



锦江酒店 (600754.SH)

增持 (下调评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 仍有压力，静待整合潜力释放

事件

25 年 4 月 29 日公司公告一季报，1Q25 营收 29.4 亿元/-8.3%，归母净利润 360 万元/-81.0%，扣非归母净利润 266 万元/-57.3%。

点评

境内：有限服务酒店 Q1RevPAR 降幅环比有所扩大，但 OCC 同比有改善。Q1 境内全服务酒店业务收入 5920 万元/+31.4%，RevPAR 192 元/-8.3%（前值-10.8%）；境内有限服务酒店收入 2057 万元/-7.1%（其中前期加盟服务收入-45.5%/持续加盟及劳务派遣收入+4.9%），RevPAR 138 元/-5.3%（前值-4.9%），拆分量价 OCC 60.9%/+1.0pct，ADR226 元/-6.8%，分档次中端/经济型 RevPAR 分别-7.9%/-2.5%。我们认为 Q1 经营数据降幅扩大或与基数相对偏高及商旅恢复度偏慢有关。

境外：Q1 RevPAR 降幅环比扩大。Q1 境外酒店营收 1.03 亿欧元/-10.5%，境外 RevPAR 34.6 欧元/-3.1%（前值-1.3%），拆分量价 OCC 为 53.3%/-2.9pct，ADR 为 64.8 欧元/+2.2%。

Q1 收入承压导致经营杠杆向下，管理费用有所节约。Q1 公司综合毛利率 31.8%/-3.5pct，销售费用率 6.8%/-0.7pct，管理费用率 19.5%/+0.8pct，毛利率因 RevPAR 承压而承压明显，管理费用率则有所改善。此外，归母净利润下滑还与非经常因素有关，1Q24 存较高物业处置收益（约 1.2 亿元）、金融资产公允价值变动收益（约 5006 万元）。

Q1 新开 226 家、完成全年计划 10%。根据公司公告，预计 25 年收入 143~150 亿元/+2%~7%，其中中国境内收入预计同比增长 5%~10%，计划新开酒店 1300 家、新签约 2000 家，新开计划较 24 年提高 100 家、新签约计划降低 500 家。Q1 公司新开/净开 226/97 家，完成全年新开目标的 10%，期末 Pipeline 酒店 3887 家、环比 24 年末净减少 88 家。

盈利预测、估值与评级

短期经营数据仍有压力，期待 Q2、Q3RevPAR 基数下降情况下回暖，中长期期待公司高质量发展、内部管理梳理成果释放。预计 25E~27E 归母净利 10.6/12.4/14.8 亿元，对应 PE 为 24/21/18X，下调至“增持”评级。

风险提示

境内 RevPAR 短期压力加大，境外降债速度不及预期，开店不及预期等。

国金证券研究所

分析师：叶思嘉（执业 S1130523080001）

yesijia@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价（人民币）：24.28 元

相关报告：

- 《锦江酒店公司点评：收购少数股权，增厚业绩、降本增效》，2024.12.25
- 《锦江酒店公司点评：Q3 承压，期待降债、改革效果》，2024.10.31
- 《锦江酒店 1H24 预告点评：关注境外减亏、内部改革等边际改善》，2024.7.14



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,649	14,063	14,511	14,943	15,559
营业收入增长率	33.08%	-4.00%	3.19%	2.98%	4.12%
归母净利润(百万元)	1,002	911	1,063	1,235	1,478
归母净利润增长率	782.71%	-9.06%	16.67%	16.18%	19.65%
摊薄每股收益(元)	0.936	0.851	0.993	1.154	1.381
每股经营性现金流净额	4.82	0.00	0.64	2.85	3.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.01%	5.91%	6.43%	7.12%	7.88%
P/E	31.94	31.55	24.44	21.04	17.58
P/B	1.92	1.87	1.57	1.50	1.38

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	11,008	14,649	14,063	14,511	14,943	15,559
增长率	(0)	33.1%	-4.0%	3.2%	3.0%	4.1%
主营业务成本	-7,364	-8,498	-8,505	-8,577	-8,789	-9,033
%销售收入	66.9%	58.0%	60.5%	59.1%	58.8%	58.1%
毛利	3,644	6,151	5,558	5,934	6,154	6,525
%销售收入	33.1%	42.0%	39.5%	40.9%	41.2%	41.9%
营业税金及附加	-128	-163	-148	-153	-158	-164
%销售收入	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-776	-1,160	-1,068	-1,112	-1,117	-1,133
%销售收入	7.1%	7.9%	7.6%	7.7%	7.5%	7.3%
管理费用	-2,348	-2,745	-2,546	-2,470	-2,470	-2,569
%销售收入	21.3%	18.7%	18.1%	17.0%	16.5%	16.5%
研发费用	-12	-24	-24	-25	-26	-27
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	379	2,059	1,772	2,174	2,384	2,633
%销售收入	3.4%	14.1%	12.6%	15.0%	16.0%	16.9%
财务费用	-475	-690	-750	-570	-548	-463
%销售收入	4.3%	4.7%	5.3%	3.9%	3.7%	3.0%
资产减值损失	-41	-68	-138	0	0	0
公允价值变动收益	201	161	42	0	0	0
投资收益	172	206	630	100	100	100
%税前利润	34.8%	12%	38%	5.6%	5.0%	4.3%
营业利润	462	1,801	1,691	1,784	2,016	2,350
营业利润率	4.2%	12.3%	12.0%	12.3%	13.5%	15.1%
营业外收支	33	-7	-46	0	0	0
税前利润	495	1,793	1,645	1,784	2,016	2,350
利润率	4.5%	12.2%	11.7%	12.3%	13.5%	15.1%
所得税	-250	-516	-501	-501	-504	-587
所得税率	50.5%	28.8%	30.4%	28.1%	25.0%	25.0%
净利润	245	1,277	1,144	1,283	1,512	1,762
少数股东损益	132	275	233	220	277	285
归属于母公司的净利润	113	1,002	911	1,063	1,235	1,478
净利率	1.0%	6.8%	6.5%	7.3%	8.3%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	245	1,277	0	1,283	1,512	1,762
少数股东损益	132	275	233	220	277	285
非现金支出	2,379	2,289	0	843	815	834
非经营收益	-83	201	0	77	573	492
营运资金变动	-303	1,394	0	-1,519	149	124
经营活动现金净流	2,238	5,162	0	683	3,049	3,213
资本开支	-482	-724	-486	689	-540	-540
投资	672	1,899	3,426	0	0	0
其他	42	-65	-91	100	100	100
投资活动现金净流	232	1,111	2,849	789	-440	-440
股权募资	0	0	0	118	-350	0
债权募资	-935	279	-1,342	861	205	-669
其他	-2,623	-3,849	-4,905	-812	-787	-706
筹资活动现金净流	-3,558	-3,569	-6,247	167	-932	-1,375
现金净流量	-1,075	2,735	-3,430	1,640	1,677	1,397

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,915	10,295	9,085	8,648	8,816	9,109
应收款项	2,685	2,348	2,084	2,271	2,338	2,435
存货	68	67	49	58	60	61
其他流动资产	794	841	1,238	970	871	886
流动资产	10,463	13,551	12,456	11,947	12,085	12,491
%总资产	22.1%	26.8%	27.0%	27.6%	27.9%	28.7%
长期投资	1,624	1,776	1,748	1,748	1,748	1,748
固定资产	5,445	5,589	3,984	3,247	3,365	3,455
%总资产	11.5%	11.0%	8.6%	7.5%	7.8%	7.9%
无形资产	19,457	20,105	19,420	19,444	19,446	19,445
非流动资产	36,968	37,036	33,654	31,302	31,178	31,034
%总资产	77.9%	73.2%	73.0%	72.4%	72.1%	71.3%
资产总计	47,431	50,587	46,110	43,249	43,262	43,525
短期借款	6,807	5,903	6,852	9,565	10,769	10,100
应付款项	3,064	4,339	4,700	3,603	3,677	3,782
其他流动负债	1,940	2,430	2,429	2,188	2,232	2,362
流动负债	11,811	12,672	13,982	15,356	16,678	16,244
长期贷款	8,058	9,893	7,045	5,545	4,545	4,545
其他长期负债	10,412	10,662	9,401	5,330	3,923	2,921
负债	30,281	33,226	30,427	26,230	25,146	23,710
普通股股东权益	16,573	16,677	15,409	16,525	17,346	18,759
其中：股本	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
未分配利润	2,316	3,070	3,319	4,317	5,488	6,901
少数股东权益	577	684	274	494	771	1,056
负债股东权益合计	47,431	50,587	46,110	43,249	43,262	43,525

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.106	0.936	0.851	0.993	1.154	1.381
每股净资产	15.488	15.585	14.400	15.443	16.210	17.531
每股经营现金净流	2.091	4.824	0.000	0.638	2.849	3.002
每股股利	0.058	0.053	0.060	0.060	0.060	0.060
回报率						
净资产收益率	0.68%	6.01%	5.91%	6.43%	7.12%	7.88%
总资产收益率	0.24%	1.98%	1.98%	2.46%	2.85%	3.39%
投入资本收益率	0.56%	4.19%	3.94%	4.87%	5.35%	5.73%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.92%	33.08%	-4.0%	3.19%	2.98%	4.12%
EBIT 增长率	-29%	443%	-14%	23%	10%	10%
净利润增长率	13%	783%	-9%	17%	16%	20%
总资产增长率	-1.7%	6.65%	-8.85%	-6.20%	0.03%	0.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	56.5	44.3	40.4	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	3.6	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5
应付账款周转天数	59.2	59.4	61.8	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	163.1	123.7	86.9	65.4	66.1	65.4
偿债能力						
净负债/股东权益	44.94%	30.17%	28.55%	36.00%	34.02%	26.25%
EBIT 利息保障倍数	0.8	3.0	2.4	3.8	4.3	5.7
资产负债率	63.84%	65.68%	65.99%	60.65%	58.12%	54.47%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	10	13	15	52
增持	0	2	3	3	8
中性	0	1	1	3	8
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.31	1.29	1.43	1.35

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-30	买入	40.20	N/A
2	2023-10-31	买入	32.39	N/A
3	2024-01-31	买入	27.52	N/A
4	2024-04-02	买入	28.02	N/A
5	2024-04-30	买入	28.84	N/A
6	2024-07-14	买入	22.98	N/A
7	2024-10-31	买入	29.28	N/A
8	2024-12-25	买入	26.24	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

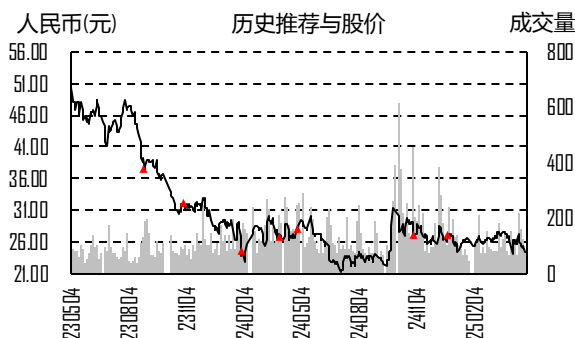
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持





特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究