

锦江酒店 (600754.SH)

三季度经营承压，继续跟踪行业供需趋势

优于大市

核心观点

三季度公司业绩逊于前瞻，经营趋势下行叠加一次性因素扰动。公司 2024Q3 收入 38.98 亿元/-7.1%，归母净利润 2.58 亿元/-43.08%，扣非净利润 2.50 亿元/-41.65%，逊于我们前瞻 (4.5 亿)，主要系国内 RevPAR 下滑叠加部分成本费用刚性影响，此外估算所得税季度性错位与政府征用款减值等一次性因素拖累约 6000 万。前三季度收入 107.9 亿元/-2.55%，归母净利润 11.06 亿元/+12.13% (含出售时尚之旅 4.2 亿元)，扣非净利润 6.39 亿元/-20.39%。

三季度经营承压主要源于国内 RevPAR 下滑，估算海外同比减亏。国内来看，2024Q3 公司有限服务酒店 RevPAR-8.38% (ADR-10%，OCC+1.7pct)，中端/经济型酒店 REVPAR-10.78%/-4.67%；全服务酒店整体 REVPAR-18.17%。其中，中端和高端全服务酒店在价格高基数下承压更显著，且环比降幅扩大更显著。Q3 直营店 RevPAR 下滑 9.62%，利润端预计更为承压。**海外来看**，Q3 海外酒店 RevPAR 同比增长 3.08%，加之财务费用改善，我们估算海外同比减亏。三季度国内酒店/国外酒店收入各-10.88%/+1.93%，食品业务收入-8.95%。

三季度末年初开店目标达成 96%，加盟扩张，直营优化。Q3 新开/净开 469/248 家，其中有限服务新开/净开 446/226 家 (直营-18/加盟+244 家)，22 家有限服务重分类为全服务酒店。前三季度累计新开/净开 1149/738 家，我们预计全年新开 1200 家的目标可达成性较大；前三季度有限服务净开 715 家 (直营-65/加盟+780 家)，直营店优化短期扰动业绩但有望为后续减轻包袱。

展望后续，国内核心跟踪 RevPAR 趋势，海外关注减亏节奏。今年以来酒店行业 RevPAR 趋势向下，叠加公司国内中台整合与直营店梳理改造尚处于推进中，前三季度业绩承压，目前看距离完成全年股权激励目标有一定难度 (估算 2024-2026 年扣非归母净利润不低于 10.06/12.77/15.48 亿元)。展望明年，如果政策持续发力带动商旅需求复苏及行业趋势向上，则公司国内直营改造升级、运营中台优化及前端中央预订渠道建设仍有望带来中线看点。此外，海外经营优化渐进推进，伴随增资到位及贷款置换等系列操作，降息预期下财务费用压力有望逐步缓解，关注后续进一步减亏节奏。

风险提示：宏观系统性风险，国企改革及内部整合低于预期；品牌老化风险。

投资建议：考虑三季度 RevPAR 下行酒店主业经营承压，加之减值计提等扰动，我们下修公司 2024-2026 年归母净利润 12.1/13.3/16.1 亿元 (此前预测分别为 14.2/15.1/17.6)，对应 PE 估值 26/24/19x。短期仍需跟踪酒店行业供需趋势及公司门店改造节奏，如若后续行业周期企稳，可进一步观察公司在激励改善下的前中后台优化效果，维持中线“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	11,008	14,649	14,331	14,649	15,488
(+/-%)	-2.9%	33.1%	-2.2%	2.2%	5.7%
归母净利润 (百万元)	113	1002	1211	1329	1608
(+/-%)	12.8%	782.7%	20.9%	9.7%	21.0%
每股收益 (元)	0.11	0.94	1.13	1.24	1.50
EBIT Margin	3.4%	14.1%	14.3%	16.1%	17.5%
净资产收益率 (ROE)	0.7%	6.0%	7.1%	7.5%	8.8%
市盈率 (PE)	276.1	31.3	25.9	23.6	19.5
EV/EBITDA	63.4	24.2	23.0	20.5	18.7
市净率 (PB)	1.89	1.88	1.83	1.77	1.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

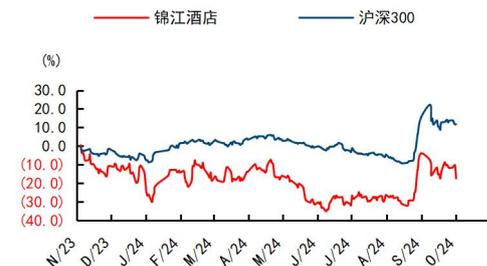
社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	证券分析师：杨玉莹 yangyuying@guosen.com.cn S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	26.95 元
总市值/流通市值	28838/28838 百万元
52 周最高价/最低价	34.40/21.47 元
近 3 个月日均成交额	354.61 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《锦江酒店 (600754.SH) - 海外减亏和资产处置助净利润大增，跟踪出行趋势变化》——2024-09-02
- 《锦江酒店 (600754.SH) - 拟回购股权用于限制性股票激励，有望推动新一轮经营变革》——2024-08-12
- 《锦江酒店 (600754.SH) - 海外利息费用大增影响扣非业绩表现，国内酒店开店有所提速》——2024-04-30
- 《锦江酒店 (600754.SH) - 海外亏损拖累 2023 年表现，关注国内外整合优化成效》——2024-04-03
- 《锦江酒店 (600754.SH) - 海外拖累致业绩承压，跟踪行业趋势与公司整合成效》——2024-02-01

三季度公司业绩逊于前瞻,经营趋势下行叠加一次性因素扰动。公司 2024Q3 收入 38.98 亿元/-7.1%, 归母净利润 2.58 亿元/-43.08%, 扣非净利润 2.50 亿元/-41.65%, 逊于我们前瞻(4.5 亿), 主要系国内 RevPAR 下滑叠加部分成本费用刚性影响, 此外估算所得税季度性错位与政府征用款减值等一次性因素拖累约 6000 万。前三季度收入 107.9 亿元/-2.55%, 归母净利润 11.06 亿元/+12.13% (含出售时尚之旅 4.2 亿元), 扣非净利润 6.39 亿元/-20.39%。

图1: 锦江酒店单季度营收情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 锦江酒店单季度利润情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度经营承压主要源于国内 RevPAR 下滑, 估算海外同比减亏。国内来看, 2024Q3 公司有限服务酒店 RevPAR-8.38% (ADR-10%, OCC+1.7pct), 中端/经济型酒店 RevPAR-10.78%/-4.67%; 全服务酒店整体 RevPAR-18.17%。其中, 中端和高端全服务酒店在价格高基数下承压更显著, 且环比降幅扩大更显著。Q3 直营店 RevPAR 下滑 9.62%, 利润端预计更为承压。**海外来看,** Q3 海外酒店 RevPAR 同比增长 3.08%, 加之财务费用改善, 我们估算海外同比减亏。三季度国内酒店/国外酒店收入各-10.88%/+1.93%, 食品业务收入-8.95%。

图3: 锦江酒店开关店情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 锦江酒店 RevPAR 情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度末年初开店目标达成 96%, 加盟扩张, 直营优化。Q3 新开/净开 469/248 家, 其中有限服务新开/净开 446/226 家 (直营-18/加盟+244 家), 22 家有限服务重分类为全服务酒店。前三季度累计新开/净开 1149/738 家, 我们预计全年新开 1200 家的目标可达成性较大; 前三季度有限服务净开 715 家 (直营-65/加盟+780 家), 直营店优化短期扰动业绩但有望为后续减轻包袱。

展望后续, 国内核心跟踪 RevPAR 趋势, 海外关注减亏节奏。今年以来酒店行业 RevPAR 趋势向下, 叠加公司国内中台整合与直营店梳理改造尚处于推进中, 前三季度业绩承

压，目前看距离完成全年股权激励目标有一定难度（估算 2024-2026 年扣非归母净利润不低于 10.06/12.77/15.48 亿元）。展望明年，如果政策持续发力带动商旅需求复苏及行业趋势向上，则公司国内直营改造升级、运营中台优化及前端中央预订渠道建设仍有望带来中线看点。此外，海外经营优化渐进推进，伴随增资到位及贷款置换等系列操作，降息预期下财务费用压力有望逐步缓解，关注后续进一步减亏节奏。

风险提示：宏观系统性风险，国企改革及内部整合低于预期；品牌老化风险。

投资建议：考虑三季度 RevPAR 下行酒店主业经营承压，加之减值计提等扰动，我们下修公司 2024-2026 年归母净利润 12.1/13.3/16.1 亿元（此前预测分别为 14.2/15.1/17.6），对应 PE 估值 26/24/19x。短期仍需跟踪酒店行业供需趋势及公司门店改造节奏，如若后续行业周期企稳，可进一步观察公司在激励改善下的前中后台优化效果，维持中线“优于大市”评级。

图5：锦江酒店分业务情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：锦江酒店酒店业务情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2024/10/31	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
600754.SH	锦江酒店	29.28	313	0.94	1.13	1.24	1.50	31	26	24	19	优于大市
1179.HK	华住集团-S	14.25	159	0.71	0.74	0.84	0.95	20	19	17	15	优于大市
600258.SH	首旅酒店	26.81	861	1.28	1.34	1.49	1.69	21	19	17	15	优于大市
301073.SZ	君亭酒店	24.18	47	0.25	0.62	0.88	1.15	97	39	27	21	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 其中：华住集团-S2024-2026年EPS采用经调整EPS数据，其收盘价和市值为人民币计价。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6915	10295	12238	13460	15917	营业收入	11008	14649	14331	14649	15488
应收款项	2560	2252	1983	1419	1425	营业成本	7364	8498	8269	8416	8848
存货净额	68	67	238	415	685	营业税金及附加	128	163	158	161	170
其他流动资产	622	643	717	732	697	销售费用	776	1160	1132	1025	1022
流动资产合计	10463	13551	15430	16281	18979	管理费用	2348	2745	2714	2681	2725
固定资产	5445	5589	5838	6344	6772	研发费用	12	24	14	15	15
无形资产及其他	6851	6951	6674	6397	6120	财务费用	475	690	562	495	427
投资性房地产	24195	23983	23983	23983	23983	投资收益	172	206	449	105	68
长期股权投资	477	512	512	512	512	资产减值及公允价值变动	197	148	(20)	20	10
资产总计	47431	50587	52439	53518	56367	其他收入	177	53	(14)	(15)	(15)
短期借款及交易性金融负债	6807	5903	6139	6016	6016	营业利润	462	1801	1911	1981	2358
应付款项	1315	1449	3241	4364	6852	营业外净收支	33	(7)	(30)	20	20
其他流动负债	3688	5320	4640	4272	4073	利润总额	495	1793	1881	2001	2378
流动负债合计	11811	12672	14020	14651	16941	所得税费用	250	516	480	510	606
长期借款及应付债券	8058	9893	9893	9793	9693	少数股东损益	132	275	190	162	163
其他长期负债	10412	10662	10662	10662	10662	归属于母公司净利润	113	1002	1211	1329	1608
长期负债合计	18470	20555	20555	20455	20355	现金流量表 (百万元)					
负债合计	30281	33226	34575	35106	37296	净利润	113	1002	1211	1329	1608
少数股东权益	577	684	703	719	735	资产减值准备	2	9	(9)	0	0
股东权益	16573	16677	17162	17693	18336	折旧摊销	592	607	817	892	960
负债和股东权益总计	47431	50587	52439	53518	56367	公允价值变动损失	(197)	(148)	20	(20)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	475	690	562	495	427
每股收益	0.11	0.94	1.13	1.24	1.50	营运资本变动	1033	2525	1128	1126	2049
每股红利	0.43	0.69	0.68	0.75	0.90	其它	(404)	63	28	16	16
每股净资产	15.49	15.59	16.04	16.53	17.14	经营活动现金流	1140	4058	3195	3343	4623
ROIC	0.08%	3.48%	4%	6%	8%	资本开支	0	(722)	(801)	(1101)	(1101)
ROE	0.68%	6.01%	7%	8%	9%	其它投资现金流	(19)	2	40	0	0
毛利率	33%	42%	42%	43%	43%	投资活动现金流	141	(755)	(761)	(1101)	(1101)
EBIT Margin	3%	14%	14%	16%	17%	权益性融资	13	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	18%	20%	22%	24%	负债净变化	64	1835	0	(100)	(100)
收入增长	-3%	33%	-2%	2%	6%	支付股利、利息	(461)	(739)	(727)	(797)	(965)
净利润增长率	13%	783%	21%	10%	21%	其它融资现金流	(18)	(2114)	236	(123)	0
资产负债率	65%	67%	67%	67%	67%	融资活动现金流	(798)	76	(491)	(1020)	(1065)
股息率	1.5%	2.4%	2.3%	2.5%	3.1%	现金净变动	483	3379	1944	1222	2457
P/E	276.1	31.3	25.9	23.6	19.5	货币资金的期初余额	6433	6915	10295	12238	13460
P/B	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7	货币资金的期末余额	6915	10295	12238	13460	15917
EV/EBITDA	63.4	24.2	23.0	20.5	18.7	企业自由现金流	0	3876	2667	2668	3924
						权益自由现金流	0	3597	2484	2077	3506

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032