

中国连锁酒店集团龙头，系列改革推动盈利迈上新台阶

证券研究报告
2024 年 01 月 09 日

锦江酒店（600754.SH）首次覆盖报告

核心结论

摘要内容

中国连锁酒店龙头，客房总规模中国第一、世界第二。公司前身为 1993 年成立的上海新亚，2003 年起更名锦江酒店并着重发展酒店业务。2015 年起持续收购国内外酒店品牌，扩张自身品牌矩阵版图，并于 2018 年起对各系品牌进行整合发展。2023 年实现全资控股锦江国际酒店管理有限公司，获取丽笙中国区经营权，品牌矩阵进一步扩大。截至 2023Q3，公司已开业酒店客房总数超 115 万间。

系列改革挖深护城河，综合竞争力有望获得大幅提升。2023H2 启动系列改革，涵盖会员体系升级、收益管理系统精细化、门店翻新及改造、品牌矩阵聚焦发展等方面，为 CRS 费率提升及中高端酒店业务拓展打下长期基础。

CRS 费率提升政策落地有望增厚利润。最初维也纳品牌酒店预定费免收，铂涛品牌酒店按 3 元/订单收取，综合费率低于企业直销预定费率 5% 的水平。对于未来线上酒店预定业务的新开业及新增加盟店，将统一按照 5% 预定服务费率签订合同，对于现有订单将逐步调整原有收费，通过签署补充协议等形式，逐步将费用率统一至 5% 水平，同时维也纳品牌酒店至 2024 年末将全部恢复收费。我们认为预定费率的提升有望贡献可观业绩增量。

盈利预测：预计公司 2023-2025 年实现营收 140.4 / 154.6 / 170.1 亿元，同比增长 27.5% / 10.1% / 10.0%，实现归母净利润 12.9 / 16.9 / 21.4 亿元，同比增长 1039.8% / 30.6% / 26.6%。考虑到公司为行业龙头，内部改革持续强化核心竞争力，参考相对估值，给予公司 2024 年 21×PE，目标价格 33.2 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：需求端恢复不及预期；门店数量增长不及预期；CRS 费率改革落地推迟；舆情风险；其他风险

核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	11,339	11,008	14,036	15,456	17,008
增长率	14.6%	-2.9%	27.5%	10.1%	10.0%
归母净利润（百万元）	101	113	1,294	1,689	2,138
增长率	-8.7%	12.8%	1039.8%	30.6%	26.6%
每股收益（EPS）	0.09	0.11	1.21	1.58	2.00
市盈率（P/E）	308.6	273.6	24.0	18.4	14.5
市净率（P/B）	1.9	1.9	1.7	1.6	1.4

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

增持

股票代码

600754.SH

前次评级

--

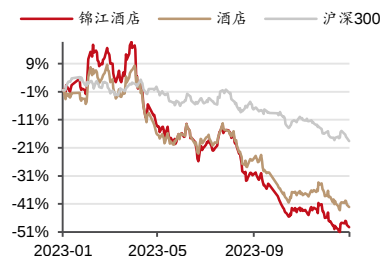
评级变动

首次

当前价格

29.02

近一年股价走势



分析师

李雯 S0800523020002

13418643430

liwen1@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点5

 关键假设5

 区别于市场的观点5

 股价上涨催化剂5

 估值与目标价5

锦江酒店核心指标概览6

一、 万店龙头连锁酒店集团，并购扩张业务版图7

 1.1 有限服务型酒店龙头，聚集中高端酒店发展7

 1.2 境内酒店业务：加速拓展中高端9

 1.3 境外酒店业务：经营反弹迅速11

 1.4 财务分析：规模优势凸显，费用率持续下行12

二、 酒店行业：中高端化初期，连锁化率仍具上升空间13

 2.1 中高端化：内资中高端酒店品牌崛起，酒店行业进入增长新阶段14

 2.2 连锁化：连锁品牌运营优势显著，中高档酒店仍具空间15

 2.3 数字化：行业数字化进入高速发展期，降本增效有望迈上新台阶17

三、 系列改革提高竞争力，CRS 费率提升有望增厚利润18

 3.1 品牌矩阵强化，夯实主力轨道品牌18

 3.2 会员体系整合及权益优化，CRS 新政策推进有望贡献利润增量19

 3.3 海外酒店集团运营管理经验加持，助力加码中高端20

四、 盈利预测及投资建议21

 4.1 盈利预测21

 4.2 投资建议23

五、 风险提示24

图表目录

图 1：锦江酒店核心指标概览图6

图 2：锦江酒店发展历程7

图 3：公司实控人为上海国资委（截至 2023Q3）8

图 4：2023 年锦江酒店品牌矩阵8

图 5：截至 2023Q3 公司客房规模超 115 万间9

图 6：2019-2023Q3 境内酒店扩张以中端为主9

图 7：2019-2023Q3 加盟酒店数量占比及数量持续提升9

图 8：2023Q3 境内酒店中端品牌门店数（单位：家，%）10

图 9: 2023Q3 境内酒店经济型品牌门店数 (单位: 家, %)	10
图 10: 中高端占比提升推动境内酒店 ADR 上升	10
图 11: 需求端反弹推动境内 OCC 上升	10
图 12: 境内 RevPAR 已超过 2019 年水平	10
图 13: 卢浮经济型品牌以 campanile 和 kyriad 系列为主 (单位: 家, %)	11
图 14: 境外酒店以经济型为主	11
图 15: 境外直营门店规模稳定, 加盟占比 76.4%	11
图 16: 2019~2023Q3 境外 ADR 呈增长态势	11
图 17: 2019~2023Q3 境外 OCC 恢复至疫情前	11
图 18: 2019~2023Q3 境外 RevPAR 稳定增长	12
图 19: 2023Q1-Q3 实现营收 109.6 亿元, 同比增长 32.7%	12
图 20: 2023Q1-Q3 境外营收占比 32.3%	12
图 21: 2023Q1-Q3 归母净利润较上年同期显著增长	13
图 22: 疫后归母净利率和毛利率有所回升	13
图 23: 管理费用持续优化	13
图 24: 期间费用率边际下行	13
图 25: 预计我国中高端酒店 2025 年行业规模近 1500 亿元	13
图 26: 中国酒店行业竞争格局变化	14
图 27: 我国酒店行业进入内资高端品牌成长阶段	14
图 28: 华住、锦江、首旅中档及以上酒店客房占比持续提升	15
图 29: 全国酒店连锁化率由 2019 年 26% 上升至 2022 年的 39%	15
图 30: 连锁酒店相对单体酒店具有明显价格优势	15
图 31: 华住、锦江、首旅境内加盟酒店客房数量及占比持续提升 (单位: 间)	16
图 32: 中国酒店产业数字化 AMC 模型	17
图 33: 酒店行业数字化主要涵盖供应链、运营、营销、服务四个部分	18
图 34: 锦江酒店门店数量前十品牌 (截至 2023Q3)	19
图 35: 华住集团门店数量前十品牌 (截至 2023Q3)	19
图 36: 各品牌会员整合并入锦江会员体系	19
图 37: 锦江酒店有效会员数量近 2 亿人	19
图 38: 锦江酒店分次收购 Wehotel 股权并实现 100% 控股	20
图 39: 卢浮集团品牌矩阵	21
图 40: 丽笙酒店品牌矩阵	21
图 41: 丽笙酒店实现全球化布局	21
图 42: 锦江酒店 PE-Band	24
表 1: 中档酒店连锁化率提升仍具较大空间	16
表 2: 锦江酒店盈利预测核心假设	22
表 3: 锦江酒店盈利预测	22

表 4：可比公司估值（数据截止 2024 年 1 月 8 日）23

投资要点

关键假设

1. 直营门店：随着经济持续恢复且向好，我们预计未来三年境内关店速度放缓，且不会出现大量关店情况，境外维持稳定，预计 2023-2025 年境内直营门店数量为 470/460/450 家，境外直营门店数量为 285/285/285 家。

2. 加盟门店：我们预计公司未来三年加盟门店开店速度保持稳定，结合公司 2022 年年报，预计 2023-2025 年每年新开业加盟门店数量为 1200 家，净增门店数量为 900 家，新开门店以中高端品牌为主。

3. 酒店经营：我们认为随着人均可支配收入的增长、国内经济态势向好，旅游需求和商旅需求的恢复和增长具有较高确定性，结合公司加码中高端品牌、产品改造升级，我们预计 2023-2025 年境内酒店 RevPAR 为 169/174/181 元/每间夜，境外酒店 RevPAR 为 42/43/44 欧元/每间夜。（假设欧元汇率稳定为 7.4）

4. 订房系统渠道服务收入：根据公司公告，未来新开酒店费用率统一为 5%，现有门店将逐步调整至 5%。假设 2023-2025 年 CRS 综合费用率为 2%/3.5%/5%，预计该项业务对应营收为 6.1/10.6/15.2 亿元。（包含直销相关费用及会员运营、技术服务费用）

区别于市场的观点

市场担忧公司 5% 的 CRS 费率政策推行存在不确定性。但我们认为新费率政策通过合同协议方式落地，其确定性较强。

股价上涨催化剂

1. 需求端加速恢复和反弹。酒店需求主要为商旅和休闲，其中商旅需求仍具恢复空间，休闲需求具备增长空间。

2. 系列改革措施落地执行。公司于 2023 年下半年启动系列改革措施，各项政策之间形成协同，若各项政策落地并产生较好效果，则有望全方位提升公司竞争力，进而推动业绩上行。

估值与目标价

预计公司 2023-2025 年实现营收 140.4 / 154.6 / 170.1 亿元，同比增长 27.5% / 10.1% / 10.0%，实现归母净利润 12.9 / 16.9 / 21.4 亿元，同比增长 1039.8% / 30.6% / 26.6%。考虑到公司为行业龙头，内部改革持续强化核心竞争力，参考相对估值，给予公司 2024 年 21×PE，目标价格 33.2 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

锦江酒店核心指标概览

图 1：锦江酒店核心指标概览图

锦江酒店
(600754. SH)

2023E

2024E

2025E

营业收入 (亿元)

140.4

154.6

170.1

毛利率 (%)

43.4%

45.2%

46.8%

归母净利润 (亿元)

12.9

16.9

21.4

酒店经营

2023E

2024E

2025E

(境内酒店)

RevPAR
(元/间)

169

174

181

ADR (元)

256

260

263

OCC (%)

66%

67%

68%

(境外酒店)

RevPAR
(€/间夜)

42

43

44

ADR (欧元)

66

67

68

OCC (%)

63%

64%

65%

业务规模

2023E

2024E

2025E

(境内酒店)

直营门店
(家)

470

460

450

直营客房
(间)

61100

59800

58500

加盟门店
(家)

10686

11586

12486

加盟客房
(间)

1004484

1089084

1173684

(境外酒店)

直营门店
(家)

285

285

285

直营客房
(间)

22800

22800

22800

加盟门店
(家)

920

900

880

加盟客房
(间)

74520

72900

71280

营业收入

(单位: 亿元)

2023E

2024E

2025E

营业收入

140. 4

154. 6

170. 1

分行业

有限服务型酒店
营运及管理业务

138. 0

152. 1

167. 6

其中:

酒店客房

61. 0

61. 9

63. 1

餐饮服务

9. 8

9. 9

10. 1

商品销售

7. 3

7. 4

7. 6

前期加盟服务

3. 8

3. 8

3. 8

持续加盟及劳务派遣服务

41. 8

49. 9

58. 8

订房渠道

6. 1

10. 6

15. 2

会员卡收益

3. 3

3. 5

3. 7

采购平台收入

2. 4

2. 6

2. 8

其他

2. 4

2. 5

2. 5

食品及餐饮业务

2. 4

2. 5

2. 5

其他业务

0. 01

0. 01

0. 01

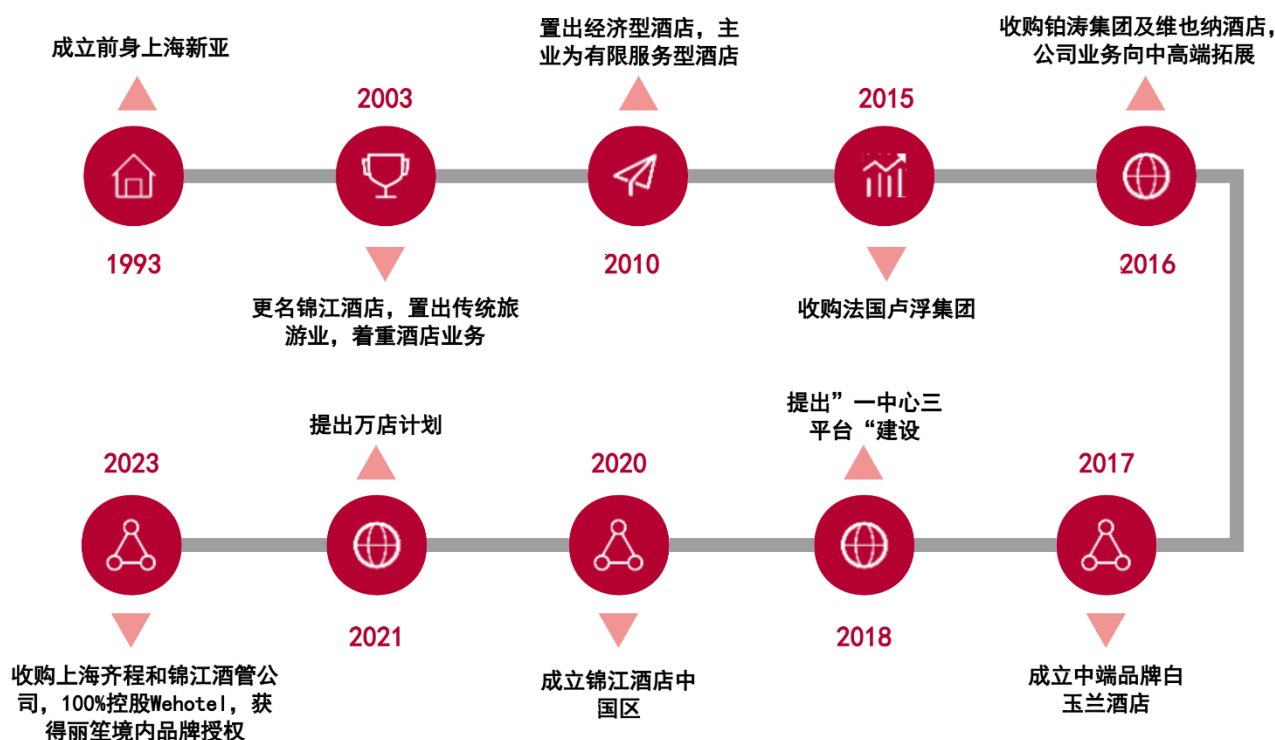
资料来源：锦江酒店 2022 年财报，西部证券研发中心

一、万店龙头连锁酒店集团，并购扩张业务版图

1.1 有限服务型酒店龙头，聚集中高端酒店发展

锦江酒店是中国规模最大的酒店集团，其前身为上海新亚。公司主营业务为酒店管理及运营，自 2015 年开始不断并购扩张，截至 23Q3，公司旗下共有酒店 12138 家，客房规模达到 115 万间。根据 2022 年《HOTELS》杂志全球酒店集团排名，锦江酒店以总客房数量 127 万间位列全球第二（锦江国际集团整体数据），仅次于万豪国际（总客房数 149 万间）。

图 2：锦江酒店发展历程



资料来源：锦江酒店 1994-2022 年财报，锦江酒店《关于收购锦江国际酒店管理有限公司 100%股权暨关联交易的公告》，西部证券研发中心

锦江酒店的发展历程可划分为三个阶段：

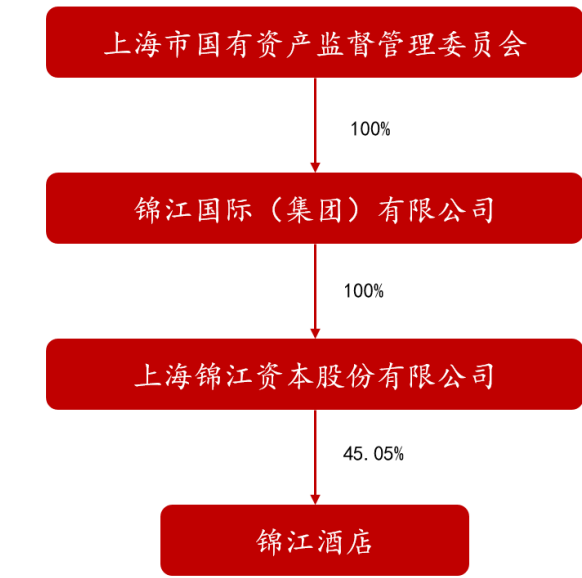
第一阶段：主业调整，聚焦经济型酒店。公司前身上海新亚于 1994 年在 B 股上市，1996 年在 A 股上市。2003 年并购重组后更名为锦江酒店，置出旅游业务，着重酒店业务；2010 年，公司置出建国宾馆星级酒店业务，置入锦江之星等经济型酒店业务，正式定位为有限服务连锁酒店集团。

第二阶段：并购扩张，全球布局。2015 年，公司以 124.6 亿元收购法国卢浮集团；2016 年，公司收购铂涛集团 81% 股份、维也纳酒店 80% 股权，实现了公司酒店业务由经济型向中高端产品线拓展。

第三阶段：整合提升，强化规模、布局和品牌优势。2018 年，提出“一中心三平台”，即锦江酒店全球创新中心、WeHotel 全球旅行产业共享平台、全球采购平台和全球酒店财务共享平台；2020 年，公司成立锦江酒店中国区，精简组织架构与管理层级，加快推进中国区整合；2023 年收购上海齐程，完成对 Wehotel 的 100% 控股；并以 4.61 亿元收购锦江资本持有的锦江国际酒管公司 100% 股权，同年 8 月酒管公司已获得丽笙境内品牌（包括丽

笙精选、丽笙、丽筠和丽祺）授权，收购后公司旗下全系列品牌酒店将连通资源全球采购平台（GPP）和 Wehotel 营销预订平台。

图 3：公司实控人为上海国资委（截至 2023Q3）



资料来源：ifind，西部证券研发中心

差异化布局，建立系统全面的有限服务型酒店品牌矩阵。锦江酒店自 2021 年启动品牌矩阵规划，综合评估品牌价值和发展潜力，划分轨道品牌、赛道品牌和轻发展品牌，通过资源聚焦和政策牵引，明确主力发展品牌，协同建设多元化品牌，战略性、区域差异化布局，互补发展，打造多而强、多且亮的品牌矩阵和高质量发展道路。

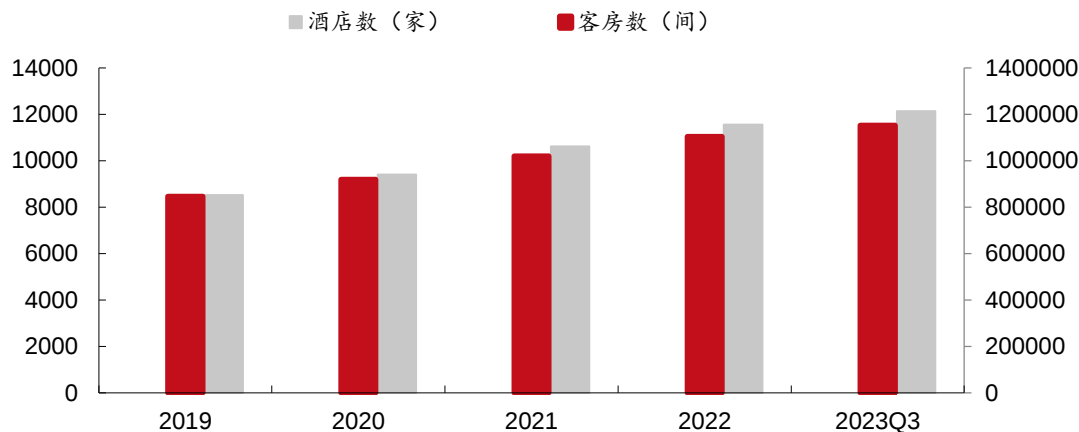
图 4：2023 年锦江酒店品牌矩阵

高端 UPSCALE HOTELS									
中高端 MID-TO-UPSCALE HOTELS									
中端 MID-RANGE HOTELS									
轻中端 ENTRY-LEVEL MIDSCALE HOTELS									
经济型 ECONOMY HOTELS									

资料来源：锦江酒店官网，西部证券研发中心

酒店规模已覆盖境内 31 个省市，境外 58 个国家或地区。截至 2023Q3，公司旗下签约有限服务型连锁酒店分布于中国境内 31 个省、自治区和直辖市 339 个地级市及省直属管辖县市，以及中国大陆境外 58 个国家或地区。已开业酒店达 12,138 家，已开业酒店客房总数达 115.2 万间；其中境内开店 10929 家，拥有客房 105.5 万间，境外开店 1209 家，拥有客房 9.7 万间。

图 5：截至 2023Q3 公司客房规模超 115 万间

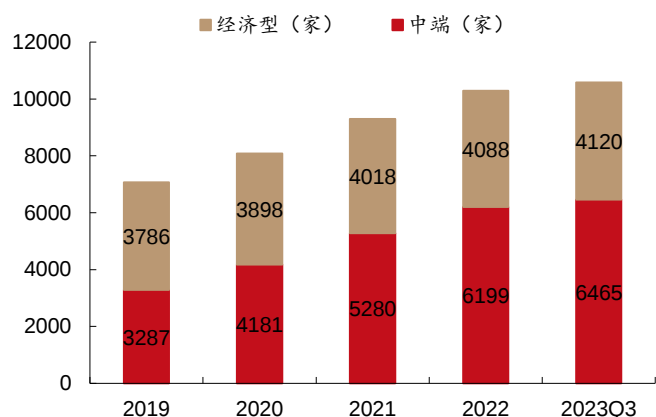


资料来源：锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季报，西部证券研发中心

1.2 境内酒店业务：加速拓展中高端

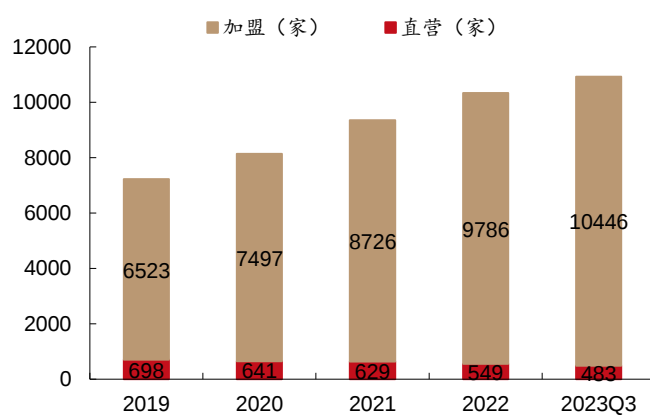
境内门店数量持续扩张，聚焦中高端和加盟业务发展。锦江酒店持续减少直营酒店数量，以加盟扩张为主，截至 2023Q3，境内直营门店 483 家，总计 63310 间客房，加盟酒店 10446 家，客房数量 991678 间。同时新开业门店中，以中端酒店为重，截至 2023Q3，经济型酒店 4120 家，中端酒店 6465 家，发展重心持续向中高端品牌倾斜。

图 6：2019-2023Q3 境内酒店扩张以中端为主



资料来源：锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季报，西部证券研发中心

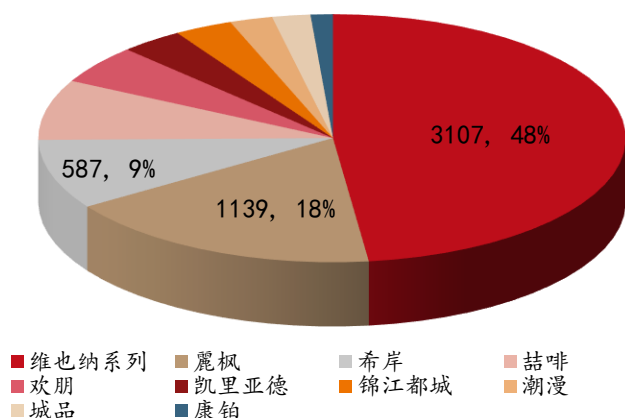
图 7：2019-2023Q3 加盟酒店数量占比及数量持续提升



资料来源：锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季报，西部证券研发中心

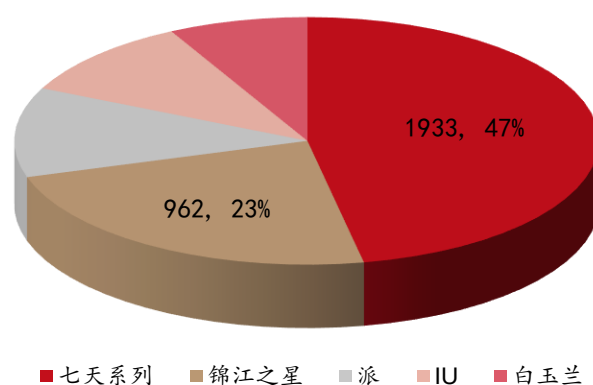
目前境内中档品牌以维也纳系列和麗枫系列为主，经济型以七天连锁和锦江之星为主。截至 2023Q3，维也纳系列酒店门店数 3107 家，占锦江境内中端品牌门店数的 48%，麗枫系列 1139 家，占比 18%；七天系列酒店门店数 1933 家，占锦江境内经济型品牌门店数的 47%，锦江之星 962 家，占比 23%。

图 8: 2023Q3 境内酒店中端品牌门店数 (单位: 家, %)



资料来源: 锦江酒店 2023 年三季度报, 西部证券研发中心

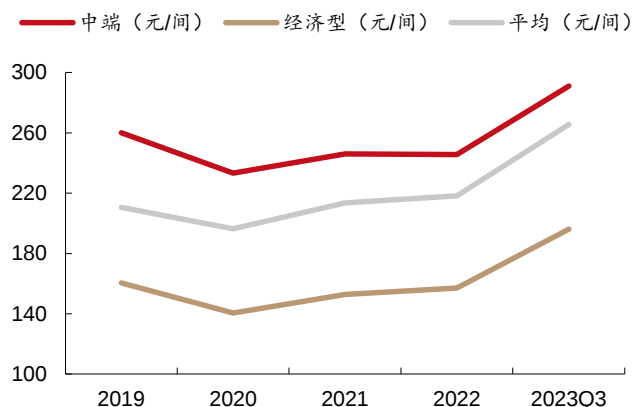
图 9: 2023Q3 境内酒店经济型品牌门店数 (单位: 家, %)



资料来源: 锦江酒店 2023 年三季度报, 西部证券研发中心

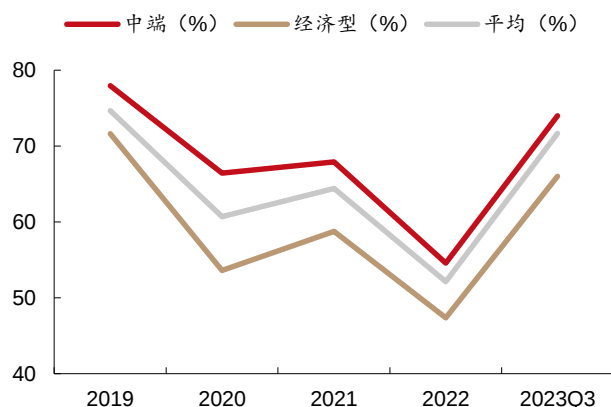
疫后消费需求释放, 经营显著复苏。2022 年境内有限服务型酒店运营受疫情影响较大, 自 2023 年 1 月以来, 休闲游及商务差旅消费需求明显释放, 境内酒店市场信心逐步恢复, 境内酒店经营显著复苏, 2023Q3 境内整体平均 RevPAR 为 2019 年同期的 112.6%。

图 10: 中高端占比提升推动境内酒店 ADR 上升



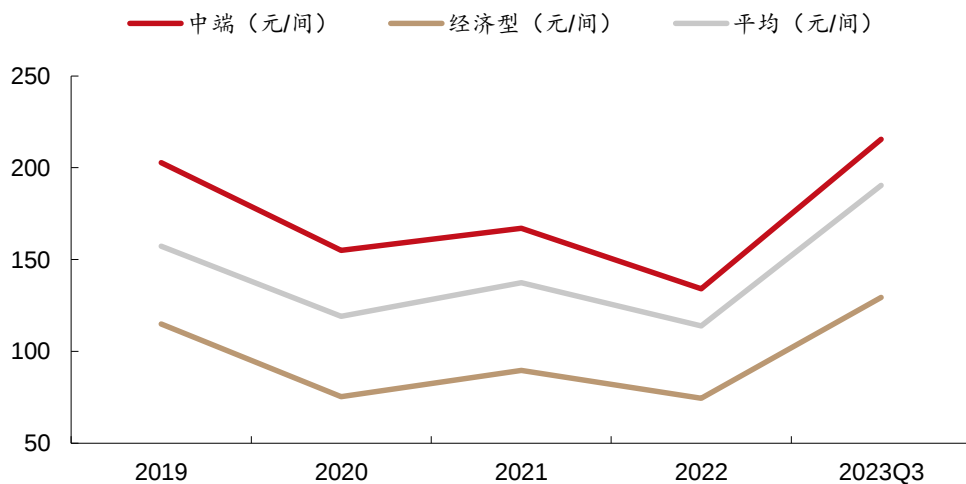
资料来源: 锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季度报, 西部证券研发中心

图 11: 需求端反弹推动境内 OCC 上升



资料来源: 锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季度报, 西部证券研发中心

图 12: 境内 RevPAR 已超过 2019 年水平

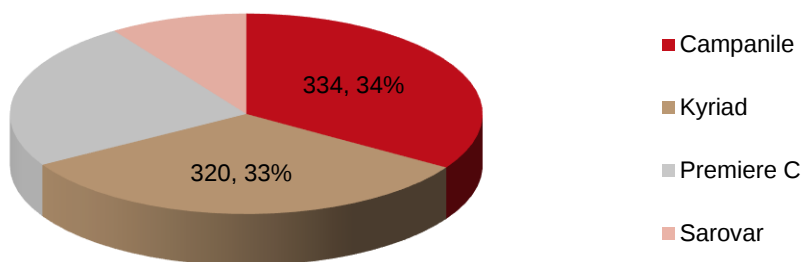


资料来源: 锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季度报, 西部证券研发中心

1.3 境外酒店业务：经营反弹迅速

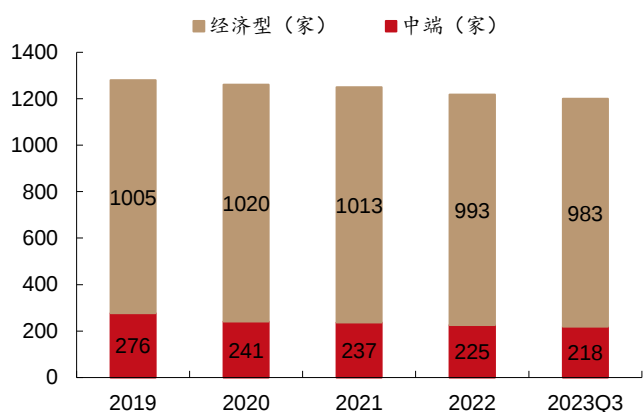
锦江境外门店数量趋于稳定，中端酒店主要为 Golden Tulip，经济型则以 campanile 和 kyriad 系列为主。截止 2023Q3，中端品牌门店 218 家，经济型门店 983 家；直营门店 285 家门店，总计 22848 间客房，加盟酒店 924 家，客房数量 74496 间。

图 13：卢浮经济型品牌以 campanile 和 kyriad 系列为主（单位：家，%）



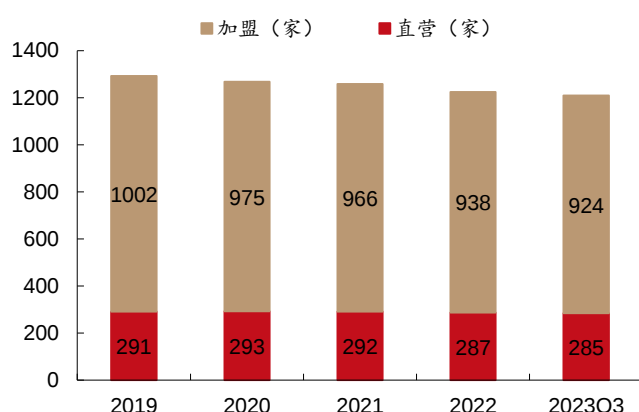
资料来源：锦江酒店 2023 年三季度报，西部证券研发中心

图 14：境外酒店以经济型为主



资料来源：锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季度报，西部证券研发中心

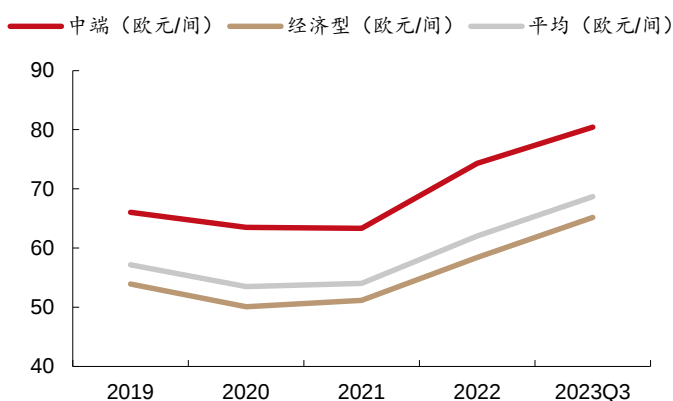
图 15：境外直营门店规模稳定，加盟占比 76.4%



资料来源：锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季度报，西部证券研发中心

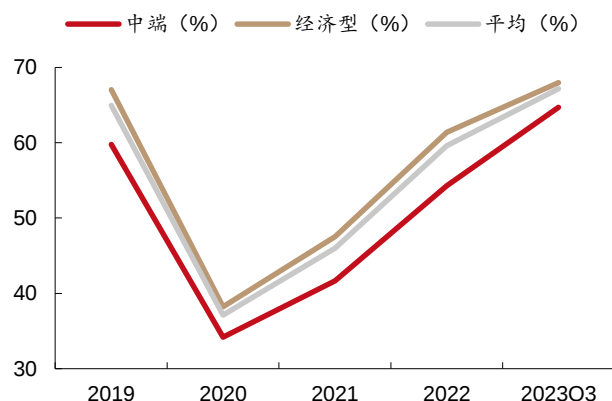
境外市场持续转暖，整体平均 RevPAR 恢复至 2019 年同期的 114.5%。境外市场疫后市场复苏明显，自 2020 年开始持续提升，至 2022 年末恢复至 2019 年水平，2023Q3 公司境外酒店 ADR 为 68.71 欧元，入住率 67.2%，RevPAR 达 46.15 欧元/间夜。

图 16：2019~2023Q3 境外 ADR 呈增长态势



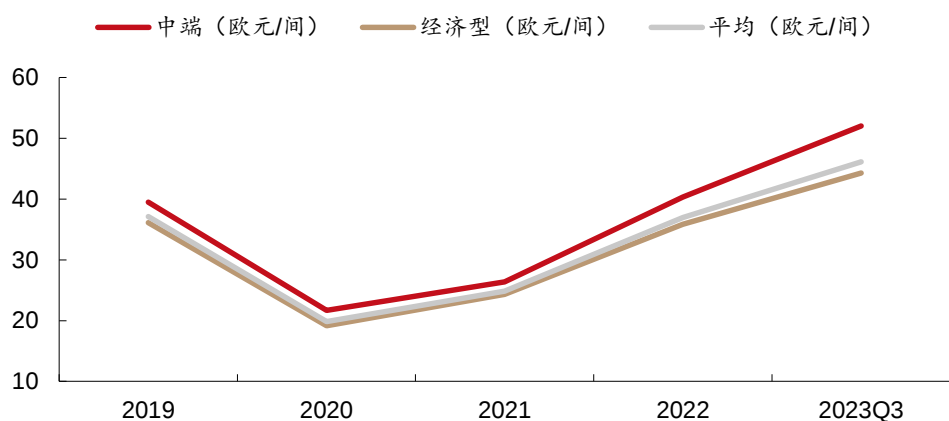
资料来源：锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季度报，西部证券研发中心

图 17：2019~2023Q3 境外 OCC 恢复至疫情前



资料来源：锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季度报，西部证券研发中心

图 18: 2019~2023Q3 境外 RevPAR 稳定增长

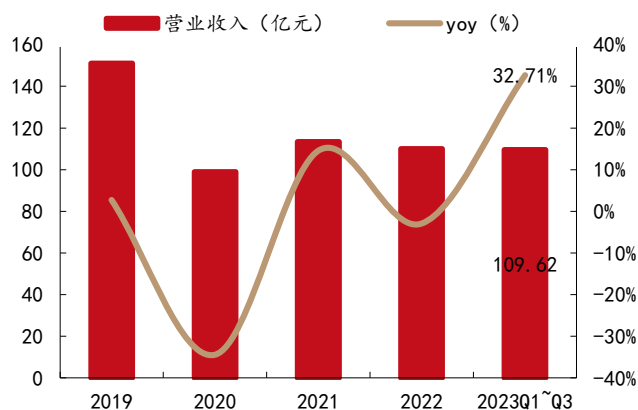


资料来源：锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季报，西部证券研发中心

1.4 财务分析：规模优势凸显，费用率持续下行

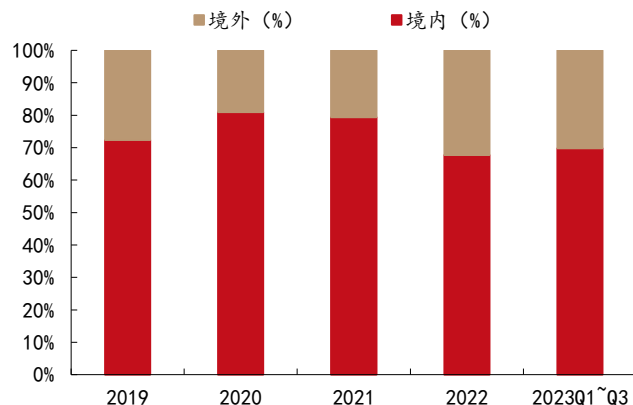
酒店运营情况大幅回升，合并营业收入较上年同期增长。2023Q1~Q3，锦江酒店实现营业收入 109.62 亿，同比增长 32.71%，已持平 2022 年全年营收。其中，酒店运营管理为锦江酒店核心业务，收入占比稳定在 98% 水平。2022 年，锦江酒店实现合并营业收入 110.08 亿元，运营管理业务 107.78 亿元，占总营收 97.91%。

图 19: 2023Q1-Q3 实现营收 109.6 亿元，同比增长 32.7%



资料来源：锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季报，西部证券研发中心

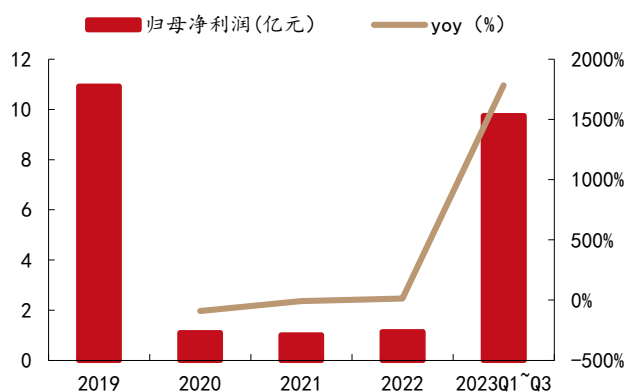
图 20: 2023Q1-Q3 境外营收占比 32.3%



资料来源：锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季报，西部证券研发中心

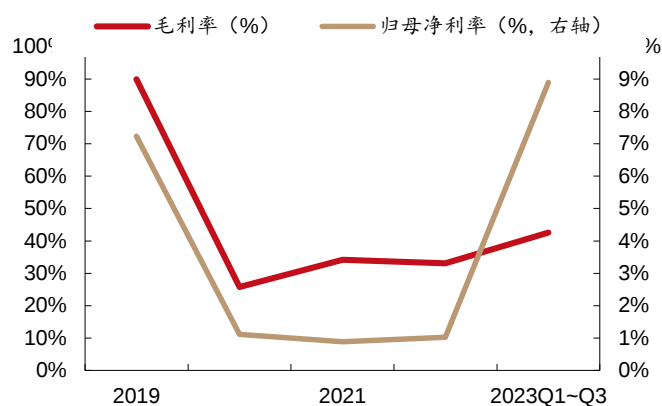
毛利率、净利率同比提升明显，期间费用率控制改善，彰显持续运营能力。公司积极推进市场复苏，通过优化债务结构、债务重组以降低流动性风险及财务费用，同时进一步控制成本，削减支出，降低运营费用，提升竞争和持续运营能力。2023Q3，毛利率实现 42.61%，同比增长 24.3%；归母净利润较上年 1-9 月份同期显著增长，主要是公司旗下境内有限服务型酒店运营情况较上年同期大幅回升、无锡肯德基和苏州肯德基与特权经营权方签订的特许经营期限延长导致期末公允价值上升，以及取得租赁补偿金等所致。

图 21: 2023Q1~Q3 归母净利润较上年同期显著增长



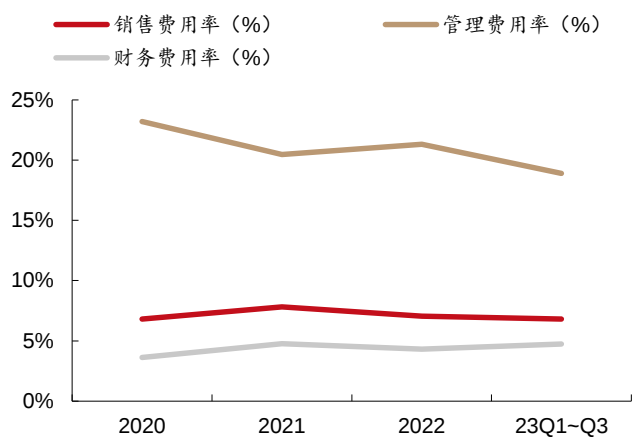
资料来源：锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季报，西部证券研发中心

图 22: 疫后归母净利率和毛利率有所回升



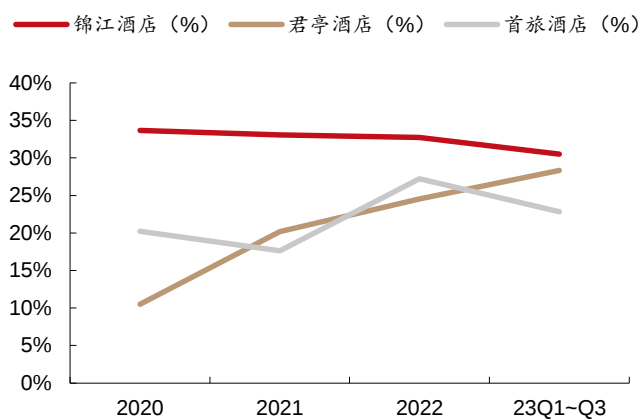
资料来源：锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季报，西部证券研发中心

图 23: 管理费用持续优化



资料来源：锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季报，西部证券研发中心

图 24: 期间费用率边际下行

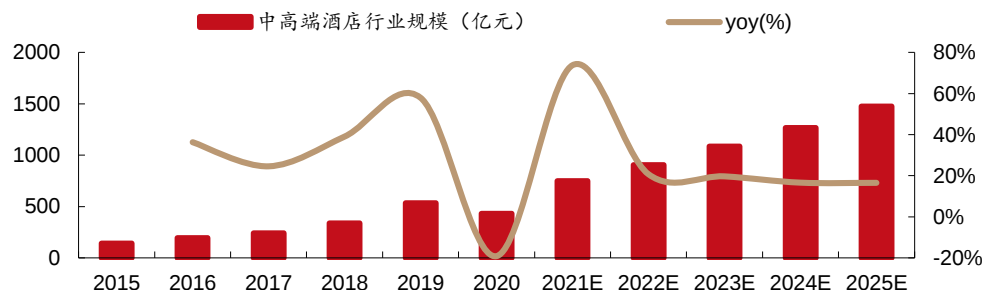


资料来源：锦江酒店 2019-2022 年年报及 2023 年三季报，西部证券研发中心

二、酒店行业：中高端化初期，连锁化率仍具上升空间

中高端酒店市场规模超千亿，五年复合增速近 28%。近年经济型、豪华型酒店发展放缓的同时，中高端酒店快速发展，其行业市场规模 2015-2019 年 CAGR 为 39.0%，2020-2025 年 CAGR 有望达到 27.9%；据亚朵招股书及弗若斯特沙利文数据，预计 2025 年我国中高端酒店市场行业规模接近 1500 亿元。

图 25: 预计我国中高端酒店 2025 年行业规模近 1500 亿元



资料来源：亚朵招股书，西部证券研发中心

行业集中度持续提升，头部酒店集团市占率大幅上升。由于 2020 年-2022 年部分风险抵御能力较弱的单体酒店暂停或终止营业，叠加头部酒店集团逆势扩张，酒店行业市场集中

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/038140063110006024>