

公司研究

25Q1 业绩承压，盈利能力同比下滑

——锦江酒店（600754.SH）2025年一季报点评

增持（维持）

当前价：24.28元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

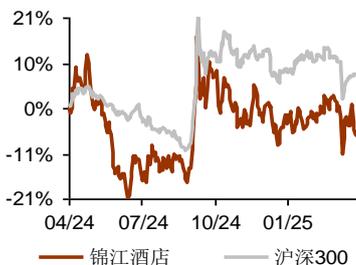
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.70
总市值(亿元)	259.81
一年最低/最高(元)	20.91/34.40
近3月换手率	54.59%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.18	-3.77	-18.51
绝对	-9.06	-4.30	-13.77

资料来源：Wind

相关研报

24年业绩承压，25年开店计划提速——锦江酒店（600754.SH）2024年年报点评（2025-04-08）

Q3业绩承压，完成全年股权激励目标存在难度——锦江酒店（600754.SH）2024年三季报点评（2024-11-03）

改革稳步推进，资产处置+海外减亏推动归母净利润增长——锦江酒店（600754.SH）2024年中报点评（2024-09-06）

要点

事件：锦江酒店发布25年一季报，25Q1实现营业收入29.42亿元，同比-8.25%；归母净利润0.36亿元，同比-81.03%；扣非归母净利润0.27亿元，同比-57.29%。

境内有限服务酒店RevPAR同比降幅扩大，经济型表现优于中端。25Q1公司境内酒店业务实现营收21.16亿元，同比-6.37%。**分酒店类型：**25Q1全服务型酒店实现营收0.59亿元，同比+31.39%；RevPAR为192.19元，同比-8.30%；OCC为42.52%，同比+0.61pcts；ADR为452.01元，同比-9.61%。RevPAR下滑主要受ADR拖累。25Q1有限服务型酒店实现营收20.57亿元，同比-7.14%，对公司整体营收造成拖累。25Q1有限服务型酒店的RevPAR为137.53元，同比-5.31%；OCC为60.90%，同比+0.98pcts；ADR为225.83元，同比-6.84%；RevPAR同比降幅（同比-5.31%）较24Q4（同比-4.93%）略有扩大。OCC同比有所提升，但ADR下滑仍是RevPAR下降主因。

分档次看，境内有限服务型酒店中，中端酒店RevPAR为152.65元，同比-7.88%；经济型酒店RevPAR为89.29元，同比-2.46%。经济型酒店表现相对优于中端酒店。

25Q1公司境外有限服务型酒店实现营收1.03亿欧元，同比-10.47%。RevPAR为34.55欧元，同比-3.09%，较24Q4（同比-1.3%）降幅有所扩大。OCC为53.34%，同比-2.92pcts，下滑明显；ADR为64.77欧元，同比+2.21%。

盈利能力同比下滑，期间费用管控较严格。25Q1公司毛利率为31.85%，同比-3.52pcts。期间费用管控较严格，25Q1期间费用率为32.13%，同比-0.97pcts。其中，销售费用率6.84%，同比-0.66pcts；管理费用率19.53%，同比+0.81pcts。另外，25Q1公司的公允价值变动净收益、资产处置收益分别为-598.0万元、692.7万元，均较24Q1大幅减少（24Q1公允价值变动净收益、资产处置收益分别为5005.9万元、1.21亿元）。综上，25Q1公司归母净利率为1.2%，同比-4.70pcts。

25Q1开店稳步进行，加盟扩张持续。25Q1，公司新增开业酒店226家，净增开业酒店97家。分酒店类型：有限服务型酒店净增96家，其中，直营店净减少3家，加盟店净增加99家，轻资产扩张步伐稳健，直营店持续调整优化。全服务型酒店净增1家。

截至25Q1末，公司已开业酒店达13,513家。公司25年计划新增开业1300家，新增签约酒店2000家。Q1开店节奏平稳，后续开店情况有待观察。公司组织架构调整、存量门店翻新改造、会员体系建设等内部优化措施仍在持续推进中。

盈利预测、估值与评级：考虑公司业绩仍有压力，我们下调公司25-27年归母净利润预测分别至10.40/13.01/15.24亿元（较前次预测分别下调12.4%、4.0%、5.9%）。对应25-27年EPS分别为0.97/1.22/1.42元，当前股价对应PE分别为25/20/17倍。公司开店步伐较快，我们看好公司的长期价值，维持“增持”评级。

风险提示：商旅需求增长不及预期；加盟扩张低于预期；行业竞争加剧。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	14,649	14,063	14,260	15,200	15,765
营业收入增长率	33.08%	-4.00%	1.40%	6.59%	3.72%
归母净利润 (百万元)	1,002	911	1,040	1,301	1,524
归母净利润增长率	782.71%	-9.06%	14.16%	25.10%	17.15%
EPS (元)	0.94	0.85	0.97	1.22	1.42
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.01%	5.91%	6.48%	7.62%	8.34%
P/E	26	29	25	20	17
P/B	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-04-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,649	14,063	14,260	15,200	15,765
营业成本	8,498	8,505	8,527	8,816	8,986
折旧和摊销	607	626	593	583	574
税金及附加	163	148	150	160	166
销售费用	1,160	1,068	1,097	1,169	1,213
管理费用	2,745	2,546	2,568	2,722	2,807
研发费用	24	24	39	41	43
财务费用	690	750	376	342	297
投资收益	206	630	140	240	240
营业利润	1,801	1,691	1,776	2,325	2,631
利润总额	1,793	1,645	1,781	2,330	2,636
所得税	516	501	481	629	712
净利润	1,277	1,144	1,300	1,701	1,924
少数股东损益	275	233	260	400	400
归属母公司净利润	1,002	911	1,040	1,301	1,524
EPS(元)	0.94	0.85	0.97	1.22	1.42

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,162	3,562	561	2,749	2,451
净利润	1,002	911	1,040	1,301	1,524
折旧摊销	607	626	593	583	574
净营运资金增加	-257	-610	1,368	-44	299
其他	3,810	2,635	-2,439	909	54
投资活动产生现金流	1,111	2,849	-1,020	55	80
净资本支出	-724	-486	-200	-200	-200
长期投资变化	512	509	0	0	0
其他资产变化	1,322	2,826	-820	255	280
融资活动现金流	-3,569	-6,247	-1,496	-839	-637
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	931	-1,899	-714	-237	0
无息负债变化	2,015	-900	-2,824	663	75
净现金流	2,735	131	-1,955	1,964	1,894

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	42.0%	39.5%	40.2%	42.0%	43.0%
EBITDA 率	21.5%	20.1%	17.6%	19.2%	20.1%
EBIT 率	14.6%	13.0%	13.5%	15.4%	16.5%
税前净利润率	12.2%	11.7%	12.5%	15.3%	16.7%
归母净利润率	6.8%	6.5%	7.3%	8.6%	9.7%
ROA	2.5%	2.5%	3.0%	3.8%	4.1%
ROE (摊薄)	6.0%	5.9%	6.5%	7.6%	8.3%
经营性 ROIC	5.3%	4.9%	5.0%	6.2%	6.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	66%	66%	62%	60%	58%
流动比率	1.07	0.89	0.87	1.02	1.17
速动比率	1.06	0.89	0.87	1.01	1.17
归母权益/有息债务	1.06	1.11	1.22	1.32	1.41
有形资产/有息债务	1.86	1.83	1.73	1.91	2.05

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	50,587	46,110	43,466	45,332	46,991
货币资金	10,295	9,085	7,130	9,094	10,989
交易性金融资产	263	334	334	334	334
应收账款	1,706	1,407	1,283	1,368	1,419
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	642	677	528	561	584
存货	67	49	49	51	52
其他流动资产	389	453	458	482	496
流动资产合计	13,551	12,456	10,013	12,126	14,112
其他权益工具	52	60	60	60	60
长期股权投资	512	509	509	509	509
固定资产	4,965	3,347	3,481	3,590	3,679
在建工程	624	637	583	542	512
无形资产	6,951	6,799	6,663	6,530	6,399
商誉	11,831	11,440	11,440	11,440	11,440
其他非流动资产	365	163	163	163	163
非流动资产合计	37,036	33,654	33,452	33,206	32,879
总负债	33,226	30,427	26,890	27,315	27,391
短期借款	361	951	237	0	0
应付账款	1,449	1,431	1,434	1,483	1,512
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	5	8	3	3	3
其他流动负债	-	-	-	-	-
流动负债合计	12,672	13,982	11,511	11,937	12,012
长期借款	9,893	7,045	7,045	7,045	7,045
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	412	414	414	414	414
非流动负债合计	20,555	16,446	15,378	15,378	15,378
股东权益	17,361	15,683	16,576	18,017	19,601
股本	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
公积金	12,565	11,183	11,183	11,183	11,183
未分配利润	3,070	3,319	3,952	4,993	6,177
归属母公司权益	16,677	15,409	16,042	17,083	18,267
少数股东权益	684	274	534	934	1,334

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	7.92%	7.59%	7.69%	7.69%	7.69%
管理费用率	18.74%	18.11%	18.01%	17.91%	17.81%
财务费用率	4.71%	5.34%	2.64%	2.25%	1.88%
研发费用率	0.17%	0.17%	0.27%	0.27%	0.27%
所得税率	29%	30%	27%	27%	27%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.50	0.38	0.24	0.32	0.36
每股经营现金流	4.82	3.33	0.52	2.57	2.29
每股净资产	15.59	14.40	14.99	15.96	17.07
每股销售收入	13.69	13.14	13.33	14.20	14.73

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	26	29	25	20	17
PB	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	14.3	15.3	15.7	13.2	11.9
股息率	2.1%	1.6%	1.0%	1.3%	1.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP