

需求仍待回暖 直营业务承压，门店优化持续进行

核心观点

25Q1 公司实现收入 29.42 亿元，同比-8.25%，归母净利润 0.36 亿元，-81.03%；扣非净利润 0.27 亿元，同比-57.29%。25Q1 境内有限服务酒店经济型/中端 RevPAR 分别-2.46%/-7.88%，一季度商旅需求仍未恢复，行业及主要公司 RevPAR 同比仍为负增，使得酒店业务盈利承压。境外自有租赁/加盟 RevPAR-9.07%/-1.82%，直营部分下滑较大预计对利润也有影响。25Q1 公司酒店新增 226 家，关闭 129 家，净开 97 家，关店数上升，7 天、派等经营较弱门店继续清退。公司计划 2025 年营收+2%~7%，中国大陆+5%~10%，新开 1300 家，新增签约 2000 家，保持稳健。伴随行业需求逐步回暖，公司在开店优化下预计将边际改善。

事件

公司披露 2025 年一季报：25Q1 公司实现收入 29.42 亿元，同比-8.25%，归母净利润 0.36 亿元，-81.03%；扣非净利润 0.27 亿元，同比-57.29%。

简评

直营店仍有承压，境外持续调整财务费用逐季优化

一季度公司非经变动较大主要为 24Q1 卢浮集团处置物业取得收益本期无该部分收益&金融资产公允价值变动损益下降较大。扣非利润下滑主要为收入下降经营仍有承压。分业务来看，大陆境内有限服务收入 20.57 亿元/-7.4%，RevPAR 下滑+直营店关闭；全服务 5920 万元/+31.2%；境外营收 7.72 亿元，剔除汇率影响-10.5%；餐饮 5341 万元/-13.78%。Q1 整体毛利率 31.85%，-3.53pct，公司利润承压主要是收入下降但营业成本（主要为直营店）未有同步减少，且每直营房间的营业成本同比+8%，直营店预计仍有亏损。从 20224 年公司分部利润来看，境内有限酒店扣非净利润 8.59 亿元，-20.79%，主要是直营店仍有压力，全服务酒店归母净利润 0.30 亿，+163%，境外酒店归母净亏损 5,689 万欧元，同比增加 339 万欧亏损，调整中费用有所提升。2025Q1 公司财务费用率为 5.53%，同比-1.15pct，其中利息费用同比减少 5967 万元，环比-958 万元，24Q4 公司财务费用环比 Q3 减少 0.36 亿，逐季优化。

锦江酒店 (600754. SH)

维持

增持

于佳琪

yujiaqibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110003

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

发布日期：2025 年 05 月 08 日

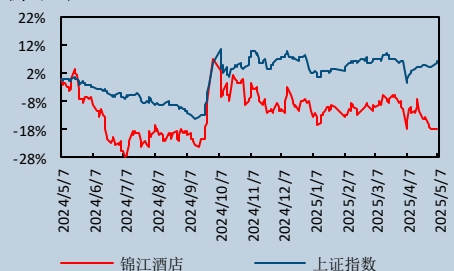
当前股价：24.07 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-8.20/-8.22	-5.50/-7.70	-20.30/-26.73
12 月最高/最低价 (元)		31.33/21.75
总股本 (万股)		107,004.41
流通 A 股 (万股)		90,800.98
总市值 (亿元)		222.25
流通市值 (亿元)		220.79
近 3 月日均成交量 (万)		992.40
主要股东		
上海锦江资本有限公司		45.05%

股价表现



商旅需求恢复较慢，开店保持稳健

25Q1 境内有限服务酒店总店 Occ/ADR/RevPAR 分别+0.98pct/-6.84%/-5.31%，其中经济型/中端 RevPAR 分别-2.46%/-7.88%。同店 Occ/ADR/RevPAR 分别+0.32pct/-8.42%/-7.94%，其中经济型/中端-5.62%/-9.71%，锦江入住率同比转正但 ADR 下降加大，RevPAR 下降幅度与同类型公司差异不大。海外自有租赁/加盟 RevPAR-9.07%/-1.82%，直营部分下滑较大预计对利润也有影响。25Q1 新增 226 家，关闭 129 家，净开 97 家（24Q1 新增 222 家，净开 147 家），同比关店数明显上升，主要为 7 天净减 38 家，派-30 家相对较多，经营较弱门店继续清退。净增中麗枫+30，维也纳+27（四品牌合计+38），欢朋+26，锦江之星+13 相对较多。Pipeline 境内 3722 家，环比-100 家，境外 141 家，环比+10 家。公司计划 2025 年营收+2%~7%，中国大陆+5%~10%，新开 1300 家（首旅+1500 家，华住+2300 家，亚朵+500 家），新增签约 2000 家。

盈利预测与投资建议：考虑到当前酒店行业整体情况，我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 10.59/13.25/16.07 亿元，对应 PE 为 24.3/19.4/16.0 倍，维持增持评级。

风险分析

1、国内连锁酒店市场逐步进入中高端酒店爬坡期，对于中高端品牌的验证要求较高，当前国内中高端酒店市场的竞争格局尚不完全明晰，可能存在较多的酒店集团竞争，存在一定的竞争风险。

2、公司新一轮的整合逐步开始，内部的运营效率和降费效果需要正常经营后进行验证，如若验证效果不佳，则业绩敏感性较强，可能影响到公司整体的营收和业绩释放。

3、下沉市场存在品牌升级和持续加密的空间，同时也面临较为激烈的竞争，加盟商对于品牌的投资回收期要求较高，酒店细分品牌逐步增多。

表：重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,649.38	14,062.98	14,417.69	15,760.66	16,880.55
YOY(%)	33.08	-4.00	2.52	9.31	7.11
归母净利润(百万元)	1,001.75	911.03	1,058.59	1,324.60	1,606.68
YOY(%)	782.71	-9.06	16.20	25.13	21.30
毛利率(%)	41.99	39.52	36.46	36.50	36.92
净利率(%)	6.84	6.48	7.34	8.40	9.52
ROE(%)	6.01	5.91	6.64	7.98	9.23
EPS(摊薄/元)	0.94	0.85	0.99	1.24	1.50
P/E(倍)	25.71	28.27	24.33	19.44	16.03
PB	1.54	1.67	1.62	1.55	1.48

资料来源：Wind，公司公告，中信建投证券

分析师介绍

于佳琪

上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师，新财富最佳海外研究等评选。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018 年加入中信建投证券研究发展部，曾有 2 年国有资本风险投资经验。目前专注于免税、餐饮、酒店、旅游等细分板块研究。?2018、2019、2020、2024 年 Wind 金牌分析师团队成员，2019、2022、2024 年新浪金麒麟最佳分析师团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk