

公司研究

25H1 扣非归母净利润同比增长，开店顺利推进

——锦江酒店（600754.SH）2025 年中报点评

增持（维持）

当前价：23.23 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebcn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebcn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.67
总市值(亿元):	247.96
一年最低/最高(元):	21.34/33.82
近 3 月换手率:	53.81%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.74	-14.19	-37.75
绝对	4.59	2.55	-0.03

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-05-03）

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）

要点

事件：锦江酒店发布 25 年中报，25H1 实现营业收入 65.26 亿元，同比-5.31%；归母净利润 3.71 亿元，同比-56.27%；扣非归母净利润 4.09 亿元，同比+5.17%。归母净利润同比大幅下滑主要系去年同期公司转让时尚之旅酒店管理有限公司 100% 股权并退出若干物业取得较高处置收益导致基数较高。

25Q2境内RevPAR降幅环比收窄，境外RevPAR恢复同比正增长。分酒店类型：25H1 有限服务型酒店RevPAR为146.0元，同比-5.10%，其中平均房价同比-6.15%，平均出租率同比微升+0.70pcts，RevPAR下滑主要受房价拖累。25Q2境内有限服务型酒店RevPAR同比降幅由Q1的-5.31%收窄至Q2的-5.0%，呈现边际弱改善趋势。25H1 全服务型酒店RevPAR为215.67元，同比-10.23%，其中平均房价同比-9.78%，平均出租率同比-0.24pcts。

分档次看，25H1境内有限服务型酒店中，中端酒店RevPAR为160.73元，同比-7.12%；经济型酒店RevPAR为98.23元，同比-3.80%。经济型酒店表现相对优于中端酒店。

25H1，公司境外有限服务型酒店实现RevPAR 38.88欧元，同比-1.67%，平均房价同比+2.27%，平均出租率同比-2.30pcts。中端酒店表现坚挺，RevPAR同比增长 5.24%，经济型酒店表现较弱，RevPAR同比-4.67%。境外业务在Q2恢复势头显著，整体RevPAR同比增长1.80%（25Q1RevPAR同比-3.09%），主要由中端酒店的强劲增长驱动。

扣非归母净利率同比改善，费用管控成效显著。25H1 公司毛利率为 36.28%，同比-3.57pcts，主要受房价下降影响。期间费用管控严格，25H1 期间费用率为 27.68%，同比-3.97pcts。其中，销售/管理/财务费用率分别同比-0.28/-2.66/-1.06pcts。财务费用的降低主要得益于偿还借款本金及境外借款浮动利率同比降低。得益于有效的费用控制，公司扣非归母净利率由 24H1 的 5.64%提升至 25H1 的 6.26%，主业盈利能力增强。

开店稳步推进，加盟化战略持续深化。25H1，公司累计新开业酒店 673 家，净增开业酒店为 380 家。公司继续聚焦轻资产模式，25H1 有限服务型酒店中，加盟酒店净增加 414 家，而直营酒店净减少 43 家，加盟化战略持续推进。

公司 25 年计划新增开业 1300 家，新增签约酒店 2000 家。25H1 开店进度已过半，全年目标有望顺利达成。

盈利预测、估值与评级：考虑商旅复苏较慢，我们下调公司 25-27 年归母净利润预测分别至 10.06/12.05/14.12 亿元（较前次预测分别下调 3.3%、7.4%、7.3%）。对应 25-27 年 EPS 分别为 0.94/1.13/1.32 元，当前股价对应 PE 分别为 25/21/18 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	14,080	14,699	15,246
营业收入增长率	33.08%	-4.00%	0.12%	4.40%	3.72%
净利润（百万元）	1,002	911	1,006	1,205	1,412
净利润增长率	782.71%	-9.06%	10.43%	19.75%	17.19%
EPS（元）	0.94	0.85	0.94	1.13	1.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.01%	5.91%	6.34%	7.31%	8.23%
P/E	25	27	25	21	18
P/B	1.5	1.6	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 2025-08-29；注：公司 23/24 年总股本为 10.70 亿股，假设 25-27 年总股本为 10.67 亿股。

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	14,080	14,699	15,246
营业成本	8,498	8,505	8,521	8,430	8,591
折旧和摊销	607	626	687	683	679
税金及附加	163	148	148	155	161
销售费用	1,160	1,068	928	954	989
管理费用	2,745	2,546	2,409	2,559	2,639
研发费用	24	24	24	25	26
财务费用	690	750	783	757	738
投资收益	206	630	300	240	240
营业利润	1,801	1,691	1,706	2,193	2,477
利润总额	1,793	1,645	1,711	2,198	2,482
所得税	516	501	445	594	670
净利润	1,277	1,144	1,266	1,605	1,812
少数股东损益	275	233	260	400	400
归属母公司净利润	1,002	911	1,006	1,205	1,412
EPS(元)	0.94	0.85	0.94	1.13	1.32

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,162	3,562	760	3,111	2,881
净利润	1,002	911	1,006	1,205	1,412
折旧摊销	607	626	687	683	679
净营运资金增加	-257	-610	1,398	-128	296
其他	3,810	2,635	-2,331	1,352	495
投资活动产生现金流	1,111	2,849	-1,810	-145	-20
净资本支出	-724	-486	-1,150	-400	-300
长期投资变化	512	509	0	0	0
其他资产变化	1,322	2,826	-660	255	280
融资活动现金流	-3,569	-6,247	-995	-2,622	-1,488
股本变化	0	0	-3	0	0
债务净变化	931	-1,899	323	-1,274	0
无息负债变化	2,015	-900	-2,829	537	72
净现金流	2,735	131	-2,045	343	1,373

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	42.0%	39.5%	39.5%	42.7%	43.7%
EBITDA 率	21.5%	20.1%	19.8%	22.5%	23.4%
EBIT 率	14.6%	13.0%	14.9%	17.8%	18.9%
税前净利润率	12.2%	11.7%	12.2%	15.0%	16.3%
归母净利润率	6.8%	6.5%	7.1%	8.2%	9.3%
ROA	2.5%	2.5%	2.9%	3.6%	4.0%
ROE (摊薄)	6.0%	5.9%	6.3%	7.3%	8.2%
经营性 ROIC	5.3%	4.9%	5.4%	6.7%	7.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	66%	66%	63%	61%	60%
流动比率	1.07	0.89	0.80	0.89	1.01
速动比率	1.06	0.89	0.80	0.88	1.00
归母权益/有息债务	1.06	1.11	1.12	1.27	1.33
有形资产/有息债务	1.86	1.83	1.63	1.82	1.92

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	44,335	44,611	45,745
货币资金	10,295	9,085	7,040	7,383	8,756
交易性金融资产	263	334	334	334	334
应收账款	1,706	1,407	1,409	1,471	1,525
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	642	677	523	546	568
存货	67	49	49	48	49
其他流动资产	389	453	454	469	483
流动资产合计	13,551	12,456	10,039	10,481	11,948
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	3,578	3,731	3,829
在建工程	624	637	846	844	791
无形资产	6,951	6,799	6,757	6,622	6,490
商誉	11,831	11,440	11,791	11,791	11,791
其他非流动资产	365	163	163	163	163
非流动资产合计	37,036	33,654	34,297	34,131	33,797
总负债	33,226	30,427	27,922	27,185	27,257
短期借款	361	951	1,274	0	0
应付账款	1,449	1,431	1,433	1,418	1,445
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	12,543	11,806	11,879
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	16,414	17,426	18,488
股本	1,070	1,070	1,067	1,067	1,067
公积金	12,565	11,183	11,185	11,185	11,185
未分配利润	3,070	3,319	3,790	4,403	5,064
归属母公司权益	16,677	15,409	15,880	16,492	17,154
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%	6.59%	6.49%	6.49%
管理费用率	18.74%	18.11%	17.11%	17.41%	17.31%
财务费用率	4.71%	5.34%	5.56%	5.15%	4.84%
研发费用率	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%
所得税率	29%	30%	26%	27%	27%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.50	0.50	0.55	0.70	0.79
每股经营现金流	4.82	3.33	0.71	2.91	2.70
每股净资产	15.59	14.40	14.88	15.45	16.07
每股销售收入	13.69	13.14	13.19	13.77	14.28

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	25	27	25	21	18
PB	1.5	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	13.9	14.9	14.1	11.7	10.8
股息率	2.2%	2.2%	2.4%	3.0%	3.4%

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所载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