

锦江酒店（600754.SH）

三季度低基数下利润高增长，拟赴港上市优化海外资产结构

优于大市

核心观点

Q3 收入小幅下滑，利润低基数下高增长。公司 2025Q3 收入 37.15 亿元/-4.71%，归母净利润 3.75 亿元/+45.45%，扣非净利润 4.31 亿元/+72.18%。前三季度收入 102.41 亿元/-5.09%，归母净利润 7.46 亿元/-32.52%，扣非净利润 8.40 亿元/+31.43%。各季度所得税基数差异，带来 Q3 表现利润增速高；累计看前三季度利润在去年低基数上亦良好增长，其中归母与扣非差异主要系今年公允变动损失扰动，而去年有时尚之旅出售、海外物业处置收益。

三季度国内 RevPAR 降幅收窄，直营店有所企稳，海外承压延续。国内来看，2025Q3 公司有限服务 RevPAR-1.99% (ADR+3.06%，OCC-3.59pct)，环比降幅缩窄 (Q1/Q2RevPAR 同比分别为-5.31%/-5.00%)。其中，中端/经济型 REVPAR -3.64%/-1.29%，全服务 REVPAR-4.65%；新店结构优化带动中端与全服务价格稳定或增长，但量相对承压，经济型量价更均衡。Q3 直营店 RevPAR 增长 0.2%，预计直营店有望逐步扭亏。海外来看，Q3 海外酒店 RevPAR 同比下降 10.48%，其中端型/经济型同比分别为-7.61%/-11.68%。总体来看，Q3 国内全服务/国内有限服务/国外酒店收入同比分别+5.76%/+2.09%/-23.34%。

季末开店目标达成 78%，国内门店增速略快于行业增长。Q3 新开/净开 343/212 家，其中有限服务新开/净开 338/212 家（直营-16/加盟+228 家）。前三季度累计新开/净开 1016/592 家，全年目标 1300 家；季末在营酒店数量 14008 家，国内 12859/海外 1149 家，同比分别+8.7%/-2.1%，略快于行业增长（参考酒店之家数据，Q3 末行业 15 间以上酒店房量同比增长 7.4%）。

国内供需再平衡叠加公司自身整合效应，RevPAR 趋势有望逐步企稳，海外关注赴港上市节奏及后续资产优化进度。近两年公司国内业务处于快速规模扩张后的深度整合阶段，同时海外面临财务与经营压力，前期业绩相对低迷，但目前看来利润端在低基数上已逐步企稳。展望后续，如果政策持续发力带动商旅需求复苏，叠加供给端有效供给增速的再平衡，预计行业 RevPAR 有望逐步企稳；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增量效果有望得到释放。此前公司拟发行不超过 15%的股份赴港上市，主要目的在于通过卢浮产品迭代升级+偿还部分银行贷款，后续若上市成功则海外基本面有望逐步改善（2019 年海外盈利 2 亿元，2025H1 亏损 3.5 亿元）。

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：考虑商旅出行复苏渐进叠加暑期尤其 7 月受天气扰动，以及公允价值损失等扰动，我们下修公司 2025-2027 年归母净利润至 8.2/11.1/13.4 亿元（此前预测分别为 11.9/14.6/17.1 亿元），对应 PE 估值 34/25/21x。Q3 公司 RevPAR 同比下滑已大幅收窄，国内经营低基数上整合效果有望逐步释放；海外直营店改造与债务压力也可跟踪赴港募资后的优化进程，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,649	14,063	13,815	14,321	14,802
(+/-%)	33.1%	-4.0%	-1.8%	3.7%	3.4%
归母净利润(百万元)	1002	911	822	1110	1336
(+/-%)	782.7%	-9.1%	-9.7%	34.9%	20.4%
每股收益(元)	0.94	0.85	0.77	1.04	1.25
EBIT Margin	14.1%	12.6%	13.7%	15.6%	16.8%
净资产收益率 (ROE)	6.0%	5.9%	5.2%	6.9%	8.0%

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：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 22.51 元
总市值/流通市值 24002/23907 百万元
52 周最高价/最低价 29.13/21.70 元
近 3 个月日均成交额 293.05 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）-短期经营承压，静待整合潜力释放》——2025-04-06
《锦江酒店（600754.SH）-收购核心品牌少数股权助力成长，购股方案设计有望提振市场信心》——2024-12-26
《锦江酒店（600754.SH）-三季度经营承压，继续跟踪行业供需趋势》——2024-11-01
《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，有望推动下一轮经营变革》——2024-08-12

市盈率 (PE)	28.0	30.8	34.1	25.3	21.0
EV/EBITDA	23.0	24.4	23.4	20.3	19.0
市净率 (PB)	1.68	1.82	1.78	1.73	1.68

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

Q3 收入小幅下滑，利润低基数下高增长。公司 2025Q3 收入 37.15 亿元/-4.71%，归母净利润 3.75 亿元/+45.45%，扣非净利润 4.31 亿元/+72.18%。前三季度收入 102.41 亿元/-5.09%，归母净利润 7.46 亿元/-32.52%，扣非净利润 8.40 亿元/+31.43%。各季度所得税基数差异，带来 Q3 表观利润增速高；累计看前三季度利润在去年低基数上亦良好增长，其中归母与扣非差异主要系今年公允变动损失扰动，而去年有时尚之旅出售、海外物业处置收益。

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

三季度国内 RevPAR 降幅收窄，直营店有所企稳，海外承压延续。国内来看，2025Q3 公司有限服务 RevPAR-1.99% (ADR+3.06%, OCC-3.59pct)，环比降幅缩窄 (Q1/Q2 RevPAR 同比分别为-5.31%/-5.00%)。其中，中端/经济型 RevPAR -3.64%/-1.29%，全服务 RevPAR-4.65%；新店结构优化带动中端与全服务价格稳定或增长，但量相对承压，经济型量价更均衡。Q3 直营店 RevPAR 增长 0.2%，预计直营店有望逐步扭亏。**海外来看**，Q3 海外酒店 RevPAR 同比下降 10.48%，其中端型/经济型同比分别为-7.61%/-11.68%。总体来看，Q3 国内全服务/国内有限服务/国外酒店收入同比分别 +5.76%/+2.09%/-23.34%。

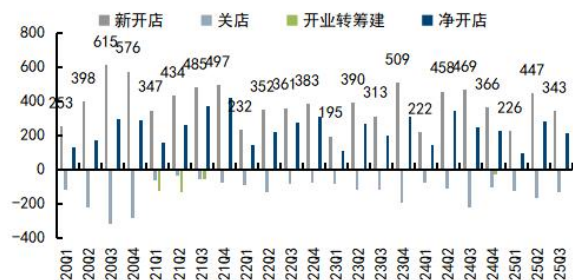
季末开店目标达成 78%，国内门店增速略快于行业增长。Q3 新开/净开 343/212 家，其中有限服务新开/净开 338/212 家（直营-16/加盟+228 家）。前三季度累计新开/净开 1016/592 家，全年目标 1300 家；季末在营酒店数量 14008 家，国内 12859/海外 1149 家，同比分别+8.7%/-2.1%，略快于行业增长（参考酒店之家数据，Q3 末行业 15 间以上酒店房量同比增长 7.4%）。

国内供需再平衡叠加公司自身整合效应，RevPAR 趋势有望逐步企稳，海外关注赴港上市节奏及后续资产优化进度。近两年公司国内业务处于快速规模扩张后的深度整合阶段，同时海外面临财务与经营压力，前期业绩相对低迷，但目前看来利润端在低基数上已逐步企稳。展望后续，如果政策持续发力带动商旅需求复苏，叠加供给端有效供给增速的再平衡，预计行业 RevPAR 有望逐步企稳；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增量效果有望得到释放。此前公司拟发行不超过 15% 的股份赴港上市，主要目的在于通过卢浮产品迭代升级+偿还部分银行贷款，后续若上市成功则海外基本面有望逐步改善（2019 年海外盈利 2 亿元，2025H1 亏损 3.5 亿元）。

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：考虑商旅出行复苏渐进叠加暑期尤其 7 月受天气扰动，以及公允价值损失等扰动，我们下修公司 2025-2027 年归母净利润至 8.2/11.1/13.4 亿元（此前预测分别为 11.9/14.6/17.1 亿元），对应 PE 估值 34/25/21x。Q3 公司 RevPAR 同比下滑已大幅收窄，国内经营低基数上整合效果有望逐步释放；海外直营店改造与债务压力也可跟踪赴港募资后的优化进程，维持“优于大市”评级。

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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	10295	9085	10619	11596	13701	营业收入	14649	14063	13815	14321	14802
应收款项	2252	1988	1758	1276	1252	营业成本	8498	8505	8551	8650	8881
存货净额	67	49	251	434	700	营业税金及附加	163	148	152	158	163
其他流动资产	643	753	691	716	666	销售费用	1160	1068	981	1002	1036
流动资产合计	13551	12456	13573	14277	16575	管理费用	2745	2546	2220	2263	2226
固定资产	5589	3984	4606	5243	5810	研发费用	24	24	14	14	15
无形资产及其他	6951	6799	6528	6257	5986	财务费用	690	750	608	552	495
投资性房地产	23983	22362	22362	22362	22362	投资收益	206	630	100	100	100
长期股权投资	512	509	509	509	509	资产减值及公允价值变动	148	34	0	0	0
资产总计	50587	46110	47578	48648	51242	其他收入	53	(19)	(14)	(14)	(15)
短期借款及交易性金融负债	5903	6852	7127	6984	6984	营业利润	1801	1691	1389	1783	2086
应付款项	1449	1431	3419	4572	6996	营业外净收支	(7)	(46)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	5320	5698	4556	4252	3968	利润总额	1793	1645	1359	1753	2056
流动负债合计	12672	13982	15102	15808	17948	所得税费用	516	501	347	447	524
长期借款及应付债券	9893	7045	7045	6945	6845	少数股东损益	275	233	190	196	195
其他长期负债	10662	9401	9401	9401	9401	归属于母公司净利润	1002	911	822	1110	1336
长期负债合计	20555	16446	16446	16346	16246	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	33226	30427	31548	32154	34194	净利润	1002	911	822	1110	1336
少数股东权益	684	274	293	313	332	资产减值准备	9	(5)	(4)	0	0
股东权益	16677	15409	15738	16181	16716	折旧摊销	607	626	655	735	804
负债和股东权益总计	50587	46110	47578	48648	51242	公允价值变动损失	(148)	(34)	0	0	0
						财务费用	690	750	608	552	495
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	2525	887	933	1122	1949
每股收益	0.94	0.85	0.77	1.04	1.25	其它	63	(152)	23	19	19
每股红利	0.69	1.43	0.46	0.62	0.75	经营活动现金流	4058	2232	2429	2986	4108
每股净资产	15.59	14.40	14.71	15.12	15.62	资本开支	0	1154	(1001)	(1101)	(1101)
ROIC	3.48%	2.80%	4%	6%	7%	其它投资现金流	2	(286)	325	0	0
ROE	6.01%	5.91%	5%	7%	8%	投资活动现金流	(33)	872	(676)	(1101)	(1101)
毛利率	42%	40%	38%	40%	40%	权益性融资	32	0	0	0	0
EBIT Margin	14%	13%	14%	16%	17%	负债净变化	1835	(2848)	0	(100)	(100)
EBITDA Margin	18%	17%	18%	21%	22%	支付股利、利息	(739)	(1527)	(493)	(666)	(802)
收入增长	33%	-4%	-2%	4%	3%	其它融资现金流	(2868)	4438	274	(143)	0
净利润增长率	783%	-9%	-10%	35%	20%	融资活动现金流	(646)	(4313)	(219)	(908)	(902)
资产负债率	67%	67%	67%	67%	67%	现金净变动	3379	(1210)	1534	977	2105
股息率	2.6%	5.4%	1.8%	2.4%	2.9%	货币资金的期初余额	6915	10295	9085	10619	11596
P/E	28.0	30.8	34.1	25.3	21.0	货币资金的期末余额	10295	9085	10619	11596	13701
P/B	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7	企业自由现金流	0	3899	2000	2421	3500
EV/EBITDA	23.0	24.4	23.4	20.3	19.0	权益自由现金流	0	5489	1821	1767	3031

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

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