

# 锦江酒店 (600754. SH)

优于大市

## Q4 RevPAR 转正验证景气拐点，整合成效初显并推进赴港上市

### 核心观点

**Q4 扣非净利润疫后首次转正，股东回报比例 61%。** 2025 年公司收入 138.11 亿元/-1.79%，归母净利润 9.25 亿元/+1.58%，扣非归母净利润 9.45 亿元/+75.19%，扣非利润高增主要系降本增效突出。2025Q4 公司收入 35.70 亿元，归母净利润 1.79 亿元，扣非归母净利润 1.06 亿元，较过去五年 Q4 扣非亏损显著改善。公司全年计划每 10 股派发现金红利 5.10 元（含税），合计派发现金红利 5.44 亿元，分红率达 58.76%，综合回购后合计股东回报 61.62%。

**2025 年开店稳步推进，Q4 境内 RevPAR 同比转正。** 2025 年公司新开业酒店 1,314 家，关闭 597 家，开业转筹建酒店 1 家，净增 716 家；其中有限服务酒店净增 705 家（加盟+779 家/直营-74 家）。截至年末，公司在营酒店达 14,132 家，客房总数 136.8 万间。2025 年公司国内有限服务酒店整体 RevPAR 同比下降 2.95%，Q1-4 分别为-5.31%/-5.00%/-1.99%/+0.14%。Q4 经济型/中高端/全服务 RevPAR+2.60%/-2.04%/-5.34%，直营/加盟+9.1%/-0.4%。

**境内减亏与整合见效，海外业务仍承压。** 2025 年公司国内有限服务酒店分部收入 94.96 亿元/+1.81%，归母净利润 14.87 亿元，同比大幅增长 23.55%，显示出降本增效成果显著，管理费用同比减少 1.9 亿元。中央预订系统 WeHotel 表现亮眼，实现收入 3.54 亿元/+14.72%，归母净利润 1.30 亿元/+43.41%。国内全服务酒店业务稳健，实现归母净利润 0.33 亿元，同比增长 40.04%。海外酒店业务持续拖累业绩，分部收入同比下降 9.53%，归母净利润扩大至 6.6 亿元。餐饮业务归母净利润 1.81 亿元，同比微降 2.42%。

**2026 年行业供需改善逐步验证，关注境内外减亏与港股上市。** 伴随供给增速放缓，而商旅及休闲需求在政策推动下稳健复苏，供需关系改善有望支撑 RevPAR 稳中有升，为公司业绩增长提供良好外部环境。公司 2026 年计划新开业 1,200 家、新签约 1,800 家；预计 2026 年收入同比增长 1%-2%，其中国内酒店收入同增 6%-7%。公司正处关键整合期，伴随行业周期向好，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。此外，公司计划发行 H 股，拟募集 5 亿美金主要用于海外门店升级改造及偿还贷款，有望优化资本结构、降低财务费用，对业绩释放形成正向激励。

**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：**略上修公司 2026-2027 年归母净利润至 11.6/13.8 亿元（此前为 11.1/13.4 亿元），新增 2028 年 16.0 亿元，对应 PE 估值 25/21/18x。伴随行业供需进一步优化，国内整合效果在经营低基数下有望进一步释放；海外直营店改造与债务优化有望伴随赴港募资节奏逐步推进。行业周期边际优化以及公司人事积极变化有望提升业绩释放信心，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14,063	13,811	14,028	14,227	14,409
(+/-%)	-4.0%	-1.8%	1.6%	1.4%	1.3%
归母净利润(百万元)	911	925	1155	1380	1598
(+/-%)	-9.1%	1.6%	24.8%	19.5%	15.8%
每股收益(元)	0.85	0.87	1.08	1.29	1.50
EBIT Margin	12.6%	13.5%	16.4%	17.9%	19.3%
净资产收益率 (ROE)	5.9%	5.8%	7.0%	8.1%	9.1%
市盈率 (PE)	32.1	31.5	25.3	21.1	18.3
EV/EBITDA	24.9	22.7	19.6	17.9	16.9
市净率 (PB)	1.90	1.82	1.77	1.71	1.65

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

### 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

**证券分析师：杨玉莹**

 zengguang@guosen.com.cn yangyuying@guosen.com.cn  
 S0980511040003 S0980524070006

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	27.36 元
总市值/流通市值	29174/29058 百万元
52 周最高价/最低价	28.90/21.70 元
近 3 个月日均成交额	326.68 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) - 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》——2025-11-02
- 《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

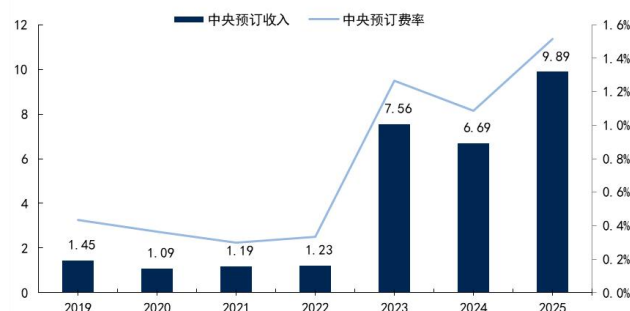
**Q4扣非净利润疫后首次转正, 股东回报比例61%。**2025年公司收入138.11亿元/-1.79%, 归母净利润9.25亿元/+1.58%, 扣非归母净利润9.45亿元/+75.19%, 扣非利润高增主要系降本增效突出。2025Q4公司收入35.70亿元, 归母净利润1.79亿元, 扣非归母净利润1.06亿元, 较过去五年Q4扣非亏损显著改善。公司全年计划每10股派发现金红利5.10元(含税), 合计派发现金红利5.44亿元, 分红率达58.76%, 综合回购后合计股东回报61.62%。

图1: 锦江酒店各业务盈利情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 锦江酒店中央预订变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**2025年开店稳步推进, Q4境内RevPAR同比转正。**2025年公司新开业酒店1,314家, 关闭597家, 开业转筹建酒店1家, 净增716家; 其中有限服务酒店净增705家(加盟+779家/直营-74家)。截至年末, 公司在营酒店达14,132家, 客房总数136.8万间。2025年公司国内有限服务酒店整体RevPAR同比下降2.95%, Q1-4分别为-5.31%/-5.00%/-1.99%/+0.14%。Q4经济型/中高端/全服务RevPAR+2.60%/-2.04%/-5.34%, 直营/加盟+9.1%/-0.4%。

**境内减亏与整合见效, 海外业务仍承压。**2025年公司国内有限服务酒店分部收入94.96亿元/+1.81%, 归母净利润14.87亿元, 同比大幅增长23.55%, 显示出降本增效成果显著, 管理费用同比减少1.9亿元。中央预订系统WeHotel表现亮眼, 实现收入3.54亿元/+14.72%, 归母净利润1.30亿元/+43.41%。国内全服务酒店业务稳健, 实现归母净利润0.33亿元, 同比增长40.04%。海外酒店业务持续拖累业绩, 分部收入同比下降9.53%, 归母净亏损扩大至6.6亿元。餐饮业务归母净利润1.81亿元, 同比微降2.42%。

**2026年行业供需改善逐步验证, 关注境内外减亏与港股上市。**伴随供给增速放缓, 而商旅及休闲需求在政策推动下稳健复苏, 供需关系改善有望支撑RevPAR稳中有升, 为公司业绩增长提供良好外部环境。公司2026年计划新开业1,200家、新签约1,800家; 预计2026年收入同比增长1%-2%, 其中国内酒店收入同增6%-7%。公司正处关键整合期, 伴随行业周期向好, 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。此外, 公司计划发行H股, 拟募集5亿美金主要用于海外门店升级改造及偿还贷款, 有望优化资本结构、降低财务费用, 对业绩释放形成正向激励。

**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:** 略上修公司2026-2027年归母净利润至11.6/13.8亿元(此前为11.1/13.4亿元), 新增2028年16.0亿元, 对应PE估值25/21/18x。伴随行业供需进一步优化, 国内整合效果在经营低基数下有望进一步释放; 海外直营店改造与债务优化有望伴随赴港募资节奏逐步推进。行业周期边际优化以及公司人事积极变化有望提升业绩释放置信度, 维持“优于大市”评级。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	9085	8507	9940	11044	13038	营业收入	14063	13811	14028	14227	14409
应收款项	1988	1916	1751	1243	1196	营业成本	8505	8511	8389	8408	8429
存货净额	49	44	243	417	655	营业税金及附加	148	131	133	135	137
其他流动资产	753	1017	701	711	648	销售费用	1068	1006	996	996	1009
<b>流动资产合计</b>	<b>12456</b>	<b>11886</b>	<b>12891</b>	<b>13671</b>	<b>15793</b>	管理费用	2546	2270	2190	2132	2040
固定资产	3984	4506	5056	5631	6139	研发费用	24	27	14	14	14
无形资产及其他	6799	7060	6779	6497	6216	财务费用	750	635	571	523	477
投资性房地产	22362	21957	21957	21957	21957	投资收益	630	310	100	100	100
长期股权投资	509	496	496	496	496	资产减值及公允价值变动	34	(51)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>46110</b>	<b>45905</b>	<b>47178</b>	<b>48253</b>	<b>50600</b>	其他收入	(19)	(13)	(14)	(14)	(14)
短期借款及交易性金融负债	6852	4848	5042	4941	4941	营业利润	1691	1503	1835	2118	2403
应付款项	1431	1402	3317	4394	6554	营业外净收支	(46)	(36)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	5698	5662	4445	4074	3705	<b>利润总额</b>	<b>1645</b>	<b>1467</b>	<b>1805</b>	<b>2088</b>	<b>2373</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>13982</b>	<b>11912</b>	<b>12804</b>	<b>13409</b>	<b>15200</b>	所得税费用	501	478	460	533	605
长期借款及应付债券	7045	9283	9183	9083	8983	少数股东损益	233	64	190	176	170
其他长期负债	9401	8435	8435	8435	8435	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>911</b>	<b>925</b>	<b>1155</b>	<b>1380</b>	<b>1598</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>16446</b>	<b>17718</b>	<b>17618</b>	<b>17518</b>	<b>17418</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>30427</b>	<b>29630</b>	<b>30422</b>	<b>30927</b>	<b>32618</b>	净利润	911	925	1155	1380	1598
少数股东权益	274	271	290	307	324	资产减值准备	(5)	(4)	(0)	0	0
股东权益	15409	16005	16466	17018	17658	折旧摊销	626	728	733	807	874
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>46110</b>	<b>45905</b>	<b>47178</b>	<b>48253</b>	<b>50600</b>	公允价值变动损失	(34)	51	0	0	0
						财务费用	750	635	571	523	477
						营运资本变动	887	(817)	979	1030	1664
						其它	(152)	10	19	17	17
						<b>经营活动现金流</b>	<b>2232</b>	<b>895</b>	<b>2886</b>	<b>3234</b>	<b>4153</b>
						资本开支	0	(974)	(1001)	(1101)	(1101)
						其它投资现金流	(286)	178	147	0	0
						<b>投资活动现金流</b>	<b>(282)</b>	<b>(783)</b>	<b>(854)</b>	<b>(1101)</b>	<b>(1101)</b>
						权益性融资	(33)	0	0	0	0
						负债净变化	(2848)	2239	(100)	(100)	(100)
						支付股利、利息	(1527)	(827)	(693)	(828)	(959)
						其它融资现金流	5625	(3514)	194	(101)	0
						<b>融资活动现金流</b>	<b>(3159)</b>	<b>(690)</b>	<b>(599)</b>	<b>(1029)</b>	<b>(1059)</b>
						<b>现金净变动</b>	<b>(1210)</b>	<b>(578)</b>	<b>1433</b>	<b>1105</b>	<b>1993</b>
						货币资金的期初余额	10295	9085	8507	9940	11044
						货币资金的期末余额	9085	8507	9940	11044	13038
						企业自由现金流	0	196	2429	2629	3508
						权益自由现金流	0	(1080)	2098	2039	3053

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 ±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 ±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所提及的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