

2026年04月08日

境内业务盈利能力提升，期待经营持续修复

锦江酒店(600754)

评级:	买入	股票代码:	600754
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	29.47/21.7
目标价格:		总市值(亿)	289.61
最新收盘价:	27.16	自由流通市值(亿)	246.08
		自由流通股数(百万)	906.04

事件概述

公司发布2025年年报。2025年实现营业收入138.11亿元，同比下降1.79%；实现归母净利润9.25亿元，同比增长1.58%；实现扣非归母净利润9.45亿元，同比增长75.19%。单季度看，2025Q4公司实现营业收入35.70亿元，同比增长9.10%；实现归母净利润1.79亿元、扣非归母净利润1.06亿元，同比均实现扭亏。

分析判断:

► 2025年受房价影响全年revpar承压，Q4境内优先服务酒店revpar同比转正

2025年，公司中国大陆境内全服务型酒店平均房价464.66元，同比下降5.27%，平均出租率50.15%，同比下降1.41pct，RevPAR为233.03元，同比下降7.86%；中国大陆境内有限服务型酒店平均房价235.38元，同比下降2.20%，平均出租率64.93%，同比下降0.50pct，RevPAR为152.83元，同比下降2.95%。其中，中端酒店、经济型酒店RevPAR分别同比下降4.89%、1.60%。2025年中国大陆境外有限服务型酒店平均房价66.29欧元，同比下降2.13%，平均出租率60.03%，同比下降1.50pct，RevPAR为39.79欧元，同比下降4.53%；

25Q4境内优先服务酒店revpar同比转正，ADR企稳，OCC同比提升。25Q4中国大陆境内全服务型酒店RevPAR同比下降5.34%，有限服务型酒店RevPAR同比增长0.14%，其中中端酒店、经济型酒店RevPAR分别同比下降2.04%、增长2.60%；对应有限服务型酒店平均房价232.91元，同比基本持平，平均出租率63.48%，同比提升0.21pct。相比之下，境外酒店去年高基数下仍然承压，2025Q4 RevPAR为39.08欧元，同比下降2.10%。

► 全年净增716家，中端化、轻资产化持续推进

2025年公司新增开业酒店1,314家，退出597家，净增716家；截至2025年末，公司已开业酒店14,132家，客房总数136.81万间。分结构看，有限服务型酒店14,037家，占已开业酒店总数99.33%；其中中端酒店8,876家，占比62.81%。分经营模式看，加盟店13,425家，占比95.00%，直营店612家，占比4.33%。

从拓店结构看，公司仍在沿着中端化、轻资产化方向推进。在行业景气仍有波动的背景下，公司全年仍实现700家以上净开店，体现出较强的品牌输出能力和拓展韧性；中端酒店占比持续提升，也有助于进一步优化门店结构和经营质量。

► 稳健高质量拓店以及会员渠道建设推动境内收入实现增长

2025年，有限服务型酒店营运及管理业务实现收入133.46亿元，同比下降1.74%；全服务型酒店营运及管理业务实现收入2.54亿元，同比增长6.71%；食品及餐饮业务实现收入2.10亿元，同比下降13.05%。分区域看，中国大陆境内实现收入99.60亿元，同比增长1.57%；中国大陆境外实现收入38.51亿元，同比下降9.53%。

进一步拆分有限服务型酒店业务，酒店客房收入49.63亿元，同比下降10.05%，主要受到直营店退出影响；前期加盟服务收入4.88亿元，同比下降9.93%，主要系新开店数量同比减少；持续加盟及劳务派遣服务收入51.91亿元，同比增长8.20%；订房渠道收入9.89亿元，同比增长47.76%；会员相关服务收入5.96亿元，同比下降17.67%；采购平台收入1.19亿元，同比下降22.99%。

► 境内利润端改善较为显著，主要系业务结构持续优化，境外亏损同比增加

2025年公司综合毛利率为38.38%，同比下降1.14pct。其中，全服务型酒店业务毛利率为40.89%，同比提升1.44pct；有限服务型酒店业务毛利率为38.68%，同比下降1.30pct；食品及餐饮业务毛利率为16.31%，同比提

升 2.15pct。分区域看，中国大陆境内毛利率为 37.68%，同比提升 0.63pct；中国大陆境外毛利率为 40.19%，同比下降 5.03pct，海外业务仍对整体盈利能力形成一定拖累。

费用端继续优化，境内有限服务酒店归母净利润同比+24%。2025 年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 7.29%、16.43%和 4.60%，同比分别下降 0.31pct、1.68pct 和 0.74pct。分区域利润看，中国大陆境内有限服务型连锁酒店业务实现实现归母净利润 15.50 亿元，同比增长 23.55%；实现扣非归母净利润 14.89 亿元，同比增长 64.48%。中国大陆境外有限服务型连锁酒店业务实现归母净利润亏损 0.83 亿欧元，较上年同期增亏 0.26 亿欧元。

► 2026 年展望：期待 RevPAR 改善趋势延续、稳健拓店以及海外减亏

25Q4 境内 revpar 呈现出一定企稳回升迹象，同时公司轻资产运营、费用端优化成果已在报表端体现。展望 2026 年，我们重点关注：1) 促服务型消费、中小学增加春秋假、鼓励职工带薪休假等政策有望从需求端延续境内 RevPAR 改善趋势，公司指引 2026 年度收入同比+1%-2%，剔除资产组合、退出低效业务影响后，收入端同比+4%-6%，其中中国大陆境内收入同比+6%-7%。2) 酒店行业连锁化率仍有提升空间，龙头市场份额持续提升，2026 年公司依然有望实现稳健拓店，公司指引 2026 年计划新增开业酒店 1200 家，新签约酒店 1800 家。3) 海外业务提质增效、财务费用优化，减亏进展仍值得期待。

投资建议

鉴于海外业务亏损情况，我们下调 2026 年盈利预测。我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 141.8/142.9/144.4 亿元（原 2026 年预测为 152.7 亿元），分别同比+2.7%\+0.8%\+1.1%，实现归母净利润 12.0/14.0/15.6 亿元（原 2026 年预测为 17.3 亿元），分别同比+30%/16%/11%，对应 EPS 分别为 1.13/1.31/1.46 元（原 2026 年预测为 1.62 元），按照 2026 年 4 月 7 日收盘价 27.16 元计算，2026-2028 年 PE 分别为 24/21/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观消费恢复不及预期，行业竞争加剧，境内 RevPAR 修复弱于预期，海外业务减亏进度低于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14,063	13,811	14,181	14,290	14,441
YoY (%)	-4.0%	-1.8%	2.7%	0.8%	1.1%
归母净利润(百万元)	911	925	1,204	1,401	1,558
YoY (%)	-9.1%	1.6%	30.1%	16.4%	11.2%
毛利率 (%)	39.5%	38.4%	40.0%	40.9%	41.9%
每股收益 (元)	0.85	0.87	1.13	1.31	1.46
ROE	5.9%	5.8%	7.0%	7.5%	7.7%
市盈率	31.95	31.22	24.05	20.67	18.59

资料来源：wind, 华西证券研究所

分析师：许光辉

邮箱：xugh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020002

联系电话：

分析师：徐晴

邮箱：xuqing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523080002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	13,811	14,181	14,290	14,441	净利润	989	1,281	1,491	1,657
YoY (%)	-1.8%	2.7%	0.8%	1.1%	折旧和摊销	2,195	348	64	62
营业成本	8,511	8,505	8,443	8,397	营运资金变动	-149	1,048	-1,236	-40
营业税金及附加	131	142	143	144	经营活动现金流	3,301	3,090	656	1,972
销售费用	1,006	1,035	1,029	1,040	资本开支	-1,312	-635	21	22
管理费用	2,270	2,340	2,315	2,311	投资	2,643	10	0	0
财务费用	635	492	424	421	投资活动现金流	-2,057	-433	193	238
研发费用	27	28	29	29	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-4	0	0	0	债务募资	-701	0	0	0
投资收益	310	142	171	217	筹资活动现金流	-3,242	-577	-531	-531
营业利润	1,503	1,837	2,137	2,374	现金净流量	-1,934	2,143	318	1,680
营业外收支	-36	-7	-7	-7					
利润总额	1,467	1,830	2,129	2,367	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	478	549	639	710	成长能力				
净利润	989	1,281	1,491	1,657	营业收入增长率	-1.8%	2.7%	0.8%	1.1%
归属于母公司净利润	925	1,204	1,401	1,558	净利润增长率	1.6%	30.1%	16.4%	11.2%
YoY (%)	1.6%	30.1%	16.4%	11.2%	盈利能力				
每股收益	0.87	1.13	1.31	1.46	毛利率	38.4%	40.0%	40.9%	41.9%
					净利率	6.7%	8.5%	9.8%	10.8%
					总资产收益率 ROA	2.0%	2.6%	2.9%	3.1%
					净资产收益率 ROE	5.8%	7.0%	7.5%	7.7%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	偿债能力				
货币资金	8,507	10,650	10,968	12,647	流动比率	1.00	1.09	1.22	1.37
预付款项	262	170	169	168	速动比率	0.91	1.00	1.14	1.28
存货	44	47	47	47	现金比率	0.71	0.91	0.94	1.08
其他流动资产	3,073	1,947	3,145	3,166	资产负债率	64.5%	62.6%	60.6%	58.6%
流动资产合计	11,886	12,815	14,328	16,028	经营效率				
长期股权投资	496	496	496	496	总资产周转率	0.30	0.31	0.30	0.29
固定资产	4,092	4,564	4,584	4,589	每股指标 (元)				
无形资产	7,060	7,000	7,000	7,000	每股收益	0.87	1.13	1.31	1.46
非流动资产合计	34,019	34,267	34,203	34,141	每股净资产	15.01	16.20	17.51	18.97
资产合计	45,905	47,081	48,532	50,169	每股经营现金流	3.10	2.90	0.61	1.85
短期借款	1,127	1,127	1,127	1,127	每股股利	0.51	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	1,402	1,417	1,407	1,399	估值分析				
其他流动负债	9,383	9,200	9,170	9,158	PE	31.22	24.05	20.67	18.59
流动负债合计	11,912	11,744	11,704	11,685	PB	1.68	1.68	1.55	1.43
长期借款	9,283	9,283	9,283	9,283					
其他长期负债	8,435	8,435	8,435	8,435					
非流动负债合计	17,718	17,718	17,718	17,718					
负债合计	29,630	29,462	29,422	29,403					
股本	1,066	1,066	1,066	1,066					
少数股东权益	271	347	437	536					
股东权益合计	16,275	17,619	19,110	20,767					
负债和股东权益合计	45,905	47,081	48,532	50,169					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。