



# 锦江酒店 (600754.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 提质改革卓有成效，重塑核心竞争力

### 投资逻辑

市场对酒店的关注集中于需求修复斜率，五一假期数据不及预期使得行业阶段性承压。我们认为，公司经历多年并购扩张后持续推进提质改革，正进入效率与利润势能的释放阶段，确定性  $\alpha$  或被低估。

**压缩管理链条，释放经营效率。**公司过去多线并行，协同成本高。25年起，公司推进“做精总部、做强区域、做实省区”改革，精简部门，下放经营权限，推动决策贴近一线。

改革后，员工总数25年减少11.7%至2.4万，人均创收/创利稳步提升；管理费用率26Q1下降1.69pct至17.84%，销售费用率26Q1下降0.14pct至6.70%，对比同业其他公司仍有较大空间。

**优化资本结构，降低债务压力。**公司过去杠杆收购实现规模扩张，推高有息负债规模，25年达141亿元。后续资本结构优化具多重抓手：一是推进H股发行，2026年3月27日，公司重新向香港联交所递交H股发行上市申请；二是退出低效业务，降低租赁负债；三是推进酒店REITs，减少资产占用。26Q1公司资产负债率同比下降0.68pct至64.66%。

**直营减亏见效，加盟提质推进。**公司高质量发展酒店主业，26Q1境内有限服务酒店RevPAR同比+3.7%，同期华住/首旅RevPAR同比+2.9%/+0.8%。直营端采取组织前置、激励优化及降本控费等措施，26Q1境内直营RevPAR同比+13.9%，同期华住/首旅直营RevPAR同比+4.4%/+4.1%，大幅领先同业。海外推进“五年规划”，将通过系统战略争取扭亏。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计，公司26/27/28年实现营业收入144.01/149.04/155.49亿元，同比增长4.27%/3.49%/4.33%；实现归母净利润11.89/13.37/15.44亿元，同比增长28.46%/12.43%/15.49%；对应EPS为1.12/1.25/1.45元。按当前股价计算，对应PE分别为18.04/16.04/13.89倍。考虑到公司作为国内酒店龙头，具备规模优势、品牌优势及利润势能，给予公司2026年22倍PE，对应目标价24.53元，给予“买入”评级。

### 风险提示

消费复苏不及预期；行业竞争加剧；直营减亏不及预期；海外修复不及预期；组织整合不及预期；H股发行失败。

商贸零售组

分析师：于健 (执业 S1130525070012)

yu\_j@gjzq.com.cn

分析师：王超 (执业 S1130526040002)

wang\_chao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：20.11 元

目标价 (人民币)：24.53 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14,063	13,811	14,401	14,904	15,549
营业收入增长率	-4.00%	-1.79%	4.27%	3.49%	4.33%
归母净利润(百万元)	911	925	1,189	1,337	1,544
归母净利润增长率	-9.06%	1.58%	28.46%	12.43%	15.49%
摊薄每股收益(元)	0.851	0.868	1.115	1.254	1.448
每股经营性现金流净额	3.33	3.10	1.94	2.90	3.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.91%	5.78%	7.19%	7.82%	8.71%
P/E	31.55	29.12	18.04	16.04	13.89
P/B	1.87	1.68	1.30	1.25	1.21

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、锦江酒店：规模领先，全球化布局的综合酒店集团	4
1.1 重点关注行业供需关系改善	4
1.2 发展稳步壮大，扎根中国布局全球	5
1.3 长期整合资产，估值中枢逐步抬升	8
二、架构理顺：成效初显，组织+资本结构优化齐头并进	9
2.1 整合组织架构，提质增效	9
2.2 优化资本结构，筹备H股上市	11
2.3 退出低效业务，改善盈利能力	11
三、运营优化：直营先行，以质效提升重塑核心竞争力	12
3.1 直营运营优化见效，26Q1 RevPAR超预期	12
3.2 重质发展加盟业务，拓店数量稳步增长	13
3.3 五年规划调改卢浮，品牌出海加速落地	16
四、数字转型：数智赋能，推动渠道效率与会员价值释放	18
4.1 打造“一中心三平台”，积极应用数字化工具	18
4.2 推进“断私联”，CRS占比大幅上升	19
4.3 “小积分大生意”，锁定长期商旅客户	19
五、盈利预测与投资建议	20
风险提示	22

## 图表目录

图表 1：25M1-26M4 全国酒店供给与新增投资增速	4
图表 2：2024-2026 年主要假期全国日均出游人次	4
图表 3：2024-2026 年主要假期全国人日均出行消费	5
图表 4：24Q1-26Q1 主要酒店集团 RevPAR 同比增速	5
图表 5：2025 年中国前 10 家酒店集团市场占有率	6
图表 6：锦江酒店历史沿革	6
图表 7：锦江酒店（中国区）品牌矩阵	7
图表 8：18Q2-26Q1 锦江酒店开业酒店数与同比增速	7
图表 9：锦江酒店股权结构	8
图表 10：锦江酒店股价复盘	8
图表 11：2013-2025 年三大酒店集团 SG&A 占收入比重	9
图表 12：2013-2025 年三大酒店集团资产负债率	9



图表 13:	2013-2025 年三大酒店集团财务费用率	9
图表 14:	2019-2025 年锦江酒店员工数量	10
图表 15:	2019-2025 年锦江酒店人均创收与创利	10
图表 16:	24Q1-26Q1 三大酒店集团销售费用率	10
图表 17:	24Q1-26Q1 三大酒店集团管理费用率	10
图表 18:	锦江酒店重大收购历史	11
图表 19:	锦江酒店负债分析	11
图表 20:	2020-2025 年间, 锦江酒店持续处置直营资产	12
图表 21:	2013-2025 年三大酒店集团 ROE	12
图表 22:	2017-2025 年锦江酒店境内直营门店数量	13
图表 23:	24Q1 锦江酒店境内直营 RevPAR、OCC、ADR 同比增速	13
图表 24:	2018-2025 锦江酒店境内管理/加盟酒店数量	14
图表 25:	2018-2025 锦江酒店全球酒店变动情况	14
图表 26:	24Q1 锦江酒店境内加盟/管理酒店(有限服务) RevPAR、OCC、ADR 同比增速	15
图表 27:	20Q2-26Q1 锦江酒店门店结构	15
图表 28:	境内、境外开业酒店分品牌客房运营表	16
图表 29:	2019-2025 锦江酒店海外分部归母净利润	17
图表 30:	2018-2025 锦江酒店境外 RevPAR 同比增速	17
图表 31:	2018-2025 锦江酒店境外 OCC 同比变化率	18
图表 32:	2018-2025 锦江酒店境外 ADR 同比增速	18
图表 33:	锦江酒店“三平台”创新驱动经营效率提升	19
图表 34:	2020—2025 年锦江酒店订房渠道收入	19
图表 35:	2020-2025 锦江酒店会员人数	20
图表 36:	锦江酒店商旅企业会员焕新	20
图表 37:	锦江酒店境内酒店业务收入拆分	21
图表 38:	锦江酒店收入拆分	21
图表 39:	可比公司估值比较(市盈率法)	22



## 一、锦江酒店：规模领先，全球化布局的综合酒店集团

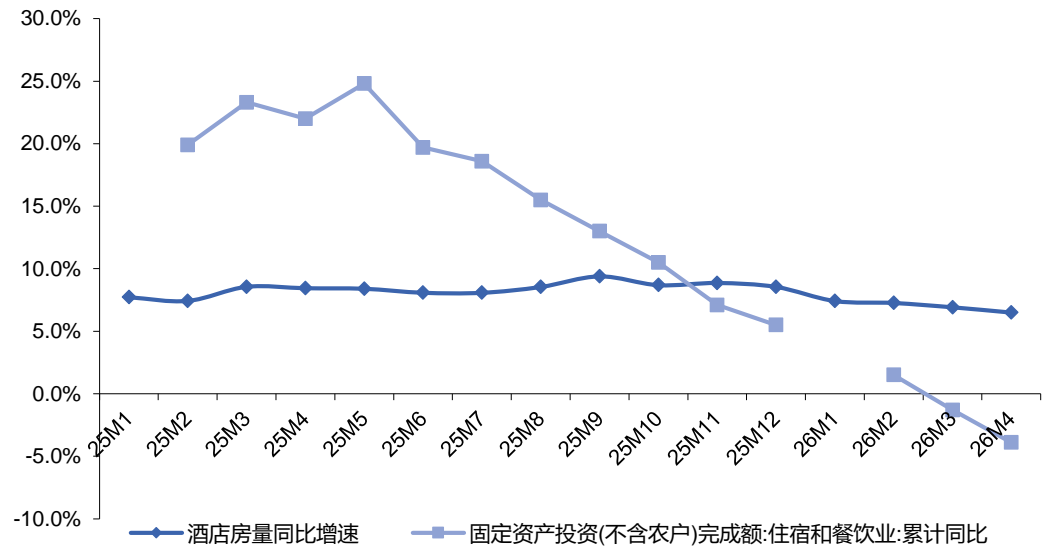
### 1.1 重点关注行业供需关系改善

酒店行业具有明显的周期属性，需求端与宏观经济、商务活动和居民出行高度相关，供给端则存在建设周期长、固定成本高的特点，因此行业通常呈现“需求先行、供给滞后、价格波动大”的周期特征。

当前酒店行业的核心逻辑是供需关系改善。

供给端，全国酒店房间数量同比增速自 2025 年 9 月起持续下滑，固定资产投资完成额累计同比 3 月转负，投资回收期延长抑制供给的滞后影响正在兑现。

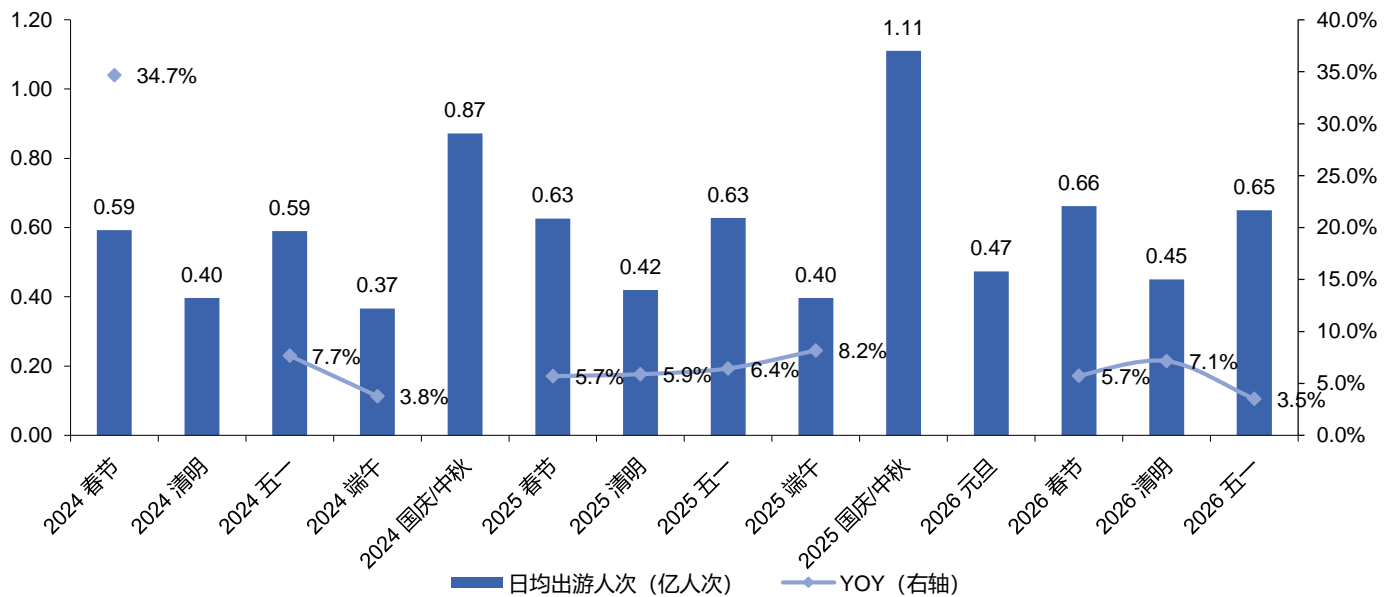
图表1：25M1-26M4 全国酒店供给与新增投资增速



来源：酒店之家，iFinD，国金证券研究所

需求端，服务消费政策通过提升优质文旅供给，增加消费倾向；中小学春秋假、推动带薪休假增加休闲时长；长期来看，AI 的发展或将解放生产力。

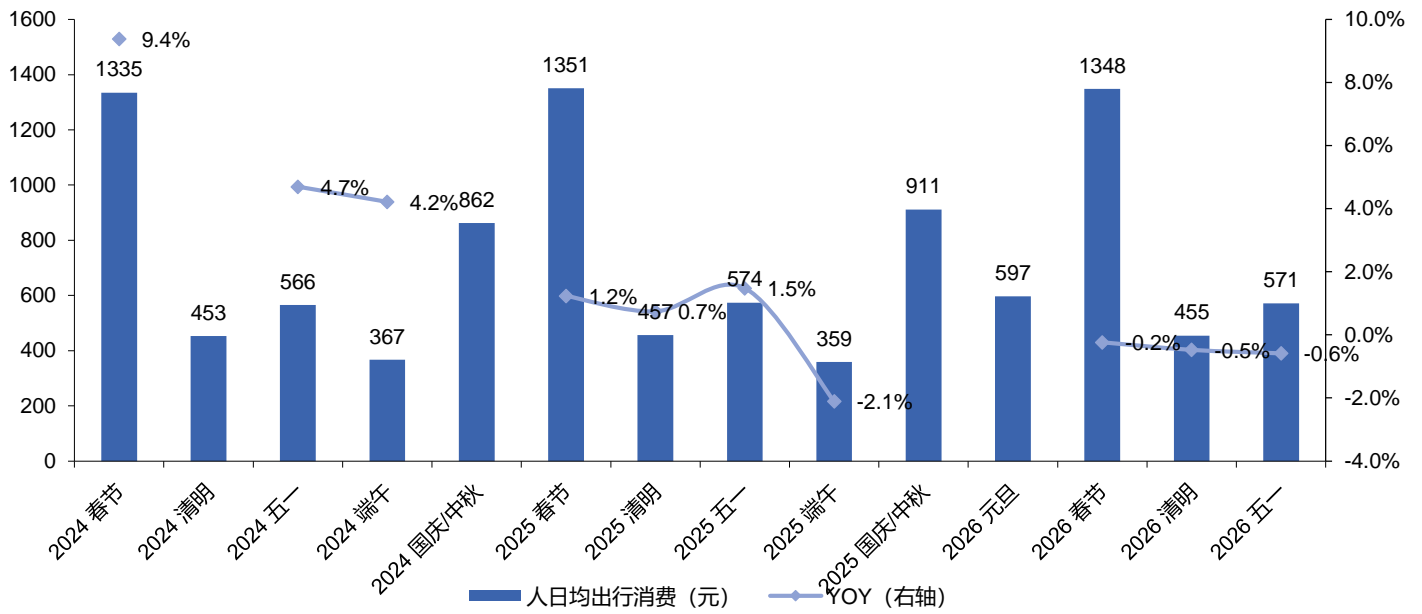
图表2：2024-2026 年主要假期全国日均出游人次



来源：文化和旅游部，国金证券研究所



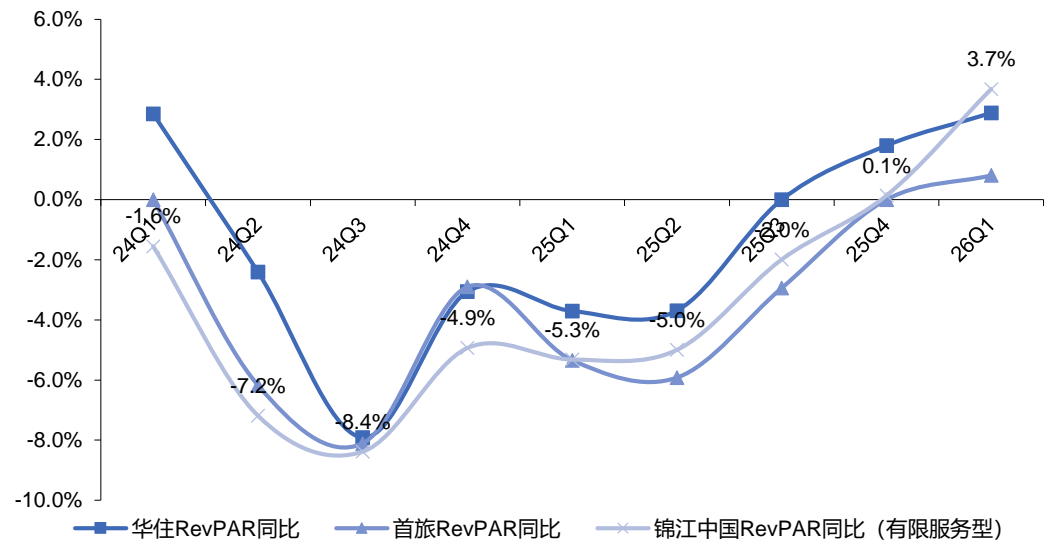
图表3: 2024-2026年主要假期全国人日均出行消费



来源: 文化和旅游部, 国金证券研究所

25Q3 以来主要酒店集团经营趋势边际改善, 26Q1 RevPAR 增长进一步加速。26Q1 锦江中国有限服务/华住/首旅 RevPAR 同比增速分别为 +3.7%/+2.9%/+0.8%, 锦江位居首位。

图表4: 24Q1-26Q1 主要酒店集团 RevPAR 同比增速



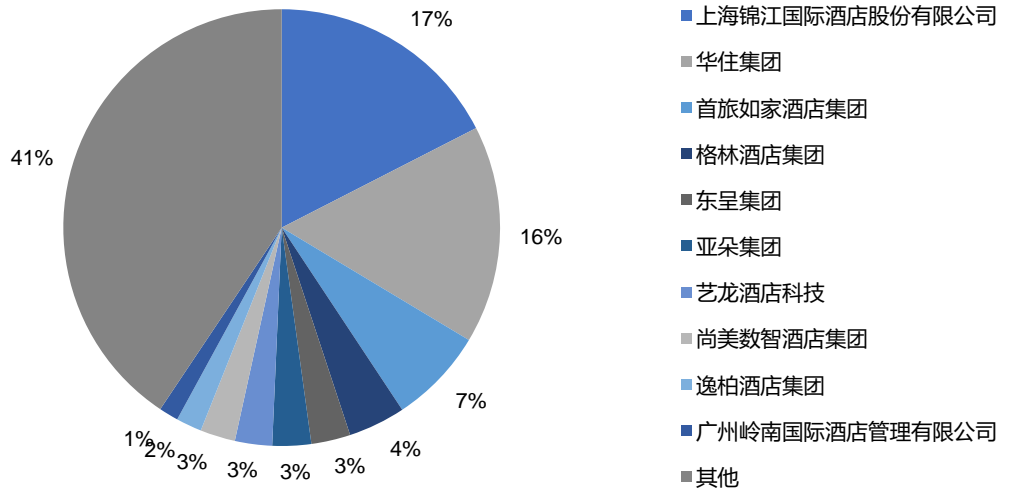
来源: iFinD, 国金证券研究所

## 1.2 发展稳步壮大, 扎根中国布局全球

锦江酒店是我国酒店业规模领先的龙头公司。根据中国饭店协会统计, 2025 年上海锦江国际酒店股份有限公司在中国酒店集团市占率中排名第一。



图表5: 2025年中国前10家酒店集团市场占有率



来源: 中国饭店协会, 国金证券研究所

上市 30 多年来, 锦江酒店持续稳步发展壮大, 凭借卓越的并购及整合能力, 先后收购了法国卢浮、维也纳、铂涛等酒店管理集团, 成为全球知名的国际化酒店管理集团。

图表6: 锦江酒店历史沿革

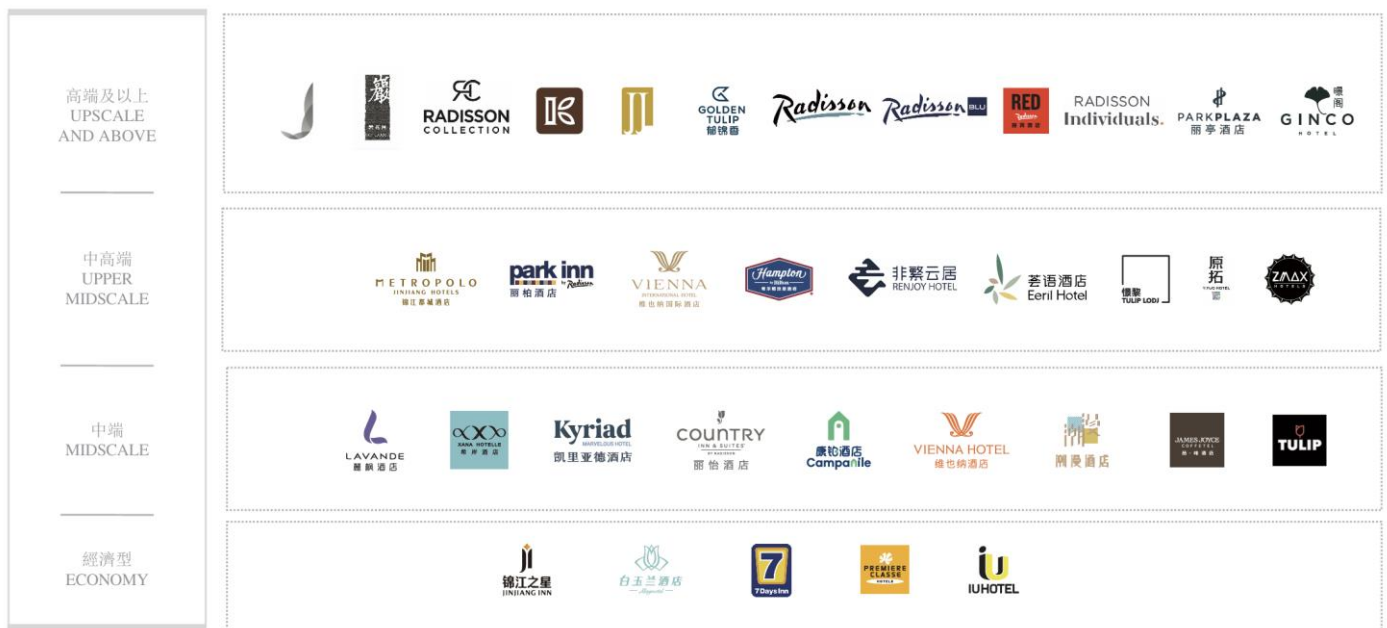


来源: 锦江酒店, 国金证券研究所

公司扎根中国, 布局全球, 品牌矩阵覆盖经济型、中端至高端、奢华等各类品牌层级, 满足不同类型客群需求。截至 2026 年 3 月 31 日, 公司旗下规模 Top5 的品牌为: 七天系列 (1756 家)、维也纳酒店 (1745 家)、麗枫 (1549 家)、维也纳国际 (1325 家) 和锦江之星 (1046 家)。



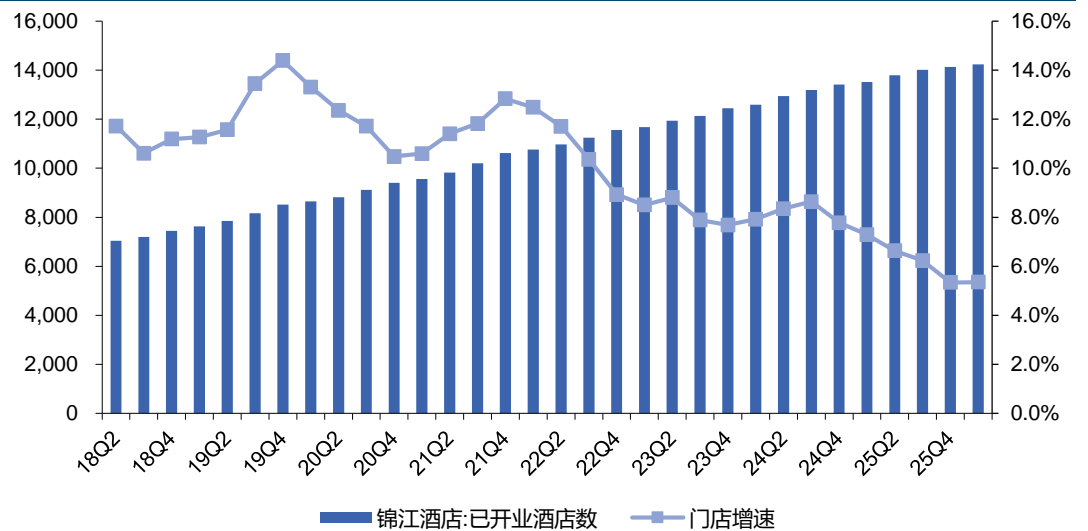
图表7: 锦江酒店(中国区)品牌矩阵



来源: 锦江酒店, 国金证券研究所

截至 2026 年 3 月 31 日, 公司已开业的酒店达 14,236 家, 已开业的酒店客房总数达 1,372,874 间。公司旗下签约酒店分布于境内 31 个省、自治区和直辖市 339 个地级市及省直属管辖县市, 及境外 54 个国家或地区。

图表8: 18Q2-26Q1 锦江酒店开业酒店数与同比增速

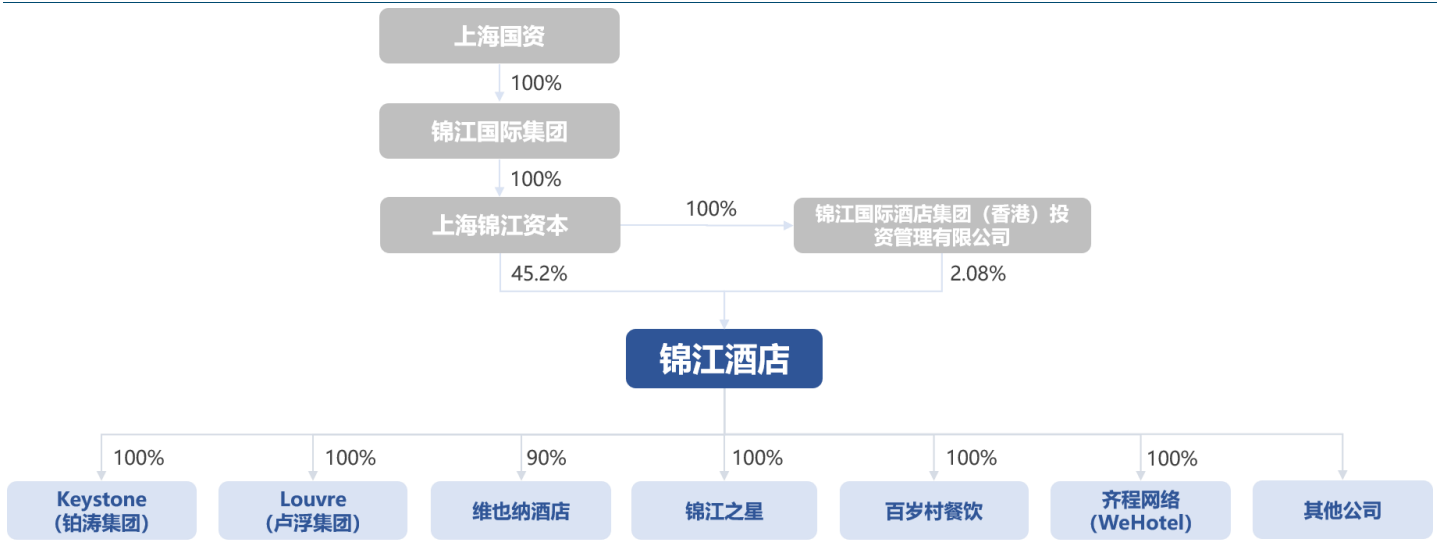


来源: iFinD, 国金证券研究所

锦江资本(及其一致行动人)合计持有股份占公司总股本 47.3%, 为公司控股股东。锦江国际集团为锦江资本的控股股东及公司的最终控股股东。



图表9：锦江酒店股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

### 1.3 长期整合资产，估值中枢逐步抬升

公司前身为新亚集团旗下新亚股份，主营快餐连锁、高档酒店及旅行社、食品厂、出租车等综合业务。2003年6月，原新亚集团与原锦江集团合并为锦江国际(集团)有限公司。2003年8月，锦江国际成为公司实控人，次月公司更名为上海锦江国际酒店发展股份有限公司，简称“锦江股份”。2003年12月，公司剥离非主营业务资产，与锦江国际进行资产置换，确立以酒店业、餐饮业为核心的产业架构。

#### 2009年-2016年，公司整合集团内外酒店资产，估值逐步提升。

- ✓ 第一轮估值抬升：2009年公司启动重大资产重组。换入经济型酒店锦江之星、旅馆投资、达华宾馆，换出重资产星级酒店资产。此时经济型酒店景气度较高，对应置入资产业绩与成长性优秀，驱动公司估值第一轮抬升。
- ✓ 第二轮估值抬升：2015年公司开启大规模并购整合。2015年收购法国卢浮集团100%股权。2016年收购铂涛81%、维也纳80%股权，并在此后数年实现对铂涛100%控股。收并购带动规模快速提升、品牌矩阵补齐，驱动公司估值突破200亿。

图表10：锦江酒店股价复盘



来源：公司公告、Choice、国金证券研究所

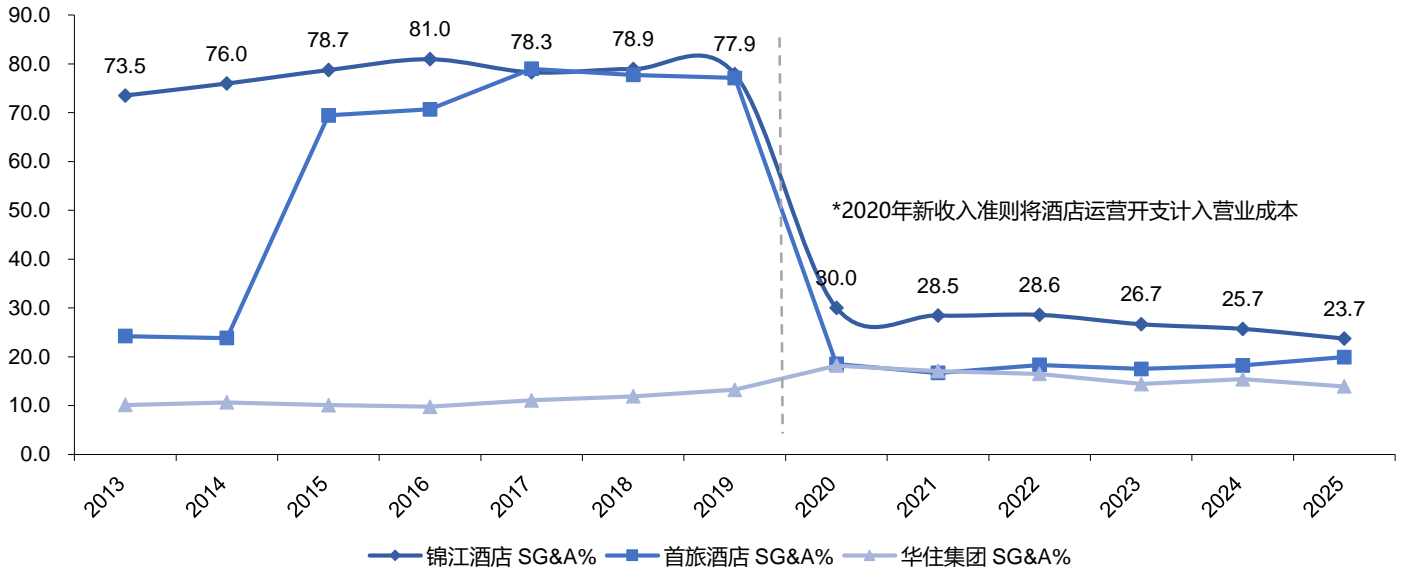
但收购后公司运营面临一定挑战。境内较长时间内维持多品牌、多团队、多系统并行，导



致决策链条长、协同成本高。海外受制于资产结构及跨区域管理等因素，特殊时期后改善周期拉长，2025年华住海外业务实现扭亏，但同年卢浮集团归母净利润为-5168万欧元。

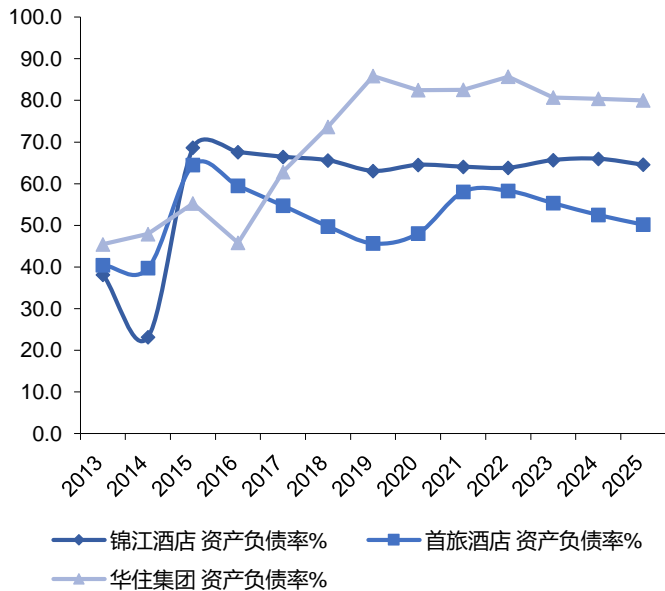
过往收购事件至今仍有一定财务影响：1) SG&A 维持高位，处同业较高水平；2) 资产负债率较高；3) 收购卢浮集团在交易融资和报表合并中形成大量欧元债务，2022年7月起欧元利率上升使得利息增加。

图表11：2013-2025年三大酒店集团SG&A占收入比重



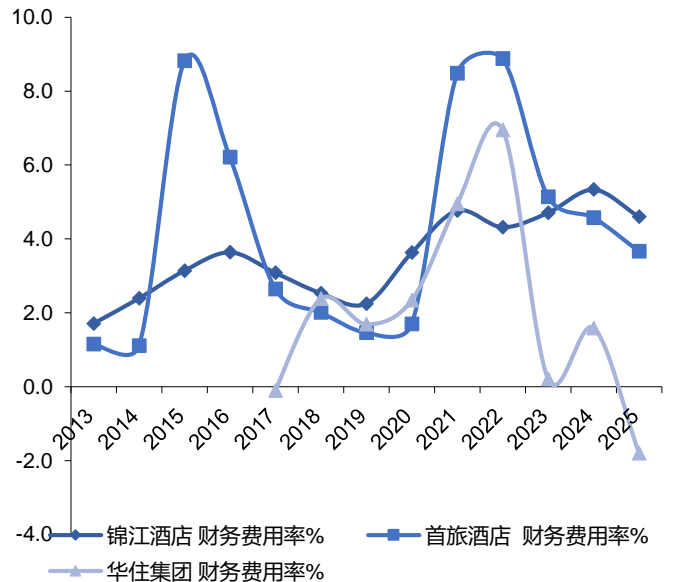
来源：iFinD，国金证券研究所

图表12：2013-2025年三大酒店集团资产负债率



来源：iFinD，国金证券研究所

图表13：2013-2025年三大酒店集团财务费用率



来源：iFinD，国金证券研究所

## 二、架构理顺：成效初显，组织+资本结构优化齐头并进

### 2.1 整合组织架构，提质增效

2020年前，公司一直是三家法人主体、三家酒店管理公司。2020年，锦江酒店（中国区）成立，管理层着手后台整合。2021年，公司整合后端的中心部门；2023年重组品牌事业部。



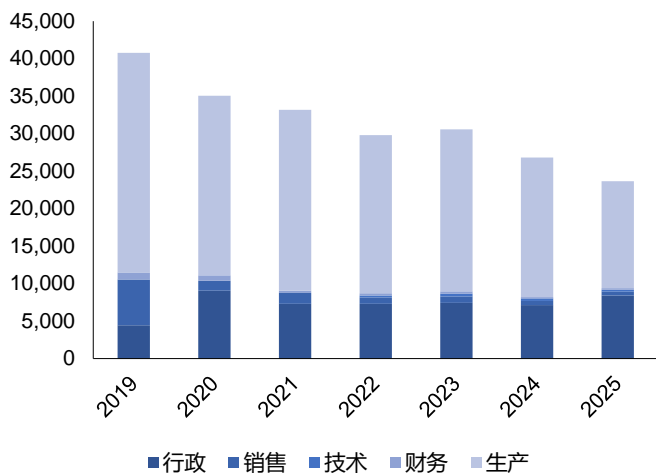
2025年，公司进一步推进组织改革。境内有限服务酒店板块推进“做精总部、做强区域、做实省区”改革，将原有“7大中心层级-37个部门”的复杂体系精简为“13个部门-2个业务单元”，同时将区域运营单元整合为5个，省区30个，精兵强将投入一线，并推行属地化管理。这一调整大幅压缩管理链条、简化决策流程，有效激发基层经营活力，推动管理效率显著提升。

改革后，权限和责任被下放到六大区，并从营销、运营到财务、人力、法务在接近经营一线的决策职能上进行配备。

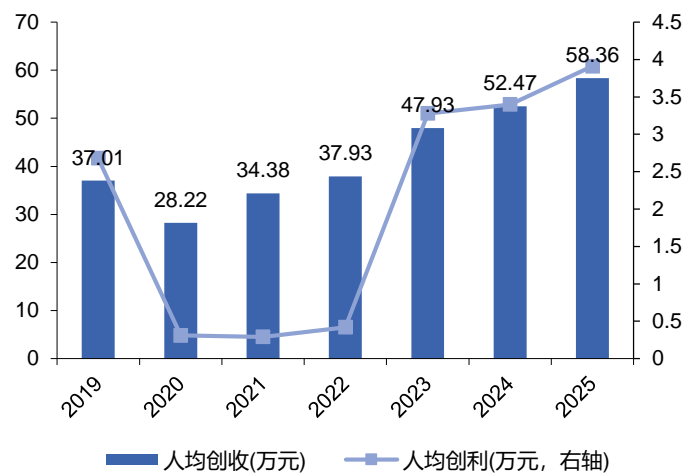
酒店业对于快速响应有着很高的要求。例如酒店价格调整，需要通过实时人流、准备情况、周边的营销活动等综合判断。新架构使得每个大区能够更灵活地对一线的需求进行反应，各大区总直接对结果负责，合同审批时间也压缩到过去的三分之一。

多轮整合精简员工数量。公司员工总数由2019年峰值4.1万下降至2025年的2.4万。人均创利与人均创收均稳步提升。

图表14：2019-2025年锦江酒店员工数量



图表15：2019-2025年锦江酒店人均创收与创利

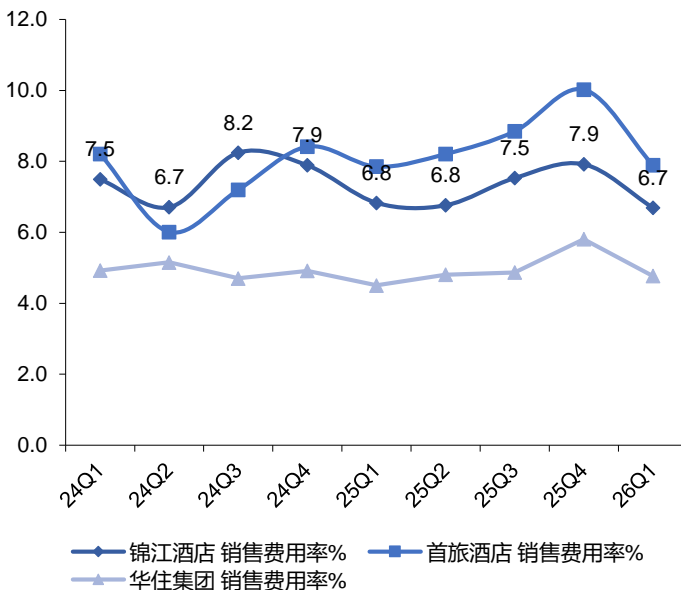


来源：iFind，国金证券研究所

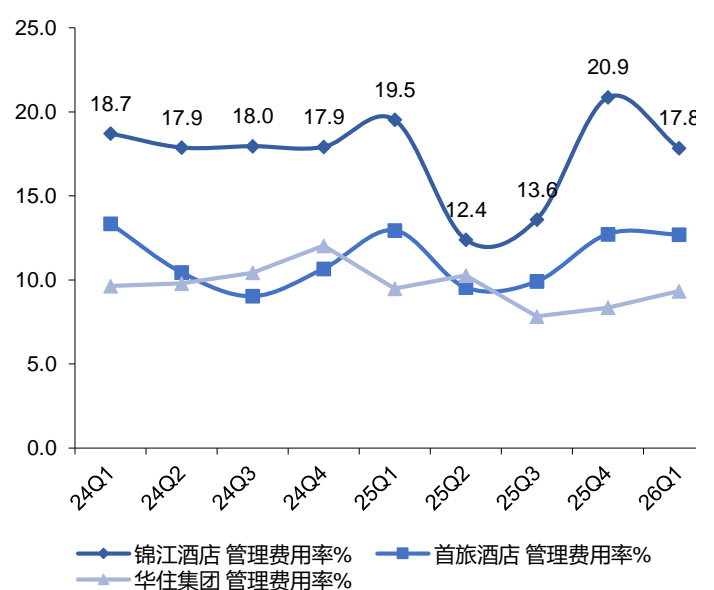
来源：iFind，国金证券研究所

管理费用率持续下降。26Q1同比下滑1.7pct至17.8%。拆分明细看，工资开支随架构调整有一定弹性，其他成本趋于刚性，后续随规模扩张有望摊薄。销售费用率26Q1下降0.14pct至6.70%。整体对比同业仍有较大空间。

图表16：24Q1-26Q1三大酒店集团销售费用率



图表17：24Q1-26Q1三大酒店集团管理费用率



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所



## 2.2 优化资本结构，筹备 H 股上市

公司过去以收购扩大规模，2016-2017 年间形成较高负债。由于交易以现金为主，公司阶段性加杠杆，2016 年末长期借款由 2014 年的 0.05 亿元升至 149.4 亿元。

**图表 18：锦江酒店重大收购历史**

时间	对象	收购股权比例	对价
2015	法国卢浮集团 / Louvre Hotels Group	100%	12.77 亿欧元
2016	铂涛集团	81%	82.69 亿元
2016	维也纳酒店、百岁村餐饮	80%	17.5 亿元
2017-2021	铂涛集团	19%	19.07 亿元
2022	维也纳酒店、百岁村餐饮	10%	2.19 亿元
2025	铂涛集团旗下 Lavanda、Xana、Coffetel	38%、32%、38%	17.15 亿元

来源：人民网，证券日报。财新网，新浪财经，美通国际，国金证券研究所

较高比例长期借款以浮动利率计息（2021 年占 48.0%，含一年内到期部分），2022 年 7 月起欧元区开始加息，推高融资成本。后续欧洲央行有所降息，海外融资成本边际回落。26Q1 公司财务费用率同比下滑 1.22pct 至 4.31%。

**图表 19：锦江酒店负债分析**

（单位：百万元，CNY）	2020	2021	2022	2023	2024	2025
短期借款	1,016	869	149	361	951	1,127
一年内到期的非流动负债	895	6,525	6,658	5,542	5,902	3,721
长期借款	14,540	7,994	8,058	9,893	7,045	9,283
应付债券						
<b>有息负债合计</b>	<b>16,451</b>	<b>15,388</b>	<b>14,865</b>	<b>15,796</b>	<b>13,897</b>	<b>14,131</b>
财务费用	359	540	475	690	750	635
其中：利息费用	341	296	255	474	532	375
其中：利息收入	61	180	195	209	161	98
<b>有息负债利率</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.7%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.8%</b>	<b>2.7%</b>
<b>财务费用率</b>	<b>3.6%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.7%</b>	<b>5.3%</b>	<b>4.6%</b>

来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

公司拟赴港上市优化资本结构。2025 年 6 月 29 日，公司正式向香港联交所递交 H 股上市申请，募资规模将达总股本 15%，资金重点投向海外业务拓展、债务结构优化及营运补充。

2026 年 3 月 9 日，公司调整募集资金使用计划，将用于（包括但不限于）：整体数字一体化转型、偿还银行借款、并购相关优质标的及营运资本及一般公司用途等。

2026 年 3 月 27 日，公司重新向香港联交所递交 H 股发行上市申请。

我们认为此次募资有助于：1) 拓展境外融资渠道，匹配海外资产资金需求；2) 优化资本结构，降低有息负债规模，缓解未来财务费用；3) 推动整体数字一体化转型，提高运营效率；4) 并购相关优质标的，持续扩张规模。

## 2.3 退出低效业务，改善盈利能力

公司近年来持续推进轻资产化，重点处置部分旧直营酒店物业及低效资产。优化资源配置，提高资产盈利能力。

2020 年公司分批转让西安、郑州锦江之星，以及达华宾馆、天津锦江之星、宁波锦波旅馆、滴水湖锦江之星等多项直营物业股权；2024 年挂牌转让拥有 21 家酒店物业的时尚之旅 100% 股权；2025 年向控股股东转让上海吉长堃等 4 家公司股权，并通过回租方式继续经营相关物业。



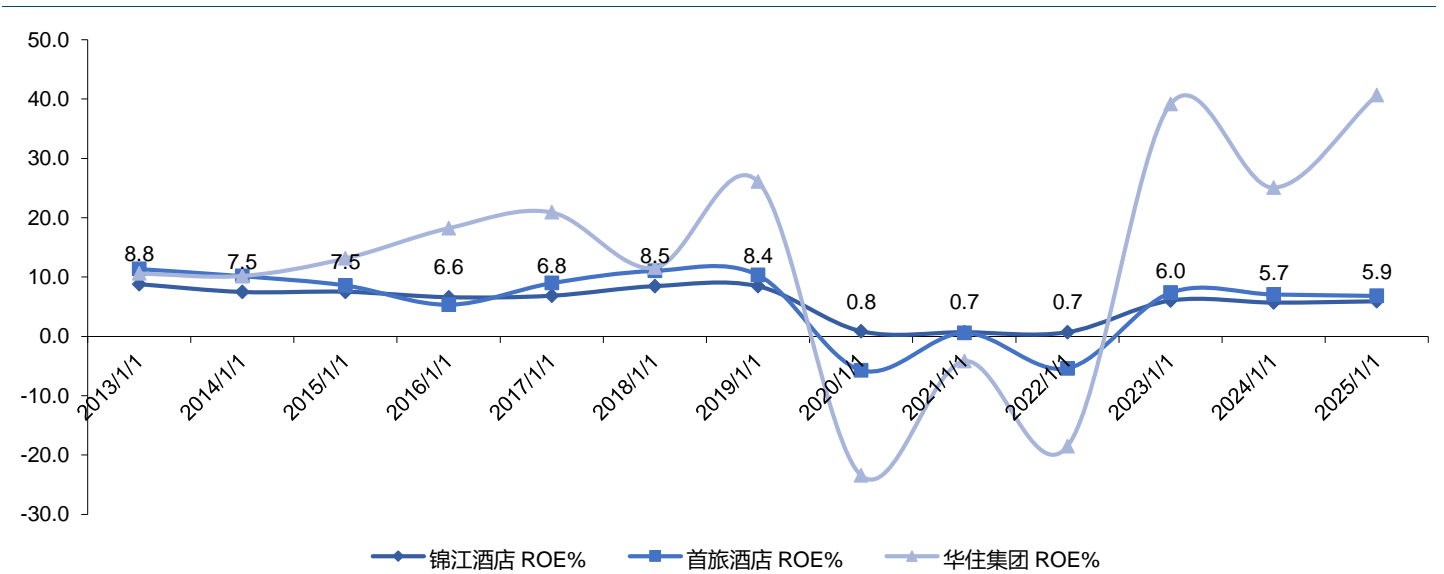
图表20：2020–2025 年间，锦江酒店持续处置直营资产

时间	交易标的	交易方式	影响
2020 年 1 月	西安锦江之星、郑州锦江之星 100% 股权	转让予上海光缕企业管理有限公司	符合轻资产化战略，主要针对老锦江系经济型直营物业
2020 年 4 月	达华宾馆 70% 股权、天津锦江之星 100% 股权、宁波锦波旅馆 100% 股权、滴水湖锦江之星 70% 股权	转让予控股股东锦国投、锦江资本	释放资产增值收益，符合轻资产战略；预计税前收益约 4.14 亿元
2020 年 6 月	天津沪锦投资 70%、沈阳松花江街锦江之星 70%、长春锦旅投资 70%、天津锦江之星 51%、镇江京口锦江之星 51% 股权	转让予锦江资本	转让后以“受托经营”方式继续管理相关酒店，预计税前收益约 1.20 亿元。
2024 年 4 月	时尚之旅酒店管理有限公司 100% 股权	受让方为华安未来资管代表的专项计划	符合轻资产化战略，有利于优化资源配置、提高资产盈利能力；预计确认税前投资收益约 4.20 亿元
2025 年 12 月	上海吉长堃、上海怀臬、上海鄂汉堃、上海辽堃 100% 股权	转让予控股股东锦江资本转让	转让后旅馆投资公司租赁上述四家公司物业继续经营，产生投资收益约 1.03 亿元

来源：公司公告，国金证券研究所

我们认为，轻资产化战略推进有望持续带动公司 ROE 改善。减少资产包袱亦有助于公司在后续的提质改革中提升效率。

图表21：2013–2025 年三大酒店集团 ROE



来源：iFinD，国金证券研究所

2025 年 12 月，新版基础设施 REITs 行业范围清单首次把四星级及以上酒店单独纳入发行体系，打破了此前酒店只能作为商业综合体附属设施申报的限制，为酒店资产证券化扫清了政策障碍。

2026 年 2 月，华安锦江、华住集团申报的公募 REITs 产品先后获沪深交易所受理。酒店物业属于重资产，若通过 REITs 出表，整体盈利效率将提升。

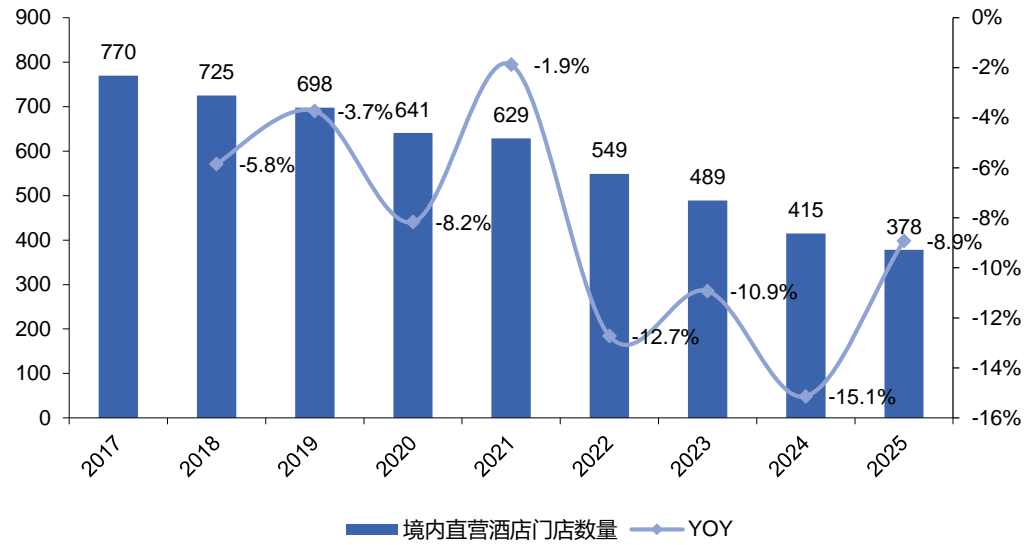
### 三、运营优化：直营先行，以质效提升重塑核心竞争力

#### 3.1 直营运营优化见效，26Q1 RevPAR 超预期

公司持续缩减直营规模，关闭停业低效门店。境内直营酒店数量由 2020 年的 641 家缩减至 2025 年的 378 家。



图表22: 2017-2025年锦江酒店境内直营门店数量



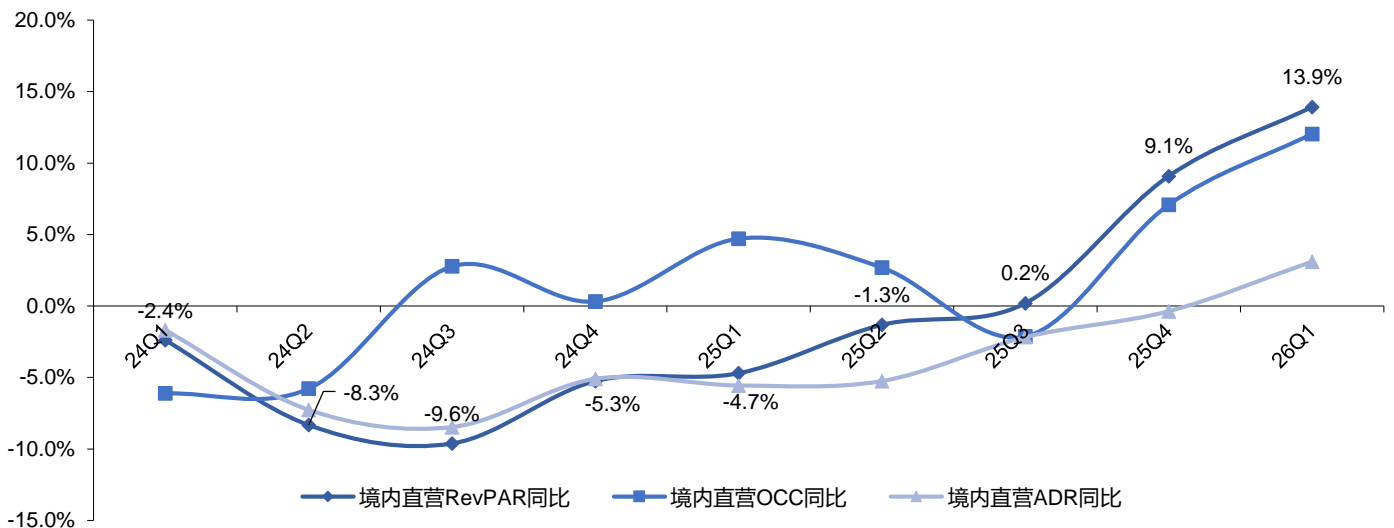
来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司2020年组建中国区后推进直营老店改造, 进入收获期。2021年将2.48亿资金注入7天酒店直营店, 推进7天3.0改造; 2023年投入3.5亿元改造54家门店; 2024年进一步加码, 改造预算达到10亿。

2025年, 公司持续推进直营店减亏改革, 通过组织前置、权责下沉、激励优化及降本控费等方式改善经营效率。开源端, 公司将减亏责任落实至大区及省区, 推动总部职能前置, 配套新绩效激励机制, 推动RevPAR及GOP改善; 节流端, 公司总部梳理直营店降本减费突破点, 聚焦租金、能源、物料消耗、人工成本等重点费用, 并指导区域落地执行。同时, 公司探索引入第三方资管模式强化直营店监管, 预计有助于直营店亏损持续收窄。

2025年直营板块RevPAR表现优于加盟板块4.6个百分点, 经营质量实现稳步提升。

图表23: 24Q1 锦江酒店境内直营 RevPAR、OCC、ADR 同比增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2026年第一季度, 公司境内直营门店RevPAR同比增长13.9%至128.02元, 其中OCC 62.00%/+6.7pct, ADR 206.48元/+1.7%。而同期首旅/华住直营店RevPAR同比+4.4%/+4.1%, 直营表现大幅优于行业, 提质改革见到实效。

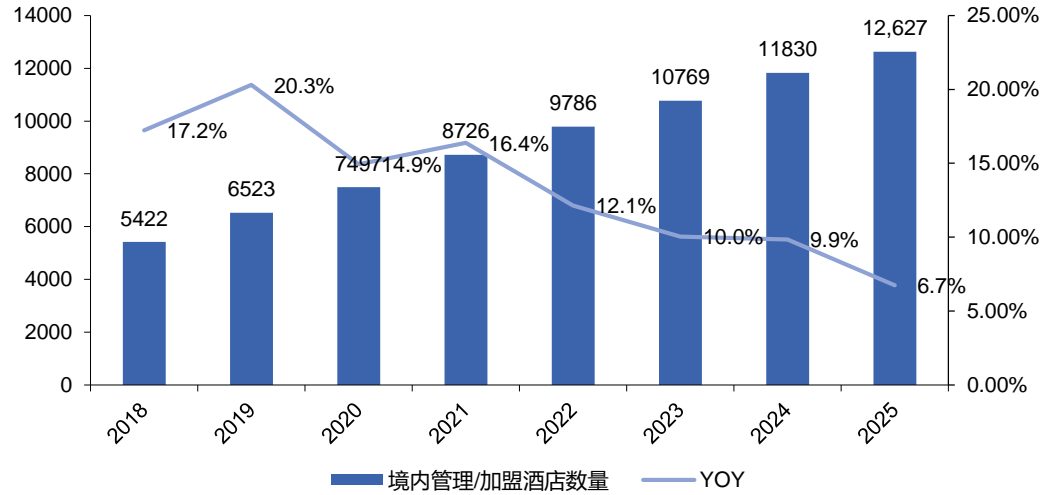
### 3.2 重质发展加盟业务, 拓店数量稳步增长

截至2025年末, 公司境内管理/加盟酒店数量为12627家/+6.7%, 从外延规模扩张进入高质量加盟与存量运营效率提升的新阶段。当前推行的“做精总部、做强区域、做实省区”改



革有望持续提升加盟业务经营质量。

图表24：2018-2025 锦江酒店境内管理/加盟酒店数量



来源：公司公告，国金证券研究所

从绝对值看，公司维持稳定的扩张节奏。2025 年锦江酒店新增开业酒店 1314 家，同期首旅/华住分别新增开业 1510/ 2444 家。

2026 年经营计划中，公司提出全年计划新增开业酒店 1,200 家、新增签约酒店 1,800 家。

26Q1 公司在春节时点延后的扰动下，仍然维持了 306 家的开业数量，较去年同期增加 80 家。其中全服务型酒店新开业 4 家，有限服务型酒店新开业 302 家。

图表25：2018-2025 锦江酒店全球酒店变动情况

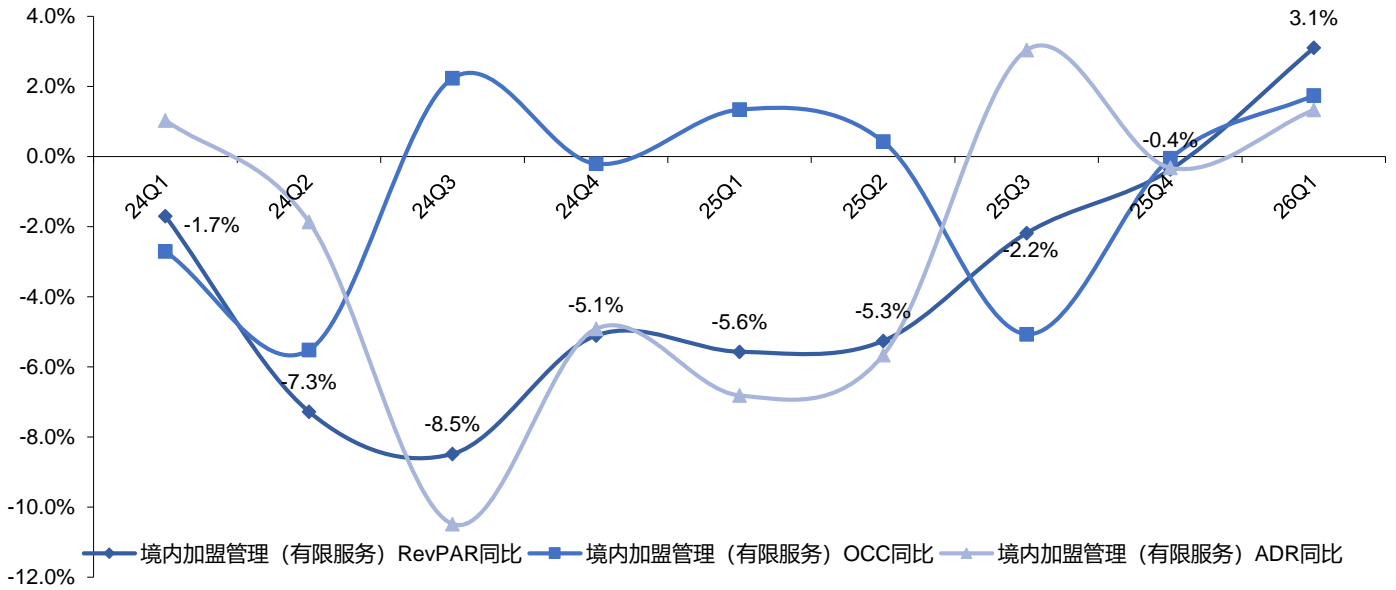
公司酒店数量变动	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
全部酒店								
新增开业	1243	1617	1842	1763	1328	1407	1515	1314
开业退出	494	546	323	239	380	518	519	597
开业转筹建			627	317	1	1	28	1
净增开业	749	1071	892	1207	947	888	968	716
直营变化	-43	-23	-55	-13	-85	-75	-75	-74
加盟变化	792	1094	947	1220	1032	903	1019	779

来源：公司公告，国金证券研究所

公司加盟/管理酒店（有限服务）RevPAR 在行业供需关系改善的背景下，26Q1 同比增长 3.1%至 143.22 元，其中 OCC 62.28%/+1.1pct，ADR 229.96 元/+1.3%。



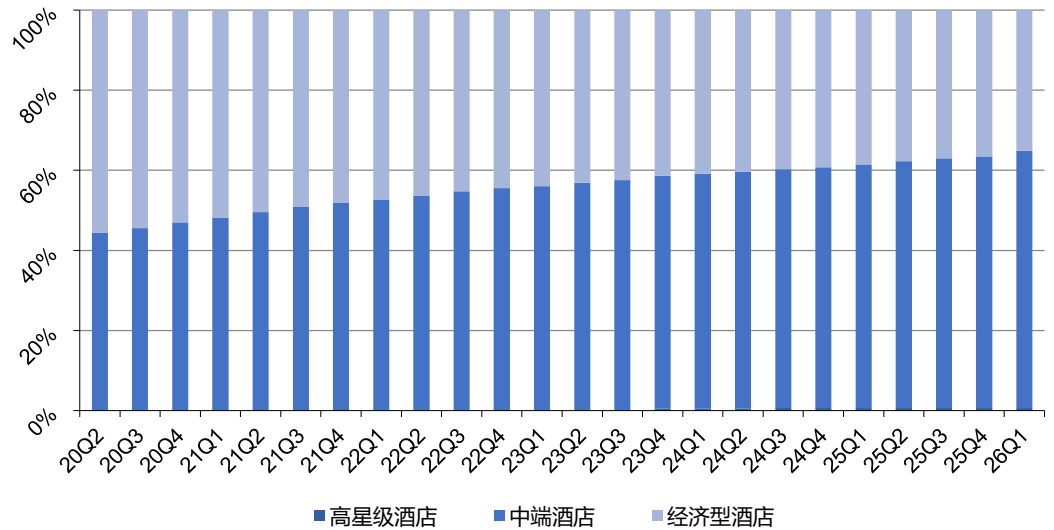
图表26: 24Q1 锦江酒店境内加盟/管理酒店 (有限服务) RevPAR、OCC、ADR 同比增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

从门店结构看, 中端占比持续增加, 经济型酒店数量呈下滑趋势。截至 2026 年 3 月 31 日, 公司开业酒店中, 中端酒店占比达到 64.22%, 同比增长 3.42pct。

图表27: 20Q2-26Q1 锦江酒店门店结构



来源: iFinD, 国金证券研究所

截至 2026 年 3 月 31 日, 公司旗下规模前 5 的品牌分别为七天系列 (1756 家), 维也纳酒店 (1745 家)、麗枫 (1549 家)、维也纳国际 (1325 家) 和锦江之星 (1049 家)。



图表28: 境内、境外开业酒店分品牌客房运营表

品牌	2026年第一季度净开业家数	截至2026年3月31日开业家数
<b>1、中端酒店</b>	<b>149</b>	<b>9,142</b>
锦江都城	3	248
丽枫	40	1,549
喆啡	5	630
希岸	-	742
欢朋	12	521
城品	-2	155
维也纳国际	19	1,325
维也纳好好	-1	248
维也纳酒店	32	1,745
维也纳3好	-3	446
GOLDEN TULIP	-9	150
凯里亚德	7	305
潮漫	17	248
康铂	2	104
SAROVAR 管理	14	131
其他	13	595
<b>2、经济型酒店</b>	<b>-48</b>	<b>4,996</b>
锦江之星	16	1,046
七天系列	-47	1,756
IU	-11	481
派	-15	380
白玉兰	19	536
PREMIÈRE CLASSE	-6	206
CAMPANILE	1	300
KYRIAD 系列	-4	272
其他	-1	19
<b>3、高星级酒店</b>	<b>3</b>	<b>98</b>
高端	2	94
奢华	1	4
<b>合计</b>	<b>104</b>	<b>14,236</b>

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.3 五年规划调改卢浮, 品牌出海加速落地

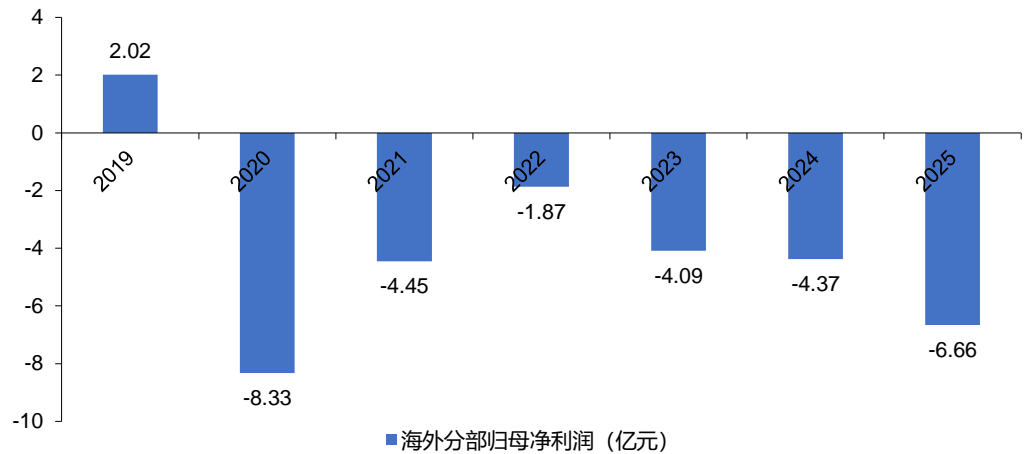
海外业务是公司当前利润的较大约束。2025年, 公司于中国大陆境外有限服务型连锁酒店业务实现合并营业收入 48152 万欧元, 比上年同期下降 13.41%。实现归属于母公司所有者的净利润亏损 8264 万欧元, 较上年同期增加亏损 2575 万欧元。

截至 2025 年 12 月 31 日, 卢浮集团旗下运营酒店共计 1124 家。按区域划分, 欧洲地区酒店 851 家, 欧洲以外地区酒店 273 家; 按经营模式划分, 直营酒店 235 家, 加盟酒店 889 家。2025 年卢浮集团净利润为-5168 万欧元。

卢浮集团对欧洲本地商旅、休闲需求和宏观环境较为敏感。2025 年 RevPAR 已恢复至 2019 年的 101%, 亏损主要系: 1) 法国经济型酒店需求减弱; 2) 财务费用、折旧摊销等拖累; 3) 直营占比较高, 经营杠杆重。



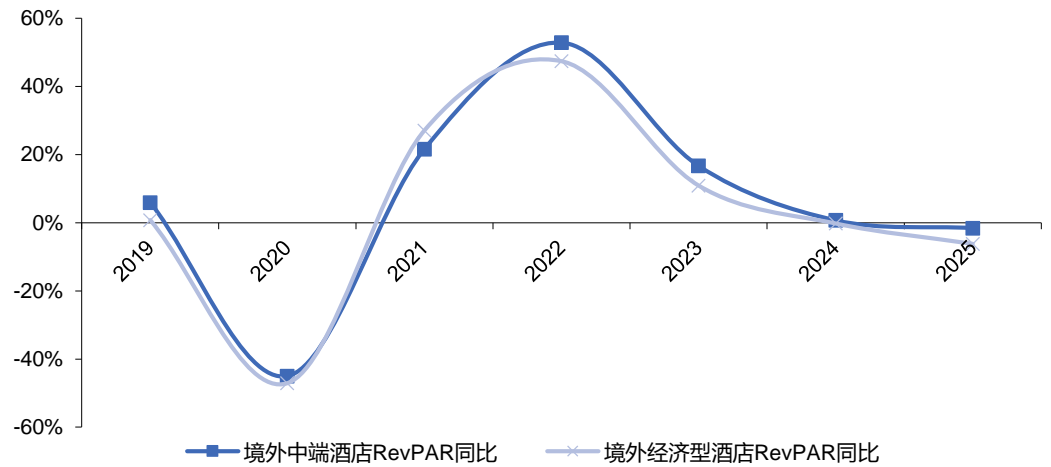
图表29：2019-2025 锦江酒店海外分部归母净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

为减少卢浮集团亏损，公司 2025 年提出“五年规划”进行系统性调改。受欧洲市场整体环境影响，2026 年一季度境外有限服务型酒店 RevPAR 同比有所承压，但自有和租赁酒店表现逆势上升。得益于卢浮存量翻新改造的价值释放，一季度卢浮直营酒店 RevPAR 较 2025 年同比提升 4.4%。2024-2025 年完成翻新的直营门店经营指标大幅改善，RGI 分别达 108.2、101.4，较对比期分别提升 9.0%、11.2%，验证存量焕新模式的有效性。

图表30：2018-2025 锦江酒店境外 RevPAR 同比增速

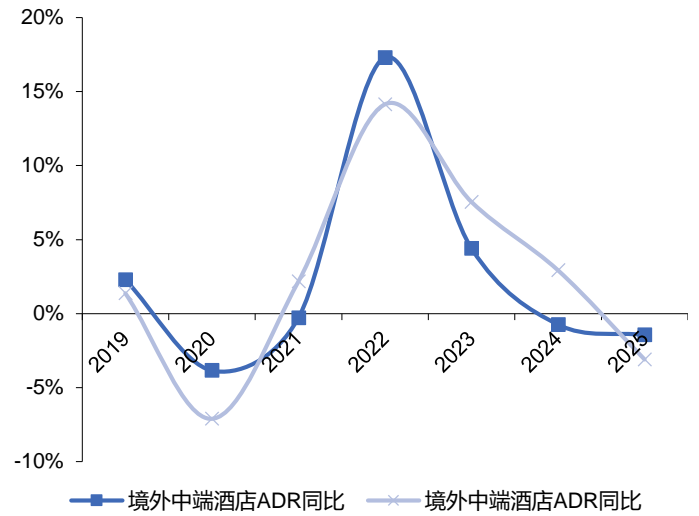
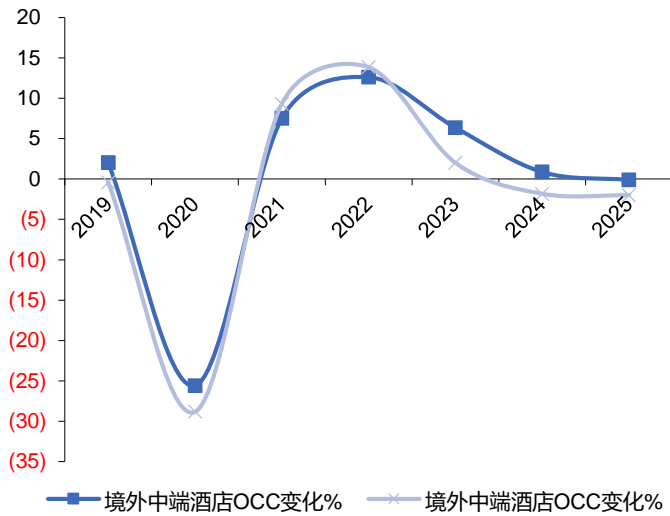


来源：公司公告，国金证券研究所



图表31：2018-2025 锦江酒店境外 OCC 同比变化率

图表32：2018-2025 锦江酒店境外 ADR 同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

**品牌出海加速落地。**2025年8月，公司与马来西亚酒管公司 RJJ Hotels 官宣签约合作，计划未来5年在东南亚6国合力拓展超180个项目。此次公司在东南亚开创性地推行“轻资产进入+产业扎根”模式，区别于传统的单一产品输出和纯管理输出，旨在快速适应当地市场需求，构建起独特的竞争壁垒，为长期价值增长开辟广阔空间。

为保障本地化运营成效，公司将组建由中国资深管理人才与当地专业员工共同构成的属地化团队，搭建从项目开发、筹建筹备到日常运营的一体化管理机制，推动锦江都城、麗枫、锦江之星、暎阁、云居等民族品牌陆续登陆东南亚市场，目标整体实现“5年突破500家”酒店（合作+自主发展）的布局蓝图。

## 四、数字转型：数智赋能，推动渠道效率与会员价值释放

### 4.1 打造“一中心三平台”，积极应用数字化工具

2019年，公司发布“一中心三平台”战略，即锦江全球创新中心（GIC）、锦江全球酒店互联网平台（WeHotel）、锦江全球采购平台（GPP）和锦江共享服务平台（SSC），推进锦江酒店深度整合，提升中后台运营效率。

WeHotel 全球酒店预订和会员平台构建一体化数据平台，全面提升数据驱动与资源协同能力。GPP 全球采购共享平台完善优采平台网络化布局及欧洲、亚太等区域的海外支持体系，推动供应链出海，提升资源全球化配置能力。SSC 全球共享服务平台推进核心模块国产化替代，为系统安全可控运行奠定技术基础。

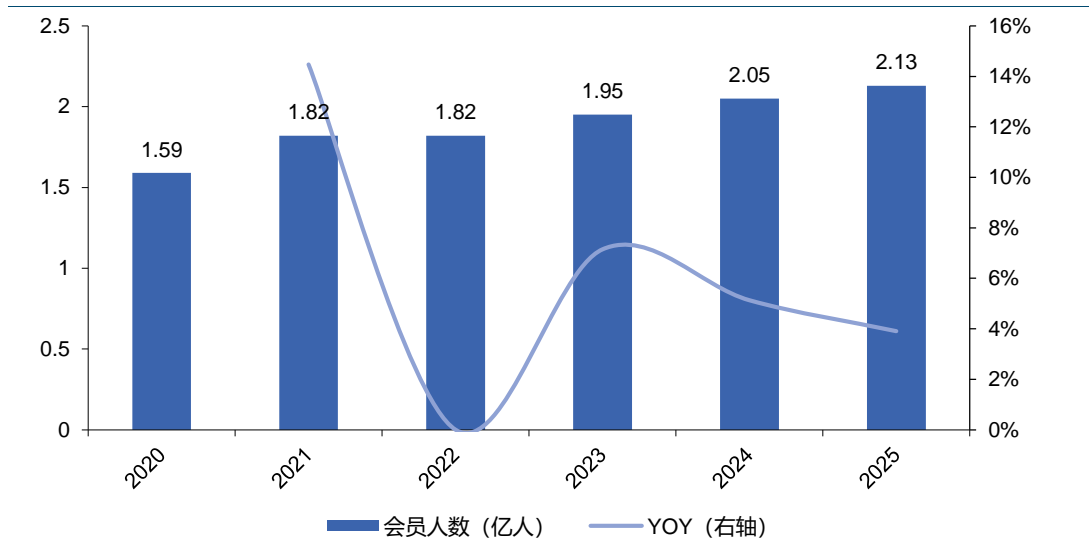
公司持续推进境内有限服务酒店数字化建设，已实现系统全面上云及开业、运营等核心流程线上化；同时加强与全球采购共享平台协同，优化流程并提升服务效率和品牌标准管控能力。业务端已实现加盟商线索至签约、酒店签约至开业的全流程数据追踪；2025年6月上线财务对账平台二期，进一步缩短加盟商结算周期，并通过区域 IT 人员对接提升响应效率。





截至 2025 年底，公司有效会员总数达到 2.13 亿人。2025 年会员贡献率全年平均达到 70.5%，积分兑换率达 64%。

图表35：2020-2025 锦江酒店会员人数



来源：公司公告，国金证券研究所

2025 年，公司优化组织架构，建立起“总部-大区-省区”三级商旅销售体系，专注于区域内高成长性企业会员的拓展维护。2025 全年商旅大客户消费间夜量同比增长 20.1%，四季度增速更达 35.8%。有高频出差需求的优质客源，是实现可持续增长的关键杠杆。

2026 年，公司全面升级企业会员积分权益。签订差旅合作的企业员工出差时，可以累积锦江荟积分，积分将直接进入员工个人账号。这种“小积分大生意”的会员权益，不仅可以让企业员工在因公出行时享有个人福利，更通过一套完整服务，助力企业实现了差旅全流程的整合管理与降本增效。

图表36：锦江酒店商旅企业会员焕新



来源：锦江酒店，国金证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

**境内酒店业务：**境内酒店业务是公司当前最核心的盈利来源。行业供给增速持续放缓，叠加服务消费政策加码、文旅供给丰富，酒店供需关系边际改善。

公司自身来看，组织架构改革、直营门店减亏、加盟业务高质量发展及会员直销体系建设



共同推动经营效率提升。

2026 年酒店行业预期为温和复苏，我们预测公司 26/27/28 年公司境内酒店 RevPAR 同比 +2.8/+1.5/+1.0%；公司当前重点是提质增效，扩张速度将略有放缓，预测 26/27/28 年新开业酒店 1215/1280/1380 家。

预测 26/27/28 年境内酒店业务收入为 103.6/108.7/114.3 亿元，同比+6.3/+4.8/+5.2%。

图表37：锦江酒店境内酒店业务收入拆分

单位：人民币百万元	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>境内酒店收入</b>	<b>10,105</b>	<b>9,565</b>	<b>9,750</b>	<b>10,362</b>	<b>10,865</b>	<b>11,428</b>
yoy	38.5%	-5.3%	1.9%	6.3%	4.9%	5.2%
其中：直营客房收入	3,476	2,842	2,617	2,511	2,372	2,254
yoy	21.9%	-18.2%	-7.9%	-4.1%	-5.5%	-5.0%
其中：其他直营相关收入	210	172	148	142	134	127
yoy	-29.8%	-18.0%	-14.1%	-4.1%	-5.5%	-5.0%
其中：前期加盟	658	533	485	463	492	533
yoy	51.0%	-19.0%	-9.1%	-4.5%	6.4%	8.2%
其中：后续加盟	5,225	5,506	6,015	6,723	7,284	7,871
yoy	59.5%	5.4%	9.2%	11.8%	8.3%	8.1%
其中：全服务酒店	159	238	254	274	307	343
yoy		49.6%	6.7%	7.8%	12.0%	11.7%
其中：其他业务	375	273	232	250	275	300
yoy	-13.4%	-27.3%	-15.0%	7.9%	10.0%	9.1%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 境外酒店业务

2025 年公司提出卢浮集团“五年规划”，通过市场聚焦、门店翻新、营运优化及低效资产处置改善盈利能力。26Q1 卢浮直营酒店 RevPAR 同比 +4.4%，翻新门店经营指标改善，验证存量焕新有效性。预计海外业务短期仍承压，但亏损有望逐步收窄。

预测 26/27/28 年境外酒店业务收入为 38.3/38.2/39.0 亿元，同比-0.6%/持平/+2.1%。

### 食品及餐饮业务

当前公司战略重心在酒店主业，预计食品及餐饮业务以稳健经营为主，更多承担协同功能。

预测 26/27/28 年食品及餐饮业务收入为 2.1/2.2/2.2 亿元，同比+1.0/+1.0/+1.0%。

综上，我们预测 26/27/28 年公司营业收入为 144.0/149.0/155.5 亿元，同比+4.3/+3.5/+4.3%。

图表38：锦江酒店收入拆分

单位：人民币百万元	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>营业收入</b>	<b>14,649</b>	<b>14,063</b>	<b>13,811</b>	<b>14,401</b>	<b>14,904</b>	<b>15,549</b>
yoy	33.1%	-4.0%	-1.8%	4.3%	3.5%	4.3%
其中：酒店营运及管理业务	14,240	13,583	13,346	14,188	14,689	15,333
yoy	32.1%	-4.6%	-1.7%	6.3%	3.5%	4.4%
境内酒店分部	9,945	9,326	9,496	10,362	10,865	11,428
境外酒店分部	4,295	4,256	3,851	3,826	3,824	3,904
其中：食品及餐饮业务	250	242	210	212	215	217
yoy	8.4%	-3.1%	-13.1%	1.0%	1.0%	1.0%

来源：公司公告，国金证券研究所



### 利润率与费用

**毛利率：**持续提升，预测 26/27/28 年为 39.3%/40.0%/40.6%。1) 境内收入结构优化，加盟收入占比上升；2) 直营店 RevPAR 保持快于行业的增长水平；3) “断私联”后对房价的控制增强。

**销售费用率：**温和下降，预测 26/27/28 年为 7.3%/7.2%/7.0%。推进会员体系重构和“断私连”后，自有渠道占比提升，费用投放效率有望增强。但考虑到公司在企业客户拓展、品牌扩张战略仍会带来一定营销投入，下降节奏预计较为平缓。

**管理费用率：**温和下降，预测 26/27/28 年为 16.2%/16.0%/15.8%。当前公司推进“做精总部、做强区域、做实省区”改革，效率提升有望持续带来管理费用率改善。考虑到部分成本仍有一定刚性，下降节奏预计较为平缓。

### 市盈率法

我们预计，公司 26/27/28 年实现营业收入 144.01/149.04/155.49 亿元，同比增长 4.27%/3.49%/4.33%；实现归母净利润 11.89/13.37/15.44 亿元，同比增长 28.46%/12.43%/15.49%；对应 EPS 为 1.12/1.25/1.45 元。按当前股价计算，对应 PE 分别为 18.04/16.04/13.89 倍。

我们选取首旅酒店、君亭酒店、华住集团-S、亚朵作为可比公司进行估值。

我们认为，公司当前处于自身与行业共振的改善周期，利润率具备持续修复空间。综合考虑公司酒店龙头地位、境内业务修复确定性及海外业务减亏弹性，给予公司 2026 年 22 倍 PE，对应目标价 24.53 元，给予公司“买入”评级。

图表 39：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价	EPS (iFinD 一致预测)			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600258.SH	首旅酒店	13.06	0.84	0.95	1.04	15.57	13.82	12.52
301073.SZ	君亭酒店	21.49	0.33	0.52	0.62	66.12	41.46	34.66
1179.HK	华住集团-S	34.80	1.75	1.99	2.21	17.26	15.24	13.73
ATAT.O	亚朵	33.42	15.12	18.17	21.25	15.06	12.53	10.71
平均数			4.51	5.41	6.28	28.50	20.76	17.90
600754.SH	锦江酒店	20.11	1.11	1.25	1.45	18.04	16.04	13.89

时间截至 2026 年 6 月 5 日收盘，华住股价单位为港元，亚朵股价单位为美元，EPS 单位均为人民币元

来源：iFinD，国金证券研究所

### 风险提示

**消费复苏不及预期：**酒店需求与居民出行、商务活动及宏观消费环境相关。若消费信心修复偏弱、商务差旅恢复不及预期，可能导致 RevPAR 修复放缓，影响公司收入及盈利表现。

**行业竞争加剧：**酒店行业连锁化率持续提升，头部企业在品牌、会员、渠道及加盟商资源方面竞争加剧。若公司产品迭代、品牌升级或加盟商支持不及预期，可能影响开店速度及单店经营表现。

**直营减亏不及预期：**公司通过架构调整、区域管理下沉、成本管控及店长激励推动直营改善。若 RevPAR 恢复偏弱，或租金、人工、能源等刚性成本压力持续，直营减亏效果可能不及预期。

**海外业务修复不及预期：**海外业务仍受欧洲经济环境、人工成本、能源成本、地缘政治及汇率波动影响。若卢浮集团经营改善、资产优化及翻新计划推进不及预期，可能拖累整体盈利修复。

**组织整合不及预期：**公司持续推进组织架构改革及前端响应效率提升。若系统建设、会员打通、渠道整合或内部管理优化不及预期，可能影响经营效率提升及费用率改善。

**H 股发行失败：**公司拟通过 H 股发行优化资本结构。若受市场环境、监管审批或投资者认购意愿影响导致发行不及预期，可能放缓债务压力和财务费用改善节奏，并影响数字化投入、海外拓展及潜在并购安排。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	14,649	14,063	13,811	14,401	14,904	15,549
增长率		-4.0%	-1.8%	4.3%	3.5%	4.3%
主营业务成本	-8,498	-8,505	-8,511	-8,735	-8,941	-9,241
%销售收入	58.0%	60.5%	61.6%	60.7%	60.0%	59.4%
毛利	6,151	5,558	5,300	5,666	5,963	6,309
%销售收入	42.0%	39.5%	38.4%	39.3%	40.0%	40.6%
营业税金及附加	-163	-148	-131	-137	-142	-148
%销售收入	1.1%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-1,160	-1,068	-1,006	-1,051	-1,066	-1,088
%销售收入	7.9%	7.6%	7.3%	7.3%	7.2%	7.0%
管理费用	-2,745	-2,546	-2,270	-2,333	-2,385	-2,457
%销售收入	18.7%	18.1%	16.4%	16.2%	16.0%	15.8%
研发费用	-24	-24	-27	-26	-27	-28
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	2,059	1,772	1,866	2,119	2,345	2,588
%销售收入	14.1%	12.6%	13.5%	14.7%	15.7%	16.6%
财务费用	-690	-750	-635	-563	-586	-541
%销售收入	4.7%	5.3%	4.6%	3.9%	3.9%	3.5%
资产减值损失	-68	-138	-12	-20	-20	-20
公允价值变动收益	161	42	-47	-40	-40	-40
投资收益	206	630	310	350	375	400
%税前利润	11.5%	38.3%	21.1%	18.8%	18.0%	16.7%
营业利润	1,801	1,691	1,503	1,877	2,104	2,417
营业利润率	12.3%	12.0%	10.9%	13.0%	14.1%	15.5%
营业外收支	-7	-46	-36	-20	-20	-20
税前利润	1,793	1,645	1,467	1,857	2,084	2,397
利润率	12.2%	11.7%	10.6%	12.9%	14.0%	15.4%
所得税	-516	-501	-478	-568	-638	-733
所得税率	28.8%	30.4%	32.6%	30.6%	30.6%	30.6%
净利润	1,277	1,144	989	1,289	1,447	1,664
少数股东损益	275	233	64	100	110	120
归属于母公司的净利润	1,002	911	925	1,189	1,337	1,544
净利率	6.8%	6.5%	6.7%	8.3%	9.0%	9.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,277	1,144	989	1,289	1,447	1,664
少数股东损益	275	233	64	100	110	120
非现金支出	2,289	2,362	2,207	1,195	1,209	1,215
非经营收益	201	-327	254	-44	304	238
营运资金变动	1,394	383	-149	-370	137	202
经营活动现金净流	5,162	3,562	3,301	2,070	3,097	3,319
资本开支	-724	-486	-1,312	-285	-582	-482
投资	1,899	3,426	2,643	-240	-40	-40
其他	-65	-91	-3,387	350	375	400
投资活动现金净流	1,111	2,849	-2,057	-175	-247	-122
股权募资	0	0	0	50	0	0
债权募资	279	-1,342	-701	-395	-877	-1,055
其他	-3,849	-4,905	-2,541	-1,274	-1,385	-1,465
筹资活动现金净流	-3,569	-6,247	-3,242	-1,619	-2,261	-2,520
现金净流量	2,735	131	-1,934	276	588	677

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	10,295	9,085	8,507	8,394	8,616	8,950
应收款项	2,348	2,084	2,033	2,296	2,377	2,480
存货	67	49	44	59	60	62
其他流动资产	841	1,238	1,302	1,161	1,166	1,173
流动资产	13,551	12,456	11,886	11,910	12,219	12,664
%总资产	26.8%	27.0%	25.9%	27.2%	28.2%	29.4%
长期投资	1,776	1,748	1,700	1,700	1,700	1,700
固定资产	5,589	3,984	4,506	4,481	4,307	3,996
%总资产	11.0%	8.6%	9.8%	10.2%	9.9%	9.3%
无形资产	20,105	19,420	19,774	19,613	19,421	19,246
非流动资产	37,036	33,654	34,019	31,813	31,147	30,374
%总资产	73.2%	73.0%	74.1%	72.8%	71.8%	70.6%
资产总计	50,587	46,110	45,905	43,723	43,366	43,038
短期借款	5,903	6,852	4,848	4,512	4,135	3,581
应付款项	4,339	4,700	4,912	4,395	4,495	4,641
其他流动负债	2,430	2,429	2,152	2,388	2,509	2,674
流动负债	12,672	13,982	11,912	11,295	11,139	10,895
长期贷款	9,893	7,045	9,283	9,283	8,783	8,283
其他长期负债	10,662	9,401	8,435	6,230	5,867	5,526
负债	33,226	30,427	29,630	26,808	25,789	24,705
普通股股东权益	16,677	15,409	16,005	16,545	17,096	17,732
其中：股本	1,070	1,070	1,066	1,066	1,066	1,066
未分配利润	3,070	3,319	3,838	4,328	4,880	5,516
少数股东权益	684	274	271	371	481	601
负债股东权益合计	50,587	46,110	45,905	43,723	43,366	43,038

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.936	0.851	0.868	1.115	1.254	1.448
每股净资产	15.585	14.400	15.009	15.516	16.033	16.630
每股经营现金净流	4.824	3.329	3.096	1.941	2.904	3.113
每股股利	0.500	0.740	0.510	0.655	0.737	0.851
回报率						
净资产收益率	6.01%	5.91%	5.78%	7.19%	7.82%	8.71%
总资产收益率	1.98%	1.98%	2.02%	2.72%	3.08%	3.59%
投入资本收益率	4.19%	3.94%	3.92%	4.79%	5.34%	5.95%
增长率						
主营业务收入增长率	33.08%	-4.00%	-1.79%	4.27%	3.49%	4.33%
EBIT 增长率		-13.95%	5.34%	13.56%	10.62%	10.39%
净利润增长率		-9.06%	1.58%	28.46%	12.43%	15.49%
总资产增长率	6.65%	-8.85%	-0.44%	-4.75%	-0.82%	-0.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.3	40.4	37.2	40.6	40.6	40.6
存货周转天数	2.9	2.5	2.0	2.5	2.5	2.5
应付账款周转天数	59.4	61.8	60.7	60.6	60.6	60.6
固定资产周转天数	123.7	86.9	108.1	104.5	98.2	88.1
偿债能力						
净负债/股东权益	30.17%	28.55%	32.88%	30.32%	22.92%	14.40%
EBIT 利息保障倍数	3.0	2.4	2.9	3.8	4.0	4.8
资产负债率	65.68%	65.99%	64.55%	61.31%	59.47%	57.40%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	8	19	28	43
增持	0	4	8	12	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.30	1.30	1.07

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究