仅供内部参考，请勿外传

锦江酒店（600754.SH）

买入（首次评级）

厚筑底盘，行稳致远

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	14,063	13,811	14,174	14,642	15,242
增长率 yoy（%）	-4.0	-1.8	2.6	3.3	4.1
归母净利润（百万元）	911	925	1,179	1,369	1,635
增长率 yoy（%）	-9.1	1.6	27.41	16.07	19.48
ROE（%）	7.3	6.1	7.4	8.1	9.0
EPS 最新摊薄（元）	0.86	0.87	1.11	1.29	1.54
P/E（倍）	21.0	20.6	16.19	13.95	11.67
P/B（倍）	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

锦江酒店：全球领先的酒店集团。锦江酒店深耕中国、布局全球、跨国经营，是全球领先的酒店集团。截至 2025 年 12 月 31 日，锦江酒店已经开业的酒店合计达到 1.41 万家，酒店客房总数达到 136.81 万间。锦江酒店股权集中，上海国资委为实控。我们认为，锦江酒店依托其上海国资背景，股权架构稳定性较强，未来有望充分依托股东资源优势，持续释放长期成长潜力。根据锦江酒店 2025 年年报，2025 年锦江酒店全年营收达 138.11 亿元，公司所从事的业务主要为“全服务型酒店营运及管理业务”、“有限服务型酒店营运及管理业务”和“食品及餐饮业务“。

酒店行业：连锁化率预计持续提升，酒店结构升级进行时。1）供给端：酒店行业连锁化及结构性升级进程持续推进。全球酒店市场供给端表现：行业供给稳步扩容，连锁化趋势明确。预计 2025-2030 年，全球酒店房间数及酒店家数的年均复合增长率将达 1.6%和 1.6%，到 2030 年，连锁酒店预计将占据全球酒店客房总数的约 45.6%。中国酒店市场供给端表现：连锁渗透率快速提升，结构性升级趋势显著。预计到 2030 年，中国酒店连锁渗透率将进一步提升至 57.7%。预计 2025-2030 年，中端及中高端市场将保持较快增长势头，中端、中高端客房数年均复合增长率在 2025-2030 年期间分别达到 10.8%和 12.3%。竞争格局-锦江酒店为全球酒店数量最多的连锁酒店集团，规模化优势显著。2024 年，锦江酒店集团在全球范围内拥有约 1.34 万家酒店，按连锁酒店数量计算，已成为全球最大的连锁酒店集团，市场份额达到 6.8%。在客房数量方面，集团拥有约 130 万间客房，客房量位居全球连锁酒店客房数量第二，市场份额为 6.7%。**2）需求端：休闲出行维持高景气，商务出行需求稳步复苏。**全球旅游市场持续复苏。2025 年全球旅游市场保持稳健复苏态势，全球旅游总人次达 159.0 亿，同比增长 6.6%；全球旅游总收入达 6.90 万亿美元，同比增长 4.2%。国内节假日出行活跃，休闲出行维持较高景气度。根据文旅部数据，2026 年元旦/春节/清明/五一/端午，全国国内出游人次分别为 1.42/5.96/1.35/3.25/1.24 亿人次，国内出游总花费分别为 847.89/8034.83/613.67/1854.92/444.56 亿元，节假日出行表现强劲。全球商务出行需求进入平稳增长期，区域分化明显。预计到 2029 年全球商旅市场规模将达到 2 万亿美元，2025-2029 年预计全球商旅市场规模 CAGR 达 6.56%。中国商务出行需求持续回暖，国内商务旅行支出有望稳步上行。预计 2026 年中国商务旅行支出达 4078 亿美元，预计同比增速达 9.3%，2025-2029 年中国商务旅行支出预计 CAGR

股票信息

行业	消费者服务
2026 年 10 月 13 日收盘价(元)	17.94
总市值（百万元）	19,089.57
流通市值（百万元）	16,254.43
总股本（百万股）	1,064.08
流通股本（百万股）	906.04
近 3 月日均成交额(百万元)	242.87

作者



分析师 郭庆龙

SAC：S1070525120002

邮箱：guoqinglong@cgws.com



联系人 李禹蒙

SAC：S1070126050012

邮箱：liyumeng@cgws.com

相关研究

仅供内部参考，请勿外传

达 7.97%。

增长亮点：竞争优势突出，存量提质、增量扩张并行。1）增长亮点 1：供应链及管理能力助推酒店门店扩张，未来有望持续释放其规模效应。从轻资产酒店占比看，2025 年锦江酒店境内外轻资产酒店占比分别达 96.37%、79.15%。高效供应链体系及管理能力为酒店规模化扩张的基础底盘。**2）增长亮点 2：国内外酒店持续运营能力较强，存量直营门店提质增效。**统筹会员权益，会员数量持续扩容。截至 2025 年 12 月 31 日，锦江酒店拥有超过 213.1 百万名活跃锦江会员及约 1.2 百万名企业客户。2025 年，公司的中央预订率为 62.8%。锦江酒店持续处置低效资产，优化直营酒店存量结构，后续有望充分释放其直营酒店经营杠杆，直营板块减亏进程稳步推进。**3）增长亮点 3：收并购整合及海外酒店本土化能力。**收并购助力酒店规模扩张，持续整合运营推动经营业绩向好。同时，公司积极与国际酒店集团合作，旨在增强其品牌在中国的影响力。截至 2025 年年底，锦江酒店累计引进 10 个国外酒店品牌。

盈利预测及投资建议：我们认为锦江酒店具备较强的酒店运营能力，随着存量门店结构性优化，增量轻资产酒店持续布局，有望打开公司业绩增长空间。我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 11.79/13.69/16.35 亿元，增速为 +27.41%/+16.07%/+19.48%，对应 2026 年 10 月 13 日的股价，PE 为 16.19/13.95/11.67，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动的风险；经营成本上升的风险；门店扩张不及预期风险；加盟店管理风险；海外业务管理风险。



仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1.锦江酒店：全球领先的酒店集团 5
2.酒店行业：连锁化率预计持续提升，酒店结构升级进行时 11
2.1 供给端：酒店行业连锁化及结构性升级进程持续推进 11
2.2 需求端：休闲出行维持高景气，商务出行需求稳步复苏 14
3.增长亮点：竞争优势突出，存量提质、增量扩张并行 15
3.1 增长亮点 1：供应链及管理能力助推酒店门店扩张，未来有望持续释放其规模效应 15
3.2 增长亮点 2：国内外酒店持续运营能力较强，存量直营门店提质增效 17
3.3 增长亮点 3：收并购整合及海外酒店本土化能力 19
4.盈利预测及投资建议 20
5.风险提示 22

图表目录

图表 1：锦江酒店历史沿革 5
图表 2：截至 2026H1，锦江酒店前三大股东持股情况 6
图表 3：2020-2026H1 锦江酒店营业收入（单位：百万元）及其同比增速（单位：%） 6
图表 4：2020-2026H1 锦江酒店归母净利润（单位：百万元）及其同比增速（单位：%） 6
图表 5：2020-2026H1 锦江酒店毛利率及净利率（单位：%） 7
图表 6：2020-2026H1 锦江酒店费用率（单位：%） 7
图表 7：2020-2026H1 有限服务型、全服务型酒店营运及管理业务收入（单位：百万元） 7
图表 8：2020-2025 年有限服务型、全服务型酒店营运及管理业务毛利率（单位：%） 7
图表 9：2020-2025 年有限服务型、全服务型酒店营运及管理业务分部净利润（单位：百万元） 8
图表 10：2020-2025 年有限服务型、全服务型酒店营运及管理业务分部净利率（单位：%） 8
图表 11：2020-2026H1 中国大陆境内酒店收入（单位：百万元）及同比增速（单位：%） 8
图表 12：2020-2026H1 中国大陆境内酒店净利润（单位：百万元）及净利润率（单位：%） 8
图表 13：2020-2026H1 中国大陆境外酒店收入（单位：百万元）及同比增速（单位：%） 9
图表 14：2020-2026H1 中国大陆境外酒店净利润（单位：百万元）及净利润率（单位：%） 9
图表 15：截至 2026 年 3 月 20 日锦江酒店旗下酒店品牌 9
图表 16：2020-2026H1 中国大陆境内酒店数量（单位：家）及同比增速（单位：%） 10
图表 17：2020-2026H1 中国大陆境外酒店数量（单位：家）及同比增速（单位：%） 10
图表 18：2020-2026H1 中国大陆境内酒店 RevPAR（单位：元/间）表现 10
图表 19：2020-2026H1 中国大陆境外酒店 RevPAR（单位：欧元/间）表现 10
图表 20：2020-2026H1 锦江酒店食品及餐饮业务收入（单位：百万元）及其同比增速（单位：%） 11
图表 21：2020-2026H1 锦江酒店食品及餐饮业务分部净利润（单位：百万元）及其同比增速（单位：%） 11
图表 22：酒店行业价值链 11
图表 23：全球连锁酒店、独立酒店的酒店房间数量（单位：百万间）及连锁渗透率（单位：%） 12
图表 24：中国连锁酒店、独立酒店的酒店房间数量（单位：百万间）及连锁渗透率（单位：%） 13
图表 25：按酒店档次划分的中国连锁酒店客房数量（单位：百万间） 13

仅供内部参考，请勿外传

图表 26： 2025 年我国酒店集团 TOP10 市占率情况 13
图表 27： 2025 年我国酒店品牌 TOP10 市占率情况 13
图表 28： 节假日出行数据 14
图表 29： 2019-2029 年全球商务旅行支出（单位：万亿美元）及其同比增速（单位：%） 15
图表 30： 全球 2025 年商旅支出同比增速（单位：%）及商旅支出全球占比（单位：%） 15
图表 31： 2019-2029 年中国商务旅行支出（单位：亿美元）及其同比增速（单位：%） 15
图表 32： 2020-2025 年境内轻资产酒店数量（单位：家）及其占境内酒店比重（单位：%） 16
图表 33： 2020-2025 年境外轻资产酒店数量（单位：家）及其占境外酒店比重（单位：%） 16
图表 34： 2020-2025 年锦江酒店的人均创收（单位：万元） 17
图表 35： 2020-2025 年锦江酒店有效会员人数（单位：万人） 17
图表 36： 锦江酒店会员权益 17
图表 37： 2020-2025 年境内直营酒店数量（单位：家）及其占境内酒店比重（单位：%） 18
图表 38： 2020-2025 年境外直营酒店数量（单位：家）及其占境外酒店比重（单位：%） 18
图表 39： 2020-2025 年锦江酒店子公司处置 18
图表 40： 2020-2025 年铂涛集团、维也纳酒店集团收入（单位：万元） 19
图表 41： 2020-2025 年铂涛集团、维也纳酒店集团归母净利率（单位：%） 19
图表 42： 2020-2025 年卢浮集团收入（单位：万欧元） 20
图表 43： 2020-2025 年卢浮集团归母净利润（单位：万欧元）及其归母净利率（单位：%） 20
图表 44： 希尔顿欢朋酒店 20
图表 45： 康铂酒店 20
图表 46： 锦江酒店盈利预测 21
图表 47： 相对估值 21

仅供内部参考，请勿外传

1.锦江酒店：全球领先的酒店集团

锦江酒店深耕中国、布局全球、跨国经营，是全球领先的酒店集团。根据锦江酒店港股申请版本（第一次呈交）和 2025 年年报，锦江品牌最早可追溯至 1935 年的锦江茶室，1951 年锦江饭店成立，1997 年，锦江酒店打造国内首个经济型品牌“锦江之星”，2015 年收购卢浮集团（Groupe du Louvre），2016 年收购铂涛集团及维也纳酒店集团，2023 年收购锦江酒管，锦江酒店的品牌组合拓展至高端及以上市场产品。截至 2025 年 12 月 31 日，锦江酒店已经开业的酒店合计达到 1.41 万家，酒店客房总数达到 136.81 万间。

图表1：锦江酒店历史沿革

年份	事件
1993 年	前身上海新亚（集团）股份有限公司根据中国法律在上海成立
1994 年	发行 B 股并在上海证券交易所上市（股票代码：900934）
1996 年	发行 A 股在上海证券交易所上市（股票代码：600754）
1997 年	锦江之星上海锦江乐园店开业，它是中国第一家经济型酒店
2003 年	更名为上海锦江国际酒店发展股份有限公司，并以酒店业务为主营业务
2010 年	完成了重大资产重组，向轻资产模式进行转型
2013 年	收购时尚之旅酒店，其旗下品牌拥有锦江都城
2015 年	收购 Groupe du Louvre 的 100%股权，其品牌包括 Golden Tulip 系（本土化为“郁锦香”）、Première Classe、Campanile（本土化为“康铂”）和 Kyriad 系（本土化为“凯里亚德”）
2016 年	收购铂涛集团，其品牌包括 7 天、麗枫、喆啡、希岸及 IU 等 收购维也纳酒店集团，其品牌包括维也纳国际及维也纳酒店等 按开业客房数量计，公司在中国酒店市场的市场份额排名第一
2019 年	与麗笙酒店集团订立管理许可协议，获得麗亭、麗柏、麗怡及麗芮在中国的独家管理许可
2020 年	宣布成立锦江酒店（中国区），将锦江、维也纳和铂涛系列进行管理合并及业务整合
2022 年	锦江联采，一个为全产业链参与者提供一站式集中采购解决方案的创新 B2B 电商平台，成为公司的全资子公司
2023 年	携程网络，其运营一个综合的酒店会员管理及中央预订平台，助力公司进一步实现数字化运营，成为公司的全资子公司 锦江酒管，一家专注于高端及以上酒店品牌运营管理公司，成为公司的全资子公司
2024 年	与麗笙酒店集团订立管理许可协议，获得就中国的麗笙精选、麗笙、麗祺及麗筠的非独家管理许可 公司子公司 Lavande Holdings Limited、Xana Hotelle Holdings Limited 及 Coffetel Holdings Limited 的其他少数股东订立股权转让协议，该等子公司于收购完成后成为公司的全资子公司

资料来源：锦江酒店港股申请版本（第一次呈交），长城证券产业金融研究院

锦江酒店股权集中，上海国资委为实控。根据锦江酒店 2026H1 业绩公告，截至 2026H1，锦江酒店控股股东为锦江资本，其持股比例为 45.20%，锦江香港持股比例为 2.53%。锦江香港由锦江资本间接持有 100%股权，锦江资本（及其一致行动人）合计持有股份占公司总股本 47.73%。锦江资本为锦江国际集团的全资子公司，锦江国际集团控股股东为上海国资委。我们认为，锦江酒店依托其上海国资背景，股权架构稳定性较强，未来有望充分依托股东资源优势，持续释放长期成长潜力。

仅供内部参考，请勿外传

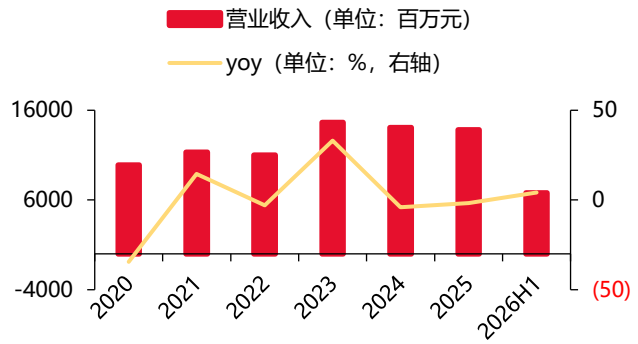
图表2：截至 2026H1，锦江酒店前三大股东持股情况

股东名称	持股比例（%）	股东性质
上海锦江资本有限公司	45.20	国有法人
香港中央结算有限公司	6.19	
锦江国际酒店集团（香港）投资管理有限公司	2.53	国有法人

资料来源：锦江酒店 2026H1 业绩公告，长城证券产业金融研究院

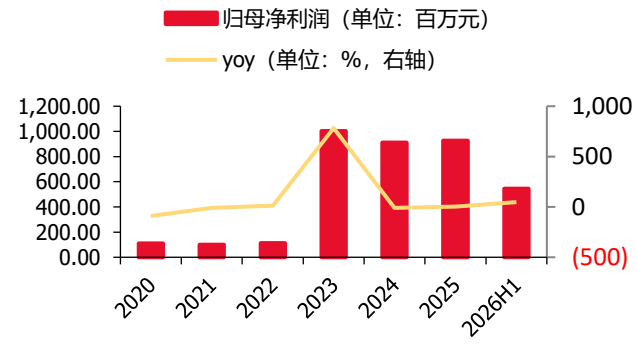
盈利能力呈现上升趋势，或因出行热度增加并带动公司规模化能力提升。根据锦江酒店 2025 年年报、2026 年半年报，2025 年锦江酒店实现营业收入 138.11 亿元，同比下降 1.79%,主要受到整体市场需求减弱及公司战略性退出境内外酒店物业导致。2025 年锦江酒店实现归母净利润 9.25 亿元，同比增长 1.58%，锦江酒店通过内部整合、资本结构优化等措施，运营成本及财务费用同比减少，带动盈利能力提升。2026H1 锦江酒店实现营业收入 68.01 亿元，同比增长 4.21%，实现归母净利润 5.45 亿元，同比增长 47.05%，锦江酒店有效控制运营成本，持续优化资本结构带动财务费用下降，营业收入同比增长，带动盈利能力提升。2025 年公司毛利率达 38.38%，同比-1.55pct，2025 年归母净利率达 6.70%，同比提升 0.22pct；2026H1 公司毛利率达 36.93%，同比-1.45pct，2026 年上半年归母净利率达 8.01%，同比提升 2.34pct。锦江酒店 2025 年费用端持续优化，全年销售费用率达 7.29%、管理费用率达 16.43%，分别同比回落 0.30pct、1.68pct；2026H1 费用端延续优化态势，销售费用率达 7.04%、管理费用率达 15.45%，分别同比回落 0.25pct、0.98pct。我们认为，公司长期经营基本面稳健，锦江依托成熟的成本管控体系对冲营收波动压力，盈利水平持续彰显韧性。

图表3：2020-2026H1 锦江酒店营业收入（单位：百万元）及其同比增速（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2026H1 业绩公告，长城证券产业金融研究院

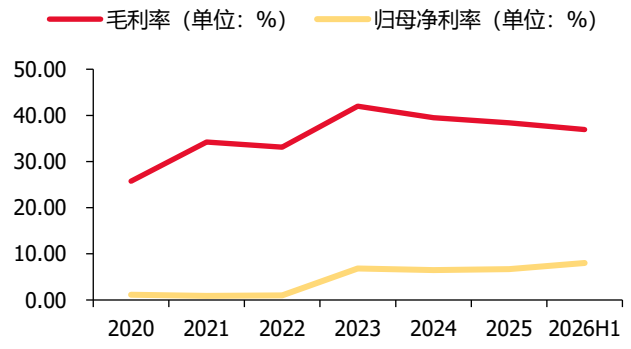
图表4：2020-2026H1 锦江酒店归母净利润（单位：百万元）及其同比增速（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2026H1 业绩公告，长城证券产业金融研究院

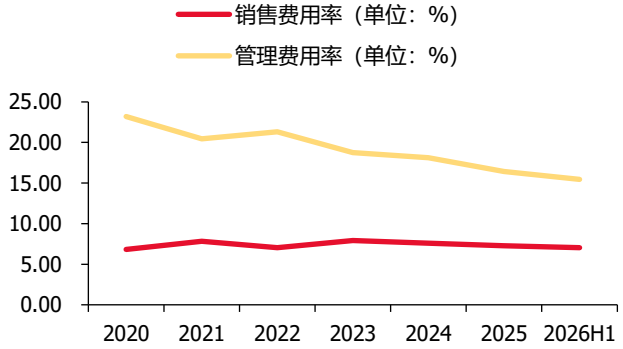
仅供内部参考，请勿外传

图表5：2020-2026H1 锦江酒店毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2026H1 业绩公告，长城证券产业金融研究院

图表6：2020-2026H1 锦江酒店费用率（单位：%）

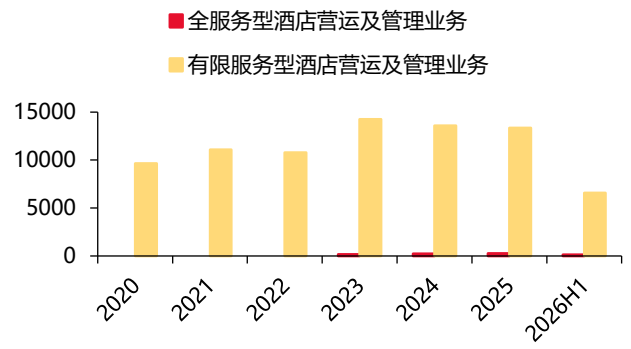


资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2026H1 业绩公告，长城证券产业金融研究院

分收入构成看，酒店业务是锦江酒店核心业务板块。根据锦江酒店 2025 年年报，公司所从事的业务主要为“全服务型酒店营运及管理业务”、“有限服务型酒店营运及管理业务”和“食品及餐饮业务“。

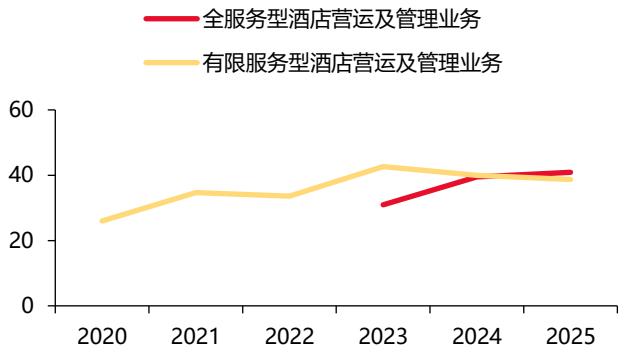
酒店业务：分类型看，主要包括全服务型酒店营运及管理业务和有限服务型酒店营运及管理业务。根据锦江酒店 2025 年年报、2026 年半年报，公司酒店业务主要包括全服务型酒店营运及管理业务和有限服务型酒店营运及管理业务。全服务型酒店即高星级酒店，是为追求高品质体验的宾客精心打造的综合性酒店。有限服务型酒店，是指以适合大众消费，为客人提供基本的专业服务的酒店。2025 年公司酒店业务收入达 136.00 亿元，同比下降 1.6%，其中全服务型酒店营收为 2.54 亿元，同比增长 6.71%；有限服务型酒店营收为 133.46 亿元，同比下降 1.74%。2026H1 公司酒店业务收入达 67.00 亿元，同比增长 4.32%，其中全服务型酒店营收为 1.21 亿元，同比减少 0.89%；有限服务型酒店营收为 65.79 亿元，同比增长 4.42%。盈利端看，2025 年归属于酒店业务分部的净利润为 8.54 亿元，同比增长 8.14%，其中全服务型酒店 0.33 亿元，同比增长 40.04%；有限服务型酒店 8.21 亿元，同比增长 7.16%。

图表7：2020-2026H1 有限服务型、全服务型酒店营运及管理业务收入（单位：百万元）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2026H1 业绩公告，长城证券产业金融研究院

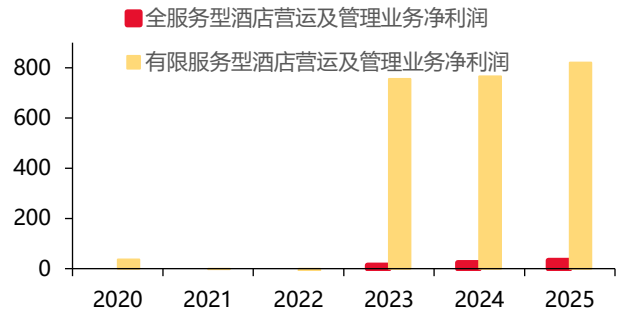
图表8：2020-2025 年有限服务型、全服务型酒店营运及管理业务毛利率（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2025 年业绩公告，长城证券产业金融研究院

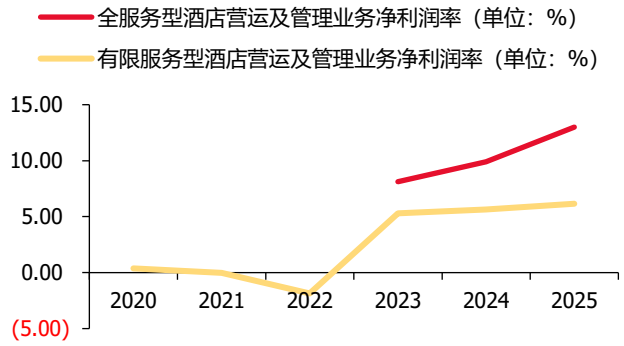
仅供内部参考，请勿外传

图表9：2020-2025 年有限服务型、全服务型酒店营运及管理业务分部净利润（单位：百万元）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2025 年业绩公告，长城证券产业金融研究院

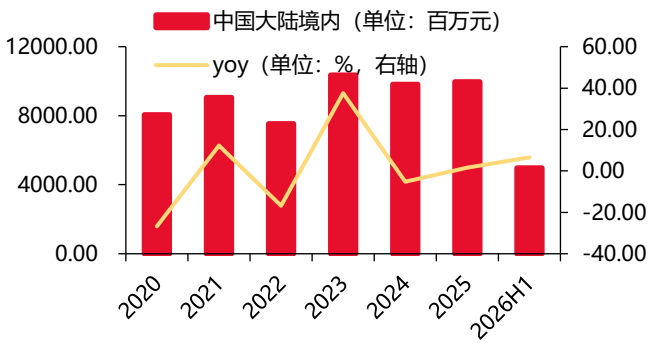
图表10：2020-2025 年有限服务型、全服务型酒店营运及管理业务分部净利率（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2025 年业绩公告，长城证券产业金融研究院

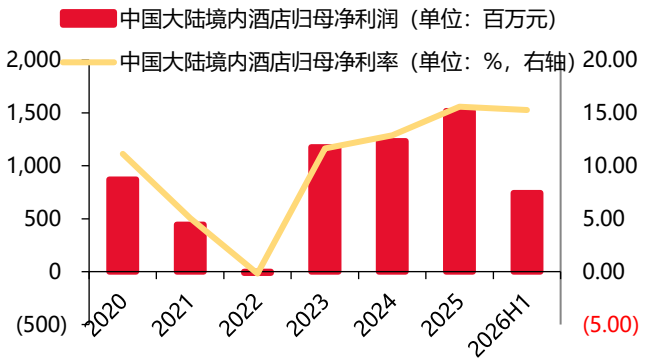
酒店业务：分区域看，境内业务收入为公司主要收入构成，海外酒店通过多重举措推进经营改善。根据锦江酒店 2025 年年报、2026 年半年报，锦江酒店境内酒店 2025 年实现收入 97.50 亿元，同比增长 1.94%，实现归母净利润达 15.20 亿元，同比增长 23.18%，其中境内全服务型酒店实现营收 2.54 亿元，同比增长 6.71%，境内有限服务连锁酒店实现营收 94.96 亿元，同比增长 1.81%。境外有限服务型连锁酒店营收达 4.82 亿欧元，同比下降 13.41%，实现归母净利润亏损 0.83 亿欧元，比上年同期亏损扩大 0.26 亿欧元。2026H1 公司境内酒店实现收入 48.69 亿元，同比增长 6.45%，实现归母净利润达 7.44 亿元，同比增长 25.28%，境外有限服务型连锁酒店营收达 2.29 亿欧元，同比下降 3.21%，实现归母净利润亏损 0.38 亿欧元，比上年同期减亏 0.07 亿欧元，延续减亏态势。我们认为，境内业务盈利根基扎实，境外业务多项优化措施落地，有望逐步释放经营改善成效。

图表11：2020-2026H1 中国大陆境内酒店收入（单位：百万元）及同比增速（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2026H1 业绩公告，长城证券产业金融研究院

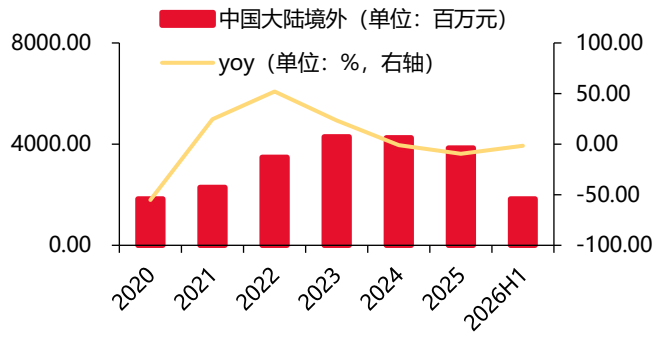
图表12：2020-2026H1 中国大陆境内酒店净利润（单位：百万元）及净利润率（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2026H1 业绩公告，长城证券产业金融研究院

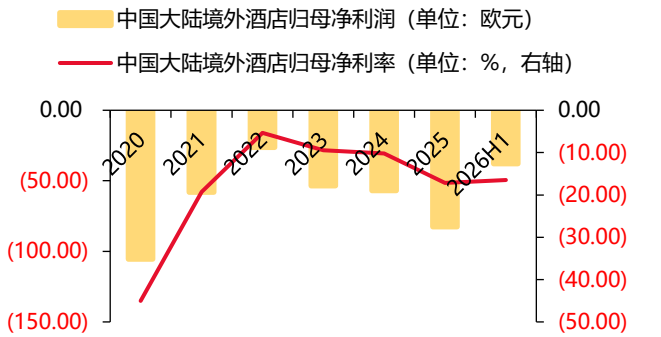
仅供内部参考，请勿外传

图表13：2020-2026H1 中国大陆境外酒店收入（单位：百万元）及同比增速（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2026H1 业绩公告，长城证券产业金融研究院

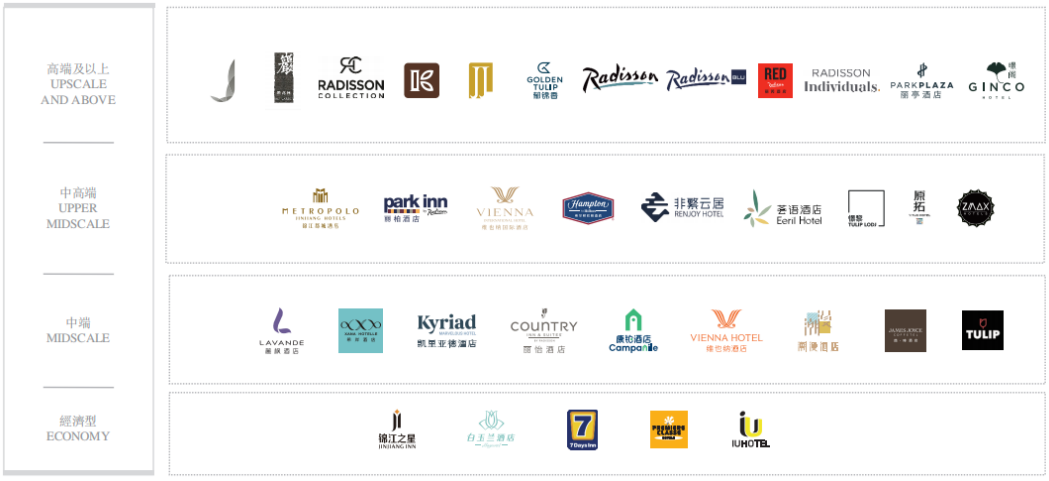
图表14：2020-2026H1 中国大陆境外酒店净利润（单位：百万元）及净利润率（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2026H1 业绩公告，长城证券产业金融研究院

锦江酒店门店情况：境内酒店门店数量持续高增，多品牌矩阵式增长。根据锦江酒店 2020-2026H1 业绩公告及锦江酒店港股申请版本（第一次呈交），2020 至 2026H1 锦江酒店境内酒店规模持续扩容，境内开业酒店由 8138 家增长至 13291 家，稳步拓店，境内酒店品牌包括“锦江之星“、“7 天”、“7 天优品”等经济品牌，“维也纳系”、“麗枫”、“希尔顿欢朋”、“希岸”、“锦江都城”、“喆啡”、“原拓”等中端及中高端品牌，“J”酒店等全服务高端品牌。境外酒店门店数量呈持续收缩态势，2020 年境外酒店 1268 家，2026H1 年回落至 1113 家，我们认为，境外酒店门店数量缩减或主要为公司对境外业务亏损主动实施战略调整，退出表现落后的自有及租赁酒店物业，境外酒店主要涵盖“Golden Tulip”、“Première Classe”、“Campanile”、“Kyriad”等境外酒店品牌。

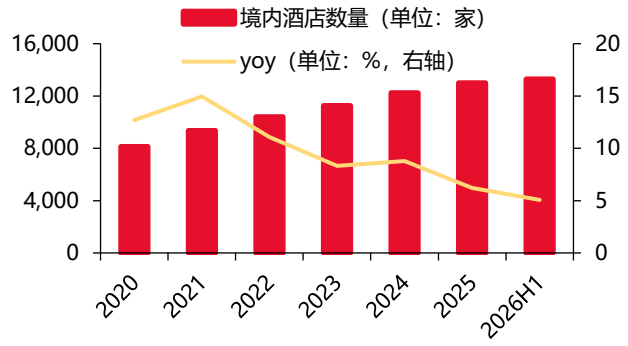
图表15：截至 2026 年 3 月 20 日锦江酒店旗下酒店品牌



资料来源：锦江酒店港股申请版本（第一次呈交），长城证券产业金融研究院

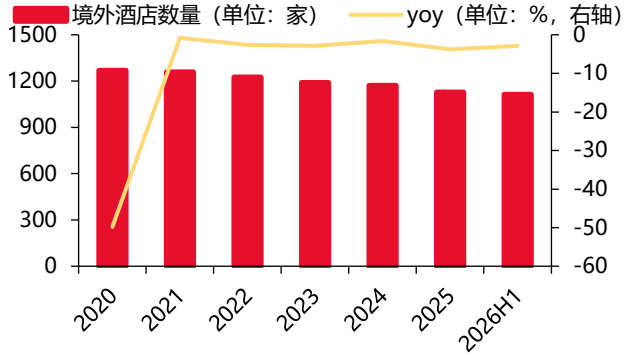
仅供内部参考，请勿外传

图表16：2020-2026H1 中国大陆境内酒店数量（单位：家）及同比增速（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2026H1 业绩公告，长城证券产业金融研究院

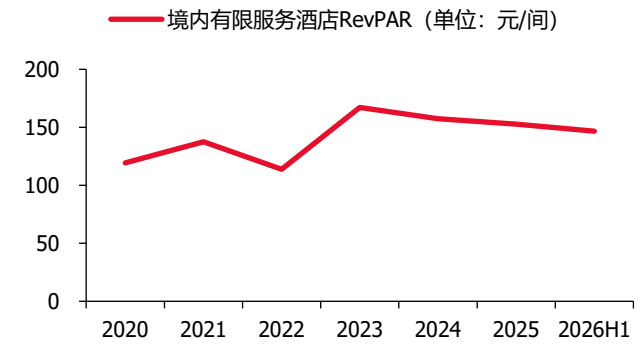
图表17：2020-2026H1 中国大陆境外酒店数量（单位：家）及同比增速（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2026H1 业绩公告，长城证券产业金融研究院

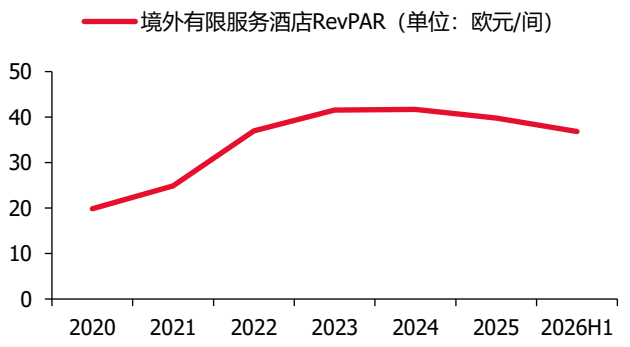
锦江酒店酒店业务经营情况：2024-2025 年境内酒店 RevPAR 承压。根据锦江酒店 2022-2025 年年报，2022 至 2023 年境内境外有限服务酒店 ADR、OCC 同步提升，推动 2022-2023 年锦江酒店境内外有限服务酒店 RevPAR 同步大幅提升；2024 年境内 RevPAR 小幅回落至 157.47 元/间，境外 RevPAR 微增至 41.68 欧元/间；2025 年境内、境外 RevPAR 同比小幅下滑，分别降至 152.83 元/间、39.79 欧元/间；2026H1 境内、境外 RevPAR 分别达 146.66 元/间、36.86 欧元/间。我们认为，境内酒店经营基本面具备韧性，海外持续落地经营改善举措，长期或带动 RevPAR 企稳回升。

图表18：2020-2026H1 中国大陆境内酒店 RevPAR（单位：元/间）表现



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2026H1 业绩公告，长城证券产业金融研究院

图表19：2020-2026H1 中国大陆境外酒店 RevPAR（单位：欧元/间）表现



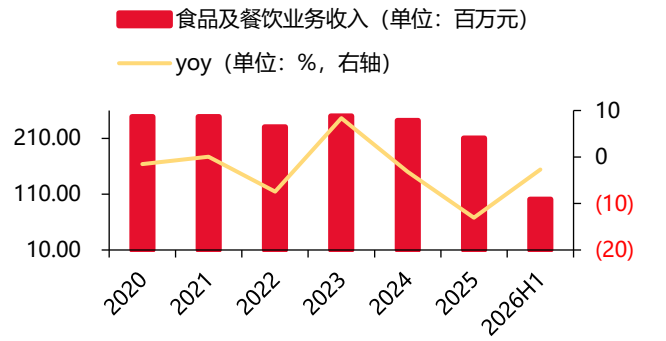
资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2026H1 业绩公告，长城证券产业金融研究院

食品及餐饮业务：2025 年食品及餐饮业务收入占公司总收入比重近 2%。根据锦江酒店 2025 年年报，锦江酒店现有的食品及餐饮业务涵盖对餐厅的投资和经营管理，经营模式分为“直营经营”和“加盟特许经营”两大类。公司合资公司旗下的“肯德基”和“吉野家”等餐厅，以合资公司形式从事相关品牌的特许经营。2025 年食品及餐饮业务实现营业收入 2.10 亿元，同比下降 13.05%；归属于食品及餐饮业务分部的净利润达 1.81 亿元，同比下降 2.42%，主要是无锡肯德基、苏州肯德基与杭州肯德基期末公允价值变动收益比上年同期减少所致。2026H1，公司食品及餐饮业务实现营业收入 1.00 亿元，

仅供内部参考，请勿外传

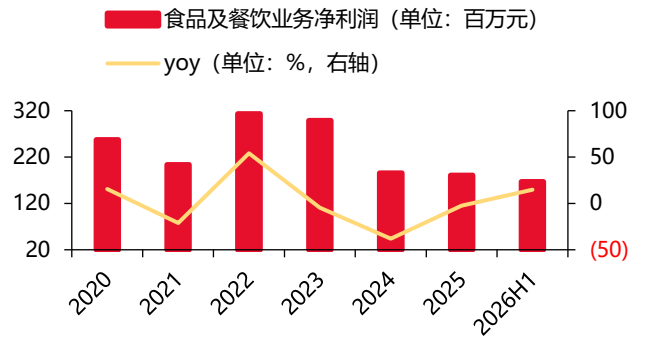
同比下降 2.71%；归属于食品及餐饮业务分部的净利润达 1.67 亿元，同比增长 14.98%。

图表20：2020-2026H1 锦江酒店食品及餐饮业务收入（单位：百万元）及其同比增速（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2026H1 业绩公告，长城证券产业金融研究院

图表21：2020-2026H1 锦江酒店食品及餐饮业务分部净利润（单位：百万元）及其同比增速（单位：%）

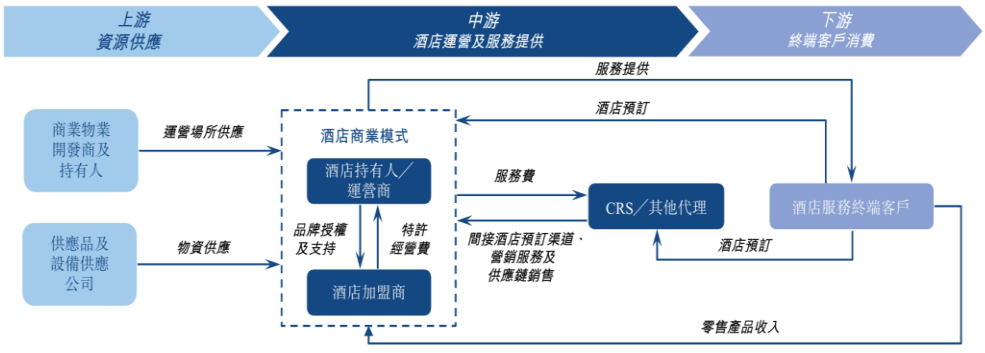


资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2026H1 业绩公告，长城证券产业金融研究院

2.酒店行业：连锁化率预计持续提升，酒店结构升级进行时

酒店行业模式及产业链：酒店行业可依据服务与价格划分不同档次，行业上下游产业链分工清晰，面向多元客群开展经营。根据锦江酒店港股申请版本（第一次呈交），酒店行业按服务与价格可分为四类，经济型、中端、中高端以及高端及以上档次。连锁酒店扩展其酒店业务网络通常有两种主要业务模式，即 F&M（特许运营及管理）模式与 O&L（自有和租赁）模式。在特许运营及管理模式下，酒店集团为加盟运营商提供经验丰富的总经理，以组建酒店管理团队并培训酒店骨干员工。从产业链看，酒店行业的上游包括为酒店经营者提供经营场地的商业物业开发商及持有人，以及为日常运营提供所需设施、设备及必需材料的供应商。酒店服务的终端客户为酒店行业下游消费者，一般而言包括商务及观光旅游的个人旅客，以及参加商业会议、行业论坛、活动展览的企业客户。

图表22：酒店行业价值链



資料来源：弗若斯特沙利文，锦江酒店港股申请版本（第一次呈交），长城证券产业金融研究院

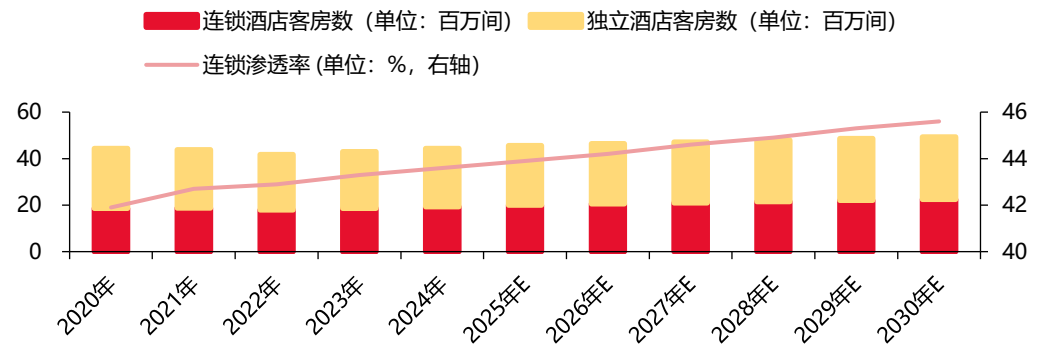
2.1 供给端：酒店行业连锁化及结构性升级进程持续推进

全球酒店市场供给端表现：行业供给稳步扩容，连锁化趋势明确。根据锦江酒店港股申

仅供内部参考，请勿外传

请版本（第一次呈交），2025 年，全球酒店总数及酒店房间总数预计分别达到 88.05 万家和 4560 万间。全球酒店行业呈现高度分散格局，连锁酒店约占 2025 年全球酒店客房总数的 43.9%。在需求释放、商务旅行回暖及消费者偏好演变的推动下，全球酒店业呈现出强劲复苏趋势。预计 2025-2030 年，全球酒店房间数及酒店家数的年均复合增长率将达 1.6%和 1.6%，到 2030 年，连锁酒店预计将占据全球酒店客房总数的约 45.6%。我们认为，全球酒店行业供给规模稳步扩容，中长期伴随更强的客源流量、更优的品牌口碑和更高的风险承受能力，行业连锁化率有望持续抬升，连锁品牌成长空间进一步拓宽。

图表23：全球连锁酒店、独立酒店的酒店房间数量（单位：百万间）及连锁渗透率（单位：%）

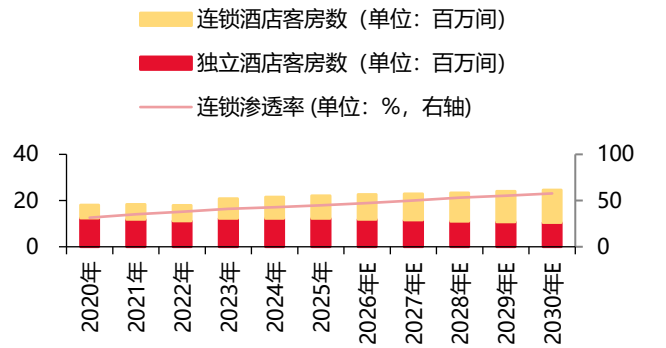


资料来源：弗若斯特沙利文，锦江酒店港股申请版本（第一次呈交），长城证券产业金融研究院

中国酒店市场供给端表现：连锁渗透率快速提升，结构性升级趋势显著。根据锦江酒店港股申请版本（第一次呈交），截至 2025 年 12 月 31 日，中国酒店客房总数达到 2210 万间，2020-2025 年的年均复合增长率为 4.1%，预计 2025-2030 年，独立酒店客房数量将轻微下降，年均复合增长率为-3.1%，连锁酒店客房数量年均复合增长率预计将达 7.5%。截至 2025 年底，按酒店客房数量计，中国酒店市场的连锁经营率达到 44.8%，该连锁酒店渗透率低于美国的 73.0%，预计到 2030 年，中国酒店连锁渗透率将进一步提升至 57.7%。按服务与价格划分看，以 2025 年连锁酒店客房数量计算，经济型酒店、中端酒店、中高端酒店及高端及以上酒店的市场份额分别占 47.5%、21.2%、14.1%及 17.2%。预计 2025-2030 年，中端及中高端市场将保持较快增长势头，客房数年均复合增长率在 2025-2030 年期间分别达到 10.8%和 12.3%。综上，我们认为，国内连锁酒店有望凭借其品牌及管理优势，规模持续快速扩张，推动连锁化率上行；中端、中高端酒店有望凭借消费者消费习惯迁移，保持成长势头，中长期仍将领跑市场，成为连锁化发展的核心驱动力。

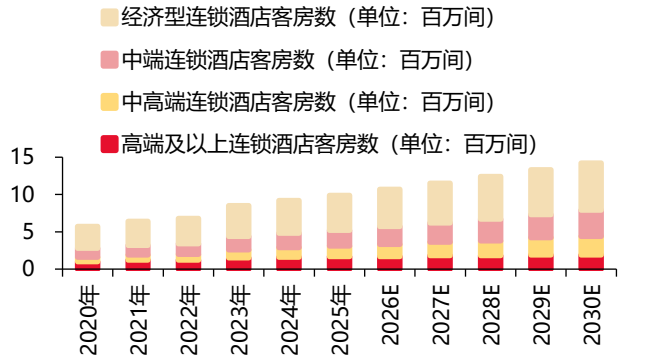
仅供内部参考，请勿外传

图表24：中国连锁酒店、独立酒店的酒店房间数量（单位：百万间）及连锁渗透率（单位：%）



资料来源：弗若斯特沙利文，锦江酒店港股申请版本（第一次呈交），长城证券产业金融研究院

图表25：按酒店档次划分的中国连锁酒店客房数量（单位：百万间）

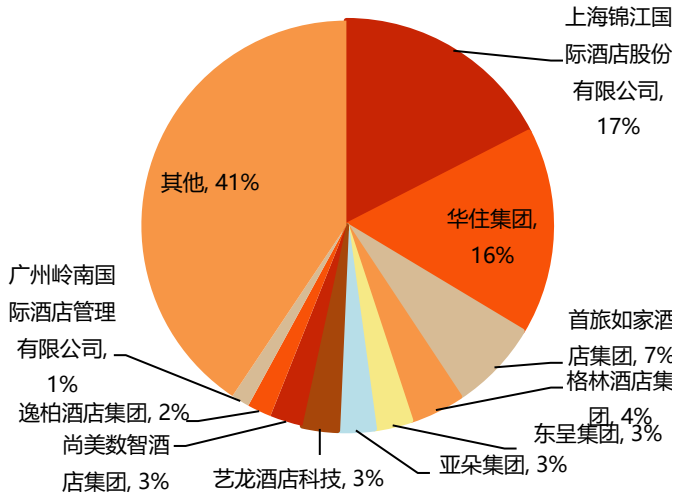


资料来源：弗若斯特沙利文，锦江酒店港股申请版本（第一次呈交），长城证券产业金融研究院

竞争格局：锦江酒店为全球酒店数量最多的连锁酒店集团，规模化优势显著。根据锦江酒店港股申请版本（第一次呈交）援引的弗若斯特沙利文数据，2024 年，锦江酒店集团在全球范围内拥有约 1.34 万家酒店，按连锁酒店数量计算，已成为全球最大的连锁酒店集团，市场份额达到 6.8%。在客房数量方面，集团拥有约 130 万间客房，客房量位居全球连锁酒店客房数量第二，市场份额为 6.7%。我们认为，全球领先的门店与客房规模，将为公司长期经营提供稳定支撑。

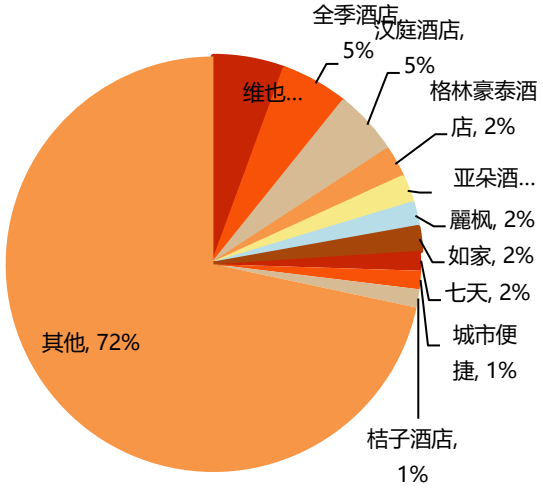
竞争格局：2025 年锦江酒店集团国内经营规模稳居行业首位，龙头优势稳固。根据《中国酒店行业发展趋势分析与投资前景研究报告（2026-2033 年）》，从酒店集团层面看，2025 年我国酒店集团市场 TOP3 分别为上海锦江国际酒店股份有限公司、华住集团、首旅如家酒店集团，市场份额分别为 17.47%、16.14%、7.09%。从酒店品牌层面看，2025 年我国酒店品牌市场份额 TOP3 分别为维也纳、全季酒店、汉庭酒店，市场份额分别为 5.60%、5.17%、5.03%。我们认为，公司整体体量及旗下品牌在国内酒店市场均具备领先市占水平。

图表26：2025 年我国酒店集团 TOP10 市占率情况



资料来源：中国饭店协会，观研天下《中国酒店行业发展趋势分析与投资前景研究报告（2026-2033 年）》，长城证券产业金融研究院

图表27：2025 年我国酒店品牌 TOP10 市占率情况



资料来源：中国饭店协会，观研天下《中国酒店行业发展趋势分析与投资前景研究报告（2026-2033 年）》，长城证券产业金融研究院

2.2 需求端：休闲出行维持高景气，商务出行需求稳步复苏

全球旅游市场持续复苏。根据世界旅游城市联合会在柏林 ITB 发布《世界旅游经济趋势报告（2026）》，2025 年全球旅游市场保持稳健复苏态势，全球旅游总人次达 159.0 亿，同比增长 6.6%；全球旅游总收入达 6.90 万亿美元，同比增长 4.2%。全球旅游经济有望迎来显著反弹，乐观情境下预计 2026 年全球旅游总人次、总收入增速均有望突破 10%，分别达到 176.8 亿人次与 7.62 万亿美元。

国内节假日出行活跃，休闲出行维持较高景气度。根据文旅部数据，2026 年元旦/春节/清明/五一/端午，全国国内出游人次分别为 1.42/5.96/1.35/3.25/1.24 亿人次，国内出游总花费分别为 847.89/8034.83/613.67/1854.92/444.56 亿元，节假日出行表现强劲。我们认为，节假日有效释放休闲出行，休闲出行整体维持较高景气度。

图表28：节假日出行数据

时间		人次，亿	yoy	花费，亿元	yoy
2025 年	春节	5.01	5.9%	6770.02	7.0%
	清明	1.26	6.3%	575.49	6.7%
	五一	3.14	6.4%	1802.69	8.0%
	端午	1.19	5.7%	427.30	5.9%
	国庆+中秋	8.88	16.1%	8090.06	15.4%
2026 年	元旦	1.42		847.89	
	春节	5.96		8034.83	
	清明	1.35	6.8%	613.67	6.6%
	五一	3.25	3.6%	1854.92	2.9%
	端午	1.24	4.4%	444.56	4.0%

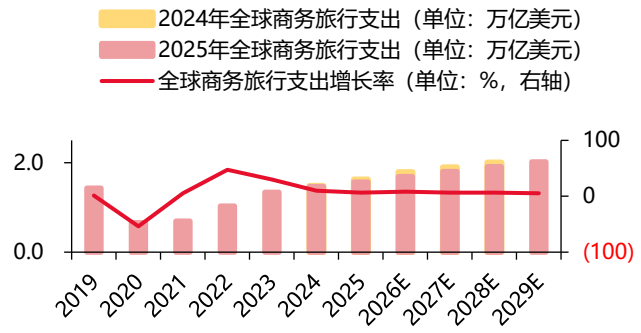
资料来源：文化和旅游部，长城证券产业金融研究院

多部门印发文件，探索设置中小学春秋假，有望拉动淡季旅行出行消费。商务部等 9 部门印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》提及，在放假总天数和教学时间总量保持不变的情况下，鼓励有条件的地方，结合气候条件、生产安排、职工带薪休假制度落实等因素，科学调整每学年的教学和放假时间，探索设置中小学春秋假，相应缩短寒暑假时间。多部门印发《提振消费专项行动方案》也明确提到，鼓励有条件的地方结合实际探索，设置中小学春秋假。我们认为，中小学春秋假有望显著拉动淡季休闲出行需求，带动休闲出行景气度持续上行。

全球商务出行需求进入平稳增长期，区域分化明显。据携程商旅《2025-2026 商旅管理市场白皮书》援引 GBTA Business Travel Index Outlook (2025 年 7 月)数据，2024 年全球商旅支出达 1.47 万亿美元，首次超过 2019 年水平，预计 2025 年全球商旅支出达 1.57 万亿美元，预计同比增速达 6.6%，预计到 2029 年全球商旅市场规模将达到 2 万亿美元，2025-2029 年预计全球商旅市场规模 CAGR 达 6.56%。分区域看，亚太地区是全球最大的区域市场，商旅支出占比超过 40%，预计 2025 年增速达 5.6%。我们认为，当前全球商务出行需求已进入平稳增长期，后续需求预计稳步提升。

仅供内部参考，请勿外传

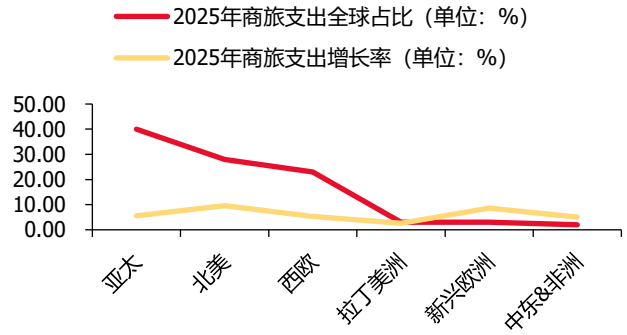
图表29：2019-2029 年全球商务旅行支出(单位:万亿美元)及其同比增速（单位：%）



资料来源：携程商旅《2025-2026 商旅管理市场白皮书》，长城证券产业金融研究院

注：2024 年及 2025 年全球商务旅行支出分别为截至 2024 年 7 月及 2025 年 7 月数据

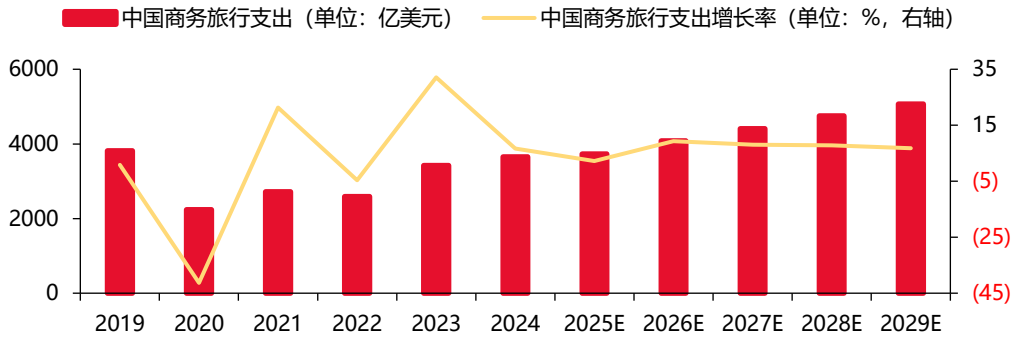
图表30：全球 2025 年商旅支出同比增速（单位：%）及商旅支出全球占比（单位：%）



资料来源：携程商旅《2025-2026 商旅管理市场白皮书》，长城证券产业金融研究院

中国商务出行需求持续回暖，国内商务旅行支出有望稳步上行。根据携程商旅《2025-2026 商旅管理市场白皮书》援引 GBTA Business Travel Index Outlook (2025 年 7 月)数据，2025 年预计中国商务旅行支出达 3731 亿美元，预计同比增长达 2.2%。预计 2026 年中国商务旅行支出达 4078 亿美元，预计同比增速达 9.3%，2025-2029 年中国商务旅行支出预计 CAGR 达 7.97%。我们认为，中国商务旅行需求具备坚实基本面支撑，中长期预计市场规模稳步扩张，有望带动商旅型酒店持续复苏。

图表31：2019-2029 年中国商务旅行支出（单位：亿美元）及其同比增速（单位：%）



资料来源：携程商旅《2025-2026 商旅管理市场白皮书》，长城证券产业金融研究院

3.增长亮点：竞争优势突出，存量提质、增量扩张并行

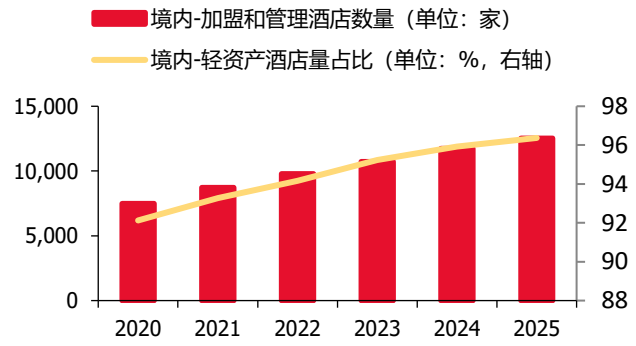
3.1 增长亮点 1：供应链及管理能力助推酒店门店扩张，未来有望持续释放其规模效应

推进轻资产化，助力酒店规模化扩张。2020-2025 年锦江酒店境内及境外酒店数量 CAGR 分别达+9.83%、-2.33%，其中境内及境外加盟和管理酒店数量 CAGR 分别达+10.82%、-1.76%，境内外轻资产酒店复合增速快于境内外整体酒店复合增长。从轻资产酒店占比

仅供内部参考，请勿外传

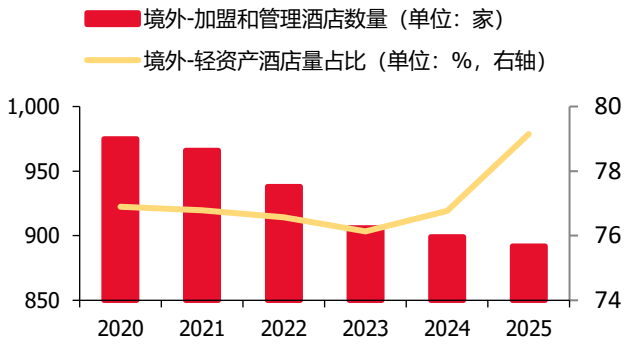
看，2025 年境内外轻资产酒店占比分别达 96.37%、79.15%，我们认为，轻资产酒店为境内外酒店存量及增量中的主要构成。根据锦江酒店港股申请版本（第一次呈交），特许经营及管理业务模式有效降低了公司的前期成本及资本开支，并带来稳定及可持续的现金回报。该模式亦使公司能够迅速扩大地理覆盖范围及市场份额，提高酒店品牌的渗透率，为公司提供更大灵活性以适应不断变化的市场环境，并保护公司免受周期性经济波动的影响。

图表32：2020-2025 年境内轻资产酒店数量（单位：家）及其占境内酒店比重（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2025 年业绩公告，长城证券产业金融研究院

图表33：2020-2025 年境外轻资产酒店数量（单位：家）及其占境外酒店比重（单位：%）

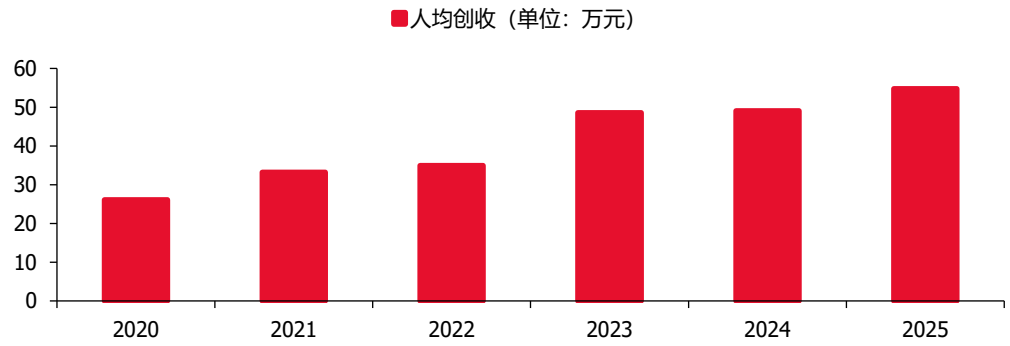


资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2025 年业绩公告，长城证券产业金融研究院

高效供应链体系及管理能力为酒店规模化扩张的基础底盘。1）供应链体系：根据锦江酒店港股申请版本（第一次呈交），公司拥有 GPP（B2B 电商平台），为产业链参与者（包括公司的加盟商及供应商）提供酒店装修、运营及升级的一站式集中采购解决方案。截至 2025 年 12 月 31 日，已有超过 9000 家获批准供应商和总承包商在 GPP 上向全球超 20000 家酒店提供产品或服务。凭借酒店网络规模及 GPP 的应用，公司具备从供应商获取优惠条款的采购能力，助力实现规模经济、降低采购成本，并更好把控酒店用品质量。且加盟商通常通过 GPP 选择合资格总承包商，获得一站式物业设计及装修服务，从而确保酒店网络的质量与一致性。截至 2025 年 12 月 31 日，中国约 99.3%的加盟商使用 GPP。**2）管理能力：**根据锦江酒店港股申请版本（第一次呈交），公司的管理团队在酒店行业拥有丰富的经验。从员工人均创收维度看，2025 年锦江酒店员工人均创收达 54.73 万元，2020-2025 年人均创收整体呈现上涨态势。根据锦江酒店 2025 年年报，2025 年公司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，总部变为 13+2 部门两个业务团队，区域从 10 个减至 5 个，省区 30 个，精兵强将投入一线。推进酒店总经理星级建设，加强企业文化扎根。我们认为，锦江酒店的管理能力为支撑起规模化扩张的核心基本盘之一，伴随锦江酒店组织变革持续推进，锦江酒店经营效率有望进一步释放，未来有望通过酒店门店端的规模扩张持续释放人效。

仅供内部参考，请勿外传

图表34：2020-2025 年锦江酒店的人均创收（单位：万元）



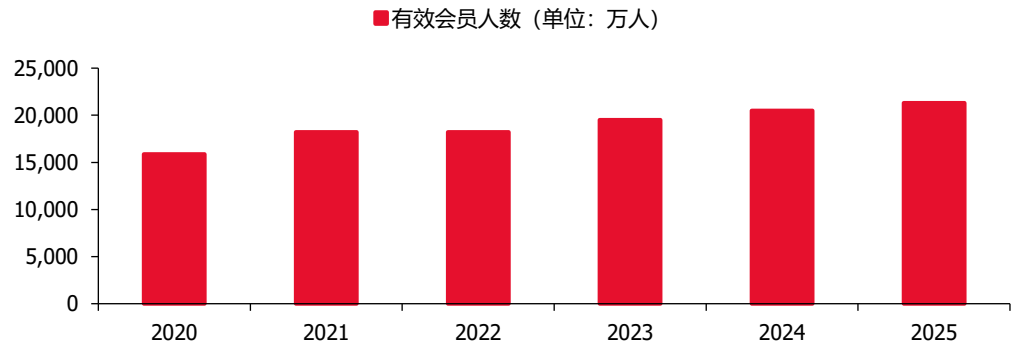
资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2025 年业绩公告，长城证券产业金融研究院

注：人均创收=当期收入/((上年员工人数+当年员工人数)/2)

3.2 增长亮点 2：国内外酒店持续运营能力较强，存量直营门店提质增效

统筹会员权益，会员数量持续扩容。根据锦江酒店港股申请版本（第一次呈交），公司拥有酒店预订系统 WeHotel，提供强大的中央预订解决方案及忠诚会员管理。WeHotel 为锦江会员提供积分和权益，并致力于提高用户体验、满意度和忠诚度。因此，WeHotel 使公司能够通过在线渠道及忠诚会员吸引稳定且大量的客源。截至 2025 年 12 月 31 日，锦江酒店拥有超过 213.1 百万名活跃锦江会员及约 1.2 百万名企业客户。2025 年，公司的中央预订率（按通过公司的在线直接渠道及在线间接渠道销售的总间夜数除以公司在中国的酒店（不包括希尔顿欢朋）所销售的总间夜数计算）为 62.8%。通过中央预订系统预订的高比例不仅使公司能够实现更高的效率及盈利能力，而且使公司能够更好地控制其特许经营及管理酒店。我们认为，伴随公司门店运营持续推进、会员权益体系不断优化完善，锦江酒店会员规模有望稳步扩容，中央预订率具备持续提升空间。

图表35：2020-2025 年锦江酒店有效会员人数（单位：万人）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2025 年业绩公告，长城证券产业金融研究院

图表36：锦江酒店会员权益

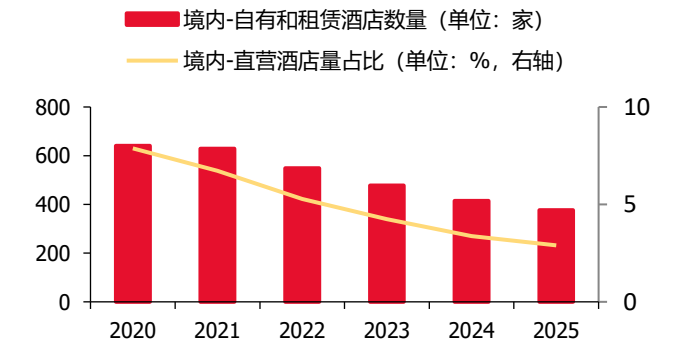
会员基本情况			会员折扣		会员积分				会员生日礼		旅游消费权益	锦食惠消费权益
会员等级	升级条件	有效期	酒店折扣	锦食惠折扣	酒店	旅游	锦食惠	上海教育超市	锦友加油站	生日达标专属礼	生日月礼券	季度券包	月度赠品券

会员基本情况			会员折扣		会员积分					会员生日礼		旅游消费权益	锦食惠消费权益
普卡	免费注册	无	9-97 折	9 折	1 倍	0.3 倍	1 倍	0.3 倍	0.1 倍	无	166 元券包	满减券 960 元	满 99 赠 9.9 元商品
银卡	3 房晚/1000 消费额	12 个月	9-92 折	85 折	1.2 倍	0.3 倍	1.2 倍	0.3 倍	0.12 倍	无	166 元券包	满减券 1920 元、无门槛立减券 10 元	满 99 赠 19.9 元商品
金卡	10 房晚/3000 消费额	12 个月	88-9 折	8 折	1.5 倍	0.6 倍	1.5 倍	0.4 倍	0.15 倍	生活权益	186 元券包	满减券 2880 元、无门槛立减券 30 元	满 99 赠 38 元商品
白金卡	30 房晚/20000 消费额	12 个月	85-9 折	75 折	2 倍	1 倍	2 倍	0.5 倍	0.18 倍	超值权益	216 元券包	满减券 4800 元、无门槛立减券 50 元	满 99 赠 58 元商品

资料来源：锦江荟 APP、长城证券产业金融研究院

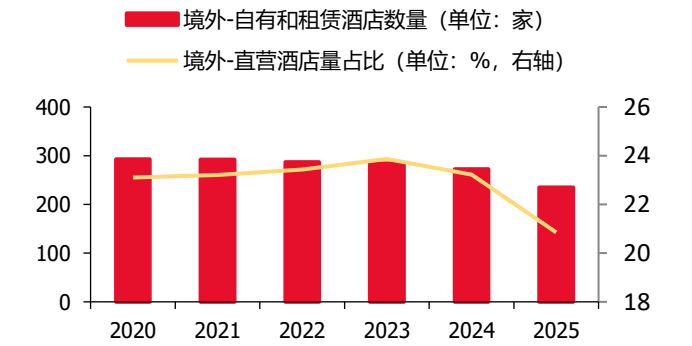
持续推进存量直营门店优化运营，直营酒店减亏进程有望稳步落地。2020-2025 年锦江酒店境内及境外自有和租赁酒店数量 CAGR 分别达-10.07%、-4.32%，直营端呈现净关店态势，从占比看，2025 年境内及境外直营酒店占比分别达 2.90%/20.85%。我们认为，锦江酒店持续处置低效资产，优化直营酒店存量结构，后续有望充分释放其直营酒店经营杠杆，直营板块减亏进程稳步推进。

图表37：2020-2025 年境内直营酒店数量（单位：家）及其占境内酒店比重（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2025 年业绩公告，长城证券产业金融研究院

图表38：2020-2025 年境外直营酒店数量（单位：家）及其占境外酒店比重（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2025 年业绩公告，长城证券产业金融研究院

图表39：2020-2025 年锦江酒店子公司处置

子公司名称	丧失控制权的时点	处置价款（单位：百万元）	股权处置比例（单位：%）	股权处置方式
上海吉长堃酒店管理有限公司	2025 年 12 月 31 日	42.80	100	出售
上海怀臬酒店管理有限公司	2025 年 12 月 31 日	40.02	100	出售
上海鄂汉堃酒店管理有限公司	2025 年 12 月 31 日	79.33	100	出售
上海辽堃酒店管理有限公司	2025 年 12 月 31 日	44.95	100	出售
时尚之旅酒店管理有限公司	2024 年 4 月 30 日	1654.99	100	出售

仅供内部参考，请勿外传

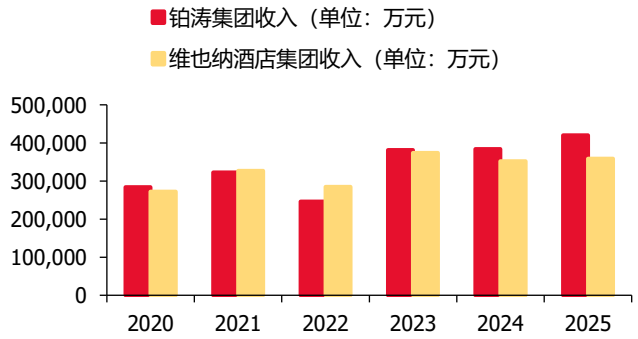
子公司名称	丧失控制权的时点	处置价款（单位：百万元）	股权处置比例（单位：%）	股权处置方式
Livry Gargan	2022 年 12 月 12 日	13.22	100	协议转让
Albar (HK) Limited	2021 年 12 月 8 日	7.70	55	协议转让
达华宾馆	2020 年 3 月 31 日	170.44	70	协议转让
西安锦江之星旅馆有限公司	2020 年 1 月 8 日	75.19	100	公开挂牌转让
上海滴水湖锦江之星旅馆有限公司	2020 年 3 月 31 日	66.44	70	协议转让
郑州锦江之星旅馆有限公司	2020 年 1 月 8 日	60.17	100	公开挂牌转让
天津河东区锦江之星旅馆有限公司	2020 年 3 月 31 日	57.42	100	协议转让
天津沪锦旅馆投资有限公司	2020 年 6 月 30 日	56.78	70	协议转让
宁波锦波旅馆有限公司	2020 年 3 月 31 日	45.37	100	协议转让
天津锦江之星旅馆有限公司	2020 年 6 月 30 日	40.99	51	协议转让
沈阳松花江街锦江之星旅馆有限公司	2020 年 6 月 30 日	36.93	70	协议转让
镇江京口锦江之星旅馆有限公司	2020 年 6 月 30 日	16.69	51	协议转让
长春锦旅投资管理有限公司	2020 年 6 月 30 日	11.09	70	协议转让

资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2025 年业绩公告，长城证券产业金融研究院

3.3 增长亮点 3：收并购整合及海外酒店本土化能力

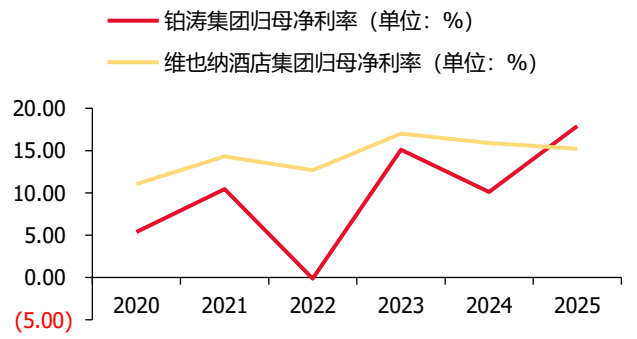
收并购助力酒店规模扩张，持续整合运营推动经营业绩向好。根据锦江酒店港股申请版本(第一次呈交)，公司于 2015 年收购 Groupe du Louvre，其主要在欧洲经营 Golden Tulip、Première Classe、Campanile 及 Kyriad 系品牌的酒店；于 2016 年，锦江酒店收购铂涛集团，其以“7 天”等品牌经营酒店；同年，锦江酒店并购维也纳酒店集团，其以“维也纳国际”、“维也纳酒店”等品牌经营酒店；于 2023 年，公司收购锦江酒管，其以“J”、“锦江”及“昆仑”等品牌经营酒店。我们认为，公司通过收并购使得品牌矩阵、酒店网络快速扩展。根据公司 2025 年年报，2025 年锦江酒管、卢浮集团、铂涛集团、维也纳酒店集团取得营业收入分别达 2.58 亿元、4.82 亿欧元、41.98 亿元、35.89 亿元，同比变化分别为+6.49%、-13.41%、+9.29%、+1.95%。我们认为，通过公司持续整合运作，经营业绩有望持续向好，且未来规模效应有望持续显现。

图表40：2020-2025 年铂涛集团、维也纳酒店集团收入（单位：万元）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2025 年业绩公告，长城证券产业金融研究院

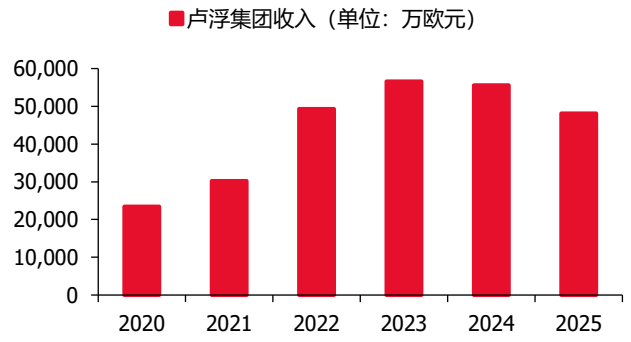
图表41：2020-2025 年铂涛集团、维也纳酒店集团归母净利率（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2025 年业绩公告，长城证券产业金融研究院

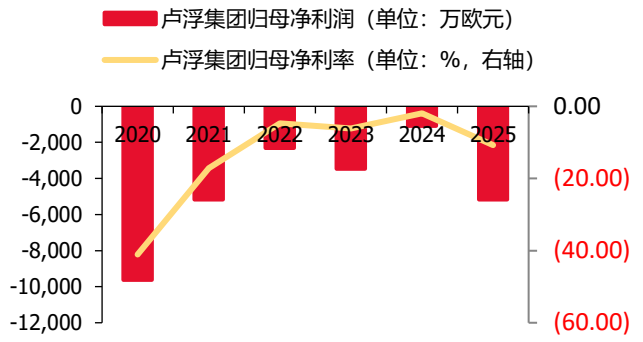
仅供内部参考，请勿外传

图表42：2020-2025 年卢浮集团收入（单位：万欧元）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2025 年业绩公告，长城证券产业金融研究院

图表43：2020-2025 年卢浮集团归母净利润(单位:万欧元)及其归母净利率（单位：%）



资料来源：ifind，锦江酒店 2020-2025 年业绩公告，长城证券产业金融研究院

引进国外酒店品牌在中国本土化。根据公司港股申请版本（第一次呈交），锦江酒店将 Groupe du Louvre 的 Campanile、Kyriad 等海外品牌引入中国，并通过与锦江国际收购的丽笙酒店集团签订管理许可协议，在中国管理及运营“丽笙系”品牌酒店。同时，公司积极与国际酒店集团合作，旨在增强其品牌在中国的影响力。截至 2025 年年底，锦江酒店累计引进 10 个国外酒店品牌。

图表44：希尔顿欢朋酒店



资料来源：希尔顿欢朋投资加盟公众号，长城证券产业金融研究院

图表45：康铂酒店



资料来源：Campanile 康铂酒店公众号，长城证券产业金融研究院

综上，我们认为，锦江酒店拥有扎实的酒店管理能力、成熟的收并购整合能力与长期持续运营能力。公司有望依托轻资产模式持续扩张门店规模，同时通过精细化运营推动存量酒店经营表现稳步改善，境内外业务协同发力，进一步打开业绩增长空间。

4.盈利预测及投资建议

关键假设：我们预计，2026-2028 年锦江酒店实现收入达 141.74/146.42/152.42 亿元，同比增长 2.63%/3.30%/4.10%。分业务看，酒店业务收入有望受益于存量酒店的结构性调整，同时叠加新增酒店规模扩张带动，预计 2026-2028 年酒店业务收入达

139.57/144.19/150.12 亿元，同比增幅达 2.62%/3.31%/4.11%；食品及餐饮业务预计恢复增长，预计收入达 2.17/2.23/2.30 亿元，同比增幅达 3.00%/3.00%/3.00%。毛利率端，我们预计，随着酒店存量业务结构性改善，及新增酒店主要来自轻资产端，预计带动毛利率结构性改善，且随着酒店规模增加，规模效应有望同步释放，预计 2026-2028 年公司毛利率达 39.00%/40.00%/41.00%。

图表46：锦江酒店盈利预测

单位：百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	14062.98	13810.83	14173.78	14642.20	15241.82
yoy	-4.00%	-1.79%	2.63%	3.30%	4.10%
毛利率	39.52%	38.38%	39.00%	40.00%	41.00%
1.酒店业务收入	13820.99	13600.44	13957.08	14419.00	15011.92
yoy	-4.02%	-1.60%	2.62%	3.31%	4.11%
1.1 境内-全服务型酒店	238.31	254.30	265.19	284.05	300.01
yoy	49.57%	6.71%	4.28%	7.11%	5.62%
1.2 境内-有限服务型酒店	9326.46	9495.60	10199.92	10867.95	11538.29
yoy	-6.22%	1.81%	7.42%	6.55%	6.17%
1.3 境外-有限服务型酒店	4256.22	3850.54	3491.96	3267.00	3173.61
yoy	-0.90%	-9.53%	-9.31%	-6.44%	-2.86%
2.食品及餐饮业务	241.97	210.39	216.70	223.20	229.90
yoy	-3.15%	-13.05%	3.00%	3.00%	3.00%
3.其他收入	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

相对估值：我们选取同为运营酒店的上市公司作为可比公司，包括华住集团、首旅酒店、君亭酒店，参考 ifind 一致预期，对应 2026 年可比公司 PE 估值均值为 29.13X。我们认为，休闲出行维持高景气，商旅出行持续修复，行业酒店基本盘有望企稳向好。作为国内酒店龙头，锦江酒店依托较强的运营管理能力，成长空间可期。

图表47：相对估值

股票代码	股票简称	市值（亿元人民币）	归母净利润（亿元人民币）			PE（倍）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
1179.HK	华住集团-S	928.79	55.36	62.28	69.01	16.78	14.91	13.46
600258.SH	首旅酒店	123.50	9.24	10.32	11.41	13.36	11.97	10.82
301073.SZ	君亭酒店	33.00	0.58	0.85	1.16	57.24	38.99	28.49
	平均值					29.13	21.96	17.59
600754.SH	锦江酒店	190.90	11.79	13.69	16.35	16.19	13.95	11.67

资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

注：市值取 2026 年 10 月 13 日数值，可比公司 2026-2028 年归母净利润预测值均为 ifind 一致预期

投资建议及评级：我们认为锦江酒店具备较强的酒店运营能力，随着存量门店结构性优化，增量轻资产酒店持续布局，有望打开公司业绩增长空间。我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 11.79/13.69/16.35 亿元，增速为+27.41%/+16.07%/+19.48%，对应 2026 年 10 月 13 日的股价，PE 为 16.19/13.95/11.67，首次覆盖给予“买入”评

级。

5.风险提示

1.宏观经济波动的风险：酒店及连锁餐饮行业景气度与国内宏观经济周期呈正相关。若宏观增速下行，居民旅游、餐饮消费及中小企业商务出行需求或将同步走弱，可能对公司经营形成负面影响。

2.经营成本上升的风险：酒店业务固定成本占比较高，新增门店租金、人工开支等存在上行风险，倘若经营成本上行，或将对公司经营业绩形成负面影响。

3.门店扩张不及预期风险：若公司酒店扩张进度显著落后于同业，市场覆盖率或将下滑，进而对经营表现带来不利影响。

4.加盟店管理风险：公司酒店经营多采用加盟特许经营模式，倘若无法完全管控加盟者经营行为，加盟方不达标等，均会带来收入损失、品牌声誉受损。

5.海外业务管理风险：公司业务资产遍布全球多个国家地区，经营规模扩张对人员与管理体系提出更高要求，若组织模式、管理制度不能适配海外业务，将对经营管理产生不利影响。

仅供内部参考，请勿外传

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	12456	11886	12680	12603	13411
现金	9085	8507	8730	9019	9388
应收票据及应收账款	1407	1405	1932	1548	1926
其他应收款	677	628	711	672	768
预付账款	204	262	216	278	237
存货	49	44	50	46	53
其他流动资产	1034	1040	1040	1040	1040
非流动资产	33654	34019	33717	33400	33029
长期股权投资	509	496	574	660	744
固定资产	3347	4092	4107	4129	4146
无形资产	6799	7060	7126	7185	7237
其他非流动资产	23000	22371	21910	21427	20902
资产总计	46110	45905	46397	46003	46441
流动负债	13982	11912	13668	14190	15360
短期借款	951	1127	4846	5106	6287
应付票据及应付账款	1431	1402	1445	1454	1529
其他流动负债	11600	9383	7378	7630	7544
非流动负债	16446	17718	15737	13745	11731
长期借款	7045	9283	7302	5310	3297
其他非流动负债	9401	8435	8435	8435	8435
负债合计	30427	29630	29405	27935	27091
少数股东权益	274	271	352	447	560
股本	1070	1066	1066	1066	1066
资本公积	10467	10399	10399	10399	10399
留存收益	4034	4554	5160	5860	6702
归属母公司股东权益	15409	16005	16640	17622	18790
负债和股东权益	46110	45905	46397	46003	46441

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3562	3301	1647	3263	2507
净利润	1144	989	1261	1463	1748
折旧摊销	1008	1108	909	953	1001
财务费用	750	635	562	618	598
投资损失	-630	-310	-263	-288	-306
营运资金变动	383	-149	-681	615	-465
其他经营现金流	907	1027	-140	-98	-70
投资活动现金流	2849	-2057	-192	-238	-241
资本支出	982	1845	529	551	545
长期投资	1716	2410	-78	-86	-84
其他投资现金流	2115	-2621	415	399	389
筹资活动现金流	-6247	-3242	-4951	-2996	-3078
短期借款	590	176	3719	260	1182
长期借款	-2848	2239	-1981	-1992	-2013
普通股增加	0	-4	0	0	0
资本公积增加	-1382	-68	0	0	0
其他筹资现金流	-2607	-5585	-6689	-1264	-2247
现金净增加额	131	-1934	-3495	29	-812

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14063	13811	14174	14642	15242
营业成本	8505	8511	8646	8785	8993
营业税金及附加	148	131	135	139	145
销售费用	1068	1006	1011	1026	1053
管理费用	2546	2270	2230	2216	2230
研发费用	24	27	24	23	23
财务费用	750	635	562	618	598
资产和信用减值损失	-138	-12	-13	-13	-14
其他收益	43	40	69	55	52
公允价值变动收益	42	-47	89	61	36
投资净收益	630	310	263	288	306
资产处置收益	93	-19	63	50	47
营业利润	1691	1503	2038	2276	2628
营业外收入	26	57	57	57	57
营业外支出	72	93	93	93	93
利润总额	1645	1467	2002	2241	2593
所得税	501	478	742	778	845
净利润	1144	989	1261	1463	1748
少数股东损益	233	64	81	95	113
归属母公司净利润	911	925	1179	1369	1635
EBITDA	3024	2853	3112	3441	3809
EPS（元/股）	0.86	0.87	1.11	1.29	1.54

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入（%）	-4.0	-1.8	2.6	3.3	4.1
营业利润（%）	-6.1	-11.1	35.6	11.7	15.5
归属母公司净利润（%）	-9.1	1.6	27.4	16.1	19.5
获利能力					
毛利率（%）	39.5	38.4	39.0	40.0	41.0
净利率（%）	8.1	7.2	8.9	10.0	11.5
ROE（%）	7.3	6.1	7.4	8.1	9.0
ROIC（%）	4.7	3.9	4.5	5.4	6.2
偿债能力					
资产负债率（%）	66.0	64.5	63.4	60.7	58.3
净负债比率（%）	33.4	35.3	31.8	18.7	11.3
流动比率	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	9.0	9.8	8.5	8.4	8.8
应付账款周转率	5.9	6.0	6.1	6.1	6.0
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.86	0.87	1.11	1.29	1.54
每股经营现金流（最新摊薄）	3.35	3.10	1.55	3.07	2.36
每股净资产（最新摊薄）	14.48	15.04	15.64	16.56	17.66
估值比率					
P/E	21.0	20.6	16.2	13.9	11.7
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.0	8.7	7.9	6.6	5.7

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES