仅供内部参考，请勿外传

首旅酒店(600258) 社会服务

发布时间：2026-07-10

证券研究报告 / 公司深度报告

量质双升，拓店目标稳步推进

买入

上次评级：买入

报告摘要：

首旅酒店作为国内头部连锁酒店集团之一，旗下拥有超 28 个涵盖经济型、中高端到高端奢华的酒店品牌，截至 2026Q1 首旅酒店合计运营 7870 家门店、55.81 万间客房。公司控股股东首旅集团持股 34.54%，实控人为北京国资委，携程作为战略股东持股 9.40%，股权结构稳定，管理层经验丰富。首旅业务涵盖酒店运营与景区两大板块，2025 年公司实现营收 76.07 亿元/-2%，归母净利润 8.11 亿元/+1%；其中加盟收入占比升至 32%，轻资产转型持续推进；2026Q1 RevPAR 延续正增长，不含轻管理酒店 RevPAR 达 143 元/+2%，复苏势头持续验证。

酒店行业具有需求先行、供给滞后的典型周期特征，当前供需差进入收窄阶段。供给端看，截至 2025 年底全国酒店客房总量 1873.6 万间，虽创新高但增速拐点已现；需求端看，休闲旅游需求领先活跃复苏，商旅需求的边际变化成为供需平衡进展的重要变量。**连锁化率提升与中高端结构升级是中长期趋势：**2025 年我国酒店连锁化率升至 41.8%，下沉市场连锁化率仅 35%、提升趋势明确。行业结构持续向中高端升级，2019 至 2025 年中档酒店数年均增长 9.4%，中高端客房合计占比由 29%升至 38%。2025Q4 以来主要酒店集团 RevPAR 逐步展现改善拐点，稳步推进轻资产扩张，在供需格局优化中龙头有望逐步释放经营弹性。

首旅酒店当前处于行业周期拐点与自身结构升级的双重共振窗口。轻资产转型驱动盈利改善，公司加盟门店占比持续提升，利润弹性不断释放。超 2 亿体量的会员体系与 AI 数智化工具则为全域用户运营提供支撑，门店导流效率与客户粘性持续增强。拓店目标稳步推进，标准店+中高端进一步构成 RevPAR 改善的双轮驱动，一方面，公司明确将战略重心转向发力标准管理酒店，储备店中标准店占绝对主导，未来新开门店质量持续提升；另一方面，中高端门店占比稳步上行，叠加如家 3.0 及以上产品迭代推进，整体产品力增强有望带动 RevPAR 的结构性修复。

投资建议：预计公司 2026-2028 年营收分别为 78/80/83 亿元，归母净利润分别为 9.35/10.52/11.81 亿元，同比增长 15%/13%/12%，对应 PE 分别为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。

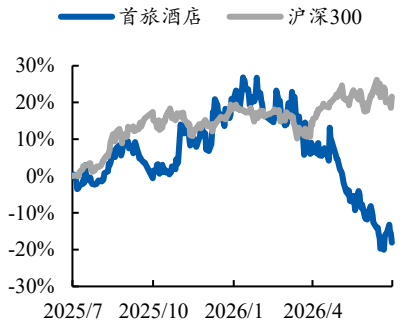
风险提示：宏观经济波动，中高端品牌拓展不及预期，竞争加剧等。

财务摘要（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,751	7,607	7,759	8,027	8,257
(+/-)%	-0.54%	-1.86%	2.00%	3.47%	2.86%
归属母公司净利润	806	811	935	1,052	1,181
(+/-)%	1.41%	0.60%	15.26%	12.53%	12.28%
每股收益（元）	0.72	0.73	0.84	0.94	1.06
市盈率	20.32	23.06	13.36	11.88	10.58
市净率	1.40	1.55	1.00	0.96	0.92
净资产收益率(%)	7.06%	6.82%	7.47%	8.09%	8.74%
股息收益率(%)	2.45%	2.69%	4.64%	5.22%	5.86%
总股本（百万股）	1,117	1,117	1,117	1,117	1,117

股票数据 2026/07/09

6 个月目标价（元）	
收盘价（元）	11.19
12 个月股价区间（元）	10.92~17.96
总市值（百万元）	12,494.79
总股本（百万股）	1,117
A 股（百万股）	1,117
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	16

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-7%	-23%	-19%
相对收益	-9%	-30%	-41%

相关报告

《首旅酒店（600258）：行业经营企稳，2026 年拓店指引小幅提速》

--20260403

《首旅酒店 2023 年度业绩点评：业绩符合预期，2024 年拓店指引 1200~1400 家》

--20240330

证券分析师：赵涵真
执业证书编号：S0550523050002
zhaohz@nesc.cn

证券分析师：陈渊文
执业证书编号：S0550523010001
chen_yw@nesc.cn

仅供内部参考，请勿外传

目 录

1. 公司简介：国资筑基，酒店龙头厚积薄发 4
1.1. 深耕酒店行业数十年，实现多品牌布局 4
1.2. 背靠北京国资委，高管团队经验丰富 5
1.3. 酒管收入占比持续提升，盈利质量稳步改善 6
1.4. 经营数据拐点已现，复苏势头延续 9
2. 酒店行业：供需再平衡，周期拐点持续验证 12
2.1. 供需格局：供给增速拐点已现，关注入住率与价格共振修复 12
2.2. 行业趋势：连锁化提速空间广阔，中高端升级确定性强 14
3. 经营展望：品牌升级+轻资产扩张，标准化量质双升 16
3.1. 门店结构升级进行时，加盟模式强化轻资产属性 16
3.2. 会员体系建设持续推进，数智化能力增强运营效率 20
3.3. 中高端+标准化提质增效，拓店目标稳步推进 23
4. 盈利预测与估值 26
5. 风险提示 28

图表目录

图 1：首旅集团发展历程 4
图 2：首旅酒店门店数量 5
图 3：首旅集团股权结构 5
图 4：首旅酒店营业收入及增速 7
图 5：首旅酒店营收结构 7
图 6：首旅酒店毛利润及毛利率 8
图 7：首旅酒店分业务毛利率 8
图 8：酒店业务成本结构 8
图 9：景区业务成本结构 8
图 10：首旅酒店期间费用率 9
图 11：首旅酒店归母净利润及增速 9
图 12：首旅全部酒店 RevPAR 及增长率 9
图 13：首旅酒店不含轻管理 RevPAR 及增长率 9
图 14：首旅全部酒店 ADR 及增速 10
图 15：首旅酒店不含轻管理 ADR 及增速 10
图 16：首旅酒店 OCC 及不含轻管理 OCC 10
图 17：门店结构（直营和加盟） 11
图 18：门店结构（按品牌结构分类） 11
图 19：景区业务接待游客数及增速 11
图 20：景区业务单游客贡献收入及增速 11
图 21：分档次 15 间及以上酒店客房量供给增速 12
图 22：分城市线级 15 间及以上酒店客房量供给增速 13
图 23：主要酒店集团 RevPAR 同比变化 13
图 24：主要酒店集团 ADR 同比变化 14
图 25：主要酒店集团 OCC 同比变化 14
图 26：中国酒店连锁化率 14
图 27：2019 年-2025 年各档次酒店数 15
图 28：2019 年-2025 年各档次客房数 15
图 29：首旅酒店品牌业务布局 16

仅供内部参考，请勿外传

图 30：加盟门店占总门店数量比例 17
图 31：首旅酒店 2026Q1 门店数据 17
图 32：首旅酒店会员规模 20
图 33：如 LIFE 俱乐部会员等级及权益 21
图 34：首享会 BRAVO 会员等级及权益 21
图 35：内部 AI 超级助手“RUMI” 22
图 36：2025 年度数智化关键绩效 22
图 37：各等级酒店占比变化趋势 23
图 38：首旅酒店奢华及高端品牌矩阵 23
图 39：2019-2025 年首旅全口径 RevPAR 与不含轻管理 RevPAR 对比 24
图 40：首旅酒店 2022Q1-2026Q1 储备店结构 25
图 41：股价复盘 27

表 1：管理层简介 6
表 2：首旅经济型品牌加盟政策 18
表 3：首旅中高端品牌加盟政策 19
表 4：首旅云品牌优惠加盟政策 20
表 5：数智化赋能旗下各业务板块精细化运营 22
表 6：首旅酒店盈利预测 26
表 7：可比公司估值 26

仅供内部参考，请勿外传

1. 公司简介：国资筑基，酒店龙头厚积薄发

1.1. 深耕酒店行业数十年，实现多品牌布局

首旅酒店前身为北京首都旅游股份有限公司，自成立以来，公司依托国有资本平台优势，逐步完成从传统旅游资源运营商向现代化酒店及文旅服务集团的转型。通过持续的资产整合、品牌并购和战略升级，首旅集团逐步构建起覆盖酒店、餐饮、景区、商业零售及旅游服务等领域的综合产业体系，并成长为国内酒店行业的重要龙头企业之一。截至 2026Q1，首旅酒店合计运营 7870 家门店、55.81 万间客房。

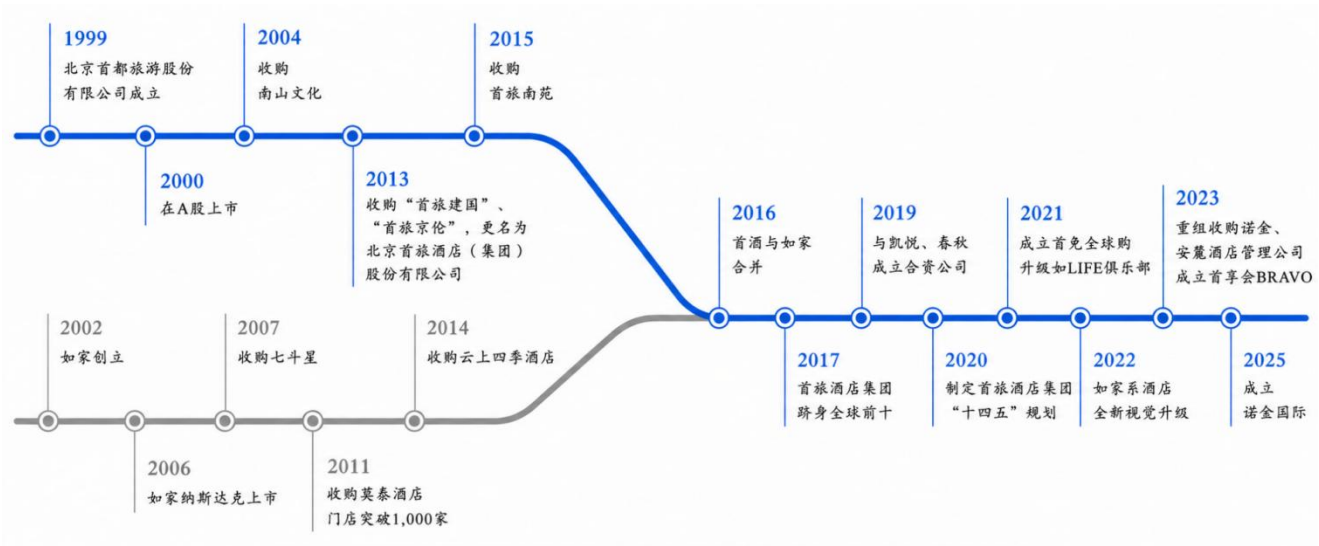
国企筑基阶段：1998 年北京首都旅游集团成立，整合北京地区旅游、酒店、餐饮及商业资源，奠定发展基础。1999 年首旅股份正式成立，2000 年登陆 A 股，获得融资渠道和资本运作平台，标志着集团正式迈入现代企业治理阶段。

市场化突围阶段：2002 年，首旅联合创立如家酒店，进入经济型连锁酒店赛道，凭借标准化运营和快速复制能力，如家迅速成长为行业代表品牌之一，为集团酒店业务奠定坚实基础。同期公司持续推进旅游资源整合与资产并购，先后收购三亚南山文化旅游区等项目，逐步完善酒店、景区及旅游服务网络布局，经过十余年发展实现了从区域性旅游企业向全国性旅游服务集团的跨越，为后续规模扩张积累了丰富经验。

双强合并阶段：2013 年，首旅股份完成对"首旅建国"和"首旅京伦"等酒店资产的收购，正式更名为北京首旅酒店（集团）股份有限公司，进一步强化中高端市场布局。2016 年完成对如家酒店集团的私有化收购，组建"首旅如家酒店集团"，实现国有资本与民营资本优势互补，迅速形成覆盖经济型、中端及高端市场的全品牌矩阵，奠定行业龙头地位。

全业态升级阶段：2019 年公司成立首旅慧科，加快数字化转型，通过会员体系和数据平台提升管理效率与客户体验。近年来集团围绕"吃、住、行、游、购、娱"六大消费场景持续布局，旗下拥有如家、建国、璞隐、逸扉、诺金等多个品牌，覆盖经济型至高端市场。随着轻资产战略推进与数字化运营能力提升，首旅正持续向现代化综合文旅服务集团转型。

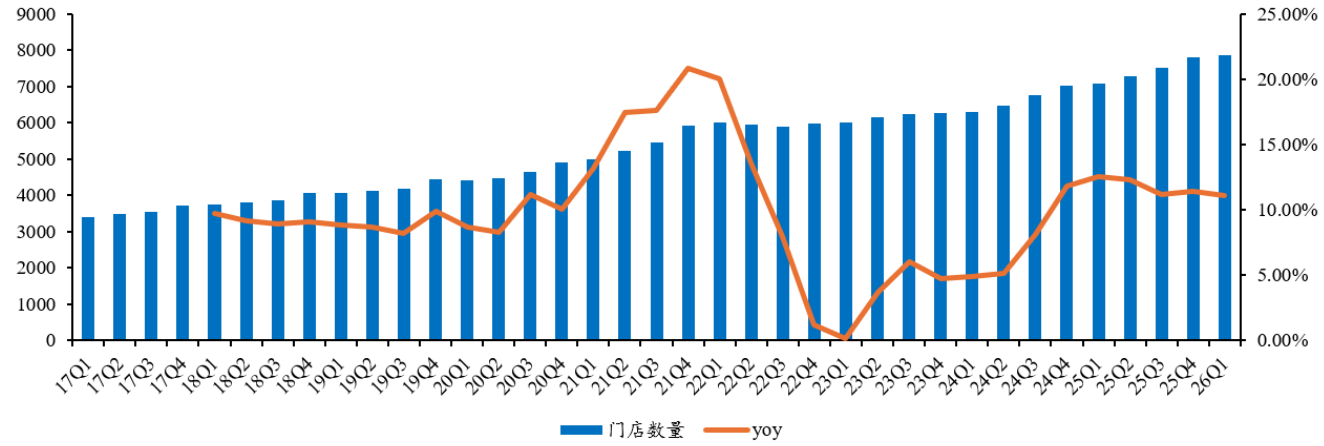
图 1：首旅集团发展历程



数据来源：首旅酒店集团官网，东北证券

仅供内部参考，请勿外传

图 2：首旅酒店门店数量



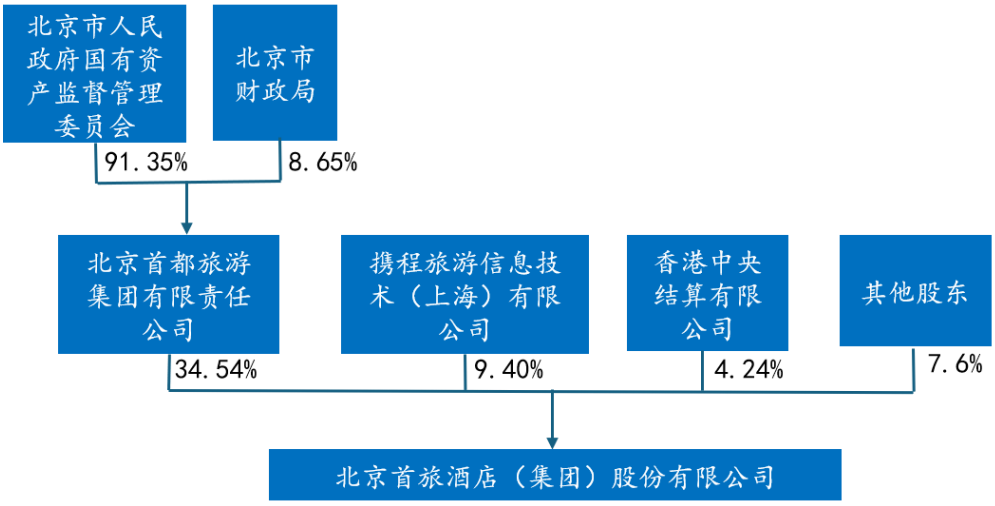
数据来源：公司公告，东北证券

1.2. 背靠北京国资委，高管团队经验丰富

国资控股地位稳固，产业资本协同赋能发展。公司控股股东为北京首都旅游集团有限责任公司，持股比例为 34.54%，北京市国资委通过首旅集团实现对公司的实际控制。作为北京市属大型国有旅游企业集团，首旅集团在酒店、景区、餐饮及商业零售等领域拥有丰富资源，为公司提供品牌、管理及产业协同支持。公司股权结构稳定，控股股东持股比例适中，有利于保障战略执行的连续性和经营稳定性。

首旅引入携程旅游信息技术（上海）有限公司作为重要战略股东，持股比例为 9.40%。作为国内领先的 OTA 平台，携程在流量获取、会员运营及渠道协同等方面具备显著优势，有助于强化公司线上获客能力和市场竞争力。此外，香港中央结算、保险资金及公募基金等机构投资者合计持有较高比例股份，体现资本市场对公司长期发展前景的认可。公司形成了“国资控股+产业资本协同+机构资金参与”的多元化股权结构，为长期稳健发展提供支撑。

图 3：首旅集团股权结构



数据来源：Wind，东北证券

仅供内部参考，请勿外传

高管团队经验丰富，兼具行业运营与国企管理背景。公司核心管理层长期深耕酒店及旅游行业，拥有丰富的经营管理经验和资源整合能力。总经理孙坚自 2004 年加入如家酒店集团以来，先后担任董事兼首席执行官等职务，深度参与如家快速扩张及首旅如家整合过程，对酒店行业运营管理、品牌建设及加盟体系发展具有深刻理解。其他核心管理层成员多数具备首旅集团内部培养背景或大型企业管理经验，在财务管理、资本运作、法律合规及酒店运营等领域拥有丰富履历，为公司战略执行提供了有力保障。此外，公司依托首旅集团完善的人才培养机制，形成了以内部晋升为主、市场化引进为辅的人才体系。现任管理层中，多位高管拥有长期首旅体系任职经历，对公司业务结构、品牌体系及运营模式具有较强认知，有利于保持战略延续性和组织稳定性。同时，公司持续引进财务、法律及资本市场等专业人才，进一步完善现代企业治理结构，提升经营决策效率和风险管理能力。

表 1：管理层简介

	职位	年龄	学历	任职经历
李云	董事长,董事	60	硕士	曾任北京北辰实业股份有限公司总经理，北京首都旅游集团有限责任公司党委副书记、董事、总经理。
梁建章	董事	56	博士	参与创建携程旅行网，自 2003 年起担任携程执行董事局主席，并于 2000 至 2006 年间，以及 2013 至 2016 年间，担任集团首席执行官。现任携程集团董事局主席。
袁首原	董事	60	硕士	曾任首旅建国酒店管理公司总经理助理、副总经理等。
张聪	董事	47	本科	曾任北京首都旅游集团有限责任公司品牌与协同发展部副部长。现任北京东来顺集团有限责任公司党委副书记、董事、总经理。
陆斌	董事	57	本科	曾任北京市长富宫中心有限责任公司党委副书记、董事、总经理。现任北京国际饭店有限责任公司党委书记、总经理。
孙坚	总经理，董事	62	本科	曾任百安居市场副总裁。自 2004 年开始担任如家酒店集团的董事兼首席执行官。现任本公司董事、总经理兼如家酒店集团董事长、首席执行官。
段中鹏	副总经理,董事会秘书	59	硕士	历任北京首都旅游股份有限公司董事长秘书兼证券部副经理、证券事务代表等。
李向荣	副总经理,财务总监	53	硕士	曾任联合利华大中华区财务总监，亨得利控股公司（港交所上市公司）首席财务官。
姜晓明	副总经理	56	硕士	曾任亮马河大厦党委委员、总经理助理、副总经理；西安建国饭店党委委员、总经理。
霍岩	常务副总经理,总法律顾问，董事	49	本科	曾任西苑饭店销售经理，上海京诺投资有限公司常务副总经理，首旅置业副总经理。

数据来源：公司公告，东北证券

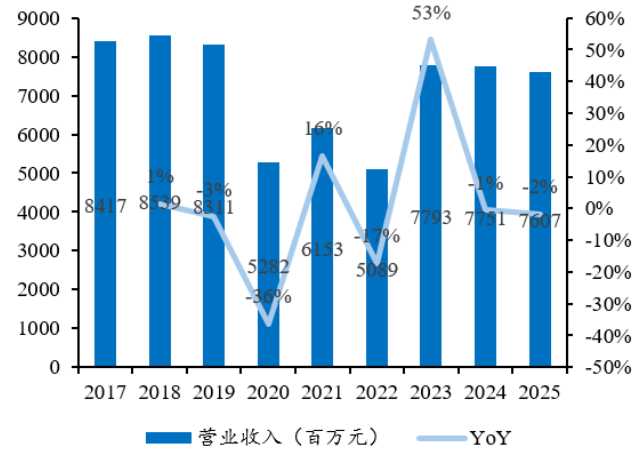
1.3. 酒管收入占比持续提升，盈利质量稳步改善

收入整体呈恢复态势，酒店加盟业务贡献持续提升。2025 年公司实现营业收入 76.07 亿元，同比下降 2%；2017 年至 2025 年，公司营业收入 CAGR 约-1.3%。从酒店业务收入结构看，2025 年酒店运营即直营收入约 46.8 亿元，同比下降 7%，收入占比降至约 61%；酒店管理即加盟收入约 24.09 亿元，同比增长 11%，收入占比提升至约 32%；其他收入约 5.3 亿元，占比约 7%。随着加盟门店规模持续扩张及管理输出

仅供内部参考，请勿外传

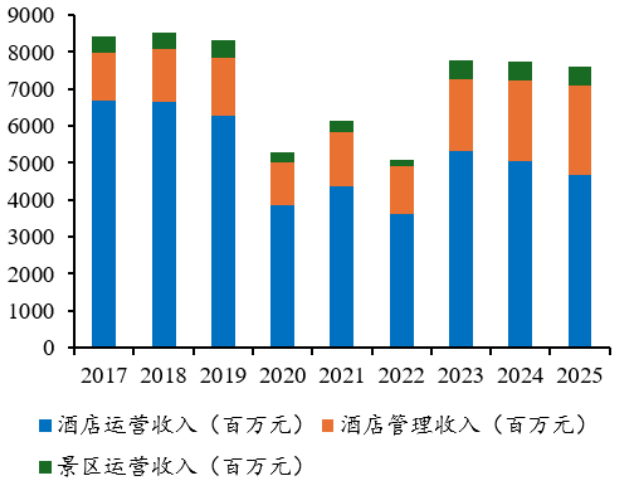
能力增强，加盟收入占比逐年提升，成为推动业绩增长的重要来源。趋势上看，公司收入结构持续向轻资产模式优化，加盟及管理业务占比提高有助于增强盈利稳定性、降低资本开支压力，并推动经营质量持续改善。景区业务方面，公司持有海南南山文化 74.81%股权，南山景区为公司唯一经营的国家 5A 级景区，拥有南山寺、108 米海上观音、南山文化苑等核心景点，具备较强的资源稀缺性和目的地属性。2025 年南山文化实现净利润 1.93 亿元，对公司整体盈利形成稳定贡献。从收入表现看，景区业务在疫情期间受客流限制明显承压，但 2023 年以来随旅游消费恢复快速修复，收入稳定在 5 亿元以上，占公司营业收入比重提升至 7%左右。中长期看，受益于海南自由贸易港建设推进及三亚旅游目的地地位强化，南山景区客流有望保持韧性，并与公司酒店住宿、会员体系及度假产品形成协同，持续贡献稳定收益。

图 4：首旅酒店营业收入及增速



数据来源：公司公告，东北证券

图 5：首旅酒店营收结构

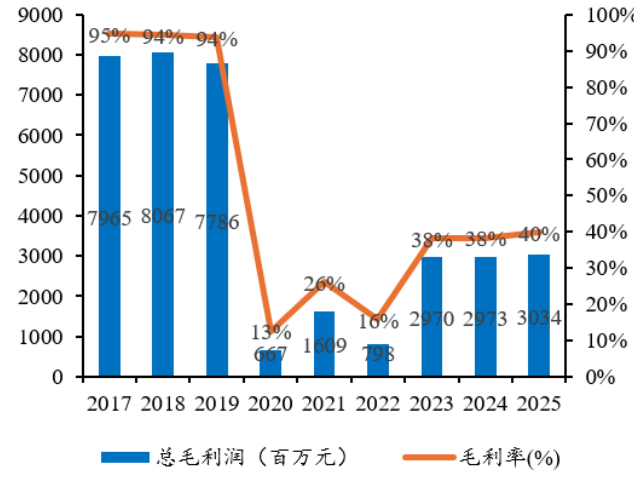


数据来源：公司公告，东北证券

毛利率持续修复，盈利能力稳步改善。公司毛利润整体呈现疫情后逐步恢复趋势。2025 年公司实现毛利润 30.34 亿元，同比增长 2%，毛利率提升至 40%，较 2024 年提升 2%。2017–2019 年公司毛利率维持在 94%左右，2020 年毛利率大幅降至 13%，一方面是新冠疫情导致酒店与景区业务收入明显下滑，公司营业收入同比下降 37%；另一方面，公司自 2020 年起执行新收入准则，将租赁费、职工薪酬、折旧摊销、能源费等合同履约成本从销售费用和管理费用重分类至营业成本，使营业成本同比大幅上升。因此，2020 年毛利率和成本结构的突变更多反映疫情冲击与会计口径变化的共同影响。随着国内旅游及商旅需求逐步恢复，公司盈利能力持续修复，2023 年以来毛利率稳定回升至 38%以上，并于 2025 年达到 40%的较高水平。随着加盟门店占比提升及规模效应释放，公司成本结构有望进一步优化，盈利能力和经营杠杆水平预计将持续改善。

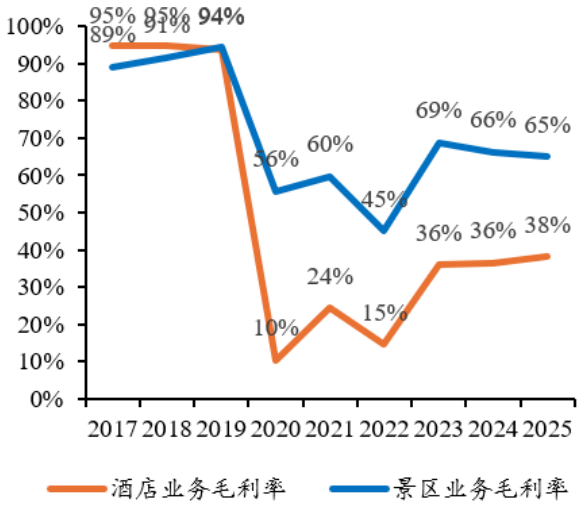
仅供内部参考，请勿外传

图 6：首旅酒店毛利润及毛利率



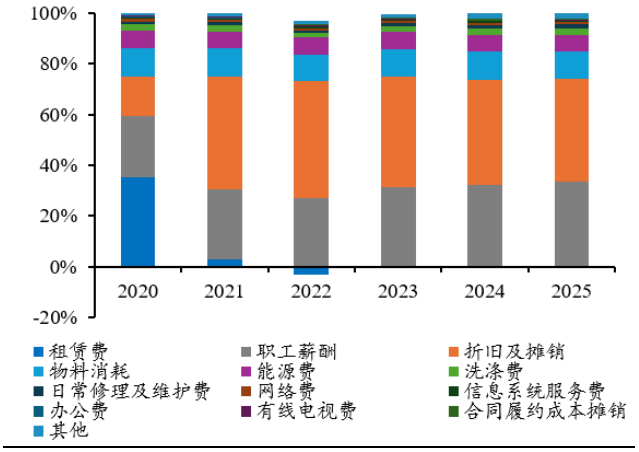
数据来源：公司公告，东北证券

图 7：首旅酒店分业务毛利率



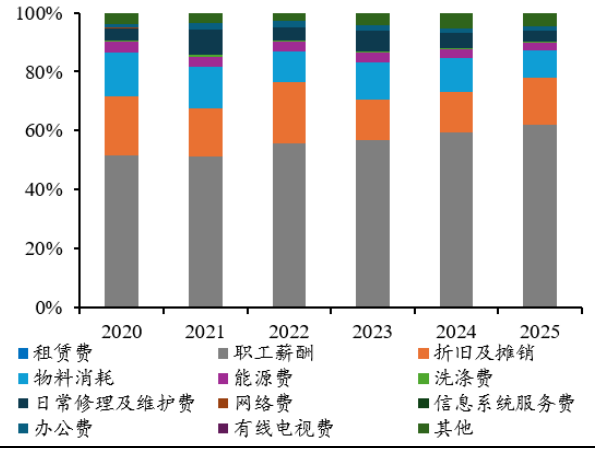
数据来源：公司公告，东北证券

图 8：酒店业务成本结构



数据来源：公司公告，东北证券

图 9：景区业务成本结构

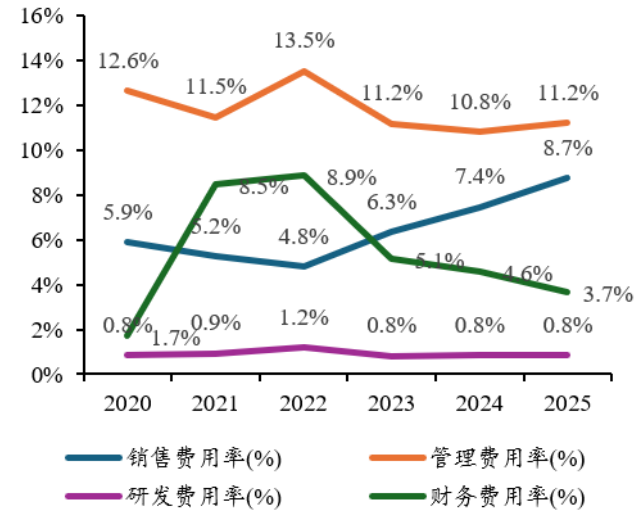


数据来源：公司公告，东北证券

期间费用率明显下降，叠加经营效率改善，归母净利润增速转正。2025 年公司期间费用率为 24.5%，较 2019 年下降 54.4 个百分点，其中销售费用率降至 8.7%，管理费用率保持在 10%左右。剔除会计重分类影响后，公司费用端改善更多体现在加盟占比提升、规模效应释放、人员与非一线费用管控加强，以及数字化运营提升效率。费用端已稳定在疫情后较低水平，公司轻资产化和运营效率改善正在逐步体现。随着商旅出行及休闲旅游需求恢复，叠加加盟业务扩张带来的经营杠杆释放，公司盈利能力快速修复。2023 年归母净利润恢复至 7.95 亿元，同比增长 237%；2024-2025 年分别实现归母净利润 8.06 亿元和 8.11 亿元，同比增长 1%和 1%，利润规模已基本恢复至疫情前水平。2017 年至 2025 年，公司归母净利润 CAGR 为 3.2%，公司通过加盟扩张、直营收缩的轻资产转型，有效提升了盈利质量。

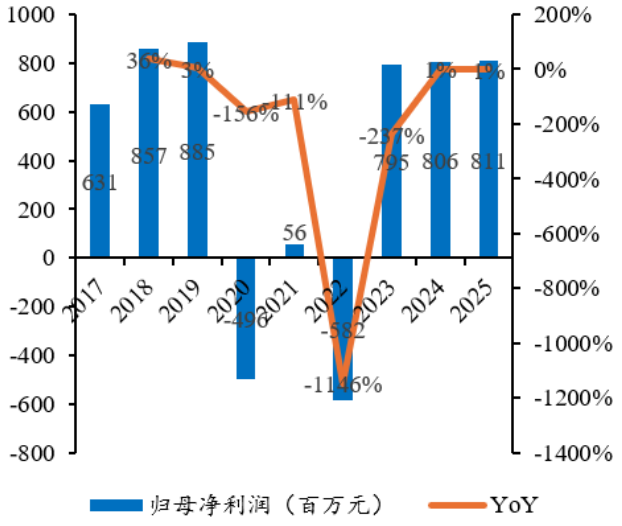
仅供内部参考，请勿外传

图 10：首旅酒店期间费用率



数据来源：公司公告，东北证券

图 11：首旅酒店归母净利润及增速

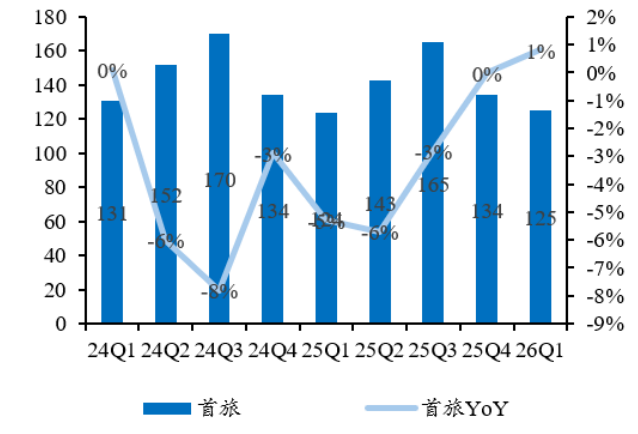


数据来源：公司公告，东北证券

1.4. 经营数据拐点已现，复苏势头延续

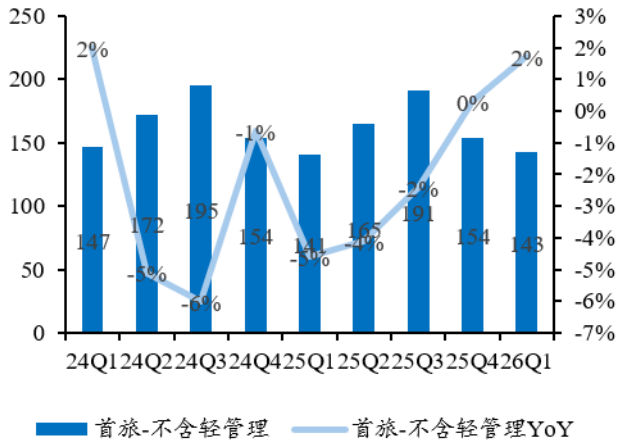
RevPAR 边际改善，核心酒店率先企稳。2024 年以来酒店行业整体面临供给恢复快于需求增长的阶段性压力，行业 RevPAR 普遍承压。2024 年公司全部酒店 RevPAR 回落，自 2025Q4 起开始恢复正增长。不含轻管理酒店 RevPAR 始终显著高于整体水平，2026Q1 达到 143 元，同比增长 2%，反映中高端及成熟加盟酒店经营质量保持稳健。随着行业供给扩张趋缓及公司加盟结构持续优化，核心酒店网络有望率先受益于行业景气修复，带动 RevPAR 逐步改善。

图 12：首旅全部酒店 RevPAR 及增长率



数据来源：公司公告，东北证券

图 13：首旅酒店不含轻管理 RevPAR 及增长率



数据来源：公司公告，东北证券

ADR 边际转正，核心酒店入住率保持领先。2025 年以来行业价格竞争仍然存在，公司 ADR 增速整体承压，但自 2025Q4 起已恢复正增长，2026Q1 同比提升 1%。与此同时，公司入住率维持相对稳定，不含轻管理酒店入住率长期保持在整体水平之上，体现核心酒店网络较强的经营韧性。随着价格竞争趋缓及需求逐步恢复，ADR 和入住率有望形成共振改善，带动 RevPAR 持续修复。

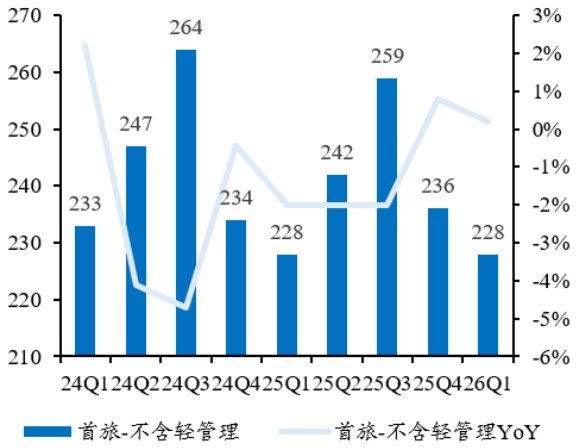
仅供内部参考，请勿外传

图 14：首旅全部酒店 ADR 及增速



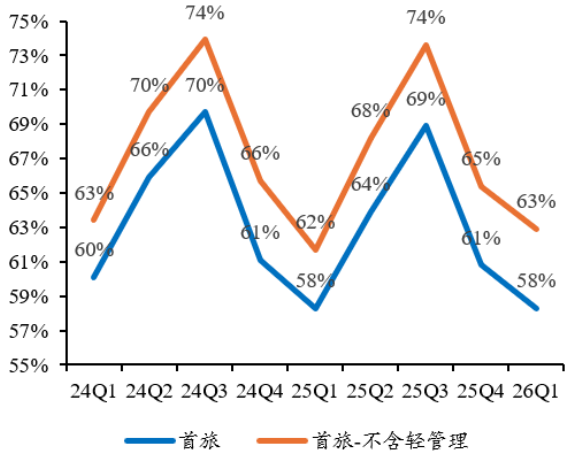
数据来源：公司公告，东北证券

图 15：首旅酒店不含轻管理 ADR 及增速



数据来源：公司公告，东北证券

图 16：首旅酒店 OCC 及不含轻管理 OCC



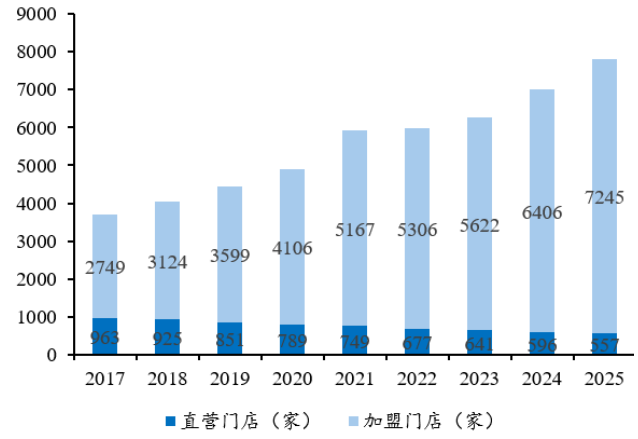
数据来源：公司公告，东北证券

加盟扩张持续推进，轻资产战略不断深化。公司门店规模保持稳步增长，截至 2025 年末酒店总数达到 7,802 家，较 2017 年增长约 87%。从门店结构看，公司持续推进轻资产发展战略，加盟门店成为扩张主要驱动力。2025 年加盟门店数量达到 7,245 家，占总门店数约 93%，较 2017 年的 74%进一步提升；直营门店则由 2017 年的 963 家下降至 2025 年的 557 家，占比降至 7%。随着加盟及管理输出模式持续深化，公司资本开支压力进一步降低，规模扩张能力和经营弹性不断增强。

中高端布局持续完善，云酒店成为重要增量来源。从品牌结构看，公司近年来持续推动产品升级与品牌迭代。经济型酒店数量由 2017 年的 3,035 家下降至 2025 年的 2,059 家，占比持续降低；中高端酒店由 503 家增长至 2,292 家/2017-2025 年 CAGR 约 21%，成为公司重要增长极。同时，云酒店规模快速扩张，截至 2025 年末占总门店数比例提升至 44%，成为门店增长的主要来源。公司门店结构逐步由经济型主导向“经济型+中高端+云酒店”多层次布局转变，有助于提升品牌覆盖范围及加盟吸引力。

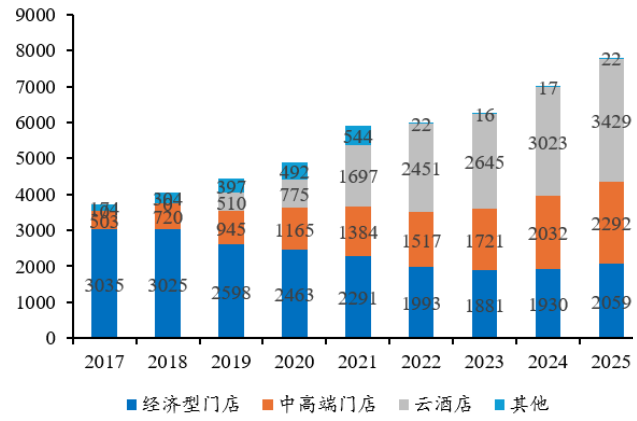
仅供内部参考，请勿外传

图 17：门店结构（直营和加盟）



数据来源：公司公告，东北证券

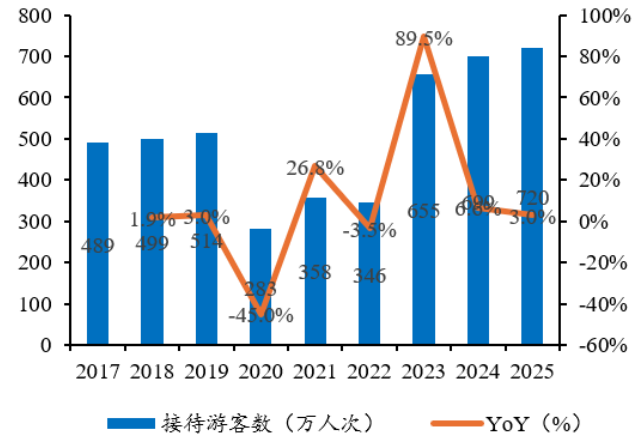
图 18：门店结构（按品牌结构分类）



数据来源：公司公告，东北证券

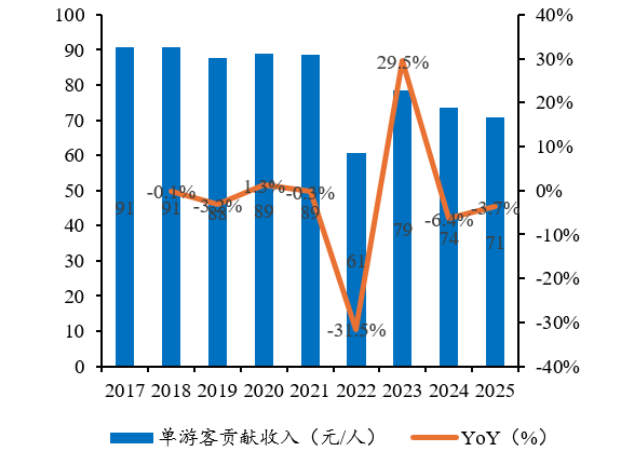
景区方面，南山景区是首旅酒店旗下核心文旅资产，也是公司唯一经营的国家 5A 级景区，主要通过门票、餐饮、商品销售、住宿及园区内交通等方式获取收入和利润。近年来景区业务已从疫情冲击中持续修复，接待游客数由 2020 年的 283 万人次恢复至 2025 年的 720 万人次，明显超过 2019 年 514 万人次的疫情前水平，体现出较强的目的地吸引力和客流韧性。收入端看，景区业务当前增长主要由客流修复驱动，但单游客贡献收入仍低于疫情前水平，2025 年约为 71 元/人，较 2017–2020 年约 88–91 元/人的水平仍有差距。未来若公司进一步提升餐饮、文创、园区交通、住宿联动及智慧票务转化效率，景区业务有望从“客流恢复”逐步转向“客单价提升”，继续贡献稳定利润。

图 19：景区业务接待游客数及增速



数据来源：公司公告，东北证券

图 20：景区业务单游客贡献收入及增速



数据来源：公司公告，东北证券

未来公司景区业务将围绕“客流稳定、客单提升、智慧运营、绿色服务”四条主线推进。南山景区未来仍将依托三亚旅游市场和海南自由贸易港建设带来的客流基础，保持稳定接待能力；同时，公司有望进一步提升园区内二次消费转化效率，围绕门票、餐饮、商品、住宿及园区交通等多元收入来源，强化文创商品、素斋餐饮、观光车、住宿联动及会员权益等消费场景，推动景区业务从“客流恢复”向“客单价提升”升级。在运营端，南山文化已完成从传统窗口售票向智慧票务系统的转型，推出“一张身份证游全程”体验，并通过全场景支付和 POS 系统覆盖门票窗口、观光车、餐饮、文创商店等点位，提升游客通行效率和消费便利性。绿色发展方面，公司以南

仅供内部参考，请勿外传

山景区为重要实践载体，推进无塑化管理、绿色交通和生态游览体验，通过可降解包装材料、锂电观光车及生态教育线路提升景区可持续运营能力。

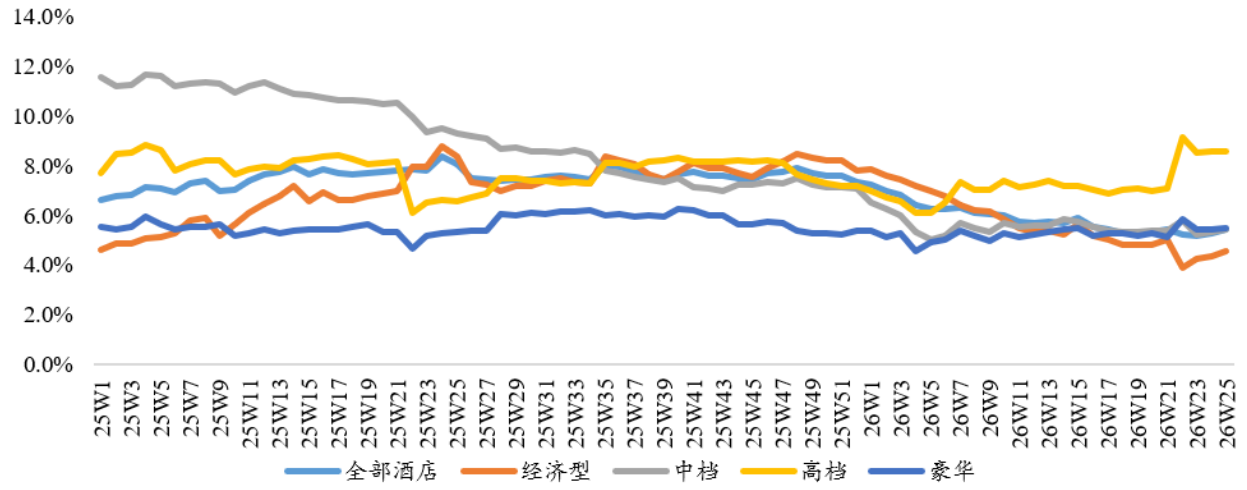
2. 酒店行业：供需再平衡，周期拐点持续验证

2.1. 供需格局：供给增速拐点已现，关注入住率与价格共振修复

酒店周期的本质是由于酒店短期供给存在刚性，供给调整滞后于需求变化。需求端受宏观经济、商旅活跃度及居民出行意愿驱动，而供给端从签约到开业通常需要 6-12 个月的建设周期，这一时滞导致行业呈现“需求先行、供给滞后”的周期性波动。2023 年以来，国内酒店行业经历了从“需求集中释放”到“供给快速回补”再到“供需再平衡”的完整周期演绎。2025 年连锁酒店集团放弃以价换量转而追求高质量经营收益，ADR 的同比增长成为酒店经营数据回升的主要驱动。当前行业供给增速已边际放缓，供需关系正从失衡走向渐进改善。

酒店房量供给持续创历史新高，但增速拐点已现。据中国饭店协会统计，截至 2025 年 12 月 31 日，我国酒店业设施达 37.5 万家，客房总数 1873.6 万间，平均客房规模约 50 间，2025 年酒店客房总数再创历史新高。从历史趋势看，2021 年至 2024 年，全国酒店从 25.24 万家激增至 34.87 万家，累计增幅 38%。根据酒店之家数据，2025 年 Q4 以来国内酒店数量增长速度边际放缓，近期周度高频数据展现行业供给增速回落至 5%上下，较 2025 年初显著回落，不同档次与城市线级之间存在结构性分化。从结构上看，高档酒店供给增速 2026 年初以来持续高于其他类型，经济型酒店供给增速持续走低，展现出供给升级趋势。从城市线级看，四线及以下城市供给增速持续领先，下沉市场扩张空间广阔。酒店加盟商及业主签约动作趋于谨慎，加盟意愿逐步放缓传导周期释放后，预计未来行业供给边际增速将持续下降。

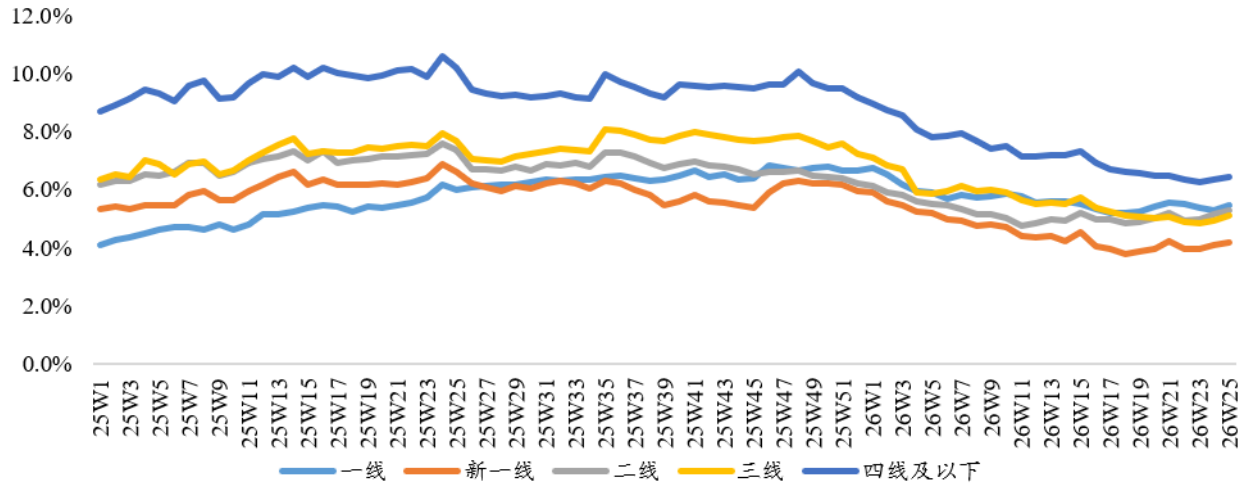
图 21：分档次 15 间及以上酒店客房量供给增速



数据来源：酒店之家，东北证券

仅供内部参考，请勿外传

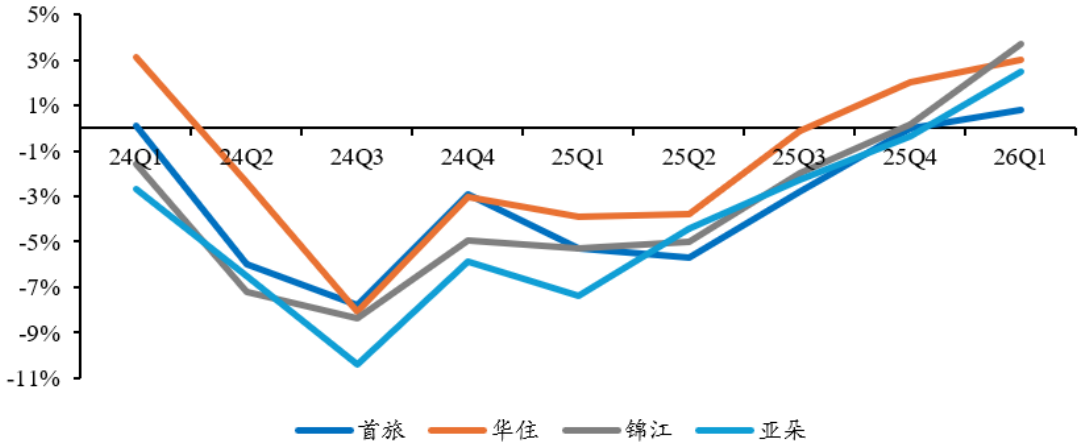
图 22：分城市线级 15 间及以上酒店客房量供给增速



数据来源：酒店之家，东北证券

2025 年 RevPAR 拐点显现，ADR 领先于 OCC 回暖。经历 2023 年需求集中释放的高基数后，酒旅市场逐渐回归理性，需求转为平淡，而供给端迎来了爆发式增长，导致行业竞争加剧。从结构上看，2024 年主要酒店集团 ADR 同比降幅较大而 OCC 同比变化有限，说明行业竞争更多体现为价格战，各酒店集团通过下调房价来争夺有限客源。自 2025 年以来，行业经营指标呈现降幅收窄的边际改善趋势。2025 年第三季度以来，主要酒店集团 RevPAR 降幅持续收窄，2025 年第三季度，首旅/华住/锦江/亚朵 RevPAR 同比分别-3%/0%/-2%/-2%，而到 2026 年第一季度，同比分别+1%/+3%/+4%/+3%，呈现出明显的改善趋势。从量价拆分来看，价格表现好于 OCC。2025 年第三季度首旅/华住/锦江/亚朵 ADR 同比分别-2%/1%/3%/-2%，而 2026 年第一季度，同比分别+1%/+5%/+1%/+2%，这意味着行业竞争策略正在从以价换量转向量价平衡，价格战趋缓。同时 OCC 也小幅改善，2026Q1 首旅/华住/锦江/亚朵 OCC 同比分别变动 0%/-1%/1%/0%，说明酒店行业整体供需缺口改善，正在逐步复苏。

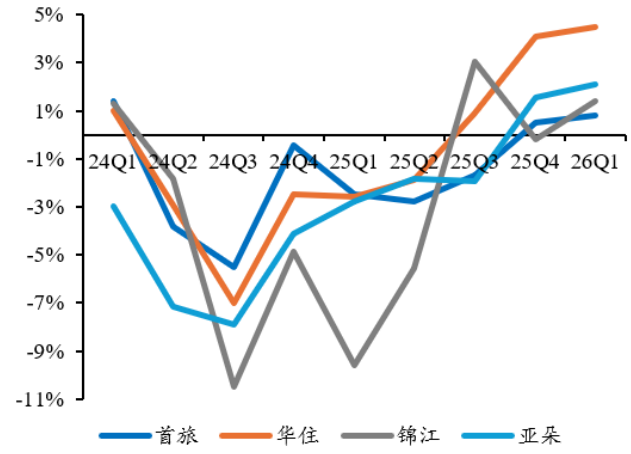
图 23：主要酒店集团 RevPAR 同比变化



数据来源：公司公告，东北证券

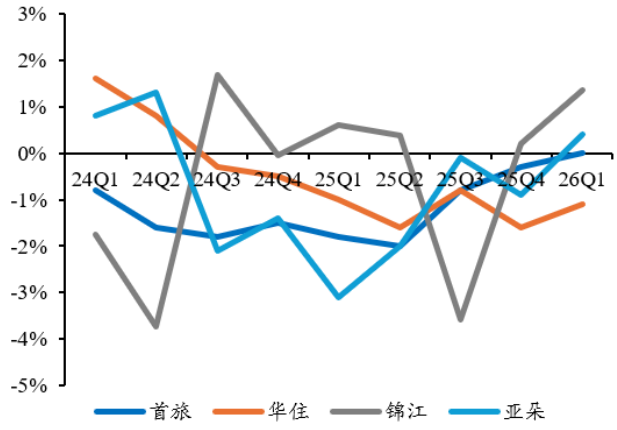
仅供内部参考，请勿外传

图 24：主要酒店集团 ADR 同比变化



数据来源：公司公告，东北证券

图 25：主要酒店集团 OCC 同比变化



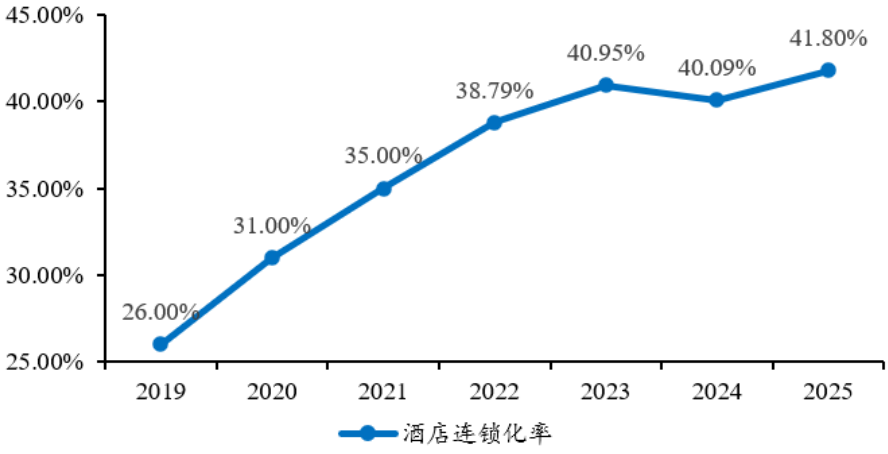
数据来源：公司公告，东北证券

2.2. 行业趋势：连锁化提速空间广阔，中高端升级确定性强

连锁化率提升，空间广阔，趋势稳定。根据中国饭店协会统计，截至 2025 年底，我国酒店客房连锁化率已升至 41.8%，连锁品牌酒店净增 76 万间客房。2019 年我国酒店客房连锁化率仅为 26%，6 年间提升超过 15 个百分点，虽然 2024 年曾小幅回调至 40.09%，但是品牌化长期趋势依然明显。2024 年美国酒店连锁化率达 72%，同期我国酒店连锁化率约为 40%，与海外成熟市场相比差距显著，说明中国酒店行业连锁化率提升空间依然广阔。

从结构上看，各档次连锁化率差异显著。截至 2025 年底，我国豪华酒店客房数连锁化率最高，为 59.58%，中档、高档、经济型酒店客房数连锁化率分别为 58.05%、47.95%和 30.86%，经济型酒店基数最大但多为单体形式，连锁化率提升空间最为广阔。从城市层级来看，一线城市酒店客房占 9.65%，副省级及省会城市占 29.39%，其他城市（三线及以下）占比高达 60.96%。然而，其他城市连锁化率仅 35.34%，远低于一线城市的 59.66%。下沉市场连锁化率远低于全国平均水平，发展空间巨大。

图 26：中国酒店连锁化率



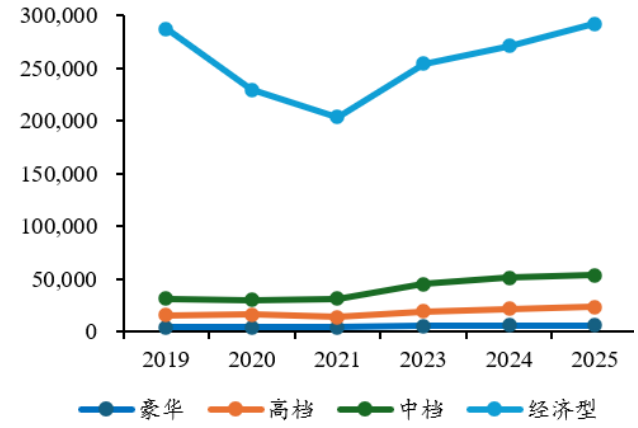
数据来源：中国饭店协会，东北证券

中高端结构升级是必然趋势，经济型酒店进入存量优化阶段。2019 年至 2025 年，中国中档酒店数增长约 71%，客房数增幅约 50%，年复合增长率位居各档次之首，

仅供内部参考，请勿外传

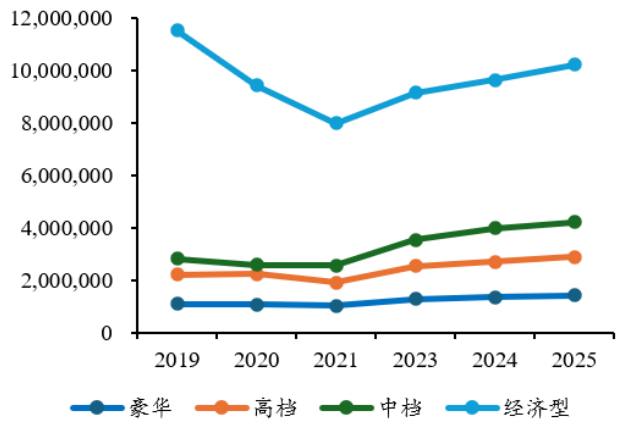
分别为 9.4%/7.0%；高档酒店数增长约 45%，客房数增幅约 30%，年复合增长率分别为 6.4%/4.4%；而经济型酒店数仅增长约 1.7%，且客房数减少 11.2%，酒店行业市场结构正在向中高端转型升级。从客房占比看，2025 年中档酒店（22.48%）与高档酒店（15.40%）较 2019 年分别提升约 6.5%和 2.4%，中高端合计占比由 29%升至约 38%。与此同时，头部酒店集团加速关闭老旧物业或入住率低的经济型门店，主动出清低效单体门店，推动行业完成深度调整。根据 Lodging Econometrics(LE)报告数据，在建及筹建项目中，中高档与高档酒店合计占比约 65%，中高端结构升级趋势持续加强。未来十年，中高阶层的消费者可能会成为推动中国消费增长的主力军，以 Z 世代消费者为代表的年轻消费客群相比之下更注重消费体验，这种代际变化正在深刻改变酒店业的竞争格局。

图 27：2019 年-2025 年各档次酒店数



数据来源：中国饭店协会，东北证券

图 28：2019 年-2025 年各档次客房数



数据来源：中国饭店协会，东北证券

轻资产化扩张，加盟模式主导。加盟模式已成为头部酒店集团扩张的核心路径。截至 2026 年第一季度，华住加盟门店达 1.26 万家，占比 96%；锦江酒店有限服务型酒店中加盟门店达 13.5 万家，占比 95%；首旅酒店加盟门店达 7.3 万家，占比进一步升至 93%。加盟模式的收入结构决定了其具备更强的盈利稳定性。加盟收入主要由一次性加盟费和持续管理费构成。与直营模式需承担租金、人工等刚性成本不同，加盟模式下收入与成本基本脱钩，毛利率远高于直营业务。2026Q1 头部酒店集团加盟业务收入增速显著优于整体。华住管理加盟及特许经营收入同比增长 20.3%，远超整体营收增速的 11.1%。加盟业务的高毛利特性持续推高经营利润率，华住 2026 年第一季度营业利润率已达 24.5%，超过 2025 年第一季度的 20.1%。品牌和加盟正在推动供给侧深度变革，加盟投资成为行业浪潮。

仅供内部参考，请勿外传

3. 经营展望：品牌升级+轻资产扩张，标准化量质双升

3.1. 门店结构升级进行时，加盟模式强化轻资产属性

品牌矩阵丰富，分层运营与产品迭代打开成长空间。公司是全国三大连锁酒店集团之一，形成覆盖经济型、中高端、高端及奢华酒店的多层级品牌矩阵，旗下品牌覆盖如家、莫泰、驿居、云品牌、如家商旅、如家精选、和颐、璞隐、逸扉、建国、诺金、安麓等多个层级，可满足商务出行、休闲度假及高端住宿等不同需求。同时，公司持续推动成熟品牌的产品标准与视觉形象迭代，例如如家商旅 2.5，从品牌形象、产品标准、智能配套等维度进行升级，以更贴合商务客群的新需求。

图 29：首旅酒店品牌业务布局



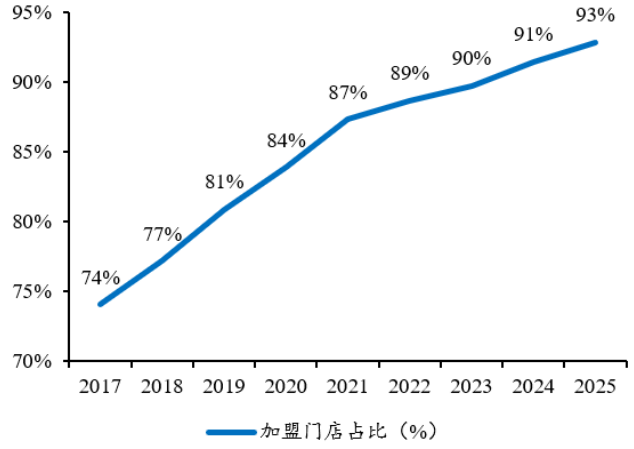
数据来源：首旅酒店 2025 年 ESG 报告，东北证券

从门店结构看，中高端贡献核心客房、云酒店贡献最多门店、特许模式占主导。从门店经营模式看，公司加盟门店占比持续提升，由 2017 年的 74%提升至 2025 年的 93%，直营门店占比相应下降，表明公司扩张模式逐步从重资产直营转向品牌加盟、管理输出和系统赋能。加盟模式下，公司对物业租赁、装修及人工等前期资本投入的依赖下降，收入结构更偏向品牌授权与管理服务费，有助于降低固定成本波动对利润的影响，并提升整体盈利弹性。规模方面，截至 2026Q1，首旅酒店合计拥有 7870 家门店、558,073 间客房。其中直营店 541 家（占 6.9%）、特许店 7329 家（占 93.1%），特许经营已是绝对主导模式。客房端，直营客房 65,842 间（11.8%），特许客房 492,231 间（88.2%）。分酒店类型看，云酒店/轻管理门店数最多，达 3444 家，占总数 43.8%；中高端酒店 2328 家排第二（直营 243 家、特许 2085 家），占 29.6%；经济型酒店 2074 家（直营 291 家、特许 1783 家），占 26.4%。分酒店类型看，中高端酒店以 237,394 间客房位居第一，占总客房的 42.5%，是客房贡献的核心品类。单店客房方面，整体平均约 71 间/店（直营 122 间、特许 67 间）。经济型酒店和中高端酒店的单店客房均高于平均水平，而云酒店/轻管理单店仅约 45 间，明显低于整体均值，云酒店以小体量、轻资产模式为主。

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传

图 30：加盟门店占总门店数量比例



数据来源：公司公告，东北证券

图 31：首旅酒店 2026Q1 门店数据

结构	2026Q1					
	酒店数量			客房间数		
	合计	直营	特许	合计	直营	特许
门店/客房数量						
经济型酒店	2074	291	1783	164881	31517	133364
中高端酒店	2328	243	2085	237394	33837	203557
云酒店/轻管理	3444	-	3444	154457	-	154457
其他	24	7	17	1341	488	853
合计	**7870**	**541**	**7329**	**558073**	**65842**	**492231**
门店/客房占比						
经济型酒店	26.4%	53.8%	24.3%	29.5%	47.9%	27.1%
中高端酒店	29.6%	44.9%	28.4%	42.5%	51.4%	41.4%
云酒店	43.8%		47.0%	27.7%		31.4%
其他	0.3%	1.3%	0.2%	0.2%	0.7%	0.2%
合计	**100.0%**	**6.9%**	**93.1%**	**100.0%**	**11.8%**	**88.2%**
单店客房	**0.5%**		**1.5%**			
经济型酒店	79	108	75			
中高端酒店	102	139	98			
云酒店/轻管理	45		45			
其他	56	70	50			
合计	**71**	**122**	**67**			

数据来源：公司公告，东北证券

经济型、中高端、轻管理三类加盟政策互相补充，覆盖全谱系加盟需求。按照官方财报口径可将首旅酒店的加盟政策分为经济型/中高端/轻管理三类，经济型和中高端走“标准化加盟+营收抽成”路线，轻管理走“低门槛+固定收费”路线。三类加盟政策互相补充，经济型做存量、做升级；中高端做品牌、做利润；轻管理做规模、做覆盖，使首旅能够同时覆盖从一线城市核心商圈到四五线城市下沉市场的全谱系加盟需求。

1）经济型酒店是首旅的基本盘，以如家为核心，辅以莫泰、云上四季、驿居等品牌。经济型酒店当前的核心战略是存量升级，成熟经济型酒店在经营层面表现稳健，如家 4.0 市场反馈良好，2026Q1 经济型酒店开业 18 个月以上酒店 RevPAR 同比下滑 2.3%，经营数据同比表现好于中高端及轻管理。

仅供内部参考，请勿外传

表 2：首旅经济型品牌加盟政策

类目	如家	莫泰	驿居	云上四季
加盟期限	10 年			8 年
基本投资额(不含房租)	6.5 万元/单间	6 万元/单间		5 万元/单间
特许加盟咨询服务费(一次性)	2500 元/间			2 万元
特许合同保证金	5 万元			3 万元
特许品牌使用费	营业总收入的 4%			A 方案营业总收入 5% 含(特许品牌使用费 4%+特许服务支持费 0.5%+品牌推广费 0.5%) B 方案特许品牌使用、服务支持及推广费： 一类城市：220 元/月/间 二类城市：160 元/月/间 三类及以下城市：140 元/月/间
特许服务支持费	营业总收入的 0.5%			
品牌推广费	营业总收入的 0.5%			
采购、工程质量保证金	5 万元(验收合格后，可抵扣)			无
会员发展服务费	每 1 彩虹如愿豆结算 0.01 元			
CRS(含移动客户端)	9%,20 元封顶			9%
PMS 系统费	上线服务费 5,000 元，系统使用费 1 万元/年			
开业筹备期服务费	一次性 1 万元			
工程筹备期指导费	2 万元			工程服务支持费 2 万元
HOPS 酒店运营系统使用费	1500 元/月			

数据来源：首旅酒店集团官网，东北证券

2）中高端是首旅战略发展重心。品牌矩阵覆盖中端品牌如家商旅、如家精选、YUNIK、柏丽艾尚等和中高端品牌和颐、璞隐、扉缦、逸扉等，是公司门店扩张和收入增长的核心引擎。2026 年第一季度中高端新开店 74 家，截至 2026 年 3 月 31 日门店达 2,300 家，占比 29.6%，中高端房间量占比已提升至 42%以上，收入贡献率超 60%。

仅供内部参考，请勿外传

表 3：首旅中高端品牌加盟政策

类目	如家精选	如家商旅	YUNIK	扉缦	和颐系列品牌	璞隐	云上四季尚品	柏丽艾尚国际	艾扉
加盟期限	10 年						8 年		
基本投资额(不含房租)	8.5-9.5 万元/单间			11 万元/单间	12-14 万元/单间	13 万元/单间	8 万元/单间	10 万元/单间	11 万元/单间
特许加盟咨询服务费(一次性)	北上广深：4,000 元/间；其他 3,000 元/间						5 万元		
特许合同保证金	10 万元						5 万元		
特许品牌使用费	营业总收入的 4%						A 方案营业总收入 5%含(特许品牌使用费 4%+特许服务支持费 0.5%+品牌推广费 0.5%) B 方案特许品牌使用、服务支持及推广费： 一类城市：260 元/月/间 二类城市：180 元/月/间 三类及以下城市：160 元/月/间		
特许服务支持费	营业总收入的 0.5%								
品牌推广费	营业总收入的 0.5%								
采购、工程质量保证金	5 万元(验收合格后，可抵扣)						无		
会员发展服务费	每 1 彩虹如愿豆结算 0.01 元								
CRS(含移动客户端)	9%								
PMS 系统费	上线服务费 5,000 元，系统使用费 1 万元/年								
开业筹备期服务费	一次性 1 万元		一次性 3 万元				一次性 1 万元		
工程筹备期指导费	5 万元						2 万元		
工程设计费	按指定名录中设计公司的收费标准收取						——		
HOPS 酒店运营系统使用费	1500 元/月								

数据来源：首旅酒店集团官网，东北证券

3）轻管理曾是首旅规模阶段性扩张的核心驱动，近年来增速逐步收窄。以云酒店（派柏·云、睿柏·云、素柏·云、诗柏·云）和华驿为代表，轻管理瞄准下沉市场的中小单体酒店，这些酒店缺乏专业管理体系、成熟的会员营销和运营支持，加入连锁品牌的意愿强烈。首旅通过云品牌和华驿的轻管理模式，以极低门槛快速翻牌存量单体酒店，抢占市场份额。

仅供内部参考，请勿外传

表 4：首旅云品牌优惠加盟政策

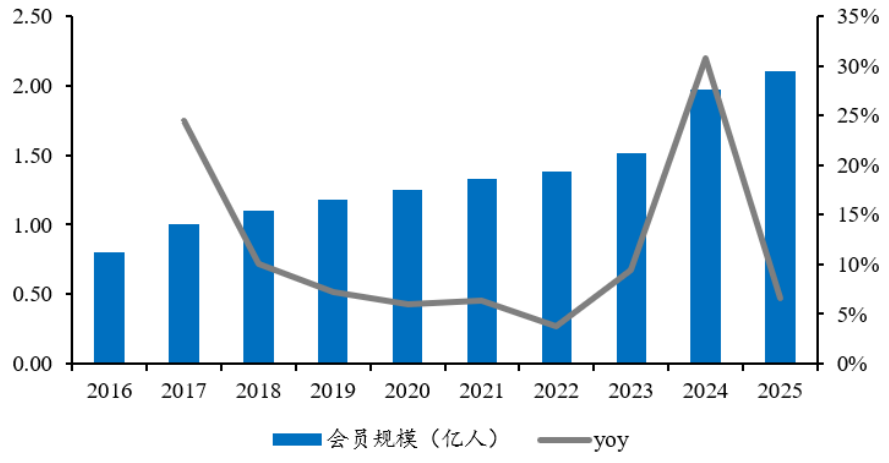
	收费科目	收费标准
一次性加盟费用	合同期限	合同期限 3 年
	加盟费	2.5 万元
	开业筹备费	1.8 万元
	Ⅳ类采购	1 万元（多退少补）
	保证金	2 万元
	现场工程指导费	1 万元
运营期费用	品牌使用及服务支持费	根据 1、2、3/4 类城市，按照 8/6/4 元/间天收取 2025 优惠政策： 6/5/3 元/间天
	如家 CRS 订单佣金	9%
	AH 私域订单佣金	9%
	PMS 与 HOPS 系统运维费	1200 元/月
	AH 丝域营销系统运维费	500 元/月
	酒店财税指导咨询费	200 元/月
	会员维护费	1 积分 0.01 元
	活动推广费	年度可售房总数的 3‰

数据来源：首旅酒店集团官网，东北证券

3.2. 会员体系建设持续推进，数智化能力增强运营效率

首旅通过双会员平台构建覆盖大众市场与高端市场的全域用户运营体系，持续为门店导流赋能。会员体系是连锁酒店集团的核心竞争壁垒之一，首旅会员规模快速增长，两大会员体系规模达到 2.1 亿人。截至 2024 年末，如 LIFE 俱乐部会员总数达 1.97 亿，同比增长 30.8%，首享会俱乐部会员总数达 368 万人，同比增长 234.6%。截至 2025 年末，公司拥有如 LIFE 俱乐部会员 2 亿人，首享会 BRAVO 会员 729 万。

图 32：首旅酒店会员规模



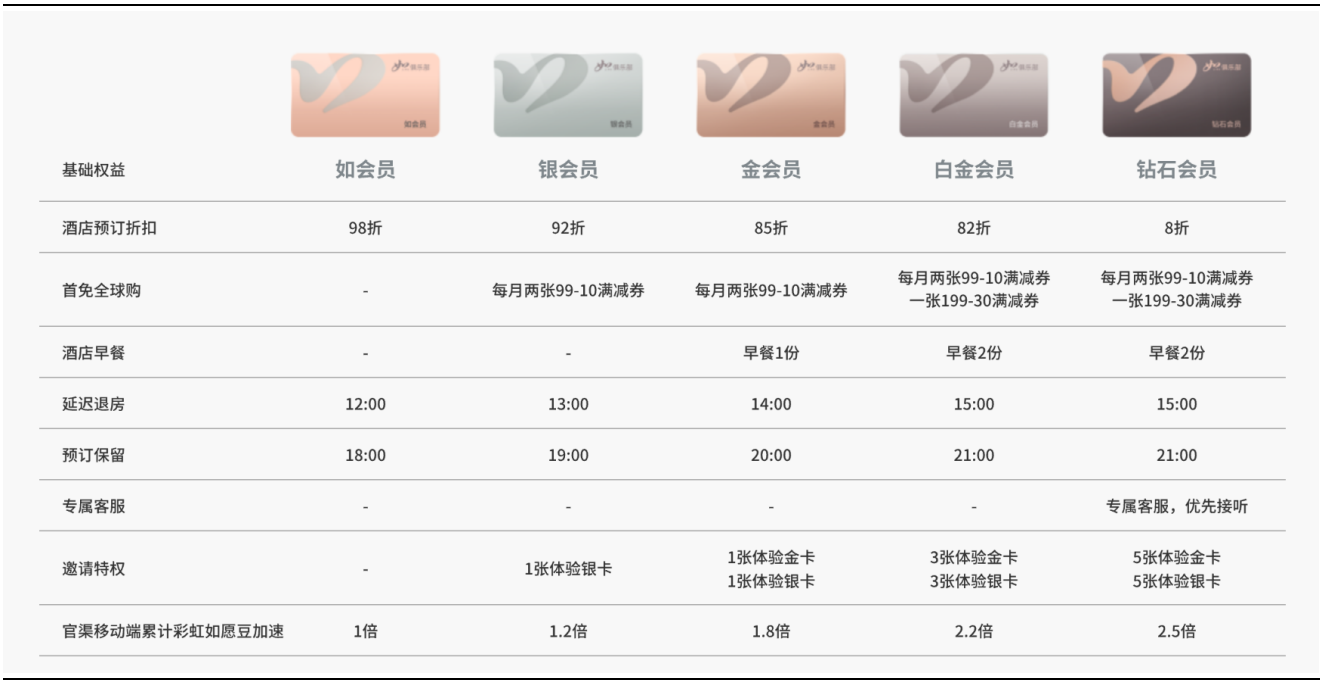
数据来源：公司公告，东北证券

首旅酒店实行双会员体系战略，推出如 LIFE 俱乐部和首享会 BRAVO，分别面向大众市场和高端市场。2021 年 9 月，公司全面升级会员体系，推出如 LIFE 俱乐部。该平台围绕尊享酒店权益、精彩跨界权益、多元化本地生活、精准圈层运营四大板块，为会员提供除住宿以外 230 多项不同的跨界生活服务权益及生活方式社群服务。

仅供内部参考，请勿外传

2025 年 3 月，如 LIFE 俱乐部启动新一轮全面升级，聚焦价格优势强化、兑换礼遇多元化、专属权益深化三大核心维度。2023 年 9 月 1 日，首旅正式推出首享会 BRAVO，专为高端会员提供精彩生活方式及旅途服务。2024 年，首享会开展了以“精彩长安街”为主题的系列活动，携旗下 20 家在京奢华高端传奇酒店首次联合亮相。会员可享受专属住宿优惠、餐饮折扣，以及历史文化讲座、非遗手工制作课程等特色文化活动。

图 33：如 LIFE 俱乐部会员等级及权益



基础权益	如会员	银会员	金会员	白金会员	钻石会员
酒店预订折扣	98折	92折	85折	82折	8折
首免全球购	-	每月两张99-10满减券	每月两张99-10满减券	每月两张99-10满减券 一张199-30满减券	每月两张99-10满减券 一张199-30满减券
酒店早餐	-	-	早餐1份	早餐2份	早餐2份
延迟退房	12:00	13:00	14:00	15:00	15:00
预订保留	18:00	19:00	20:00	21:00	21:00
专属客服	-	-	-	-	专属客服，优先接听
邀请特权	-	1张体验银卡	1张体验金卡 1张体验银卡	3张体验金卡 3张体验银卡	5张体验金卡 5张体验银卡
官渠移动端累计彩虹如愿豆加速	1倍	1.2倍	1.8倍	2.2倍	2.5倍

数据来源：首旅酒店集团官网，东北证券

图 34：首享会 BRAVO 会员等级及权益



等级特色权益

行政酒廊　专属服务大使　专属时刻　暖胃夜宵　优先升级　儿童优先

常会员等级

	新秀会员	精英会员	大使会员	传奇会员	荣誉会员
获取方式	注册	满足条件升级	满足条件升级	满足条件升级	定向邀请
升级	在新秀会员有效期内累计5000首享里程升级精英会员	在精英会员有效期内累计25000首享里程升级大使会员	在大使会员有效期内累计85000首享里程升级传奇会员	—	—
保级	—	有效期内累计5000首享里程	有效期内累计25000首享里程	有效期内累计85000首享里程	—
会员等级有效期	永久	365天	365天	365天	2年

数据来源：首旅酒店集团官网，东北证券

仅供内部参考，请勿外传

公司持续推进数智化建设，将 AI、大数据、渠道直连、智慧票务及全场景支付等技术嵌入酒店与景区运营环节，推动旗下业务从传统人工管理向数据驱动、智能决策和场景化服务升级。公司数智化建设已从单点工具应用延伸至经营决策、渠道管理和游客体验等核心环节，有助于提升运营效率、增强门店收益管理能力，并推动酒店与景区业务的精细化运营水平持续提升。

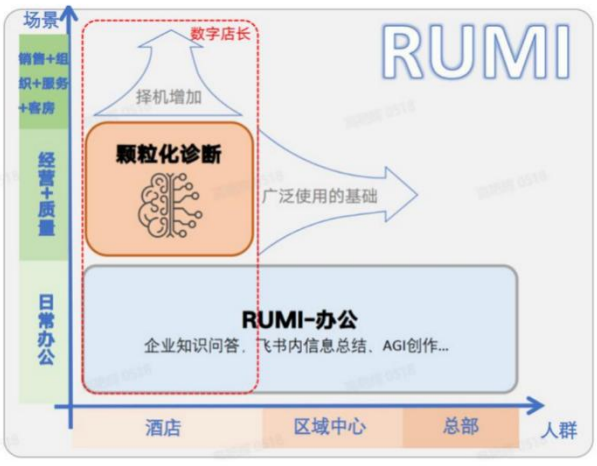
表 5：数智化赋能旗下各业务板块精细化运营

板块	技术	应用场景	经营价值
如家酒店	AI 应用矩阵、AI 颗粒化经营诊断模型	基于飞书、知识问答、Aily 底座，覆盖图片巡检、知识问答、客评回复、旅游攻略资讯、考试宝典、经营收益赋能等场景	对门店流量、价格及最大 RevPAR 贡献进行精准预测，为门店经营收益最大化提供智能决策支持
诺金国际	中央预订系统、渠道直连系统、数据与运营系统	完成中央预订系统与 14 家酒店直连、2 家软连；推进抖音、Booking 等重点渠道直连；筹开酒店系统上线测试	提升高星酒店数据贯通能力、渠道管理效率与运营支持水平
南山文化	智慧票务系统、全场景支付系统、POS 系统	推出“一张身份证游全程”体验，覆盖门票窗口、观光车、餐饮、文创商店等点位，支持银联、支付宝、微信支付等方式	压缩检票时间，实现无接触、零排队、秒通行，打通“食住行游购”全消费场景，提升游客体验

数据来源：首旅 2025 ESG 报告，东北证券

AI 赋能门店经营管理，数智化工具覆盖持续提升。公司持续推进 AI 能力在门店经营和内部管理场景中的落地，通过内部 AI 超级助手“RUMI”整合数字店、颗粒化诊断和办公助手等功能模块，覆盖销售组织、门店服务、客房、经营中后台及日常办公等场景，推动门店运营由经验驱动向数据驱动转型。其中，颗粒化经营诊断模型可基于历史数据、经营指标和专家经验，对门店经营质量进行拆解分析，并为门店流量、定价策略及 RevPAR 提升提供决策支持；RUMI 办公模块则覆盖企业知识问答、卡片信息总结及内容生成等场景，提升总部、区域中心和门店之间的信息协同效率。2025 年，公司数智化基础设施覆盖进一步扩大。公司 AI 及智能设备应用已从后台管理延伸至前台服务、客房体验和运营决策等多个环节，有助于降低人工依赖、提升服务标准化水平，并增强单店收益管理能力。

图 35：内部 AI 超级助手“RUMI”



数据来源：首旅酒店 2025 年 ESG 报告，东北证券

图 36：2025 年度数智化关键绩效

2025 年度关键绩效	
自助办理入住机覆盖门店数（家）	976
送物机器人覆盖门店数（家）	2,360
智能电视覆盖门店数（家）	2,325
智能客控覆盖门店数（家）	496
智能洗衣房覆盖门店数（家）	1,567

备注：如家酒店数智化管理相关数据

数据来源：首旅酒店 2025 年 ESG 报告，东北证券

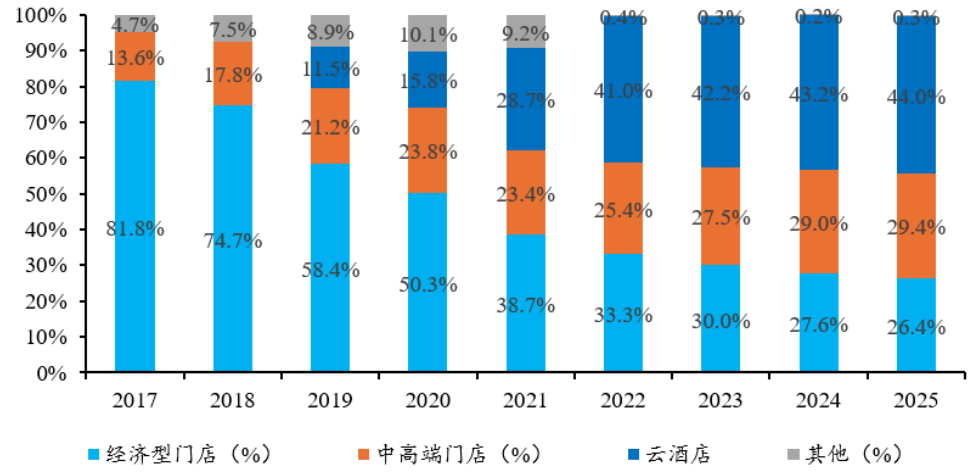
仅供内部参考，请勿外传

3.3. 中高端+标准化提质增效，拓店目标稳步推进

从规模扩张到高质量发展，首旅酒店持续推进“发展为先、产品为王、经营至上、全域用户运营”四大核心战略。根据中国旅游饭店业协会及美国《HOTELS》杂志对 2024 年运营酒店客房数量的排名，首旅酒店集团运营规模在国内排名第三、国际排名第九，已具备较强的规模壁垒和品牌影响力。2020 年，公司提出“三年万店”目标，以轻管理模式为核心驱动，加速规模扩张。此后战略重心逐步从唯规模论向规模与质量并重演进，量质双升成为当前战略主线。2025 年是战略重心转换的关键节点，公司已明确从过往依赖轻管理模式扩张，转向发力标准管理酒店，提升中高端酒店占比，核心战略向高质量发展倾斜。

顺应连锁酒店行业趋势，中高端升级改善单店模型。公司持续推进品牌结构升级，中高端门店占比由 2017 年的 13.6%提升至 2025 年的 29.4%，经济型门店占比则由 81.8%下降至 26.4%。中高端酒店能够提升单店收入质量；叠加加盟模式带来的轻资产扩张，公司门店结构优化有望持续改善单店模型，并推动盈利能力稳步修复。对外扩张兼顾新店开业和重点高端品牌培育，2025 年公司成立诺金国际酒店管理公司，实现对高端奢华品牌的集约化管理，建国饭店环球店、诺岚北京湾里店、安麓珠海东澳岛店等标志性项目相继开业，打造区域文旅地标。同时，公司不断推进中高端品牌的迭代升级，公司如家商旅 2.5、如家精选 4.0 以及璞隐 2.0 等核心产品升级有序推进，强化产品力。

图 37：各等级酒店占比变化趋势



数据来源：公司公告，东北证券

图 38：首旅酒店奢华及高端品牌矩阵

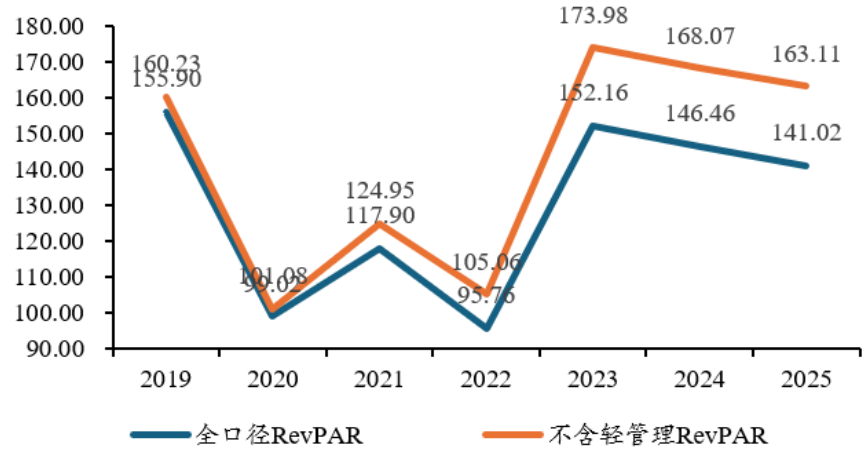


数据来源：首旅酒店集团官网，东北证券

仅供内部参考，请勿外传

由轻管理转向标准化。轻管理曾是首旅规模扩张的利器。轻管理（云酒店、华驿）的核心特征是投资小、门槛低、能快速渗透下沉市场。加盟商无需标准化装修改造，只需更换门头、logo 和系统即可翻牌，前期投入极低。这种模式极大降低了加盟门槛，使公司能够快速翻牌大量中小单体酒店。轻管理是过去几年首旅拓店的第一主力。2025 年末，轻管理酒店达 3,429 家，占总门店数 44.0%。2025 年全年新增门店 1510 家中，轻管理占比 44.2%。轻管理使首旅在疫情后行业整合窗口期快速扩大了规模，在轻管理带来规模优势的同时，也伴随着质量与管控的代价。轻管理酒店的 RevPAR 显著低于标准品牌，尽管贡献阶段性高速扩张，但收益贡献较低。2025 年全年，不含轻管理酒店整体 RevPAR 为 163 元，而全口径 RevPAR 仅 142 元，轻管理门店拉低了公司整体 RevPAR 表现。其次，管控力度弱，轻管理酒店的重点在于“轻”，而“轻”的背后往往意味着管控力度不够、与品牌的粘性有限，加盟门槛低导致解约率较高，门店生命周期较短。因此，由轻管理扩大规模转向标准化量质双升成为必然之举，当前标准店占比持续提升。

图 39：2019-2025 年首旅全口径 RevPAR 与不含轻管理 RevPAR 对比

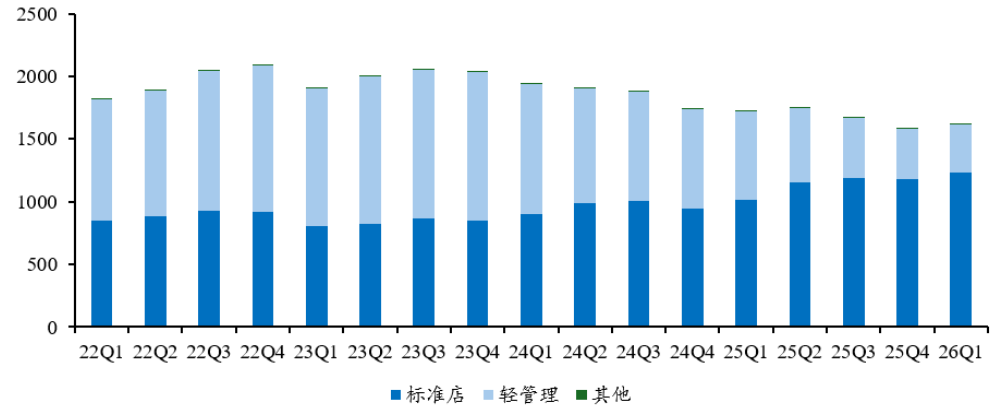


数据来源：公司公告，东北证券

万店目标稳步推进。开新与关旧并行，2025 年全年新开 1510 家、关停 710 家，净增 800 家。主动淘汰低效门店，旨在优化存量结构、提升整体质量。2025 年 9 月公司重申万店增长目标，2026 年公司将继续加快拓展，计划新开酒店 1600-1700 家。储备店为扩张提供坚实基础，据首旅 2026 年第一季度季报，截至 2026 年第一季度，公司储备店达 1,619 家，其中标准店 1,231 家。储备店中标准管理酒店占比达 76%，同比大幅提升 17 个百分点。2025 年新开店中标准店占比升至 55%，储备店中标准店占比更大幅优化至 75%。2026 年第一季度新开店中标准店占比为 65%，而储备店中标准店占比高达 76%，其中中高端仍然继续成为主导的扩张趋势，远高于当期新开店水平，预示着未来新开门店中标准店占比仍有进一步提升空间，为 2026 年拓店目标及万店目标提供确定性较强的增长支撑。

仅供内部参考，请勿外传

图 40：首旅酒店 2022Q1-2026Q1 储备店结构



数据来源：公司公告，东北证券

仅供内部参考，请勿外传

4. 盈利预测与估值

除了在经营数据层面体现出向好趋势外，首旅酒店亦有望在行业趋势演化过程中持续强化自身竞争壁垒。首旅酒店当前处于行业周期拐点与自身结构升级的双重共振窗口：1）经历 2024-2025 年供需再平衡阶段，供给增速边际放缓、商旅需求回暖，2026Q1 公司全部酒店 RevPAR 同比已转正，行业景气修复趋势初步确立。2）轻资产转型持续释放利润弹性，加盟占比已达 92.9%，成为盈利增长的核心引擎。3）“标准店+中高端”双轮驱动 RevPAR 改善；标准管理储备店占比升至 76%，中高端门店数量占比持续提升，叠加如家 3.0 及以上产品占比超 80%，整体产品力提升有望带来 RevPAR 的结构性修复。

当前酒店行业整体供给增速放缓，经营数据改善持续验证。首旅酒店作为国内行业龙头之一，中长期看伴随行业供给结构变化趋势，公司有望进一步扩大市场份额，并逐步向综合性住宿运营平台演进。预计公司 2026-2028 年营收分别为 78/80/83 亿元，归母净利润分别为 9.35/10.52/11.81 亿元，同比增长 15%/13%/12%，2026 年 7 月 9 日行情数据对应 PE 分别为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。

表 6：首旅酒店盈利预测

单位：百万元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	7792.92	7751.22	7606.80	7758.56	8027.47	8257.13
yoy	53.12%	-0.54%	-1.86%	2.00%	3.47%	2.86%
酒店总营收	7276.87	7234.79	7094.02	7214.56	7450.33	7644.85
yoy	48%	-1%	-2%	2%	3%	3%
直营	5334.43	5066.99	4684.77	4536.97	4413.18	4272.39
yoy	47%	-5%	-8%	-3%	-3%	-3%
加盟	1942.45	2167.80	2409.25	2677.59	3037.15	3372.46
yoy	51%	12%	11%	11%	13%	11%
景区营收	516.05	516.44	512.78	544.01	577.14	612.28
yoy	177%	0%	-1%	6%	6%	6%
归母净利润	795.07	806.31	811.14	934.95	1052.08	1181.25
yoy	-236.57%	1.41%	0.60%	15.26%	12.53%	12.28%
归母净利润率	10.2%	10.4%	10.7%	12.1%	13.1%	14.3%

数据来源：公司公告，东北证券

表 7：可比公司估值

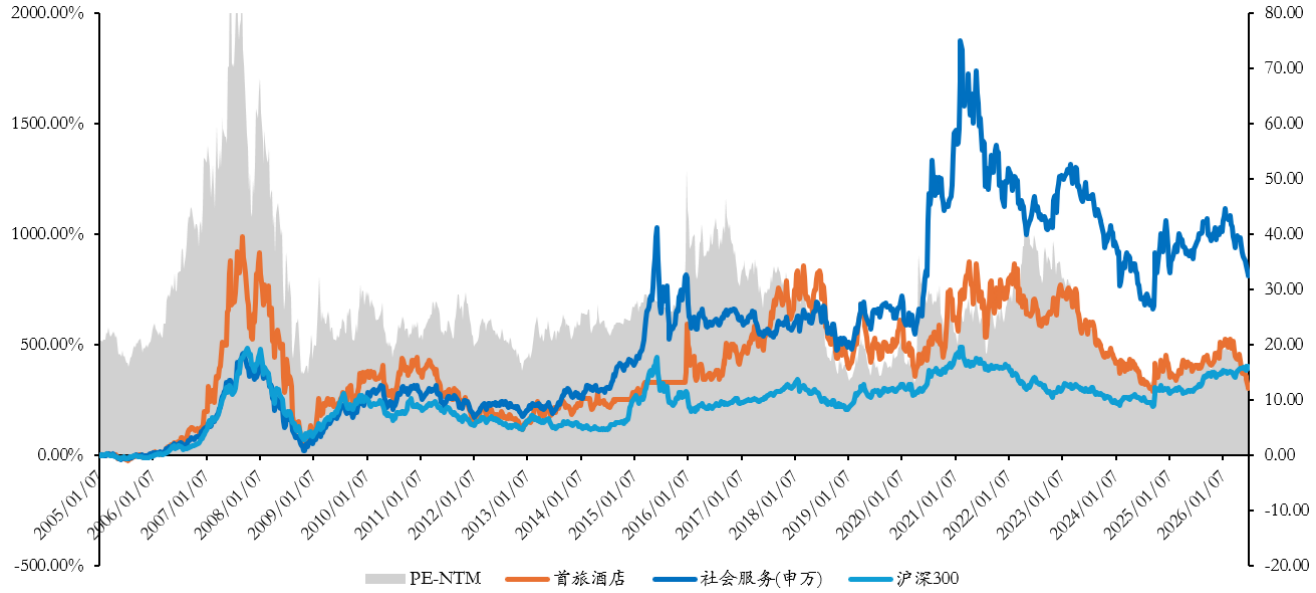
股票代码	股票简称	总市值（百万元）	PE-NTM	PE（2026E）	PE（2027E）	PE（2028E）
600754.SH	锦江酒店	19,183	15.16	16.46	14.02	12.27
1179.HK	华住酒店	103,360	15.76	16.76	14.82	13.28
ATAT.O	亚朵	4,326	13.11	14.41	11.94	8.24
301073.SZ	君亭酒店	3,539	41.40	53.22	33.78	29.22
	均值		21.36	25.21	18.64	15.75

数据来源：Wind，东北证券

*注：估值数据为 Wind 一致预期，行情数据截至 2026/6/30。

仅供内部参考，请勿外传

图 41：股价复盘



数据来源：Wind，东北证券

*注：PE-NTM 基于 Wind 一致预期数据，股价复盘区间为 2005/01/07~2026/06/30。

仅供内部参考，请勿外传

5. 风险提示

1) 宏观经济波动

宏观经济增速放缓或居民消费信心下降，可能影响商旅与休闲出行需求，进而对酒店入住率产生压力。若企业差旅预算收紧或可选消费支出减少，行业整体需求恢复节奏或低于预期。此外，突发公共事件或政策变化也可能带来短期需求波动。

2) 供给端压力持续

RevPAR 受入住率与平均房价共同影响，若市场竞争加剧或需求恢复弱于预期，房价提升空间可能受限。同时，新开门店爬坡期较长或区域结构变化，也可能拖累整体 RevPAR 表现，进而影响收入与利润增长。

3) 中高端品牌拓展不及预期

中高端品牌扩张依赖较高资本投入及更强运营能力，若市场需求恢复不足或竞争加剧，加盟商拓展意愿可能下降。同时，中高端酒店回收周期较长，若投资回报不及预期，或影响公司品牌结构升级进程。

4) 加盟商经营压力

行业竞争加剧带来入住率及房价压力，叠加人工、租金成本刚性，中小加盟商现金流承压，可能导致违约退出。

仅供内部参考，请勿外传

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,440	3,070	4,781	6,482
交易性金融资产	1,056	1,056	1,056	1,056
应收款项	206	240	233	247
存货	31	35	33	35
其他流动资产	153	153	153	153
流动资产合计	**3,495**	**5,159**	**6,872**	**8,594**
可供出售金融资产				
长期投资净额	339	339	339	339
固定资产	1,874	1,874	1,874	1,874
无形资产	3,348	3,348	3,348	3,348
商誉	4,692	4,692	4,692	4,692
非流动资产合计	**20,894**	**19,741**	**18,592**	**17,443**
资产总计	**24,389**	**24,900**	**25,464**	**26,037**
短期借款	229	229	229	229
应付款项	123	123	124	126
预收款项	11	14	13	14
一年内到期的非流动负债	1,343	1,378	1,378	1,378
流动负债合计	**3,957**	**3,987**	**4,033**	**4,070**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	8,282	8,289	8,289	8,289
长期负债合计	**8,282**	**8,289**	**8,289**	**8,289**
负债合计	**12,239**	**12,276**	**12,322**	**12,359**
归属于母公司股东权益合计	12,073	12,519	13,009	13,519
少数股东权益	77	105	132	160
负债和股东权益总计	**24,389**	**24,900**	**25,464**	**26,037**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**7,607**	**7,759**	**8,027**	**8,257**
营业成本	4,573	4,532	4,600	4,650
营业税金及附加	56	26	26	26
资产减值损失	-94	-90	-90	-60
销售费用	665	662	656	636
管理费用	853	776	803	826
财务费用	279	310	321	330
公允价值变动净收益	30	0	0	0
投资净收益	22	0	0	0
营业利润	**1,133**	**1,335**	**1,503**	**1,700**
营业外收支净额	6	-24	-29	-30
利润总额	**1,139**	**1,311**	**1,473**	**1,670**
所得税	325	348	394	461
净利润	814	963	1,080	1,209
归属于母公司净利润	**811**	**935**	**1,052**	**1,181**
少数股东损益	3	28	28	27

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	**814**	**963**	**1,080**	**1,209**
资产减值准备	110	90	90	60
折旧及摊销	1,876	1,149	1,149	1,149
公允价值变动损失	-30	0	0	0
财务费用	283	310	321	330
投资损失	-22	0	0	0
运营资本变动	225	-40	44	15
其他	56	26	29	30
经营活动净现金流量	**3,313**	**2,498**	**2,713**	**2,793**
投资活动净现金流量	**-863**	**-19**	**-29**	**-30**
融资活动净现金流量	**-2,326**	**-847**	**-973**	**-1,062**
企业自由现金流	**1,711**	**2,313**	**2,478**	**2,582**

财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标				
每股收益（元）	0.73	0.84	0.94	1.06
每股净资产（元）	10.81	11.21	11.65	12.11
每股经营性现金流量（元）	2.97	2.24	2.43	2.50
成长性指标				
营业收入增长率	-1.9%	2.0%	3.5%	2.9%
净利润增长率	0.6%	15.3%	12.5%	12.3%
盈利能力指标				
毛利率	39.9%	41.6%	42.7%	43.7%
净利润率	10.7%	12.1%	13.1%	14.3%
运营效率指标				
应收账款周转天数	11.24	10.34	10.59	10.46
存货周转天数	2.83	2.62	2.66	2.63
偿债能力指标				
资产负债率	50.2%	49.3%	48.4%	47.5%
流动比率	0.88	1.29	1.70	2.11
速动比率	0.74	1.15	1.56	1.97
费用率指标				
销售费用率	8.7%	8.5%	8.2%	7.7%
管理费用率	11.2%	10.0%	10.0%	10.0%
财务费用率	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%
分红指标				
股息收益率	2.7%	4.6%	5.2%	5.9%
估值指标				
P/E（倍）	23.06	13.36	11.88	10.58
P/B（倍）	1.55	1.00	0.96	0.92
P/S（倍）	2.46	1.61	1.56	1.51
净资产收益率	6.8%	7.5%	8.1%	8.7%

资料来源：东北证券

股息收益率 =（ 年度每股现金红利总和 / 年末收盘价 ）*100%。

仅供内部参考，请勿外传

研究团队简介：

赵涵真：新加坡国立大学硕士，上海交通大学本科，2021 年加入东北证券，现任社会服务行业分析师。

陈渊文：同济大学土木工程专业博士，东南大学土木工程专业本科，具有 1 年房地产从业经历，2020 年加入东北证券，现任轻工社服行业首席分析师，曾获 2022 年度 Wind 金牌分析师轻工制造第二名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

仅供内部参考，请勿外传

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

