



社会服务业行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

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

酒店行业 26Q3 投资策略：风雨之后见拐点，周期配置迎窗口

投资逻辑

酒店集团兼具周期与成长属性，当前以周期为主。行业上行期，成长逻辑占据主导，市场关注长期空间与竞争优势，倾向给予公司成长性溢价；反之则聚焦短期 RevPAR 波动与盈利弹性，估值回归周期逻辑。基于周期的酒店投资关键在于判断行业拐点。

4 月以来，酒店行业由 Q1 的温和修复转入承压阶段。油价上涨、极端天气增多抑制居民出行意愿，酒店需求恢复弱于预期；五一假期全国日均出游人次同比+3.1%，较春节放缓，行业增长逻辑受到挑战；暑假期间，高校放假时间普遍延后，叠加高温、强降雨及台风扰动，旺季需求启动偏晚。酒店之家数据显示，2026/6/29—7/26，全国酒店 RevPAR/OCC/ADR 平均分别同比-2.8%/-0.9%/-3.7%。

我们认为暑期前段或为出行需求底部，边际改善在即。随前期需求滞后释放，出行数据已出现向好态势：航班管家统计，7/27—8/1 全国客运航班量/旅客运输量同比+5.2%/+8.2%，增速较前一周分别扩大 1.8/2.3pct；截至 7 月 31 日，去哪儿平台预订 8 月 8—9 日出发的机票量较上月增长 62%；携程民航官方直销平台大数据显示，截至 7 月 29 日，8 月国内航线机票预定量约 1750 万张，同比增长约 7%，出入境航线机票预定量约 50 万张，同比增长超 6%；STR 数据显示，6 月 28 日-7 月 25 日，全国各级别酒店入住率逐周上升。

Q2 预期转弱使得投资意愿下降，供给压力有望缓解。需求承压背景下，2026 年 3 月住宿和餐饮业固定资产投资累计同比增速转负。6 月降至-13%，但酒店房量仍同比+6.5%，投资收缩的传导需要时间。预计未来半年至一年酒店供给增速逐步回落，供需关系改善确定性高。

加盟扩张与中高端升级趋势不变。2025 年中国酒店客房连锁化率为 41.8%，低于全球约 57%的水平，行业连锁化仍有较大提升空间。头部集团通过品牌、会员、数字化系统及供应链优势吸引单体酒店加盟，持续实现轻资产扩张。

截至 2026 年 7 月 19 日，华住/首旅/锦江/亚朵门店分别为 13350/7588/10703/2191 家，同比+6.3%/+5.6%/+1.6%/+9.4%，年初至今增加 792/405/169/189 家。中高端酒店占比持续提升，推动盈利能力改善，龙头长期增长逻辑不改。

投资建议与估值

酒店集团股价对 RevPAR 增速的变化趋势较为敏感，股价通常领先于 RevPAR 见顶或见底。RevPAR 增速回升后，估值修复窗口将逐步打开。

短期看，酒店行业在暑期前段或已触底。随需求滞后释放、天气扰动减弱、中秋假期前置、中小学秋假落地，行业有望重回景气；中期看，住宿餐饮业固定资产投资增速已大幅下降，供给增长预计回落，供需关系有望改善。长期看，连锁化率提升、加盟扩张及中高端升级仍将驱动龙头成长。后续交易逻辑可能从情绪反弹转向对基本面的定价。

建议关注运营效率领先的华住集团，酒店与零售双轮驱动的亚朵，改革提效弹性大的锦江酒店，以及经营质量持续改善的首旅酒店。

风险提示

盈利预测下调、内需恢复不及预期、行业竞争加剧



内容目录

一、周期视角：底部渐明，周期复苏拐点临近.....	4
1.1 酒店集团兼具周期与成长性，当前为周期主导.....	4
1.2 外部扰动暂时压制需求，但供给拐点临近.....	8
1.3 预计暑期前段出行需求触底，边际改善在即.....	12
二、成长视角：加盟扩张、中高端升级打开空间.....	14
2.1 龙头规模扩张、中高端升级趋势不变.....	14
2.2 连锁化率对比海外仍有提升机会.....	15
三、关注酒店行业估值修复机会.....	16
3.1 锦江酒店：提质改革卓有成效，重塑核心竞争力.....	16
3.2 首旅酒店：标准管理扩张提速，结构优化驱动利润增长.....	17
3.3 华住集团：效率领先的酒店业龙头.....	17
3.4 亚朵：中高端为核心，酒店与零售双轮驱动.....	18
投资建议与估值.....	19
风险提示.....	19

图表目录

图表 1：酒店行业核心跟踪指标——OCC、ADR、RevPAR	4
图表 2：酒店行业客群拆分	4
图表 3：2020 年前制造业 PMI 增速与 RevPAR 增速同步	4
图表 4：酒店周期的四个阶段	4
图表 5：酒店行业基本面时钟酒店行业的基本面时钟	5
图表 6：1995-2019 年美国酒店周期复盘.....	5
图表 7：2020-2025 年美国酒店供给、需求、RevPAR 同比增速	6
图表 8：2013-2019 中国内地酒店供给，需求，及入住率同比变化.....	6
图表 9：五星级酒店成本结构拆分	7
图表 10：不同净利率、固定成本下，RevPAR 增长 1%对直营酒店净利润的影响	7
图表 11：首旅酒店加盟收费标准	8
图表 12：华住股价领先于 RevPAR 增速变化	8
图表 13：24Q1-26Q1 中国酒店集团 RevPAR 同比增速.....	9
图表 14：2024-2026 主要假期日均出行人次.....	9
图表 15：NOAA 对厄尔尼诺强度的强度预测（26 年 7 月）	10
图表 16：华住、首旅、锦江股价复盘	10



图表 17: 2026 年全国主要高校放假时间普遍延后	11
图表 18: 26W15 (2026/4/12) - 26W30 (2026/7/20-2026/7/26) 全国酒店 RevPAR 同比增速	11
图表 19: 2026 年 6 月 28 至 7 月 25 日中国内地酒店入住率	12
图表 20: 24M1—26M6 住宿和餐饮业固定资产投资累计同比、酒店房量同比增速	12
图表 21: 2026 年暑运期间全国客运航班量	13
图表 22: 2026 年暑运期间全国旅客运输量	13
图表 23: 2026 年含税平均机票价格对比 2025 年增长较少	13
图表 24: 国内航线燃油附加费	14
图表 25: 20Q1-26Q1 华住、锦江中国加盟酒店占比持续提升	14
图表 26: 截至 2026 年 7 月 19 日主要酒店集团开店情况 (酒店之家统计)	15
图表 27: 20Q1-26Q1 主要酒店集团中高端占比	15
图表 28: 2019-2025 年全国酒店连锁化率 (分档次)	16
图表 29: 锦江酒店营业总收入与归母净利润	16
图表 30: 锦江酒店销售毛利率与归母净利率	16
图表 31: 首旅酒店营业总收入与归母净利润	17
图表 32: 首旅酒店销售毛利率与归母净利率	17
图表 33: 华住集团营业总收入与归母净利润	18
图表 34: 华住集团销售毛利率与归母净利率	18
图表 35: 亚朵营业总收入与归母净利润	18
图表 36: 亚朵销售毛利率与归母净利率	18
图表 37: 行业重点公司估值	19



一、周期视角：底部渐明，周期复苏拐点临近

1.1 酒店集团兼具周期与成长性，当前为周期主导

酒店行业具有直营和加盟两种模式，因而兼具周期性与成长性。直营业务受周期影响显著，成长性来源于加盟扩张与结构升级。周期投资重点跟踪供需关系以判断行业景气度，成长投资则关注加盟扩张和中高端升级。基于周期的酒店投资关键在于判断行业拐点。

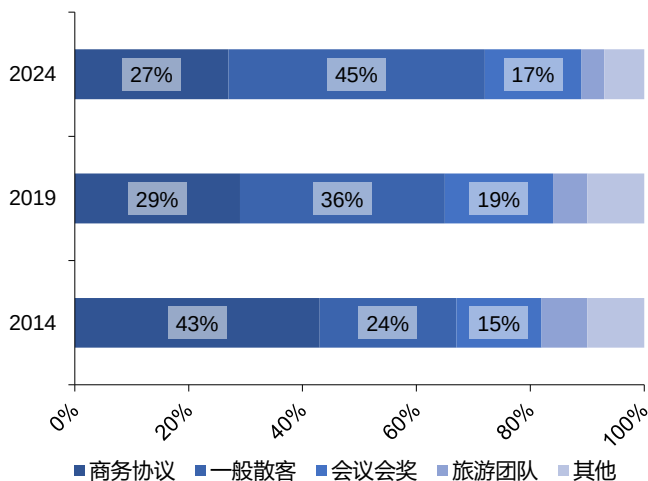
图表1：酒店行业核心跟踪指标——OCC、ADR、RevPAR

指标	定义	计算公式
OCC	一定时期内，实际售出客房数/可供出租客房数	$OCC = \text{已售客房数} \div \text{可供出租客房数}$
ADR	一定时期内，每间已售客房产生的平均收入	$ADR = \text{客房收入} \div \text{已售客房数}$
RevPAR	一定时期内，每间可供出租客房平均产生的收入	$RevPAR = \text{客房收入} \div \text{可供出租客房数} = OCC \times ADR$

来源：国金证券研究所

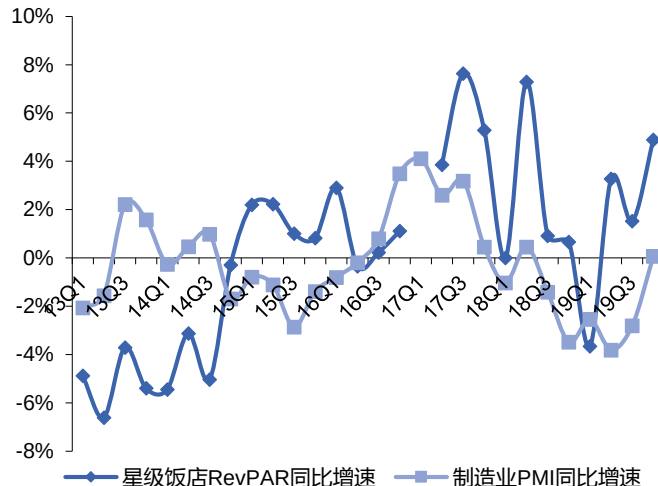
酒店需求可拆分为商旅需求与休闲需求。浩华咨询统计 2024 年五星级酒店商务散客占 27%，休闲旅游约占 50%。公共卫生事件前，酒店商务需求与企业经营活跃度高度相关，核心同步指标为 PMI，办公线上化使得酒店商务需求持续缩减。休闲旅游需求则取决于出行景气度。

图表2：酒店行业客群拆分



来源：浩华，国金证券研究所

图表3：2020 年前制造业 PMI 增速与 RevPAR 增速同步



来源：iFind，国金证券研究所

酒店需求变化与宏观周期关系密切，而供给变化具有滞后性。供需错配使得 RevPAR 周期性波动，产生行业周期。

需求改善时，OCC 率先上升，推动 ADR 及 RevPAR 提升；经营改善提高酒店项目的投资回报率（IRR），吸引加盟商签约和开店。但新建酒店通常需要 1-3 年才能开业，待供给集中释放后，市场竞争加剧，RevPAR 承压，IRR 随之下降，行业扩逐步出清，最终形成新的供需均衡。

传统商品周期通常经历需求走弱 → 价格下跌 → 企业亏损 → 供给出清 → 价格反转 → 盈利修复 → 扩产重启的循环。而历史上酒店行业从未出现大规模的供给出清。与制造业不同，酒店具有重资产、长周期和退出成本高的特征。行业出清主要体现为新增供给放缓、低效单体酒店停业或翻牌，而非客房数量短时间内大幅减少。

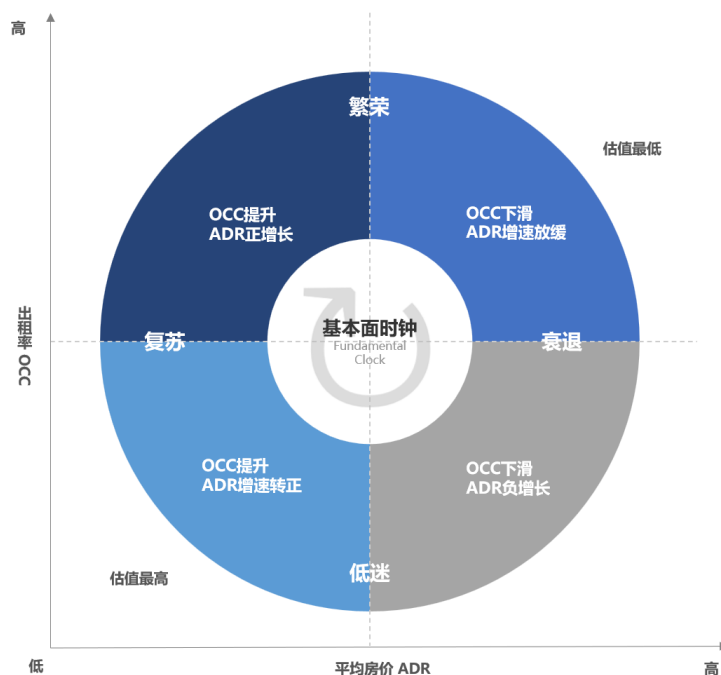
图表4：酒店周期的四个阶段

阶段	需求	供给	行业阶段	经营表现	含义
① 复苏	回升	仍低位或收缩	供不应求开始显现	OCC 率先改善，ADR 逐步修复	盈利预期上修
② 繁荣	高增长	开始扩张	景气高位	OCC、ADR、RevPAR 全面向上	盈利最强，但估值可能已较高
③ 衰退	放缓或下降	仍在增长	供给过剩	OCC 下滑，ADR 承压，利润回落	股价通常提前见顶
④ 低迷	低迷	收缩、出清	行业筑底	RevPAR 与盈利水平处于低位	等待供给出清和需求拐点

来源：国金证券研究所



图表5：酒店行业基本面时钟酒店行业的基本面时钟



来源：国金证券研究所

美国酒店行业周期性显著，供给滞后需求变化3年左右。美国酒店多次经历重大外生冲击导致行业下行，随后在经济复苏、需求释放与供给滞后共同作用下进入新一轮上行。

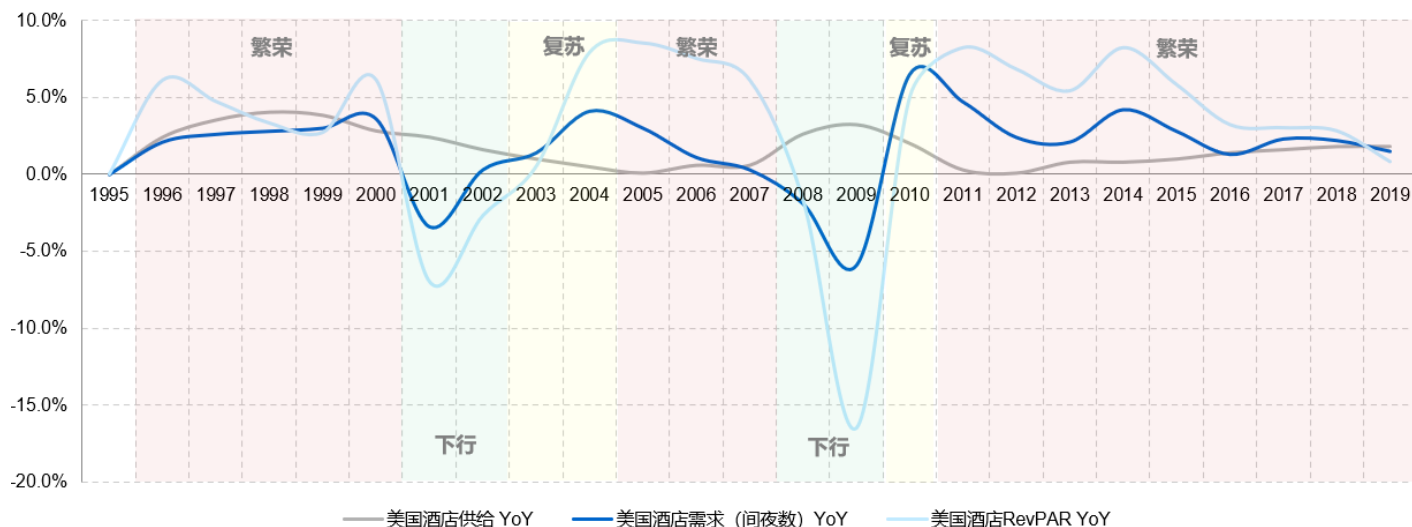
美国酒店在1990年代持续扩张，企业盈利、商务活动和居民消费改善，推动酒店需求增长。

第一轮：2001—2007年。2001年互联网泡沫破裂叠加“9.11”事件冲击，美国酒店需求快速下滑。2003年后经济逐步修复，商务和休闲出行恢复，而前期低迷抑制新增供给，需求增长快于供给，推动OCC、ADR和RevPAR持续回升。

第二轮：2008—2019年。2008年金融危机导致酒店需求大幅收缩，而前期建设的酒店仍持续开业，供需关系明显恶化。2010年后经济和就业复苏，需求重新上行；同时融资环境收紧抑制新增供给，行业进入较长复苏周期。2016年后OCC升至高位，增长逐步转向ADR驱动，至2019年行业增速放缓。

第三轮：2020年至今。2020年外部冲击导致酒店需求骤降，OCC和RevPAR显著承压；2021—2022年休闲需求率先恢复，需求增速快于供给，ADR和RevPAR快速反弹；2023年后复苏趋缓。

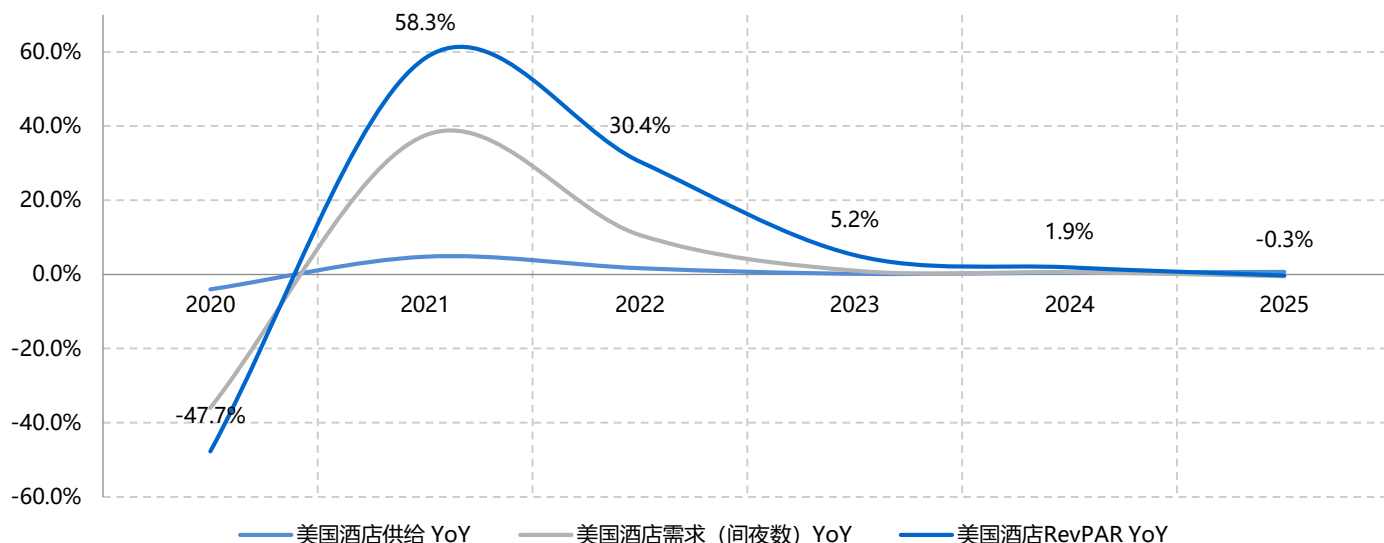
图表6：1995-2019年美国酒店周期复盘



来源：STR，国金证券研究所



图表7：2020–2025 年美国酒店供给、需求、RevPAR 同比增速



来源：STR，国金证券研究所

中国酒店供给波动较弱，需求主导周期。历史上需求和供给长期维持扩张。

以 2013–2019 年为例：2013—2014 年受八项规定及公务接待收缩影响，需求增速明显回落；2014 年后，低基数、大众旅游扩张及酒店客源结构调整推动需求恢复；2016—2017 年，企业经营活动改善叠加居民休闲出行增长，酒店需求进入上行期；2018–2019 年经济增速放缓、贸易摩擦导致酒店需求增速下滑。

图表8：2013–2019 中国内地酒店供给，需求，及入住率同比变化

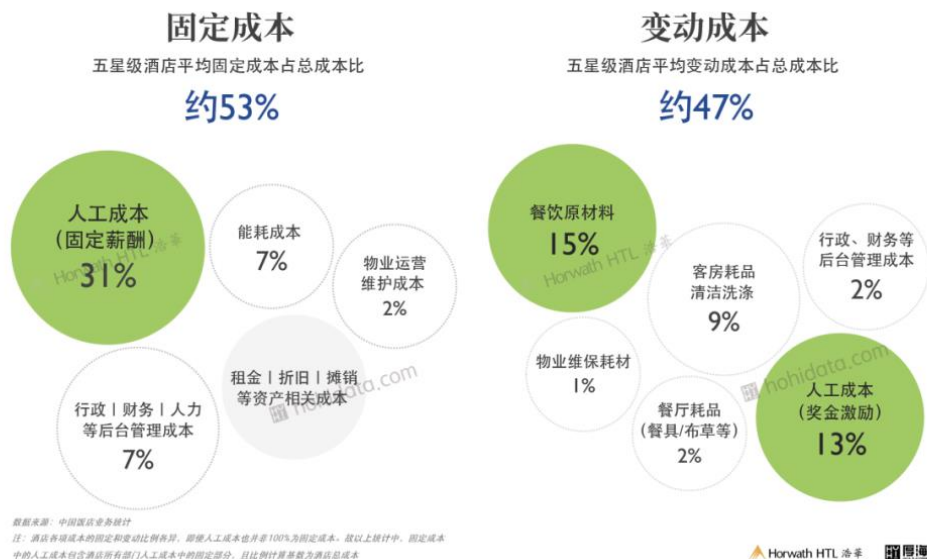


来源：STR，国金证券研究所

直营酒店经营杠杆高。浩华测算五星级酒店固定成本约占比约总成本的 53%，主要包括固定薪酬、租金及折旧摊销、能耗、后台管理和物业维护等。



图表9：五星级酒店成本结构拆分



来源：厚海，国金证券研究所

RevPAR 小幅变动通常使直营酒店利润大幅波动。例如当直营酒店净利率为 10%、固定成本占总成本的 50%时，RevPAR 增长 1%可带动净利润增长 5.5%。

图表10：不同净利率、固定成本下，RevPAR 增长 1%对直营酒店净利润的影响

净利率(纵轴) \ 固定成本占比 (横轴)	20%	30%	40%	50%	60%	70%
5.0%	4.8%	6.7%	8.6%	10.5%	12.4%	14.3%
10.0%	2.8%	3.7%	4.6%	5.5%	6.4%	7.3%
15.0%	2.1%	2.7%	3.3%	3.8%	4.4%	5.0%
20.0%	1.8%	2.2%	2.6%	3.0%	3.4%	3.8%
25.0%	1.6%	1.9%	2.2%	2.5%	2.8%	3.1%
30.0%	1.5%	1.7%	1.9%	2.2%	2.4%	2.6%
35.0%	1.4%	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%	2.3%

来源：国金证券研究所

随上市公司逐步提高加盟业务占比，行业周期性减弱。加盟模式下酒店集团输出品牌、会员体系、预订平台和运营，并收取加盟费。相较直营模式，加盟业务资本投入更轻、固定成本更低，收入更多取决于门店规模，因此随着加盟占比提升，上市公司利润对 RevPAR 波动的敏感度下降。

但加盟占比提升并未完全消除周期性：1) RevPAR 波动直接影响加盟收入；2) RevPAR 影响加盟商 IRR、续约及开店意愿。

以首旅酒店为例，加盟费用主要分为首次加盟收费和持续运营收费。首次加盟阶段，加盟商需承担装修投资、特许加盟费、保证金、设计及筹备服务费等。酒店运营后，公司通过品牌使用费、CRS 渠道服务费、会员服务费及系统使用费等持续收费。



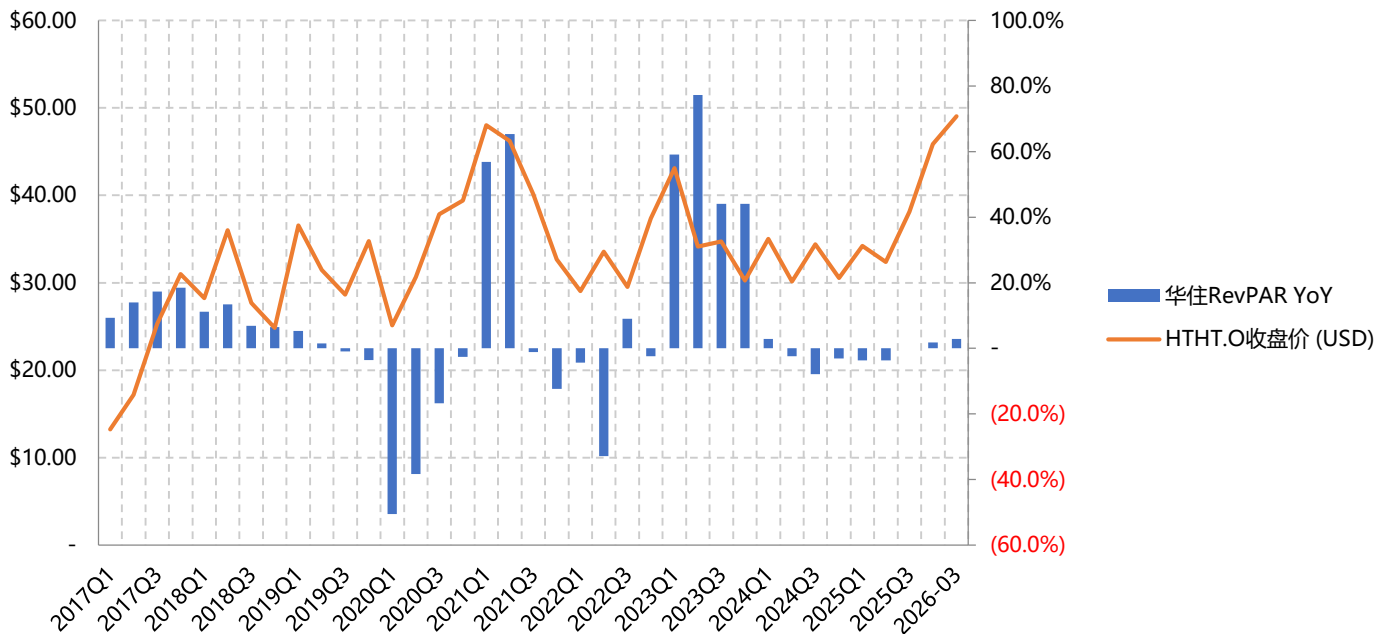
图表11：首旅酒店加盟收费标准

类目	如家/莫泰/云上四季	如家商旅	如家精选	和颐(和颐至尚)	柏丽艾尚
加盟期限	10 年				
基本投资额(不含房租)	6 万元/单间	7.5 万元/单间	9 万元/单间	12 万元/单间	12 万元/单间
特许加盟费(一次性)	3000 元/间；不低于 15 万元		北上广深 4000 元/间，其它 3000 元/间；不低于 20 万元		
特许保证金	10 万元	10 万元	10 万元	20 万元	20 万元
品牌使用、服务支持费	营业总收入的 4%				
采购、工程质量保证金	5 万元(验收合格后可抵扣)				
会员发展服务费	每 1 积分结算 0.01 元				
CRS(含移动客户端)	9%, 20 元封顶	9%		9%	
PMS 管理系统安装及使用费	初装费 5000 元，系统使用费 1 万元/年			初装费 1 万元，系统使用费 2 万元/年	
筹备期服务费	一次性 1 万元			一次性 3 万元	
工程项目经理	兼职 2 万元，全职 5 万元(界定 7 个月，超 7 个月加收费用)				
工程设计费	/	12 万元	20 万元	30 万元	30 万元
HOPS 酒店运营系统使用费	1440 元/年				

来源：首旅酒店，国金证券研究所

酒店集团股价对 RevPAR 增速的边际变化较为敏感，股价通常领先于 RevPAR 见顶或见底。当降幅收窄或增速向上时，估值修复；反之，增速回落则估值承压。

图表12：华住股份领先于 RevPAR 增速变化



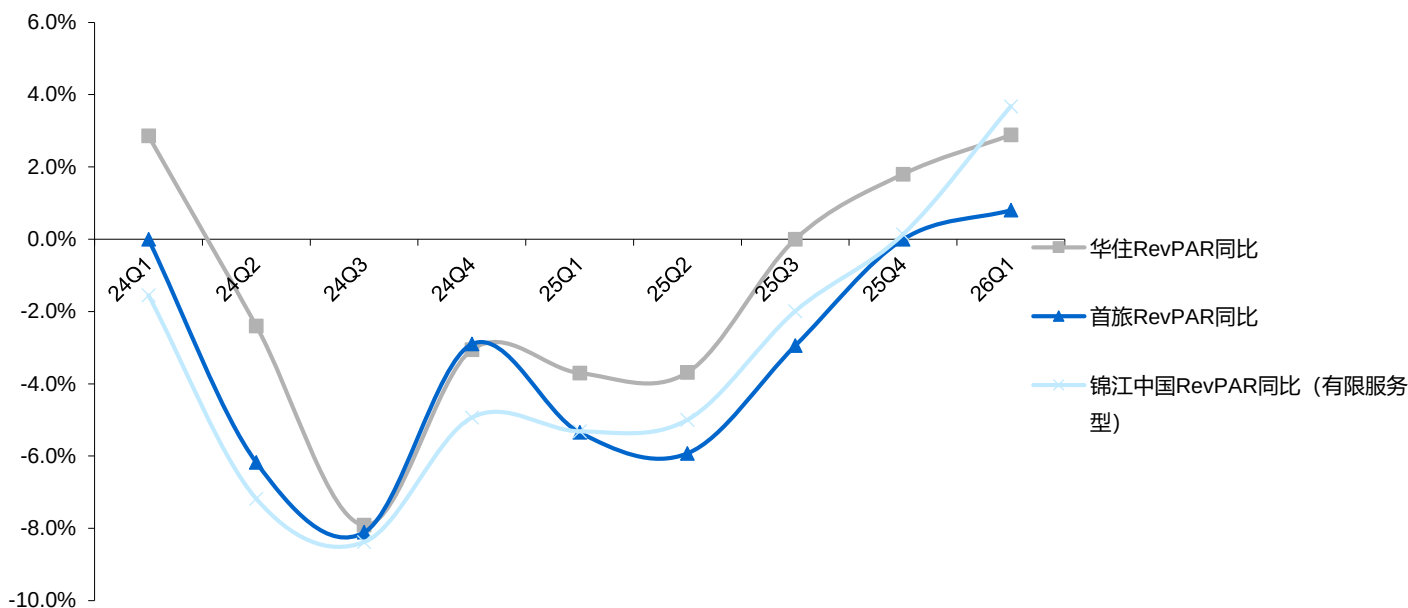
来源：iFind，国金证券研究所

1.2 外部扰动暂时压制需求，但供给拐点临近

2023 年起，酒店行业经历了需求集中释放、供给回补竞争加剧的过程。2025 年下半年以来，随着行业供给压力缓解、价格策略趋于理性，龙头 RevPAR 率先转正。



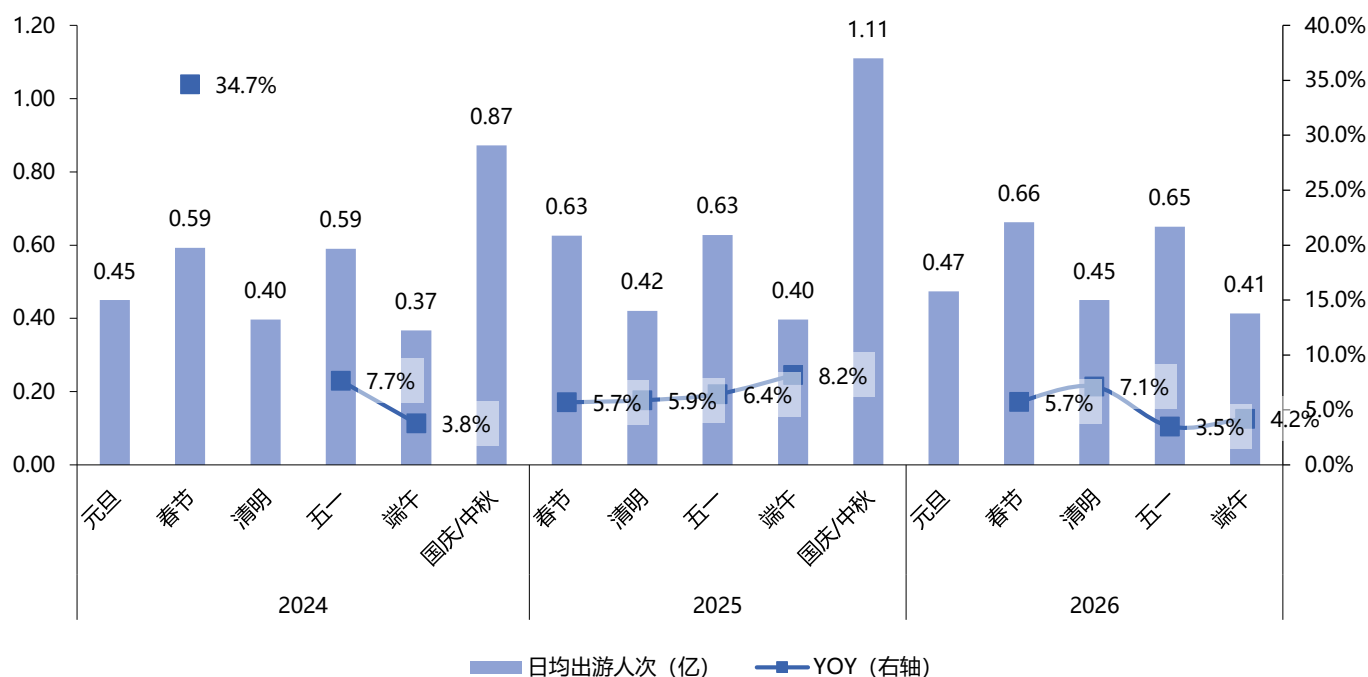
图表13：24Q1-26Q1 中国酒店集团 RevPAR 同比增速



来源：iFind，国金证券研究所

26Q1 受益于中小学春假、文旅消费扩容，休闲旅游需求维持韧性。26 年春节假期全国日均出游人次同比+5.7%，26Q1 华住/首旅/锦江中国 RevPAR 分别同比+2.9/+0.8/+3.7%。

图表14：2024-2026 主要假期日均出游人次



来源：文化和旅游部，国金证券研究所

3 月以来，美伊冲突与厄尔尼诺扰动出行需求修复节奏。美伊冲突通过油价上涨、航空成本提升及地缘风险压制旅游需求；厄尔尼诺导致极端天气增加，影响旅游需求释放。

国内航空煤油出厂价由 3 月 5,622 元/吨快速上涨至 5 月 11,495 元/吨，推动 800 公里以上/以下航线燃油附加费分别升至 170/90 元。5 月油价回落，7 月滞后传导至航空煤油价格，燃油附加费 800 公里以上/以下同步降至 100/50 元。

自 2026 年 8 月 5 日零时起，国内航线旅客运输燃油附加费征收标准将调整。其中，800 公里（含）以下航段向每位成人旅客收取 40 元，800 公里以上航段向每位成人旅客收取 70 元，分别较此前下降了 10 元和 30 元。

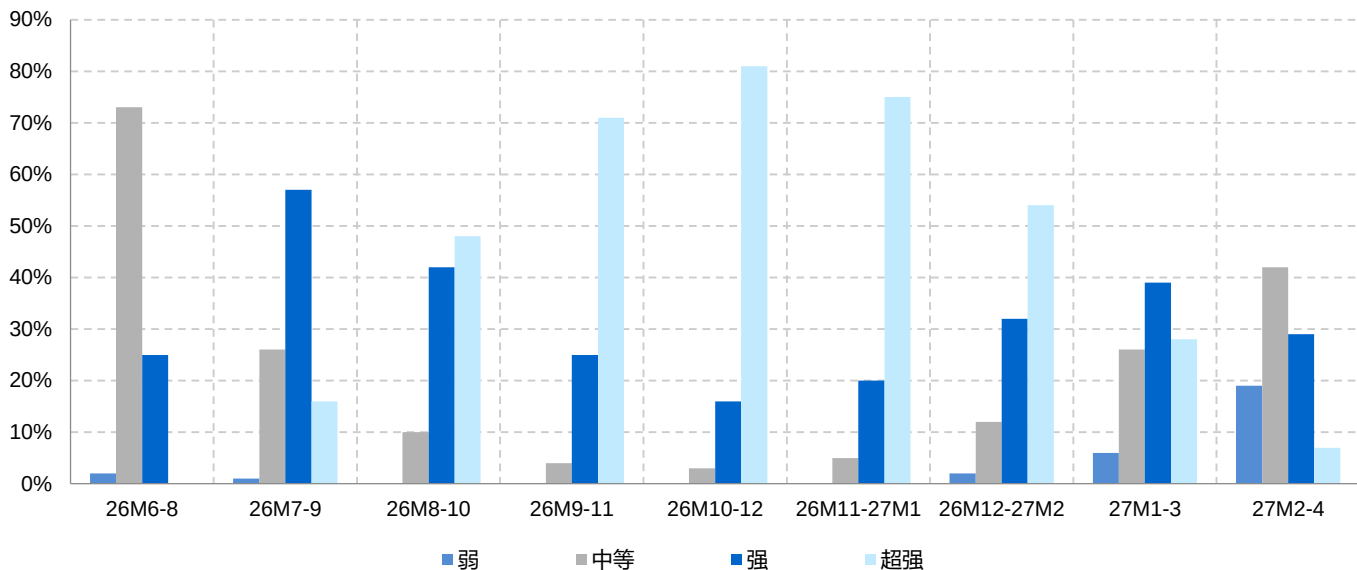
厄尔尼诺进入快速增强阶段。NOAA 7 月 9 日发布的 ENSO 诊断显示，预计厄尔尼诺将延续并继续增强，持续至 2027



年早春的概率为 97%，10-12 月出现超强厄尔尼诺的概率为 81%。

历史统计数据表明，在厄尔尼诺发展年，易出现我国长江以南地区夏秋季降水较常年偏多、全国大部气温偏高的情况。

图表15: NOAA 对厄尔尼诺强度的强度预测 (26 年 7 月)



来源: NOAA, 国金证券研究所

2026 年五一假期，全国日均出游人次增速环比回落 3.6pct 至 3.5%。酒店估值修复逻辑受损。

图表16: 华住、首旅、锦江股价复盘



来源: iFind, 国金证券研究所

暑期旺季，受天气与高校假期延迟扰动，酒店行业进入深度承压阶段。

1) 自 6 月进入主汛期以来，我国天气气候呈现明显暖湿特征。全国平均气温为 17.5℃，较常年偏高 0.9℃，为 1961 年以来历史同期第三高。全国平均降水量为 264.2 毫米，较常年偏多 6.1%，为近十年同期第二多。预计“七下八上”期间（7 月 16 日至 8 月 15 日），华北大部、内蒙古东部、东北地区、华东大部、华中南部、华南、西南地区西北部、西藏东南部和西北部、新疆南部等地降水偏多，其中内蒙古东北部、黑龙江、辽宁、北京、天津、河北大部、山东北部、浙江大部、江西南部、福建、台湾、广东大部、西藏东南部、新疆西南部等地偏多 2~5 成。

2) 以 C9 高校为例，2026 年暑假开始时间整体较 2025 年有所延后，多数院校延后 6-13 天，其中复旦大学、上海交通大学、南京大学、哈尔滨工业大学延后幅度较大，均为 13 天。



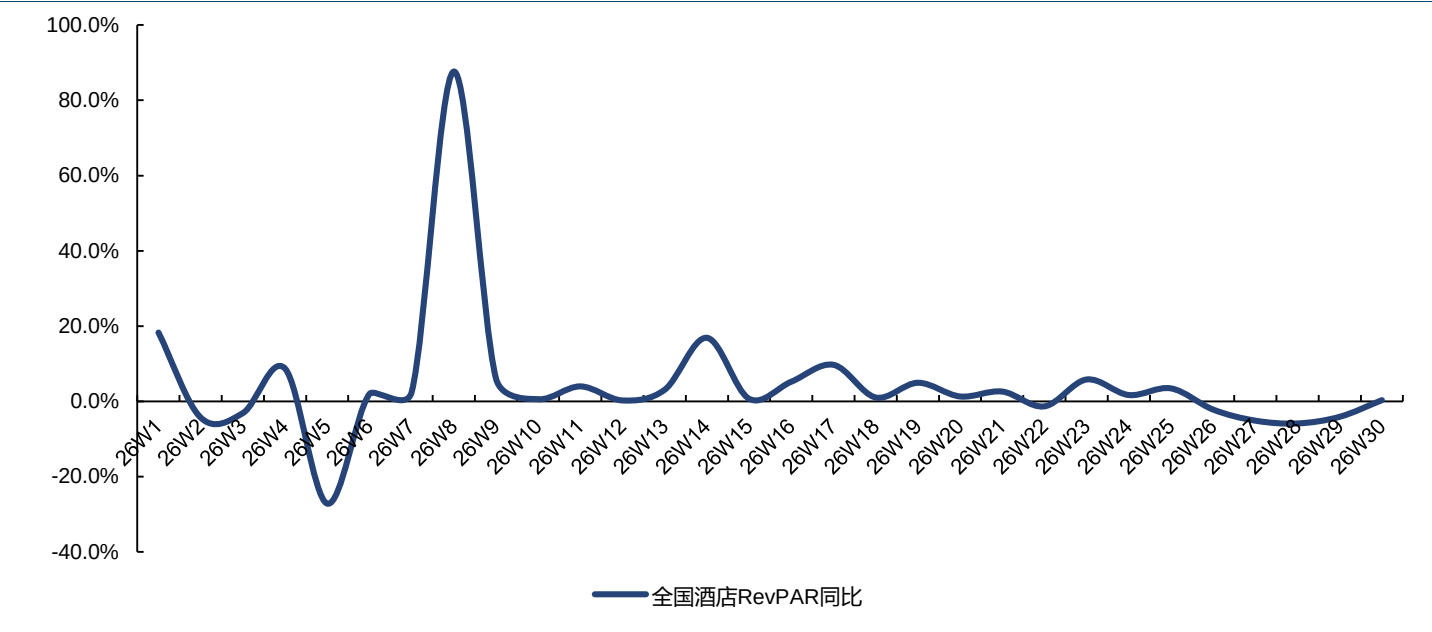
图表17：2026 年全国主要高校放假时间普遍延后

院校	2025 年暑假	2026 年暑假	延后时长
清华大学	6 月 23 日 - 9 月 14 日	6 月 29 日 - 9 月 13 日	6 天
北京大学	6 月 23 日 - 9 月 8 日	6 月 29 日 - 9 月 6 日	6 天
复旦大学	22 日6月月 7 日	7 月 5 日 - 9 月 6 日	13 天
上海交通大学	21 日7月月 14 日	8 月 3 日 - 9 月 13 日	13 天
浙江大学	6 月 25 日 - 9 月 11 日	7 月 5 日 - 9 月 13 日	10 天
南京大学	6 月 23 日 - 8 月 24 日	7 月 6 日 - 8 月 23 日	13 天
中国科学技术大学	7 月 26 日 - 9 月 6 日	8 月 1 日 - 8 月 29 日	6 天
哈尔滨工业大学	6 月 30 日 - 8 月 31 日	7 月 13 日 - 8 月 30 日	13 天
西安交通大学	7 月 28 日 - 9 月 7 日	7 月 13 日-8 月 28 日	-15 天

来源：各高校官网，国金证券研究所

根据酒店之家统计，2026/6/29-2026/7/26 全国酒店 RevPAR/OCC/ADR 平均分别同比-2.8%/-0.9%/-3.7%。暑期需求启动偏晚、极端天气扰动，酒店通过降价维持出租率，ADR 降幅大于 OCC。

图表18：26W15 (2026/4/6-2026/4/12) - 26W30 (2026/7/20-2026/7/26) 全国酒店 RevPAR 同比增速-



来源：酒店之家，国金证券研究所

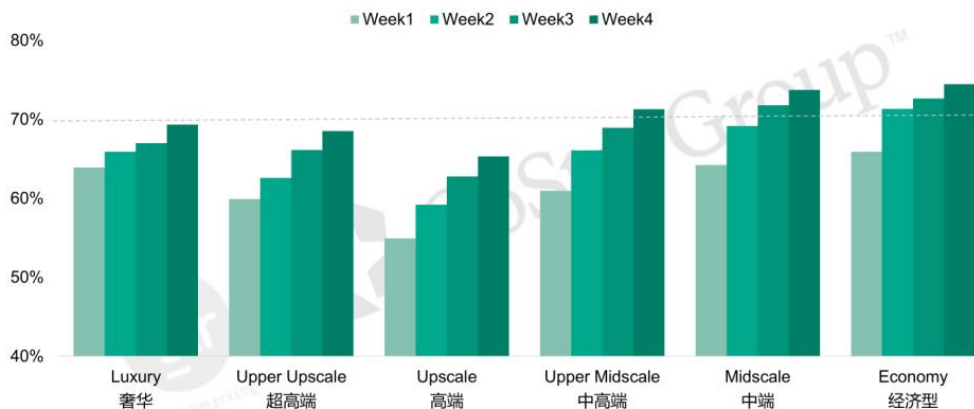
酒店入住率暑期前 4 周维持环比增长。STR 数据显示，6 月 28 日-7 月 25 日，全国各级别酒店入住率呈现逐周上升趋势，暑期出游、亲子度假及商务休闲需求共同推动市场持续回暖。但是期待的高入住率尚未显现，最高水平的第四周的经济型酒店也还在 75%之下。



图表19：2026年6月28至7月25日中国内地酒店入住率

中国内地：入住率逐周攀升，但高位未显现

The Chinese Mainland: Demand Drives Week-by-Week Occ Growth



中国内地市场，周度入住率表现，2026年6月28到7月25日
The Chinese Mainland, Weekly Occupancy, Jun 28 to Jul 25, 2026

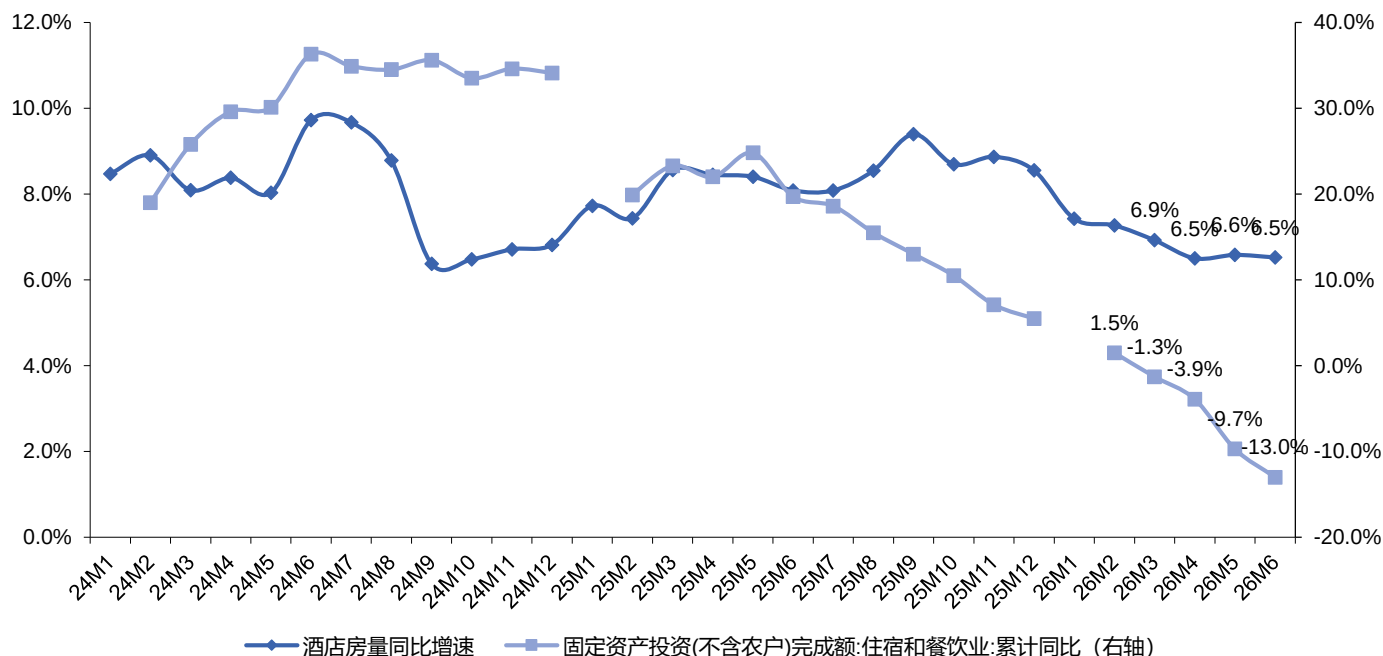
Source: STR, © 2026 CoStar Group

来源：STR，国金证券研究所

酒店行业新增供给预计放缓。住宿和餐饮业固定资产投资完成额累计同比由2024年高位持续回落，2026年3月累计同比转负，6月降至-13%，但6月酒店房量增速仍有6.5%，供给收缩尚未完全传导。

固定资产投资是一定时期内建造、购置固定资产的工作量及相关费用；统计范围为计划总投资500万元及以上项目。预计随新建成项目减少，未来半年至一年酒店新增房量增速将继续放缓，供给压力逐步缓解。

图表20：24M1—26M6住宿和餐饮业固定资产投资累计同比、酒店房量同比增速



来源：酒店之家，iFinD，国金证券研究所

1.3 预计暑期前段出行需求触底，边际改善在即

我们判断7月在极端天气、高校暑假延后等因素扰动下或为行业需求低点，后续改善主要来自：

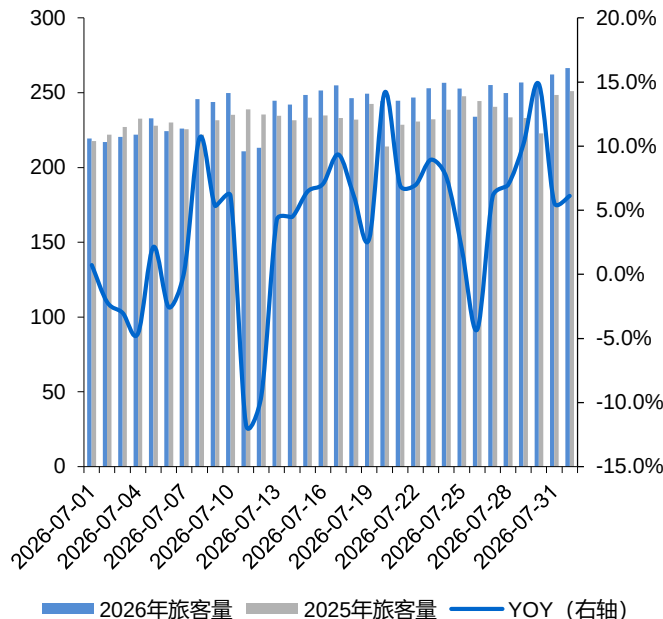
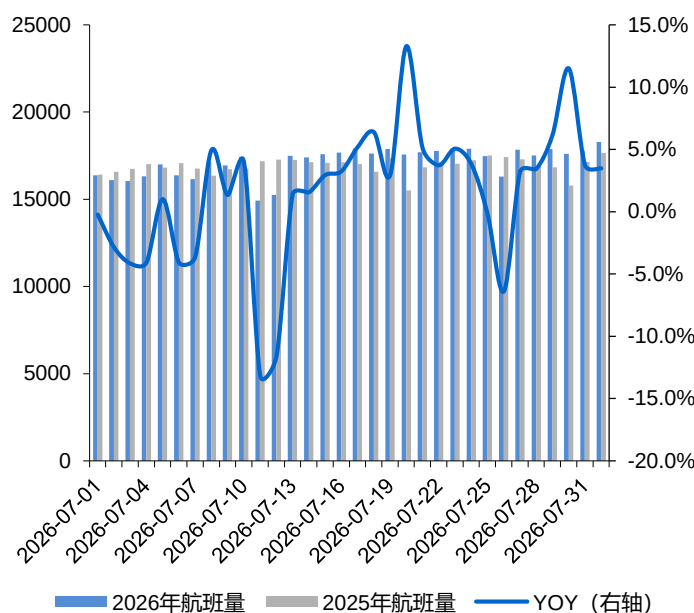
1) 需求释放后置。高校暑假延后，使部分亲子游、毕业游需求后移；随着8月下旬后天气扰动边际减弱，前期受抑制需求有望逐步释放。



民航已出现改善迹象。航班管家数据显示，7/27-8/1 期间，全国执行客运航班量同比+5.2%，较上周（7/20-7/26）增幅扩大 1.8pct；全国旅客运输量同比+8.2%，增幅较上周扩大 2.3pct。

图表21：2026 年暑运期间全国客运航班量

图表22：2026 年暑运期间全国旅客运输量



来源：航班管家 DAST，国金证券研究所

来源：航班管家 DAST，国金证券研究所

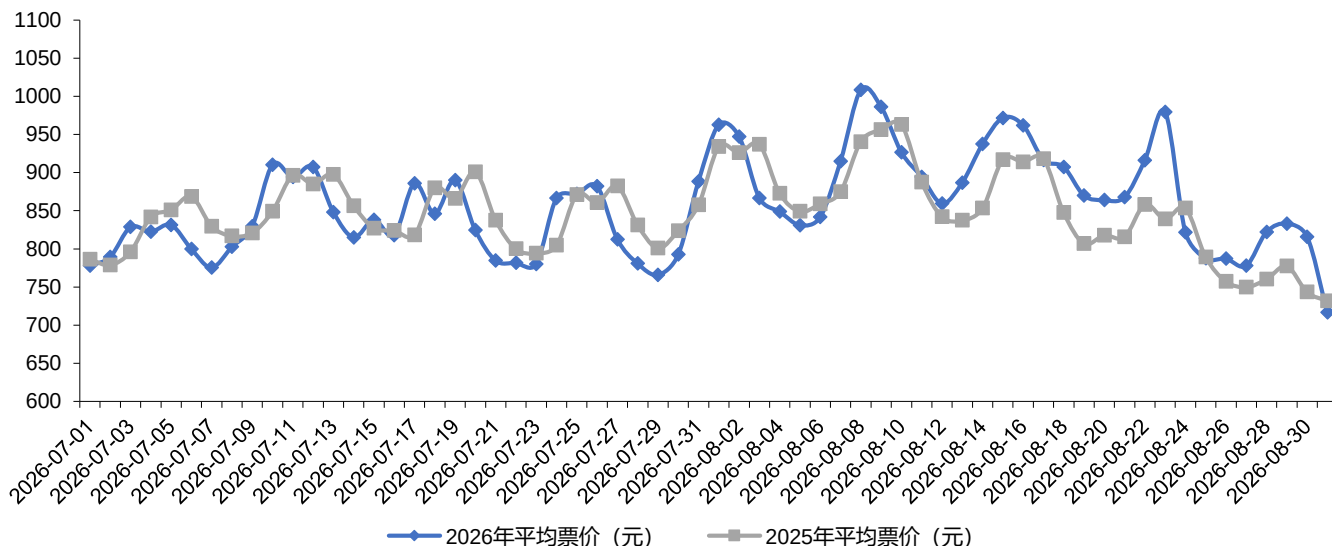
去哪儿旅行数据显示，截至 7 月 31 日，预订下周末（8.8-8.9）出发的机票量同比上月增长 62%。航旅纵横民航官方直销平台大数据显示，截至 7 月 29 日，8 月国内航线机票预订量约 1750 万张，同比增长约 7%；出入境航线机票预订量超 550 万张，同比增长超 6%。

2) 中秋前置叠加秋假扩围，假期需求增量可期。26 年中秋假期为 9 月 25—27 日，而 25 年中秋节与国庆重合，中秋需求由 Q4 前置至 Q3，有望带来低基数下的同比改善。同时，多地中小学秋假将逐步落地，主要安排在 11 月，可与周末合并形成小长假，带动出行。

3) 供给增速收缩。住宿和餐饮业固定资产投资累计同比增速已降至 2026 年 6 月的-13.0%，行业新增投资意愿明显降温。随着投资下滑逐步传导，预计未来半年至一年新增供给增速将进一步回落，行业供需关系有望边际改善。

4) 出行成本低于预期。截至 2026 年 7 月 26 日，航班管家统计 7 月全国经济舱含税平均票价为 830.4 元/-1.2%，8 月为 881.6 元/+3.4%，在燃油附加费更高的背景下保持在较低水平。8 月 5 日燃油附加费下调有助于进一步降低机票价格。

图表23：2026 年含税平均机票价格对比 2025 年增长较少





来源：航班管家 DAST，国金证券研究所

图表24：国内航线燃油附加费



来源：航班管家 DAST，国金证券研究所

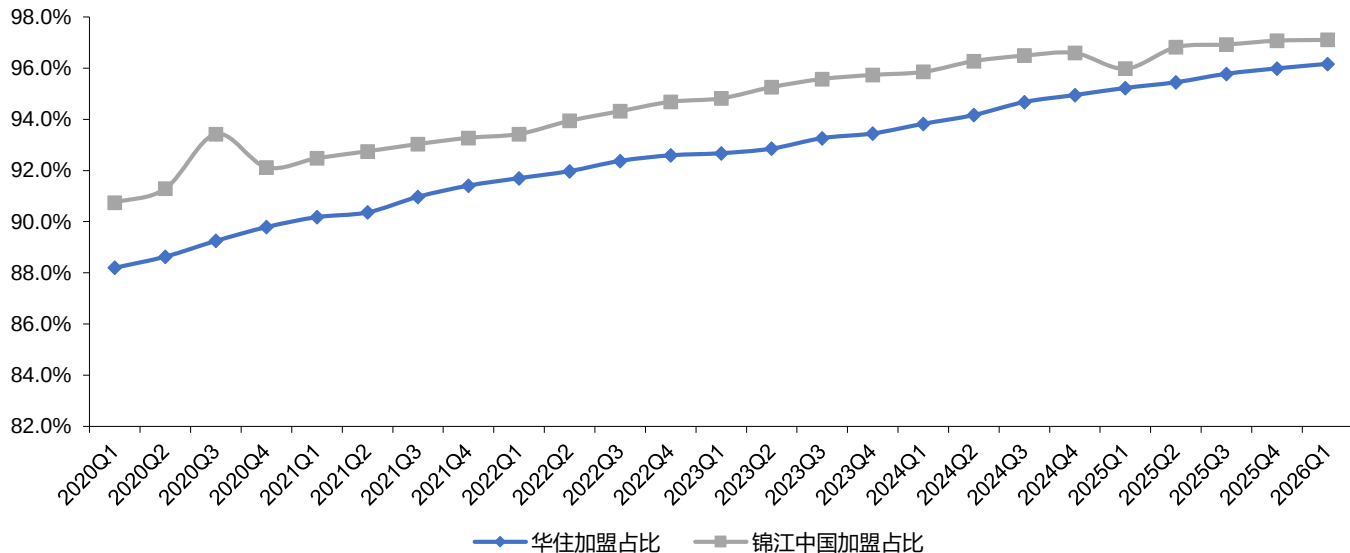
二、成长视角：加盟扩张、中高端升级打开空间

2.1 龙头规模扩张、中高端升级趋势不变

酒店集团的长期成长主要来自加盟扩张与中高端升级。加盟模式将物业、装修及日常经营资本开支主要交由业主承担，集团通过品牌费、管理费、预订系统费及供应链服务费实现轻资产扩张。随着加盟客房数增加，相对固定的总部费用被进一步摊薄，利润率和资本回报率同步提升，业绩对单店 RevPAR 波动的敏感度也有所下降。

华住、锦江中国加盟门店占比持续提升，26Q1 分别为 96.2/97.1%。

图表25：20Q1-26Q1 华住、锦江中国加盟酒店占比持续提升



来源：iFind，国金证券研究所

华住、亚朵维持较高开店速度。截至 7 月 19 日，华住门店 13,350 家/+6.3%，年初至今新增 792 家；首旅 7,588 家/+5.6%，新增 405 家；锦江 10,703 家/+1.6%，新增 169 家；亚朵 2,191 家/+9.4%，新增 189 家。



图表26：截至 2026 年 7 月 19 日主要酒店集团开店情况（酒店之家统计）

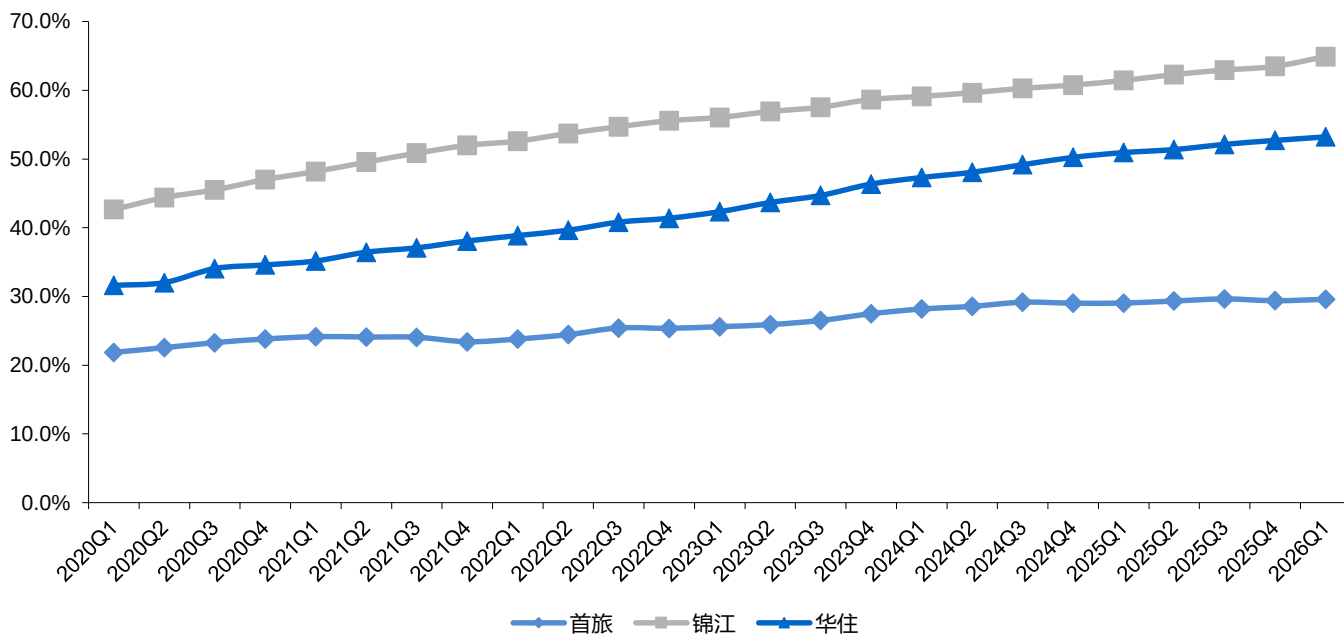
集团	酒店数量 (截至 26/7/19)	年初 (25/12/28) 至今净增	酒店数量同比
华住	13,350	792.00	6.3%
首旅	7,588	405	5.6%
锦江	10,703	169.00	1.6%
亚朵	2,191	189.00	9.4%

来源：酒店之家，国金证券研究所

中高端酒店凭借更高的 ADR、单店客房数和收入规模，能够贡献更高的单店管理费；产品结构升级也有助于强化品牌溢价和定价能力。

2020 年以来，三大酒店集团中高端占比持续提升，结构升级趋势明确。2026Q1 首旅、锦江、华住中高端占比分别达到 29.6%/64.9%/53.2%，较 2020Q1 分别提升 7.7pct/22.3pct/21.6pct。

图表27：20Q1-26Q1 主要酒店集团中高端占比



来源：酒店之家，国金证券研究所

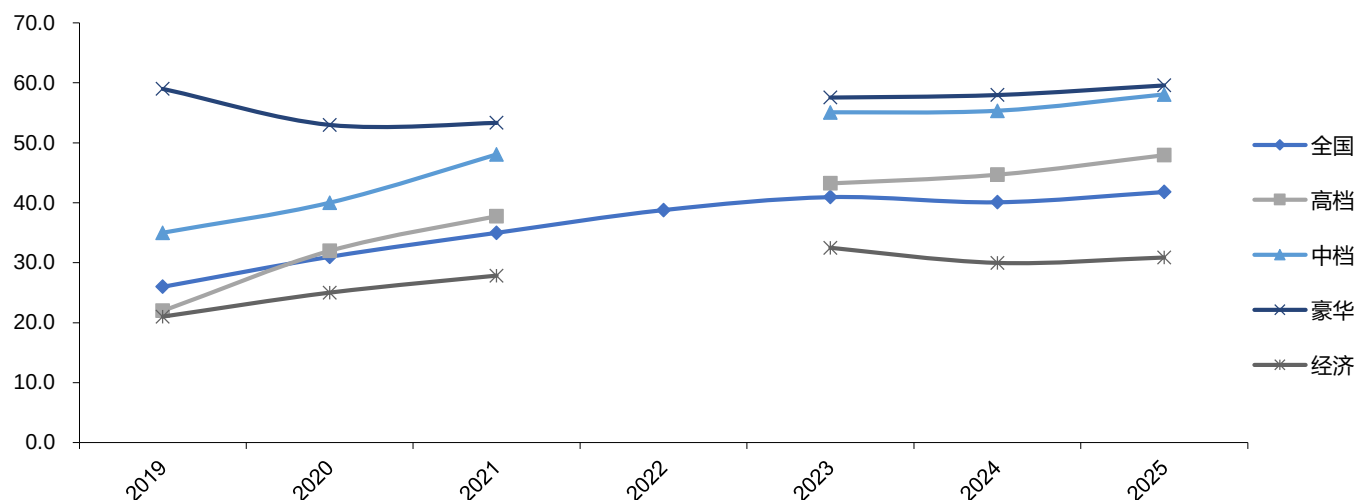
2.2 连锁化率对比海外仍有提升机会

中国酒店行业连锁化率对比全球仍有提升空间。中国饭店协会统计，2025 年中国酒店客房连锁化率为 41.8%。根据洲际酒店集团 2025 年年报，2025 全球酒店客房中约 57%隶属于全球或区域性连锁酒店集团。

随住宿需求由价格导向转向品质与品牌导向，连锁酒店凭借标准化服务、会员体系和运营效率获得更多需求认可；另一方面，单体酒店在流量获取、成本控制和数字化运营方面具，加盟头部集团成为提升经营效率的重要路径。



图表28：2019-2025年全国酒店连锁化率（分档次）



来源：中国饭店协会，国金证券研究所

三、关注酒店行业估值修复机会

3.1 锦江酒店：提质改革卓有成效，重塑核心竞争力

“锦江”品牌可追溯至1935年的“锦江川菜馆”，迄今已有近90年历史。成立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。

锦江酒店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。

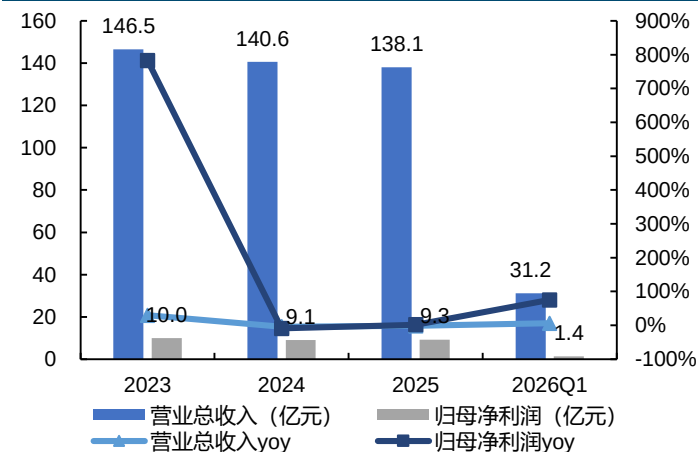
压缩管理链条，释放经营效率。公司过去多线并行，协同成本高。25年起，公司推进“做精总部、做强区域、做实省区”改革，精简部门，下放经营权限，推动决策贴近一线。改革后，员工总数25年减少11.7%至2.4万，人均创收/创利稳步提升；管理费用率26Q1下降1.69pct至17.84%，销售费用率26Q1下降0.14pct至6.70%。

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%。

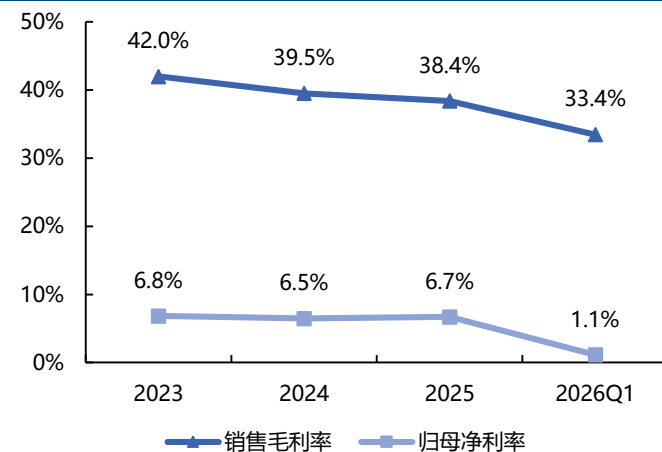
直营减亏见效，加盟提质推进。公司高质量发展酒店主业，26Q1境内有限服务酒店RevPAR同比+3.7%，同期华住/首旅RevPAR同比+2.9%/+0.8%。直营端采取组织前置、激励优化及降本控费等措施，26Q1境内直营RevPAR同比+13.9%，同期华住/首旅直营RevPAR同比+4.4%/+4.1%，大幅领先同业。海外推进“五年规划”，将通过系统战略争取扭亏。

锦江酒店26Q1实现营业收入31.2亿元/+6.1%；实现归母净利润1.4亿元/+280.1%。

图表29：锦江酒店营业总收入与归母净利润



图表30：锦江酒店销售毛利率与归母净利率



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所



3.2 首旅酒店：标准管理扩张提速，结构优化驱动利润增长

首旅酒店成立于1999年，2016年收购如家酒店（成立于2002年），现主要从事酒店运营管理和景区业务。集团旗下拥有28个品牌，40多个产品。

截至2025年12月31日，公司酒店数量为7,802家（含境外2家），客房间数为554,919间。公司中高端酒店数量为2,292家，占比29.4%，客房间数为234,833间，占总客房间数的42.3%。

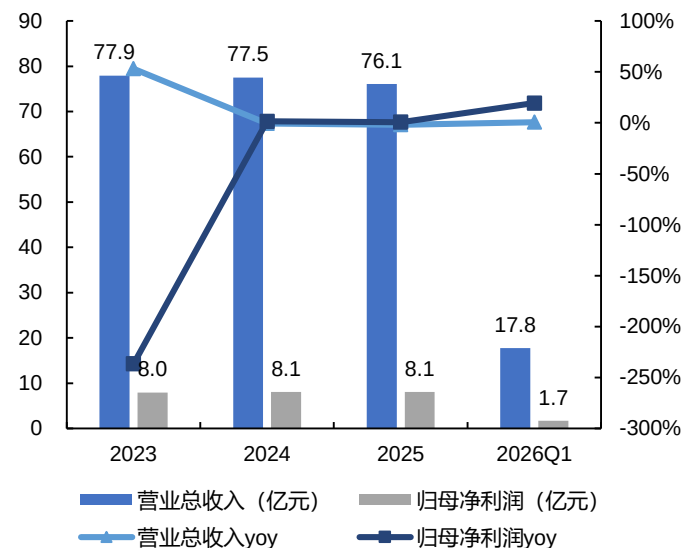
26Q1 RevPAR同比增速转正，经营趋势向好。26Q1公司全部酒店RevPAR 125元/+0.8%，ADR 214元/+0.8%，OCC 58.3%/持平。不含轻管理的全部酒店RevPAR 143元/+1.7%，ADR 228元/+0.2%，OCC 62.6%/+0.9pct。公司自24Q2起RevPAR同比增速首次转正，25Q2/25Q3/25Q4分别为-5.9%/-2.9%/持平。

直营门店持续收缩，加速轻资产转型。26Q1公司酒店运营业务营收9.97亿元/-5.38%，主要系直营酒店数量及客房间数减少，关闭低效店并停止续约部分门店；酒店管理业务加速增长，26Q1实现营收5.79亿元/+13.63%，增速较25Q4环比扩大7.35pct；景区运营业务营收2.01亿元/-0.63%。

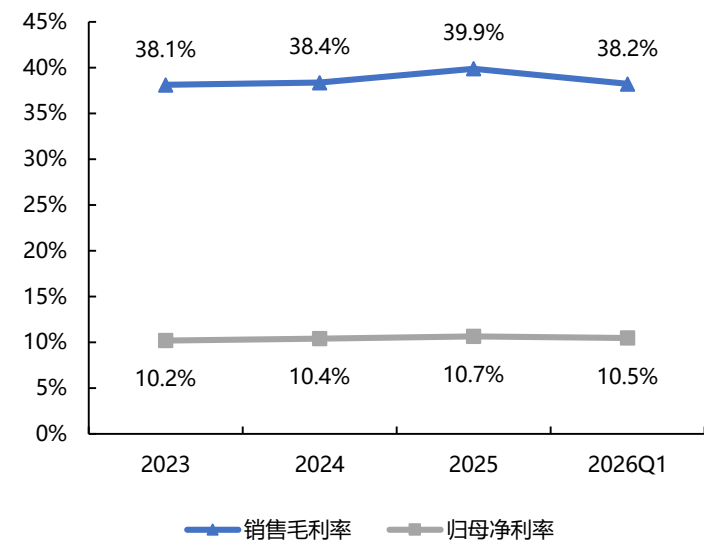
经营质量渐进优化，带动盈利能力提升。公司26Q1扣非归母净利润同比增长31.84%，主要得益于高毛利特许业务收入的增长、及直营店资产折旧摊销与租赁负债利息费用下降，多因素协同驱动营业利润显著提升。26Q1酒店业务利润总额同比大增58.51%，看好主业经营改善带动业绩增长持续。

拓店速度略有放缓，明确聚焦标准店。公司立足产品结构优化，大力发展标准管理酒店，持续提升中高端占比。26Q1公司新开店218家/-27.30%，主要系春节时间延后影响开店节奏。其中标准管理酒店142家，占比65.1%/+1.1pct；中高端酒店74家，占比33.9%/+3.9pct。

图表31：首旅酒店营业总收入与归母净利润



图表32：首旅酒店销售毛利率与归母净利率



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

3.3 华住集团：效率领先的酒店业龙头

华住集团于2005年创立于中国。华住集团旗下经营的酒店及公寓品牌覆盖了从经济型到豪华酒店共30+个品牌。在国内运营的酒店品牌包括汉庭、海友、你好、星程、桔子、全季、CitiGO欢阁、桔子水晶、城际、漫心、美仑、美仑国际、美仑美奂、花间堂、禧玥、施柏阁、施柏阁大观、宋品；公寓品牌包括城家公寓、瑞贝庭公寓酒店；另有合作品牌诺富特、美居、美爵、宜必思和馨乐庭公寓酒店等。

华住集团26Q1实现收入59.96亿元/+11.1%；归母净利润8.17亿元/-8.6%，利润下滑主要受汇兑损益扰动，报告期内录得汇兑亏损1.66亿元，而上年同期为汇兑收益2.08亿元。剔除汇率影响后，公司主营经营表现保持稳健。

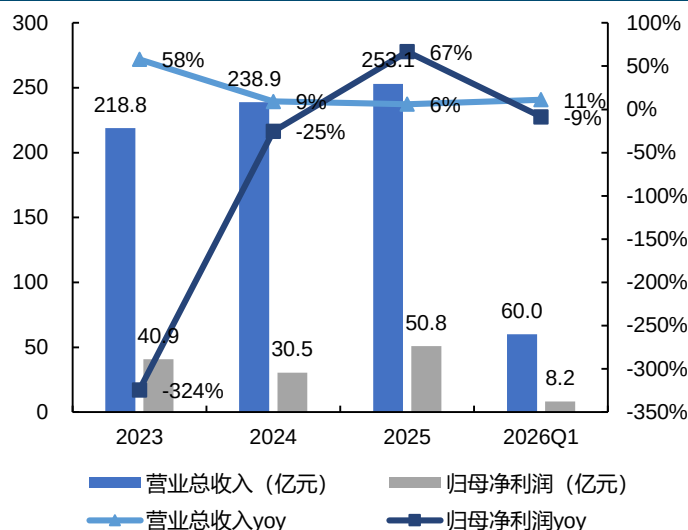
分业务看，26Q1租赁及自有酒店收入27.5亿元/-1.4%；管理加盟及特许经营酒店收入30.06亿元/+20.3%，加盟业务延续较快增长，收入占比进一步提升；其他收入2.4亿元，同比+30.8%。分区域看，华住中国收入50亿元/+12.4%，主要受益于酒店网络持续扩张及RevPAR增长；华住国际收入9.72亿元/+5.1%。

26Q1华住中国混合RevPAR为214元/+3%；ADR为285元/+4.5%；OCC为75.1%/-1.1pct。26Q1华住国际RevPAR为80美元/+5%；ADR为127美元/+1.6%；OCC为63.3%/+2.1pct。

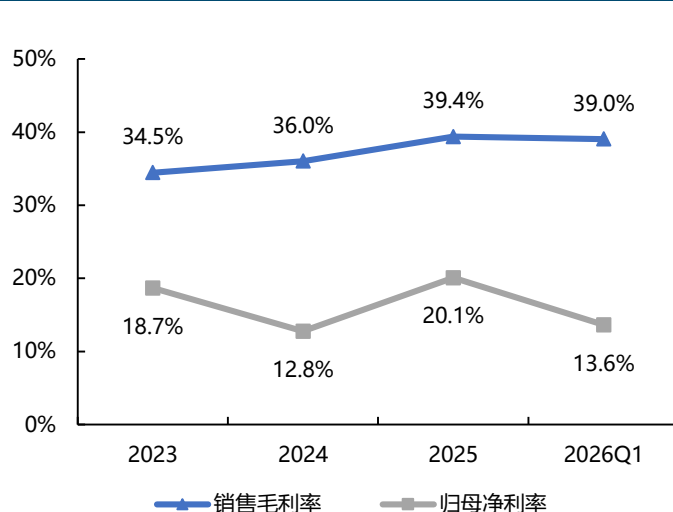
扩张保持较快节奏。截至2026年3月31日，华住集团在全球范围内的在营酒店数量达13215家，酒店客房数超过130万间，待开业酒店数量为2894家；华住中国在营酒店数量为13095家，待开业酒店数量为2865家，新开业酒店数量为694家。



图表33：华住集团营业总收入与归母净利润



图表34：华住集团销售毛利率与归母净利率



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

3.4 亚朵：中高端为核心，酒店与零售双轮驱动

亚朵集团是成立于 2013 年的生活方式品牌集团，致力于营造让身心安顿的体验。集团旗下拥有 A.T. HOUSE、萨和酒店、亚朵 S 酒店、亚朵见野、亚朵酒店、亚朵 X 酒店、轻居酒店七大住宿品牌，以及零售品牌 atourplanet 亚朵星球。

亚朵星球稳居主流第三方平台床上用品品类头部行列；目前，已有深睡枕、深睡控温被等核心深睡产品，并与香港理工大学联合研发深睡标准，为睡眠行业建立科学、可验证的衡量标准。

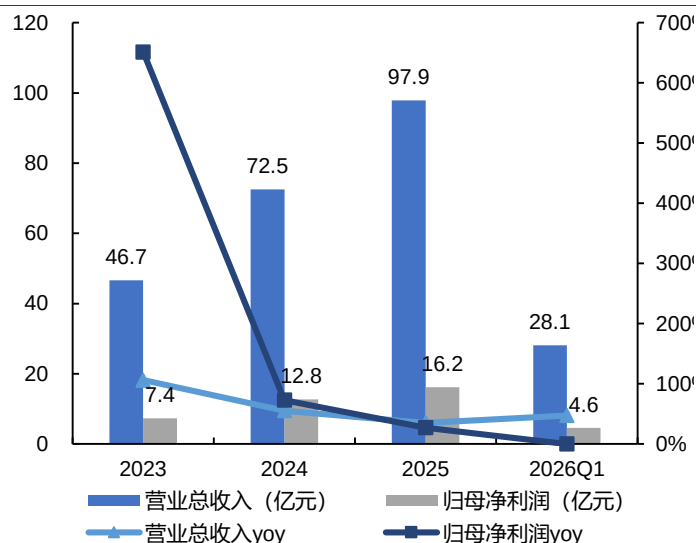
酒店网络保持较快扩张。26Q1 亚朵新开酒店 110 家，期末在营酒店 2088 家/+20.9%，客房数 23.23 万间/+19.4%；其中管理加盟酒店 2,069 家，另有 751 家储备酒店。26Q1 管理加盟酒店收入同比+51.9%至 15.68 亿元，租赁酒店收入同比-8.0%至 1.18 亿元。

26Q1 亚朵全部酒店 ADR 同比+2.1%至 426.8 元，入住率同比提升 0.4pct 至 70.6%，带动 RevPAR 同比+2.4%至 311.6 元。

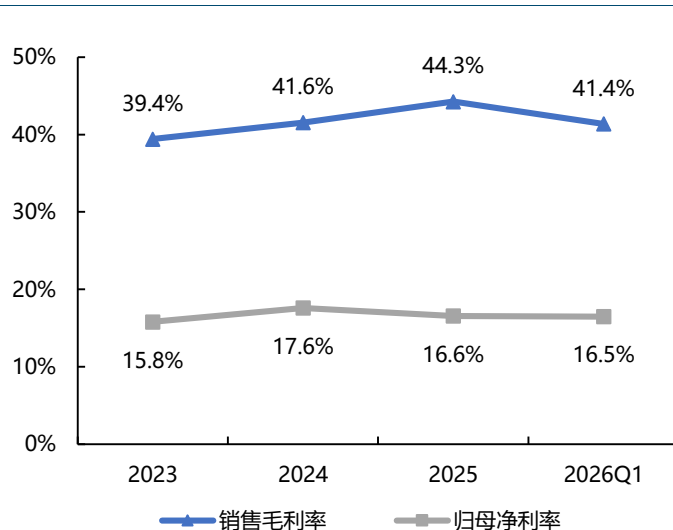
零售业务加速放量，第二增长曲线持续兑现。26Q1 零售收入同比+54.4%至 10.71 亿元；零售毛利率同比提升 1.2pct 至 52.6%，高毛利新品占比提升和供应链效率改善推动盈利能力增强。

26Q1 亚朵集团实现收入 28.11 亿元/+47.5%，净利润 4.63 亿元/+90.3%，经调整净利润 4.90 亿元/+42.0%，调整后 EBITDA 为 7.16 亿元/+51.1%。

图表35：亚朵营业总收入与归母净利润



图表36：亚朵销售毛利率与归母净利率



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所



投资建议与估值

酒店集团股价对 RevPAR 增速的变化趋势较为敏感，股价通常领先于 RevPAR 见顶或见底。RevPAR 增速回升后，估值修复窗口将逐步打开。

短期看，酒店行业在暑期前段或已触底。随需求滞后释放、天气扰动减弱、中秋假期前置、中小学秋假落地，行业有望重回景气；中期看，住宿餐饮业固定资产投资已大幅下降，供给增速预计回落，供需关系有望改善。长期看，连锁化率提升、加盟扩张及中高端升级仍将驱动龙头成长。后续交易逻辑可能从情绪反弹转向对基本面的定价。

建议关注运营效率领先的华住集团，酒店与零售双轮驱动的亚朵，改革提效弹性大的锦江酒店，以及经营质量持续改善的首旅酒店。

图表37：行业重点公司估值

代码	名称	股价	EPS			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600754.SH	锦江酒店	19.49	1.12	1.25	1.45	17.40	15.59	13.44
600258.SH	首旅酒店	12.51	0.84	0.98	1.05	14.89	12.77	11.91
1179.HK	华住集团-S	33.28	1.76	1.98	2.20	16.34	14.52	13.08
ATAT.O	亚朵	34.33	15.13	15.13	15.13	15.39	12.86	11.01

时间截至 2026 年 7 月 31 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（锦江酒店、首旅酒店为国金证券研究所预测，华住集团-S、亚朵为 iFinD 一致预期）

风险提示

盈利预测下调：受 4 月起酒店需求恢复偏弱、RevPAR 表现低于预期影响，市场对酒店行业上市公司 2026 年的盈利预测或将下调。

内需恢复不及预期：酒店需求与居民消费能力、旅游出行及商务活动密切相关。若宏观经济恢复偏弱、居民消费意愿下降或企业差旅需求收缩，酒店入住率、平均房价及 RevPAR 修复可能低于预期。

行业竞争加剧：若酒店新增供给持续较快增长，或行业参与者通过降价、补贴及加快开店争夺市场份额，可能导致 AD 承压、加盟商投资回报率下降，并影响酒店集团的单店经营表现及盈利能力。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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