沉潜蓄力历周期，景气徐来展锋芒

首旅酒店深度报告

核心观点

- **酒店行业：供需格局再平衡，RevPAR 修复可期。**国内旅游需求韧性充足，春秋假落地有望释放家庭出游需求，拓宽淡季住宿消费；供给端客房扩张与行业投资增速放缓，疫情后集中扩张带来的竞争压力逐步消化。若后续间夜需求增速持续高于有效客房供给，行业供需将进一步优化。2026Q1 酒店龙头 RevPAR 普遍正增、但 2026Q2 经营又有分化，行业仍处新均衡的筑底阶段。
- **首旅酒店：老牌酒店龙头，高质量发展行稳致远。**首旅酒店是全国三大连锁酒店集团之一，专注于中高端及经济型酒店运营管理，并兼有景区经营业务。2026H1 公司实现收入 35.8 亿元/-2.2%，主要系公司直营店减少所致，归母净利润 4.4 亿元/+11.0%。分业务看酒店运营、酒店管理和景区经营收入占比分别为 57.2%/34.7%/8.1%。截至 2026 年二季度末，公司酒店总数为 8013 家，其中标准管理酒店/轻管理酒店分别 4418 家/3571 家，标准管理和轻管理形成差异化扩张组合，分别承担单店管理深度和网络覆盖功能。
- **成长看点：RevPAR 改善与门店扩张双轮驱动。一看 RevPAR 修复改善**，酒店行业需求韧性增长与供给增速回落推动供需再平衡，存在贝塔修复机遇。轻管理提质+品牌升级+经济型迭代支撑个体改善，公司 2026 年半年报提出“全力发展标准管理酒店”，标准管理酒店占储备项目的比例达到 73.8%，高于存量酒店中的 55.1%；其次中高端占比稳步提升也会结构性改善 RevPAR;同时如家经济型产品持续迭代也带来存量更新。**二看规模扩容**，2026 年预计新开 1600-1700 家门店，全力发展标准品牌以及提升中高端占比。

盈利预测与投资建议

- 公司作为国资背景老牌酒店龙头成长逻辑清晰，受益于行业供需改善带来的 RevPAR 修复贝塔，同时公司致力于加码标准管理与中高端门店扩张、迭代经济型产品的结构改善，此外景区业务也补充稳定现金流，自身经营存改善空间。我们预计 2026-2028 年归母净利润为 9.1/10.1/10.7 亿元（26-27 年原预测为 10.8/11.8 亿元），参考可比公司 2026 年平均 20xPE 估值，给予公司目标价 16.2 元（原目标价 16.7 元），维持“买入”评级。

风险提示

居民消费力不及预期；行业竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险。

公司主要财务信息

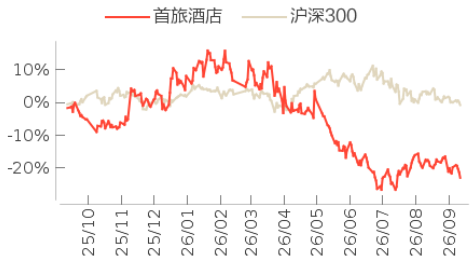
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,751	7,607	7,514	7,725	8,003
同比增长(%)	*-0.5%*	*-1.9%*	*-1.2%*	*2.8%*	*3.6%*
营业利润(百万元)	1,111	1,133	1,268	1,411	1,496
同比增长(%)	*2.2%*	*2.0%*	*11.9%*	*11.3%*	*6.1%*
归属母公司净利润(百万元)	806	811	909	1,010	1,071
同比增长(%)	*1.4%*	*0.6%*	*12.0%*	*11.2%*	*6.0%*
每股收益（元）	0.72	0.73	0.81	0.90	0.96
毛利率(%)	38.4%	39.9%	41.7%	42.3%	42.5%
净利率(%)	10.4%	10.7%	12.1%	13.1%	13.4%
净资产收益率(%)	7.1%	6.8%	7.4%	7.9%	8.1%
市盈率	16.4	16.3	14.6	13.1	12.4
市净率	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0

资料来源：公司数据. 东方证券研究预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级	买入（维持）
股价（2026 年 09 月 11 日）	11.47 元
目标价格	16.20 元
52 周最高价/最低价	17.57/10.56 元
总股本/流通 A 股（万股）	111,660/111,660
A 股市值（百万元）	12,807
国家/地区	中国
行业	社会服务
报告发布日期	2026 年 09 月 16 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.02	-6.37	-4.78	-23.22
相对表现%	-3.19	-3.08	-0.29	-22.39
沪深 300%	-0.83	-3.29	-4.49	-0.83



证券分析师

张鲁 执业证书编号：S0860526060001
zhanglu1@orientsec.com.cn
010-66210535

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

酒店行业：供需格局再平衡，RevPAR 修复可期 5

需求研判：休闲需求韧性增长，商务需求静待企稳 5
供给跟踪：新增供给增速回落，新增投资动能持续减弱 8
经营复盘：RevPAR 波动复苏，门店扩张更为理性 9
行业趋势：连锁化率提升、中高端化、轻资产化 11

首旅酒店：老牌酒店龙头，高质量发展行稳致远 16

发展沿革：如家注入奠定规模基础，经营重心转向结构升级 16
业务模式：直营贡献收入规模，酒店管理贡献主要毛利润 18
经营表现：规模与利润结构改善，RevPAR 修复释放弹性 21

成长展望：RevPAR 修复与高质量扩张双轮驱动 24

RevPAR 修复：短看供需再平衡，中看结构化升级 25

逻辑 1：行业供需格局改善，RevPAR 存在贝塔修复动能 25

逻辑 2：轻管理提质+品牌升级+经济型迭代，RevPAR 结构性上移 25

扩张开店：储备项目转化推动特许客房与管理收入增长 28

盈利预测与投资建议 31

盈利预测 31
投资建议 31

风险提示 32

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：国内出游人次总量扩张 5
图 2：国内出游总花费总量扩张 5
图 3：休闲需求核心靠出游频次带动 6
图 4：商务活动指数在荣枯线附近波动 8
图 5：全国拥有 15 间及以上酒店客房增速连续两年回落 9
图 6：截至 26 年 8 月底，全国酒店房量同比增速降至 5%左右 9
图 7：2026 年 1-7 月住宿和餐饮业固定资产投资增速转负 9
图 8：五家酒店集团 RevPAR 进入低位筑底与分化阶段 10
图 9：五家酒店公司间夜房价表现分化 10
图 10：五家酒店公司入住率表现分化 10
图 11：华住、锦江、首旅绝对规模相对领先（截至 2026Q2） 11
图 12：五家酒店公司门店数量均同比增长，但增速有所回落 11
图 13：全国连锁酒店客房总量稳步上升 12
图 14：截至 2025 年我国酒店连锁化率呈上升趋势 12
图 15：我国酒店客房连锁化率提升空间较大（截至 2025 年） 12
图 16：前十酒店集团全行业份额提升，连锁市场增量持续释放 13
图 17：经济型酒店连锁化率持续提升，渗透空间较大 13
图 18：低线城市酒店连锁化提速，渗透空间较大 13
图 19：中高端品牌客房长期扩张快于经济型和豪华品牌 14
图 20：2026 年三大集团中高端房量占比均过半（截至 2026 年 6 月末） 14
图 21：主要酒店集团加盟及管理门店占比长期提升并维持高位 15
图 22：首旅酒店产品覆盖经济型、中高端、高端及奢华市场 16
图 23：2016 年公司完成如家酒店的私有化及重大资产重组 17
图 24：公司由北京市国资委控股 17
图 25：首旅酒店以酒店业务为核心，兼有少量景区业务 18
图 26：酒店管理业务收入占比不断提升 19
图 27：酒店管理业务毛利率显著高于其他业务（2026H1） 19
图 28：首旅酒店不同定位酒店加盟具体费用各异 20
图 30：2023 年以来景区业务收入趋于平稳 21
图 31：2026H1 公司收入保持基本稳定 21
图 32：2026H1 公司利润增速快于收入 21
图 33：公司门店持续呈现轻资产化趋势 22
图 34：公司中高端酒店占比持续提升 22
图 35：2026Q2 公司开店节奏回升，上半年酒店净增 211 家 22

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 36：标准管理与轻管理增长共同拓宽公司扩张空间（截至 2026 年 6 月底）.....23
图 37：中高端占标准管理储备酒店的六成（截至 2026 年 6 月底）.....23
图 38：全部酒店 RevPAR 同比由下降转向基本稳定.....24
图 39：全部酒店间夜房价同比逐步接近企稳区间.....24
图 40：酒店龙头增长主要由 RevPAR 改善和门店扩张两条路径共同驱动.....24
图 41：行业供需改善促进酒店 RevPAR 修复.....25
图 42：轻管理门店增速相较 2022 年明显下滑.....26
图 43：标准酒店与云品牌的收费政策体现不同的服务深度和计费方式（截至 2026 年 8 月）.....26
图 44：公司标准管理储备占比较 2023 年明显提高.....27
图 45：标准管理在储备中的占比高于存量及 2026H1 新开量.....27
图 46：中高端酒店数量及其占比长期提高.....27
图 47：中高端酒店的房价优势支撑较高 RevPAR.....27
图 48：中高端储备酒店占比高于存量酒店占比.....28
图 49：公司年度开店规模较疫情前扩大，2026 年计划继续拓店.....29
图 50：首旅酒店网络扩张主要由特许经营驱动.....29
图 51：新开与退出共同决定公司门店净增.....29
图 52：酒店管理业务收入及其占营业收入的比例总体提高.....30

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

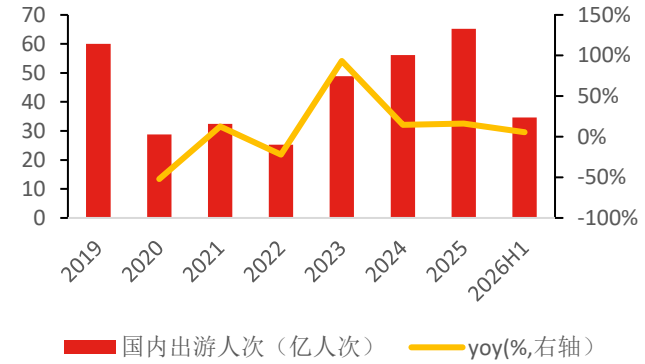
酒店行业：供需格局再平衡，RevPAR 修复可期

需求研判：休闲需求韧性增长，商务需求静待企稳

酒店需求主要由休闲和商务两类客源构成，二者在出行时点、价格敏感度及对酒店经营指标的影响上存在明显差异。休闲需求主要集中于法定节假日、周末和寒暑期，增长取决于居民出游意愿、假期安排及旅游消费能力，直接导致酒店业业绩的季节性波动；商务需求主要分布于工作日，受企业经营景气、差旅预算和会展活动影响较大。**需求端将先分析国内旅游总量及消费强度，再分别观察休闲和商务需求变化**，以判断酒店客流恢复的持续性和价格弹性。

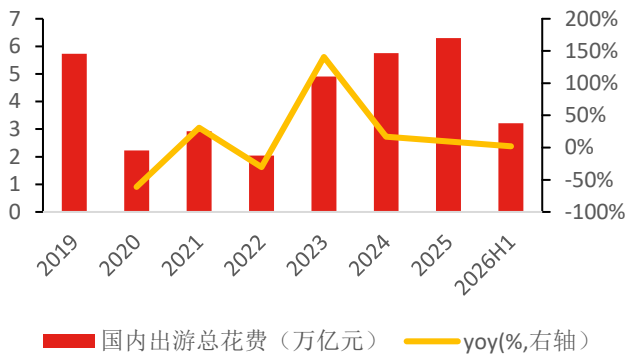
国内出游总量继续扩张，全国出游人次和出游总花费均创历史新高。据文化和旅游部数据，国内旅游市场在 2022 年触及低点后快速修复，2023—2025 年出游人次与总花费持续增长。2026 年上半年，国内居民出游 34.6 亿人次、同比增长 5.4%，出游总花费 3.2 万亿元、同比增长 2.0%。**全国出游人次与总花费均创历史新高。**按文旅部数据测算，2026 年上半年人均每次出游花费约 927 元，同比下降约 3.3%。**出游人次增速快于总花费，现阶段旅游需求增量更多来自出行频次提升。**

图 1：国内出游人次总量扩张



数据来源：文化和旅游部，东方证券研究

图 2：国内出游总花费总量扩张



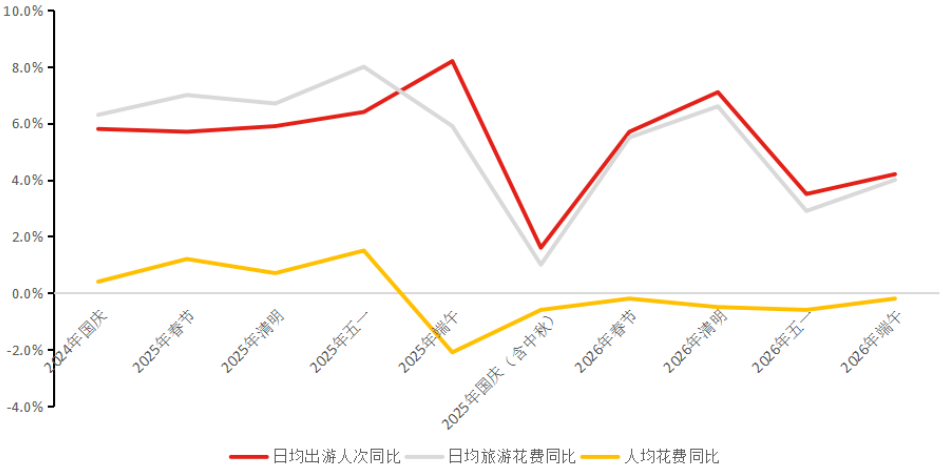
数据来源：文化和旅游部，东方证券研究

休闲需求：出游频次成为现阶段休闲需求的主要增量。据文化和旅游部数据测算，自 2025 年春节至 2026 年端午节，国内主要法定节假日的日均出游人次和旅游花费均同比增长；但自 2025 年端午节以来，假期人均旅游花费同比略有下降，表明现阶段旅游消费增长更多依靠客流扩张。其中，2026 年主要假期日均出游人次同比增长 3.5%—7.1%，持续增加的客流为酒店旺季及周末入住率提供支撑。随着春秋假和错峰休假制度逐步推进，居民休闲出行窗口有望进一步拓宽，**我国休闲出游需求未来仍有释放空间。**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：休闲需求核心靠出游频次带动



数据来源：文化和旅游部，东方证券研究

春秋假政策有望为休闲出行增加非传统假期窗口，平滑休闲出游的淡旺季。对酒店行业为代表的**服务消费行业而言，由于客房具有不可储存性，当日未售客房无法递延销售**，因此新增的淡季旅游需求能够直接提高酒店淡季的入住率，并通过供需关系改善带动 RevPAR 修复，直接促进酒店公司的收入与利润的改善。2025 年《提振消费专项行动方案》中国家首次明确鼓励有条件的地方探索设置中小学春秋假；2026 年《政府工作报告》进一步提出支持有条件地区推行春秋假，并将其与职工带薪错峰休假制度结合，政策重点由增加学生假期逐步转向协调家庭出游时间。就地方来看，截止到 2026 年 9 月 1 日，湖南、山东、福建、河南、内蒙古等省份已经明确提出支持省内各地市休息春秋假；重庆、青岛、烟台、无锡、南通等市已公布 2026 年春秋假安排。现有方案春秋假主要针对于中小学生，春秋季各自安排 2—3 天，并通过衔接清明、五一或周末形成连续假期。于下半年而言，我国大部分地市的秋假安排都集中在 10-11 月，与周末连休后为期 5 天。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：春秋假政策由倡议探索逐步转向地方排期实施

发布渠道	政策依据	发布时间	适用范围	假期安排
国家	《提振消费专项行动方案》	2025 年 3 月	有条件地区中小学	鼓励探索春假、秋假，未统一规定
国家	《关于扩大服务消费的若干政策措施》	2025 年 9 月	各地中小学	探索春秋假，同时保持教学总天数和教学时间
南通市	南通市 2026 年中小学春秋假安排	2026 年 2 月	全市义务教育阶段	秋假实际放假 11 月 26 日、27 日和 30 日，与周末连休，共 5 天
河南省	《河南省国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》	2026 年 3 月	省内有条件地区	探索春秋假，未统一规定具体日期
国家	《2026 年政府工作报告》	2026 年 3 月	具备条件地区	支持有条件地区推广中小学春秋假
湖南省	《关于在全省中小学实施春秋假制度的通知》	2026 年 3 月	全省义务教育阶段，幼儿园、高中可参照	秋假一般安排在 10—11 月，2—3 天
山东省	省教育厅｜山东省设立中小学春秋假期	2026 年 3 月	中小学、含中职学校，幼儿园和高中可参照	春假、秋假原则上各 3 天，由各市确定具体日期
浙江省 11 市	《浙江 11 市 2026 年春假时间安排》	2026 年 3 月	各市中小学具体范围以当地校历为准	普遍为 3 天，部分地区拆分安排
重庆市	《在中小学探索实施春秋假的指导意见》	2026 年 4 月	小学、初中为主，高中鼓励实施	秋假一般安排在 11 月，2—3 天
泰安市	泰安市教育局 2026 年春秋假安排	2026 年 4 月	小学、非毕业年级初中及非毕业年级中职	11 月 16—18 日，与周末连休，共 5 天
滨州市	滨州市 2026 年中小学秋假安排	2026 年 4 月	义务教育阶段相关年级	11 月 5 日、6 日、9 日，与周末连休，共 5 天
济宁市	济宁市教育局春秋假政策安排	2026 年 4 月	全市义务教育阶段	秋假安排在 11 月，并与周末衔接，具体日期由校历明确
岳阳市	岳阳市教育体育局 2026 年秋假安排	2026 年 4 月	义务教育阶段	11 月 18—20 日，与周末连休，共 5 天
益阳市	益阳市教育局 2026 年秋假安排	2026 年 4 月	义务教育阶段及幼儿园	11 月 4—6 日，与 11 月 7—8 日周末连休，共 5 天
玉溪市	玉溪市教育体育局 2026 年秋假安排	2026 年 4 月	全市义务教育阶段，部分幼儿园和特殊教育学校参照	各县区错峰安排：部分地区为 11 月 19—20 日、20 日和 23 日、26—27 日或 27 日和 30 日，分别与周末衔接
福建省	《关于实施中小学春秋假的指导意见》	2026 年 5 月	义务教育阶段为重点，幼儿园、高中可参照	春假、秋假原则上分别安排在 4—5 月、10—11 月，各 2—4 天，全年不超过 6 天
内蒙古自治区	自治区春秋假政策官方政府信息	2026 年 6 月	义务教育阶段为重点，幼儿园、高中可参照	春假、秋假一般各 2—3 天，由盟市统筹
烟台市	烟台市 2026 年中小学秋假安排	2026 年 6 月	义务教育阶段及中职学校，幼儿园可参照	11 月 6 日、9 日、10 日，与 11 月 7—8 日周末连休，共 5 天
青岛市	青岛市 2026 年中小学秋假安排	2026 年 6 月	全市义务教育阶段	11 月 5—9 日，与周末连休，共 5 天
怀化市	怀化市 2026 年中小学秋假安排	2026 年 6 月	义务教育阶段，幼儿园和高中可参照	11 月 12 日、13 日、16 日，与 11 月 14—15 日周末连休，共 5 天
无锡市	无锡市教育局 2026 年秋假安排	2026 年 6 月	全市义务教育阶段	11 月 16—18 日，与 11 月 14—15 日周末连休，共 5 天
国家	《教育发展“十五五”规划》	2026 年 6 月	有条件地区	支持因地制宜推广春秋假
淮安市	淮安市教育局 2026 年秋假安排	2026 年 9 月	清江浦区、经开区、工业园区、生态文旅区义务教育阶段	11 月 18—20 日，与 11 月 21—22 日周末连休，共 5 天

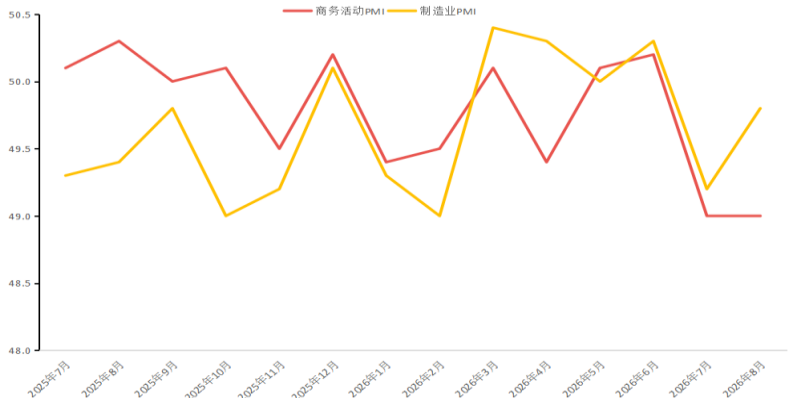
数据来源：中共中央办公厅、国务院办公厅，教育部及各地人民政府、教育主管部门，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

商务需求：商务活动需求仍在企稳，企业经营景气改善将为酒店房价提供新增弹性。PMI 及商务活动指数反映企业生产经营、订单和业务活动变化，与企业差旅预算、商务会议和会展活动密切相关。据国家统计局数据，2025 年 7 月至 2026 年 8 月，我国制造业 PMI 主要在荣枯线附近波动，其中 2026 年 3—6 月连续位于荣枯线及以上，7 月下滑后 8 月回升至 49.8%；同期非制造业和服务业商务活动指数分别为 49.0%和 49.3%。**当前相关指标显示商务出行需求仍然处于低位，若后续企业经营景气回升，有望为工作日入住率和间夜房价带来进一步改善空间。**

图 4：商务活动指数在荣枯线附近波动



数据来源：国家统计局，东方证券研究

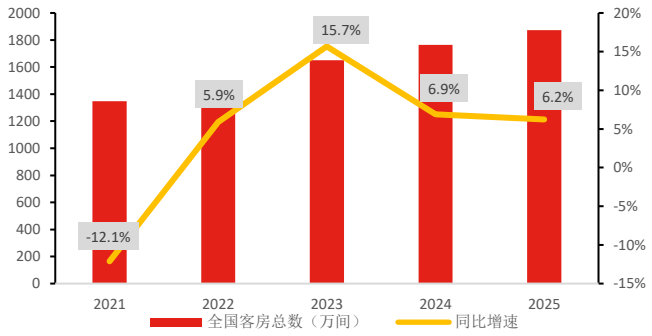
供给跟踪：新增供给增速回落，新增投资动能持续减弱

2023 年以来全国酒店供给同比增速持续回落，新增供给扩张节奏持续趋缓。据中国饭店协会数据，2025 年末全国拥有 15 间及以上酒店 37.5 万家、客房 1873.6 万间，客房数量同比增长 6.2%；其增速已由 2023 年的 15.7%回落至 2024 年的 6.9%和 2025 年的 6.2%，**疫情后集中释放带来的供给高增长明显降温。**酒店之家数据进一步显示，截至 2026 年 8 月底，全国酒店房量达到 2344.3 万间，较上年同期增加 124.3 万间，同比增速由年初的 8.2%降至 5.6%；其中 15 间及以上酒店房量为 2084.7 万间，较上年同期增加 92.6 万间，同比增速由 7.2%降至 4.6%，两项增速均回落 2.6pct。全口径及 15 间及以上口径的供给增速在 26 年 1-8 月逐步下降，表明供给增速回落并非单周波动。**全国客房存量虽在扩大，但扩张的速度正在稳步下滑，新增供给对行业经营的压力正在边际减轻。**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

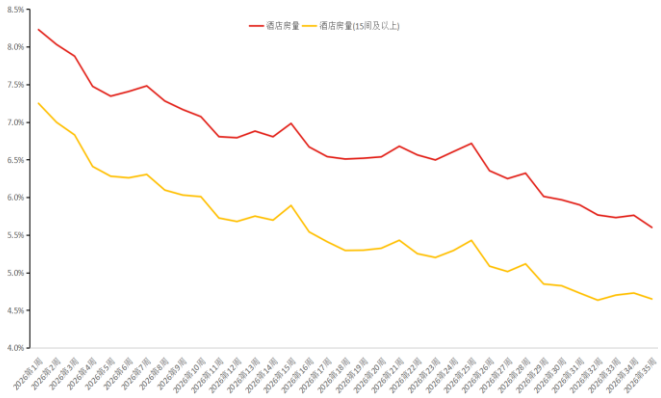
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：全国拥有 15 间及以上酒店客房增速连续两年回落



数据来源：中国饭店协会，东方证券研究

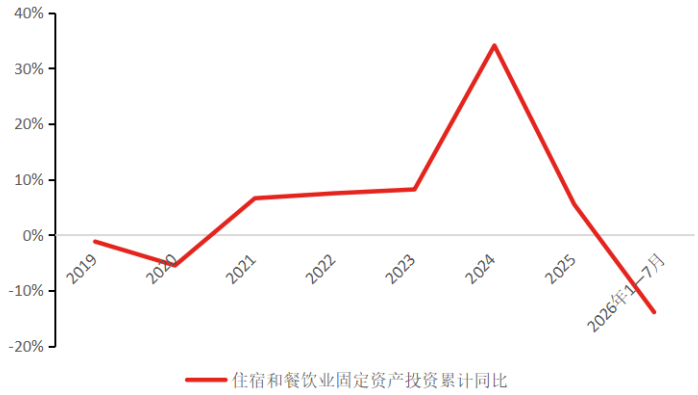
图 6：截至 26 年 8 月底，全国酒店房量同比增速降至 5%左右



数据来源：酒店之家，东方证券研究

新增投资动能转弱，为中期客房供给增速进一步放缓提供前瞻信号。据国家统计局数据，住宿和餐饮业固定资产投资在 2024 年快速增长后，于 2025 年回归温和增长，2026 年 1—7 月累计同比下降 13.9%。由于该指标同时包含住宿和餐饮业，且酒店项目从投资、建设到开业存在一定时滞，其变化不会立即转化为在营客房减少，前期项目和存量物业改造仍将继续形成供给。

图 7：2026 年 1-7 月住宿和餐饮业固定资产投资增速转负



数据来源：国家统计局，Choice，东方证券研究
注：2019—2025 年为各年全年累计同比，2026 年为 1—7 月累计同比

经营复盘：RevPAR 波动复苏，门店扩张更为理性

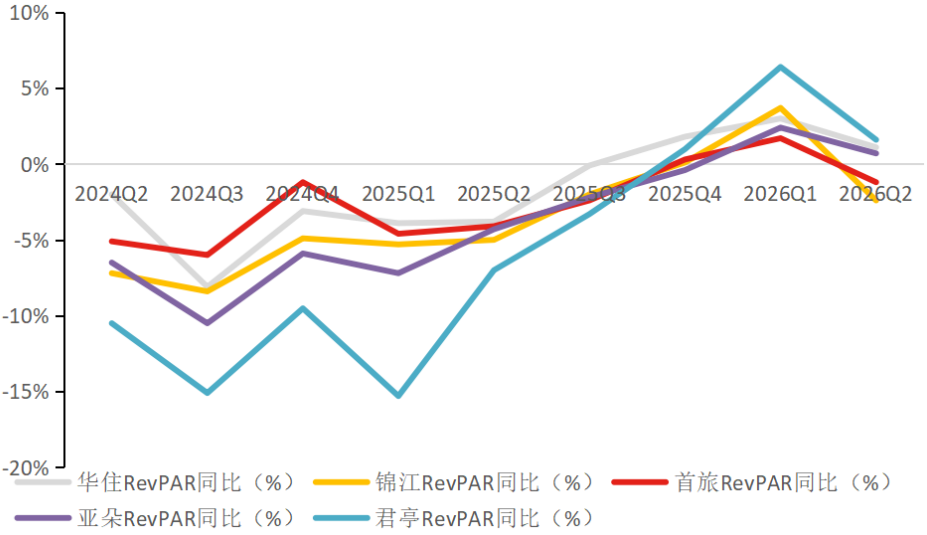
华住、锦江、首旅、亚朵、君亭五家酒店集团 RevPAR 于 2026 年同步回升后略有回落，行业经营进入低位筑底与公司分化并存的阶段。分别来看，华住、锦江和首旅的门店规模较大，产品覆盖经济型至中高端市场，能够反映全国性综合酒店集团的经营变化；亚朵和君亭更集中于中高端市场，可用于观察品质酒店的恢复情况。

2026Q1 酒店龙头 RevPAR 普遍正增、但 2026Q2 经营则又有分化，行业仍处新均衡的筑底阶段。按各公司披露口径，2026Q1 酒店龙头 RevPAR 均实现同比增长；二季度，华住、亚朵和君亭分别增长 1.1%、0.7%和 1.6%，锦江和首旅分别同降 2.4%和 1.2%，五家公司[illegible]至 1.6%。**酒店龙头二季度小幅分化，供给需求再平衡仍需要时间，后续修[illegible]各公司的品牌结构、区域布局和收益管理能力。**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告

下载日志已记录，仅供内部参考

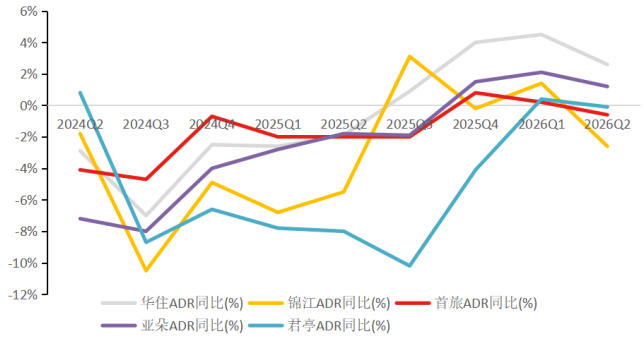
图 8：五家酒店集团 RevPAR 进入低位筑底与分化阶段



数据来源：公司公告，东方证券研究

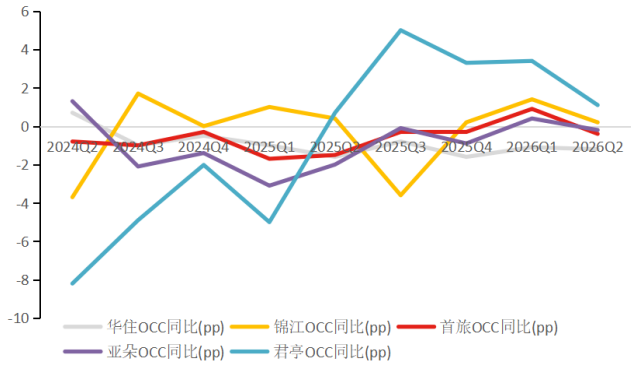
酒店龙头量价表现分化，但经营目标均指向 RevPAR 改善，各公司用不同经营策略来寻找更适合各自市场的入住率与间夜房价平衡。按各公司披露口径，2026 年二季度，华住和亚朵间夜房价分别同比增长 2.6%和 1.2%，对冲了入住率分别下降 1.2pct 和 0.2pct 的影响；君亭间夜房价基本稳定，入住率提高 1.1pct，主要由入住率提升支撑。同期，锦江入住率提高 0.2pct、间夜房价下降 2.6%；首旅间夜房价和入住率分别下降 0.6%和 0.4pct。从各公司 2026 年半年报与业绩公告看，华住明确将 RevPAR 增长归因于产品升级和收益管理优化，首旅持续完善调价模型及多维度价格管理，君亭则通过灵活调整房价和出租率改善 RevPAR；亚朵强调质量优先、用产品持续升级和差异化体验来稳定房价。**不同企业正结合自身市场定位调整量价组合，以减缓 RevPAR 波动并推动经营指标改善。**

图 9：五家酒店公司间夜房价表现分化



数据来源：各公司公告，东方证券研究

图 10：五家酒店公司入住率表现分化



数据来源：各公司公告，东方证券研究

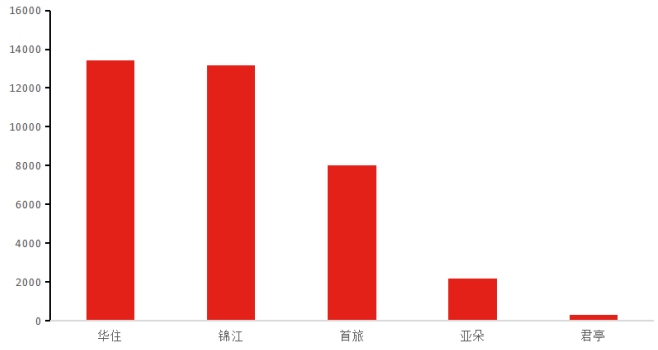
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

华住、锦江、首旅三家全国性综合酒店集团的规模相对领先。按各公司披露口径，截至 2026 年 6 月末，华住中国区拥有酒店 13417 家，锦江境内有限服务型酒店达到 13169 家，首旅境内酒店为 8011 家；亚朵在营酒店为 2175 家，君亭开业酒店项目为 303 个。华住、锦江和首旅拥有较为广泛的经济型及中高端酒店网络，亚朵和君亭则主要聚焦中高端市场，五家公司在网络规模和产品定位上形成了不同的发展基础。

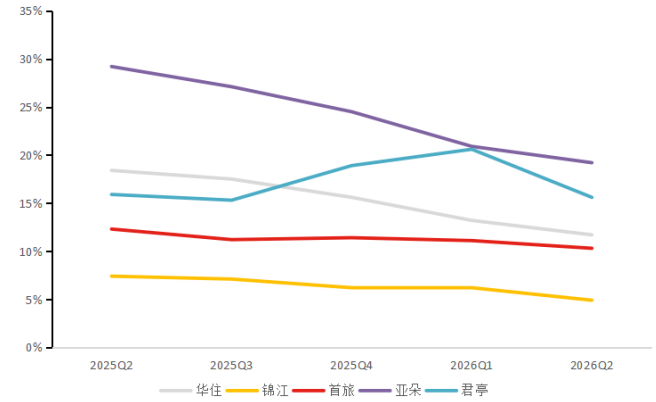
2025 年以来五家公司门店数量均保持同比增长，但增速整体有所回落，网络扩张节奏趋于温和。据各公司定期报告数据测算，华住门店数量同比增速由 2025Q2 的 18.4%降至 2026Q2 的 11.7%，首旅由 12.3%降至 10.3%，锦江由 7.4%降至 4.9%，亚朵由 29.2%降至 19.2%，君亭由 15.9%小幅降至 15.6%。亚朵仍保持相对较快的规模增长，华住和首旅维持双位数增速，锦江增速降至个位数。整体来看，**头部酒店公司仍在扩大酒店网络，但扩张速度较 2025 年同期普遍放缓。**

图 11：华住、锦江、首旅绝对规模相对领先（截至 2026Q2）



数据来源：各公司公告，东方证券研究
注：华住采用中国区口径，首旅采用境内酒店口径，锦江采用境内有限服务型酒店口径，亚朵采用中国区酒店网络口径；君亭采用酒店项目总数

图 12：五家酒店公司门店数量均同比增长，但增速有所回落



数据来源：各公司公告，东方证券研究

行业趋势：连锁化率提升、中高端化、轻资产化

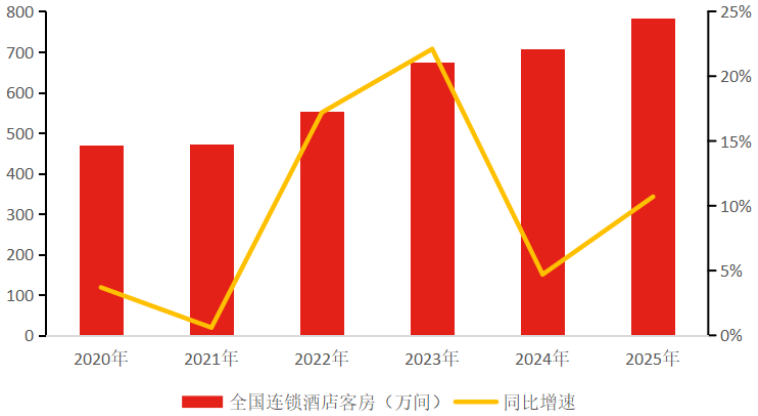
连锁化、中高端化和轻资产化正在拓宽酒店集团的中长期成长空间。连锁化推动单体酒店进入品牌、会员和运营体系，扩大酒店集团的客房网络；中高端化通过产品升级和档次上移，提高综合间夜房价及单店收入；轻资产化由加盟商承担物业和装修投入，酒店集团依靠品牌与管理输出加快扩张。**三条主线主要作用于客房规模、单房产出和管理收入，使酒店集团既能承接行业 RevPAR 修复，也能通过结构升级形成独立于短期景气的增长来源。**

趋势一：品牌连锁化供给增长快于行业整体，低线市场贡献连锁化主要空间。品牌酒店正在承接更多新增供给和单体酒店改造需求。据中国饭店协会数据，2025 年全国连锁酒店达到 10.6 万家、客房 783.2 万间，客房数同比增长 10.7%，高于酒店业整体客房增速 4.5pct，客房连锁化率由 2024 年的 40.1%提高至 41.8%。**连锁酒店约占全国酒店客房净增量的七成，新开酒店和单体酒店翻牌正更多采用连锁品牌。但截至 2025 年末，全国仍有约 1090 万间酒店客房未进入连锁体系，占酒店客房总量的 58.2%，连锁酒店仍有很大的增量空间；**据中国饭店协会数据，与美国，欧洲相比，我国酒店客房连锁化率仍有二到三成的提升空间。按现有客房规模静态测算，连锁化率每提高 1pct，对应约 18.7 万间客房进入连锁体系，我国酒店客房连锁化率仍具备较大提升空间。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

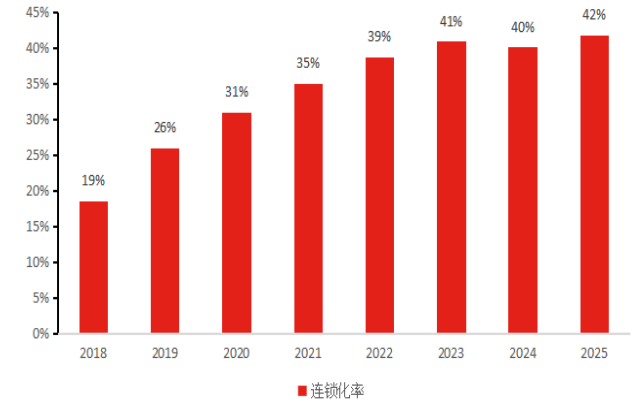
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：全国连锁酒店客房总量稳步上升



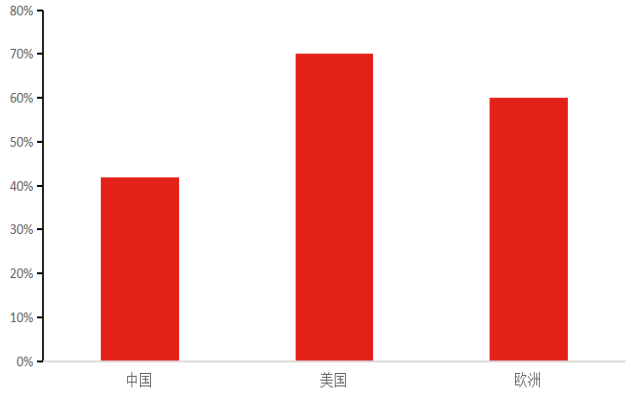
数据来源：中国饭店业协会，东方证券研究

图 14：截至 2025 年我国酒店连锁化率呈上升趋势



数据来源：中国饭店协会，东方证券研究

图 15：我国酒店客房连锁化率提升空间较大（截至 2025 年）



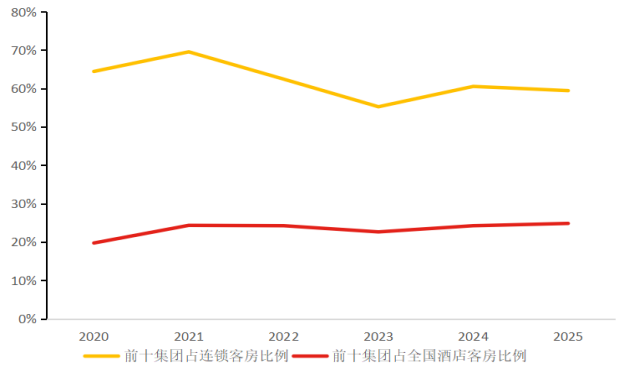
数据来源：中国饭店协会，东方证券研究
注：不同国家和地区的酒店分类及连锁化率统计口径存在差异

头部集团全行业份额持续提升，连锁市场增量同步向中腰部及其他品牌扩散。据中国饭店协会数据测算，2020—2025 年，前十集团占全国酒店客房的比例由 19.7%提高至 24.8%，累计提高 5.1pct；**2025 年前十集团客房数量同比增长 8.7%，高于全国酒店客房 6.2%的增速。**同期，前十集团占全国连锁酒店客房的比例由 2021 年的 69.5%调整至 2025 年的 59.4%。两项变化共同说明，**头部集团继续扩大相对全国酒店供给的覆盖范围，中腰部集团和其他品牌也在加速承接连锁化增量，行业品牌化由多层次连锁主体共同推进。**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

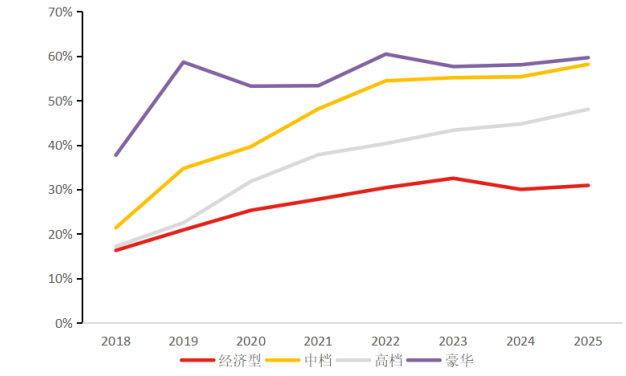
图 16：前十酒店集团全行业份额提升，连锁市场增量持续释放



数据来源：中国饭店业协会，东方证券研究

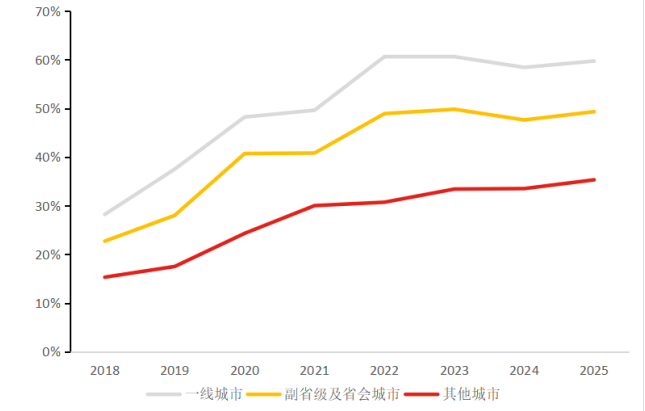
经济型酒店与低线城市连锁化率提升较快，较大的非连锁客房基础仍将提供连锁化渗透空间。据中国饭店协会数据，2018—2025 年，经济型酒店客房连锁化率由 16.3%提高至 30.9%，累计提高 14.6pct；同期中档、高档和豪华酒店分别提高至 58.1%、48.0%和 59.6%。**经济型酒店和其他城市现有连锁化水平相对较低、提升速度较快，有望成为未来连锁酒店市场的主要增量。**

图 17：经济型酒店连锁化率持续提升，渗透空间较大



数据来源：中国饭店协会，东方证券研究

图 18：低线城市酒店连锁化提速，渗透空间较大



数据来源：中国饭店协会，东方证券研究

趋势二，酒店供给结构持续上移，中高端化升级支撑单房收入。中端和高端品牌客房长期扩张明显快于经济型和豪华品牌，连锁市场增量更多向中高端产品集中。据中国饭店协会数据，2025 年全国酒店业中档和高档客房合计占客房总量的 37.9%，较 2019 年提高约 9.0pct。分连锁品牌档次看，2017—2025 年中端和高端品牌客房数年均分别增长 25.3%和 23.8%，明显高于经济型的 5.7%和豪华品牌的 7.2%；其中，中端品牌客房数较 2019 年累计增长 153.4%，成为连锁酒店扩张的重要组成。2025 年高端和中端品牌客房数进一步同比增长 15.0%和 10.9%，仍高于经济型品牌的 9.4%。**中高端酒店通常具有较高的房价和单店客房规模，其客房占比提高有助于扩大酒店集团的房费收入和管理费基数，中高端化由此成为连锁化之外提升单房产出和收入质量的重要路径。**

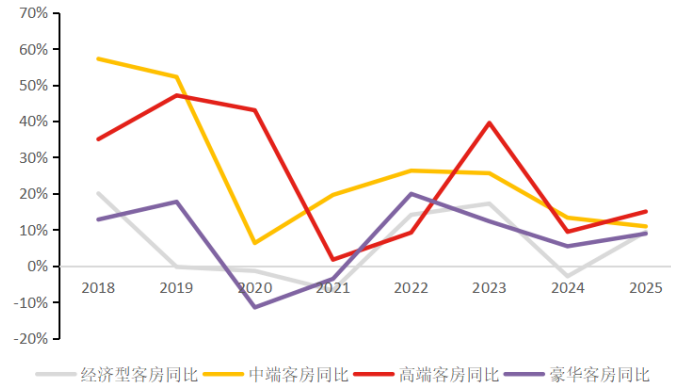
华住、锦江、首旅三大综合型酒店集团持续完善多档次品牌矩阵，亚朵、君亭则围绕中高端市场扩大规模，中高端化已经成为各酒店集团的共同发展方向。按各公司披露口径，截至 2026 年 6 月末，华住中国区中档及以上客房占比为 61.5%，锦江中端酒店客房占比为 71.2%，首旅剔除轻管理酒店后的中高端客房占比为 59.0%，相关比例均已超过一半。亚朵的在营品牌覆盖中档至豪华

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

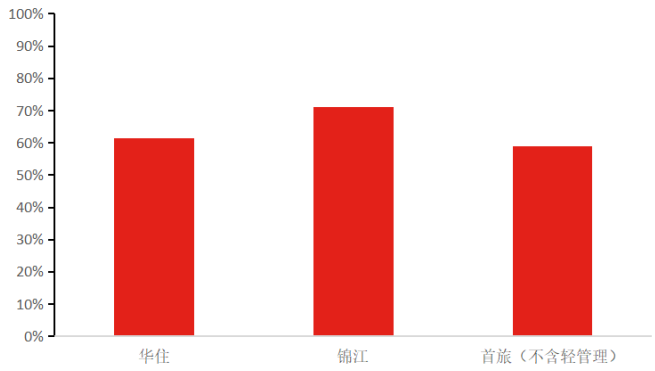
市场，君亭则以中高端有限服务和全服务酒店为主要定位。**综合型集团通过中高端扩容优化原有经济型客房结构，亚朵和君亭则直接围绕中高端市场扩张，二者共同推动连锁酒店供给结构上移。**

图 19：中高端品牌客房长期扩张快于经济型和豪华品牌



数据来源：中国饭店业协会，东方证券研究

图 20：2026 年三大集团中高端房量占比均过半（截至 2026 年 6 月末）



数据来源：公司公告，东方证券研究；注：华住为中档及以上客房占中国区全部客房的比例；锦江为中端酒店客房占全部酒店客房的比例；首旅为中高端客房占剔除轻管理酒店后客房的比例

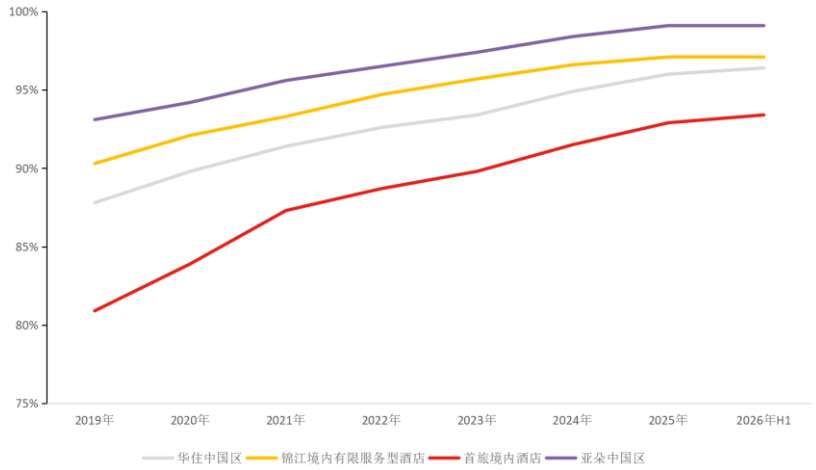
趋势三，加盟模式主导门店扩张，轻资产化提升品牌网络复制效率。头部酒店集团的加盟及管理门店占比继续保持高位，轻资产化已经由提高加盟比例转向改善加盟网络质量。按各公司披露口径，从 2019 年至 2026 年 6 月末，华住中国区、锦江境内有限服务型酒店、首旅酒店和亚朵中国区的管理加盟或特许加盟门店占比分别由 87.8%、90.3%、80.9%和 93.1%升至 93.1%、96.4%、97.1%和 99.1%。**未来规模增长将更多取决于加盟门店净增、客房数量、关店控制和存量经营质量，而不是加盟占比继续提高。**

酒店集团新开门店主要采用管理加盟、特许加盟或委托管理模式，轻资产经营已成为门店网络扩张的主要方式。据各公司公告，2019—2025 年首旅新开加盟酒店占比维持在 96.7%—99.1%；2026 年上半年首旅新开 606 家酒店，其中 604 家为特许酒店，占比 99.7%。同期华住中国区新开 1035 家酒店，其中 1030 家采用管理加盟及特许加盟模式，占比 99.5%；亚朵近年来新开酒店也基本采用管理加盟模式。**可以看出加盟模式是近年来各酒店集团扩张的绝对主力形式。**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 21：主要酒店集团加盟及管理门店占比长期提升并维持高位



数据来源：公司公告，东方证券研究

综合来看，酒店行业的机会来自供给增速回落、需求扩张和结构升级三项力量的共同作用。供给投资由快速扩张回归温和增长，假期制度优化为酒店提供新增量，行业 RevPAR 正处于寻找新均衡的阶段；连锁化、中高端化和轻资产化则继续推动品牌客房、单房价值和管理输出增长。**酒店行业的供需再平衡孕育了中短期 RevPAR 修复机会，而连锁化与中高端化等结构改善有望为酒店行业创造长期增长的环境。**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

首旅酒店：老牌酒店龙头，高质量发展行稳致远

发展沿革：如家注入奠定规模基础，经营重心转向结构升级

首旅酒店是全国三大连锁酒店集团之一，专注于中高端及经济型酒店运营管理，并兼有景区经营业务。据公司官网数据，截至 2026 年 6 月底，公司已经打造覆盖全国、多层次品牌和多种管理模式的酒店品牌矩阵。如家酒店集团的注入使公司获得全国性酒店网络、加盟商资源、会员体系和市场化管理能力。据公司 2026 年半年报，上半年酒店业务收入占合并收入的 91.9%；截至 6 月末，公司共运营 8013 家酒店、56.2 万间客房。公司产品覆盖经济型、中高端、高端及奢华市场，经济型如家系列构成大众住宿基本盘，如家商旅、如家精选、和颐、璞隐和逸扉等品牌承接中高端扩容，建国、京伦和诺金等品牌覆盖高端及奢华市场。全国性网络、多层次产品和标准管理、轻管理并行的模式，为公司承接行业需求修复与连锁化趋势提供了平台基础。

图 22：首旅酒店产品覆盖经济型、中高端、高端及奢华市场



数据来源：公司官网，东方证券研究

上市平台期（1999—2015 年）：首旅酒店以国有旅游资产整合为起点，逐步形成酒店与景区业务并行的上市公司平台。公司前身北京首都旅游股份有限公司成立于 1999 年，并于 2000 年在上海证券交易所上市，2013 年更名为北京首旅酒店（集团）股份有限公司。上市后，公司陆续整合酒店管理、酒店物业及南山景区等旅游资产，初步积累品牌、物业和管理资源。不过，**这一阶段公司的酒店网络仍以自有及集团相关资产为基础，全国化连锁规模尚未形成。**

规模跃迁期（2016 年）：如家酒店集团的注入，使公司由以北京为主要资产基础的旅游上市平台跃升为全国性连锁酒店集团。2016 年，首旅酒店完成如家酒店集团私有化及重大资产重组，将如家的品牌体系、全国门店网络、加盟商资源、会员基础和市场化管理团队纳入上市公司。此后，经济型酒店成为公司的规模基本盘，酒店管理业务和特许经营网络快速扩张，公司门店规模进入国内酒店集团头部阵营。此次重组不仅扩大了公司体量，也奠定了此后轻资产扩张和品牌结构升级的组织基础。

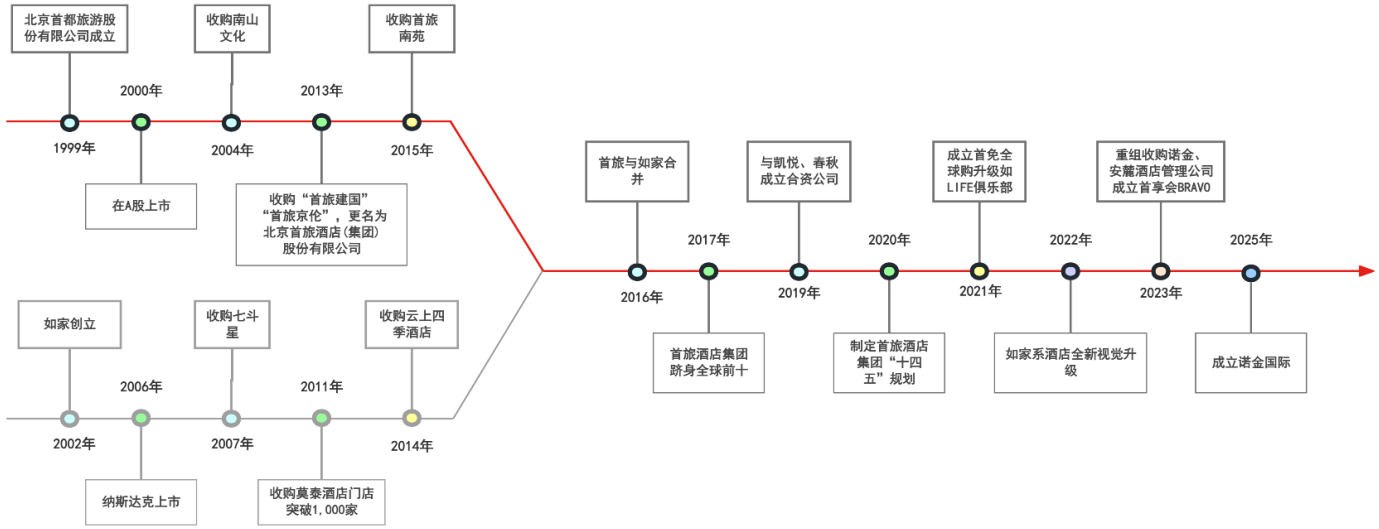
结构升级期（2017 年至今）：公司在如家规模底盘上持续推进品牌升级、轻资产拓展和平台能力建设。公司通过培育中高端酒店品牌、更新经济型产品和发展标准管理与轻管理模式，逐步统一

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

会员、预订和运营支持体系，形成“经济型酒店提供规模基础、中高端品牌承接产品升级、特许经营推动网络扩张”的经营结构。随着全国性平台和加盟网络趋于成熟，公司经营重点进一步转向收费客房增长、单房价值提升和酒店管理业务利润贡献，为行业 RevPAR 修复向公司利润端传导提供更完整的经营基础。

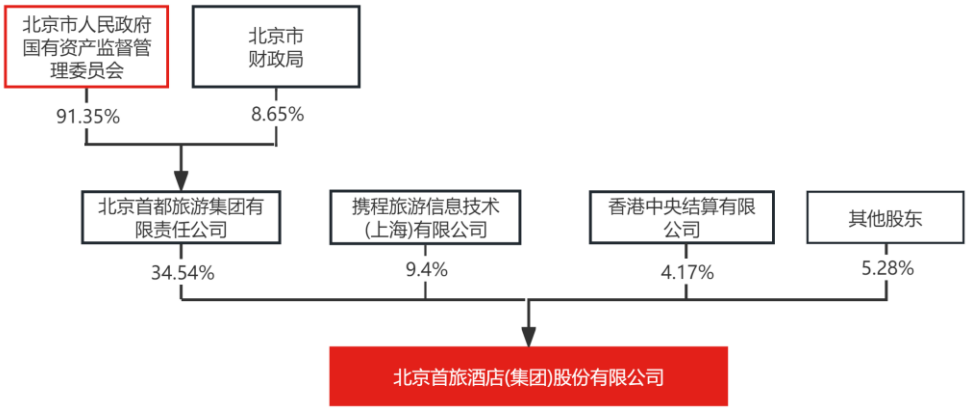
图 23：2016 年公司完成如家酒店的私有化及重大资产重组



数据来源：首旅酒店集团官网，东方证券研究

公司主要由国资控股，控制权稳定。实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会，控股股东为北京首都旅游集团有限责任公司，截至 2026 年 6 月底持股 34.54%，国资实控地位稳固，治理方向由北京市国资委主导。第二大股东携程（携程旅游信息技术（上海）有限公司）持股 9.40%；香港中央结算有限公司持股 4.17%。**携程作为全国 OTA 平台的龙头企业，其后续持股动向与公司线上直销策略的关联值得跟踪。**

图 24：公司由北京市国资委控股



数据来源：首旅酒店公告，东方证券研究；数据截止 2026 年 6 月底

公司治理呈“国资控股＋市场化职业经理人”的混合结构。董事长李云来自首旅集团，总经理孙坚为如家创始人团队代表，财务总监李向荣兼具联合利华、如家双重履历。国资方定方向、市场方抓经营、专业方管财务，分工清晰。双方自 2016 年如家注入以来已磨合近十年。既保留了国企的

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

资源与信用背书，又延续了如家系市场化经营的基因，是国企改革“市场化选聘、专业化经营”导向在上市公司的直接体现。

表 2：公司治理呈“国资控股＋市场化职业经理人”的混合结构

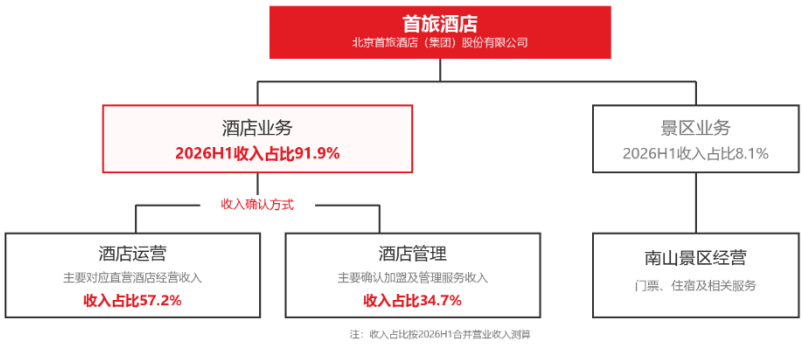
姓名	职务	履历要点
李云	董事长	女，58 岁；曾任北京北辰实业副总经理、北辰实业集团党委常委/党委副书记；2021 年 6 月任北京北辰实业股份有限公司总经理党委副书记、董事、总经理；2023 年 12 月起任首旅集团党委副书记、董事、总经理；2024 年 3 月起任本公司董事长（任期至 2027 年 9 月）
孙坚	董事、总经理，如家酒店集团董事长/CEO	男，61 岁；2000-2004 年任百安居市场副总裁、中国区运营副总裁；2004 年起任如家酒店集团董事兼 CEO；兼任中国连锁经营协会特邀副会长、中国饭店协会副会长；直接持股 46.5 万股（一致行动人合计 186.5 万股）
李向荣	副总经理、财务总监	女，52 岁；1993 年加入联合利华，2007-2010 年任联合利华大中华区财务总监；2010-2014 年任亨得利控股 CFO；2014 年 8 月加入如家任 CFO；2016 年 9 月起任本公司副总经理、财务总监，兼如家集团 CFO
霍岩	董事、党委书记、常务副总经理	男，48 岁；曾任西苑饭店销售经理、上海京诺投资常务副总经理、首旅置业副总经理、证券事务代表、首旅集团股权运营与管理中心总经理。
段中鹏	副总经理、董事会秘书	男，58 岁；历任首旅股份董事长秘书、证券部经理、董事会秘书、党委委员、总经理助理，曾在人民银行北京营管部挂职

数据来源：首旅酒店 2025 年报、2026 半年报、公司公告，东方证券研究；数据截止 2025 年底

业务模式：直营贡献收入规模，酒店管理贡献主要毛利润

首旅酒店的业务模式由酒店运营、酒店管理和景区经营三部分构成，酒店运营承担主要收入规模，酒店管理贡献主要毛利润。据公司 2026 年半年报，上半年酒店运营、酒店管理和景区经营分别实现收入 20.5 亿元、12.4 亿元和 2.9 亿元，占营业收入的 57.2%、34.7%和 8.1%；同期酒店管理业务实现毛利润 9.3 亿元，占公司毛利润的 64.8%，较上年同期进一步提高。三类业务在收入确认方式和成本结构上存在明显差异，因此收入占比不能直接代表利润贡献，**酒店管理业务已经成为公司最主要的毛利润来源。**

图 25：首旅酒店以酒店业务为核心，兼有少量景区业务

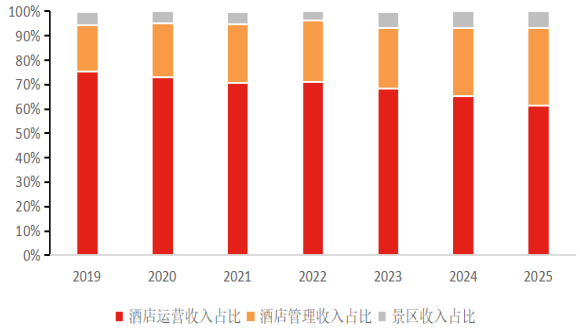


数据来源：公司公告，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

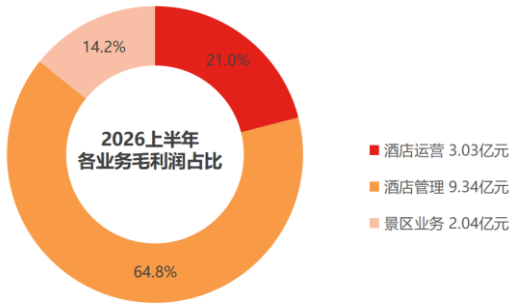
下载日志已记录，仅供内部参考

图 26：酒店管理业务收入占比不断提升



数据来源：choice，东方证券研究

图 27：酒店管理业务毛利率显著高于其他业务（2026H1）



数据来源：choice，东方证券研究

直营业务承担主要收入规模，也保留了公司对行业 RevPAR 修复的直接经营弹性。公司确认直营酒店客房、餐饮及相关服务的全部收入，同时承担租赁、人员、能源、物料和折旧摊销等经营成本，较高的固定成本使间夜房价和入住率变化能够通过经营杠杆影响利润。据公司 2026 年半年报，上半年酒店运营业务收入同比下降 8.3%，运营成本同比下降 8.6%，推动毛利率提高 0.3pct 至 14.8%；对应运营业务毛利润同比下降 6.4%至 3.0 亿元，降幅小于收入。直营网络调整和成本优化已经形成一定缓冲。

酒店管理业务的整体盈利能力较高，标准管理与轻管理则承担着提升单店质量和扩大网络覆盖的功能。据公司 2026 年半年报，上半年酒店管理业务实现收入 12.4 亿元，同比增长 9.8%；实现毛利润 9.3 亿元，同比增长 8.5%；毛利率为 75.2%，明显高于酒店运营业务。公司按照酒店管理业务整体披露收入和成本，标准管理与轻管理主要披露存量、新开及储备酒店数量。标准管理更侧重管理深度、产品质量和单店收费贡献，轻管理更侧重低成本翻牌、低线市场渗透和网络覆盖，两类模式共同满足公司提升单店质量与扩大网络规模的不同需求。

酒店管理收入覆盖酒店签约、工程筹建和开业运营等阶段，不同收入随相应服务完成逐步确认。公司公告显示，酒店管理业务包括全权委托管理、技术支持服务和特许经营管理，其中特许经营管理收入包括加盟前期咨询、持续管理及其他特许服务。酒店开业前，公司提供项目考察、市场调研、法务支持和认证培训，并可就工程建设及开业筹备提供技术支持。加盟前期服务费需要分摊至不同履约义务，技术支持费也在合同约定的筹建服务完成时确认。因此，储备项目进入前期咨询或工程筹建阶段并完成相应履约义务后，可以逐步贡献开业前管理收入。

表 3：酒店管理收入贯穿签约、筹建及运营阶段

收入类型	主要收费及服务项目	收入确认或收费方式	主要影响因素
签约及开业前咨询	前期咨询、项目考察、市场调研、法务支持及认证培训	前期服务费一次性收取且不可退还；合同价格分摊至各项履约义务，并随履约确认收入	进入前期咨询阶段的项目数量及履约义务完成情况
工程筹建	前期工程建设及开业筹备技术支持	依据技术支持合同收费，在各项履约义务履行时确认收入	技术支持合同数量及履约义务完成情况
特许酒店运营	特许经营持续管理费	一般按照加盟酒店营业收入的 3%—6%收取，自加盟酒店取得营业收入时确认	在营加盟酒店营业收入及合同费率
全权委托管理	基本管理费及奖励（效益）管理费	以成员酒店营业收入或酒店营业总利润为基数，按照合同约定比例在服务期间确认	受托酒店数量、营业收入、GOP 及合同费率
持续运营配套服务	软件安装维护、预订中心及派驻管理人员服务	在向加盟酒店提供相关服务支持时确认收入	相关服务使用规模及 CRS 预订贡献

数据来源：公司官网，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

酒店开业后，持续管理费构成与加盟酒店经营表现直接挂钩的经常性收入。据公司 2026 年半年报，特许经营持续管理收入一般按照加盟酒店营业收入的 3%—6%收取，自加盟酒店取得营业收入时确认；全权委托管理则以成员酒店营业收入或酒店营业总利润为基数，按照合同约定比例确认基本管理费及奖励管理费。**这意味着持续管理收入不仅取决于在营加盟酒店和客房数量，还受到门店开业时间、间夜房价、入住率以及餐饮等其他收入影响。**期末加盟客房只能反映潜在收费规模，平均在营加盟客房及加盟酒店营业收入与当期管理收入的匹配度更高；对于与 GOP 挂钩的奖励管理费，门店成本控制和利润率也会影响实际收入贡献。

图 28：首旅酒店不同定位酒店加盟具体费用各异

酒店分类	经济型酒店品牌	中端酒店品牌	中高端酒店品牌				高端酒店品牌
费用类目	如家/莫泰	如家商旅/如家精选/YUNIK	和颐至尚	和颐至尊	璞隐	扉缦	建国铂萃
加盟期限	10年						
特许加盟咨询服务费（一次性）	2,500元/间，不低于10万元/项目	北上广深4,000元/间；其他3,000元/间，不低于12万元/项目					7,000元/间
特许合同保证金	5万	10万					20万
特许品牌使用费	营业总收入的4%						营业总收入的5%
特许服务支持费	营业总收入的0.5%						营业总收入的1.5%
品牌推广费	营业总收入的0.5%						营业总收入的1.5%
采购、工程质量保证金	5万 （验收合格后，冲抵管理费）						-
开业筹备期服务费（一次性）	1万		3万				-
PMS系统上线服务费及使用费	初装费5,000元，系统使用费1万/年						
HOPS酒店运营系统使用费	1,500元/月						
财务咨询服务费	一线城市：800元/月、二线城市：700元/月、三线及以下城市：600元/月						1000元/月
会员发展维护费	每1积分结算0.01元						
CRS（含移动客户端）	8%						
工程筹备期项目经理费	2万	5万					-
前期项目技术支持费（包含项目可行性评估、筹备期服务费、工程指导费）	-						15万
工程设计费（第三方公司）	-	20~25万	30~35万		35万	25~30万	60万起
工程设计费（第三方公司）不含报建价格	-	在设计费全套标准收费基础上减2万，新产品设计费全套标准收费，无优惠					在设计费全套标准收费基础上减5万
样板间费用（按实际收费缴纳）	-	精选 2间/5.4万 商旅 2间/5万	2间8.4万	2间8.2万	2间12万	-	2间17.5万

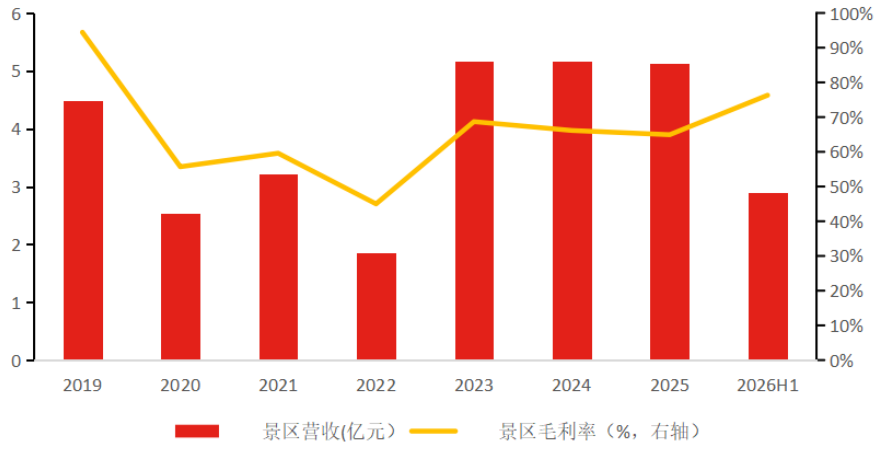
数据来源：首旅酒店官网，东方证券研究

景区业务已经恢复至相对稳定的平台，为酒店主业提供利润和现金流补充。据公司定期报告，景区业务收入由 2020 年的 2.5 亿元和 2022 年的 1.9 亿元恢复至 2023 年的 5.2 亿元，2024 年和 2025 年分别保持在 5.2 亿元和 5.1 亿元；同期景区利润总额维持在约 2.3 亿元。据公司 2026 年半年报，上半年景区业务收入为 2.9 亿元，利润总额同比增长 0.8%至 1.5 亿元。景区业务由于资源禀赋的原因，相比于酒店业务扩张较难，只能作为公司业务的补充，但稳定的经营贡献能够丰富公司的利润来源，并为公司酒店主业提供现金流。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 29：2023 年以来景区业务收入趋于平稳

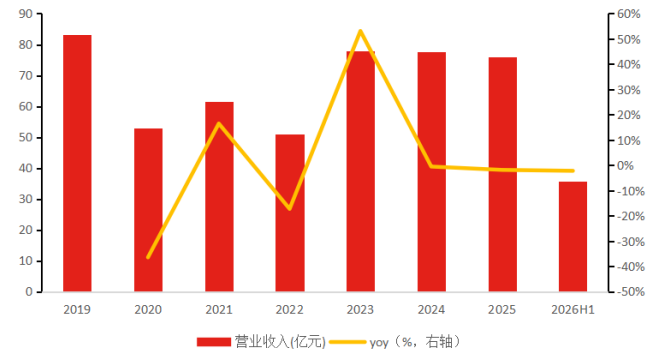


数据来源：Choice，东方证券研究

经营表现：规模与利润结构改善，RevPAR 修复释放弹性

公司经营已经走出疫情冲击，2023 年以来利润保持稳定，2026H1 公司实现双位数利润增长。据公司公告披露，受到疫情的冲击，公司营收与净利润在 2022 年跌入双双低谷，营收降至 50.9 亿元，归母净利润亏损 5.8 亿元，但 2023 年营业收入恢复至 77.9 亿元，归母净利润恢复至 8.0 亿元，2024 年和 2025 年归母净利润进一步保持在 8.1 亿元左右。2026 年上半年公司实现营业收入 35.8 亿元，同比下降 2.2%，主要系公司直营店减少所致；归母净利润 4.4 亿元，同比增长 11.0%；随着公司收入构成结构不断优化，酒店运营业务占比进一步提升，公司利润有望持续增长。

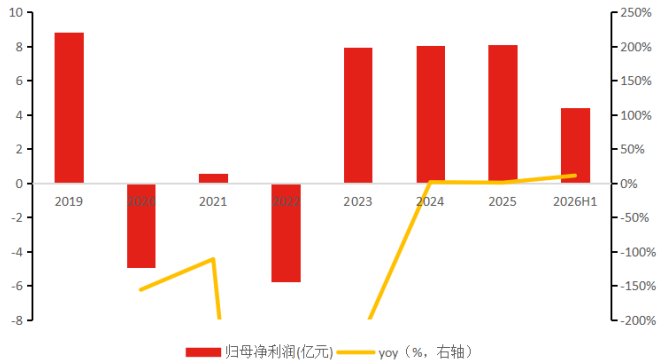
图 30：2026H1 公司收入保持基本稳定



数据来源：Choice，东方证券研究

注：2019 年营业收入采用旧收入准则口径，仅作为疫情前规模参照；归母净利润和扣非归母净利润不受该口径变化影响。

图 31：2026H1 公司利润增速快于收入



数据来源：公司公告，东方证券研究

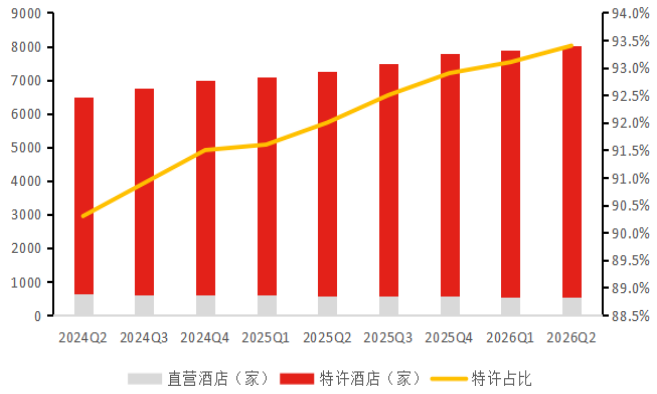
公司酒店网络持续扩张，特许经营已经成为规模增长的主要方式，中高端酒店和客房占比不断提升。据公司连续定期报告，2025 年一季度末至 2026 年二季度末，公司酒店数量由 7266 家增加至 8013 家，增长 10.3%；客房数量由 53.2 万间增加至 56.2 万间，增长 5.7%。公司中高端酒店数量增长 10.1%，中高端客房数量增长 6.1%；截至 2026 年 6 月末，公司拥有中高端酒店 2348

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

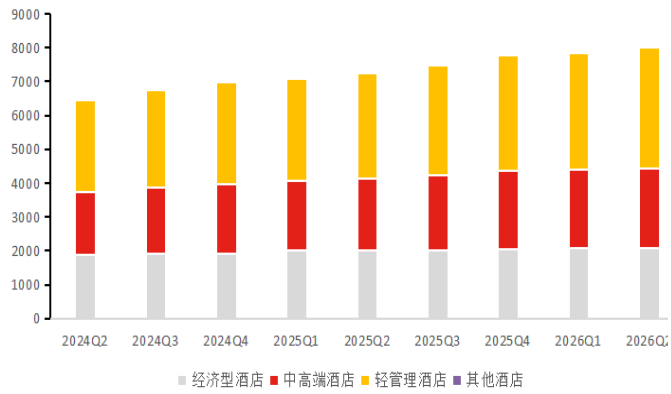
家、客房 23.8 万间，分别占酒店总数和客房总数的 29.3%和 42.3%。同期直营酒店由 628 家减少至 527 家，特许酒店占比由 90.3%提高至 93.4%。

图 32：公司门店持续呈现轻资产化趋势



数据来源：公司公告，东方证券研究

图 33：公司中高端酒店占比持续提升



数据来源：公司公告，东方证券研究

2026 年上半年公司开店数量同比小幅下降，第二季度开店节奏回升，持续开店与门店退出共同推动酒店网络净增。据公司定期报告，2026 年上半年公司新开酒店 606 家，较 2025 年同期的 664 家下降 8.7%；公司披露，阶段性放缓主要与春节较晚带来的筹建周期后延及市场环境分化有关。第二季度公司新开酒店 388 家，同比增长 6.6%，开店节奏较第一季度回升。上半年新开酒店中 604 家为特许酒店，占比 99.7%；酒店总数较 2025 年末增加 211 家，据期末门店变动测算，期间退出酒店约 395 家。

图 34：2026Q2 公司开店节奏回升，上半年酒店净增 211 家

指标	数据	同比、占比或测算说明
2026H1新开酒店	606家	同比下降8.7%
2026H1新开特许酒店	604家	占新开酒店的99.7%
2026H1酒店净增	211家	根据期末酒店数量变化计算
2026H1退出酒店	约395家	按“新开酒店－酒店净增”测算

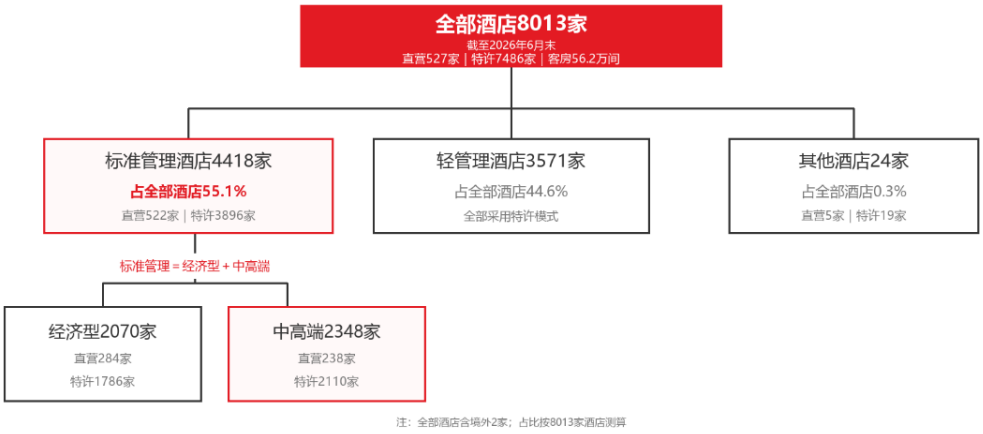
数据来源：公司公告，东方证券研究

标准管理和轻管理形成差异化扩张组合，分别承担单店管理深度和网络覆盖功能。据公司定期报告，2025 年二季度末至 2026 年二季度末，标准管理酒店由 4137 家增加至 4418 家，增长 6.7%；轻管理酒店由 3116 家增加至 3571 家，增长 14.6%，占全部酒店的比例由 42.9%提高至 44.6%。据公司 2026 年半年报，上半年公司新开标准管理酒店 300 家、新开轻管理酒店 302 家，分别占新开酒店的 49.5%和 49.8%。两类模式在当期开业端保持均衡：**标准管理有助于深化运营介入和单店收费，轻管理有助于承接低线市场和存量翻牌需求，共同拓宽公司扩张空间。**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

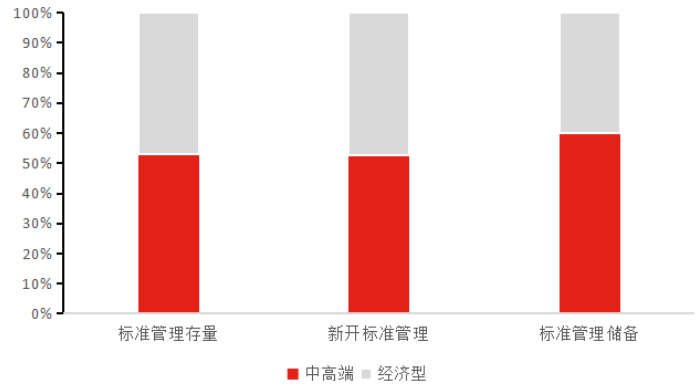
图 35：标准管理与轻管理增长共同拓宽公司扩张空间（截至 2026 年 6 月底）



数据来源：公司公告，东方证券研究

储备项目以标准管理和中高端为主，未来开店结构具备进一步优化基础。据公司 2026 年半年报，截至 6 月末，公司拥有储备酒店 1641 家，其中标准管理酒店 1211 家、占比 73.8%，远高于现有标准酒店在存量门店中 55.1%的比例。分档次看，上半年公司新开中高端酒店 158 家，6 月底中高端储备酒店为 726 家，占全部储备酒店的 44.2%，明显高于存量门店占比。存量、新开与储备的梯度结构，为中高端客房和单房价值继续提升提供了项目来源。中高端占存量、新开和储备标准管理酒店的比例分别为 53.1%、52.7%和 60.0%。标准管理和中高端在储备端的较高权重，为后续收费客房和单店管理贡献提升提供前瞻基础。

图 36：中高端占标准管理储备酒店的六成（截至 2026 年 6 月底）



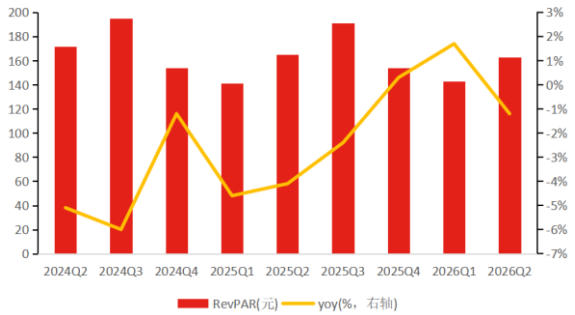
数据来源：公司公告，东方证券研究

公司不含轻管理酒店的全部酒店 RevPAR 已由前期下降转向基本稳定，当前处于寻找新均衡的阶段。据公司连续定期报告，该口径 RevPAR 同比增速由 2025 年一季度的-4.6%逐季改善至第四季度的 0.3%，2026 年第一季度为 1.7%、第二季度为-1.2%，上半年同比增长 0.1%。第二季度间夜房价和入住率同比变化分别为-0.6%和-0.4pct。随着春秋假政策的不断落实，公司的淡季需求将有所回升，未来公司的 RevPAR 有望得到进一步的回暖。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

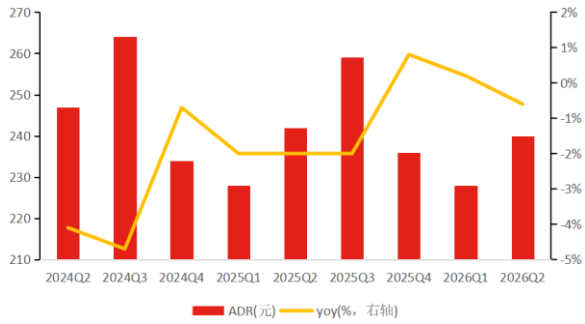
下载日志已记录，仅供内部参考

图 37：全部酒店 RevPAR 同比由下降转向基本稳定



数据来源：公司公告，东方证券研究

图 38：全部酒店间夜房价同比逐步接近企稳区间

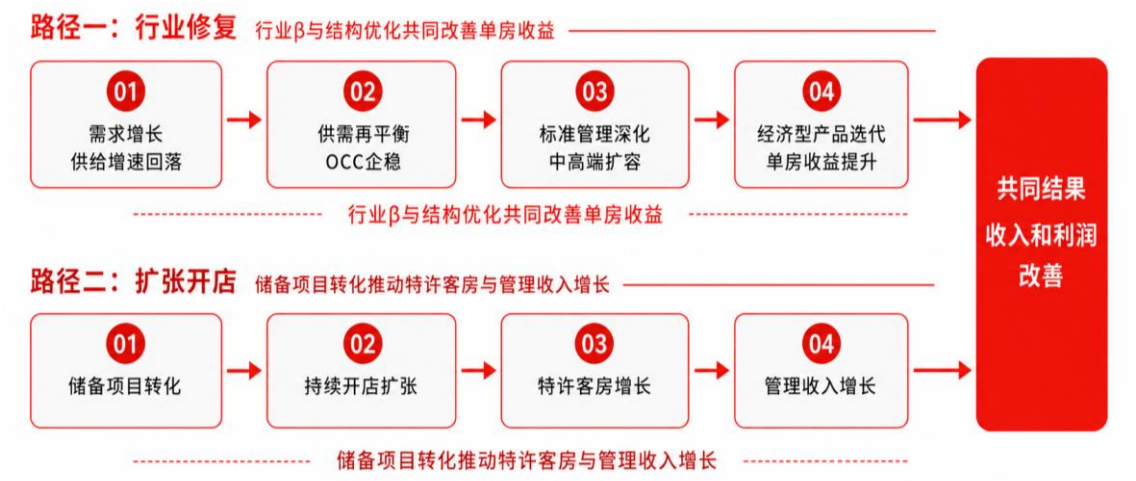


数据来源：公司公告，东方证券研究

成长展望：RevPAR 修复与高质量扩张双轮驱动

首旅的利润增长主要由 RevPAR 改善和门店扩张两条路径共同驱动。行业需求增长与供给增速回落有望推动供需再平衡，为 RevPAR 修复创造条件；首旅广泛的国内酒店布局使其能够承接行业改善，通过直营经营杠杆和加盟持续管理费增长向利润端传导。公司自身的结构优化进一步改善单店贡献：标准管理发展深化运营介入和服务输出，中高端扩容改善增量客房的价格结构，经济型产品迭代提升存量酒店的产品竞争力。规模方面，储备项目转化和持续开店有望形成特许客房净增，扩大酒店管理业务的潜在收费基础。**单房收益提升与收费房量增长共同推动公司收入和利润改善。**

图 39：酒店龙头增长主要由 RevPAR 改善和门店扩张两条路径共同驱动



数据来源：东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

RevPAR 修复：短看供需再平衡，中看结构化升级

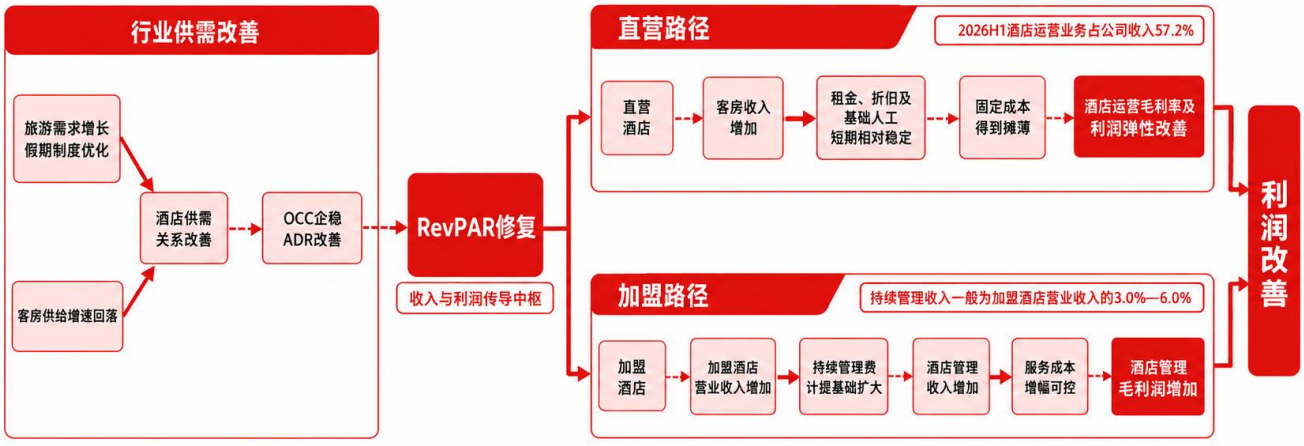
逻辑 1：行业供需格局改善，RevPAR 存在贝塔修复动能

行业供需关系逐步改善，为首旅 RevPAR 回升创造外部条件。前文行业分析显示，全国酒店客房供给仍在增长，但同比增速持续回落；旅游需求总量增长和假期制度优化则有助于增加居民出行及住宿需求。供给增量放缓能够减轻新增客房对存量酒店入住率的分流，需求增长则有助于改善酒店预订量和入住水平，推动入住率率先企稳；当入住需求和预订节奏进一步改善后，酒店通过降价获取客源的压力有望减弱，间夜房价也将获得支撑，从而形成由入住率稳定、间夜房价改善向 RevPAR 修复的传导。据公司定期报告，不含轻管理酒店的全部酒店 RevPAR 同比增速由 2025 年一季度的下降 4.6%改善至 2026 年一季度的增长 1.7%，2026 年第二季度同比下降 1.2%，上半年同比增长 0.1%，反映公司经营已呈现企稳迹象，但季度之间仍有波动。若后续住宿需求增量持续高于有效供给增量，行业供需改善有望逐步转化为公司入住率、间夜房价及 RevPAR 的共同修复。

直营业务贡献接近六成收入，若 RevPAR 回升有望通过经营杠杆放大利润弹性。据公司 2026 年半年报，酒店运营业务占合并收入的 57.2%，仍是公司主要收入来源。直营酒店的租赁、折旧摊销及基础人员成本具有较强刚性，收入回升有助于摊薄单位客房承担的固定成本。上半年酒店运营收入和成本分别同比下降 8.3%和 8.6%，成本降幅略高于收入，毛利率同比提高 0.3pct 至 14.8%，成本收缩对收入下降形成了一定对冲。若行业修复进一步推动直营酒店 RevPAR 回升，在可售房量和成本费用相对稳定的条件下，直营收入与毛利率有望共同改善。

酒店管理业务同样受益于行业 RevPAR 修复，加盟酒店经营改善有望带动持续管理收入增加。据公司 2026 年半年报，特许经营持续管理收入一般按加盟酒店营业收入的 3.0%—6.0%计提，其他收入还包括软件维护、预订中心及派驻人员服务费等。在可售房量和营业天数相对稳定的情况下，加盟酒店 RevPAR 回升能够增加客房收入，进而扩大按营业收入比例计提的持续管理费基础。公司无需承担加盟酒店的物业租赁及全部日常经营成本；在运营支持和系统服务成本增幅可控的情况下，管理收入增长有望进一步贡献毛利润。

图 40：行业供需改善促进酒店 RevPAR 修复



数据来源：东方证券研究

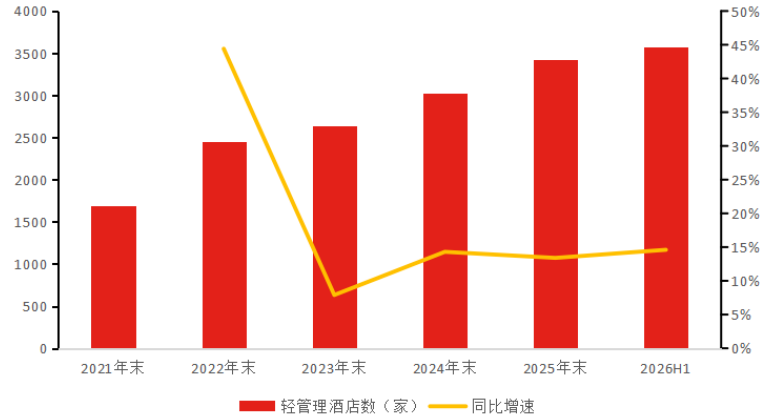
逻辑 2：轻管理提质+品牌升级+经济型迭代，RevPAR 结构性上移

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

轻管理适应了单体酒店低投入加入连锁体系的需求，帮助公司快速扩大下沉市场和存量物业覆盖。据公司 2021 年年报，**疫情期间单体酒店面临品牌影响力不足、专业运营能力较弱等压力，加入头部连锁体系的意愿增强，公司因此通过初始投入较低的轻管理模式承接中小酒店需求。**据公司定期报告，轻管理酒店由 2021 年末的 1697 家增加至 2026 年 6 月末的 3571 家，占全部酒店的比例由 28.7%提高至 44.6%。轻管理降低了存量物业接入品牌、预订和运营系统的门槛，使公司能够以相对轻量的服务投入扩大酒店网络，并形成品牌、系统及预订服务收入。

图 41：轻管理门店增速相较 2022 年明显下滑



数据来源：公司公告，东方证券研究

标准管理与轻管理的差异主要体现为产品要求、运营介入和收费方式，分别侧重经营深度与物业适配效率。据公司官网现有公开加盟资料，标准酒店强调统一设计和改造标准，并配套工程筹备、培训及日常运营管理；云品牌则主要提供在线运营指导、品牌、系统、预订和培训支持，对物业条件保留较灵活的适配方式。收费方面，标准酒店较多采用与营业收入挂钩的计费方式，持续管理收入能够随门店经营改善扩大；云品牌部分费用按照房量和营业天数计收，相应收入对间夜房价和入住率变化的直接敏感度较低，但预订服务收入仍会受到渠道订单贡献影响。

图 42：标准酒店与云品牌的收费政策体现不同的服务深度和计费方式（截至 2026 年 8 月）

比较项目	标准酒店示例	云品牌示例
产品及服务方式	统一设计、改造和筹备标准，配套运营管理服务	在线运营教练及品牌、系统、培训支持，物业适配较灵活
前期费用	如家、莫泰咨询服务费2500元/间，单项目不低于10万元；如家商旅、如家精选等按城市收取3000—4000元/间	2023年方案免收加盟费，开业筹备礼包5万元，包含系统安装、培训、项目评审等
主要持续收费	如家、如家商旅等品牌使用费为营业总收入的4.0%，服务支持费和品牌推广费各0.5%	品牌使用及服务支持费按城市类别为8/6/4元/间天，2023年优惠标准为6/5/3元/间天，计费房量上限80间
系统及预订服务	PMS、HOPS及CRS等另行收费	PMS、HOPS等另行收费，如家CRS平台订单佣金9.0%

数据来源：首旅酒店官网，东方证券研究
注：根据公司官网现有公开收费资料整理，相关页面标示为 2023 年政策；具体收费以加盟合同约定为准。

轻管理虽以较低投入和灵活适配提高了扩张效率，但也增加了产品一致性、品牌识别和单店贡献管理的难度。相较于统一设计改造并深入参与日常运营的标准管理，轻管理门店的产品形态和服务执行更依赖物业基础及业主运营能力；**随着网络扩大，门店之间的体验差异可能增加公司维持**

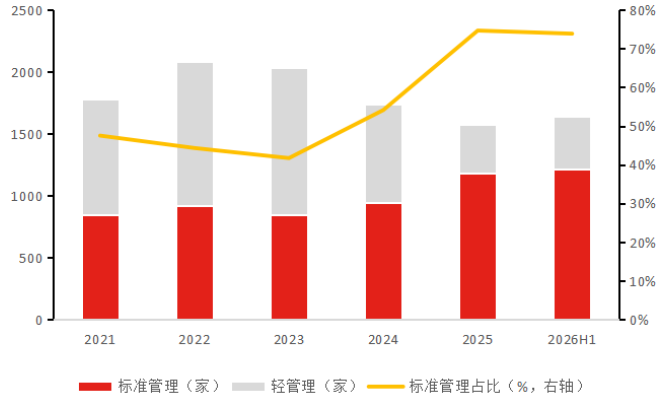
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

统一品牌认知的难度，消费者也可能难以清晰区分轻管理品牌与标准酒店的服务边界。在收入端，按房量和营业天数计收的费用不会随间夜房价或入住率改善同步增加，**因此轻管理的主要价值更侧重门店覆盖和基础服务收入，其规模增长本身并不直接代表 RevPAR 或单店管理收入提高。**

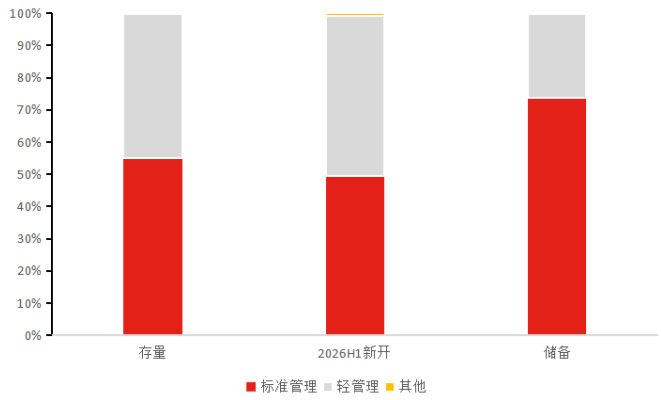
公司当前形成了标准管理优先发展、轻管理同步提质的经营思路，新增项目结构已开始向标准管理倾斜。据公司 2026 年半年报，**公司提出"全力发展标准管理酒店"**，截至 6 月末，标准管理酒店占储备项目的比例达到 73.8%，高于存量酒店中的 55.1%，表明标准管理在后续开店中的优先级提高。与此同时，公司仍将轻管理定位为发展的重要组成部分，2026 年上半年新开轻管理酒店 302 家，同比增长 5.6%，并提出持续提升其发展质量和运营水平。整体来看，**公司并未放弃轻管理的网络覆盖功能，而是更加重视通过标准管理提高运营介入深度，同时改善轻管理门店的产品和服务一致性。**

图 43：公司标准管理储备占比较 2023 年明显提高



数据来源：公司公告，东方证券研究
注：2019—2020 年公司未完整披露储备酒店分类，图中均为储备店。

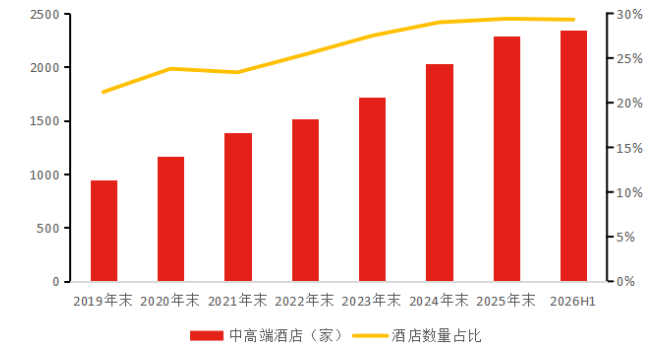
图 44：标准管理在储备中的占比高于存量及 2026H1 新开量



数据来源：公司公告，东方证券研究

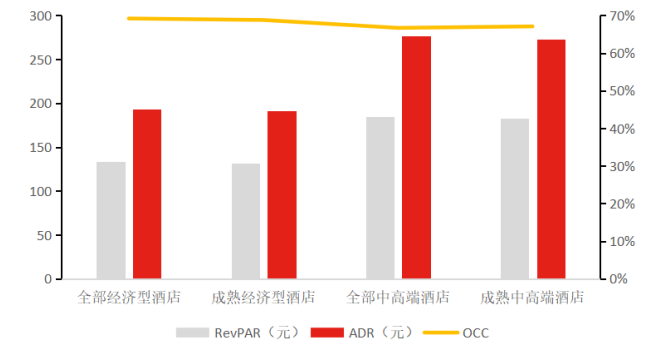
公司中高端酒店发展迅速，中高端酒店的房价和平均房量优势，使其客房扩张能够更有效地改善公司产品与收入结构。据公司定期报告，中高端客房由 2019 年末的 10.8 间增加至 2026 年 6 月末的 23.8 万间，占全部客房的比例由 21.2%提高至 29.3%；据公司 2026 年半年报，第二季度中高端酒店间夜房价和 RevPAR 分别为 277 元和 185 元，高于经济型酒店的 193 元和 134 元；据此测算，中高端酒店间夜房价较经济型高 43.5%，较高房价是其 RevPAR 优势的主要来源。6 月末中高端酒店平均房量为 101.2 间，高于经济型酒店的 79.1 间；**较大的单店房量与较高的 RevPAR 共同形成更高的单店客房收入基础。**

图 45：中高端酒店数量及其占比长期提高



数据来源：公司公告，东方证券研究
注：上述酒店均不含轻管理酒店；成熟酒店指开业 18 个月以上的酒店。

图 46：中高端酒店的房价优势支撑较高 RevPAR



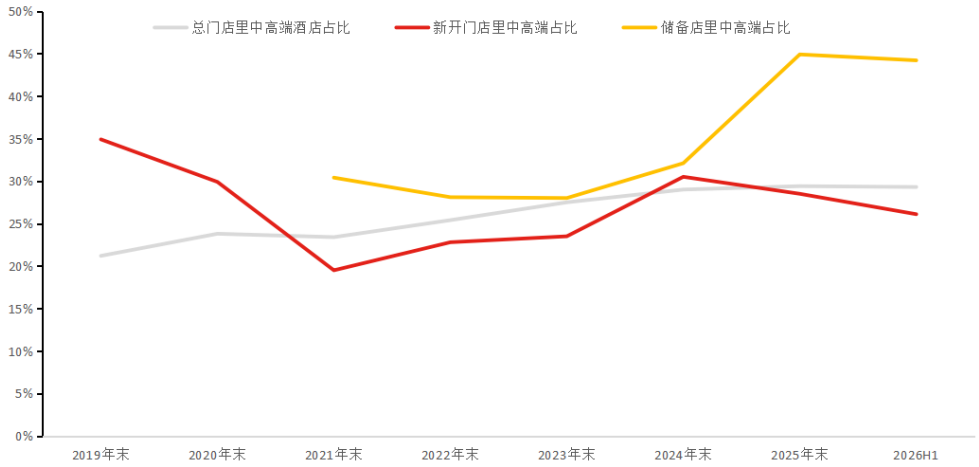
数据来源：公司公告，东方证券研究
注：上述酒店均不含轻管理酒店；成熟酒店指开业 18 个月以上的酒店。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

中高端储备酒店占比高于存量酒店，为后续门店结构上移提供项目来源。据公司定期报告，中高端储备酒店占全部储备酒店的比例由 2023 年末的 28.0%提高至 2026 年 6 月末的 44.2%；截至 2026 年 6 月末，公司拥有中高端储备酒店 726 家，同比增长 5.4%，其占比高于同期中高端存量酒店 29.3%的占比。**随着储备项目完成筹建并投入运营，中高端酒店在公司门店结构中的比重有望进一步提高；其对客房规模和管理收入的实际贡献，还取决于项目转化进度、单店房量和开业后的经营爬坡。**

图 47：中高端储备酒店占比高于存量酒店占比



数据来源：公司公告，东方证券研究
注：部分早期报告未披露可比储备结构。

如家经济型产品持续迭代，较高版本产品已成为品牌主体，为存量酒店改善住宿体验和维持市场竞争力提供产品基础。据公司定期报告，如家 3.0 及以上产品占如家品牌酒店的比例由 2020 年末的 32.2%提高至 2025 年末的 81.5%，2026 年 6 月末进一步升至 85.3%。据公司 2026 年半年报，上半年新开如家 4.0 酒店 98 家，同比增长 19.5%，期末储备酒店达到 304 家。**高版本产品占比提高反映如家产品体系持续更新，其变化同时受到新店导入、存量改造及低版本门店退出影响。**据公司公告披露，如家 4.0 围绕外立面、公区、家具及智能设备进行优化，通过改善客房舒适度、功能便利性和服务效率，增强产品对消费者的吸引力，为经济型酒店稳定入住需求和提高房价接受度创造条件。

扩张开店：储备项目转化推动特许客房与管理收入增长

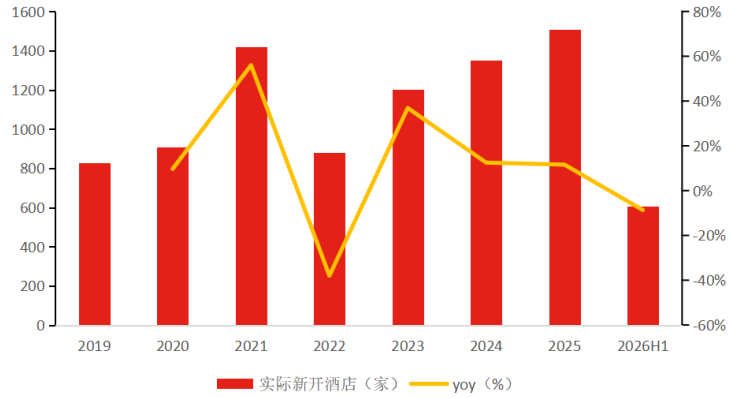
公司年度开店规模较疫情前明显扩大，2026 年仍维持较高拓店目标，全国化开发及运营体系为项目持续落地提供基础。据公司年度报告披露，年度新开酒店数量由 2019 年的 829 家增加至 2025 年的 1510 家，据此测算，期间复合增速为 10.5%；2023—2025 年新开酒店数量连续增长。公司在 2025 年报提出，2026 年公司计划新开酒店 1600—1700 家；并且公司将通过深化属地市场开发、完善从签约和设计到验收筹开的全流程协同，以及加强样板店建设和加盟商支持，提高项目开发效率。据公司 2026 年半年报，2026 年上半年新开酒店 606 家，同比下降 8.7%，主要受到春节较晚导致筹建周期延后及市场环境分化影响；其中第二季度新开 388 家，同比增长 6.6%，开店节奏较一季度回升。上半年新开数量相当于全年计划的 35.6%—37.9%，若完成年度目标，下

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

半年仍需新开 994—1094 家，后续进度主要取决于储备项目转化以及开发、筹建和开业环节的协同效率。

图 48：公司年度开店规模较疫情前扩大，2026 年计划继续拓店

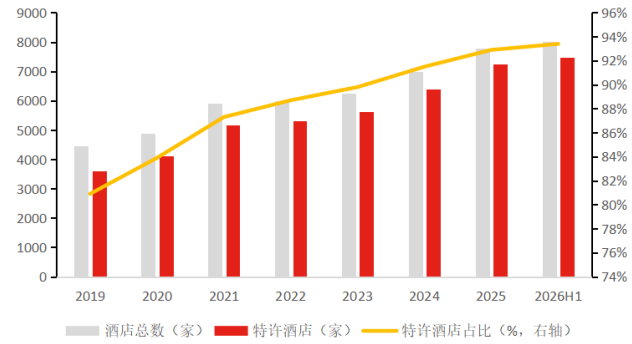


数据来源：公司公告，东方证券研究

储备酒店为持续开店提供项目来源，新增及储备项目以特许经营为主，使公司能够通过品牌和管理输出扩大网络，而不必同步承担全部物业投资。据公司定期报告，储备酒店数量由 2019 年末的 660 家增加至 2022 年末的 2085 家，2025 年末为 1584 家，2026 年 6 月末回升至 1641 家。2026 上半年新开酒店中，特许酒店 604 家，占比 99.7%；期末储备酒店中，特许酒店 1637 家，占比 99.8%。新增项目由加盟商承担主要物业、装修及日常经营投入，公司则提供品牌、系统和相应运营支持，因此开店数量增加无需对应同等规模的直营资本投入。公司 2026 年经营计划进一步提出优化开发政策、支持加盟商发展，并强化筹建各环节协同。随着相关项目落地，新增门店将主要进入特许网络，逐步扩大管理服务覆盖的酒店和客房规模。

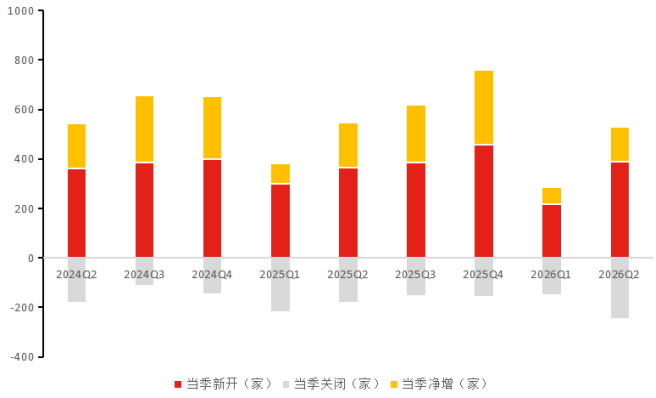
开店向收入增长的传导最终落实在特许客房净增，新店开业和存量项目调整共同决定收费基础的变化。据公司定期报告，2019 年末至 2026 年 6 月末，特许酒店由 3599 家增加至 7486 家，特许客房由 31.2 万间增加至 49.8 万间，长期扩张持续增加公司可提供管理服务的客房规模。仅看 2026 年上半年，据期末门店与新开数量测算，公司在新开 606 家、退出约 395 家后净增 211 家酒店；其中特许酒店净增 241 家，特许客房较 2025 年末增加 10605 间。新开门店带来新增客房，退出及房量调整影响最终净增，因而项目转化效率和在营客房留存同样重要。持续形成特许客房净增，才能使开店成果转化为更大的管理服务基础。

图 49：首旅酒店网络扩张主要由特许经营驱动



数据来源：公司公告，东方证券研究

图 50：新开与退出共同决定公司门店净增



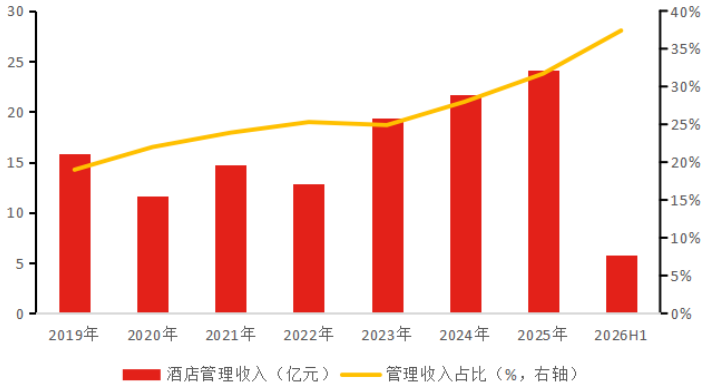
数据来源：公司公告，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

特许网络扩张与新店逐步进入正常经营，将共同增加酒店管理业务的收入来源。据公司年度报告，酒店管理业务收入由 2019 年的 15.8 亿元增加至 2025 年的 24.1 亿元；据公司 2026 年半年报，上半年该业务收入同比增长 9.8%至 12.4 亿元，**公司披露主要受益于特许酒店规模增长及中央预订系统渠道预订贡献提升。**新增加盟酒店开业后逐步贡献管理及配套服务收入，其实际贡献还受到报告期内营业时间、经营爬坡和合同收费安排影响。因此，储备转化首先增加在营酒店及客房，随后随营业时间延长和经营成熟扩大收入贡献。

图 51：酒店管理业务收入及其占营业收入的比例总体提高



数据来源：公司公告，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2026-2028 年盈利预测做如下假设：

1) 收入的大幅增长主要来自于酒店管理业务，2026-2028 年收入预计分别同增 14.0%/11.8%/9.2%，核心驱动力来自于加盟门店数量的持续扩张；酒店运营业务（直营）2026-2028 年收入分别-8.9%/-2.8%/-0.4%，轻资产依旧是公司大趋势。景区业务我们预计 2027-2028 年增长相对平稳。

2) 公司 26-28 年毛利率分别为 41.7%/42.3%/42.5%，高毛利率的酒店管理业务收入占比的逐步提高，带动公司整体毛利率持续提升。

3) 公司 26-28 年销售费用率为 8.2%/7.9%/7.8%，管理费用率为 11.7%/11.8%/11.7%，销售费率逐步走低系公司加大自有渠道的引流。

4) 公司 26-28 年的所得税率维持 28.5%

盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
酒店运营					
销售收入（百万元）	5,067.0	4,684.8	4,269.7	4,151.2	4,136.4
增长率	-5.0%	-7.5%	-8.9%	-2.8%	-0.4%
毛利率	*18.7%*	*18.1%*	*18.0%*	*17.1%*	*15.9%*
酒店管理					
销售收入（百万元）	2,167.8	2,409.2	2,746.8	3,071.0	3,353.8
增长率	11.6%	11.1%	14.0%	11.8%	9.2%
毛利率	*77.7%*	*76.9%*	*74.4%*	*72.7%*	*71.9%*
景区					
销售收入（百万元）	516.4	512.8	497.4	502.4	512.4
增长率	0.1%	-0.7%	-3.0%	1.0%	2.0%
毛利率	*66.1%*	*64.9%*	*64.0%*	*64.0%*	*64.0%*
合计	7,751.2	7,606.8	7,514.0	7,724.6	8,002.6
增长率	-0.5%	-1.9%	-1.2%	2.8%	3.6%
综合毛利率	*38.4%*	*39.9%*	*41.7%*	*42.3%*	*42.5%*

资料来源：公司数据，东方证券研究预测

投资建议

公司作为国资背景老牌酒店龙头成长逻辑清晰，受益于行业供需改善带来的 RevPAR 修复贝塔，同时公司加码标准管理与中高端门店、迭代经济型产品的结构改善，景区业务也补充稳定现金流。我们预计 2026-2028 年归母净利润为 9.1/10.1/10.7 亿元（26-27 年原预测为 10.8/11.8 亿元），参考可比公司 2026 年平均 20xPE 估值，给予公司目标价 16.2 元，维持“买入”评级。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4：可比公司 2026 年调整后 PE 估值为 20x

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2026/9/11	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
锦江酒店	600754	19.11	0.87	1.09	1.28	1.46	21.97	17.54	14.89	13.12
天目湖	603136	10.58	0.35	0.41	0.45	0.50	29.98	25.85	23.49	21.26
宋城演艺	300144	5.83	0.31	0.34	0.36	0.39	18.60	17.33	15.99	15.08
华住集团-S	01179	31.93	1.64	1.77	1.99	2.22	19.47	18.04	16.02	14.39
金陵饭店	601007	7.00	0.16	0.17	0.19	0.22	43.05	42.27	37.08	32.04
	调整后平均						24	20	19	17

数据来源：wind，东方证券研究

风险提示

居民消费力不及预期：若宏观环境承压，居民出行、差旅消费意愿与预算收缩，酒店客群消费降级，酒店入住率、平均房价承压，RevPAR 修复节奏放缓，拖累公司营收与利润兑现。

行业竞争加剧风险：国内酒店行业存量改造持续推进，头部品牌加速门店扩张，区域中小酒店降价抢客，行业价格战加剧，或将压制门店房价水平，压缩加盟管理费、单店盈利空间。

渠道拓展不及预期风险：公司储备项目转化、加盟招商进度受物业供给、加盟商投资意愿影响，若新店拓展、存量门店改造落地慢于规划，特许客房数量增长不及预期，将限制中长期收入扩张弹性。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,303	1,440	2,707	3,347	3,998
应收票据、账款及款项融资	269	206	232	224	240
预付账款	33	35	33	35	36
存货	41	31	34	32	34
其他	1,453	1,784	1,635	1,640	1,648
流动资产合计	**3,099**	**3,495**	**4,641**	**5,278**	**5,955**
长期股权投资	398	339	339	339	339
固定资产	1,972	1,874	2,170	2,422	2,646
在建工程	107	70	44	39	38
无形资产	3,386	3,348	3,299	3,250	3,200
其他	15,924	15,263	14,905	14,548	14,190
非流动资产合计	**21,786**	**20,894**	**20,757**	**20,597**	**20,413**
资产总计	**24,885**	**24,389**	**25,398**	**25,875**	**26,368**
短期借款	40	229	229	229	229
应付票据及应付账款	131	123	119	121	125
其他	4,108	3,605	4,194	4,201	4,221
流动负债合计	**4,279**	**3,957**	**4,543**	**4,550**	**4,575**
长期借款	8	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	8,778	8,282	8,282	8,282	8,282
非流动负债合计	**8,786**	**8,282**	**8,282**	**8,282**	**8,282**
负债合计	**13,065**	**12,239**	**12,825**	**12,832**	**12,856**
少数股东权益	122	77	80	84	88
实收资本（或股本）	1,117	1,117	1,117	1,117	1,117
资本公积	7,445	7,442	7,442	7,442	7,442
留存收益	3,119	3,528	3,934	4,399	4,864
其他	17	(13)	0	0	0
股东权益合计	**11,821**	**12,150**	**12,574**	**13,043**	**13,512**
负债和股东权益总计	**24,885**	**24,389**	**25,398**	**25,875**	**26,368**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	820	814	912	1,014	1,076
折旧摊销	556	516	531	556	580
财务费用	355	279	345	326	317
投资损失	(29)	(22)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	(206)	(317)	392	14	(9)
其它	1,875	2,044	10	(19)	(9)
经营活动现金流	**3,371**	**3,313**	**2,160**	**1,861**	**1,923**
资本支出	82	278	(400)	(400)	(400)
长期投资	9	59	0	0	0
其他	(1,080)	(1,200)	198	50	50
投资活动现金流	**(989)**	**(863)**	**(202)**	**(350)**	**(350)**
债权融资	(39)	(74)	157	0	(0)
股权融资	0	(3)	0	0	0
其他	(2,230)	(2,249)	(847)	(871)	(923)
筹资活动现金流	**(2,268)**	**(2,326)**	**(691)**	**(871)**	**(923)**
汇率变动影响	0	(1)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**114**	**123**	**1,268**	**640**	**650**

利润表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**7,751**	**7,607**	**7,514**	**7,725**	**8,003**
营业成本	4,778	4,573	4,382	4,460	4,604
销售费用	577	665	618	610	626
管理费用	837	853	881	910	937
研发费用	64	64	63	65	67
财务费用	355	279	345	326	317
资产、信用减值损失	93	110	17	1	11
公允价值变动收益	24	30	20	20	20
投资净收益	29	22	30	30	30
其他	11	18	10	8	6
营业利润	**1,111**	**1,133**	**1,268**	**1,411**	**1,496**
营业外收入	13	16	15	15	15
营业外支出	4	10	7	7	7
利润总额	**1,120**	**1,139**	**1,276**	**1,419**	**1,504**
所得税	300	325	364	404	429
净利润	**820**	**814**	**912**	**1,014**	**1,076**
少数股东损益	14	3	4	4	4
归属于母公司净利润	**806**	**811**	**909**	**1,010**	**1,071**
每股收益（元）	0.72	0.73	0.81	0.90	0.96

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	-0.5%	-1.9%	-1.2%	2.8%	3.6%
营业利润	2.2%	2.0%	11.9%	11.3%	6.1%
归属于母公司净利润	1.4%	0.6%	12.0%	11.2%	6.0%
获利能力					
毛利率	38.4%	39.9%	41.7%	42.3%	42.5%
净利率	10.4%	10.7%	12.1%	13.1%	13.4%
ROE	7.1%	6.8%	7.4%	7.9%	8.1%
ROIC	8.2%	7.5%	8.2%	8.5%	8.6%
偿债能力					
资产负债率	52.5%	50.2%	50.5%	49.6%	48.8%
净负债率	1.7%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.72	0.88	1.02	1.16	1.30
速动比率	0.71	0.88	1.01	1.15	1.29
营运能力					
应收账款周转率	19.8	23.8	23.9	23.6	24.1
存货周转率	109.6	125.5	135.4	135.5	138.3
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标（元）					
每股收益	0.72	0.73	0.81	0.90	0.96
每股经营现金流	3.02	2.97	1.93	1.67	1.72
每股净资产	10.48	10.81	11.19	11.61	12.02
估值比率					
市盈率	16.4	16.3	14.6	13.1	12.4
市净率	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	6.1	6.4	5.8	5.4	5.2
EV/EBIT	8.4	8.8	7.7	7.1	6.8

资料来源：东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。