

出行链行业专题

需求韧性生长，渠道与品牌加速迭代

优于大市

核心观点

需求趋势：服务消费潜力大，市场纵深对应不同机会。新常态发展阶段消费信心已经逐步平稳，参考海外服务消费占比提升是必然趋势，中国城市纵深、不同代际下对应着不同细分机会。从出行链需求来看，B端商旅需求随宏观经济周期波动，而C端旅游意愿持续维持较强韧性，消费者在目的地选择上以体验为先，社交媒体推动信息平权，推动供给端向更精细化运营加速迭代。

平台：生态价值凸显，关注边际竞争。疫后OTA受益于旅游景气与上游扩张，生态位优异，龙头国内利润率稳中有升，成为格局相对稳定的细分赛道。但考虑服务消费本身吸引力叠加龙头各自拓展需要，前有抖音上线酒店日历房、近有京东官宣入局酒旅，以流量补贴与低佣金模式对行业带来阶段扰动。一方面，复盘我国在线旅游竞争史，从0到1布局需找准自身定位以及构建相应的供应链与履约体系。对于中低星需求，平台产品性价比吸引大众用户，需要低成本的高频流量（如微信社交平台、本地生活流量）；对于中高端需求，平台资源与服务与用户形成双边效应（携程国内约1万人客服与约8000人BD团队）。另一方面，酒旅供应链与电商逻辑有别，酒旅服务更偏非标，且供给约束高于商品销售，对BD维护与履约要求的侧重不同。因此后发者短期通过低佣金与价格补贴方式吸引部分酒店与用户入驻，但搭建完整供应链及通过稳定服务对实现用户心智培养仍需长期深耕，需综合投入产出比。

酒店：供需为行业主要矛盾，龙头谋求拓圈。根据中国百城平均租金指数，今年以来高线城市写字楼与商铺租金双位数下滑，酒店供给处于扩张区间，2025年预计增速维持5-10%。休闲与商旅需求占比变化带来行业RevPAR震荡复苏表现，其中旅行旺季好于商旅主导期。供需再平衡过程中，龙头积极精细运营存量基本盘+向外高质量破圈推动市占提升。根据酒店之家数据，2024年末15间以上房间量增速对比：一线3.9%<新一线5.4%<二线城市6.2%≈三线6.3%<四线及以下8.5%。高线城市存量物业转换主导，优质商圈卡位成为PK关键，中高端单房造价与运营成本平衡下不同细分需求对应多品牌，龙头积极推进老店迭代与中央预订渠道优势以应对加密；年初以来下沉市场RevPAR存在相对优势，同时连锁化率提升空间可观，成为龙头重要增量方向，平台组织架构适配与效率赋能领先的经济型与中端头部品牌市占率增长更快。门店基础上，亚朵零售把握高线城市居民睡眠痛点，基于从1到N迭代大单品的产品思路，凭借差异化定位、独特模式及组织活力持续领跑行业。

风险提示：消费复苏不及预期；竞争格局恶化；品牌形象受损；系统性风险。

投资建议：短期来看，暑期出行需求有望维持景气增长，供给端动态博弈，一方面酒店行业价格基数回落叠加本身暑期休闲游主导有望带动三季度高频数据好转；另一方面平台边际竞争扰动，新玩家以B端低佣金、C端补贴的方式吸引酒店与价格敏感型用户进入，不排除短期带动部分计划属性偏弱且相对高频的周边游增量。**中线来看，**服务消费占比提升是必经之路，品牌与集团均有机会；其中单店模型与组织效率持续打磨的酒店龙头市占率稳步提升，有望表现出穿越周期的经营韧性；而平台龙头拥有稳定的用户心智与扎实的库存资源，在持续通过垂直出海或横向能力复用的方式强化壁垒，新玩家入局颠覆难度大。具体标的上，平台端推荐携程集团-S、美团-W、同程旅行；酒店端推荐亚朵、华住集团-S、首旅酒店、君亭酒店、锦江酒店。

行业研究 · 行业专题

社会服务

优于大市 · 维持

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《会员流量系列专题（一）-出行篇-商业的进阶：从流量到会员》
 2024-11-23

《社会服务财报总结系列之出行链：流量平台与高效能龙头财报领跑，关注顺周期边际信号》——2025-05-13

《6月社服行业投资策略：板块整体平稳，把握强平台与强品牌的结构性机会》——2025-06-04

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
ATAT.O	亚朵	优于大市	238	32415	12.16	15.10	19	16
1179.HK	华住集团-S	优于大市	25	75227	1.50	1.73	16	14
600258.SH	首旅酒店	优于大市	14	15711	0.82	0.95	17	15
600754.SH	锦江酒店	优于大市	22	24001	1.11	1.36	20	16
301073.SZ	君亭酒店	优于大市	24	4678	0.30	0.45	79	54
9961.HK	携程集团-S	优于大市	425	298989	25.56	29.34	16	14
3690.HK	美团-W	优于大市	117	721436	7.32	9.61	16	12
0780.HK	同程旅行	优于大市	18	42606	1.41	1.66	13	11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：单位为人民币，海外上市公司取经调 EPS。

内容目录

需求趋势：服务消费景气，旅游韧性增长	7
国内消费：韧性增长，不同代际、不同城市存在结构性亮点	7
出行链消费：旅游量增价稳，商旅继续沿顺周期变化	9
平台：生态价值凸显，关注边际竞争	13
良好生态位下，平台产业链优势逐步凸显	13
OTA 酒店业务过往离不开竞争，为何是酒店？	14
复盘 OTA 发展史，行业壁垒体现在哪里？	15
龙头经营边界逐步交叉，新玩家入局再思考	18
酒店：供需为行业主要矛盾，龙头高质量拓圈	20
酒店行业吸引投资人进入，流量稀缺性加大	20
高线城市新增物业放缓，中高端升级主导，多品牌均有机会	23
低线城市扩张空间广阔，需要流量拓展与极致效率	25
门店扩张基础上，睡眠零售业务拓圈成长	27
投资建议	31
风险提示	32

图表目录

图 1: 居民人均可支配收入增速 (TTM)	7
图 2: 消费者信心变化	7
图 3: 社会零售之商品零售总额与服务零售总额累计同比	7
图 4: 居民人均消费分品类支出	7
图 5: 我国服务性消费占比仍有提升空间	8
图 6: 美、日人均 GDP 突破 1 万美元后服务消费加速提升	8
图 7: 不同城市、不同代际、不同收入受访者对经济的信心	8
图 8: 2025 年受访者服务/体验消费增长领先	8
图 9: 农村居民人均可支配收入与人均消费支出增速领先	9
图 10: 农村居民消费倾向高于城镇居民	9
图 11: 《美好生活大调查 2024-2025》问题: 2025 年打算在哪些方面增加消费	9
图 12: 法定节假日国内旅游总花费、人次、人均花费增速	10
图 13: 2023 年以来各地文旅事件汇总	10
图 14: 不同年龄在线旅游平台用户同比增速及占比	10
图 15: 四大主要世代人口数量、占比及收入占比	10
图 16: 客流出行结构	11
图 17: 汽车保有量与高铁里程增长	11
图 18: 旅行社营业额/国内游总收入比重	11
图 19: 2015-2024 年中国旅游在线交易率趋势	11
图 20: 文旅消费决策因素	11
图 21: 年轻人“快乐消费”品类 TOP	11
图 22: 洲际大中华区酒店不同需求驱动	12
图 23: PMI 与 OCC 趋势	12
图 24: 商旅出行尚处于渐进修复 (以 A 股上市公司为例)	12
图 25: 各行业酒店拆标平均情况	12
图 26: 星级酒店入住率变化	13
图 27: 万豪与美团会员合作情况	13
图 28: 线上酒店预订间夜数占比	14
图 29: 线上酒店预订 GMV 占比	14
图 30: 2015-2024 年在线旅游渗透率趋势	15
图 31: 酒店行业间夜量增速情况	15
图 32: 在线旅游用户规模	15
图 33: 在线旅游网民渗透率	15
图 34: 各家间夜量情况 (单位: 百万)	16
图 35: 携程 2014-2015 年资本化动作	16
图 36: 携程与美团间夜量 (单位: 百万)	16
图 37: 携程、美团、同程旅行酒店房价差异	16

图 38: 在线旅游平台 APP 用户重合情况	17
图 39: 各位旅游 APP 与微信小程序用户规模	17
图 40: 携程平台在中高星级酒店优势突出（不同城市、不同等级酒店选取前 100 家中的挂牌情况） ..	18
图 41: 携程客服与开发人员数量	18
图 42: 携程挂牌酒店标识	18
图 43: 外卖业务加持下京东流量月活快速增长	19
图 44: 京东 PLUS 会员用户人群特征	19
图 45: 国内有限服务酒店进阶路径	20
图 46: 百城办公楼平均租金同比变化幅度	20
图 47: 百城商品平均租金同比变化幅度	20
图 48: 2024 年境内酒店投资交易收购方	21
图 49: 高净值人群各类需求	21
图 50: 各集团 RevPAR 表现	21
图 51: 行业 RevPAR 表现	21
图 52: 华住国内门店数量变化	22
图 53: 华住国内酒店营业额变化	22
图 54: 亚朵零售收入及增速（单位：百万元）	22
图 55: 亚朵利润增速	22
图 56: 各酒店集团中央预订间夜贡献及收费比例	23
图 57: 2024 年各酒店集团 OTA 渠道佣金	23
图 58: 高线城市酒店增速放缓	23
图 59: 上海品牌酒店初始开业门店数统计	23
图 60: 34%翻牌或摘牌集中在酒店开业 4 至 6 年期间	24
图 61: 中端与中高端酒店翻牌后引入国内品牌占比达 87%	24
图 62: 城市中成熟的核心区位是投资人最关注的区域	24
图 63: 中高端品牌市占率变化	24
图 64: 亚朵产品迭代历程	25
图 65: 2019-2024 年酒店集团新开店/关店情况	25
图 66: 华住在营酒店城市覆盖数量	25
图 67: 华住不同城市储备店趋势	25
图 68: 不同城市 15+ 房间量各档次占比情况	26
图 69: 不同经济型品牌单房造价与房间量情况	26
图 70: 经济型品牌市占率变化（按房间量计算）	26
图 71: 中档品牌市占率变化（按房间量计算）	26
图 72: 华住产品迭代情况	27
图 73: 华住 CRS 预定占比	27
图 74: 下沉市场平均房间量更小	27
图 75: 不同房间数对应的连锁化率	27
图 76: 按 2025 年 1-5 月前五大床上用品品牌线上销售额	28
图 77: 按 2025 年 1-5 月前五大其他枕头品牌线上销售额	28
图 78: 亚朵星球重要品类销售额增速	29

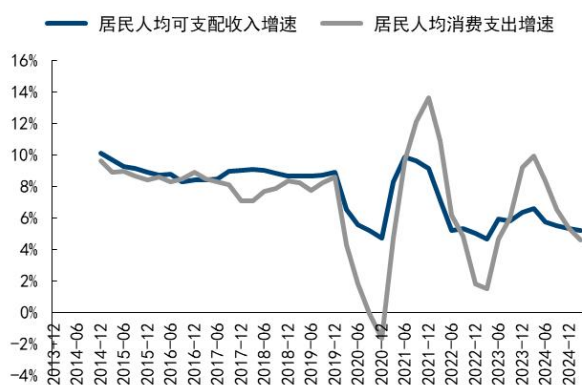
图 79： 2025 年 618 亚朵星球销售额同比增长 80%+	29
图 80： 床上用品品牌 2024 年线上渠道占比	30
表 1： 2024 年、2025Q1 平台公司业绩变化	13
表 2： OTA 平台流量与供应特点总结	17
表 3： 国内 OTA&酒店 2024&2025Q1 业绩回顾（单位：亿元）	21
表 4： 亚朵星球、水星家纺、罗莱相关产品对比	28

需求趋势：服务消费景气，旅游韧性增长

国内消费：韧性增长，不同代际、不同城市存在结构性亮点

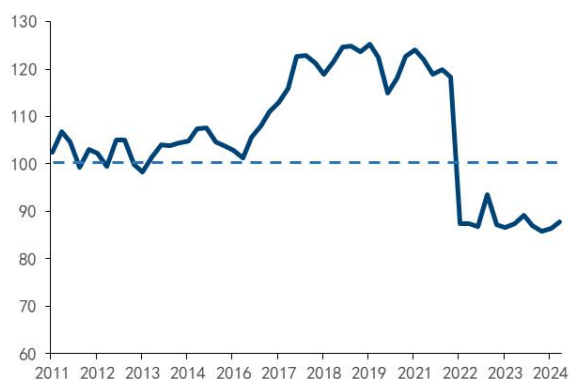
居民人均消费收入与支出平稳增长，消费者信心总体稳定。经济发展进入新常态阶段，根据国家统计局城乡一体化住户调查，居民人均可支配收入增速从 2019 年的 8-9% 回落至 2025Q1 约 5%；居民人均消费支出增长围绕收入增速上下波动，2025Q1 约不到 5%。如图 2 所示，当前中国消费者信心指数维持稳定，另外根据麦肯锡《新常态下的中国消费》调查，四分之三受访者对中国经济前景保持乐观。

图1：居民人均可支配收入增速（TTM）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

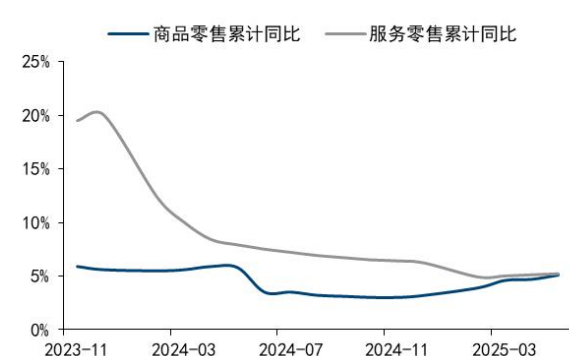
图2：消费者信心变化



资料来源：麦肯锡，国信证券经济研究所整理

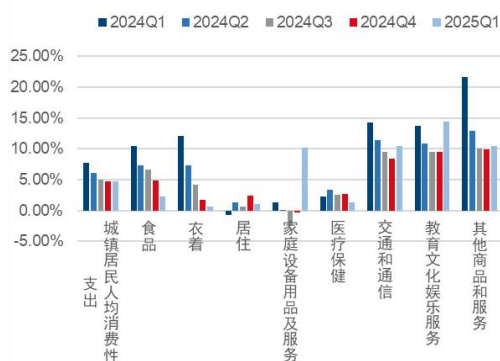
分项目看，政策带动商品零售增速回升，服务消费韧性增长。从社零增长来看，2025 年 1-5 月商品零售额累计增长 5.1%，高于 2024 全年的 3.2%，“以旧换新”政策助力叠加“618 大促”提前综合带动；2025 年 1-5 月服务消费累计增长 5.2%，2024 年全年为 6.2%，维持韧性增长。

图3：社会零售之商品零售总额与服务零售总额累计同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图4：居民人均消费分品类支出

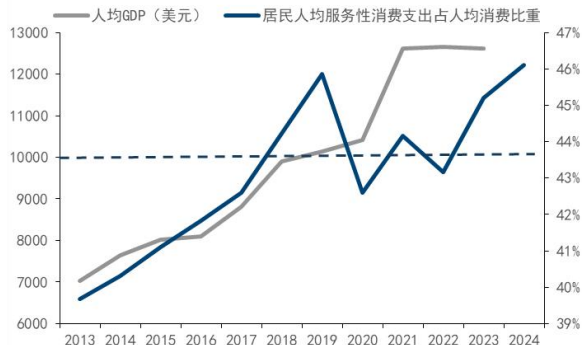


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

一方面，参考海外服务消费占比提升是必然趋势。从海外国家历史经验来看，美国、日本人均 GDP 突破 1 万美元后服务消费快速跃升；根据马斯克需求理论本质是低层级需要得到基本满足后，引发更高层级需求，2024 年我国服务消费占人均消费支出比重约 46%，预计后续提升潜力较大。参考人均消费支出具体类目，2025Q1 居民人均交通通信支出同比增长 10.4%，教育文化娱乐支出增长 13.9%。

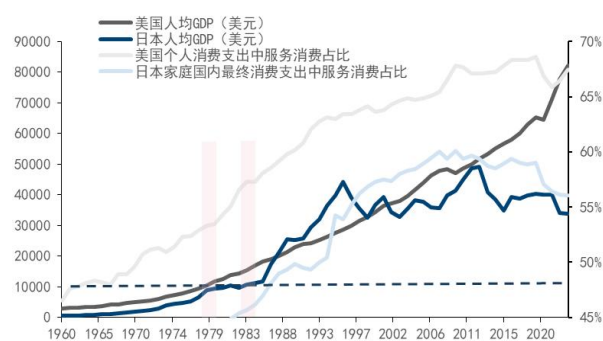
另一方面，理性消费驱动回归本质需求。居民消费决策更加理性，消费者在做出消费决定时，越来越多基于自身个人资产价值或收入等“硬性”因素，回归产品实际价值，功能性产品消费注重质价比；与此同时也愿意为情绪价值支付溢价，前提是需要在这个过程中收获身份认同/焦虑缓解/精神愉悦。

图5：我国服务性消费占比仍有提升空间



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图6：美、日人均 GDP 突破 1 万美元后服务消费加速提升



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

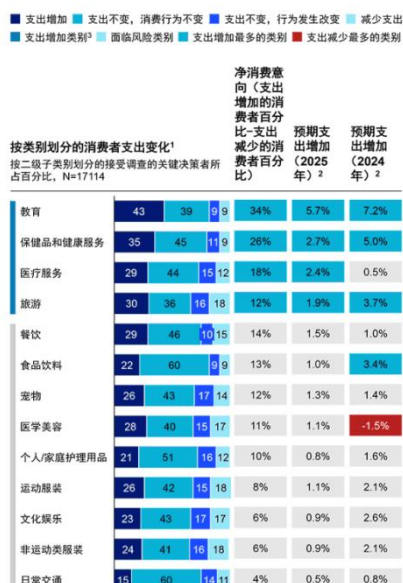
不同代际、不同城市有不同的追求：1) Z 世代以单身学生与普通职员为主，在餐饮、宠物、文化娱乐类的消费占比、金额及增速显著高于其他世代，注重追求社交、情感陪伴与健康观念。根据麦肯锡 2024、2025 年连续两年问卷调查，Z 世代对宏观经济和家庭财务状况态度维持相对乐观。2) 银发人群：1962 年-1973 婴儿潮每年出生人口 2500 多万，目前这一批次人口正在进入退休期；一二线城市这部分人群曾经历改革开放经济发展期，拥有较强的资金支配自主性；根据麦肯锡消费趋势调查，这部分人群 2024 年曾是最乐观的群体，尽管 2025 年信心有所回落，但依然追求更高生活质量。3) 高线新中产：工作压力、房产贬值等因素影响信心，在解压性精神和体验类消费、教育品类上消费意愿更高。

图7：不同城市、不同代际、不同收入受访者对经济的信心



资料来源：麦肯锡，国信证券经济研究所整理 注：N=17114

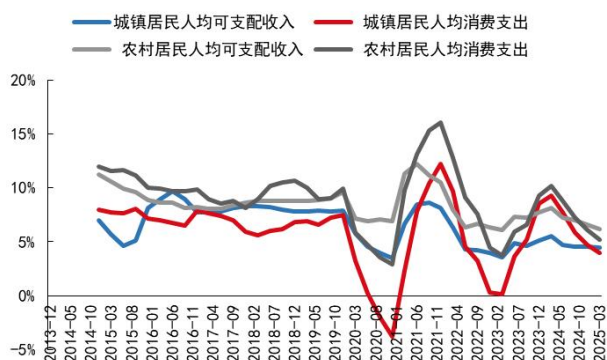
图8：2025 年受访者服务/体验消费增长领先



资料来源：麦肯锡，国信证券经济研究所整理 注：N=11930

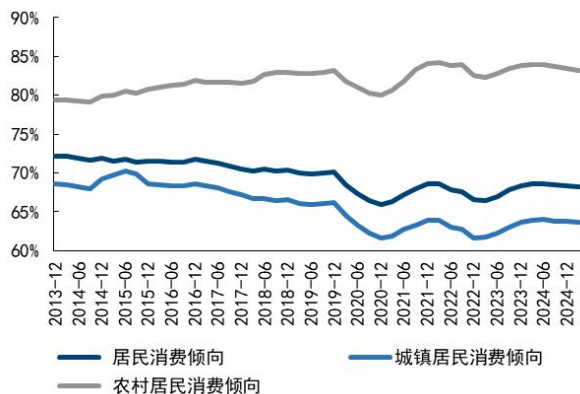
4) 下沉市场人群消费意愿更强。下沉市场仍处于“需求未饱和”阶段（家电、汽车、服务消费渗透率低），随收入提升，边际消费释放空间远大于城镇。如下图所示，农村居民消费意愿更强（消费倾向约 80%-85%），超城镇居民（约 60-65%）。

图9：农村居民人均可支配收入与人均消费支出增速领先



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图10：农村居民消费倾向高于城镇居民



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：此处居民消费倾向=人均消费支出/人均消费收入

总体而言，向消费型社会转型并非一蹴而就，但不管是政策鼓励方向、消费结构演变，还是不同代际追求的方向，核心都是在围绕提升生活体验发展。

出行链消费：旅游量增价稳，商旅继续沿顺周期变化

聚焦出行链，旅游需求维持韧性，暑期预计景气度不减。旅游作为服务消费的重要构成，根据中央广播电视总台研究院《美好生活大调查 2024-2025》，2025 年旅游消费意愿在 14 个消费支出中居榜首；同时结合文旅部统计，2025 年以来法定节假日国内游总花费持续维持高个位数增长。今年 5 月-6 月 8 日国内机票客运量同比 2024 年上涨 5.5%，飞常准数据预计暑期会继续保持甚至超越该涨幅。携程数据显示，今年暑期签证办理订单量较去年同期呈现双位数增长，提升一成，为近三年来的峰值，出境游市场预计增势良好。

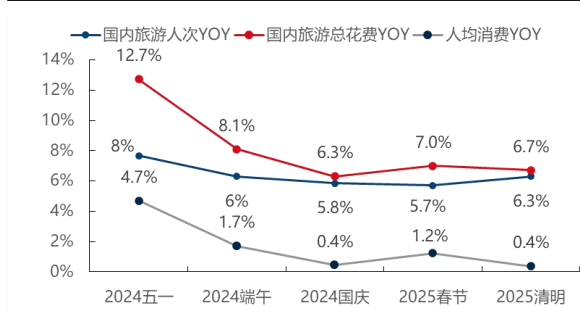
图11：《美好生活大调查 2024-2025》问题：2025 年打算在哪些方面增加消费



资料来源：中央广播电视总台研究院《美好生活大调查 2024-2025》，国信证券经济研究所整理 注：N=97057 线下+20703 线上受访者

量的角度：1) “旅游+”成为区域文旅引流利器。多区域文旅借助“旅游+美食/民俗/影视/赛事”打通流量密码，从2023年淄博烧烤到近期的苏超赛事爆火有其共同逻辑，本质上“客群需求-出行方式/预订渠道-营销”系统性变化的综合反映。具体而言，消费者愿意为文化认同感与精神获得感买单，短视频/KOL将区域事件短期内推至全网，结合各地文旅部门接梗、造梗等系列举措，推动全民互动讨论，OTA平台算法推荐实现“需求-供给”精准匹配，进而带动区域流量提升；其中，地方政府在区域性文旅引流事件中扮演着重要角色。

图12: 法定节假日国内旅游总花费、人次、人均花费增速



资料来源: fastadata, 国信证券经济研究所整理

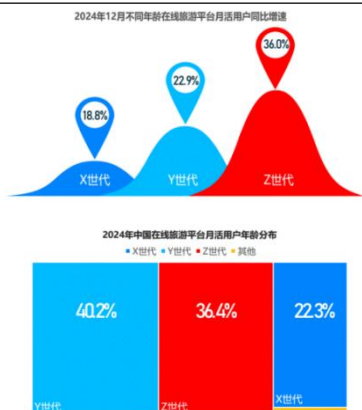
图13: 2023年以来各地文旅事件汇总

时间	文旅热点事件	分类
202304	淄博烧烤	美食
202306	贵州“村超”	赛事
202308	西安“盛唐密盒”	互动
202403	天水麻辣烫	美食
202403	开封王婆说媒	互动
202407	新疆阿勒泰	影视
202408	山西黑神话悟空	游戏
202411	东北冰雪	互动
202506	苏超	赛事

资料来源: 携程, 国信证券经济研究所整理

2) 客群结构年轻化。根据Fastadata数据，2024年Z世代在线旅游平台月活占比36.4%，12月单月同比增速36%；年轻客群需求趋势影响着整个旅游大盘，崇尚该省省该花花、兼顾性价比与情绪价值。同时，年轻客群为互联网原住民，Questmobile调研显示90后/00后人均上网时长比全网人群多17%，因此社交媒体在旅游目的地推广中的作用日益重要。

图14: 不同年龄在线旅游平台用户同比增速及占比



资料来源: fastadata, 国信证券经济研究所整理

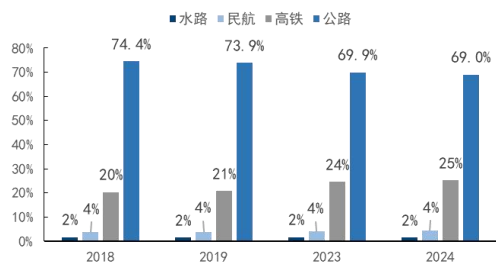
图15: 四大主要世代人口数量、占比及收入占比



资料来源: MobTech 研究院, 国信证券经济研究所整理

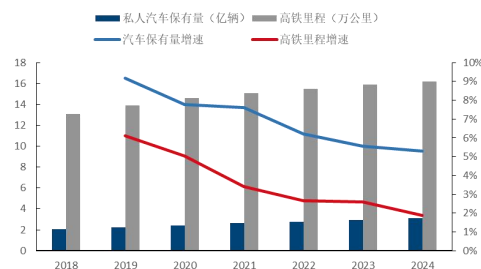
3) 交通工具变化，高铁+自驾占比提升。伴随国民汽车保有量增加、高铁网络完善，高铁+自驾的出行方式占比逐步提升。根据跨区域流动情况，相比于2019年，我国公路出行中营业性客流下降9%，水路下降5%；铁路出行增长18%，民航出行增长11%；2021年至2023年春运期间高速公路小客车流量均较2019年增幅明显，自驾出行占比提升。**出行散客化、线上化：**传统旅行社占比逐步下滑，而线上散客化逐步提升，为更多元的景区触达和预订提供了基础。根据Fastadata数据，2024年我国旅游在线化渗透率提升至51.5%。

图16: 客流出行结构



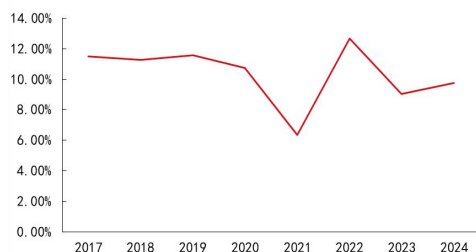
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图17: 汽车保有量与高铁里程增长



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图18: 旅行社营业额/国内游总收入比重



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图19: 2015-2024 年中国旅游在线交易率趋势



资料来源: Fastdata, 国信证券经济研究所整理

价格的角度: 花费更理性, 需求回归本质, 人均消费平稳。根据 Morketing Research 调研, 高达 76.2% 的人在筹备旅游前将娱乐放松、恢复能量视为最重要决策因素, 此外年轻人“收获快乐”的重要体验方式中“旅行、户外徒步等”居首位。因此, 旅行过程中的体验是大家关注的重点, 由此一方面催生出更多小众县域旅游目的地, 另一方面有明显“溢价”的景区或产品也更难立足。根据文旅院统计, 重点节假日人均消费维持平稳表现。

图20: 文旅消费决策因素



资料来源: Morketing Research, 国信证券经济研究所整理

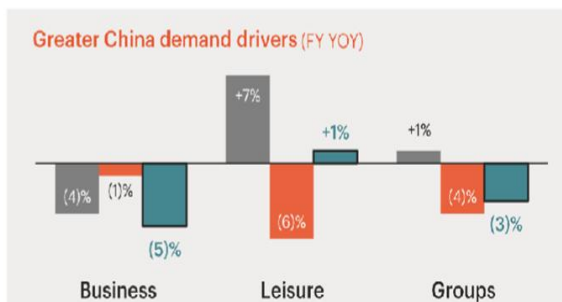
图21: 年轻人“快乐消费”品类 TOP



资料来源: MobTech 研究院, 国信证券经济研究所整理

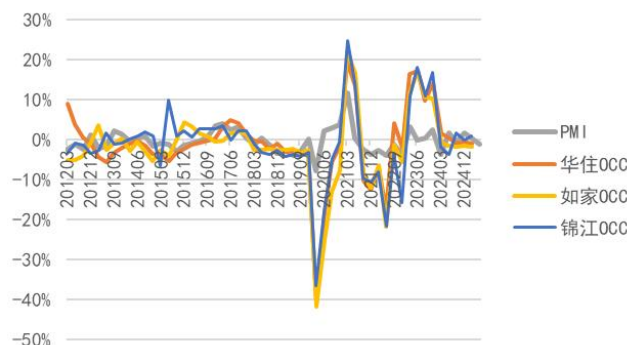
商旅出行与经济周期紧密联系。根据洲际财报，2024 年大中华区旅游需求在量的带动下增长 1%，商旅下降 5%。B 端商旅更偏顺周期属性，复盘 A 股上市公司管理费用变化，2024 年总差旅费/人均差旅费同比-1.9%/-2.9%；另外与 OCC 密切挂钩的 PMI 也处于荣枯线以下，商旅顺周期拐点仍待跟踪。

图22: 洲际大中华区酒店不同需求驱动



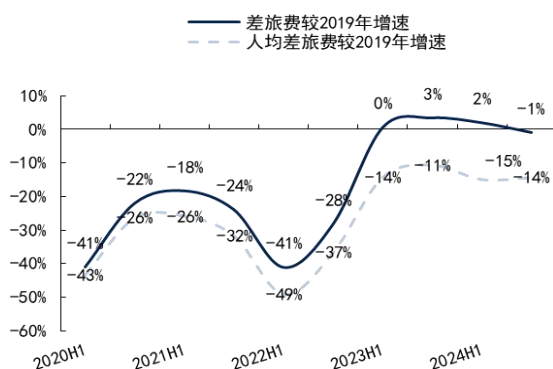
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图23: PMI 与 OCC 趋势



资料来源：wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图24: 商旅出行尚处于渐进修复（以 A 股上市公司为例）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图25: 各行业酒店拆标平均情况

国内差旅	各行业酒店预订均价（每间夜RMB）		
	一线城市	新一线-二线	三线-五线
金融和保险活动	500~600	350~450	250~350
行政和支持服务活动	600~700	350~450	250~350
公用事业	450~550	350~450	300~400
房地产	500~600	300~400	250~350
艺术、娱乐和体育	500~600	300~400	200~300
信息与通信/互联网	500~600	300~400	250~350
医疗保健/医药	450~550	300~400	200~300
教育业	450~550	300~400	250~350
专业、科技活动	400~500	250~350	200~300
批发零售业	450~550	250~350	200~300
住宿和餐饮活动	400~500	250~350	200~300
农林渔业	450~550	250~350	200~300
制造业	400~500	250~350	200~300
建筑业	350~450	250~350	200~300

资料来源：携程商旅，国信证券经济研究所整理

总体而言，新常态发展阶段消费信心已经逐步平稳，参考海外服务消费占比提升是必然趋势，中国城市纵深、不同代际下对应着不同细分市场机会。从出行链需求来看，B 端商旅需求随宏观经济周期波动，而 C 端旅游意愿持续维持较强韧性；消费者在目的地选择上也以体验为先，社交媒体推动信息平权，高铁广泛铺开及汽车保有量增长带动自由行趋势及小众旅游目的地挖掘，背后是更追求体验感的升级。在此背景下，出行链供给端也需要从过往粗放型发展向更精细化运营加速迭代，关注渠道与品牌如何变化与应对是我们本文核心问题。

平台：生态价值凸显，关注边际竞争

良好生态位下，平台产业链优势逐步凸显

利润端良好表现反映平台在产业链上的良好生态位。2025 年一季报国内平台受益于在线化渗透率提升与平台生态延伸，收入增速呈现双位数增长；但因新业务投资力度变化，国内平台 Q1 利润端表现出现分化。与彭博预期相比，收入端符合或略超预期，利润端好于预期，核心除了新市场灵活投放或费用率管控，还有目前平台在产业链上的良好生态位。

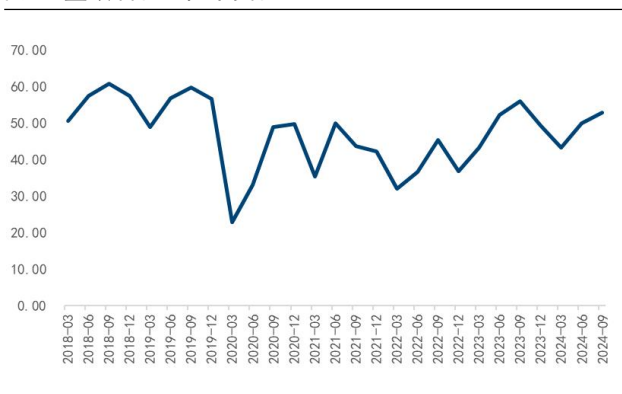
表1：2024 年、2025Q1 平台公司业绩变化

	收入			归母净利润			经调/扣非净利润					
	2024	YOY	2025Q1	YOY	2024	YOY	2025Q1	YOY	2024	YOY	2025Q1	YOY
美团-W	3,375.90	21.90%	865.6	18.10%	358.1	158.40%	100.57	87.30%	437.7	88.20%	112.14	49.80%
携程集团-S	532.9	19.70%	138.3	16.20%	170.7	72.10%	42.77	-0.80%	180.4	38.00%	41.88	3.30%
同程旅行	173.4	45.70%	43.8	13.20%	19.7	27.00%	6.69	68.60%	27.9	26.60%	7.88	41.10%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

上游供给扩张，单店引流压力上升，平台价值更加凸显。2024 年国内酒店行业房量供给增长（8-10%）快于出行间夜需求（酒店间夜量初步估算增 2-6%）增长，单个酒店之间流量竞争相对更趋激烈，此时谁掌握流量即掌握话语权。鉴于此，单个酒店运营方无论对预订平台外部流量亦或加盟品牌自有流量需求迫切性进一步提升，平台的产业链生态位持续巩固。

图26：星级酒店入住率变化



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图27：万豪与美团会员合作情况

美团会员	万豪会员	会员权益	升级条件
黑钻会员	尊贵金卡	会员折扣房价、25%奖励积分、延迟退房至 14:00、视房态升级优选客房	120 天内入住 8 晚 - 直升白金卡
黑钻会员	尊贵银卡	会员折扣房价、10%奖励积分、优先延迟退房	90 天内入住 4 晚 - 直升金卡
铂/黄金会员	普通会员	会员折扣房价、基础积分累积	90 天内入住 2 晚 - 直升金卡
白银/普通会员	普通会员	会员折扣房价、基础积分累积	无快速通道（需按常规入住累积）

资料来源：美团 APP，国信证券经济研究所整理

同时，平台依托生态价值能够灵活赋能上游供应商。如：1）万豪与美团合作拓展增量年轻客群与非住宿业务。万豪与美团推出联合会员体系，其中万豪老客不能参与此活动，即常旅客仍把握在品牌手中，更多通过合作触达更多年轻客群和下沉市场用户，同时拓宽非住宿收入。美团借助强大的生态价值吸引国际品牌进一步合作。2）携程通过“酒店+”套餐产品为酒店提供增量收入。携程推出的“酒店+X”套餐产品为酒店定制除了房晚外的个性化的产品服务，赋能酒店收入增长，这些 X 产品大多来自其他的业务场景，比如针对年轻客群的展演服务、针对银发客群的淡季套餐，平台 ADR 好于中高端酒店行业整体情况。

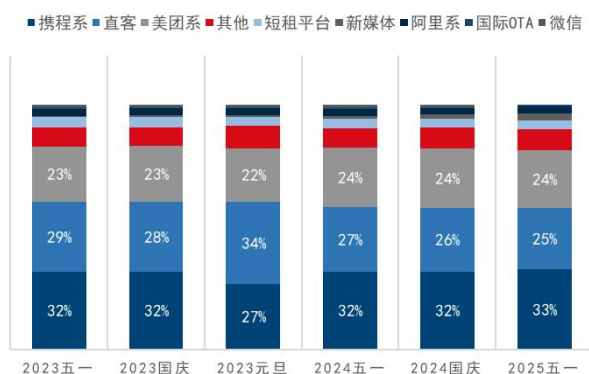
整体而言，平台获客与变现是长期的核心问题，通过积极打造生态圈挖掘现有流量潜力有助于平台核心竞争力的持续巩固。

OTA 酒店业务过往离不开竞争，为何是酒店？

近期 OTA 行业继抖音后又有新入局者。基于构建“全场景零售生态”，京东于 2025 年 2 月 11 日正式上线外卖后，近期又官宣“京东酒店 PLUS 会员计划”。过往来看，OTA 行业不乏竞争，其中酒店业务也成为数次竞争的重点方向。

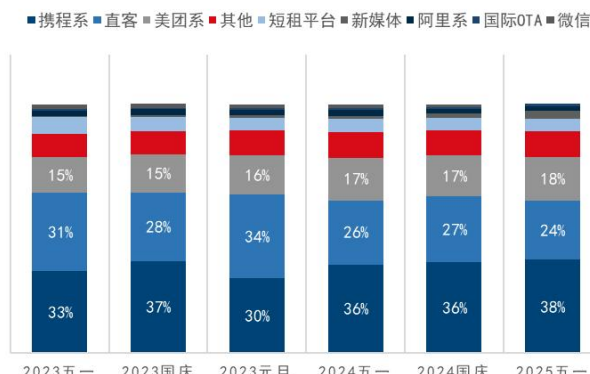
酒旅偏中低频生意，当前 OTA 格局稳定，差异化定位。在整个消费互联网服务中，酒旅属于偏中低频生意，分为本地生活需求与异地需求。携程系以异地出行为主导，其中携程偏高线、同程偏低线；美团则更偏本地与下沉。参考旅智科技统计，2024 年以来携程系酒店间夜维持在 32%+占比、GMV 维持 36%+占比；美团间夜 24% 占比、GMV17%+占比。与此同时，各家逐步渐进向彼此渗透，比如携程在头部三线城市以低星酒店补贴培养长期潜在用户、同程逐步向本地场景拓展同时高档次酒店占比逐步提升、美团与高星级酒店合作等。不过，在既有用户心智和各家在投放上的行业跟随战略，预计渗透进程相对漫长，整体格局稳定。

图28：线上酒店预订间夜数占比



资料来源：旅智科技，国信证券经济研究所整理

图29：线上酒店预订 GMV 占比

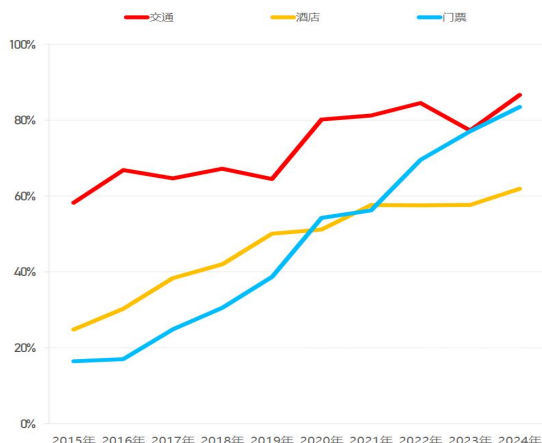


资料来源：旅智科技，国信证券经济研究所整理

酒店贡献在线旅游业务的重要利润与增长。据弗若斯特沙利文统计，2023 年我国在线交通预定、在线酒店预订规模分别为 1.7、0.5 万亿元，因二者变现难度不同（上游集中度不同带来话语权差异，估算国内交通变现率 2%-4%，酒店变现率 8-10%）、成本不同（交通人工需求更高、渠道支付费用更高、研发技术需求更多），酒店利润率一般高于交通，同时线上化渗透率分化也带来中线增速差异（当前 OTA 平台酒店间夜量增速约 10-20%）。

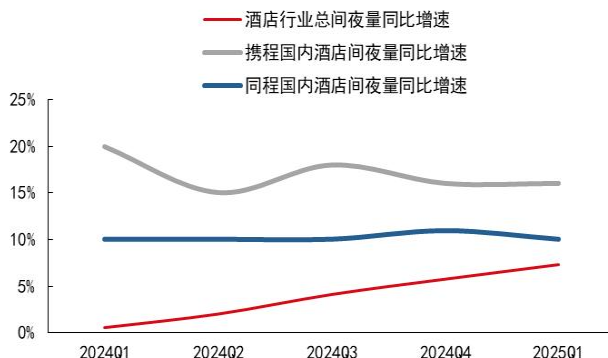
总体而言，即使是行业趋于常态化增长、已有竞争格局多年维持稳定的阶段，依然持续存在部分入局者。一方面来自行业本身的吸引力，作为旅游消费必选环节，酒店业务产业链上平台本身的良好生态位和规模化后的盈利能力，都是促使后来者不断试探的核心原因。另一方面来自其他公司自身发展需要，各类掌握流量的互联网龙头结合自身发展与增长的需要进行布局。

图30: 2015-2024 年在线旅游渗透率趋势



资料来源: Fastdata, 国信证券经济研究所整理

图31: 酒店行业间夜量增速情况



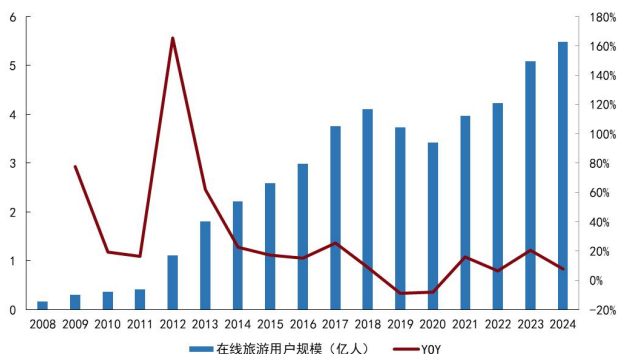
资料来源: 酒店之家, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

复盘 OTA 发展史，行业壁垒体现在哪里？

OTA 本质是实现消费者与线下资源的双向匹配，龙头发展均通过供应链直连模式寻求独占性资源，推动供给与流量形成双边效应，即稳定的客群转化与稳定的库存相互促进。不同定位的客群有着不同的需求，对应不同的供给、履约服务。

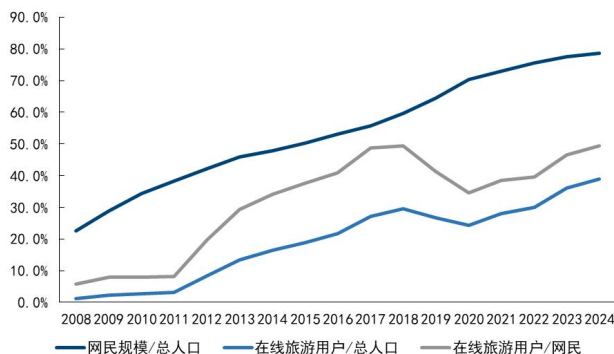
复盘我国在线旅游竞争，快速成长期价格补贴主导，后期差异化拓展增量。我国在线酒旅行业自 1999 年发展至今经过多轮竞争，后起者份额逐步做大的背后，早期是价格战主导、后期是取得模式创新或拓展增量市场。其中重要竞争主要集中在 2010-2015 年、2016-2018 年。值得一提的是，这个阶段大的时代背景是从 PC 到移动互联网切换、旅游线上化渗透率的快速提升，为新玩家提供机遇。

图32: 在线旅游用户规模



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图33: 在线旅游网民渗透率

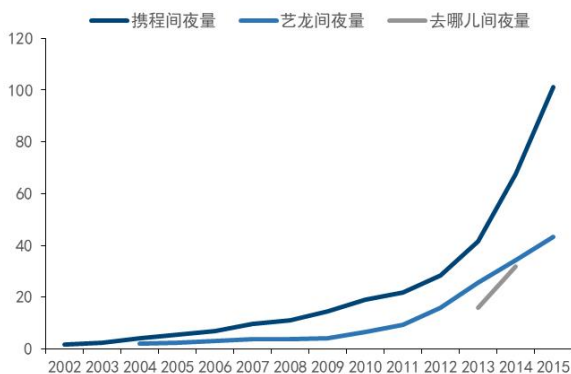


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

第一阶段玩家乘行业快速扩张红利，价格补贴获份额主导，最终以资本整合告终。携程成立 1999 年，于 2003 年完成上市，机票、酒店业务居行业龙头，2011 年起曾面临其他玩家的挑战：1）去哪儿以技术创新与低价补贴获得份额增长：去哪儿网以技术创新起家，凭借机票元搜索比价机制快速增长并率先布局移动端，此后向 OTA 转型；2013 年上市，当年平台机票销量实现行业第一，2015 年直连 35 万家酒店发力酒店预订。2）艺龙 2007 年新 CEO 上任后逐步收缩其他业务、专攻酒店，以补贴二三线城市错位竞争拓展增量，2010-2012 年酒店间夜数分别达到携

程的 34%、56%。面对竞争加剧，携程创始人回归带领公司快速应对，通过对内调整组织架构、提升移动端重视，对外资本联合、价格补贴等综合发力，份额得到进一步巩固。而在价格补贴下去哪儿、艺龙网亏损持续加大，最终以资本私有化告终。早期行业领先地位、资金与融资优势成为主要竞争力，龙头通过资本整合实现份额的进一步巩固。

图34：各家间夜量情况（单位：百万）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图35：携程 2014-2015 年资本化动作

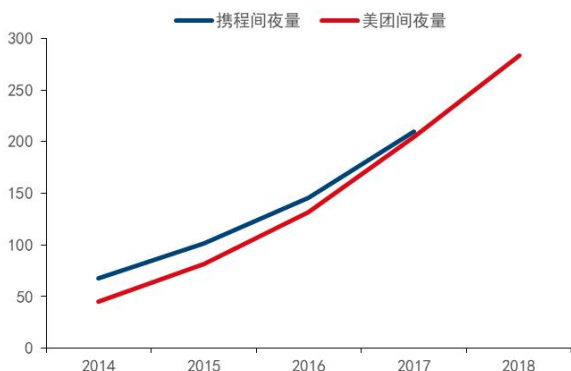
公司简称	时间	股权比例	交易方式
同程	2014 年 4 月	30.0%	携程以超 2 亿美元战略投资同程，成为其第二大股东 携程出资 4 亿美元收购艺龙原控股股东 Expedia 持有的 62.4% 股权中 37.6%，成为最大股东。
艺龙	2015 年 5 月	37.6%	
去哪儿	2015 年 10 月	45.0%	百度通过股权置换的方式，将其持有的去哪儿的全部股权置换为携程的新发行股份

公司简称	时间	携程股权比例
同程旅行	2024 年末	24.07%
去哪儿	2024 年末	100%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

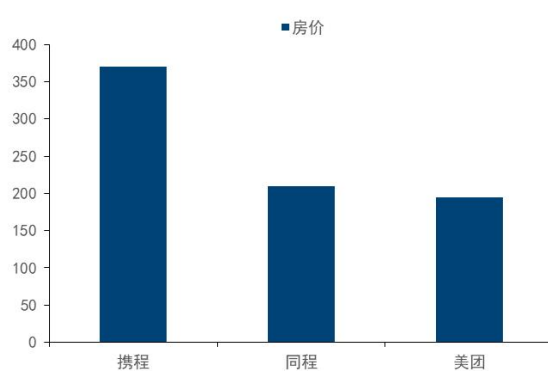
第二阶段以挖掘新需求场景为主，美团围绕本地化挖掘新消费场景，同程以超级流量深耕下沉市场。美团酒店始于 2013 年，凭借本地生活业务的流量优势，从学校、医院周边的钟点房需求切入，避开传统 OTA 高线异地出行竞争；凭借“地推+电销”铁军快速下沉铺开，2018 年实现间夜量逆袭，此后中低星酒店占比稳定在 80%以上。同程旅行 2018 年由同程与艺龙两个老牌 OTA 合并而来，背靠大股东国民级流量与供应链，以“all in 微信小程序”战略深入下沉市场毛细血管，在既有龙头中现错位竞争。根据 Questmobile 数据，同程与携程用户重合度 4.7%、与去哪儿重合度 6.3%，形成明显错位。

图36：携程与美团间夜量（单位：百万）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

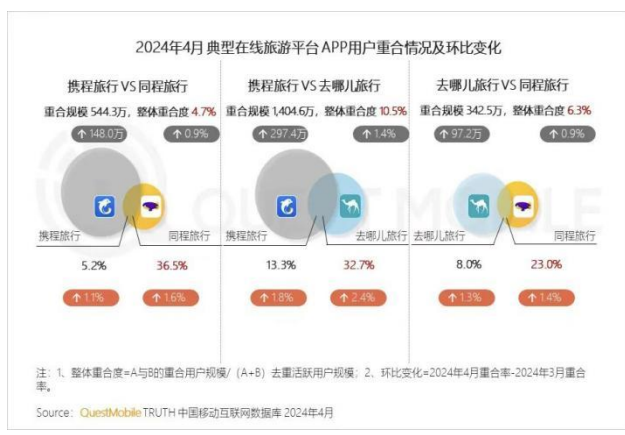
图37：携程、美团、同程旅行酒店房价差异



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

与 OTA 模式不同的是以飞猪为代表的 OTP 模式。飞猪成立于 2010 年的“淘宝旅行”，历经多次业务升级与品牌更迭，从 OTA 转向 OTP，OTP 模式连接用户与旅游服务供应商，成本低，却对供应链约束力不足。从 2024 年五一假期平台日活用户为参考，飞猪日活为去哪儿 APP 的 1/2。

图38: 在线旅游平台 APP 用户重合情况



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

图39: 各位旅游 APP 与微信小程序用户规模



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

总结历史发展，早期行业快速扩张期后发者借助资源积累与用户补贴追赶龙头做大市场，后期拓展场景错位竞争，当前形成稳定格局。

已有玩家在不同用户定位、不同场景上形成差异。高星酒店注重用户体验与价格体系维护，目标客群价格相对不敏感且重视稳定服务，二者稳定转化；低星酒店与大众用户更偏价格敏感，即更低的佣金率与更大补贴下的价格优势具备吸引力，但核心一是供应链丰富度足够，二是考虑单间夜对应的佣金差异，中低星市场需要更高频与低成本的流量赋能，核心需要平台用户与供给的匹配。

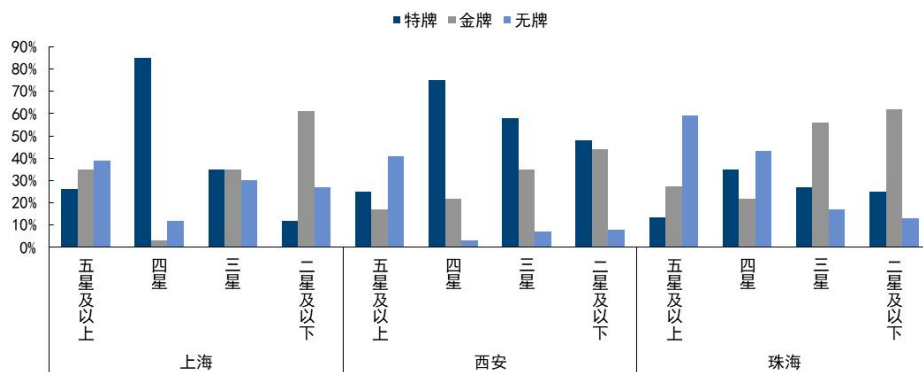
表2: OTA 平台流量与供应特点总结

	定位	中高端	大众
需求	消费场景	商旅出差、长线旅游、出境游、周边游	本地消费、周边旅游、出差
	出行消费特点	中高频，重视品质效率与服务，价格不敏感，品牌粘性	低频，看重价格，粘性不强
	酒店选择	高端、中高端、中端	经济型、中端
	出行方式	飞机、高铁、自驾	高铁、自驾、汽车
	代表人群	中高端商务人士、中高端家庭、中高端退休老人	小镇青年、年轻白领、学生
供给	平台供应特点	中高端酒店资源绑定 重服务（提供自营人工客服） 强调会员增值权益、突出性价比	中低星酒店与本地场景供给充足 重视高效履约效率 突出性价比
	流量渠道	APP	APP生态导流、第三方小程序
	当前获客成本	APP 高	第三方生态、内部转化渠道低、APP 高
	代表平台	携程	美团、同程、去哪儿

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

对于中高端酒店：平台借助优质服务与产品深度绑定中高端用户与酒店资源，已有竞争格局良好。中高端酒店本身有相对完整的价格体系，对于自身品牌价值的维护意识更高；同时酒店注重平台的实际导流能力及对接售后能力，相应要求平台具备中高端流量心智，同时配备更大量专业的供应链开发团队来进行维护，（预计2023年底携程开发团队约8000余人）。中高端酒店与中高端客群本质上均更追求品质服务，佣金/价格敏感度相对更低，因此已经积累中高端流量基因的平台借力双边效应有望发挥更显著的先发优势。（简言之，中高端用户心智+规模化BD团队→中高端流量转化高→提高上游议价能力，库存分配多、旺季间夜数占优、价格更倾斜→愿意在平台上更多曝光、佣金率更高→巩固用户粘性）。参考下图，我们选取在携程APP上抽样三个城市不同星级的前100家酒店统计挂牌与无牌酒店，考虑挂牌酒店本身对平台在库存与价格上更有倾斜，可看出携程平台三四星酒店资源的独占性优势突出。

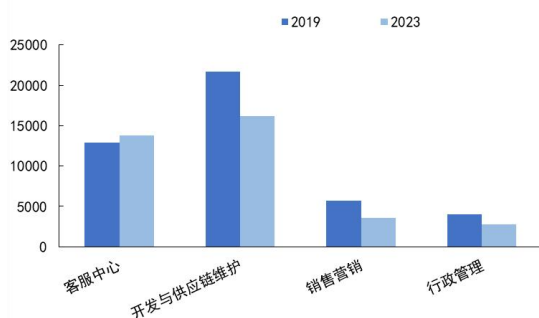
图40: 携程平台在中高星级酒店优势突出（不同城市、不同等级酒店选取前 100 家中的挂牌情况）



资料来源：携程 APP，国信证券经济研究所整理

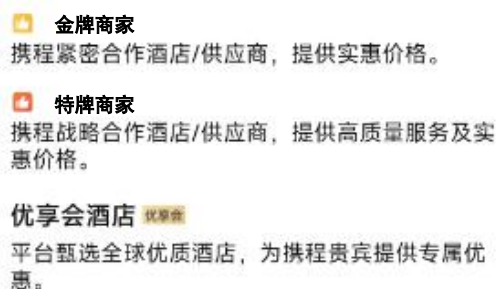
对于中低星酒店，平台重视产品性价比吸引大众用户，需要低成本的高频流量。对于性价比用户，平台以高补贴推动获客与转化，美团从 0 到 1 布局酒旅业务，借助本地生活高频流量赋能、地推铁军战斗力以及更性价比的佣金策略，酒店间夜量实现后来居上，主要在本地消费场景和中低星级酒店占优，目前预计其平均房价不足 200 元。同程深耕微信生态，以火车票、汽车票等交通业务引流成功在低线城市获取份额。本质上考虑中低星酒店单次佣金贡献相对更低，也使得其需要更高频的流量导流。

图41: 携程客服与开发人员数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图42: 携程挂牌酒店标识



资料来源：携程 APP，国信证券经济研究所整理

因此，对于其他互联网龙头而言，从 0 到 1 构建酒旅体系需要找准自身定位以及构建相应的供应链与履约体系。

龙头经营边界逐步交叉，新玩家入局再思考

近两年互联网巨头业务边界逐步开始出现交叉融合，从内容平台、电商到本地生活服务、在线旅游等，核心系通过丰富生态体系持续挖掘存量流量潜力。

在京东之前，抖音从布局本地生活到尝试酒旅履约环节。2018 年，抖音开始布局旅游市场，彼时是和第三方平台合作分销，此后从民宿预定起步尝试建立交易闭环。2023 年 5 月抖音正式上线酒店日历房功能，以低佣金率吸引酒店直连；2023 年 7 月将酒旅升级为生活服务一级部门，与到店业务（餐饮、综合）平行；2024 年 3 月上旬，抖音生活服务部门与字节商业化销售部门组织架构调整，回归内容流量场的商业化思路；同步 2024 年 7 月抖音上调酒旅佣金率从 4.5% 到 8%。对于短视频龙头来说，流量是优势，但旅游环节所涉及的供应链掌控力与履约不足。

一方面抖音实际运行中 BD 团队等资源投入与自身商业化路径不相符；另一方面，抖音酒旅主要满足用户即时需求，而非计划性消费，同时网红度假型产品占比高，实际核销率低约 30%左右，日历房订单占比不到 15%。

回到京东，流量端外卖订单带动站内流量提升，PLUS 会员具备更强消费力。早在 2011 年便已上线机票预订服务；2014 年推出“京东旅行”频道，并收购“今夜酒店特价”预订平台；2015 年更以 3.5 亿美元领投途牛。今年以来，外卖订单量快速增长后同步带动站内流量提升；同时京东自身 PLUS 会员 2023Q1 突破 3400 万人，其中超半数用户居住于高线城市，年均消费额是非会员的 10 倍。补贴端推出

图43：外卖业务加持下京东流量月活快速增长



资料来源：晚点报道，国信证券经济研究所整理

图44：京东 PLUS 会员用户人群特征

都市富裕中产: 80 后; 一线城市; 月收入 > 3 万元
年轻精致夫妇: 90 后, 95&00 后; 一线城市; 已婚未育
都市新锐白领: 90 后, 95&00 后; 一线城市; 月收入 > 1 万
中年懒人爸妈: 80 后; 新一线城市; 已婚带娃
潜力股进阶家庭: 85 后; 三线城市; 已婚带娃
品质精英潮男: 90 后, 95&00 后; 一线城市男性; 月收入 > 3 万

资料来源：CBNdata，国信证券经济研究所整理

流量基础上供应链搭建是突围关键，酒旅供应链与电商存在差异，对应龙头基因有别。1) 酒旅服务更偏非标，商品标准化程度高，因此对于履约的要求侧重也不同。酒旅服务同一房间不同时间本质上对应不同的商品，用户承担了到店成本，因此要求平台上房态准确，库存价格实时精准的动态调整，对平台的上游资源把控能力要求更高，也构成平台重要竞争力；商品则对平台物流配送、支付体系更有要求，用户不满意可以退换货，目前第三方物流、支付等基础设施相对完备；2) 酒旅服务供给约束明显高于商品销售。酒旅服务同一时间的可售库存恒定，不同渠道的分配需要考虑平台的实际转化效果、BD 人员关系维护情况综合影响，不同用户心智下形成平台分层；而商品销售库存相对弹性更大，同时用户对于有不同层次的商品需求。一个是以 SKU 为中心的实物类电商，一个是以地理位置为中心的生活服务类电商。

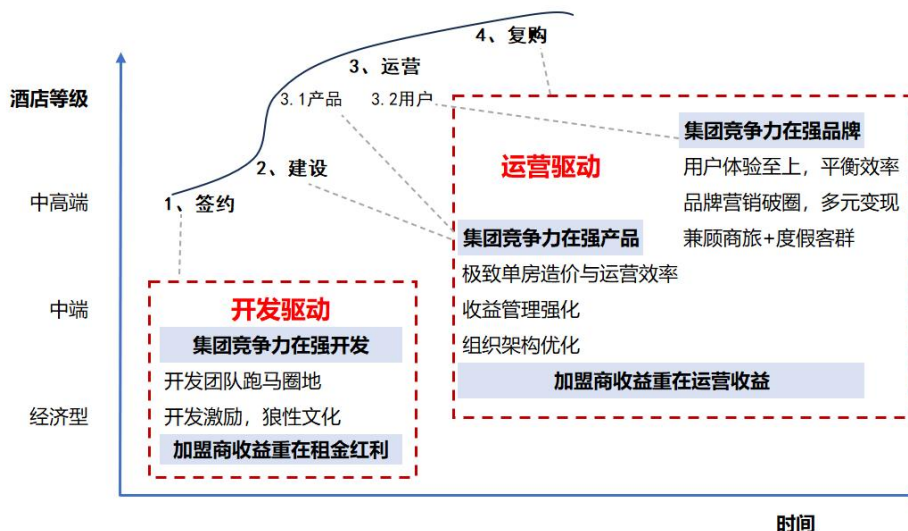
短期补贴吸引单体酒店入驻，但与核心用户匹配的供应链与用户心智培养需长期深耕。此前京东与抖音前期类似作为 OTA 的分销渠道开展合作，最新宣布“京东 PLUS 会员酒店计划”争取酒店直连。短期通过低佣金模式在当前酒店行业供过于求的情况下可以吸引部分酒店入驻，如根据京东黑板报报道 6.18-6.20 收到 5 万家酒店申请；考虑低佣金有相应的价格条件约束，对于中高端酒店的吸引力仍待观察。用户端，理论上首单补贴力度不低短期有助于吸引价格敏感型客户下单，但需要说明，有限的库存供给也会影响最终的实际转化。

总体而言，电商与酒旅业务基因不同，跨界玩家若想在没有外部支持的情况下搭建起完整供应链，除了吸引酒店上架之外持续的 BD 团队投入是基础。而单靠低佣金+复制既有模式的方式在当前存量库存阶段的投入产出比仍待考量，其中还要考虑部分中高端酒店库存的独占性和中高端客群专业客服所需要的投入，而中低端酒店则需要兼顾更高频流量的可持续性。

酒店：供需为行业主要矛盾，龙头高质量拓圈

酒店行业供给扩张逻辑从开发主导到运营为先，龙头磨练基本功高质量拓圈。

图45：国内有限服务酒店进阶路径

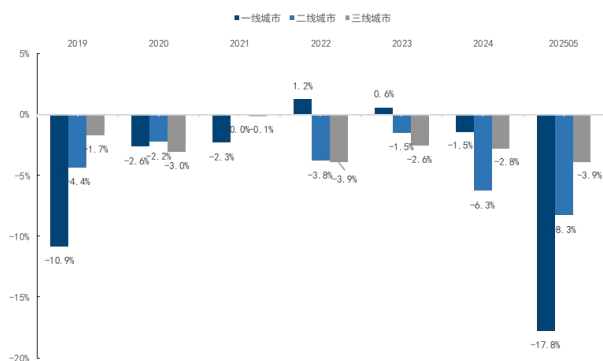


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

酒店行业吸引投资人进入，流量稀缺性加大

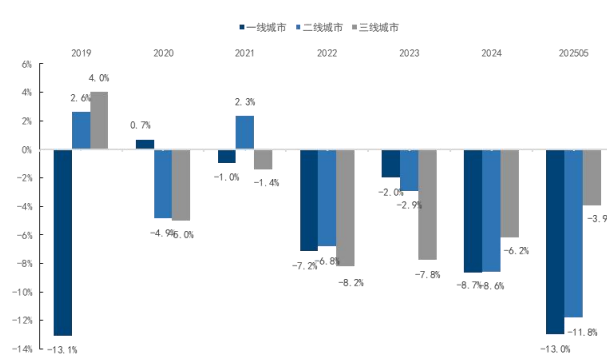
酒店供给是影响近两年酒店投资的核心变量，政策引导、租金下行、稳定现金流吸引不同背景的投资人进入酒店市场。考虑到投资人进入成本降低（部分城市对酒店用地审批的优化、城市物业租金下行）以及酒店行业本身稳定的现金流属性，预计会吸引多元投资人参与投资（如 2024 年高净值人士、国资企业、金融机构积极入市），根据中国饭店业协会统计，2024 年我国酒店类住宿业房间量同比增长 7%，其中上半年 OTA 平台上可预订酒店增速阶段到双位数水平；2025 年以来酒店之家显示酒店房间量同比增速稳定在 7-8%，全年酒店供给预计 5-10%增长区间。

图46：百城办公楼平均租金同比变化幅度



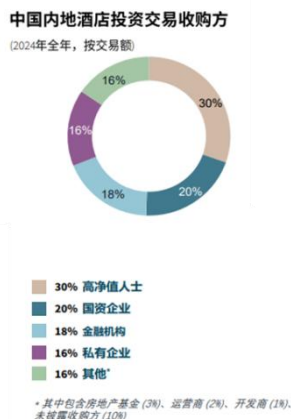
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图47：百城商品平均租金同比变化幅度



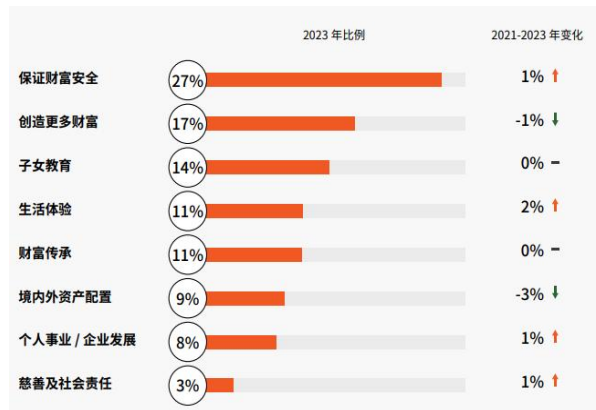
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图48: 2024 年境内酒店投资交易收购方



资料来源: 中国饭店业协会, 国信证券经济研究所整理

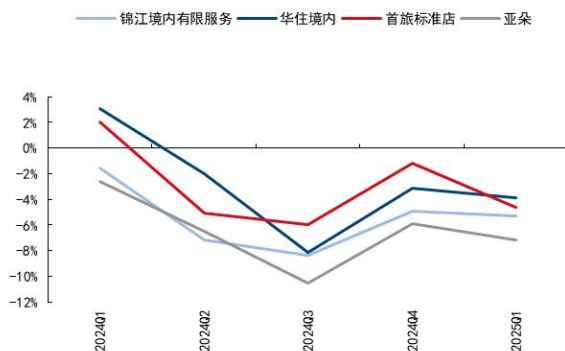
图49: 高净值人群各类需求



资料来源: 胡润 2025 中国金融市场投资者洞见白皮书, 国信证券经济研究所整理

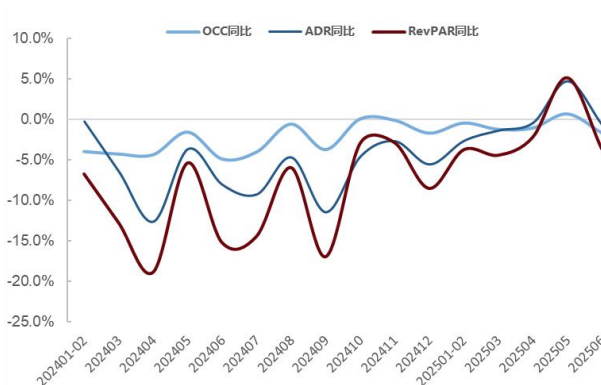
在此背景下, 2024 年以来我国酒店行业 RevPAR 呈现震荡复苏态势; 伴随去年二三季度基数回落, 以及暑期旺季来临, 休闲旅游更有韧性的表现或支撑行业趋势边际向好; 后续预计核心还是需要等待供需再平衡拐点。

图50: 各集团 RevPAR 表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图51: 行业 RevPAR 表现



资料来源: 酒店之家, 国信证券经济研究所整理

表3: 国内 OTA&酒店 2024&2025Q1 业绩回顾 (单位: 亿元)

	收入				归母净利润				经调/扣非净利润			
	2024	YOY	2025Q1	YOY	2024	YOY	2025Q1	YOY	2024	YOY	2025Q1	YOY
首旅酒店	77.5	-0.5%	17.7	-4.3%	8.1	1.4%	1.4	18.4%	7.3	1.9%	1.1	12.0%
锦江酒店	140.6	-4.0%	29.4	-8.3%	9.1	-9.1%	0.4	-81.0%	5.4	-30.3%	0.3	-57.3%
君亭酒店	6.8	26.6%	1.6	1.3%	0.3	-17.4%	0.03	-38.7%	0.2	-21.3%	0.02	-60.1%
华住集团	238.9	9.2%	54.0	2.2%	30.5	-25.4%	8.94	35.7%	37.2	5.9%	7.75	0.5%
亚朵	72.5	55.3%	19.1	29.8%	12.8	73.0%	2.43	-5.6%	13.1	44.9%	3.45	32.3%

资料来源: 公司公告, 彭博, 国信证券经济研究所整理

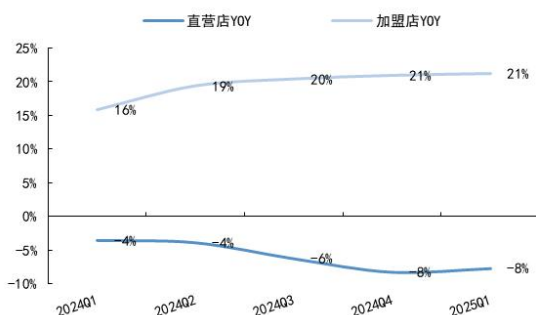
2025 年一季报龙头酒店业绩普遍平稳，其中亚朵增速领先，其他酒店龙头实际业绩同比下滑或平稳。

华住集团：周期扰动直营表现，但轻资产门店扩张下加盟营业额维持 15-20%增速。 尽管 Q1 华住收入与业绩均相对平稳，但拆分门店依然可以看出显著的阿尔法。最近 4 个季度华住集团加盟店数量一直维持 20%左右增速，同时总体加盟店营业额增速维持 14-20%之间；但因为直营店受周期影响较为直接，且直营店占公司国内总收入约超 4 成、业绩因经营杠杆作用波动更大，因此对整体收入与利润带来扰动。但单看加盟店收入与利润始终维持强劲发展态势。

亚朵：高质量扩张推动公司酒店业务保持高双位数增长，零售业务提供更多第二增长曲线看点。 Q1 酒店收入+15.6%，公司加盟业务占主导，因此受逆风环境影响更小，但高质量扩张依然是保证快速增长的关键（一季度末酒店数同比+33%）。Q1 零售收入+66.5%，占总收入比重 36%，住宿业务为零售业务提供超强沉浸式体验功能，较传统的家纺公司距离消费者更近；同时零售业务为公司品牌提供更广曝光度，起到双向引流效果，加强品牌认知，最终实现 1+1>2 的效果。

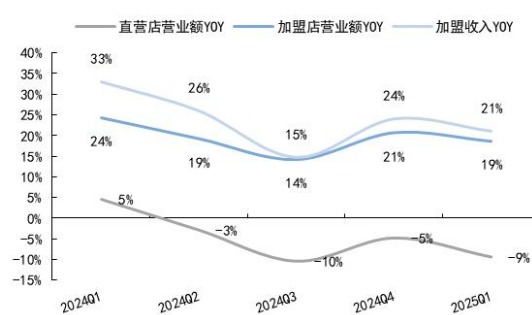
首旅酒店：产品升级与组织调整推动门店进入新扩张周期，盈利能力持续优化。 在如家 4.0 产品升级+属地化架构调整+开发团队激励改善助力下，标准店自 24Q4 起增速提升，进入新发展周期；业绩表现上，依托费率管控与效率提升，2024 年全年及 2025 一季报利润端增速好于收入表现。

图52：华住国内门店数量变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图53：华住国内酒店营业额变化



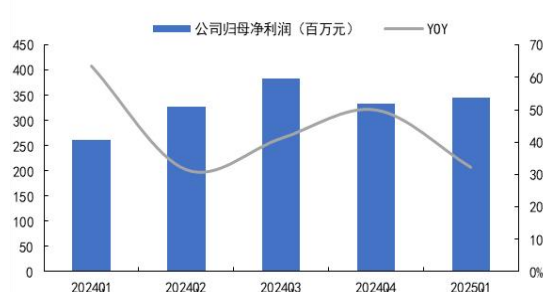
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图54：亚朵零售收入及增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

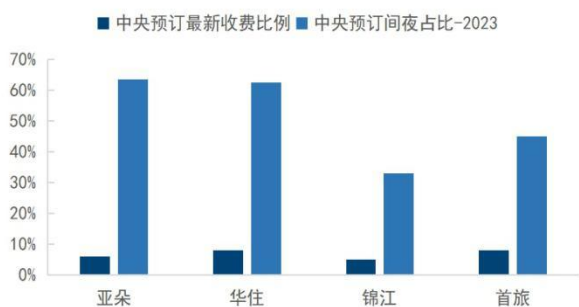
图55：亚朵利润增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

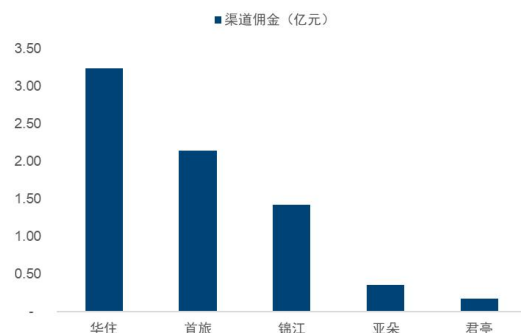
当前阶段单一酒店对外部的流量依赖相应增加，对酒店龙头产品、运营、会员提出更高的考验，上游竞争边际变化对门店佣金有阶段影响。对比我国各大龙头流量渠道中央预订占比与渠道佣金情况如下，后续上游 OTA 阶段竞争增加有望对酒店间夜量构成潜在利好。尽管酒店业务更偏计划性消费，与外卖尤其茶饮受益于补贴而容易增加频次大不同，但补贴增加仍然对于价格敏感型用户形成一定吸引力，尤其是带动部分周末周边游等相对高频需求。同时，若渠道整体调整佣金率则有助于直营店费用控制。但需要说明的是，考虑 OTA 渠道占酒店集团销售间夜约 20-40%，单纯靠新玩家在市占率有限时期以低佣金、加大补贴的模式进入，对酒店集团影响并不大，仍需结合后续其他存量玩家的有无补贴或佣金政策跟进。

图56: 各酒店集团中央预订间夜贡献及收费比例



资料来源：公司官网及公告等，国信证券经济研究所整理

图57: 2024 年各酒店集团 OTA 渠道佣金

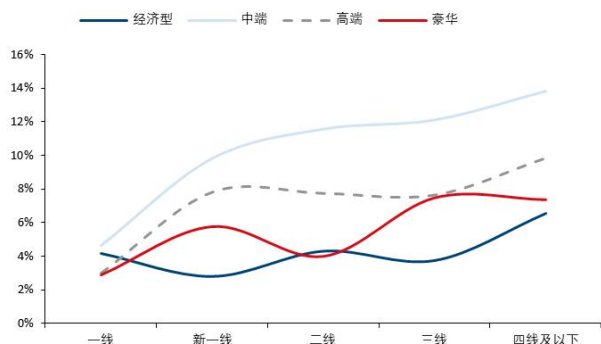


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

高线城市新增物业放缓，中高端升级主导，多品牌均有机会

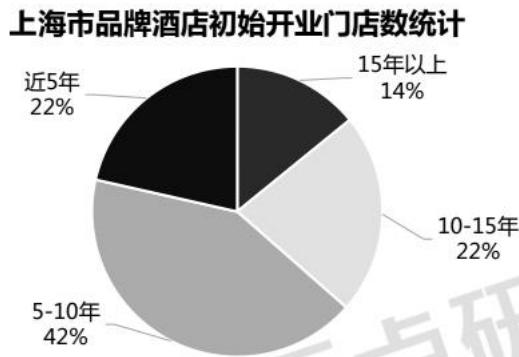
高线城市新增物业放缓，存量物业转换主导，部分门店迎来翻牌时间，优质商圈卡位成为 PK 关键。根据酒店之家数据，2024 年末 15 间以上房间量增速对比：一线 3.9%<新一线 5.4%<二线城市 6.2%≈三线 6.3%<四线及以下 8.5%，高线城市酒店供给增速放缓。以上海为例，根据迈点研究院统计，截止 2025 年 2 月，上海市品牌酒店近 5 年内开业的门店数占比为 22%，而超过 5 年的门店占比为 78%。根据浩华统计，34%翻牌或摘牌集中在酒店开业 4 至 6 年期间，预计这部分门店面临到期续签或翻牌，成为品牌集团争取的重点方向。

图58: 高线城市酒店增速放缓



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理 注：数据为 2024 年底较 2024 年底 15+房间量增速

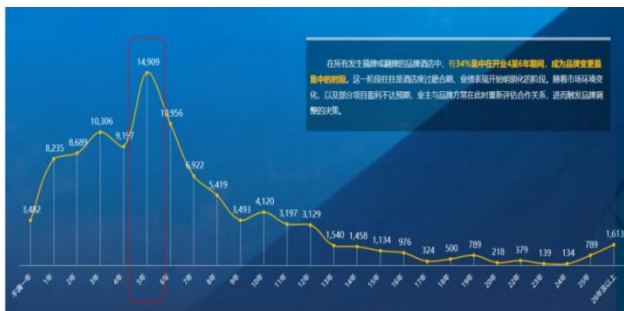
图59: 上海品牌酒店初始开业门店数统计



资料来源：迈点，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2025 年 2 月

核心地段物业稀缺，国内中高端品牌优势突出。核心物业卡位构成未来 5-10 年竞争的重要环节，龙头酒店公司在 BD 考核中把核心商圈也作为重点考核。基于相同的物业与租金条件，经济型受制于价格天花板对应 GOP 率更低由此带来投资回报差异，中高端酒店升级成为高线城市发展趋势。与国际品牌在高端市场的强势表现不同，国内品牌在中档和中高档层级表现出明显的领先优势。根据浩华统计，2024 年，品牌变更中翻牌后选择引入国内品牌运营的酒店占比 87%。相较于国际品牌，国内品牌在本土化的会员渠道、供应链集采和数字化平台等方面具备明显优势。

图 60: 34%翻牌或摘牌集中在酒店开业 4 至 6 年期间



资料来源：浩华，国信证券经济研究所整理

图 61: 中端与中高端酒店翻牌后引入国内品牌占比达 87%



资料来源：浩华，国信证券经济研究所整理

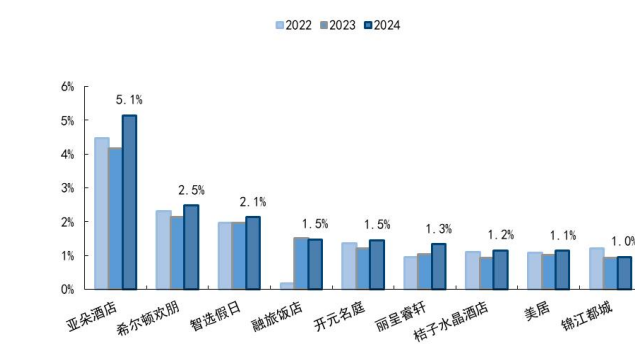
单房造价与运营成本平衡下对应不同细分需求，中高端有望跑出多个头部品牌。中高端本身满足更细分的需求，预计对应多元的细分品牌。按照 2024 年末酒店房量排序的头部品牌情况：亚朵集团 2025 年进入 2000 好店阶段战略，单一亚朵品牌已突破 1200 家，稳居中高端第一梯队；第二梯队，外资品牌希尔顿欢朋（锦江负责国内开发运营）、智选假日市占率稳定提升；内资品牌德胧集团的开元名庭、国企融旅饭店相对平稳；酒店集团龙头华住在营中高端酒店近千家，主张多品牌战略下单一品牌规模尚有限，其中桔子水晶、城际发展势头良好。

图 62: 城市中成熟的核心区位是投资人最关注的区域



资料来源：迈点，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2025 年 2 月

图 63: 中高端品牌市占率变化



资料来源：中国饭店业协会，国信证券经济研究所整理

高线城市推进改造翻牌及其他物业切换，对品牌老店产品升级与精细化运营提出考验。存量老店在周边酒店物业改造及升级过程中可能面对分流，进而对房价产生一定影响。比如如果中高端新店爬坡期以一个相对低的价格，那可能影响同商圈的同店收益。这对龙头集团的精细化管理与存量门店升级带来考验。**产品端**，一边升级改造既有门店、一边对物业不符合要求或到期的门店进行关闭；**流量端**，

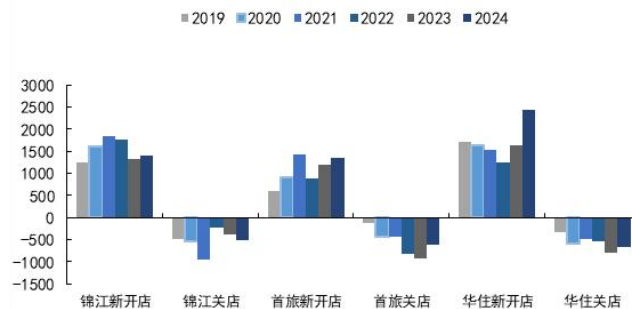
在商旅客流恢复相对渐进的时候，品牌集团对店长主观能动性有了更高要求，比如华住积极鼓励店长去签约周边协议客户、同时品牌增强与企业的 B2B 直签。**供应链端**，2025 年上半年亚朵供应链进行核心运营物资成本优化，成人拖鞋、房卡套、手提袋等核心运营物资平均降幅达 10%；近期推出新举措，自 6 月 30 日起，高频运营物资奉茶纸杯降价 51.8%、懒人抹布降价 10.2%；工程物资如窗帘和墙纸最高降 11.67%，同时迭代产品如牛皮纸手提袋改为无纺布材质以降低成本超 50%。

图64：亚朵产品迭代历程



资料来源：迈点，国信证券经济研究所整理

图65：2019-2024 年酒店集团新开店/关店情况

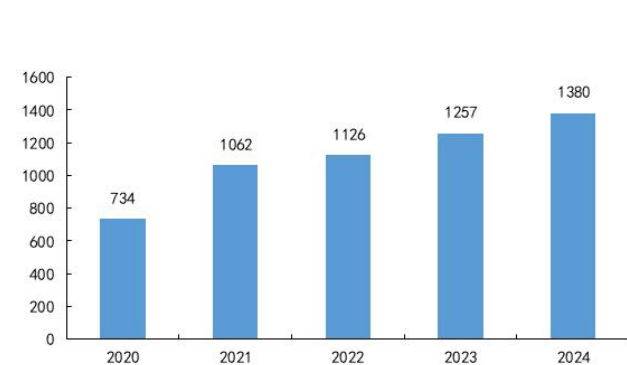


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

低线城市扩张空间广阔，需要流量拓展与极致效率

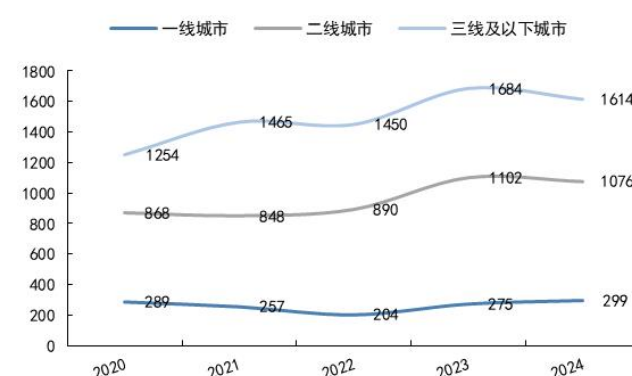
下沉门店规模扩张是拓展增量的重要渠道。今年来，伴随小众目的地旅游热度提升，以及区域产业发展，下沉市场出行需求和接待需求增长，下沉市场酒店间夜量增速也更快，通过门店扩张提升下沉覆盖度提升对酒店集团来说成为重要增量。其中华住 2024 年末三线及以下城市 pipeline 门店占比 54%，比在营酒店占比高 12pct，覆盖城市从 2020 年末的超 700 个已提升至超 1300 个。

图66：华住在营酒店城市覆盖数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图67：华住不同城市储备店趋势

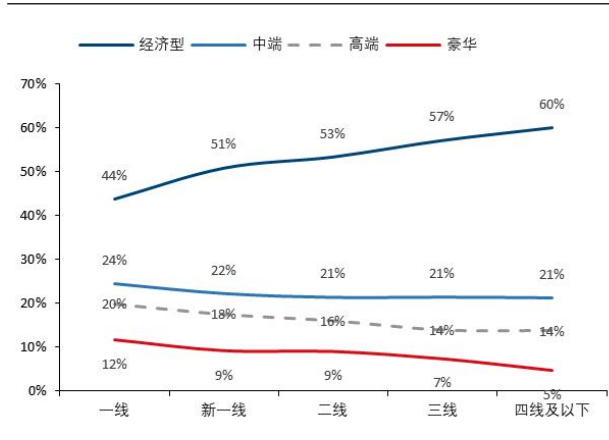


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经济型与中端品牌是下沉市场扩张主力，国际中高端品牌布局增加。当前下沉市场经济型占主导、连锁化率更低。考虑下沉市场经济水平与消费力情况，中端与经济型从造价、运营成本上相对更契合市场发展，也是当前下沉主力规模扩张的品牌，主要参与玩家如头部酒店集团、区域性酒店集团（如东呈、尚美）；此外“反向旅游”带动非一线城市成为新流量入口、下沉人群消费升级等趋势下，国际高

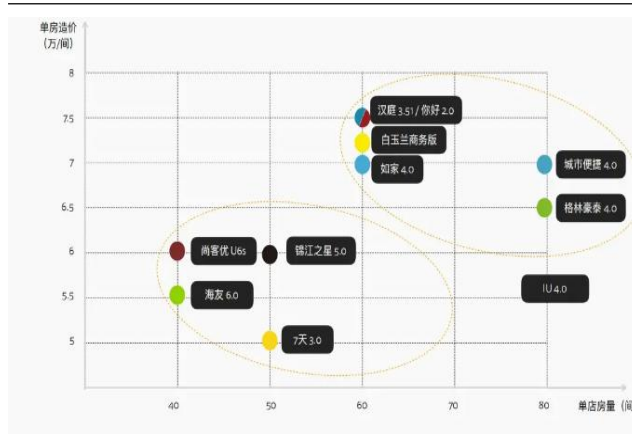
端品牌布局也在增加；根据南方都市报报道，万豪国际在三线及以下城市布局近 140 家酒店，占总体门店数量超 20%，2024 年新开业项目中 30%位于三线以下城市。

图 68: 不同城市 15+房间量各档次占比情况



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

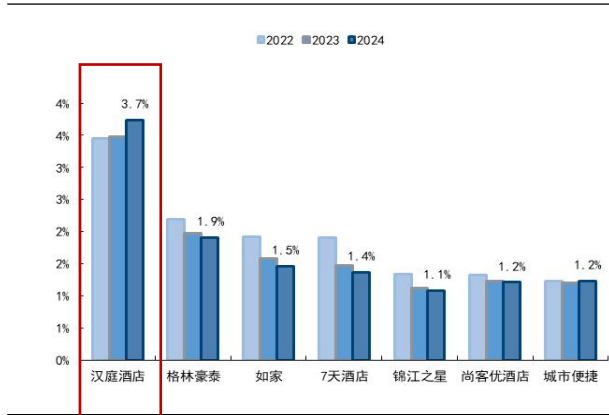
图 69: 不同经济型品牌单房造价与房间量情况



资料来源：酒旅投资观察，国信证券经济研究所整理

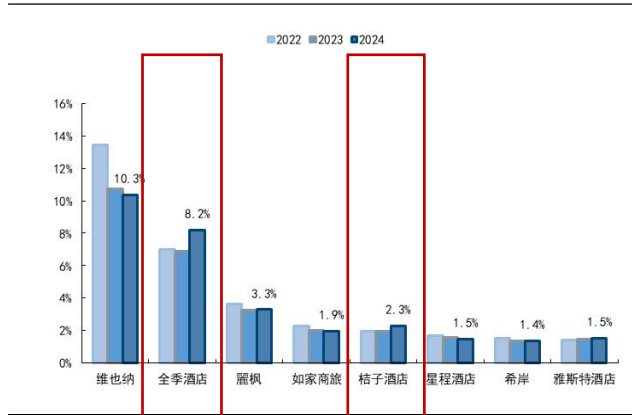
下沉市场考验龙头在地能力与平台赋能，华住数字化基因打造超级平台形成较强执行力：1) 持续打磨的产品（汉庭单房造价约 7 万，全季约 11 万，有限服务酒店人房比平均 0.17），2) 强大直销渠道（华住平均 CRS 占比达 65%，尽管相比于商旅集中的高线城市，下沉市场物业更分散，休闲旅游需求占比高于高线城市，预计对 CRS 有一定稀释作用，公司鼓励店长拓展周边企业签约，从而稳定 CRS 占比），3) 规模效应下的供应链平台对运营形成支撑（根据酒管财经报道，华住供应链平台“华住易购”，2024 年交易额达到 284 亿元，覆盖超过 3000 家供应商，和超过 5 万种酒店供应链产品，0 加价，2024 年以来加盟商平均成本降低超 20%）。4) 属地化组织。2022 年起华住正式成立了华北、华西、华南、华东、华中、北方六大区域公司，将管理架构由事业部垂直管理升级为区域公司管理。基于强大的下沉组织渗透力与执行力，汉庭、全季、桔子品牌在经济型与中端市占率持续提升。

图 70: 经济型品牌市占率变化（按房间量计算）



资料来源：中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

图 71: 中档品牌市占率变化（按房间量计算）



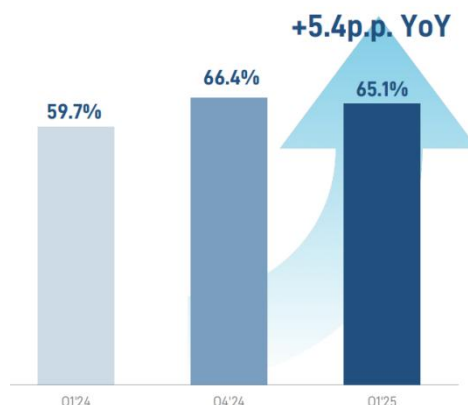
资料来源：中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

图72: 华住产品迭代情况

品牌	汉庭					
版本	1.0	2.0	3.0	3.5	3.51	
时间	2005	2014	2019	2020	2022	
品牌	全季					
版本	1.0	2.0	3.0	3.5	4.0	5.0
时间	2011	2012	2013	2017	2018	2025
品牌	桔子					
版本	1.0	2.0	3.0			
时间	2017	2018	2023			

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

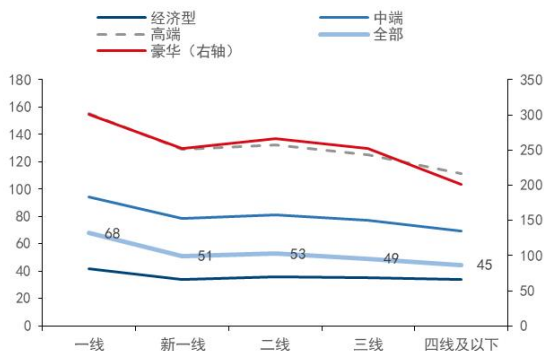
图73: 华住 CRS 预定占比



资料来源: 迈点, 国信证券经济研究所整理

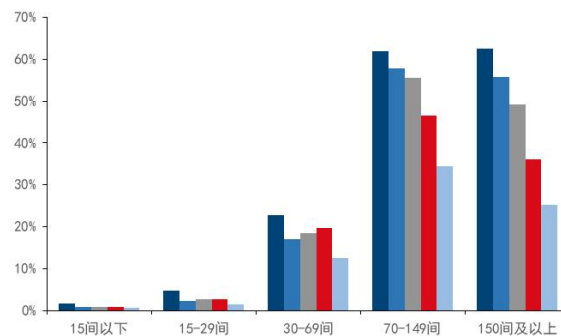
长期来看, 下沉市场连锁化率提升预计是趋势, 空间可观。如下图所示, 本身下沉市场平均房量更小, 叠加需求更分散 (不如高线城市集中的商旅需求), 使得其连锁化率预计低于整体水平。考虑目前酒店集团的物业标准对房量有一定限制, 通常在 50 间以上, 从数据看分类看如果单看 30 间以上酒店数量, 静态假设下沉市场连锁化率提升至二线水平, 即对应 41%, 估算还有超 100 万间连锁客房增量, 相当于再造一个酒店集团龙头的规模 (2024 年末锦江/华住/首旅国内酒店房间量 121 万、106 万、52 万), 空间可观。

图74: 下沉市场平均房间量更小



资料来源: 酒店之家, 国信证券经济研究所整理

图75: 不同房间数对应的连锁化率



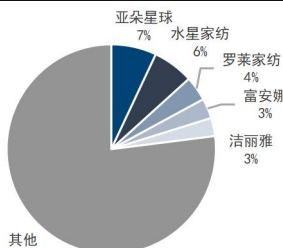
资料来源: 中国饭店协会, 国信证券经济研究所整理

门店扩张基础上, 睡眠零售业务拓圈成长

在门店快速扩张基础之上, 亚朵零售业务实现持续突破, 成为逆风环境下业绩仍然表现突出的关键因素之一。随着亚朵枕头的破圈与经营数据的持续向好, 很多传统家纺玩家也进入这个赛道, 在此背景下我们重点分析亚朵的核心优势。

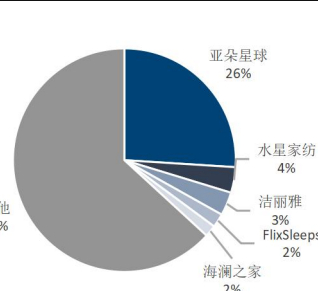
传统家纺格局分散, 线前五大床品品牌销售额占比不到 25%, 亚朵星球居榜首。根据久谦 2025 年 1-5 月统计, 床品行业的行业品牌集中度较低, 前五大床品品牌销售额占比不到 25%, 其中亚朵星球的销售额占比为 7%居于首位。在其他枕头品类亚朵星球销售额占比 26%占据绝对优势, 大幅领先传统家纺公司 (如水星家纺占比 4%、洁丽雅占比 3%、Flixsleeps 销售额占比 2%、海澜之家销售额占比 2%)。

图76: 按 2025 年 1-5 月前五大床上用品品牌线上销售额



资料来源：久谦中台（2025.05），国信证券经济研究所整理

图77: 按 2025 年 1-5 月前五大其他枕头品牌线上销售额



资料来源：久谦中台（2025.05），国信证券经济研究所整理

近两年亚朵星球引领行业快速发展下，去年底开始传统家纺龙头也逐步发力枕头。此前传统家纺龙头枕芯占收入比重相对较小，如水星 2024 年枕芯销售额 3.1 亿元（占比 7.5%）、罗莱 2.8 亿（占比 6.1%），而亚朵 2024 年深睡枕 PRO 系列销售额超 10 亿（占比 60%+）。伴随传统床上用品潜力逐步显现，其他家纺龙头也逐步在记忆枕、被子品类上进一步发力，如罗莱 2024 年 11 月推出零压深睡枕、水星家纺 2025 年 2 月推出人体工学枕、3 月推出雪糕被 5.0；定价上比亚朵更低。

表4: 亚朵星球、水星家纺、罗莱相关产品对比

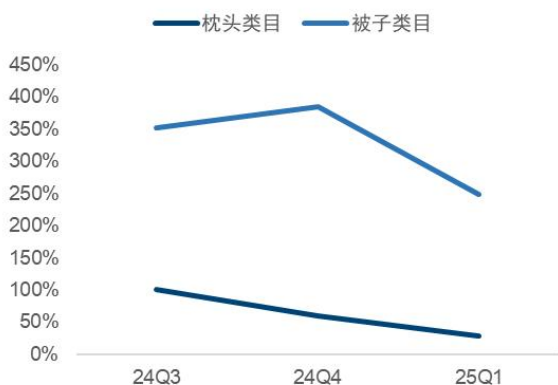
品牌系列	名称	产品特征	产品材质	规格	检测标准	发售时间	价格（元）
亚朵星球	第 2 代深睡枕 pro	独创 AgileSupport™ 动态跟踪颈椎系统；包裹海绵、专利海绵、支撑海绵三层海绵结构；独创[R-4]分区内部结构；独创透气夹心枕套	表层 100%棉，夹层 57%硅橡胶/43%聚氨酯，里层 90%聚酯纤维	70*42*10cm	A 类母婴级面料，80000 次连续压力测试硬度损失<7%、30 项有害物质无检出，无甲醛、表面无有机硅油，180 天模拟连续挤压、卷装测试	2024 年 7 月	400
	第 1 代深睡枕 pro	R 型双芯设计专利；双层海绵结构	枕芯聚氨酯棉/聚酯纤维/粘胶纤维/氨纶	70*42*10cm		2023 年 3 月	300
	深睡控温被·夏季	丝感面、填充层、裸感面三层结构，更透气；独创 FreshHug™ 免被套设计	填充物：聚氨酯丝感面（上层）90%棉纶/10%聚酯纤维	150*200cm: 约 1.4kg	A 类母婴级面料，5A 级抗菌（贴肤层）、不易起毛球、凉感值	2025 年 3 月	389/469
	深睡控温被 pro2.0		裸感面（下层）82%粘胶纤维/18%聚酯纤维	200*230cm: 约 2.1kg			
	深睡控温被 pro·夏季	AB 双面设计；独创 FreshHug™ 免被套设计	填充物 70%聚酯纤维/30%醋酯纤维	150*200cm: 填充 300g 200*230cm: 填充 460g	A 类母婴级面料，透气性、凉感值、抑菌防螨	2024 年 3 月	/
	深睡控温被 pro·冬季	双层结构：上层阻冷锁暖，下层排湿透气；独创 FreshHug™ 免被套设计	蓄热层 100% 聚酯纤维 排湿层 上层 100%聚酯纤维，约 2.6kg 下层 82%粘胶纤维/18%聚酯纤维，填充 70%聚酯纤维/30%醋酯纤维，约 3.6kg	150*200cm: 约 4.3kg 200*230cm: 约 4.3kg 220*240cm: 约 4.3kg	A 类母婴级面料、整被透气性能、控温性能、控湿性能，5A 级抗菌（贴肤层）、抗静电	2024 年秋冬	799/949
水星家纺	慢回弹记忆枕	人体工学枕三芯复合结构，慢回弹记忆棉，90%聚酯纤维/10%氨纶，填充记忆海绵承压区、高弹海绵支撑区	物聚酯氨纶	70*42*10cm	30 项有害物质无检出，无甲醛、表面无有机硅油	2025 年 2 月	299
	雪糕被 5.0 冰芯凉感夏被	上层独创真丝触感 Dimond yam™，自研 70D 超细凉感纱线；下层 170D 强冷感，透气排湿；莱赛尔 PCM 自适应控温层。强冷感	100%锦纶填充物 79%聚酯纤维/21%莱赛尔纤维	150*200cm: 1.38kg 200*230cm: 2.05kg	婴幼儿 A 类级别、有效抑菌、凉感值、吸汗力	2025 年 3 月	270/340
罗莱家纺	零压深睡枕	上层分散式动态舒压，下层黄金 3-5 秒慢回弹支撑；人体工学九大分区设计	93%聚酯纤维 7%氨纶，填充物聚氨酯	70*40*9/10 70*40*10/12 cm	A 类标准，无异味、无甲醛、无可分解芳香胺，2024 年 11 月透气率	2024 年 11 月	340

资料来源：官方小程序，淘宝 APP，国信证券经济研究所整理

实际表现看，今年 618 亚朵零售业务继续增势亮眼。2025 年 618 亚朵星球零售销售额同比增长超 80%，其中深睡枕在 Q1 回归不到 30%增速后（根据久谦数据枕头

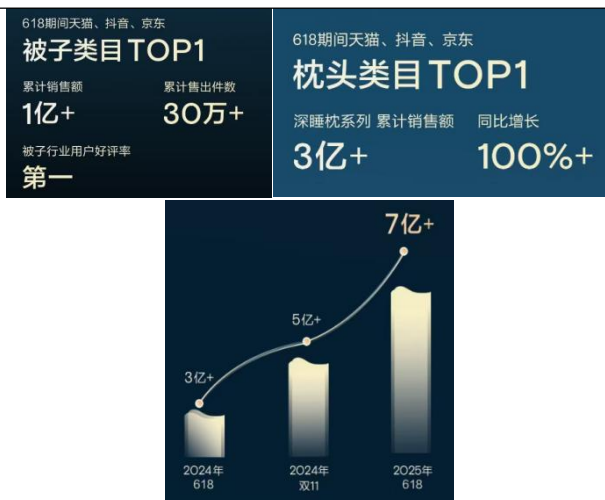
类目估算），618 进一步提速至 100%翻倍增长，继续巩固基本盘地位。

图 78: 亚朵星球重要品类销售额增速



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图 79: 2025 年 618 亚朵星球销售额同比增长 80%+



资料来源：官方公众号，国信证券经济研究所整理

亚朵产品、渠道与营销背后，是公司模式优势与组织活力。公司在 2016 年就开始场景零售业务，以“酒店+零售”树立自身特色；此后从场景零售转为深睡定位，打造产品爆款。我们此前曾在《亚朵：本土中高端酒店 NO. 1，打造“住宿+零售”高成长新范式》分析其零售业务做强关键在于，公司“经营人群”的基因支撑下，对传统家纺在产品研发、用户洞察上持续突围，也开创传统酒店第二增长曲线。其中，其他传统家纺及酒店龙头难以模仿的因素：

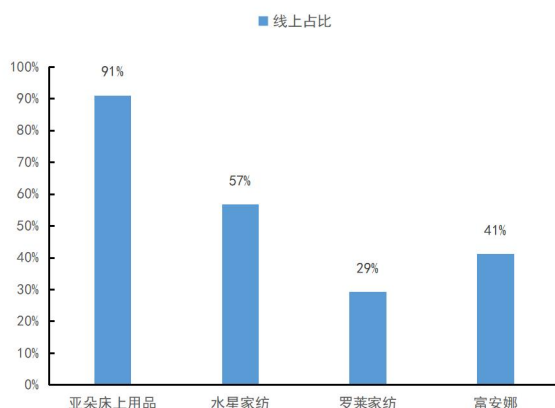
线下场景+线上洞察模式：亚朵零售持续强化睡眠专家的深睡基因，其中线下场景是天然优势，线上洞察和迅速反应是区别于传统家纺经销渠道的突破；线上精准把控+线下酒店网络能够拉近与消费者的距离，有效反哺产品研发设计，首夜效应下亚朵通过床品的复制，降低睡眠的环境变量，有助于形成用户粘性，由此形成零售+住宿“1+1>2”的商业闭环。

组织活力奠定基础，零售团队年轻化：集团整体文化为通过完善的内外、第三方反馈机制，有效推体验监督，直面差评；同时通过机制确保“能者上、庸者下”，以持续创造有活力文化土壤的组织能力推动长期课持续成长。其零售团队 40%为研发人员，平均年龄 28 岁，同时引入服装、互联网、生活方式领域跨界人才，打破行业思维定式，为产品、渠道的创新与迭代提供基础。

集合模式独特性与组织活力于一体，亚朵有望领跑深睡用品行业。

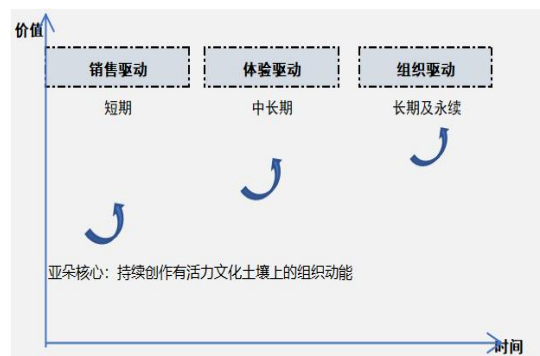
后续产品迭代与品类拓圈注入持续增长动力。展望来看，一方面，存量品类持续进行迭代，其中枕头从 PR01 到 PR02，夏凉被从 PR01 到 PR02 迭代；另一方面国内睡眠经济空间广阔，公司立足深睡定位仍有较多扩展空间，从枕头、被子、床垫以及其他睡眠产品延伸，未来基于用户体验的全面创新仍可期待。

图80: 床上用品品牌 2024 年线上渠道占比



资料来源：公司公告，久谦中台（2025.05），国信证券经济研究所整理

图1: 亚朵核心竞争力成长：销售驱动-体验驱动-组织驱动



资料来源：公司公告、公司官网、混沌学园，国信证券经济研究所整理

总体而言，酒店行业供给处扩张区间，龙头积极精细运营存量基本盘+向外高质量破圈。一方面在高线城市存量物业推进转换主导，卡位优质商圈的同时，龙头积极推进老店迭代与中央预订渠道优势以应对加密；另一方面下沉门店规模扩张是拓展增量的重要渠道，平台组织架构适配与效率赋能领先的经济型与中端头部品牌市占率增长更快。门店基础上，亚朵零售围绕“经营人群”基因，模式独特性与组织活力有望支撑持续领跑行业。

投资建议

我国正处于服务消费占比提升阶段，出行链整需求端韧性突出，供给与格局动态演绎。**短期来看**，暑期出行需求有望维持景气增长，供给端动态博弈，一方面酒店行业价格基数回落叠加本身暑期休闲游主导有望带动三季度高频数据好转；另一方面平台边际竞争扰动，新玩家以B端低佣金、C端补贴的方式吸引酒店与价格敏感型用户进入，不排除短期带动部分计划属性偏弱且相对高频的周边游增量。**中线来看**，服务消费占比提升是必经之路，品牌与集团均有机会；其中单店模型与组织效率持续打磨的酒店龙头市占率稳步提升，有望表现出穿越周期的经营韧性；而平台龙头拥有稳定的用户心智与扎实的库存资源，在持续通过垂直出海或横向能力复用的方式强化壁垒，新玩家入局颠覆难度大。具体标的上，平台端推荐携程集团-S、美团-W、同程旅行；酒店端推荐亚朵、华住集团-S、首旅酒店、君亭酒店、锦江酒店。

风险提示

- 1、宏观经济持续下行等系统性风险；
- 2、行业竞争持续加剧，竞争格局变化，价格战等风险；
- 3、品牌管理不当，带来声誉风险；品牌更新迭代不及时，导致品牌老化风险；
- 4、如果平台技术更新或模式更迭等不及预期，如未来有效跟进 AI 等技术升级和模式及时优化调整，若新的商业模式出现，龙头降维打击，也可能导致平台流量粘性产生新的变化；
- 5、管理改善和效率提升、国企改革等低于预期。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032