

酒店行业深度专题

新周期开启，头部玩家重塑成长价值

优于大市

核心观点

国内酒店龙头市值从百亿级发展至今呈现非线性增长特征，周期拐点预期与资本整合是跃升的核心驱动力，长期看规模与效益。复盘酒店估值遵循“周期为锚、成长性为助推器、中线看规模与效益”三维体系：宏观供需错配决定估值拐点（如2016-2018年周期上行阶段估值提升至40-50x，而2024-2025年供给回补周期下行阶段估值回落至15-20x），中观结构升级与模式升级放大波动（如华住在2016-2018年中端升级期的估值放大），公司自身经营周期提供个股阿尔法展现出逆势估值提升（如亚朵在2024年行业下行期凭借零售业务超预期推动估值从15x修复至23x）；长期视角对比海外成熟龙头各项指标，龙头规模成长、单房经营效率、股东回报构成稳态估值差异关键。

当前周期底部行业分化加大，供需再平衡阶段龙头 RevPAR 有望触底回升。

（一）**供给侧**：行业稳定现金流特征使得总供给受其他物业切入增量边际扰动，但开店与投资回报需求平衡下行业有望进入新常态增长阶段，以龙头为例储备店较高位呈现回落；此前国内酒店周期复苏和下降时一般均为量先行，价随后；本轮周期拐点伴随龙头从“OCG 优先”转向“最优 RevPAR”策略调整，行业呈现价格先行特征，其中华住 Q3 ADR 已率先转正；背后本质是核心城市连锁化率与集中度提升，龙头核心物业获取能力提升、收益管理系统升级与属地化改革深化定价权，因此有望展现出更强溢价能力；酒店 REITs 制度性破冰，为运营效率优势龙头提供资本化思路。（二）**需求端**：休闲旅游景气，商旅需求基数走低，十五五首年叠加服务消费政策提供看涨期权。

本轮行情正在顺应估值体系演进，当前时点重视龙头第三阶段估值修复。疫后周期变化下，龙头行情启动节奏与驱动因素呈现显著差异：**一是成长性龙头穿越周期最早启动**，亚朵凭借新零售业务进入变现加速期，轻资产加盟扩张维持行业最快增速，成长性阿尔法属性凸显，股价已于2024年下半年率先启动，后续核心观察中高端品牌价值持续变现及轻居第二曲线；**二是强阿尔法龙头周期拐点领先估值修复**，华住依托万店规模优势维持快速轻资产扩张，产品力溢价能力与股东回报优势突出，股价于2025年下半年提前行业拐点释放估值修复，短期聚焦周期向上阶段业绩弹性，中长期看市占率与利润率的持续扩张；**三是A股龙头期权组合**，首旅酒店门店基本盘深度迭代后进入新开店周期，2026年底万店目标可期，具备估值修复空间；锦江酒店组织调整进入尾声，内部整合潜力有望逐步释放，拟港股上市提升治理能动性；君亭背靠湖北国资与 REITs 探索先发优势，有望走差异化成长路径。

风险提示：1、政策风险；2、竞争恶化；3、整合低于预期；4、产品老化

投资建议：我们判断当前行业基本面处于历史周期底部，股价已领先基本面逐步启动估值修复。在供给侧新阶段以及需求政策期权带动下，龙头有望展现业绩弹性，参考历史周期业绩弹性释放高点估值有望实现双击，当前配置价值依然突出。建议超配酒店龙头，短期结合估值、业绩弹性与个股主观动能，优选华住集团-S、首旅酒店、锦江酒店、亚朵、君亭酒店等；中线参考海外酒店管理龙头确定性品牌变现的稳健增长与良好现金流支撑股东回报的配置价值，优先看好具备强门店与会员网络的龙头，推荐华住集团-S、亚朵等。

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

- 《社会服务行业双周报（第123期）-业界加速布局银发经济，春运启幕、出行需求有望集中释放》——2026-01-26
- 《社会服务行业双周报（第122期）-促服务消费政策持续加码，携程“智能引擎3.0”AI优化产品推荐》——2026-01-12
- 《社会服务行业1月投资策略 元旦出行开门红，春节错峰推荐反季节经营旺季龙头》——2026-01-06
- 《社会服务板块2026年度策略：重视服务消费布局元年，看好细分景气与周期改善》——2025-12-31
- 《社会服务行业双周报（第121期）-海南封关首周离岛免税销售额高增，东方甄选开启宜昌三峡行》——2025-12-30

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 (亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
1179.HK	华住集团-S	优于大市	37	1,133	1.4	1.7	26	22
ATAT.O	亚朵	优于大市	272	376	12.2	15.2	22	18
600258.SH	首旅酒店	优于大市	18	195	0.8	1.0	21	18
600754.SH	锦江酒店	优于大市	28	294	0.8	1.0	36	27
301073.SZ	君亭酒店	优于大市	30	59	0.1	0.2	395	129

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

1. 酒店行业估值讨论	6
1.1 龙头市值复盘：周期预期拐点与资本整合是跃升关键	6
1.2 估值体系归纳：周期为锚，成长是助推器，中线看规模与 ROE	7
2. 当下国内酒店行业处于历史周期底部	11
2.1 周期判断：供需再平衡，2026 年 RevPAR 有望触底回升	11
2.2 供给侧：龙头溢价能力更强，量价策略迭代是重要佐证	12
2.3 需求侧：十五五开局首年，服务消费政策预期提升	16
3. 板块估值修复启动，龙头布局正当时	19
4. 风险提示	20

图表目录

图 1: 国内酒店行业市值复盘与门店数量变化	6
图 2: 国内酒店行业发展复盘	7
图 3: 华住 2017Q1-2019Q4RevPAR/收入/经调整净利润增速	8
图 4: 亚朵 2024Q1-2025Q3RevPAR/收入/经调整净利润增速	8
图 5: 2023 年以来酒店龙头较 2019 年恢复度情况	11
图 6: 酒店房间量供给较 2019 年增速	11
图 7: 固定资产投资额增速-住宿与餐饮行业	11
图 8: 国庆后规模以上房间量供给同比增速略有放缓	11
图 9: 酒店龙头储备店数量变化	12
图 10: 百城商品平均租金同比变化幅度	12
图 11: PMI 及 OCC 同比趋势	12
图 12: 各线城市 ADR 变化	12
图 13: 华住各省市市占率估算 (2024 年酒店数口径)	13
图 14: 龙头经营策略从 OCC 优先到最优 RevPAR	13
图 15: 轻管理、中端、中高端 revpar 同店趋势对比	13
图 16: 轻管理、中端、中高端 revpar 同店绝对值对比	13
图 17: 国内酒店行业头部市占率情况	14
图 18: 华住各省市市占率估算 (2024 年酒店数口径)	14
图 19: 有限服务酒店收益迭代演进	15
图 20: 中国境内酒店投资交易收购方类型	15
图 21: 我国酒店相关 Reits 政策条目	16
图 22: 万豪 Reits 发展情况	16
图 23: 美、日人均 GDP 突破 1 万美元后服务消费加速提升	17
图 24: 美国住宿支出 (十亿美元) 及其占比	17
图 25: 2024 年各国劳动者周工作时长 (小时)	18
图 26: 2022-2025 年我国企业就业人员周平均工作时间 (小时)	18

表1: 国内酒店行业估值复盘	8
表2: 海外酒店 EV/EBITDA 走势	9
表3: 国内酒店行业估值复盘	10
表4: 酒店龙头收益管理的变化	14
表5: 酒店不同房间量下我国酒店连锁化空间展望	15
表6: 酒店不同房间量下我国酒店品牌集中度空间展望	16
表7: 服务消费相关政策整理	17
表8: 可比公司相对估值表	19

1. 酒店行业估值讨论

1.1 龙头市值复盘：周期预期拐点与资本整合是跃升关键

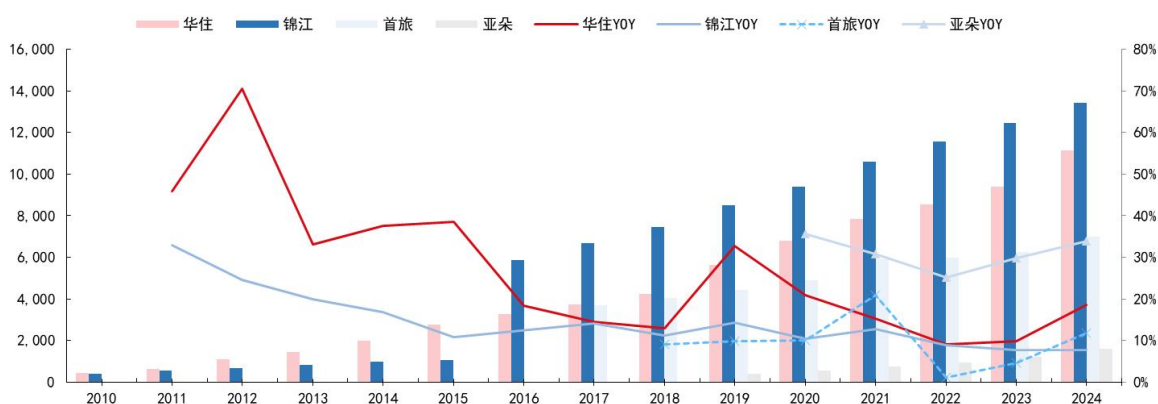
国内酒店龙头市值历史演进与门店扩张呈现非线性，周期拐点与资本整合的跃升期是关键。自 2000 国内酒店连锁发展以来，龙头市值从 2010 年左右的 100 亿以内，演变成 1000/350/250/150/50 亿多个档位。复盘而言，市值的扩张与门店扩张往往并非呈现线性关系，其中存在阶段性大幅跃升：一是体现在酒店供需错配带来的周期变化拐点，重要节点如 2012-2015 年下行周期、2016-2018 年周期上行叠加中档升级共振，2020-2023 年酒店出清龙头集中预期，2024-2025 年供给回补周期下行。二是体现在资本整合驱动的市值跃升，重点节点如锦江 2015-2016 年相继收购卢浮、铂涛、维也纳，首旅 2016 年整合如家等。

图1：国内酒店行业市值复盘与门店数量变化

国内酒店龙头市值变化



国内酒店龙头门店数量与增速



资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理

1.2 估值体系归纳：周期为锚，成长是助推器，中线看规模与 ROE

进一步聚焦估值，短期估值演绎往往与周期拐点密切挂钩，个股自身成长扮演估值放大器，最终规模与 ROE 影响中线估值中枢。

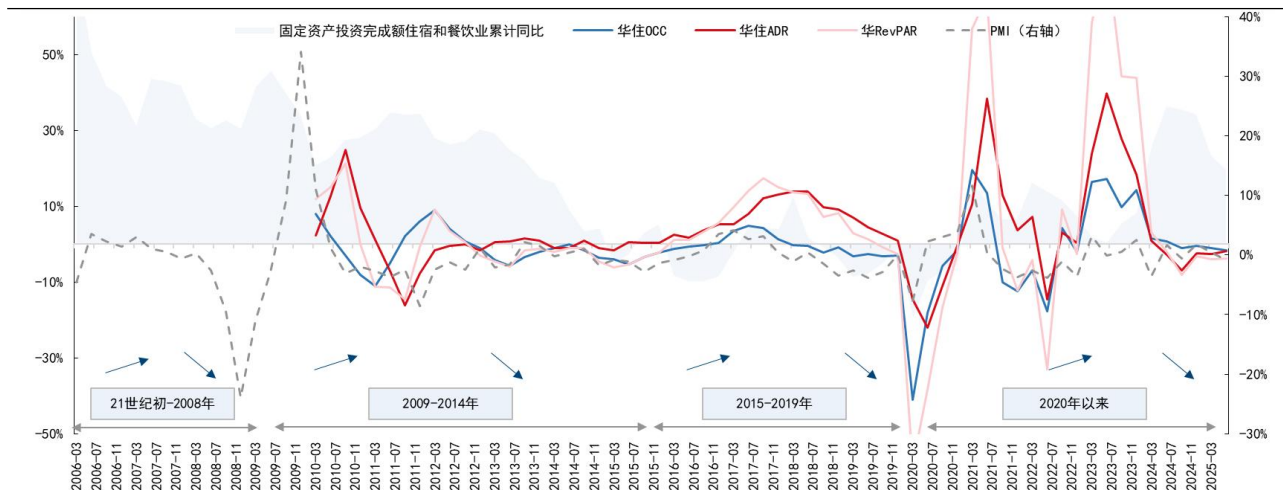
首先，国内酒店周期包括如下含义：

1) 第一层面为宏观经济周期：商务需求随经济周期变化，酒店供给受地产周期影响，从而带来行业供需错配形成周期，主要跟踪 PMI 与酒店固定资产投资；

2) 第二层面为中观行业周期，一是发展阶段上，从规模扩张跑马圈地的开发主导到精耕细作比拼效率的运营为先，体现为开店速度与运营效率分化，龙头差距拉大；二是结构升级上，体现为从经济型到中端、中高端的结构升级，以及高端市场的利益分配重构；三是商业模式上从直营到轻资产化主导；

3) 第三层面为公司自身周期，包括产品周期、品牌周期、新业务周期、组织周期等。

图2：国内酒店行业发展复盘



资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理

复盘酒店估值变化特点：

1) 周期往往扮演估值锚。其中宏观经济周期变化下的供需错配往往具有一定的循环往复属性，主因需求的波动性变化，以及供给建造周期存在一定时滞，从而形成 OCC-ADR-RevPAR 的动态变化。如上图 2009 年以来对应的三轮 RevPAR 周期变化在下图估值中往往对应拐点。周期向上阶段估值阶段提升至 40-50x，周期向下阶段则仅 15-20x 左右。

需要说明，周期估值锚的学习效应体现在预期提前博弈。比如 2019 年初，在宏观经济预期低点估值低位后，酒店龙头仍然迎来两拨反弹机会，一波是 2-4 月、一波是 2019Q4，在 2018 年底 2019 年初股价预期先于基本面触底企稳后，基本面数据企稳或好于悲观预期即迎来一波反弹，此后震荡，随着 2019 年三季度后基数压力逐步消化，预期好转后，酒店龙头估值和股价又迎来阶段反弹。

2) 成长性发挥助推器作用。一方面体现在在行业不同成长阶段时周期上行与回落对应估值水位本身有一定差异。如 2012-2015 年经济型发展后半程、中端发展初始阶段，且因宏观经济波动、去三公等影响，行业 RevPAR 逐步承压，龙头估值中枢回落至 20-30x；2024 年以来下行期行业估值中枢则回落至 15-25x；

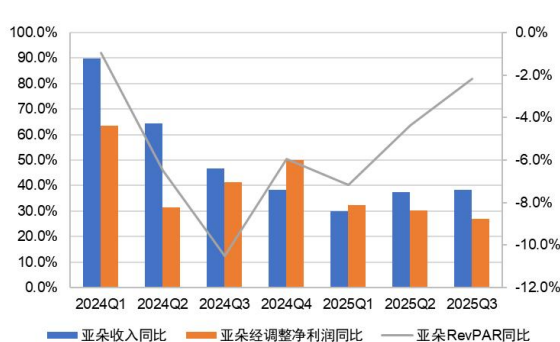
另一方面，当宏观经济周期与行业成长周期或公司自身周期共振时，酒店龙头估值相对最高。在 2015-2019 年的周期下，华住伴随国内酒店 RevPAR 复苏+率先布局中端酒店且进入上行周期，公司 2017-2018 年经调整业绩分别增长 52%/31%，其阶段动态估值从此前的 20x 逐步提升至 25-50x，在业绩释放高点迎来与估值的双击；疫情周期中，锦江 2020-2021 年在行业单体出清叠加公司自身整合提效预期叠加，估值从 20x 左右提振至 35x-40x。

图3：华住 2017Q1-2019Q4 RevPAR/收入/经调整净利润增速



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

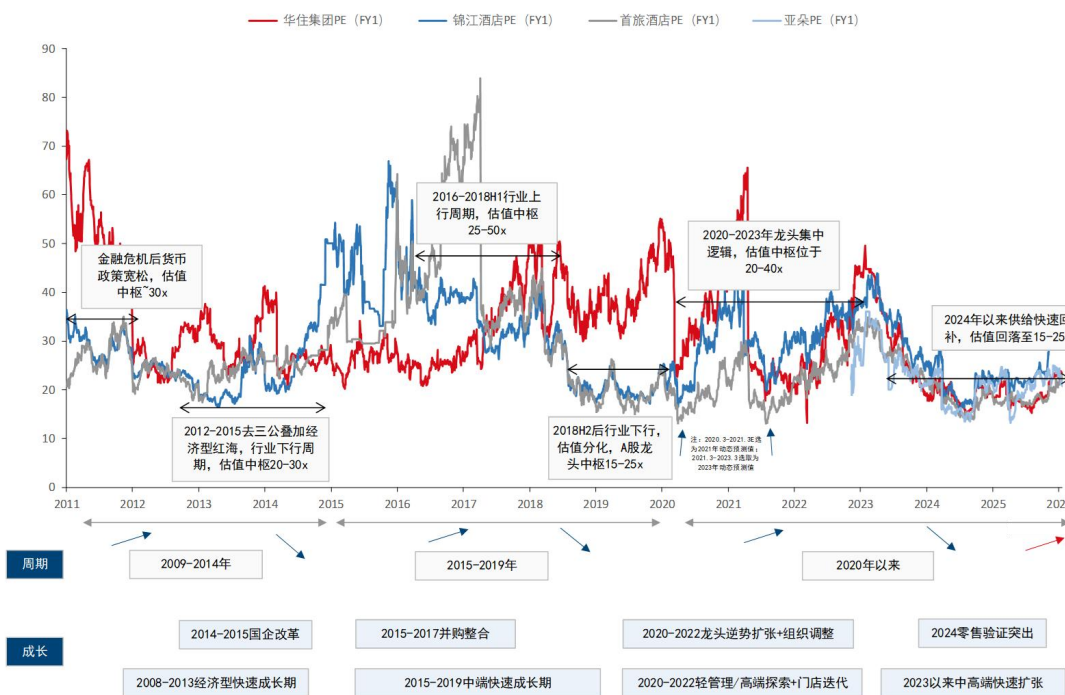
图4：亚朵 2024Q1-2025Q3 RevPAR/收入/经调整净利润增速



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

需要说明，即使行业周期下行，公司自身优异成长性也能带来逆势提估值表现。以疫后周期为例，尽管 2024-2025 年行业仍处于周期下行阶段，亚朵 2024 年 8 月起受零售业务持续超预期推动，动态估值从 15x 持续修复至 23x；华住 2025 年 8 月起受本身行业拐点临近以及公司轻资产规模扩张带动，估值实现率先修复。

表1：国内酒店行业估值复盘

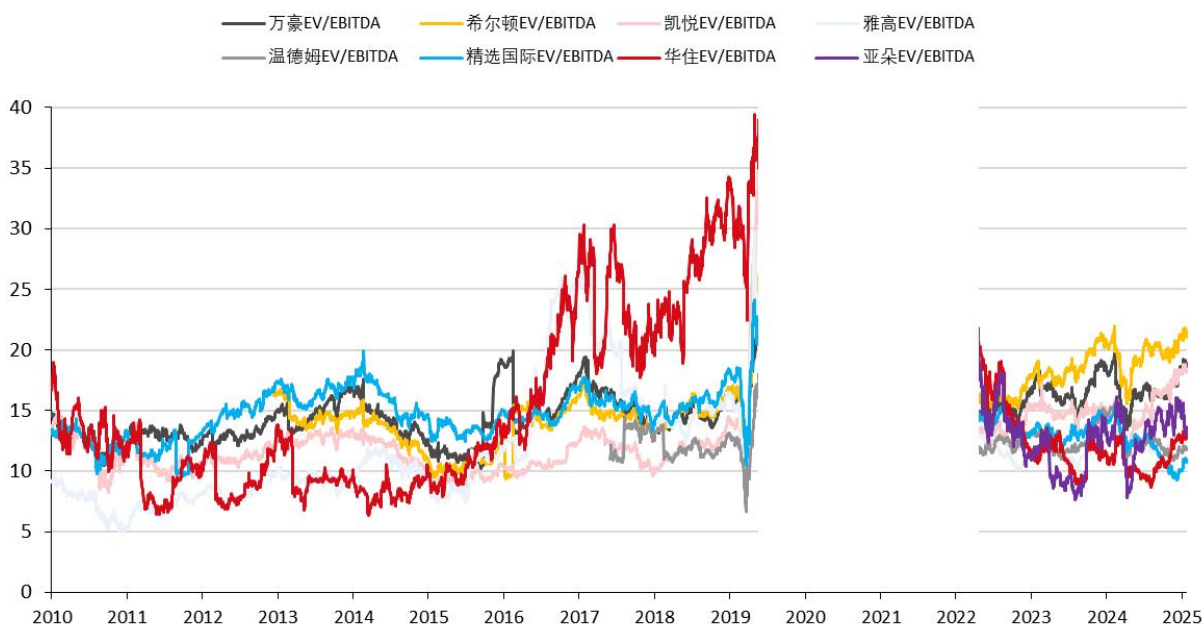


资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理

中线估值看规模与 ROE。参考海外龙头，伴随轻资产化逐步推进，龙头业绩对 RevPAR 的波动性依赖度相对降低，市占率稳步提升下的确定性成长与效率提升下的 ROE 中枢、资本回报稳定性有望成为影响估值水平的关键因素。以万豪国际为例，整体依托业绩长期持续稳定增长，当年动态 EV/EBITDA(剔除异常值)在 15-20x 之间波动，得益于其多品牌矩阵下的规模壁垒、品牌溢价下的变现效率、稳定的股东回报，总体估值处于第一梯队水平。

需要说明，在跨国比较酒店估值时，EV/EBITDA 相对更能反映实际经营。酒店行业普遍存在高负债和高摊销特征，在跨国比较中，EV/EBITDA 通过剔除资本结构差异且不考虑所得税影响，能真实反映酒店运营水平。

表2: 海外酒店 EV/EBITDA 走势



		估值指标		规模指标		效益指标		增速指标	
		总市值 (亿元)	EV/EBITDA	门店数 (家)	房间数量 (万间)	EBITDA (亿元)	单房EBITDA贡献	2025-2027年收入CAGR	2025-2027年EPS CAGR
万豪国际	MAR. O	5,999	18.82	9361	171	359	2.10	5.0%	10.8%
希尔顿	HLT. N	4,845	21.57	8447	127	247	1.95	7.7%	13.9%
洲际酒店	IHG. N	1,469	18.22	6629	99	86	0.87	-1.8%	14.0%
凯悦	H. N	1,088	18.35	1442	35	79	2.27	5.8%	8.1%
雅高	AC. PA	894	12.08	5682	85	87	1.03	4.5%	8.1%
温德姆	WH. N	409	11.72	9286	90	50	0.55	4.6%	9.7%
精选国际	CHH. N	339	10.74	7586	65	43	0.67	1.9%	3.6%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 增速预期来自彭博

总体而言，酒店龙头市值跃升关键在于周期拐点预期与资本整合，估值体系则以宏观经济周期为锚、成长性为放大器、中线看规模与 ROE。宏观/中观/公司三重周期共振阶段估值弹性最大，而轻资产化推进带来的规模壁垒与 ROE 中枢提升构成长期估值支撑，跨国比较中 EV/EBITDA 为比较更优指标。

表3: 国内酒店行业估值复盘

酒店行业估值体系	1、周期为锚	RevPAR趋势	供需周期变动	
	2、成长助推器	开店	新业务	盈利改善
		结构升级	零售等	轻资产化
		门店迭代		整合提效
	3、稳态中枢	规模	ROE	股东回报
		市占率	商业模式	回购
			运营效率	分红
			品牌溢价	

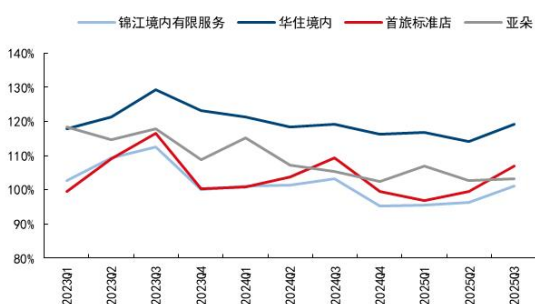
资料来源:公司公告、wind, 国信证券经济研究所整理

2. 当下国内酒店行业处于历史周期底部

2.1 周期判断：供需再平衡，2026 年 RevPAR 有望触底回升

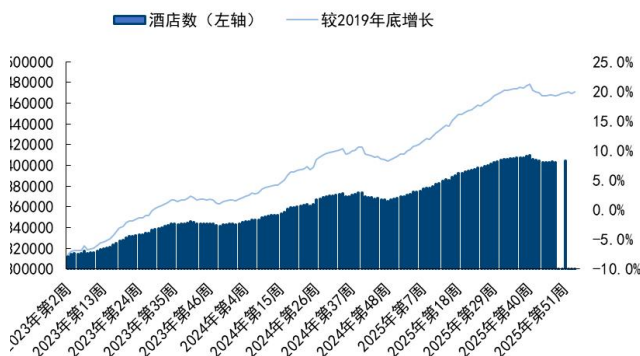
疫后供需再平衡过程中，从 2023 年高位回落 2 年。2023 年以来酒店行业供需关系经历显著调整，整体从“需求反弹→供给回补”的供需边际失衡有望逐步向再平衡演进：2023 年疫后需求集中释放，供给恢复滞后致短期供需缺口，市场阶段性呈现“供小于求”格局；2024 年供给加速回补叠加需求分化，休闲旅游需求保持韧性，但商务出行复苏节奏偏缓，供需关系逐步呈现边际失衡特征；2025 年供给扩张动能平缓，但仍高于需求，需求改善有望推动供需再平衡。

图5：2023 年以来酒店龙头较 2019 年恢复度情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：酒店房间量供给较 2019 年增速



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

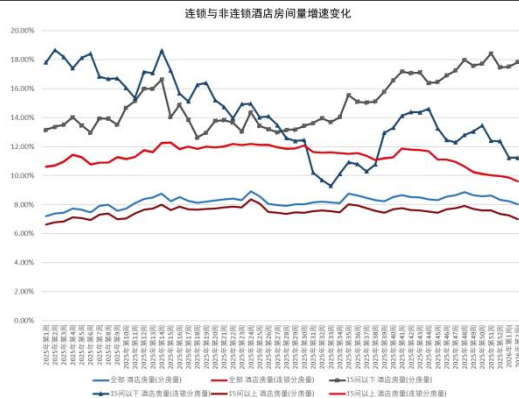
当下来看供给增速有所分化，大房量供给增速有所平缓。考虑到投资人进入成本降低（部分城市对酒店用地审批的优化、城市物业租金下行）以及酒店行业本身稳定的现金流属性，吸引多元投资人参与投资。但伴随行业 RevPAR 持续回落，根据次方点评，其统计的 2025 年酒店行业平均回本周期拉长至 5.4 年，51%项目需 5 年以上回本；结合龙头储备店较高峰期放缓，不排除行业供给增长有望逐步趋于合理性。根据酒店之家数据，15 间以上客房量同比增速自国庆后逐步放缓，而部分小房量酒店仍在加速。

图7：固定资产投资额增速-住宿与餐饮行业



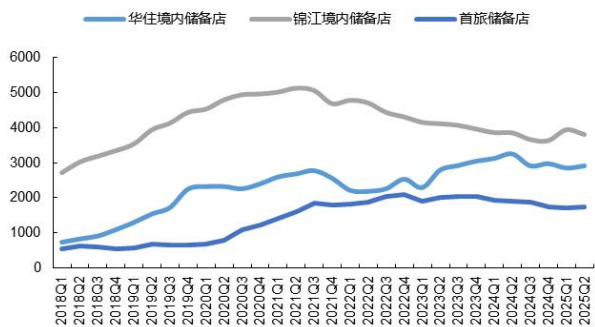
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图8：国庆后规模以上房间量供给同比增速略有放缓



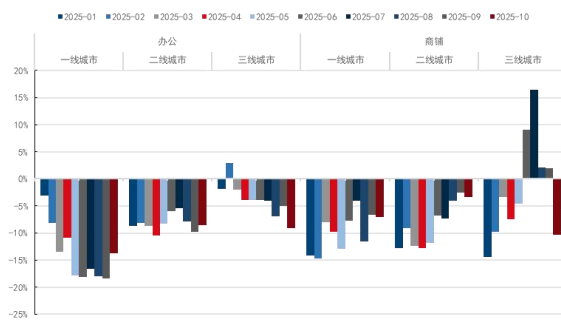
资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图9：酒店龙头储备店数量变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

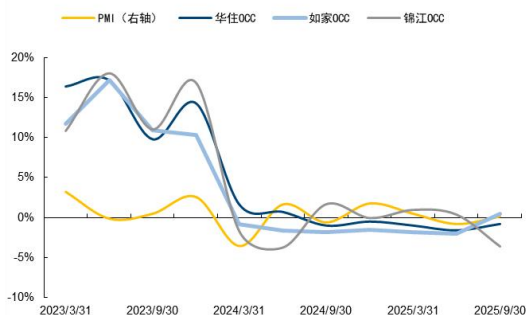
图10：百城商品平均租金同比变化幅度



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

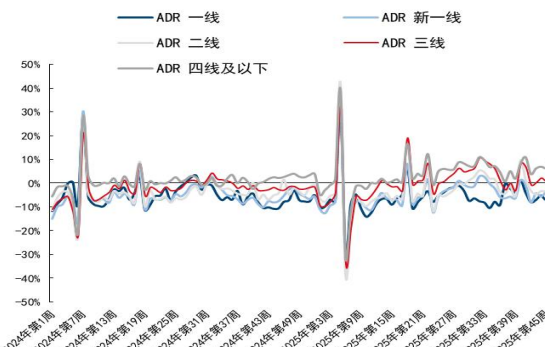
需求端而言，休闲旅游维持稳健增长，商旅需求边际波动中筑底。今年以来节假日期间提价能力带动 RevPAR 酒店龙头阶段转正，彰显假期出游依然景气度向好。进入 2025Q4，高线城市 ADR、中高端酒店 ADR 在低线城市、低星酒店转正之后阶段同比转正，基数走低背景下高线城市展会等带动商务活动阶段有所企稳。明年来看，商旅需求仍需跟踪经济走势（尤其 PMI），但在政策提振服务消费大方向与居民体验经济偏好下休闲需求韧性增长有望为总体酒店出行需求奠定基础。

图11：PMI 及 OCC 同比趋势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图12：各线城市 ADR 变化



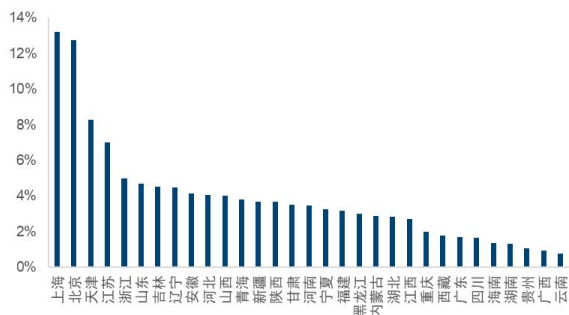
资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

2.2 供给侧：龙头溢价能力更强，量价策略迭代是重要佐证

此前国内酒店：周期复苏和下降时一般均为量先行，价滞后。2011-2019 年，国内以华住为例，酒店经营周期波动一般是量先行，价格恢复次之。如 2016-2019 年周期中，出租率增速在 2017 年 Q2\Q3 见顶，在 2018Q1-Q2 开始 OCC 转负，房价增加 2018Q2 见顶，此后增速向下，但在 2019 年出租率下行期间整体增速仍然为正（结构升级助力和部分龙头开始注意中端酒店的价格管理共同影响），只是增长趋势逐步放缓。

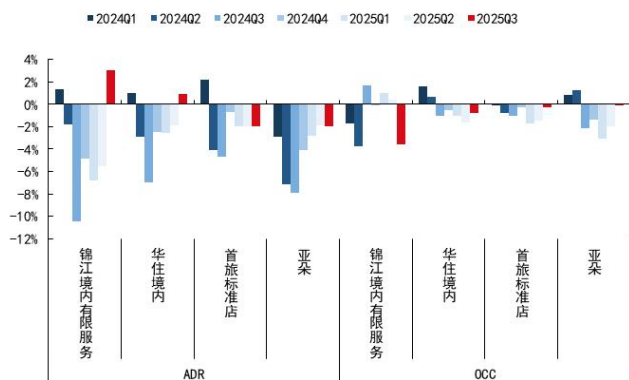
龙头新变化：经营策略从 OCC 优先到最优 RevPAR。2024 年报复性需求退坡、供给回补期间，酒店龙头普遍采取“OCC 优先”策略，如下图所示。进入 2025 年随着商务及休闲出行需求常态化，龙头重心明确转向 RevPAR 最优策略，如 Q3 华住 ADR 同比转正至+0.9%，入住率微降 0.8pct。

图13: 华住各省市市占率估算 (2024 年酒店数口径)



资料来源: 中国饭店协会, 携程网, 国信证券经济研究所整理

图14: 龙头经营策略从 OCC 优先到最优 RevPAR

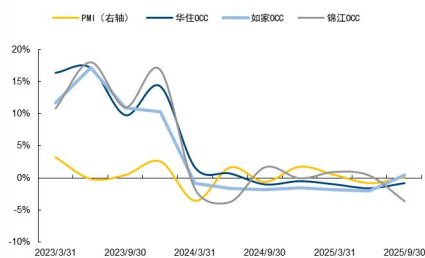


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

背后原因讨论:

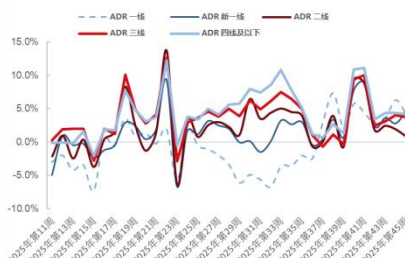
公司层面: 一是产品升级: 分化加剧, 强产品溢价更为突出。酒店龙头中端和中高端占比持续提升, 产品差异化也带来一定的品牌溢价空间, 配合连锁化率提升, 为酒店龙头提价创造了基础条件。如下, 多数酒店龙头中端及以上酒店占比过往三年持续提升, 有助于差异化定价。

图15: 轻管理、中端、中高端 revpar 同店趋势对比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 轻管理、中端、中高端 revpar 同店绝对值对比



资料来源: 酒店之家, 国信证券经济研究所整理

二是主动收益管理强化, 大数据定价系统支持升级。酒店龙头主动收益管理意识增强, 大数据定价系统支持强化: 由于运营压力倒逼, 同时即使降价对需求推动有限, 酒店龙头收益管理意识强化, 通过加强区域管理、大数据系统支持, 控制区域底价 (店长降价流程较长, 需充分说明, 避免零和博弈), 鼓励店长灵活提价 (即时生效), 收益管理全面强化, 更注重出租率和房价平衡, 从而提升酒店龙头尤其核心区域定价权。

表4: 酒店龙头收益管理的变化

分类	2019年之前	2021年开始, 2023年逐步强化
市场竞争	酒店行业连锁化率相对较低	连锁化率尤其核心区域连锁化率显著提升
品牌溢价	品牌溢价尤其经济型酒店品牌力不足	产品升级, 中端和中高端升级带来一定品牌溢价空间
系统支持	定价更多依赖店长个体有限决策, 大数据等系统支持很有限	大数据等支持定价, 优秀龙头尤其突出, 店长定价参考维度更详细
店长权限	店长对房价调整权限较大	店长拥有房价的部分定价权, 区域总等介入, 店长层面“提价易降价难”
酒店经营特点	高经营杠杆, 固定成本高, 对收入敏感度高, 个体分散博弈下保出租率	高经营杠杆, 固定成本高, 对收入敏感度高, 机构区域整体把控下更重整体收益
酒店定价	店长个体最优角度相对更偏“提价难, 降价易”, 容易以价换量保经营, 优先出租率, 提价动力不足	区域把控, 整体协调, 而非店长个体博弈, 更追求区域收益整体提升而非各单店, 带来加盟商与品牌商的双赢

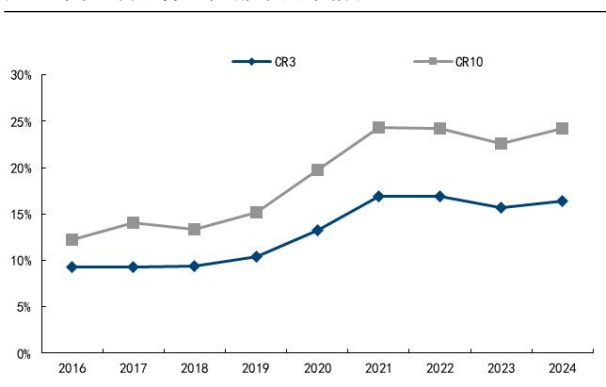
资料来源: 公司公告、wind, 国信证券经济研究所整理

三是集团属地化统筹战略调整, 华住、首旅、锦江相继完成属地化改革。2021 年年度业绩会上, 创始人表示华住将从‘超大规模增长’战略转型为基于合格门店的‘精益增长’战略。2022 年起华住集团在借鉴 2021 年新设立的华南和华西总部经验基础上进一步深耕区域发展, 因城制宜成立华北、华西、华南、华东、华中、东北六大区域公司, 将管理架构由事业部垂直管理升级为区域公司管理, 将经济型及中档品牌的组织架构由以品牌事业部为主导转变为以区域总部为主导。此后其他酒店龙头也相继调整为区域模式。

行业层面:

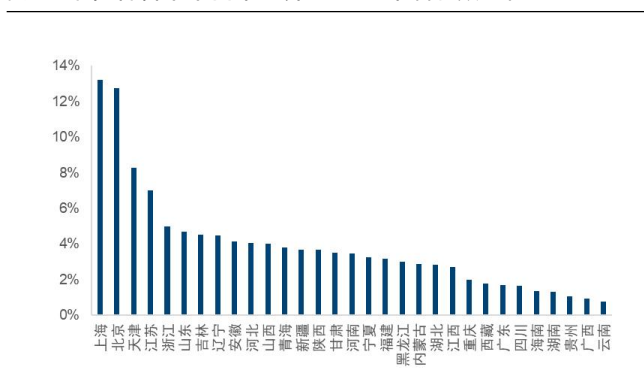
竞争格局变化: 酒店行业连锁化率尤其核心城市连锁化率显著提升, 有利于酒店龙头相对定价权增强。2024 年底, 国内酒店连锁化率达 40%, 较疫情前 26%显著提升。尽管全国酒店集中度仍不高, 行业价格更多是供需决定; 但区域市场集中度差异有望放大龙头定价权。一二线连锁化率从 2019 年的 38%/28%提升至 2023 年底 61%/50%, 连锁集中优化显著。其中以上海为例, 连锁化率超 70%, 在龙头把控价格体系对周边酒店形成价格锚效果一定程度上有望反过来助推行业价格企稳。连锁化率提升尤其核心城市连锁化率提升助力酒店龙头定价权的升级。

图17: 国内酒店行业头部市占率情况



资料来源: 中国饭店协会, 国信证券经济研究所整理

图18: 华住各省市市占率估算 (2024 年酒店数口径)



资料来源: 中国饭店协会, 携程网, 国信证券经济研究所整理

背后本质是“物业升值+租金红利+运营收益”迭代对连锁化提升的需求。酒店收益的构成：“物业升值收益+租金红利+酒店运营收益”三方面构成，酒店参与主体业主方、加盟方、品牌方（酒店管理公司）共享这一利益链。其中业主方更多看物业收益，加盟方兼顾租金+运营收益，品牌方一般关注运营收益。

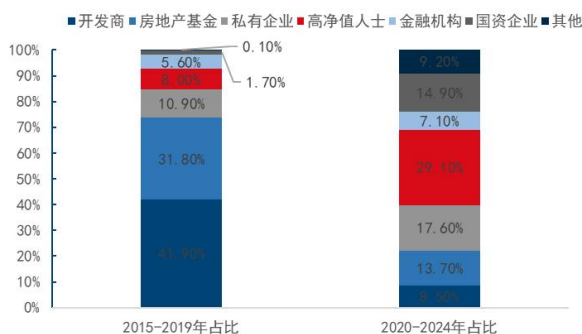
在地产上行期，业主方自持物业运营酒店，核心看物业升值收益，重高奢酒店品牌优势；租金持续上涨阶段，有限服务酒店加盟商提前锁定长期租约的租金及期间涨幅，相关租金弱于后续市场租金上涨，从而获得租金红利。伴随租金红利等弱化，且本身参与酒店投资的玩家更多元，加盟商越来越重视收益管理与酒店投资回报能力，对一是在日常经营管理上更加重视店长定价能力，相对也配合区域价格调控，二是在加盟选择新项目时也重点侧重品牌龙头相关运营能力。

图19: 有限服务酒店收益迭代演进



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图20: 中国境内酒店投资交易收购方类型



资料来源：仲量联行，国信证券经济研究所整理

因此，投资属性增强继续推动连锁龙头优势进一步扩张。2024年底国内酒店连锁化率达40%，对比美国有提升空间。据中国饭店业协会，国内2024年底酒店行业连锁化率达40%（同一品牌3家酒店或以上即为连锁，酒店房量在15间+）；考虑该统计3家以上较为宽泛，若参考酒店集团TOP60房间量占比来看，2024年行业CR60为33.5%，可作为实际连锁化率参考。国际来看，2024年美国酒店连锁化率达73%，参考STR的数据，待开业酒店中连锁酒店占比更高，持续呈渐进提升趋势。我国酒店行业连锁化率水平相比美国更有提升空间，考虑近几年酒店行业经营起伏，连锁酒店相对优势更加凸显，加之城市化的推进和下沉市场的连锁化率仍有提升空间，我们预期国内酒店连锁化率中长线仍有一定提升潜力。

表5: 酒店不同房间量下我国酒店连锁化空间展望

不同房量	连锁化率						总/连锁房间（万间）		连锁增量空间探讨		
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024	2024	50%	60%	70%
TOP60/15间以上房量	19%	26%	33%	33%	31%	34%	1764	592	49%	79%	109%
15间以上房量	26%	31%	35%	39%	41%	40%	1764	707	25%	50%	75%
30间以上房量	26%	35%	40%	45%	47%	46%	1454	671	8%	30%	52%
70间以上房量	34%	43%	49%	54%	55%	55%	916	507	-10%	8%	26%

资料来源：中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

品牌集中度视角：在目前酒店经营更考验各酒店自身品牌力和运营水平的背景下，加盟商投资更理性，从而有助于品牌势能处于上升期，经营良好的优秀酒店品牌公司加速集中，其市场份额有望进一步提升。以15+、30+房量基数下CR3与CR5测算角度，若远期集中度参考北美市场酒店CR3与CR5分别对应39%、42%，则对应我国TOP3与TOP5空间有0.9-1.7倍增长空间。

表6: 酒店不同房间量下我国酒店品牌集中度空间展望

	集中度						龙头空间探讨	海外对标
	2019	2020	2021	2022	2023	2024		
CR3								北美 CR3
15 间以上房量	9%	12%	15%	15%	14%	15%	24%	39%
30 间以上房量	11%	14%	18%	19%	17%	18%	21%	39%
70 间以上房量	17%	21%	28%	30%	27%	28%	11%	39%
CR5								北美 CR5
15 间以上房量	12%	15%	19%	19%	17%	18%	24%	42%
30 间以上房量	14%	17%	22%	23%	21%	22%	20%	42%
70 间以上房量	22%	27%	35%	37%	33%	35%	8%	42%

资料来源: 中国饭店协会, 国信证券经济研究所整理测算

综合来看, 酒店行业龙头开始更加主动追求量价均衡的收益管理, 依托系统升级、产品升级和管理优化, 提升定价权。酒店全面收益管理是品牌溢价的体现, 需要对酒店管理提出更高的要求。在供需格局相对稳定时上述定价权升级和品牌溢价增强有助于龙头推动其收入端的改善和盈利能力提升, 若供需格局向好则有望释放更大潜能。

此外, REITs 迎来制度性增量。在扩内需、促服务消费的政策主线下, 酒店行业迎来 REITs 制度性增量: 中办、国办《提振消费专项行动方案》提出支持符合条件的消费、文旅等项目发行基础设施 REITs; 随后发改委办公厅《基础设施 REITs 项目行业范围清单(2025 年版)》明确将四星级及以上酒店纳入消费基础设施范围, 使酒店从“配套可入池”升级为“可独立证券化的资产类别”, 打通“存量资产变现—资金回笼—再投资扩张”的资本循环, 为具备品牌与运营优势的集团提供更灵活的资本运作工具, 推动中高端供给优化与行业整合提速。

图21: 我国酒店相关 Reits 政策条目

政策名	日期	重要条款
《基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目申报要求》	2024/7/26	若纳入项目底层资产的单体建筑中包含物理上不可分割、产权上归属于同一发起人(原始权益人)的酒店和配套底商, 且占同一单体建筑面积比例不超过 30%的, 可纳入项目底层资产
《提振消费专项行动方案》	2025/3/16	支持符合条件的消费、文化旅游等领域项目发行基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)
《基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目行业范围清单(2025 年版)》	2025/12/1	四星级及以上酒店项目纳入消费基础设施领域, 可单独申报 REITs
《上海证券交易所公开募集不动产投资信托基金审核关注事项指引》	2025/12/31	涉及酒店业态的 REITs 需披露酒店业态特征、运营安排和经营数据口径等信息

资料来源: 中国政府网, 国信证券经济研究所整理

图22: 万豪 Reits 发展情况

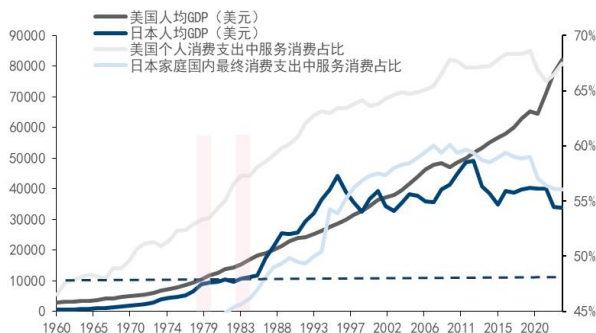


资料来源: 万豪公司官网, 国信证券经济研究所整理

2.3 需求侧: 十五五开局首年, 服务消费政策预期提升

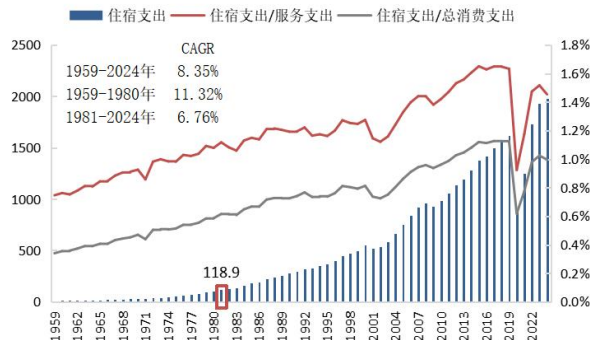
参考海外服务消费占比提升是消费趋势变化的必然路径。从海外国家历史经验来看, 美国、日本人均 GDP 突破 1 万美元后服务消费快速跃升; 根据马斯需求理论本质是低层级需要得到基本满足后, 引发更高层级需求, 2024 年我国服务消费占人均消费支出比重约 46%, 预计后续提升潜力较大。参考人均消费支出具体类目, 2025Q1 居民人均交通通信支出同比增长 10.4%, 教育文化娱乐支出增长 13.9%。

图23: 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

图24: 美国住宿支出 (十亿美元) 及其占比



资料来源: FRED, 国信证券经济研究所整理

其中, 美国住宿花费占服务支出比重稳步提升。美国居民住宿支出除疫情扰动期间外始终保持良好的上涨势态, 由 1959 年的 10.78 亿美元上涨至 2024 年的 191.92 亿美元, CAGR=8.35%。美国住宿支出的占服务支出与总消费支出的比重不断提升, 住宿占服务支出由 0.75% 增长至 1.45%, 占总消费支出从 0.34% 增长至 1.00%。2024 年中国人均 GDP 为 13122 美元, 接近于美国 1981 年水平 (13943 美元), 消费增长潜力依然较大 (美国 1981-2024 年住宿支出 CAGR=6.76%)。

我国服务消费政策加码, 有望打开时间、金钱、供给约束。2025 年 9 月, 商务部等 9 部门联合发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》, 这预计是继 2024 年 7 月《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》、2025 年 3 月《提振消费专项行动方案》后的进一步细化举措。该政策涉及多方面, 包括扩大服务业对外开放以增强供给、优化学生假期安排、落实带薪休假等。

表7: 服务消费相关政策整理

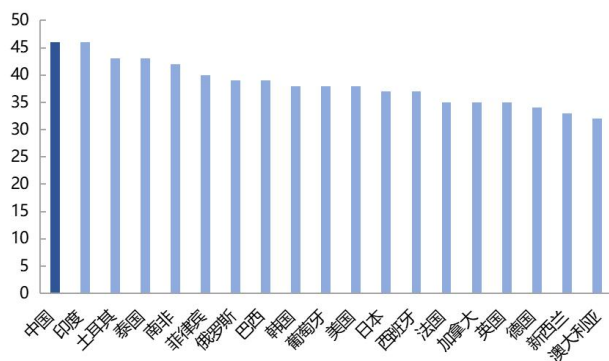
政策名称	发布时间	发布主体	主要内容
《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	2024/7/29	国务院	挖掘基础型消费潜力: 餐饮住宿消费、家政服务消费、养老托育消费; 激发改善型消费活力: 文化娱乐消费、旅游消费、体育消费、教育和培训消费、居住服务消费 (家政); 培育壮大新型消费: 数字消费、绿色消费、健康消费
《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	2025/1/9	国务院办公厅	发挥文化赋能、旅游带动作用, 深化“文旅+百业”、“百业+文旅”, 提升产品供给能力, 丰富消费业态和场景, 更好满足人民群众多样化、多层次、多方面的精神文化需求, 增强人民群众文化获得感、幸福感, 着力把文化旅游业培育成为支柱产业
《关于增开银发旅游列车 促进服务消费发展的行动计划》	2025/1/16	商务部、文化和旅游部、国铁集团等 9 单位	充分发挥我国铁路网络化运营和安全、舒适、便捷优势, 健全旅游列车市场化开行服务保障机制, 鼓励和支持各类社会资本参与银发旅游列车投资和运营, 扩大服务供给, 积极培育服务消费新增长点, 更好满足银发群体旅游服务需求。到 2027 年, 构建覆盖全国、线路多样、主题丰富、服务全面的银发旅游列车产品体系, 银发旅游列车服务标准体系基本建立, 形成一批主题旅游列车品牌, 银发旅游列车开行数量、旅客运输量较 2024 年实现较大幅度增长。
《优化消费环境三年行动方案 (2025—2027 年)》	2025/2/17	市场监管总局等 5 部门	到 2027 年, 消费供给提质、消费秩序优化、消费维权提效、消费环境共治、消费环境引领等五大行动深入开展, 供给质量不高、市场秩序失范、维权效能不足等问题得到系统治理, 商品、服务质量显著提高, 消费风险明显降低, 消费纠纷源头治理效果显著, 经营者诚信意识普遍增强, 消费便利度、舒适度、满意度大幅提升, 全国消费环境明显优化。
《提振消费专项行动方案》	2025/3/16	中共中央办公厅、国务院办公厅	通过 30 条举措, 从提升消费能力、供给质量、增强消费意愿等方面发力, 如实施城乡居民增收促进行动, 开展服务消费提质惠民行动, 加大消费品以旧换新力度等; 还涉及保障休息休假权益, 鼓励带薪年休假与小长假连休, 鼓励有条件的地方探索设置中小学春秋假。
《关于进一步优化离境退税政策扩大入境消费的通知》	2025/4/26	商务部等 6 部门	推动离境退税商店增量扩容; 丰富离境退税商品供给; 提升离境退税服务水平

《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》	2025/8/4	财政部、中国人民银行、金融监管总局	贴息范围包括单笔5万元以下消费，以及单笔5万元及以上的家用车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产品、健康医疗等重点领域消费。对于单笔5万元以上的消费，以5万元消费额度为上限进行贴息。政策到期后，可视实施效果研究延长政策期限、扩大支持范围。
《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》	2025/9/4	国务院	一是扩大体育产品供给，丰富体育赛事活动，优化赛事服务管理，发展户外运动产业，培育壮大冰雪经济，推动体育用品升级。二是激发体育消费需求，拓展体育消费场景，举办体育消费活动，实施消费惠民举措，扩大体育消费群体。三是壮大体育经营主体，做大做强体育企业，搭建优质对接平台，深化体育产业交流合作。四是培育体育产业增长点，深化行业融合发展，促进区域协调发展，推动体育数字化发展。五是强化产业要素支撑，加强人才队伍建设，加大金融支持力度，丰富体育场地供给。六是提升服务保障水平，营造良好市场环境，做好体育产业统计监测工作。
《关于扩大服务消费的若干政策措施》	2025/9/16	商务部、国家发展改革委、教育部等9部门	一是培育服务消费促进平台，包括实施提质惠民行动、开展消费新业态新模式新场景试点城市建设；二是丰富高品质服务供给，涵盖扩大服务业开放、提升文化与文博场馆服务、促进体育发展、培育多元教育培训市场、加强养老托育服务、增加中高端医疗供给；三是激发服务消费新增量，如吸引境外人员入境消费、拓展数字服务消费、优化学生假期安排；四是加强财政金融支持，通过支持设施建设、引导社会资本、扩大信贷投放、加大消费信贷支持与财政贴息，降低经营主体成本；五是健全统计监测制度。鼓励单位和个人结合落实带薪年休假等制度，实际形成较长假期，推动错峰出行。节假日期间，各地区、各部门要妥善安排好值班和安全、保卫、疫情防控等工作，遇有重大突发事件，要按规定及时报告并妥善处置，确保人民群众祥和平安度过节日假期。
《国务院办公厅关于2026年部分节假日安排的通知》	2025/11/4	国务院办公厅	
《关于加强商务和金融协同 更大力度提振消费的通知》	2025/12/14	商务部办公厅、人民银行办公厅、金融监管总局办公厅	强化商务和金融系统协作，引导金融机构聚焦消费重点领域加大支持力度。一是深化商务和金融系统协作，二是加大消费重点领域金融支持，三是扩大政金企对接合作。
《关于培育养老服务经营主体促进银发经济发展的若干措施》	2026/1/13	民政部、国家发展改革委、工业和信息化部等8部门	鼓励电商平台、大型商超举办主题购物节，设计老年版专用界面，支持设立银发消费专区，便利线上线下消费。充分激发各类养老服务经营主体活力，营造投资创业良好环境，促进银发经济发展，更好满足老年人多层次多样化养老服务需求

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

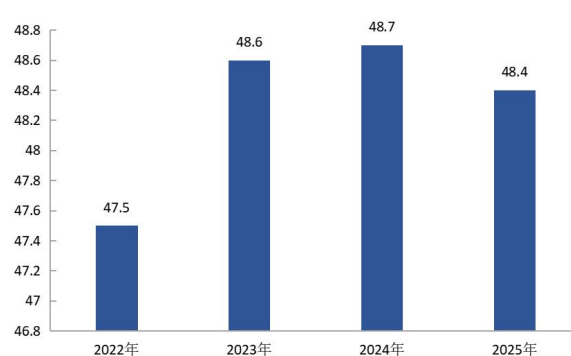
我国平均工作时长在主要经济体中居首，反内卷下工作时长同比略有收窄。服务消费需要“有钱有闲”，根据CEIC统计，可比口径下2024年我国劳动者每周工作时长达46小时，明显高于美国（38）、日本（37）等国。长时间工作对服务消费形成约束，各国的工作时长与旅游业的人均增加值呈显著负相关。虽然高工作时长为我国带来了劳动力红利，但对体育、旅游和健康有一定的抑制效应。2025年反内卷背景下我国企业就业人员周平均工作时间同比略有收窄，有助于休闲释放。

图25：2024年各国劳动者周工作时长(小时)



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理

图26：2022-2025年我国企业就业人员周平均工作时间(小时)



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

3. 板块估值修复启动，龙头布局正当时

疫后周期变化下，龙头行情启动节奏与驱动因素呈现显著差异：**一是成长性龙头穿越周期最早启动**，亚朵凭借新零售业务进入变现加速期，轻资产加盟扩张维持行业最快增速，成长性阿尔法属性凸显，股价已于 2024 下半年率先启动，后续核心观察中高端品牌价值持续变现及轻居模型打造第二曲线；**二是强阿尔法龙头周期拐点领先估值修复**，华住依托万店规模优势维持快速轻资产扩张，产品力溢价能力与股东回报优势突出，股价于 2025 下半年提前行业拐点释放估值修复，短期聚焦周期向上阶段业绩弹性，中长期看市占率与利润率的持续扩张；**三是 A 股龙头期权组合**，首旅当前估值仍处相对低位，扎实门店基本盘提供溢价基础，2026 年底万店目标下开店提速；锦江酒店组织调整进入尾声，内部整合潜力待释放，拟港股上市提升治理能动性与估值修复空间；君亭则背靠湖北国资与 REITs 试点先发优势，走差异化成长路径。

表8: 可比公司相对估值表

收入 (亿)	名称	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2024-2027CAGR	
1179.HK	华住集团-S	239	252	265	282	5.3%	5.5%	6.2%	5.7%	
ATAT.O	亚朵	72	98	123	148	35.4%	25.2%	20.2%	26.8%	
600258.SH	首旅酒店	78	79	82	86	1.7%	3.9%	4.3%	3.3%	
600754.SH	锦江酒店	141	138	143	148	-1.8%	3.7%	3.4%	1.7%	
301073.SZ	君亭酒店	6.8	6.7	7.4	8.5	-0.7%	10.0%	14.5%	7.7%	
经调整净利润 (亿)		2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2024-2027CAGR	
1179.HK	华住集团-S	37	44	52	59	19.4%	16.4%	13.4%	16.4%	
ATAT.O	亚朵	13	17	21	26	28.4%	24.9%	21.8%	25.0%	
600258.SH	首旅酒店	8	9	11	12	14.1%	15.7%	15.2%	15.0%	
600754.SH	锦江酒店	9	8	11	13	-9.8%	35.0%	20.4%	13.6%	
301073.SZ	君亭酒店	0.3	0.2	0.5	0.9	-40.0%	206.7%	87.0%	51.0%	
EPS		2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2024-2027CAGR	
1179.HK	华住集团-S	1.2	1.4	1.7	1.9	19.4%	16.4%	13.4%	16.4%	
ATAT.O	亚朵	9.5	12.2	15.2	18.5	28.4%	24.9%	21.8%	25.0%	
600258.SH	首旅酒店	0.7	0.8	1.0	1.1	13.9%	15.9%	15.8%	15.2%	
600754.SH	锦江酒店	0.9	0.8	1.0	1.3	-9.4%	35.1%	20.2%	13.7%	
301073.SZ	君亭酒店	0.2	0.1	0.2	0.4	-61.9%	200.0%	83.3%	28.0%	
PE	总市值	2024	2025E	2026E	2027E	核心看点				
1179.HK	华住集团-S	1,133	30	26	22	19	向上延伸品牌，向下拓区域，市占率、利润率、分红扩张			
ATAT.O	亚朵	376	29	22	18	15	中高端龙头，向下延伸品牌，向会员延伸价值			
600258.SH	首旅酒店	195	24	21	18	16	老牌如家沉潜之后，新一轮开店周期			
600754.SH	锦江酒店	294	32	36	27	22	组织调整进入尾声，整合潜力待有望释放，品牌走向聚焦			
301073.SZ	君亭酒店	59	237	395	129	69	拥抱国资后的新发展阶段			

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理预测估算

我们判断当前行业基本面处于历史周期底部，股价已领先基本面逐步启动估值修复。在供给侧新阶段以及需求政策期权带动下，龙头有望展现业绩弹性，参考历史周期业绩弹性释放高点估值有望实现双击，当前配置价值依然突出。建议超配酒店龙头，短期结合估值、业绩弹性与个股主观动能，优选华住集团-S、首旅酒店、锦江酒店、亚朵、君亭酒店等；中线参考海外酒店管理龙头确定性品牌变现的稳健增长与良好现金流支撑股东回报的配置价值，优先看好具备强门店与会员网络的龙头，推荐华住集团-S、亚朵等。

4. 风险提示

- 4.1 酒店行业和经济周期具有一定相关性，宏观经济波动或下行会对公司业绩产生较大的影响。
- 4.2 商旅需求、休闲旅游需求不及预期。
- 4.3 行业供给过剩、竞争格局加剧，以及产品老化。
- 4.4 收购标的经营业绩波动大，整合低于预期。
- 4.5 连锁业态品牌声誉风险。

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.GSI）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±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±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

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提及的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