



首旅酒店 (600258.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究
证券研究报告

拓店目标稳步推进，经营质量渐进优化

公司简介

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

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

投资逻辑

酒店行业景气度正处于边际修复阶段。2023年起，行业经历了需求集中释放、供给回补竞争加剧的过程，RevPAR整体承压。2025年下半年以来，随着行业供给压力缓解、价格策略趋于理性，龙头RevPAR率先转正。25Q4首旅/华住/锦江中国(有限服务)RevPAR分别同比持平/+1.8/+0.1%，若排除轻管理，则首旅RevPAR同比+0.3%。截至2025年末，公司非轻管理酒店数量占比为56%。展望2026年，在服务消费持续提振、出行需求强劲的背景下，酒店行业供需关系预计进一步改善，景气周期有望启动。

拓店目标稳步推进。2023-2025年公司新开门店数量稳健增长，当年新开1203/1353/1510家，同比+36.9/12.5/11.6%。2025年9月公司重申万店增长目标，后续稳步推进，拓店节奏有望保持，预计公司2026-2028年新开门店1550/1600/1600家。

经营质量渐进优化。1)轻资产转型加速。近年来加盟为公司主力开店模式，利于提升公司盈利稳定性与盈利水平，截至2025年末加盟占比达92.9%；2)中高端占比持续提升。中高端为行业升级方向，公司将中高端酒店作为长期战略重心，品牌及规模不断扩充，产品结构持续优化，中高端酒店数量占比由2023年27.5%增长至2025年的29.4%；3)轻管理占比趋于稳定。轻管理模式过去推动规模快速扩张，但收费水平偏低，对盈利贡献有限。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2026/2027/2028年公司实现营业收入79.0亿/81.8亿/83.5亿元，同比+3.9%/+3.5%/+2.2%；归母净利润9.3亿/10.8亿/11.6亿元，同比+14.0%/+16.9%/+7.3%，对应EPS为0.83/0.97/1.04元。

我们认为，首旅酒店受益于行业景气修复、加盟扩张和中高端升级，给予公司2026年20倍PE，对应目标价16.57元，给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济波动、行业竞争加剧、服务政策不及预期、加盟扩张不及预期、中高端升级不及预期。

商贸零售组

分析师：于健 (执业 S1130525070012)

yu_j@gjzq.com.cn

分析师：王超 (执业 S1130526040002)

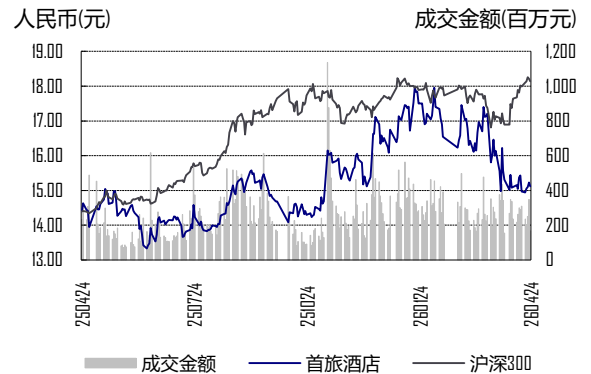
wang_chao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：15.12 元

目标价 (人民币)：16.57 元

相关报告：

1.《首旅酒店公司点评：Q1 利润率提升，期待 RevPAR 改善》，2025.4.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,751	7,607	7,904	8,176	8,353
营业收入增长率	-0.54%	-1.86%	3.91%	3.45%	2.16%
归母净利润(百万元)	806	811	925	1,081	1,160
归母净利润增长率	1.41%	0.60%	14.04%	16.90%	7.28%
摊薄每股收益(元)	0.722	0.726	0.828	0.968	1.039
每股经营性现金流净额	3.02	2.97	1.89	2.00	2.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.89%	6.72%	7.43%	8.40%	8.70%
P/E	20.32	23.06	18.25	15.61	14.55
P/B	1.40	1.55	1.36	1.31	1.27

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、首旅酒店：全国酒店连锁 TOP3，深耕行业数十载.....	4
1.1 全国酒店连锁龙头，深耕行业数十载.....	4
1.2 品牌矩阵完善，覆盖全价格带.....	4
1.3 并购如家后居行业头部，万店目标持续推进.....	5
1.4 背靠北京国资委，管理层经验丰富.....	7
1.5 坐拥优质资产南山景区，贡献稳定利润.....	8
1.6 收入规模趋于稳定，25 年业绩基本符合预期.....	9
二、酒店行业：供给放缓需求向上，看好景气周期启动.....	11
2.1 龙头经营渐进好转，复苏趋势基本确立.....	11
2.2 酒店供给增速放缓，供需关系边际改善.....	11
2.3 服务消费提振政策频出，住宿需求直接受益.....	13
2.4 旅游需求增长逐步验证，看好持续性.....	13
2.5 中高端连锁化率持续提升，龙头规模稳健扩张.....	14
三、经营优化：加速轻资产转型，拓店质量稳步提升.....	17
3.1 进行轻资产转型，盈利质量持续提升.....	17
3.2 轻管理占比趋于稳定，中高端为发展重心.....	18
3.3 会员体系持续扩容，私域流量进一步夯实.....	20
四、盈利预测与投资建议.....	21
投资建议及估值.....	22
风险提示.....	22

图表目录

图表 1： 17Q2-25Q4 公司旗下酒店与房间数量.....	4
图表 2： 2024 年中国前 10 家酒店集团市占率.....	4
图表 3： 首旅酒店品牌矩阵.....	5
图表 4： 首旅酒店发展历程.....	6
图表 5： 首旅酒店品牌市场数据统计表（截至 2025 年 12 月末）.....	6
图表 6： 首旅酒店股权结构.....	7
图表 7： 首旅酒店管理层.....	8
图表 8： 2017-2025 首旅酒店景区运营板块经营情况.....	9
图表 9： 2019-2025 南山文化净利润.....	9
图表 10： 2017-2025 首旅酒店营业总收入与归母净利润.....	9



图表 11:	2017-2025 首旅酒店销售毛利率与归母净利率	10
图表 12:	2017-2025 首旅酒店各项费用率	10
图表 13:	24Q1-25Q4 三大酒店集团 RevPAR 同比增速	11
图表 14:	24Q1-25Q4 三大酒店集团 RevPAR 恢复率 (对比 2019 年同期)	11
图表 15:	24Q1-25Q4 三大酒店集团 OCC 同比变化率 (pct)	12
图表 16:	24Q1-25Q4 三大酒店集团 ADR 同比增速	12
图表 17:	中国酒店客房供给恢复率 (对比 2019 年末)	13
图表 18:	中国酒店房间数环比变化量 (间)	13
图表 19:	全国酒店房间数量同比增速	13
图表 20:	2018-2024 中国酒店行业连锁化率	14
图表 21:	2018-2024 中国酒店行业连锁化率 (按档次)	15
图表 22:	2013-2024 中国三大酒店集团市占率	15
图表 23:	2012-2024 中国三大酒店集团门店数量	16
图表 24:	2018-2025 首旅酒店开店数量	17
图表 25:	2017-2025 首旅酒店分业务收入 (亿元)	17
图表 26:	2017-2025 首旅酒店分业务收入同比	17
图表 27:	2020-2025 首旅酒店分业务毛利率	18
图表 28:	首旅酒店标准加盟相关条款	18
图表 29:	首旅酒店轻管理加盟相关条款	19
图表 30:	2019-2025 首旅酒店轻管理门店数量	19
图表 31:	2019-2025 首旅酒店轻管理门店占比	19
图表 32:	2019-2025 首旅酒店中高端酒店数量	20
图表 33:	2019-2025 首旅酒店中高端酒店占比	20
图表 34:	2022-2025 首旅酒店会员数量	21
图表 35:	首旅酒店营收拆分	21
图表 36:	可比公司估值比较 (市盈率法)	22



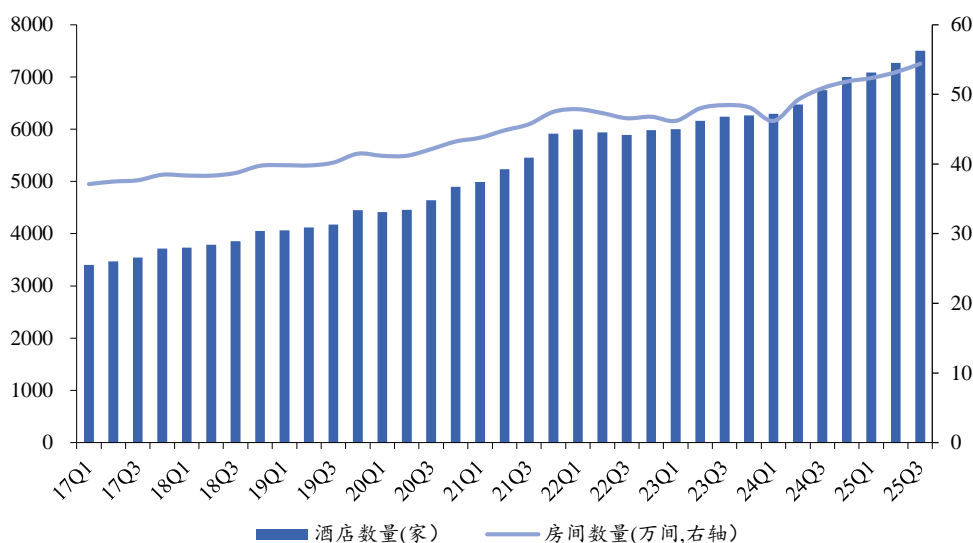
一、首旅酒店：全国酒店连锁 TOP3，深耕行业数十载

1.1 全国酒店连锁龙头，深耕行业数十载

首旅酒店成立于1999年，2016年收购如家酒店（如家成立于2002年），现主要从事酒店运营管理和景区业务。集团旗下拥有28个品牌，40多个产品，覆盖“奢华”“高端”“中高端”“经济型”“休闲度假”“社交娱乐”全系列的酒店产品，可以满足消费者在商务出行及旅游休闲中对良好住宿环境的需求。

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

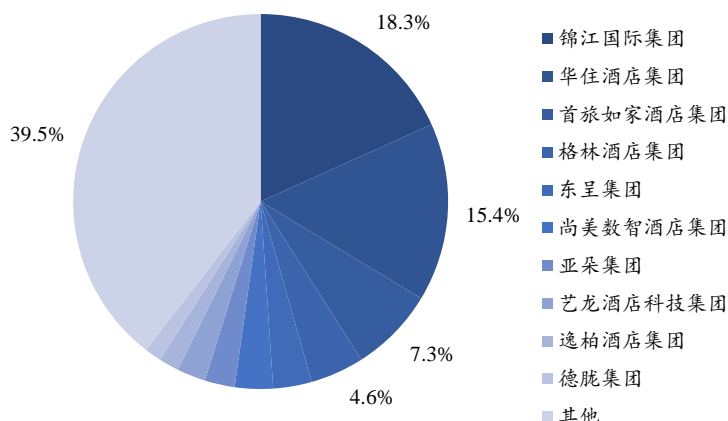
图表1：17Q2-25Q4 公司旗下酒店与房间数量



来源：iFinD，国金证券研究所

根据中国饭店协会统计，2024年首旅集团位列中国酒店集团规模第三。

图表2：2024年中国前10家酒店集团市占率



来源：中国饭店协会，国金证券研究所

1.2 品牌矩阵完善，覆盖全价格带

首旅酒店经过多年并购整合与自主孵化，形成覆盖中高端、经济型、轻管理的完整品牌矩阵，实现全价格带、全模式与全客群覆盖。

公司旗下酒店品牌丰富：如家、莫泰、驿居、雅客怡家、云上四季、欣燕都、华驿、云品



牌（派柏云、睿柏云、素柏云、诗柏云）、如家商旅、如家精选、Yunik、艾扉、柏丽艾尚、扉缦、云上四季尚品、漫趣乐园、嘉虹、和颐、璞隐、逸扉、万信至格、建国铂萃、首旅京伦、首旅建国、首旅南苑、诺金、诺岚、安麓等，覆盖了从经济型、中高端到高端奢华的酒店品牌。产品涵盖了标准及非标准住宿，可以满足消费者在商务出行和旅游休闲中对良好住宿环境的需求。

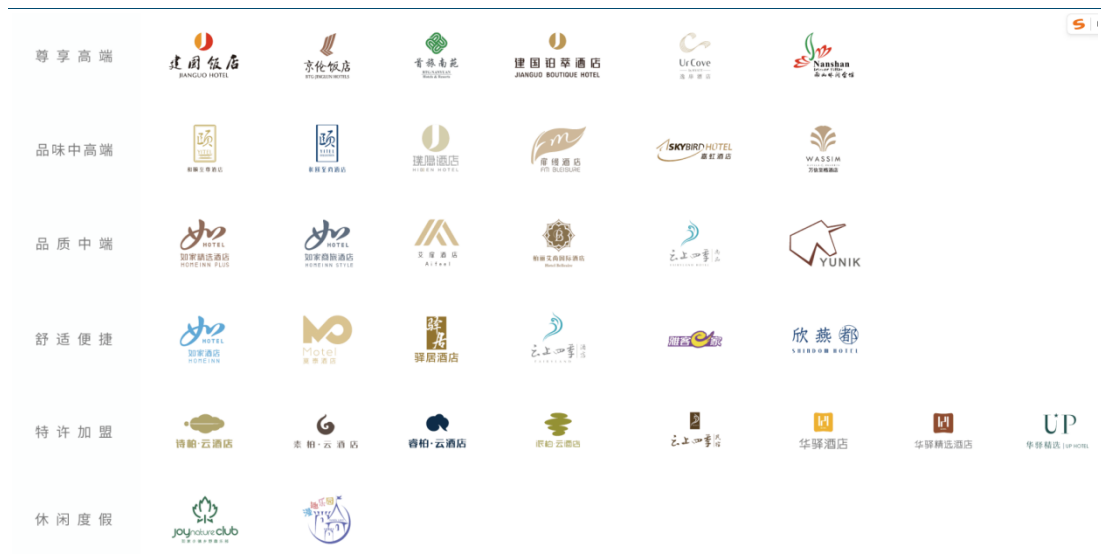
公司始终秉承“产品为王”的核心战略。在通过一体化供应链与品控管理以保障产品一致性的同时，对存量酒店坚持“常用常新”，通过持续的维护与焕新来维持和提升产品竞争力。此外，公司明确了同品牌升级迭代的统一标准，为后续产品升级奠定了扎实基础。

经济型酒店方面，公司持续通过产品迭代深化品牌竞争力。如家酒店 4.0 通过时尚焕新的设计、多元灵动的社交空间和客房质感的升级打造，进一步满足年轻一代消费者对酒店颜值、品质和体验感的追求，深受市场喜爱。2025 年，如家酒店 4.0 更新全店设计标准与细则，升级客房家具工艺，进一步提高安装效率，降低造价成本，提升宾客体验。在新店开业与存量经济型产品升级的共同驱动下，截至 2025 年末，如家 3.0 及以上产品占如家品牌店数比例从 2024 年年末的 71.8% 提升至 81.5%，有力提升了如家酒店品牌的整体形象。

中高端酒店方面，目前，公司已构建了以如家商旅、如家精选、璞隐、扉缦、和颐、逸扉等为核心的中高端品牌矩阵，其中，公司如家商旅 2.5、如家精选 4.0 以及璞隐 2.0 等核心产品升级有序推进，如家商旅 2.5 样板店在上海开业，以年轻化风格迎合了年轻客群的消费需求；如家精选 4.0 完成了外立面、公区及客房的细节升级；璞隐 2.0 通过家具模块化、优化客房材质等方式，实现了在造价、品质与营建效率上的全面提升。高端及奢华酒店方面，2025 年诺金国际酒店管理公司成立，实现了公司对旗下高端奢华品牌的集约化管理。

2025 年公司多家高奢品牌新店精彩亮相，打造区域文旅地标项目，建国饭店环球店盛大启幕，并荣获 2025 年 GBE 酒店设计大奖“最佳城市地标酒店奖”；诺岚品牌首店正式落户北京湾里，构筑紧邻环球度假区的时尚艺术空间；安麓品牌首座海岛度假酒店落子珠海市东澳岛，为粤港澳大湾区注入全新活力。同时，公司亦稳步推进存量高端酒店的升级改造，持续提升产品与服务标准。

图表3：首旅酒店品牌矩阵



来源：首旅酒店，国金证券研究所

1.3 并购如家后居行业头部，万店目标持续推进

首旅酒店前身为 1999 年成立的北京首都旅游股份有限公司，早期主要业务为饭店经营、旅行社和广告展览。2000 年于上交所上市，简称“首旅股份”。2012-2014 年，首旅逐渐剥离展览广告和旅行社业务，明确聚焦酒店主业。2012 年置入首旅建国 75% 股权、首旅酒店 100% 股权、欣燕都 100% 股权；2013 年更名为“首旅酒店”；2014 年收购雅客怡家 65% 股权、南苑股份 70% 股权，出售神舟国旅 51% 股权，进一步剥离旅行社业务。

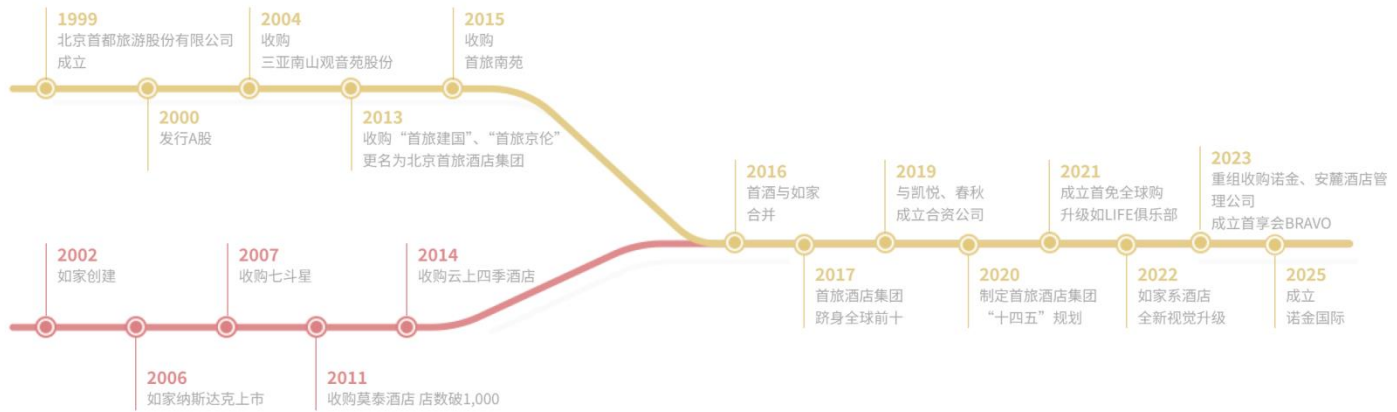
2015 年，首旅酒店公告推进对如家的收购与私有化，2016 年交易完成，如家从纳斯达克退市，并正式并入首旅酒店体系。2020 年，公司在行业低点提出“三年万店”目标，即 2023 年开业酒店数量达到一万家。但受客观条件限制未实现。特殊时期下，低投入、低门槛的轻管理模式快速兴起，2021 年新开店中轻管理占比约 67%。



中高端升级持续进行。2020年10月，公司和凯悦合作推出的中高端品牌逸扉在上海首次亮相；2023年4月，公司发布中高端商务休闲酒店品牌扉缙；2023年5月，公司收购诺金公司100%股权；2023年7月，公司收购安麓公司40%股权；2023年11月推出如家精选4.0版本，强化产品竞争力。

2024年9月，首旅酒店总经理孙坚提出在2026年年底前完成万店目标。2025年9月再次强调“明年将继续全力冲击万家门店”。

图表4：首旅酒店发展历程



来源：首旅集团，国金证券研究所

图表5：首旅酒店品牌市场数据统计表（截至2025年12月末）

品牌	酒店数量			客房间数		
	2025年12月末			2025年12月末		
	合计	直营	特许	合计	直营	特许
经济型酒店	2,059	304	1,755	164,475	32,898	131,577
如家	1,639	284	1,355	139,178	31,137	108,041
莫泰	52	11	41	4,395	1,207	3,188
驿居	252	7	245	14,131	403	13,728
云上四季	113	-	113	6,574	-	6,574
雅客怡家	1	-	1	46	-	46
欣燕都	2	2	-	151	151	-
中高端酒店	2,292	246	2,046	234,833	33,993	200,840
如家商旅	915	107	808	80,626	13,374	67,252
如家精选	551	64	487	50,908	8,145	42,763
和颐	149	25	124	16,474	4,006	12,468
璞隐	67	11	56	7,712	1,609	6,103
扉缙	12	5	7	1,353	674	679
逸扉	72	8	64	10,051	1,533	8,518
艾扉	205	2	203	13,920	225	13,695
万信	85	-	85	9,271	-	9,271
柏丽艾尚	16	3	13	1,507	393	1,114
云上四季尚品	33	8	25	2,488	930	1,558
Yunik	47	4	43	1,613	184	1,429



嘉虹	6	2	4	842	419	423
建国铂萃	9	1	8	1,301	179	1,122
首旅京伦	12	1	11	3,394	601	2,793
首旅建国	62	2	60	19,527	922	18,605
首旅南苑	26	3	23	5,039	799	4,240
诺金*	1	-	1	181	-	181
凯宾斯基*	3	-	3	980	-	980
轻管理	21	-	21	7,646	-	7,646
华驿	3,429	-	3,429	154,392	-	154,392
云酒店	1,945	-	1,945	81,916	-	81,916
其他**	1,484	-	1,484	72,476	-	72,476
小计	22	7	15	1,219	464	755

*: 驿居包含蓝牌驿居和金牌驿居; **: 诺金和凯宾斯基由公司持股 50%的合资公司(未并表)运营管理; ***: 其他包含输出管理等酒店。

来源: 公司公告、国金证券研究所

1.4 背靠北京国资委，管理层经验丰富

公司受益于首旅集团旅游资源和投资布局的协同作用。首旅集团为公司控股股东，成立于1998年，覆盖“文娱、商业、住宿、餐饮、出行”五大战略业务单元，旗下拥有“首旅酒店”“王府井”“全聚德”三家上市公司，集团资产规模超1700亿元。截至2025年末，首旅集团持有公司34.54%的股份，北京市国资委是公司实际控制人；携程为公司第二大股东，持有9.40%的股份。

图表6: 首旅酒店股权结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

管理层酒店运营经验丰富，如家及原首旅高管团队深度融合实现优势互补。公司2016年完成私有化如家集团，同年聘任原如家和首旅高管担任董事长、董秘、财务总监等管理职位。原首旅集团在中高端酒店领域拥有丰富管理经验，结合如家的经济型连锁酒店运营管理经验，实现优势互补。


图表7：首旅酒店管理层

姓名	职务	任职日期	个人简历
孙坚	总经理,董事	2017-01-20	曾任百安居市场副总裁、中国区运营副总裁；2004年加入如家，长期担任CEO。现任首旅酒店总经理、董事，如家酒店集团董事长兼CEO；兼任中国连锁经营协会、中国饭店协会等多个行业协会职务。
李向荣	副总经理,财务总监	2016-09-08	1993年加入联合利华，历任中英新多地财务管理岗位，2007-2010年任大中华区财务总监；2010-2014年任亨得利CFO。2014年加入如家任CFO；现任首旅酒店副总经理、财务总监兼如家CFO，并任多家上市公司独立董事及审计委员会成员。
袁首原	党委书记,董事	2020-12-01	历任首旅建国酒店管理公司总经理助理、副总经理，首旅集团运营管理、培训及宣传相关负责人；曾任建国酒店党总支书记、董事、CEO。现任首旅酒店党委书记、董事、工会主席。
霍岩	常务副总经理,董事	2020-11-13	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；后任首旅集团股权运营与管理中心总经理。现任首旅酒店董事、常务副总经理。
段中鹏	副总经理,董秘		历任董事长秘书、证券事务代表、证券部经理、董事会秘书等岗位；曾挂职央行北京营管部资本项目处副处长。现任首旅酒店党委委员、董事会秘书、副总经理。
姜晓明	副总经理	2022-10-27	长期从事酒店运营管理，历任北京国际饭店、西安建国饭店等销售及岗位，后任首旅建国酒店管理公司常务副总裁、高端酒店事业部副总经理。现任首旅酒店副总经理。

来源：iFinD，国金证券研究所

1.5 坐拥优质资产南山景区，贡献稳定利润

2002年9月，公司收购海南南山文化旅游开发有限公司，使其成为以经营南山景区为主业的控股子公司。截至2026年3月，首旅酒店持有南山文化74.81%股权。2025年南山文化净利润为1.93亿元。

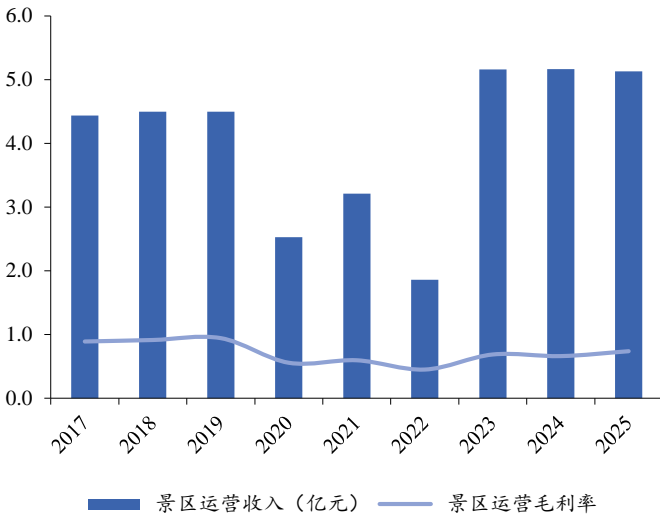
南山景区位于海南省三亚市，是国家5A级旅游景区，拥有南山寺、108米海上观音、南山文化苑等核心景点。景区定位以文化旅游与休闲度假为主，受益于海南国际旅游消费中心建设，景区客流整体保持较强韧性。

公司海南南山景区运营主要通过景区的门票、餐饮、商品、住宿、园区内交通等获得收入和利润。现金流稳定、毛利率较高，对公司整体业绩具有一定平滑作用。同时，景区业务与公司酒店板块在客源导流和旅游消费场景上具备协同效应，有助于提升公司在旅游消费链条中的综合服务能力。

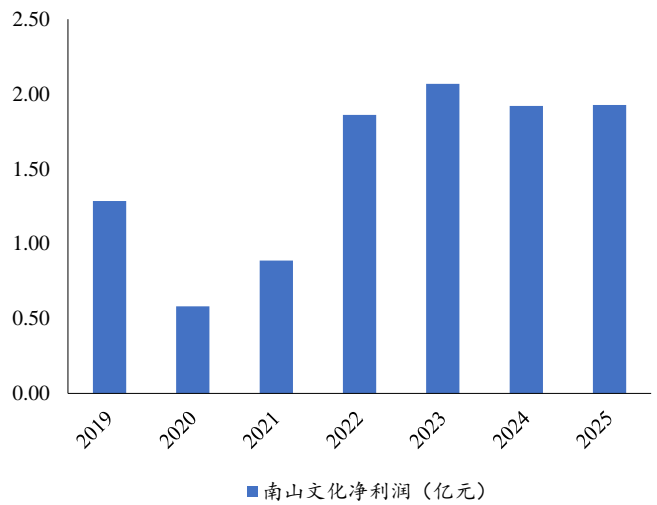
中长期看，随着海南自由贸易港建设推进，三亚作为国内核心旅游目的地之一，客流增长具备确定性，南山景区作为区域内稀缺的5A级文化景区资产，有望持续贡献稳定收益，并为公司提供较强的底仓利润支持。



图表8：2017-2025 首旅酒店景区运营板块经营情况



图表9：2019-2025 南山文化净利润



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

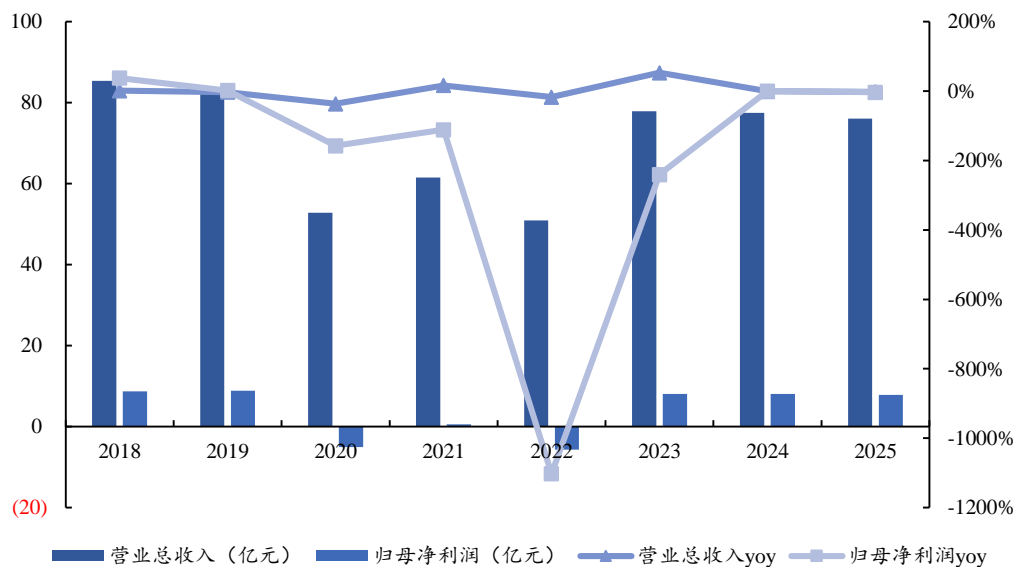
1.6 收入规模趋于稳定，25 年业绩基本符合预期

2023 年起公司收入趋于稳定，2025 年实现营收 76.07 亿元，同比-1.86%；归母净利润 8.11 亿元，比+0.60%；扣非归母净利润 7.41 亿元，同比+1.10%。利润率端，2025 年公司销售毛利率为 39.9%，同比+1.53pct；归母净利率为 10.3%，同比-0.15pct。

25Q4 业绩略低于预期，实现营收 18.25 亿元，同比-2.03%；归母净利润 0.56 亿元，同比-32.10%；扣非归母净利润 0.66 亿元，同比-8.56%。主要系销售费用提升、管理费用提升和联营企业投资亏损增加。

分板块看，2025 年公司酒店运营/酒店管理/景区业务收入分别为 46.85/24.09/5.13 亿元，同比-7.54%/+11.14%/-0.71%。

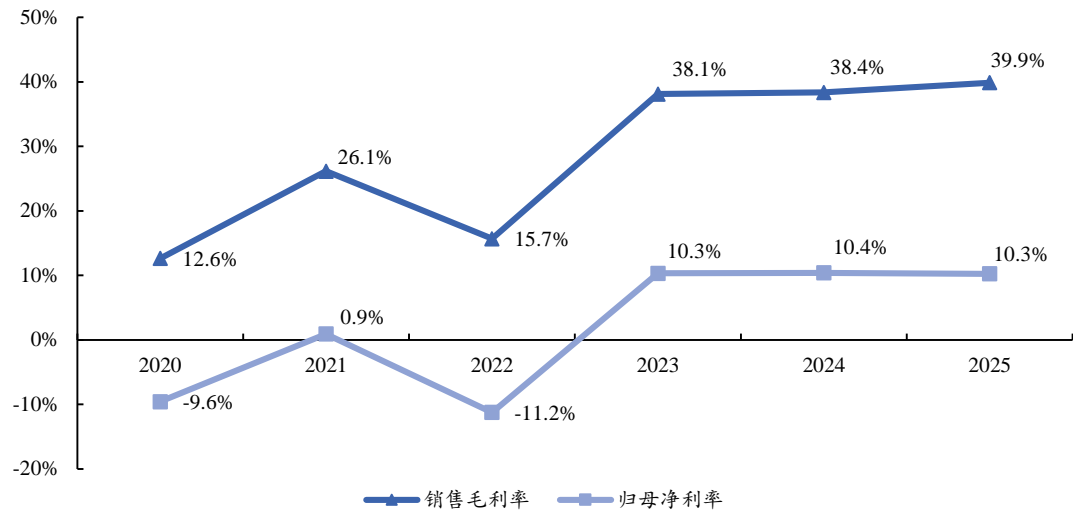
图表10：2017-2025 首旅酒店营业总收入与归母净利润



来源：iFinD，国金证券研究所

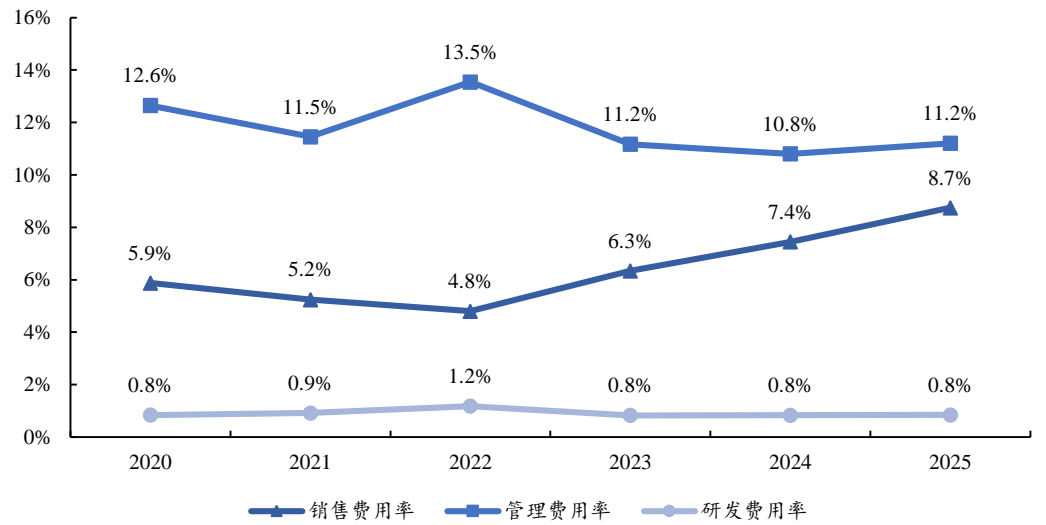


图表11: 2017-2025 首旅酒店销售毛利率与归母净利率



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表12: 2017-2025 首旅酒店各项费用率



来源: iFinD, 国金证券研究所

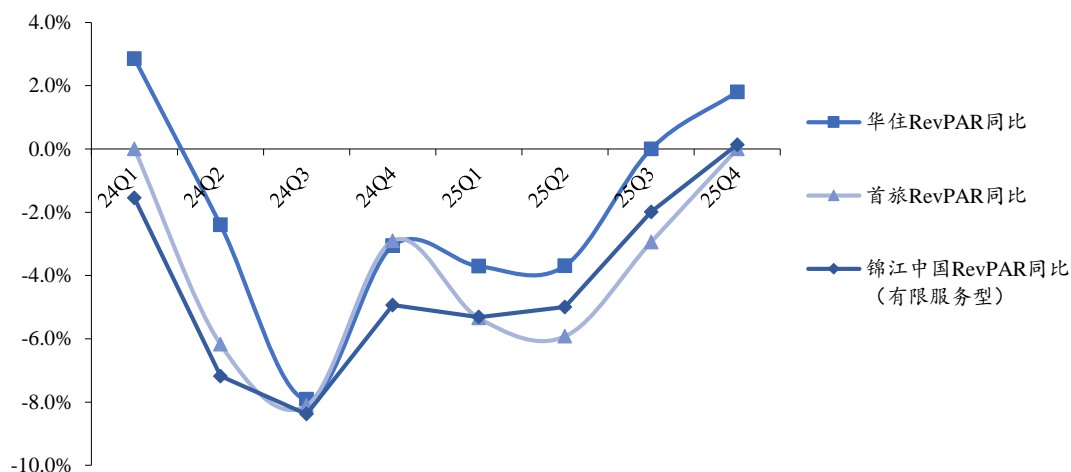


二、酒店行业：供给放缓需求向上，看好景气周期启动

2.1 龙头经营渐进好转，复苏趋势基本确立

酒店行业具有明显的强周期属性，需求端与宏观经济、商务活动和居民出行高度相关，供给端则存在建设周期长、固定成本高的特点，因此行业通常呈现“需求先行、供给滞后、价格波动大”的周期特征。在经济上行阶段，商旅出行与休闲旅游需求提升，OCC 先行回升，随后 ADR 上涨，带动 RevPAR 快速增长；而在经济下行时，需求快速收缩，RevPAR 显著下滑。由于新开店存在 1-3 年建设及爬坡周期，往往供给在景气高点集中释放，导致行业出现供给过剩，从而形成典型的“复苏—繁荣—过热—下行—出清—再复苏”的周期循环。

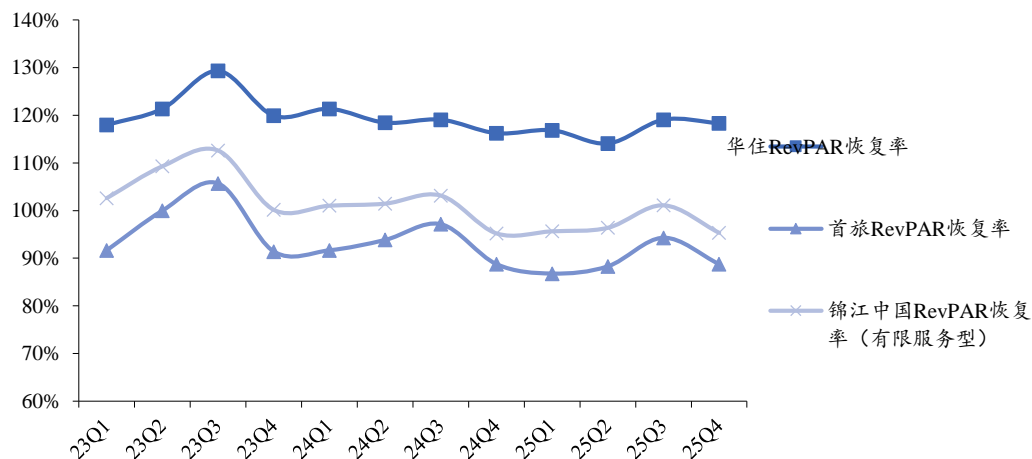
图表13：24Q1-25Q4 三大酒店集团 RevPAR 同比增速



来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

25Q3 起，主要酒店集团经营趋势向好，RevPAR 同比降幅收窄。25Q3 首旅/华住/锦江中国（有限服务）RevPAR 同比增速分别为-2.9%/持平/-2.0%；25Q4 分别为持平/+1.8%/+0.1%。若排除轻管理，则 25Q4 首旅 RevPAR 同比+0.3%。行业整体走出复苏趋势，我们认为核心原因为供给放缓与需求回暖。

图表14：24Q1-25Q4 三大酒店集团 RevPAR 恢复率 (对比 2019 年同期)



来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

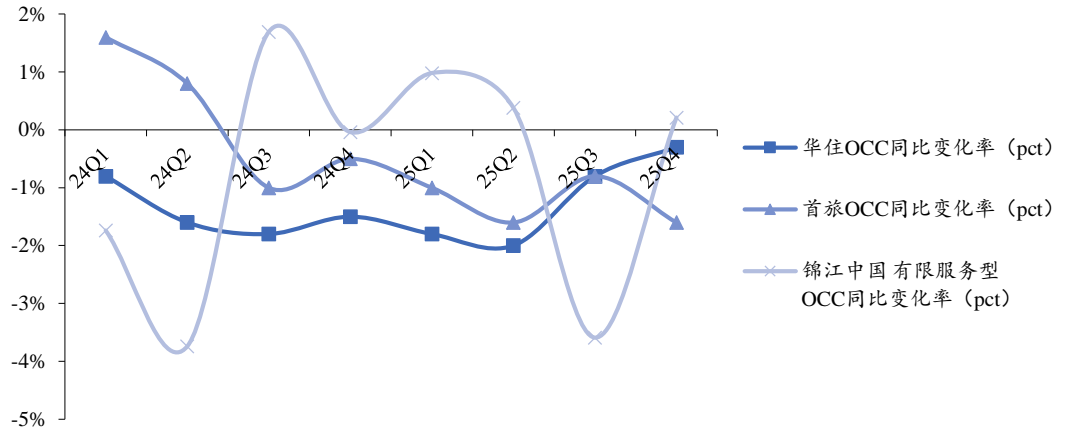
2.2 酒店供给增速放缓，供需关系边际改善

我国酒店行业在 2020 年冲击后进入深度下行阶段，2023 年以来，酒店行业在需求集中释放背景下经历了明显的供需错配，早期供给恢复相对滞后，行业短期呈现供不应求状态，



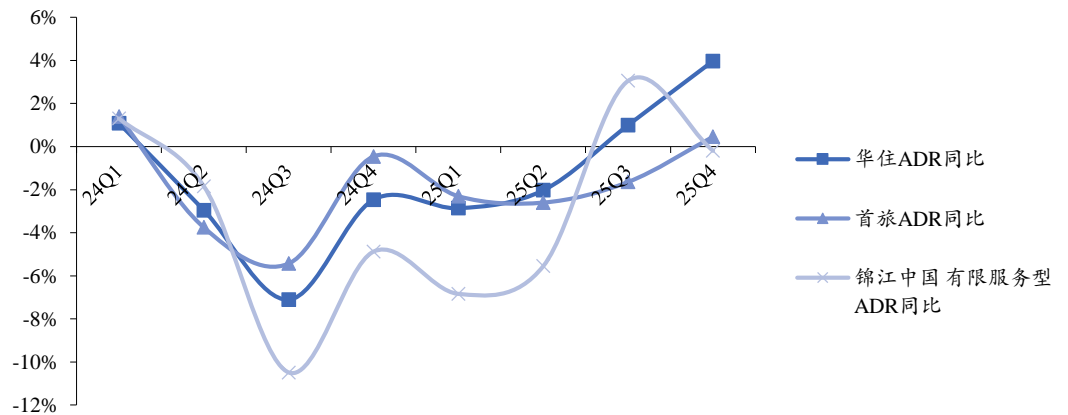
ADR 与 OCC 同步提升。进入 2024 年后，随着连锁酒店加速扩张及单体酒店恢复经营，供给端持续回补，而需求表现平淡，行业竞争加剧，酒店集团普遍采取以价换量策略，通过下调房价维持出租率水平，导致 ADR 同比持续承压。至 2025 年中期，继续降价对入住率提升的效果减弱，行业逐步从规模优先转向收益优先，头部连锁集团开始收紧折扣和补贴力度，价格降幅收窄。

图表15：24Q1-25Q4 三大酒店集团 OCC 同比变化率 (pct)



来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

图表16：24Q1-25Q4 三大酒店集团 ADR 同比增速

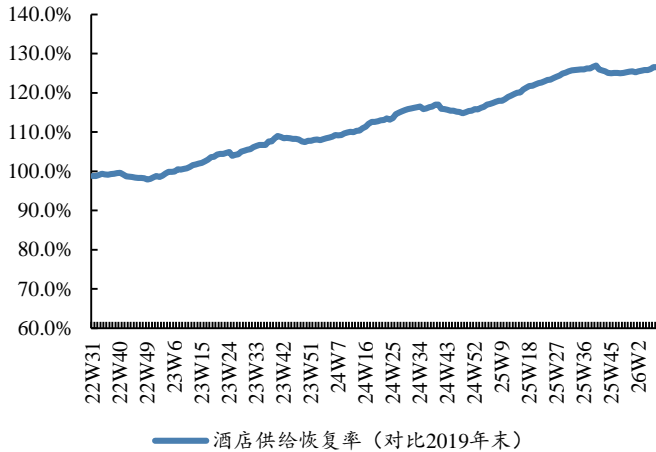


来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

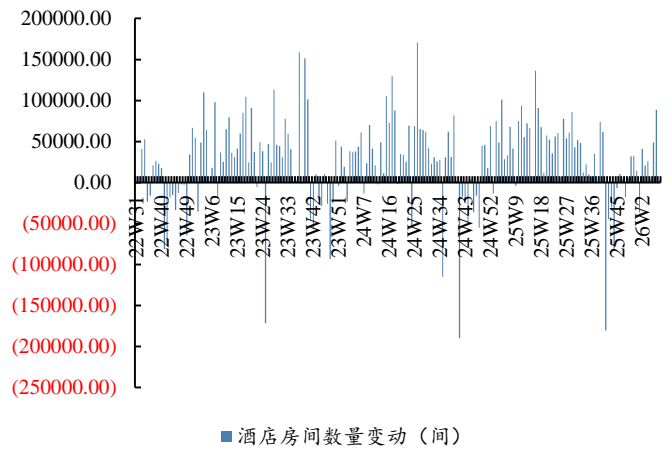
当前供给扩张较前两年已有所放缓，全国酒店房间数量同比增速自 2025 年 12 月起持续下滑。而需求端在居民出行增加、服务消费政策支持、商旅活动恢复下仍具改善空间，供需缺口有望逐步收敛。随着新增供给压力减轻、需求企稳回升，行业或将在 2026 年进入景气阶段，RevPAR 或将进一步增长。



图表17：中国酒店客房供给恢复率（对比2019年末）



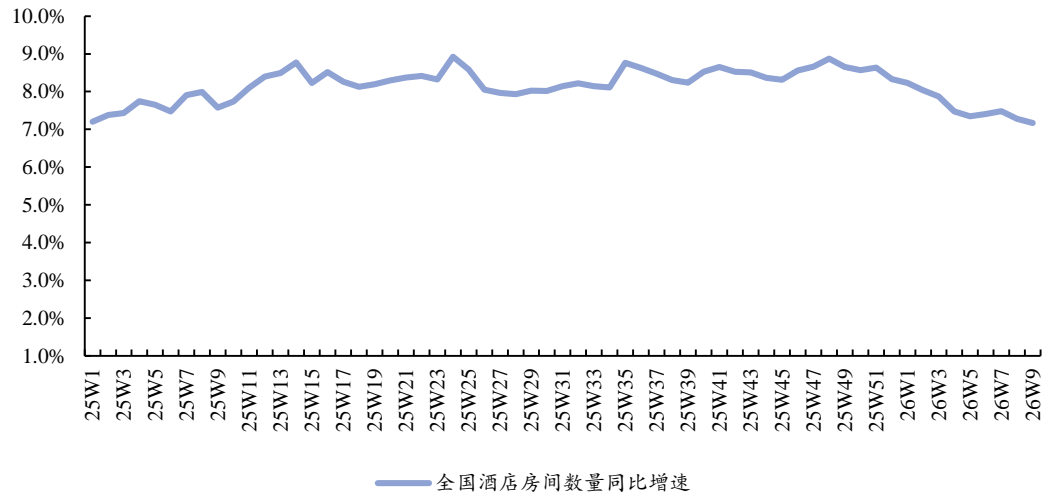
图表18：中国酒店房间数环比变化量（间）



来源：酒店之家，国金证券研究所

来源：酒店之家，国金证券研究所

图表19：全国酒店房间数量同比增速



来源：酒店之家，国金证券研究所

2.3 服务消费提振政策频出，住宿需求直接受益

2023年起，服务消费支持政策持续加码。2023年《关于恢复和扩大消费的措施》《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》等文件主要围绕餐饮、旅游、文娱等接触型消费修复，推动线下消费场景恢复，是本轮服务消费回暖的起点。2024年《关于促进服务消费高质量发展的意见》进一步将服务消费单列为扩大内需的重要抓手，明确提出挖掘餐饮住宿、文化旅游、体育娱乐、教育培训、养老托育等消费潜力，标志政策从“恢复消费”转向“扩大服务消费”。

2025年以来，政策支持进一步从需求端刺激延伸至供给侧优化与制度保障。《提振消费专项行动方案》《服务消费提质惠民行动2025年工作方案》《关于扩大服务消费的若干政策措施》等文件围绕扩大优质供给、创新消费场景、加强财政金融支持、推进服务业开放等方面持续加码，同时通过文旅消费券、银发旅游、入境消费、数字服务消费等方式培育新增量，服务消费已成为扩大内需的重要主线。与此同时，《国务院办公厅关于2026年部分节假日安排的通知》提出落实带薪休假、推动错峰出行，从假期制度层面直接提升旅游出行需求，对酒店、景区、交通等板块形成持续利好。在政策持续支持与居民服务消费占比提升的背景下，酒店行业需求有望持续提振。

2.4 旅游需求增长逐步验证，看好持续性

2026年假期出行需求旺盛，客流增长亮眼。①元旦：据文化和旅游部数据中心测算，元旦3天假期全国国内旅游出游1.42亿人次，同比增长15.3%；实现旅游总收入847.89亿元，



同比增长 17.5%；②春节：据文化和旅游部数据中心测算，春节 9 天，全国国内出游 5.96 亿人次，较 2025 年同期（8 天）增加 0.95 亿人次；国内出游总花费达 8034.83 亿元，较 2025 年同期增加 1264.81 亿元；③清明：文旅部 4 月 7 日数据显示，清明节假期三天全国国内出游 1.35 亿人次，同比增长 6.8%；实现国内出游总花费 613.67 亿元，同比增长 6.6%。

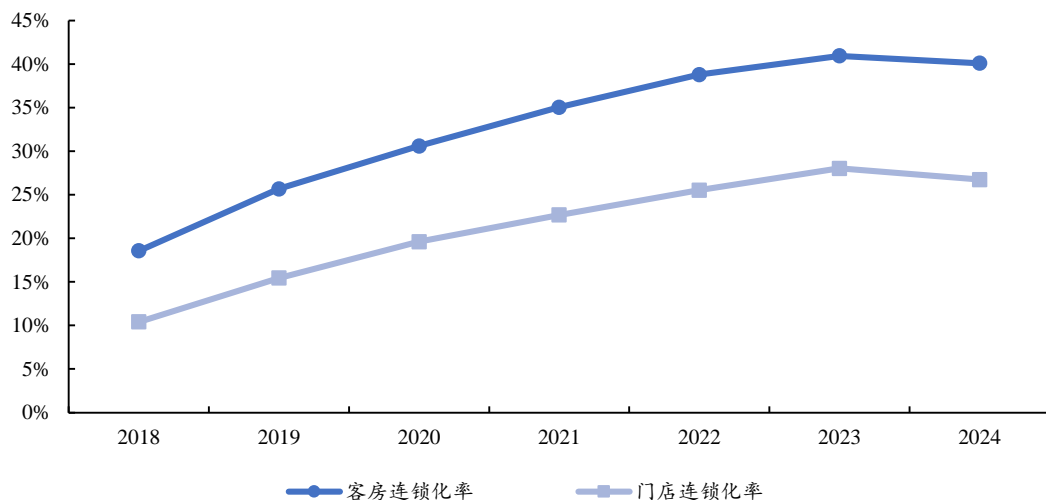
看好旅游需求回升驱动酒店业增长持续。一方面，文旅消费券发放、夜间消费和休闲消费场景扩容、旅游列车和银发旅游等专项措施，有助于提升居民出游频次和旅游消费活跃度；另一方面，落实带薪休假、鼓励错峰出行、优化假期安排等制度性安排，也有助于拉长出行时间窗口，释放中长途旅游和休闲度假需求，看好 RevPAR 修复持续性。

2.5 中高端连锁化率持续提升，龙头规模稳健扩张

2018 年至 2023 年，中国酒店业连锁化率呈稳定增长趋势。客房连锁化率由 18.56% 提升至 40.95%，门店连锁化率由 10.41% 提升至 28.03%，反映出品牌化、集约化经营持续深化。该阶段增长主要受益于连锁酒店集团扩张、资本对品牌资源的认可、消费者对标准化服务的偏好增强，以及 OTA 平台推动。从更长期视角看，过去十余年连锁化率快速提升，说明国内连锁酒店经营生态与产业链能力不断增强，为行业持续增长奠定基础。

2024 年，中国酒店业连锁化率出现小幅回落，客房连锁化率降至 40.09%，门店连锁化率降至 26.75%。但从中长期看，行业连锁化率仍具较大提升空间。当前中国客房连锁化率约 40%，与美国约 70% 相比仍存在明显差距。即便对比市场结构更分散的欧洲，其连锁化率在过去 20 年亦由不足 40% 提升至接近 60%。整体来看，成熟市场的品牌化进程具有长期趋势属性。

图表20：2018-2024 中国酒店行业连锁化率



来源：中国饭店协会，国金证券研究所

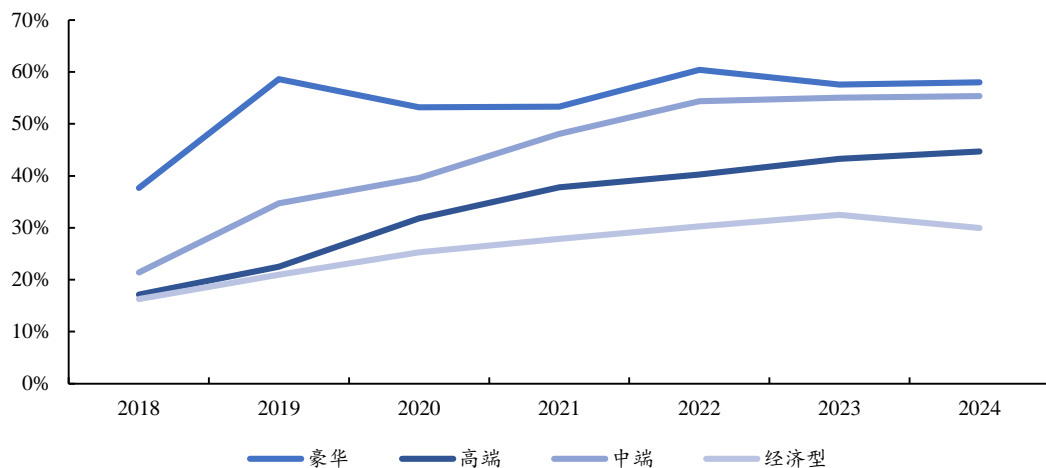
豪华酒店（五星级及以上）的连锁化率在 2019 年达到 58.60% 后，整体波动不大，长期维持在 50%—60% 区间，呈现高位稳定特征。该细分市场本身连锁化率已处于较高水平，新品牌进入门槛较高，品牌化进一步提升空间相对有限。

中端（三星级）与高端（四星级）酒店连锁化率在 2024 年间实现显著提升。中端由 21.42% 升至 55.33%，高端由 17.15% 升至 41.70%，加速渗透趋势。这一变化反映出国内住宿消费结构升级，以及本土中高端品牌快速扩张。同时，国际集团通过精选服务及生活方式品牌加大在华布局，也对中高端市场连锁化率提升形成支撑。

经济型（二星级及以下）酒店连锁化率在 2023 年达到 32.49% 的阶段高点后，2024 年回落至 29.96%。这一变化与头部集团战略重心上移有关，部分经济型门店被改造或升级至中端品牌。此外，经济型市场进入门槛低、单体酒店供给弹性大，疫情后单体业态回流，对连锁化率形成一定稀释。



图表21：2018-2024 中国酒店行业连锁化率（按档次）

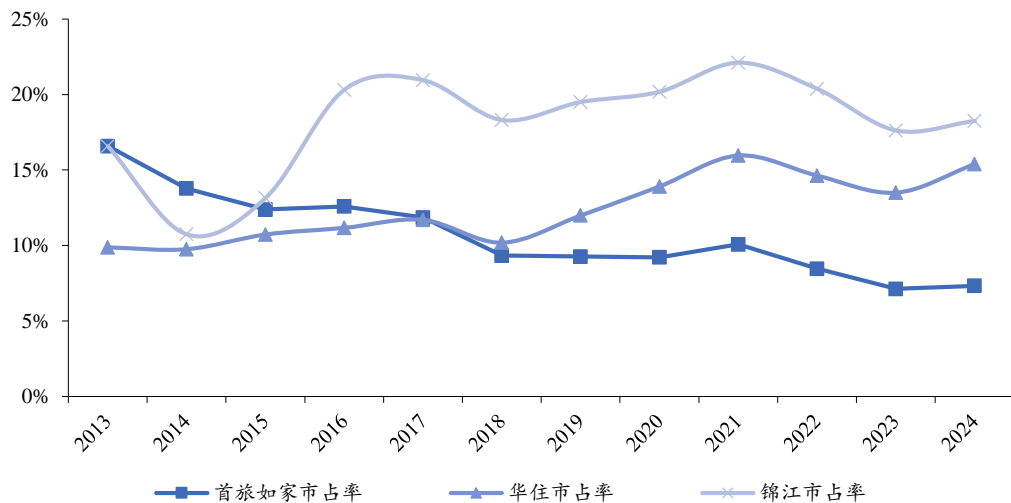


来源：中国饭店协会，国金证券研究所

头部集团长期占据较高市场份额，中端整体维持在较高水平，但内部结构持续调整。2013-2017年为行业整合高峰期，首旅如家、华住、锦江通过并购扩张迅速提升规模，三大集团市占率均维持在10%-20%区间，其中锦江在2016-2017年市占率升至20%+，主要受益于铂涛、维也纳等并购整合完成，行业集中度阶段性提升明显。

2018年以来，头部集团市占率整体有所回落但仍保持领先优势。首旅如家市占率由2013年的17%下降至2024年的7%，华住由10%提升至15%，锦江由17%提升至18%，行业从并购驱动转向内生扩张驱动，规模优势逐步向运营效率与品牌优势转移。

图表22：2013-2024 中国三大酒店集团市占率



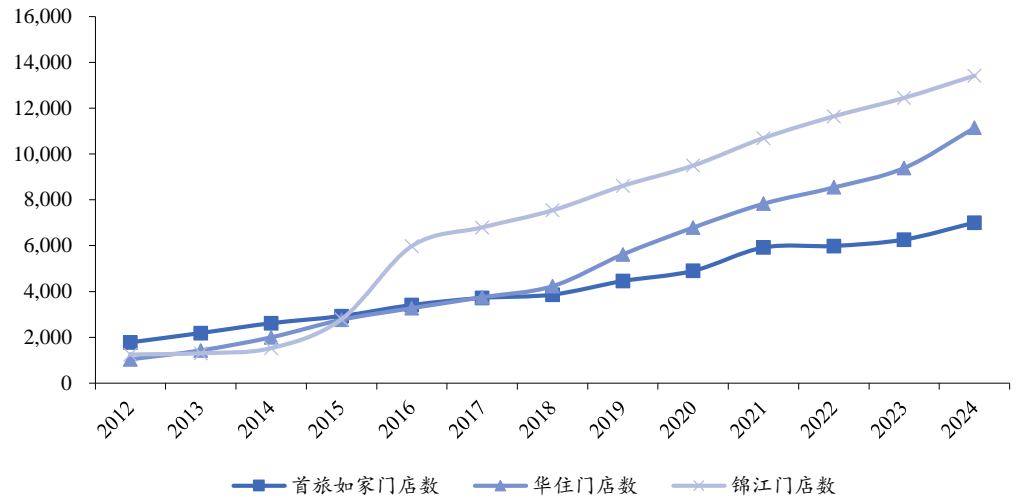
来源：中国饭店协会，国金证券研究所

从门店数量维度看，过去十余年国内酒店龙头仍处于持续扩张阶段，即便市占率提升幅度不显著，但行业总供给扩张导致龙头规模绝对量持续增长。

从2014-2024年十年口径测算，三大酒店集团门店数均实现双位数复合增长。首旅如家门店数由2014年的2,609家增长至2024年的7,002家，10年CAGR为10.4%；华住由1,995家增长至11,147家，CAGR为18.8%；锦江由1,520家增长至13,416家，CAGR为24.3%，扩张速度在三大集团中最高，主要受益于并购整合后持续加盟扩张。



图表23：2012-2024 中国三大酒店集团门店数量



来源：iFinD，国金证券研究所



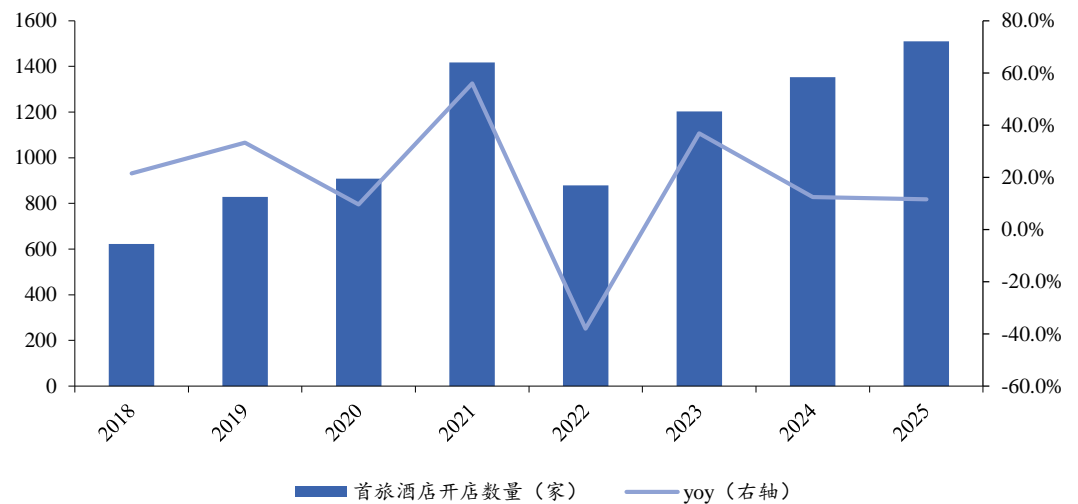
三、经营优化：加速轻资产转型，拓店质量稳步提升

3.1 进行轻资产转型，盈利质量持续提升

首旅酒店持续推进轻资产转型战略，加盟模式成为门店扩张核心驱动力。直营占比逐步下降。截至 2025 年 12 月末，公司旗下直营酒店数量为 563 家，特许加盟酒店数量为 6,938 家，特许占比 92.9%；2025 年公司合计新开店 1510 家，其中直营仅 19 家，特许加盟店 1491 家，加盟开店占比约 98.7%，显示公司扩张基本全面依托轻资产模式推进。

门店拓展持续推进。2023-2025 年公司新开门店数量稳健增长，当年分别新开 1203/1353/1510 家，同比+36.9%/12.5%/11.6%。

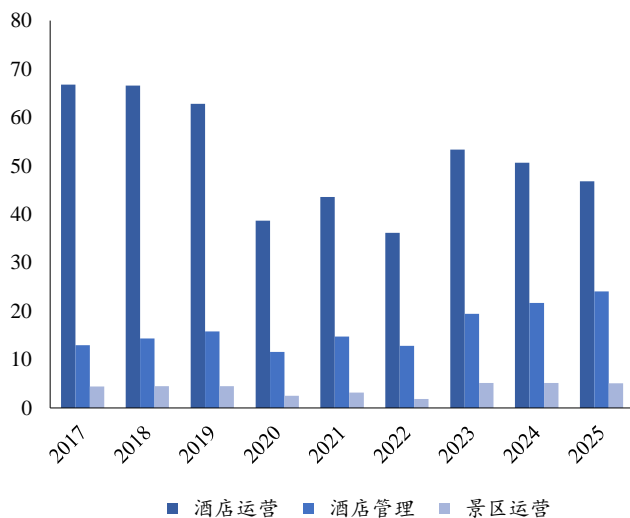
图表24：2018-2025 首旅酒店开店数量



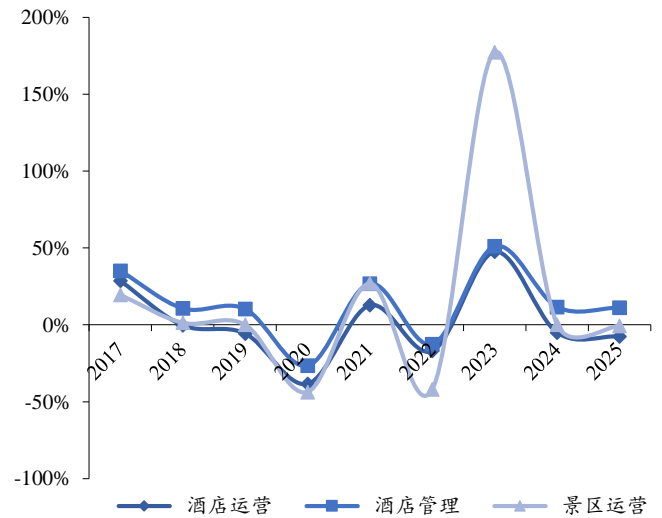
来源：iFinD，国金证券研究所

分业务结构看，酒店管理业务始终保持较快增长。2017-2019 年酒店管理收入由 13.0 亿元增长至 15.8 亿元，疫情期间虽受到冲击，但降幅明显小于酒店运营业务。2023 年行业需求恢复后，酒店管理业务收入回升至 19.42 亿元，2025 年达到 24.09 亿元，同比+11.1%，在整体收入同比下降 1.9% 的背景下仍保持双位数增长。

图表25：2017-2025 首旅酒店分业务收入 (亿元)



图表26：2017-2025 首旅酒店分业务收入同比



来源：iFinD，国金证券研究所

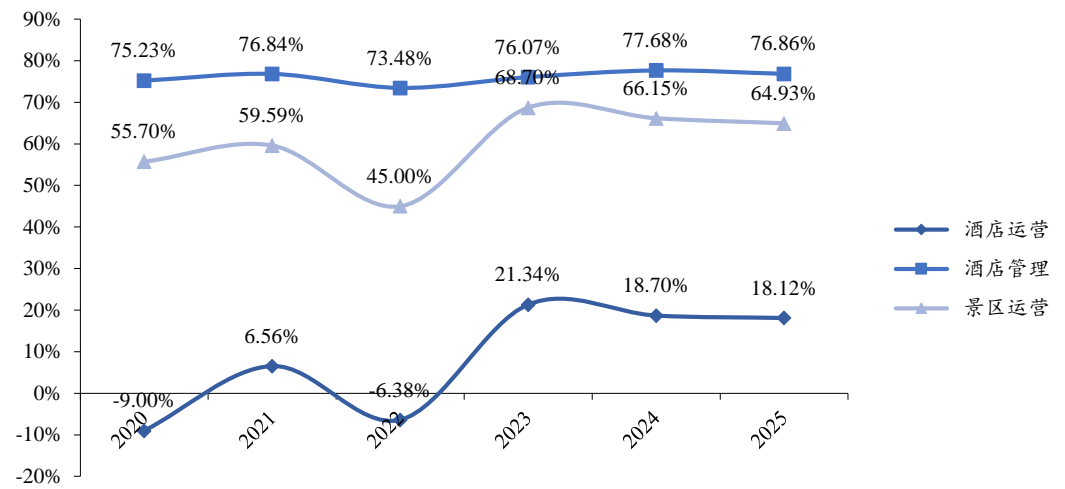
来源：iFinD，国金证券研究所

酒店管理业务毛利率显著高于酒店运营，是公司盈利能力提升的核心来源。公司酒店管理业务长期保持 70%-80% 的高毛利水平，2025 年酒店管理毛利率为 76.9%，而同期酒店运营毛利率仅为 18.1%。特殊时期直营业务毛利率一度降至负值，而酒店管理仍保持 70% 以



上水平。随着加盟及管理输出占比提升,酒店管理收入占比由2019年的19.0%提升至2025年的31.7%。

图表27: 2020-2025 首旅酒店分业务毛利率



来源: iFinD, 国金证券研究所

3.2 轻管理占比趋于稳定, 中高端为发展重心

轻管理模式,是公司面向下沉市场和单体酒店翻牌升级推出的一类特许加盟扩张模式,核心特征是“投资小、赋能高、回报快”,以较低改造投入和较快复制速度,满足存量单体酒店快速升级需求。

2016年,公司在特许经营模式基础上,针对非标准化存量单体酒店市场,推出轻管理的非标品牌云系列。实现低投入、快速复制,品牌覆盖经济型市场。特殊时期中小单体酒店抗风险能力较弱,轻管理模式扩张明显提速。2021年云酒店及华驿新开店954家,占当年新开店总数的67.3%,成为当年门店规模增长的核心来源。

图表28: 首旅酒店标准加盟相关条款

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

来源: 首旅如家, 国金证券研究所



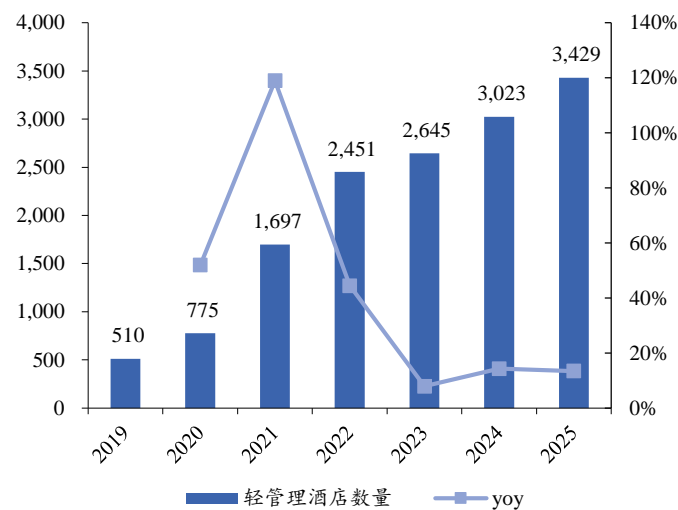
图表29：首旅酒店轻管理加盟相关条款

类目	素柏云酒店	睿柏云酒店	派柏云酒店
加盟期限	10年		
特许加盟费(一次性)	3000元/间；30间(含)以上不得低于8万元；30间以下不得低于5万元		
特许保证金	5万元		
品牌使用及服务支持费(天/间)-一类	16	12	12
品牌使用及服务支持费(天/间)-二类	12	8	8
品牌使用及服务支持费(天/间)-三类	8	6	6
优惠标准说明	80间以上按80间收取，签署合同两年内品牌使用费折扣如下		
折扣后收费-一类	9	7	7
折扣后收费-二类	7	5.5	5.5
折扣后收费-三类	5	4	4
会员发展维护费	每1积分结算0.01元		
400电话预订服务费/阿里旅行技术服务费	9%，20元封顶		
MGS管理系统安装及使用费	初装费5000元(30间以下3000元)，系统使用费1200元/月(30间以下600元/月)		
管理认证及开业筹备服务费	2.2万元		
工程顾问及开业验收服务费	1.6万元		

来源：首旅如家，国金证券研究所

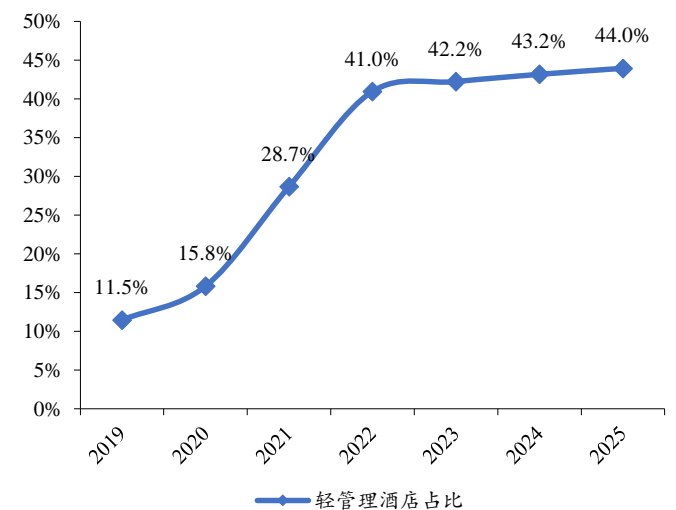
轻管理模式推动规模快速扩张，但收费水平偏低，对盈利贡献有限。近年来轻管理开店增速逐步收窄。随着公司整体加盟规模同步扩大，尤其是中高端品牌开店提速，轻管理在首旅全部酒店中的占比趋于稳定，2025年末为44.0%。

图表30：2019-2025 首旅酒店轻管理门店数量



来源：公司公告，国金证券研究所

图表31：2019-2025 首旅酒店轻管理门店占比



来源：公司公告，国金证券研究所

中高端酒店是首旅的发展核心。2016年公司确立核心发展中高端酒店品牌的集团战略，成立中高端和高端事业部。中端产品线主推如家精选、如家商旅。根据中国饭店协会统计，2024年如家商旅为我国中端连锁第5大酒店品牌，市占率达3.5%，如家精选为我国中端连锁第11大酒店品牌。公司逐步加大中高端加盟力度，中高端酒店数量由2019年的945家提升至2025年末的2292家，占比由2019年的21.2%提升至2025年末的29.4%。

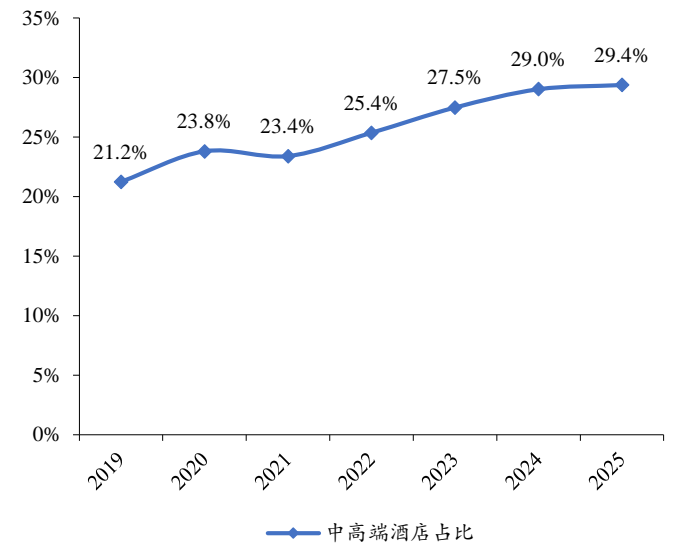
截至2025年末，公司已构建了以如家商旅、如家精选、璞隐、扉缦、和颐、逸扉等为核心的中高端品牌矩阵，其中，公司如家商旅2.5、如家精选4.0以及璞隐2.0等核心产品升级有序推进，如家商旅2.5样板店在上海开业，以年轻化风格迎合了年轻客群的消费需求；如家精选4.0完成了外立面、公区及客房的细节升级；璞隐2.0通过家具模组化、优化客房材质等方式，实现了在造价、品质与营运效率上的全面提升。高端及奢华酒店方面，2025



年诺金国际酒店管理公司成立，实现了公司对旗下高端奢华品牌的集约化管理。

图表32：2019-2025 首旅酒店中高端酒店数量

图表33：2019-2025 首旅酒店中高端酒店占比



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 会员体系持续扩容，私域流量进一步夯实

2021年9月，首旅如家集团全面升级会员体系，成立“如LIFE俱乐部”。近年来持续强化会员拉新与精细化运营，会员规模保持较快增长：截至2023/2024/2025年末，公司会员总量分别达到1.5/2.0/2.1亿；2022年公司自有渠道入住间夜占比达到76.18%，反映会员体系对客源导流具备强支撑。会员体系成为公司提升复购率、强化官渠订单贡献的重要抓手。

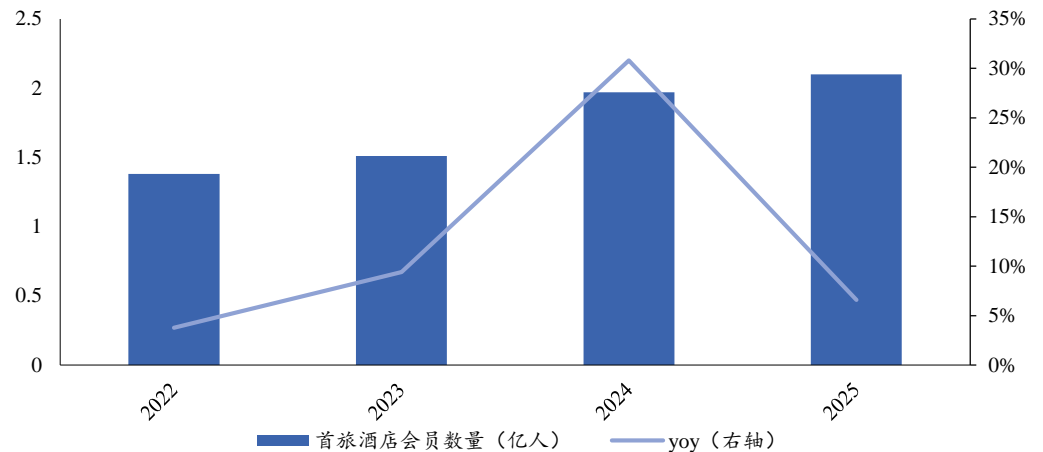
2025年，公司积极推动全域用户运营体系的战略升级，通过权益升级优化、细分客群需求个性化服务等举措提升会员活跃度与复购意愿，巩固存量会员基础，截至2025年末，公司“如LIFE俱乐部”和“首享会”两大会员体系整体规模达2.1亿。同时，公司持续加大协议客户拓展力度，优化与OTA及新渠道的合作，进一步提升全渠道的运营能力，推动用户规模与订单贡献稳定增长。

公司持续升级“如LIFE俱乐部”会员体系，通过权益创新与精准服务提升用户粘性。报告期内，公司一方面对会员权益进行加码，如增加金卡及以上会员折扣力度、推出积分抢兑演唱会门票等特色权益；另一方面，面向大学生客群推广“青春卡2.0”，提供专属折扣价、抽演唱会门票、不入住享免费洗衣等多重权益，强化细分市场吸引力。与此同时，公司紧抓新一代文旅消费者生活方式的新趋势，通过融合“本城、本地、本店”特色，积极打造“本地生活”版块，2025年，公司在全国49城举办近3,000场会员活动，成功打造“首旅如家文化艺术节”“围博夜话”等品牌活动IP，并结合国潮与非遗元素打造年度品牌活动“璞隐新国潮文化节”。报告期内，集团获新京报“年度文化赋能品牌”，入选上海旅游节名录，进一步巩固了公司在体验创新与文化融合方面的品牌影响力。

公司重视并洞悉高端会员的深层次需求，匠心打造“首享会”会员俱乐部，专为高端会员提供精彩生活方式及旅途服务，赋予会员极致尊享体验。2025年，公司“精彩长安街·宝藏酒店奇遇记”主题人文体验活动已实现从北京到全国三十余城的规模拓展，通过藏品巡展、驿站骑行等创新形式，打造具有文化厚度的品牌体验，有效提升了会员参与度和品牌影响力。



图表34：2022-2025 首旅酒店会员数量



来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

经营情况预测

经营指标预测：基于行业供需关系好转，出行链景气向上，中高端占比提升，我们预测2026e-2028e首旅旗下酒店RevPAR平均值分别为145/151/153元，同比增长3.8%/2.5%/1.3%。

新开门店预测：公司自身开店计划积极，万店目标稳健推进。我们预测公司2026e-2028e年新开门店数量为1550/1600/1600家，同期关店684/730/729家，净增店866/870/871家。

门店结构预测：加盟门店占比持续上升，2026e-2028e年预计为94.0%/94.9%/95.7%；中高端门店占比稳健上升，预测占比为30.4%/31.3%/32.0%。

营业收入预测

酒店运营：我们预测公司2026e-2028e酒店运营收入为46.1/44.8/43.0亿元，公司经营优化调整，主动收缩直营门店数量。

酒店管理：我们预测公司2026e-2028e酒店管理收入为27.9/31.8/35.4亿元，同比增长15.7%/14.1%/11.3%。酒店管理业务为公司利润增量的主要来源。

景区业务：我们预测公司2026e-2028e景区业务收入为5.1/5.1/5.1亿元，维持稳定。

图表35：首旅酒店营收拆分

单位：百万元	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
酒店业务	7277	7235	7094	7391	7664	7840
yoy	48.4%	-0.6%	-1.9%	4.2%	3.7%	2.3%
其中：酒店运营	5334	5067	4685	4605	4484	4302
yoy	47.5%	-5.0%	-7.5%	-1.7%	-2.6%	-4.1%
其中：酒店管理	1942	2168	2409	2786	3180	3538
yoy	51.0%	11.6%	11.1%	15.7%	14.1%	11.3%
景区业务	516	516	513	513	513	513
yoy	177.4%	0.1%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业收入合计	7793	7751	7607	7904	8176	8353
yoy	53%	-1%	-2%	3.9%	3.4%	2.2%

来源：公司公告，国金证券研究所



投资建议及估值

市盈率法

我们预测，2026/2027/2028 年公司实现营业收入 79.0 亿/81.8 亿/83.5 亿元，同比+3.9%/+3.5%/+2.2%；归母净利润 9.3 亿/10.8 亿/11.6 亿元，同比+14.0%/+16.9%/+7.3%，对应 EPS 为 0.83/0.97/1.04 元。

我们选取 3 家拥有酒店业务的上市公司：锦江酒店、华住集团-S、金陵饭店作为可比公司对首旅酒店进行估值。

我们认为，首旅酒店受益于行业景气修复、加盟扩张和中高端升级，给予公司 2026 年 20 倍 PE，对应目标价 16.57 元，给予“买入”评级。

图表36：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600754.SH	锦江酒店	25.91	1.09	1.29	1.50	23.72	20.01	17.27
1179.HK	华住集团-S	41.06	1.77	1.98	2.20	20.07	17.91	16.14
601007.SH	金陵饭店	8.28	0.12	0.15	-	68.71	57.31	-
中位数						23.72	20.01	16.71
平均数						37.50	31.74	16.71
600519.SH	首旅酒店	15.12	0.83	0.97	1.04	18.25	15.61	14.55

*数据截至 2026 年 4 月 24 日收盘，华住集团-S 股价单位为港币，可比公司预测采用 iFinD 一致预期

来源：iFinD，国金证券研究所

风险提示

宏观经济波动。酒店行业需求与宏观经济、商务活动及居民出行密切相关，若后续经济修复节奏偏弱，可能导致商旅与休闲出行需求恢复低于预期。

行业竞争加剧。当前行业边际改善的重要基础在于新增供给压力逐步缓解，若后续酒店恢复扩张，行业重新进入价格竞争阶段，可能导致行业供需关系修复放缓。

服务政策不及预期。若后续政策传导效果偏弱，或居民出行、文旅消费转化不及预期，酒店行业需求改善的持续性可能低于预期。

加盟扩张不及预期。若加盟商开店意愿偏弱、公司拓店节奏放缓或签约转化低于预期，可能影响门店规模增长及业绩释放节奏。

中高端升级不及预期。公司中高端品牌拓展、产品升级及结构优化推进若慢于预期，或对经营质量与盈利能力的拉动弱于预期，可能影响业绩释放节奏。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	7,793	7,751	7,607	7,904	8,176	8,353
增长率	-17.3%	-0.5%	-1.9%	3.9%	3.4%	2.2%
主营业务成本	-4,822	-4,778	-4,573	-4,533	-4,507	-4,435
%销售收入	61.9%	61.6%	60.1%	57.4%	55.1%	53.1%
毛利	2,970	2,973	3,034	3,371	3,669	3,918
%销售收入	38.1%	38.4%	39.9%	42.6%	44.9%	46.9%
营业税金及附加	-51	-59	-56	-58	-60	-61
%销售收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-494	-577	-665	-731	-797	-835
%销售收入	6.3%	7.4%	8.7%	9.3%	9.8%	10.0%
管理费用	-870	-837	-853	-925	-998	-1,044
%销售收入	11.2%	10.8%	11.2%	11.7%	12.2%	12.5%
研发费用	-64	-64	-64	-67	-69	-70
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	1,490	1,435	1,396	1,590	1,746	1,907
%销售收入	19.1%	18.5%	18.4%	20.1%	21.3%	22.8%
财务费用	-401	-355	-279	-307	-319	-329
%销售收入	5.1%	4.6%	3.7%	3.9%	3.9%	3.9%
资产减值损失	-138	-93	-110	-80	-80	-80
公允价值变动收益	38	24	30	20	20	20
投资收益	31	29	22	30	30	30
%税前利润	2.8%	2.6%	1.9%	2.4%	2.0%	1.9%
营业利润	1,087	1,111	1,133	1,253	1,466	1,573
营业利润率	13.9%	14.3%	14.9%	15.9%	17.9%	18.8%
营业外收支	21	9	6	5	5	5
税前利润	1,107	1,120	1,139	1,258	1,471	1,578
利润率	14.2%	14.4%	15.0%	15.9%	18.0%	18.9%
所得税	-297	-300	-325	-315	-368	-395
所得税率	26.8%	26.8%	28.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	811	820	814	944	1,103	1,184
少数股东损益	16	14	3	19	22	24
归属于母公司的净利润	795	806	811	925	1,081	1,160
净利率	10.2%	10.4%	10.7%	11.7%	13.2%	13.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	811	820	814	944	1,103	1,184
少数股东损益	16	14	3	19	22	24
非现金支出	2,295	2,098	1,987	826	868	893
非经营收益	368	402	288	297	234	302
营运资金变动	540	51	225	39	32	11
经营活动现金净流	4,014	3,371	3,313	2,105	2,237	2,389
资本开支	-588	-533	-422	-429	-402	-395
投资	-14	-14	-277	-67	-70	-70
其他	-126	-442	-165	-20	-20	-20
投资活动现金净流	-728	-989	-863	-516	-492	-485
股权募资	0	17	0	0	0	0
债权募资	-921	-92	-115	-220	-347	-475
其他	-2,187	-2,193	-2,210	-907	-1,015	-1,073
筹资活动现金净流	-3,107	-2,268	-2,326	-1,127	-1,362	-1,547
现金净流量	179	114	123	463	383	357

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,187	1,303	1,440	1,555	1,588	1,593
应收款项	434	484	424	472	488	499
存货	44	41	31	36	37	36
其他流动资产	1,367	1,271	1,600	1,290	1,340	1,389
流动资产	3,031	3,099	3,495	3,353	3,453	3,518
%总资产	12.0%	12.5%	14.3%	13.6%	14.4%	14.6%
长期投资	751	795	937	1,027	1,117	1,207
固定资产	2,117	2,078	1,944	1,926	1,876	1,825
%总资产	8.4%	8.4%	8.0%	7.8%	7.8%	7.6%
无形资产	9,957	9,758	9,490	9,811	10,885	10,808
非流动资产	22,209	21,786	20,894	21,347	20,584	20,601
%总资产	88.0%	87.5%	85.7%	86.4%	85.6%	85.4%
资产总计	25,240	24,885	24,389	24,700	24,038	24,119
短期借款	1,548	1,499	1,573	1,410	1,053	569
应付款项	1,610	1,599	1,535	1,590	1,616	1,617
其他流动负债	1,337	1,181	849	884	908	927
流动负债	4,495	4,279	3,957	3,884	3,577	3,112
长期贷款	9	8	0	0	0	0
其他长期负债	9,464	8,778	8,282	8,277	7,467	7,525
负债	13,967	13,065	12,239	12,161	11,044	10,637
普通股股东权益	11,136	11,698	12,073	12,443	12,876	13,340
其中：股本	1,117	1,117	1,117	1,117	1,117	1,117
未分配利润	2,332	2,848	3,070	3,440	3,872	4,336
少数股东权益	137	122	77	96	118	141
负债股东权益合计	25,240	24,885	24,389	24,700	24,038	24,119

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.712	0.722	0.726	0.828	0.968	1.039
每股净资产	9.973	10.477	10.813	11.144	11.531	11.947
每股经营现金净流	3.595	3.019	2.967	1.886	2.003	2.140
每股股利	0.220	0.360	0.450	0.497	0.581	0.623
回报率						
净资产收益率	7.14%	6.89%	6.72%	7.43%	8.40%	8.70%
总资产收益率	3.15%	3.24%	3.33%	3.74%	4.50%	4.81%
投入资本收益率	7.95%	7.40%	6.84%	8.05%	9.32%	10.18%
增长率						
主营业务收入增长率	53.12%	-0.54%	-1.86%	3.91%	3.45%	2.16%
EBIT 增长率	N/A	-3.70%	-2.71%	13.89%	9.78%	9.25%
净利润增长率	-236.57%	1.41%	0.60%	14.04%	16.90%	7.28%
总资产增长率	-0.82%	-1.41%	-1.99%	1.28%	-2.68%	0.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.5	14.8	11.4	11.4	11.4	11.4
存货周转天数	3.0	3.2	2.9	2.9	3.0	3.0
应付账款周转天数	9.0	9.7	10.1	10.1	10.1	10.1
固定资产周转天数	96.1	92.8	89.9	72.8	57.4	43.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.71%	-5.29%	-7.60%	-9.58%	-12.25%	-15.44%
EBIT 利息保障倍数	3.7	4.0	5.0	5.2	5.5	5.8
资产负债率	55.34%	52.50%	50.18%	49.23%	45.94%	44.10%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	14	19	23	45
增持	0	6	9	10	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.30	1.32	1.35	1.06

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究