

酒店行业框架：

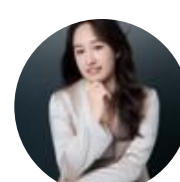
复盘行业和龙头发展历程，供需匹配或重启上行周期



吴劲草
首席证券分析师
S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn



王琳婧
证券分析师
S0600525070003
wanglj@dwzq.com.cn



杜玥莹
证券分析师
S0600526040001
duyy@dwzq.com.cn

- ❑ **回溯酒店行业发展：连锁化率和集中度双升。** 2025年酒店行业房量1874万间，供给较19年+6%。连锁化率从2019年的25.7%提升至2025年的41.8%。集中度持续提升，25年CR3达到17.0%新高。酒店业的生产要素有本地化归集的土地、资本、人力以及可跨区域共享的企业家才能，因此酒店行业有轻资产的特许经营、委托管理的规模化扩张模式。龙头公司在16-18年扩张周期通过收购、内生扩充品牌矩阵，通过加盟模式快速开店；我们预计未来酒店行业增速放缓，将重回连锁化率、集中度提升趋势。过去10年PE-forward中枢在20~35x区间，扩张景气阶段估值可达60x以上。
- ❑ **复盘历史股价表现：成长性为长期主导。** 酒店行业在规模扩张和RevPAR量价齐升阶段，龙头股价普涨且跑赢社服指数。华住因成长性和品牌运营领先，股价表现领先锦江、首旅，分析其主升浪动力，成长性为长期主导，盈利能力及流动性为阶段性主导。
- ❑ **对比龙头公司：**我们重点量化分析五大酒店锦江、华住、首旅、岭南控股、亚朵的规模扩张、商业模式、股东背景、财务数据、估值和波动等。
- ❑ **行业监测指标：**短期看，用酒店之家周度数据监测行业供给和经营量价数据，预计26年供给增速环比回落，行业RevPAR同比持平略增。长期看，商业地产累计竣工面积同比增速降至3%以下，酒店供给增速与其拟合度变差，写字楼空置率较高且租金普降，即新增物业有限，部分其他业态存量物业转为酒店物业；用民航和铁路旅客发送量来跟踪出行需求，24年后回归正常增长态势，25年增速回到中个位数。
- ❑ **投资建议：**酒店行业供给增长降速，需求企稳，连锁化率稳步提升，龙头公司开店和运营领先行业。龙头公司**华住集团、锦江酒店、首旅酒店、亚朵和君亭酒店**，估值已到历史底部区间，15x布局胜率高，随着供需关系稳步改善，酒店RevPAR改善有望演绎新一轮景气周期行情，RevPAR改善释放利润弹性，估值向上抬升至20~25x。
- ❑ **风险提示：**居民出行消费需求走弱，行业竞争加剧，门店增长不及预期等。

目 录



■ 1. 酒店行业变迁和龙头周期演化

■ 2. 行业和龙头股价复盘

■ 3. 头部酒店集团对比

■ 4. 供需增速逐步匹配

■ 5. 投资建议

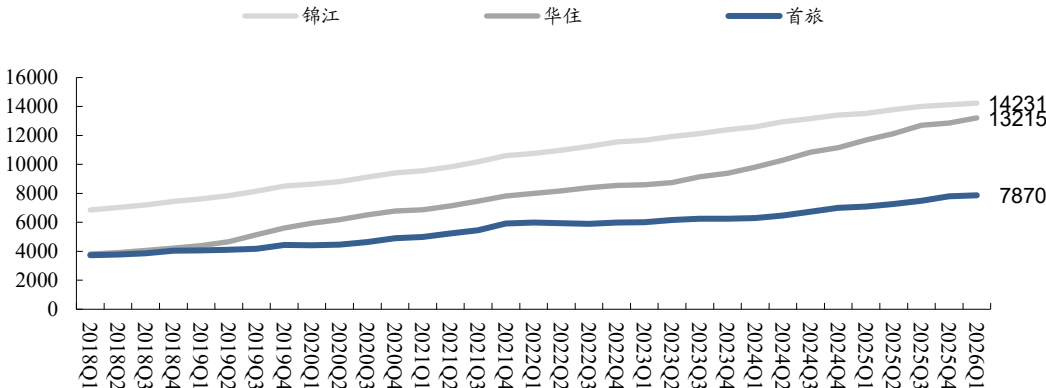
■ 6. 风险提示

1. 酒店行业变迁和龙头周期演化

1、国内酒店行业变迁路径分析

- ❑ **酒店行业规模和连锁化率：**2025年酒店行业房量1874万间，供给较19年+6%。连锁化率从2019年的25.7%提升至2025年的41.8%，我们预计未来持续上行。
- ❑ **龙头表现和行业集中度：**酒店龙头在上一个景气周期通过收购外部酒店品牌实现快速扩张，CR3持续上行；疫情期间龙头逆势扩张，疫情后供给集中释放短期波动后，25年CR3达到17.0%新高，行业集中度持续提升。

图：龙头酒店家数（家）

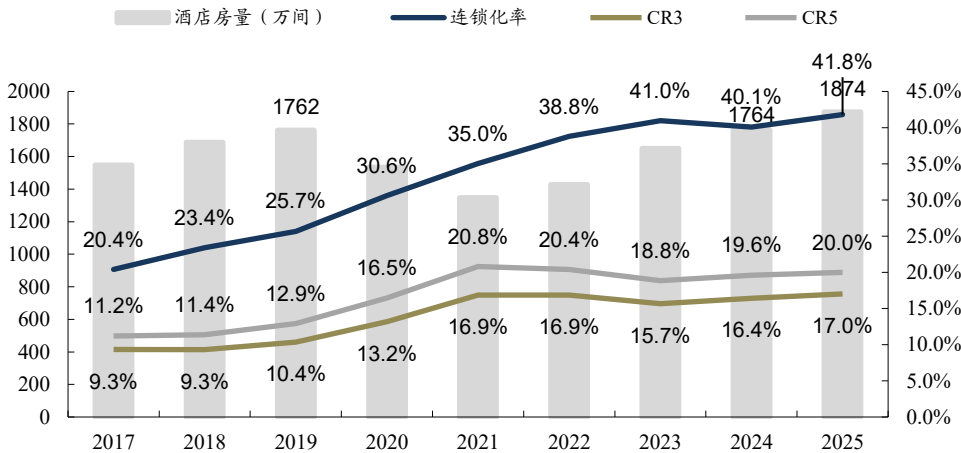


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：龙头酒店资本运作时间节点

	锦江酒店	首旅酒店	华住
2010	置入锦江之星等经济型酒店资产		纳斯达克上市
2013	收购时尚之旅		收购星程酒店
2014		收购南苑股份70%股权	与雅高达成战略合作
2015	收购卢浮集团		
2016	收购铂涛81%、维也纳80%股权	完成如家私有化交易	
2017			收购桔子水晶100%
2018	增持铂涛系12%股权		收购花间堂
2019			收购DH
2020			回港二次上市
2023		收购诺金公司100%股权	
2024	转让时尚之旅，收回铂涛剩余少数股权		
2026	拟H股上市		

图：行业集中度及连锁化率

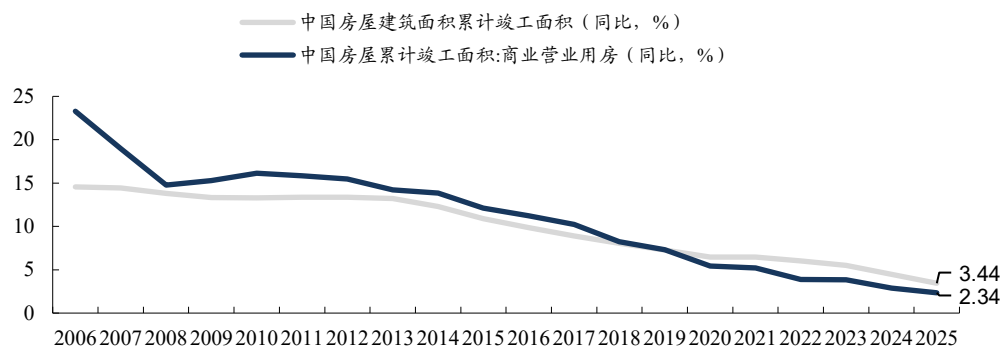


数据来源：中国饭店业协会，东吴证券研究所

1、国内酒店行业生产要素分析

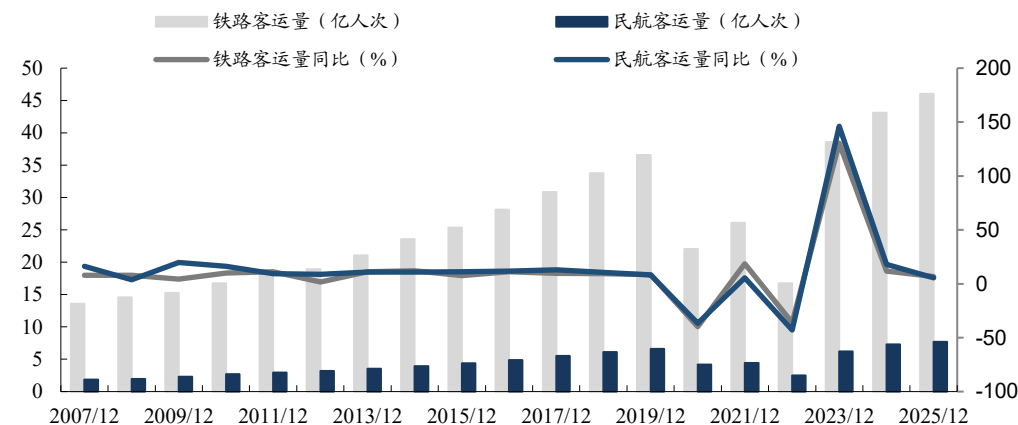
- ❑ **酒店供给端：**主要驱动因素是商业营业用房的可用面积，及社会投资意愿。近年来商业地产面积累计增速持续下行至低个位数增长，酒店新增供给可能更多来自空置地产。
- ❑ **酒店需求端：**通常分为商旅及旅游客群，商旅需求与宏观经济相关性强，24年起较为疲软；休闲需求全年呈现季节性波动，疫情后持续高景气。
- ❑ **酒店业的生产要素：**主要包括本地化归集的土地、资本、人力以及可跨区域共享的企业家才能，因此酒店行业有轻资产的特许经营、委托管理的规模化扩张模式。

图：商业地产面积累计增速



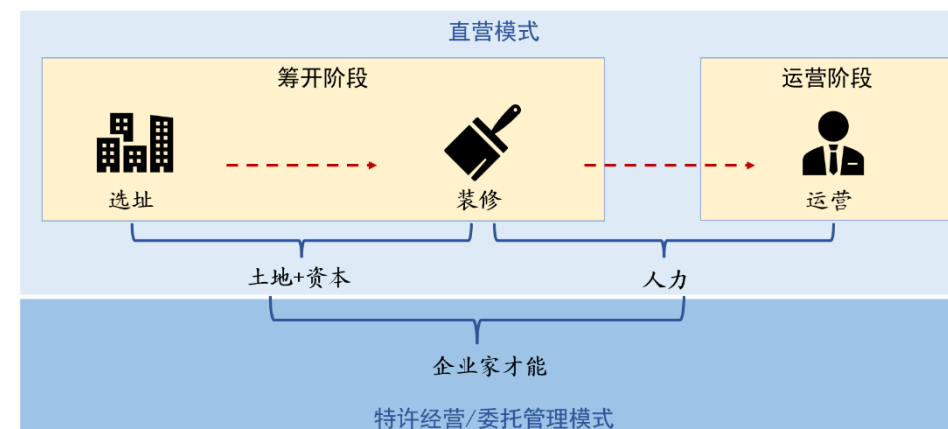
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图：长途出行人次及yoy（2005-2025）（左轴客运量，右轴同比）



数据来源：交通部，东吴证券研究所

图：酒店行业生产要素及模式图

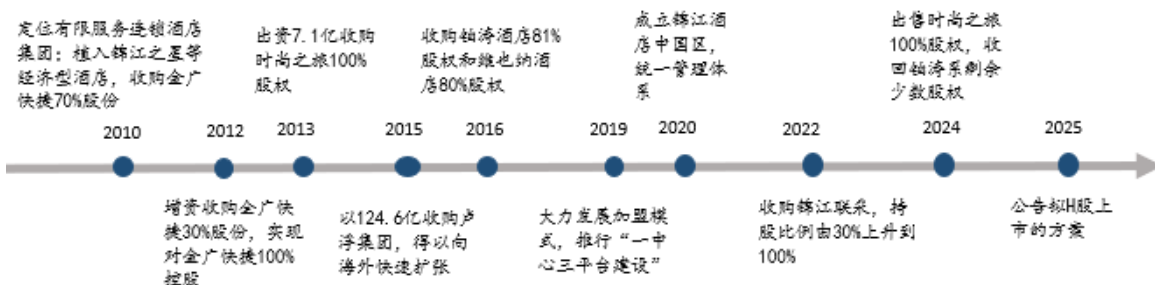


数据来源：东吴证券研究所绘制

1、锦江酒店生命周期演化

- ❑ **锦江酒店**：2010年起陆续并入锦江之星、法国卢浮集团、铂涛集团、维也纳集团等酒店资产，布局国内+海外市场，规模快速扩张。后通过国企改革优化整合，加盟模式下稳健增长。截至2026Q1末，公司酒店数达14231家，是全国第一大、全球第二大酒店集团。公司拟于2026年年中H股上市。
- ❑ **历史估值**：锦江酒店PE-band在15~45x之间波动，中枢在20~35x区间，扩张景气阶段估值可达50x以上。

图：锦江酒店重要资本运作



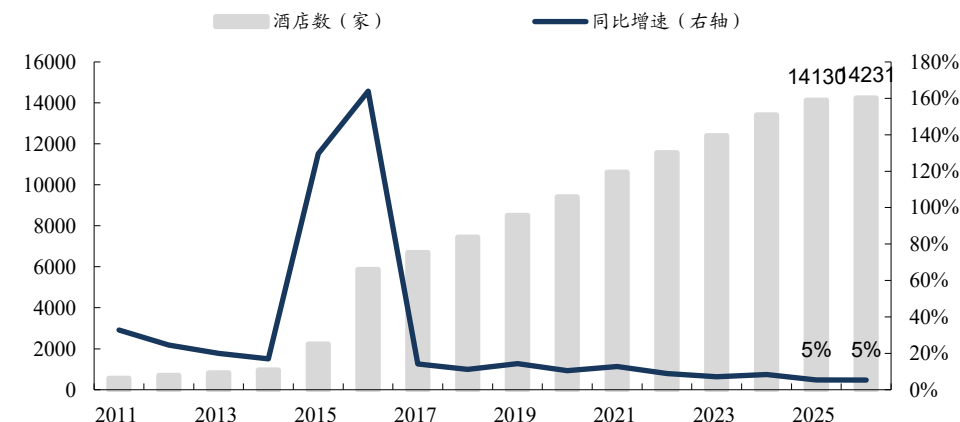
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：锦江酒店PE-band



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：锦江酒店门店数及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1、华住集团生命周期演化

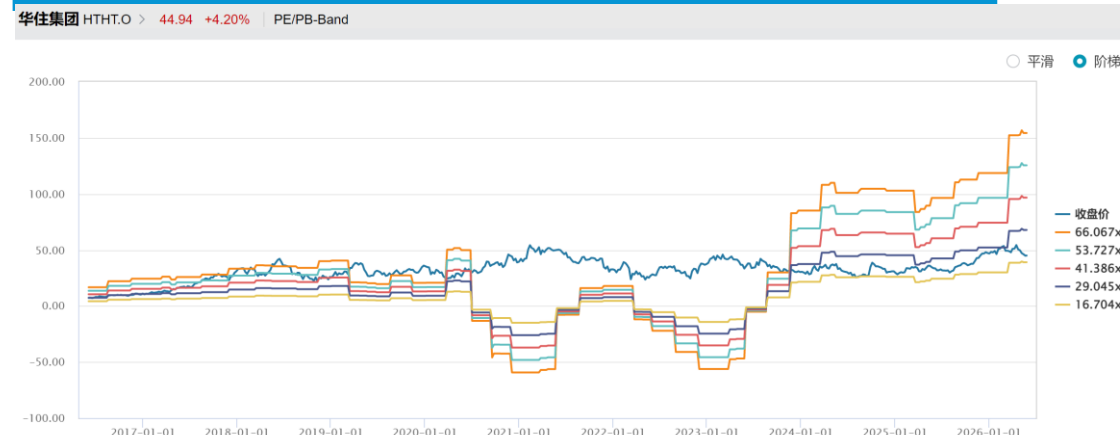
- ❑ **华住集团**：创立于2005年8月，以经济型品牌汉庭起家，在创始人季琦的带领下快速发展，2010年起通过自建、并购和战略联盟方式新增全季、星程、雅高、桔子水晶和DH等品牌。截至26年Q1末，公司酒店数13215家，是中国第二大酒店集团。华住预计2030年达到2万家门店规模。
- ❑ **历史估值**：华住PE-band在15~60x之间波动，中枢在20~30x区间，扩张景气阶段估值可达40x以上。

图：华住集团重要资本运作



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：华住集团PE-band



数据来源：Wind，东吴证券研究所

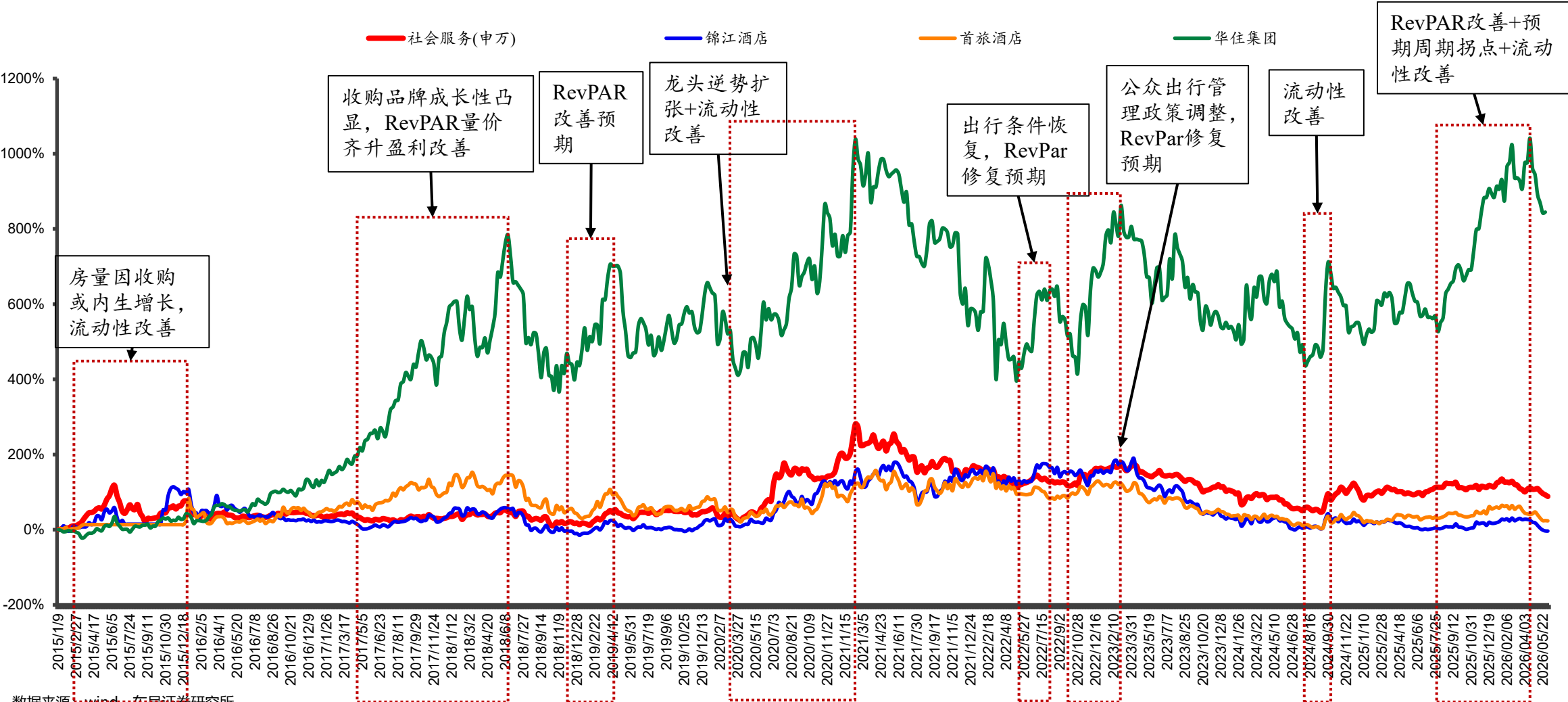
图：华住集团门店数及增速



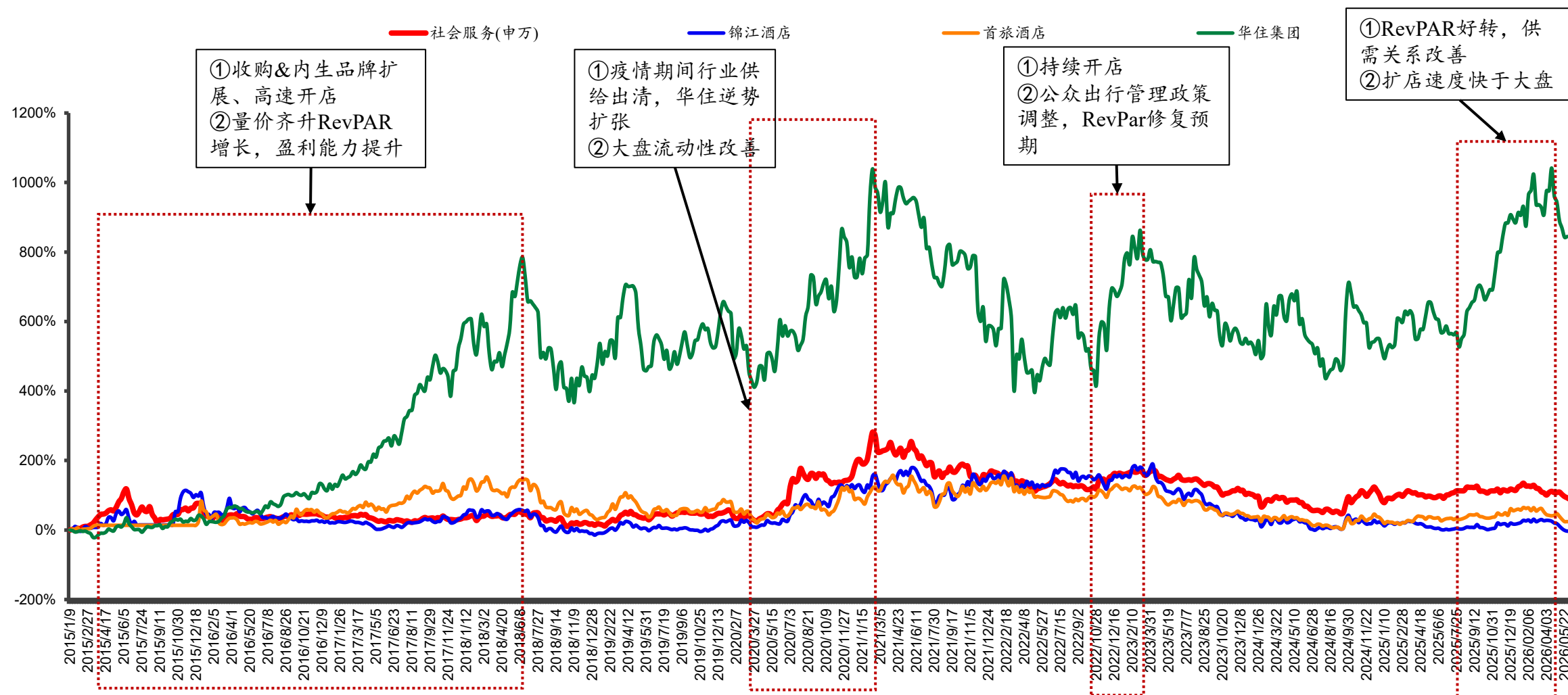
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 行业和龙头股价复盘

图：华住、锦江、首旅、申万社服指数叠加，划分行业普涨阶段分析驱动因素

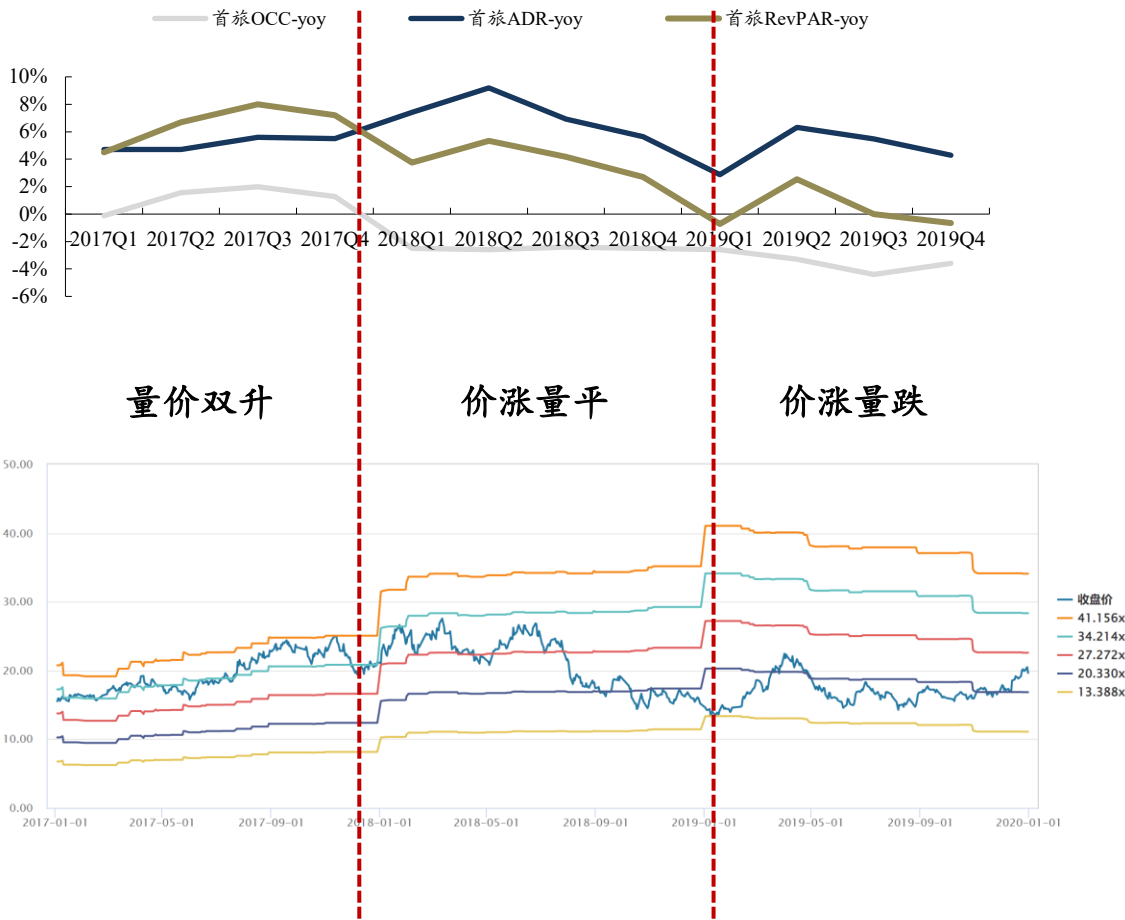
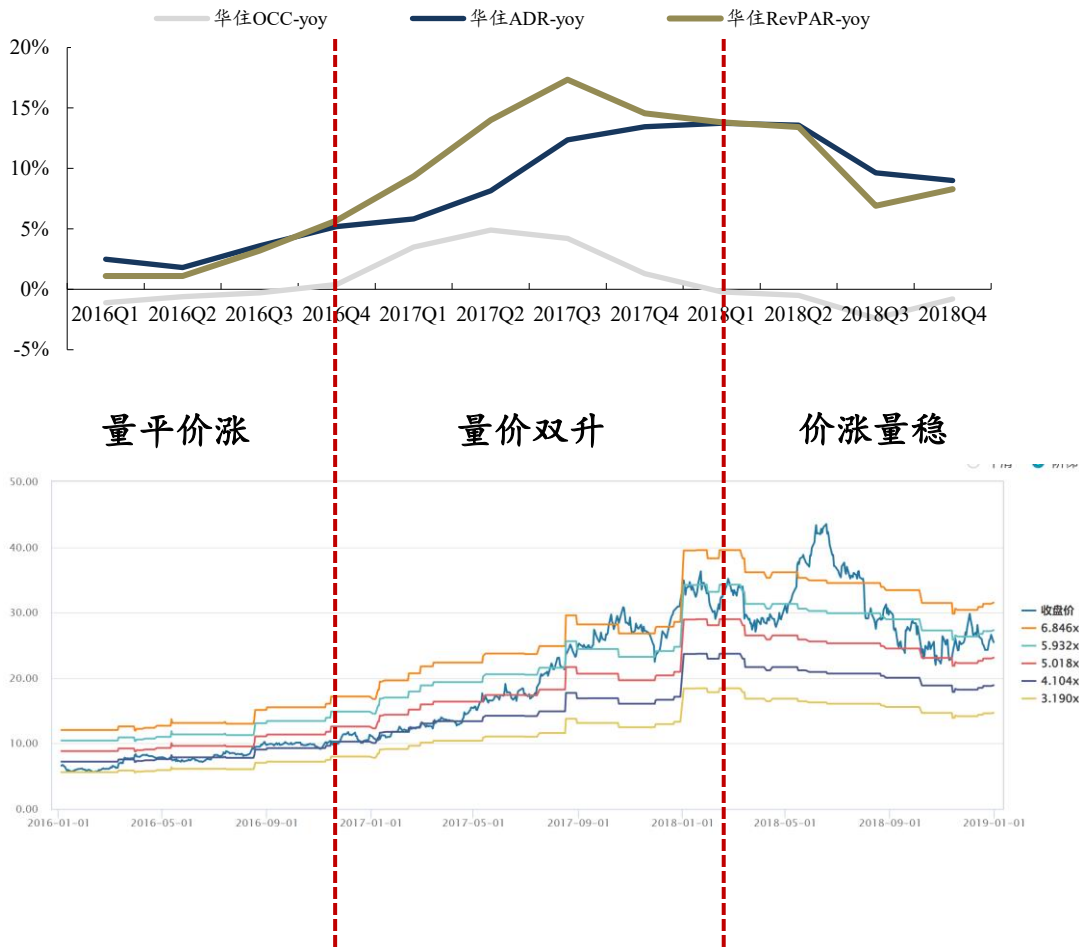


图：领涨公司华住集团的最大涨幅阶段分析驱动——成长性长期主导，盈利能力及流动性阶段性主导



数据来源：wind，东吴证券研究所

图：2016-2018年酒店OCC、ADR、RevPar及股价对应关系



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

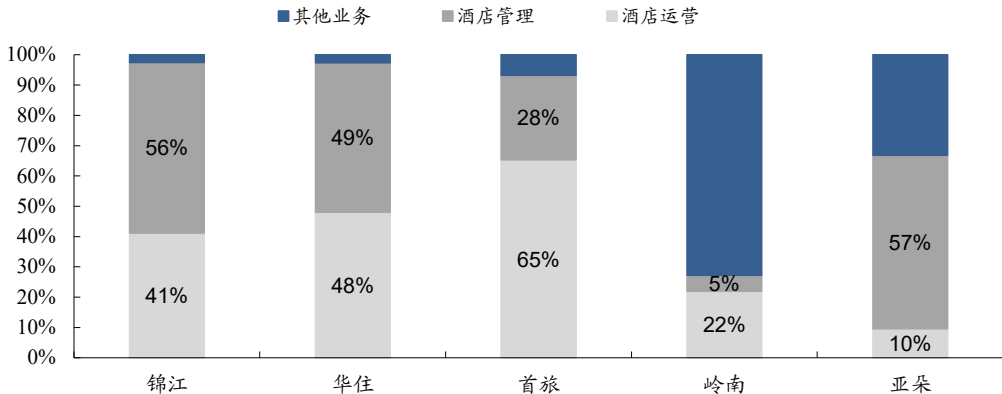
3. 头部酒店集团对比

3、头部企业结构化对比

对比五大酒店集团：锦江、华住、首旅、岭南控股、亚朵

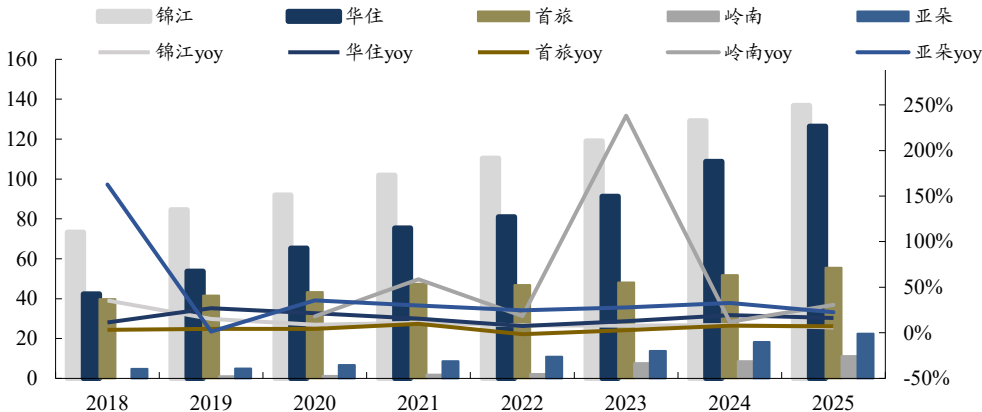
- **规模和开店：**19-25年房量CAGR为8%/15%/5%/49%/29%，华住和亚朵内生开店、岭南资产收购，锦江、华住房量突破120万间，首旅50万间+。
- **商业模式：**酒店集团均以加盟模式为主、直营为辅扩张门店，截至2026Q1，锦江/华住/首旅/亚朵的国内加盟房量占比分别为96%/93%/87%/98%。但由于加盟交易额仅部分转化为报表收入，故除亚朵外直营收入（酒店运营）占比仍较高。

图：商业模式差异——2024年收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所；锦江、华住仅统计国内收入

图：2018-2025年五大酒店房量（万间）及yoy（右轴）



数据来源：饭店业协会，公司公告，东吴证券研究所；注：岭南控股为饭店业协会披露岭南国际酒店集团数据

表：股东背景

	控股股东	实控人
锦江	锦江资本	上海市国资委
华住		季琦和一致行动人
首旅	首旅集团	北京市国资委
岭南	岭南集团	广州市国资委
亚朵		王海军和一致行动人

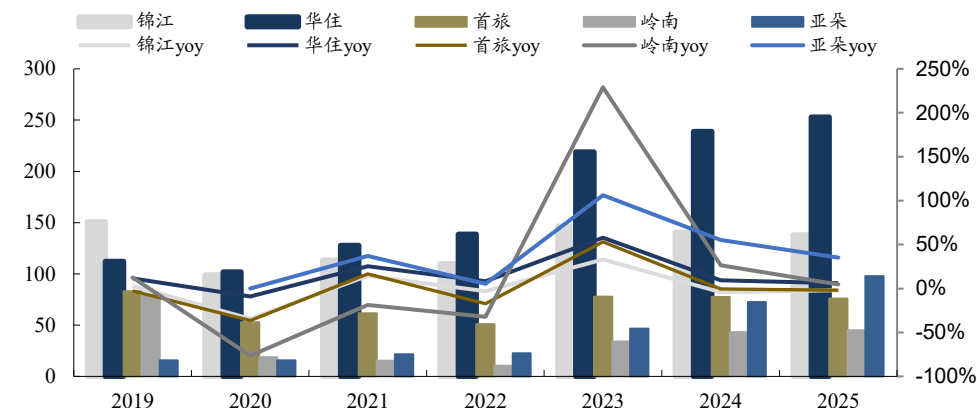
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3、头部企业结构化对比

对比锦江、华住、首旅、岭南控股、亚朵的财务表现

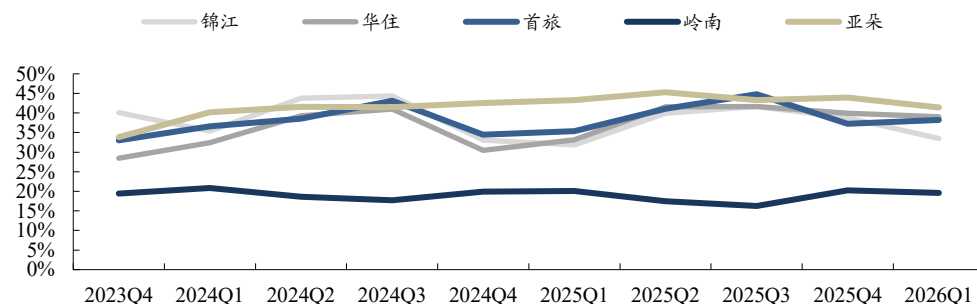
- **营收：**收入体量华住>锦江>亚朵>首旅>岭南。因亚朵、华住房量增速领先，收入增速领先。
- **利润率：**毛利率在30%-45%之间波动，且随着各企业加盟占比的提升呈现出缓慢上行趋势；归母净利率正常情况在10%~20%区间。华住、亚朵盈利能力优于首旅、锦江，岭南控股因旅行社业务拖累，利润率偏低。

图：五大酒店营收规模及增速



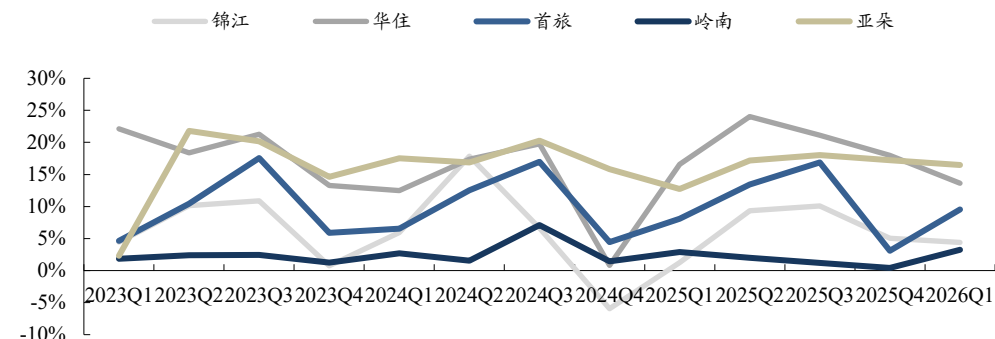
数据来源：wind，东吴证券研究所

图：五大酒店毛利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

图：五大酒店归母净利润率



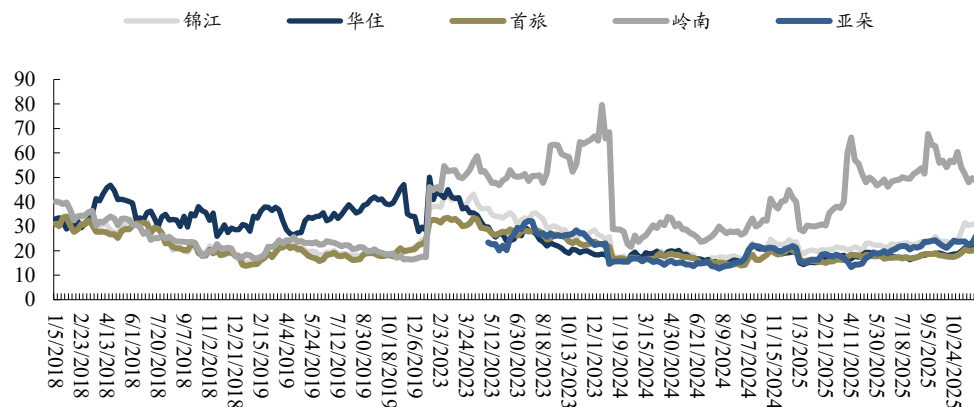
数据来源：wind，东吴证券研究所

3、市值波动属性分类

对比锦江、华住、首旅、岭南控股、亚朵的估值水平

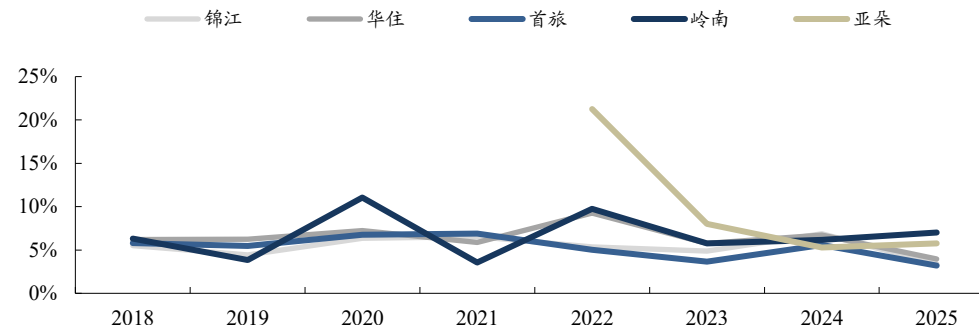
- **估值：**18-25年（剔除20-22年）华住、锦江和岭南控股估值中枢在30x左右，亚朵和首旅在20x左右。18-19年，华住因成长性有估值溢价，PE-forward领先全行业。23年-至今，岭南控股因盈利水平承压、PE显著高于行业，其他公司PE-forward在17-25x之间，锦江>华住/首旅/亚朵。
- **波动率：**18-25年亚朵平均波动率为10%，亚朵因22年新上市美股，波动率较大；其余公司波动率在6%上下。

图：五大酒店历史PE-forward



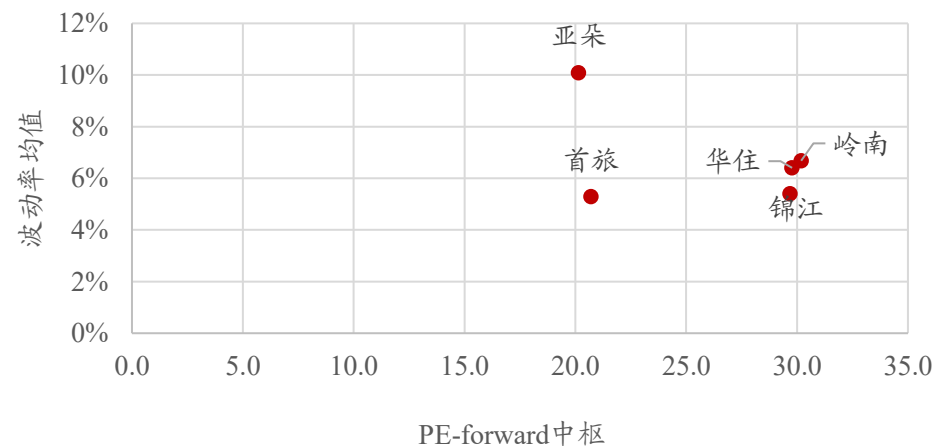
数据来源：wind，东吴证券研究所；已删除疫情期间PE过高的情况

图：五大酒店历史波动率（2018-2025）



数据来源：wind，东吴证券研究所；注：使用周度区间计算年波动率

图：按平均波动率和PE区间中枢画散点图



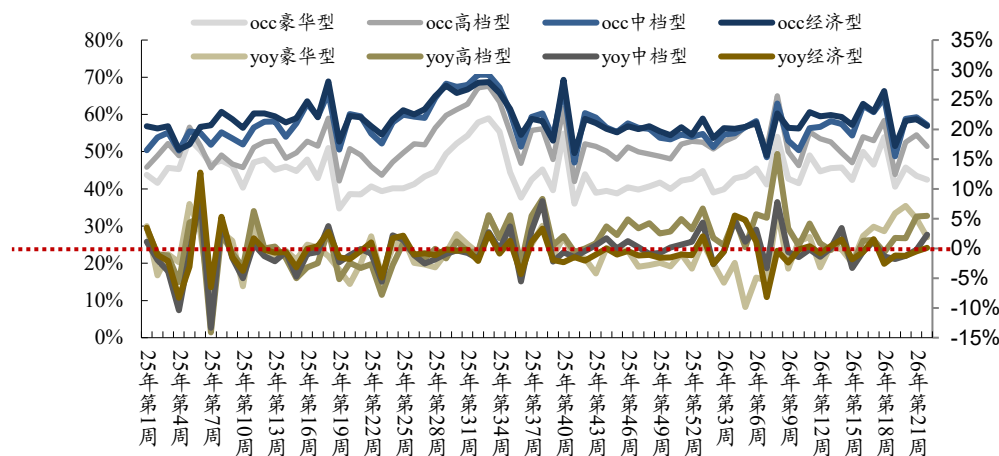
数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 供需增速逐步匹配

□ 用酒店之家周度数据监测行业供给和经营量价数据

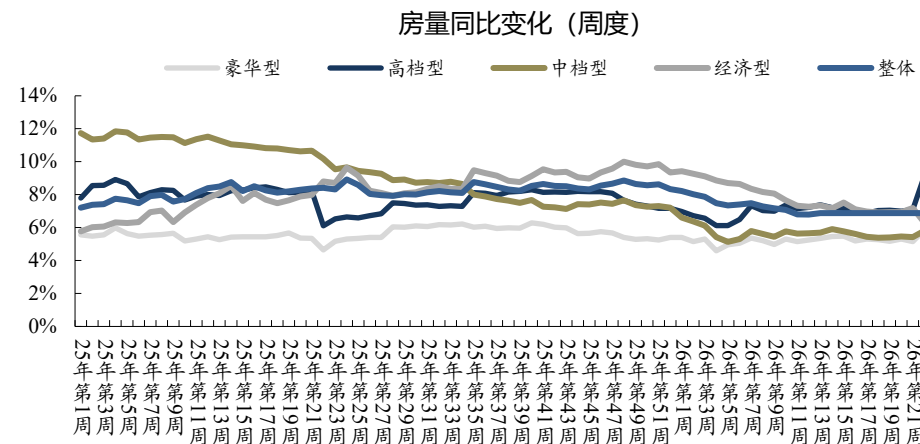
- **供给**：25年Q4以来，酒店行业房量同比增速持续放缓，26Q2以来房量同增7%以下。
- **量（入住率）**：商旅需求疲软下入住率承压，25Q2以来同比降幅环比收窄，25Q4起部分档次同比转正。
- **价（房价）**：ADR同比表现环比改善，基数走低下经济型率先转正，中档次之。25Q4起ADR同比转正，26年5月起走弱。

图：分档次入住率及同比变化（左轴为occ，右轴为yoy）



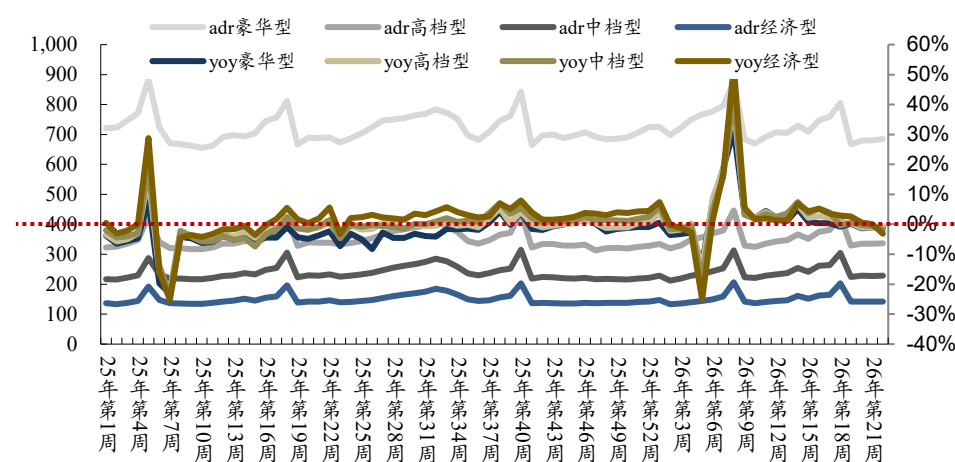
数据来源：酒店之家，东吴证券研究所

图：行业供给增速



数据来源：酒店之家，东吴证券研究所

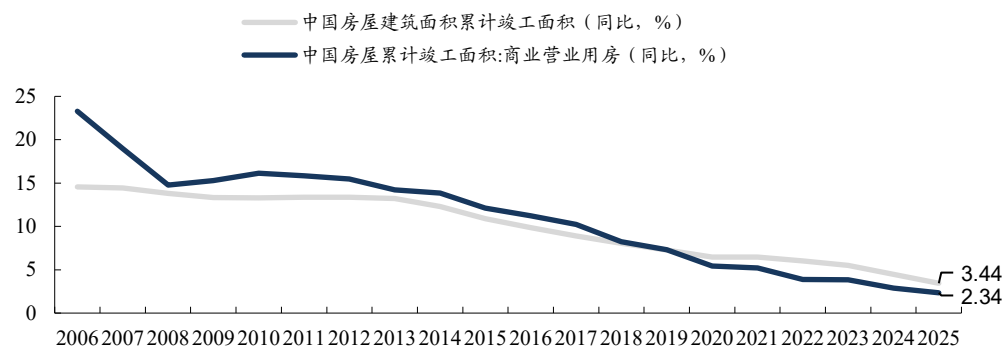
图：分档次房价及同比变化



数据来源：酒店之家，东吴证券研究所

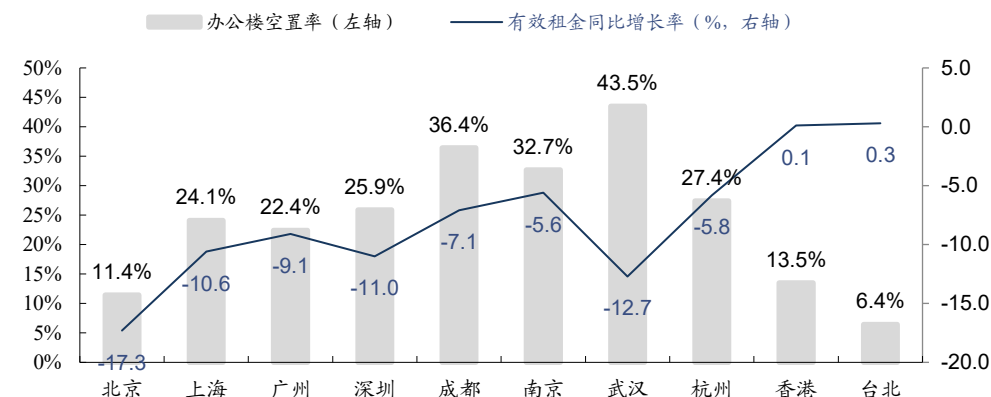
- ❑ **物业供给：**商业地产累计竣工面积同比增速持续下行，25年收窄到3%，26Q1写字楼空置率较高且租金普降。新增物业有限，部分其他业态存量物业转为酒店物业。
- ❑ **出行需求：**用民航和铁路旅客发送量来跟踪出行需求，24年后回归正常增长态势，25年增速回到中个位数。

图：商业地产累计增速



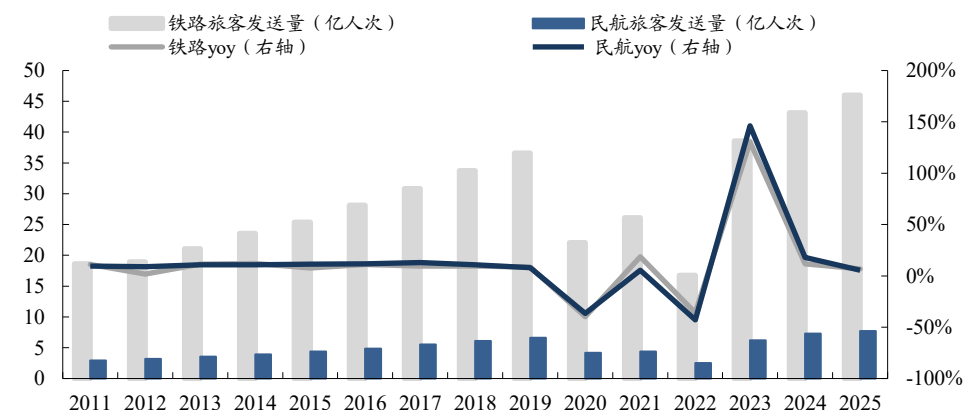
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图：2026Q1重要城市写字楼空置率



数据来源：仲量联行，东吴证券研究所

图：出行需求增速



数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

5. 投资建议

□ **投资建议：**酒店行业供给增长降速，需求企稳，酒店行业连锁化率稳步提升，龙头公司开店和运营领先行业。龙头公司**华住集团、锦江酒店、首旅酒店、亚朵和君亭酒店**，估值已到历史底部区间，15x布局胜率高，随着供需关系稳步改善，酒店RevPAR改善有望演绎新一轮景气周期行情，RevPAR改善释放利润弹性，估值向上抬升至20~25x。

图：酒店公司估值表（截至2026年7月29日）

股票代码/简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				P/E				投资 评级
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
600754.SH/ 锦江酒店	205	9.25	11.62	14.08	16.19	22	18	15	13	买入
1179.HK/ 华住集团-S	910	50.80	55.50	63.49	70.16	18	16	14	13	买入
600258.SH/ 首旅酒店	137	8.11	9.31	10.42	11.42	17	15	13	12	买入
ATAT.O/ 亚朵	326	16.21	19.54	23.62	28.27	20	17	14	12	增持
301073.SZ/ 君亭酒店	35	0.23	0.64	0.93	1.23	153	55	38	29	增持
5家酒店公司按市值加权平均PE							17	15	13	

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：盈利预期均为东吴证券研究所预测；货币单位均为人民币，港元汇率为7月29日的0.87，美元汇率为7月29日的6.8

6. 风险提示

- **居民出行消费需求走弱：**由于宏观经济波动，居民商务或休闲出行意愿可能会走弱，酒店需求端受挫影响公司经营业绩。
- **行业竞争加剧：**目前我国酒店业仍存在较大连锁化经营空间，各品牌或OTA平台可能会加速扩张提升连锁化率，酒店公司或面临行业竞争加剧的压力。
- **门店增长不及预期：**加盟商投资意愿滞后于整体经济的回暖、企业自身的经营管理失误等可能会导致品牌转型受阻、产品市场接受度不及预期，导致扩张进程不及预期。

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园