

国际酒店龙头20年： 不断进击的市值与商业模式的价值重估

行业研究 · 行业投资策略

社会服务

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

摘要：不断进击的市值与商业模式的价值重估

- **欧美酒店市值在全球集中度高：需求结构、供给环境与渠道建设存在差异。**放眼全球，2025年北美、欧洲、亚太分别贡献约36.5%、25.3%、22.1%的酒店预订额；反观上市公司市值，全球酒店Top30样本中，欧美公司数量占40%、市值占比约81%，中国公司数量占20%、市值占比仅8.2%。其背后首先是供需基础：1970—2025年，美国居民住宿消费名义CAGR为7.9%，高于总体消费的6.5%；2023—2025年客房供给增速分别仅为0.2%、0.5%、0.7%。统一商旅市场、标准化物业与成熟分工，推动美国2024年客房连锁化率达到73%，高于欧洲2022年的38%、日本2024年的47.6%及中国2025年的41.8%。较早建立的品牌与会员体系，也使集团保留较强的客源组织能力：2025年北美官渠直销、OTA占比分别为28%、30%，亚太分别为13%、48%。
- **欧美酒店估值双重分化：集团间平台溢价不同，各自估值中枢有升有降。**近20年万豪等跑出10倍股，长期回报首先来自利润积累，收费变现与规模效应进一步放大利润增长，优质现金流体现在股东回报，持续成长又支持部分龙头估值抬升，2023年后估值中枢相比于2019年前出现明显分化，希尔顿、万豪、洲际、凯悦、精选国际、温德姆、雅高平均EV/EBITDA依次为17.9/16.0/15.4/14.3/12.5/11.9/11.4倍（2010—2019年依次为13.1/13.2/12.2/11.0/13.9/11.3/10.8倍），后三位估值中枢基本持平或下移。
- **估值因子一：短期估值随行业景气度围绕中枢附近波动。**疫前各家估值中枢在10—15x，2013—2014年景气上行期（金融危机后宽松金融环境支持需求恢复，酒店新增供给滞后），万豪、希尔顿平均远期EV/EBITDA分别约为13.2倍、13.7倍；2015—2016年景气放缓期（美国能源投资与制造业承压，酒店需求增长趋缓），分别回落至12.2倍、11.5倍。经历品牌网络整合与经营结构优化后，估值中枢提升至15—20x，2024—2025年景气放缓期（集中释放的出行需求回归常态，美国酒店需求转弱），两家估值仍分别达到16.0倍、18.2倍；2026年上半年需求改善观察期，进一步升至18.1倍、20.5倍。需要说明，餐饮茶饮的估值锚可能更多落在同店表现，酒店同样受RevPAR波动影响，但对品牌生命周期的反映需要更长时间验证，若酒店集团平台能力能够持续精进、增长与现金回报不断兑现，那么仍在周期波动中实现长期重估。
- **估值因子二：会员网络、品牌矩阵与轻资产模式持续强化平台能力，既有规模和扩张持续性打开中线估值中枢。**万豪2016年收购喜达屋，扩大高端品牌及国际覆盖，2018—2019年推进会员统一，增强跨品牌、跨区域客源复用；2019—2025年万豪期初已有品牌贡献83%的系统房量净增，期初前三大品牌仅贡献7%，矩阵化能力突出。希尔顿2017年分拆酒店资产与分时度假，Home2、Tru及后续Spark等品牌继续拓宽开发空间。疫前平台能力搭建推动“网络覆盖扩大—会员复用增强—业主投资吸引力提升—品牌矩阵接力扩张”飞轮形成，为疫后快速修复及相应估值抬升奠定基础；其中，在平台能力与增长质量相近情况下，持续扩张越快通常越能支撑较高估值。精选国际虽较早拥有成熟品牌与加盟模式，但主品牌与矩阵化接力约束，2025年Comfort、Quality加盟合同退出率分别约为3.2%、6.1%，高于Courtyard、Hampton约0.7%的水平。
- **估值因子三：多元变现增强现金创造，持续股东回报进一步提供额外支撑。**在酒店网络扩张基础上，会员与品牌价值通过信用卡、住宅及其他品牌授权进一步变现，拓宽收入来源，降低对单一客房经营周期的依赖；收费结构优化与总部费用摊薄，进一步改善盈利和现金流。2019—2025年，万豪、希尔顿特许经营费占毛收费比重分别由49.7%、48.8%升至61.1%、80.1%，总部费用占毛收费比重由24.5%、19.7%降至16.0%、11.3%；万豪信用卡品牌费由4.10亿美元增至7.16亿美元，2025年占毛收费13.2%。两家同期经营现金流CAGR分别为11.4%、7.4%，为持续分红回购提供支撑。
- **回到中国，周期预期底部，优质龙头估值中枢有上行空间。**中国现代化酒店真正起步至今才20余年，但已跑出通过持续产品更新和门店迭代形成的效率龙头，以及基于用户体验形成的中高端龙头，均逐步实现会员积累与平台化建设，表现在经营端差异化溢价和市占率稳步提升。当前龙头估值较海外同一资本市场公司还有折价（华住、亚朵EV/EBITDA中枢为8—12x），考虑国内市场供给侧整合、品牌升级仍有提升空间且龙头品牌与供应链等业务创新性变现走出特色成长路线，股东回报红利属性亦开始体现，中线看龙头有潜力实现估值重估。推荐主品牌扎实、矩阵扩张与品牌变现持续推进的华住、亚朵，以及整合提效与推进整合且具备周期修复弹性的锦江酒店、首旅酒店。
- **风险提示：经济恢复不及预期、收购整合风险、品牌老化风险、竞争加剧等。**
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 01** 全球格局与估值分化，对长期定价的启示
- 02** 因子一·行业景气：影响阶段性估值
- 03** 因子二·平台扩张：支撑长期估值中枢
- 04** 因子三·现金与股东回报：增强估值支撑
- 05** 中国投资启示：平台积累与价值兑现

- 全球酒店TOP30样本显示，上市公司市值集中于欧美，需结合产业基础与平台能力理解。
- ▶ 美欧贡献超8成市值，美国主导。Top30样本中，美国仅五家公司却贡献约65%的总市值，万豪与希尔顿合计约56%，高度集中于加盟、管理和会员驱动的全球平台。欧洲剔除IHG、Accor外，多数仍带有较强区域经营或物业属性；跨国市场较为分散，又使部分需求价值沉淀在Booking等渠道平台，酒店公司的市值集中度低于美国。
- ▶ 亚洲市场有所分化，中国的市值贡献居前。中国上市酒店集团数量较多，龙头经过近20年快速积累已经获得一定平台或消费品牌溢价，但受行业集中度不高扰动多数集团估值仍主要受周期盈利波动约束；东南亚公司多与地产、商业和综合旅游资产绑定；日本服务品质领先，但铁路地产一体化和本土化经营使纯酒店平台份额不高。
- 市值定价逻辑初探：全球市值差异并不由客房数量线性决定，还取决于品牌网络能否持续转化为扩张、盈利与现金回报。高加盟及管理占比提高利润率，会员直销降低获客成本，品牌与系统跨区域复制扩大增长边界。美国龙头因此按全球消费平台定价，中国处于效率平台向品牌资产跃迁阶段，而欧洲、东南亚和日本较多仍按区域运营、地产价值或周期盈利定价。

表：全球酒店上市公司Top30（市值统计时点待核）

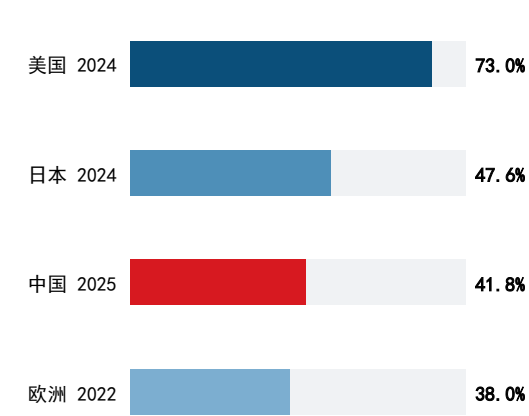
区域	公司数	合计市值（十亿美元）	市值占比
北美	5	202.29	65.1%
欧洲	7	48.62	15.6%
中国	6	25.39	8.2%
印度	5	17.60	5.7%
东南亚	3	7.26	2.3%
以色列	2	5.93	1.9%
日本	1	2.40	0.8%
中东（阿联酋）	1	1.36	0.4%
合计	30	310.85	100.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

全球酒店连锁化率一览：美国的供需背景为龙头成长提供基础

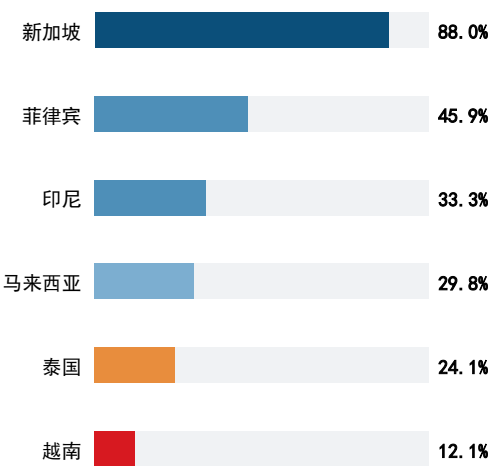
- **全球酒店连锁化率表现分化。**我们选取北美、欧洲、日本、东南亚和中国五个代表性区域，对比连锁化率与集中度差异，美国2024年客房连锁化率为73%，高于日本2024年的47.6%、中国2025年的41.8%及欧洲2022年的38%，各地年份不同，仅作结构比较。东南亚表现分化，新加坡由门户城市和大物业主导，连锁客房占比更高；越南、泰国等市场则保留大量小型单体及度假物业。
- **各区域的连锁化进程也存在差异。**北美是“新建标准化+加盟融资”的长周期，美国连锁客房从1900年不足1%、1930年15%，到1980年超过50%，之后用近30年升至约70%以上，经历了标准化、轻资产规模化、品牌化过程。欧洲和日本是存量物业整合的慢周期；欧洲品牌客房占比由2003年约20%—25%升至2022年约38%；日本则由本土商务酒店连锁平台主导，2017—2024年客房连锁化率由33.7%升至47.6%。中国疫后连锁化进程加速，2014—2025年连锁化率由19.6%升至41.8%，2020—2023年供给出清和龙头逆势开店带来最快跃升，后趋于平稳增长。

图：主要市场客房连锁化率



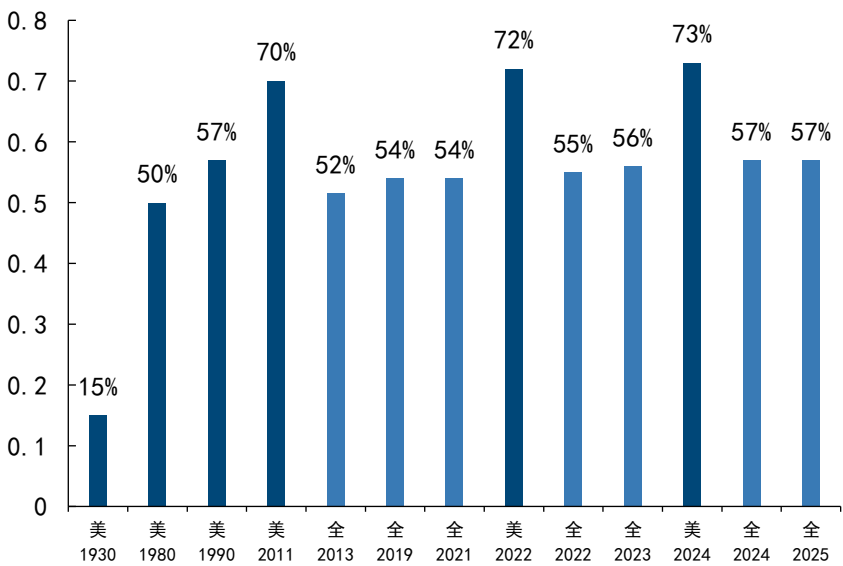
资料来源：STR、Hotel Analyst、IHR、中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

图：东南亚主要市场客房连锁化率



资料来源：Horwath HTL，国信证券经济研究所整理

图：全球与美国酒店连锁化率

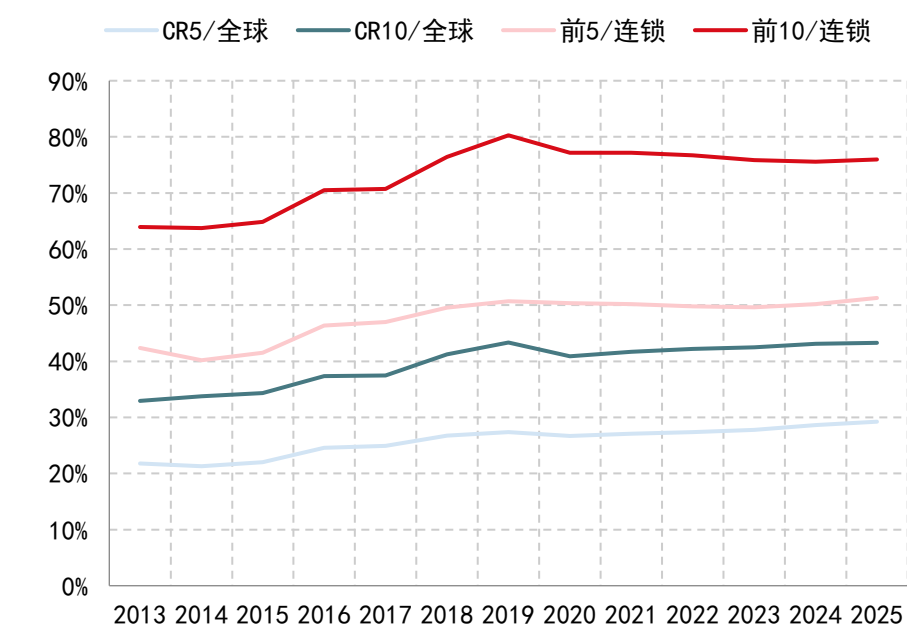


资料来源：STR、IHG，国信证券经济研究所整理

全球酒店集中度一览：美国集中度领先，其他区域尚不高

- 全球集中度总体呈现逐年走高趋势。根据Hotels数据与STR总量数据计算，全球酒店集中度逐年提升，TOP10从2013年33%到2025年43%；其中连锁中酒店集中度也逐年提升，从64%提升至76%，单体转化与品牌间转换共同存在，超头部集中度持续提升。
- 美国市场寡头垄断，欧洲中国市场房量集中度更低。从CBRE数据，美国客房中前六大集团占比约60%，而欧洲、中国集中度相近。
- 我们认为连锁化程度与酒店格局受到供需与渠道共同影响，也为龙头发展提供不同成长环境，后文将进一步分析。

图：全球前十大酒店集团客房份额



资料来源：STR、HOTELS，国信证券经济研究所整理

表：主要区域头部酒店集团客房份额

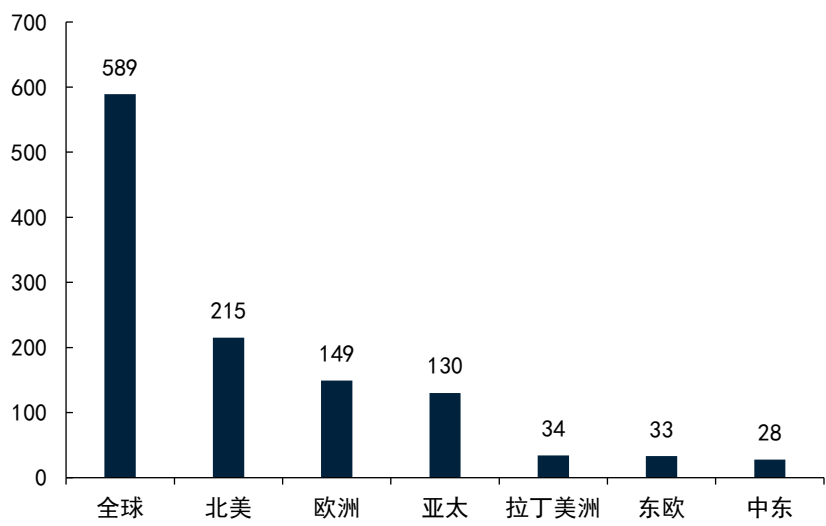
地区 / 年份	头部客房份额	备注
美国 / 2022	六家集团合计约60%	全美国客房供给，CBRE汇总 万豪、希尔顿、洲际、凯悦、精选、温德姆
欧洲 / 2022	CR10约20.9% 链内约54.7%	以欧洲22国约600万间估算 十大集团合计125.3万间客房
中国 / 2025	CR10 24.3%（链内58.2%） CR3 16.0%（链内38.2%）	以15间以上客房为基数

资料来源：CBRE、Hotel Analyst、IHG、中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

需求侧：不同需求体量和结构对应不同的市场空间和格局

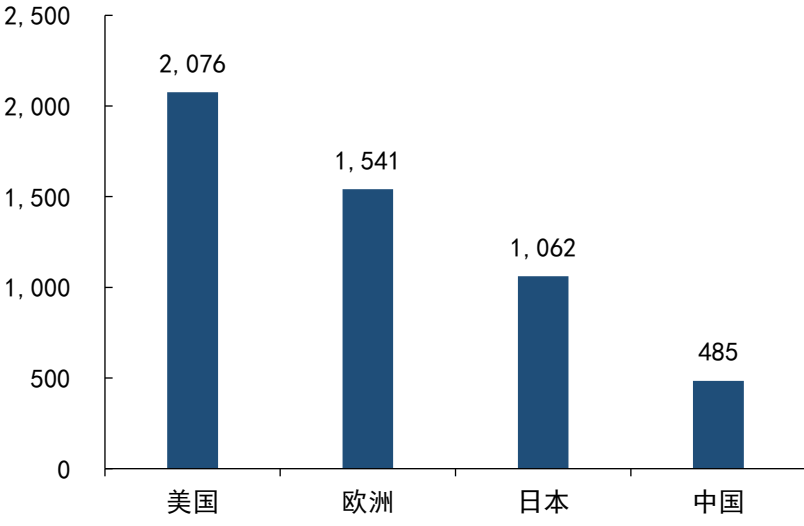
- 第一，需求是决定酒店空间与格局的第一性因素，一方面统一的市场也为连锁化提供需求规模基础；此外，按照出行目的不同，海外酒店龙头将其分类为商务散客、休闲散客与团体业务，不同市场需求不同带来品牌适配度差异。
- 美国标准化商务出行为连锁提供基础。美国统一大市场打开连锁酒店的规模上限与复制效率，同时人均商旅需求支出更高，考虑其具有高频、标准化、可报销和可协议化四个特征，连锁酒店往往需要依赖稳定且可预测的需求支撑基础流量，因此对应更高连锁化率空间。
- 其他区域的需求结构有所不同。欧洲休闲旅游规模大但市场分散，企业客户体系以各国本土为主，缺乏统一的跨欧洲企业差旅市场。日本本土商务出行频率不低，但连锁化率偏低、传统旅馆文化根深蒂固，品牌平台化的制度和空间有限。东南亚外来游客和国际OTA主导，本土商务需求和中端品牌体系仍在培育。中国商旅和休闲需求占比相近，给予连锁品牌发展空间。

图：2025年全球酒店预订额（十亿美元）



资料来源：Phocuswright，国信证券经济研究所整理

图：2024年全球劳动力人均商旅支出（美元/人）



资料来源：GBTA、世界银行，国信证券经济研究所整理

表：酒店集团商旅、休闲及团体需求结构

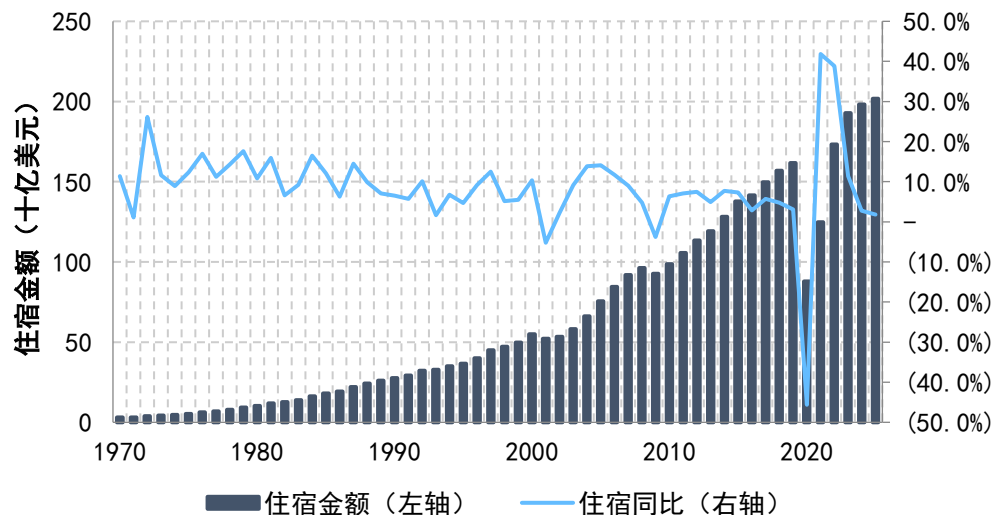
酒店集团	时间	地域及统计口径	商务散客	休闲散客	团体业务	备注
希尔顿	2019年	全球；系统收入	55%	25%	20%	
万豪	2024	全球客房间夜	33%	44%	23%	
凯悦	2019年	全球可比系统客房收入	25%	45%	30%	团体中约20%属于休闲

资料来源：万豪、希尔顿、凯悦，国信证券经济研究所整理

美国住宿需求：长周期占比稳定提升

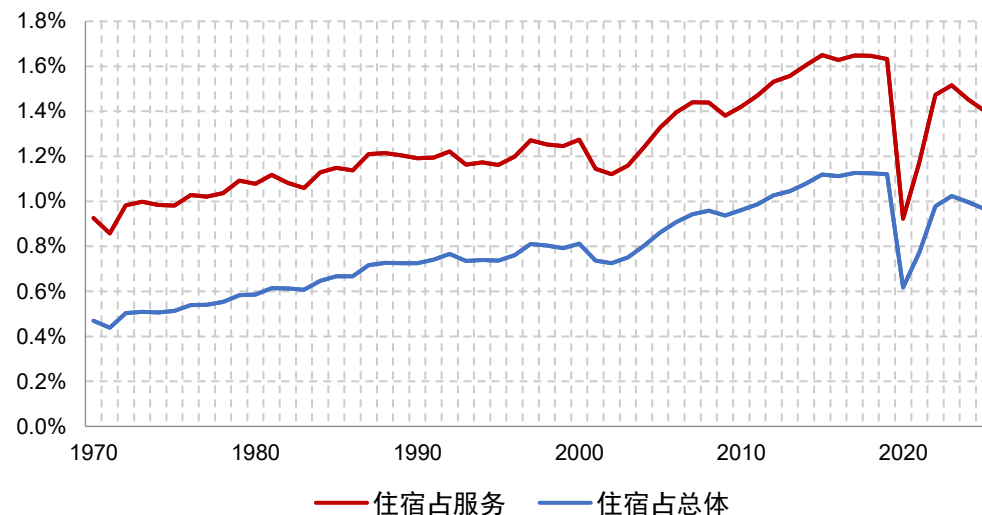
- 1970年以来，美国居民住宿支出的长期增速高于服务和总体消费。伴随耐用品普及后，消费竞争逐步向品质、差异化和服务体验延伸；女性劳动参与率提高，也改变了家庭收入与时间分配，为家庭外部服务发展提供条件。根据美国经济分析局按产品类型划分的个人消费支出统计，1970—2025年，美国总体消费、服务消费、住宿消费的名义年均复合增速分别为6.53%、7.12%、7.89%，服务占总体消费的比重由50.71%升至68.94%，住宿占服务、占总体的比重则分别由0.93%、0.47%升至1.37%、0.94%。
- 分阶段看，即使滞胀时期住宿占比依然稳步提升，此后增长中枢下降但仍长期跑赢总体消费。1970—1982年，两次石油冲击与高通胀、经济衰退交织，总体、服务、住宿消费的名义复合增速分别为10.19%、11.20%、12.66%，住宿占服务的比重仍由0.93%升至1.08%。1982—2000年，三者增速分别实现6.80%、7.51%、8.49%；2000—2025年分别4.62%、4.95%、5.26%。美国经验来看，住宿支出长周期占比提升，中间金融危机、疫情冲击阶段性占比回落。

图：美国住宿消费增速与占比（1970—2025年）



资料来源：美国经济分析局（BEA），FRED，国信证券经济研究所整理

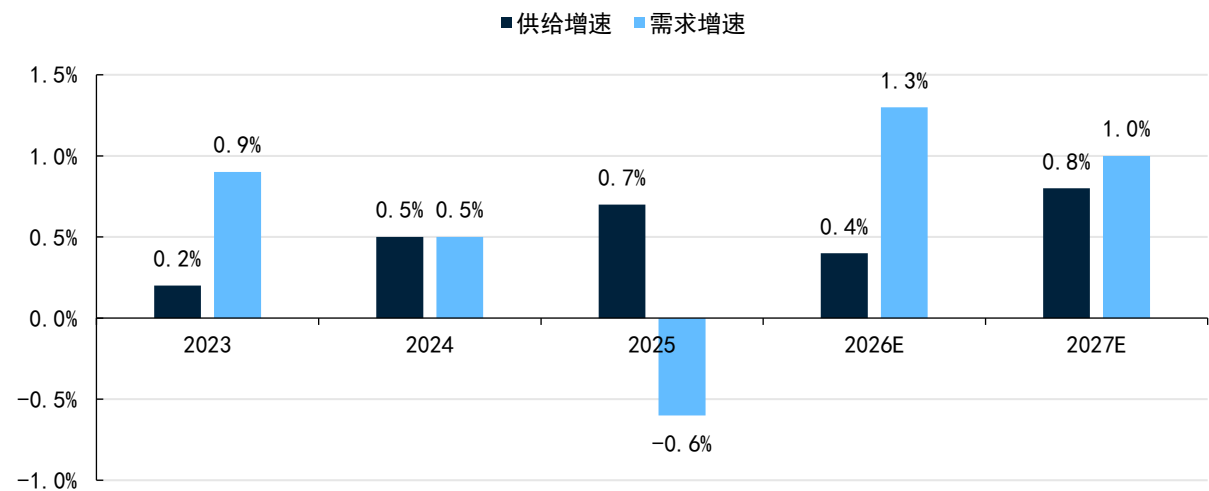
图：美国住宿消费与总体消费增长比较



资料来源：美国经济分析局（BEA），FRED，国信证券经济研究所整理

- 第二，供给侧物理条件和投资入属性对酒店连锁化空间也有直接影响。
- 美国酒店供给增长趋缓，投资入以中小业主及专业资本共同参与，分工成熟。2023—2025年美国客房供给增速为0.2%、0.5%、0.7%，过去十年多在0—2%之间，且逐步抬升的利率、人工成本和建筑成本提高新建项目门槛。供给扩张缓慢、翻新周期长，共同保护了存量物业和品牌的收益能力，使美国酒店行业更容易形成长期稳定的品牌平台生态。2025年全美酒店中位开发成本达21.3万美元/间，奢华酒店超过160万美元/间。美国酒店形成了中小业主广泛参与、专业资本深度介入大额交易的多层次投资体系，物业投资与品牌经营分工成熟。按JLL于2024年披露的统计，此前十年私募基金平均占美国酒店年度交易额的40%，是最大的收购方类别，基金存续期限与增值改造回报要求推动资产流转；与此同时，AAHOA会员持有约60%的美国酒店。欧洲和日本也存在一定供给约束，家族资本长期主义。欧洲新增供给受到土地开发、历史建筑保护、城市更新限制以及高劳动力成本影响，酒店物业长期掌握在家族资本和地产资本手中，因此供给增长缓慢，翻新周期可长达10年。日本则更多受到传统旅馆（Ryokan）文化和家族传承模式影响，翻新周期缓慢，存量酒店退出率低、扩张意愿弱，形成低增长、低连锁化的供给格局。中国供给增速仍维持中高个位数水平，门店迭代积累品牌心智。中国较短建造与翻新周期推动酒店快速迭代，2026年行业供给增速维持高个位数水平，供给扩张虽然压制同店ADR和RevPAR，但也推动老旧门店淘汰和头部品牌升级，快速实现品牌积累。
- 供给和投资条件也通过业主回报约束品牌开发。单体房量越小，品牌系统、人员培训和标准改造等固定投入越难摊薄，连锁规模越难发挥。

图：美国酒店供给、需求增速（2023—2027E）



资料来源：CoStar，国信证券经济研究所整理

表：主要市场酒店设施、房量及平均规模

	总酒店业设施		总房量		平均客房规模	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
中国	570,104	593,086	19,277,554	20,514,799	34	35
≥15间客房的酒店业设施	348,717	374,694	17,643,235	18,736,357	51	50
美国	55,900	64,000	5,614,000	5,748,000	100	90
欧洲（包含短租、公寓和露营等）	680,848		29,740,791		44	
酒店类设施	162,361		6,173,314		38	
日本（包含日式旅馆、简易住宿设施等）	71,725	70,273	1,600,000		22	
度假、商务、市中心酒店	13,540	12,680	942,000		70	
泰国（正式登记酒店）	18,500		1,800,000		97	

资料来源：中国饭店协会、AHLA、Statista、Eurostat，国信证券经济研究所整理

渠道侧：流量分配差异

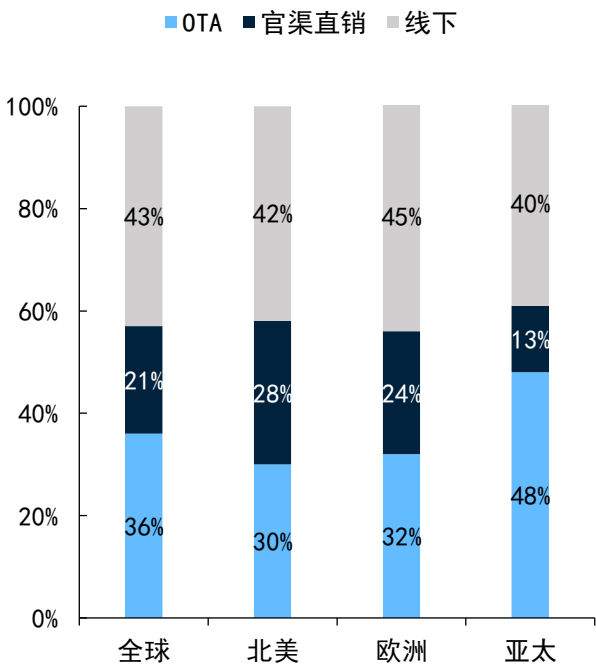
■ 在供需基础之外，品牌与渠道的兴起顺序通过路径依赖影响长期需求分配。OTA网络效应较快辐射酒店单体，不仅是销售渠道，也是分散酒店市场的数字基础设施。通过流量、评价、支付、动态定价和需求预测，将连锁集团的部分能力转化为独立酒店可按成交付费的公共服务。OTA扩大独立酒店的客源触达，但仍无法替代品牌在服务标准、会员复购和运营管理上的作用。2025年北美官渠直销 / OTA占比为28% / 30%，亚太为13% / 48%，客源组织差异为后续平台竞争提供不同起点。

表：酒店品牌与OTA创立时间比较

创立时间	1919年	1927年	1939年	1957年	1967年	1981年	1993年	1999年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2013年
酒店名称	希尔顿 Hilton	万豪 Marriott	精选国际 Choice Hotels	凯悦 Hyatt	雅高 Accor	温德姆 Wyndham	锦江酒店	首旅如家	洲际酒店 集团 IHG	格林酒店 集团	华住集团	东呈集团	君亭酒店	亚朵
OTA名称	Expedia	Booking.com	携程集团	MakeMyTrip	同程旅行	去哪儿 Qunar	Agoda 可达	安Traveloka						

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

图：不同区域酒店预订渠道份额（2025年）



资料来源：Phocuswright，国信证券经济研究所整理

表：2025年海外酒店集团财务及经营指标比较

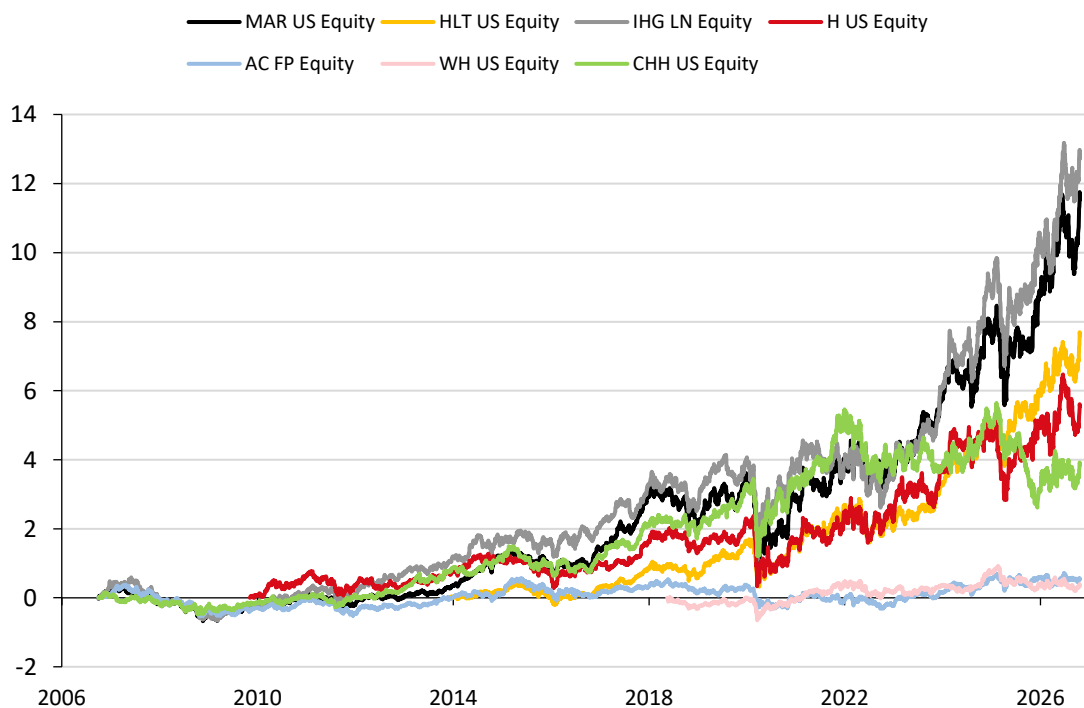
2025年，金额原币亿	万豪	希尔顿	洲际	凯悦	雅高	精选国际	温德姆
币种	美元	美元	美元	美元	欧元	美元	美元
报告总收入	261.86	120.39	51.89	71.01	56.39	15.97	14.29
调整EBITDA / 经常性EBITDA	53.83	37.25	13.32	11.59	12.01	6.26	7.18
调整净利润	27.42	19.30	7.74	2.09	5.04	3.26	3.53
酒店/项目数	9,805	9,044	6,963	1,528	5,836	7,575	8,389
客房数	1,779,936	1,330,947	1,026,177	372,763	881,427	656,825	868,899
报告收入同比	+4.3%	+7.7%	+5.4%	+6.8%	+0.6%	+0.8%	+1.5%
调整EBITDA同比	+8.1%	+8.6%	+12.0%	+5.7%	+7.2%	+3.6%	+3.5%
调整净利润同比	+3.1%	+8.4%	+11.0%	-44.3%	+19.1%	-2.0%	+1.7%
调整EPS（原币/股）	10.02	8.11	5.013	2.19	1.84	6.94	4.58
调整EPS同比	+7.4%	+13.9%	+15.9%	-40.2%	+16.5%	+0.9%	+5.8%
单店报告收入（万元）	267.07	133.12	74.52	464.73	96.62	21.08	17.03
单店剔补偿收入（万元）	71.21	54.78	35.44	227.23	74.86	12.95	10.33
单店调整EBITDA（万元）	54.90	41.19	19.13	75.85	20.58	8.26	8.56
单房报告收入（元）	14,711.76	9,045.44	5,056.63	19,049.64	6,397.58	2,431.39	1,644.61
单房剔补偿收入（元）	3,922.61	3,722.16	2,405.04	9,314.23	4,956.73	1,493.55	997.81
单房调整EBITDA（元）	3,024.27	2,798.76	1,298.02	3,109.21	1,362.56	953.07	826.33

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

股价复盘：欧美酒店龙头长期穿越牛熊

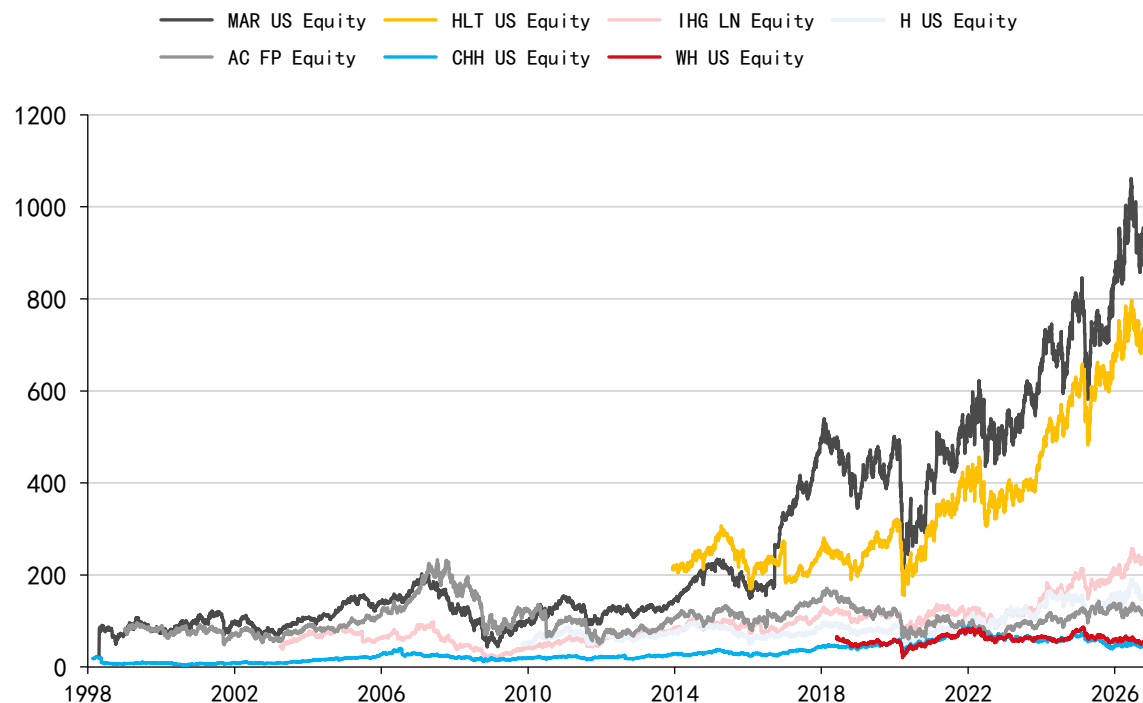
- 欧美酒店龙头长期穿越牛熊，万豪、洲际均成为十倍股。2006年10月至2026年10月22日，两家前复权股价分别为期初的12.53倍、13.72倍，精选国际、雅高分别为4.85倍、1.54倍。上市较晚的集团同样体现出长期成长，但表现存在差异。希尔顿自2013年12月重新上市以来，前复权股价为期初的8.60倍，凯悦自2009年11月上市以来为6.55倍，温德姆自2018年5月上市以来为1.34倍，终点均为2026年10月22日。
- 拆分来看，主要受公司市值扩张与股东回报综合贡献。先看市值扩张，2006年10月至2026年10月，万豪市值由约162亿美元增至954亿美元，达到原来的5.9倍；洲际由约66亿美元增至234亿美元，达到原来的3.5倍。希尔顿自2013年12月重新上市至2026年10月，市值由约212亿美元增至735亿美元，达到原来的3.5倍。在互联网泡沫、金融危机、疫情等冲击后，随着盈利恢复和业务扩张不断迈上新的台阶。

图：欧美酒店集团股价涨跌幅（前复权）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：欧美酒店集团历史市值（亿美元）

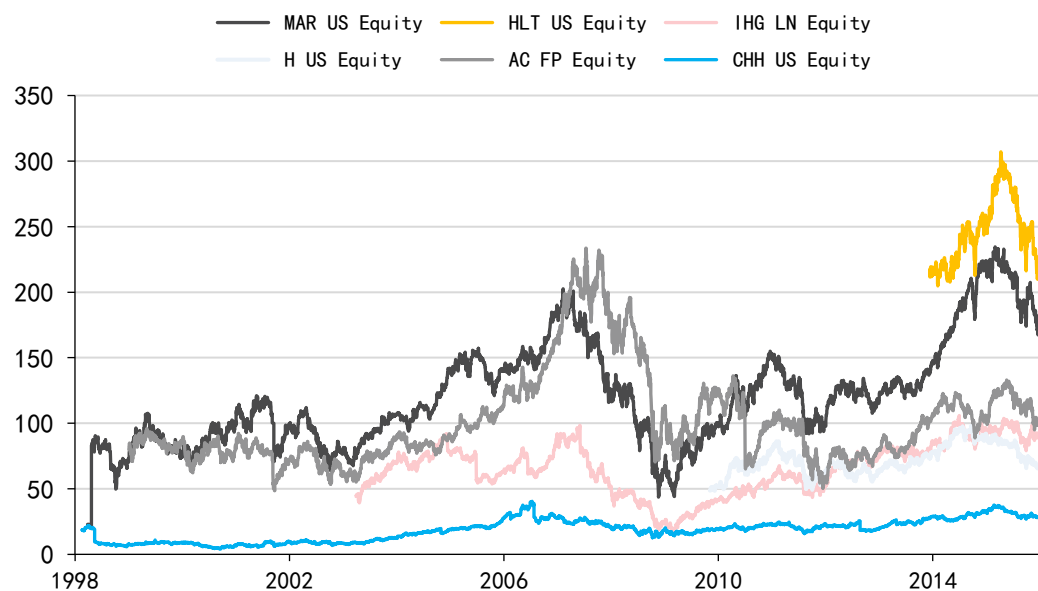


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

股价复盘：市值分阶段走势差异，前期周期主导，后期强者恒强

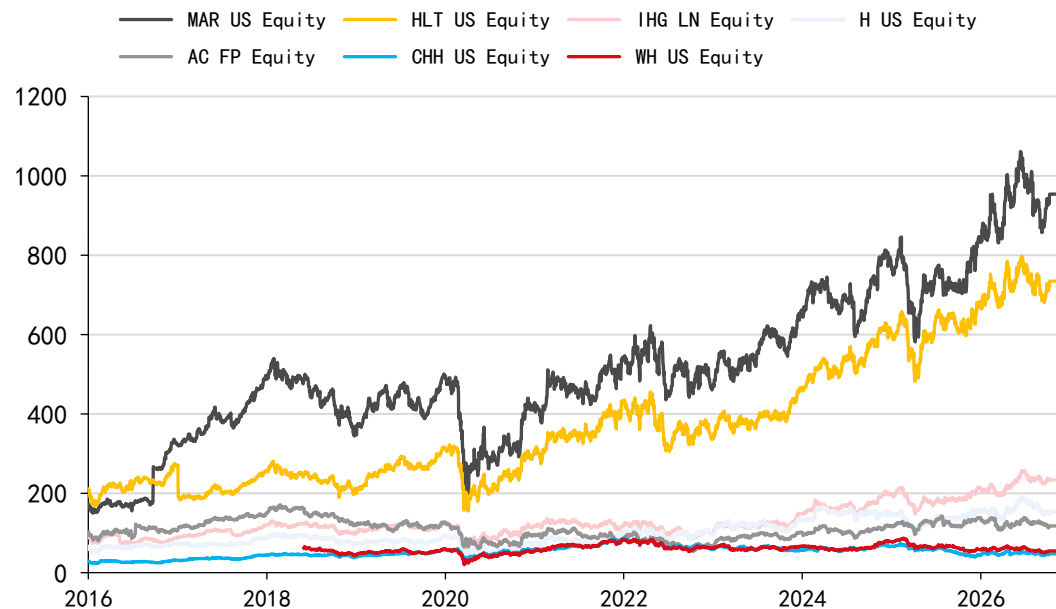
■ 周期复苏提供共同背景，复苏后的持续扩张和现金创造进一步拉开集团差距。金融危机后，万豪、洲际2014年末市值为危机低点的约5.1倍、5.4倍，当年恢复至危机前高点，反映需求恢复的共同拉动，两轮复苏速度不同还需结合冲击性质理解。2016年万豪收购喜达屋、2017年希尔顿完成分拆，进一步强化品牌网络与轻资产平台。以2019年末为统一基准，截至2026年10月9日，万豪、希尔顿、洲际、凯悦、雅高、精选国际和温德姆的市值分别为当时的1.93倍、2.35倍、1.86倍、1.66倍、0.93倍、0.82倍和0.92倍，长期表现明显分化。复苏后分化的关键，在于品牌矩阵复制能力和全球会员、渠道网络质量：品牌组合扩大客群和区域覆盖，会员及渠道持续输送客源、降低获客成本，增强业主吸引力并带动客房和收费增长。因此，周期影响阶段性涨跌，平台扩张与现金兑现决定复苏后的分化。

图：1998—2015年欧美酒店集团市值（亿美元）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：2016年以来欧美酒店集团市值（亿美元）



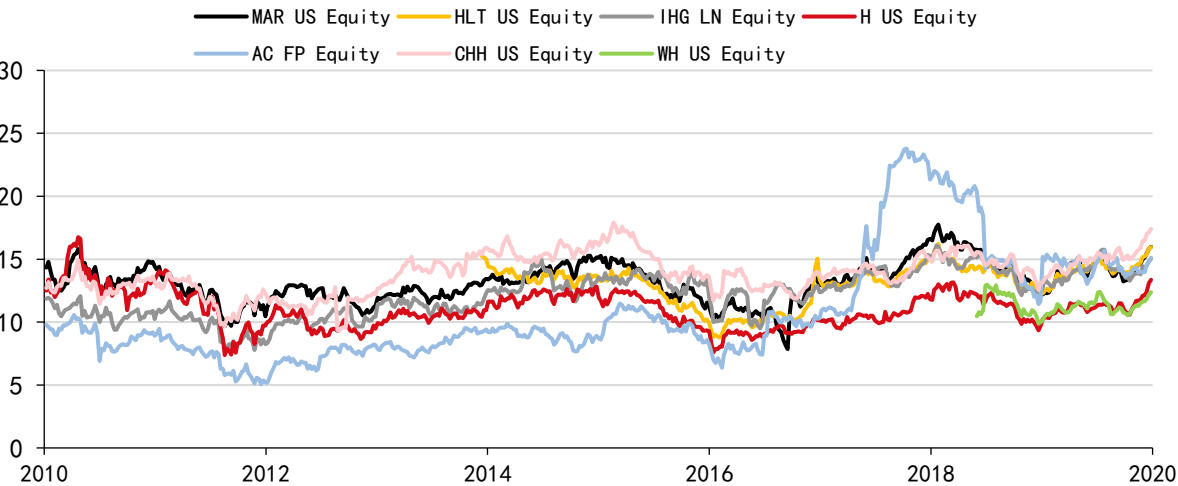
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

估值差异：周期影响分化，估值中枢明显分层

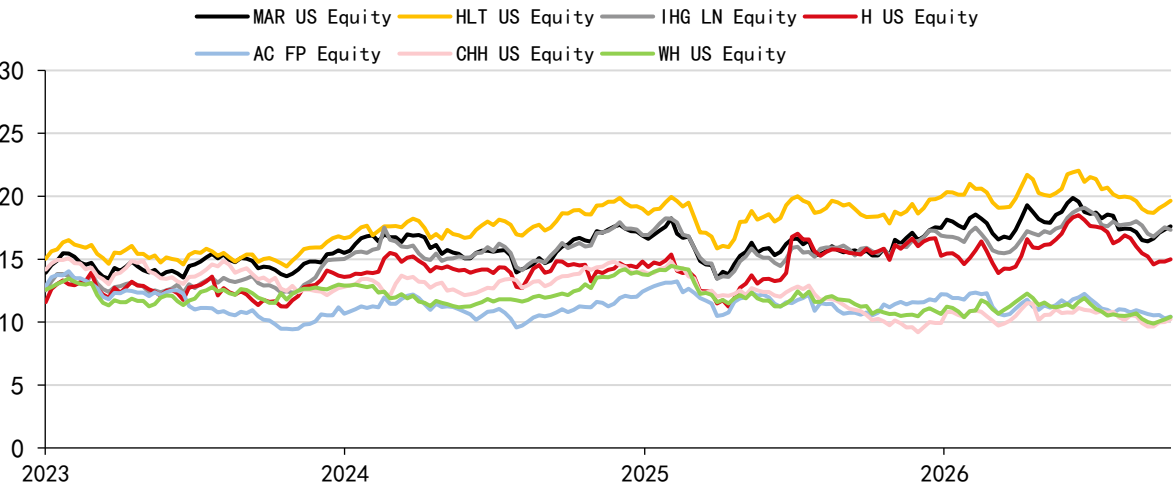


■ 欧美酒店集团估值持续受到周期影响，同时随平台化发展形成分层。按彭博远期EV/EBITDA数据，2023年至2026年10月9日，希尔顿、万豪、洲际、凯悦、精选国际、温德姆、雅高平均估值依次为17.9、16.0、15.4、14.3、12.5、11.9、11.4倍。相比2010—2019年，前四家分别由13.1、13.2、12.2、11.0倍上移，精选国际由13.9倍回落，温德姆、雅高小幅提高。

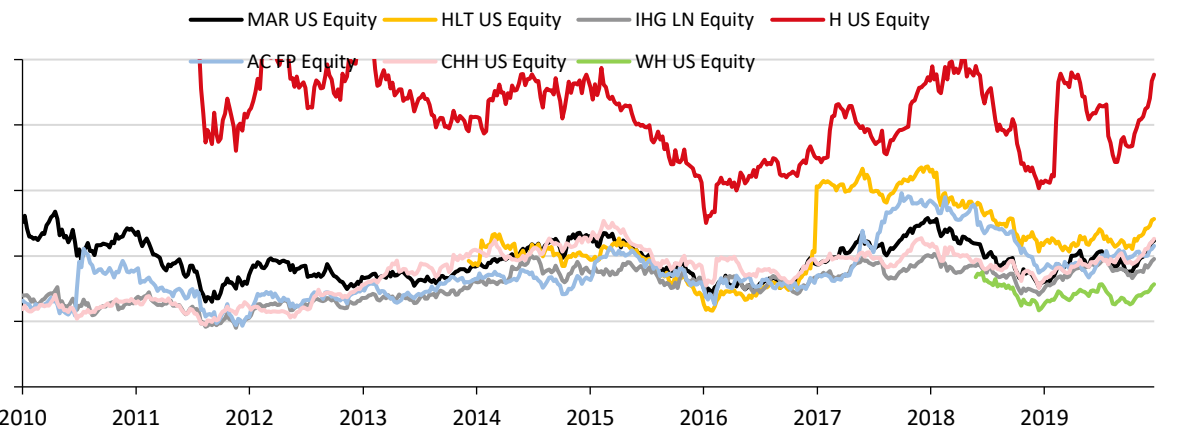
图：2010—2019年海外酒店远期EV/EBITDA



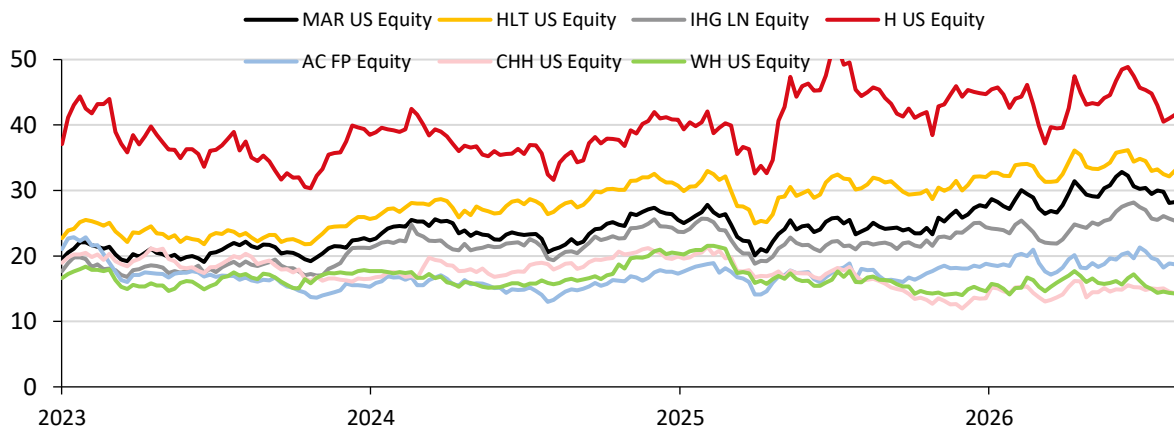
图：2023—2026年海外酒店远期EV/EBITDA



图：2010—2019年海外酒店远期PE



图：2023—2026年海外酒店远期PE



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

股价增长因子：经营兑现、估值变化与每股增厚共同助力



经营兑现决定增长基础。2013—2025年，万豪、希尔顿门店年均增长7.9%、6.9%，利润分别增长12.6%、12.1%，利润扩张快于网络规模。

每股表现还受到股本变化影响。万豪、希尔顿EPS分别年均增长13.9%、14.5%，高于利润增速。

估值中枢的变化存在差异。万豪、希尔顿的年度平均EV/EBITDA由2013年的12.4倍、15.1倍升至2025年的16.0倍、18.6倍，PE均值亦抬升；希尔顿2013年仅含上市后少量有效值。精选国际的两项均值均回落。

表：海外酒店集团市值、估值及经营增长拆分

公司	统一区间	市值CAGR	2013年PE均值	2025年PE均值	EV/EBITDA 2013均值	EV/EBITDA 2025均值	门店CAGR	收入CAGR	利润CAGR	EPS CAGR
万豪	2013—2025 12年	15.5%	16.9	24.6	12.4	16.0	7.9%	6.2%	12.6%	13.9%
希尔顿	2013—2025 12年	9.7%	19.0	30.1	15.1	18.6	6.9%	1.8%	12.1%	14.5%
洲际	2013—2025 12年	7.8%	14.0	22.3	11.3	15.8	3.3%	8.7%	6.1%	11.0%
凯悦	2013—2025 12年	5.8%	44.2	42.5	10.5	14.7	8.9%	4.5%	1.7%	6.2%
雅高	2013—2025 12年	3.5%	15.0	17.3	8.4	11.7	4.2%	0.2%	11.2%	9.4%
精选国际	2013—2025 12年	3.6%	18.0	16.6	14.3	11.9	1.5%	6.8%	10.4%	12.6%
温德姆	2018—2025 7年	3.5%	—	16.8	—	12.0	-1.2%	-3.8%	2.5%	6.4%

资料来源：各公司公告、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

- 行业需求变化仍影响阶段性定价，长期分层还需考察平台能力与现金兑现。品牌矩阵扩大客群及物业覆盖，会员和渠道支持客源复用，新增网络又扩大变现基础；但规模、加盟占比或当期高返还都不能单独解释溢价。后文依次从行业景气、平台扩张、现金创造与股东回报展开，三个因子依次回答“当期经营怎样、增长能延续多久、最终能留下多少现金”。

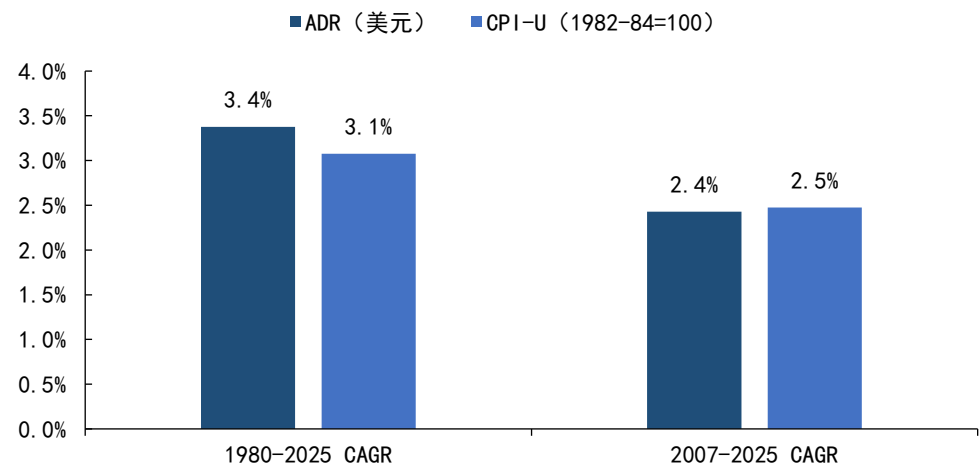
公司	统一区间	市值CAGR	2013年PE均值	2025年PE均值	2013年EV/EBITDA均值	2025年EV/EBITDA均值	门店CAGR	收入CAGR	利润CAGR	EPS CAGR
万豪	2013—2025 12年	15.5%	16.9	24.6	12.4	16.0	7.9%	6.2%	12.6%	13.9%
希尔顿	2013—2025 12年	9.7%	19.0	30.1	15.1	18.6	6.9%	1.8%	12.1%	14.5%
洲际	2013—2025 12年	7.8%	14.0	22.3	11.3	15.8	3.3%	8.7%	6.1%	11.0%
凯悦	2013—2025 12年	5.8%	44.2	42.5	10.5	14.7	8.9%	4.5%	1.7%	6.2%
雅高	2013—2025 12年	3.5%	15.0	17.3	8.4	11.7	4.2%	0.2%	11.2%	9.4%
精选国际	2013—2025 12年	3.6%	18.0	16.6	14.3	11.9	1.5%	6.8%	10.4%	12.6%
温德姆	2018—2025 7年	3.5%	—	16.8	—	12.0	-1.2%	-3.8%	2.5%	6.4%

资料来源：各公司公告、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 全球格局与估值分化，对长期定价的启示
- 【 02 】 因子一 · 行业景气：影响阶段性估值
- 【 03 】 因子二 · 平台扩张：支撑长期估值中枢
- 【 04 】 因子三 · 现金与回报：增强估值支撑
- 【 05 】 中国投资启示：平台积累与价值兑现

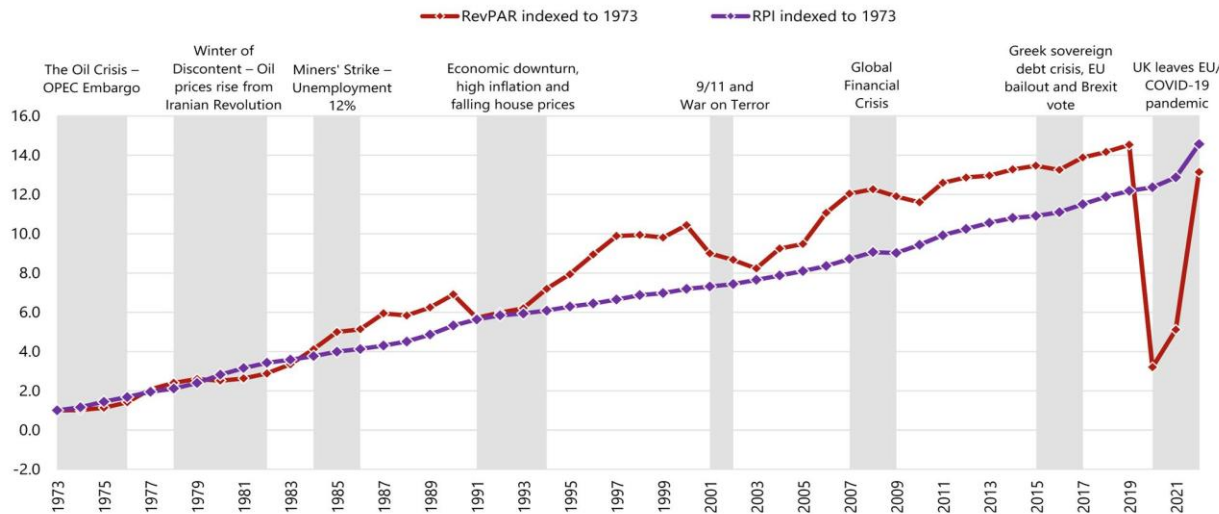
- 酒店收益管理动态定价，RevPAR仍主要受行业供需和经营景气影响。酒店行业收益管理体系成熟，动态调整房价，因此定价灵活性远高于写字楼、商场等长期租赁业态。伦敦酒店市场1973至2022年间的年均房价增速长期跑赢通胀约0.75个百分点，两者相关系数高达0.97。1980至2025年，美国酒店ADR年均增长3.3%，略高于CPI指数涨幅，体现日定价业态的通胀转嫁能力。
- 跨阶段观察，景气并不足以单独解释集团估值中枢变化。进入成熟期后优势明显收窄，美国酒店ADR 2007至2025年年均增速仅2.4%，已基本与物价涨幅持平。真正支撑国际酒店集团盈利增长的不再是房价本身，而是品牌、会员体系、收益管理及轻资产收费模式，物业经营与品牌经营逐步分离。

图：美国酒店ADR与通胀指数



资料来源：STR、美国劳工统计局（BLS），FRED，国信证券经济研究所整理

图：伦敦酒店RevPAR与RPI累计指数（1973=1）



资料来源：HVS，国信证券经济研究所整理

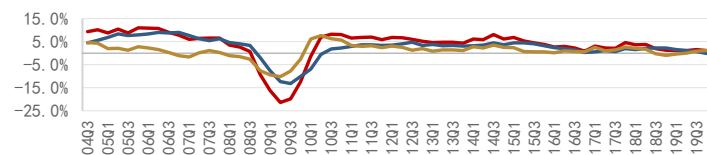
酒店量价比较：同季度CAGR显示增长来源分化



景气变化先体现为量价组合。2015Q4—2019Q4CAGR拆分：万豪、雅高以价格贡献为主，ADR分别增长1.2%、3.0%，入住率分别增长0.2%、1.1%。

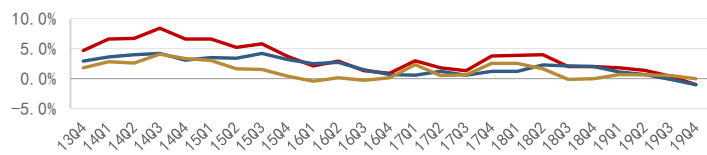
— RevPAR同比 — ADR同比 — 入住率同比

万豪（2004Q3—2019Q4）



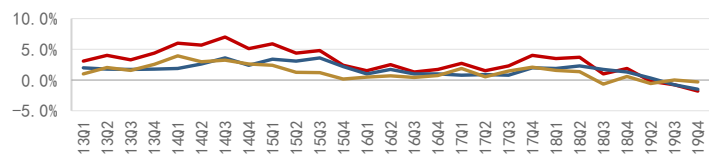
资料来源：万豪，国信证券经济研究所整理

希尔顿（2013Q4—2019Q4）



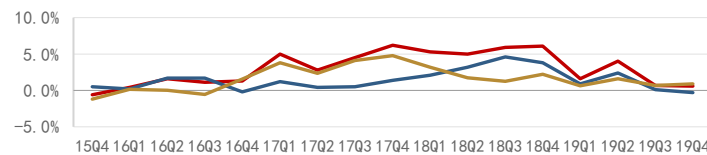
资料来源：希尔顿，国信证券经济研究所整理

洲际（2013Q1—2019Q4）



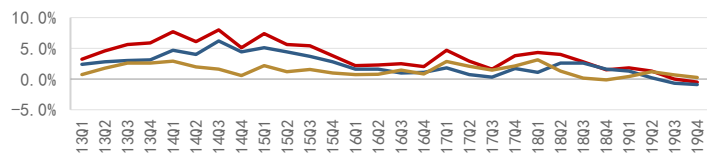
资料来源：洲际，国信证券经济研究所整理

雅高（2015Q4—2019Q4）



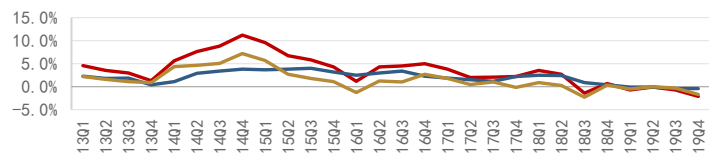
资料来源：雅高，国信证券经济研究所整理

凯悦（2013Q1—2019Q4）



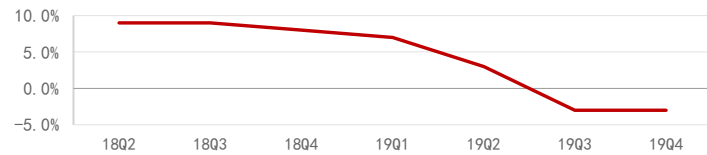
资料来源：凯悦，国信证券经济研究所整理

精选国际（2013Q1—2019Q4）



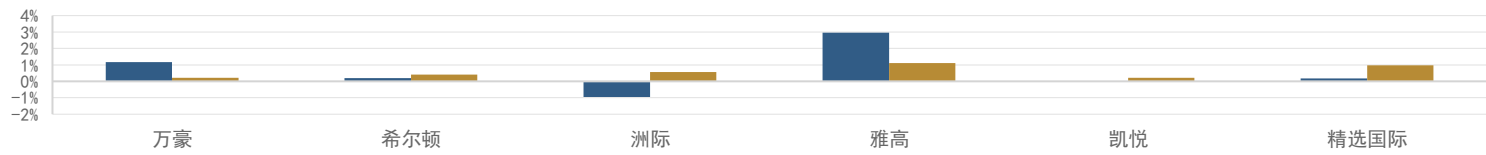
资料来源：精选国际，国信证券经济研究所整理

温德姆（2018Q2—2019Q4）



资料来源：温德姆，国信证券经济研究所整理

Q4 CAGR (4 years)

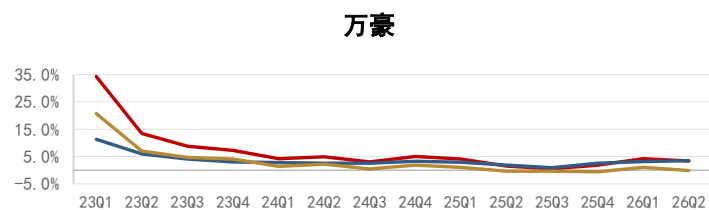


资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

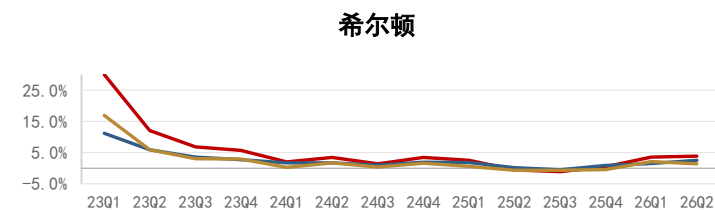
酒店量价比较：近年CAGR体现价格韧性与需求分化

■ 近期量价表现分化。2023Q2至2026Q2：万豪、洲际ADR的CAGR分别为1.8%、1.5%，入住率CAGR为-0.1%、-0.2%，价格支撑RP增长。希尔顿ADR / 入住率CAGR为0.7% / 0.1%，雅高房价增长0.9%、入住率近乎持平，凯悦为1.5% / 0.7%，体现量价齐升。精选国际ADR / 入住率CAGR为-0.6% / -0.2%，RP下降0.8%，温德姆RP增长0.4%。

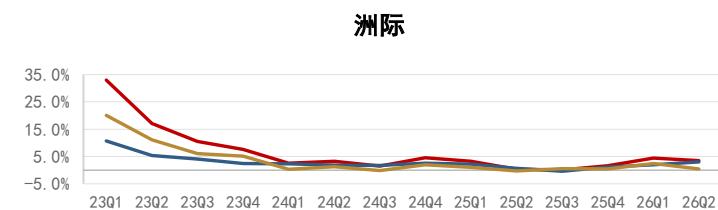
— RevPAR同比 — ADR同比 — 入住率同比



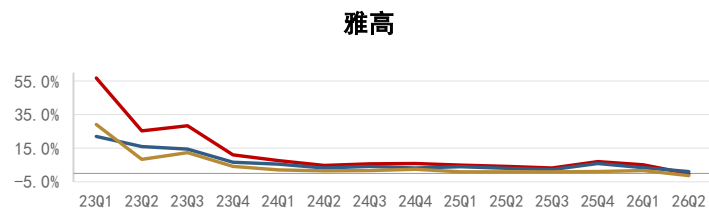
资料来源：万豪，国信证券经济研究所整理



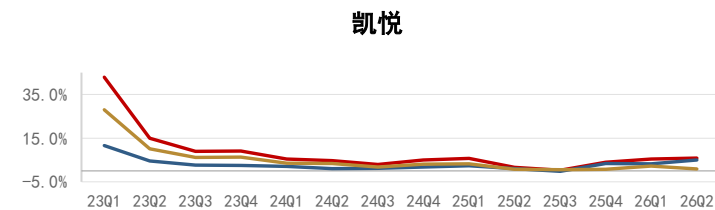
资料来源：希尔顿，国信证券经济研究所整理



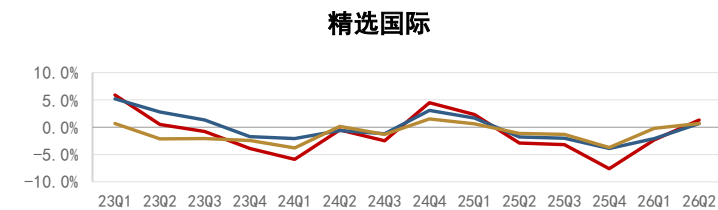
资料来源：洲际，国信证券经济研究所整理



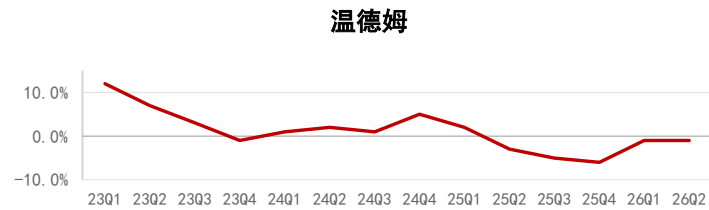
资料来源：雅高，国信证券经济研究所整理



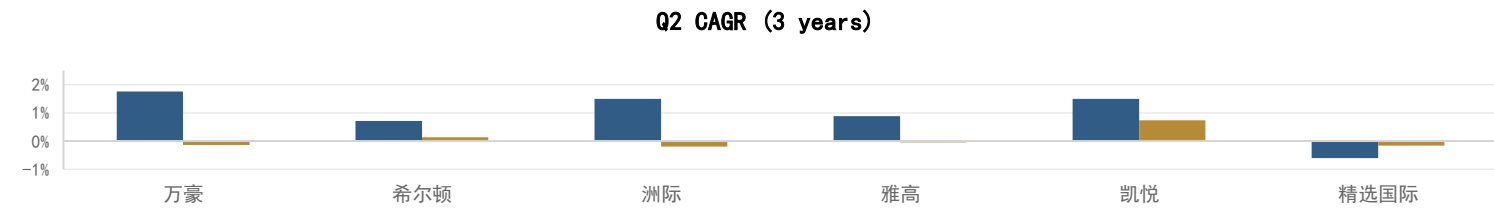
资料来源：凯悦，国信证券经济研究所整理



资料来源：精选国际，国信证券经济研究所整理



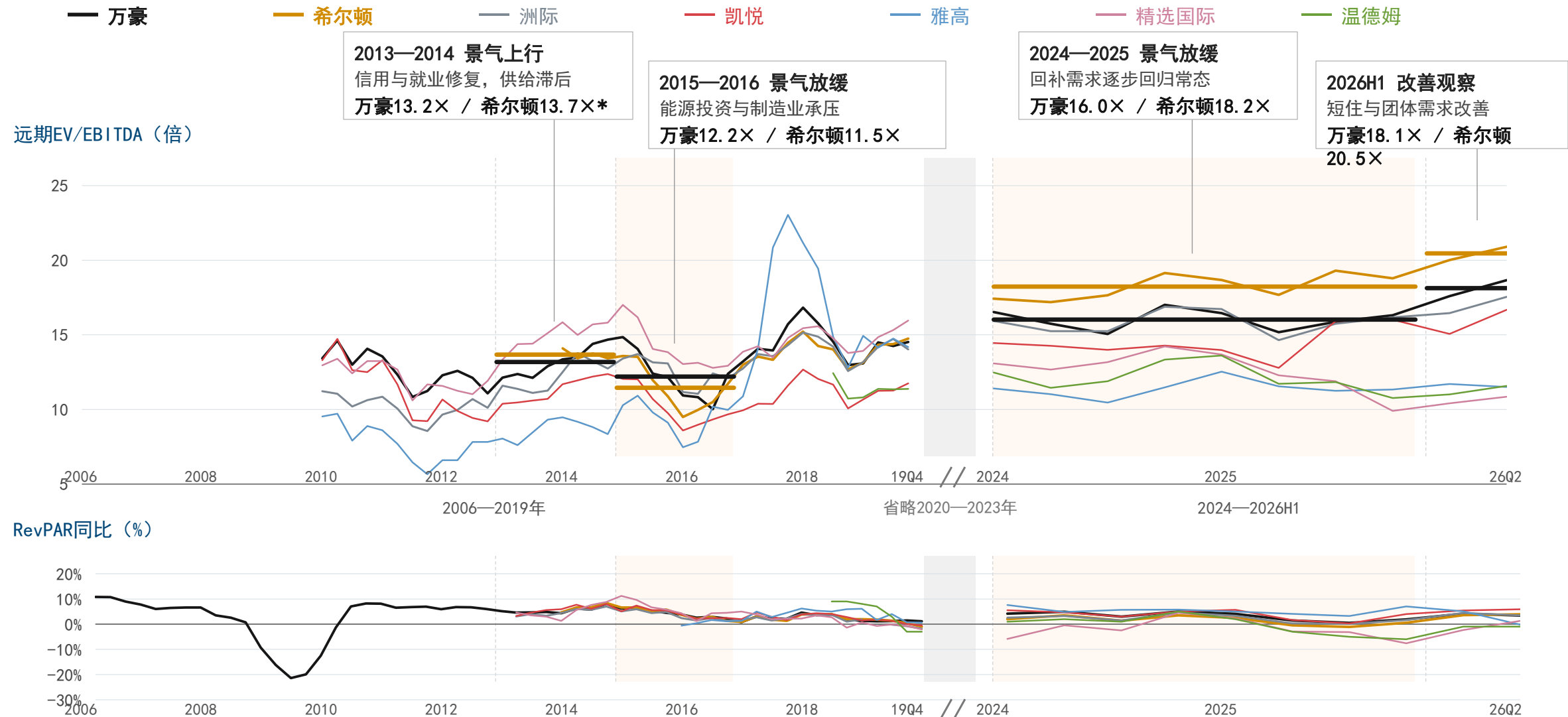
资料来源：温德姆，国信证券经济研究所整理



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

RevPAR与估值举例：周期内波动，平台阶段间中枢变化

■ 行业景气影响阶段性定价；比较长期中枢，还需结合平台扩张与现金兑现。



资料来源：Bloomberg、各公司公告，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 全球格局与估值分化，对长期定价的启示
- 【 02 】 因子一 · 行业景气：影响阶段性估值
- 【 03 】 因子二 · 平台扩张：支撑长期估值中枢
- 【 04 】 因子三 · 现金与回报：增强估值支撑
- 【 05 】 中国投资启示：平台积累与价值兑现

平台建设：2016—2019年集中强化，各家并非同年完成



- 会员整合、轻重分离与矩阵补位，改变网络的复制基础。

集团	平台能力强化的关键节点
万豪	2016年并入喜达屋；2018年统一会员权益；2019年Bonvoy收购扩大网络，会员整合促进跨品牌复用
希尔顿	2017年拆分Park及HGV，品牌收费主体更清晰 Home2、Tru及后续Spark持续扩充产品
洲际 / 雅高	洲际较早形成收费平台，2022年升级IHG One Rewards 雅高2016年FRHI、2018年出售Accor Invest控制权、2019年ALL
凯悦 / 精选 温德姆	凯悦持续处置物业并拓展精选服务与全包度假 精选、温德姆早已加盟为主，后续以收购及新品补位



新增目的地与品牌丰富会员使用场景，循环能否持续，最终以业主回报和有经济贡献的净扩张验证。

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

- 美国成熟的酒店市场形成物业投资、品牌授权与现场运营相分离的分工体系，主要分为加盟自营、加盟加第三方管理、委托品牌管理，以及自有或租赁经营四类。专业业主承担物业投资和经营风险，品牌集团提供会员、预订、营销及标准，现场运营可由业主、第三方或品牌负责。轻资产降低集团复制网络的资本投入，但业主回报仍约束持续开发。
- 不同模式的差异在于谁运营、谁取得酒店收入、向谁付费。加盟模式支付品牌及平台服务费，另聘第三方还需支付运营管理费；委托品牌管理通常收取基础费及符合条件的激励费。自有或租赁经营则由集团取得客房、餐饮等收入，承担资产、租金及经营损益。
- 具体收费按单一合同理解，不能把不同案例拼为统一费率。万枫2026年美国FDD权利金为房费5.5%、项目费3.85%，并有固定收费，2.5%营销基金已包含于项目费。Apple Hospitality的2025年合同中，约81%酒店采用浮动管理费，通常为总收入2.5%—3.5%。品牌与客源优势通过业主收益，进一步支持留存和新开发。

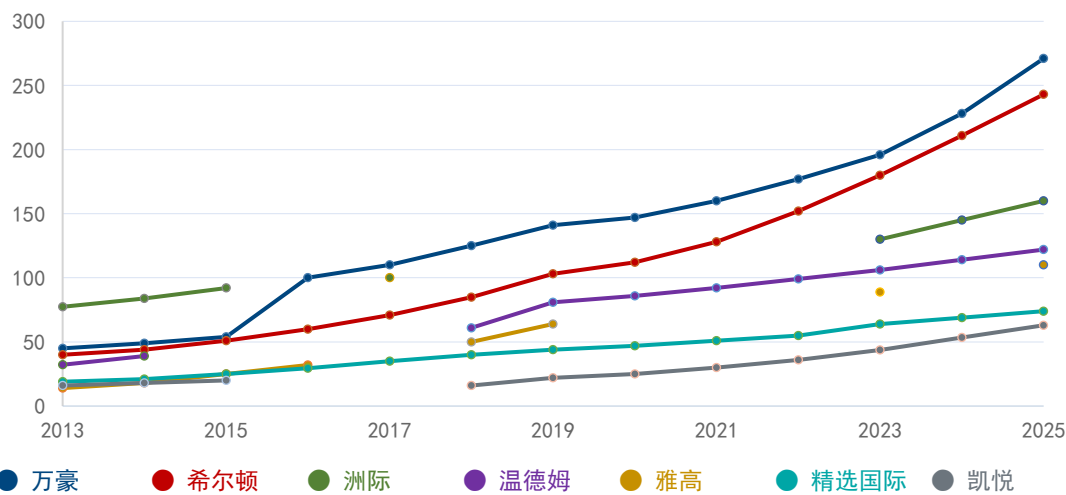
表：酒店经营模式、参与方及收费比较

经营模式	参与方与合同关系	现场运营与成本承担	收费方式及公开案例
① 加盟自营	业主 ↔ 品牌集团 业主自行运营酒店	业主投入物业资本 业主组织店长及团队 工资、经营成本由业主承担	付品牌：授权费+系统、营销及会员收费 例：万枫授权费5.5%×客房收入；项目费3.85%×客房收入+固定费，会员等另计
② 加盟+第三方管理	业主 ↔ 品牌集团 业主 ↔ 第三方管理公司	业主投入物业资本 第三方组织店长及团队 工资仍作为酒店经营成本	付品牌：加盟及平台收费 另付第三方：管理费，可附激励 Apple部分合同：2.5%—3.5%×总收入
③ 委托品牌集团管理	业主 ↔ 品牌集团 品牌集团受托运营	业主投入物业资本 品牌集团组织店长及团队 工资经济负担通常仍由业主承担	基础管理费：按酒店收入计提 激励管理费：按合同经营利润计提 系统等另计；品牌费按实际合同
④ 集团自有或租赁经营	自有：集团持有物业 租赁：物业业主 ↔ 集团	集团组织运营并承担经营损益 自有：承担物业资本 租赁：按租约承担租金等	取得客房、餐饮等营业收入 自有承担资产成本；租赁另付租金 集团内部管理费在合并报表抵销

资料来源：万豪、Apple Hospitality，国信证券经济研究所整理

- 在轻资产分工基础上，跨品牌与目的地网络扩大会员权益覆盖，也让单店接入本地营销范围以外的客源。2025年末，万豪会员接近2.71亿、希尔顿2.43亿、洲际超过1.60亿；温德姆、雅高、精选国际和凯悦分别超过1.22亿、1.10亿、7,400万及约6,300万。积分和会籍在品牌网络内通用，使会员能够在不同价格带、目的地和出行目的间持续消费，为新酒店提供可触达的需求基础。
- 会员规模已转化为较高的客源交付占比，但各家统计分母仍有差异。2025年万豪会员贡献全球68%、美加75%的房晚，洲际贡献全球66%的房晚；希尔顿会员约占总入住的67%。温德姆披露的是入住次数占比，全球超过37%、美国超过53%；凯悦为剔除全包酒店后的系统房晚约49%。
- 分层权益把高频与高消费客群留在网络内，是会员质量转化为业主价值的一条路径。万豪大使会籍同时要求100晚及2.3万美元年度合资格消费；希尔顿2026年新增至钻，房晚路径要求80晚及1.8万美元消费。洲际2017年曾披露最高等级Spire贡献四分之一会员收入，说明高等级客群可形成集中贡献。品牌议价权的客源基础，是能持续交付高频、高价值需求的会员网络；注册规模只有转成活跃度、直订与复购，才成为业主愿意付费的基础，并通过持续净扩张支撑长期估值。

图：七大酒店集团会员规模（百万人）



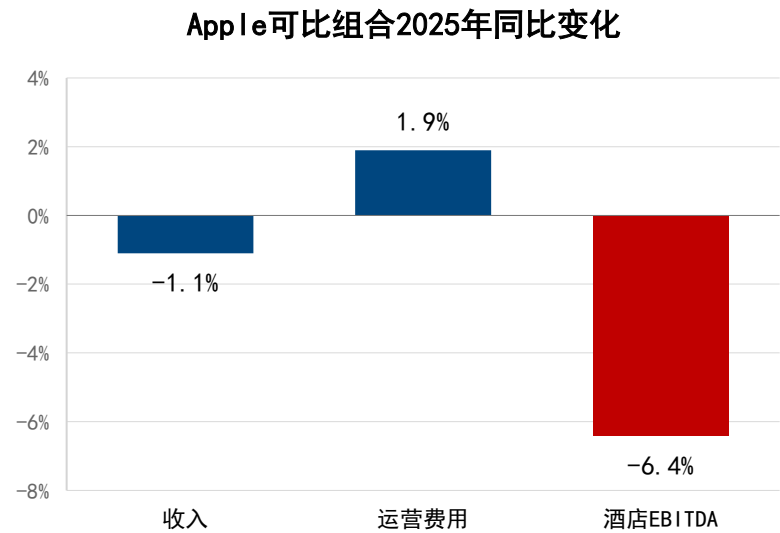
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

表：2025年酒店集团会员规模及客源贡献

集团	2025年末会员（百万人）	2025会员贡献及分母
万豪	近271	68%全球房晚；75%美加房晚
希尔顿	243	约67%总入住（occupancy）
洲际	>160	66%全球房晚
温德姆	>122	>37%全球入住次数；美国>53%
雅高	>110	未取得同年统一全球占比
精选国际	>74	未取得同年统一全球占比
凯悦	约63	约49%系统房晚，不含全包

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

- 单店收入小幅走弱就可能放大利润冲击。Apple可比酒店组合2025年收入下降1.1%，运营费用增长1.9%，酒店EBITDA下降6.4%；既有人工和物业成本未随收入减少，费用上涨进一步挤压利润。业主还需承担融资和更新支出，可用于翻新和开发的资金因而更加紧张。因此，品牌继续扩张既依赖增加销售，也涉及降低业主承担的体系服务费和酒店经营成本。
- 会员收费与兑换补偿已成为品牌直接向物业分享体系收益的工具。万豪2026Q2管理层披露，年初全球忠诚度charge-out费率下调约5%，并提高高需求积分兑换夜的业主补偿；希尔顿同期管理层称，忠诚度降费与RISE组合使适用酒店业主利润率改善75—100个基点。万豪通过减少会员体系收费、增加特定房晚补偿支持业主，希尔顿则将收费调整与经营支持相结合，品牌通过降低体系使用成本维护物业的参与吸引力。
- AI及平台效率优化。凯悦2026Q2称系统升级使每房PMS成本降低40%；精选国际称easy bid使团体RFP转化提高360个基点，并同期披露团体收入增长16%。采购集中议价可以降低物业支出，并让平台取得供应商服务费。



资料来源：Apple Hospitality，国信证券经济研究所整理

表：酒店集团维护业主收益的举措与披露

2026Q2披露	动作与作用环节	披露效果 / 性质
万豪	忠诚度charge-out降费 提高高需求兑换补偿	相关费率约降5% 管理层报告已实施
希尔顿	忠诚度降费+RISE 支持适用物业经营	业主利润率+75—100bps 组合效果，管理层报告
凯悦	PMS升级 减少系统成本	每房PMS成本—40% 管理层报告
精选国际	easy bid团体销售 采购集中议价	RFP转化+360bps 同期团体收入+16%

资料来源：万豪、希尔顿、凯悦、精选国际，国信证券经济研究所整理

龙头经过历史门店积累和关键机遇期的并购整合，带来强者恒强的局面



- 酒店是依靠长期扩张积累的慢生意，轻资产转移物业资本开支主体，会员、渠道与品牌矩阵则决定网络能否持续复制。既有规模需要不断转化为业主投资吸引力，才能支撑长期估值。在此背景下，龙头进一步成长一是来自品牌矩阵化布局后打开天花板，二是来自区域全球化发展，主要通过自我孵化或外部并购，后者也是突破排名的关键。
- 回溯数十年国际酒店龙头变迁，虽然经济周期起伏迭代，但国际酒店龙头总体相对稳定，中国龙头崛起、并购等带来龙头排位变化。但成熟品牌并不自动带来持续扩张，下文将从存量质量与矩阵接力解释集团分化。

表：全球酒店集团历史客房排名

中文简称	1992	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
万豪	6	3	3	3	3	3	2	2	2	3	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
锦江		22	17	17	13	13	12	9	9	10	9	5	5	5	2	2	2	2	2	2	2	2
希尔顿	8	4	4	4	4	4	4	3	3	2	1	2	2	2	3	4	3	3	3	3	3	3
华住						37	25	20	16	13	12	10	9	9	9	9	8	7	6	5	4	4
洲际		1	1	1	1	1	1	1	1	1	3	3	3	3	4	5	4	4	4	4	5	5
温德姆		2	2	2	2	2	3	4	4	4	4	4	4	4	5	6	5	5	5	6	6	7
雅高	4	6	5	5	5	5	5	5	6	6	6	6	6	6	6	7	6	6	7	7	7	6
精选国际	5	5	6	6	6	6	6	6	5	5	5	7	7	7	7	8	9	8	8	8	8	8
首旅如家												38	8	8	10	10	10	9	9	9	9	9
凯悦	10	10	10	10	10	10	10	13	13	14	14	14	12	11	13	14	15	13	11	11	11	11
格林			221	88	59	22	52	27	18	16	15	13	13	12	12	13	12	11	12	12	13	12
最佳西方	3	7	7	7	7	7	8	8	8	8	10	9	10	10	11	11	11	10	10	10	12	13
德胧																		16	17	14	14	14
东呈											38	32	23	15	14	12	13	14			15	15
亚朵																				19	18	16

资料来源：HOTELS，国信证券经济研究所整理

表：海外酒店集团门店增速与扩张路径

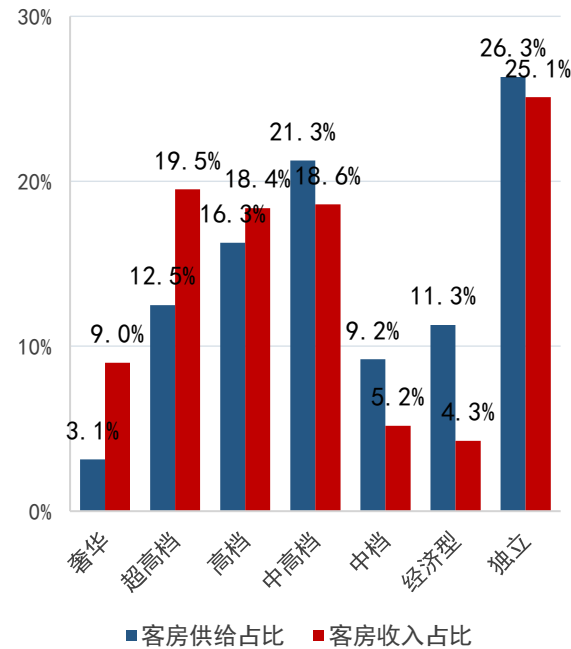
集团	门店CAGR	扩张路径	关键增长长期及驱动
凯悦	2010 - 25 8.8%	全服务起步，补精品、康养、全包度假和精选长住	2015 - 19增11.4%/年，Two Roads 2021 ALG并购补全包度假
万豪	2010 - 25 7.0%	精选服务/长住复制，并购补高端和地域，近年补中档转换	2015 - 19增13.5%/年，2016喜达屋带来规模及国际网络跳升
希尔顿	2013 - 25 6.9%	加盟基本盘持续复制，内部孵化长住、经济型及集合品牌	2015 - 19增7.3%/年；Home2、Tru及2023 Spark持续贡献新品
洲际	2010 - 25 3.0%	假日家族全球加盟，收购奢华精品，转换品牌补位	2015 - 19增4.1%/年，Kimpton并购近年voco、Garner转换品牌补位
雅高	2010 - 25 2.2%	欧洲经济中档起步，售物业并购奢华、生活方式及度假	2015 - 19增6.8%/年，FRHI、Mantra/Mövenpick扩组合与区域
精选国际	2010 - 25 1.4%	中档经济型加盟，长住与美洲高档收购补位	2018 WoodSpring、2022 Radisson 美洲带来阶段性增长
温德姆	2010 - 25 1.0%	经济型加盟，购La Quinta/Vienna House，推ECHO长住	2015 - 19增4.4%/年，2018 La Quinta收购补中高檔

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

增长分化背后：历史积累、主力品牌、多元矩阵

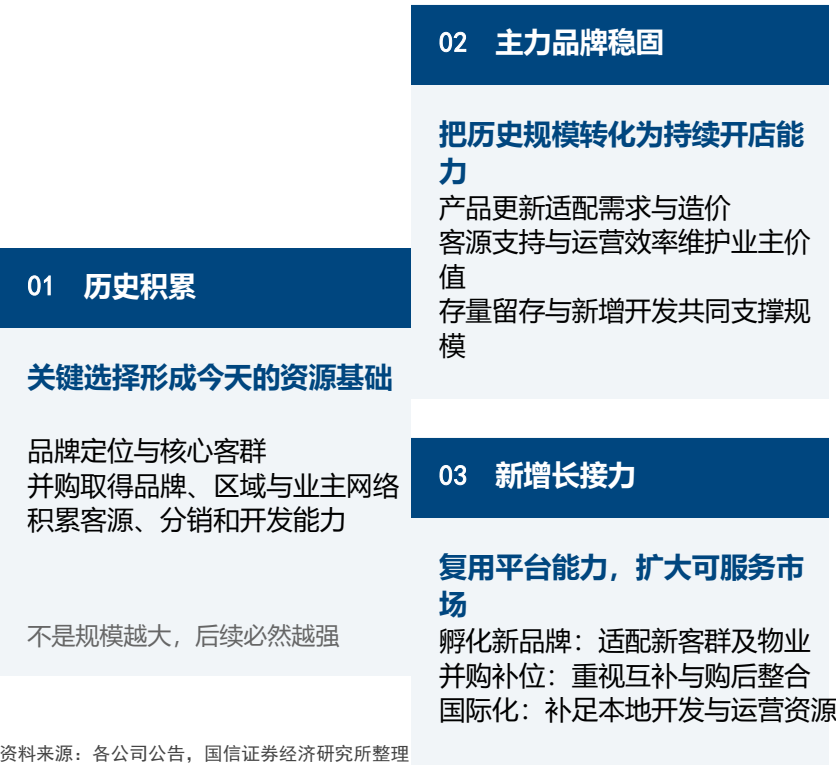
■ 酒店集团的长期扩张取决于历史品牌与会员积累，外显为主力品牌留存和矩阵接力能力。酒店行业经历了从“规模连锁”到“品牌平台”的产业升级。早期竞争核心在于通过加盟体系整合分散酒店、提升标准化效率；但随着消费者需求升级，行业竞争逐渐转向品牌认知、会员体系和用户粘性。在这一过程中，企业早期积累的资产类型决定了未来发展方向。历史战略选择决定品牌、区域和业主网络的起点；能否持续增长，取决于市场本身空间，以及既有品牌能否维护业主价值，并将客源、分销、开发与运营能力复用于新产品和新市场。从下图来看，美国市场中高档及以上连锁市场在全行业规模与收入占比分别超53%、66%；不同品牌合同退出率反映存量质量差异，并通过业主回报和新品牌开发影响后续扩张。

图：美国酒店不同档次的供给与收入份额



资料来源：CoStar/STR，国信证券经济研究所整理

图：历史路径与品牌矩阵塑造成长差异



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

表：代表品牌加盟退出率（2023—2025年）

集团	品牌	2023年	2024年	2025年
万豪	Courtyard	0.12%	0.67%	0.66%
万豪	Fairfield	1.06%	1.31%	1.20%
万豪	Residence Inn	0.52%	0.89%	1.13%
万豪	Sheraton	3.40%	2.11%	1.43%
希尔顿	Hampton (Inn+Inn & Suites)	0.47%	0.72%	0.68%
希尔顿	Hilton Hotels & Resorts	1.06%	3.17%	1.60%
希尔顿	Hilton Garden Inn	0.40%	0.67%	0.53%
希尔顿	Home2 Suites	0.00%	0.17%	0.00%
希尔顿	Tru	0.00%	0.00%	0.00%
希尔顿	Spark	—	0.00%	1.10%
希尔顿	Curio Collection	1.49%	2.82%	3.75%
希尔顿	DoubleTree	1.13%	4.16%	2.51%
精选国际	Comfort (品牌家族)	2.18%	2.58%	3.25%
精选国际	Quality	3.92%	3.09%	6.11%
精选国际	Sleep Inn (含套房产品)	2.13%	5.39%	4.63%
精选国际	Econo Lodge	7.69%	8.12%	10.11%
精选国际	Cambria	0.00%	7.46%	8.96%
精选国际	WoodSpring Suites	0.47%	1.70%	0.00%
精选国际	Ascend Collection	8.05%	10.73%	9.89%
凯悦	Hyatt Place	0.97%	0.63%	0.63%
凯悦	Hyatt House	3.00%	1.87%	0.00%
凯悦	Hyatt Regency	0.00%	2.50%	2.44%

资料来源：各品牌特许经营披露文件，国信证券经济研究所整理

七大酒店集团品牌矩阵历史演进（一）



■ 在历史积累基础上，成熟基本盘以需求广、可持续复制的主力品牌支撑规模，如精选服务或长住品牌。万豪、希尔顿以全服务、精选服务和长住构成多产品基础，洲际依靠假日家族，雅高依靠经济中档品牌，精选国际与温德姆以经济中档加盟网络为主，凯悦则从高端全服务延伸至精选服务。

原生 / 自主孵化

收购引入及重塑谱系

合资 / 授权合作

表：万豪、希尔顿、洲际及凯悦品牌矩阵演进

集团 / 覆盖率	早期基本盘及关键来源（截至2013年）		品牌补位（2014—2019年）	产品、物业与区域扩展（2020—2025年）	补齐什么需求
万豪 Marriott 11个达标项 房量覆盖 65.1%	1957 Marriott Hotels 12.3% → 全服务商务酒店基盘 1983 / 1987 Courtyard 11.6% Fairfield 7.9% → 精选服务；覆盖更广价格带	1987 Residence Inn 6.5% → 补长住与套房物业 2010 Autograph Collection 4.3%+ → 吸纳保留个性的独立酒店 2013 Moxy Hotels 1.9%+ → 紧凑客房与生活方式客群	2014 Protea Hotels 0.4%★ → 补非洲区域网络 2016 喜达屋 Sheraton 8.3% · Westin 5.1% · Four Points 4.1%+ Tribute Portfolio 1.7%+ → 补高端/精选/软品牌与国际网络	2023 City Express 1.1%★ → 补拉美中端与区域业主网络 2024上线 MGM Collection 1.5%+ → 许可合作接入拉斯维加斯度假综合体	精选服务与长住构成复制载体 喜达屋补高端、软品牌及全球网络 区域收购、授权合作继续拓宽边界
希尔顿 Hilton 11个达标项 房量覆盖 89.8%	1925 Hilton 16.9% → 全服务酒店基盘 1991 Hilton Garden Inn 12.3% → 精选服务与开发商产品选择	1999 Promus Hampton 26.6% DoubleTree 11.9% · Homewood Suites 4.8%+ → 取得精选/全服务/长住基盘 2006 国际权益整合 → 重获全球Hilton/Conrad权益，衔接本土与海外 2009 Home2 Suites 7.1% → 面向长住的全套房产品	2014 / 2017 Curio Collection 2.8%+ Tapestry Collection 1.8%+ → 两个定位的集合品牌，吸纳独立物业 2016 Tru 2.4%+ → 更低价格带的精选服务产品	2023 Spark 1.5%+ → 经济型翻牌；降低存量物业接入门槛 2024起 战略伙伴酒店组合 1.7%+ → 接入独立精品及户外等住宿需求	Promus奠定精选、套房与长住矩阵 近年主要靠自创产品补位 软品牌和伙伴渠道吸纳非标物业
洲际 IHG 11个达标项 房量覆盖 88.7%	1988 / 1990 Bass Holiday Inn 22.0% Crowne Plaza 11.1% → 全服务与商务酒店网络 1990 Holiday Inn Express 34.2% → 大众商旅精选服务 1997 Staybridge Suites 3.7%+ → 长住与套房需求	1998 Bass InterContinental 7.5% → 补国际高端及奢华商务网络 2004 Hotel Indigo 2.5%+ → 本地特色精品酒店 2008 Holiday Inn Club Vacations 0.9%★ → 接入分时度假；历史模式节点	2015 Kimpton 1.6%+ → 补精品酒店与生活方式产品 2018 voco 2.5%+ → 高档转换型品牌，吸纳既有酒店	2021 Vignette Collection 0.7%+ → 集合品牌，保留独立酒店个性 2022/23 Iberostar Beachfront 2.0%+ → 补滨海度假与全包度假场景 2023 Garner 0.8%+ → 中端翻牌，扩展可接入物业	Holiday Inn家族覆盖大众商旅 收购补奢华与精品，孵化补转换型产品 合作扩大滨海度假与分时度假触点
凯悦 Hyatt 11个达标项 房量覆盖 80.9%	1967 / 1980 Hyatt Regency 26.6% Grand Hyatt 9.2% → 大型全服务与高端商务酒店	2005 / 2006→改牌 Hyatt Place 18.1% Hyatt House 5.5% → 由AmeriSuites/Summerfield补精选与长住	2015 / 2016 Hyatt Centric 4.0%+ · Unbound Collection 2.5%+ → 城市生活方式与独立精品物业 2018 Two Roads Alila 0.5%★ · Thompson★ · JdV★ Destination★ → 补生活方式、精品与度假体验 2019 UrCove 2.7%+ → 与首旅如家合资，补中国中高端商旅	2021 ALG Dreams 3.9%+ · Secrets 2.9%+ · Alua 2.3%+ → 补加勒比/墨西哥及欧洲全包度假网络 2024年底 Bahia Principe 3.1%+ → 50/50合资，补加勒比及西班牙度假网络	从全服务与高端底盘补入精选和长住 ALG使全包度假形成规模 中国合资与度假合资扩展区域触点

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

七大酒店集团品牌矩阵历史演进（二）



- 后续自主孵化依托既有会员、分销和开发平台，将细分住宿需求转化为可复制产品。如Fairfield精选服务、Home2长住，产品与成本边界清晰，可借助集团会员、分销及开发体系持续扩张；集合品牌则通过吸纳特色物业扩大覆盖。
- 收购通过取得已有品牌和门店网络，早期建立基本盘或后期加快补齐短板。如希尔顿收购取得Hampton，直接获得成熟商旅品牌；万豪收购喜达屋补充高端及国际网络。交易带来规模起点，持续增长仍取决于产品更新、平台整合与业主收益。

原生 / 自主孵化 收购引入及重塑谱系 合资 / 授权合作

表：雅高、精选国际及温德姆品牌矩阵演进

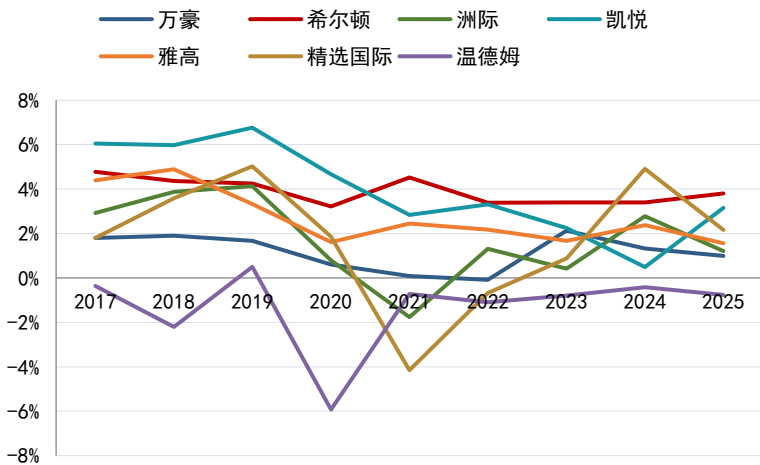
集团 / 覆盖率	早期基本盘及关键来源（截至2013年）		品牌补位（2014—2019年）	产品、物业与区域扩展（2020—2025年）	补齐什么需求
雅高 Accor 13个达标项 房量覆盖 84.5%	1967 / 1974 NOVOTEL 13.2% · IBIS 17.5% → 中端与经济型标准产品 1975 MERCURE 16.0% → 补中端网络与非标准化酒店	1997 / 2007 GRAND MERCURE 2.4%+ PULLMAN 5.1% → 本地文化高档酒店与高端商务产品 1999→2007 IBIS STYLES 8.6% → 澳洲All Seasons管理业务；后全球重塑 Etap→2011/12 IBIS BUDGET 7.2% → 更低预算与精简配置物业	2016 FRHI FAIRMONT 4.1%+ · SWISSOTEL 1.9%+ → 补奢华及高端全服务网络 2017 Rixos RIXOS 2.3%+ → 合资引入全包度假及土耳其/中东覆盖 2018 MOVENPICK 3.7%+ · MANTRA 1.7%+ → 补欧洲/中东高端与澳新公寓度假网络	2023 HANDWRITTEN 0.8%+ → 中端集合品牌，吸纳中小型个性酒店	原生与收购形成经济型—高档主干交易补奢华、亚太及全包度假经济型家族重塑与集合品牌吸纳物业
精选国际 Choice 11个达标项 房量覆盖 93.9%	1939 起源 Quality Inn 22.6% → 经济型/中端基础网络；非后来收购引入 1981 Comfort 27.3% → 标准化中端客房与套房家族 1986 / 1990 Clarion 5.6% · Econo Lodge 5.6% Rodeway 3.7%+ → 名称权及经济型品牌补位	1996 / 2005 MainStay Suites 1.7%+ Cambria Hotels 1.6%+ → 中端长住与高档精选服务 2005 Suburban Studios 1.5%+ → 补经济型长住；原Suburban Extended Stay 2008 Ascend Collection 10.5% → 软品牌；独立酒店保留本地个性	2018 WoodSpring Suites 5.2% → 扩大经济型长住网络	2022 Radisson Americas组 8.7% → 补美洲中高档及区域网络	经济型与中端品牌家族构成底盘自创、收购共同补长住及高档产品Radisson交易扩大美洲品牌组合
温德姆 Wyndham 12个达标项 房量覆盖 79.3%	1990 / 1992 / 1993 整合 Ramada 13.5% Howard Johnson 5.1% · Days Inn 13.4% Super 8 10.4% → 整合经济型与中端品牌网络 1990年代末 Ramada Encore 1.4%+ → 有限服务中端；精简客房与公共空间	2005体系 Wyndham 6.3% Wyndham Garden 4.0%+ Wyndham Grand 3.3%+ → 高档、花园及度假产品谱系扩展 2006 Baymont 4.8%+ → 补美国中端有限服务网络	2017 / 2018 AmericInn 1.6%+ · La Quinta 9.9% → 补美国区域中端与精选服务覆盖 2017 Trademark Collection 5.7% → 软品牌；吸纳中高档独立物业	2022 Vienna House 0.8%☆ → 补欧洲中高档及区域网络 2022 ECHO Suites 0.3% → 经济型长住；新建标准化产品	前身连续收购积累经济型大众网络中高端与软品牌拓宽可接入物业近年向欧洲区域及经济型长住补位

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

过往品牌贡献度变化：一看主力品牌稳增长，二看矩阵化打开盈利天花板

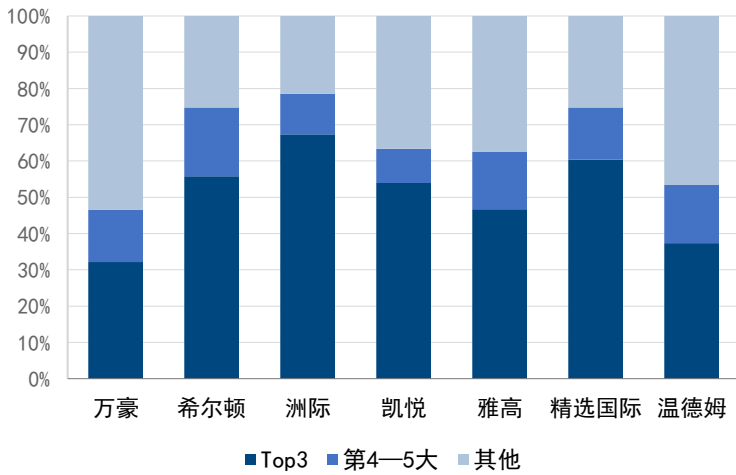
- 集团内TOP3主力品牌总体稳定，其增长构成集团扩张的基本盘。复盘来看，剔除收并购、品牌出售及统计口径变化后，单一集团前三大品牌总体稳定，变化更多体现为原有品牌的名次互换，仅少数品牌凭借较快扩张进入前三。按固定2025年TOP3品牌名单回溯，2025年合计房量增速中，希尔顿（3.8%）、凯悦（3.2%）相对领先，精选国际（2.2%）次之；雅高（1.6%）、洲际（1.2%）及万豪（1.0%）保持低速扩张，温德姆（-0.8%）。
- 主力品牌稳固后，矩阵接力进一步打开增长空间。2025年万豪、希尔顿和洲际前三大品牌房量占比分别为32.2%、55.8%和67.4%，前五大分别为46.5%、74.7%和78.6%。万豪更多由中等体量品牌共同构成网络，洲际则仍由Holiday Inn家族等基础品牌支撑。**万豪与希尔顿的增长来源已经向原有前三大之外扩散，雅高则仍更多依靠基础品牌。**2013—2019年和2019—2025年，两个阶段前三大对净增的贡献，万豪由14.0%降至7.0%，希尔顿由47.3%降至34.1%；雅高由25.3%升至32.1%。前两家更多品牌开始承担扩张，雅高的增量相对向基础品牌集中。
- 行业成熟期明显增量主要发生在已经建立的产品体系内部，新品牌从推出到接棒仍需较长积累。2019—2025年，万豪、希尔顿和雅高期初已列示品牌分别贡献83.0%、84.9%和86.7%的系统净增；万豪其他期初品牌增加30.33万间，显著高于期初前三大的2.79万间。这一阶段的主要增量仍来自既有品牌，新推出品牌的贡献尚需积累。产品储备支撑后续扩张，也体现会员和渠道的复用价值。

图：前三大品牌房量同比



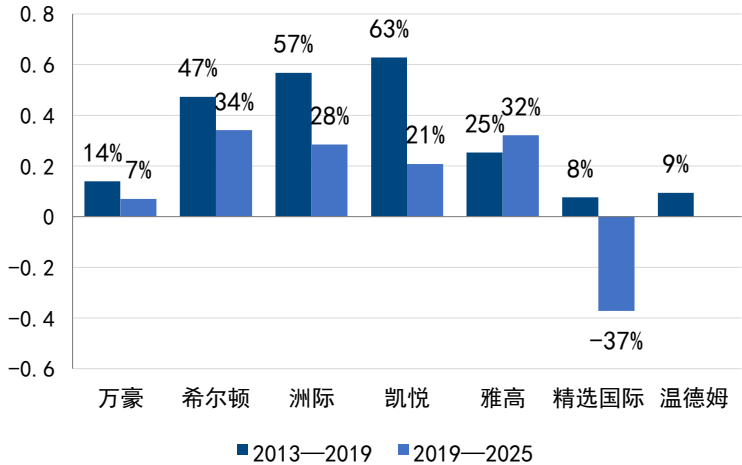
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2025年品牌房量构成



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Top3品牌净增贡献



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

并购整合：集中度跃升之路，收购后整合是关键



- 酒店多品牌布局的核心在于突破单一品牌对住宿需求与物业类型的覆盖上限，收并购则加快补齐品牌、区域网络及运营能力。服装多品牌侧重区分风格、专业场景及消费身份，分散单一流行趋势变化的风险；美妆通过不同品牌建立价格、功效及渠道认知；茶饮则可在既有门店内通过新品和品类延伸维持活力。酒店的特殊性在于，产品定位与物业面积、设施配置、服务强度及投资成本长期绑定，同一品牌难以同时覆盖经济型商务、长住与豪华度假等差异显著的需求。因此，集团以多品牌匹配不同客群及业主投资模型，共享会员、预订与分销体系。
- 在矩阵接力中，收并购能够补齐细分领域与运营能力，重新定位后仍可形成持续扩张的品牌。凯悦2005年收购143家AmeriSuites，并提出购后超过1.5亿美元的改造及营销计划，随后以Hyatt Place新品牌重塑。2021年以约27亿美元收购ALG，取得Secrets、Dreams等全包度假品牌，以及度假套餐分销、会员俱乐部和目的地服务业务。按原有六个主要酒店品牌汇总，客房由2021年末的3.15万间增至2025年末的4.11万间，复合增速约6.9%。
- 大型多品牌整合扩大了平台规模，也需要维护原有会员和业主继续参与的意愿。万豪收购喜达屋扩大高端及国际化布局，2016年3月修订方案给予每股21美元现金及0.8股万豪股票，按当时股价对应股权价值136亿美元；9月交割并入38.14万间客房，品牌由19个增至30个。万豪先互通会员，2018年统一计划、2019年推出Bonvoy，并承认既有终身会籍、保留部分品牌权益差异。Sheraton同时推进产品焕新，截至2019年约一半酒店已完成、正在或承诺改造。统一平台扩大跨品牌使用，权益衔接与物业更新支持业主留存，网络扩大又促进会员复用，形成扩张飞轮。

表：海外酒店集团重点收购及整合

集团	时间及关键交易	并购效果	并购后整合
万豪	2012 Gaylord；2014 Protea；2015 Delta 2016 喜达屋；2023 City；2025 citizenM	喜达屋并入38.14万房，补高端与国际地区品牌、会展及平价中档持续补位	2018年统一会员、2019年Bonvoy系统纠错、旧库处理及Sheraton更新
希尔顿	2006 Hilton International 2024 Graduate	重建统一全球网络，取得约10.2万房 Graduate补充大学城生活方式产品	全资控制会员与预订平台 Graduate于2024年9月接入Honors
凯悦	2005 AmeriSuites；2006 Summerfield 2018 Two Roads；2021 ALG 2024 Standard；2025 Playa	由精选服务及长住扩至生活方式、全包 Playa含已在体系酒店，新增需去重	重塑Hyatt Place / House，分批接入会员 Playa购后出售地产、保留长期管理
洲际	2003 Candlewood；2015 Kimpton 2018 Regent；2019 Six Senses；2025 Ruby	补充中档长住、精品及顶端奢华 2025 Kimpton85店、Regent11店	Kimpton于2018年并入会员 Six Senses及Ruby逐店接入，权益有差异
雅高	2016 FRHI 2018 Mantra、Mövenpick	补充奢华、北美客源及澳新运营 2025 FRHI三品牌合计168店	设奢华业务部门，保留品牌特色 2018年三套FRHI会员并入Le Club
精选国际	2018 WoodSpring 2022 Radisson Americas	补长住及中高端；Radisson权利限美洲 WoodSpring由239店增至2025年284店	Radisson于2023年宣布16个月完成整合 WoodSpring不参加Choice Privileges
温德姆	2005 Wyndham品牌；2008 Microtel / Hawthorn 2018 La Quinta	补高端管理、新建经济型及长住 La Quinta2025房量低于交易时规模	2019年主要系统及会员迁移完成 并购后仍面临品牌开发与存量维护

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

- 美国经济与跨境出行扩张为酒店国际化提供客源基础，品牌随海外经营输出标准化住宿体验。1953—1965年美国实际GDP累计增长约55%，商务活动及居民消费扩张构成酒店出海的经济背景。泛美航空创始人1946年创立洲际、1949年在巴西开出首店，直接补充航线目的地住宿供给。此后，美系酒店将标准化客房、预订服务及商务社交设施带入海外市场，降低跨境旅客对陌生目的地的服务不确定性。
- 并购成熟网络与本地合作开发共同推动国际化，品牌授权及联名合作扩大了海外物业接入范围。万豪收购Renaissance及喜达屋补充海外网络，希尔顿2006年收购Hilton International取得392家酒店、约10.2万间客房。在中国，万豪2016年与东呈签署万枫独家发展协议，至2025年9月在华开业及筹建合计150家；2024年再与德胧合作，以特许经营及联名方式将部分开元名都等高端酒店接入臻品之选，并连接双方预订渠道及会员体系，截至2024年底签约8个项目。希尔顿与铂涛合作的Hampton至2024年3月在华达到400家，雅高与华住的总特许经营合作至2023年初已推动450家酒店开业。本地伙伴既支持标准品牌开发，也为国际平台提供高端物业接入渠道。
- 国际化扩大会员出行覆盖，但海外房量不等于有效客源和经济贡献，不同区域的单房收费贡献仍有明显差异。万豪从墨西哥延伸至欧洲，再通过跨国并购扩大覆盖。喜达屋交易完成前后，剔除分时度假业务，其北美以外客房由2015年末17.25万间增至2016年末38.20万间，占比由23.1%升至32.7%；不过2025年北美收入与利润依旧占比超70%，仍是利润基本盘。温德姆2025年海外客房占比达41.9%，但海外RevPAR及平均特许权使用费率分别为38.13美元、2.5%，低于美国的48.44美元、4.8%。

表：海外酒店集团区域房量分布

万豪	美加	欧洲	中东非	其他亚太	大中华	加勒比拉美	分时及游艇*
177.99万间	106.51 (59.8%)	16.73 (9.4%)	8.49 (4.8%)	15.73 (8.8%)	18.86 (10.6%)	9.31 (5.2%)	2.35 (1.3%)
希尔顿	美国	其他美洲	欧洲	中东非	亚太	分时度假*	
135.14万间	85.16 (63.0%)	7.44 (5.5%)	12.98 (9.6%)	4.25 (3.1%)	23.27 (17.2%)	2.04 (1.5%)	
洲际	美洲	EMEA	大中华				
102.62万间	52.92 (51.6%)	28.76 (28.0%)	20.94 (20.4%)				
凯悦	美国	其他美洲	大中华	其他亚太	欧洲	中东非	
37.28万间	16.93 (45.4%)	6.32 (17.0%)	5.08 (13.6%)	3.88 (10.4%)	3.94 (10.6%)	1.13 (3.0%)	
雅高	欧洲及北非	亚太	中东非其他	美洲			
88.14万间	36.01 (40.9%)	31.60 (35.9%)	9.80 (11.1%)	10.73 (12.2%)			
精选国际	美国	亚太	欧洲及中东	其他美洲			
65.68万间	49.70 (75.7%)	3.43 (5.2%)	6.99 (10.6%)	5.56 (8.5%)			
温德姆	美国	加拿大	大中华	其他亚洲	欧洲中东非	拉美	
86.89万间	50.51 (58.1%)	3.97 (4.6%)	13.32 (15.3%)	4.42 (5.1%)	10.02 (11.5%)	4.65 (5.3%)	

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

表：万豪2025年各区域门店、收入及利润占比

区域	门店占比	收入占比	利润占比
北美	69%	83%	73%
欧洲	15%	10%	14%
大中华区	7%	3%	5%
亚太（不含中国）	8%	5%	8%

资料来源：万豪，国信证券经济研究所整理

产品与物业扩张：长住覆盖细分需求，集合与转换接入存量



■ 在区域扩张之外，灵活翻牌、集合及长住品牌匹配不同物业和住宿需求，复用会员与渠道，拓宽持续开发空间，收费与标准酒店类似。

存量灵活翻牌以较灵活的改造标准吸纳既有酒店，扩大可接入物业范围。万豪以Four Points Flex接入中档存量酒店，2025年末房量0.78万间；希尔顿Spark通过改造及换牌接入体系，2025年末房量2.02万间。两者均为2019年之后推出的品牌。

集合品牌保留单店特色，共享集团会员及分销，适配难以套用统一设计的物业。万豪Autograph房量占集团比重由2019年2.73%升至2025年4.29%；希尔顿Curio由1.71%升至2.84%，Tapestry由0.43%升至1.77%，集合品牌的集团内占比持续提升。

长住品牌以厨房及服务配置覆盖较长住宿。万豪布局Residence Inn、TownePlace及Element，希尔顿以Homewood和Home2覆盖长住需求。2019—2025年Residence Inn与Home2房量CAGR为1.6%及15.4%，成熟品牌与成长品牌表现分化。

表：万豪、希尔顿产品及物业类型扩展

路径	新增覆盖空间	万豪 2019 / 2025	希尔顿 2019 / 2025
存量灵活翻牌	既有酒店改造换牌以较灵活标准接入并非仅更换招牌	Four Points Flex 未推出 / 0.44% Series 未推出 / 0.16%	Spark 未推出 / 1.49%
集合 / 软品牌	保留酒店名称与设计接入会员、预订及分销可含新建及存量项目	Autograph 2.73% / 4.29% Tribute Portfolio 0.48% / 1.74% Luxury Collection 1.68% / 1.84% Design Hotels 0.06% / 0.87%	Curio 1.71% / 2.84% Tapestry 0.43% / 1.77% LXR 0.06% / 0.22%
长住	厨房及较长住宿配置覆盖不同预算的长住需求	Residence Inn 7.61% / 6.48% TownePlace 3.07% / 3.23% Element 0.54% / 0.99%	Homewood 5.92% / 4.75% Home2 4.15% / 7.06% LivSmart 未推出 / 0.02%

资料来源：万豪、希尔顿，国信证券经济研究所整理

表：希尔顿代表品牌加盟收费比较

类型 / 品牌	初始费 万美元	授权费	项目费	授权+项目
标准 Hampton	10.0	6%	4%	10%
长住 Home2	10.0	6%	3.5%	9.5%
软品牌 Curio	8.5	5%	4%	9%
转换 Spark	7.5	5.5%	3.5%	9%

资料来源：希尔顿，国信证券经济研究所整理

发展目标与年度指引：房量、收费与利润增长



- 中长期框架，体现了房量增长向利润和现金增长的放大效应。洲际以收费高个位数增长、收费利润率年均提高100—150个基点，支撑调整EPS年均增长12%—15%的机会。凯悦2025—2028年净房量与调整EBITDA的年复合增长展望分别为6%—8%、11%—16%，雅高2023—2027年对应为3%—5%、9%—12%。这些目标依赖量价、业务组合和效率改善，洲际的每股增长框架还包含持续回购假设。
- 历史规划到期后，采用最新年度指引更新当前展望。万豪2026年毛收费指引为60.25亿—60.55亿美元、调整EBITDA为59.65亿—60.25亿美元；希尔顿除净房量6%—7%的滚动预期外，财务指标列2026年指引。精选国际与温德姆也采用2026年度口径，其中温德姆更新至10月21日季报。

表：海外酒店集团中长期目标与2026年指引

集团	发布时点、目标期与性质	房量及收费/收入目标	利润率、利润及每股目标	现金及股东返还目标
万豪	2026-08-03更新 2026年度指引	净房量4.5%—5%区间低端 毛收费60.25—60.55亿美元	调整EBITDA59.65—60.25亿美元 调整EPS11.64—11.81美元	2026股东返还 超过45亿美元
希尔顿	2026-07-28更新 滚动房量+2026年度指引	2026及以后净房量6%—7% 2026 RevPAR增长3%—3.5%	2026调整EBITDA40.40—40.80亿美元 2026调整EPS8.89—9.01美元	2026股东返还 约35亿美元
洲际	2024提出，2026继续重申 中长期框架，无固定终点	收费收入年均高个位数增长 未设固定房量增长目标	收费利润率年均+100—150bps 调整EPS年均CAGR+12%—15%	调整盈利约100%转调整FCF 提高普通股息、返还剩余资本
凯悦	2026-05-28发布 2025—2028示意性展望	净房量CAGR6%—8% 毛收费CAGR9%—13%	调整EBITDA CAGR11%—16% 2025基数已按投资者日口径重列	调整FCF CAGR14%—18% 2028年7.75—8.75亿美元
雅高	2023提出，2025全年重申 2023—2027中期目标	净房量CAGR3%—5% M&F收入CAGR6%—10%	经常性EBITDA CAGR9%—12% 收入及EBITDA均为恒汇率	2023—2027股东返还 约30亿欧元
精选国际	2026-08-05更新 2026年度指引	全球净房量增长约1.5% 全球RevPAR增长0%—1%	调整EBITDA6.35—6.50亿美元 调整EPS6.86—7.10美元	开发相关净资本支出 0.20—0.45亿美元
温德姆	2026-10-21更新 2026年度指引	净房量增长约4%（剔除Revo） 净收入14.80—14.95亿美元	调整EBITDA7.40—7.45亿美元 调整EPS4.84—4.92美元	FCF/调整EBITDA 约55%—60%

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 全球格局与估值分化，对长期定价的启示
- 【 02 】 因子一 · 行业景气：影响阶段性估值
- 【 03 】 因子二 · 平台扩张：支撑长期估值中枢
- 【 04 】 因子三 · 现金与回报：增强估值支撑
- 【 05 】 中国投资启示：平台积累与价值兑现

收入构成：轻资产演进



■ 各家轻资产转型的时间和程度不同。报销指酒店集团先行承担、再向业主收回的酒店用工、集中营销、预订及其他服务成本，通常对应相关费用，不属于集团赚取的管理费或加盟费；万豪列为 Cost reimbursement revenue（成本补偿收入）。

表：2025年管理/特许加盟费占收入结构（剔除明确报销及系统基金）

集团	2006年	2013年	2019年	2025年	收费占比计算方式
万豪	30.0%	61.9%	70.0%	76.0%	分子=加盟费+基本管理费+奖励管理费-合同投入摊销。 分母=总收入-成本补偿收入
希尔顿	10.8%	18.6%	59.6%	70.0%	分子=加盟及许可费+基本及其他管理费+奖励管理费；2013含其他收入。 分母=总收入-成本补偿收入。
洲际	57.6%	65.4%	72.5%	76.9%	分子=收费业务收入；2019/25含中央收费，2006/13不含中央收费。 分母=总收入-系统基金及可报销收入。
凯悦	13.0%	13.3%	22.9%	32.0%	分子=基本管理费+奖励管理费+加盟及其他费-收入抵减；2019/25取净额。 分母=总收入-成本报销收入
精选国际	90.5%	89.0%	77.3%	68.7%	分子=加盟及管理费；分母=总收入-加盟及管理酒店可报销成本收入；早期分母扣营销及预订收入。
温德姆	86.5%	66.0%	74.5%	78.0%	分子=特许权及加盟费+管理及其他费+许可及其他费；早期含集团间授权。 分母=净收入-营销预订会员收入-成本报销
雅高	3.7%+	11.2%+	不列可比值	32.7%+	分子=管理及加盟收费；2006/13分母为酒店收入，2013分子另含分销会员收费。 2019年营销会员及人力报销未充分拆分，不列可比值。

表：2025年收入结构（剔除明确报销及系统基金）

指标		单位/口径	万豪 Marriott	希尔顿 Hilton	洲际 IHG	雅高 Accor	凯悦 Hyatt	精选 Choice	温德姆 Wyndham
经营规模与 RevPAR									
系统门店数	家		9,805	9,044	6,963	5,836	1,528	7,575	8,389
系统客房数	间		1,779,936	1,330,947	1,026,177	881,427	372,763	656,825	868,900
收入构成									
总收入	本位币百万元		26,186.0	12,039.0	5,189.0	5,639.0	7,101.0	1,596.8	1,429.0
收入（剔除明确报销及基金）	报告收入-明确报销及基金		6,982.0	4,954.0	2,468.0	4,369.0	3,472.0	980.6	867.0
管理/特许/许可及核心费用收入	本位币百万元		5,303.0	3,469.0	1,897.0	1,428.0	1,112.0	673.2	676.0
占总收入	%		20.3%	28.8%	36.6%	25.3%	15.7%	42.2%	47.3%
占剔除代收代付收入	%		76.0%	70.0%	76.9%	32.7%	32.0%	68.7%	78.0%
自有租赁、酒店资产及其他*	本位币百万元		1,679.0	1,233.0	544.0	1,665.0	1,375.0	121.4	-
占总收入	%		6.4%	10.2%	10.5%	29.5%	19.4%	7.6%	-
SMDL / 分销 / 合作及其他	本位币百万元		-	252.0	27.0	1,358.0	985.0	186.0	191.0
占总收入	%		-	2.1%	0.5%	24.1%	13.9%	11.6%	13.4%
明确报销及系统基金收入	本位币百万元		19,204.0	7,085.0	2,721.0	1,270.0	3,629.0	616.2	562.0
占总收入	%		73.3%	58.9%	52.4%	22.5%	51.1%	38.6%	39.3%
抵销及其他净额	本位币百万元		-	-	-	(82.0)	-	-	-

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

加盟费结构变化：降低对物业经营利润提成的依赖

- 在网络扩张基础上，轻资产合同改变成本承担范围，收费基数进一步影响现金来源的周期暴露。加盟主要按客房收入收取权利金，委托管理另收收入型基本费和利润型激励费；人工、物业等成本由业主承担，收入下降与成本刚性先压缩物业利润，再影响激励费。2025年剔除成本补偿后，万豪加盟 / 基本 / 激励费占收入47.6% / 18.9% / 11.3%，希尔顿为56.1% / 7.6% / 6.3%；自营及其他分别占24.0%、30.0%，万豪另扣合同摊销1.9%。成本补偿收入是向业主等收回的酒店用工、集中项目及服务等支出，通常配有对应费用，并非品牌抽成；两家该项占报告总收入73.3%、58.9%。
- 疫情冲击中，利润型收费收缩显著快于其他收费，体现了上述传导差异。2019—2020年万豪加盟费下降42.5%、基本管理费下降62.5%、激励管理费下降86.3%。2025年激励费占各自相关毛收费的比例，希尔顿为9.0%、万豪14.5%、凯悦22.7%。激励费让品牌分享物业利润改善，也使收入和固定成本的双重冲击进入集团收费；因此，即使同为轻资产平台，合同和地区组合不同，周期敏感度也会不同。
- 2019年以来，加盟及许可收费增长更快，降低了对物业利润提成的依赖，但轻资产程度本身不足以解释估值差异。2013—2019年万豪加盟 / 基本 / 激励费分别增长201.2% / 90.0% / 148.8%；2019—2025年对应增长65.8% / 12.0% / 24.2%，希尔顿为65.4% / 13.3% / 36.1%。两家激励费占毛收费分别由16.7%、10.3%降至14.5%、9.0%。加盟网络及信用卡等合作扩大了收费来源，集团对单店利润提成的依赖相对降低。

表：万豪与希尔顿收入及收费结构变化

公司	收入拆分	备注	收入绝对值（百万美元）	收费 / GMV估算	对应GMV口径	对应GMV（百万元）	收入变化 2025较2019	收入变化 2019较2013
Marriott	加盟费	收入分项	\$3,325.0	6.2%	加盟GMV	53,780.8	+65.8%	+201.2%
Marriott	基础管理费	收入分项	\$1,322.0	4.9%	管理GMV	26,741.7	+12.0%	+90.0%
Marriott	奖励管理费	收入分项	\$791.0	3.0%	管理GMV	26,741.7	+24.2%	+148.8%
Marriott	核心费收入（加盟+管理）	核心费比较口径	\$5,438.0	6.8%	非直营GMV	80,522.4	+42.2%	+147.8%
Marriott	合同投资摊销（抵减）	抵减收入	-\$135.0				+117.7%	未单列
Marriott	自营、租赁及其他收入	非平台费收入	\$1,679.0				+4.2%	+69.7%
Marriott	剔除成本补偿后的收入	剔除补偿汇总	\$6,982.0				+29.9%	+115.5%
Marriott	成本补偿收入	通道/补偿收入	\$19,204.0				+23.1%	+51.6%
Marriott	报告总收入	报告总收入	\$26,186.0				+24.9%	+64.0%
Hilton	加盟及许可费	收入分项	\$2,780.0	6.6%	加盟GMV	42,342.8	+65.4%	未同口径
Hilton	基础及其他管理费	收入分项	\$376.0	3.5%	管理GMV	10,856.7	+13.3%	未同口径
Hilton	奖励管理费	收入分项	\$313.0	2.9%	管理GMV	10,856.7	+36.1%	未同口径
Hilton	核心费收入（加盟+管理）	核心费比较口径	\$3,469.0	6.5%	非直营GMV	53,199.5	+54.7%	+101.2%
Hilton	自营酒店收入	非平台费收入	\$1,233.0				-13.3%	-64.9%
Hilton	其他收入	其他收入	\$252.0				+149.5%	+68.3%
Hilton	剔除成本补偿后的收入	剔除补偿汇总	\$4,954.0				+31.5%	-40.5%
Hilton	成本补偿收入	通道/补偿收入	\$7,085.0				+24.6%	+67.0%
Hilton	报告总收入	报告总收入	\$12,039.0				+27.4%	-2.9%

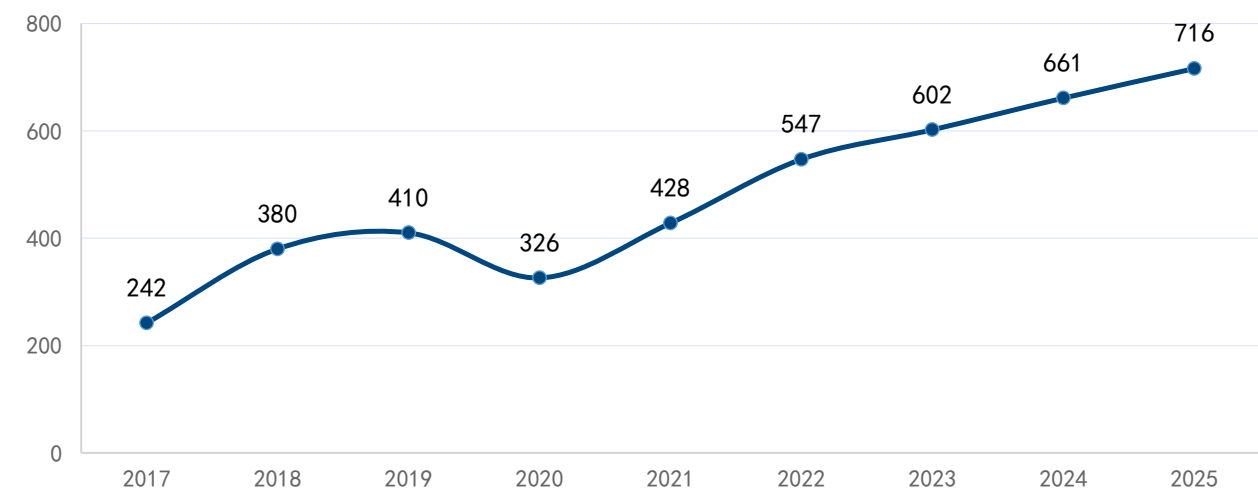
资料来源：万豪、希尔顿，国信证券经济研究所整理

在酒店网络扩张基础上，信用卡合作把品牌使用从住宿扩展至日常支付，形成客房数量之外的收费来源。2025年万豪信用卡品牌费7.16亿美元，占毛收费13.2%，住宅品牌费另为0.72亿美元。银行使用品牌、会员权益和积分体系组织消费，住宅项目借助品牌信誉销售，集团按合同收费。会员与品牌认知得以延伸至更多场景，使品牌资产变现不再仅依靠新增客房。

合作收费对当期增长的贡献已接近新增客房驱动。2024—2025年万豪加盟费增加2.12亿美元，其中约1.05亿美元来自信用卡及其他品牌收费增长，约0.94亿美元来自房量增长。希尔顿同期许可及其他费用增加1.04亿美元，洲际Central收入由2.39亿增至3.36亿美元。集团既通过更多酒店扩大收费基盘，也通过既有会员和品牌合作增加收入，两类驱动均已体现在经营结果中。

多元变现拓宽现金来源，对单店利润提成的直接依赖较低，但仍受消费周期影响。万豪该项收费由2017年2.42亿美元升至2025年7.16亿美元，年均复合增长14.5%。2020年同比下降20.5%，随后连续五年增长，2025年较2019年增长74.6%、同比增长8.3%。会员网络把品牌使用从住宿延伸至日常支付，扩大变现空间，积分兑换和服务履约仍依赖酒店网络的持续参与。

万豪信用卡品牌费（百万美元）



资料来源：万豪，国信证券经济研究所整理

表：酒店集团信用卡及其他品牌延伸收费

2025年实际收费	规模与性质
万豪信用卡品牌费	7.16亿美元 占毛收费13.2%
万豪住宅品牌费	0.72亿美元
洲际Central收入	2024年2.39亿 →2025年3.36亿美元
希尔顿许可及其他	2024—2025增加 1.04亿美元

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

表：2025年利润及收入比率（分母剔除明确报销及基金）

指标	单位/口径	万豪 Marriott	希尔顿 Hilton	洲际 IHG	雅高 Accor	凯悦 Hyatt	精选 Choice	温德姆 Wyndham
营业成本费用								
营业费用合计	本位币百万元	22,045.0	9,346.0	3,991.0	4,832.0	6,753.0	1,148.4	1,027.0
系统基金/代收代付费用	本位币百万元	19,503.0	7,550.0	2,767.0	-	3,682.0	663.3	565.0
自有/租赁/酒店经营及销售成本	本位币百万元	1,461.0	1,094.0	764.0	-	1,122.0	91.7	168.0
管理及行政费用	本位币百万元	870.0	393.0	354.0	-	555.0	329.0	125.0
折旧与摊销	本位币百万元	213.0	177.0	67.0	330.0	325.0	59.7	62.0
其他营业费用/(收入)净额	本位币百万元	(2.0)	132.0	39.0	4,502.0	1,069.0	4.7	107.0
利润与利润率								
营业利润	本位币百万元	4,141.0	2,693.0	1,198.0	807.0	348.0	448.4	402.0
营业利润率（报表收入）	%	15.8%	22.4%	23.1%	14.3%	4.9%	28.1%	28.1%
营业利润率（剔除报销及基金）	%	59.3%	54.4%	48.5%	18.5%	10.0%	45.7%	46.4%
公司披露核心利润指标	本位币百万元	5,383.0	3,725.0	1,332.0	1,201.0	1,159.0	625.6	718.0
核心利润指标口径	公司口径	Adjusted EBITDA	Adjusted EBITDA	Adjusted EBITDA	Recurring EBITDA	Adjusted EBITDA	Adjusted EBITDA	Adjusted EBITDA
核心利润率（剔除报销及基金）	%	77.1%	75.2%	54.0%	27.5%	33.4%	63.8%	82.8%
税前利润	本位币百万元	3,394.0	2,072.0	1,074.0	651.0	81.0	456.9	263.0
所得税费用	本位币百万元	793.0	611.0	315.0	152.0	130.0	86.9	70.0
净利润	本位币百万元	2,601.0	1,461.0	759.0	499.0	(49.0)	369.9	193.0
净利率（报表收入）	%	9.9%	12.1%	14.6%	8.8%	(0.7%)	23.2%	13.5%
净利率（剔除报销及基金）	%	37.3%	29.5%	30.8%	11.4%	(1.4%)	37.7%	22.3%
经调整后净利润（公司口径）	本位币百万元	2,742.0	1,930.0	774.0	504.0	209.0	325.8	353.0
经调整后净利率（报表收入）	%	10.5%	16.0%	14.9%	8.9%	2.9%	20.4%	24.7%
经调整后净利率（剔除报销及基金）	%	39.3%	39.0%	31.4%	11.5%	6.0%	33.2%	40.7%

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

现金流变化：经营积累、投资扩张与资本返还

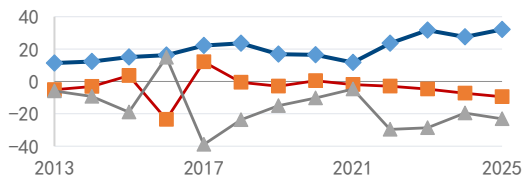


经营现金流增速分化，需在一致期间观察网络扩张的现金兑现。2019—2025年万豪、希尔顿、洲际、雅高经营现金流CAGR约为11.4%、7.4%、5.5%、4.0%，精选国际近乎持平、凯悦为-0.7%；温德姆2019年基数含特殊项目，不作同口径增长排名。

并购年份投资净流出较大，并常伴随融资净流入。万豪2016年、凯悦2021年和温德姆2018年投资净流出分别为23.46亿、17.72亿和17.28亿美元。

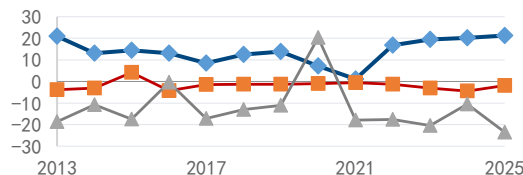
经营收现持续性是现金流质量的重要支撑。万豪、希尔顿、洲际和精选国际全观察期经营净现金流为正，温德姆独立后亦持续为正。凯悦曾在2020年、雅高曾在2020—2021年出现经营净流出。2025年七家均已转正，六家投资净流出也低于经营净流入，现金创造普遍恢复。

万豪（亿美元）



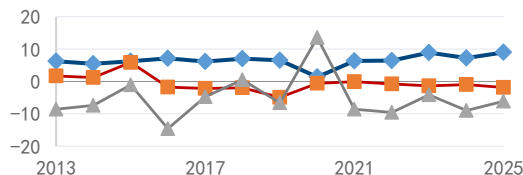
资料来源：万豪，国信证券经济研究所整理

希尔顿（亿美元）



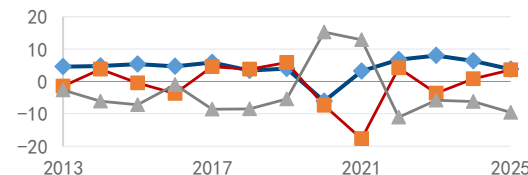
资料来源：希尔顿，国信证券经济研究所整理

洲际（亿美元）



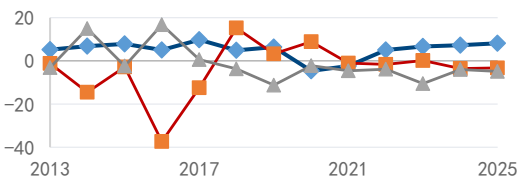
资料来源：洲际，国信证券经济研究所整理

凯悦（亿美元）



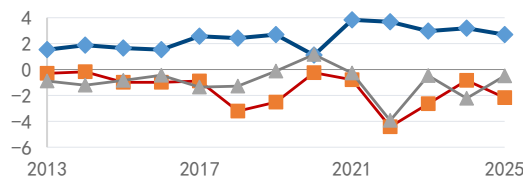
资料来源：凯悦，国信证券经济研究所整理

雅高（亿欧元）



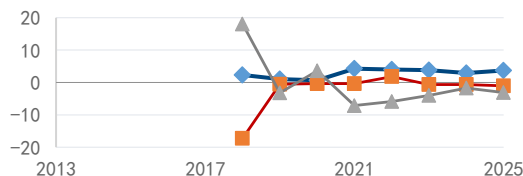
资料来源：雅高，国信证券经济研究所整理

精选国际（亿美元）



资料来源：精选国际，国信证券经济研究所整理

温德姆（亿美元）



资料来源：温德姆，国信证券经济研究所整理

— 经营净现金流

— 投资净现金流

— 融资净现金流

正值为净流入，负值为净流出
各图纵轴刻度不同
雅高原币为欧元，其余为美元

■ 在持续创造现金的基础上，回购是成熟平台返还股东的主要方式，连续缩股提高每股对应的经营权益。万豪、希尔顿在疫情期间暂停回购，恢复后重新加大返还。

表：年度分红与回购回报率

年度	万豪 回购	万豪 分红	希尔顿 回购	希尔顿 分红	洲际 回购	洲际 分红	凯悦 回购	凯悦 分红	年度	雅高 回购	雅高 分红	精选国际 回购	精选国际 分红	温德姆 回购	温德姆 分红
2010	0.6%	0.4%	—	—	0.0%	2.9%	0.0%	—	2010	—	—	0.6%	2.3%	—	—
2011	9.4%	0.9%	—	—	0.0%	2.6%	5.0%	—	2011	—	—	2.4%	1.9%	—	—
2012	11.7%	2.0%	—	—	2.1%	13.0%	2.2%	—	2012	—	—	1.0%	29.1%	—	—
2013	7.1%	1.7%	—	—	3.8%	7.2%	4.3%	—	2013	—	—	0.2%	1.7%	—	—
2014	10.2%	1.5%	—	0.0%	1.3%	10.9%	5.7%	—	2014	—	—	2.7%	1.5%	—	—
2015	8.7%	1.1%	0.0%	0.5%	0.5%	2.0%	7.8%	—	2015	—	—	2.2%	1.4%	—	—
2016	3.3%	2.2%	0.0%	1.3%	0.1%	18.3%	4.2%	0.0%	2016	—	1.8%	1.3%	1.6%	—	—
2017	9.3%	1.5%	—	—	0.0%	6.7%	10.3%	0.0%	2017	—	1.5%	0.3%	1.5%	—	—
2018	5.8%	1.1%	6.7%	0.7%	0.0%	1.6%	10.8%	0.8%	2018	—	2.4%	3.4%	1.1%	—	—
2019	6.1%	1.7%	7.2%	0.8%	0.0%	7.0%	5.7%	1.1%	2019	4.5%	2.6%	1.3%	1.2%	5.4%	2.5%
2020	0.3%	0.3%	0.9%	0.1%	—	0.0%	0.7%	0.2%	2020	2.7%	0.0%	1.0%	0.4%	0.8%	0.9%
2021	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	—	0.1%	0.0%	0.0%	2021	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	1.9%	1.5%
2022	4.8%	0.6%	3.7%	0.3%	4.1%	2.0%	3.5%	0.0%	2022	0.0%	0.0%	5.0%	0.6%	5.4%	1.4%
2023	8.4%	1.2%	6.8%	0.5%	7.8%	2.4%	4.7%	0.5%	2023	6.5%	4.5%	6.0%	0.9%	6.2%	1.9%
2024	5.7%	1.0%	6.2%	0.3%	5.4%	1.7%	8.8%	0.4%	2024	4.4%	3.1%	6.7%	1.0%	4.6%	1.8%
2025	4.3%	0.9%	5.3%	0.2%	4.5%	1.4%	2.0%	0.4%	2025	4.0%	2.7%	2.1%	0.8%	3.4%	1.6%

资料来源：各公司公告、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

- 轻资产模式下，海外酒店龙头凭借持续收费和较低资本开支积累现金，并通过适度杠杆维持分红回购、提高资本使用效率。随着利润规模扩大，即使杠杆倍数保持稳定，融资空间也可同步增加，支持持续股东回报。

表：海外七大酒店集团杠杆情况

公司	披露时点	资产负债率	净债务 (原币亿元)	净杠杆 (倍)	主要口径与资本配置特点
万豪	2026/06/30	116.1%	164.53	2.87	累计回购压低账面权益；净债务按账面债务减现金
希尔顿	2026/06/30	137.0%	123.80	3.20	累计回购压低账面权益；采用公司披露净杠杆
洲际	2026/06/30	156.9%	36.63	2.63	净债务含租赁及债务衍生品；上半年较年初增加
凯悦	2026/06/30	74.1%	36.75	3.28	净债务扣现金及短投；EBITDA采用2026年重列口径
雅高	2026/06/30	62.9%	35.23	2.91	原币欧元；净债务含租赁，分母为经常性EBITDA
精选国际	2026/06/30	95.2%	19.60	3.10	净杠杆采用公司披露，目标区间3—4倍
温德姆	2026/09/30	89.1%	26.56	3.60	目标区间3—4倍；净杠杆较2025年末3.5倍略升

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 全球格局与估值分化，对长期定价的启示
- 【 02 】 因子一 · 行业景气：影响阶段性估值
- 【 03 】 因子二 · 平台扩张：支撑长期估值中枢
- 【 04 】 因子三 · 现金与回报：增强估值支撑
- 【 05 】 中国投资启示：平台积累与价值兑现

■ 回到中国，周期预期底部，优质龙头估值中枢有上行空间。中国现代化酒店真正起步至今才20余年，但已跑出通过持续产品更新和门店迭代形成的效率龙头，以及基于用户体验形成的中高端龙头，均逐步实现会员积累与平台化建设，表现在经营端差异化溢价和市占率稳步提升。当前龙头估值较海外同一资本市场公司还有折价（华住、亚朵EV/EBITDA中枢为8-12x），考虑国内市场供给侧整合、品牌升级仍有提升空间且龙头品牌与供应链等业务创新性变现走出特色成长路线，股东回报红利属性亦开始体现，中线看龙头有潜力实现估值重估。推荐主品牌扎实、矩阵扩张与品牌变现持续推进的华住、亚朵，以及整合提效与推进整合且具备周期修复弹性的锦江酒店、首旅酒店。

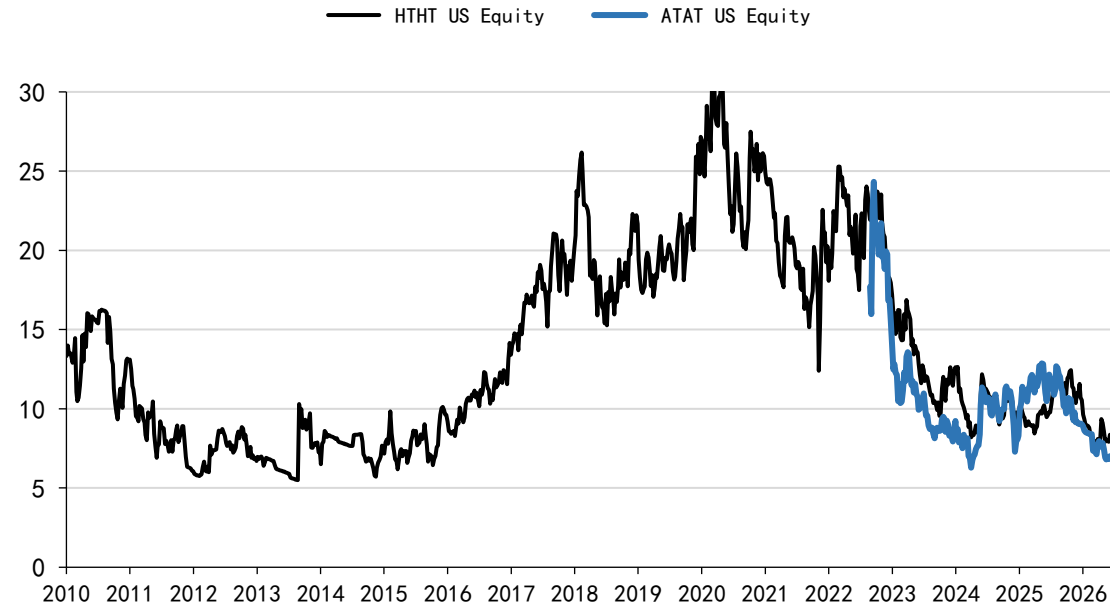
表：国内外酒店公司盈利预测、估值及股东回报

股票代码	公司名称	总市值	归母 / 经调整净利润				PE			利润CAGR	股东回报率
			2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2025—2028E	估算
HTHT. O	华住集团	964	49. 41	58. 68	67. 97	77. 86	16. 4	14. 2	12. 4	16%	5. 8%
ATAT. O	亚朵	298	17. 53	21. 45	25. 6	30	13. 9	11. 6	9. 9	20%	5. 4%
600258. SH	首旅酒店	122	7. 41	9. 33	10. 34	11. 34	13. 1	11. 8	10. 8	15%	4. 6%
600754. SH	锦江酒店	188	9. 45	11. 55	13. 8	15. 98	16. 3	13. 6	11. 8	19%	3. 7%
301073. SZ	君亭酒店	31	0. 18	0. 46	0. 86	—	67. 1	35. 9	—	—	—
MAR. O	万豪国际	1, 035	27. 42	30. 62	33. 27	36. 06	33. 8	31. 1	28. 7	9. 6%	4. 3%
HLT. N	希尔顿	806	19. 30	20. 57	22. 94	25. 35	39. 2	35. 1	31. 8	9. 5%	4. 3%
IHG. N	洲际	247	7. 74	8. 63	9. 38	10. 26	28. 6	26. 3	24. 0	9. 9%	4. 9%
H. N	凯悦	167	2. 09	3. 46	4. 57	5. 57	48. 2	36. 5	29. 9	38. 6%	2. 1%
AC. PA	雅高	105	5. 04	5. 41	6. 01	6. 64	19. 4	17. 5	15. 8	9. 6%	4. 3%
WH. N	温德姆	56	3. 53	3. 62	3. 9	4. 31	15. 4	14. 3	12. 9	6. 9%	7. 1%
CHH. N	精选国际	50	3. 26	3. 18	3. 3	3. 51	15. 8	15. 3	14. 4	2. 5%	3. 7%

资料来源：各公司公告、Bloomberg（其中万豪国际、希尔顿、洲际、凯悦、雅高、温德姆、精选国际来自彭博一致预期，其余公司为国信社服预测值），国信证券经济研究所整理

■ 回到中国，周期预期底部，优质龙头估值中枢有上行空间。中国现代化酒店真正起步至今才20余年，但已跑出通过持续产品更新和门店迭代形成的效率龙头，以及基于用户体验形成的中高端龙头，均逐步实现会员积累与平台化建设，表现在经营端差异化溢价和市占率稳步提升。当前龙头估值较海外同一资本市场公司还有折价（华住、亚朵EV/EBITDA中枢为8-12x），考虑国内市场供给侧整合、品牌升级仍有提升空间且龙头品牌与供应链等业务创新性变现走出特色成长路线，股东回报红利属性亦开始体现，中线看龙头有潜力实现估值重估。推荐主品牌扎实、矩阵扩张与品牌变现持续推进的华住、亚朵，以及整合提效与推进整合且具备周期修复弹性的锦江酒店、首旅酒店。

表：国内酒店龙头预期EV/EBITDA



资料来源：Wind、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

表：国内酒店龙头预期PE



资料来源：Wind、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

- 一、宏观疫情等系统性风险，政策不及预期等。
- 二、行业竞争加剧。
- 三、国企改革进度节奏等低于预期，激励优化低于预期。
- 四、并购整合风险、商誉减值风险等。
- 五、扩张速度不及预期等。

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±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

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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