

酒店餐饮行业+公司首次覆盖

酒店行业框架报告（一）：现金牛公司的三重趋势

增持（维持）

关键词：#产品价格上涨

投资要点

■ 全国酒店行业年化市场规模在 6766 亿元，是社会服务领域中重要的组成部分。中国市占率前 10 的酒店集团中已有 6 家已上市或拟上市，酒店行业是社服板块中越来越重要的细分板块。本文分别讨论了：

■ 酒店行业的商业模式及中国酒店行业的发展阶段、竞争格局：服务业中的“重资产”，龙头以管理输出模式轻资产扩张。连锁化率 39%，连锁酒店市场 CR3 为 43%，对标欧美市场仍存较大提升空间。市场需求由 B 端商务客群及 C 端旅游客群组成，既与经济周期正相关，又受益居民可选消费向上弹性。客源、产品、管理优势推动酒店行业品牌化、集团化发展；供需增速差异带来行业经营数据周期化变动；疫情期间需求短时巨降加速产能出清，疫后恢复带动业绩快速转盈。

■ 三大酒店龙头在当前发展阶段下各自呈现的业务布局、战略方向、运营效率及财务特征的异同：三大龙头酒店集团的业务发展战略均聚焦于“多品牌、轻资产、数字化”，虽然在各维度选择有所差异，但行业趋势叠加战略选择促成其业务的重三重趋势：持续扩张（带动行业整体连锁化率提升）、产品结构升级（中端占比持续提升）、扩张轻量化（加盟模式主导）。以上三重趋势叠加对于酒店龙头意味着：

- 持续扩张驱动总交易额确定性增长（锦江/华住/首旅 2023H1 总交易额计算的 4 年 CAGR 分别为 11.2%/23.0%/3.3%）；
- 产品结构升级带动平均房价每年提升 2.5-3.5%；
- 扩张轻量化决定净利率中枢长期上移（参考希尔顿酒店 2012 到 2023Q3 直营收入占比从 42.9%降至 12.7%，对应营业利润率从 7.2%提升至 23.9%）。
- 长期看，持续轻资产化的酒店集团的现金牛属性将逐渐浮现。

■ 结合美股万豪国际的盈利和估值复盘对中国酒店行业估值进行参考：对标海外龙头 EV/EBITDA 合理区间 10-15X，PE 估值 20-30 倍，考虑中国市场成长空间，中国酒店行业估值适当上浮。当前锦江/华住/首旅 EV/EBITDA（2023E）估值 9.5/15.5/9.2。

■ 7 家已上市或拟上市的规模化扩张酒店集团（锦江酒店、华住、首旅酒店、格林酒店、东呈集团、亚朵、君亭酒店）的经营财务数据概览。

■ 投资建议：推荐关注港股酒店成长性龙头华住集团，酒店行业市占率第一的锦江酒店，背靠首旅集团加码中高端市场的首旅酒店，美股上市加速扩张的高端连锁酒店集团亚朵，定位中高端精选的君亭酒店。

■ 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。

表 1：重点公司估值（截至 2023 年 11 月 1 日）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			投资评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600754.SH	锦江酒店	315.13	32.67	0.11	1.13	1.69	308.04	28.86	19.37	买入
01179.HK	华住集团-S	861.14	28.75	-0.56	1.09	1.23	-	24.10	21.46	买入

2023 年 11 月 02 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《从老乡鸡、乡村基、杨国福看中式快餐行业：从区域到全国，标准化与一体化》

2022-06-01

《2021&2022Q1 餐餐饮业业绩总结：疫情反复扰动，龙头彰显经营韧性》

2022-05-09

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

600258.SH	首旅酒店	184.91	16.56	-0.52	0.74	0.90	-	22.39	18.35	买入
ATAT.O	亚朵	182.87	19.43	0.25	1.64	2.56	186.41	28.29	18.12	增持
301073.SZ	君亭酒店	46.90	24.12	0.15	0.23	0.67	157.67	105.91	36.13	增持

数据来源： ，东吴证券研究所
注：除华住集团-S 收盘价单位为港元、亚朵收盘价单位为美元，其余数据的货币单位均为人民币，港元/美元
汇率为 2023 年 11 月 1 日的 0.91727/7.1778

内容目录

1. 中国酒店行业商业模式及发展阶段	7
1.1. 酒店的商业模式及财务特征	7
1.2. 中国酒店行业发展阶段及竞争格局	10
1.3. 成长维度：客源、产品、管理优势推动酒店行业品牌化、集团化发展	13
1.4. 周期维度：供需增速差异带来行业经营数据周期化变动	14
1.5. 疫情因素：需求短时巨降加速产能出清，疫后恢复带动业绩快速转盈	16
2. 三大龙头酒店集团布局、战略、运营、财务数据异同	18
2.1. 业务布局及产品组合	19
2.2. 酒店业务战略方向：多品牌、轻资产、数字化驱动成长	22
2.3. 大陆酒店业务运营数据横比：品牌议价权及结构优化共同带动 RevPAR 超预期抬升	26
2.3.1. 入住率 OCC 体现酒店集团直销能力、及主力品牌的供需关系	26
2.3.2. 房价 ADR 反映行业整体供需博弈、品牌议价权及经济型到中端酒店的产品结构升级	28
2.3.3. 今年单房收入 RevPAR 超预期为价格驱动，入住率仍有较大修复空间	30
2.4. 财务数据特征：总交易额随网络扩张确定性增长，加盟模式主导决定净利率中枢长期上移	31
3. 万豪国际股价 EV/EBITDA 及 PE 估值复盘探讨	35
4. 酒店行业主要上市/拟上市公司梳理	37
4.1. 锦江酒店	37
4.2. 华住集团	38
4.3. 首旅酒店	40
4.4. 格林酒店	41
4.5. 东呈集团	43
4.6. 亚朵	44
4.7. 君亭酒店	46
5. 投资建议	47
6. 风险提示	48

图表目录

图 1: 酒店行业生产要素及模式划分	1
图 2: 服务业代表性公司非流动资产占总资产比重	1
图 3: 直营及加盟模式下酒店品牌集团财务报表构成	1
图 4: 中国酒店行业连锁化率持续提升	1
图 5: 中国酒店龙头连锁酒店市场占有率	1
图 6: 2009-2022 及 2023M1-8 铁路、民航客运量及增速	1
图 7: 2009-2022 年中国国内旅游人次及收入	1
图 8: 美国消费市场中耐用品消费在经济景气时增速长期高于非耐用品	1
图 9: 2011 年以来国内三大酒店龙头客房量及增速	1
图 10: 2010-2022 年华住、锦江、首旅总门店数	1
图 11: 2016-2023Q2 年酒店龙头季度入住率	1
图 12: 2017-2022 酒店业龙头会员人数	1
图 13: 连锁酒店品牌从两方面多角度帮助加盟商改善投入产出比	1
图 14: 2022 年酒店集团入住率与行业对比	1
图 15: 2022 年酒店集团房价（元/间夜）与行业对比	1
图 16: 三大酒店集团大陆业务间夜数（估算）及长途出行旅客人次季频上在正相关性	1
图 17: 酒店行业供需增速观察	1
图 18: 2017-2019 年三大酒店的综合 RevPar 同比增速	1
图 19: 大陆中高端酒店今年以来 RevPar（元）情况	1
图 20: 大陆经济型酒店今年以来 RevPar（元）情况	1
图 21: 2015-2022 年三大酒店集团净利率	1
图 22: 2017-2022 年行业整体房量持续降低，连锁客房数逆势提升	1
图 23: 国内酒店业集中度情况（酒店数口径）	1
图 24: 国内酒店业集中度情况（房间数口径）	1
图 25: 铁路及民航客运量较疫情前恢复程度（当月数/2019 年同期数）	1
图 26: 三大龙头酒店集团营收中酒店业务（单位：亿元）均为最主要收入来源	1
图 27: 锦江、华住及首旅品牌矩阵	2
图 28: 锦江酒店及华住酒店业务的地域分布情况（单位：亿元）	2
图 29: 锦江及华住的海外单店收入及恢复程度	2
图 30: 锦江/华住海外营收及增速	2
图 31: 锦江/华住海外利润（亿元人民币）	2
图 32: 经济型酒店数（左轴）及房间数（右轴）	2
图 33: 中高端拆分酒店数（左轴）及房间数（右轴）	2
图 34: 锦江、华住及首旅经济型核心品牌酒店及房间	2
图 35: 锦江、华住及首旅中高端核心品牌酒店及房间	2
图 36: 锦江、华住及首旅直营酒店数（单位：家）	2
图 37: 锦江、华住及首旅加盟酒店数（单位：家）	2
图 38: 锦江、华住及首旅直营房间数（单位：万间）	2
图 39: 锦江、华住及首旅加盟房间数（单位：万间）	2
图 40: 三大酒店平均入住率（实线）及同店入住率（虚线）	2
图 41: 华住 OCC 按酒店档次拆分	2
图 42: 锦江酒店 OCC 按酒店档次拆分	2
图 43: 首旅酒店 OCC 按酒店档次拆分	2

图 44: 三大酒店平均房价 (实线) 及同店房价 (虚线)	21
图 45: 三集团经济型成熟店 ADR (单位: 元)	21
图 46: 三集团中高端成熟店 ADR (单位: 元)	21
图 47: 三集团 ADR 相比 2019 年恢复程度	3
图 48: 三集团 OCC 相比 2019 年恢复程度	3
图 49: 大酒店集团大陆酒店业务交易额估测	31
图 50: 三大集团的加盟业务货币化率 (加盟业务收入/加盟业务交易额) 测算	31
图 51: 三集团大陆酒店业务营收/总交易额	31
图 52: 2023H1 酒店上市公司直营和加盟毛利率	31
图 53: 2019-2022 及 2023H1 大陆酒店加盟收入占比	31
图 54: 三集团经营性 EBITDA 测算 (单位: 亿元)	31
图 55: 万豪国际股价复盘	31
图 56: 锦江酒店 2018-2022 年酒店数	31
图 57: 锦江酒店 2018-2022 年房间数	31
图 58: 锦江酒店品牌矩阵图	31
图 59: 锦江酒店主力品牌店数变化 (单位: 家)	31
图 60: 锦江酒店营收拆分 (亿元)	31
图 61: 锦江酒店净利润及净利率	31
图 62: 2018-2022 年华住集团酒店门店数量 (家)	31
图 63: 华住集团 2019-2022 年房间数	31
图 64: 锦江酒店品牌矩阵图	31
图 65: 华住集团主力品牌店数变化 (单位: 家)	31
图 66: 华住集团营收拆分 (亿元)	41
图 67: 华住集团归母净利润及归母净利率	41
图 68: 2019-2022 年首旅酒店门店数 (家)	41
图 69: 2019-2022 首旅酒店房间数 (间)	41
图 70: 首旅酒店品牌矩阵	41
图 71: 首旅酒店主力品牌门店数变化 (单位: 家)	41
图 72: 2018-2022 及 2023H1 首旅酒店营业收入拆分	41
图 73: 2018-2022 及 2023H1 首旅酒店净利润及净利率	41
图 74: 2018-2022 年格林酒店酒店数 (单位: 家)	41
图 75: 2018-2022 年格林酒店房间数 (单位: 万间)	41
图 76: 格林酒店品牌矩阵	41
图 77: 2018-2022 年主力品牌店数变化 (单位: 家)	41
图 78: 格林酒店营收拆分 (单位: 亿元)	41
图 79: 格林酒店净利润及净利率	41
图 80: 2019-2022 年东呈集团酒店门店数量 (单位: 家)	41
图 81: 2018-2022 年东呈酒店房间数量	41
图 82: 东呈集团品牌矩阵图	41
图 83: 2018-2022 年东呈集团主力品牌门店数 (家)	41
图 84: 2019-2022 年东呈集团营收拆分	41
图 85: 2019-2022 年东呈集团净利润及净利率情况	41
图 86: 亚朵集团酒店门店数量 (单位: 家)	41
图 87: 亚朵集团酒店房间数量 (单位: 万间)	41

图 88: 亚朵品牌矩阵图4

图 89: 亚朵主力品牌门店数量（单位：家）4

图 90: 亚朵营业收入拆分4

图 91: 亚朵净利润及净利率4

图 92: 截止 2023Q2 君亭集团酒店数（家）4

图 93: 截止 2023Q2 君亭集团房间数（间）4

图 94: 君亭集团品牌矩阵4

图 95: 2018-2022/2023H1 君亭酒店营收拆分（亿元）4

图 96: 2018-2022/2023H1 君亭酒店净利润及净利率4

表 1: 以锦江酒店披露报表为例，酒店集团直营、加盟业务模式下毛利率差异1

表 2: 锦江、华住、首旅的业务战略（据 2022 年报内容梳理）2

表 3: 三大酒店集团头部品牌加盟条款梳理2

表 4: 中高端结构升级对平均房价（元）上涨贡献测算3

表 5: 酒店上市公司估值（截至 2023 年 11 月 1 日）4

酒店行业是生活服务业的重要组成部分。截至 2022 年末，内地住宿业设施总数为 43 万家，客房总规模为 1529 万间，其中酒店业设施（客房量超过 15 间的住宿设施）为 28 万家，客房总规模在 1426 万间。按正常出行状态下，65%平均入住率，200 元平均房价计算，全国酒店行业年化市场规模在 6766 亿元，是社会服务领域中重要的组成部分。中国市占率前 10 的酒店集团中已有 6 家已上市或拟上市，酒店行业是社服板块中越来越重要的细分板块。

在本篇报告中，我们将按照以下顺序逐步讨论酒店行业研究中的重要议题：

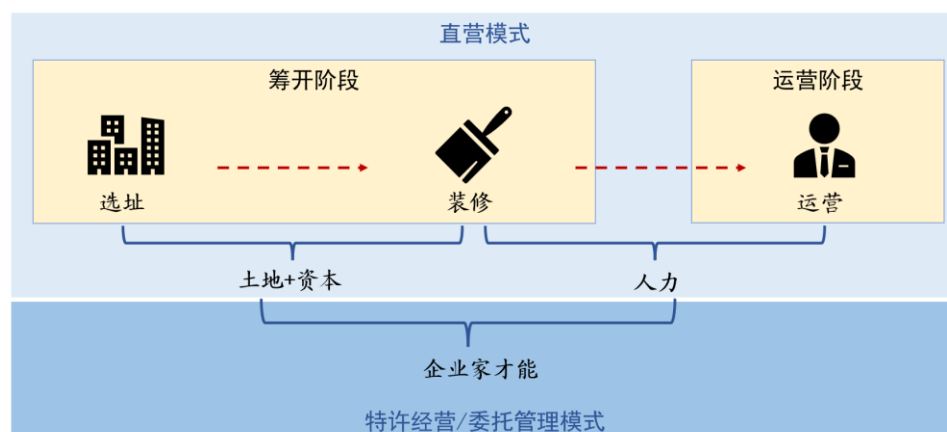
- （1） 酒店行业的商业模式及中国酒店行业的发展阶段、竞争格局；
- （2） 3 大酒店行业龙头在当前发展阶段下各自呈现的业务布局、战略方向、运营效率及财务特征的异同；
- （3） 结合美股万豪国际的盈利和估值复盘对中国酒店行业估值进行参考；
- （4） 7 家已上市或拟上市的规模化扩张酒店集团的简要介绍。

1. 中国酒店行业商业模式及发展阶段

1.1. 酒店的商业模式及财务特征

酒店业的生产要素主要包括土地、资本、人力以及企业家才能等。投资、运营一个酒店主要包含三个步骤，选址、装修和运营。其中筹开期主要完成选址和装修。一家连锁品牌酒店通常有 50 间房以上，按单房 25 平米估算，运营面积至少为千平级别。选址时，又分自有物业和租赁物业，租赁物业租金单平单月价格 20-60 元/月不等，年付则初始投入在百万级别；若考虑自有物业则投入额大幅增加。装修时，初始投入按单平装修价格 1000 元以上估算，则装修阶段资本支出就在数百万元级别。若酒店定位上移，则初始投入还将成数倍放大。因而在筹开阶段，土地和资本是主要的生产要素。投运后，酒店需要较强的管理能力协调日常运营供应链及人力，以持续兑现盈利能力。企业家才能在酒店生产阶段中贯穿始终，在前期筹开需要归集、协调、统筹资源，后期则专注于提升运营效率。在以上生产要素梳理清晰后，实际土地、资本、人力等要素均为本地化归集，但企业家才能可以跨区共享。因而衍生出了酒店行业轻资产的特许经营、委托管理的规模化扩张模式。

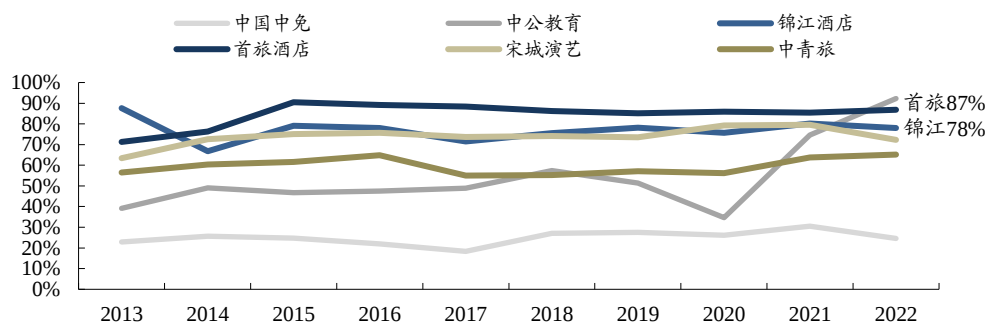
图1：酒店行业生产要素及模式划分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

酒店业在服务业中重资产特征相对突出，品牌集团通过轻资产化模式实现全国扩张。由于酒店是商业地产物业的一种重要的变现形态，其生产经营依托于实际持有或租赁商业物业，形成较高的非流动资产规模。以 A 股服务业代表性公司为例，2022 年中国中免/中公教育/锦江酒店/首旅酒店/宋城演艺/中青旅的非流动资产占总资产的比重分别为 25%/92%/78%/87%/72%/65%，锦江酒店和首旅酒店的非流动资产占比相对较高。二者的非流动资产的主要组成项为商誉（收购所得）、使用权资产（租赁物业形成）及固定资产。由于其重资产特性，酒店集团逐渐形成了特许经营及受托管理等轻资产的品牌化模式，以便实现异地扩张。

图2：服务业代表性公司非流动资产占总资产比重



数据来源：，东吴证券研究所

由于资本密集、开办资源本地化特性突出，产品（服务）相对标准化，在加速扩张阶段，酒店行业通过将所有权和经营权分离的加盟特许经营、委托管理模式实现跨区发展。两种模式下，酒店品牌集团的财务报表特征迥异：直营模式下，酒店整体运营收入、成本分别进入报表收入、成本项；加盟模式下，酒店品牌集团确认的报表收入可粗略分为一次性的前期加盟费用及持续运营加盟费用，相对应的成本项确认前期招商加盟相关及后期派驻管理人员形成的成本。简而言之，加盟模式下，酒店日常运营的大部分收入及多项重要成本不进表，酒店集团品牌通过派驻店长、统一使用数字化系统实现了轻资产的品牌扩张，通过输出领先的酒店管理体系分享行业景气红利，

规避重资产投资带来的相应风险。

图3：直营及加盟模式下酒店品牌集团财务报表构成

直营模式下酒店集团财务报表组成		加盟模式下酒店集团财务报表组成
$\text{RevPar} \times \text{房量} \times \text{运营天数} + \text{餐饮} =$	收入	= 引流费用 + 品牌费用 + 委托管理费用 + 首次加盟费
消耗品 + 水电 + 人力 + 租金或固定资产折摊 + 装修及其他设备折旧 + 餐饮成本 =	成本	= 平台成本 + 劳务派遣成本 + 拓展费用
宣传引流费用 =	销售费用	= 宣传及引流费用
集团后台管理 =	管理费用	= 集团后台管理
租赁负债的利息费用 =	财务费用	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

轻资产委管模式占比持续提升趋势下，酒店品牌集团毛利率有望持续提升。以锦江酒店披露境内酒店业务财报数据为例，酒店运营收入中的酒店客房、餐饮服务与直营酒店业务相关，前期加盟服务、持续加盟及劳务派遣、订房渠道、会员卡收益等收入项与酒店加盟网络直接相关。我们将直营、加盟业务相应收入、成本进行综合测算，可以发现直营业务由于成本相对刚性，毛利率随收入波动起伏较大，由于2020-2022年三年居民出行意愿受疫情影响，大部分时间面临需求不足的情况，公司酒店平均入住率在60%左右，2021/2022/2023H1公司直营毛利率分别为12%/15%/22%，随入住率提升毛利率优化。而在此同时，反观加盟业务的成本刚性特征大幅弱化，三年毛利率分别为61%/59%/61%，呈现强盈利能力，体现了轻资产加盟扩张模式的财务优越性。随着龙头酒店品牌集团加盟模式客房的结构性逐年提高，将拉动整体毛利率持续提升。

表1：以锦江酒店披露报表为例，酒店集团直营、加盟业务模式下毛利率差异

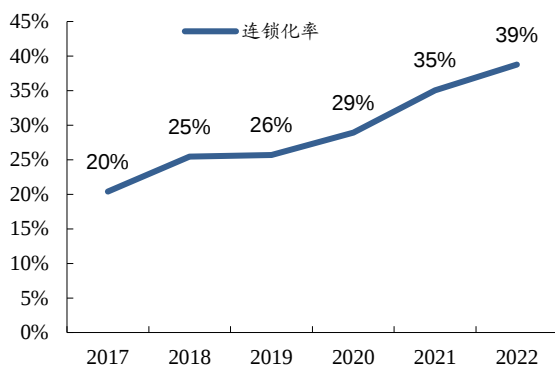
单位：亿元	2021	2022	2023H1	单位：亿元	2021	2022	2023H1
直营业务收入	57.58	61.45	34.35	加盟业务相关收入	48.65	43.60	30.26
其中：酒店客房	48.70	50.26	29.65	其中：前期加盟服务	8.12	4.46	2.42
餐饮服务	8.88	11.19	4.70	持续加盟及劳务派遣服务	35.49	35.40	22.10
				订房渠道	1.19	1.23	3.41
				会员卡收益	3.86	2.51	2.33
直营业务成本	50.54	52.18	26.75	加盟业务相关成本	18.89	17.97	10.43
其中：酒店客房	47.02	47.65	24.48	其中：前期加盟服务	3.93	2.91	1.94
餐饮服务	3.52	4.53	2.27	持续加盟及劳务派遣服务	14.24	14.73	7.26
				订房渠道			1.47
				会员卡收益	0.71	0.33	1.23
贡献毛利	7.04	9.26	7.60	贡献毛利	29.76	25.63	19.83
直营模式毛利率	12%	15%	22%	加盟模式毛利率	61%	59%	61%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

1.2. 中国酒店行业发展阶段及竞争格局

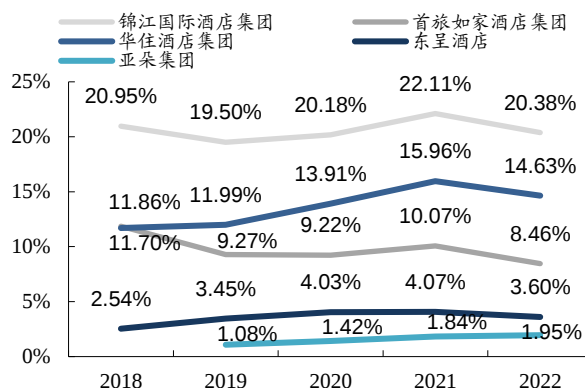
数千亿级别市场，连锁化率提升空间大，龙头酒店集团领先地位持续提升。截至 2022 年末，内地住宿业设施总数为 43 万家，客房总规模为 1529 万间，其中酒店业设施（客房量超过 15 间的住宿设施）为 28 万家，客房总规模在 1426 万间。按正常出行状态下，65% 平均入住率，200 元平均房价计算，全国酒店行业年化市场规模在 6766 亿元。截至 2022 年末，全行业 1426 万间客房中连锁客房规模为 553 万间，连锁化率为 39%，较 2019 年提升 13 个百分点；在连锁酒店市场中，CR3 为 43%，较 2019 年提升 2.71pcts。实际放到整体酒店行业来看，CR3 为接近 17%。根据弗若斯特沙利文数据，截至 2020 年底，美国酒店连锁化率为 73%，对标美国连锁化率中国酒店市场仍有较大空间。

图4：中国酒店行业连锁化率持续提升



数据来源：中国饭店协会，东吴证券研究所

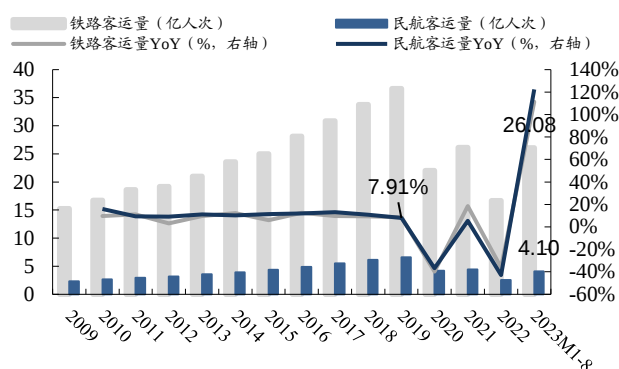
图5：中国酒店龙头连锁酒店市场占有率



数据来源：中国饭店业协会，东吴证券研究所

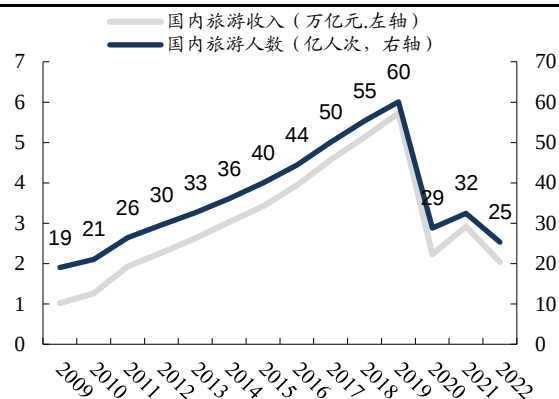
酒店行业需求通常分为商旅及旅游客群，商旅需求与宏观经济相关性强，全年相对稳定，旅游需求全年呈现季节性波动，与居民消费能力与意愿相关。2009-2019 年是旅游业的“黄金 10 年”，国内跨省旅游景气，2023 年以来居民出行意愿恢复良好。受人均收入水平提高及居民消费需求升级的影响，2009-2019 年国内旅游业高速发展，铁路客运量和民航客运量 CAGR 分别为 9.15% 和 11.11%，2019 年国内旅游人次达到 60.06 亿，旅游收入达到 57300 亿元。2020 年开始受疫情管控措施的影响，国内旅游和交通运输量呈断崖式下跌，酒店业发展受阻。随着 2022 年底放开，2023 年国内出行人次较 2019 年重回增长，根据交通部数据，2023 年 1-8 月铁路/民航累计旅客发送人次 26.8/4.1 亿人，为 2019 年同期的 104%/93%，居民国内旅游意愿已基本恢复。

图6: 2009-2022 及 2023M1-8 铁路、民航客运量及增速



数据来源: , 东吴证券研究所

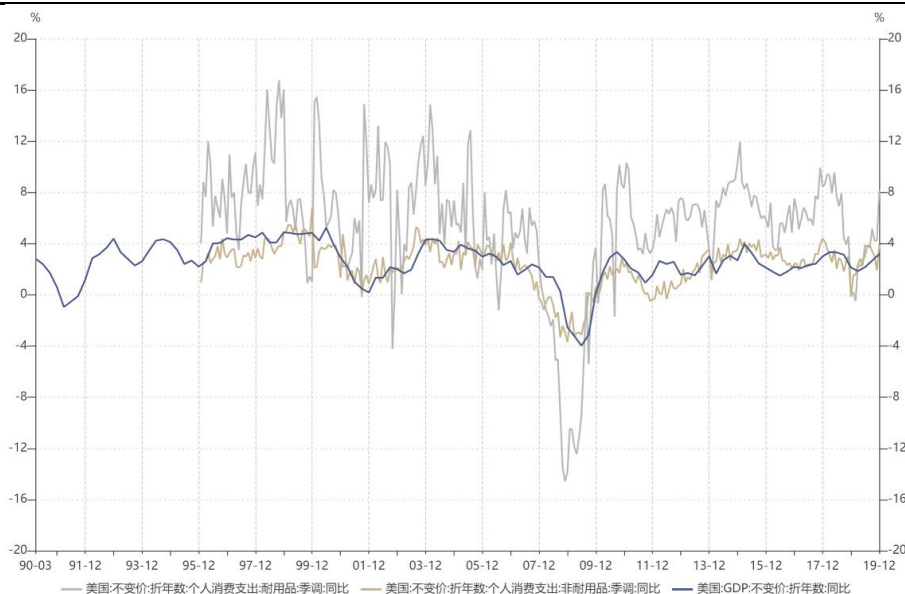
图7: 2009-2022 年中国国内旅游人次及收入



数据来源: , 东吴证券研究所

居民旅游消费行为属于可选消费，在人均收入提升的过程中往往具有更大向上弹性。从美国消费市场的数据来看，耐用品消费增速在经济景气时长期高于非耐用品，当然，在经济萎缩时，下跌幅度也较非耐用品大。原因是非耐用品的购买频次高、对消费者而言更加刚需，因而在景气时，耐用品消费可以通过提升购买频次、消费升级兑现更显著的规模弹性。从这一特性来理解居民旅游消费，也属于居民可支配收入长期增长过程中的更具备向上弹性的消费品种，而住宿需求是旅游消费中的必不可少的支出，我们认为酒店行业长期需求增速高于 GDP 增速。

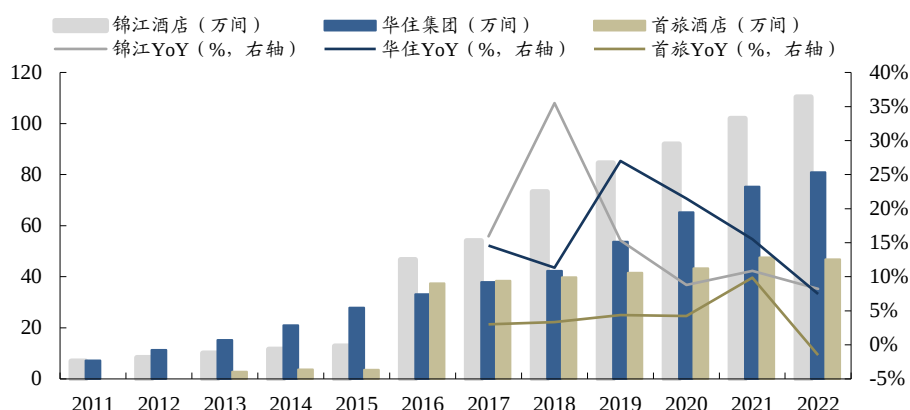
图8: 美国消费市场中耐用品消费在经济景气时增速长期高于非耐用品



数据来源: , 东吴证券研究所

伴随城镇化推进，酒店行业供需两旺，龙头通过轻资产的加盟模式持续扩张。轻资产扩张模式下，酒店可以快速进行品牌扩张，扩大市场覆盖密度，增加酒店客房数量，取得规模经济效益。2017-2022 年锦江酒店/华住集团/首旅酒店通过外延、内生扩张持续扩大品牌覆盖，客房数量 5 年 CAGR 分别为 15.33%/16.35%/3.99%。

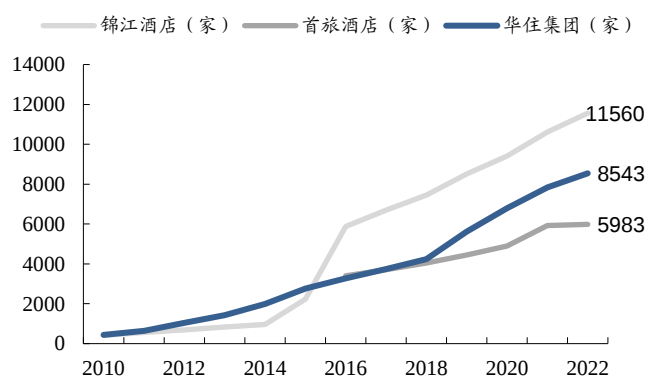
图9：2011年以来国内三大酒店龙头客房量及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

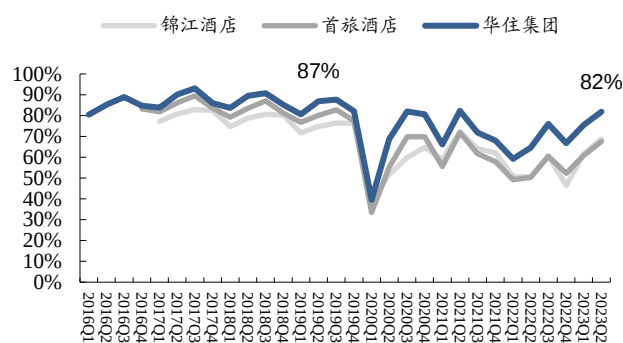
现代技术、管理能力的应用与沉淀推动的酒店品牌化趋势兑现长期成长，供需增速差异带来行业周期波动，综合形成酒店业成长+周期的发展形态。华住、锦江、首旅等酒店龙头通过先进的管理经验及品牌建设长期实现了门店数的可观增长。截至2022年年末，锦江/华住/首旅总门店数分别为11560/8543/5983家，2017-2022年CAGR分别为11.55%/17.93%/10.02%。同时酒店行业存在周期性，包含两个方面：一方面是随着经营季度更迭呈现的以一年为单位的短周期，另一方面呈现以3-6年不等的中周期，本质上是社会投资周期与出行消费需求增长节奏不匹配导致，使得供过于求及供不应求交替出现的结果。短中期来看酒店行业的周期性主导了行业整体利润率，供需增速剪刀差推动酒店盈利水平的上下波动；长期看，酒店行业的成长要素将体现在公司的门店数及房量的持续扩张，品牌运营能力的持续迭代优化，轻资产模式占比持续提升，并最终体现为净利率中枢的长期提升。

图10：2010-2022年华住、锦江、首旅总门店数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：2016-2023Q2年酒店龙头季度入住率

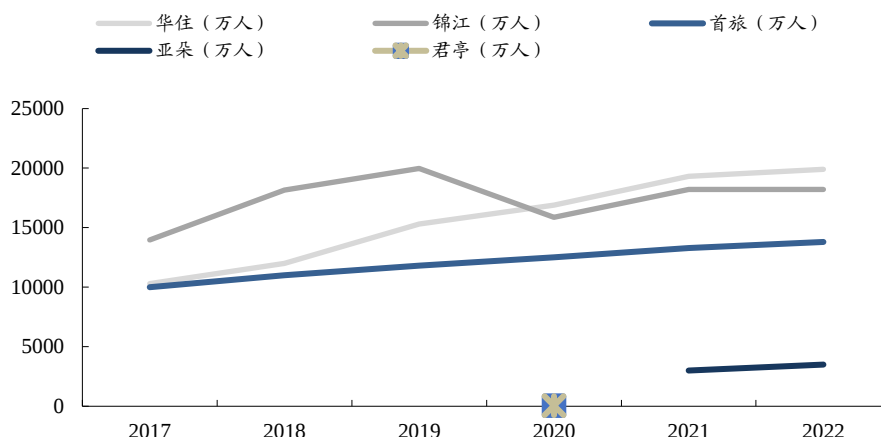


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 成长维度：客源、产品、管理优势推动酒店行业品牌化、集团化发展

酒店集团共享会员池发挥大网络效应、设计标准化形成品牌感，共同实现单房增收。会员制是酒店品牌集团提高复购率，降低引流成本重要手段，也有助于酒店进行用户画像，针对性匹配客户需求的服务。截至 2022 年年末，锦江/首旅/华住/亚朵/君亭分别拥有会员 18219/13800/19900/3500/49 万人，其中除了锦江会员体系在 2020 年进行整合，其他年份下各龙头公司会员人数均随着自身酒店品牌网络的扩张持续提升。

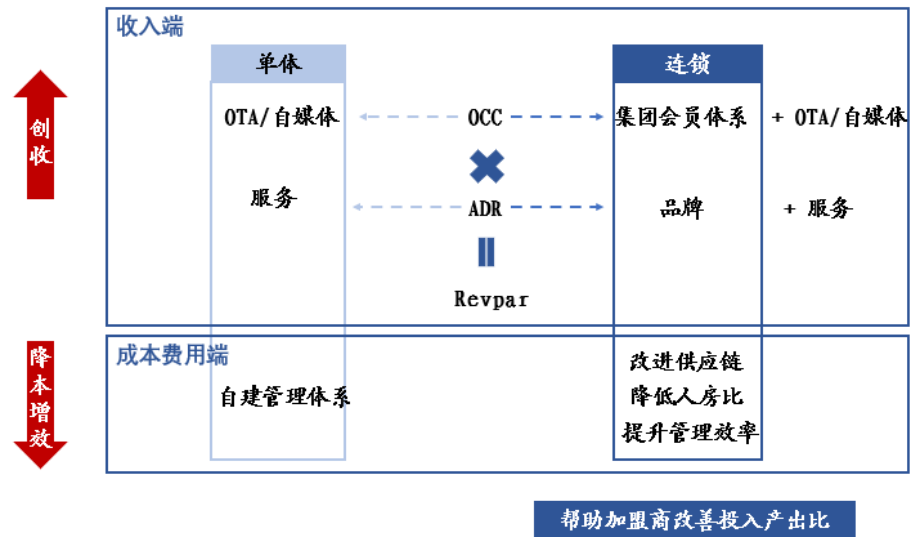
图12：2017-2022 酒店业龙头会员人数



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

通过输出引流平台及品牌管理体系，酒店集团帮助加盟商创收及降本增效。连锁酒店品牌对单体酒店的效益提升主要体现在两方面：创收及降本增效。从收入端来说，单体酒店接入酒店集团中央预定系统，实现集团会员导流，提升入住率；通过酒店品牌集团派出的管理人才将单体酒店装修风格、运营及服务水平标准化、品牌化，形成品牌溢价，提升房价；入住率和房价的双重提升形成单房收入的大幅改善。从成本费用端来说，酒店品牌集团能够通过规模效应帮助单体酒店改进供应链，降低装修及日常运维成本；通过派驻店长及强大的运营体系提升管理效率、降低人房比。收入端及成本费用端两方面、多角度的品牌化效益显著改善酒店加盟商的投入产出比，是连锁酒店品牌提供的核心价值。

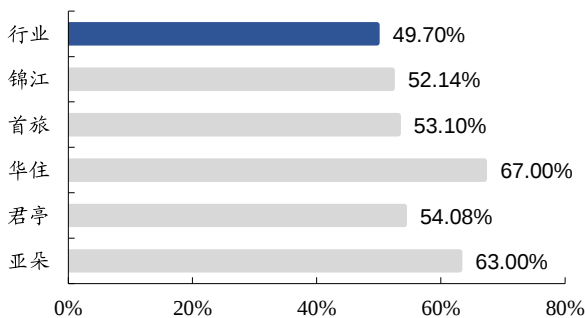
图13: 连锁酒店品牌从两方面多角度帮助加盟商改善投入产出比



数据来源: 东吴证券研究所绘制

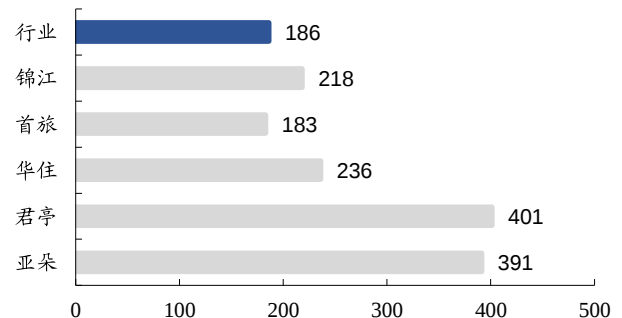
酒店龙头企业各项经营指标领先行业。在后疫情时代,以锦江、首旅、华住为代表的酒店龙头整体经营表现优于行业均值,2022 年锦江/首旅/华住/君亭/亚朵的入住率分别为 52.14%/53.10%/ 67.00%/54.08%/63.00%,高于行业均值 49.70%;2022 年锦江/首旅/华住/君亭/亚朵平均房价分别为 218/183/236/401/391 元,普遍高于行业平均值 186 元。

图14: 2022 年酒店集团入住率与行业对比



数据来源: 旅智科技, 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 2022 年酒店集团房价 (元/间夜) 与行业对比



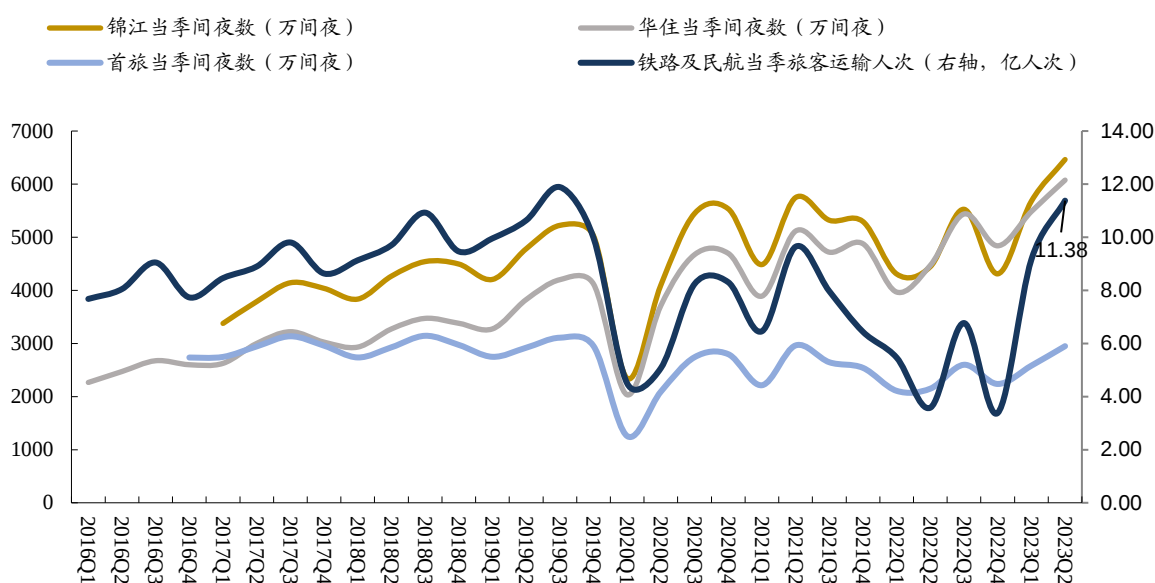
数据来源: 旅智科技, 公司公告, 东吴证券研究所

1.4. 周期维度: 供需增速差异带来行业经营数据周期化变动

酒店行业的周期体现在两方面: 一是一年长度的季度需求周期, 二是 3-6 年不等长度的行业供需周期。季度需求周期的驱动因素是居民出行需求的季度变化, 行业繁荣周期的驱动因素来源于供需两端, 本质上是社会投资周期与出行消费需求增长节奏不匹配导致, 使得供过于求及供大于求交替出现的结果。

季度需求周期来看，Q3 是酒店行业最旺季，Q1 是最淡季。酒店/住宿业需求从客群辐射范围角度可分为本地需求及长途需求，其中本地客需求相对刚性，长途客需求带来增量波动，从三大酒店集团大陆业务季频间夜数和长途出行旅客人次数据对比来看，二者具有相关性。具体到季度来说，以 2019 年为例，铁路及民航当季旅客运输人次 Q1-Q4 分别为 9.96/10.64/11.89/9.97 亿人，呈现 Q1、Q4 最淡，Q2、Q3 较旺的季度性特征。相应当年锦江、华住的 Q1-Q4 季度间夜量分别为 4206/4782/5223/5027 和 3275/3826/4201/4110，呈现出 Q1 最淡，Q3 最旺，其次是 Q4、Q2。根据 2023Q2 最新数据估算，锦江/华住/首旅单季度间夜量分别恢复到 6463/6076/2949 万间夜，分别超过 2019 年同期数值 35%/59%/1%。

图16：三大酒店集团大陆业务季频间夜数（估算）及长途出行旅客人次季频上在正相关性

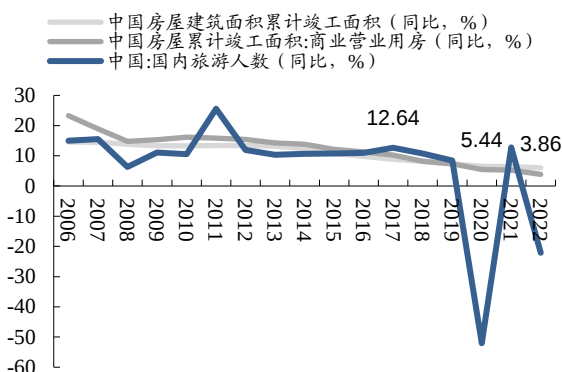


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：各公司当季间夜数由当季平均房量*当季平均入住率*当季运营天数估算得出。

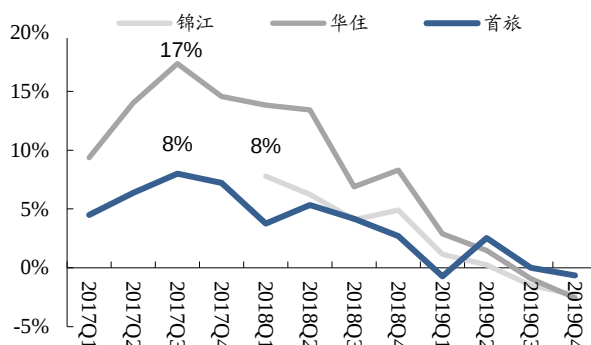
社会投资周期与出行消费需求增长节奏错配导致 3-6 年不等的行业供需周期，使得行业繁荣及低迷时期交替出现。酒店供给端的主要驱动因素是商业营业用房的可用面积，及社会投资意愿，我们在此简化用商业地产可用面积来刻画其供给量的增速。相应的需求端用国内旅游人数增速来刻画居民出行消费量的增速。可以看到过去 15 年，尤其是 2018 年以前，仍处在城镇化率快速提升，房地产业持续景气的阶段，酒店行业的基础物业基本为新投入市场的商业营业用房。当时的商业营业用房累计竣工面积同比增速每年都在 10% 以上。到 2019 年受宏观调控及产业本身发展阶段影响，供给端持续降速，2019-2022 年中国商业营业用房累计竣工面积同比增速分别为 8.25%/7.32%/5.44%/5.21%/3.86%，即，酒店行业的前置供给端降速显著。需求端来看，疫情前需求端仅有两个阶段增速超过供给侧，一是 2011 年的经济恢复年，二是 2017-2019 年的旅游景气阶段。回顾同期酒店行业经营数据，在 2017-2019 年经营数据兑现出了持续景气，RevPar 持续上涨，直到 2019 年下半年转为负增长。

图17: 酒店行业供需增速观察



数据来源：，东吴证券研究所

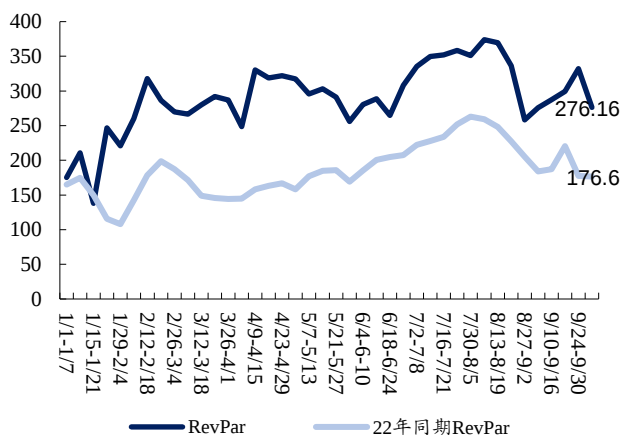
图18: 2017-2019 年三大酒店的综合 RevPar 同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

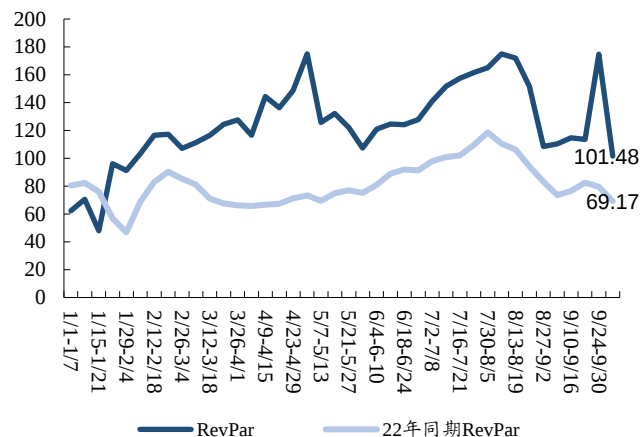
总结来说，2023 年酒店行业面临的情况是需求大幅修复，前置供给长期降速，短期供给恢复需要时间，当前正处于酒店周期中供需剪刀差拉大，走向繁荣的阶段，有望形成贯穿全年的高景气。

图19: 大陆中高端酒店今年以来 RevPar（元）情况



数据来源：STR，东吴证券研究所

图20: 大陆经济型酒店今年以来 RevPar（元）情况

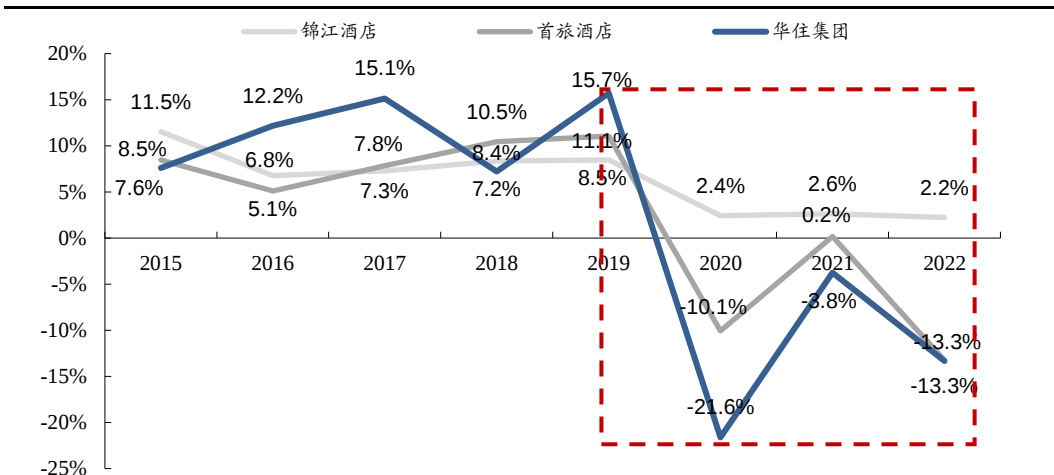


数据来源：STR，东吴证券研究所

1.5. 疫情因素：需求短时巨降加速产能出清，疫后恢复带动业绩快速转盈

三年疫情居民出行需求大幅变动，酒店行业盈利波动性增大。由于疫情期间管控措施较多，居民出行不确定性加大，旅游等非必要性出行频次大幅下降，酒店集团入住率出现明显波动下滑，受供需关系影响，酒店均价也有所下降，2019-2022 年锦江/首旅/华住三大酒店集团净利率出现不规则大幅波动，盈利能力受到较大冲击。

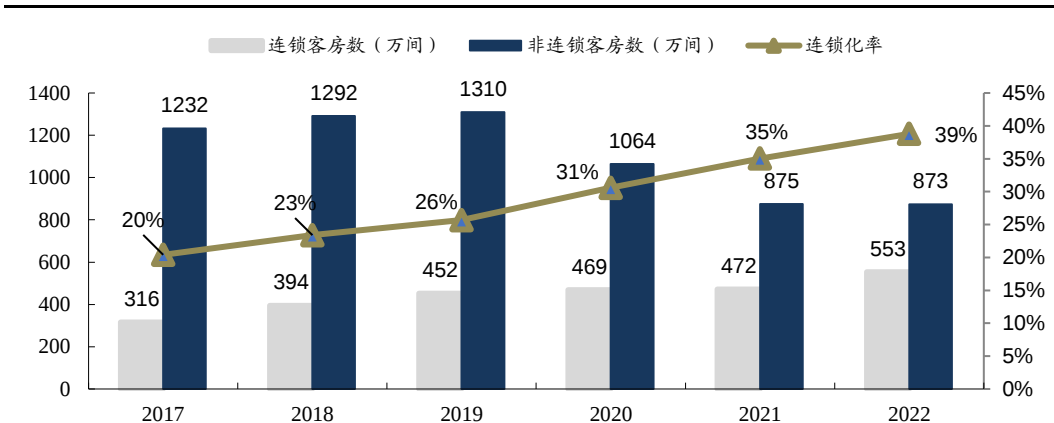
图21: 2015-2022 年三大酒店集团净利率



数据来源: , 东吴证券研究所

疫情下行业出清加速, 单体酒店抗风险能力差, 总数下滑明显。2020 年开始受到疫情影响, 酒店住宿业门店总数开始明显下滑, 其中 2020 /2021/2022 年酒店住宿业门店总数分别为 27.9/25.2/27.9 万家, 分别为 2019 年年末 33.8 万家的 83%/75%/83%。其中关闭或歇业的主要为单体酒店, 2020-2022 年非连锁客房数分别为 2019 年末数的 81%/67%/67%; 与此同时, 连锁客房总数仍然呈现稳步增长, 分别为 2019 年末的 104%/104%/122%。行业产能的整体出清及连锁房量的逆势提升, 使得行业连锁化率呈现加速提升的趋势。这是由于疫情下单体酒店抗风险能力差, 较难承担疫情反复带来的冲击, 选择暂时或永久退出行业, 或加盟连锁酒店集团强化管理和引流能力。

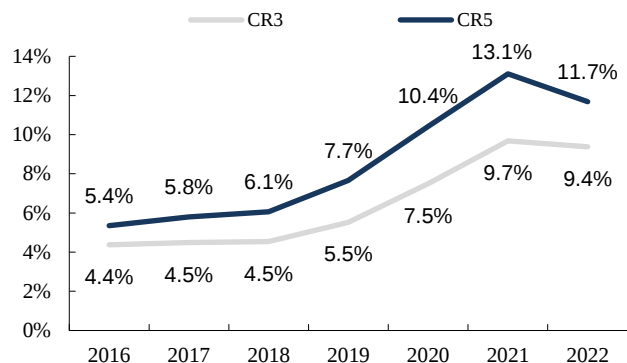
图22: 2017-2022 年行业整体房量持续降低, 连锁客房数逆势提升



数据来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 东吴证券研究所

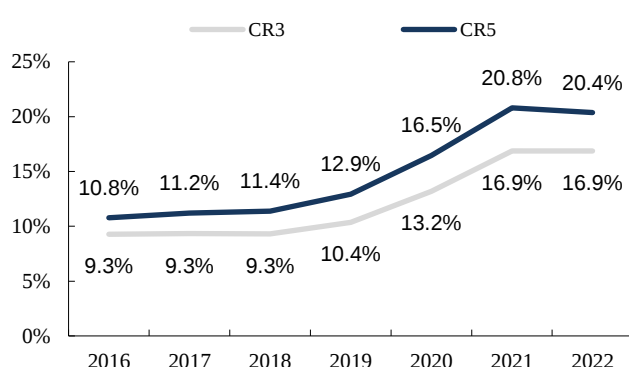
酒店业连锁化率提升叠加酒店集团龙头持续扩张, 三大酒店集团市占率逆势提升。随着酒店市场出清, 抗风险能力较小的单体酒店受疫情冲击退出市场, 疫情期间整体市场的集中度出现明显提升, 2022 年三大酒店集团酒店数口径市占率达到 9.4%, 较 2019 年提升 3.9pcts, 三大酒店集团房间数口径市占率达到 16.9%, 较 2019 年提升 6.5pcts, 锦江、华住、首旅的市场主导能力明显提升。

图23: 国内酒店业集中度情况 (酒店数口径)



数据来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 东吴证券研究所

图24: 国内酒店业集中度情况 (房间数口径)



数据来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 东吴证券研究所

疫后居民出行意愿重回繁荣, 有望带动酒店行业进入景气周期。疫情管控措施放开后, 经过 1-2 个月的感染高峰期, 居民消费出行逐渐恢复常态, 截至 2023 年 8 月铁路、民航客运量已恢复至疫情前 113%/105%, 居民出行恢复势头较好, 带动酒店行业营收利润水平大幅回升, 酒店业有望随居民长途出行的重新繁荣迎来新一轮景气周期。

图25: 铁路及民航客运量较疫情前恢复程度 (当月数/2019 年同期数)



数据来源: 交通部, 东吴证券研究所

2. 三大龙头酒店集团布局、战略、运营、财务数据异同

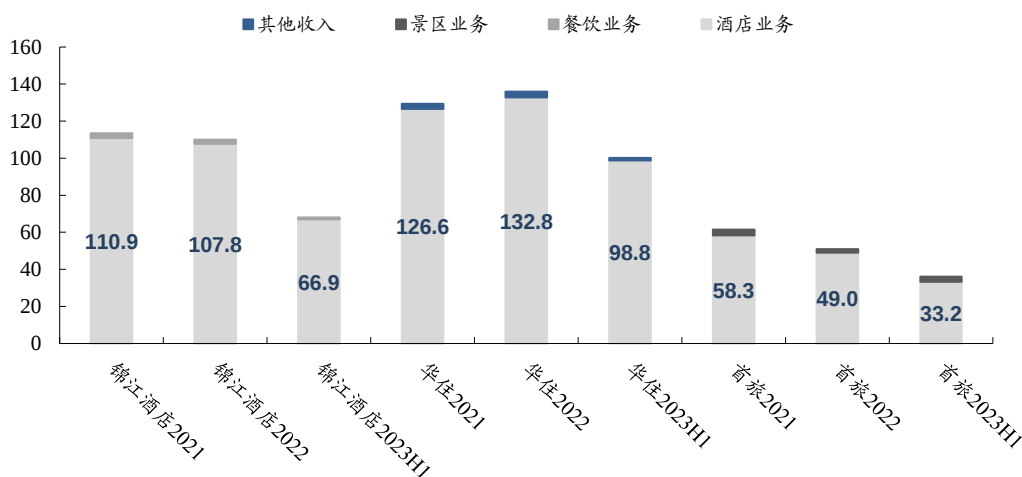
在此章, 我们希望借由 3 大龙头的业务状况与盈利水平的复盘, 来推导酒店公司营收、利润增速的决定因素及未来趋势。

3 大龙头酒店集团锦江、华住、首旅业务主体部分都在中国大陆, 但锦江、华住由于收购了海外酒店集团, 也有相当一部分营收来源于海外。在此我们先在 2.1 就 3 大酒店集团的业务布局及产品进行横向比较; 在 2.2 对他们的酒店业务战略进行集中探讨, 并总结出业务的三重变化趋势; 然后在 2.3 和 2.4 分别将剖析酒店龙头业务的三重变化趋势给运营数据和财务数据带来的既成及未来可能出现的趋势。

2.1. 业务布局及产品组合

三大龙头的业务主体结构均为酒店业务，锦江、首旅由于其国资背景还留存有餐饮、景区等与出行相关的业务。其中酒店业务均可拆分为酒店运营和酒店管理，分别对应自营和加盟模式（包括特许经营和委托管理）的收入，为三大酒店集团的最核心业务收入。除此之外，锦江酒店还从事直营及特定品牌特许经营的餐饮业务，年化销售规模在 3 亿元左右；首旅酒店经营海南南山景区，年化营收在 4.5-5 亿元区间。3 大公司的业务构成均与整体线下消费有较强相关性。2023 年 H1 锦江酒店/华住/首旅酒店业务实现收入 66.9/98.8/33.2 亿元，分别恢复至 2019 年同期的 95%/140%/89%（其中华住 2020 年并表了收购的德意志酒店收入，本基数中已经将 2019 年同期数值加回德意志酒店收入处理为可比口径）。三大龙头在 2023 年上半年营收已基本恢复至疫情前水平上下。

图26：三大龙头酒店集团营收中酒店业务（单位：亿元）均为最主要收入来源



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

三大龙头酒店集团品牌矩阵基本实现全市场覆盖。酒店龙头通过内部孵化、外延并购及外部合作方式不断拓展酒店品牌，龙头公司均拥有 30+个酒店品牌，品牌覆盖范围持续扩大。锦江拥有中端头部品牌维也纳、麗枫和经济型头部品牌锦江之星、七天酒店，建立的全面的有限服务型酒店品牌矩阵，未来有望整合锦江国际旗下高端酒店资产实现全价位段覆盖；华住拥有经济型酒店汉庭和中端酒店全季两大强势产品，并持续加码中高端酒店市场，构建了从经济型到奢华型全线覆盖的差异化品牌矩阵；首旅拥有核心资产如家系酒店，在推进品牌迭代的同时，推出逸扉、扉缦等中高端品牌继续上拓价格带。

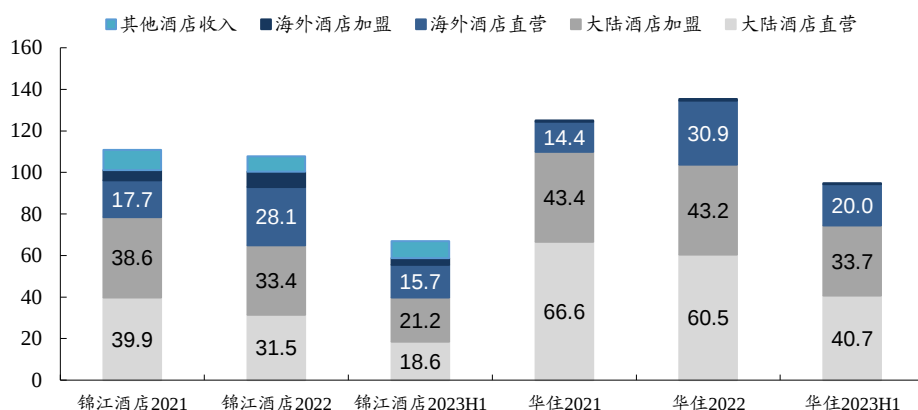
图27: 锦江、华住及首旅品牌矩阵



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

地域分布上，锦江及华住通过收购扩张了海外酒店业务。锦江/华住分别收购了法国卢浮/德国德意志酒店集团以布局业务的海外扩张。2021/2022/2023H1 锦江的海外业务收入占比分别为 20%/33%/28%；华住的海外业务占比分别为 12%/23%/22%。从酒店业务收入拆分来看，海外酒店的业务结构与大陆有所区别，大陆酒店营收中加盟收入是不可或缺的重要部分，但对于两家的海外酒店业务来说，直营业务才是主要的部分。

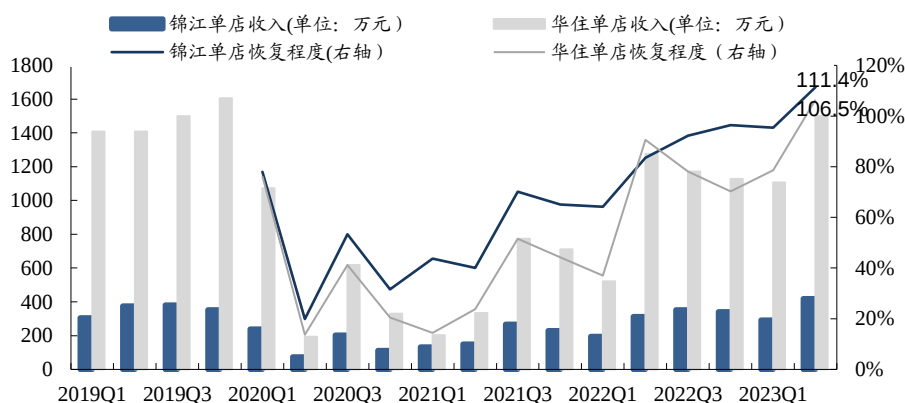
图28: 锦江酒店及华住酒店业务的地域分布情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

海外酒店恢复节奏与国内有差异, 单店收入已基本恢复至疫情前。2021 年以来, 随着欧洲主要国家逐步放宽和解除疫情管制, 出行需求恢复带动锦江和华住海外酒店经营情况逐渐改善, 单店收入 (海外收入/海外直营店数) 显著恢复, 2023Q2 锦江/华住海外单店收入恢复至 2019 年同期的 111%/106%。

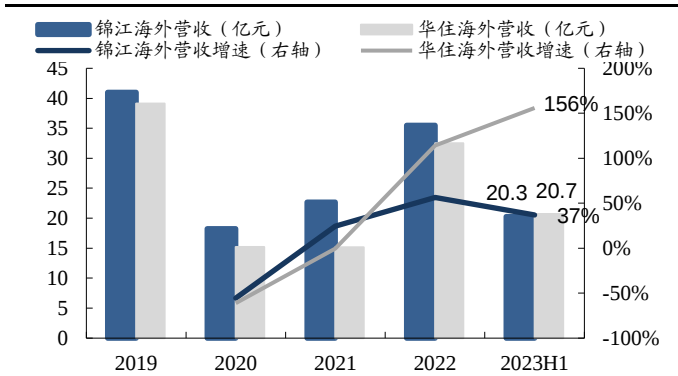
图29: 锦江及华住的海外单店收入及恢复程度



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

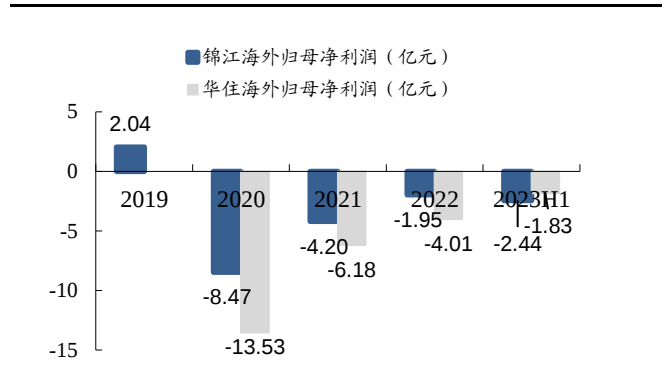
海外营收恢复, 成本费用优化将带动利润端减亏或扭亏。2020-2022 年欧洲出行需求恢复带动营收逐渐回升, 2023H1 海外营收均恢复 2019 年同期水平。利润端来看, 2020-2022 年期间持续亏损, 2023H1 受欧洲通胀、利率上涨影响, 锦江境外酒店业务亏损 2.44 亿元; 华住境外酒店业务亏损 1.83 亿元人民币。海外业务部分有待成本及费用优化。

图30: 锦江/华住海外营收及增速



数据来源: , 东吴证券研究所

图31: 锦江/华住海外利润 (亿元人民币)



数据来源: , 东吴证券研究所

2.2. 酒店业务战略方向: 多品牌、轻资产、数字化驱动成长

锦江、华住、首旅当前均以多品牌、轻资产、数字化为核心业务竞争策略。我们对三家公司 2022 年报中披露的信息进行多维度的归纳整理形成以下业务战略表。可以看到在品牌及增长策略方面, 三家公司均沿用多品牌布局、轻资产扩张的思路, 但锦江侧重中端酒店; 华住覆盖所有细分市场; 首旅聚焦中高端, 但轻管理模式也是重要组成部分。同时强调自建数字化系统以提升全链条运营效率。客户管理方面, 锦江强调完善会员体系提升客户体验; 华住胜在较高的客户直销占比; 首旅重视提升会员规模。人才战略方面, 锦江、华住强调激励机制; 首旅意图打造“年轻化、专业化”人才梯队。

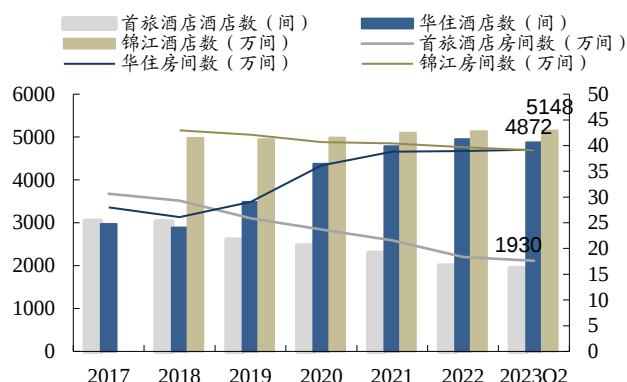
表2: 锦江、华住、首旅的业务战略 (据 2022 年报内容梳理)

酒店上市公司	增长策略	产品及品牌策略	客户管理	运营效率	人才战略
锦江酒店	在中端酒店数量较少的二三线城市扩大市场覆盖, 保持和提高市场份额和领先地位, 推进自有酒店资产优化项目。	划分轨道品牌、赛道品牌和轻发展品牌。发展全国优势品牌, 布局战略性品牌, 提升品牌价值。	加快推进会员积分货币化, 完善酒店会员体系。	“一中心三平台”数字化转型, 加快海外业务协同和系统整合。	按照“基因不变”的原则推进内部整合, 保留市场化激励机制激发团队积极性。
华住	通过向合作伙伴分享技术基础设施及庞大的客户群, 轻资产模式扩展酒店网络。	多品牌策略的酒店集团, 业务范围涵盖所有细分市场。	以“华住会”强大分销平台维持较高的客户直销比率。	发展了一套以全面的模块化应用程序为核心的基数基础设施, 采取一系列行业领先的数字化措施。	对雇员进行上市公司股权激励。
首旅酒店	特许加盟店为主, 轻管理模式为重要组成部分。	聚焦中高端酒店发展。推进现有品牌更新迭代, 打造“年轻化、时尚化”品牌形象。	全渠道多场景拉新, 提升会员规模, 提升宾客体验。	在线化、数字化、智慧化的技术战略。建立从开发、筹建、开业到运营的全线上化流程管理系统。	打造“年轻化、专业化”的人才梯队。

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

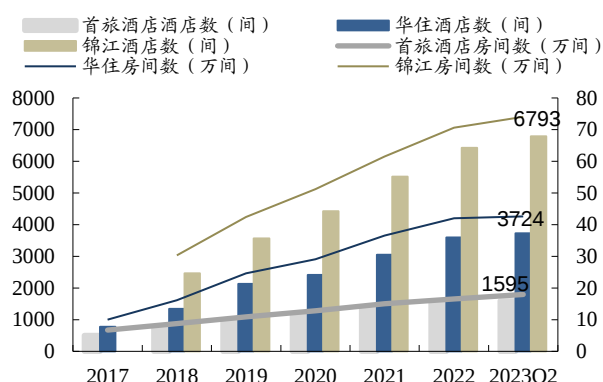
分酒店类型来看，经济型酒店规模稳定，中高端扩张占比持续提高。2020 年以来，三大酒店经济型酒店数和房间数基本稳定，截至 2023Q2，锦江/华住/首旅有经济型酒店 5148/4872/1930 家。中高端酒店不断扩张，截至 2023Q2，锦江/华住/首旅有中高端酒店 6793/3724/1595 家，2018-2022 年 CAGR 为 27%/28%/20%，对应房间数 CAGR 为 24%/27%/17%。锦江/华住/首旅中高端酒店数占整体比重分别从 2018 年的 33%/22%/17% 提升至 2023Q2 的 57%/43%/26%，中高端酒店房量占比分别从 2018 年的 41%/30%/22% 提升至 2023Q2 的 65%/50%/37%。

图32：经济型酒店数（左轴）及房间数（右轴）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

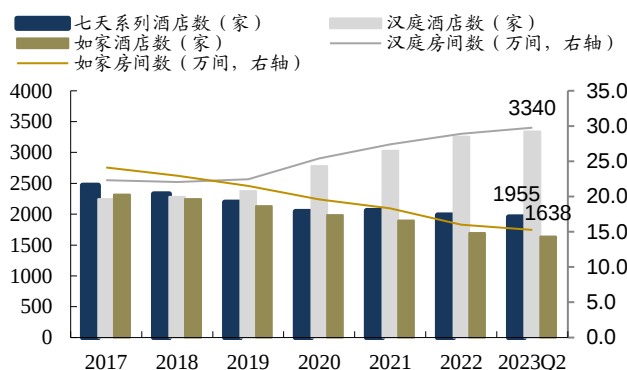
图33：中高端拆分酒店数（左轴）及房间数（右轴）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

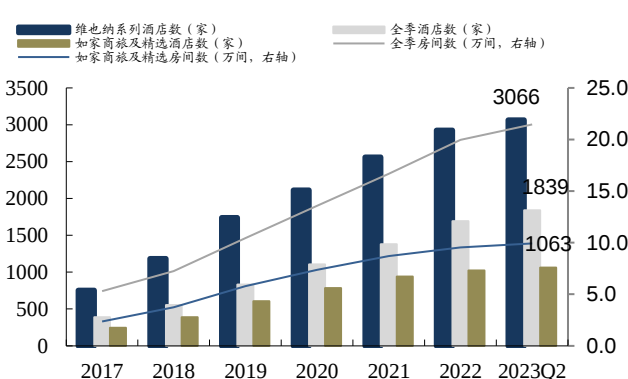
分品牌来看，中端核心品牌驱动规模扩张。截至 2023Q2，经济型核心品牌中，锦江旗下七天、华住旗下汉庭、首旅旗下如家的酒店数分别为 1966/3285/1651 家，仅有汉庭酒店数持续增长。但中端核心品牌中，锦江旗下维也纳系列、华住旗下全季、首旅旗下如家商旅及精选的酒店数分别 3066/1839/1063 家，分别占公司中端在营酒店数的 45%/59%/67%，在过去几年均处于扩张态势。根据中国饭店业协会数据，截至 2022 年末按客房数口径，维也纳/全季/麗枫/如家商旅/桔子在中端连锁酒店中排名第 1/2/3/4/5 位，市占率分别 24.73%/12.88%/6.70%/4.18%/3.62%，中端核心品牌势能强、市场认可度高，连锁复制酒店规模稳步扩张，体现品牌成长性。

图34：锦江、华住及首旅经济型核心品牌酒店及房间



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

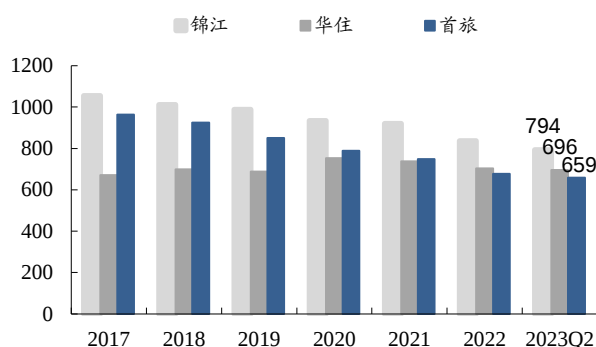
图35：锦江、华住及首旅中高端核心品牌酒店及房间



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

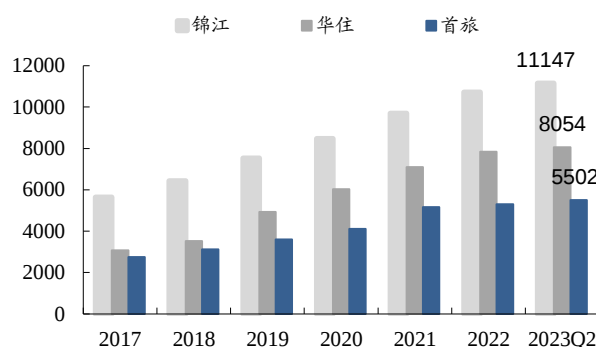
从经营模式结构来看，3家龙头酒店业务通过轻资产的加盟模式持续扩张，直营体量逐渐减少。轻资产扩张的加盟模式下，酒店可以快速进行品牌扩张，增强网络密度，取得规模经济效益。2017-2022年锦江酒店/华住集团/首旅酒店加盟酒店数 CAGR 分别为 13.7%/20.6%/14.1%，均处于高速扩张期；加盟客房数 CAGR 分别为 13.7%/19.0%/7.4%，首旅由于新开店中轻管理型占比高，客房数增速低于酒店数增速。锦江/华住/首旅直营酒店数占整体比重从 2017 年的 15.8%/17.9%/25.9%下降至 2023Q2 的 6.6%/8.0%/10.7%。由于直营酒店通常为房量偏多的旗舰店，锦江/华住/首旅最新直营酒店房量占比分别为 7.7%/12.1%/16.7%，较酒店数占比均更多。

图36：锦江、华住及首旅直营酒店数（单位：家）



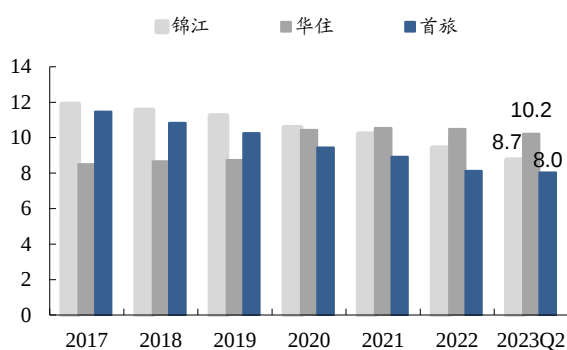
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图37：锦江、华住及首旅加盟酒店数（单位：家）



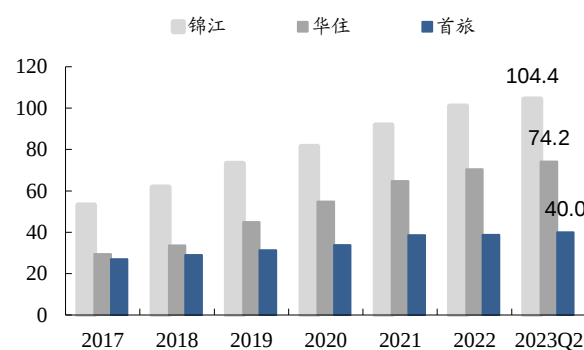
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图38：锦江、华住及首旅直营房间数（单位：万间）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图39：锦江、华住及首旅加盟房间数（单位：万间）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从加盟业务收费模式来看，随加盟网络扩大，可以预期持续加盟费收入占营收比持续提升，酒店集团财务稳定性将加强。加盟酒店品牌需支付一次性加盟费用和持续加盟费用，其中一次性费用包括标准加盟费、保证金、筹备期服务费、设计费和 PMS 系统安装费等，持续加盟费用包括品牌管理费、CRS 预定费、系统使用费和管理人员劳务费等；此外对大堂、餐厅、客房等有使用面积的要求。分品牌层级看，中端品牌一次性收费及持续费率较经济型品牌偏高，品牌赋能更高。各公司通过会员体系建设

和自有渠道推广，不断提高 CRS 预订占比，随着酒店行业景气度恢复，CRS 预定费等持续加盟费用贡献更多盈利。

表3: 三大酒店集团头部品牌加盟条款梳理

酒店品牌		加盟费用								物业要求
		一次性加盟费用				持续加盟费用				
		标准加盟费及保证金	保证金	工程筹备期服务费	系统安装费	加盟管理费	PMS 服务费	CRS 预订费	其他	
首旅	如家	2500 元/间，不低于 10 万元/项目	5 万	服务费共 3 万，质量保证金 5 万	PMS 安装费：5000 元	品牌使用费 4%，服务支持费 0.5%，品牌推广费 0.5%	PMS 系统使用费 1 万/年，HOPS 酒店运营系统使用费 1500 元/月	8%	财务咨询费（一线城市 800 元/月，二线城市 700 元/月，三线及以下城市 600 元/月），会员发展维护费 0.01 元/积分	大堂使用面积大于 150 平米，餐厅大于 80-100 平米，客房大于 18 平米
	如家商旅	北上广深 4000 元/间，其他 3000 元/间，不低于 12 万元项目	10 万	服务费共 8 万，质量保证金 5 万，工程设计费 20-25 万，样板间费用：2 间/5.4 万	PMS 安装费 5000 元	品牌使用费 4%，服务支持费 0.5%，品牌推广费 0.5%	PMS 系统使用费 1 万/年，HOPS 酒店运营系统使用费 1500 元/月	8%	财务咨询费（一线城市 800 元/月，二线城市 700 元/月，三线及以下城市 600 元/月），会员发展维护费 0.01 元/积分	大堂使用面积 150 平米，餐厅 100 平米，厨房 20 平米，洗衣房 12 平米，客房 20 平米
锦江	七天	3000 元/间（最低 1500 元/间），不低于 8w	5 万	指导费 2 万/项目，保证金 2 万，设计费 10 万	PMS 系统初装费 2 万	管理费/品牌使用费 5%	PMS 系统维护费 10 元/间/月	6%	客服、运营、财务支持费 800 元/店/月	房间面积不少于 18 平，大堂面积不少于 60 平
	锦江之星	固定费用 25 万，浮动费用（2500 元/间）	10 万	服务支持费 5 万，项目评估费 2 万	/	持续加盟费 5%	系统服务费 10 元/间/夜	5%/间/夜	/	/
	维也纳酒店	3000 元/间，不低于 25 万	10 万	顾问费 8 万，设计费 30 万元，审图费 10 万元，工程评估费 2 万元	/	前三年之 4%，后 5%	酒店管理信息系统维护费 1000 元/月	6%	许可费（品牌宣传费）1%	房间面积 25 平米，大堂面积 149 平米，餐厅面积 118 平米
	麗枫酒店	5000 元/间	/	筹建指导费 5 万，图纸设计费 30 万	系统安装费 2 万/套	管理服务费用 5.5%，品牌推广费 1%	系统维护费 3000 元/月	6%	客服服务费（当月总房量*1 元）	/
华住	汉庭	2500 元/间（不低于 15 万）	10 万	筹备费 2 万，保证金 2 万，设计费（客房<60 间 13 万，	HPMS/XPMS 安装费初装费 5000 元	每月营收 5%=品牌使用费的 2%+品牌支持费的 3%	HPMS/XPMS 维护费 800/月	8%	酒店总经理费（一类城市 16000 元/月，二、三类城市 15000 元/月，四、五类城市	建筑面积 2000-8000 平米；大堂公共区域面积 100 平米以上；单间使用面积 18 平米以上

		100 间 至 61 间客房 14 万 , >111 间客房 15 万)						12000 元/月) , 易 系 列 收 费 2500/月	
全季	北 上 广 深 : 4000 元/ 间 , 杭 州/南京/ 成都/厦 门 / 苏 州 : 3500/ 间 , 广 州/深圳/ 南 宁 按 最 低 收 费 25 万	10 万	保 证 金 2 万 , 筹 备 费 5 万	HPMS/ XPMS 安 装 费 初 装 费 5000 元 , 华 掌 柜 收 费 : 价 格 2.5 万 元 / 台	每 月 营 收 5%=品 牌 使 用 费 的 2%+品 牌 支 持 费 的 3%	HPMS/XP MS 维 护 费 800/月	8%	酒店总经理费 (一类城市: 20000 元/月, 二 类城市 19000 元/ 月, 三类城市 18000 元/月, 四、五类城市 16000 元/月), 易系列收费 2500/月	项目面积不小于 3500 平米, 大堂净 面积 (一线、二线 城市不小于 150 平 米, 三线及以下城 市不小于 260 平 米), 客房净面积 (一线城市不小于 20 平米, 二线及 以下不小于 23 平 米), 餐厅净面 积: 房 间 总 数 *35%*3 平米, 厨 房面积不小于 35- 45 平
桔子	北 上 广 深 4000 元/间, 杭州/南 京/成都/ 厦 门 / 苏 州 3500/ 间 , 其 他 3000 元/间	10 万	保 证 金 2 万 , 筹 备 费 6 万	HPMS/ XPMS 安 装 费 初 装 费 5000 元 , 华 掌 柜 收 费 : 价 格 2.5 万 元 / 台	每 月 营 收 5%=品 牌 使 用 费 的 2%+品 牌 支 持 费 的 3%	HPMS/XP MS 维 护 费 800/月	8%	酒店总经理费 (一 类 城 市 22000 元 / 月 , 二、三 类 城 市 20000 元 / 月 , 四、五 类 城 市 18000 元 / 月) , 易 系 列 收 费 2500/月	大堂净面积 (一线 大于 150 平米, 二 线 150 平米, 三线 及以下城市大于 260 平米), 大床 房净面积不少于 23 平米, 双床净面 积不少于 25 平 米, 餐厅净面积大 于 房 间 总 数 *35%*3 平

数据来源：锦江酒店投资加盟公众号，华住世界小程序，首旅如家公众号，东吴证券研究所整理

总结来说，三大龙头酒店集团的业务发展战略均聚焦于“多品牌、轻资产、数字化”，虽然在各维度选择有所差异，但行业趋势叠加战略选择促成其业务的三重变化趋势：持续扩张（带动行业整体连锁化率提升）、产品结构升级（中端占比持续提升）、扩张轻量化（加盟模式主导）。接下来我们将剖析酒店龙头业务的三重变化趋势给运营数据和财务数据带来的既成及未来可能出现的趋势。

2.3. 大陆酒店业务运营数据横比：品牌议价权及结构优化共同带动 RevPAR 超预期抬升

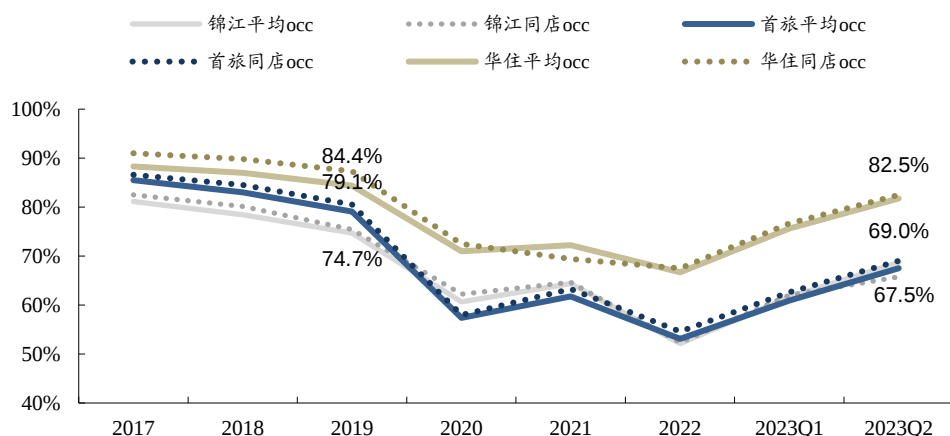
酒店行业的核心运营数据主要有门店/房量数据、入住率 OCC、房价 ADR 和单房收入 RevPAR，各酒店集团的门店/房量数据我们在前面已经有多维度的叙述，在此节我们主要讨论后三个重要运营数据。行业整体景气度形成的周期性影响，及公司产品结构升级形成的趋势性影响，会混杂在一起，共同呈现在运营数据的变动之中。

2.3.1. 入住率 OCC 体现酒店集团直销能力、及主力品牌的供需关系

1) 酒店集团直销能力是整体入住率区别于行业的决定性因素。

2023Q1、Q2 酒店集团入住率显著修复，华住 OCC 表现优于同行业。 同店 OCC 一般略高于平均 OCC，原因是开业 18 个月以内的酒店部分仍处于爬坡期。2019 年锦江/华住/首旅平均入住率分别为 74.7%/84.4%/79.1%。疫情期间入住率普遍大幅下滑，OCC 水平体现经营韧性，华住 OCC 领先程度拉大。“乙类乙管”后居民出行意愿显著恢复，带动酒店入住率提升，2023Q2 锦江/华住/首旅的平均 OCC 为 68.7%/81.8%/67.5%，分别恢复至 2019 年同期的 90%/94%/84%。根据华住 2022 年报披露，87%的间夜量通过自有渠道出售，即仅有 13%的间夜通过 OTA 等其他非自有渠道售出，体现其强大的直销能力。

图40：三大酒店平均入住率（实线）及同店入住率（虚线）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：锦江披露季度同店为当年累计值，即 2023Q2 同店实际为 2023H1 同店。

2）主力扩张品牌 OCC 高于酒店集团平均，是酒店集团平均 OCC 相对行业走强的结构化动力。

维也纳之于锦江、汉庭和全季之于华住、如家之于首旅，主力品牌们的 OCC 均显著高于集团体系内均值。各酒店集团并不披露单品牌 OCC，但他们的主力品牌均能够占到本档次下至少一半的间夜量，因而在此对三大集团内不同档次酒店的入住率进行内部比较以说明。

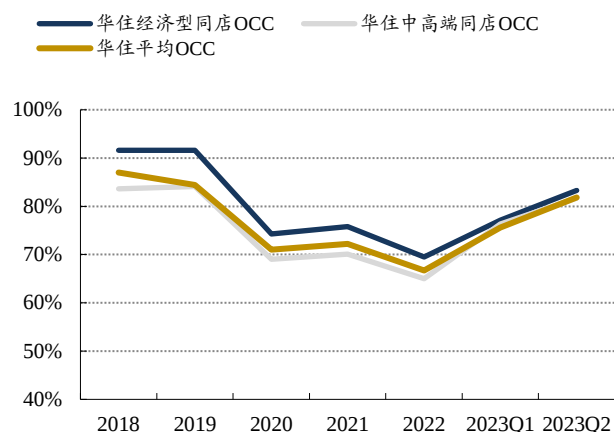
华住的汉庭、全季分别处于经济型、中高端分类中，汉庭及全季均为过去几年持续扩张的主力品牌，势能都比较强，呈现出经济型及中高端的 OCC 逐步收敛。

锦江的维也纳处于中端酒店分类中，因而锦江呈现中端 OCC 长期高于经济型的情况，随着中端房量占比的持续提升（从 2018 年的 41%到 2023Q2 的 65%），锦江平均 OCC 与中端酒店的 OCC 差距逐渐缩小（2018 年差异为 7.3 个百分点，到 2022 年仅差 2.9 个百分点）。

首旅的如家品牌主要处于经济型分类，但也有如家精选/商旅的 1000 家级别的门店在中高端酒店，因而呈现出经济型、中高端 OCC 均高于平均 OCC，而轻管理模式的

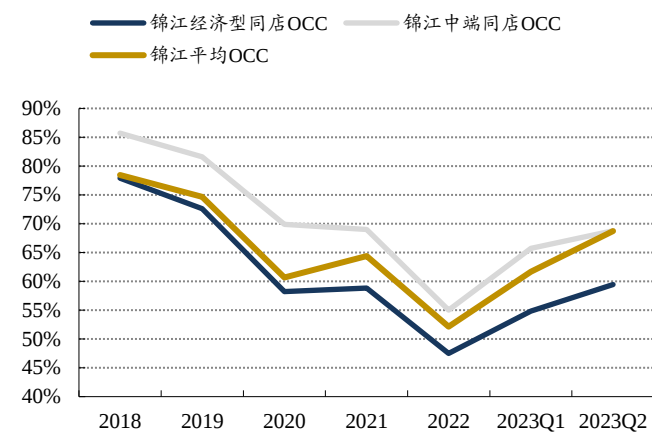
OCC 仅有经济型 OCC 的 80-90%。

图41: 华住 OCC 按酒店档次拆分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

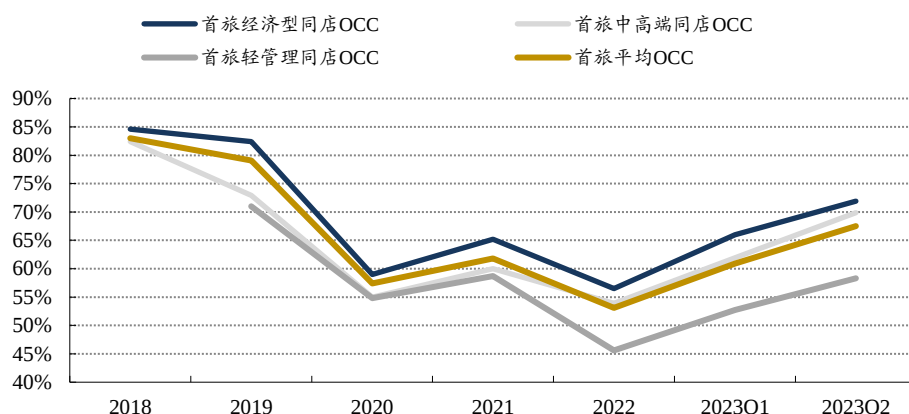
图42: 锦江酒店 OCC 按酒店档次拆分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 锦江披露季度同店为当年累计值, 即 2023Q2 同店实际为 2023H1 同店

图43: 首旅酒店 OCC 按酒店档次拆分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

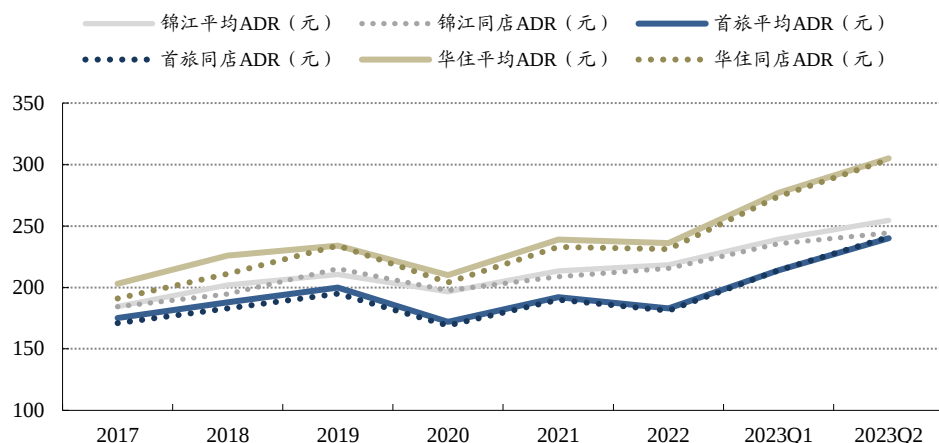
2.3.2. 房价 ADP 反映行业整体供需博弈、品牌议价权及经济型到中端酒店的产品结构升级

1) 今年行业整体供需关系博弈集中体现在房价上

2023 年各公司 ADP 均超越疫情前, 反映疫情期间行业产能出清后的整体议价能力提升。公司平均 ADP 一般略高于同店 ADP, 绝对值上华住>锦江>首旅。2017-2019 年中高端转型驱动酒店龙头 ADP 持续上涨; 疫情期间 ADP 有所波动, 但 2021 年平均 ADP 已基本恢复甚至超越 2019 年同期水平。2023 年以来, 酒店需求大幅修复, 前置供给长期降速, 短期供给恢复需要时间, 酒店周期中供需剪刀差拉大, 带动 ADP 大幅上涨, 2023Q1 锦江/华住/首旅的平均 ADP 为 255/305/240 元, 分别提高到 2019 年同期

的 115%/129%/119%，涨价幅度上华住>首旅>锦江。

图44：三大酒店平均房价（实线）及同店房价（虚线）



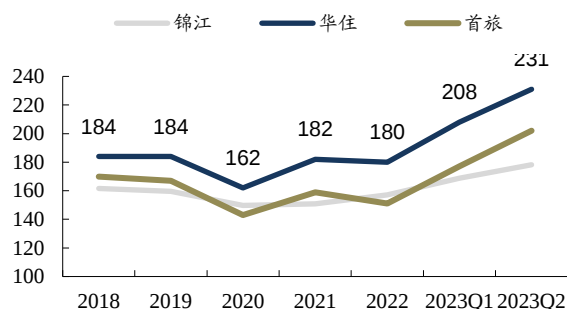
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：锦江披露季度同店为当年累计值，即 2023Q2 同店数据实际为 2023H1 同店。

2）入住率高的酒店品牌具备更强议价权，同时酒店集团产品结构升级对平均房价形成进一步的拉动效应

同档次定位下的不同酒店品牌的房价差异体现了品牌议价权。从酒店集团的个体差异角度来说，平均房价可比意义其实并不那么高，原因是酒店集团产品结构千差万别，如亚朵定位高端连锁酒店，拿亚朵集团的平均房价与主打经济型的酒店集团去比其实并不合理。但考虑三大酒店从经济型到中高端布局相对全面，我们将三大酒店的经济型和中高端产品均价进行对比，会发现，入住率高的酒店在同时期、同档次内产出更高的房价结果，这与供需逻辑常识相符。当然由于锦江体系内仅有经济型和中端，缺乏高档定位酒店，因而横向比较 ADR 参考意义较小。

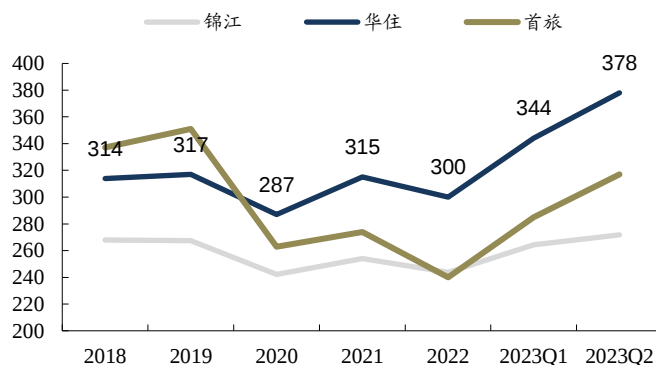
图45：三集团经济型成熟店 ADR（单位：元）



数据来源：东吴证券研究所

注：锦江披露季度同店为当年累计值，即 2023Q2 同店数据实际为 2023H1 同店。

图46：三集团中高端成熟店 ADR（单位：元）



数据来源：东吴证券研究所

注：锦江披露季度同店为当年累计值，即 2023Q2 同店数据实际为 2023H1 同店。

同时，酒店集团产品结构升级对平均房价形成进一步的拉动效应。考虑在当前平均房价涨幅创除同档次价格变化后，可大致估算中高端升级对平均房价的量化影响。我们对 2023 年 Q2 相比 2019 年 Q2 的房价涨幅进行了估算，锦江/华住/首旅本季度平均房价涨幅分别为 20.9%/29.2%/18.8%，其中结构升级分别对自身平均房价上涨贡献 65%/31%/68%。贡献绝对值来说，锦江/华住/首旅中高端结构升级对 2023 年相比 2019 年的房价上涨分别贡献 13.5/9.1/12.8 个百分点，按 4 年线性平均估算，平均每年贡献 2.3-3.5 个百分点。当然，各酒店集团档次内的产品更新换代也会带来本档次的均价上涨，在我们当前采用的计算框架下，被笼统的计算到了可比房型涨价项中，被简单的理解成为品牌议价力提升，可能还有更多讨论余地，但限于数据可得性，我们的计算止步于此。

表4：中高端结构升级对平均房价（元）上涨贡献测算

量化拆分涨价影响因素	锦江	华住	首旅
2019Q2 经济型房价	158	187	177
2023Q2 经济型房价	178	231	202
经济型房价涨幅	13%	24%	14%
经济型 2019Q2 房量占比	54%	48%	67%
经济型 2023Q2 房量占比	35%	46%	38%
2019Q2 中高端房价	269	323	359
2023Q2 中高端房价	272	378	317
中高端房价涨幅	1%	17%	-12%
中高端 2019Q2 房量占比	46%	52%	28%
中高端 2023Q2 房量占比	65%	54%	37%
2019Q2 轻管理房价			172
2023Q2 轻管理			163
轻管理 Q2 涨幅			-5%
轻管理 2019Q2 房量占比			4.56%
轻管理 2023Q2 房量占比			25.74%
①可比房型涨价对房价拉动	7.43%	20.15%	6.01%
②结构升级对房价拉动	13.50%	9.09%	12.80%
① +②平均房价涨幅	20.93%	29.24%	18.81%
结构升级对平均房价上涨贡献	65%	31%	68%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

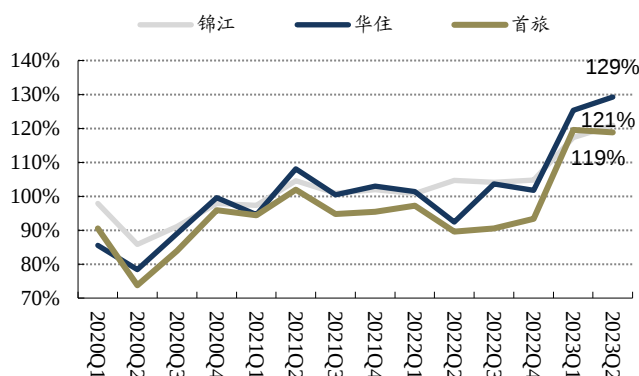
注：由于数据可得性，本表内除整体平均房价外的数据均采用当期披露的同店口径；根据品牌层级，将酒店产品分为经济型、中高端和轻管理（针对非标准化单体酒店模式）

2.3.3. 今年单房收入 RevPAR 超预期为价格驱动，入住率仍有较大修复空间

2023Q2 三集团 RevPAR 均超疫情前，Q3 趋势延续，超预期系由房价驱动。
 $RevPAR = OCC * ADR$ ，在此我们不再赘述不同档次酒店 RevPar 的表现分化，仅复盘疫

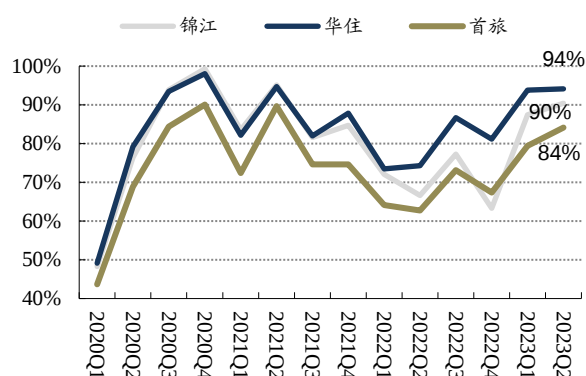
情至今 OCC 和 ADR 恢复程度变化。2022 年底“乙类乙管”后，酒店 OCC 及 ADR 均快速修复，但两指标恢复程度有较大区别，房价方面迅速恢复至交 2019 年 20% 增长以上，入住率却仍有缺口。到 2023 年 Q2，锦江/华住/首旅 ADR 分别恢复至 2019 年同期的 121%/129%/119%，但 OCC 仅分别恢复至 2019 年同期的 90%/94%/84%，较疫情前有 6~16% 不等的缺口。我们认为当前的锦江、首旅不到 70% 的入住率，较疫情前的 80~86% 入住率仍有较大空间，当前酒店行业仍处于低谷走向景气的过程之中。

图47：三集团 ADR 相比 2019 年恢复程度



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图48：三集团 OCC 相比 2019 年恢复程度

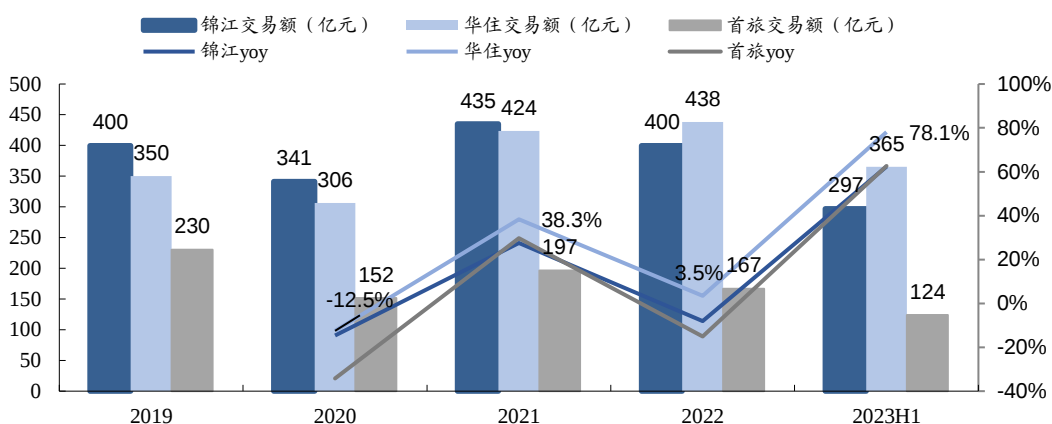


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.4. 财务数据特征：总交易额随网络扩张确定性增长，加盟模式主导决定净利率中枢长期上移

酒店集团总交易额（Turnover）随酒店网络持续扩张呈现确定性增长。酒店集团总交易额可拆分为直营交易额及加盟对应交易额，其中直营交易额基本等同于直营收入（在此我们简化计算省略增值税影响）；加盟交易额则仅有一部分转化为酒店集团报表加盟收入。根据酒店集团披露的平均 RevPAR/客房量数据可大致估算。随着酒店网络扩张，酒店集团辐射的总交易额趋势向上。根据我们测算，虽然各集团酒店业务交易额在过去几年因疫情有所波折，但 3 年过去后各家交易额在居民正常出行状态下均有显著提升。截至 2023H1，我们估算锦江/华住/首旅大陆酒店业务交易额分别为 297/365/124 亿元，对比 2019 年 H1 的 194/159/109 亿元分别提升了 53%/129%/14%，4 年 CAGR 分别为 11.2%/23.0%/3.3%。

图49：大酒店集团大陆酒店业务交易额估测

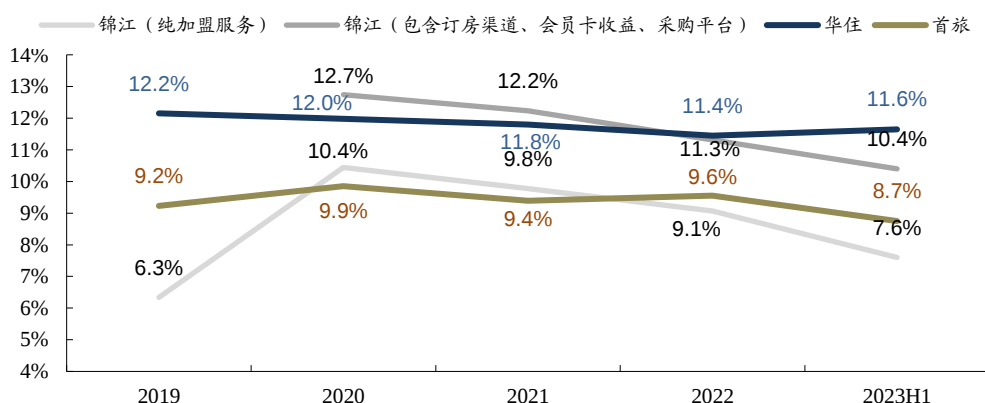


数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

注：华住 2019-2022 为披露值，2023H1 为测算值，锦江、首旅为测算值。

加盟业务的货币化率一定程度体现酒店集团整体运营能力。对酒店集团来说，加盟业务含一次性性质的前期服务费及可持续性的持续加盟服务费。我们在此简单的用加盟业务收入/加盟业务交易额估算一个酒店集团加盟业务的“货币化率”，这个名词或许更常见于电商零售业，但我们认为对酒店加盟业务这种“类平台”的业务模式来说，也是个完整概括、且更好理解的概念。对于同样大的流水盘子，确认到报表收入的货币化率差异意味着该酒店集团垂直一体化的能力的不同，即从前期规划、装修、日常采购、引流、运营等贯穿产业链上下游为加盟商提供服务的能力或有千差万别。当然，加盟收入中固定的部分越多，则行业景气的时候货币化率可能反而走低，因而并不一定每次货币化率变动都需要进行价值判断和过度解读。但每一次加盟商合同条款的变化，可能都意味着公司的纵向一体化有了新的进展，会推动现有货币化率进行变动。

图50：三大集团的加盟业务货币化率（加盟业务收入/加盟业务交易额）测算

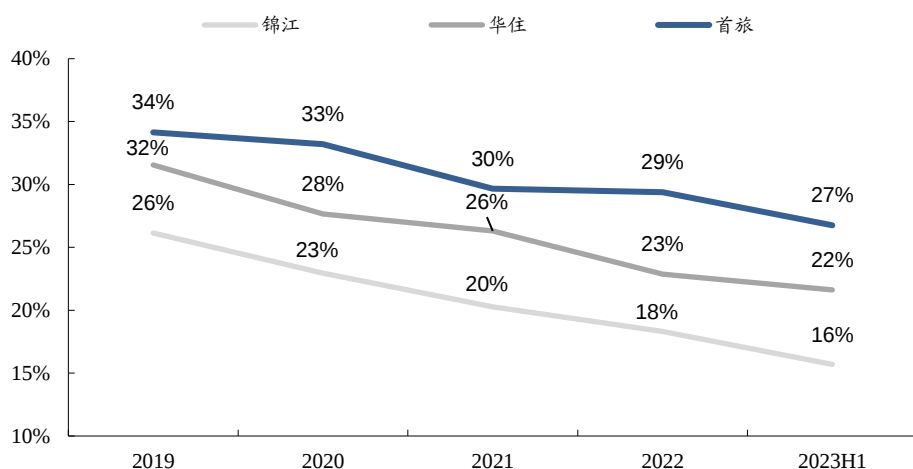


数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

注：锦江的收入项中有多个与加盟业务有较大关联的部分，我们将前期加盟服务和持续加盟服务合并作为纯加盟服务计算了一个数值，将纯加盟服务+订房渠道+会员卡收益+采购平台收入合并计算了另一个，后者多出来的三项收入大部分由加盟商贡献，但可能并不完全，在此我们做简化计算均统计进来。

报表收入与总交易值大体呈现正相关关系，但还需考虑加盟为主的扩张模式对上市公司报表营收口径的收缩性影响。随着酒店网络总交易额的扩大，上市公司报表营收趋势上行，但要考虑酒店的加盟主导扩张模式（直营 100%进报表，但加盟只有 10%左右进报表），客观上会造成营收规模的扩大幅度不如交易额。我们将三集团大陆酒店业务实现营收除以总交易额，获得一个类似整体“货币化率”概念的数值，会发现过去几年三家的这个数值都在下行，这充分说明了这一点。因而在对酒店公司的分析中，我们认为对公司毛利额，或 EBITDA（或落实到营业层面 GOP 的概念）等与实际经营性净现金流入更相关的指标去进行分析和预期是更为有效的关注点。

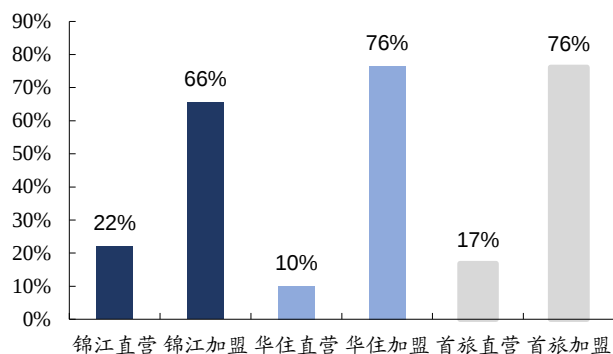
图51：三集团大陆酒店业务营收/总交易额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

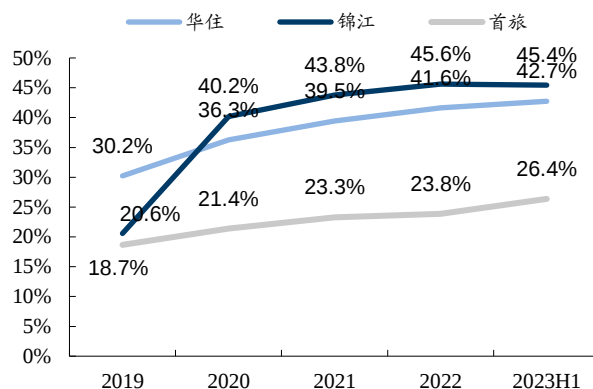
加盟为主的扩张模式决定毛利率中枢长期上移，相应净利率中枢也将上移。如下图所示，我们提取和估算了三家公司 2023H1（居民出行恢复正常后）的直营/加盟毛利率，直营毛利率在 20%上下，加盟毛利率在 70%上下，差异较为显著。因而随着加盟收入占比的持续走高，毛利率中枢将维持上移趋势，相应的，由于销售费用及管理费用存在规模化效应，费率区间长期看稳中有降，因而净利率中枢也将长期上移。这一结论在美股酒店公司中已验证过，希尔顿酒店营业利润率从 2012 年的 7.2%，到 2023Q3 到达 23.9%时，直营收入占公司收入比重仅有 12.7%，而 2012 年的这个数值为 42.9%。

图52: 2023H1 酒店上市公司直营和加盟毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所
注: 首旅为披露值, 锦江、华住为测算值

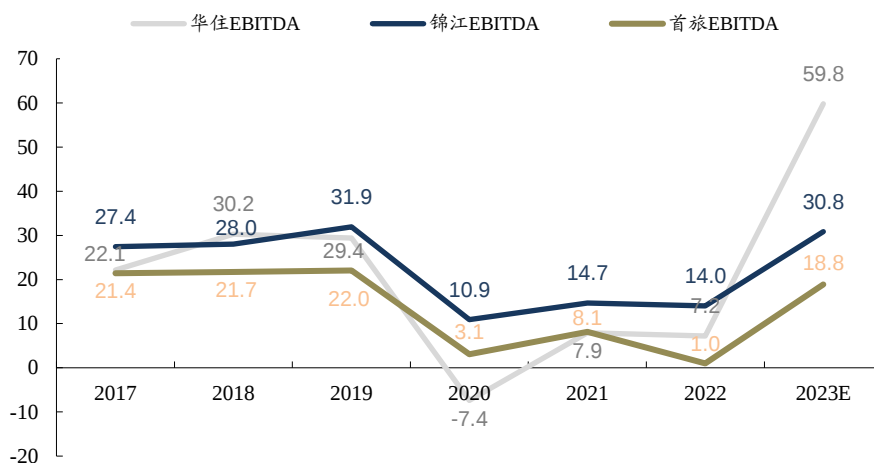
图53: 2019-2022 及 2023H1 大陆酒店加盟收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

走出疫情阴霾, 长期看, 轻资产化的酒店集团的现金牛属性将逐渐浮现。自 2021 年新租赁准则实施后, 计算酒店上市公司 EBITDA 变得更加复杂。为还原酒店公司真实经营状况, 我们根据已有数据及预期, 剔除非经营性的不可持续因素, 还原新租赁准则前后的口径, 同时对股权激励费用做出调整, 估算出三大集团的经营性 EBITDA 数据。根据测算, 今年三集团经营性 EBITDA 大幅回升, 其中华住已经实现远超疫情前达到近 60 亿元, 锦江和首旅也已接近 2019 年水平。

图54: 三集团经营性 EBITDA 测算 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

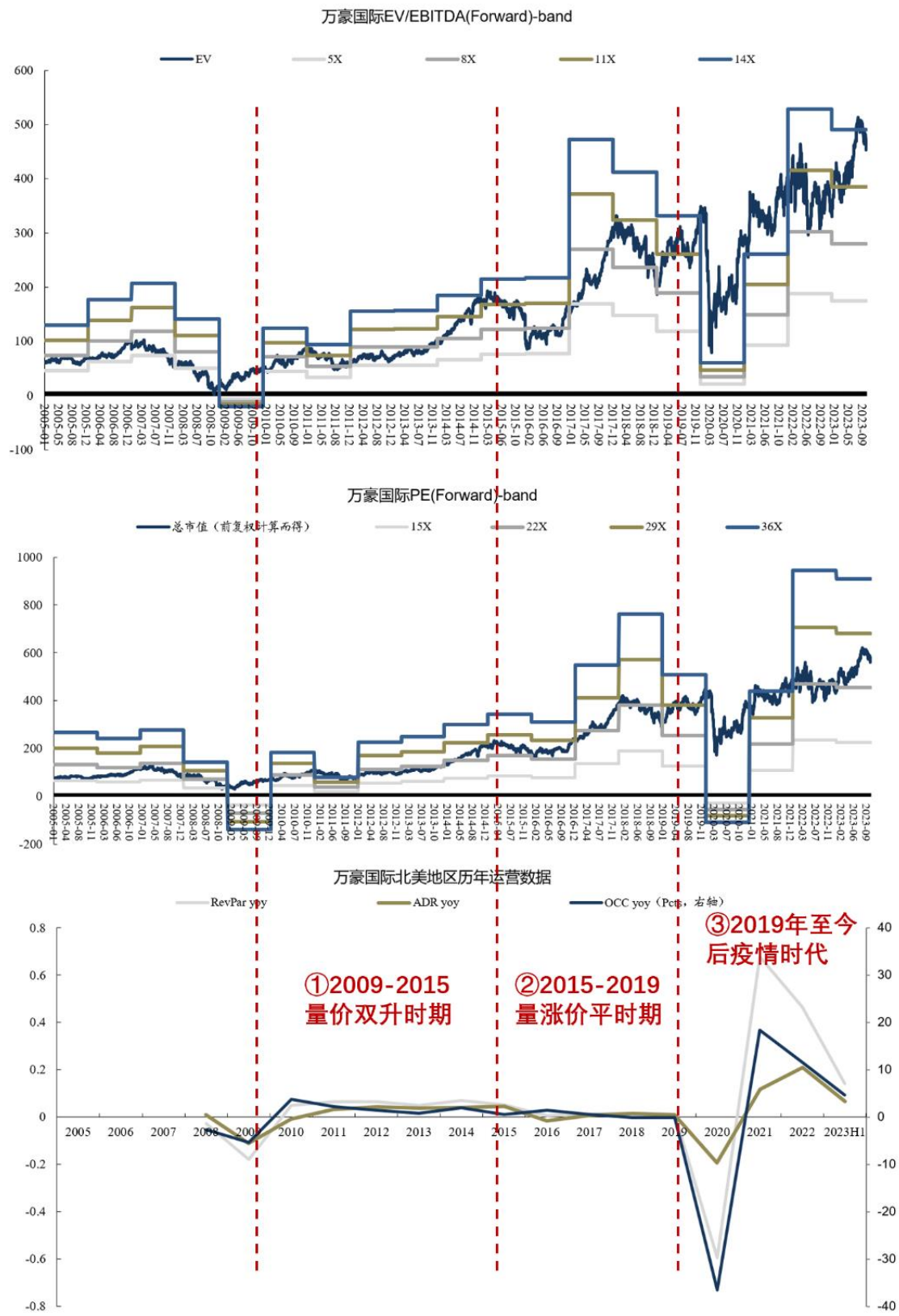
注: 采用公司历史数据、一致预期进行估算, 剔除了非经营性的不可持续的因素, 还原了新租赁准则后的财务数据至可比状态、对股权激励影响做了调整, 因而得出数据可能与公司披露 EBITDA 数据有差异。

3. 万豪国际股价 EV/EBITDA 及 PE 估值复盘探讨

我们在此结合万豪国际的历史 EV/EBITDA-band、PE-band、和经营数据，复盘 2008 年金融危机后股价的三个阶段：

- ① **2010-2015 年，基本面量价双升阶段，利润估值戴维斯双击。**入住率、房价逐年增长，营收/EBITDA/归母净利润从 2010 年的 117/9/5 亿美金增长到 2015 年的 145/15/9 亿美金，分别涨幅 24%/80%/67%。EV/EBITDA 估值区间从 5-8X 提升至 11-14X，PE 估值从 16 倍左右提升至 29 倍。期间股价涨幅 164%，利润及估值双升。这一期间的估值持续提升有市场原因，但也有很大一部分因素是公司在 2010 年利润大幅回升后（低利率环境下）开启回购自身股票，2010-2015 年，公司分别花费 1/14/11/8/15/19 亿美金进行回购。
- ② **2015-2019 年，基本面量涨价平阶段，在基本稳定的估值通道中，股价兑现利润增长。**这一时期入住率、房价同比增速在 0 附近上下波动，RevPAR 没有显著提升。营收/EBITDA/归母净利润从 2015 年的 145/15/9 亿美金，增长到 2019 年的 210/24/13 亿美金，分别涨幅 45%/60%/44%。EV/EBITDA 估值区间处于 8-11 倍通道，PE 估值在 22-29 倍区间。期间股价涨幅 107%。其中 2015-2019 年，公司分别花费 19/6/30/29/23 亿元进行回购，但 EBITDA 在 2017 年见了阶段性顶部。2018 年后股价涨幅不明显。
- ③ **2019 年至今，进入疫情时代波动加大，疫情后盈利新高驱动股价新高，估值区间仍与前一阶段基本一致。**疫情期间经营数据大幅波动，但实际度过基本面和流动性双重压力后，EV/EBITDA 估值中枢仍在 11X，PE 估值区间 20-25X，股价创新高。营收/EBITDA/归母净利润从 2019 年的 210/24/13 亿美金，提升至 2022 年的 208/38/24 亿美金，分别涨幅 -1%/58%/85%。2019 年至今股价涨幅 25%。

图55：万豪国际股价复盘



数据来源： ， 东吴证券研究所绘制

总结来说，我们认为酒店行业龙头当前均处于稳定扩张阶段，将迎来稳定增长的经营性现金流入，若各项经营数据持续向好，则有望进入估值提升阶段。

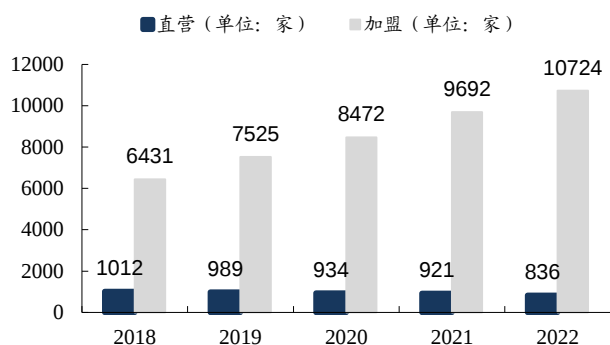
中国龙头酒店集团 EV/EBITDA 估值处于合理偏低。我们采用 10 月 25 日收盘价对应市值（华住集团 934 亿港币、874 亿人民币，锦江 340 亿，首旅 178 亿）进行测算：根据 2023E 对应财务数据，实际当前（10 月 25 日）锦江/华住/首旅的 EV/EBITDA 分别为 9.5/15.5/9.2 倍，对标海外龙头估值 10-15 倍 EV/EBITDA 来说，华住位于估值上沿，锦江/首旅位于估值下沿以下，我们认为当前估值反映了华住在品牌扩张性和盈利增速上的优势。同时考虑中国酒店市场当前的连锁化率及集中度空间，我们认为当前中国龙头酒店集团的估值处于合理偏低位置。

4. 酒店行业主要上市/拟上市公司梳理

4.1. 锦江酒店

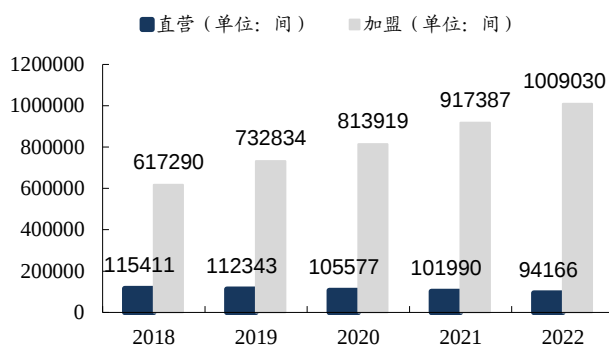
中国第一、全球第二大规模的酒店集团。锦江酒店前身新亚股份成立于 1993 年，1996 年于上交所上市，2003 年进行并购重组并正式更名为锦江酒店。锦江酒店是上海国资委实际控制的锦江国际集团旗下酒店核心主业上市平台，公司控股股东锦江资本持股 45.05%。截止至 2022 年底，锦江酒店共有 11560 家酒店，其中直营和加盟的酒店数目分别为 836/10724 家，对应房间数为 94166/1009030 间；经济型以及中端酒店分别有 5136/6424 家，对应房间数分别为 396945/706251 间。根据《HOTELS》公布的 2021 年度“全球酒店集团 225 强”排行和中国饭店协会统计的数据，锦江酒店以大规模的酒店以及房间数量成为中国第一、世界第二大规模的酒店集团。

图56：锦江酒店 2018-2022 年酒店数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图57：锦江酒店 2018-2022 年房间数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

锦江酒店主要覆盖经济型和中高端酒店，中高端酒店建设发力。锦江酒店品牌众多且覆盖面较广，经济型酒店和中高端酒店均有其代表性品牌，构建多元体系以适应市场对于不同层级酒店的要求。近 5 年公司经济型酒店发展保持较为平稳的趋势，代

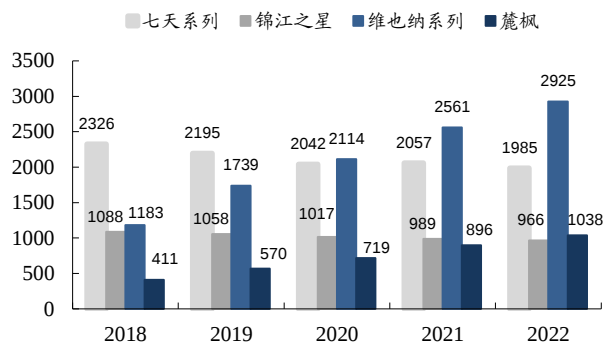
表品牌七天系列和锦江之星酒店数量分别保持 2000/1000 家水平；中高端酒店呈现扩张趋势，主力品牌维也纳系列和麓枫酒店规模逐年增加，其中维也纳系列酒店数于 2020 年超越七天系列成为公司酒店数目最多的品牌，2022 年维也纳系列和麓枫酒店数目分别达到 2925 和 1038 家。

图58：锦江酒店品牌矩阵图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

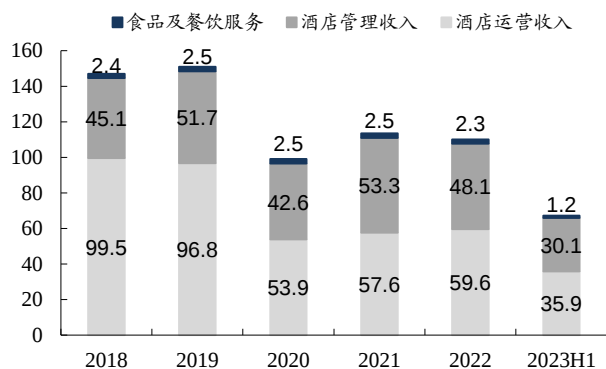
图59：锦江酒店主力品牌店数变化（单位：家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

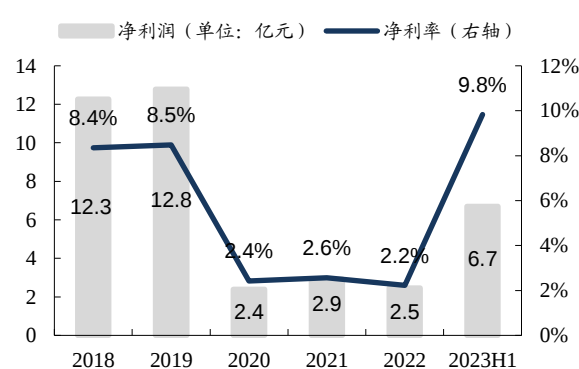
酒店营运及管理业务收入为酒店主要收入，2023 年 H1 盈利能力超越疫情前。锦江酒店营收可以分为餐饮与酒店运营与管理业务和食品与餐饮业务收入两部分。酒店营运及管理收入为公司的主要收入来源，按照经营模式可分为酒店运营收入（包含客房、餐饮、商品销售）和酒店管理收入（前期加盟服务、持续加盟服务、订房渠道费、会员卡收益、租赁及其他），2023H1 酒店运营/酒店管理/餐饮食品业务分别实现收入 35.9/30.1/1.2 亿元，占总营收的 52.7%/44.2%/1.7%。2020-2022 年受到疫情扰动，公司净利润及净利率大幅下滑，2023 年以来长途出行需求持续修复，公司 2023H1 实现净利润 6.7 亿元，净利率为 9.8%，盈利能力超越疫情前。

图60：锦江酒店营收拆分（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图61：锦江酒店净利润及净利率



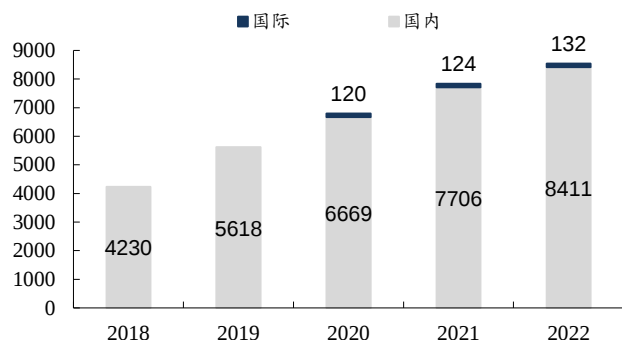
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 华住集团

华住是国内规模、增长均领先的多品牌酒店集团。华住创立于 2005 年 8 月，在创

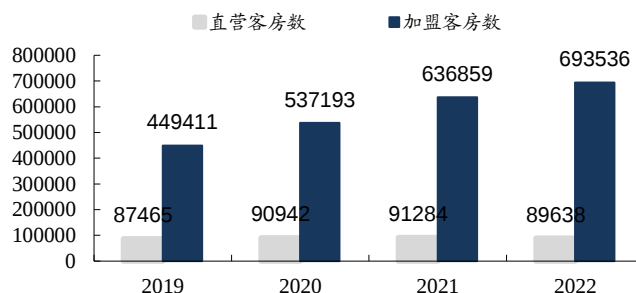
始人季琦的带领下，成为中国发展最快的酒店集团之一，2021 年华住在全球酒店市场上位列第 7 名，2022 年在中国酒店市场规模位列第 2 名。截止 2023 年 3 月，华住旗下已拥有 31 个品牌，8500 多家酒店，覆盖超过 1000 座城市，目前华住已形成多元化的酒店品牌布局，覆盖从豪华到经济型市场。

图62：2018-2022 年华住集团酒店门店数量（家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图63：华住集团 2019-2022 年房间数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

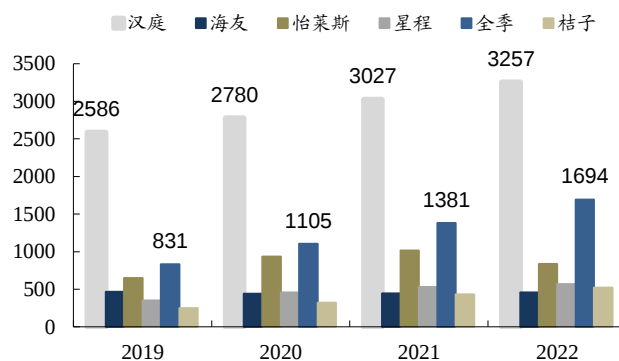
华住集团全市场覆盖品牌矩阵形成，经济型至高端奢华全面布局。公司通过内部孵化、外延并购及外部合作方式不断拓展酒店品牌，形成酒店细分赛道全覆盖。内部孵化层面，公司早期先后创立了汉庭、海友、全季、禧玥及漫心等自主品牌，覆盖经济型至高档酒店市场，初步打造多元品牌结构；外延并购层面，公司收购了桔子、花间堂和 DH 等酒店，提高品牌丰富度，深化对各细分市场布局；外部合作层面，公司与雅高进行战略合作获取旗下品牌宜必思尚品、美居、诺富特和美爵等特许经营权，与融创文旅合作成立永乐华住并着力开发奢华酒店品牌，挖掘品牌潜力，完善品牌差异化布局。目前，公司拥有经济型酒店汉庭和中端酒店全季两大强势品牌，并持续加码中高端酒店市场，构建了全线覆盖的差异化品牌矩阵，满足市场多层次需求。

图64：锦江酒店品牌矩阵图



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

图65：华住集团主力品牌店数变化（单位:家）

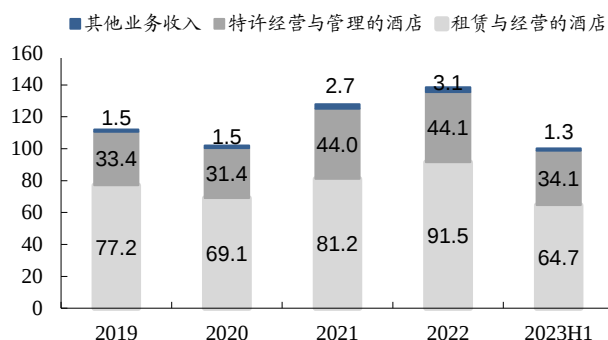


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

华住集团加盟收入占比持续提高。租赁及自有模式，即直营模式，特许模式和管理模式，即加盟模式。随着华住集团的全国品牌扩张，加盟模式营收占比进入上升通

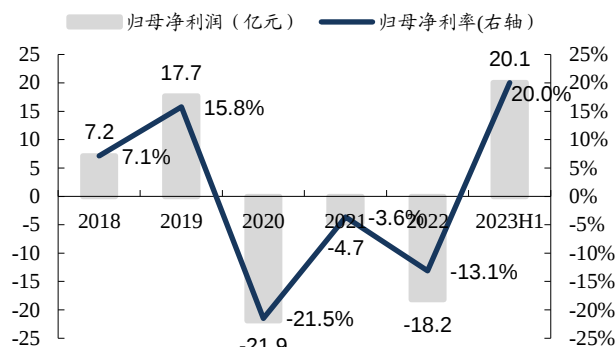
道，直营收入占比逐步下降。2023 年租赁及自有业务收入占比为 65%，较 2017 年降低 13pcts，特许经营和管理加盟收入占比为 34%，较 2017 年提升 12pcts。2020-2022 年疫情阶段性影响营收利润，2023 年出行恢复带动公司营收、利润远超疫情前，2023H1 归母净利润为 20.05 亿元，归母净利率为 20.0%。

图66：华住集团营收拆分（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图67：华住集团归母净利润及归母净利率

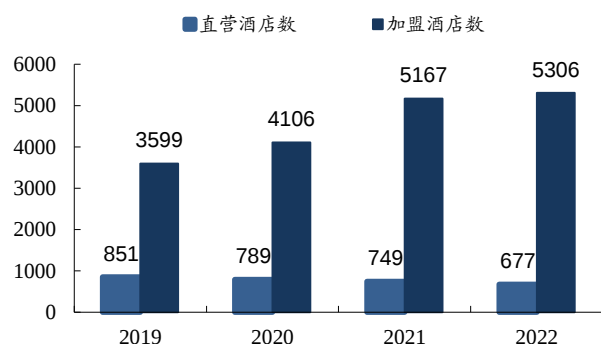


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 首旅酒店

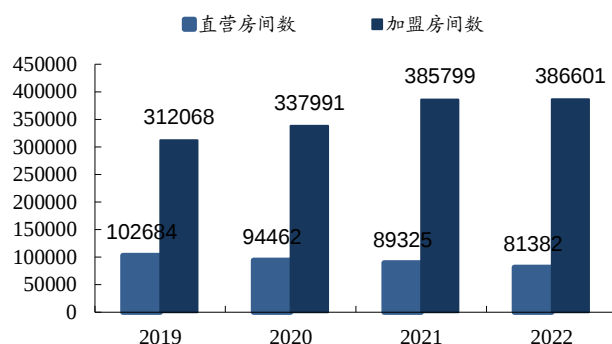
首旅集团所属企业，全国第三大连锁酒店。首旅酒店前身为北京首都旅游股份有限公司，成立于 1999 年，2001 年上市，于 2013 年正式更名为北京首旅酒店（集团）股份有限公司，并于 2012 年开始剥离展览业务和旅游业务，确立了酒店业务的主营地位。公司是国内酒店行业的龙头企业，首旅酒店整体规模位列中国酒店集团第三。公司控股股东为首旅集团，截至 2023 年 6 月 30 日，持股 34.47%，实际控制人为北京市国资委，为国有资本运营公司。截至 2022 年底，首旅酒店集团共有 5983 家酒店，其中直营/加盟酒店分别为 677/5306 家；共有房间数 467983 间，其中直营/酒店分别有 81382 和 386601 间。

图68：2019-2022 年首旅酒店门店数（家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图69：2019-2022 首旅酒店房间数（间）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

品牌结构不断优化，实现经济型到中高端全覆盖。按酒店档次划分，公司旗下主

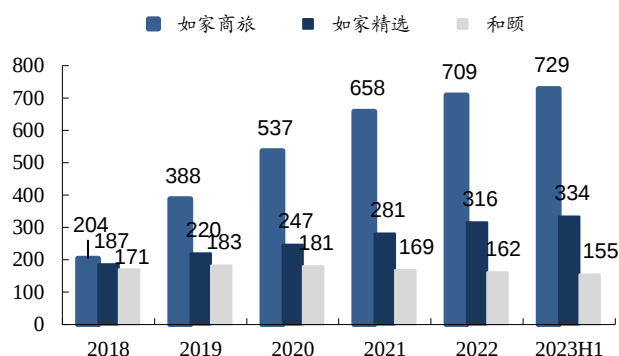
要有经济型和中高端连锁酒店，截至 2023 年 6 月 30 日，经济型/中高端分别有 1930/1595 家，中高端占比为 25.9%，较 2018 年底提高了 8.5pcts，品牌结构持续优化。经济型酒店主力品牌如家的酒店数为 1638 家，中高端酒店主力品牌如家商旅/如家精选/和颐的酒店数分别为 729/334/155 家；另有轻管理模式酒店合计 2618 家。

图70：首旅酒店品牌矩阵



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

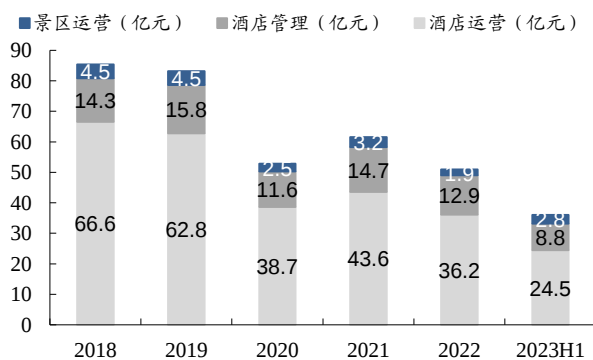
图71：首旅酒店主力品牌门店数变化（单位：家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

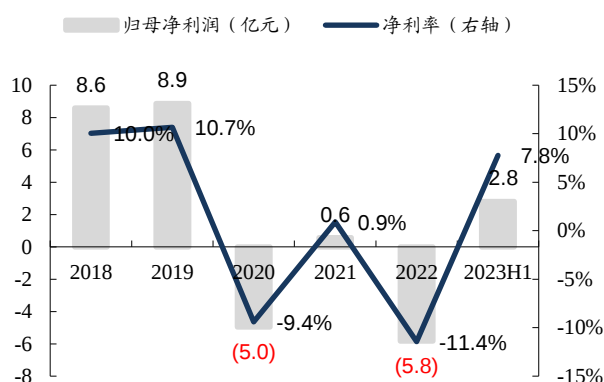
首旅酒店主要运营中高端及经济型酒店和景区两大块业务。酒店板块收入按运营模式分为直接运营和酒店管理，2023 年 H1 酒店运营/酒店管理/景区运营分别实现收入 24.5/8.8/2.8 亿元，加盟相关收入（酒店管理）占比为 24.3%。自如家并表以来到疫情前，公司保持着较为稳健的增长，受疫情影响，2020 年起酒店和景区业务收入有所下降，2023H1 公司归母净利润扭亏为 2.8 亿元，单 Q2 净利润恢复疫情前 7 成水平。

图72：2018-2022 及 2023H1 首旅酒店营业收入拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图73：2018-2022 及 2023H1 首旅酒店净利润及净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

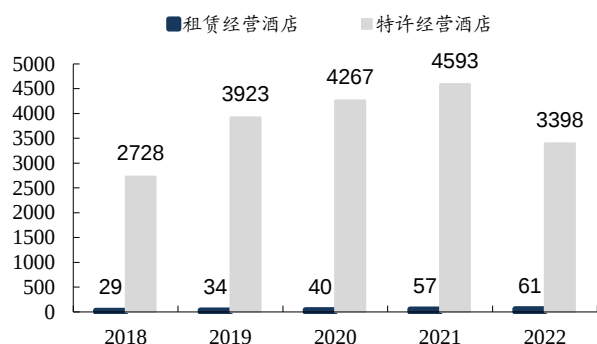
4.4. 格林酒店

格林酒店是一家中国领先的酒店连锁经营管理公司。酒店集团于 2004 年成立，并于 2018 年 3 月在纽交所上市，截至 2022 年底，实控人徐曙光先生持股比例 89.5%。公司涵盖中高端商务、中高端时尚、中高端休闲、多彩个性的 8+ 酒店品牌阵营，截止至 2022 年底共有特许经营酒店 3398 家，租赁经营酒店 61 家，所对应的酒店房间数量分

别为 295932/6565 间；按品牌层次划分，截止至 2022 年底公司经济型、中端和中高端酒店数目分别为 680/2953/426 家，所对应的房间数目分别为 29407/231835/41255 间。

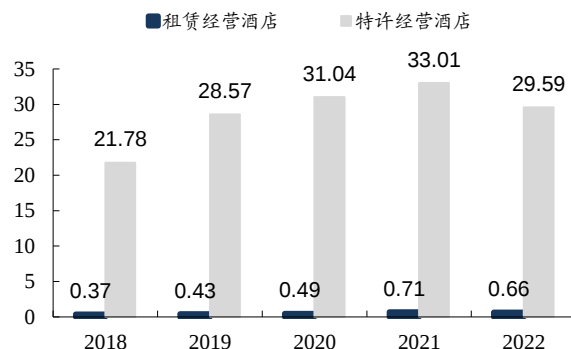
据中国饭店协会统计，格林酒店为中国连锁酒店品牌规模第四。

图74：2018-2022 年格林酒店酒店数（单位：家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图75：2018-2022 年格林酒店房间数（单位：万间）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

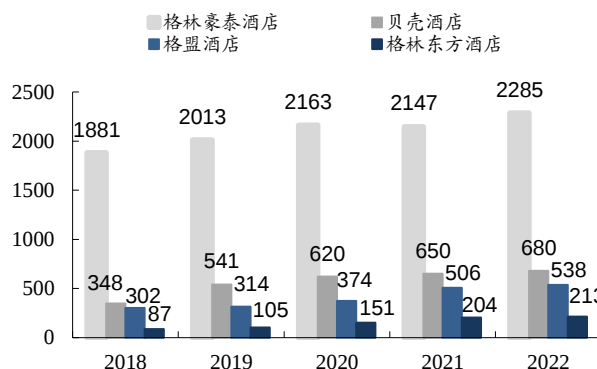
格林酒店实现覆盖经济型到中高端的多元品牌体系。格林酒店公司旗下拥有格林东方酒店、格美酒店、格雅酒店、格菲酒店、格林豪泰酒店、格联盟酒店、青皮树酒店和贝壳酒店等 8 个优质品牌及多个子品牌。酒店品牌涵盖经济型、中端以及中高端酒店，品牌多元化且覆盖度高。以酒店数量为衡量标准，格林豪泰、贝壳、格盟以及格林东方酒店为格林酒店重点发展的主力品牌，2018-2022 年间四大品牌酒店数目均呈现上升趋势，中端酒店数目增长较快，2022 年主力品牌对应酒店数为 2285/680/538/213 家。

图76：格林酒店品牌矩阵



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

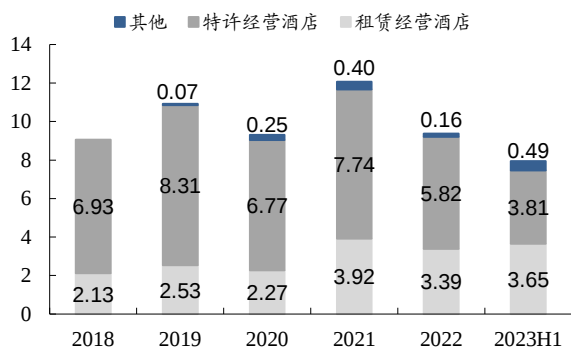
图77：2018-2022 年主力品牌店数变化（单位：家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

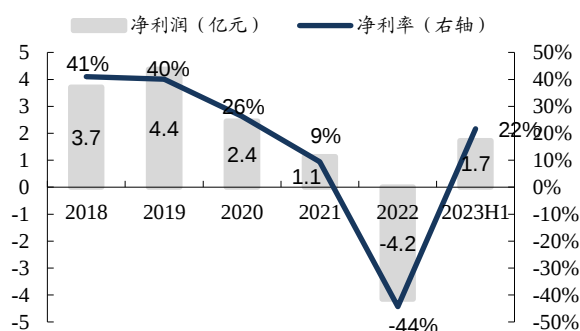
特许经营收入占比下滑，净利润恢复至疫情前近 7 成。格林酒店营收主要来自特许经营和租赁经营酒店，2023H1 分别实现营收 3.81/3.65 亿元，占比分别为 48%/46%（2019 年占比为 76%/23%），特许模式占比下滑。2020-2022 年净利润和净利率承压，2023H1 净利润为 1.72 亿元，恢复至 2019 年同期的 65%，未来公司盈利能力有望持续改善。

图78: 格林酒店营收拆分 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图79: 格林酒店净利润及净利率

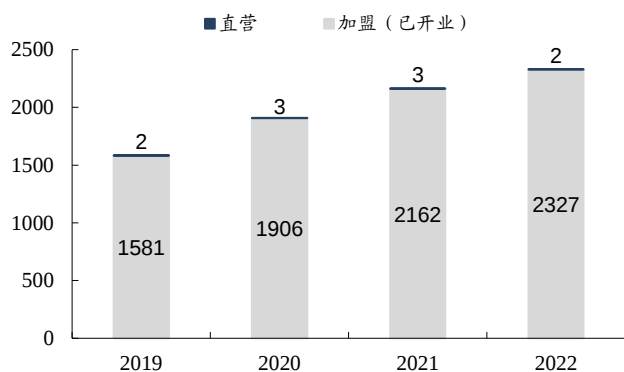


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.5. 东呈集团

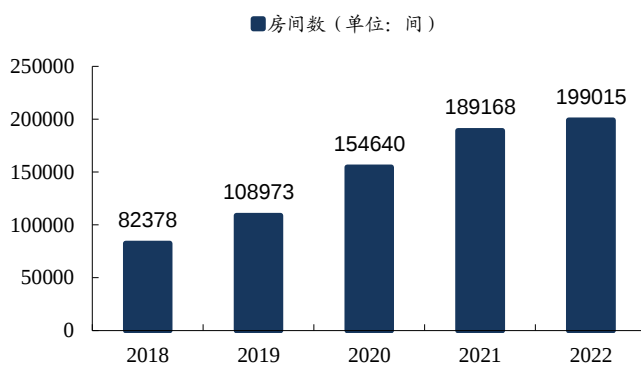
国内领先的创新型连锁酒店, 加盟模式持续扩张。东呈酒店管理集团成立于 2007 年 3 月, 公司前身为东呈有限, 2021 年 6 月公司整体变更设立为股份有限公司。东呈酒店规模较大, 加盟业务模式成熟, 在行业内具有较强的知名度和影响力。公司持续开发酒店市场, 旗下品牌酒店数量不断增加。截至 2022 年底, 公司共有已开业加盟酒店 2327 家, 已开业直营酒店 2 家, 已签约待开业加盟酒店 941 家。根据中国饭店协会数据, 截至 2022 年底, 公司酒店规模在中国连锁酒店管理集团中排名第 5。

图80: 2019-2022 年东呈集团酒店门店数量 (单位: 家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图81: 2018-2022 年东呈酒店房间数量



数据来源: 公司公告, 《中国酒店连锁发展与投资报告》, 东吴证券研究所

公司已形成覆盖经济型、中档、中高档和高档的酒店品牌体系。公司在酒店特许经营领域持续深耕, 已建立覆盖经济型、中档、中高档和高档各个酒店档次的品牌矩阵, 主要拥有“城市便捷”、“宜尚”、“柏曼”和“怡程”等 14 个自主酒店品牌, 具备较强的品牌知名度和市场影响力。截至 2022 年底, 东呈集团旗下经济型品牌、中档品牌、中高档品牌、高档酒店已开业数分别达 1384 家、851 家、86 家、6 家, 占比分别

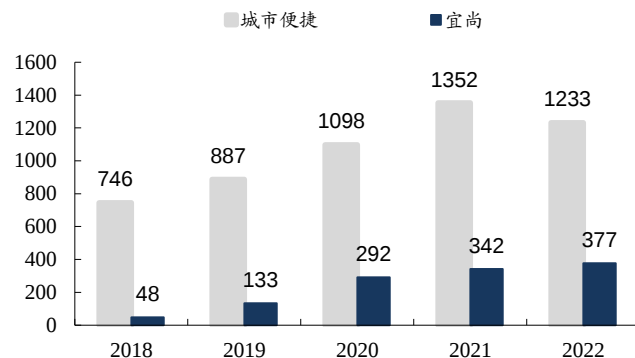
为 59.5%、36.6%、3.7%、0.3%。“城市便捷”品牌和“宜尚”品牌在经济型酒店与中档酒店中排名靠前，是公司的主力品牌。2018 年至 2022 年城市便捷与宜尚两品牌的门店数持续增加，2022 年分别达到了 1233/377 家。

图82：东呈集团品牌矩阵图



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

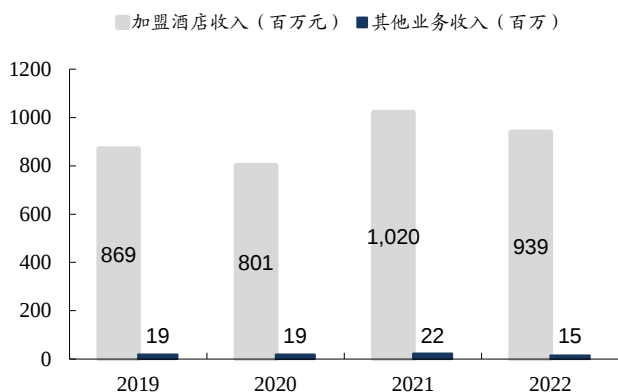
图83：2018-2022 年东呈集团主力品牌门店数（家）



数据来源：公司公告，《中国酒店连锁发展与投资报告》，东吴证券研究所

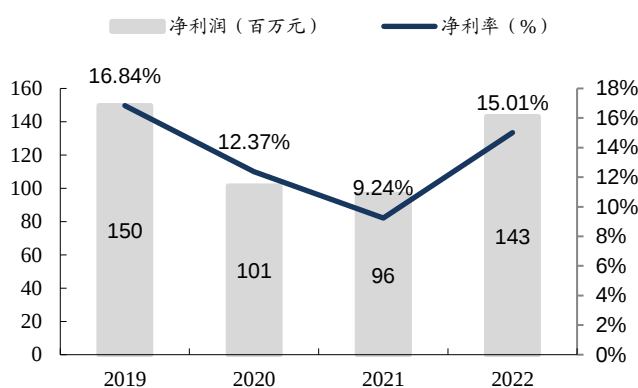
公司营收基本来自加盟酒店业务，2022 年净利率快速修复。公司专注于酒店特许经营业务，2022 年加盟酒店收入占到总营收的 98.46%。疫情阶段性影响公司营收净利，2022 年公司实现净利润 1.43 亿元，受益于销售费用大幅缩减，公司净利率提升至 15.01%，随着商旅和休闲出行需求恢复，公司营收和净利润有望持续修复。

图84：2019-2022 年东呈集团营收拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图85：2019-2022 年东呈集团净利润及净利率情况



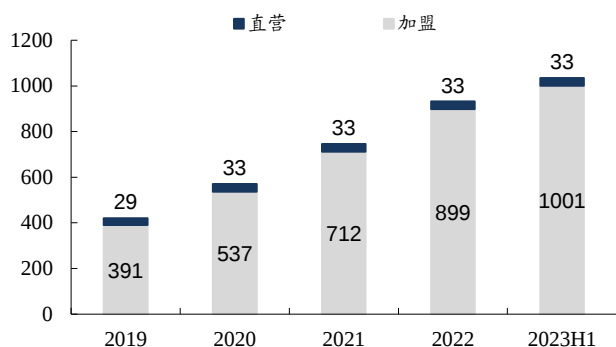
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.6. 亚朵

亚朵定位中高端市场，打造特有生活方式的连锁酒店集团。亚朵集团成立于 2013 年，定位于中高端酒店市场，2022 年 11 月在美国纳斯达克上市。亚朵集团旗下拥有六大住宿品牌，及场景零售品牌 Atour Market 亚朵百货，并已孵化三大原创生活方式品牌，包含“α TOUR PLANET 亚朵星球”、“SAVHE 萨和”，以及“Z2GO&CO.”，覆盖包含睡眠、香氛个护及出行等领域。亚朵以加盟模式为主，酒店规模不断扩张，2019-

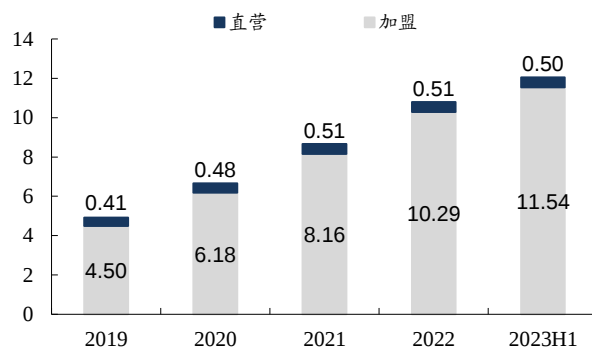
2022 年酒店数和房间数 CAGR 分别为 30.4%/30.1%。截至 2023 年 H1，亚朵集团旗下共有 1034 家已开业酒店和 523 家储备店。

图86: 亚朵集团酒店门店数量 (单位: 家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

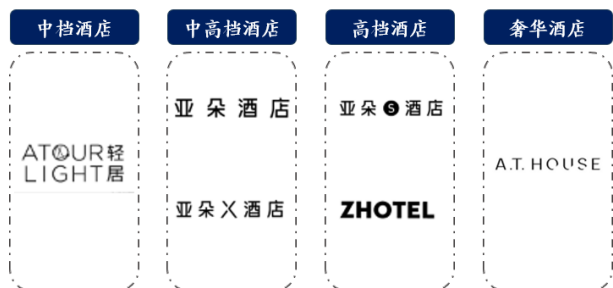
图87: 亚朵集团酒店房间数量 (单位: 万间)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

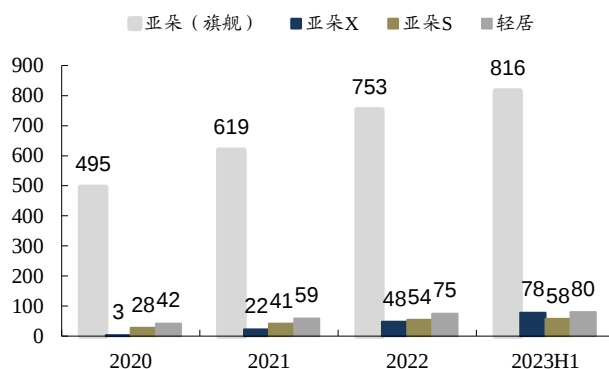
聚焦中高端市场快速扩张, 轻居切入中端市场。亚朵旗下酒店组合包括 A.T.HOUSE (奢华)、亚朵 S (高档)、ZHotel (高档)、亚朵旗舰 (中高档)、亚朵 X (中高档)、轻居 (中档) 六大品牌, 从中档到奢华进行全面覆盖, 差异化生态体验提高消费者黏性。截至 2023H1, 亚朵 (旗舰)/亚朵 X/亚朵 S/轻居的酒店数分别为 816/78/58/80 家, 占比分别为 78.9%/7.5%/5.6%/7.7%。亚朵 (旗舰) 作为主力品牌驱动规模扩张, 公司在中高端市场构筑品牌优势, 另外随着第二曲线轻居的持续扩张, 亚朵仍有较大拓店空间。

图88: 亚朵品牌矩阵图



数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

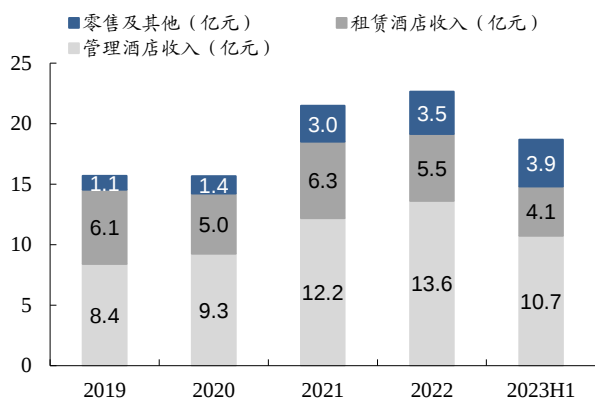
图89: 亚朵主力品牌门店数量 (单位: 家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

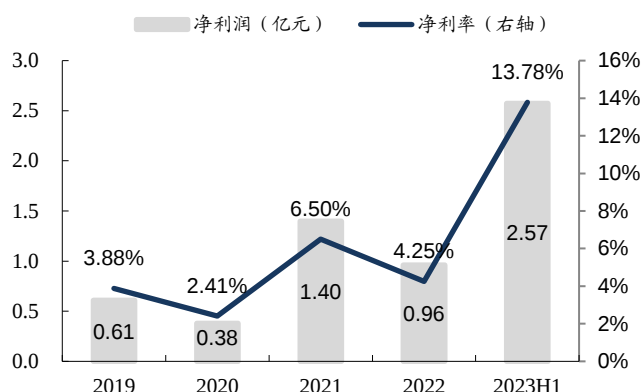
加盟酒店收入约占营收 6 成, 盈利能力持续提升。按商业模式拆分, 2022 年管理酒店/租赁酒店/零售及其他的营收为 13.6/5.5/3.5 亿元, 营收占比分别为 60.1%/24.4%/15.4%, 较 2019 年+6.5/-14.8/8.3pcts, 加盟收入和零售收入占比提高; 2023H1 分别实现营收 10.7/4.1/3.9 亿元, 出行恢复和零售业态快速发展驱动营收快速增长。公司净利润在疫情期间有所波动, 盈利能力持续改善, 2023H1 公司实现净利润 2.57 亿元, 净利率为 13.8%, 2019 年全年净利润 0.61 亿元, 净利率为 3.9%, 大超疫情前水平。

图90：亚朵营业收入拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图91：亚朵净利润及净利率

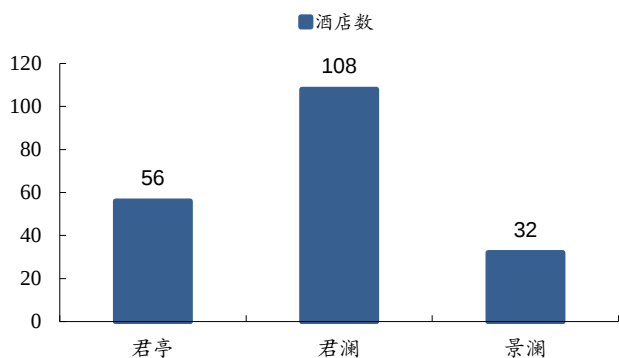


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.7. 君亭酒店

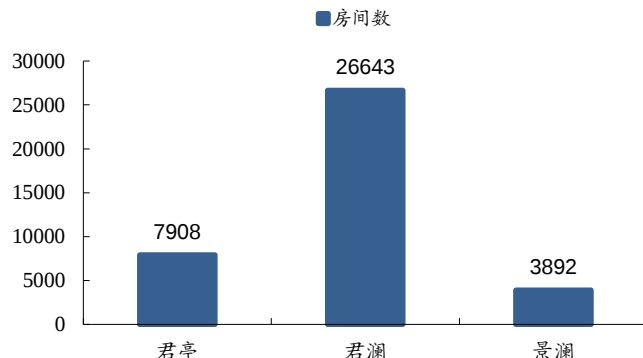
直营模式为主，打造特色精选服务的中高端酒店集团。君亭酒店成立于2007年，创始人吴启元差异化定位中高端市场，创立“君亭”与“君澜”酒店品牌，2015年二者分拆并完成君亭酒店的股份制改造，2016年在新三板上市，公司持续完善品牌矩阵，以直营模式进行扩张。2021年公司在创业板二次上市，并于2022年1月收购君澜酒店和景澜酒店，公司从长三角向全国多地区扩张。截至2023年6月30日，君亭酒店集团已开业酒店196家，待开业酒店177家。

图92：截止2023Q2君亭集团酒店数（家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图93：截止2023Q2君亭集团房间数（间）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中高端和高端度假品牌全覆盖，多层次提供差异化精选服务。君亭旗下有中高端品牌“君亭”，高端品牌“君亭 Pagoda”、“夜泊君亭”，以直营模式为主切入一二线城市，打造高端精选服务酒店产品。“君澜”定位休闲度假酒店市场，提供符合当代消费者需求的休闲生活产品，已形成国内规模最大、资源最丰富的“君澜度假圈”。“景澜”挖掘文化基因，打造具有在地文化特征的生活美学酒店。截至2023年6月30日，君亭/君澜/景澜分别有56/108/32家酒店，7908/26643/3892间房间。

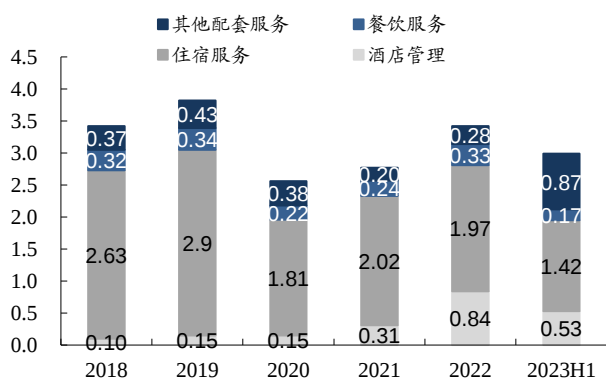
图94: 君亭集团品牌矩阵



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

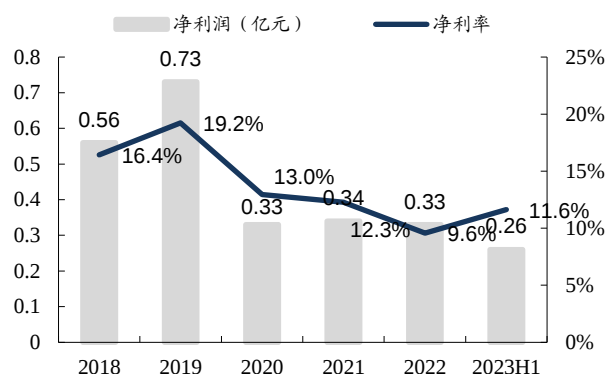
直营收入占比近 8 成，归母净利润恢复疫情前 6 成。君亭酒店营收按业务模式分为直营/加盟和其他配套服务三部分，其中直营收入包括住宿服务和餐饮服务，加盟收入为酒店管理业务收入，2023H1 酒店管理/住宿服务/餐饮服务/其他配套服务分别实现收入 0.53/1.42/0.17/0.87 亿元。2022 年收购君澜和景澜后加盟收入占比有所上升，但仍以直营收入为主，2023H1 直营收入占比合计为 75.9%（2019H1 为 95.5%）。2023H1 公司实现净利润 0.26 亿元，净利率为 11.6%，归母净利润 0.20 亿元，恢复至 2019 年同期的 56.7%，随着直营项目经营情况持续改善，公司盈利能力有望持续修复。

图95: 2018-2022/2023H1 君亭酒店营收拆分（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图96: 2018-2022/2023H1 君亭酒店净利润及净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 投资建议

经过前述梳理我们推荐投资者关注酒店公司的两条投资逻辑：

(1) **酒店龙头企业的短期低估机会。**这种机会通常出现于宏观经济企稳回升、市场对整体消费情绪偏悲观的时期，处于多种原因导致市场对酒店核心数据——RevPar 增速预期出现分歧，进而认为对次年盈利预期的不确定性较大。但我们指出，走出疫情因素的酒店龙头现金流是非常充裕的，后续仍有充足资源进一步扩张，当前 EV/EBITDA 估值普遍合理偏低。一旦次年盈利水平/目标逐渐明确，比市场预期上移，则会出现增量资金的配置。

(2) **酒店企业的长期成长机会。**中国酒店行业经济型竞争格局已经基本稳定，但中端连锁仍有较大机会，推荐关注在中高端赛道上持续发力的酒店龙头，以及高势能品牌通过登陆资本市场、资源聚集效应加强、并加速规模化开店带来的弯道超车、成长性机会。

推荐关注港股酒店成长性龙头**华住集团**，酒店行业市占率第一的**锦江酒店**，背靠首旅集团加码中高端市场的首旅酒店，美股上市加速扩张的高端连锁酒店集团**亚朵**，定位中高端精选的**君亭酒店**。

表5: 酒店上市公司估值（截至 2023 年 11 月 1 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
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600754.SH/ 锦江酒店	315	1.1	12.1	18.1	22.0	308.0	28.9	19.4	15.9	买入
1179.HK/ 华住集团-S	861	-18.2	35.7	40.1	44.6	-	24.1	21.5	19.3	买入
600258.SH/ 首旅酒店	185	-5.8	8.3	10.1	12.0	-	22.4	18.4	15.4	买入
ATAT.O/ 亚朵	183	1.0	6.5	10.1	13.1	186.4	28.3	18.1	14.0	增持
301073.SZ 君亭酒店	47	0.3	0.4	1.3	2.0	157.7	105.9	36.1	23.5	增持
5 家酒店公司按市值加权平均 PE							28	21	18	

数据来源： ，东吴证券研究所

注：5 家上市公司估值均由东吴证券研究所基于最新股价及盈利预测给出，货币单位均为人民币

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：疫情加速行业出清，各企业积极布局品牌转型。目前我国中端酒店存在较大连锁化经营空间，各品牌可能会加速抢占市场，酒店公司或面临较大的竞争压力。

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。

免责声明

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）），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>

锦江酒店（600754）

酒店龙头踏扩张之路

买入（维持）

2023 年 11 月 02 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 石旖璿

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	11,008	14,573	15,983	17,792
同比	-3%	32%	10%	11%
归属母公司净利润（百万元）	113	1,211	1,805	2,203
同比	19%	967%	49%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.11	1.13	1.69	2.06
P/E（现价&最新股本摊薄）	308.04	28.86	19.37	15.87

关键词：#产品价格上涨

投资要点

■ **锦江酒店是中国第一、全球第二大规模的酒店集团：**锦江国际集团系上海国资委控股的中国最大的综合性酒店旅游企业集团之一，锦江酒店为锦江国际旗下酒店业务核心上市平台。通过资产置换、兼并收购等多种形式在酒店品牌上不断拓展，实现多客群、多层次全面覆盖。截至 2023 年 4 月，锦江中国区共 40 个品牌，公司体内开业酒店 11671 家，客房数达 111 万间，是中国第一、全球第二大规模的酒店集团。

■ **行业：巨头轻资产化逆势扩张，成长与周期共振：**1) **商业模式：**酒店行业的基本生产要素除企业家才能外均为本地化归集，形成轻资产加盟特许经营、委托管理的跨区扩张模式，酒店龙头加盟店数持续扩张，2017-2022 年锦江/华住/首旅总门店数 CAGR 为 11.55%/17.93%/10.02%。2) **成长维度：**连锁品牌赋能加盟商实现创收及降本增效，中国酒店连锁化率从 2017 年 20%提升至 2022 年 39%，酒店龙头市占率持续提升。3) **周期维度：**社会投资周期与出行消费需求增长节奏错配形成 3-6 年不等的行业供需周期，使得行业繁荣及低迷时期交替出现，2023 年正处于酒店供需增速剪刀差拉大、走向繁荣的阶段，全年有望维持高景气。4) **疫情因素：**需求短时巨降加速产能出清，三大酒店集团逆势扩张，房间数口径 CR3 从 2019 年 10.4%提升至 2022 年 16.9%。疫后居民出行意愿反弹有望带动酒店业绩转盈。

■ **公司：品牌、运营两手抓，市场化管理思路激发国企活力。**1) **品牌：**多元化产品形成连锁酒店市场全覆盖。经济型至中高端均有头部品牌，维也纳、七天、锦江之星和麗枫是中国酒店品牌第 1/6/7/10 位，截至 2021 年末，公司在大陆连锁酒店行业市占率提升至 19.5%；中端酒店房量占比从 2019 年的 50%提升至 2022 年的 64%，拉动房价超疫情前；锦江国际旗下高端酒店资产有望整合，优势互补促进协同发展。2) **运营：“一中心三平台”推进赋能体系建设。**设立锦江酒店（中国区），整合集团资源，从商业模式、会员流量、供应链和资金管理等方面提高运营效率，赋能品牌成长。3) **管理：市场化机制激发国企活力，**保留维也纳、铂涛股权激励模式，凝聚精英团队，优化组织架构，提升管理效率。

■ **盈利预测与投资评级：**锦江酒店作为中国第一大酒店连锁集团，品牌、运营和管理持续赋能网络扩张。背靠锦江国际协同整合资源，在疫情期间作为龙头逆势扩张，市场格局显著向好，旅游市场复苏带动公司盈利能力快速恢复。维持盈利预期，2023-2025 年归母净利润分别为 12.11/18.05/22.03 亿，对应 PE 为 29/19/16 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**需求恢复不及预期，行业竞争加剧，门店增长不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.67
一年最低/最高价	30.88/68.06
市净率(倍)	2.07
流通 A 股市值(百万元)	29,861.82
总市值(百万元)	34,958.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.75
资产负债率(% ,LF)	64.76
总股本(百万股)	1,070.04
流通 A 股(百万股)	914.04

相关研究

《锦江酒店(600754)：2023 年三季报点评：业绩低于预期，境外业务旺季改善》

2023-10-30

《锦江酒店(600754)：2023 年中报点评：大陆业务超越疫情前，Q3 旺季指引仍乐观》

2023-08-29

锦江酒店三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,463	14,986	18,569	22,978	营业总收入	11,008	14,573	15,983	17,792
货币资金及交易性金融资产	7,157	10,603	15,720	18,482	营业成本(含金融类)	7,364	8,635	8,818	9,336
经营性应收款项	2,005	2,714	1,512	2,677	税金及附加	128	168	184	205
存货	68	145	67	153	销售费用	776	951	1,032	1,143
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,348	2,793	3,043	3,382
其他流动资产	1,232	1,524	1,269	1,667	研发费用	12	15	16	18
非流动资产	36,968	36,244	35,762	35,380	财务费用	475	544	568	606
长期股权投资	477	427	427	427	加:其他收益	111	583	559	534
固定资产及使用权资产	12,955	12,850	12,644	12,436	投资净收益	172	160	176	196
在建工程	527	501	476	452	公允价值变动	201	0	0	0
无形资产	6,851	6,551	6,301	6,151	减值损失	(41)	(26)	(31)	(37)
商誉	11,129	11,129	11,129	11,129	资产处置收益	115	(293)	(235)	(429)
长期待摊费用	1,476	1,266	1,266	1,266	营业利润	462	1,892	2,792	3,366
其他非流动资产	3,553	3,519	3,519	3,519	营业外净收支	33	15	12	10
资产总计	47,431	51,229	54,331	58,359	利润总额	495	1,907	2,804	3,376
流动负债	11,811	13,531	13,558	14,053	减:所得税	250	515	729	844
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,807	7,458	7,558	7,658	净利润	245	1,392	2,075	2,532
经营性应付款项	1,324	1,577	1,641	2,034	减:少数股东损益	132	181	270	329
合同负债	712	863	838	840	归属母公司净利润	113	1,211	1,805	2,203
其他流动负债	2,968	3,632	3,522	3,521	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.11	1.13	1.69	2.06
非流动负债	18,470	19,220	20,220	21,220	EBIT	453	2,619	3,476	4,272
长期借款	8,058	9,058	10,058	11,058	EBITDA	2,790	4,649	5,657	6,454
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.10	40.75	44.83	47.53
租赁负债	8,323	8,073	8,073	8,073	归母净利率(%)	1.03	8.31	11.29	12.38
其他非流动负债	2,089	2,089	2,089	2,089	收入增长率(%)	(3.44)	32.39	9.67	11.32
负债合计	30,281	32,751	33,778	35,274	归母净利润增长率(%)	18.67	967.38	49.01	22.03
归属母公司股东权益	16,573	17,720	19,525	21,728					
少数股东权益	577	758	1,028	1,357					
所有者权益合计	17,150	18,478	20,553	23,085					
负债和股东权益	47,431	51,229	54,331	58,359					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,238	4,215	6,488	4,447	每股净资产(元)	15.49	16.56	18.25	20.31
投资活动现金流	232	(1,416)	(1,742)	(2,019)	最新发行在外股份(百万股)	1,070	1,070	1,070	1,070
筹资活动现金流	(3,558)	654	377	339	ROIC(%)	0.55	4.58	5.76	6.67
现金净增加额	(1,075)	3,453	5,123	2,767	ROE-摊薄(%)	0.68	6.84	9.24	10.14
折旧和摊销	2,337	2,031	2,181	2,182	资产负债率(%)	63.84	63.93	62.17	60.44
资本开支	(482)	(1,878)	(1,923)	(2,219)	P/E(现价&最新股本摊薄)	308.04	28.86	19.37	15.87
营运资本变动	(303)	(35)	1,430	(1,289)	P/B(现价)	2.11	1.97	1.79	1.61

数据来源: 东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

华住集团-S (01179.HK)

品牌升级踏浪者

买入 (维持)

2023 年 11 月 02 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 石旖璿

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	13,862	21,100	23,757	25,571
同比	8%	52%	13%	8%
归属母公司净利润 (百万元)	-1,821	3,574	4,013	4,463
同比	-292	296%	12%	11%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-0.56	1.09	1.23	1.37
P/E (现价&最新股本摊薄)	-	24.10	21.46	19.29

关键词: #产品价格上涨

投资要点

■ **华住是国内规模、增长均领先的多品牌酒店集团。**华住集团创立于 2005 年,是中国发展最快的酒店集团之一,2022 年在全球酒店市场上位列第 7 名。公司通过自建、并购和战略联盟等多种方式快速扩张,构建了酒店细分赛道全覆盖的差异化品牌格局。**截至 2023 年 3 月,华住旗下已拥有 31 个品牌,8500 多家酒店,覆盖超过 1000 座城市,未来将持续加码中高端酒店,进一步丰富品牌矩阵。**

■ **行业: 巨头轻资产化逆势扩张, 成长与周期共振:** 1) **商业模式:** 生产要素除企业家才能外均为本地化归集,酒店业形成轻资产加盟特许经营、委托管理的跨区扩张模式,2017-2022 年锦江/华住/首旅总门店数 CAGR 分别为 11.55%/17.93%/10.02%。2) **成长维度:** 连锁品牌赋能加盟商实现创收及降本增效,中国酒店连锁化率从 2017 年 20%提升至 2022 年 39%,酒店龙头市占率持续提升。3) **周期维度:** 社会投资周期与出行消费需求增长节奏错配形成 3-6 年不等的行业供需周期,2023 年正处于酒店供需增速剪刀差拉大、走向繁荣的阶段。4) **疫情因素:** 需求短时巨降加速产能出清,三大酒店集团逆势扩张,疫后居民出行意愿快速反弹有望带动酒店业绩转盈。

■ **公司: 品牌、流量、技术打造竞争壁垒, 管理文化赋能业务发展。** 1) **品牌:** 差异化产品形成市场全覆盖。截至 2022 年末,按客房数口径,华住两大强势品牌汉庭/全季分别占大陆经济型和中端连锁酒店市场的 11.41%/12.88%,公司整体的行业市占率为 14.6%。疫情期间公司逆势扩张,发力下沉市场,聚焦中高端品牌结构优化和产品模型升级,是房价结构提升最显著的酒店龙头,自 2020 年以来华住中高端同店 ADR 优势逐步扩大,中高端同店 OCC 领先竞争对手 8-10 个百分点,品牌势能凸显。2) **流量&技术:** 会员主导、全流程数字化,助力酒店运营降本增效。流量层面,自建会员体系提高客户黏性,截至 2023Q1,中央预定渠道占比高达 62%,对 OTA 平台依赖低,节约引流成本。技术层面,利用人工智能等先进技术,完善技术基础设施体系,优化消费者体验同帮助服务前端降本增效。3) **管理&文化:** 创始人凝聚管理团队,组织架构和公司文化提升管理效率。创始人李琦先生作为实控人把握公司发展方向。实施区域公司制度,提升品牌运营能力,赛马文化激发员工潜力和团队凝聚力。

■ **盈利预测与投资评级:** 华住集团作为酒店行业龙头,品牌、流量、技术打造竞争壁垒,管理文化赋能业务发展,在疫情期间逆势扩张,市场格局显著向好。维持华住集团盈利预测,2023-2025 年归母净利润分别为 35.7/40.1/44.6 亿元,对应 PE 估值为 24/21/19 倍,维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 需求恢复不及预期,行业竞争加剧,门店增长不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	28.75
一年最低/最高价	22.20/42.25
市净率(倍)	7.22
港股流通市值(亿港元)	93,881.22

基础数据

每股净资产(港元)	3.98
资产负债率(%)	79.24
总股本(百万股)	3,265.43
流通股本(百万股)	3,265.43

相关研究

《华住集团-S(01179.HK): 2023 年中报点评: 营收、利润远超疫情前, Q3 有望继续兑现业绩》

2023-08-25

《华住集团-S(01179.HK): RevPar 恢复超预期, 业绩有望进一步提升》

2023-07-26

华住集团-S 三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,178.00	18,311.72	23,664.42	29,341.97	营业总收入	13,862.00	21,100.35	23,756.60	25,570.62
现金及现金等价物	3,583.00	12,896.66	17,246.11	23,243.61	营业成本	12,260.00	14,128.70	15,320.68	16,335.06
应收账款及票据	1,113.00	708.98	1,466.15	915.79	销售费用	613.00	1,117.61	1,091.82	1,155.14
存货	70.00	128.58	84.02	140.73	管理费用	1,675.00	1,846.00	1,993.68	2,113.30
其他流动资产	4,412.00	4,577.51	4,868.14	5,041.84	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	52,329.00	51,718.03	51,125.39	50,550.53	其他费用	62.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	6,784.00	7,565.48	8,323.52	9,058.81	经营利润	(748.00)	4,008.05	5,350.42	5,967.11
商誉及无形资产	41,490.00	40,097.55	38,746.87	37,436.72	利息收入	87.00	189.58	237.42	319.92
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	409.00	410.54	383.10	379.47
其他长期投资	2,069.00	2,069.00	2,069.00	2,069.00	其他收益	(477.00)	1,011.00	408.00	408.00
其他非流动资产	1,986.00	1,986.00	1,986.00	1,986.00	利润总额	(1,642.00)	4,798.08	5,612.74	6,315.57
资产总计	61,507.00	70,029.75	74,789.81	79,892.50	所得税	207.00	1,151.54	1,515.44	1,768.36
流动负债	13,146.00	18,022.21	18,684.97	19,240.45	净利润	(1,849.00)	3,646.54	4,097.30	4,547.21
短期借款	3,329.00	2,695.17	2,165.92	1,120.01	少数股东损益	(28.00)	73.01	84.11	84.05
应付账款及票据	1,171.00	1,525.77	1,321.24	1,708.08	归属母公司净利润	(1,821.00)	3,573.53	4,013.19	4,463.16
其他	8,646.00	13,801.28	15,197.81	16,412.35	EBIT	(686.00)	4,008.05	5,350.42	5,967.11
非流动负债	39,558.00	39,558.00	39,558.00	39,558.00	EBITDA	827.00	5,469.02	6,793.06	7,391.98
长期借款	9,148.00	9,148.00	9,148.00	9,148.00					
其他	30,410.00	30,410.00	30,410.00	30,410.00					
负债合计	52,704.00	57,580.21	58,242.97	58,798.45					
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	74.00	147.01	231.12	315.18	每股收益(元)	(0.56)	1.09	1.23	1.37
归属母公司股东权益	8,729.00	12,302.53	16,315.71	20,778.87	每股净资产(元)	2.70	3.81	5.07	6.46
负债和股东权益	61,507.00	70,029.75	74,789.81	79,892.50	发行在外股份(百万股)	3,265.43	3,265.43	3,265.43	3,265.43
					ROIC(%)	(3.45)	13.37	14.98	14.51
					ROE(%)	(20.86)	29.05	24.60	21.48
					毛利率(%)	11.56	33.04	35.51	36.12
					销售净利率(%)	(13.14)	16.94	16.89	17.45
					资产负债率(%)	85.69	82.22	77.88	73.60
					收入增长率(%)	8.42	52.22	12.59	7.64
					净利润增长率(%)	(291.61)	296.24	12.30	11.21
					P/E	-	24.99	22.25	20.01
					P/B	10.15	7.17	5.40	4.23
					EV/EBITDA	132.70	16.14	12.27	10.33

数据来源: 东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 港元汇率为2023年11月1日的0.91727, 预测均为东吴证券研究所预测。

首旅酒店（600258）

直营占比高的酒店龙头，逐季兑现业绩弹性买入（维持）

2023 年 11 月 02 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangji@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻璜

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	5,089	7,952	8,238	8,681
同比	-17%	56%	4%	5%
归属母公司净利润（百万元）	-582	826	1,007	1,203
同比	-1146%	242%	22%	19%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-0.52	0.74	0.90	1.08
P/E（现价&最新股本摊薄）	-	22.39	18.35	15.38

关键词：#产品价格上涨

投资要点

■ **首旅酒店是中国第三大酒店集团：**背靠北京国资委旗下首旅集团，为住宿战略业务单元上市平台。2016 年完成私有化如家后，与如家实现了优势互补、资源整合，为公司的整体业务带来升级。后通过兼并收购、资产置换、自主推出、合作推出等多种形式在酒店品牌上不断进行拓展，截止到 2022 年 9 月，公司旗下共有 34 个酒店品牌，实现了高端、中高端、中端、经济型和休闲度假等全系列酒店产品的覆盖，共计运营或管理全国 5888 家酒店，客房数 19.3 万间，是全国第三大酒店集团。

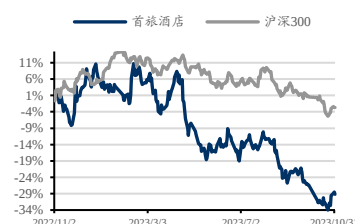
■ **疫情加速酒店行业供给出清，静待疫后需求复苏：**2020 年起酒店行业持续受到疫情影响，门店/客房总数显著下滑，2020 年/2021 年酒店住宿业门店总数分别为 27.9 万家/25.2 万家，同比下滑分别 17%/10%。单体酒店抗风险能力差，较难承担疫情反复带来的冲击，选择暂时或永久退出，或加盟连锁酒店集团强化管理和引流能力。相应带来的是在连锁化率提升的同时，龙头酒店集团在连锁酒店市场占有率逆势提升。2019-2021 年，酒店行业连锁化率从 26%提升至 35%，酒店数量 CR3 从 5.5%提升至 9.7%，客房数量 CR3 从 10.4%提升至 16.9%。从三大酒店集团 2022 年经营数据来看，在需求量仅恢复至 2019 年同期的 70-80%区间情况下，平均房价恢复至 2019 年同期的 90-100%，印证格局显著改善。预期后疫情时代随着需求的修复将释放房价弹性，带动业绩显著超越疫情前。

■ **首旅酒店直营占比可比公司高，业绩弹性可期，战略目标三年万店持续扩张：**首旅酒店直营门店占比达到 11.9%，在三大酒店集团中占比最高，疫情下酒店运营收入占整体营收比例近七成，业绩弹性更高。中高端酒店比例稳步提高，产品结构不断优化。现有经济型酒店不断升级，同时推出非标、轻管理等加盟形式，快速抢占市场。公司于 2020 年提出“三年万店”的战略目标，加速下沉渗透，2021 年新开店 1418 家，同比+56%，创造历史新高。截至 2022 三季度末，公司储备店达到 2046 家，同比+11%，为后续的新店开拓打下了坚实的基础。

■ **盈利预测与投资评级：**首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团，背靠首旅集团协同整合资源，过去两年龙头逆势扩张，市场格局显著向好，2023 年以来酒店行业需求旺盛，公司逐季兑现业绩。维持首旅酒店盈利预期，2023-2025 年归母净利润分别为 8.26/10.07/12.03 亿元，对应 PE 估值为 22/18/15 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情反复、行业竞争加剧、门店增长不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.56
一年最低/最高价	15.34/26.68
市净率(倍)	1.68
流通 A 股市值(百万元)	18,490.95
总市值(百万元)	18,490.95

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.87
资产负债率(%，LF)	55.95
总股本(百万股)	1,116.60
流通 A 股(百万股)	1,116.60

相关研究

《首旅酒店(600258)：2023 年三季报点评：业绩符合预期，盈利能力有望继续提升》

2023-10-29

《首旅酒店(600258)：2023 年前三季度业绩预告点评：归母净利润略超预期，RevPAR 恢复程度环比提升》

2023-10-17

首旅酒店三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,357	5,317	6,510	7,660	营业总收入	5,089	7,952	8,238	8,681
货币资金及交易性金融资产	2,452	4,211	5,611	6,693	营业成本(含金融类)	4,291	4,866	4,964	5,063
经营性应收款项	552	631	596	444	税金及附加	38	52	54	57
存货	36	32	18	64	销售费用	244	489	513	538
合同资产	0	0	0	0	管理费用	689	895	919	947
其他流动资产	317	442	284	459	研发费用	60	80	83	86
非流动资产	22,091	21,625	21,248	21,171	财务费用	452	464	418	432
长期股权投资	343	343	343	343	加:其他收益	69	95	99	104
固定资产及使用权资产	10,021	9,721	9,403	9,374	投资净收益	(18)	(12)	(12)	(13)
在建工程	140	91	59	39	公允价值变动	52	6	6	6
无形资产	3,493	3,343	3,293	3,243	减值损失	(180)	(65)	(50)	(45)
商誉	4,701	4,701	4,701	4,701	资产处置收益	18	25	8	2
长期待摊费用	1,913	1,913	1,913	1,913	营业利润	(745)	1,156	1,339	1,611
其他非流动资产	1,480	1,513	1,536	1,559	营业外净收支	17	2	9	5
资产总计	25,448	26,941	27,758	28,831	利润总额	(728)	1,158	1,348	1,616
流动负债	5,313	5,968	5,775	5,636	减:所得税	(53)	302	337	404
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,482	2,482	2,482	2,482	净利润	(675)	856	1,011	1,212
经营性应付款项	129	171	192	179	减:少数股东损益	(93)	30	3	9
合同负债	333	438	422	405	归属母公司净利润	(582)	826	1,007	1,203
其他流动负债	2,369	2,877	2,678	2,569	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.52)	0.74	0.90	1.08
非流动负债	9,526	9,526	9,526	9,526	EBIT	(174)	1,671	1,814	2,109
长期借款	10	10	10	10	EBITDA	2,002	4,060	4,104	4,398
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.68	38.81	39.75	41.68
租赁负债	8,087	8,087	8,087	8,087	归母净利率(%)	(11.44)	10.39	12.23	13.85
其他非流动负债	1,429	1,429	1,429	1,429	收入增长率(%)	(17.29)	56.25	3.59	5.38
负债合计	14,838	15,494	15,300	15,161	归母净利润增长率(%)	(1,145.62)	241.89	21.97	19.37
归属母公司股东权益	10,488	11,295	12,303	13,505					
少数股东权益	122	152	155	165					
所有者权益合计	10,610	11,447	12,458	13,670					
负债和股东权益	25,448	26,941	27,758	28,831					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,492	4,071	3,693	3,687	每股净资产(元)	9.37	10.12	11.02	12.09
投资活动现金流	(1,962)	(1,727)	(1,728)	(2,039)	最新发行在外股份(百万股)	1,117	1,117	1,117	1,117
筹资活动现金流	(1,685)	(390)	(371)	(371)	ROIC(%)	(0.74)	5.72	6.04	6.69
现金净增加额	(2,151)	1,954	1,594	1,276	ROE-摊薄(%)	(5.55)	7.31	8.19	8.91
折旧和摊销	2,176	2,389	2,289	2,290	资产负债率(%)	58.31	57.51	55.12	52.59
资本开支	(647)	(1,883)	(1,893)	(2,203)	P/E(现价&最新股本摊薄)	-	22.39	18.35	15.38
营运资本变动	(470)	411	(18)	(232)	P/B(现价)	1.77	1.64	1.50	1.37

数据来源: 东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

亚朵 (ATAT)

加速扩张的高端连锁酒店集团

增持 (维持)

2023 年 11 月 02 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

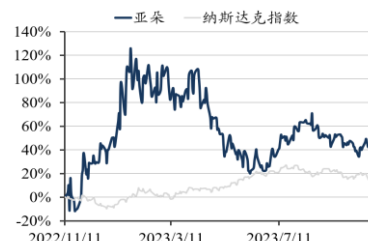
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,263	3,903	5,128	6,348
同比	5.4%	72.5%	31.4%	23.8%
归属母公司净利润 (百万元)	98	646	1,009	1,308
同比	-32.4%	558.9%	56.1%	29.7%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.25	1.64	2.56	3.33
P/E (现价&最新股本摊薄)	186.41	28.29	18.12	13.98

关键词: #产品价格上涨

投资要点

- **亚朵定位中高端市场, 打造特有生活方式的连锁酒店集团。**亚朵集团成立于 2013 年, 定位于中高端酒店市场, 2022 年 11 月在美国纳斯达克上市。亚朵集团旗下拥有六大住宿品牌, 及场景零售品牌 Atour Market 亚朵百货, 并已孵化三大原创生活方式品牌, 包含“α TOUR PLANET 亚朵星球”、“SAVHE 萨和”, 以及“Z2GO&CO.”, 覆盖包含睡眠、香氛个护及出行等领域。亚朵以加盟模式为主, 酒店规模不断扩张, 2019-2022 年酒店数和房间数 CAGR 分别为 30.4%/30.1%。截至 2023 年 H1, 亚朵集团旗下共有 1034 家已开业酒店和 523 家储备店。
- **聚焦中高端市场快速扩张, 轻居切入中端市场。**亚朵旗下酒店组合包括 A.T.HOUSE (奢华)、亚朵 S (高档)、ZHotel (高档)、亚朵旗舰 (中高端)、亚朵 X (中高档)、轻居 (中档) 六大品牌, 从中档到奢华进行全面覆盖, 差异化生态体验提高消费者黏性。截至 2023H1, 亚朵 (旗舰)/亚朵 X/亚朵 S/轻居的酒店数分别为 816/78/58/80 家, 占比分别为 78.9%/7.5%/5.6%/7.7%。亚朵 (旗舰) 作为主力品牌驱动规模扩张, 公司在中高端市场构筑品牌优势, 另外随着第二曲线轻居的持续扩张, 亚朵仍有较大拓店空间。
- **加盟酒店收入约占营收 6 成, 盈利能力持续提升。**按商业模式拆分, 2022 年管理酒店/租赁酒店/零售及其他的营收为 13.6/5.5/3.5 亿元, 营收占比分别为 60.1%/24.4%/15.4%, 较 2019 年+6.5/-14.8/8.3pcts, 加盟收入和零售收入占比提高; 2023H1 分别实现营收 10.7/4.1/3.9 亿元, 出行恢复和零售业态快速发展驱动营收快速增长。公司净利润在疫情期间有所波动, 盈利能力持续改善, 2023H1 公司实现净利润 2.57 亿元, 净利率为 13.8%, 2019 年全年净利润 0.61 亿元, 净利率为 3.9%, 大超疫情前水平。
- **盈利预测与投资评级:**亚朵作为定位高端市场的连锁酒店集团, 上市加速扩张, 轻居品牌切入中端市场有望打造第二曲线, 盈利能力持续提升。我们预测亚朵 2023-2025 年归母净利润分别为 6.5/10.1/13.1 亿元, 对应 PE 估值为 28/18/14 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **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

股价走势



市场数据

收盘价(美元)	19.43
一年最低/最高价	11.30/28.86
市净率(倍)	11.32
总市值(百万美元)	2547.65
流通市值 (百万美元)	2070.44

基础数据

每股净资产(美元)	0.57
资产负债率(%)	70.67
总股本(百万股)	393.36
流通本股(百万股)	319.68

相关研究

亚朵三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,125	4,022	5,456	7,068	经营活动现金流	284	715	1,004	1,281
货币资金	1,589	3,284	4,611	6,119	净利润	98	646	1,009	1,308
应收账款	301	488	598	705	折旧摊销	89	54	32	23
预付及其他流动资产	234	251	247	244	营运资金变动	-341	52	-3	-15
非流动资产	2,637	1,546	1,194	950	其它	438	-38	-34	-35
长期投资	0	0	0	0	投资活动现金流	-192	1,047	390	295
固定资产	360	330	300	271	资本支出	-39	1,020	320	220
无形资产净值	1,955	911	588	374	投资变动	-153	20	20	20
其他非流动资产	322	305	305	305	其他	0	7	50	55
资产总计	4,762	5,569	6,650	8,018	筹资活动现金流	456	-90	-91	-91
流动负债	1,348	1,633	1,767	1,885	银行借款	65	15	15	15
应付账款	185	272	293	299	股本增加	392	0	0	0
应交税金	51	86	103	114	支付的利息和股利	0	-5	-6	-6
交易性金融负债	0	0	0	0	其他	0	-100	-100	-100
借贷到期部分	172	182	192	202	现金净增加额	551	1,695	1,327	1,508
其他流动负债	940	1,093	1,180	1,270	期初现金余额	1,040	1,589	3,284	4,611
非流动负债	2,227	2,171	2,176	2,181	期末现金余额	1,590	3,284	4,611	6,119
负债合计	3,575	3,805	3,943	4,066					
普通股	0	0	0	0					
库存股	0	0	0	0					
储备	1,208	1,778	2,711	3,942					
其他综合收益	-11	-11	-11	-11					
归属母公司股东权益	1,197	1,767	2,700	3,932	主要财务比例	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	-10	-3	7	20	成长能力 (%)				
负债和股东权益	4,762	5,569	6,650	8,018	营业收入增长	5.4%	72.5%	31.4%	23.8%
					营业利润增长	-27.0%	551.8%	57.5%	30.1%
					归母净利润增长	-32.4%	558.9%	56.1%	29.7%
					获利能力 (%)				
					毛利率	30.2%	40.2%	42.9%	43.5%
					净利率	4.3%	16.6%	19.7%	20.6%
					ROE	8.2%	36.6%	37.4%	33.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	75.1%	68.3%	59.3%	50.7%
					流动比率	1.58	2.46	3.09	3.75
					速动比率	1.40	2.31	2.95	3.62
					营运能力				
					总资产周转天数	557.36	476.38	428.85	415.90
					应收账款周转天数	48.24	36.40	38.13	36.96
					存货周转天数	13.22	10.73	10.78	10.10
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.25	1.64	2.56	3.33
					每股经营现金流	0.72	1.82	2.55	3.26
					每股营业收入	5.75	9.92	13.04	16.14
					每股净资产	3.04	4.49	6.86	10.00
					估值比率				
					P/S	21.81	14.06	10.70	8.64
					P/E	186.41	28.29	18.12	13.98
					EV/EBITDA	183.61	55.61	36.44	27.63

数据来源: 东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 美元汇率为2023年11月1日的7.1778, 预测均为东吴证券研究所预测。

君亭酒店（301073）

中高端精选连锁集团，轻重结合快速扩张 增持（维持）

2023 年 11 月 02 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

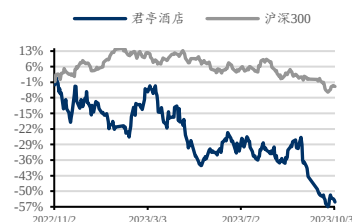
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	342	541	794	1,054
同比	23%	58%	47%	33%
归属母公司净利润（百万元）	30	44	130	199
同比	-19%	49%	193%	54%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.15	0.23	0.67	1.03
P/E（现价&最新股本摊薄）	157.67	105.91	36.13	23.52

关键词：#产品价格上涨

投资要点

- **直营模式为主，打造特色精选服务的中高端酒店集团。**君亭酒店成立于 2007 年，创始人吴启元差异化定位中高端市场，创立“君亭”与“君澜”酒店品牌，2015 年二者分拆并完成君亭酒店的股份制改造，2016 年在新三板上市，公司持续完善品牌矩阵，以直营模式进行扩张。2021 年公司在创业板二次上市，并于 2022 年 1 月收购君澜酒店和景澜酒店，公司从长三角向全国多地区扩张。截至 2023 年 6 月 30 日，君亭酒店集团已开业酒店 196 家，待开业酒店 177 家。
- **中高端和高端度假品牌全覆盖，多层次提供差异化精选服务。**君亭旗下有中高端品牌“君亭”，高端品牌“君亭 Pagoda”、“夜泊君亭”，以直营模式为主切入一二线城市，打造高端精选服务酒店产品。“君澜”定位休闲度假酒店市场，提供符合当代消费者需求的休闲生活产品，已形成国内规模最大、资源最丰富的“君澜度假圈”。“景澜”挖掘文化基因，打造具有在地文化特征的生活美学酒店。截至 2023 年 6 月 30 日，君亭/君澜/景澜分别有 56/108/32 家酒店，7908/26643/3892 间房间。
- **直营收入占比近 8 成，归母净利润恢复疫情前 6 成。**君亭酒店营收按业务模式分为直营/加盟和其他配套服务三部分，其中直营收入包括住宿服务和餐饮服务，加盟收入为酒店管理业务收入，2023H1 酒店管理/住宿服务/餐饮服务/其他配套服务分别实现收入 0.53/1.42/0.17/0.87 亿元。2022 年收购君澜和景澜后加盟收入占比有所上升，但仍以直营收入为主，2023H1 直营收入占比合计为 75.9%（2019H1 为 95.5%）。2023H1 公司实现净利润 0.26 亿元，净利率为 11.6%，归母净利润 0.20 亿元，恢复至 2019 年同期的 56.7%，随着直营项目经营情况持续改善和加盟项目快速扩张，公司盈利能力有望持续修复。
- **盈利预测与投资评级：**君亭作为定位中高端精选的连锁酒店集团，中高端和高端度假品牌全覆盖，直营模式为主，通过特色精选服务打造品牌优势，随着直营项目经营情况持续改善和加盟项目快速扩张，公司盈利能力有望持续修复。我们预测君亭酒店 2023-2025 年归母净利润分别为 0.4/1.3/2.0 亿元，对应 PE 估值为 106/36/24 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**需求恢复不及预期，行业竞争加剧，门店增长不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.12
一年最低/最高价	22.80/87.25
市净率(倍)	4.83
流通 A 股市值(百万元)	2,054.09
总市值(百万元)	4,690.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.00
资产负债率(%，LF)	60.18
总股本(百万股)	194.45
流通 A 股(百万股)	85.16

相关研究

君亭酒店三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	824	882	1,068	1,315	营业总收入	342	541	794	1,054
货币资金及交易性金融资产	680	735	879	1,091	营业成本(含金融类)	219	330	457	589
经营性应收款项	69	74	97	114	税金及附加	1	1	1	2
存货	1	1	2	2	销售费用	22	45	60	75
合同资产	0	0	0	0	管理费用	40	64	84	107
其他流动资产	74	72	90	108	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	1,198	1,210	1,209	1,201	财务费用	22	36	26	24
长期股权投资	6	6	6	6	加:其他收益	6	5	5	5
固定资产及使用权资产	599	597	593	590	投资净收益	3	3	4	4
在建工程	15	15	15	15	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	62	68	70	71	减值损失	(4)	0	0	0
商誉	109	119	129	134	资产处置收益	0	(13)	0	0
长期待摊费用	135	135	135	135	营业利润	42	60	174	266
其他非流动资产	272	271	261	251	营业外净收支	1	0	0	0
资产总计	2,022	2,092	2,276	2,516	利润总额	43	60	174	266
流动负债	239	271	305	326	减:所得税	10	14	39	59
短期借款及一年内到期的非流动负	90	113	113	113	净利润	33	46	135	208
债					减:少数股东损益	3	2	5	8
经营性应付款项	35	46	57	65	归属母公司净利润	30	44	130	199
合同负债	40	11	12	12					
其他流动负债	74	101	122	136	每股收益-最新股本摊薄	0.15	0.23	0.67	1.03
非流动负债	823	841	856	866	(元)				
长期借款	0	0	0	0	EBIT	61	96	200	290
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	157	100	205	295
租赁负债	807	827	842	852	毛利率(%)	36.00	39.03	42.38	44.10
其他非流动负债	16	14	14	14	归母净利率(%)	8.70	8.18	16.35	18.92
负债合计	1,062	1,112	1,161	1,193	收入增长率(%)	23.22	58.23	46.75	32.78
归属母公司股东权益	973	992	1,122	1,321	归母净利润增长率(%)	(19.43)	48.88	193.12	53.65
少数股东权益	(13)	(12)	(6)	2					
所有者权益合计	960	980	1,115	1,323					
负债和股东权益	2,022	2,092	2,276	2,516					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	120	55	145	212	每股净资产(元)	8.06	5.10	5.77	6.79
投资活动现金流	(27)	1	1	7	最新发行在外股份(百万股)	194	194	194	194
筹资活动现金流	363	(1)	(2)	(7)	ROIC(%)	3.00	3.92	7.77	10.38
现金净增加额	456	55	144	212	ROE-摊薄(%)	3.06	4.47	11.57	15.10
折旧和摊销	96	4	5	4	资产负债率(%)	52.53	53.16	51.01	47.41
资本开支	(93)	(30)	(13)	(7)	P/E(现价&最新股本摊薄)	157.67	105.91	36.13	23.52
营运资本变动	(27)	(14)	(8)	(13)	P/B(现价)	2.99	4.73	4.18	3.55

数据来源: 东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

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）），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>