

酒店行业深度报告

中短期行业景气度不减，期待增量兑现带来超预期空间

方正证券研究所证券研究报告

分析师

李珍妮

登记编号：S1220523080002

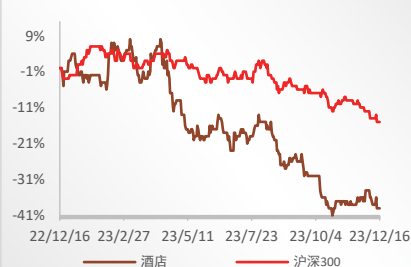
联系人 王雪尼

行业评级：推荐

行业信息

上市公司总家数	14
总股本(亿股)	153.56
销售收入(亿元)	282.87
利润总额(亿元)	-76.67
行业平均 PE	100.44
平均股价(元)	10.70

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

行业阶段性供需错配带来景气度波动，叠加公司扩张动作合力影响股价表现。RevPar 是酒店周期的晴雨表，周期波动背后是供给变化滞后的阶段性供需错配，而上市公司股价波动与酒店周期及 PMI 变动大致同向同幅，同时还受公司自身内生外延扩张动作和经营的边际改善拉动。2023 年初至今，酒店行业景气度快速复苏后保持高位，年初行业供给出清、供给格局改善推动板块估值集体拔高，后伴随年初高预期的逐步兑现和上市酒店公司战略重点差异带来的业绩释放度差异而回调。

酒店生意具有长期性，规模效应下强者恒强，连锁化率提升和中档升级为大势所趋。加盟模式系酒店规模化必经之路，加盟模式对加盟商来说回报稳定且进退成本高，叠加物业租期与加盟期限，具备稳定性和长期性；对消费者来说，连锁商务酒店是商旅客群刚需，酒店集团的多品牌发展模式和会员粘性使得强者恒强。长期看，酒店行业的空间主要来自连锁化率提升和中档升级：1) 我国酒店连锁化率仅为 24.9%（2019 年），疫情期间小单体出清促进连锁化率被动提高至 39%，但对标美国的 71.8%（2019 年）仍有较大提升空间；2) 中档升级的空间来自居民收入结构与酒店档次结构的错配，核心驱动是人工及租金成本上升，中高端品牌模型回报率更高。

23 年 RevPar 主要由 ADR 拉动，展望 24 年 RevPar 预计持平或微增。2023 年酒店行业 RevPar 加速修复，23Q3 锦江/华住/首旅/亚朵 RevPar 较 19 年同期恢复度分别为 113%/129%/106%/118%，分结构来看，ADR 恢复度高于 RevPar、为主要拉动因素，Occ 较 19 年同期普遍仍有缺口。23Q4 进入传统淡季，全国酒店 RevPar 整体稳定，展望 24 年，预计 RevPar 同比持平或微增，其中 Occ 较 19 年缺口进一步收窄、ADR 或为 CPI 涨幅及酒店品牌结构性升级的结果。此外，酒管集团积极开拓“酒店+”，也打开收入天花板。

酒管集团经营具备稳健性，关注增量兑现带来的超预期空间。1) 锦江酒店：预计 24-26 年经营性归母净利润分别为 15.2/21.0/25.6 亿元，yoy+26%/38%/22%。公司具备直营店升级改造提升盈利能力、收益管理系统上新最大化门店经营效率预期。2) 首旅酒店：预计 24-26 年归母净利润分别为 10.0/12.1/14.3 亿元，yoy+25%/20%/18%，关注逸扉品牌开店签约进度及开业店爬坡情况。3) 华住集团：归母净利润分别为 46.2/54.5/64.2 亿元，yoy+16%/18%/18%，中长期战略重点在于低线渗透和薄弱市场发力带来的加速开店，及中高端升级带来的。4) 金陵饭店：中短期存在集团资产整合、团队革新及股权激励预期，边际变化值得期待。5) 君亭酒店：短期期待公司新开业门店快速完成爬坡释放利润，中期关注珠三角及成渝地区的区域拓展，长期基金合作模式实现赋能。

风险提示：宏观经济波动风险；行业竞争加剧风险；增量兑现进度不及预期风险。

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

正文目录

1 酒店板块复盘.....	5
1.1 酒店行业周期复盘：阶段性供需错配带来景气度波动.....	5
1.2 酒店板块行情复盘：景气度、格局改善及企业内生外延扩张触发行情启动.....	7
2 酒店行业：生意模式具备长期性，连锁化和中档升级打开增长空间.....	9
2.1 酒店生意模式具有长期性，规模效应下强者恒强.....	9
2.1.1 酒店规模化最终依靠加盟模式，做加盟商和消费者的双重生意.....	9
2.1.2 加盟商：回报稳定而进退成本高，逼退机会主义者.....	9
2.1.3 终端：连锁商务酒店是刚需，多品牌筑起会员粘性.....	11
2.2 长期趋势：连锁化率提升及中高端升级为大势所趋.....	13
2.2.1 连锁化提升来自什么？天花板在哪里？.....	13
2.2.2 中档升级驱动力来自何处？.....	16
3 酒店行业短期量价趋势怎么看？.....	18
3.1 RevPar：预计 2024 年 RevPar 持平或微增.....	18
3.2 开店：精益化规模扩张，开店节奏温和基调上存在分化.....	19
3.3 非房收入：“酒店+”打开单店收入上限.....	23
4 常态化经营具备稳健性，增量兑现带来超预期空间.....	25
4.1 锦江酒店：业绩底部能见度，边际变化兑现性强.....	25
4.2 首旅酒店：管理更趋精益，中高端升级可期.....	26
4.3 华住酒店：经营效率领先，业绩兑现稳健.....	28
4.4 金陵饭店：关注集团资源整合带来的酒店业务增量.....	29
4.5 君亭酒店：短期阵痛，长期宏伟.....	30
5 风险提示.....	31

图表目录

图表 1: 酒店行业周期复盘: 景气度由供需的动态平衡驱动.....	5
图表 2: 酒店行业周期复盘: 股价增长核心在于 RevPar 和开店.....	6
图表 3: 酒店板块行情复盘	8
图表 4: 酒店运营有直营和加盟两种模式, 需在加盟商和消费者间实现平衡.....	9
图表 5: 酒店盈利与否取决因素	10
图表 6: 加盟商进入成本	10
图表 7: 酒店品牌投资回报率及平均净利率.....	11
图表 8: 人房比变化	11
图表 9: 非一线城市甲级写字楼租金 (单位: 元/平方米/月)	11
图表 10: 四大酒店品牌与会员数对比.....	12
图表 11: 2016-2026 年中国商旅旅行支出	12
图表 12: 四大酒店分档次品牌对比.....	12
图表 13: 酒店设施及连锁化率	13
图表 14: 各国酒店连锁化率 (2019 年)	13
图表 15: 中国商旅需求比欧洲更强.....	14
图表 16: 中国建设用地占比低于欧美.....	14
图表 17: 中国酒店连锁化较 OTA 起步比欧美更晚.....	14
图表 18: 疫后国内酒店供给快速回归.....	15
图表 19: 疫后供给回归的酒店以小型单体酒店为主.....	15
图表 20: 酒店行业集中度提升	15
图表 21: 三大酒店市占率变化	15
图表 22: 2022 年各线城市连锁客房数 (万间)	16
图表 23: 2022 年各线城市连锁客房占比	16
图表 24: 23Q2 一线及非一线城市租金对比	16
图表 25: 各线城市酒店前台工资对比 (单位: 千元)	16
图表 26: 中国&美国高端酒店占比对比.....	17
图表 27: 中国现有酒店结构与收入结构错配.....	17
图表 28: 加盟酒店开店 10 年内净利率.....	17
图表 29: 分档次酒店投资回收期&IRR.....	17
图表 30: 头部酒店集团 RevPar 较 19 年恢复度 (%)	18
图表 31: 头部酒店集团 ADR 较 19 年恢复度 (%)	18
图表 32: 头部酒店集团 Occ 较 19 年缺口 (%)	18
图表 33: 全国酒店 RevPar 及同比变化 (元/间夜, %)	19
图表 34: 全国酒店 ADR 及同比变化 (元/间夜, %)	19
图表 35: 全国酒店 Occ 及同比变化 (%)	19
图表 36: 酒店市场客房供给增速趋于放缓.....	20
图表 37: 中档及以上签约酒店品牌中翻新改造物业占比提升显著.....	20
图表 38: 三大酒店集团新开店速度有所放缓 (家)	21
图表 39: 三大酒店集团净开店速度放缓 (家)	21
图表 40: 三大酒店集团关店数量 (家)	21
图表 41: 三大酒店集团中高端酒店数量占比不断提升 (%)	22
图表 42: 三大酒店集团净增酒店中中高端占比 (%)	22
图表 43: 23Q1-Q3 净增超 30 家的主要为中高端品牌 (家)	22
图表 44: 23Q1-Q3 净减超 10 家的主要为经济型及软品牌 (家)	22
图表 45: 君亭酒店餐饮服务收入占比约 10%	23

图表 46: 北京君澜理倾力打造“君澜理雅宴”	23
图表 47: 餐饮贡献金陵饭店酒店业务超 40%收入	23
图表 48: 金陵饭店·梅苑	23
图表 49: 亚朵的零售及其他业务收入贡献已超 20%	24
图表 50: 亚朵以“深睡”为核心, 拓展产品品类	24
图表 51: 锦江酒店盈利预测 (亿元)	25
图表 52: 锦江酒店盈利预测的敏感性测算	25
图表 53: 锦江 CRS 收费带来的增量收入及业绩测算 (亿元)	26
图表 54: 首旅酒店盈利预测 (亿元)	26
图表 55: 首旅酒店盈利预测的敏感性测算 (亿元)	27
图表 56: 逸扉分季度开业酒店数	27
图表 57: 逸扉分季度开业客房数	27
图表 58: 22Q3 后新开逸扉酒店	27
图表 59: 华住集团盈利预测 (亿元)	28
图表 60: 华住集团盈利预测的敏感性测试 (亿元)	29
图表 61: 金陵饭店盈利预测 (亿元)	29
图表 62: 君亭酒店盈利预测 (亿元)	30

1 酒店板块复盘

1.1 酒店行业周期复盘：阶段性供需错配带来景气度波动

RevPAR 是酒店周期晴雨表，酒店周期背后的机理是供给变化滞后导致的阶段性供需错配。供给端主要来自：新增物业投资&存量物业改造&存量酒店翻牌；需求端主要来自：商旅需求&旅游需求。当供给大于需求时，RevPAR 走低；反之，RevPAR 走高。供给短期内存在刚性，市场根据当下的经营数据信号安排未来供给，最终形成后续的供需错配，使得酒店业经营呈现非常典型的“复苏-繁荣-衰退-萧条”周期四阶段，整个周期约 6-7 年。一般而言，酒店供给形成需要 1-2 年，退出需经历 6-12 个月的经营磨底。

酒店周期可分为以下阶段：

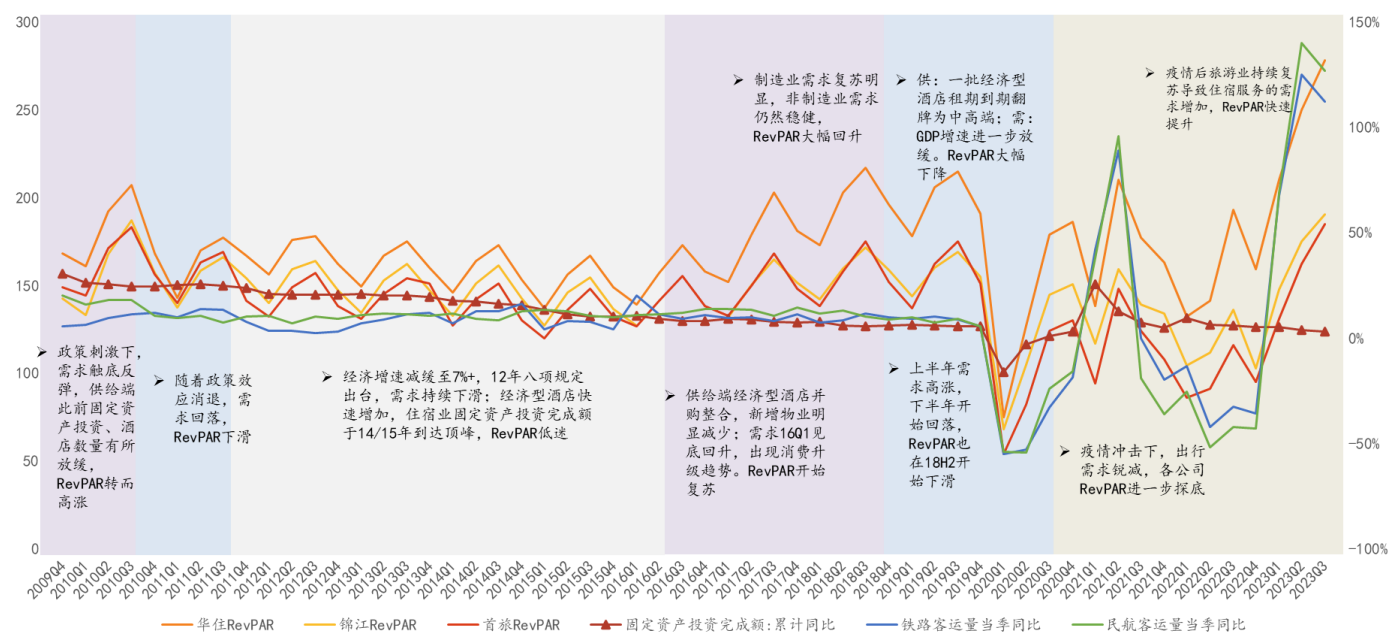
2009-2010 年：制造业和非制造业需求回暖带来 RevPAR 快速增长。2011-2015 年：需求逐步回落，前期供给大量增加，2011 年 RevPAR 逐步收缩，后整体表现低迷，但未出现大幅下滑。

2016-2018H1：非制造业和制造业需求大幅上升，叠加供给回落，RevPAR 持续上扬。2018H2-2019 年：基建大幅下滑、制造业陷入困境，需求下滑，此前供给增加，RevPAR 持续下降。

疫情期间：20Q1 新冠疫情冲击下，需求深度萎缩近 45%，RevPAR 景气度下行；同时，在需求阶段性回暖时出现了阶段的景气度上行，如 20 年 6-10 月、21 年 2-7 月，疫情以来酒店供给从疫前的 34 万家出清至 22 年底的 28 万家，供给收缩 17%(19-21 酒店出清至 25 万家，供给收缩 25%)，期间 RevPAR 景气度主要由需求驱动。

23Q1-23Q3：疫情后休闲游需求集中释放，商旅活动恢复，酒店 ADR 上涨带动 RevPAR 快速提升。

图表1：酒店行业周期复盘：景气度由供需的动态平衡驱动



资料来源：，公司公告，方正证券研究所 注：三大品牌 RevPAR 为左轴；其余为右轴

2019 年以前，公司股价波动与酒店周期以及 PMI 变动大致呈现同幅同向趋势：10Q3-11Q3 RevPAR 下行周期中，PMI 由 56.4% 降至 52.7%，锦江/华住/首旅 RevPAR 分别下滑 11%/8%/14%，对应股价分别下跌 27%/34%/42%；16Q2-18Q2 年 RevPAR 上行周期中，PMI 由 52.5% 增至 53.6%，华住/首旅 RevPAR 涨幅分别为 29%/12%，锦江/首旅/华住股价涨幅分别为 10%/38%/15%。整体来看，公司股价与 RevPAR 景气度与 PMI 呈现较强相关性。

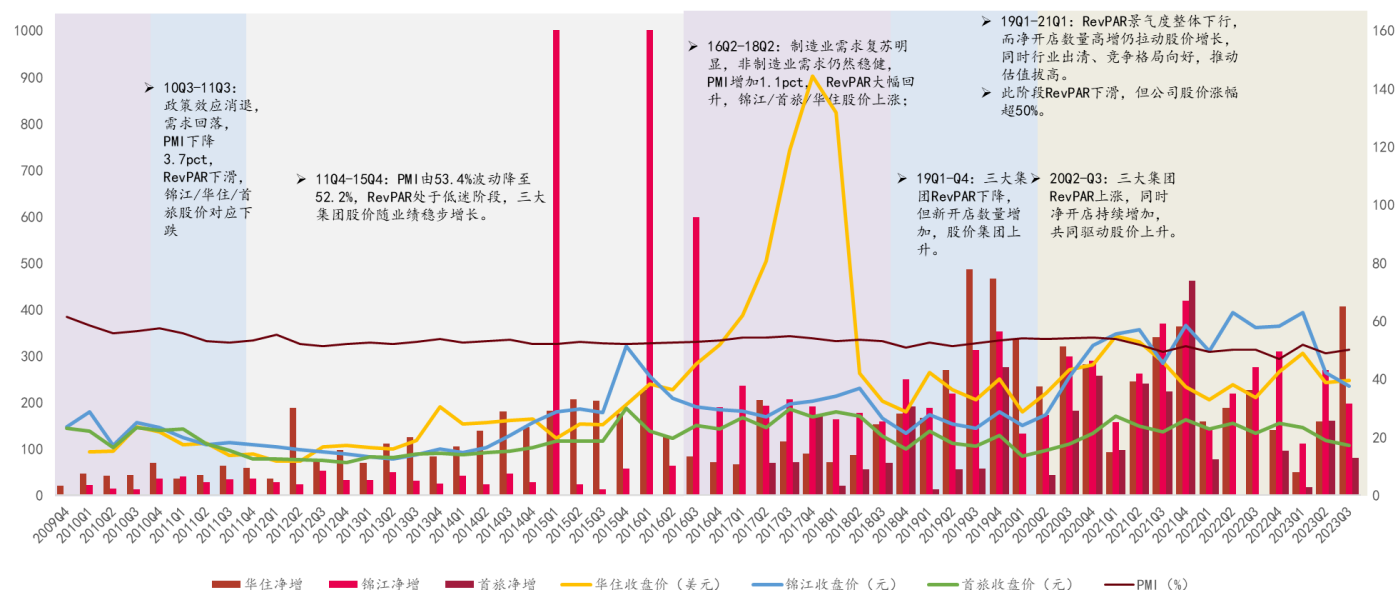
2019 年后，公司股价转向受新开店数量驱动，市场逐渐关注成长性：整体来看，19Q2-21Q1，锦江/首旅/华住股价涨幅分别为 125%/52%/52%，净开店数量合计为 1932/931/2485，较前 8 个季度累计净开店数量同增 27%/41%/134%，而期间 RevPAR 整体处于下行周期，PMI 环比增速由 2% 逐渐降至 -1%。其中 19Q1-19Q4 RevPAR 下行期间，锦江/首旅/华住股价仍分别实现 17%/15%/11% 的增长，或系开店速度加快对股价上涨的推动超过 RevPAR 下跌带来的影响。

20Q2-Q3，三大集团 RevPAR 较 19 年恢复度从 Q1 的 40% 提升至 50%-60%/70%-80%，Q3 净开店环比增速转正至 73%/314%/37%，股价增长 47%/15%/23%，RevPAR 上升仍对股价上涨具备驱动作用；21H2 三大集团 RevPAR 绝对值下降，较 19 年恢复度也从 21Q2 的 90%-100% 降至 70%-80%，但由于净开店速度仍处高位，锦江/首旅股价仍实现了 3%/10% 的增长。

23Q1-23Q3，疫情后三大集团 RevPAR 较 19 年恢复度环比改善，逐渐提升至 112.6%/105.7%/129.3%，同比提升 32.2%/39.4%/39.5%，同期股价分别下跌 19%/40%/26%，一方面系经营表现兑现后估值下调，另一方面系市场期待观测到 23 年报复性出游需求释放后，中长期酒店行业景气度的持续性。

整体来说，2019 年以后，股价由 RevPAR 景气度与开店数量共同驱动：RevPAR 复苏代表存量业绩兑现，签约开店加速给予增量业绩信心。同时 23 年初行业出清、竞争格局向好的预期强烈，推动估值拔高。

图表2: 酒店行业周期复盘：股价增长核心在于 RevPAR 和开店



资料来源：，公司公告，方正证券研究所 注：三大品牌 RevPAR、收盘价、PMI 为左轴；净增酒店数为右轴

1.2 酒店板块行情复盘：景气度、格局改善及企业内生外延扩张触发行情启动

十余年来，酒店行业经历了漫长的发展周期，复盘三大酒店集团历史市值表现，疫情前主要随行业景气度波动：

1) 2010Q1-2014Q2（调整蓄势期）：2010年3月华住集团前身（汉庭酒店集团）于美股上市，此时锦江酒店/汉庭酒店（华住前身）/首旅酒店市值分别约为170/60/50亿元，期间2011年2月，锦江酒店完成重大资产置换，置入锦江之星；华住集团收购“星程香港”51%股份，汉庭酒店更名为华住酒店，布局中端市场。2013年6月，锦江酒店创立锦江都城，进军中高端市场并收购时尚之旅100%股权；2014年12月，锦江酒店增发20.13万股，募资30亿元用于主业扩张，华住集团与雅高签署长期协议，负责雅高旗下酒店品牌的经营与开发。这一时期，酒管集团工作重心在于内部调整及蓄势主业发展。

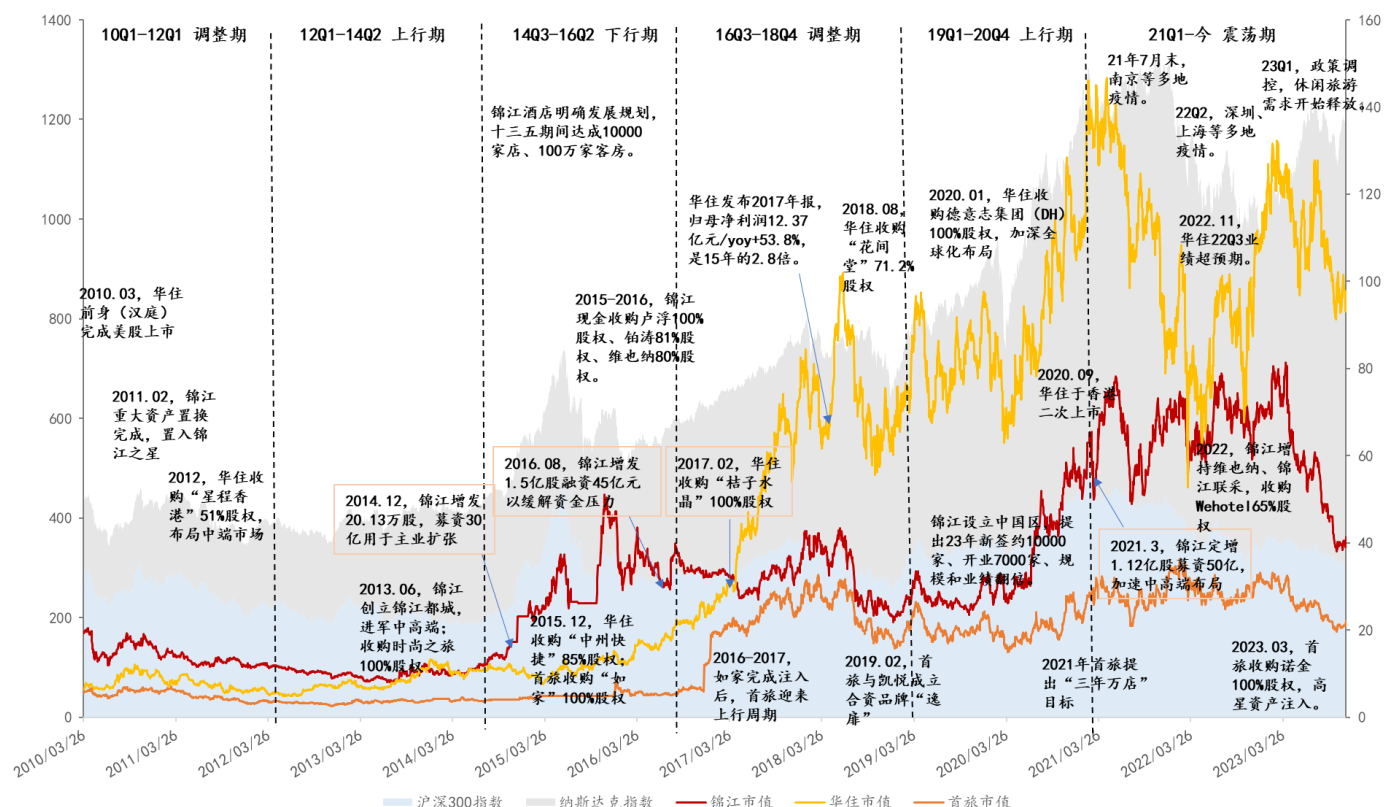
3) 2014Q3-2016Q2（扩张期）：期间锦江酒店现金收购卢浮100%股权、铂涛81%股权、维也纳80%股权，并明确发展规划，十三五期间达成1万家店及100万客房的目标；2015年12月首旅酒店收购如家酒店100%股权，同月华住收购中州快捷酒店85%股权。酒管公司通过外延并购实现规模扩张，带来业绩预期和估值的双击，期间，锦江/华住/首旅市值分别增加164%/59%/34%。

4) 2016Q3-2019Q4（调整&上行期）：2016年8月，锦江酒店增发1.5亿股融资45亿元，用于缓解资金压力；华住2017年年报显示财务数据向好，当年归母净利润同比增长53.8%，是2015年的2.8倍，引来上行周期，并于2018年8月收购“花间堂”71.2%股权；2016-2017年，首旅在如家完成注入后迎来上行周期，2019年2月，首旅与凯悦成立合资公司，同年6月推出新品牌“逸扉酒店”。期间锦江/华住/首旅最高涨幅分别为45%/465%/498%，阶段涨幅为5%/433%/338%。

5) 2020-2022年（预期向好期）：2020年新冠疫情发生后，阶段性的疫情管控限制人员流动，酒店行业经营受到较大影响。但酒店龙头凭借需求的刚需性、规模化布局及连锁品牌的安全背书在疫情相对缓和的阶段实现RevPar恢复度的快速回归，此外，供给出清带来格局改善预期，因此行业估值整体保持高位波动。

6) 2023年初至今（调整期）：2023年初以来，酒店行业RevPar恢复度在春节后迅速攀升，市场预期积压的出游需求集中释放，将推高全年RevPar表现。4月起，伴随景气度预期的兑现，以及部分酒管集团因自身战略重点调整导致的业绩兑现度与经营数据兑现度的分化，酒店行业估值开始回调。

图表3: 酒店板块行情复盘



资料来源: , 公司公告, 方正证券研究所 注: 三大品牌市值为左轴; 沪深300指数、纳斯达克指数为右轴

2 酒店行业：生意模式具备长期性，连锁化和中档升级打开增长空间

2.1 酒店生意模式具有长期性，规模效应下强者恒强

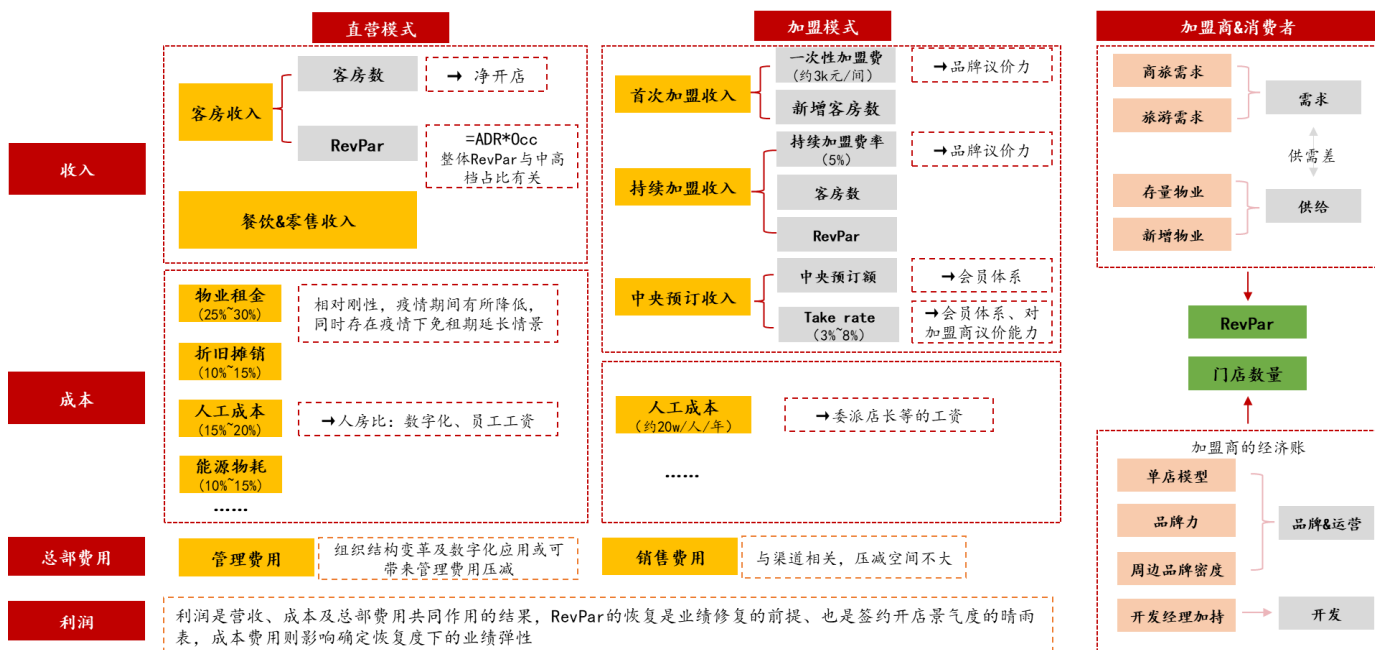
2.1.1 酒店规模化最终依靠加盟模式，做加盟商和消费者的双重生意

酒店品牌发展初期以直营店为主。酒店集团多以直营店起家，用直营店来打磨单店模型、树立品牌形象以起示范作用。直营模式下，门店收入及利润全额归酒管集团所有，爬坡完成后稳态利润率较高，但其弊端在于初始投资较高以及经营风险自担。以汉庭（经济型）/全季（中端）/亚朵（中高端）为例，其直营酒店投资回收期分别约为 2.8/2.5/2.5 年，10 年运营期内 IRR 分别为 36%/41%/42%。

加盟模式为规模化的必经之路，过程中需平衡加盟商和消费者。如前文所述，直营店资本投资较重，单纯依靠直营模式难以实现快速规模化扩张，因此酒管集团在品牌模型打磨基本成型后倾向于放开加盟。在加盟模式中，酒管集团收入主要来自加盟商缴纳的首次加盟收入、持续加盟收入以及中央预订等系统收入，计算方式为门店收入乘固定比例（一般合计为 10%左右），而相对地，其成本支出主要为开发人员、运营人员及系统费用。虽单门店收入较低，但加盟模式的毛利率较高。

酒管集团在加盟模式中需同时面对加盟商以及消费者：1）加盟本质是赚加盟商的钱，酒管集团需要以优异的单店模型、品牌力、会员体系等吸引加盟商，同时需提供选址筹建、施工采购、运营筹备等全方位的指导。2）消费者是最终为住宿付费的角色，其追求的是价格与产品服务的平衡。

图表4: 酒店运营有直营和加盟两种模式，需在加盟商和消费者间实现平衡



资料来源：方正证券研究所

2.1.2 加盟商：回报稳定而进退成本高，逼退机会主义者

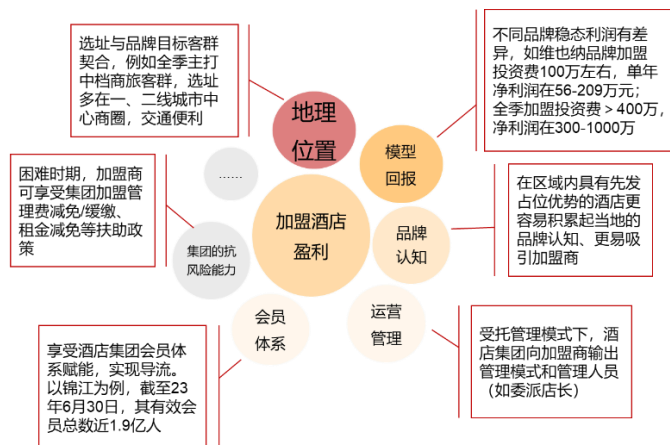
从加盟商层面看，酒店赚钱与否取决于几个因素：位置是第一位、其次是模型回报和品牌认知、剩下是运营管理及是否有其他加持。酒店选址处于中上水平至少可以保证投资酒店不至于亏损，但独立做单体酒店面临模型把控和品牌流量不足的风险，对比加盟酒店集团还可以获得专业的店长负责管理、集团会员体系导流和融资支持等。因此，若加盟一个模型以得市场验证的品牌基本能保证正常情况下稳定的合理回报。

更核心的点在于，若加盟商确定加入酒店行业，那其大概率会成为实干派，因为酒店行业进入和退出成本都不低。首先，投资一家酒店需要几百万到上千万，加盟连锁酒店品牌的合同周期一般8-10年，初始投资完全收回至少要2.5年以上的时间，若想要中途退出，还会面临着租赁合同、加盟合同等的违约成本，初始投资难以变现，因此，酒店市场自动逼退机会主义者。

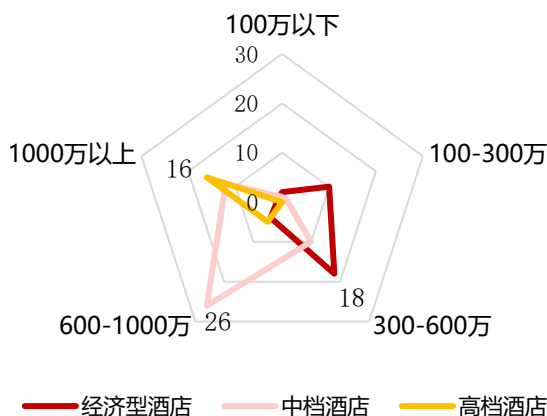
而对于加盟商来说，1) 受疫情影响和房地产市场的相对疲软，非一线城市、二线城市核心地段及旅游城市的租金均有不同程度的下降，部分物业享受更久免租期，带来租金成本的压减，且租期从原本的8-10年延长至近20年，带来更强稳定性；2) 人工成本减少，一方面来自于品牌自身人房比的改善，另一方面来自于出租率下降带来的人力需求减少。尤其疫情以来锦江/首旅人房比从2019年底的4.8%/4.7%降至2022年底的2.7%/2.7%，主要非一线城市甲级写字楼租金截至23Q2较疫情前均有17%-37%的降幅。

加盟酒店的稳定回报具备强吸引力，加盟商自身意向投资金额和持有物业面积及类型限制了投资品类，疫情以来租金和人工等开支下降逐步减轻了成本压力，长期看加盟商参与连锁酒店品牌投资的趋势不会变。

图表5: 酒店盈利与否取决因素



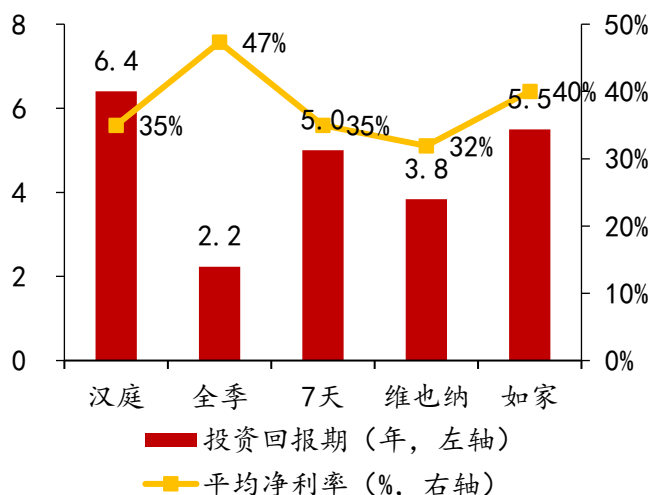
图表6: 加盟商进入成本



资料来源：安心加盟网，锦江酒店公告，华住集团公告，方正证券研究所

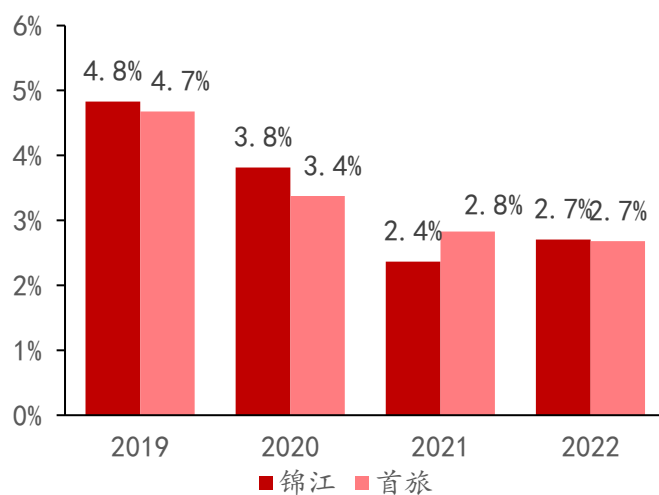
资料来源：酒店加盟网，方正证券研究所

图表7:酒店品牌投资回报率及平均净利率



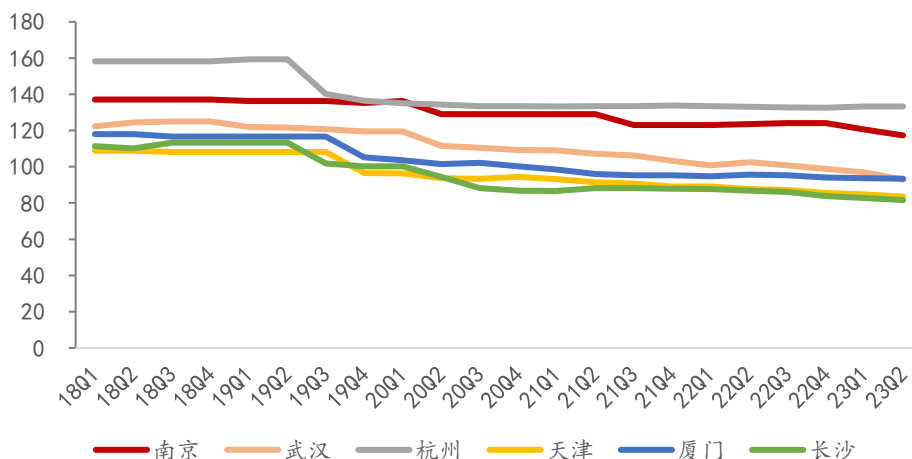
资料来源:酒店加盟网,方正证券研究所

图表8:人房比变化



资料来源:公司公告,方正证券研究所

图表9:非一线城市甲级写字楼租金 (单位:元/平方米/月)



资料来源: , 方正证券研究所 注:部分空缺数据沿用上一季度数据

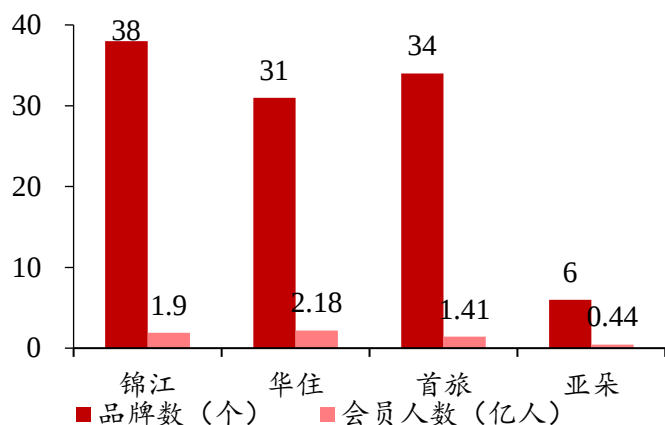
2.1.3 终端:连锁商务酒店是刚需,多品牌筑起会员粘性

从终端层面看,连锁商务酒店刚需性强,多品牌发展模式和会员粘性促使强者愈强:

1) **对比度假类酒店:** 连锁商务酒店为商务客群的刚需消费,商旅顾客的消费特征为跟随出差即走即订,因此位置关注度高、时间可调性弱、价格敏感度低、消费决策周期短。疫情期间,终端消费者决策周期更短,对于安全和卫生的重视度更高,流量进一步向头部连锁品牌集中并在疫后实现留存。由此,就连锁商务酒店行业而言,疫后伴随出差复苏可实现快速修复,如锦江/华住/亚朵 21Q2 的 RevPAR 均恢复至疫情前水平、好于连锁餐饮等可选消费业态,基本上其 2/3 的顾客均为商旅人士,根据 GBTA 2022 年 8 月统计,商旅支出年增长率有望在 2023 年达到 18.9%,有望于 2024 年恢复至接近 2019 年水平。

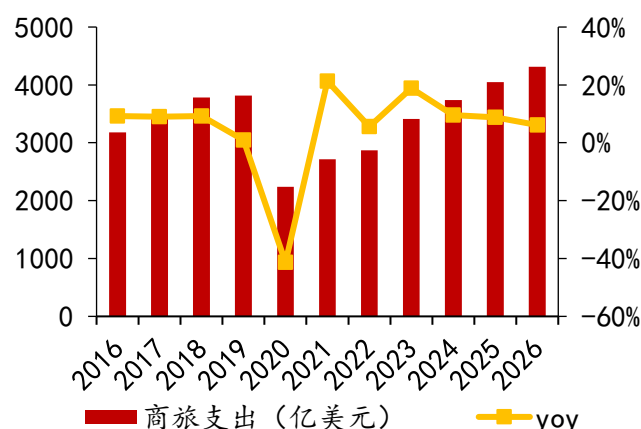
2) **对比餐饮类连锁业态:** 商务酒店消费频次并不高但客单价高,而且是少数能够实现多品牌布局并充分利用会员体系筑起会员粘性的连锁业态,截至 2023 年 11 月,锦江/华住/首旅/亚朵旗下会员人数分别为 1.9/2.18/1.41/0.44 亿人,酒店集团将会强者愈强,因为在酒店这种中低频消费赛道,一旦建立品牌优势将形成易守难攻格局。

图表10:四大酒店品牌与会员数对比



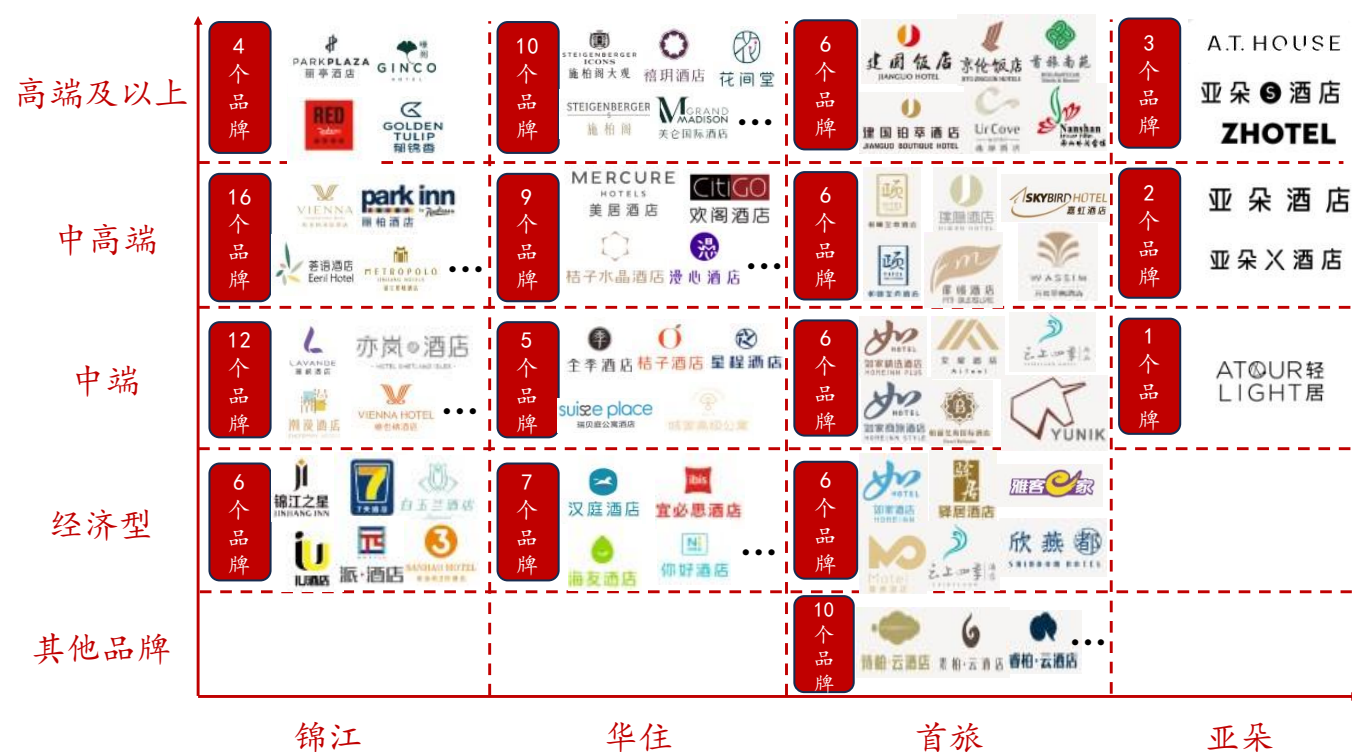
资料来源: , 公司公告, 方正证券研究所

图表11:2016-2026 年中国商旅旅行支出



资料来源: 商旅市场管理白皮书, 方正证券研究所

图表12:四大酒店分档次品牌对比



资料来源: 各公司官网, 方正证券研究所

2.2 长期趋势：连锁化率提升及中高端升级为大势所趋

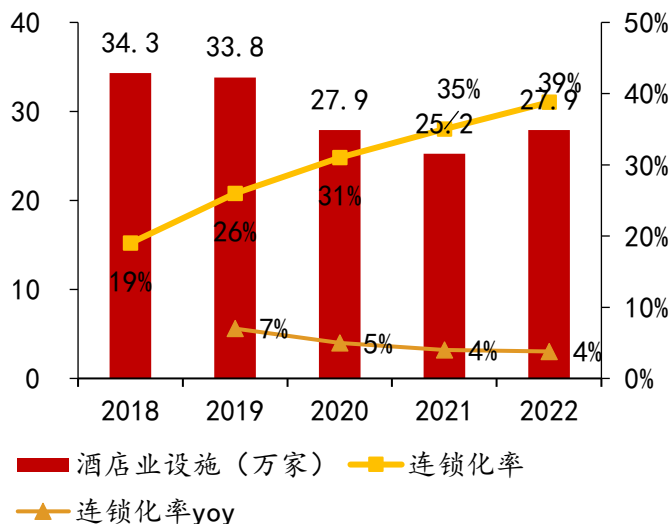
近年来，随着全球经济的不断发展和人们生活水平的提高，酒店行业的市场需求也在不断增长。在这个过程中，连锁化率提升和中高端升级成为了酒店行业未来发展的长期趋势。

2.2.1 连锁化提升来自什么？天花板在哪里？

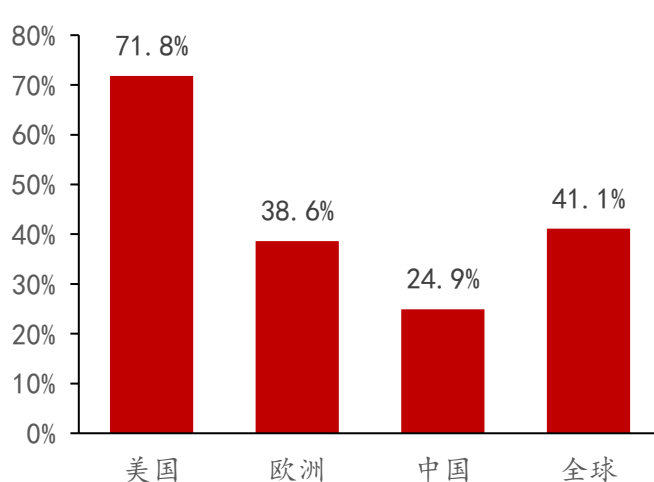
连锁化率提升是终端消费者和加盟商共同选择的结果：1) 终端层面，商旅消费者无论是基于熟悉氛围的惯性需求还是基于短时快速的决策诉求，尤其考虑到同品牌下的好睡眠防踩雷、同集团下的会员积分统一兑换等需要，都倾向于选择熟悉的酒店品牌和集团，而休闲度假市场需要更为细分，因此，商旅客群扩张将推动连锁化率提升；2) 加盟商层面，加盟商的核心诉求是回报更多风险更低，单体酒店除非有绝佳区位否则很难独立生存，需倚靠 OTA 或酒店集团支持，OTA 提供了短期流量的灵活性但定价高而且对酒店本身给到的品牌支持不足，尤其是产品、模型及管理、资金等方面的支持，而这些是酒店集团的强项，叠加酒店集团会员体系扩张，将带动更多的投资人加盟酒店集团从而加速连锁化。

供给出清下我国连锁化率达 39%，对标海外仍有较大提升空间。截至 2022 年底我国酒店业设施 27.9 万家/+10.5%、客房总数 1426.4 万间/+6.0%，以客房数计的连锁化率达 39%/+4pct、较 19 年的 26%提升 13pct，主要与疫情影响下分母端供给出清有关，预计短期伴随疫情好转供给回暖、连锁化率提升幅度不高，但对标美国 2019 年已达到 72%的酒店连锁化率，我国酒店连锁化率 39%仍有提升空间。

图表13: 酒店设施及连锁化率



图表14: 各国酒店连锁化率 (2019 年)



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，方正证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，华经情报网，方正证券研究所

长期看我国酒店连锁化率有希望介于欧美之间：

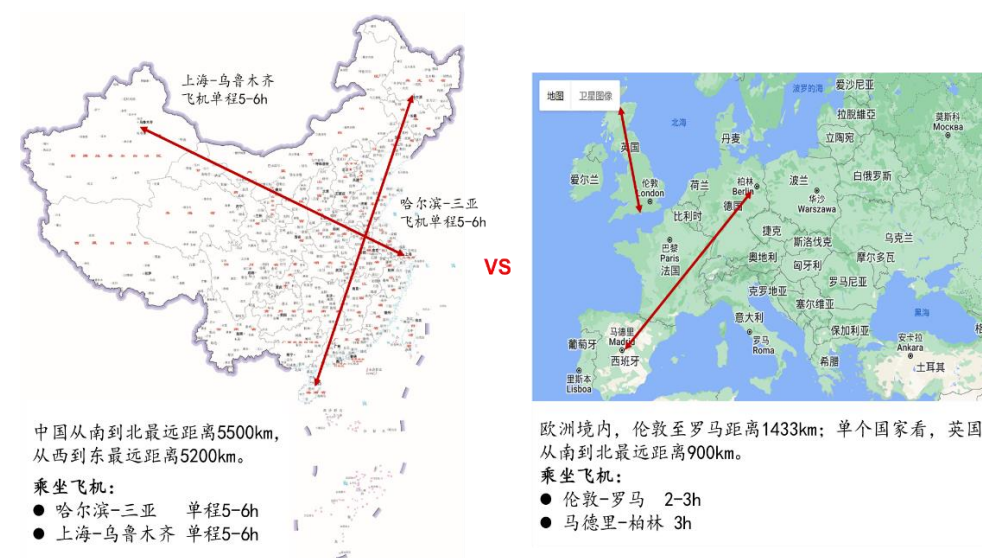
1) 商旅需求：如前所述，商旅需求高对应连锁化率高，中国类似美国且都强于欧洲的商旅需求，一方面中美都是统一大市场、临时性出差流动限制少，另一方面中美都是国土面积大、各城市群距离远过夜旅行需求大。

2) 物业供给：如前所述，加盟商有成规模的物业才能加盟酒店集团，成规模的酒店物业多少取决于城镇化水平、土地和物业改造政策、建筑特点和翻牌改造开支等，美国成规模的酒店物业供给充足，欧洲受限于物业规模小且改造成本高，

中国虽然城镇化有提升空间但未来新增物业供给有限、存量翻牌改造存在机会，整体上物业条件不及美国但略好于欧洲。

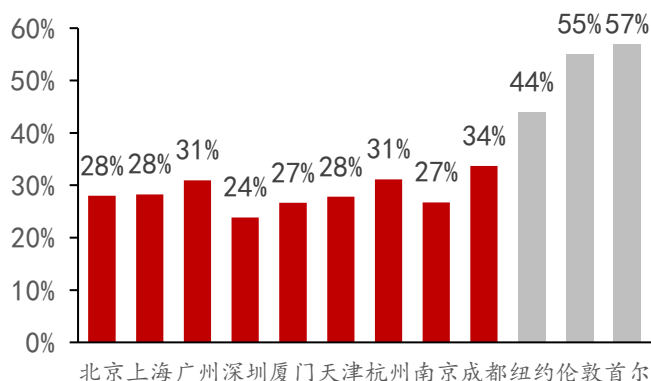
3) 品牌供给：如前所述，酒店投资人是 OTA 和酒店集团争夺的对象，全球的 OTA 品牌大多诞生于 1990s 末期，中欧属于 OTA 发展早而规模化的酒店品牌发展晚、中国 1990s/1980s、欧洲 1970s/1960s 才出现经济型、中端产品，而美国规模化的酒店品牌发展早、1990 年酒店连锁化率就已达 46%，中国 OTA 相较于美国对酒店品牌更强势、单体酒店独立发展空间更大，因此中国连锁化率提升将趋近美国但难以超越。

图表15: 中国商旅需求比欧洲更强



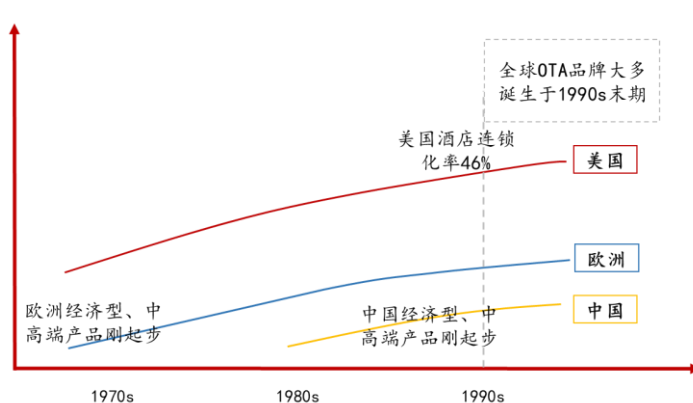
资料来源：飞猪，OMIO，金吉利留学网，方正证券研究所

图表16: 中国建设用地占比低于欧美



资料来源：中国城市建设统计年鉴（2020），中国金融四十大论坛，清华同衡规划播报，方正证券研究所

图表17: 中国酒店连锁化较 OTA 起步比欧美更晚

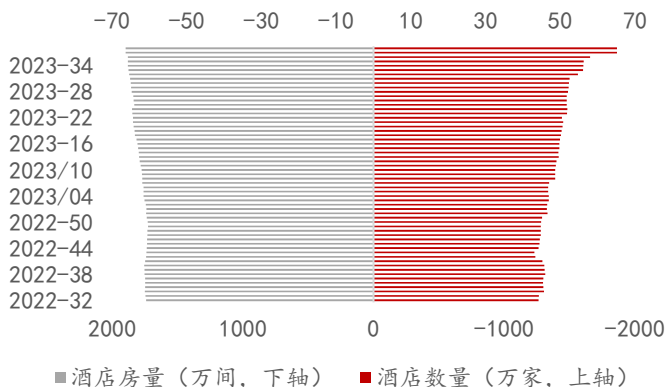


资料来源：方正证券研究所绘制

疫后酒店供给迅速回归但以小单体为主，头部集团连锁集中是持续趋势。前文提到疫情期间酒店行业供给出清，但疫后供给回归速度超市场预期，自 2020 年 12 月至 2023 年 10 月，我国酒店行业累计增加供给 6.71 万家，其中客房数在 15 间及以下的非连锁酒店占比达 62%。但疫情仍然显著催化了连锁化率的提升，以客房维度计，酒店业口径 CR3/CR5/CR10 集中度从 19 年的 37.8%/46.2%/54.2%提升

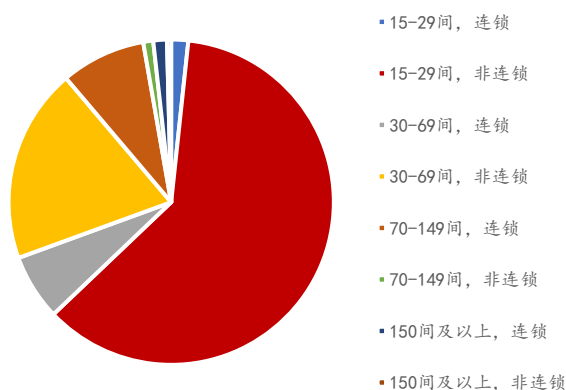
到 21 年的 48.1%/59.3%/59.8%，其中三大龙头酒管集团市占率从 19 年的 18%/10%/9%提升至 21 年的 22%/16%/10%，22 年稍有回落，预计 23 年在单体酒店回归的影响下，连锁化率或将进一步回归，但长远来看，连锁化率提升仍为大势所趋。

图表18: 疫后国内酒店供给快速回归



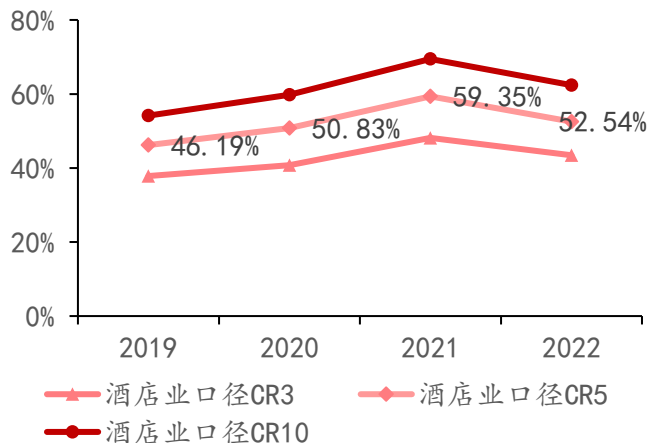
资料来源: 驿镜数据, 方正证券研究所

图表19: 疫后供给回归的酒店以小型单体酒店为主



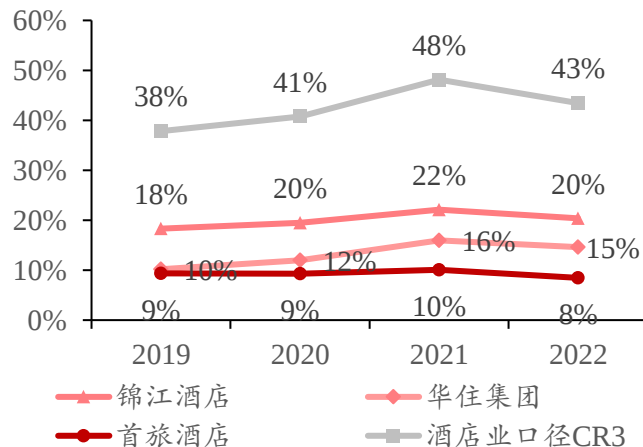
资料来源: 驿镜数据, 方正证券研究所 注: 数据为 2020 年 10 月至 2023 年 10 月新增酒店中分类型酒店新增占比

图表20: 酒店行业集中度提升



资料来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 方正证券研究所

图表21: 三大酒店市占率变化

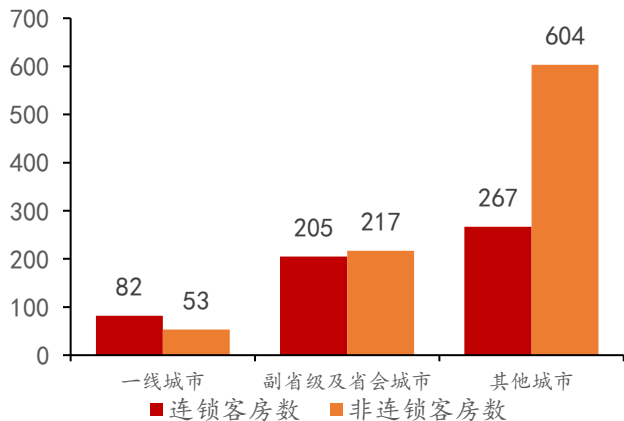


资料来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 方正证券研究所

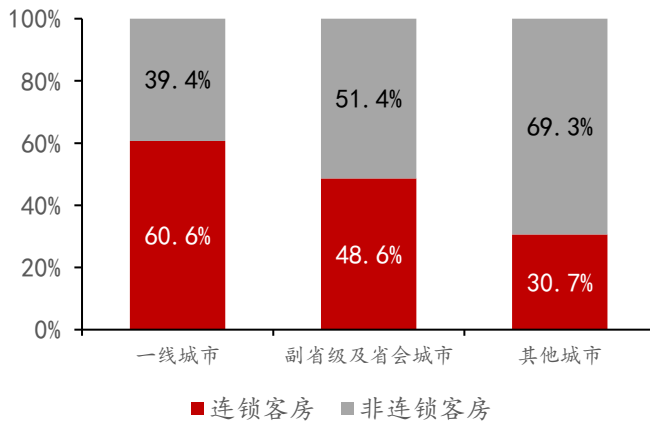
随着消费者需求的不断升级, 三、四线城市的酒店市场也进入了快速发展的关键期。根据盈蝶咨询统计, 截至 2022 年 12 月 31 日, 我国三线及以下城市酒店连锁化率仅为 30.7%, 相较于一线城市/副省级及省会城市的 60.6%/48.6%仍有较大提升空间。下沉市场物业供给充足, 三线及以下城市客房供给约 870.6 万间, 其中非连锁客房数 603.6 万间, 为一二线城市合计的 2.2 倍。而下沉市场连锁化率提升的驱动因素有三: 1) 下沉市场城镇化率提升, “十三五”前 4 年, 我国常住人口城镇化率从 56.1%提高到 60.6%, 主要来自低线城市; 2) 与一线城市相比, 非一线城市租金及人力成本优势明显; 3) 疫情加速下沉市场单体酒店的出清, 为连锁酒店品牌布局腾挪了空间; 4) 下沉市场消费能力提升, 交通基建完善, 线上互联网信息流通催化用户消费需求 and 习惯向一、二线用户靠近。近年来, 第一梯队的酒店集团加速下沉市场布局, 锦江酒店 (中国区) 通过组织优化和产品

升级瞄准下沉市场；华住集团明确“千城万店”目标，抢滩三四线下沉市场，汉庭、桔子酒店在三四线城市开业稳步推行；首旅如家借“云系列”加速三、四、五线下沉市场布局。

图表22: 2022 年各线城市连锁客房数（万间）



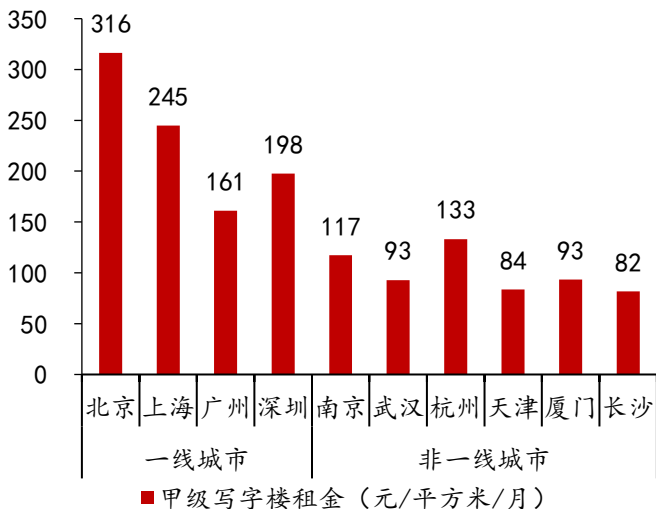
图表23: 2022 年各线城市连锁客房占比



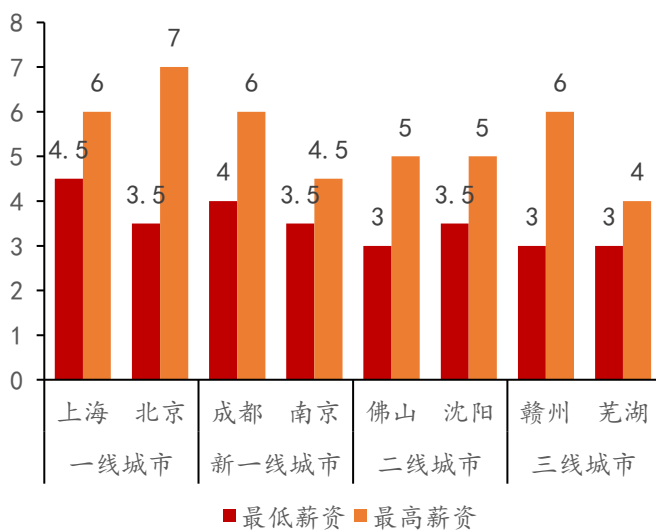
资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，方正证券研究所

资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，方正证券研究所

图表24: 23Q2 一线及非一线城市租金对比



图表25: 各线城市酒店前台工资对比（单位：千元）



资料来源：方正证券研究所

资料来源：前程无忧官网，方正证券研究所 注：统计时间为 2023 年 11 月

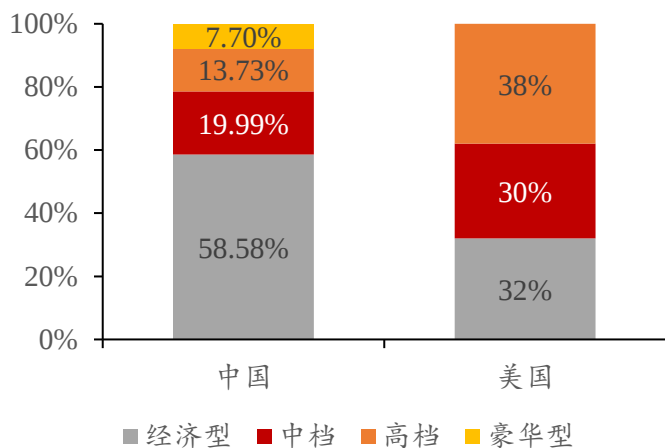
2.2.2 中档升级驱动力来自何处？

酒店档次结构与居民收入结构错配。截至 2022 年 12 月 31 日，我国中高端酒店占比仅为 41%，而美国早在 2016 年就达到了 68%，对比美国我国中档酒店占比仍有提升空间。根据欧美发达国家经验，一国酒店结构与居民收入结构呈高度正相关，根据智研咨询数据，我国高中低收入占比为 1:4.5:4.5，而酒店业中豪华/中高端/经济型占比为 1:3:6，现有酒店结构和居民收入水平错配。

推动中档酒店升级的驱动力来自两个方面：1) 消费者端，居民消费能力提升且消费愈发分层，商务出行人群的差旅报销额度提高，根据澎湃新闻的当代商务人士差旅问卷报告，仅 27% 的商旅出行客户酒店预算在 500 元以下。**2) 酒店投资端，**高线城市酒店投资优质物业有限、常态化下租金及人工成本上升，以汉庭/全季

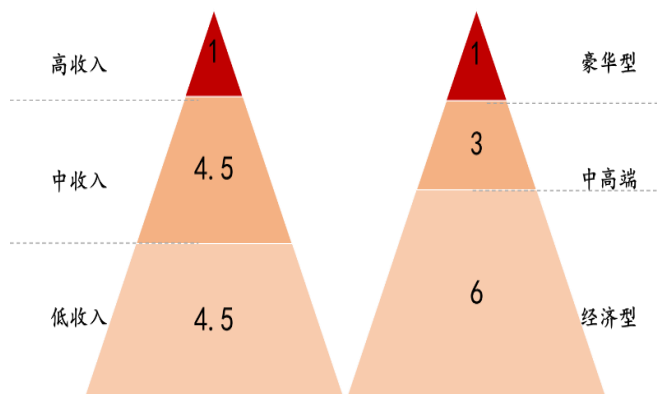
分别作为经济型/中端酒店模型,其直营及加盟酒店投资回收期分别为 2.92/2.61 年及 4.31/3.85 年,IRR 分别为 34%/39%及 20%/24%,中高端酒店升级提价更能保证投资回报、性价比凸显。

图表26:中国&美国高端酒店占比对比



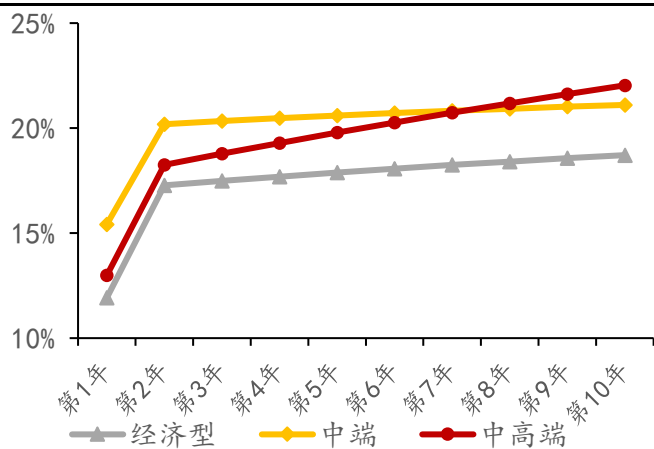
资料来源:盈蝶咨询,中国饭店协会,刘伟酒店网,方正证券研究所

图表27:中国现有酒店结构与收入结构错配



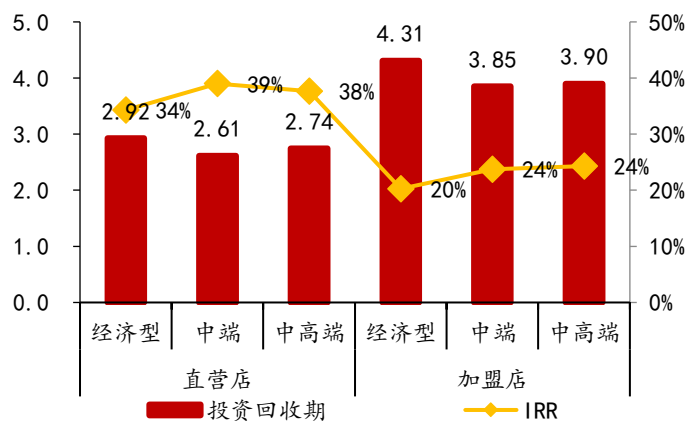
资料来源:环球旅讯,方正证券研究所

图表28:加盟酒店开店 10 年内净利率



资料来源:豆丁建筑,次方点评,方正证券研究所

图表29:分档次酒店投资回收期&IRR



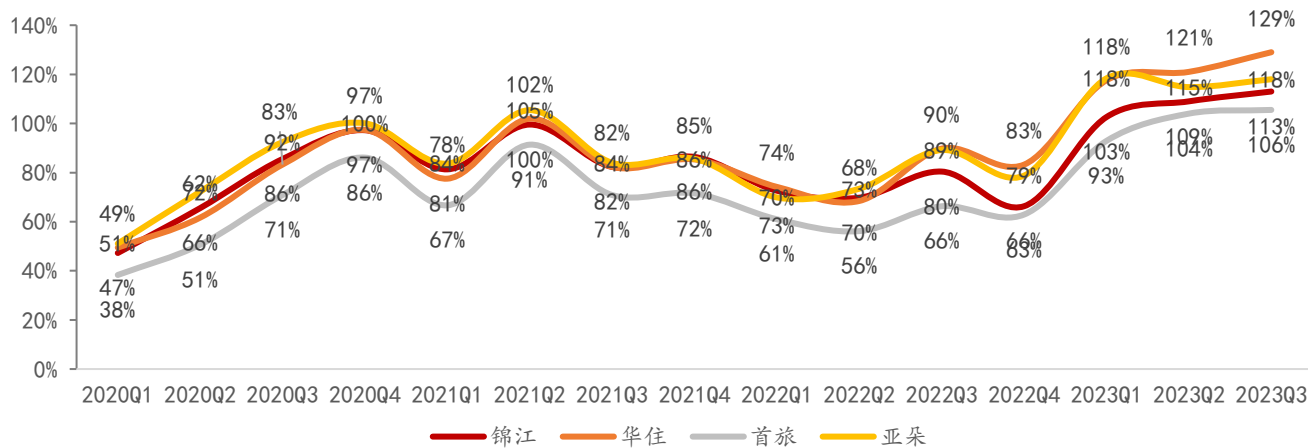
资料来源:豆丁建筑,次方点评,方正证券研究所

3 酒店行业短期量价趋势怎么看？

3.1 RevPar：预计 2024 年 RevPar 持平或微增

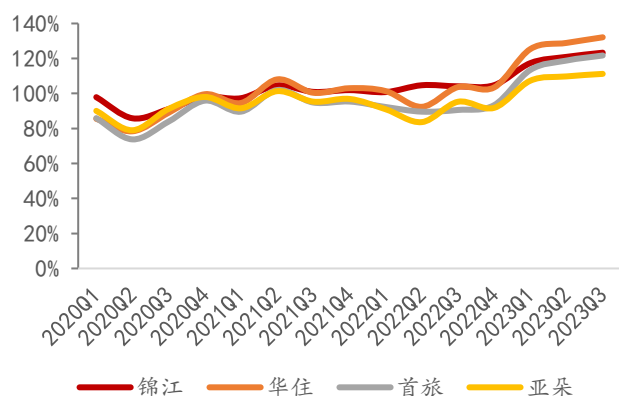
ADR 驱动下 RevPar 表现亮眼，Occ 仍有缺口。2023 年初以来，酒店行业景气度持续回暖，头部酒店集团 RevPar 逐季攀升，23Q3，锦江/华住/首旅/亚朵 RevPar 较 19 年同期恢复度分别为 113%/129%/106%/118%，分结构看，RevPar 的亮眼恢复以 ADR 拉动为主，Occ 较 19 年仍有一定缺口，23Q3 锦江/华住/首旅/亚朵 ADR 较 19 年恢复度分别为 123%/132%/122%/111%，Occ 较 19 年同期分别 -6.8/-1.8/-11.2/+5.1pct。就供给端而言，疫情 3 年酒管集团修炼内功，推进中高端结构升级，中端及以上酒店占比的提升及经济型品牌迭代升级拉动了整体 ADR 提高，同时例如首旅收益管理优化也助力门店定价最优化。需求端而言，商旅需求较 19 年仍有缺口，此前 GBTA 预计 2023 年中国商旅市场预计恢复至 19 年的 89%；休闲度假需求火爆，短期阶段性推高 Occ。

图表30:头部酒店集团 RevPar 较 19 年恢复度 (%)



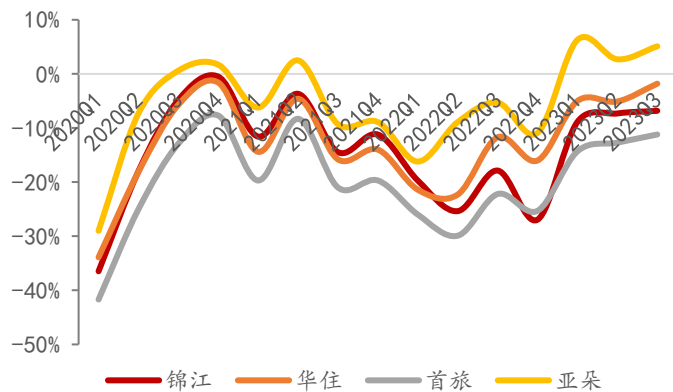
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表31:头部酒店集团 ADR 较 19 年恢复度 (%)



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表32:头部酒店集团 Occ 较 19 年缺口 (%)

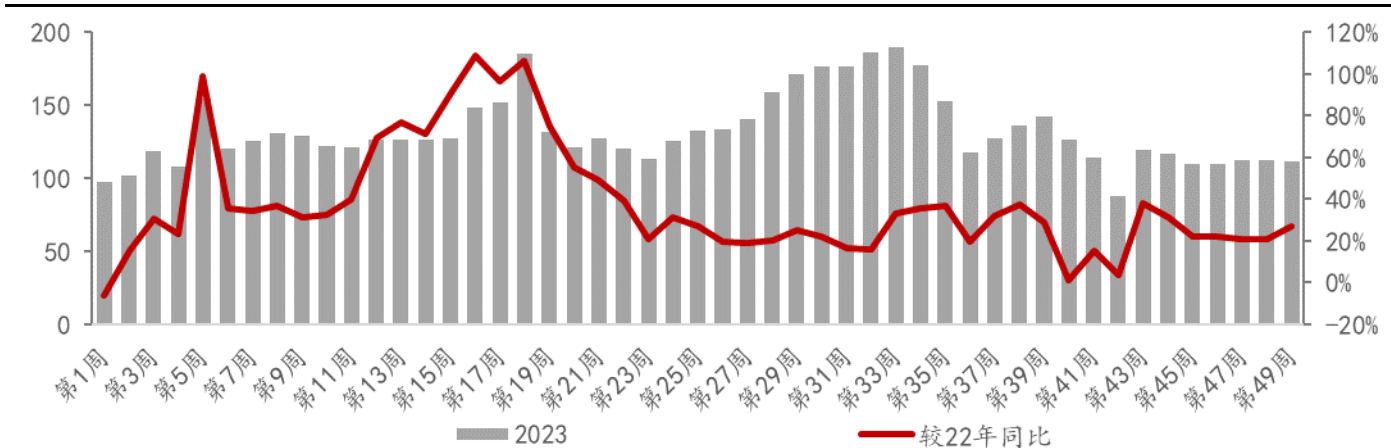


资料来源：公司公告，方正证券研究所

进入四季度传统淡季，RevPar 维稳传递积极信号。根据驿镜数据，23 年四季度，除第 42 周（10/09-10/15）（考虑驿镜数据为 OTA 平台预订数据，有 2-3 周前置性，该周度对应 STRS 10/30-11/5 周度）RevPar 环比第 41 周-23%，其中 ADR 环比-19%，Occ 环比-2pct，ADR 降幅大于 Occ，或系酒店方对中秋国庆节后需求预期相对保守，主动降价幅度较大。但第 43 周起 ADR 环比回升企稳，Occ 延续传统

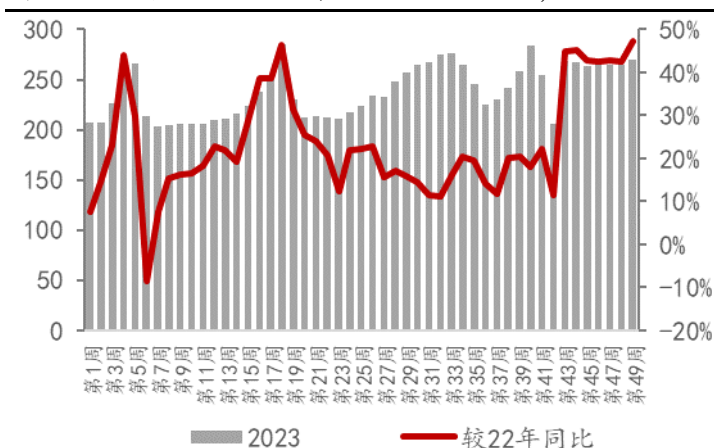
淡季表现，此后维持稳定。考虑驿镜数据的3周前置性，预期12/04-12/31期间，ADR及Occ环比维稳，虽然进入11月下旬乃至12月，受天气转冷以及节假日限制的影响，休闲度假需求较Q2、Q3转淡，但商旅需求仍提供刚需支撑，同时冰雪旅游需求蔚然成风。整体来看，23Q4 RevPar表现符合淡季趋势，但优于此前市场悲观预期。

图表33: 全国酒店 RevPar 及同比变化 (元/间夜, %)



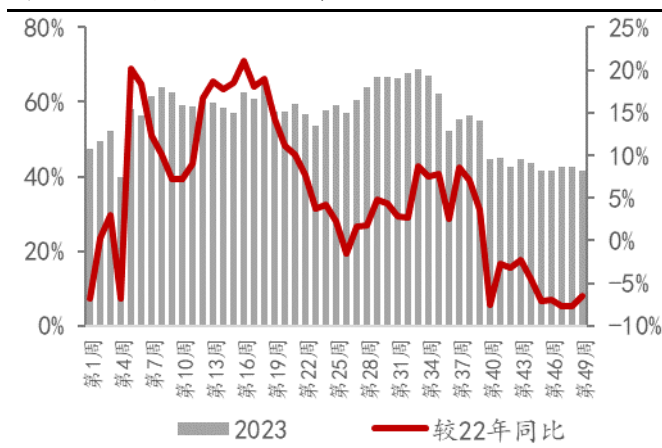
资料来源：驿镜数据，方正证券研究所

图表34: 全国酒店 ADR 及同比变化 (元/间夜, %)



资料来源：驿镜数据，方正证券研究所

图表35: 全国酒店 Occ 及同比变化 (%)



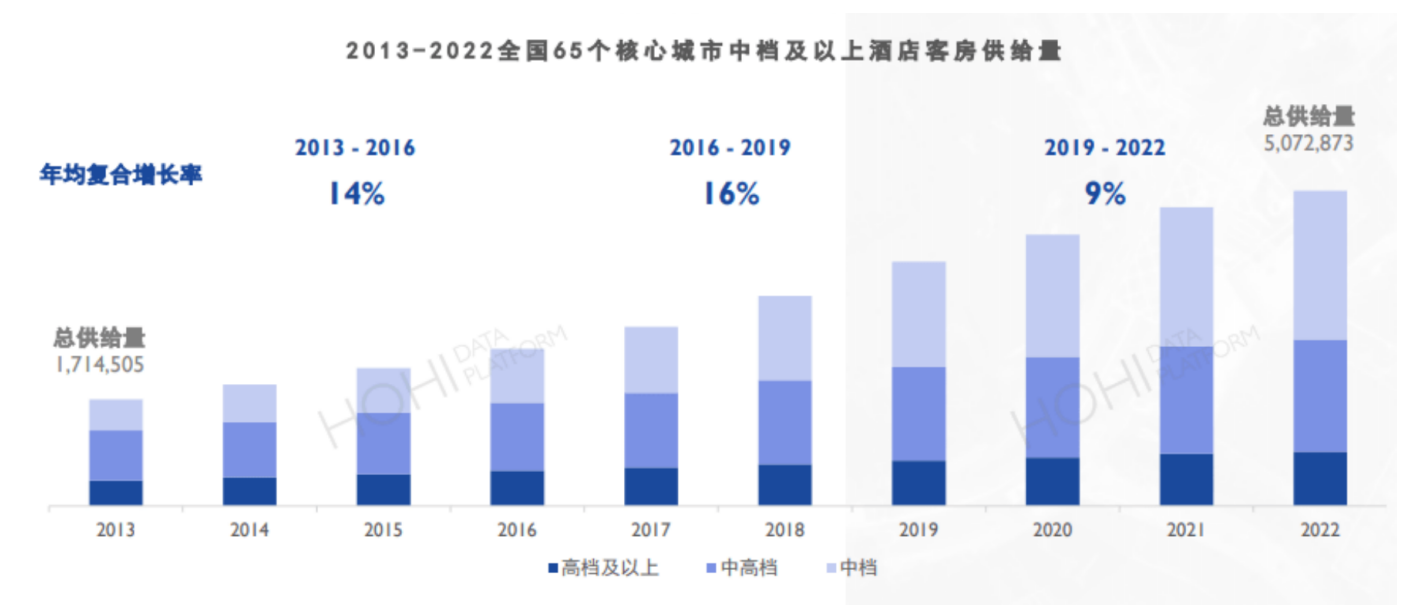
资料来源：驿镜数据，方正证券研究所

展望 2024 年, RevPar 预计同比持平或微增。Occ 预计同比持平或微增，其中商旅需求缓慢恢复，休闲度假需求在经历 23 年的集中释放后预计将趋于平缓。ADR 增长更多由宏观经济拉动，行业内部或较难重现 23 年的供需强驱动场景，考虑 2019-2023 年 CPI 涨幅及酒店龙头内部中高端结构性升级，预计 2024 年 ADR 同比持平或微增。

3.2 开店：精益化规模扩张，开店节奏温和基调上存在分化

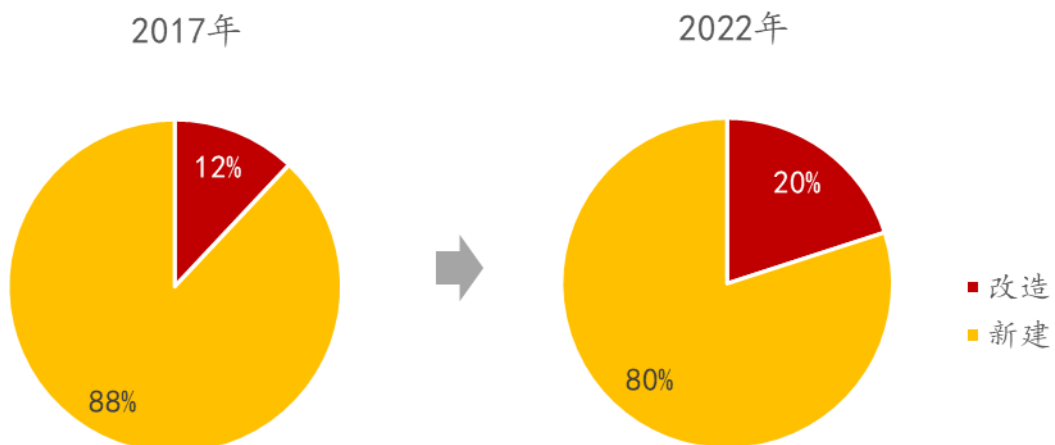
客房供给增速趋缓，新签约物业中翻牌比例增加，中档及以上赛道进入存量竞争时代。根据厚海数据，2013-2022 年，全国 63 个核心城市中档及以上酒店客房供给量从 171.45 万间增至 507.29 万间，其中 2013-2016/2016-2019/2019-2022 年 CAGR 分别为 14%/16%/9%，在经历高速成长后，酒店供给增速逐渐放缓。此外，2022 年，中档及以上签约品牌酒店物业中，翻牌改造物业占比为 20%，较 2017 年提升 8pct，核心城市的核心物业同样进入存量竞争时代，品牌酒店规模扩张整体从粗放式高速发展转向集约式相对温和增长。

图表36: 酒店市场客房供给增速趋于放缓



资料来源: 浩华咨询, 厚海数据平台, 方正证券研究所

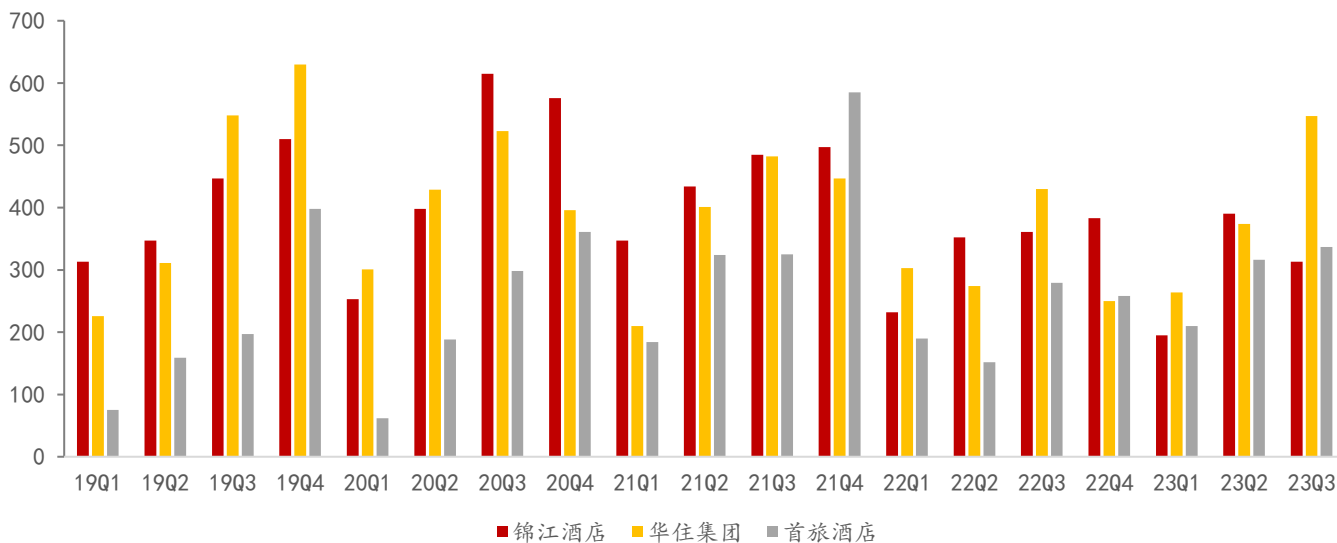
图表37: 中档及以上签约酒店品牌中翻新改造物业占比提升显著



资料来源: 浩华咨询, 厚海数据平台, 方正证券研究所

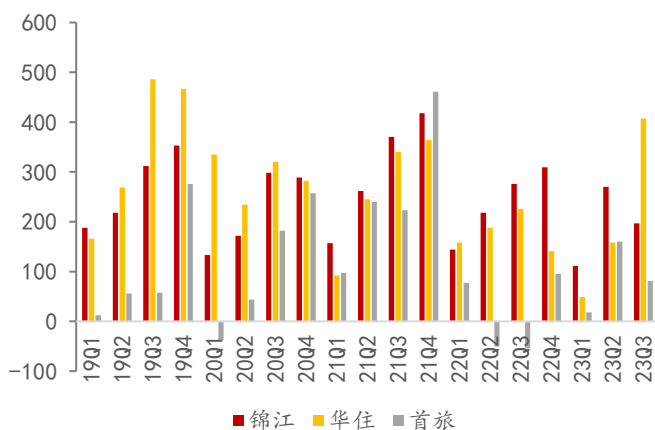
头部酒店集团转向高质量发展, 23年起加盟商信心回归, 开店逐季恢复。2022年, 疫情影响下, 龙头酒店集团纷纷提出“高质量发展”概念, 锦江/华住/首旅季度新开店处于200-400家/200-400家/100-300家, 较19年及疫情初期的300-600家/300-600家/200-400家有所放缓。2023年起, 伴随行业景气度回升, 加盟商信心回归, 新开店数量逐季有回暖趋势, 23Q2, 锦江/华住/首旅新开店390/374/316家, 同比+11%/+36%/+108%, 净开店270/158/160家, 同比+24%/-16%/+414%。但进入23Q3龙头之间略有分化, 锦江/华住/首旅新开店分别为313/547/337家, 净开店197/407/81家, 剔除软品牌后净开店197/488/92家, 华住开店节奏加速显著。

图表38:三大酒店集团新开店速度有所放缓（家）



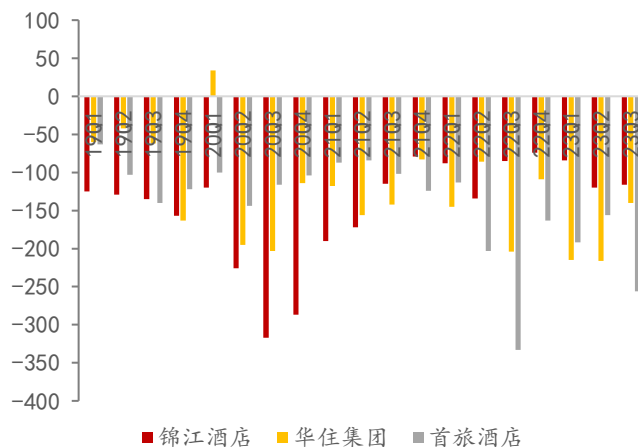
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表39:三大酒店集团净开店速度放缓（家）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

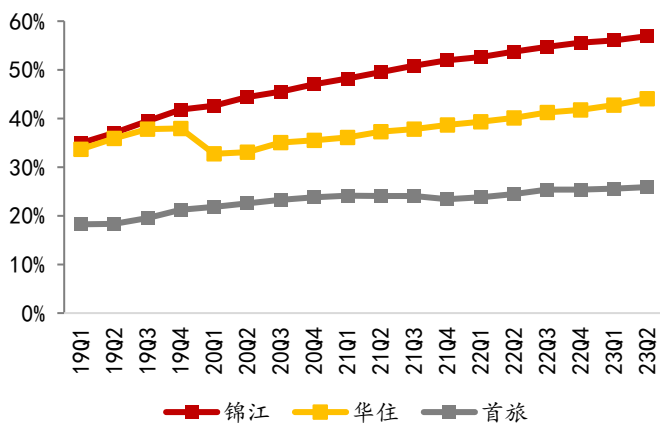
图表40:三大酒店集团关店数量（家）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

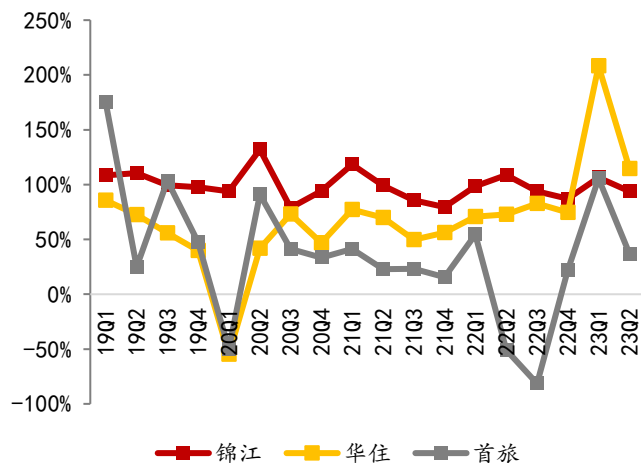
中高档升级持续推进，中高端品牌占比提升。2022 年锦江/华住/首旅中高端品牌门店净开 907/651/133 家，占净开门店总数的 96%/91%/199%，占比同比+5、+31/+177pct。23Q3 锦江/华住/首旅净开中高端品牌门店 189/271/59 家，占净开店总数比重为 96%/67%/73%。截至 23Q3，锦江/华住/首旅中高端门店数分别为 6984/4124/1654 家，占总开业门店数比重为 57.5%/45.0%/26.5%，同比 +3.8/+3.8/1.1pct，环比+0.6/+1.0/+0.6pct。

图表41:三大酒店集团中高端酒店数量占比不断提升(%)



资料来源:公司公告, 方正证券研究所

图表42:三大酒店集团净增酒店中中高端占比(%)



资料来源:公司公告, 方正证券研究所

中高端开店结构化加速, 经济型品牌存量改造。2023 年前三季度, 各酒管公司旗下大幅净开店基本集中在中高端品牌, 其中锦江旗下丽枫/维也纳酒店/希岸/维也纳国际/欢朋/喆啡分别净开店 73/58/52/48/39/36 家, 华住旗下中端品牌全季/星程/桔子净开 222/73/67 家, 首旅旗下中端品牌如家商旅净开 37 家。同时, 经济型品牌进入升级改造阶段, 23 年前三季度, 锦江旗下七天品牌/首旅旗下如家品牌分别净关 33/41 家, 华住轻管理怡莱品牌关店 186 家。20 年底至 23Q3 末, 华住的汉庭 1.0 及软品牌占比从 26%降至 8%, 汉庭 2.7 及以上版本占比从 14%提升至 27%。

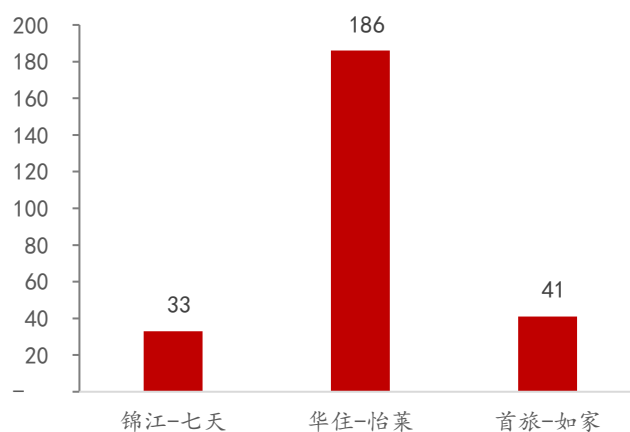
图表43:23Q1-Q3 净增超 30 家的主要为中高端品牌(家)

锦江	麗枫	喆啡	希岸	维也纳国际	维也纳酒店	欢朋	IU
	73	36	52	48	58	39	40
华住	全季	星程	桔子	汉庭	你好		
	222	73	67	215	63		
首旅	如家商旅	华驿	派柏云				
	37	112	43				

中高端
 经济型
 轻管理

资料来源:公司公告, 方正证券研究所

图表44:23Q1-Q3 净减超 10 家的主要为经济型及软品牌(家)



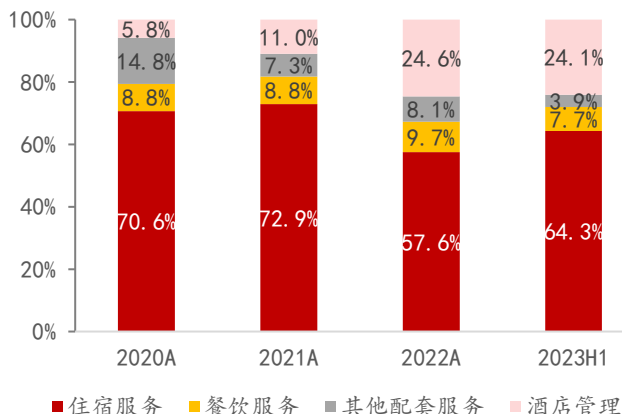
资料来源:公司公告, 方正证券研究所

3.3 非房收入：“酒店+”打开单店收入上限

客房收入存在上限，非房收入提供第二增长曲线。酒店客房创收存在自身上限，1) 单一酒店客房量数量固定，价格也受酒店档次定位、周边竞品定价、开业年限等影响有封顶；2) 淡旺季入住率不均，淡季 RevPar 提升难度较大；3) 对于酒管集团来说，客房收入还受制于开店节奏和时点量级。此外，酒店品牌同质化愈加严重。因此许多酒店出于突破收入上限、树立酒店独特品牌形象、多触手引流考虑，积极拓展非客房收入。

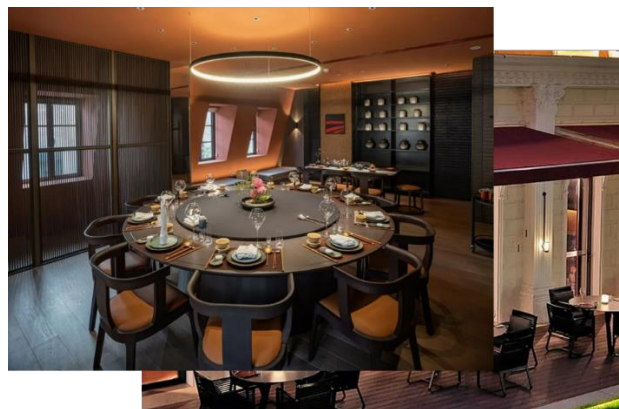
常见的非房收入主要为餐饮：例如，君亭酒店起源中高端，配套餐饮一直在其收入结构中占据一席之地，2020-2022 年，君亭餐饮服务收入占比接近 10%，2023 年君亭旗下君澜品牌推出奢华酒店“君澜理”，首店“北京君澜理”餐厅“君澜理雅宴”耗时两年打造，定位高级餐饮，为酒店的重要卖点及创收环节。金陵饭店同样为“酒店+餐饮”的典范，2013-2022 年，餐饮收入在其酒店业务中占比从 34%提升至 42%，金陵饭店·梅苑餐饮在大众点评上评分高达 4.7 分，未来公司计划通过标准化、规模化生产将金陵饭店经典美食菜肴推向市场，拥抱增量成长。

图表45: 君亭酒店餐饮服务收入占比约 10%



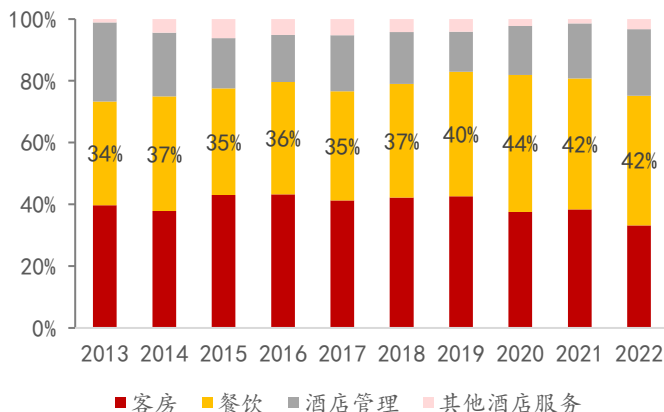
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表46: 北京君澜理倾力打造“君澜理雅宴”



资料来源：北京君澜理微信公众号，方正证券研究所

图表47: 餐饮贡献金陵饭店酒店业务超 40%收入



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表48: 金陵饭店·梅苑

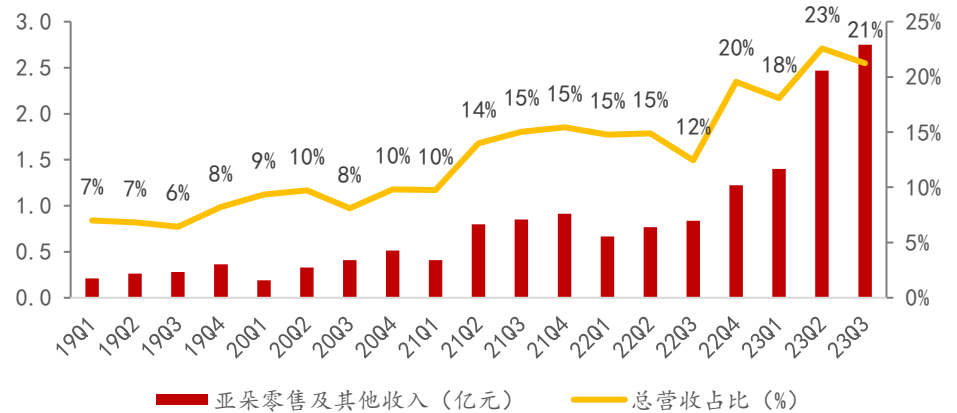


资料来源：携程旅行，大众点评，方正证券研究所

超越实体门店，“酒店+零售”齐驱亚朵增长。亚朵独创“酒店+零售”模式，以线下住宿体验+店端销售起步，通过过硬产品力及实现出圈，其亚朵星球深睡枕 1.0 产品 2022 年 9 月底上市，当年首个“双 11”即上榜天猫枕头 TOP 10，深睡枕 pro 2.0 2023 年 2 月底上市，23 年“618”及“双 11”成为枕头品类全网第

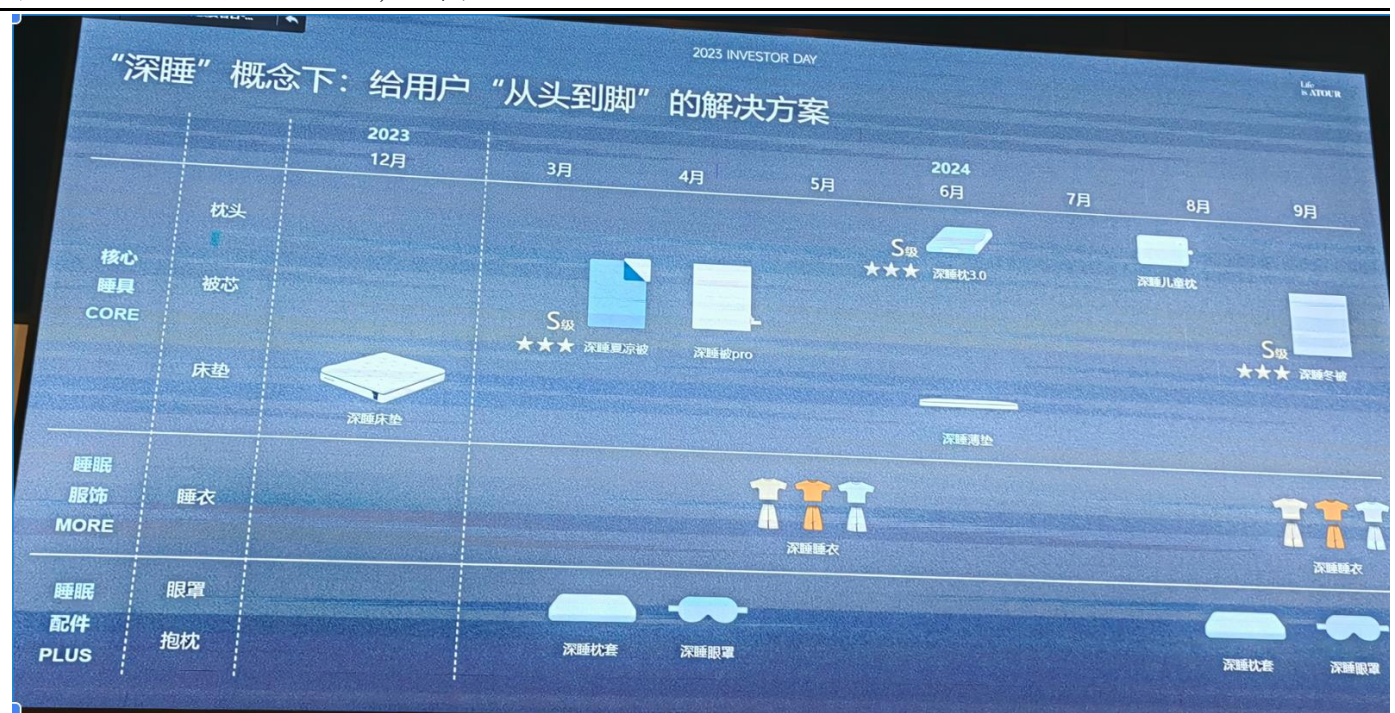
一。亚朵零售业务收入体量不断攀升,从19Q1的0.2亿元增至23Q3的2.7亿元,占公司总收入比从7.0%增至21.2%。未来,亚朵深耕“深睡”概念,继续拓展产品品类,远期视角下零售业务有望成长为与酒店业务等量齐观的第二增长驱动。

图表49:亚朵的零售及其他业务收入贡献已超20%



资料来源:公司公告,方正证券研究所

图表50:亚朵以“深睡”为核心,拓展产品品类



资料来源:亚朵投资者交流日,方正证券研究所

4 常态化经营具备稳健性，增量兑现带来超预期空间

4.1 锦江酒店：业绩底部能见度，边际变化兑现性强

预计公司 24 年经营性归母净利润 15 亿元左右。中性悲观假设下，假设 1) 开店层面：假设 24-26 年公司新开店分别为 1100/1300/1300 家，净开店均为 754 家；2) RevPar 层面：锦江酒店 24 年 RevPar 的同比增速为 0%，25/26 年分别为 8%/5%，则对应公司 24-26 年收入分别为 157.66/180.38/200.53 亿元，yoy+7%/14%/11%；归母利润分别为 15.2/21.0/25.6 亿元，yoy+26%/38%/22%。但公司具备直营店升级改造提升盈利能力、收益管理系统上新最大化门店经营效率预期。此外，未来一中心三平台能力向海外延伸、提升卢浮运营效率，并通过国内资本运作方式优化债务结构降低负债亦有望带来海外分部利润转正；CRS 收费的逐步执行亦将带来增量净利润。

图表51: 锦江酒店盈利预测（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	150.99	98.98	113.39	110.08	147.63	157.66	180.38	200.53
%yoy	2.7%	-34.4%	14.6%	-2.9%	34.1%	6.8%	14.4%	11.2%
归母净利润（亿元）	10.92	1.10	1.01	1.13	12.05	15.18	20.96	25.57
%yoy	0.9%	-89.9%	-8.7%	12.8%	962.0%	25.9%	38.1%	22.0%
归母净利率	7.2%	1.1%	0.9%	1.0%	8.2%	9.6%	11.6%	12.7%
1. 有限服务型酒店运营及管理业务收入（亿元）	148.46	96.48	110.90	107.77	145.32	155.15	177.77	197.83
%yoy	2.7%	-35.0%	14.9%	-2.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
归母净利（亿元）	10.38	0.36	-0.01	-2.00	11.74	14.82	20.53	25.06
归母净利率	7.0%	0.4%	0.0%	-1.9%	8.1%	9.6%	11.5%	12.7%
1) 自有和租赁酒店收入	89.60	51.74	53.29	62.08	73.89	72.80	81.54	88.48
2) 加盟和管理酒店收入	57.22	43.50	52.47	45.01	70.64	81.44	95.18	108.14
3) 其他	1.64	1.24	5.14	0.69	0.79	0.91	1.05	1.21
2. 餐饮与食品业务收入（亿元）	2.53	2.49	2.49	2.31	2.31	2.51	2.61	2.70
%yoy	7.2%	-1.5%	0.0%	-7.5%	0.2%	8.7%	4.0%	3.4%
归母净利（亿元）	2.22	2.57	2.03	3.13	1.99	2.03	2.11	2.19
归母净利率	87.9%	103.2%	81.6%	135.8%	86.0%	81.0%	81.0%	81.0%
3. 其他业务收入（亿元）	0.0017	0.0012	0.0033	-0.0004	-0.0004	0.0004	0.0004	0.0004
%yoy	-73.9%	-34.2%	184.7%	-113.0%	0.0%	-200.0%	0.0%	0.0%
归母净利	-1.68	-1.83	-1.02	0.00	-1.68	-1.68	-1.68	-1.68

数据来源：wind，公司公告，方正证券研究所

图表52: 锦江酒店盈利预测的敏感性测算

		归母净利润（亿元）		
		2024E	2025E	2026E
24 年 RevPar 同比增速	-6%	10.46	15.47	19.36
	-3%	12.82	18.22	22.46
	0%	15.18	20.96	25.57
	3%	17.53	23.71	28.67
	6%	19.89	26.46	31.77

数据来源：方正证券研究所

预计 CRS 收费政策的执行于 2024-2026 年分别给公司带来 1.13/3.65/10.02 亿元增量业绩贡献（较 2023 年）。假设 1) 2024 年锦江酒店新签约中开业酒店全部执行 5%CRS 收费；2) 2025 年锦江存量酒店中 80%已签署补充协议的存量酒店中 33%开始履约；2) 2026 年锦江存量酒店中 80%已签署补充协议的存量酒店履约比例达 86%。我们预计 2024/2025/2026 年，锦江酒店 CRS 收费带来的相较于 2023 年的增量收入分别为 1.42/4.56/12.52 亿元，考虑 CRS 收费主要成本系系统费用，因此假设净利率 80%，则对应增量净利润为 1.13/3.65/10.02 亿元。

图表53: 锦江 CRS 收费带来的增量收入及业绩测算（亿元）

	增量净利润 (亿元)	增量收入 (亿元)	收费酒店数 (假设)	单店收入 (万元)	CRS 占比 (假设)	CRS 收费 比率	CRS 收费净利 率(假设)
2024 年	1.13	1.42	1198	591	40%	5%	80%
2025 年	3.65	4.56	3538	644	40%	5%	80%
2026 年	10.02	12.52	9,220	679	40%	5%	80%

数据来源：公司公告，方正证券研究所

4.2 首旅酒店：管理更趋精益，中高端升级可期

预计公司 24-26 年经营性归母净利润约 10.0/12.1/14.3 亿元。2022 年中期起，首旅酒店开始强化收益管理，明确品牌定位不能突破的价格底线、价格遵从率作为重要 KPI 来考核，同时配合 RGS 收益增长系统替代原先纯人工决策，实现了轻管理之外酒店 RevPar 的不错表现。中性假设：1) 公司 24-26 年新开店 1200/1300/1300 家，净开店 700/800/800 家；2) 24-26 年 RevPar 同比增速分别为 4%/5%/5%；对应公司收入分别为 86/95/106 亿元，yoy+10%/11%/12%；归母净利润分别为 10.0/12.1/14.3 亿元，yoy+25%/20%/18%。

图表54: 首旅酒店盈利预测（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	83.11	52.82	61.53	50.89	78.22	85.66	95.37	106.46
%yoy	-2.67%	-36.45%	16.49%	-17.29%	53.68%	9.52%	11.34%	11.63%
归母净利润（亿元）	8.85	-4.96	0.56	-5.82	8.02	10.04	12.07	14.27
%yoy	3.26%	-156.05%	111.23%	1145.62%	-237.74%	25.21%	20.21%	18.22%
归母净利率	10.65%	-9.39%	0.90%	-11.44%	10.25%	11.72%	12.66%	13.40%
1. 酒店业务收入（亿元）	78.62	50.29	58.32	49.03	73.72	81.16	90.87	101.97
%yoy	-2.8%	-36.0%	16.0%	-15.9%	50.3%	10.1%	12.0%	12.2%
净利润（亿元）	8.79	-5.02	-0.40	-4.90	7.04	9.06	11.09	13.29
%yoy	5.3%	-157.1%	92.1%	-1138.5%	243.7%	-28.7%	-22.4%	-19.8%
净利率	11.2%	-10.0%	-0.7%	-10.0%	9.6%	11.2%	12.2%	13.0%
1) 酒店运营收入（亿元）	62.79	38.68	43.59	36.17	55.89	59.68	64.30	69.79
2) 加盟和管理酒店收入（亿元）	15.82	11.61	14.73	12.86	17.83	21.48	26.58	32.17
2. 景区运营业务收入（亿元）	4.50	2.53	3.21	1.86	4.50	4.50	4.50	4.50
%yoy	0.0%	-43.7%	26.9%	-42.0%	141.6%	0.0%	0.0%	0.0%
3. 其他业务收入（亿元）	(0.00)	(0.00)	0.00	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)

数据来源：wind，公司公告，方正证券研究所

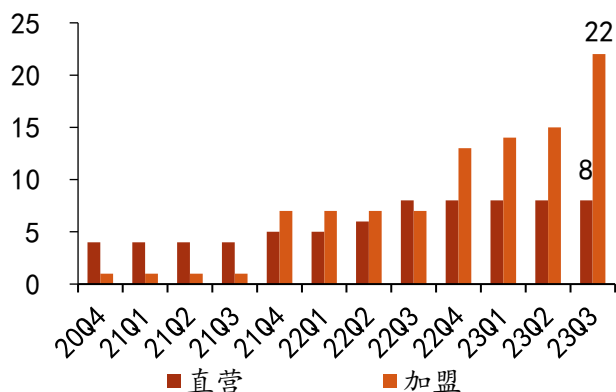
图表55:首旅酒店盈利预测的敏感性测算 (亿元)

		归母净利润 (亿元)		
		2024E	2025E	2026E
24 年 RevPar 同比增速	-2%	9.33	11.21	13.24
	0%	9.56	11.49	13.58
	2%	9.80	11.78	13.92
	4%	10.04	12.07	14.27
	6%	10.28	12.36	14.62
	8%	10.53	12.66	14.97

数据来源: 方正证券研究所

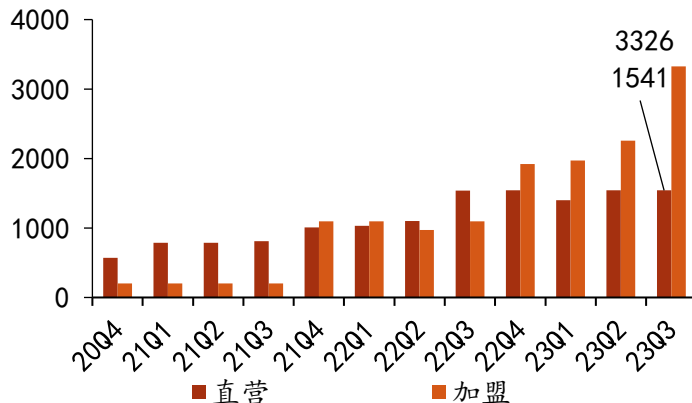
发力中高端逸扉品牌, 开店加速、爬坡亮眼。 2020 年 8 月, 首旅与凯悦合作创立逸扉酒店, 通过双渠道打通强化引流能力、提升会员忠诚度; 同年 10 月 1 日, 首家逸扉酒店上海静安逸扉酒店正式开业迎客。成立 3 余年来, 品牌以“直营先行, 以点带面”为发展理念, 截至 23Q3 直营/加盟酒店数分别为 8/22 家、直营/加盟客房数分别为 1541/3326 间, 遍布华东、华北、西南西北、华南四个大区, 自 22Q3 各大区分别新开 6/4/3/4 家。截至 2023 年 10 月 30 日, 逸扉酒店客群中 25-35 岁顾客约占 50%, 呈年轻化趋势。

图表56:逸扉分季度开业酒店数



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表57:逸扉分季度开业客房数



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表58:22Q3 后新开逸扉酒店

酒店	开业时间	地区
杭州西湖米兰逸扉酒店	2022-10-31	华东
西安高新逸扉酒店	2022-10-31	西北
上海金桥中心逸扉酒店	2022-11-28	华东
青城山逸扉温泉度假酒店	2022-12-21	西南
东莞凤岗众恒隆逸扉酒店	2022-12-23	华南
深圳罗湖盛业逸扉酒店	2022-12-30	华南
天津之眼逸扉酒店	2023-04-18	华北
合肥经开星达城逸扉酒店	2023-08-01	华东
上海浦东东郊逸扉酒店	2023-09-08	华东
天津鼓楼逸扉酒店	2023-09-16	华北
沧州逸扉酒店	2023-09-20	华北
杭州萧山国际机场逸扉酒店	2023-09-25	华东

杭州拱墅大运河逸扉酒店	2023-09-27	华东
西安高新软件园逸扉酒店	2023-09-28	西北
深圳湾北邨逸扉酒店	2023-10-27	华南
北京昌平逸扉酒店	2023-11-09	华北
佛山王府井紫薇港逸扉酒店	2023-11-29	华南

资料来源：逸扉官网，方正证券研究所

4.3 华住酒店：经营效率领先，业绩兑现稳健

公司经营效率及产品力处于行业领先地位，中长期视角下依靠低线城市渗透、中高端结构性升级、同档次内部产品升级及服务提升、组织结构调整带来的效能提升，拉动 RevPar 的长期增长，同时持续推进的低线渗透、薄弱市场发力及新品牌加推也打开开店空间。假设：1) 公司 24-26 年新开店 1400/1500/1500 家，净开店 882/982/982 家；2) 24-26 年 RevPar 同比增速分别为 2%/5%/5%；对应公司收入分别为 226/249/275 亿元，yoy+7%/10%/11%；归母利润分别为 46.2/54.5/64.2 亿元，yoy+16%/18%/18%。

图表59：华住集团盈利预测（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	112.12	101.96	127.85	138.62	210.04	225.67	248.77	275.42
%yoy	11.4%	-9.1%	25.4%	8.4%	51.5%	7.4%	10.2%	10.7%
归母净利润（亿元）	17.69	-21.92	-4.65	-18.21	39.90	46.17	54.51	64.22
%yoy	147.1%	-223.9%	78.8%	-291.6%	319.1%	15.7%	18.1%	17.8%
归母净利率	15.8%	-21.5%	-3.6%	-13.1%	19.0%	20.5%	21.9%	23.3%
1. 租赁与经营酒店收入	77.18	69.08	81.18	91.48	135.11	138.54	145.48	153.37
%yoy	3.3%	-10.5%	17.5%	12.7%	47.7%	2.5%	5.0%	5.4%
估计直营净利润	6.17	-14.22	-5.24	-16.39	14.32	15.79	17.75	19.94
%yoy	-22.4%	-330.6%	-63.1%	212.7%	-187.4%	10.3%	12.4%	12.3%
利润率	8.0%	-20.6%	-6.5%	-17.9%	10.6%	11.4%	12.2%	13.0%
1) 客房收入(预计值)	76.16	60.73	71.84	80.18	122.69	125.50	131.78	138.99
2) 非客房收入(预计值)	1.02	8.35	9.34	11.30	12.42	13.05	13.70	14.38
2. 特许经营与管理酒店收入	33.42	31.36	44.04	44.05	71.05	82.09	96.74	113.54
%yoy	32.3%	-6.2%	40.4%	0.0%	61.3%	15.5%	17.8%	17.4%
估计加盟净利润	9.42	0.94	2.64	2.64	25.58	30.37	36.76	44.28
%yoy	2.5%	-90.0%	180.9%	0.0%	867.7%	18.8%	21.0%	20.5%
利润率	28.2%	3.0%	6.0%	6.0%	36.0%	37.0%	38.0%	39.0%
1) 客房营业额(预计值)	228.10	217.87	293.78	328.98	572.13	661.26	779.44	914.95
客房净收入	27.83	27.07	36.48	40.87	71.05	82.09	96.74	113.54
客房变现率	12.2%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%
2) 非客房净收入(预计值)	5.59	4.29	7.56	8.31	10.81	14.05	18.27	23.75

数据来源：wind，公司公告，方正证券研究所

图表60: 华住集团盈利预测的敏感性测试 (亿元)

		归母净利润 (亿元)		
		2024E	2025E	2026E
24 年 RevPar 同比增速	-2%	44.42	52.44	61.77
	0%	45.29	53.47	63.00
	2%	46.17	54.51	64.22
	4%	47.04	55.55	65.44
	6%	47.92	56.58	66.66

数据来源: 方正证券研究所

4.4 金陵饭店: 关注集团资源整合带来的酒店业务增量

公司为民族星级酒店标杆品牌, 中短期存在集团资产整合、团队革新及股权激励预期, 边际变化值得期待。预计公司 23-25 年收入为 18.2/21.2/23.2 亿元, yoy+29%/16%/10%, 归母净利润 0.81/1.18/1.49 亿元, yoy+95%/+46%/+26%。

图表61: 金陵饭店盈利预测 (亿元)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收	11.89	11.40	13.74	14.15	18.19	21.16	23.20
yoy	14.8%	-4.1%	20.5%	3.0%	28.6%	16.3%	9.7%
归母净利润	0.75	0.43	0.28	0.42	0.81	1.18	1.49
yoy	-2.7%	-42.4%	-35.4%	48.5%	94.9%	45.6%	26.3%
归母净利率	6.3%	3.8%	2.0%	2.9%	4.5%	5.6%	6.4%
1. 酒店服务	4.67	3.47	4.05	3.98	6.07	7.90	8.85
yoy	-3.46%	-25.73%	16.79%	-1.54%	52.35%	30.19%	11.95%
A. 直营店收入	3.65	2.87	3.10	2.81	4.72	6.18	6.60
yoy	9.4%	-21.4%	8.0%	-9.4%	67.9%	31.1%	6.7%
1) 南京金陵(含亚太)	3.01	2.42	2.52	2.30	3.40	3.67	3.78
2) 天泉湖金陵(旅发)	0.60	0.42	0.25	0.20	0.48	0.85	0.85
3) 北京金陵	-	-	0.29	0.31	0.54	0.77	0.77
4) 新店平均	-	-	-	-	0.30	0.30	0.30
直营店归母净利润							
1) 南京金陵(含亚太)	0.20	0.21	0.21	0.17	0.52	0.35	0.36
2) 天泉湖金陵(旅发)	-0.08	-0.25	-0.26	-0.13	0.04	0.07	0.10
3) 北京金陵	-	-	-0.19	-0.10	0.00	0.01	0.01
4) 新店平均	-	-	-	-	0.01	0.01	0.01
B. 管理	0.71	0.58	0.91	1.17	1.35	1.72	2.25
酒店数量(开业)	103	117	144	157	197	249	315
单店均收(万元)	88.7	66.3	84.5	96.7	100.6	100.6	100.6
2. 商品贸易	4.79	5.62	7.40	7.92	9.90	10.89	11.87
yoy	44.34%	17.32%	31.66%	15.00%	25.00%	10.00%	9.00%
毛利率	16.13%	19.85%	18.19%	17.25%	11.00%	12.00%	12.50%
归母净利润	0.27	0.33	0.46	0.46	0.61	0.67	0.73
归母净利率	5.6%	6.0%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
3. 房屋租赁	1.55	1.48	1.44	1.41	1.43	1.46	1.49
4. 物业管理	0.36	0.59	0.70	0.68	0.78	0.90	0.99
5. 房地产销售	0.39	0.19	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: 公司公告, 方正证券研究所

4.5 君亭酒店：短期阵痛，长期宏伟

公司 23 年紧抓租金红利筹建共 7 家酒店，受新租赁法则影响筹建期酒店租金计入管理费用，拖累净利润表现，同时为聚焦主业清退拖欠租金的租赁业主带来超 1000 万元非经常损失。短期期待公司新开业门店快速完成爬坡释放利润，中期关注珠三角及成渝地区的区域拓展，长期基金合作模式实现赋能，预计公司 23-25 年收入为 5.7/8.6/11.2 亿元，yoy+68%/50%/31%，归母净利润 0.55/1.56/2.59 亿元，yoy+149%/+112%/+66%。

图表62:君亭酒店盈利预测（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收	3.82	2.56	2.78	3.42	5.73	8.59	11.23
yoy	11.9%	-32.9%	8.4%	23.2%	67.6%	50.0%	30.7%
归母净利润	0.72	0.35	0.37	0.30	0.55	1.56	2.59
yoy	20.0%	-51.5%	5.3%	-19.4%	148.6%	111.6%	65.5%
归母净利率	18.9%	13.7%	13.3%	8.7%	12.9%	18.2%	23.1%
君亭分部营收	3.82	2.56	2.78	3.42	4.27	6.79	8.56
君亭分部净利	0.72	0.35	0.37	0.30	0.36	1.03	1.58
1. 酒店运营收入	3.67	2.41	2.47	2.58	3.20	5.46	6.97
期末开业店数	16	16	16	17	26	30	34
单店均收（万元）	2292	1507	1544	1507	1490	1948	2178
酒店运营归母净利	0.57	0.25	0.26	0.13	0.10	0.44	0.63
归母净利率	15.5%	10.5%	10.5%	5.0%	3.0%	8.0%	9.0%
2. 酒店管理收入	0.15	0.15	0.31	0.84	1.07	1.33	1.59
期末开业店数	23	27	54	74	107	140	173
单店均收（万元）	65	55	56	114	100	95	92
酒店管理归母净利	0.15	0.10	0.11	0.17	0.27	0.60	0.95
归母净利率	104%	65%	36%	20%	25%	45%	60%
君澜分部营收（含君澜+景澜）	0.74	0.56	0.87	0.88	1.46	1.81	2.67
君澜分部净利（含君澜+景澜）	0.08	0.04	0.13	0.25	0.48	0.67	1.27
君澜分部权益净利（79%）				0.20	0.38	0.53	1.01
1. 君澜品牌收入	0.41	0.42	0.63	0.67	1.10	1.45	2.31
期末开业店数	34	36	57	99	117	157	197
单店均收（万元）	119	119	135	67	85	85	111
君澜品牌净利	0.08	0.09	0.14	0.23	0.46	0.65	1.26
净利率	19.4%	21.2%	22.6%	34.6%	41.8%	45.2%	54.5%
2. 景澜品牌收入	0.34	0.15	0.24	0.22	0.36	0.36	0.36

数据来源：公司公告，方正证券研究所

5 风险提示

- 1) **宏观经济波动风险**: 酒店本质上为顺周期行业, 当经济周期向上时, 企业商旅活动活跃、差旅标准亦有提高空间, 住宿需求推动酒管集团营收及利润上涨, 反之则有收入及利润增长不及预期风险。
- 2) **行业竞争加剧风险**: 中高端升级为头部酒店集团共同战略重点, 伴随一二线城市核心地段物业进入存量竞争阶段, 以及酒管集团强化自身薄弱地区布局, 行业内竞争若加剧, 或将对酒店品牌盈利能力带来影响。
- 3) **增量兑现进度不及预期风险**: 上市酒店公司除常规运营外, 还存在 CRS 收费、集团资产注入、新开店快速爬坡等可带来增量收入和利润的动作, 若以上活动兑现进度不及预期, 或使得公司报表端表现延迟体现。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com