

锦江酒店 (600754)

出行修复迎景气周期，酒店龙头踏扩张之路 买入 (首次)

2023年05月19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 石旻璋

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	15,063	16,671	18,406
同比	-3%	37%	11%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	113	1,699	2,126	2,720
同比	19%	1398%	25%	28%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.11	1.59	1.99	2.54
P/E (现价&最新股本摊薄)	445.61	29.76	23.79	18.59

关键词: #困境反转

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1111万间, 是中国第一、全球第二大规模的酒店集团。**

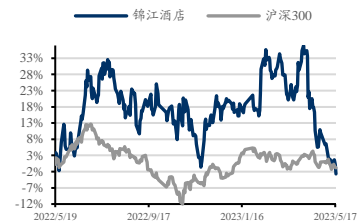
■ **行业: 巨头轻资产化逆势扩张, 成长与周期共振:** 1) **商业模式:** 酒店行业的基本生产要素除企业家才能外均为本地化归集, 形成轻资产加盟特许经营、委托管理的跨区扩张模式, 酒店龙头加盟店数持续扩张, 2017-2022年锦江/华住/首旅总门店数CAGR分别为11.55%/17.93%/10.02%。2) **成长维度:** 连锁品牌赋能加盟商实现创收及降本增效, 中国酒店连锁化率从2017年20%提升至2022年39%, 酒店龙头市占率持续提升。3) **周期维度:** 社会投资周期与出行消费需求增长节奏错配形成3-6年不等的行业供需周期, 使得行业繁荣及低迷时期交替出现, 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、锦江之星和麗枫分别是中国酒店品牌第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; 锦江国际集团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系统性提高运营效率, 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, 有望在疫后快速恢复盈利能力。在上一轮酒店行业景气期间, 锦江酒店的PE-Forward在25-35倍区间, 我们预测锦江酒店2023-2025年归母净利润分别为16.99/21.26/27.20亿元, 对应PE估值为30/24/19倍, 当前估值属于中位偏下, 首次覆盖给予“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)	47.26
一年最低/最高价	47.03/68.06
市净率(倍)	3.03
流通 A 股市值(百万元)	43,197.72
总市值(百万元)	50,570.28

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.61
资产负债率(% ,LF)	64.06
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): 2022年一季报点评: 业绩承压, 海外业务复苏持续》

2022-05-02

《锦江酒店(600754): 2021年年报点评: 海外减亏, 开店持续加速》

2022-03-30

内容目录

1. 公司概况：中国第一、全球第二大规模的酒店集团	5
1.1. 发展历程：聚焦、扩张到优化整合，20 年见证中国酒店业蓬勃发展	5
1.2. 主营业务：连锁酒店业务疫情下逆势扩张，疫后业绩弹性释放可期	7
1.3. 股权架构：锦江国际集团旗下酒店核心主业上市平台	8
2. 酒店行业：巨头轻资产化逆势扩张，成长与周期共振	9
2.1. 酒店的商业模式及财务特征	9
2.2. 成长维度：客源、产品、管理优势推动酒店品牌行业品牌化、集团化发展	13
2.3. 周期维度：供需增速差异带来行业经营数据周期化变动	15
2.4. 疫情因素：需求短时巨降加速产能出清，疫后恢复有望带动业绩快速转盈	17
3. 核心竞争力：品牌、运营两手抓，市场化管理思路激发国企活力	19
3.1. 品牌：多元化产品形成市场全覆盖	19
3.1.1. 上市公司大陆部分：上市公司体系下品牌覆盖经济型至中高端	19
3.1.2. 上市公司海外部分：卢浮酒店集团疫情后随海外需求恢复亏损收窄	22
3.1.3. 集团部分：锦江国际集团旗下酒店资产有望整合	23
3.2. 运营：“一中心三平台”推进赋能体系建设	25
3.3. 管理：市场化机制凝聚精英团队，优化组织架构提升管理效率	27
4. 财务分析：疫后恢复中，盈利能力弹性释放可期	29
5. 盈利预测及投资建议	31
5.1. 盈利预测	31
5.2. 投资建议	33
6. 风险提示	34

图表目录

图 1: 2021 年全球前十大酒店集团规模.....	5
图 2: 2021 年中国前十大酒店集团规模.....	5
图 3: 锦江酒店发展历程	6
图 4: 2018-2022 年公司各业务收入 (亿元, 左轴) 及占比 (% , 右轴)	7
图 5: 2018-2022 年公司归母净利润及净利率情况	7
图 6: 2018-2022 年公司门店及房量逆势扩张	7
图 7: 2018-2022 年酒店数量及房量按产品拆分	8
图 8: 2020Q1-2022Q4 大陆酒店业务量价恢复程度	8
图 9: 锦江集团吸收合并锦江资本之前资产架构	9
图 10: 服务业代表性公司非流动资产占总资产比重	9
图 11: 酒店行业生产要素及模式划分	10
图 12: 直营及加盟模式下酒店品牌集团财务报表构成	11
图 13: 2009-2022 年铁路、民航客运量及增速	12
图 14: 2009-2021 年中国国内旅游人次及收入	12
图 15: 2011 年以来国内三大酒店龙头客房量及增速	12
图 16: 2010-2022 年华住、锦江、首旅总门店数	13
图 17: 2016-2022 年酒店龙头季度入住率	13
图 18: 2017-2022 酒店业龙头会员人数	13
图 19: 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	14
图 20: 2022 年酒店龙头入住率与行业对比	14
图 21: 2022 年酒店龙头平均房价与行业对比	14
图 22: 中国酒店行业连锁化率持续提升	15
图 23: 中国酒店龙头市场占有率	15
图 24: 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	16
图 25: 酒店行业供需增速观察	16
图 26: 2017-2019 年三大酒店的综合 RevPar 同比增速	16
图 27: 大陆中高端酒店今年以来 RevPar (元) 情况	17
图 28: 大陆经济型酒店今年以来 RevPar (元) 情况	17
图 29: 2015-2022 年三大酒店集团净利率	17
图 30: 2017-2022 年行业整体房量持续降低, 连锁客房数逆势提升	18
图 31: 国内酒店业集中度情况 (酒店数口径)	18
图 32: 国内酒店业集中度情况 (房间数口径)	18
图 33: 2022 年 11 月以来一线城市地铁客流量较 2019 年恢复情况 (当周数据/2019 年同期数据)	19
图 34: 2022 年 11 月以来二线及以下 14 城地铁客流合计恢复情况 (当周数据/2019 年同期数据)	19
图 35: 锦江酒店主要品牌矩阵	19
图 36: 2021 年中国 top10 酒店品牌市占率	20
图 37: 锦江经济型酒店品牌结构 (单位: 家)	20
图 38: 锦江经济型酒店品牌结构 (单位: %)	20
图 39: 锦江中端酒店品牌结构 (单位: 家)	21
图 40: 锦江中端酒店品牌结构 (单位: %)	21
图 41: 锦江酒店经济型和中端酒店客房情况	21

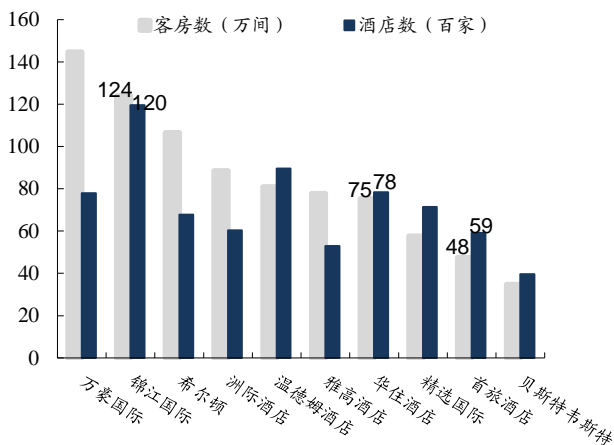
图 42: 锦江境内酒店同店平均房价 (元)	21
图 43: 2017-2021 年锦江酒店市占率 (单位: %)	22
图 44: 2019-2022 年锦江境外酒店开业情况 (%)	23
图 45: 2019-2022 年锦江境外酒店业务营收和利润	23
图 46: 2017-2021 年丽笙集团酒店数量 (家, 左轴) 和客房数量 (万间, 右轴)	23
图 47: 锦江资本全服务酒店类型结构 (单位: 家)	24
图 48: 锦江资本全服务酒店类型结构 (单位: %)	24
图 49: 2017-2021 年锦江资本旗下全服务酒店资产营收及利润情况	24
图 50: 锦江“一中心三平台”战略体系	25
图 51: 锦江酒店全球创新中心 GIC	25
图 52: 2020-2022 年 Wehotel 营业收入和净利润 (单位: 亿元)	26
图 53: GPP 供应链情况	27
图 54: GPP 酒店全生命周期平台业务	27
图 55: 锦江酒店 (中国区) 组织架构	28
图 56: 2019-2022 年锦江酒店营收情况 (亿元, 左轴) 及增速 (% , 右轴)	29
图 57: 2018-2022 年锦江酒店营业收入 (单位: 亿元)	30
图 58: 2020-2022 年锦江酒店收入恢复情况	30
图 59: 2019-2022 年锦江酒店三费率	30
图 60: 2019-2022 年锦江酒店归母净利润 (亿元, 左轴) 及净利率 (% , 右轴)	30
图 61: 2017 年-至今锦江酒店 PE-Forward (截至 2023 年 5 月 8 日)	33
表 1: 锦江酒店直营、加盟业务下毛利率差异	11
表 2: 维也纳和铂涛股权激励方案	27
表 3: 锦江酒店四大系列品牌情况	28
表 4: 锦江酒店关键经营数据假设	31
表 5: 锦江酒店营业收入拆分预测	32
表 6: 锦江酒店毛利率及三费率预测	32
表 7: 锦江酒店收入及归母净利润预测 (单位: 亿元)	33
表 8: 锦江酒店可比公司估值 (截至 2023 年 5 月 18 日)	33

1. 公司概况：中国第一、全球第二大规模的酒店集团

1.1. 发展历程：聚焦、扩张到优化整合，20 年见证中国酒店业蓬勃发展

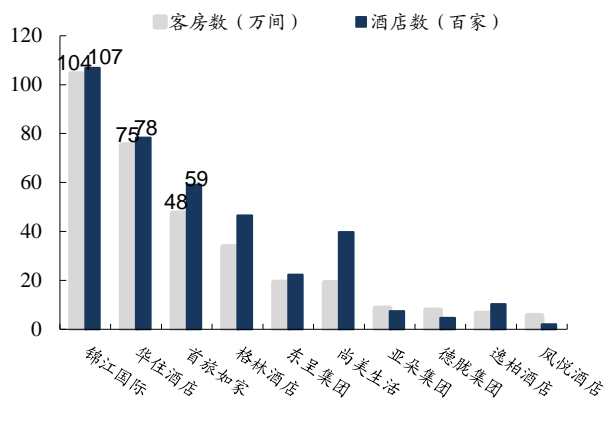
中国第一、全球第二大规模的酒店集团。 锦江酒店前身新亚股份，成立于 1993 年，于 1996 年在上交所实现 A 股上市，于 2003 年经历资产并购重组，更名为锦江酒店，确立有限服务型酒店运营为主营业务。2010 年起陆续并入锦江之星、法国卢浮集团、铂涛集团、维也纳集团等酒店资产。通过资产置换、兼并收购等多种形式在酒店品牌上不断拓展，实现多客群，多层次全面覆盖，截至 2023 年 4 月，锦江酒店（中国区）旗下共有 40 个品牌。根据《HOTELS》公布的 2021 年度“全球酒店集团 225 强”排行，锦江酒店以 1.2 万家酒店数、124 万间客房数跻身全球第二。根据中国饭店协会统计的数据，锦江酒店整体规模位列中国酒店集团第一。

图1：2021 年全球前十大酒店集团规模



数据来源：《HOTELS》，东吴证券研究所

图2：2021 年中国前十大酒店集团规模



数据来源：中国饭店协会，东吴证券研究所

公司自 2003 年重组后至今分为三个发展阶段：

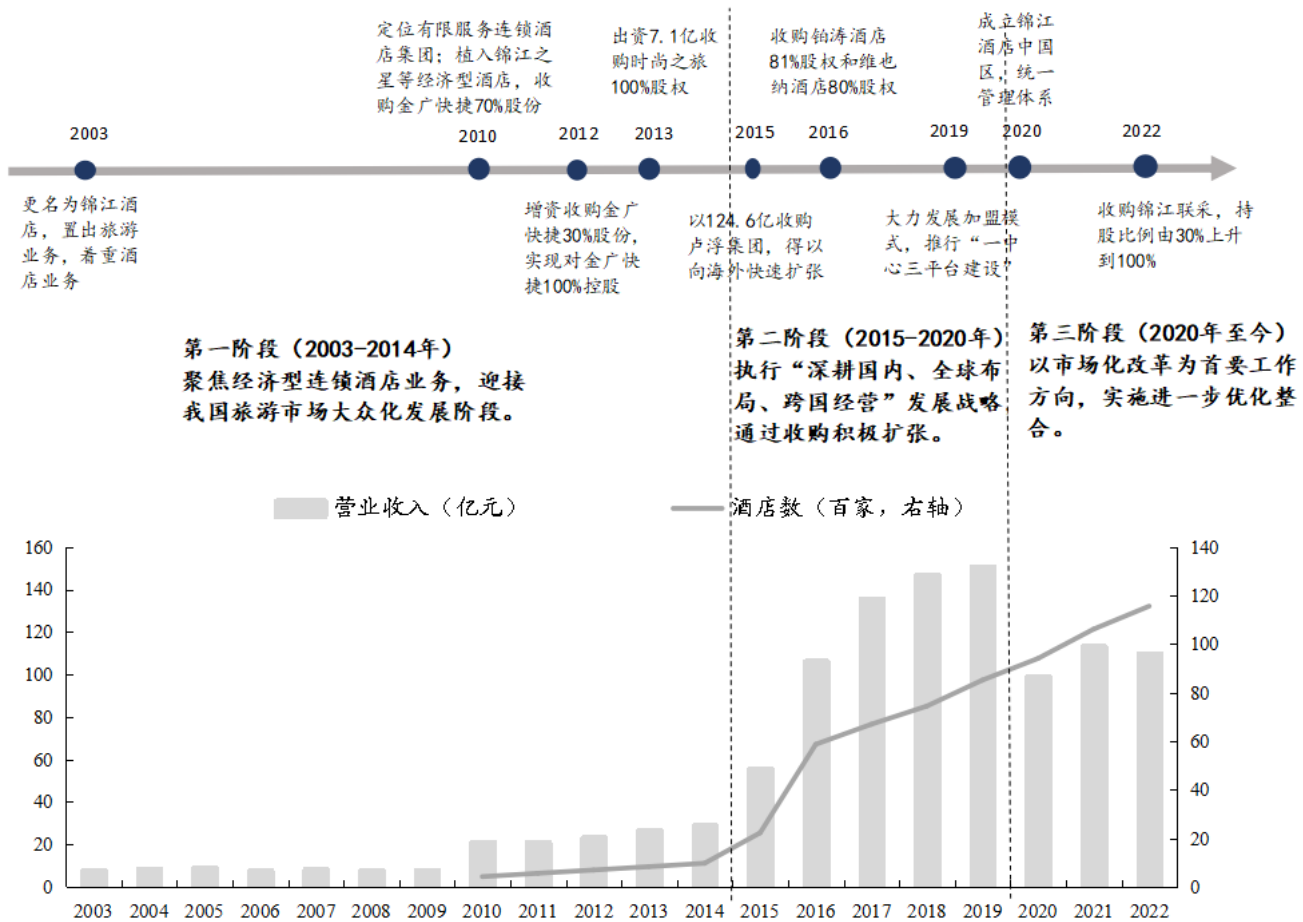
第一阶段（2003-2014 年）：聚焦经济型连锁酒店业务，迎接我国旅游市场大众化发展阶段。 锦江酒店前身上海新亚，覆盖酒店、餐饮、旅游、摄影、房地产等多种业务。2003 年经历并购重组后更名为锦江酒店，置出旅游业务，着重酒店业务；2010 年，公司置出建国宾馆星级酒店业务，置入锦江之星、旅馆投资、达华宾馆在内的经济型酒店业务，自此正式定位为有限服务连锁酒店集团；于 2010 年和 2012 年分别增资收购金广快捷 70% 和 30% 股份，并于 2013 年出资 7.1 亿元收购时尚之旅，实现对经济型酒店的覆盖。2013 年，我国国内游市场规模、出境游消费量均全球第一，旅游业进入大众化、产业化发展阶段。锦江酒店专注经济型连锁酒店业务，迎合持续增长的旅游消费需求。**2014 年实现营收 29 亿元，较 2003 年同比+266%，并购重组提振市场信心。**

第二阶段（2015-2020 年）：执行“深耕国内、全球布局、跨国经营”发展战略，通过收购积极扩张。 通过兼并收购形式实现有限服务酒店业务国内与全球布局。2015

年，公司以 124.6 亿元收购法国卢浮集团，得以将酒店业务向海外迅速扩张；2016 年，公司出资 83 亿元收购铂涛集团 81% 股份，出资 17.49 亿元收购维也纳酒店 80% 股权，实现了公司酒店业务由经济型向中高端产品线的拓展；2018 年，锦江国际集团收购中高端酒店丽笙集团，布局中高端市场竞争力。2020 年上市公司实现营收 99 亿元，较 2015 年同比+78%；酒店数量达到 9,406 家，同比+323%，海外并购推动市场规模爆发式扩张。

第三阶段（2020 年至今）：以市场化改革为首要工作方向，实施进一步优化整合。经历上一阶段以收购为主的快速扩张后，公司聚焦于各品牌的资源优化整合。2019 年，公司打造“一中心三平台”，即锦江酒店全球创新中心、WeHotel 全球旅行产业共享平台、全球采购平台和全球酒店财务共享平台；2020 年，公司成立锦江酒店中国区，在沿用铂涛酒店、维也纳酒店等品牌的基础上，精简组织架构与管理层级，实现“基因不变，后台整合”；2022 年，公司收购锦江联采，持股比例由 30% 上升到 100%，进一步实现降本增效。公司迎合市场需求，通过推进产品创新、品牌创新、组织创新，统筹实施全球酒店产业整合，加快推进中国区整合。2022 年酒店数量达到 11,560 家，同比+9%；客房数量达到 110 万间，同比+8%，在行业不景气的情况下门店数仍逆势增长。

图3：锦江酒店发展历程

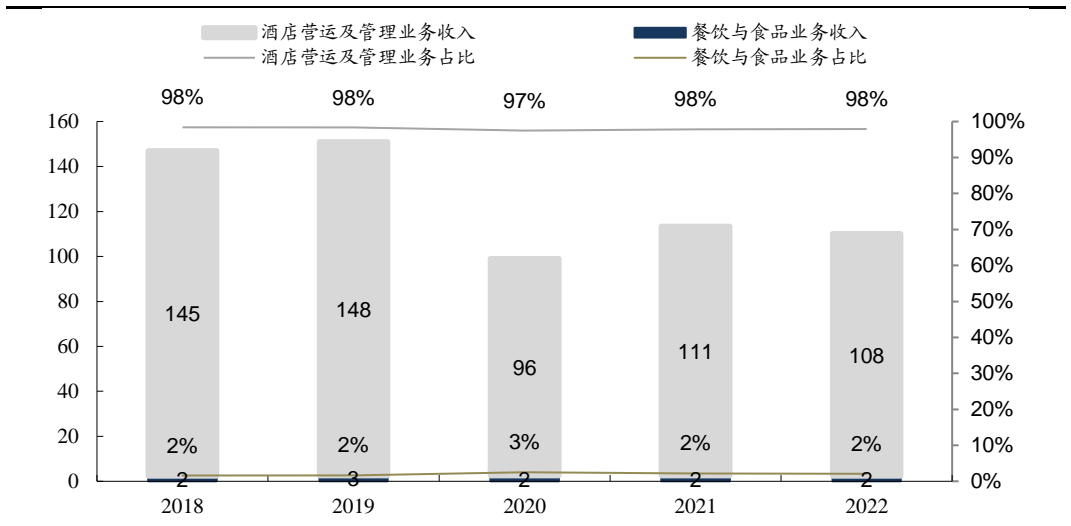


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

1.2. 主营业务：连锁酒店业务疫情下逆势扩张，疫后业绩弹性释放可期

公司主营业务包括有限服务型酒店运营、食品餐饮两块，其中酒店运营管理为核心业务。公司主营业务由酒店运营业务与食品餐饮业务两部分构成。2022 年酒店运营业务实现收入 108 亿元，同比-3%，为 2019 年同期的 73%；2022 年食品餐饮业务实现收入 2 亿元，同比-7%，为 2019 年同期的 91%。其中酒店运营业务占据绝对比例。结构上来看，酒店运营业务收入占比稳定在 98% 水平。

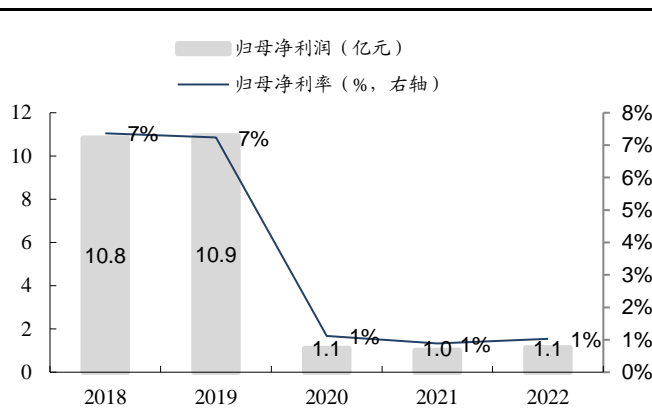
图4：2018-2022 公司各业务收入（亿元，左轴）及占比（%，右轴）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

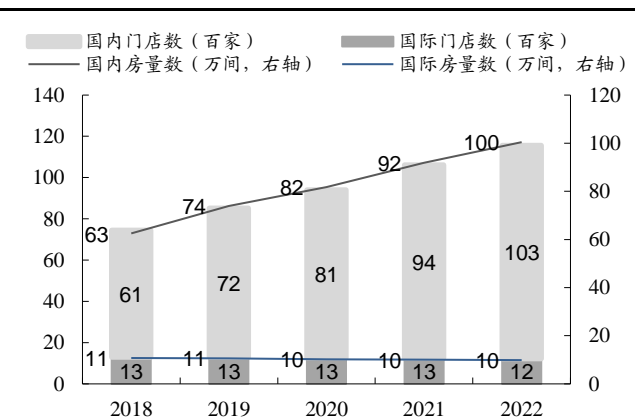
2020-2022 年疫情阶段性影响营收利润，大陆酒店门店及房间数逆势扩张。疫情前，随着公司不断扩张整合，公司实现营收利润实现规模增长，2018/2019 年归母净利分别为 10.8/10.9 亿元，归母净利率在 7% 水平。2020 年新冠疫情爆发，公司酒店和餐饮业务均受到明显影响，多轮疫情对业绩恢复造成一定扰动。2023 年随着疫情防控放开，居民出行意愿迅速恢复，公司业绩有望快速修复。2018-2022 年，锦江境外门店数保持稳定，境内门店数及放量数呈现逐年上升趋势。门店逆势扩张验证公司品牌势能强劲。

图5：2018-2022 年公司归母净利润及净利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2018-2022 年公司门店及房量逆势扩张

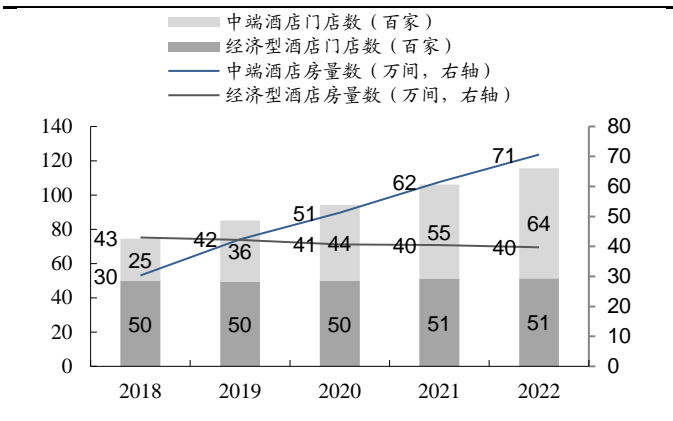


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

逆势扩张叠加产品升级，疫后业绩弹性释放可期。2019 年新冠疫情爆发导致酒店

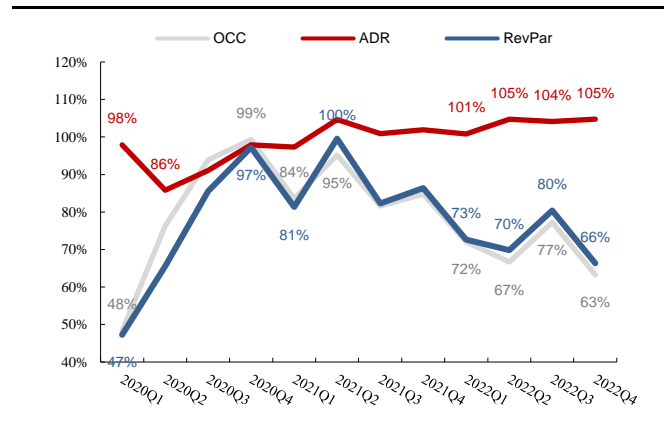
行业市场需求大幅下降，市场深陷供需失衡状态。一方面，公司聚焦境内发展加盟经营模式，逆势拓店，以此提升市场占有率，防范业绩进一步下滑风险，平衡利润波动。另一方面，公司以加盟商需求为导向，加快资源整合，重视创新品牌孵化；以消费者需求为导向，关注产品迭代升级，提升客户体验。按经营模式将大陆酒店数量及房量拆分，截至 2022 年底，公司已开业有限服务型连锁酒店数共 11,560 家，其中中端酒店 6,424 家，占比 56%，经济型酒店 9,786 家，占比 44%；房间数共 110 万间，其中中端酒店房间数 71 万间，占比 64%，经济型酒店房间数 40 万间，占比 36%。近 5 年，经济型酒店数与房量数维持在稳定水平，而中端酒店数与房量数均呈增长趋势。观察疫情后大陆酒店业务量价恢复水平，截至 2022Q4，OCC/ADR/RevPar 分别恢复至 2019 年的 63%/105%/66%。从 2020Q1 至 2022Q4，大陆酒店 OCC 受到多轮疫情扰动振荡明显，但 ADR 受益结构改善稳中有升。预计未来旅游业回暖入住率攀升，酒店平均房价将呈现进一步上行趋势，驱动酒店业盈利能力迅速恢复。

图7：2018-2022 年酒店数量及房量按产品拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：2020Q1-2022Q4 大陆酒店业务量价恢复程度

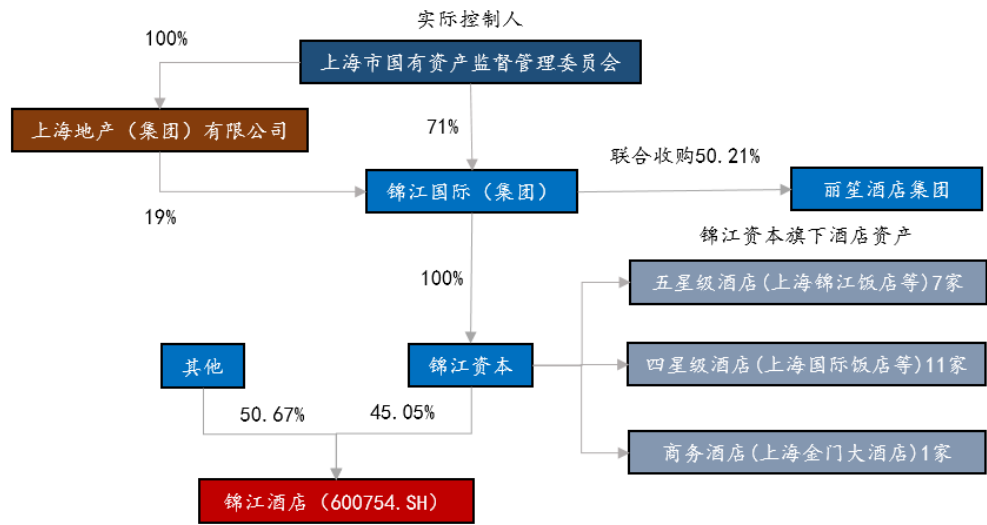


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 股权架构：锦江国际集团旗下酒店核心主业上市平台

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 A 股上市公司为锦江国际旗下酒店核心主业上市平台。公司控股股东为锦江资本，持股 45.05%。公司自 2014 年推进混合所有制改革后，不断优化结构。锦江国际集团是上海国资委控股的中国最大的综合性酒店旅游集团之一，曾于 2018 年联合收购国际著名酒店集团——丽笙酒店集团 50.21% 的股权。2021 年 11 月锦江国际集团公告吸收合并锦江资本，直接持有锦江酒店 45.05% 股权，锦江酒店 A 股上市公司成为锦江国际旗下酒店核心主业唯一上市平台。锦江国际集团吸收合并锦江资本后，上海市国资委通过直接+间接持有锦江国际 90% 股权，对锦江酒店形成实际控制。根据锦江资本 2020 年报，锦江资本参股、投资或持有多家酒店资产，其中，上海锦江酒店、上海和平饭店等五星级酒店 7 家，上海国际饭店、上海建国宾馆等四星级酒店 11 家，上海金门大酒店商务酒店 1 家。

图9：锦江集团吸收合并锦江资本之前资产架构



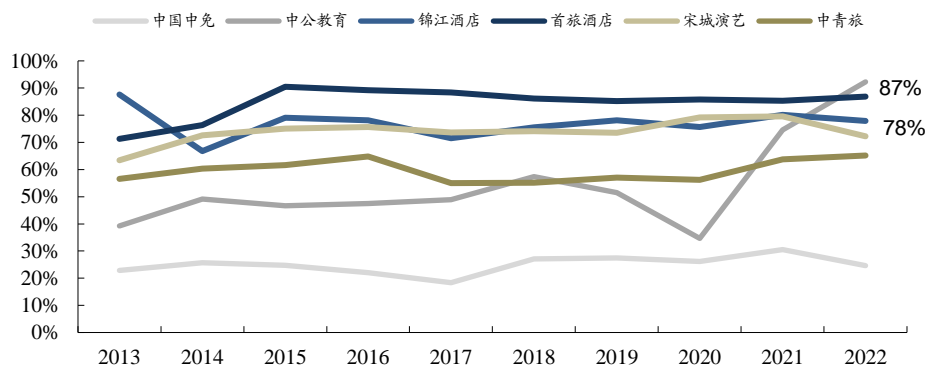
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 酒店行业：巨头轻资产化逆势扩张，成长与周期共振

2.1. 酒店的商业模式及财务特征

以重资产运营为特征，逐步走向轻资产化。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。

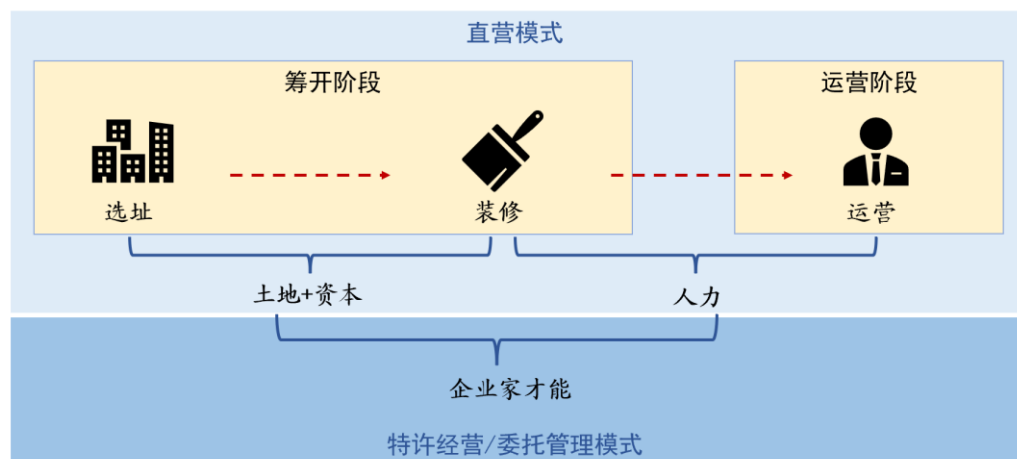
图10：服务业代表性公司非流动资产占总资产比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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日常价格 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。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11：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

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12: 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	
RevPar×房量×运营天数+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

加盟模式加速扩张趋势下, 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年三年均在疫情影响下, 公司大陆酒店平均入住率分别为60.7%/64.4%/52.1%, 对应三年毛利率分别为-43%/-35%/-68%, 体现出亏损。而加盟业务的成本刚性特征大幅弱化, 三年毛利率分别为52%/57%/52%, 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: 锦江酒店直营、加盟业务下毛利率差异

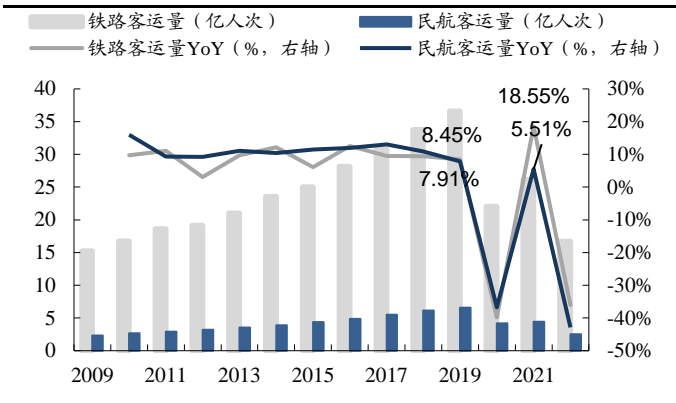
单位: 亿元	2020	2021	2022	单位: 亿元	2020	2021	2022
直营业务收入	35.37	37.41	31.05	加盟业务相关收入	35.27	43.68	37.12
其中: 酒店客房	33.10	34.85	28.52	其中: 前期加盟服务	7.28	8.01	4.36
餐饮服务	2.27	2.56	2.53	持续加盟及劳务派遣服务	24.18	30.63	29.02
				订房渠道	1.09	1.19	1.23
				会员卡收益	2.72	3.86	2.51
直营业务成本	50.45	50.54	52.18	加盟业务相关成本	17.03	18.89	17.97
其中: 酒店客房	47.49	47.02	47.65	其中: 前期加盟服务	3.68	3.93	2.91
餐饮服务	2.96	3.52	4.53	持续加盟及劳务派遣服务	13.00	14.24	14.73
				会员卡收益	0.35	0.71	0.33
贡献毛利	-15.08	-13.13	-21.13	贡献毛利	18.23	24.79	19.16
直营模式毛利率	-43%	-35%	-68%	加盟模式毛利率	52%	57%	52%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

2009-2019年是旅游业的“黄金10年”, 国内跨省旅游景气。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

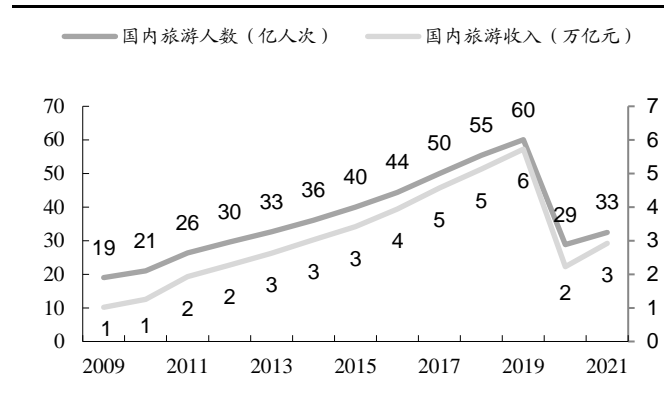
到 57300 亿元。2020 年开始受疫情管控措施的影响，国内旅游和交通运输量呈断崖式下跌，酒店业发展受阻，2022 年下半年随着疫情解封，未来国内旅游人次有望重回增长，酒店业迎来新机遇。

图13: 2009-2022 年铁路、民航客运量及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

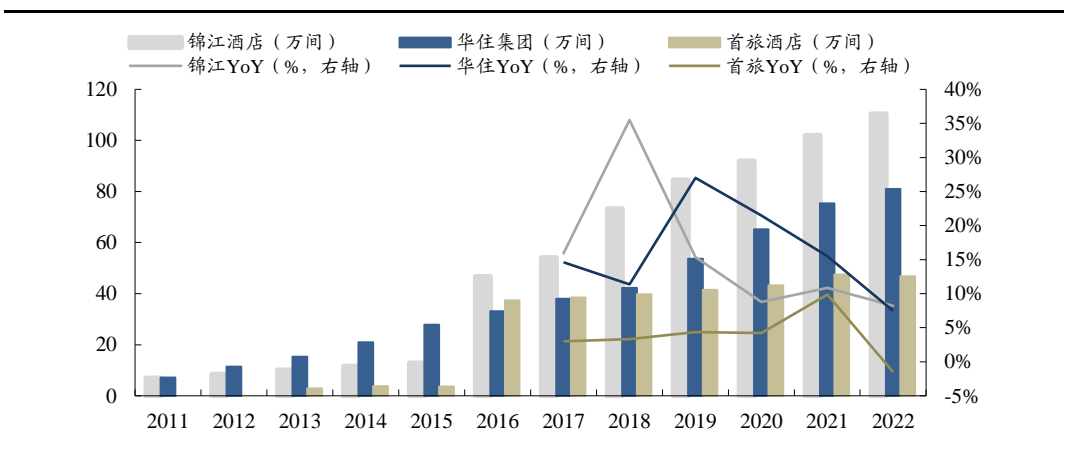
图14: 2009-2021 年中国国内旅游人次及收入



数据来源: Wind, 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 CAGR 分别为 15.33%/16.35%/3.99%。

图15: 2011 年以来国内三大酒店龙头客房量及增速

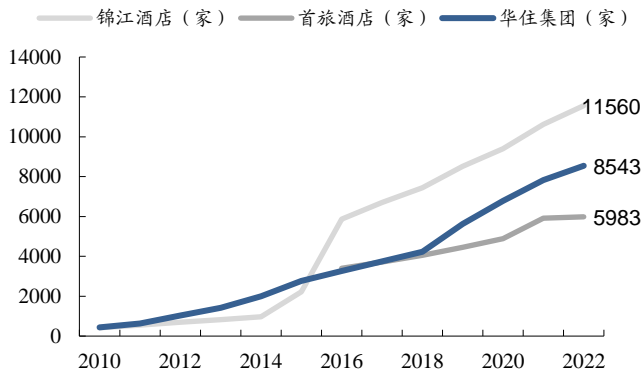


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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，使得供过于求及供大于求交替出现的结果。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

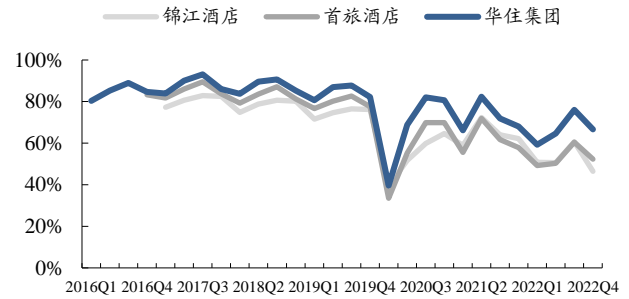
店数及房量的持续扩张，品牌运营能力的持续迭代优化，并最终体现盈利水平的长期提升。

图16: 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17: 2016-2022 年酒店龙头季度入住率

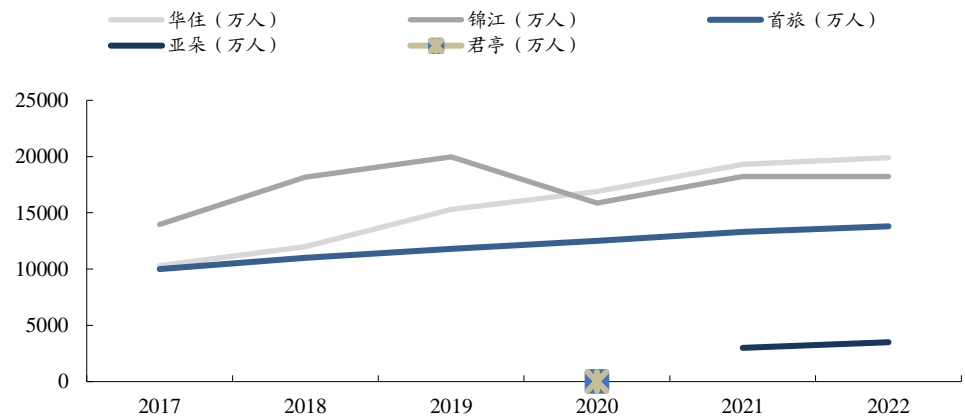


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 成长维度: 客源、产品、管理优势推动酒店品牌行业品牌化、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18: 2017-2022 酒店业龙头会员人数

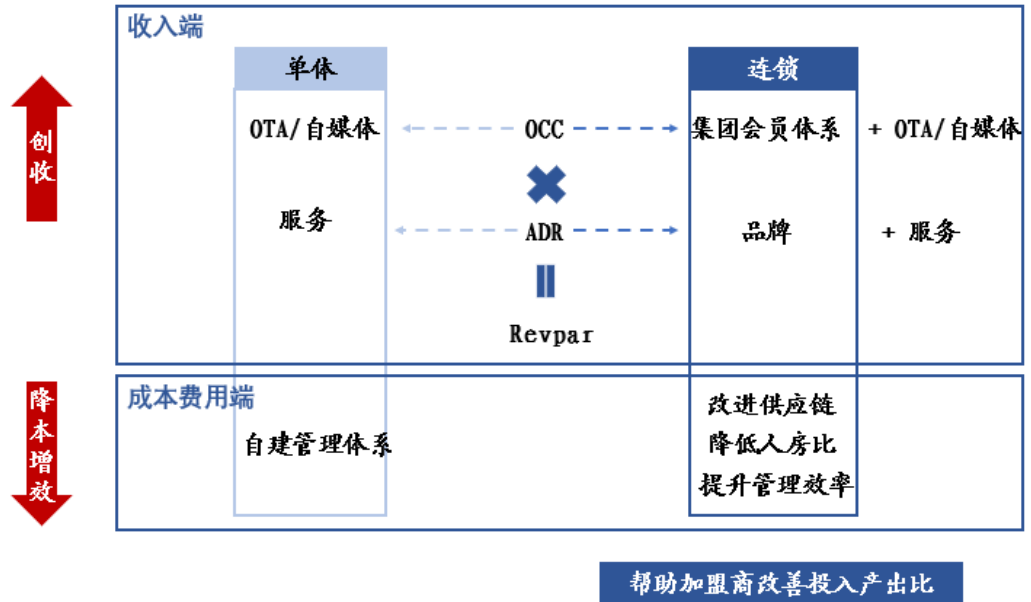


数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

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。

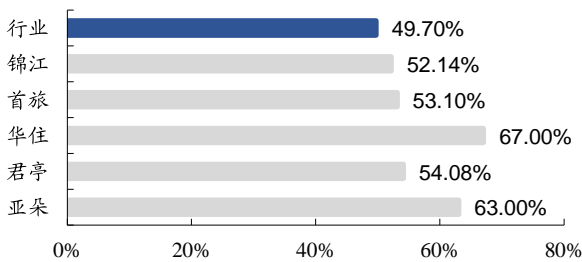
图19：连锁酒店品牌从两方面多角度帮助加盟商改善投入产出比



数据来源：东吴证券研究所绘制

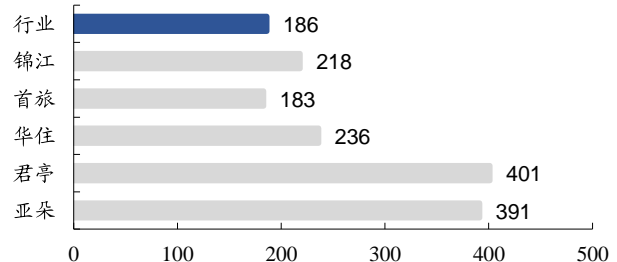
酒店龙头企业各项经营指标领先行业。在后疫情时代，以锦江、首旅、华住为代表的酒店龙头整体经营表现优于行业均值，2022年锦江/首旅/华住/君亭/亚朵的入住率分别为 52.14%/53.10%/ 67.00%/54.08%/63.00%，高于行业均值 49.70%；2022年锦江/首旅/华住/君亭/亚朵平均房价分别为 218/183/236/401/391 元，普遍高于行业平均值 186 元。

图20：2022年酒店龙头入住率与行业对比



数据来源：旅智科技，公司公告，东吴证券研究所

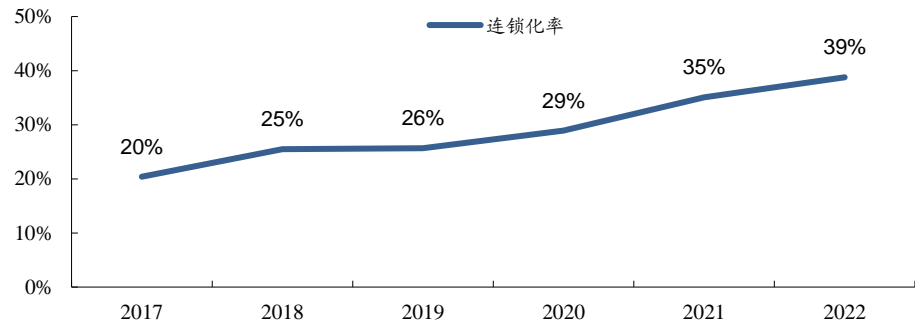
图21：2022年酒店龙头平均房价与行业对比



数据来源：旅智科技，公司公告，东吴证券研究所

中国酒店行业连锁化率持续提升。酒店品牌集团的价值创造能力逐渐被市场认可，随着酒店业品牌势能扩张下沉，中国酒店行业连锁化率持续提升。2022年全国酒店连锁化率为 39%，较 2017 年提升 19 个百分点。国内酒店市场的专业化、品牌化仍在路上。

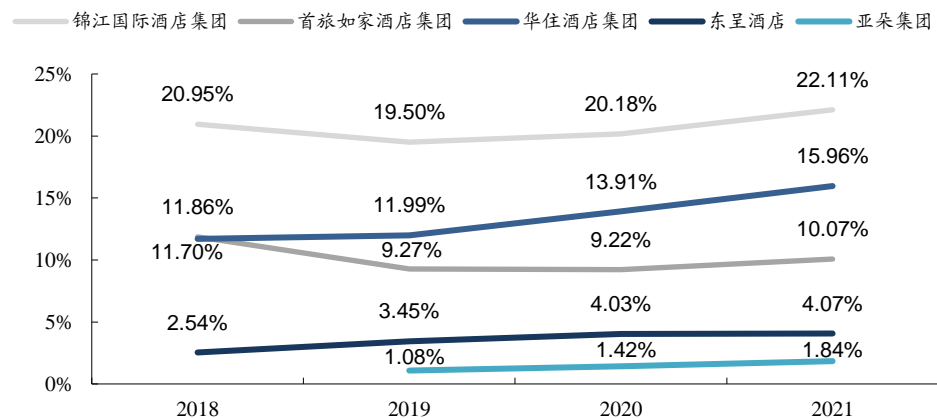
图22: 中国酒店行业连锁化率持续提升



数据来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 东吴证券研究所

酒店龙头市占率持续提升。国内酒店业竞争格局较为稳定, 2018-2021 年锦江、首旅、华住稳占连锁酒店市场前三强, 2021 年市场占有率分别为 22.11%/10.07%/15.96%。头部酒店拥有较强大的抗风险能力和运营管理能力, 疫情期间酒店业市场集中度呈明显提升态势, 2021 年前三大酒店总市占率为 48.14%, 较 2019 年提升 7.38pcts。

图23: 中国酒店龙头市场占有率



数据来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

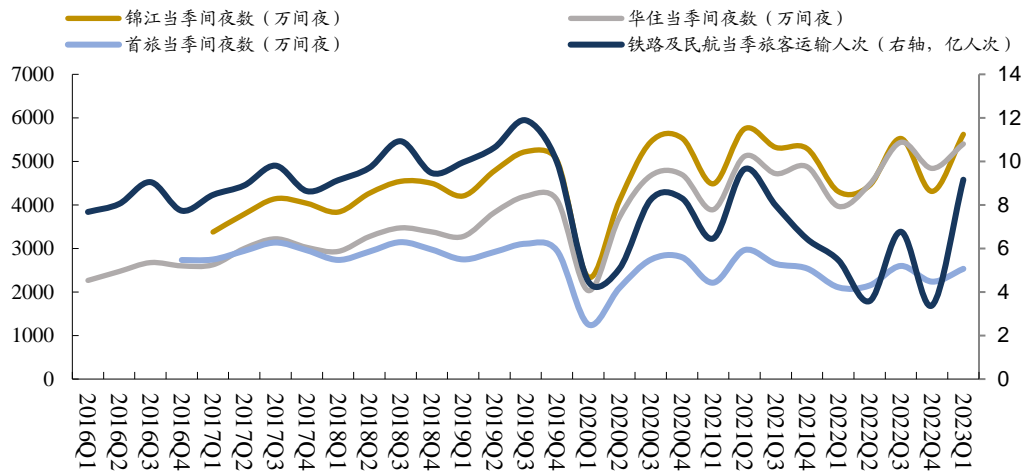
2.3. 周期维度: 供需增速差异带来行业经营数据周期化变动

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。

图24：三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



数据来源：公司公告，Wind，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25：酒店行业供需增速观察

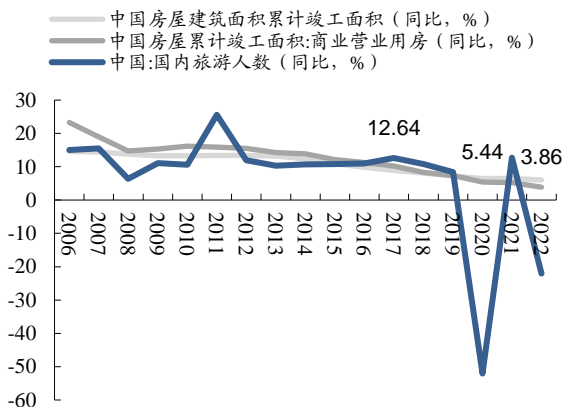
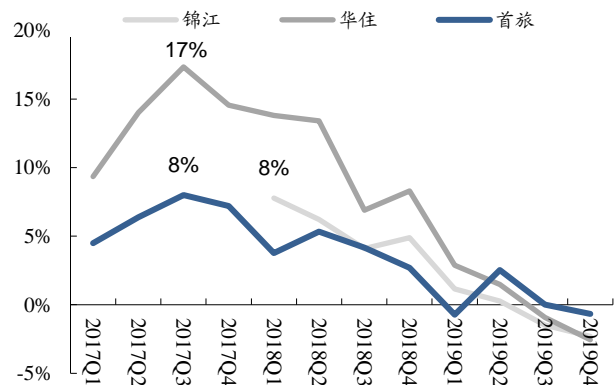


图26：2017-2019 年三大酒店的综合 RevPar 同比增速



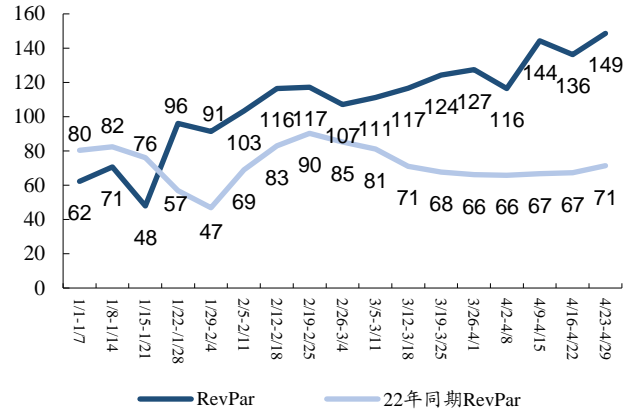
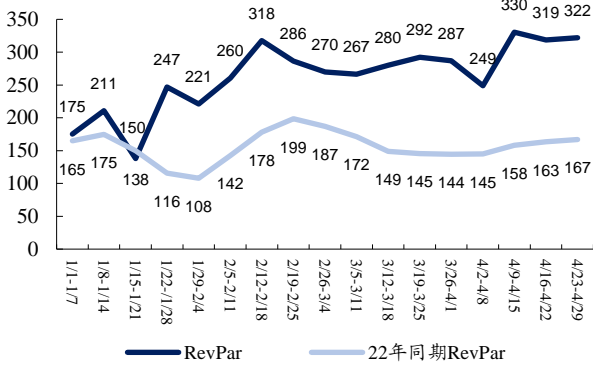
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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27：大陆中高端酒店今年以来 RevPar（元）情况

图28：大陆经济型酒店今年以来 RevPar（元）情况



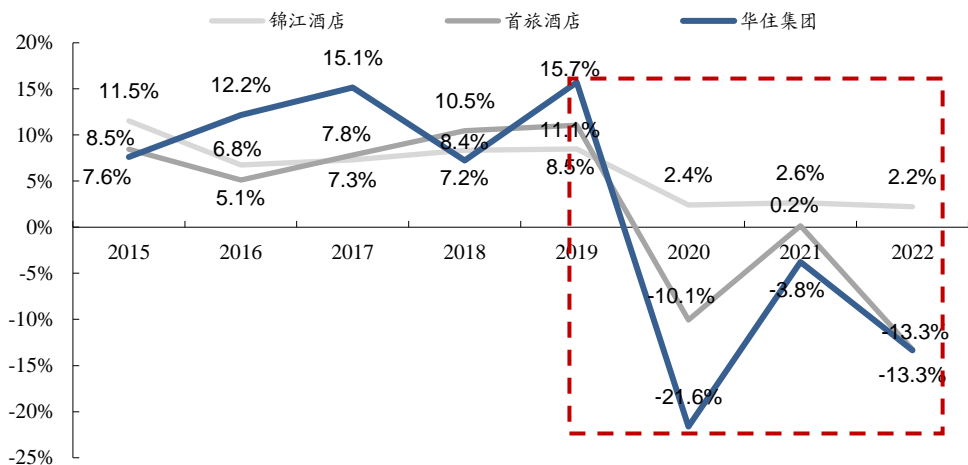
数据来源：STR，东吴证券研究所

数据来源：STR，东吴证券研究所

2.4. 疫情因素：需求短时巨降加速产能出清，疫后恢复有望带动业绩快速转盈

三年疫情居民出行需求变动巨大，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29：2015-2022 年三大酒店集团净利率

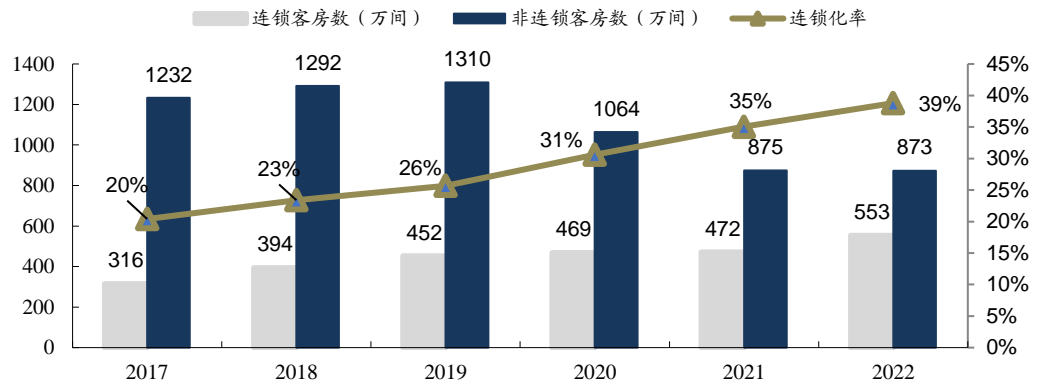


数据来源：Wind，东吴证券研究所

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。

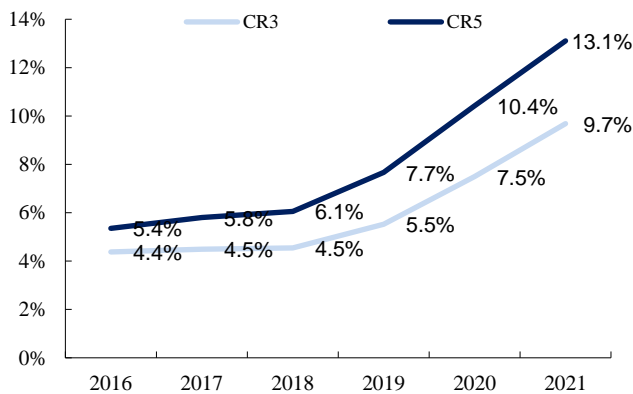
图30: 2017-2022 年行业整体房量持续降低, 连锁客房数逆势提升



数据来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 东吴证券研究所

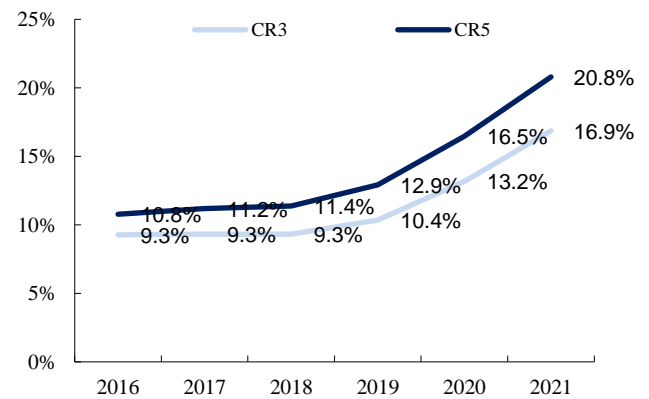
酒店业连锁化率提升叠加酒店集团龙头持续扩张, 三大酒店集团市占率逆势提升。随着酒店市场出清, 抗风险能力较小的单体酒店受疫情冲击退出市场, 疫情期间整体市场的集中度出现明显提升, 2021 年三大酒店集团酒店数口径市占率达到 9.7%, 较 2019 年提升 4.2pcts, 三大酒店集团房间数口径市占率达到 16.9%, 较 2019 年提升 6.5pcts, 锦江、华住、首旅的市场主导能力明显提升。

图31: 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

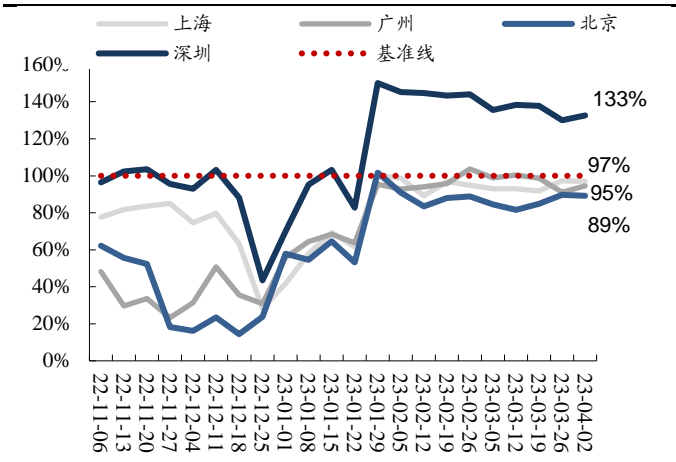
图32: 国内酒店业集中度情况 (房间数口径)



数据来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 东吴证券研究所

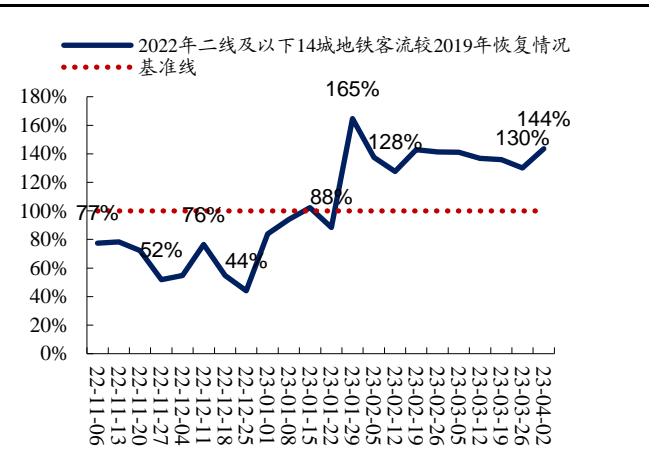
疫后居民出行意愿快速反弹, 有望带动酒店业绩转盈。疫情管控措施放开后, 经过 1-2 个月的感染高峰期, 居民消费出行逐渐恢复常态, 2023 年 4 月 2 日上海/广州/北京/深圳地铁客流量较 2019 年当期已恢复 97%/95%/89%/133%, 二线及以下 14 城地铁客流量较 2019 年当期已达 144%, 居民出行恢复势头较好, 酒店业未来有望迎来新一轮景气周期。

图33: 2022年11月以来一线城市地铁客流量较2019年恢复情况(当周数据/2019年同期数据)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图34: 2022年11月以来二线及以下14城地铁客流合计恢复情况(当周数据/2019年同期数据)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 核心竞争力: 品牌、运营两手抓, 市场化管理思路激发国企活力

3.1. 品牌: 多元化产品形成市场全覆盖

3.1.1. 上市公司大陆部分: 上市公司体系下品牌覆盖经济型至中高端

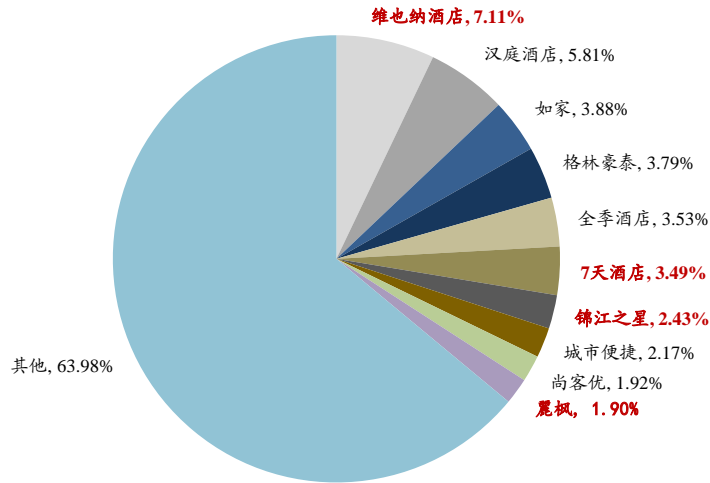
锦江酒店上市公司体系下品牌覆盖全面, 经济型至中高端均有头部品牌。目前, 锦江酒店旗下拥有 30+个酒店品牌, 囊括锦江之星、七天酒店和派酒店等经济型酒店, 锦江都城、希岸酒店和维也纳国际酒店等中高端酒店, 实现了从经济型到中高端赛道的全覆盖, 构建了多元产品体系适应市场多层次需求。2021年中国 top10 酒店品牌中共有 4 个锦江酒店品牌, 其中维也纳酒店、七天酒店、锦江之星和丽枫酒店市占率分别为 7.11%/3.49%/2.43%/1.90%, 位列第 1/6/7/10 位, 公司品牌头部优势突出。

图35: 锦江酒店主要品牌矩阵



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

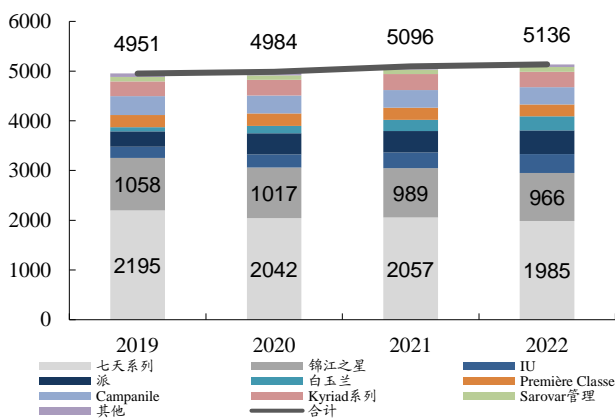
图36：2021年中国top10酒店品牌市占率



数据来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东吴证券研究所
注：以酒店客房数为标准计算，不含筹建数

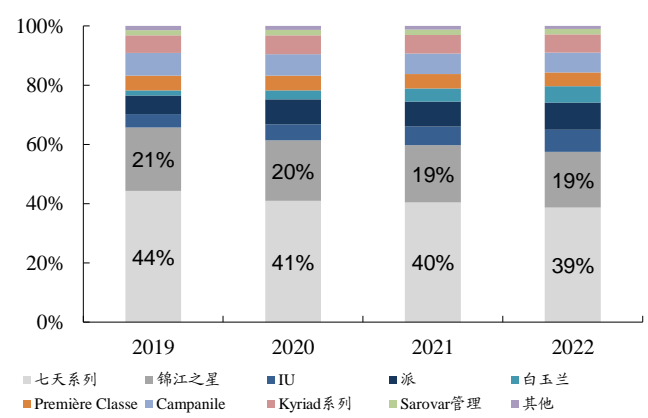
经济型酒店品牌老将“锦江之星”和“七天”领衔。2019-2022 锦江经济型酒店运营数分别为 4951/4984/5096/5136 家，整体维持平稳，其中锦江之星和七天系列酒店合计占比约 60%，为锦江经济型酒店主力品牌。锦江之星创立于 1996 年，以特许经营为主，实施轻资产战略，产品供给呈现统一标准化特征，是具有代表性的经济型酒店品牌；七天酒店成立于 2005 年，历经 18 年发展沉淀，其分店布局全国 360 余个城市，覆盖区域广，品牌认知度高。伴随消费升级大趋势，公司经济型酒店产品不断更新升级，推出了七天优品 Premium、七天 3.0 和锦江之星 5.0 等产品，主打“高性价比”理念，聚焦品牌体验提升，主动适应我国中长期中低收入人群为主的人口结构，推动城市下沉，存量改造升级助力把握经济型酒店发展“新蓝海”。

图37：锦江经济型酒店品牌结构（单位：家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所
注：2020年统计口径变化，故2019年白玉兰和其他数据根据2020年对应在营酒店和净开业酒店数量计算

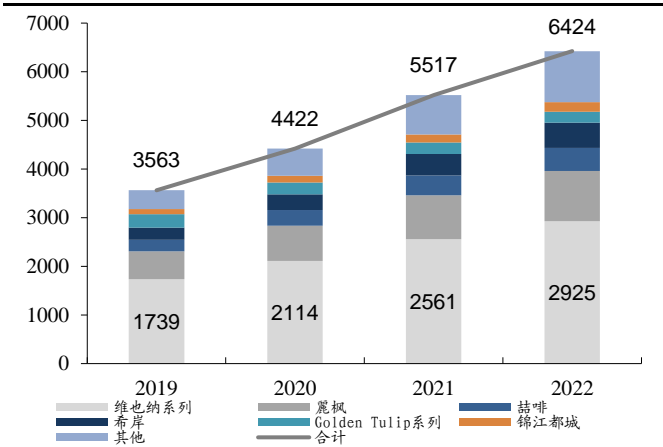
图38：锦江经济型酒店品牌结构（单位：%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中端线酒店品牌新秀“维也纳”领先。2016年锦江收购维也纳股权，迅速切入中端酒店赛道；2022年末锦江中端酒店运营数近6500家，中端品牌布局持续发力，呈现扩张趋势，其中维也纳运营酒店数占比超45%，助力锦江中端酒店规模迅速提升。中国饭店协会《2022中国酒店集团及品牌发展报告》数据显示，2021年末中国中端品牌连锁酒店中，维也纳市占率达27.35%，蝉联榜首。在疫后酒旅市场复苏和居民消费升级的背景下，中端酒店为我国酒店行业风口，维也纳有望继续领航中端赛道，门店拓展和产品迭代构筑锦江中端酒店纵深发展动力源。

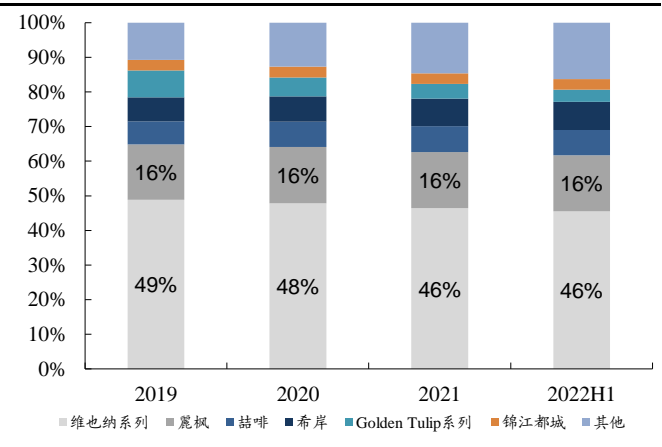
图39：锦江中端酒店品牌结构（单位：家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：维也纳系列包括维也纳国际、维也纳智好、维也纳酒店和维也纳3好，其他包括公告披露的欢朋、城品、凯里亚德、潮漫、康铂及其他

图40：锦江中端酒店品牌结构（单位：%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：维也纳系列包括维也纳国际、维也纳智好、维也纳酒店和维也纳3好，其他包括公告披露的欢朋、城品、凯里亚德、潮漫、康铂及其他

中端酒店客房占比连年攀升，品牌结构升级带动房价增长。2019-2022年锦江中端酒店客房数分别为42.41/51.25/61.51/70.63万间，分别占酒店客房总数的50.2%/55.7%/60.3%/64.0%。目前酒店行业入住率尚未完全恢复，中端酒店平均房价相对经济型酒店平均房价更高，锦江中端酒店客房占比连年攀升推动酒店品牌结构持续优化升级，支撑酒店整体平均房价增长。截至2023Q1，锦江境内经济型/中端/合计酒店同店平均房价分别为169/264/236元，为2019年同期的109%/99%/122%，境内合计酒店同店平均房价赶超疫前。

图41：锦江酒店经济型和中端酒店客房情况

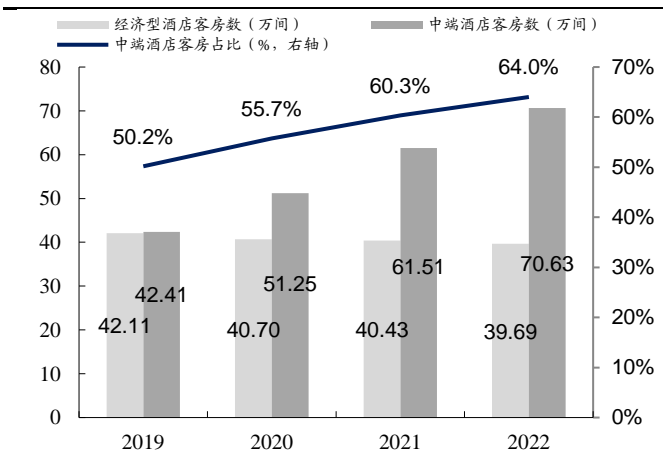
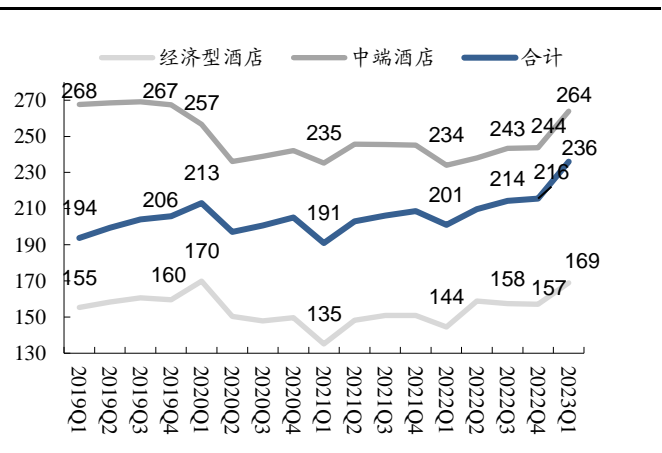


图42：锦江境内酒店同店平均房价（元）



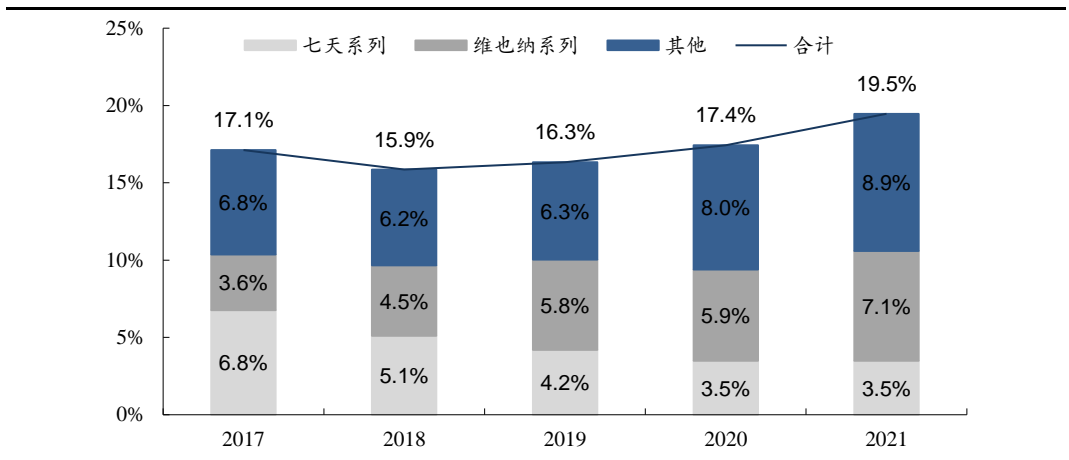
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：公告披露的经济型和中端酒店客房数为境内与境外合计

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

截至 2021 年末，锦江酒店在大陆连锁酒店行业市占率达 19.5%。整体上，锦江酒店专注有限服务型酒店核心业务，积极推动业务扩张和品牌连锁，在大陆连锁酒店中市占率从 2018 年的 15.9% 逐步提升至 2021 年的 19.5%。分品牌看，截至 2021 年末锦江酒店七天系列/维也纳系列/其他的市占率分别为 3.5%/7.1%/8.9%。在消费升级和疫情扰动下，国内经济型酒店发展整体下挫，公司聚焦中高端酒店发展，逐步推进业务向中高端品牌切换，借助维也纳等代表性品牌实现连锁酒店市占率逆势提升，龙头地位巩固。

图43：2017-2021 年锦江酒店市占率（单位：%）

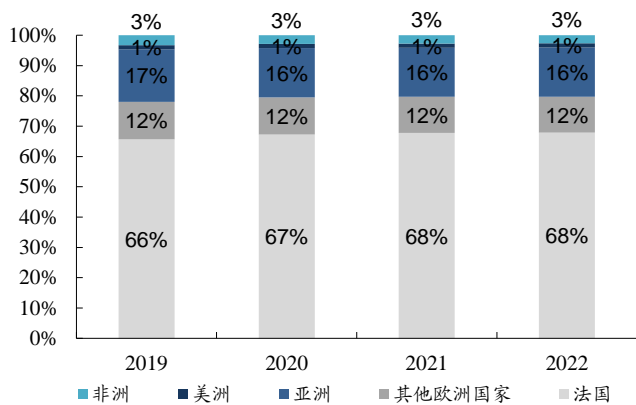


数据来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东吴证券研究所

3.1.2. 上市公司海外部分：卢浮酒店集团疫情后随海外需求恢复亏损收窄

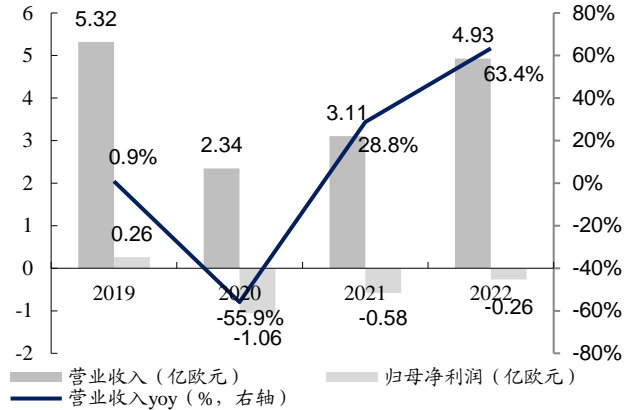
卢浮酒店集团疫情后随海外需求恢复亏损收窄。锦江酒店海外业务主要依托法国酒店龙头企业卢浮酒店集团进行，业务集中于欧洲，其中法国开业酒店数量占比超六成为主要海外市场。2019-2022 年锦江境外酒店业务分别实现营收 5.32/2.34/3.11/4.93 亿欧元，同比+0.9%/-55.9%/+28.8%/+94.3%，对应人民币规模为 40.97/18.37/22.90/34.80 亿元，营收持续回弹；实现归母净利润 0.26/-1.06/-0.58/-0.26 亿元，其中 2022H1/2022H2 分别亏损 0.24/0.02 亿欧元，2022 年下半年归母净利润亏损大幅收窄。2020 年以卢浮酒店集团为核心的境外业务受疫情扰动影响短期承压，2021-2022 年欧洲各主要国家逐步放宽至解除疫情防控措施，出行需求恢复刺激欧洲酒店市场转暖，预期年内境外业务有望实现扭亏。

图44: 2019-2022年锦江境外酒店开业情况(%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图45: 2019-2022年锦江境外酒店业务营收和利润



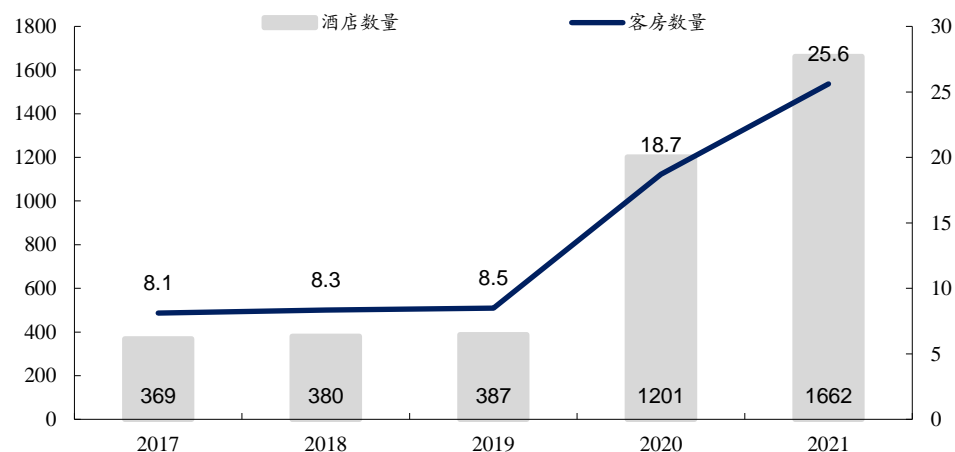
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.1.3. 集团部分: 锦江国际集团旗下酒店资产有望整合

2018年锦江国际集团牵头财团收购丽笙 50.21%股权, 拓展国际中高端业务。

2018年9月, 丽笙酒店(Radisson Hospitality AB)通过旗下上市公司宣布锦江国际集团牵头财团拟收购其50%以上流通股股权; 11月, 锦江国际集团牵头财团宣布通过联合收购平台Aplite Holdings AB完成对丽笙酒店收购, 联合体持有50.21%股份及投票权。丽笙酒店为世界知名高档酒店集团, 自1960年第一家酒店落成至今已有63年发展历史, 具有丰富的高端酒店运营经验, 旗下包括丽笙精选、丽笙、丽亭、丽柏、丽芮、丽怡等10个品牌, 酒店覆盖全球超100个国家和地区, 截至2021年末丽笙运营酒店和客房数分别达1662间和25.6万间。锦江国际集团收购丽笙, 进一步完善了集团高端品牌矩阵和全球化经营布局, 同时丽笙高端品牌定位有望输出管理经验助力锦江中高端品牌运营能力提升。

图46: 2017-2021年丽笙集团酒店数量(家, 左轴)和客房数量(万间, 右轴)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

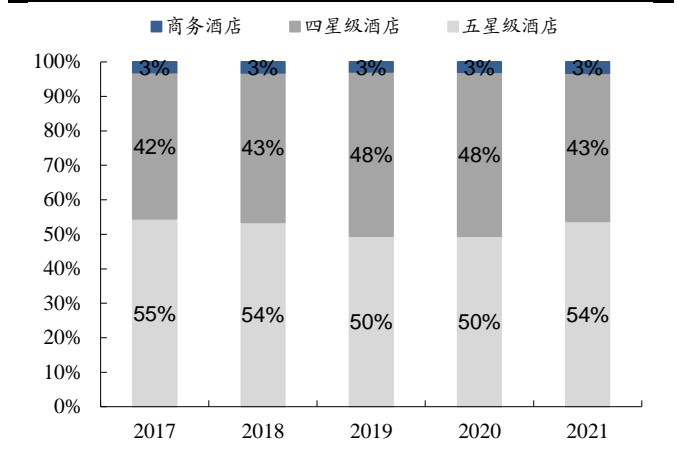
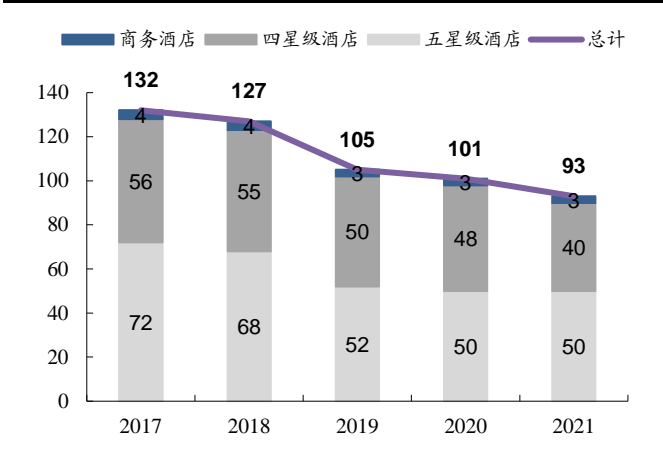
2022年锦江国际集团将锦江资本私有化, 为集团旗下酒店资产整合做准备:

(1) 锦江资本聚焦全服务酒店业务, 高端酒店品牌资源优渥。锦江资本原为锦江

酒店控股股东，被收购前其自身主要酒店业务为主全服务酒店资产运营，旗下拥有锦江饭店、北京昆仑饭店和建国宾馆等多个知名星级品牌。2017-2021 年锦江资本所有全服务酒店项目分别为 132/127/101/93 家，其中公司持有权益的酒店分别为 21/21/21/20/19 家，第三方拥有而由锦江资本管理酒店数量有所减少，酒店档次结构整体稳定略有波动。

图47: 锦江资本全服务酒店类型结构 (单位: 家)

图48: 锦江资本全服务酒店类型结构 (单位: %)

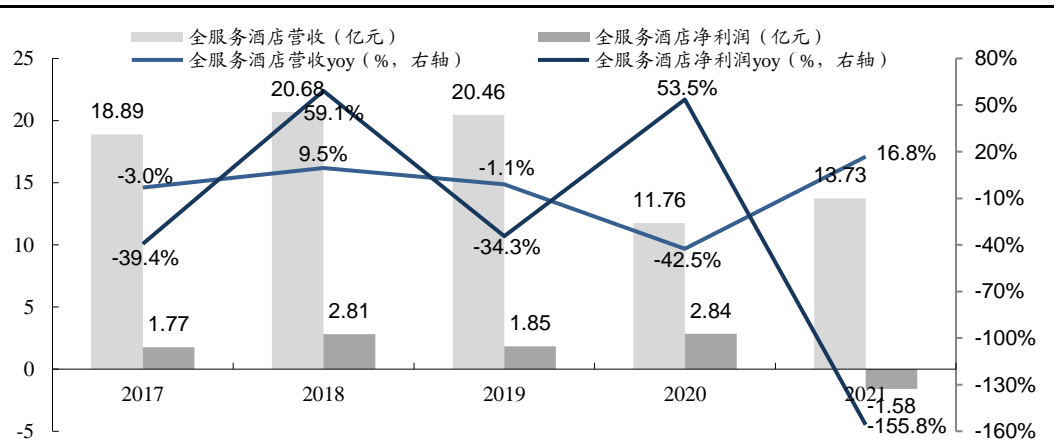


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

(2) 锦江资本已于 2022 年从港交所退市，同业竞争问题有望改善。锦江资本 2017-2021 年全服务酒店资产营收分别为 18.89/20.68/20.46/11.76/13.73 亿元，同比-3.0%/+9.5%/-1.1%/-42.5%/16.8%；净利润分别为 1.77/2.81/1.85/2.84/-1.58 亿元，同比-39.4%/+59.1%/-34.3%/+53.5%/-155.8%。近年来国内外疫情反复和地区出行管制措施对锦江资本经营造成了较大影响，公司业绩下滑，股价和流动性表现不佳。2022 年 5 月锦江资本从港股退市，锦江国际吸收合并锦江资本后成为锦江酒店控股股东，持股 45.05%。此次收购利于锦江国际和锦江资本同业竞争问题有效解决，推动酒店资产整合，构建轻重资产双轮驱动模式，降低管理成本并提升运营绩效，实现锦江国际整体业务发展战略布局。

图49: 2017-2021 年锦江资本旗下全服务酒店资产营收及利润情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 运营：“一中心三平台”推进赋能体系建设

“一中心三平台”执行“创模式、强平台”战略思路。2022年锦江酒店在原先“树品牌、轻资产、重运营”的战略规划基础上新增“创模式，强平台”两大方向，着重强调品牌和业务模式创新以及依托一体化系统协调公司各板块运营对中长期公司发展提质增效的重要作用。在此基础上，公司持续加强包括“全球创新中心 GIC”“WeHotel 全球酒店共享平台”“全球采购平台 GPP”和“全球财务共享平台 FSSC”在内的战略体系建设，旨在把握疫后行业复苏发展机遇关口和产业变革趋势，加速全球架构、业务和管理整合及资源共享建设。

图50：锦江“一中心三平台”战略体系



数据来源：锦江创新中心公众号，东吴证券研究所

全球创新中心 GIC 聚焦产品，推动创新酒店商业模式研发。全球创新中心 GIC 专注于酒店品牌孵化和升级，基于“发掘-采样-孵化-实践-提升”五步循环创新理念，打造“实验采样区-孵化实验室-实践区”三大创新区域，通过挖掘采样跟踪市场需求，将多样化主题元素融入产品研发，深度孵化样本案例，搭建样板间展示品牌文化风格，打造丰富酒店场景服务各层级顾客，构建了与供应商及用户相辅共进的开放性创新模式，领跑行业品牌研发。截至目前，GIC 助力锦江实现包括欧暇·地中海、原拓和暕阁等九大自主创新品牌落地，郁锦香、康铂等近十个海外酒店品牌的本土化融合发展，并推出“纯净客房”“智能客房”“在房健身”等模块方案帮助已有酒店品牌迭代升级。

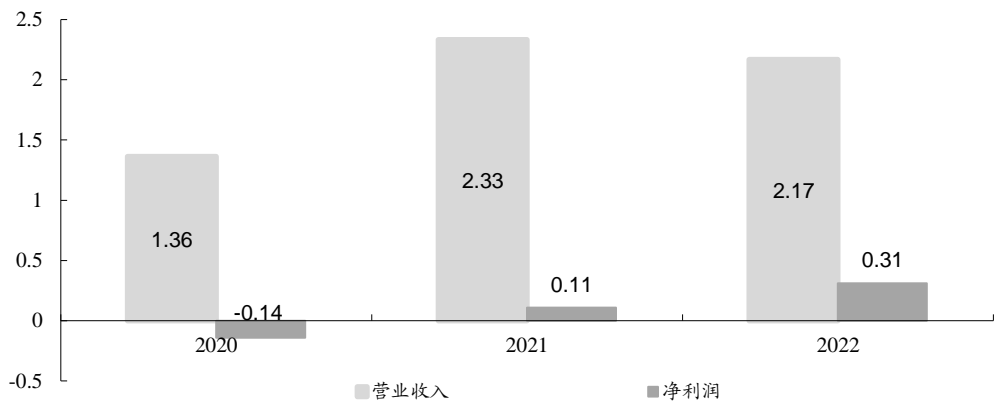
图51：锦江酒店全球创新中心 GIC



数据来源：锦江创新中心公众号，东吴证券研究所

Wehotel 专注引流，搭建会员生态体系、提升会员体验。Wehotel 坚持“技术引领、营销创新”理念，为酒店板块业务提供了中央预定系统（CRS）、酒店管理系统（PMS）和企业大客户管理系统等服务方案，构建了消费者一站式互联网预定模式，推动集团各品牌会员体系整合和一体化大数据体系建设，通过深挖用户信息价值，发挥向业主主输送流量和为用户提供针对性产品服务的双重作用，提升服务质量和会员体验。2020-2022 年 WeHotel 实现营收 1.36/2.33/2.17 亿元，归母净利润-0.14/0.11/0.31 亿元；截至目前 Wehotel 中央预订系统覆盖 10000+酒店，平台活跃用户 1533 万。未来在线旅游市场复苏，集团酒店和品牌数量扩张，会员人数增长，酒店预定和会员运营业务发展可期，Wehotel 依托自身技术服务优势有望实现营收和利润稳步增长，保证盈利能力可持续。

图52：2020-2022 年 Wehotel 营业收入和净利润（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

全球采购平台 GPP 整合供应链资源，形成平台化采购。GPP 坚持“优质优价、高效服务、公开透明”服务原则，汇聚企业资源优势撮合多边交易，依托先进供应商管理评价体系和“一平台四区域”的高效组织体系，提供智能化、数字化和平台化的全链条采购供应服务。目前，GPP 已吸引全球 2000 余家优质供应商，覆盖全球 40 余个酒店品牌、14000 多家酒店和 1.8 亿会员，形成了酒店供应链解决方案、数字化服务结局方案及 GPO 联合采购组织三大核心业务，从招采、咨询、物资、系统、仓储、酒店增值和客户服务六大服务板块深度切入酒店筹建运营靶点环

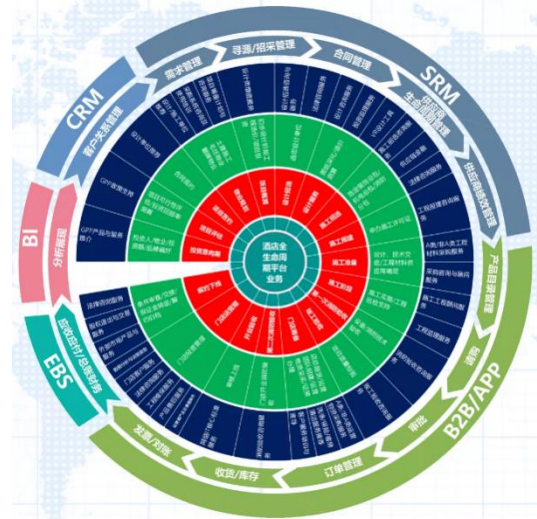
节，贯穿酒店全生命周期，持续构建酒店供应链生态体系。

图53: GPP 供应链情况



数据来源：锦江创新中心公众号，东吴证券研究所

图54: GPP 酒店全生命周期平台业务



数据来源：锦江创新中心公众号，东吴证券研究所

全球财务共享平台 FSSC 透明化管理与监控，提升资金使用及预算管理效率。

FSSC 依托智慧信息系统，通过财务系统升级、财务标准化内容落地及财务中台构建等，推动酒店业务和财务有效对接，为酒店提供了一站式可配置分层财务精益服务，赋能酒店运营全周期，形成了酒店财务的透明化集中管理，加强了对境内外资金统筹管理和风险控制，实现酒店运营和财务管理扩容提质。

3.3. 管理：市场化机制凝聚精英团队，优化组织架构提升管理效率

收购后保留维也纳、铂涛股权激励模式，凝聚稳固精英团队。 维也纳酒店于 2017 年推出“1+N”模式的创造性股权激励方案，激励范围在维也纳酒店主体 35% 股权基础上增添了旗下“N”家创业公司股权的 10%；铂涛集团实施“6+2+2”股权结构模式，支持创业团队成立独立公司发展酒店事业，其中集团公司、集团高管和创业团队股权占比分别为 60%/20%/20%。2019 年维也纳和铂涛原 CEO 和创始人相继卸任，但高回报具有狼性文化特色的股权激励模式保留，绑定团队和公司整体利益，发挥精英引领作用，构建人才资源优势。

表2: 维也纳和铂涛股权激励方案

酒店集团	方案	激励对象	具体内容
维也纳	“1+N”	122 名员工	维也纳公司 2.18 亿股权的 35% 和 N 家创业公司股权的 10%，分红权
铂涛	“6+2+2”	创业团队	集团投资支持成立独立公司发展酒店事业，集团公司/高管/创业团队分别占有股权的 60%/20%/20%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

内部整合遵循“基因不变”原则，保留品牌优势。自主品牌打造结合外部战略性并购，锦江酒店规模迅速增长，版图国际化扩张，酒店类型持续完善，形成了锦江系、维也纳系、铂涛系和卢浮系四大酒店系列品牌。其中，锦江系主要覆盖经济型酒店，维也纳和铂涛系为中高端连锁酒店强势品牌，卢浮系聚焦海外市场推动全球化布局。为统筹旗下酒店品牌发展，公司内部整合持续深化，锦江贯彻“基因不变”理念，延用各品牌团队，保持前端品牌特色，释放品牌活力。

表3: 锦江酒店四大系列品牌情况

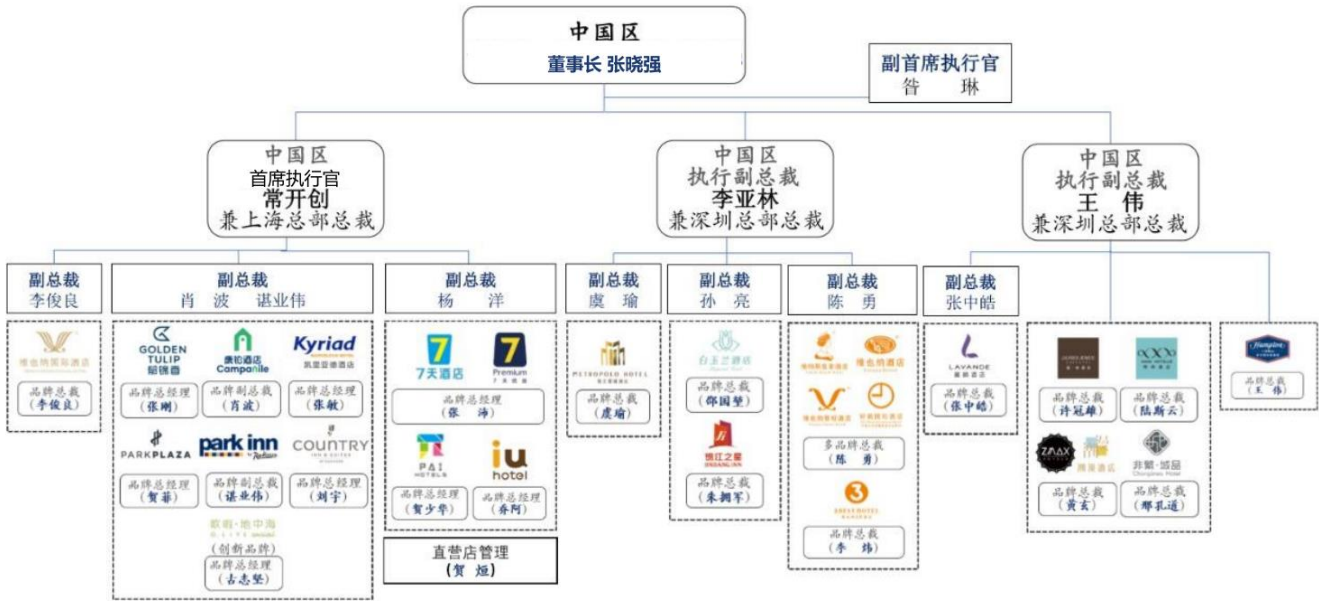
酒店系列	代表性品牌及 2022 年末门店数
锦江系列	经济型: 锦江之星 (966)、白玉兰 (280) 中高端: 锦江都城 (194)
维也纳系列	中高端: 维也纳酒店 (1305)、维也纳国际酒店 (995)、维也纳 3 好酒店 (393)、维也纳智好酒店 (232)
铂涛系列	经济型: 七天系列 (1985)、派 (475)、IU (382) 中高端: 麗枫 (1038)、希岸 (525)、喆啡 (468)、欢朋 (273)、城品 (137)
卢浮系列	经济型: Campanile (343)、Kyriad 系列 (315)、Première Classe (243)、Sarovar 管理 (92) 中高端: Golden Tulip 系列 (225)、凯里亚德 (206)

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

设立锦江酒店 (中国区), 组织架构扁平化。2020 年 5 月, 公司成立锦江酒店 (中国区), 设立上海和深圳双总部, 对旗下锦江都城、铂涛和维也纳等酒店资产进行了管理层、前端品牌、后台支撑系统等全方位整合, 打破内部品牌体系壁垒, 重新划分品牌运营归属权, 设置九大中心分管战略规划、人力资源、财务等具体业务, 形成“中心-系统-部门”三层管理体系系统筹运营; 2021 年 6 月, 公司组织架构 3.0 落地, 原有架构精简为五大中心+董事会办公室, 撤销“系统”一级形成两层组织体系, 管理结构更加扁平化, 冗余岗位减少, 进一步提升经营决策效率。

图55: 锦江酒店 (中国区) 组织架构

中国区品牌运营

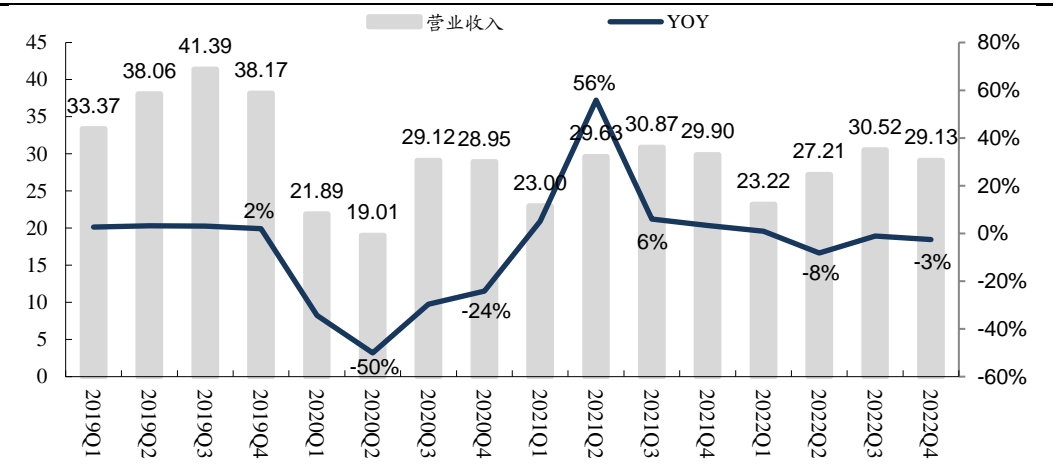


数据来源：环球旅讯，东吴证券研究所

4. 财务分析：疫后恢复中，盈利能力弹性释放可期

酒店行业收入存在季节性，成本费用相对刚性，相应带来净利润的季节性变化。酒店行业普遍在夏秋两季随旅游行业迎来旺季，疫情后收入端受影响，成本和费用支出相对刚性，且公司仍处于扩张周期，2020年净利率有明显下降，2021年行业普遍有一定恢复，但2022年以来由于全国各地多点疫情复发，酒店行业经营层面又受到了较大冲击，净利率均出现明显下滑，目前疫情已经完全放开，随着交通政策以及旅游行业的全面恢复，公司盈利有望迎来修复。

图56：2019-2022年锦江酒店营收情况（亿元，左轴）及增速（%，右轴）

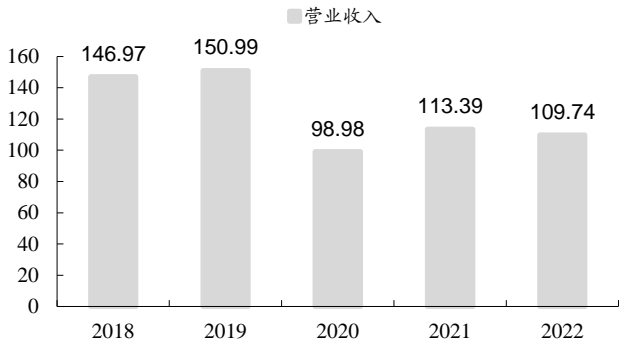


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

锦江酒店疫情以来收入受整体需求压制，2023年有望快速恢复至相比2019年同增。自2020年以来受到疫情影响，营收受到影响但逐年进行恢复，可以看到22年已

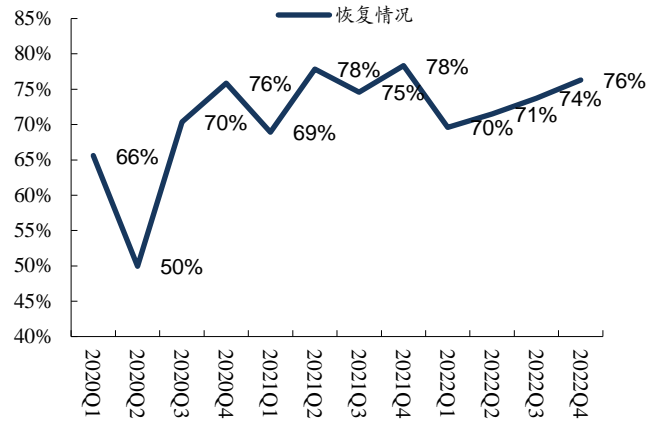
逐渐恢复至 19 年同期的 75% 左右，随着 2022 年底疫情政策进行放开，2023 年有望恢复至 2019 年同期收入水平。

图57: 2018-2022 年锦江酒店营业收入 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

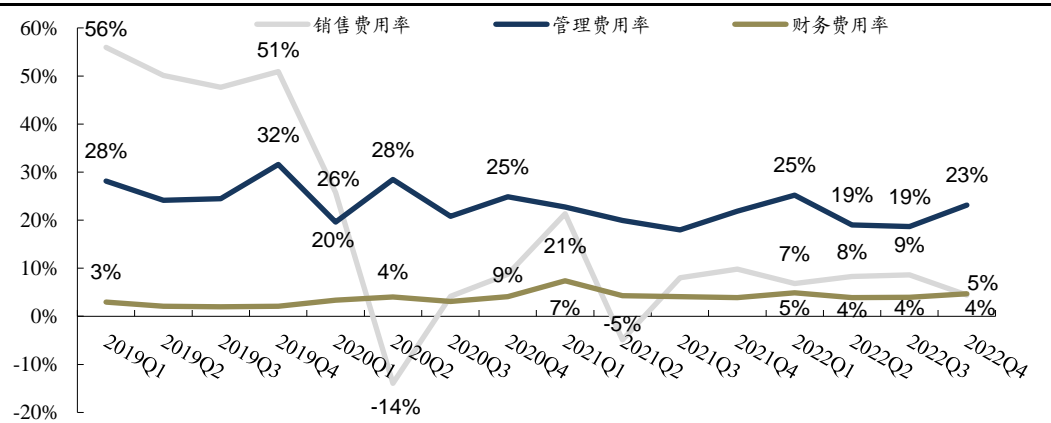
图58: 2020-2022 年锦江酒店收入恢复情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所
注: 恢复程度=当期收入/2019 年同期收入

三费率随收入基数变化呈现季节性波动。2020 年更改会计准则之后，公司销售费用率基本和同业保持在同一水平，在 Q2 及 Q3 旺季的到来时，销售费用率往往处于较低的水平，20 年以及 21 年 Q2 因财务统计口径更改，故销售费用率为负，随着“中国区”的建立，集团中后台部门运营的打通，部门人员精简，经营效率的提升，公司的管理费用率也迎来了明显改善。

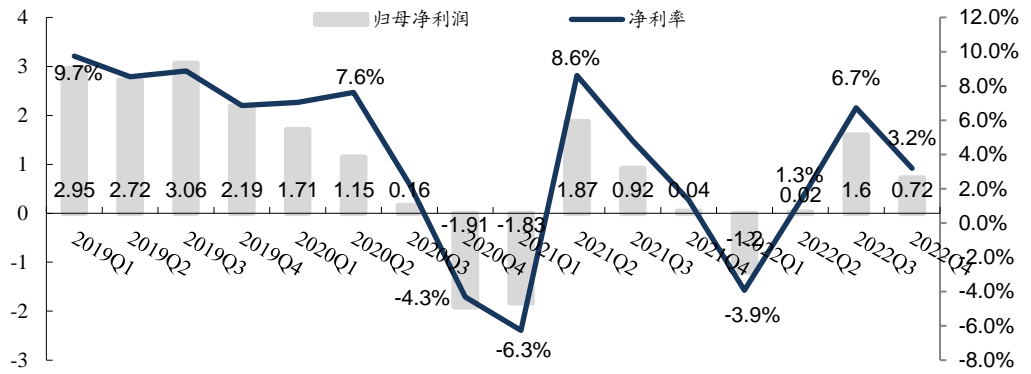
图59: 2019-2022 年锦江酒店三费率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

净利率有望随行业整体需求恢复呈现快速修复并超越疫情前。酒店行业在随着消费行业整体需求恢复，整体投资意愿在经济恢复时逐步释放，目前行业内房均价已逐步恢复至 19 年同期水平，随着旅游行业的恢复，OCC 有望快速恢复，需求端的恢复与供给端的加大投入，整体净利率有望快速修复并超越疫情前。

图60: 2019-2022 年锦江酒店归母净利润 (亿元, 左轴) 及净利率 (% , 右轴)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

主要假设：

酒店和房间数：基于国内疫情逐步可控，出行管控政策的逐渐放开，出行需求恢复，公司加速开店步伐，轻资产扩张模式稳步扩张，预期 2023-2025 年公司大陆与海外合计酒店数分别为 12660/14010/15460 家，对应上一年同比变化 10%/11%/10%；预期公司大陆与海外合计房间数 2023-2025 年分别为 120.3/131.9/144.1 万间，对应上一年同比变化 9%/10%/9%。

RevPar：基于 2022 受疫情反复影响较大，酒店入住率较低，2023 年初国内出行逐步修复，2024 出行基本恢复正常预期，预测 2023-2025 年公司大陆酒店 RevPar 分别为 164.3/177.2/188.7 元，境外酒店 RevPar 分别为 275.6/287.2/304.6 元。

酒店业务：基于行业连锁化持续提升和出行需求的恢复趋势，预测 2023-2025 年分别实现营收 147.92/163.76/180.85 亿元，同比变化分别 37.3%/10.7%/10.4%；其中大陆部分分别营收 113.46/128.06/143.20 亿元，同比变化分别为 55.1%/12.9%/11.8%

餐饮业务：基于疫情放开和管控政策的放开趋势，预测 2022-2024 年分别实现营收 2.70/2.95/3.21 亿元，同比变化分别为 17.3%/8.9%/9.1%。

表4：锦江酒店关键经营数据假设

酒店经营数据 (大陆)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
酒店数(家)	9355	10335	11435	12787	14239
直营	629	549	531	513	495
加盟	8726	9786	10904	12274	13744

房间数 (间)	918647	1004462	1104735	1220277	1342379
直营	78746	71189	68855	66521	64187
加盟	839901	933273	1035880	1153756	1278192
RevPar (元)	137.5	113.8	164.3	177.2	188.7
RevPar 恢复程度 (较 2019 年)	87%	72%	105%	113%	120%
酒店经营数据 (境外)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
酒店数 (家)	1258	1225	1225	1223	1221
直营	292	287	285	283	281
加盟	966	938	940	940	940
房间数 (间)	100730	98734	98736	98576	98416
直营	23244	22977	22817	22657	22497
加盟	77486	75757	75919	75919	75919
RevPar (元)	179.4	274.4	275.6	287.2	304.6
RevPar 恢复程度 (较 2019 年)	62%	95%	95%	99%	105%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表5：锦江酒店营业收入拆分预测

营业收入拆分 (亿元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
酒店	110.90	107.77	147.92	163.76	180.85
Yoy	14.9%	-2.8%	37.3%	10.7%	10.4%
餐饮	2.49	2.31	2.70	2.95	3.21
Yoy	0.0%	-7.5%	17.3%	8.9%	9.1%
营收总计	113.39	110.08	150.63	166.71	184.06
Yoy	14.6%	-2.9%	36.8%	10.7%	10.4%
整体毛利率	34.2%	33.1%	43.0%	44.2%	46.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

预计公司三费率随着营收恢复逐年降低。随着疫情管控政策放开，出行恢复，产品结构优化，毛利率逐步提升，三费率稳中有降。

表6：锦江酒店毛利率及三费率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	34.2%	33.1%	43.0%	44.2%	46.1%
销售费用率	7.8%	7.0%	6.4%	6.2%	6.1%
管理费用率	20.5%	21.3%	18.3%	17.8%	17.2%
财务费用率	4.8%	4.3%	3.6%	3.4%	3.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

综上，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 16.99/21.26/27.20 亿元。随着全国疫情逐渐放开和出行需求逐步恢复，预计公司净利率状况将持续改善，2022-2024 归母净利率分别为 11.3%/12.8%/14.8%。

表7: 锦江酒店收入及归母净利润预测 (单位: 亿元)

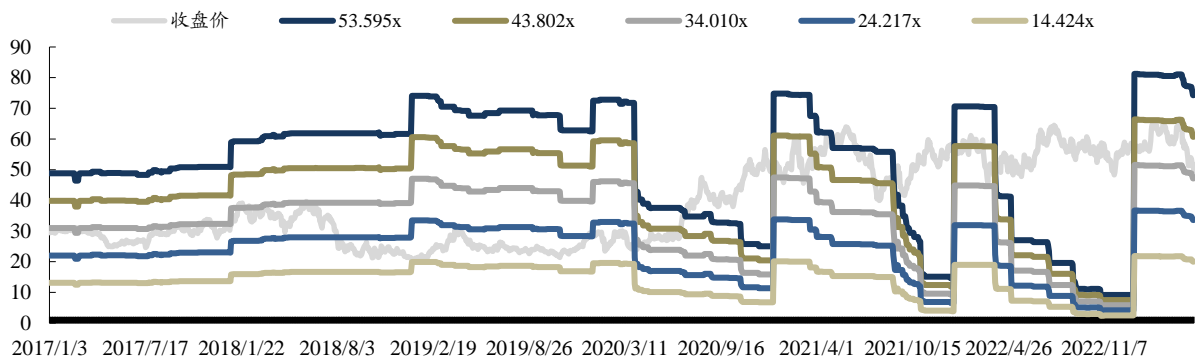
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1.01	1.13	16.99	21.26	27.20
归母净利率	0.9%	1.0%	11.3%	12.8%	14.8%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5.2. 投资建议

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, 有望在疫后快速恢复盈利能力。在上一轮酒店行业景气期间, 锦江酒店的 PE-Forward 在 25-35 倍区间, 我们预测锦江酒店 2023-2025 年归母净利润分别为 16.99/21.26/27.20 亿元, 对应 PE 估值为 30/24/19 倍, 当前估值属于中位偏下, 首次覆盖给予“买入”评级。

图61: 2017年-至今锦江酒店 PE-Forward (截至 2023 年 5 月 8 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表8: 锦江酒店可比公司估值 (截至 2023 年 5 月 18 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	
600258.SH/首旅酒店	213	-5.8	10.2	12.0	13.7	-	21	18	16	增持
1179.HK/华住集团-S	1,084	-18.2	29.0	38.8	80.8	-	37	28	13	未评级
两家可比公司按市值加权平均 PE									14	
600754.SH/锦江酒店	453	1.1	17.0	21.3	27.2	446	30	24	19	买入

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 首旅酒店、锦江酒店估值由东吴证券研究所基于最新股价及盈利预测给出, 华住集团估值根据 Wind 一致预期给出

6. 风险提示

需求恢复不及预期：若未来疫情反复，消费者的差旅出游需求与住店需求可能不及预期，从而对公司业绩产生一定不利影响。

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，各企业可能会加速抢占市场。若公司不能采取有效措施应对，或面临较大的竞争压力。

门店增长不及预期：疫情的不确定性是企业自身的经营管理等可能会导致品牌转型受阻、下沉市场速度不及预期，扩张进程不及预期。

锦江酒店三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,463	15,561	19,913	24,678	营业总收入	11,008	15,063	16,671	18,406
货币资金及交易性金融资产	7,157	10,962	16,997	20,001	营业成本(含金融类)	7,364	8,581	9,302	9,918
经营性应收款项	2,005	2,863	1,542	2,801	税金及附加	128	173	188	202
存货	68	144	81	154	销售费用	776	960	1,041	1,124
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,348	2,753	2,964	3,164
其他流动资产	1,232	1,592	1,293	1,721	研发费用	12	15	17	18
非流动资产	36,968	36,244	35,762	35,380	财务费用	475	544	562	594
长期股权投资	477	427	427	427	加:其他收益	111	603	583	552
固定资产及使用权资产	12,955	12,850	12,644	12,436	投资净收益	172	166	183	202
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	-148	-117	-85
长期待摊费用	1,476	1,266	1,266	1,266	营业利润	462	2,631	3,216	4,019
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	51,804	55,676	60,058	利润总额	495	2,646	3,228	4,029
流动负债	11,811	13,503	13,985	14,345	减:所得税	250	714	839	1,007
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	1,931	2,389	3,022
经营性应付款项	1,324	1,560	1,834	2,069	减:少数股东损益	132	232	263	302
合同负债	712	858	884	893	归属母公司净利润	113	1,699	2,126	2,720
其他流动负债	2,968	3,627	3,709	3,726	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.11	1.59	1.99	2.54
非流动负债	18,470	19,220	20,220	21,220	EBIT	453	3,206	3,769	4,561
长期借款	8,058	9,058	10,058	11,058	EBITDA	2,790	5,237	5,950	6,743
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.10	43.03	44.20	46.11
租赁负债	8,323	8,073	8,073	8,073	归母净利率(%)	1.03	11.28	12.75	14.78
其他非流动负债	2,089	2,089	2,089	2,089	收入增长率(%)	-3.44	36.84	10.67	10.41
负债合计	30,281	32,723	34,205	35,566	归母净利润增长率(%)	18.67	1,397.54	25.10	27.92
归属母公司股东权益	16,573	18,273	20,399	23,118					
少数股东权益	577	809	1,072	1,374					
所有者权益合计	17,150	19,082	21,470	24,492					
负债和股东权益	47,431	51,804	55,676	60,058					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,238	4,360	7,280	4,337	每股净资产(元)	15.49	17.08	19.06	21.60
投资活动现金流	232	-1,266	-1,616	-1,667	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	719	377	339	ROIC(%)	0.55	5.57	6.14	6.95
现金净增加额	-1,075	3,813	6,040	3,009	ROE-摊薄(%)	0.68	9.30	10.42	11.76
折旧和摊销	2,337	2,031	2,181	2,182	资产负债率(%)	63.84	63.17	61.44	59.22
资本开支	-482	-1,733	-1,805	-1,875	P/E(现价&最新股本摊薄)	445.61	29.76	23.79	18.59
营运资本变动	-303	-278	2,034	-1,537	P/B(现价)	3.05	2.77	2.48	2.19

数据来源:Wind,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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>