



海外消费复盘系列

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

前瞻研究组

分析师：龚轶之（执业 S1130523050001）

gongyizhi@gjzq.com.cn

美国酒店行业启示录，万豪和精选的成功之路

研究说明

中国消费行业已从高速增长阶段步入高质量增长阶段，此刻亟需借鉴他国成熟经验，帮助市场看清未来消费板块的发展趋势和投资机会。“海外消费复盘系列”立足消费细分行业，对标海外龙头公司，结合业务、财务和交易视角，进行深度研究，帮助市场研判未来中国消费行业的结构性投资机会。本文我们以全球酒店高端龙头万豪国际、中端龙头精选国际为标杆，深度复盘美国酒店业及两大龙头的发展历程，探究中国酒店行业未来的发展趋势与投资机会。

研究结论

- **美国酒店业兼具周期成长特征，孕育十年十倍巨头。**经济周期对酒店业影响路径：1) 入住率 2) 融资成本和市场预期。周期背后结构升级带来成长性机会，孕育出万豪国际（高端）/精选国际（中端）两大龙头。**结构升级：**1) 连锁化率的提高，2000 年以来连锁化率从 66%提升至 72%。连锁酒店获客和成本优势是连锁化率提高背后动能，国家人口集聚程度决定酒店连锁化率上限；2) 分价格带结构分化，终局状态下高端中端酒店赛道占比独大。
- **高端酒店竞争格局：高端酒店赛道集中度最高，2022 年 CR3 为 77%，**主要源自品牌稀缺性和龙头对优质品牌的垄断。高端酒店经营复杂度高，长期存活下来的高端品牌较为稀缺，又通过多次并购逐渐集中于酒店龙头手中。**高端酒店成长经验：重资产是高端酒店早期发展必由之路，而在轻资产化改革基础上，品牌并购和特许经营进一步打开未来成长空间。**万豪是最早成功进行轻资产化改革的高端酒店龙头，奠定后续并购及内生扩张良好根基。
- **中端酒店竞争格局：中端酒店赛道市场集中度较低，2022 年 CR3 为 49%。**品牌力差异度不高，建设门槛较低，行业房源分散玩家较多，消费者对体验又较为重视，导致中端酒店无法走类似高端酒店强品牌力的集中路线，也无法走经济型酒店的低成本扩张路线，集中度天花板相较其他细分赛道更低。**中端酒店成长经验：中端酒店前期发展依靠规模扩张，后期发展依靠精细化经营。**在中端酒店发展前期，规模拓展带来的品牌知名度提高是关键，后期通过精细化经营确保品牌旗下加盟酒店的盈利能力是关键。
- **中端与高端对比：业绩成长性角度，中端龙头不及高端龙头。**价：高端龙头受益更强品牌力，提价能力占优势。2002-2019 年，精选国际房价复合增速为 1.62%，低于美国 CPI 增速 2.09%，而万豪房价复合增速为 2.52%。量：中端市场集中度低，限制龙头国内扩张的天花板，而品牌又缺乏海外影响力，导致精选国际酒店数量长期增速不及万豪。**业绩稳定性角度，中端业绩稳定性更强，高端业绩弹性更大。**经济危机中，由于精选国际特许经营收入占比基本为 95%以上，而万豪特许经营收入占比不到 50%，导致精选国际的利润和收入表现相对万豪都更加稳定。**交易角度：周期底部布局能获得更好收益，高端龙头收益率表现更优。**酒店业绩恢复的确定性和周期下行业绩下滑的悲观预期，创造了较高收益率配置的时点。万豪更大的业绩波动性和更强的弹性，贡献了更好的收益率情况。

投资建议

中国酒店业连锁化率天花板低于美国，预计接近英德，仍有提升空间。遵循人口集聚程度决定连锁化率天花板的逻辑，剔除西部地区地广人稀的影响，考虑超大特大城市人口集聚情况的影响，中国的连锁化率天花板难以达到美国 70%多的水平，预计接近英德水平，在 45%-60%之间，当前中国连锁化率低于 30%，还有一定提升空间。

中国中端酒店份额有望继续扩大，精细化管理能力成为中端酒店未来经营关键。中国中端酒店占比距离美国还有空间。精细化管理能力是导致中端酒店未来分化的核心，酒店的均价、入住率情况是衡量中端酒店管理能力的较好观察指标。

海外高端品牌持续扩张，国内高端酒店值得关注。国内布局高端酒店赛道的企业较多，包括传统高端酒店鹰君、华天等，以及新入局的企业亚朵、锦江、华住等，需重点关注高端酒店品牌力的培育和轻资产化战略的效果。

风险提示

国别人口分布差异、消费习惯差异、市场竞争加剧风险、商誉减值风险



内容目录

一、兼具周期成长特征，孕育十年十倍巨头	6
1.1、酒店业周期性明显，受入住率和融资成本影响	6
1.2、行业周期轮动背后，结构升级带来成长性机会	8
1.2.1、趋势一：随着行业趋于成熟，连锁化率继续创出新高	8
1.2.2、趋势二：酒店业发展终局，中端/高端市场份额独大	9
二、万豪国际：专注高端市场，拥抱轻资产变革	11
2.1、专注高端市场，百年酒店巨头	11
2.2、经营模式变革，助力大象起舞	12
2.3、轻资产化改革的成功，是大象起舞的关键	14
2.4、品牌并购+特许经营，进一步打开成长空间	15
2.4.1、手段一：外延并购丰富品牌布局，打开国际市场空间	16
2.4.2、手段二：特许经营比例不断提高，门店规模持续扩张	16
2.5、利润表现：周期特征明显，改革驱动成长	17
2.6、美国高端酒店竞争的启示	19
2.6.1、重资产是高端酒店早期发展必由之路	19
2.6.2、轻资产化成功与否决定长期成长空间	19
2.6.3、品牌打造难度大，稀缺性铸就高壁垒	19
三、精选国际：专注中端连锁，精耕细作扩大规模	20
3.1、专注中端连锁，自带加盟基因	20
3.2、深耕特许经营，规模稳健成长	21
3.3、稳步成长背后：精细化管理+多品牌覆盖赋能	23
3.4、利润表现：利润表现稳定，成本结构简单	25
3.5、美国中端酒店竞争的启示	26
3.5.1、赛道特质导致品牌力和集中度相对较低	26
3.5.2、中端龙头普遍采用完全的特许经营模式	26
3.5.3、前期依靠规模扩张，后期依靠精细化经营	27
四、中高端龙头对比：适合周期底部布局，中高端各有优势	27
4.1、业绩成长性：高端龙头占优，发展天花板更高	27
4.2、业绩稳定性：中端稳定性强，高端弹性更大	28
4.3、交易层面：适合周期底部布局，高端龙头收益率更优	28
五、投资建议：中国酒店成长空间明显，关注中端及高端标的	29
5.1、中国酒店连锁化率天花板预计接近欧洲主要国家	29
5.2、参考美国经验，中端酒店份额扩大的确定性明显	30



5.3、精细化管理能力是导致中端酒店未来分化的核心要素	30
5.4、海外高端品牌持续扩张，国内高端酒店值得关注	31
六、风险提示	31

图表目录

图表 1：美国 GDP 增速（%）及新增酒店数量（家）	6
图表 2：美国 GDP 增速及酒店入住率变动情况（%）	7
图表 3：美国酒店新增客房数量及均价变动情况（%）	7
图表 4：酒店业周期四阶段划分	7
图表 5：美国酒店连锁化率水平及酒店数量增速（%）	8
图表 6：部分国家未评级酒店数量占比（%）	9
图表 7：美国、日本、欧洲酒店连锁化率（%）	9
图表 8：美国部分地区人口分布及密度情况	9
图表 9：日本部分地区人口分布及密度情况	9
图表 10：美国各酒店类型介绍	10
图表 11：美国不同类型酒店数量占比（%）	10
图表 12：美国不同类型酒店销售额占比（%）	10
图表 13：万豪、精选国际营业收入规模（百万美元）	11
图表 14：1998-2022 海外主要上市酒店公司股价（美元）	11
图表 15：万豪国际部分品牌及酒店示意图	11
图表 16：万豪国际发展历程	12
图表 17：酒店业四种运营方式区别	13
图表 18：各酒店运营方式下行周期表现	13
图表 19：万豪报表中的主要收入类型	13
图表 20：万豪国际收入结构变化（%）	14
图表 21：20 世纪 90 年代美国 REITs 繁荣的原因	14
图表 22：房地产投资信托基金 REITs 运作主要流程	15
图表 23：主要国际酒店上市公司固定资产比重（%）	15
图表 24：万豪国际折旧摊销/净利润比例（%）呈下降趋势	15
图表 25：万豪酒店数量（家）及增速（%）	16
图表 26：万豪海外酒店数量（家）	16
图表 27：万豪主要收购事件	16
图表 28：按照不同运营方式分类的酒店数量结构（%）	17
图表 29：按照不同运营方式分类的房间数量结构（%）	17



图表 30:	万豪 AverageDailyRate (平均房价美元/间)	17
图表 31:	万豪 RevPAR(每间客房可贡献收入美元)	17
图表 32:	万豪营业收入及成本 (百万美元)	18
图表 33:	万豪净利润 (百万美元)	18
图表 34:	万豪 ADR (客房单价) 及入住率 (%)	18
图表 35:	万豪营业利润率及净利率 (%)	18
图表 36:	万豪营业成本明细项目 (百万美元)	19
图表 37:	美国不同类型酒店 CR3 公司份额 (%)	20
图表 38:	精选国际部分品牌及酒店示意图	20
图表 39:	精选国际发展历程	21
图表 40:	精选国际收入类型解释	21
图表 41:	精选国际收入结构变化 (%)	22
图表 42:	精选国际酒店数量 (家) 及增速 (%)	22
图表 43:	精选国际特许经营费率及增速 (%)	22
图表 44:	精选国际主要品牌酒店数量 (家)	23
图表 45:	精选国际主要品牌客房平均单价 (美元/晚/间)	23
图表 46:	精选国际营业收入 (百万美元)	23
图表 47:	精选国际净利润 (百万美元)	23
图表 48:	精选国际的创新举措	23
图表 49:	美国中端和高端酒店数量对比 (家)	24
图表 50:	精选国际房间及设施的标准化设置	24
图表 51:	2022 年精选国际各品牌酒店数量 (家)	25
图表 52:	软品牌策略和硬品牌策略区别	25
图表 53:	精选国际的加盟商支持体系	25
图表 54:	精选国际营业利润率及净利率 (%)	26
图表 55:	精选国际营业成本明细项目 (百万美元)	26
图表 56:	精选国际销售和管理费用率 (%)	26
图表 57:	精选国际入住率 (%)、客房均价 (美元/晚/间) 和 RevPAR (美元/间)	26
图表 58:	2022 年精选国际特许经营类型收入占比情况 (%)	27
图表 59:	2022 年温德姆特许经营类型收入占比情况 (%)	27
图表 60:	2002-2019 年房间均价与 CPI 复合增速 (%)	27
图表 61:	2001-2015 年房间数复合增速 (%)	27
图表 62:	万豪、精选国际酒店数量年度增速对比 (%)	28
图表 63:	万豪、精选国际海外门店数量对比 (家)	28
图表 64:	万豪、精选国际营业利润 (百万美元)	28



图表 65: 万豪、精选国际特许经营收入占比 (%)	28
图表 66: 三年期持有绝对收益率变化 (%)	29
图表 67: 五年期持有绝对收益率变化 (%)	29
图表 68: 中国与个别国家酒店连锁化率比较 (%)	29
图表 69: 中国与可比国家人口密度数据 (人/平方公里)	29
图表 70: 中国各类型酒店客房数量占比 (%)	30
图表 71: 美国各类型酒店客房数量占比 (%)	30
图表 72: 中国中端酒店赛道市场份额 (%)	30
图表 73: 中国经济型酒店赛道市场份额 (%)	30
图表 74: 国内上市酒店公司旗下的高端品牌	31



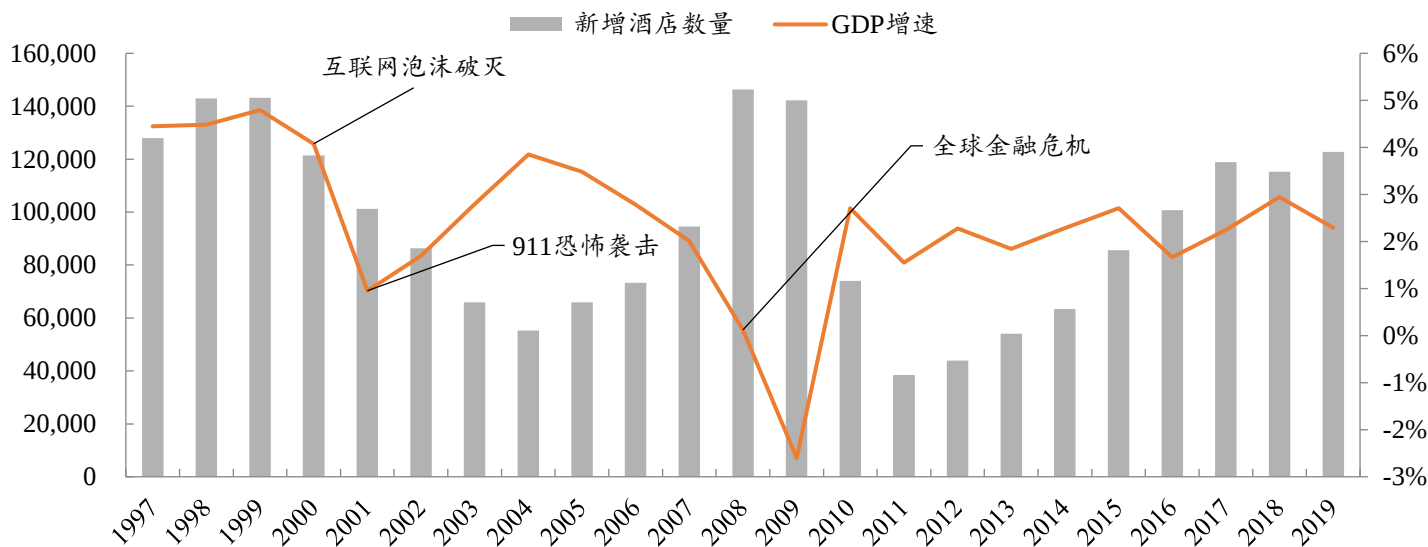
一、兼具周期成长特征，孕育十年十倍巨头

1.1、酒店业周期性明显，受入住率和融资成本影响

美国酒店业周期特征明显，受供需两端波动的共同影响，以新增酒店数量、GDP 增速指标进行刻画，自 1997 年到 2019 年期间大致经历了两轮完整周期：

- 第一轮（1997-2004）：上世纪 90 年代美国酒店业繁荣，GDP 增速维持在 4% 以上，强劲需求带动年新增酒店数量突破 12 万家。然而 2000 年前后，互联网泡沫破灭导致经济开始减速，酒店业扩张速度随之放缓，2001 年的 911 事件加剧负面冲击，行业景气进一步下滑。前期过剩的供给和悲观预期影响下，尽管美联储迅速降低利率提振需求，经济增速出现明显回升，但新开业酒店数依然继续下滑，2004 年相较高点出现腰斩。
- 第二轮（2005-2012）：2005-2006 年，美国经济从复苏到过热、次贷危机初露苗头，同期酒店业却再次繁荣，新开业酒店数量不断上升。2007 年秋季，随着次贷危机爆发美国经济增速快速下滑，2008 年触及 0.12% 的低点，酒店业随后也开始下滑直到 2011 年低点后重新回升。

图表1：美国 GDP 增速（%）及新增酒店数量（家）



来源：STR，精选国际公司年报，国金证券研究所

酒店业受经济周期影响，并且幅度较为剧烈。经济周期对酒店业的影响路径主要为：1) 入住率；2) 融资成本和市场预期。

■ 需求端：经济波动影响出行意愿，入住率同步反映需求

酒店业终端需求受经济周期直接影响，酒店入住率的拐点往往与 GDP 增速拐点同时出现。经济上行期，商务需求和休闲旅游需求增加，入住率上升；经济下行期，商务需求和休闲旅游需求迅速减少，入住率迅速下降。

■ 供给端：融资成本制约酒店扩张，市场预期也存在滞后

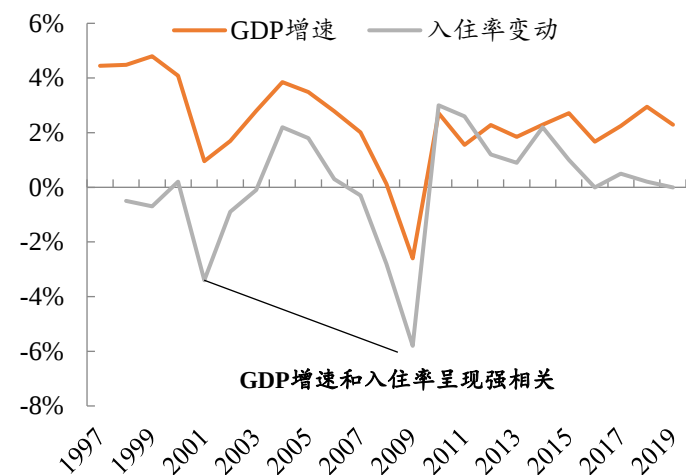
由于酒店项目的对外融资需求量大、建设周期长，融资成本和市场未来预期的变化往往会放大需求端的波动，出现供给错配。

经济上行期，信贷环境宽松、预期向好，酒店业主积极扩大建设，但乐观预期最终往往导致过度扩张，在经济增速放缓的滞胀期出现供给过剩。

经济下行期，信贷环境紧张、预期悲观，酒店业主寻求出售物业，尽管复苏期需求已经止跌回升也不愿扩张或无法快速增加供给，出现供给不足的问题。

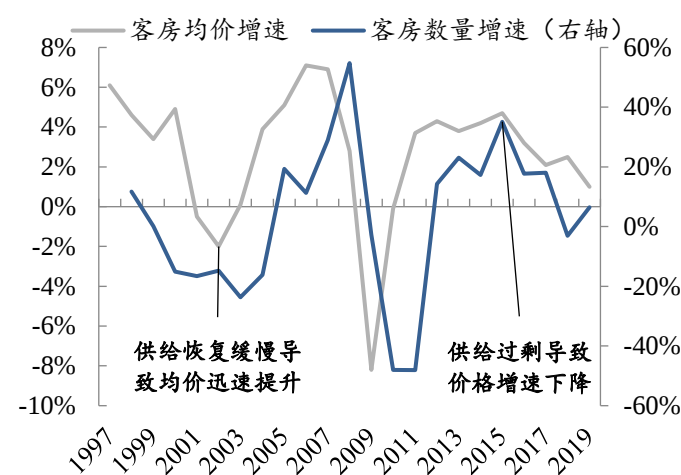


图表2: 美国 GDP 增速及酒店入住率变动情况 (%)



来源: STR, 精选国际公司年报, 国金证券研究所

图表3: 美国酒店新增客房数量及均价变动情况 (%)



来源: STR, 精选国际公司年报, 国金证券研究所 (此处客房数量为新增数,)

复盘来看, 美国酒店行业周期规律可以总结为以下四个依次出现的阶段:

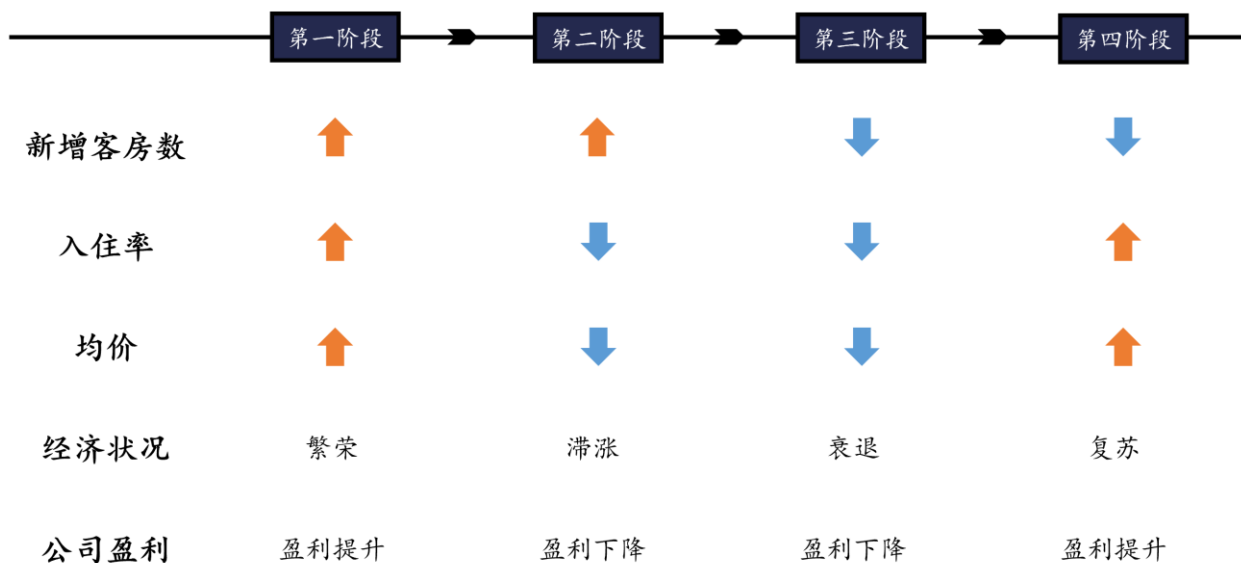
第一阶段: 经济繁荣, 融资环境宽松, 入住率、均价、新增客房数持续增加。经济上行期, 商务及休闲需求旺盛, 入住率和均价持续提高。依靠宽松的信贷政策, 酒店业主持续扩建酒店, 以满足大量的住宿需求。

第二阶段: 经济滞涨, 酒店业主未来预期过度乐观, 客房供给过剩, 入住率、均价下降。随着经济增速减缓, 酒店供应端增长超过需求端增长, 酒店入住率首先下滑, 接着出现价格竞争, 带动酒店均价开始下降。

第三阶段: 经济衰退, 融资环境紧张, 入住率、均价、新增客房数同时下降。经济进入下行期, 出行需求减少, 入住率首先下滑, 酒店因争夺消费者, 价格竞争加剧, 均价进一步下降。市场预期的下降叠加融资成本的上升, 抑制了酒店规模扩张。

第四阶段: 经济复苏, 融资环境好转, 客房供不应求, 入住率、均价持续增加。经济开始复苏后, 出行需求增长首先带动入住率的上升, 而客房供应量的恢复相对较慢, 导致入住率在经济复苏初期不断上升, 同时均价也大幅上涨。

图表4: 酒店业周期四阶段划分



来源: 国金证券研究所整理



1.2、行业周期轮动背后，结构升级带来成长性机会

1.2.1、趋势一：随着行业趋于成熟，连锁化率继续创出新高

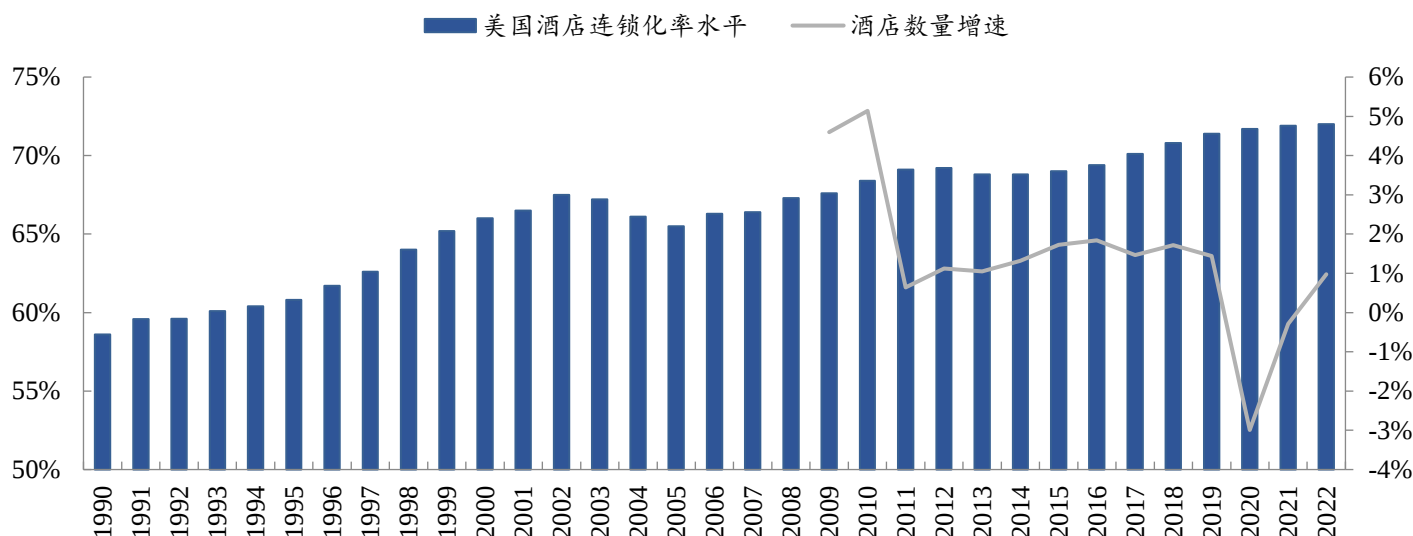
尽管 2000 年后美国酒店业总数趋于饱和，但连锁化率持续上升，并且在 2001、2008 年两次危机后都出现显著增加，龙头公司市占话语权增强。2000 至 2022 年，美国酒店连锁化率从 66% 提升至 72%，上升 6pct。

■ 连锁酒店相比独立酒店的优势，是推动连锁化率提高的动能

获客角度——连锁品牌影响力带来更强获客能力。酒店行业品牌众多、竞争激烈，同一区域内众多品牌酒店林立。在同等价位中，品牌的知名度极大地影响消费者的选择。独立酒店和小规模的连锁酒店由于盈利规模有限，营销费用及能力不足，而大型连锁酒店受益于品牌方统一的大范围营销活动，在品牌推广方面占据明显优势。尤其在经济低迷时期，独立酒店和表现不佳的小规模连锁酒店更加倾向于加入更成熟的大型连锁体系来帮助自己。

成本角度——连锁体系规模化赋予酒店业主更高议价能力。连锁品牌酒店普遍采取统一的供应商合作供货，对于酒店业主来说，可通过连锁体系的统一供货系统进一步压低供应成本，降低酒店营运成本、提高盈利水平。尤其在经济低迷期，大型连锁酒店抵抗行业价格战的能力相对独立酒店和小规模连锁酒店更强。

图表5：美国酒店连锁化率水平及酒店数量增速（%）



来源：STR，Euromonitor，国金证券研究所

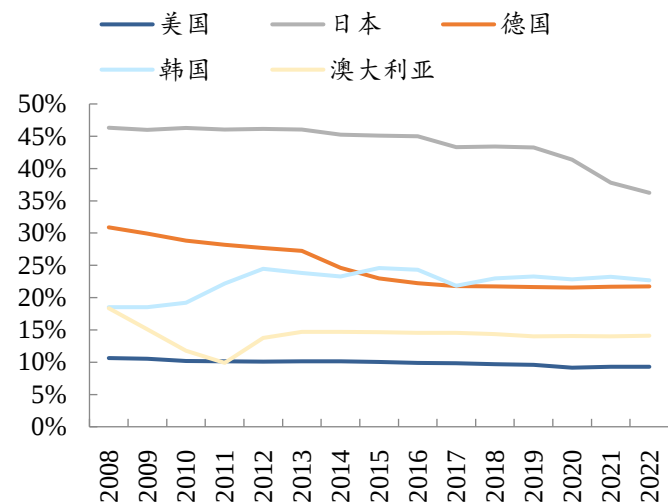
■ 人口集聚程度决定酒店连锁化率的上限

未评级酒店数量占比，可以反映国家的酒店连锁化率情况。相比独立酒店，连锁酒店通常更倾向于参与酒店评级，因此未评级酒店数量可以侧面反映出一个国家独立酒店的占比情况。未评级酒店数量越高，对应国家的酒店连锁化率相对越低。

主要国家中，美国未评级酒店数量占比最低，连锁化率最高，而日本未评级酒店数量占比最高，其连锁化率最低。我们选取了世界不同地区的几个主要国家进行比较，未评级酒店数量占比最高的是日本，最低的是澳大利亚和美国，韩国和德国居中。

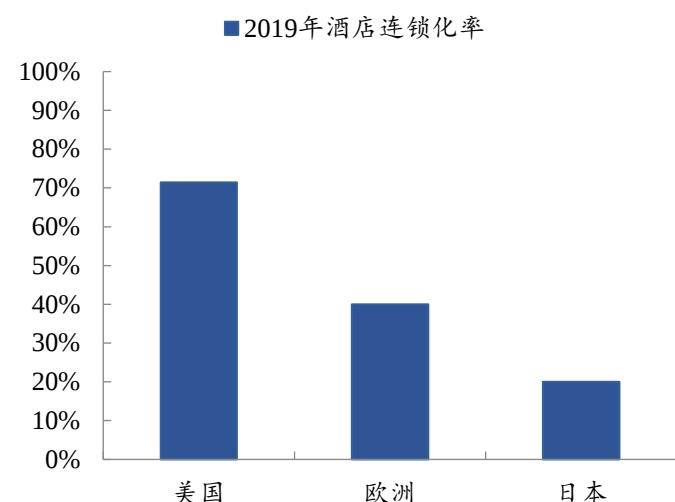


图表6: 部分国家未评级酒店数量占比 (%)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表7: 美国、日本、欧洲酒店连锁化率 (%)

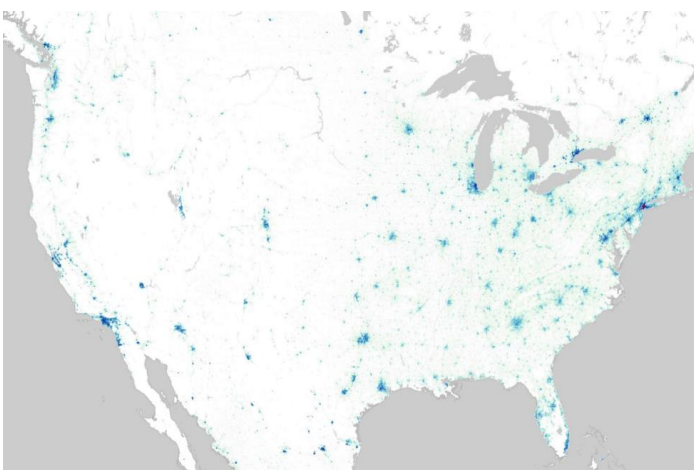


来源: STR, Statista, 国金证券研究所

人口集聚程度影响连锁化率的路径: 人口大规模聚集地区→独立酒店获客难度降低+消费者多样化需求更强→独立酒店容易成长→连锁化率天花板偏低。独立酒店的生存难度决定了一个地区的连锁化率天花板, 独立酒店容易生存的地区连锁化率相对较低, 反之连锁化率相对较高。独立酒店的优势在于特色化, 但劣势在于品牌传播度低。

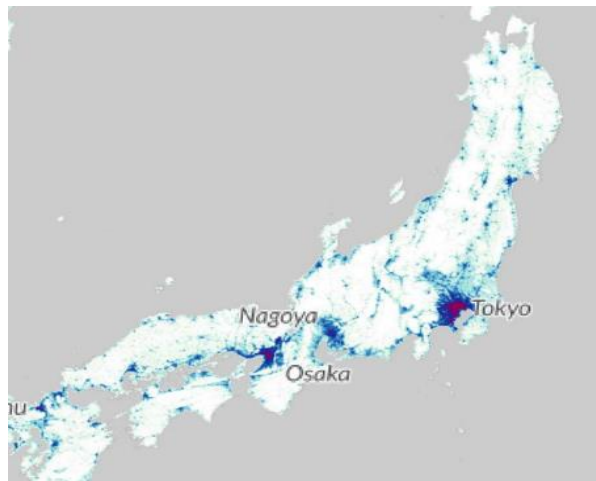
人口稀少地区的酒店通常会选择加入连锁体系来提高知名度, 因此美国酒店连锁化率相对较高。而在以日本为例的高人口密度地带, 人流量密集、获客难度较低, 且多样化的需求绝对量更多, 独立酒店相对更容易生存。

图表8: 美国部分地区人口分布及密度情况



来源: GHSL, 国金证券研究所 (颜色越深代表人口密度越高)

图表9: 日本部分地区人口分布及密度情况



来源: GHSL, 国金证券研究所 (颜色越深代表人口密度越高)

1.2.2、趋势二: 酒店业发展终局, 中端/高端市场份额独大

除了连锁化率的不断提升, 酒店行业平均客单价也随着美国居民收入增长同步提升, 进一步促进酒店业龙头的利润成长。以较为成熟的美国市场作为酒店业发展终局参考, 中、高端酒店市场份额独大。2022 年, 美国中端、高端酒店销售额占比分别达到 44%、34%, 占据市场主导地位。

美国酒店按照价格带划分为不同类型, 其区位特点、客户偏好、服务范围各有不同。价格最低的经济型酒店, 注重便利性和经济性, 多开在交通便利地区, 且提供的服务仅有住宿和餐食。中端型在经济型基础上, 增加了对于住宿体验感的要素, 价格也有所提高。中端偏上到高端型酒店, 消费者对于品牌和服务重视程度相对更高, 且酒店开始提供除基础



服务以外的其他服务。而超高端以及豪华型酒店,客房面积上限较高,所在区位最为核心,客户对于私密性和专业性的要求较高,酒店会提供多样的定制化服务。

图表10: 美国各酒店类型介绍

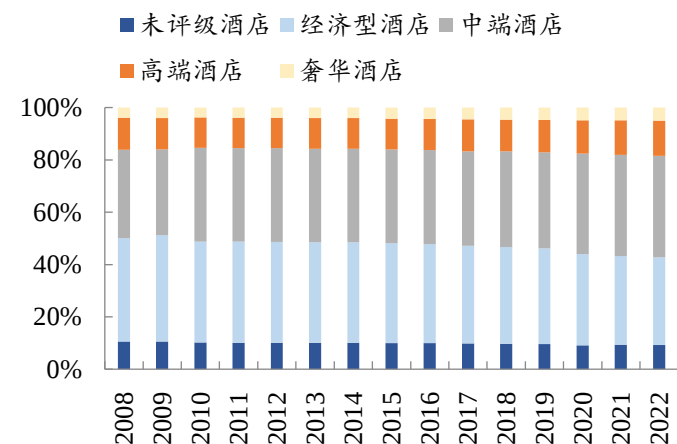
酒店等级	房间面积(平方米)	价格段位	星级	所在区位	客户偏好	服务范围
豪华型	33-56 及以上	1%-15%	五星级	商业核心区/自然景观核心区	品牌、专业性、私密性	可提供定制化服务
超高端	33-56 及以上	15%-30%	五星级			可提供定制化服务
高端型	33-56	30%-60%	四星级	商业核心区/自然景观区	品牌、体验感、服务质量	可提供定制化服务
中端偏上	33-56	30%-60%	四星级			住宿+餐食+会议
中端型	23-33	60%-80%	三星级	交通枢纽/城市商业区	便利性、经济性、体验感	住宿+餐食
经济型	14-19	80%-100%	一/二星级	交通枢纽/城市商业区/商业公寓楼	便利性、经济性	住宿+餐食

来源: STR, SiteMinder, 国金证券研究所整理

依据不同酒店类型拆分美国市场结构,可以观察到:

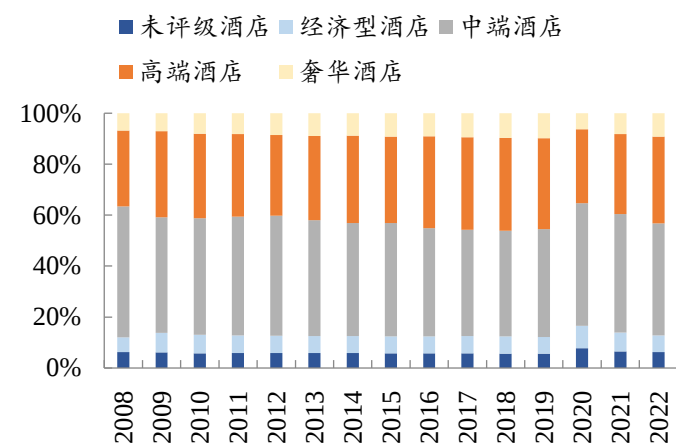
- **酒店数量角度:** 经济型酒店和中端酒店合计数量占比超过 70%。高端和奢华酒店占地面积更大,一般聚集在市中心或者度假区的位置,对区位和建筑物业水平的要求相对较高,总体数量占比不到 20%。而经济型酒店、中端酒店对区位、地产物业的要求相对较低,更易全国拓展,总体数量占比很高。
- **酒店销售额角度:** 中端酒店占比超过 45%, 高端酒店占比超过 30%。酒店数量占比最高的经济型酒店,由于酒店单价偏低,销售额占比较低,仅 8%左右。中端酒店得益于较多的酒店数量和较高的价格,占据了酒店业整体销售额的 50%多。而高端酒店得益于高定价,销售额占比超过 30%。

图表11: 美国不同类型酒店数量占比 (%)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表12: 美国不同类型酒店销售额占比 (%)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

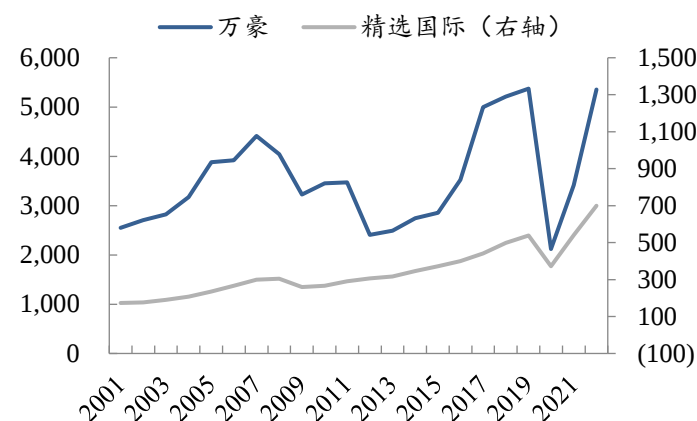
综上,酒店行业在周期轮动中同样有连锁化率提升、中高端市场扩容的长线趋势,龙头公司扩张优势明显,最终孕育出了依靠强品牌和轻资产战略制胜高端酒店市场的万豪国际 (MAR. O) 和深耕特许经营的中端酒店龙头精选国际 (CHH. N)。

2008-2018 年,伴随着酒店行业景气周期回归和公司自身成长性显现,万豪国际涨幅 1319% 跻身十年十倍股,同期精选国际酒店也有 630% 的最大区间涨幅。二者的营收体量、经营模式、成长路径均有显著差别,但在各自领域都获得了显著成功。

通过复盘和比较两家龙头公司的发展历程,有助于我们借鉴美国酒店业的成熟经验,总结出普适性的行业发展规律,把握中国酒店业未来投资机会。

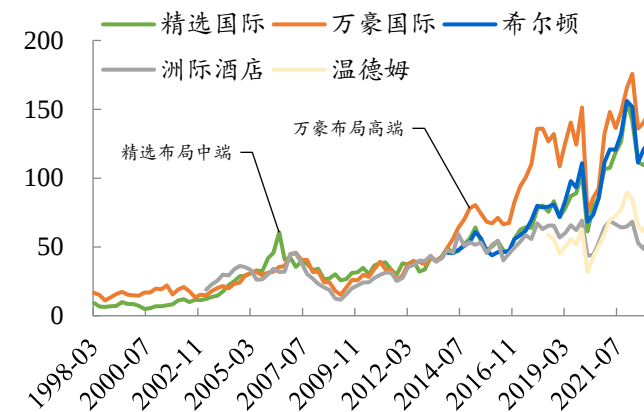


图表13: 万豪、精选国际营业收入规模 (百万美元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所 (营业收入中扣除了属于费用报销性质的部分, 以反映真实的营业收入)

图表14: 1998-2022 海外主要上市酒店公司股份 (美元)



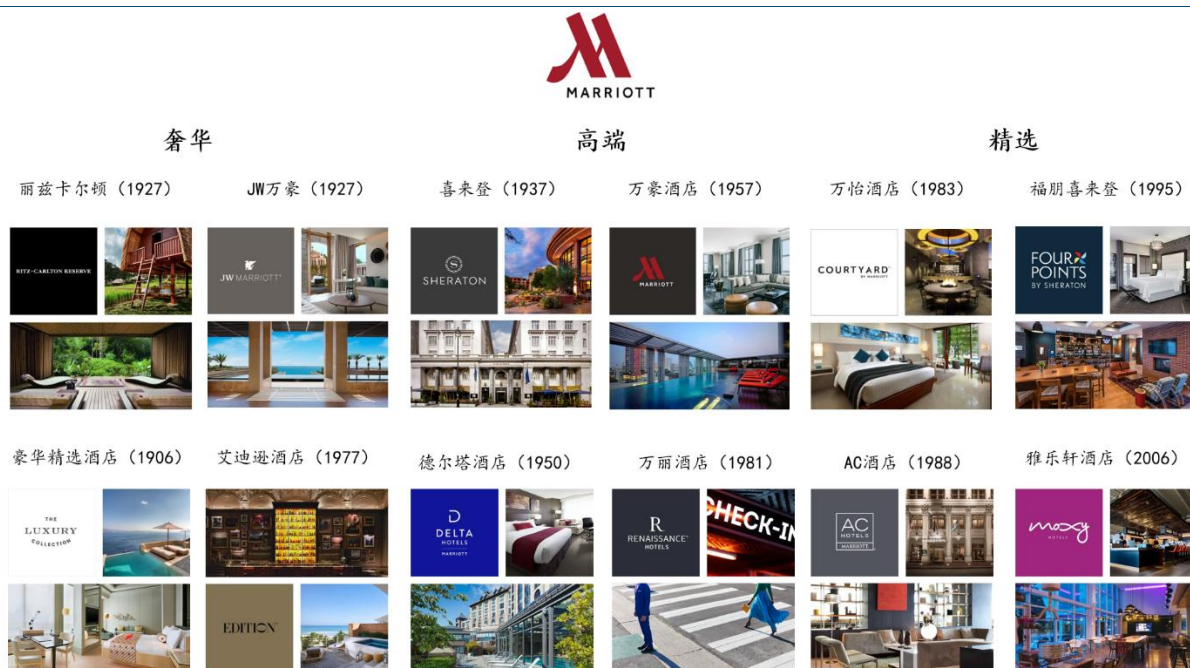
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

二、万豪国际: 专注高端市场, 拥抱轻资产变革

2.1、专注高端市场, 百年酒店巨头

万豪旗下品牌主打高端和奢华定位, 同时布局精选酒店, 旗下拥有众多历史悠久的品牌。
1) 经典奢华包括丽思卡尔顿、瑞吉和 JW 万豪, 主打奢华体验。2) 经典高端包括万豪酒店、喜来登等。3) 特色高端包括艾美等, 主打特色设计和精选美食。4) 精选品牌包括经典的万怡酒店和特色的 AC 酒店。其中, 里兹卡尔顿和 JW 万豪均成立于 1927 年, 豪华精选和喜来登分别成立于 1906 年和 1937 年, 均为具备深厚历史沉淀的高端酒店品牌。

图表15: 万豪国际部分品牌及酒店示意图



来源: 万豪公司官网, 国金证券研究所 (注: 标注年份为品牌创立时间)



百年历史积淀，自建酒店起步，经历轻资产变革，收购赋能铸就高端龙头：

- 1) **1927-1960：餐饮业务起步，着手连锁经营。**万豪最早由汽水店起家，在餐饮领域积累连锁化经营经验后成立第一家汽车旅馆，1957 年开始进军酒店业。
- 2) **1960-1990：业务持续扩张，探索国际市场。**期间公司快速扩张酒店规模，持续推出新住宿品牌，1969 年布局墨西哥开始国际化，期间也曾探索餐饮、主题乐园、邮轮等业务。
- 3) **1990-2000：轻资产化改革，危局扭转乾坤。**90 年代公司合理分拆酒店资产、调整业务范围以应石油危机、债务危机和金融危机等困境，确定轻资产化改革方向，1998 年实现酒店运营管理业务上市。
- 4) **2000-2020：加速并购扩张，问鼎全球龙头。**内生+外延推进国际化扩张，多次并购豪华酒店业务，2016 年收购喜达屋后成全球最大酒店集团。
- 5) **2020 至今：降本增效、延续轻资产模式。**通过重组房地产、减少现金支出、保持轻资产商业模式以应对疫情。

图表16：万豪国际发展历程



来源：万豪公司年报，国金证券研究所

2.2、经营模式变革，助力大象起舞

■ 酒店业有四种经营模式，不同类型各有优劣

四种主流经营模式灵活组合塑造酒店业务结构。酒店企业的运营类型主要分为四类：1) 自建并完全拥有酒店；2) 租赁酒店进行管理；3) 仅提供酒店管理服务；4) 特许经营。这四类运营方式的灵活组合，形成了市场上不同的酒店企业业务结构。

不同类型的经营方式各有优劣。1) 通过自建酒店，拥有酒店所有权的方式，其优点在于对酒店区位选择、设计装修等的完全控制，适合于在未开发的地点拓展酒店业务，或者建造豪华级、特色化的酒店。其缺点在于财务杠杆水平较高，资产较重，拓展新门店时成本高，速度慢。2) 依靠从酒店开发商处租赁酒店，并对其进行管理，其各项指标相对适中。3) 仅提供酒店管理的服，资本需求少，酒店区位及设计等因素的选择权少，主要侧重于管理质量。4) 依靠特许经营，对加盟商进行品牌授权和培训，不参与酒店管理，其财务杠杆水平最低，对酒店的控制程度最弱，但酒店数量的拓展难度最低。


图表17：酒店业四种运营方式区别

收入类型	是否自建酒店	是否直接管理酒店	财务杠杆水平	酒店拓展资本需求	对酒店单体的控制程度
拥有酒店所有权	是	是	高	高（需自建酒店）	强（自定义酒店区位/设计）
租赁酒店+管理	否	是	中	适中（需增加人员、物料）	适中（从酒店开发商处租赁酒店）
仅管理	否	是	低	适中（需增加人员）	低（对酒店区位设计控制权低）
依靠特许经营	否	否	低	低（仅需授权、培训）	弱

来源：国金证券研究所整理

■ 业务组合结构，决定了在行业周期中的表现

在周期下行阶段，拥有酒店所有权的模式，由于其固定成本高，在收入和入住率受冲击情况下，成本变动不大，从而导致利润率会大幅下滑，同时由于高负债高利息，往往面临流动性不足的问题。

租赁酒店+管理的模式，和仅管理的模式，其成本端相差不大，拥有一定的下降空间（裁员+降本+暂停营业），因此其利润率下滑不及第一种模式明显。

依靠特许经营的模式，在下行周期受影响最小，由于特许经营的边际成本非常小，因此加盟店收入的变动，主要影响酒店品牌方的收入增速，对利润率的影响较小，因此其利润率相对更加稳定。而且下行周期，往往是品牌方扩大特许经营范围的较好时机，因为独立酒店在下行期偏向寻求连锁体系保护。

图表18：各酒店运营方式下行周期表现

收入类型	周期影响程度	下行周期中的表现		
		成本端	收入端	利润率
拥有酒店所有权	大	固定成本高，成本下降空间小	已有门店收入下降，新增门店拓展停滞	下降幅度大
租赁酒店+管理	适中	主要为人员和维护成本，下降空间适中	已有门店收入下降，新增门店拓展减速	下降幅度适中
仅管理	适中	主要为人员成本，成本下降空间适中	已有门店收入下降，新增门店拓展减速	下降幅度适中
依靠特许经营	小	成本低且稳定	已有门店收入下降，新增门店速度较快 (独立酒店下降周期寻求连锁保护)	稳定

来源：国金证券研究所整理

■ 万豪运营模式变更，90年代末开始逐步轻资产化

万豪的运营模式，经历了从早期拥有大量自有酒店，向提供管理服务和特许经营模式的轻资产模式转型。万豪在1998年上市之前拥有大量自有酒店物业，后通过剥离地产，完成轻资产化的首次转型。

图表19：万豪报表中的主要收入类型

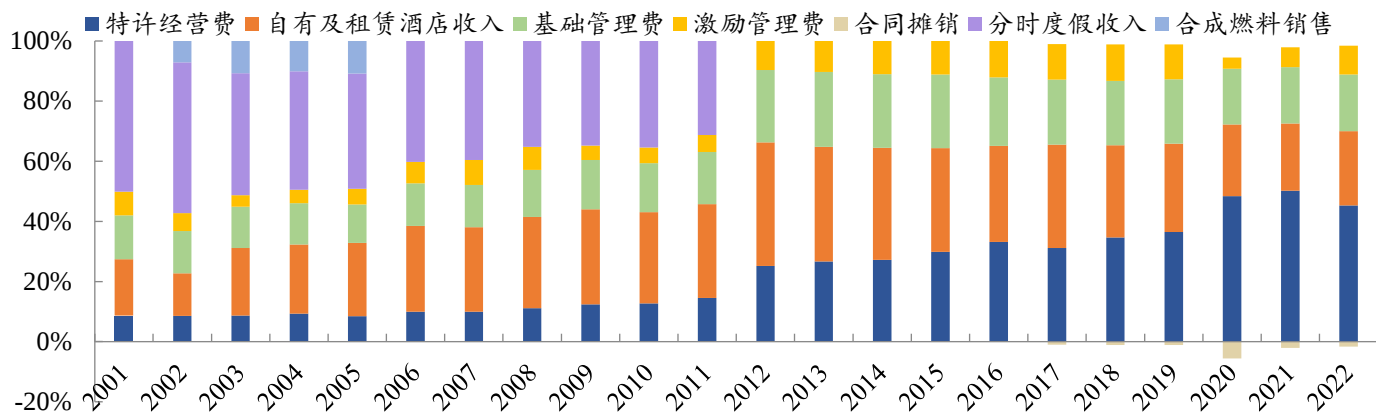
英文名称	中文名称	对应酒店类型	服务内容	收费方式
Franchise Fees	特许经营费	特许经营酒店	提供品牌许可和管理支持培训	基于房间总收入的一定比例
Owned, Leased, Corporate Housing & Other	自有及租赁酒店收入	自有/租赁酒店	在自有/租赁酒店为宾客提供住宿服务	自有酒店经营收入
Base Management Fees	基础管理费	负责管理的酒店	提供酒店管理服务	被管理酒店收入*固定比例
Incentive Management Fees	激励管理费	负责管理的酒店	提供酒店管理服务	被管理酒店利润*固定比例
Contract Investment Amortization	成本补偿	特许经营/负责管理的酒店	负责市场运营及酒店预订等服务	不属于收入，品牌方先从加盟商拿到预付款，可报销实际发生的部分运营成本
Timeshare Sales and Services	分时度假收入	度假村酒店	使用权分时段卖给多人签订长期合约	一次性收取房客未来若干年的住宿费用

来源：万豪公司年报，国金证券研究所（分时度假业务于2011年分拆独立上市，代码VAC；成本补偿虽然在报表的收入科目列示，但本质上属于费用报销，不属于真实收入，因此在计算相关收入指标时，需将其剔除）



2001 年，万豪国际特许经营收入占比仅为 9%，此后不断提升，2019 年占比达到 37%，疫情期间由于其他收入类型的疲软，其占比继续上升至 2022 年的 47%。而管理费收入（包含基础管理费+激励管理费）占比从 2001 年的 23% 上升至 2019 年的 34%，疫情期间受影响，占比下滑到 2022 年的 29%。

图表20：万豪国际收入结构变化（%）



来源：Bloomberg，万豪公司年报，国金证券研究所（分时度假业务于 2011 年分拆独立上市，代码 VAC；成本补偿虽然在报表收入科目列示，但本质上属于费用报销，不属于真实收入，因此在计算收入结构时，将其剔除）

2.3、轻资产化改革的成功，是大象起舞的关键

■ 万豪轻资产化变革的原因

流动性不佳和拓展效率过低，是轻资产化改革的两大主要原因。由于原有的自建酒店模式，随着业务的持续拓展，公司拥有的地产数量越来越多，而地产建设需要依靠对外融资，因此财务杠杆水平越来越高。重资产、高负债的模式，不仅耗用了更多的现金，增加了企业的流动性风险，导致较低的资产收益率，并且长期来看，限制了万豪进一步的酒店业务拓展空间。

■ 万豪变革的契机——20 世纪 90 年代 REITs 的繁荣

1990 年代美国 REITs 繁荣，带给万豪变革的时代机遇。REITs 虽早在 20 世纪 60 年代就 在美国被创造出来，但直到 20 世纪 90 年代才迎来繁荣时期，时代背景在于：1) 税收改革赋予 REITs 税收优惠地位；2) 90 年代房地产持续上涨，资产增值明显，REITs 收益情况好转；3) 90 年代投资者对地产投资需求旺盛，REITs 工具提供更便捷投资途径；4) REITs 模式可投类型进一步拓展；5) 前期持续的投资者教育，扩大了 REITs 知名度。

图表21：20 世纪 90 年代美国 REITs 繁荣的原因

序号	原因	具体内容
1	税收改革	1986 年税改改革法案，明确 REITs 地位并调整税收优惠，降低相关公司税收负担，吸引更多投资者
2	投资需求	20 世纪 90 年代经济繁荣，投资者对房地产需求高涨，REITs 作为便捷投资房地产的基金类型受到追捧
3	房地产市场高涨	20 世纪 90 年代，房地产经历上涨周期，资产价值大幅上涨，REITs 净资产值大幅增长
4	可投资类型增加	在 20 世纪 90 年代，REITs 扩展到更多地产项目，如办公楼、购物中心等
5	投资者教育	市场对 REITs 了解程度提高

来源：国金证券研究所整理

■ 万豪轻资产化变革的流程

REITs 通过五个主要流程，盘活不动产，带给企业现金流。建立 REITs 基金，首先需要向投资者发行收益凭证，募集资金后进行资产采购，购买商业地产、酒店等不动产，将不同类型的不动产打包形成资产组合，达到分散风险的目的。基金的收入来源主要分为两部分，包括出租收入以及在不动产增值后的出售收入。基金获取的收入，按照美国法律规定，需



将 90% 以上分配给基金持有人，通常以股息支付。

万豪通过资产分拆，将酒店资产和管理业务成功分离。早期万豪通过大规模自建自营酒店进行扩张、抢占市场，这一模式在 80 年代石油危机利率暴涨及房地产税收减免优势退坡时弊端尽显。在公司资金链紧张、债务危机严重的背景下，万豪采用 REITs 策略，于 1993 年由母公司 Host Marriott 专门持有酒店公寓等资产，并发行 REITs 产品，通过租金收益和资产增值创收。原酒店经营业务全部注入单独的子公司 Marriott International 并且独立上市，专注于万豪连锁酒店的管理经营。此后万豪在发展过程中，坚持轻资产战略，不断降低重资产占比。

图表22：房地产投资信托基金 REITs 运作主要流程

序号	流程	具体内容
1	发行收益凭证	发行收益凭证，募集资金
2	资产采购	购买商业地产、办公楼、酒店等不动产
3	建立不动产基金	构建覆盖多样化不动产的基金资产组合，分散风险
4	收入来源	通过出租或出售增值不动产获得收入
5	收入分配	依据美国法律规定，REITs 必须将净收入 90% 以上分配给基金持有人，以股息支付。

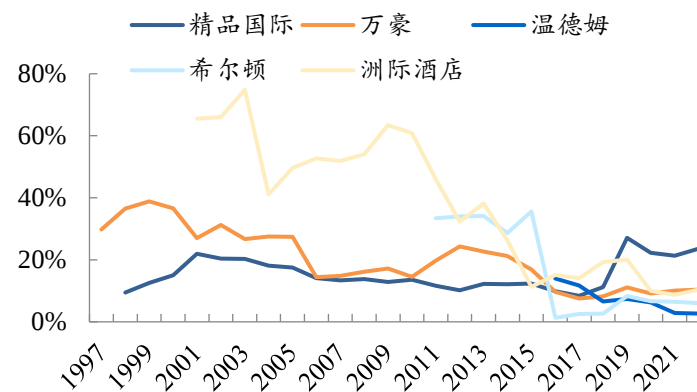
来源：国金证券研究所整理

■ 轻资产化变革的效果——固定资产和折旧费占比下降

从财务角度来看，持续的轻资产化措施产生了明显效果。万豪除了在上市前进行重大轻资产化改革后，后续年度也在不断地将新建或收购的酒店通过 REITs 方式进行分拆。从利润表现来看，万豪的固定资产占比从 1998 年的 36% 下降至 2022 年的 10%，相应的折旧摊销占净利润的比重，从 1998 年的 36% 下降至疫情前 2018 年的 15%，折旧费对净利润造成的压力逐步减小。

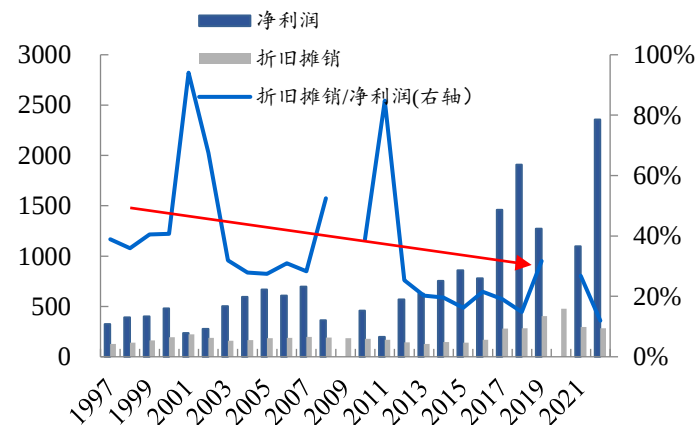
从流动性角度看，由于万豪经营模式从自建酒店逐步转向租赁地产投资商建造好的酒店，避免了自建酒店所带来的有息负债压力，在面对下一次周期下行时，流动性压力显著减小，抗风险能力进一步增强。

图表23：主要国际酒店上市公司固定资产比重 (%)



来源：Bloomberg，公司年报，国金证券研究所（固定资产比重=固定资产净值/总资产）

图表24：万豪国际折旧摊销/净利润比例 (%) 呈下降趋势



来源：Bloomberg，国金证券研究所（三次危机期间，由于净利润下滑明显，导致折旧摊销费用占比升高。08 年和 20 年净利润大幅下滑年份数据未在图中列示）

2.4、品牌并购+特许经营，进一步打开成长空间

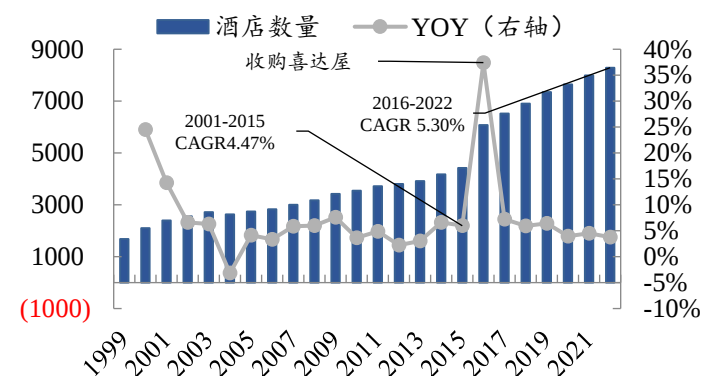
轻资产化的模式释放了更多的现金流，同时降低了酒店拓展的资本需求。在此基础之上，万豪依靠原有的强品牌力，通过外延收购其他品牌，并且扩大特许经营规模，使得公司增长潜力显著释放。

从酒店数量上可以看到，轻资产化改革后万豪重拾扩张，上市后万豪酒店数量拓展经历三个阶段：



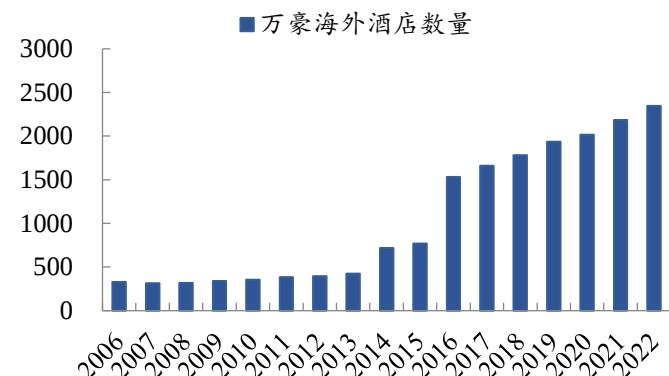
- 第一阶段，90年代中后期，酒店行业的高速发展期，连锁化率迅速提升，万豪酒店数量增速达到15%以上，主要以自营门店为主。
- 第二阶段，行业连锁化率提升速度放缓，2001-2015年，万豪酒店数量复合增速降为4.47%。
- 第三阶段，2016年万豪收购喜达屋集团，酒店数量新增37%，房间数新增57%，主要来自于原有喜达屋酒店数量的增加。2016-2022年，喜达屋收购加速了万豪国际化速度，酒店数量复合增速达到5.30%，超过并购前的拓店速度。

图表25：万豪酒店数量（家）及增速（%）



来源：Bloomberg，万豪公司年报，国金证券研究所

图表26：万豪海外酒店数量（家）

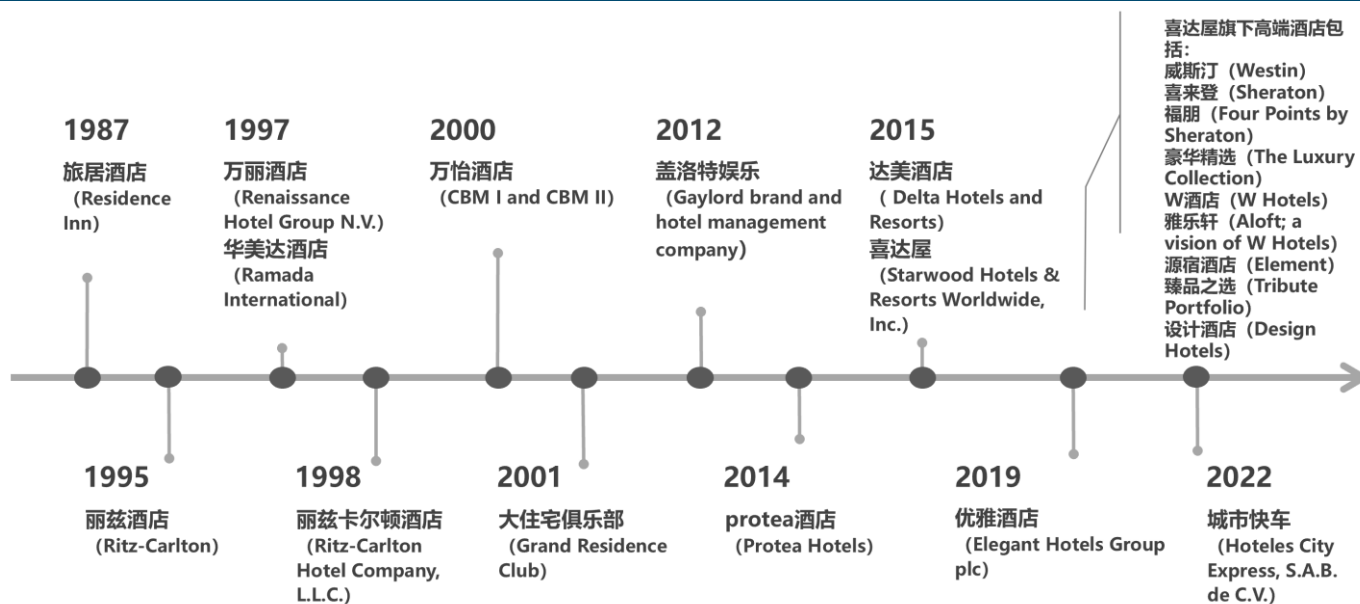


来源：Bloomberg，万豪公司年报，国金证券研究所

2.4.1、手段一：外延并购丰富品牌布局，打开国际市场空间

万豪通过多次品牌收购，尤其是对喜达屋集团的重大收购，不断丰富品牌布局，打开了在全球进一步扩张的空间。高端酒店的行业属性决定了培养一个成熟高端品牌的难度较高，所需时间较长。为了通过新的品牌拓展新的地区或者客户群体，收购成为更便捷的拓展品牌途径。万豪经历多次不同规模的收购，品牌布局不断完善，尤其是国际化布局较成熟的喜达屋集团的加入，显著加快了万豪国际化的进度。

图表27：万豪主要收购事件



来源：万豪公司年报，国金证券研究所

2.4.2、手段二：特许经营比例不断提高，门店规模持续扩张

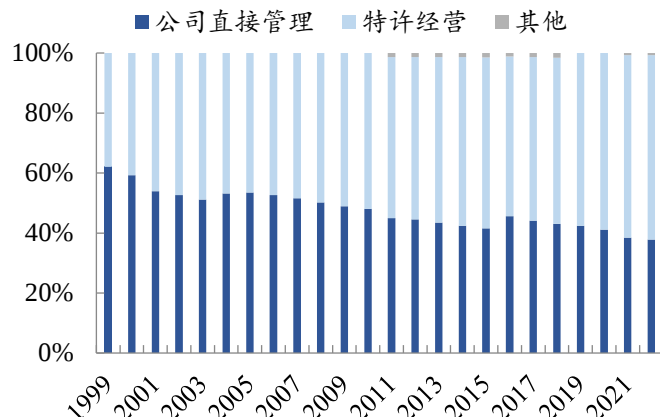
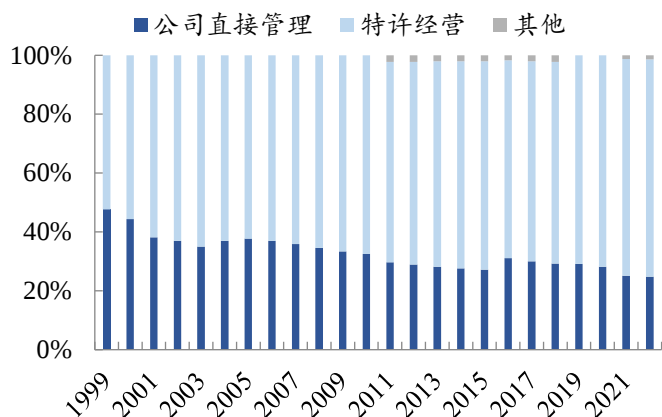
特许经营方式也是万豪重要的扩张方式，业务占比不断上升。从酒店数量结构上看，1999至2022年特许经营模式门店占比从52%上升至74%。由于特许经营酒店以精选类品牌为主，单体面积小、房间数量少，从房间数可以更真实反映结构变化。1999至2022年，万豪直



接管理的客房数量从 62%下降至 37%，同样出现明显下滑。

图表28：按照不同运营方式分类的酒店数量结构（%）

图表29：按照不同运营方式分类的房间数量结构（%）



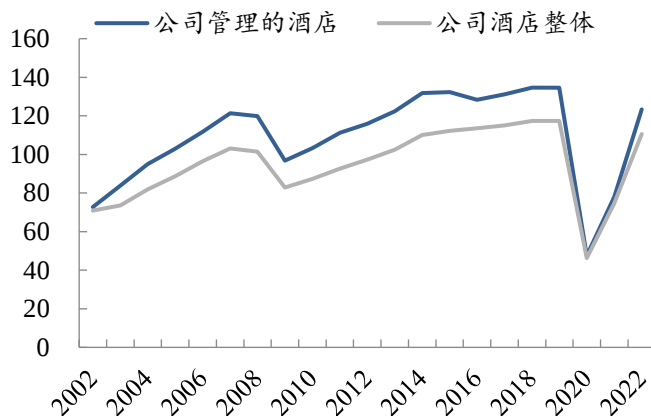
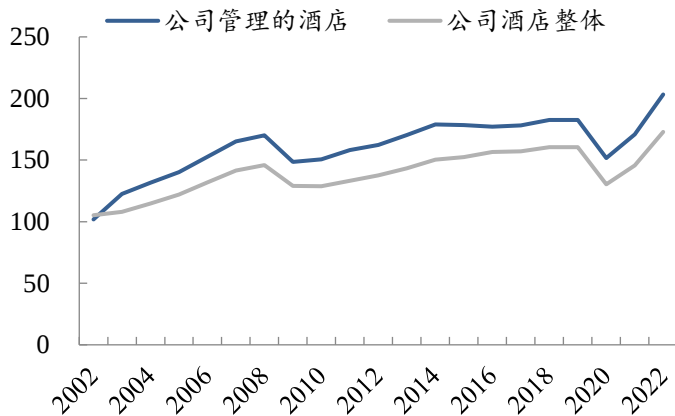
来源：Bloomberg，万豪公司年报，国金证券研究所（公司直接管理的部分，包含公司自有、租赁酒店，以及公司仅提供管理服务的酒店）

来源：Bloomberg，万豪公司年报，国金证券研究所（公司直接管理的部分，包含公司自有、租赁酒店，以及公司仅提供管理服务的酒店）

万豪对房价相对更高的重要酒店仍然进行直接管理。年报数据显示直接管理的酒店房价更高，特许经营的酒店房价相对更低。历史上，万豪直接管理的酒店平均房价，高过公司整体酒店平均房价的 15%-20%的水平，相应每间客房 RevPAR 也更高。侧面反映出，万豪旗下具备更高定价能力的核心酒店，并未采取特许经营模式。采取特许经营的酒店一般为容易标准化，管理难度相对较低，且相对房价较低的旗下品牌。

图表30：万豪 AverageDailyRate（平均房价美元/间）

图表31：万豪 RevPAR（每间客房可贡献收入美元）



来源：Bloomberg，万豪公司年报，国金证券研究所

来源：Bloomberg，万豪公司年报，国金证券研究所

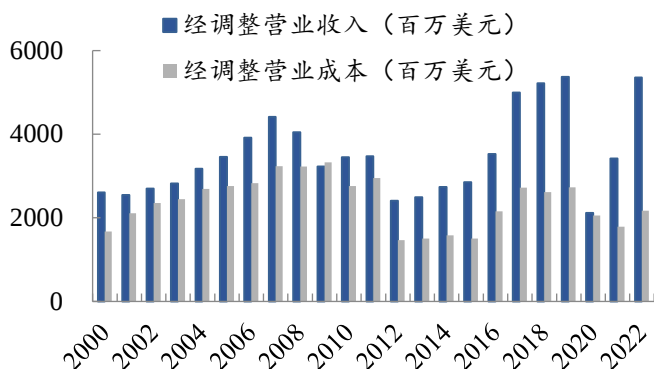
2.5、利润表现：周期特征明显，改革驱动成长

由于酒店行业整体周期性明显，万豪受行业景气波动影响，经营业绩、利润率都会呈现周期性波动。但受益于万豪 90 年代末轻资产战略的成功、90 年代后特许经营模式的推行，以及重大的品牌并购等多次重大变革，公司业绩稳定性和利润水平不断增强。

以 2012 年为分界点，公司盈利成长性开始凸显，经营利润率中枢区间从 15-20%提升至 35-40%，净利润也开始呈现稳步上涨。



图表32: 万豪营业收入及成本 (百万美元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所 (营业收入及营业成本中, 均扣除了报销费用性质的成本补偿内容; 营业成本指代报表中的 OPERATING COSTS AND EXPENSES)

图表33: 万豪净利润 (百万美元)



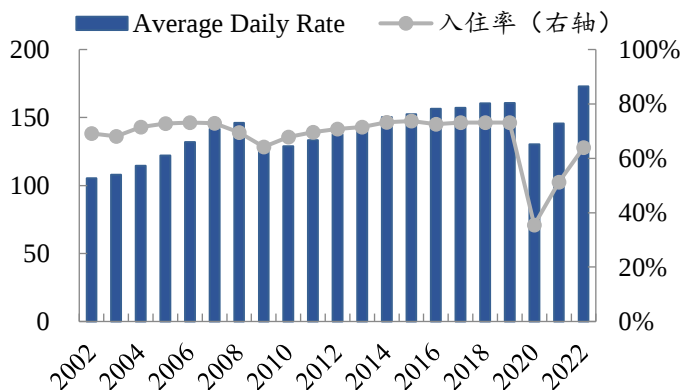
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

■ 行业属性影响, 万豪业绩呈现周期性特点

在酒店业上行周期, 营收增长由客房均价 (ADR) 和房间数增长共同驱动, 利润率增长主要由房价增长驱动。酒店业上升周期, 由于需求好转先于供给好转, 供给不足使得酒店有提价机会, 酒店均价、入住率持续上升, 量价齐升带动业绩向好。典型案例如 2001-2004 年期间, 住宿需求好转而新增供给尚未跟上, 期间万豪营业收入 CAGR4 为 6.7%、净利润 CAGR4 为 26.1%, 净利率从 9.3% 回升至 18.8%。

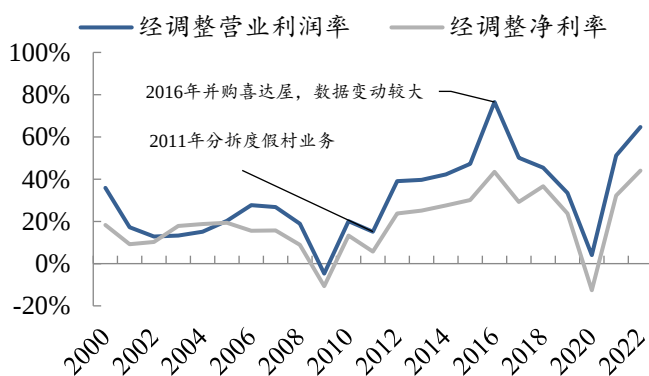
在酒店业下行周期, 入住率下滑使得营收明显下降, 而固定成本降幅远小于收入, 导致利润率迅速恶化。典型案例如次贷危机爆发后的 2007-2009 年, 入住率由 73% 下滑至 64%。同期万豪营业收入 CAGR2 为 -8.4%, 而净利润从 7.0 亿美元大幅下滑至 -3.5 亿美元, 利润段波动远大于收入端, 经营利润率从 27% 下降至 -5%。

图表34: 万豪 ADR (客房单价) 及入住率 (%)



来源: Bloomberg, 万豪公司年报, 国金证券研究所

图表35: 万豪营业利润率及净利率 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所 (收入成本中, 均剔除了报销费用性质的成本补偿, 以体现真实的盈利能力, 营业利润指代报表中的 operating profit)

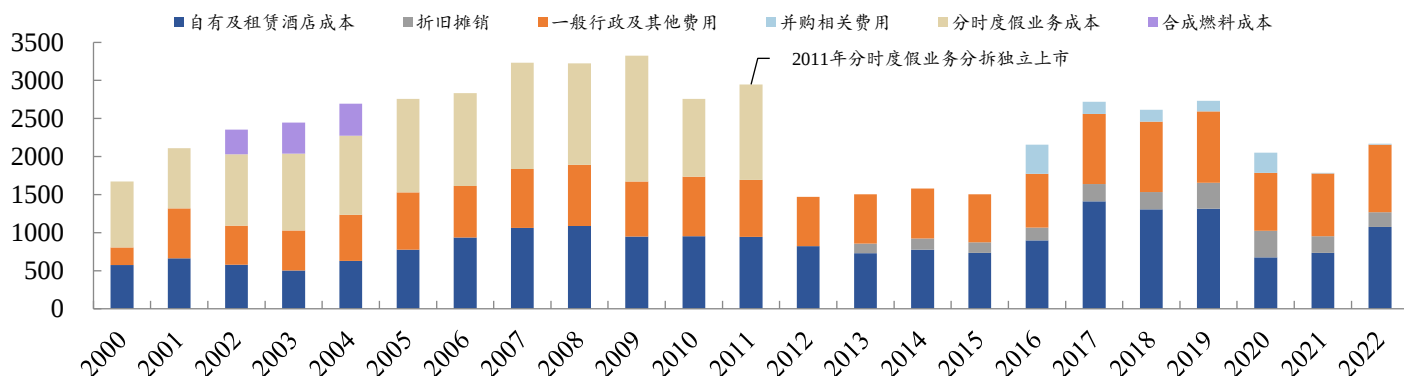
■ 进一步轻资产化, 分拆分时度假, 营业利润率上一台阶

分拆分时度假业务, 营业利润率从不到 20% 上升至接近 40%。分时度假业务主要是万豪旗下的度假村项目, 项目占地面积大, 日常维护成本高, 且只适用于特定的度假需求, 部分季节的空置率相对较高, 经营效率整体偏低。

延续轻资产战略, 2012 年万豪将分时度假业务完全分拆, 当年营业收入减少 31%, 而营业成本降低 50%, 帮助营业利润率从 2011 年的 15% 大幅提高至 2012 年的 39%。



图表36：万豪营业成本明细项目（百万美元）



来源：Bloomberg，万豪公司年报，国金证券研究所（为体现真实成本结构，营业成本中，扣除了报销费用性质的成本补偿项目）

2.6、美国高端酒店竞争的启示

2.6.1、重资产是高端酒店早期发展必由之路

■ 酒店经营者视角：

高端酒店品牌建立早期，需要经营者对品牌、服务、设计的完全控制。高端酒店对于酒店环境、服务质量的要求很高，需要经营者拥有具备独特设计理念的酒店设施，附加卓越的管理能力和高质量服务，才有机会建立高端酒店的口碑，进一步塑造高端酒店的品牌。

建筑物是体验的基础，独立设计与建造的差异化酒店，有利于支撑品牌的高端甚至奢华定位。高端酒店的创立早期，创始人往往会直接同专业的建筑设计团队合作，建立具备高品质理念的酒店建筑，从而为品牌的高端定位打下基础。

■ 合作方视角：

在尚未建立足够品牌力，证明盈利能力之前，地产商合作建设的意愿并不强烈。酒店业是一个竞争激烈的行业，尤其对于高端酒店来说，前期投入成本大，建筑用途单一，非知名品牌在早期很难同地产商合作，走地产商拥有所有权，品牌方租赁酒店进行管理的轻资产模式。

■ 消费者视角：

旗下缺少奢华酒店的品牌，较难在消费者心中建立牢固的高端定位。高端酒店面向的消费者均为高净值人群，对于品牌的严苛程度较高，酒店很难在没有奢华酒店的基础上，建立自己真正的高端定位。

2.6.2、轻资产化成功与否决定长期成长空间

高端酒店的属性决定了早期不得不走重资产的发展模式，但成长到一定阶段，其成长天花板和风险性非常明显。重资产模式下对于资本的高需求，限制了酒店的进一步拓展空间，而重资产模式下的高杠杆状态，会在酒店周期下行时加剧酒店业绩的恶化，放大经营失败的风险。酒店方能否成功实现轻资产化的转型，对于未来的成长性的影响至关重要。

2.6.3、品牌打造难度大，稀缺性铸就高壁垒

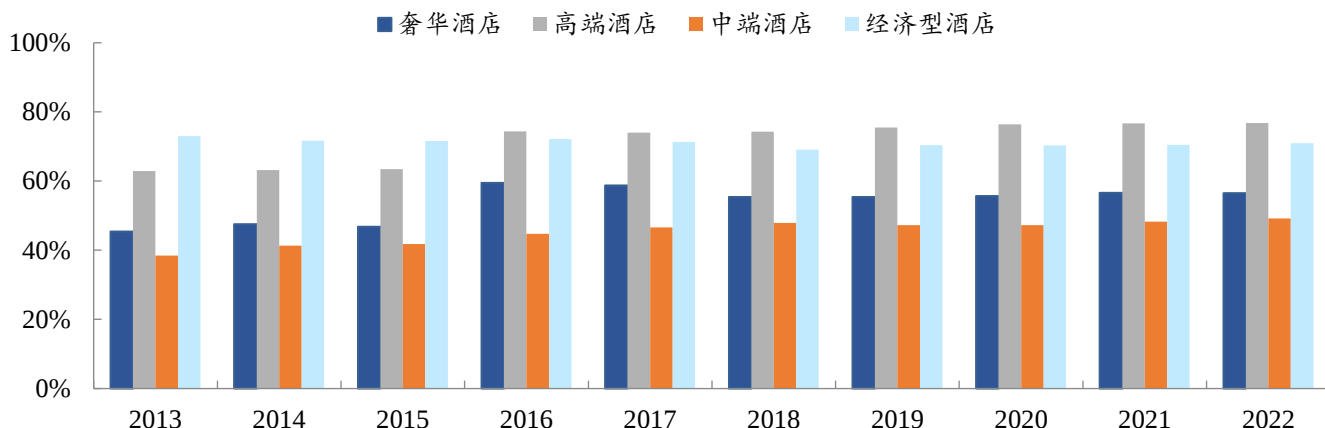
品牌打造难度体现在高端酒店经营的复杂度+经历周期变动后的存活率。成功的高端品牌，往往提供除住宿餐饮基本需求之外的其他多样化服务，酒店的专业管理人员相对稀缺，经营难度较高。目前存活下来的高端酒店品牌，往往经历了早期重资产经营和多个经济周期的沉浮，仍然能够维持较高的经营效率和客户吸引力，这决定了高端酒店品牌打造的难度之大。

品牌稀缺性，成为主导行业集中度提高的主要动力。由于经历长周期幸存下来的高质量高端品牌的有限性，且多数品牌通过历史上的收购活动，逐渐集中在几个头部酒店集团手中，推动行业集中度进一步提高。过去10年，美国高端型酒店赛道的CR3份额提升最快的细



分赛道，从 2013 年的 63%提高至 2022 年的 77%。

图表37：美国不同类型酒店 CR3 公司份额（%）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

三、精选国际：专注中端连锁，精耕细作扩大规模

3.1、专注中端连锁，自带加盟基因

精选国际旗下品牌涵盖经济型和中端型，主要定位于中端酒店赛道。经济型酒店包括 WoodSpring 等，定位为经济型长住住宿，酒店理念为“简单，做得更好”。中端酒店包括 Quality、Comfort 等。前者主打“物有所值”，主要为旅客提供清洁、舒适、经济实惠的住宿；后者主要提供较好的居住体验，且为北美 100%无烟酒店品牌。

图表38：精选国际部分品牌及酒店示意图



来源：精选国际公司年报，国金证券研究所

非营利组织起步，精耕细作，专注于特许经营模式，终成中端龙头。

1) 1939-1970：起步于旅馆行业协会，后变更为营利性组织。精选国际前身为 7 家南方汽车旅馆联合成立的非营利性质的营销合作社，寻求建立和维护统一的汽车旅馆质量标准，以改善汽车旅馆的形象和口碑。1963 年公司更名并转变为营利性企业，专注于酒店特许经营，开始扩张连锁酒店。



- 2) 1970-1990: 开始国际拓展, 丰富品牌矩阵。1970 年公司成立欧洲分部, 同年推出 24 小时的免费中央预订系统供加盟商使用。同时布局多品牌矩阵, 持续推出定位中端、经济型等多个品牌。1980 年被医疗巨头 Manor 收购, 成为其子公司。
- 3) 1990-2020: 分拆独立上市, 专注酒店特许经营业务。1990 年公司更名为 Choice, 加大国际扩张力度, 收购澳大利亚和欧洲多地特许经营权, 1996 年独立上市, 2014 年将业务拓展至中国和土耳其。
- 4) 2020 至今: 多举措降本增效, 持续开发酒店业务。疫情后, 通过降薪缩招减少成本支出, 加大销售力度并提高费率增加收入。

图表39: 精选国际发展历程



来源: 精选国际公司年报, 国金证券研究所

3.2、深耕特许经营, 规模稳健成长

精选国际的业务专注于酒店特许经营, 特许经营相关收入占比达到 95%以上。不同于万豪从酒店自营起家, 逐步增加特许经营比例, 精选国际从一开始就没有酒店自营的业务, 始终定位于服务酒店加盟商的角色。其主要收入来源是酒店加盟商收入的分成(特许经营费), 以及加盟商的签约和续签的费用、帮助加盟商进行物资采购的费用抽成。

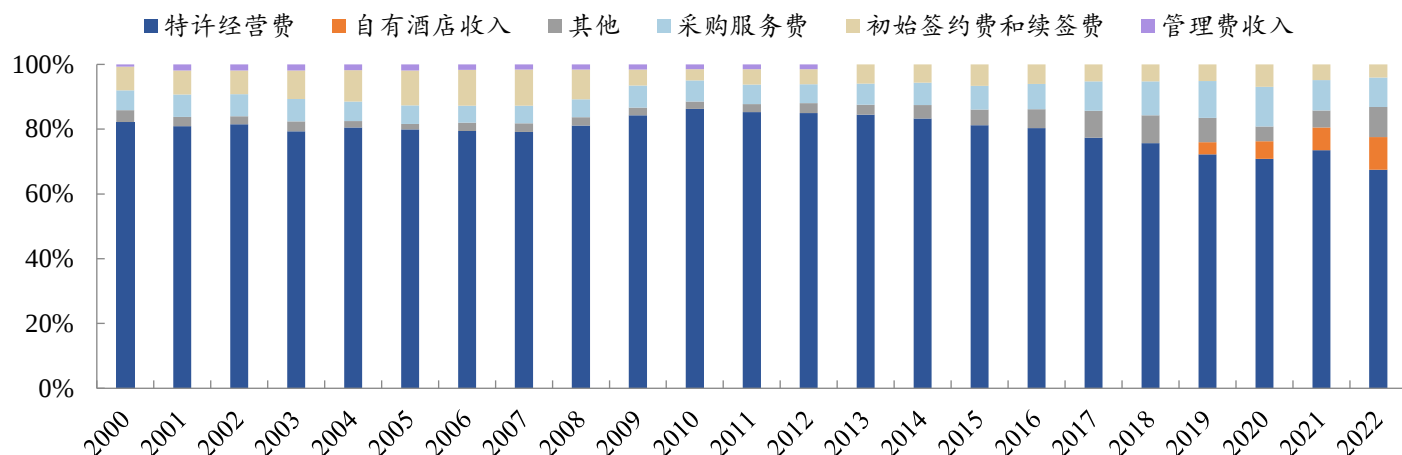
图表40: 精选国际收入类型解释

英文名称	中文名称	对应酒店类型	服务内容	收费方式
Royalty Fees	特许经营费	特许经营酒店	提供品牌许可和管理支持培训	基于房间总收入的一定比例
Owned Hotels	自有酒店收入	自有酒店	在自有酒店为宾客提供住宿服务	自有酒店经营收入
Procurement services	采购服务费	特许经营酒店	为特许加盟商提供采购服务	加盟商采购费用抽成
Initial Franchise and Relicensing Fees	初始签约费和续签费	特许经营酒店	提供品牌许可	初次加盟费用和续签合同费用
Hotel Operations	管理费收入	负责管理的酒店	提供酒店管理服务	酒店收入 or 利润*一定比例
Marketing and Reservation System	市场运营和预定费用	特许经营/负责管理的酒店	负责市场运营及酒店预订等支持服务	不属于收入, 品牌方先从加盟商拿到预付款, 可报销实际发生的支持服务成本

来源: 精选国际公司年报, 国金证券研究所 (“市场运营和预定费用”虽然在报表的收入科目列示, 但本质上属于费用报销, 不属于真实收入, 因此在计算相关收入指标时, 需将其剔除)



图表41：精选国际收入结构变化（%）



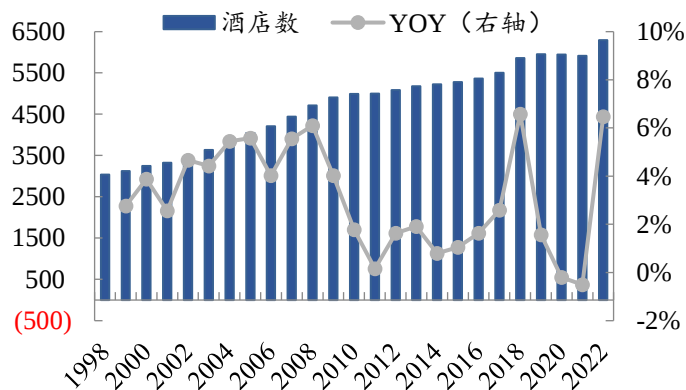
来源：Bloomberg，精选国际年报，国金证券研究所（“市场运营和预定费用”虽然在报表收入科目列示，但本质上属于费用报销，不属于真实收入，因此在计算收入结构时将其剔除）

■ 酒店数量稳步提升，特许权费率逐年升高

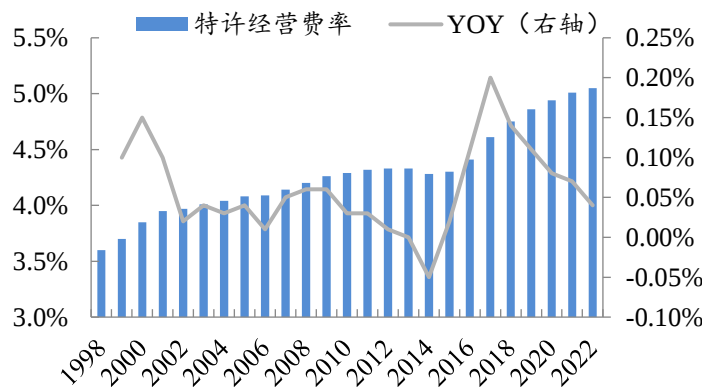
精选国际不断扩张酒店数量，同时提高特许经营费率。1998年-2022年期间，酒店数量从3039间增长至6296间，复合增速为3.08%。同时逐年提高特许经营费率，从1998年的3.6%提高至2022年的5.1%。

特许经营费率的增速可以侧面反映酒店行业的繁荣情况，品牌方一般会选择在酒店业周期最热阶段，增加特许经营费率的增长幅度。从精选的数据来看，1998-2000、2006-2008、2014-2017是费率提高幅度较快的几年。对照STR数据，这几年恰恰也是酒店行业新增酒店数量增长最快的几年。

图表42：精选国际酒店数量（家）及增速（%）



图表43：精选国际特许经营费率及增速（%）



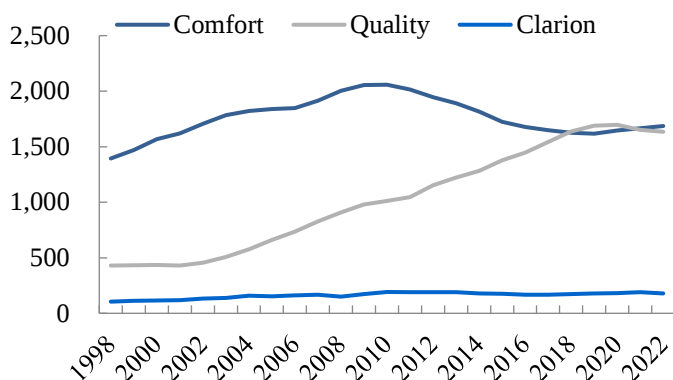
来源：精选国际公司年报，国金证券研究所

来源：精选国际公司年报，国金证券研究所

初始阶段偏高端尝试结果不佳，后专注于中端市场拓展。精选在20世纪80年代就划分出相对高端的专门品牌Clarion，该品牌价格相比其他品牌高出20%-30%，但该品牌的房间数发展长期受限，后精选专注于传统中端市场进行拓展，旗下主要品牌包括Comfort（中端偏高）、Quality（中端偏低）。Comfort前期增长迅速，是增长的主要来源，但于2010年之后，酒店增速放缓甚至减少，而Quality品牌增长后劲强势。

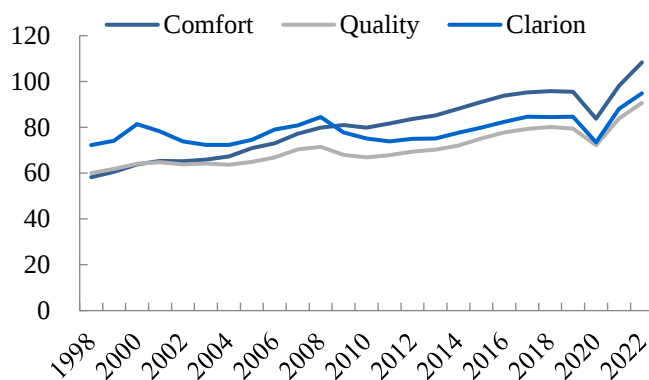


图表44: 精选国际主要品牌酒店数量 (家)



来源: 精选国际公司年报, 国金证券研究所

图表45: 精选国际主要品牌客房平均单价 (美元/晚/间)



来源: 精选国际公司年报, 国金证券研究所

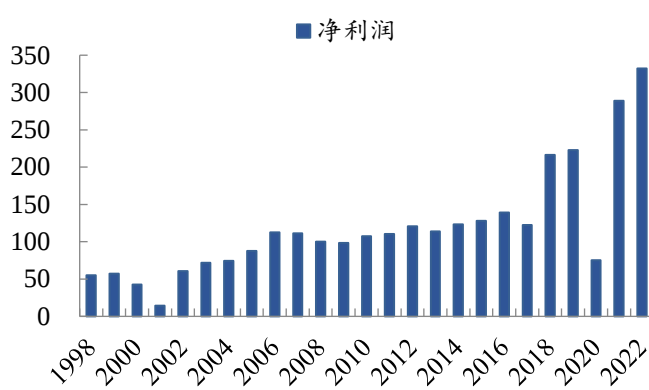
依靠门店扩张和特许权费用率的上调, 精选国际营收和净利润规模稳步增长。从1998年到2022年, 精选国际营业收入从1.65亿美元增长至6.99亿美元, 净利润从0.55亿美元增长至3.32亿美元。

图表46: 精选国际营业收入 (百万美元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表47: 精选国际净利润 (百万美元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

3.3、稳步成长背后: 精细化管理+多品牌覆盖赋能

■ 持续创新的酒店技术和设施升级

精选国际推出了酒店业的多项重要创新, 帮助酒店提高获客能力和服务质量。获客方面, 在汽车旅馆繁荣阶段, 第一次推出24小时前台服务, 增加酒店预定的服务时间, 互联网兴起之后, 业内首家推出在线的实时预定系统, 提高了酒店预定渠道的传播度。服务能力方面, 首次推出每日更换床单, 室内电话的服务, 且是行业内首推无烟客房的酒店, 也是第一家将室内电脑作为标准设施配置的连锁酒店, 不断提升在行业内的服务质量口碑。

图表48: 精选国际的创新举措

时间	创新举措
1949年	业内首家提供满铺地毯、每日更换床单、24小时前台服务和室内电话的酒店。
1981年	业内率先引入市场细分策略, 细分为三个不同的品牌: Quality Royale、Quality Inn 和 Comfort Inn。
1986年	首个提供无烟客房的酒店。
1995年	推出 ChoiceHotels.com, 是行业第一个提供实时访问中央预订系统的网站。
1990s	第一家尝试将室内电脑作为标准宾客设施的连锁酒店。
1990s	第一家提供福特汽车免提预定系统的酒店
2003年	推出业界首个基于云的物业管理系统 ChoiceADVANTAGE。
2009年	第一家推出全球 iPhone 预定应用程序的酒店公司。



来源：精选国际公司官网，国金证券研究所

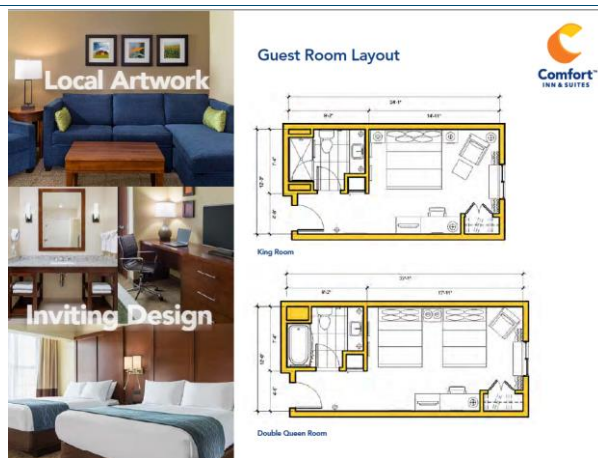
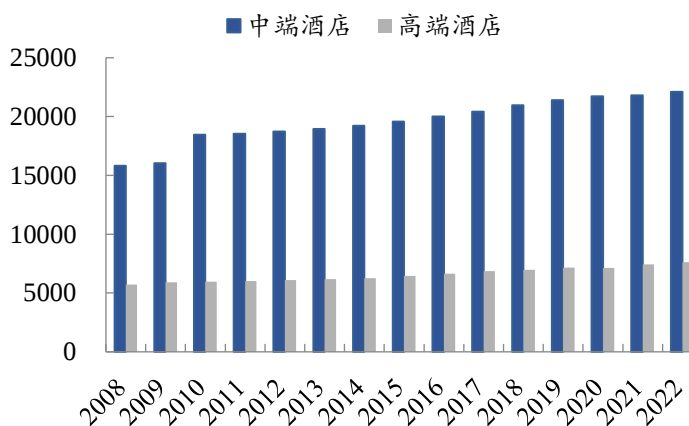
■ 有效的控制和统一的标准

中端酒店特许经营的特质，决定了酒店数量多，控制难度大。和高端酒店巨头万豪相比，在万豪收购喜达屋之前，精选国际的酒店数量一直高于万豪。这是由于中端酒店分布范围大于高端酒店，单个酒店房间数量偏小，整体酒店数量相比高端酒店偏多。在这样更加分散的市场环境下，容易出现加盟酒店标准不一，服务质量和体验不一所导致的对品牌的伤害。

精选国际严格控制酒店标准，推行设施、卫生、设计、运营的完全标准化。在 1980s, Choice 旗下的 Quality 品牌连锁酒店在质量和卫生方面的口碑较低，公司开始推行严格的质量标准，来提升和统一酒店入住体验，许多酒店因未能达到质量标准而被从连锁酒店中剔除，从而逐步保证了旗下酒店住客体验的一致性。

图表49：美国中端和高端酒店数量对比（家）

图表50：精选国际房间及设施的标准化设置



来源：Euromonitor，国金证券研究所

来源：精选国际客房设计指南，国金证券研究所

■ 多品牌的覆盖，扩大特许经营的边界

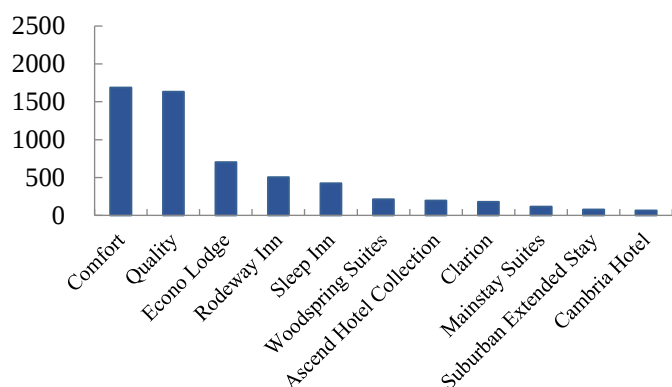
消费者对酒店品牌容易产生固定印象，开辟新产品线，服务新群体，往往需要区别化的品牌。由于消费者在入住品牌酒店之后，酒店的装修和体验，会和消费者对于该品牌的印象关联起来。如果不更换品牌名，仅依靠酒店内部的升级和变化，难以打破曾经入住体验带给消费者的品牌印象，从而降低了消费者尝试和接触酒店新风格的概率。因此酒店行业通常会采用新品牌，来运营新的产品线。

首先引入市场细分策略，避免单个品牌单打独斗，丧失多元化市场的错误。1980s 精选国际的经营者将目标市场按照价格和消费者偏好，划分为三个类型，依靠 Quality Royale（后改名为 Clarion）、Quality 和 Comfort 三个不同的品牌开拓不同的市场。更加专注的品牌战略，助力公司在对应市场的份额稳步提升。

发展后期，引入软品牌策略，给予加盟商充分自主权，进一步吸引独立酒店加入。为了进一步增加特许经营的酒店数量，精选国际开辟了新的特许经营模式——“软品牌系列”。专门用于吸引特色化的独立酒店加入，酒店可保留自己的名字、设计、房价制定权等，仅需要接入统一的连锁系统，使用统一的预订系统，采购系统，并上报每日经营信息。



图表51：2022年精选国际各品牌酒店数量（家）



来源：Bloomberg，精选国际公司年报，国金证券研究所（Ascend Hotel Collection 为唯一的软品牌）

图表52：软品牌策略和硬品牌策略区别

	硬品牌	软品牌
酒店名称	统一名称	加盟商自主决定
酒店标准化程度	遵守统一标准	加盟商拥有自主权
价格制定	遵守规定的价格上限	自由改变房价
适用范围	常规建筑 通常是标准化的酒店	特色化建筑 教堂/工厂改造型特色酒店
适用市场	所有市场	竞争激烈 对酒店特色化要求高的市场
品牌方提供内容	完整的服务、培训监督	仅提供系统和采购支持

来源：精选国际软品牌宣传手册，国金证券研究所

■ 全面的加盟商支持体系

精选不断完善对加盟商的支持服务，降低加盟商的流失率。由于中端酒店的同质化程度相对较高，酒店业主在现有品牌下，如果无法获得满意的盈利能力，就会更换为其他的特许经营品牌门店。因此为最大限制保留现有客户，品牌方需帮助酒店业主提高酒店的获客和运营能力，从而确保酒店的盈利水平，最终降低加盟商的流失率。精选一直以来不断完善丰富的加盟商服务，涵盖营销、管理、供应链、融资及技术支持。

图表53：精选国际的加盟商支持体系

支持项目	具体内容
营销推广支持	全国性的多品牌广告活动和促销活动
管理运营支持	为每家酒店分配特许经营绩效经理，为日常运营提供建议和支持；推出专有平台，提供盈利能力基准测试工具等
酒店管理培训	提供全生命周期培训，包括人力资源、前台管理、风险管理、维护操作、客房服务、财务管理以及销售和营销。
供应链支持	酒店物资及装修的采购和施工
酒店融资指导	帮助加盟商制定融资方案，选择融资方式和合作伙伴
系统技术支持	使用全球预订系统，支持多地、多语言和多种付款方式

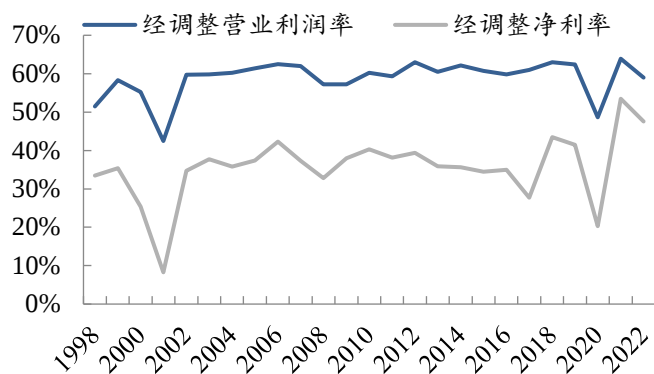
来源：精选国际公司年报，国金证券研究所

3.4、利润表现：利润表现稳定，成本结构简单

精选国际利润率整体稳定，下行周期利润率回撤幅度相对更小。精选国际95%以上收入为特许经营模式，该模式下的固定资产投入、人员投入和物料投入均较万豪直接管理甚至自有酒店的模式更少，固定成本占比很低，因此带给了精选相比万豪更稳定的利润率表现。在2001年和2020年，精选的利润率回撤幅度均小于万豪。

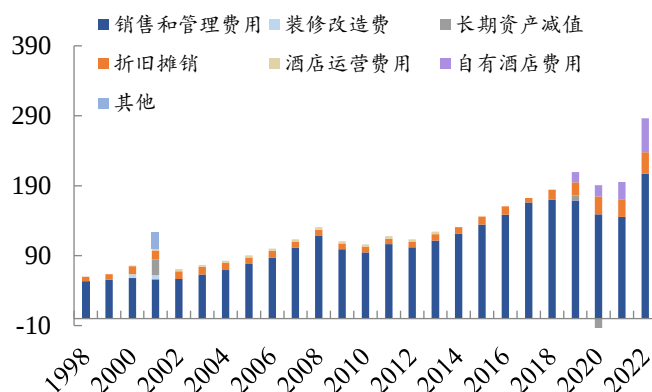


图表54：精选国际营业利润率及净利率（%）



来源：Bloomberg，精选国际公司年报，国金证券研究所（计算时将费用报销性质的“市场运营和预定费用”剔除，以体现真实盈利能力，保证和万豪的可比性）

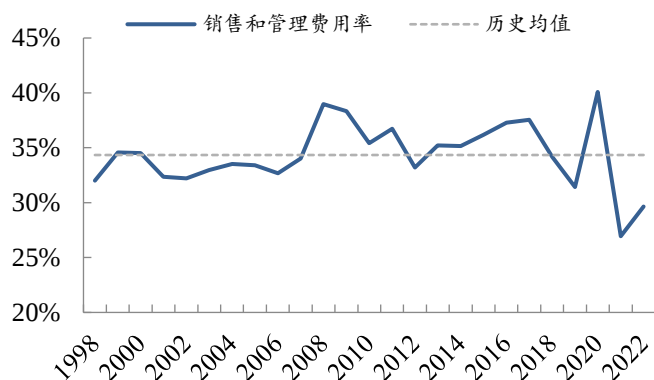
图表55：精选国际营业成本明细项目（百万美元）



来源：Bloomberg，精选国际公司年报，国金证券研究所

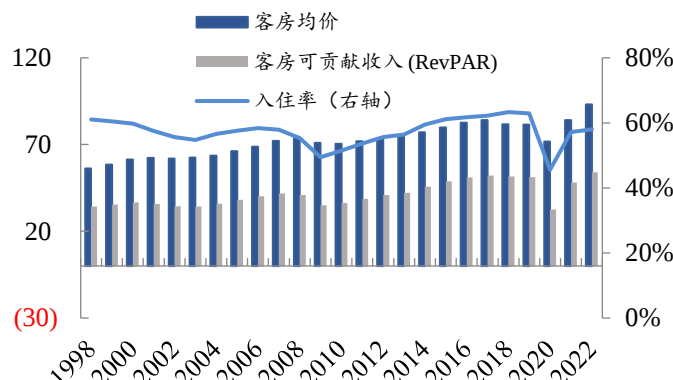
精选的主要成本项是销售和管理费用。该项费用主要用来为品牌进行线上线下推广，支持中央预定系统及技术的维护和更新，以及相关人员的培训，是精选运营过程中的主要支出。精选的销售和管理费率在历史上整体表现稳定，基本维持在34%上下。个别年份（尤其是2008和2020年）受整体经济环境影响费率增加明显，但在出现极值之后，往往会在几年内回归均值水平。

图表56：精选国际销售和管理费用率（%）



来源：Bloomberg，国金证券研究所（计算方式和公司年报分析一致，计算基础是剔除了报销性质的“市场运营和预定费用”之外的其他收入总和）

图表57：精选国际入住率（%）、客房均价（美元/晚/间）和RevPAR（美元/间）



来源：Bloomberg，精选国际公司年报，国金证券研究所

3.5、美国中端酒店竞争的启示

3.5.1、赛道特质导致品牌力和集中度相对较低

中端酒店品牌力不及高端，集中度相对较低，市场竞争较激烈。中端酒店品牌力相比高端要低，酒店投入资本门槛也不及高端，叠加在地域分布上的分散性，玩家相对较多，此外，相比经济型酒店，消费者对体验有更多需求，因此中端酒店也无法走低成本路线取胜，最终比拼的是综合的管理能力，最终导致中端酒店赛道的市场集中度处于酒店业最低水平。

3.5.2、中端龙头普遍采用完全的特许经营模式

精选国际和温德姆两大美国中端酒店龙头普遍很早就采用完全特许经营模式进行扩张。精选国际和温德姆营业收入95%以上均为特许经营。由于中端市场相比高端更加分散，酒店数量较多，依靠自营或管理的模式，很难在早期达到规模上的扩张，从而无法在品牌知

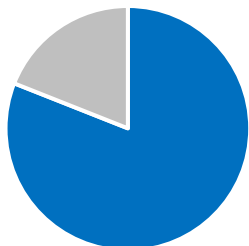


名度方面获得先发优势，因此龙头公司普遍在早期就采用特许经营模式进行扩张。

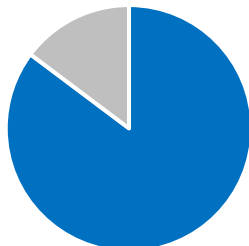
图表58：2022年精选国际特许经营类型收入占比情况(%)

图表59：2022年温德姆特许经营类型收入占比情况(%)

■ 特许经营类型收入 ■ 其他收入



■ 特许经营类型收入 ■ 其他收入



来源：Bloomberg，精选国际公司年报，国金证券研究所

来源：Bloomberg，温德姆公司年报，国金证券研究所（温德姆于2018年上市）

3.5.3、前期依靠规模扩张，后期依靠精细化经营

前期规模拓展带来的品牌知名度提高是关键，后期确保加盟酒店的盈利能力是关键。前期的门店数扩张，帮助品牌方提高影响力，从而获得更高的话语权。进入行业中后期，同时有类似体量的竞争对手存在时，竞争的焦点在于品牌方能否帮助加盟酒店提高获客能力和盈利能力，精细化经营的优势将进一步带来更多的加盟酒店，同时降低已有加盟酒店的流失率，增强企业的竞争优势。

四、中高端龙头对比：适合周期底部布局，中高端各有优势

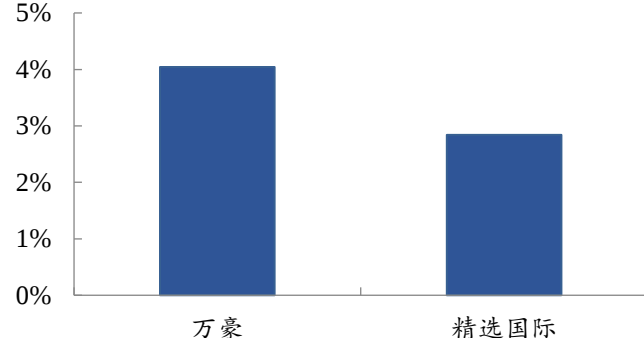
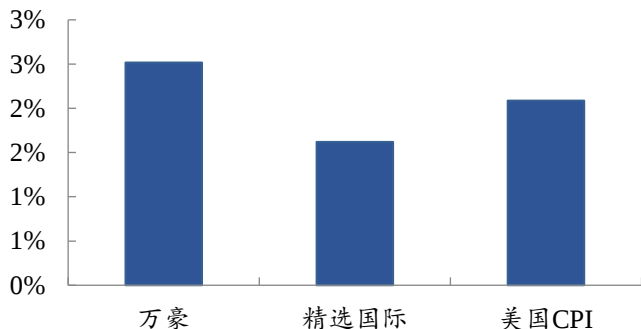
4.1、业绩成长性：高端龙头占优，发展天花板更高

■ 价的角度

高端龙头受益于更强的品牌力，提价能力存在优势。2002-2019年间，精选国际的房间均价复合增速为1.62%，低于美国的CPI增速2.09%，而万豪房价复合增速为2.52%，实现了高于CPI的增速水平，侧面反映出高端酒店相比中端酒店更强的提价能力。其背后主要原因是消费者受众的差异，由于高端酒店面向的消费者收入水平相对更高，价格敏感性相对较低，且对于品牌的粘性相对更强，赋予高端品牌更强的长期提价能力。

图表60：2002-2019年房间均价与CPI复合增速(%)

图表61：2001-2015年房间数复合增速(%)



来源：Bloomberg，万豪、精选国际公司年报，国金证券研究所（选取2002-2019年，避免2020年整体外部环境对酒店业造成的特殊影响）

来源：Bloomberg，万豪、精选国际公司年报，国金证券研究所（选取2001-2015年，避免2016年万豪重大并购对房间数增速的影响）

■ 量的角度

格局决定空间，相对更低的集中度，和海外品牌影响力的缺乏，限制了中端龙头酒店数量的长期增长空间。中端酒店赛道集中度更低，龙头的市场份额相对更小，竞争相对更加



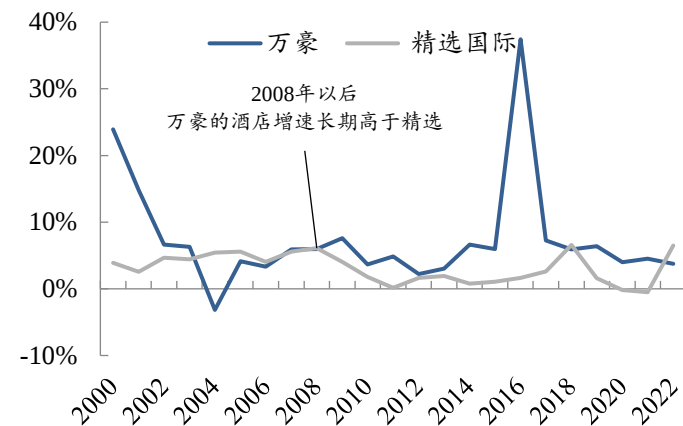
激烈，因此精选国际在中后期依靠内生性增长继续提高市场份额的难度相对较高。

海外方面，由于中端酒店产品同质化较高，海外的中端市场也是相对拥挤的赛道，海外扩张的难度不低。

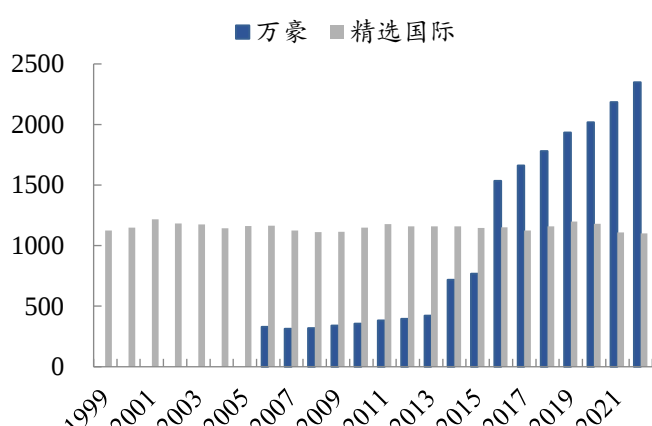
而万豪布局于高端酒店赛道，相比精选国际，其品牌力具有国际性的影响，其品牌在海外的影响力，也带来海外市场的扩张优势。从数据来看，精选海外扩张不断减速，海外酒店数量从2000年以来一直持平，而万豪从2013年之后，海外酒店数量不断增加。

图表62：万豪、精选国际酒店数量年度增速对比（%）

图表63：万豪、精选国际海外门店数量对比（家）



来源：万豪、精选国际公司年报，国金证券研究所



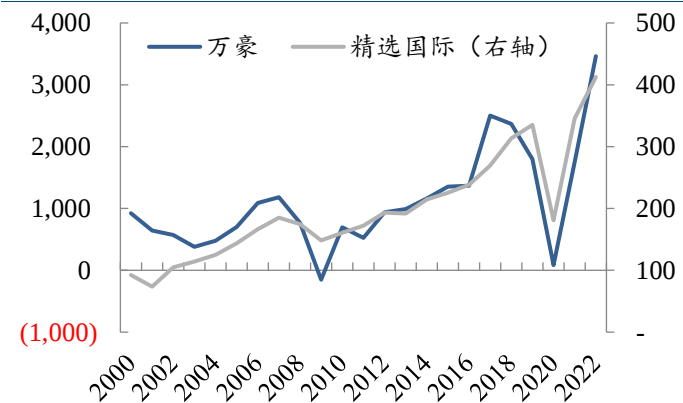
来源：万豪、精选国际公司年报，国金证券研究所

4.2、业绩稳定性：中端稳定性强，高端弹性更大

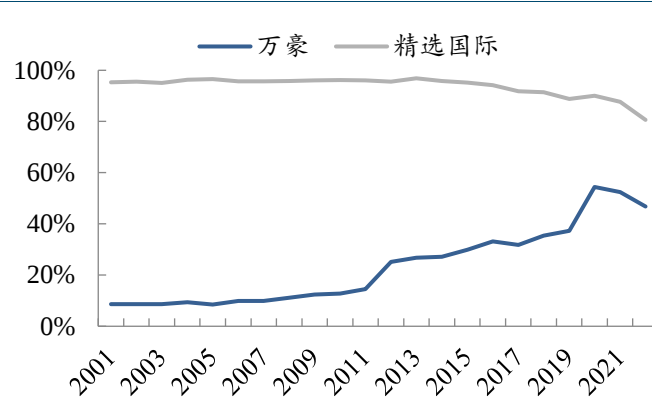
从业绩稳定性角度看，在几次经济危机中，精选国际的利润和收入表现相对万豪都更稳定。相比精选国际，万豪仍然拥有部分自营酒店业务和直接管理酒店的业务，资产相对更重，对酒店收入端下滑更敏感，所以其业绩下滑的幅度大于主要依靠特许经营收入的精选国际，例如2001年、2008年、2011年、2016年和2020年。但另一方面，在后续的恢复过程中，万豪的业绩恢复弹性也更大。

图表64：万豪、精选国际营业利润（百万美元）

图表65：万豪、精选国际特许经营收入占比（%）



来源：Bloomberg，万豪、精选国际公司年报，国金证券研究所（选取营业利润是为了剔除并购、减值等非经常损益对业绩的影响因素）



来源：Bloomberg，万豪、精选国际公司年报，国金证券研究所

4.3、交易层面：适合周期底部布局，高端龙头收益率更优

■ 酒店业周期属性明显，悲观预期导致超跌，而龙头公司业绩恢复有确定性，决定了景气低点往往是较好的配置时点。

复盘1998年至今两大美国酒店龙头股价表现，以三年期持有回报率为指标，收益率较高的阶段主要包括：1) 2002年9月到2003年3月；2) 2009年3月到2009年5月；3) 2011年9月到2012年3月；4) 2020年3月到2020年9月，期间涨幅均超过100%。



总结来看，上述时点均处在经济危机或全球性健康危机导致的市场预期恶化时期，且最佳的配置时间为市场底部反转后几个月内，预期差带来超额收益。

■ 万豪更大的业绩波动性和更强的弹性，贡献了更好的收益率情况。

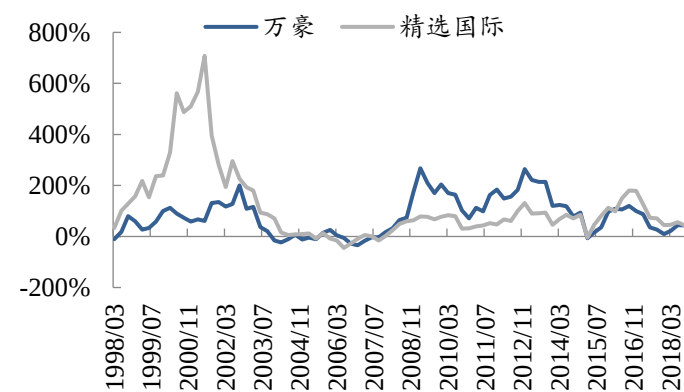
更大的波动性导致了更强烈的预期差，在下行时期市场更加悲观，上行时期市场更加乐观，从而创造了更好的收益率情况。这样的规律也可应用于其他资产相对偏重，在行业下行期盈利下滑明显，但具备足够经营实力支撑业绩恢复的公司。

图表66：三年期持有绝对收益率变化（%）



来源：Bloomberg，国金证券研究所（横轴代表买入时间，纵轴代表买入3年后所获取的收益率）

图表67：五年期持有绝对收益率变化（%）



来源：Bloomberg，国金证券研究所（横轴代表买入时间，纵轴代表买入5年后所获取的收益率）

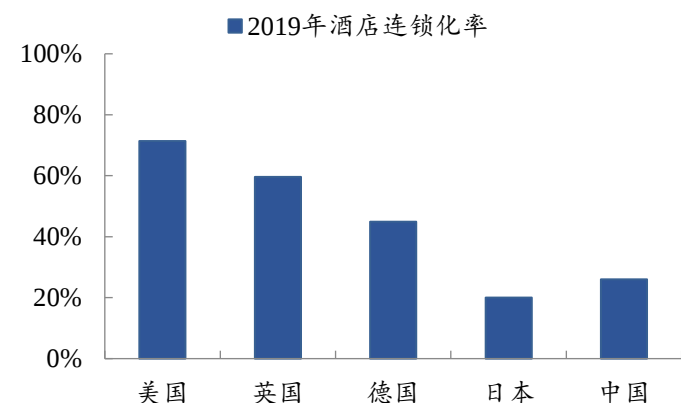
五、投资建议：中国酒店成长空间明显，关注中端及高端标的

5.1、中国酒店连锁化率天花板预计接近欧洲主要国家

遵循人口集聚程度决定连锁化率天花板的逻辑，中国的酒店业连锁化率天花板预计接近欧洲主要国家的水平。美国人口分布高度分散，日本人口分布高度集聚，和中国的国情相差较大，因此中国的酒店连锁化率天花板，高于日本，但也无法达到美国的水平。

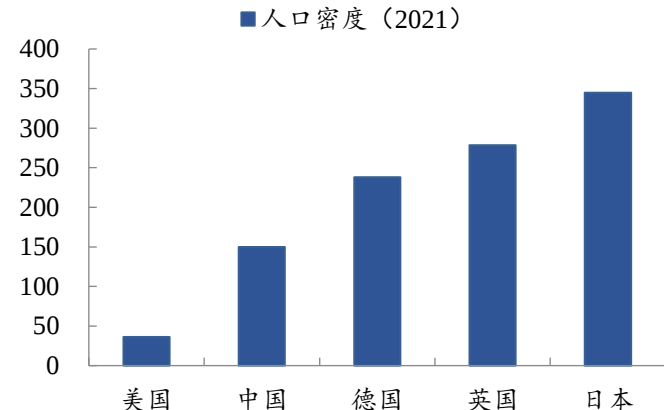
中国人口分布不均，黑河—腾冲线往西国土面积广阔，但人口整体较少，因此剔除西部地区地广人稀的影响，预计整体人口实际密度略高于英德水平。而中国存在部分超大特大城市，这些城市的人口集聚程度高，和日本的分布特征相近，为独立酒店生存创造了较好条件，限制了中国酒店连锁化率天花板，预计最终中国酒店业连锁化率天花板接近英德水平，在45%-60%之间，当前中国连锁化率低于30%，还有一定提升空间。

图表68：中国与个别国家酒店连锁化率比较（%）



来源：STR，Statista，中国饭店业协会，观研天下，国金证券研究所（采取2019年数据，避免全球健康危机期间对酒店连锁化率的高估）

图表69：中国与可比国家人口密度数据（人/平方公里）



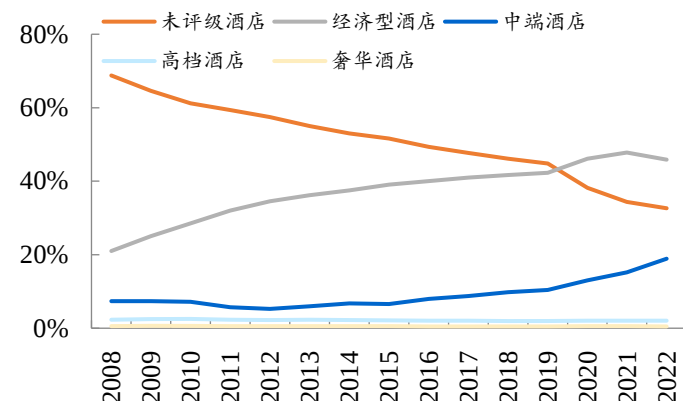
来源：Wind，国金证券研究所（剔除高原荒漠等不宜居住的地区面积，中国人口密度实际会更高）



5.2、参考美国经验，中端酒店份额扩大的确定性明显

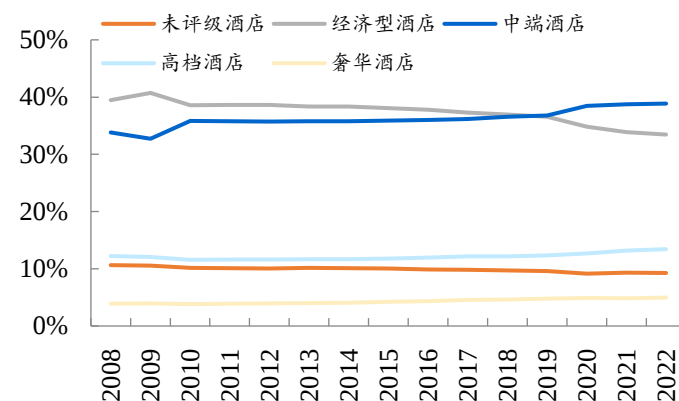
相比美国成熟稳定的酒店业结构，中国酒店业结构还在变化之中，中端份额扩大的确定性明显。从酒店数量来看，美国成熟的酒店业结构中，经济型和中端酒店数量占比类似，而未评级酒店占比相对较低。中国随着经济的逐步发展，未评级酒店数量占比呈现快速下降的趋势，经济型酒店在经历快速拓张之后，拓展速度逐步放缓，而中端酒店数量的占比从2017年之后开始明显增加，2022年中国中端酒店客房数量占比仅为19%，距离美国中端酒店35%的水平，仍有明显成长空间。

图表70：中国各类型酒店客房数量占比（%）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表71：美国各类型酒店客房数量占比（%）



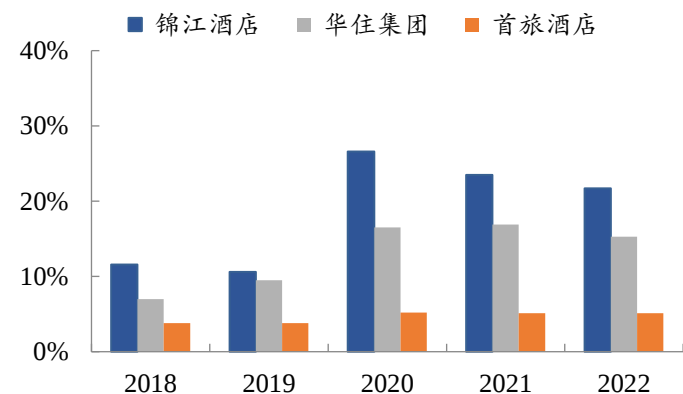
来源：Euromonitor，国金证券研究所

5.3、精细化管理能力是导致中端酒店未来分化的核心要素

精选国际的发展历程说明了精细化管理能力在中端酒店赛道的重要性，中国的几大中端酒店龙头公司，已进入比拼精细化管理能力的阶段。美国中端酒店赛道的行业特点具备一定借鉴意义，其市场集中度相比其他酒店细分赛道更低，由于品牌力的影响，整体提价能力不及高端，市场竞争相对激烈，酒店之间的同质化程度相对较高。能否切实保证加盟酒店的盈利能力，成为决定中端龙头能否长期维持甚至增加市场份额的核心。

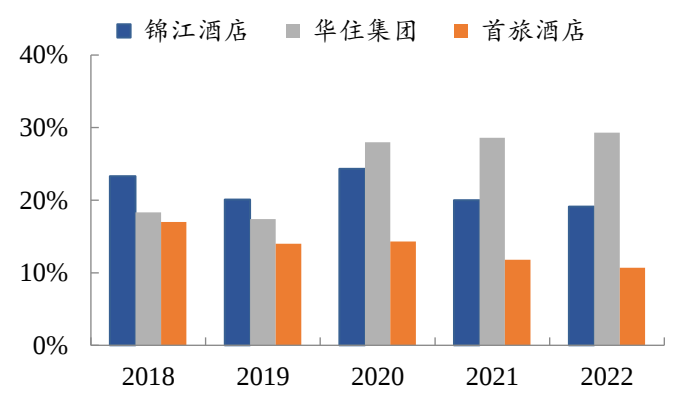
品牌旗下加盟酒店的均价、入住率数据，是衡量中端酒店龙头管理能力的较好观察指标。精选能够长期维持中端龙头地位，同时具备较好股价表现，背后原因在于：专注于保证和提升加盟酒店的盈利能力，无论是完善的加盟商支持体系，还是众多创新举措，都走在行业前列。随着中国经济型酒店扩张的减速，国内龙头锦江酒店、华住集团、首旅酒店都在着力于中端型酒店的扩张。长远来看，各家精细化管理能力的差异，将决定酒店龙头未来业绩及价值的分化。

图表72：中国中端酒店赛道市场份额（%）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表73：中国经济型酒店赛道市场份额（%）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

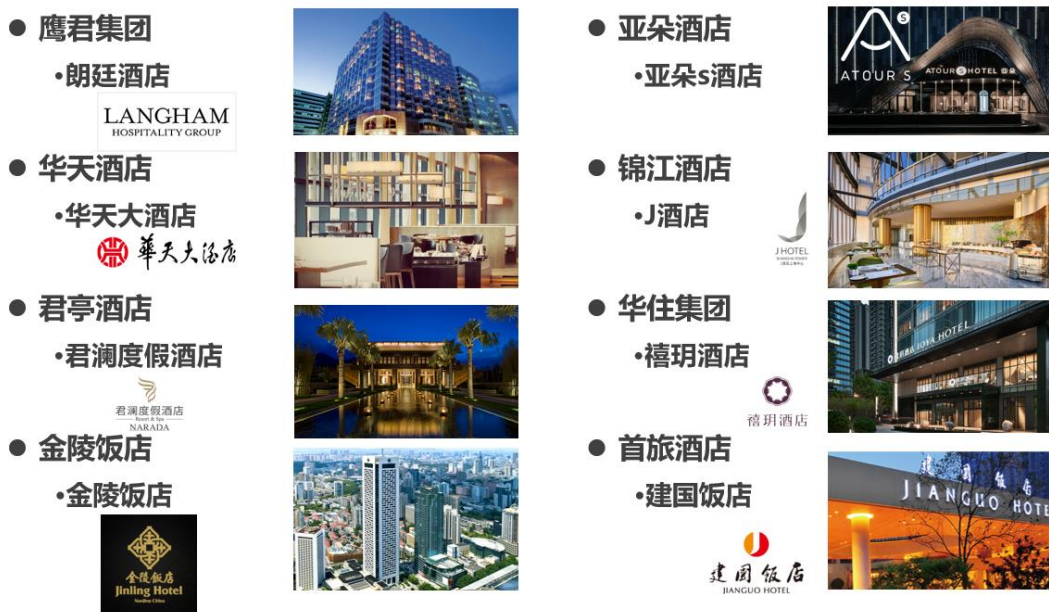


5.4、海外高端品牌持续扩张，国内高端酒店值得关注

高端酒店竞争的核心在于品牌力和轻资产战略的执行力。海外主要的高端品牌，如万豪、希尔顿、洲际均已进行了轻资产化改革，其进一步拓展的难度已经降低，依靠已有的品牌力优势，近些年纷纷加快了在华的拓展速度。

国内布局高端酒店赛道的企业较多，重点关注品牌力的培育和轻资产化战略的效果。国内的高端酒店品牌，包括一直以来布局高端的鹰君集团、华天酒店、君庭酒店、金陵饭店等，以及逐渐开始覆盖高端的亚朵酒店、锦江酒店、华住集团、首旅酒店等。对于传统的高端酒店品牌，需重点关注其轻资产化战略实施的进度及效果，这是激发品牌成长活力的重要基础。对于高端酒店赛道的新进入品牌，需重点关注其通过自建或者收购等方式所培育的高端品牌的品牌力情况。

图表74：国内上市酒店公司旗下的高端品牌



来源：鹰君集团、华天酒店、君庭酒店、金陵饭店、亚朵酒店、锦江酒店、华住集团、首旅酒店公司官网，国金证券研究所

六、风险提示

- **国别人口分布差异：**国家间人口分布特征存在差异性，可能影响对连锁化率天花板水平判断的准确性。
- **消费习惯差异：**不同国家间消费者习惯各异，可能影响对行业竞争格局演变判断的准确性。
- **市场竞争加剧风险：**酒店行业竞争激烈，若行业发生价格战，可能影响公司盈利水平。
- **商誉减值风险：**外延并购扩张模式带来较多商誉，可能存在减值风险。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903
 传真：021-61038200
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
 邮编：201204
 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
 紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-85950438
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100005
 地址：北京市东城区建内大街 26 号
 新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378
 传真：0755-83830558
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
 邮编：518000
 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
 18 楼 1806



【小程序】
 国金证券研究服务



【公众号】
 国金证券研究