

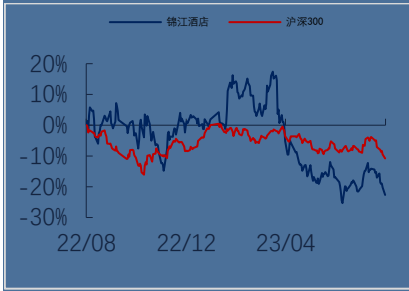


Research and
Development Center

万店龙头深度变革整合，提质增效业绩空间广阔

—锦江酒店(600754.SH)公司深度报告

2023年08月22日

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
锦江酒店 (600754)
投资评级 **增持**
上次评级


资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	43.85
52 周内股价波动区间 (元)	66.57-42.34
最近一月涨跌幅 (%)	-2.47
总股本 (亿股)	10.70
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	469.21

资料来源：聚源，信达证券研发中心

刘嘉仁 社零&美护首席分析师
 执业编号：S1500522110002
 联系电话：15000310173
 邮箱：liujiaren@cindasc.com

王越 社服&美护分析师
 执业编号：S1500522110003
 联系电话：18701877193
 邮箱：wangyue1@cindasc.com

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

锦江酒店 (600754. SH)：万店龙头深度变革整合，提质增效业绩空间广阔

2023 年 08 月 22 日

本期内容提要：

◆从供需角度分析，“扩张”与“升级”仍是酒店行业未来两大趋势。疫情期间，酒店供给快速出清，酒店数自 2019 年的 33.7 万家降至 2022 年的 27.9 万家。中性假设下我们估计供给有望在明年年内恢复到 30 万家以上，此后维持中低个位数增速，27 年有望达到约 34 万家规模。2022 年底以酒店数计算我国连锁化率为 25%，以客房数计算连锁化率为 39%（19 年为 26%），在中性规模假设下我们测算酒店数计连锁化率在 27 年有望接近 30%。19~22 年，酒店集团口径下，CR3 从 37.8%提升到 43.5%，我们预计后续行业连锁化率提升过程中行业集中度有进一步加速提升趋势。

◆发力布局中高端酒店，品牌矩阵丰富多元。回顾过去十年，锦江初探中端和海外市场，全球布局，加速并购，打造多元产品矩阵，在经济型和中高端市场都打造了具有强竞争力的品牌。2022 年国内前 10 大酒店品牌锦江占据 4 席（维也纳、7 天、锦江之星、麗枫），合计市占率达 14%，大幅超过华住和首旅；中端酒店市场，锦江旗下维也纳系列门店数接近 3000 家，2022 年中端品牌市场占有率达 25%，排名第一，麗枫酒店以 6.7%市占率位居第三位，希岸和喆啡品牌也位居前十之列。海外业务方面，锦江收购丽笙布局高端全服务品牌，并推出亚太区扩张计划；锦江 GDR 发行在即，部分用途为优化子公司法国卢浮集团（以下简称卢浮）资本结构，我们预计卢浮今年有望实现盈亏平衡。

◆运营管理升级、降本提质增效为长期价值看点。我们认为锦江存在三大增收和降本的重点方向。1) 组织架构方面，人事管理精简优化，提升管理效率，降低行政管理费用。2) 会员体系方面，改进 WeHotel 会员体验，提高直销率，增加直销订单服务费收入。3) 门店改造升级，带来 RevPAR 提升，不仅是针对直营店的翻新，还包括各品牌的版本迭代升级。疫情期间，锦江大刀阔斧重塑架构，设立中国区双总部，深耕国内市场，推进运营管理升级以及产品线深度融合；锦江收购 WeHotel 全部股权，赋能锦江会员体系，我们测算在 2025 年直销率升至 50%、60%和 80%的情境下，WeHotel 直销收入分别约为 22、26、35 亿元；锦江未来计划推动直营门店优化，我们测算 2025 年锦江境内直营店总客房收入相比 2022 年有望增加超 10 亿元；此外，老旧门店升级改造为锦江工作重点，我们测算未来 2-3 年三大品牌存量酒店品牌迭代有望为锦江带来约 20-30 亿元收入贡献。

◆盈利预测与投资建议。公司作为中国规模最大的酒店集团，坚持稳中求进，不断提升核心竞争力：1) 精细化管理赋能运营，促进直营部分提质增效；2) 加快直销数字化转型，提升会员直销预订率；3) 向内积极推进变革整合，精简优化组织架构，完善业绩驱动的绩效激励体系；4) 对外立足全球战略高度，推进海外负债优化与欧洲地区的业务整合；我们看好公司中长期发展的成长性。我们预计 2023-2025 年，公司实现营收 140.90 亿元/169.40 亿元/188.00 亿元，实现归母净利润 13.98 亿元/23.19 亿元/28.89 亿元，2023 年 8 月 21 日收盘价对应 PE 分别为 34 倍、20 倍、16 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆风险提示：宏观经济增速放缓，酒店用工成本增加，海外业务管理风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	11,400	11,008	14,090	16,940	18,800
增长率 YoY %	15.2%	-3.4%	28.0%	20.2%	11.0%
归属母公司净利润 (百万元)	96	113	1,398	2,319	2,889
增长率 YoY%	-13.2%	18.7%	1131.9%	65.8%	24.6%
毛利率%	34.3%	33.1%	32.7%	40.2%	42.4%
净资产收益率ROE%	0.6%	0.7%	7.8%	11.5%	12.5%
EPS(摊薄)(元)	0.09	0.11	1.31	2.17	2.70
市盈率 P/E(倍)	490.65	413.46	33.56	20.24	16.24
市净率 P/B(倍)	2.80	2.83	2.62	2.32	2.03

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 21 日收盘价

目录

投资聚焦	6
一、锦江历史梳理	7
1.1、初创探索阶段（创立-2002）：整合上海优质酒店资源，初探经济型酒店	7
1.2、业务调整阶段（2003-2010）：继续推进核心资产整合，明确经济型主线	8
1.3、转型扩张阶段（2011-2020）：开拓中端市场，加速海内外并购扩张	9
1.4、架构调整阶段（2020-至今）：管理架构加速调整，产品线深度融合	10
二、从供需角度分析，“扩张”与“升级”仍是酒店行业未来两大趋势	12
2.1、中期内预期供给增速平稳，中高端酒店占比稳步提升	12
2.2、连锁化率仍有较大提升空间，下沉市场是未来主要看点	14
2.3、酒店行业集团集中度提升，大单品或难以再出现	16
三、发力布局中高端酒店，品牌矩阵丰富多元	19
3.1、回顾过去十年，锦江初探中端和海外市场，并购实现规模跃迁	19
3.2、锦江品牌矩阵丰富全面，多头发力开拓下沉市场	19
3.3、海外业务卢浮集团迎难恢复，收购丽笙布局高端全服务品牌	22
四、运营管理升级、降本提质增效为长期价值看点	25
4.1、对比国内可比公司，锦江存在三大降本和增收改进重点	25
4.2、管理架构加速调整，产品管线深度融合	28
4.3、加强会员体系建设，提高直销订单占比	29
4.4、直营店优化与品牌版本升级助力 RevPAR 提升，促进收入增长	30
五、盈利预测与投资建议	33
5.1、核心假设与盈利预测	33
5.2、投资建议	35
六、风险因素	36

表目录

表 1：我们预计 2027 年我国以酒店数计连锁化率有望接近 30%	16
表 2：丽笙集团品牌矩阵	22
表 3：锦江与华住酒店业务成本费用结构比较	25
表 4：锦江、华住、首旅直营店整体收入能力比较	26
表 5：锦江、华住、首旅经济型可比直营店经营能力比较	27
表 6：锦江、华住、首旅中高端可比直营店经营能力比较	27
表 7：锦江会员体系建设收入贡献测算	30
表 8：锦江直营店优化收入贡献测算	30
表 9：锦江存量酒店部分品牌迭代升级收入贡献测算	31
表 10：锦江酒店收入核心假设	33
表 11：2023-2025E 锦江酒店盈利预测（百万元）	34
表 12：可比公司估值表	35

图目录

图 1：董竹君与其创办的锦江川菜合影	7
图 2：锦江之星发展模式转变	7
图 3：第二次资产置换，专注于经济型酒店业务	8
图 4：星级+有限服务型酒店数量及 YOY（家）	9
图 5：有限服务型酒店数于 2013 年超过星级酒店（家）	9
图 6：有限服务型客房数于 2014 年超过星级酒店（间）	9
图 7：中端酒店虽然规模较小，但增速较快	9
图 8：收购卢浮酒店数年增速达 130%，收购铂涛、维也纳后酒店数年增速达 164%	10
图 9：2016-2027 年全国酒店数及增速（万家）	12
图 10：2016-2027 年全国酒店房间数及增速（万间）	12
图 11：2004-2019 年城镇住宿业固定资产投资完成额同比增速	12
图 12：2016-2022 年全国以档次分类酒店数占比	13
图 13：2016-2022 年全国以档次分类客房数占比	13
图 14：2017-2022 年锦江华住首旅中端酒店占比	13
图 15：2022 年我国城镇居民人均消费支出结构	14
图 16：2022 年我国农村居民人均消费支出结构	14
图 17：锦江华住首旅 2017-2022 年按档次分酒店 ADR（元）	14
图 18：锦江华住首旅 2017-2022 年按档次分酒店 OCC	14
图 19：2018-2022 年以客房计酒店业整体连锁化率	15
图 20：2018-2022 年以客房计分档次酒店业连锁化率	15

图 21: 2019 与 2021 年中国与欧美酒店连锁化率对比	15
图 22: 2019-2022 年按城市级别全国酒店连锁化率	16
图 23: 2019-2022 年我国三大酒店集团市占率	17
图 24: 2019-2022 年我国三大酒店集团开店量 (家)	17
图 25: 2019-2022 年三大酒店集团境内加盟酒店占开店量比例	17
图 26: 2019-2022 年三大酒店集团境内加盟酒店收入占酒店业务收入比例	17
图 27: 2017-2022 年三大酒店集团主要品牌开店数	18
图 28: 锦江海外扩张时间线	19
图 29: 2022 年中国 10 大酒店品牌占有率	20
图 30: 2022 年中国连锁酒店中端品牌规模 Top10	20
图 31: 2013-2023Q1 锦江中端酒店数及占比	20
图 32: 2018-2023Q1 锦江中端酒店房间数及占比	20
图 33: 锦江旗下酒店品牌矩阵	21
图 34: 锦江部分酒店品牌规模与基本价位	21
图 35: 卢浮集团 2017-2023Q1 收入与利润情况	22
图 36: 希尔顿欢朋 2017-2022 年在华开店数	23
图 37: 希尔顿欢朋在华第 300 家门店东莞松山湖店	24
图 38: 希尔顿欢朋 5.0 新版客房设计	24
图 39: 锦江与华住的员工人数差距近年来逐渐缩小	25
图 40: 锦江 WeHotel 会员体系发展历程	26
图 41: 锦江、华住、首旅 2022 年底可比直营店档次结构	27
图 42: 锦江中国区组织结构 (2020 年组织架构调整之后)	28
图 43: 2017-2022 年锦江酒店会员数量	29

投资聚焦

酒店行业供给增速放缓，连锁化率与头部品牌集中度加速提升。我们认为酒店行业供给目前处在增量与存量时代的间隔点：2022年底，酒店业设施规模为27.9万家，中性假设下我们判断供给有望在明年年内恢复到30万家以上，此后维持中低个位数增速，2027年有望达到约34万家规模。2022年底以酒店数计算我国连锁化率为25%，以客房数计算连锁化率为39%（19年为26%），在中性规模假设下我们测算酒店数计连锁化率在27年达到约30%。19~22年，酒店集团口径下，CR3从37.8%提升到43.5%，我们预计后续行业连锁化率提升过程中行业集中度有进一步加速提升趋势。

锦江酒店价值提升来源：直营提升+会员系统+产品焕新。

- **直营提升：**锦江直营店收入是酒店业务收入的重要基本盘。锦江直营店中经济型酒店占比超过80%，中端以上占比较低。19~22年，公司陆续关闭近150家直营门店，未来3~5年，我们预计公司年均新开20~30家中高端及以上档次直营门店，并持续提升直营考核标准，升级一批、退出一批，我们预计直营分部运营数据与经营利润或将有显著改观。
- **会员系统：**会员是酒店运营体系的重要组成，我们测算在50%直销率下（5%单笔收入扣点），预计贡献CRS收入22亿元，中性假设下对应接近10亿元净利润。
- **产品焕新：**随着锦江酒店版本更新、老旧门店升级改造进度加快，我们预计今年后公司存量酒店将进入集中升级改造阶段，存量酒店的升级或改造将大幅提升品牌竞争力，我们测算三大品牌存量酒店升级在2023-2025年内预计带来20-30亿元收入（GMV）增长。

一、锦江历史梳理

1.1、初创探索阶段（创立-2002）：整合上海优质酒店资源，初探经济型酒店

市场：经济型市场发展起步期，入局者零星分布。

经济型酒店有效弥补酒店行业供需缺口。加入 WTO 前，国内酒店业格局为“招待所+星级酒店”哑铃式。随着改革开放进一步深入和加入 WTO 后经济发展，该格局难以满足出行人群的要求，因此，空白的经济酒店市场给投资者创造机会。与此同时，国外酒店行业已进入经济型成熟发展时期，扩张动力减弱，大型酒店集团开始收购和整合行业内品牌，出现了较为知名的经济型连锁品牌，如雅高集团的宜必思（Ibis）、方程式 1（Formula1），圣达特集团的速 8（Super8）等，并开始向中国酒店市场进发。

锦江酒店：整合上海优质酒店资源，初探经济型酒店

成立初始（1935-1991）：川菜馆起家，乘改革东风，集合上海优质酒店资源。锦江酒店最早可追至民国时期 30 年代爱国人士董竹君在上海创办的锦江川菜馆。新中国成立后，上海市政府挂牌成立锦江饭店，新中国第一个国宾馆就此诞生。20 世纪 80 年代，基于改革开放的推动以及发展旅游服务基础设施的需求，中共上海市委、市政府决定将原来隶属于上海市政府机关事务管理局管理的锦江、和平、国际、静安、华侨等 11 家饭店和友谊汽车服务公司正式组建成为上海锦江（集团）联营公司，以锦江饭店为核心。

探索时期（1992-2002）：借力股改发展，“锦江之星”破哑铃式格局。90 年代锦江集团关注到海外经济型酒店的风靡，意识到国内哑铃式酒店格局将不再能满足普通游客和商务人员的要求。于是 1996 年 5 月，锦江推出品牌“锦江假日”（1998 年改为“锦江之星”），专门负责经济型连锁酒店的投资运营和管理。1997 年 2 月，锦江之星首家门店上海锦江乐园店开门迎客，仅 3 个月，入住率达到 90%，而当时星级酒店入住率不及 45%，锦江之星由此成为中国经济型酒店的鼻祖和先锋。此阶段公司以自建自营为主的策略发展，注重基础模式，初步形成一系列标准和规范。

图1：董竹君与其创办的锦江川菜合影



资料来源：人民资讯，湖北卫视大揭秘，信达证券研究开发中心

图2：锦江之星发展模式转变



资料来源：锦江之星旅馆有限公司官网，信达证券研究开发中心

1.2、业务调整阶段（2003-2010）：继续推进核心资产整合，明确经济型主线

市场：有限服务酒店逐步成为酒店行业最大增量供给

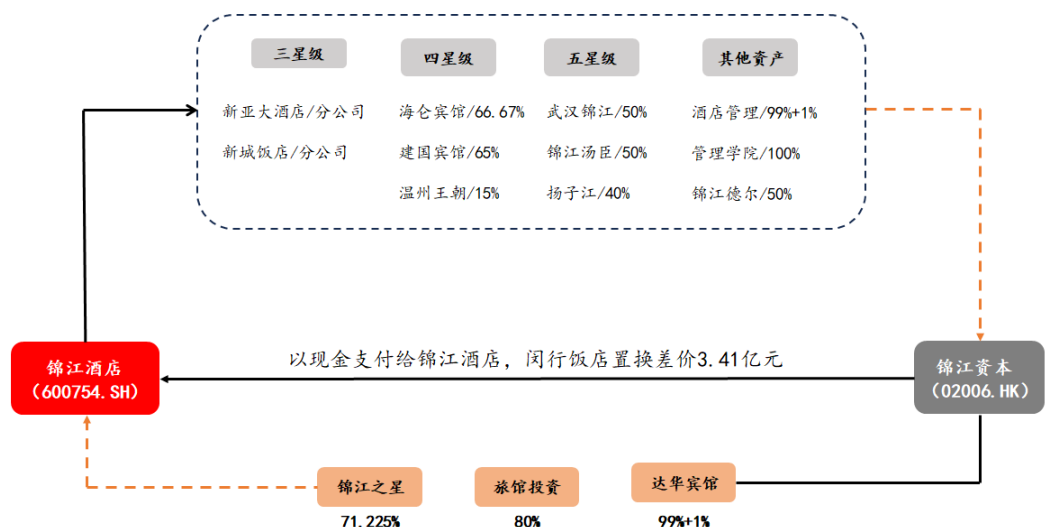
以经济型酒店为代表的有限服务型酒店快速增长，逐渐成为酒店行业的最大增量供给。新世纪初，商旅出行成为酒店最大动力。相较于星级酒店和低端宾馆，经济型酒店能够满足主力群体消费需求。自锦江之星后，国内经济型酒店品牌雨后春笋般破土而出，如2002年的如家，2004年的格林豪泰，2005年的汉庭和7天等。以经济型酒店为代表的有限服务型酒店从2000年的23家增长至2010年的5120家，复合增长率高达72%。

锦江：国企改革为主要推力，加盟模式稳步发力经济型市场

第1次调整（2003-2007）：国改合并新亚，整合资产，明确酒店管理运营主业务。2003年上海国资委成立，开始国资整合之路。锦江集团在上海市政府推动下与上海新亚合并，组建为锦江国际集团，A股中的新亚股份更名为锦江酒店。2003年锦江进行资产置换剥离了旅游、摄影、广告等非主营业务资产，明确酒店管理的发展方向。2005年和2007年，锦江酒店与锦江国际集团两次增资锦江国际旅馆，金额均达10多亿元。此外，2006年，控股股东锦江国际集团在港交所上市，此番上市募资目的之一便是用于经济型酒店业务发展。

第2次调整（2008-2010）：经济型业务重回A股，专于经济型酒店。此阶段市场受金融危机影响，融资困难。为加快锦江之星布局，锦江酒店与控股股东再次资产置换重组，将经济型业务置换回A股，星级酒店和非核心业务资产置出，并将达华宾馆、3家二星级酒店、3家单体经济型酒店改造成经济型酒店。

图3：第二次资产置换，专注于经济型酒店业务



资料来源：锦江酒店公司公告，信达证券研发中心

1.3、转型扩张阶段（2011-2020）：开拓中端市场，加速海内外并购扩张

市场：酒店行业变革，换挡调速、模式升级

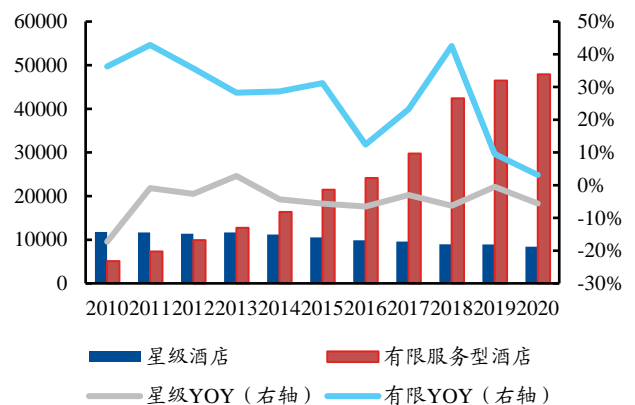
总量上，核心供给（星级+有限服务）增速开始放缓。2010-2020年，以星级酒店与有限服务酒店为主的酒店业核心供给复合增速为13%；总量从1.7万家增长到5.6万家。自18年以来核心供给增速大幅下滑，背后是星级酒店退星率高企以及有限服务酒店增速大幅放缓。

图4：星级+有限服务型酒店数量及YOY（家）



资料来源：Wind，盈蝶咨询，信达证券研究开发中心

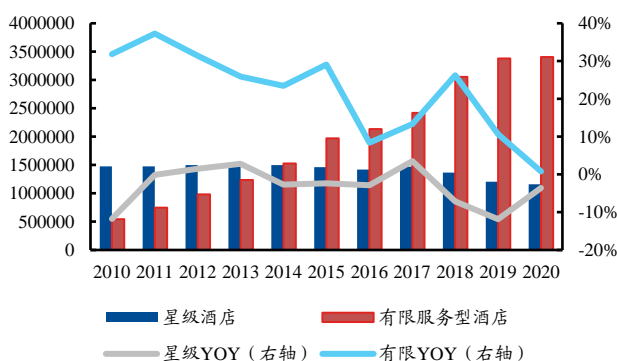
图5：有限服务型酒店数于2013年超过星级酒店（家）



资料来源：Wind，盈蝶咨询，信达证券研究开发中心

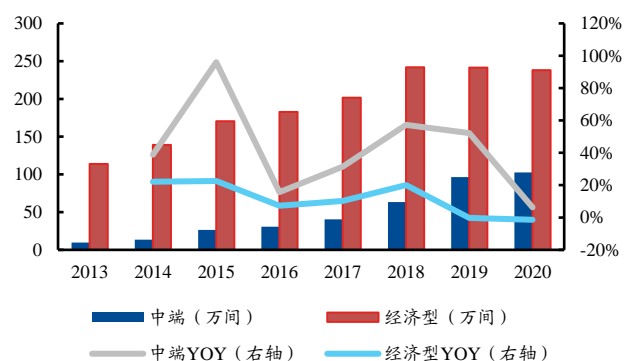
结构上，有限服务酒店逐步取代星级酒店，中高端增速高于经济型。2010年之后星级酒店规模步入下行区间，2010-2020年CAGR为-3%；按酒店数和客房数计，有限服务型酒店分别于2013年和2014年超越星级酒店。自13年起，中端酒店客房规模增速远高于经济型酒店，两类酒店2013-2020年CAGR复合增速分别为40%以及11%。

图6：有限服务型客房数于2014年超过星级酒店（间）



资料来源：Wind，盈蝶咨询，信达证券研究开发中心

图7：中端酒店虽然规模较小，但增速较快



资料来源：Wind，盈蝶咨询，信达证券研究开发中心

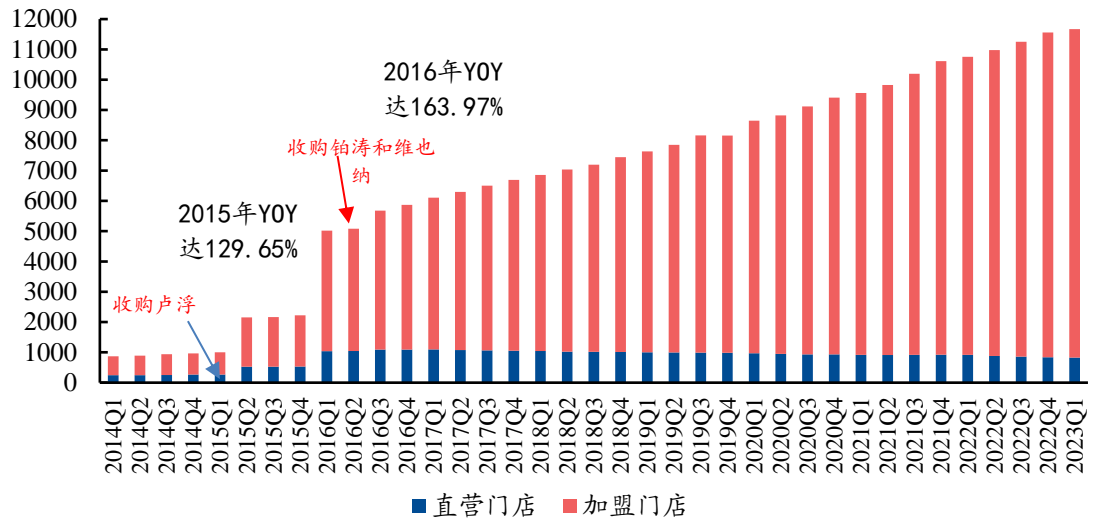
锦江酒店：转型阶段巧妙布局，率先瞄准中端和海外市场

转型时期（2011-2013）：初涉中端市场，开启海外布局。2011年9月，公司与上好佳合作开拓东南亚蓝海市场；2012年3月，公司与法国卢浮集团合作形成品牌联盟，海外业务起步为日后海外并购扩张埋下伏笔。2013年，公司对管理结构进行大调整，同年，公司收购

时尚之旅翻牌为锦江都城，并承接集团优质三星级酒店资源，切入中端市场。

扩张时期（2014-2020）：全球布局，加速并购，打造多元产品矩阵。此阶段，锦江进行数次海内外并购与融资，对卢浮、铂涛以及维也纳的收购是扩张的主要成果。通过并购实现外延跨越式增长，锦江逐渐成为全国以及全球酒管集团龙头。收购卢浮后，酒店数年增速达 129.65%；收购铂涛和维也纳后，酒店数年增速达 163.97%。

图8：收购卢浮酒店数年增速达 130%，收购铂涛、维也纳后酒店数年增速达 164%



资料来源：锦江酒店公司公告，信达证券研发中心

1.4、架构调整阶段（2020-至今）：管理架构加速调整，产品线深度融合

成立锦江中国区：产品深度融合，重新定位全球布局。2020年5月，公司宣布成立锦江酒店中国区，将锦江都城、维也纳、铂涛集团进行后台重组，并进行相应的人事任命和调整，设立“一中心三平台”，保持前端品牌基因不变、打破子公司间壁垒，重新划分管理。中国区前端运营设立上海、深圳“双总部”，下设品牌团队、区域分公司，实行扁平化管理体系，摒弃老国企式冗杂架构，提高管理效率。

定增降杠杆，增强资金实力，助推品牌升级迭代。2021年3月，公司非公开发行定增，募集总金额约50亿元。定增预案中拟将募资中35亿元用于酒店升级，15亿元用于偿还金融机构贷款。此次定增目的之一是优化锦江在经济型酒店和中端酒店市场的布局，将部分酒店装修升级为郁锦香、康铂、凯里亚德、锦江都城、丽芮、丽怡等中端品牌以及白玉兰等经济型品牌，把握城镇化进程中经济型酒店下沉市场和中端酒店市场集中度低的快速发展机遇。

回顾锦江历史我们认为：

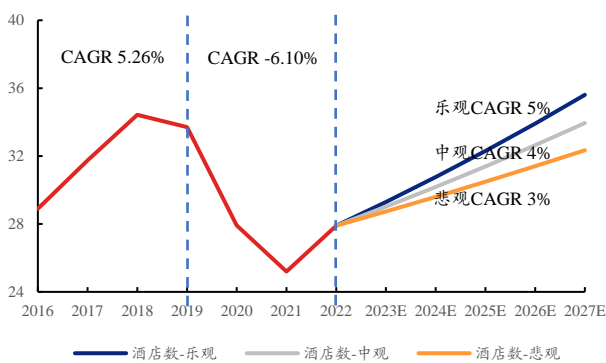
- 1) 规模扩张是酒店行业的发展主线，头部集团通过并购快速扩容是必由之路。
- 2) 升级一直在路上，重服务体验行业也是消费者偏好高度敏感的行业。
- 3) 选择轻资产扩张意味着管理输出水平与品牌构建能力成为核心要素，从以物业为核心资产到以人力资源为核心资产的转变是长期的。

二、从供需角度分析，“扩张”与“升级”仍是酒店行业未来两大趋势

2.1、中期内预期供给增速平稳，中高端酒店占比稳步提升

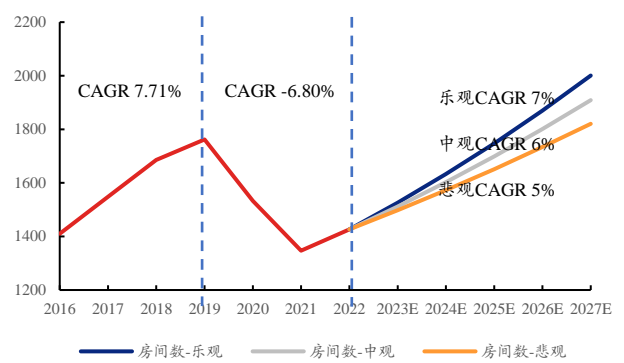
疫情期间酒店供给总量快速出清。2019年底全国酒店数有33.7万家，房间数有1762万间；2021年酒店数降至25.2万家，房间数降至1347万间。2022年全国酒店数回升至27.9万家，同比增长10.7%；房间数恢复至1426万间，同比增加5.9%。疫情反复使商旅出行需求收缩，酒店收入出现较大幅度下降；另一方面酒店运营的固定成本高企，导致部分酒店特别是小规模单体酒店大量出清。

图9：2016-2027年全国酒店数及增速（万家）



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，信达证券研究开发中心预测

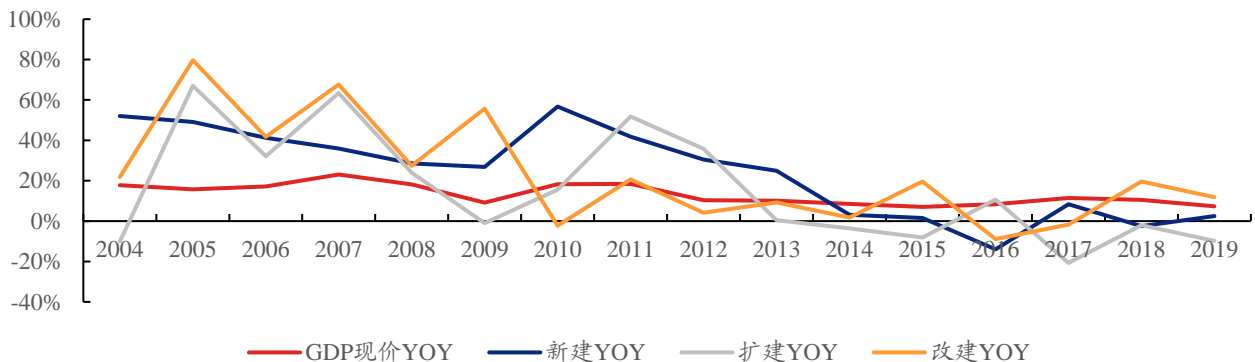
图10：2016-2027年全国酒店房间数及增速（万间）



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，信达证券研究开发中心预测

酒店总供给中期内预期增速平稳，中性假设下预计2027年全国酒店数可达到约34万家。2015年后住宿业固定资产投资完成额增速维持在较低区间，特别是2018年后酒店供给增速放缓，2019年略有回调迹象。加之新冠疫情冲击，固定资产新建投资意愿进一步减弱，我们预计未来五年酒店新增物业数量将延续低增速，但另一方面考虑到疫情期间退出的酒店物业大部分将重回市场，因此我们预期酒店供给整体增速较为平稳。参考2016-2019年酒店数量CAGR为5.3%，房间数量CAGR为8%，中性假设下我们预计2023-2027年全国酒店数CAGR为4%，房间数CAGR为6%，酒店供给有望在明年年内恢复至30万家以上，到2027年底有望达到33.9万家。

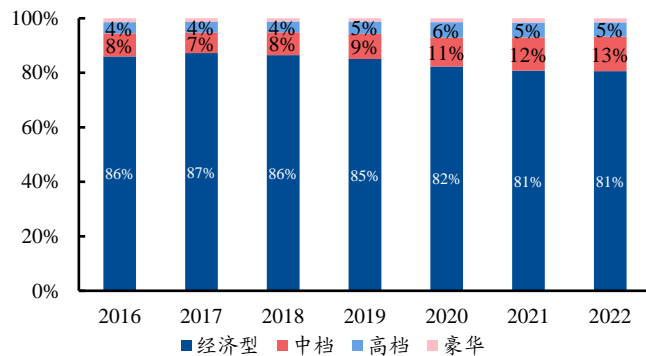
图11：2004-2019年城镇住宿业固定资产投资完成额同比增速



资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

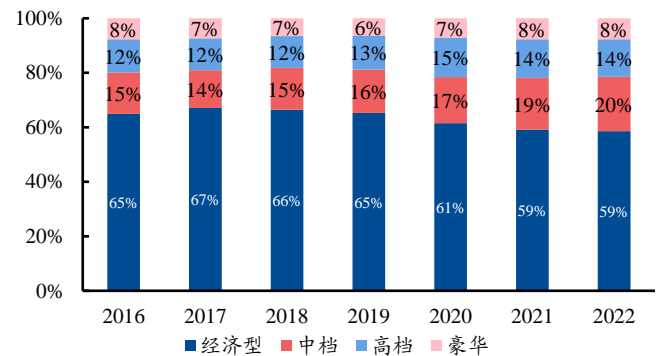
从供给结构角度看，档次升级步伐未止，经济型酒店数量仍在增长但占比逐渐下降，中高端酒店占比持续上升，头部酒店集团变化更为明显。按酒店数计，2019 年底，全国经济型酒店占比达 85%，2022 年底则降至 80.6%。相反，2019-2022 年，中端酒店和高端酒店占比分别从 9.3%和 4.5%，提升到 12.6%和 5.3%。按客房数计，2019-2022 年，经济型酒店占比从 65.2%降为 58.6%，中端酒店和高端酒店占比分别从 16%和 12.5%，增至 20%和 13.7%。作为头部酒店集团，锦江、华住和首旅在 2017-2022 年中高端酒店占比提升幅度更大，均实现或接近翻番。

图12：2016-2022 年全国以档次分类酒店数占比



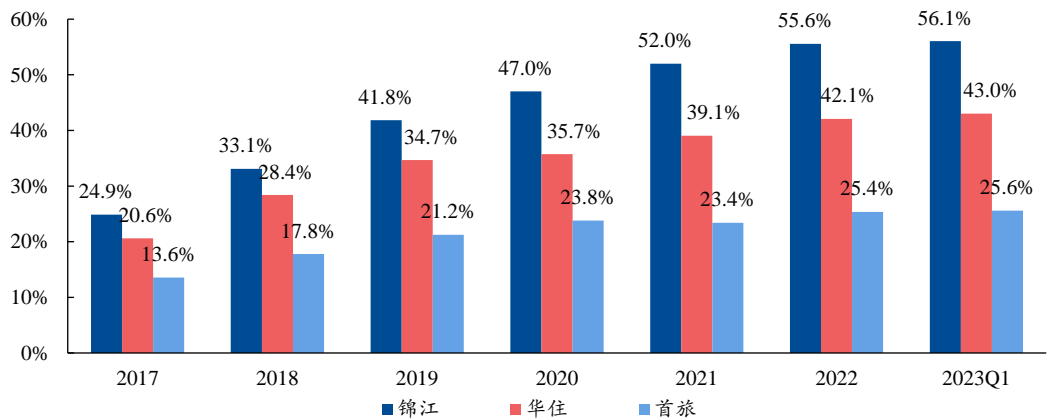
资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，信达证券研究开发中心

图13：2016-2022 年全国以档次分类客房数占比



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，信达证券研究开发中心

图14：2017-2022 年锦江华住首旅中端酒店占比



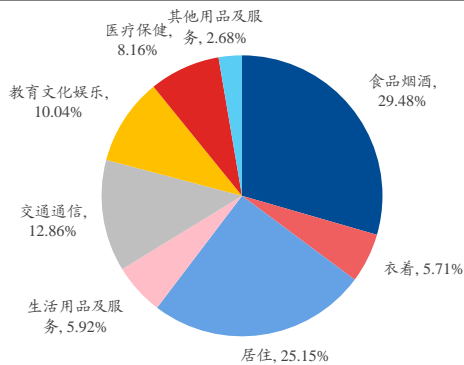
资料来源：锦江酒店公司公告，华住集团-S 公司公告，首旅酒店公司公告，信达证券研发中心

中高端酒店将会是酒店规模的增量主力。从供给侧看，由于小规模单体酒店集中于经济型，所以疫情期间出清的酒店大部分为经济型酒店，而且经营成本上升促使酒店向单房价格更高的中高端升级。从需求侧看，消费升级的大方向并未改变，而且随着酒店消费群体逐渐年轻化，对品质的要求也在提高，因此中高端酒店将会是酒店规模的主要增量。

收入与消费水平与酒店档次结构存在密切联系。根据国家统计局数据，2022 年全国居民人均可支配收入中位数仅为平均数的 85.1%，低收入群体占比依然较高，经济型酒店在相当长一段时间内仍会是酒店消费的主力。但另一方面，2013-2022 年全国城镇与农村居民人均服务性消费支出都快速增长，若不考虑疫情对服务业消费的冲击，2013-2019 年的 CAGR 超

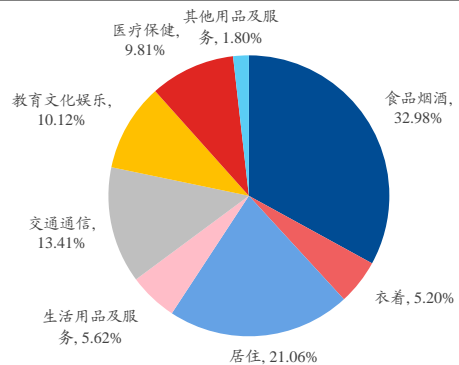
过 7%，消费升级的趋势并未改变，因此我们认为中高端酒店未来将拥有强劲的需求支撑。

图15：2022年我国城镇居民人均消费支出结构



资料来源：国家统计局，信达证券研究开发中心

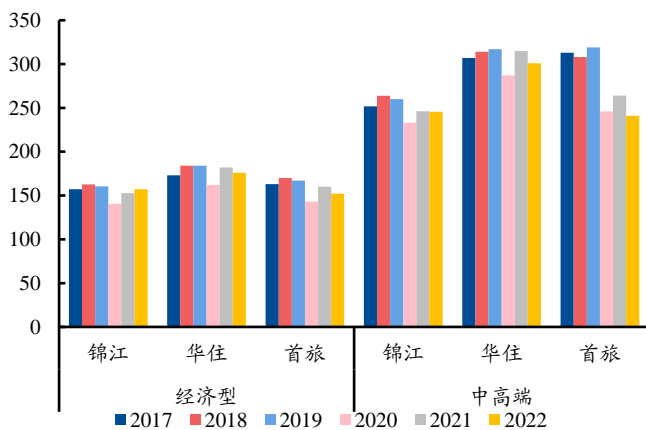
图16：2022年我国农村居民人均消费支出结构



资料来源：国家统计局，信达证券研究开发中心

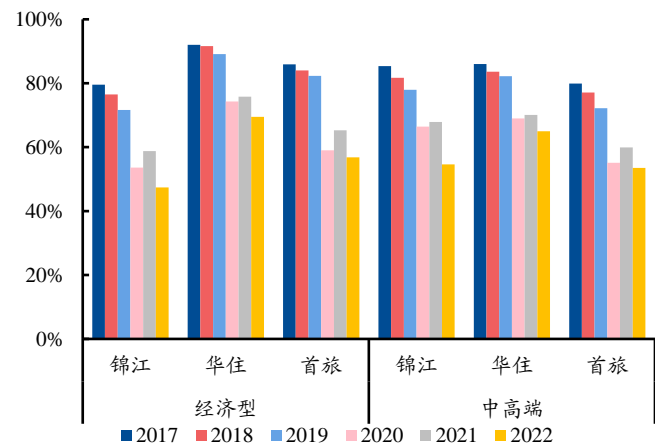
酒店从经济型向中高端结构升级的趋势下，连锁品牌的 OCC 可能不会与 ADR 同步提升。锦江、华住和首旅近年来旗下中高端酒店的 ADR 普遍高于经济型酒店，但华住和首旅的中高端酒店 OCC 却低于经济型。我们认为原因有三，第一，相较于经济型酒店，中高端酒店在运营管理上更加精细化，需要较低的人房比来保证服务质量。第二，高 OCC 一方面意味着高客房销售量，但同时也意味着较高的客房使用频率，导致折旧摊销等成本费用增加，对利润有一定的负面影响。第三，结合头部酒店集团连锁扩张的背景，2020-2022 年锦江、华住和首旅累计净增酒店超过 7000 家，中高端酒店占比不断提高，由于中高端酒店单店客房数一般高于经济型酒店，因此连锁酒店集团的客房数，特别是中高端酒店的客房供给大幅增加，从而导致中高端酒店相比经济型酒店出现 OCC 的摊薄。

图17：锦江华住首旅 2017-2022 年按档次分酒店 ADR (元)



资料来源：锦江酒店公司公告，华住集团-S 公司公告，首旅酒店公司公告，信达证券研究开发中心

图18：锦江华住首旅 2017-2022 年按档次分酒店 OCC



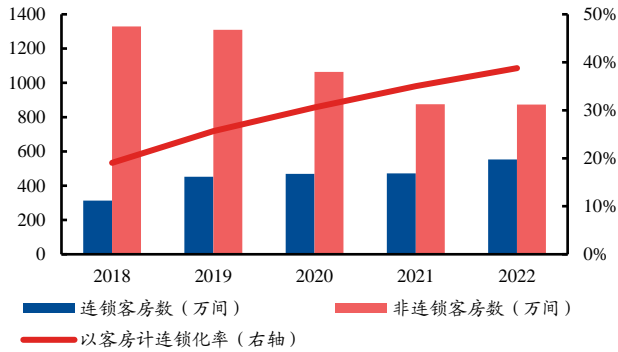
资料来源：锦江酒店公司公告，华住集团-S 公司公告，首旅酒店公司公告，信达证券研究开发中心

2.2、连锁化率仍有较大提升空间，下沉市场是未来主要看点

连锁化水平上，单体酒店大量出清，连锁化率逐步提升。以客房计连锁化率从 2018 年的

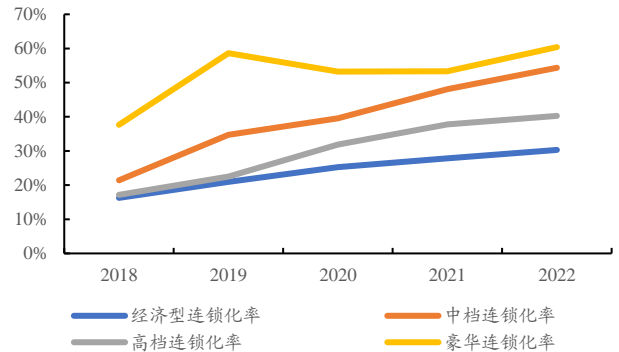
19.05%提升到 2022 年的 38.78%。与单体酒店相比，连锁酒店在疫情期间有机会得到来自集团的金融支持和优惠政策，抗周期能力更强。大量出清的小微住宿设施与疫情期间逆势扩张的连锁酒店共同作用提升连锁化渗透率。按档次分类，2022 年经济型酒店连锁化率达到 30%，中端酒店连锁化率超过 50%，中端酒店在疫情期间连锁化速度不降反增。

图19：2018-2022 年以客房计酒店业整体连锁化率



资料来源：盈蝶咨询，信达证券研究开发中心

图20：2018-2022 年以客房计分档次酒店业连锁化率

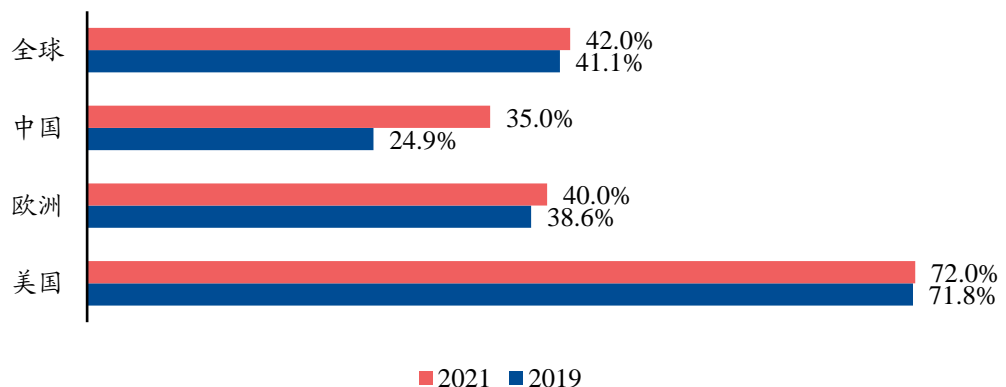


资料来源：盈蝶咨询，信达证券研究开发中心

酒店连锁化在疫情期间及后疫情时代更凸显其价值。站在品牌方角度，以连锁化为途径的轻资产模式扩张速度快，方便在更短时间内抢占市场，而且加盟费主要以扣点的方式收取，能获得相对稳定的收入，抗风险能力更强。站在加盟商角度，连锁化的价值主要在于会员化、品牌化、数字化所带来的赋能：1) 投资、运营环节，利用集团规模优势降低采购、财务等成本提升效率；2) 导流环节，依托集团会员体系提高客户忠诚度，降低获客成本；3) 销售环节，借助品牌效益和集团化营销体系，提升出租率与房价；4) 管理环节，进行人员统一培训，提升专业水平。

我国酒店连锁化率增长迅速，但对比欧美仍有较大提升空间。2019 年，我国酒店以客房计连锁化率不到 25%，而美国超 70%，欧洲接近 40%。截至 2021 年底，我国酒店连锁化率已增至 35%，增速较高，但相比欧美当前水平仍有上升空间。高连锁化率意味着市场资源得到充分整合，即酒店行业发展比较成熟，我们认为其背后深层逻辑是国家的高人均收入和头部酒店集团的强大品牌实力，所以，结合我国目前的经济社会和酒店行业发展情况，连锁化率提升是长周期逻辑。

图21：2019 与 2021 年中国与欧美酒店连锁化率对比



资料来源：华住集团招股书，弗若斯特沙利文，Statista，STR，盈蝶咨询，信达证券研发中心

未来五年我国以酒店数计连锁化率预计可接近 30%。截止 2022 年底国内连锁酒店数 7.1 万家，以酒店数计的连锁化率为 25%。根据主要酒店集团的开店数据，我们预计 2023-2027 年每年净增连锁酒店 6000 家，测算得到 2027 年以酒店数计连锁化率接近 30%，相比目前约提升 5pct。

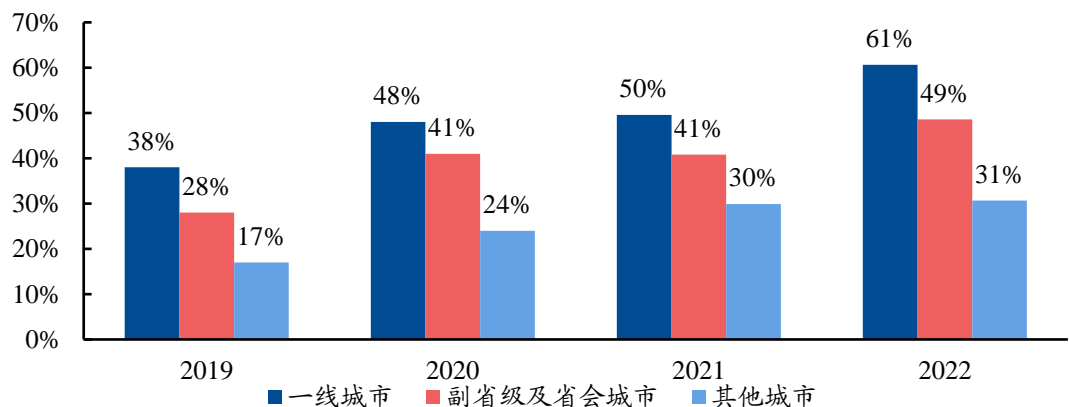
表1：我们预计 2027 年我国以酒店数计连锁化率有望接近 30%

2022 年底国内酒店数 (家)	279000
2022 年底连锁酒店数 (家)	71000
门店口径连锁化率	25%
2023-2027 年每年净增连锁酒店数 (家)	6000
锦江	1000
华住	1000
首旅	500
格林	300
东呈	300
尚美	300
亚朵	300
其他	2300
2027 年底连锁酒店数 (家)	101000
2027 年底酒店数 (家)	340000
2027 年门店口径连锁化率 (整体)	30%

资料来源：盈蝶咨询，信达证券研发中心测算

未来酒店行业连锁化率提升依赖于连锁酒店集团在低线城市的下沉。2022 年，一线城市的酒店连锁化率超过 60%，副省级城市及省会城市的连锁化率接近 50%，而其他城市在 30% 左右。二线以下城市的经济发展水平和人口密度与一线城市存在较大差距，酒店市场分布具有小而散、经济型占比高的特点，考虑到目前经济型酒店依然占酒店供给的大部分比重，而且低线城市市场空间总量较为可观，因此从长期来看，最终影响我国酒店连锁化率水平的是连锁品牌在低线城市的渗透，需要重点关注下沉市场的经济型酒店。

图22：2019-2022 年按城市级别全国酒店连锁化率

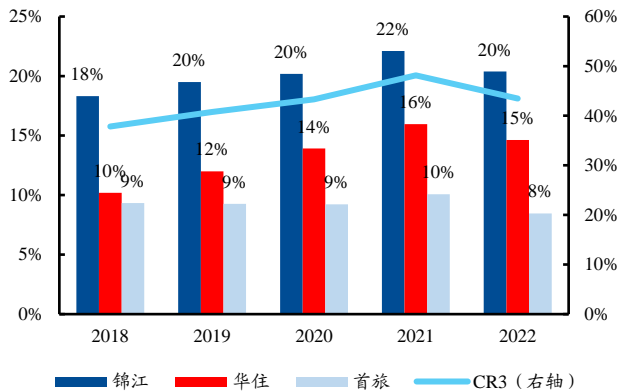


资料来源：盈蝶咨询，信达证券研发中心

2.3、酒店行业集团集中度提升，大单品或难以再出现

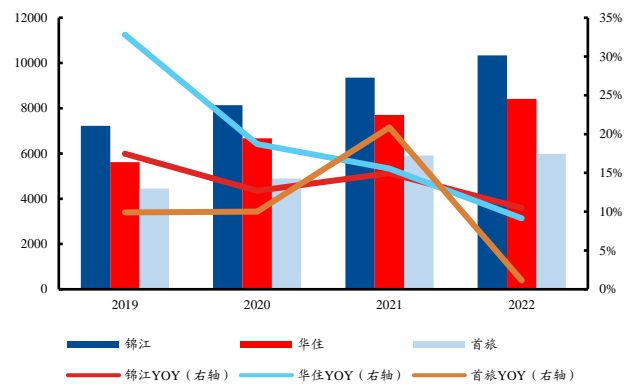
近年来，酒店集团集中度整体稳中有升，头部集团地位进一步巩固。锦江、华住和首旅集团作为国内酒店三大头部集团，疫情期间 CR3 明显提升。2019 年 CR3 为 37.83%，2022 年为 43.47%。这一方面得益于小规模单体酒店出清，另一方面三家集团在疫情期间利用头部竞争优势，逆势拓店提高市占率，龙头地位进一步巩固。与行业总供给减少形成对比，锦江、华住、首旅在 2019-2022 年的境内开业酒店数分别从 7221、5618、4450 家增长到 10335、8411、5982 家。锦江、华住和首旅在 2023 年分别计划开店 1200、1400、1500-1600 家，保持稳健的扩张节奏。

图23：2019-2022 年我国三大酒店集团市占率



资料来源：盈蝶咨询，信达证券研究开发中心

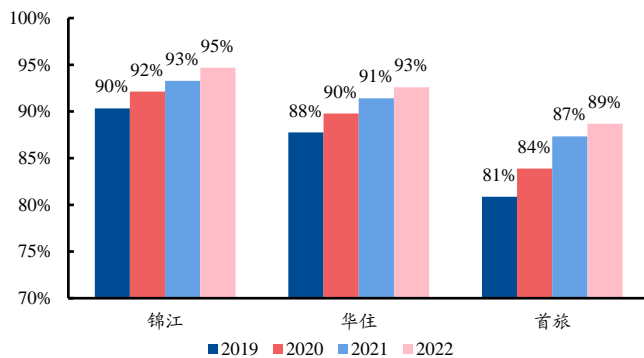
图24：2019-2022 年我国三大酒店集团开店量（家）



资料来源：锦江酒店公司公告，华住集团-S 公司公告，首旅酒店公司公告，信达证券研究开发中心

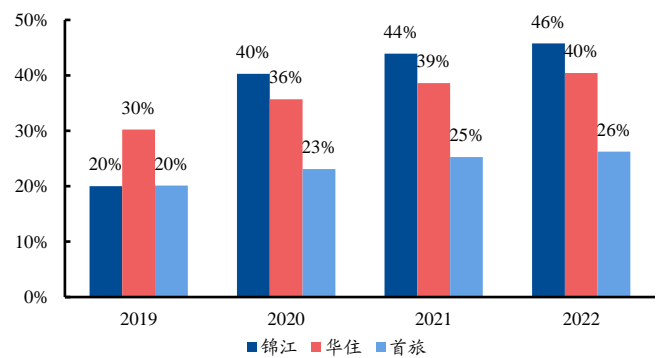
三家集团均在轻资产加盟上发力，强化规模效应，实现快速展店。截至 2022 年底，锦江、华住、首旅的境内加盟酒店占比分别为 94.7%、92.6%和 88.7%，相比 2019 年有明显提升。与之对应，其境内加盟店收入占境内酒店业务营收的比例分别从 2019 年的 20%、30.2%、20.13%提高到 45.8%、40.4%、26.2%。随着未来下沉市场连锁化率的提升，我们预计酒店集团集中度和加盟占比将继续增加。

图25：2019-2022 年三大酒店集团境内加盟酒店占开店量比例



资料来源：锦江酒店公司公告，华住集团-S 公司公告，首旅酒店公司公告，信达证券研究开发中心

图26：2019-2022 年三大酒店集团境内加盟酒店收入占酒店业务收入比例

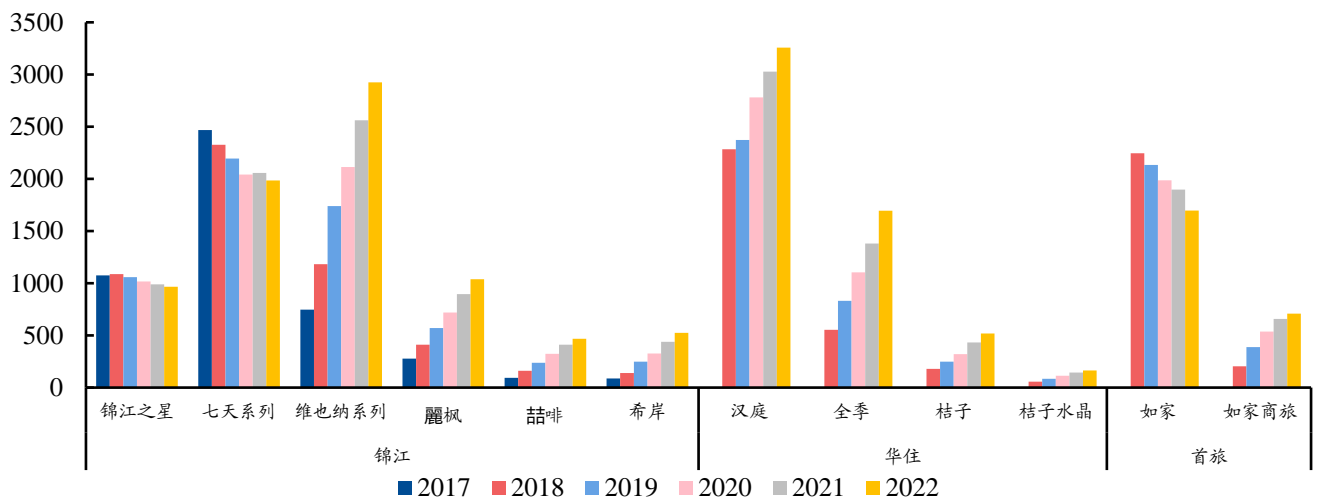


资料来源：锦江酒店公司公告，华住集团-S 公司公告，首旅酒店公司公告，信达证券研究开发中心

随着行业供给的增量放缓，以及需求的个性化、多元化趋势加强，预期大型单个品牌难以再出现。从品牌视角看，现有的成熟大单品规模上限逐渐显现，截止 2022 年底，华住的汉庭酒店开店量达 3257 家，全季酒店有 1694 家；锦江的维也纳品牌有 2925 家；首旅的如家酒店有 1696 家，这些品牌产品成熟且规模较大，基本都完成了在重点地区的布局，加之需

求端消费者更加强调个性、多元，我们认为未来有望呈现多个中小品牌各有主打特色、共存成长扩张的格局。

图27：2017-2022年三大酒店集团主要品牌开店数



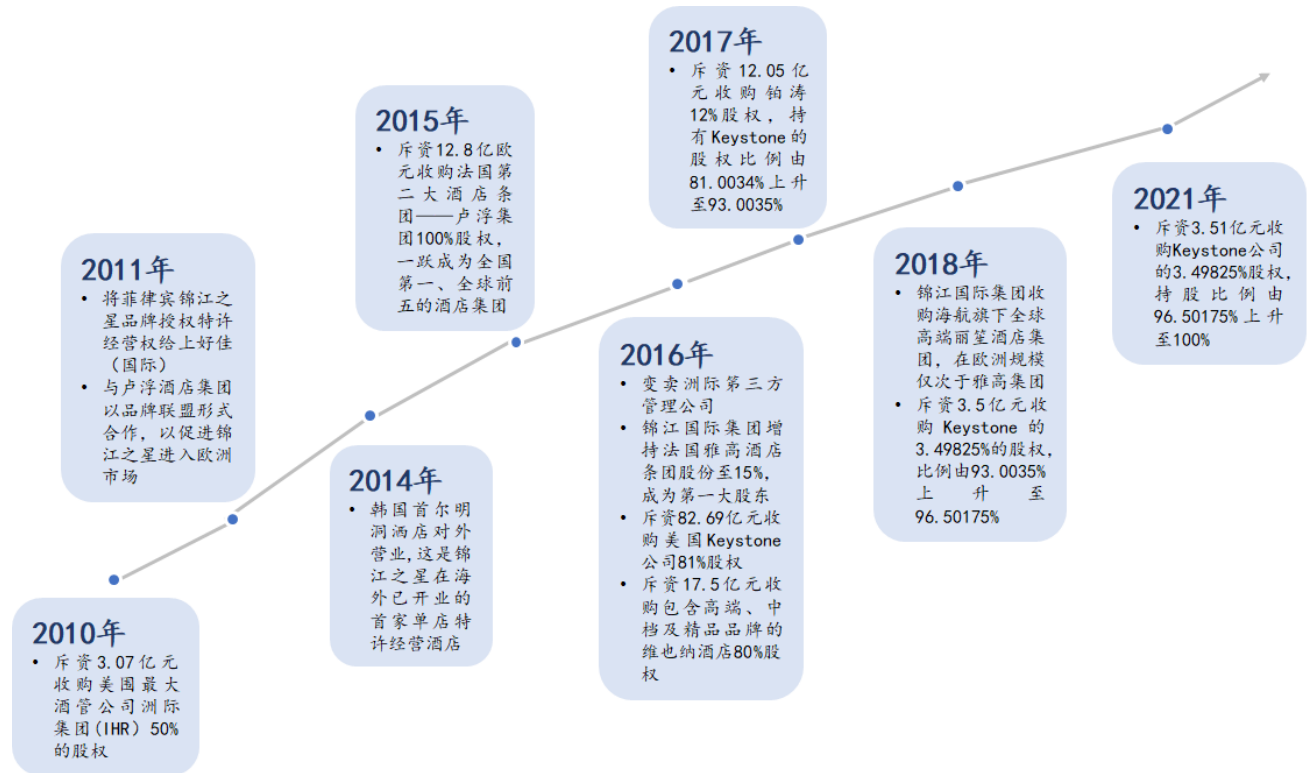
资料来源：锦江酒店公司公告，华住集团-S公司公告，首旅酒店公司公告，信达证券研究开发中心

三、发力布局中高端酒店，品牌矩阵丰富多元

3.1、回顾过去十年，锦江初探中端和海外市场，并购实现规模跃迁

随着酒店盈利模型升级和消费升级，近年来头部酒店集团均向中高端市场进军，其中锦江在中高端布局扩张上成果较为突出。2010年后中端酒店孕育、崛起，锦江在此期间探索中端和高端市场，全球布局，加速并购，打造多元产品矩阵，2013年收购时尚之旅，创立“锦江都城”，切入中端市场，2015年斥资12.8亿欧元收购法国第二大酒店集团——卢浮集团100%的股权，一跃成为全国第一、全球前五的酒店集团；2016年收购了铂涛集团和维也纳集团，大幅提升在中端和中高端酒店市场的竞争力；2018年收购了海外高端酒店品牌丽笙集团，品牌矩阵进一步完善。历经数轮并购扩张，锦江的酒店规模实现外延跨越式增长，中高端酒店占比快速提升，从2013年入场到2023Q1，门店数占比达56.1%，客房数占比达64.5%。

图28：锦江海外扩张时间线



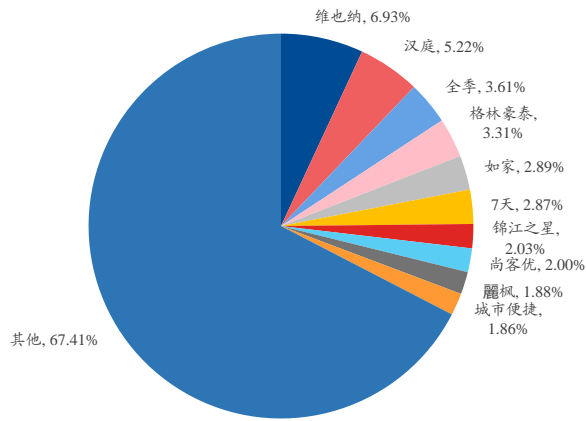
资料来源：锦江酒店公司公告，锦江国际官网，格隆汇，环球旅讯，财新网，新旅界，澎湃新闻，中国经营报，北京商报，中国经济网，钛媒体，联讯网，21世纪经济报道、酒店观察网、酒店教育在线、文旅界，迈点网、新浪财经，信达证券研究开发中心

3.2、锦江品牌矩阵丰富全面，多头发力开拓下沉市场

锦江拥有丰富全面的酒店品牌矩阵，形成组合拳开拓下沉市场。锦江通过外延内生不断完善品牌矩阵，目前在经济型和中高端市场都打造了具有强竞争力的品牌。2022年国内前10大酒店品牌锦江占据4席（维也纳、7天、锦江之星、麗枫），合计市占率达14%，大幅超过华住和首旅。在中端酒店市场，锦江更加具有规模优势，维也纳系列门店数已接近3000家，2022年在中端品牌市场占有率达24.73%，排名第一，领先于其他品牌。麗枫酒店以6.7%

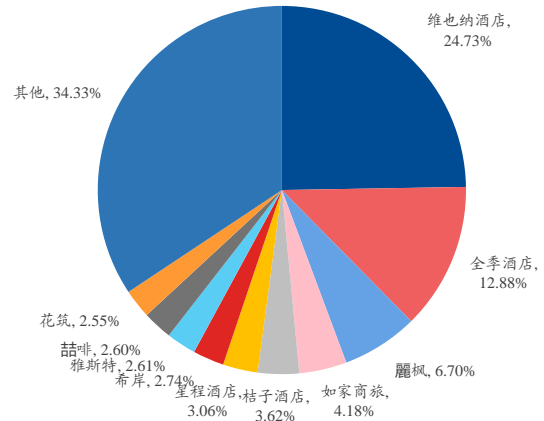
的市占率位居第三位，希岸和喆啡品牌也位居前十之列。我们认为锦江凭借丰富的品牌矩阵和领先的市占率，加之多次收购其他品牌，吸收了优秀的地推团队，拥有明显的市场开拓优势。中端品牌和经济型品牌共同发力下沉市场，能够实现资源更合理地配置，有望在下沉市场蓝海中收获更大的份额。

图29：2022年中国10大酒店品牌占有率



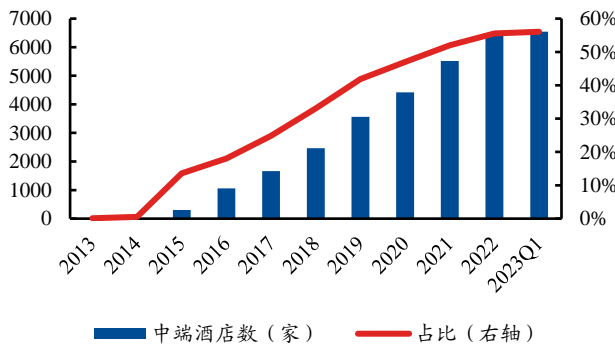
资料来源：盈蝶咨询，信达证券研究开发中心

图30：2022年中国连锁酒店中端品牌规模 Top10



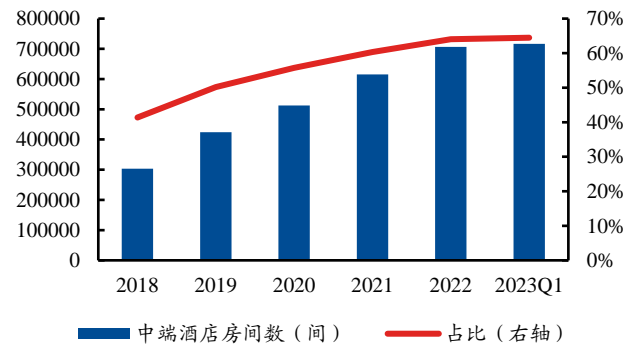
资料来源：盈蝶咨询，信达证券研究开发中心

图31：2013-2023Q1 锦江中端酒店数及占比



资料来源：锦江酒店公司公告，信达证券研究开发中心

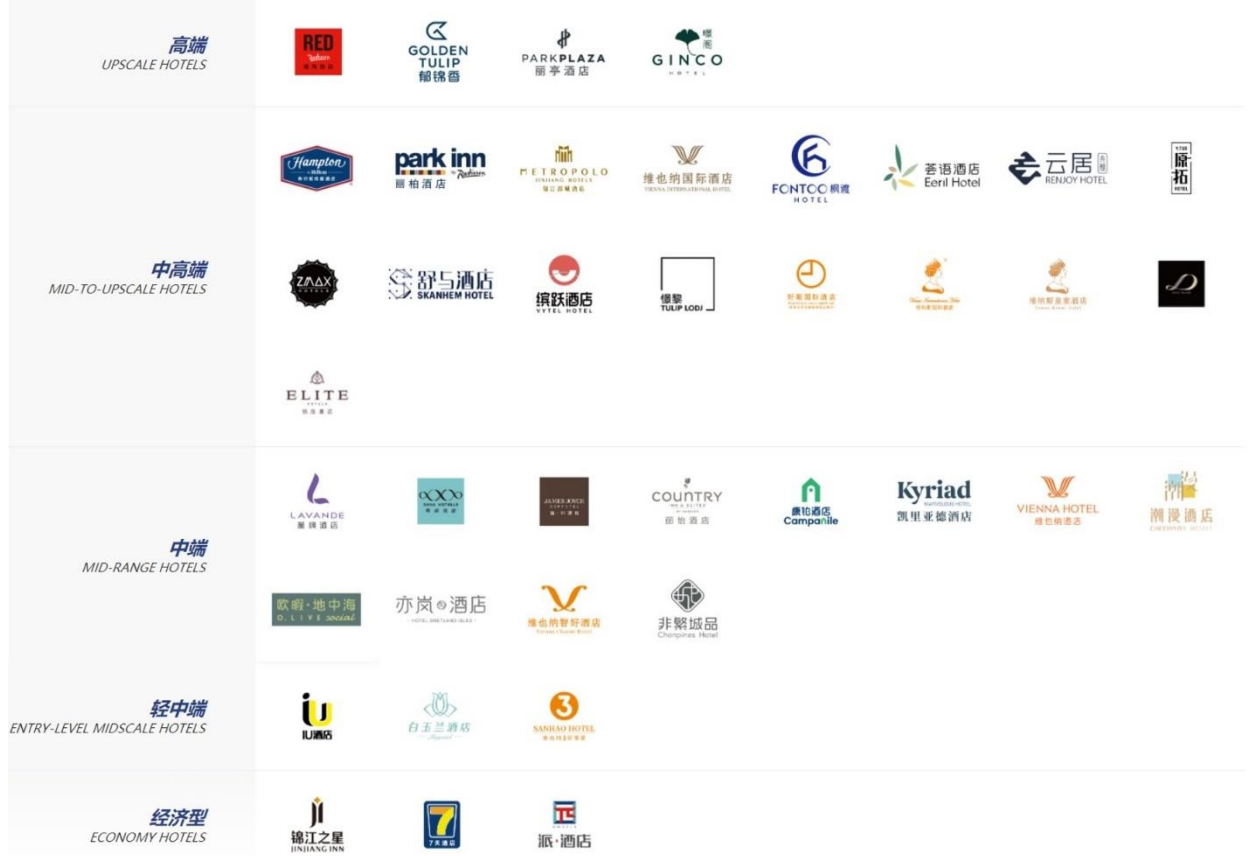
图32：2018-2023Q1 锦江中端酒店房间数及占比



资料来源：锦江酒店公司公告，信达证券研究开发中心

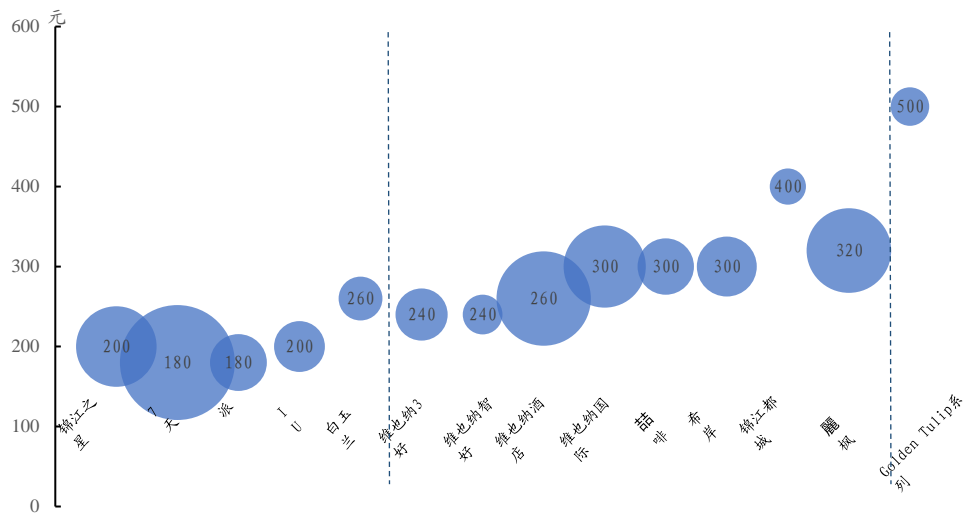
锦江未来将继续完善品牌档次，细分酒店品类。锦江通过多次收购，吸纳了众多酒店品牌，从经济型到高端各细分档次均有多个知名品牌，在不同的城市层级中形成了有梯度的价格体系。我们认为锦江未来两大方向，一是将这些并购吸纳的品牌进行整合，充分融合进锦江的体系中；二是孵化、发展自有品牌。卢浮集团在被锦江收购后规模取得较快增长，截至2022年底，卢浮在中国的酒店规模(含筹备)已超过500家。丽笙集团与锦江的资源整合也即将进行。锦江自主孵化的品牌主要在三个方向：度假型酒店、公寓型酒店以及国潮酒店。锦江全球创新中心GIC目前已开发入市9个品牌，在2023年有望进一步打开市场。

图33：锦江旗下酒店品牌矩阵



资料来源：锦江酒店官网，信达证券研究开发中心

图34：锦江部分酒店品牌规模与基本价位



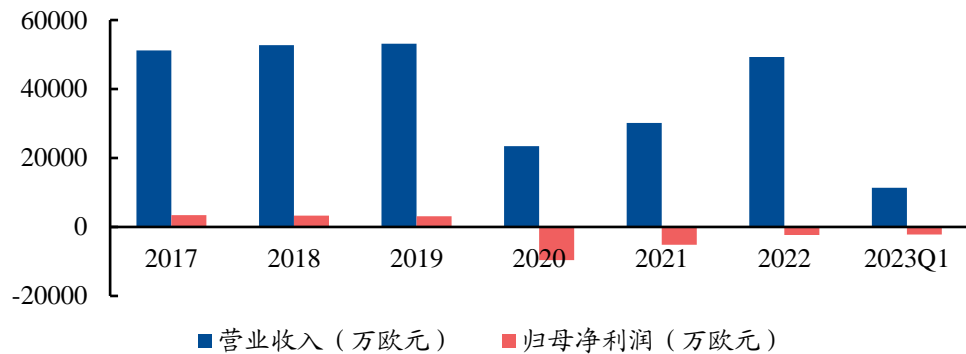
资料来源：锦江酒店公司公告，WeHotel，携程旅行，信达证券研究开发中心

3.3、海外业务卢浮集团迎难恢复，收购丽笙布局高端全服务品牌

自 2015 年被锦江收购后，卢浮集团对锦江的收入与利润贡献在疫情前保持稳定。2017-2019 年营业收入和归母净利润分别保持在 5 亿欧元和 3000 万欧元以上。新冠疫情爆发后，锦江海外业务受到较大冲击，公司采取多种措施加快恢复进程。卢浮集团在 2020 年亏损近 1 亿欧元后，业绩逐渐改善。今年一季度，锦江境外酒店整体 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 110%，但由于杠杆率较高，受欧洲通货膨胀提升和欧洲央行加息影响，卢浮集团的财务费用和人工费用大幅上涨，导致 23Q1 比 2019 年同期扩大亏损 1500 多万欧元。

锦江 GDR 发行在即，部分用途为优化卢浮资本结构，预计卢浮今年有望实现盈亏平衡。 锦江正推进 GDR 发行，规模在 2 亿股以内，此外，锦江还于今年 6 月增资，用来改善卢浮的资本结构，降低财务杠杆，减少财务费用。同时，锦江还通过 GPP 平台采购共享、与 OTA 共同协商降低费率等措施，降低卢浮集团的成本费用。考虑到公司努力控制成本费用，我们预期卢浮今年有望实现盈亏平衡。

图35：卢浮集团 2017-2023Q1 收入与利润情况



资料来源：锦江酒店公司公告，信达证券研发中心

收购丽笙集团将助力锦江全服务品牌管理能力的提升。 丽笙酒店集团是世界最大的酒店集团之一，前身为美国卡尔森酒店集团，成立于 1930 年，2016 年母公司卡尔森集团将其出售给海航，2018 年又被锦江收购。截至 2021 年底，丽笙集团在全球 120 个国家和地区拥有超过 1700 间运营中或在建酒店，超过 10 万名员工。集团品牌包括丽笙精选、丽笙、丽筠、丽芮、丽祺、丽亭、丽柏、丽怡以及普利泽特九个独立品牌。

丽笙集团推出亚太区扩张计划，推动在亚太地区的足迹拓展。 丽笙在 2022 年宣布亚太区扩张计划，目标在 2025 年以前实现亚太地区业务量增长 400%，公司预计到 2025 年以前，将在现有超过 400 家酒店的基础上，新增 1700 家酒店及度假村。在中国市场，丽笙持续扩大旗下酒店阵容，2022 年中国区共新签约 68 家酒店和新开业 17 家酒店。集团在 2023 年目标新签约超过 200 家酒店，以及新开业超过 60 家酒店。未来丽笙还将在印度、泰国、越南、澳大利亚和新西兰等战略性增长市场扩张。

表2：丽笙集团品牌矩阵

	丽笙精选	丽笙	丽亭	丽芮	丽祺	丽筠	丽柏	丽怡	普利泽特
品牌									

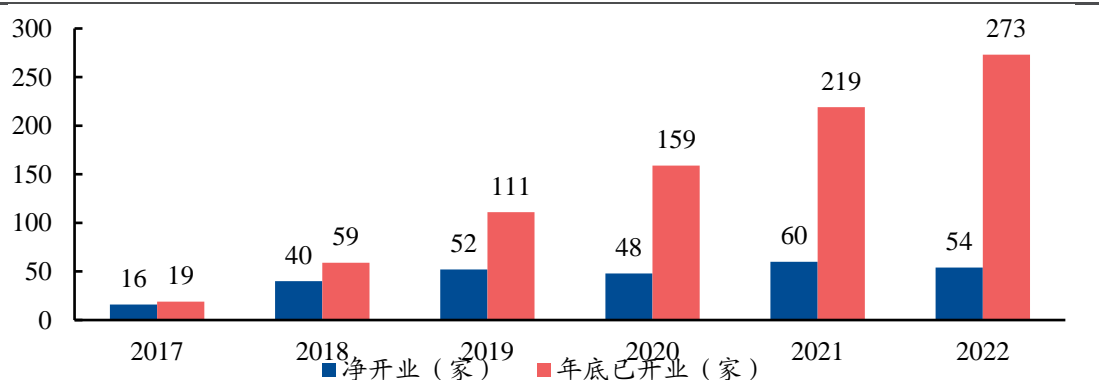
定位	豪华	超高端	高端/ 超高端	高端/ 超高端	高端	高端	中高端	中高端	经济型
区位	核心城市 和高端度 假区	核心城 市、机场 和休闲目 的地	核心城市 和主要商 务休闲区	重点城市 的核心商 圈与新兴 地段	重点城市 的机场和 主要商务 休闲区	核心与重 点城市的 机场、城 区、郊区 会议区	一二线城 市的交通 便利区域	次级城市 的机场、 城郊	重点为德 国、奥地 利、瑞士 和英国
开店量	45	400	50	60	43	292	201	571	19
房间数	8681	89055	10467	10467	4941	53320	32294	47201	3881
单店房数	100-400	150+	200+	100-250		150-200	150-350	≥50	150-300
单房内部 总面积(m ²)	55-85	55-75		38-42		31-35	40-45	17-22 (净)	
单房成本 (万欧元)	15-20	14-17		10-13		12-15	9-11	≥6.2	
国内城市 基本价段 (元)	800-1200	600-1000	600-1000	500-800		500-800	300-500	300-500	

资料来源：丽笙集团官网，携程旅行，信达证券研究开发中心

整合丽笙资源是锦江布局高端全服务酒店的关键一步，希尔顿欢朋的范例值得借鉴。希尔顿欢朋是希尔顿旗下最大的酒店品牌之一，也是酒店“中外混血”的先河，2014年10月，希尔顿集团与铂涛达成战略合作协议，由希尔顿集团提供品牌，授权铂涛全面负责希尔顿欢朋在中国市场的运营，锦江收购铂涛后，希尔顿欢朋现成为锦江酒店中国区的品牌之一。2020年12月，锦江与希尔顿续签欢朋运营许可协议，将合作延长至2034年，计划在华开业逾600家希尔顿欢朋酒店。

希尔顿欢朋在中国取得了良好的发展成果。进入中国市场九年来，欢朋保持高开店增速，2016-2019年当年新开业总数分别为7家、16家、40家、52家，占当年希尔顿欢朋全球新开业数的比例分别为5.98%、16.84%、42.11%、46.85%。今年6月9日，欢朋在华第300家门店在广东东莞开业，目前在华签约项目总数已突破730个，远超当初希尔顿集团对其8-10年实现签约数400家的预期。

图36：希尔顿欢朋2017-2022年在华开店数



资料来源：锦江酒店公司公告，信达证券研发中心

我们认为希尔顿欢朋为锦江整合丽笙提供的经验有二，一是充分授权，品牌团队拥有高度的自主开发运营权限。无论是希尔顿集团，还是被并购之前的铂涛，抑或组织架构调整前后的锦江，都给予了希尔顿欢朋团队充分的发挥空间。希尔顿当初授予铂涛作为希尔顿欢

朋在中国市场的“品牌运营商”，品牌标准、产品、会员体系都由双方共同定义，开发及品牌运营由铂涛集团独立操作。铂涛在管理上强调先人后事、采取充分信任的模式：在选定不同酒店品牌负责人之后便充分授权，品牌负责人可以调动集团资源；另外品牌之间存在竞争机制，公司将给到表现出色的团队相应的奖励。这种模式让包括希尔顿欢朋在内的铂涛旗下各品牌都得到了长足的发展。锦江 2015 年收购铂涛以及 2020 年内部调整后，也都保留了希尔顿欢朋原有的文化及管理机制，其核心团队长期保持基本稳定。

二是发挥比较优势，扩大协同发展效应。作为中外合作品牌，希尔顿欢朋享有着希尔顿和锦江两大酒店集团的资源优势，并充分发挥了希尔顿和锦江的比较优势。会员方面，欢朋拥有希尔顿集团 1.5 亿和锦江 1.86 亿会员资源，以及锦江近 30 万的企业大客户资源和希尔顿集团的全球优质企业合作资源。品牌运营方面，欢朋整合了希尔顿集团全球范围内的品牌积淀和良好口碑，以及锦江深耕中国市场多年的拓展实力和品牌运营能力，最终形成了团队的高效率、对中国市场的快速应变能力和高品质保证等核心竞争力，入华九年产品设计已从 1.0 版本升级迭代至 5.0 版本，是中高端市场迭代速度最快的品牌之一。

图37：希尔顿欢朋在华第 300 家门店东莞松山湖店



资料来源：中国日报网，江西网络广播电视台，信达证券研究开发中心

图38：希尔顿欢朋 5.0 新版客房设计



资料来源：希尔顿欢朋，环球旅讯，信达证券研究开发中心

四、运营管理升级、降本提质增效为长期价值看点

4.1、对比国内可比公司，锦江存在三大降本和增收改进重点

拆分锦江与华住的酒店业务成本与费用结构，锦江在人工成本、销售费用和一般行政管理费用上还有较大降低空间。人工成本方面，锦江 2022 年的酒店人力成本占酒店营收比重为 33.08%，而同期华住占比为 26.57%。主要原因是华住人员配置更少，一是单店不再配备会计和出纳人员，集中到区域总部；二是在信息化方面投入更多，降低对人工的依赖程度。

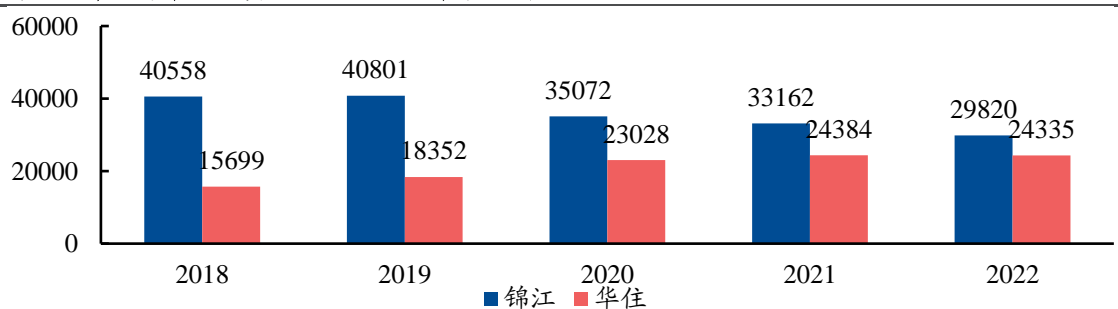
表3：锦江与华住酒店业务成本费用结构比较

	锦江				华住			
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
营业收入占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
租金	12.83%	17.54%	16.44%	16.42%	23.40%	34.18%	30.50%	28.33%
能源	4.61%	5.32%	4.79%	6.07%	3.60%	4.69%	3.97%	4.35%
人工成本	23.61%	32.45%	31.63%	33.08%	16.54%	24.53%	23.64%	26.57%
折旧摊销	8.05%	12.03%	8.49%	7.91%	8.56%	12.91%	11.05%	10.20%
物耗、食品和饮料	6.42%	6.30%	6.24%	6.07%	7.07%	8.68%	7.58%	7.40%
其他成本	12.59%	12.76%	8.53%	8.11%	4.95%	10.44%	11.51%	11.59%
酒店分部毛利率	31.88%	13.60%	23.87%	22.34%	35.87%	4.58%	11.76%	11.56%
销售和市场费用	6.46%	5.36%	8.09%	7.48%	3.80%	5.86%	5.01%	4.42%
一般行政管理费用	13.55%	13.55%	13.31%	13.89%	9.46%	12.35%	12.08%	12.08%
开办费	0.02%	0.05%	0.05%	0.00%	4.48%	2.82%	0.63%	0.69%
营业成本和费用占比	88.15%	105.36%	97.59%	99.03%	81.87%	116.45%	105.98%	105.63%
营业利润率	10.76%	-6.53%	1.32%	-0.20%	18.80%	-16.54%	1.28%	-2.12%

资料来源：锦江酒店公司公告，华住集团-S 公司公告，信达证券研究开发中心

一般行政管理费用方面，锦江也有降低空间。管理费用的主要支出来自于员工薪酬，2018 年至 2022 年，华住员工总数从约 1.6 万人增至超 2.4 万人，同期锦江员工总数从 4 万人降至不到 3 万人，仍高于华住。锦江在 2020 年开启组织架构改革后，持续进行人事优化，员工数量有所精简，同时加速推广信息系统，提高数字化能力，减少人工岗位，取得一定成效。今年锦江的人事改革进入关键阶段，改革落地后团队预期更加精简优化，我们认为锦江未来的管理费用率有望进一步降低。

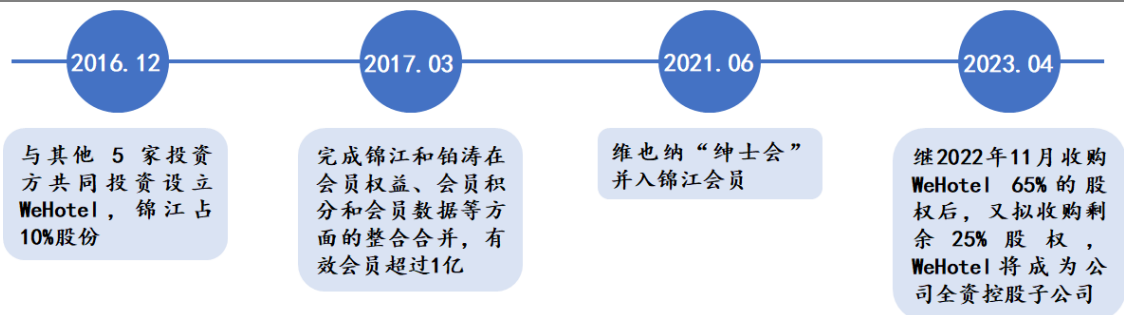
图39：锦江与华住的员工人数差距近年来逐渐缩小



资料来源：锦江酒店公司公告，华住集团-S 公司公告，信达证券研发中心

锦江与华住在销售和市场费用上存在差距，我们认为可能是锦江直销率偏低，导致向 OTA 渠道支付了更多佣金。直销率存在差异的重要原因是锦江开展了多轮收购，会员体系并非“一脉相承”。锦江完成对卢浮、铂涛和维也纳的收购后开始推进旗下酒店会员资源整合，2016 年与第三方合资成立 WeHotel 负责会员生态体系建设；2017 年完成对铂涛会员的整合，有效会员人数超过 1 亿；2021 年完成对维也纳旗下“绅士会”会员体系向锦江会员的升级，原“绅士会”近 3000 万会员全部升级为锦江酒店会员。锦江的会员体系历经多次整合，会员结构上锦江水系、卢浮系、铂涛系和维也纳系都各占相当比重，在打造统一会员体系、构建会员生态、丰富会员权益、提升会员体验上，锦江还有改善空间。而华住 2022 年自有渠道入住间夜数占比高达 87%，会员占比达 76%。我们认为锦江在中央系统预订费用收取上有一定的潜在收入空间。

图40：锦江 WeHotel 会员体系发展历程



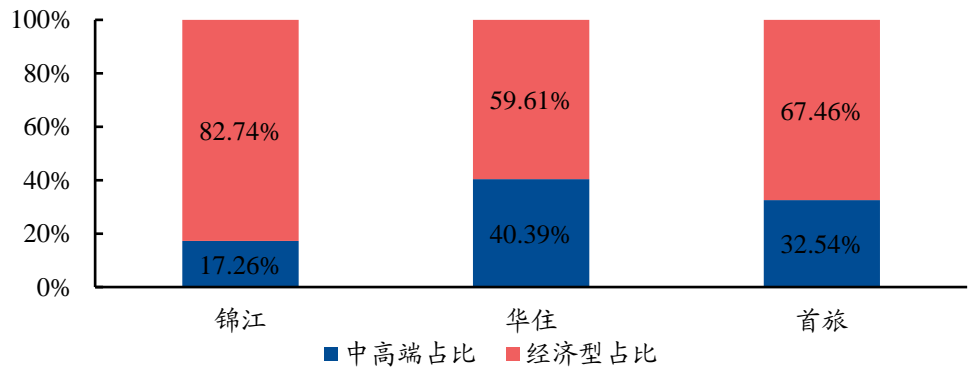
资料来源：环球旅讯，锦江酒店官网，锦江酒店公司公告，信达证券研究开发中心

酒店业务收入端，锦江、华住和首旅三家集团共同比较，锦江直营店的收入能力有较大的提升空间。整体来看，锦江直营店的 RevPAR 稍强于首旅，但低于华住。我们认为主要源自档次结构差异。2022 年底锦江的可比直营店结构中高端占比不到 20%，在三家集团中最低，而华住的可比直营店中高端占比超过 40%，从而造成了两家公司直营店整体收入能力的差异。

表4：锦江、华住、首旅直营店整体收入能力比较

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
锦江直营店收入 (百万元)	10084	9265	8960	5174	5329	6208
锦江直营单店收入 (百万元)	13.1	12.78	12.84	8.07	8.47	11.31
锦江 RevPAR (元)	153	157	150	107	118	108
锦江 ADR (元)	189	202	204	179	188	193
锦江 OCC	80.80%	77.70%	73.60%	59.60%	62.90%	56.20%
华住直营店收入 (百万元)	6338	7470	7718	6908	8118	9148
华住直营单店收入 (百万元)	9.45	10.69	11.22	10.14	12.26	14.61
华住 RevPAR (元)	211	237	240	166	202	174
华住 ADR (元)	237	267	276	241	286	272
华住 OCC	89.00%	88.90%	86.90%	68.90%	70.60%	63.90%
首旅直营店收入 (百万元)	6677	6655	6279	3868	4359	3617
首旅直营单店收入 (百万元)	7.45	7.82	7.4	4.91	5.84	5.36
首旅 RevPAR (元)	139	148	152	94	116	100
首旅 ADR (元)	167	183	193	166	191	187
首旅 OCC	83.40%	80.80%	78.50%	56.20%	60.70%	53.70%

资料来源：锦江酒店公司公告，华住集团-S 公司公告，首旅酒店公司公告，信达证券研究开发中心

图41：锦江、华住、首旅 2022 年底可比直营店档次结构


资料来源：锦江酒店公司公告，华住集团-S 公司公告，首旅酒店公司公告，信达证券研发中心

同档次直营店比较，锦江也有改进优化之处。锦江经济型直营店 RevPAR 与首旅接近，中高端直营店 RevPAR 近几年来超过首旅且优势逐渐扩大，但两者相比华住均有差距，特别是经济型直营店的 ADR 和 OCC 均有明显提升空间。因此，淘汰持续亏损的经济型直营店、加快老旧门店升级改造、提高中高端直营店数量占比，是锦江未来改善直营店业绩的关键途径。

表5：锦江、华住、首旅经济型可比直营店经营能力比较

经济型-直营店	2017	2018	2019	2020	2021	2022
锦江 RevPAR (元)	128	129	125	91	95	80
锦江 ADR (元)	162	168	173	154	155	149
锦江 OCC	78.90%	76.50%	72.40%	59.00%	61.30%	54.00%
华住 RevPAR (元)	165	180	191	128	154	133
华住 ADR (元)	182	197	211	176	207	194
华住 OCC	90.60%	91.40%	90.50%	72.80%	74.50%	68.30%
首旅 RevPAR (元)	127	129	125	76	94	80
首旅 ADR (元)	152	160	158	135	152	146
首旅 OCC	83.30%	80.70%	79.40%	56.40%	61.70%	54.50%

资料来源：锦江酒店公司公告，华住集团-S 公司公告，首旅酒店公司公告，信达证券研究开发中心

表6：锦江、华住、首旅中高端可比直营店经营能力比较

中高端-直营店	2017	2018	2019	2020	2021	2022
锦江 RevPAR (元)	259	268	281	199	206	186
锦江 ADR (元)	289	309	339	282	292	300
锦江 OCC	89.70%	87.00%	83.00%	70.60%	70.60%	62.10%
华住 RevPAR (元)	307	321	332	212	255	219
华住 ADR (元)	350	367	395	328	386	362
华住 OCC	87.70%	87.50%	84.10%	64.50%	66.10%	60.60%
首旅 RevPAR (元)	286	279	265	149	170	140
首旅 ADR (元)	340	342	353	267	292	268
首旅 OCC	84.10%	81.50%	75.10%	55.70%	58.30%	52.10%

资料来源：锦江酒店公司公告，华住集团-S 公司公告，首旅酒店公司公告，信达证券研究开发中心

提供后备力量。

锦江全球酒店互联网平台（WeHotel）是锦江酒店旗下所有品牌线上预订、会员系统、线上商城业务的统一运营平台。通过统一建设锦江会员管理系统，锦江能为包括酒店在内的各产业板块运营会员及营销推广提供技术支持和系统保障。

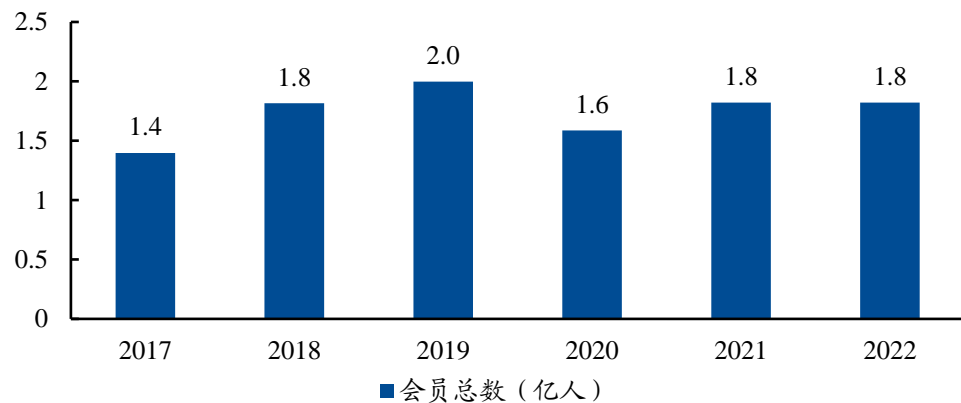
全球财务共享平台（FSSC）是将公司旗下酒店财务系统共享的高效智能财务运营平台。平台数字化运行降费增效，实现从资金、总账、支付、影像数据集中处理，并且整合报账平台、采购平台，对工程类业务项目全程统一进行管理，运营成果直观输出。

全球采购共享平台（GPP）为向公司全球范围内酒店提供供应链服务的集中平台，致力于整合全球酒店供应链，数字化手段赋能。加盟商在平台商城统一下单，集中采购大幅降本，产品质量及标准得到保障。

4.3、加强会员体系建设，提高直销订单占比

锦江拥有庞大的会员数量，潜在效益仍有充分释放空间。截至2022年底，锦江有效会员数达1.82亿人，会员资源丰富，关键在于能否将其转换为高忠诚度、高门店流量、高直销率，因此构建会员体系、发展会员生态至关重要。完善的会员体系不仅能保证会员客户的忠诚度，扩大门店流量，从而有稳定且较高的入住率，还能提高直销率，减少销售费用。

图43：2017-2022年锦江酒店会员数量



资料来源：锦江酒店公司公告，信达证券研发中心
 注：2020年起公司统计有效会员总数

收购 WeHotel 全部股权，赋能锦江会员体系。继2022年11月收购 WeHotel 65%的股权后，锦江又于今年4月宣布拟收购剩余25%股权，WeHotel 将成为公司全资控股子公司。收购完成后，公司一方面将统一锦江会员线上入口，打通各板块会员权益，构建锦江会员俱乐部公众号并引流至各产业移动端，赋能锦江酒店在内的各产业板块，实现一个会员身份，通用酒店、旅游、租车、预制菜等会员权益；另一方面，WeHotel 统一会员积分规则，实现积分兑换货币化结算，整合会员资源，打通国内外品牌体系，以提高会员粘性及其复购率，增强公司直销能力。

加强直销渠道建设，中国区全品牌全面开启直销收费梳理工作，渠道整合后销售费用率有望进一步优化，净利润释放空间可观。锦江之前未统一中央预订系统费用的收取标准，今年锦江更加关注有效会员和线上直销收费订单目标，作为考核指标。锦江的存量酒店目前大部分已推进补充协议，按 5% 的费率进行 CRS 收费，新签酒店目前也已将相应条款写入加盟管理合同，公司计划在 2024 年底实现所有加盟商按 5% 收费。

会员体系建设的另一个关键是提升客房直销率。锦江制定了未来 1-2 年的直销率目标，我们测算得到在 2025 年直销率升至 50% 的情况下，WeHotel 直销收入约为 22 亿元，能够为锦江带来可观的利润增量。

表7：锦江会员体系建设收入贡献测算

	2022A	2023E	2024E	2025E
境内直营店期末酒店数	549	519	499	490
境内直营店单店客房数	130	128	128	140
境内直营店 RevPAR (元)	108.31	146.12	163.97	195.00
境内直营店客房收入 (百万元)	2964	3672	3903	4819
直营店直销率	25%	40%	45%	50%
境内加盟店期末酒店数	9786	10859	11757	12993
境内加盟店单店客房数	95	95	95	95
境内加盟店 RevPAR (元)	113.24	169.89	191.78	192
境内加盟店客房收入 (百万元)	36645	61002	75439	82974
加盟店直销率	25%	40%	45%	50%
中央预订费用率	3.50%	4.50%	4.80%	5%
CRS 收入 (百万元)	347	1164	1714	2195

资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

4.4、直营店优化与品牌版本升级助力 RevPAR 提升，促进收入增长

锦江直营店目前大部分为经济型酒店，直营店优化有望贡献超 10 亿营收。锦江计划未来着力提高直营店的中端占比。我们假设锦江 2023-2025 年新开 90 家直营店，其中经济型占比为 20%，中高端占比为 80%。经我们测算，2025 年锦江境内直营店总客房收入相比 2022 年可增加超 10 亿元。

表8：锦江直营店优化收入贡献测算

	2022A	2023E	2024E	2025E
直营店数量	549	519	499	489
经济型	439	389	342	305
中高端	110	130	157	184
中高端占比	20%	25%	32%	38%
新增直营店数量		20	30	40
经济型		4	6	8
中高端		16	24	32
关闭直营店数量		50	50	50
经济型		45	45	45
中高端		5	5	5
净增直营店数量		-30	-20	-10

经济型		-41	-39	-37
中高端		11	19	27
直营经济型 ADR (元)	150	175	176	176
直营经济型 OCC	55%	64%	68%	70%
直营经济型 RevPAR (元)	84	113	119	123
直营中高端 ADR (元)	300	315	316	316
直营中高端 OCC	65%	70%	72%	74%
直营中高端 RevPAR (元)	197	221	229	233
直营经济型收入 (百万元)	1706	1930	1788	1642
直营中高端收入 (百万元)	1262	1675	2102	2511
境内直营总客房收入 (百万元)	2968	3604	3889	4153

资料来源: Wind, 信达证券研究开发中心

锦江品牌旧版本占比较高, 老旧门店升级改造是锦江今年的工作重点。锦江的主要品牌近几年均推出了新版本, 如维也纳系列 5.0, 7 天 3.0, 麗枫 3.5, 锦江之星 5.0 等, 由于疫情影响, 过去几年内品牌更新升级进度较慢。新版本适应当前市场需求, 在价格上有明显提升, 有望强化产品竞争力、带来可观的收入增益。截至 23Q1, 锦江加盟板块老品牌升级立项推进的意向门店有 1800 多家, 直营店有 100 多家在小规模改造, 50 多家在大规模改造。

为增强加盟商改造升级门店品牌的动力, 锦江推出了改造升级优惠政策, 对参与改造升级的加盟店实施大力度优惠激励。优惠政策针对品牌档次和改造升级程度差异进行调整, 主要内容是加盟管理费和中央预订费减免, 有效助力改造升级加快推进。

预计 2023-2025 年三大品牌存量酒店品牌迭代升级可带来约 20-30 亿元收入增量。截至 2022 年底, 维也纳国际、锦江之星和 7 天三家酒店品牌开店量合计占比约为锦江开店总量的 1/3, 根据各品牌披露的信息, 维也纳国际 5.0、锦江之星 5.0 和 7 天 3.0 相比旧版本的 RevPAR 提升分别在 50-60 元、40-70 元、30-40 元。经我们测算, 三家品牌存量酒店升级在 2023-2025 年内预计将为锦江累计带来 20-30 亿元的收入增长。

表9: 锦江存量酒店部分品牌迭代升级收入贡献测算

	2022	2023E	2024E	2025E
维也纳国际				
1.0 占比	25%	16%	8%	4%
2.0 占比	16%	10%	5%	2%
3.0 占比	14%	10%	7%	5%
4.0 占比	13%	9%	7%	5%
4.5 占比	12%	10%	8%	6%
5.0 占比	20%	46%	64%	78%
总数	995	1115	1235	1355
存量升级的收入增量-RevPAR 提升 40 元 (百万元)		412	368	304
存量升级的收入增量-RevPAR 提升 50 元 (百万元)		515	460	380
存量升级的收入增量-RevPAR 提升 60 元 (百万元)		618	552	455
7 天				
旧版本占比	88%	66%	42%	21%
3.0 占比	12%	34%	58%	79%
总数	1985	1935	1885	1835
存量升级的收入增量-RevPAR 提升 30 元 (百万元)		280	297	225

存量升级的收入增量-RevPAR 提升 40 元 (百万元)		374	396	299
	锦江之星			
旧版本占比	95%	72%	46%	23%
5.0 占比	5%	28%	54%	77%
总数	966	936	906	876
存量升级的收入增量-RevPAR 提升 40 元 (百万元)		196	138	78
存量升级的收入增量-RevPAR 提升 50 元 (百万元)		245	172	97
存量升级的收入增量-RevPAR 提升 60 元 (百万元)		294	207	117
存量升级的收入增量-RevPAR 提升 70 元 (百万元)		342	241	136

资料来源：信达证券研究开发中心

五、盈利预测与投资建议

5.1、核心假设与盈利预测

核心假设:

境内直营门店: 随着公司加快中国区直营业务战略布局, 我们认为未来公司或将持续优化直营店结构, 清退持续亏损及不符合品牌发展定位的直营门店, 新开一批旗舰与战略直营项目, 以提升直营店营收与利润贡献。我们预计 2023-25 年境外直营门店分别净减少 30/24/5 家, OCC 分别为 68%/71%/75%, ADR 分别为 223 元/245 元/260 元, RevPAR 分别为 151 元/174 元/195 元。

境外直营门店: 公司近 10 年来陆续收购卢浮和铂涛酒店等中高端酒店进军海外市场, 今年 6 月拟 2 亿欧元增资海外公司, 加码对外战略投资, 我们认为未来公司境外直营门店有望稳步扩张。我们预计 2023-25 年境外直营门店分别净增加 2/2/2 家, OCC 分别为 61%/59%/59%, ADR 分别为 63 欧元/67 欧元/67 欧元, RevPAR 分别为 39 欧元/39 欧元/39 欧元。

境内加盟业务: 我们预计境内加盟门店保持稳定的扩张速度, 2023-25 年分别净增加 1073/1011/1123 家, OCC 分别为 69.8%/72.5%/74.7%, ADR 分别为 247 元/252 元/257 元, RevPAR 分别为 172 元/183 元/192 元。

境外加盟业务: 我们预计境内加盟门店数保持稳定, 2023-25 年分别为 940/942/944 家, OCC 分别为 61.8%/62%/62%, ADR 分别为 68 欧元/70 欧元/70 欧元, RevPAR 分别为 42 欧元/43.4 欧元/43.4 欧元。

表10: 锦江酒店收入核心假设

收入核心假设	2019	2022	2023E	2024E	2025E
境内直营门店规模 (家)	698	549	519	495	490
境内净增门店 (家)	-27	-80	-30	-24	-5
ADR (元)	204	193	223	245	260
Occ%	74	56	68	71	75
RevPAR (元)	150	108	151	174	195
境外直营门店规模 (家)	291	287	289	291	293
境外净增门店 (家)	4	-5	2	2	2
ADR (元)	56	61	63	67	67
Occ%	71	59	61	59	59
RevPAR (元)	40	36	39	39	39
汇率	7.71	7.22	7.60	7.60	7.60
境内加盟店规模 (家)	6523	9786	10859	11870	12993
境内净增门店 (家)	1101	1060	1073	1011	1123
ADR (元)	210.6	218.0	246.8	251.7	256.8
Occ%	74.7	52.0	69.8	72.5	74.7
RevPAR (元)	157.3	113.2	172.4	182.5	191.8
单店加盟费收入	0.24	0.31	0.48	0.51	0.53

加盟费率	4.3%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%
境外门店数	1002	938	940	942	944
境外房间数	83373	75757	75991	76391	76791
ADR (元)	57.4	61.6	68.0	70.0	70.0
Occ%	63.1	59.6	61.8	62.0	62.0
RevPAR (元)	36.3	36.7	42.0	43.4	43.4
订房渠道费 (百万元)	145.4	122.6	193.7	299.7	376.5
***订房费 GMV%	0.38%	0.31%	0.29%	0.39%	0.43%

资料来源: Wind, 信达证券研究开发中心

盈利预测:

直营门店: 我们预计 2023-2025 年公司境内直营门店分别实现收入 37.88 亿元/42.33 亿元/48.19 亿元, 境外直营门店分别实现收入 24.97 亿元/25.23 亿元/25.40 亿元, 合计实现营收 76.12 亿元/82.73 亿元/90.05 亿元, 毛利率分别为 18.5%/23.8%/29.3%。

加盟门店: 我们预计 2023-2025 年公司境内加盟门店分别实现收入 49.51 亿元/57.72 亿元/66.38 亿元, 境外加盟门店分别实现收入 8.55 亿元/8.87 亿元/8.92 亿元, 合计实现营收 49.51 亿元/57.72 亿元/66.38 亿元, 毛利率分别为 63.5%/64.4%/63.9%。

综上所述, 我们预计 2023-2025 年分别实现营收 140.90 亿元/169.40 亿元/188.00 亿元, 同比增速分别为 28.0%/20.2%/11.0%, 毛利率分别为 32.7%/40.2%/42.4%, 归母净利润分别为 13.98 亿元/23.19 亿元/28.89 亿元, 同比增速分别为 1131.9%/65.8%/24.6%, 对应归母净利率分别为 9.93%/13.69%/15.36%。

表11: 2023-2025E 锦江酒店盈利预测 (百万元)

	2019	2022	2023E	2024E	2025E
营收	15099	11008	14090	16940	18800
YoY			28.0%	20.2%	11.0%
归母净利润	1093	113	1398	2319	2889
YoY			1131.9%	65.8%	24.6%
直营分部收入	8960	6208	7612	8273	9005
境内直营店收入	5000	2964	3788	4233	4819
境内单店收入	7.2	5.4	7.3	8.6	9.8
境内门店数	698	549	519	495	490
境外直营店收入	2500	2220	2497	2523	2540
境内单店收入	8.6	7.7	8.6	8.7	8.7
境外门店数	291	287	289	291	293
直营其他收入	1477	1181	1327	1518	1646
直营分部运营成本	7069	6181	6204	6301	6368
直营分部毛利	1891	26	1407	1973	2638
直营分部毛利率	21.1%	0.4%	18.5%	23.8%	29.3%
加盟分部收入	5722	4501	6919	8166	9266
境内持续加盟收入	1462	2902	4951	5772	6638
境内门店数	6523	9786	10859	11870	12993

单店加盟费收入	0.24	0.31	0.48	0.51	0.53
加盟费率	4.3%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%
境外持续加盟收入	1789	637	855	887	892
境外门店数	1002	938	940	942	944
首次加盟费	691	446	455	674	757
订房渠道费	145	123	194	300	376
***订房费 GMV%	0.38%	0.31%	0.29%	0.39%	0.43%
其他费用收入	1635	392	464	533	602
加盟分部运营成本	2118	1704	2526	2907	3344
加盟分部毛利	3604	2796	4392	5259	5921
加盟分部毛利率	63.0%	62.1%	63.5%	64.4%	63.9%

资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

5.2、投资建议

公司作为中国规模最大的酒店集团，坚持稳中求进，不断提升核心竞争力：1) 精细化管理赋能运营，促进直营部分提质增效；2) 加快直销数字化转型，提升会员直销预订率；3) 向内积极推进变革整合，精简优化组织架构，完善业绩驱动的绩效激励体系；4) 对外立足全球战略高度，推进海外负债优化与欧洲地区的业务整合；我们看好公司中长期发展的成长性。我们选取了 A 股、港股以及美股上市公司作为可比公司，2023 年可比公司平均预测 PE 为 32.82 倍，考虑到锦江酒店规模优势较大，未来增长曲线也有望高于其他头部公司，因此与其他酒店上市公司对比，将享受更高的估值溢价。我们预计 2023-2025 年，公司实现营收 140.90 亿元/169.40 亿元/188.00 亿元，实现归母净利润 13.98 亿元/23.19 亿元/28.89 亿元，2023 年 8 月 21 日收盘价对应 PE 分别为 34 倍、20 倍、16 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表12：可比公司估值表

		EPS (元/股)			PE			
		股价 (元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
华住集团-S	1179.HK	33.75	1.03	1.19	1.41	32.76	28.36	23.85
首旅酒店	600258.SH	18.45	0.72	1.01	1.22	25.72	18.23	15.15
君亭酒店	301073.SZ	33.51	0.66	1.03	1.41	50.49	32.64	23.77
金陵饭店	601007.SH	8.80	0.33	0.43	0.52	26.32	20.49	17.01
亚朵	ATAT.O	20.15	1.68	2.52	3.23	28.81	19.16	14.99
平均值						32.82		
锦江酒店	600754.SH	43.85	1.31	2.17	2.70	33.56	20.24	16.24

资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

注：锦江酒店 EPS 为信达证券研发中心预测，可比公司 EPS 为 Wind 一致预期；数据截至 2023/8/21

六、风险因素

宏观经济增速放缓。公司酒店业务覆盖全国，若宏观经济增速放缓，休闲出游和商务出行需求或将减少，影响公司业绩。

酒店用工成本增加。公司门店固定资产设施的追加投入、人工成本和能源成本等都存在随着物价变动出现上升的可能，或将对公司的经营成果造成不利影响。

海外业务管理风险。公司收购卢浮集团后业务和资产分布在全球 60 多个国家和地区，如果公司不能根据海外业务发展需要及时调整优化，可能对标的公司的经营管理造成不利影响。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	9,874	10,463	14,618	18,946	24,291	
货币资金	6,738	6,915	10,780	14,317	19,055	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,508	1,854	1,923	2,469	2,824	
预付账款	113	151	207	194	222	
存货	77	68	93	99	104	
其他	1,438	1,474	1,614	1,867	2,085	
非流动资产	38,726	36,968	36,202	35,545	35,171	
长期股权投资	550	477	517	567	627	
固定资产(合计)	5,125	4,918	4,650	4,423	4,237	
无形资产	6,728	6,851	6,869	6,882	6,890	
其他	26,323	24,722	24,167	23,673	23,416	
资产总计	48,601	47,431	50,820	54,491	59,462	
流动负债	12,343	11,811	13,699	14,201	15,170	
短期借款	869	149	249	449	749	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	1,088	1,315	1,792	1,731	1,944	
其他	10,387	10,346	11,658	12,021	12,478	
非流动负债	18,747	18,470	18,869	19,469	20,269	
长期借款	7,994	8,058	8,258	8,558	8,958	
其他	10,753	10,412	10,611	10,911	11,311	
负债合计	31,090	30,281	32,568	33,670	35,439	
少数股东权益	753	577	340	590	904	
归属母公司股东权益	16,757	16,573	17,912	20,230	23,119	
负债和股东权益	48,601	47,431	50,820	54,491	59,462	

重要财务指标

单位:百万
元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,400	11,008	14,090	16,940	18,800
同比(%)	15.2%	-3.4%	28.0%	20.2%	11.0%
归属母公司净利润	96	113	1,398	2,319	2,889
同比(%)	-13.2%	18.7%	1131.9%	65.8%	24.6%
毛利率(%)	34.3%	33.1%	32.7%	40.2%	42.4%
ROE%	0.6%	0.7%	7.8%	11.5%	12.5%
EPS(摊薄)(元)	0.09	0.11	1.31	2.17	2.70
P/E	490.65	413.46	33.56	20.24	16.24
P/B	2.80	2.83	2.62	2.32	2.03
EV/EBITDA	23.74	28.21	16.87	11.26	9.36

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	11,400	11,008	14,090	16,940	18,800	
营业成本	7,487	7,364	9,478	10,126	10,825	
营业税金及附加	124	128	182	219	243	
销售费用	896	776	1,037	1,168	1,298	
管理费用	2,352	2,348	1,800	2,086	2,226	
研发费用	18	12	17	22	26	
财务费用	540	475	488	455	439	
减值损失合计	-2	-4	-6	-8	-10	
投资净收益	227	172	289	288	282	
其他	367	390	292	261	235	
营业利润	574	462	1,664	3,405	4,249	
营业外收支	28	33	20	20	20	
利润总额	602	495	1,684	3,425	4,269	
所得税	309	250	522	856	1,067	
净利润	292	245	1,161	2,569	3,202	
少数股东损益	197	132	-237	250	313	
归属母公司净利润	96	113	1,398	2,319	2,889	
EBITDA	3,370	2,790	3,545	5,067	5,710	
EPS(当年)(元)	0.09	0.11	1.31	2.17	2.70	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	2,123	2,238	4,169	3,484	4,540
净利润	292	245	1,161	2,569	3,202
折旧摊销	2,445	2,337	1,374	1,187	1,002
财务费用	618	524	592	617	654
投资损失	-227	-172	-289	-288	-282
营运资金变动	-933	-303	1,524	-480	79
其它	-72	-394	-192	-121	-114
投资活动现金流	-4,023	232	-121	-130	-248
资本支出	-574	-482	-217	-291	-367
长期投资	-21	672	-91	-127	-163
其他	-3,427	42	187	288	282
筹资活动现金流	922	-3,558	-187	183	446
吸收投资	4,978	0	0	0	0
借款	2,192	5,659	300	500	700
支付利息或股息	-612	-461	-656	-617	-654
现金流净增加额	-1,017	-1,075	3,865	3,537	4,739

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的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。