

酒店行业：高速扩张下，中高端酒店增长空间仍有几何？

2021年01月04日

看好/维持

社会服务

行业报告

——酒店深度系列之二

分析师	张凯琳 电话：010-66554087 邮箱：zhangkl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518070001
分析师	王紫 电话：010-66554104 邮箱：wangzi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520050002
研究助理	刘雪晴 电话：010-66554026 邮箱：liuxq@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120080007

投资摘要：

消费升级背景下，中高端酒店以优质服务和性价比获得市场认可。近年来龙头公司加速拓店，中高端市场快速增长且占比不断提高。持续的高速增长也引发市场隐忧，高速飞奔的中高端市场未来还有多大空间？飞驰的扩张还能持续多久？龙头公司高速拓店能否被市场消化？市场多数报告多从定性角度进行论述，我们将从定量角度，寻找中高端市场的增长边界。

根据发达国家经验，一国的收入结构与酒店结构之间存在稳定的正相关关系，而我国目前豪华、中高端和经济型酒店占比为1:3:6，高中低收入阶级占比为1:4.5:4.5，二者尚不完全匹配。以相对成熟的欧美市场为参照，我们通过建模分析预计，稳态情况下，我国酒店行业结构将从1:3:6过渡至1:4:5，中高端酒店占比将持续扩大并稳定于44%左右。由此推算，在龙头加速布局及市场扩张下，中高端市场的高速增长期至少还有3-8年，客房将达到881-1101万间，较当前仍有76%-120%的增长空间。

在行业结构达到稳态前，龙头中高端开店情况仍是重点关注的经营指标。未来3-8年，中高端市场还不会达到阶段性饱和，龙头新增门店仍可以被市场消化，且边际效益处于递增阶段。同时，下沉市场将成为未来龙头发力的主战场，优质的中高端、经济型及软品牌都将成为打开下沉市场的主力军，而中高端酒店也将在低线城市中产阶级壮大的过程中，迎来结构性机会，打开增长空间。

稳态前后，龙头中高端酒店增长驱动力将发生转换。在行业结构达到稳态前，龙头公司可通过新开酒店物业和存量酒店翻牌两条途径，享受中高端结构补齐及连锁化率提升的双重红利，并至少高速增长3-8年；而当市场结构达到稳态后，结构调整红利逐渐消失，中高端市场增速回落，龙头酒店集团仍可通过提高存量单体中高端酒店的翻牌率，继续享受连锁化率提升的机会，进一步提升市占率，延长成长期。

疫情短期冲击酒店经营，但不改长期趋势；PMI连续10个月高于荣枯线，叠加消费升级及市场下沉的双重机会，继续看好行业复苏并进入向上周期。短期看，疫情防控和疫苗落地带动需求回暖，我国境内酒店RevPAR有望在2021年恢复至往期水平，龙头有望于今年上半年迎来拐点。同时，我国正处于人均GDP 1万美金的消费升级拐点，酒店行业作为服务型可选消费，将迎来长期发展机会。从竞争格局看，我国酒店行业连锁化率仅25%，远低于美国72%及全球41%，仍有较大提升空间；从区域结构看，一二线城市进入存量竞争阶段，把握高端品牌本土化及租金下降机会；三四线城市居民收入持续提高，而酒店连锁化率仍然较低，单体酒店加速连锁化，长尾市场打开增长空间。

疫情加快供给端出清，看好龙头超越行业增长。疫情期间，单体酒店经营承压，行业马太效应强化，连锁化率和集中度加速提升，龙头逆势拓店，有望在行业复苏周期下跑出自己的 α 。锦江酒店：门店规模和开店速度行业领先，品牌矩阵完善，加盟率和中高端占比最高，产品结构优化；“一中心三平台”整合有望提升管理效率，带动业绩释放。华住集团：规模国内第二，品牌矩阵完善，汉庭、全季等核心品牌表现突出，经营稳健，复苏节奏领跑市场；品牌、流量、技术三位一体提高经营效率，在保持高线城市优势的同时，以下沉战略突破长尾市场，助力千城万店目标顺利实现。首旅酒店：规模国内第三，经济型品牌如家实力较强，中高端积极转型，新品牌接连亮相且加速拓店，未来有望形成高端+商务政务的商业模式；直营占比最高，疫后复苏周期中业绩向上弹性最大；背靠首旅集团，积极布局环球影城，打开利润空间。

投资策略：

1. 中产阶级壮大、消费升级趋势下，中高端酒店结构性机会延续。我们预计中高端酒店占比将持续扩大并稳定于43.8%，对应高速增长期至少3-8年，客房量较当前仍有76%-120%的增长空间。

2.疫后酒店行业有序复苏，随着防控得力需求回暖，叠加下半年双节效应和疫苗加速落地，我国境内酒店整体 RevPAR 有望在 2021 年恢复至往期水平，而龙头有望于今年上半年恢复至往期水平，继续看好酒店行业向上周期行情。同时，疫情加速行业集中度提升，看好龙头超越行业增长。推荐 A 股：锦江酒店、首旅酒店；港股：华住集团-S。

风险提示：疫情发展超预期；宏观经济下行，需求疲软；酒店扩张不及预期；加盟管理风险。

行业重点公司盈利预测与评级

股票简称	股票代码	评级	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
锦江酒店	600754.SH	推荐	0.57	1.41	1.75	90.90	36.63	29.42
华住集团	1179.HK	推荐	-8.20	6.61	10.19	-42.21	52.33	33.94
首旅酒店	600258.SH	推荐	-0.27	0.97	1.12	-78.21	21.86	18.98

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 我国酒店行业结构将从 1:3:6 向 1:4:5 过渡	5
1.1 中高端酒店占比与中产阶级占比存在显著正相关性.....	5
1.2 我国酒店行业未来稳态结构将过渡至 1:4:5.....	6
1.3 我国中高端酒店要达到稳态比例，尚可快速增长 3-8 年.....	9
1.4 结论分析与数据口径说明.....	12
2. 疫后持续复苏，消费升级背景下，看好酒店行业 β 行情	13
2.1 行业趋势：疫后持续复苏，经营拐点可期.....	13
2.2 竞争格局：供给端加速出清，行业连锁化率和龙头集中度提升.....	14
2.3 区域结构：一二线存量竞争，三四线空间广阔.....	15
2.3.1 一二线城市：存量竞争时代，把握租金下降及高端品牌本土化机会.....	15
2.3.2 三四线城市：单体到连锁，长尾市场打开增长空间.....	16
3. 马太效应强化，拥抱龙头 α 机会	16
3.1 锦江：高速拓店，结构优化，龙头集中度加速提升.....	16
3.2 华住：后疫情时代复苏节奏领跑市场，科技赋能打造效率先驱.....	18
3.3 首旅：新品牌亮相+环球影城助力，高直营比例打开业绩反弹空间.....	19
4. 投资策略与风险提示	19
相关报告汇总.....	21

插图目录

图 1：中高端酒店高速增长，经济型酒店增速放缓	5
图 2：中高端酒店数及客房数占比不断提高	5
图 3：星级酒店经营指标与 PMI 显著相关	5
图 4：各国酒店结构和收入结构	6
图 5：我国收入结构和酒店结构变迁	8
图 6：我国住宿业中高端酒店数及增长率	9
图 7：我国住宿业中高端酒店客房数及增长率	9
图 8：我国住宿业固定资产投资完成额同比增速	9
图 9：旅游及住宿行业商户复工率	13
图 10：调研企业恢复营业门店比重百分比	13
图 11：中国和世界酒店连锁化率比较	14
图 12：我国酒店行业连锁化率持续提升	15
图 13：我国前 10 大酒店集团在 TOP50 中市占率提升	15
图 14：一线城市优质写字楼空置率提高	15
图 15：一线城市优质零售物业空置率提高	15
图 16：一线城市优质写字楼租金下降	16
图 17：一线城市优质零售物业首层租金下降	16
图 18：锦江加盟门店占比持续提高	17

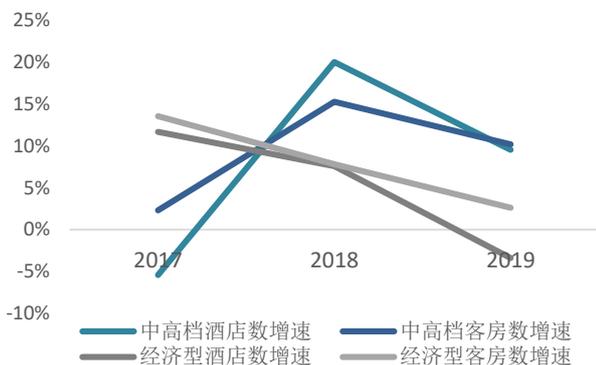
图 19: 锦江中高端门店占比持续提升	17
图 20: 锦江门店及客房规模稳居行业第一	17
图 21: 三大龙头加速展店, 锦江拓店速度最高	17
图 22: 三大龙头中高端占比提高, 锦江行业领先	17
图 23: 三大龙头加盟占比提高, 锦江行业领先	17
图 24: 华住会员人数 (万人)	19
图 25: 华住与其他酒店人房与人工成本率比较	19

表格目录

表 1: 我国人口结构演变	7
表 2: 模型 I 相关变量	8
表 3: 三大龙头酒店中高端客房增速测算	10
表 4: 中高端客房加权平均增长率测算	11
表 5: 模型 II 相关变量	11
表 6: 中高端市场可增长年份敏感性分析表	11
表 7: 中高端客房可增长空间敏感性分析表	12
表 8: 三大龙头酒店复工率情况	18
表 9: 三大龙头酒店入住率情况	18
表 10: 行业重点公司盈利预测与评级	20

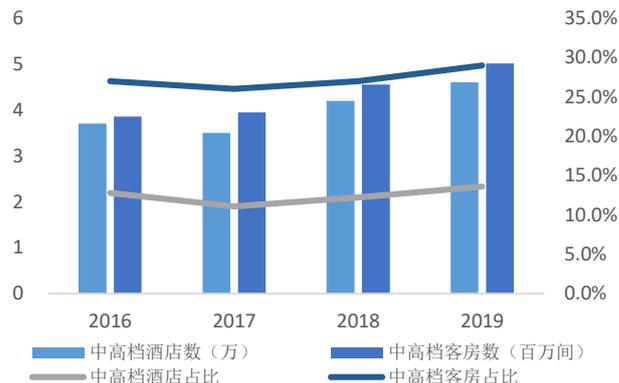
引言：消费升级背景下，中高端酒店以优质服务和性价比获得市场认可。近年来龙头公司加速拓店，中高端市场快速增长且占比不断提高。持续的高速增长引发市场隐忧，高速飞奔的中高端市场未来还有多大空间？飞驰的扩张还能持续多久？龙头公司高速拓店能否被市场消化？市场多数报告多从定性角度进行论述，我们将从定量角度进行分析，寻找中高端市场的增长边界。

图1：中高端酒店高速增长，经济型酒店增速放缓



资料来源：盈蝶咨询，东兴证券研究所

图2：中高端酒店数及客房数占比不断提高



资料来源：盈蝶咨询，东兴证券研究所

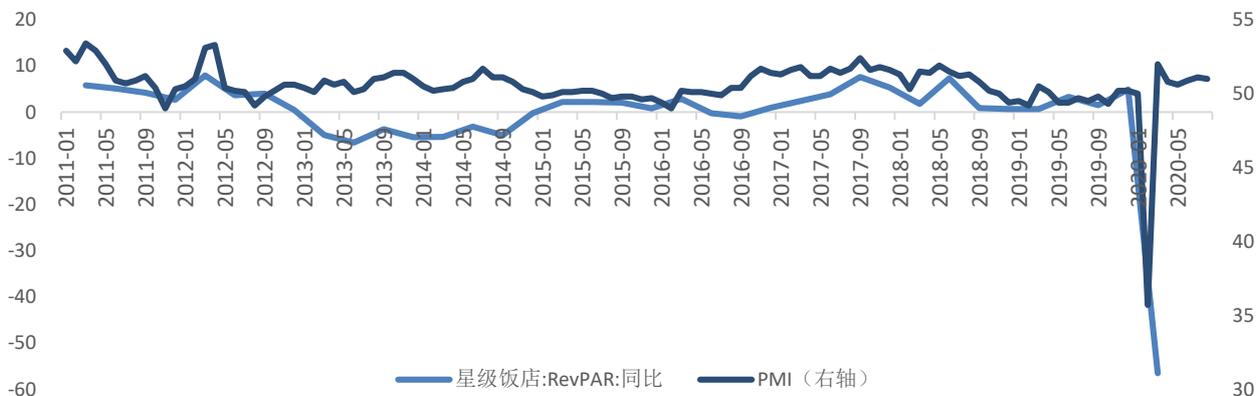
1. 我国酒店行业结构将从 1:3:6 向 1:4:5 过渡

1.1 中高端酒店占比与中产阶级占比存在显著正相关性

一国的人口结构和酒店市场结构达到稳定时，中产阶级占比和中高端酒店占比之间存在正向关系。

酒店需求与居民收入水平存在相关性。酒店需求可以分为旅游需求和商务需求，其中，旅游需求与居民收入高度相关，随着收入水平的提高，人们会更加注重生活体验和享受，产生更多的旅游需求。商务需求与经济发展水平也具有显著相关性，在经济增长，国民收入提高时期，市场主体的活跃度相应提高，带动酒店行业商务需求增长。综合旅游和商务两个方面看，酒店行业需求都与一国的收入水平相关。

图3：星级酒店经营指标与 PMI 显著相关

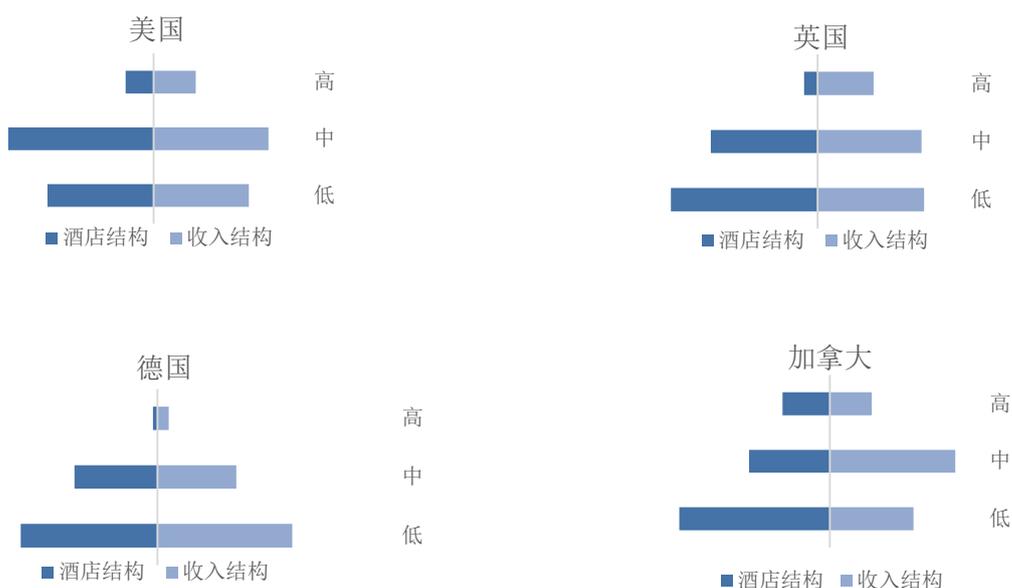


资料来源：wind，东兴证券研究所

发达国家的人口结构和酒店市场结构也印证了这一相关性。发达国家酒店结构与收入结构已较为成熟，我们对美、英、德、加4大发达国家人口结构与酒店结构，从2015年截面数据可以看出，各国酒店结构与收入结构有着较高的相关性，发达国家的收入结构与酒店结构普遍都是较典型的纺锤形，且呈现较高匹配度。随着消费升级和中产阶级的壮大，中产阶级追求价格与服务品质的平衡，是中高端酒店的消费主力军。根据Talking Data统计，中国中档酒店消费者以80后男性群体为主，占比高达58%，这一群体大部分位于社会的中间阶层，拥有相对稳定的工作和收入，对产品品质要求更高。面对日益细化的市场需求，中端酒店对中产阶级消费群体有着特别的吸引力，不断扩张的中产阶级将为中端酒店提供规模庞大的潜在客户。

我们认为：当一国人口收入结构趋于稳定后，也将带动酒店行业结构趋于稳定；即一国的稳态收入结构与稳态酒店结构之间存在着相关关系。

图4：各国酒店结构和收入结构



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

1.2 我国酒店行业未来稳态结构将过渡至 1:4:5

根据盈蝶咨询数据，按照客房数计算，2019年末我国豪华酒店（五星）、中高端酒店（三星和四星级）和经济型酒店（二星及以下）市场占比为6:29:65（约为1:3:6）。同时，根据智研咨询数据，我国高中低收入阶级占比为6.5%:46.6%:46.9%（约为1:4.5:4.5），二者之间并不匹配，我国中高端酒店市场仍存在大量空白。

因此，我们以相对成熟和稳定的欧美酒店市场为参照，对稳态情况下，我国中高端酒店占比（k）进行量化测算。

前提假设

- 1) 酒店市场结构达到稳定时，中产阶级占比和中高端酒店占比之间存在正向关系；
- 2) 欧美发达国家居民收入结构已经达到稳态；

数据支持：根据 OECD 发布报告，OECD 国家中中等收入占比在 1980 年代中期至 2010 年代中期保持在 60%~63%，未发生明显变动。2010 年至 2018 年间，欧美等发达国家 GDP 增长率保持在 2%左右，人均 GDP 增长率保持在 1%至 2%，经济增长保持稳定。欧美等发达国家中产阶级比例已达到相对稳定状态。

3) 欧美发达国家的酒店市场结构已经达到稳态。

数据支持：根据 AHLA&STR 统计，数自 2005 年至 2015 年，美国客房数增长率基本保持在 1%以内，增长未出现剧烈波动；中国饭店业协会发布报告显示，欧美发达国家酒店行业市场占比常年稳定在 2:5:3，发达国家酒店行业已基本稳定。

模型变量

1) 稳态情况下，欧美国家酒店市场结构为 2:5:3，中高端酒店占比约为 50%。

数据支持：根据中国饭店协会《2018 中国酒店连锁发展和投资报告》，用客房数计算，欧美发达国家酒店行业市场占比稳定在 2:5:3，即中高端酒店占比 50%左右。

2) 稳态情况下，欧美国家高中低收入人群占比为 2: 6: 2，中产阶级占比约为 60%。

数据支持：根据中国饭店协会《2018 中国酒店连锁发展和投资报告》，欧美发达国家高中低收入人群占比为 2: 6: 2，即中产阶级占比为 60%左右。

3) 未来稳态情况下，我国高中低收入人群占比约为 1:6:3，中产阶级占比约为 56.7%。

数据支持：国际经济合作与发展组织考虑世界各国的经济和物价水平，将个人日均收入介于 10-100 美元的人群列为中等收入群体，因为达到这一收入水平的人消费弹性最大，即可以维持中产阶级的消费和生活方式。根据 IMF 数据，2018 年我国人均 GDP 在世界各国中排名第 67 位，金额位于四分之一分位以下，同时考虑到在相当长时间内我国数量型经济增长模式和发展中国家的属性不会发生改变，脱贫工作和城镇化进程仍需进一步推进，我国中产阶级的划分标准应取 10-100 美元的中等偏下范围。

结合波士顿咨询发布的《中国消费趋势报告》，我们将家庭月均可支配收入 8300-24000 元人民币（即个人日均收入 14-40 美元）的人群划分为中产阶级群体。据此得出，未来我国高中低收入阶级占比约为 8.4%:56.7%:34.9%（约为 1:6:3），即我国未来中产阶级占比将达到 56.7%左右。

表1：我国人口结构演变

人口结构	人群	家庭月均可支配收入 (元)	2010 (户)	2015 (户)	2020E (户)	2020 占比	2025E (户)	2025 占比
高收入人群	富裕人群	24000 元以上	1.8	10.1	21.9	12.2%	30.85	8.4%
中产阶级	中产阶层	8300-12500 元	33.8	61.2	81.3	87.8%	94.25	56.7%
	上层中产	12500-24000 元	14.6	43	76.8		112.8	
低收入人群	准中产和低收入阶层	5200 元以下	133.4	100.5	73.1	88.3%	45.6	34.9%
	新型中产阶层	5200-8300 元	65.8	84.1	85.9		81.7	
总数	-	-	50.2	114.3	180	-	365.2	-

资料来源：智研咨询，东兴证券研究所

表2：模型 I 相关变量

模型变量

稳态情况下，欧美国家中高低端酒店占比	2:5:3	稳态情况下，我国中高端酒店占比	待求 k
稳态情况下，欧美国家中产阶级占比	2:6:2	稳态情况下，我国中产阶级占比	8.4%：56.7%：34.9%

资料来源：盈蝶咨询，智研咨询，东兴证券研究所

模型设定 I

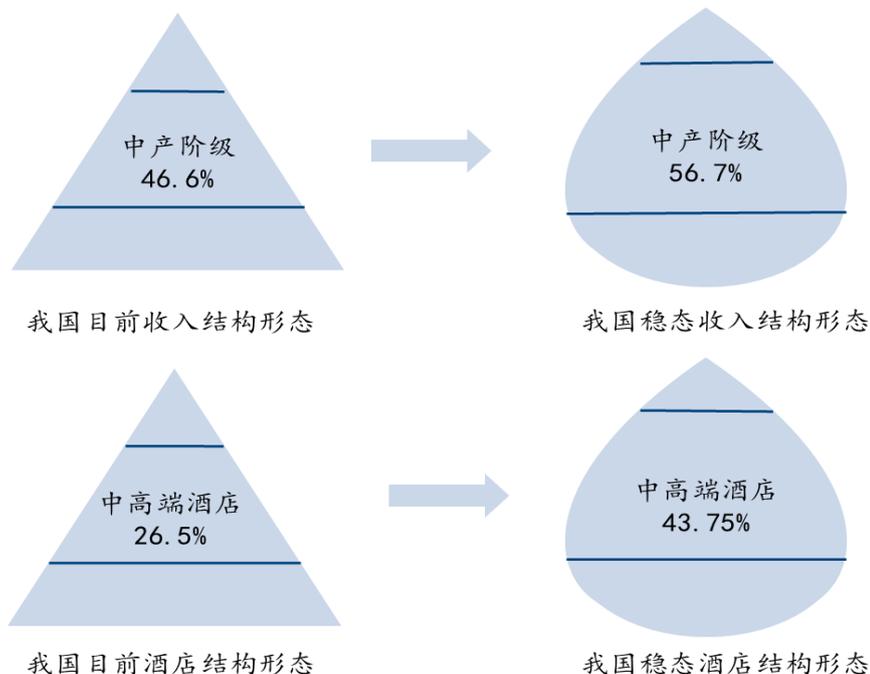
当中国酒店市场达到稳态时：

$$\frac{\text{欧美发达国家中高端酒店占比}}{\text{欧美发达国家中产阶级占比}} = \frac{\text{中国中高端酒店稳态占比 (k)}}{\text{中国中产阶级稳态占比}}$$

模型结论

通过计算可得，在稳态情况下，我国中高端酒店的稳态占比 (k) 将达到 43.75% 左右，我国酒店行业未来稳态结构将过渡到 7.78%：43.75%：48.47% (约为 1:4:5)。

图5：我国收入结构和酒店结构变迁



资料来源：盈蝶咨询，智研咨询，东兴证券研究所

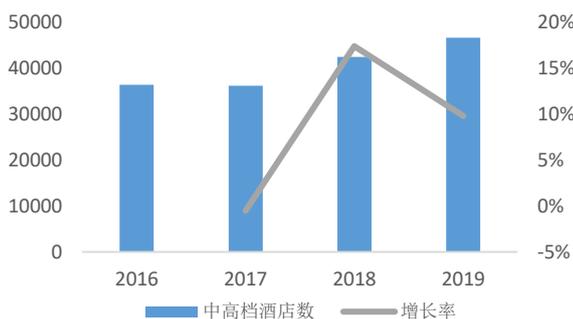
未来随着我国居民收入水平的提高和收入结构的均衡，我国中产阶级占比将逐渐提升，并于 2025 年达到 56.7% 的水平，收入结构形态也将从目前底部较宽的金字塔形逐渐向底部收窄的水滴形过渡。同时，我国酒店行业结构也会随之调整，中高端酒店占比将持续扩大，达到稳定状态后，占比将达到 43.75%，整个酒店行业结构也将向底部收窄的水滴形变迁。

1.3 我国中高端酒店要达到稳态比例，尚可快速增长 3-8 年

2019 年末，我国中高端酒店客房数为 501.74 万间，占总客房数的 26.5%，相比稳态情况下的 43.75%，静态看仍有 392.1 万间的增量空间，可增长幅度达 78%；而动态看我国酒店行业仍在保持增长，可见中高端酒店将有更大增长空间。我们通过建立模型分析，在中高端市场持续高速增长背景下，我国酒店行业达到稳态、中高端市场达到阶段性饱和尚可增长多少年。

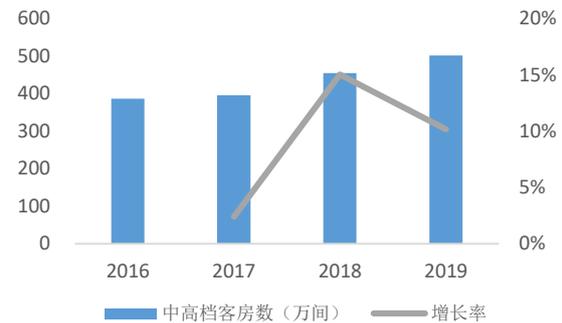
2018 年开始，我国宏观经济增长承压，酒店行业进入下行周期，酒店企业开始发力，加速中高端领域布局，中高端市场开始进入高速增长期。因此我们选择 2018 年末作为基期，对可增长年份进行测算。

图6：我国住宿业中高端酒店数及增长率



资料来源：盈蝶咨询，东兴证券研究所

图7：我国住宿业中高端酒店客房数及增长率

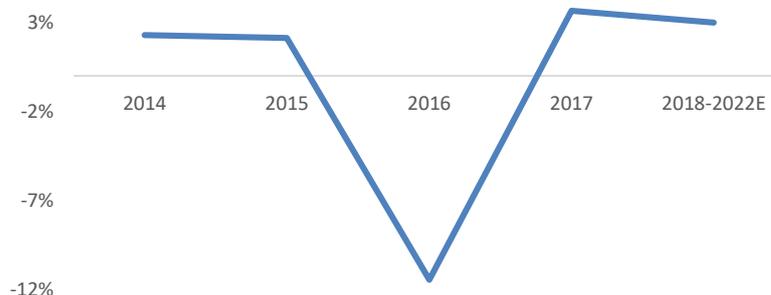


资料来源：盈蝶咨询，东兴证券研究所

模型变量 II

- 1) 稳态情况下，我国中高端酒店占比 (k) 为 43.75%，由模型 I 可知；
- 2) 2018 年中高端酒店占比。根据盈蝶咨询数据，2018 年，我国中高端酒店客房数 455.37 万间，全国住宿业总客房数 1816.42 万间，中高端客房数占比 25%；
- 3) 酒店行业增速。我们采用住宿业固定资产投资完成额指标，由于国家统计局只公布了 2017 年的数据，而 2016 年下半年全国酒店行业上行周期开始，其固定资产投资完成额略晚于行业周期，因此本文采用 2017 年住宿业固定资产投资额同比指标 3.65% 衡量酒店行业发展。考虑到目前高端和经济型酒店发展放缓，中端酒店主要集中在二线城市，高线城市酒店饱和度较高，为简便计算，假设酒店行业增速将保持在 3.0% 左右。

图8：我国住宿业固定资产投资完成额同比增速



资料来源：国家统计局，东兴证券

4) 中高端酒店增速。我们采用盈蝶咨询《2017-2020年中国酒店业发展报告》和各上市公司公告数据，通过以下三方式对未来我国中高端酒店客房数的增速进行估计：

- a) 乐观假设：根据盈蝶 2017-2019 年数据，中高端酒店客房数 CAGR= 9.13%；
- b) 中性假设：根据盈蝶 2018-2019 年数据，中高端酒店客房数 CAGR= 12.7%；
- c) 谨慎假设：根据盈蝶 2016-2019 年数据以及各公司公告数据，龙头连锁酒店 2018-2022 年中高端客房增长率与非连锁酒店中高端客房增长率的加权平均增长率 15.1%。（测算如下）

根据上市公司财报数据，锦江 2019 年中高端门店 3563 家，未来 3 年计划开业门店达到 1.5 万家，其中中高端占比约 50-60%；首旅 2019 年中高端门店 945 家，未来 3-5 年计划开业门店达到 1 万家，中高端占比约 35-45%；华住 2019 年中高端门店 2133 家，未来 3 年“千城万店”计划不变，主要发力中高端和下沉市场。

考虑各公司未来发展规划，我们预计 2020-2022 年，锦江/首旅/华住每年中高端净开店数分别为 1200/800/800 家；结合三家公司中高端酒店平均客房数约为 115 间，可得每年净新增中高端客房 13.8/9.2/9.2 万间，可预计 2022 年三大龙头公司中高端酒店客房数将达到 179 万间，2018-2022 年间复合增长率约为 33.3%。

表3：三大龙头酒店中高端客房增速测算

	2022E	2021E	2020E	2019	2018
锦江酒店					
中端酒店净开业数（家）	1200	1200	1200	1100	-
中高端客房净增加数（万间）	13.8	13.8	13.8	12.1	-
中高端客房总数（万间）	83.8	70.0	56.2	42.4	30.3
首旅酒店					
中端酒店净开业数（家）	800	800	800	225	217
中高端客房净增加数（万间）	9.2	9.2	9.2	2.1	2.0
中高端客房总数（万间）	38.4	29.2	20.0	10.8	8.7
华住					
中端酒店净开业数（家）	800	800	800	795	466
中高端客房净增加数（万间）	9.2	9.2	9.2	8.5	4.8
中高端客房总数（万间）	52.2	43.0	33.8	24.6	16.2
合计	174.5	142.3	110.1	77.9	55.2
中高端客房复合增长率	33.3%				

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

接下来预测中高端酒店客房行业增速。基于公式： $\text{中高端客房加权平均增长率} = \text{连锁酒店中高端客房增速} * \text{中高端客房连锁化率} + \text{非连锁酒店中高端客房增速} * (1 - \text{中高端客房连锁化率})$

其中，连锁酒店中高端客房增速用龙头增速表示，即 33.3%；中高端客房连锁化率方面，2018-2019 年我国中高端客房连锁化率由 19.6% 快速提高至 29.3%，未来我国中高端客房连锁化率有望提升至全球平均水平，即 40%；非连锁酒店中高端客房增速方面，2018-2019 年我国非连锁化中高端客房复合增速为 2.2%，且预计未来中高端客房净增量仍主要来自连锁酒店，非连锁化中高端客房将维持行业平均增速，约 3%。因此，

既考虑龙头连锁酒店积极布局中高端的正向拉动，又考虑非连锁酒店的平均增速，可得中高端客房复合增长率为 15.1%。

表4：中高端客房加权平均增长率测算

加权项		占比	
连锁酒店中高端客房增速	33.3%	中高端客房连锁化率	40.0%
非连锁酒店中高端客房增速	3.0%	中高端客房非连锁化率	60.0%
中高端客房加权平均增长率	15.1%		

资料来源：公司公告，盈蝶咨询，东兴证券研究所

基于以上数据，可得模型 II 相关变量为：

表5：模型 II 相关变量

模型变量			
未来中高端酒店占比	k=43.75%	中高端酒店增速	9.1%/12.7%/15.1%
2018 年中高端酒店占比	25%	酒店行业增速	3%

资料来源：公司公告，盈蝶咨询，东兴证券研究所

模型设定 II

稳态情况下，中高端酒店客房数：

$$\text{酒店业客房数}_{2018} \times (1 + \text{酒店业增速})^y \times k = \text{中高端酒店客房数}_{2018} \times (1 + \text{中高端酒店增速})^y$$

其中，y 为以 2018 年为出发点，未来中国中档酒店尚可增长的年份，y 也是我们关注的核心变量。

k 为未来稳态情况下，中端酒店客房数的稳态占比，有模型 I 可知为 43.75%；

公式变型可得：

$$y = \frac{\ln(\text{未来中高端酒店占比}) - \ln(\text{2018年中高端酒店占比})}{\ln(1 + \text{中高端酒店增速}) - \ln(1 + \text{酒店行业增速})}$$

模型结果

通过计算，可得测算结果及敏感性分析表如下：

（注：以下测算结果均以 2020 年末为时间起点，即立足当前，市场未来的可增长时间及空间）

表6：中高端市场可增长年份敏感性分析表

年份 \ 行业增速	0.0%	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%
9.19%	4.4	6.3	7.7	8.6	9.6	12.5
12.70%	2.7	3.6	4.2	4.6	5.0	5.9
15.14%	2.0	2.6	3.0	3.3	3.5	4.1

资料来源：东兴证券研究所

表7：中高端客房可增长空间敏感性分析表

中端增速 \ 空间 行业增速	0.0%	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%
9.19%	60%	89%	113%	131%	153%	225%
12.70%	55%	74%	87%	95%	104%	128%
15.14%	52%	67%	76%	82%	89%	104%

资料来源：东兴证券研究所

1.4 结论分析与数据口径说明

基于以上分析，我们来解答市场对中高端增长空间的疑问：

结论一：当中国酒店市场趋于稳定时，中产阶级占比为 56.7%，以酒店客房数计算，豪华档:中高端:经济型=7.78%：43.75%：48.47%，中高端酒店占比 43.75%。

结论二：假设中高端酒店市场增速维持 12.70%的增速，在相对中性的情况下，未来尚可增长年份为 4 年左右，即 2024 年末市场才会达到饱和。届时酒店行业将有客房 2193.3 万间，较当前仍有 15.9%的增长空间；中高端客房 912.1 万间，较当前仍有 81.8%的增长空间。

结论三：考虑龙头酒店高增速的拉动效应，在相对激进的情况下，即中高端酒店市场保持 15.1%的增速时，目前至少可增长年份约为 3 年左右，即 2023 年市场才会达到阶段性饱和。届时酒店行业将有客房 2129.5 万间，较当前仍有 12.6%的增长空间；中高端客房 880.5 万间，较当前仍有 75.5%的增长空间。

结论四：在行业结构达到稳态前，龙头公司中高端开店情况仍然是重点关注的经营指标。未来 3-8 年，中高端市场还不会达到阶段性饱和，新增供给仍可以被市场消化，龙头公司新增中高端门店的边际效益仍然处于递增阶段。

结论五：下沉市场将成为未来龙头公司发力的主战场。头部公司在明确中高端战略、保持高线城市优势的同时，也在积极探索和布局未来的增量市场，并不约而同的将目光瞄准了低线城市。目前一二线城市酒店市场已进入存量竞争阶段，而三四线城市随着居民收入的提高，也逐渐步入中产阶级行列，产生对连锁中高端酒店的需求，长尾市场相对较低的连锁化率为连锁酒店集团打开增长空间。我们认为，下沉市场将成为未来龙头公司发力的主战场，优质的中高端、经济型及软品牌都将成为打开下沉市场的主力军，而中高端酒店也将在低线城市中产阶级壮大的过程中，迎来结构性机会，打开增长空间。

结论六：稳态前后，龙头中高端酒店增长驱动力将发生转换。在行业结构达到稳态前，龙头公司可通过新开酒店物业和存量酒店翻牌两条途径，享受中高端结构补齐及连锁化率提升的双重红利，并至少高速增长 3-8 年；而当市场结构达到稳态后，结构调整红利逐渐消失，中高端市场增速回落，龙头酒店集团仍可通过提高存量单体中高端酒店的翻牌率，继续享受连锁化率提升的机会，进一步提升市占率，延长成长期。

结论七：在中高端市场快速增长的背景下，经济型市场规模总量会相对稳定，但内部结构将进一步优化，连锁化率有较大提升空间。根据盈蝶咨询数据，2019 年末我国经济型/中端/高端/豪华型酒店连锁化率分别为 21%/35%/22%/59%，经济型酒店在所有酒店类型中连锁化率最低，相应提升空间最大。后疫情时代，行业马太效应强化，龙头酒店集团有望通过存量单体经济型酒店的翻牌，把握连锁化率提升的机会，进一步提高市占率，释放增长空间。

需要说明的是，目前较为权威的住宿业数据的来源有星级酒店统计数据、连锁酒店统计数据、全国旅游住宿设施统计调查资料和三次全国经济普查的资料。但这四方面的统计口径均不够全面，无法完整地刻画酒店住宿业的整体规模。

我们采用了盈蝶咨询《中国大住宿报告》的数据，该数据采用了 OTA 网站上可预订酒店的信息，将中国境内在互联网上销售的酒店设施的规模、档次、城市等信息进行了统计，这一数据覆盖了相当大比例的住宿设施，可以看做是目前对全国住宿业规模最为全面的梳理。

值得注意的是，虽然大住宿报告覆盖酒店数相对全面，但和全国真实酒店市场空间而言，依旧有部分单体和小规模酒店没有测算进去，导致我们的测算口径小于真实情况，中高端及以上的酒店占比偏高，且随着酒店线上交易比例的扩大，数据统计的增速可能大于酒店业实际的增速，基于数据得出的增长时间相较于实际时间要偏短，实际可增长时间则要更长一些。

2. 疫后持续复苏，消费升级背景下，看好酒店行业β行情

2.1 行业趋势：疫后持续复苏，经营拐点可期

2019 年下半年开始，酒店行业经营数据下行趋势开始放缓，行业底部边际改善。近年来受宏观经济下行周期影响，居民商务出行需求下降，酒店行业发展态势低迷，经营数据承压，2019 年我国内地酒店 RevPAR 同比增速跌落至负值。从 2019 年 RevPAR 的下降趋势看，虽然上半年下降幅度较大，但 Q3 开始降幅有所收窄，经营情况出现边际改善。

后疫情时代，酒店行业持续复苏，我们通过复盘酒店行业动态发现，非一线城市酒店需求恢复更快，经济型和中高端酒店恢复韧性更强。

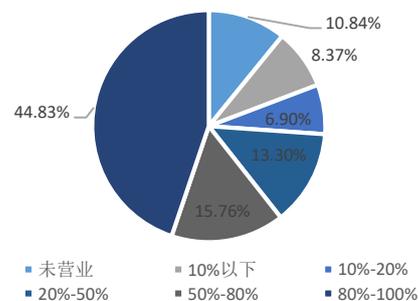
从复工营业率看，全国住宿业于 2 月中旬达到歇业高峰，跌至 20% 以下，随后走出低点进入恢复期，到 4 月初，全国住宿业复工率已超过 70%。国家统计局调查数据显示，截至 7 月 27 日，住宿和餐饮业企业整体复工率达到 89.2%，达到正常经营水平 50% 及以上的企业占比相比 6 月 17 日提高 4.5 个百分点。

图9：旅游及住宿行业商户复工率



资料来源：美团研究院，东兴证券研究所

图10：调研企业恢复营业门店比重百分比



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

从入住率看，2月初我国内地酒店入住率跌至谷底——仅 7.4%，经历一个多月低位运行后开始回升。3月“复产复工”信号下，商务客源逐步复苏，清明、五一小长假释放旅游需求，五月入住率突破 40%；7-8 月暑期效应释放，跨省旅游恢复，哪儿网暑期酒店预订量已恢复到去年同期八成水平，环比今年 5 月、6 月增长 35%，

三季度美团平台国内酒店间夜量同比增长 3.7%；十一双节期间，同程艺龙前 4 日酒店预订量同比增长 40%，飞猪前 6 日酒店预订量同比增长超 50%。

分结构看，中档和经济型酒店整体恢复最好，高端及奢华酒店后劲足。经济型酒店大多定位于本地服务，对人员流动要求相对不高，叠加周边游的兴起，整体恢复效果最好，3 月底中档和经济型酒店单日入住率已恢复至 60% 以上，8 月初达到去年同期的 80% 以上，9-10 月基本恢复至去年同期水平。高端及奢华酒店后劲足，3 月份入住率仍在 30% 以下徘徊，7-8 月暑期旅游需求释放，出境游客转移至国内，叠加一线城市部分会展恢复，带动高端酒店入住率恢复至去年同期的 80% 以上。且高端及奢华酒店房间价格向上弹性大，带动 RevPAR 提升并反超。

分城市来看，非一线城市复苏较好。以去年同期为基准，我国内地不同级别城市每间可售房收入指数中，新一线和其他城市（中国内地除一线和新一线城市）业绩恢复较为明显。一线城市受人口密度和城市定位影响，尤其受第二波疫情和国际访客量骤减的影响，整体受冲击更为严重，需求恢复稍有滞后。

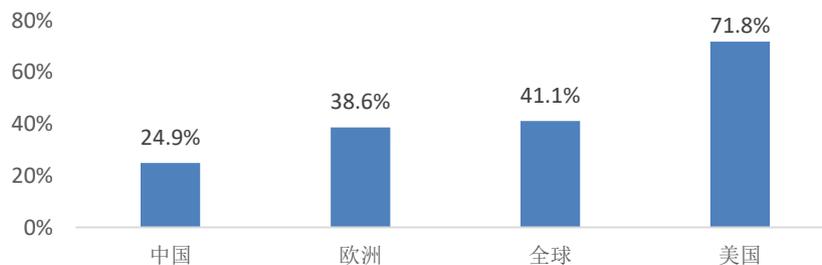
短期看，疫情的出现对酒店行业造成冲击，推迟了上半年的复苏进程，但随着防控得力需求回暖，行业并不改变复苏的内在逻辑和趋势。我们认为，在国内疫情防控常态化和经济内循环的大背景下，下半年双节效应、商务展会影响持续释放，我国境内酒店整体 RevPAR 有望在 2021 年恢复至以往同期水平，而龙头公司有望于今年上半年在同比低基数的情况下恢复至往期水平。

长期看，消费升级和经济内循环背景下，酒店行业增长空间广阔。近年来，虽然我国经济进入新常态，宏观经济增速放缓，但结构不断优化，消费占比不断提高。根据发达国家经验，居民边际消费随着收入增长会逐步下降，但到一定程度就开始上升。这个拐点大约是人均 GDP 达 1 万美元，而刚好中国正处于这个阶段。经济高质量增长与边际消费倾向的提高，带动消费结构由深层型消费向发展型消费转变，消费形态由商品型消费向服务型消费在转变，简单说即从数量型消费向质量型转变，酒店行业迎来长期发展机会。

2.2 竞争格局：供给端加速出清，行业连锁化率和龙头集中度提升

对标国际市场，我国酒店行业连锁化率相对较低，仍有巨大提升空间。目前我国酒店行业连锁化率和集中度相对较低，以客房数计算，2019 年我国酒店行业连锁化率仅 24.9%，低于全球市场 41.1%，远低于美国 71.8%。虽然由于市场发展时间、消费习惯、品牌忠诚度、业主偏好等方面的差异，我国酒店行业连锁化率难以达到与发达国家持平的水平，但相较于美国市场 70% 的天花板，我国酒店行业连锁化率仍有较大提升空间。

图11：中国和世界酒店连锁化率比较



资料来源：弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

近年来，我国酒店行业连锁化率和龙头集中度持续提高。根据盈蝶咨询数据，按酒店数计算，2019 年我国酒店行业连锁化率提升至 10.1%/+1pct.，按客房数计算提升至 24.9%/+2.7pct.，前十大酒店集团在 TOP50

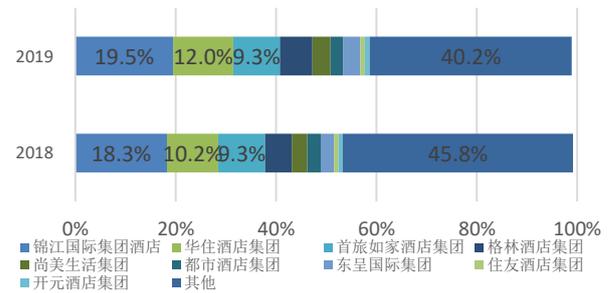
酒店集团中市场占有率达到 59.8%/ +5.6pct。前三大龙头公司在 TOP50 酒店集团中市占率也有所提高，锦江由 18.31% 上升至 19.5%，华住集团由 10.19% 升至 11.99%，首旅如家基本保持不变。

图12：我国酒店行业连锁化率持续提升



资料来源：盈蝶咨询，东兴证券研究所

图13：我国前 10 大酒店集团在 TOP50 中市占率提升



资料来源：盈蝶咨询，东兴证券研究所

疫情加速行业供给端出清，行业连锁化率和龙头集中度有望加速提升。疫情期间，单体酒店获客能力、运营效率较弱，经营承压，现金流紧张，而连锁酒店凭借会员规模、网络布局、品牌影响等优势，展现出更强的风险抵御能力。相较于 2019 年 Q4，2020 年 Q3 我国住宿市场房间数减少 3.7%，其中，单体酒店房间数减少 5.7%，品牌连锁酒店房间数逆势增加 2.8%，行业马太效应进一步强化，龙头公司乘势加速扩张，行业集中度有望进一步提升。

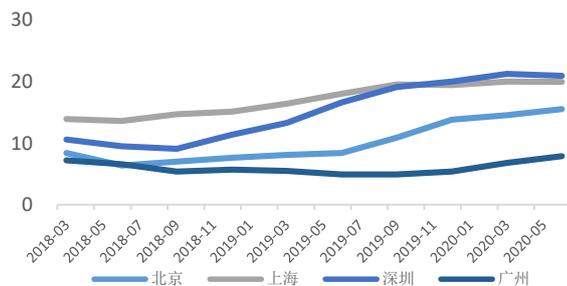
2.3 区域结构：一二线存量竞争，三四线空间广阔

在消费升级背景下，我国酒店行业也必然经历“单体酒店——经济型酒店——中端酒店——中高端酒店——高端酒店”的发展历程。但我国人口众多，消费市场空间巨大，不同细分市场的变化往往并不是同步的，不同地区居民收入水平、消费能力存在差异，在整个消费升级周期中所处的阶段自然不同。通常来说，消费升级的浪潮往往从高收入人群向低收入人群过渡，从一二线城市向三四线城市过渡。因此，酒店行业在一二线和三四线城市中也呈现出不同的发展特点，形成区域分化。

2.3.1 一二线城市：存量竞争时代，把握租金下降及高端品牌本土化机会

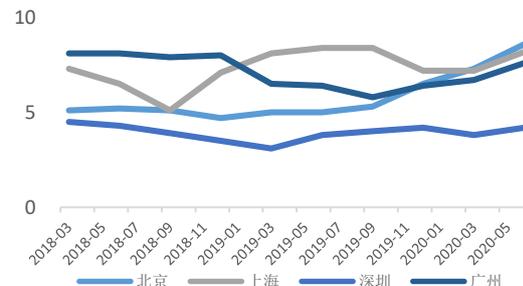
一二线城市历经数年产品升级后，目前大部分满足条件的存量物业已经基本实现了经济型向中高端的升级，同时考虑到供给端物业改造的限制，一二线城市增量机会相对有限，优质点位愈发稀缺。但经济下行周期叠加疫情影响，一线城市商业物业闲置率提高，租金下降，酒店行业租赁成本有望下行，且迎来翻牌整合机会。

图14：一线城市优质写字楼空置率提高



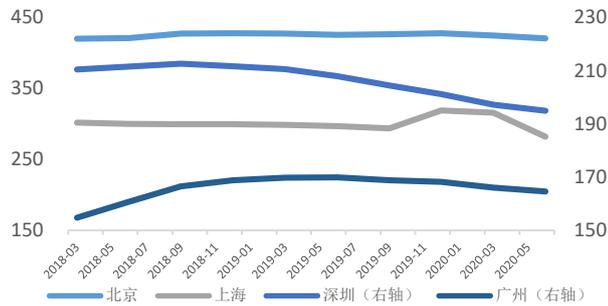
资料来源：wind，东兴证券研究所

图15：一线城市优质零售物业空置率提高



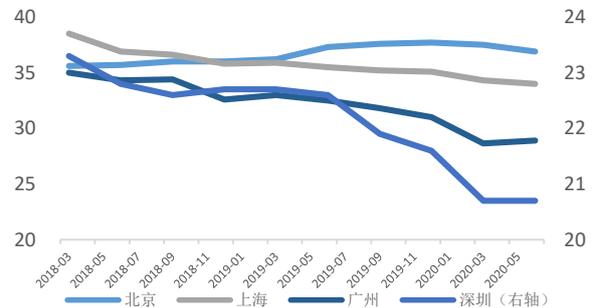
资料来源：wind，东兴证券研究所

图16：一线城市优质写字楼租金下降



资料来源：wind，东兴证券研究所

图17：一线城市优质零售物业首层租金下降



资料来源：wind，东兴证券研究所

中高端酒店向高端升级，国外品牌退出，高端市场迎来本土化红利。由于我国酒店市场起步较晚，且消费者存在对国际品牌的偏好，过去我国国内高端市场主要由海外酒店集团运营。但全球疫情导致境外客源锐减，国际品牌收入和现金流承压。同时房地产红利期已过，依靠“海外豪华品牌入驻——提高周边商业价值、拉动房价——反向补贴酒店利润”的商业模式已难以为继。高端市场迎来窗口期，精细化管理能力和经营效率成为占领高端市场的关键。

2.3.2 三四线城市：单体到连锁，长尾市场打开增长空间

随着城镇化推进、区域经济均衡和铁路航空等基础设施完善，三线及以下城市居民收入显著提升，2017年我国人均收入排名前30的三线城市，包括绍兴、嘉兴等地，人均年收入均在3万以上，已达到中等收入水平。

相应地，在酒店消费上，低线城市也逐渐产生了对标准化连锁酒店的需求。过去这部分市场尚未完全被连锁酒店集团挖掘，主要由大量非标准化的单体酒店构成，运营能力弱，标准化程度低，服务质量难以保证。根据弗若斯特沙利文数据，2019年我国三线及以下城市酒店市场连锁化率仅为21.1%，低于全国酒店连锁化率24.9%。但随着OYO的入局和扩张，教育后市场下，消费升级的浪潮已逐渐过渡到低线城市，三线及以下城市也完全可以容纳一定数量经济型甚至中端酒店。

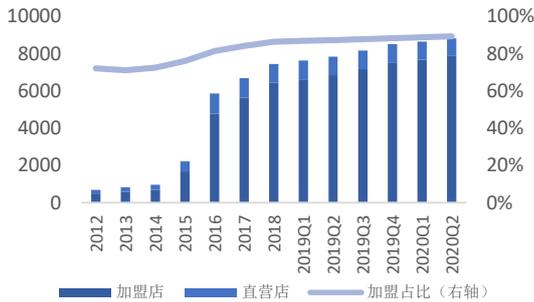
同时，全球疫情背景下我国提出经济内循环战略，完善国内产业链，充分激发地区经济活力，低线城市作为经济内循环的重要一环，将展现出更强的增长潜力。随着疫情的恢复，低线城市、经济型酒店展现了更迅速、更稳健的复苏态势，周边游、本地游等围绕区域经济展开的消费市场正在崛起，各地政府也有吸引人流量，打造本地产业，发展本地经济的客观需求，酒店作为基础设施建设的重要内容，也将迎来新的增长点。

总的来说，三四线城市区域经济增长、居民收入提高，消费需求升级，酒店行业从单体到连锁，从无品牌到有品牌，连锁酒店集团以优势标准化品牌、轻加盟软品牌进军下沉区域，长尾市场有望打开增长空间。

3. 马太效应强化，拥抱龙头α机会

3.1 锦江：高速拓店，结构优化，龙头集中度加速提升

锦江作为市占率最大的酒店集团，显著优势在于其全球布局，多品牌矩阵战略助力公司成就行业龙头地位。纵向看，公司持续高速拓店，产品结构不断优化。2018-2020Q3，门店数由7443增长至9117家，年均拓店957家，中高端占比由33%增至46%，加盟占比由86%增至90%。展望未来，根据公司开店计划，3年后开业门店有望达到1.5万家，中高端占比提高至50-60%，相应拓店速度和中高端占比仍呈加速态势。

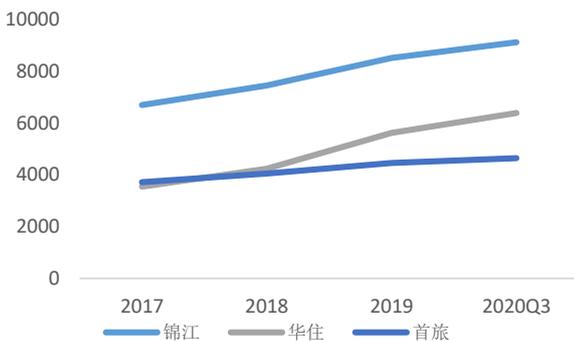
图18：锦江加盟门店占比持续提高


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

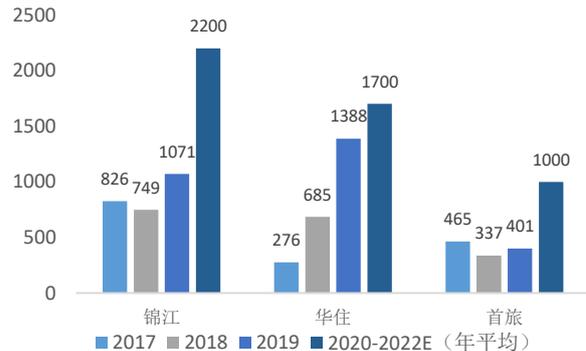
图19：锦江中高端门店占比持续提升


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

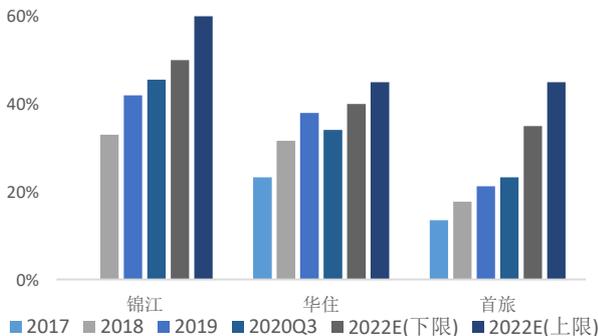
横向看，公司各项门店指标均为行业最优，且优势有望继续保持。截止 2020Q3，锦江/华住/首旅门店数 9117/6390/4638 家，中高端门店占比 45.5%/34.1%/23.3%，加盟门店占比 89.8%/89.2%/82.6%，锦江各项门店指标稳居国内第一。根据各公司未来开店计划，锦江计划未来 3 年开业门店达到 1.5 万家，且中高端占比达到 50-60%。华住 2022 年末计划开业门店达到 1 万家，且中高端占比 40-45%。首旅 2020 全年计划新开店 800-1000 家，未来 3-5 年计划开业门店达到 1 万家，且中高端占比达到 35-45%。据此测算的开店速度和中高端占比，锦江仍为业内第一，优势有望继续保持。

图20：锦江门店及客房规模稳居行业第一


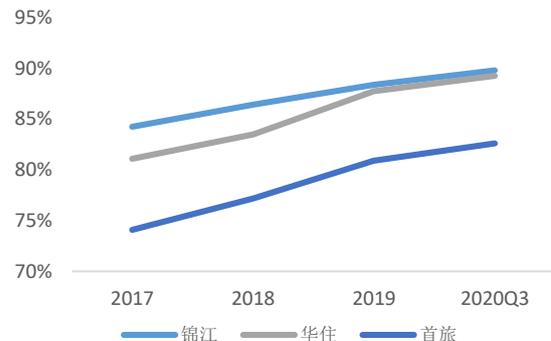
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图21：三大龙头加速展店，锦江拓店速度最高


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图22：三大龙头中高端占比提高，锦江行业领先


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图23：三大龙头加盟占比提高，锦江行业领先


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司正加快内部整合，着力打造“一中心三平台”。19下半年铂涛、维也纳管理层相继调整完成，今年5月，锦江集团进行组织架构调整，将锦江都城、维也纳、铂涛酒店集团合并为锦江酒店（中国区），实现集团层面的统一规划、协同发展。预计整合成效将在一到两年后显现，公司管理和销售费用率水平有望持续优化，带动业绩释放。

公司拟非公开募资不超过50亿元，发行股票数不超过1.5亿股（即不超过本次非公开发行前公司总股本的15.7%）。其中35亿元用于酒店装修升级，项目投资金额为37.35亿元，建设期预计为3年；15亿元用于偿还金融机构贷款。目前，公司已收到证监会《关于请做好上海锦江国际酒店股份有限公司非公开发行股票发审委会议准备工作的函》，并已作出回复。定增落地后，酒店装修升级将提高门店服务体验，带动RevPAR和公司业绩提升，并在长期树立更好的品牌形象。债务负担减轻将节约利息费用，打开利润空间，优化资本结构，助力公司稳健经营。

3.2 华住：后疫情时代复苏节奏领跑市场，科技赋能打造效率先驱

疫后酒店行业有序复苏，华住经营数据持续领先市场。横向看，3月龙头酒店入住率恢复至30-50%，此时全国酒店业入住率仅为19%；Q2华住/锦江/首旅境内酒店入住率恢复至69%/58%/55%，而全国酒店业入住率仅为40%；Q3华住/锦江/首旅境内酒店入住率恢复至82%/74%/70%，整体看，华住复苏节奏领跑市场。

纵向看，华住门店复工率自2月17日起开始从底部回升，3月26日达到93.5%，截止6月末，旗下酒店96%已经恢复正常运营。华住入住率自2月3日开始从底部回升，3月16日上升至50%，7-8月在暑期效应催化下达到79%/84%，Q2境内整体达到69%，Q3境内酒店整体入住率恢复至82.0%。截止10月，公司RevPAR已基本恢复至去年同期水平，入住率持续高于行业平均水平10-20pct.，复苏节奏领跑行业。

表8：三大龙头酒店复工率情况

复工率	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
华住	50-60%	94%	-	-	96%	基本恢复	基本恢复	基本恢复
锦江	-	-	96%	基本恢复	基本恢复	基本恢复	基本恢复	基本恢复
首旅	-	-	90%	基本恢复	基本恢复	基本恢复	基本恢复	基本恢复

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

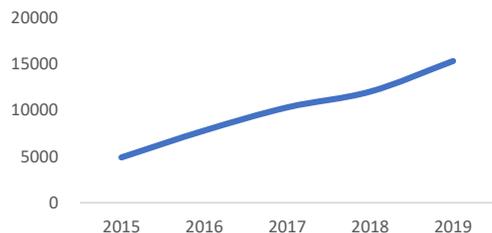
表9：三大龙头酒店入住率情况

入住率	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
华住	10-20%	39.6% (Q1 境内) 20-60% (3月)	60-70%	60-70%	69% (Q2 境内) 83% (6月初)	79%	84%	82% (Q3 境内)
锦江	-	34% (Q1 境内)	40-50%	-	58% (Q2 境内)	72%	维也纳 70-80% 七天 50%+	74% (Q3 境内)
首旅	-	34% (Q1 平均)	65%	-	55% (Q2 平均)	50%+	60-65%	70% (Q3 平均)

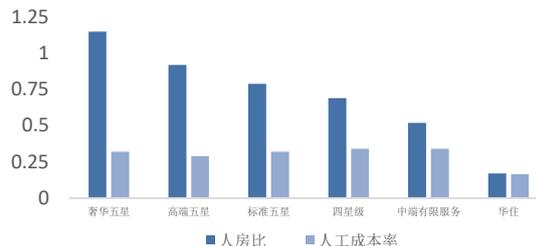
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

华住作为行业top3中唯一民营企业，团队活力强效率高，且品牌矩阵完善，核心品牌表现突出，形成以汉庭为代表的经济型，全季为代表的中高端产品。未来公司将在保持高线城市优势的同时，进一步深耕下沉市场，以优势品牌和稳定管理输出作为坚实后盾，突破长尾市场，实现千城万店目标。

公司通过“品牌、流量、技术”三位一体经营战略，不断提高经营效率。会员体系完善，引流效应强大，2019年会员人数 1.53 亿人，会员预订率 76%，直销渠道预订率 85%，相比 OTA 更低的获客成本打开利润空间。自主研发四大技术基础设施、五大数字化举措，人房比/人工成本率 0.17/0.165，远低于行业平均水平

图24：华住会员人数（万人）


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图25：华住与其他酒店人房与人工成本率比较


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 首旅：新品牌亮相+环球影城助力，高直营比例打开业绩反弹空间

首旅/华住/锦江直营门店比例 17.4%/10.8%/10.2%，首旅直营占比最高。与加盟店抽取流水，输出管理系统不同，直营店收入直接为公司所有，成本也由公司负担。因此，疫情期间折旧摊销、租赁成本等刚性支出对公司业绩造成拖累。但随着国内疫情防控常态化，市场需求回暖，直营店收入端增长也更快，三季度公司已实现利润扭亏为盈。未来随着疫情进一步恢复，居民出行信心重新树立，出行半径延长，人均消费提高，酒店市场也将进一步复苏，公司业绩也将在复苏周期中释放更大反弹空间。

公司经济型品牌如家实力较强，同时正在积极进行中高端市场的开发和转型。在现有中高端品牌如家商旅、如家精选、和颐的基础上，与凯悦合作开发新品牌逸扉酒店，计划今年四季度迎来上海、南京、成都三地 5 家酒店的开业，未来 5 年签约 300 家酒店。有“中式禅意”、“大唐风格”的璞隐酒店，截止 2020 年 6 月 30 日已开店 7 家，计划未来 5 年拓展至 100 家。中高端新品牌接连亮相并加速拓店，公司不断完善产品矩阵，并有望以“中高端+商务政务”商业模式，打开利润空间。

此外，位于北京市通州区的环球影城主题公园已进入设备调试阶段，预计明年 5 月开园，每年可接待客流 1200-1500 万，截至今年 10 月已有 70 家机构落户运河商务区，高端产业加快集聚。首旅酒店背靠首旅集团，有机会对环球影城相关配套设施及周边商业项目进行一系列酒店布局，依托项目持续经营和客流量，打开公司利润空间。

4. 投资策略与风险提示

中产阶级群体逐渐壮大，叠加消费升级趋势，中高端酒店迎来结构性机会。在龙头积极布局，市场高速增长背景下，预计中高端酒店占比将持续扩大并稳定于 43.75%，对应高速增长期至少 3-8 年，客房将达到 881-1101 万间，较当前仍有 75.5%-119.5% 的增长空间。

疫后酒店行业有序复苏，随着防控得力需求回暖，叠加下半年双节效应和疫苗加速落地，我国境内酒店整体 RevPAR 有望在 2021 年恢复至往期水平，而龙头有望于今年上半年恢复至往期水平，看好酒店行业 β 行情。此外疫情加快行业供给端出清，单体酒店经营承压，行业连锁化率和龙头集中度加速提升。龙头公司逆势拓店，优化产品结构，有望在行业景气复苏周期下跑出自己的 α 。推荐：锦江酒店、华住集团、首旅酒店。

表10：行业重点公司盈利预测与评级

股票简称	股票代码	评级	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
锦江酒店	600754.SH	推荐	0.57	1.41	1.75	90.62	36.51	29.33
华住集团	1179.HK	推荐	-8.20	6.61	10.19	-43.78	54.26	35.19
首旅酒店	600258.SH	推荐	-0.27	0.97	1.12	-88.53	24.74	21.49

资料来源：东兴证券研究所

风险提示：疫情发展超预期；宏观经济下行，需求疲软；酒店扩张不及预期；加盟管理风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	酒店行业深度系列（一）：行业预期修复迎反弹，OYO 光速入局引深思	2019-07-12
公司深度报告	华住集团-S (1179.HK)：三位一体前瞻布局，引领“中国住宿”新未来	2020-12-02
公司普通报告	锦江酒店 (600754)：境内经营持续恢复，签约拓店逆势扩张	2020-11-02
公司普通报告	锦江酒店 (600754)：境内经营环比改善，产品结构持续优化	2020-08-31
公司普通报告	锦江酒店 (600754)：处置资产平滑部分疫情影响，开店持续推进	2020-05-06
公司普通报告	锦江酒店 (600754)：业绩整体稳健，中端结构继续优化	2020-03-30
公司普通报告	首旅酒店 (600258)：Q3 扭亏为盈，开店提速，看好行业持续复苏	2020-10-30
公司普通报告	首旅酒店 (600258)：拓店计划不变，看好龙头集中度逆势提升	2020-08-30
公司普通报告	首旅酒店 (600258)：疫情影响较大 Q1 预亏，逆市加速拓店提升市占率	2020-04-23
公司普通报告	首旅酒店 (600258)：中高端酒店持续发力，期待 Q4 经营数据企稳	2019-10-31
公司普通报告	首旅酒店 (600258)：入住率降幅环比呈收窄，开店提速下看好龙头集中度提升	2019-08-28
公司普通报告	首旅酒店 (600258)：19 年开店提速，结构优化下业绩增长可期	2019-04-22

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。

研究助理简介

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，主要负责旅游酒店、教育培训等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526