

2021年04月25日

证券研究报告·公司研究报告

首旅酒店(600258) 休闲服务

持有(首次)

当前价: 25.57元

目标价: 29.52元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 产品结构加速优化, 轻资产模式推动量效齐升

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 首旅集团赋能, 推动首旅酒店稳居行业前三; 2) 作为 2022 年首批冬奥会官方接待机构, 将发挥其资源优势和区域优势带动收益大幅提升; 3) 公司产品结构优化, 中高端酒店占比持续提升; 4) 践行轻资产运营模式, 规模盈利双向提升。
- 首旅集团赋能, 稳居行业前三。** 首旅集团作为控股股东, 实力雄厚。公司大股东首旅集团是全国第一家升级国有独资综合型旅游企业, 旗下拥有“首旅酒店”、“王府井”、“首商股份”及“全聚德”四家上市公司, 集团资产规模超千亿。由于背靠大股东首旅集团, 首旅酒店股权融资动作较少, 分别于 2016 年和 2017 年募集资金陆续购入如家全部股权, 当年营收和归母净利润分别同比增长 389% 和 111%, 实现了公司规模和行业地位的跨越式提升。
- 产品结构优化, 中高端酒店数量占比持续提升。** 2017-2020Q3 公司产品结构中中高端酒店数量占比从 9.6% 上升至 23.3%, 增速明显。同时, 公司仍在发力中高端拓店。从 2017 年到现在, 公司新开中高端酒店数量占比保持在 30% 以上。2020 年前三季度由于疫情原因, 公司拓店速度有明显下降, 但中高端新开酒店总数仍为 174 家(+20.8%), 我们预计 2020 年底中高端酒店新开数量约 38%。
- 践行轻资产运营模式, 规模盈利双向提升。** 推行加盟模式, 公司酒店规模持续提升, 截至 2020Q3, 公司储备酒店数由 488 家增长至 1084 家, 推动同期公司开业酒店数由 3712 家增长至 4638 家; 云品牌系列加速拓展, 2020 年公司新开店 548 家, 较 2019 年提速明显。公司门店数量相较于同行仍有巨大提升空间, 盈利方面均领先于同行。截至 2019 年, 公司毛利率为 93.7% (锦江/华住同期毛利率分别为 89.7%/18.9%), 2016-2019 净利润率稳定在 10.4% 左右, 随着公司经营效率不断改善, 盈利能力将持续提升。
- 盈利预测与投资建议。** 考虑到后疫情阶段, 酒店行业快速复苏, 我们预计 2020-2022 年公司归母净利润复合增速为 7.6%, EPS 分别为 -0.40/0.94/1.12 元, 考虑到公司稳居行业前三, 给予公司 2021 年业绩 31.4 倍估值, 首次覆盖, 我们给予“持有”评级, 目标价为 29.52 元。
- 风险提示:** 酒店扩张低于预期的风险; 疫情反复的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8311.10	5380.30	8148.56	8800.44
增长率	-2.67%	-35.26%	51.45%	8.00%
归属母公司净利润(百万元)	884.97	-399.86	929.58	1101.72
增长率	3.26%	-145.18%	332.48%	18.52%
每股收益 EPS(元)	0.90	-0.40	0.94	1.12
净资产收益率 ROE	9.89%	-4.54%	9.43%	10.18%
PE	29	-63.2	27.2	22.9
PB	2.72	2.76	2.47	2.25

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛  
执业证号: S1250519080004  
电话: 021-58351679  
邮箱: smg@swsc.com.cn

联系人: 池天惠  
电话: 13003109597  
邮箱: cth@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.88
流通 A 股(亿股)	9.79
52 周内股价区间(元)	14.35-28.63
总市值(亿元)	252.56
总资产(亿元)	165.82
每股净资产(元)	8.44

### 相关研究

## 目 录

<b>1 国企背景实力雄厚，国内稳居行业前三</b> .....	<b>1</b>
1.1 首旅集团赋能发展，稳居酒店行业前三 .....	1
1.2 疫情后行业上行，龙头酒店趁势扩张 .....	3
1.3 环球影院开业及北京冬奥会有望提振市场 .....	5
<b>2 产品结构加速优化，品牌矩阵满足多元需求</b> .....	<b>6</b>
2.1 中高端酒店占比持续提升，盈利能力有所改善 .....	6
2.2 品牌矩阵完善，满足市场多元需求 .....	8
<b>3 践行轻资产战略，规模盈利双向提升</b> .....	<b>11</b>
3.1 推行加盟模式，加速酒店规模扩张 .....	11
3.2 云品牌系列拓展加速，盈利能力持续改善 .....	13
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>16</b>
4.1 盈利预测 .....	16
4.2 相对估值 .....	17
<b>5 风险提示</b> .....	<b>17</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 首旅集团势力雄厚.....	2
图 3: 首旅酒店股权结构图 (截至 2020Q3) .....	2
图 4: 2016-2019 年公司营收由 65 亿元增至 83 亿元.....	2
图 5: 2016-2019 年公司归母净利润由 2.1 亿元增至 8.9 亿元.....	2
图 6: 首旅集团所属企业覆盖旅游行业各细分领域.....	3
图 7: 2011-2019 年酒店行业营收由 4758 亿增至 6770 亿元.....	3
图 8: 2020Q1-Q4 国内酒店行业入住率由 17%升至 61%.....	3
图 9: 2021 年五一旅游相关订单量较 2019 年大幅提升.....	4
图 10: 2019 年中国酒店 CR3 市占率达 41%.....	4
图 11: 2020Q1-Q3 龙头酒店加速扩张.....	4
图 12: 2019 年首旅酒店财务费用率低于华住及锦江.....	5
图 13: 2020Q1-Q3 龙头酒店加速扩张.....	5
图 14: 锦江、首旅和华住 2020Q3 经营现金流开始改善 (亿元) .....	5
图 15: 首旅集团旗下企业投资北京环球影城.....	6
图 16: 北京环球影城概念图.....	6
图 17: 国内酒店档次分布 (以客房间数计) .....	6
图 18: 2020 年国内中大型酒店占比仅 35%, 远低于全球的 74%.....	6
图 19: 2010-2019 各档次酒店均价涨幅.....	7
图 20: 各档次客房数量占比.....	7
图 21: 2017-2020Q3 公司中高端酒店数量占比增至 23%.....	8
图 22: 公司中高端酒店在新开业数中占比持续高于 30%.....	8
图 23: 三大酒店巨头中高端酒店数量占比均在提升.....	8
图 24: 2019 年公司净利率稳健提升至 11.1%.....	8
图 25: 首旅酒店旗下的多品牌矩阵.....	9
图 26: 如家商旅主打性价比&温馨风格.....	9
图 27: 全季酒店设计素雅.....	9
图 28: 如家商旅较全季酒店便宜约 20% (北京南站为例) .....	10
图 29: 如家商旅单房投资额约为全季酒店的 82%.....	10
图 30: 逸扉酒店主打品质与实用.....	10
图 31: 璞隐酒店主打中国风.....	10
图 32: 累计 3.0 升级店数.....	11
图 33: YUNIK HOTEL 娱乐休息区顺应年轻潮流.....	11
图 34: 公司营收呈现酒店运营和酒店管理双轮驱动结构.....	12
图 35: 相对较高的自营比例有望带动公司业绩强劲反弹.....	12
图 36: 2017-2020Q3 公司加盟酒店占比由 74.1%增至 82.6%.....	12
图 37: 2017-2020Q3 公司新开门店中加盟制占比持续超 90%.....	12
图 38: 2020Q3 公司储备酒店数/已开业酒店数增至 23.4%.....	13
图 39: 首旅酒店储备酒店数较龙头仍有提升空间.....	13

图 40: 首旅酒店及锦江集团资产固定化比率 .....	13
图 41: 2017-2020Q3 固定资产由 25.0 亿元降至 22.6 亿元 .....	13
图 42: 2019 年公司拓店产品结构 .....	14
图 43: 2020Q1-Q3 年公司拓店产品结构 .....	14
图 44: 公司云品牌系列扩展明显提速 .....	14
图 45: 首旅酒店签约储备门店逐步加速 .....	14
图 46: 如家加盟店数量与净利润率上涨趋势基本一致 .....	15
图 47: 如家酒店加盟店毛利率大幅高于直营店 .....	15
图 48: 2017-2019 年公司毛利率领跑同行 .....	15
图 49: 公司净利润及净利润率稳步提升 .....	15
图 50: 2020 年首旅集团销售费用率较高 .....	16
图 51: 租赁费及职工薪酬占比较高 .....	16

## 表 目 录

表 1: 不同档次酒店按价格分类 .....	7
表 2: 公司业务预测 .....	16
表 3: 房地产业务可比公司估值 .....	17
附表: 财务预测与估值 .....	18

# 1 国企背景实力雄厚，国内稳居行业前三

## 1.1 首旅集团赋能发展，稳居酒店行业前三

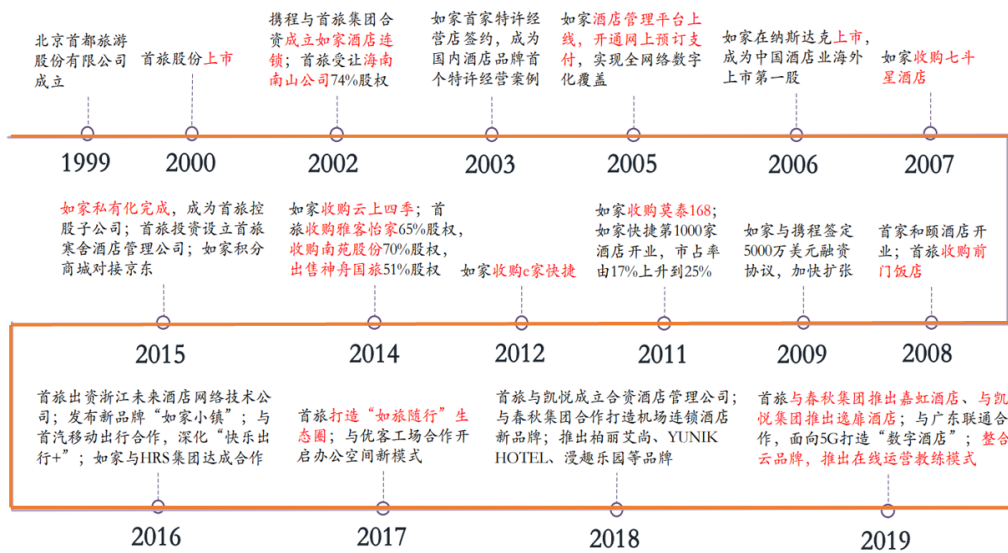
首旅酒店前身为北京首都旅游股份有限公司，成立于1998年2月的首旅集团，在二十年的改革和发展中，逐渐构建起集“食、宿、行、游、购、娱”六大旅游要素于一体的旅游商贸服务产业体系，引领北京旅游商贸服务产业发展核心载体、承担北京市重大服务保障任务重要抓手、开展国有资本市场化运作专业平台、国有资本授权经营体制改革示范标杆，不断向着生活方式服务业产业集团迈进。

**(1) 初期阶段 (1999年-2011年):** 公司主营业务涵盖范围较广，包括酒店运营和管理、景区运营、展览广告、旅行社等业务，2000年6月于上交所上市。

**(2) 转型阶段 (2012年-2016年):** 公司主营业务逐渐向酒店倾斜，2012年与首旅集团进行资源置换，不再经营展览业务，置入首旅酒店 (100%)、首旅建国 (75%)、欣燕都 (100%); 2013年公司更名为首旅酒店; 2014年出售神舟国旅 51% 股权，不再经营旅行社业务，收购雅客怡家、南苑股份; 2016年实现了对如家的私有化，公司规模大幅扩张，一跃成为行业前三。

**(3) 升级阶段 (2017年-至今):** 强化品牌优势，继续向中高端酒店延展，2017年首旅酒店开始打造“如旅随行”生态圈; 2019年与春秋合作推出嘉虹酒店，与凯悦合作推出逸扉酒店，完善中高端酒店布局，不断谋求创新发展。

图 1: 公司发展历程

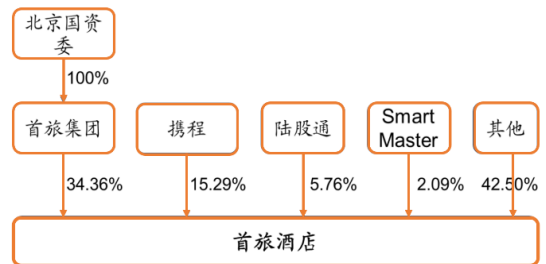


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**首旅集团作为控股股东，实力非常雄厚。**公司大股东首旅集团组建于1998年，是全国第一家省级国有独资综合型旅游企业，旗下拥有“首旅酒店”、“王府井”、“首商股份”、“全聚德”四家上市公司，集团资产规模已超千亿元，是北京市首家国有资本运营公司试点企业。

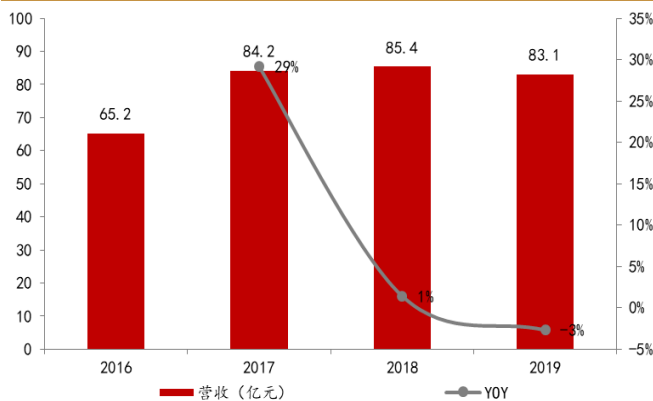
**图 2：首旅集团势力雄厚**


数据来源：公司公告，西南证券整理

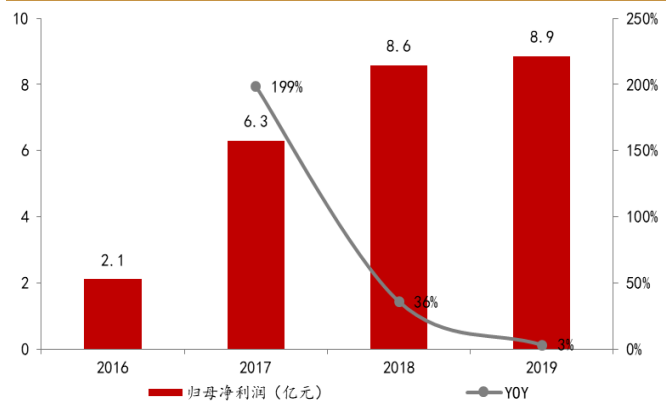
**图 3：首旅酒店股权结构图（截至 2020Q3）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**股权融资助力如家收购，实力一举进入行业前三。**由于背靠实力雄厚的大股东首旅集团，首旅酒店上市以来的股权融资动作较少。两次增发均投向了如家酒店的收购，分别于 2016 年 12 月和 2017 年 1 月通过募集资金 38.7 亿元和 38.0 亿元，陆续购入如家全部股权，当年营收和归母净利润分别同比增长 389%/111%。2016-2019 年公司营业收入由 65.2 亿元增至 83.1 亿元，同期归母净利润由 2.1 亿元增至 8.9 亿元，实现了公司规模和行业地位的跨越式提升。

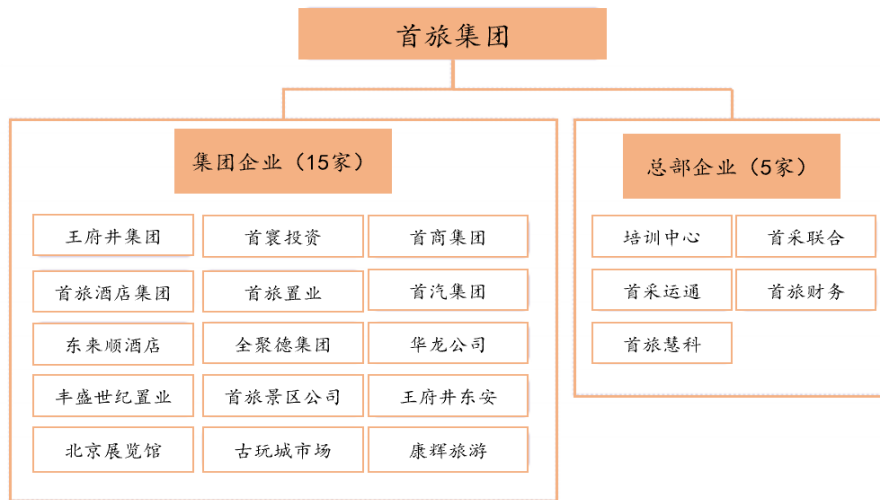
**图 4：2016-2019 年公司营收由 65 亿元增至 83 亿元**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：2016-2019 年公司归母净利润由 2.1 亿元增至 8.9 亿元**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司受益于首旅集团旅游资源和投资布局的协同作用。**大股东首旅集团旗下业务范围较广，且涉足领域较多，包括房地产、旅游业务、零售业务、餐饮业务等，其投资体系能够相对较好形成旅游综合业务，公司也深度受益大股东旗下旅游和商务出行资源的辐射，首旅酒店业务拓展上逐渐扩大规模。

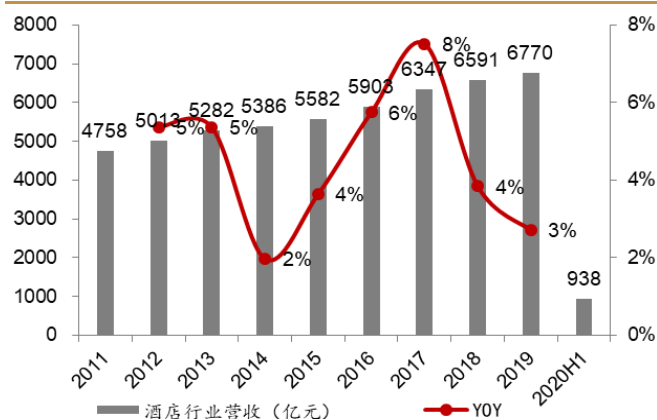
**图 6：首旅集团所属企业覆盖旅游行业各细分领域**


数据来源：公司官网，西南证券整理

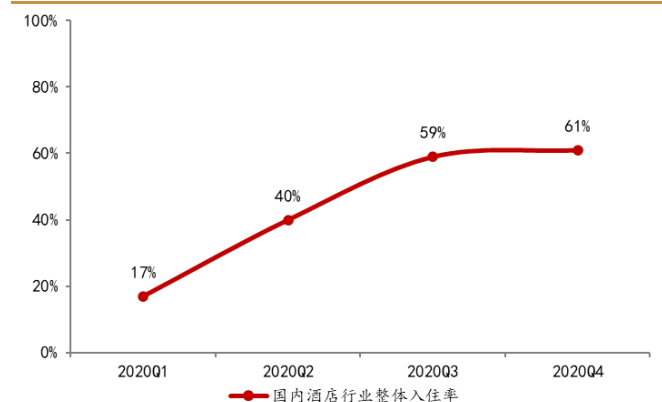
## 1.2 疫情后行业上行，龙头酒店趁势扩张

疫情后酒店行业逐渐上行，酒店入住率持续提升。根据 STR 数据，2011-2019 年酒店行业销售收入稳步提升，从 4758 亿元增长至 6770 亿元，复合增速达 4.5%。受疫情影响，2020H1 酒店行业营收跌至谷底，仅约为 938 亿元。从入住率上看，2020 年 2 月 3 号，酒店行业入住率仅为 8%，2020 年 Q1-Q4 分别回升至 17%、40%、59%和 61%。

五一火爆行情，有望带动酒店加速复苏。由于前期防疫防控等因素，2021 年“五一小长假”的出行需求暴增，根据《2021 年“五一”假期居民出行预测报告》预测，4 月 30 日-5 月 5 日共 6 天，全国客流量预计将达到 2.5 亿人次的历史新高。截止 4 月 14 日，携程网上预订五一期间的机票、酒店、门票和租车订单量较 2019 年分别上涨 23%、43%、114% 和 126%。

**图 7：2011-2019 年酒店行业营收由 4758 亿增至 6770 亿元**


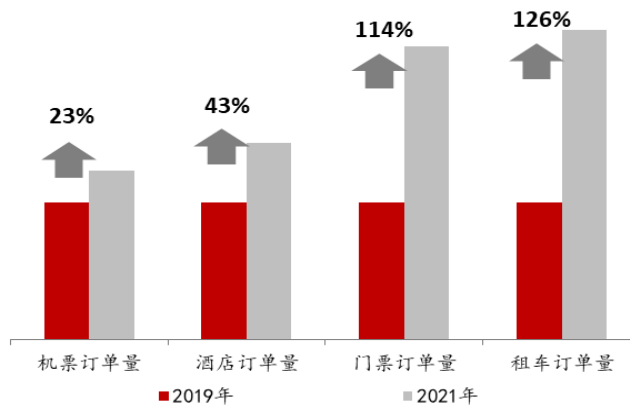
数据来源：STR，西南证券整理

**图 8：2020Q1-Q4 国内酒店行业入住率由 17%升至 61%**


数据来源：STR，西南证券整理



图 9：2021 年五一旅游相关订单量较 2019 年大幅提升

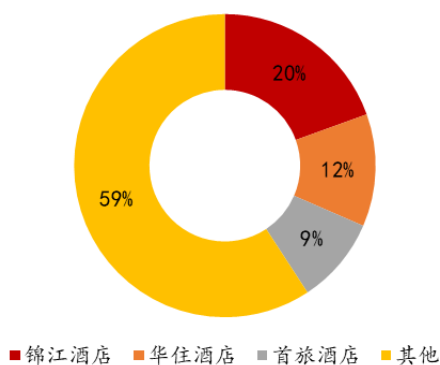


数据来源：携程网，西南证券整理

**酒店领域三足鼎立，龙头企业逆势加速扩张。**根据前瞻研究院，锦江酒店、华住酒店和首旅酒店 2019 年市占率分别为 19.5%/12.0%/9.3%，CR3 市占率合计为 40.8%，酒店领域呈现三足鼎立竞争格局。酒店行业是受疫情影响最大的行业之一，诸多酒店受灾倒闭，而龙头连锁酒店缺趁势加速扩张。2020Q1-Q3 锦江酒店、华住酒店和首旅酒店净开业酒店数分别达 603/889/188 间，净开业门店数分别为 603/889/188 间。

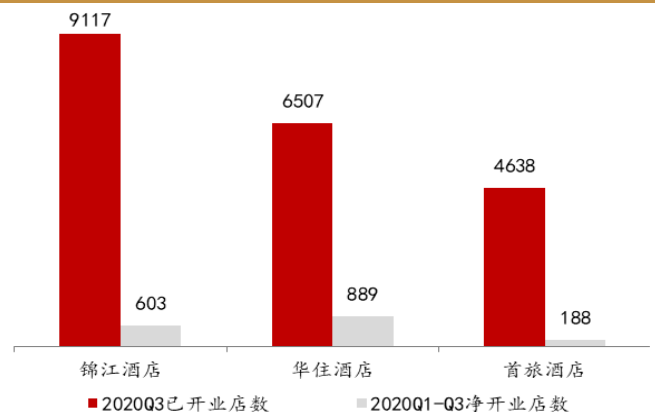
**酒店龙头逆势加速扩张的原因主要有 2 个：一是资金实力较充沛。**部分龙头企业可通过资本市场融资支持，部分则为国资背景，抗风险能力更强；**二是专业管理和规模效应显著。**无论疫情时的应对预案及时（积极采购防疫物资及打造隔离房等），还是疫情后的营销拓展得当（线上直销+本地拓展等），最终使其经营恢复节奏更快，龙头相对优势进一步凸显。酒店行业 CR3 合计集中度保持在 36% 以上。2020 年十大酒店集团市场占有率为 59.76%，其中，CR3 酒店集团市场占有率高达 40.76%。

图 10：2019 年中国酒店 CR3 市占率达 41%



数据来源：产业前瞻研究院，西南证券整理

图 11：2020Q1-Q3 龙头酒店加速扩张

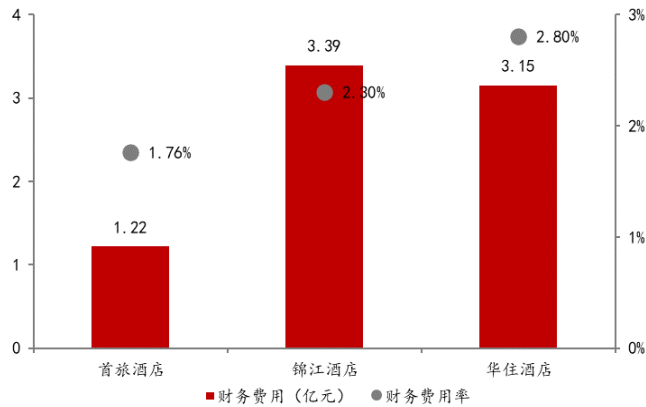


数据来源：公司财报，西南证券整理

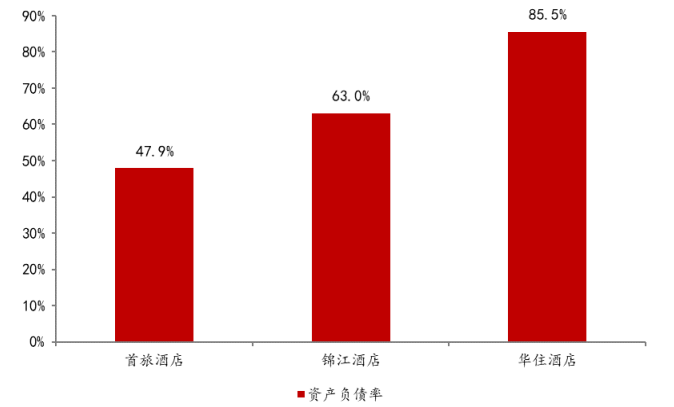
**龙头酒店经营性现金流快速好转。**受疫情影响，由于酒店成本费用等支出较为刚性，因此业绩均出现短期亏损，随着公司运营状况的改善，2021Q3 龙头酒店快速好转，华住集团和首旅酒店经营性现金流首次转正，而锦江酒店也即将回正。



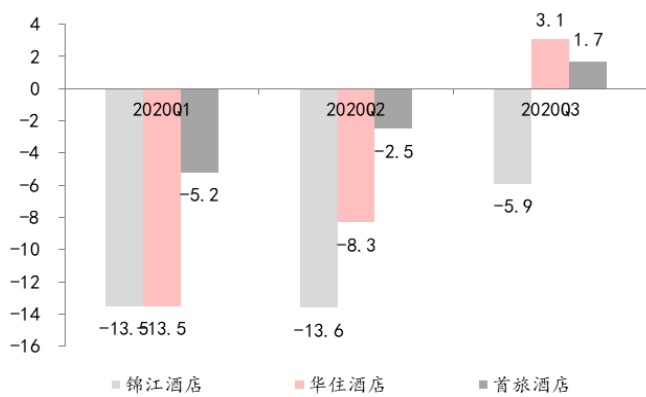
首旅酒店资产负债率低于同行，有望借助融资提升运营效率。2019 年底公司资产负债率为 39.5%，至 2020Q3 上涨至 48%。相对低于同行业其他上市公司水平，从而为公司后续融资发展留有良好空间。2020Q1-Q3，公司财务费用率 1.76%，而锦江/华住财务费用率分别为 2.3%/2.8%，故其财务压力相对较低。公司积极逆势融资，为公司后续加速品牌矩阵丰富、技术系统优化及拓店提速，提供了良好的资金储备。目前第一阵营同行还在整合前一阶段并购成果时，首旅酒店也很有可能轻装上阵追赶发展步伐。

**图 12：2019 年首旅酒店财务费用率低于华住及锦江**


数据来源：公司财报，西南证券整理

**图 13：2020Q1-Q3 龙头酒店加速扩张**


数据来源：公司财报，西南证券整理

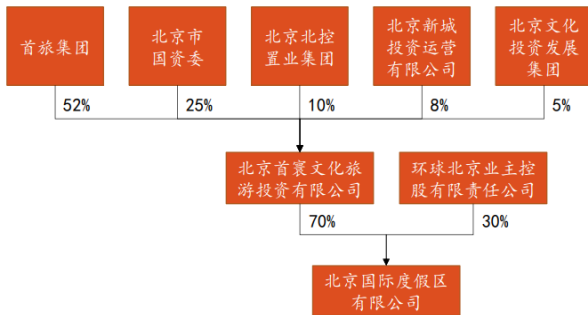
**图 14：锦江、首旅和华住 2020Q3 经营现金流开始改善 (亿元)**


数据来源：公司财报，西南证券整理

### 1.3 环球影院开业及北京冬奥会有望提振市场

2021 年北京环球影城开业有望提振周边酒店市场。首旅集团通过旗下首寰文化旅游投资有限公司控股北京环球影城，持有北京国际度假区 36.4% 股份。截止 2020 年底，北京环球影城的核心工程已经完工，进入运营筹备阶段，并在北京卫视 2021 年跨年晚会高调展示园区实景，预计 2021 年 5 月正式开园。根据规划，一期预测年客流量 1200 万-1500 万人次，成熟后将成为全球第一大环球主题公园，预计会有效拉动北京及周边地区的住宿等相关产业。目前北京环球影城内仅有两家豪华型酒店，无法满足全部的住宿需求，亟需度假区周边酒店接纳客流。公司将积极抓住度假区旅游热度，发挥规模优势，在度假区相关区域持续扩大规模，并制定相关营销活动。

图 15: 首旅集团旗下企业投资北京环球影城



数据来源: wind, 西南证券整理

图 16: 北京环球影城概念图



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

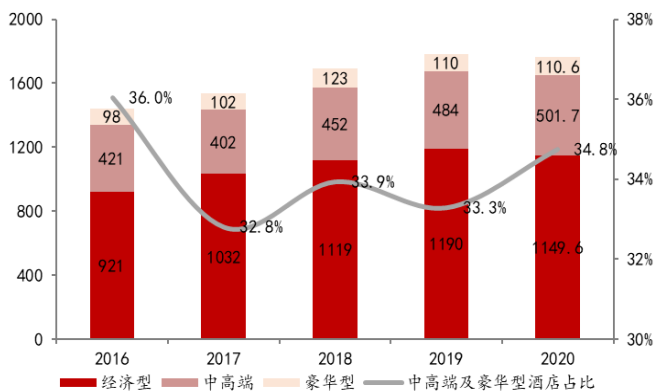
2022 年冬奥会有望提振北方旅游经济, 作为首批官方接待机构, 公司将发挥其区域优势。三大行业龙头中, 仅有首旅如家的北京、延庆、张家口的 101 家酒店, 于 2019 年 1 月正式签约成为首批北京冬奥官方接待饭店, 为各国代表团等相关客群提供高标准住宿。回顾 2008 年北京奥运会期间, 区域优势显著的 119 家奥运官方接待饭店不能满足普通观众的住宿, 随着大量需求外溢, 北京地区酒店均价在期间飙升 6-8 倍。随着疫情的有效控制, 北京冬奥会预计将在 2022 年如期举行, 考虑到公司京津冀鲁地区的客房间数占整体的 25.8%, 公司有望充分发挥资源优势和区位优势, 迎来客流量和收益的大幅提升。

## 2 产品结构加速优化, 品牌矩阵满足多元需求

### 2.1 中高端酒店占比持续提升, 盈利能力有所改善

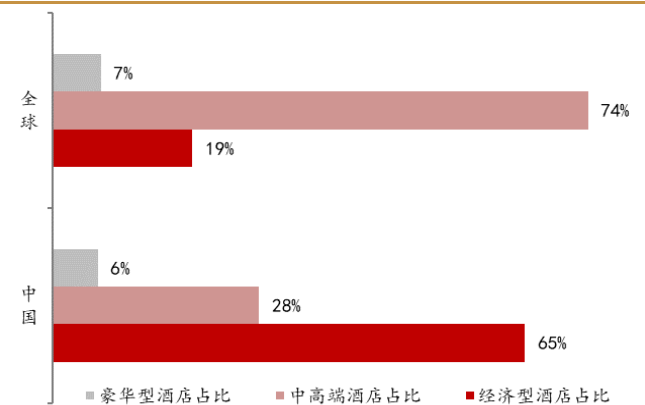
与国外相比, 国内中高端酒店市场仍有较大的提升空间。中端酒店凭借符合国内商务出差的消费升级和报销额度提升, 自 2014 年开始在一二三线城市开始快速扩张, 根据中国饭店业协会和盈蝶的数据, 2016-2020 年全国中高端及豪华型酒店占比仅为 32%-36%, 其中 2020 年中高端酒店和豪华型酒店分别占比 28.5% 和 6.3%。然而, 在全球酒店行业中, 中高端酒店比例高达 74%。考虑到中国与全球市场的中高端客房比例 (28% 与 74%), 预计我国中高端酒店市场仍然有约 1.5 倍的提升空间。

图 17: 国内酒店档次分布 (以客房间数计)



数据来源: 中国饭店协会, 西南证券整理

图 18: 2020 年国内中大型酒店占比仅 35%, 远低于全球的 74%



数据来源: 中国饭店协会, 西南证券整理

不同的酒店以价位为标准分为经济型、中高端、豪华型等档次，其中经济型酒店普遍在140-210元/间夜，一般仅提供住宿和早餐；中高端酒店一般指三、四星级的酒店，价位在280-490元/间夜，除基础住宿外还会包含与商旅休闲相关的基础设施和服务。

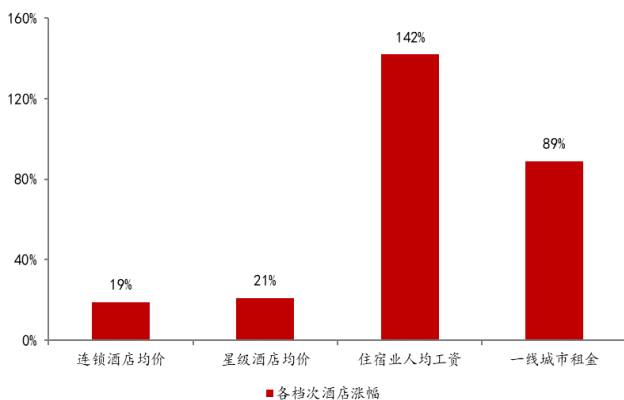
**表 1：不同档次酒店按价格分类**

酒店类别	普通星级	2019 年国内普遍价格	提供服务
经济型酒店	2 星级及以下	140-210 元/间/晚	住宿及基础餐饮服务
中高端酒店	3-4 星级	280-490 元/间/晚	住宿及商旅休闲相关设施及服务
豪华型酒店	5 星级	560-1050 元/间/晚	住宿及全面品质的服务

数据来源：公司官网、西南证券整理

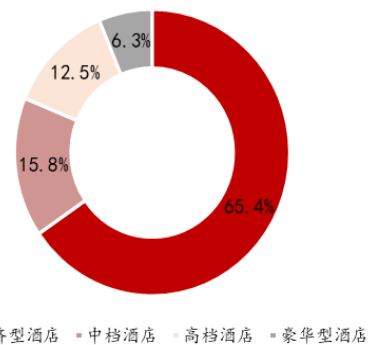
**经济型酒店竞争加剧，中高端市场成为巨头共同选择。**2020 年经济型客房数规模达到1153 万间，占市场中总客房数的 65%。同时，2010-2019 年住宿业人均工资上涨幅度达到142%、一线城市租金涨幅达到 89%。一、二线城市经济型酒店高速发展的黄金时期已经过去，市场接近饱和；三四线城市，经济酒店的市场仍然是刚需产品，品牌连锁化程度相对较低，存在市场渠道下沉空间。由于中高端市场相对竞争格局更为良性且盈利状况更好，开拓中高端市场，已成为酒店巨头的共同选择。

**图 19：2010-2019 各档次酒店均价涨幅**



数据来源：盈蝶，西南证券整理

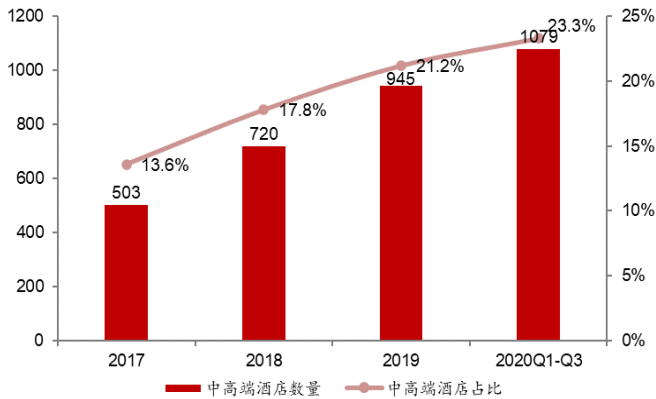
**图 20：各档次客房数量占比**



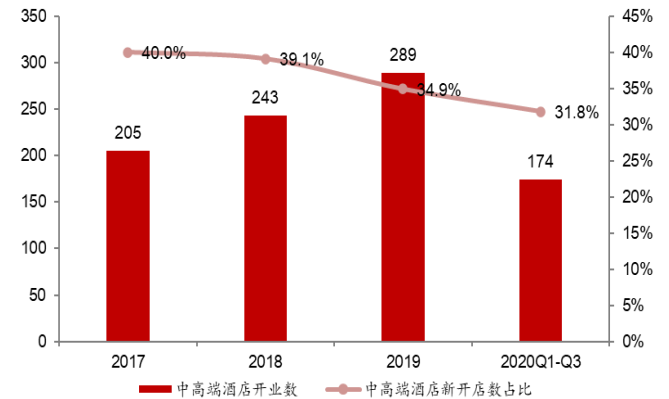
数据来源：盈蝶，西南证券整理

**公司产品加速优化，中高端酒店数量占比持续提升。**2017-2020Q3 公司中高端酒店数量占比由 13.6%提升至 23.3%，公司产品结构加速优化。同时，公司仍在发力中高端拓店，2017-2020Q3 公司新开中高端酒店数量占比保持在 30%以上，2020 年由于疫情原因，拓店速度有所下降，但中高端新开酒店总数仍为 174 家（比去年同期增长 20.8%），预计 2020 年底中高端酒店新开数量约 38%。

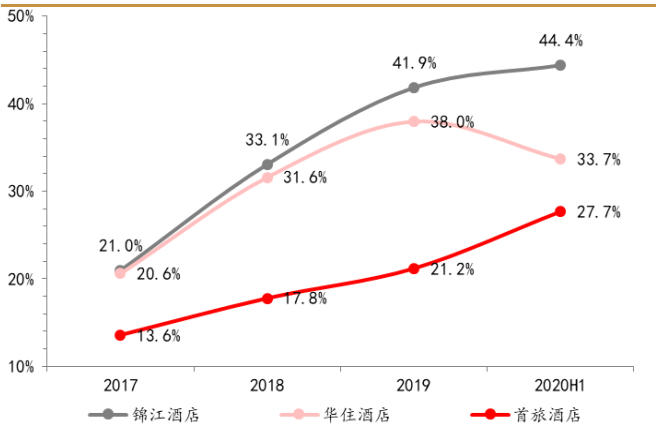
**中高端酒店占比较同行仍有较大提升空间，盈利能力持续改善。**2017-2020H1 三大酒店集团中高端产品占比持续提升，锦江酒店由 21%提升至 44%，华住集团由 21%提升至 34%，首旅酒店由 14%提升至 28%，相较于同行，公司后续中高端产品占比提升空间更大。2017-2019 年公司盈利能力持续提升，净利率由 7.8%提升至 11.1%，稳居行业靠前位置。

**图 21: 2017-2020Q3 公司中高端酒店数量占比增至 23%**


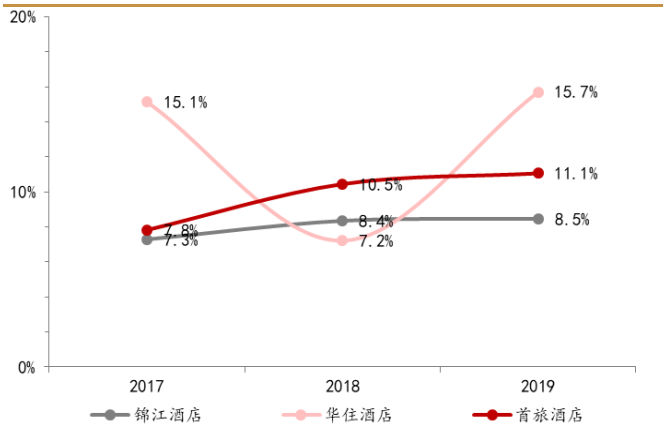
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 22: 公司中高端酒店在新开业数中占比持续高于 30%**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 23: 三大酒店巨头中高端酒店数量占比均在提升**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 24: 2019 年公司净利率稳健提升至 11.1%**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2.2 品牌矩阵完善, 满足市场多元需求

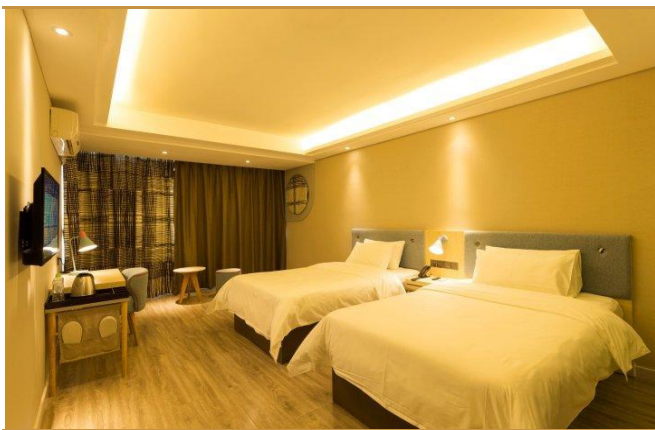
首旅旗下酒店布局全层次细分市场, 品牌矩阵满足全方位需求。公司旗下囊括近 20 个品牌, 接近 40 个产品, 全面覆盖了经济型到中高端、标准及非标准住宿, 布局酒店业全层次细分品类, 依托首旅系和如家系完善多层次品牌矩阵。其中经济型酒店以锦江之星和七天系列为主; 中高端型商旅型酒店包括如家商旅、如家精选、和颐系列等; 高端商旅型酒店包括建国饭店、逸扉酒店等; 此外还拥有休闲度假型(如家小镇等)、云系列酒店和华驿系列酒店。

**图 25: 首旅酒店旗下的多品牌矩阵**

类别	品牌
高端型	     
中高端型	    
商旅/经济型	    
休闲度假	 
云系列&华驿系列	       

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

在中高端品牌方面, 如家商旅通过差异化定位, 获得市场认可。如家商旅作为在 2017 年 12 月面向市场推出的新中端酒店品牌, 对此采用了于全季差异化的定位, 主要在三个方面切入: **1) 价位:** 如家商旅的平均房价相比全季会略低, 以北京部分地区例子看, 价位约为周边全季酒店的 80% 左右, 定位为入门级中端酒店品牌, 形成价格带差异化; **2) 投资额:** 如家商旅的单房投资金额约 9 万元左右, 相较全季酒店 10-12 万元的单房投资金额低 20%, 并同样控制在 4 年左右的投资现金回收期, 初期投资上也形成差异化; **3) 风格:** 全季定位东方美学, 更为素雅, 如家商旅则聚焦“好吃、好睡及好住”, 风格相对温馨, 风格设计上同样形成差异化。因此, 住客高性价比、较低投资成本及温馨风格, 三方面推动如家商旅在 2018-2020 年期间收到消费者和加盟商的良好认可。

**图 26: 如家商旅主打性价比&温馨风格**


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**图 27: 全季酒店设计素雅**


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

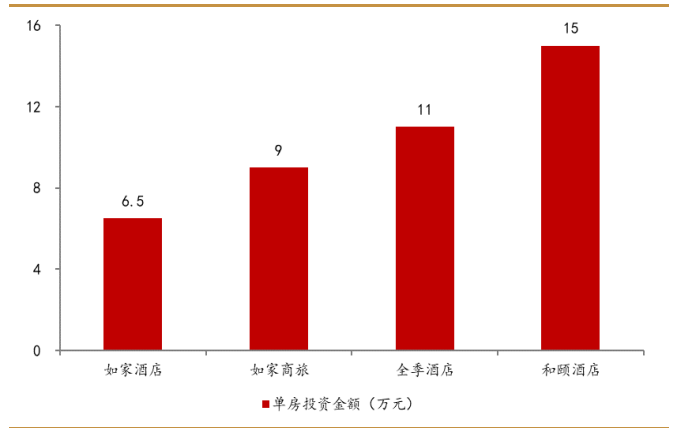


图 28: 如家商旅较全季酒店便宜约 20% (北京南站为例)



数据来源: 携程网, 西南证券整理

图 29: 如家商旅单房投资额约为全季酒店的 82%



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在高端品牌方面, 与凯悦酒店集团合资联手打造全新中高端酒店品牌“逸扉酒店”, 未来 5 年计划签约 300 家酒店。通过结合公司在中国市场的深刻洞察力与庞大网络以及凯悦在高端酒店方面的经验, 进一步提升了公司在高端领域的布局。逸扉酒店将坐落于主要门户城市的交通便利之地, 采用现代时尚的设计, 配备功能性商务社交空间与实用的酒店设施。根据北京商报报道以及公司 2020Q3 业绩交流会的公开表示, 目前逸扉酒店的签约项目目前已达 16 家, 覆盖北京、上海、成都等城市, 并在国庆期间开业 3 家, 且预计年底南京、成都继续开业 2 家, 未来 5 年逸扉计划签约 300 家酒店, 未来计划在高端酒店持续布局。

另一高端酒店品牌璞隐再发力, 计划 5 年实现全国 100 家门店。2016 年公司在西安推出璞隐酒店, 是“国风”酒店的代表品牌, 旨在旅客频繁的旅行中, 打造“居善地以调养心”的中式平衡身心的生活新体验。截至 2020Q3 璞隐酒店数量达 10 家, 未来 3-5 年璞隐将是公司在中高端酒店领域的发展重点之一, 落地在发达城市核心的物业位路, 力争在 5 年左右的时间实现 100 家门店的规模。

图 30: 逸扉酒店主打品质与实用



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 31: 璞隐酒店主打中国风

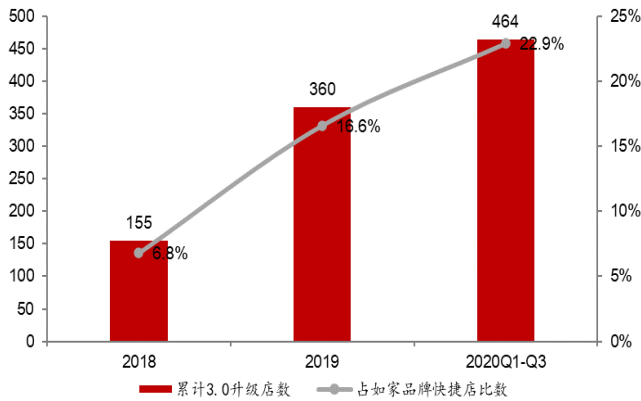


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

在经济型酒店产品方面, 公司持续进行优化。1) 产品升级, 推进如家 NEO3.0 改造。公司推出针对商务出游人士的 NEO3.0 迭代升级产品, 截止 2020 年 Q3, 公司已累计将 464 家酒店改造升级为如家 NEO3.0, 占经济型酒店的 16.4%, 推进产品升级改造, 加快产品形象改造及客户满意度, 后续将进一步提高存量资产的经营效益和产品质量。2) 服务升级:

**提升宾客全旅程体验。**2020年5月公司推出随心管家，搭建酒店和宾客的桥梁，关注并提升客户住宿体验，最终提升复购率；8月份推出全新“权益+体验”的家宾会员，在集团通用权益下给予全周期的权益体系，在每个品牌下都有个性化权益体系，提高会员黏着度。

图 32：累计 3.0 升级店数



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：YUNIK HOTEL 娱乐休息区顺应年轻潮流



数据来源：公司官网，西南证券整理

### 3 践行轻资产战略，规模盈利双向提升

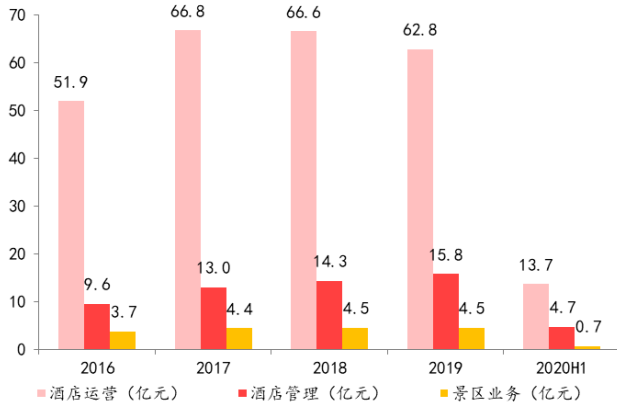
#### 3.1 推行加盟模式，加速酒店规模扩张

酒店运营分为直营和加盟模式，直营模式周期弹性强而加盟模式则成本更低。(1) 直营模式通过自持或租赁物业来独立经营管理酒店，成本较高，属于重资产模式，通过房费及餐饮等业务来盈利，自负盈亏，利润率较低，但在周期中弹性强于加盟模式。(2) 加盟模式以特许经营为主，通过输出品牌使用权及成熟经营经验，通过向加盟商收取一次性加盟费和持续加盟费来盈利，扩张成本较低，利润率较高，已成为行业龙头企业主流扩张方式。目前龙头酒店集团加盟期限通常为 10 年，一次性加盟费在 3000-5000 元/间，集团协助装修、设计等并收取费用，持续加盟费通常为营收的 5% 左右。

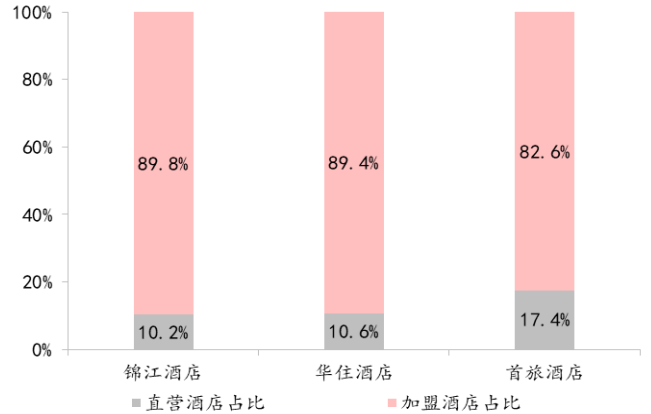
公司酒店业务呈现双轮驱动，短期高直营占比更受益于行业复苏。公司酒店运营业务即直营店业务，酒店管理业务即加盟模式，此外公司还有景区业务，2019 年公司酒店运营业务仍为营收大头，贡献 62.8 亿元，占比高达 75.6%，仍是营收核心；酒店管理贡献营收 15.8 亿元，占比 19.0%；景区业务贡献营收 4.5 亿元，占比 5.4%。从龙头公司来看，首旅酒店较锦江和华住集团直营店比例更高，截止 2020Q3 锦江/华住/首旅酒店的直营酒店占比分别为 10.2%/10.6%/17.4%，公司短期高直营店占比更受益于行业复苏，长期加盟酒店占比有望继续提升。

公司持续推进加盟模式，转型轻资产模式。长期来看，公司践行加盟制的轻资产模式扩张，公司直营酒店数占比持续下降，2017-2020Q3 直营酒店数占比由 25.9% 降至 17.4%，加盟酒店数占比由 74.1% 增至 82.6%；从新开业酒店数上看，这一经营策略则更为显著，2017-2020Q3 公司直营酒店数占比由 7.8% 的低水平降至 3.3%。

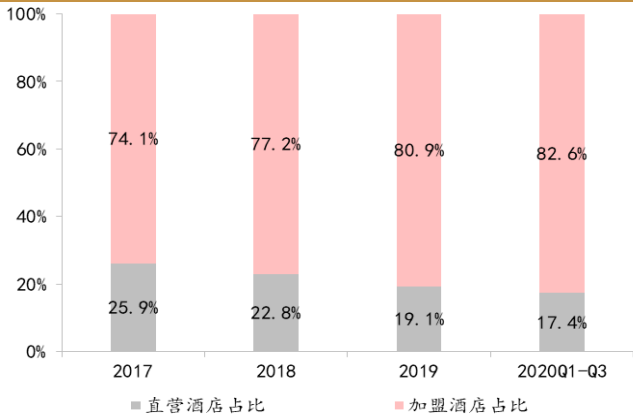


**图 34: 公司营收呈现酒店运营和酒店管理双轮驱动结构**


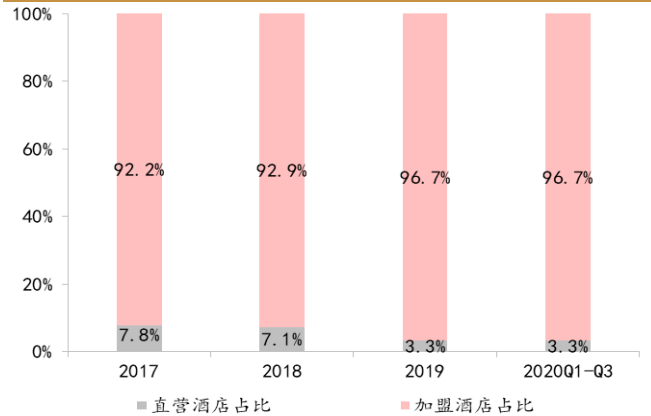
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 35: 相对较高的自营比例有望带动公司业绩强劲反弹**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

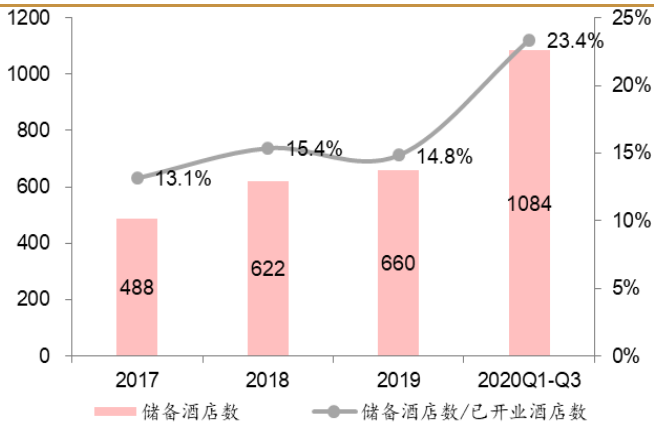
**图 36: 2017-2020Q3 公司加盟酒店占比由 74.1% 增至 82.6%**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

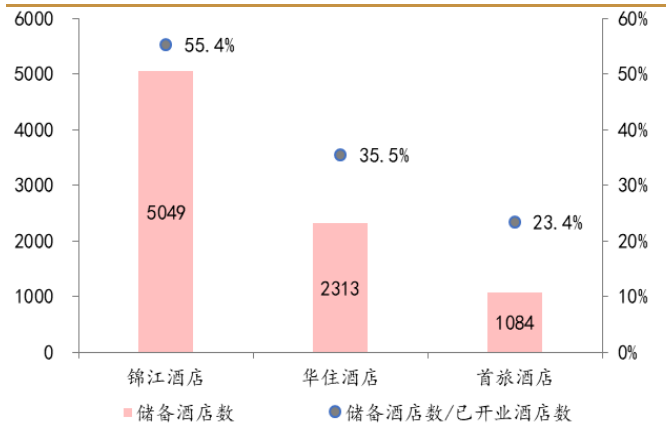
**图 37: 2017-2020Q3 公司新开门店中加盟制占比持续超 90%**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**储备酒店数持续增长, 为后续扩张提供巨大支撑。**2017-2020Q3 公司储备酒店数 (已签未开及在签约酒店) 由 488 家增至 1084 家, 推动同期公司开业酒店数由 3712 个增至 4638 个, 剔除疫情影响, 2017-2019 年酒店数量 CAGR 达 9.5%; 同期储备酒店数/在营酒店数比值由 13.1% 增至 23.4%, 给予公司后续扩张巨大支撑。与同行相比, 首旅酒店仍有巨大提升空间, 锦江酒店和华住酒店储备酒店数分别为 5049 间及 2313 间, 储备酒店数/在营酒店数比值分别为 55.4% 及 35.5%, 为公司全年 800-1000 家开店目标及明年拓店奠定了有利根基。

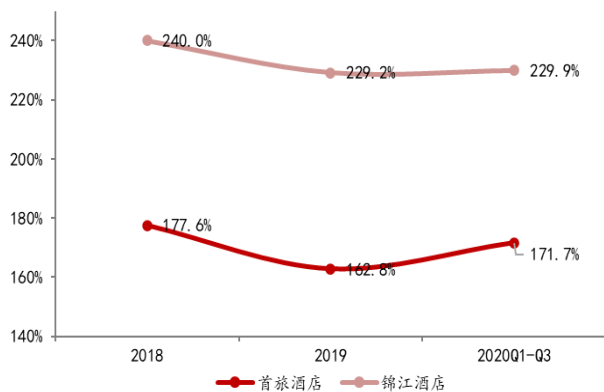
**图 38: 2020Q3 公司储备酒店数/已开业酒店数增至 23.4%**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

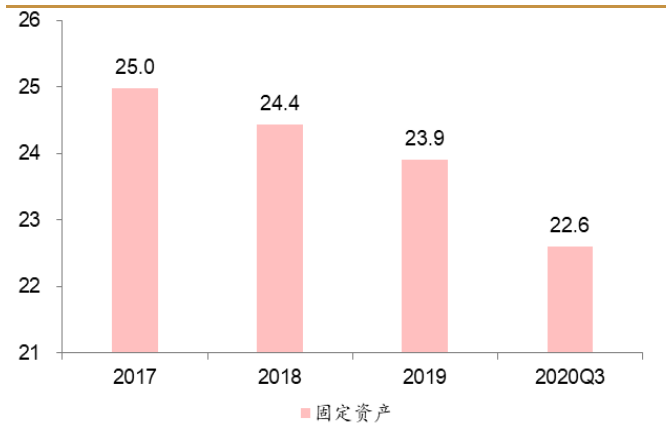
**图 39: 首旅酒店储备酒店数较龙头仍有提升空间**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

龙头酒店固定资产占比及资本性支出均大幅下降, 首旅位于低位。近年来, 首旅酒店资本固定化比率平稳下降, 2018-2020Q3 由 177.6% 下降至 171.7%, 预计 2021 年为 160% 左右。同时, 公司固定资产比例持续下降, 2017-2020Q3 由 25.0 亿元降至 22.6 亿元, 同时业绩增长, 反映出公司轻资产扩张的快速推进。

**图 40: 首旅酒店及锦江集团资产固定化比率**


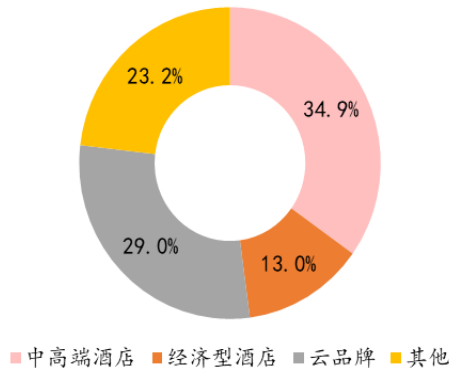
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 41: 2017-2020Q3 固定资产由 25.0 亿元降至 22.6 亿元**


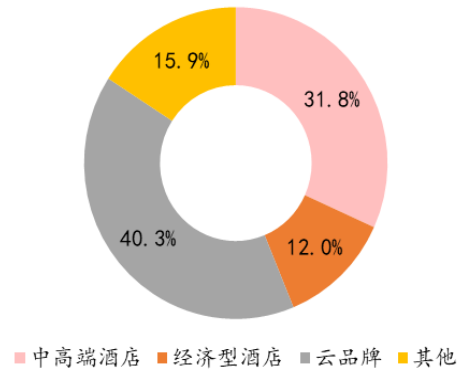
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.2 云品牌系列拓展加速, 盈利能力持续改善

酒店拓展以核心品牌和云品牌双轮发力。我们估算未来新增店中高端、经济型和云品牌系列各自占 40%+, 20%+, 30%+。一方面, 公司预计继续强化中高端酒店占比, 助力公司结构升级; 另一方面, 面对下沉市场广阔空间和单体酒店特点, 公司 2019 年打造 Airhotel 专业酒店在线运营平台, 平台以首旅如家酒店集团近 20 年成熟品牌管理经验及管理效能为基础, 将云品牌作为教练模式品牌, 经营稳定成长, 与公司其他品牌形成差异化补充。

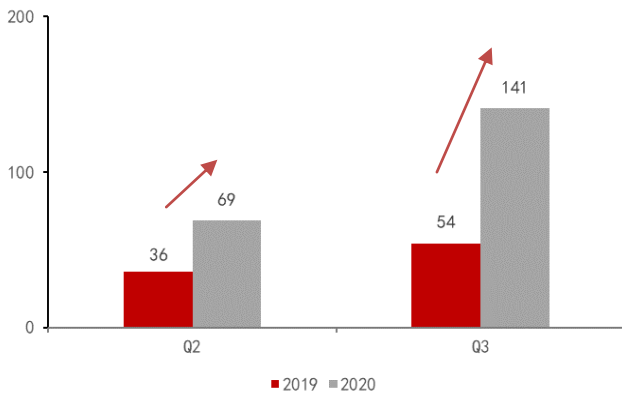
**图 42: 2019 年公司拓店产品结构**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

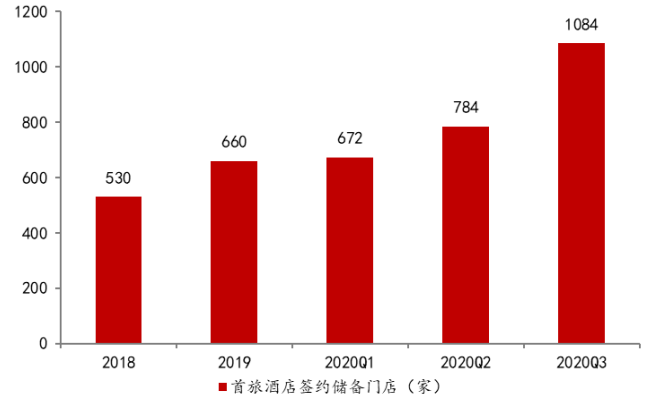
**图 43: 2020Q1-Q3 年公司拓店产品结构**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司自 2020 年 Q3 以来提速明显, 有望长期延续。2020 年虽受到疫情影响, 但公司仍然新开店 548 家, 较 2018-2019 年同期的 375、430 家明显提速。其中, 2020 年 Q2 拓店 69 家、Q3 拓店 141 家, 相比 2019 年同期的 36 家和 54 家, 分别提速 91.7%和 161.1%, 提速较为显著, 结合公司签约门店变化, 我们预计公司未来几个季度开店有望明显提速。

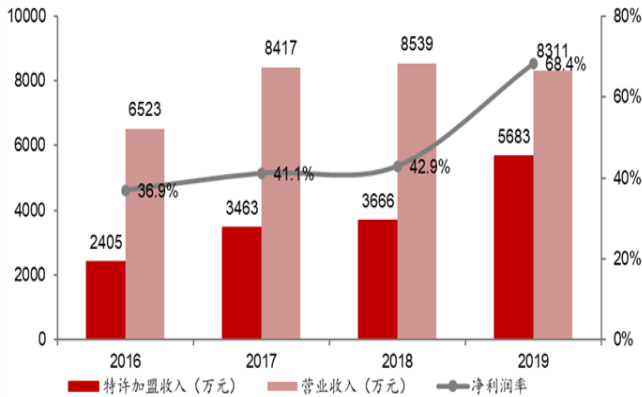
**图 44: 公司云品牌系列扩展明显提速**


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

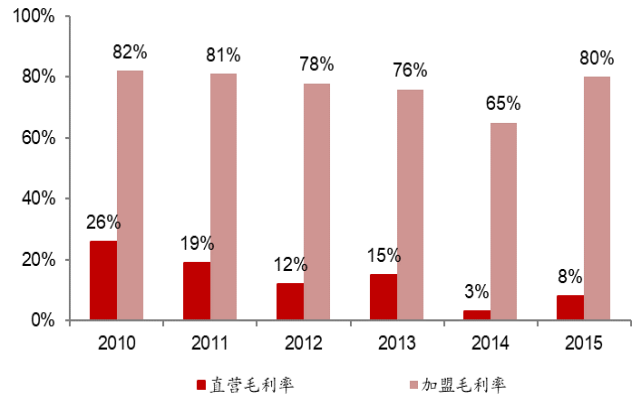
**图 45: 首旅酒店签约储备门店逐步加速**


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

如家酒店加盟模式毛利率高, 带动公司盈利能力提升。从如家酒店不同经营模式的历史印证来看, 2010-2015 年, 如家酒店直营部分的毛利率始终在 26%以下, 加盟部分的毛利率在 65%-85%, 加盟店的轻资产模式助力公司取得更高的毛利率。从不同模式的毛利同比变化来看, 直营模式的波动弹性更大, 加盟模式的盈利能力在行业周期中相对平滑。总体来看, 向轻资产结构的转变有利于公司整体获得更高的净利率和更稳定的盈利水平。

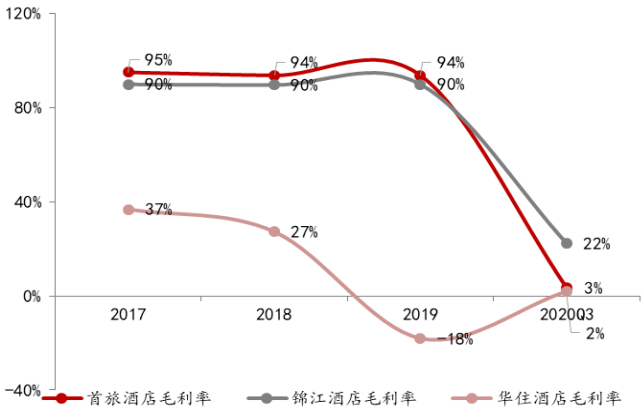
**图 46: 如家加盟店数量与净利润率上涨趋势基本一致**


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

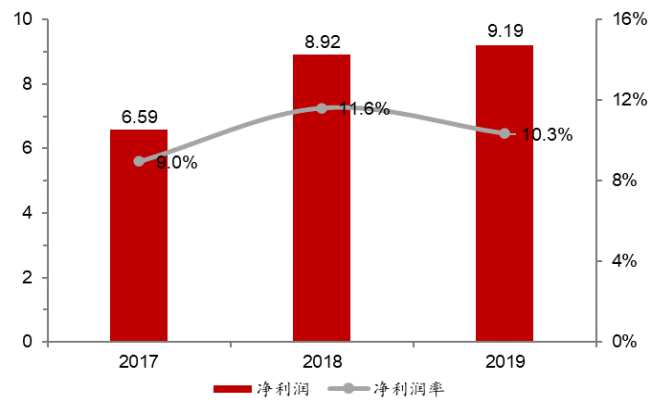
**图 47: 如家酒店加盟店毛利率大幅高于直营店**


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

公司毛利率及净利润均领先同行, 公司盈利能力良好。2016-2019 年公司毛利率始终保持在 90% 以上的高位, 在行业龙头中位居第一, 2019 年公司毛利率为 93.7% (近三年维持在 90% 以上), 盈利能力相较于锦江酒店 (89.7%) 和华住酒店 (-18.9%) 具有明显优势, 由于疫情冲击 2020Q1 公司毛利率下降至 43.5%, 在 2020Q3 回正。得益于有效的费用管控, 公司净利率也由 2017 年的 9.0% 稳步提升至 2019 年的 10.3%。

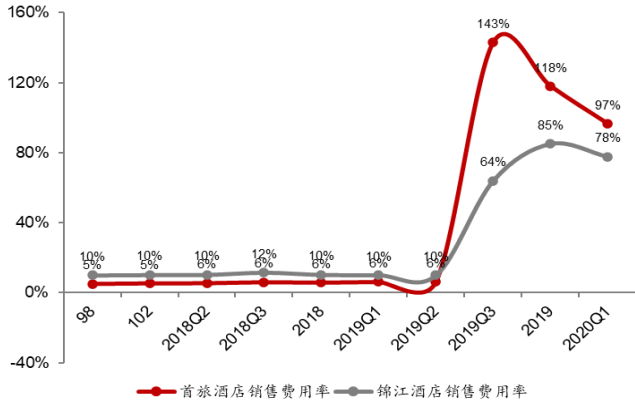
**图 48: 2017-2019 年公司毛利率领跑同行**


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

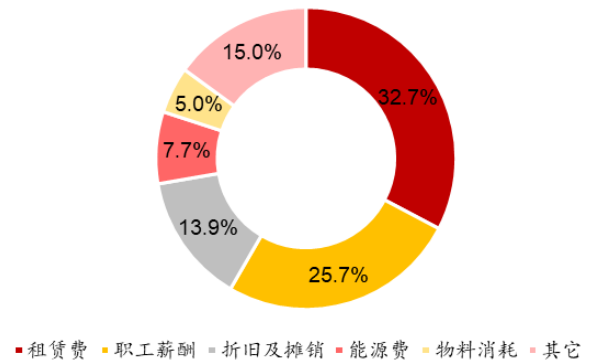
**图 49: 公司净利润及净利润率稳步提升**


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

随着公司向轻资产模式转型, 销售费用率有望得到改善。2020 年前三季度公司的销售费用率相较于锦江酒店较高, 导致净利润有所承压。但得益于公司积极优化人员配置, 降低酒店人房比, 同时直营酒店数量减少, 首旅销售费用率有所改善, 2019 年同比下降 0.7pct 至 65.0%, 其中租赁费及职工薪酬构成销售费用的主要部分, 分别占比 32.7% 和 25.7%。2020 年以来公司根据新的收入准则将营业成本与销售费用重分类, 以往计入销售费用的租金、薪酬、折摊等重分类计入营业成本。2020 年前三季度销售费用率同比-57.9pct 至 6.0%, 若不考虑调整因素, 公司 2020 年上半年销售费用高达 110.6%, 主要是由于疫情影响导致收入下降, 从而费用率有所上升。

**图 50: 2020 年首旅集团销售费用率较高**


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

**图 51: 租赁费及职工薪酬占比较高**


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 公司自营酒店订单金额 2020-2022 年营收增速分别为 -35%/51%/8%, 毛利率分别为 70%/91.6%/98%。

假设 2: 公司景区运营业务订单金额 2020-2022 年营收增速分别为 -40%/60%/8%, 毛利率分别为 70%/87%/85%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

**表 2: 公司业务预测**

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	营业收入	8311.1	5380.3	8148.6	8800.4
	增速	-2.7%	-35.3%	51.5%	8.0%
	营业成本	885.0	1614.1	704.4	236.7
	毛利率	89.4%	70.0%	91.4%	97.3%
酒店	收入	7862.00	5110.3	7716.6	8333.9
	增速	-2.8%	-35.0%	51.0%	8.0%
	成本	463.00	1533.09	648.19	166.68
	毛利率	94.1%	70.0%	91.6%	98.0%
景区运营	收入	450.00	270.0	432.0	466.6
	增速	0.0%	-40.0%	60.0%	8.0%
	成本	62.00	81.0	56.2	70.0
	毛利率	86.2%	70.0%	87.0%	85.0%

数据来源: Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

2020 年初以来受疫情影响，酒店出租率、景区游客接待量同比大幅下滑。疫情后国内游业务回升，将大幅带动酒店业绩加速回升，我们预计 2020-2022 年公司净利润分别为 -4.0/9.3/11.0 亿元，同期 EPS 分别为 -0.40/0.94/1.12，可比公司选取锦江酒店和华住集团，可比公司 2021 年平均市盈率为 57 倍，考虑到公司酒店行业位居第三且扩张速度略低于锦江及华住，出于保守在 57 倍 PE 基础上给予 45% 折价，即给予公司 2021 年业绩 31.4 倍估值，首次覆盖，我们给予“持有”评级，目标价为 29.52 元。

表 3：房地产业务可比公司估值

代码	可比公司	股价	每股收益 EPS(元人民币)				市盈率 PE			
			2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
600754.SH	锦江酒店	59.28	1.14	0.12	1.15	1.64	25.17	447.89	51.53	36.16
1179.HK	华住集团-S	375.63	5.94	-7.49	4.89	7.79	46.51	-42.96	61.74	38.67
平均值							35.84	202.47	56.64	37.42

数据来源：Wind, 西南证券整理（截止日期 2021 年 4 月 25 日）

## 5 风险提示

- 1) 酒店扩张低于预期的风险；
- 2) 疫情反复的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8311.10	5380.30	8148.56	8800.44	净利润	919.33	-415.70	966.16	1145.18
营业成本	524.90	1614.09	704.35	236.66	折旧与摊销	851.21	866.50	869.35	872.20
营业税金及附加	55.74	36.47	55.04	59.52	财务费用	121.82	303.23	64.00	178.78
销售费用	5401.67	3384.43	5245.67	5678.16	资产减值损失	-24.30	0.00	0.00	0.00
管理费用	1009.39	651.53	987.72	1066.39	经营营运资本变动	-2276.83	1818.61	-641.46	-577.37
财务费用	121.82	303.23	64.00	178.78	其他	2213.10	-2222.79	309.18	324.57
资产减值损失	-24.30	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1804.33</b>	<b>349.86</b>	<b>1567.24</b>	<b>1943.36</b>
投资收益	35.65	29.95	30.25	31.76	资本支出	89.48	80.00	170.00	170.00
公允价值变动损益	-16.44	-8.22	-12.33	-10.28	其他	-353.86	21.51	17.67	21.22
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-264.38</b>	<b>101.51</b>	<b>187.67</b>	<b>191.22</b>
<b>营业利润</b>	<b>1274.34</b>	<b>-587.73</b>	<b>1109.68</b>	<b>1602.42</b>	短期借款	134.00	566.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.59	3.33	103.08	3.16	长期借款	-800.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1276.93</b>	<b>-584.40</b>	<b>1212.76</b>	<b>1605.58</b>	股权融资	89.21	-0.01	0.00	0.00
所得税	357.60	-168.70	346.60	460.40	支付股利	-108.65	-265.49	119.96	-139.44
净利润	919.33	-415.70	966.16	1145.18	其他	-112.25	289.99	-5.71	-116.41
少数股东损益	34.36	-15.84	36.58	43.45	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-797.69</b>	<b>590.49</b>	<b>114.25</b>	<b>-255.84</b>
归属母公司股东净利润	884.97	-399.86	929.58	1101.72	<b>现金流量净额</b>	<b>742.88</b>	<b>1041.85</b>	<b>1869.17</b>	<b>1878.74</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
货币资金	1777.38	2819.23	4688.40	6567.14	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	493.03	718.63	515.26	388.94	销售收入增长率	-2.67%	-35.26%	51.45%	8.00%
存货	48.21	1427.16	1043.26	38.17	营业利润增长率	-0.51%	-146.12%	288.81%	44.40%
其他流动资产	223.55	192.99	221.86	228.66	净利润增长率	3.02%	-145.22%	332.42%	18.53%
长期股权投资	446.05	446.05	446.05	446.05	EBITDA 增长率	-3.83%	-74.10%	251.03%	29.88%
投资性房地产	2.19	2.41	2.65	2.92	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2559.02	2249.56	1840.11	1430.65	毛利率	93.68%	70.00%	91.36%	97.31%
无形资产和开发支出	8478.80	7869.58	7267.51	6662.59	三费率	78.60%	80.65%	77.28%	78.67%
其他非流动资产	3081.76	2853.93	2626.10	2398.27	净利率	11.06%	-7.73%	11.86%	13.01%
<b>资产总计</b>	<b>17110.00</b>	<b>18579.55</b>	<b>18651.19</b>	<b>18163.38</b>	ROE	9.89%	-4.54%	9.43%	10.18%
短期借款	234.00	800.00	800.00	800.00	ROA	5.37%	-2.24%	5.18%	6.30%
应付和预收款项	814.07	1749.75	1014.43	615.16	ROIC	9.88%	-2.14%	9.29%	14.67%
长期借款	1793.00	1793.00	1793.00	1793.00	EBITDA/销售收入	27.04%	10.82%	25.07%	30.15%
其他负债	4972.10	5082.43	4803.29	3709.00	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>7813.17</b>	<b>9425.18</b>	<b>8410.71</b>	<b>6917.16</b>	总资产周转率	0.49	0.30	0.44	0.48
股本	987.72	987.72	987.72	987.72	固定资产周转率	3.44	2.41	4.34	6.00
资本公积	4834.00	4834.00	4834.00	4834.00	应收账款周转率	38.01	33.05	50.66	43.67
留存收益	3200.33	2534.98	3584.52	4546.81	存货周转率	0.34	0.64	0.37	0.18
归属母公司股东权益	8947.14	8820.52	9870.06	10832.35	<b>资本结构</b>				
少数股东权益	349.69	333.84	370.43	413.88	资产负债率	45.66%	50.73%	45.09%	38.08%
<b>股东权益合计</b>	<b>9296.83</b>	<b>9154.36</b>	<b>10240.48</b>	<b>11246.22</b>	带息债务/总负债	25.94%	27.51%	30.83%	37.49%
负债和股东权益合计	17110.00	18579.55	18651.19	18163.38	流动比率	0.66	0.94	1.45	2.43
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	速动比率	0.64	0.68	1.21	2.42
EBITDA	2247.37	582.01	2043.04	2653.40	股利支付率	12.28%	-66.40%	-12.90%	12.66%
PE	28.54	-63.16	27.17	22.92	<b>每股指标</b>				
PB	2.72	2.76	2.47	2.25	每股收益	0.90	-0.40	0.94	1.12
PS	3.04	4.69	3.10	2.87	每股净资产	9.41	9.27	10.37	11.39
EV/EBITDA	11.27	42.81	11.31	8.02	每股经营现金	1.83	0.35	1.59	1.97
股息率	0.43%	1.05%	—	0.55%	每股股利	0.11	0.27	-0.12	0.14

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn