

锦江酒店 VS 华住集团

2021 年 7 月跟踪，酒店产业深度梳理

今天，我们对酒店这条产业链，做一些跟踪。

2021 年 3 月 31 日，**锦江酒店**公布 2020 年业绩——实现营业收入 98.98 亿元，同比下降 34.45%；归母净利润 1.1 亿元，同比下降 89.91%

4 月 30 日，公布 2021 年一季度业绩，实现营业收入 23 亿元，同比增长 5.06%；归母净利润-1.83 亿元，同比下降 207.12%。

2021 年 4 月 23 日，**华住集团**公布 2020 年业绩——实现营业收入 101.96 亿元，同比下降 9.06%；归母净利润-21.92 亿元，同比下降 214.42%。

5 月 25 日，公布 2021 年一季度业绩，实现营业收入 23.27 亿元，同比增长 15.6%；归母净利润-2.48 亿元，同比增长 88.38%。

从机构对行业的预期情况来看：

锦江酒店——2021-2023 年，wind 机构一致预期收入规模大致为：144.98 亿元、170.49 亿元、187.55 亿元，预期同比增速分别为：46.48%、17.60%、10%。根据其历史中报收入占全年收入的平均比重（47%）左右计算，中报收入需要达到 68.14 亿元，才能符合市场预期。

华住——2021-2023 年，wind 机构一致预期收入规模大致为：154.94 亿元、185.23 亿元、194.23 亿元，预期同比增速分别为：51.96%、19.55%、4.86%。根据其历史中报收入占全年收入的平均比重（46%）左右计算，中报收入需要达到 71.27 亿元，才能符合市场预期。

我国酒店行业自上世纪 90 年代至 2015 年左右，主要为经济型连锁酒店高速发展阶段。随着人均收入的提升，近几年中端酒店的需求开始旺盛。



图：酒店行业金字塔

来源：天风证券

看到这里，有几个值得思考的问题：

- 1) 酒店行业，这条产业链近期的数据变化，反映了背后何种的经营逻辑？
- 2) 从关键经营数据来看，怎样的业务布局，才能带来长期的竞争优势？



图：酒店产业链

来源：天风证券

首先，我们先从收入体量和业务结构，对这两家公司有一个大致了解。

以 2020 年收入为例对比体量,华住(101.96 亿元)>锦江酒店(98.98 亿元)。但是注意,2019 年,锦江(150.99 亿元)>华住(112.12 亿元)。主要由于卫生事件影响,锦江海外酒店收入大幅下滑。

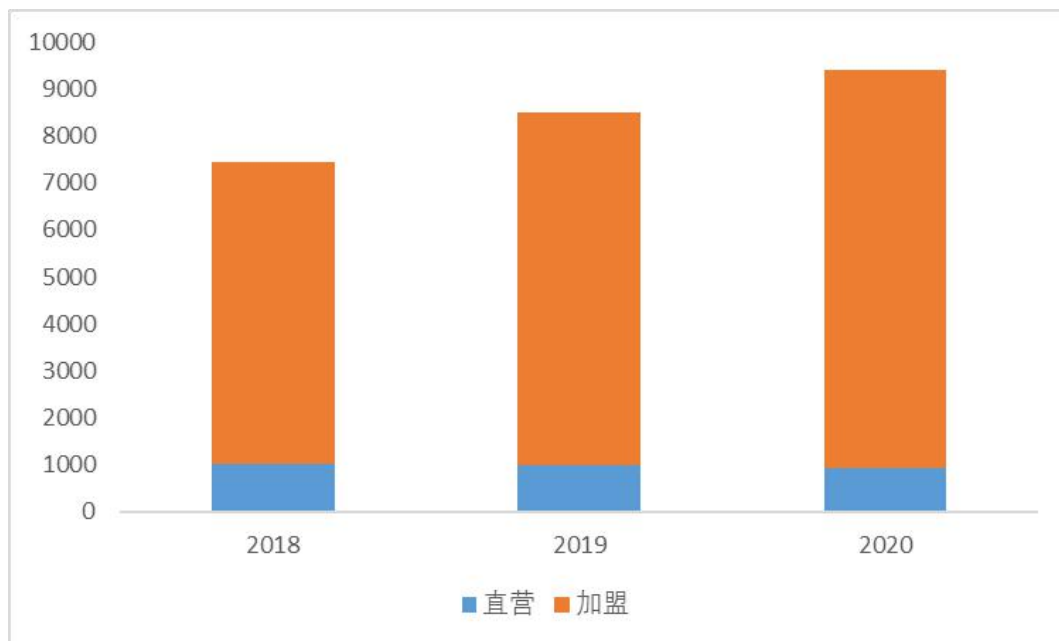
从收入构成来看:

锦江酒店——酒店业务(97.47%)、餐饮食品(2.53%)。酒店业务按照经营模式可分为:加盟店(90.07%)、直营店(9.93%)。

华住——酒店业务(98.5%)、其他(1.5%)。酒店业务按照经营模式可分为:加盟店(94.5%)、直营店(5.5%)。加盟店可进一步分为:管理加盟酒店(82.2%)、特许经营酒店(12.3%)。

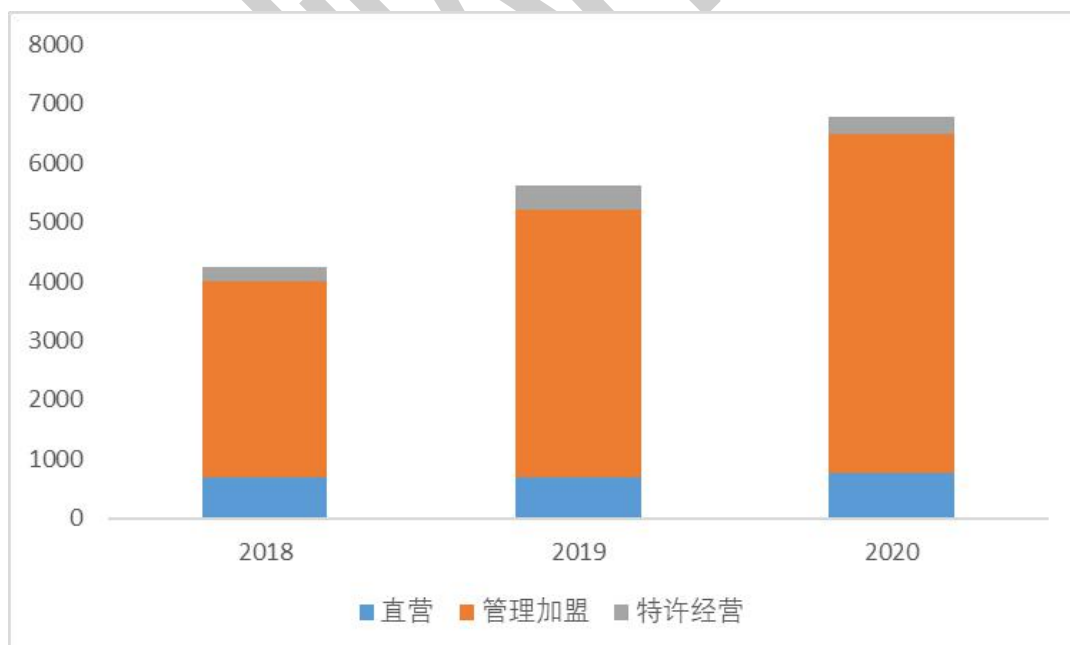
其中,管理加盟和特许加盟的区别是,管理加盟华住会派出酒店经理,并提供预定、销售、技术支持等日常服务,特许加盟没有以上服务。

一般来说,酒店集团初始为重资产模式,以便控制质量。随后通过轻资产加盟模式迅速拓展。目前,锦江和华住两家酒店都在从重资产往轻资产模式发展,近几年新开酒店主要为加盟店。



图：锦江酒店收入构成 (单位：亿元人民币)

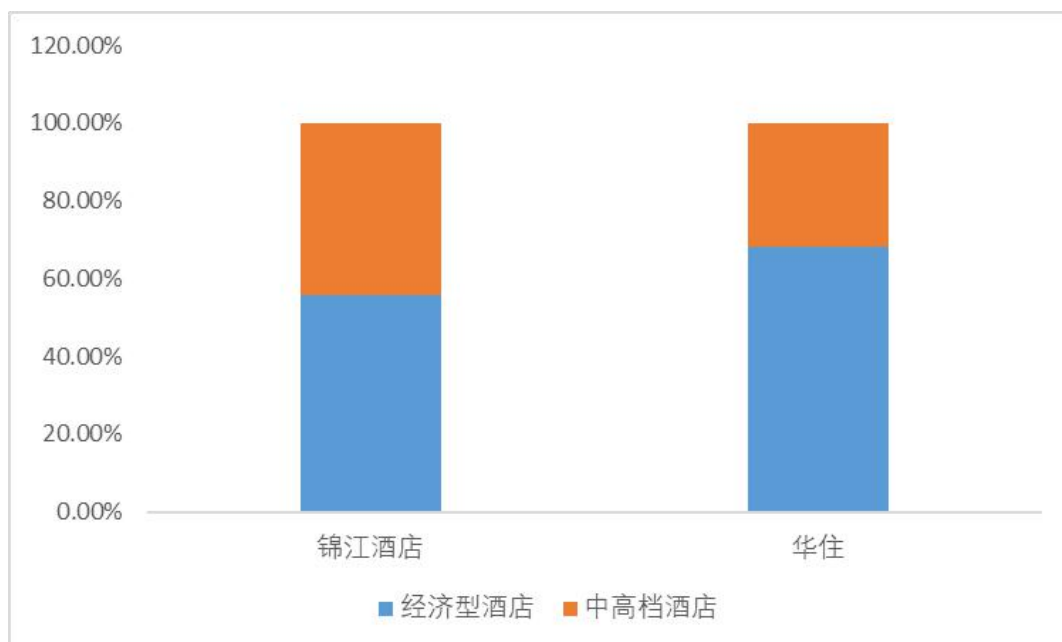
来源：塔坚研究



图：华住收入构成 (单位：亿元人民币)

来源：塔坚研究

按酒店等级来看，中高档酒店占比，锦江>华住。



图：锦江、华住酒店分类等级占比

来源：塔坚研究

(贰)

接下来，我们将近 12 个季度的收入和利润增速情况放在一起，感知增长趋势：

1) 营业收入增速



图：12 个季度营业收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

从近 10 个季度收入增速对比来看，华住>锦江，两者整体趋势相近。2020 年卫生事件后，两者增速依然未恢复（2021 年一季度同比 2019 年仍有下滑），华住恢复情况稍好于锦江。

拆开来看：

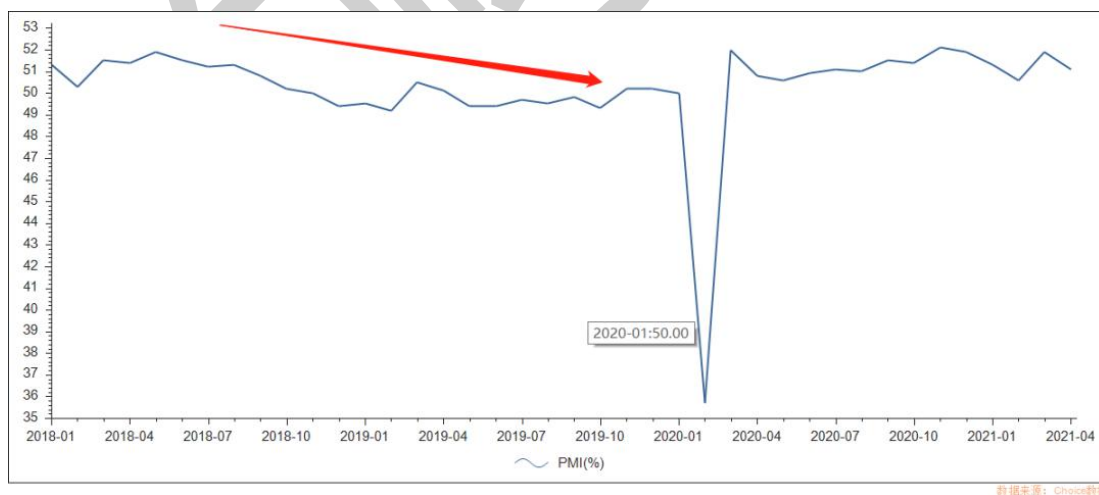
锦江酒店——2020 年，锦江酒店增速下滑更快，主要是海外业务拖累（2019 年占总收入的 26%，华住 2020 年才并购海外酒店）。海外因为卫生事件二次封城，导致收入下滑 55.16%（国内业务下滑 26.74%）。

从整体看，2018 年和 2019 年增速一直处于下滑趋势，主要受到宏观经济的影响。

酒店业 47%的需求来自于商务，53%来自于个人。其中，个人需求整体较为平稳，商务需求是影响整体行业的边际变量。商务需求的影响主要来自制造业和房地产，因此，PMI 可作为酒店行业景气度的先行指标。

2018 年 5 月 PMI 达到高点后，一直下行，一直到 2019 年 11 月才回到荣枯线以上。

目前，PMI 恢复到荣枯线以上，锦江国内业务收入在 2020 年四季度基本恢复到卫生事件前水平。



图：PMI 数据

来源：塔坚研究

华住——收入增速高于锦江，是因为开店速度更快。

2018~2020 年，华住经营中酒店数量为：4230 家、5618 家、6789 家，同比增加 12.92%、32.81%、20.84%。

同期，锦江经营中酒店数量为：7443 家、8414 家、9406 家，同比增加 11.19%、14.39%、10.47%。

酒店的开设过程，可分为：选址，开发——加速发展——成熟运营。

在开发阶段不产生收入，有固定费用 150 万元至 2000 万元不等。加速发展阶段阶段，会通过折扣来吸引客流，平均需要半年的时间才能达到成熟运营阶段。

开发阶段不包括在经营酒店中，可作为开店前瞻指标。截止 2020 年底，华住开发中酒店为 2449（是 2020 年净开业数的 2 倍），锦江未披露。

2) 归属于母公司股东净利润增速



图：12 个季度归母净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

从近 12 个季度净利润增速趋势对比来看，华住>锦江

锦江酒店——2018 年净利润增速高于营业收入增速，主要因为由出售长江证券等股票带来的投资收益同比增加 1.8 亿元，当年扣费净利润同比增长 9.9%，与营业收入增速相近。

归母净利润增速高点出现在 2019Q1。主要因为所持艺龙股份港股上市后大涨，取得大量公允价值变动收益，扣非后归属净利润增长 2.45%。

华住——增速高点出现在 4Q19，主要是 18 年购买的雅高股票公允价值变动损益-9.14 亿元，导致的低基数效应，2019 年扣费净利润同比增长

12.9%。

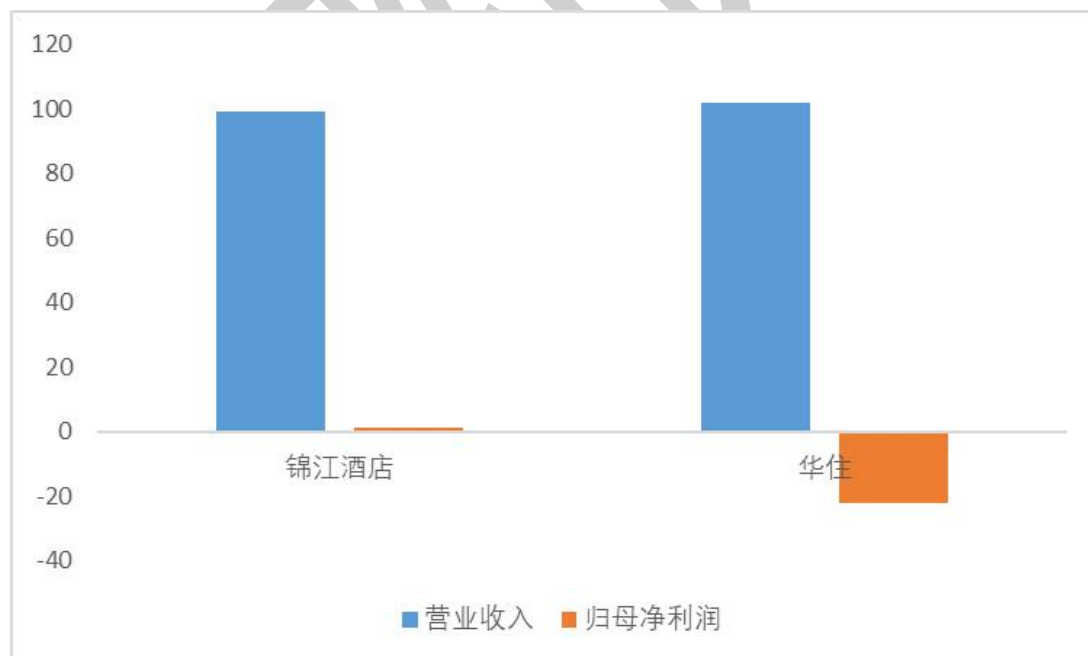
(叁)

对增长态势有一定感知后，我们接着再将两家公司的收入和利润情况拆开，看 2020 年财报数据。

	营业收入	营业收入yoy	归母净利润	归母净利润yoy	毛利率	净利率
锦江酒店	98.98	-34.45	1.1	-89.91%	25.74	2.42
华住	101.96	-9.06	-21.92	-214.42%	4.58	-21.62

图：新一期财务数据（单位：亿元，%）

来源：塔坚研究



图：新一期财务数据（单位：亿元）

来源：塔坚研究

从 2020 年收入规模来看，华住（101.96 亿元）>锦江酒店（98.98 亿元）。

收入增速上，华住（-9.06%）>锦江酒店（-34.45%）。具体来看：

锦江酒店——2020 年实现营业收入 98.98 亿元，同比下降 34.45%；归母净利润 1.1 亿元，同比下降 89.91%。

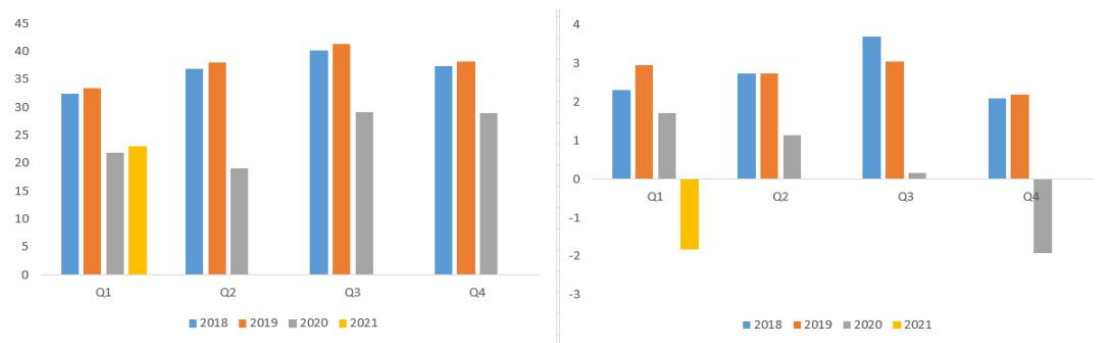
毛利率为 25.74%；净利率 2.42%，同比下滑 6.05pct。

从 4Q20 单季度业绩来看，营业收入 28.96 亿元，同比下滑 24.13%；归母净利润-1.91 亿元，同比下滑 186.96%。

另外，2021 年一季度业绩，实现营业收入 23 亿元，同比增长 5.06%；归母净利润-1.83 亿元，同比下降 207.12%。

2020 年四季度和今年一季度收入下滑，受到海外第二波卫生事件影响，海外业绩亏损进一步加大。国内业务方面，去年四季度单季度整体 RevPAR（每间可售房收入，酒店行业核心经营指标之一）同比下降 2.75%，环比第三季度提高 4.29%。

今年一季度由于就地过年政策影响，RevPAR 恢复至 2019 年同期的 81.3%。



图：锦江酒店季度收入（左图）、季度净利润对比（右图）

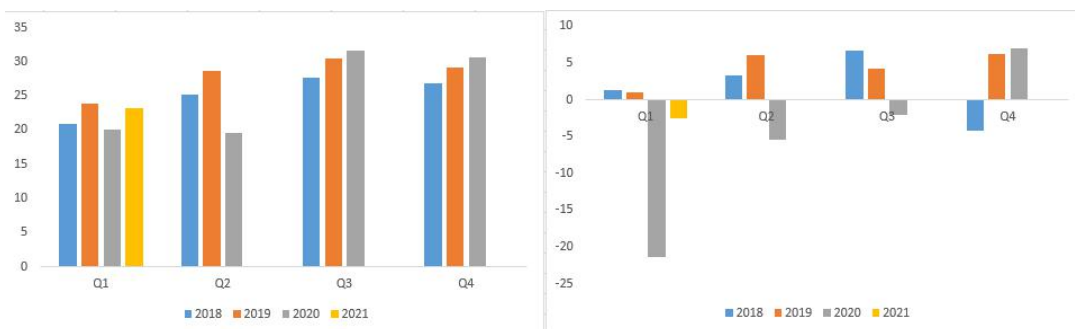
来源：塔坚研究

华住——2020 年实现营业收入 101.96 亿元，同比下降 9.06%；归母净利润-21.92 亿元，同比下降 214.42%。

毛利率为 4.58%，同比下滑 30.79pct；净利率-21.62%，同比下滑 37.33pct。

2021 年一季度业绩实现营业收入 23.27 亿元，同比增长 15.6%；归母净利润-2.48 亿元，同比增长 88.38%。

国内业务方面，去年四季度单季度整体 RevPAR 同比下降 2.4%。今年一季度 RevPAR 恢复至 2019 年同期的 77.53%。4 月和 5 月（剔除德意志酒店）RevPAR 相对于 2019 年同期相比，恢复至 100%和 107%。



图：华住季度收入（左图）、季度净利润对比（右图）

来源：塔坚研究

(肆)

对比完增长情况，我们再来看净利率、费用率的变动情况：

从整体趋势看，华住>锦江。



图：净利率比较（单位：%）

来源：塔坚研究

2020 年锦江的净利率下滑幅度远小于华住，主要是锦江当年投资收益（主要来自于出售子公司）较高为 8.14 亿元，占营业收入的比重为 8.22%（卫生事件前净利率也就 8%），同期华住投资收益为-1.4 亿元。

由于锦江酒店采用中国会计准则，而华住采用美国会计准则，两者对于成本费用的归类不同，因此毛利率和费用率不可直接进行比较。

为此，我们引入锦江酒店分部与华住整体的成本费用率进行对比，能够发现，两家的成本、费用结构存在较为明显的差异：

	锦江			华住		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
营业收入占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%
租金	13.30%	12.97%	17.75%	23.91%	23.40%	34.20%
能源	4.64%	4.66%	5.38%	3.97%	3.60%	4.70%
人力成本	21.94%	23.88%	32.83%	16.53%	16.54%	24.50%
加盟和管理酒店其他成本	6.92%	6.42%	5.71%			
折旧摊销	8.14%	8.14%	12.17%	8.64%	8.56%	12.90%
物资、食品与饮料	6.56%	6.49%	6.37%	6.69%	7.07%	8.70%
其他	6.28%	6.31%	7.20%	4.63%	4.95%	10.40%
酒店营运成本占比	67.78%	68.87%	87.42%	64.35%	64.13%	95.40%
酒店分部毛利率	32.22%	31.13%	12.58%	35.65%	35.87%	4.60%
其他营运成本				0.10%	0.50%	0.50%
销售和市场费用	5.86%	6.53%	5.43%	3.46%	3.80%	5.90%
行政管理费用	16.36%	13.70%	13.71%	8.46%	9.46%	12.30%
开发费用	0.09%	0.02%	0.05%	2.53%	4.48%	2.80%
营业成本和费用合计占比	90.08%	89.12%	106.61%	78.95%	82.38%	116.90%

图：成本结构（单位：%）

来源：塔坚研究

1) 分部毛利率

分部毛利率来看，华住>锦江。

两者的差异主要来自于租金、人力成本和加盟管理其他成本：

租金——华住>锦江。

主要因为：1) 华住在酒店选址时秉持“一级商圈、一级马路、一级物业”因此门店位置较好。此外，从城市等级来看，华住一二线门店占比约 70%，同期锦江为 60%。2) 锦江为国企，背靠锦江国际集团，拥有物业资源优势。2020 年锦江固定资产为 58.63 亿元，同期华住为 10.26 亿元。

人力成本——锦江>华住。

锦江的员工更多，华住的人房比（一间房间对应的员工数量）为 0.17，同期锦江为 0.22。通常一家全季（华住旗下）的管理人员配置在 1+2（1 个店长+2 个店助），锦江则通常为 1+6 的配备。

华住之所以能用更少的人，主要是因为：

- 1) 单店不再配备会计和出纳人员，集中到区域总部；
- 2) 华住在信息化方面投入更多，所有信息系统（CRM、CRS、RMS、CPS）

均为内部研发，已经实现无人入住、无人退房、无人开票功能。

根据调研纪要，2019 年华住研发支出（未单列列支）为 1.74 亿元，同期锦江为 0.36 亿元。对比专业的酒店信息化企业石基信息，其 2019 年研发支出为 5.58 亿元。

加盟管理其他成本——加盟管理成本主要为人员薪酬和后台管理费用。其中，人员薪酬已经包括在人工成本内。此处是一个调研点，[锦江该类支出明细到底是什么，为什么华住的成本结构中并无该项支出。](#)

2) 管理费用率

从管理费用率来看，锦江>华住。

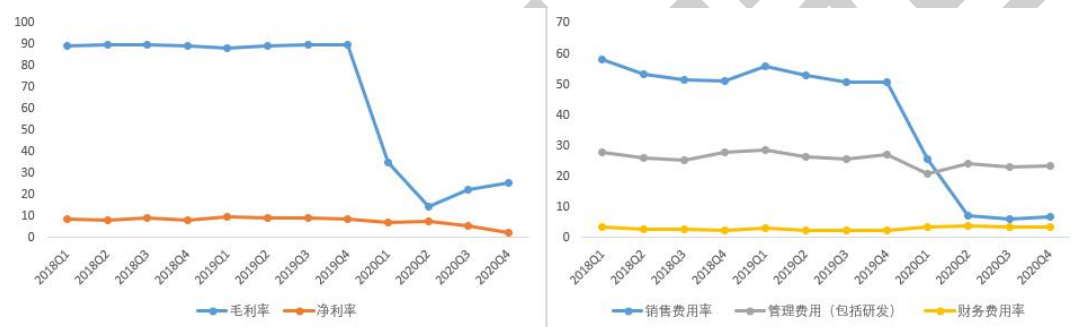
管理费用的主要支出来自于员工薪酬，华住人房比较低原因已在上文分析。2018 年至 2020 年，华住员工总数为：15699 人、18352 人、23028 人，同期锦江为 40558 人、40801 人、35072 人。

根据 2021 年 4 月的调研纪要显示，2020 年锦江员工数下滑主要是新 CEO 上任，对冗余人员进行处理。在总部层面，优化近 1000 人，门店层面达到 8000 人。同时锦江通过外购的方式，加速推广信息系统，未来人力成本大概率会降低。

(伍)

对利润率变动情况有感知后，我们再将两家公司开拆，分别看费用率的变动情况。此处为单一公司的比较，我们直接采用各自报表的数据：

1) 锦江酒店



图：锦江净利率和三费（单位：%）

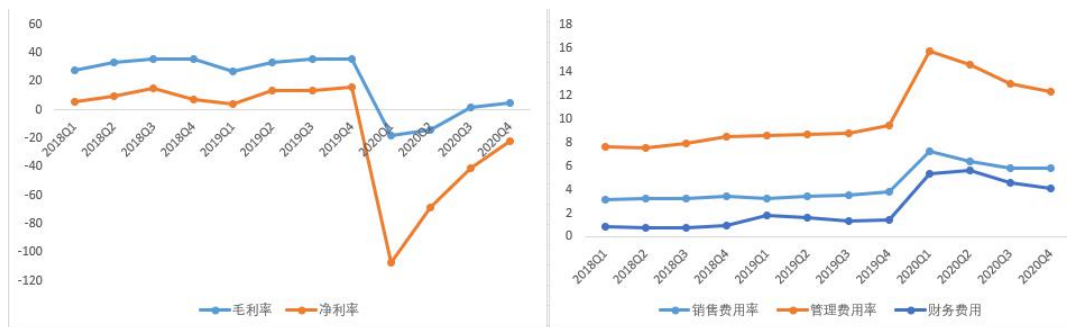
来源：塔坚研究

剔除卫生事件影响，从趋势上看，锦江酒店的净利率较为平稳，维持在8%~10%，与毛利率趋势基本相同。

毛利率——卫生事件前维持在89%的水平，非常稳定。2020年大幅下滑，主要是因为新会计准则下，将与客房服务相关的资产折旧、摊销及客房服务相关运营开支等作为合同履行成本，从管理费用、销售费用中重分类计入营业成本。

销售费用率——剔除新会计准则影响外，销售费用率处于下滑态势，主要受到自有 APP 上线，减少渠道费用（携程等 OTA 平台）。

2) 华住



图：华住净利率和三费（单位：%）

来源：塔坚研究

华住净利率波动幅度大于锦江，与毛利率趋势基本相同。

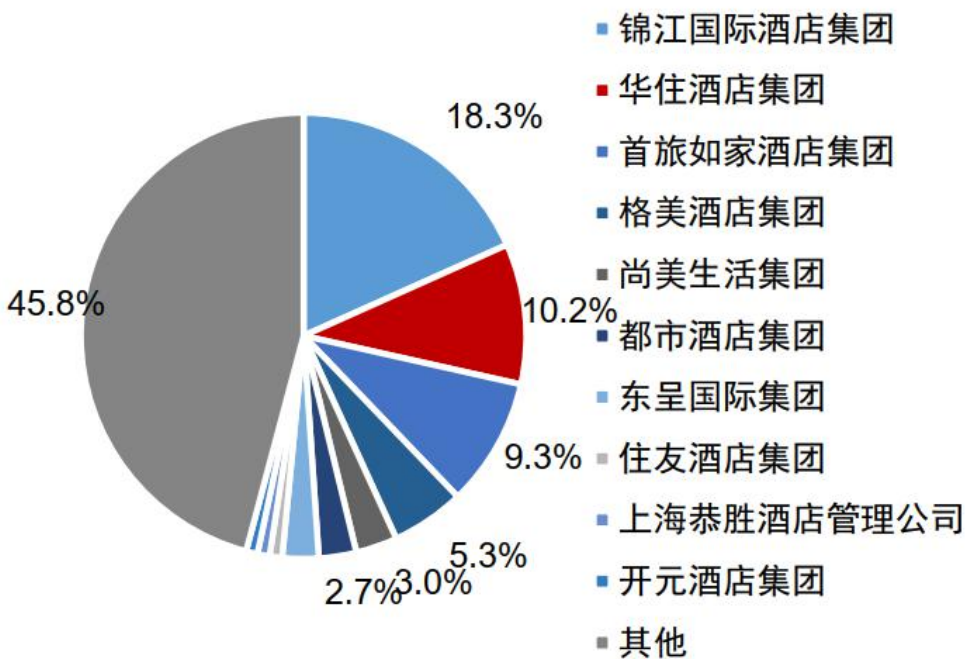
毛利率——波动幅度大于锦江，是因为美国会计准则下，酒店的固定成本（租金、人工、折旧摊销）和可变成本均计入营业成本。2019Q1 毛利率下滑较为明显，主要是入住率下滑 3.1pct，同期固定成本不变，因此毛利率下滑较为显著。

管理费用率——剔除卫生事件影响外，呈现上升趋势，主要受到：1) 股权激励影响，2018 年至 2020 年股权激励费用为 0.83 亿元、1.1 亿元、1.22 亿元。2) 2020 年收购欧洲高端品牌 DH 产生的相关成本。

财务数据总结完成后，我们来看一下酒店产业链目前的竞争格局。

(陆)

根据盈蝶咨询发布的《2019 年中国酒店连锁发展与投资报告》，华住酒店集团市场份额约 10.19%，仅次于锦江国际酒店集团（市占率 18.31%）



图：中国 10 大酒店集团市占率

来源：盈蝶咨询

根据弗若斯特沙利文数据，截至 2019 年底，全球连锁酒店客房数占总酒店客房数的 41.1%，同期中国占比 24.9%，美国占比 71.8%，欧洲占比 38.6%。

按价格可以将酒店行业分成经济型、中端和高端。其中，经济型酒店的日均房价介于 20 至 30 美元，中档酒店的日均房价介于 40 至 70 美元，高档酒店的日均房价于 80 至 150 美元。

挨个来看国内市场情况：

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可

不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注

来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。