

强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
首旅酒店	600258.SH	23.86	买入↑
锦江酒店	600754.SH	50.33	增持↑

资料来源：万得，中银证券

以2021年07月21日当地货币收市价为标准

酒店行业深度报告

疫情间企业逆势扩张，复苏中规模效应渐显

目前国际疫情影响随着疫苗接种人数的持续提升而逐步得到控制，虽然近期海外疫情有所反弹，国内偶有疫情散发，但我国疫情控制局面整体良好。民众休闲度假、商务出行、探亲访友等需求受到疫情防控限制的逐步接触得到进一步释放。文旅行业在出游情绪提升的前提下持续复苏，尽管文旅消费复苏没有表现出旅游人次复苏的强势，但出游和出行的双重住宿需求推动酒店行业顺势恢复。我国经济型连锁酒店在一、二线城市虽已接近饱和，但在三线及以下城市仍有大量市场份额有待占领，有望成为经济型酒店增长的新动力。我国人均收入的持续增高不断刺激着中高酒店的迅速发展，也促进多数酒店集团加快对核心品牌的升级换代。固然酒店业受到疫情的冲击较为明显，但此次疫情也倒逼着酒店行业加速连锁化、集中化及信息数字化，在经历过疫情冲击后，酒店业绩恢复有望展现出较高弹性，龙头企业在坚持扩张发展战略下，规模效应有望显现。因此，首次覆盖行业给予强于大市评级。

支撑评级的要点

- **酒店供给端加速出清，需求端有望触底反弹。** 经过疫情的冲击，大量的单体酒店因抗风险能力弱没能在此次疫情的打击下存活下来，据携程数据显示，此次有接近15万家酒店停运，其中98%的为单体酒店。进而酒店住宿业供给端在这次疫情中大幅出清。中国国内旅游人数总体呈上升趋势，居民可支配收入不断上涨，随着疫情的逐步好转，旅游业逐渐开始全面复苏，休闲度假和差旅需求不断上升，与之密切相关的酒店业需求也随之上升。
- **核心产品升级迭代，中高端酒店增速加快。** 大型酒店企业纷纷对于存量酒店进行升级换代，经济型酒店暂缓增长进程，反观中高端酒店增速不断加快，其主要动力或是我国中产阶级人数众多，且仍呈现不断快速增长趋势，为消费升级奠定较为坚实的基础。在此趋势背景下，我国中端酒店正逐步发展为住宿业中的中坚力量。
- **疫情促使酒店业连锁化加速，龙头企业逆势扩张。** 2020年全国住宿业因受到疫情影响，酒店数及客房数均较2019年有较大幅度的减少，由于连锁酒店的抗风险能力强于单体酒店，在疫情中连锁酒店规模不减反增，特别是国内酒店龙头企业加速连锁酒店扩张进程，并且加盟酒店在重点酒店龙头企业中的营收占比不断增加。2021年龙头企业扩张目标均到达新高。
- **龙头企业发展数字化，降本增效助公司提升业绩。** 酒店数字化是未来趋势，各大酒店集团都在加大研发费用投入，为自己量身打造适合集团发展使用的管理运营平台，降低经营费用增加运营效率，有望进一步提升企业业绩，有望促进整个行业加速实现数字化转型。

重点推荐

- 首旅酒店、锦江酒店

评级面临的主要风险

- 全球疫情受控水平不及预期，住宿业市场竞争加剧，酒店连锁品牌化发展不及预期。

相关研究报告

《社会服务行业周报》20210719
 《社会服务行业周报》20210712
 《社会服务行业周报》20210705

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

休闲服务:酒店

证券分析师: 孙昭扬

(8610)66229345

zhaoyang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100001

目录

1 酒店业发展	7
1.1 世界酒店业发展脉络	7
1.2 中国酒店业发展脉络	8
2 新中国现代酒店发展历程	10
2.1 萌芽起步阶段：1949-1982 年，从初步建设到开放发展	10
2.2 高速发展阶段：1983-1993 年，国内外资金纷纷涌入酒店业，本土酒店管理公司起步 ...	10
2.3 回落阶段：1994-1999 年，供需矛盾突出经营效益滑坡，集约型发展成共识	11
2.4 恢复上升阶段：2000-2014 年经济型酒店迅猛发展，行业竞争愈发激烈	11
2.5 整合转型阶段：2015 年至今，酒店频繁并购，朝集团化、连锁化、多元化发展	12
3 中国现代酒店发展现状	14
3.1 酒店业规模总体发展呈现上升趋势，产品模式由传统星级酒店到多业态发展	14
3.2 市场结构仍以单体酒店为主，中端连锁酒店渐为中坚力量	18
3.3 我国酒店行业的发展挑战：受疫情、非标住宿和外资酒店三重挑战	23
4 中国酒店业未来展望	32
5 行业处于复苏上升期，提供布局良机	34
6 风险提示	36
首旅酒店	37
锦江酒店	49

图表目录

图表 1. 世界酒店业发展脉络.....7

图表 2. 中国酒店业发展脉络.....9

图表 3. 中国现代酒店萌芽起步两节点.....10

图表 4. 我国首批本土酒店管理公司.....11

图表 5. 中国连锁酒店高速发展阶段.....12

图表 6. 2015 年以来酒店业并购大事13

图表 7. 2015-2017 年中国非标住宿房源供应量.....13

图表 8. 2015-2017 年中国非标住宿市场规模.....13

图表 9. 我国酒店住宿业发展规模.....14

图表 10. 国内旅游人数及其增速变化情况.....14

图表 11. 我国酒店住宿业营业额与 GDP 变化比较情况14

图表 12. 酒店住宿业占 GDP 比重变化.....14

图表 13. 我国星级酒店数量及增速变化15

图表 14. 我国星级酒店营业额及增速变化.....15

图表 15. 2010 至 2020 年各星级数量及占比.....16

图表 16. 我国居民人均可支配收入.....16

图表 17. 我国居民人均居住类消费支出16

图表 18. 经济型酒店数量、房间数及增速变化17

图表 19. 2015 年-2019 年共享住宿市场交易额17

图表 20. 2020 年各地非标住宿相关政策一览17

图表 21. 中国酒店连锁化率（酒店客房数）18

图表 22. 酒店行业产业链全景图18

图表 23. 中国酒店品牌市场集中度.....19

图表 24. 2020 年中国 10 大酒店集团市占率19

图表 25. 美国 2020 年连锁酒店等级占比.....20

图表 26. 中国 2020 年连锁酒店等级占比.....20

图表 27. 2017-2020 豪华连锁酒店及客房数量20

图表 28. 2017-2020 高端连锁酒店及客房数量20

图表 29. 2017-2020 中端连锁酒店及客房数量21

图表 30. 2017-2020 经济连锁酒店及客房数量21

图表 31. 锦江、华住、首旅如家的加盟管理费收入及占比21

图表 32. 近 5 年我国酒店业客房总量22

图表 33. 三大龙头酒店集团与星级酒店入住率走势.....22

图表 34. 2020 年我国酒店业需求占比统计.....	22
图表 35. 酒店数字化的 5 个阶段.....	22
图表 36. 星级酒店营收变化.....	23
图表 37. 星级酒店平均出租率变化.....	23
图表 38. 星级酒店平均房价变化.....	23
图表 39. 星级酒店可供出租客房收入变化.....	23
图表 40. 2011-2021Q1 年中国酒店相关企业注册量.....	24
图表 41. 2019.5-2020.5 中国酒店企业注册和注销量.....	24
图表 42. 2015 年-2020 年中国单体酒店数量及客房数.....	24
图表 43. 酒店周期.....	24
图表 44. 2020 年外资酒店集团在华品牌规模 TOP20.....	25
图表 45. 2020 年中国旅游住宿业品牌百强榜单前二十.....	26
图表 46. 2021 年 4 月与 2018 年 4 月中国酒店品牌影响力百强占比相比.....	27
图表 47. 2016 年-2020 年中国民宿相关企业注册量.....	27
图表 48. 2013-2020 年中国在线住宿预订渗透率及预测.....	27
图表 49. 2017-2021 年在线短租用户规模及预测.....	28
图表 50. 2016-2019 年中国在线民宿房源、房东数.....	28
图表 51. 2011-2019 年中国乡村旅游人数及增长.....	28
图表 52. 2019-2020 年中国民宿房源总量.....	28
图表 53. 我国历年来对民宿行业的相关政策.....	29
图表 54. 各省市十四五规划纲要对于民宿行业的相关内容.....	30
图表 55. 2020 年民宿房客年龄占比.....	31
图表 56. 中国民宿价格区间.....	31
图表 57. 2019 年至今三大头部酒店入住率.....	32
图表 58. 中国接种疫苗总量.....	32
图表 59. 消费细分行业 2020 同比营收增速与 2017-2019 复合营收增速的对比.....	34
图表 60. 消费细分行业 2020 同比净利增速与 2017-2019 复合净利增速的对比.....	34
图表 61. 报告中提及上市公司估值表.....	35
图表 62. 首旅酒店历史发展沿革.....	38
图表 63. 首旅酒店主要品牌图.....	39
图表 64. 合并如家前的首旅酒店股权结构.....	39
图表 65. 2021 年首旅酒店股权结构.....	39
图表 66. 首旅酒店会员人数变化.....	40
图表 67. 首旅酒店自有渠道入住间夜数占比.....	40
图表 68. 首旅酒店营业收入及归母净利润变化.....	41

图表 69. 首旅酒店毛利率与净利率变化	41
图表 70. 首旅酒店费用率变化	41
图表 71. 首旅酒店主要营收构成	41
图表 72. 首旅酒店新开店数变化	42
图表 73. 2020 年首旅酒店直营和特许加盟新开店占比	42
图表 74. 首旅直营酒店营收及毛利变化	43
图表 75. 首旅直营酒店 OCC 变化	43
图表 76. 首旅直营酒店 ADR 变化	43
图表 77. 首旅直营酒店 RevPAR 变化	43
图表 78. 首旅加盟酒店营收及毛利变化	44
图表 79. 首旅加盟酒店 OCC 变化	44
图表 80. 首旅加盟酒店 ADR 变化	45
图表 81. 首旅加盟酒店 RevPAR 变化	45
图表 82. 首旅景区业务营业收入变化	45
图表 83. 首旅景区业务毛利率变化	45
图表 84. 首旅酒店营业收入与毛利率预测	46
图表 85. 首旅酒店可比上市公司估值表	46
图表 86. 锦江酒店历史发展沿革	50
图表 87. 2019 年全球十大酒店集团	50
图表 88. 2020 年以前锦江酒店股权结构	51
图表 89. 2020 年之后的锦江酒店股权结构	51
图表 90. 锦江酒店主要系列品牌图	52
图表 91. 锦江酒店总营业收入及归母净利变化	53
图表 92. 锦江酒店主要营收构成	53
图表 93. 锦江酒店毛利与净利变化	53
图表 94. 锦江酒店费用率变化	53
图表 95. 锦江酒店业务经营表现	54
图表 96. 截止 2020Q1 锦江直营和加盟店占比	54
图表 97. 锦江与知名国际酒店集团加盟占比比较	55
图表 98. 锦江新开店分布数量变化	55
图表 99. 锦江境内酒店 OCC 变化	55
图表 100. 锦江境内酒店 ADR 变化	55
图表 101. 锦江境内酒店 RevPAR 变化	56
图表 102. 锦江境内外酒店营收对比	56
图表 103. 锦江餐饮业务营业收入变化	56

图表 104. 锦江餐饮业务毛利率变化.....	56
图表 105. 锦江酒店营业收入与毛利率预测.....	57
图表 106. 锦江酒店可比上市公司估值表.....	57

1 酒店业发展

1.1 世界酒店业发展脉络

古代客栈时期，12-18 世纪乡间小客栈。为满足在外出行人士的吃喝、睡等必备的基本需求，千百年以前就已经出现客栈和酒店。到中世纪后期，随着商业兴起，贸易和旅游的频繁往来，外出的外交使者、传教士、信徒、商人等外出人士大增，引起对客栈需求量的激增。由于当时的主要交通工具是步行、骑马或者马车，因此客栈大多建在车马道边或者驿站周边。早期的英国客栈是人们聚会，相互交流信息和夜间休息的地方。最早的客栈设施条件简陋，客房数少，仅提供基本的食宿条件。在 15 世纪，有些客栈的客房数达到 20-30 间，条件好的客栈开始为客人提供酒水和食品，还有些客栈开始注重周边环境，开辟草坪花园。设施条件开始改善，服务趋于多功能发展。但是，当时法制体系不完善，客栈的安全性得不到保障，例如抢劫之类的事情不时发生。

大饭店时期，18 世纪后期第一座现代化饭店落成。随着工业化进程加快和民众消费水平的上升，火车和轮船等交通工具的兴起，公务出行者、上层贵族度假者数量快速上升，对于饭店的需求量同时激增。1794 年在纽约开业的首都饭店标志着世界饭店业大饭店时期的开始，首都饭店一共有 73 间客房，在当时是颇具规模。1829 年特利蒙特饭店在波士顿建成，被称为第一座现代化饭店。整个饭店有 170 间客房，整体设施设备较为齐全，服务正规，注重各式礼仪礼节，为整个新兴饭店行业确立标准。1898 年在法国巴黎建成的里兹酒店 (Ritz Paris)，其创办人凯撒·里兹 (Cesar Ritz) 先生被誉为“世界奢华酒店之父”，将饭店业的发展推向该时期顶峰。到 19 世纪末 20 世纪初，一些豪华酒店在美国各地建成，这些酒店都有规模大、设施设备较完善、服务正规、注重礼节和具有安全感的特点。

图表 1. 世界酒店业发展脉络



资料来源：酒店管理概论，搜狐网，排行榜世界网，agoda 官网，中银证券

商业饭店时期，20 世纪初至第二次世界大战时期。20 世纪初-20 世纪 50 年代是饭店业发展的重要阶段，也是饭店业最为活跃的时期，该时期的发展为饭店业最终成为以普通人为服务对象的产业奠定了基础。20 世纪初，世界经济发展迅速，商务旅游的需求猛增。但大部分商务人士无法承担豪华酒店开支，也不愿去住小客栈。因此斯塔特勒饭店应运而生，该饭店是以创始人——“现代饭店管理之父”埃尔斯沃斯·斯塔特勒命名，专为旅行者设计的商业酒店。斯塔特勒在饭店经营中采取了在现在看来很平常但在当时是具有创新性的措施，例如他所管理的酒店要按照同一标准来管理；每一间客房都有一个独立浴室；注重提高服务水平，亲自制定服务手册等。20 世纪 20 年代，美国的各大城市通过集资大量建设商业饭店，同时汽车饭店也开始盛行，饭店业得到高速发展。到 30 年代，由于经济大萧条，旅游业受到重创，饭店业同样陷入危机，受到极大挫折。商业饭店时期，各种公共交通的盛行使得出行更加便利，大商业饭店布局逐步朝向市中心发展，汽车饭店则以公路边为主。这一时期的饭店服务开始逐渐以普通客人为中心，服务项目虽较为简单但基本齐全，价格趋于合理化，注重经济效益。

现代酒店时期，20 世纪 50 年代后：第二次世界大战结束后，经济开始复苏繁荣，人口数量迅速增长，民众可支配收入增加，经济水平上升，对于酒店业的需求同步加大，酒店业因此开始复苏。同时工业化的进程使得交通条件进一步改善，为外出旅游提供了便利，世界各地之间的经济文化交流也更加频繁，世界开始出现大众化的国际旅游。社会需求的变化，促使酒店业开始进入现代酒店时期。现代酒店时期又称为连锁酒店时期，就是酒店集团旗下管理的酒店都统一使用一个名号，酒店的经营方式、设施设备、服务项目等都有统一标准。在现代酒店时期，酒店业发达地区不只限于欧美地区，而是在全世界发展起来，其中美国还是有最多和最大的连锁酒店集团，同时也是最早实行酒店连锁的国家。后期现代酒店的发展特点逐步演变为酒店类型多元化，服务多样化，经营方式现代化，管理方式科学化。

1.2 中国酒店业发展脉络

中国古代驿站时期。根据历史文献记载，中国最古老的官方住宿设施就是驿站——古代供传递公文情报的官员中途休息食宿的场所。最早有文字记载的驿站可以追溯到商朝，一直到 1911 年清朝政府改驿置邮，驿站才结束它的使命。驿站最初设立时是专门为了接待传递公文官员的住宿场所，后来经过千百年的历史演变，后期民间旅行者也逐步与驿站产生联系，因此驿站到后期逐渐演变成官方住宿设施与民间旅馆并存。当时的驿站为了保障公文情报不泄露，历代政府都有规定，进站住宿的客人都需要出示官方旅行凭证，并且当天值班管理人员需登记在簿，以便日后查验，这种制度就像是现代社会酒店的宾客登记制度。当时我国的驿站制度因其先进性也曾被临近国家先后效仿。

中国早期城市客店的出现与发展。中国早期城市还没有与商贸相联系，因此都是以城墙为界，分隔而治，并未发展民办食宿。直到春秋战国时期，由于城邦之间的商贸往来增加，且交通道路条件发展起来，民间旅店已初步形成规模。待到秦汉两代时期，商业活动开始变得兴旺发达，民间旅店在此期间有了不错的发展。隋唐时期是中国历史上最经济繁荣的时期之一，民间旅店业由于商业活动的旺盛，不仅本土客店发展迅速，而且西域酒肆也开始遍布城市内巷。虽然此时古代民间旅店已在城市内兴起，但是受到坊市管理制度的限制不能其自由发展，导致投宿者和旅店经营者极大的不便，也束缚了民间旅店的业务发展。这一情况到北宋时期得以改善，北宋时期取消了从古至今沿用的坊市制度，使得城市格局更加开放，民间客店得以发展迅速，并遍布于各城镇的繁华街道两旁。中国早期城市客店的经营传统就是食宿合一，除了给客人提供住宿服务以外，还给客人提供饮食。

图表 2. 中国酒店业发展脉络



资料来源：酒店管理概论，搜狐网，美篇网，中银证券

中国近代饭店的兴起与发展。中国近代饭店又分为西式饭店和中西结合饭店。西式饭店是19世纪初西方资本进入中国后兴建饭店的统称，1840年之后，随着《南京条约》等一系列不平等条约的签署，西方列强纷纷在中国设立租界和划分势力范围，并在势力范围内大力兴建银行、医院、邮政等企业，从而导致西式饭店的发展。一直到1939年，在中国23个城市内外国资本兴建和经营的西式饭店已有80余家，同时当时还在发展中的商业饭店模式也被引进至中国。与当时的传统中国饭店相比，西式饭店规模更加大，装修华丽，设施设备更加完善且舒适。西式饭店在客观上对中国近代饭店有一定的促进作用，在西式饭店大量兴起后，刺激到中国民族资本开始向饭店业投资，进而从民国时期相继出现一批中西结合的新式饭店。这些饭店不论是在建筑样式、配套设施还是在经营方式、服务理念上都受到西式饭店影响。随着时间的流逝，引进至中国的西式饭店经营模式开始逐渐中国化。其中比较著名的西式饭店有北京饭店、广州万国酒店、上海礼查饭店等，中西式饭店代表有东方饭店、大中华饭店、西山饭店等。

中国现代酒店的发展与管理。中国第一批真正意义上的现代酒店是在改革开放后的中外合资酒店，当时其目的是为了外事接待。中外合资不仅是为了引入资本，更是为学习其先进的现代酒店管理体系，给中国的现代酒店带来启蒙发展。在不断学习和融合摸索中，1988年符合中国饭店的饭店星级标准制度出台，1993年该标准被定为国家标准。这一标准制度使我国酒店业进入现代化、标准化、国际化管理的新时期。随着国民经济的提高及国民消费需求的不断变化和升级，中国现代酒店业向着更加多元化方向发展。根据欧美酒店业发展历程分析，酒店业最终会向着高度专业化的多品牌酒店集团发展。以目前的发展趋势来看，中国酒店集团正从多品牌酒店集团向专业化多品牌酒店集团发展。

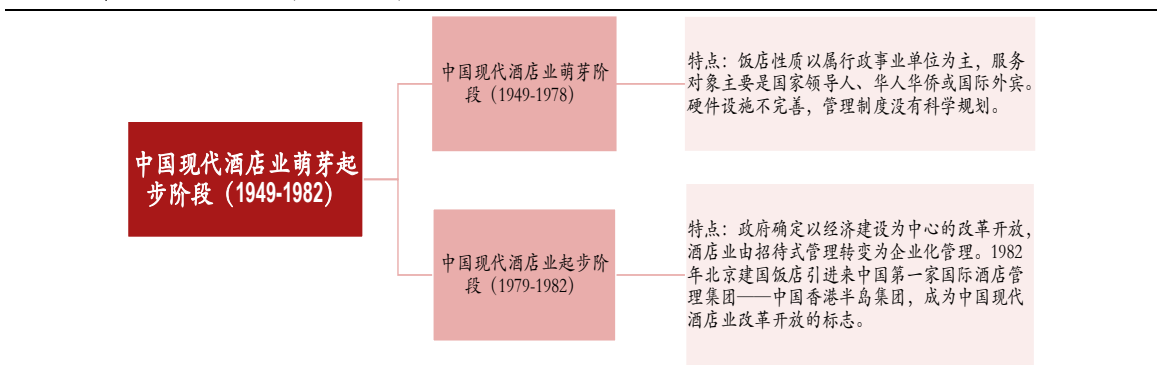
2 新中国现代酒店发展历程

2.1 萌芽起步阶段：1949-1982 年，从初步建设到开放发展

1949 年至 1978 年，中国现代酒店业萌芽阶段。新中国成立初期，政府开始对一些老饭店进行整顿和改造，同时一批新宾馆开始逐渐修建起来，这一批的宾馆基本都建立在各大省会城市和风景名胜地区，其主要任务就是接待领导人或外宾。当时的饭店数量很少，而且硬件设施不完善，饭店性质以行政事业单位为主，基本无企业组织。接待的服务对象主要是国家领导人、华人华侨或国际外宾，同时承担各种国内国际高级会议。由于是行政事业单位，在财政上无压力，没有经营计划指标，整个酒店缺乏活力，而且整个管理制度上没有科学规划，导致其各个方面都比较落后。

1979 年至 1982 年，改革开放，中外合资饭店兴起，服务管理水平逐步提升。1987 年 12 月中共十一届三中全会召开，当时中央政府确定了以经济建设为中心的改革开放。至此旅游业开始迅猛发展，同时也为中国现代酒店业的发展提供了前所未有的发展机遇，至此中国现代酒店业的发展开始步入正轨。1978 年中外合资饭店兴起，一批经典合资酒店拔地而起，其中就有 1980 年动工，1982 年开业的中国第一家中外合资酒店——北京建国饭店；1981 年动工，1983 年开业的第一家由中国人自行设计、建造和经营管理的五星级酒店——广州白天鹅宾馆。改革开放初期，旅游行政管理部门为了使酒店业由招待式管理转变为企业化管理，同时提高酒店服务管理水平，1982 年北京建国饭店引进来中国第一家国际酒店管理集团——中国香港半岛集团，成为中国现代酒店业改革开放的标志。

图表 3. 中国现代酒店萌芽起步两节点



资料来源：酒店管理概论，中银证券

2.2 高速发展阶段：1983-1993 年，国内外资金纷纷涌入酒店业，本土酒店管理公司起步

国际酒店集团提携，酒店管理加速本土化。1984 年国务院批准了国家旅游《关于推广北京建国饭店经营管理方法的有关事项》并作为中国饭店管理的一项重大改革分两批推广至全国各地 102 家试点饭店。同年，上海锦江集团成立，中国酒店集团化开始进入摸索阶段。因其旅游业的高速发展，带动酒店业也迅猛发展，中国酒店业市场庞大，1984 年假日酒店集团进入中国市场，随后大量国际酒店集团纷纷进驻中国市场，截止到 1987 年，中国通过合作、合资或者独资等方式引进了 30 多家国际酒店管理集团。但是过多的国际酒店管理公司入驻中国市场，也导致政府出现忧患意识，认为需要发展中国自己的饭店管理模式，因此 1987 年国务院转发《国家旅游局关于建立饭店管理公司及有关政策问题请示的通知》，中国开始提倡建立发展国营饭店管理公司，并实现专业化、集团化的管理。《通知》中明文规定本土饭店管理集团原则上享受外国饭店管理集团在中国管理饭店的同等优惠待遇，例如信贷优惠、减免相关税收、经营自主权等一系列优惠条件。通知的发出吸引国内外的各种渠道资金陆续投入到酒店业，掀起一波成立本土酒店管理公司的高潮。

中国酒店星级标准颁布，逐步向国际现代化靠近。20世纪80年代后，中国酒店业经过持续迅猛发展，截止到1987年底，中国酒店业已经有旅游涉外酒店1,300多家，客房约20万间。为了进一步为建立我国专业化酒店管理公司打下良好基础，促进中国旅游涉外酒店尽早接入国际评级体系，1988年国家旅游局经国务院批准颁布了《中国评定旅游涉外饭店星级的规定》及《中国旅游涉外饭店星级标准》，并且在1993年，经国家技术监督局批准制定为国家标准。该标准是在对国内外大量酒店业进行深度调研的基础上，参考国际标准并结合我国酒店业实际经营情况下制定出来的。在行业规模增长，设施设备提高、标准逐步完善的背景下，中国的现代酒店业经营管理模式也获得了快速的提升，在1983年至1993年这10年间，中国酒店业实现了转型，进入到现代化、规范化管理水平的发展阶段，正逐步向着国际水平迈进。

2.3 回落阶段：1994-1999年，供需矛盾突出经营效益滑坡，集约型发展成共识

1993年后，酒店业逐渐迈入到利润平均化阶段，酒店的建设高潮渐回落，同时因为市场经济低迷、经营管理不善等原因，盲目扩张建设的恶果开始逐渐显现。到1994年，我国酒店业已经形成一定的产业规模。经过原国家旅游局的批准，我国首批16家本土酒店管理公司开始陆续成立（详见图表4），这为当时低迷的中国酒店业再次注入新的活力，从此引导我国酒店业逐渐向专业化、集团化的管理方式转变。此外，20世纪90年代中后期，本土酒店管理公司带动我国酒店业的总量再次增加。但是1998年受到亚洲金融风暴的不利影响，全球经济发展陷入低迷状态，酒店业由于受到国内外经济环境变化的影响，经营效益出现不断下滑，酒店业开始意识到不能盲目的追求总量扩张，而是需要在保证总量稳步上涨的同时追求质量效益，不断加强酒店服务内涵，因此当时集约型发展道路是越来越多酒店公司的共识。

图表 4. 我国首批本土酒店管理公司

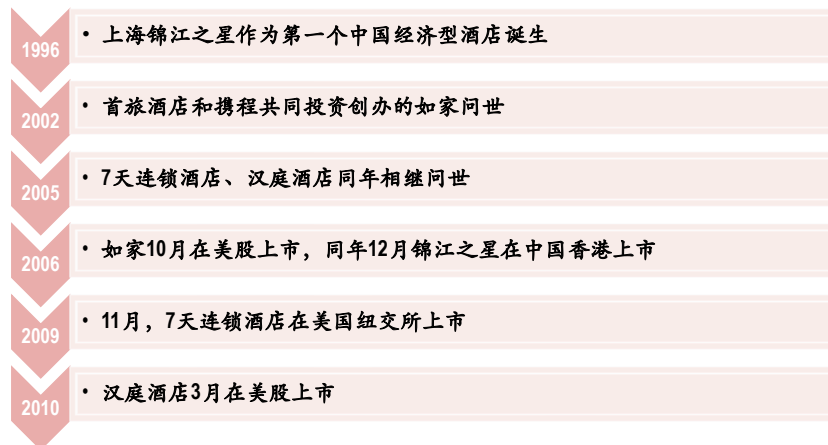
首批 16 家酒店管理公司	
广州白天鹅酒店管理公司	中旅饭店管理公司
兆龙（国际）饭店管理公司	东方喜来登饭店管理公司
金陵（国际）饭店管理公司	北京六合兴饭店管理公司
广州东方酒店管理公司	厦门悦华酒店管理公司
桂林桂山酒店管理公司	四川锦江宾馆饭店管理公司
北京九洲饭店管理公司	燕都旅游饭店管理总公司
上海华亭集团饭店管理公司	上海锦江集团（国际）饭店管理公司
上海新亚（集团）酒店管理公司	广州珠江酒店管理公司

资料来源：文旅部，中银证券

2.4 恢复上升阶段：2000-2014年经济型酒店迅猛发展，行业竞争愈发激烈

经济型酒店迅猛发展，连锁化成为趋势。上海锦江之星作为第一个中国经济型酒店在1996年诞生，但进入21世纪后，经济型酒店才开始迅速发展。2002年首旅酒店和携程共同投资创办的如家问世，2005年7天连锁酒店、汉庭酒店相继开业。2006年至2011年是各大经济型酒店资本化的时期，如家、7天、汉庭和锦江之星纷纷上市融资，经济型酒店的发展为中国酒店业发展指明了一条新路。在中国经济快速发展，各地交通、城市基础设施建设改善加速，以及奥运会、世博会等众多国际高端会议的利好推动下，中国经济型酒店在2010年前持续保持着高速增长态势。2011年起经济型酒店开始转型，经济型酒店品质升级稳步推进。为进一步完善和发展经济型酒店，商务部2008年发布《经济型饭店经营规范》，此标准是基于《绿色饭店》及《旅游饭店星级的划分与评定》的基础上修订而来，2010年发布《关于加快住宿业发展的指导意见》。根据中国饭店协会与盈碟咨询联合发布的2014中国酒店连锁发展与投资报告上数据显示，截止到2014年底，中国经济型酒店已有1.2万余家，客房数已超113万间。

图表 5. 中国连锁酒店高速发展阶段



资料来源：公司公告，中银证券

2010年后，民宿、客栈等非标住宿兴起，行业竞争愈发激烈。非标住宿不同于传统酒店，除去提供传统的住宿服务外，增添了更多的个性化设施及服务。目前主流的非标住宿为客栈、民宿、酒店公寓等。由于受到美国 Airbnb 这种全新住宿模式的影响，国内的民宿、客栈等非标住宿开始兴起。这一新兴的住宿模式因其个性化、特色化，受到年青一代的追捧。2011年全球公寓民宿预订平台途家网正式上线，主要为客人提供度假公寓、客栈、民宿等各类度假租赁产品。2012年以民宿、短租为发展重点的特色住宿预订平台小猪短租诞生。除此之外还有蚂蚁短租、木鸟短租等平台上线。不过非标住宿因为不同于传统线下酒店，在订单上过分依赖于 OTA 或者其他网络渠道，导致大部分客源不稳定且给渠道商的佣金成本压力不小。

2.5 整合转型阶段：2015年至今，酒店频繁并购，朝集团化、连锁化、多元化发展

市场竞争日趋严峻迫使酒店加快集团连锁化。从2013年开始，中国整体经济增长降速、房地产低迷、酒店业发展遭遇瓶颈，根据华美酒店顾问赵焕焱统计数据显示，至2013年开始全国星级酒店利润总额连续3年亏损，2013年亏损20.88亿元，2014年亏损59.21亿元，为当时有记录以来的最大亏损年，2015年亏损14.26亿元。在前十年中，中国经济高速发展，各档次的大量酒店应运而生，酒店市场饱和度高，为了增强自身的综合实力和品牌效应，2015年酒店业开始大规模的并购热潮。2015年1月，锦江宣布收购喜达屋资本持有的卢浮集团100%股权，以拓展国际化。2015年12月首旅酒店发布公告称全面收购如家酒店集团100%股权，交易金额约为110.5亿元。2016年2月锦江股份完成收购铂涛酒店集团81%股权的交割。同年4月，锦江股份拟收购维也纳酒店有限公司80%股权。在此期间2015年11月万豪酒店集团宣布以122亿美元收购喜达屋，这笔08年金融危机以来最大一笔酒店业收购案在耗时近一年之后终于尘埃落定，2016年9月万豪酒店集团完成对喜达屋收购的所有案头工作，成为全球第一大酒店集团，在全球合计拥有5,500余家酒店和大概110万间客房。通过频繁并购，酒店集团有力拓展服务深度和业务广度，布局范围更广阔，同时进一步完善品牌体系，提升行业优势。

图表 6. 2015 年以来酒店业并购大事

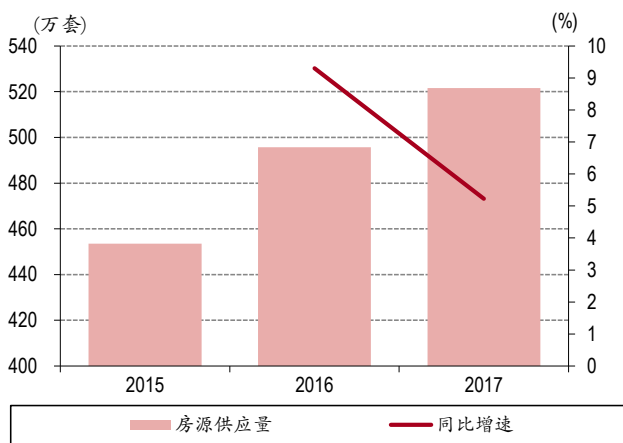
时间	事件
2015 年 1 月	锦江宣布收购喜达屋资本持有的卢浮集团 100% 股权，卢浮酒店集团旗下拥有七大国际知名酒店品牌，共计 1,115 家酒店，其中，在法国有 820 家酒店，占比达 73.54%。
2015 年 11 月	万豪酒店集团宣布以 122 亿美元收购喜达屋，并在耗时近一年后，于 2016 年 9 月完成收购的案头工作。至此稳坐酒店业第一把交椅。
2015 年 12 月	首旅酒店发公告称全面收购如家酒店集团 100% 股权，交易金额约为 110.5 亿元。2016 年 4 月完成交割，如家成为首旅酒店的全资子公司。
2016 年 2 月	锦江股份完成对铂涛酒店集团 81% 股权的收购，总计投资 82.69 亿元，至此锦江酒店一跃成为全国第一、全球前五的酒店集团。
2016 年 4 月	锦江酒店公告，锦江酒店拟花 17.49 亿人民币收购维也纳酒店有限公司 80% 股权。是完善服务型酒店产品线的又一战略举措。
2016 年 10 月	海航旅游集团宣布以 65 亿美元（约 440 亿人民币）收购黑石集团所持有的希尔顿酒店集团 25% 的股份。
2017 年 2 月	华住酒店集团宣布，以 36.5 亿元人民币收购桔子水晶酒店 100% 的股权，收购完成后桔子水晶作为独立业务运行。
2017 年 7 月	万达集团将北京万达嘉华等 77 个酒店以 199.06 亿元的价格转让给富力地产。
2019 年 11 月	华住酒店集团从埃及旅游业巨头手中收购德意志酒店集团 100% 的股权，这是华住集团首次收购海外酒店，此次交易价格为 7 亿欧元（约 55 亿元人民币）。德意志酒店集团是德国本土第一大酒店集团，共 118 家酒店分布在 19 个国家，这次收购丰富华住在豪华高端酒店的产品线。

资料来源：公司公告，中银证券

单体酒店仍是主要构成部分，连锁化发展空间巨大。国内酒店市场上的单体酒店仍就占大部分，根据 2021 年中国酒店业发展报告的数据显示，截止到 2021 年 1 月，我国单体酒店仍旧占比高达 69%，连锁化率仅为 31%。但是单体酒店整体资源薄弱，直销困难，无法形成规模效应。因此用规模化效应来降低运营成本可能是较好的办法之一，酒店业的连锁化、集团化也是趋势所向。相比发达国家酒店品牌连锁化高达 60% 以上，我国的酒店连锁化还有很大的增长空间。

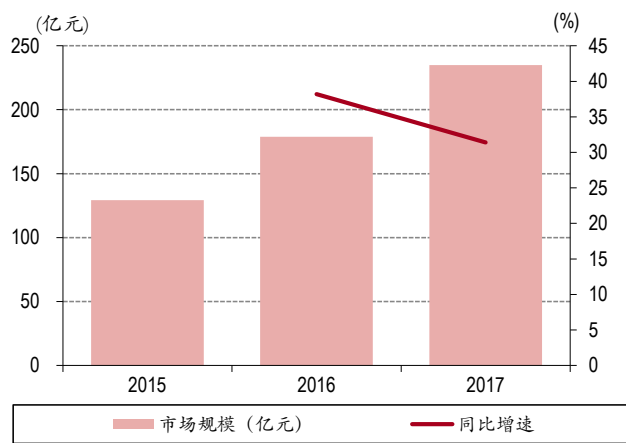
年青一代更加推崇个性化服务体验，推进住宿业多元化发展。自从 2011 年非标住宿开始兴起，在线非标准住宿垂直预订平台就开始不断涌现，到 2015 年开始爆发式增长。据中研研究院统计数据显示，在 2015 年至 2017 年期间非标住宿供应量持续提升，从 2015 年 453.8 万间客房增长至 2017 年 521.6 万间客房。在这 3 年间非标住宿行业整体规模从 2015 年 129.35 亿元涨至 2017 年 234.88 亿元，年均复合增长率达 22%。非标住宿具有经营主体多元化，房源分散化、服务设施个性化特点，使得消费者有更多选择性。同时性价比更高，在相同价格上为消费者提供更多的附加价值，例如免费接送，本地导览等。

图表 7. 2015-2017 年中国非标住宿房源供应量



资料来源：中研研究院，中银证券

图表 8. 2015-2017 年中国非标住宿市场规模

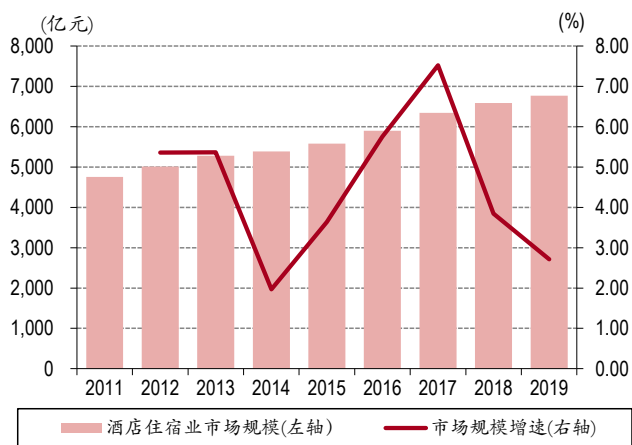


资料来源：中研研究院，中银证券

3 中国现代酒店发展现状

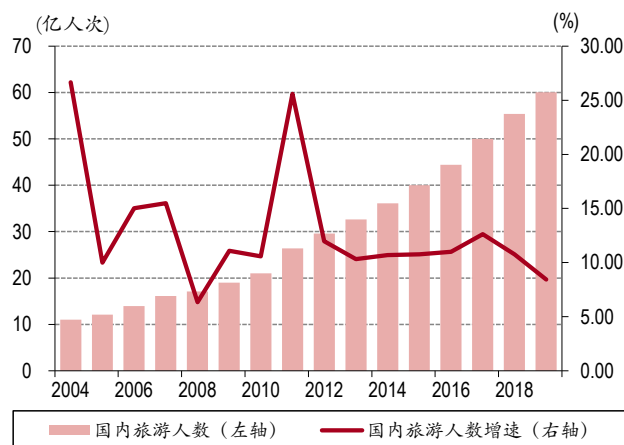
3.1 酒店业规模总体发展呈现上升趋势，产品模式由传统星级酒店到多业态发展

图表 9. 我国酒店住宿业发展规模



资料来源: fastdata 极数, 前瞻产业研究院, 中银证券

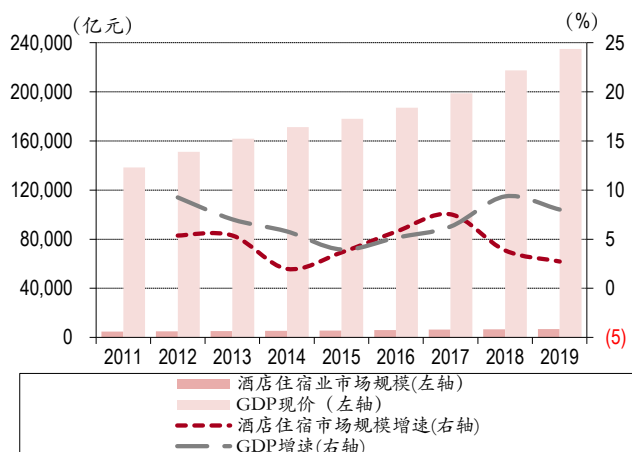
图表 10. 国内旅游人数及其增速变化情况



资料来源: 万得, 国家统计局, 文旅部, 中银证券

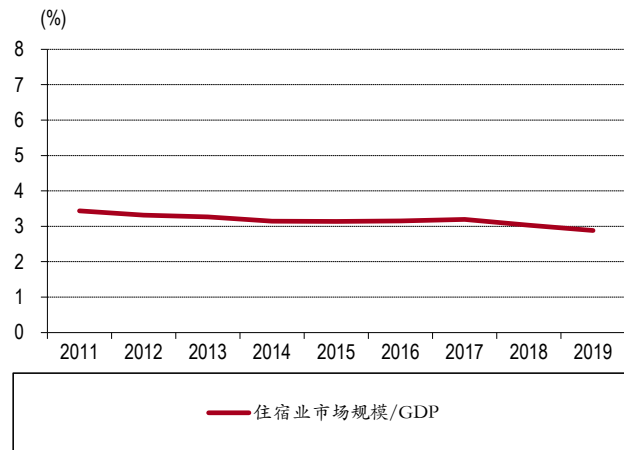
我国酒店住宿业发展规模逐年增加，增速易受到宏观经济影响。根据 fastdata 极数数据显示，中国酒店住宿业规模逐年上升，从 2011 年的 4,758 亿涨至 2019 年 6,770 亿，年均复合增速为 4%。酒店住宿业保持着小幅增速发展，2013 年-2014 年增速下降的部分原因是因为“八项规定”出台，因公集体外出旅游、开会等活动受到较为严格的限制，部分事业单位或者国企都取消外出旅游，或者降低其经费标准，从而也限制了酒店住宿业的发展规模。2018 年的再一次增速下降源于 2018 年的经济危机，导致居民收入减少，整体消费低迷，出游人数减少，进而影响到酒店住宿业。从数据上看，我国酒店业的营业额增速与国内 GDP 增速的幅度和方向性相似度高，酒店业营业额增速可以大致作为我国 GDP 增速的先行指标。

图表 11. 我国酒店住宿业营业额与 GDP 变化比较情况



资料来源: 万得, fastdata 极数, 前瞻产业研究院, 中银证券

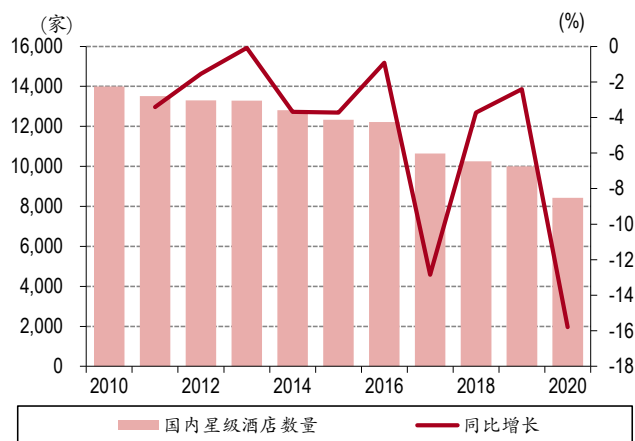
图表 12. 酒店住宿业占 GDP 比重变化



资料来源: 万得, 中银证券

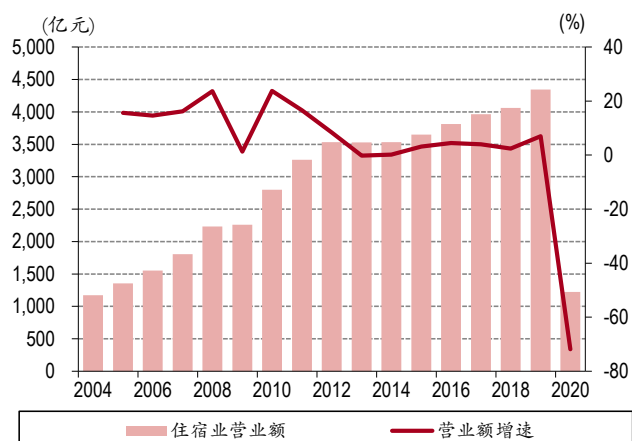
星级酒店数量逐年递减，营业额增速放缓，受疫情影响巨大。根据中国文旅部数据显示，我国近年来星级酒店数量不断下探，从2010年的13,991家下降至2020年8,423家，虽数量在不断下探但营业额在逐年提升。根据国家统计局数据显示，2004年至2019年星级酒店营业额从2004年的1,170.5亿元增长至2019年的4,343.6亿元，年均复合增速为8.54%，2020年受疫情影响巨大，营业额下降到15年前水平为1221.43亿元。在2011年前都是属于高速增长，涨幅都在14%以上。但是在2009年的增长幅度下挫至1.3%，这主要是因为2008年的次贷危机还是不可避免地对我国餐饮住宿业产生不利影响。随后国家及时出台相应刺激经济的措施和政策，2010年随着国内经济形势的恢复加之上海世博会的举办带动了住宿业消费，住宿业营业额达到同比23.76%的增长幅度。2011年后住宿业营业额增速开始下滑，到2013年出现负增长，这一阶段的增速下滑与我国开始限制“三公消费”和整体消费市场低迷有很大关联，特别是高星级酒店的营业收入受到较大影响。根据中国饭店协会发布的《2013中国饭店业发展报告》显示，在三公消费受到限制后，酒店和餐饮的会议消费快速下降。2014年酒店住宿业增速开始缓慢增加，在经历2018年经济危机后增速又一次下挫。除了国家政策、金融危机导致消费市场低迷外，国内旅游人数的增速放缓也是影响星级酒店增速放缓的主要原因之一。

图表 13. 我国星级酒店数量及增速变化



资料来源：文旅部，中银证券

图表 14. 我国星级酒店营业额及增速变化



资料来源：文旅部，中银证券

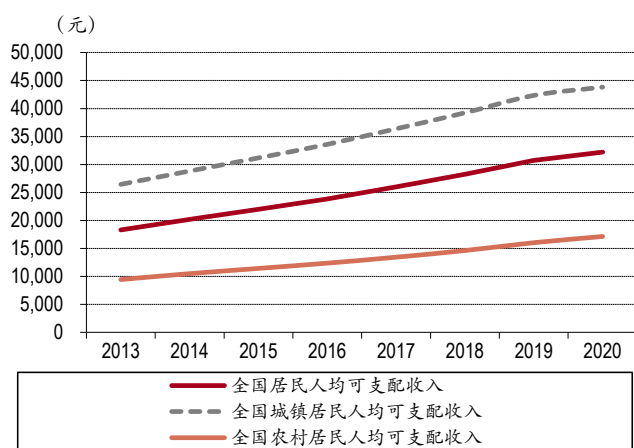
三星级占主流地位，四星及以上酒店占比逐年上升。根据中国文化与旅游部公开数据显示，我国星级酒店中三星级酒店占主导地位，虽从2010年起数量在不断缓慢减少，但因总体星级酒店数量下降更快，因此占比逐年微涨，近年来占比维持一直在48%左右。一、二星级酒店数量则是在大幅下降，二星级酒店占比从2010年的30.62%下降到2020年的12.91%，主要原因有三点，一是国民收入逐年增加，可支配收入逐年上涨，无论是城镇居民还是农村居民近年来的可支配收入都是在稳步上涨，对于居住类的人均消费支出出现上涨，因此对于只能提供基础服务的一、二星级酒店相对需求减少，消费者会更加倾向于能提供良好服务的中高端酒店；二是大量经济型连锁酒店逐步取代传统一、二星级酒店市场地位；三是非标住宿的崛起，花同等价格可以享受到更加个性化的服务，加之国家对乡村旅游、民宿业发展的指引，对一、二星级酒店的市场冲击不小。

图表 15. 2010 至 2020 年各星级数量及占比

	五星级	占比(%)	四星级	占比(%)	三星级	占比(%)	二星级	占比(%)	一星级	占比(%)
2010	545	4.59	2002	16.86	5384	45.33	3636	30.62	212	1.79
2011	615	5.22	2148	18.24	5473	46.48	3276	27.82	164	1.39
2012	640	5.58	2186	19.07	5379	46.92	3020	26.34	142	1.24
2013	739	6.27	2361	20.03	5631	47.78	2831	24.02	125	1.06
2014	745	6.61	2373	21.04	5406	47.93	2557	22.67	99	0.88
2015	789	7.41	2375	22.30	5098	47.88	2197	20.63	91	0.85
2016	800	8.03	2363	23.73	4856	48.76	1771	17.78	71	0.71
2017	816	8.44	2412	24.96	4614	47.74	1660	17.18	64	0.66
2018	764	8.43	2411	26.60	4409	48.65	1352	14.92	29	0.32
2019	822	9.11	2443	27.09	4350	48.23	1268	14.06	37	0.41
2020	820	9.62	2399	28.15	4074	47.81	1100	12.91	30	0.35

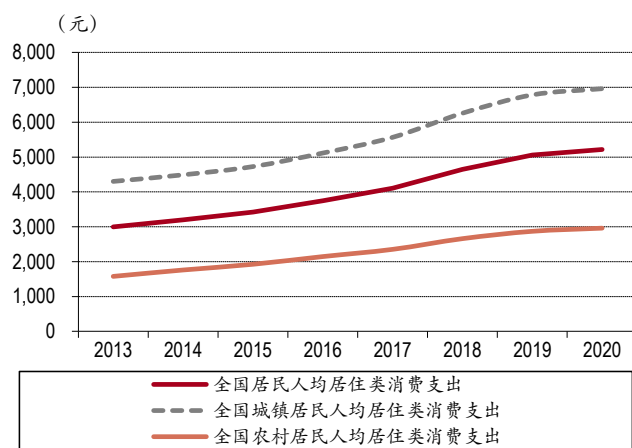
资料来源：文旅部，中银证券

图表 16. 我国居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，中银证券

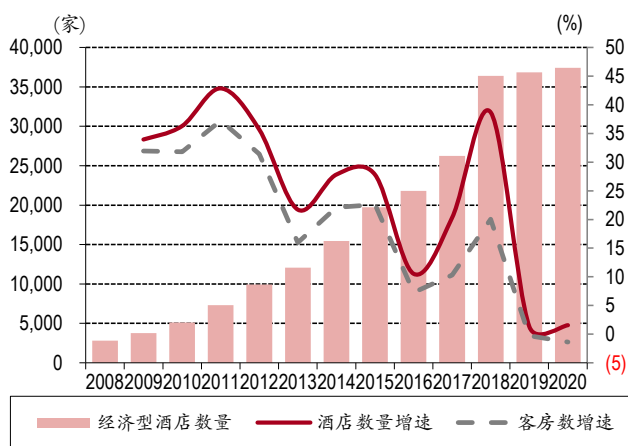
图表 17. 我国居民人均居住类消费支出



资料来源：国家统计局，中银证券

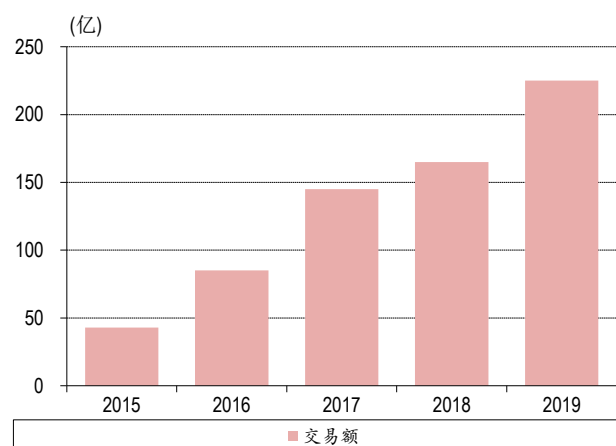
经济型酒店扩张数量虽不断增加，但增速逐渐震荡下降。除去星级酒店，我国还存有大量的经济型酒店，根据中国饭店协会和盈碟咨询公开的数据显示，经济型酒店数量从 2008 年的 2,805 家增至 2020 年的 37,422 家，其年均复合增速达到 22.05%。2009 年经济型酒店的扩张也受到了 2008 年金融危机的后期影响造成波动，虽然增速下降至 33.94% 但还是远高于年均复合增速。2011-2013 年同样受到限制“三公消费”的影响和整体消费市场低迷，其增速下降。2015 年受到股灾影响，导致整个社会经济处在低谷期，考虑到建设周期需要一段时间的影响，因此到 2016 年的扩张数量增速有所下降。随后经济进一步的复苏，使得经济型酒店再次迎来一波扩张高潮，在 2018 年增速高达 38.65%，但随着 2018 年下半年经济危机和中美贸易战的逐步影响，2019 年增速急剧下降至 1.29%，客房数增速首次呈现负增长为 -0.26%，2020 年受疫情影响持续负增长。整个市场趋于饱和，发展开始出现拐点，行业红利时代可能不再重现。

图表 18. 经济型酒店数量、房间数及增速变化



资料来源：中国饭店协会，盈碟咨询，中银证券
注：2008-2012 年数据含有少量中端酒店

图表 19. 2015 年-2019 年共享住宿市场交易额



资料来源：中国旅游与民宿发展协会，国家信息中心，中银证券

非标住宿繁荣发展，与标准住宿携手并进。我国住宿业除了酒店类型的标准住宿外，还有以民宿、客栈与精品酒店为代表的非标准住宿行业。随着国家对乡村旅游发展的大力支持，移动互联网发展不断提升民宿用户体验，国民对共享住宿的消费意愿和接受度越来越高。根据国家信息中心分享经济研究中心公布的共享住宿年度报告数据显示，2019 年我国共享住宿市场规模已达近 225 亿元，比上一年同期增长 36.4%；共享住宿参与者人数将近 2 亿人，比同期增长 53.8%，其中大概有 618 万服务提供者，为市场提供大量就业机会。2020 年 7 月发改委、文旅部等 13 部门共同发布《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》其中明确提出鼓励共享住宿、文化旅游等领域产品智能化升级和商业模式创新，发展生活消费新方式，培育线上高端品牌，自此鼓励发展“共享住宿”首次写入我国政府文件，获得官方支持。2020 年，为了恢复和鼓励因受疫情不利影响的非标住宿市场发展，各地纷纷出台相关措施，帮助非标住宿市场规范健康发展（详见图表 20）。

图表 20. 2020 年各地非标住宿相关政策一览

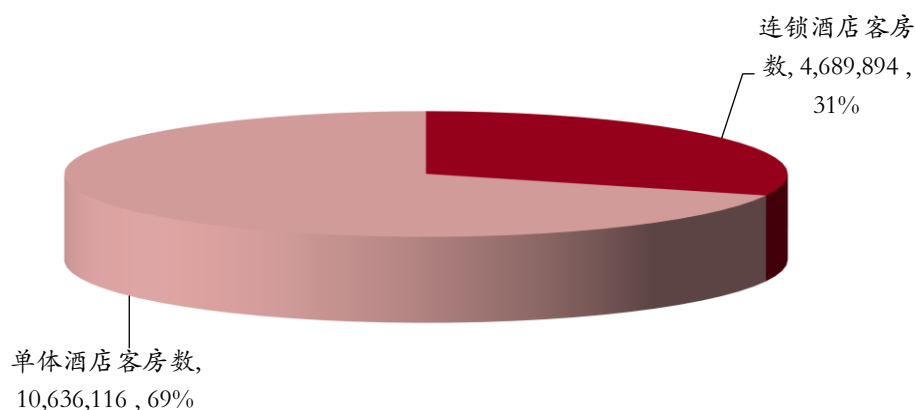
发布日期	省份	政策文件
2月8日	山西省	沁源县人民政府发布《沁源县鼓励旅游民宿产业发展奖励办法（试行）》的通知。
2月28日	浙江省	德清县面向证照齐全的民宿、莫干山国际旅游度假区范围内的度假酒店出台《德清县人民政府关于应对新冠肺炎疫情支持民宿产业发展的政策意见》。
3月6日	山东省	山东省印发《关于促进旅游民宿高质量发展的指导意见》。
5月24日	浙江省	瑞安市发布浙江省最优惠民宿扶持政策《瑞安市支持民宿产业发展新政策十条》，新政规定的“每个民宿特色村(群)可获 500 万元专项资金”“单家民宿最高 178.5 万元奖励资金”“100 万元贴息贷款”等大力度的扶持政策。
7月3日	浙江省	浙江德清出台针对民宿专项扶持政策，一方面降低银行贷款利率，一方面对民宿用电、水进行补贴，让民宿业主提振信心，民宿经济逐渐回暖。
8月3日	江西省	江西省出台《江西省人民政府办公厅关于促进民宿健康发展的意见》。
8月10日	北京市	北京市就短租房管理发布《关于规范管理短租房的通知（征求意见稿）》。
10月16日	上海市	上海文体旅游局发布《浦东新区促进乡村民宿健康发展的实施办法》。
11月24日	江苏省	桐庐县率先在全市范围内开展政策性“民宿气象保险”试点工作，制定全国首个民宿气象防御标准，推出首个专业险种，设立专项补助资金，提升民宿防灾能力。
11月25日	广西壮族自治区	广西壮族自治区人民政府办公厅印发《广西旅游民宿管理暂行办法》（桂证办发[2020]87号以下简称《办法》）。《办法》对全区旅游民宿的开办及经营管理等作出规定，对推动广西壮族自治区旅游民宿高质量发展具有重要意义。
12月24日	北京市	12月24日，北京市住房和城乡建设委员会、市公安局、市互联网信息办公室、市文化和旅游局四部门联合正式印发《关于规范管理短租房的通知》。该《通知》旨在使得住房短期租赁市场规范发展。

资料来源：中国旅游与民宿发展协会，中银证券

3.2 市场结构仍以单体酒店为主，中端连锁酒店渐为中坚力量

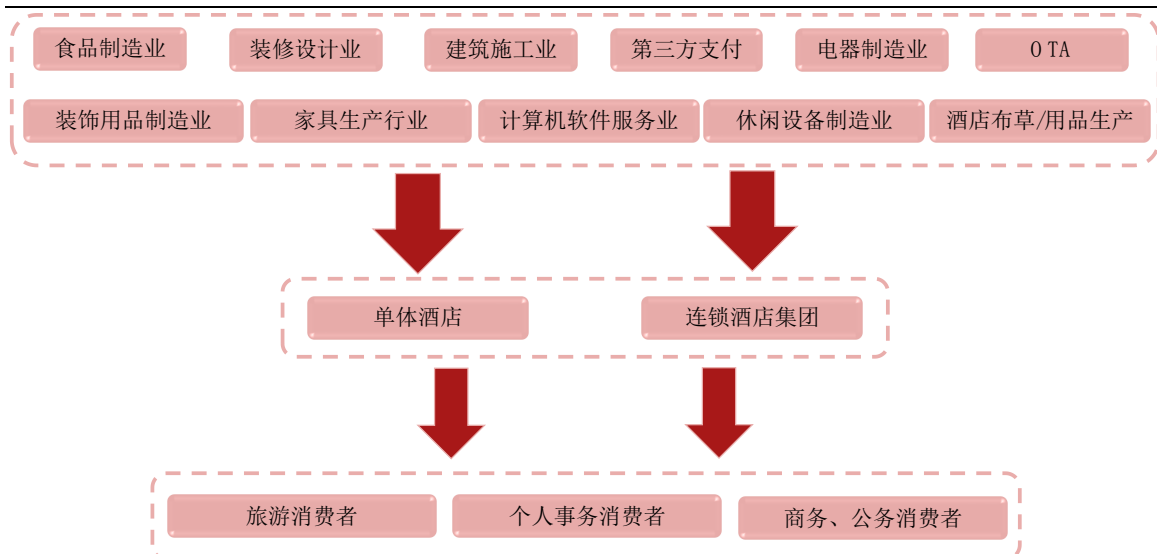
市场结构仍以单体酒店为主，在产业链中处于弱势地位。根据中国饭店协会发布的《2021 中国酒店业发展报告》数据显示，截止 2021 年 1 月 1 日，我国有 2,668 个酒店连锁品牌，连锁酒店数 5.5 万家，单体酒店 22.4 万家，连锁客房数为 469 万间占比 31%，单体酒店客房数为 1,046 万间占比为 69%，整个酒店行业仍以单体酒店为主，酒店连锁化仅为 31%，整体提升空间较大。整个酒店行业产业链的上游是以食品制造业、OTA、酒店布草用品生产行业、家具生产行业、装修设计业等为主，下游包括旅游消费者、个人事务消费者和商务或公务消费者这三大类消费者。酒店行业的上游产业参与众多，单体酒店对上游议价能力小；对于下游的消费者，大部分管理团队缺乏系统的培训和较强的销售能力，因此吸引力相对较小。根据携程数据显示，在 2020 年酒店关店数量中单体酒店达到 98%，这一数据也印证单体酒店其抗风险能力低，在产业链里处于不利地位，同时也折射出大型连锁酒店集团的风险管理及抗风险能力较强。

图表 21. 中国酒店连锁化率（酒店客房数）



资料来源：盈碟咨询，中国饭店协会，中银证券

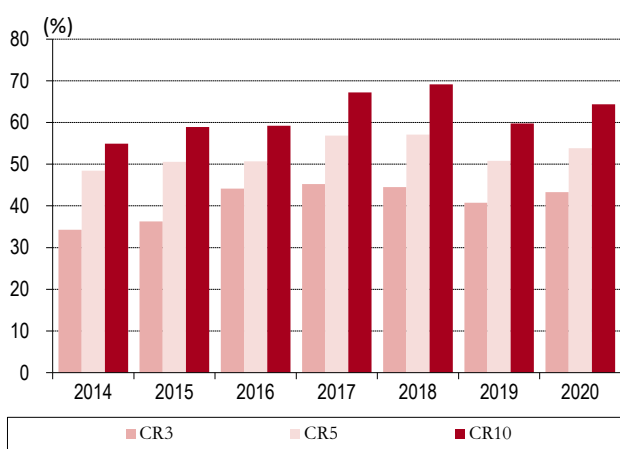
图表 22. 酒店行业产业链全景图



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

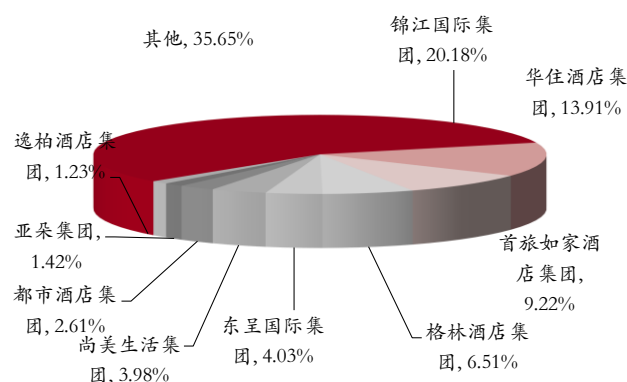
酒店行业集中度逐年上升，酒店集团稳步发展。2014年至2018年，中国酒店行业市场CR10集中度逐年提升从54.95%升至69.17%，2019年大幅降至59.76%，2020年前10大酒店集团市占率重回60%以上达到64.35%。按照市场占有率排列，中国酒店集团第一梯队为锦江国际集团、华住酒店集团和首旅如家酒店集团，为我国三大龙头酒店集团，在2020年的市占率分别为20.18%、13.91%和9.22%，总计市占率达到43.31%。第二梯队则是格林酒店集团市占率为6.51%和东呈国际集团4.03%。第三梯队为尚美生活集团、都市酒店集团、亚朵集团等。在2020这一特殊的年份，大型连锁酒店集团的风险管理及抵抗能力得到充分的证明，在疫情的严重冲击之下，我国酒店集团规模不但没有降低，反而逆势增长。根据中国饭店协会发布的《2021年中国酒店集团TOP50报告》中数据显示，2020排名三大龙头酒店集团的客房数分别是94.65万间，65.22万间和43.25万间，同比2019年底增加20万间，其增势显著。除此之外进入top50之内的其他酒店集团也有不同程度增长。

图表 23. 中国酒店品牌市场集中度



资料来源：中国饭店协会，中银证券

图表 24. 2020 年中国 10 大酒店集团市占率

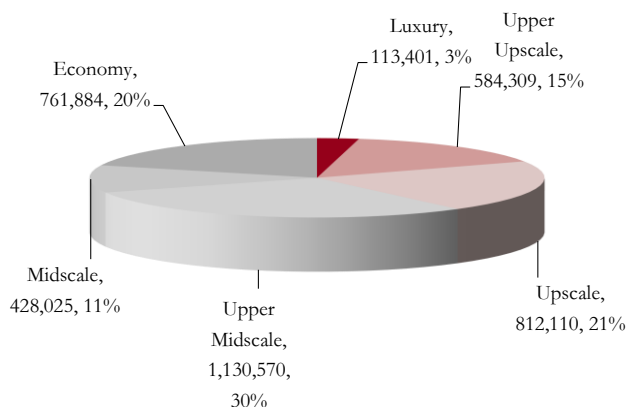


资料来源：中国饭店协会，中银证券

酒店业并购整合持续升温，龙头企业向国际化企业迈进。在2014年，中国酒店市场占有率前十的还是如家、锦江、华住、铂涛、格林豪泰、首旅、维也纳、尚客优、东呈和玖玖旅馆。随着锦江酒店2016年3月和2017年12月份分别完成收购铂涛集团81%和12%的股权，2016年7月完成对维也纳集团80%股权的收购，2019年锦江酒店已稳居市场占有率第一，占比19.50%，领先第二名华住近8.5pct。除此之外，2016年4月，首旅酒店集团宣布对如家酒店的私有化收购完成交割，如家酒店成为首旅酒店的全资子公司。四大巨头强强联合，市场占有率重新洗牌，排位有所变动。在面对外资酒店品牌的强势入驻下，国内龙头酒店集团除对本土酒店并购整合以外，还纷纷与外资酒店进行并购或联合，抢占国内外市场。2014年铂涛酒店与希尔顿酒店联合推出希尔顿欢朋酒店，欢朋酒店在华运营由铂涛酒店全面负责；2015年3月锦江酒店完成对卢浮集团100%股权收购；2016年2月东呈酒店集团联手万豪国际推出中端品牌“万枫”；2018年锦江酒店集团完成对丽笙酒店集团的收购；2019年首旅如家酒店与凯悦酒店集团合资成立酒店管理公司，推出全新酒店品牌“逸扉”。

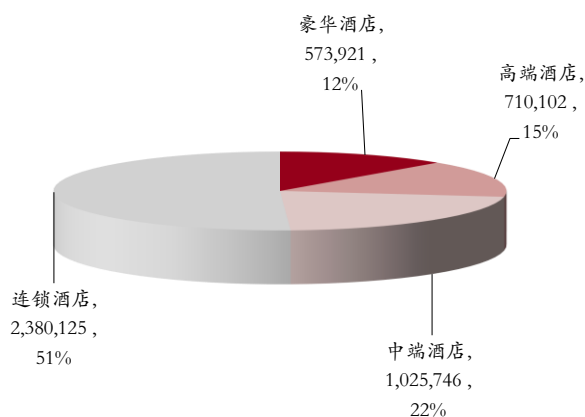
连锁化虽不断上升，但仍与发达国家有差距。对于发达国家而言，由于酒店现代化起步较早，因此整个行业发展更加成熟，相应的连锁化程度也更高，根据STR数据显示美国在1990年就已经实现连锁化率46%，在2016年底至今，美国酒店业的连锁化率一直保持在70%左右，2020年为72.5%，是目前我国连锁化率31%的2倍多。根据中国饭店协会和盈蝶咨询2020年调研数据显示，从我国酒店业整体连锁化情况来看，经济型酒店的连锁客房数为238万间，连锁化率最低为25%，中端酒店的连锁客房数为102.6万间，连锁化率为40%，高端酒店的连锁客房数为71万间，连锁化率为32%和豪华型酒店的连锁客房数为57.4万间，连锁化率最高为53%。对比美国酒店业，其连锁酒店是以中高端型酒店为主，其占比高达77%；而我国连锁化酒店还是以经济型酒店为主导，占比51%，中高端酒店占比仅有37%，同比不到美国的一半。随着酒店业的逐年发展，我国酒店业未来在行业连锁化率和中高端连锁化仍有大幅度的提升空间。

图表 25. 美国 2020 年连锁酒店等级占比



资料来源: STR, Choice Hotels, 中银证券

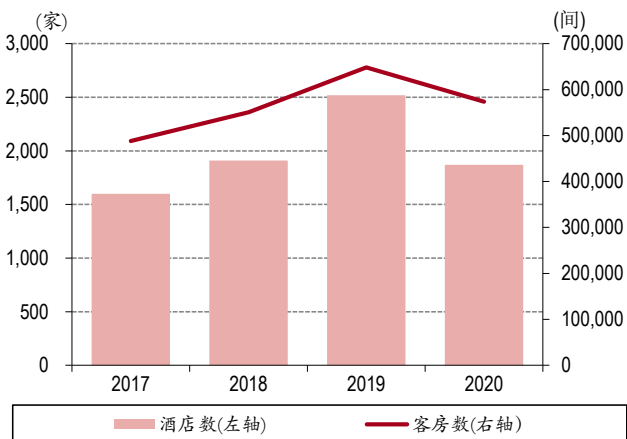
图表 26. 中国 2020 年连锁酒店等级占比



资料来源: 中国饭店协会, 盈蝶咨询, 中银证券

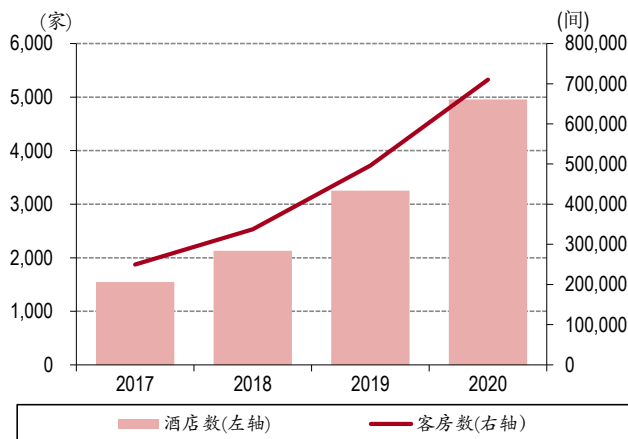
连锁酒店中高端化成趋势，中端酒店为中坚力量，经济型酒店市场负增长。中国饭店协会根据公司公告、酒店官网和盈蝶咨询数据整理得出，截止 2021 年 1 月 1 日，我国豪华连锁酒店共计 1,869 家，客房数 573,921 间，同比下滑 11.48%，我国豪华连锁酒店受到国家地产紧缩政策和疫情影响，数量出现一定的下滑。国际外资豪华酒店主要分布于一、二线城市，在三、四线城市存在明显的市场漏洞，中国本土豪华酒店有望抓住此良机持续发展。高端连锁酒店共计 4,954 家，客房数 710,102 间，同比增长 43.01%，连续三年保持在 35% 以上的增长率，随着国民经济水平进一步提高，消费不断升级，酒店结构逐步趋向高端化发展。以经济连锁型发家的国内龙头企业也纷纷加速中高端酒店布局与发展，因此近年来客房增长率逐年快速增长。我国中端连锁酒店共计 10,500 家，客房数 1,025,746 间，同比增长 6.28%，增长率趋于稳定。其数量主要在于中国庞大的中产阶级群体和龙头酒店对经济型酒店进行的产品升级。目前我国中产阶级人数众多，且仍在不断快速增长，为消费升级提供良好基础。根据麦肯锡预测，到 2022 年我国中产阶级数量将达到 2.71 亿家庭，将成为中端酒店的主要消费人群，因此我国中端酒店潜在消费人群可能年增长保持在 10% 左右，中端酒店正逐步发展为中坚力量。曾经发展繁荣出现爆炸式增长的经济型连锁酒店，目前增速开始连续负增长，我国经济连锁酒店共计 37,422 家，客房数 2,380,125 间，同比下降 1.39%，经济型酒店市场经过十几年发展，开始面临客房损耗严重，人力、租金、能耗等综合成本不断上升，消费者需求变化等一系列压力因素，导致整个经济型酒店市场可能开始面临发展拐点。目前一、二线城市的经济型酒店市场已趋近饱和，但三、四线城市仍有大量的单体酒店且经济酒店市场仍是刚需产品，市场下沉在未来还有较大的增长空间，这一方面可能成为经济型酒店重新注入增长动力的机会。

图表 27. 2017-2020 豪华连锁酒店及客房数量



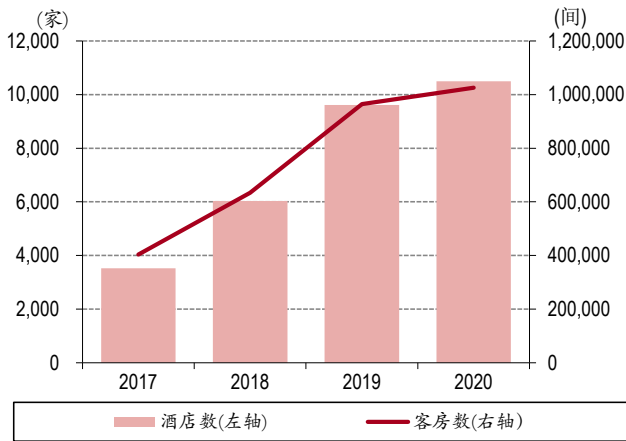
资料来源: 公司公告, 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 中银证券

图表 28. 2017-2020 高端连锁酒店及客房数量



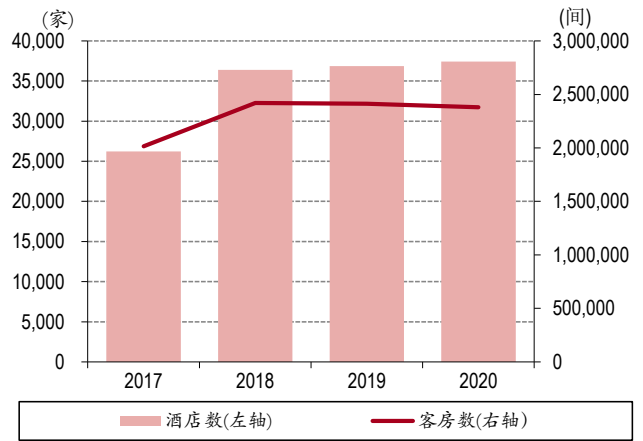
资料来源: 公司公告, 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 中银证券

图表 29. 2017-2020 中端连锁酒店及客房数量



资料来源：公司公告，盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

图表 30. 2017-2020 经济连锁酒店及客房数量



资料来源：公司公告，盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

轻资产化逐渐成为连锁酒店发展趋势。传统酒店模式投资金额大，回报周期长，影响现金流率。在新经济发展形势下，轻资产化是实现企业价值最大化的手段之一，轻资产的核心思想是充分利用企业的核心价值及其可使用的外界资源，减少自身投入，集中资源来创造品牌效应，当酒店品牌形成，对外进行品牌输出寻求利润，从而来提高连锁酒店的盈利能力和发展规模。我国酒店集团巨头纷纷加入轻资产行动中，为了实现轻资产化转型逐步出售重资产、输出自有品牌、转向特许加盟。酒店三大巨头—华住酒店、锦江酒店和首旅如家酒店在 2020 年年报的数据显示其加盟费或受托管理费收入成为重要收入来源之一，其锦江酒店的加盟管理费收入最高达 35.63 亿元，占营业收入 36.00%，华住酒店和首旅如家的加盟管理费也分别占营业收入的 30.76%和 21.99%。且与之前同期相比，占比是呈现不断上涨趋势，且锦江酒店 2020 年对比 2019 年的涨幅提高最大，提高近 15%，虽然营收下降也是原因之一，但加盟管理费较其他两家相比不减反增，是占比提升的重要原因之一。此现象也进一步说明酒店的加盟管理费在整个酒店运营中已逐渐处于重要地位，连锁酒店集团逐步向轻资产化迈进。

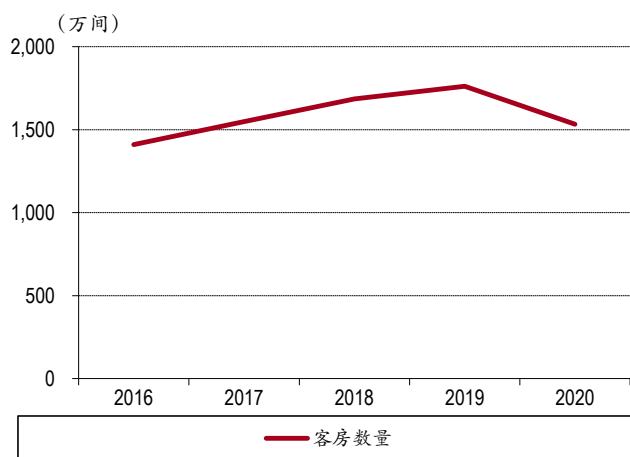
图表 31. 锦江、华住、首旅如家的加盟管理费收入及占比

公司名称	2018 年		2019 年		2020 年	
	管理费 (亿)	占比 (%)	管理费 (亿)	占比 (%)	管理费 (亿)	占比 (%)
华住酒店集团	25.27	25.11	33.42	29.81	31.36	30.76
锦江酒店集团	26.32	17.91	29.26	19.38	35.63	36.00
首旅如家集团	14.34	16.79	15.82	19.04	11.61	21.99

资料来源：公司公告，中银证券

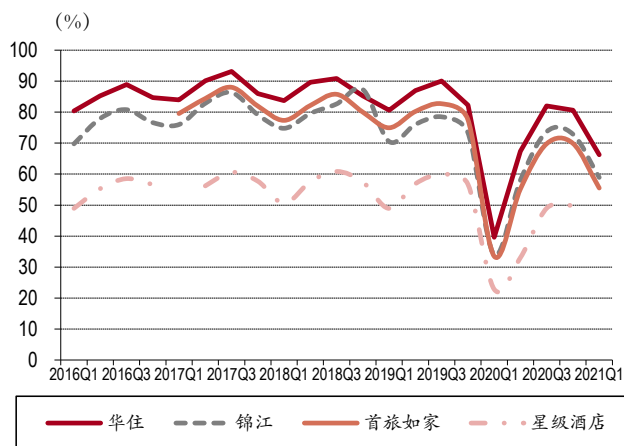
整体酒店供需失衡现象仍存在，龙头企业入住率表现良好。根据中国饭店协会与盈蝶协会发布的一系列数据显示，我国酒店客房数量在受 2020 年疫情影响前一直是呈现上升趋势，于 2019 年达到 1,762 万间。在 2016 年之前有很长一段时间没有比较权威的客房总数数据，最近一段时间中国住宿业供给最全面的数据是在 2000 年的《全国旅游住宿设施统计调查报告》，其报告上显示 1999 年我国个体旅馆客房数约为 147 万间，社会旅馆客房数约为 346 万间，旅游涉外饭店客房数约为 89 万间，总计为 582 万间。在 20 年间，客房总数从 1999 年的 582 万间客房总数增长至 2019 年的 1,762 万间，年均复合增速达到 5.69%。根据公司公告和文旅部数据显示，我国星级酒店平均入住率明显低于三大龙头酒店集团，其中华住酒店集团表现最好，全年平均入住率在 85%左右，以经济型酒店起家的首旅如家和锦江稍低于华住大概在 80%，这两家酒店平均入住率略低的原因是之前经济型酒店野蛮扩张导致的结果。最后反观全国星级酒店的平均入住率却一直在 55%左右徘徊，这主要还是由于整个酒店市场的供给失衡产生的现象。

图表 32. 近 5 年我国酒店业客房总量



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

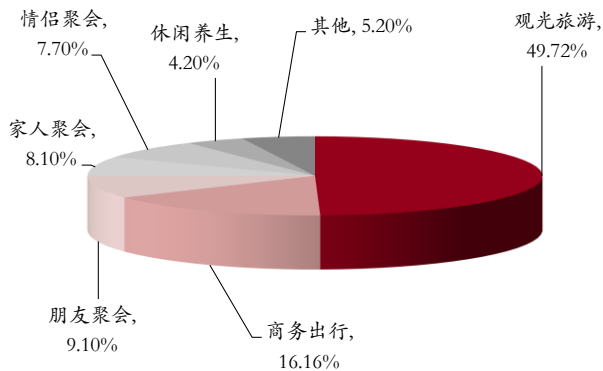
图表 33. 三大龙头酒店集团与星级酒店入住率走势



资料来源：公司公告，文旅部，中银证券

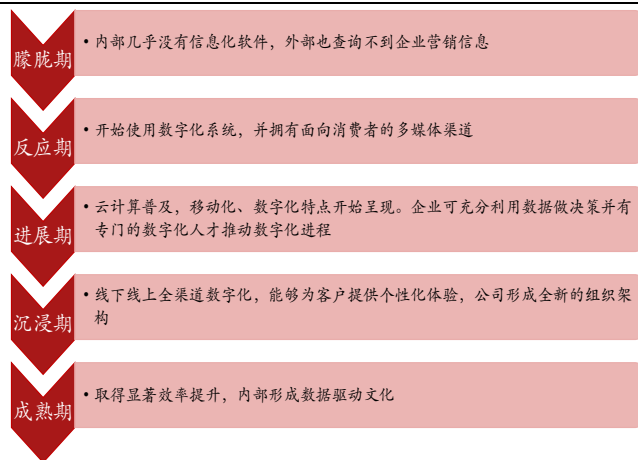
酒店需求市场以观光旅游为主。根据驴妈妈旅游网的数据统计，我国酒店行业的需求市场主要是来自于观光旅游、商务出行、各类聚会等需求，其中需求占比最大的是观光旅游群体，占比接近整个住宿需求市场的一半，比例为 49.72%；其次是商务人士出行的住宿需求，占比为整个需求市场的 16.16%；剩下的各类聚会住宿需求均在占比 10% 以下，分别为朋友聚会占比 9.2%、家人聚会占比 8.1%、情侣聚会占比 7.7%，休闲养生 4.2% 和其他需求 5.2%。

图表 34. 2020 年我国酒店业需求占比统计



资料来源：驴妈妈旅游网，中银证券

图表 35. 酒店数字化的 5 个阶段



资料来源：Centric Digital，石基信息，中银证券

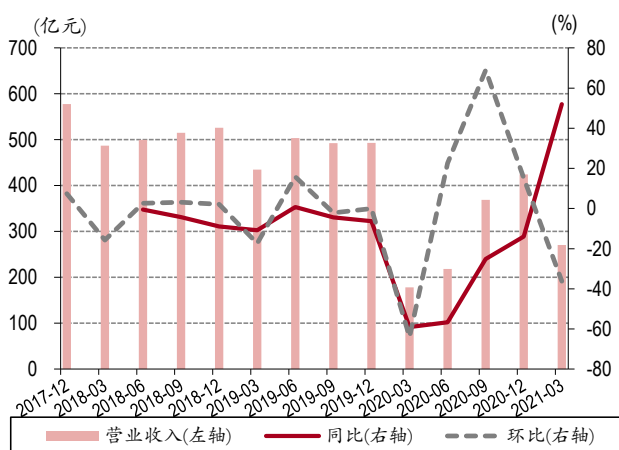
数字化开始影响酒店行业发展，疫情加快对酒店数字化的转型。随着全面数字化浪潮来袭，酒店业开始数字化转型也是势在必行，特别是因为疫情影响，更是加快对酒店数字化的转型。从目前的中国酒店行业数字发展趋势来看，中国本土酒店业大部分酒店仍处在“反应期”的阶段，小部分领头酒店开始步入“沉浸期”阶段，整体酒店数字化不足。根据 Sojern 发布的《2020 年酒店业数字化营销策略报告》显示亚太地区酒店营销人员的主要营销预算都投入进 OTA，而酒店业发达的欧美地区广告投放更多的是在社交媒体和付费搜索。中国本土酒店想要迈入“进展期”，就需要增加对云计算使用，可以充分利用数据和细化标签做决策。但根据 hospitality Technology 发布的《2020 年酒店业技术研究报告》显示，目前全球只有 35% 的酒店 PMS 实现云计算，而中国本土酒店这个比例只会更少。因此酒店业数字化道路仍旧漫长，不过这次疫情的影响迫使众多酒店开始加速数字化发展。

3.3 我国酒店行业的发展挑战：受疫情、非标住宿和外资酒店三重挑战

1) 整体酒店业受疫情影响明显，疫情反复导致恢复不畅

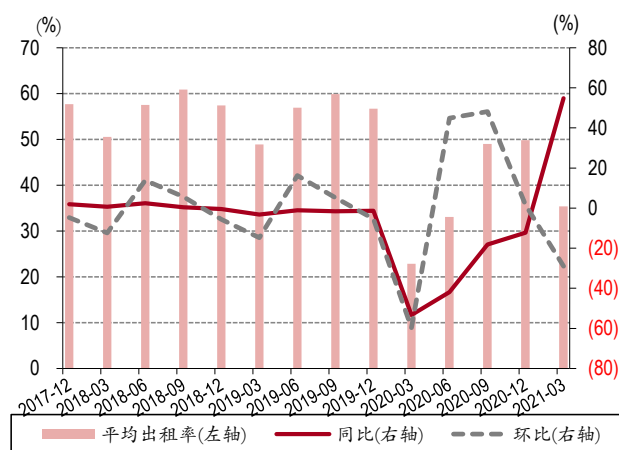
受疫情冲击影响，各大经营指标大幅下降。2020年对于每个行业来说都是相当不平凡的一年，由于疫情的爆发2020年第一季度大家都被迫就地过年，假期过后仍是以居家办公为主，商旅活动暂时停摆，与商旅活动高度关联的酒店业相应也遭受强烈冲击。从文旅部公布的星级酒店各项经营数据可知，2020年第一、二季度，星级酒店的营业收入、平均出租率、平均房价和可供出租客房收入数据与同期相比均是大幅下降，营业收入仅有178.03亿元，同比下滑59.66%；平均出租率仅为22.83%，比同期下降53.31%；平均房价为317.87元/间夜，较同期下降6.93%，可供出租客房收入72.58元，同比下降56.54%。随着国内疫情管控得当，整体情况逐渐好转，酒店业整体经营数据触底后开启反弹走势，各项经营数据逐步靠向疫情前数据恢复中，但2021第一季度的散发疫情拖延了行业进一步复苏，虽同比数据均有较大提升，但环比数据均再次大幅下降，因此疫情的反复还是对行业的持续复苏产生阻碍。

图表 36. 星级酒店营收变化



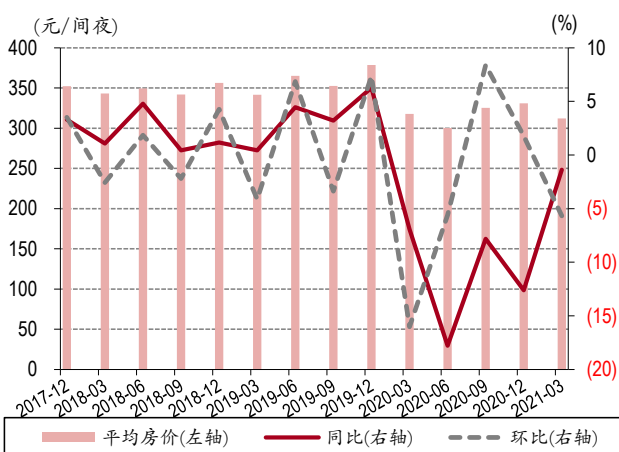
资料来源：文旅部，中银证券

图表 37. 星级酒店平均出租率变化



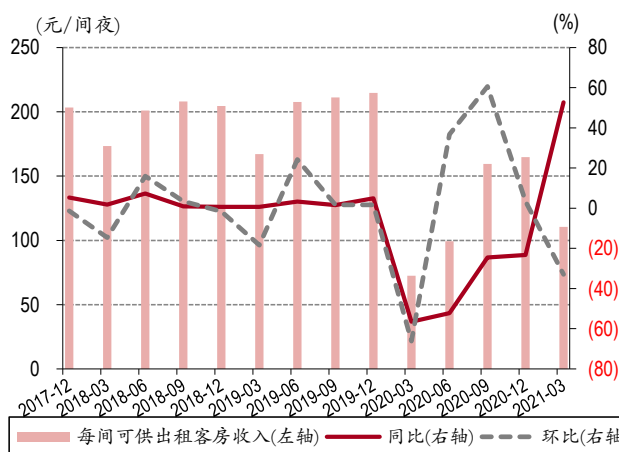
资料来源：文旅部，中银证券

图表 38. 星级酒店平均房价变化



资料来源：文旅部，中银证券

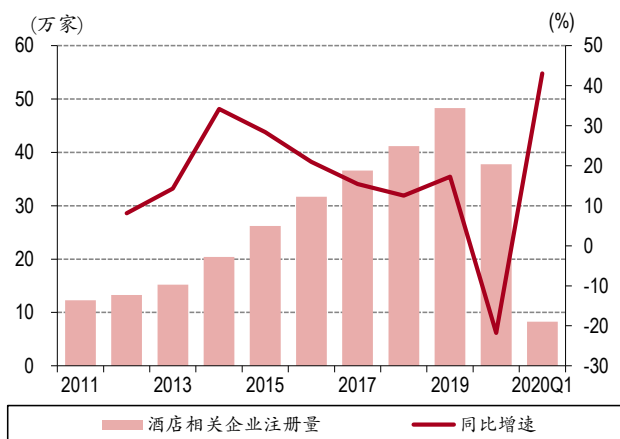
图表 39. 星级酒店可供出租客房收入变化



资料来源：文旅部，中银证券

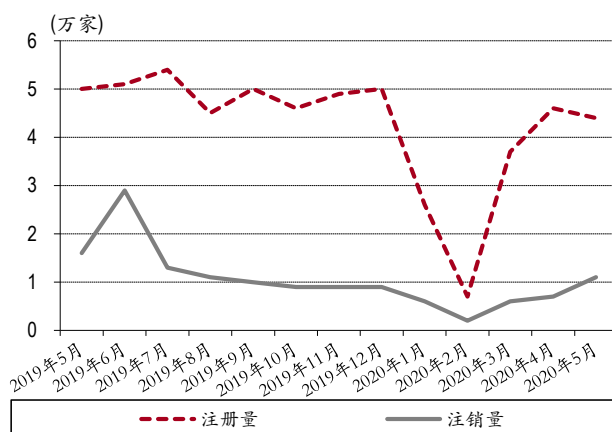
疫情导致相关酒店企业注册量下滑，注销量上升。根据企查查数据显示，2020年之前我国酒店相关企业注册量一直保持增长趋势，从2011年的12.3万家上涨至2019年的48.3万家，年均复合增速达到16.41%，增速在2018年下降到一个低点后有所反弹，但是受疫情的巨大冲击，2020年我国酒店企业注册量大幅下滑，注册量仅为37.8万家，同比下滑21.7%。2020年2月的注册量达到历史新低注册量仅为0.7万家。在疫情特殊时期，各大酒店为了维持资金运转，纷纷采取压缩管理成本、打折促销等开源节流方式，不过仍有不少企业并没度过这个难关，2020年5月酒店行业开始恢复，但仍有1.1万家酒店企业注销。2021年随着疫情的逐渐恢复，第一季度我国酒店企业注册量达到8.3万家，比同期增长43.1%，其中1至3月的酒店相关企业注册量分别为2.7万家、1.5万家和4.1万家，3个月数据均呈现同比上涨趋势。

图表 40. 2011-2021Q1 年中国酒店相关企业注册量



资料来源：企查查，中银证券

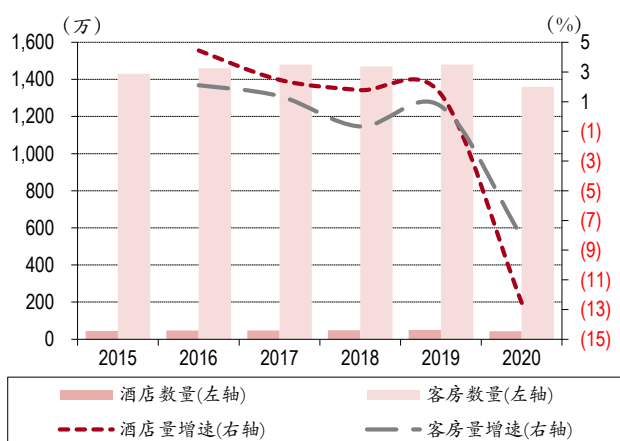
图表 41. 2019.5-2020.5 中国酒店企业注册和注销量



资料来源：企查查，中银证券

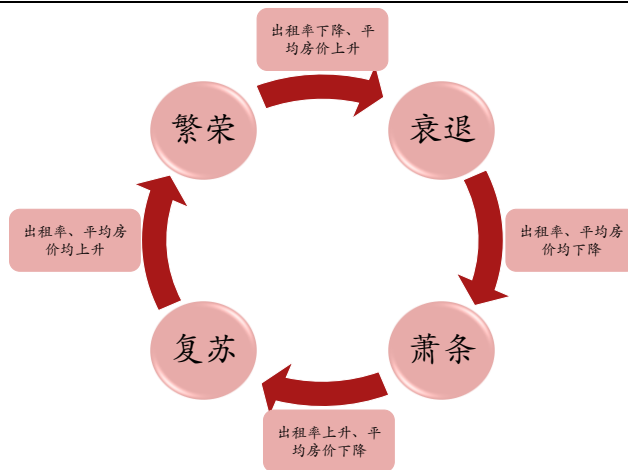
疫情反复导致单体酒店大量关门。虽从2020年5月开始疫情好转，但局部地区仍有小范围散发性病例的扩散，疫情的不断反复导致单体酒店连连倒闭关门，根据携程发布的数据保守估计，2020年酒店行业关店数在15万家，在这停运的15万家酒店中单体酒店占比就达到98%。我国单体酒店从2015年至2019年一直保持微量增长，从44.42万家涨至49.13万家，客房数基本在1,470万间上下波动。到2020年单体酒店数量仅剩42.96万家，客房数下降至1,360万间。近年来酒店业的平均出租率一直不高，总体平均出租率一直没能突破60%，是由于酒店业目前是处于供大于求局面，这次疫情巨大冲击加速对单体酒店的出清，供给端的减少可以有效改善供过于求局面，同时使得酒店连锁化加速。

图表 42. 2015年-2020年中国单体酒店数量及客房数



资料来源：智研咨询，中银证券

图表 43. 酒店周期



资料来源：中银证券

供给端出清，需求端稳步上行，复苏周期有望来到。单体酒店的不断关门、酒店相关企业不断注销，供给端持续出清。疫情整体控制良好，休闲度假、差旅需求预计加速恢复，与其紧密相连的住宿刚性需求也在不断稳步上行。完整的酒店周期分为四个周期，分别为复苏、繁荣、衰退和萧条，由于疫情冲击打破酒店业原本的周期走势，导致 2020 第一季度酒店业直接加速进入萧条阶段，OCC、ADR 和 RevPAR 全部大幅下滑呈现负增长。当行业开始复苏时 OCC 同比变化由负转正为第一信号，之后 ADR 也随之转向正增长，RevPAR 同比增速开始触底回升。目前根据文旅部数据显示，星级酒店的 OCC 和 RevPAR 同比增速均在大幅上升，ADR 同比下降幅度不断收窄，2021 第一季度三大经营数据同比增长分别为 54.82%/-1.37%/52.71%，第二季度是传统旺季，ADR 有望增速由负转正。如果之后没有大范围疫情爆发，酒店业基本迈入复苏期。

2) 外资酒店品牌效应仍强，本土高端品牌发展还需不断努力

外资酒店仍不断在华拓展，OYO、温德姆和洲际占领市场份额 TOP3。改革开放以后，外资酒店品牌主要以合资的方式进入中国市场，主要运营的是一线城市的高端酒店。90 年代后，逐渐从合资转向独资在中国市场进行特许加盟业务。各国的头部酒店企业均在中国市场有所涉足，这也归功于中国经济的快速发展，中国酒店业巨大的发展潜力吸引着各大龙头酒店来分一杯羹，近年来各大国际酒店集团纷纷加速布局在华市场。2019 年 4 月洲际酒店集团在大中华区开业酒店规模已突破 400 家，已成为该集团的全球第二大市场，在过去仅仅两年时间里已新增 100 家开业酒店。温德姆酒店扩张速度更快，集团计划在 2021 年在大中华区至少新开 100 家酒店，截止 2021 第一季度温德姆在大中华区已开门店 22 家。到 2020 年外资酒店集团占领在华市场份额的前 3 分别是 OYO、温德姆和洲际，前 20 几乎被温德姆酒店管理集团、洲际酒店集团、希尔顿酒店集团、万豪国际酒店集团及雅高酒店集团这几家头部酒店集团旗下酒店品牌包揽。

图表 44: 2020 年外资酒店集团在华品牌规模 TOP20

名次	品牌名称	所属集团	客房数	门店数
1	OYO 酒店	鸥游酒店管理(上海)有限公司	78,043	2,276
2	速 8 酒店	温德姆酒店管理集团	75,139	1,046
3	智选假日	洲际酒店集团	37,772	195
4	皇冠假日	洲际酒店集团	35,476	100
5	假日酒店	洲际酒店集团	27,881	101
6	喜来登	万豪国际酒店集团	27,265	77
7	华美达酒店	温德姆酒店管理集团	26,514	123
8	希尔顿欢朋	希尔顿酒店集团公司	26,032	157
9	希尔顿酒店	希尔顿酒店集团公司	24,626	71
10	豪生大酒店	温德姆酒店管理集团	23,022	63
11	香格里拉	香格里拉酒店集团	21,387	50
12	洲际酒店	洲际酒店集团	18,267	47
13	美居酒店	雅高酒店集团	17,486	104
14	万豪酒店	万豪国际酒店集团	15,025	46
15	温德姆酒店	温德姆酒店管理集团	14,168	53
16	希尔顿逸林	希尔顿酒店集团公司	12,897	39
17	铂尔曼	雅高酒店集团	12,583	40
18	戴斯酒店	温德姆酒店管理集团	9,846	60
19	凯悦酒店	凯悦酒店集团	9,810	31
20	福朋喜来登	万豪国际酒店集团	9,726	34

资料来源：盈碟咨询，中国饭店协会，中银证券

中国酒店业高端市场份额仍被国际酒店品牌占领。根据迈点研究院发布的2020年中国旅游住宿业品牌百强榜单来看，前二十名中的高端酒店就占领8个席位，但是仅有1个高端酒店来自我国本土酒店集团，其他7个均来自国际酒店集团。我国本土酒店集团主要占领份额还是在经济型酒店领域。从整个榜单来看，头部品牌效应明显，七大主要酒店集团登上百强榜的总数达到57个占比接近6成。其中国内三大酒店巨头共30个品牌入选，锦江酒店入围最多为15个品牌，其次是首旅如家共8个品牌入选，华住酒店集团则是入选7个。国际品牌方面，拔得头筹是万豪酒店集团共12个品牌入选榜单，洲际、希尔顿及温德姆酒店以5个品牌并列。由此可知品牌化的重要性，品牌意味着更高的市场份额和较强的市场竞争力。

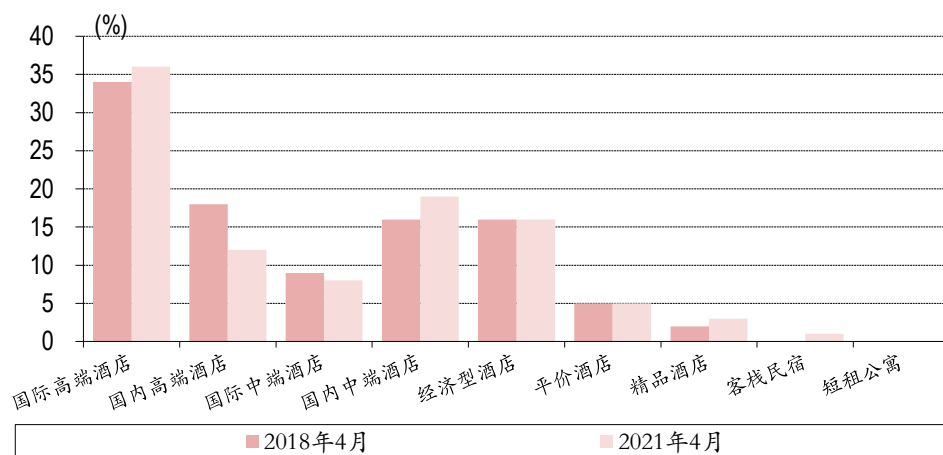
图表 45. 2020 年中国旅游住宿业品牌百强榜单前二十

名次	监测对象	所属类型	所属集团	品牌指数
1	如家	经济型酒店	首旅如家酒店集团	574.70
2	维也纳	有限服务中档酒店	锦江国际集团	564.96
3	汉庭	经济型酒店	华住酒店集团	518.36
4	洲际	国际高端酒店	洲际酒店集团	516.21
5	希尔顿	国际高端酒店	希尔顿全球酒店集团	499.25
6	锦江之星	经济型酒店	锦江国际集团	490.68
7	假日	全服务中档酒店	洲际酒店集团	485.17
8	万豪	国际高端酒店	万豪国际集团	456.56
9	格林豪泰	经济型酒店	格林酒店集团	449.27
10	全季	有限服务中档酒店	华住酒店集团	440.91
11	喜来登	国际高端酒店	万豪国际集团	438.66
12	皇冠假日	国际高端酒店	洲际酒店集团	432.26
13	锦江	国内高端酒店	锦江国际集团	424.24
14	速8	经济型酒店	温德姆酒店集团	419.72
15	麗枫	有限服务中档酒店	锦江国际集团	412.10
16	凯悦	国际高端酒店	凯悦酒店集团	410.41
17	7天	经济型酒店	锦江国际集团	408.61
18	亚朵	有限服务中档酒店	亚朵集团	405.45
19	香格里拉	国际高端酒店	香格里拉酒店集团	378.43
20	锦江都城	有限服务中档酒店	锦江国际集团	365.37

资料来源：迈点研究院，中银证券

中国本土酒店品牌发展中高端迈进，但高端酒店影响略有变弱。根据迈点研究院数据统计显示，从2018年到2021年这3年时间里国内中端酒店进入百强影响力的酒店占比有所提高，从16%提升至19%，其主要原因为龙头企业近年来纷纷在对经济型品牌进行升级改造，例如首旅酒店的如家2.0升级为如家NEO3.0，华住的汉庭酒店也从2.0升级为3.0，锦江旗下铂涛酒店对麗枫、喆啡、希岸等多个特色化的中端品牌进行长达几年的孵化，现在也逐渐收获果实，获得广大消费者的认可。但是国内高端酒店影响力有所下降，从18%下降至12%，我国大量多数高端酒店是引进国际品牌入驻，品牌竞争力还没有树立起来，且服务标准没有统一，加之国际品牌起步早，对于管理、运营和服务均有丰富的经营和完善的制度。因此在高端酒店市场国内酒店品牌还需继续努力，提高自身核心竞争力。

图表 46. 2021 年 4 月与 2018 年 4 月中国酒店品牌影响力百强占比相比

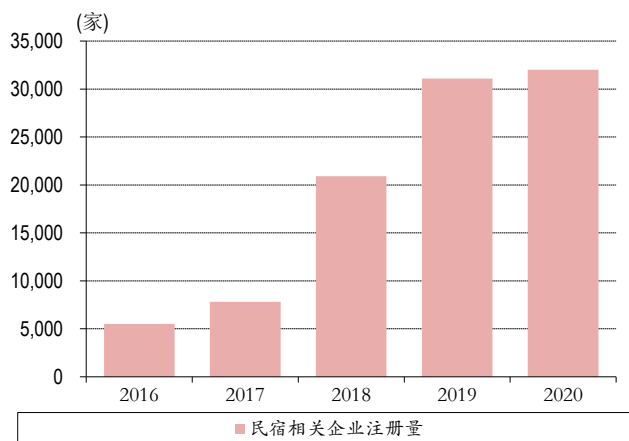


资料来源：迈点研究院，中银证券

3) 非标住宿发展壮大不断蚕食传统酒店市场

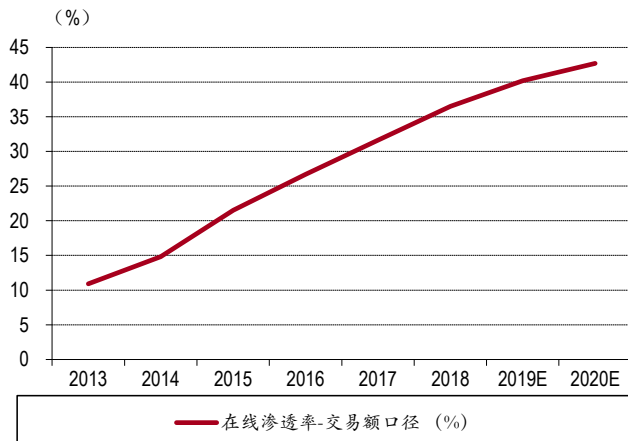
非标住宿供需端稳定上涨促行业发展。在旅游消费升级和旅游供给侧结构性改革的背景下，旅游住宿业的边界划分越发模糊，住宿形式多元化，因此非标住宿的规模不断扩大。根据中国信息中心数据显示，共享住宿新业态收入占全国住宿业客房收入的比重从 2015 年 2.3% 上涨至 2018 年 6.1%，对住宿服务业的拉动增长作用为每年 2.1pct。近年来非标住宿行业的良好发展趋势吸引不少投资者的加入，因此民宿行业相关企业注册量在近几年持续增加，2016 年民宿相关企业注册量只有 5,509 家，2018 年已突破 2 万家，2020 年注册量达到 32,005 家，较 2016 年相比已增长约 4.8 倍。目前非标住宿的预订方式主要是以在线方式预订为主，在线住宿预订具有便捷性和多样性，使得在线住宿市场渗透率不断走高，艾瑞咨询预测 2020 年在线渗透率可达 42.7%。作为非标住宿需求端之一，2017 年-2019 年在线短租用户规模持续上升，从 2017 年的 0.8 亿人增长到 2019 年的 2.28 亿人，年均复合增速为 41.78%，因受到疫情影响，2020 年出现小幅下滑，艾媒咨询预测在 2021 年中国在线短租用户将突破 3 亿人。作为民宿行业的供给端，2016 年至 2019 年中国在线民宿房源及房东数量，均保持不断上涨趋势，4 年间中国在线民宿房源数量从 59.2 万间上涨到 134 万间，年均复合增速为 22.66%，房东总量从 23.7 万人上涨到 40 万人，年均复合增速为 13.98%。由在线民宿市场重要的供需两端上涨趋势来看，在线民宿市场发展旺盛。

图表 47. 2016 年-2020 年中国民宿相关企业注册量



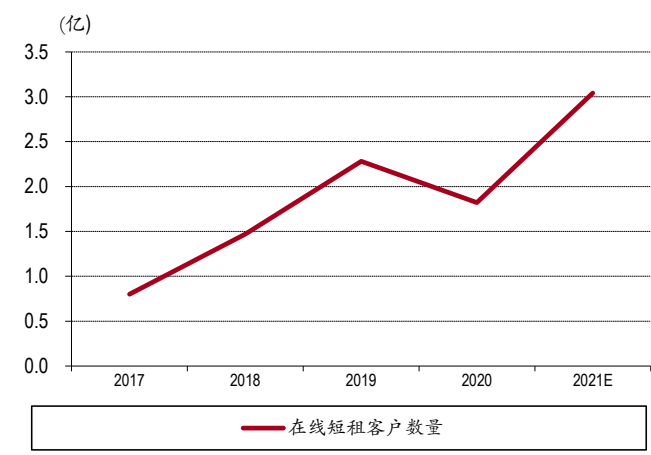
资料来源：企查查，中银证券

图表 48. 2013-2020 年中国在线住宿预订渗透率及预测



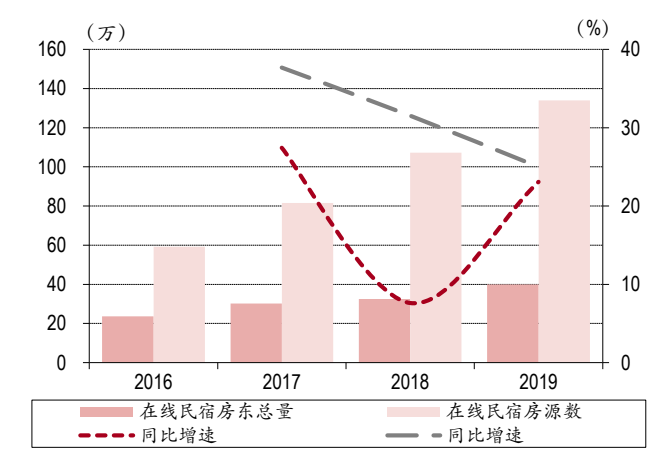
资料来源：公司公告，艾瑞咨询，中银证券

图表 49. 2017-2021 年在线短租用户规模及预测



资料来源：艾媒咨询，中银证券

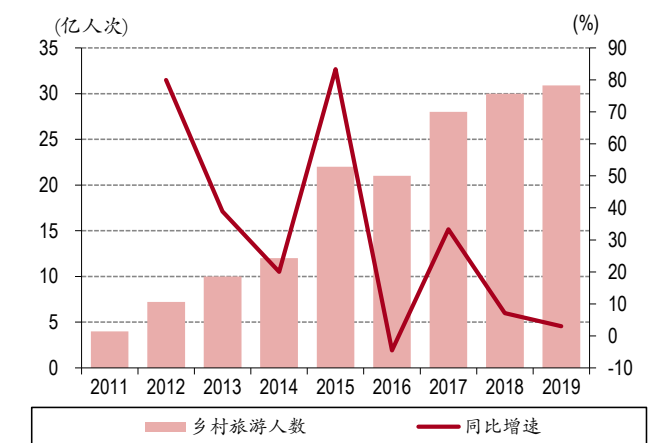
图表 50. 2016-2019 年中国在线民宿房源、房东数



资料来源：中国旅游与民宿发展协会，中银证券

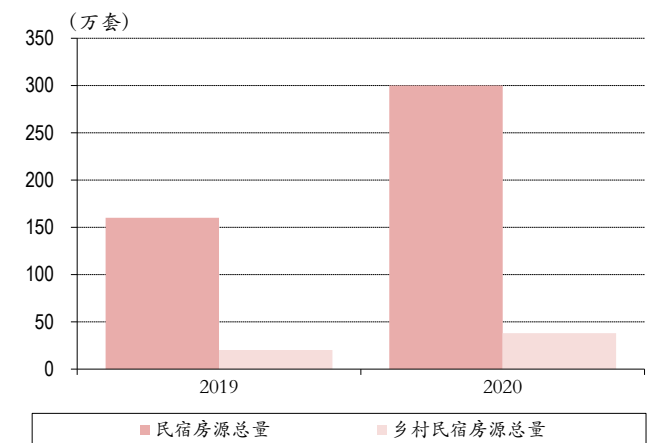
国家不断释出利好政策鼓动民宿行业发展。目前城市、重点景区旅游已发展繁荣，乡村旅游也开始步入大家的视野，其乡村旅游也是我国旅游消费的重点领域之一。我国休闲农业及乡村旅游人数从 2011 年的 4 亿人次达到 2019 年 30.9 亿人次，年均复合增长为 25.5%。近年来我国为了大力支持乡村旅游行业及相关产业的发展，同时出台了不少鼓励民宿行业发展政策。例如国务院在 2015 年首次点名“积极发展客栈民宿、短租公寓、长租公寓等细分业态”，逐步推动民宿合法化，2018 年《完善促进消费体制机制实施方案》明确提出鼓励发展租赁式公寓、民宿客栈等旅游短租服务一系列利好政策，其他相关政策可详见图表 53。受到国家支持后中国民宿房源和乡村民宿房源迅猛发展，2020 年我国民宿房源总量达到 300 万套，比 2019 年同期增长 88%，我国乡村民宿房源总量达到 38 万套，同比增长 90%。除国家在十四五规划纲要大力推广民宿行业、乡村经济外，另有 15 个省市也将民宿行业发展写进十四五规划（详见图表 54）。因此三四线小城市和景区周边的住宿市场份额被非标住宿抢占不少。

图表 51. 2011-2019 年中国乡村旅游人数及增长



资料来源：文旅部，农业农村部，艾媒数据，中银证券

图表 52. 2019-2020 年中国民宿房源总量



资料来源：中国旅游与民宿发展协会，中银证券

图表 53. 我国历年来对民宿行业的相关政策

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2015 年 11 月	国务院	《国务院办公厅关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》	首次点名“ 积极发展客栈民宿、短租公寓、长租公寓等细分业态 ”，将其定性为生活性服务业，将在多维度给与政策支持。推动了民宿合法化，鼓励支持发展。
2016 年 1 月	国务院	《中共中央、国务院关于落实发展新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见》	明确指出要大力发展休闲农业和乡村旅游，有规划地开发 休闲农庄、乡村酒店 、特色民俗、自驾露营、户外运动等乡村休闲度假产品。
2016 年 3 月	发改委、中宣部、科技部等十部门	《关于促进绿色消费的指导意见》	支持发展共享经济，鼓励个人闲置资源有效利用，有序发展网络预约拼车、自有车辆租赁、 民宿出租 、旧物交换利用等。在组织领导和支持政策中提出两条支持渠道：一是国家发展改革委等有关部门支持符合条件的特色小镇建设项目申请专项建设基金； 二是中央财政对工作开展较好的特色小镇给予适当奖励。
2016 年 7 月	住建部、国家发改委、财政部	《关于开展特色小镇培育工作的通知》	支持范围包括：土地住房。
2018 年 3 月	国务院	《关于促进全域旅游发展的指导意见》	城乡居民可以利用自有住宅依法从事民宿等旅游经营。 通过民宿改造提升、安排就业、定点采购、输送客源、培训指导以及建立农副土特产品销售区、乡村旅游后备箱基地等方式，增加贫困村集体收入和建档立卡贫困人口人均收入。
2018 年 10 月	国务院	《完善促进消费体制机制实施方案》	在进一步放宽旅游服务消费领域市场准入方面，方案明确提出： 鼓励发展租赁式公寓、民宿客栈等旅游短租服务。
2019 年 2 月	中共中央、国务院	《关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》	充分发挥乡村资源、生态和文化优势，发展适应城乡居民需要的休闲旅游、 餐饮民宿 、文化体验、健康养生、养老服务等行业。顺应老龄化社会的到来，发展民宿康养、游憩康养等乡村休闲旅游项目。依托都市农业生产生态资源和城郊区位优势，发展田园观光、农耕体验、文化休闲、科普教育、健康养生等业态，建设综合性休闲农业园区、农业主题公园、观光采摘园、 乡村民宿和休闲农庄 ，满足城市居民消费需求。
2020 年 7 月	农业农村部	《全国乡村产业发展规划（2020-2025 年）》	

资料来源：国务院，发改委，中银证券

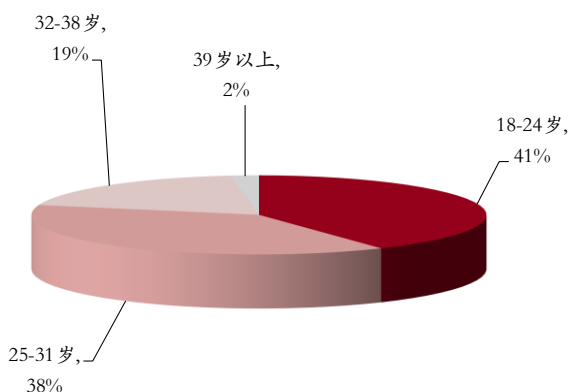
图表 54. 各省市十四五规划纲要对于民宿行业的相关内容

地区	主要内容
中国	推动种养加结合和产业链再造,提高农产品加工业和农业生产性服务业发展水平,壮大休闲农业、乡村旅游、民宿经济等特色产业。
北京	实施文化与旅游融合发展工程,依托“一城三带”建设一批富有文化底蕴的世界级旅游景区,推进青龙湖国家旅游度假区建设,深入开展世园公园后续利用,打造“京韵满乡民族团结文旅精品示范带”,实施智慧旅游拓展工程、乡村民宿提升工程等,建设彰显文化魅力的旅游名城。突出首都农业生态、富民、服务与保障的复合功能,强化以城带乡、以工促农,发展观光农业、特色农业、智慧农业、精品民宿,促进乡村一、二、三产业融合发展,壮大新型农村经济。培育乡村旅游、生态旅游、精品民宿等绿色产业,提供更多二、三产业就业岗位。制定生态涵养区适宜产业引导支持政策,培育壮大现代农业、乡村旅游和精品民宿等产业,引导资源节约型、生态友好型产业项目在生态涵养区落地,打造生态沟域。壮大生态涵养区农村集体经济,结合新业态鼓励建立民宿联盟、生态产业合作社等,发展新型集体林场。
上海	提升休闲农业和乡村旅游水平,打造一批民宿集聚点、乡村旅游路线和农事节庆文化活动,围绕旅游古镇、特色村落、乡村民宿等打造一批特色村镇休闲区,满足城乡居民消费休闲需求。
湖南	加快红色培训、红色演艺、红色度假、红色民宿、红色文创、红色研学等产品的创意开发,培育一批红色旅游文创基地和企业。实施“十、百、千”文旅融合示范区工程,建设一批文化旅游融合发展示范区、旅游休闲城市和街区、夜经济聚集示范区,打造一批网红城市、自驾车营地和民宿龙头企业,壮大假日经济和会展经济。
重庆	完善服务业地方标准体系,制订修订养老、家政、育幼、民宿等服务标准,提升服务质量。建立完善星级酒店和旅游民宿相互补充的高品质旅游住宿体系。
贵州	加强对星级酒店、乡村客栈及民宿的标准化建设和管理,推动旅游酒店完善设施设备,持续提升接待能力。大力发展乡村旅游,推进乡村旅游重点村创建,实施乡村旅游村寨、客栈、民宿和农家乐标准化建设,推动打造一批乡村类旅游A级景区,培育100家特色酒店(民宿、客栈)。推动住宿业创新发展,开展全省住宿业100强典型示范创建活动,着力提升旅游星级酒店质量,鼓励引导旅游热点地区和景区周边乡村建设特色客栈、民宿、度假村。
云南	大力发展特色产业、乡村旅游、民族文化、民宿休闲、田园观光等多元化集体经济,增强集体经济“造血”功能。
江苏	丰富乡村经济业态,推进特色农业与农产品加工、乡村旅游、农村电商等一体发展,因地制宜壮大旅游民宿、农耕体验、健康养老等新兴产业新模式,带动更多农民增加收入。
四川	实施休闲农业和乡村旅游精品工程,建设休闲观光园区、森林人家、康养基地、乡村民宿、田园综合体。
浙江	完善农村信贷抵押担保政策,加快发展合作社股份收益权、林地收益权、规模养殖场存栏活畜禽等抵质押贷款,鼓励开发“农特产品贷”以及创客贷、电商贷、民宿贷等特色信贷产品。启动打造一批世界级旅游景区和度假区,建设一批国家级旅游休闲城市和街区,发展乡村民宿。
黑龙江	提高餐饮住宿服务接待水平,加快发展星级酒店、经济型酒店、民宿等适合不同消费群体的住宿体系,打造以绿色、生态、田园为特色的龙菜品牌。建设景区星级宾馆,提升民宿特色功能品质。
青海	发展客栈、民宿等细分业态,规范外卖、快递配送服务。推进农村“四边”绿化,打造“河湟民宿”“绿洲庄园”“环湖牧居”“多彩藏居”等特色民居和乡村建筑,健全农牧区人居环境长效管护机制。实施“三五二”乡村旅游示范引领项目,完善乡村旅游配套设施,扶持一批星级乡村文化旅游接待点、重点村和示范景区,发展乡村民宿。
江西	深入推进民宿高质量发展。到2025年,力争全省旅游接待总人数突破10亿人次,旅游综合收入突破1.2万亿元。
福建	鼓励返乡下乡人员领办农产品加工、农业生产服务及农村电子商务等经营实体,引导农民就地就近发展餐饮、民宿、零售、家政、运输、电商等小投资、低门槛、快见效的项目。
陕西	汉中、安康、商洛,重点发展山水旅游、生态康养、特色民宿、文化创意等产业。实施休闲农业和乡村旅游精品行动,大力发展智慧乡村旅游,打造一批田园观光类、民俗风情类、农业体验类、民宿度假类等特色鲜明的旅游名村和主题园区。
宁夏	促进人工智能、物联网、区块链等新技术研发及其在服务领域的转化应用,培育发展智慧物流、旅游民宿、电子商务、智慧商圈、数字文化、互联网医疗等新兴业态,加快产业更新,提升服务功能。

资料来源:发改委,中银证券

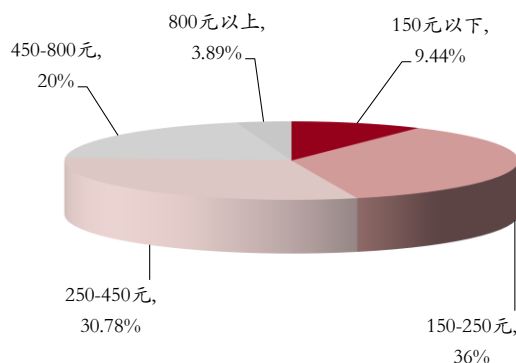
年青一代喜欢个性化产品，看中非标住宿高性价比为主要消费人群。根据中国旅游与民宿发展协会发布的《2020年度民宿行业研究报告》上显示，民宿的用户群体以年青一代为主，其中18-24岁的年龄阶段占比最高，达到41%，占比第二的是25-31岁阶段，比例为38%，紧接着是32-38岁阶段，占比达19%，39岁以上占比仅为2%。根据我国的年龄分段，18岁以上40岁以下均为青年，因此民宿整体以青年人为主，占比达98%。千禧一代（指1982-1996年间出生的人）与Z世代（指1997-2012年间出生的人）成为民宿行业主要用户人群。据《民宿市场发展报告》民宿的主力消费价格在150-250元之间，占比为36%；其次为250-450元之间，占比为30.78%；450-800元的占比为20%。虽然与之装修风格相似的中端酒店价格相比稍高，但是由于民宿大多是家庭或朋友集体入住，平摊到人均价格会远低于中端酒店价格，还可享受到旅游导览，景区接送等附加服务，因此，民宿的性价比更高，对消费者的吸引力更强。年青一代成为非标住宿的主要消费人群，主要原因也是目前年轻人的住宿需求多元化、个性化和要求性价比，不再拘泥于传统酒店服务设施。

图表 55. 2020 年民宿房客年龄占比



资料来源：中国旅游与民宿发展协会，中银证券

图表 56. 中国民宿价格区间



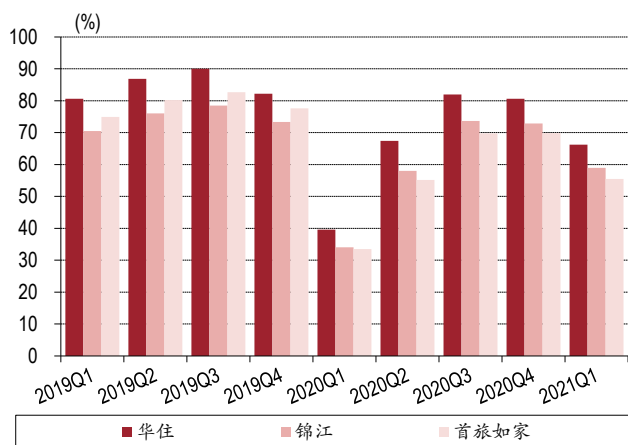
资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

4 中国酒店业未来展望

单体酒店受疫情明显，头部企业恢复较快，有较好中期成长性

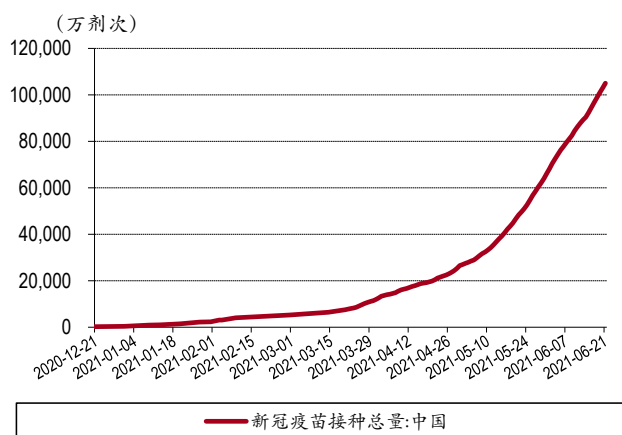
大量单体酒店因在运营、资金上的明显短板使其抗风险能力弱，在疫情的强烈冲击下没能幸免于难纷纷倒下。而连锁化酒店集团在资金、管理和运营上有明显优势，一方面有专业的运营管理人才，完善的会员体系，获客成本低渠道多；另一方面有集中采购优势，议价能力突出。因此在本次疫情中恢复速度快。国内三大龙头酒店 2020 年第四季度入住率已恢复到 70% 左右，华住集团更是恢复到了 80%。虽然 2021 年第一季度有散发疫情和就地过年政策影响其入住率，但随着疫情的平息、疫苗的加速接种，头部酒店企业入住率有望再次快速恢复，中期来看仍有较强成长性。

图表 57. 2019 年至今三大头部酒店入住率



资料来源：公司公告，中银证券

图表 58. 中国接种疫苗总量



资料来源：卫健委，中银证券

商旅出游人士渐恢复，小长假住宿需求接近疫前水平

中国旅游研究院公布的 2021 年第一季度和上半年旅游市场预测，数据显示第一季度旅游复苏情况好于预期，旅游经济景气指数达到 105.72，同比环比均有所上升分别为 36.8% 和 20.4%，第一季度因受疫情局部小范围扩散和就地过年的影响，旅游人次暂时只达到 2019 年同期的 39% 和 32%，旅游人数和旅游收入分别约为 6.97 亿人次和 0.56 万亿元。第二季度是传统旅游旺季，将迎来清明、五一和端午三个小长假。刚结束的一五一假期，“人从众”熟悉的模式在各个景区出现。“五一”黄金周，旅游市场持续回暖，据文化和旅游部数据中心测算，2021 年“五一”假期，全国国内旅游出游 2.3 亿人次，同比增长 119.7%，按可比口径恢复至疫前同期的 103.2%；实现国内旅游收入 1,132.3 亿元，同比增长 138.1%，按可比口径恢复至疫前同期的 77.0%。根据多个平台数据显示，小长假酒店预订量大幅提升赶超疫情前数据，飞猪数据显示酒店预订同比涨超 200%；Amadeus Demand360® 的商业情报数据显示中国 2021 年 4 月酒店入住率达到 62%，虽然 1-2 月酒店入住率有所下降，但 3-4 月的入住率稳步上行，逐渐接近疫前水平，继续推动着业绩复苏。疫情防控良好，疫苗接种加速，有望下半年完成群体防疫。虽局部仍有散发病例，但目前情况均在可控范围内。目前国内疫苗已接种超过 10 亿剂，且接种总量还在不断上升和接种速度也在持续加速，随着国内疫苗的加速接种普及和后续旅游市场有望保持的增长态势，会逐步带动酒店业进一步恢复活力。

下沉市场大，酒店连锁化有望加速，中端酒店扩张良机或将来

主要位于三线及以下城市或地区的大量单体酒店倒闭，供给端的出清，释放出部分市场份额。酒店业头部抓住时机使这些单体酒店加盟公司酒店品牌，进而以较低成本扩大市场份额。有助于酒店行业整体连锁率提升，集中度提高。由于疫情的冲击，现在消费者的生活和消费习惯也被影响而有所改变，以往需要大量人力来办理入住退房等手续服务的，现在由于提倡保持距离而显得格格不入。后疫情时代消费者在住宿方面更加注重清洁卫生和个人空间，经济型酒店正好借此时机进行产品升级迭代向性价比高的中端酒店发展，全面提升产品品质。酒店业头部企业抓住这个时期正在加速核心品牌升级以及下沉市场品牌的扩张，由于其完善运营管理制度和庞大会员体系优势，其他小型连锁酒店短期内难以动摇头部企业市场地位。

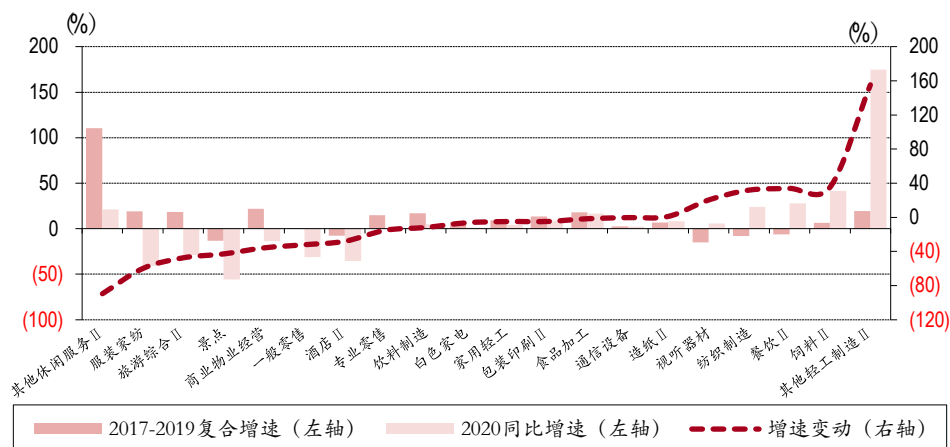
疫情成催化剂，酒店业加速建设在线化，信息化和数字化

OTA 助力，酒店在线化加速，近年来不少酒店接受 OTA 的战略投资，在线平台除了获取经济回报以外，同时也给予酒店业的产业赋能。目前酒店产业数字化升级转型方兴未已，疫情的冲击加速了酒店数字化转型进程。尤其在运营上转变最为突出，疫情倒逼酒店根据信息化大数据寻找更为精准化和针对性运营销售模式，酒店获取流量的渠道也从公域渠道逐渐转向至私域渠道运营，加快在线化进程。这样不仅可以给消费者带来实际优惠外，还可以降低运营成本以及提高客户忠诚度，从而提高酒店收益率。

5 行业处于复苏上升期，提供布局良机

为了筛选出盈利弹性较大的消费细分行业，我们选取出 20 个重点行业 2020 年的营收、净利增速与 2017 至 2019 年三年营收、净利年均复合增速进行对比，假设二者的差额代表消费行业受疫情冲击的程度，若差额越大则代表 2020 年的营收、净利增速距离疫情前的营收、净利增速仍有较大差距，可能在 2021 年会有较大的增长弹性。

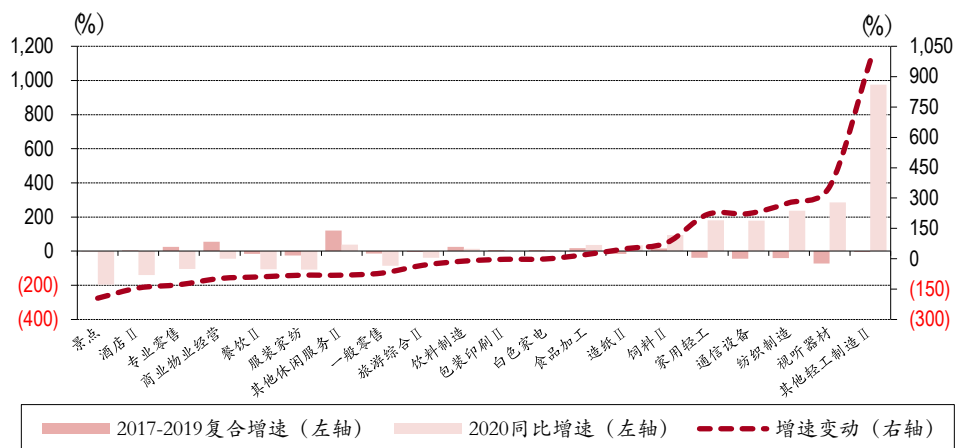
图表 59. 消费细分行业 2020 同比营收增速与 2017-2019 复合营收增速的对比



资料来源：万得，中银证券

酒店业受疫情冲击影响较大，2021 年具有较强增长弹性。2020 年营收增速对比 2017 至 2019 年营收复合增速变动较大的消费细分行业为：其他休闲服务变动 (89.43)；服装家纺变动 (59.82)；旅游综合变动 (47.30)；景点变动 (42.75)；商业物业经营变动 (35.66)；一般零售变动 (31.97)；酒店变动 (27.93)。2020 年净利增速对比 2017 至 2019 年净利复合增速变动较大的消费细分行业为：景点变动 (195.61)；酒店变动 (144.85)；专业零售变动 (128.82)，这三个行业是差额前三，变动数据均破百。虽然酒店业营收增速对比上差额不算最大，但综合净利增速来看酒店业盈利增长还是具有较大弹性。

图表 60. 消费细分行业 2020 同比净利增速与 2017-2019 复合净利增速的对比



资料来源：万得，中银证券

结合营收和净利增速对比来看，两个数据图表显示进入差额前5的均有3个行业来自休闲服务板块，受疫情冲击影响较大的且2021年有望获得较高增长弹性的行业主要集中在休闲服务行业，其中酒店业2021年第一季度营收均有所增长，头部企业三大经营数据也逐步提高，说明酒店业已经处于逐步复苏道路，有望迎来布局机会。首次覆盖给予“强于大市”评级，建议关注加速中端酒店布局并全面覆盖住宿产品的首旅酒店，深耕国内酒店市场、布局全球市场的锦江酒店。

图表 61. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2020A	2021E	2020A	2021E	
600258.SH	首旅酒店	买入	23.86	235.67	(0.50)	0.81	(47.51)	29.32	20.55
600754.SH	锦江酒店	增持	50.33	538.55	1.03	1.64	488.65	49.06	35.49
1179.HK	华住酒店	未有评级	37.90	1,033.03	(7.49)	0.55	(42.58)	57.61	3.38

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 7 月 21 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

6 风险提示

全球疫情受控水平不及预期

全球新冠疫情因受变异病毒影响不断反复将影响国内外酒店运营及扩张。

住宿业市场竞争加剧

目前非标住宿不断崛起，国家也在逐步出台政策规范和扶持民宿行业发展，对于传统酒店业来说是个不小的冲击。

酒店连锁品牌化发展不及预期

面对国外知名连锁品牌不断入住中国市场，若酒店连锁化及品牌化发展不及预期，可能影响入住的入住决策和自身业务规模。

600258.SH
买入

市场价格：人民币 23.86

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	10.4	0.4	(7.9)	20.5
相对上证指数	8.7	(0.5)	(10.5)	13.2

发行股数(百万)	988
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	23,567
3个月日均交易额(人民币 百万)	375
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
北京首都旅游集团有限责任公司	34

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2021年7月21日收市价为标准

相关研究报告

- 《社会服务行业周报》20210719
- 《社会服务行业周报》20210712
- 《社会服务行业周报》20210705

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

休闲服务: 酒店

证券分析师: 孙昭杨

(8610)66229345

zhaoyang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100001

首旅酒店

瞄准并购机遇，加速布局中高端市场

民众休闲度假、商务出行需求受到长期压制，随着我国疫情防控良好，疫苗接种人群的增加，旅游业发展有望加速恢复，连带着与之紧密相关的酒店业一同恢复。首旅酒店不断根据市场需求进行布局，从标准住宿覆盖到非标准住宿，进行全系列多品牌的发展，整体规模化不断扩大，加速市场下沉，同时加强中高端的扩张力度有望进一步提高市占率。加之新开发的管理平台上线，有望通过“管家宝”和智慧酒店物联网总控平台持续降本增效，预计提升酒店业绩。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- **品牌矩阵扩张，核心品牌加速升级。**截止2020年底，公司酒店品牌全面覆盖经济型和中高端型，产品覆盖标准和非标准住宿，2020年公司继续积极推进核心品牌存量酒店更新改造计划，例如推出如家3.0NEO，升级改造YUNIK、璞隐、如家精选等核心品牌，有望提高公司主要经营数据。
- **加速开店步伐，酒店管理营收比重加大。**首旅酒店近年来公司主要战略是加速规模发展，2020全年开店数达909家创历史新高，2021年第一季度储备店数量达到1,407家，为后续扩张加速奠定基础。首旅酒店扩张以加盟管理店为主，转向轻资产扩张有利于加速扩张速度，降低债务杠杆。
- **发展酒店数字化，优化会员权益和提升宾客体验。**首旅酒店为酒店业务量身打造智慧酒店物联网总控平台(PIOS)和在线管理运行平台“管家宝”。PIOS帮助酒店为宾客提供差异化和个性化服务，“管家宝”提高酒店运营效率，有望提高公司的核心竞争力。

估值

- 当前股本下，预计2021至2023年每股收益率分别为0.81元、1.16元、1.38元，市盈率分别为29.3倍、20.6倍、17.4倍。

评级面临的主要风险

- 区域经济恢复的结构性差异，门店扩张规模不及预期，新冠疫情反复风险。

投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	8,311	5,282	7,537	8,912	9,991
变动(%)	(3)	(36)	43	18	12
净利润(人民币 百万)	885	(496)	804	1,142	1,358
全面摊薄每股收益(人民币)	0.896	(0.502)	0.814	1.156	1.375
变动(%)	2.3	(156.0)	-	42.1	18.9
全面摊薄市盈率(倍)	26.6	(47.5)	29.3	20.6	17.4
价格/每股现金流量(倍)	13.1	53.6	22.6	12.5	12.6
每股现金流量(人民币)	1.83	0.45	1.06	1.91	1.90
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	90.8	12.3	8.6	6.9
每股股息(人民币)	0.070	1.977	0.065	0.116	0.165
股息率(%)	0.3	8.3	0.3	0.5	0.7

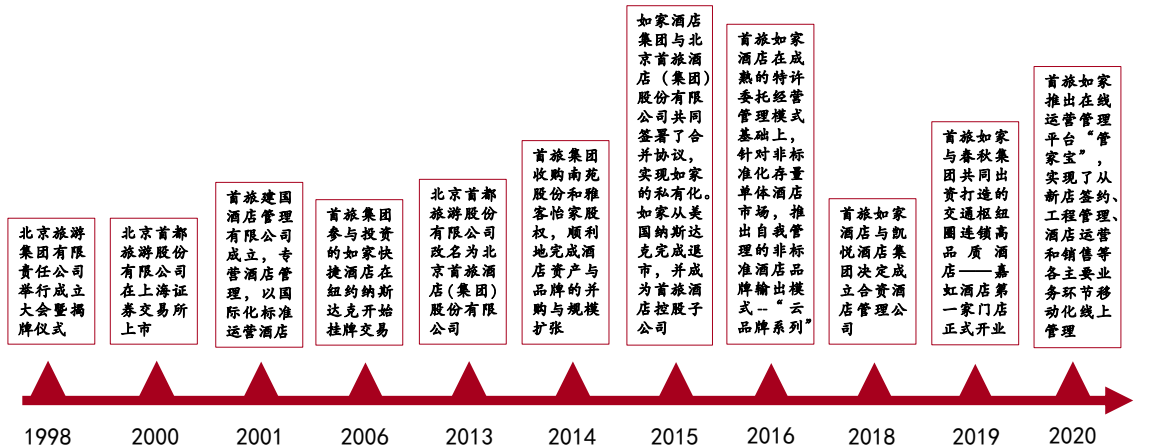
资料来源：公司公告，中银证券预测

首旅酒店：以旅行社起家的酒店集团，转型扩张成龙头企业

公司历史发展沿革

以旅行社起家，不断并购扩张成国内酒店龙头。1998年2月北京旅游集团有限责任公司成立。2000年北京首都旅游股份有限公司在上海证券交易所上市。2001年首旅建国酒店管理公司成立，成为以国际化标准运营酒店的酒店管理公司。2006年携程和首旅集团成立的合资公司“如家酒店”在美上市，成为第一家境外上市的中国酒店品牌。2013年北京首都旅游股份有限公司改名为北京首旅酒店集团股份有限公司，更加明确主力发展酒店业务。2014年公司通过收购南苑股份和雅客怡家股权，顺利完成酒店资产与品牌的并购与规模扩张，同时置出神舟国旅股权，通过剥离旅行社业务进一步增强酒店资产经营与管理的核心经营思路，促进公司集中资源发展酒店主业。2015年私有化如家酒店，进一步加强自身竞争力和市场占有率。在2016年完成收购后，首旅酒店在成熟的特许经营委托模式基础上，针对非标准化存量单体酒店市场，推出自行管理的非标准酒店品牌输出模式——“云品牌系列”。2019年，首旅酒店与春秋共同打造交通枢纽圈连锁高品质酒店——嘉虹酒店，再次激发交通枢纽圈的酒店住宿活力。2020年首旅如家推出在线运营管理平台“管家宝”，实现了从新店签约、工程管理、酒店运营和销售等各主要业务环节移动化线上管理，促进公司内部信息互通、数据共享和效率提升，数字化管理再次步上新台阶。

图表 62. 首旅酒店历史发展沿革



资料来源：公司公告，中银证券

资产重组增强酒店业务，引入携程战略投资推动线上线下融合。根据公司公告，首旅酒店集团2016年4月完成对如家酒店66.14%股权的收购，10月增持如家酒店33.86%的股权，至此共持有如家酒店100%的股权收购，属于重大资产重组。收购完成后如家酒店成为首旅酒店的全资控股公司，集团的经济型连锁酒店业务得到大幅度扩张。首旅与如家的优势互补、资源整合，为首旅酒店集团的整体业务带来升级，进一步增强酒店业务。同时在合并完成后，携程成为首旅酒店的重要战略投资者，结合携程资源逐步推动酒店服务业线上线下的融合，有助于提高首旅酒店市场竞争力。根据公司公告，2021年1月首旅酒店集团收到控股股东首旅集团通知，根据北京市人民政府划转部分国有资本充实社保基金实施方案的要求，北京市国资委将其持有的首旅酒店集团10%股权无偿划转至北京市财政局。本次国有股权划转后，北京市国资委和北京市财政局分别持有首旅集团90%股权和10%股权，此处股权划转不会导致公司控股股东、实际控制人发生变更。据公司公告，2021年7月20日携程旅游信息及时(上海)有限公司及一致行动人Wise Kingdom Group Limited通过大宗交易方式，合计减持公司股份10,880,000股，持股比例从15.63%下降至14.53%，首旅集团仍为公司控股股东，北京市国资委仍为公司实际控制人。

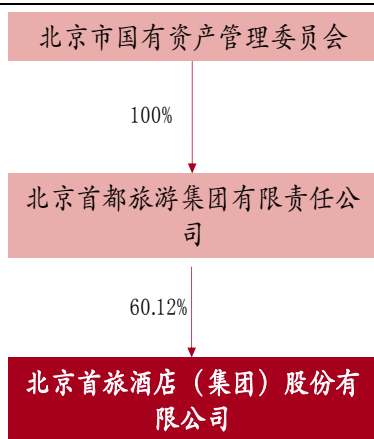
图表 63. 首旅酒店主要品牌图



资料来源：公司公告，中银证券

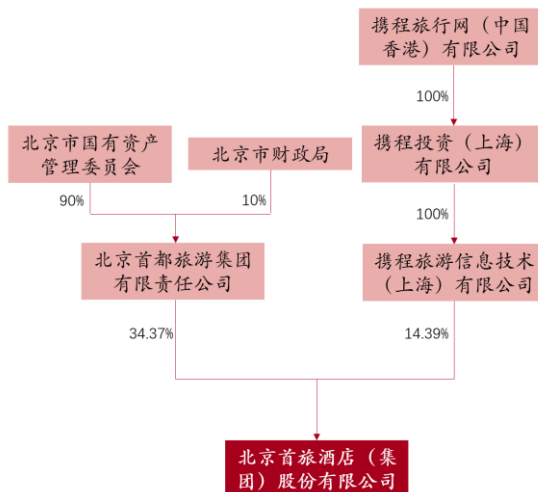
多品牌矩阵不断扩张，核心品牌产品升级迭代。截止 2020 年 12 月底，首旅酒店共运营和管理近 20 个核心品牌系列、近 40 个产品，全面覆盖了经济型、中高端和高端酒店品牌，产品覆盖了标准和非标准住宿，可以满足各类消费者的住宿需求。经济型酒店由于其庞大的体量，是公司酒店业务整体品牌升级的关键，2020 年公司积极推进现有酒店更新改造计划，这一年公司累计改造 503 家存量酒店更新为如家 3.0NEO，其中直营店 279 家（占经济型直营总店数的 47.8%）和特许加盟店 224 家。2021 年公司还将计划继续完成 300 家的改造。对于中高端酒店，公司对 YUNIK、璞隐、如家精选等品牌产品进行升级改造计划，有意打造个性化、年轻时尚化的新概念酒店。例如 YUNIK 是以潮玩、有趣为宗旨的潮流品牌酒店，突破了传统酒店模式，11 月在南京刚开业即成年轻消费者心中的网红酒店。而璞隐则是以其独特的茶艺活动和其倡导的静心生活代表了中高端酒店另一种独特品牌调性。

图表 64. 合并如家前的首旅酒店股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

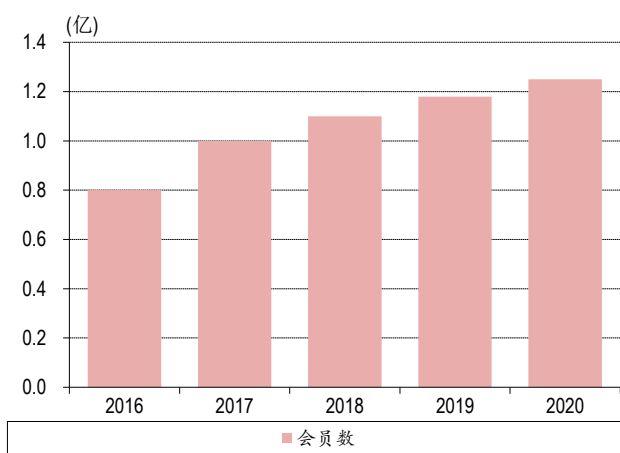
图表 65. 2021 年首旅酒店股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

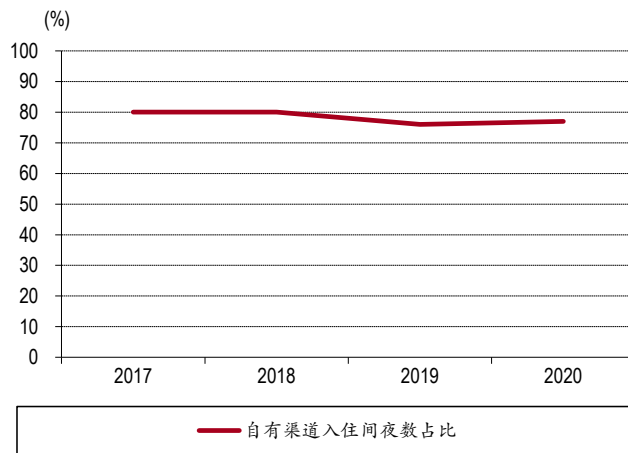
通过酒店数字化发展优化会员权益和提升宾客体验。公司会员数从 2016 年的 8,033 万人上涨到 2020 年 1.25 亿人，年均复合增速为 9.34%。且公司自有渠道入住间夜数占比维持 80% 左右。公司以庞大的会员基数为基础，通过整体权益优化以及基于大数据的敏捷 CRM 系统精准分析会员需求，推出个性化营销方案，给客户提供更加舒适的客户体验，提升公司会员的黏着度和复购率。酒店数字化是酒店未来发展的新趋势，为了进一步提升住客体验、酒店运行效率及酒店经营价值，公司为酒店业务量身打造出新一代酒店管理平台——智慧酒店物联网总控平台（PIOS），进一步向智慧酒店推进。目前，首旅酒店集团旗下 500 多家门店已经应用 PIOS，涉及功能包含房间智能客控、宾客住店服务反馈，酒店餐厅客流量实时展示，酒店能耗系统对接等等。它兼顾宾客住宿体验和酒店运营效率，为每位宾客提供差异化和个性化服务，从而形成公司最为突出的核心竞争力。除了总控平台的数字化转型，运营管理也正在朝着数字化转型发展，2020 年首旅如家推出在线运营管理平台“管家宝”，实现了从新店签约、工程管理、酒店运营和销售等各主要业务环节移动化线上管理，促进公司内部信息互通、数据共享和效率提升，数字化管理再次步上新台阶。

图表 66. 首旅酒店会员人数变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 67. 首旅酒店自有渠道入住间夜数占比



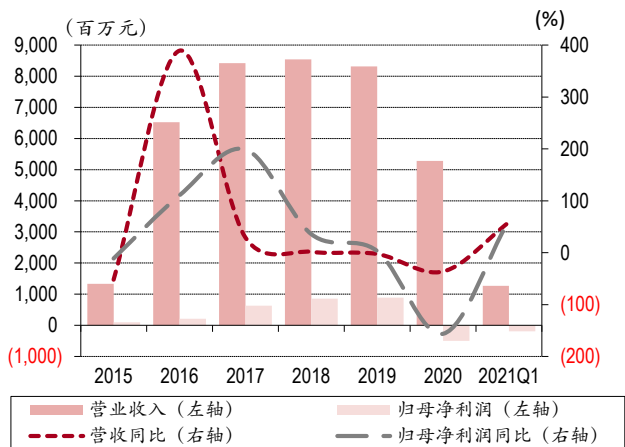
资料来源：公司公告，中银证券

公司经营数据分析

首旅酒店集团营业收入及净利润分析

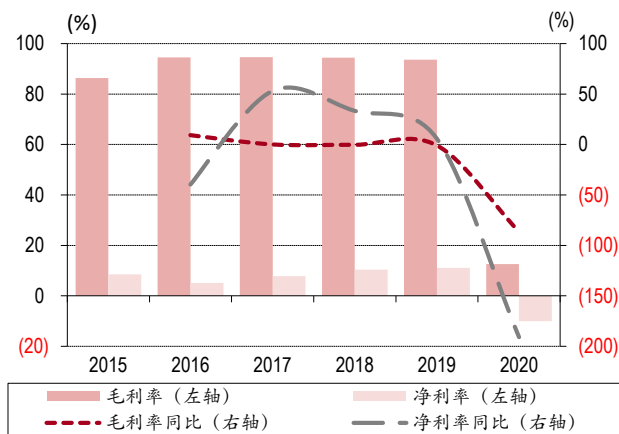
疫情前营收总体呈现增长，毛利率因会计准则变动大幅下降。首旅酒店 2016 年年度报表数据开始合并如家酒店集团 4 至 12 月的经营数据，导致 2016 年财务指标与上年相比有较大波动。2017 年全面合并如家酒店经营数据后，营业收入和净利润均大幅上涨，营业收入从 2015 年 13.32 亿增加到 2019 年的 83.16 亿元，年均复合增速为 44.24%；净利润从 1 亿元增加到 8.85 亿元，年均复合增速为 54.66%。2020 年由于疫情影响导致营收和净利大幅下降，营业收入为 52.82 亿元，同比下降 36.45%；净利润亏损 4.96 亿元，同比下降 156.05%。2021 年第一季度因受到疫情局部散发现象和就地过年政策，导致营收为 12.71 亿元，净利仍亏损 1.9 亿元，但同比增速均实现正增长分别为 58.75% 和 63.66%。在 2020 年之前，首旅酒店的毛利率一直维持在 94% 以上，2020 年毛利率为 12.62%，主要是由于公司执行新收入准则将营业成本与销售费用，管理费用重新分类调整，进而导致 2020 年营业成本为 46.15 亿元，同比增长 779.24%。若不考虑调整因素，其营业成本为 3.58 亿元，同比下降为 46.65%。

图表 68. 首旅酒店营业收入及归母净利变化



资料来源：公司公告，中银证券

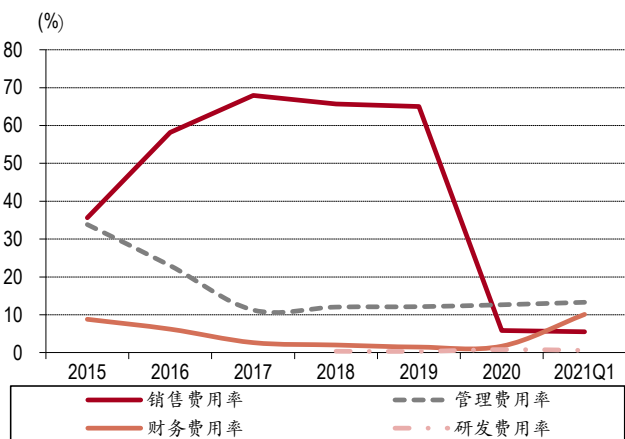
图表 69. 首旅酒店毛利率与净利率变化



资料来源：公司公告，中银证券

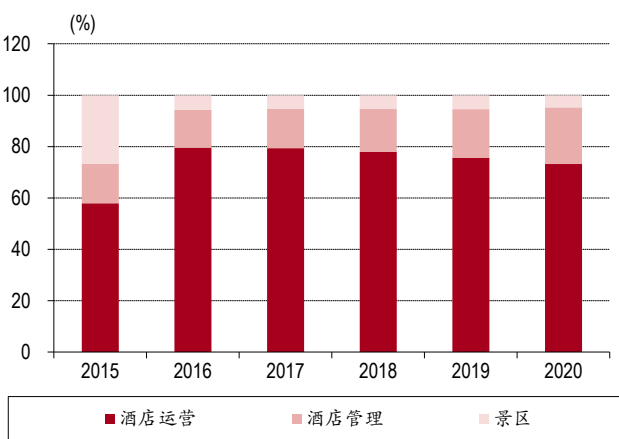
费用率波动受到疫情和新会计准则的影响，研发费用因数字化升级上涨。2016 年合并前后，销售费用率变动最大，其次是管理费用率。销售费用率从 2015 年的 35.55% 涨到 2017 年的 67.95%，之后开始略微小幅下降，在 2020 年因执行新收入准则从 2019 年的 64.99% 大幅下降至 5.87%，如不考虑调整因素，2020 年销售费用为 42.88 亿元，比 2019 年同期减少 11.13 亿元，主要是获得酒店租金减免，优化人力成本和能源、物料使用减少。管理费用率从 2015 年的 33.81% 下降至 2017 年 11.26%，之后缓慢上升，2020 年管理费用率为 12.65%。2021 年第一季度财务费用率波动最大，其原因为执行新租赁准则，导致利息支出较上年增加 1.05 亿元，财务费用率因此涨至 10.11%。2020 年，公司研发费用为 4,425.72 万元，同比增长 67.69%。研发费用主要是用于数字化升级，因此首旅酒店近年来研发费用逐步增加。

图表 70. 首旅酒店费用率变化



资料来源：公司公告，中银证券

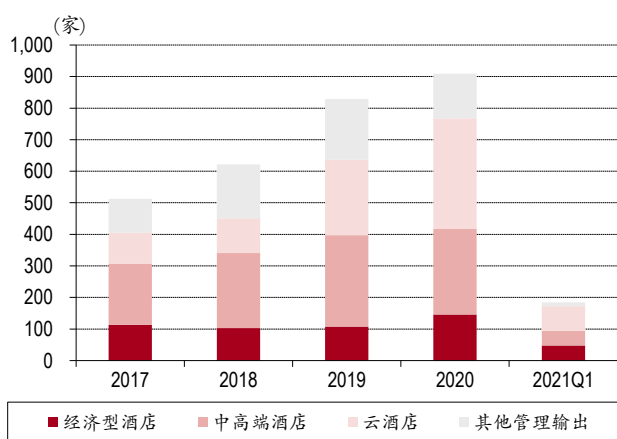
图表 71. 首旅酒店主要营收构成



资料来源：公司公告，中银证券

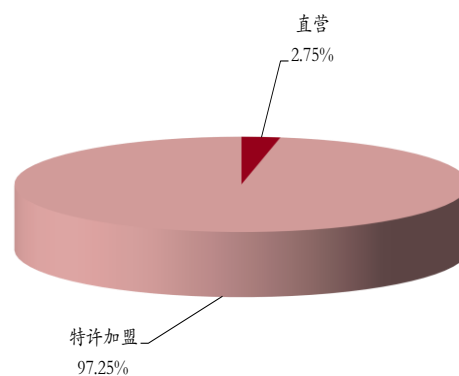
加速开店步伐以加盟店为主，加强规模效应。近年来公司的头等战略则是加速规模发展，从2017年开始总开店数和加盟特许开店数不断上涨，2020年每季度加速开店，第一季度开店数为62家，第二季度为188家，第三季度为298家，第四季度为361家，总计全年公司新开店数量为909家创历史新高，截至2020年末储备店为1,219家，也是公司储备量新高。在2015年，景区营收占比还有26.66%，当合并彻底完成后，2017年景区营收占比仅剩5.27%，2020年占比低于5%为4.79%。酒店运营营收占比从2015年的57.90%上升至2017年的79.34%，之后开始逐年小幅下降，2020年占比为73.22%。近年来公司的扩张策略是以加盟扩张为主，酒店管理带来的营收占比则是不断上升，不断实现首旅发展核心之一的“向存量要效益”。收取酒店加盟管理费带来的营收占比从2015年的15.44%上涨至2020年的21.99%。在新开店中直营店为25家全部是中高端酒店，特许加盟店为884家，占新开店比例达97.2%。其中作为教练模式的云酒店，因其经营提升明显、成长性较好、初始投入低、广受市场欢迎，是近几年公司轻资产管理模式扩张主力。2020年公司一共开了250家云酒店，占总新开店的38.5%，同比增长幅度达45.83%。2021年第一季度新开184家酒店，其中云酒店78家，占新开店总数比例的42.39%，公司提出2021年计划开店1,400-1,600家，进一步彰显酒店规模效应的作用。

图表 72. 首旅酒店新开店数变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 73. 2020 年首旅酒店直营和特许加盟新开店占比

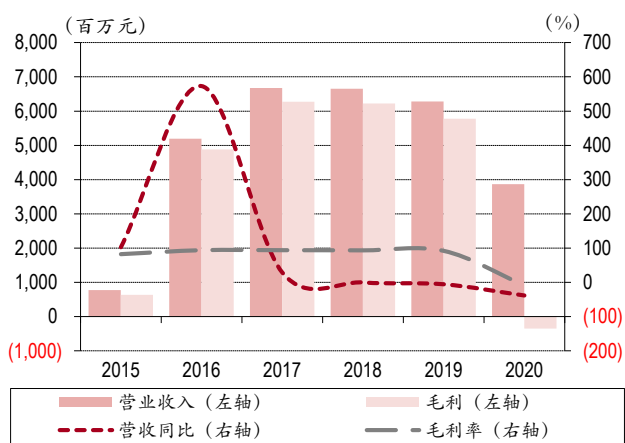


资料来源：公司公告，中银证券

酒店运营业务表现

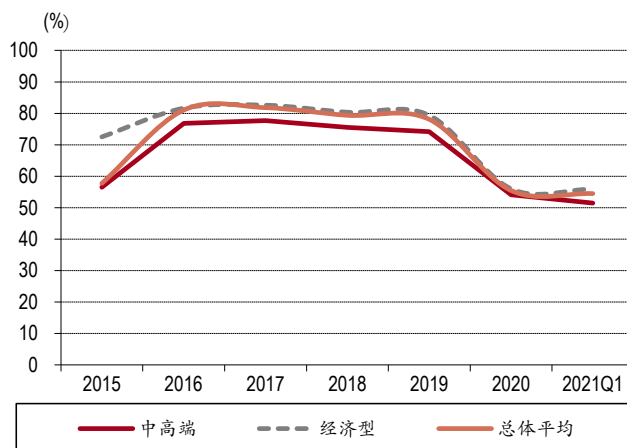
直营酒店营收逐年下降。直营酒店是指以自有物业或租赁物业，使用旗下品牌自行进行经营管理的酒店。在2016年合并如家前首旅酒店营收2016年仅为7.71亿元，合并完成后2017年营业收入增长至66.77亿元，之后几年接连受到2018年经济环境低迷、2019年疫情的影响营收逐年下降，至2020年营收仅为38.67亿元，同比下降38.41个百分点。毛利同营收发展走势一致，2015年毛利为6.35亿元，2017年是近年来的高点，为62.74亿元，2020年为亏损3.47亿元，同比下降106.02%，除去疫情影响的原因之外，执行新收入准则也是导致下降幅度大的原因之一。

图表 74. 首旅直营酒店营收及毛利变化



资料来源：公司公告，中银证券

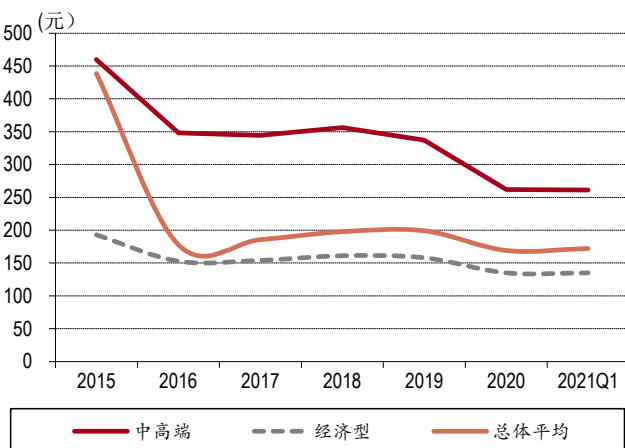
图表 75. 首旅直营酒店 OCC 变化



资料来源：公司公告，中银证券

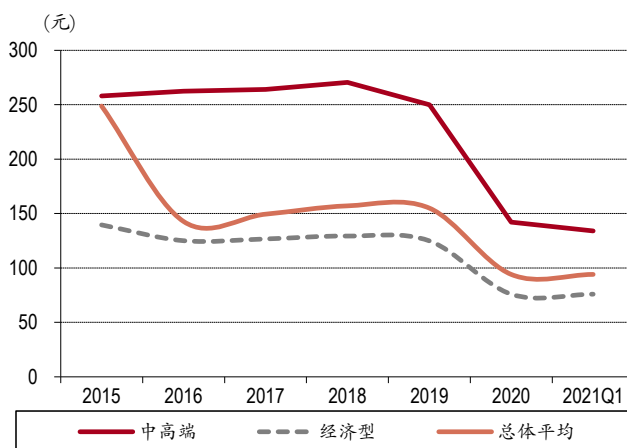
直营酒店在受疫情影响前 OCC/ADR/RevPAR 呈逐步上升趋势。相比合并之前，如家酒店合并之后拉动首旅酒店整体入住率的上涨，直营酒店中的经济型酒店入住率比中高端酒店入住率略高，中高端酒店入住率在 2020 之前均保持在 74% 以上，经济型酒店的入住率保持在 79% 以上，整体直营酒店平均入住率在 78% 以上，在 2017 年为入住率高峰，中高端酒店/经济型酒店/总直营酒店的入住率分别为 77.71%/82.61%/80.80%。随后受 2018 年经济危机后出现微小波动，受疫情影响后开始下降，在 2020 年中高端酒店/经济型酒店/总直营酒店的入住率分别 54.10%/56.00%/55.50%，总体下降幅度为 28.94%。由于在合并前首旅酒店以中高端酒店为主，因此 2015 年中高端酒店平均房价在 460 元，经济型酒店平均房价 193 元，直营酒店平均房价为 439 元。在整体并购完成后平均房价有所下降，再加之如家酒店的经济型酒店体量大，导致首旅直营酒店整体平均房价下降幅度大，总体平均 ADR 从 2015 年的 439 元跌至 2016 年的 178 元，之后价格波动不大。2020 年总体 ADR 从 2019 年 199 元下降至 169 元，下降幅度为 15.08%。直营酒店中的中高端酒店 RevPAR，没有受到收购影响从 2015 年开始一直在缓慢上涨，从 2015 年的 258 元涨至 2018 年高峰，其 RevPAR 为 271 元，后开始下降至 2019 年的 250 元，受到疫情打击后降至 142 元。2020 总体 RevPAR 从 2019 年的 155 元下降至 2020 的 94 元，下降幅度为 39.35%。2021 第一季度，由于受到局部疫情散发和就地过年政策影响，因此整体经营数据与 2020 年基本持平，OCC/ADR/RevPAR 分别为 54.5%/172 元/94 元，分别恢复至 2019 年的 70%/86%/60%。

图表 76. 首旅直营酒店 ADR 变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 77. 首旅直营酒店 RevPAR 变化

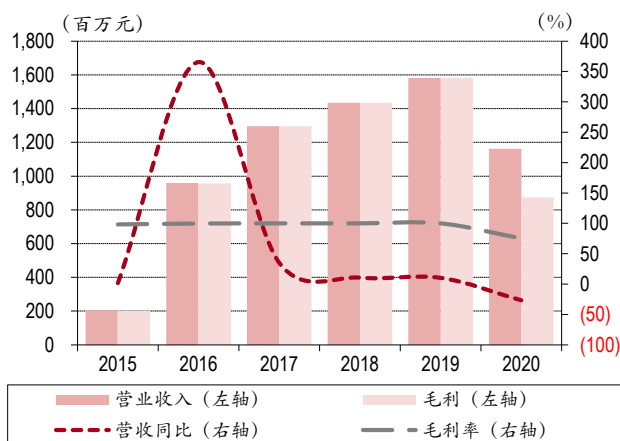


资料来源：公司公告，中银证券

酒店管理业务表现

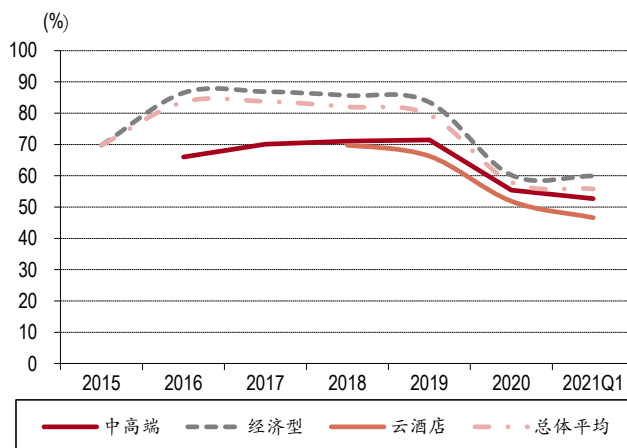
以加盟为主的扩张策略，加盟酒店营收逐年上升。公司始终坚持以加盟为主的扩张策略。在使用之前的会计准则下由于酒店管理模式几乎无成本付出，因此毛利率接近 100%，加盟酒店毛利率要高于直营酒店毛利率。在受疫情影响前，酒店管理业务一直是在不断上升，从 2016 年的 9.58 亿元上升至 2019 年的 15.82 亿元，年均复合增速为 10.55%。2020 年受疫情影响后，针对 4,000 多家加盟酒店推出加盟费减免政策，因此导致营收有所下降，下降至 11.61 亿元，同比下滑 26.6%。加之会计准则变动使得酒店管理成本上升，毛利及毛利率则同步下降，毛利下滑至 8.73 亿元，毛利率下滑至 75.23%。但是就整体来说，酒店管理业务营收同比下滑比酒店运营业务同比下滑受疫情影响小一些。

图表 78. 首旅加盟理酒店营收及毛利变化



资料来源：公司公告，中银证券

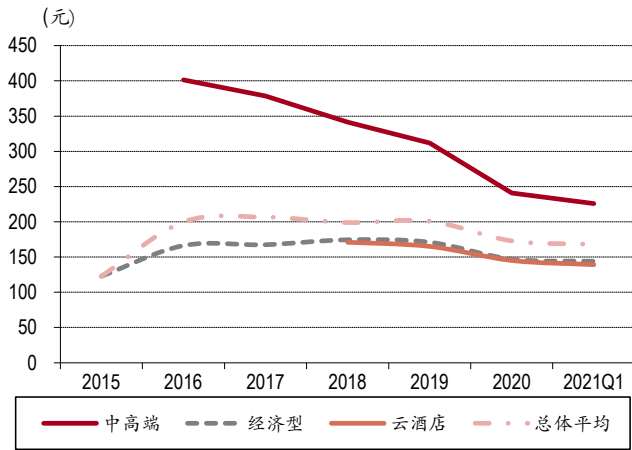
图表 79. 首旅加盟酒店 OCC 变化



资料来源：公司公告，中银证券

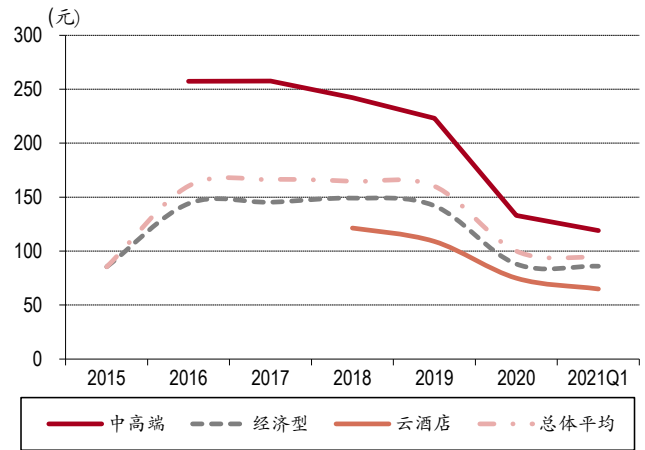
加盟酒店近几年经济型经营数据变动不大，中高端 OCC 小幅上升，ADR 和 RevPAR 大幅下降。在成功私有化如家酒店之后，2016 年整体平均入住率明显上升，入住率达 83.55%，其上升的主要原因为经济型酒店的入住率高达 86.48% 从而拉升总体入住率的提升。期间也出现了 ADR 和 RevPAR 同步上涨的状况。之后持续维持着良好的经营数据，直至受到疫情冲击从而开始下降。加盟经济型酒店 2020 三大经营数据 OCC/ADR/RevPAR 分别为 60.2%/147 元/88 元。中高端酒店平均房价从 2016 年以来不断下降的因素众多，其中不乏有内生的经济周期因素、行业供需不平因素，还有中高端酒店开店数不断增加的因素。虽然中高端酒店入住率在疫情前持续小幅上涨，但上涨幅度远远低于平均房价的下降幅度，进而使得 RevPAR 也是不断下降，2020 年因受到疫情影响更是大幅下滑。加盟型中高端酒店三大经营数据 OCC/ADR/RevPAR 分别从 2016 年 66.04%/402 元/257 元下降到 2020 年的 55.4%/241 元/133 元。云酒店三大经营数据 OCC/ADR/RevPAR 分别从 2018 年 69.79%/171 元/121 元下降到 2020 年的 51.9%/139 元/65 元。2021 年第一季度虽受到散发病例影响和酒店过年影响，但是三大经营数据跌幅均缩窄，加之第二季度有清明和五一两个小长假，其经营数据有望进一步上涨。

图表 80. 首旅加盟酒店 ADR 变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 81. 首旅加盟酒店 RevPAR 变化

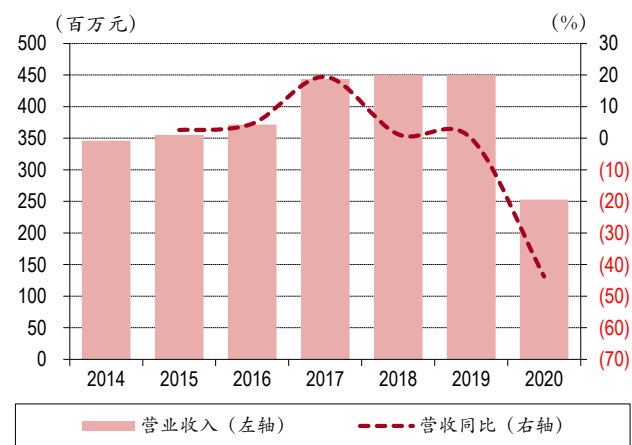


资料来源：公司公告，中银证券

景区业务表现

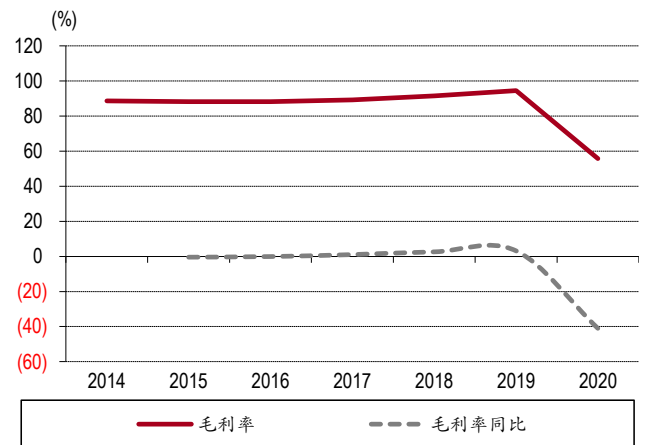
景区营收虽占比不高，但是营收相对比较稳定且毛利率相对较高。公司控股 74.81% 的海南南山景区为公司唯一经营的 5A 级景区。海南南山景区运营主要通过景区的门票、餐饮、商品、住宿、园区内交通等获得收入利润。景区营业收入在疫情前均是平稳增长，从 2014 年 3.46 亿上涨至 2019 年的 4.50 亿元，年均复合增速为 4.48%。2020 年营业收入为 2.53 亿元，同比下降 43.72%。毛利率在更新会计准则前均保持在 88% 以上，2019 年更是上涨至 94.43%。2020 年因收入准则变更对三费进行调整加之营收大幅下降，导致景区业务毛利率大幅下滑至 55.70%，同比下降 41.01%，但仍比酒店业务准则变更后的毛利率高。2020 第 4 季度景区运营业务实现利润总额 4,634.93 万元，比 2019 年增加 1,287.53 万元，同比上涨 38.46%，由此可知景区业务经营正随着疫情稳定、经济活动恢复正在逐渐好转。

图表 82. 首旅景区业务营业收入变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 83. 首旅景区业务毛利率变化



资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测、相对估值及投资建议

图表 84. 首旅酒店营业收入与毛利率预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
酒店直营					
收入 (百万元)	6,279.25	3,867.53	5,453.22	6,162.14	6,655.11
yoy	(5.65%)	(38.41%)	41.00%	13.00%	8.00%
成本 (百万元)	499.83	4,215.45	4,552.69	5,007.95	5,558.83
yoy	15.30%	743.38%	8.00%	10.00%	11.00%
毛利率	92.04%	(9.00%)	16.51%	18.73%	16.47%
酒店管理					
收入 (百万元)	1,582.29	1,161.35	1,683.96	2,290.18	2,862.73
yoy	10.35%	(26.60%)	45.00%	36.00%	25.00%
成本 (百万元)	0.02	287.66	310.67	329.31	342.49
yoy	(60.00%)	1438200.00%	8.00%	6.00%	4.00%
毛利率	100.00%	75.23%	81.55%	85.62%	88.04%
景区运营					
收入 (百万元)	449.57	253.00	399.74	459.70	473.49
yoy	0.01%	(43.72%)	58.00%	15.00%	3.00%
成本 (百万元)	25.05	112.08	106.48	95.83	86.25
yoy	(34.60%)	347.43%	-5.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	94.43%	55.70%	73.36%	79.15%	81.79%
营业收入合计 (百万元)	8,311.11	5,281.88	7,536.91	8,912.02	9,991.33
yoy	(2.67%)	(36.45%)	42.69%	18.24%	12.11%
综合毛利率	94%	13%	34%	39%	40%

资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测与相对估值

我们预计首旅酒店 2021 年至 2023 年营收分别为 75.37 亿元、89.12 亿元、99.91 亿元，分别同比变化 42.69%、18.24%、12.11%；归母净利润在 2021 年预计扭亏盈利 8.04 亿元，同比变化 262.07%，2022 至 2023 年预计盈利 11.42 亿元、13.58 亿元，分别同比变化 42.06%、18.92%；当前股本下，预计每股收益率分别为 0.81 元、1.16 元、1.38 元，市盈率分别为 29.32 倍、20.64 倍、17.35 倍。

图表 85. 首旅酒店可比上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600258.SH	首旅酒店	买入	23.86	235.67	0.81	1.16	1.38	29.32	20.64	17.35
600754.SH	锦江酒店	增持	50.33	538.55	1.03	1.64	2.07	49.06	30.77	24.33
1179.HK	华住酒店	未有评级	37.90	1,033.03	0.55	0.98	1.22	57.61	32.37	25.89
可比公司均值								45.33	27.93	22.52
600258.SH	首旅酒店	买入	23.86	235.67	0.81	1.16	1.38	29.32	20.64	17.35

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 7 月 21 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

投资建议

民众休闲度假、商务出行需求受到长期压制，随着我国疫情防控良好，疫苗接种人群的增加，国内疫情再次大爆发的可能性降低。中国旅游发展有望持续恢复，连带着与之紧密相关的酒店业一同发展。首旅酒店不断在推进全系列多品牌的发展，从标准住宿覆盖到非标住宿，整体规模化不断扩大，加速市场下沉，同时加强中高端的扩张力度提高市占率。加之今年环球影城主题乐园的开业和明年冬奥会的开幕会对华北地区酒店入住率有所促进，有望提高公司营业收入。同时新开发的管理平台上线，有望通过“管家宝”和智慧酒店物联网总控平台持续降本增效，提高公司净利率。首次覆盖，给予**买入**评级。

风险提示

区域经济恢复的结构性差异

因受疫情影响，可能不同区域经济受到疫情影响程度不同，进而恢复程度也会有不同。

门店扩张规模不及预期

虽然公司加盟店扩张正在稳步推进，但其他龙头企业扩张意图也比较明显，酒店加盟竞争仍较为激烈，若酒店加盟不及预期可能会影响公司的整体营收规模。

新冠疫情反复风险

国内疫情防控常态化，疫苗接种普及率高，但仍有可能局部散发病例和变异病毒造成疫情的反复。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	8,311	5,282	7,537	8,912	9,991
销售成本	(581)	(4,649)	(5,019)	(5,495)	(6,055)
经营费用	(5,561)	(370)	(664)	(1,001)	(1,214)
息税折旧前利润	2,170	262	1,854	2,417	2,723
折旧及摊销	(851)	(819)	(789)	(819)	(837)
经营利润(息税前利润)	1,318	(557)	1,065	1,598	1,886
净利息收入/(费用)	(105)	(65)	0	75	172
其他收益/(损失)	131	61	107	82	91
税前利润	1,277	(585)	1,128	1,678	2,024
所得税	(358)	54	(282)	(470)	(587)
少数股东权益	34	(35)	42	66	79
净利润	885	(496)	804	1,142	1,358
核心净利润	886	(496)	801	1,139	1,354
每股收益(人民币)	0.896	(0.502)	0.814	1.156	1.375
核心每股收益(人民币)	0.897	(0.502)	0.811	1.153	1.371
每股股息(人民币)	0.070	1.977	0.065	0.116	0.165
收入增长(%)	(3)	(36)	43	18	12
息税前利润增长(%)	8	(142)	(291)	50	18
息税折旧前利润增长(%)	3	(88)	606	30	13
每股收益增长(%)	2	(156)	-	42	19
核心每股收益增长(%)	2	(156)	-	42	19

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,277	(585)	1,128	1,678	2,024
折旧与摊销	851	819	789	819	837
净利息费用	122	90	43	2	(47)
运营资本变动	(35)	46	(292)	43	(26)
税金	(323)	19	(282)	(470)	(587)
其他经营现金流	(88)	52	(342)	(185)	(324)
经营活动产生的现金流	1,804	440	1,045	1,887	1,877
购买固定资产净值	(168)	(257)	(165)	(132)	(133)
投资减少/增加	(145)	49	40	50	60
其他投资现金流	49	(474)	347	281	283
投资活动产生的现金流	(264)	(682)	222	199	210
净增权益	(69)	(1,953)	(64)	(114)	(163)
净增债务	(613)	(191)	(536)	(25)	(25)
支付股息	69	1,953	64	114	163
其他融资现金流	(185)	18	(21)	(116)	(116)
融资活动产生的现金流	(798)	(173)	(557)	(141)	(141)
现金变动	742	(415)	709	1,945	1,946
期初现金	1,032	1,777	1,375	2,084	4,029
公司自由现金流	1,540	(242)	1,267	2,086	2,086
权益自由现金流	1,049	(343)	773	2,062	2,014

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,777	1,375	2,084	4,029	5,975
应收帐款	189	187	353	290	434
库存	48	41	97	46	104
其他流动资产	175	150	1,644	1,374	2,618
流动资产总计	2,542	2,357	4,916	6,435	9,958
固定资产	2,559	2,429	2,096	1,797	1,497
无形资产	3,791	3,665	3,454	3,240	3,026
其他长期资产	1,252	1,453	1,333	1,483	1,593
长期资产总计	7,602	7,547	6,883	6,519	6,115
总资产	17,110	16,633	18,078	18,825	21,519
应付帐款	129	121	431	324	508
短期债务	234	600	300	275	250
其他流动负债	3,505	4,173	4,844	4,579	5,839
流动负债总计	3,869	4,894	5,575	5,178	6,597
长期借款	1,793	1,028	1,000	1,000	1,000
其他长期负债	2,151	2,075	2,000	2,050	2,050
股本	988	988	988	988	988
储备	8,034	7,478	8,218	9,246	10,441
股东权益	9,022	8,466	9,205	10,233	11,428
少数股东权益	350	255	298	364	443
总负债及权益	17,110	16,633	18,078	18,825	21,519
每股帐面价值(人民币)	9.13	8.57	9.32	10.36	11.57
每股有形资产(人民币)	5.30	4.86	5.82	7.08	8.51
每股净负债/(现金)(人民币)	0.25	0.26	(0.79)	(2.79)	(4.78)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	26.1	5.0	24.6	27.1	27.3
息税前利润率(%)	15.9	(10.5)	14.1	17.9	18.9
税前利润率(%)	15.4	(11.1)	15.0	18.8	20.3
净利率(%)	10.6	(9.4)	10.7	12.8	13.6
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.5	0.9	1.2	1.5
利息覆盖率(倍)	10.2	(5.3)	14.0	23.9	28.7
净权益负债率(%)	2.7	2.9	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.5	0.9	1.2	1.5
估值					
市盈率(倍)	26.6	(47.5)	29.3	20.6	17.4
核心业务市盈率(倍)	26.6	(47.5)	29.4	20.7	17.4
市净率(倍)	2.6	2.8	2.6	2.3	2.1
价格/现金流(倍)	13.1	53.6	22.6	12.5	12.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	90.8	12.3	8.6	6.9
周转率					
存货周转天数	31.0	3.5	5.0	4.8	4.5
应收帐款周转天数	9.2	13.0	13.1	13.2	13.2
应付帐款周转天数	5.6	8.7	13.4	15.5	15.2
回报率					
股息支付率(%)	7.8	n.a.	8.0	10.0	12.0
净资产收益率(%)	10.3	(5.7)	9.1	11.7	12.5
资产收益率(%)	5.6	(3.3)	4.6	6.2	6.6
已运用资本收益率(%)	2.0	(1.1)	1.9	2.5	2.7

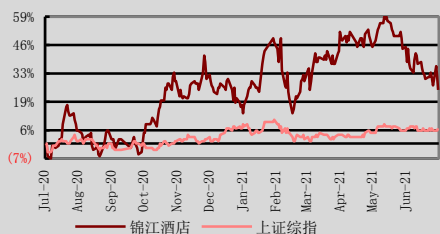
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

600754.SH

增持

市场价格：人民币 50.33

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.7)	(13.3)	(17.4)	29.8
相对上证指数	(2.4)	(14.3)	(20.0)	22.5

发行股数(百万)	1,070
流通股(%)	84
总市值(人民币 百万)	53,855
3个月日均交易额(人民币 百万)	235
净负债比率(%) (2021E)	12
主要股东(%)	
上海锦江资本股份有限公司	45

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2021年7月21日收市价为标准

相关研究报告

- 《社会服务行业周报》20210719
- 《社会服务行业周报》20210712
- 《社会服务行业周报》20210705

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

休闲服务:酒店
证券分析师：孙昭杨

(8610)66229345

zhaoyang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100001

锦江酒店

深耕国内酒店业务，持续布局全球战略

目前国内疫情控制良好，随着疫苗接种人数不断增加，对于休闲度假和差旅需求逐步加大，住宿刚需也陆续恢复。锦江酒店在“十四五”战略规划第一年，坚定不移实施“深耕国内、全球布局、跨国经营”战略。利用定增项目进行逆势扩张，品牌升级，进一步占领国内中端酒店市场，同时成立锦江酒店中国区与“一中心三平台”发展深度融合，使得全球品牌架构、业务、管理协同联合，有望提升酒店核心竞争力，2021年预计扩张速度加速，拟增新增开业1,500家门店。首次覆盖，给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **逆势扩张，加速品牌升级，进一步占领中端市场。**2020年净增新开店数892家，加盟酒店增加947家。2021年第一季度净开业157家，加盟店增加173家。经过不断的品牌升级，经济型酒店数量渐少，中端酒店加速扩张，2020年新开业中端酒店859家，占比新开业门店的96.3%。
- **锦江酒店中国区成立与“一中心三平台”发展深度融合。**锦江酒店中国区5月成立，三大品牌协同联动发展，发挥锦江整体优势，推动品牌和“一中心三平台”的深度融合，有望加速锦江酒店打造全球酒店管理公司，加速全球品牌架构、业务、管理全面协同发展，提高锦江酒店在行业中的竞争优势。
- **定增降低资产负债率，利于公司长期发展。**2021Q1公司宣告募资50亿元的定增计划圆满完成。此次募资资金主要用于酒店装修升级项目和偿还金融机构贷款，定增完成后有利于公司降低资产负债率，完善财务结构降低财务风险，有望进一步助力中端酒店扩张，提升公司竞争力，有利于公司长期持续发展。

估值

- 当前股本下，预计2021至2023年每股收益分别为1.03元、1.64元、2.07元，市盈率分别为49.1倍、30.8倍、24.3倍。

评级面临的主要风险

- 酒店加盟店扩张速度不及预期，境外酒店业务恢复速度不及预期，全球新冠疫情反复风险。

投资摘要

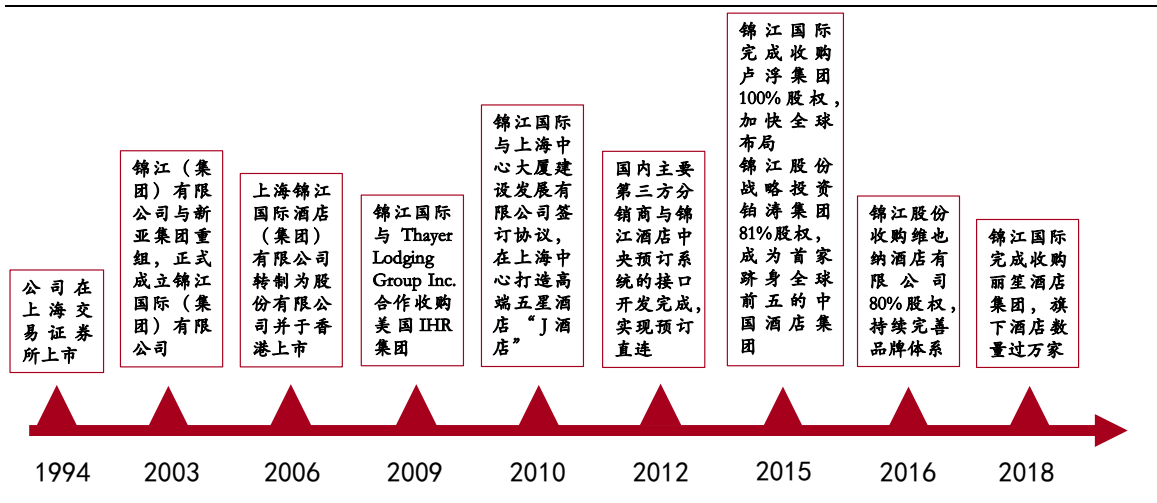
年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	15,099	9,898	13,823	16,432	18,725
变动(%)	3	(34)	40	19	14
净利润(人民币 百万)	1,092	110	1,098	1,750	2,213
全面摊薄每股收益(人民币)	1.021	0.103	1.026	1.635	2.069
变动(%)	(9.6)	(89.9)	896.1	59.4	26.5
全面摊薄市盈率(倍)	49.3	488.7	49.1	30.8	24.3
价格/每股现金流量(倍)	20.4	355.2	23.8	15.9	12.0
每股现金流量(人民币)	2.47	0.14	2.11	3.17	4.18
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.4	100.6	21.5	15.8	12.0
每股股息(人民币)	0.537	1.825	0.513	0.850	1.117
股息率(%)	1.1	3.6	1.0	1.7	2.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

锦江酒店：国内首家有限服务连锁酒店，全面布局扩张有序进行

公司历史发展沿革

图表 86. 锦江酒店历史发展沿革



资料来源：公司公告，中银证券

国内首家有限服务连锁酒店，经不断扩张收购成国际化酒店集团。1994 年公司在上海证券交易所上市，2003 年锦江集团有限公司与新亚集团有限公司国有资产重组。2006 年锦江国际联合美国 Thayer Lodging Group（德尔集团）完成对美国 IHR 集团的股权并购，并签订一系列合作协议，这次交易是锦江酒店迈向国际市场重要的一步。2015 年锦江完成对喜达屋资本持有的卢浮集团 100% 股权的收购，卢浮酒店集团旗下拥有七大国际知名酒店品牌，共计 1,115 家酒店，加快全球布局步伐。同年收购铂涛集团 81% 股权，总计投资 82.69 亿元成为其控股股东，至此锦江酒店一跃成为全国第一、全球前五的酒店集团，之后在对铂涛酒店 2018、19 年分别完成 12% 和 3.5% 的股权收割，总计收购 96.50% 的股权。紧接 2016 年收购维也纳 80% 的股权，继续扩展品牌矩阵。2018 年锦江完成对丽笙酒店集团的收购，经此一役旗下酒店品牌体系将实现中高端全覆盖，进一步提升国际竞争力。根据酒店业权威杂志《HOTELS》排名显示，锦江酒店经过几年的不断扩张，在 2019 年已成为全球第二大酒店集团，酒店数破万家，房间数达 108 万间。

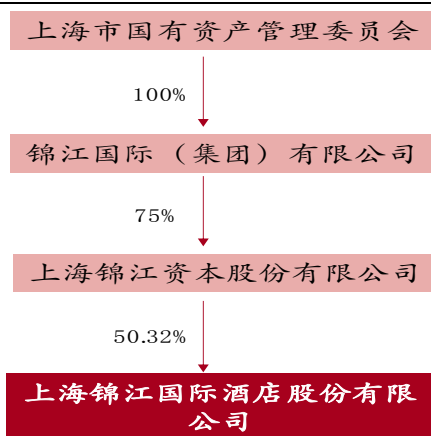
图表 87. 2019 年全球十大酒店集团

名次	公司	位置	2019 年 房间数 (万间)	2019 年 酒店数 (家)	2018 年 房间数 (万间)	2018 年 酒店数 (家)
1	万豪国际集团	美国·马里兰州贝塞斯达	134.85	7,163	131.74	6,906
2	锦江酒店集团	中国·上海	108.12	10,020	94.18	8,715
3	OYO 酒店	印度·古尔格拉姆	105.40	45,600	51.51	17,344
4	希尔顿	美国·弗吉尼亚州麦克莱恩	97.18	6,110	91.30	5,685
5	洲际酒店集团	英国·德纳姆	88.36	5,903	83.65	5,603
6	温德姆酒店集团	美国·新泽西州帕西帕尼	83.10	9,280	80.99	9,200
7	雅高酒店集团	法国·巴黎	73.95	5,036	70.38	4,780
8	精选国际	美国·马里兰州罗克维尔	59.09	7,153	56.91	7,021
9	华住集团	中国·上海	53.69	5,618	42.27	4,230
10	首旅酒店集团	中国·北京	41.50	4,450	39.76	4,049

资料来源：HOTELS，中银证券

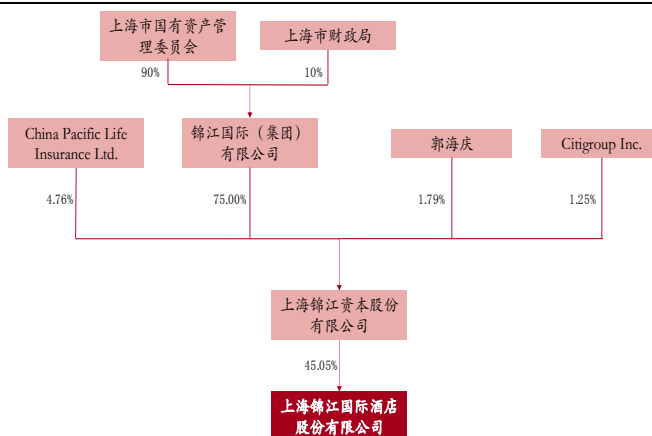
定增项目降低资产负债率，长期有利于公司发展。根据公司公告，2020年10月，锦江国际酒店发展股份有限公司于收到间接控股股东锦江国际集团有限公司通知，以2019年12月31日为划转基准日，上海市国资委将持有锦江国际10%的国有股权一次性划转给上海市财政局持有。本次国有股权划转完成后，不会导致公司控股股东、间接控股股东和实际控制人变化，锦江国际集团仍为公司间接控股股东。此次股权转让是为了贯彻落实国务院划转部分国有资本充实社保基金相关要求，积极稳妥做好划转部分国有资本充实社保基金工作。划转部分国有资本充实社保基金，是保障和改善民生的重要举措，因此不会对公司的正常生产经营产生影响。2020年公司董事会会议通过不超过50亿元的定增项目，锦江酒店由于之前大量收购酒店，境内的铂涛和维也纳酒店和境外的卢浮和丽笙酒店，导致资产负债率相对较高，截至2020年12月31日，公司资产负债率为64.53%。此次非公开发行完毕后，资产负债率将会有所下降，有望减轻现金流压力降低财务风险，为公司后续发展提供良好保障。募集得来的资金中70%用于酒店装修升级项目、30%的资金用来偿还金融机构贷款，预计对公司主营收入及盈利产生积极影响，有助于公司进一步扩张提升市占率。本次发行完成后，预计锦江资本股权比例将从50.32%下调至45.05%，仍为公司控股股东，公司实际控制权未发生变化。

图表 88. 2020 年以前锦江酒店股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

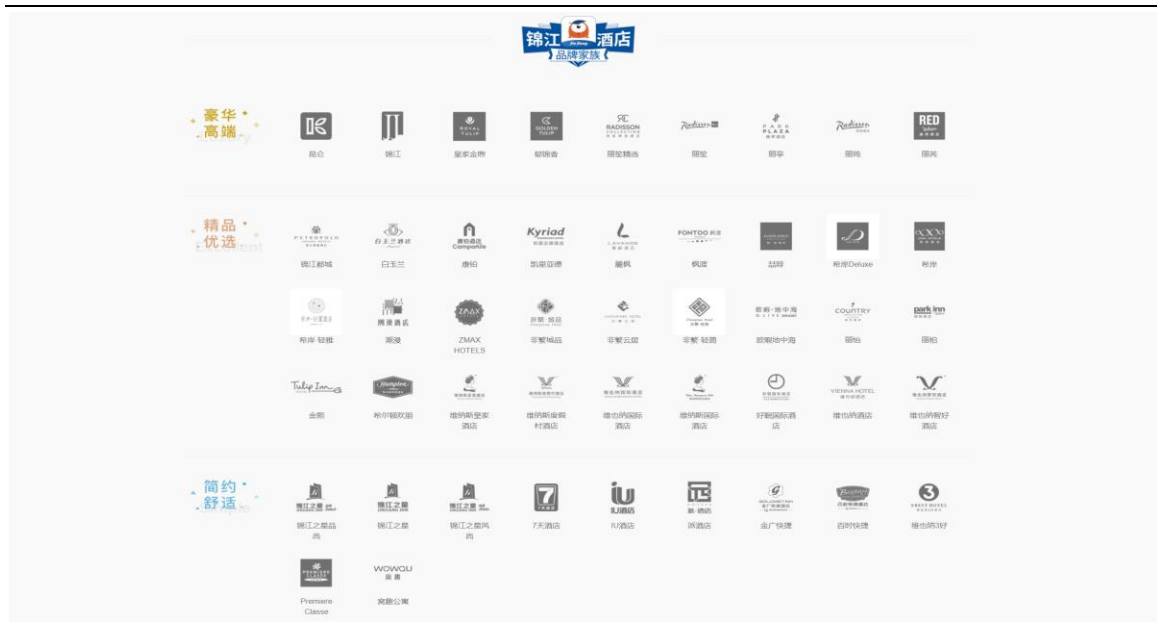
图表 89. 2020 年之后的锦江酒店股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

通过大规模并购扩张品牌细分市场，市占率全国第一。锦江酒店在2016-2018年期间接连完成几笔大型收购扩张后，目前形成以境内市场为主的锦江系、铂涛系和维也纳系酒店，以及以境外市场为主的卢浮系酒店和丽笙酒店，酒店和客房数均属国内第一，且远远高于第二名。公司运营和管理近50个品牌产品，伴随着消费者需求细分市场，全面覆盖有限服务型酒店的经济型和中高端型。截止2020年12月31日，锦江酒店共计已签约运营及管理酒店达到14,458家，酒店客房规模合计达到1,430,516间，遍布中国境内及境外65个国家和地区。2020年净增新开店数892家，自营店减少55家，加盟酒店增加947家。2021年第一季度净开业157家，自营店减少16家，加盟店增加173家，已开业酒店共计为9,563家，总计客房数量达到934,301间。根据中国饭店协会数据显示，2020年锦江酒店以市占率20.18%继续稳列中国酒店集团第一。

图表 90. 锦江酒店主要系列品牌图



资料来源: Wehotel 官网, 中银证券

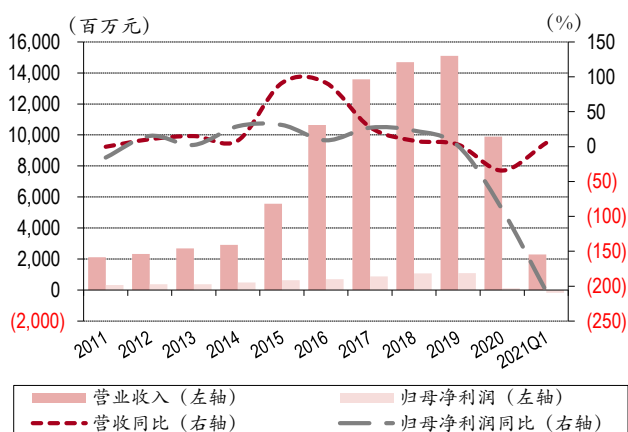
锦江酒店中国区成立，为推动全球“六大区域”建设打样板。2020年5月锦江酒店中国区成立，公司前台运营设立上海、深圳双总部，深耕国内市场，下设品牌团队、区域分公司。进一步整合国内市场酒店品牌，在保持前端品牌特点和优势的前提下，将各个品牌公司的后台职能部门进行整合，资源共享。此举有望有效缩减成本端费用，形成高效组织结构。在锦江国际全球酒店管理委员会中国区会议上，锦江酒店还表示将通过中国区酒店产业整合来为全球其他五大区域即亚太区、欧洲区、美洲区、美国区、中东非洲区的建设打样板，谋求未来进一步提高锦江在国际酒店市场中的地位。

公司经营数据分析

锦江酒店集团营业收入及净利润分析

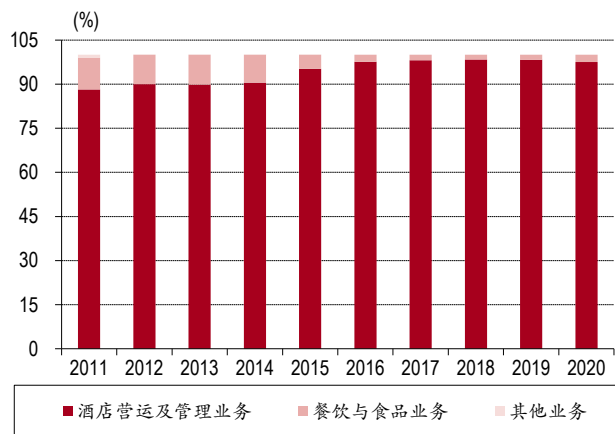
锦江酒店总营业收入在疫情前保持稳步上升，酒店业务营收占比不断提升。从2011年的21.26亿元上涨至2019年的151亿元，这9年时间的复合年均增速为24.34%。2015/16年因连续收购卢浮、铂涛、维也纳酒店，在合并财务报表后营收同比都有90%以上的增速，由于品牌整合需要时间和费用，因此净利润同比没有大程度上的提升。2020年由于疫情影响，以至于营业收入大幅缩水，跌破百亿大关至98.98亿元，同比下降34.45%，净利润仅为1.1亿元，同比下降89.91%。2021年第一季度虽然境内业务有所恢复，但是受到欧洲疫情反复影响，境外酒店业务恢复不畅拖累酒店集团业绩。2021Q1营业收入为23亿元，同比上涨5.06%，净利润亏损1.83亿元，同比下降207.12%。净利率同步下降幅度增大还有一个原因是上年同期出售子公司股权所致。锦江酒店主营业务为有限服务型酒店运营及管理业务、食品及餐饮业务两大板块。这两板块中又以酒店业务为主要业务，从2011年开始食品及餐饮业务的营收占比在持续缓慢下降，酒店业务的营收占比不断上升，2020年酒店业务营收占比为97.48%，食品及餐饮业务占比为2.52%。

图表 91. 锦江酒店总营业收入及归母净利润变化



资料来源: 公司公告, 中银证券

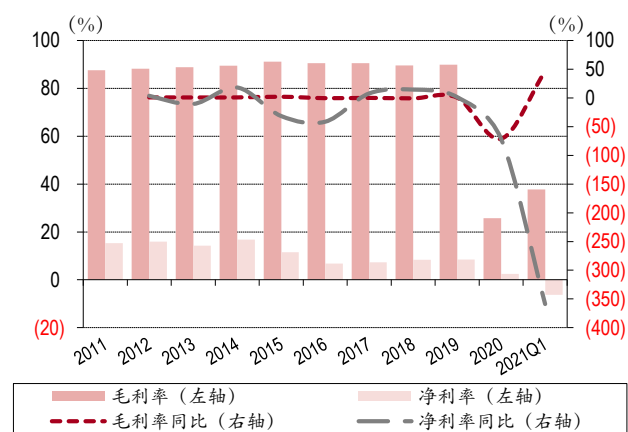
图表 92. 锦江酒店主要营收构成



资料来源: 公司公告, 中银证券

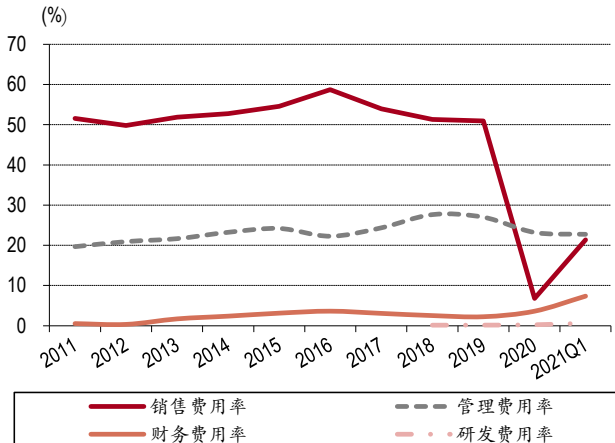
净利率和毛利率, 主要受到会计准则调整影响。锦江酒店毛利率一直以来较为稳定在 90% 上下浮动, 2020 年主要由于疫情影响和新收入准则变动, 三费中的部分费用调整至营业成本中, 2020 年营业成本同比增长 381.39%, 最终导致毛利大幅下降, 随之毛利率下降至 25.74%。在 2015 年大量合并前锦江酒店净利率维持在 15% 左右, 合并报表后 2015/16 年净利率负增长, 主要源于这两年营业收入增长幅度远远高于净利润的增长幅度。在逐步顺利整合完成后, 锦江酒店净利率逐步升至 2019 年的 8.47%。2020 年净利率因疫情影响大幅下滑至 2.42%, 同比下降 71.43%。2021 年 Q1 毛利率 37.71%, 同比上涨 46.50%, 增幅有所上涨是由于 2020Q1 是国内疫情最严重阶段, 因此同比 2021Q1 毛利率上涨幅度变大; 净利率为 -6.26%, 同比大幅下降 358.68%, 其主要原因是境外业务利润下滑和第一季度境内业务受到就地过年政策影响。

图表 93. 锦江酒店毛利与净利变化



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 94. 锦江酒店费用率变化



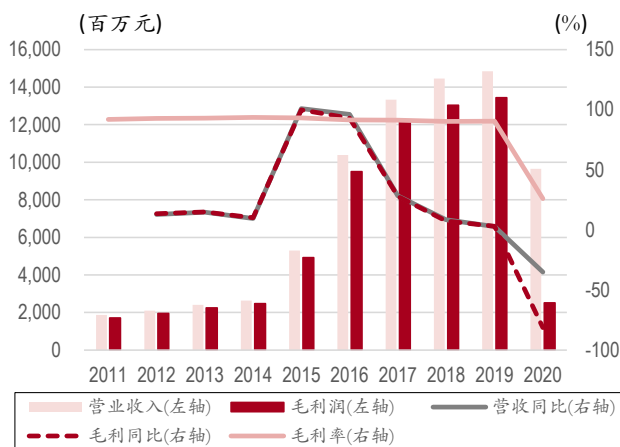
资料来源: 公司公告, 中银证券

“一中心三平台”战略加速推进，费用率有望持续改善。创新中心负责新品牌创新、研发、深化、落地及运营，通过深入研究新的细分市场和消费者行为，了解消费者感受进行针对性的业务创新，进而提升市场推广速度和最终投入产出效率。WeHotel 全球酒店共享平台致力整合旗下各品牌会员体系，建立锦江全球会员联盟体系，支持品牌个性化营销，公司有望凭借超 1.5 亿的自有会员总数形成较强流量优势。全球财务共享平台和全球采购共享平台将顺应酒店业数字化管理发展趋势，预计能有效降低成本费用和快速提高公司整体运营效率。“一中心三平台”的持续推进，有望加速锦江酒店打造全球酒店管理公司，加速全球品牌架构、业务、管理全面协同发展，提高锦江酒店在行业中强有力的竞争优势。自从 2018 年开始“一中心三平台”的建设，锦江酒店费用率呈现下降趋势。2020 年除疫情影响外销售费用率和管理费用率的下降原因是执行新收入准则所致，财务费用率的上涨主要是由于汇兑差额增加，从 2019 年的 76.81 万元上涨至 2020 年的 3,833 万元，涨幅近 49 倍。

有限服务型酒店营运及管理业务表现

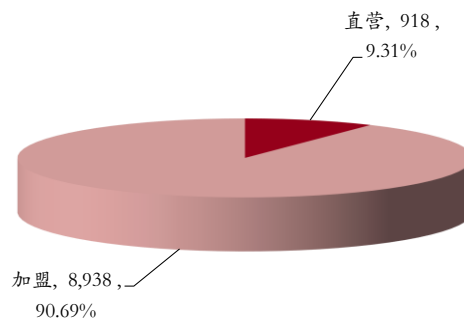
酒店营收疫前稳定上涨，扩张以中端加盟店为主。酒店业务营业收入至 2011 年以来不断高涨，从 2011 年的 18.65 亿元上涨至 2019 年的 148.46 亿元，年均复合增速为 25.92%。2020 年营收下降至 96.48 亿元，同比下滑 35.01%。在 2020 年受疫情影响和会计准则变更前，毛利率维持在 90% 以上，变更后下降到 25.98%。锦江酒店的酒店业务在经营模式上主要分为直营模式和加盟特许经营模式，截止到 2021 年第一季度，已开业的直营门店为 918 家，特许加盟门店为 8,938 家，加盟酒店占比 90.69%，和其他国际酒店集团万豪、希尔顿、洲际、温德姆相比，他们的加盟店占比均在 99% 以上，接近 100%，因此锦江酒店还有一定的进步空间，需持续增加特许加盟门店数量；其中经济型酒店 4,955 家，中高端酒店 4,608 家。至 2017 年开始每年直营酒店的净开门都是负数，意味着每年锦江的直营店都在减少，反观加盟门店数却是不断上涨，2019/2020 年加盟店净开店数为 1,098 家、949 家。2017 年后经济型酒店净开门数量开始减少，呈现负增长趋势，中端酒店则是加速扩张步伐，2019 年达到近年顶峰净开店 1,100 家，即使在 2020 年这一困难时期也新开业中端酒店 859 家，占比新开业门店的 96.3%。

图表 95. 锦江酒店业务经营表现



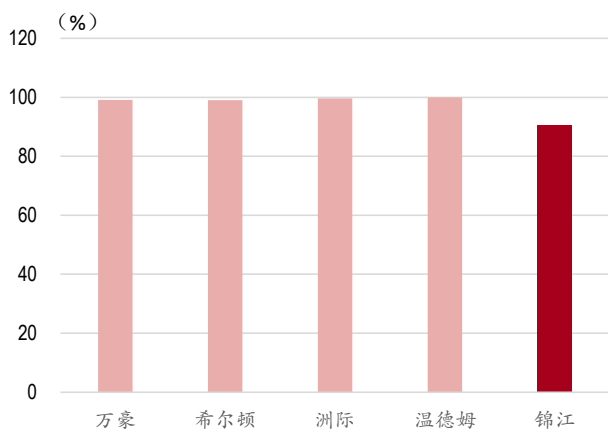
资料来源：公司公告，中银证券

图表 96. 截止 2020Q1 锦江直营和加盟店占比



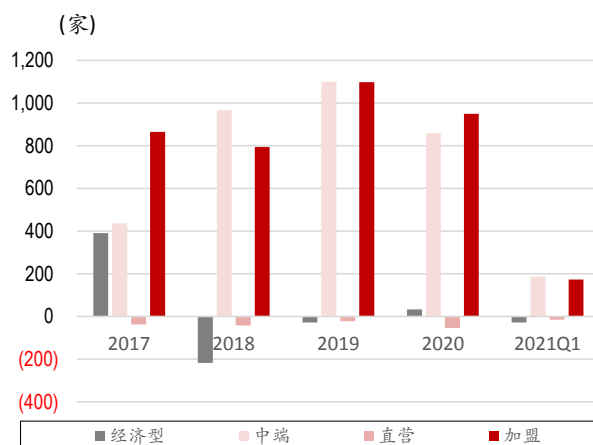
资料来源：公司公告，中银证券

图表 97. 锦江与知名国际酒店集团加盟占比比较



资料来源：公司公告，中银证券

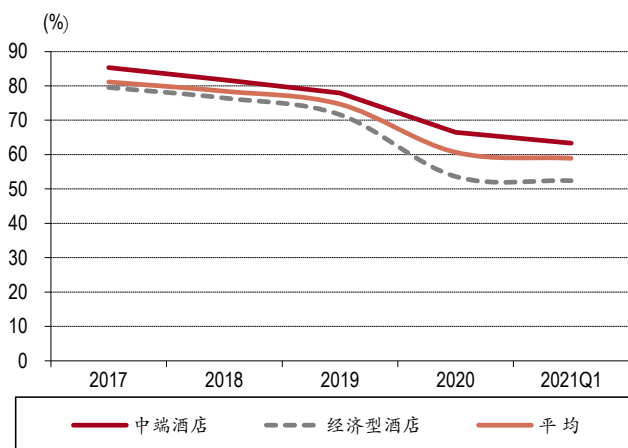
图表 98. 锦江新开店分布数量变化



资料来源：公司公告，中银证券

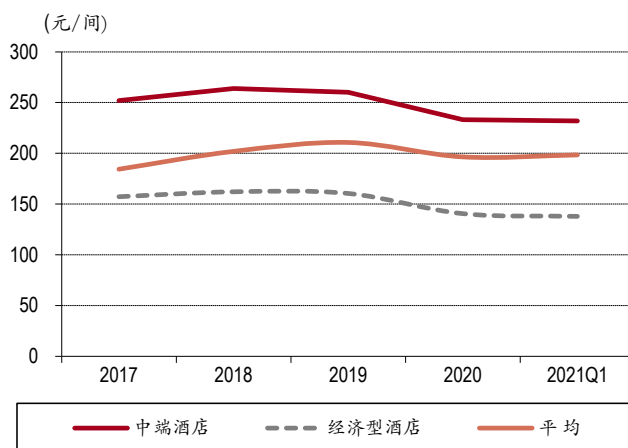
境内酒店业务入住率受影响较大，ADR 影响较小。酒店业务中，境内酒店业务占主要部分，截止 2020 年公司在中国大陆境内营业收入占全部酒店业务的比重为 80.96%，公司在境外营业收入占全部酒店业务的比重为 19.04%。自 2017 年以来境内酒店门店入住率在逐渐下行，在此次疫情影响下，经济型酒店的入住率下降幅度比中端酒店入住率下降幅度大，因为中端酒店的服务质量还是更加受到消费者的认可，后疫情时代消费者会更加注意酒店卫生，无接触式入住，在这一方面中端酒店更加完善。由于国内疫情防控良好，酒店行业恢复相对较快，因此 ADR 仍维持在疫前 90% 的水平。

图表 99. 锦江境内酒店 OCC 变化



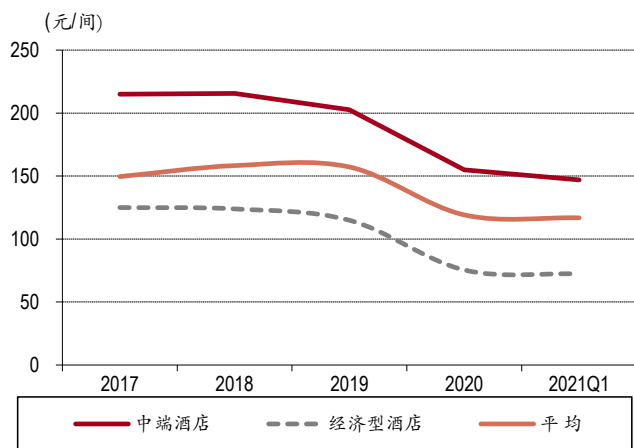
资料来源：公司公告，中银证券

图表 100. 锦江境内酒店 ADR 变化



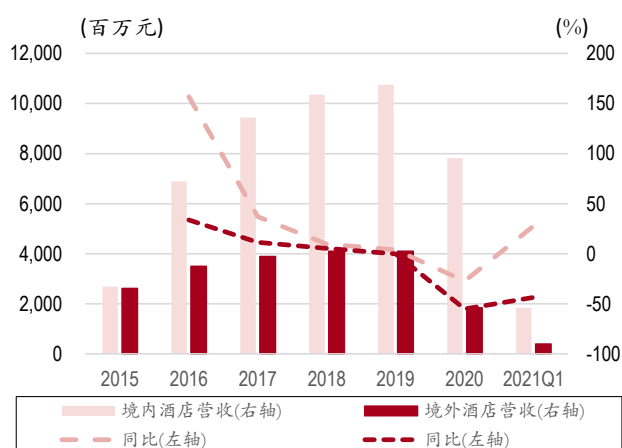
资料来源：公司公告，中银证券

图表 101. 锦江境内酒店 RevPAR 变化



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 102. 锦江境内外酒店营收对比



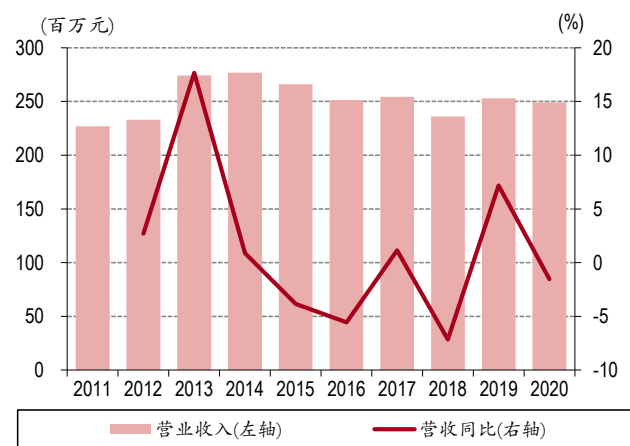
资料来源: 公司公告, 中银证券

境内酒店有序恢复, 境外酒店受疫情影响大承压持续。近年来锦江酒店一直秉承“深耕国内、全球布局、跨国经营”的战略发展。中国境内酒店业务营收从 2015 年的 26.84 亿元增长到 2019 年的 107.49 亿元, 年均复合增速为 31.98%, 连续百亿营收两年后因疫情影响下跌 27.33% 至 78.11 亿元。境外酒店业务营收从 2015 年的 26.12 亿元增长到 2019 年的 40.97 亿元, 年均复合增速为 9.42%, 后因疫情影响下跌 55.16% 至 18.37 亿元。随着国内疫情好转, 国家政府发布各类利好政策扶持各行各业复产复工, 公司通过加强管理、控制成本、降低费用等措施降低疫情带来的不利影响, 2021 年第一季度境内酒店业务营收为 18.43 亿元, 同比增长 27.76%。2021 年以来境外疫情仍就反复出现, 欧洲各国经济恢复不畅, 虽然卢浮集团积极采取各种措施降低负债和成本, 但 2021Q1 境外酒店业务营收仅为 3.92 亿元, 同比仍下降 43.50%, 经营承压持续。由于境外业务经营业绩拖累, 2021Q1 锦江酒店业务实现合并营业收入 22.35 亿元, 仅比上年同期增长 4.64%。

食品及餐饮业务表现

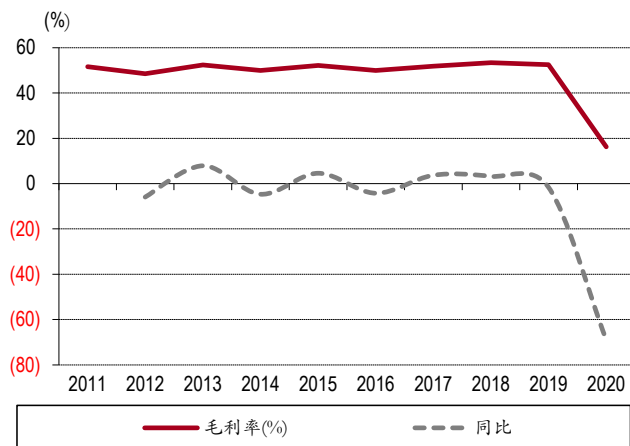
食品餐饮业务营收震荡下降, 毛利率相比较低。锦江酒店的餐饮业务在经营模式上同酒店业务一样, 主要也是分为直营模式和加盟特许经营模式。公司独立经营的餐厅有“百岁村”等各类高档中菜餐厅, 公司以合资公司形式从事“肯德基”、“吉野家”等餐厅的特许经营。2020 年食品及餐饮业务实现营业收入 2.5 亿元, 同比小降 1.54%, 净利润为 2.6 亿元, 同比增长 15.6%, 主要原因是苏州、无锡和杭州的肯德基品牌期末公允价值上升。2021 年第一季度境内酒店业务营收为 6,494 万元, 比上年同期增长 21.94%, 得益于国内疫情有效防控, 经营情况得到有效改善。餐饮业务毛利率一直较为平稳发展, 维持在 50% 左右, 由于 2020 年更新会计准则导致毛利率大幅下降至 16.29%。

图表 103. 锦江餐饮业务营业收入变化



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 104. 锦江餐饮业务毛利率变化



资料来源: 公司公告, 中银证券

盈利预测、相对估值及投资建议

图表 105. 锦江酒店营业收入与毛利率预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
酒店运营					
收入 (百万元)	10,390.43	5,976.15	8,605.66	9,466.22	9,939.53
yoy	(11.32%)	(42.48%)	44.00%	10.00%	5.00%
成本 (百万元)	1,406.71	5,473.10	5,746.76	6,034.09	6,275.46
yoy	(0.83%)	289.07%	5.00%	5.00%	4.00%
毛利率	86.46%	8.42%	33.22%	36.26%	36.86%
酒店管理					
收入 (百万元)	4,455.49	3,671.25	4,956.19	6,690.85	8,497.38
yoy	62.40%	(17.60%)	35.00%	35.00%	27.00%
成本 (百万元)	0	1,668.40	1,801.87	1,982.06	2,180.27
yoy	-	-	8.00%	10.00%	10.00%
毛利率	100.00%	54.55%	63.64%	70.38%	74.34%
食品及餐饮业务					
收入 (百万元)	252.93	249.04	261.49	274.57	288.29
yoy	7.17%	(1.54%)	5.00%	5.00%	5.00%
成本 (百万元)	120.11	208.47	218.89	233.12	247.11
yoy	9.23%	73.57%	5.00%	6.50%	6.00%
毛利率	52.51%	16.29%	16.29%	15.09%	14.29%
营业收入合计 (百万元)					
	15,098.85	9,897.44	13,823.34	16,431.64	18,725.21
yoy	2.74%	(34.45%)	39.67%	18.87%	13.96%
综合毛利率	90%	26%	44%	50%	54%

资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测与相对估值

我们预计锦江酒店 2021 年至 2023 年营收分别为 138.23 亿元、164.32 亿元、187.25 亿元，分别同比变化 39.67%、18.87%、13.96%；归母净利润在 2021 年预计盈利 10.98 亿元，同比变化 896.19%，2022 至 2023 年预计持续盈利 17.50 亿元、22.14 亿元，分别同比变化 59.42%、26.48%；当前股本下，预计每股收益分别为 1.03 元、1.64 元、2.07 元，市盈率分别为 49.06 倍、30.77 倍、24.33 倍。

图表 106. 锦江酒店可比上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600258.SH	首旅酒店	买入	23.86	235.67	0.81	1.16	1.38	29.32	20.64	17.35
600754.SH	锦江酒店	增持	50.33	538.55	1.03	1.64	2.07	49.06	30.77	24.33
1179.HK	华住酒店	未有评级	37.90	1,033.03	0.55	0.98	1.22	57.61	32.37	25.89
可比公司均值								45.33	27.93	22.52
600754.SH	锦江酒店	增持	50.33	538.55	1.03	1.64	2.07	49.06	30.77	24.33

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 7 月 21 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

投资建议

目前国内疫情控制良好，随着疫苗接种人数不断增加，对于休闲度假和差旅需求逐步加大，住宿刚需也陆续恢复。虽然境外疫情仍不断反复，但锦江酒店在“十四五”战略规划第一年，坚定不移实施“深耕国内、全球布局、跨国经营”战略。利用定增项目逆势扩张，加速品牌升级，进一步占领国内中端酒店市场，同时深入推进“一中心三平台”创新体系打造，酒店费用率有望降低，净利有望提升，弥补境外业务不利影响。一旦境外业务经营恢复正常，有望提升公司盈利能力。2021 年公司预计新增开业连锁有限服务型酒店 1,500 家，新增签约连锁有限服务型酒店 2,500 家。首次覆盖，给予**增持**评级。

风险提示

境外酒店业务恢复不及预期

欧洲地区疫情反复，虽然欧洲各主要国家出台各种疫情防控措施，并迅速启动疫苗接种，但市场恢复情况仍存在不确定性，可能境外酒店业务经营恢复会不及预期。

酒店加盟店扩张速度不及预期

虽然公司前期扩张速度很快，但是酒店市场连锁化目前仍比较低，中高端酒店占比不高，因此行业增长空间仍旧较大。如果后期扩张速度低于其他竞争对手，可能会对经营数据产生影响，进而影响整体营业收入。

新冠疫情反复风险

国内疫情防控常态化，疫苗接种普及率高，会促使大型会展、企业差旅和游客出行逐渐恢复正常水平，但仍有可能局部散发病例和变异病毒造成疫情的反复，且对酒店市场的消费仍产生一定的压抑。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	15,099	9,898	13,823	16,432	18,725
销售成本	(1,691)	(7,465)	(7,929)	(8,443)	(8,922)
经营费用	(10,369)	(1,810)	(3,282)	(4,591)	(5,564)
息税折旧前利润	3,040	623	2,612	3,398	4,239
折旧及摊销	(1,387)	(1,303)	(1,244)	(1,307)	(1,323)
经营利润 (息税前利润)	1,652	(681)	1,368	2,091	2,916
净利息收入/(费用)	(260)	(298)	(228)	(146)	(114)
其他收益/(损失)	522	1,344	713	675	655
税前利润	1,759	304	1,759	2,489	3,310
所得税	(480)	(64)	(387)	(523)	(794)
少数股东权益	187	130	274	216	302
净利润	1,092	110	1,098	1,750	2,213
核心净利润	1,091	116	1,100	1,753	2,217
每股收益 (人民币)	1.021	0.103	1.026	1.635	2.069
核心每股收益 (人民币)	1.020	0.108	1.028	1.638	2.072
每股股息 (人民币)	0.537	1.825	0.513	0.850	1.117
收入增长(%)	3	(34)	40	19	14
息税前利润增长(%)	26	(141)	478	53	39
息税折旧前利润增长(%)	11	(80)	320	30	25
每股收益增长(%)	(10)	(90)	896	59	26
核心每股收益增长(%)	(10)	(89)	851	59	27

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,759	304	1,759	2,489	3,310
折旧与摊销	1,387	1,303	1,244	1,307	1,323
净利息费用	339	359	322	277	262
运营资本变动	32	(625)	1,200	(189)	433
税金	(293)	66	(387)	(523)	(794)
其他经营现金流	(586)	(1,255)	(1,879)	28	(61)
经营活动产生的现金流	2,638	152	2,259	3,390	4,472
购买固定资产净值	(310)	(664)	100	125	250
投资减少/增加	191	536	380	350	325
其他投资现金流	(766)	1,067	(293)	(333)	(585)
投资活动产生的现金流	(886)	939	187	142	(10)
净增权益	(575)	(1,953)	(549)	(910)	(1,195)
净增债务	(1,879)	1,101	(431)	(570)	30
支付股息	575	1,953	549	910	1,195
其他融资现金流	(1,317)	(1,321)	3,945	(1,197)	(1,467)
融资活动产生的现金流	(3,195)	(220)	3,515	(1,767)	(1,437)
现金变动	(1,443)	871	5,961	1,764	3,025
期初现金	7,355	5,920	6,793	12,754	14,518
公司自由现金流	1,752	1,091	2,446	3,532	4,462
权益自由现金流	212	2,551	2,337	3,238	4,753

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5,920	6,793	12,754	14,518	17,543
应收帐款	1,157	1,076	1,612	671	1,930
库存	94	73	143	178	209
其他流动资产	211	220	125	287	196
流动资产总计	8,496	9,418	15,755	16,929	20,994
固定资产	6,936	6,322	5,875	5,441	5,116
无形资产	7,261	7,212	6,956	6,698	6,440
其他长期资产	2,536	2,205	1,667	1,822	2,012
长期资产总计	16,733	15,739	14,498	13,962	13,569
总资产	38,874	38,637	43,011	42,863	45,735
应付帐款	2,007	1,787	2,032	1,887	2,126
短期债务	19	1,016	500	500	500
其他流动负债	5,589	5,014	5,953	5,524	6,847
流动负债总计	7,614	7,817	8,484	7,911	9,473
长期借款	14,116	14,540	14,620	14,000	14,000
其他长期负债	2,788	2,573	420	420	420
股本	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
储备	12,273	11,762	17,155	17,995	19,013
股东权益	13,343	12,832	18,225	19,065	20,083
少数股东权益	1,101	997	1,261	1,467	1,759
总负债及权益	38,874	38,637	43,011	42,863	45,735
每股帐面价值 (人民币)	12.47	11.99	17.03	17.82	18.77
每股有形资产 (人民币)	5.68	5.25	10.53	11.56	12.75
每股净负债/(现金)(人民币)	7.68	8.19	2.21	(0.02)	(2.84)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.1	6.3	18.9	20.7	22.6
息税前利润率(%)	10.9	(6.9)	9.9	12.7	15.6
税前利润率(%)	11.7	3.1	12.7	15.1	17.7
净利率(%)	7.2	1.1	7.9	10.7	11.8
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.2	1.9	2.1	2.2
利息覆盖率(倍)	4.5	(2.0)	4.1	6.4	9.1
净权益负债率(%)	57.2	63.9	12.1	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.2	1.8	2.1	2.2
估值					
市盈率(倍)	49.3	488.7	49.1	30.8	24.3
核心业务市盈率(倍)	49.3	465.7	49.0	30.7	24.3
市净率(倍)	4.0	4.2	3.0	2.8	2.7
价格/现金流(倍)	20.4	355.2	23.8	15.9	12.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.4	100.6	21.5	15.8	12.0
周转率					
存货周转天数	19.3	4.1	5.0	6.9	7.9
应收帐款周转天数	26.0	41.2	35.5	25.3	25.3
应付帐款周转天数	48.8	70.0	50.4	43.5	39.1
回报率					
股息支付率(%)	52.6	1,771.6	50.0	52.0	54.0
净资产收益率(%)	8.5	0.8	7.1	9.4	11.3
资产收益率(%)	3.0	(1.4)	2.6	3.8	5.0
已运用资本收益率(%)	0.9	0.1	0.9	1.3	1.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371