

## 锦江酒店(600754.SH)

## 增量广覆盖&amp;存量新升级,汇聚全赛道优质品牌整装待发

## 推荐 (首次)

现价: 49.9 元

## 主要数据

|               |                          |
|---------------|--------------------------|
| 行业            | 餐饮旅游                     |
| 公司网址          | www.jinjianghotels.sh.cn |
| 大股东/持股        | 上海锦江资本股份有限公司             |
|               | 45.05%                   |
| 实际控制人         | 上海市国有资产监督管理委员会           |
| 总股本(百万股)      | 1,070                    |
| 流通 A 股(百万股)   | 914                      |
| 流通 B/H 股(百万股) | 156                      |
| 总市值(亿元)       | 475                      |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 456                      |
| 每股净资产(元)      | 15.53                    |
| 资产负债率(%)      | 65.3                     |

## 行情走势图



## 证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号  
S1060520050001  
YIYONGJIAN176@pingan.com.cn



## 平安观点:

- **中国酒店业“连锁化+中高端化+直销化”底层逻辑:** 1) 疫情常态化, 单体小酒店倒下, 马太效应凸显。2020 年, 国内酒店客房减少 229.4 万间, 而连锁店客房新增 16.6 万间, 连锁化率从 2018 年的 19% 升至 2020 年的 31% (美国已超 70%, 国内提升空间巨大); 2) 轻资产加盟模式降本提效, 释放现金流加速扩店。锦江逐渐剥离自营店资产, 21H1 加盟店累计 8910 家, 占比超 90%。3) 中国交运基建高速发展, 带动商旅迅速崛起, 锦江直销平台 WeHotel 统一会员体系, 联合加盟商引流高粘性客户。4) 消费升级、差旅标准提高、利润结构驱动, 酒店行业短期经济型主导 (占比 > 60%), 长期橄榄型趋势 (欧美中高档次占比达 50%)。截至 2021H1 锦江中端酒店数达 4868 家 (占比 49.55%), 是华住和首旅的近 2 倍和近 4 倍。
- **锦江核心优势-品牌&规模:** 1) 旗下四大系列 40 多类品牌矩阵, 实现酒店赛道全覆盖; 2) 截至 21H1 总开业客房间数近百万, 规模多年蝉联国内第一, 占全国连锁酒店集团总客房量的比例超 20%。疫情期间不减开店速度, 预计未来仍将以千家/年的速度拓店; 3) 锦江 (中国区) 汇聚优质品牌资源、统一会员体系, WeHotel 最新会员数达 1.86 亿人, 佣金率仅 6%-8%, 远低于 OTA 的 15%, 营收 51% 来源于直销, 直销为主、多渠道分销为辅的战略正逐步实现; 4) 维也纳已形成中端酒店护城河 (21H1 实现营收 15.68 亿元, 酒店数 2303 家, 对标全季 1203 家), 密集分布于华南一二线; 加速升级 7 天系 (预计 80% 将升至新 7 天 3.0, 21H1 酒店数达 2001 家), 兵团战主攻华东和华中下沉市场空白薄弱区。
- **成本费用端仍具下降空间:** 1) 智能化有助于降低人工成本、加盟模式下物业租金存压缩空间, 毛利率有望提至 45% 以上; 2) 背靠上海国资委, 长期借款融资成本低; 非公开募金额中 15 亿用于偿还贷款, 预计公司未来大幅举债概率较小, 利息费用下调; 3) 销售人员缩减、广告费用有下降空间, 管理费率基本维持不变。

|           | 2019A  | 2020A | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-----------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 15,099 | 9,898 | 12,377 | 16,039 | 17,889 |
| YOY(%)    | 2.7    | -34.4 | 25.1   | 29.6   | 11.5   |
| 净利润(百万元)  | 1,092  | 110   | 345    | 1,403  | 1,928  |
| YOY(%)    | 0.9    | -89.9 | 213.2  | 306.4  | 37.4   |
| 毛利率(%)    | 89.9   | 25.7  | 34.5   | 42.8   | 45.3   |
| 净利率(%)    | 7.2    | 1.1   | 2.8    | 8.7    | 10.8   |
| ROE(%)    | 8.2    | 0.9   | 1.9    | 7.6    | 9.9    |
| EPS(摊薄/元) | 1.02   | 0.10  | 0.32   | 1.31   | 1.80   |
| P/E(倍)    | 48.9   | 484.5 | 154.7  | 38.1   | 27.7   |
| P/B(倍)    | 4.0    | 4.2   | 3.0    | 2.9    | 2.8    |

■ **盈利预测：**根据 21H1 业绩，结合国内外新冠疫苗接种率不断提高、境内外旅游市场逐步开放的现状，我们预计 2021-2023 年 RevPAR 从 145 逐渐提至 165 元，每年净开店数量 1100 家/年。预测 2021-2023 年公司归母净利分别实现 3.5 亿、14.0 亿和 19.3 亿元，EPS 分别为 0.32 元、1.31 元、1.80 元，对应目前股价的 PE 分别为 154.7 倍、38.1 倍、27.7 倍。随着国内外新冠疫苗接种率不断提高，疫情管控政策有逐步放开势头，我们认为酒旅业复苏趋势向好，首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ **风险提示：**1) 疫情时有发生，扰动酒店经营业绩；2) 境外业务仍未恢复；3) 竞争加剧：多家国际酒店巨头扭亏为盈，中国市场将成为必争之地。4) 政策风险：上海出台酒店价格诚信自律公约，抑制酒店价格剧烈波动。

# 正文目录

|                                         |           |
|-----------------------------------------|-----------|
| <b>一、收购优质品牌奠基；专设中国区整合资源&amp;集权管理</b>    | <b>7</b>  |
| 1.1 国资背景，股权集中                           | 7         |
| 1.2 管理层换届，优化组织架构                        | 7         |
| 1.3 历史回溯：对内梳理拆分业务，对外收购形成多品牌矩阵           | 8         |
| 1.4 内部管理层混编&市场化机制变革；成立锦江（中国区）事业部制集权管理   | 9         |
| 1.5 公司以类 REITs 逐渐剥离直营经济型酒店，专注轻资产加盟模式    | 10        |
| <b>二、中高端转型寻提价空间，轻资产加盟模式降本增效</b>         | <b>11</b> |
| 2.1 锦江酒店总营收 CAGR2016-2019 达 12.39%，领先市场 | 11        |
| 2.2 拓店方案因地制宜：下沉市场广覆盖-兵团战，华南区高密度-品牌差异化   | 11        |
| 2.3 收入端业务细拆                             | 13        |
| 2.4 加盟模式下毛利率有望提升                        | 16        |
| 2.5 费用端：存在下降空间                          | 16        |
| <b>三、酒店业“连锁化+中高端化+直销化”的底层逻辑</b>         | <b>17</b> |
| 3.1 中国酒店市场发展历程回顾                        | 17        |
| 3.2 中国酒店业竞争格局演变                         | 18        |
| 3.3 供给端马太效应显现；需求端静待“商旅+出游”复苏，迎接戴维斯双击    | 19        |
| 3.4 化危机为机遇：疫后单体店出清，酒店业连锁化&规模化大势所趋       | 21        |
| 3.5 个人消费升级、差旅标准提高、利润结构驱动，中高端化成必然趋势      | 23        |
| 3.6 酒店业在线化率提升，锦江加速升级直销平台，以佣金优势获高粘性客户    | 24        |
| <b>四、核心优势：品牌矩阵实现赛道全覆盖，规模多年蝉联国内第一</b>    | <b>26</b> |
| 4.1 规模占优，资产雄厚                           | 26        |
| 4.2 旗下品牌秉承“增量为主，存量为辅”理念，已实现赛道全覆盖        | 26        |
| 4.3 锦江酒店年轻用户占比高，专设全球创新中心 GIC，品牌紧随新消费趋势  | 28        |
| 4.4 升级自有渠道 WeHotel，统一会员体系，实现客户资源共享      | 29        |
| 4.5 中端市场-维也纳规模优势明显；加速升级 7 天系-主攻下沉市场空白区  | 30        |
| 4.6 锦江融资成本低，现金流充裕；大品牌架构已建成，预计大幅举债概率小    | 31        |
| 4.7 依托“一中心三平台”，提供一体化服务，实现全供应链智能化        | 32        |
| <b>五、盈利预测及投资建议</b>                      | <b>32</b> |
| <b>六、风险提示</b>                           | <b>33</b> |

# 图表目录

|       |                                             |    |
|-------|---------------------------------------------|----|
| 图表 1  | 锦江酒店股权结构图 .....                             | 7  |
| 图表 2  | 公司现任管理层 .....                               | 7  |
| 图表 3  | 锦江酒店发展历程 .....                              | 8  |
| 图表 4  | 截至 2021H1 锦江酒店旗下业务和品牌结构 .....               | 8  |
| 图表 5  | 2010-2018 年锦江酒店的对外收购之路 .....                | 9  |
| 图表 6  | 锦江中国区内部组织结构（成立初期） .....                     | 10 |
| 图表 7  | 2020 年锦江酒店处置子公司情况（剥离的资产均为旗下直营经济型酒店） .....   | 10 |
| 图表 8  | 2011-2021H1 锦江酒店营业收入及同比增速 .....             | 11 |
| 图表 9  | 公司酒店管理业务收入结构（加盟模式） .....                    | 11 |
| 图表 10 | 公司酒店运营业务收入结构（直营模式） .....                    | 11 |
| 图表 11 | 2020 年锦江酒店全国范围内的布局 .....                    | 12 |
| 图表 12 | 国内经济型酒店龙头—锦江之星、7 天、汉庭、如家地域分布情况 .....        | 12 |
| 图表 13 | 国内中端酒店龙头—维也纳、全季、如家精选酒店地域分布情况 .....          | 12 |
| 图表 14 | 各品牌经济型连锁酒店市占率（客房量口径） .....                  | 13 |
| 图表 15 | 各品牌中高端连锁酒店市占率（客房量口径） .....                  | 13 |
| 图表 16 | 2015-2021H1 公司国内外总营收情况 .....                | 13 |
| 图表 17 | 截至 2020 年公司境内外开业酒店数&客房间数 .....              | 13 |
| 图表 18 | 2011-2021E 锦江加盟店占比持续升高 .....                | 14 |
| 图表 19 | 2018-2020 年锦江中端和经济型酒店数占比 .....              | 14 |
| 图表 20 | 2018-2021H1 锦江中端和经济型酒店开店数 .....             | 14 |
| 图表 21 | 锦江中端&经济型酒店 ADR 和 OCC 对比 .....               | 15 |
| 图表 22 | 锦江和首旅中高端酒店 RevPAR 和 OCC 对比 .....            | 15 |
| 图表 23 | 2021 年公司旗下经济型酒店“锦江之星”和中端“维也纳酒店”收入成本分析 ..... | 15 |
| 图表 24 | 2014-20 年酒店运营业务成本拆分（自营店） .....              | 16 |
| 图表 25 | 2014-20 年酒店管理业务成本拆分（加盟店） .....              | 16 |
| 图表 26 | 2014-2020 年锦江酒店运营与管理业务毛利润 .....             | 16 |
| 图表 27 | 2014-2020 年锦江酒店各业务毛利率（%） .....              | 16 |
| 图表 28 | 2014-2020 年公司销售和管理费用率变化 .....               | 17 |
| 图表 29 | 2016-21E 锦江和华住的销售&管理费用率对比 .....             | 17 |
| 图表 30 | 2015-2020 年锦江各部门员工数量变化 .....                | 17 |
| 图表 31 | 中国酒店业发展历程（第一阶段-经济型酒店爆发期） .....              | 17 |
| 图表 32 | 中国酒店业整体发展历程（历经两次较大转型） .....                 | 18 |
| 图表 33 | 2005-12 经济型连锁酒店市占率(不含单体店) .....             | 18 |
| 图表 34 | 2013-18 年各品牌的中高端连锁酒店市占率 .....               | 18 |
| 图表 35 | 2012 年经济型连锁酒店品牌竞争格局 .....                   | 19 |
| 图表 36 | 2013-2020 年中国中端连锁酒店品牌竞争格局 .....             | 19 |

|       |                                          |    |
|-------|------------------------------------------|----|
| 图表 37 | 2020 年我国酒店行业客房数变动情况 .....                | 19 |
| 图表 38 | 2020Q1 中国酒店商家面临的主要困难调查 .....             | 19 |
| 图表 39 | 酒店业消费场景分拆-商旅+旅游休闲 .....                  | 20 |
| 图表 40 | 中国各项交通工具旅客周转量（亿人公里） .....                | 20 |
| 图表 41 | 2004-2020 旅游总收入和商旅总支出情况 .....            | 20 |
| 图表 42 | 2015-2020 年国内旅游总收入及同比增速 .....            | 21 |
| 图表 43 | 2000-2024E 亚太地区各国商旅支出占比变化 .....          | 21 |
| 图表 44 | 2004-2020 年中国人均 GDP 和住宿业营收 .....         | 21 |
| 图表 45 | 2017-2020 年中国酒店业规模变动情况 .....             | 21 |
| 图表 46 | 1990-2020 年中美酒店连锁化率对比 .....              | 22 |
| 图表 47 | 2021.1 中国酒店业各细分市场连锁化率现状 .....            | 22 |
| 图表 48 | 2000-2020 年中国酒店连锁化率进程 .....              | 22 |
| 图表 49 | 2018-2020 年中国酒店业连锁化率趋势 .....             | 22 |
| 图表 50 | 中国酒店业整体月度入住率(2019.1-2021.6) .....        | 23 |
| 图表 51 | 2020.1-11 华住酒店月度 OCC 恢复率 .....           | 23 |
| 图表 52 | 2020.1-10 华住酒店月度综合 RevPAR 恢复率 .....      | 23 |
| 图表 53 | 截至 2021Q1 锦江加盟和直营店 RevPAR 表现 .....       | 23 |
| 图表 54 | 2014-20 国内经济型 VS 中端酒店数量及增速 .....         | 23 |
| 图表 55 | 2014-20 国内经济型 VS 中端酒店客房数及增速 .....        | 23 |
| 图表 56 | 2019 年中美居民财富和酒店层次分布现状 .....              | 24 |
| 图表 57 | 2010-2018 年中国各线城市中产阶级占比 .....            | 24 |
| 图表 58 | 马斯洛需求理论下的酒店升级路径 .....                    | 24 |
| 图表 59 | 中国酒店业仍由经济型主导，长期橄榄型趋势 .....               | 24 |
| 图表 60 | 2013-19 年中国在线住宿行业渗透率（%） .....            | 25 |
| 图表 61 | 2019Q3/2020Q1 中国出游网民酒店预订调查 .....         | 25 |
| 图表 62 | 2018.1-2021.4 各大酒店预订平台 MAU 情况 .....      | 25 |
| 图表 63 | 各大酒店预订平台佣金率对比 .....                      | 25 |
| 图表 64 | 2014-2020 排名前四集团的酒店数及新增情况 .....          | 26 |
| 图表 65 | 锦江旗下酒店品牌（自营品牌奠基，GIC 自创+外购衍生新品类） .....    | 26 |
| 图表 66 | 锦江酒店旗下运营的品牌矩阵（赛道全覆盖） .....               | 27 |
| 图表 67 | 欧暇·地中海明星店展示 .....                        | 27 |
| 图表 68 | 维也纳酒店品牌现状（升级至最新） .....                   | 28 |
| 图表 69 | 经济型酒店-7 天系、汉庭、怡莱、如家品牌现状（截至 2021H1） ..... | 28 |
| 图表 70 | 2020 年国内酒店和民宿消费者年龄结构 .....               | 29 |
| 图表 71 | 锦江旗下个性化潮流主题酒店 .....                      | 29 |
| 图表 72 | 2018.1-2021.4 各大酒店预订平台 MAU 情况 .....      | 29 |
| 图表 73 | 2017-2020 年三大酒店会员数情况（亿人） .....           | 29 |
| 图表 74 | 锦江 WeHotel 云提供一体化智能服务 .....              | 30 |
| 图表 75 | 锦江 WeHotel 平台企业商旅合作伙伴 .....              | 30 |

|       |                                        |    |
|-------|----------------------------------------|----|
| 图表 76 | 2016-2020 年主要中高端酒店增量情况 .....           | 30 |
| 图表 77 | 各线城市中端酒店品牌客房量比较 .....                  | 31 |
| 图表 78 | 维也纳、全季、如家精选品牌对比 .....                  | 31 |
| 图表 79 | 锦江和首旅经济型酒店 ADR 和 OCC 对比 .....          | 31 |
| 图表 80 | 2020 各线城市经济型连锁酒店品牌客房数对比 .....          | 31 |
| 图表 81 | 锦江 2016-2021H1 长期借款金额情况 .....          | 32 |
| 图表 82 | 2016-2021H1 公司财务费用和利息支出情况 .....        | 32 |
| 图表 83 | 锦江中国区依托“一中心三平台”，实现资源共享，提供一站式便捷服务 ..... | 32 |
| 图表 84 | 主营收入预测的业务构成（2019A-2023E） .....         | 33 |
| 图表 85 | 可比公司估值 .....                           | 33 |

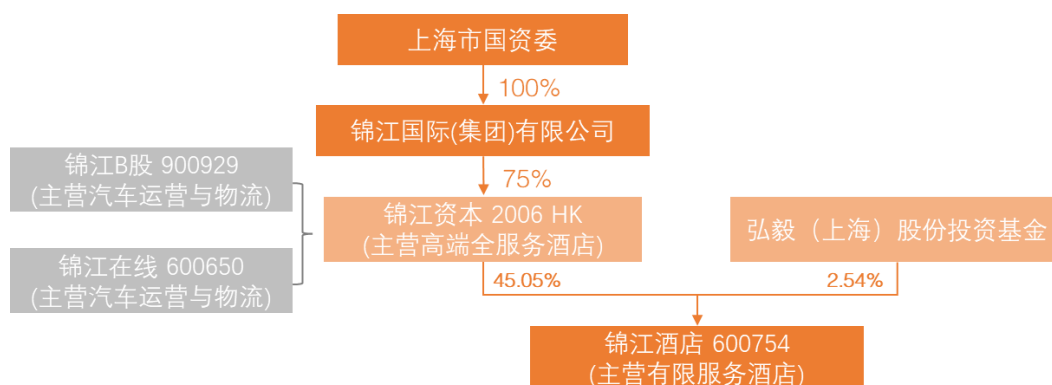
## 一、收购优质品牌奠基；专设中国区整合资源&集权管理

### 1.1 国资背景，股权集中

“锦江酒店”第一大股东“锦江资本”持股 45.05%，锦江资本由上海市国资委旗下全资子公司锦江国际控股（持股 75%）。国资背景加上历史渊源，锦江中端酒店深耕国内一二线城市、经济型酒店广覆盖下沉市场，稳居国内酒店龙头地位。

2014 年国企混改，锦江以非公开发股方式引入战投“弘毅投资”（12.43%），2016 年再次通过非公开发股向其募资 5.98 亿（12.6%），协助锦江度过收购扩张的关键时期；2018 年，弘毅出于资金需求开始减持锦江股权，主要通过大宗交易、集中竞价方式出售，目前已减持至 2.54%。

图表1 锦江酒店股权结构图



资料来源：wind，平安证券研究所

### 1.2 管理层换届，优化组织架构

2021 年 4 月，公司元老级人物一董事长俞敏亮（掌舵 18 年）、副董事长郭丽娟和吕海岩，因年龄和工作原因辞职，补增张晓强为董事长、朱虔为董事和 CEO，目前公司重要管理人员平均年龄为 55 岁，集团管理层结构十分稳定。

图表2 公司现任管理层

| 姓名  | 职务            | 加入公司时间  | 工作经历                                         |
|-----|---------------|---------|----------------------------------------------|
| 张晓强 | 董事长           | 2011/05 | 曾任海仑宾馆副总经理、上海锦江国际酒店发展股份有限公司董事、首席执行官等         |
| 朱虔  | 董事、CEO        | 2008/11 | 曾任锦江国际投资发展部经理、锦江国际旅游股份有限公司董事、锦江国际酒店公司首席投资官等。 |
| 赵令欢 | 董事            | 2015/06 | 弘毅投资创办人兼总裁、现任中国民生银行监事等                       |
| 周维  | 董事            | 2016/07 | 曾任上海锦江国际酒店(集团)首席投资官等                         |
| 马名驹 | 董事            | 2004/05 | 历任锦江国际(集团)副总裁及计划财务部经理、金融事业部总经理、上海锦沧文华大酒店董事长等 |
| 胡翥  | 副总裁、<br>董事会秘书 | 2006/04 | 曾任锦江国际酒店发展公司证券事务代表                           |
| 李予恺 | 副总裁           | 2016/07 | 曾任锦江之星业务部质检部经理，华东分公司副总经理，锦江都城酒店管理有限公司首席运营官   |
| 沈莉  | 首席财务官         | 2016/07 | 高级会计师。曾任锦江国际酒店发展公司财务部副总监，锦江之星财务部总监，副总裁等      |

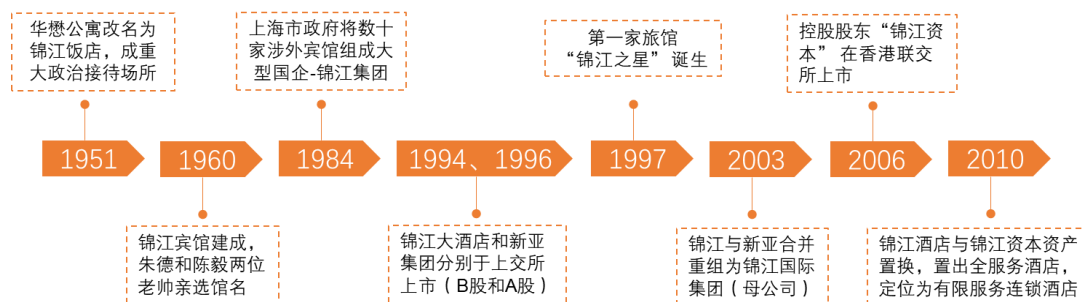
资料来源：wind，平安证券研究所

### 1.3 历史回溯：对内梳理拆分业务，对外收购形成多品牌矩阵

#### ■ 对内梳理业务&重组资产（2003-2010）

锦江集团历经 70 年，早期作为重要的政治场所接待各国领导人，期间经历多次合并重组和资产置换，1997 年诞生首家经济型酒店品牌-锦江之星，2003 年锦江大酒店和新亚集团合并为锦江国际集团（母公司），核心业务为酒店宾馆、餐饮服务和旅游客运业。2010 年锦江国际旗下子公司“锦江酒店”（600754）和“锦江资本”（2006.HK）资产置换，最终将“锦江酒店”定位为有限服务连锁酒店集团，附加食品及餐饮业务。

图表3 锦江酒店发展历程



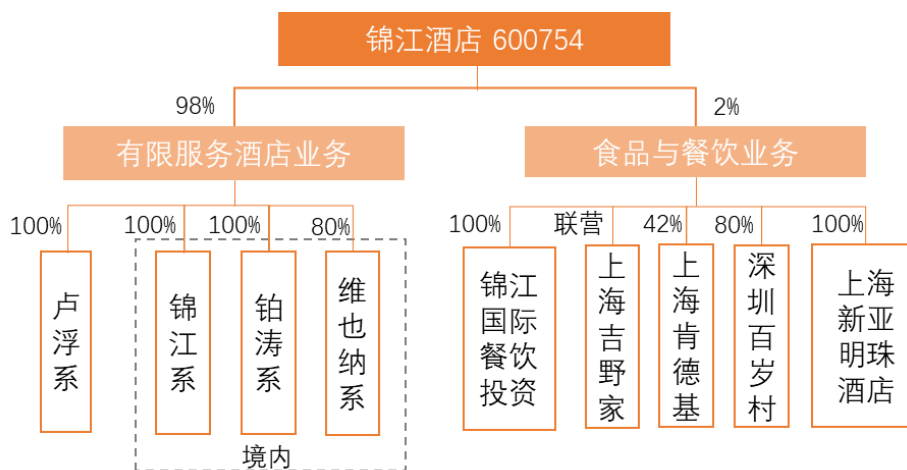
资料来源：公司官网，平安证券研究所，公司曾用名：上海锦江国际酒店发展、上海新亚（集团），图中统一为现用名

#### ■ 对外投资并购形成多品牌矩阵结构（2010-2018）

2011 年公司增资并购金广快捷 70% 股权，开启外延并购的快速通道。2012 年公司完成对经济型酒店金广快捷 100% 股权收购，交由旗下品牌锦江之星整合管理；2013 年，收购区域连锁经济型酒店-时尚之旅。

2015 年现金收购法国卢浮集团 100% 股权，逐步接轨国际化之路；2016 年现金收购铂涛集团取得 81% 股权（目前已成为旗下子公司），丰富经济型品牌和中端品牌，经营模式由直营转变为管理加盟；同年收购维也纳集团 80% 股权，进一步扩大中高端酒店优势，连锁化率快速提升；同时收购百岁村餐饮 80% 股权，扩充餐饮业务。

图表4 截至 2021H1 锦江酒店旗下业务和品牌结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所，备注：持股无锡、杭州、苏州肯德基均为 8%

2018 年母公司锦江国际收购国外中高端酒店集团一丽笙；2020 年 5 月，中国区公司成立，超高端品牌丽亭与中高端品牌丽柏、丽怡划归上海总部管理，由维也纳团队负责开发运营。目前丽笙旗下七大品牌均已引入国内，品牌计划 3 年内在境内运营超过 360 家门店。

图表5 2010-2018 年锦江酒店的对外收购之路

| 时间   | 标的                                         | 兑付方式                  | 基本情况                                                           |
|------|--------------------------------------------|-----------------------|----------------------------------------------------------------|
| 2010 | 锦江之星 71.2%股权;<br>旅馆投资 80%股权;<br>达华宾馆 99%股权 | 以星级酒店置换<br>集团经济型酒店    | 公司主业向经济型酒店转变                                                   |
| 2011 | 金广快捷 70%股权                                 | 旅馆投资斥资 1.34 亿元        | 开启外延并购的快速通道                                                    |
| 2012 | 金广快捷 30%股权                                 | 0.6492 亿元现金收购         | 发展公司有限服务商务酒店                                                   |
| 2013 | 时尚之旅 100%股权                                | 7.1 亿元现金收购            | 扩充经济型酒店品牌                                                      |
| 2015 | 法国卢浮 100%股权                                | 125.92 亿元现金收购         | 卢浮旗下四大系列、七大品牌(收购前 1115 家酒店), 涵盖经济型和中端品牌                        |
| 2016 | 铂涛 81.0034%股权                              | 82.69 亿元现金收购          | 收购前铂涛开业/已签约门店 2291/769 家。旨在完善中高端品牌, 拓展区域                       |
| 2016 | 维也纳酒店 80%股权                                | 17.50 亿元现金收购          | 收购前开业/已签约门店 303 /262 家。旨在扩充中高端品牌, 引入市场化管理                      |
| 2018 | 铂涛 12.0001%股权                              | 12.05 亿元现金收购          | 整合资源, 加强集权                                                     |
| 2018 | 丽笙集团 100%股权                                | 锦江国际牵头国际财团完成收购, 金额未披露 | 丽笙是一家全球高档酒店管理公司, 收购前旗下 8 大系、1151 家酒店, 17.93 万间客房, 覆盖超 114 个国家。 |

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

## 1.4 内部管理层混编&市场化机制变革;成立锦江(中国区)事业部制集权管理

### ■ 内部管理机制调整, 采纳维也纳系市场化机制(2017-2020)

1) 2017 年锦江都城更名重组为“卢浮亚洲”公司, 引入市场化竞争机制, 统一管理锦江之星、锦江都城、白玉兰, 以及法国卢浮系旗下的郁锦香、康铂等品牌。

2) 2020 年 1 月, 锦江都城深圳公司正式运营, 借鉴维也纳销售团队“高薪、高股权、内部创业”的狼性文化, 提出“6+1”赛马机制、项目制; 同时保留维也纳系、铂涛系员工激励方案和竞争机制, 资源导流维也纳, 维也纳上海总部承接多项战略试点任务。

### ■ CEO 换届到锦江统一管理、总部人员混编, 锦江(中国区)汇聚各方优势资源、整装待发

2019 年 5 月维也纳酒店创始人黄德满卸任 CEO, 由锦江酒店 CEO 张晓强接任; 2019 年 9 月, 铂涛集团创始人郑南雁卸任, 铂涛 CEO 由原副总裁周奎代理, 2020 年 4 月周奎卸任, 铂涛与维也纳酒店被整合入锦江中国区公司, 整合客户资源、保留品牌良性策略, 统一运营管理。此外, 部分原锦江系员工编入维也纳系, 同时原锦江都城系引入维也纳团队高管, 实现管理机制盘活。

**2020 年 5 月锦江酒店(中国区)正式成立**, 前端总部设在上海和深圳(双总部), 由三位执行副总裁分区域、八位副总裁分品牌运营, 后台设九大职能机构。成立初被授权 5 大系列、29 个品牌的经营, 形成区域型集权管理。截至 2020 年 12 月底, 锦江(中国区)旗下品牌扩至 39 个, 拥有已签约酒店数近 14000 家, 约 143 万间客房, 覆盖全国 31 个省(直辖市&自治区), 470 多个城市。

图表6 锦江中国区内部组织结构（成立初期）



资料来源：酒店高参，平安证券研究所

锦江（中国区）仅是集团发展的第一步，未来，锦江国际集团将统筹推动全球“五大区域”建设，最终形成中国区、亚太区、欧洲区、美洲区、中东非洲区的全球化布局。

1.5 公司以类 REITs 逐渐剥离直营经济型酒店，专注轻资产加盟模式

2020 年 1 月起，锦江酒店多次以类 REITs 向锦江资本（港股上市）转让旗下自营的锦江之星、经济型的时尚之旅等酒店资产，转让后以委托管理方式继续经营，目前，公司 70%以上的毛利来源于轻资产加盟模式。

国外成功先例：早在 1992 年，美国酒店集团龙头-万豪，将业务拆分成万豪地产和万豪国际，1999 年万豪地产获得 REITs 资质，重资产的自持酒店全部剥至万豪地产 REITs，从而盘活万豪国际资产，以灵活的管理加盟和特许加盟模式迅速扩张，成为国际市场规模最大的酒店集团。

图表7 2020 年锦江酒店处置子公司情况（剥离的资产均为旗下直营经济型酒店）

| 时间     | 转让方        | 受让方  | 受让标的                                                               | 交易金额（万元） |
|--------|------------|------|--------------------------------------------------------------------|----------|
| 2020.1 | 上海锦江国际旅馆投资 | 上海光缕 | 西安锦江之星 100%<br>郑州锦江之星 100%                                         | 13536.16 |
| 2020.4 | 锦江之星旅馆有限公司 | 锦江资本 | 宁波锦波旅馆 100%                                                        | 4536.78  |
|        | 上海锦江国际旅馆投资 | 锦江资本 | 天津河东区锦江之星 100%                                                     | 5742.38  |
|        | 本公司-锦江国际酒店 | 锦国投  | 达华宾馆 70%股权                                                         | 17043.64 |
| 2020.7 | 上海锦江国际旅馆投资 | 锦江资本 | 沈阳松花江街锦江之星 70%<br>天津锦江之星 51%股权<br>长春锦旅投资管理公司 70%<br>镇江京口锦江之星 51%股权 | 10569.03 |
|        | 锦江之星旅馆有限公司 | 锦江资本 | 天津沪锦旅馆投资公司 70%；<br>上海滴水湖锦江之星 70%股权                                 | 12321.54 |

资料来源：公司公告，平安证券研究所，（转让方除锦江国际酒店,其余均为本公司的全资子公司）

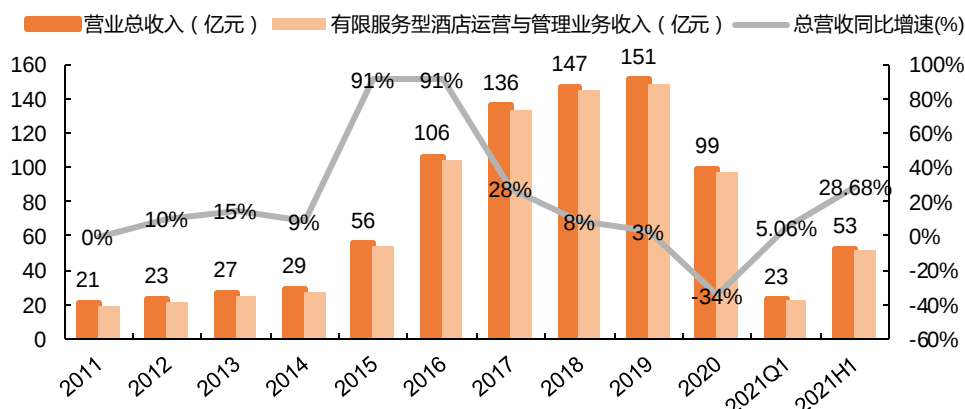
## 二、中高端转型寻提价空间，轻资产加盟模式降本增效

### 2.1 锦江酒店总营收 CAGR<sub>2016-2019</sub> 达 12.39%，领先市场

2016-2019 年，公司总营收 CAGR 达 12.39%。2020 年疫情影响下，公司营收同比下降 34.45%；2021H1 营收恢复至 19 年同期的 73.68%。

业务结构方面，酒店业务营收占比高达 98%；投资的食物餐饮公司业务收入占比相对小。

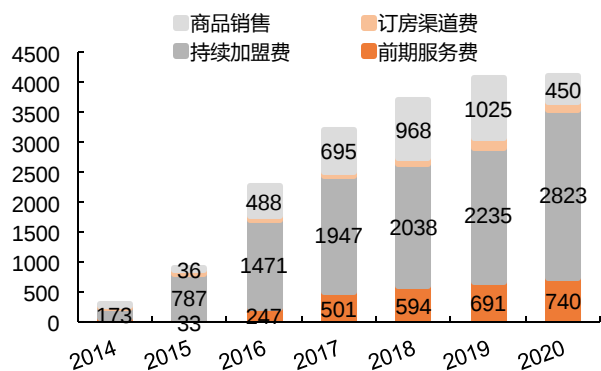
图表8 2011-2021H1 锦江酒店营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

将公司有限服务型酒店业务细拆成管理和运营两部分，管理（加盟店）收入占比不断提高（2018-2020 分别为 35.04%、38.54% 和 45.08%），同比增速远超运营业务（自营酒店客房），集团加盟模式深化，连锁化率提升。公司自有酒店数不断减少，加盟酒店和客房快速扩张（管理加盟为主），持续增长的加盟费收入逐渐成为公司最主要的收入来源。

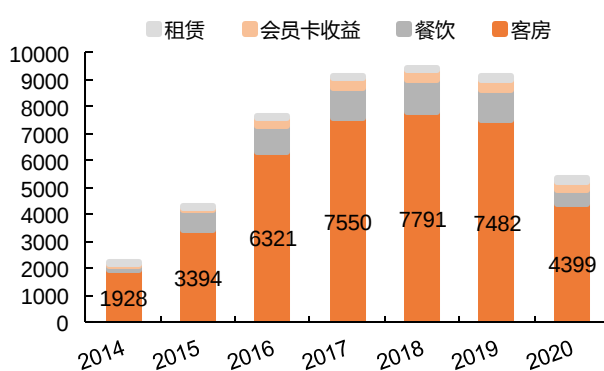
图表9 公司酒店管理业务收入结构（加盟模式）



|          | 2014   | 2015    | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    |
|----------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 酒店管理业务收入 | 337.52 | 936.04  | 2133.48 | 3214.97 | 5071.66 | 5721.80 | 4350.01 |
| 占总营收比例   | 12.80% | 17.67%  | 20.54%  | 24.08%  | 35.04%  | 38.54%  | 45.08%  |
| 同比增速(%)  |        | 177.33% | 127.93% | 50.69%  | 57.75%  | 12.82%  | -23.97% |

资料来源：公司公告，平安证券研究所，单位：百万元

图表10 公司酒店运营业务收入结构（直营模式）



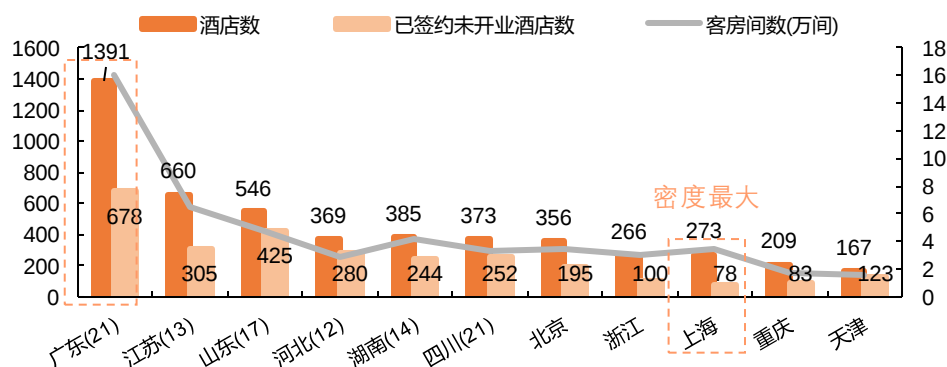
|          | 2014    | 2015    | 2016    | 2017     | 2018    | 2019    | 2020    |
|----------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 酒店运营业务收入 | 2299.72 | 4361.04 | 8251.09 | 10084.23 | 9265.48 | 8959.82 | 5174.02 |
| 占总营收比例   | 87.20%  | 82.33%  | 79.46%  | 75.54%   | 64.02%  | 60.35%  | 53.62%  |
| 同比增速(%)  |         | 89.63%  | 89.20%  | 22.22%   | -8.12%  | -3.30%  | -42.25% |

资料来源：公司公告，平安证券研究所，单位：百万元

### 2.2 拓店方案因地制宜：下沉市场广覆盖-兵团战，华南区高密度-品牌差异化

锦江酒店在国内的分布集中于一二线城市，辐射下沉市场，遍布全国 333 座城市。其中，广东省分布数量最多、布局最广，含加盟酒店数 1391 家（占比高达 17.1%），21 个城市均有覆盖；其次江苏省含加盟酒店数 660 家。

图表11 2020年锦江酒店全国范围内的布局



资料来源：公司公告，平安证券研究所

旗下经济型酒店均匀分布于各线城市，锦江之星和7天是见证中国经济型酒店崛起和爆发的第一批连锁品牌，具有先发优势，深耕广州、深圳、成都、重庆、武汉等地，同时覆盖山西、云南、新疆、西藏等城市。锦江目前主打的经济型品牌为新7天系（升级后），将持续加大其在下沉市场的布局。

图表12 国内经济型酒店龙头—锦江之星、7天、汉庭、如家地域分布情况



资料来源：公司官网，平安证券研究所，备注：点半径和客房数成正比

旗下中端酒店-维也纳在数量和点位布局上均占据绝对优势，主要集中在东南地区，深耕上海、广州、深圳等一线城市，同时兼顾下沉市场，实现空间上的全覆盖和高密度分布；旗下丽枫酒店则主要集中于华南及华中地区，为集团扩充了中端酒店品类。

图表13 国内中端酒店龙头—维也纳、全季、如家精选酒店地域分布情况



资料来源：公司官网，平安证券研究所，备注：点半径和客房数成正比

**锦江区域型战略布局：**华南地区-由于维也纳和铂涛系品牌渗透率和覆盖密度已经较高，因此公司主要加强海外品牌和新创品牌的发展，巩固优势，实施品牌差异化布局；

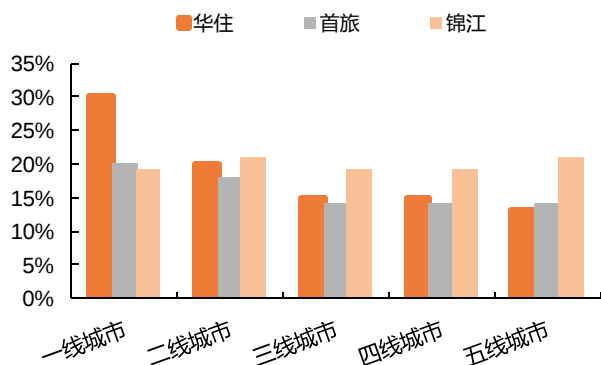
华东地区—拖三（新7天+派、IU、白玉兰）以大兵团战略持续进攻该区域空白和薄弱点位，派驻20多位公司培养的经营管理人才，深耕每个点位；

华中地区-锦江都城、卢浮、维也纳联合渗透武汉、长沙等地的空白点位；

西南中心区-重点放在成都、重庆（成渝双城经济圈）的覆盖上；

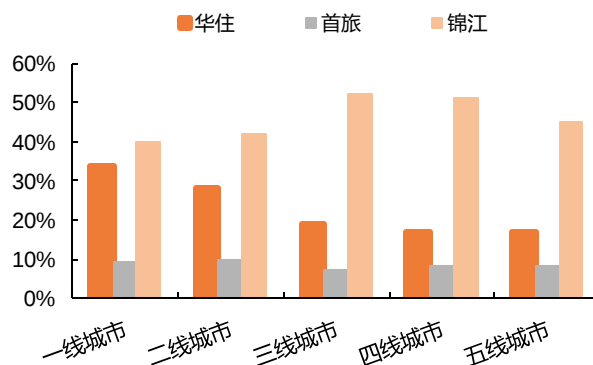
市场扩展-响应国家政策，在长三角生态绿色一体化示范区、粤港澳大湾区等地积极发展。

图表14 各品牌经济型连锁酒店市占率(客房量口径)



资料来源：携程网、平安证券研究所。注：占总连锁经济型酒店比例

图表15 各品牌中高端连锁酒店市占率(客房量口径)



资料来源：携程网、平安证券研究所。注：占总连锁中高端酒店比例

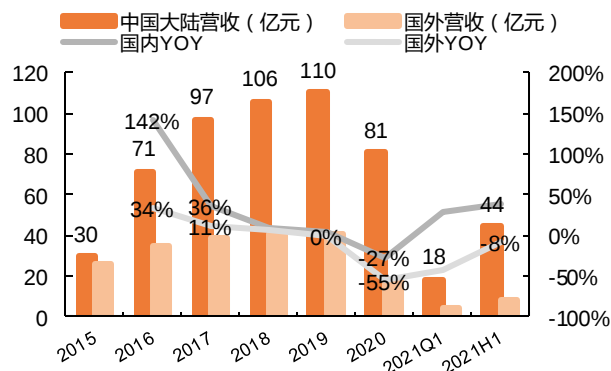
## 2.3 收入端业务细拆

### ■ 按照国内外分类

疫情前，境外收入占比约为 28%（21H1 约 16%），主要来自于全资收购的法国卢浮集团。截至 2020 年，境外和国内已签约未开业的酒店数&客房间数分别为 78 家/4974 家和 9646 间/501374 间。

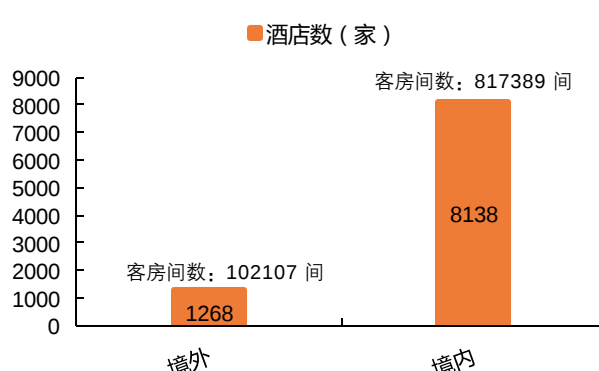
2020 年疫情影响下，境内酒店业务收入 78.11 亿元，同比下降 27.33%；境外酒店业务收入 18.37 亿元，同比下降 55.16%。2021H1 境内业绩稳提效，境外仍未恢复，中国大陆境内酒店业务实现营收 43.06 亿元（yoy：+40.02%，占比 83.77%）；境外酒店业务营收 8.34 亿元（yoy：-8.36%），剔除政府补助后的经营性亏损 5.9 亿元。

图表16 2015-2021H1 公司国内外总营收情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所，备注：含餐饮和酒店业务

图表17 截至 2020 年公司境内外开业酒店数&客房间数



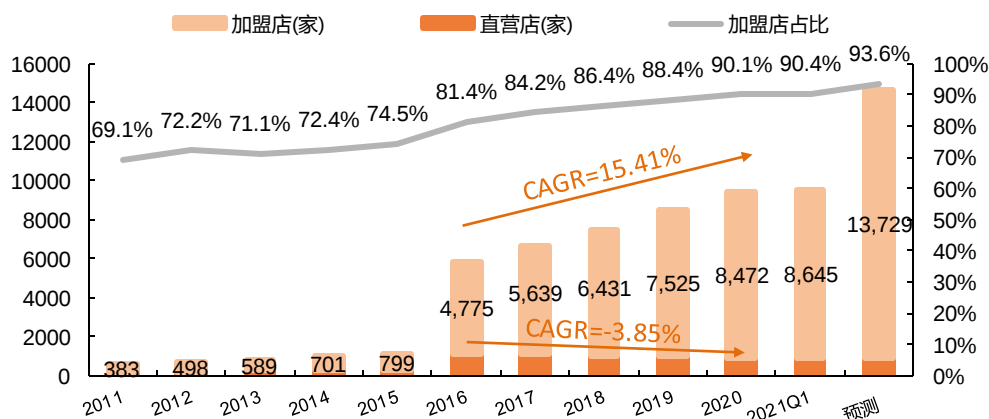
资料来源：公司公告，平安证券研究所

## ■ 按照加盟和自营分类

2016-2017 年并购潮后, 锦江由自营模式转变为管理加盟模式( 联营的上海肯德基等餐厅为特许经营, 其余基本为管理加盟)。近年来, 公司逐渐剥离高租金、高人工成本的自营和单体全服务型酒店, 不断深化加盟模式, 实现酒店数量激增, 规模蝉联国内市场第一( 市占率从 16 年的 13% 升至 20 年的 21%)。

锦江酒店的加盟店数量以每年 15% 的水平增长, 而直营店则以每年 3%-4% 的速度缩店, 假设 2021Q1 已签约未开业( 储备) 的酒店在未来全部开业, 加盟率将进一步上升至 93.6%。

图表18 2011-2021E 锦江加盟店占比持续升高

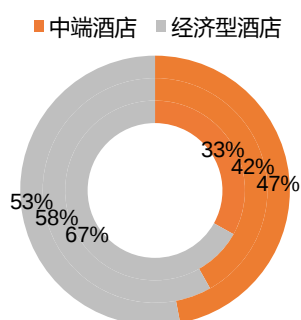


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

## ■ 按照酒店品质分类( 中高端和经济型)

锦江旗下中端酒店数以 800-1100 家/年的速度持续增加, 而经济型酒店数小幅缩减。截至 2021H1, 锦江中端酒店数达 4868 家( 占总酒店数的 49.55%)、客房数 556,558 间( 占比 58.03%), 在国内头部酒店集团中数量最多、占比领先( 华住和首旅中高端开业酒店数量分别为 2553 家( 不含 DH) 和 1260 家, 占比为 36.45%和 24.08%, 中高端品牌亚朵旗下酒店数 654 家)。

图表19 2018-2020 年锦江中端和经济型酒店数占比



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所, 从内向外( 2018-2020 )

图表20 2018-21H1 锦江中端和经济型酒店开店数

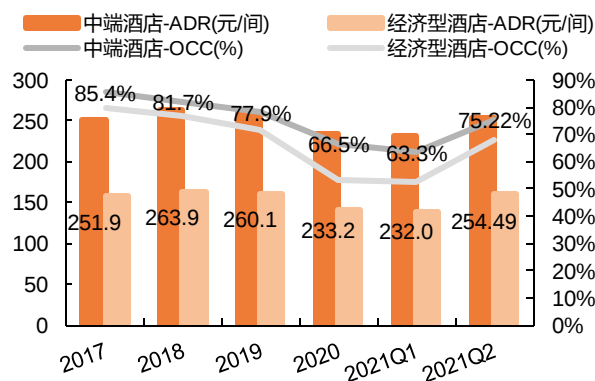
| 开业数   | 年份     | 中端酒店 | 经济型酒店 |
|-------|--------|------|-------|
| 净开业数  | 2018   | 799  | -50   |
|       | 2019   | 1100 | -29   |
|       | 2020   | 859  | 33    |
|       | 2021H1 | 446  | -27   |
| 总开业家数 | 2018   | 2463 | 4980  |
|       | 2019   | 3563 | 4951  |
|       | 2020   | 4422 | 4984  |
|       | 2021H1 | 4868 | 4957  |

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

锦江中端酒店出租率显著高于经济型酒店, 疫情期间高出 10 多个百分点, 外界不利环境促使客户消费习惯逐渐向更安全、更干净的中端酒店转变, 刺激酒店业迭代升级。

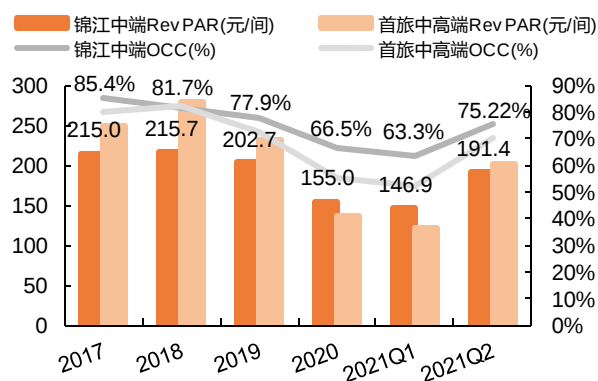
此外, 锦江中端酒店受到疫情影响, 客单价大幅下调, 预计疫情后客单价逐渐恢复, 并随着品牌加速升级, RevPAR 有望持续上扬。

图表21 锦江中端&amp;经济型酒店 ADR 和 OCC 对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表22 锦江和首旅中高端酒店 RevPAR 和 OCC 对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 疫情常态化，锦江旗下经济型和中高端品牌利润水平对比

各地疫情反复，严重扰动酒店出租率和客单价，而物业租赁成本只增不减，装修设计费是沉没成本，导致单价较低、承压能力弱的经济型酒店逐渐呈收入和成本倒挂结构。根据我们的测算，锦江之星加盟店（单店核算）在疫情后仍出现亏损，中端的维也纳酒店抗风险能力明显更强。

图表23 2021年公司旗下经济型酒店“锦江之星”和中端“维也纳酒店”收入成本分析

| 项目指标         |           | 经济型<br>锦江之星 | 中端<br>维也纳酒店 | 项目指标           |          | 经济型<br>锦江之星 | 中端<br>维也纳酒店 |
|--------------|-----------|-------------|-------------|----------------|----------|-------------|-------------|
| 客房指标         | 客房数/间     | 100         | 120         | 持续加盟<br>成本(万元) | 持续加盟费    | 16          | 41          |
|              | 平均房价/元    | 160         | 285         |                | CRS订房服务费 | 10          | 24          |
|              | 入住率(%)    | 66%         | 76%         |                | PMS系统服务费 | 25          | 34          |
|              | 每间可售房收入/元 | 106         | 217         |                | 外派管理团队工资 | 64          | 81          |
| 收入指标<br>(万元) | 客房年收入     | 385         | 949         | 一次性<br>出资(万元)  | 品牌使用费    | 25          | 50          |
|              | 餐饮商品等收入   | 19          | 66          |                | 工程筹备期支持费 | 5           | 8           |
|              | 总收入       | 405         | 1015        |                | 工程评估费    | 2           | 2           |
|              | 增值税       | 24          | 61          |                | 装修设计费    | 625         | 1480        |
| 净收入          |           | 380         | 954         | 总投入(万元)        |          | 1091        | 2272        |
| 成本费用<br>(万元) | 人工成本      | 40          | 122         | 利润水平<br>(万元)   | EBIT     | -120        | 68          |
|              | 能耗        | 24          | 61          |                | 企业所得税    | 0           | 15          |
|              | 物料        | 20          | 51          |                | 净利润      | -120        | 53          |
|              | OTA渠道预订费  | 15          | 37          |                | 净利润率     | -29.6%      | 5.3%        |
|              | 土地租金成本    | 219         | 281         |                | 单店ROA    | -11.0%      | 2.3%        |
| 利润水平         |           | GOP%        | 43.4%       | 投资回收期(疫情前预估)   |          | 5-6年        | 3-4年        |

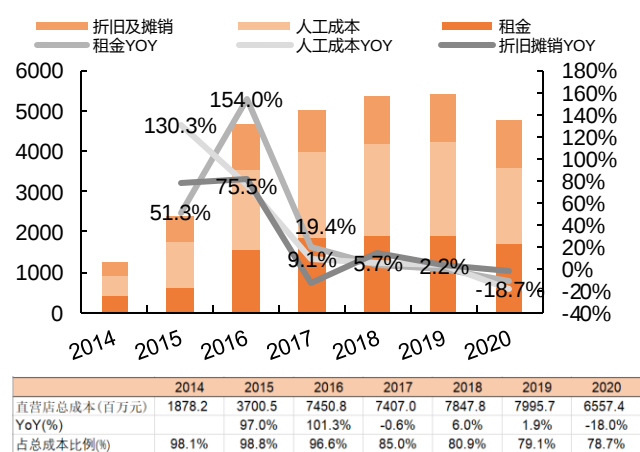
资料来源：锦江WeHotel 官网，公司公告，平安证券研究所

经济型酒店根基更深，在中国下沉市场覆盖率和渗透率高于中高端酒店，目前国内酒店市场仍由经济型主导。但随着下沉市场中产阶级占比提高，客户收入水平和消费能力正向中端升级，未来经济型酒店服务质量升级迭代、降本提价、趋向于中端的趋势一定。

## 2.4 加盟模式下毛利率有望提升

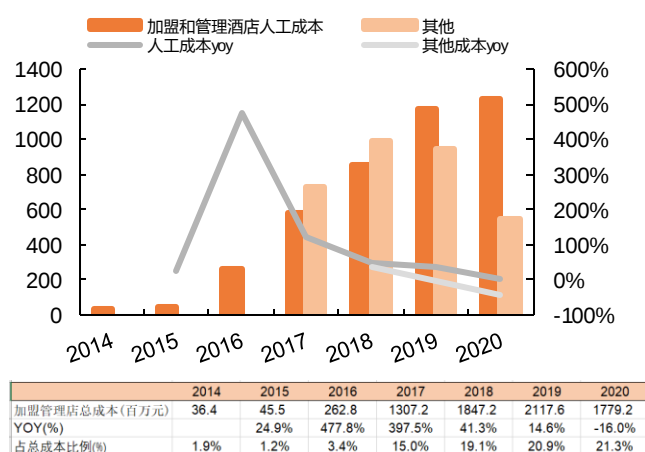
公司酒店运营业务（自营店）成本包括物业租金、折旧摊销、人工成本等；酒店管理业务成本（加盟店）涉及人工支出和支持前期加盟、持续加盟服务等的其他成本。

图表24 2014-20年酒店运营业务成本拆分（自营店）



资料来源：公司公告，平安证券研究所，单位：百万元

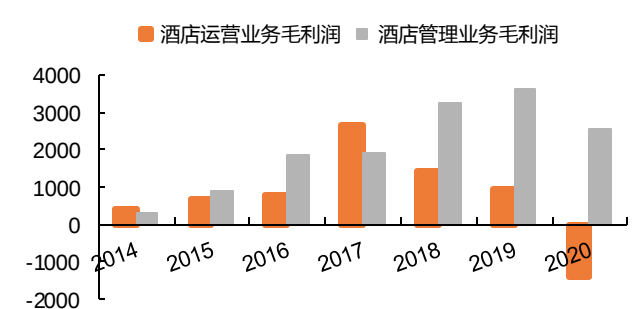
图表25 2014-20年酒店管理业务成本拆分（加盟店）



资料来源：公司公告，平安证券研究所，单位：百万元

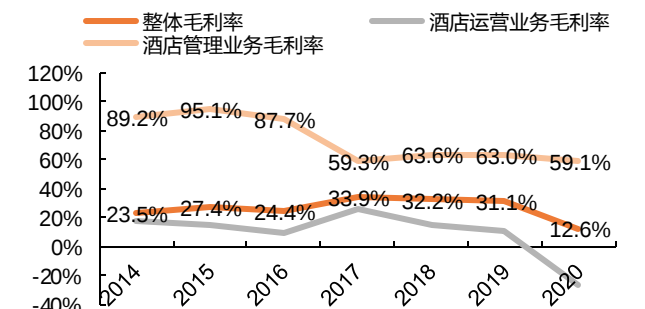
酒店管理业务毛利率（加盟店）显著高于运营业务（自营店），前者稳定在60%以上，后者已呈逐年下降趋势，疫情期间的表现也远不及加盟管理业务。

图表26 2014-2020年锦江酒店运营与管理业务毛利润



资料来源：公司公告，平安证券研究所，单位：百万元

图表27 2014-2020年锦江酒店各业务毛利率（%）



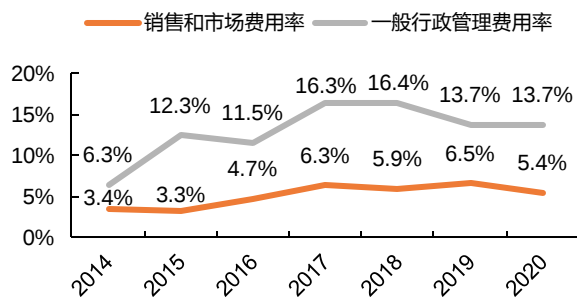
资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.5 费用端：存在下降空间

目前费用率方面公司比华住高，一方面公司性质和规模庞大的原因，行政管理人员较多，导致其有较高的管理费用；另一方面是较高的广告支出和佣金让渡。

2021H1: 锦江管理费用率（含境外）为13.4%（仅境内11.8%），华住为12.2%（含DH）；19年比华住高出3-3.5个点，21年已缩到相差1%左右（同口径可比情况下）。

图表28 2014-2020 年公司销售和管理费用率变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

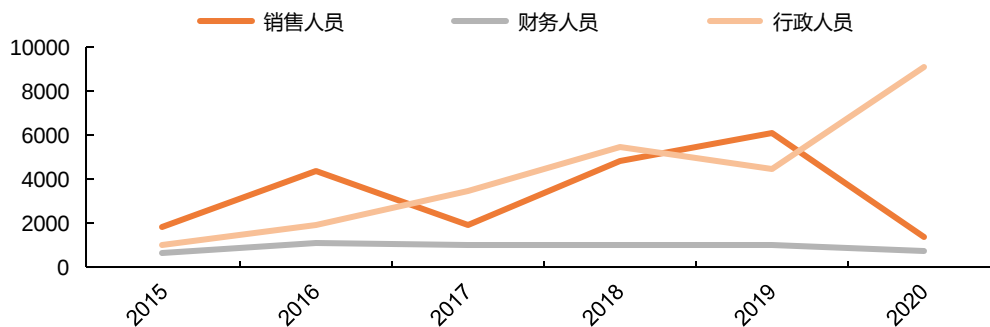
图表29 2016-21E 锦江和华住的销售&管理费用率对比

| 公司        | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年  | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 销售费用率     |       |       |       |       |        |       |
| 锦江有限服务型酒店 | 4.7%  | 6.3%  | 5.9%  | 6.5%  | 5.4%   | 6.2%  |
| 华住集团      | 2.2%  | 2.6%  | 3.5%  | 3.9%  | 5.9%   | 4.6%  |
| 管理费用率     |       |       |       |       |        |       |
| 锦江有限服务型酒店 | 11.5% | 16.3% | 16.4% | 13.7% | 13.7%  | 13.6% |
| 华住集团      | 7.5%  | 8.5%  | 8.5%  | 9.5%  | 12.4%  | 10.8% |
| ROE(摊薄)   |       |       |       |       |        |       |
| 锦江酒店      | 5.4%  | 6.8%  | 8.6%  | 8.2%  | 0.9%   | 1.9%  |
| 华住集团      | 14.9% | 19.2% | 11.6% | 24.0% | -19.4% | 6.7%  |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2020 年疫情影响下，销售人员数量明显减少；2020 年 5 月锦江（中国区）正式成立，实现资源整合，采取双重事业部制（分地区和分品牌）统一管理，行政人员数量有所上升。长期来看，完成人员整合重编后，费率可控。

图表30 2015-2020 年锦江各部门员工数量变化



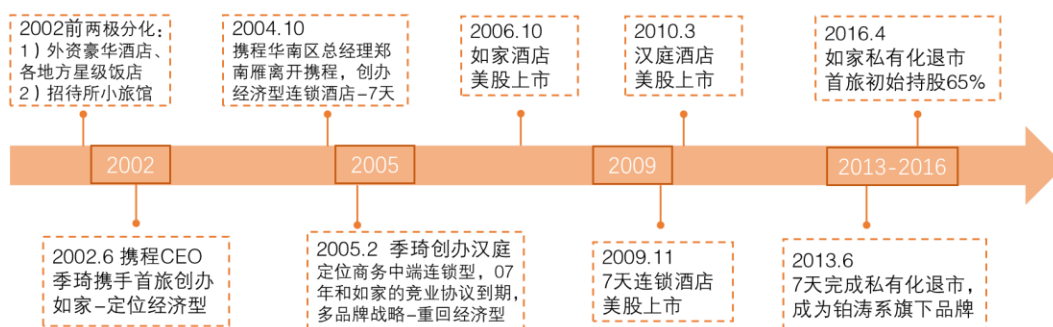
资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 三、酒店业“连锁化+中高端化+直销化”的底层逻辑

### 3.1 中国酒店市场发展历程回顾

中国酒店业主要经历了两次大的转型，一次在 2000 年后，加入世贸组织国门大开、经济飞速发展，旅游业快速崛起，仅供上层社会（或政治用途）的单体大酒店已无法满足大众消费需求，低价便捷的经济型连锁酒店爆发式成长。2008 年金融危机后，如家（季琦）、7 天（郑南雁）和汉庭（季琦）等经济型酒店从直营转向加盟模式，加速跑马圈地。

图表31 中国酒店业发展历程（第一阶段-经济型酒店爆发期）



资料来源：平安证券研究所整理

另一次在 2014 年后，一方面差旅费管理办法新规（副部长级/司局级/初级及以下人员每人住宿标准从以前的 600/300/150 元改为 800/480/330 元），标准的提升带动中高端酒店的商旅需求激增；另一方面房价飙升（2017/2014 房价实际指数上涨 24.5%），租赁成本上涨（一线城市从 2015 年的 5 元/日/m<sup>2</sup> 上升至 2019 年的 5.9 元/日/m<sup>2</sup>；二线城市从 2.5 升至 3.2 元/日/m<sup>2</sup>——来自华住港股招股书），同时酒店一线员工领班平均薪资从 2013 年的 2882 元/月上涨至 2020 年的 6048 元/月，导致全国星级酒店利润总额连续 3 年亏损，2013-2015 年星级酒店亏损总额达 20.88、59.21 和 14.26 亿元。

该阶段，7 天、如家、汉庭等经济型酒店 OPM 表现不佳，纷纷私有化退市，被各大酒店集团收购后加速转型，酒店业集中化、连锁化、升级提价（中高端转型）是大势所趋。

图表32 中国酒店业整体发展历程（历经两次较大转型）

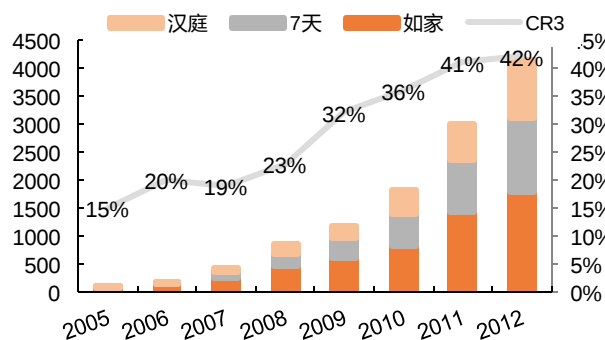


资料来源: wind, 平安证券研究所整理

## 3.2 中国酒店业竞争格局演变

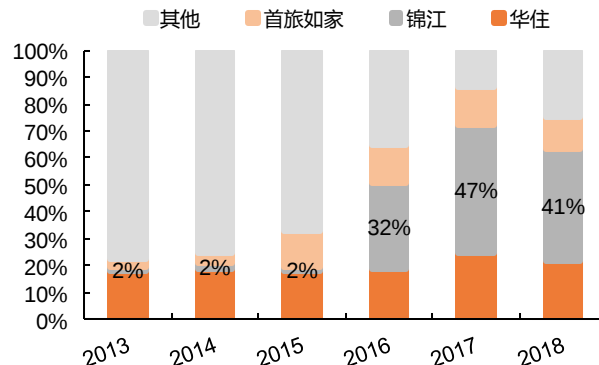
2013-2016 年受中央八项规定出台影响, 以及租金和人工成本的双重压力下, 经济型酒店 OPM 从 30% 降至 10% 左右, 15-17 年掀起经济型酒店退市潮和大集团并购潮, 此后进入集团化、中高端转型期, 从而奠定了目前锦江、华住、首旅三足鼎立的格局。

图表33 2005-12 经济型连锁酒店市占率(不含单体店)



资料来源: 中国饭店业协会, 平安证券研究所, 注: 酒店数口径

图表34 2013-18 年各品牌的中高端连锁酒店市占率



资料来源: 中国饭店业协会, 平安证券研究所, 注: 客房量口径

2012 年以前各大酒店品牌集中于经济型，2012 年以后酒店加速升级。其中如家 2012 年推出中档酒店-和颐；锦江 13 年发布锦江都城，铂涛（15 年被锦江收购）同年发布丽枫、喆啡、菲诺等中档品牌，16 年锦江收购维也纳 80% 股权；2011-2013 年华住旗下全季从 1.0 升级到 3.0，并推出首个高端酒店品牌-禧玥。目前，几大集团基本都已形成中端化转型战略，锦江在中端酒店领域的覆盖最广、市占率最高。

图表35 2012 年经济型连锁酒店品牌竞争格局

| 酒店品牌    | 酒店数  | 覆盖城市数 |
|---------|------|-------|
| ➤ 如家    | 1772 | 253   |
| ● 7天    | 1345 | 208   |
| 汉庭      | 1035 | 171   |
| ● 锦江之星  | 601  | 203   |
| 格林豪泰    | 564  | 不到200 |
| 速8      | 449  | 128   |
| ➤ 莫泰168 | 334  | 81    |

资料来源：公司公告，平安证券研究所，同标识表示已并入同品牌

图表36 2013-2020 年中国中端连锁酒店品牌竞争格局

| 酒店集团 | 品牌   | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 锦江系  | 维也纳  | 133  | 178  | 293  | 461  | 749  | 1183 | 1739 | 2114 |
|      | 麗枫   |      |      | 80   | 169  | 277  | 411  | 570  | 719  |
|      | 喆啡   |      |      |      |      | 93   | 161  | 238  | 324  |
|      | 锦江都城 | 30   | 34   | 42   | 53   | 62   | 86   | 107  | 139  |
| 华住系  | 全季   | 68   | 117  | 186  | 284  | 390  | 553  | 831  | 1105 |
|      | 星程酒店 | 46   | 55   | 118  | 136  | 174  | 212  | 350  | 455  |
|      | 桔子精选 |      | 26   | 46   | 50   | 103  | 172  | 248  | 320  |
| 首旅如家 | 如家精选 |      |      |      | 100  | 164  | 175  | 220  | 247  |
|      | 和颐酒店 | 18   | 41   | 68   | 85   | 119  | 136  | 183  | 181  |
|      | 如家商旅 |      |      |      |      | 80   | 150  | 388  | 537  |
| 亚朵集团 | 亚朵系列 |      |      | 51   | 104  | 159  | 275  | 418  | 570  |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 3.3 供给端马太效应显现；需求端静待“商旅+出游”复苏，迎接戴维斯双击

#### ■ 供给端：疫情常态化，单体小酒店“倒下”，大集团加速拓店，马太效应凸显

疫情期间，大量资产单一、升级受限、资金周转难、安全隐患突出、抗风险能力弱的单体酒店关停，而锦江、首旅、华住、亚朵等头部酒店企业逆势扩增。

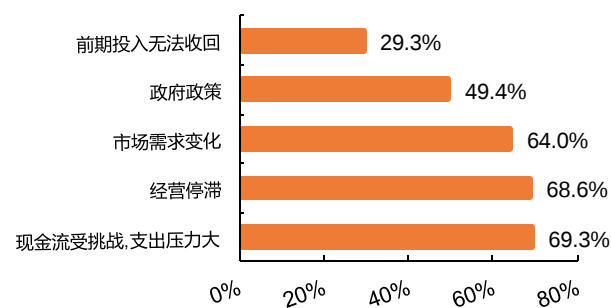
2020 年，我国大陆地区共减少 5.9 万家 15 间房以上的酒店类住宿设施，酒店客房减少 229.4 万间，其中经济型酒店客房减少 207.2 万间；而连锁酒店客房数却增长了 16.6 万间，其中，酒店业龙头锦江和华住新增加盟店分别达 892 家和 1053 家，新增加盟客房数分别为 8.11 万间和 8.78 万间。

图表37 2020 年我国酒店行业客房数变动情况



资料来源：正点财经新闻，平安证券研究所

图表38 2020Q1 中国酒店商家面临的主要困难调查



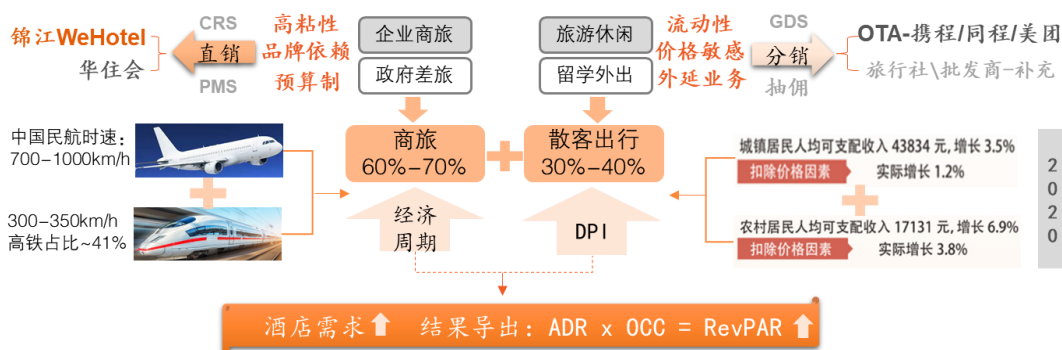
资料来源：艾媒数据中心，平安证券研究所

#### ■ 需求端：酒店业传统消费场景为夜间休息，最主流的需求方是旅游和商旅群体。

全国酒店消费中，最重要的两部分需求场景是商旅和个人或家庭的出游，一线城市的商务出行需求更盛，旅游消费支出则呈稳定增长态势。

旅游需求和社会环境、个人消费水平密切相关；商旅则表现出一定的周期性（以 OCC 同比变化由负转正作为每轮周期起点，目前 OCC、RevPAR 增速逐渐由负转正-静待复苏），外部经济周期性波动通过企业商旅活动（直接）与居民消费（间接）传导至酒店行业。

图表39 酒店业消费场景分拆-商旅+旅游休闲



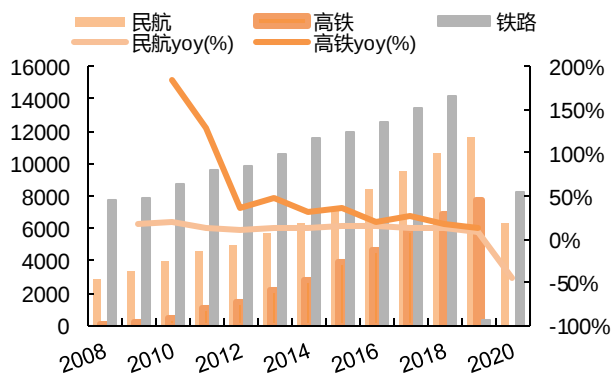
资料来源：平安证券研究所整理

### ■ 中国交运基建高速发展，带动酒旅业崛起（特别是高频次的商旅）

至 2020 年，中国已完成交通固定资产投资 3.48 万亿元，近四年复合增速达 5%。2009-2019 年我国民航旅客周转量 CAGR 达 13.24%（从 3375.24 升至 11705.30 亿人公里），高铁旅客周转量 CAGR 高达 47.20%（从 162.20 升至 7746.70 亿人公里）。

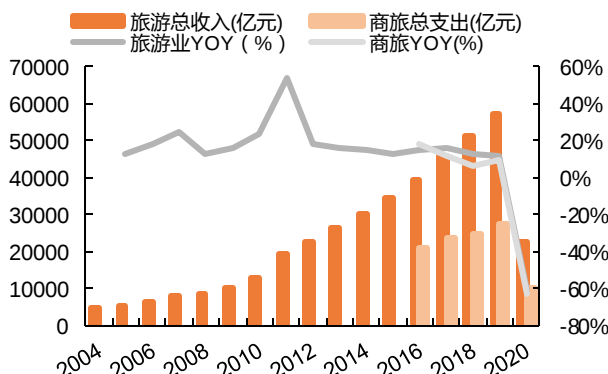
交运基建和政府对房地产投资的增加是酒店业崛起的基石，高速高效高水平的基础设施不断为酒店业输入高粘性、高复购频次的商旅客户和旅游爱好者。

图表40 中国各项交运工具旅客周转量（亿人公里）



资料来源：wind，平安证券研究所

图表41 2004-2020 旅游总收入和商旅总支出情况



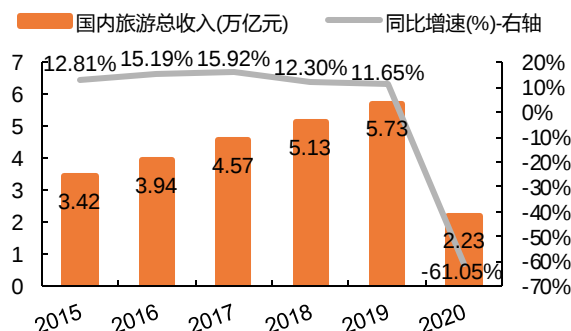
资料来源：比达数据中心，平安证券研究所

### ■ 高水平基建奠基+经济高速发展，中国旅游度假和商旅是前景向好的大市场

2016-2019 年国内旅游业总收入复合增速为 13.75%，19 年旅游业相关对 GDP 的综合贡献达 10.94 万亿元，占 GDP 总量的 11.05%。虽在疫情影响下，2020 年国内旅游收入 2.23 万亿，同比下降 61.05%，但我们认为旅游已深度渗透到日常生活中，疫情后信心指数将稳步上升。

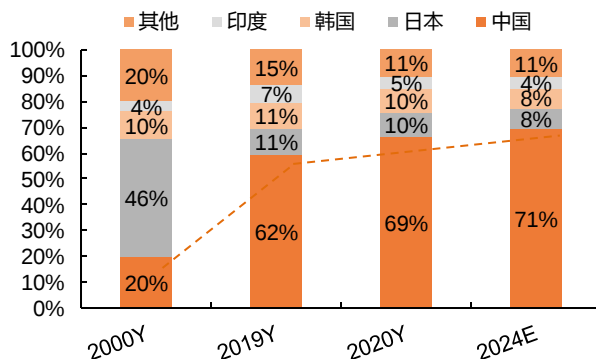
商旅方面，亚太市场商务旅行支出约占全球市场的 43%，中国占亚太区商旅的权重增长态势明显，2020 年已达 69%，鉴于疫情常态化，商旅需求转向内循环，中国商旅恢复态势明显更加乐观。

图表42 2015-2020年国内旅游总收入及同比增速



资料来源：易观，平安证券研究所

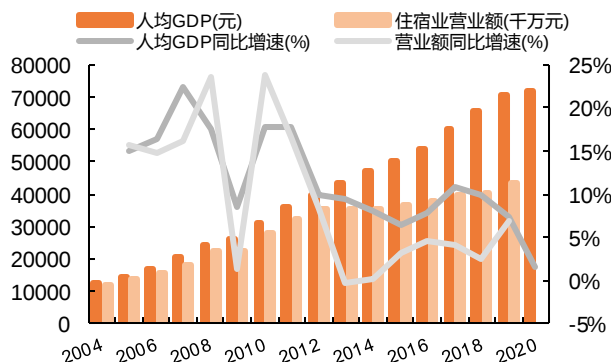
图表43 2000-2024E亚太地区各国商旅支出占比变化



资料来源：携程商旅报告，平安证券研究所

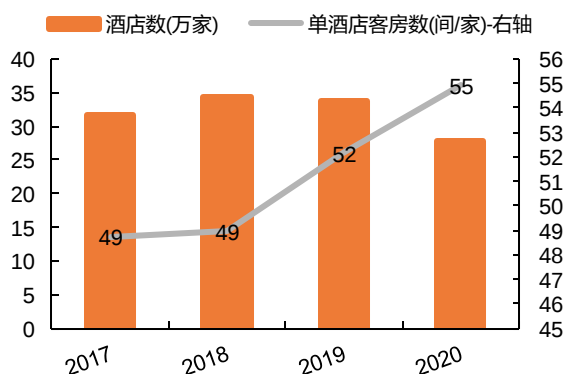
未来酒店业将由大集团引领，商旅+散客旅游双重需求拉动，信心提振是长期的肯定预判。2019年我国住宿业总营收为4343.6亿元，15年间复合增速达9.14%，和国内人均GDP变动趋势趋同；住宿业中超过90%客房来自酒店，营收呈现稳健趋势。2020年疫情影响下，单间酒店数量和规模明显收缩，集中化程度加深。

图表44 2004-2020年中国人均GDP和住宿业营收



资料来源：wind，平安证券研究所

图表45 2017-2020年中国酒店业规模变动情况



资料来源：盈蝶咨询，平安证券研究所

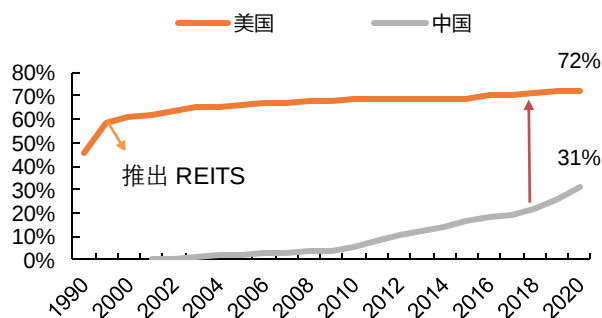
### 3.4 化危机为机遇：疫后单体店出清，酒店业连锁化&规模化大势所趋

#### ■ 中国酒店连锁化率和集团化率仍有较大提升空间

中国酒店连锁化率持续提升，已从2010年的5.1%升至2020年的31%。中国酒店市场的发展借鉴美国酒店业，运营模式演变及酒店层次转型方面异曲同工，尽管时间上晚70多年，但速度远超美国。美国酒店业目前的连锁化率已达70%以上，因此，我们认为中国酒店连锁化空间巨大。

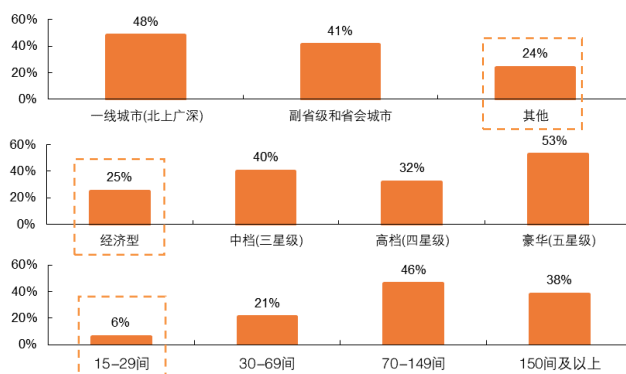
目前，中国下沉市场、低端经济型、单体规模小的酒店连锁程度仍普遍较低。随着普惠经济推行、中高端转型、规模化加速，酒店连锁化率有望持续提升。

图表46 1990-2020 年中美酒店连锁化率对比



资料来源：中国饭店业协会，Frost Sullivan，平安证券研究所

图表47 2021.1 中国酒店业各细分市场连锁化率现状



资料来源：盈蝶咨询，平安证券研究所

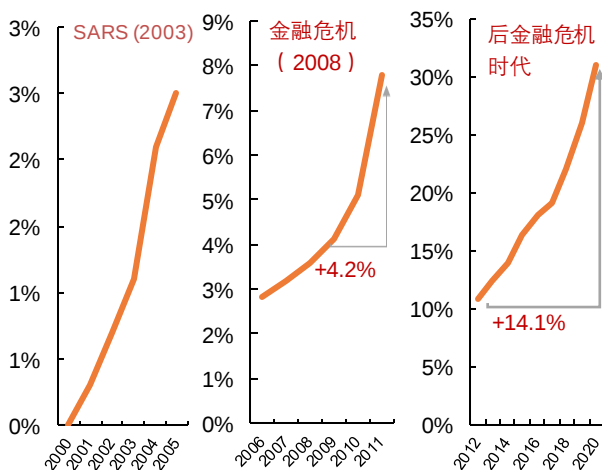
### 历史经验证明，危机推动酒店业集中化，经济波动促使连锁化率跃升

1990 年美国推出房地产 REITs，助力大型酒店集团扩大规模，实现连锁化率从 46%至 60%的跃迁；2008 年全球金融危机后，美国酒店龙头-万豪国际集团借此提升房价，砸出黄金坑。

2003 年非典后，中国酒店连锁化率增速明显；08 年金融危机后，连锁化率突破 10%；14-18 年，房价飞速提升，7 天、如家等经济型酒店成本激增、利润不足、升级困难，分别被锦江和首旅收购，连锁化率突破 20%；2020 年疫情影响下，大量单体酒店关停，连锁化率突破 30%。

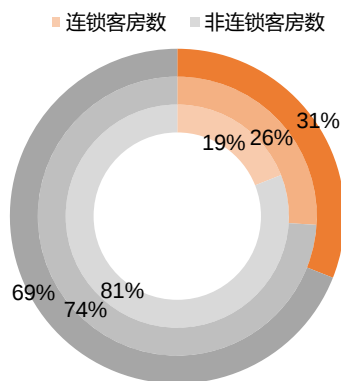
国内外酒店业发展历史反复证明，每一次危机和经济震荡后的触底反弹，都推动着酒店业升级进而提价，预示着连锁化率的跃迁和集中化趋势的出现，大型酒店集团或将迎来 RevPAR 的新一波提升。

图表48 2000-2020 年中国酒店连锁化率进程



资料来源：Frost &amp; Sullivan，华住业绩预告，平安证券研究所

图表49 2018-2020 年中国酒店业连锁化率趋势

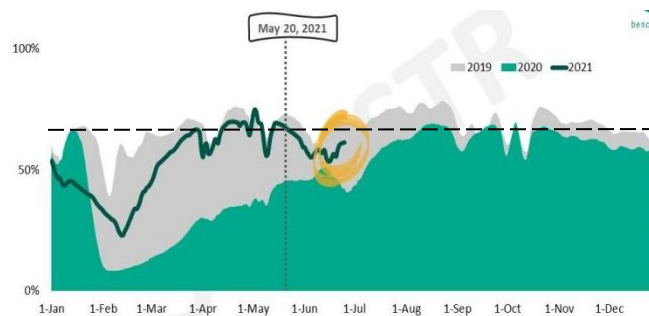


资料来源：盈蝶咨询，平安证券研究所，2019.1-2021.1(从内向外)

### 疫情后，龙头公司 OCC 和 RevPAR 同比增速反弹幅度明显大于全市场

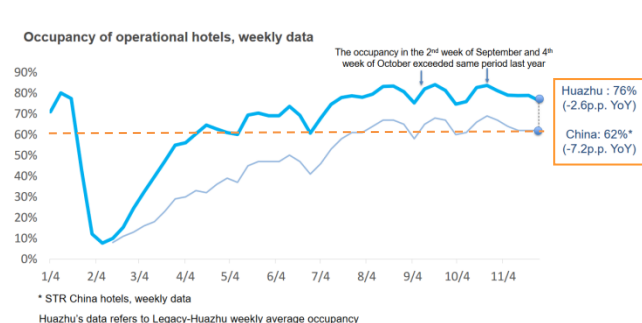
外界环境冲击下，酒店业整体入住率下滑，最低跌至约 15%。酒店业的 OCC 盈亏平衡点一般在 60%左右，疫情后国内大部分酒店各月度均未盈利，迈点研究院调查结果显示，71%的酒店现金流仅够支撑 3 个月，而大型加盟连锁酒店的抗风险能力和疫后恢复能力明显强于绝大部分单体酒店。

图表50 中国酒店业整体月度入住率(2019.1-2021.6)



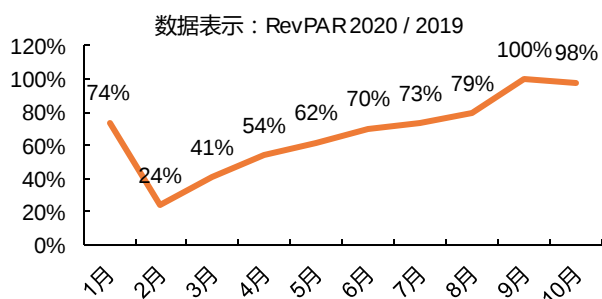
资料来源: STR, 平安证券研究所, 国内酒店滚动7天入住率表现

图表51 2020.1-11 华住酒店月度OCC恢复率



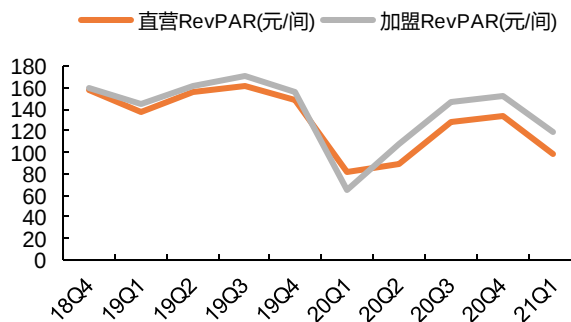
资料来源: 华住公告, 平安证券研究所

图表52 2020.1-10 华住酒店月度综合 RevPAR 恢复率



资料来源: 华住公告, 平安证券研究所

图表53 截至 2021Q1 锦江加盟和直营店 RevPAR 表现

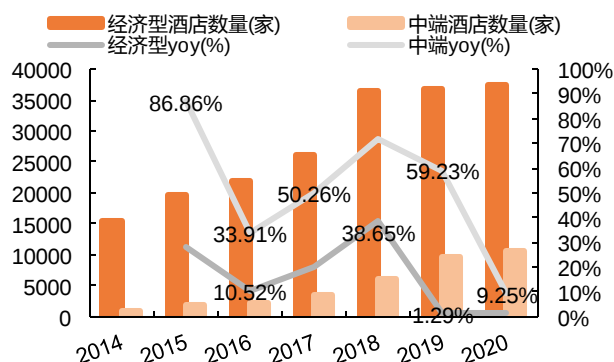


资料来源: 锦江公告, 平安证券研究所

### 3.5 个人消费升级、差旅标准提高、利润结构驱动，中高端化成必然趋势

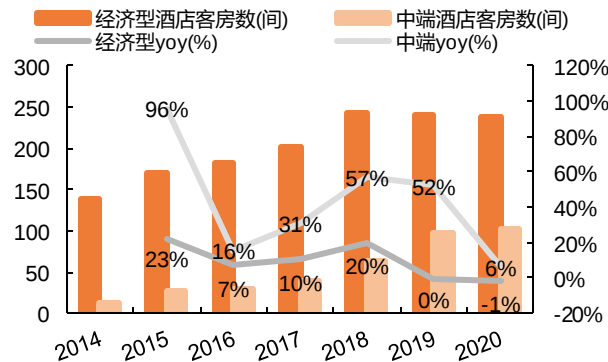
结合国情，由于中国下沉市场人口基数庞大，总规模近 10 亿，在总人口中占比达 7 成，因此目前国内中端酒店规模仍不及经济型酒店，但中端酒店数量和客房数增速明显更快、发展动力更足。

图表54 2014-20 国内经济型 VS 中端酒店数量及增速



资料来源: 盈蝶咨询, 平安证券研究所

图表55 2014-20 国内经济型 VS 中端酒店客房数及增速



资料来源: 盈蝶咨询, 平安证券研究所

#### ■ 收入结构和酒店层次高度相关，消费升级带动酒店转型

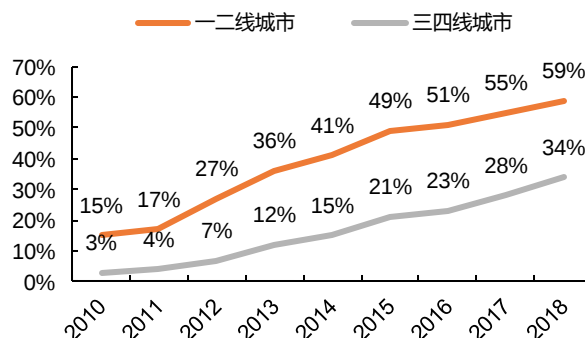
2018 年我国城市人口中已有约 49%达到了宽裕小康及以上水平，一二线城市的中产阶级占比近 60%，三四线城市也提高到 34%。未来下沉市场中产阶级群体规模持续扩大，最终形成苹果型的收入分配结构，促进居民消费水平普遍提升（从 2010 年的 10550 元/年升至 2020 年的 27438 元/年，19 年旅游收入近 6 万亿元），带动酒店消费层次升级，趋向于橄榄型结构（中高端占比超 60%）。

图表56 2019 年中美居民财富和酒店层次分布现状

| 2019年中国财富分布     | 月收入(人民币)  | 人数(亿人) | 占比            | 对应酒店层次    | 客房数占比 | 酒店数占比 |
|-----------------|-----------|--------|---------------|-----------|-------|-------|
| 极低收入层(占比:40.0%) | 1k以下      | 5.6    | 40.0%         | 经济型(较少外出) | 53.4% | 70.5% |
|                 | 1k-5k     | 3.1    | 22.1%         | 经济型/二星及以下 |       |       |
| 低收入层(占比:49.3%)  | 2k-5k     | 3.8    | 27.1%         | 中档/三星     | 21.3% | 18.4% |
|                 | 5k-1w     | 0.8    | 5.7%          |           |       |       |
| 中等收入层(占比:8.6%)  | 1w-10w    | 0.4    | 2.9%          | 高档/四星     | 11.0% | 6.2%  |
|                 | 10w-50w   | 0.25   | 1.8%          |           |       |       |
| 高收入层(占比:2.2%)   | 50w-100w  | 0.05   | 0.4%          | 豪华/五星     | 14.3% | 4.8%  |
|                 | 100w-500w | 0.01   | 0.1%          |           |       |       |
|                 | 500w以上    | 0.001  | 0.0%          |           |       |       |
| 美国财富分布          | 人数(万)     | 占比     | 房量/万          | 对应酒店层次    |       |       |
| 小于1w美元          | 9355      | 28.50% | 81 (占比19.4%)  | 经济型       |       |       |
| 1w-10w美元        | 9289      | 28.30% | 166 (占比39.7%) | 中档        |       |       |
| 10w-100w美元      | 11521     | 35.10% | 126 (占比30.1%) | 高档        |       |       |
| 大于100w美元        | 2724      | 8.30%  | 45 (占比10.8%)  | 豪华        |       |       |

资料来源：中国统计年鉴2019，瑞信财富报告，平安证券研究所

图表57 2010-2018 年中国各线城市中产阶级占比

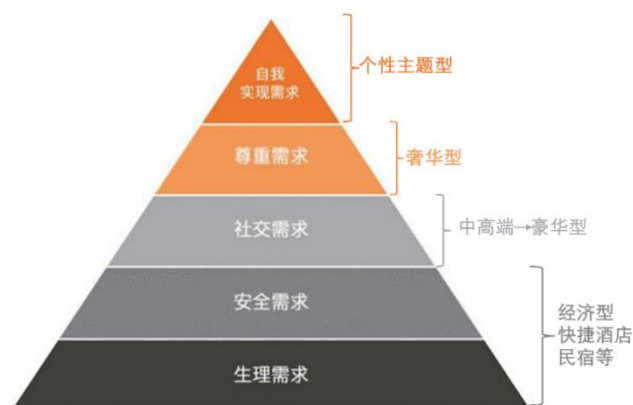


资料来源：麦肯锡公众号，平安证券研究所

从马斯洛需求层次理论探究：当下个人消费已从生理和安全需求向社交、尊重需求转变，对应的酒店业中端市场需求有望持续向上突破。

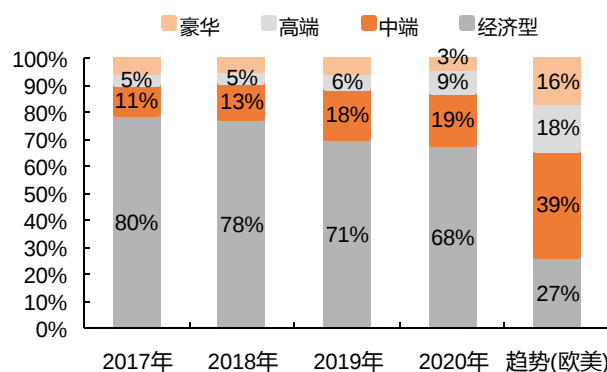
受益于收入结构改善、居民消费升级，中高端酒店发展空间更大。2020 年我国酒店行业豪华、中高端、经济型的比例约为 3%、28%、68%，呈金字塔型结构，仍由低端经济型主导；而欧美发达国家的成熟酒店市场已呈现两边小中间大的“橄榄型”结构，豪华、中高端、经济型的比例约为 2:5:3，类似于收入阶层分布。我们认为，随着中国消费升级和经济水平的不断提高，酒店消费结构终将会向欧美国家靠近。

图表58 马斯洛需求理论下的酒店升级路径



资料来源：平安证券研究所

图表59 中国酒店业仍由经济型主导，长期橄榄型趋势



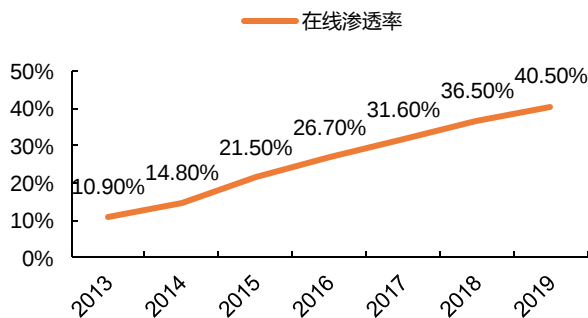
资料来源：盈蝶咨询，平安证券研究所，以酒店数为标准

### 3.6 酒店业在线化率提升，锦江加速升级直销平台，以佣金优势获高粘性客户

中国酒店业在线渗透率飞速提升，和欧美国家的差距不断缩小（2018 年美国、英国、日本酒店预订业务在线化率分别为 47.4%、46.5%、58.9%），十四五规划反复提及数字化中国概念，预计未来三年中国酒店业在线化率将超 50%。

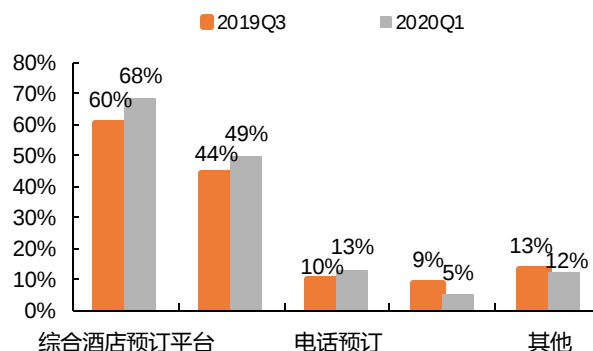
根据艾媒数据统计，国内出游网民酒店预订渠道最主要的还是 OTA 综合平台，大型酒店集团的官方渠道发展迅速，未来可能挤占 OTA 酒店预订赛道，例如锦江 WeHotel、华住会，均已形成较为成熟、功能齐全、全供应链智能化、服务优质、抽佣率更低的直销 App 和微信预订小程序等。

图表60 2013-19 年中国在线住宿行业渗透率 (%)



资料来源：商务部，平安证券研究所

图表61 2019Q3/2020Q1 中国出游网民酒店预订调查



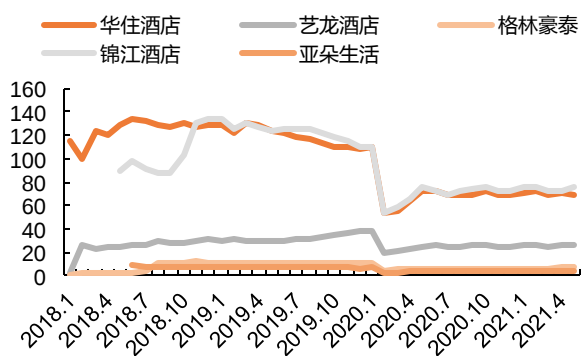
资料来源：艾媒数据中心，平安证券研究所

目前，华住、锦江等大型连锁酒店相继升级自有在线预定 App 和微信小程序，MAU 持续提升，直销模式深化，并通过拓展多元化分销渠道引流，助力直销渠道获取更多高频词、高粘性的商旅客户。

酒店集团对 OTA 依赖性下降明显，议价力不断提高，锦江自有渠道营收占比约 51% (2020 年华住约 74% 的间夜预订量来自“华住会”)；OTA 主要瓜分尾部市场，长尾中小型和单体酒店仍以代销为主，来自 OTA 渠道的交易量占比在 80%-90%。

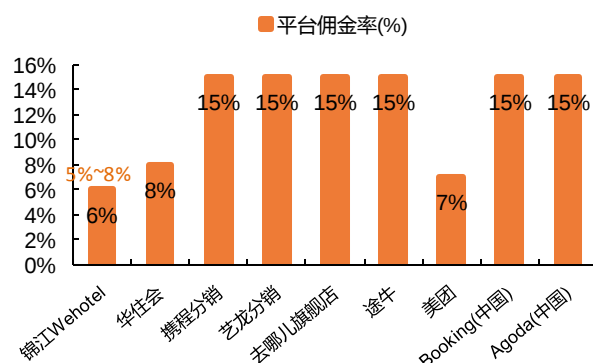
OTA 平台抽佣率普遍为营业额的 10%-15%，而三大酒店集团的 CRS 订房服务费在成交额的 6%-8%，龙头集团的高直销化率和低抽成率，有效对抗了 OTA 代销的高佣金率。

图表62 2018.1-2021.4 各大酒店预订平台 MAU 情况



资料来源：电数宝，平安证券研究所

图表63 各大酒店预订平台佣金率对比



资料来源：公司官网，平安证券研究所

锦江以较低的中央平台预定费 (其中，散客客源输送费 3 元/间/夜；企业会员输送费为房费的 6%)，成熟的一体化自有预订系统 WeHotel，吸引了大量合作加盟商，有效避免了资金被 OTA 平台无偿占用的情况 (一般 OTA 渠道收到客户预订费后，在客户入住并离店的次月将扣除 10%-15% 佣金后的款项返给锦江总部，锦江财务部在客户离店 2 月后，扣除佣金返给加盟分店)。

四、核心优势：品牌矩阵实现赛道全覆盖，规模多年蝉联国内第一

4.1 规模占优，资产雄厚

目前国内大型酒店集团中，锦江历史悠久，最早可追溯至 1929 年作为重要干部和外宾接待处的锦江饭店，品牌基石稳固；归属于母公司旗下的关联方-和平饭店、龙柏饭店、建国宾馆、南华亭酒店等作为上海历史的象征，为上市公司积累了良好的口碑。

锦江背靠上海国资委，拥有丰富的国企合作资源；公司在国内酒店业中规模最大，市占率连续多年稳居第一；旗下酒店数和客房数远超其他，增速稳定；2021Q1 中端酒店数占比近 50%，引领市场。

图表64 2014-2020 排名前四集团的酒店数及新增情况

| 酒店&客房总数 |      | 2014 |        | 2015 |        | 2016 |        | 2017 |        | 2018 |        | 2019 |        | 2020 |        |
|---------|------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|
| 排名      | 酒店品牌 | 酒店数  | 客房数    | 酒店数  | 客房数    | 酒店数  | 客房数    | 酒店数  | 客房数    | 酒店数  | 客房数    | 酒店数  | 客房数    | 酒店数  | 客房数    |
| 1       | 锦江国际 | 2910 | 352538 | 5408 | 565558 | 5977 | 602350 | 6794 | 680000 | 7537 | 760000 | 8606 | 873177 | 9494 | 946496 |
| 2       | 华住   | 1995 | 209955 | 2736 | 278843 | 3269 | 331347 | 3746 | 379675 | 4230 | 422747 | 5618 | 536876 | 6789 | 652162 |
| 3       | 首旅如家 | 2609 | 296075 | 2257 | 255319 | 3402 | 373560 | 3712 | 384743 | 3858 | 387251 | 4450 | 414952 | 4895 | 432453 |
| 4       | 格林酒店 | 1580 | 142038 | 1927 | 171890 | 2100 | 173053 | 2289 | 190807 | 2757 | 221529 | 3957 | 290026 | 4340 | 315335 |

| 新增情况 |      | 2014 |     | 2015 |        | 2016 |        | 2017 |       | 2018 |       | 2019 |        | 2020 |        |
|------|------|------|-----|------|--------|------|--------|------|-------|------|-------|------|--------|------|--------|
| 排名   | 酒店品牌 | 酒店数  | 客房数 | 酒店数  | 客房数    | 酒店数  | 客房数    | 酒店数  | 客房数   | 酒店数  | 客房数   | 酒店数  | 客房数    | 酒店数  | 客房数    |
| 1    | 锦江国际 | --   | --  | 2498 | 213020 | 569  | 36792  | 817  | 77637 | 743  | 80000 | 1069 | 113177 | 888  | 73319  |
| 2    | 华住   | --   | --  | 741  | 68888  | 533  | 52504  | 477  | 48328 | 484  | 43072 | 1388 | 114129 | 1171 | 115286 |
| 3    | 首旅如家 | --   | --  | -352 | -40756 | 1145 | 118241 | 310  | 11183 | 146  | 2508  | 592  | 27701  | 445  | 17501  |
| 4    | 格林酒店 | --   | --  | 347  | 29852  | 173  | 1163   | 577  | 41935 | 468  | 30722 | 1200 | 68497  | 383  | 25309  |

资料来源：中国饭店协会，《HOTELS》，平安证券研究所

截至 2021Q2，锦江已签约未开店 6119 家；华住待开业酒店 2734 家；首旅储备门店 1,599 家（中高端酒店占比超过 40%）。

4.2 旗下品牌秉承“增量为主，存量为辅”理念，已实现赛道全覆盖

锦江旗下品牌基本实现赛道全覆盖，逐渐从金字塔结构向橄榄型转变，中端酒店品类和数量持续扩充，强调差异化；经济型酒店集中力量改造 7 天系（目前已升级至 3.0），一拖三（新 7 天+派、IU、白玉兰）渗透华东地区；同时，在新消费趋势下，公司不断衍生主题型多元精品酒店。

图表65 锦江旗下酒店品牌（自营品牌奠基，GIC 自创+外购衍生新品类）



资料来源：公司官网，平安证券研究所

2021 年公司新创融入国潮 IP 文化的原拓、运动健身主题的缤跃等品牌；ZMAX 旗下餐吧 ZaoBar 全新升级，推出“早午餐”（Brunch），增强餐品竞争力。

图表66 锦江酒店旗下运营的品牌矩阵（赛道全覆盖）

|              | 经济型                                                                                                                  | 中端                                                                              | 高端             |
|--------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| 锦江系          | 锦江之星、金广快捷、百时快捷                                                                                                       | 白玉兰（经济型与中端之间）、锦江都城                                                              | 昆仑、锦江          |
| 铂涛系          | 7天优品、7天酒店、IU、派                                                                                                       | 麗枫(薰衣草香氛元素)、喆啡(推出的星级品牌锐品-融入爵士\雪茄\威士忌等元素)、希岸(轻奢)、ZMAX(酒廊文化)、潮漫、非繁城品(璟阁-东方文化禅意主题) | 铂涛菲诺           |
| 维也纳系         | 维也纳智好、维也纳3好(主题型)                                                                                                     | 维也纳国际、维也纳酒店、好眠酒店                                                                | 维纳斯皇家、维纳斯度假村酒店 |
| 卢浮系          | Première Classe 凯里亚德、康铂                                                                                              | 郁锦香系列-Tulip Inn、Golden Tulip 和 Royal Tulip                                      | Sarovar 系列     |
| 丽笙系          | 丽笙精选                                                                                                                 | 丽枫、丽柏、丽怡                                                                        | 丽芮、丽筠<br>丽亭、丽笙 |
| 新品牌<br>(主题型) | 欧暇·地中海(慢生活)、枫渡、缤跃(健康运动)、原拓(锦江中国区首个国潮体验店)、憬黎(首个公寓品牌)、荟语(中高端自然幸福系)、希尔顿欢朋(独家许可)、舒与酒店(北欧美学-高端差旅)、云居酒店(中高端度假型-因地制宜,一店一方案) |                                                                                 |                |

资料来源：公司公告，迈点，平安证券研究所

■ 原品牌升级迭代，自创主题型个性化酒店

锦江酒店持续内生符合 Z 世代消费需求的新品牌，实现赛道全覆盖。2019.11 锦江国际全球创新中心首次推出自有品牌-欧暇·地中海，配备植物花园、吉普赛风格吊床、DIY 希腊无味酸奶吧、冰淇淋手工坊等创新单元，设立具有社交元素的开放式厨房、共享餐桌、游艺装置等开放性空间。

欧暇·地中海由维也纳负责开发运营，定位轻中端-小而美，价位 250-600 元，标准版单房投资额:8-9 万，投资回报期约 3 年。

图表67 欧暇·地中海明星店展示



资料来源：欧暇·地中海酒店公众号，平安证券研究所

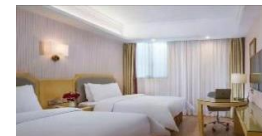
“增量为主，存量为辅”。原品牌亦在持续升级迭代过程中，中高端化的品质和标准不断提高，轻奢、化繁为简、深睡眠基调吸引高粘性的商旅客户。

维也纳国际 5.0 实现了造价更低、施工周期更短，据估算，5.0 版的毛坯单房套内造价为 7.7 万/间，含公区综合造价 11.4 万/间，相比原来，造价降低近 30%。

维也纳酒店 5.0 结合重装饰轻装修、重模块轻施工理念，模块化改造装配，优化造价、合理缩短工期：毛坯单房造价降至 9 万元，单房套内造价 6.6 万元，单房轻改造 3 万元，工期缩短了 30 天。

维也纳 3 好 3.0 综合单房建店成本 6.82 万、客房单房装修标准 4.3 万，造价得到进一步压缩，酒店收益空间大幅提升。

图表68 维也纳酒店品牌现状（升级至最新）

| 品牌             | 定位                          | 价位      | 样式（升级前—升级后）                                                                        |                                                                                     |
|----------------|-----------------------------|---------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 维也纳国际酒店 5.0    | 沿袭欧式经典<br>融合现代美学<br>高品质、新商旅 | 250-350 |  |  |
| 维也纳酒店 5.0      | 年轻化   生活<br>化 智能化   深<br>睡眠 | 200-300 |  |  |
| 维也纳 3 好酒店 V3.0 | 环保健康旅居<br>主题-亲近自然           | 200     |  |  |

资料来源：锦江酒店 APP，酒店高参，平安证券研究所

经济型-锦江之星也升级至 5.0，7 天升至 3.0，配备全棉裸睡品质布草，直采维也纳深睡眠系统，配有多项智能设备，体现零压、简约、健康理念。

新 7 天 3.0 发布的创新内容：引进了“纯净客房”（GIC 设计）、维也纳品牌的“好睡”功能系统，加入了自主入住机、送货机器人。预期 2021 年，“7 天”能将 80%以上的门店进行全面升级换新，全新 7 天酒店创新样板间智能化成本约占 9%，运营成本约 60 元/房。（7 天 1.0 已不再开发加盟）

图表69 经济型酒店-7天系、汉庭、怡莱、如家品牌现状（截至 2021H1）

| 品牌/加盟费    | 完成升级率                         | 在营数/待开业    | 价位/房量                                   | 样式（升级后）                                                                               | 造价成本                              |
|-----------|-------------------------------|------------|-----------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|
| 新 7 天 3.0 | 80%（预计）<br>Occ~67.9%          | 2001/-     | ~160 元/间<br>20 m <sup>2</sup> -80 间     |  | 6-7 万降至<br>5.5 万元/间<br>改造~1.8w/间  |
| 汉庭 3.5    | ~80%<br>Occ~86.0%<br>周期缩短 1/3 | 2834 / 740 | ~190 元/间<br>18 m <sup>2</sup> -90 间     |  | 10 万以上降至<br>7.5 万元/间<br>改造~5.6w/间 |
| 如家 NEO3.0 | 25.6%(503 家)<br>Occ~75.4%     | 1955/-     | ~175 元/间<br>20 m <sup>2</sup><br>32 套客房 |  | 5-7 万元/间                          |

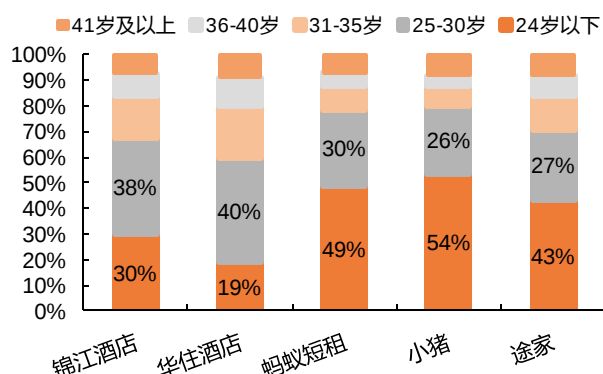
资料来源：公司公告，迈点，平安证券研究所

### 4.3 锦江酒店年轻用户占比高，专设全球创新中心 GIC，品牌紧随新消费趋势

在消费者层面，锦江年轻客户占比高，30 岁以下用户占比近 60%。Z 世代消费者越来越倾向于新鲜的、好玩的、有趣的品牌，而品牌想要提高粘性，陪伴消费者从 20 岁走到 50 岁，就要不断创新。

锦江专设全球创新中心 GIC，孵化多元化主题酒店，开拓运动型、度假型、国潮 IP 主题型、欧式美学构造型、东方文化型各个样式的品牌，持续开拓与消费者沟通的方式，保持吸引力。

图表70 2020年国内酒店和民宿消费者年龄结构



资料来源: 艾媒咨询, 平安证券研究所

图表71 锦江旗下个性化潮流主题酒店



资料来源: 迈点, 平安证券研究所

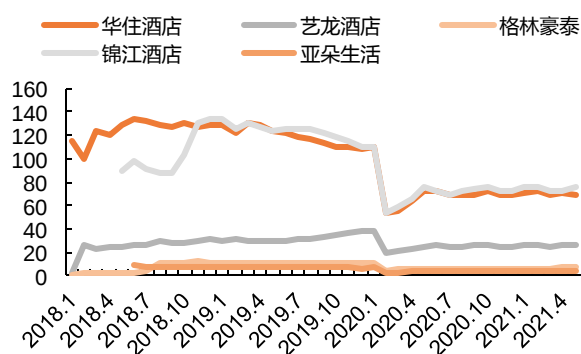
#### 4.4 升级自有渠道 WeHotel, 统一会员体系, 实现客户资源共享

2016年12月, 锦江 Wehotel 全球酒店共享平台成立 (总投资 10 亿元, 其中锦江酒店出资 1 亿元, 持股 10%), 旨在整合旗下品牌、打通各品牌会员体系 (整合前, 四大系列独立运营、自立会员体系-会员不可共用), 实现了客户资源高度整合共享, 有效提高了用户规模和粘性。

锦江酒店 APP 月活数领先市场, WeHotel 最新会员数达 1.86 亿人 (华住会 1.69 亿), 覆盖 40 多个品牌, 超万家酒店。一体化直销预订平台的打造大幅降低了对 OTA 平台的依赖, 直销模式已成为锦江获客的重要途径 (营收 51% 来源于直销)。公司通过锦江中国区作为一个整体和各大 OTA 协商, 佣金率等费率明显下降, 后续将继续拓展分销渠道, 并以其作为辅助引入 WeHotel。

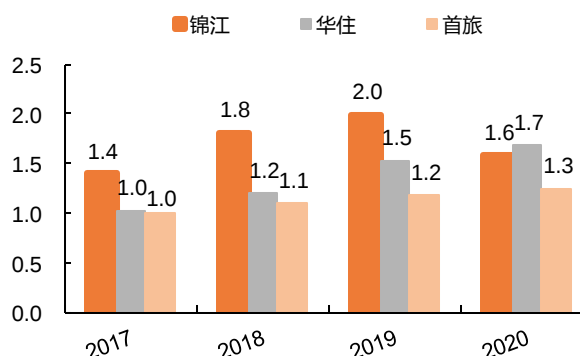
收取加盟商酒店的中央预订费后, 锦江酒店和 WeHotel 进行 4/6 分成 (锦江酒店 60%), 2020 年实现了 800 万的预订费。未来, WeHotel 仍将维持 8% 的佣金率 (OTA 佣金率平均为 15%), 和投资人、加盟商站在一线集中发力, 提升直销率。

图表72 2018.1-2021.4 各大酒店预订平台 MAU 情况



资料来源: 电数宝, 平安证券研究所

图表73 2017-2020 年三大酒店会员数情况 (亿人)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

2021 年, 公司全面推进锦江中国区各品牌预订系统和 WeHotel 全球酒店共享平台线上直销渠道的整合, 构建锦江全球会员联盟。截至 21 年 6 月底, 原维也纳系 6000 万会员整合入锦江系, 铂涛、维也纳、锦江系共用一套会员体系 (除锦江大会员外, 各品牌拟建立私域, 增加获客通道)。

综合技术平台-锦江 WeHotel 云加速智能化升级，逐步实现全供应链智能化，助力直销模式，吸引了大量差旅大客户和加盟商投资。此外，加盟商可通过酒店直采拿到最优价，实现长期降本增效。

图表74 锦江 WeHotel 云提供一体化智能服务



资料来源：锦江WeHotel 官网，平安证券研究所

图表75 锦江 WeHotel 平台企业商旅合作伙伴



资料来源：锦江WeHotel 官网，平安证券研究所

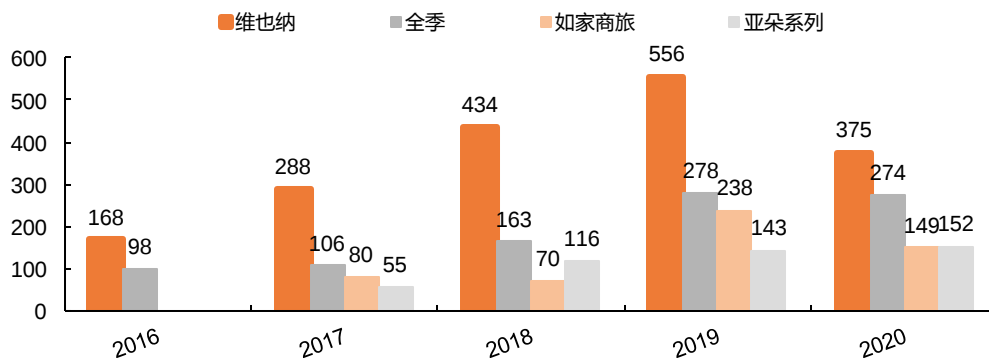
#### 4.5 中端市场-维也纳规模优势明显；加速升级 7 天系-主攻下沉市场空白区

### ■ 维也纳系酒店数增量和存量均远超竞争对手

2019 年，维也纳上海总部成立，优质资源倾向，维也纳（中国）先后承接了卢浮酒店集团旗下凯里亚德、康铂、郁锦香以及丽笙酒店集团旗下丽亭、丽柏、丽怡 6 大国际中高端酒店品牌在中国市场的发展，并拥有独立的开发、运营权。

锦江集团在中端市场的市占率及扩张速度处于领先地位，旗下维也纳系贡献增速和增量均领先，布局最广，2018-2020年净增酒店数达436、556和375家，2021年1月在中高端酒店品牌中的市占率达27.3%，位列国内品牌榜首。

**图表 76 2016-2020 年主要中高端酒店增量情况**

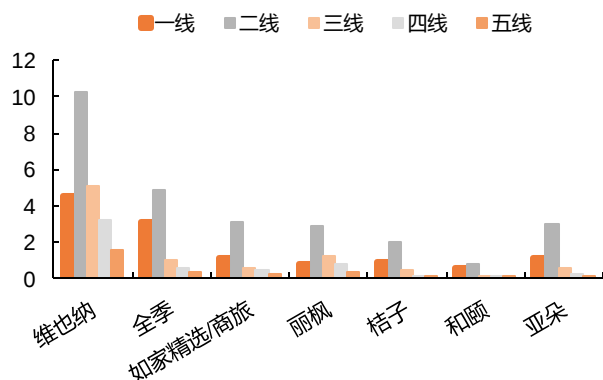


资料来源：公司公告，平安证券研究所，数据为各大酒店的增量

■ 锦江中端连锁酒店空间分布广而深，发展兼顾一二线城市和三线核心市场

锦江中端连锁酒店维也纳、丽枫等深耕一二线城市的同时，兼顾下沉市场，已在空间上形成了护城河，未来将在华南酒店密度较高的地区实施品牌差异化。

图表77 各线城市中端酒店品牌客房量比较



资料来源: 携程网, 平安证券研究所

图表78 维也纳、全季、如家精选品牌对比

| 品牌              | 价位        | 风格 |
|-----------------|-----------|----|
| 锦江-维也纳          | 120-500 元 |    |
| 华住-全季           | 190-560 元 |    |
| 首旅-如家商旅<br>如家精选 | 120-440 元 |    |
| 亚朵              | 210-920 元 |    |

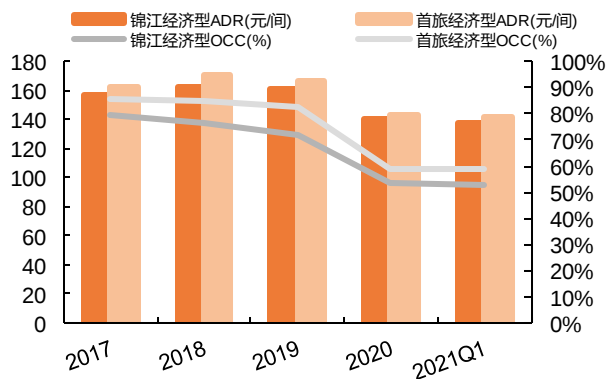
资料来源: 携程网, 平安证券研究所

### ■ 集中发力升级改造新7天系，兵团战略主攻下沉市场空白薄弱区域

此前，锦江旗下经济型酒店的表现不佳，口碑和盈利情况略呈下降趋势，锦江之星和7天连锁的入住率和客单价不及华住（汉庭、怡莱、宜必思）和首旅的如家，一二线城市的布局深度和广度略差于汉庭，但在三四线下沉市场布局广、客户基础大，具有一定优势。

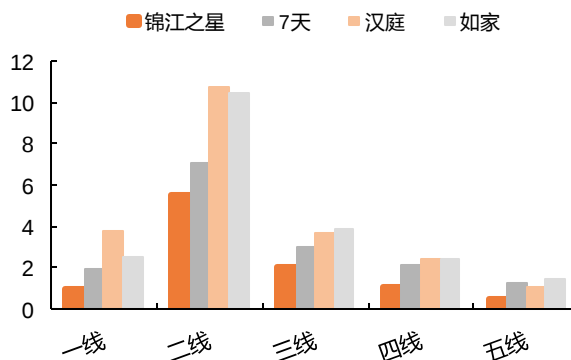
锦江7天系错过了2013-16年的黄金升级期（汉庭、如家都在该阶段进行了2-3次升级），目前正在集中发力升级改造7天系品牌，主攻下沉市场空白和薄弱区。利用好其空间上的广覆盖和数量上的规模优势，重新定位简约、卫生、舒适、安静，我们认为锦江经济型酒店在下沉市场仍有很大的降本增效和提价增效空间。

图表79 锦江和首旅经济型酒店ADR和OCC对比



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表80 2020各线城市经济型连锁酒店品牌客房数对比



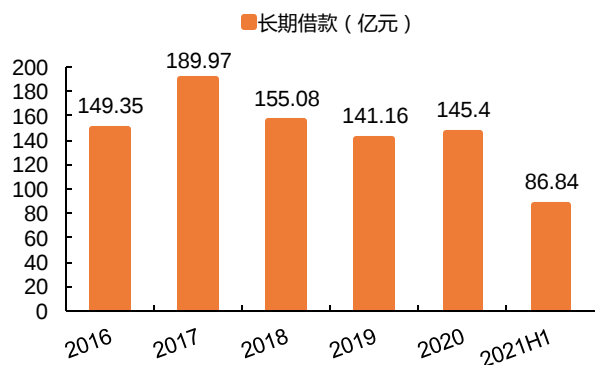
资料来源: 携程网, 平安证券研究所

## 4.6 锦江融资成本低，现金流充裕；大品牌架构已建成，预计大幅举债概率小

存量物业升级改造和孵化新品牌并驾齐驱。近两年锦江酒店旗下品牌不断升级迭代，新品牌均为内生品牌，外延并购明显减少，ROIC有望进一步提高，而华住仍在不断并购扩张，资产负债率较高。相较而言，国资背景且较早通过外延收购形成完整品牌矩阵的锦江酒店，拥有更加充裕的现金流，属于奶牛或蛮牛型结构。

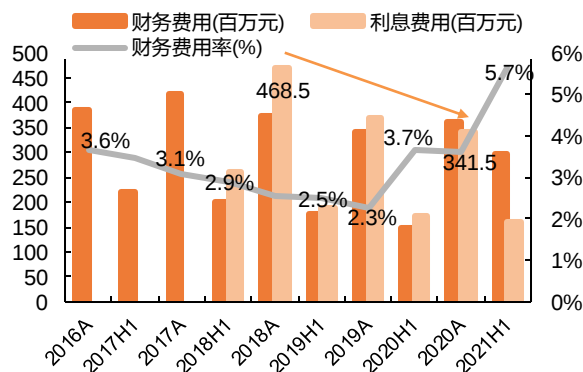
国企优势，融资成本较低。截至21Q2长期借款86.84亿元（较Q1减少60亿，重分类至一年内到期的非流动负债），其中，截至2021Q2于财务公司融入长期信用借款23亿元，融资成本3.5%左右；从中国民生银行上海分行融入保证借款23亿元，2023.9.23到期，年利率为1.00%。

图表81 锦江 2016-2021H1 长期借款金额情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表82 2016-2021H1 公司财务费用和利息支出情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

#### 4.7 依托“一中心三平台”，提供一体化服务，实现全供应链智能化

2017 年锦江收购铂涛和维也纳系后，提出中后台整合提效，“一中心三平台”组织结构由此搭建，一中心指 GIC 锦江全球创新中心，三平台指 WeHotel 锦江全球旅行产业共享平台、GPP 全球统一采购共享平台、财务共享服务平台。

图表83 锦江中国区依托“一中心三平台”，实现资源共享，提供一站式便捷服务

| 一中心                 | 简介                                                                               |
|---------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| 锦江全球创新中心 GIC        | 发展至今，GIC 已实现 10 个新品牌概念，8 个品牌翻新落地、9 个创新品牌研发、5 个新模块化方案开发。例如 FITUP 健身房型、欧暇·地中海、曜阁等。 |
| 三平台                 | 简介                                                                               |
| 锦江全球互联网共享平台 WeHotel | 构建酒店会员生态、提升会员体验，聚焦渠道预订，提供一站式解决方案                                                 |
| 锦江全球采购平台 GPP        | “业主+供应商+加盟商+平台”模式。为全球 120 个国家,40 多个品牌,12000 多家酒店提供从筹建到运营全链条智能化、平台化的供应链集成服务。      |
| 锦江全球财务共享平台 FSSC     | 透明化集中管控，资金预算管理风险规避，智能化数据交互，电子化操作                                                 |

资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

公司依托“一中心三平台”的鼎力支撑，多达 1.86 亿会员的生态系统，在收益端实现了价值最大化，有效提升酒店经营坪效。未来“一中心三平台”所代表的酒店产业链整合和酒店智能化管理能力将长期为集团带来竞争优势。锦江自有的 PMS 系统正在布局未来 3-5 年的发展需求，已可以满足 2 万家酒店全生命周期管理。

## 五、盈利预测及投资建议

Q3 期间，Delta 病毒疫情再度发酵，暑期游提前结束，预计业绩有所回落；8 月下旬疫情得到控制，各地风险等级下调，新增病例明显减少（由 8 月 9 日的 143 例降至 8 月 30 日的 37 例），看好 Q4 逐渐恢复。根据 21H1 业绩，结合国内外新冠疫苗接种率不断提高、境外旅游市场逐步开放的现状，我们预期公司 2021 年-2023 年 RevPAR 将从 145 元逐渐提至 165 元，净开店数量 1100 家/年。预计 2021 年-2023 年营收将达 123.8 亿元、160.4 亿元、178.9 亿元，同比增速分别为 25.05%、29.58%和 11.54%。

图表84 主营收入预测的业务构成 (2019A-2023E)

|              | 2019A   | 2020A  | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|--------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 自营店模式收入      | 9703.2  | 5393.0 | 6395.6  | 8668.7  | 9287.1  |
| yoy-自营 (%)   | -2.5    | -44.4  | 18.6    | 35.5    | 7.1     |
| 加盟店模式收入      | 4939.9  | 4067.1 | 5276.9  | 6552.5  | 7614.6  |
| yoy-加盟 (%)   | 52.7    | -17.7  | 29.7    | 24.2    | 16.2    |
| 其他           | 202.7   | 188.3  | 426.1   | 493.7   | 611.0   |
| 有限服务酒店总收入    | 14845.9 | 9648.4 | 12098.7 | 15714.9 | 17512.7 |
| 毛利率-酒店业务 (%) | 90.5    | 26.0   | 34.9    | 43.2    | 45.8    |
| 餐饮           | 252.9   | 249.0  | 278.4   | 323.7   | 376.4   |
| 毛利率-餐饮业务 (%) | 52.5    | 16.3   | 17.3    | 24.1    | 24.8    |
| 总营收          | 15099.0 | 9897.6 | 12377.0 | 16038.6 | 17889.2 |
| yoy-总营收 (%)  | 2.7     | -34.5  | 25.1    | 29.6    | 11.5    |
| 毛利率-合计 (%)   | 89.9    | 25.7   | 34.5    | 42.8    | 45.3    |

资料来源：公司公告，平安证券研究所，数额单位：百万元，备注：2020年后毛利率受会计准则变更而不同

新收入准则规定与客房服务相关的资产折旧、摊销及酒店运营开支等作为合同履约成本，从销售费用转入营业成本，公司直营酒店开店数负增长，与客房相关的资产折旧支出或将进一步缩减，预计 2021-2023E 毛利率调整为 34.49%、42.77%、45.33%。

管理体系稳固，未来管理费率刚性维稳（约 21.5%）；公司已基本形成完整的品牌体系，近期定增募资收购子公司剩余的少数股权，预计未来大幅举债的概率较小，加上较低的融资成本率（均值低于 3.5%），财务费用可压缩。预计 2021-2023E 公司归母净利润分别实现 3.5 亿元、14.0 亿元和 19.3 亿元，EPS 分别为 0.32 元、1.31 元、1.80 元，对应目前股价的 PE 分别为 154.7 倍、38.1 倍和 27.7 倍。

图表85 可比公司估值

| 名称   | 总市值<br>(亿元) | 收盘价(元) | EPS (元/股) |      |      |      | PE    |       |      |      |
|------|-------------|--------|-----------|------|------|------|-------|-------|------|------|
|      |             |        | 20A       | 21E  | 22E  | 23E  | 20A   | 21E   | 22E  | 23E  |
| 首旅酒店 | 231         | 23.44  | -0.50     | 0.58 | 1.09 | 1.40 | -42.3 | 40.8  | 21.6 | 16.8 |
| 华住集团 | 1020        | 31.28  | -7.49     | 0.40 | 0.92 | 1.13 | -42.6 | 78.2  | 33.9 | 27.5 |
| 锦江酒店 | 534         | 49.90  | 0.10      | 0.32 | 1.31 | 1.80 | 484.5 | 154.7 | 38.1 | 27.7 |

资料来源：wind，平安证券研究所，注：可比公司数据为wind一致性预期，10月19日收盘价

未来，我们预计酒店连锁化率还可提升至少 30 个百分点、中高端市场仍处于上升期、三四线城市可探空间大。目前，随着国内外新冠疫苗接种率不断提高，疫情管控政策有逐步放开势头，至暗时刻已过，酒旅龙头的“戴维斯双击”指日可待，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 六、风险提示

- 1、酒店市场各赛道竞争加剧、品牌面临升级换代，防疫常态化后，业绩易受各地政策扰动，ADR 和 RevPAR 短期内要实现跨周期大幅提升的难度较大。
- 2、疫情个例时有发生，扰动酒店业经营业绩。

- 3、锦江目前正在整合中国区，管理模式变更幅度大，集权趋势明显。加上原锦江集团、维也纳系和铂涛系 CEO 均已退休离职，管理层全面更迭，内部管理存在不确定性。
- 4、多家国际酒店巨头扭亏为盈，中国市场将成为必争之地。万豪、洲际、锦江等全球酒店集团纷纷加码发力中国市场。其中，希尔顿集团计划到 2025 年在中国开设超 1000 家酒店；万豪计划 2021 年在中国新开 60 余家酒店；洲际已在中国开设第 500 家酒店。
- 5、境外业务仍未恢复。
- 6、政策风险：1) 上海出台酒店价格诚信自律公约，抑制酒店价格剧烈波动、保障消费者合法权益；2) 《个人信息保护法》将于 2021.11.1 起实施，平台“大数据杀熟”、“精准推送”、“强制性允许访问”等行为被遏止；等等。

| 资产负债表            |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位：百万元           |       |       |       |       |
| 会计年度             | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| <b>流动资产</b>      | 9418  | 12691 | 12142 | 11471 |
| 现金               | 6793  | 9923  | 9029  | 8036  |
| 应收票据及应收账款        | 1076  | 1187  | 1318  | 1470  |
| 其他应收款            | 630   | 678   | 712   | 794   |
| 预付账款             | 220   | 228   | 295   | 329   |
| 存货               | 73    | 77    | 86    | 89    |
| 其他流动资产           | 626   | 599   | 701   | 752   |
| <b>非流动资产</b>     | 29218 | 39405 | 40234 | 40960 |
| 长期投资             | 657   | 757   | 857   | 957   |
| 固定资产             | 5863  | 5613  | 5359  | 5103  |
| 无形资产             | 7212  | 7165  | 7208  | 7144  |
| 其他非流动资产          | 15487 | 25870 | 26809 | 27755 |
| <b>资产总计</b>      | 38637 | 52096 | 52375 | 52431 |
| <b>流动负债</b>      | 7817  | 12040 | 12764 | 13488 |
| 短期借款             | 1016  | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款        | 1787  | 1259  | 1350  | 1439  |
| 其他流动负债           | 5014  | 10781 | 11414 | 12050 |
| <b>非流动负债</b>     | 17114 | 21057 | 19720 | 17825 |
| 长期借款             | 14540 | 12731 | 11130 | 9515  |
| 其他非流动负债          | 2573  | 8326  | 8590  | 8309  |
| <b>负债合计</b>      | 24931 | 33097 | 32484 | 31313 |
| 少数股东权益           | 997   | 1131  | 1378  | 1718  |
| 股本               | 958   | 1070  | 1070  | 1070  |
| 资本公积             | 7866  | 12753 | 12753 | 12753 |
| 留存收益             | 3886  | 4045  | 4690  | 5577  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 12710 | 17868 | 18513 | 19400 |
| <b>负债和股东权益</b>   | 38637 | 52096 | 52375 | 52431 |

| 现金流量表          |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位：百万元         |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| <b>经营活动现金流</b> | 152   | 6708  | 3105  | 3736  |
| 净利润            | 240   | 479   | 1650  | 2268  |
| 折旧摊销           | 1303  | 865   | 921   | 974   |
| 财务费用           | 359   | 440   | 358   | 308   |
| 投资损失           | -814  | -200  | -200  | -200  |
| 营运资金变动         | -604  | 5096  | 380   | 401   |
| 其他经营现金流        | -332  | 28    | -5    | -15   |
| <b>投资活动现金流</b> | 939   | -4986 | -1423 | -1765 |
| 资本支出           | 929   | -5152 | 236   | 780   |
| 长期投资           | 749   | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | -738  | 166   | -1660 | -2545 |
| <b>筹资活动现金流</b> | -220  | 1407  | -2575 | -2965 |
| 短期借款           | 997   | -1016 | 0     | 0     |
| 长期借款           | 424   | -1809 | -1601 | -1615 |
| 其他筹资现金流        | -1641 | 4232  | -974  | -1350 |
| <b>现金净增加额</b>  | 875   | 3130  | -893  | -993  |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

| 利润表             |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位：百万元          |         |         |         |         |
| 会计年度            | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
| <b>营业收入</b>     | 9898    | 12377   | 16039   | 17889   |
| 营业成本            | 7350    | 8108    | 9179    | 9780    |
| 税金及附加           | 115     | 142     | 186     | 209     |
| 营业费用            | 675     | 866     | 1123    | 1252    |
| 管理费用            | 2296    | 2723    | 3448    | 3757    |
| 研发费用            | 26      | 37      | 48      | 54      |
| 财务费用            | 359     | 440     | 358     | 308     |
| 资产减值损失          | -70     | 0       | 0       | 0       |
| 信用减值损失          | -46     | 0       | 0       | 0       |
| 其他收益            | 455     | 254     | 100     | 50      |
| 公允价值变动收益        | 70      | 50      | 50      | 50      |
| 投资净收益           | 814     | 200     | 200     | 200     |
| 资产处置收益          | -21     | 37      | 37      | 37      |
| <b>营业利润</b>     | 278     | 602     | 2084    | 2866    |
| 营业外收入           | 73      | 50      | 50      | 50      |
| 营业外支出           | 47      | 45      | 45      | 45      |
| <b>利润总额</b>     | 304     | 607     | 2089    | 2871    |
| 所得税             | 64      | 127     | 439     | 603     |
| <b>净利润</b>      | 240     | 479     | 1650    | 2268    |
| 少数股东损益          | 130     | 134     | 248     | 340     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 110     | 345     | 1403    | 1928    |
| EBITDA          | 1966.27 | 1911.91 | 3367.92 | 4153.05 |
| EPS（元）          | 0.10    | 0.32    | 1.31    | 1.80    |

| 主要财务比率         |        |       |       |       |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E |
| <b>成长能力</b>    |        |       |       |       |
| 营业收入(%)        | -34.4  | 25.1  | 29.6  | 11.5  |
| 营业利润(%)        | -84.3  | 116.7 | 246.3 | 37.5  |
| 归属于母公司净利润(%)   | (89.9) | 213.2 | 306.4 | 37.4  |
| <b>获利能力</b>    |        |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 25.7   | 34.5  | 42.8  | 45.3  |
| 净利率(%)         | 1.1    | 2.8   | 8.7   | 10.8  |
| ROE(%)         | 0.9    | 1.9   | 7.6   | 9.9   |
| ROIC(%)        | 2.1    | 3.3   | 8.5   | 10.9  |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 64.5   | 63.5  | 62.0  | 59.7  |
| 净负债比率(%)       | 63.9   | 14.8  | 10.6  | 7.0   |
| 流动比率           | 1.2    | 1.1   | 1.0   | 0.9   |
| 速动比率           | 1.1    | 1.0   | 0.9   | 0.8   |
| <b>营运能力</b>    |        |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.3    | 0.2   | 0.3   | 0.3   |
| 应收账款周转率        | 9.2    | 10.4  | 12.2  | 12.2  |
| 应付账款周转率        | 4.11   | 6.44  | 6.80  | 6.80  |
| <b>每股指标（元）</b> |        |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.10   | 0.32  | 1.31  | 1.80  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.14   | 6.27  | 2.90  | 3.49  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 11.88  | 16.70 | 17.30 | 18.13 |
| <b>估值比率</b>    |        |       |       |       |
| P/E            | 484.5  | 154.7 | 38.1  | 27.7  |
| P/B            | 4.2    | 3.0   | 2.9   | 2.8   |
| EV/EBITDA      | 30.19  | 30.08 | 16.98 | 13.72 |

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
中心 B 座 25 楼  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033