

酒店行业

行业研究/深度报告

震荡中静待复苏曙光，不惧短期风浪布局后疫情时代

—当前时点，我们怎么看酒店业的投资机会和行情演绎？

深度研究报告/酒店行业

2021年12月7日

报告摘要：

本篇报告旨在对酒店行业当前的投资逻辑进行梳理，并重点回答：1) 如何看待板块当前的投资机会；2) 如何选择配置的时点，如何判断酒店龙头后续的估值和股价空间；3) 如何选择投资标的，如何看待锦江/首旅为代表的国内酒店龙头的发展前景。针对上述问题，我们认为：

● **酒店板块投资的核心矛盾仍为对周期反转的预期，在新冠疫情冲击下，行业供给存量深度去化/增量显著承压，后续随需求线性复苏通道打开，周期有望反转，开启2年以上的景气上行期。**当前需求端受疫情反复下政策管控的压制，酒店业经营反复震荡；近期Omicron新毒株扩散亦带来扰动，但我们认为其大概率不会改变西方文化和制度约束下的抗疫逻辑，并有望随后续疫苗研发得到控制。而伴随着国内防疫体系趋于成熟，疫情反复对酒店入住率的冲击亦不断减弱。广深/南京/旅行团疫情虽传播范围/确诊人次各异，但其爆发后导致国内酒店入住率开始下滑到拐点呈现的时间不断缩短，旅行团疫情中的入住率底部较南京疫情亦有抬升；震荡中行业复苏预期不断积累。后续随着疫苗铺开/特效药推出，国内或观望国外情况后择机调整管控政策，酒旅线性复苏通道或重新打开：参照往年周期情况，周期反转后，行业有望迎来2年以上的景气上行期，该阶段酒店龙头RevPAR将实现3%-8%的增幅，推动业绩大幅改善。

● **针对后续行情演绎，我们认为：①境外出行复苏/特效药进展或为国内周期复苏预期的催化，防疫政策的框架性调整或为周期拐点的决定性信号；②此前酒店龙头周期复苏阶段估值将为本轮周期复苏提供估值锚；③酒店龙头周期景气阶段股价的高位将兑现为其本轮周期内的成长空间。**当前，“连锁扩张+品牌升级”构成国内酒店业发展的主旋律，酒店龙头壁垒牢固，将通过“整合扩张+结构升级+模式优化”实现“量+价+利润率”同升的复合成长，有望在复苏阶段迎来周期成长共振的“戴维斯双击”。

● **标的方面，境内酒店龙头疫情面前“修炼内功”，发力布局后疫情时代，兼具β和α属性。**锦江：公司为国内龙头，背靠上海国资委，规模领衔/资源优渥/品牌组合丰富强势；2020年5月发力整合，推动公司降本增效/管理改善，规模/平台效应释放，龙头地位进一步巩固。首旅：国内第三龙头，旗下如家为经济型国民品牌，依托股东首旅集团具备大旅业整合/协同优势；当前通过轻管理模式发力下沉市场，拓店明显提速；同时优化会员体系/布局高端“赛道”，进行前瞻性布局，带来成长想象空间。

● **投资建议：**疫情致酒店业供给深度去化，后续随需求端复苏，将打开行业周期反转/景气回升的通道。随着新冠疫苗铺开/特效药推出，在长期需求复苏存在较高确定性的背景下，投资层面应不惧短期风浪，参照往年周期复苏阶段估值锚和后续成长预期选择合适的配置时点。建议关注规模/资源优势突出，整合后管理改善明显的**锦江酒店**；依托轻模式加速扩张，业绩弹性较大的**首旅酒店**。

风险提示

新冠疫情反复，新冠疫苗接种/特效药进展不及预期，龙头拓店不及预期。

盈利预测与财务指标

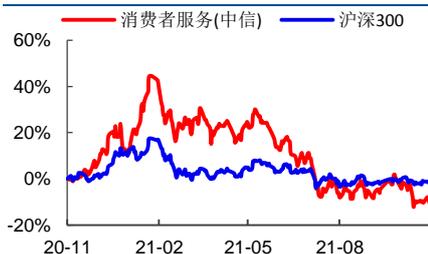
代码	重点公司	现价 12月6日	EPS			PE			评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
600754.SH	锦江酒店	51.43	0.12	0.26	1.43	429	198	36	推荐
600258.SH	首旅酒店	23.24	(0.51)	0.21	1.04	/	111	22	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理：饶临风

执业证号：S0100121100024

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

相关研究

1. 行业周（月）报：疫情进入扫尾阶段，关注旅游酒店后续复苏
2. 锦江酒店（600754.SH）：2021Q3季报点评，疫情致境内承压，境外显著复苏，盈利能力有所改善
3. 首旅酒店（600258.SH）：2021 三季报点评，受疫情影响业绩承压，开店持续放量

目录

1	周期研判：受疫情影响板块震荡，海外复苏/新冠特效药催化周期反转曙光渐近	3
1.1	周期复盘：供需升降形成周期往复，疫情前行业已处周期底部	3
1.2	供需研判：供给端历史性出清，需求端随疫情反复震荡为核心矛盾所在	8
1.2.1	供给端：新冠疫情爆发致供给存量历史性出清，增量承压	8
1.2.2	需求端：疫情反复下震荡复苏，防疫政策的阶段性强化为主因	10
1.2.3	经营数据：疫情反复下呈震荡趋势，复苏韧性较强	12
1.3	行情前瞻：怎么看后续的行行情演绎？需要关注什么信号？如何判断股价空间？	14
1.3.1	总体格局：疫情反复致股价波动，静待复苏预期在震荡后期修复	14
1.3.2	关键信号：境外复苏/特效药进展为重要催化，境内政策框架性调整或为决定性因素	15
1.3.3	股价空间：往年周期复苏阶段提供估值锚，后续成长预期决定空间	19
2	成长逻辑：酒店龙头“量+价+盈利能力”复合成长引领后疫情时代	22
2.1.	行业概况：总量缓增，市场格局稳固，国内品牌向上突围	22
2.2.	量增空间：连锁化空间仍大，下沉市场为发力重点	26
2.3.	价升空间：国内酒店供给长期结构失衡，后续将持续升级	29
2.4.	盈利能力：加盟占比不断提高，模式优化改善盈利	33
2.5.	量化测算：复合增长驱动酒店龙头净利润有望在 10 年内维持 13% 的 CAGR	34
3	标的梳理：境内酒店龙头面对逆境“修炼内功”，兼具 B 和 A 属性	38
3.1.	锦江酒店：“整合+升级”酒店航母锐意改革再启航	38
3.2.	首旅酒店：轻资产化持续推进，中高端与下沉市场两线发力	42
3.3.	华住集团：依靠运营优势发力中高端，数字化水平领先	46
3.4.	君亭酒店：聚焦产品与服务，直营为主的中高端精选酒店	50
4	投资建议：坚守酒店龙头，布局周期复苏	55
5	风险提示	56
	插图目录	57
	表格目录	59

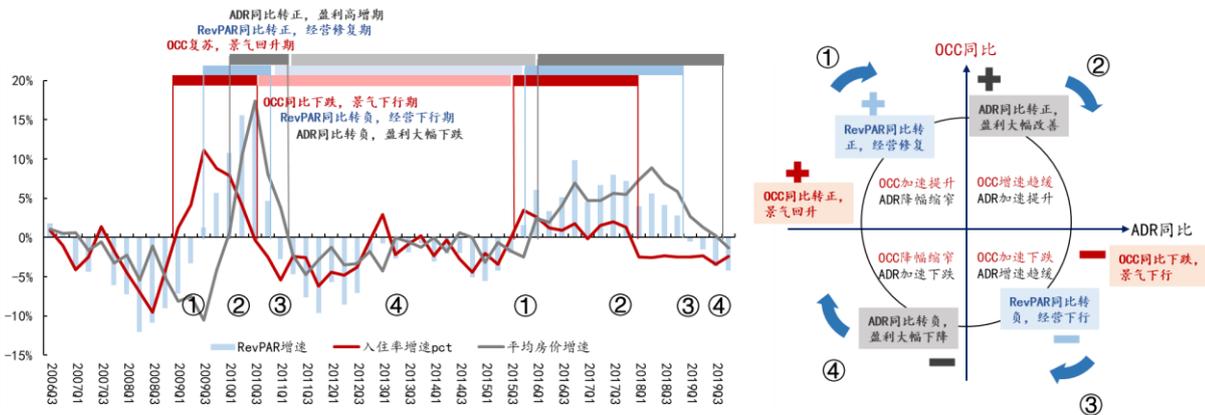
1 周期研判：受疫情影响板块震荡，海外复苏/新冠特效药催化周期反转曙光渐近

酒店行业短期内存在供给刚性，其生成与去化均滞后于行业景气度边际改善/下滑，因而在供需两端循环往复的阶段性价错配之下形成典型的周期特征。2019年后国内酒店行业已处于周期磨底阶段，而2020年爆发的新冠疫情更是对行业带来前所未有的巨大冲击：据盈蝶咨询数据，2020年境内酒店客房数量同比下降13%，存量供给历史性出清，且在今年疫情反复的背景下持续承压。供给端的现状构成了我们对周期预判的基础条件，而需求端成为后续周期复苏预期的核心矛盾所在。2021年以来，多轮疫情反复下，防疫政策升级对出行带来阶段性抑制，导致酒店经营情况亦呈现反复震荡局面，瓦解了需求端线性复苏预期的生成，对酒店股价形成压制。但长期看，国内防疫体系趋于成熟，后续疫苗接种率不断提高/新冠特效药推出/境外多国出行政策放宽将成为境内酒旅业需求复苏预期重新积聚的催化：防疫政策的框架性调整或为周期拐点的信号。

1.1 周期复盘：供需升降形成周期往复，疫情前行业已处周期底部

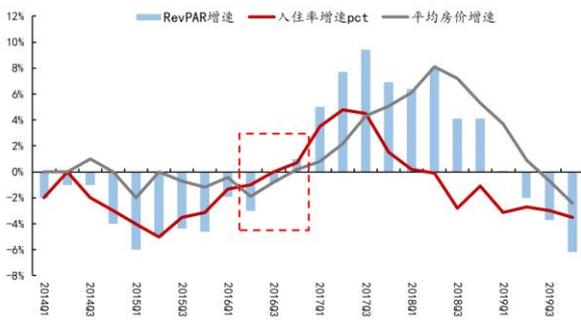
酒店行业周期的本质是行业供需关系的升降变化，OCC是行业供求关系最直接的反应，是周期衍变的核心指标，RevPAR/ADR一般滞后于OCC的变化。OCC（入住率）为出租客房数/可供出租客房数，即实际需求/实际供给，OCC的持续变化反应行业景气度的变化情况，酒店经营者通过调整ADR（平均房价）来实现当前RevPAR（每间可售房收入）的最大化：OCC持续上升，行业供不应求景气上行，酒店经营者会通过提高ADR来增厚利润；OCC持续下降，行业供过于求景气下行，酒店经营者则会通过降低ADR以吸引客流。RevPAR为衡量酒店经营水平的核心指标，直接作用于酒店经营业绩。自OCC开始回升起，行业一般经历如下六个阶段：**1) 景气回暖期：**OCC同比回升，RevPAR降幅缩窄，但尚未回正；行业经营情况仍在下滑，但已有修复迹象；**2) 经营修复期：**OCC带动RevPAR同比升高，但行业供需格局仍尚未扭转，ADR维持同比下降，这一阶段通常较短，品牌/物业水平较高的酒店产品通常能够伴随景气回升快速提价；**3) 盈利高增期：**行业供需格局扭转，ADR快速回升，此时三项经营指标同时维持同比增长，行业盈利高增；**4) 后周期高盈利阶段：**OCC开始同比下滑，行业景气度开始下行，但仍维持在较高水平，供需格局依然偏紧，RevPAR/ADR维持同比增长。**5) 经营下行期：**RevPAR同比转负，行业盈利情况开始下行。**6) 行业低谷期：**行业供需格局彻底扭转，供给过剩，三项经营指标均同比下降，进入漫长的修复期。

图1: OCC 同比增速是周期行变的核心指标, 先于 RevPAR/ADR 发生变化 (以首旅如家经营数据为例)



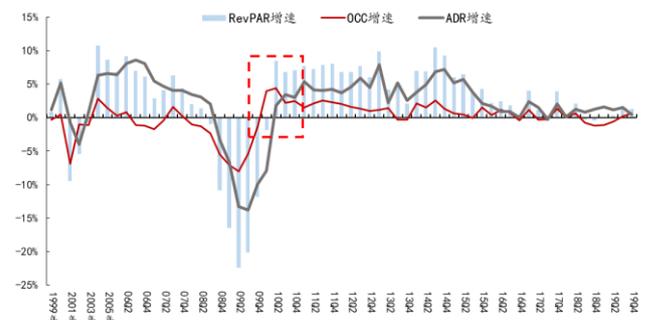
资料来源: 首旅酒店公司公告, 民生证券研究院整理; 注: 上图中经营数据同颜色色块较深的表示同比增加, 较浅的表示同比下滑

图2: 华住经营数据呈现类似的周期特征



资料来源: 华住公司公告, 民生证券研究院
注: 由于华住门店结构 15-17 年快速升级, 故此处采用经济型同店数据

图3: 美国万豪酒店经营数据同样呈现类似的周期特征

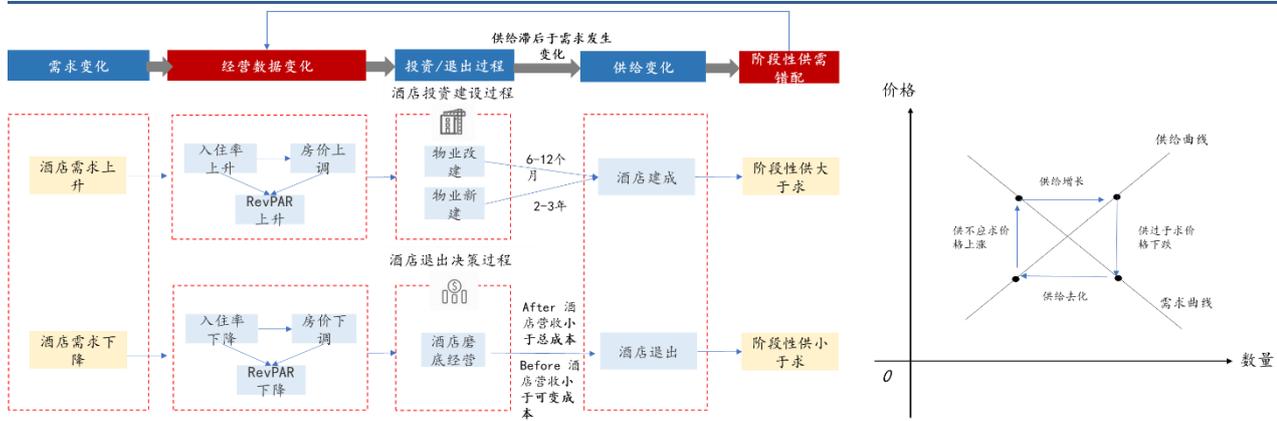


资料来源: 万豪公司公告, 民生证券研究院

酒店周期形成背后的机理是供给变化滞后导致的阶段性供需错配: 由于供给短期内存在刚性, 市场根据行业景气度变化下的经营数据信号安排未来供给, 最终形成后续的供需错配, 酒店业经营呈现非常典型的“复苏-繁荣-衰退-萧条”周期四阶段。一般而言, 酒店供给形成 2 年左右的项目建设, 或 6-12 个月的项目改造周期; 而酒店退出也并非随着供需格局恶化即时变化, 而需要经历酒店磨底经营最终达到财务临界点的过程。因此, 当宏观经济或其他因素导致的需求端变化通过价格信号影响酒店业主决策, 最终传导至供给端时, 距离最初的行业景气度变化已有明显时滞, 通常为 3-5 个季度。根据需求和供给的匹配情况, 可以将酒店业周期划分为四个阶段: **1) 复苏:** 行业供需格局开始改善, 入住率企稳回升, 但由于前期供过于求情况尚未完全扭转, 房价持续下降, 复苏初期行业 RevPAR 同比仍为负; 存量供给由于长期磨底经营达到退出决策的财务边界, 仍维持下滑趋势; **2) 繁荣:** 供需格局改善延续, 入住率持续回升, 行业盈利水平快速提升, 而供给端经历了响应/决策/生成过程, 形成增量; **3) 衰退:** 供需格局边际恶化, 入住率/行业盈利水平开始下滑, 但由于该阶段初期行业仍能维持盈利, 以及供给本身存在刚性, 投资较大, 较难即时退出, 在行业景气下滑初期供给依

然持续增加；**4) 萧条**：供需格局持续恶化，行业盈利显著承压乃至亏损，供给开始去化，行业进入磨底阶段，最终将由供给深度去化/需求端好转形成反转，走向下一轮景气复苏。

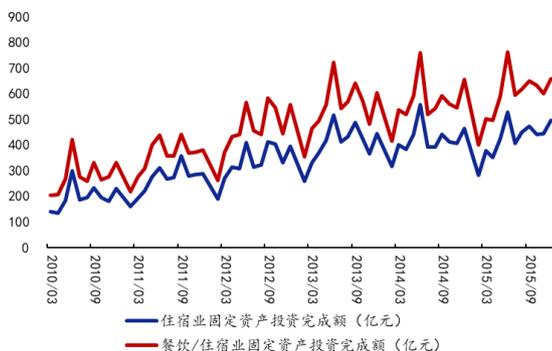
图4：酒店周期的背后是供给变化滞后导致的阶段性供需错配



资料来源：民生证券研究院整理

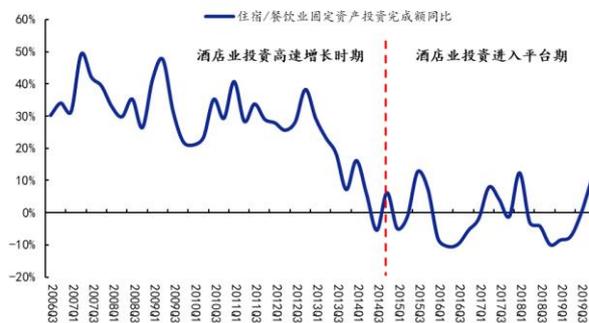
以“酒店入住率”作为行业景气度指标，“餐饮和酒店固定资产投资完成额”作为供给增量指标能够观测到行业供给变化滞后于景气度变化的过程。针对酒店行业的供给增量指标，国家统计局于2010-2015年逐月发布“住宿业固定资产投资完成额”指标，但该指标2010年前和2016年后均缺失；根据2010-2015年该指标与“餐饮和住宿业固定资产投资完成额”指标的对比，可以看到“住宿业固定资产投资完成额”构成“餐饮和住宿业固定资产投资完成额”的主体，与之趋势一致，因此我们选择“餐饮和住宿业固定资产投资完成额”指标来监测酒店行业的供给增量，这一指标的同比变化即酒店行业供给增量的趋势变化指标，该指标变化滞后于酒店入住率变化，反映了酒店业主根据行业景气度来安排未来供给，最终经历时滞兑现为酒店固定资产投资完成额的过程。由于2015年前国内仍处于城市化高速推进阶段，餐饮酒店固定资产投资完成额维持持续正增长，因此以其同比增速的变化趋势（二阶导的概念）作为酒店行业供给增量变化趋势判断的依据；2015年后国内城市化进程放缓，则直接以该指标同比增长/下跌作为依据。

图5: 餐饮/住宿业固定资产投资指标与住宿业趋势一致



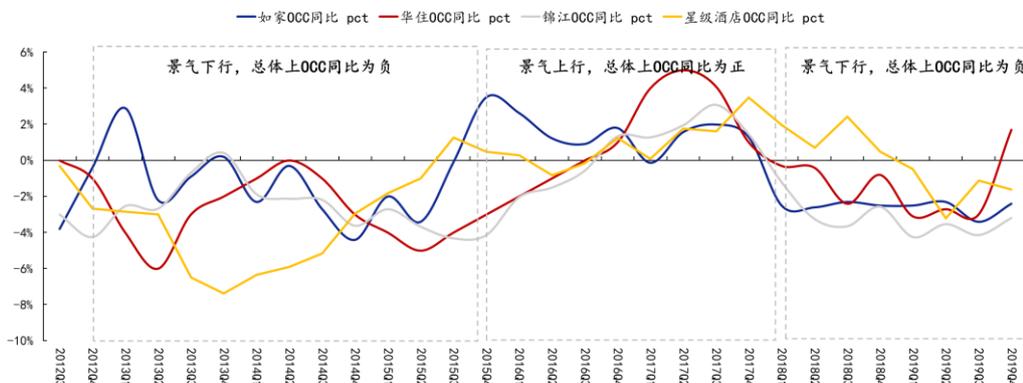
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图6: 2015年后酒店业进入存量整合阶段



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图7: 如家/锦江/华住/星级酒店入住率数据趋势大体一致, 符合行业周期属性



资料来源: 锦江/首旅/华住公司公告, Wind, 民生证券研究院

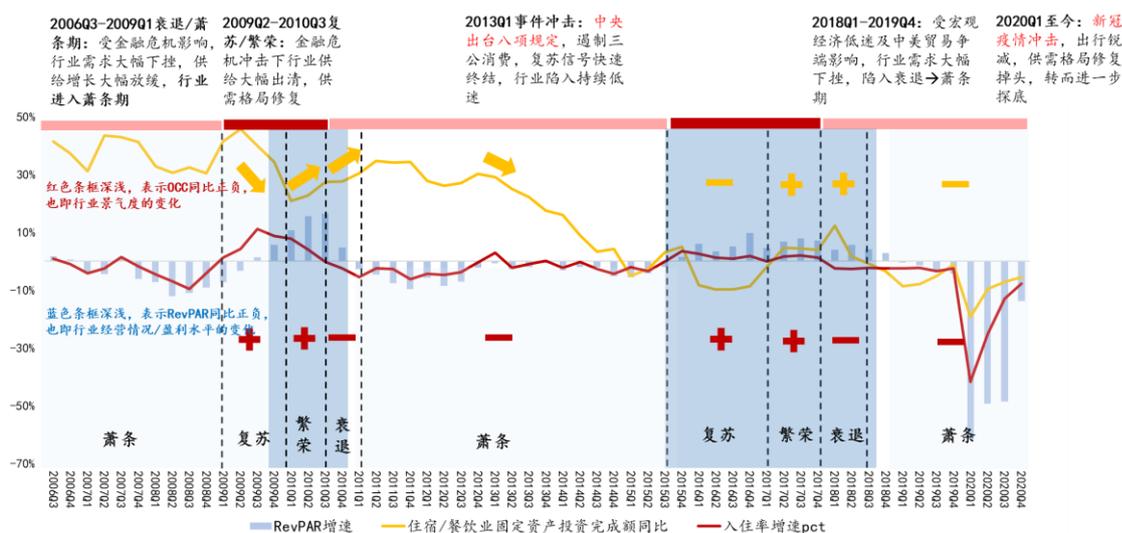
基于上述指标体系复盘 2006Q3 至今的酒店周期: 经历两轮完整周期; 疫情前的 2019 年行业已处于周期萧条磨底阶段。在国内酒店龙头中, 首旅如家经营数据时间跨度较长, 且产品结构相对稳定, 在此以首旅如家酒店 OCC 同比为供需关系边际变化的指标 (2017 年前为美股上市的如家酒店数据, 2017 年后为首旅酒店数据), 餐饮酒店固定资产投资完成额同比作为供给变化的指标¹, 对 2006Q3 后的酒店业周期进行划分:

- 1) **2006Q3-2009Q1 萧条阶段:** 行业处于周期底部叠加 2007Q3 爆发的金融危机影响, 需求大幅下挫, 供给增长大幅放缓, 行业进入萧条期, 盈利快速下滑。
- 2) **2009Q2-2010Q3 复苏/繁荣阶段:** 行业在金融危机的外生冲击下, 供给过度出清, 叠加金融危机后政府刺激经济、拉动需求复苏, 供需格局陡然扭转。2009Q2 后如家 OCC 开始进入同比上行通道, 进入周期复苏阶段, 并推动 RevPAR 两个季度后同比转正; 行业供给增量亦于 2010Q1 后开始加速, 进入繁荣阶段。

¹ 由于 2015 年前国内仍处于城市化高速推进阶段, 餐饮酒店固定资产投资完成额维持持续正增长, 因此以其同比增速的变化趋势 (二阶导的概念) 作为酒店行业供给增量变化趋势判断的依据; 2015 年后国内城市化进程放缓, 则直接以该指标同比增长/下跌作为依据。

- 3) **2010Q4-2015Q3 衰退/萧条阶段**：上一轮景气周期中投入的酒店投资在此阶段不断兑现为存量供给，供给维持加速上升趋势，然而在经济增速放缓下，酒店入住率下行，行业进入衰退期，并带动 RevPAR 于 2011Q2 后同比下滑。随着餐饮和酒店固定资产投资完成额增速持续下滑，行业供给逐渐出清，带动行业供需格局修复——2012Q2 以来 OCC 降幅亦逐渐缩窄。然而随着 2012 年 12 月中央八项规定出台，酒店需求受到直接限制，短暂的周期复苏信号迅速终结，行业转而下滑，萧条持续。2011Q4 直至 2015Q2，行业供给增速下滑，需求增速持续为负。2010Q4-2015Q3 长达四年的行业衰退/萧条期给酒店盈利带来显著压力，大量单体酒店开始退出市场，国内酒店行业逐渐进入存量整合阶段。
- 4) **2015Q4-2018Q1 复苏/繁荣阶段**：行业经历了长达 4 年的衰退/萧条阶段，供给深度出清，伴随宏观经济面边际改善，供需格局扭转，OCC 同比转正，并带动 RevPAR 快速回正；2017Q2 后，供给亦恢复增长，行业进入量价齐升的繁荣阶段。
- 5) **2018Q2-至今 衰退/萧条阶段**：受到宏观经济环境和中美贸易争端影响，行业需求下行，带动 OCC 同比下滑；但由于行业此前供不应求的程度较深，ADR 依然持续上涨，带动 RevPAR 同比持续为正，行业景气度依然较高，供给亦持续扩张；直到 2018Q3 后行业供需格局扭转，餐饮酒店固定资产投资完成额亦开始同比下滑，最终 RevPAR 也于 2019 年后开始同比下滑。随着供给出清，供需格局亦在逐渐修复，餐饮酒店固定资产投资完成额同比降幅 2019Q2 后开始缩窄，但 2020 年爆发的新冠疫情使行业进一步探底。

图8：酒店周期的背后是供给变化滞后导致的阶段性供需错配

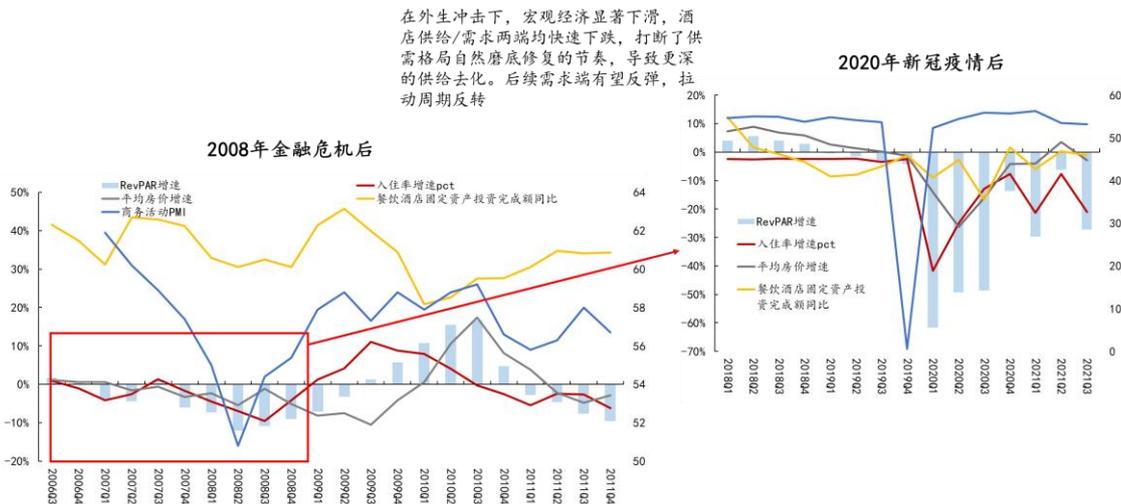


资料来源：首旅/如家公司公告，Wind，民生证券研究；注：上图中经营数据同颜色色块较深的表示同比增加，较浅的表示同比下滑

以史为鉴分析当前所处周期阶段：目前的情形最接近 2008 年金融危机后的格局。与 2008 年金融危机的情形类似：酒店行业在萧条底部迎来外生冲击，打断了供需格局自然磨底修复的节奏，导致更深的供给去化。与 2008 年不同的是，彼时需求端的压力来自于宏观经济

的快速下行，而后随着政府通过扩张性的财政/货币政策刺激经济，拉动需求快速反弹；而当前需求端的压力更多来自于疫情冲击下，防疫政策对社会出行的直接干预——一方面，大范围的出行限制对于酒店经营的打击更深，行业供给出清更为剧烈；另一方面，这也意味着，随着疫情好转，后续出行需求亦有望在防疫政策框架性改变后而实现高韧性复苏，快速打开行业周期反转的景气复苏通道。

图9：目前的供求态势最接近 2008 年金融危机后的格局



资料来源：首旅/如家公司公告，Wind，民生证券研究

1.2 供需研判：供给端历史性出清，需求端随疫情反复震荡为核心矛盾所在

1.2.1 供给端：新冠疫情爆发致供给存量历史性出清，增量承压

供给端存量：2020年新冠疫情造成供给历史性去化，恢复尚待时日，21年持续去化。2020年新冠疫情下酒店业经营显著承压，大批酒店因现金流断裂而倒闭，其中主要以RevPAR水平较低/经营能力较弱/且缺乏集团支持的单体酒店和中小酒管集团旗下的连锁酒店为主；而2021年随着疫情反复震荡，部分此前尚可勉力支撑的酒店企业现金流状况日益恶化，供给去化持续。根据盈蝶咨询数据，2020年**国内酒店存量**出现历史性下滑，门店数/客房总数同比分别下滑17.4%/13.0%；**星级饭店：**为国家（省级）旅游局根据一定标准评定/分级的酒店，尽管随着星级酒店评价体系陈旧僵化，无法再充分适应行业需求，以及面临着来自品牌连锁酒店的激烈竞争，星级酒店数量2014年后即处于持续下降通道；然而新冠疫情的冲击使得星级酒店下滑速度大幅加快，2020年9月星级酒店数量达到历史新低的6999家，后续尽管随着疫情好转星级酒店数量有所恢复，但大幅落后于2019年同期水平。**从企查查上注销酒店数量来看：**2020年11月至2021年11月“酒店”相关企业注销月均注销数量达1.92万家，高于2020年最高的单月注销数量，反映了“酒店”相关企业在疫情反复的冲击下，现金流情况愈加恶化，行业供给出清持续。

图10: 2020年酒店门店总量同比-17.4%



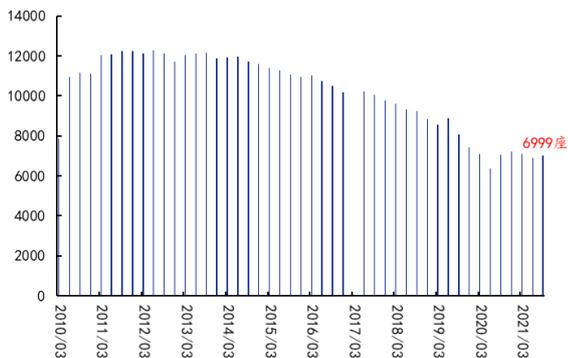
资料来源: 盈蝶咨询, 民生证券研究院

图11: 2020年酒店客房总量同比-13.0%



资料来源: 盈蝶咨询, 民生证券研究院

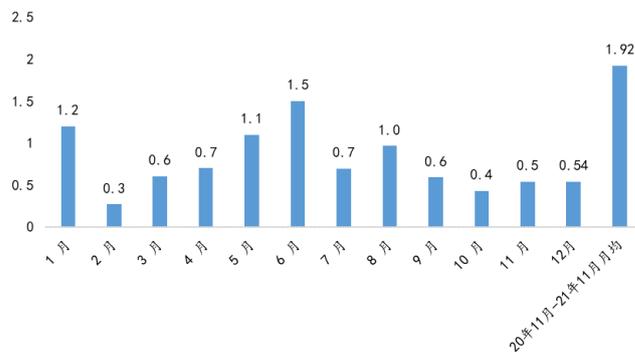
图12: 疫情后星级酒店数量跌幅扩大, 当前仍未恢复



资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 2021年后 YoY 仍为较 2019年同比

图13: 20-21年企查查月均注销“酒店”企业数量



资料来源: 企查查, 民生证券研究院

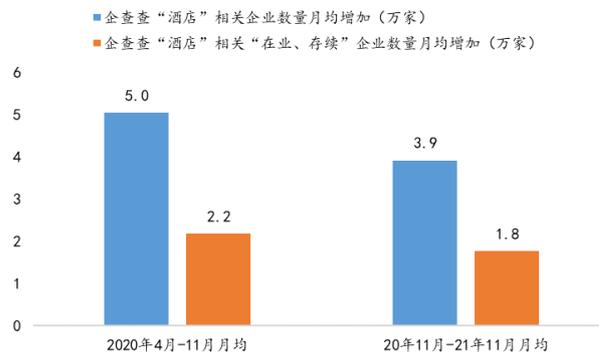
供给端增量: 疫情影响酒店投资情绪, 行业供给增量萎靡。疫情冲击下**餐饮酒店固定资产投资完成额**累计值同比在 2020 年 2 月达到历史性的-32%, 而后尽管跌幅有所修复, 但仍未恢复至 2019 年同期水平: 自 2020Q2 以来在-8%到-5%区间窄幅震荡, 2021 年初受到疫情反复影响, 出行显著承压, 餐饮酒店固定资产投资完成额同比继续下探, 2021 年 9 月行业供给增量年内累计值水平仍较 19 年同期-1.1% (2019 年餐饮酒店固定资产投资完成额已处于低谷)。此外, **企查查数据**显示, 2020 年 11 月-2021 年 11 月“酒店”相关企业数量/“在业、存续”企业数量月均增加数较 2020 年 4 月-11 月显著下滑, 说明在 2021 年疫情反复的压力面前, 新增的注册酒店企业数持续下降。尽管 2021 年疫情确诊病例远少于疫情爆发初期, 但周而复始/无法预料的疫情反复和随之而来的强出行管控无疑是悬在酒店经营者头上的“达摩克斯之剑”, 且伴随着现金流压力不断累积, 2021 年酒店投资情绪进一步趋冷: 根据 **2021 年 3 月浩华咨询对酒店投资人的调研**, 在经历 2020 年新冠疫情后, 市场对新酒店项目建设态度趋于保守、更多关注存量酒店物业的升级改造。

图14: 餐饮住宿固定资产投资完成额承压



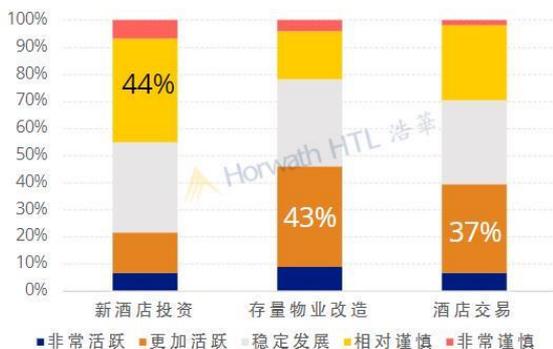
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图15: 21年企查查月均“酒店”企业增量同比下滑



资料来源: 企查查, 民生证券研究院

图16: 2021年酒店投资人对于新酒店投资较为谨慎



资料来源: 浩华咨询, 民生证券研究院

图17: 疫情促使酒店投资人加强风险管控

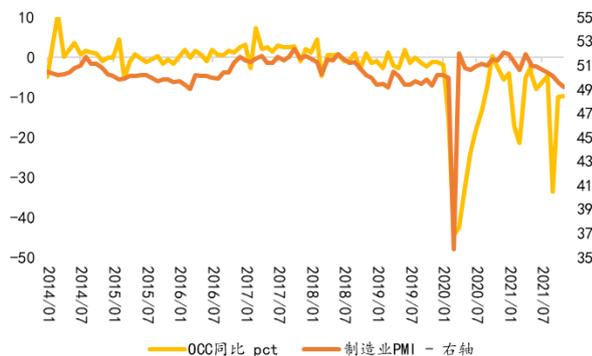


资料来源: 浩华咨询, 民生证券研究院

1.2.2 需求端: 疫情反复下震荡复苏, 防疫政策的阶段性强化为主因

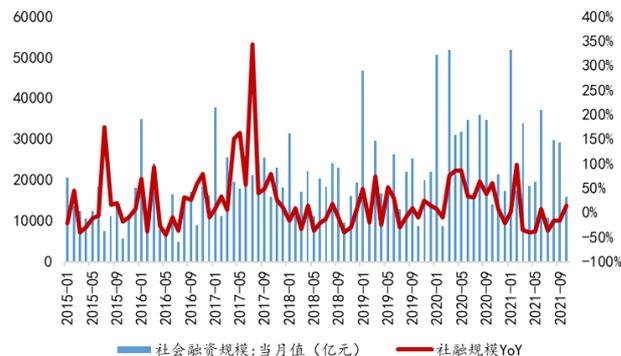
社融环比改善, PMI 边际改善, 后续仍存政策调整空间。根据 11 月 15 日国家统计局发布的 10 月**社零数据**: 10 月社零同比 4.9%, 略高于上月 (4.4%)。工业增加值同比 3.5%, 好于上月 (3.1%)。本月制造业投资同比 10.1%, 几乎与上月 (10%) 持平, 宏观需求边际改善。而受到上游原材料涨价和房地产企业经营承压的影响。**11 月 PMI 数据来看:** 其中制造业 PMI 为 50.1%, 预期 49.7%, 前值 49.2%, 环比+0.9pct, 出现显著回升, 时隔两个月重回扩张区间; 非制造业 PMI 为 52.3%, 前值为 52.4%, 环比-0.1pct。制造业 PMI 反映的整体宏观经济面改善带来的商旅需求提升, 将在后续疫情缓解后得以释放, 对酒店业经营数据形成提振。**后续宏观经济调控政策出台或将为需求面带来边际改善:** 11 月 19 日, 央行发布 2021 年 3 季度《货币政策执行报告》。在本次报告当中, 无论是对经济形势的分析还是对货币政策的展望, 重点都在向“稳增长”侧重, 而地产销售数据跌至冰点或意味着未来有更多的内需刺激政策, 有望带动宏观需求面边际改善。

图18: PMI反映宏观需求仍有所承压



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图19: 2021年10月社融规模环比改善



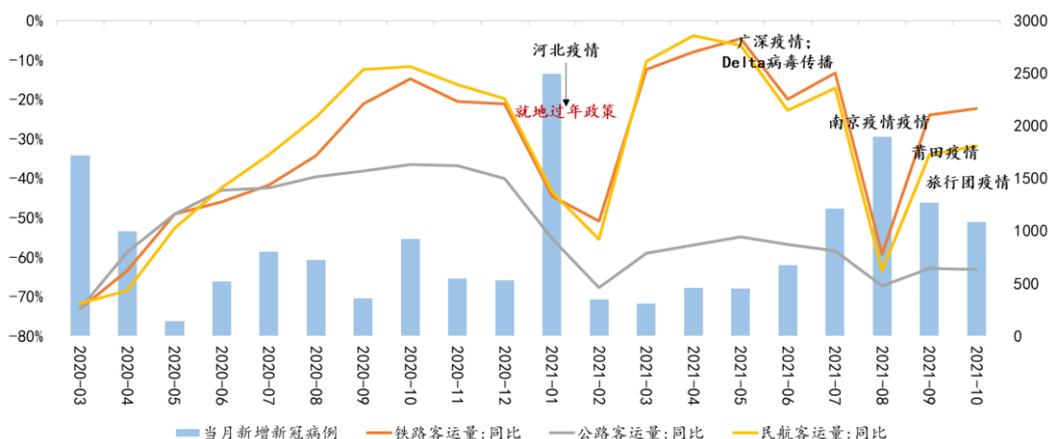
资料来源: Wind, 民生证券研究院

疫情反复下的“清零政策”出行管控为需求震荡的主因。2021年后针对疫情反复，我国实行了严格的出行管控政策，具体表现为：①针对检测出疫情阳性病例的地区，以县/区为单位禁止所有非必要人员流动、关闭经营场所；②各省区中断对该省的旅游出行；③存在疫情病例的区域被划为中高风险区，经过中高风险区的人员后续出行/进出公共场所将会受到较大限制。10月24日后文旅部第一次明确了跨省旅游出行熔断政策，针对出现中高风险地区的省（区、市），立即暂停旅行社及在线旅游企业经营该省（区、市）跨省团队旅游及“机票+酒店”业务，并第一时间向社会公布。由于出行管控以省为单位，一旦疫情传播至多个省份，则将会引发全国大面积的出行管控；而只有待疫情所在地清零后，防疫政策方逐步放松。由于上述政策的施行，在接连不断的疫情反复之下，国内整体旅游出行受到较大压制，整体呈现震荡复苏的趋势。具体来看，截至2021年10月，国内铁路/公路/航空出行人次分别恢复至2019年同期的78%/37%/68%，出行人次较2020年同期均有所下滑。由于我国出行需求的主要压力来自于防疫政策的强管控，疫情传播的范围是决定其影响强度的关键因素：对比南京疫情和广深疫情，广深疫情主要集中在广东一省，而南京疫情通过禄口机场游客扩散至十余个省份，故而影响范围较广，对全国范围的出行的压制程度更深。后续防疫政策框架的调整大概率行业周期拐点呈现的决定性因素。

表1: 防疫政策注重对出行的严格管控, 一般持续时间在1个月左右 (以黑河市近期抗疫政策为例)

地点	发布时间	防疫政策
黑河市	10.27	2021年10月27日0时16分,黑河市中医院在主动筛查人员中,发现1例疑似核酸阳性病例。
	10.28	自10月28日零时起,对黑河市城区社会面实施最严格管控,除保障社会生活运转的水电油气暖 and 通信保障等部门外,一律停工停产停业;除承担疫情防控任务和从事生活运转保障的工作人员外,严禁人员流动。超市、仓买、食杂店、药店在严格落实疫情防控要求的前提下,限时限流营业。
	11.2	黑河市户籍居民的龙江健康码统一变更为“黄码”,并表示待本轮疫情形势稳定后统一重新赋码。而在长期在外地居住,工作已离开本地的黑河市户籍人员,可以拨打便民服务热线,提交申请后黑河市疾控中心将根据市局情况及时给予恢复“绿码”。
	11.3	从11月3日起关闭所有经营场所,对市区居民生活必需品实行“配送”保障供应。
	11.4	黑河市爱辉区内邮政和所有品牌快递企业均暂停营业收寄和投递服务,无法正常收发快递。
	11.23	自2021年11月23日15时起,将黑河市爱辉区兴安街热电社区阳光家园小区、黑河市爱辉区西兴街福龙社区益民二区调整为低风险地区。至此,黑河市全域均为低风险地区。
	11.24	自11月26日零时起,防范区的小区居民可以每户每2天安排1人次,在严格做好个人防护的前提下,“点对点”步行外出购买生活物资,外出时间控制在2小时以内,购物后及时返回住所,严禁串门、聚集。第二轮全员核酸检测结果均为阴性后,自12月1日零时起,结束过渡期,逐步转入常态化防控阶段,同时实行新的管理办法。过渡期内,市区内部分超市、药店恢复营业。

资料来源: 黑河市政府官网, 民生证券研究院

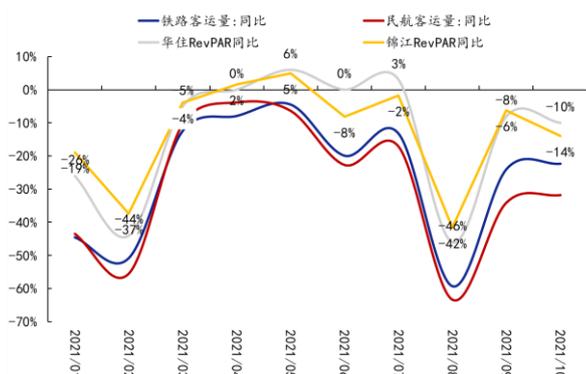
图20: 疫情反复下出行管控加强对旅游出行造成直接影响


资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.2.3 经营数据: 疫情反复下呈震荡趋势, 复苏韧性较强

酒店行业经营数据复苏情况与铁路/航空出行人次数据趋势一致, 锦江/华住个别月份 RevPAR 已经超过 2019 年同期水平。整体上看酒店业经营数据复苏趋势与航空/铁路一致, 酒店龙头经营数据得益于其自身门店结构改善/疫后连锁龙头更受消费者青睐/以及疫情后行业供需格局优化等原因, RevPAR 复苏情况高于铁路/航空客运人次水平。2021 年 5 月锦江&华住/7 月华住全口径 RevPAR 均超过 2019 年同期; 2021 年 9 月, 南京疫情甫一好转, 锦江/华住 RevPAR 均实现高弹性复苏, 快速恢复至 19 年同期的 94%/92% 水平, 酒店龙头经营展现出较强的韧性。

图21: 华住/锦江复苏趋势与铁路/航空一致



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图22: 首旅酒店月度复苏情况 (较19年同期)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

国内精准防疫体系趋于成熟, 疫情反复对酒店入住率的冲击不断减弱。我国形成了联防联控、动态清零的防疫体系, 疫情基本上能在一个月内得到控制; 广深/南京/旅行团疫情尽管传播范围/确诊人次各异, 但其爆发后导致中国内地整体酒店入住率开始下滑到触底后拐点呈现的时间不断缩短, 分别为 28/22/19 天, 入住率底部的位置旅行团疫情较南京疫情亦有抬升, 分别为 40%/32%。

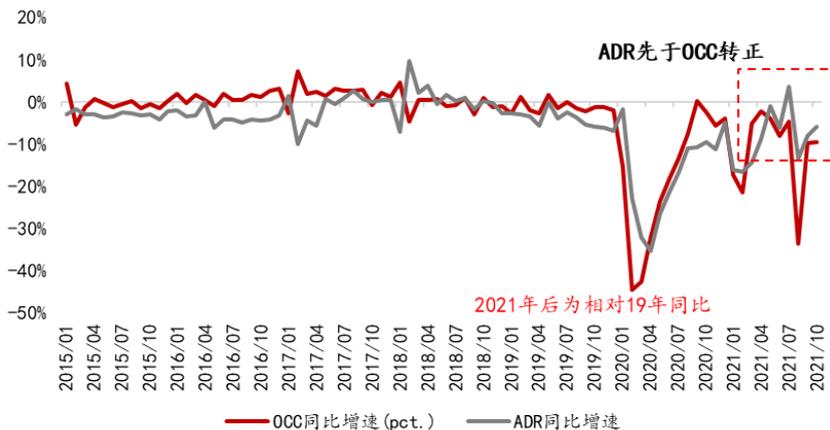
图23: 疫情对酒店入住率的冲击不断减弱



资料来源: STR, 民生证券研究院

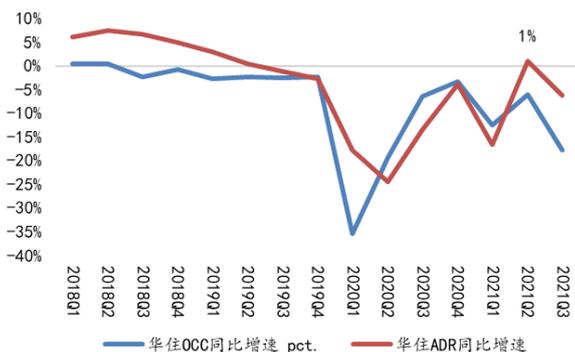
本轮周期反转的特征, 需求端并非自然承压, 而是疫情反复防疫政策干预下的阶段性承压, 经历 2020 年至今的供给大幅出清, 2021Q2 后行业实际供需格局 (在没有疫情影响的情况下) 已有较大优化, ADR 同比领先已暗含供需格局变迁: 由于疫情后需求端的主要压力来源于防控政策干预下的出行锐减, 实际的出行需求并未减弱而是被抑制, 因此一旦疫情形势好转, 行业出行需求能够快速反弹, 乃至形成阶段性的供给偏紧/需求偏刚性的特征, 表现为疫情较为稳定的 Q2 季度, ADR 同比增幅明显领先于 OCC 增幅。

图24: 2021Q2 季度在疫情防控形势稳定的情况下, ADR 先于 OCC 转正



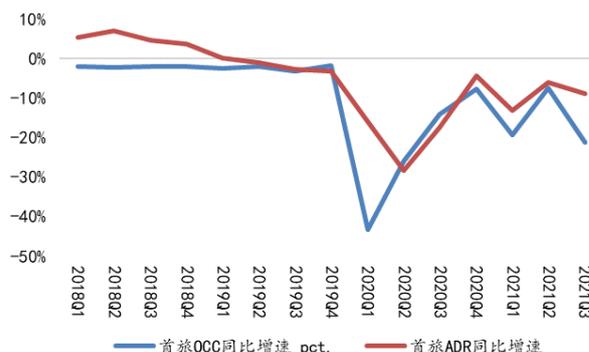
资料来源: STR, 民生证券研究院

图25: 华住 21Q2 同店 ADR 转正



资料来源: 华住公司公告, 民生证券研究院

图26: 首旅 21 年后 ADR 复苏亦领先于 OCC



资料来源: 首旅公司公告, 民生证券研究院

1.3 行情前瞻: 怎么看后续的行​​情演绎? 需要关注什么信号? 如何判断股价空间?

1.3.1 总体格局: 疫情反复致股价波动, 静待复苏预期在震荡后期修复

复盘疫情后酒店龙头的股价, 在经历了疫情爆发初期的三个月时间, 后续股价进入了复苏预期主导的阶段: 预期强化则股价上涨, 预期瓦解则股价震荡, 当前受到南非病毒变种大范围传播影响, 短期内复苏预期受到压制, 但如若南非病毒变种在致死率/疫苗有效性上不超出预期, 后续仍大概率维持此前的疫情反复演绎框架, 在震荡中复苏预期不断积累:

1) 2020 年 4 月-2021 年 6 月, 20Q2 后国内通过联防联控措施率先复工复产, 人们生产/生活逐渐恢复正常, 市场对于后续复苏的预期不断高涨。尽管 2020 年年底到 2021 年春节期间辽宁/河北/北京多地的疫情对行业预期形成短期压制, 但后续随着气温回升, 旅游出行人次不断恢复, 进一步助推预期回暖/股价上升, 该阶段锦江/首旅涨幅分别为 156%/113%。

2) 2021 年 6 月后，首先为广深疫情中德尔塔毒株传入国内，该病毒变种传播力变强，且疫苗对其有效性尚不明确；**基于对疫情前景的不确定性，整体复苏预期开始瓦解**；8 月南京疫情超预期大范围传播，全国大范围内出行受到限制，进一步深化了对疫情的悲观预期，股价加速下跌；

3) 南京疫情后，后续福建/哈尔滨疫情亦有反复，乃至同样大范围传播的旅行团疫情均未打破南京疫情的框架，疫情定点式的出行遏制/以省为单位的出行管控/快速全面的核酸检测/出行码的实时监控构成了强有力的抗疫系统，**高度有效的“政策组合拳”使得市场形成了对于疫情能够在一个月的时间内得控的预期，对于疫情的负面影响有所评估，此前瓦解的复苏预期开始逐步修复**：具体表现为南京疫情后的多轮疫情对于股价的冲击程度不断减弱——10 月 18 日爆发的旅行团疫情，股价在疫情爆发初期后有所下跌，但在疫情拐点前即快速回补；近期南非 Omicron 疫情在境外大范围传播，在国外酒旅业出现深跌之时，国内酒店龙头股价维持相对稳健。

图27: 当前处于复苏预期重新积累修复阶段

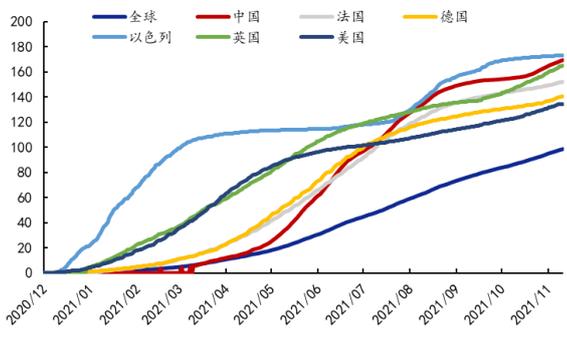


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3.2 关键信号：境外复苏/特效药进展为重要催化，境内政策框架性调整或为决定性因素

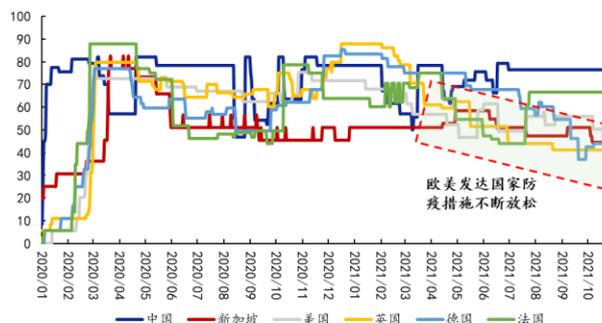
不同于 2020 年下半年中国疫情控制/复工复产一枝独秀，伴随欧美新冠疫苗接种率不断提高，目前主要以欧美发达国家，尤其是美/英/新加坡等国率先开始放松疫情管制。截至目前，全球新冠疫苗接种量超过 77 亿剂次，疫苗接种率持续提高，从每百人接种疫苗剂次情况来看，中/法/德/以/英/美等国均超百剂次。在这一背景下，欧美发达国家于 2021 年 Q2 季度开始，防疫措施不断放松。境外先行先试放松防疫措施的实践效果将为中国后续抗疫政策调整提供参考，如境外后续新冠死亡率不断减弱，居民生产生活加速恢复，将有望对国内的复苏预期形成催化。

图28: 全球主要国家每百人集中疫苗剂次不断提高



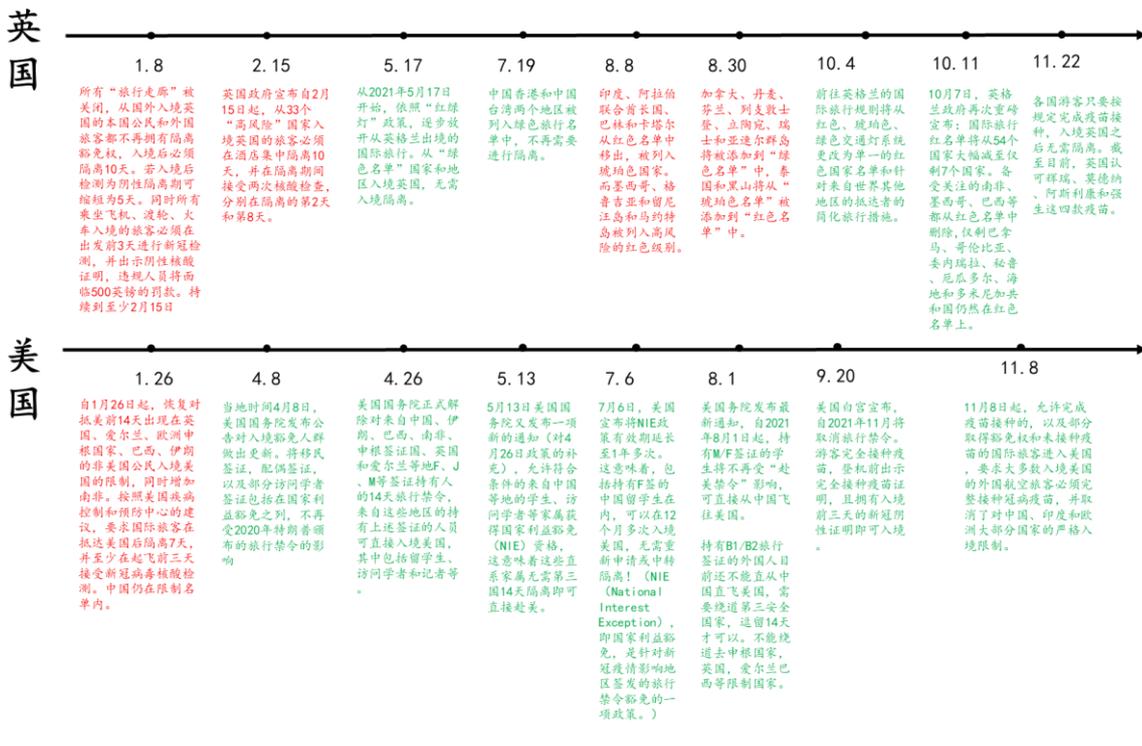
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图29: 欧美发达国家防疫严格指数不断下降



资料来源: OurWorldInData, 民生证券研究院

图30: 英美出入境政策时间轴

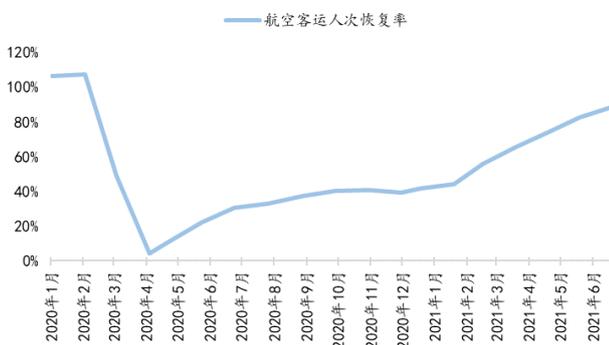


资料来源: 英国/美国卫生部门官网, 民生证券研究院; 注: 红色为强化管控, 绿色为放松管控

境外酒旅业呈现线性复苏趋势，预计今年冬季疫情传播将不会改变其自抗疫的基本逻辑。不同于国内以保障群众生命健康安全为先，追求疫情清零。西方国家更多采取“与疫情共存”的总方针，对于短期确诊病例上升的接受度较高——而这一方针背后的关键在于对疫苗有效的预期，而随着疫苗接种率日益提高，新冠死亡率不断下降，欧美居民出行信心不断恢复，推动出行数据/酒旅行业经营数据线性复苏。以美国为例。过去一年来，虽美国境内个别城市出现疫情反复的情况，但国内航空、客运旅客数量并不受明显影响，均呈现持续的线性恢复趋势。当前 Omicron 变种当前情况使得部分欧美国家

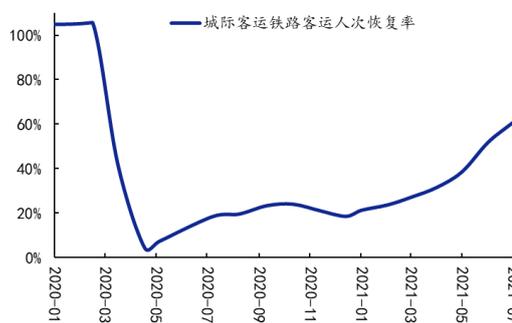
加强了短期防疫管控政策，但大概率不会改变欧美基于文化背景/行政能力约束下的抗疫基本逻辑——尽管 Omicron 变异株传染性较强/免疫突破属性的程度有待专家进一步研究，但在重症率/致死率上尚无恶化迹象；且辉瑞等生物制造有关方面专家普遍表示，如有需要，针对 Omicron 的疫苗能在较短时间内推出（辉瑞表示能够在百日内完成研发，此前已有两款针对新冠变种的疫苗在百日以内完成）；后续能够随疫苗研发/接种得到控制的概率较大。我们预计，在 Omicron 流行病学特征不大超预期的情况下，后续欧美国家亦将依托以疫苗接种为主的防疫手段，随疫苗接种率进一步提升而逐步推动出行放宽。

图31: 美国航空客运人次呈线性复苏



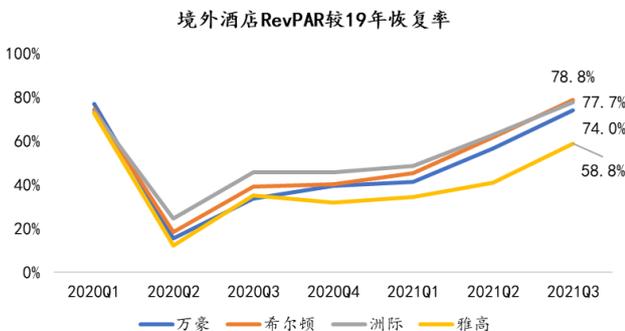
资料来源: 美国交通部, 民生证券研究院

图32: 美国航空客运人次呈线性复苏



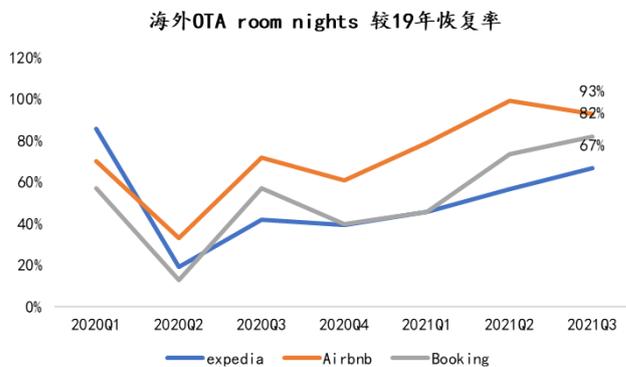
资料来源: 美国交通部, 民生证券研究院

图33: 美国航空客运人次呈线性复苏



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

图34: 美国航空客运人次呈线性复苏



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

新冠特效药或将成为国内酒店股价的重要催化。新冠特效药能够有效降低疫情下的死亡率。对欧美国家政府/居民而言，尽管推进进程/普及性不明确，其强化了人们对后续药物有效且能够普及的预期（礼来/阿里斯康/再生元等多个药厂均布局抗新冠药物研发），在疫苗接种之外增加了一重保障，进而增强了西方政府持续放松管控和居民开展出行/正常生产生活的信心。理论上，疫苗如充分有效，接种率达 85% 以上即可形成群体免疫，阻断传播，根据卫健委数据，当前国内疫苗接种率（单针）已达 78%（截至 9 月 18 日数据）；尽管辉瑞特效药当前并不直接作用于国内出行市场，但亦将为后续出行政策调整预期增加砝码。当前，

国内新冠特效药研发亦不断推进，多种候选药物已进入临床及实验阶段，据澎湃网报道，由清华大学、深圳市第三人民医院和腾盛博药研发的新冠药物已公布临床三期结果，有望在12月底获得批准附条件上市。

图35: 特效药进展对国内酒店龙头股价带来短期提振


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图36: 特效药进展对美股酒旅龙头股价带来短期提振


资料来源: Wind, 民生证券研究院

表2: 当前国内外在研新冠特效药情况

药物名称	研发单位/公司	药物类型	研发进程
BR II-196 和 BR II-198	清华大学、深圳市第三人民医院 腾盛博药	中和抗体联合疗法	临床 III 期试验结果显示该抗体组合药物能够降低 78% 的住院和死亡率，且给药组在治疗 28 天后实现零死亡，对照组 8 例死亡。有望于今年年底上市。
DXP604	北京大学谢晓亮团队和丹序生物	中和抗体疗法	正开展国内 II 期临床试验，曾经在患者无其他药物可用的情况下，作为“同情用药”在北京地坛医院使用，用药后部分病人已经康复出院。
JS016	中科院微生物所与君实生物	中和抗体疗法	已完成国际多中心 II 期临床试验，积极推进 III 期临床试验。
境内 JS016 注射液	君实生物	中和抗体疗法	已获批进行临床试验
LY-Cov Mab	绿叶制药	中和抗体疗法	已经获得中国药监局准许开展 II 期临床试验
新冠特异性免疫球蛋白	国药集团中国生物	中和抗体疗法	已经获得中国药监局和阿联首卫生和预防部颁发的临床试验批准文件
JMB2002	济民可信	中和抗体疗法	在乌兹别克斯坦获批准开展临床试验，同时开展临床试验 I 期、II 期、III 期
SCTA01	神州细胞	中和抗体疗法	获准在美国、巴西、墨西哥等国家开展 II 期、III 期临床研究，临床入组正在进行中
Molnupiravir	默沙东/Ridgeback (美国)	核糖核苷类似物	2021.10 非住院患者 III 期成功，11.4 获英国药管局批准，美国等多国申请进行中
PAXLOVID	辉瑞 (美国)	蛋白酶抑制剂	2021.11 III 期临床数据积极，正提交 EUA 申请
AT-527	罗氏/Atea (瑞士)	RdRp 抑制剂	II 期临床试验宣布失败
境外 法维拉韦	富山/海正 (日本)	RdRp 抑制剂	多项临床试验进行中
EX0-CD24	以色列	CD24 蛋白与外泌体的结合体	正在进行二期临床试验，90% 的人在 5 天内成功被治愈并且顺利出院。
APN01	加拿大 UBC 大学	/	临床一期研究中对健康志愿者的测试以及二期研究中针对急性呼吸窘迫综合征 (ARDS) 患者的用药，显示出良好的安全性。
一种抗新冠的有效药物分子	法国里尔巴斯德研究所	/	在人体的肺部细胞上对其进行了测试，结果非常有希望

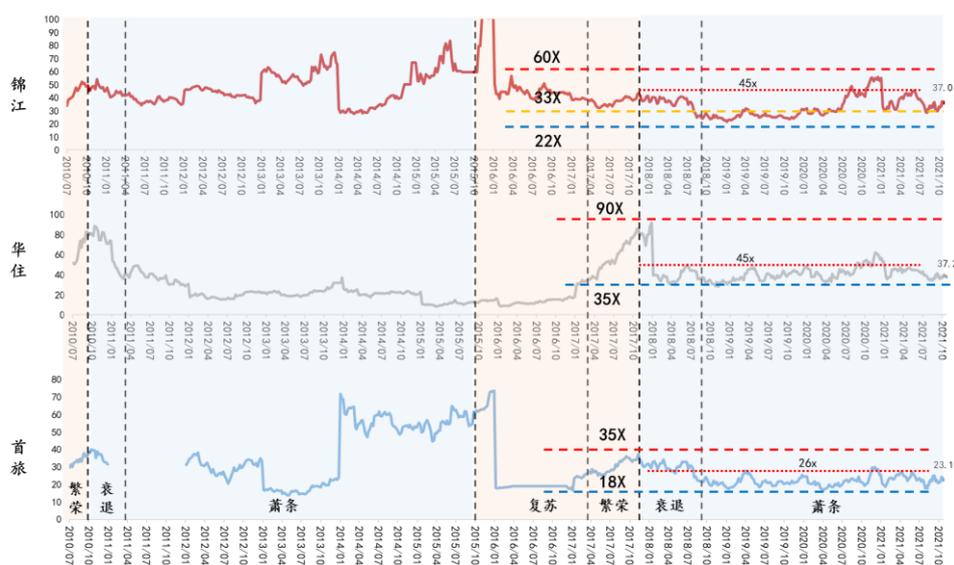
资料来源: 各大新闻媒体, 民生证券研究院; 注: 上述为不完全统计, 截至 2021 年 11 月 28 日

后续防疫政策的框架性调整将打开酒店行业线性通道，或为周期反转的决定性因素。根据前文所述，国内酒店业周期复苏的主要障碍来源于需求端，而需求端的压力主要来自疫情反复下政府的出行管控措施。当前随着境外防疫措施不断放宽，生产生活/酒旅业经营快速复苏，以及疫苗铺开/特效药研发推进，国内或将在研判境外放松管控后的实践效果，逐步调整防疫的政策框架，10月疾控中心主任高福在采访中亦探讨了，接种率达到85%-90%后，中国打开国门的可能性。当前，由于面临冬季新冠疫情高发的压力、Omicron变种扩散，以及北京冬奥会特定事件下的高防疫要求，短期内抗疫政策调整概率较小，但明年北京冬奥会后到两会期间，或为观察国内抗疫政策调整的时间窗口。届时，一旦能够形成需求端的线性复苏预期，酒店行业周期反转的逻辑将彻底打通。

1.3.3 股价空间：往年周期复苏阶段提供估值锚，后续成长预期决定空间

历史周期估值复盘：复苏阶段为酒店龙头估值快速抬升期，上轮周期估值底部为当下酒店龙头股价提供了支撑。我们计算了2010年至今国内三大酒店龙头扣非动态PE，由于2020年净利润为负，为了使得数据可比，PE以2019年净利润计算得，2021年后的扣非动态PE则基于对2022年的盈利预测（锦江/华住/首旅分别为15.0/26.4/10.2亿元；）。可以总结，酒店龙头动态PE周期复苏阶段开始不断提高，繁荣阶段高位继续爬升，衰退阶段估值开始下挫。具体来看，锦江：上轮周期景气区间动态PE整体在33x-60x范围内，衰退期估值底动态PE为22x；2021年5月股价高点，动态PE达到60x的历史高位。截至11月25日动态PE为37x。华住：上轮周期景气区间动态PE整体在35x-90x范围内，估值底动态PE为35x；截至11月25日，动态PE为37x。首旅：上轮周期景气区间动态PE整体在18x-35x范围内，估值底动态PE为18x；截至11月25日动态PE为23x。

图37：酒店龙头历史动态估值复盘

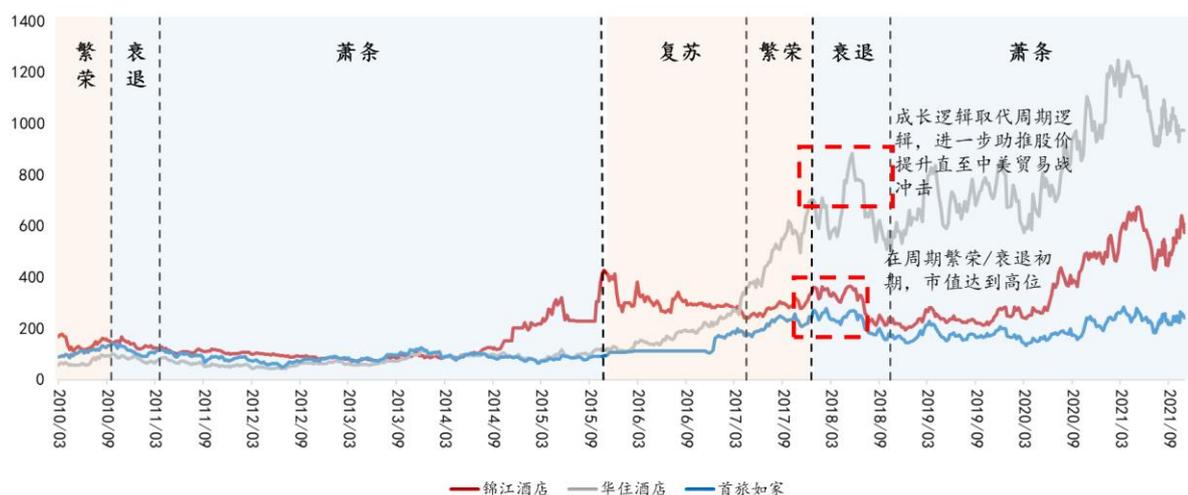


资料来源：锦江/首旅/华住公司公告，Wind，民生证券研究院；注：上图中红色色块表示OCC同比提升的景气上行期，蓝色表示OCC同比下降的景气下行期

历史周期股价复盘：周期景气上行演绎过程中，酒店龙头股价随经营数据持续攀升，复苏阶段戴维斯双击；繁荣阶段业绩兑现，估值回调，股价在繁荣阶段达到高点。萧条阶段伴随估值大幅回落，股价下跌。以上轮周期为样本，拆解周期各阶段酒店龙头股价驱动因素：

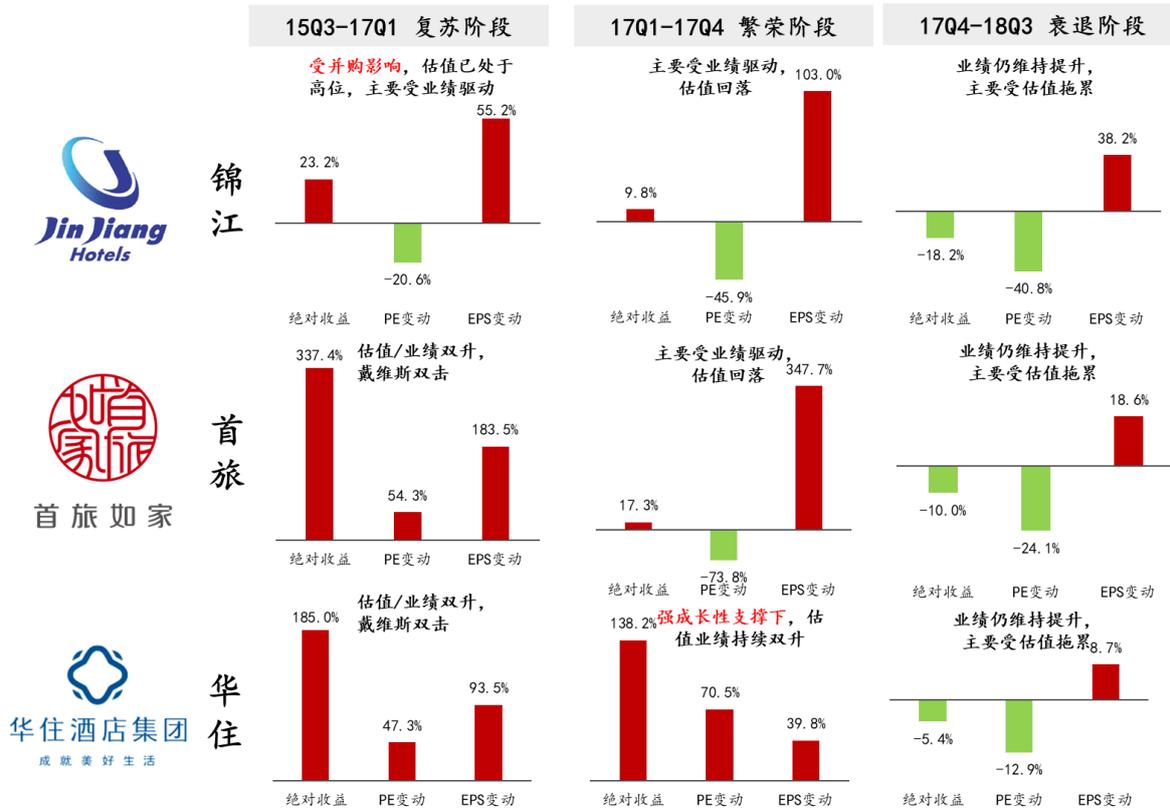
1) **2015Q3-2017Q1 的周期复苏阶段**：随着 OCC 提升带来的景气预期，酒店龙头普遍表现为市值/估值双升的戴维斯双击（这一阶段由于锦江刚刚完成对卢浮的并购，估值已处于高位，并未呈现上涨）。
 2) **2017Q1-2017Q4 周期繁荣阶段**：股价仍持续上升，但转为由业绩驱动，并随着业绩兑现，估值有所回落（这一阶段由于华住加速扩张/发力中端酒店，成长性突出，估值亦维持上升）。
 3) **2017Q4-2018Q3 周期萧条阶段**：该阶段处于后周期高盈利阶段，RevPAR 已处于高位，并在衰退初期，RevPAR 受 ADR 驱动仍维持同比增长，但随着 OCC 同比逐渐下降带来的衰退预期，估值大幅下调，带动股价下跌。

图38: 酒店龙头历史股价复盘



资料来源：锦江/首旅/华住公司公告，Wind，民生证券研究院；注：上图中红色色块表示 OCC 同比提升的景气上行期，蓝色表示 OCC 同比下降的景气下行期

图39: 酒店龙头上轮周期各阶段股价驱动因素复盘



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2 成长逻辑：酒店龙头“量+价+盈利能力”复合成长引领后疫情时代

尽管酒店业周期是影响当前酒店板块股票投资择时的核心因素，然而正是因为国内酒店龙头长期内具备可观的成长性，其价值中枢方能在周而复始中不断抬升——酒店龙头周期景气阶段股价的高位将兑现为该轮周期内的成长空间。2020年新冠疫情冲击下供给加速出清，物业机会呈现，叠加龙头连锁酒店抗风险性凸显，疫情后酒店行业连锁化、龙头集中的趋势将明显提速，表现为国内酒店龙头的加速扩张；此外，产品结构升级下对于整体售价的改善，以及轻资产化经营对盈利能力的优化，连同门店加速扩张带来的量增，一同构成当前国内酒店龙头的“复合的”成长驱动。对酒店龙头中长期成长逻辑的判断和测算，将支撑我们对其周期背景下价值中枢的认识。

2.1. 行业概况：总量缓增，市场格局稳固，国内品牌向上突围

酒店业旨在为以间/夜为单位的短期住宿提供场所及相关服务，通常满足异地出行的住宿需求，构成我国住宿行业的绝对主体，当前增速趋缓。以airbnb/民宿为代表的非标住宿为住宿市场的重要补充（盈蝶咨询的口径为，单店客房在15间以下的为非标住宿产品），但酒店仍占据大住宿市场的绝对多数，根据盈蝶咨询数据，酒店在我国住宿业中的房量占比从2016年的92.1%进一步提高至2020年的94.6%。疫情前的2019年我国酒店门店总量达34万座，客房总数约1760万间；16-19年酒店客房数量3年CAGR约为7%。

图40：酒店业构成住宿业的主体



资料来源：盈蝶咨询，民生证券研究院

图41：酒店业在住宿业中比重近年来持续提高



资料来源：盈蝶咨询，民生证券研究院

图42: 酒店业门店数量



资料来源: 盈蝶咨询, 民生证券研究院

图43: 酒店业整体房量增速趋缓



资料来源: 盈蝶咨询, 民生证券研究院

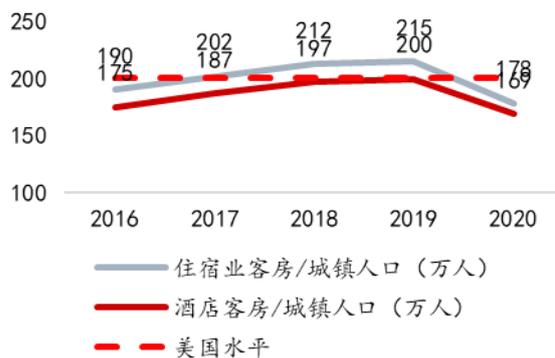
忽略周期波动影响, 酒店行业总供给可视作城镇化率的同步指标。酒店需求主要包括非农产业的商务出行以及中产及以上家庭的旅游度假出行, 总规模为城镇化率/居民收入水平成正比, 当前规模增速趋于平缓。对标美国来看, 疫情前的2019年我国总人口每万人酒店数与美国差距仍较大, 但城镇人口“每万人酒店数”已与美国接近。未来城镇化进程的推进/目标客群扩大, 将给行业带来一定的增量。假定14亿人口不变, 根据中国社会科学院城市发展与环境研究所预测, 我国2030年城镇化率达到70%, 以每万城镇人口对应200间酒店客房计, 未来酒店总供给约为1960万间客房, 10年年化增速约为3%。长期看, 忽略周期因素带来的波动, 行业将维持稳定的低速增长。

图44: 每万人拥有酒店数中美差距仍大



资料来源: 盈蝶咨询, IHG, 民生证券研究院

图45: 每万城镇人口拥有酒店数中美水平接近

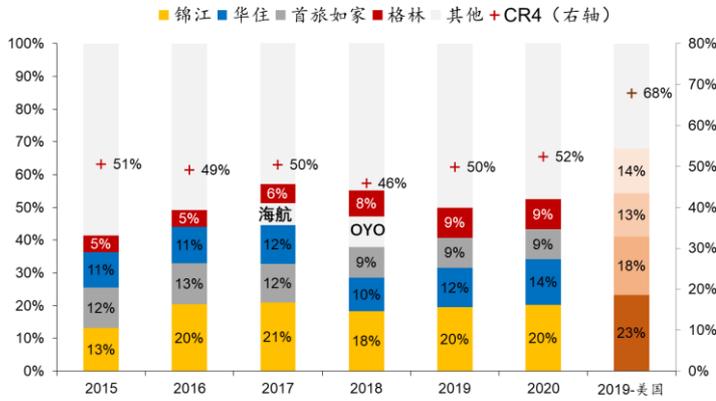


资料来源: 盈蝶咨询, IHG, 民生证券研究院

锦江、华住、首旅、格林为国内四大酒店龙头, 在连锁酒店业中的市场份额稳定。2015年至今, 除海航通过大量并购以及OYO通过互联网平台驱动的轻模式和低加盟收费, 实现了门店快速扩张, 市场份额居于第三位, 其他年份锦江/华住/首旅/格林国内酒店四大龙头在连锁酒店行业中的市场份额较为稳定, CR4在46%-52%。以客房数计, 2020年在连锁酒店市场份额总占比达52.4% (连锁化率为31.5%); 与美国比较, 市场集中度仍存在一定的提升空

间。

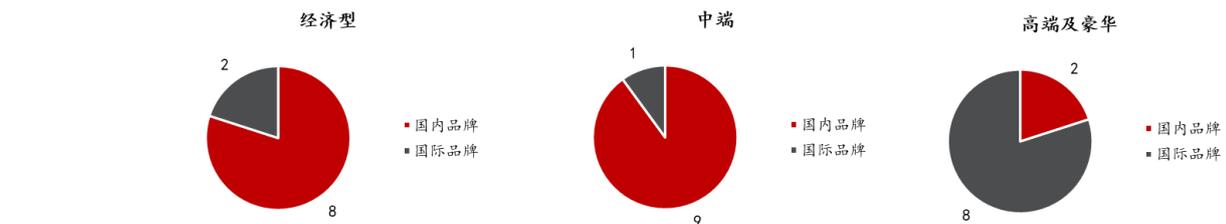
图46: 国内酒店市场竞争格局稳定



资料来源: 盈蝶咨询, IHG, 民生证券研究院

酒店中低端市场国内龙头领衔, 高端市场仍以国际品牌为主。国内中低端酒店市场由国内品牌主导, 前十大经济型品牌国内酒店占据 8 席, TOP8 国内品牌在中国连锁酒店市场中的份额达到 50.1%。前五大品牌均为国内品牌。前十大中端品牌国内酒店占据 9 席, 仅智选假日为洲际旗下的国际品牌。相比之下, 高端及以上酒店市场中国际品牌份额较大。前十大高端及以上品牌国际酒店占据 8 席, 国内品牌仅有亚朵和和颐占据 2 席, 且均为入门级高端品牌。

图47: 中低端品牌由国内主导, 高端及以上品牌由国际品牌主导



排名	经济型				中端				高端及以上			
	品牌名称	所属集团	门店数	客房数	品牌名称	所属集团	门店数	客房数	品牌名称	所属集团	门店数	客房数
1	汉庭酒店	华住	2780	254106	维也纳	锦江国际	2114	276934	亚朵	亚朵	570	66618
2	如家酒店	首旅如家	2025	201321	全季	华住	1105	135737	皇冠假日	洲际	100	35476
3	格林豪泰	格林	2163	181295	麗枫	锦江国际	719	71900	假日	洲际	101	27881
4	7天酒店	锦江国际	2042	163360	如家商旅	首旅如家	490	45001	喜来登	万豪	77	27265
5	锦江之星	锦江国际	1017	117972	星程	华住	455	38657	华美达	温德姆	123	26514
6	城市便捷	东呈国际	1352	115733	智选假日	洲际	195	37772	希尔顿欢朋	希尔顿	157	26032
7	尚客优	尚美生活	1766	87683	桔子精选	华住	320	36167	希尔顿	希尔顿	71	24626
8	都市118	都市	1435	86408	宜尚	东呈国际	342	33740	豪生	温德姆	63	23022
9	OYO	鸥游	2276	78043	雅斯特	雅斯特	274	33561	香格里拉	香格里拉	50	21387
10	速8酒店	温德姆	1046	75139	喆啡	锦江国际	324	27864	和颐	首旅如家	180	21192

资料来源: Wind, 民生证券研究院

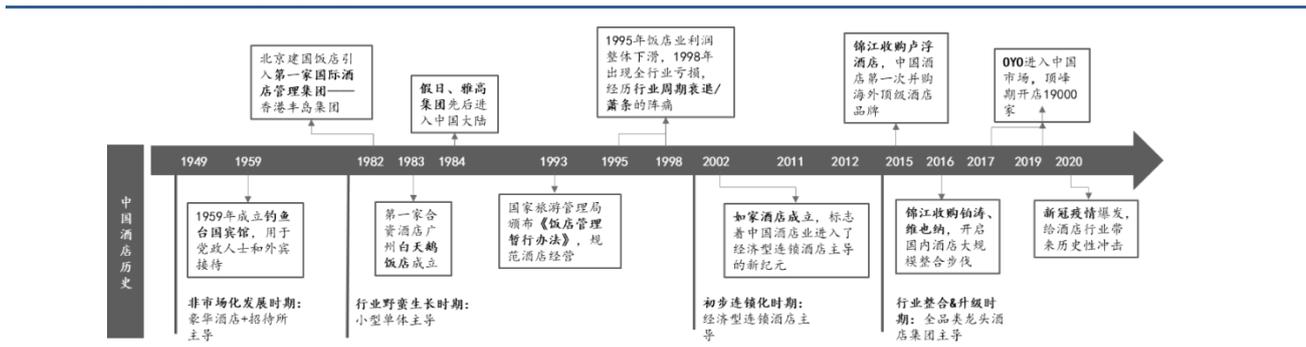
国内连锁酒店从经济型开始，品牌不断向上突破。我国酒店行业经历了以下的发展阶段：
第一阶段（49-80年代），计划经济时代：建国饭店&和平饭店&锦江饭店为代表的豪华酒店主要用于接待外宾和政要人士，地方政府经营招待所负责一般性商旅住宿需求，供给&需求双低；
第二阶段（80年代-00年代）：行业野蛮生长期，改革开放快速发展，总体上需求大于供给，中外合资饭店开始成立（1983，广州白天鹅），外国品牌进驻中国。为了满足市场经济下日益频繁的商旅需求，国内大量单体酒店涌现，主要以设施和服务标准化程度低、条件差的小型酒店为主；
第三阶段（2000-2015）：90年代末经历行业周期波动，行业陷入普遍亏损。2003非典进一步加速供给去化，锦江/如家/汉庭/格林/七天/莫泰等代表性酒店集团均于90年代末到00年代初出现，整合小型单体酒店，在全国范围内快速扩张，反映了彼时人们对酒店“平价&卫生&安全”的需求；私营酒店成为酒店投资建设当中的主体。
第四阶段（2015年至今），行业供给趋稳，固定资产投资完成额规模整体进入下行通道，行业整合深化和供给升级为重要趋势。市场结构走向稳固，多元化全品类的龙头酒店集团成为市场主导；龙头加速拓店/并购，成为扩张的主体；居民可支配收入提高，中产阶级兴起，注重“品质、体验”的中端乃至中高端酒店成为市场的宠儿，正是从这个阶段开始，国内酒店集团开始正式真正进入由国际酒店主导的“赛道”，寻求品牌突围。

图48：国内酒店品牌不断向上突破



资料来源：Wind，民生证券研究院

图49：国内酒店品牌发展历程



资料来源：民生证券研究院整理

2.2. 量增空间：连锁化空间仍大，下沉市场为发力重点

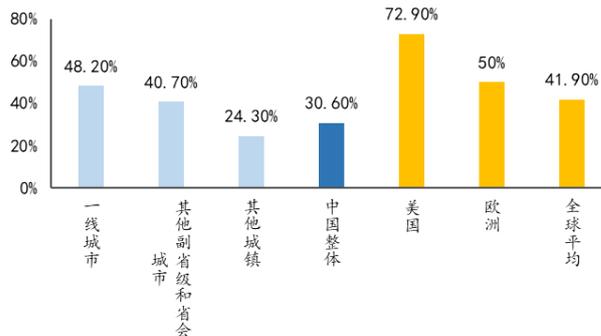
连锁酒店维持高增，驱动酒店龙头市场份额提升。2015-2019 年我国连锁酒店房量 CAGR 为 15.2%，远高于行业整体水平；2020 年新冠疫情影响下，大量单体酒店因现金流压力倒闭，酒店存量历史性去化，而连锁酒店房量增长依然高达 11.8%，行业连锁化率持续提高，由 2016 年的 21.0% 提升至 2020 年的 30.6%。然而，对比欧美国家及全球平均水平，我国当前酒店连锁化率空间仍然较大：2020 年的 30.5% 仍远低于美国 73%/欧洲 50% 水平，尤其是三线及以下城市连锁化率仅为 24.3%，提升空间巨大。锦江、华住、首旅、格林为国内四大酒店龙头，CR4=17.5%。以客房数计，2020 年占酒店整体市场份额达 15.3%。

图50: 国内连锁酒店房量维持高增



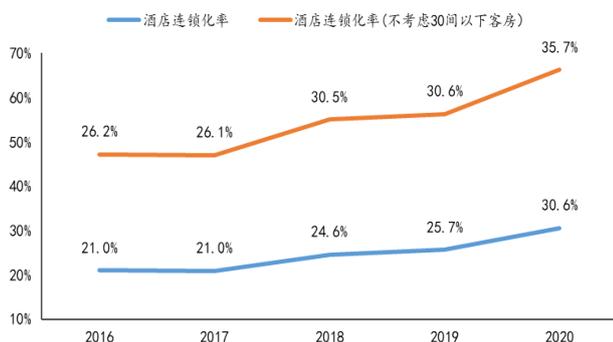
资料来源：亚朵酒店招股书，民生证券研究院

图51: 国内酒店连锁化率提升空间仍然很大



资料来源：盈蝶咨询，民生证券研究院

图52: 国内连锁化率不断提高



资料来源：亚朵酒店招股书，民生证券研究院

图53: 连锁化率提高驱动 TOP4 酒店集团份额提升

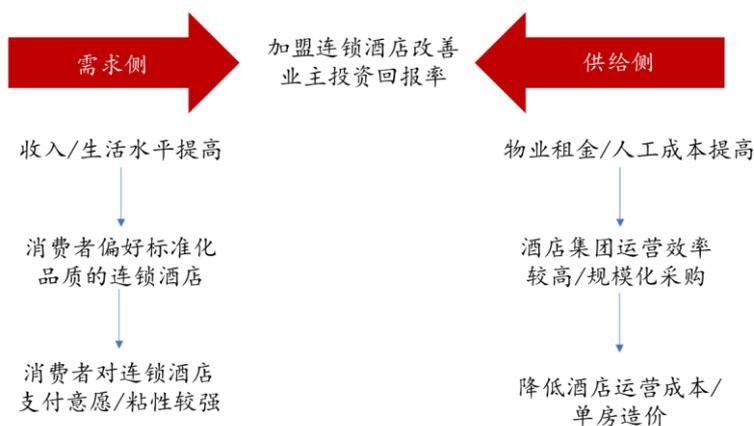


资料来源：盈蝶咨询，民生证券研究院

连锁化率水平提高背后存在供需两端的驱动。需求端：收入水平提高下，消费者对标准品质的连锁酒店产品支付意愿/粘性更强；供给端：酒店集团具备会员/规模/运营优势，加盟酒店集团能够从造价/运营成本/渠道成本等多方面降低成本。居民收入水平提高为酒店业连

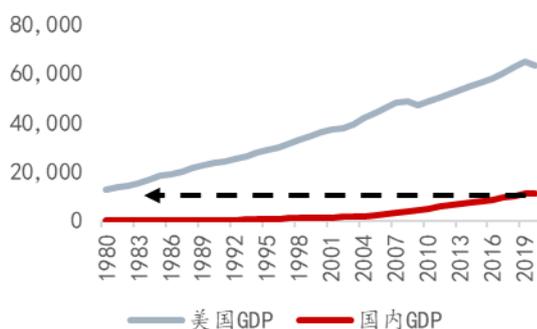
锁化率提升的重要因素，其背后为收入水平提高之下，对于更高品质的标准化连锁住宿产品的需求。居民当前我国人均 GDP 迈入 10000 美元大关，进入酒店连锁化率高增阶段。**对业主端而言**，面对日益高涨的人工/租金成本，加盟连锁酒店优化了其回报模型，缩短了其投资回报周期；其中包括 1) 与需求端变化直接相关的房价/入住率，依托酒店品牌/会员，连锁酒店能够实现比单体更高的入住率，优化收入端；2) 强运营支撑下降低成本：连锁酒店通过派驻店长/输出标准/监督执行，能够有效提高酒店整体运营效率，降低人力成本；3) 此外，由于酒店龙头具备较强的会员体系，其能够通过自有渠道导流，避免了 OTA 等分销渠道抽佣。根据我们的测算，单体中端酒店通过加盟全季能够提高约 5% 以上的 GOPR 和约 15% 以上的净利润率，并缩短投资回报周期 2 年以上。

图54: 酒店连锁化率提升的驱动因素



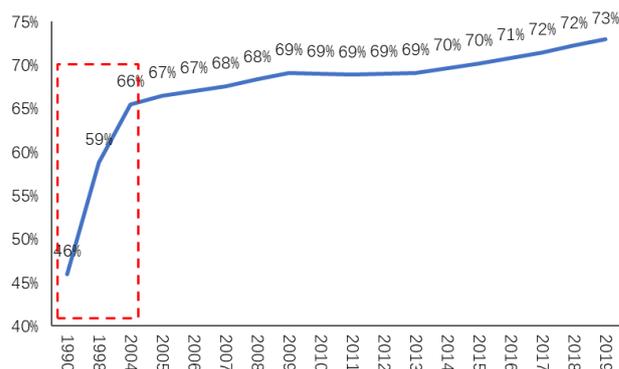
资料来源：民生证券研究院整理

图55: 国内人均 GDP 跨过 10000 美元大关 (万元)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图56: 美国酒店连锁化率于 1990 年代快速提升



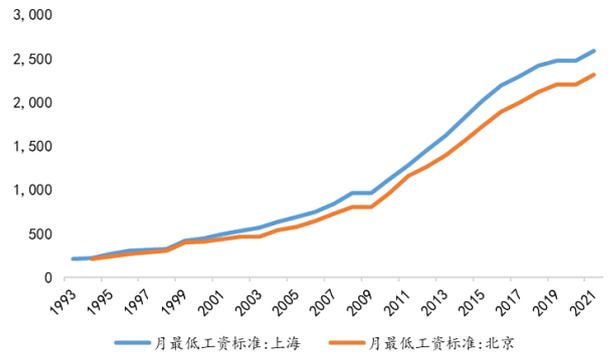
资料来源：IHG，民生证券研究院

图57: 城市物业租金水平不断提高 (元/平米/日)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图58: 最低工资水平不断提高 (元/月)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图59: 加盟酒店集团后, 投资回报模型得到显著改善

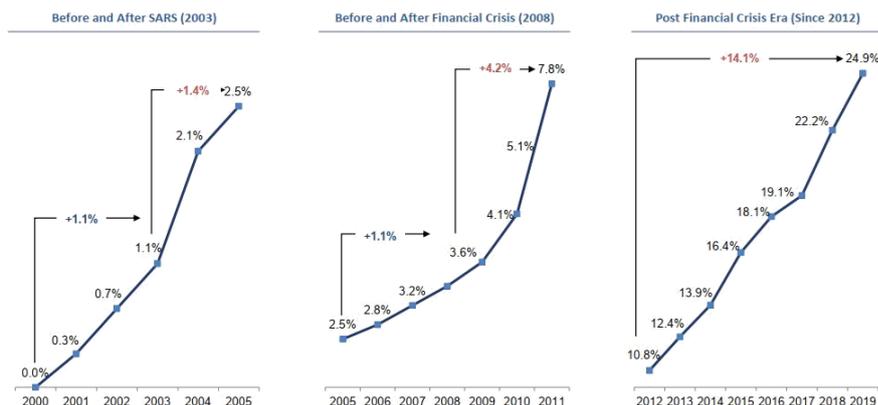
单位: 万元			核心假设			核心逻辑		
运营输出结果			运营端			成本端		
	全季加盟店	单体中端店		全季加盟店	单体中端店		全季加盟店	单体中端店
运营端			营业收入			营业收入		
营业收入	1241	986	营业收入	1241	986	营业收入	1241	986
占比	100.00%	100.00%	营业天数	365	365	营业天数	365	365
成本端			入住间夜数			入住间夜数		
入住间夜数	31025	27375	RevPAR	340	270	RevPAR	340	270
RevPAR	340	270	ADR (除税)	400	360	ADR (除税)	400	360
ADR (除税)	400	360	OCC	85%	75%	OCC	85%	75%
OCC	85%	75%	成本端			成本端		
固定成本:			租金			租金		
租金	655	663	租金	438	438	租金	438	438
占比	52.80%	67.28%	物业租金 (元/日)	3	3	物业租金 (元/日)	3	3
折摊	120	120	折摊	120	120	折摊	120	120
占比	9.67%	12.18%	折摊年限	10	10	折摊年限	10	10
人工	97	105	人工	97	105	人工	97	105
占比	7.83%	10.65%	员工数量	18	25	员工数量	18	25
可变成本:			人房比			人房比		
水电	249	213	人房比	0.18	0.25	人房比	0.18	0.25
占比	20.06%	21.60%	单员工费用	4500	3500	单员工费用	4500	3500
水电	31	27	水电	31	27	水电	31	27
占比	2.50%	2.78%	单间夜水电成本 (元/日)	10	10	单间夜水电成本 (元/日)	10	10
物耗	47	41	物耗	47	41	物耗	47	41
占比	3.75%	4.17%	单间夜物耗成本 (元/日)	15	15	单间夜物耗成本 (元/日)	15	15
其他	55	55	其他	55	55	其他	55	55
占比	4.41%	5.56%	单房其他成本 (元/日)	15	15	单房其他成本 (元/日)	15	15
持续加盟费	92	0	持续加盟费	92	0	持续加盟费	92	0
占比	7.45%	0.00%	品牌授权费	62		品牌授权费	62	
外部引流费用	24	90	费率	5%		费率	5%	
占比	1.95%	9.10%	CRS导流费	30		CRS导流费	30	
盈利端			CRS导流间夜占比			CRS导流间夜占比		
GOP	895	668	CRS导流间夜占比	70%		CRS导流间夜占比	70%	
GOP率	72.11%	67.75%	CRS导流费率	8%		CRS导流费率	8%	
Operating Profit	337	110	导流费率最大不超过营收%	3.5%		导流费率最大不超过营收%	3.5%	
Op Margin	27.14%	11.12%	系统使用费	1		系统使用费	1	
所得税	84	27	外部引流费用	24	90	外部引流费用	24	90
所得税率	25%	25%	外部引流间夜占比	15%	70%	外部引流间夜占比	15%	70%
净利润	253	82	导流费率	13%	13%	导流费率	13%	13%
净利润率	20.36%	8.34%	投资端			投资端		
经营性现金流	373	202	项目情况			项目情况		
投资回收期 (年)	3.38	5.93	项目面积	4000	4000	项目面积	4000	4000
			客房间数	100	100	客房间数	100	100
			投资情况			投资情况		
			首次加盟费	40		首次加盟费	40	
			单间加盟费	0.4		单间加盟费	0.4	
			施工装修费用	1200	1200	施工装修费用	1200	1200
			单房造价 (大堂造价摊入)	12	12	单房造价 (大堂造价摊入)	12	12
			其余杂费 (部分可退)	20		其余杂费 (部分可退)	20	
			总投资额	1260	1200	总投资额	1260	1200
			首次加盟费摊销	6		首次加盟费摊销	6	
			综合Take rate	7.9%		综合Take rate	7.9%	

资料来源: 华住公众号, 民生证券研究院

疫情加速了连锁化率提升的进程: 诸多单体酒店/中小连锁倒闭, 龙头酒店品牌凭借品牌/会员/运营管理体系上的优势彰显出更强的抗风险能力, 面对原单体酒店/连锁酒店的翻牌需

求，和行业供给出清后的物业机会呈现，龙头酒店集团迎来疫后扩张良机。行业受到外生冲击后集中度提升的逻辑在 2008 年后已有演绎：此次新冠疫情的冲击下行业连锁化率/集中度提高将为 2008 年的强化版。微观层面上表现为龙头酒店均在 2020 年后开启了大规模扩张/下沉的计划。根据公司管理层公开发言：华住计划 2022 年底前实现千城万店，首旅计划 2023 年底达到万店，锦江计划 2023 年底达到门店 15000 家。

图60: 外生冲击后连锁化率提高的逻辑此前已有演绎



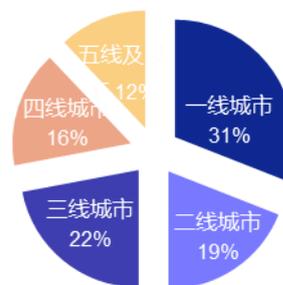
资料来源：华住公司公告，民生证券研究院

图61: 21年6月华住签约门店在国内覆盖超过千城



资料来源：华住公众号，民生证券研究院

图62: 21年初至Q3锦江签约物业分布均匀，发力下沉

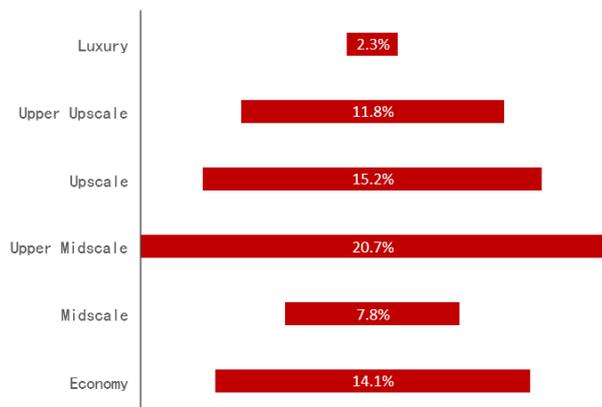


资料来源：锦江公司公告，民生证券研究院

2.3. 价升空间：国内酒店供给长期结构失衡，后续将持续升级

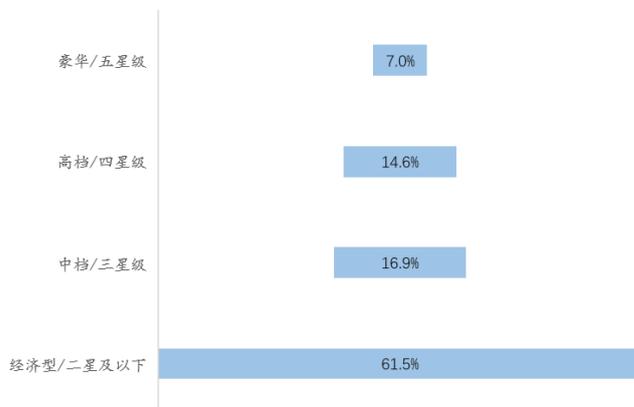
供给结构来看，中国当前供给结构呈金字塔型。平价&经济型酒店供给占据了绝对多数，而中高端客房供给则显著不足，而成熟市场如美国，供给结构整体呈橄榄型，供给主要为具备一定品质的中端酒店。由于存在大量小规模的低端供给，我国酒店平均单店客房数不足 50 间，远落后于美国水平。后续行业的连锁化率提升/结构升级将表现为低端供给出清，具备标准化品质和服务的品牌连锁酒店逐渐取代低端供给。

图63: 美国酒店供给呈橄榄型



资料来源: IHG, 民生证券研究院

图64: 国内酒店供给呈金字塔形



资料来源: 盈蝶咨询, 民生证券研究院

图65: 我国酒店单店客房显著低于美国水平



资料来源: 盈蝶咨询, IHG, 民生证券研究院

图66: 国内仍存在大批低端酒店供给



资料来源: 百度图片, 民生证券研究院

对标美国, 我国当前中端短缺/经济型&豪华型供给过剩。根据瑞信财富报告披露的中国/美国不同财富人群数量数据, 和盈蝶咨询/IHG 披露的中国/美国不同档次酒店数量数据, 计算各个档次酒店对应消费人群每万人的房间数量。结果显示, 2020 年中国中档酒店客群每万人仅有房量 28 间, 而美国该数值为 188 间。假设未来针对我国财富水平在 1-10 万美元的消费者, 中端酒店供给密度将达 100 间/万人, 中端酒店平均单店客房数达 100 间, 根据我们测算, 我国未来的潜在中端酒店增量有望高达 7 万座。而我国经济型/豪华型酒店供给显著过剩, 主要为低水平经济型供给过剩, 以及配合地产开发/城市开发而建设的豪华酒店无效供给显著超出市场需求。

图67: 中国中端酒店供给不足

中国大陆财富分布	人数(万)	占比	房量/万人	备注
小于1万美元	26,824	19.0%	351	对应经济型/二星及以下
1万-10万美元	94,025	66.6%	28	对应中档/三星级
10万-100万美元	19,483	13.8%	114	对应高档/四星级
大于100万美元	706	0.5%	1528	对应豪华/五星级
大于10万美元	20,188	14.3%	164	对应高档和豪华

美国财富分布	人数(万)	占比	房量/万人	备注
小于1万美元	8,834	27.0%	114	对应经济型
1万-10万美元	10,142	31.0%	188	对应中档
10万-100万美元	11,451	35.0%	180	对应高档
大于100万美元	2,617	8.0%	121	对应豪华
大于10万美元	14,068	43.0%	169	对应高档和豪华

资料来源: 瑞信财富报告, IHG, 盈蝶咨询, 民生证券研究院

消费观念落后/低端供给过剩长期压制酒店业房价提升, 近年来国内酒店集团房价开始补涨。在消费水平较低时, 住宿作为旅行途中的“准标类”/“必选消费”项目, 消费者对高品质住宿的需求/为住宿支付溢价的意愿排序低于娱乐/餐饮等高差异化/体验性项目(旅游目的就是为“吃”/“玩”); 同时, 国内存在大量小规模/低端单体酒店供给, 造成结构性的供过于求(满足低端住宿需求的供给过多), 压制酒店业整体房价。国内酒店房价滞后于其他社服消费业态/单次旅游消费涨幅。2006年-2019年国内居民单次旅游消费由447元提升至953元, 年化增速为6%, 同期如家平均房价仅由182元提升至195元, 年化增速为0.53%, 酒店房价在单次旅游消费中的占比持续下降。在消费升级的大背景下, 酒店住宿消费相比旅游消费水平仍有较大增长空间。

图68: 我国酒店房价增速长期落后于旅游消费增长



资料来源: Wind, 如家财报, 民生证券研究院

图69: 美国酒店房价增速与旅游支出未见趋势性背离

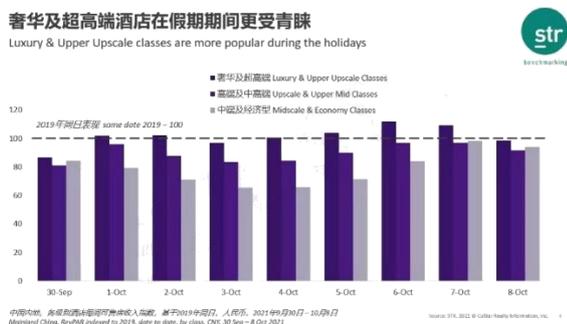


资料来源: 美国旅游局, 民生证券研究院

消费升级背景下消费者开始更加注重旅行中的住宿体验, 新冠疫情客观上促使消费者开始更加关注酒店的服务/管理水平, 有望推动酒店供给结构改善/房价提升。随着消费升级, 人们对酒店的需求呈现安全→卫生→服务→个性化体验的升级阶序。2020年新冠疫情面前, 龙头酒店品牌规范化的管理/优质的服务/高标准的卫生环境等优势在疫情面前尤其突显。后疫情时代, 酒店行业供给结构改善/房价提升有望提速。2014年后差旅费管理办法新规亦推动

中高端酒店需求提升（如副部长级/司局级/初级及以下人员每人住宿标准从以前的600/300/150元改为视不同出差城市的价格区间800-1100/400-650/200-500元）。

图70: 我国酒店房价增速长期落后于旅游消费增长



资料来源: STR, 民生证券研究院

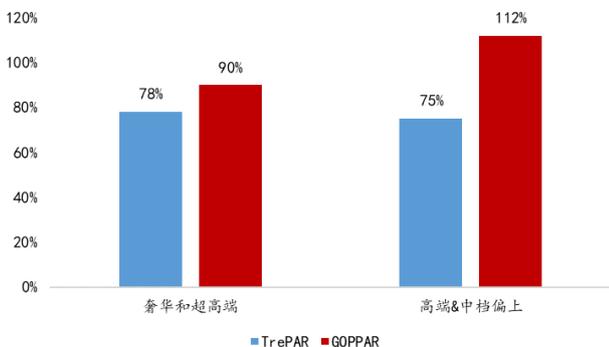
图71: 我国公务员出差住宿费报销标准

序号	地区 (城市)		住宿费标准		
			部级	司局级	其他人员
1	北京	全市	1100	650	500
10	上海	全市	1100	600	500
11	江苏	南京市、苏州市、无锡市、常州市、镇江市	900	490	380
		其他地区	900	490	360
12	浙江	杭州市	900	500	400
		其他地区	800	490	340

资料来源: 中国政府网, 民生证券研究院

高端&中高端酒店品牌疫情后展现出较强的回报率，受到酒店投资人的青睐。根据 STR 的样本数据，尽管 TrePAR（包含非客房收入）仅恢复至 2019 年同期的 75%，2021 年高端&中档偏上的酒店产品的 GOPPAR（单间可售房经营利润）达到了 2019 年同期的 112%，这主要得益于高端&中高端赛段品牌的定价能力和经营灵活性：一方面，该赛段产品具备优良的装修/设施，给予客户优质的体验，因此能够维持较高的售价；另一方面，相比于奢华和超高端赛段产品，高端&中高端通常不含游泳池/SPA/高档餐饮/宴会厅等服务，同时疫情下甚至能够进一步削减其餐饮/会务等服务内容以降低人员及运营成本，实现精简化运营，通过节流的方式优化其运营利润率。由于模型展现出了较强的竞争力，中高端及高端产品亦受到酒店投资人偏爱，根据 STR 的在建酒店样本数据（仅含中端及以上），2022/2023/2024 及以后开业的酒店中，中高端/高端产品占据了大部分。

图72: 高端&中高端疫情后展现出较强的回报率



资料来源: STR, 民生证券研究院

图73: 在建中端及以上酒店结构



资料来源: STR, 民生证券研究院

推出升级衍生品牌/门店升级改造亦为酒管集团提价的重要方式。TOP3 酒店旗下分别推

出了原经济型旗舰的衍生升级品牌，锦江之星/7天/如家/汉庭的衍生品牌分别为白玉兰/7天优品/如家 NEO/汉庭优佳。以上海人民广场附近（2公里内）的锦江之星品尚/白玉兰为例，白玉兰价格比锦江之星品尚同房型高出 19%-28%。此外汉庭/如家/锦江/格林近两年均推出了经济型旗舰品牌的新门店模型；举例-锦江升级七天后房价明显提升：锦江 2020 年 5 月整合后将七天品牌划归上海总部管辖，并对品牌模型进行了全面升级。以深圳大学学府路七天为例，同门店内，已升级房间比未升级房价间夜价高出 19%。公司年内已经进行了 21 家存量直营酒店的改造，在多个城市树立新七天的标杆店。

图74: 国内酒店龙头均推出升级版的经济型品牌



资料来源：锦江/华住/首旅/格林公司官网，民生证券研究院

图75: 七天升级成新七天后房价改善明显

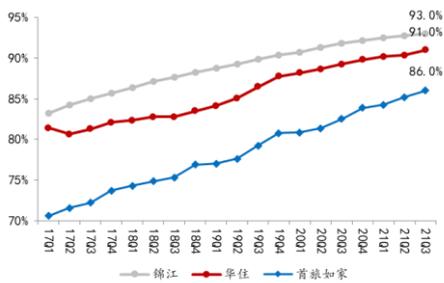


资料来源：携程 App，民生证券研究院

2.4. 盈利能力：加盟占比不断提高，模式优化改善盈利

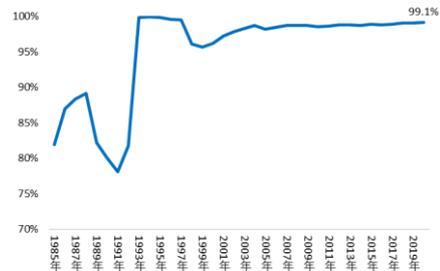
酒店集团的核心竞争力在于其品牌/产品研发/管理运营，未来通过轻资产化将更加向品牌+管理输出模式转型，对标国际酒店龙头，我国前三大龙头加盟占比仍有提升的空间。当前三大品牌加盟门店占比不断提高，截至 21Q3，锦江/华住/首旅加盟占比分别为 93%/91%/86%，对标万豪，万豪集团在 90 年代通过成立 REITs 作为旗下酒店资产持有人，上市公司聚焦品牌/管理输出，实现了轻重资产分离；此后除了部分消化并购所得酒店资产的年份，其余时间轻资产化经营的门店占比均维持在 99% 以上。

图76: TOP3 酒店集团加盟占比不断提高



资料来源：锦江/首旅/华住公司公告，民生证券研究院

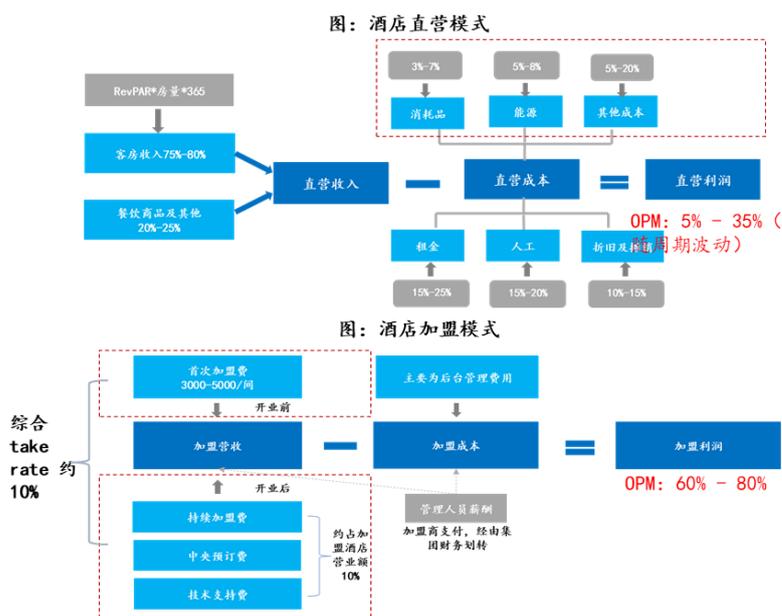
图77: 万豪轻资产化门店占比超过 99%



资料来源：万豪公司公告，民生证券研究院

轻资产化模式下，酒店龙头盈利能力/ROE 水平将进一步提高。由于加盟制之下，酒店集团无需承担租金/人力等运营成本，仅需派驻店长/中央系统支持，盈利能力较强。拉长看国内酒店集团盈利能力与加盟店数量占比的提升趋势一致；国内第四大酒店集团格林酒店集团当前加盟占比最高（2019 年达 99.1%），故维持了高于前三大酒店的利润率和 ROE 水平。考虑到 TOP3 酒店在品牌建设和中高端占比上远优于格林酒店，未来随着其轻资产化进程推进，利润率和 ROE 增长空间巨大。

图78: 直营 & 加盟模式对比



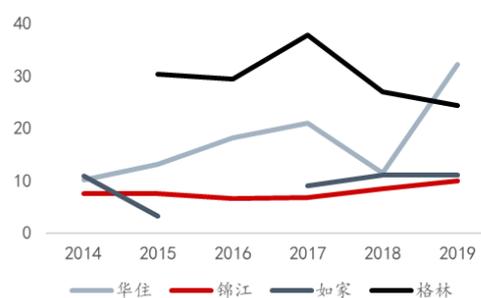
资料来源：民生证券研究院整理

图79: 锦江加盟店经营利润率显著高于直营



资料来源：锦江公司公告，民生证券研究院

图80: 得益于较高的加盟占比，格林 ROE 多年居首



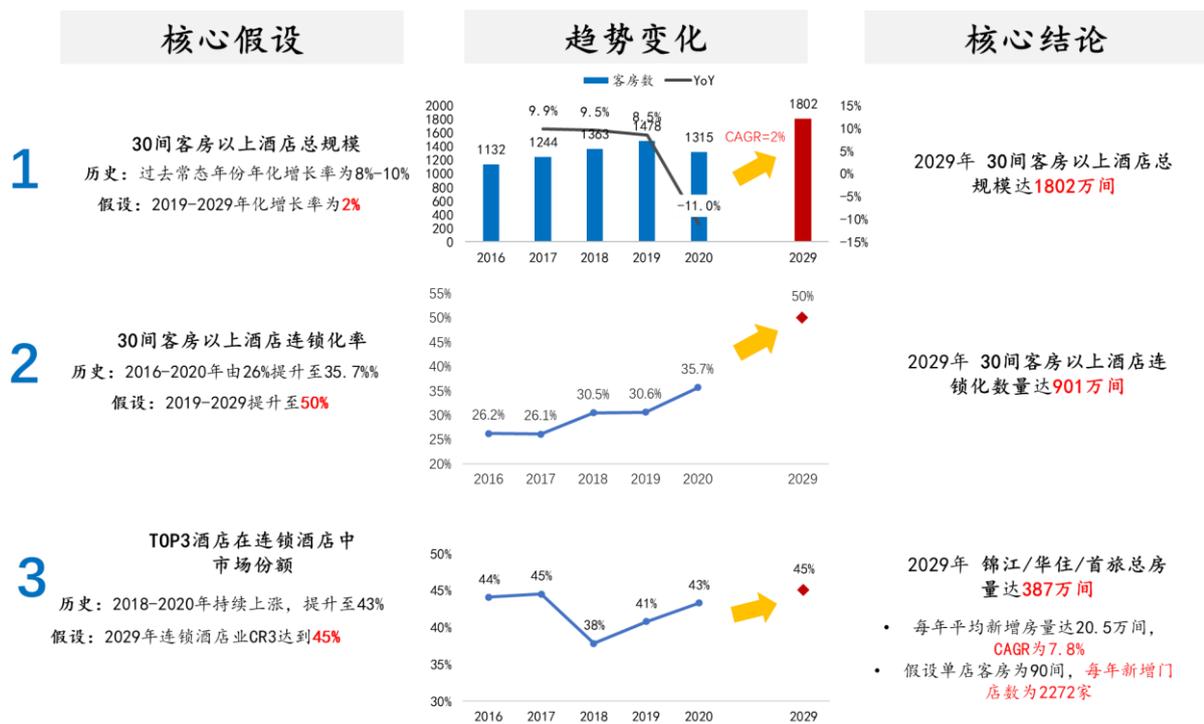
资料来源：Wind，民生证券研究院

2.5. 量化测算：复合增长驱动酒店龙头净利润有望在 10 年内维持 13%的 CAGR

量增：基于对行业总规模/连锁化率/CR3 的假设，我们测算得 TOP3 酒店龙头有望在 10

年的周期内维持年化 7.8%的房量增长。1) **总规模**: 由于 30 间客房以下的酒店物业资产一般不在连锁酒店品牌可以吸纳的物业范围内, 因此我们以 30 间客房以上的酒店作为潜在的“可连锁”酒店总规模。该部分酒店 2017-2019 年增速在 8%-10%, 我们保守预计未来 10 年该部分酒店客房年化增速为 2%; 2) **连锁化率**: 以 30 间客房以上酒店为分母计算连锁化率, 可知 2016 年-2020 年行业连锁化率由 26% 提升至 35.7%, 我们预计连锁化率趋势将持续, 至 2029 年该部分酒店连锁化率达到 50%; 3) **CR3**: 此前 CR3 维持在 38%-45% 的范围内波动, 我们假定至 2029 年, 锦江/华住/首旅的房量在连锁酒店中的市场份额维持在 43%。**可计算得**: 2029 年 TOP3 酒店龙头总房量达 387 万间, 10 年总共可新增客房达到 205 万间, 假定单店客房为 90 间, **可计算得 TOP3 酒店龙头每年净增门店数大约为 2272 家 (毛开店数在 3500 家左右)**。

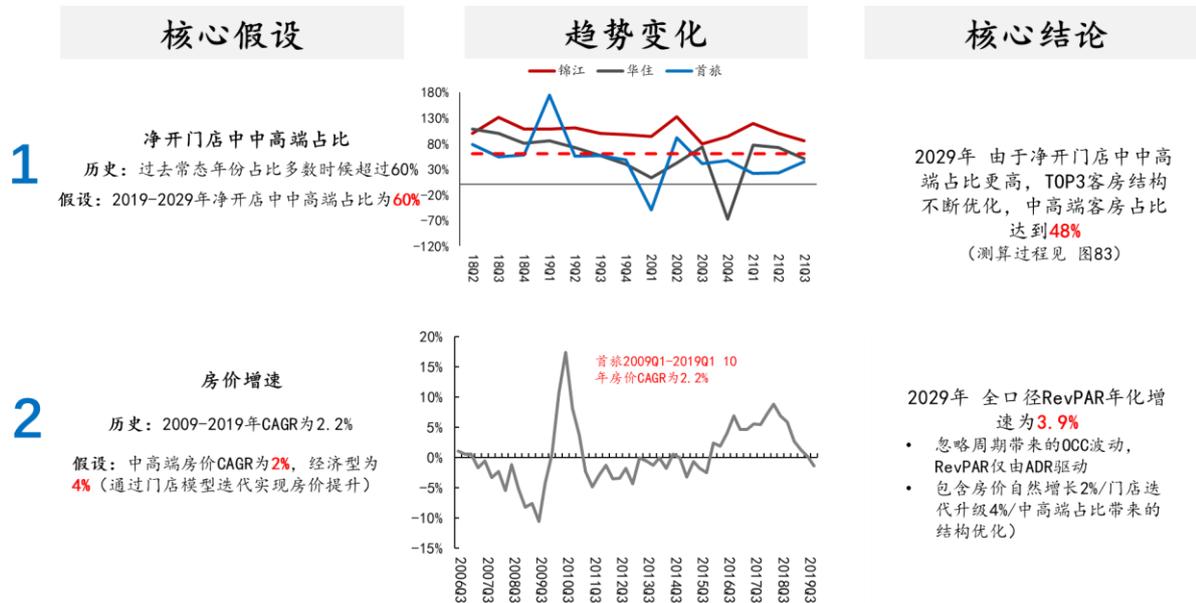
图81: 酒店龙头增长空间核心假设及结论



资料来源: 盈蝶咨询, 各公司公告, 民生证券研究院

价升: 基于净开店中中高端占比/房价年化增速的假设, 我们测算得 TOP3 酒店龙头有望在 10 年的周期实现 RevPAR 约 4% 的年化增长。1) 净开店中中高端占比 (结构变化): 18 年后 TOP3 酒店龙头净开店中中高端占比绝大多数时间超过 60%, 我们假设其在未来 10 年中维持在 60%; 2) 房价增长: 以首旅为例, 2009Q1-2019Q1 的 10 年间, 其房价 CAGR 为 2.2%, 我们假设中高端未来 10% 年化增速为 2%, 经济型由于在加速迭代改造, 房价年化增速为 4%。经计算, 忽略周期波动影响, TOP3 酒店龙头 2019-2029 年年化 RevPAR 为 3.9%。

图82: 酒店龙头提价核心假设及结论



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

图83: 酒店龙头价升空间测算

TOP3集团	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
门店数	12,648	14,252	15,625	18,676	22,976	27,276	31,076	32,681	34,322	36,001	37,681	39,360	41,040	42,719
新增	1,604	1,373	2,801	4,300	4,300	3,800	1,605	1,641	1,679	1,679	1,679	1,679	1,679	1,679
房量(万间)	131	144	157	183	221	256	286	300	315	329	344	358	373	387
新增	14	13	26	38	36	30	14	14	14	14	14	14	14	14
经济型	40%	25%	-25%	10	15	14	12	6	6	6	6	6	6	6
其中中高端	60%	75%	125%	15	23	21	18	9	9	9	9	9	9	9
单店客房	103	101	100	98	96	94	92	90	88	86	86	86	86	86
经济型房量(万)	111	114	111	121	136	151	163	168	174	180	186	191	197	203
比重	85%	79%	71%	63%	62%	59%	57%	56%	55%	55%	54%	53%	53%	52%
中高端房量(万)	20	30	46	61	84	106	123	132	141	149	158	167	175	184
比重	15%	21%	29%	37%	38%	41%	43%	44%	45%	45%	46%	47%	47%	48%

TOP3集团	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
RevPAR	156	163	174	169	119	191	198	205	211	218	225	232	239	247
经济型	140	140	142	135	94	146	152	158	165	171	178	185	193	200
中高端	245	250	250	227	159	254	259	264	269	275	280	286	292	297
房量比重														
经济型	85%	79%	71%	63%	62%	59%	57%	56%	55%	55%	54%	53%	53%	52%
中高端	15%	21%	29%	37%	38%	41%	43%	44%	45%	45%	46%	47%	47%	48%

资料来源: 盈蝶咨询, 公司公告, 民生证券研究院

盈利能力优化: 基于净开店中加盟占比/成本&费用率的假设, 我们测算得 TOP3 酒店龙头有望在 10 年的周期实现净利润约 13%的年化增长。1) 净开店中加盟占比: 我们预计直营店在未来 10 年仍维持每年 3%的净关; 到 2030 年 TOP3 酒店龙头加盟占比为 97%; **2) 成本&费用率:** 预计到 2029 年, TOP3 酒店龙头直营业务营业利润率为 15%, 加盟业务营业利润率为 60%, 后端税费项目占营收的比重为 20%, 计算得 TOP3 酒店龙头于 2029 年净利润率有望达到 30%, 参考格林酒店 2019 年净利润率 35%的情况 (加盟占比 99%), 我们测算的结果在合理的区间范围内。经计算, TOP3 酒店龙头 2029 年有望实现净利润总和为 130 亿, 2019-2029 年 CAGR 约为 13%。

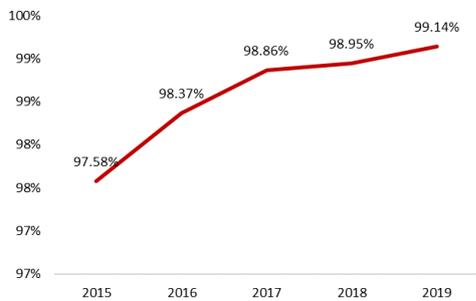
图84: 酒店龙头 10 年后业绩测算

TOP3集团	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
门店数	12,648	14,252	15,625	18,676	22,976	27,276	31,076	32,681	34,322	36,001	37,681	39,360	41,040	42,719
新增		1,604	1,373	2,801	4,300	4,300	3,800	1,605	1,641	1,679	1,679	1,679	1,679	1,679
房量(万间)	131	144	157	183	221	256	286	300	315	329	344	358	373	387
新增		14	13	26	38	36	30	14	14	14	14	14	14	14
直营		2	-3	-1	-1	-3	-3	-2	-2	-2	-2	-1	-1	-1
直营净关比例		6%	-9%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
加盟		12	15	26	39	39	32	17	16	16	16	16	16	16
开门店中加盟占比					102%	108%	109%	116%	114%	113%	112%	110%	109%	108%
单店客房	103	101	100	98	96	94	92	90	88	86	84	84	84	84
直营客房(万)	31	33	30	29	28	25	23	21	18	17	15	13	12	11
比重		24%	23%	19%	16%	13%	10%	8%	6%	5%	4%	4%	3%	3%
加盟客房(万)	100	112	127	153	192	231	263	279	296	312	328	344	360	376
比重		76%	78%	81%	84%	87%	90%	92%	94%	95%	96%	96%	97%	97%

TOP 3酒店集团	2017	2018	2019	10年后	复合增速
房量(万间)	144	157	183	387	8%
RevPAR	163	174	168	247	4%
客房营业额(亿元)	860	995	1119	3482	
营业收入(亿元)	285	315	330	441	3%
加盟提成比例					10%
收入/营业额	33%	32%	29%	13%	
直营收入占比	78%	72%	70%	23%	
加盟收入占比	22%	28%	32%	77%	
直营收入(亿元)	223	225	231	103	
加盟收入(亿元)	62	90	105	338	
直营op margin					15%
加盟 op margin					60%
营业利润					218
总体营业利润率					50%
费用及其他项					20%
净利润(亿元)	27	34	40	130	13%
净利润率	10%	11%	12%	30%	

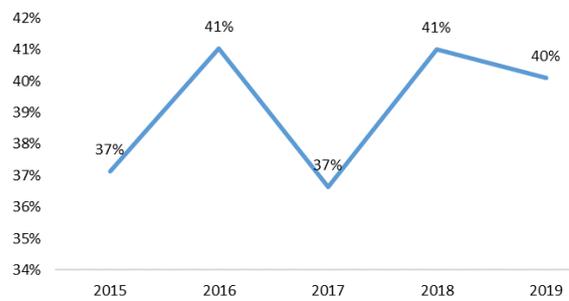
资料来源: 盈蝶咨询, 各公司公告, 民生证券研究院

图85: 格林酒店加盟占比



资料来源: 格林酒店公告, 民生证券研究院

图86: 格林酒店净利润率



资料来源: 格林酒店公告, 民生证券研究院

图87: TOP3 酒店 10 年业绩增速敏感性分析

		TOP3龙头市占率目标值						
		28%	33%	38%	43%	48%	53%	58%
A D R 自然 增长	0.0%	5.5%	7.6%	9.3%	10.9%	12.2%	13.5%	14.6%
	0.5%	5.9%	8.0%	9.8%	11.3%	12.7%	13.9%	15.0%
	1.0%	6.4%	8.4%	10.2%	11.7%	13.1%	14.4%	15.5%
	1.5%	6.8%	8.9%	10.6%	12.2%	13.6%	14.8%	15.9%
	2.0%	7.2%	9.3%	11.1%	12.6%	14.0%	15.3%	16.4%
	2.5%	7.6%	9.7%	11.5%	13.1%	14.4%	15.7%	16.9%
	3.0%	8.0%	10.1%	11.9%	13.5%	14.9%	16.2%	17.3%
	3.5%	8.4%	10.5%	12.4%	13.9%	15.3%	16.6%	17.8%
	4.0%	8.8%	11.0%	12.8%	14.4%	15.8%	17.0%	18.2%

资料来源: 民生证券研究院整理

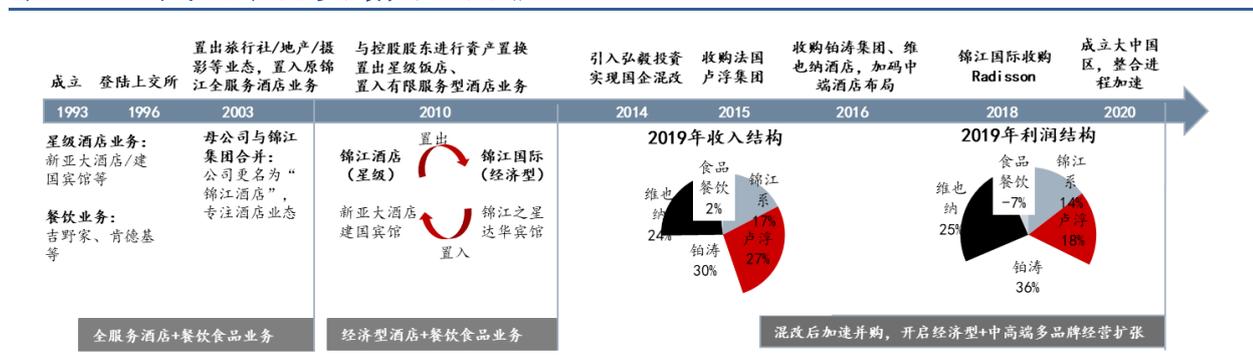
3 标的梳理：境内酒店龙头面对逆境“修炼内功”，兼具β和α属性

3.1. 锦江酒店：“整合+升级”酒店航母锐意改革再启航

3.1.1 老牌上海国企，多轮资产重组后开启并购扩张步伐

酒店行业先驱者，多元业态经营转为专注有限服务酒店。公司为上海市国资委控股的老牌国企，前身为上海新亚股份，管理上海市内酒店、餐饮、洗染、旅游等多业态，1993年完成股份制改革，1996年上市；2003年母公司新亚集团与彼时同属上海五大酒店国企之一的锦江集团合并，并置出旗下旅行社/地产/摄影/汽车租赁等业态，并出售旗下快餐品牌新亚大包，明确公司主业为酒店业，上市公司由“新亚股份”更名为“锦江酒店”。2010年与母公司进行资产置换，置出全服务酒店资产，置入以锦江之星为主体的有限服务型酒店资产。

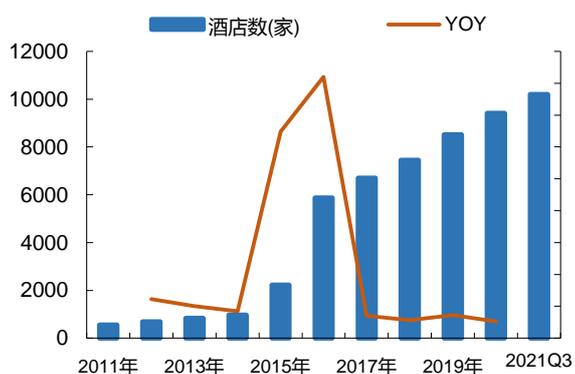
图88： 公司成立以来历经多轮资产重组和扩张



资料来源：锦江公司官网，民生证券研究院

定增引入战投，持续价码并购成为国内龙头。2014年通过定向增发引入战略投资者弘毅投资，次年开始连续发力并购国内外多个酒店品牌：2015年收购卢浮酒店集团、2016年收购铂涛酒店集团和维也纳酒店集团、2018年锦江国际收购丽笙酒店集团，目前已成为国内第一大、全球第二大酒管集团。截至2021Q3公司已开业酒店10195家，开业客房数达989003间；已签约酒店规模合计15344家，已签约客房数合计1497612间。

图89： 2011-2021年Q3 锦江门店规模



资料来源：锦江财报，民生证券研究院

图90： 2011-2020年锦江客房数 CAGR 约为 33.36%



资料来源：锦江财报，民生证券研究院

3.1.2 前后端重构管理体系，释放长期发展活力

前端：打破集团间藩篱，重塑品牌架构，实行赛马机制。2020年5月锦江集团宣布成立大中国区，重组公司品牌架构，打破锦江、铂涛、维也纳三大酒店集团间相对独立的现状，形成上海总部、深圳两大总部（分为一部、二部）；2020年9月锦江和维也纳体系进一步整合，上海总部&深圳一部统筹锦江、维也纳、原铂涛简约系列以及卢浮系品牌，深圳二部专注运营开发铂涛中高端系列。

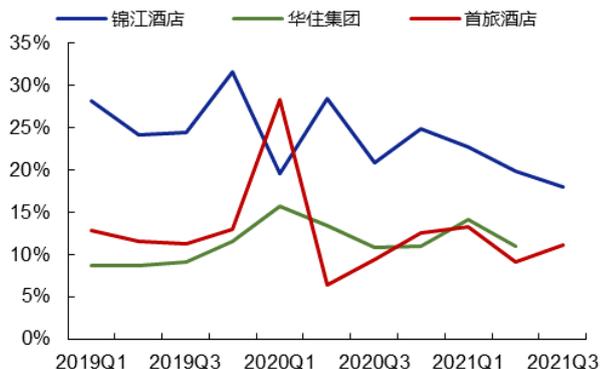
图91： 前端：锦江（中国区）成立，整合三大主力酒管集团，实行赛马机制



资料来源：锦江公司公告，环球旅讯，民生证券研究院

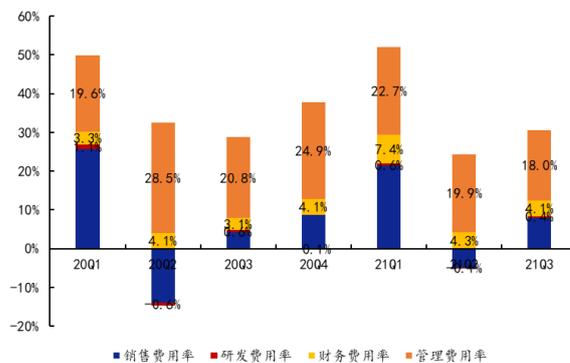
后端：精简整合为五大职能中心，体系优化拓宽利润空间。总部后端整合完成后精简为人力、财务、技术、品牌、业务五个职能中心，过去三个总部总人数整合后实现较大幅压缩，压缩的人员去向包括离职和下沉到门店端。2020年9月后锦江中国区原维也纳、锦江都城、铂涛三家的薪酬和考核体系也已经全部统一；根据调研数据，中国区总部层面优化1000人，优化率超36%；门店端优化8000人左右，优化率也达30%，以上是短期的整合效应，未来将三大主力品牌的后台打通后进一步减员增效，后续仍会进一步优化。

图92： 锦江管理费率呈现下降趋势



资料来源：各公司财报，民生证券研究院

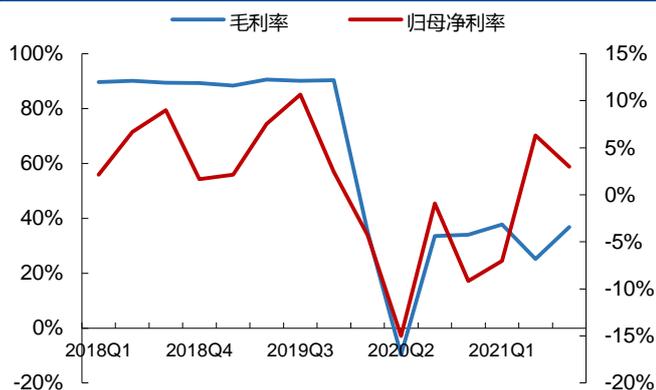
图93： 锦江酒店各项费率变化



资料来源：锦江公司财报，民生证券研究院

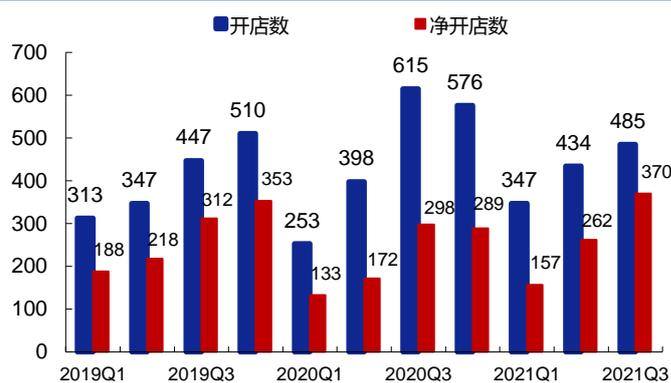
推动“四大战役”：品质提升战、经营业绩战、品牌规模战、人才保障战。中国区执行副总裁兼上海总部总裁常开创联合上海总部、深圳一部和后端总部，开启了未来三年的战役，从品质、业绩、规模、人才四大方面，加强管控、塑造统一文化，服务于锦江 2023 年全球规模第一，门店数与业绩翻倍的目标。公司根据四大战役设计了考核标准，2021 年 Q3-4 针对这一标准共发放奖金达 2018 万元，通过高标准强激励，实现对酒店运营的升级。

图94： 锦江酒店盈利能力有所回升（右轴-归母）



资料来源：锦江公司财报，民生证券研究院

图95： 锦江酒店赛马制激发了开发团队工作效率



资料来源：锦江公司财报，民生证券研究院

3.1.3 丰富品牌矩阵覆盖全档次，中高端“赛道”优势明显

公司通过并购形成完善的品牌序列，尤其是中高端品牌资源非常丰富。公司旗下共有 46 个品牌，从经济型到奢华型酒店实现全覆盖，其中中高端和高端有以上品牌分别有 16 个和 4 个，位居行业第一。多元化的品牌资源给公司在行业竞争中带来了协同效应：

1) 区域协同：公司在国内广泛布局，各省均运营有中高端酒店品牌，尤其以一线城市和消费能力较强的东部沿海和南方地区为甚；公司在境外超过 120 个国家或地区经营 1253 家酒店（主要在欧洲）。公司在国内成熟的运营经验和资源优势帮助并购的国际品牌顺利开拓国内市场，而国际品牌的运营管理经验则可以帮助公司旗下的国内品牌优化产品和服务质量。

2) 品牌协同：不同中高端品牌能够差异化定位不同客群，例如维也纳国际酒店定位中高端商务酒店、康铂酒店主打法式风格、郁锦香酒店是靠近商圈的全服务酒店，当前我国中高端酒店领域尚未出现具备统治力的品牌，公司的多元品牌更有利于在不同细分“赛道”中建立优势，此外引进成熟国际品牌有利于减少市场培育期。

3) 规模协同：公司逐渐从经济型连锁为主转向以中端和中高端品牌为主力的酒店集团，庞大的规模优势可在多方面形成协同效应：**①规模与效率提高：**公司 2011-2014 年间营业收入 CAGR 仅为 11.24%，而在并购之后收入大幅提升，2014-2019 年间 CAGR 达 38.97%，其中 2015 和 2016 年增速均超过 90%；**②议价能力提升：**公司在中端及中高端领域的丰富品类能够凭借与供应商谈判中占据有利地位；**③会员体系丰富，获客效率提高：**公司整合不同品牌的会员体系后实现会员数量与质量双重提升，2011-2019 年间公司会员数量从 242.7 万人增

长到约 2 亿人，CAGR 达 73.55%，截至 2020 年底公司有效会员为 1.59 亿人。庞大的会员基础既能加大直销渠道客源降低获客成本，也能提高对 OTA 平台的议价能力。

图96: 锦江旗下品牌体系

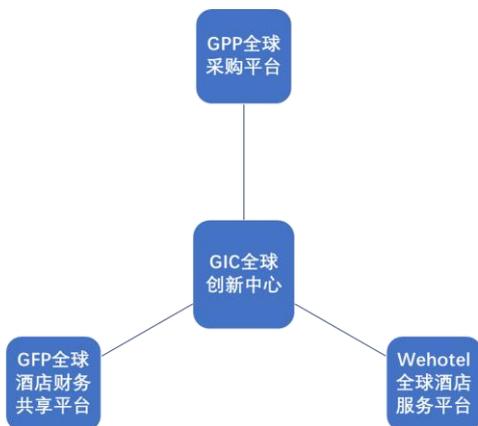


资料来源：公司网站，民生证券研究院

3.1.4 一中心三平台布局酒店产业链，为长期创新发展赋能

公司深耕酒店产业链，助力中高端化、数字化获得竞争优势。公司打造的“一中心三平台”即全球创新中心、旅游产业共享平台 WeHotel、GPP 全球采购平台、全球酒店财务共享平台。全球创新中心 GIC 是为锦江旗下品牌乃至全世界酒店行业研发新产品和服务打造的新概念创新创意产业集群，2020 年以来推出枫渡、原拓、暎阁、荟语四款中高端产品，分别由深圳二部刘铃、深圳二部周大庆、上海总部贺焜（兼七天体系直营店负责人）、深圳一部李炜（兼维也纳 3 好品牌总裁）负责。GPP 全球采购平台原为锦江联采，是由锦江投资、锦江酒店、红星美凯龙等共同投资成立的供应链平台，汇聚超 2000 家供应商为酒店提供物料采购服务。旅游产业共享平台 WeHotel 是在公司打通全品牌约 1.6 亿会员后搭建的全球会员预定平台，通过华为云提供的云计算和大数据技术实现的全流程酒店经营管理系统，是公司数字化体系的主干。全球酒店财务共享平台 GFP 能够对各酒店收支状况进行记录跟踪，从而对各个酒店财务状况实现动态监测，从单个酒店门店的维度实现经营业绩的拆解剖析。

图97: 锦江构建一中心、三平台的体系



资料来源: 锦江公司公告, 民生证券研究院

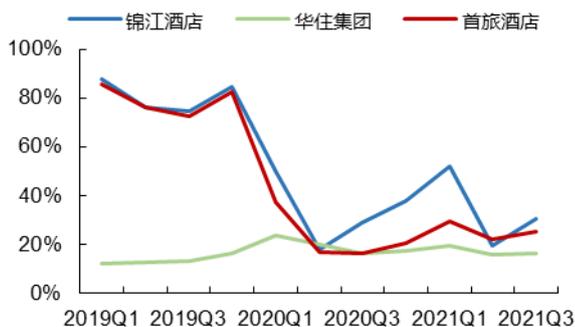
3.2. 首旅酒店: 轻资产化持续推进, 中高端与下沉市场两线发力

3.2.1 管理体系改革, 经营效率改善

股权激励绑定高管与公司利益, 开发团队扩张+激励改革激发拓店能力。2018 年公司实行股权激励计划, 并将中端以上酒店经营业绩纳入考核条件。根据公司 2019 年 6 月 14 日公告中称, 股权激励目标中 2019/2021/2022 年中高端酒店营业收入不低于 34%/36%/38%, 此举有利于极大激发管理人员的积极性, 促进产品结构不断向中高端品牌转型。首旅如家开发团队过去人数规模较小、薪酬水平也较低, 根据公司公告, 当前酒店开发团队员工数量从约 200 人增加至 350~400 人, 未来还可能会引入第三方开发团队, 开发团队的绩效激励亦有所提高。

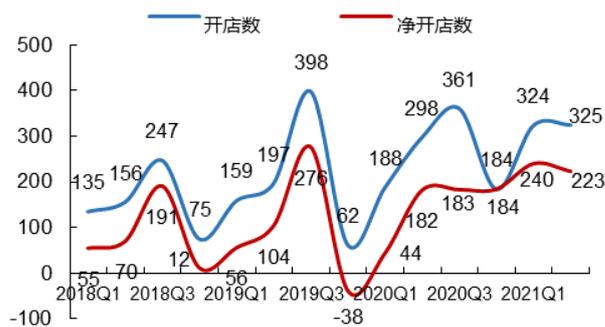
公司进行一系列绩效改革后经营效率显著改善。公司期间费用率从 2019Q1 的 85.70% 下降到 2021Q3 的 25.38%, 在 2020Q2 期间一度下降到 17.05%, 在头部三家酒店集团中位列最低; 开发团队经过绩效改革后拓店效率加快, 2020Q3-2021Q2 间连续四个季度净开店数环比正增长, 单季净开店数量与 2018 年同期对比有显著提升。

图98: 2019Q1-2021Q3 首旅酒店期间费率大幅下降



资料来源: 各公司财报, 民生证券研究院

图99: 首旅酒店拓店速度明显加快 (单位: 家)



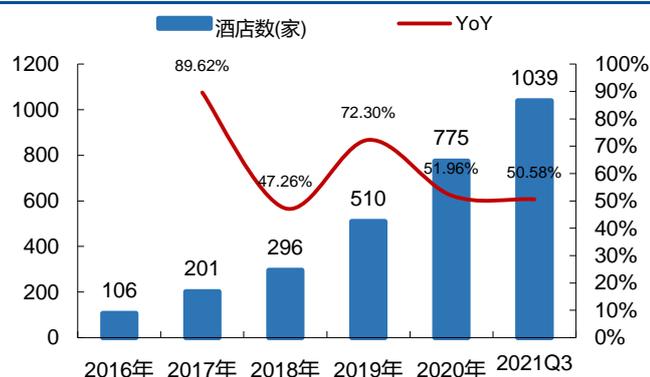
资料来源: 各公司财报, 民生证券研究院

3.2.2 软品牌加盟扩张加快，直营占比下降转向轻资产化运营

云系列软品牌+经营重心转型中高端，两线作战剑指三年万家目标。公司开创了云系列及华驿系列软品牌，为非标酒店加盟提供选择，云系列主力品牌“派柏云、素柏云、诗柏云、睿柏云”加盟率为 100%，依靠特许经营和酒管服务获得收入更加稳健，提高了公司的经营韧性。截至 2021Q3 公司云系列品牌已开业 1039 家/YoY+50.58%，我国单体酒店数量庞大，受疫情冲击后单体酒店加盟意愿提高，此时公司现有的软品牌运营经验和完善的酒管服务，未来预期尤其是单体酒店占比较高的低线城市争取更大的市场份额。

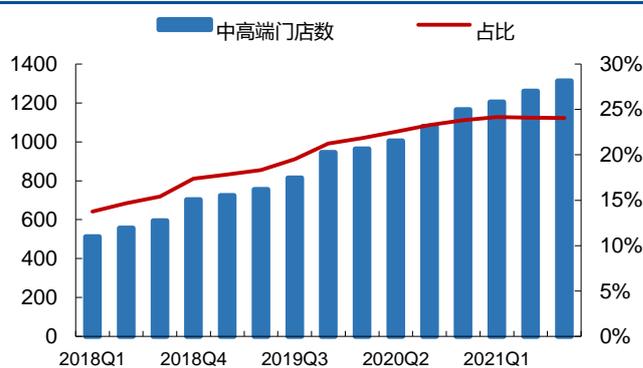
发力中高端，立足高线城市布局。公司运营有原首旅集团旗下的高端酒店品牌如建国、京伦等，在私有化如家之后侧重于中端酒店的开发和经营，在中高端领域品牌较少，仅有柏丽艾尚、万信至格及和颐系列的和颐至尊。公司下一阶段将重点在中高端和高端领域布局，根据公司 2020Q3 业绩交流会公布的数据，公司联合凯悦集团打造的高端商旅品牌逸扉酒店未来 5 年计划签约 300 家酒店；2016 年公司推出的高端品牌璞隐计划 5 年实现全国 100 家门店，主要落地在一二线城市核心物业。公司通过软品牌在低线城市加快拓店和高端品牌布局高线城市两条发展路线，为三年万家的开店目标提供有力支撑。

图100: 首旅酒店云系列酒店数保持高速增长



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图101: 首旅酒店中端以上酒店数(家)占比仍然较低



资料来源：公司财报，民生证券研究院

首旅安诺酒管公司成立，背靠首旅集团奢华品牌有望加速注入，有利于进军高端及奢华“赛道”。2021年10月公司宣布成立首旅安诺酒店管理公司，聘请前温德姆酒店集团大中国区总裁作为 CEO，将管理包括母公司集团承诺于 2022 年底前注入上市公司的诺金酒店、环球影城中的诺金度假酒店，以及安麓、安岚等奢华型度假酒店品牌。首旅安诺酒管公司聚合了专业的团队、优秀的品牌，显示了公司打造高端及奢华酒店品牌的决心，未来有望在进军高端“赛道”、弥补品牌不足的同时学习到国外龙头酒店多年积累的高端酒店的运营管理模式和经验，再用以反哺中高端酒店品牌的建设，提升公司的整体竞争力。

从权益到内容，全面整体升级会员体系。公司于 2021 年 3 月 28 日推出如家生活卡，9 月 16 日推出 Life 如生活俱乐部，在新会员体系中提供了更多与酒店相关的、跨界和多元化

附加值：1)如生活俱乐部 9 月正式上线后成为首旅会员的共同平台，公司在线上营销渠道和线下门店服务中均引导会员加入会员社群，并通过在社群中定期或不定期发放本地生活消费优惠等方式提高顾客与门店之间的黏性，做精细化的私域流量运营，这种线上线下结合的多维度拓展方式使得公司截至九月末已有 1.3 亿会员。2)如家当前的规模以及顾客对本地生活体验的需求要求公司的会员权益不能仅满足于酒店产品本身，因此公司推出与第三方合作的生活卡，在本地生活产品上做拓展，以如咖啡为例，公司在酒店空间中开辟出生活场景，增强了社交属性，践行了公司“好吃、好住、好玩”的品牌调性。3)此外，9 月 16 日公司内部上线首免全球购，为会员提供零关税到家的特殊零售渠道，并于 11 月 9 日上海市跨境贸易促销展览会上正式启动，此举旨在满足顾客购物需求之外试水酒店新零售，在传统酒店运营之外尝试开辟新场景进一步满足顾客日趋多样化的旅行住宿需求。

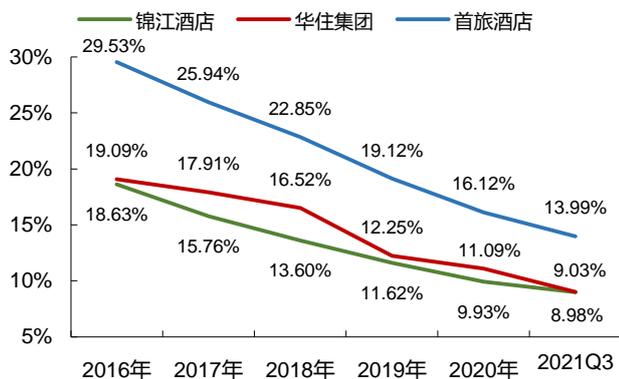
图102: 首旅布局高端“赛道”，升级会员权益



资料来源：首旅公司官网，民生证券研究院

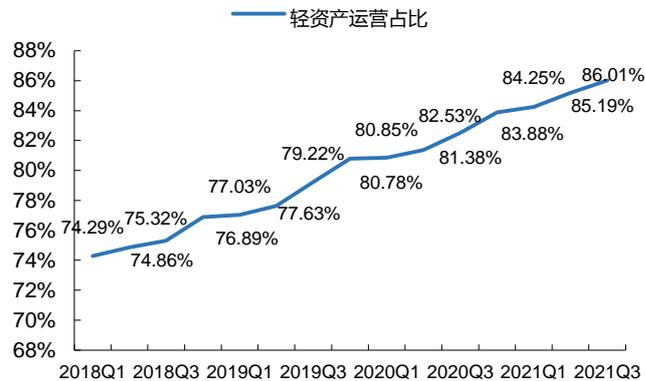
直营占比较高受宏观环境影响明显，公司推进轻量化战略稳健业绩。首旅酒店旗下酒店中直营占比较高，截至 2018 年直营占比仍大于 20%，和同期锦江酒店（13.60%）、华住集团（16.52%）相比较明显偏高。直营店较多固然使得业绩弹性较大，但是在周期下行时经营受冲击程度也同样明显，疫情前 2019Q4 公司毛利率为 93.42%，高于锦江的 90.34% 和华住的 35.43%；到了疫情期间的 2020Q1 公司毛利率骤跌至-43.53%，明显低于锦江的 35.20% 和华住的-18.08%。为了经营业绩稳健发展，公司开始提高轻资产运营酒店所占比重，从 2018Q1 至 2021Q3 公司轻资产运营的酒店比例从 74.29% 增长至 86.01%。

图103: 2016-2020年头部三家酒店直营占比情况对比



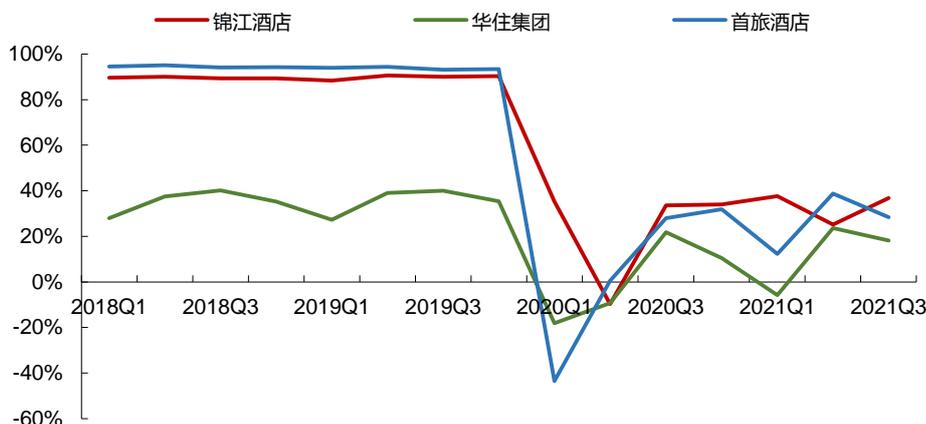
资料来源: 各公司财报, 民生证券研究院

图104: 首旅酒店轻资产战略持续推进



资料来源: 首旅公司财报, 民生证券研究院

图105: 首旅酒店毛利率受疫情冲击下跌也最严重



资料来源: 各公司财报, 民生证券研究院

3.2.3 定增为长期发展蓄力, 环球影城与冬奥会有望成为“东风”

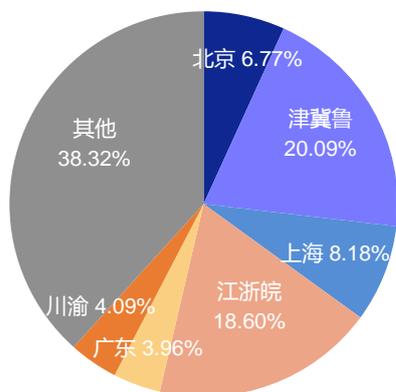
定增不超过 30 亿审核通过, 为进一步扩张提供动力。根据公司 2021 年 9 月 27 日公告, 证监会已审核通过公司非公开发行股票的申请, 本次非公开发行对象为包括控股股东首旅集团在内的不超过 35 名特定投资者; 募集资金总额不超过 30 亿元, 发行数量不超过 2 亿股, 募集的资金主要用于: 1) 21 亿元用于酒店扩张及装修升级项目; 2) 9 亿元用于偿还金融机构贷款。控股股东首旅集团拟以现金方式认购本次非公开发行的 A 股股票, 拟认购金额区间为不低于 8 亿元且不超过 10.31 亿元, 定增完成之后最终实控人仍为北京市国资委。本次定增一方面将偿还公司负债, 减轻因疫情冲击带来的财务压力; 另一方面为公司未来的扩张和产品服务的更新升级提供经济支撑。

环球影城内酒店资产注入首旅酒店, 预期庞大客流将为公司带来稳定收益。2021 年 9 月 20 日北京环球影城正式开业, 根据公司 2021 年 6 月 23 日发布的公告, 首旅集团承诺 2022 年 12 月 31 日之前将诺金公司 100% 股权注入, 诺金公司持股 50% 的凯燕国际股权, 凯燕国际管理北京诺金酒店、环球影城大酒店、诺金度假酒店及北京饭店诺金, 其中环球影城大酒

店和诺金度假酒店是北京环球度假区的官方酒店，入住即可通过贵宾体验入口享受提前入园的礼遇。诺金公司股权注入后，公司将持续受益于北京环球影城的庞大客流。

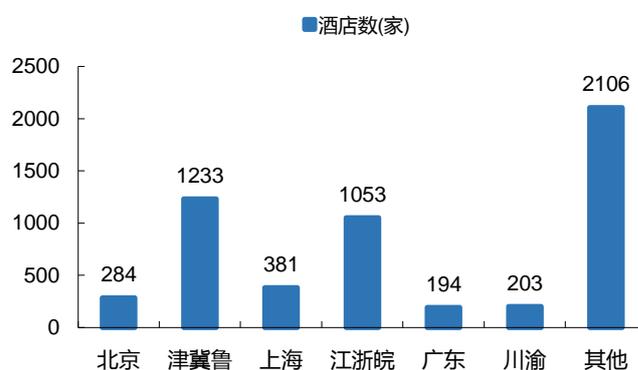
公司成为冬奥会官方接待饭店，在华北地区影响力预期将进一步扩大。公司作为北京2022年冬奥会签约首批官方接待饭店（3个赛区共101家），伴随着接待饭店陆续投入使用叠加北京地区民宿行业的关停整改，公司2021Q4或受益于冬奥会赛前展览参观等预热性活动而提高RevPAR。公司与华住和锦江重点布局东部地区不同，在华北地区开店较多，借冬奥会机遇或能进一步提升品牌力。

图106: 2021Q3 首旅酒店不同地区客房数分布



资料来源：首旅公司财报，民生证券研究院

图107: 2021Q3 首旅酒店在各地区的酒店数分布



资料来源：首旅公司财报，民生证券研究院

3.3. 华住集团：依靠运营优势发力中高端，数字化水平领先

3.3.1 品牌矩阵完备，多个品牌拥有高知名度，处于市场领先水平

公司旗下汉庭、全季品牌在各自细分“赛道”均为标杆品牌。根据华住港股的招股说明书中披露的数据，截至2019年末汉庭品牌管理2372家酒店，在经济型酒店品牌中位居第一；共拥有22.46万间客房，市占率达9.31%，在首选品牌知名度方面，汉庭在全国所有经济型品牌乃至所有酒店品牌中位居首位。根据2021Q3披露的数据，汉庭品牌已运营有2937家酒店共计26.83万间客房。此外，公司自主开发的全季酒店因其高品质的产品服务和深厚的文化元素成为国内中端酒店的代表品牌，截至2021Q3全季品牌已开业1294家酒店共15.80万间客房，目前全季酒店已覆盖全国超过160个城市，按照公司计划，全季酒店未来的发展战略是保持稳扎稳打、继续下沉，在3-5年内达到3000家门店的目标。

图108: 2011年至今汉庭品牌酒店数量变化情况



资料来源: 华住公司财报, 民生证券研究院

图109: 2011年至今全季品牌酒店数量变化情况

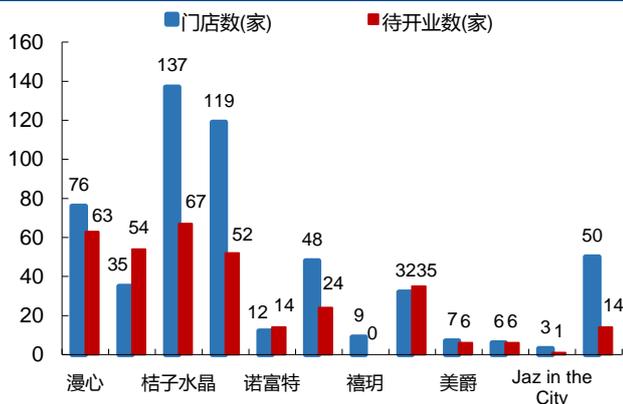


资料来源: 华住公司财报, 民生证券研究院

3.3.2 国内外并购完善品牌矩阵, 弥补中高端领域不足

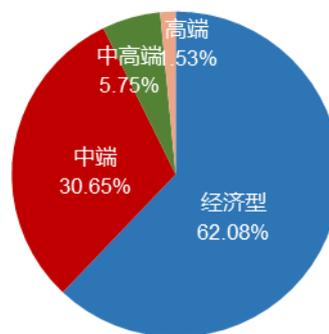
国内+国内两线扩张, 自建+并购补齐中高端短板。从公司更名为华住集团起便在淡化经济型品牌的色彩向中高端领域进军, 公司推出了禧玥等品牌, 又将漫心品牌由度假酒店转型为城市中高端; 2017年3月公司斥资36.5亿元收购桔子酒店集团后着力将旗下桔子水晶酒店打造为中高端品牌, 截至2021Q3桔子水晶已拥有137家酒店共计18406间客房。公司的国际化战略也很大程度上弥补了公司自身在中高端酒店领域的欠缺, 2016年公司以交叉持股方式与雅高达成战略合作, 获得了雅高集团在国内酒店的运营权, 其中就包括了中高端品牌美居酒店和诺富特酒店; 2019年公司全资收购德意志酒店, 进一步扩充了中高端领域品牌(城际酒店)。中高端酒店较经济型酒店ADR更高, 能够有效带动RevPAR提升, 截至疫情前公司中高端品牌同店RevPAR平均比经济型高出约100元。

图110: 截至2021Q3华住旗下中高端以上品牌酒店数



资料来源: 华住公司财报, 民生证券研究院

图111: 截至2021Q3华住旗下中高端酒店占比达5.75%



资料来源: 华住公司财报, 民生证券研究院

海外并购也进一步补足了公司高端酒店领域的空白。华住集团旗下的本土高端品牌仅有自创的禧玥、美仑国际和2018年收购的花间堂, 然而花间堂主打高端度假民宿、美仑国际是

非标软品牌、禧玥酒店不足 10 家，公司在高端品牌方面的品牌文化塑造、管理体系、运营经验均较为欠缺。公司借鉴了万豪酒店扩张历程中的经验，以收购国际品牌的方式扩大市场份额和加速国际化进程，通过与雅高合作以及收购 DH 酒店，公司取得了高端品牌美爵以及美仑美奂（Maxx）、Jaz in the City 和施柏阁的运营权，一方面使得公司能够引入国际一流酒店集团多年积累的运营管理经验弥补自身在高端领域的经验空白，另一方面能够借助高端品牌在国际市场上的卓越口碑并融合华住在国内多年深耕的经验，将品牌引进中国进军高端市场。华住总裁 CEO 金辉在“中国经济新趋势论坛暨 2020 华住世界大会”上表示，未来华住将重点发力高端酒店市场，包括禧玥、花间堂等，到 2023 年底保持每年新增 100 家以上高端酒店的增速，实现在全国达到 500 家高端品牌酒店的目标。

图112: 华住集团目前品牌矩阵（不包含永乐华住旗下品牌）

	华住系	雅高系	桔子系	桔子系	其他
经济型	 		 Tongse Hotel 桔子酒店		
中端	 		 Orange Hotel - Select		
中高端	 	 	 Crystal Orange Hotel		
高端	 			 美仑美奂酒店	
超高端					

资料来源：华住公司官网，民生证券研究院

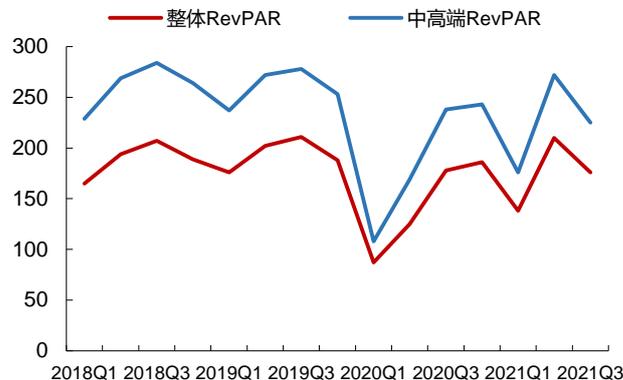
签约融创文旅，进一步发力高端酒店品牌。2021 年 3 月 22 日公司与融创文旅达成战略合作，公司与融创文旅、时代环球共同出资成立永乐华住酒店管理有限公司（永乐华住），公司持股 50%，融创文旅与时代环球共同持股 50%。华住将施柏阁、花间堂等品牌的未来开发、运营授权至合资公司，融创文旅也将旗下高端酒店融创董山等品牌授权至合资公司，合资公司还将着力开发宋品、永乐半山等高端奢华酒店品牌。公司此次参与成立永乐华住，旨在将自身酒店运营经验与融创文旅的旅游、客流、物业等资源优势结合，共同发力国内高端酒店业务。目前我国酒店业已然经历了从经济型向中端酒店的转型，未来随着物业、人工等成本的上升和消费升级的大趋势，酒店业第二次升级已见曙光，公司对于中高端和高端酒店的布局预期将为经营业绩的长期成长打开空间。

图113: 华住营收(万元)归母净利润率



资料来源: 华住公司财报, 民生证券研究院

图114: 中高端 RevPAR 对整体 RevPAR 拉动作用明显



资料来源: 华住公司财报, 民生证券研究院

3.3.3 科技赋能酒店经营, 数字化增强品牌触达

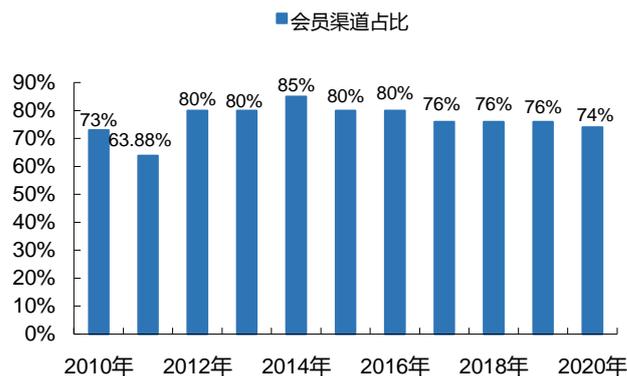
庞大会员体量支撑直销渠道, 降低营销成本提高对 OTA 议价权。华住集团自有会员体系“华住会”截至 2020 年末已有会员 1.69 亿人/YoY+10.46%, 10 年间 CAGR 高达 50.99%。在 2014 年华住世界大会上, 创始人季琦曾提出三个理念: 永远坚持酒店中央预定渠道最低价; 自有会员最优惠, 保持核心竞争力; 酒店 APP 最便利, 提供 OTA 之外的情景服务。在这一发展理念支撑下, 华住旗下酒店的自有会员客源几乎始终保持 70% 以上, 直销渠道高达 85%。以汉庭为例, 集团收取的中央系统预定费率为房价 8% 且收费上限为总营收的 3.5%, 相较于 OYO 向 OTA 缴纳的每年每家酒店约 6 万元渠道费而言极大降低了成本。

图115: 2010-2020 年间华住会会员 CAGR 达 50.99%



资料来源: 华住公司财报, 民生证券研究院

图116: 公司会员渠道销售额占比超七成



资料来源: 华住公司财报, 民生证券研究院

孵化盟广信息, 布局行业基础设施开发。2014 年华住孵化的盟广信息如今已经为华住旗下运营的酒店开发了贯穿物料采购、收入管理、顾客入住、流程管理、客户关系、硬件维护的全流程数字化酒店经营管理系统, 极大提高了酒店的运营效率。盟广开发的 SaaS 平台易系列酒店管理系统提供了连锁酒店经营全套解决方案, 包括中央预定模块向客户推荐房源和接

受预定、通过算法和大数据技术抓取酒店周边门店和友商价格实现自动调价，“易掌柜”自助入住机，“易客房”实时更新房态、清洁维修、薪资计件等客房管理环节并辅以客房服务机器人降低员工工作量，盟通酒店营销模块进行客户关系维护和精准营销、“易发票”无缝对接税控软件和打印机，10秒完成开票流程。

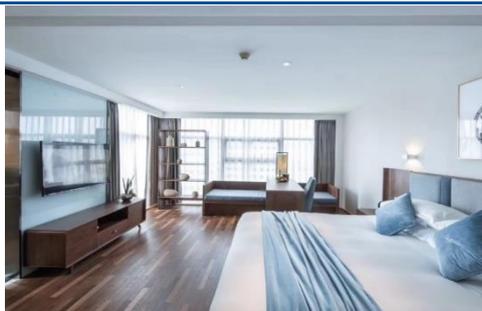
盟广的基础设施为酒店提供“看得见的”助力，更能获得单体酒店业主青睐。OYO在中国的兴衰证明靠低价补贴换取得软品牌加盟增长并非长久之计，而华住选择用全套高效的行业基础设施赋能酒店经营效益，以切实的成效提高加盟商的忠诚度。例如盟广为华住开发的“华掌柜”自助一体机只需30秒就能办理入住或退住手续，根据人民资讯报道，2021年五一期间华住旗下酒店通过“华掌柜”总计办理自助入住超110万人次，自助入住率约为83.4%，根据新民晚报的报道，截至2019年末，公司旗下酒店人房比约为0.17，明显低于单体酒店0.25的人房比，公司人工成本率为0.165，同样低于行业平均水平。中国酒店业目前仍以单体酒店为主，这些单体酒店由于主打本地特色、业绩尚佳、业主观念等多种因素很难被开发为加盟店，但是这些酒店同样需要优质的行业基础设施帮助酒店经营、减轻业主负担，此时盟广的数字化系统可以为这些单体酒店提供基础设施的运维服务而获取收入。

3.4. 君亭酒店：聚焦产品与服务，直营为主的中高端精选酒店

3.4.1 回归行业本源，深耕产品和服务

深度打磨中高端产品与服务质量，依靠高质量产品和周到服务赢得住客青睐。公司并没有像行业中其他竞品公司推出诸多特色服务（如住客团建、艺术展等），而是不断优化中高端酒店的核心业务——住宿、餐饮、会议及其相关的产品和服务。1) 硬件产品：酒店严格选用较高品质和档次的硬件产品，例如客房核心产品主要选取“金可儿”床垫、“科勒”卫浴和“康乃馨”棉织品等五星级酒店档次的配套设施，保证顾客居住体验。2) 服务：公司坚持中高端酒店和经济型酒店最大的差异在于服务这一理念，致力于为住客提供更贴心和周到的服务，例如：为入住时间较晚的顾客提供免费暖心粥；酒店大堂设自助欢迎茶点；针对女宾客配备暖宝宝与红糖姜茶；为错过早餐的客人提供免费延时简餐；为路面停车客人提供汽车遮阳板；提供定制早餐等个性化服务。通过细致周到的服务为顾客提供住宿之外的附加价值，带来良好的客户体验，提升顾客黏性。

图117：杭州 Pagoda 君亭酒店客房一景



资料来源：君亭公司官网，民生证券研究院

图118：上海中星君亭酒店餐厅一景



资料来源：君亭公司官网，民生证券研究院

3.4.2 专注中高端精选领域，城市核心地段深度布局

高管团队经验丰富，对中高端酒店需求洞察有深入了解。公司创始人吴启元曾先后荣获“中国饭店业年度十大人物”、“中国酒店业十大领军人物”、“全国饭店业中华英才百福榜”、“中国饭店业 30 年最具影响力人物”奖、“中国酒店业杰出领袖金奖”等多项殊荣，还担任了中国旅游饭店业协会常务理事、浙江省旅游协会副会长、中国饭店业名人俱乐部副主席、国家级星评员、浙江省旅游学院客座教授等职。2007 年吴启元在君澜体系内工作期间，凭借自身对中国酒店市场的理解和判断，创立了“君亭”和“君澜”两个酒店品牌。

表3: 创始人吴启元所获殊荣

荣誉	内容
奖项	中国饭店业年度十大人物 亚洲管理创新百名杰出人物 中国创建绿色旅游饭店特别贡献 首届亚洲品牌创新十大杰出人物 中国酒店业十大领军人物 全国饭店业中华英才百福榜 中国饭店业 30 年最具影响力人物 世界酒店 2008 中国精英 100 榜 第十六届“浙江省经营管理大师” 中国经营大师 中国酒店业杰出领袖金奖 浙江饭店业发展杰出成就奖
内容	中国旅游饭店业协会常务理事 国际金钥匙组织荣誉会员 浙江省旅游协会副会长 中国饭店业名人俱乐部副主席 国家级星评员 浙江省旅游学院客座教授

资料来源：君亭招股说明书，民生证券研究院

具备高档酒店基因，国内唯一始终坚持中高端以上的品牌定位和委托管理路线的标的。公司核心团队均出身于高星酒店背景，多年深耕中高端酒店行业，对中高端酒店需求洞察较深。不同于其他酒店品牌从下往上突破，依托并购整合进军高端的路线，公司是自上而下从高端起步向中高端下沉，旗下君亭酒店、Pagoda、夜泊君亭等中高端及高端品牌心智清晰，即将开业的成都春熙路 Pagoda，房价瞄准 1000 元赛段。

公司给不同的品牌系列注入不同的文化元素。旗下“君亭酒店”、“夜泊君亭”及“寓君亭”等品牌产品在整体设计上融入了中国书画、佛禅石像、巴厘岛雕塑等鲜明的东方文化元素，并结合酒店所在地的历史人文背景和风俗习惯进行差异化设计，既强调了“大东方”文化氛围，又突出了地方文化特色；而“Pagoda 君亭”品牌则注重“东西方美学的融合”，灵动的功能空间、年轻的色彩美学，在设计上体现出国际品质基因与中国城市文化结合的特点。

表4: 公司品牌及目标消费人群

品牌系列	品牌标识	门店数量	品牌定位	消费人群
夜泊君亭	君亭酒店 SSAW Boutique Hotel	32	具有东方艺术特色的中档精选服务酒店	中产消费群体
Pagoda 君亭		3	高端艺术设计酒店	追求时尚、创新生活方式的中高产消费群体
君亭酒店	夜泊君亭 ssaw garden hotel	6	高档历史文化旅游目的地酒店	具有文化艺术消费特征的中高产消费群体

资料来源: 君亭招股说明书, 民生证券研究院

精选物业开发策略节制, 针对不同物业提供定制化项目定位。公司目前已形成“传统星级酒店改造”、“城市高端商业综合体及社区商业配套酒店”、“城市文化街区及特色小镇配套酒店”等酒店开发技术, 选址上主要选择自然客流量大、视觉可见性高、交通便捷位置的物业, 这也使得公司在竞争激烈的行业中更容易为消费者选择, 同时高人流量点也有助于在公司门店数量较少的时候强化消费者的品牌认知。

公司没有传统意义上的加盟店, 而是采取委托管理的商业模式, 与国际酒店龙头接轨, 持续提供高标准的会展组织、婚宴、餐饮等服务, 高举高打下长期积累下的管理能力, 构成公司的核心壁垒。公司瞄准中高端精选服务酒店, 坚守“产品内容精选、文化精选及服务内容精选”理念, 目前已拥有例如上海柏阳君亭酒店(传统星级酒店改造)、合肥银泰君亭酒店(城市高端商业综合体及社区商业配套酒店)及南京夜泊秦淮君亭酒店(城市文化街区及特色小镇配套酒店)等成功案例。

图119: 君亭酒店物业多选址客流量大、交通便捷地点



资料来源: 携程 App, 民生证券研究院

图120: 杭州瘦西湖君亭酒店外景



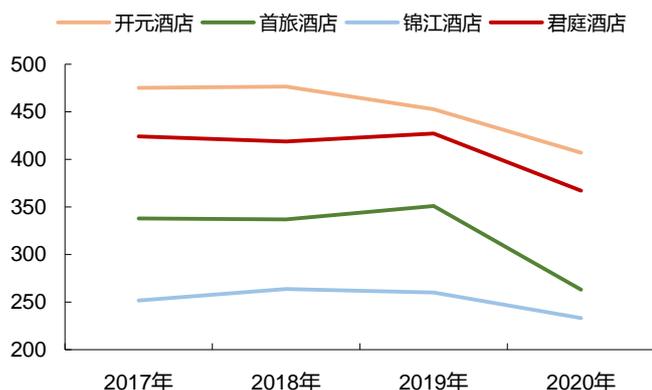
资料来源: 君亭公司官网, 民生证券研究院

3.4.3 经营效率亮眼, 期间费用率对比同业优势显著

公司同店经营数据在行业中表现优秀。选取锦江酒店、首旅酒店、开元酒店(已退市)旗下四种中高端酒店的同店经营数据进行对比, 可以看出君亭酒店平均房价(ADR)显著高

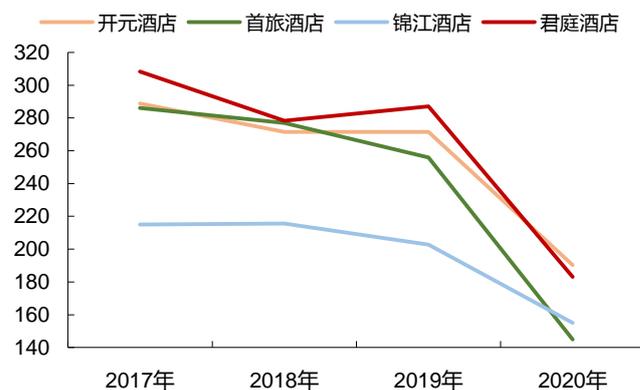
于锦江酒店、首旅酒店，次于开元酒店，并且依靠 ADR 拉动 RevPAR 在行业内取得竞争优势，截至 2019 年公司 RevPAR 为 287.14 元，连续三年在可比公司中位列最高；2020 年疫情爆发后，公司由于直营占比高业绩受创明显，但仍在可比公司中以较小劣势位列第二，可见公司精细化运营与管理、精选化产品与服务的经营策略受到消费者的认可。

图121: 君亭酒店与可比公司 ADR 对比



资料来源：各公司财报，君亭招股说明书，民生证券研究院
注：首旅口径为同店数据，开元口径为财报中四种中高端酒店的平均值

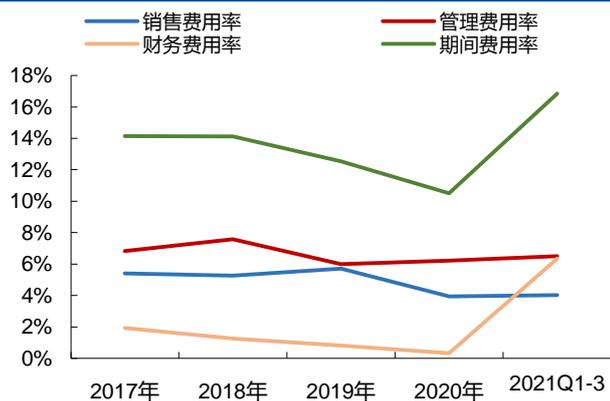
图122: 君亭酒店与可比公司 RevPAR 对比



资料来源：各公司财报，君亭招股说明书，民生证券研究院
注：首旅口径为同店数据，开元口径为财报中四种中高端酒店的平均值

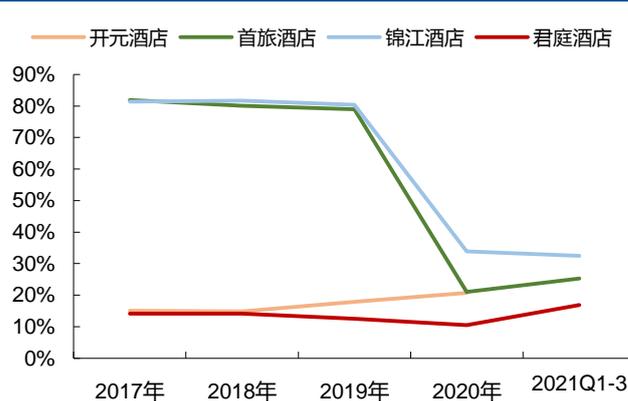
公司管理效率较高，期间费用率保持较低水平。公司近年来期间费用率始终维持在较低水平，2021Q1-3 财务费用率上升主要系新租赁准则实施导致财务费用骤增。截至 2021Q3，公司整体期间费用率约为 16.85%，从 2017 年至今与可比公司对比始终保持最低。

图123: 君亭酒店三费率变化情况



资料来源：各公司财报，君亭招股说明书，民生证券研究院

图124: 君亭酒店与可比公司期间费用率对比

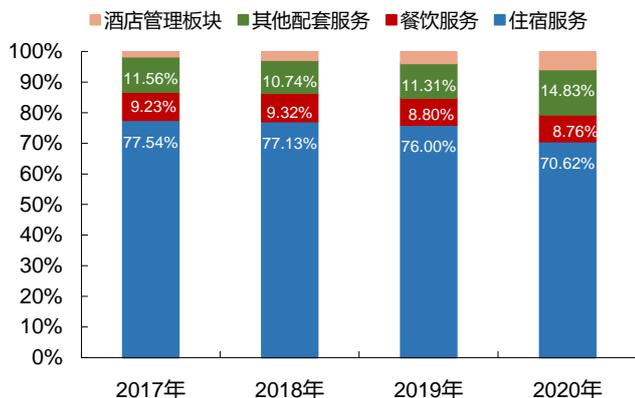


资料来源：各公司财报，君亭招股说明书，民生证券研究院

3.4.4 直营占比较高，募投项目聚焦直营店开发

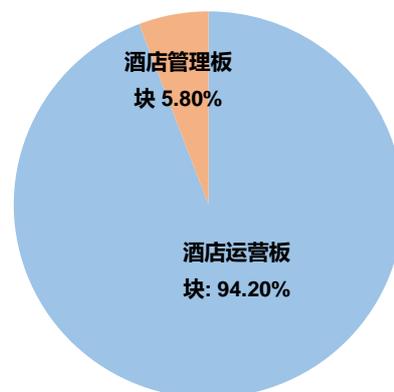
公司目前规模较小，直营占比高，估值横向对比处于低位，周期复苏下弹性巨大。当前公司仅有 47 家门店，直营与委托管理分别为 16 和 31 家，直营收入占比达 94.20%，且公司直营店物业质量较高，后续行业景气阶段抬价空间较大，在周期复苏阶段将表现为极大的业绩弹性。

图125: 君亭酒店业务收入构成



资料来源: 君亭招股说明书, 民生证券研究院

图126: 君亭酒店直营收入占比超 94%



资料来源: 君亭招股说明书, 民生证券研究院

创业板公开发行股份募资建设中高端酒店项目及综合管理平台。根据招股说明书中披露的数据, 公司募集资金拟用于中高端酒店设计和开发以及综合管理平台建设项目, 其中开发项目拟投入 32352.00 万元, 在上海、杭州、南京三大城市分三批次建设 9 家酒店, 其中上海、杭州、南京各三家, 均为公司直营中高端精选服务酒店; 拟投入 2038.00 万元建立以“规范、高效、智能的酒店业务全过程管理”为核心的信息化综合管理平台, 具体包括酒店样板展示中心、设计中心和信息化中心。根据 2021Q3 财报, 公司目前资产负债率约为 61.91%、流动比率/速动比率/现金比率分别为 2.80/2.80/2.02, 整体负债结构和偿债能力较好; 公司完成发行后三季度末现金余额仍有 2.88 亿元。根据招股说明书中披露的数据, 公司新开业酒店一般选择 100-200 间客房规模, 单间客房的平均投资额介于 14-18 万元, 因此单家新开业酒店的建设投资金额一般在 1400 万元-3600 万元范围内, 考虑到公司目前的现金流状况, 未来直营开店和委托管理酒店潜在扩张机会仍然较大。

4 投资建议：坚守酒店龙头，布局周期复苏

酒店板块投资的核心矛盾仍为对周期反转的预期，在新冠疫情冲击下，行业供给存量深度去化/增量显著承压，后续随需求线性复苏通道打开，周期有望反转，开启 2 年以上的景气上行期。**针对后续的行情演绎，我们认为：**①境外出行复苏/特效药进展或为国内周期复苏预期的催化，防疫政策的框架性调整或为周期拐点的决定性信号；②此前酒店龙头周期复苏阶段估值将为本轮周期复苏提供估值锚；③酒店龙头周期景气阶段股价的高位将兑现为其本轮周期内的成长空间。在长期需求复苏存在较高确定性的背景下，投资层面应不惧短期风浪，参照往年周期复苏阶段估值锚和后续成长预期选择合适的配置时点。

个股方面，我们推荐锦江酒店、首旅酒店，建议关注华住集团、君亭酒店：

1) 锦江酒店：背靠上海国资委，资源优渥/长于资本运作，2014-2016 年通过并购卢浮、铂涛、维也纳一举成为全国最大/世界第二大酒店集团，规模效应突出。2020 年 5 月后公司发力整合，有望通过前端赛马/后端打通的方式充分发挥多品牌的优势，并实现降本增效，提升管理效率，进一步释放业绩。

2) 首旅酒店：公司为国内第三大酒店集团，背靠北京国资委，有利于依托股东优势资源实现大旅业整合；公司 2016 年私有化如家后对管理层实行了改组并对加入团队的原如家管理层实行股权激励，管理有望持续改善。公司当前依托轻加盟模式发力下沉市场，拓店速度有望大幅提高，实现业绩高弹性；此外，公司优化会员权益/布局中高赛段均带来后续看点，有望拓宽战略边界，打开超预期空间。

图127: 锦江 2022 年业绩敏感性分析

		2022年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅															
		-20%	-18%	-16%	-14%	-12%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%	
2022年 门店净 增数量	1000	5.7	6.6	7.5	8.4	9.3	10.1	11.0	11.9	12.8	13.7	14.4	15.4	16.3	17.2	18.1	
	1100	5.8	6.7	7.6	8.5	9.4	10.2	11.1	12.0	12.9	13.8	14.6	15.6	16.5	17.4	18.2	
	1200	5.9	6.8	7.7	8.6	9.5	10.4	11.3	12.1	13.0	13.9	14.7	15.7	16.6	17.5	18.4	
	1300	6.0	6.9	7.8	8.7	9.6	10.5	11.4	12.3	13.2	14.1	14.8	15.9	16.8	17.6	18.5	
	1400	6.1	7.0	7.9	8.8	9.7	10.6	11.5	12.4	13.3	14.2	15.0	16.0	16.9	17.8	18.7	
	1500	6.2	7.1	8.0	8.9	9.8	10.7	11.6	12.5	13.4	14.3	15.1	16.1	17.0	17.9	18.8	
	1600	6.3	7.2	8.1	9.0	9.9	10.8	11.7	12.6	13.5	14.5	15.2	16.3	17.2	18.1	19.0	
	1700	6.4	7.3	8.2	9.1	10.0	10.9	11.8	12.8	13.7	14.6	15.4	16.4	17.3	18.2	19.1	
	1800	6.5	7.4	8.3	9.2	10.1	11.0	12.0	12.9	13.8	14.7	15.5	16.5	17.5	18.4	19.3	

资料来源：锦江公司财报，民生证券研究院

图128: 首旅 2022 年业绩敏感性分析

首旅2022年业绩		2022年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅															
		-20%	-18%	-16%	-14%	-12%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%	
2022年 门店净 增数量	700	2.1	2.9	3.7	4.4	5.2	6.0	6.8	7.5	8.3	9.1	9.7	10.6	11.4	12.2	12.9	
	800	2.2	3.0	3.8	4.6	5.3	6.1	6.9	7.7	8.4	9.2	9.9	10.8	11.5	12.3	13.1	
	900	2.4	3.1	3.9	4.7	5.5	6.2	7.0	7.8	8.6	9.3	10.0	10.9	11.7	12.4	13.2	
	1000	2.5	3.2	4.0	4.8	5.6	6.4	7.1	7.9	8.7	9.5	10.1	11.0	11.8	12.6	13.4	
	1100	2.6	3.4	4.1	4.9	5.7	6.5	7.3	8.1	8.8	9.6	10.3	11.2	12.0	12.7	13.5	
	1200	2.7	3.5	4.3	5.1	5.8	6.6	7.4	8.2	9.0	9.8	10.4	11.3	12.1	12.9	13.7	
	1300	2.8	3.6	4.4	5.2	6.0	6.7	7.5	8.3	9.1	9.9	10.6	11.5	12.2	13.0	13.8	
	1400	2.9	3.7	4.5	5.3	6.1	6.9	7.7	8.4	9.2	10.0	10.7	11.6	12.4	13.2	14.0	
	1500	3.1	3.8	4.6	5.4	6.2	7.0	7.8	8.6	9.4	10.2	10.8	11.7	12.5	13.3	14.1	

资料来源：首旅公司财报，民生证券研究院

5 风险提示

新冠疫情反复风险：局部地区疫情再次出现反复，导致旅行政策收紧、长途旅行熔断、线下生产消费停摆的风险；

新冠疫苗接种/特效药进展不及预期：疫苗是抗击疫情长期的解决方案，也是后续政府能够柔化防疫政策/放松出行管制的重要前提条件；疫苗接种/特效药进展如不及预期，将拖慢后续行业复苏节奏。

龙头拓店不及预期：当前国内酒店龙头借后疫情时代行业出清的机会窗口，发力扩张，但由于公司本身经营管理/以及疫情短期影响，拓店进程可能不达预期，影响公司未来的盈利预测。

插图目录

图 1:	OCC 同比增速是周期衍变的核心指标, 先于 RevPAR/ADR 发生变化 (以首旅如家经营数据为例)	4
图 2:	华住经营数据呈现类似的周期特征	4
图 3:	美国万豪酒店经营数据同样呈现类似的周期特征	4
图 4:	酒店周期的背后是供给变化滞后导致的阶段性供需错配	5
图 5:	餐饮/住宿业固定资产投资指标与住宿业趋势一致	6
图 6:	2015 年后酒店业进入存量整合阶段	6
图 7:	如家/锦江/华住/星级饭店入住率数据趋势大体一致, 符合行业周期属性	6
图 8:	酒店周期的背后是供给变化滞后导致的阶段性供需错配	7
图 9:	目前的供求态势最接近 2008 年金融危机后的格局	8
图 10:	2020 年酒店门店总量同比-17.4%	9
图 11:	2020 年酒店客房总量同比-13.0%	9
图 12:	疫情后星级酒店数量跌幅扩大, 当前仍未恢复	9
图 13:	20-21 年企查查月均注销“酒店”企业数量	9
图 14:	餐饮住宿固定资产完成额承压	10
图 15:	21 年企查查月均“酒店”企业增量同比下滑	10
图 16:	2021 年酒店投资人对于新酒店投资较为谨慎	10
图 17:	疫情促使酒店投资人加强风险管控	10
图 18:	PMI 反映宏观需求仍有所承压	11
图 19:	2021 年 10 月社融规模环比改善	11
图 20:	疫情反复下出行管控加强对旅游出行造成直接影响	12
图 21:	华住/锦江复苏趋势与铁路/航空一致	13
图 22:	首旅酒店月度复苏情况 (较 19 年同期)	13
图 23:	疫情对酒店入住率的冲击不断减弱	13
图 24:	2021Q2 季度在疫情防控形势稳定的情况下, ADR 先于 OCC 转正	14
图 25:	华住 21Q2 同店 ADR 转正	14
图 26:	首旅 21 年后 ADR 复苏亦领先于 OCC	14
图 27:	当前处于复苏预期重新积累修复阶段	15
图 28:	全球主要国家每百人集中疫苗剂次不断提高	16
图 29:	欧美发达国家防疫严格指数不断下降	16
图 30:	英美出入境政策时间轴	16
图 31:	美国航空客运人次呈线性复苏	17
图 32:	美国航空客运人次呈线性复苏	17
图 33:	美国航空客运人次呈线性复苏	17
图 34:	美国航空客运人次呈线性复苏	17
图 35:	特效药进展对国内酒店龙头股价带来短期提振	18
图 36:	特效药进展对美股酒旅龙头股价带来短期提振	18
图 37:	酒店龙头历史动态估值复盘	19
图 38:	酒店龙头历史股价复盘	20
图 39:	酒店龙头上轮周期各阶段股价驱动因素复盘	21
图 40:	酒店业构成住宿业的主体	22
图 41:	酒店业在住宿业中比重近年来持续提高	22
图 42:	酒店业门店数量	23
图 43:	酒店业整体房量增速趋缓	23
图 44:	每万人拥有酒店数中美差距仍大	23
图 45:	每万城镇人口拥有酒店数中美水平接近	23
图 46:	国内酒店市场竞争格局稳定	24

图 47:	中低端品牌由国内主导, 高端及以上品牌由国际品牌主导	24
图 48:	国内酒店品牌不断向上突破	25
图 49:	国内酒店品牌发展历程	25
图 50:	国内连锁酒店房量维持高增	26
图 51:	国内酒店连锁化率提升空间仍然很大	26
图 52:	国内连锁化率不断提高	26
图 53:	连锁化率提高驱动 TOP4 酒店集团份额提升	26
图 54:	酒店连锁化率提升的驱动因素	27
图 55:	国内人均 GDP 跨过 10000 美元大关 (万元)	27
图 56:	美国酒店连锁化率于 1990 年代快速提升	27
图 57:	城市物业租金水平不断提高 (元/平米/日)	28
图 58:	最低工资水平不断提高 (元/月)	28
图 59:	加盟酒店集团后, 投资回报模型得到显著改善	28
图 60:	外生冲击后连锁化率提高的逻辑此前已有演绎	29
图 61:	21 年 6 月华住签约门店在国内覆盖超过千城	29
图 62:	21 年初至 Q3 锦江签约物业分布均匀, 发力下沉	29
图 63:	美国酒店供给呈橄榄型	30
图 64:	国内酒店供给呈金字塔形	30
图 65:	我国酒店单店客房显著低于美国水平	30
图 66:	国内仍存在大批低端酒店供给	30
图 67:	中国中端酒店供给不足	31
图 68:	我国酒店房价增速长期落后于旅游消费增长	31
图 69:	美国酒店房价增速与旅游支出未见趋势性背离	31
图 70:	我国酒店房价增速长期落后于旅游消费增长	32
图 71:	我国公务员出差住宿费报销标准	32
图 72:	高端&中高端疫情后展现出较强的回报率	32
图 73:	在建中端及以上酒店结构	32
图 74:	国内酒店龙头均推出升级版的经济型品牌	33
图 75:	七天升级成新七天后房价改善明显	33
图 76:	TOP3 酒店集团加盟占比不断提高	33
图 77:	万豪轻资产化门店占比超过 99%	33
图 78:	直营 & 加盟模式对比	34
图 79:	锦江加盟店经营利润率显著高于直营	34
图 80:	得益于较高的加盟占比, 格林 ROE 多年居首	34
图 81:	酒店龙头增长空间核心假设及结论	35
图 82:	酒店龙头提价核心假设及结论	36
图 83:	酒店龙头价升空间测算	36
图 84:	酒店龙头 10 年后业绩测算	37
图 85:	格林酒店加盟占比	37
图 86:	格林酒店净利润率	37
图 87:	TOP3 酒店 10 年业绩增速敏感性分析	37
图 88:	公司成立以来历经多轮资产重组和扩张	38
图 89:	2011-2021 年 Q3 锦江门店规模	38
图 90:	2011-2020 年锦江客房数 CAGR 约为 33.36%	38
图 91:	前端: 锦江 (中国区) 成立, 整合三大主力酒管集团, 实行赛马机制	39
图 92:	锦江管理费率呈现下降趋势	39
图 93:	锦江酒店各项费率变化	39
图 94:	锦江酒店盈利能力有所回升 (右轴-归母)	40

图 95:	锦江酒店赛马制激发了开发团队工作效率	40
图 96:	锦江旗下品牌体系	41
图 97:	锦江构建一中心、三平台的体系	42
图 98:	2019Q1-2021Q3 首旅酒店期间费率大幅下降	42
图 99:	首旅酒店拓店速度明显加快 (单位: 家)	42
图 100:	首旅酒店云系列酒店数保持高速增长	43
图 101:	首旅酒店中端以上酒店数(家)占比仍然较低	43
图 102:	首旅布局高端“赛道”, 升级会员权益	44
图 103:	2016-2020 年头部三家酒店直营占比情况对比	45
图 104:	首旅酒店轻资产战略持续推进	45
图 105:	首旅酒店毛利率受疫情冲击下跌也最严重	45
图 106:	2021Q3 首旅酒店不同地区客房数分布	46
图 107:	2021Q3 首旅酒店在各地的酒店分布	46
图 108:	2011 年至今汉庭品牌酒店数量变化情况	47
图 109:	2011 年至今全季品牌酒店数量变化情况	47
图 110:	截至 2021Q3 华住旗下中高端以上品牌酒店数	47
图 111:	截至 2021Q3 华住旗下中高端酒店占比达 5.75%	47
图 112:	华住集团目前品牌矩阵 (不包含永乐华住旗下品牌)	48
图 113:	华住营收(万元)归母净利润率	49
图 114:	中高端 RevPAR 对整体 RevPAR 拉动作用明显	49
图 115:	2010-2020 年间华住会会员 CAGR 达 50.99%	49
图 116:	公司会员渠道销售额占比超七成	49
图 117:	杭州 Pagoda 君亭酒店客房一景	50
图 118:	上海中星君亭酒店餐厅一景	50
图 119:	君亭酒店物业多选址客流量大、交通便捷地点	52
图 120:	杭州瘦西湖君亭酒店外景	52
图 121:	君亭酒店与可比公司 ADR 对比	53
图 122:	君亭酒店与可比公司 RevPAR 对比	53
图 123:	君亭酒店三费率变化情况	53
图 124:	君亭酒店与可比公司期间费用率对比	53
图 125:	君亭酒店业务收入构成	54
图 126:	君亭酒店直营收入占比超 94%	54
图 127:	锦江 2022 年业绩敏感性分析	55
图 128:	首旅 2022 年业绩敏感性分析	55

表格目录

表 1:	防疫政策注重对出行的严格管控, 一般持续时间在 1 个月左右 (以黑河市近期抗疫政策为例)	12
表 2:	当前国内外在研新冠特效药情况	18
表 3:	创始人吴启元所获殊荣	51
表 4:	公司品牌及目标消费人群	52

分析师与研究助理简介

刘文正，2016年加入国泰君安证券研究所，2016-2017年连续两年新财富第二名团队成员；2017加入安信证券担任社会服务及零售行业首席分析师，2020年新财富最具潜力分析师奖，2020年新财富批零社服行业第六名，2019-2020年新浪金麒麟社会服务及零售行业新锐分析师第一名及金牛奖等；有较为丰富产业资源及较高业内口碑，担任中国整形业协会创投分会常务理事委员，善于产业链前瞻性研究及优质标的深度挖掘。2021年加入民生证券担任研究院院长助理，新消费组组长，社服零售及纺织服装行业首席分析师。

饶临风，伦敦政治经济学院硕士，南京大学学士。曾于英国基础设施基金Broughton Capital Group/东北证券任职，2021年加入民生证券，现任社会服务行业研究助理。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。