

拥抱复苏，强者恒强

——2022年酒店行业投资策略

行业评级：看好

2021年12月8日

姓名	李丹
邮箱	lidan02@stocke.com.cn
电话	021-80108040
证书编号	S1230520040003

一、核心观点

- **供给出清，龙头集中，周期叠加成长带来新机遇。** 疫情下行业弱势供给加速出清，龙头酒店集团享行业连锁化红利，实现逆势扩张，提升市场份额。龙头酒店集团加速展店，成长性突出，行业周期性的影响相对减弱，在消费升级趋势下，行业需求长期向好趋势确定，在市场下沉、加盟扩张、中端升级驱动下，未来有望保持高速增长态势。

二、2022年展望

- **2022年酒店业国内需求有望基本恢复至疫情前。** 1) 2021年7月国内酒店经营情况已基本恢复至疫情前，虽受局部疫情短期扰动，但整体向好趋势不改。2) **社零增速连续两月回升，消费韧性显现，或迎来确定性复苏**，酒店业有望迎来景气周期。
- **行业向龙头集中，我们预计酒店龙头加盟占比、中高端占比将继续提升。** 1) 根据盈蝶数据，2018-2020年，我国酒店业CR3、CR5、CR10分别提升1.4、1.9、2.6pct，预计2022年行业将继续向龙头集中。2) 较18Q1而言，21Q3首旅、锦江、华住中端酒店占比分别提升10pct、25pct、15pct。基于消费升级趋势，对标欧美成熟酒店市场中高档酒店占比约50%，随着中产人群规模扩大，我们认为我国中高档酒店占比（2020年为27%）有较大提升空间。

三、重点个股

- **建议关注锦江酒店：**规模优势明显，管理已现改善，境外复苏加快。1) 截至21Q3末，锦江酒店开业门店数量为10195家，位列国内第一、全球第二；2) 公司在各价格带中均有已形成一定规模的强势品牌，在下沉路径中具备强有力抓手，能够充分享受行业整合红利；3) **境内酒店业务利润率持续提升，经营效率现明显改善；人事垂直化、扁平化管理，整合效果渐显**，2016-2019年，公司境内酒店业务收入CAGR为16%，对应归母净利润CAGR为41%，归母净利润率从4.3%提升至7.8%；维也纳、铂涛创始人先后卸任CEO，2020年起锦江中国区公司引进维也纳、铂涛管理人员进入中高层管理，并打破子公司间壁垒对品牌重新划分管理，我们认为管理效率未来有望进一步提升。
- **推荐首旅酒店：**1) 三年内规模有望翻倍，国内需求回暖阶段业绩修复速度有望领先。2) 2022年业绩催化足。北京环球影城度假区于2021年9月开业，园内2家度假酒店管理方的50%股权将于2022年底前注入上市公司，有效增厚业绩。
- **推荐华住集团：**经营管理效率高，好产品、强流量造就强劲盈利能力，看好快速扩张下公司长期投资价值。

四、催化剂

- 1) 疫情修复超预期；
- 2) RevPAR增长超预期；
- 3) 龙头展店增速超预期。

风险提示

- 1、疫情恢复不及预期；
- 2、需求恢复不及预期；
- 3、展店速度不及预期。

目录

CONTENTS

01 酒店行业投资策略

- (1) 酒店具有典型周期成长属性，门店扩张+供需向好是核心增量
- (2) 供给端：单体出清，龙头加速扩张，中端升级
- (3) 需求侧：国内疫情扰动，但向好趋势不改，国际复苏态势明显
- (4) 周期复苏临近，把握供需大周期
- (5) 驱动力：市场下沉、加盟扩张、中端升级

02 利润弹性测算

- (1) 出租率 ± 1 pct
- (2) RevPAR $\pm 1\%$
- (3) 境外RevPAR $\pm 1\%$

03 行业机会与重点个股

- (1) 建议关注锦江酒店
- (2) 推荐首旅酒店
- (3) 推荐华住集团

01

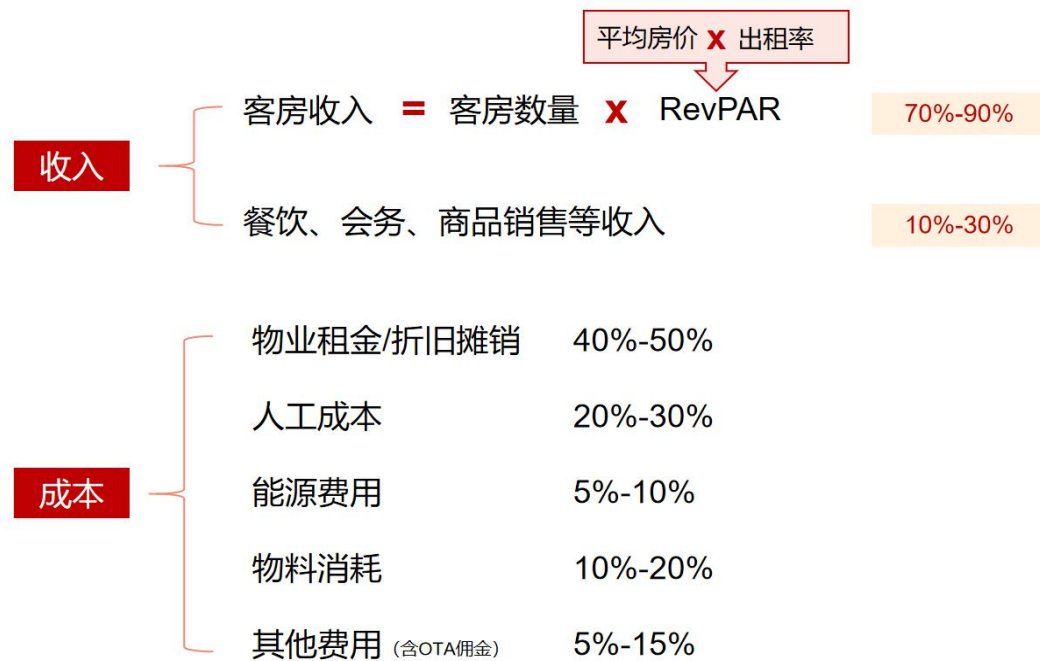
酒店行业 投资策略

**供给出清，
龙头集中，
周期叠加成长带来新机遇**

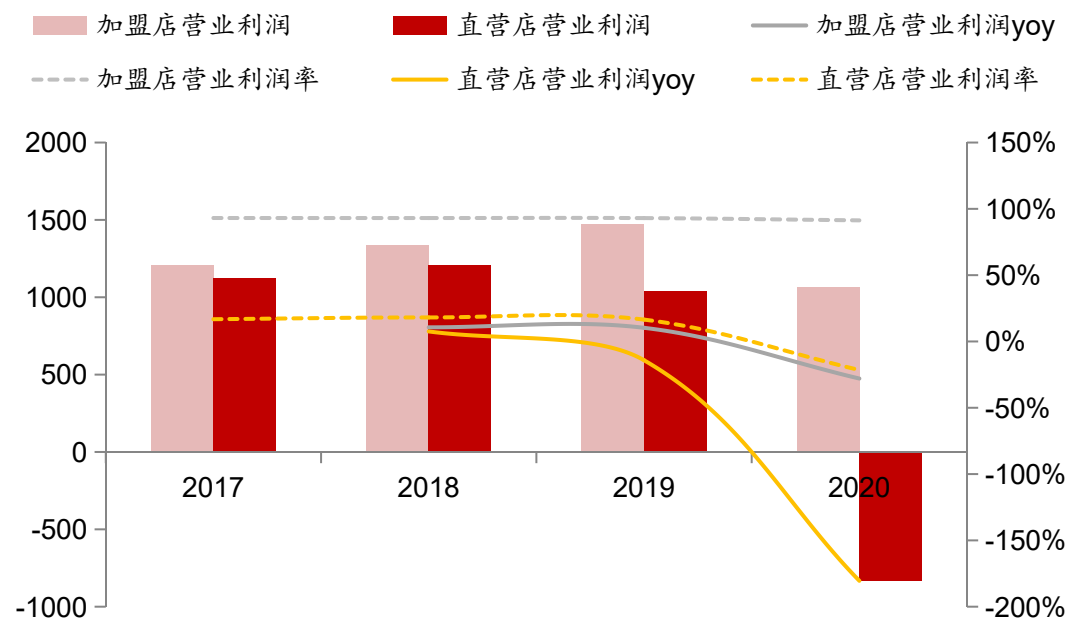
1.1 酒店具有典型周期成长属性，门店扩张+供需向好是核心增量

- 酒店业收入规模由客房数量与RevPAR决定，酒店集团依赖门店扩张（以加盟为主）实现供给增长，通过轻资产化提升盈利水平。
- 直营模式经营杠杆高，具强周期性：**
 - 品牌方自负盈亏：**品牌方通过在租赁物业或自有物业上独立经营酒店，取得收入并承担损失。
 - 盈利模式：**特定酒店供给相对固定，收入主要随RevPAR变化，物业租金、折旧摊销、能源费用等固定成本费用占比约6成。
 - 毛利随供需差周期波动，弹性较大：**以首旅酒店为例，当经济下行时，RevPAR明显下降，直营店收入明显下降，而固定成本基本上不随入住率发生变化，且人工成本短期压缩弹性也不高，因此，酒店营业利润将快速下滑；当经济复苏时，直营店利润将快速恢复，显现高业绩弹性。

图：酒店在直营模式下的盈利拆分



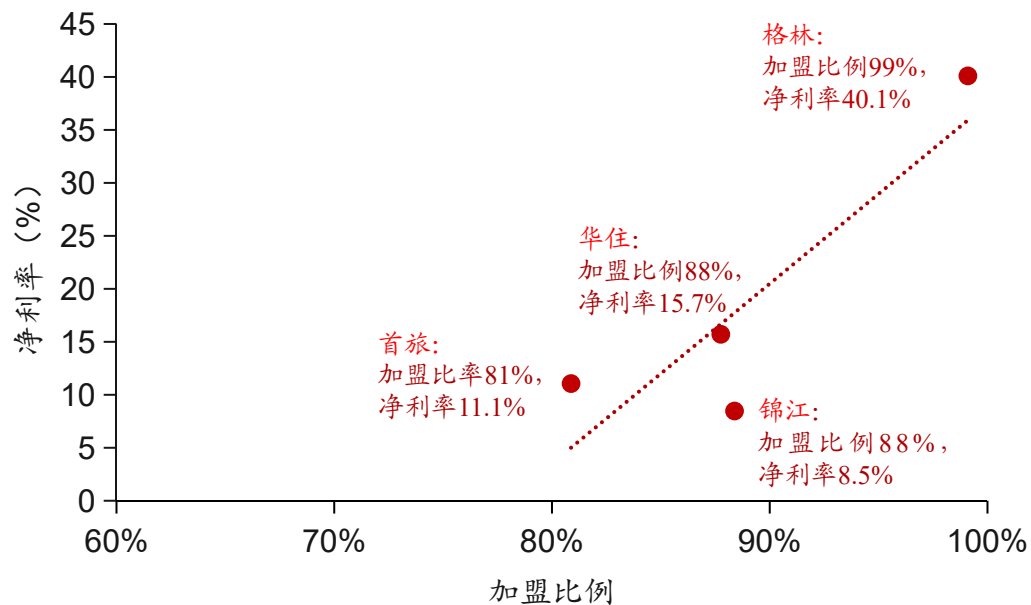
图：首旅酒店直营、加盟店单店毛利及同比情况



1.1 酒店具有典型周期成长属性，门店扩张+供需向好是核心增量

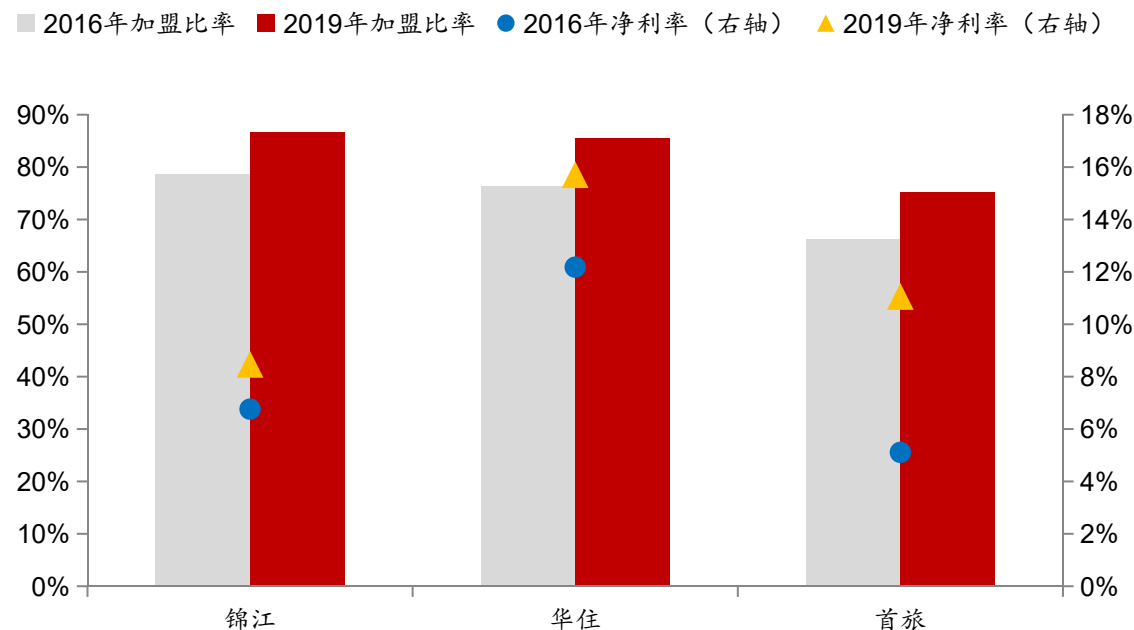
- 酒店业收入规模由客房数量与RevPAR决定，酒店集团依赖门店扩张（以加盟为主）实现供给增长，通过轻资产化提升盈利水平。
- 加盟模式具备高成长性：**相比直营模式而言，加盟模式为轻资产运营，无资本开支，分享经营成果但基本不承担经营成本，是集团加速供给扩张的重要手段，同时加盟模式的高毛利率能提升酒店集团整体盈利能力。**1) 横向对比：**2019年我国上市酒店集团的净利率与其加盟比率基本呈正相关关系，其中，格林酒店加盟比率约为99%，净利率达到40.1%，远超出华住、锦江、首旅。**2) 纵向对比：**2016-19年，华住、锦江、首旅客房数量加盟比率分别提升9.1、8.2、9.1pct，净利率分别提升3.5、1.7、6.0pct。

图：加盟比率提升能有效增加酒店集团净利率



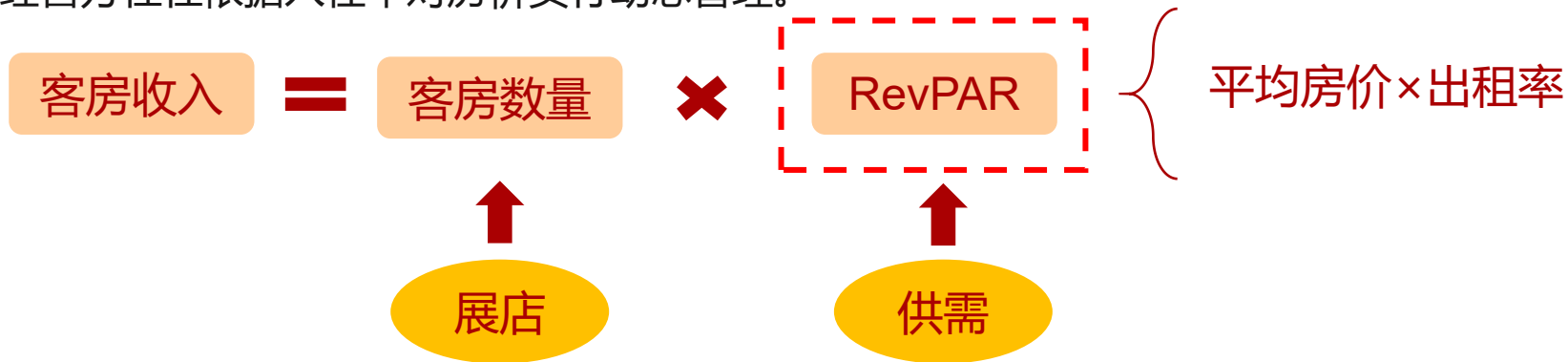
注：图中数据为2019年正常情况下的表现

图：酒店集团净利率随着加盟比率提升

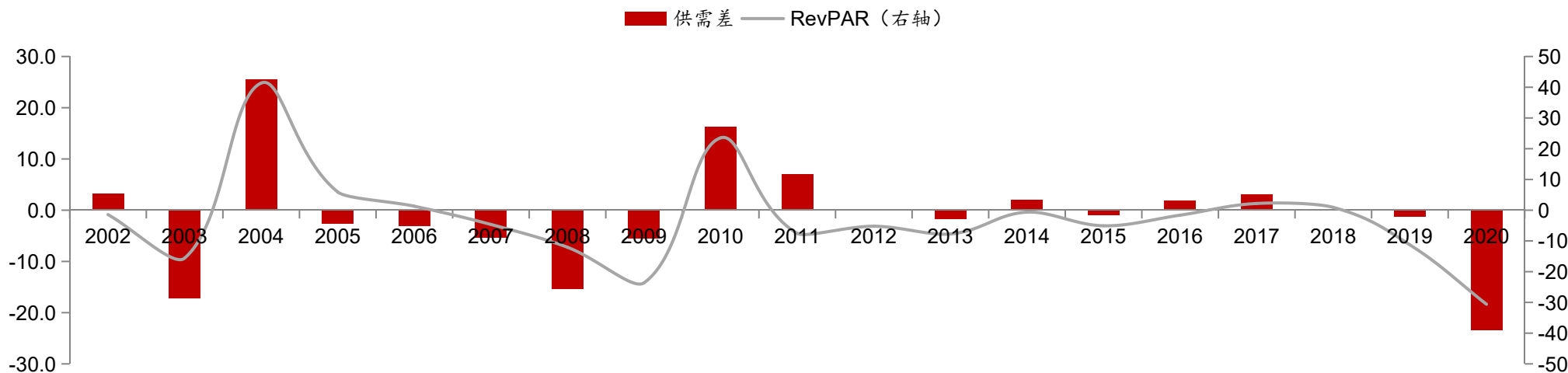


1.1 酒店具有典型周期成长属性，门店扩张+供需向好是核心增量

- **门店扩张+供需向好是酒店收入提升的关键因素。** 1) 酒店产品不可储存，故增加客房供给量是提升收入规模的重要手段； 2) 酒店前期筹备资金投入较高、建设时间较长，且酒店物业退出限制较大，因此，行业供给增速较为稳定，供需差主要取决于需求波动。酒店经营方往往依据入住率对房价实行动态管理。



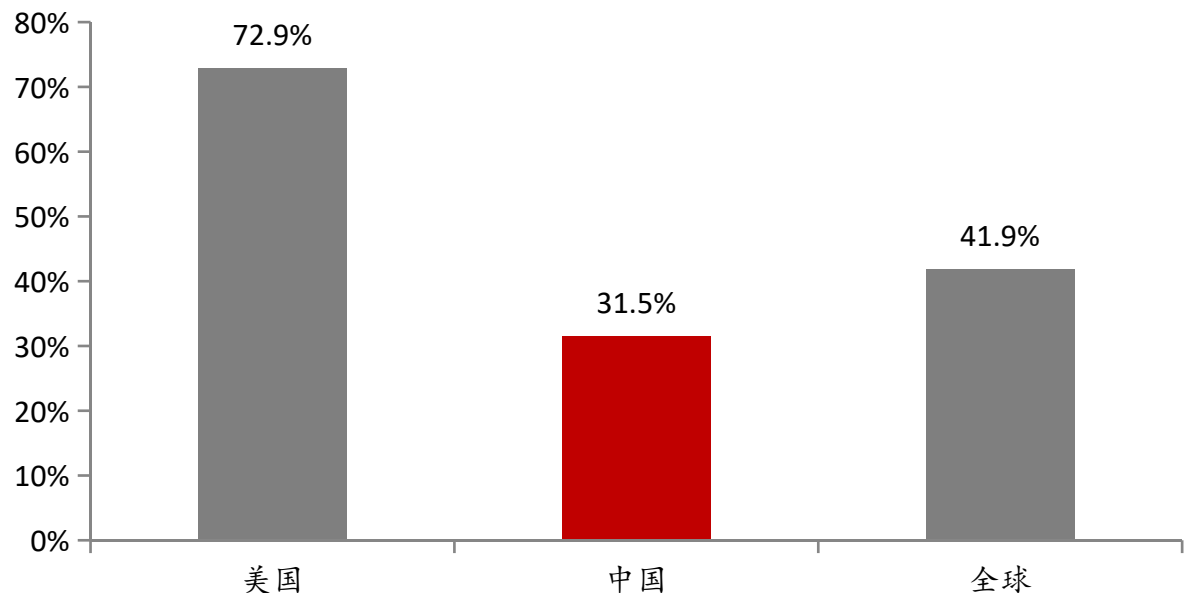
图：酒店行业供需差与RevPAR增速呈正相关关系



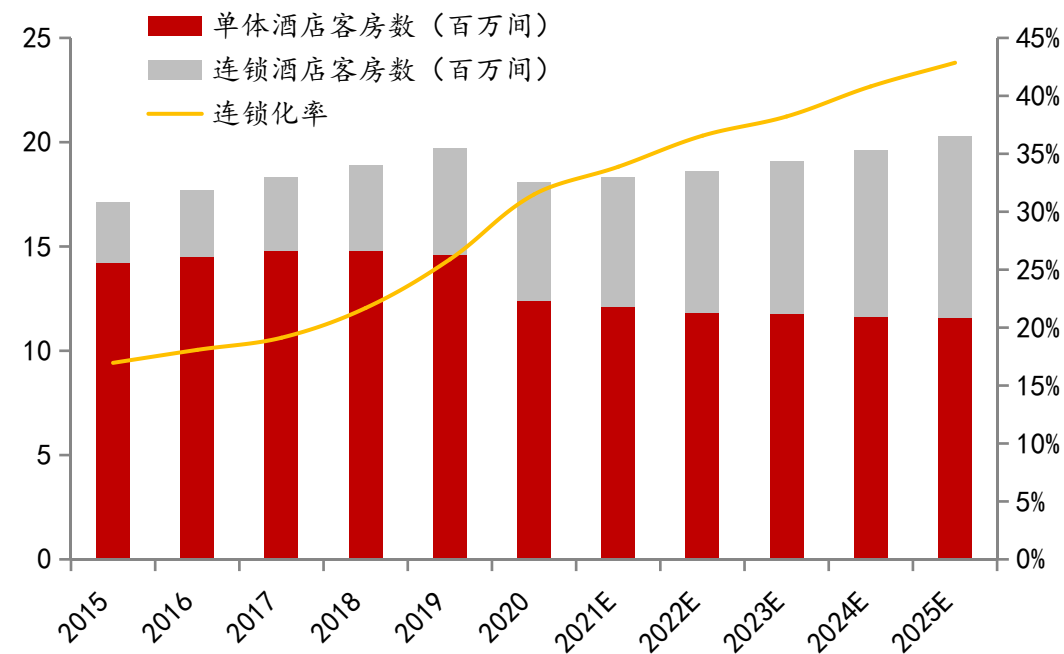
1.2 供给端：单体出清，龙头加速扩张，中端升级

- 疫情促进弱势单体酒店出清，行业处于加速整合中。**疫情影响下，单体酒店抗风险能力更差，2020年，我国酒店数量同比下降17.5%，单体酒店退出6.2万家，连锁酒店数量增加5.8%；客房数量同比下降13.0%，但连锁酒店客房数量增加3.7%，相当于单体酒店客房数同比减少18.8%；年末我国连锁酒店品牌（开业3家及以上）为2668个，较上年末增加35%。
- 我国酒店业结构分散，连锁化率有待提升。**根据亚朵酒店招股说明书援引的弗若斯特沙利文数据，按连锁酒店客房数量占全国酒店客房数量计算渗透率，2020年，国内连锁酒店渗透率同比提升5.6pct至31.5%，增速快于2016至2019年，但渗透率仍低于全球41.9%的平均水平和美国72.9%的水平，有较大提升空间。

图：2020年中国连锁酒店渗透率低于美国和世界平均水平



图：中国连锁酒店渗透率2020年提升5.6pct



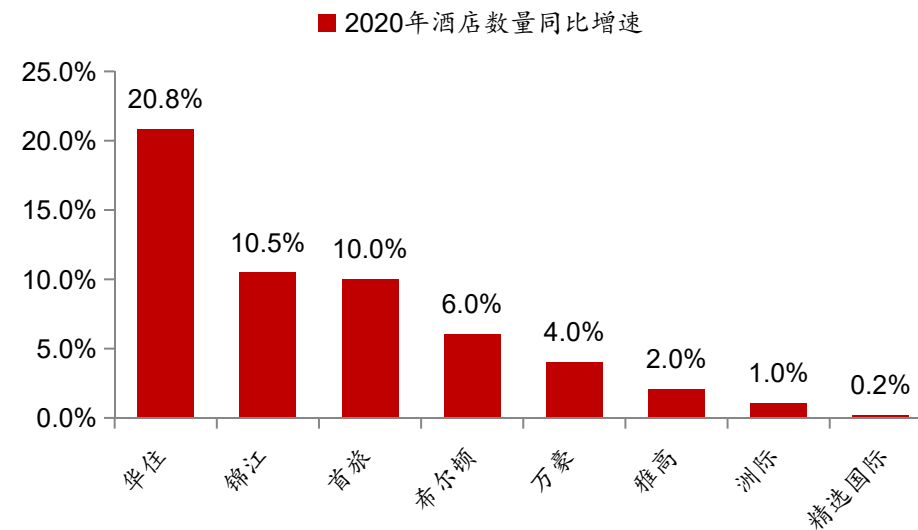
1.2 供给端：单体出清，龙头加速扩张、中端升级

□ 龙头酒店集团具备竞争优势，享行业连锁化β，疫情下逆势加速扩张。

1) 2020年，锦江酒店、华住集团、首旅酒店客房规模分列我国酒店业前三；在全球酒店业中，供给规模分列第2、7、10位。在酒店数量同比增速方面，华住、锦江、首旅分别为20.8%、10.5%、10.0%，超出全球前十大酒店中的海外酒店集团。

2) 疫情下行业弱势供给出清，龙头酒店集团连锁化进程更顺畅，通过加盟模式实现快速扩张；2021年前三季度，锦江、华住、首旅累计净增酒店数量789、676、560家。

图：2020年全球主要酒店集团酒店数量同比增速



表：锦江、首旅、华住当季净增酒店数量（家）

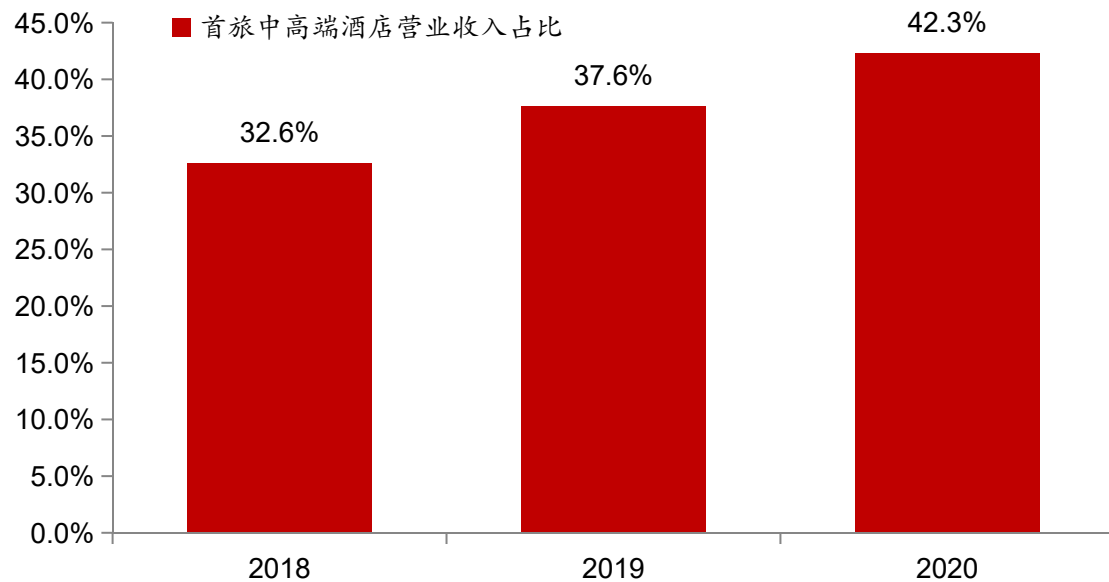
	Q1			Q2			Q3			Q4		合计		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2019	2020	21Q1-3
锦江	188	133	157	218	172	262	312	298	370	353	289	1071	892	789
华住	166	220	92	269	233	243	486	319	341	467	279	1388	1051	676
首旅	12	-38	97	56	44	240	57	182	223	276	257	401	445	560

1.2 供给端：单体出清，龙头加速扩张、中端升级

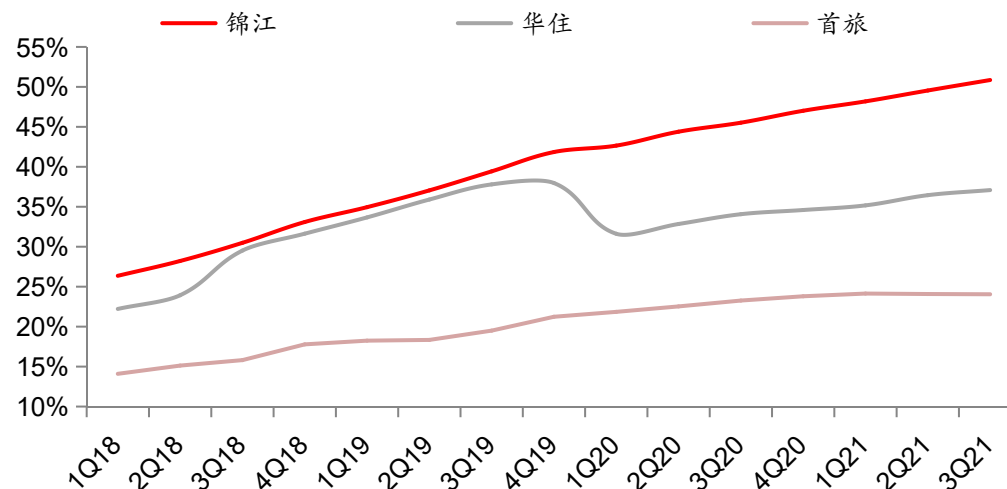
□ 龙头持续推进加盟模式加速扩张，中端酒店占比持续提升。

- 1) 中端酒店不仅符合消费升级的需求，更是酒店提升平均房价的重要手段，根据华住集团公告，15-19年我国经济型酒店房价CAGR仅为1.7%，不及GDP增速，亦无法覆盖物业租金增速（一线城市为4.2%）、人工薪酬增速（平均为5.1%）。
- 2) 较18Q1而言，21Q3首旅、锦江、华住中端酒店占比分别提升10pct、25pct、15pct。

图：首旅中高端酒店收入占比持续提升



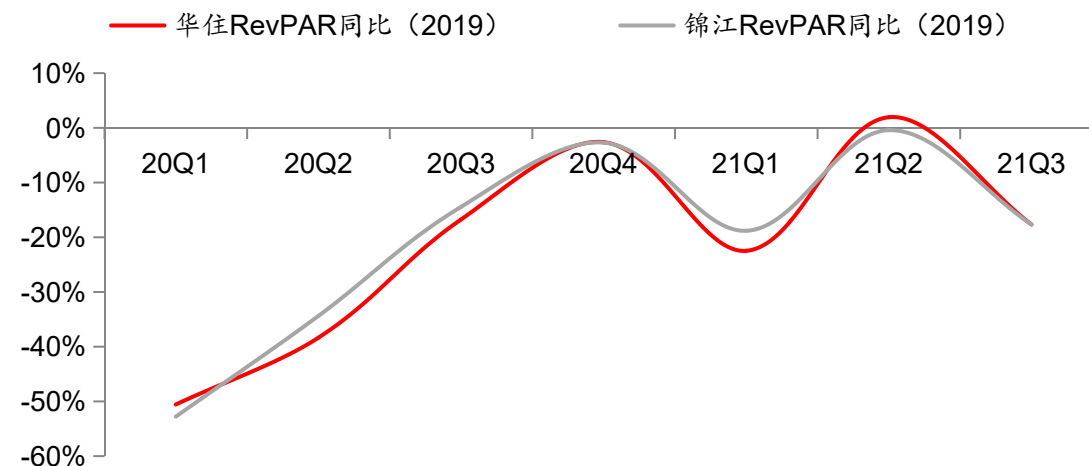
图：上市酒店集团中端酒店占比



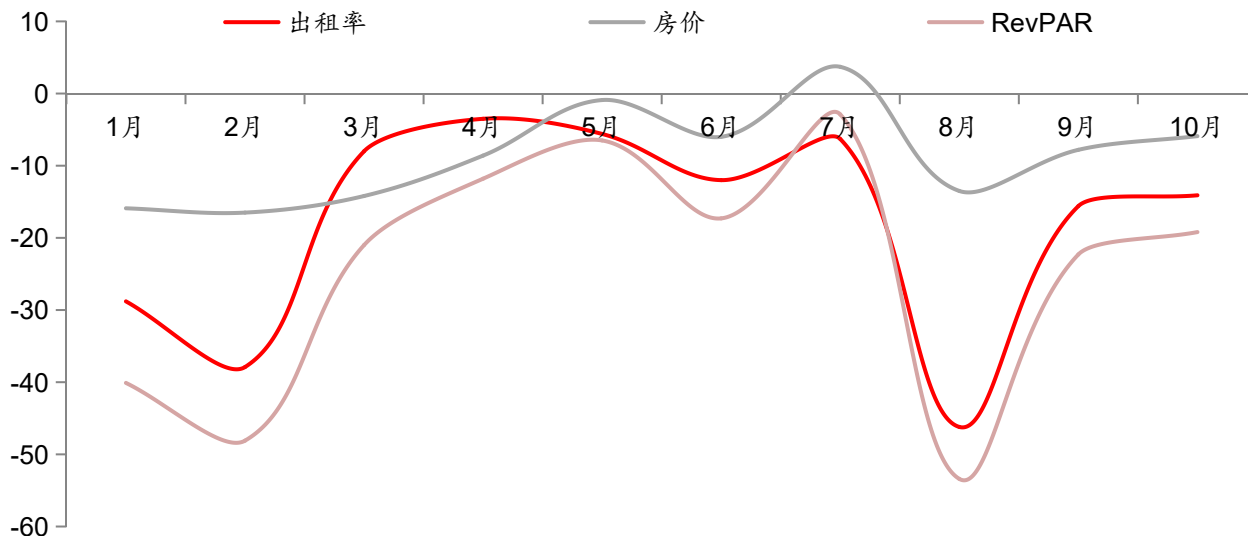
1.3 需求侧：国内疫情扰动，但向好趋势不改，国际复苏态势明显

- 2021年7月国内酒店经营情况已基本恢复至疫情前，虽受局部疫情反复短期扰动，但整体向好趋势不改。根据STR数据，2021年7月，境内酒店平均房价同比2019年同期增长3.7%，RevPAR恢复至97%，整体收入规模较2019年增长2.5%。
- 在本土疫情影响较小时，龙头酒店集团境内门店经营情况已基本恢复。21Q2，华住、锦江境内酒店RevPAR已恢复至疫情前水平；根据首旅酒店半年报，公司7月中上旬（南京疫情扩散前）经营情况已恢复至疫情前。

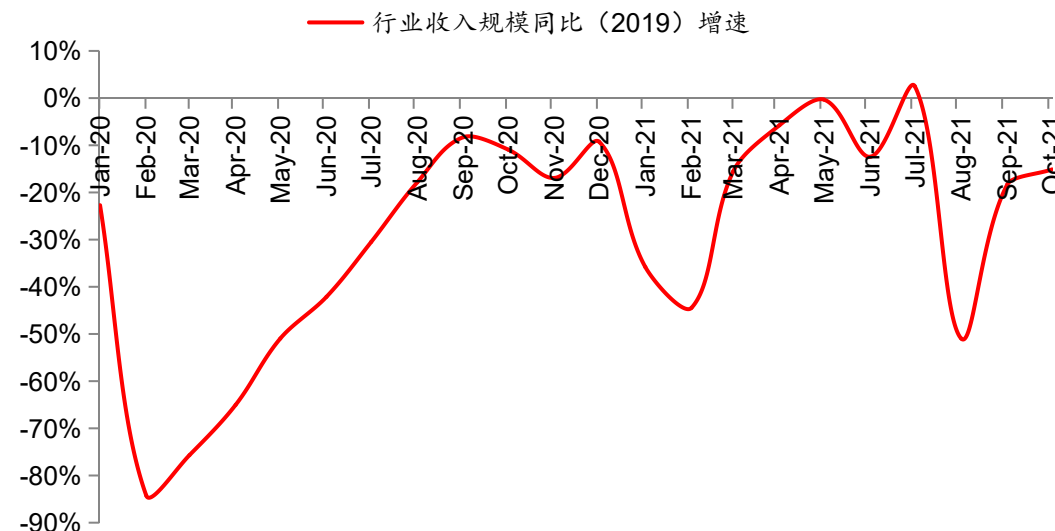
图：华住、锦江境内酒店RevPAR同比（2019）增速



图：我国境内酒店RevPAR同比（2019）增速



图：我国境内酒店营业收入同比（2019）增速

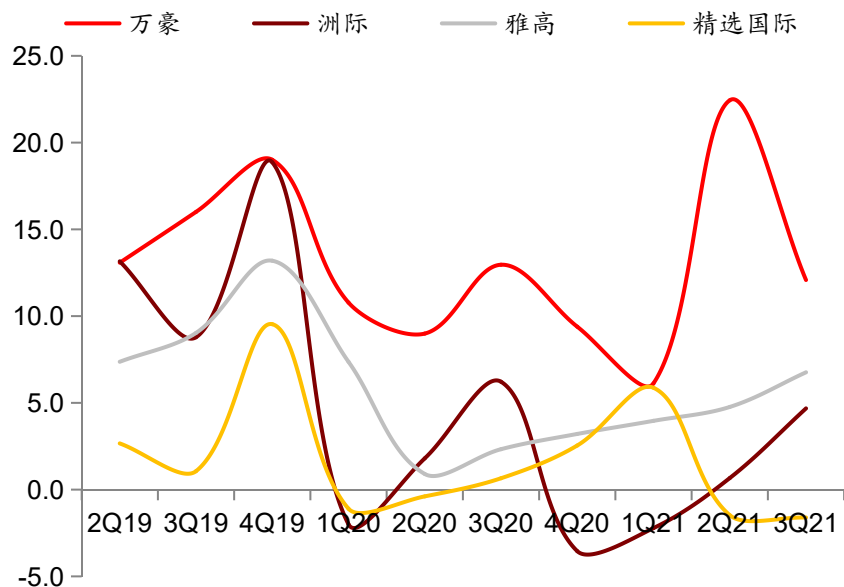


资料来源：STR、公司公告，浙商证券研究所

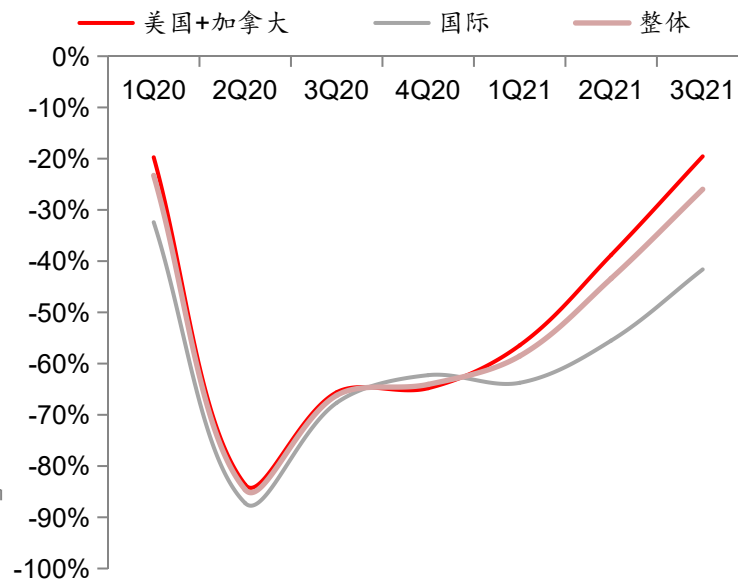
1.3 需求侧：国内疫情扰动，但向好趋势不改，国际复苏态势明显

□ 随着海外多国开放边境，Q3欧美酒店业现明显复苏趋势。以全球最大酒店集团万豪为例，1) 21Q2万豪展店速度超过疫情前；2) 21H1万豪大中华区RevPAR领先全球：根据万豪集团2021半年报，21H1大中华区全系统RevPAR为64.3美元，较2020年增长97%，超出北美市场的63.9美元，在万豪全球布局中处于领先地位；大中华区入住率为55%，高于北美的48%，亦居于全球之首；3) 21Q3欧美增势强劲：相较于2019年，Q3大中华区RevPAR下降27%，加勒比和拉美地区业绩最接近疫情前，北美（美国+加拿大）入住率降幅最小，RevPAR恢复8成。

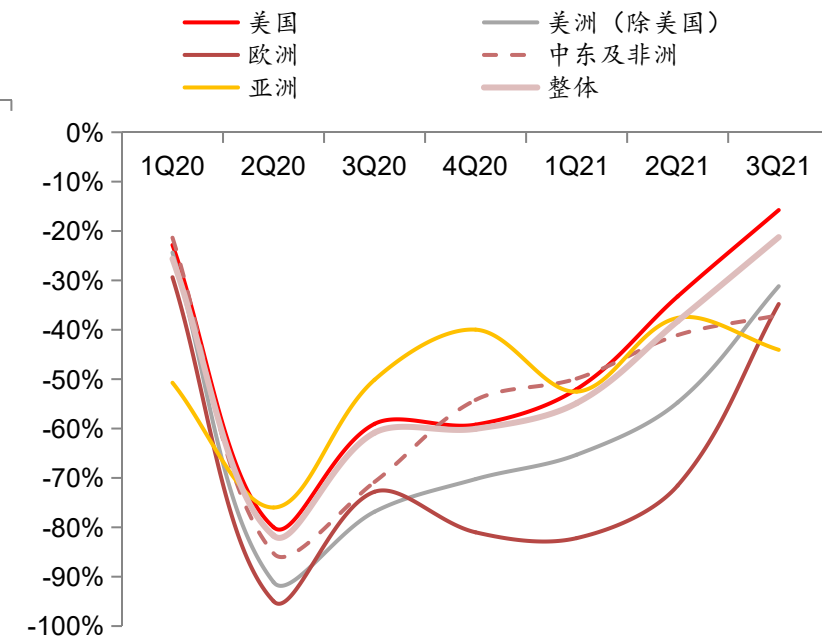
图：海外酒店集团当季净增客房数量（千间）



图：万豪集团RevPAR同比增速



图：希尔顿酒店RevPAR同比增速



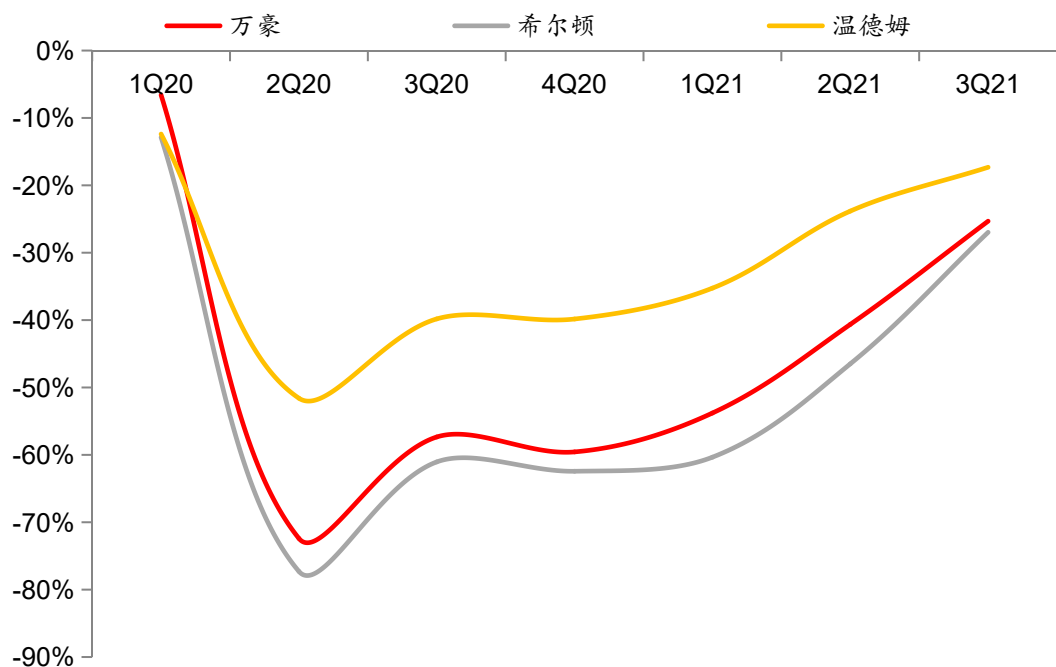
1.3 需求侧：国内疫情扰动，但向好趋势不改，国际复苏态势明显

□ 21Q1起海外酒店集团陆续扭亏为盈，Q3希尔顿净利润已恢复至19年同期的84%。

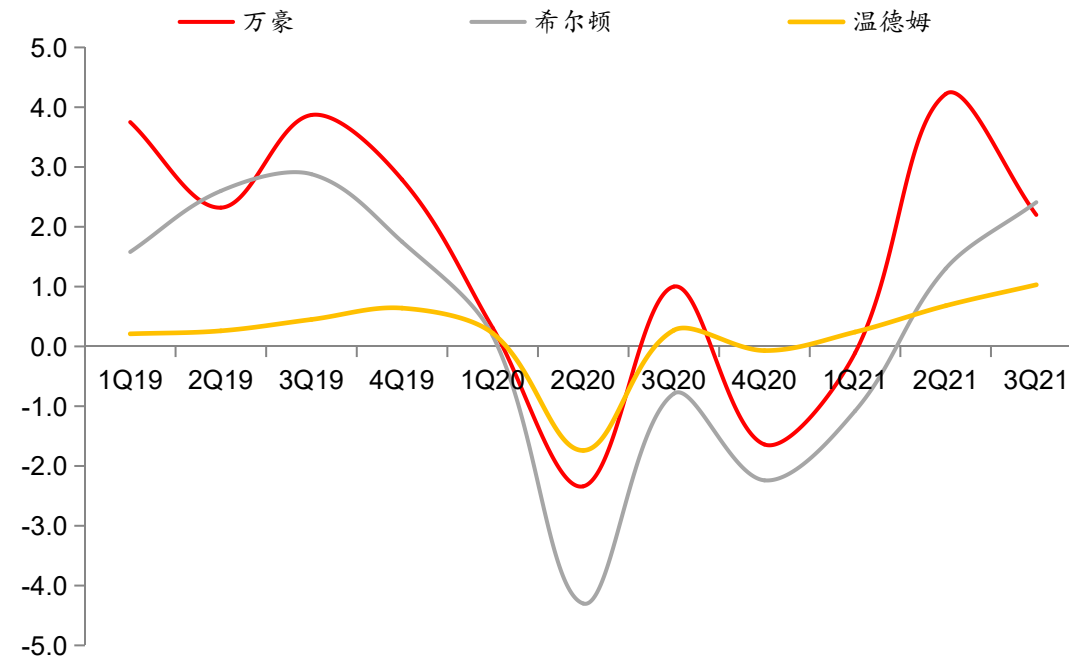
1) 营业收入：21Q3万豪、希尔顿、温德姆酒店集团营业收入较19Q3分别-25%、-27%、-17%，环比分别+25%、+32%、+14%。

2) 归属于普通股股东净利润：21Q1温德姆酒店集团率先盈利，21Q2万豪、希尔顿扭亏为盈。21Q3万豪、希尔顿、温德姆酒店集团分别实现归属于普通股股东净利润2.2、2.4、1.0亿美元，较19Q3分别-43%、-16%、+129%，环比分别-48%、+85%、+51%。

图：海外上市酒店集团营业收入同比（2019）增速



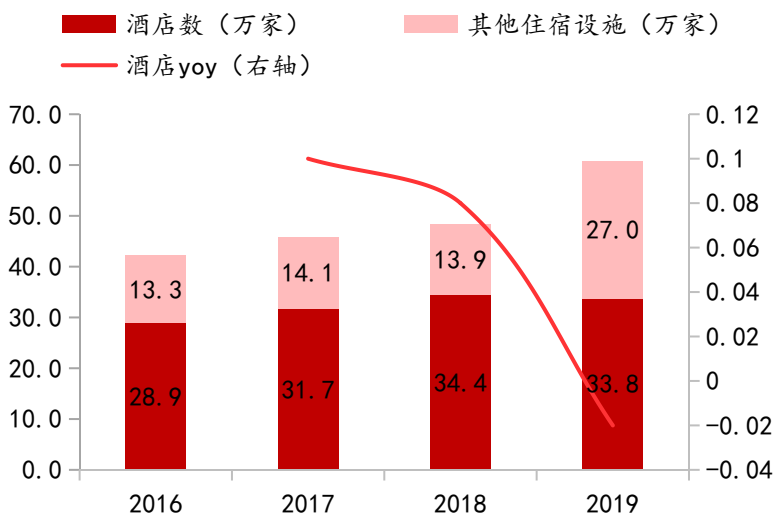
图：海外上市酒店集团归属于普通股股东净利润（亿美元）



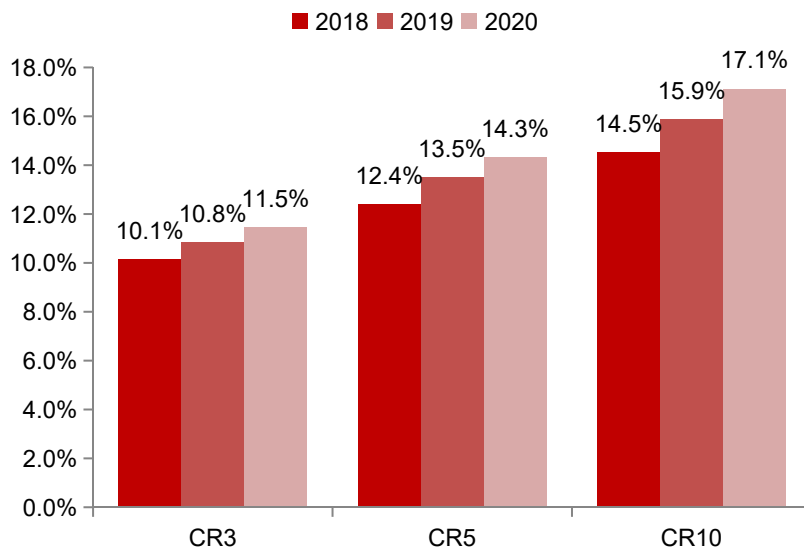
1.4 门店增量：龙头提出“三年万店”目标，三年复合增速18%-27%

- 我国酒店业总规模趋于饱和，2019年酒店数量负增长。根据盈蝶数据，2019年末，全国住宿业设施为60.8万家/+26%，其中酒店数量为33.8万家/-2%（占比56%）。
- 连锁化势不可挡，行业市场份额集中度持续提升。根据盈蝶数据，2018-2020年，我国酒店业CR3、CR5、CR10分别提升1.4、1.9、2.6pct。
- 龙头展店速度远超行业水平：1) 首旅“三年万店”：2021年首旅总经理孙坚表示要为三年万店的目标奋斗。2) 华住“三年千城万店”：2019年底，华住集团CEO季琦提出三年内华住集团酒店数量达1万家，并力争把汉庭开到每一个县城。3) 锦江“三年新签万店”：据北京商报报道，锦江集团中国区未来三年的目标是要新签1万家酒店，新开业7000家酒店。基于以上数据，我们可以计算得锦江、华住、首旅21-23年开业酒店数量CAGR分别为18.2%、22.5%、26.9%。

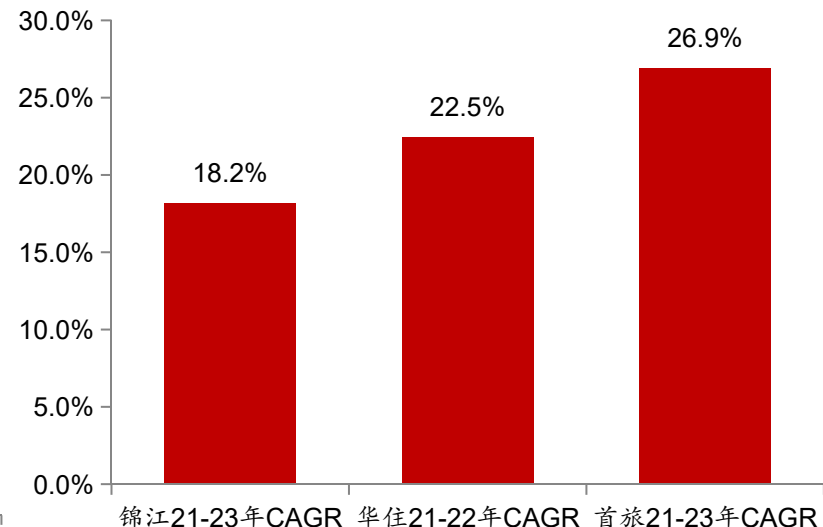
图：我国酒店规模增速趋缓



图：我国酒店业市场集中度提升



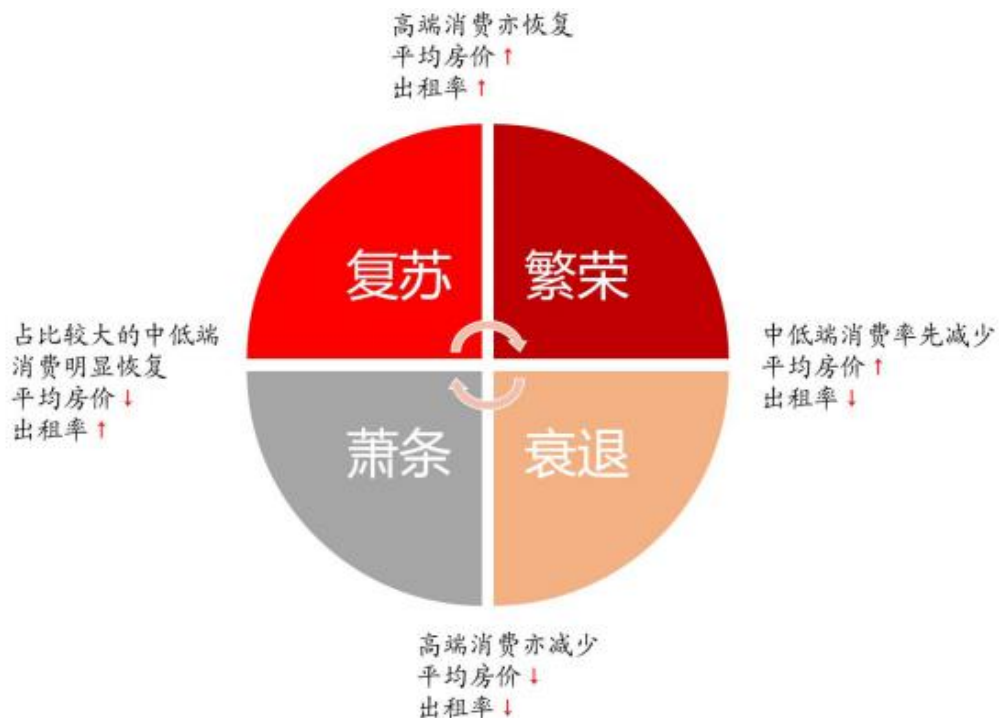
图：锦江、华住、首旅21-23年开店计划



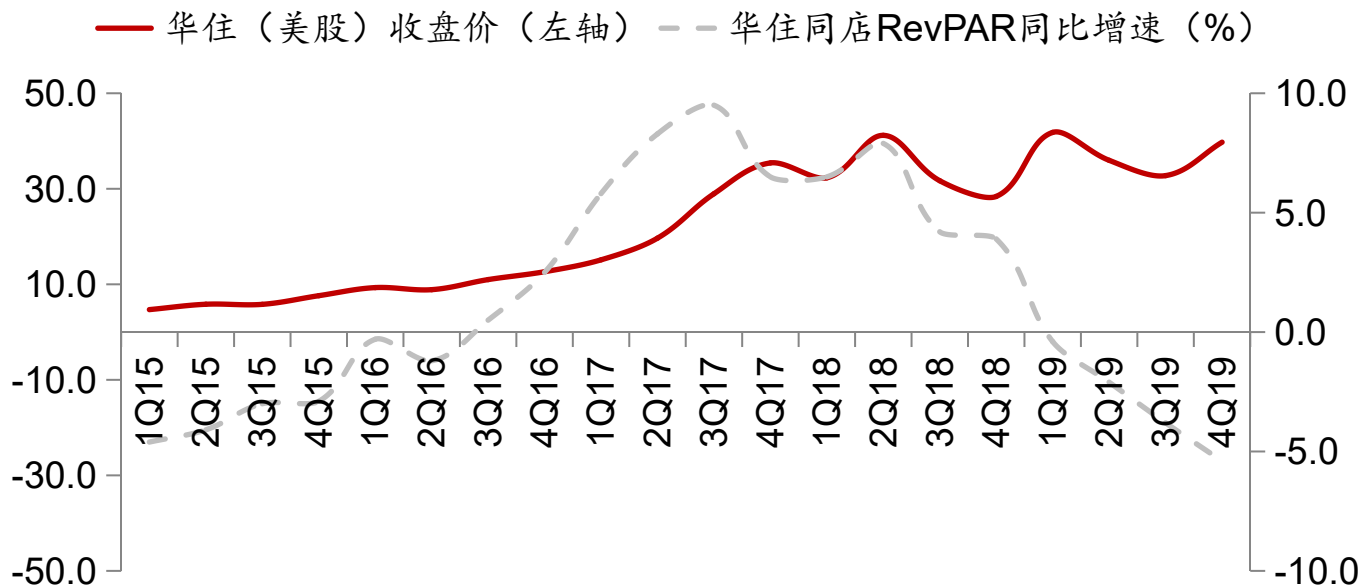
1.5 周期复苏临近，把握供需大周期

- 房价、出租率双双复苏，酒店业有望迎来景气周期。** 基于酒店盈利模型，我们绘制了酒店行业的周期轮动时钟，如下图所示。当经济逐渐复苏，住宿行业需求将随之回升。
- 把握供需大周期，建议关注RevPAR增速指标：** 酒店RevPAR是行业供需关系变化的指向标，以华住集团（美股）为例，当RevPAR增速上行时，股价亦为上涨趋势；当RevPAR增速开始下滑时，股价缺乏上涨驱动力。随着行业需求恢复，RevPAR将出现明显反弹；同时，龙头酒店集团逆势扩张提升市场占有率，同时内部加盟占比稳步提升，坚持中高端升级战略，集团整体RevPAR有望稳中有升。

图：酒店行业周期轮动时钟



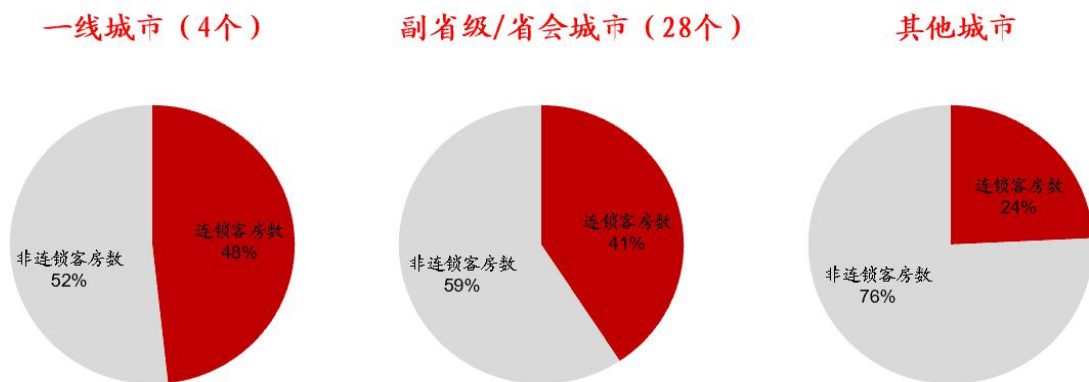
图：华住集团股价走势与RevPAR同比增速(%)



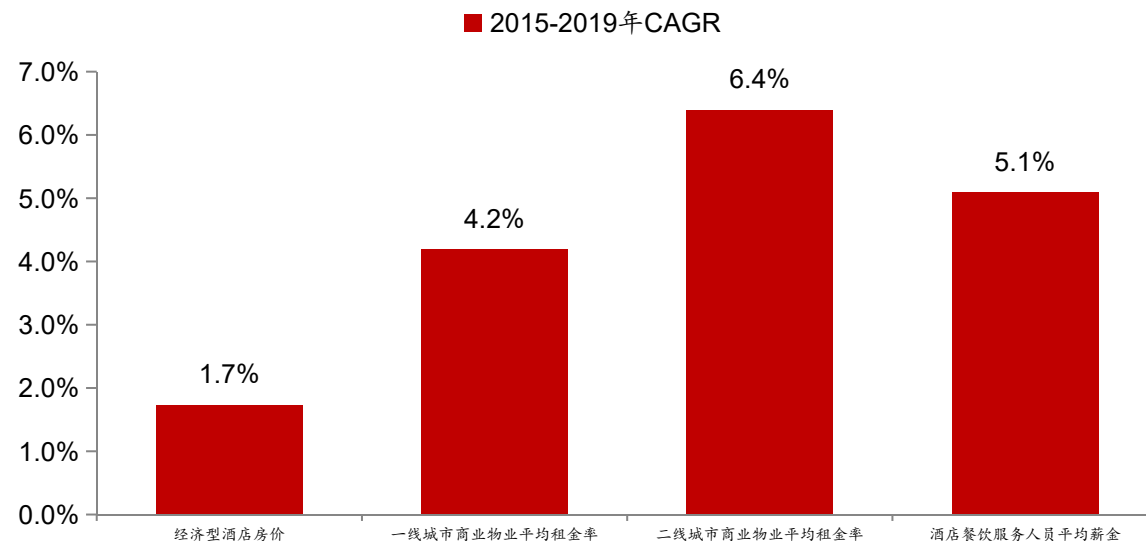
1.6 驱动力：加盟扩张、市场下沉、中端升级支撑龙头中长线成长

- **扩量：下沉三四线市场打开广阔增量空间，加盟模式提升扩张效率。** 由于酒店产品不可储存，扩大供给是提高收入规模的重要手段。连锁酒店集团一方面可以依靠新增物业展店，另一方面可以通过推动单体酒店加盟实现“从存量要增量”，低线城市连锁化率相对更低，拥有巨大增量空间，。近年酒店龙头均加大对非标加盟品牌的支持力度（21Q3末首旅酒店轻管理品牌酒店数量占比24.2%），降低加盟门槛，力图抢占更多低线城市的单体酒店资源。
- **提价：RevPAR随供需关系改善而提升，发展中高端抓住消费升级需求。** 1) 供需出现顺差时，酒店出租率将提升，经营方往往通过出租率动态调整房价；2) 酒店房价增速往往不及固定成本增速，根据华住招股书，2015-2019年，经济型酒店房价CAGR为1.7%，大幅低于物业租金、人工薪金增速；2019年，酒店龙头旗下中端酒店平均房价一般为经济型酒店的1.6-2.1倍，而同一场景下分摊到单房的成本提升幅度相对较小，故酒店集团可通过提升中高端占比提升利润率。

图：2020年末我国低线城市连锁化率较低



图：经济型酒店房价增速低于主要成本增速



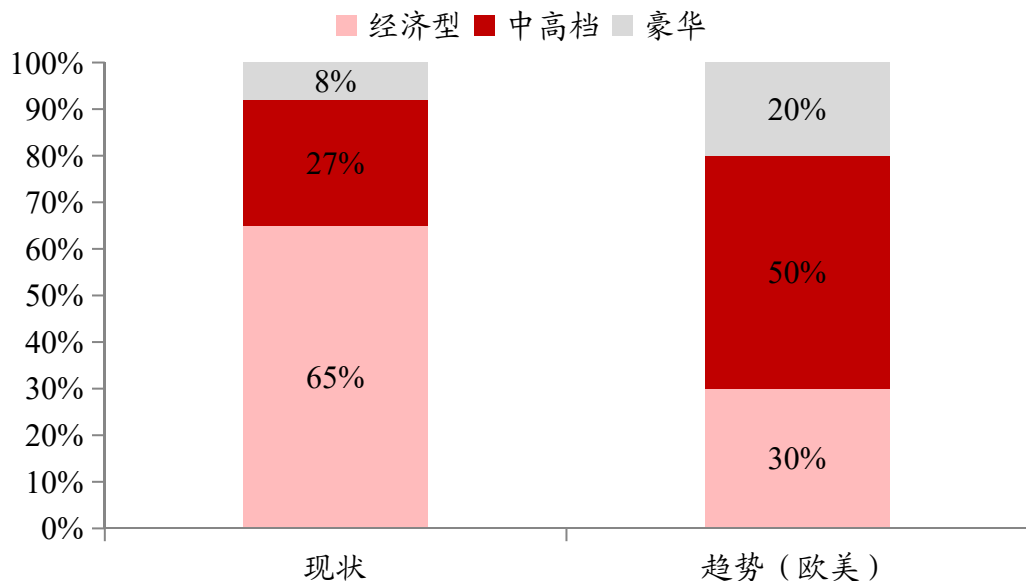
1.6 驱动力：加盟扩张、市场下沉、中端升级支撑龙头中长线成长

加盟酒店业务降本提效，向中端升级提升盈利能力，对酒店龙头中长线成长形成强支撑。

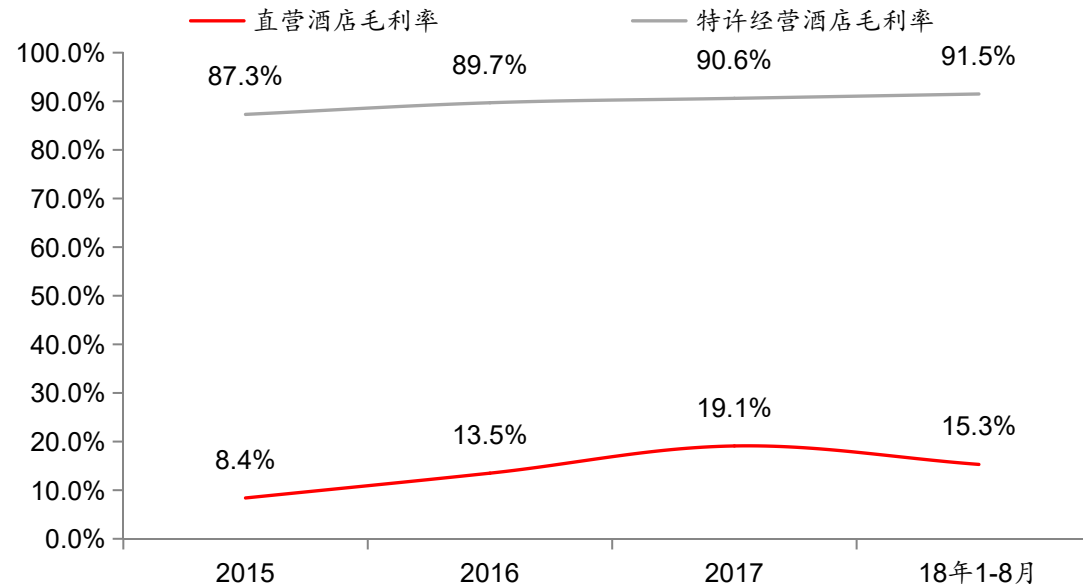
1) 对标欧美成熟酒店市场中高档酒店占比约50%，随着中产人群规模扩大，我们认为我国中高档酒店占比（2020年为27%）有较大提升空间。

2) 正如前文所述，由于酒店租金、人工等固定成本占比较高（2019年首旅占比约53%），直营模式毛利率远低于加盟模式，酒店集团通过加盟模式转型轻资产化可有效提升利润率。根据开元酒店招股书，加盟酒店毛利率在90%上下，远超出直营酒店。

图：我国中高档酒店占比仍有较大提升空间



图：开元酒店加盟业务毛利率远高于直营业务



02

利润弹性 测算

RevPAR \pm 1%

出租率 \pm 1pct

2.1 利润弹性测算——首旅酒店

□ **首旅酒店2023年利润弹性测算：RevPAR (房价) +1%，净利润+0.71亿元；出租率+1pct，净利润+0.95亿元。** 关键假设为：

1) 直营分档次按经济型、中高端两部分进行测算，加盟&管理输出分档次按经济型&轻管理&管理输出、中高端两部分进行测算；
2) 酒店、客房数量：基于“三年万店”开店指引假设酒店数量，按照21Q3末该档次酒店平均房量计算客房数量，其中加盟占比、中高端占比呈逐年提升的趋势；
3) 出租率、平均房价、RevPAR与2019年保持一致；
③成本费用情况均与2019年保持一致，基于酒店、客房数量对2023年进行适当调整。

3) 考虑到首旅酒店仅有1家酒店位于境外，故我们仅对境内酒店部分进行测算；假设2023年景区业务净利润与2019年保持一致。

表：首旅酒店2023年利润弹性测算表

		2019年			2021年 (基于实际情况预测)			2023年 (基于2019年经营情况预测)		
			对照组	RevPAR+1%	出租率+1pct	对照组	RevPAR+1%	出租率+1pct		
整体	酒店数量 (家)	4450	5750	5750	5750	10000	10000	10000		
	客房数量 (万间)	43.5	55.9	55.9	55.9	84.8	84.8	84.8		
	加盟占比	76.4%	83.6%	83.6%	83.6%	88.1%	88.1%	88.1%		
	中高端占比	24.9%	33.4%	33.4%	33.4%	38.6%	38.6%	38.6%		
直营业务	中高端酒店占比	25.1%	32.5%	32.5%	32.5%	39.6%	39.6%	39.6%		
	经济型RevPAR (元/间夜)	142.8	109.5	110.6	111.1	142.8	144.2	144.5		
	中高端RevPAR (元/间夜)	250.1	179.2	181.0	182.1	250.1	252.6	253.4		
	收入 (亿元)	62.8	44.7	45.2	45.4	68.4	69.0	69.2		
加盟业务	中高端酒店占比	28.3%	35.8%	35.8%	35.8%	41.1%	41.1%	41.1%		
	轻管理RevPAR (元/间夜)	109.4	78.0	78.8	79.5	109.4	110.5	111.0		
	经济型RevPAR (元/间夜)	142.8	109.5	110.6	111.1	142.8	144.2	144.5		
	中高端RevPAR (元/间夜)	223.1	156.1	157.6	158.6	223.1	225.3	226.2		
	收入 (亿元)	15.8	17.2	17.4	17.5	34.7	35.0	35.1		
公司整体	净利润 (亿元)	9.2	1.8	2.2	2.5	15.1	15.8	16.0		
	净利润增量 (亿元)		基准	+0.42	+0.66	基准	+0.71	+0.95		

2.2 利润弹性测算——华住集团

□ **华住集团2023年利润弹性测算：RevPAR (房价) +1%，净利润+0.98亿元；出租率+1pct，净利润+1.16亿元。** 关键假设为：

1) 分档次按经济型、中高端两部分进行测算；2) **酒店、客房数量**：基于“三年万店”开店指引假设酒店数量，按照21Q3末该档次酒店平均房量计算客房数量，其中加盟占比、中高端占比呈逐年提升的趋势；3) **出租率、平均房价、RevPAR**与2019年保持一致；③**成本费用情况**均与2019年保持一致，基于酒店、客房数量进行适当调整。

表：华住集团2023年利润弹性测算表

		2019年	2021年 (基于实际情况预测)			2023年 (基于2019年经营情况预测)		
			对照组	RevPAR+1%	出租率+1pct	对照组	RevPAR+1%	出租率+1pct
整体	酒店数量 (家)	5618	7760	7760	7760	10500	10500	10500
	客房数量 (万间)	74	76	76	76	105	105	105
	加盟占比	64.8%	91.0%	91.0%	91.0%	92.9%	92.9%	92.9%
	中高端占比	35.2%	47.4%	47.4%	47.4%	53.5%	53.5%	53.5%
直营业务	中高端酒店占比	51.4%	51.9%	51.9%	51.9%	59.6%	59.6%	59.6%
	经济型RevPAR (元/间夜)	163.9	163.0	164.6	165.0	163.9	165.6	165.8
	中高端RevPAR (元/间夜)	259.6	306.8	309.8	310.8	259.6	262.2	262.8
	收入 (亿元)	77.2	81.4	82.0	82.1	81.7	82.3	82.4
加盟业务	中高端酒店占比	46.6%	47.0%	47.0%	47.0%	53.1%	53.1%	53.1%
	经济型RevPAR (元/间夜)	163.9	158.8	160.3	160.7	163.9	165.6	165.8
	中高端RevPAR (元/间夜)	259.6	256.8	259.4	260.0	259.6	262.2	262.8
	收入 (亿元)	33.4	43.9	44.3	44.4	70.3	71.0	71.1
公司整体	净利润 (亿元)	17.6	1.1	1.9	2.1	33.3	34.2	34.4
	净利润增量 (亿元)		基准	+0.82	+1.04	基准	+0.98	+1.16

2.3 利润弹性测算——锦江酒店

□ 锦江酒店2021年利润弹性测算：

1) 整体：RevPAR (房价) +1%，净利润+0.78亿元；出租率+1pct，净利润+1.25亿元。

2) 境内：RevPAR (房价) +1%，净利润+0.67亿元；出租率+1pct，净利润+0.98亿元。

3) 境外：RevPAR (房价) +1%，净利润+0.10亿元；出租率+1pct，净利润+0.27亿元。

□ 关键假设：

1) 分档次按经济型、中高端两部分进行测算；

2) 境内、境外分开测算；

3) 出租率、平均房价、RevPAR与2019年保持一致；③成本费用情况均与2019年保持一致，基于酒店、客房数量进行适当调整。

表：锦江酒店2021年利润弹性测算表

		2019年	2021年		
			对照组	RevPAR+1%	出租率+1pct
境内酒店	酒店数量 (家)	7221	8103	8103	8103
	客房数量 (万间)	73.9	83.7	83.7	83.7
	加盟占比	87.9%	88.4%	88.4%	88.4%
	中高端占比	50.4%	55.4%	55.4%	55.4%
	直营业务	中高端酒店占比	53.0%	60.2%	60.2%
	经济型RevPAR (元/间夜)	91.0	81.9	82.7	83.3
	中高端RevPAR (元/间夜)	212.0	153.3	154.9	155.7
	收入 (亿元)	61	53	54	54
加盟业务	中高端酒店占比	50.1%	54.8%	54.8%	54.8%
	经济型RevPAR (元/间夜)	115.4	99.8	100.8	101.3
	中高端RevPAR (元/间夜)	213.8	205.2	207.2	207.7
	收入 (亿元)	36.4	45.6	46.1	46.2
合计	净利润 (亿元)	10.9	11.8	12.4	12.7
	净利润增量 (亿元)		基准	+0.67	+0.98
境外酒店	酒店数量	1293	1240	1240	1240
	客房数量	10.6	9.5	9.5	9.5
	加盟占比	78.6%	78.2%	78.2%	78.2%
	中高端占比	25.5%	27.3%	27.3%	27.3%
	经济型RevPAR	282.5	137.5	138.9	141.1
	中高端RevPAR	308.5	153.4	154.9	157.7
	收入 (亿元)	39.4	19.3	19.4	19.6
	净利润 (亿元)	2.3	-8.1	-8.0	-7.8
	净利润增量 (亿元)		基准	+0.10	+0.27
整体	净利润 (亿元)	12.8	3.7	4.5	4.9
	净利润增量 (亿元)		基准	+0.78	+1.25

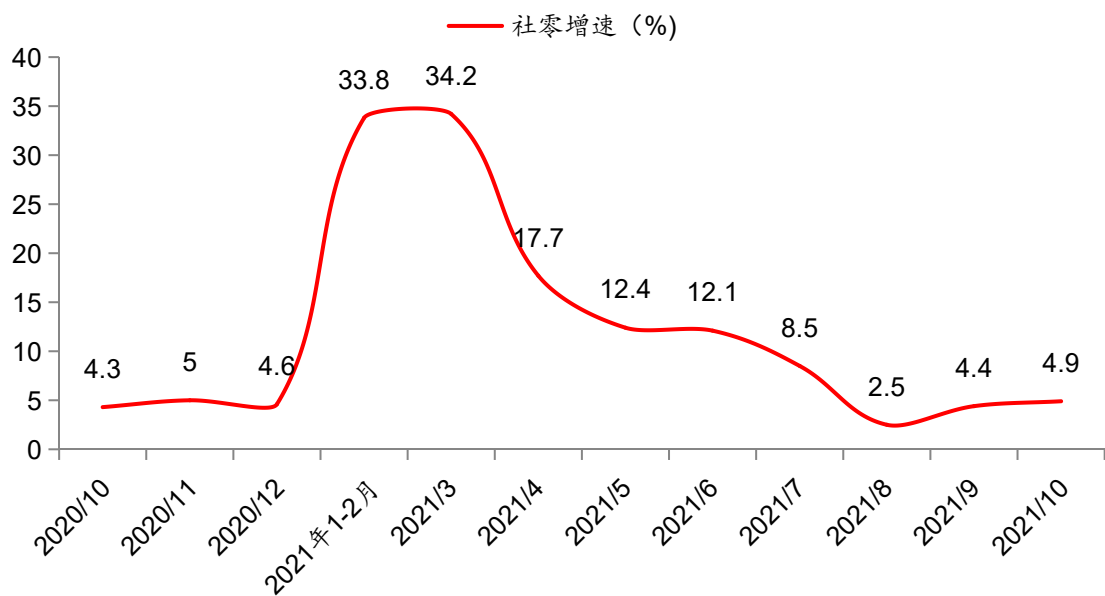
03

行业机会 & 关注点

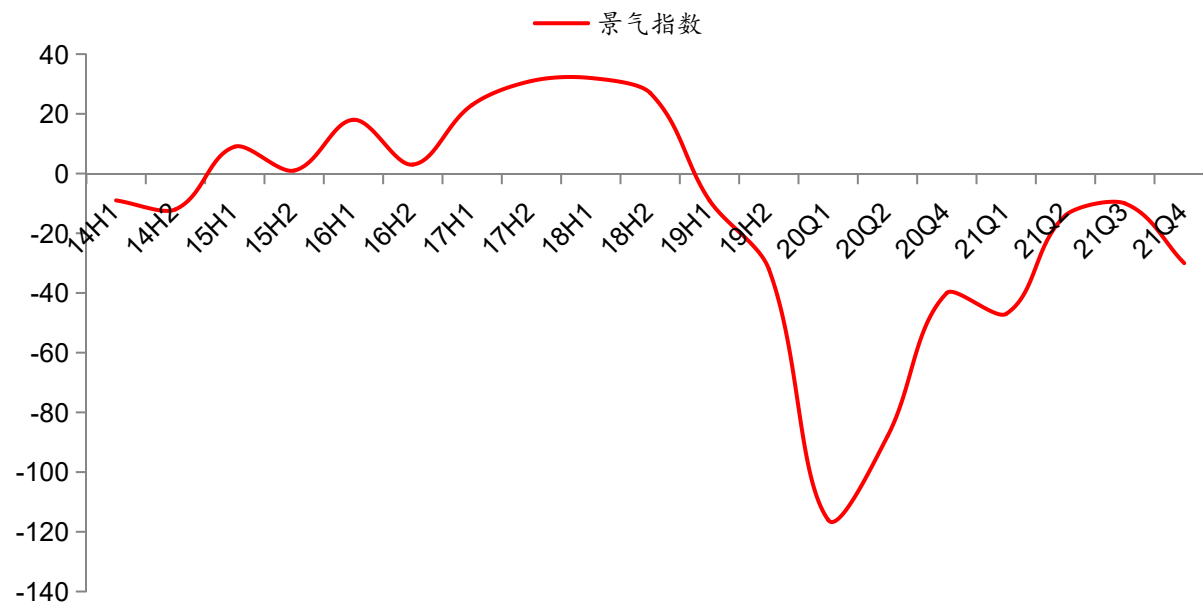
3.1 行业机会：2022年需求复苏概率大，或迎来景气上行周期

- **社零增速连续两月回升，消费韧性显现，或迎来确定性复苏。**根据国家统计局数据，2021年9-10月，我国社零增速分别为4.4%、4.9%，增速环比连续两个月上行，消费企稳回升趋势显现。
- 在消费复苏预期下，我国酒店行业景气度预期指数反弹。

图：我国社零增速企稳回升



图：我国酒店行业景气度预期指数



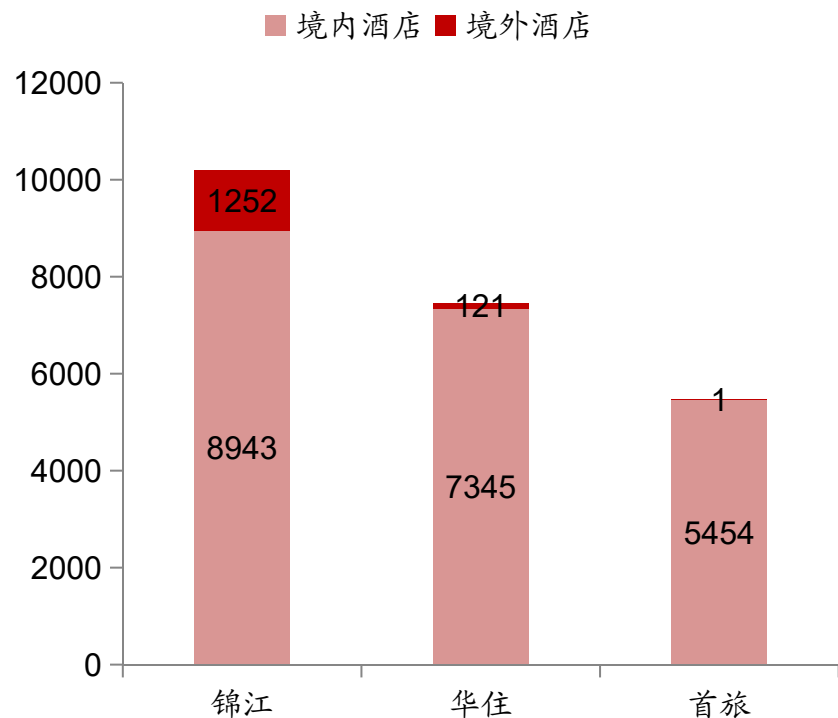
资料来源：统计局、浩华，浙商证券研究所

注：酒店市场业绩前景预测部分所呈现的景气指数反映了市场对整体业绩表现的期望值。该指数范围从-150至+150，“-150”表示市场对预期业绩表现非常悲观，“0”表示业绩预期持中立态度，“+150”则表示市场的预期值十分乐观。

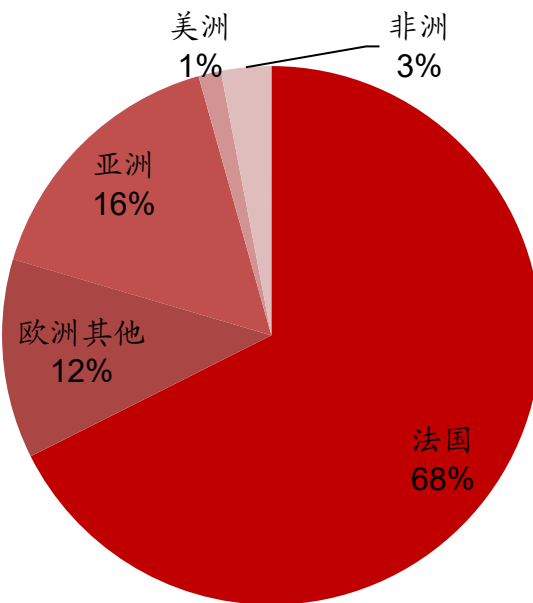
3.2 关注点：酒店龙头境外敞口

- 我国上市酒店集团中锦江酒店境外敞口最大。截至21Q3，锦江酒店、华住集团、首旅酒店开业门店数量分别为10195、7466、5455家，分别有境外酒店1252、121、1家，境外占比分别为12.3%、1.6%、0.02%。
- 锦江主要通过收购法国卢浮酒店集团实现国际化布局。根据公司公告，21Q2末锦江欧洲、亚洲（不含中国内地）酒店数量分别占其境外酒店的80%、16%，其中853家酒店位于法国，占境外酒店的68%。
- 华住主要通过收购德国DH酒店集团出海。根据华住集团官网，21Q3末华住欧洲门店数量占其境外酒店数量的75%，其中德国、埃及、丹麦位列前三，分别占比54%、8%、7%。

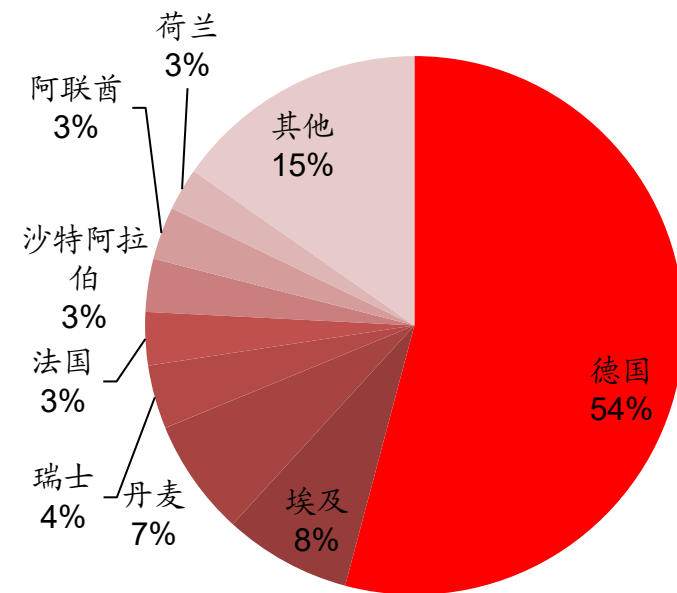
图：21Q3末上市酒店集团开业门店区域分布（家）



图：锦江酒店境外门店区域分布



图：华住集团境外门店区域分布



04

重点个股

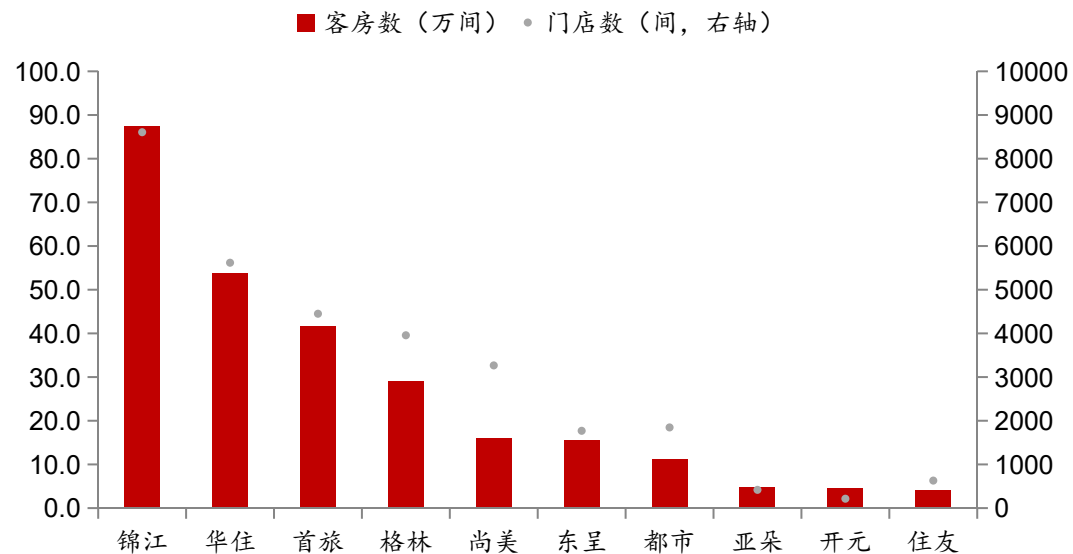
锦江酒店
首旅酒店
华住集团

关注锦江酒店：规模优势明显，管理出现改善，境外复苏加快

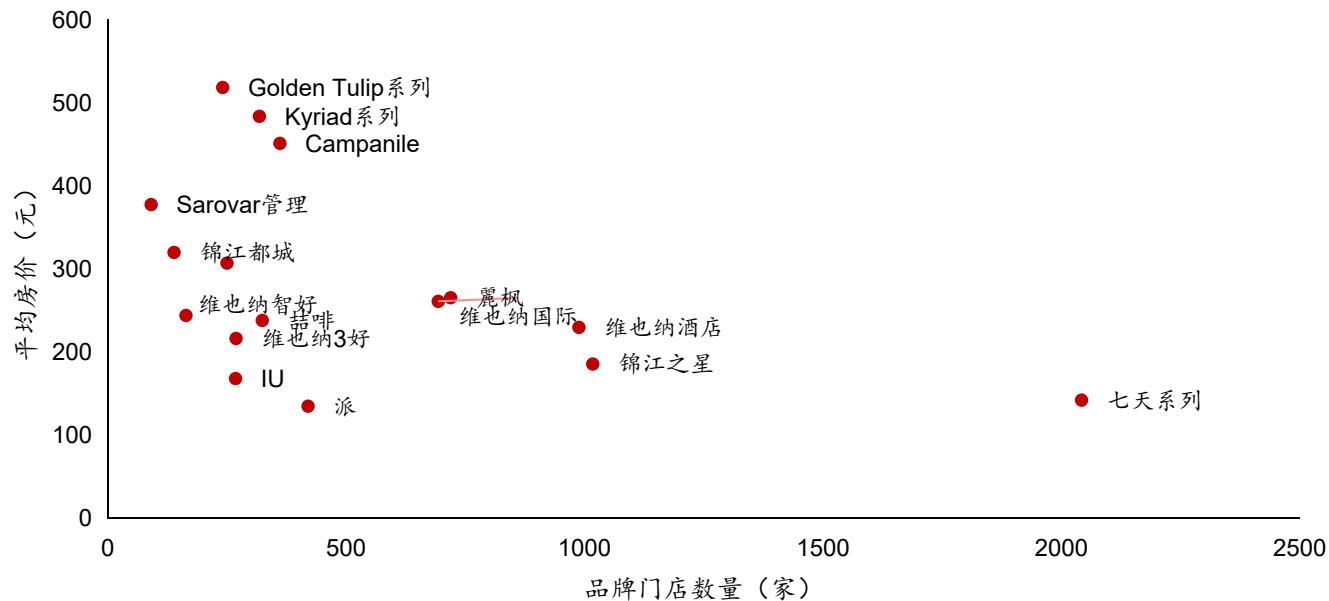
□ 锦江酒店规模优势明显，旗下品牌覆盖全价格带，我们认为能更大化抓住下沉市场，充分享受行业整合红利。

- 1) 龙头享行业连锁化β。2020年我国酒店连锁化率为31.5%，对标美国73%、全球平均水平42%，国内酒店业尚有较大整合空间。
- 2) 公司规模优势明显，截至21Q3末，锦江酒店开业门店数量为10195家，位列国内第一、全球第二。
- 3) 公司在各价格带中均有已形成一定规模的强势品牌，在下沉路径中具备强有力抓手，能够充分享受行业整合红利。

图：2019年末我国酒店集团TOP10



图：锦江酒店品牌价格带



关注锦江酒店：规模优势大，管理明显改善，境外复苏弹性强

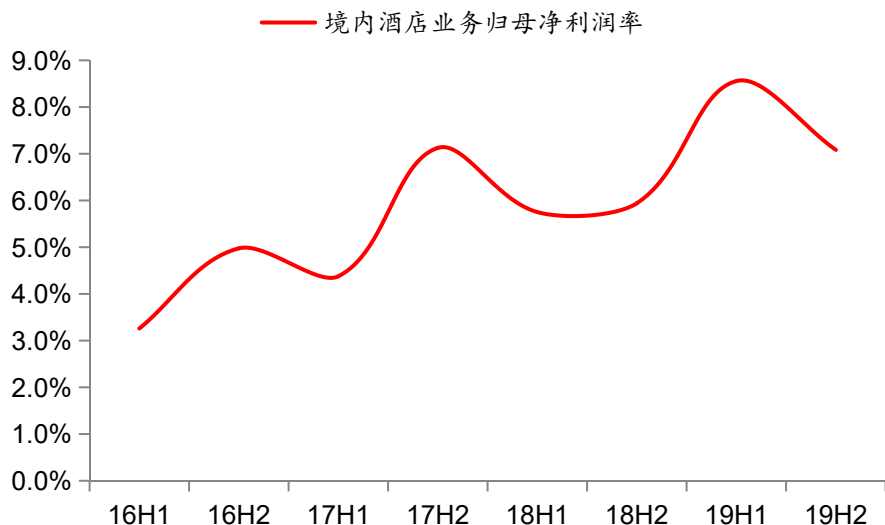
一中心三平台持续发展，人事组织架构持续优化，整合效果逐渐落地，公司经营效率已现改善，长期来看，利润率有望出现明显提升；作为国内规模最大酒店集团，有望保持高速发展态势。

1) 打造“一中心三平台”推动全球酒店资源整合。一中心三平台即锦江酒店全球创新中心和 WeHotel 全球旅行产业共享平台、全球统一采购共享平台、全球酒店财务共享平台，有助于节约成本、提升运营效率，业务之间将实现协同发展。

2) 维也纳、铂涛创始人退出，锦江中国区公司引入市场化机制，管理架构逐渐清晰，境内酒店业务利润率持续提升，经营效率明显改善，整合效果渐显。2016-2019年，公司境内酒店业务收入CAGR为16%，对应归母净利润CAGR为41%，归母净利润率从4.3%提升至7.8%。2019-20年，原维也纳、铂涛创始人先后卸任CEO，维也纳、铂涛随后被整合进锦江中国区公司；2020年初以来，公司调整组织架构，将维也纳、铂涛管理人员注入中高层管理，打破原子公司间壁垒，对锦江都城、维也纳、铂涛旗下品牌重新划分管理，由袁开创（原维也纳）负责锦江都城、铂涛品牌运营，进一步推动整合进程。

3) 锦江国际将直接控股上市公司，管理层级减少有望提升国企运营效率、降低管理成本。

图：锦江酒店境内酒店业务利润率



图：锦江酒店垂直化、扁平化管理架构

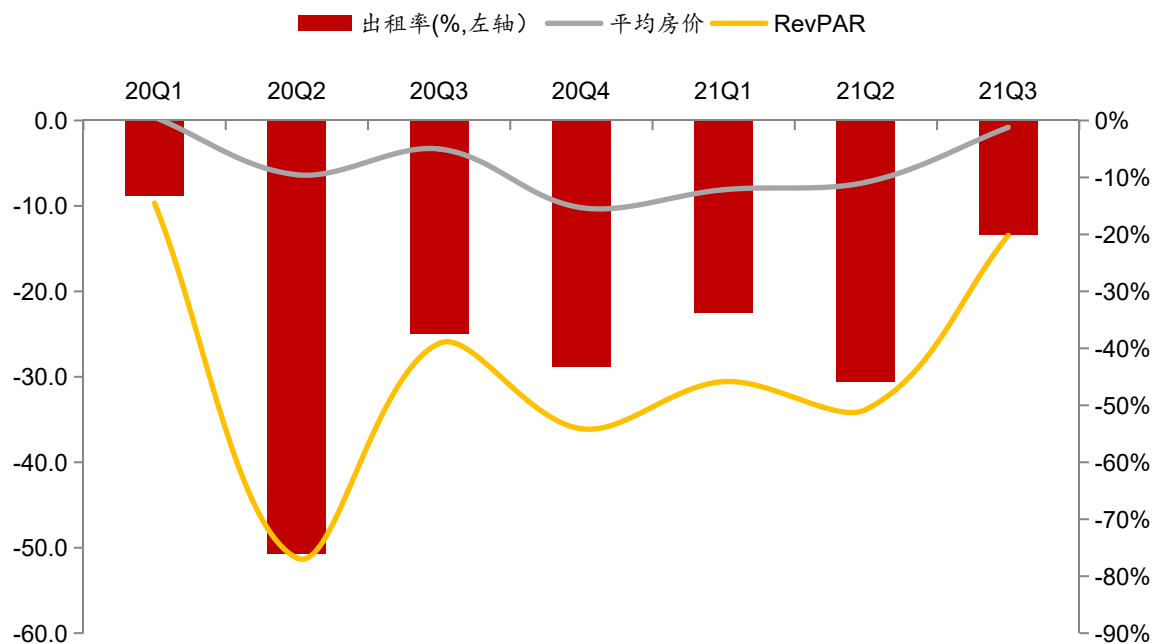


资料来源：公司公告、公司官网，浙商证券研究所

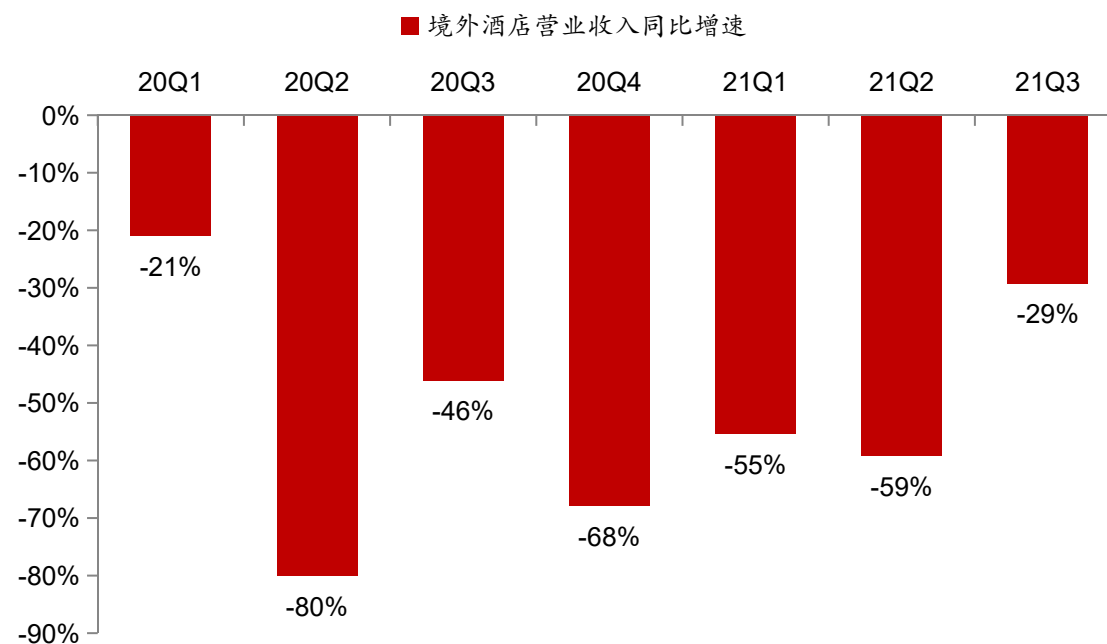
关注锦江酒店：规模优势大，管理明显改善，境外复苏弹性强

- 截至21Q3末，有境外酒店1252家，境外占比为12.3%，远超出华住的1.6%、首旅的0.02%，在国际复苏阶段，将显现较大业绩弹性。
- 疫情前锦江酒店境外酒店营业收入占比27.6%，21Q3已恢复至疫情前的7成。根据锦江酒店财报，公司坚定执行“深耕国内、全球布局、跨国经营”战略，2019年中国大陆境外营业收入约41亿元，占全部酒店业务收入的比重为27.6%；21Q3，境外酒店营业收入7.8亿元，较19Q3下降29%，占比25.9%，环比Q2大幅回升。
- 21Q3锦江境外酒店经营数据环比明显改善。21Q3锦江酒店境外酒店出租率56.2%，较19Q3下降13.4pct；平均房价57.3欧元/间，基本恢复至19Q3水平；RevPAR为32.2欧元/间，较19Q3下降20%。

图：锦江酒店境外酒店经营情况较2019年同期的增速



图：锦江酒店境外酒店营业收入同比 (2019) 增速



推荐首旅酒店：三年内规模有望翻倍，2022年业绩催化足

□ 推荐首旅酒店：兼具行业β+个股α，业绩催化足。

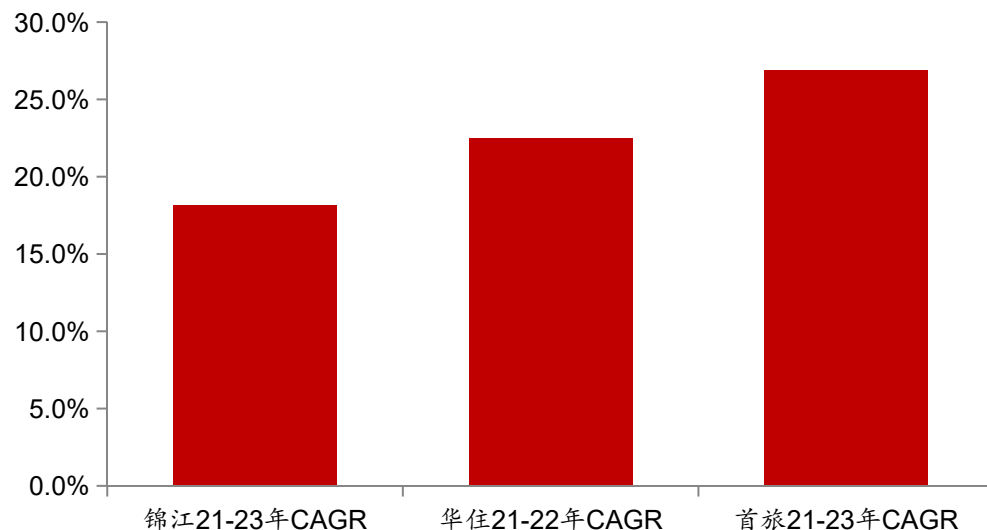
1) **龙头享行业连锁化β**。2020年我国酒店连锁化率为31.5%，对标美国73%、全球平均水平42%，尚有较大整合空间。

2) **公司计划三年规模翻倍，国内市场需求恢复期间具有高业绩弹性**。16-20年开业酒店数量复合增速为9.5%；根据公司三年万店目标，未来3年规模有望翻番，CAGR预计约为27%；此外，公司直营店占比16%，高于锦江、华住（低于10%），在国内酒店行业需求回暖阶段将显现业绩弹性。

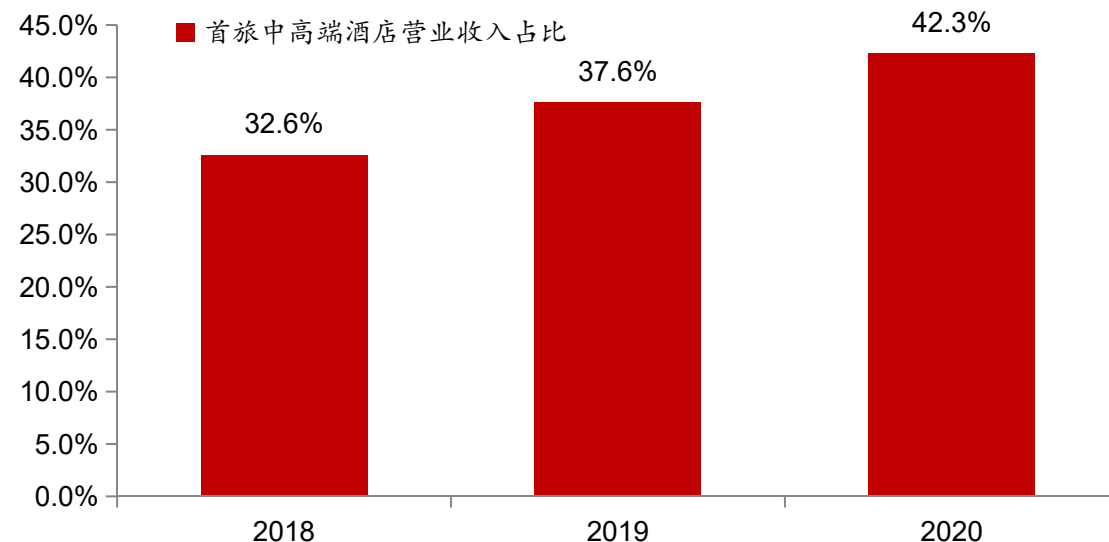
3) **2022年业绩催化足**。北京环球影城度假区于2021年9月开业，园内2家度假酒店管理方的50%股权将于2022年底前注入上市公司，将有效增厚公司业绩。

4) **中高端酒店发展厚积薄发**。公司及控股股东在高端酒店领域积累较深，2018-20年，公司中高端酒店收入占比提升9.7pct；2021年10月，公司成立首旅安诺发展高端及奢华酒店业务，未来有望成为新增长极。

图：锦江、华住、首旅21-23年计划开店速度



图：首旅酒店中高端收入占比持续提升



推荐华住集团：好产品、强流量、高效率，护城河高筑

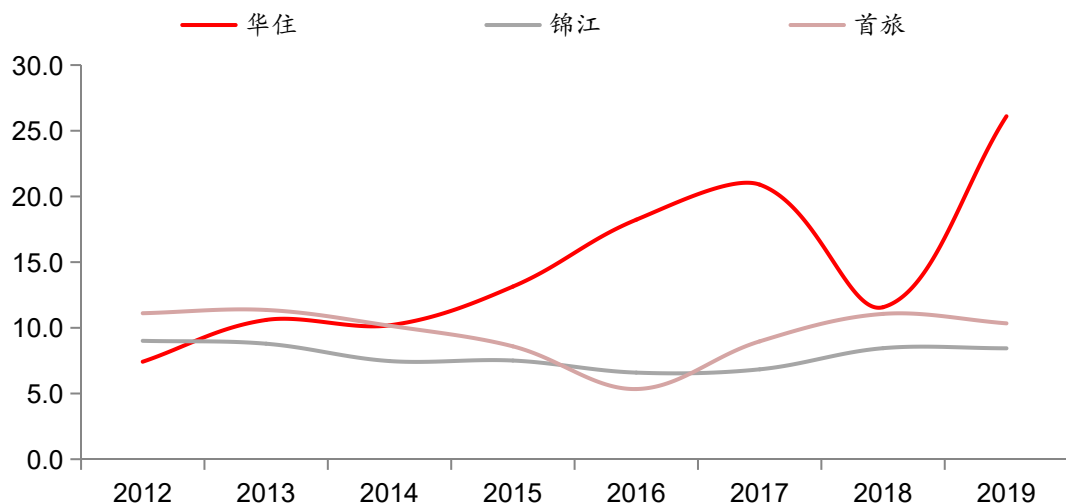
□ 推荐华住集团（H）：经营管理效率高，好产品、强流量造就强劲盈利能力，看好快速扩张下公司长期投资价值。

1) 管理层经验丰富，抢得中高端先机，盈利能力强劲。2012-19年，华住的净资产收益率整体从7.4%提高至26.1%，远超竞争对手。

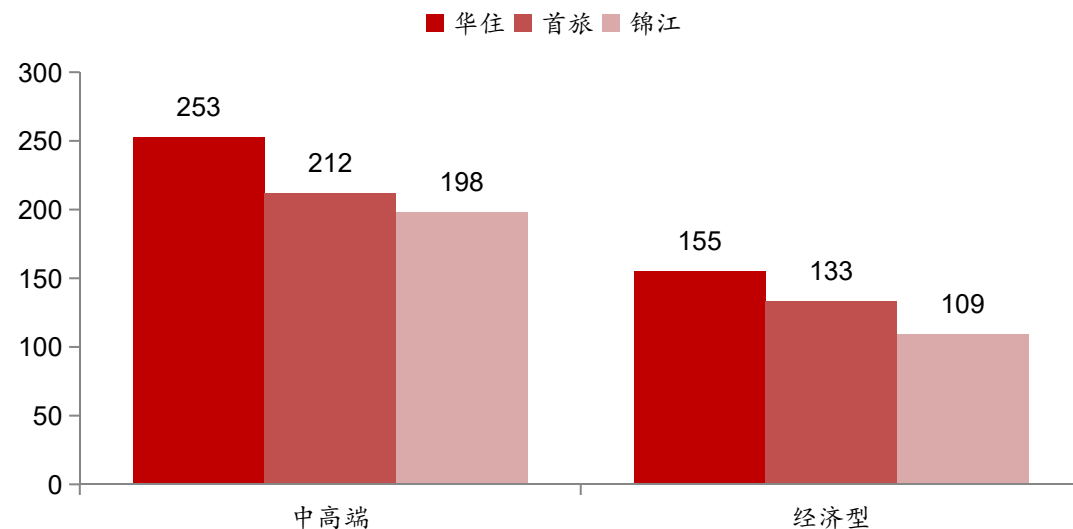
2) 产品、运营优势显著，RevPAR高于竞争对手。1) 2019年末，华住旗下品牌汉庭酒店数量位列经济型第一，全季、桔子水晶客房量分列中高端第2、6位，产品优势明显。2) 在同一档次的酒店中，华住旗下品牌的平均房价水平/入住率均优于竞争对手，RevPAR水平往往是锦江、首旅的1.1-1.4倍。

3) 会员流量强，自有渠道占比高降本提效，护城河宽阔。1) 公司打造华住会会员体系，会员数量2020年末达1.69亿，高于锦江的1.59亿及首旅的1.25亿；2) 根据易观，截至2021年4月，华住会APP月活用户数位居酒店服务类APP榜单第一名，约为其他九大酒店集团的2倍。

图：锦江、华住、首旅ROE



图：19Q4酒店龙头RevPAR水平



风险提示

- 1、疫情恢复不及预期；
- 2、需求恢复不及预期；
- 3、展店速度不及预期。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4楼

深圳地址：深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>