

# 把握复苏周期，再论酒店投资机会

## ——酒店行业深度报告

行业评级：看好

2022年6月23日

姓名 李丹  
邮箱 lidan02@stocke.com.cn  
证书编号 S1230520040003

姓名 徐晴  
邮箱 xuqing@stocke.com.cn  
证书编号 S1230521010001

## 1、酒店行业兼具周期性与成长性。

- 酒店行业具有直营和加盟两种商业模式，兼具供需波动下RevPAR调整的周期性及快速拓店下量价齐升的成长性。周期性主要由行业供需影响，成长性体现在轻资产拓店以及产品的不断更新升级。

## 2、疫后酒店业供需改善推动周期因子上升、成长性持续释放

- 结构升级趋势不变。**中等收入人群扩大持续为产品升级提供基础。中高端产品具有更强的盈利能力，参照海外酒店集团数据，中高端、高端酒店加盟商稳定性显著高于中端及经济型酒店。
- 下沉节奏加快。**我国下沉市场酒店数量仍有增长空间。疫情期间龙头加快下沉市场拓展。
- 供给侧持续出清、需求回暖将推动Revpar上行。**疫情期间单体酒店大幅出清，众多酒店资产被迫进入交易程序，为酒店连锁化发展提供历史性机遇。参照海外疫情复苏，管控放松后海外各酒店集团Revpar在22Q1已接近或超过2019年同期水平。

## 3、三轮历史行情大起底

- 2007-2008金融危机带来行业出清，经济型酒店逆势扩张，09年起供需全面爆发，如家借助资本市场弯道超车，股价2年7倍。
- 2015-2018酒店进入存量发展、结构升级阶段，华住在中高端酒店布局具有前瞻性，Revpar增幅远超竞争对手，股价3年13倍。
- 2019-至今，连锁酒店迎来历史性发展机遇，锦江酒店规模优势+管理改善预期，期间最高涨幅超过3倍。

## 4、个股对比：成长性、运营与盈利能力、周期性

- 三大龙头疫后拓店侧重点各不相同：**锦江全面加码中高端、华住“千城万店”计划重在区域扩张，首旅采用轻管理模式快速吸纳中小酒店业主。
- 运营能力：**华住经营数据和费控能力保持领先，锦江费用率改善最为明显。疫情期间，锦江和首旅均进行了人员精简，锦江酒店21年年底员工数量与2019年年底相比减少19%，华住则保持员工增长。
- 盈利能力：**华住综合take rate 11%，疫情期间稳中有升。首旅低于华住约2pct，或因为轻管理模式take rate 较低所致。
- 周期性：**首旅和君亭直营店数量占比相对较高，复苏周期有望释放更大的业绩弹性。

## 5、投资建议：

- 我们认为前端酒店的规模与产品力，后端的精细化运营能力决定了出行恢复后公司短期的业绩兑现力以及长期的成长高度。重点推荐全面加码中高端、内部改革锐意进取的**锦江酒店 (600754.SH)**、加速拓店的**首旅酒店 (600258.SH)**、战略领先效率为王的**华住集团 (1179.HK)**、小而美的高端酒店集团**君亭酒店 (301073.SZ)**。

# 风险提示

- 1、 疫情恢复不及预期
- 2、 行业竞争加剧
- 3、 新品牌拓展不及预期
- 4、 净增店数不及预期

# 目录

CONTENTS

## 01

### 酒店行业框架

- 成长性与周期性兼具

## 02

### 行业中长期成长看点

- 成长性：集中度连锁化率提升、结构升级
- 周期性：供给出清、行业整合

## 03

### 历史三轮大行情起底

- 供需爆发：如家2年7倍
- 结构升级：华住3年13倍
- 逆势扩张+管理改善：锦江2年3倍
- 下一轮供需大周期展望

## 04

### 个股对比

- 成长性、周期性、盈利质量大对比

## 05

### 投资建议

01

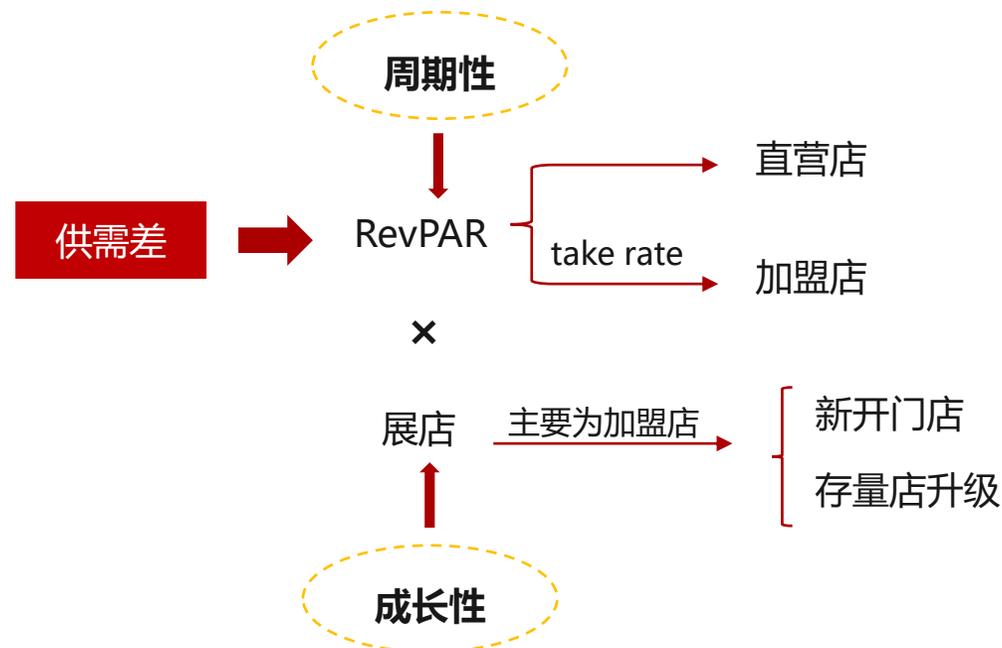
酒店行业  
框架

- 酒店行业具有直营和加盟两种商业模式，兼具供需波动下RevPAR调整的周期性及快速拓店下量价齐升的成长性。
- 直营模式下，酒店的收入主要受到RevPAR的影响，RevPAR的波动来源于酒店客房供需变动带来的入住率和平均房价的变化，因此，直营酒店具备较强的周期属性。
- 加盟模式下，拓店的成本主要为人工成本，几乎无需承担开业前费用，因此相较于直营模式，加盟模式下的轻资产拓店边际成本更低，能够更快速拓店，拓店的数量和结构决定了加盟模式下酒店集团的收入，因此，加盟酒店具备强成长性。

表：直营及加盟模式下酒店集团收入成本

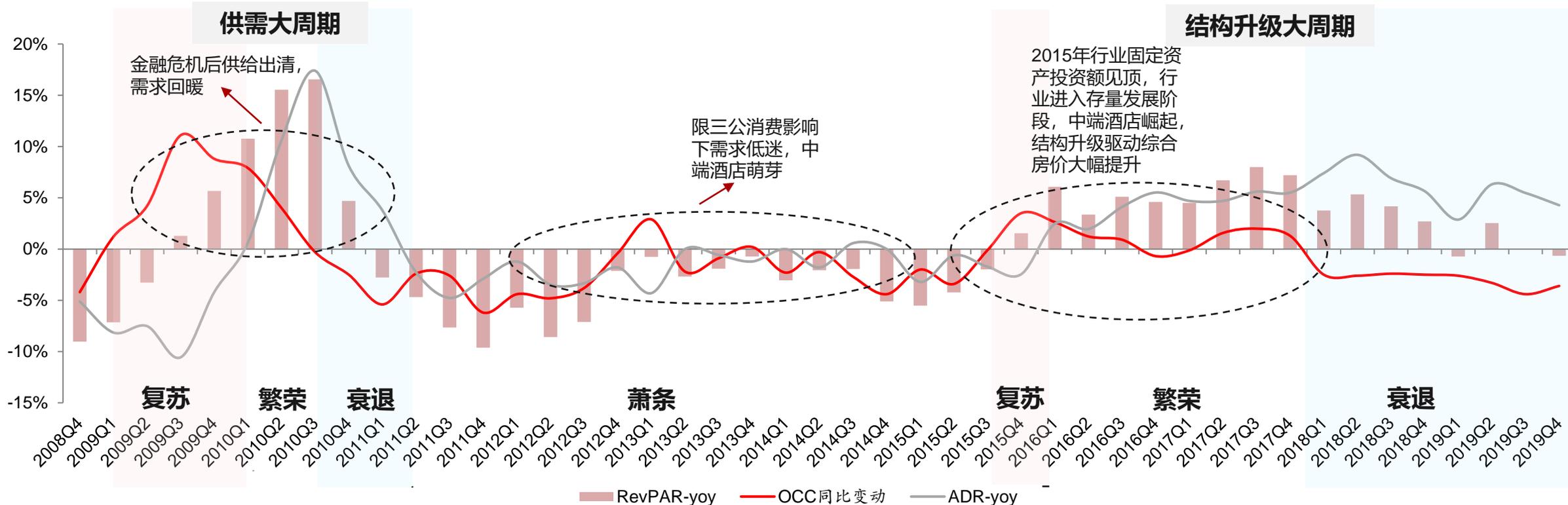
	收入	成本
直营	<ul style="list-style-type: none"> <li>客房收入=客房数 × RevPAR</li> <li>餐饮、销售等其他收入</li> </ul> <div style="display: flex; align-items: center; margin-left: 20px;"> <div style="border-left: 1px solid black; border-right: 1px solid black; padding: 0 5px;">入住率 × 平均房价</div> </div>	<ul style="list-style-type: none"> <li>物业租金</li> <li>折旧摊销</li> <li>人工成本</li> <li>能源及物料费</li> <li>其他</li> </ul>
加盟	<ul style="list-style-type: none"> <li>首次加盟收入=平均一次性加盟费×新增客房数</li> <li>持续加盟收入=加盟费率×加盟店客房数×RevPAR</li> <li>订房系统渠道等其他收入</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>人工成本</li> <li>其他</li> </ul>

图：酒店行业的周期性和成长性



# 1.2 周期性：供需关系影响酒店核心指标RevPAR

- Revpar由OCC（入住率）和ADR（房价）共同决定。按照OCC和ADR的增长情况，行业可以氛围复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段。以较早登陆资本市场的如家酒店数据为例，我国酒店行业大致经历如下发展阶段：
  - 2009-2010：供需大周期。2009年，酒店需求从金融危机中复苏，前期行业供给出清带来入住率和房价的相继大幅回升。
  - 2011-2014：行业固定资产投资处于高位运行，叠加限三公消费政策出台，行业运营情况较为低迷，供给端有所出清。
  - 2015-2019：结构升级大周期。2015年行业固定资产投资额见顶，行业进入存量发展阶段。提质提效需求下中端酒店崛起，结构升级驱动Revpar保持增长。
  - 2020-至今：疫情导致经营数据大幅下滑，同时供给大幅出清，抗风险能力强的酒店龙头集团迎来历史性发展机遇。

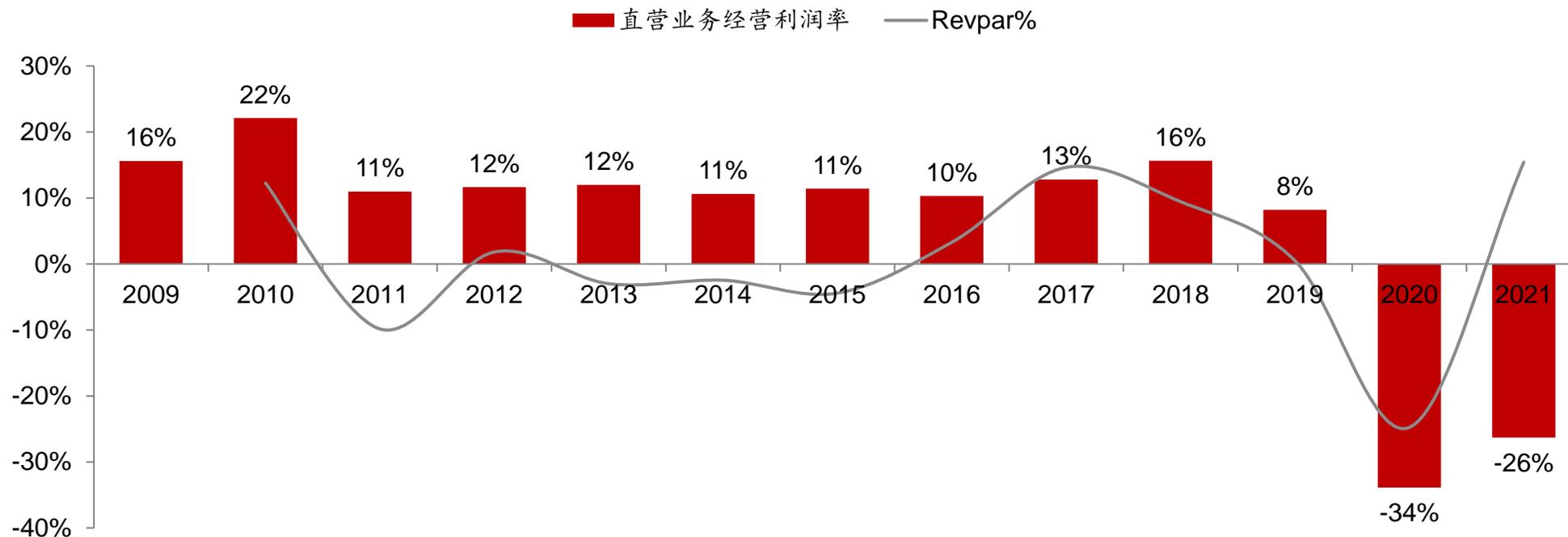


Revpar显著影响直营店的利润率。通过对华住直营店经营利润的拆分，我们发现：

两轮Revpar上行周期中（2009-2010、2017-2018），华住的直营业务经营利润率均达到历史较高水平。

结构升级一定程度上可以减弱周期性。华住自2011年推出中端品牌全季开始产品结构升级。行业在2012-2014面临限三公消费下的需求低迷，华住通过综合房价提升使得Revpar表现好于行业平均水平，依然保持10%以上的经营利润率。

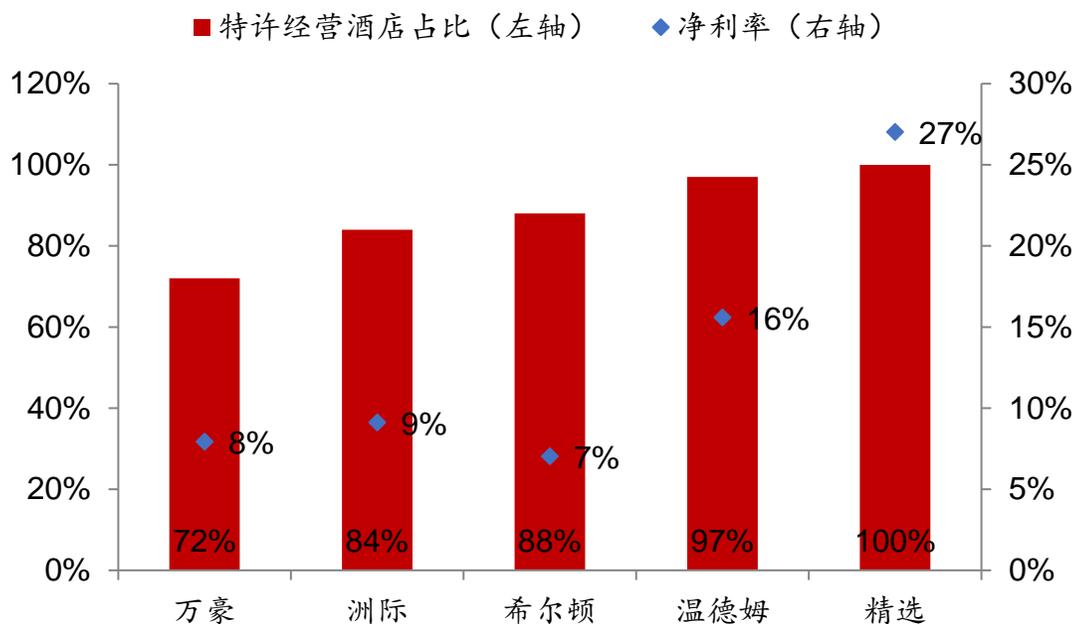
图：华住直营业务经营利润率测算



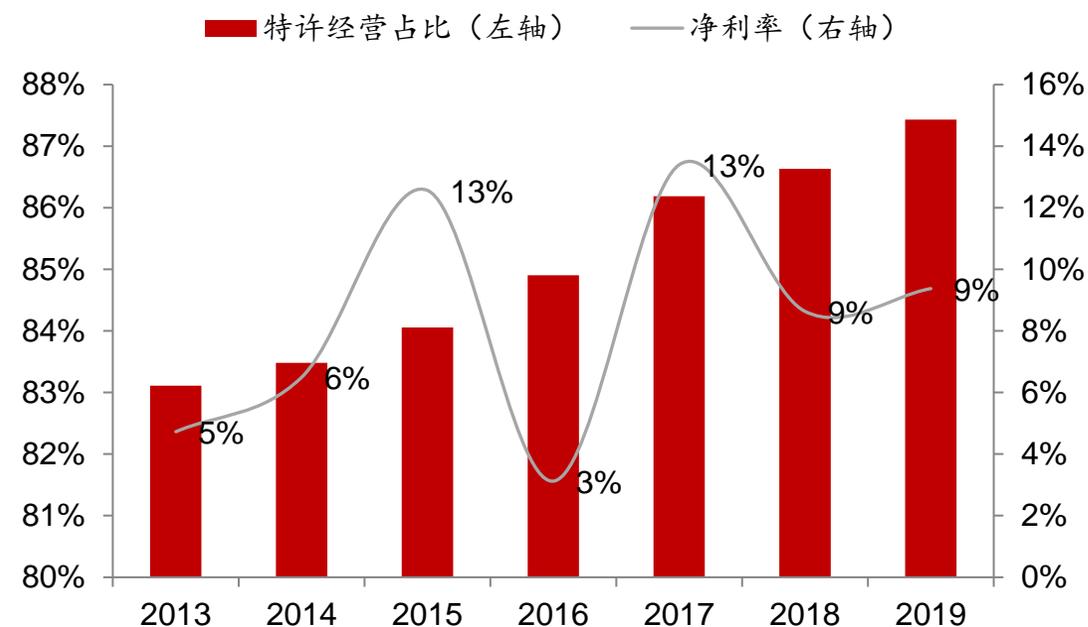
### ➤ 拓店主要通过加盟方式：

- 海外酒店集团加盟店占比最高达到100%。直营门店通常旨在打造品牌价值，随着强平台建设，高加盟比例的扩张也能够保障品牌和服务质量，海外酒店集团中，温德姆和精选国际酒店的特许经营酒店占比高达97%和100%。
- 随加盟酒店占比提升，净利率有所提升。加盟模式下，集团无需承担租金、折旧摊销、人力等成本费用，快速拓店的同时，总部管理及系统等成本费用能够随扩张而摊薄，具备一定的规模效应，随加盟酒店占比提升，盈利能力持续提升。

图：2021年海外酒店集团特许经营酒店占比及净利率

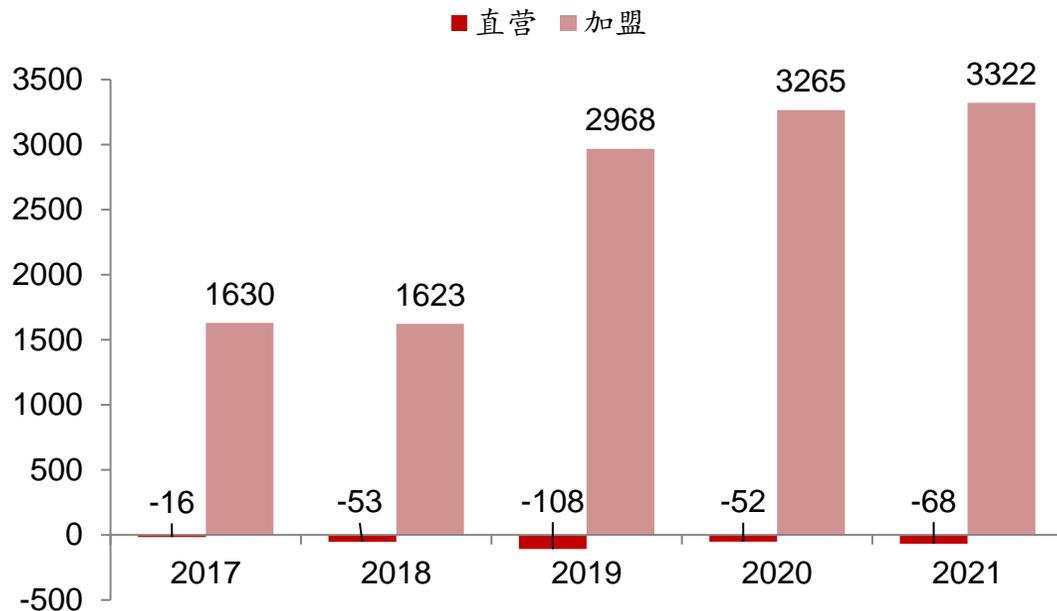


图：希尔顿酒店特许经营酒店占比与净利率变动关系

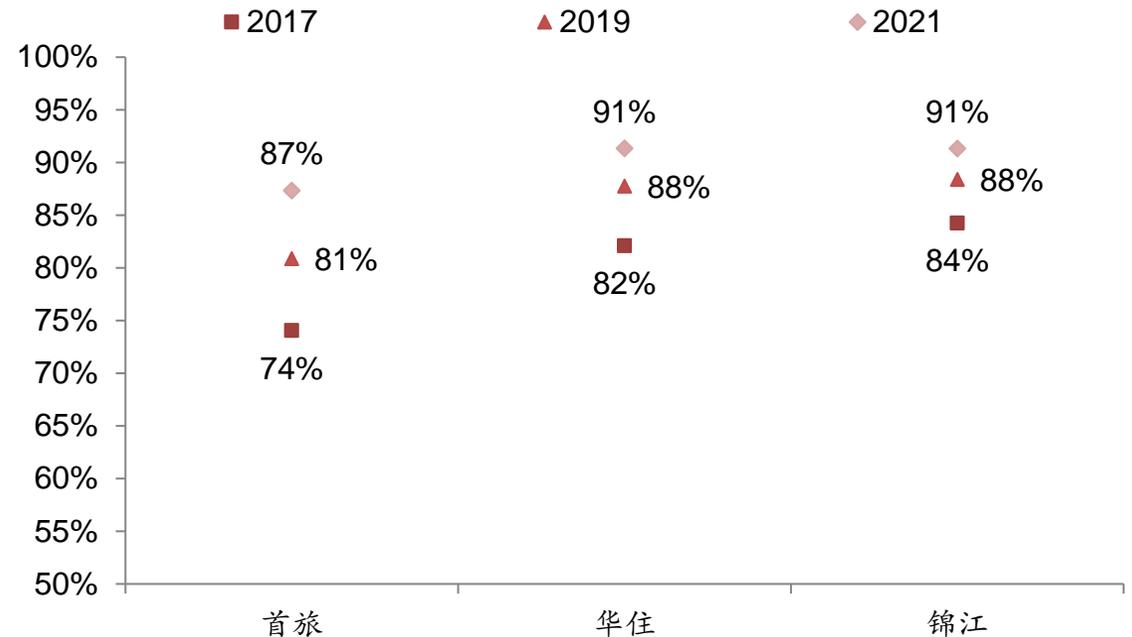


国内酒店集团直营店逐步退出，加盟成为主流扩张利器。国内酒店集团均加大了加盟酒店拓店力度，从近五年锦江、华住、首旅三家酒店集团的开业酒店来看，直营酒店总数持续减少，而净增加盟酒店数持续增长，首旅/华住/锦江的加盟酒店占比从2017年的74%/82%/84%分别增长至2021年的87%/91%/91%，分别提升了13pct、11pct、7pct。

图：锦江、华住、首旅净增开业酒店对比



图：酒店集团加盟占比持续提升



表：经济型及中高端酒店盈利测算

		经济型	中高端	备注
客房情况	客房数(间)	100	100	
	平均房价(元/间)	213	398	
	入住率	90.1%	82.7%	参考汉庭、全季
	RevPAR(元/间)	191.9	329.1	
	面积(平方米)	2500	3500	
收入	客房总收入	700.5	1201.4	
	其他收入	35.0	60.1	约为客房收入的5%
	总收入	735.5	1261.5	
初始加盟成本	标准加盟费	25	30	通常为3000元/间
	工程筹备费	2	5	
	HPMS/XPMS安装费	0.5	0.5	
持续加盟成本	加盟管理费	35.0	60.1	营收*5%
	HPMS/XPMS维护费	0.96	0.96	800元/月
	CRS预定费	24.5	42.0	8%，上限为营收3.5%
	易系列收入	3	3	2500元/月
	占比	9%	8%	
经营成本	人员成本	61.7	78.2	行业平均工资41143元/年，中档酒店房比约0.19，经济型约为0.15
	水电	56.0	96.1	约占客房收入的8%
	消费品等	84.1	144.2	约占客房收入的12%
	占比	29%	25%	
固定成本	租金	292.0	408.8	约3.2元/日/平方米
	折旧及摊销	105.1	180.2	约占客房收入的15%
利润水平	净利润	73.1	247.9	
	净利率	10%	20%	

□ 相较于经济型酒店，中高端酒店在高房间溢价的驱动下，盈利能力增强，集团获得的持续加盟收入提升。

• 单店测算来看，假设经济型与中高端酒店房间数相同的情况下，相较于经济型，中高端酒店总收入约为经济型酒店的1.7倍。

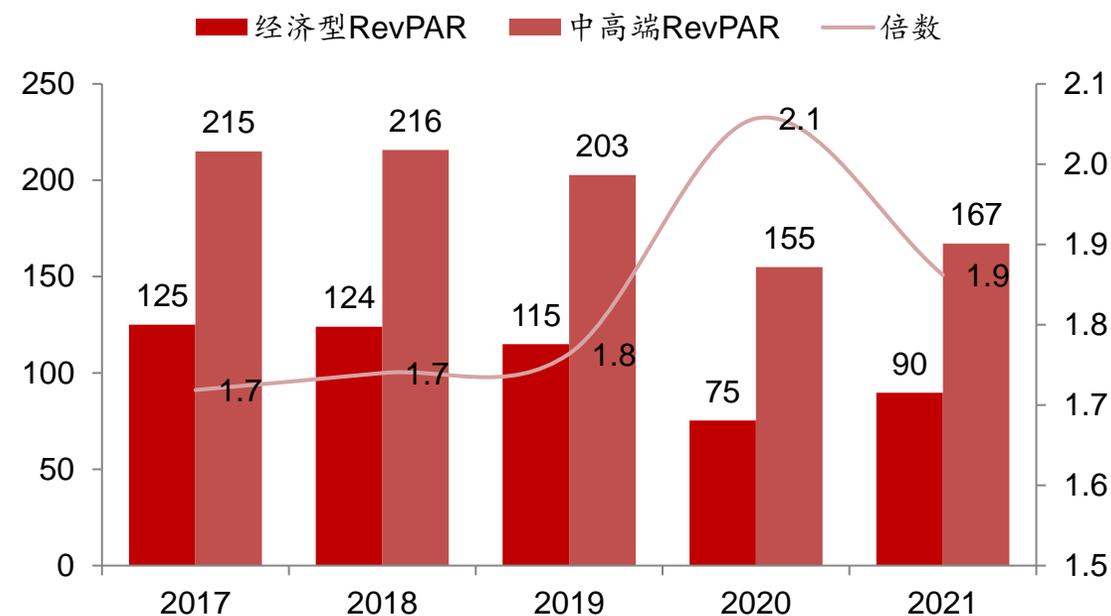
• 从集团来看，从连锁酒店处获得的持续加盟收入上，中高端酒店加盟收入约为经济型酒店的1.67倍。

- 随着中高端酒店占比提升，集团整体ADR有向上趋势，带动RevPAR提升。对比锦江、华住及首旅的酒店结构与经营数据，虽然入住率有所下滑，但受益于中高端酒店占比逐渐提升，集团整体平均房价不断提升。锦江/华住/首旅ADR从2016年的178/185/172元提升至2019年的211/234/200元。
- 高ADR驱动下，中高端酒店RevPAR约为经济型酒店的近2倍，中高端酒店占比提升将显著提高整体RevPAR。

图：随中高端酒店占比提升，集团整体ADR显著提升

		2016	2017	2018	2019
	中高端酒店占比	17.7%	25.1%	35.3%	45.4%
锦江	ADR	178	185	202	211
	OCC	82	81	79	75
	中高端酒店占比	13.9%	20.6%	31.6%	38.0%
华住	ADR	185	203	226	234
	OCC	85	88	87	84
	中高端酒店占比	6.9%	12.0%	17.4%	21.2%
首旅	ADR	172	175	188	200
	OCC	86.6	85.5	83	79.1

图：锦江中高端酒店RevPAR约为经济型的2倍



# 02

## 行业中长期 逻辑看点

连锁化经营推动集中度提升

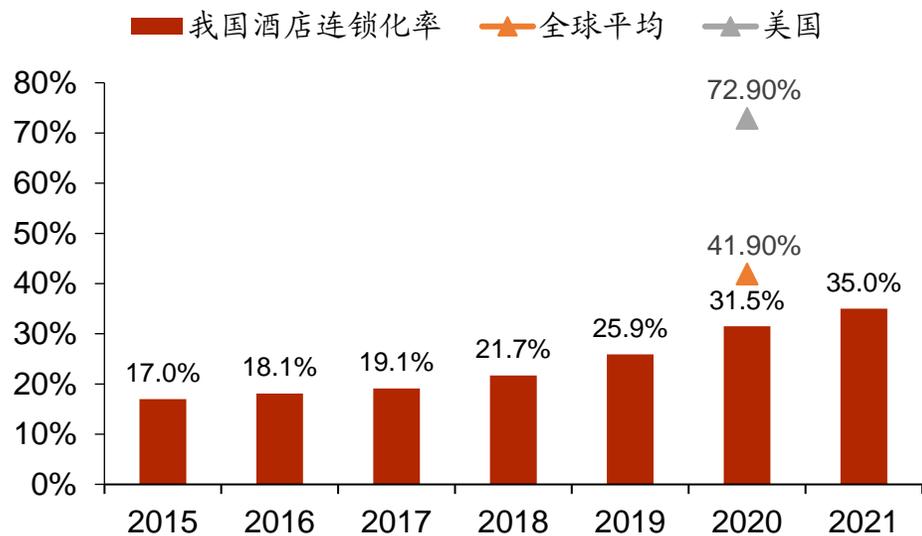
中高端持续推进

并购整合推动龙头成长

供给历史性出清

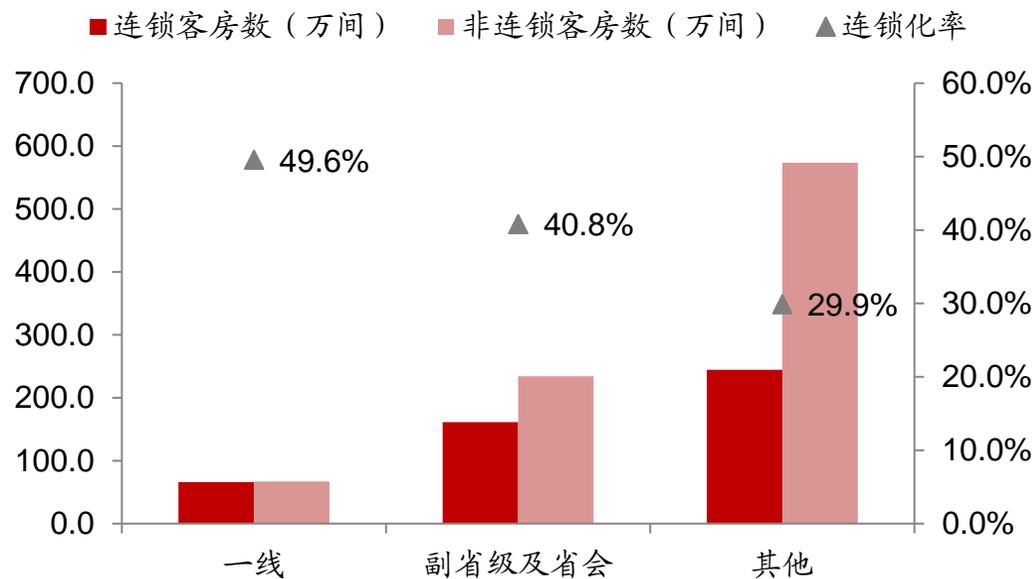
- 国内低线城市酒店连锁化率水平较低，连锁化提升空间凸显。2015-2021年，我国酒店行业连锁化率由17%提升至35%，但仍然低于全球平均和美国酒店的连锁化率。2020年，酒店行业全球平均和美国市场的连锁化率分别为42%、73%。
- 分区域来看，2021年我国一线城市、副省级及省会城市的连锁化率均已经达到40%以上，而其他城市的连锁化率仅为29.9%，随着一二线城市连锁化率相继达到全球平均水平，低线城市的连锁化率提升带来的增量空间将成为新的竞争焦点。

图：2015-2021年中国酒店连锁化率



注：数据截至2020-12-31

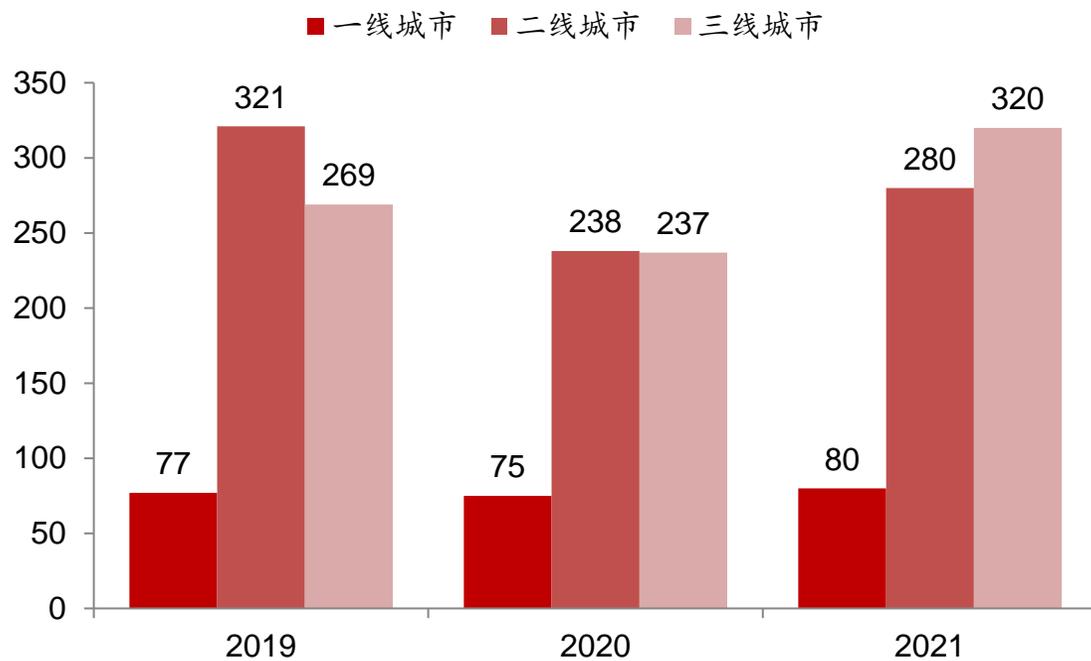
图：2021年低线城市连锁化率有较大提升空间



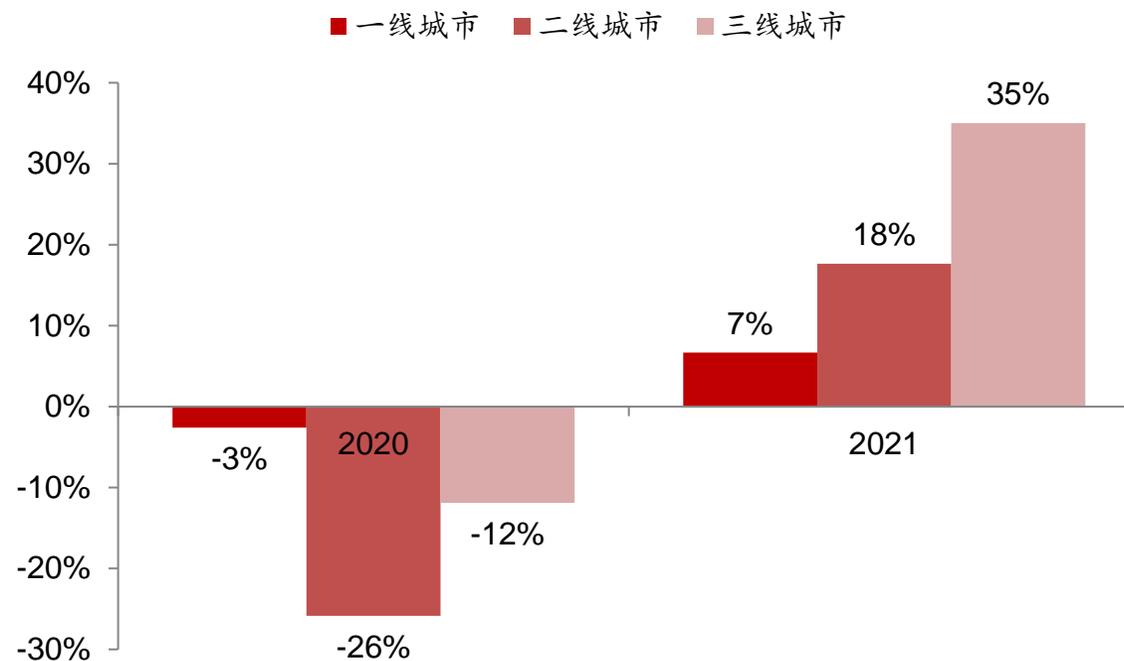
注：数据截至2022-1-1

□ 随着一线城市酒店渐趋饱和，品牌酒店逐步向二、三线城市下沉。根据浩华统计大陆地区中端及以上酒店品牌签约情况，2021年三线城市新签约酒店数首超二线城市，达320家，且三线城市新签约酒店增速领先，2021年一线/二线/三线城市新签约酒店增速分别为7%/18%/35%。

图：国内各线城市新签约酒店数



图：国内各线城市新签约酒店增速

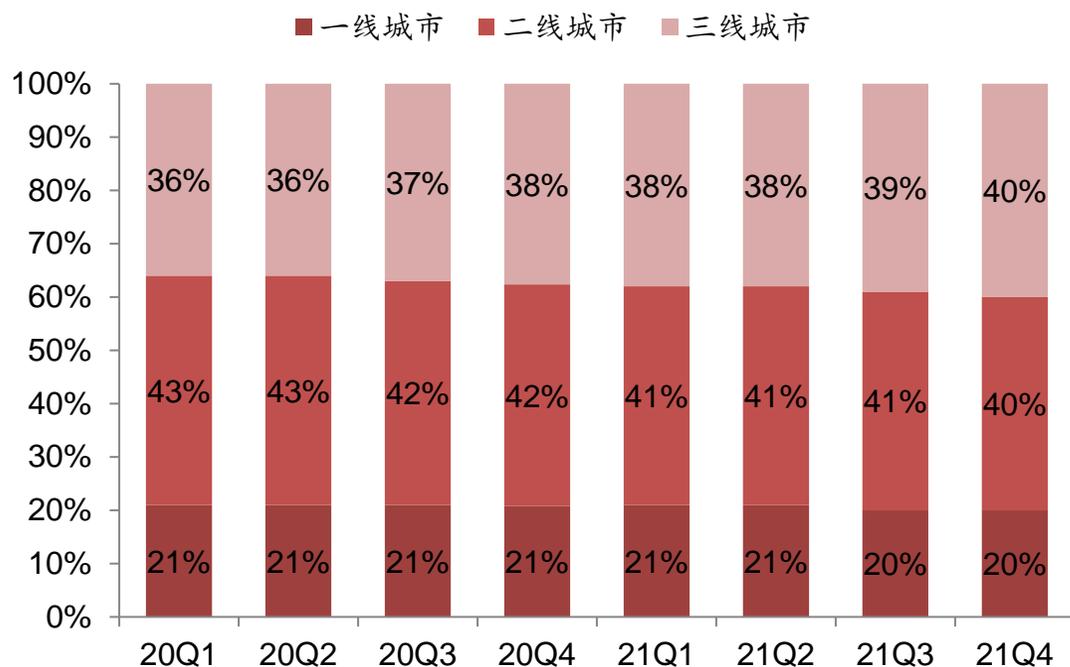


### □ 疫后时代龙头下沉有所提速。

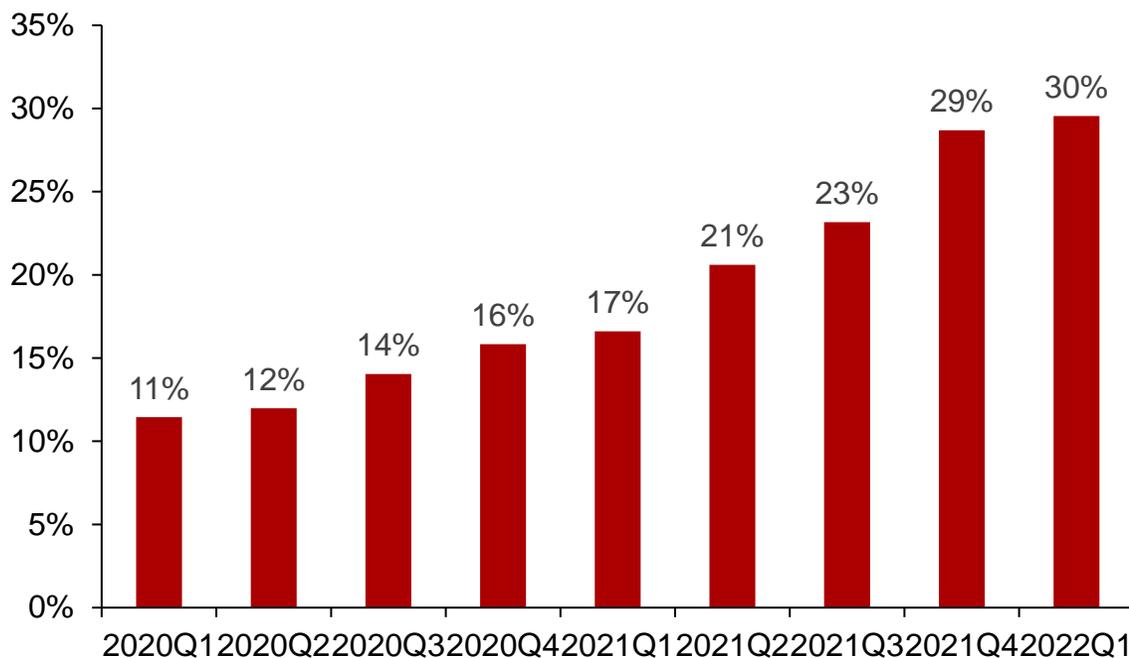
1) 2014Q4-2018Q2，华住集团三四线酒店占比由23.1%提升至28%，3.5年的时间提升4.9pct。疫情后，2020-2021年华住三四线占比提升了4pct，下沉速度明显加快。

2) 首旅酒店通过轻管理模式（云酒店+华驿）进军下沉市场，轻管理酒店占比2022Q1达到30%，与2020Q1相比已提升19pct。

图：华住三四线下沉速度加快

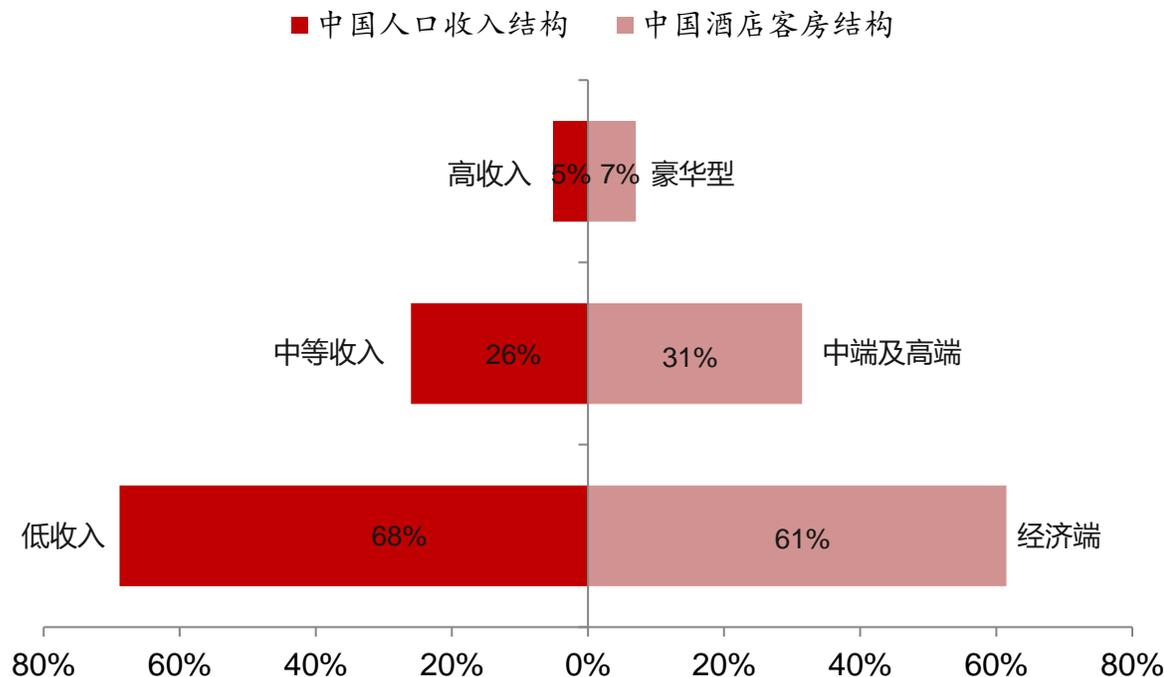


图：首旅轻管理酒店占比迅速提升

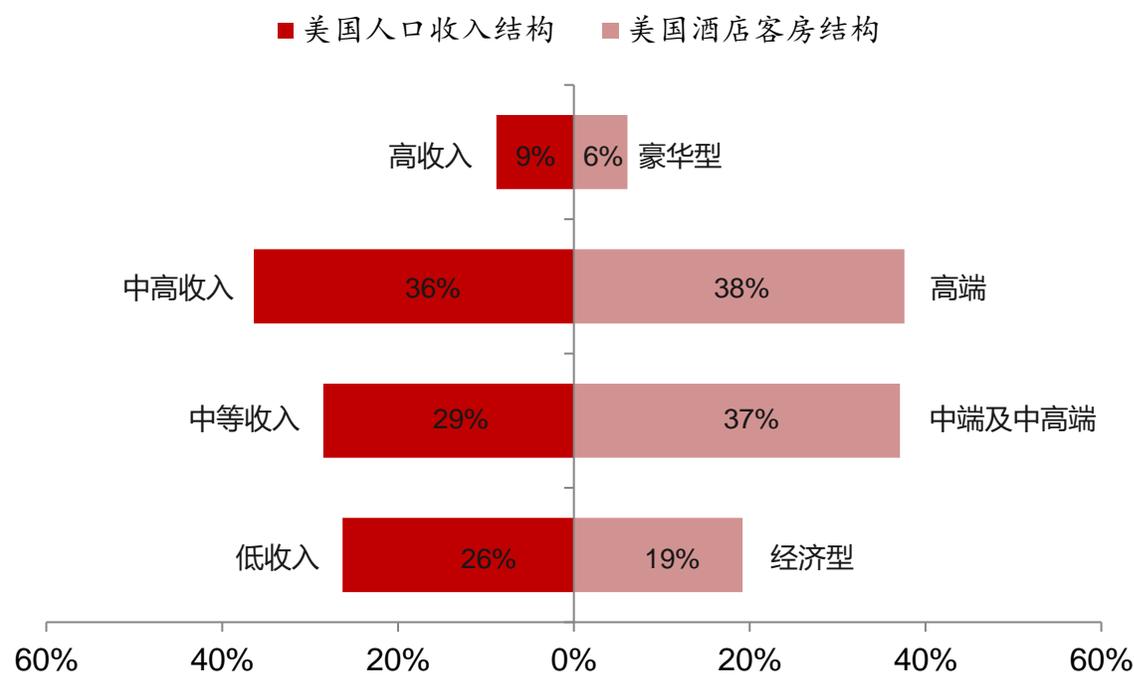


国内酒店结构和人口收入结构基本匹配，但与美国酒店结构差异较大。对比中美两国的酒店结构与人口收入结构，我国酒店行业呈现金字塔结构，经济型酒店占比最高，达61%，美国酒店行业呈现橄榄型结构，中端及高端酒店占比较多，二者基本与国家的人口收入结构相匹配。

图：中国人口收入结构与酒店客房结构

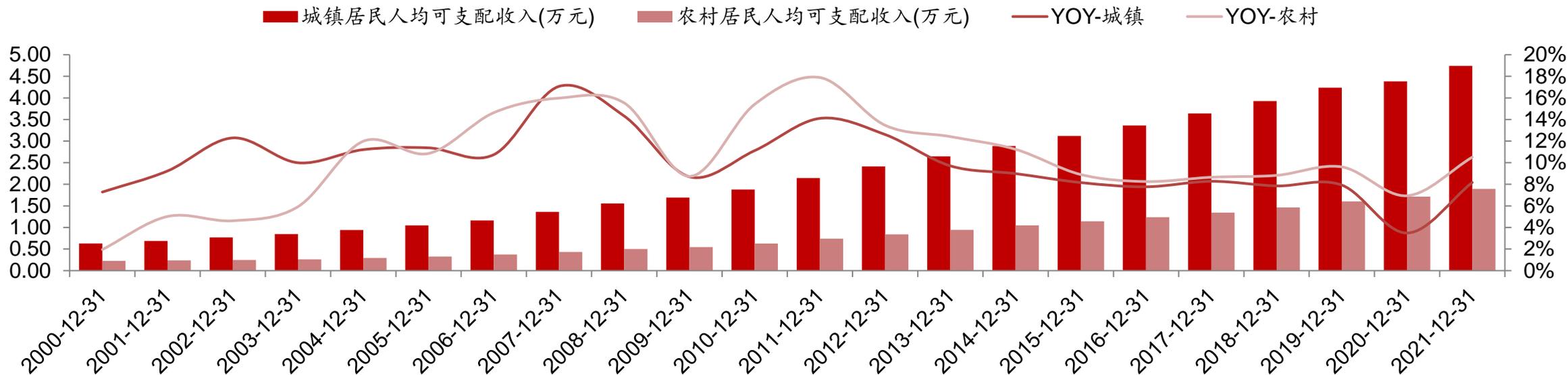


图：美国人口收入结构与酒店客房结构



□ **人口结构未来变化趋势揭露酒店未来变化趋势：**根据我国十四五规划，到2035年我国要实现人均国内生产总值达到中等发达国家水平，中等收入群体显著扩大，随着国内经济的发展，城乡居民人均可支配收入持续提升，中等收入群体将持续扩大，中高端酒店升级方兴未艾。

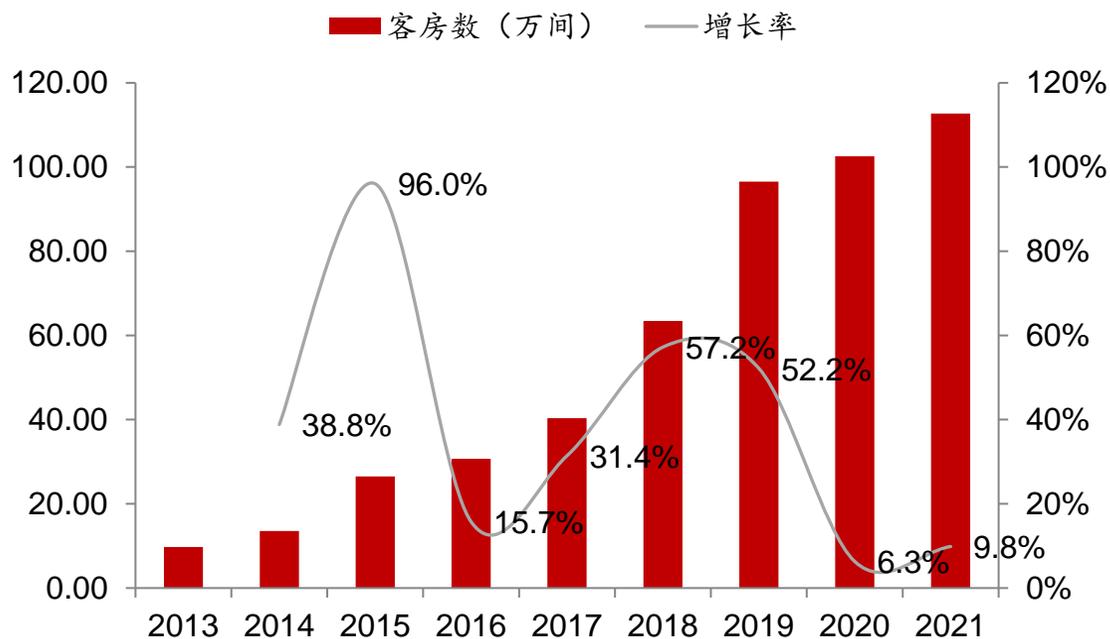
图：城乡居民人均可支配收入持续增长



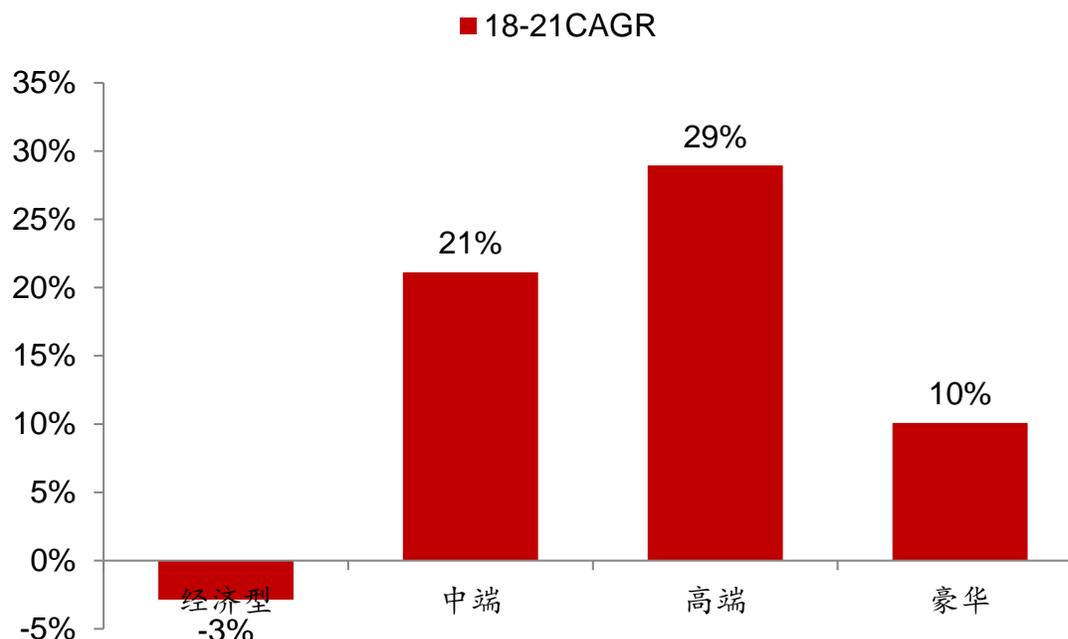
	中等收入群体规模 (万人)	城镇中等收入群体 (万人)	农村中等收入群体 (万人)
2002	735.8	372.7	363.1
2019	34600.2	20486.4	14113.8
扩大倍数	47	55	39

□ **近年来中高端连锁酒店迎来高速增长。**在供需两端的双重作用下，国内中高端连锁酒店升级趋势凸显，根据中国饭店业协会数据显示，2019年国内中端连锁酒店客房数量增速高达52.2%；对比各层级的酒店数量增长情况，2018-2021年中端连锁酒店的客房数量CAGR高达21%，高端连锁酒店的CAGR高达29%，远超经济型及豪华酒店。

图：中端连锁酒店客房数及增长率

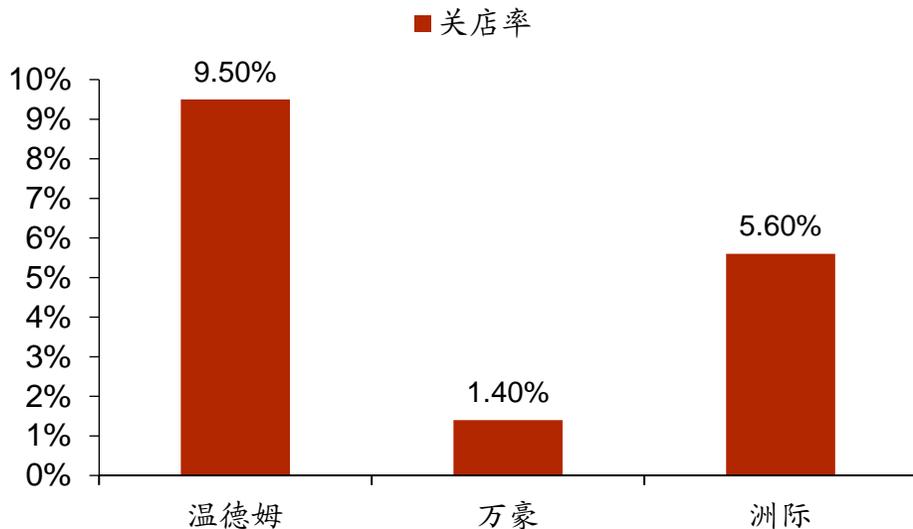


图：各层级连锁酒店客房数量2018-2021年CAGR

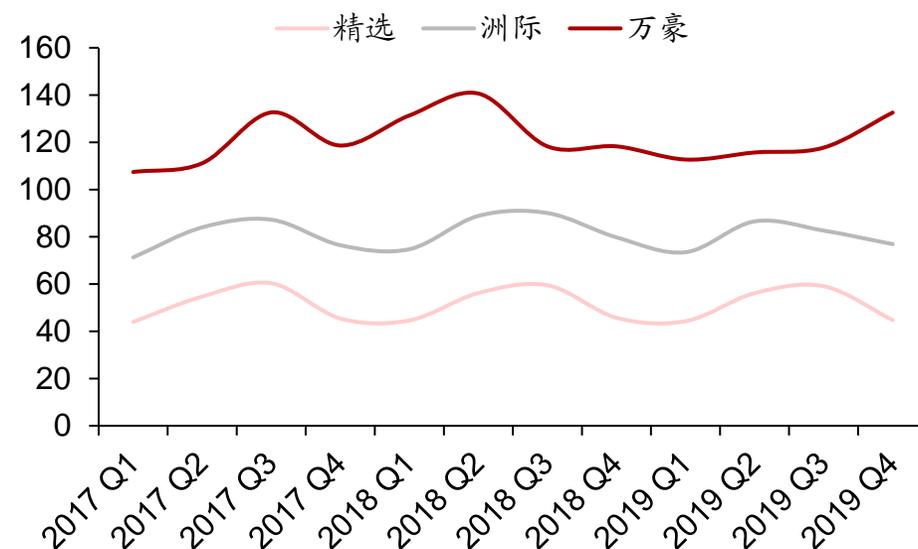


- **参考海外酒店集团，中高端酒店加盟商在疫情期间表现出更强的稳定性：**海外酒店集团对于旗下酒店有不同的分类标准，按房价划分，海外酒店集团中万豪以中高端、超高端酒店为主，综合房价处于第一梯队，洲际以中高端酒店为主，房价处于第二梯队，温德姆、精选以中端和经济性酒店为主，综合房价处于第三梯队。后疫情时代，经济型及中端需求复苏更加强劲，但是高端酒店业主表现出更强的稳定性。
- ✓ 2020年，万豪关店106家，对应7642家酒店总规模，关店率仅为1.4%。
- ✓ 2020年，根据洲际业绩PPT，全年关店率4.2%，2021年关店率进一步上升至5.6%（包含公司主动关停的酒店）。
- ✓ 2020年，根据温德姆业绩会，公司酒店留存率为91.5%，对应关店率9.5%。
- 结合高端酒店集团疫情期间签约酒店更加积极，预计疫情平稳后中高端酒店集团具有更高的成长性。行业向高端化发展的趋势不变。

图：海外酒店集团2020年关店率对比



图：海外酒店集团疫前综合房价比较（美元）



- 2015年以来，国内酒店市场并购提速，锦江、华住、首旅等酒店集团通过并购快速提高集团的市场份额，同时通过并购优质品牌，打造了多元的品牌矩阵，完善公司酒店产品的价格带。2020年新冠肺炎疫情期间，中小酒店企业经营承压，上市酒店集团则拥有资金和运营优势，或产生交易机会。

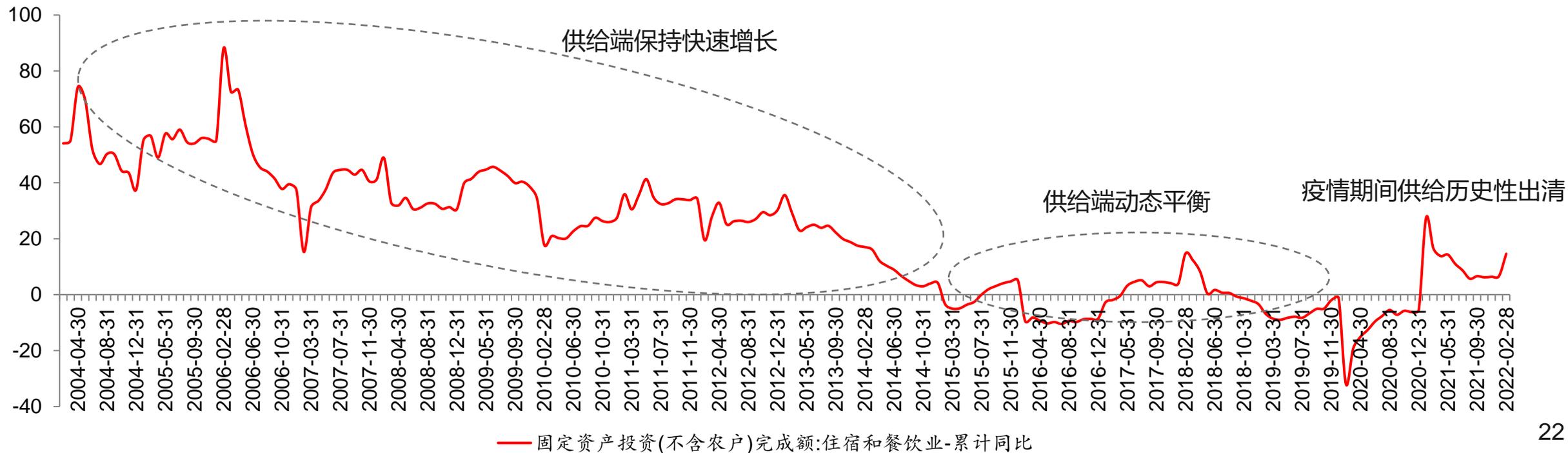
表：国内酒店重大并购整合情况

酒店集团	时间	被收购方	涉及酒店品牌	并购酒店数量
锦江	2015	法国卢浮集团	Première Classe、Campanile、Kyriad、Golden Tulip 系列	1115家
	2015	铂涛集团	7天酒店、7天优品、麗枫、喆啡、潮漫、希岸等	2291家
	2015	维也纳酒店集团	维纳斯皇家酒店、维也纳国际酒店、维也纳酒店、维也纳智好酒店、维也纳3好酒店	303家
首旅	2016	如家集团	如家酒店、莫泰酒店、云上四季酒店、和颐酒店、如家精选酒店	2787家
华住	2017	桔子水晶酒店	桔子水晶酒店、桔子酒店·精选、桔子酒店等	~200家
	2018	花间堂	花间堂	21家
	2019	德意志酒店	Steigenberger、MAXX by Steigenberger、IntercityHotel, Jaz in the city、Zleep	118家
君亭	2022	君澜、景澜	君澜酒店、景澜酒店	~255家

□ 国内酒店行业经历三十余年发展，从高速增长阶段到逐渐趋于稳定发展，受疫情影响供给端出现历史性出清。

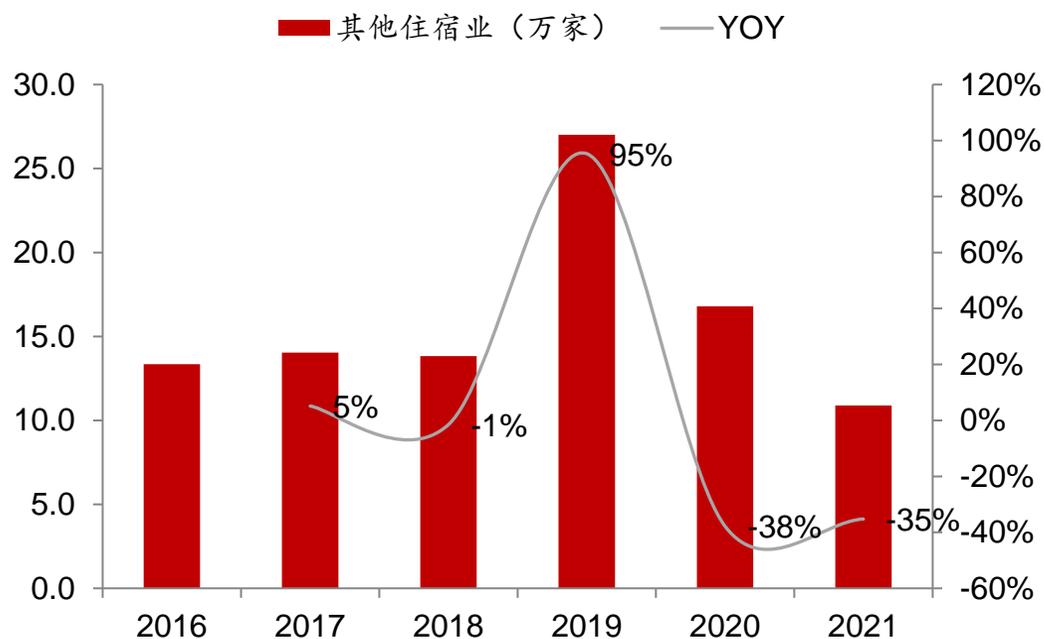
- **快速发展**：2000年以来，随着国内经济腾飞，经济型酒店相继成立并迅速扩张，固定资产投资完成额保持高速增长。
- **趋于稳定**：2014年之后，随着国内经济型酒店市场逐渐趋于饱和，行业进入存量时代，固定资产投资完成额渐趋稳定。
- **疫情出清**：2020年以来，受到新冠肺炎疫情的严重影响，固定资产投资完成额大幅下降，供给端出现历史性出清。

图：住宿和餐饮业固定资产投资完成额-累计同比 (%)

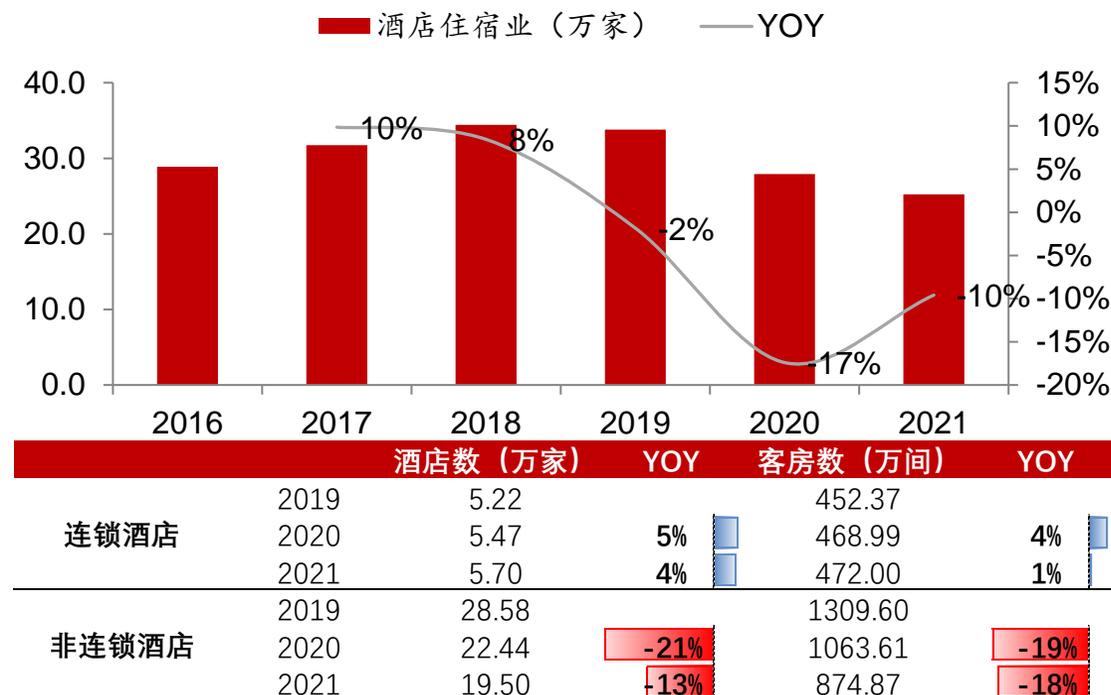


- **疫情期间供给端出清，连锁酒店逆势增长。**根据中国饭店业协会的标准，将15间及以上规模的设施称为酒店住宿业，15间以下称为其他住宿业。
- 2020年，受到疫情冲击，抗风险能力较差的其他住宿业数量大幅减少38%；酒店住宿业数量减少17%，其中，非连锁酒店减少了21%，连锁酒店逆势增长5%。
- 2021年疫情反复下，其他住宿业数量大幅减少35%；酒店住宿业数量减少10%，其中，非连锁酒店减少了13%，连锁酒店逆势增长4%。

图：2021年其他住宿业大幅减少35%

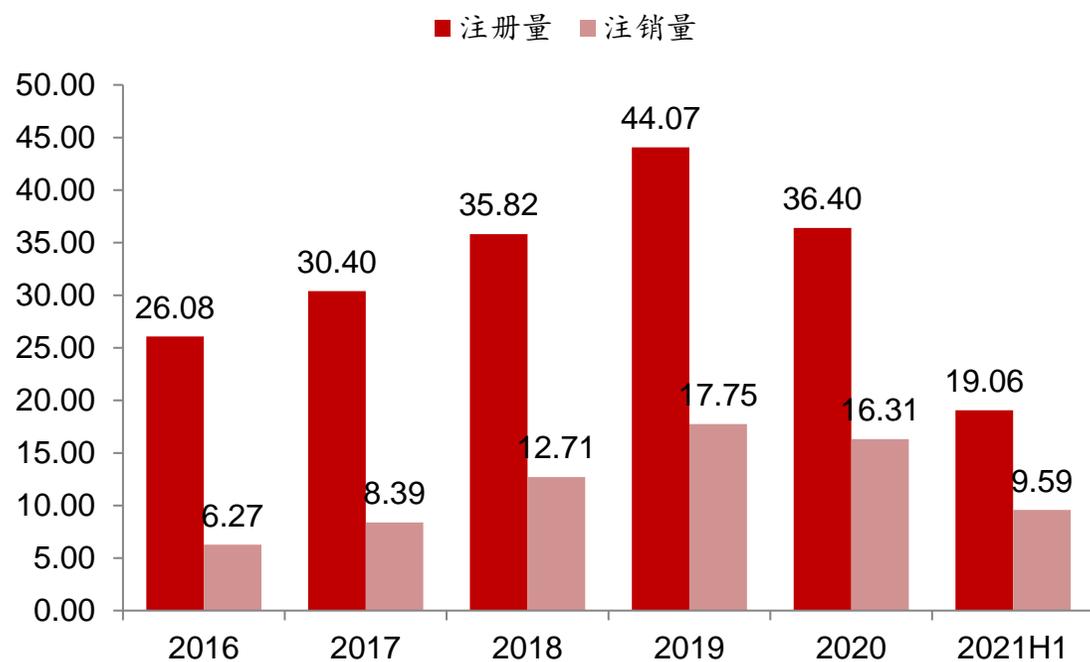


图：2021年酒店住宿业减少10%

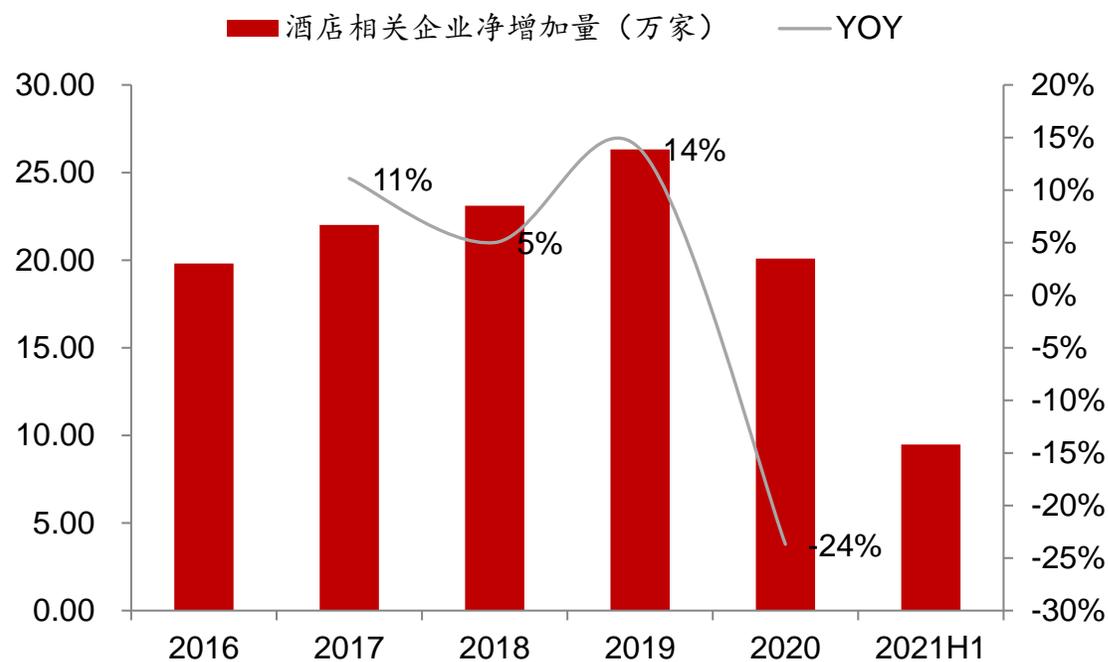


- 企查查数据显示，2020年新增“酒店”相关企业注册量疫情期间出现近十年的首次下降，2020年注册量为36.40万家，较2019年减少17.4%，“酒店”相关企业的净增加量同比减少24%。

图：酒店相关企业注册量及注销量（单位：万家）

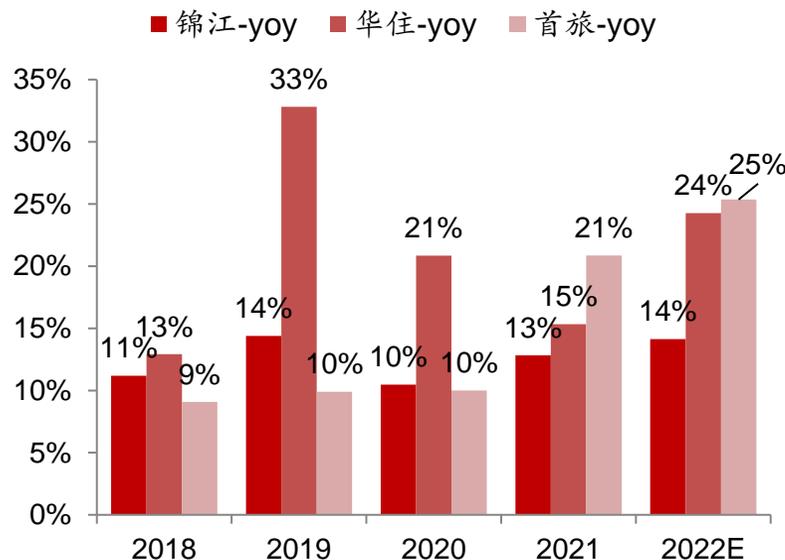
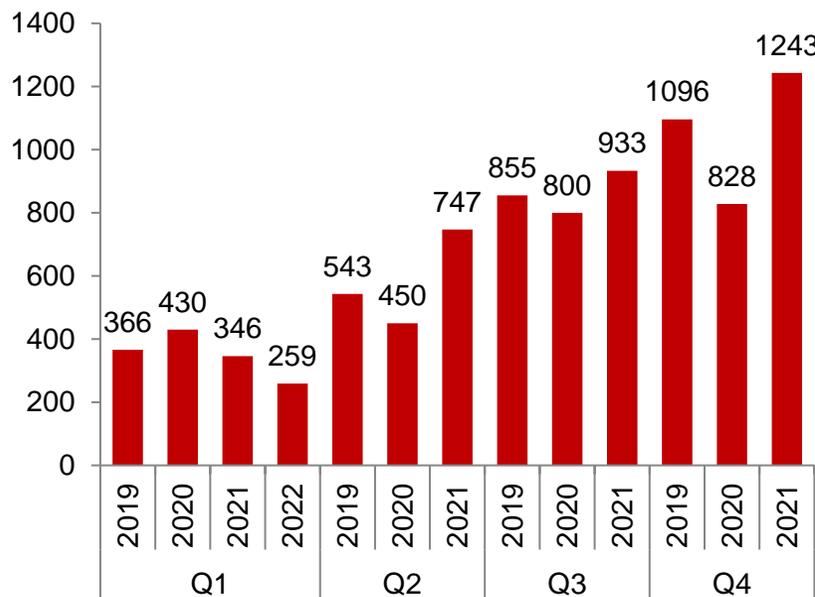


图：酒店相关企业净增加量



- 龙头拓店加速，酒店行业强者恒强，行业集中度有望加快提升。** 疫情期间，龙头酒店纷纷提出拓店目标，拓店速度提升。
  - 锦江：**2021年1月底，锦江酒店中国区会议明确未来三年新签1万家酒店、新开业7000家酒店的目标。
  - 华住：**2020年12月底，华住世界大会上宣布千城万店策略，在中高端酒店领域保持每年新增至少100家门店，随后启动三年万店计划，三年后开业酒店数倍翻。
  - 首旅：**2020年，定下三年万店战略目标。
- 2021年锦江/华住/首旅新开业酒店数分别为1763/1540/1418家，按各自三年目标开店测算，完成度分别为25%/23%/28%。2022年锦江、首旅、华住分别计划新开业酒店为1500家、1800-2000家、1500家。
- 预期三家酒店2021-2023CAGR分别为20%、26%和27%，均较疫情前有大幅提升。

图：疫情期间锦江、华住和首旅合计净增开业酒店数（家） 图：龙头酒店集团预期开业酒店数增速



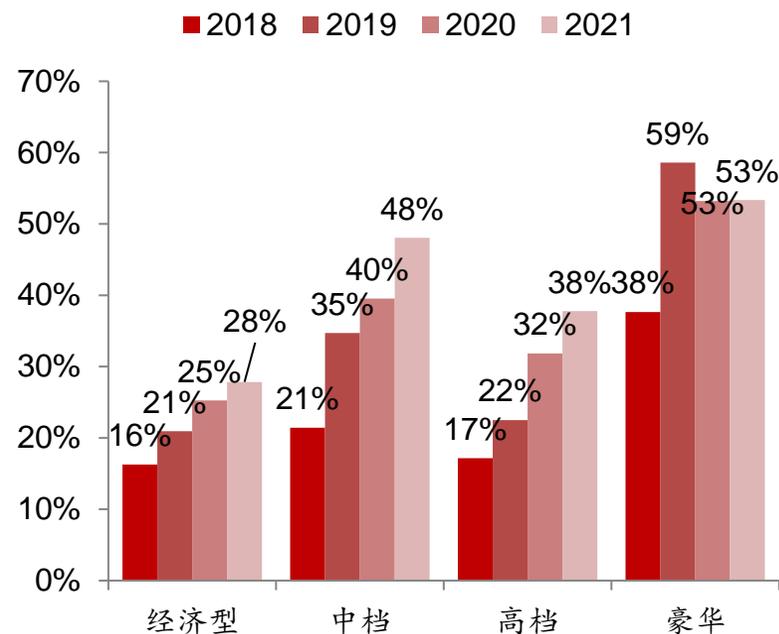
图：锦江、华住和首旅开店情况（家）

	开店	2018	2019	2020	2021	2022E
锦江	计划	900	900	-	1500	1500
	实际	1243	1617	1842	1763	
首旅	计划	450	800	800-1000	1400-1600	1800-2000
	实际	622	829	909	1418	
华住	计划	650-700	800-900	1600-1800	1800-2000	1500
	实际	723	1715	1649	1540	

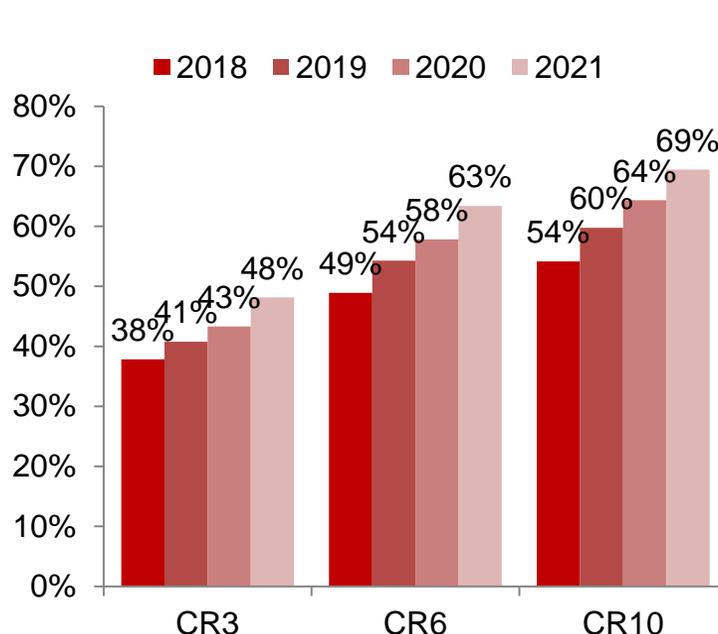
### □ 疫情加速国内酒店集中度和连锁化率提升进程。

- 疫情下国内单体酒店大幅出清，国内连锁酒店集中度持续提升。2020、2021年经济型、中档、高档酒店连锁化率均有提升，其中中档和高档酒店连锁化率提升最为显著，与2019年相比，2021中档、高档酒店连锁化率分别提升13pct、16pct。
- 国内酒店集中度有望持续提速。2015-2019年，我国酒店集团CR3由34%提升至41%，但细分品牌的集中度并未大幅提升，以2019年数据为例，经济型、中端、高端、豪华细分品牌的集中度都有所下降。新冠疫情发生以来，加盟商在选择品牌上趋于保守，更愿意加盟主流品牌，2020、2021年各细分品牌集中度开始大幅提升，酒店集团CR3 2019-2021年提升7pct。目前TOP品牌几乎被大型酒店集团囊括，后疫情时代主力品牌有望持续吸引加盟商加盟，从而加速行业集中度的提升。

图：各细分赛道连锁化率提升



图：国内连锁酒店集中度不断提升



图：2020/2021年连锁酒店集中度加速提升

		2019年集中度变化 (pct)			2020年集中度变化 (pct)			2021年集中度变化 (pct)		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
酒店集团	CR3			2.9			2.6			4.8
	CR6			5.4			3.6			5.6
	CR10			5.6			4.6			5.1
经济型	CR3			-1.0			0.5			2.1
	CR6			-0.2			0.9			2.6
	CR10			0.2			2.0			2.9
中端	CR3			-2.1			3.6			1.0
	CR6			-0.8			5.1			1.6
	CR10			-0.5			6.9			1.4
高端	CR3			-0.7			-2.1			3.1
	CR6			-2.3			-3.0			5.3
	CR10			-4.3			-3.0			8.2
豪华	CR3			-1.7			3.2			-0.1
	CR6			-2.5			5.4			0.3
	CR10			-1.6			8.1			-0.5

# 03

## 历史大行情 起底

供给大周期（如家）

结构升级大周期（华住）

疫后扩张+管理效能提升（锦江）

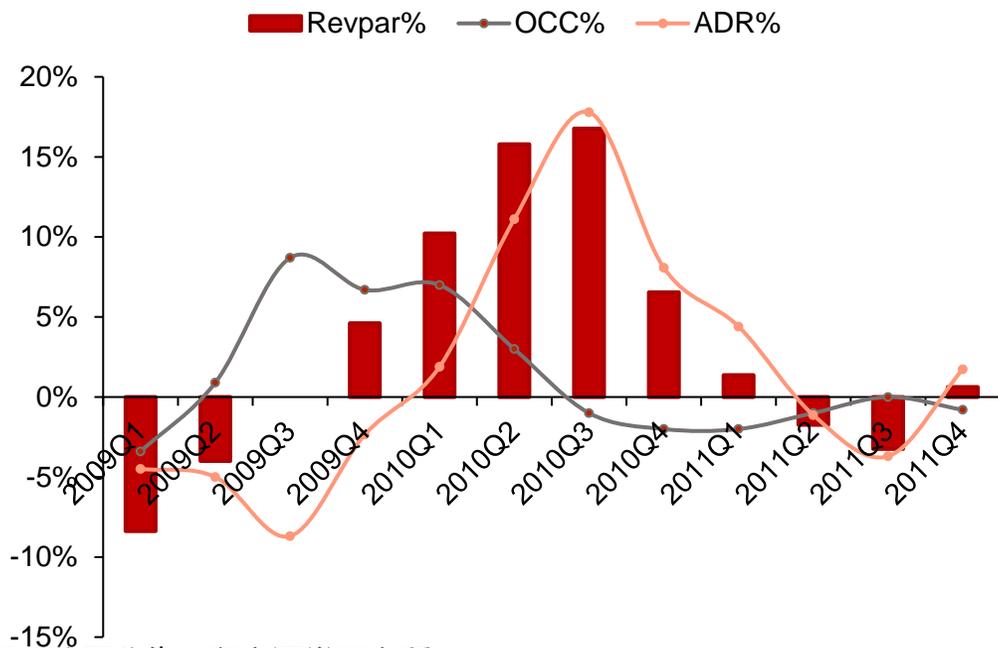
2009-2010

**星级酒店供给出清，经济型酒店集团继续跑马圈地：**受到金融危机影响，星级酒店数量由2008年的1.4万家下降至2010年的1.2万家大幅出清；与此同时，经济型酒店保持扩张步伐，根据华住招股书数据，2003-2008年我国经济型酒店数量GAGR达100%；2008-2010年，如家+汉庭+锦江之星酒店数量由998家增长至1852家，复合增速36%。经济型酒店成为中小企业差旅和大众旅行团出游住宿首选。

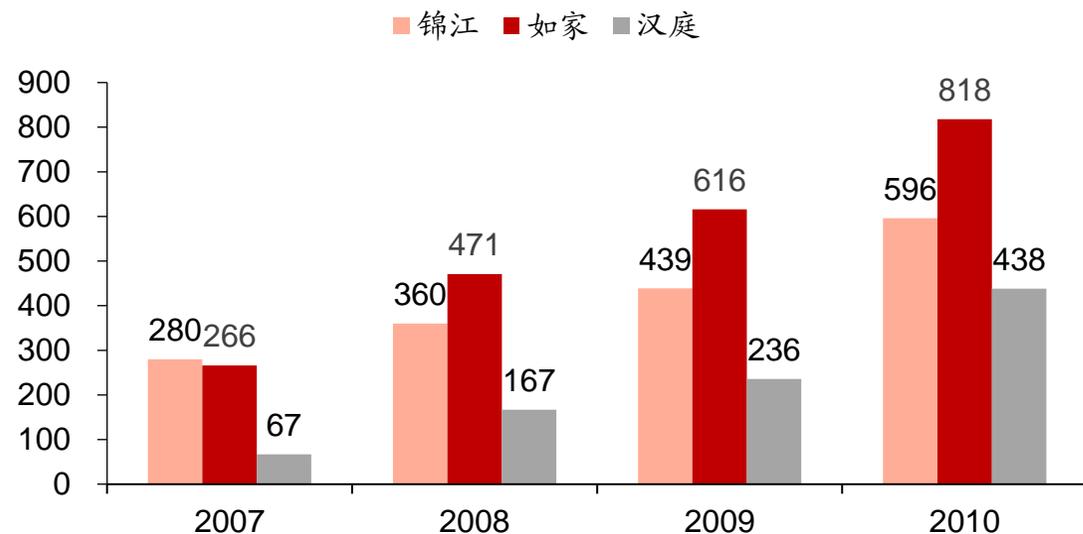
**抢先登陆资本市场，如家扩店最为迅速。**锦江之星为我国经济型酒店的先行者，诞生于1996年。但如家在2003年登陆纳斯达克，借助资本进行了快速扩张，2007-2010如家酒店数量由266家增长至818家，规模远远超过锦江之星和汉庭。

**需求回暖+供给出清，2010Q3如家同店Revpar增幅高达17%。**2009年宏观经济企稳，非制造业PMI低点回升，叠加行业供给出清，OCC和ADR相继恢复正增长，行业进入上行周期，Revpar增长在2010Q3到达顶点。

图：如家同店经营数据



图：如家酒店数量增长最快（单位：家）



2009-2010

**Revpar提升+快速扩店，如家业绩大幅提升。**2009-2010我国连锁酒店业处于粗放式发展阶段，如家、汉庭、锦江之星Revpar并无太大差异，但由于如家扩店速度显著快于竞争对手，2009-2010如家的利润体量和增速均领先于华住和锦江之星。

**2009-2010如家股票实现7倍涨幅，远高于同期的海外酒店集团。**2009年，全球酒店业从金融危机中开始复苏，受益于我国宏观经济复苏领先全球和酒店业处于早期发展阶段，如家2010年归母净利润是2007年的10倍，而美国酒店集团万豪、精选归母净利润尚未恢复到2007年水平。2009-2010，如家股价最高累计涨幅达上涨7.4倍，涨幅远高于万豪和精选国际。

表：如家利润表现最佳

归母净利润	2007	2008	2009	2010
华住 (亿元)	-1.29	-1.36	0.43	2.16
如家 (亿元)	0.36	1.01	2.56	3.59
锦江之星 (亿元)	0.30	0.29	0.31	1.23
万豪 (亿美元)	6.96	3.62	-3.46	4.58
精选 (亿美元)	1.11	1.00	0.97	1.06

图：如家股价表现远超过万豪和精选

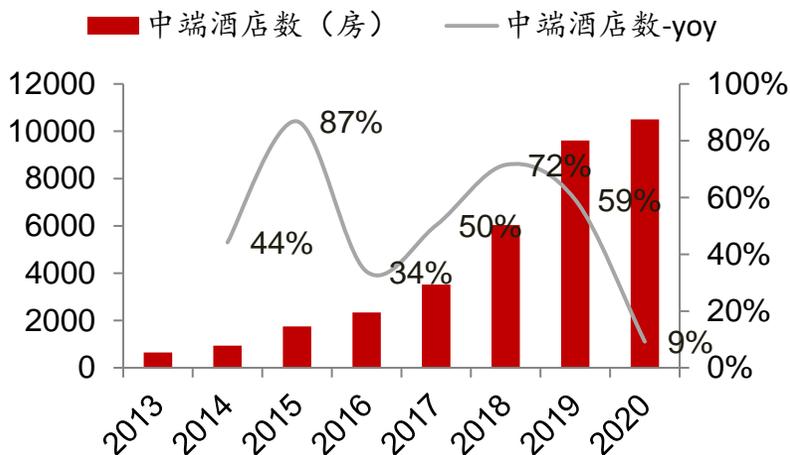


表：锦江、华住、首旅中高端产品矩阵

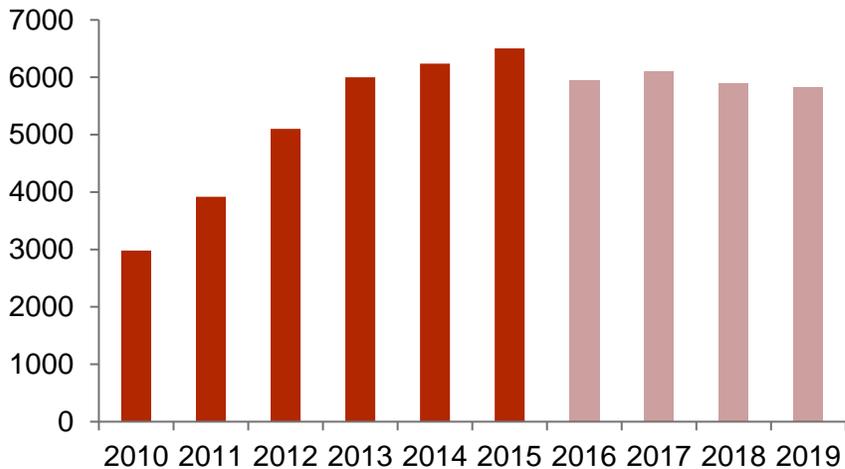
酒店集团	中高端品牌	方式	成立/收购时间	
华住	全季	自有	2011	
	星程	收购	2012	
	诺富特	雅高合作	2014	
	漫心			
	索芙特			
	诗铂	自有	2014	
	禧玥			
	桔子精选	收购	2017	
	桔子水晶	收购	2017	
	汉庭优佳	自有	2017	
花间堂	自有	2018		
锦江	维也纳	收购	2016	
	欢朋	收购	2016	
	丽枫	收购	2016	
	城品	收购	2016	
	喆啡	收购	2016	
	锦江都城	自有	2013	
	希岸	收购	2016	
	卢浮: Gloden Tulip、凯里亚德	收购	2015	
	首旅	和颐	自有	2008
		如家精选	自有	2015
如家商旅		自有	2016	
璞隐		自有	2016	
扉缦		自有	2016	
素柏云		自有	2016	
金牌驿居		自有	2016	
华驿系列		自有	2016	
首旅建国		自有	1996	
建国铂萃		自有	2020	
首旅南苑	收购	2014		
首旅京伦	自有	2012		
首旅寒舍	自有	2015		
京伦饭店	自有	1984		

- 2015年行业固定资产投资额见顶，行业进入整合期。年住宿和餐饮业固定资产投资额（根据2011-2015数据，70%以上为住宿业固定资产投资额）于2015年见顶，酒店行业发展逐渐进入到整合期，即兼并收购和酒店翻牌。物业增速趋缓，房价增长成为更重要的驱动因素。
- 通过内部孵化或兼并收购，中端酒店成为酒店集团发力重心。2015年起，中高端酒店成为酒店集团布局重心，锦江的主力品牌维也纳、丽枫；首旅的主力品牌如家商旅、如家精选均于这段时间收购或成立。华住的中高端酒店布局相对较早，主力品牌全季成立于2011年。
- 相较于经济型酒店，中高端酒店更加强调品质和特色，因此品牌更加多元化。从各酒店集团中高端酒店发展来看，锦江更多来自收并购；首旅如家主要为自有品牌（20年与凯悦合资成立逸扉酒店），华住则采取自创、收购、与海外集团合作多种方式并行。

图：中端酒店迅速扩张（家）

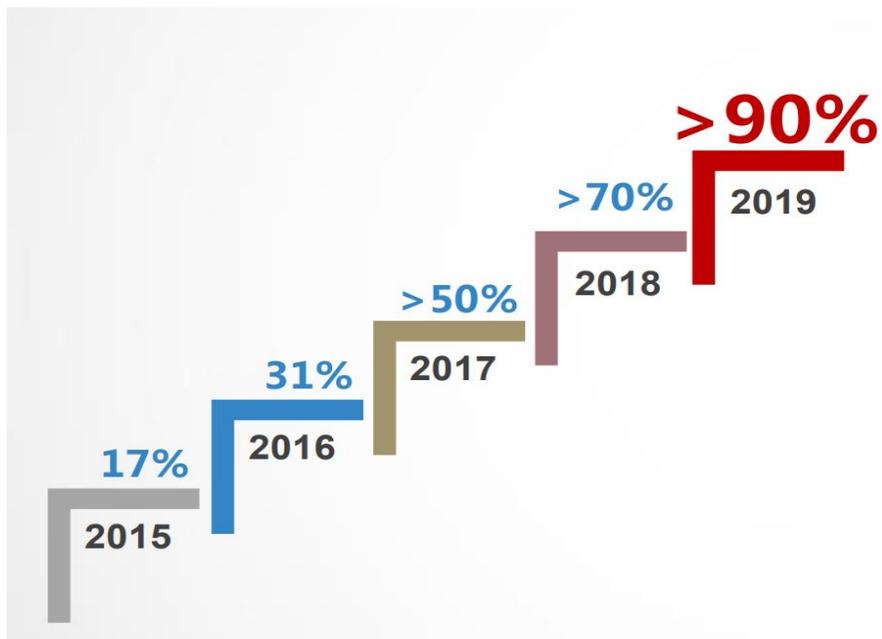


图：2015年行业固定资产投资额见顶(亿元)



- 经济型酒店升级也于本周期展开。如家2.0、如家NEO、汉庭2.0、7天优品均在这一时期推向市场。
- ✓ 汉庭2.0于2014年9月官宣，2015年开始全面推进，目标于2019年完成超过90%汉庭1.0的升级工作。
- ✓ 如家2.0于2016年开始全面推进，2016年超过70家酒店完成同品牌迭代升级；如家NEO作为如家3.0版本在2017年完成样板间建设和相关标准置顶，2018年155家如家直营店进行了NEO版本升级，截至2019年年底，NEO酒店数量为454家，其中79%为原如家酒店升级改造而来。

图：华住2015年发布汉庭2.0升级计划时间表

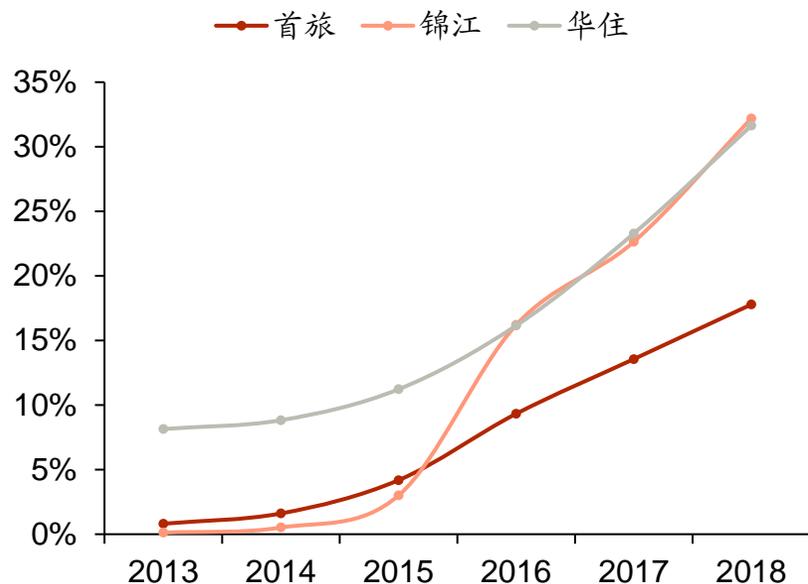


表：经济型酒店升级产品推出时间

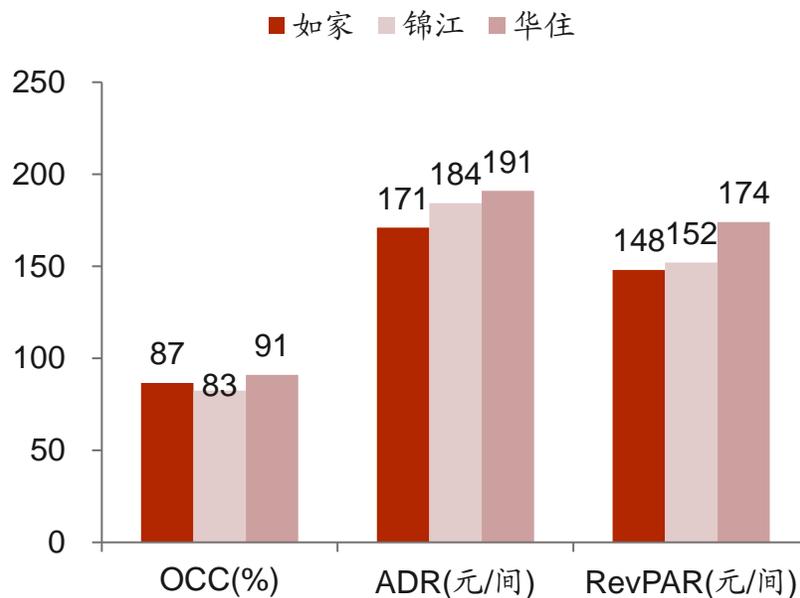
酒店集团	酒店产品	推出时间
锦江酒店	锦江之星品尚	2015
	锦江之星风尚	2015
华住集团	汉庭2.0	2014
如家酒店	如家2.0	2016
	如家NEO	2017
铂涛酒店	七天优品	2014

华住在中高端产品布局上有先发优势，酒店规模和经营数据均占优。华住于2010便推出了中高端酒店产品全季，早于市场开始中高端连锁酒店产品打磨，后又陆续推出禧玥、漫心等自主品牌，联合雅高进行美爵、诺富特等品牌的合作，于2017年收购优质中高端酒店桔子，使得公司中高端产品线不断丰富。虽然锦江2016、2017收购铂涛、维也纳在规模上弯道超车，但在Revpar层面华住仍保持较为明显的优势。**结构升级带动Revpar大幅上升**。经历了八项规定和经济下行，行业Revpar于2015年开始企稳。由于中高端酒店的拉动作用，华住2017Q3 Revpar同比增长17%（桔子水晶并表），增幅远高于首旅酒店。

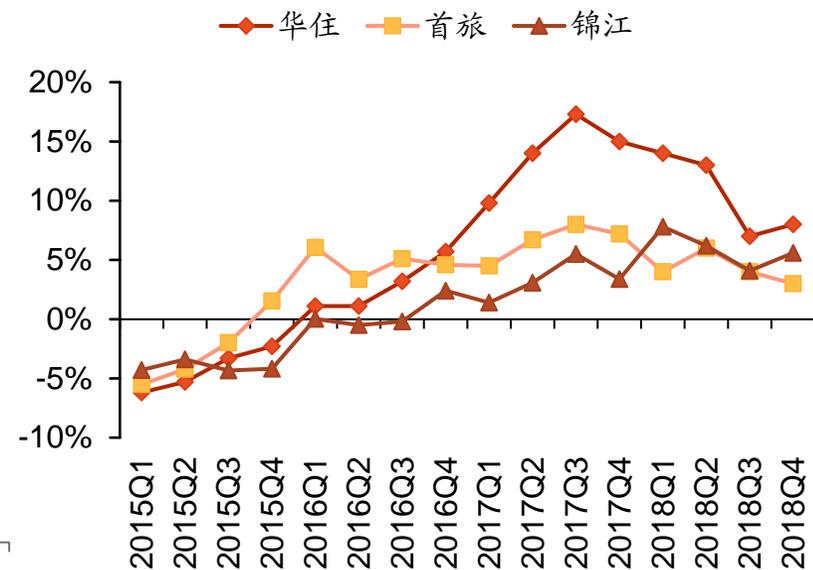
图：三大龙头中高端酒店数量占比



图：三大龙头2017年同店经营数据对比



图：华住Revpar增速领先



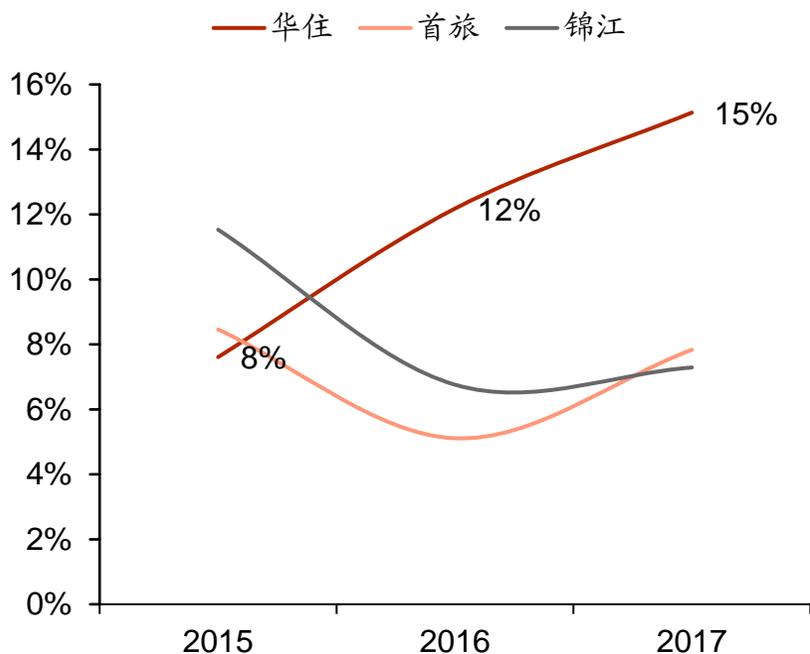
注：2017年锦江Revpar为各境内品牌按房量加权平均计算

2015-2018

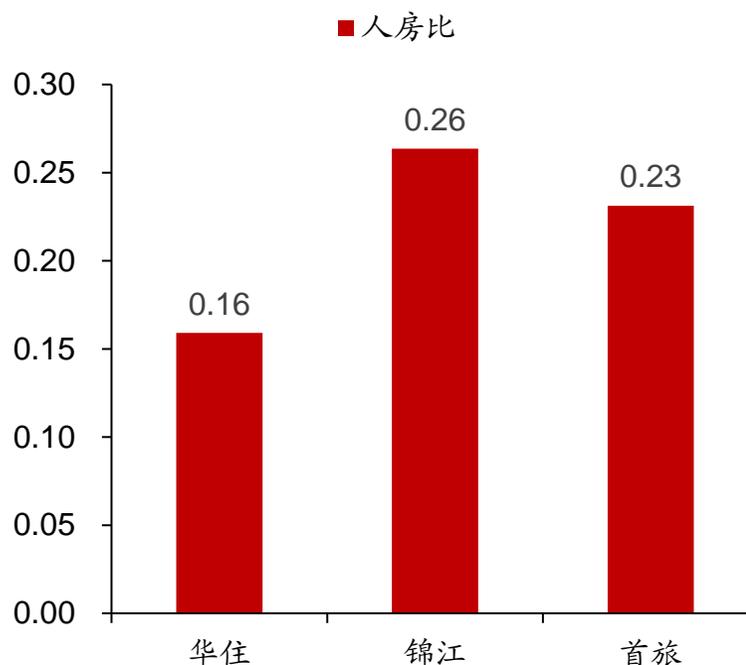
**上行周期+结构升级，利润率大幅提升。**2016年起，三大龙头Revpar均恢复正增长，但华住1) 中高端占比及Revpar更高；2) 精细化管理下费控表现更好。因此2015-2017年，华住净利润率由8%提升至15%，反超首旅酒店和锦江酒店。

**华住数字化建设领先同行，经营效率突出。**华住创始人季琦为工程师出身，因此华住集团一直高度重视IT技术在酒店中的应用，智能化水平走在行业前端，研发投入远超首旅和锦江。2017年华住人房比和管理费用率显著低于锦江和首旅，经营效率突出。

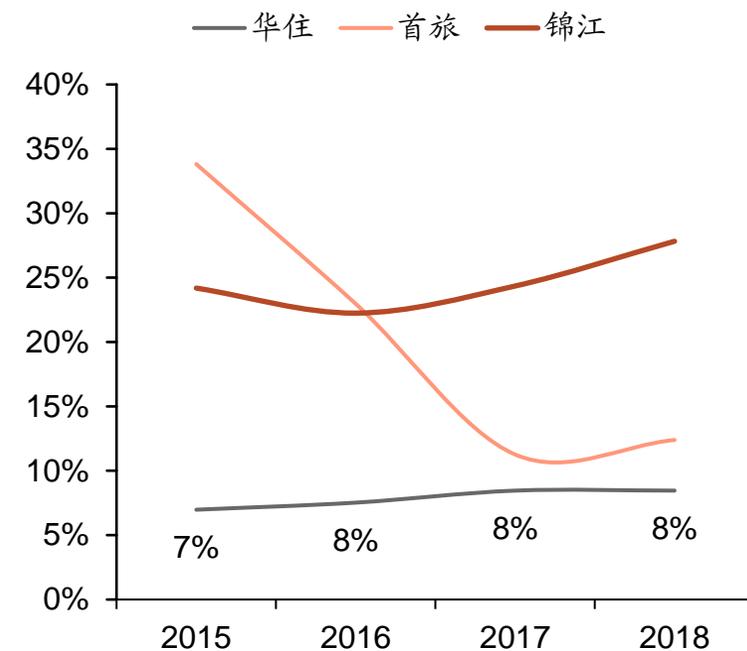
图：三大龙头净利润率对比



图：2017三大龙头人房比

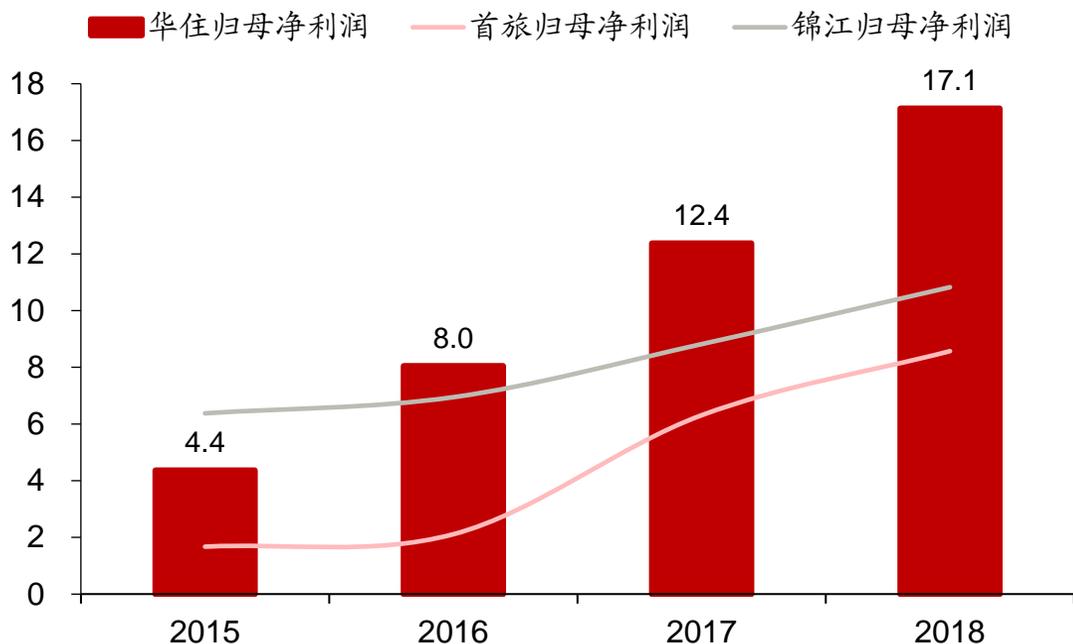


图：三大龙头管理费用率对比

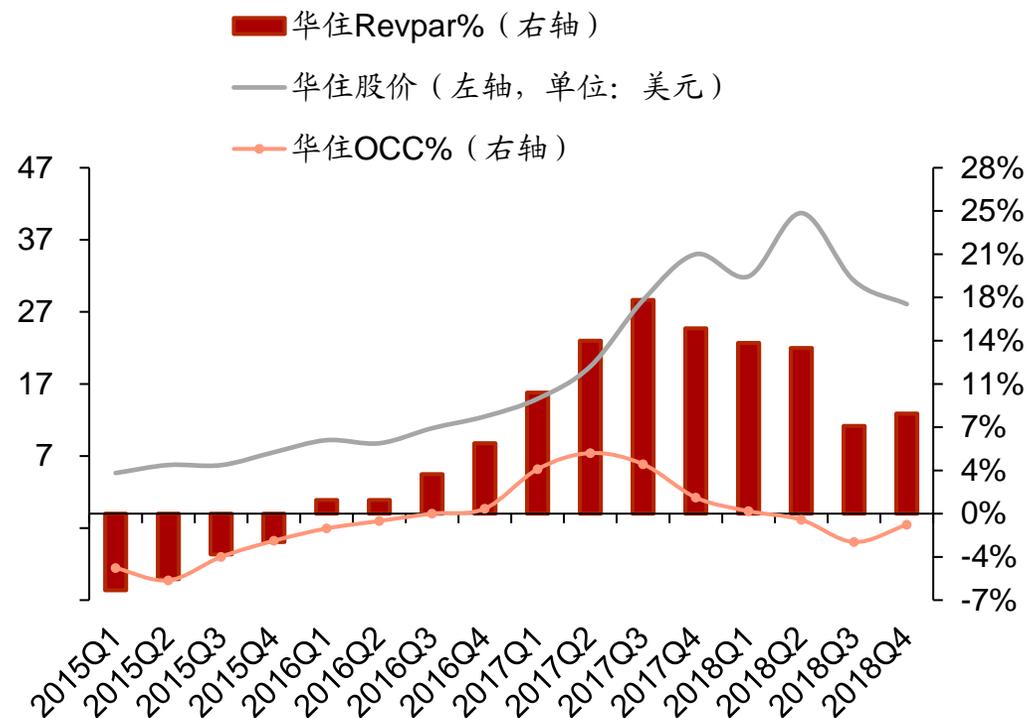


利润率+利润增长均表现最优，2015-2018华住股价上涨13倍。华住2016年超越锦江成为利润规模最大的酒店集团，2017年桔子酒店并表，进一步助力公司利润规模扩张。2015-2018年公司归母净利润符合增速为58%。Revpar2017-2018保持双位数增长，推动公司迎来戴维斯双击，2015-2018年，华住股价最高累计涨幅达13倍，估值水平（PE（TTM））高点达到70倍。

图：三大龙头2015-2018归母净利润（单位：亿元）



图：2015-2018华住股价与经营数据表现

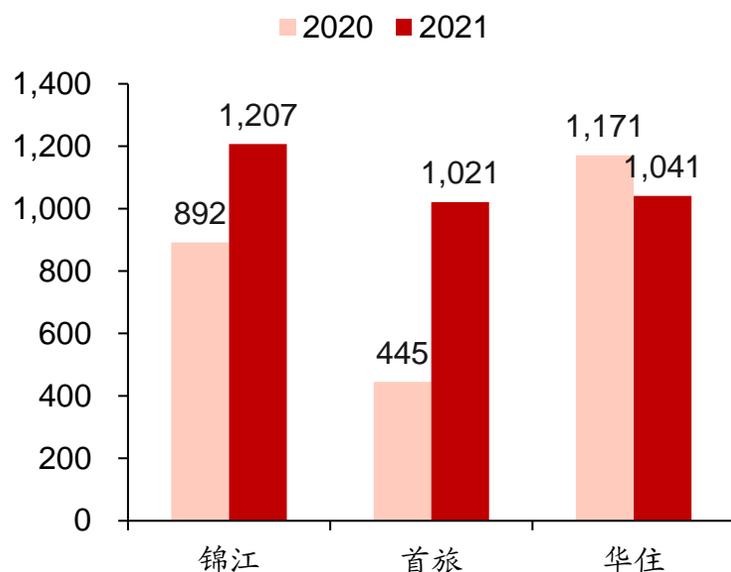


2019-2021-未完待续

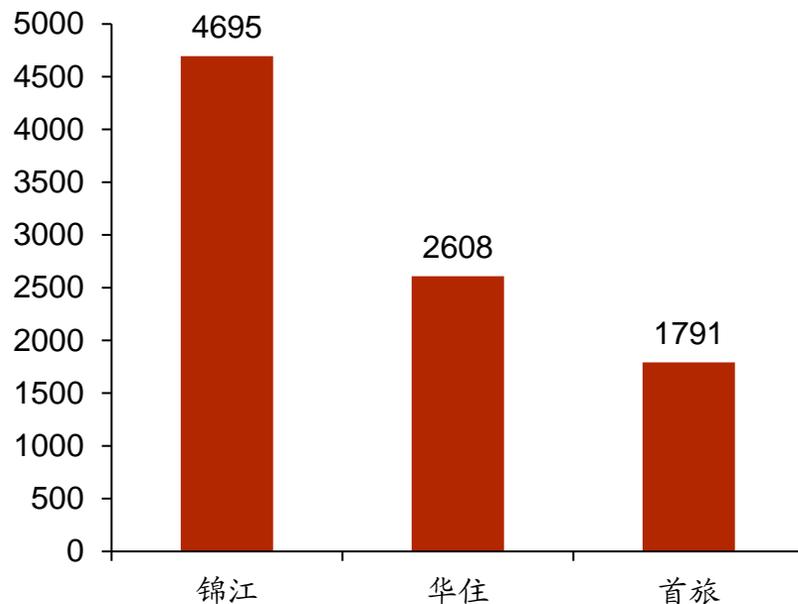
**疫后三大龙头均增加开店数量。**疫情爆发后，单体酒店大幅出清，酒店集团迎来提升市场份额的历史性机遇。锦江、首旅、华住拓店数量均超过疫情之前水平。在净增酒店方面，2020年华住酒店加速下沉步伐，净增酒店1171家酒店，高于锦江和首旅。2021年华住的扩张步伐有所放缓，锦江酒店2021净增酒店1207家领先。

**锦江持续巩固龙头地位。**锦江酒店自收购铂涛、维也纳之后，2016年确立了酒店规模龙头地位。截至2021年，锦江开业酒店数量10613家，储备酒店超过4000家，明显高于华住和首旅，预计龙头地位稳固。

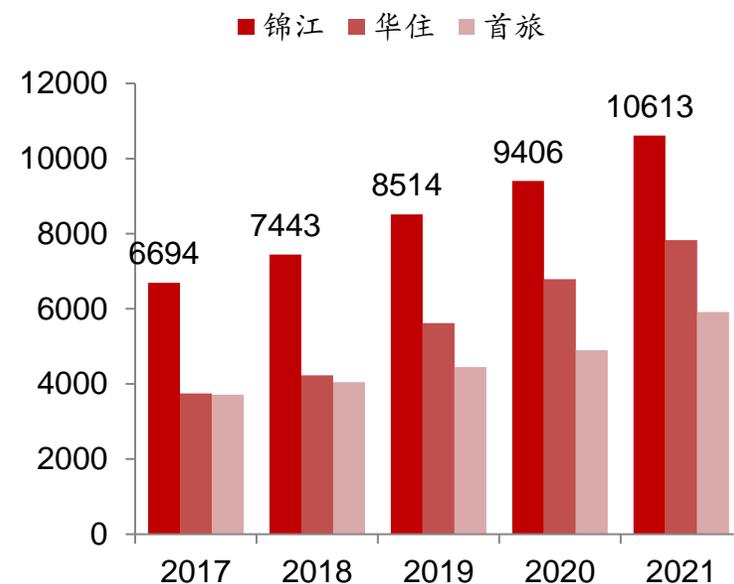
图：疫后三大龙头净增酒店数量（家）



图：2021年三大龙头储备店数量（家）



图：2021年三大龙头酒店数量规模（家）



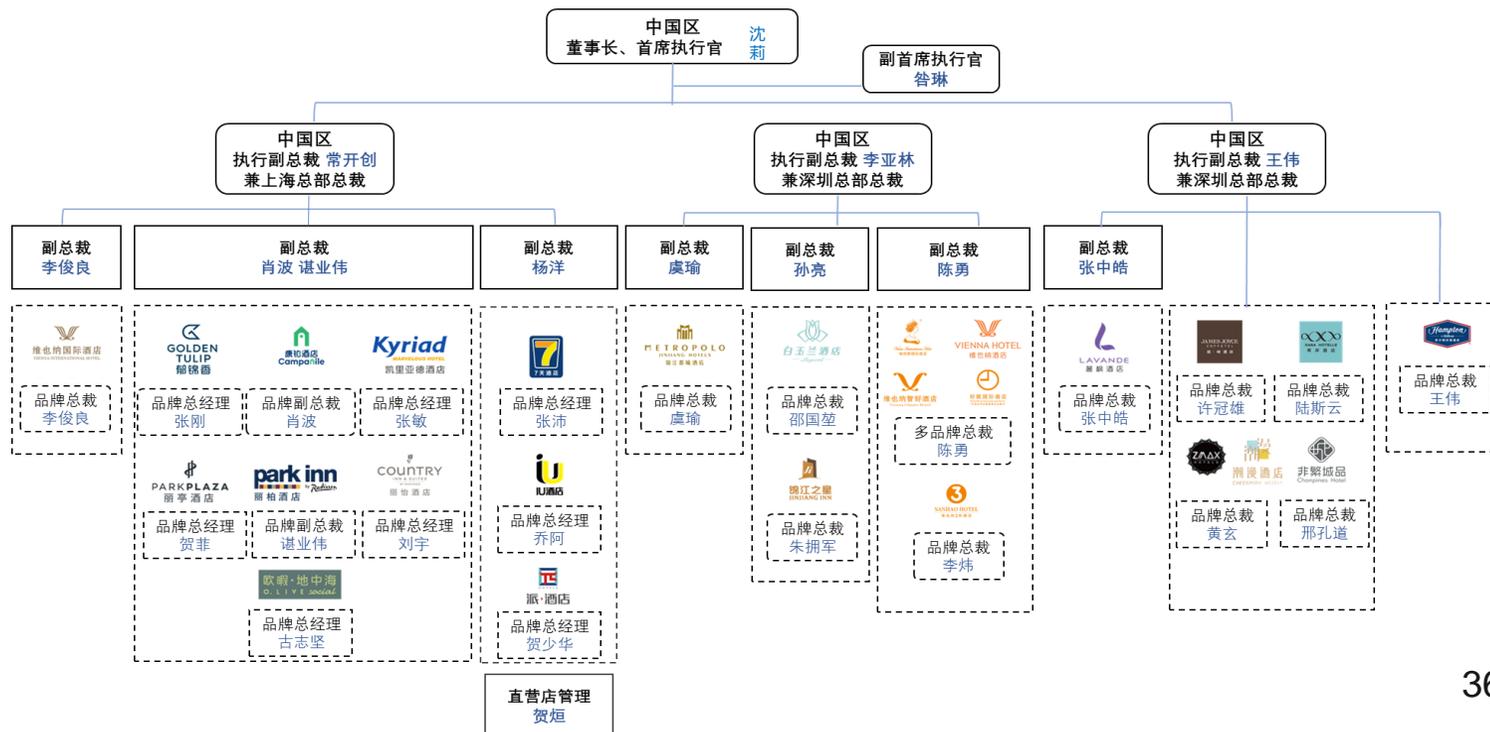
2019-2021-未完待续

一中心三平台+锦江中国区，助力管理运营改革：

- **“一中心三平台”提升创新及管理效率。** “一中心”旨在统筹品牌更新和存量品牌升级，强化公司产品力；“三平台”旨在逐步进行后台整合以提高各个集团之间的协同性，实现资源匹配、管理优化、业务协同的充分融合发展。2020年9月，由“一中心三平台”主导的锦江品牌创新产业园落地。创新中心完成对7天、IU、城品、锦江之星等多个经济型品牌的升级改造。
- **锦江中国区对公司旗下各品牌进行更加全面的整合，为公司实行收购以来最大程度的改革。** 成立上海、深圳双总部，统一整合管理旗下品牌，精简了组织架构。其中上海总部主要负责海外品牌（凯里亚德）和重组品牌（郁锦香、丽亭、丽柏等集团品牌）；深圳一部主要负责主力品牌的运营拓展（维也纳、白玉兰等），深圳二部主要负责新品牌的培育发展（潮漫、非繁城品等）。

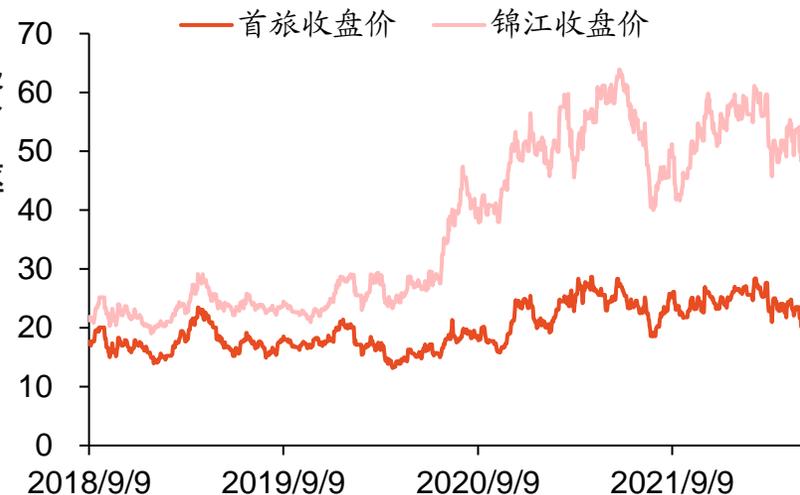
图：锦江（中国区）组织架构

图：“一中心三平台”示意图



2019-2021-未完待续

表：锦江股价涨幅显著高于首旅



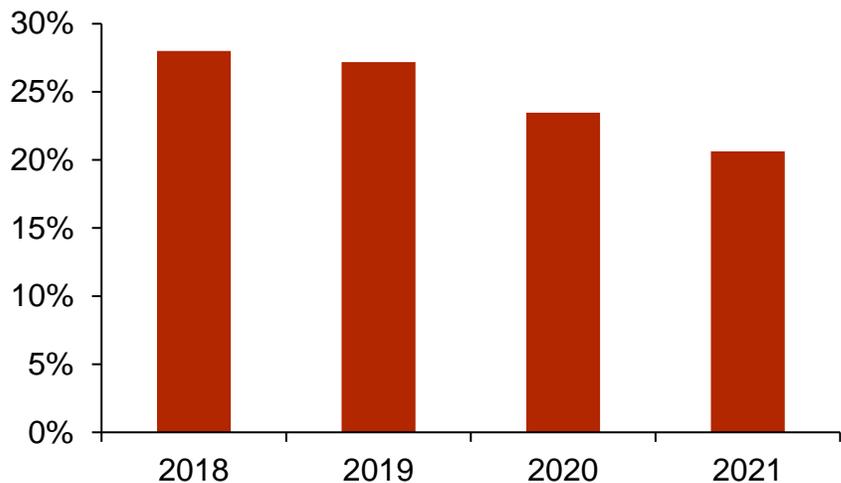
**改革效果不断显现，2019年起公司管理费用率和人房比不断下降。**随着铂涛、维也纳等资产并购完成，公司的管理费用率在2018年达到28%的高位，公司按照“基因不变、后台整合、优势互补、共同发展”的发展方针，对各品牌进行整合，于2019年管理费用率开始出现改善。2021年，锦江管理费用率21%，与2019年相比下降6pct；人房比0.33,2019年为0.36。

**员工数量精简，中后台整合效果显现。**2021年底，锦江员工总数下降至 33 万人，较 19 年缩减 19%。其中财务人员降至 326，较 19 年同期-65%。

**规模优势突出+管理预期改善，锦江股价大幅上涨。**从2019年（管理首年改善）至今，锦江酒店期间最高涨幅达3.6倍。

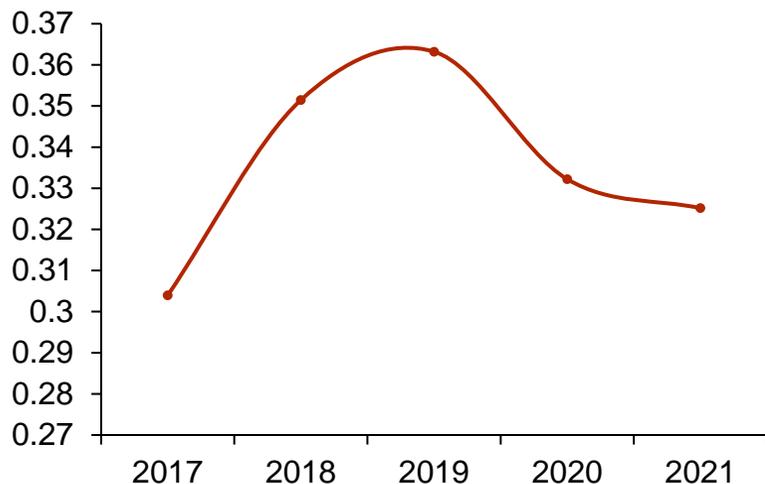
图：锦江费用率改善显著

■ 锦江管理费用率



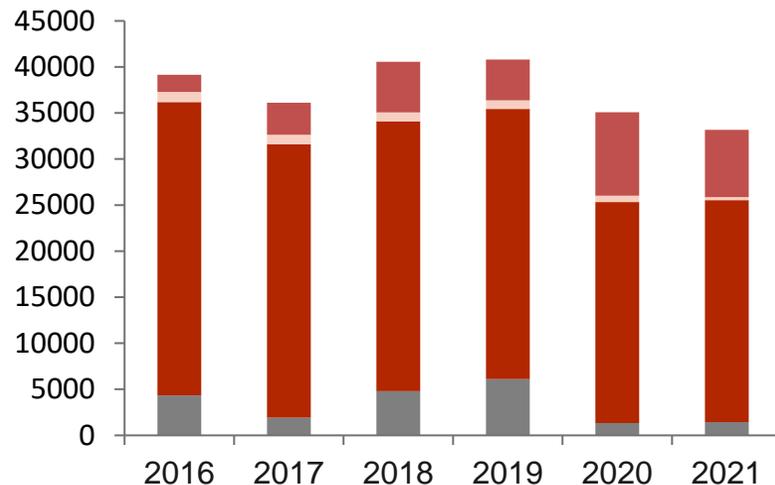
图：锦江人房比显著下降

— 人房比



表：锦江酒店人员精简

■ 销售 ■ 生产技术 ■ 财务 ■ 行政

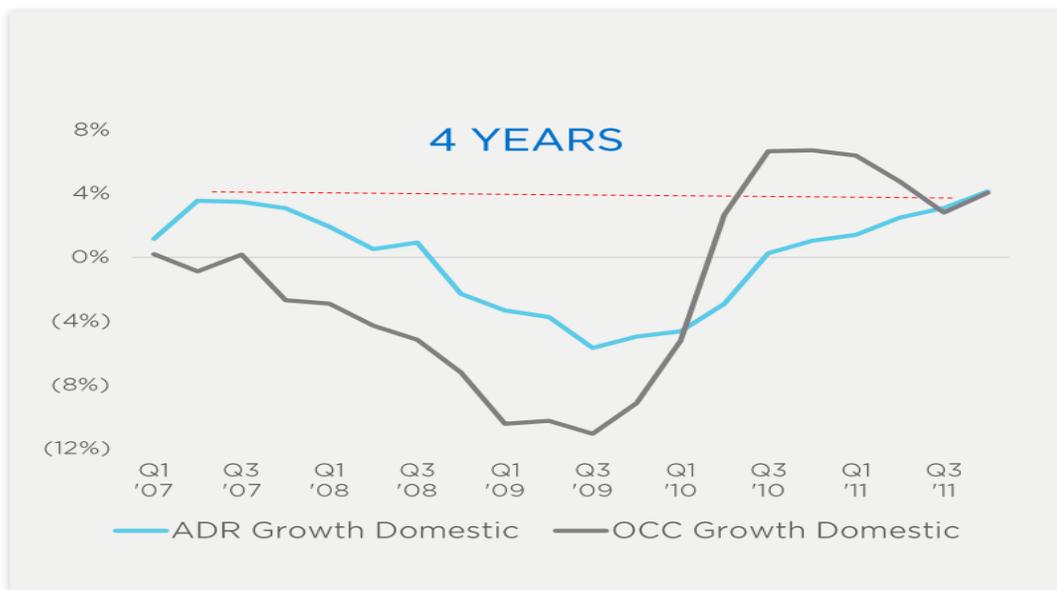


- 海外酒店ADR先行复苏下，带动酒店业绩相较以往更快反弹。2008年的金融危机后，OCC的率先恢复带动ADR缓慢提升，而2020年的新冠肺炎疫情外生压抑出行条件，需求端仍然强劲，ADR的率先恢复下，酒店复苏弹性较大。
- 温德姆酒店2008年ADR恢复至危机前同等增长水平历经了4年之久，而在2020年以来的疫情影响下，ADR增速恢复至疫情前水平仅用时15个月。
- 相较于海外市场，国内酒店中高端替代趋势下酒店平均房价ADR提升空间更大，预期Revpar弹性更高。

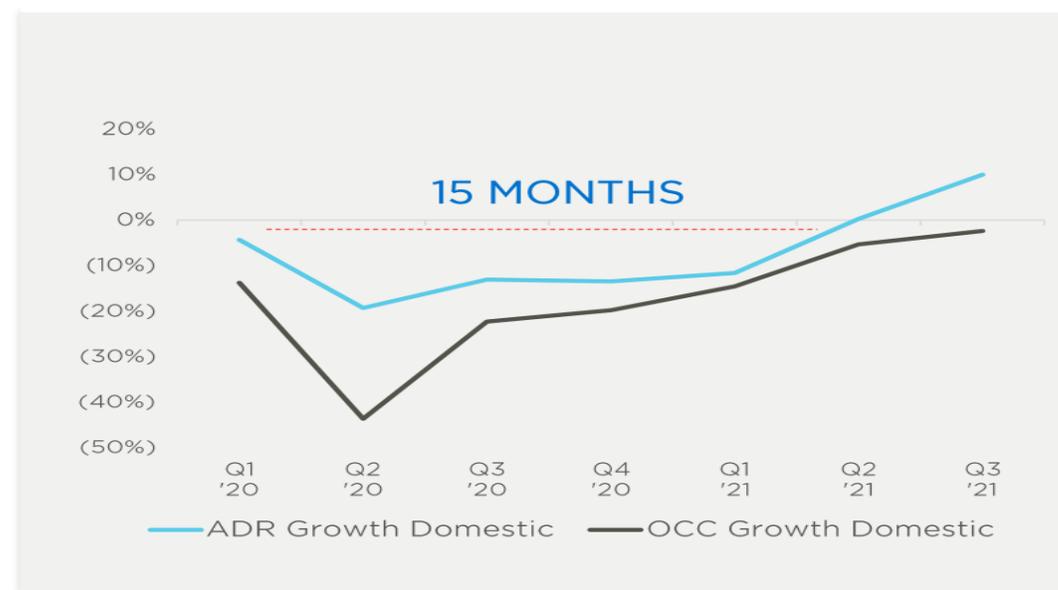
图：温德姆酒店金融危机与疫情时期经营情况对比

## WH U.S. OCCUPANCY AND ADR GROWTH

GREAT FINANCIAL CRISIS (2008)

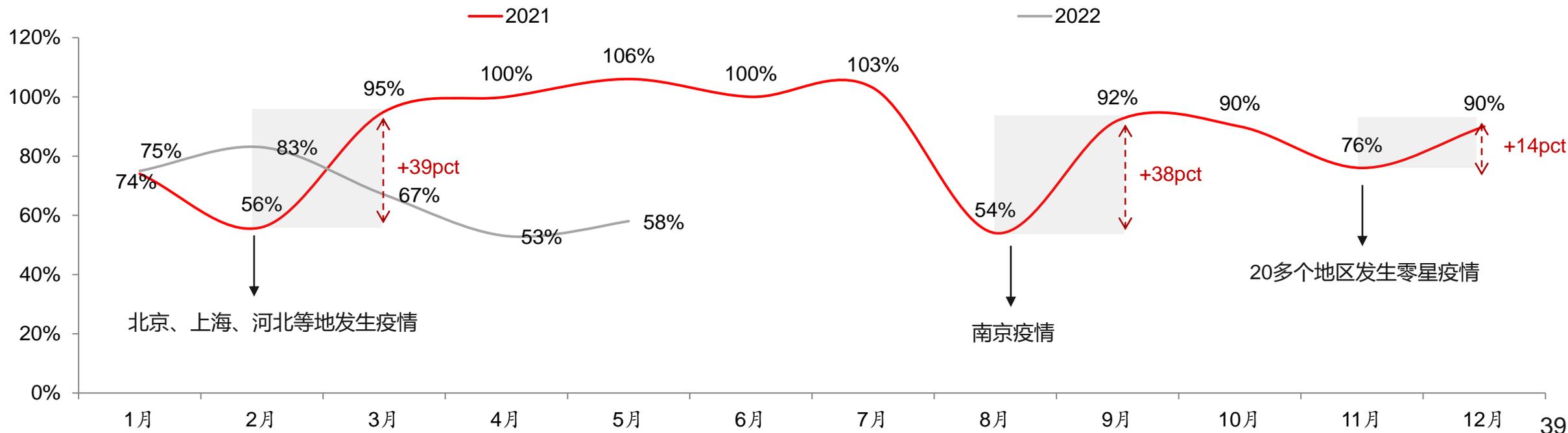


COVID-19



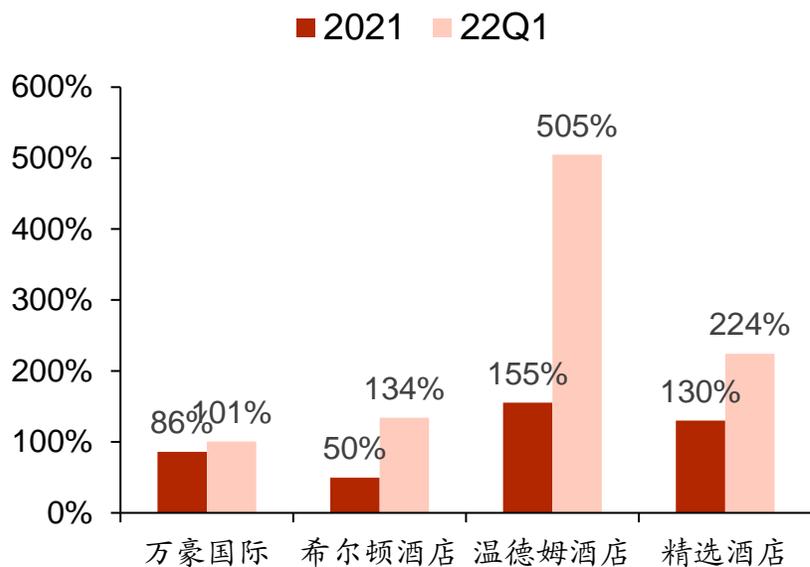
- **疫情得到控制后，酒店经营在一个月内快速复苏。**根据华住境内酒店在2021年的RevPAR的复苏情况，受到疫情影响，疫情一旦加重，出行立即受到限制，从而影响酒店入住率，酒店RevPAR随之下滑；而随着疫情快速得到控制，酒店RevPAR一个月后即得到大幅回升，在疫情控制较好的月份下，如2021年4月至7月，酒店RevPAR已经恢复甚至超越疫情前同期水平。
- **当前经营数据触底，预计疫情企稳经营数据将快速恢复。**2022年吉林、上海先后爆发大规模疫情，2022年3月初至4月中旬，吉林封城，3月末至6月初上海封城，RevPAR大幅受挫，4月RevPAR恢复率为53%，达2021年来新低。随着一线城市疫情逐步好转，预计经营数据将迎来快速修复期。

图：2021年华住境内酒店RevPAR复苏情况

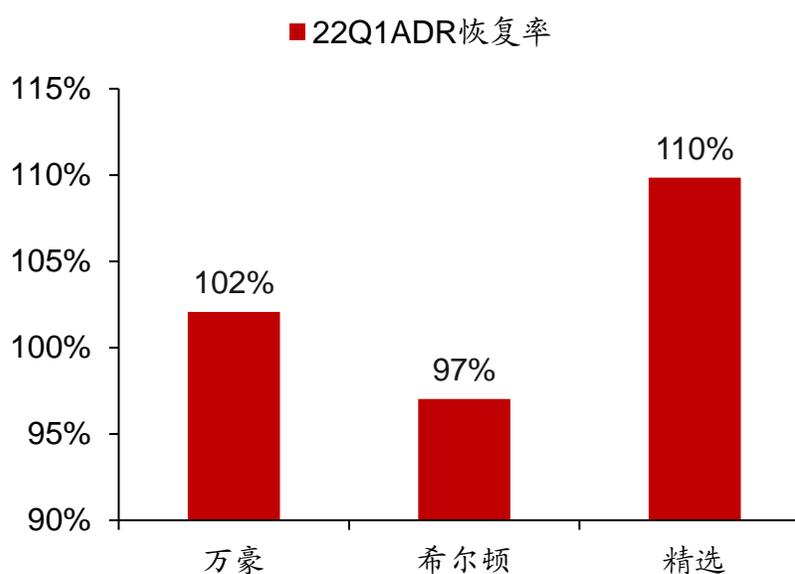


- **海外疫情防控放松后，海外酒店集团业绩大幅反弹。** 21年下半年，海外疫情管制逐步放松，收入恢复叠加严格的费控，21年海外酒店集团业绩大幅恢复，22Q1随着出行进一步放松，22Q1恢复率进一步放大。22Q1温德姆、精选、希尔顿、万豪归母净利润均已经超过2019年水平，分别为2019年归母净利润的5.1倍、2.2倍、1.3倍、1.0倍。
- **ADR带动Revpar修复，精选22Q1Revpar达到2019年同期水平。** 受益于高本土客流占比+高休闲度假客流占比，温德姆和精选的恢复率高于万豪的希尔顿，22Q1精选和温德姆Revpar恢复率分别为100%、94%。

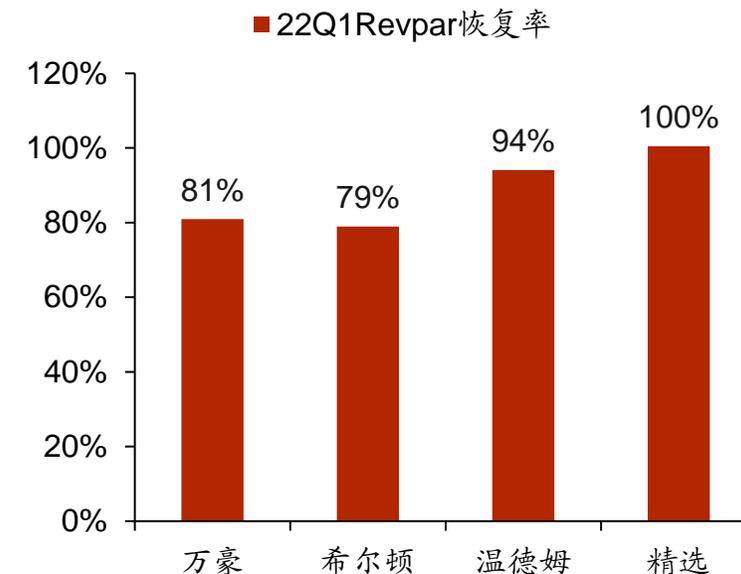
图：海外酒店集团2021及2022Q1业绩恢复率



图：海外酒店集团22Q1ADR恢复率



图：海外酒店集团22Q1ADR恢复率

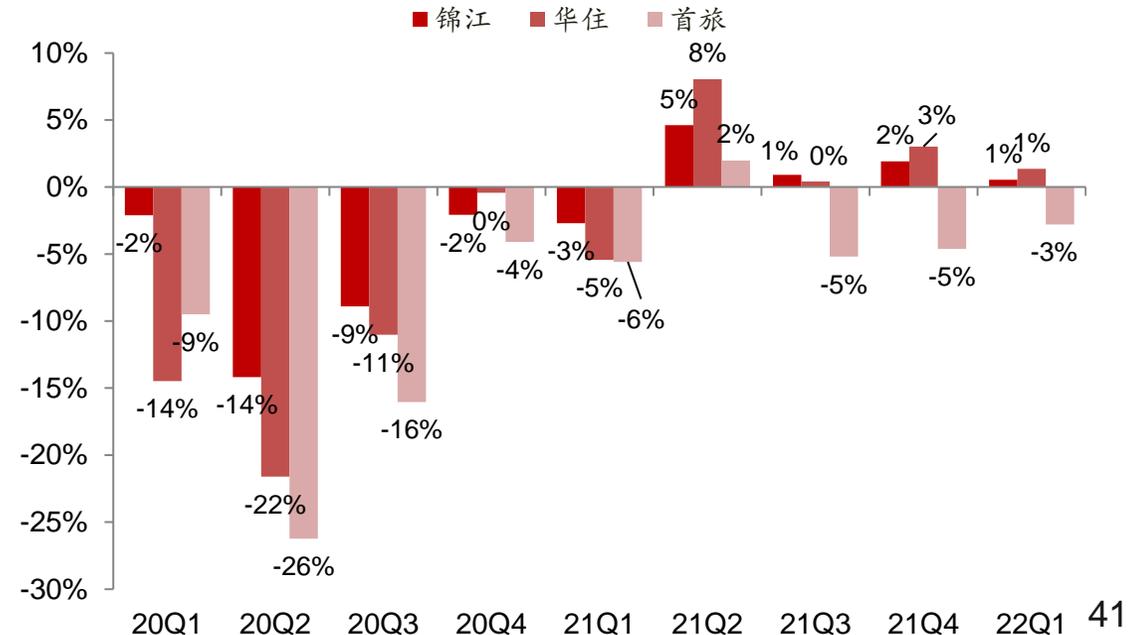


- **疫前经营数据已经下行调整2年，疫情期间行业供给加速出清，出行恢复有望加速复苏周期到来。** 2018年起酒店集团OCC便进入下行通道，疫前经营数据下行已持续2年左右的时间。供给端，2019年酒店数量开始下滑，疫情导致2020年我国住宿业总量加速出清，后续出行需求恢复将加速复苏周期的到来。
- **与前两轮周期不同的是，ADR带动Revpar复苏。** 疫情期间酒店集团结构升级加速，发力中高端的基础上开启高档酒店市场布局：华住开启奢华酒店布局，22Q1高端和奢华酒店分别达到115家和15家；锦江、首旅预计后续将有来自集团的高档酒店委托管理注入。本轮周期房价先于OCC复苏，21Q2-Q4锦江和华住房价已经超过2019年同期，后续OCC复苏有望引领房价发挥更大弹性，酒店业将开启由ADR引领的新一轮供需大周期。

图：头部酒店集团开业酒店数持续增加



图：头部酒店集团ADR已大幅提升



# 04

## 个股对比

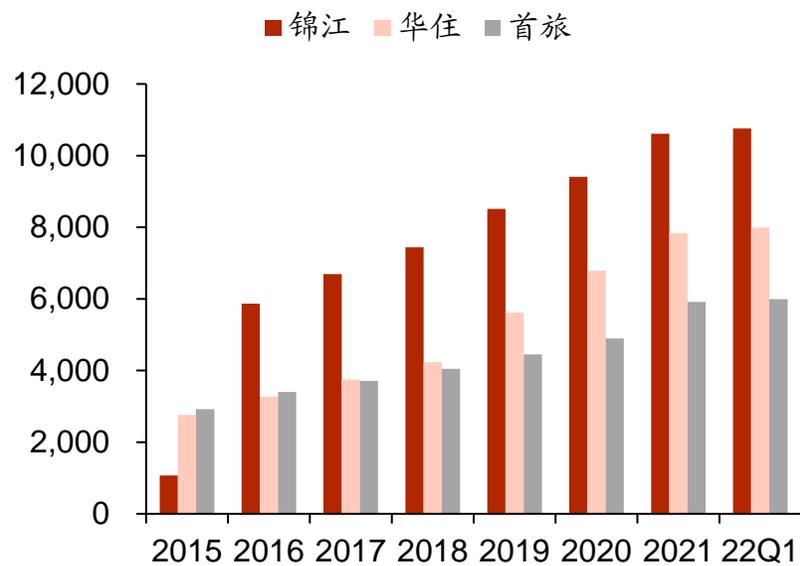
成长性

周期性

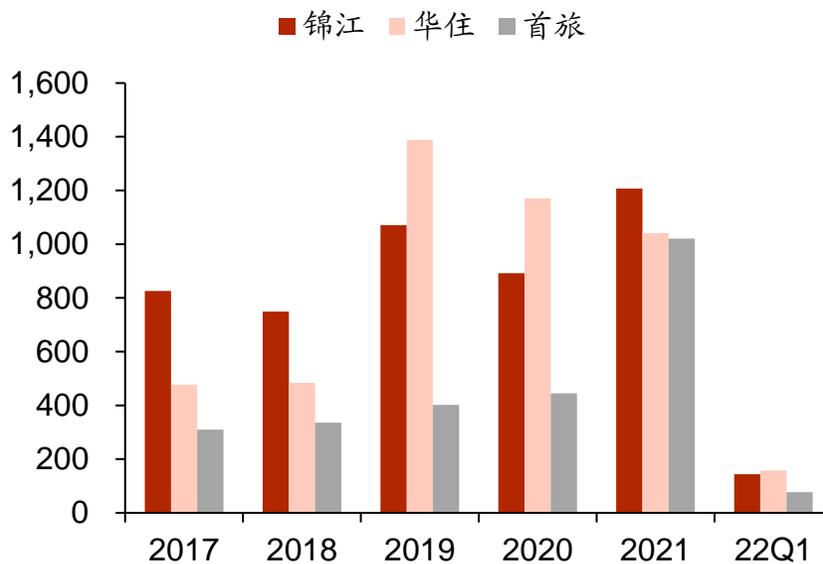
盈利质量

- 锦江酒店规模在2016年弯道超车，后续每年依然保持较高的开店量。锦江酒店2016年完成对铂涛、维也纳的收购，酒店规模跃居行业之首，后续每年依然保持1000家左右的开店数量，巩固龙头地位。截至22Q1，锦江、华住、首旅酒店数量分别为10757、7988、5993家，锦江规模优势稳固。
- 结构升级为行业大趋势。2015起，三大龙头中高端酒店占比整体呈上升趋势。其中锦江在疫情爆发后开店结构中高端占比更高，结构升级相比另外两家更加迅速。

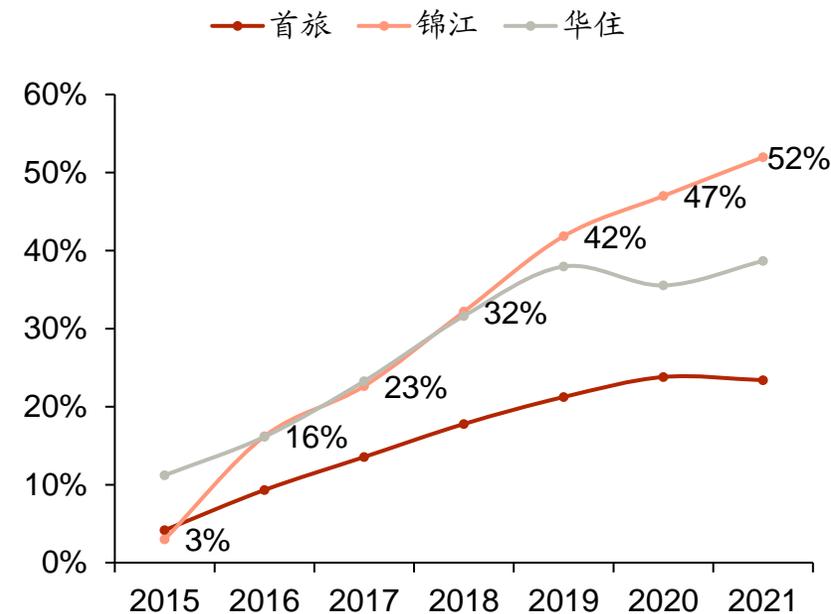
图：三大龙头2015-22Q1酒店数量



图：三大龙头2017-22Q1净增酒店数量

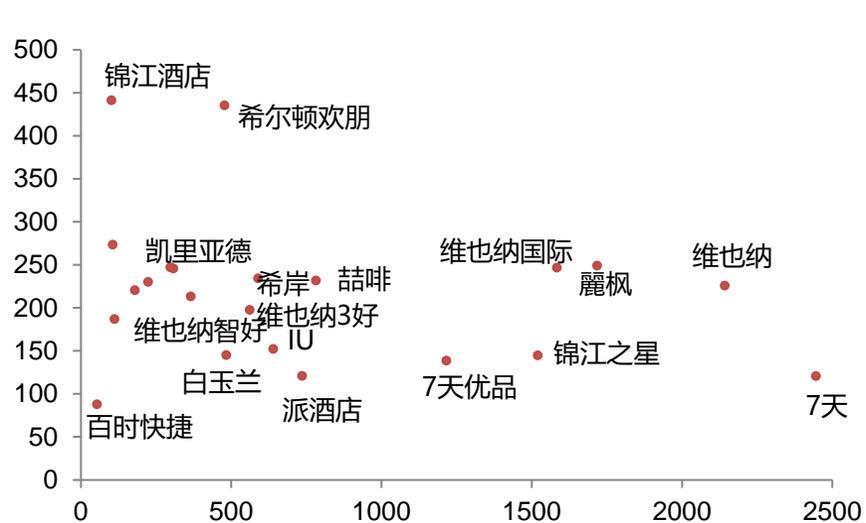


图：三家龙头中高端酒店数量占比

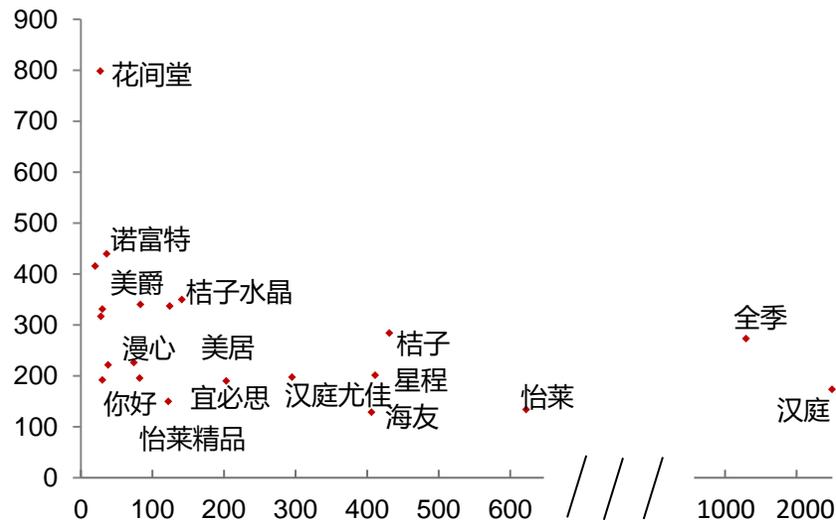


- 为了满足更多个性化和差异化的需求以及完善产品价格带，当前酒店集团均采用多品牌策略。锦江通过收并购拥有最多品牌，华住高端酒店布局领先。通过对酒店集团官网品牌统计：
  - 锦江旗下品牌数量最多，截至2022年5月31日，WEHOTEL酒店品牌近100个（不包含集团旗下的丽笙系列和J酒店）；华住和首旅官网品牌数量分别为32、49（包含合作品牌）。
  - 华住产品价格带上限更高。根据对2022年5月31日锦江、华住、首旅各品牌均价的梳理，我们发现锦江和首旅大多数品牌均价位于400元以下。但同期华住均价超过400元的品牌达到12个，其中还包含均价1000元以上的索菲特和均价2000元以上的酒店宋品。

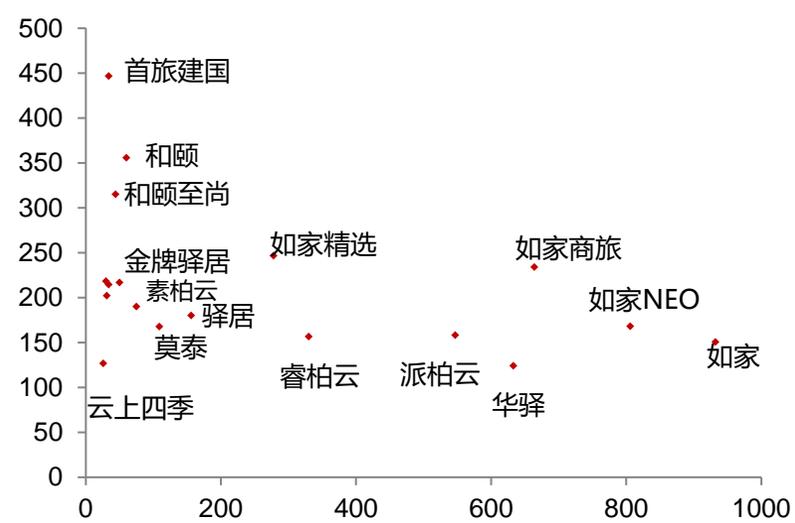
图：锦江主要品牌矩阵（横轴店数，纵轴房价）



图：华住主要品牌矩阵

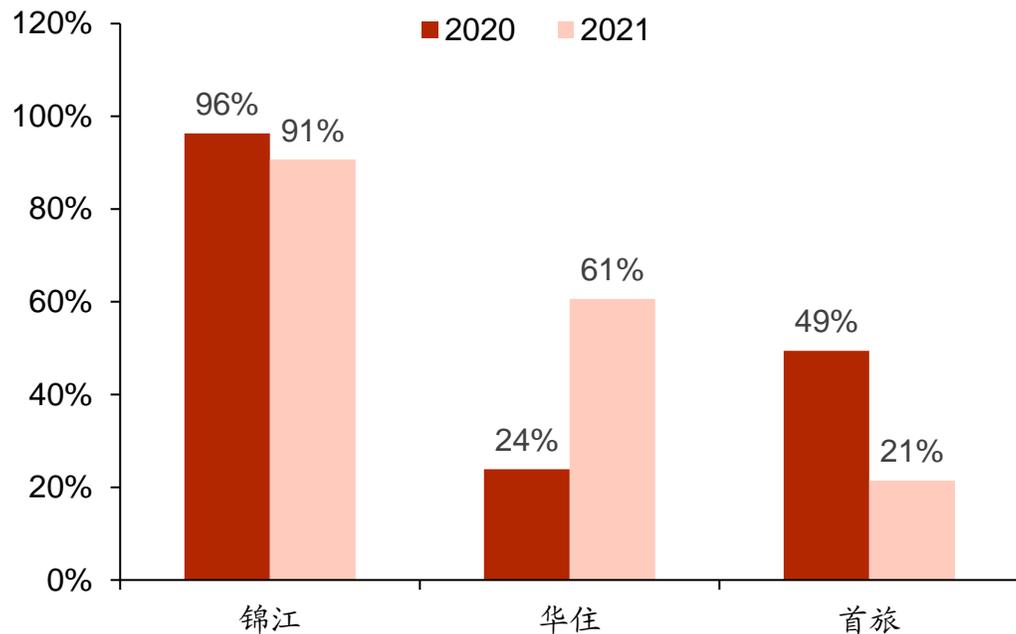


图：首旅主要品牌矩阵

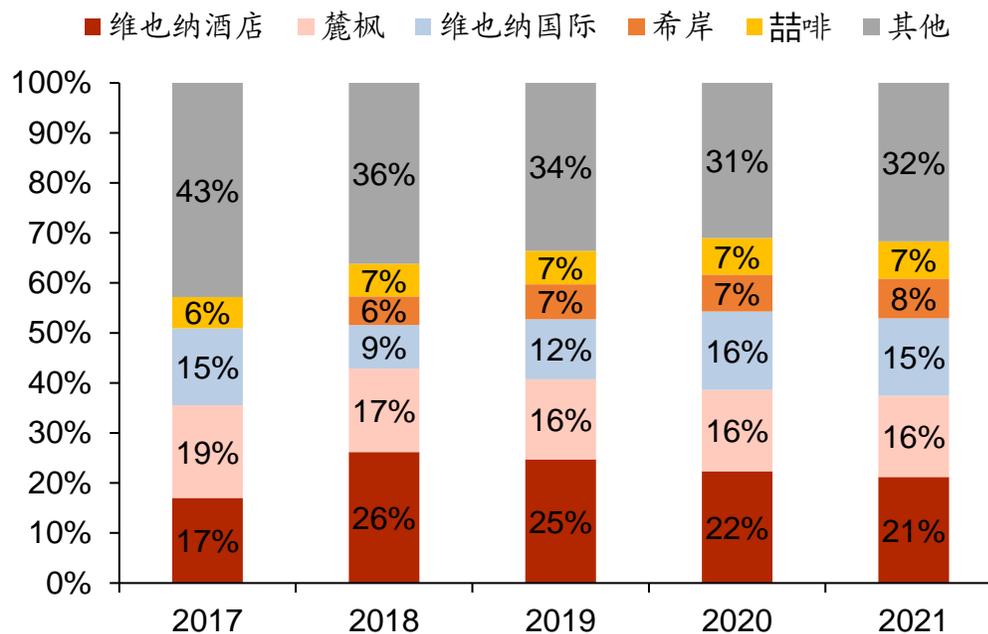


- **锦江全面发力加码中高端酒店。** 锦江酒店拥有最丰富的品牌矩阵。2020、2021年锦江净增酒店中中高端酒店数量占比分别为96%、91%，占比明显高于华住和首旅，因此锦江酒店中高端占比提升最为迅速。
- **聚焦主力品牌。** 2017-2021，公司中高端产品线不断聚焦主力品牌，非TOP5中高端酒店品牌酒店数量占比由43%下降至32%。TOP5品牌均为维也纳酒店和铂涛酒店集团的核心品牌。

图：三家酒店龙头净增酒店中中高端酒店占比



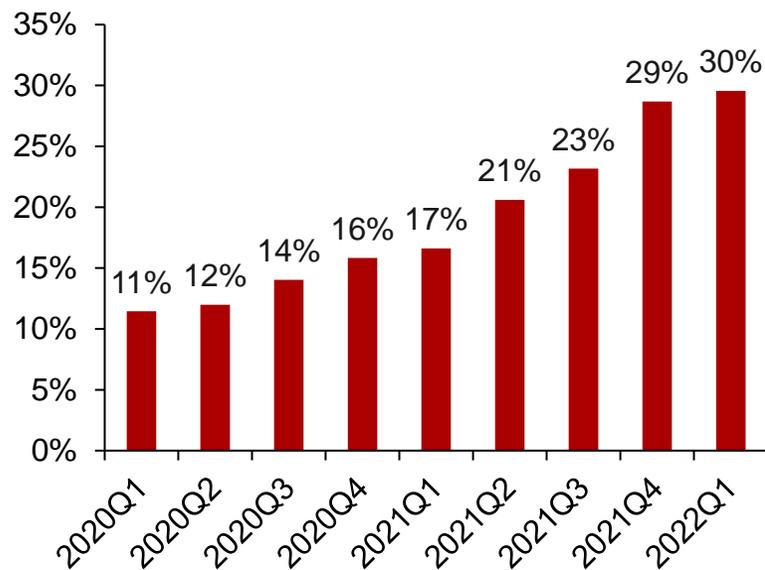
图：锦江中高端酒店品牌分布



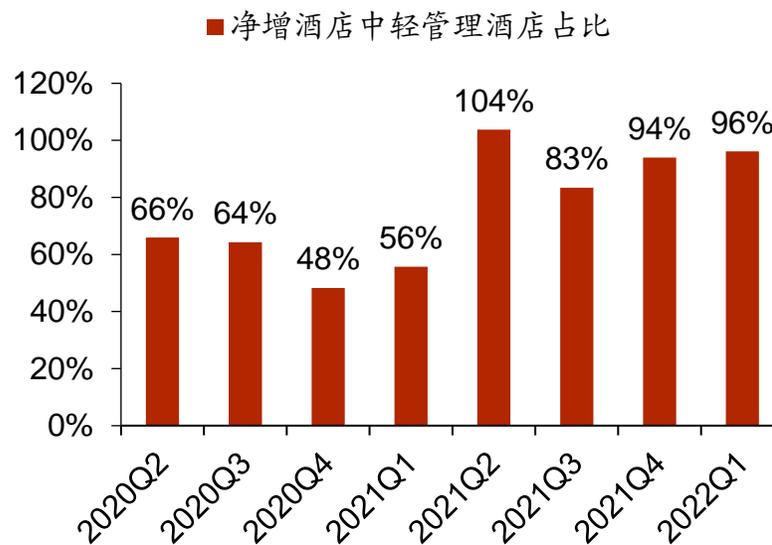
### □ 首旅拓店以轻管理酒店为主。

- ✓ **门店增长弹性最大。**2019年，首旅、锦江、华住分别拥有酒店4450、8514、5615家，首旅酒店规模最小。根据公司计划，2021-2023公司开店增速达27%，为三者最高。2021年，首旅新开店1417家，高于锦江的1207家和华住的1041家。疫前公司扩张步伐相对较缓，疫后有望通过中高端和轻管理模式缩小与龙头的差距。
- ✓ **轻管理酒店占比持续提升。**首旅酒店自2016年推出云品牌酒店：派柏云、睿柏云、素柏云，2018年又推出诗柏云。2020年推出新非标品牌华驿。轻管理酒店成为首旅扩店主力军，截至2022Q1，轻管理酒店达到1771家，占比提升至30%。
- ✓ **非标品牌快速吸纳中小酒店业主。**相比于传统加盟模式，轻管理模式由于没有统一的装修标准，所需要的前期投入大幅减少。22Q1云酒店平均客房数仅37间，以中小酒店为主。

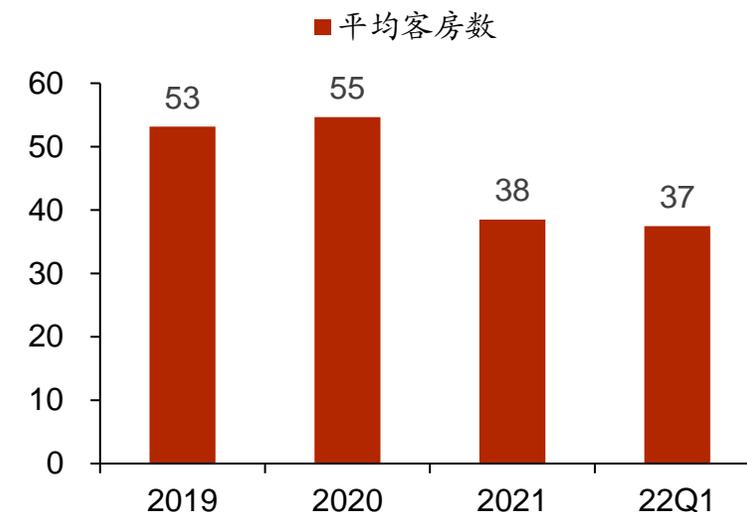
图：首旅轻管理酒店数量占比



图：首旅酒店新开店中轻管理酒店占比



图：云酒店平均客房数（间）



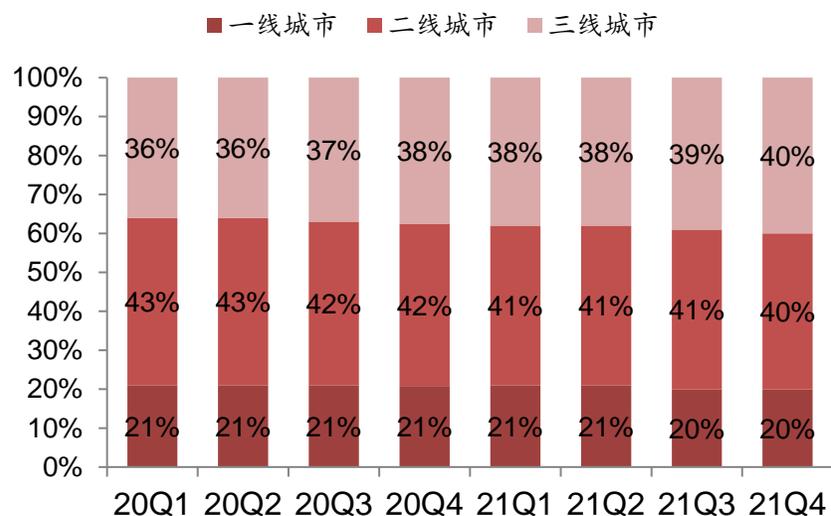
### □ 华住发布“千城万店”计划，加速区域扩张

1) 下沉市场扩张提速。2014Q4-2018Q2，华住集团三四线酒店占比由23.1%提升至28%，3.5年的时间提升4.9pct。疫情后，2020-2021年华住三四线占比提升了4pct，下沉速度明显加快。截至2021年底，华住覆盖城市数量达到1062个，与2019年相比翻倍增长，未来目标为2200个。

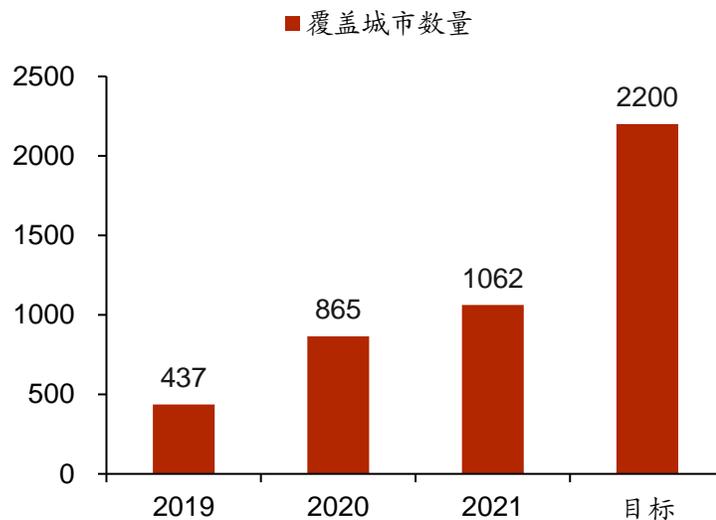
2) 突破弱势区域。华住成立深圳和成都总部，重点突破华南华西市场。

3) 继续推进中高端酒店布局。2019年底，华住拥有经济型酒店3485家、中高端酒店2133家。2020-2021，产品持续升级，中端主力品牌全季、桔子，中高端品牌花间堂、漫心等，保持快速增长。同时，发力奢华酒店市场，22Q1施伯阁和宋品酒店分别开业9家、6家。由于下沉市场主要以汉庭为主，我们看到华住门店扩张中经济型和中高端并行。2019-2021年，经济型、中高端分别增长1301、911家。

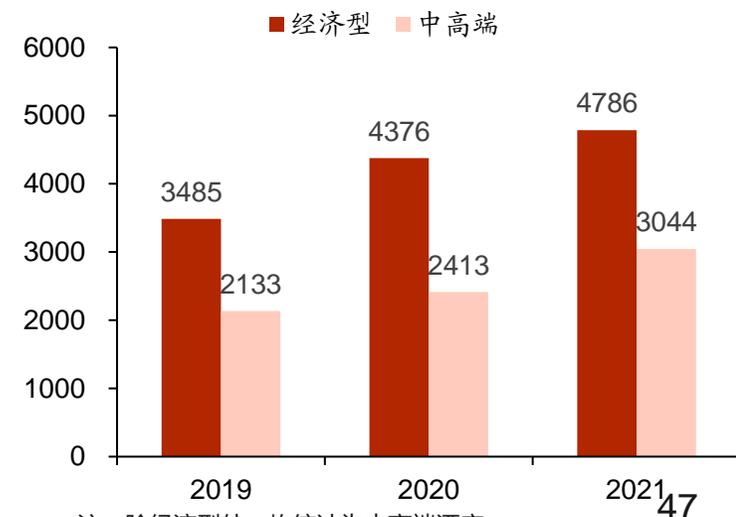
图：华住三四线下沉速度加快



图：华住覆盖城市数量（个）



图：华住经济型与中高端均保持扩张（家）



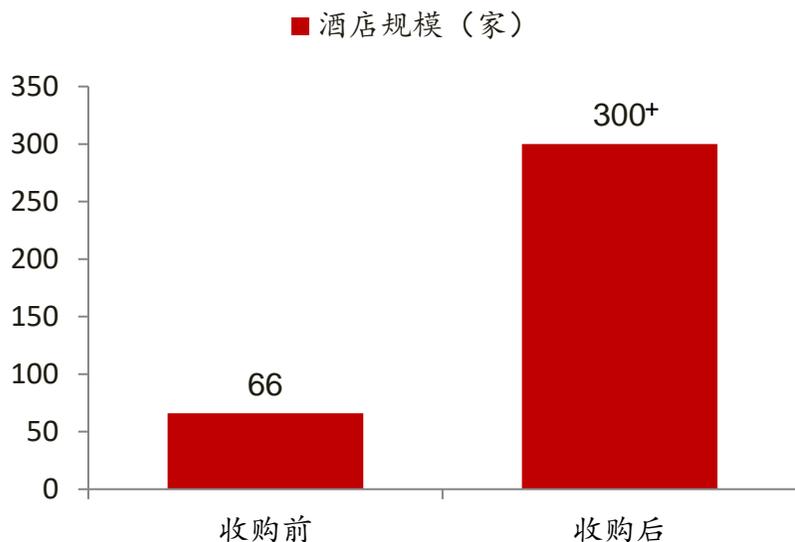
注：除经济型外，均统计为中高端酒店

**君亭：收购同源公司完成规模跃迁，22年预计签约100家。**

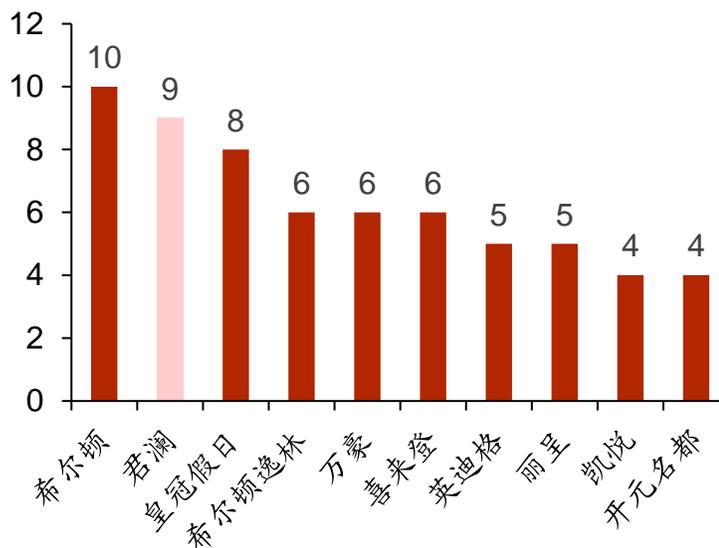
22Q1君澜和景澜并表，实现规模跃升。公司公告2022年1月22日，公司宣布变更部分募集资金用途用于收购公司股权和商标，拟变更“中高端酒店设计开发项目”1.4亿元募集资金用途用于收购浙江君澜酒店管理有限公司79%股权（6600万元）、景澜酒店投资管理有限公司70%股权（1400万元）以及“君澜”系列商标（6000万元）。收购完成后，公司管理酒店规模（含筹建）由66家提升至300+，君澜景澜已于22Q1并表。

发力高端酒店市场。旗下君澜定位豪华酒店，在高端酒店领域享有知名度。2021年新开高端酒店9家，位于国内酒店管理集团之首。

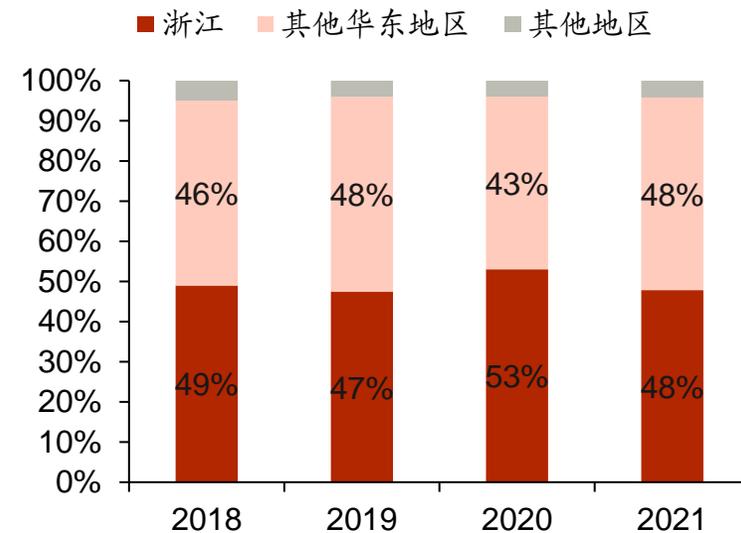
图：景澜、君澜并表规模跃升



图：2021新开高端酒店TOP10



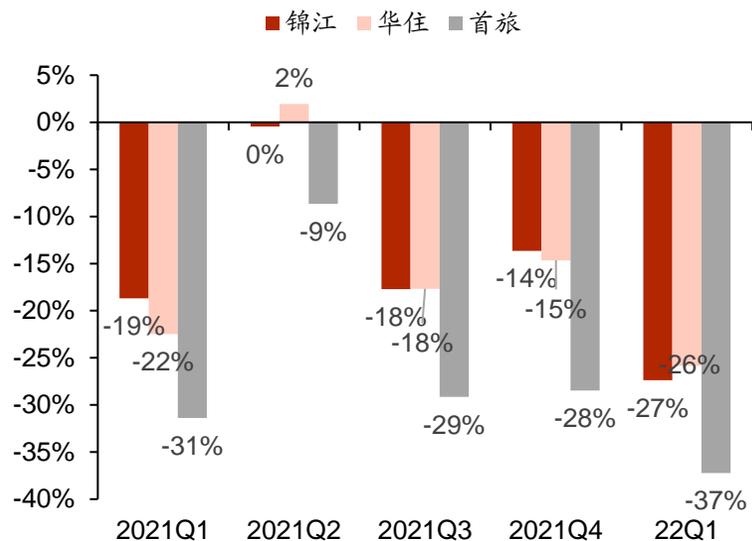
图：君亭酒店地域分布



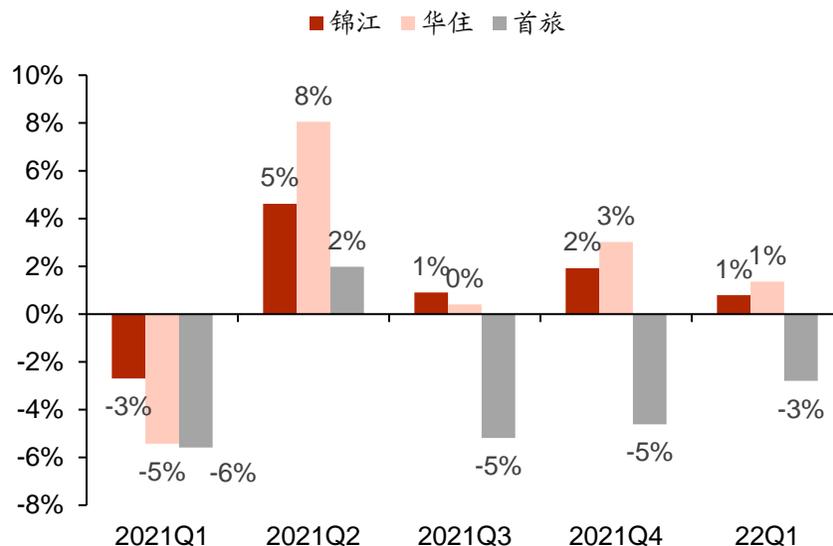
□ 三大龙头ADR韧性和弹性兼具，锦江、华住恢复率高于首旅：

- 1) 疫情期间，ADR下滑幅度远小于OCC；
- 2) 在疫情控制较好的时段，如21Q2，三大酒店龙头ADR均已经超过2019年同期；
- 3) 受益于中端占比提升，锦江酒店Revpar恢复率最好。疫情期间锦江酒店新开酒店中中高端酒店占比最高，受益于结构升级，锦江酒店21年Revpar恢复最好。
- 4) 首旅酒店恢复率较低主要由于轻管理酒店占比提升所致。

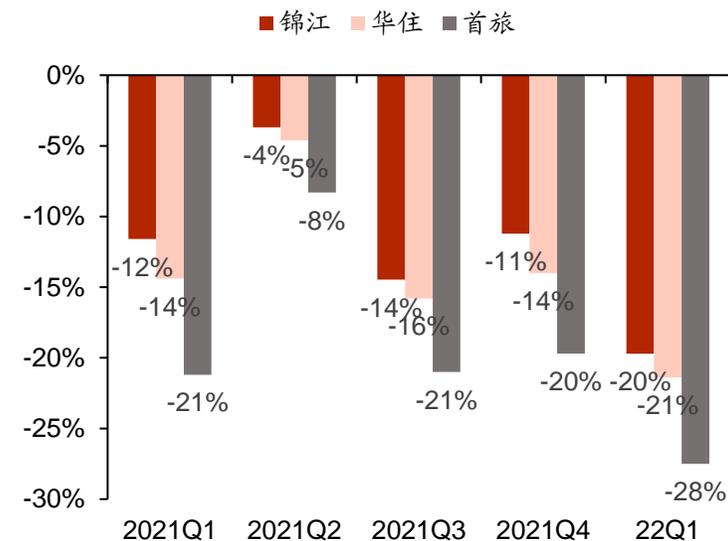
图：锦江、华住、首旅Revpar同比2019年



图：锦江、华住、首旅ADR同比2019年



图：锦江、华住、首旅OCC同比2019年

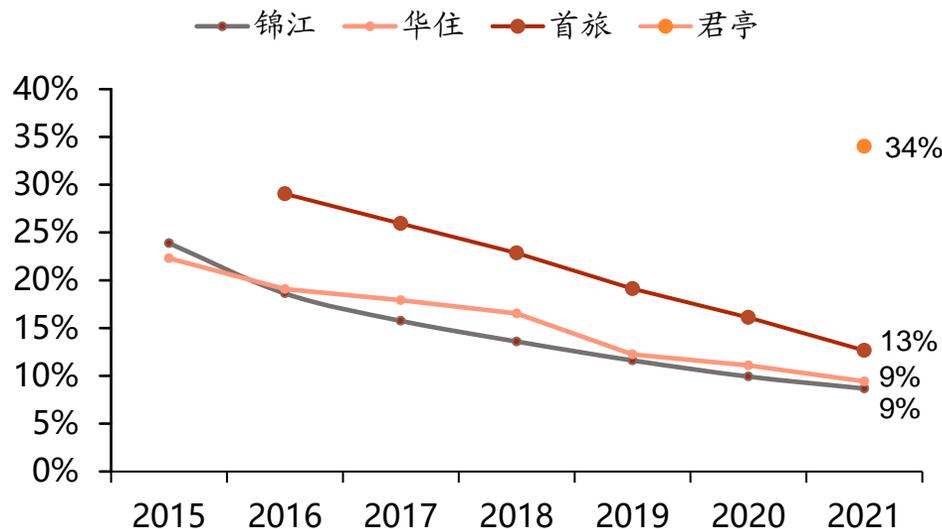


## 4.2 周期性：目前均以加盟扩张为主，君亭直营占比最高

**加盟扩张成为主流方式，三大龙头直营店占比逐步下降。**目前三大酒店集团直营店处于收缩状态，扩张主要依靠加盟扩张，锦江、华住、首旅直营店占比逐步下降。首旅和如家由于早期的扩张策略较为保守，新进入区域会以直营店作为旗舰店，再开始加盟店复制，因此首旅的直营店占比目前与锦江和华住相比仍处于较高水平。2021年首旅、锦江、华住直营店数量占比分别为13%、9%、9%，直营店收入占比分别为75%、63%、50%。

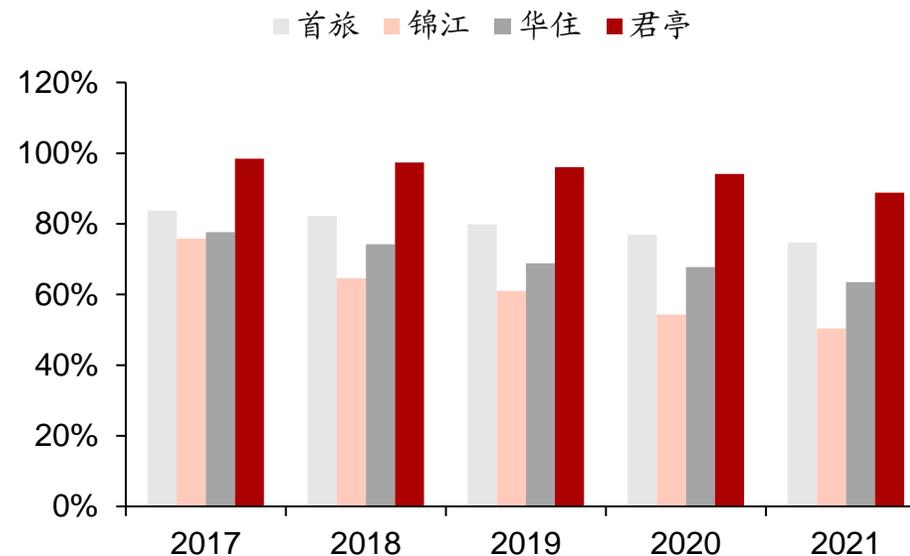
**君亭专注于中高端酒店，直营店占比高于三大龙头。**君亭酒店均为中高端酒店，规模相对较小，具有最高的直营店占比。21Q3公司直营店占比34%，2020年直营店贡献90%以上的营收。直营店更具周期性，复苏周期高直营占比有望带来更大的业绩弹性。22年6月，公司发布定增预案，募集资金5.2亿元，其中4.6亿元用于新增15家直营酒店建设，预计直营店将持续成为公司主要的收入和利润来源。

图：锦江、华住、首旅、君亭直营店数量占比



注：君亭为21Q3数据

图：锦江、华住、首旅、君亭直营店收入占比



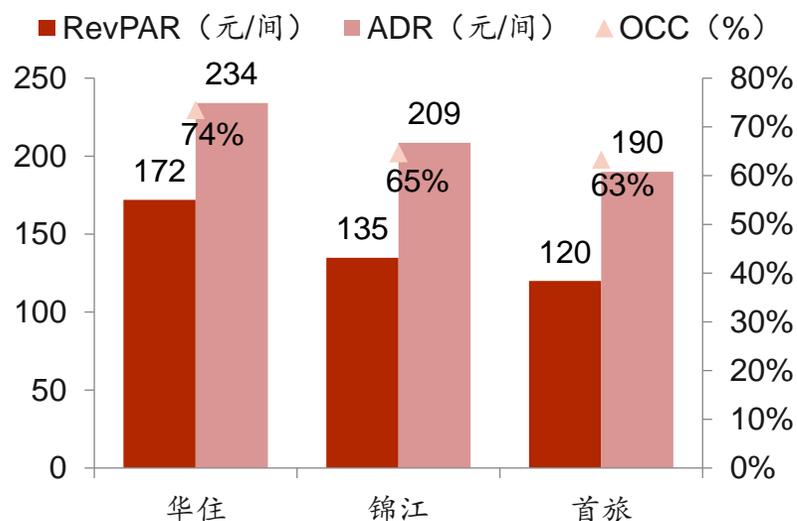
## 4.3 盈利质量：华住经营数据与费控均处于领先地位

**2021年华住经营数据全面领先。**2021年，华住OCC\ADR\Revpar分别为74%、234元、172元，三项指标绝对值均高于锦江酒店和首旅酒店，延续疫情前的领先地位。

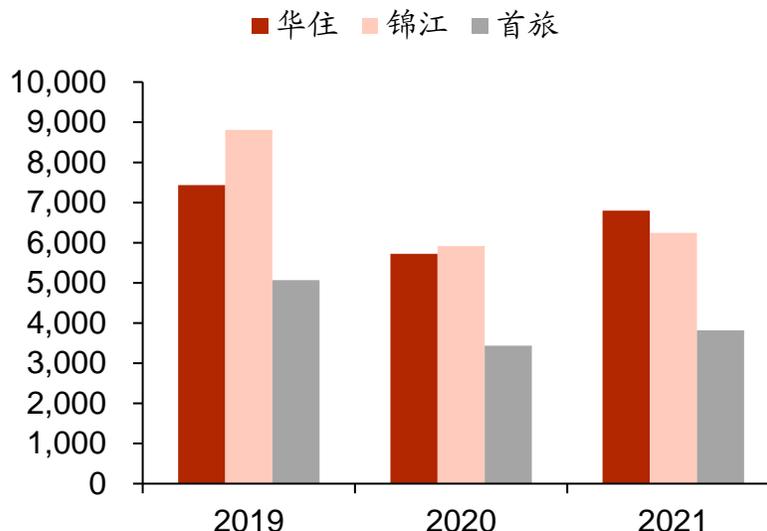
**酒店龙头疫情期间单房间加盟收入明显下滑。**2019年，锦江酒店单房间加盟收入（加盟收入/加盟酒店客房数）为8810元/年，高于华住和首旅。疫情期间，三家龙头这一指标均出现下滑，主要由于疫情期间单店收入下降以及对加盟商进行的一系列费用减免扶持政策。

**锦江、华住综合take rate高于首旅。**我们以单房间加盟收入/365/加盟店revpar来计算加盟业务的综合take rate。2021年华住、锦江、首旅综合take rate分别为11.1%、11.1%、8.8%，首旅综合take rate较低或因为轻管理模式收费较低所致。华住酒店综合2017年以来表现出上升态势，主要因为CRS预订比例和收入保持提升（华住2019-2021CRS预订比例由56%提升至58%）。

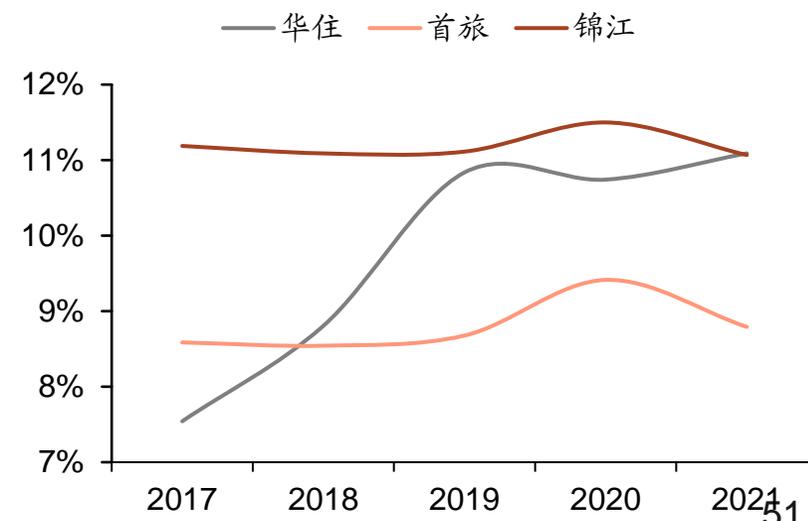
图：2021三大龙头Revpar对比



图：三大龙头单房间加盟收入（元/年）



图：酒店龙头加盟店综合take rate



## 4.3 盈利质量：华住经营数据与费控均处于领先地位

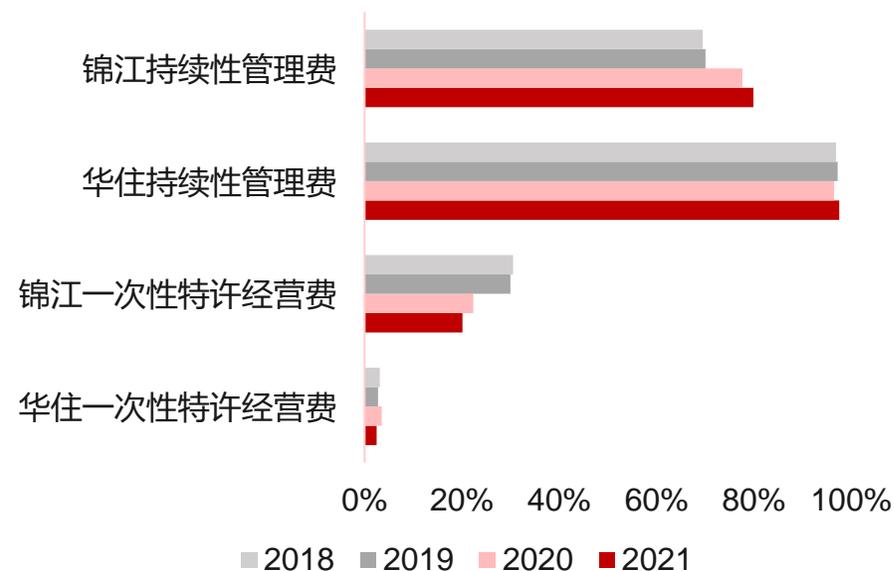
加盟收入分为两类：

- 前期一次性特许经营收入：包含前期品牌授权、加盟咨询服务、装饰设计服务以及工程顾问服务等收入。
- 持续性加盟收入：1) 管理费：一般按照营业额的4%-6%收取；2) 派驻店长等其他劳务派遣费用；3) CRS预定费：对于加盟商通过中央系统获得的客房预订按固定费用或房价百分比进行收取。

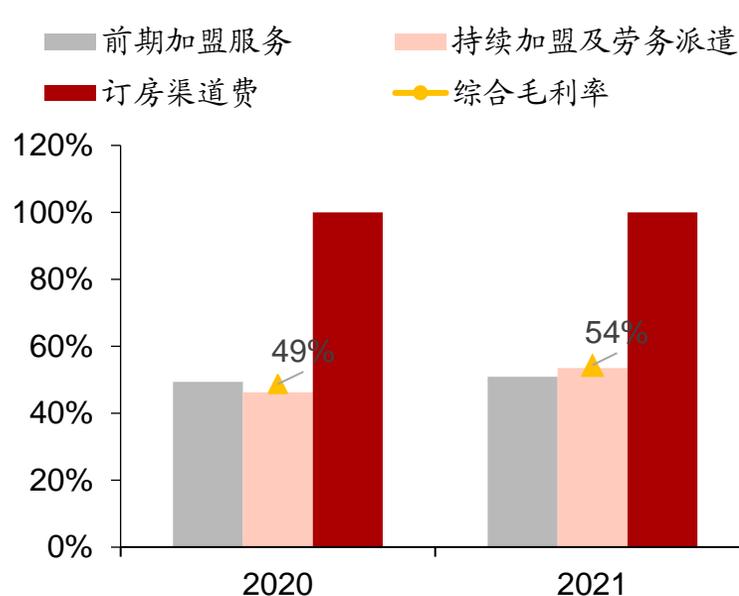
华住在持续性管理费方面具有明显优势：

- 提升持续性管理费占比是行业的发展方向：1) 门店数量不可无限扩张，持续性加盟费具有更强的抗风险和抗周期性；2) 根据锦江披露的各业务利润率来看，订房渠道费收入即利润，具有极高的盈利能力。
- 华住持续性管理费收入占比超过95%，CRS预定费收入占比超过30%。华住加盟业务中，持续性收入占比2018-2019年均超过95%，其中CRS收入占比从2018年的25%提升至2021年的32%，达到14亿元的收入规模。2021年锦江CRS渠道费收入仅1.2亿元，占比3%，未来随着统一费率标准和CRS预订量的提升有较大优化空间。

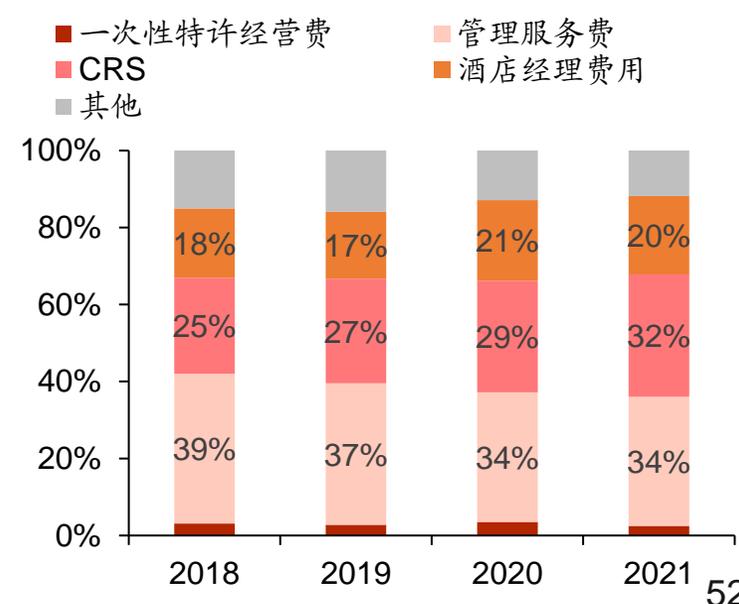
图：锦江、华住加盟业务中持续性、一次性收入占比



图：锦江加盟业务各项收入毛利率对比



图：华住CRS收入占比持续提升

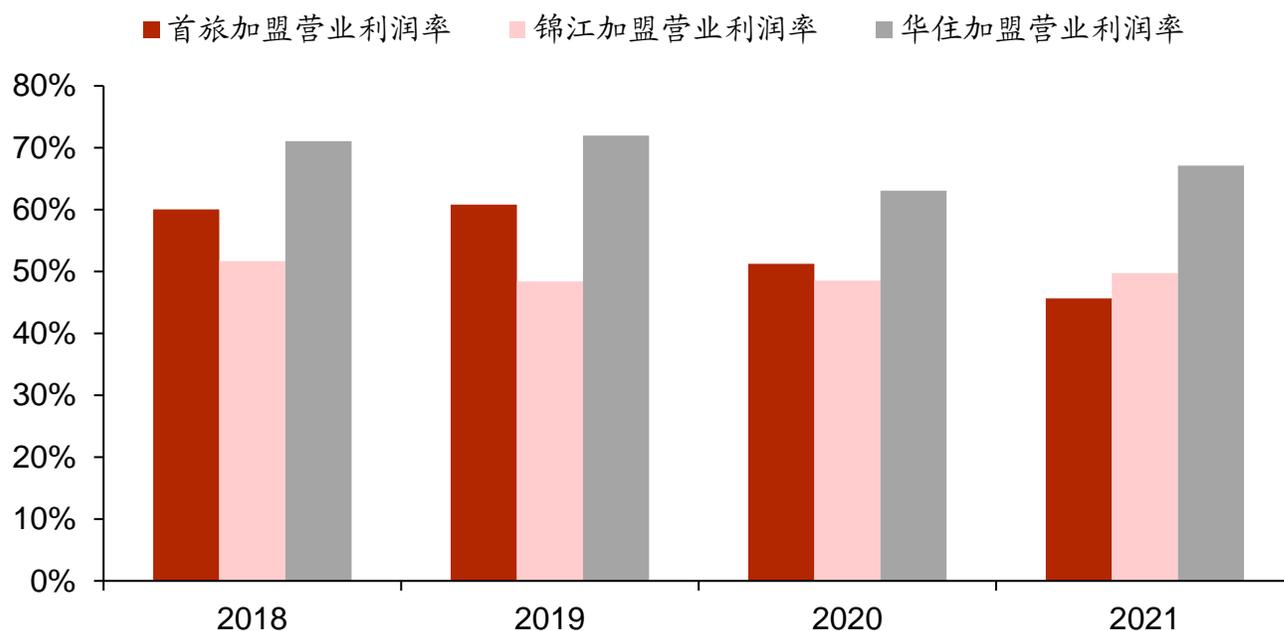


## 4.3 盈利质量：华住经营数据与费控均处于领先地位

通过我们对三大龙头酒店集团加盟业务利润率的测算：

- 新冠疫情发生以来，随着行业经营数据转弱以及对加盟商的扶持政策，三大龙头加盟业务营业利润率均有所下滑，但依然保持在相对较高的水平。
- 华住加盟业务营业利润率表现明显好于锦江和首旅。前文提到，加盟管理费按照加盟商营业额的抽成比例各家差异不大（4%-6%），CRS预订费利润率约为100%，高CRS收入占比使得华住加盟营业利润率显著高于竞争对手。

图：首旅、锦江、华住加盟业务利润率测算



表：加盟业务利润率测算核心假设

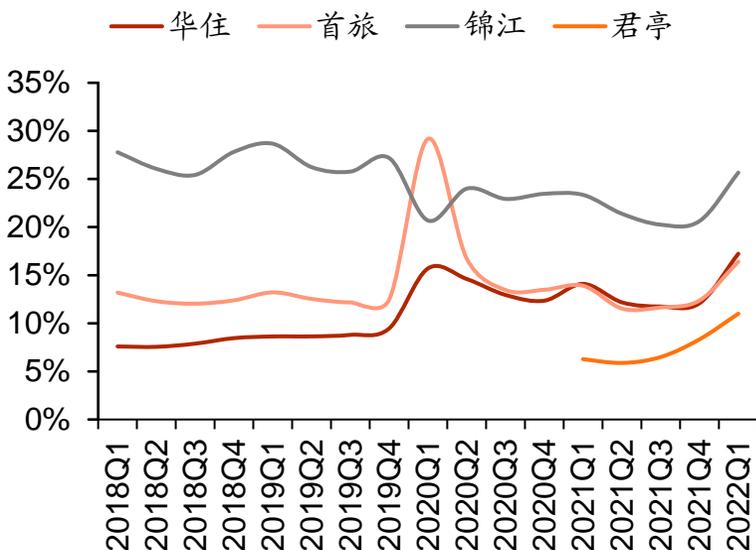
加盟业务营业利润=加盟业务收入-派驻店长数量*平均店长薪酬-加盟店分摊的销售费用	
项目	假设
派驻店长数量	每个管理加盟酒店派驻一名店长
店长平均薪酬	首旅酒店财报无相关数据披露，以华住年报“酒店经理费用报销项目”测算得出的平均店长薪酬代替
销售费用	总销售费用*加盟房量占比
管理费用	未计算总部管理费用分摊

**疫情期间费控效果有所显现。**2021年，首旅、锦江、华住管理费用率均同比有所下降，锦江下降幅度最大，同比下滑2.83pct。但21%的管理费用率与首旅和华住相比仍然存在差距，未来改进空间主要存在于海外分部。

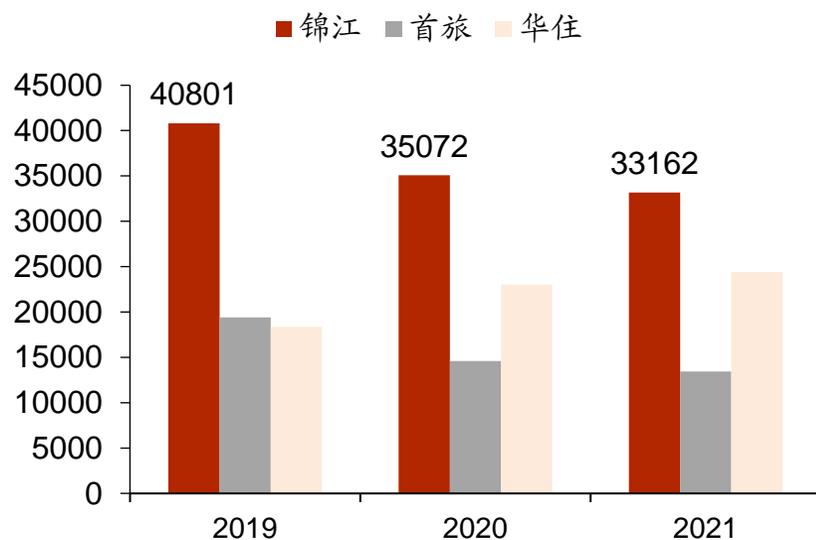
**华住是疫情期间保持增员，首旅和锦江进行人员精简。**华住在疫情期间人员保持增长，据新闻媒体报道，公司层面通过管理层降低薪酬来控制了管理费用率；锦江和首旅在疫情期间均有所减员，锦江减员幅度最大，2021年相比2019年减少员工18.7%。

**锦江人房比逐年优化，与首旅和华住相比仍有较大改善空间。**锦江和首旅人房比自2019年开始逐年改善，华住人房比有所上升，人房比变动差异主要来自：1) 人房比计算方式为公司员工数/直营房间数，华住加盟店以管理输出为主，需总部派出店长，因此公司员工数量包含较多管理输出酒店人员导致计算结果偏高。2) 华住疫后增加了直营店的铺设和人员扩充，而首旅和锦江持续缩减直营店和人员规模。2021年，锦江、华住、首旅人房比分别为0.33、0.23、0.15。

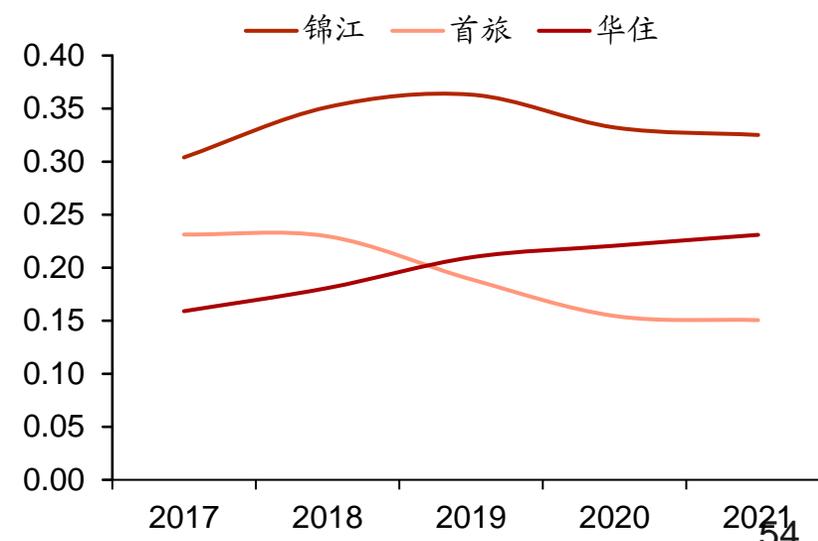
图：三大龙头费用率对比



图：三大龙头员工增长情况



图：三大龙头2017-2021人房比



05

投资建议

- 酒店行业享行业连锁化 $\beta$ ，疫前我国酒店业进入下行周期已近两年，2019年行业出清已经开始，疫情进一步加速了行业的供给出清。疫情期间龙头加速扩张，成长性凸显。
- 历史上三轮大行情，代表公司均取得较大涨幅。海外疫情管控放松，海外酒店集团业绩快速复苏，多个公司取得超过100%的涨幅。随着疫情好转，国内行业复苏周期将至，积极把握新一轮供需大周期带来的戴维斯双击。
- 个股方面，我们认为前端酒店的规模与产品力，后端的精细化运营能力决定了出行恢复后公司短期的业绩兑现力以及长期的成长高度。重点推荐全面加码中高端、内部改革锐意进取的**锦江酒店 (600754.SH)**、加速拓店的首旅酒店**(600258.SH)**、建议关注战略领先效率为王的**华住集团 (1179.HK)**、小而美的高端酒店集团**君亭酒店 (301073.SZ)**。

表：重点推荐公司估值表

上市公司	代码	市值 (亿元/亿美元)	归母净利润 (亿元)					PE		
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
锦江酒店	600754.SH	539.62	1.10	1.01	5.3	18.2	22.8	108	32	25
首旅酒店	600258.SH	235.60	-4.96	0.56	-1.1	9.9	15.5	-249	27	19
华住集团	1179.HK	1129.91	-21.92	-4.65	-3.6	18.1	30.3	-212	42	25
君亭酒店	301073.SZ	59.05	0.35	0.37	0.4	1.7	2.4	144	36	28
万豪	MAR.O	579.91	-2.67	11.0	19.6	23.9	26.9	30	24	21
希尔顿	HLT.N	400.30	-7.15	4.1	10.6	14.1	15.4	36	25	22
洲际	IHG.N	114.84	-2.6	2.7	4.7	6.0	6.8	24	19	17
温德姆	WH.N	74.12	-1.3	2.4	3.4	3.7	4.1	23	20	18
精选	CHH.N	73.68	0.8	2.9	3.1	3.3	3.8	26	24	22

## 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层

深圳地址：广东省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>