

本报告的主要看点:

比较复盘海外酒店七强疫后经营、业绩、股价表现,看疫后酒店业复苏节奏及结构性亮点。

阴霾渐散,海外酒店业亮点颇多

基本结论

- **经营复苏节奏:** 门店经营经济型韧性足、高奢弹性足,休闲先于商务;开店内生+外延并举方式逆势扩张,轻资产化、国际化为主要方向,加盟信心与经营修复节奏较一致。1) 同店方面,海外2H21开始势头持续向上,至22年6月全球酒店OCC已恢复至19年同期92%,其中美洲、欧洲更高分别为97%、95%。分地域3Q21以来北美恢复领先,2Q22欧洲提速,大中华区因疫情反复回落;分档次经济型韧性足,高奢待疫情影响企稳后弹性快速释放;分需求休闲先于商旅修复,如洲际休闲相关收入21年2月以来持续好于商务、21年7月后已好于19年同期。2) 开店方面,21年全球开业酒店、活跃储备客房中品牌占比分别54%、77%,连锁化仍为大趋势,海外前五大酒店市占率达24.3%、较19年+0.4pct。龙头拓店延续国际化、轻资产化,如温德姆LATAM 2Q22客房数同增11.7%,全面转向特许经营;行业整合仍在发生,如凯悦4Q21收购ALG,精选22年6月宣布向锦江国际收购丽笙美洲区。随着经营改善,Pipeline增速陆续转正、供给端信心增强。
- **业绩复苏节奏:** Q2收入进一步回暖,盈利能力陆续超疫情前,希尔顿、温德姆等上调全年指引。收入端同店恢复+疫后逆势扩张驱动收入恢复,2Q22精选、雅高、万豪调整后收入已超19年同期,分别为123.0%、102.3%、101.1%;弹性看,品牌方管理参与度高以及高奢占比更高的公司收入增速弹性更大,如高奢代表凯悦1H22剔除并购影响后收入同增127.4%,为七家中最高。收入端复苏+模式轻资产化+降本增效,盈利能力陆续超越疫情前,其中经济型&中端龙头温德姆、精选净利润于21年已较19年取得正增长,净利率于2Q21开始超过19年同期水平;高端奢华龙头凯悦、万豪、希尔顿1H22净利润也取得正增长,且幅度在双位数以上,净利率因轻资产化、持续降本增效及竞争格局改善而于1H22陆续超过或接近19年同期。
- **股价复盘:** 行业股价与疫情相关度高,个股涨跌幅分化主要源于经营/业绩恢复节奏与程度的分化。多家海外酒店龙头股价表现超疫情前,其中经营表现相对稳健、更快修复的经济型&中端龙头温德姆、精选随美国本土酒店业恢复而领涨。希尔顿、万豪次之,并随着2Q22与经济型&中端龙头复苏表现进一步拉进、委托管理模式业绩弹性更大释放而有较好表现。

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

叶思嘉 联系人
yesijia@gjzq.com.cn

投资建议

- 行业受疫情影响逐渐弱化、龙头竞争格局改善亦为国内大趋势,同时把握高端休闲等结构性亮点。推荐华住集团(管理、门店质量、会员体系、数字化综合能力领先,阿尔法属性突出,高端布局积极)、复星旅游文化(高端客源消费意愿不减,公司滑雪、周边游度假村逆势扩张,三亚亚特业绩弹性足,太仓复游城蓄势待发)、锦江酒店(行业规模龙头,市场化改革积极,境内外经营恢复均较领先);关注首旅酒店(国内行业龙三,估值性价比比较高),君亭酒店(高端度假酒店质地优,显著受益疫后周边游需求)。

风险提示

- 全球疫情反复,加盟意愿下降,成本上升,汇率波动,商誉减值。

内容目录

1、全球酒店业集中趋势不变，欧美酒店龙头各有侧重	4
2、经营表现：同店持续回暖，开店步伐加快，具体节奏略有分化	7
2.1、门店经营：经济型韧性足、高奢弹性足，休闲先于商旅	7
2.2、门店拓展：内生+外延逆势扩张，加盟信心与经营修复节奏较一致	10
3、业绩表现：Q2 收入进一步回暖，盈利能力陆续超疫情前	13
4、股价表现：复苏验证+业绩兑现为支撑	17
5、结论及投资建议	18
5、风险提示	19

图表目录

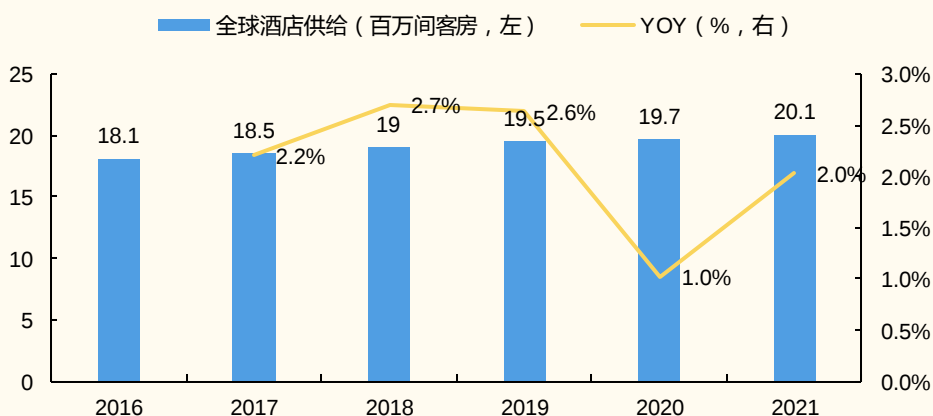
图表 1：2021 年全球酒店客房供给恢复平稳增长	4
图表 2：海外前五大酒店市占率不断上升（按客房量）	4
图表 3：预计全球品牌酒店占比将继续提升（2021）	4
图表 4：海外酒店龙头概况梳理	5
图表 5：海外酒店集团客房档次结构（2021）	6
图表 6：海外酒店集团客房业务模式结构（1H22）	6
图表 7：海外酒店集团客房地区结构（1H22）	6
图表 8：精选、温德姆客源以休闲为主（2021）	7
图表 9：温德姆美国多布局于“Drive To”地点（2021）	7
图表 10：全球酒店入住率恢复向好（%2019 同期）	7
图表 11：重点国家酒店入住率恢复情况（%2019 同期）	7
图表 12：疫后美国酒店 RevPAR 经济型韧性足、高奢弹性大	8
图表 13：洲际酒店于美国休闲相关收入增速持续快于商务	8
图表 14：海外酒店集团整体 RevPAR 恢复度（%2019）	8
图表 15：海外酒店集团整体 ADR 恢复度（%2019）	9
图表 16：海外酒店集团整体 OCC 变动（较 19 年同期）	9
图表 17：海外酒店集团分区域 RevPAR 恢复度（%2019）	9
图表 18：海外酒店集团分定位 RevPAR 恢复度（%2019）	10
图表 19：精选美国本土分品牌 RevPAR 恢复度（%2019）	10
图表 20：海外酒店集团酒店数变化	11
图表 21：海外酒店集团客房数同比增速	11
图表 22：洲际酒店分地域酒店数变化	11
图表 23：温德姆分地域客房数同比增速	11
图表 24：精选收购丽笙美洲区后规模增长显著	12
图表 25：丽笙将补充精选高端品牌线的不足	12
图表 26：海外酒店集团 Pipeline 客房量对比（万间，1H22 末）	12
图表 27：海外酒店集团 Pipeline 客房数增速陆续转正	13

图表 28: 海外酒店集团 Pipeline 酒店数陆续恢复净增长.....	13
图表 29: 海外酒店集团营收及调整后营收体量对比 (1H22, 亿美元)	14
图表 30: 海外酒店集团调整后营收同比增速.....	14
图表 31: 海外酒店集团调整后收入恢复度 (%2019)	14
图表 32: 海外酒店集团净利润增速对比.....	15
图表 33: 海外酒店集团盈利能力陆续开始超过疫情前水平.....	15
图表 34: 万豪、希尔顿直营酒店收入占比低于疫情前.....	16
图表 35: 万豪自有及租赁酒店毛利率	16
图表 36: 万豪、希尔顿 SG&A 占收入比.....	16
图表 37: 于 2022 中报, 海外酒店集团多上调核心指标 2022 全年指引.....	17
图表 38: 海外酒店集团疫后股价累计涨跌幅表现 (截至 2022/8/12)	18
图表 39: 酒店行业估值表.....	19

1、全球酒店业集中趋势不变，欧美酒店龙头各有侧重

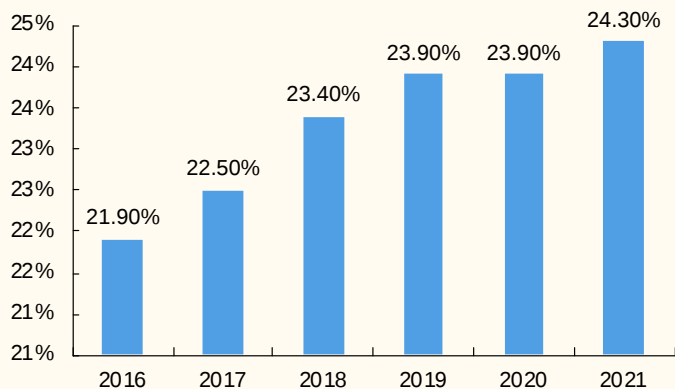
- **2021 年全球酒店供给恢复平稳增长，行业连锁化、集中化趋势不改。**根据 STR 数据，疫情前全球酒店客房供给每年约 2%~3% 稳定增长，2020 年因疫情放缓至 1.0%，2021 年增速有所反弹至 2.0%。2021 年全球酒店客房中 54% 为品牌酒店、活跃储备酒店中品牌酒店占比为 77%，由此预计未来行业品牌化、连锁化仍将持续提升。酒店业正向规模效应明显、行业趋于头部集中，通过内生增长+外延并购，欧美前五大酒店集团（万豪、希尔顿、洲际、温德姆、雅高）市占率疫后稳中有升，2021 年为 24.3%、较 2019 年提升 0.4pct。

图表 1：2021 年全球酒店客房供给恢复平稳增长



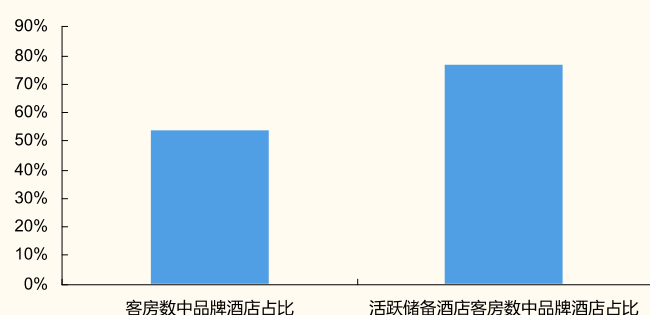
来源：STR，国金证券研究所

图表 2：海外前五大酒店市占率不断上升（按客房量）



来源：STR，国金证券研究所；注：前五包括洲际、万豪、希尔顿、温德姆、雅高。

图表 3：预计全球品牌酒店占比将继续提升（2021）



来源：STR，国金证券研究所

- **全球排名前列的欧美酒店集团包括万豪、希尔顿、洲际、温德姆、雅高、精选、凯悦等，定位、模式、地区、目标客群方面布局各有侧重。**

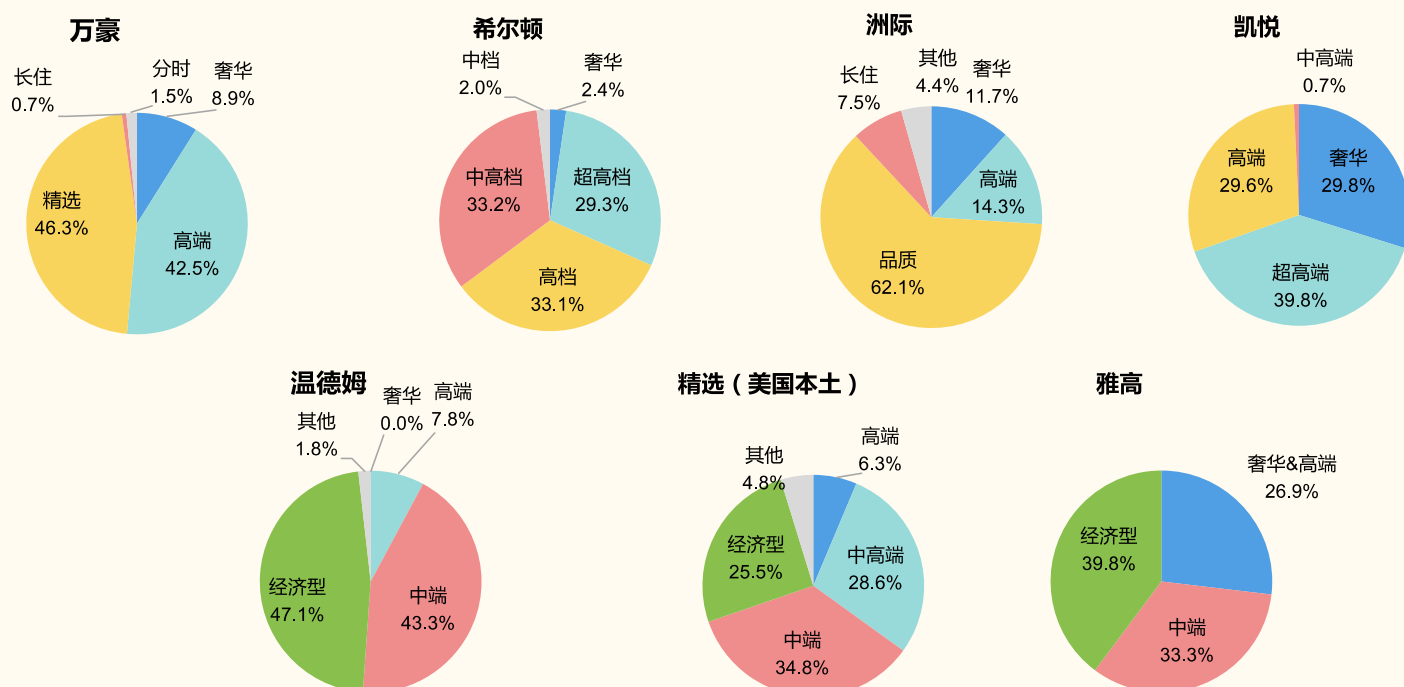
图表 4：海外酒店龙头概况梳理

酒店集团	总部所在地	2021 《Hotels 》排名	1H22 末 门店数 (家)	1H22 末 客房数 (万间)	定位及代表品牌	发展特点
万豪国际	美国	1	8,120	150	定位涵盖奢华、高端、精选、长住，旗下 JW 万豪、丽思卡尔顿、喜来登等 31 个品牌	1998 年分拆万豪国际和万豪地产，业务轻重分离，前者主营轻资产酒店管理、后者为酒店 REITS；2015 年收购喜达屋成为全球最大酒店集团。
希尔顿	美国	3	6,983	110	定位高端、奢华，旗下等 18 个品牌	2016 年剥离酒店地产业务成立 REITS；主要以管理和特许经营模式开展酒店业务
洲际酒店	美国	4	6,028	88	定位奢华&生活方式、premium、essentials 和 suites，旗下假日酒店、皇冠假日等 17 个品牌	99%为轻资产特许经营及管理酒店，商务与休闲并重，2017 年以来新增 6 个品牌，未来提升奢华&生活方式定位酒店占比。
温德姆	美国	5	约 9000 家	82	定位经济型、中端、高端、长住、生活方式，旗下速 8、Days Inn、La Quinta 等 22 个品牌	以酒店数计为全球最大特许经营酒店集团，经济型酒店龙头，轻资产运营，主要卡位休闲需求、70%客户来自休闲。
雅高	法国	6	5,300	78	定位经济型、中端、奢华&高端，旗下宜必思等 41 个品牌	欧洲酒店龙头，轻资产化、高端化、国际化转型；与华住战略合作（至 1Q22 已不再持股华住）
精选	美国	8	6,970	57	定位中端、中高端、经济型为主，旗下 Comfort 等 14 个品牌	北美中端酒店龙头、2021 年于美国中端&中高端酒店规模市占率 24%，100%特许经营（6 家自有酒店计划 5 年内剥离），2021 年 82%收入来自休闲； 2022.6 宣布 6.75 亿美元向锦江国际收购丽笙酒店集团美洲区业务
凯悦	美国	15	1,172	29	定位奢华，旗下包括 Timeliess、Boundless、Inclusive3 个系列 26 个品牌	拥有全球规模最大奢华酒店品牌、2021 年奢华酒店客房市占率 13%，2021 年收购 ALG

来源：公司公告，《Hotels》，国金证券研究所

- 从档次定位看，万豪、希尔顿、洲际偏高端，温德姆、精选偏中端和经济型；雅高目前客房结构中高端、中端、经济型较为均衡，近年来推进高端化策略；凯悦则以奢华、超高端见长。

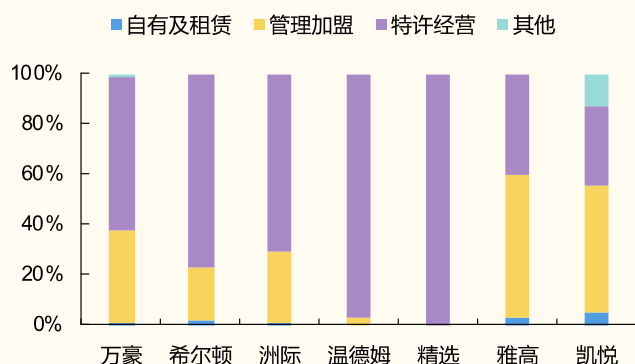
图表 5：海外酒店集团客房档次结构（2021）



来源：公司公告，国金证券研究所

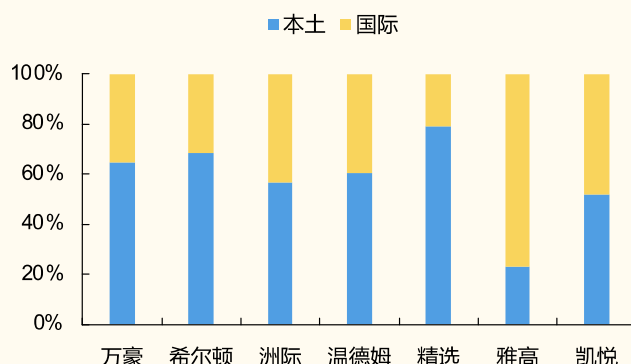
- 从业务模式看，均以轻资产运营为主，但定位越向高端靠拢、品牌方管理参与度更高的模式占比更高。温德姆、精选几乎无自有及租赁酒店，1H22末特许经营占比分别为 97.6%、100.0%；凯悦、雅高以管理加盟为主、客房占比均超 50%，其中凯悦为 7 家中自有及租赁占比最高（1H22 末 4.4%），主要为其全服务奢华酒店；万豪、希尔顿 1H22 末管理加盟、特许经营占比分别为 36.9%/61.3%、21.4%/77.0%，其中特许经营酒店扩张更快，客房数占比均较 2021 末提升约 0.4pct。
- 从地区分布看，雅高国际化程度最高（1H22 末南欧以外客房数占比 76.8%），主因本土市场空间相对有限，美国酒店龙头中凯悦、洲际国际占比超 40%居前，温德姆、万豪、希尔顿国际客房数占比亦已超过 30%，精选美国本土酒店占比最高、1H22 末为 79.2%。

图表 6：海外酒店集团客房业务模式结构（1H22）



来源：公司公告，国金证券研究所

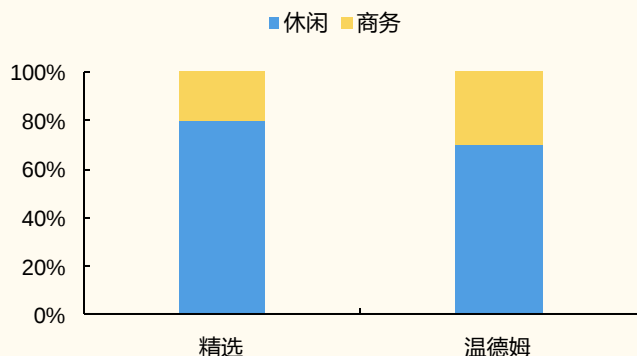
图表 7：海外酒店集团客房地区结构（1H22）



来源：公司公告，国金证券研究所；注：万豪本土用美国&加拿大、洲际用美洲、雅高用南欧数据。

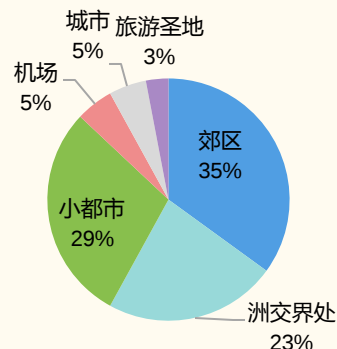
- 从客源结构看，温德姆、精选差异化卡位本地休闲。根据公司年报，2021 年精选 82%收入源于休闲度假需求、温德姆 70%客源来自休闲。其中温德姆酒店多布局于可驱车到达的周边游地点，如城郊、洲与洲交界处、大都市等，96%客人来自美国本土消费者。

图表 8：精选、温德姆客源以休闲为主（2021）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：温德姆美国多布局于“Drive To”地点（2021）



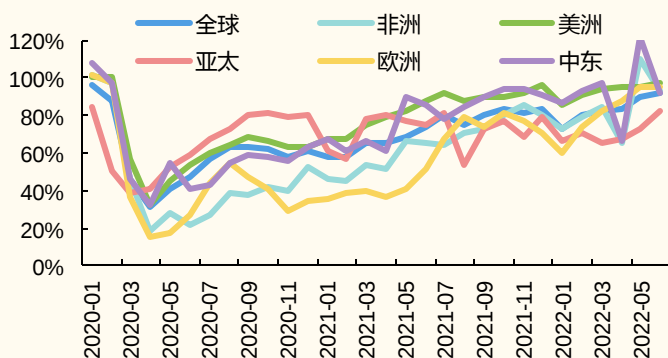
来源：公司公告，国金证券研究所

2、经营表现：同店持续回暖，开店步伐加快，具体节奏略有分化

2.1、门店经营：经济型韧性强、高奢弹性足，休闲先于商旅

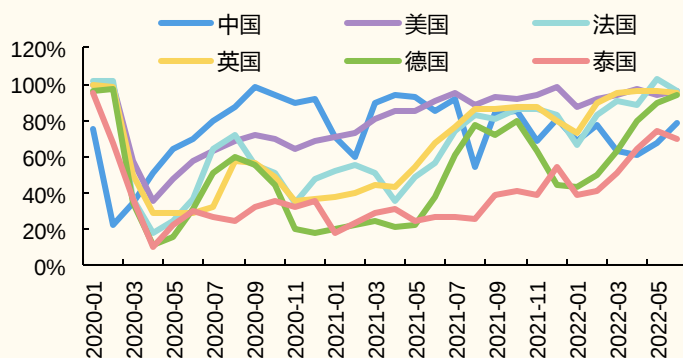
- 2022 年 6 月全球酒店入住率已恢复至 2019 年同期 92%，其中美洲、欧洲市场表现领先。虽然全球疫情仍有反复但随着各国常态化管理措施推进，2H21 以来酒店入住率恢复良好。根据 STR 数据，2022 年 6 月全球酒店入住率为 66%/环比+5pct，恢复至 2019 年同期 92%、较 2022 年 1 月提升 19pct，其中美洲、欧洲 6 月分别恢复至 2019 年同期 97%、95%，较 1 月提升 12pct、35pct。

图表 10：全球酒店入住率恢复向好（%2019 同期）



来源：STR，国金证券研究所

图表 11：重点国家酒店入住率恢复情况（%2019 同期）



来源：公司公告，国金证券研究所

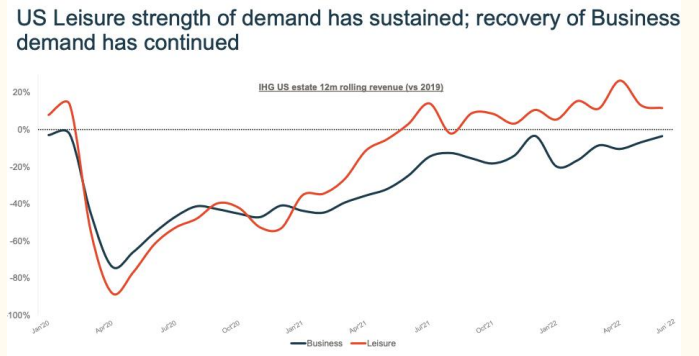
- 美国酒店疫后经济型韧性强、高奢弹性足，休闲度假先于商旅修复。商旅下降、灵活工作及休闲度假相关上升。根据 STR 和洲际酒店年报，疫情冲击中美国经济型酒店受负面影响幅度最小，而奢华&超高端受影响最大，修复过程中也对应奢华&超高端弹性最足，且疫情影响最大时间段过去后修复主要源于本土休闲相关需求，如洲际酒店休闲相关 12 个月滚动收入指标自 2021 年 2 月以来持续好于商务需求，2021 年 7 月以后持续好于 2019 年同期水平。

图表 12: 疫后美国酒店 RevPAR 经济型韧性足、高奢弹性大



来源: STR, 洲际酒店年报, 国金证券研究所

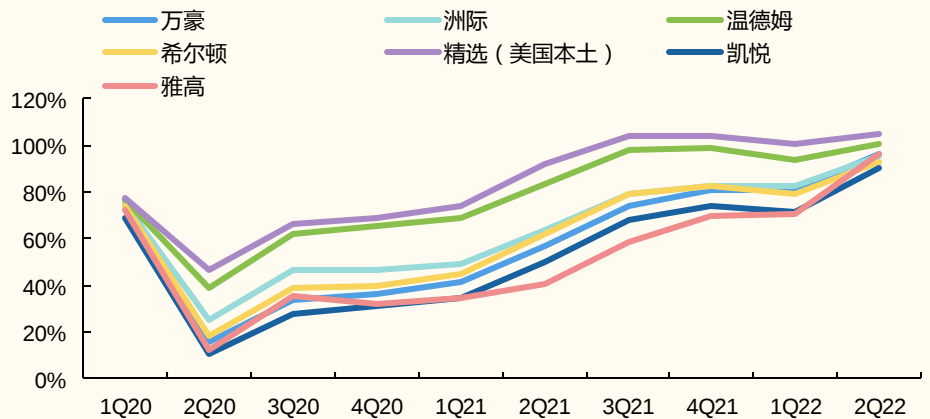
图表 13: 洲际酒店于美国休闲相关收入增速持续快于商务



来源: 洲际酒店, 国金证券研究所

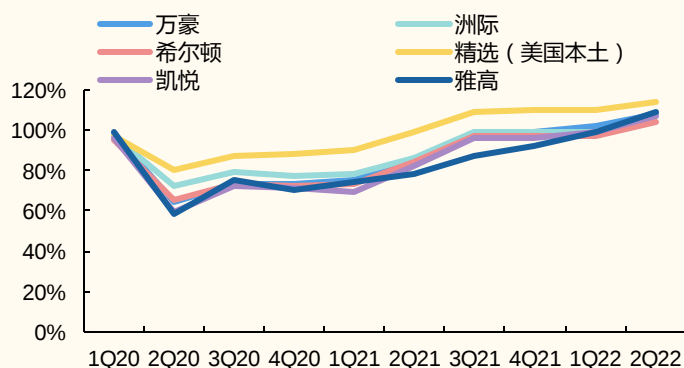
- 对比海外酒店龙头经营表现, ADR 均较 OCC 先行修复, 档次定位、区域布局等差异导致复苏节奏存在差异。从 7 家海外酒店龙头整体 RevPAR 恢复度看, 北美占比更高、档次偏中端&经济型、定位偏休闲的酒店恢复速度更快, 代表为精选和温德姆, 2Q22 精选(美国本土)、温德姆整体 RevPAR 分别较 2019 年同期增长 4.8%、0.5%; 万豪、洲际、希尔顿则分别恢复至 19 年同期 96.1%、95.5%、92.7%, 与其偏高端定位相关, 凯悦恢复度最低、为 90.1%, 与其高奢定位及全服务模式占比较高相关; 雅高为 95.9%/环比 Q1+25.2%, 受上半年欧元贬值一定影响, 若剔除汇率因素为 100.6%/环比 Q1+25.9%, 修复势头转强主要与进入 Q2 欧洲出行消费恢复加快相关。

图表 14: 海外酒店集团整体 RevPAR 恢复度 (%2019)



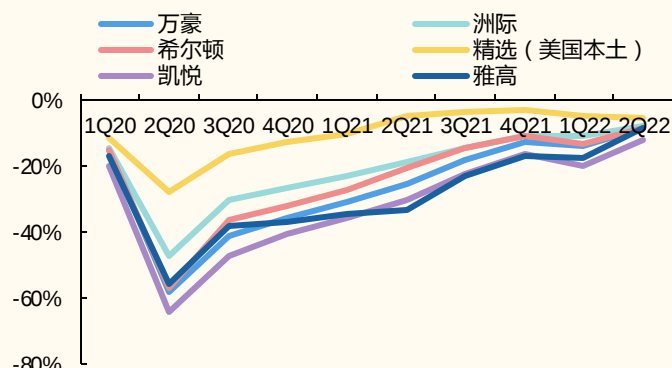
来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 精选仅公布本土经营数据

图表 15: 海外酒店集团整体 ADR 恢复度 (%2019)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 海外酒店集团整体 OCC 变动 (较 19 年同期)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 分区域恢复度看, 3Q21 以来北美恢复相对领先, 欧洲 2Q22 提速, 大中华区因疫情反复下滑。宏观环境、疫情及防疫政策仍为影响 RevPAR 恢复的首要因素, 海外龙头在同区域的 RevPAR 恢复趋势具有一致性, 3Q21 以来北美修复持续领先, 至 2Q22 万豪北美、洲际美洲、温德姆美国、雅高美洲 RevPAR 均已超过 19 年同期水平; 欧洲恢复度随上半年防疫政策放松、旅游旺季到来修复提速, 如雅高于南欧 RevPAR 2Q22 已较 2019 年同期增长 2.5% (不变汇率); 而大中华区则因疫情反复而恢复度明显下滑, 但温德姆为代表的中端&经济型酒店表现的韧性优于高端龙头。

图表 17: 海外酒店集团分区域 RevPAR 恢复度 (%2019)

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
万豪	北美	43.6%	61.2%	80.4%	85.8%	86.7%	102.1%
	欧洲	15%	24%	59%	67%	64%	95%
	大中华区	65.0%	87.9%	76.6%	77.4%	62.1%	49.3%
	亚太 (除中国)	30.4%	28.9%	32.3%	45.6%	46.0%	68.0%
	加勒比&拉丁美	32.8%	61.0%	79.5%	85.9%	82.3%	109.2%
	中东非	52.4%	65.6%	77.1%	103.9%	105.2%	107.4%
希尔顿	美国	48.0%	66.8%	84.2%	85.9%	83.7%	97.7%
	美洲 (除美国)	34.7%	45.3%	68.8%	81.8%	77.4%	101.2%
	欧洲	17.8%	28.5%	85.5%	72.8%	65.4%	91.8%
	亚太	47.5%	62.4%	55.9%	61.1%	49.3%	54.7%
	中东非	50.1%	58.9%	63.0%	103.8%	99.3%	85.5%
洲际	美洲	57.0%	73.6%	90.1%	93.5%	92.3%	103.5%
	EMEA	28.6%	35.1%	56.9%	66.6%	66.9%	89.7%
	大中华区	62.3%	84.1%	70.1%	67.1%	58.2%	51.1%
温德姆	美国	75.5%	94.9%	107.3%	109.4%	103.8%	109.0%
	EMEA	34.3%	30.2%	72.2%	74.7%	66.2%	83.5%
	大中华区	78.0%	85.9%	89.8%	84.3%	75.6%	70.4%
雅高	美洲	27.2%	37.4%	62.3%	80.8%	86.1%	105.5%
	南欧	36.8%	36.5%	75.2%	82.7%	78.6%	102.5%
	北欧	18.1%	25.6%	61.1%	63.2%	61.7%	93.3%
	亚太	45.2%	61.5%	42.8%	51.7%	57.0%	82.1%
	IMEAT	49.5%	56.3%	76.7%	104.7%	107.9%	131.7%

来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 雅高为不变汇率口径

- **分定位恢复度看，经济型韧性强，高奢价格弹性足。**对比同酒店集团旗下不同定位酒店 RevPAR 恢复度，温德姆、精选于美国数据均表现为经济型酒店韧性最强，受负面冲击时 RevPAR 下滑幅度相对小、修复时间更早，推测与经济型需求更刚性、符合经济承压背景下性价比需求等相关。而高奢表现次之，万豪北美奢华酒店 4Q21 以来 RevPAR 修复快于高端、精选，推测源于高收入群体消费意愿受影响偏弱，且契合疫后高端度假需求。精选美国高端品牌 Ascend 系列表现亦优于中端、中高端品牌，此外雅高奢华&高端 RevPAR 表现领先亦反映通胀环境下高奢品牌提价能力强、抗通胀能力相对强。

图表 18：海外酒店集团分定位 RevPAR 恢复度 (%2019)

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
万豪（北美）	奢华	45.4%	62.5%	76.1%	91.4%	94.9%	109.5%
	高档	30.2%	48.3%	71.6%	76.4%	79.0%	98.8%
	全服务（奢华+高档）	34.1%	51.8%	73.3%	80.7%	84.0%	102.4%
	有限服务（精选）	54.5%	71.2%	87.5%	90.6%	90.1%	102.1%
温德姆（美国）	经济	87.0%	85.2%	114.1%	118.5%	111.5%	113.2%
	中端&中高端	70.6%	76.4%	106.0%	108.2%	100.7%	109.1%
	高端及以上	47.8%	54.3%	86.3%	83.8%	86.6%	97.0%
雅高	经济型	35.8%	38.4%	68.1%	74.0%	74.0%	98.5%
	中端	34.7%	40.5%	60.9%	68.1%	69.6%	97.0%
	奢华&高端	36.8%	46.5%	61.5%	123.0%	79.3%	104.6%

来源：公司公告，国金证券研究所；注：雅高为不变汇率口径

图表 19：精选美国本土分品牌 RevPAR 恢复度 (%2019)

		1H21 末						
档次	品牌	酒店数	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
整体	Domestic	5,870	74%	92%	104%	104%	100%	105%
经济型	Econo Lodge	718	83%	98%	107%	105%	101%	102%
	Rodeway	505	86%	98%	104%	105%	106%	103%
	WoodSpring Suites	312	99%	111%	117%	123%	122%	123%
	Suburban	70	77%	89%	103%	107%	97%	101%
中端	Quality	1,630	73%	93%	104%	104%	97%	102%
	Sleep	418	71%	91%	105%	104%	98%	104%
	MainStay	107	69%	85%	93%	98%	88%	92%
中高端	Comfort Inn	1,662	77%	93%	104%	105%	108%	108%
高端	Ascend Hotel Collection	200	76%	98%	117%	107%	105%	119%
	Cambria Hotel & Suites	60	48%	63%	86%	87%	89%	96%

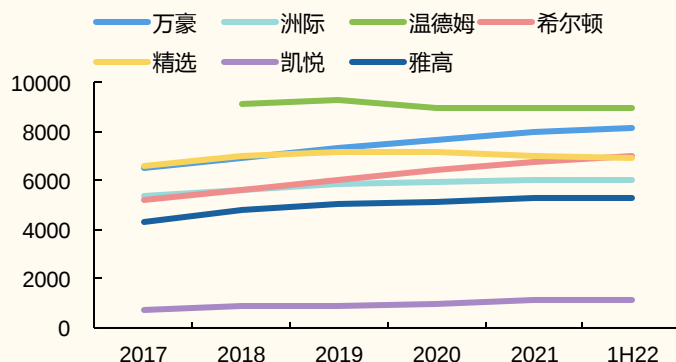
来源：公司公告，国金证券研究所

2.2、门店拓展：内生+外延逆势扩张，加盟信心与经营修复节奏较一致

- **逆势扩张内生+外延并举，国际化、轻资产化为主要方向。**1H22 温德姆拓店速度持续回暖，客房数同增 4.2%、较 2021 年的 3.5%提升 0.7pct，主要源于新兴市场 LATAM（+11.7%）提速和亚太持续增长（大中华区+5.5%，中国以外亚太+3.2%），此外美国、EMEA 亦从 4Q21、1Q22 开始恢复增

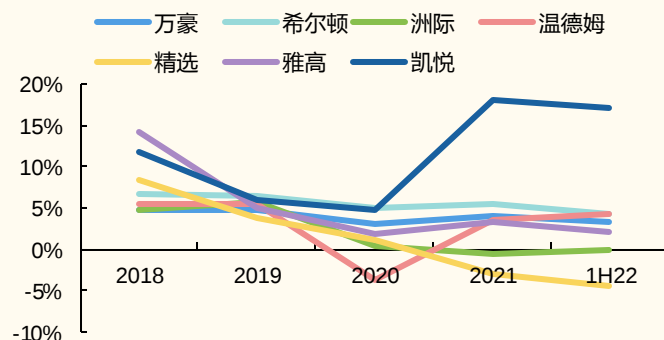
长，门店结构上进一步轻资产化，出售旗下 2 家自有酒店、退出精选服务委托管理模式。高端龙头万豪、希尔顿 1H22 拓店速度较 2021 全年略有下降，分别为 3.4%、4.4%，主要源于国际（主要为大中华区）拓店速度有所放缓。此外，疫情之下行业并购整合继续推进，凯悦因 4Q21 收购 ALG 增长提速，1H22 为 17.0%；精选于 2022.6 宣布 6.75 亿美元向锦江国际收购丽笙酒店集团美洲区业务，预计合并后在营酒店数将增至 7600+（较目前增长约 8.6%），同时对精选相对薄弱的中高端至超高端定位品牌线形成有力补充；洲际增量主要在大中华区，1H22 中国疫情反复较严重情况下较 2021 年末净开 13 家，大中华区客房数占比提升 0.3pct 至 18.1%。

图表 20：海外酒店集团酒店数变化



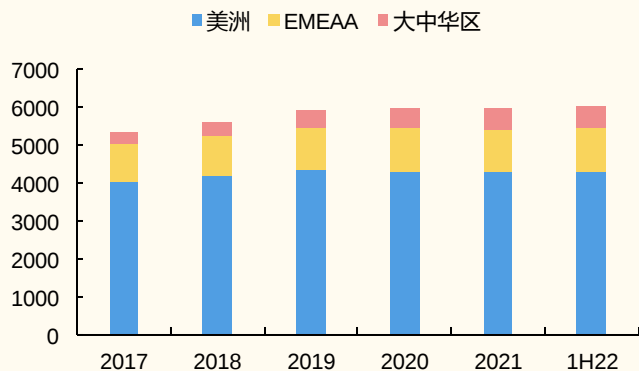
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：海外酒店集团客房数同比增速



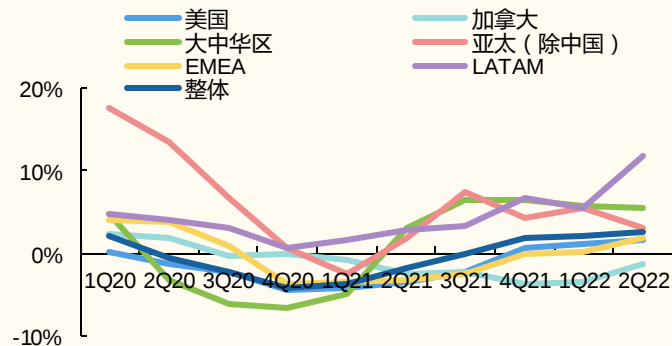
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：洲际酒店分地域酒店数变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：温德姆分地域客房数同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：精选收购丽笙美洲区后规模增长显著

	精选	丽笙 (美洲)	合并后
在营酒店数	> 7000	> 620	> 7600(~+8.6%)
在营客房数	>575000	>68000	>640000(~+11.3%)
品牌	14	9	23
储备客房数	~80000	~8000	> 88000
会员数	53+百万	10+百万	63+百万

来源：公司公告，国金证券研究所

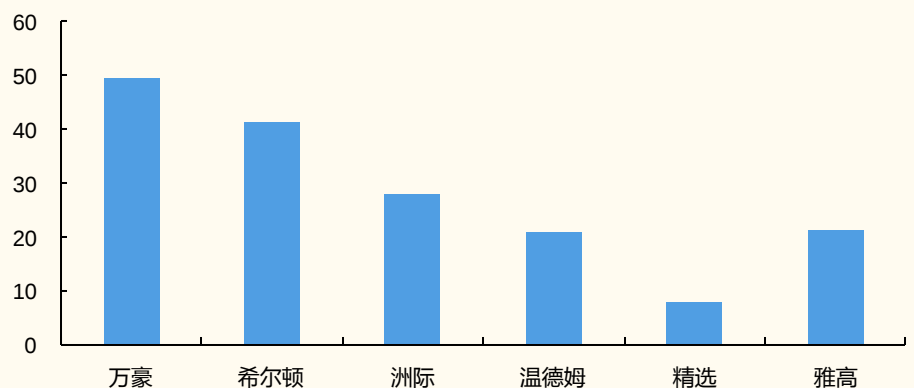
图表 25：丽笙将补充精选高端品牌线的不足

	Chain Scale	Service Type	Q1 2022 Units
Radisson Blu	Upper-Upscale	Full	10
Radisson	Upscale	Full	130
RADISSON Individuals	Upscale	Soft Brand	9
COUNTRY	Upper-Midscale	Select	453
Other ¹	--	--	22
Total Americas			624

来源：公司公告，国金证券研究所

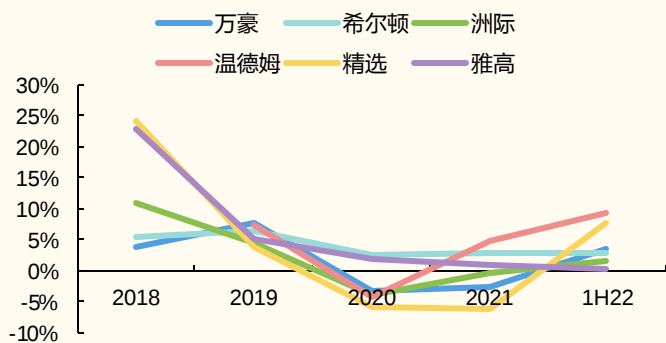
- 随着经营改善酒店集团 Pipeline 增速陆续转正，反映供给端信心增强，其中中低端龙头恢复更早。从 pipeline 客房同比增速看，1H22 六大海外酒店集团增速均已转正，其中温德姆、精选最高为 9.8%、7.8%，其中温德姆美国、国际 pipeline 分别同增 17%、5%，反映终端经营数据恢复与加盟商信心存在联动关系，经营恢复更快的经济型、度假及美国为代表市场对应拓店意愿恢复更快。高端龙头中希尔顿 2020~1H22 疫情冲击下 pipeline 客房增速未出现负值，维持逆势增长，1H22 同增 3.0%；万豪 pipeline 客房体量最大，1H22 同增 3.6%至 49.5 万间，其中 41%处于在建状态。从 Pipeline 酒店数单季度净增长看，温德姆于 3Q20 取得疫情发生以来的首次净增长，精选、雅高为 4Q20，但仍因疫情波动而出现转负情况，希尔顿、万豪则分别于 3Q21、4Q21 取得净增长，但此后单季度基本维持 45~65 家的增长、更为稳定。

图表 26：海外酒店集团 Pipeline 客房量对比（万间，1H22 末）



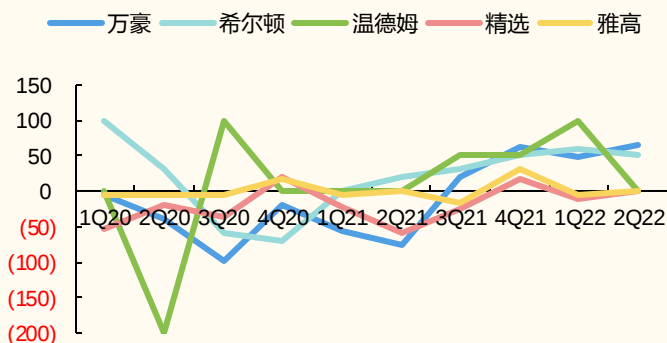
来源：公司公告，国金证券研究所；注：精选仅公布本土经营数据

图表 27: 海外酒店集团 Pipeline 客房数增速陆续转正



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 温德姆公布数据为约数。

图表 28: 海外酒店集团 Pipeline 酒店数陆续恢复净增长

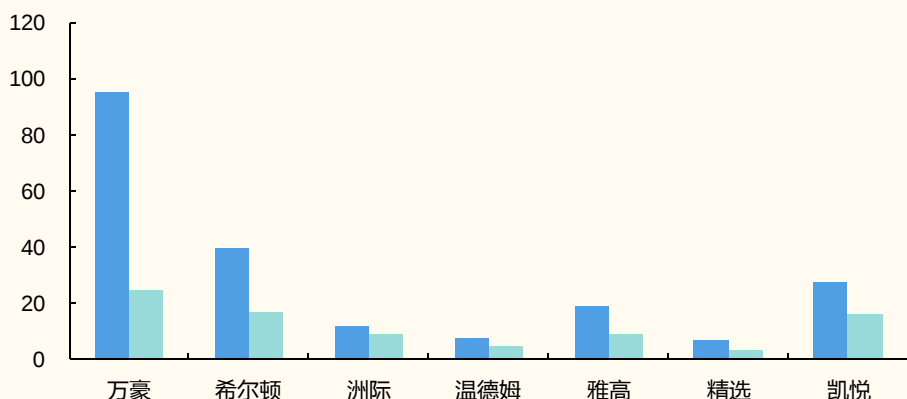


来源: 公司公告, 国金证券研究所

3、业绩表现: Q2 收入进一步回暖, 盈利能力陆续超疫情前

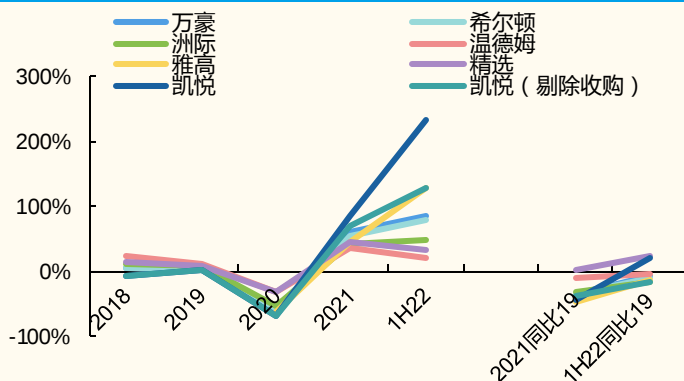
- 业绩表现总结来看, β 层面, 酒店档次定位、商业模式单独本身无绝对优劣, 但定位+模式适配度差异, 其中中端&经济型定位与特许经营为代表的轻资产模式更匹配, 优势在于稳定性更强, 高奢品牌则需要委托管理等品牌方参与度更高的经营模式, 优势在于弹性空间更大; α 层面, 前者更考验单店模型和轻资产复制扩张能力, 代表为温德姆、精选, 后者更考验品牌力和管理能力, 代表为万豪、希尔顿。
- 收入端: 同店恢复+疫后逆势扩张驱动收入恢复, 2Q22 精选、雅高、万豪调整后收入已超 2019 年同期。海外酒店集团收入均处于向上恢复通道, 剔除管理模式占比不同对各家公司业绩增速影响后 (管理模式下存在费用返还收入, 这部分收入为酒店加盟商对品牌方开支的报销, 不影响实际利润), 我们发现品牌方管理参与度高以及高奢占比更高的公司收入增速弹性更大, 如高奢代表凯悦 1H22 客房中直营、委托管理客占比分别为 4.4%、51.6%, 剔除并购影响后经调整收入同增 127.4%为七家中最高; 雅高、万豪、希尔顿分别同增 126.5%、83.4%、77.2%, 明显高于几乎全为特许经营的精选 (35.6%)、温德姆 (21.2%), 主因 1) 委托管理模式品牌方收入部分与门店利润挂钩, 经营向好时弹性空间强于仅与门店收入挂钩的特许经营模式; 2) 高端品牌房价弹性空间更大。但轻资产程度更高的中低端龙头收入稳定性更强, 温德姆、精选疫情影响最大的 2020 年收入下滑幅度约 30%+, 下滑幅度较高端龙头低约 20pct+。恢复速度上精选 3Q21、温德姆 1Q21 收入开始超过 2019 年同期水平, 至 2Q22 分别为 123.0%、89.7% (其中精选恢复度更高主要源于 1H19 无直营店收入, 剔除影响后 2Q22 为 111.1%; 温德姆下滑主要源于关闭直营店及退出委托管理); 雅高、万豪于 2Q22 超过 2019 年同期, 希尔顿 2Q22 为 96.9%、较为接近 2019 年同期。

图表 29：海外酒店集团营收及调整后营收体量对比（1H22，亿美元）



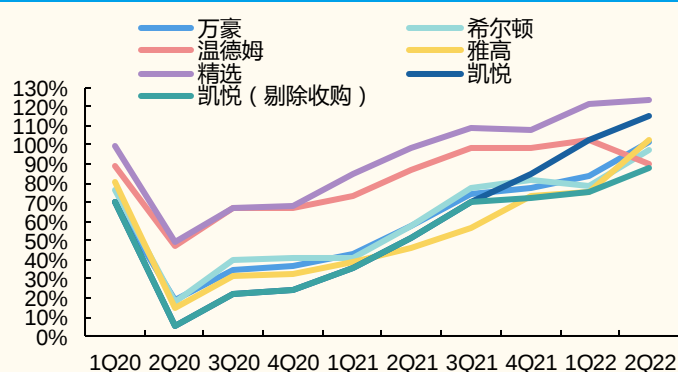
来源：公司公告，国金证券研究所；注：调整部分主要为剔除各公司费用返还、营销预订系统与忠诚计划、系统基金等不以直接盈利为目的、收入支出基本打平的项目，后同。

图表 30：海外酒店集团调整后营收同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：海外酒店集团调整后收入恢复度（%2019）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **利润端：收入端复苏+模式轻资产化+降本增效，盈利能力陆续超越疫情前。** 温德姆、精选净利润于 2021 年已较 2019 年取得正增长，1H22 随着海外疫情进一步修复，凯悦、万豪、希尔顿 1H22 净利润也取得正增长，且幅度在双位数以上。从利润率角度看，除雅高因成本受欧洲通胀影响较大、洲际因大中华区、品质档次酒店仍待进一步修复以外，海外头部酒店集团净利率陆续超过疫情前同期水平，其中温德姆、精选约为 2Q21 开始、时间早于高端龙头，主要源于本土及休闲客源占比更高、轻资产程度高且有进一步上升；万豪、希尔顿 2Q22 经调整净利率分别为 41.8%、37.1%，较 2019 年同期分别提升 4.4pct、6.2pct，除收入端复苏外主要源于 1) 轻资产化，直营店占经调整收入比例较 2019 年同期下降 4.1pct、9.6pct；2) 降本增效，如希尔顿 SG&A 占经调整收入比例与 2Q22 相比下降 0.7pct，万豪直营店毛利率较 2Q22 提升 2.0pct；3) 此外预计逆势扩张也将带来中长期规模效应进一步上升。

图表 32：海外酒店集团净利润增速对比

	2018	2019	2020	2021	1H22	2021 同比 2019	1H22 同比 1H19
万豪	30.7%	-33.2%	-121.0%	511.6%	156.7%	-13.7%	73.8%
希尔顿	-39.3%	15.3%	-181.2%	157.3%	2531.8%	-53.5%	38.5%
洲际	-40.7%	9.7%	-167.5%	202.3%	350.0%	-30.9%	-29.4%
温德姆	-29.6%	-3.1%	-184.1%	284.8%	115.2%	55.4%	321.3%
雅高	400.7%	-79.2%	-528.4%	104.3%	-52.2%	-81.7%	-77.3%
精选	76.9%	3.0%	-66.2%	283.3%	60.4%	29.6%	66.1%
凯悦	97.7%	-0.4%	-191.8%	68.4%	142.5%	-129.0%	111.1%

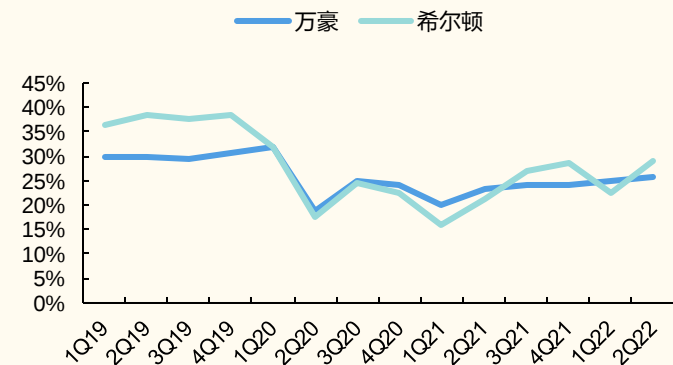
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：海外酒店集团盈利能力陆续开始超过疫情前水平

净利率														
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
万豪	7.5%	4.4%	7.3%	5.2%	0.7%	-16.0%	4.4%	-7.6%	-0.5%	13.4%	5.6%	10.5%	9.0%	12.7%
希尔顿	7.2%	10.5%	12.0%	7.4%	0.9%	-76.2%	-8.5%	-25.2%	-12.4%	9.8%	13.8%	8.0%	12.3%	16.4%
温德姆	4.5%	4.9%	8.0%	13.0%	5.4%	-67.4%	8.0%	-2.4%	7.9%	16.7%	22.2%	12.2%	28.6%	23.8%
精选	13.8%	23.4%	24.5%	15.7%	25.4%	-1.6%	6.9%	4.1%	12.2%	30.9%	36.1%	22.5%	26.1%	28.9%
凯悦	5.1%	6.7%	24.4%	25.2%	-10.4%	-94.4%	-40.4%	-47.9%	-69.4%	-1.4%	14.1%	-2.7%	-5.7%	13.9%
	1H19		2H19		1H20		2H20		1H21		2H21		1H22	
洲际	13.4%		3.4%		4.1%		-4.4%		4.1%		1.3%		12.0%	
雅高	7.3%		15.2%		-164.9%		-67.6%		8.1%		1.3%		1.9%	
经调整净利率														
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
万豪	38.4%	37.4%	36.6%	37.4%	18.1%	-70.2%	9.5%	7.7%	6.3%	32.1%	32.8%	40.1%	39.2%	41.8%
希尔顿	27.4%	30.9%	31.3%	30.0%	31.8%	-96.6%	4.4%	-7.0%	1.7%	27.4%	29.5%	26.1%	30.0%	37.1%
温德姆	25.5%	35.2%	45.7%	37.9%	26.4%	8.2%	21.8%	5.1%	22.4%	44.1%	47.8%	32.0%	42.9%	47.4%
精选	21.6%	21.0%	24.6%	19.3%	19.6%	44.2%	17.5%	15.0%	17.3%	24.5%	26.3%	19.7%	22.4%	21.7%
凯悦	7.4%	12.2%	6.5%	7.7%	-7.6%	-522.9%	-113.6%	-117.0%	-203.9%	-39.4%	61.0%	-53.2%	-4.9%	6.0%
经调整EBITDA率														
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
万豪	65.4%	67.9%	67.6%	65.1%	50.0%	23.3%	70.3%	62.4%	55.2%	68.8%	68.6%	69.1%	72.1%	71.9%
希尔顿	58.4%	61.6%	63.0%	61.9%	55.4%	29.0%	58.2%	53.1%	56.1%	69.7%	69.9%	66.1%	66.9%	69.8%
温德姆	56.5%	69.1%	82.8%	76.4%	61.2%	60.0%	66.0%	42.6%	66.0%	83.2%	85.1%	65.5%	77.6%	83.7%
精选	69.5%	70.7%	73.5%	64.2%	65.7%	57.1%	72.3%	62.2%	69.0%	78.5%	80.0%	68.1%	73.7%	72.5%
凯悦	28.7%	31.8%	27.3%	29.8%	18.7%	-334.3%	-36.4%	-64.1%	-11.2%	18.5%	27.8%	19.5%	22.9%	30.2%
	1H19		2H19		1H20		2H20		1H21		2H21		1H22	
洲际	49.8%		45.8%		26.4%		39.7%		41.2%		48.4%		49.2%	
雅高	38.4%		39.2%		-39.9%		-33.3%		-22.7%		25.0%		26.7%	

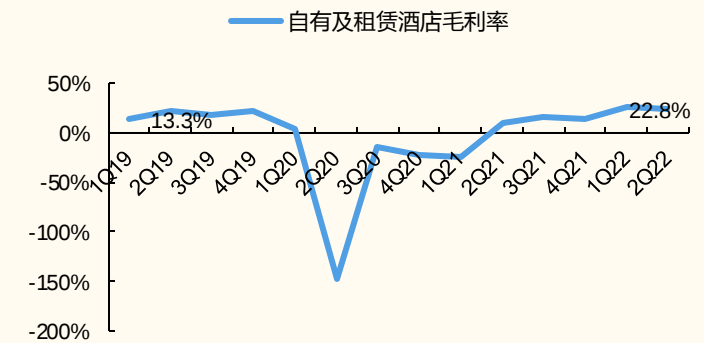
来源：公司公告，国金证券研究所整理；注：调整部分主要为剔除各公司费用返还、营销预订系统与忠诚计划、系统基金等不以直接盈利为目的、收入支出基本持平的项目，以还原剔除模式差异后各公司酒店经营管理的实际盈利能力。

图表 34：万豪、希尔顿直营酒店收入占比低于疫情前



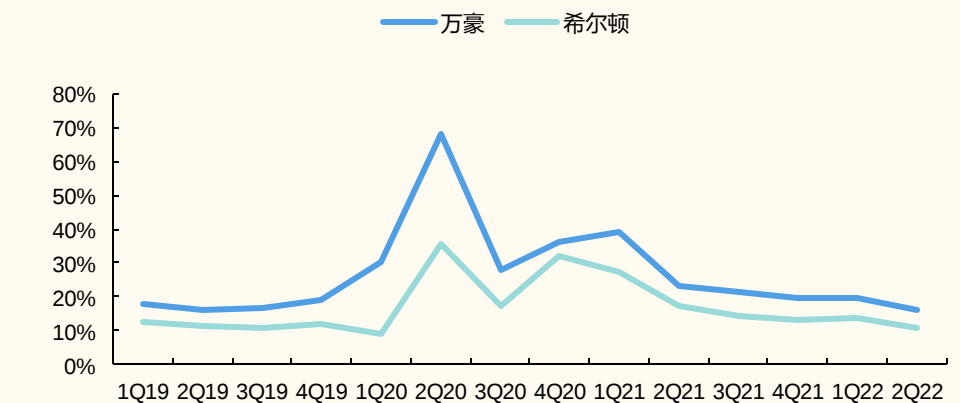
来源：公司公告，国金证券研究所；注：收入基数均剔除费用返还

图表 35：万豪自有及租赁酒店毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所；注：收入基数剔除费用返还

图表 36：万豪、希尔顿 SG&A 占收入比



来源：公司公告，国金证券研究所；注：收入基数剔除费用返还

- **2022 全年指引积极，温德姆、希尔顿、精选、凯悦上调核心指标。**从海外酒店集团中报对 2022 全年指引展望整体较积极，开店目标上基本与年初能保持一致，其中高端龙头万豪、洲际均预期全年新开店同增 5%（万豪下调净开店 0.5%），希尔顿为 6%，奢华代表凯悦则由 6%上调至 >6%，精选维持 1%~2%；RevPAR 同比增速方面，希尔顿上调 5%、精选上调约 1.5%；经调整 EBITDA 增速方面，希尔顿、温德姆分别上调 9%、约 1.5%至 47%~53%、4%~7%，万豪新增经调整 EBITDA 全年指引为 62%~66%，我们认为万豪、希尔顿新增/上调 RevPAR 及经调整 EBITDA 增速指标反映了美国高端酒店市场恢复也进入加速，且欧美通货膨胀率上行情况下高端奢华客房具有更强提价能力。

图表 37：于 2022 中报，海外酒店集团多上调核心指标 2022 全年指引

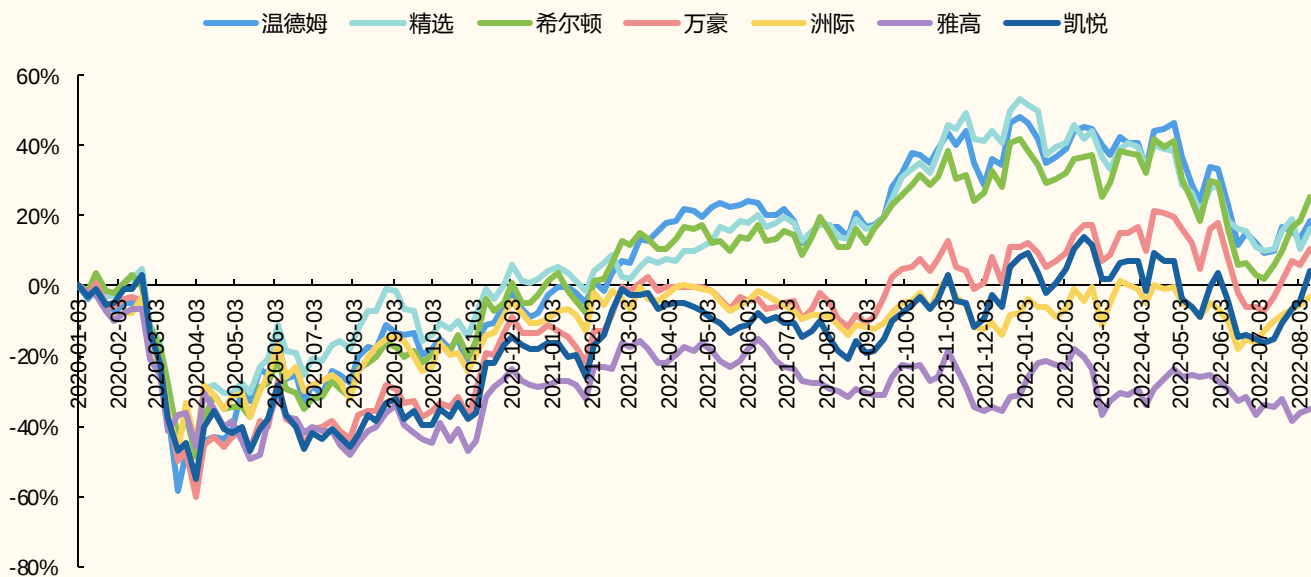
酒店集团	指标	2Q22季报/1H22半年报	1Q22季报	21年报/4Q21季报	变动
万豪	RevPAR				
	Worldwide	-6~-3% vs. 2019	-	-	-
	U.S. & Canada	-3%~0 vs. 2019	-	-	-
	International	-13~-10% vs. 2019	-	-	-
	Gross rooms growth	+5%	-	+5%	一致
	Net rooms growth	+3~3.5%	-	+3.5~4%	下调
	Gross fee revenues	+46~50%	-	-	-
洲际	Adjusted EBITDA	+62~66%	-	-	-
雅高	Gross openings	+6%	-	-	-
	Net system size growth	+4%	-	-	-
温德姆	EBITDA	> 2400%	-	-	-
	Adjusted EBITDA	+4~7% vs. 2021 -2~+2% vs. 2019	-	+3~6% vs. 2021 -3~+1% vs. 2019	上调
	Core Business	+8~12% growth vs. 2021 +7~11% growth vs. 2019	-	+7~11% growth vs. 2021 +6~10% growth vs. 2019	上调
	License Fees	+23% vs. 2021 -24% vs. 2019	-	+14% vs. 2021 -29% vs. 2019	上调
	Owned	0% vs. 2021 -14% vs. 2019	-	-	-
	CPLG	-76% vs. 2021 -79% vs. 2019	-	-80% vs. 2021 -82% vs. 2019	上调
	Global Additions	+8~32% vs. 2021 -10~+10% vs. 2019	-	+8~32% vs. 2021 -10~+10% vs. 2019	一致
希尔顿	RevPAR	+37~43% vs. 2021 -5~-1% vs. 2019	+32~38% vs. 2021 -9~-5% vs. 2019	-	上调
	Net income	+282~199% vs. 2021	+146~163% vs. 2021	-	上调
	Adjusted EBITDA	+47~53% vs. 2021	+38~44% vs. 2021	-	上调
	General and administrative expenses	-1~+4% vs. 2021	+1~6% vs. 2021	-	下调
	Net unit	+5%	+5%	-	一致
精选	RevPAR Growth	+11~13% vs. 2019	+10~13% vs. 2019	-	上调
	Effective Royalty Rate	+0.05% vs. 2021	+0.05% vs. 2021	-	一致
	Unit Growth	+1~2% vs. 2021	+1~2% vs. 2021	-	一致
凯悦	RevPAR	+55~60% vs. 2021 -9~-4% vs. 2019	-	-	-
	Net rooms	> 6%	6%	6%	上调

来源：公司公告，国金证券研究所整理

4、股价表现：复苏验证+业绩兑现为支撑

- 行业股价与疫情相关度高，个股涨跌幅分化主要源于经营/业绩恢复节奏与程度的分化，其中温德姆、精选领涨，希尔顿、万豪次之。海外酒店龙头股价表现于海外疫情第一轮疫情集中爆发的 2020 年 3 月初开始快速下跌至探底，1Q21 末开始随着行业 RevPar 恢复度有一定好转后开始反弹至疫情前水平，此后随疫情波动仍有震荡，但整体呈现向上修复，其中经营表现相对稳健、更快修复的经济型&中端龙头温德姆、精选随美国本土酒店业恢复而领涨，2022 年初高点时分别较疫情前上涨约 48%、53%，希尔顿、万豪分别为 38%、12%。2022 年上半年虽因俄乌冲突、美联储缩表等原因随大盘整体有所回调，但随着 2Q22 行业进一步修复再次回升，其中高端&奢华龙头经营恢复表现与经济型&中端进一步拉近、委托管理模式业绩弹性释放，股价涨跌幅表现亦有所拉近，其中希尔顿业绩超预期+上调全年多项指标指引、近期涨幅领先。

图表 38：海外酒店集团疫后股价累计涨跌幅表现（截至 2022/8/12）



来源：wind，国金证券研究所

5、结论及投资建议

■ 经营复苏节奏：

- 同店经济型韧性足、高奢弹性足，休闲先于商务。同店方面，海外 2H21 开始势头持续向上，至 2022 年 6 月全球酒店入住率已恢复至 2019 年同期 92%，其中美洲、欧洲更高分别为 97%、95%，较年初分别提升 12pct、35pct。结构上，分地域看，3Q21 以来北美恢复领先，2Q22 欧洲提速，大中华区因疫情反复回落；分档次，经济型受负面冲击后回落最少、修复时间最早，以温德姆、精选为代表，高奢因高收入人群消费意愿受影响更小、契合高端度假需求、叠加欧美通胀抬头弹性更足，如万豪、雅高奢华级酒店 RevPAR 于 2Q22 较 19 年同期取得正增长。分先行复苏温德姆、快于高端奢华；分需求来源，疫情影响最大时间段过去后，休闲需求领先商旅需求，如洲际酒店休闲相关 12 个月滚动收入指标自 2021 年 2 月以来持续好于商务需求，2021 年 7 月以后持续好于 2019 年同期水平。
- 开店方面，龙头酒店集团通过内生+外延并举方式逆势扩张，轻资产化、国际化为主要方向，加盟信心与经营修复节奏较一致。2021 年品牌酒店在全球开业酒店、活跃储备酒店客房中占比分别为 54%、77%，连锁化、品牌化仍为大趋势，海外前五大酒店市占率持续上升，2021 年为 24.3%、较 2019 年提升 0.4pct，行业集中度仍在上升。海外龙头拓店结构延续国际化、轻资产化，如温德姆 LATAM 2Q22 客房数同增 11.7%，门店类型全面转向特许经营。除内生增长，行业并购整合仍在发生，如凯悦 4Q21 收购 ALG，精选于 2022.6 宣布 6.75 亿美元向锦江国际收购丽笙美洲区业务。从 Pipeline 变动看，随着经营改善，酒店集团 Pipeline 增速陆续转正、供给端信心增强，其中中低端龙头恢复更早。
- 业绩复苏节奏：Q2 收入进一步回暖，盈利能力陆续超疫情前，希尔顿、温德姆等上调全年业绩指引。收入端同店恢复+疫后逆势扩张驱动收入恢复，2Q22 精选、雅高、万豪调整后收入已超 2019 年同期，分别为 123.0%、102.3%、101.1%；弹性看，品牌方管理参与度高以及高奢占比更高的公司收入增速弹性更大，如高奢代表凯悦 1H22 剔除并购影响后经调整收入同增 127.4%为七家中最高。收入端复苏+模式轻资产化+降本增效，盈利

能力陆续超越疫情前，其中经济型&中端龙头温德姆、精选净利润于 2021 年已较 2019 年取得正增长，净利率于 2Q21 开始超过 2019 年同期水平；高端奢华龙头凯悦、万豪、希尔顿 1H22 净利润也取得正增长，且幅度在双位数以上，净利率因轻资产化、持续降本增效及竞争格局改善而于 1H22 陆续超过或接近 2019 年同期水平。

- **股价复盘：行业股价与疫情相关度高，个股涨跌幅分化主要源于经营/业绩恢复节奏与程度的分化。**多家海外酒店龙头股价表现超疫情前，其中经营表现相对稳健、更快修复的经济型&中端龙头温德姆、精选随美国本土酒店业恢复而领涨。希尔顿、万豪次之，且随着 2Q22 与经济型&中端龙头复苏表现进一步拉进、委托管理模式业绩弹性更大释放而有较好表现。
- **投资建议：国内行业受疫情影响逐渐弱化、龙头竞争格局改善亦为大趋势，把握高端休闲等结构复苏节奏。**我们认为随着疫情常态化全球酒店业受疫情扰动逐渐弱化为大趋势，龙头受益疫情期间逆势扩张、降本增效措施落地确定性强，复苏节奏上经济韧性先行复苏，高端后期弹性更足预计与海外也较为一致；客源方面考虑国内大众休闲度假文化及灵活办公渗透与欧美仍存差异，预计国内高端休闲度假释放更有确定性，核心城市群周边游，以三亚为代表高端休闲目的地更为受益。推荐**华住集团**（管理能力、门店质量、会员体系、数字化综合能力领先，阿尔法属性突出，高端布局积极）、**复星旅游文化**（高端客源消费意愿不减、弹性空间充足，公司滑雪、周边游度假村逆势扩张，三亚亚特兰蒂斯业绩弹性足，太仓复游城项目蓄势待发）、**锦江酒店**（行业规模龙头，市场化改革积极，境内外经营恢复均较领先）；关注**首旅酒店**（国内酒店行业龙三，估值性价比较高），**君亭酒店**（高端酒店基因，度假酒店产品质地优秀，短期显著受益疫后周边游需求）。

图表 39：酒店行业估值表

证券代码	证券简称	EPS（摊薄，人民币）					PE				
		20A	21A	22E	23E	24E	20A	21A	22E	23E	24E
600754.SH	锦江酒店	0.12	0.09	0.19	1.52	2.36	447.89	623.18	292.47	36.94	23.88
600258.SH	首旅酒店	-0.50	0.05	0.17	0.88	1.20	NA	526.28	121.10	22.86	16.73
301073.SZ	君亭酒店	0.58	0.46	0.56	1.23	1.68	-	74.87	95.26	43.77	32.02
1179.HK	华住集团-S	-7.49	-0.15	-0.10	0.68	1.02	NA	NA	NA	40.07	26.71
1992.HK	复星旅游文化	-2.08	-2.19	0.10	0.65	1.04	NA	NA	89.49	14.09	8.77

来源：wind，国金证券研究所预测；注：收盘价 2022/8/19，除锦江酒店、首旅酒店、华住为国金证券研究所预测外均为 wind 一致预期。

5、风险提示

- **全球疫情反复风险。**酒店消费，尤其是国内，仍受疫情及防疫政策影响较大，目前全球新冠肺炎疫情疫情仍有波动反复，区域疫情爆发导致防疫措施趋紧对酒店消费场景仍有较大限制，此外疫情反复时长超预期也可能导致消费意愿、收入能力承压情况超预期。
- **加盟意愿下降风险。**疫情反复会对酒店业主、投资人加盟意愿和预期产生负面影响，短期内国内酒店新店开业与 pipeline 增长仍面临一定压力。
- **成本上升风险。**2022 年欧美酒店通货膨胀抬头，酒店能源、人力等相关成本有所上升，若收入端恢复速度不及预期，或导致盈利能力下滑。
- **汇率波动风险。**复星旅游文化、锦江酒店、华住集团均有较高海外占比，且以欧洲为主，2022 年以来由于俄乌冲突等原因欧元汇率下行，对公司合并报表业绩或产生一定影响。

- **商誉减值风险。**头部酒店集团过去并购活动较多，若疫情等原因导致并购公司持续经营不善、出现商誉大幅减值情况，对相关公司业绩或产生负面影响。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402