



拓店与升级并进，α与β共振 ——首旅酒店（600258.SH）首次覆盖报告

核心观点

背靠国资的酒店龙头，品牌矩阵全覆盖，静待行业复苏。公司为国内排名第三的酒店龙头，2016年合并如家酒店集团后形成低中高端全覆盖的品牌矩阵。首旅集团为公司第一大股东，国资背景为公司规模扩张提供资本及资源支撑。截至2022H1，公司开业酒店5942家，客房数47.3万间。2022Q2，公司经营数据开始回升，疫后复苏势头强劲。

酒店行业复苏在即，经济型、中高端酒店均有望在本轮行业复苏周期中共振。2022H1住宿需求恢复不及去年同期，6月以后回暖明显，2022H2有望重启恢复进程。疫情下行业供给出清，市场集中度、连锁化率持续走高，按2025年CR3达51.8%预计，三大酒店龙头总房量可达451.37万间，4年CAGR达19%。经济型酒店市场空间在于连锁化：下沉市场连锁化率低，展店空间大。中高端赛道机会在于行业结构升级：受益于消费升级趋势，市场空间有望持续释放。

公司扩店速度强势，双向发力下沉市场+中高端赛道。1) 2021年起拓店显著提速；2022年公司预计新开店1300-1400家，2022H1新开店342家，储备店1899家，考虑公司历年开店计划完成度较高，以及储备店数量充足，目标有望顺利实现；我们预计随着疫后修复进程启动，住宿需求回升，开店进程有望提速。2) 轻管理酒店跃升拓店第一主力，核心在于降低加盟门槛，下沉市场渗透速度快，占据体量优势，业绩增量可期，截至2021年底，云酒店加盟后RevPAR平均提升26%，业主重复加盟率达13%；轻管理成熟同店展现较强业绩恢复能力，彰显长期价值。3) 承袭高端酒店基因，中高端赛道重点发力高端和奢华板块，成立安诺酒店管理公司，主营奢华酒店品牌；根据2021年6月公司变更后的同业竞争承诺，2022年末有望注入系列高端单体酒店，带动公司盈利向上。4) 会员规模持续扩大，2020/2021/2022H1公司会员数量分别为1.25/1.33/1.35亿人，LIFE俱乐部+首免全球购，加深会员粘性，有望带来转化率和复购率提升。

投资建议

公司背靠国资，扩店速度快，中高端品牌序列进一步拓宽，看好轻管理模式酒店扩张，以及系列单体酒店并入后带来的业绩提振。我们预计公司2022/2023/2024年分别实现营业收入57.01/79.88/98.78亿元，归母净利润0.15/8.50/12.90亿元。基于9月5日收盘价20.14元，对应2022/2023/2024年PE分别为1484.28X/26.58X/17.51X，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：展店进度不及预期；疫情反复风险；行业竞争加剧风险。

盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6153.09	5701.37	7988.33	9877.87
增长率(%)	16.49	-7.34	40.11	23.65
归母净利润(百万元)	55.68	15.22	849.78	1289.87
增长率(%)	111.23	-72.67	5484.82	51.79
EPS(元/股)	0.06	0.01	0.76	1.15
市盈率(P/E)	466.61	1484.28	26.58	17.51
市净率(P/B)	2.64	2.02	1.85	1.65

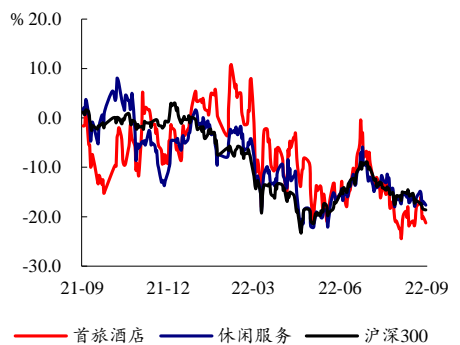
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，基于9月5日收盘价20.14元

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@casec.com.cn
联系人 贺晓涵
电子邮箱 hexh679@casec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	987.03
流通A股/B股(百万股)	987.03/0.00
资产负债率(%)	59.18
每股净资产(元)	8.22
市净率(倍)	2.45
净资产收益率(加权)	0.81
12个月内最高/最低价	28.36/19.32

相关研究

正文目录

1. 概况：酒店龙头逆势扩店，静待行业复苏.....	4
1.1. 概况：背靠国资的酒店龙头，体量大品牌全.....	4
1.2. 业绩：受疫情影响波动，等待业绩反转.....	5
2. 行业：酒店复苏在即，分层寻找市场机会.....	8
2.1. 疫情复盘：行业供给出清，连锁化率趋升.....	8
2.2. 行业复苏：2022H1 需求低迷，2022H2 有望恢复.....	10
2.3. 经济型酒店：连锁化率提升空间充足.....	13
2.4. 中高端酒店：消费升级拓宽增量空间.....	14
3. 公司：扩店强势，下沉、中高端市场双向发力.....	16
3.1. 扩店：疫情下扩店速度不减，万店目标稳步推进.....	16
3.2. 下沉：非标加盟的轻管理模式，实现公司业主双赢.....	18
3.3. 中高端：品牌矩阵构造完善，年末有望注入优质单体酒店.....	21
3.4. 运营：会员体系升级加深粘性，全球购深耕私域流量.....	24
4. 盈利预测与投资建议.....	26
5. 风险提示.....	28

图表目录

图表 1. 公司发展历程.....	4
图表 2. 公司品牌酒店矩阵.....	5
图表 3. 公司股权结构图.....	5
图表 4. 2021 年公司实现扭亏为盈.....	6
图表 5. 公司营业收入及恢复程度变化情况.....	6
图表 6. 公司各档次酒店新开店数量（家）.....	6
图表 7. 公司轻管理酒店 ADR 水平接近经济型（元）.....	6
图表 8. 公司特许加盟店房间数占比不断提升.....	7
图表 9. 公司近年来酒店客房结构变动情况.....	7
图表 10. 公司加盟店收入占比逐步上升.....	7
图表 11. 2021 年公司酒店业务业绩构成.....	7
图表 12. 公司 ADR 的恢复速度领先 OCC.....	8
图表 13. 公司各档次酒店 RevPAR（元）.....	8
图表 14. 各档次酒店 RevPAR 较 19 年恢复程度.....	8
图表 15. 各档次酒店 ADR 较 19 年恢复程度.....	8
图表 16. 全国酒店数量持续降低（万家）.....	9
图表 17. 全国酒店连锁化率持续提升.....	9
图表 18. 中国酒店连锁化率预计持续提升.....	9
图表 19. 2021 年中国连锁酒店市场份额.....	10
图表 20. 2017-2021 年中国连锁酒店市场集中度.....	10
图表 21. 2017-2021 年中国前六大酒店集团市占率变动.....	10
图表 22. 2021 年各档次连锁酒店品牌市场集中度.....	10
图表 23. 2022H1 中国酒店入住率恢复情况.....	11
图表 24. 节假日旅游人次、收入恢复情况.....	11
图表 25. 2022Q2 各类住宿需求预期指数.....	11
图表 26. 酒店行业月度 ADR、OCC 恢复程度.....	12
图表 27. 全国星级酒店 RevPAR 恢复情况.....	12
图表 28. 2022H1 全国酒店业经营数据恢复情况.....	13
图表 29. 行业内各档次酒店连锁化率变化趋势.....	13

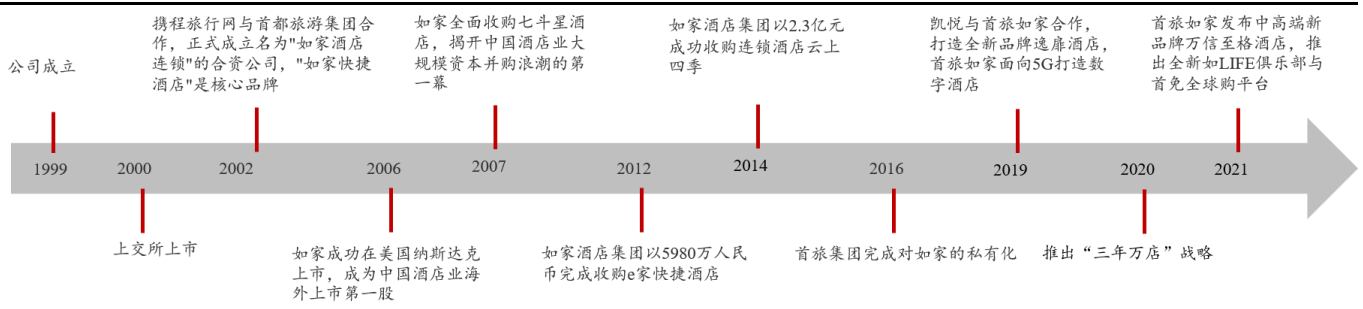
图表 30.	低线城市酒店连锁化率偏低.....	14
图表 31.	各线城市新签约酒店品牌数(个).....	14
图表 32.	全国各大档次房间数均呈下降趋势(万间).....	14
图表 33.	全国酒店业档次结构不断升级.....	14
图表 34.	三大酒店集团布局中高端品牌进程.....	15
图表 35.	2017-2021 年各档次酒店品牌签约结构.....	15
图表 36.	2021 年住宿消费意向与实际消费结构对比.....	16
图表 37.	2021 年核心城市本地住宿预订占比.....	16
图表 38.	2021 年三强中首旅的酒店数同比增速最快.....	16
图表 39.	酒店龙头净开店数对比(家).....	16
图表 40.	公司开店预测.....	17
图表 41.	公司新开店档次结构.....	17
图表 42.	公司各档次酒店净开店量(家).....	17
图表 43.	直营模式和加盟模式优劣势对比.....	18
图表 44.	2021 年公司酒店区域分布.....	18
图表 45.	公司轻管理品牌酒店加盟门槛偏低.....	19
图表 46.	公司全口径酒店 RevPAR 恢复程度.....	20
图表 47.	开业 18 个月以上酒店 RevPAR 恢复程度.....	20
图表 48.	公司全口径酒店 OCC 变动.....	20
图表 49.	开业 18 个月以上酒店 OCC 变动.....	20
图表 50.	公司升级改造资本性支出(亿元).....	21
图表 51.	公司 NEO3.0 酒店改造数量.....	21
图表 52.	2021 年中国经济型酒店品牌市场份额.....	21
图表 53.	三大酒店龙头中高端房量占比.....	22
图表 54.	2021 年中端酒店品牌市场格局.....	22
图表 55.	2021 年末首旅建国在豪华酒店品牌中市占率较领先.....	22
图表 56.	如家精选与锦江中端品牌加盟费用对比.....	23
图表 57.	YUNIK 电竞大床房.....	23
图表 58.	苏州太湖如家小镇.....	23
图表 59.	公司两大酒店于环球影城中位置.....	24
图表 60.	控股股东避免同业竞争承诺变更后公司有望并入系列高端酒店.....	24
图表 61.	公司近年来会员规模(亿人).....	25
图表 62.	公司近年自有渠道入住间夜数占比.....	25
图表 63.	如 LIFE 俱乐部会员权益.....	25
图表 64.	首免全球购覆盖品类.....	26
图表 65.	首免全球购覆盖品类.....	26
图表 66.	公司各档次酒店经营数据假设.....	27
图表 67.	公司开店预测.....	28

1. 概况：酒店龙头逆势扩店，静待行业复苏

1.1. 概况：背靠国资的酒店龙头，体量大品牌全

国内排名第三、全球第十的酒店龙头。首旅酒店（600258.SH）始创于1999年，专注于经济型及中高端酒店的投资与运营管理。2000年6月在上交所上市。2016年，首旅以合并方式完成如家酒店集团私有化交易。首旅如家在酒店业国际权威杂志《HOTELS》公布的2020年度“全球酒店集团225强”中排名第十，国内排名第三。

图表1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

合并如家后形成覆盖低中高端的完整品牌系列。合并实现双方的优势互补与资源整合，具体表现在：1) 扩大酒店规模。合并后首旅直接增加直营店 959 家、特许店 2288 家。2) 完善档次结构。合并前，公司主营中高端酒店，经济型酒店仅雅客怡家、欣燕都，如家旗下的如家、如家精选等品牌并入后，形成对经济型和中端板块的强力补充。截至 2022H1，公司经营酒店 5942 家，客房数 47.3 万间，实现高端、中高端、商旅型、经济型、休闲度假、社交娱乐等多档次全覆盖，包括创新推出的云酒店、华驿两大轻管理品牌。

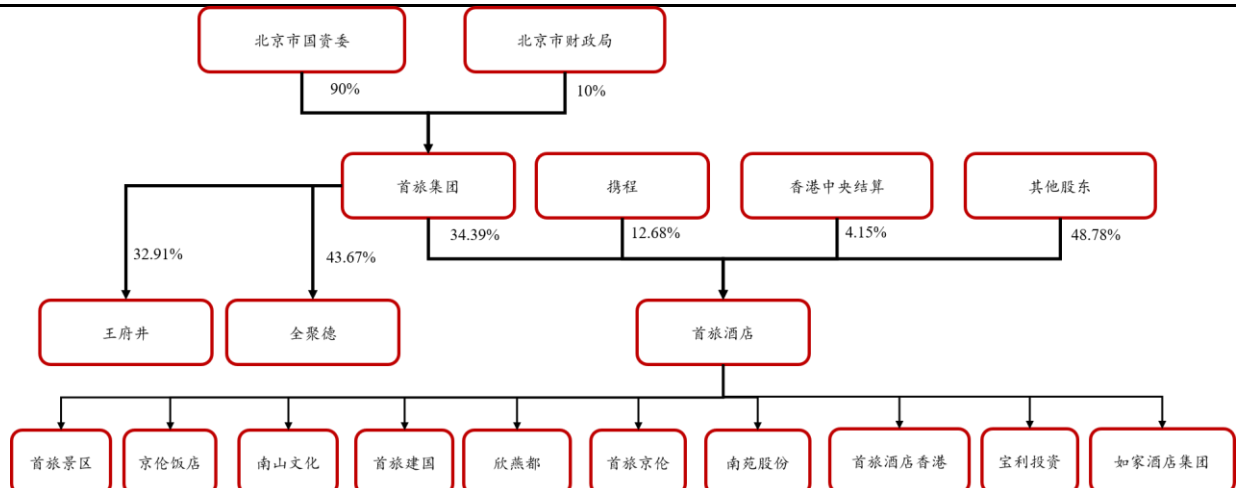
图表2. 公司品牌酒店矩阵

档次定位	品牌名称					
尊享高端	建国饭店 JIANGUO HOTEL	建国铂萃酒店 JIANGUO BOUTIQUE HOTEL	首旅南苑 首旅南苑	京伦饭店 Jinglun Hotel	南山休闲会馆 Nanshan Leisure Club 南山休闲会馆	逸扉 Ur Cove 逸扉酒店
中高端	和颐至尊	和颐至尚	和颐至格	璞隐 LUYIN HOTEL	扉缦 FANYIN HOTEL	万信至格 WASSIM 万信至格酒店
中端	如家精选 RUJIA HOTEL	如家商旅 RUJIA HOTEL	柏丽艾尚 柏丽艾尚酒店	艾靡 AILAN HOTEL	阿曼莫兰迪 AMAN HOTEL	YUNIK 云上四季酒店
经济型	如家	莫泰	驿居	雅客e家	欣燕都 XINYAN DU	
云酒店	派柏云	睿柏云	素柏云	诗柏云	云上四季·民宿	
华驿	华驿酒店	华驿酒店	华驿精选酒店	UP UP 华驿精选	华驿酒店	
休闲度假	joy nature club		如家小镇		漫趣乐园	

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

背靠首旅集团，国资背景为规模扩张提供强大资本支撑。公司的控股股东为首旅集团，实际控制人为北京市国资委。首旅集团持股比例 34.39%，旗下拥有首旅酒店、王府井、全聚德三家上市公司，涵盖文娱、商业、住宿、餐饮、出行五大战略业务单元。作为集团住宿板块的上市公司，公司可与集团其他几大板块进行资源联动，发挥产业协同效应，并可依托国资优势，为公司兼并扩张提供资金支持。

图表3. 公司股权结构图



注：截至 2021 年 12 月 31 日

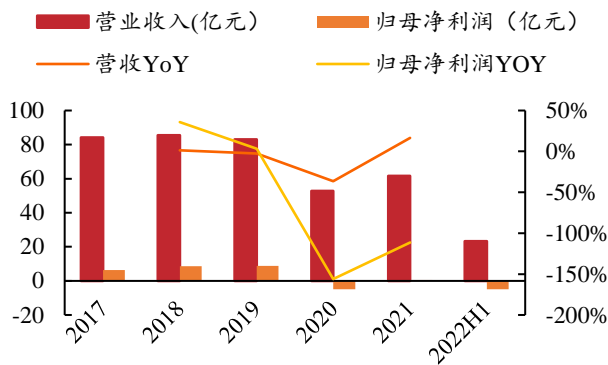
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 业绩：受疫情影响波动，等待业绩反转

2021 年实现扭亏，2022H1 业绩恢复进程受阻。2021 年，公司实现营业收入 61.53 亿元，同比增长 16.49%，已恢复至 2019 年同期的 74%，归母

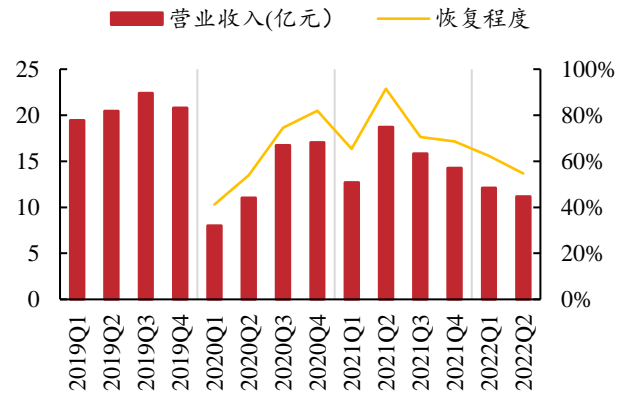
净利润 0.56 亿元,实现扭亏为盈。受疫情反复影响,2022H1 同比由盈转亏,恢复程度不及上年同期,但优于 2020H1。由于公司在上海、北京、广东的酒店布局占比较高,截至 2022H1,三地合计酒店数占比达 14.44%,因此受疫情扰动影响较大,上半年业绩明显承压。

图表4. 2021 年公司实现扭亏为盈



资料来源: 公司年报, 东亚前海证券研究所

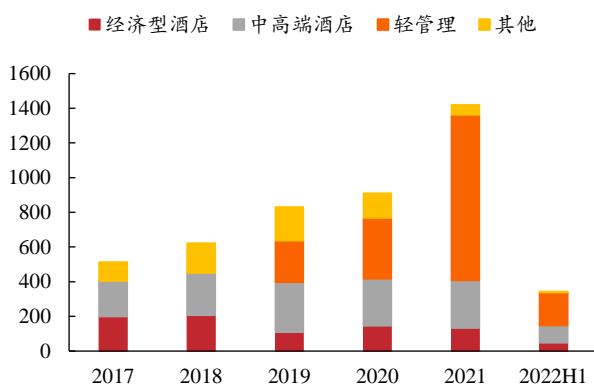
图表5. 公司营业收入及恢复程度变化情况



资料来源: 公司年报, 东亚前海证券研究所

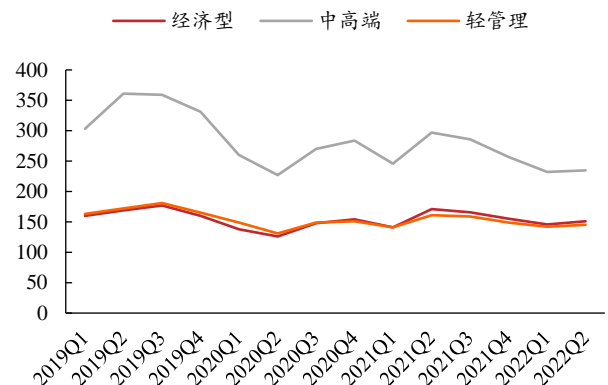
特许加盟+轻管理, 助力公司加速展店。2019/2020/2021/2022H1 公司酒店数量 4450/4895/5916/5942 家, 规模持续扩张。**从档次结构看,**2022H1 经济型、中高端、轻管理房量比为 4:3:2, 轻管理和中高端是两大拓店主力, 占比不断提升, 尤其定位接近经济型的轻管理酒店近一年来快速拓展, 占 2021 年新开店比重高达 67%。**从经营模式看,**2022H1 加盟店房量占比已达 82%, 加盟成为展店主要方式, 近三年每年新开店中有 95% 以上为加盟店。

图表6. 公司各档次酒店新开店数量(家)



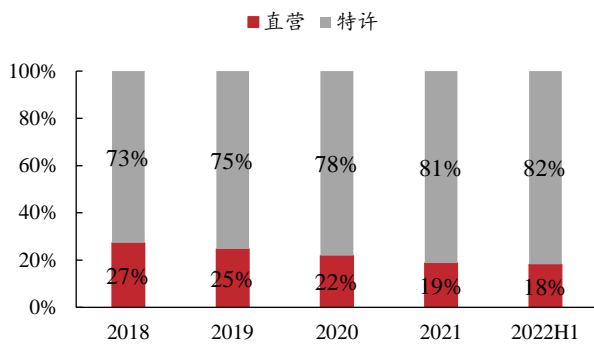
资料来源: 公司年报, 东亚前海证券研究所

图表7. 公司轻管理酒店 ADR 水平接近经济型(元)



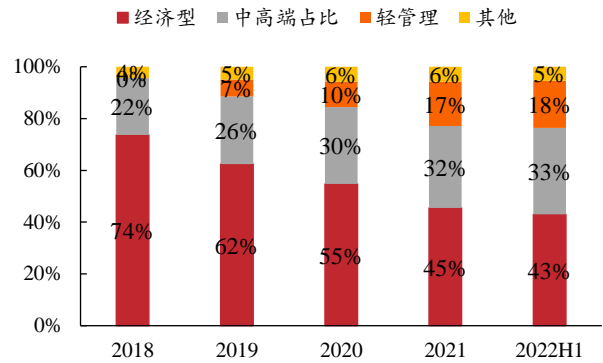
资料来源: 公司年报, 东亚前海证券研究所

图表8. 公司特许加盟店房间数占比不断提升



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

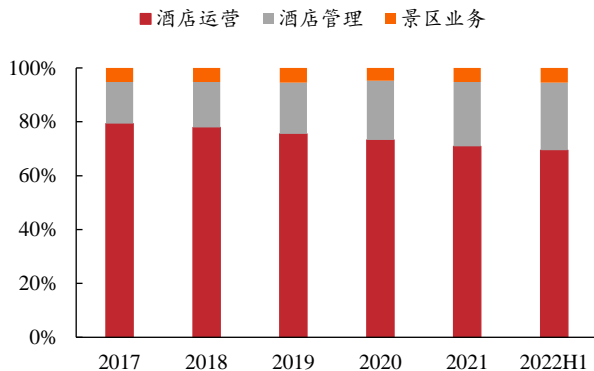
图表9. 公司近年来酒店客房结构变动情况



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

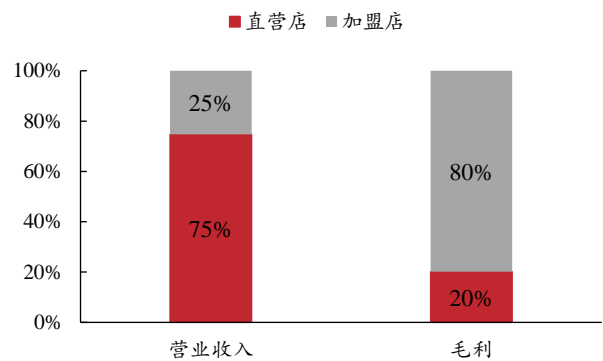
加盟店毛利率显著高于直营店，高毛利业务比重持续提升。2021年，公司直营店收入与加盟店收入之比约 8:2，同期二者毛利之比为 2:8，比例倒置反映出两种业务模式毛利率的差距，加盟店毛利率为 76.8%，显著高于直营店 (6.6%)，主要系加盟店收入确认方式为管理费，无需摊薄折旧等固定成本所致。2019/2020/2021/2022H1 加盟店收入占比 19%/22%/24%/25%，高毛利业务收入占比持续提升，加速公司利润增长。

图表10. 公司加盟店收入占比逐步上升



注：2022Q1 公司未披露酒店业务营业收入明细数据
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

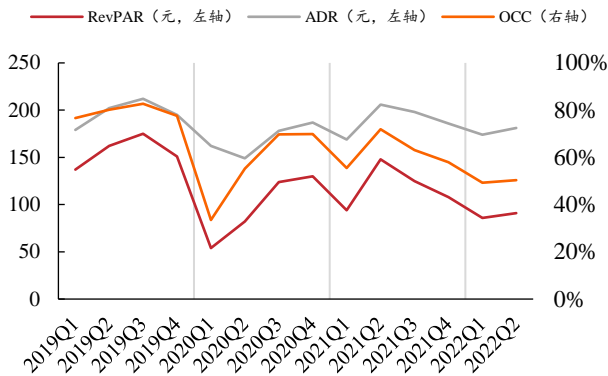
图表11. 2021 年公司酒店业务业绩构成



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

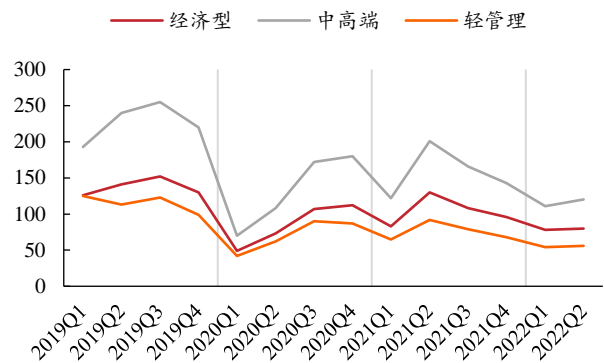
ADR 的恢复速度领先 OCC，经济型 RevPAR 恢复能力最强，2022Q2 经营指标已开始回升。截至 2021 年底，公司的 RevPAR/ADR/OCC 恢复至 2019 年同期的 75.3%/96%/78.1%，ADR 已恢复至 19 年末水平，未来 RevPAR 的恢复空间主要来自 OCC，随着疫情放缓，2022Q2 公司经营指标出现回升。从不同档次恢复情况看，步入 2021 年后经济型酒店恢复程度持续领先中高端和轻管理酒店，系经济型酒店 ADR 恢复速度更快所致，三种档次酒店的 OCC 恢复水平比较接近。

图表12. 公司 ADR 的恢复速度领先 OCC



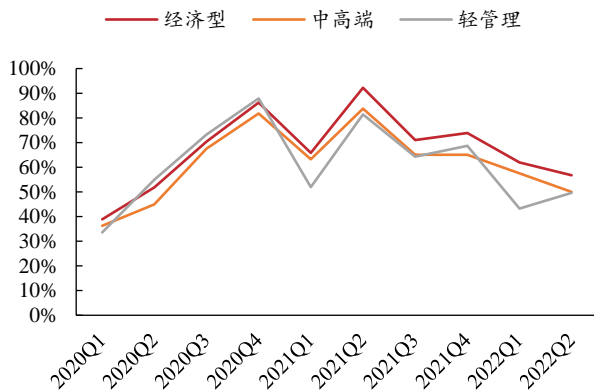
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表13. 公司各档次酒店 RevPAR (元)



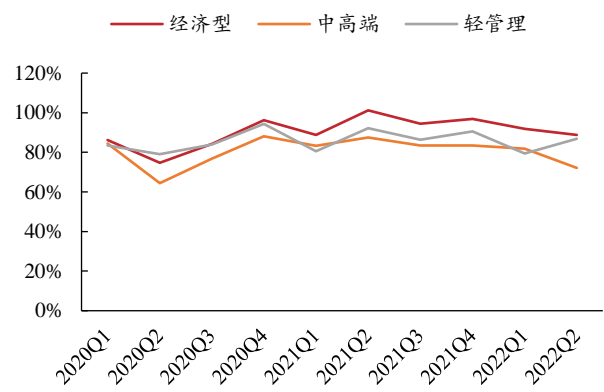
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表14. 各档次酒店 RevPAR 较 19 年恢复程度



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表15. 各档次酒店 ADR 较 19 年恢复程度



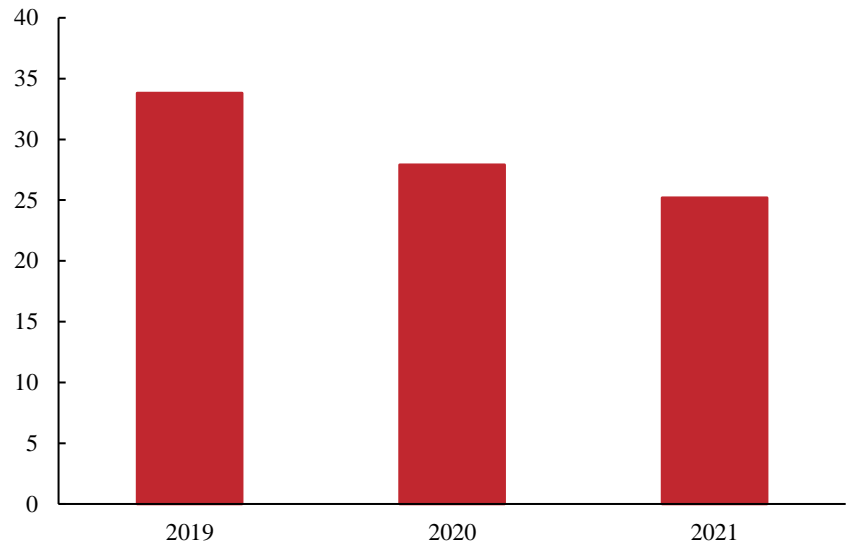
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

2. 行业：酒店复苏在即，分层寻找市场机会

2.1. 疫情复盘：行业供给出清，连锁化率趋升

疫情之下，行业供给持续出清。2021 年全国酒店数 25.2 万家 (YoY - 9.7%)，客房总数 1346.9 万间 (YoY-12.1%)。2019 年-2021 年，全国酒店共减少 8.6 万家，由于酒店行业固定成本 (租金、人工) 占比较大，客流下滑背景下，刚性成本支出摊薄难度大，导致行业业绩整体承压，部分单体酒店加速出清。

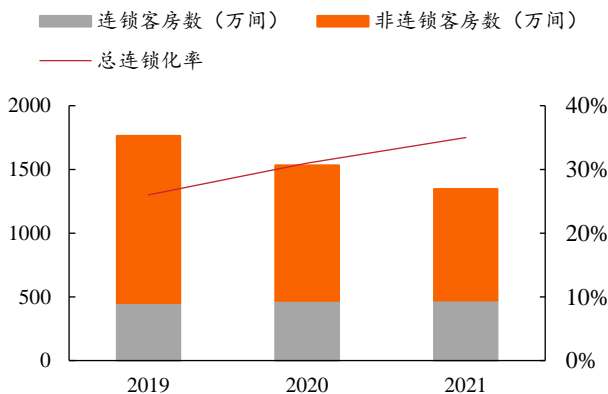
图表16. 全国酒店数量持续降低（万家）



资料来源：中国饭店协会，东亚前海证券研究所

酒店连锁化率仍处攀升期。疫情爆发之下，单体酒店抗风险能力较弱，投资回报率低于连锁酒店，非规模化酒店率先被甩出赛道。连锁酒店集团在资金、品牌、渠道、供应链等方面优势愈发突出，加速酒店行业连锁化进程。以连锁客房数计算，2019/2020/2021年行业连锁化率分别为26%/31%/35%，但相比美国60%以上连锁化率（2019年）仍有较大空间。据弗若斯特沙利文预测，我国酒店连锁化率将持续攀升，2025年预计可达42.9%。

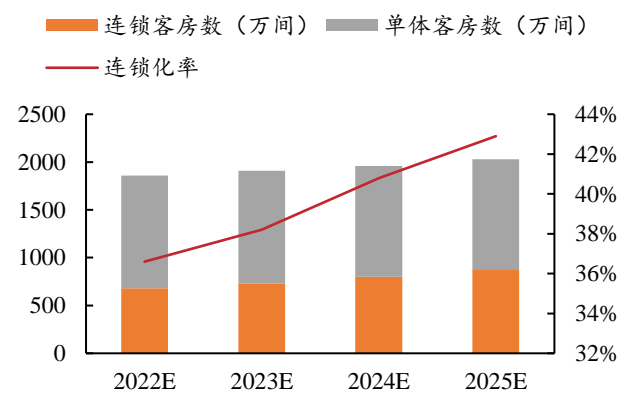
图表17. 全国酒店连锁化率持续提升



注：按连锁客房数口径统计

资料来源：中国饭店协会，东亚前海证券研究所

图表18. 中国酒店连锁化率预计持续提升

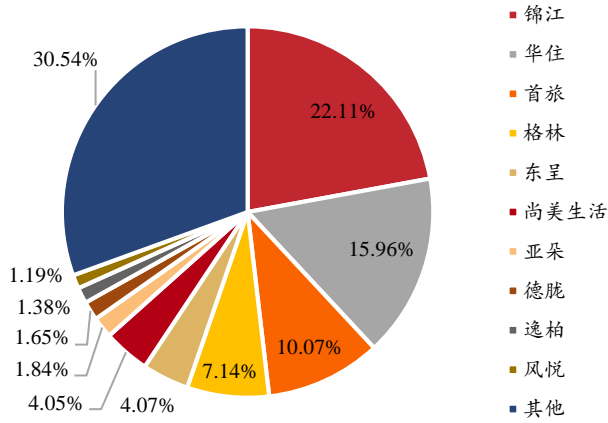


资料来源：亚朵招股书，弗若斯特沙利文，东亚前海证券研究所

马太效应凸显，行业集中度不断提高。2017年-2021年我国连锁酒店CR3从44.51%升至48.14%，CR5从57.13%升至59.35%，CR10从67.19%升至69.46%。我们估计疫后酒店行业集中度继续上升，2019-2021年CR3平均每年提升3.69pct，按此增速预计到2025年CR3可达51.83%，参考弗若斯特沙利文中预测2025年我国酒店客房数将达到2030万间、连锁化率将达42.9%，三大集团总房量经测算可达451.37万间，相较21年末的225.16万间（锦江/华住/首旅分别47.9/101.9/75.3万间），提升226.21万间，4年

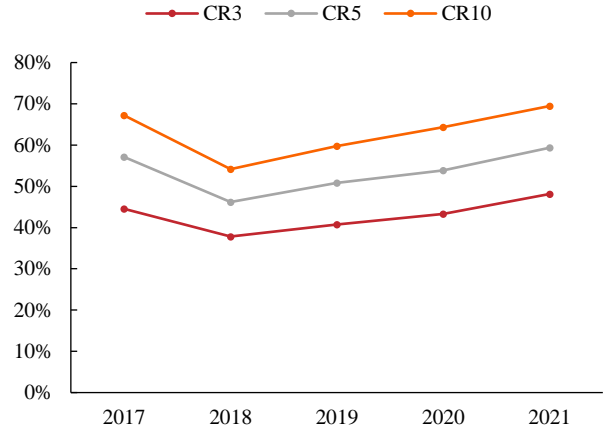
CAGR 达 19%，按单店客房数 80 间计，三强年均可共享展店空间预计达 7069 家。

图表19. 2021年中国连锁酒店市场份额



注：依据连锁客房数口径统计
资料来源：中国饭店协会，东亚前海证券研究所

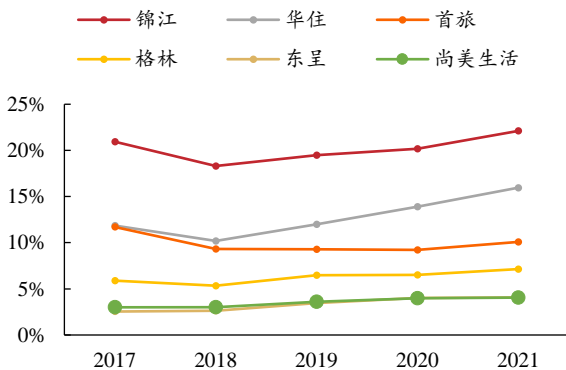
图表20. 2017-2021年中国连锁酒店市场集中度



资料来源：中国饭店协会，东亚前海证券研究所

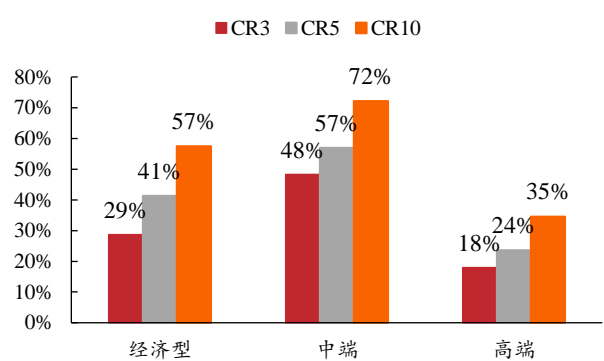
兼并整合成为行业主旋律，低端和高端市场尚存整合空间。强者恒强，行业六强近五年维持不变。锦江率先完成几次重要收购，奠定行业老大地位；华住从2017年起开始实行并购策略快速完成中高端布局，市占率反超首旅；依托资本实力开展并购成为头部酒店版图扩张主要手段。分档次看，截至2021年末，低中高酒店品牌CR3分别为29%/48%/18%，中端市场集中度最高，由于头部近年来并购动作聚焦中端品牌，中端赛道整合速度最快，优质标的愈加稀缺，并购扩张难度升级，未来行业整合空间或来自低端和高端市场。

图表21. 2017-2021年中国前六大酒店集团市占率变动



注：依据连锁客房数口径统计
资料来源：中国饭店协会，东亚前海证券研究所

图表22. 2021年各档次连锁酒店品牌市场集中度



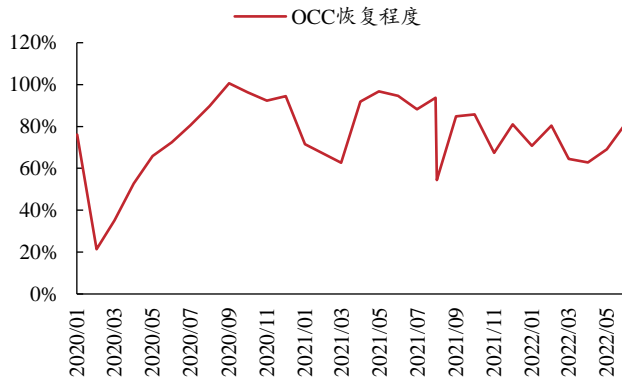
资料来源：中国饭店协会，东亚前海证券研究所

2.2. 行业复苏：2022H1 需求低迷，2022H2 有望恢复

2022年上半年需求侧恢复不及同期，商务差旅需求更显刚性。2022年春节以后，酒店入住率逐步恢复至2019年同期的八成，但3-5月随北京上海疫情防控升级，上半年入住率下滑，5月入住率仅达到47.17%，仅恢复

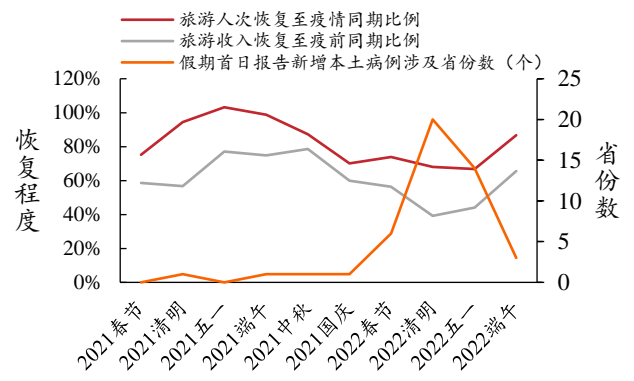
至 2019 年同期的 69.17%。2022H1 休闲旅游住宿需求持续低迷，与疫情变动趋势高度相关，端午假期出现拐点，旅游人次/收入恢复至 2019 年同期的 86.8%/65.6%，商务需求和会议需求较刚性，2022Q2 需求预期指数较高，旅游需求复苏相较商务需求复苏则较为缓和。

图表 23. 2022H1 中国酒店入住率恢复情况



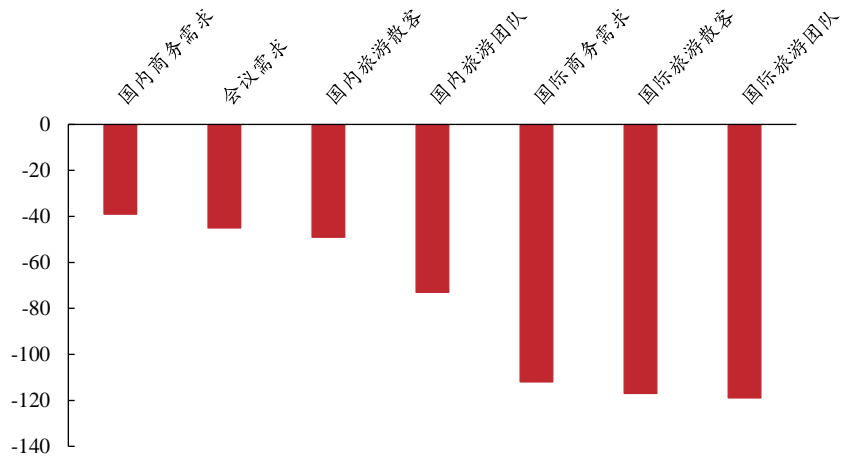
资料来源：STR，东亚前海证券研究所

图表 24. 节假日旅游人次、收入恢复情况



资料来源：文旅部，东亚前海证券研究所

图表 25. 2022Q2 各类住宿需求预期指数

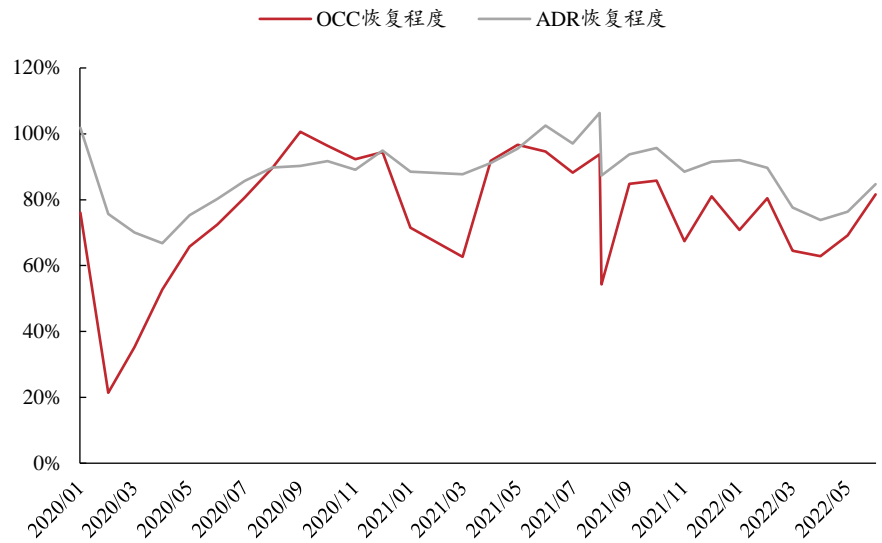


注：需求预期指数是浩华管理顾问公司用特定指数模型将调研反馈情况进行量化得到，反映受调研者对各类客源需求的预期和恢复信心。

资料来源：浩华，东亚前海证券研究所

行业 ADR 领先于 OCC 恢复。进入疫后恢复周期以来，多数月份行业 ADR 的恢复程度优于 OCC，主要由于 ADR 可控性更强，价格敏感度有所降低，酒店调价空间较大，总体波动幅度较平缓。OCC 波动较大，与疫情演进形势高度相关。龙头企业也表现出一致的 ADR 领先 OCC 恢复的情况。在疫情缓和行情下，首旅、锦江、华住三大龙头平均房价的恢复速度均领先于入住率。首旅/锦江/华住 21Q4 的 RevPAR 恢复至 2019 年同期的 72%/86%/85%，ADR 恢复至 2019 年同期水平或以上，OCC 恢复至 2019 年同期的 75%/85%/83%。

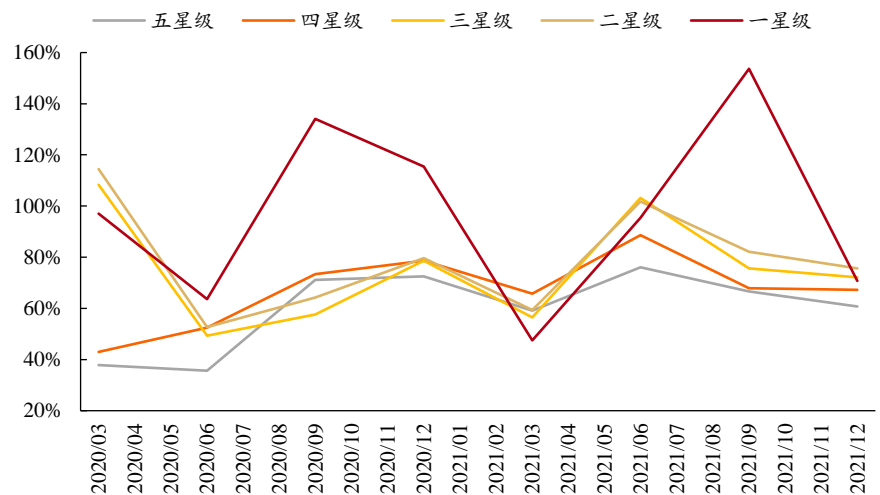
图表26. 酒店行业月度ADR、OCC恢复程度



资料来源：STR，东亚前海证券研究所

当前恢复周期，中低端酒店恢复能力更强。一星级酒店恢复情况最优，但波动幅度最大。高星级酒店在2020年恢复程度更优，由于高端酒店抗风险能力更强，在疫后初期恢复速度更快。2021H2新一轮疫情来袭后，低星级酒店则表现出更强的恢复能力，除一星级酒店外，酒店星级与RevPAR恢复程度呈现显著负相关，主要与中低端酒店的规模效应及价格敏感度有关，中低端酒店在疫后中长期具备更强复苏实力。

图表27. 全国星级酒店RevPAR恢复情况

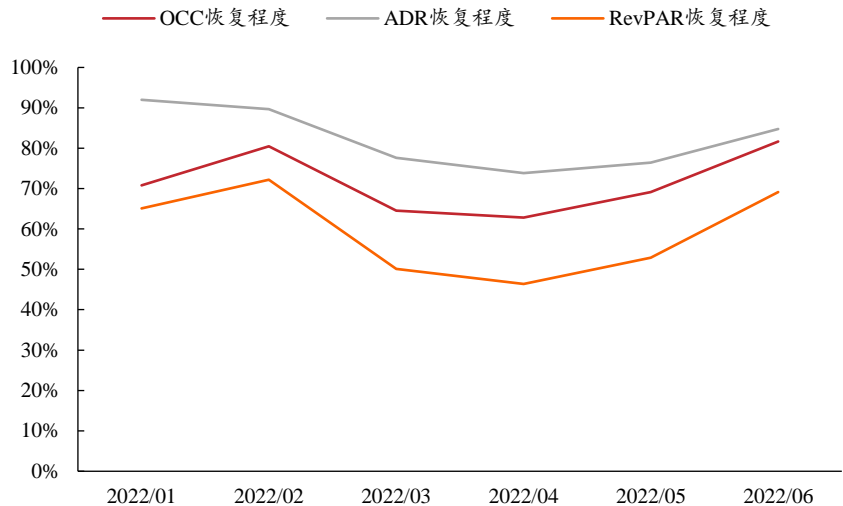


资料来源：全国星级饭店统计调查报告，东亚前海证券研究所

疫情恢复在即，2022H2有望开启长期上行周期。长期来看，商旅出行需求逐步恢复，酒店供给持续出清，供减需增利好现存酒店业绩恢复。短期来看，6月以来：1) 异地出行管控放松，暑期旅游进入高峰期；2) 常态化防疫机制进一步完善，行程码统一摘星，防疫政策有望适当松绑；3) 首款国产新冠口服特效药上市。随着多重利好释放，6月酒店业经营数据明显回

暖, RevPAR/ADR/OCC 分别为 198.08 元/371.92 元/53.26%, 较 2019 年同期恢复 69.17%/84.71%/81.65%, 较 5 月恢复程度提升 16.32pct/8.31pct/12.48pct, 恢复进程下半年有望重启。

图表 28. 2022H1 全国酒店业经营数据恢复情况

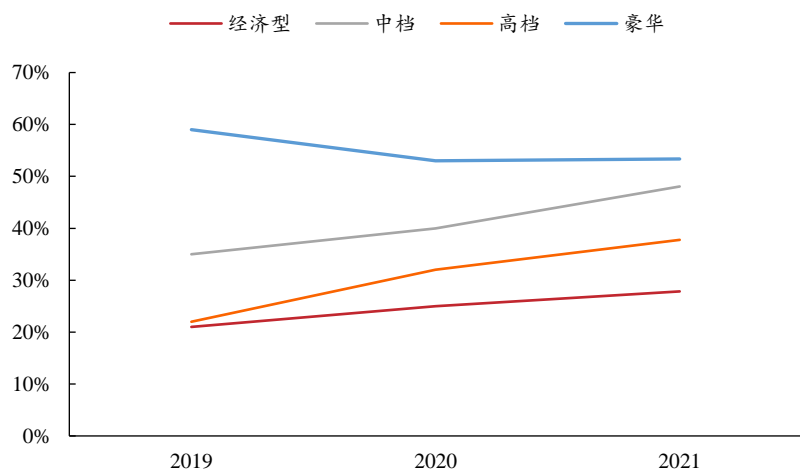


资料来源: STR, 东亚前海证券研究所

2.3. 经济型酒店: 连锁化率提升空间充足

经济型酒店的连锁化率提升空间更大。从近年来变化趋势看, 经济型、中端、高端连锁化率稳步上升, 豪华酒店连锁化率趋稳。截至 2021 年底, 经济型/中档/高档/豪华酒店连锁化率分别为 28%/48%/38%/53%, 经济型酒店连锁化率最低, 系经济型酒店开店门槛和服务水平较低所致。后疫情时代, 经济型单体酒店提升抗风险能力和服务水平的需求更加迫切, 未来酒店业连锁化空间较大。

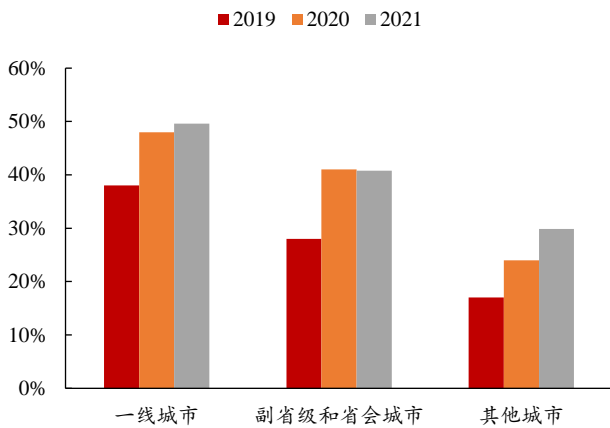
图表 29. 行业内各档次酒店连锁化率变化趋势



资料来源: 中国饭店协会, 东亚前海证券研究所

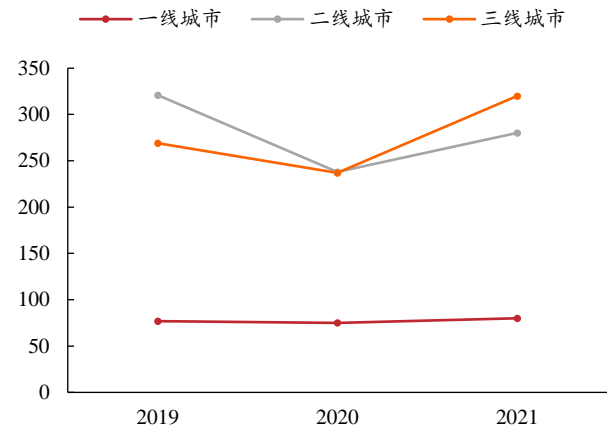
提升空间在于下沉市场与存量升级。从连锁化率看，低线城市的酒店连锁化率低于高线城市，下沉市场连锁化率提升空间大。从酒店品牌签约情况看，低线城市情况明显好于一线城市，2021年一线/二线/三线城市签约酒店品牌数同比增长6.67%/17.65%/35.02%。一二线城市增速趋稳，供给趋于饱和，优质标的稀缺，机会主要在于存量；低线城市尚有待开发，品牌扩张速度最快。但低线城市消费能力有限，优质标的较少，需求相对不足，量和价的挖掘空间有限，下沉品牌以中低端为主。

图表30. 低线城市酒店连锁化率偏低



资料来源：中国饭店协会，东亚前海证券研究所

图表31. 各线城市新签约酒店品牌数(个)

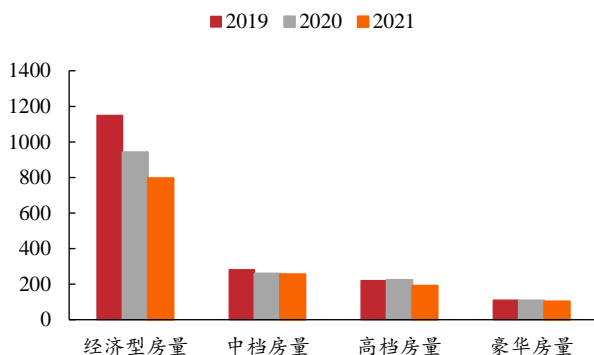


资料来源：浩华，东亚前海证券研究所

2.4. 中高端酒店：消费升级拓宽增量空间

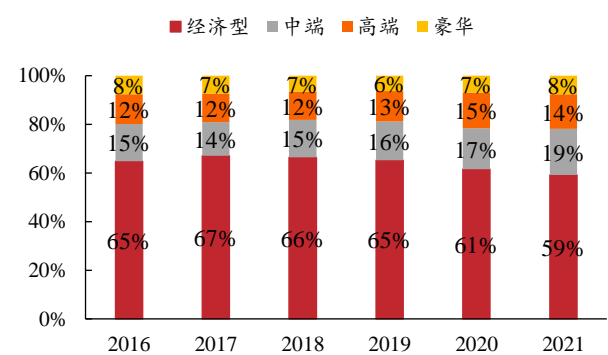
中高端酒店比重持续提升，收入结构升级释放市场空间。疫后中高端占比提升主要归因于经济型供给出清，由于连锁化率较低，抗风险能力差，疫后经济型房量下降幅度最大，2021年末其占比降至59%，中端/高档以上占比19%/22%，低中高结构约为6:2:2，与我国当前金字塔型收入分配结构相符。2022年5月，发改委公布中等收入群体的规模超4亿人，占总人口比重已近30%，因此中端酒店比重至少存在10%的提升空间。长期看，收入分配结构向橄榄型升级是必然趋势，中高端市场消费潜力有望持续释放。

图表32. 全国各大档次房间数均呈下降趋势(万间)



资料来源：中国饭店业协会，东亚前海证券研究所

图表33. 全国酒店业档次结构不断升级



资料来源：中国饭店业协会，东亚前海证券研究所

酒店龙头一齐发力中高端市场。酒店行业三大集团纷纷布局中高端酒

店，锦江、华住 2013 年起通过收购并入多家中高端品牌，包括维也纳、麓枫、星程等中端品牌，以及欢朋、锦江都城、桔子水晶等高端品牌，首旅则接连推出和颐、璞隐等高端品牌，布局最快的锦江 2021 年中高端酒店比重已达 64.8%。

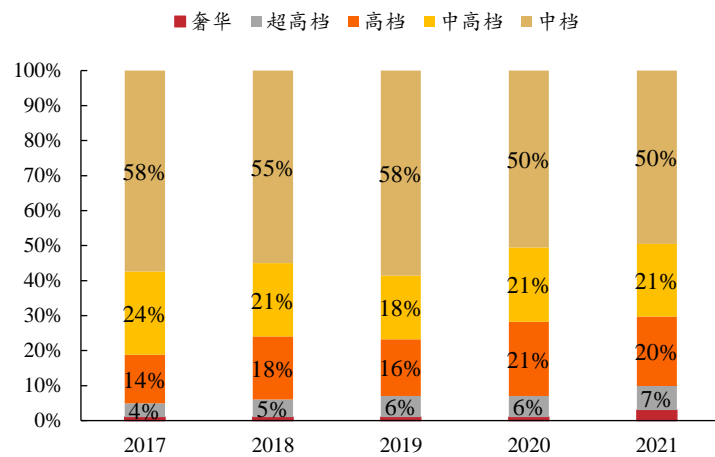
图表34. 三大酒店集团布局中高端品牌进程

酒店集团	中高档品牌数 (个)	时间&事件
锦江	44	2013 收购市场之旅（后翻牌为锦江都城），2015 年收购卢浮，2016 年收购铂涛（铂涛系：麓枫、希岸、喆啡、希尔顿欢朋）、2016 年收购维也纳，2018 收购丽笙，海外投资雅高、洲际
华住	22	2013 年收购星程，2015 年收购中州快捷酒店，2017 年收购桔子水晶，2018 年收购花间堂，2019-2020 年收购德意志酒店
首旅	20	首旅老牌的建国、京伦，2002 年南山，2004 年收购南苑，2008 年推出和颐，2014 年收购云上四季，2016 年推出璞隐，2018 年推出 YUNIK，与春秋合作推出嘉虹，2019 年首旅如家与凯悦合作打造全新品牌逸扉酒店，2021 推出万信至格

注：中高档品牌数根据公司官网披露的品牌和档次划分方式统计
资料来源：公司公告，公司官网，东亚前海证券研究所

中端酒店构成翻牌主力，高端品牌签约量增速较快。中高端市场中，中端品牌签约量占比一半，高档以上品牌占比持续提升，奢华和超高档品牌 2021 年签约量同比增长 138%/38%，高端酒店的抗风险能力和长期投资价值是其后来居上的原因。

图表35. 2017-2021 年各档次酒店品牌签约结构



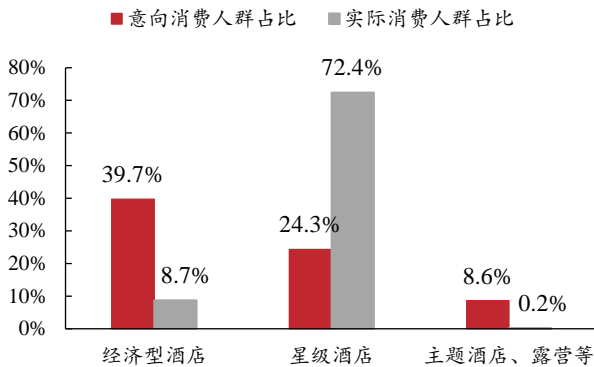
资料来源：全国星级饭店统计调查报告，东亚前海证券研究所

中高端酒店供不应求。消费者出于疫情期间安全考虑，在实际消费时更加倾向设施和服务更加优越的星级酒店，使得星级酒店出现供不应求，同时反映出高质量经济型酒店供给不足。

城市周边游引发特色酒店需求。疫情背景下，省内游兴起，酒店本地预订比例较疫情前提升，上海、广州、北京的本地预订占比均超 40%，一线城市本地预订高于三线及以下城市，高线城市未来或更需关注本地市场及主

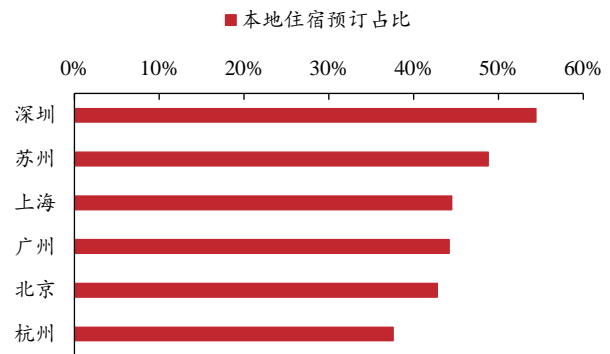
题酒店、露营等特色住宿需求。

图表36. 2021年住宿消费意向与实际消费结构对比



资料来源：同程研究院&艺龙酒店科技，东亚前海证券研究所

图表37. 2021年核心城市本地住宿预订占比



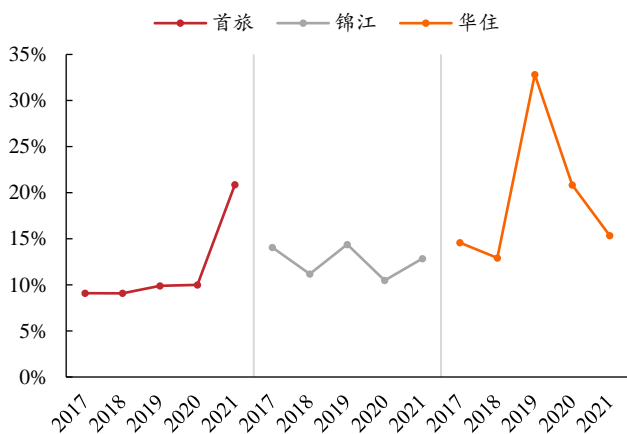
资料来源：同程研究院&艺龙酒店科技，东亚前海证券研究所

3. 公司：扩店强势，下沉、中高端市场双向发力

3.1. 扩店：疫情下扩店速度不减，万店目标稳步推进

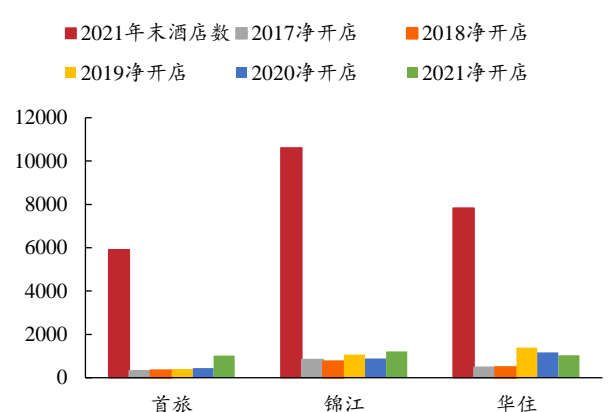
公司2021年起拓店显著提速，三强中增速最快。截至2021年底，锦江/华住/首旅酒店数10613/7706/5916家，2021年净开店1207/1041/1021家，酒店数同比增速12.8%/15.3%/20.9%，首旅是三强中规模最小、但当前扩店速度最快的一家。公司2018-2021年实际开店622/829/909/1418家，略高于其计划的450/800/800/1400家，疫情并未影响公司拓店进程。展望酒店龙头开店计划：首旅2023年底酒店数破万，锦江计划2023年15000家门店，华住2022年末千城万店，以此目标计，三家龙头每年开店数均在2000-3000家之间，但由于首旅当前酒店规模最小，其未来酒店数同比增幅预计最大。

图表38. 2021年三强中首旅的酒店数同比增速最快



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表39. 酒店龙头净开店数对比（家）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2022年拓店目标有望顺利实现，万店目标稳步推进。2022年公司预计新开店1300-1400家，2022H1新开店342家，储备店1899家。考虑2021实际开店1418家，2021H1储备店1599家，因此我们预计2022开店计划

有望顺利实现。虽受疫情影响，2022 年展店速度趋缓，但公司储备店数量持续扩大，我们预计随着疫后修复进程启动，住宿需求回升，加盟业主预期改善，开业和签约速度加快，开店进程有望提速，我们乐观估计在 2022 年开店数达到计划区间上限 1400 家，2023/2024 年新开店 1862/2253 家，净开店 1434/1751 家，三年万店目标有望延后至 2024 年末达线。

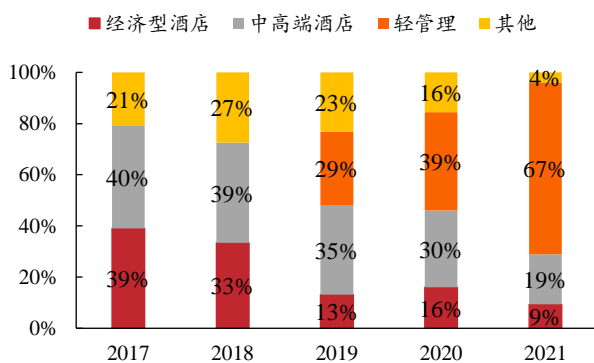
图表40. 公司开店预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
新开店量(家)	1,418	1,400	1,862	2,253
YOY	56%	-1%	33%	21%
关店量(家)	397	404	428	502
关店比例	8.11%	6.83%	6.19%	6.01%
净开店量(家)	1,021	996	1,434	1,751
酒店量(家)	5,916	6,912	8,346	10,097

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

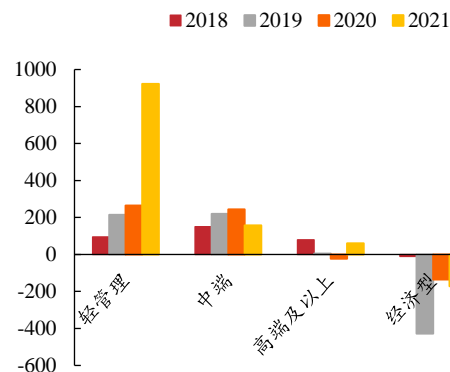
轻管理+中端是公司两大拓店主力，2021 年展店提速归功于轻管理。从新开店量看，2019/2020/2021 三年新开轻管理酒店 240/350/954 家，在当年新开店中占比 28.95%/38.50%/67.28%，三年间轻管理酒店数增长近 5 倍，轻管理取代经济型，与中端成为两大主力拓店类型。2020 年推出华驿后，轻管理新开店占比大幅提升，2021 年新开店数同比增长近 2 倍，跃升第一大拓店主力，是公司 2021 年展店提速的主因。从净开店看，经济型酒店规模持续萎缩，传统经济型品牌向中端升级迭代，低端市场布局重点转向轻管理酒店。

图表41. 公司新开店档次结构



注：图中数据为新开店量，未扣除关店量
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表42. 公司各档次酒店净开店量(家)



注：图中数据为净开店量，已扣除关店量
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

加盟模式助力公司加速展店。加盟模式可减少公司资金占用，相比直营模式毛利率更高，也便于迅速展店，提前进入新市场跑马圈地。2021 年底，锦江/华住/首旅的加盟店数量占比分别为 91.3%/91.4%/87.3%，收入占比分别达到 39.32%/34.5%/25.3%。公司加盟店在数量、收入占比维度均稍低于锦江与华住，但近年来主打非标加盟的轻管理酒店拓店进展飞速，加盟店占比有望迎来提升，高毛利业务占比持续增加。

图表43. 直营模式和加盟模式优劣势对比

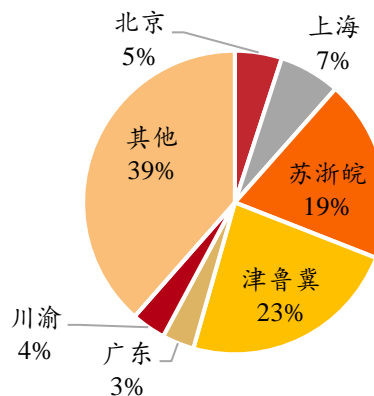
模式	优势	劣势
直营模式	1、稳定性较好，有利于品牌方初期依托稳定的自持物业积淀运营能力，打造并输出品牌。 2、有利于向客户展示更加精准的品牌形象，对品牌建设有利，进而扩大品牌影响力。	1、重资产模式需要前期较多的资金投入，不利于酒店规模快速扩张。 2、品牌方自持物业，折旧摊销、租金预计日常维护等固定成本均更高，毛利率较低。
加盟模式	1、品牌方无需自行新建、购买或租赁相关物业，主要成本为员工薪酬，盈利模式为加盟费或管理费，毛利率较高。 2、有利于快速打开市场，输出品牌。	1、品牌方与加盟业主之间粘性差，投资决策周期更长，需进行投资回报测算，一旦盈利不及预期有转换翻牌的风险。 2、品牌方对加盟店的管理，在经营上面临着本地化、前期规划、运营等方面的风险。

资料来源：东亚前海证券研究所

3.2. 下沉：非标加盟的轻管理模式，实现公司业主双赢

北、上酒店占比较高，未来瞄准下沉市场。从酒店区域分布来看，2021年，公司酒店主要布局在津鲁冀（23.47%）、苏浙皖（19.43%），华北和华东区域公司规模优势突出，2021年首旅在北京/上海/广东占比为5%/6.53%/3.42%，锦江在三地占比为4.35%/2.73%/15.74%，首旅在北上两地酒店数量占比均高于锦江，使得其2022H1受疫情冲击更大。2022年公司规划了186个核心三四线城市作为主打，发力下沉市场，一是低线城市连锁化率低，展店空间大，二是低线城市受疫情影响相对较小，下沉有助于公司提升抗风险能力。

图表44. 2021年公司酒店区域分布



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

首旅首推轻管理模式，非标加盟聚焦低线城市。轻管理是公司下沉主力品牌之一，包括华驿系列和云酒店（派柏云、睿柏云、素柏云、诗柏云）。云酒店面向二线以下市场，华驿则面向更下沉的三四线市场，并且降低酒店房量标准（云酒店40-60间，华驿20-40间），轻管理是在公司的特许委托管理模式上更进一步推出的非标准化酒店品牌，面向现有存量经济酒店，业主在其原有基础上进行硬件和管理上的升级改造即可加盟。

轻管理核心逻辑：降低加盟标准+提升加盟后业绩。轻管理两大特征瞄准下沉市场中小加盟业主，业绩改善增强双方粘性，提升重复加盟率，公司

得以加速扩店，实现业绩增厚。

1) 非标化、投资小、回收快：相比传统经济型酒店加盟模式，轻管理不要求统一装修风格，在建筑面积、大堂面积、客房数量方面门槛更低，条件达标业主可直接翻牌，极大降低前期改造成本。对比四线城市如家投资额单间 6 万元，华驿酒店单房投入仅需 3000-5000 元，投资回收期仅为 8-10 个月，加盟业主仅需小额投入，并可在一年内实现投资回收，在下沉过程中对坚持个性化的中小加盟业主的吸引力更大。

图表45. 公司轻管理品牌酒店加盟门槛偏低

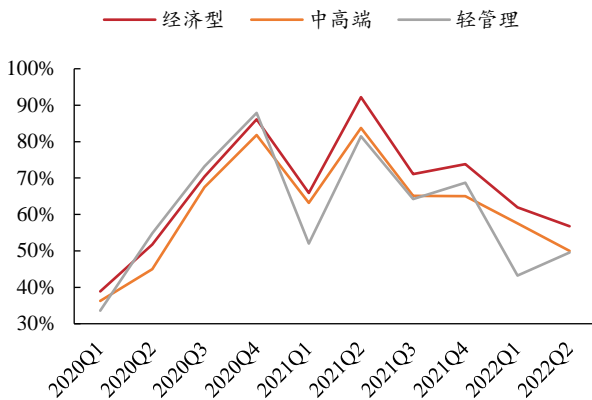
	低中端酒店		轻管理酒店		
	如家	如家精选	华驿酒店	华驿精选	云酒店
建筑面积	2000-4000 平米	3000-4000 平米	≥800 平米	2500-5000 平米	无硬性要求
客房数量	70-120 间	85-120 间	≥20 间	≥50 间	≥40 间
客房净面积	≥15 平米	≥18 平米	≥15 平米	≥20 平米	无硬性要求
单房投入	60000 元	90000 元	3000-5000 元	8000-12000 元	-

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

2) 小规模、低定价、高赋能：业主加盟后可享首旅如家会员体系的流量分发，并享受小幅品牌溢价，带来品牌价值和流量增量。轻管理定位下沉市场，客房数量、面积、ADR 水平均小幅低于传统经济型酒店，有效针对低线城市需求少、看重性价比的特点，提升酒店 GOP 率。此外，轻管理更注重加盟店的酒店管理能力提升，云品牌首创推出“在线运营教练模式”，有效提升运营效率，在业主侧拥有良好口碑。截至 2021 年 9 月底，云品牌酒店加盟后 RevPAR 平均提升 26%，宾客满意率达 96%，业主重复加盟率达 13%，业绩改善增强业主与公司的粘性。

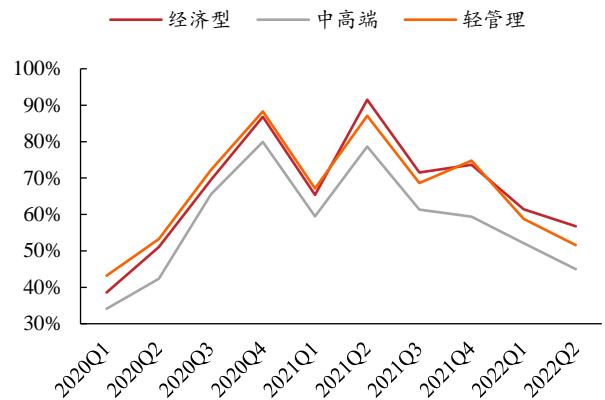
成熟轻管理酒店恢复能力更强，看好轻管理模式长期价值。与全口径相比，公司开业 18 个月以上轻管理酒店的恢复程度明显更优，与经济型酒店基本持平，大幅领先中高端酒店，主要系轻管理同店的 OCC 恢复程度较高所致。轻管理模式下的市场定位+带教体系，可持续提升加盟店的运营能力，随着单店经营成熟，在疫后表现出更强的抗风险能力。

图表46. 公司全口径酒店 RevPAR 恢复程度



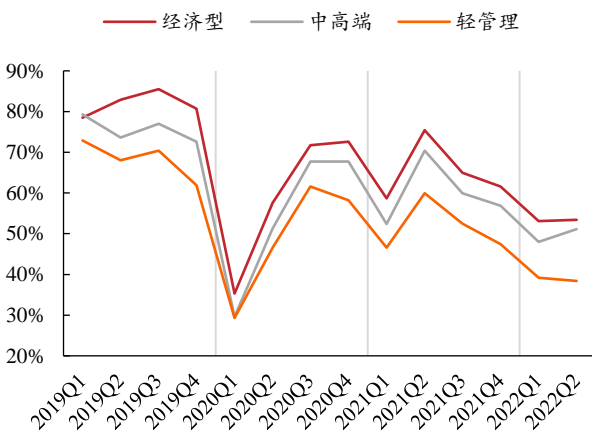
注：较 2019 年同期恢复程度
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表47. 开业 18 个月以上酒店 RevPAR 恢复程度



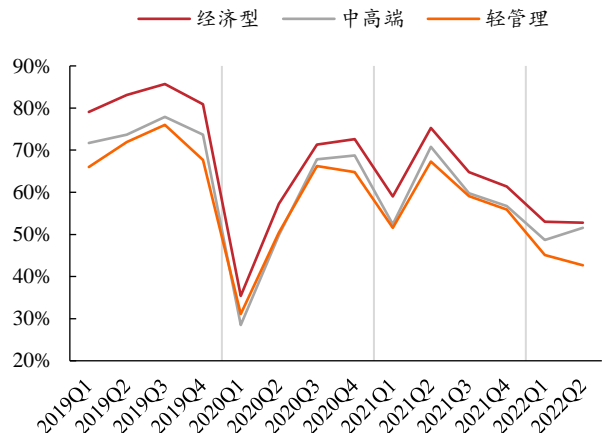
注：较 2019 年同期恢复程度
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表48. 公司全口径酒店 OCC 变动



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表49. 开业 18 个月以上酒店 OCC 变动

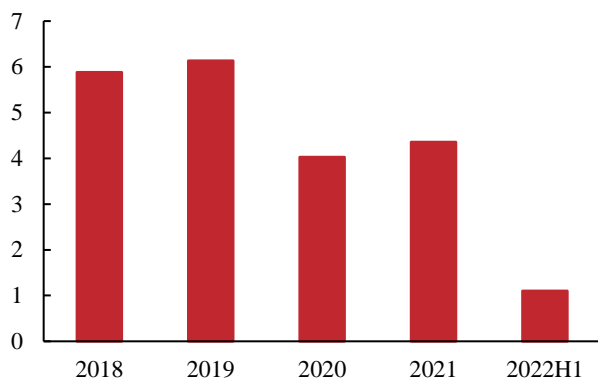


资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

未来轻管理对公司业绩增量贡献显著。虽然低线非标加盟云酒店、华驿定价低，RevPAR、OCC 也低于标准化经济性酒店，但从低线城市的渗透速度看，有望在量上形成优势。假设 2022/2023 年轻管理 OCC 恢复程度 78%/90%，ADR 恢复程度 90%/100%，RevPAR 为 77/95，管理费比例按照 7.5% 计算，单房一年可为公司贡献 2100-2600 元营收，按公司拓店计划，2022/2023 年轻管理房量 13.78/22.11 万间，可为公司贡献 2.1/4.3 亿元的管理费收入。

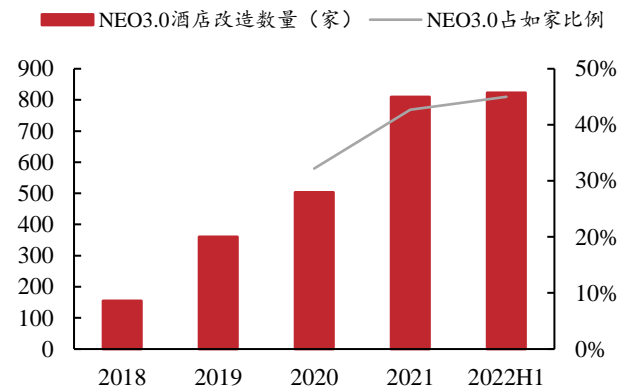
公司持续推动如家品牌的升级改造。公司的下沉品牌还包括传统的经济型酒店如家、莫泰等，以及改良经济型酒店，即由如家迭代升级而来的如家 NEO3.0。2021 年公司用于酒店升级改造项目的资本性支出升至 4.35 亿元 (YoY+8.1%)。截至 2022H1，完成 NEO3.0 改造的酒店达 823 家，在如家品牌中占比已至 45%。如家 NEO3.0 的推出，提升公司旗下经济型酒店的服务设施水平和性价比，恰恰解决了当前高质量经济型酒店供给不足的问题，有望在低线城市提升市场份额。

图表50. 公司升级改造资本性支出(亿元)



资料来源: 公司年报, 东亚前海证券研究所

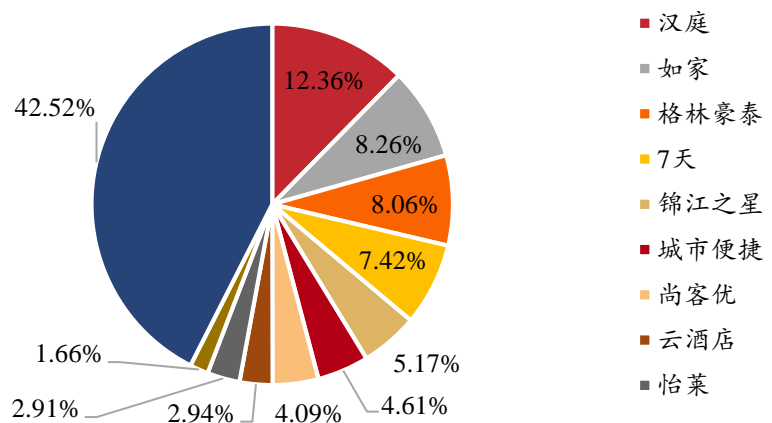
图表51. 公司 NEO3.0 酒店改造数量



资料来源: 公司年报, 东亚前海证券研究所

轻管理+如家 NEO3.0, 经济型酒店市场地位进一步巩固。2021 年经济型酒店市场中, 三家龙头集团市占相近, 华住/锦江/首旅分别为 15.27%/12.59%/11.27%, 其中云酒店以 2.94%排名第 8, 小幅领先同类型的华住旗下怡莱, 随着轻管理加速扩张, 有望助力公司经济型市占率实现反超。

图表52. 2021 年中国经济型酒店品牌市场份额

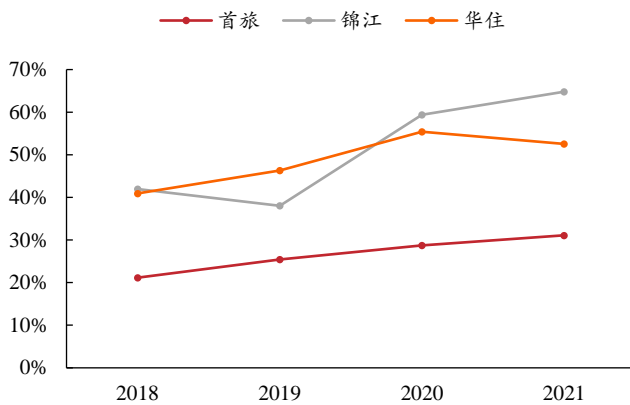


资料来源: 中国饭店业协会, 东亚前海证券研究所

3.3. 中高端: 品牌矩阵构造完善, 年末有望注入优质单体酒店

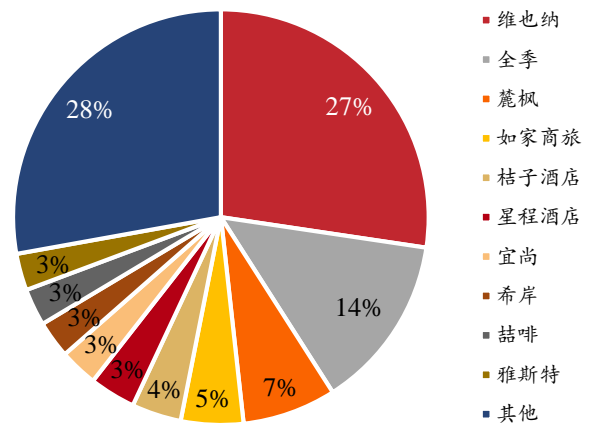
中高端占比持续提升, 高端市场尚存整合机遇。2018-2021 年, 公司中高端酒店比重从 21.2%升至 31.1%, 但提升速度落后于另外两家巨头。2021 年, 锦江/华住/首旅中高端房量占比分别为 64.8%/52.5%/31.1%, 首旅的中高端占比最低, 因为不同于锦江、华住通过收购迅速打开中高端市场, 首旅中高端品牌多为自主推出。而当前中端市场在行业兼并浪潮后已达到极高的市场集中度, 2021 年末, 酒店品牌 CR3 为 48%, 酒店集团 CR3 则高达 66.3%, 锦江/华住/首旅的市占分别为 40.4%/21.1%/4.9%, 首旅落后另外两家的差距已较大, 而高端酒店竞争格局相对分散, 存在较大整合空间。因此我们预计首旅未来中高端发力重点在于高端和奢华板块。

图表53. 三大酒店龙头中高端房量占比



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

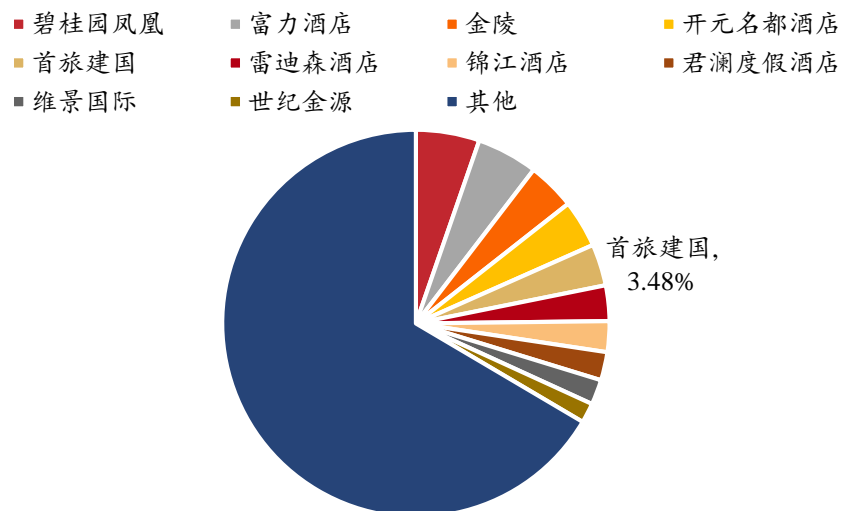
图表54. 2021年中端酒店品牌市场格局



资料来源：中国饭店协会，东亚前海证券研究所

承袭高端酒店基因，有望重塑高端和奢华市场格局。首旅在私有化如家以前高端属性较强，早在2010年前就拥有建国、京伦、南山、南苑、和颐等品牌。2021年末首旅建国、和颐两大品牌在奢华和高端酒店市场中均排名第5位，市占率分别达3.48%和2.83%。逸扉和璞隐两大高端品牌也持续发力，逸扉计划5年内签约300家酒店，璞隐计划3-5年开店100座。根据首旅官微，公司未来5-8年将会打造本土高端和奢华品牌，并成立安诺酒店管理公司，主营奢华酒店品牌。公司有望凭借在高端酒店领域较高的国民认知度，以及丰富的人才和管理经验，加速旗下品牌整合，重塑行业格局。

图表55. 2021年末首旅建国在豪华酒店品牌中市占率较领先



资料来源：中国饭店协会，东亚前海证券研究所

中端品牌不断下沉，加盟门槛较低。在中端市场高集中度背景下，公司中端品牌的扩张依然聚焦三四线市场，包括传统中端品牌如家精选、如家商旅，以及改良型经济酒店如家NEO 3.0。如家精选的单房投资额最低8.5万元，相比华住中端品牌全季单房投资12万元，锦江中端维也纳系单房投资约9万元，首旅收费均更低，且一次性加盟费、管理费均小幅度优于华住与

锦江，与低线市场更相契合。

图表56. 如家精选与锦江中端品牌加盟费用对比

	如家精选	喆啡	希岸 (Hotelle)	麓枫	维也纳
一次性加盟费	3000-4000 元/间 不少于 12 万/项目	5000 元/间	5000 元/间	5000 元/间	3000 元/间 不低于 25 万/项目
经营期间按营收比例计算的费用加总	营业额的 5%	营业额的 6% + 客服服务费	营业额的 6%	营业额的 6% + 客服服务费	营业额的 5%-6% + 中央预定费用
各类保证金加总	15 万元	20 万元	20 万元	—	10 万元
品牌推广费	营业额的 0.5%	营业额的 1%	营业额的 1%	营业额的 1%	营业额的 1%
系统使用/维护费	PMS 初装费 0.5 万 使用费 1 万/年	安装费 2 万/套 维护费 2700 元/月	安装费 2 万/套 维护费 3000 元/月	安装费 2 万/套 维护费 3000 元/月	1000 元/月

注：各家酒店加盟政策差异较大，仅选取各酒店品牌官网中已披露的部分项目统计
资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

个性化的主题酒店定向把握当下顾客需求。YUNIK：近年来我国电竞酒店规模不断扩大，电竞酒店的复购率高，用户粘性大，盈利能力强。公司推出 YUNIK 电竞主题酒店定位中高端市场，打造了多元娱乐场景和社交属性。**如家小镇：**后疫情时代，周边游、微度假兴起，首旅抓住流行品类趋势，2016 年率先布局郊野度假市场，推出其度假酒店如家小镇，以住宿为入口，融合亲子活动、团建、宴会、会议、研学等项目。两大主题酒店紧密迎合最新消费趋势，或成公司疫后潜力增长点。

图表57. YUNIK 电竞大床房



资料来源：美团，东亚前海证券研究所

图表58. 苏州太湖如家小镇



资料来源：去哪儿网，东亚前海证券研究所

公司年末拟注入环球影城两家酒店。2021 年 6 月，公司控股股东首旅集团变更同业竞争承诺，公司将在 2022 年 12 月 31 日之前受让首旅置业持有的诺金公司 100% 股权。公司有望注入环球影城大酒店和诺金系酒店品牌。其中环球影城大酒店和诺金度假酒店均位于北京环球影城入口处，入住客人可优享提前入园礼遇，在刚开园几年内容流量大的背景下，酒店对游客吸引力较强，单店需求端高景气。再加上其客房数高（800 间/400 间），景区酒店客房价格高（普通房型 1400-2200 元，套房 2400-20000 元），核心优质资产将带动公司盈利向上。

图表59. 公司两大酒店于环球影城中位置



资料来源：环球影城官网，东亚前海证券研究所

并入一系列中高端单体酒店。除诺金系酒店以外，变更承诺中还提出将首旅集团中新侨饭店、和平宾馆、上园饭店、亮马河大厦等高星级单体酒店注入公司，同时还将并入安麓管理和首旅日航两家酒店管理公司。以上四座酒店均位于北京市中心地段的四星级酒店，房量 400 到 800 间不等，并入后将为公司增加 3000 多间中高端房量。未来有望借力集团资产注入，打造全新酒店品牌，扩充中高品牌矩阵。

图表60. 控股股东避免同业竞争承诺变更后公司有望并入系列高端酒店

拟并入对象	类型	股权结构	变更后承诺
诺金公司、凯燕国际、北京诺金酒店	单体酒店、酒店管理公司	首旅置业持诺金公司 100% 股权，诺金公司持有凯燕国际 50% 股权，凯燕国际管理北京诺金酒店、环球影城大酒店、诺金度假酒店及北京饭店诺金	对于诺金公司、凯燕国际及北京诺金酒店、环球影城大酒店、诺金度假酒店及北京饭店诺金，于 2022 年 12 月 31 日之前将首旅置业持有的诺金公司 100% 股权转让给首旅酒店或其下属公司。
新侨饭店	单体酒店	首旅集团的全资子公司首旅置业持有新侨饭店 100% 的股权	在新侨饭店的管理合同于 2021 年 7 月 31 日到期后 6 个月之内，将新侨饭店交由首旅酒店或其下属公司管理
亮马河大厦 (酒店部分)	单体酒店	首旅集团持有亮马河大厦 50% 股权，香港新继企业有限公司持有亮马河大厦 30.05% 股权	首旅集团将于本说明及承诺出具之日起 3 个月内，将亮马河大厦 (酒店部分) 交由首旅酒店或其下属公司管理的议案提交给亮马河大厦的董事会审议并投赞成票
和平宾馆	单体酒店	首旅集团的全资子公司首旅置业持有和平宾馆 100% 股权	在和平宾馆的管理合同于 2025 年 12 月 31 日到期后 6 个月之内，将和平宾馆交由首旅酒店或其下属公司管理。
上园饭店	单体酒店	首旅集团持有上园饭店 100% 股权	首旅集团将于承诺出具之日起 6 个月内将上园饭店交由首旅酒店或其下属公司管理
安麓管理	酒店管理公司	首旅集团持有安麓管理 40% 股权，吉合睦控股有限公司持有安麓管理 40% 股权	集团将于本说明及承诺出具之日起 3 个月内，将首旅集团持有的安麓管理 40% 股权转让给首旅酒店或其下属公司的议案提交给安麓管理的董事会审议并投赞成票
首旅日航	酒店管理公司	首旅集团的全资子公司首旅置业持有首旅日航 50% 股权，大仓日航酒店管理公司持有首旅日航 50% 股权	首旅集团将于本说明及承诺出具之日起 3 个月内，将首旅置业持有首旅日航 50% 的股权转让给首旅酒店或其下属公司的议案提交给首旅日航的董事会审议并投赞成票

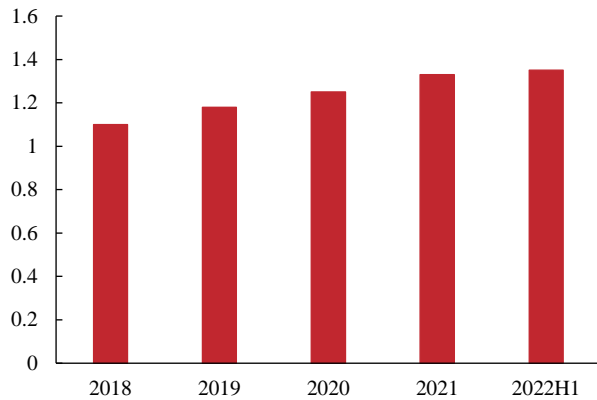
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

3.4. 运营：会员体系升级加深粘性，全球购深耕私域流量

会员规模持续扩大，客户粘性较大。2019/2020/2021/2022H1 公司会员

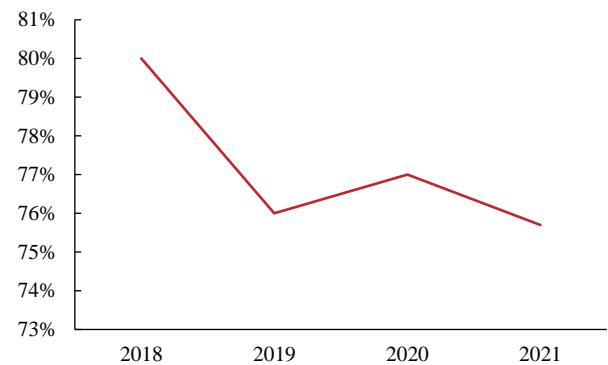
数量分别为 1.18/1.25/1.33/1.35 亿人。会员量支撑其自有渠道的稳定获客，近四年来公司的自有渠道入住间夜数占比一直维持在 75%-80%之间。会员规模扩大有利于公司提高直销率，摆脱对 OTA 等外部平台的依赖，降低平台渠道的佣金抽成，提升公司利润空间。

图表61. 公司近年来会员规模 (亿人)



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表62. 公司近年自有渠道入住间夜数占比



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

社群式运营培育会员忠诚度，主攻转化率和复购率提升。2021 年公司升级会员体系，推出“如 LIFE 俱乐部”，其拓展会员权益至吃喝玩乐及精神享受等领域，涵盖旅游出行中“食住行游购娱”六大方面，其中折扣优惠力度较高。将酒店低频消费与生活高频消费紧密关联，保证用户的互动和粘性，提高会员广度的同时，精细化运营私域流量。

图表63. 如 LIFE 俱乐部会员权益



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

全球购是巩固私域流量的重要另一环，与 LIFE 俱乐部一同驱动首旅会员体系运转。在外部供给与会员需求双强之下，公司于 2021 年推出“首免全球购”，主要营销点为“全球正品”以及“零关税到家”。其跨境电商的竞争力围绕会员流量展开。另一方面，首免全球购平台主要对内服务其自身会员，可强化会员体系，加深会员粘性。

采用更轻的跨境贸易模式。公司本身不进口产品，只作为平台向供应商收取服务费，为客户提供服务。以跨境电商的角色衡量首免全球购，其同类竞品中的优势为：1) 自有会员系统可实现更加精准的信息推送。2) 物流供应链上实现全数字化。

图表64. 首免全球购覆盖品类

商品大类	商品小类
健康养生	抗衰调节、养生茶饮
护肤彩妆	美容护肤（爽肤水、精华、乳液、面霜、防晒、眼霜、面膜、洁面卸妆、眼膜），美妆工具（眉笔、彩蛋），香氛彩妆（隔离、粉底液、口红、蜜粉）
个人护理	美体护理（身体乳、颈霜、精油、脱毛膏），口腔护理，美发造型、手部护理
母婴用品	宝宝洗护、孕妈用品
家居生活	礼品文具、餐具饮具
高端商品	护肤彩妆为主
服饰配饰	手表、太阳镜

资料来源：首免全球购小程序，东亚前海证券研究所

图表65. 首免全球购覆盖品类

首免全球购热销商品	首免全球购价格	淘宝官方店铺价格
科颜氏新集焕白均衡亮肤淡斑精华液 100ml	875	1300
雅诗兰黛小棕瓶 100ml	999	1180/75ml
海蓝之谜修护精粹液 150ml	1250	1290
赫莲娜绿宝瓶水 200ml	917	1250
SKII 护肤精华露神仙水 230ml	999	1540
兰蔻大粉水 400ml	339	435

资料来源：首免全球购小程序，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

经营数据方面，需求端逐步恢复，供给端持续出清，供减需增背景下，我们预计各档次酒店 OCC 于 2024 年完全恢复至 2019 年同期水平，ADR 于 2023 年完全恢复至 2019 年同期水平。考虑不同档次酒店恢复能力不一，我们预计 2022/2023/2024 年经济型酒店的 OCC 恢复至 2019 年的 72%/84%/100%，中高端酒店的 OCC 恢复至 2019 年的 76%/88%/100%，轻管理酒店的 OCC 恢复至 2019 年的 70%/85%/100%；经济型酒店 2022/2023/2024 年 RevPAR 为 92/115/140 元，恢复至 2019 年同期的 67.18%/84.27%/102.33%；中高端酒店 RevPAR 为 140/203/230 元，恢复至 2019 年的 60.84%/88.12%/100.14%；轻管理酒店 RevPAR 为 69/90/106 元，

恢复至 2019 年的 63.23%/82.72%/97.32%。

图表66. 公司各档次酒店经营数据假设

		2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
RevPAR (元)	经济型	143	137	85	104	92	115	140
	恢复程度	104.38%	100.00%	62.04%	75.91%	67.18%	84.27%	102.33%
	中高端	238	230	135	158	140	203	230
	恢复程度	103.48%	100.00%	58.70%	68.70%	60.84%	88.12%	100.14%
	轻管理	0	109	75	76	69	90	106
	恢复程度	0.00%	100.00%	68.81%	69.72%	63.23%	82.72%	97.32%
ADR (元)	经济型	170	167	143	160	155	167	170
	恢复程度	102%	100%	86%	96%	93%	100%	102%
	中高端	308	319	246	264	255	319	319
	恢复程度	97%	100%	77%	83%	80%	100%	100%
	轻管理	0	165	145	148	149	160	160
	恢复程度	0%	100%	88%	90%	90%	100%	102%
OCC (%)	经济型	84.00%	82.30%	59.00%	65.30%	59.26%	69.13%	82.30%
	恢复程度	102%	100%	72%	79%	72%	84%	100%
	中高端	77.10%	72.20%	55.10%	59.90%	54.87%	63.54%	72.20%
	恢复程度	107%	100%	76%	83%	76%	88%	100%
	轻管理	0.00%	66.30%	51.90%	51.40%	46.41%	56.36%	66.30%
	恢复程度	0%	100%	78%	78%	70%	85%	100%

注：恢复程度以 2019 年为基准

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

开店方面，我们假设公司 2022 年实现开店计划上限 1400 家，2024 年底实现万店目标，维持公司轻管理+中高端两大拓店方向，新开店中三个档次比重从高到低依次为轻管理、中高端、经济型，除轻管理全部为特许店外，中高端、经济型酒店新开店中特许店占比均在 90%以上，我们预计 2022/2023/2024 年新开店数 1400/1862/2253 家，净开店数分别为 996/1434/1751 家，酒店数分别为 6912/8346/10097 家，客房数分别为 53.70/62.96/74.46 万间。

图表67. 公司开店预测

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
酒店数 (家)	4,049	4,450	4,895	5,916	6,912	8,346	10,097
经济型	3,025	2,598	2,463	2,291	2,201	2,165	2,169
中高端	720	945	1,165	1,384	1,661	2,039	2,492
轻管理	296	510	775	1,697	2,469	3,488	4,700
其他	304	397	492	544	581	654	736
客房数 (间)	397,561	414,952	432,453	475,124	537,022	629,594	744,555
经济型	293,107	258,798	236,692	215,995	206,992	203,417	203,824
中高端	87,094	108,462	128,224	150,263	180,719	222,264	272,120
轻管理	0	27,105	42,364	81,178	119,784	170,706	231,321
其他	17,360	20,587	25,173	27,688	29,527	33,207	37,290
新开店数 (家)	622	829	909	1,418	1,400	1,862	2,253
经济型	208	109	146	133	140	186	225
中高端	243	289	272	276	350	466	563
轻管理		240	350	954	840	1,117	1,352
其他	171	192	141	55	70	93	113

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

投资建议：国内疫情已逐步恢复，在行业供给出清背景下，龙头酒店企业在各档次市场中均存在扩张机会。公司背靠国资，扩店速度快，中高端品牌序列进一步拓宽，看好轻管理模式的加盟店扩张，以及优质单体酒店并入后带来的业绩提振。我们预计公司 2022/2023/2024 年分别实现营业收入 57.01/79.88/98.78 亿元，其中酒店运营 38.88/51.07/59.01 亿元，酒店管理 15.28/24.82/34.83 亿元，景区业务 2.85/3.99/4.94 亿元，实现归母净利润 0.15/8.50/12.90 亿元。基于 9 月 5 日收盘价 20.14 元，对应 2022/2023/2024 年 PE 分别为 1484.28X/26.58X/17.51X，首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

- 展店进度不及预期：**虽然我们已基于疫情影响程度调低了 2022-2024 年开店数的假设，但未来公司可能为了降低风险，进一步降低每年新开门店数量。
- 疫情反复风险：**奥密克戎新亚型已在世界范围内加速传播，国内下半年疫情管控可能存在收紧风险，从而对于酒店行业的平均房价与入住率产生影响。
- 行业竞争加剧风险：**另两家酒店龙头华住、锦江，在经济型酒店展店、高端品牌打造、管理效率提升与会员体系完善上，近年均有建树与突破，可能未来公司竞争优势地位难以维持。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6153.09	5701.37	7988.33	9877.87
%同比增速	16.49%	-7.34%	40.11%	23.65%
营业成本	4544.09	4258.46	4873.78	5735.97
毛利	1609.00	1442.91	3114.55	4141.89
%营业收入	26.15%	25.31%	38.99%	41.93%
税金及附加	41.39	38.41	53.50	65.71
%营业收入	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%
销售费用	322.60	222.43	384.56	560.59
%营业收入	5.24%	3.90%	4.81%	5.68%
管理费用	704.84	688.26	965.01	1191.66
%营业收入	11.46%	12.07%	12.08%	12.06%
研发费用	56.62	57.01	87.87	118.53
%营业收入	0.92%	1.00%	1.10%	1.20%
财务费用	522.06	422.19	422.56	415.13
%营业收入	8.48%	7.41%	5.29%	4.20%
资产减值损失	-34.48	-77.29	-93.87	-69.63
信用减值损失	-15.78	-6.92	-8.88	-10.53
其他收益	72.81	107.86	156.71	166.05
投资收益	0.59	-8.30	-20.84	-19.18
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	6.33	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	13.08	-2.67	10.37	22.42
营业利润	4.03	27.28	1244.56	1879.39
%营业收入	0.07%	0.48%	15.58%	19.03%
营业外收支	2.00	-5.18	-10.51	-6.25
利润总额	6.04	22.10	1234.05	1873.14
%营业收入	0.10%	0.39%	15.45%	18.96%
所得税费用	-4.07	6.19	345.53	524.48
净利润	10.11	15.91	888.52	1348.66
%营业收入	0.16%	0.28%	11.12%	13.65%
归属于母公司的净利润	55.68	15.22	849.78	1289.87
%同比增速	111.23%	-72.67%	5484.82%	51.79%
少数股东损益	-45.56	0.69	38.74	58.80
EPS (元/股)	0.06	0.01	0.76	1.15

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.06	0.01	0.76	1.15
BVPS	9.90	9.98	10.89	12.19
PE	466.61	1,484.28	26.58	17.51
PEG	4.20	—	0.00	0.34
PB	2.64	2.02	1.85	1.65
EV/EBITDA	14.30	43.08	15.12	10.65
ROE	0.50%	0.14%	6.96%	9.43%
ROIC	4.05%	1.77%	5.48%	6.85%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3180.56	3533.77	4341.46	6681.22
交易性金融资产	92.42	92.42	92.42	92.42
应收账款及应收票据	267.26	104.48	455.12	233.12
存货	45.12	36.15	56.86	52.60
预付账款	43.97	89.98	102.98	121.20
其他流动资产	322.93	295.11	540.23	438.93
流动资产合计	3952.26	4151.91	5589.08	7619.49
长期股权投资	382.32	382.32	382.32	382.32
投资性房地产	1.38	0.98	0.57	0.17
固定资产合计	2185.52	2078.68	2021.53	1994.07
无形资产	3524.18	3524.18	3524.18	3524.18
商誉	4682.79	4682.79	4682.79	4682.79
递延所得税资产	946.56	946.56	946.56	946.56
其他非流动资产	11330.84	11428.40	11529.45	11632.93
资产总计	27005.86	27195.82	28676.48	30782.52
短期借款	500.53	500.53	500.53	500.53
应付票据及应付账款	97.07	120.81	128.55	164.92
预收账款	8.16	12.41	17.39	21.51
应付职工薪酬	217.28	220.53	252.40	297.05
应交税费	61.86	84.44	119.64	131.18
其他流动负债	4294.78	4341.19	4685.89	5168.88
流动负债合计	5179.66	5279.92	5704.39	6284.06
长期借款	397.70	397.70	397.70	397.70
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	908.63	908.63	908.63	908.63
其他非流动负债	9198.31	9198.31	9198.31	9198.31
负债合计	15684.30	15784.55	16209.02	16788.70
归属于母公司的所有者权益	11101.05	11190.06	12207.52	13675.08
少数股东权益	220.51	221.21	259.94	318.74
股东权益	11321.56	11411.27	12467.46	13993.82
负债及股东权益	27005.86	27195.82	28676.48	30782.52

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	2308.31	976.80	1414.37	2928.37
投资	-11.82	-133.31	-133.44	-133.48
资本性支出	-698.77	-51.08	-46.84	-32.98
其他	256.10	47.59	35.06	36.71
投资活动现金流净额	-454.48	-136.79	-145.23	-129.76
债权融资	-2109.53	0.00	0.00	0.00
股权融资	3021.18	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	1731.20	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-528.34	-488.81	-459.65	-459.65
其他	-2155.21	2.00	-1.80	0.80
筹资活动现金流净额	-40.71	-486.81	-461.46	-458.85
现金净流量	1802.15	353.20	807.69	2339.76

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>