



Research and
Development Center

社零行业专题系列之五：宏观经济环境助推、行业成长需求驱动，酒店开启第二轮出海

社会服务

2024年6月12日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

休闲服务

投资评级

上次评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师
执业编号：S1500522110002
联系电话：15000310173
邮箱：liujiaren@cindasc.com

王越 社服&美护分析师
执业编号：S1500522110003
联系电话：18701877193
邮箱：wangyuel@cindasc.com

宿一赫 社服行业研究助理
联系电话：15721449682
邮箱：suyihe@cindasc.com

张洪滨 社服行业研究助理
联系电话：18916616659
邮箱：zhanghongbin@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

社零行业专题系列之五：宏观经济环境助推、行业成长需求驱动，酒店开启第二轮出海

2024年6月12日

本期内容提要：

- **宏观经济环境助推、行业成长需求驱动，酒店开启新一轮海外布局。**
1) 宏观角度，全球化的浪潮和国家发展战略的需求为本土酒店出海提供了有利条件。今年政府工作报告提出，扩大高水平对外开放，促进互利共赢。政府也积极颁布政策措施，如简化出口手续、提供减税退税优惠等，助力企业走好“海外路”。2) 国内酒店市场竞争环境变化，出海谋求第二增长曲线。亚洲旅宿大数据研究院数据显示，2021到2022年新增酒店物业占比为10%，而存量酒店市场改造占比将达到58%，一、二线城市优质酒店物业难寻。在国内酒店竞争红海背景下，投资海外市场有望为本土酒店创造更大的增量空间。3) 跨境旅游释放活力，本土酒店品牌承接需求。去年以来，随着多国签证利好政策出台和国际航班恢复，跨境旅游市场稳定复苏向好。《中国出境旅游发展年度报告（2023-2024）》显示，2023年出境旅游人数超8700万人次，预测2024年出境旅游人数为1.30亿人次。携程数据显示，端午假期出境游酒店搜索热度较2019年同期已经上涨50%。《2024年上半年中国入境旅游市场景气报告》预测入境游市场正在持续回暖并处于加速恢复中。入境游可以提升国内品牌知名度，出境游则为本土酒店品牌布局海外热门旅游市场提供土壤。
- **上一轮的出海试水经验之后，此次酒店出海具有新趋势：**1) 合作、加盟等轻资产模式成为首选，以吸取大手笔的投并购造成现金压力的经验，避免因不抵压力而出售资产。2) 综合市场竞争和发展潜力，出海目的地优选东南亚国家和一带一路地区。3) 新时期酒店的产品力和品牌力仍然是核心，海外布局对酒店的要求已逐渐渗透到经营层面，包括数字化体系、会员系统、团队打造等方面，锦江、华住等头部酒店集团通过对并购资源进行深度整合，针对海外市场实际需求做好调整，有望在百舸争流中实现集团和品牌的双重国际化。
- **投资建议：华住集团：**受益于海外业务复苏及成本控制措施，2023年华住DH已实现经调整EBITDA为正。2024年公司将推进海外业务轻资产转型，并着力探索亚太及中东地区的增量机会；中长期看，公司有望凭借强品牌力、精细化运营能力和全球会员体系，在国际化探索当中拔得头筹。**锦江酒店：**海外业务若剔除费用端影响，经营层面已扭亏为盈，后续将着力推动债务重整以实现2026年业绩扭亏目标，战略层面将聚焦西欧国家市场，出售边缘国家酒店资产，致力于存量酒店盈利提升。
- **风险因素：**宏观经济波动风险，公共卫生事件风险，行业竞争加剧。

目录

写在前面	4
一、宏观经济环境助推、行业成长需求驱动，酒店开启新一轮海外布局	4
二、品牌力赋能，拓荒新市场，酒店出海守正出奇	7
三、投资建议与风险提示	9

图目录

图 1、中旅酒店管理经验成功输出泰国	4
图 2、德胧集团酒店品牌矩阵	4
图 3、2019 年华住首家海外酒店全季入驻新加坡黄金地带	5
图 4、2024M1-4 我国对外非金融类直接投资 484 亿元，同比+14.6%	5
图 5、疫情导致行业供给加速出清，并推动国内酒店连锁化进程	6
图 6、2019 与 2021 年中国与欧美酒店连锁化率对比	6
图 7、2024Q1 出境机票市场热度与运力指数	6
图 8、2024Q1 出境酒店市场热度与热门酒店目的地	6
图 9、2024Q1 入境机票与酒店市场热度	7
图 10、全球酒店品牌 Top50 榜单中，中国（内地和香港）4 个品牌入榜，品牌价值占比 6%.7	7
图 11、全季凭借其品牌力入选华住国际品牌家族	8
图 12、2024H1 东南亚旅游景气指数处于领先地位	9
图 13、沙特愿景 2030 政策框架	9
图 14、沙特力争 2030 年接待 500 万中国游客	9
图 15、2020Q1-2024Q1 华住 DH RevPAR 较 19 年恢复度	10
图 16、2020-2024Q1 华住 DH 经调整 EBITDA（百万元）	10
图 17、2020Q1-2024Q1 锦江海外 RevPAR 较 19 年恢复度	10
图 18、2020-2024Q1 锦江酒店卢浮集团归母净利润（万欧元）	10

写在前面

自上一轮以锦江、万达、绿地等为代表的酒店出海热潮距今已有十余年，现在酒店业正在掀起第二轮出海热潮。此轮酒店出海，一方面是基于目前出境游市场快速恢复的环境下，特别是有“免签”利好政策的东南亚国家以及“一带一路”共建国家成为投资热土；另一方面是基于国内酒店市场竞争激烈、进入存量市场的情形下，抢占海外市场成为品牌连锁酒店发展的新赛道。

上一轮的出海试水经验之后，此次酒店出海具有轻资产入局、瞄准新兴经济市场等新趋势。而新时期酒店的产品力和品牌力仍然是核心，海外布局对酒店的要求已逐渐渗透到经营层面，包括数字化体系、会员系统、团队打造等方方面面，锦江、华住等头部酒店集团通过对并购资源进行深度整合，针对海外市场实际需求做好调整，有望在百舸争流中实现集团和品牌的双重国际化。

一、宏观经济环境助推、行业成长需求驱动，酒店开启新一轮海外布局

去年以来，各大酒店集团陆续开启新一轮的出海之旅：

23年7月，德胧集团成为印尼最大酒店管理平台 IHI 的主要股东，将商业版图拓展至 16 个核心品牌；23年9月，爱电竞酒店宣布旗下首个海外项目将落地马来西亚首都吉隆坡；23年12月，中旅酒店与洲际、温德姆、希尔顿等酒店集团合作，截止 23 年底在泰国已签约管理 9 家酒店，同月，雷迪森酒店集团首次进入日本市场；24年4月，德胧集团投资日本精品连锁酒店 hotel MONday 品牌。

华住集团计划拓展中东市场，首站选在经济实力雄厚的沙特和阿联酋，旗下品牌全季酒店计划率先在沙特开设酒店，并在未来三年内达成至少 10 家的目标。而华住海外扩张可以追溯至 2019 年，彼时，全季首家海外直营店在新加坡正式开业。同年，华住完成对德意志酒店集团 100% 股权收购，并在今年 2 月将其正式更名为华住国际。为进一步推动全球化布局，华住还于 2023 年打通了国内和海外的会员直销模式。如今，华住国际的业版图务已经遍布亚太、中东、印非以及欧洲等多个地区。

图1、中旅酒店管理经验成功输出泰国



资料来源：全球企业动态，信达证券研发中心

图2、德胧集团酒店品牌矩阵



资料来源：德胧集团官网，信达证券研发中心

图3、2019年华住首家海外酒店全季入驻新加坡黄金地带



资料来源：华住国际官网，信达证券研发中心

宏观角度，全球化的浪潮和国家发展战略的需求为本土酒店出海提供了有利条件。2023年以来，我国对外投资大幅增长。商务部数据显示，2023年我国对外非金融类直接投资9169.9亿元人民币，同比增长16.7%。今年政府工作报告则提出，扩大高水平对外开放，促进互利共赢。政府也积极颁布政策措施，如简化出口手续、提供减税退税优惠等，助力企业走好“海外路”。

图4、2024M1-4我国对外非金融类直接投资484亿元，同比+14.6%

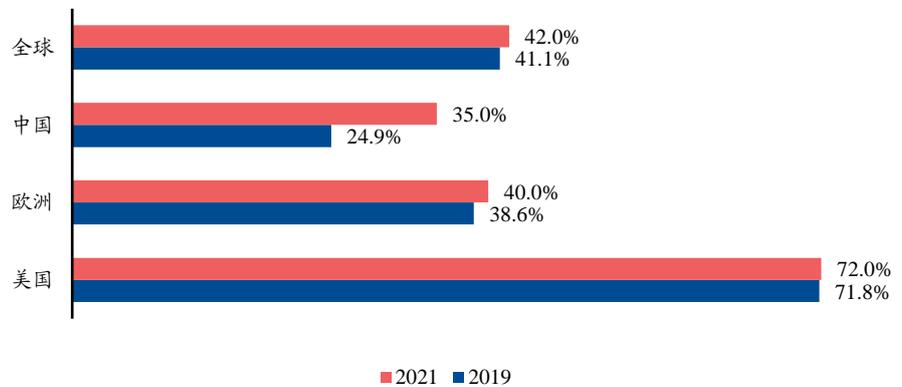


资料来源：iFind，信达证券研发中心

国内酒店市场竞争环境变化，出海谋求第二增长曲线。亚洲旅宿大数据研究院数据显示，2021到2022年新增酒店物业占比为10%，而存量酒店市场改造占比将达到58%，一、二线城市优质酒店物业难寻。从行业发展周期来看，当前国内酒店业供给侧竞争激烈，寻求存量改造、挖掘下沉市场逐渐成为趋势，传统规模扩张难度加大。在国内酒店竞争红海背景下，投资海外市场有望为本土酒店创造更大的增量空间。

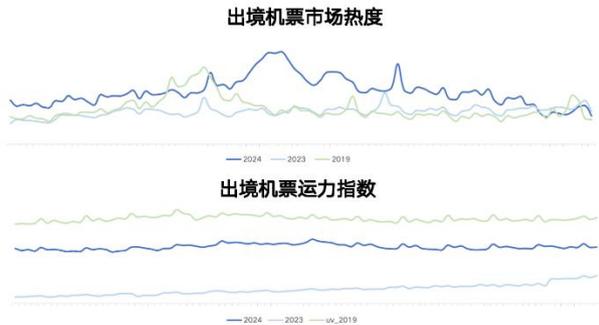
图5、疫情导致行业供给加速出清，并推动国内酒店连锁化进程


资料来源：盈蝶咨询，中国饭店业协会，iFind，信达证券研发中心

图6、2019与2021年中国与欧美酒店连锁化率对比


资料来源：华住集团招股书，弗若斯特沙利文，Statista，STR，盈蝶咨询，信达证券研发中心

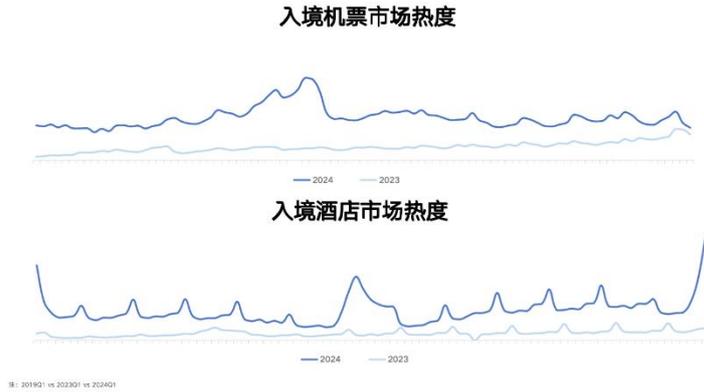
跨境旅游释放活力，本土酒店品牌承接需求。去年以来，随着多国签证利好政策出台和国际航班恢复，跨境旅游市场稳定复苏向好。《中国出境旅游发展年度报告（2023-2024）》显示，2023年出境旅游人数超8700万人次，预测2024年出境旅游人数为1.30亿人次。《2024年上半年中国入境旅游市场景气报告》预测入境旅游市场正在持续回暖并处于加速恢复中。入境游可以提升国内品牌知名度，出境游则为本土酒店品牌布局海外热门旅游市场提供土壤。

图7、2024Q1出境机票市场热度与运力指数


资料来源：携程酒店程长营，信达证券研发中心

图8、2024Q1出境酒店市场热度与热门酒店目的地


资料来源：携程酒店程长营，信达证券研发中心

图9、2024Q1入境机票与酒店市场热度


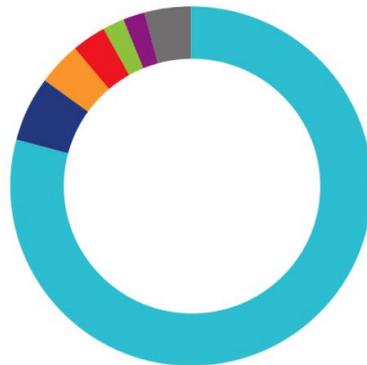
资料来源：携程酒店程长营，信达证券研发中心

二、品牌力赋能，拓荒新市场，酒店出海守正出奇

本土酒店自身实力提升为出海提供有力保障。在海外国际酒店集团形成已有格局情况下，中国酒店集团出海竞争并非易事。但当前出海的酒店集团都有一定品牌规模和知名度，为出海奠定基础，国资酒店品牌如锦江、中旅、雷迪森等，民营酒店品牌如华住、德胧等在国内酒店市场占据重要地位，本土酒店在品牌建设、酒店管理、市场营销等方面经过多年发展已具备一定竞争力，例如，在英国品牌评估机构“品牌金融”发布的2023年度“全球酒店品牌价值50强”榜单中，锦江、全季和汉庭等中国酒店品牌成功入围。出海酒店的品牌选择采取多样化布局和核心品牌切入，例如瞄准马来西亚庞大电竞市场的爱电竞酒店，高端酒店如雷迪森庄园等，旨在满足不同市场需求、实现全方位覆盖；全季酒店作为华住集团在中国增长最快的中档酒店品牌，今年正式加入华住国际，成为华住首家出海直营酒店的品牌。此外，面对国内外文化和消费差异，酒店海外布局业务也会寻找当地的合作伙伴，如华住落于新加坡的首家海外全季便将委托管理权交给雅诗阁。

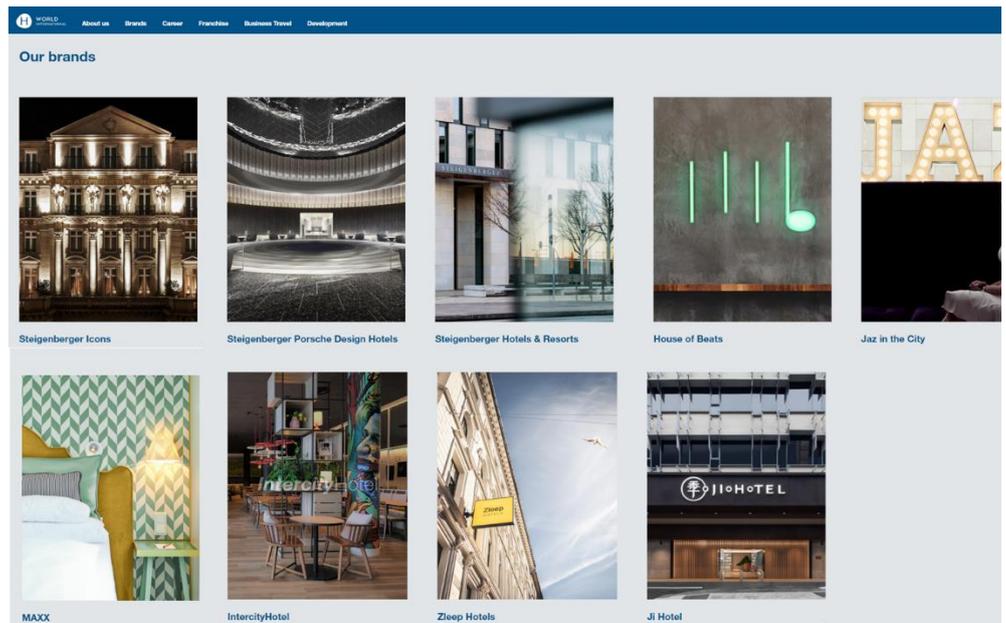
图10、全球酒店品牌 Top50 榜单中，中国（内地和香港）4 个品牌上榜，品牌价值占比 6%
Brand Value by Country

© Brand Finance Plc 2023



Country	Brand Value (USD bn)	% of total	Number of Brands
United States	48,004	80%	33
United Kingdom	3,650	6%	4
China (Hong Kong)	2,117	4%	1
France	1,705	3%	4
China	1,269	2%	3
Spain	1,260	2%	2
Other	2,127	4%	3
Total	60,132	100%	50

资料来源：中国旅游饭店业协会，品牌金融，环球旅讯，信达证券研发中心

图11、全季凭借其品牌力入选华住国际品牌家族


资料来源：华住国际官网，信达证券研发中心

出海模式可分为海外投资、品牌收购与特许经营。中国酒店海外布局自 2011 年开始，早期房地产商是酒店收购的主力军，单体酒店为主要收购目标，酒店项目通常采用“酒店+合作”方式。随着海外投资收紧，此类酒店资产正在回缩。随后，品牌收购成为酒店出海主流，例如锦江接连收购卢浮酒店集团和丽笙酒店集团、华住收购德意志酒店集团、德胧收购印尼 IHI 酒店集团。此外，也有部分酒店集团采取特许经营模式，例如锦江与菲律宾上好佳国际合作，采用品牌授权经营模式发展锦江之星，东呈酒店集团将旗下酒店品牌的海外代理权授予安达瑞酒店管理公司。

轻资产路线或成为主流运作模式。从早期出海经验来看，大规模收购、投资叠加酒店业长回报周期容易对公司造成现金流压力。例如锦江曾斥资 85 亿元收购美国 Keystone 公司 81% 股份；万达在 2017-2018 年间因资金紧张，逐步抛售了海外伦敦、悉尼、美国加州的酒店资产。因此，酒店出海逐渐倾向于轻量化，合作、加盟等轻资产路线或成为主流。例如德胧在去年 7 月与印尼 IHI 签约后拥有了两家轻资产酒店运营公司，华住、锦江持续推进轻资产转型。

综合市场竞争和发展潜力，出海目的地优选东南亚国家和一带一路地区。

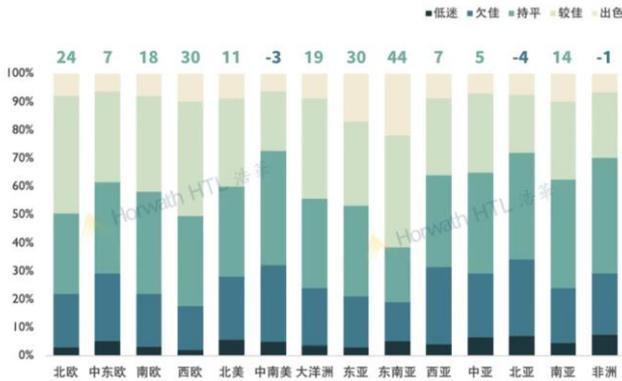
东南亚市场：酒店“出海”首站往往选择东南亚，距离近叠加出境游市场聚集，可以将酒店已有品牌知名度最大化释放，而在较多东南亚国家对中国实行“免签”政策的利好下，东南亚市场欣欣向荣，今年春节，中国游客在新加坡、马来西亚、泰国的消费金额同比增长近 6 倍。

“一带一路”市场：2024 年 1-4 月，中国对外非金融类直接投资增速为 14.6%，对“一带一路”共建国家非金融类直接投资增速为 16.2%。酒店集团跟随“一带一路”战略投资酒店成为重要方向。以华住重注的中东市场为例，沙特国家转型

战略明确提出要将本国打造成为全球主要旅游目的地，2030年目标为400万中国游客；阿联酋2016年便对中国公民实行落地签证，迪拜则推出“The China-Readiness Strategy”以吸引中国游客。中国民航局数据显示，24年2月中国与共建“一带一路”国家之间完成旅客运输量320万人次，占比65.4%，恢复至2019年同期的88%，高于国际航线整体恢复水平6.2pct。

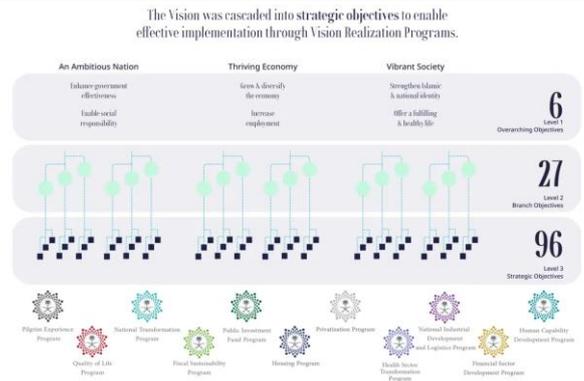
与饱和的欧美酒店市场相比，新兴市场蓬勃发展，经济增长迅速，旅游市场需求增加，为酒店业发展提供空间。当地政府为吸引外资和促进旅游业发展，往往提供税收优惠和投资补贴政策，也为酒店入驻和运营创造了良好环境。

图12、2024H1 东南亚旅游景气指数处于领先地位



资料来源：浩华 CHAT，信达证券研发中心

图13、沙特愿景 2030 政策框架



资料来源：Saudi Vision 2030 官网，信达证券研发中心

图14、沙特力争 2030 年接待 500 万中国游客

焦点新闻

沙特力争2030年接待500万中国游客

By TTG China / Posted on 7 June, 2024 9:31

(张广文/ 采访报道) 2023年，沙特阿拉伯共接待了1.06亿人次的国内外游客，提前七年完成目标。备受鼓舞的沙特王国因此制定了全新宏伟目标，即计划在2030年前接待1.5亿游客。当中，中国游客数量目标为500万人次。为实现目标，沙特近日推出更多便利中国游客的举措。

沙特旅游局亚太市场总裁Alhasan Aldabbagh表示，沙特旅游局的重要战略及目标是使沙特成为中国旅客心目中的头部旅游目的地。2023年，沙特共接待了15万中国游客，为实现沙特到2030年接待中国500万游客，并使中国成为沙特第二大客源市场的目标，沙特正积极加强当地与中国之间的航空交通便利性，现在航班频次比上一年翻番，签证保险费也有所下调。

资料来源：TTG China，沙特旅游局，信达证券研发中心

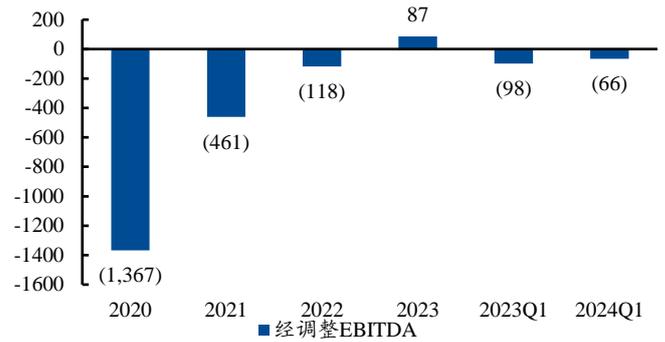
三、投资建议与风险提示

投资建议：锦江酒店、华住集团等头部酒店集团为“出海”的先行者和排头兵，通过提前布局潜力市场有望为集团确立新增长点，建议重点关注。

华住集团：受益于海外业务复苏及成本控制措施，2023年华住DH已实现经调整EBITDA为正。2024年公司将推进海外业务轻资产转型，并着力探索亚太及中东地区的增量机会；中长期看，公司有望凭借强品牌力、精细化运营能力和全球会员体系，在国际化探索当中拔得头筹。

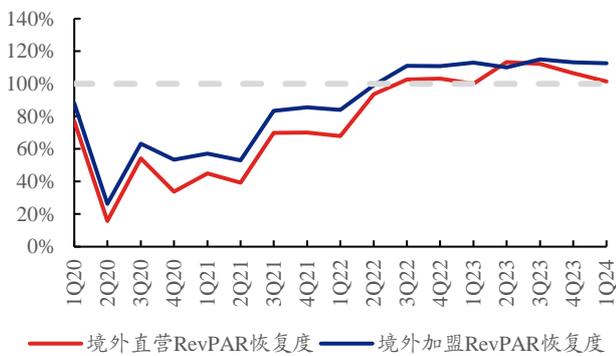
图15、2020Q1-2024Q1 华住 DH RevPAR 较 19 年恢复度


资料来源：华住集团公告，信达证券研发中心

图16、2020-2024Q1 华住 DH 经调整 EBITDA (百万元)


资料来源：华住集团公告，信达证券研发中心

锦江酒店：海外业务若剔除费用端影响，经营层面已扭亏为盈，后续将着力推动债务重整以实现 2026 年业绩扭亏目标，战略层面将聚焦西欧国家市场，出售边缘国家酒店资产，致力于存量酒店盈利提升。

图17、2020Q1-2024Q1 锦江海外 RevPAR 较 19 年恢复度


资料来源：锦江酒店公告，信达证券研发中心

图18、2020-2024Q1 锦江酒店卢浮集团归母净利润 (万欧元)


资料来源：锦江酒店公告，信达证券研发中心

风险提示：宏观经济波动风险，公共卫生事件风险，行业竞争加剧。

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

宿一赫，南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级曾任西南证券交运与社服行业分析师2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

蔡昕妤，圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、培育钻石板块。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

张洪滨，复旦大学金融学硕士，复旦大学经济学学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。