

证券研究报告

2024年07月05日

行业报告：行业专题研究

社会服务

酒店板块财报总结

作者：

分析师 何富丽 SAC执业证书编号：S1110521120003



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

行业：疫后供给回升，单体及小连锁受创去化，向头部连锁集中，关注行业的中档升级与城市下沉。2023年住宿业设施上升至61.2万家/恢复至19年101%，酒店数上升到32.3万家/恢复至19年96%，而单体酒店较19年恢复度81%缺口较大，直接使得连锁化率从26%（2019）增长到40%（2023）。小品牌的退出给头部品牌腾出更多空间，向头部集团连锁集中是持续趋势，以客房维度计，疫情催化下酒店住宿业/酒店业口径CR5集中度从19年的12.0%/12.9%提升到23年的17.2%/18.8%，我国酒店业集中度仍有提升空间，头部酒店集团伴随优势强化将有望享受更多收益。截至2023年12月31日，我国中高端酒店占比仅为36%，中档酒店占比仍有提升空间，且三线及以下城市酒店连锁化率仍较低，关注行业的中档升级与城市下沉趋势。

酒店集团：三大酒店集团中，华住为效率标杆，锦江及首旅单店及集团仍存提效空间，23年业绩表现存在分化；当下预期较为低位，关注头部集团后续的RevPAR修复、拓店节奏、收益管理及效率改善。23年境内华住/锦江/首旅收入较19年恢复度约156%/93%/94%，业绩较19年恢复度分别为231%/92%/90%。经营指标来看，23年境内RevPAR恢复度分别为华住122%/锦江106%/首旅107%，三大酒店集团RevPAR恢复均主要由ADR提升贡献、OCC均有缺口；23全年华住/锦江/首旅分别1641/1347/1203家门店、分别达成年初开店规划的118%/112%/77%，展望24年华住锦江签约开店提速，首旅聚焦标准店发展，RevPAR预期均较为平稳。三大酒店集团中，华住为效率标杆，锦江及首旅单店及集团仍存提效空间。

投资建议：长期看好酒店板块的刚需属性和韧性复苏，关注【首旅酒店】标准店开店的提速可能及中高端发展、【锦江酒店】前中后台变革及品牌优化下的疫后高成长释放、具备龙头规模优势和优异的运营管理效率的【华住集团】。

风险提示：宏观经济波动，RevPAR恢复不及预期，开店进度不及预期

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2024-07-04	评级	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600258.SH	首旅酒店	12.26	买入	0.71	0.81	0.93	1.06	17.27	15.14	13.18	11.57

数据来源：wind，公司公告，天风证券研究所

1 行业情况概述

酒店行业-行业机遇：单体及小连锁受创去化，向头部连锁集中

我们认为，酒店格局的边际向好主要体现在：1) 单体及小连锁受创去化、利好向头部连锁集中， 2) 我们认为，龙头强者愈强，规模优势构筑高壁垒。因此，在酒店这门长期可持续的生意中，头部酒店集团伴随优势强化将有望享受更多收益。

单体去化：疫后供给回升，单体及小连锁受创去化、利好向头部连锁集中。疫情使单体及小连锁受创去化，2019-21年我国住宿业设施从60.8万家下降到36.1万家、降幅24.7万家/41%，其中酒店数从33.8万家下降到25.2万家、降幅8.6万家/25%。这当中以单体及小连锁为主、其降幅达9.1万家/32%。21年后供给回暖，2023年住宿业设施上升至61.2万家/恢复至19年101%，酒店数上升到32.3万家/恢复至19年96%，而单体酒店较19年恢复度仅81%缺口较大，直接使得连锁化率从26%（2019）增长到41%（2023）。小品牌的退出给头部品牌腾出更多空间，向头部集团连锁集中是持续趋势，以客房维度计，疫情催化下酒店住宿业/酒店业口径CR5集中度从19年的12.0%/12.9%提升到23年的17.2%/18.8%，仍有提升空间。

强者愈强：规模优势筑高壁垒。我们认为，酒店业的核心壁垒是规模优势，酒店集团的真正客户是加盟商。酒店规模的背后，代表了区域性占位和品牌认可、也逐步囊括集团化会员体系和管理乃至资金及抗风险能力，这些就是加盟商看重的生意要素。在酒店品牌以区域为战的条件下，赢得加盟商和赢得规模可形成良性正循环、支撑区域先发品牌持续做大做强，正是因为酒店是重投资、进退成本高转换风险大，加盟商更倾向于选择区域先发品牌。因此，酒店业的规模优势是随时间延长而加深的、可筑高酒店集团的壁垒。

龙头酒店集团尤其上市酒店集团的优势凸显，一方面他们有多元化融资渠道、储备现金足够，能够给到加盟商资金扶持，另一方面他们覆盖广风险分散，比覆盖窄的小连锁品牌经营更加稳定。龙头更强的抗风险能力愈发成为他们抢占市场逆势开店的优势之一，锦江境内/华住境内/首旅23年净开店828/852/280家，19年净开店1074/1388/401家，对比东呈23/20年净开店82/383家，龙头规模扩张更具动力。

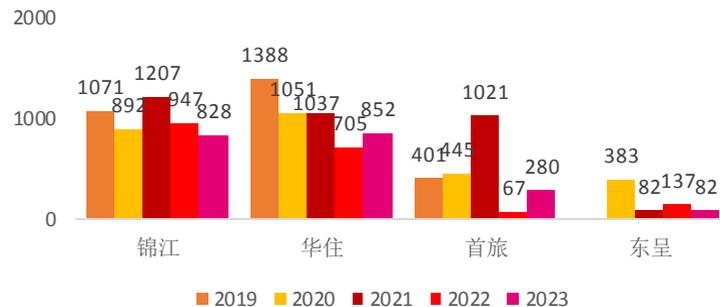
图：19-23年住宿业设施、酒店业设施、单体酒店数对比



图：19-23年我国酒店行业集中度提升



图：19-23年三大酒店及东呈境内净开店情况对比



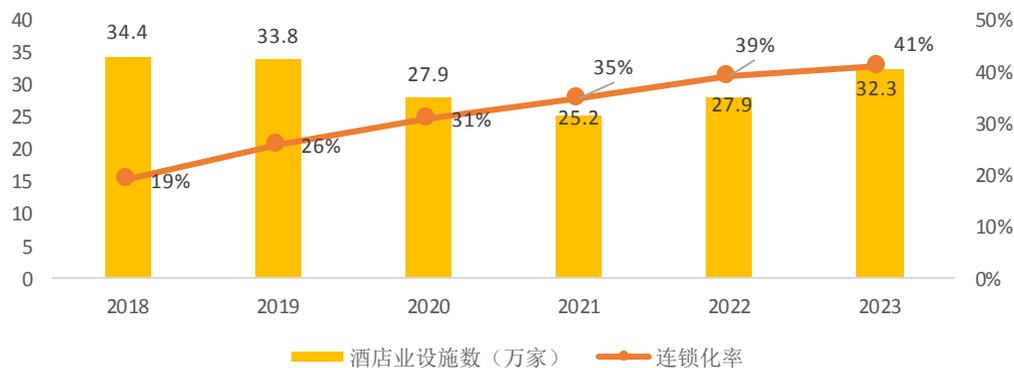
酒店行业-行业机遇：连锁化率提升，中档升级与城市下沉

我们认为，连锁化率提升是终端消费者和加盟商共同选择的结果，1) 终端层面，商旅消费者无论是基于熟悉氛围的惯性需求还是基于短时效快速的决策诉求，尤其考虑到同品牌下的好睡眠防踩雷、同集团下的会员积分统一兑换等需要，都倾向于选择熟悉的酒店品牌和集团，而休闲度假市场需要更为细分，因此，商旅客群扩张将推动连锁化率提升；2) 加盟商层面，加盟商的核心诉求是回报更多风险更低，单体酒店除非有绝佳区位否则很难独立生存，而酒店集团的强项是提供产品、模型及管理、资金等方面的支持，叠加酒店集团会员体系扩张，将带动更多的投资人加盟酒店集团从而加速连锁化。

我国酒店连锁化率为41%，仍有提升空间。截至2023年底我国酒店业设施32.3万家/yoy+15.8%、客房总数1649.8万间/yoy+15.7%，以客房数计的连锁化率达41%/yoy+2pct、较19年的26%提升15pct，主要与疫情影响下分母端供给出清有关，我们预计短期伴随疫情好转供给回暖、连锁化率提升幅度不高，但长期看我国酒店连锁化率前景较好。

1) 商旅需求，商旅需求高对应连锁化率高，我们认为，中国类似美国且都强于欧洲的商旅需求，一方面中美都是统一大市场、临时性出差流动限制少，另一方面中美都是国土面积大、各城市群距离远过夜旅行需求大。2) 品牌供给，如前所述，酒店投资人是OTA和酒店集团争夺的对象，全球的OTA品牌大多诞生于1990s末期，中欧属于OTA发展早而规模化的酒店品牌发展晚、中国1990s、欧洲1960s才出现经济型、中端产品，而美国规模化的酒店品牌发展早、1990年酒店连锁化率就已达46%，中国OTA相较于美国对酒店品牌更强势、单体酒店独立发展空间更大，因此中国连锁化率提升或将趋近美国但难以超越。

图：18-23年酒店业设施数（万家）及连锁化率



图：中国商旅需求对比欧洲更强

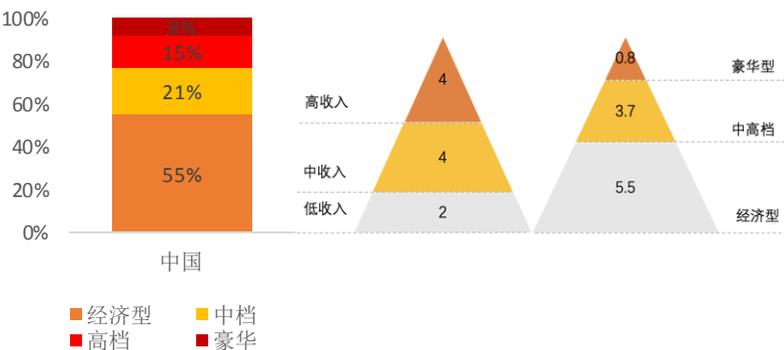


酒店行业-行业机遇：连锁化率提升，中档升级与城市下沉

中档升级：截至2023年12月31日，我国中高端酒店占比仅为36%，我国中档酒店占比仍有提升空间。我们认为，一国酒店结构与居民收入结构呈高度正相关，根据麦肯锡数据，截至21年我国高中低收入家庭数量占比为4:4:2，而23年酒店业中豪华/中高端/经济型占比为0.8:3.7:5.5，现有酒店结构和居民收入水平错配。推动中档酒店升级的驱动力来自两个方面：1) 消费者端，居民消费能力提升，相较15年，21年中高收入及高收入家庭占比呈两位数增长，有力推动消费。2) 酒店投资端，高线城市酒店投资优质物业有限、租金及人工成本上升，中高端酒店升级提价更能保证投资回报、性价比凸显。

市场下沉：根据盈蝶咨询统计，截至2022年1月1日，我国三线及以下城市酒店连锁化率为不足30%，相较于一线城市/副省级及省会城市的49.58%/40.81%仍有较大提升空间。下沉市场物业供给充足，三线及以下城市客房供给约818万间，其中非连锁客房数574万间，为一二线城市合计的1.9倍。我们认为，下沉市场连锁化率提升的驱动因素有三：1) 下沉市场消费能力提升，交通基建完善，线上互联网信息流通催化用户消费需求和习惯向中高端用户靠近；2) 经济型酒店多数分布在三线及以下城市，与一、二线城市相比，这些城市租金及人力成本优势明显；3) 疫情加速下沉市场单体酒店的出清，为连锁酒店品牌布局腾挪了空间。近年来，第一梯队的酒店集团均加速下沉市场布局。

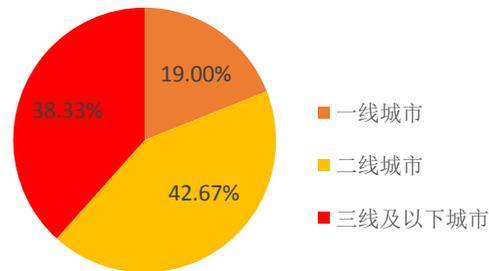
图：我国现有酒店结构与收入结构错配



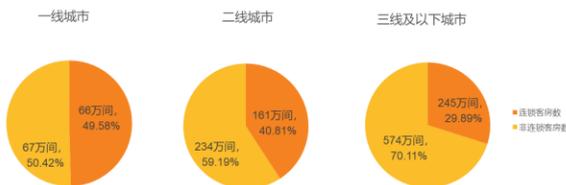
图：2015-2025E 中国居民消费能力提升



图：华住酒店中三线及以下城市占比近40% (21-23均值)



图：截止2021年下沉城市酒店连锁化率不足30%



2

三大酒店集团表现 回顾

三大酒店集团-营收：23年境内华住/锦江/首旅收入恢复度约156%/93%/94%

- 华住**：23年收入恢复至19年的195%；境内收入恢复度156%、此外境外并购DH贡献44亿增量；境内直营酒店收入恢复度123%（门店数量、单店营收恢复度88%、139%）、加盟酒店收入恢复度227%（门店数量、单店营收恢复度176%、117%）
- 锦江**：23年收入恢复至19年的97%；境内收入恢复度93%、境外恢复度105%；境内直营酒店收入恢复度70%（门店数量、单店营收恢复度68%、98%）、加盟酒店收入恢复度124%（门店数量、单店营收恢复度164%、72%）
- 首旅**：23年收入恢复至19年的94%；直营酒店收入恢复度85%（门店数量、单店营收恢复度75%、114%）、加盟酒店收入恢复度123%（标准店门店数量、单店营收恢复度96%、122%）

表：三大酒店集团营收拆分

华住集团	2019	2023	较19恢复度	锦江酒店	2019	2023	较19恢复度	首旅酒店	2019	2023	较19恢复度
总收入(亿)	112.1	218.8	195%	总收入(亿)	151.0	146.5	97%	总收入(亿)	83.11	77.93	94%
-境内收入(亿)	112.1	174.4	156%	-境内酒店收入(亿)	107.5	99.5	93%	1) 直营酒店(亿)	62.79	53.34	85%
1) 直营酒店收入(亿)	77.2	95.2	123%	1) 直营酒店(亿)	62.8	44.2	70%	直营门店数量(家)	851	641	75%
直营门店数量(家)	688	607	88%	直营门店数量(家)	698	477	68%	直营单店营收(万)	707.1	809.5	114%
直营单店营收(万)	1112.9	1548.3	139%	直营单店收入(万)	882.9	861.7	98%	直营RevPAR	155	176	114%
直营RevPAR	240	308	128%	2) 加盟酒店(亿)	44.7	55.2	124%	2) 加盟酒店(亿)	15.82	19.42	123%
2) 加盟酒店收入(亿)	33.4	76.0	227%	加盟店门店数量(家)	6523	10721	164%	加盟门店数量(家)	3599	5622	156%
加盟门店数量(家)	4930	8656	176%	加盟单店收入(万)	74.8	53.9	72%	标准店收入(亿)(估计)	15.51	17.81	115%
加盟单店营收(万)	79	92	117%	加盟店房量(间)	649461	1012944	156%	加盟店门店数量(标准店)	3089	2977	96%
加盟店房量(间)	449411	798939	178%	加盟单房收入(万)	0.8	0.6	75%	标准店单店收入(万)	50	61	122%
加盟单房营收(万)	0.9	1.0	120%	境内整体RevPAR	157.3	167.1	106%	加盟店房量(标准店)	285163	280674	98%
加盟RevPAR	188	234	124%	-境外酒店收入(亿)	41.0	42.9	105%	标准店单房收入(万)	0.54	0.65	120%
3) 其他(亿)	1.5	3.2	211%	-全服务酒店收入(亿)		1.59		标准店RevPAR	160	173	108%
-境外收入(亿)		44.4		-餐饮与食品业务收入(亿)	2.5	2.5	99%	3) 景区收入(亿)	4.5	5.16	115%

三大酒店集团-业绩：23年华住展现业绩弹性、24Q1首旅超预期

- 2023年锦江/首旅/华住业绩恢复度分别为92%/90%/231%。锦江的境内/境外实际恢复度分别为139%/转亏（境外23/19净利分别-4.09亿元/+2.02亿元），华住的实际境内/境外恢复度为恢复249%/增亏（境外23/19净利分别-3.15亿元/-1.12亿元），首旅酒店/景区业务恢复度分别72%/140%，此外锦江23年非经常性损益达2.27亿元，主要系政府补助、金融资产公允价值变动、收购 WeHotel、锦江酒管股权等。华住得益于提质增效业绩弹性释放，锦江因欧元加息财务费用增加受卢浮酒店亏损拖累较严重，首旅受减值损失、费用投放等影响。
- 24Q1锦江/首旅业绩恢复度分别为64%/163%。锦江24Q1归母净利润恢复度约64%，其中境内RevPAR与去年同期差不多、受境外费用增加拖累；首旅24Q1表现超预期，24Q1在RP修复及成本优化下酒店业绩大幅增长，同时景区业务客流创新高、业绩较去年增长。

表：三大酒店集团利润拆分

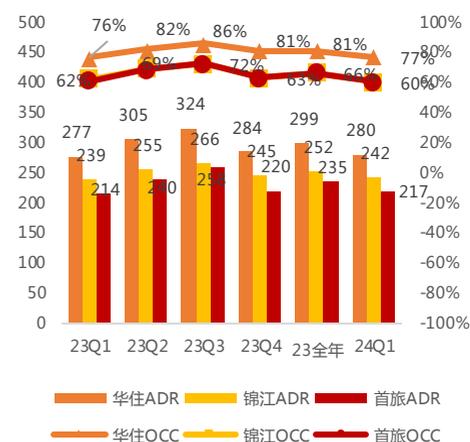
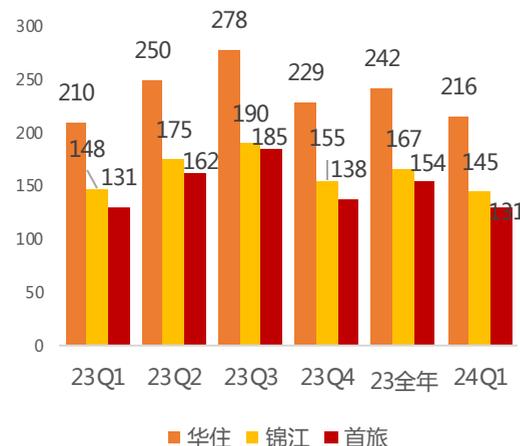
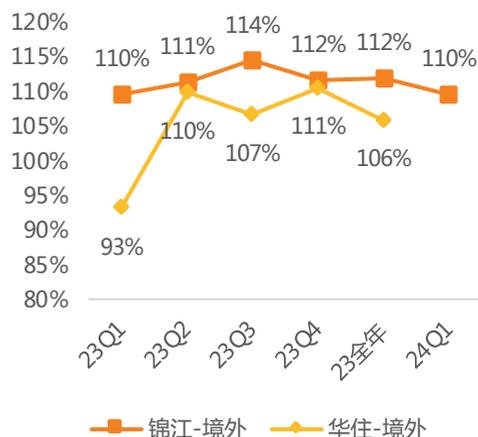
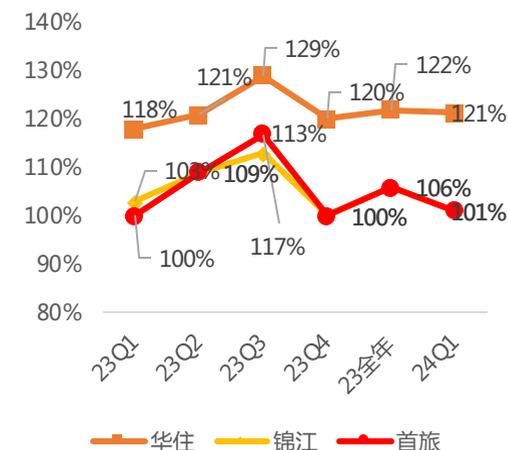
华住集团	2019	2023	较19恢复度	锦江酒店	2019	2023	较19恢复度	首旅酒店	2019	2023	较19恢复度
归母净利润（亿）	17.7	40.9	231%	归母净利润（亿）	10.9	10.0	92%	利润总额（亿）	12.8	11.1	87%
-境内归母净利润（亿）	17.7	44.0	249%	-境内归母净利润（亿）	8.4	11.6	139%	净利润（亿）	9.2	8.1	88%
-境外归母净利润（亿）		-3.2		-境外归母净利润（亿）	2.0	-4.1	-203%	归母净利润（亿）	8.8	8.0	90%
				-餐饮与食品归母净利润（亿）	2.2	3.0	134%	-酒店			
				-其他归母净利润（亿）	-1.7	-0.7	39%	利润总额（亿）	11.9	8.6	72%
								净利润（尚未归母）（亿）	8.8	6.0	69%
								-景区			
								利润总额（亿）	1.7	2.4	140%
								净利润（尚未归母）（亿）	1.3	2.1	161%

三大酒店集团RevPAR：华住/锦江/首旅分别恢复至122%/106%/107%

RevPAR表现

- 23年 RevPAR恢复度：**1) 境内来看23年恢复度分别为华住122%（Q1-4分别为118%/121%/129%/120%），锦江106%（Q1-4分别为103%/109%/113%/100%），首旅106%（Q1-4分别为100%/109%/117%/100%，不含轻管理口径），其中华住恢复度领跑得益于疫期进行门店升级、淘汰尾部门店，存量门店经营质量优秀。三大酒店集团RevPar恢复均主要由ADR提升贡献，华住/锦江/首旅23年ADR分别恢复至19同期的128%/120%/118%，ADR提升主要由疫后出行需求增长下的提价、公司自身产品升级以及结构升级带动；OCC均有缺口，华住/锦江/首旅OCC较19年分别-3pct/-8pct/-13pct。2) 境外来看23年恢复度锦江为112%（ADR恢复度116%、OCC较19年-2pct）华住为106%（ADR恢复度116%、OCC较19年-6pct）。
- 展望24年往后：**24Q1锦江境内整体RevPAR同比-1.6%、恢复至19年同期的101%，首旅标准店RevPAR同比+2%、恢复至19年同期的101%，华住Q1RevPAR低个位数增长。展望全年，预计休闲旅游出游仍保持较高景气度、商务缓慢复苏，我们预计华住/锦江/首旅全年RevPar均将保持持平/略微增长。

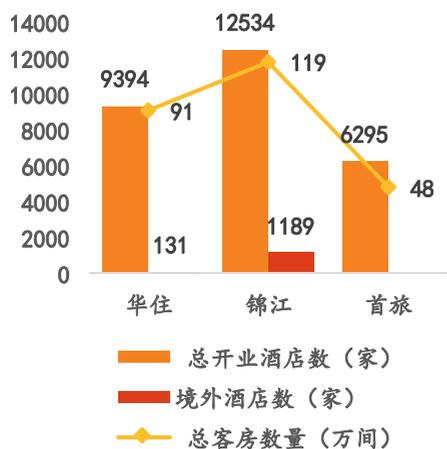
图：境内RevPAR恢复度较19年同期 图：境外RevPAR恢复度较19年同期 图：23-24Q1境内RevPAR（元/间夜） 图：23-24Q1境内ADR（左,元/间夜）及Occ（右）



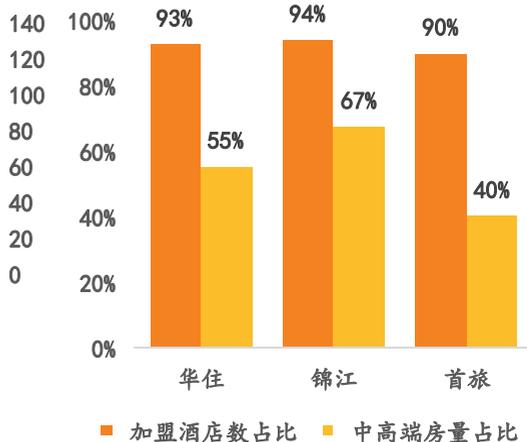
三大酒店集团开店：华住锦江签约开店提速，首旅聚焦标准店发展

- **开店表现**
- **华住锦江超额完成23年开店目标**：23全年华住/锦江/首旅分别新开1641/1347/1203家门店、分别达成年初开店规划的117%/112%/77%。
- **开店结构**：截止至23年底：1) 锦江中高端酒店数占比提升2pct至59%（房量占比提升3pct至68%）；2) 华住中高端酒店数占比提升1pct至48%（房量占比提升4pct至59%）；3) 首旅中高端酒店数占比提升2pct至27%（房量占比提升4pct至39%）。截止23Q4末，华住/锦江/首旅中高端开业客房数占比为55%/67%/39%。
- **24年开店计划及进展**：华住/锦江/首旅分别计划全年新开1800/1200/1200~1400家门店，华住得益于23年签约超预期24年开店计划再提速、锦江签约目标为2500家较去年提速、首旅比去年1400家以上目标有所减少。目前截至24Q1，锦江/首旅分别已完成全年开店目标的18%/15%-17%，锦江Q1新开业222家较去年同期195家提速、首旅Q1新开店数为205家，其中中高端店今年开66家去年开44家；经济型酒店今年开36家去年开29家，轻管理店数量从去年的137家减少到今年的103家，全力发展标准品牌。

图：截止24Q1总开业酒店及客房数



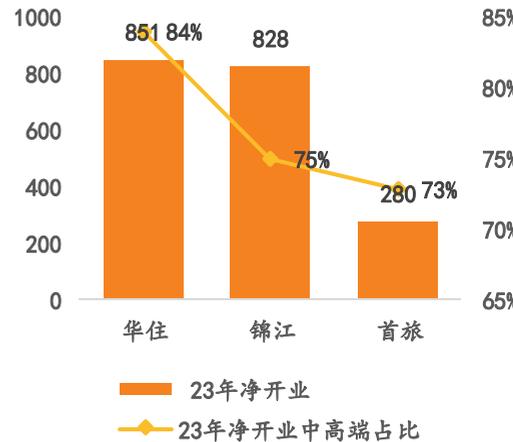
图：截止24Q1加盟化率及中高端占比



图：23年新开店数及24年开店目标(家)



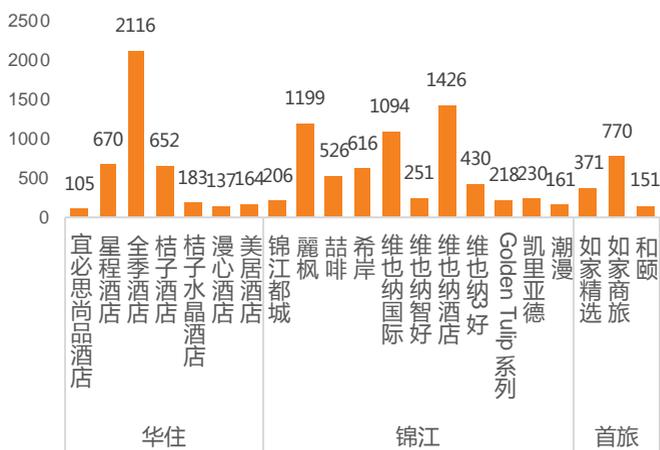
图：23年净开店数及中高端占比



三大酒店集团开店驱动：品牌矩阵丰富与精简相平衡，开发团队支持叠加属地化战略

- 丰富的品牌矩阵：酒店行业中端升级趋势下，各集团分别构筑品牌体系，市场呈现锦江>华住>首旅的品牌格局，23年净开店超过50家的品牌中锦江/华住/首旅分别7/5/3个，其中中档及以上品牌5/3/2个，锦江品牌丰富度高，华住强调大单品概念，首旅开店最多为非标品牌；截至23年锦江/华住/首旅门店规模破百的中档品牌分别有13/7/3个。
- 聚焦的品牌资源：随着酒店行业存量革命时代到来，消费者、加盟商品牌认知提升，聚焦主力品牌价值将助力强者更强。23年锦江综合考虑品牌规模、品牌影响力、发展潜力和差异化竞争优势，明确了10个主力发展品牌，聚焦优势资源，将主力品牌培育大而强，打造能参与世界一流竞争的头部品牌，同步协同发展多元化品牌。
- 开发团队方面，我们认为下半场是翻牌发展的机会、开发团队的规模与专业化更重要，各家注重开发团队激励、且开启属地化战略。
- 首旅：23年开始谋求提速，扩充开发团队、加大开发激励力度、积极优化开发政策，稳定开店速度，全力发展标准品牌。全面推进全品牌、全域开发，提高下沉市场的渗透率，不断提升酒店规模，稳步提升公司的市场份额。
- 锦江：形成品牌、开发、运营、后端深度协同的新机制，通过网格化的区域划分，最大限度挖掘各区域投资机会，形成品牌属地化、开发属地化、运营属地化、后端赋能的强链接。

规模破百的中档品牌（截至23年门店总数）



2023年净开店超50家的品牌统计



各家品牌统计



数据来源：各公司公告，各品牌官网，天风证券研究所

三大酒店集团开店驱动：存量老旧门店升级改造，淘汰尾部门店

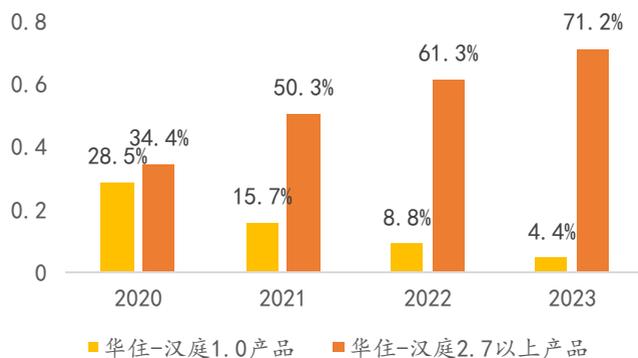
产品升级：

华住：疫期主动进行门店升级、淘汰尾部门店，存量门店质量较高。1) 汉庭持续换新，汉庭1.0产品占比从2020年的28.5%下降至2023年的4.4%，汉庭2.7及以上产品占比从2020年的34.4%提升至2023年的71.2%。2) 全季推出全新的5.0产品，推出了全新的茶空间，进一步强化全季客厅的场景化零售。3) 桔子2023年推出了全新的乐活产品。仅一年桔子乐活产品在桔子管道酒店中占比达58%，深受市场的广泛欢迎。

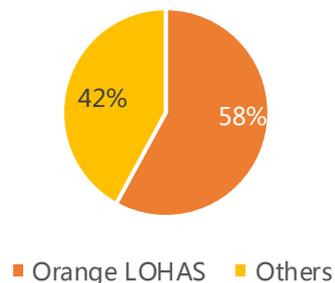
锦江：门店升级改造推动较晚，后续有望提速。公司酒店装修升级项目虽立项较早，但由于受新冠疫情影响，公司旗下较多直营酒店被征用为隔离酒店，升级施工受到影响，我们预计随加盟商现金流改善及公司持续优化门店升级改造及加盟商支持方案，老旧店升级有望加速。

首旅：24Q1直营酒店的表现更加亮眼主要归功于升级改造。公司持续将存量的如家经济型产品升级焕新至NEO3.0，3.0及以上产品占比从22年到23年从49.5%上升到58.5%，同时聚焦中高端酒店的产品迭代，23年全新推出了如家精选4.0，截止23年年底，中端如家商旅和如家精选开业酒店1141家。逸扉产品截至23年底开业及储备酒店达105家，其中开业酒店35家，24年开店和拓展有望再上一个台阶。

华住-汉庭1.0产品及2.7以上产品占比



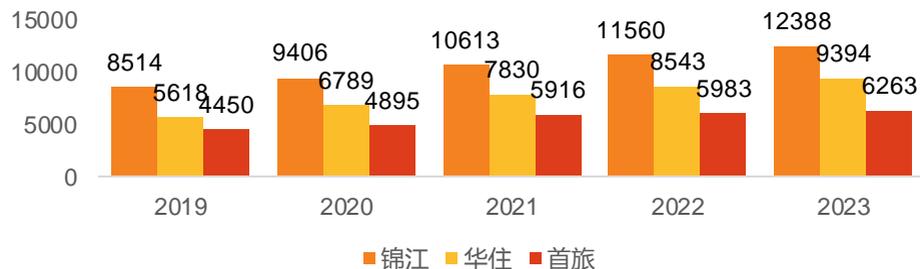
桔子乐活产品在桔子管道酒店中占比 (截至2023年12月31日)



三大酒店集团提效逻辑：华住为效率标杆，锦江单店及集团提效空间大

- **华住为效率标杆、锦江可提效空间最大**：以23年为例，锦江/华住/首旅平均单店业绩贡献8.4/45.5/13.0万元，暂且不考虑直营和加盟占比的影响（21-23年锦江/华住/首旅加盟房量占比分别提升3/3/3pct到93%/89%/84%），单店业绩贡献锦江最低、华住最高，我们预计主要是以下差异：1) 纯单店贡献、2) 集团效率。
- **提效驱动**：1) 档次提升带动的单店营业额上升：中高端RevPar是经济型的1.5-1.8倍、新开店的中高端占比更高可带动单店营业额随之提升，同时轻管理RevPar是经济型的64%、中档的50%不到。2) 中央预订费收取增加：锦江首旅与华住仍有差距，我们认为，未来要持续提升CSR 订单中央渠道的占比，同时也加大对大客户的投入。

2019-23年三大集团开店总数（家）



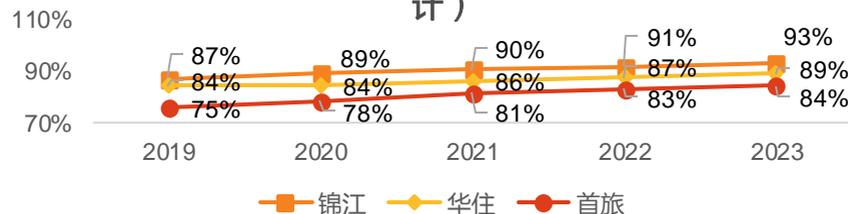
2019-23年三大集团归母净利（亿元）



对应单店业绩贡献（万元）



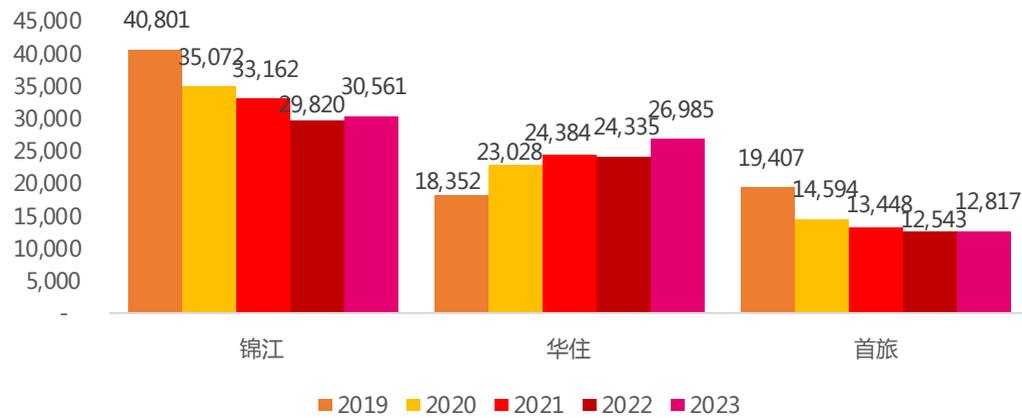
2019-23年三大集团加盟化率（按客房数计）



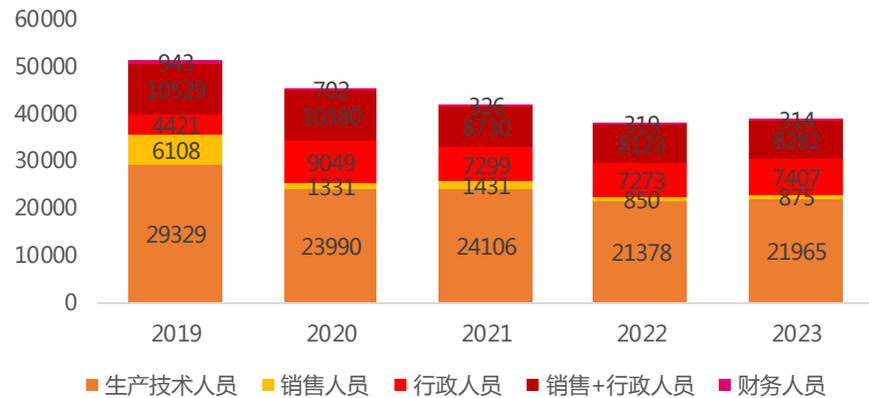
三大酒店集团提效驱动：集团效率提升，从中后台到前端的全方位整合

- 锦江中国区的整合：**1) 2018年锦江建设一中心三平台（创新中心+采购、预订、财务平台），从而规模化复制能力增强、支持了后续的加速开店。2) 2020年5月锦江成立中国区整合三个法体（锦江+铂涛+维也纳）。3) 2021年12月持续后台岗位下沉与精简，十大中心简化为五大中心。4) 2022年，公司收购锦江联采，持股比例由 30%上升到 100%。5) 23年10月底开始新一轮调整24年2月完成，目标是做强总部（比如将营销中心拆分成品牌营销、会员等/直营方面成立资产管理中心）、做实区域（简化成立11个大区/管理层级从7个压缩至4个），现在管理层级是：总部—大区—城区—门店。这样有利于管理的效率上升，进一步下放权力到区域公司，从而对市场趋势有更快的响应。
- 减员进展：**1) 销售+行政人员22/23年分别变化-607/+159人、22年同比下降7%、23年同比增长2%，财务人员22/23年分别减少7/5人、同比下降2.2%/1.6%。

2019-23年三大集团员工人数（人）



锦江酒店员工构成（人）



数据来源：各公司公告，天风证券研究所

三大酒店集团提效驱动：集团效率提升，从中后台到前端的全方位整合

- **锦江酒店**：23年毛利率已回升至疫情前水平、较华住略低1pct；23年销售管理费用率22%，较19年+2pct（v.s.华住销售管理费用率较19年提升约1pct）。我们认为，随境外及直营业务恢复，人工成本、销售费用均仍有优化空间。
- **首旅酒店**：20年后疫情叠加首旅直营支出较为刚性（及20年毛利率及SG&A率口径变化），毛利率大幅下降、20-22年分别为13%/26%/16%，销售管理费用率仍有微降、费用管控较佳；23年毛利率显著回升至38%、略高于华住3pct。单店业绩贡献随产品结构优化及内部降本增效，未来仍有优化空间。
- **华住集团**：23年毛利率35%、较19年-1pct；23年开办费用率维持在较低水平、管理费率与2019年持平、销售费用率较2019年提升1.1pct。

酒店集团成本费用率对比

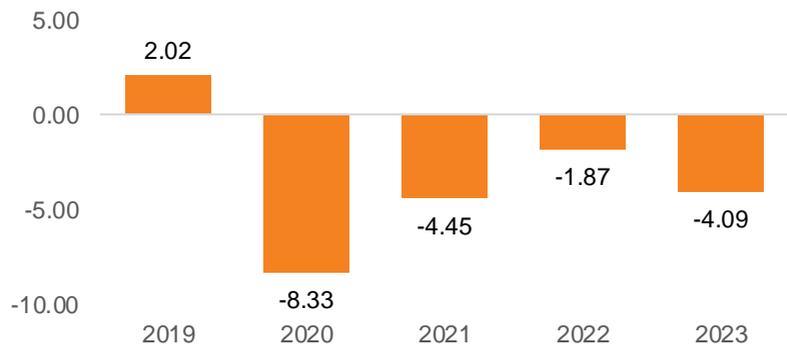
		2018	2019	2020	2021	2022	23H1	2023
毛利率	华住	36%	36%	5%	12%	12%	33%	35%
	锦江	33%	32%	14%	24%	22%	32%	34%
	亚朵		25%	22%	26%	30%	42%	39%
	首旅	94%	94%	13%	26%	16%	36%	38%
销售管理费用率	华住	12%	13%	18%	17%	17%	14%	14%
	锦江	22%	20%	19%	21%	21%	20%	22%
	亚朵		9%	8%	9%	15%	14%	10%
	首旅	78%	77%	19%	17%	18%	18%	18%
扣非归母净利率	华住	17%	14%	-18%	-2%	-10%	21%	19%
	锦江	5%	6%	-7%	-1%	-2%	5%	5%
	亚朵		1%	-1%	6%	4%	14%	16%
	首旅	8%	10%	-10%	0%	-13%	6%	9%

注：均为各上市公司整体数据（锦江毛利率及费用率为有限服务酒店数据）；2020年首旅毛利率口径变化，部分销售、管理费用重新划分进营业成本中

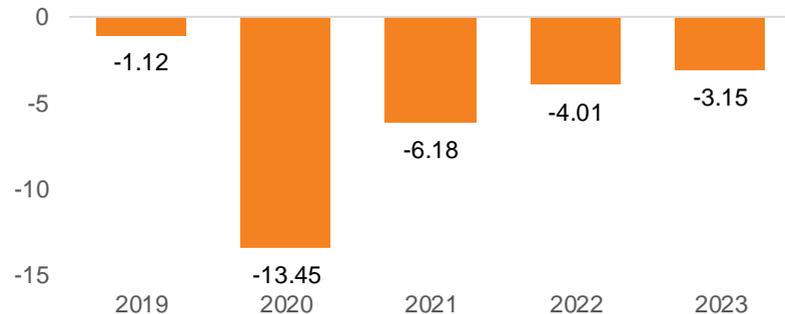
三大酒店集团提效驱动：境外酒店减亏预期

- **锦江**：23年境外酒店业绩-4.1亿元/19年同期为2.0亿元。23年经营平台亏3400万欧元，其中利息费3500万欧元、高管调整补偿费800万欧元。24上半年进行债务重组、完成对海外的增资。海外目标是2025年经营层能扭亏为盈、2026年整个海外能扭亏为盈。
- 战略方面，公司会进一步聚焦海外的西欧的国家，出售一些边缘的门店，出售获得资金用于对法国、德国、波兰的自有酒店进行更新改造，从而提升存量酒店的盈利能力。公司也会在管理方面，卢浮业务和集团另一个兄弟单位的海外业务进行管理上的协同，从而减少本部的费用，包括采购成本、IT中央系统对前端服务的成本、人员的优化、缩减降低人工成本、对PMS、CRS系统的优化，来进一步快速提升预订的效率、RevPAR等一系列的措施，来提升卢浮海外业务2024年的效益。
- **华住**：23年境外业绩-3.15亿元/19年同期为-1.1亿元。2024年DH的战略重点主要围绕三个方面展开，1) 轻资产化的转型，2) 降本增效的持续推进、通过创建精益组织提高运营效率、通过华住会全球会员体系加强直销能力，3) 探索亚太和中东地区的发展机会。

锦江境外归母净利润（单位：亿元）



华住境外归母净利润（单位：亿元）



三大酒店集团-盈利预测与投资建议

- **首旅：**我们预计24/25年公司归母净利分别为9.1/10.4亿元、对应PE分别为15/13x。短期关注复苏进度，中长期看好酒店集团加盟成长趋势、关注首旅标准店开店的提速可能及中高端发展，维持“买入”评级。
- 1、一季度业绩超预期、具备一定支撑，且收益管理有改善，以及我们认为经济型恢复在当前环境下有一定韧性。2、底部思维认知内在价值，17-22年末除18年外保持在200亿以上市值、而目前PE不足20倍且PB仅1.5倍，股价反馈了短期悲观预期、但我们认为中长期格局并没有恶化。3、保留一定的发展期待，标准店的中高端房量占比19-23年从26.7%上升到47.8%。
- **锦江：**长期看好酒店板块的刚需属性和韧性复苏、锦江前中后台变革及品牌优化下的疫后高成长释放，位置处于相对底部，24年宏观修复业绩有望释放，但短期或仍有估值切换景气度波动的风险。
- 1、相对低风险，17-19年周期尚可阶段市值有300亿上下、疫情期间公司定增50亿且房量扩张30%+，绝对位置在相对底部；2、股价对市场担心 β 回落已经有不少的反应，且市场更关心业绩改善相关的 α 影响因素。3、向上有管理改善预期，新CEO到位后有望增强业绩改善决心（通过门店改造实操、中国区整合提速，集团领导积极推进下有望推动三总部加速融合，我们认为未来在战略一致性、利益释放、效率释放等层面引发期待；中国区24年19亿业绩目标指引）。
- **华住：**看好供给出清下的龙头集中度提升、华住具备龙头规模优势和优异的运营管理效率。

三大酒店集团盈利预测与估值表

公司名称	总市值（亿元）	归母净利（亿元）			PE		
	2024/7/2	23A	24E	25E	23A	24E	25E
锦江酒店	247.07	10.02	15.27	17.74	25	16	14
首旅酒店	139.69	7.95	9.29	10.6	18	15	13
华住集团	754.48	40.85	42.66	49.36	18	18	15

数据来源：wind，归母净利润预测为wind一致预期，天风证券研究所

风险提示

- 宏观经济波动风险：宏观经济的下行同时影响消费旅游和商务旅行的住宿需求，直接削弱酒店需求端对行业的拉升力，影响酒店行业供需关系的改善，甚至会引发行业周期轮动。
- RevPAR恢复不及预期：RevPAR是影响酒店单店收益的核心指标，受宏观环境、供需关系等影响，RevPAR恢复不及预期将对公司造成负面影响。
- 开店进度不及预期：连锁店的拓展上依然存在吸引单店加盟、服务的标准化落地、管理效率的提升等问题，影响集团连锁化率的提升。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS