

社会服务

2024 年 11 月 22 日

报告原因：首次覆盖

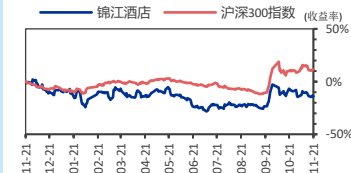
买入 (首次评级)

市场数据： 2024 年 11 月 21 日
收盘价 (元) 26.85
一年内最高/最低 (元) 34.40/21.47
市净率 1.7
股息率% (分红/股价) 2.31
流通 A 股市值 (百万元) 24,380
上证指数/深证成指 3,370.40/10,819.88

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 09 月 30 日
每股净资产 (元) 15.86
资产负债率% 63.26
总股本/流通 A 股 (百万) 1,070/908
流通 B 股/H 股 (百万) 156/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com
杨光 A0230524100004
yangguang@swsresearch.com

联系人

杨光
(8621)23297818×
yangguang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

锦江酒店 (600754)

——从规模到效益，品牌矩阵升级开启新篇章

投资要点：

- 酒店行业周期属性较强，供需错配叠加需求本身的高峰低谷，使得行业整体实现“复苏—繁荣—衰退—萧条”周期更迭，当前供给超额回补且需求尚有缺口，酒店行业处在驻底期，展望未来低效供给逐步出清后，行业具有向上弹性。轻资产化为酒管公司优化收入结构、培育抗周期能力的主要趋势。加盟店灵活的资产特征使得抗经济风险能力强、成本要求较低，能够满足快速扩店需求并提升酒店集团整体利润率，充分体现品牌溢价。
- 公司依托强大的国资背景迅速发展，主要历经了资产整合、聚力转型、并购扩张、优化增效等四个阶段，见证中国酒店行业蓬勃发展的同时实现了自我超越与革新突破。疫后把握行业回暖态势稳健运营，境内外经营表现大幅改善。24 年公司境内外酒店 RevPAR 超 19 年同期水平增长稳健。境内业务，24 年前三季度，境内酒店 RevPAR 绝对值呈现稳步攀升态势，但同比来看，由于供需关系的改变及旅游消费恢复理性 RevPAR 略有承压。展望未来，行业整体需求回暖有望驱动 OCC 持续修复，进一步带动 RevPAR 提升，赋能盈利水平增长推动业绩弹性释放。
- 公司增长看点：1) 自我革新为增长原动力，规模优势为护城河，多年外延内生品牌矩阵丰富势能强劲。公司聚焦主力品牌的政策进一步落实，有利于主力品牌优势规模巩固，营收贡献占比提升。后续将重点发展丽怡、白玉兰酒店、丽芮、锦江都城、康铂、希尔顿欢朋品牌，培养极具市场竞争力的中高端品牌并进一步稳固发展基石。2) 存量门店翻新改造，直营减亏提振业绩。公司通过关闭持续亏损酒店，新增盈利能力较高酒店，优化直营和加盟店规模与结构。老旧店翻新改造加速，由直营试点到加盟推广，赋能“质”的有效提升与“量”的合理增长。3) 重视会员生态体系，直销比率有上行空间。筑牢客源根基发挥规模优势，提高 CRS 订单占比。流量化留量，会员体系升级+权益体验优化，增强会员粘性沉淀会员基因。重视直销体系建设+统一 CRS 费率。4) 海外资产负债表优化，卢浮酒店提质增效。公司 2015 年收购卢浮酒店，疫情前卢浮酒店收入利润贡献保持稳定，但由于其财务杠杆率较高，通胀+加息海外环境承压，其盈利受到挑战。公司有望进一步优化卢浮酒店资产结构，降低财务杠杆，同时提升运营效率。
- 首次覆盖，给予“买入”评级。综合考虑公司境内、境外及直营和加盟的量价拆分，我们预计公司 24-26 年实现归母净利润 12.35/13.73/14.67 亿元，对应 23/21/20 倍 PE。考虑到酒店行业商业模式较为类似而锦江酒店中高端品牌矩阵逐渐成熟且占比提高，我们选取港股华住集团、美股万豪酒店、希尔顿酒店三家上市公司作为可比公司，24 年行业平均 PE 为 29 倍，给予公司 24 年可比公司平均估值，对应目标市值为 352 亿元，当前市值对应 23%涨幅，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：商誉减值风险，海外业务管理风险，固定资产减值风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	14,649	10,790	14,553	15,452	17,241
同比增长率 (%)	29.5	-2.6	-0.7	6.2	11.6
归母净利润 (百万元)	1,002	1,106	1,235	1,373	1,467
同比增长率 (%)	691.1	12.1	23.3	11.2	6.8
每股收益 (元/股)	0.94	1.03	1.15	1.28	1.37
毛利率 (%)	42.0	41.5	40.1	42.3	41.8
ROE (%)	.	.	.	.	.
市盈率	29		23	21	20

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 24-26 年实现归母净利润 12.35/13.73/14.67 亿元，对应 23/21/20 倍 PE。考虑到酒店行业商业模式较为类似而锦江酒店中高端品牌矩阵逐渐成熟且占比提高，我们选取华住集团、万豪酒店、希尔顿酒店三家上市公司作为可比公司，24 年行业平均 PE 为 29 倍，给予公司 24 年可比公司平均估值，对应目标市值为 352 亿元，当前市值对应 23%涨幅，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

预计 24-26 年公司境内加盟门店规模分别为 1.17/1.26/1.34 万家，境内加盟店净增 985/850/800 家，OCC 为 65%/67%/69%，ADR 为 246/258/283 元。

预计 24-26 年公司境外加盟门店规模 899/895/903 家，OCC 为 62%/63%/64%，ADR 为 68/70/70 欧元，RevPAR 为 42/44/45 欧元。

有别于大众的认识

市场普遍认为连锁酒店市场空间增速有限，我们认为酒店品牌确实迎来存量博弈时代，但单体酒店“翻牌”成连锁化中档、中高端酒店趋势明显，具有较强产品矩阵的酒店在开店上并不存在压力。尤其在地产下行周期上，地方五星级酒店效益大幅下降面临清退和翻牌，高星酒店从地产时代转为管理为王。

市场普遍认为存量门店量价提升空间有限，我们认为公司存量门店具有较高的升级空间，在弱 β 中具有逆势提升 RevPAR 的强 α 属性。锦江酒店自我革新力度较大，无论是终端销售团队拓展新店还是在收费端上均做出较大改变，且从直销比例上看成果较为显著。门店结构优化+会员渠道打通双轮驱动将进一步提高公司直销比例。

股价表现的催化剂

旅游出行人数高基数下仍有显著提升，非制造业 PMI 转暖。

核心假设风险

商誉减值风险，海外业务管理风险，固定资产减值风险。

目录

1. 匠心独运沉淀根基，多维提质构筑新势能.....	7
1.1 历史沿革：深厚国资背景+市场化新动能双轮驱动.....	7
1.2 品牌底蕴深厚，定向增肌强化品牌竞争力	8
1.3 降本增效助推盈利提升，股权激励释放主观能动性.....	9
2. 供需错配周期波动，行业复苏景气上行	11
2.1 酒店行业周期迭代，底部振荡有望迎来新周期	11
2.2 供给恢复需求高涨，结构性提价态势趋显	13
3. 头部品牌溢价能力提升有望持续.....	15
3.1 酒店连锁化率持续提升，下沉市场是长期突破关键点.....	15
3.2 深耕门店+产品+会员运营，头部品牌力彰显溢价有望兑现	16
4. 自我革新为增长原动力，重视会员精细化运营.....	19
4.1 规模持续行业领先，全品牌矩阵分层管理	19
4.2 存量门店翻新改造，直营减亏提振业绩	24
4.3 重视会员生态体系，直销比率有上行空间	26
4.4 海外资产负债表优化，卢浮酒店提质增效	29
5. 盈利预测与估值.....	32
6. 风险提示	34

图表目录

图 1：锦江酒店发展历程概况	7
图 2：公司积极强化品牌竞争力	8
图 3：聚焦五年战略规划推进高质量发展	9
图 4：23 年公司营收水平明显增长	9
图 5：23 年公司盈利能力快速修复	9
图 6：24 年前三季度境内酒店 RevPAR 同比有下滑	10
图 7：境外酒店 RevPAR 同比增幅三季度转正	10
图 8：24 年三季度境内酒店价格同比下降，入住率有所提升	10
图 9：境外酒店三季度价格表现强劲，入住率略有承压	10
图 10：酒店供需逻辑与完整周期阶段	12
图 11：非制造业 PMI：商务活动指数作为需求侧前置性指标	12
图 12：酒店供给数据跟踪-全国酒店增速回落	12
图 13：中国大陆酒店客房数（单位：万间）	13
图 14：单体酒店数量显著下降后修复	13
图 15：疫情期间主要出清类型为 15~29 间单体酒店	13
图 16：23 年国内酒店行业集中度下降（按房间数口径）	13
图 17：节假日出行人次及恢复度（截至 2024 年国庆假期）	14
图 18：服务业 PMI 新订单环比提升（%）	14
图 19：2024 年全国酒店分层级入住率同比变化	14
图 20：大陆酒店连锁化率提升明显，仍有升级空间	15
图 21：大陆酒店业连锁化率（按档次分）	15
图 22：第七次人口普查各线城市人口（单位：万人）	16
图 23：大陆酒店业连锁化率（按城市分）	16
图 24：直营店与加盟店盈利模式对比	16
图 25：汉庭 1.0 及经济型软品牌占比降低，汉庭 2.7 及以上版本门店占比提升 ..	18
图 26：锦江酒店多措并举加强会员体系建设	18
图 27：2019 与 2023 年头部酒店品牌市占率对比	19
图 28：锦江、华住、首旅已开业酒店数量（单位：家）	19
图：锦江、华住、首旅净开店规模（单位：家）	

图 30: 截至三季度末, 锦江酒店新增门店 1149 家 (单位: 家)	19
图 31: 公司品牌矩阵全覆盖	20
图 32: 公司净开店数量同比对照 (单位: 家)	21
图 33: 荟语酒店以“幸福秘境”作为品牌体验精髓	21
图 34: 原拓酒店演绎国潮时尚	21
图 35: 锦江酒店、华住酒店及首旅酒店中高端开店数量及占比	22
图 36: 锦江中国区经济型及中高端 ADR 变化趋势	22
图 37: TOP10 经济型酒店品牌市场占有率	23
图 38: 锦江经济型酒店代表性品牌开业门店结构 (单位: 家)	23
图 39: 7 天 3.0 及锦江之星 5.0 门店升级焕新	23
图 40: 中高端酒店品牌市场占有率排名	24
图 41: 锦江中高端酒店品牌门店结构 (单位: 家)	24
图 42: 直营、加盟门店数量及增速 (单位: 家)	24
图 43: 锦江酒店直营、加盟门店结构	24
图 44: 加盟、直营门店营收及增速 (单位: 亿元)	25
图 45: 加盟、直营门店营收贡献	25
图 46: 加盟、直营门店 RevPAR 及增速 (单位: 元)	25
图 47: 直营门店翻新改造当年投入金额 (单位: 百万元)	25
图 48: 加盟商优惠政策	26
图 49: 锦江之星 5.0 不同类型改造投资回报	26
图 50: 数字化转型五线并举赋能高质量发展	26
图 51: 会员整合数量变化情况 (单位: 万人)	27
图 52: 锦江会员体系升级	28
图 53: 锦江基金卡/ 白金卡会员权益升级	28
图 54: 依托数据大脑, 凸显会员数据价值	28
图 55: 公司加盟业务收入结构	29
图 56: 2022 年 WeHotel 收入结构 (单位: %)	29
图 57: 卢浮酒店品牌矩阵	30
图 58: 卢浮酒店计划到 2028 年, 自营酒店中 83 家的现金营业利润 (COP) 将超过 35%	30
图: 卢浮酒店计划到 年, 租赁酒店中 家酒店的现金营业利润 (COP) 超过 %	

.....	30
图 60：2020 年后海外酒店负债占比提高，24 年上半年有所下降（单位：百万元人民币）	31
图 61：财务费用-海外酒店（单位：百万元人民币）	31
图 62：卢浮酒店 19 年-24H1 年收入利润（单位：万欧元）	31
图 63：海外酒店数量（单位：家）	31
表 1：锦江酒店股权激励解锁条件	11
表 2：酒店直营与加盟经营模式特点	17
表 3：三大头部酒店加盟店占比	17
表 4：锦江酒店直营、加盟店收入核心假设	32
表 5：锦江酒店业务拆分简表	33
表 6：锦江酒店盈利预测简表	34

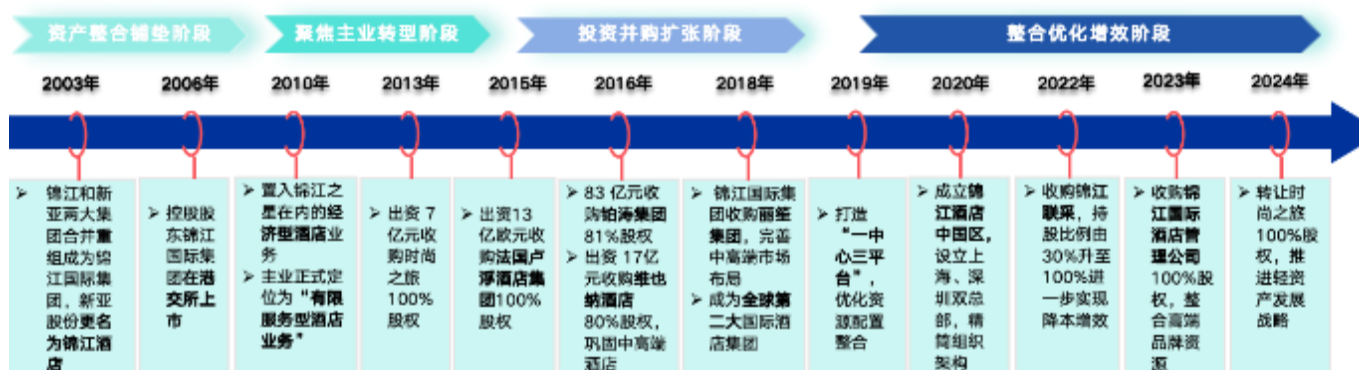
1. 匠心独运沉淀根基，多维提质构筑新势能

1.1 历史沿革：深厚国资背景+市场化新动能双轮驱动

上海锦江国际酒店股份有限公司前身为新亚股份，成立于1992年12月，1996年发行A股于上交所上市。控股股东为锦江国际集团，拥有锦江酒店45.05%股权，其实际控制人为上海市国资委。依托强大的国资背景实现快速发展，公司主要历经了资产整合、聚力转型、并购扩张、优化增效等四个阶段，在见证中国酒店行业蓬勃发展的同时实现了自我超越与革新突破。

资产整合铺垫期：国企改革助推资产置换，明确酒店核心发展目标。2003年6月，上海市政府国资整合推动下，锦江和新亚两大集团合并重组成为锦江国际集团，新亚股份更名为锦江酒店。同年，锦江通过资产置换置出旅游、摄影等非主营业务资产，聚焦酒店核心资产。**聚焦主业转型期：有限服务酒店取代星级酒店，重点发展经济型连锁酒店。**2010年，公司置入锦江之星在内的经济型酒店业务，置出星级酒店业务，进一步将主业正式定位为“有限服务型酒店业务”。2013年，公司出资7.1亿元收购时尚之旅，实现对经济型酒店覆盖。**投资并购扩张期：坚持“深耕国内、全球布局、跨国经营”核心发展战略。**2015年，锦江以13亿欧元全资收购喜达屋资本集团旗下的法国卢浮酒店集团，开启布局国际酒店市场阶段。2016-2019年，公司先后以现金收购铂涛集团100%股份，成为首家跻身全球前五的中国酒店集团。2016年，公司出资17.49亿元以现金收购维也纳酒店80%股权。2018年，锦江国际集团收购丽笙集团，进一步完善中高端市场布局，成为全球第二大国际酒店集团。**整合优化增效期：各线品牌资源整合打破壁垒，精简架构提升管理效率。**2020年5月，公司组织架构调整，成立锦江酒店中国区，设立上海、深圳双总部，三大执行副总裁分管品牌运营，将维也纳、铂涛、锦江都城三大酒店品牌进行梳理提升，主要将中端酒店品牌重新管理划分。23年12月，锦江酒店再次进行组织架构调整，原上海总部、深圳一部、二部合并归到锦江酒店中国区管理，将27个品牌划归为四个品牌事业部，品牌事业部一部、二部和度假事业部、独立事业部，并将前台业务划分为11个大区，每个大区被充分授权并可自行组建开发团队。

图 1：锦江酒店发展历程概况





资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2 品牌底蕴深厚，定向增肌强化品牌竞争力

持续扩大品牌优势，整合优质品牌充分发挥品牌竞争力。锦江酒店中国区合并后，计划将原有的 40 多个品牌整合成对外展示的 30 个品牌，其中有 12 个主力品牌，五个已经达到千家规模（丽枫、维也纳国际、维也纳酒店、7 天系列、锦江之星），7 个力争在 2028 年前打造成千店品牌（希岸、喆啡、凯里亚德 kyriad、康铂 Campanile、白玉兰酒店、丽怡 COUNTRY、IU 酒店）。千店品牌保持规模增长，维持利润贡献率，成为短期中国区发展的有力基石。在中高端品牌中，公司重点培育极具市场竞争力的三个核心中高端品牌，丽芮、丽柏、锦江都城酒店。在度假赛道方面，公司结合锦江旅游资源发展锦江酒店的连锁品牌，提供优质服务。

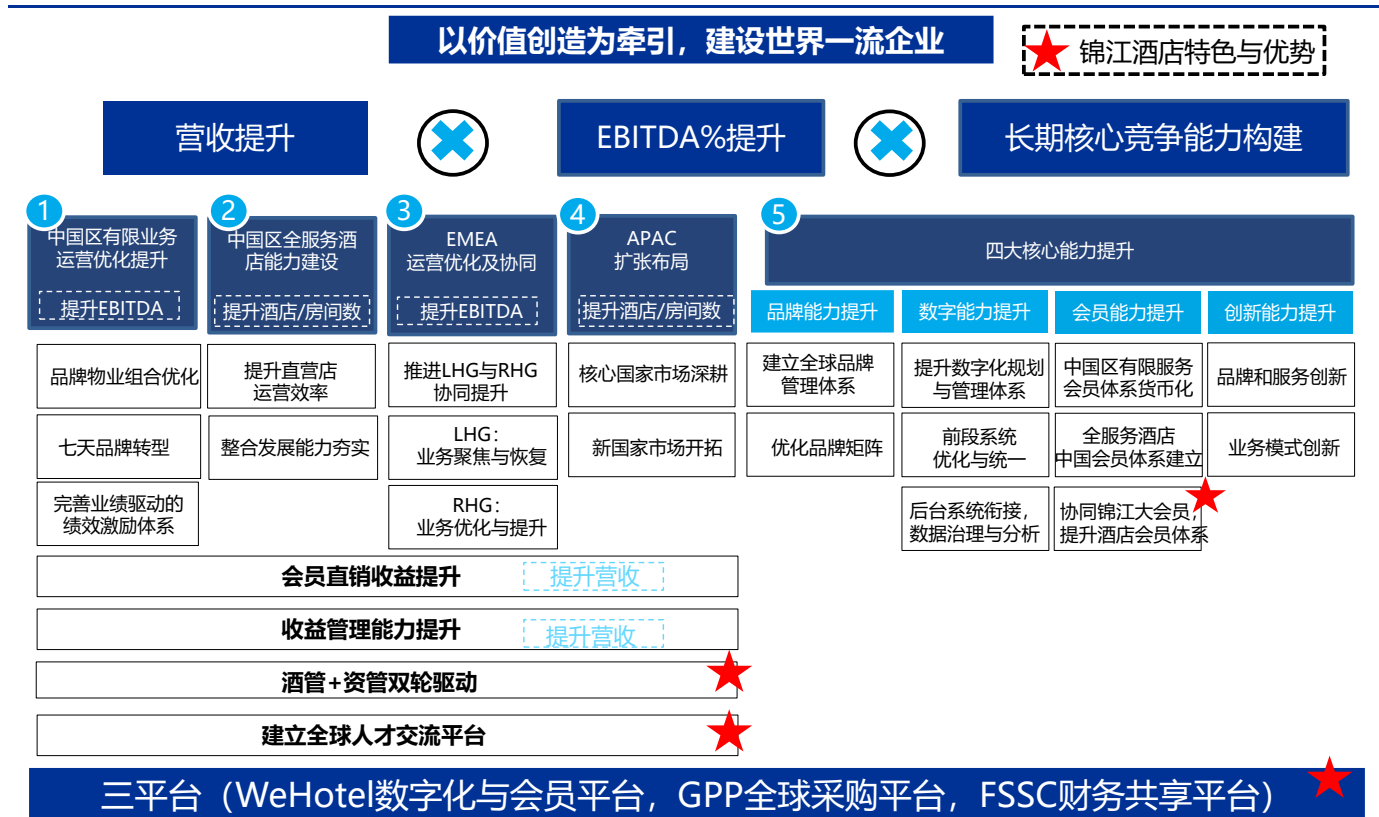
图 2：公司积极强化品牌竞争力



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司积极打造“一中心三平台”（全球创新中心 GIC、全球旅行产业共享平台 WeHotel、全球采购平台 GPP、全球财务共享平台 FSSC）。实现资源匹配、管理优化、业务协同的充分融合发展，赋能公司把握行业复苏机遇实现可持续增长。

图 3：聚焦五年战略规划推进高质量发展



资料来源：锦江投资者交流大会，申万宏源研究

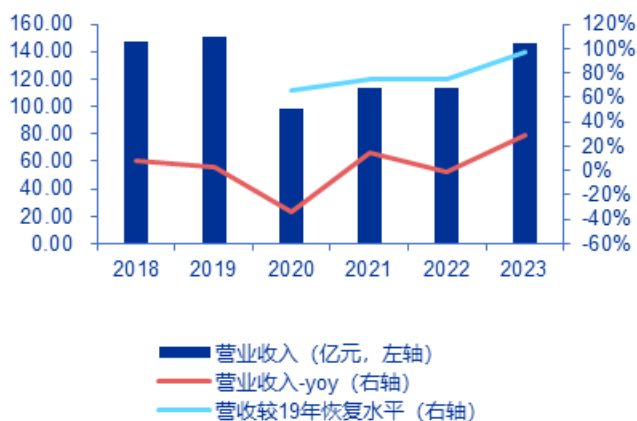
注：LHG 是指 Louvre Hotels Group 卢浮酒店集团，RHG 是指 Radisson Hotels Group 丽笙酒店集团

1.3 降本增效助推盈利提升，股权激励释放主观能动性

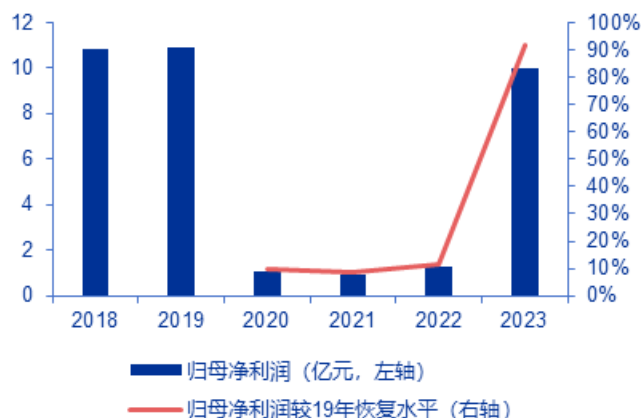
公司主营业务可分为三个部分：国内酒店+国际酒店+食品与餐饮。2023 年公司业绩修复反弹，盈利能力超 19 年同期水平。23 年公司把握行业复苏关键机遇，精细运营促进业绩释放。23 年公司营收明显修复，实现主营业务收入 146.49 亿元，同比+29.5%，恢复至 19 年的 97.0%。其中食品及餐饮业务实现合并营业收入 2.5 亿元，同比增长 8.36%，实现净利润 2.99 亿元，同比下降 4.49%，主要由于无锡肯德基、苏州肯德基与杭州肯德基期末公允价值变动损益同比上年同期减少。整体来看，公司盈利水平快速回升，23 年实现归母净利润 10.02 亿元，恢复至 19 年的 91.7%。

图 4：23 年公司营收水平明显增长

图 5：23 年公司盈利能力快速修复



资料来源：公司财报，申万宏源研究



资料来源：公司财报，申万宏源研究

把握行业回暖态势稳健运营，境内外经营表现大幅改善，24年受到宏观因素影响酒店价格及入住率有所承压。24年公司境内外酒店 RevPAR 超 19 年同期水平增长稳健。境内业务，24 年 1-3 季度，境内酒店 RevPAR 绝对值呈现稳步攀升态势，但同比来看，由于供需关系的改变及旅游消费恢复理性，24 年前三季度酒店 RevPAR 分别同比下降 1.55%/7.18%/8.38%。**海外方面**，自 22Q3 RevPAR 已连续 9 个季度超 19 年同期水平，24Q3 RevPAR 同比+3.08%至 47.57 欧元，ADR 同比+6.3%至 73.04 欧元，OCC 同比-2.03pct 至 65.13%。**我们认为，行业整体需求回暖有望驱动 OCC 持续修复，进一步带动 RevPAR 提升，赋能盈利水平增长推动业绩弹性释放。**

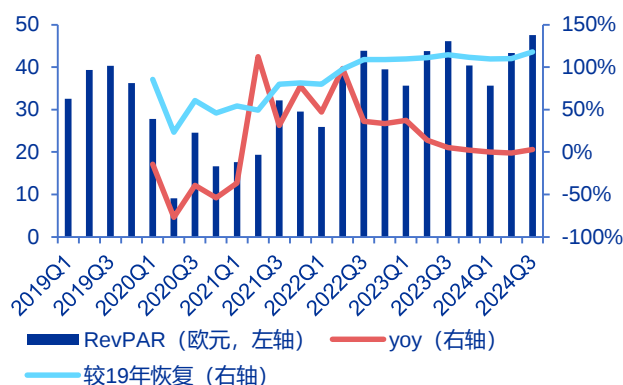
图 6：24 年前三季度境内酒店 RevPAR 同比有下滑



资料来源：公司财报，申万宏源研究

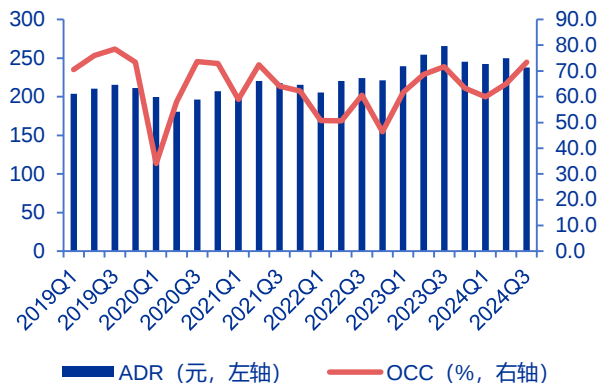
图 8：24 年三季度境内酒店价格同比下降，入住率有所提升

图 7：境外酒店 RevPAR 同比增幅三季度转正

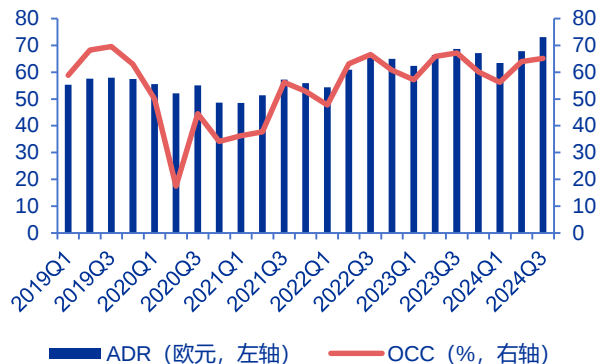


资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 9：境外酒店三季度价格表现强劲，入住率略有承压



资料来源：公司财报，申万宏源研究



资料来源：公司财报，申万宏源研究

8 月份公司公告拟回购股票进行股权激励，有望释放国企酒店管理公司的经营主动能力。公司公告股权激励计划，承诺业绩 24/25/26 年扣非归母净利润增速分别不低于 30%/65%/100%（以 2023 年业绩为基数）。根据 2023 年扣非归母净利润的测算，可得 24/25/26 年目标扣非归母净利润为 10.07/12.78/15.49 亿元，同时对主业利润率设定了不低于 11%/12.5%/14%的门槛。

表 1：锦江酒店股权激励解锁条件

解除限售期	业绩考核条件
第一个 解除限售期	2024 年度扣非归母净利润资产收益率不低于 5.8%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平； 以 2023 年业绩为基数，2024 年扣非归母净利润增长率不低于 30% ，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2024 年新增开业酒店家数不低于 1200 家；2024 年主业利润率不低于 11%。
第二个 解除限售期	2025 年度扣非归母净利润资产收益率不低于 7%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平； 以 2023 年业绩为基数，2025 年扣非归母净利润增长率不低于 65% ，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2025 年新增开业酒店家数不低于 1200 家或 2024-2025 年累计新增开业酒店家数不低于 2400 家；2025 年主业利润率不低于 12.5%。
第三个 解除限售期	2026 年度扣非归母净利润资产收益率不低于 8%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平； 以 2023 年业绩为基数，2026 年扣非归母净利润增长率不低于 100% ，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2026 年新增开业酒店家数不低于 1200 家或 2024-2026 年累计新增开业酒店家数不低于 3600 家；2026 年主业利润率不低于 14%。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

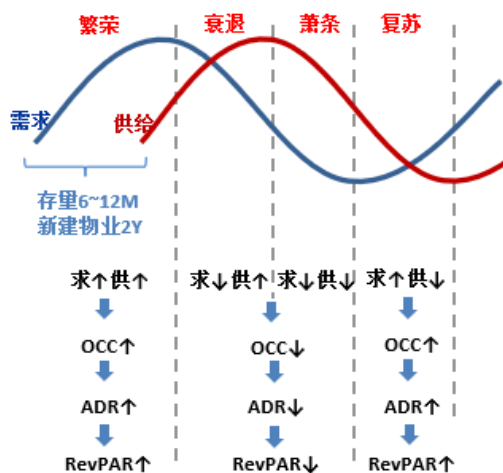
2. 供需错配周期波动，行业复苏景气上行

2.1 酒店行业周期迭代，底部振荡有望迎来新周期

社会投资与消费者阶段性需求供需错配，供给侧变化通常滞后于需求侧。需求侧主要分为商务需求与休闲旅游需求，商务活动 PMI 指标可以作为前置性指标反映酒店需求侧繁荣程度。人口短期流动性提高，有助于推动酒店行业需求增长，如果指数维持景气区间则一定程度上代表酒店需求发展态势向好。供给侧主要由新建酒店和存量物业转化组成，新建酒店由新增商服用地供给决定，新增商服用地转化为新增酒店具有滞后性约 2-3 年，存量物业装修转化约需 9 个月，因此供给侧变化通常滞后于需求侧。

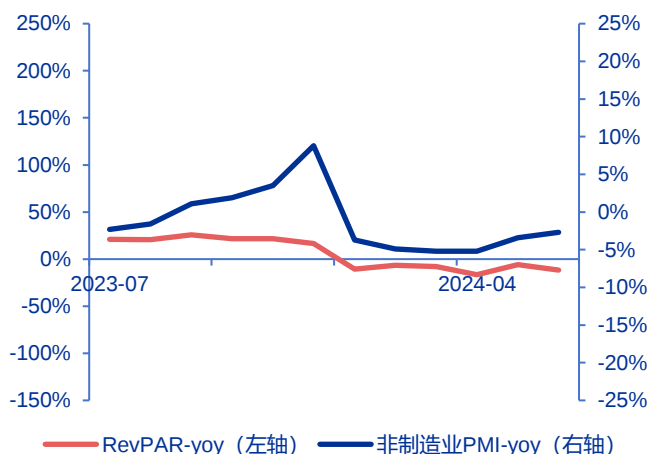
供求相互作用助推行业实现“复苏—繁荣—衰退—萧条”周期更迭。行业复苏期需求由底部增速逐步加快转正，供给尚未完全恢复，行业供不应求，OCC 与 ADR 提升驱动 RevPAR 上涨，行业景气度上行。供需关系向投资端初步反应，住宿业投资热度上升，随着 RevPAR 持续上涨，住宿业投资热度持续升温，供给逐渐增多。物业进入到酒店存量市场短时间内很难退出，因为物业前期装修成本投入较大，且多数酒店物业并不适合改成其他用途的物业，所以如果市场需求增速持续下降，供不应求则会转为供过于求，RevPAR 持续降低驱动市场进入衰退和萧条期。酒店加盟商通常“短借长投”需要强现金流支撑，抗风险能力弱者逐步出清，供给滞后于需求下降。待需求恢复大于供给时，开启新一轮复苏周期。

图 10：酒店供需逻辑与完整周期阶段



资料来源：申万宏源研究

图 11：非制造业 PMI：商务活动指数作为需求侧前置性指标

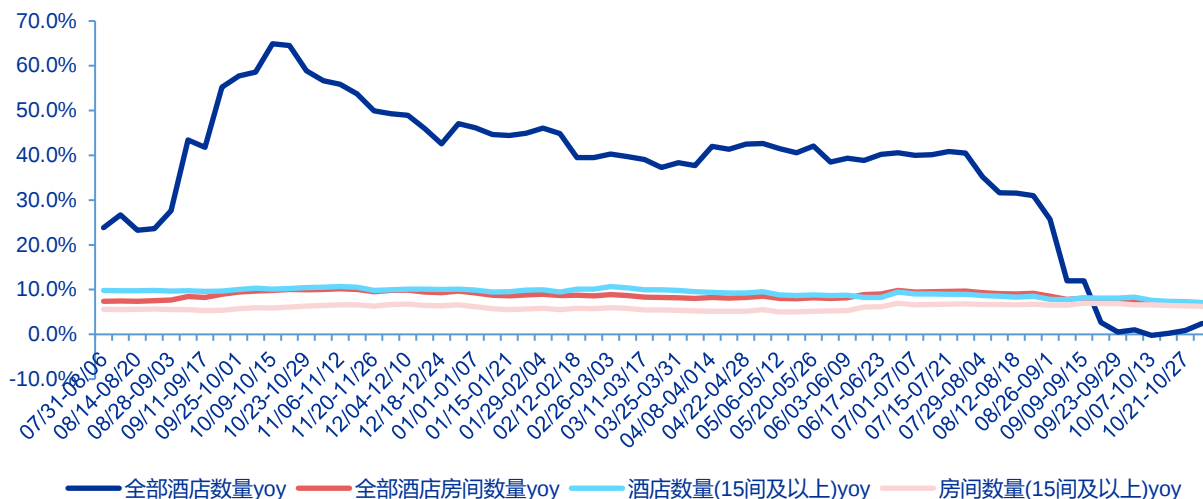


资料来源：Wind，驿镜数据库，申万宏源研究

酒店行业逐步筑底，中高端酒店加盟意愿强烈，龙头酒店或将迎来新一轮修复周期。

2019Q4 开始酒店需求开始逐步下探，入住率及平均房价均有下降，抗风险能力弱的单体酒店开始出清。根据中国饭店业协会，截止 2022 年末，国内酒店业设施 27.9 万家，同比 2020 年初下降 17%。2023 年以来，旅游业迎来爆发性恢复式增长，单体酒店供给快速回补，截止 2023 年末酒店业设施回补到 32 万家。根据周度高频数据来看，自 23 年年中开始，全部酒店数量增长速度显著高于全部酒店房间数量增长速度和 15 间及以上的酒店数量增速，说明自 23 年开始，小房量的单体酒店、民宿酒店增长较快。但随着文旅市场回归理性，部分单纯依靠 OTA 线上流量供给的酒店或将陷入价格战，低效酒店或面临出清或翻牌，全部酒店增速及规模以上酒店增速差距逐渐缩小，酒店价格有望企稳回升，迎来新一轮繁荣周期。

图 12：酒店供给数据跟踪-全国酒店增速回落

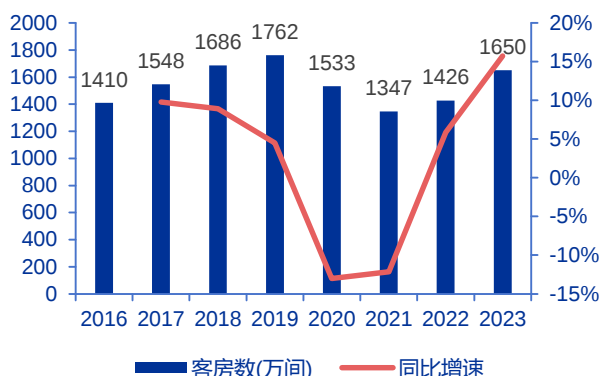


资料来源：驿镜数据，申万宏源研究

2.2 供给恢复需求高涨，结构性提价态势趋显

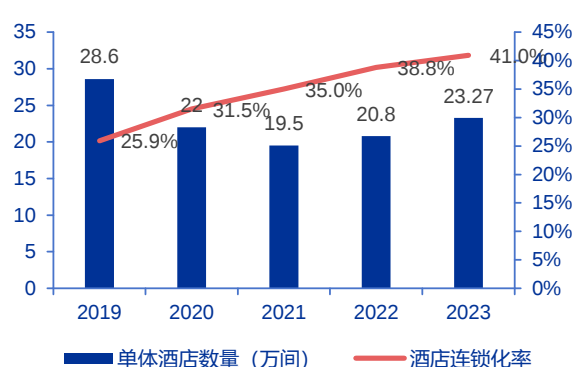
供给端：供给出清后，存量+新增酒店逐步回补。根据中国饭店业协会，2019年至2021年中国酒店行业客房总数从1762万减少24%至1347万间，2022年同比+5.9%回补至1426万间，2023年同比+15.7%回补至1650万间，恢复至2019年的94%。**头部酒管集团受到经营专业化、资金供应稳定性等多种优势因素的影响下迅速发展。**2020至2022年市场集中度稳步提升。2023年CR3/CR5市场集中度分别提升至15.7%/18.8%，分别较19年+5.1pct/+5.7pct，但同比有所下滑，我们认为主要原因是中小酒店在23年供给回补速度加快。**展望后市，我们认为行业呈现结构性变化马太效应凸显，OTA平台上酒店价格竞争激烈，龙头市占率提升推动行业连锁加盟趋势深化，头部集团早期优势+疫后扩张有助于其定价能力进一步提升。**

图 13：中国大陆酒店客房数（单位：万间）



资料来源：中国饭店协会，申万宏源研究

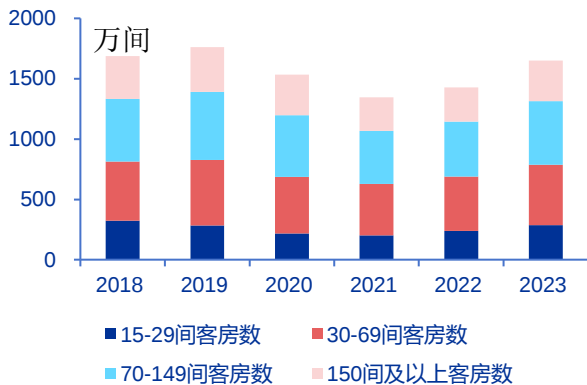
图 14：单体酒店数量显著下降后修复



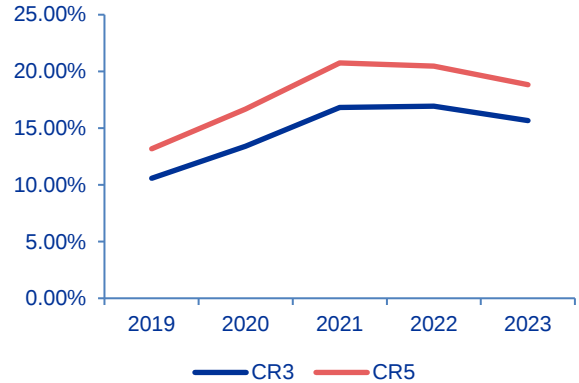
资料来源：中国饭店协会，申万宏源研究

图 15：疫情期间主要出清类型为 15~29 间单体酒店

图 16：23 年国内酒店行业集中度下降（按房间数口径）



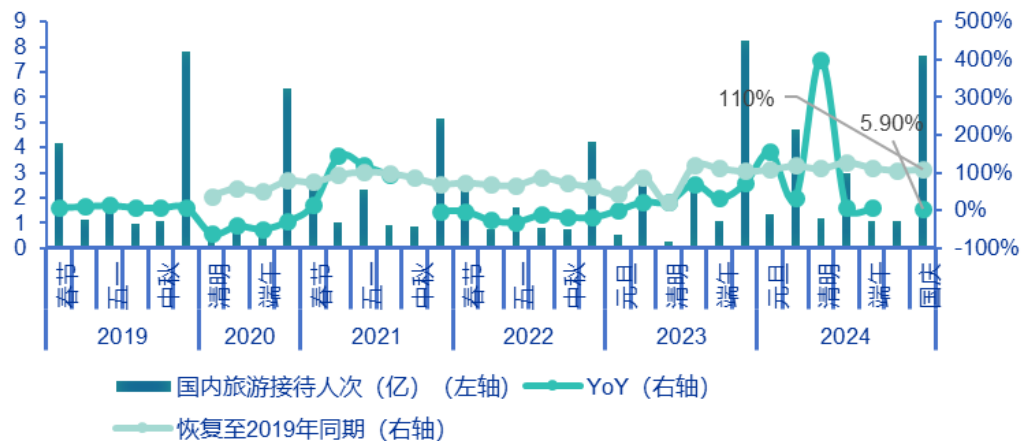
资料来源：中国饭店协会，申万宏源研究



资料来源：中国饭店协会，申万宏源研究

需求端：多轮政策促进+商务休闲旅游需求修复+短期节假日催化，“强文旅+弱商务”是疫情后的主要基调。 1) 2023 年以来国家持续出台多项促进消费政策：2023 年 7 月，国家发改委发布《关于恢复和扩大消费的措施》，旨在形成促进消费的一揽子政策体系，鼓励文旅体育会展消费等。2) 商务休闲旅游需求复苏合力：23 年线下消费复苏，出行意愿持续修复。商务旅行需求方面，服务业 PMI 反映商务活动的活跃程度，23 年年初服务业 PMI 指标有较快恢复后有所回落。休闲旅游需求方面，从文旅部公布的各个节假日客流和旅游消费数据来看，文旅市场火热程度维持高位。从入住率的数据来看，自 2024 年起节假日入住率有脉冲式回暖，大部分时间入住率同比仍有缺口。

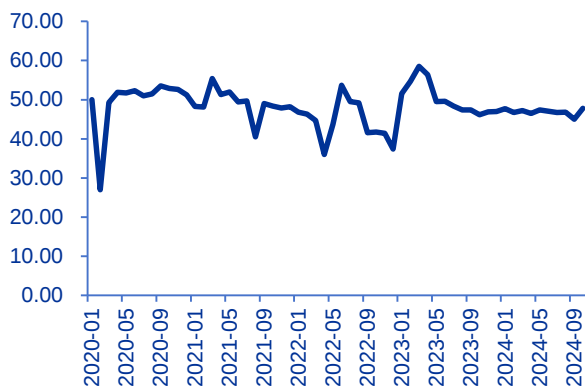
图 17：节假日出行人次及恢复度（截至 2024 年国庆假期）



资料来源：文旅部，申万宏源研究

图 18：服务业 PMI 新订单环比提升 (%)

图 19：2024 年全国酒店分层级入住率同比变化



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：驿镜数据库，申万宏源研究

3. 头部品牌溢价能力提升有望持续

3.1 酒店连锁化率持续提升，下沉市场是长期突破关键点

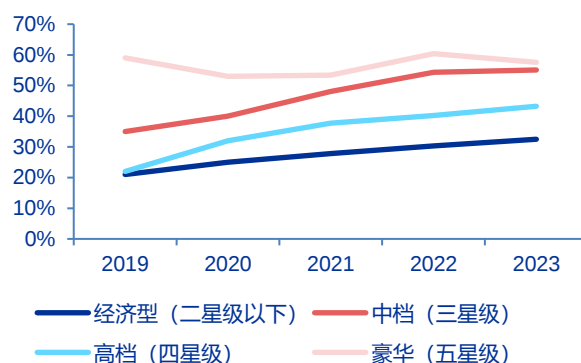
我国大陆酒店连锁化率提升明显，仍有升级空间。1) 连锁化率优势凸显：酒店分为连锁酒店与单体酒店，目前单体酒店仍为酒店产业主流。与单体酒店相比，连锁酒店能够提供稳定的自有客源渠道并提供标准管理和服 务，价格方面有更多溢价空间。2019-2023 年中国大陆酒店连锁化率从 26%提升至 41%，对比全球 41.9%（2020 年）的连锁化率仍有上升空间。2) 中高端酒店连锁化率增速最为显著。近年来各档次酒店连锁化率均增长，23 年经济型 / 中档 / 高档 / 豪华酒店连锁化率同比 19 年分别 +11.5pct/+20.1pct/+21.3pct/-1.4pct，中、高档酒店连锁化增速大幅提升。截至目前，豪华酒店连锁化率最高，经济型酒店连锁化率最低。我们认为，发达国家高连锁化率受益于较高的人均收入水平及成熟的酒店规模，我国头部集团逆势扩张优势明显，市占率提升有助于推动行业连锁化率进一步增长。

图 20：大陆酒店连锁化率提升明显，仍有升级空间



资料来源：中国饭店协会，Frost & Sullivan，申万宏源研究

图 21：大陆酒店业连锁化率（按档次分）

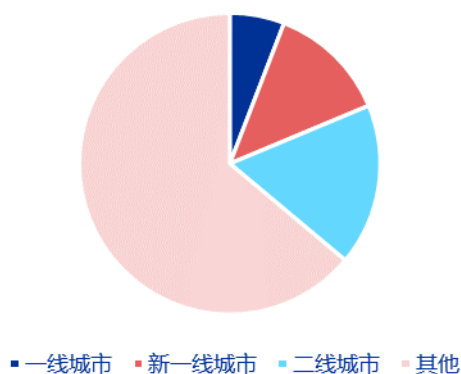


资料来源：中国饭店协会，申万宏源研究

下沉市场供需发力整合空间广阔，影响我国酒店连锁化率的长期态势。1) 需求侧下沉市场底层韧性较强：据第七次全国人口普查数据，我国三线及以下城市人口占比为 64%，下沉市场城市化进程推动人口持续增加，伴随下沉市场消费水平提升，有望增强对经济型/中端连锁品牌酒店需求。同时，受到公司及个人业务需求向下沉市场寻求新增长机会的影

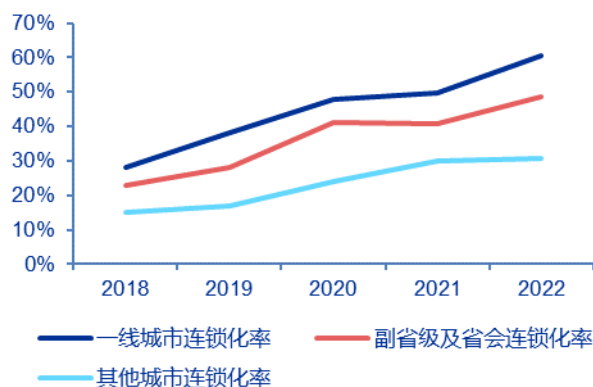
响，商旅业务下沉也为三四线城市带来新住宿需求。2) 供给侧头部集团持续布局：一线城市的单体酒店较少连锁化程度高，而二、三线城市等下沉市场单体酒店多，需要标准化整合运营。酒店头部集团发力下沉市场布局，23 年华住及首旅签约酒店中三线及以下市场占比均有提升。我们认为，伴随乡村振兴、新城镇化等政策利好，下沉市场是新时期酒店投资“新蓝海”，我国长期酒店行业连锁化率提升关键在于下沉市场的突破。

图 22：第七次人口普查各线城市人口（单位：万人）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 23：大陆酒店业连锁化率（按城市分）



资料来源：中国饭店协会，申万宏源研究

3.2 深耕门店+产品+会员运营，头部品牌力彰显溢价有望兑现

直营与加盟不同模式相互配合，利于酒店优化收入结构、培育抗风险、抗周期等能力。直营店方面，收入由客房收入+餐饮商品收入组成，其中客房收入为主要收入来源，由客房数与 RevPAR 驱动。运营成本较高，主要成本来源为物业的租金+折旧摊销+员工雇佣成本。直营模式能够提供较高水准的酒店产品与服务且收益较高，但由于其重资产的经营特点，受经济周期影响显著、抗风险能力弱、门店扩张速度受限灵活性差。加盟店方面，收入由业主一次性加盟费+持续性加盟费+酒店额外支持费用组成，额外支持费用包括中央预定系统费用（CRS）、PMS 维护费等。成本方面，酒店无需承担加盟商开发及运营成本，成本较低。我们认为，加盟店灵活的资产特征使得抗经济风险能力强、成本要求较低，能够满足快速扩店需求并提升酒店集团整体利润率，充分体现品牌溢价。

图 24：直营店与加盟店盈利模式对比



资料来源：申万宏源研究

表 2：酒店直营与加盟经营模式特点

模式	阐释	品牌	产权	人权	优势及劣势
直营	合资模式 品牌方与当地企业以合资形式开设直营店	酒店自有品牌	合资公司	合资方	优势：服务质量得以保障，收益高创新探索的必备模式 劣势：抗风险能力弱，灵活性差，扩张速度受限受周期影响明显，存在现金流及房产贬值相关问题
	自投模式 品牌方独立投资开设直营店		品牌方	品牌方	
	委托经营模式 业主委托品牌方运营酒店，上交管理费用	业主使用酒店品牌	业主方	品牌方编制年度计划，业主方批准	优势：扩店速度快，轻资产抗经济风险能力强，有助于提升利率，体现品牌价值 劣势：服务质量参差不齐，影响品牌声誉
加盟	特许经营模式 品牌方特许经营品牌、知识产权予业主使用，收取特许经营费用		业主方	品牌方无权批准	

资料来源：申万宏源研究

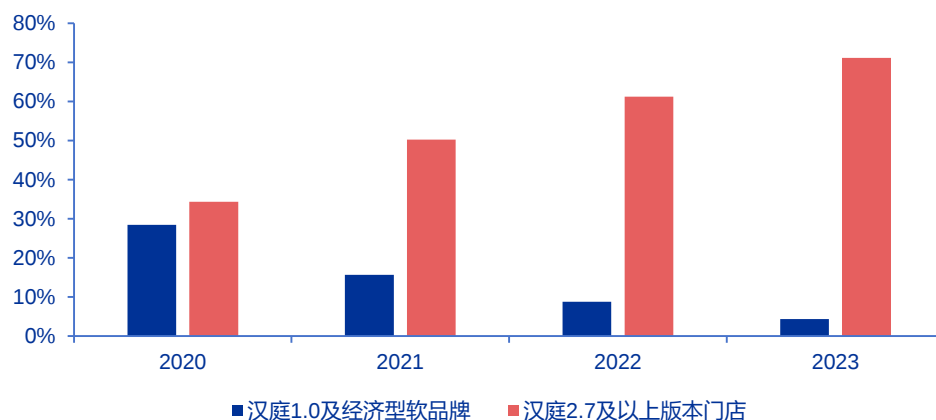
表 3：三大头部酒店加盟店占比

酒店名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1	24Q2
锦江	81.4%	84.2%	86.4%	88.4%	90.1%	91.3%	92.8%	93.4%	93.5%	94.0%
华住	80.9%	82.1%	83.5%	87.8%	88.9%	90.6%	91.8%	92.6%	93.8%	94.2%
首旅如家	70.5%	74.1%	76.3%	80.9%	83.9%	87.3%	88.7%	89.8%	89.9%	90.3%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

头部酒店注重品牌力、产品力培育，产品迭代升级落实精益增长战略。头部酒店近年来加快产品升级与迭代，新产品在经营指标表现较好，增强对加盟商吸引力。首旅代表性酒店如家精选、如家商旅近年来版本更新速度较快，同时中高端酒店逸扉进一步完善中高端品牌差异化布局。华住集团坚持精益发展战略，推动高质量门店及产品拓展，清理不合格门店。汉庭 1.0 及经济型软品牌门店数量占比呈现下降趋势。**我们认为，通过提供更高水平、有特色的旅居产品和服务，为客户创造丰富舒适的体验，并最终形成品牌溢价是目前酒店品牌的核心竞争力。**

图 25：汉庭 1.0 及经济型软品牌占比降低，汉庭 2.7 及以上版本门店占比提升

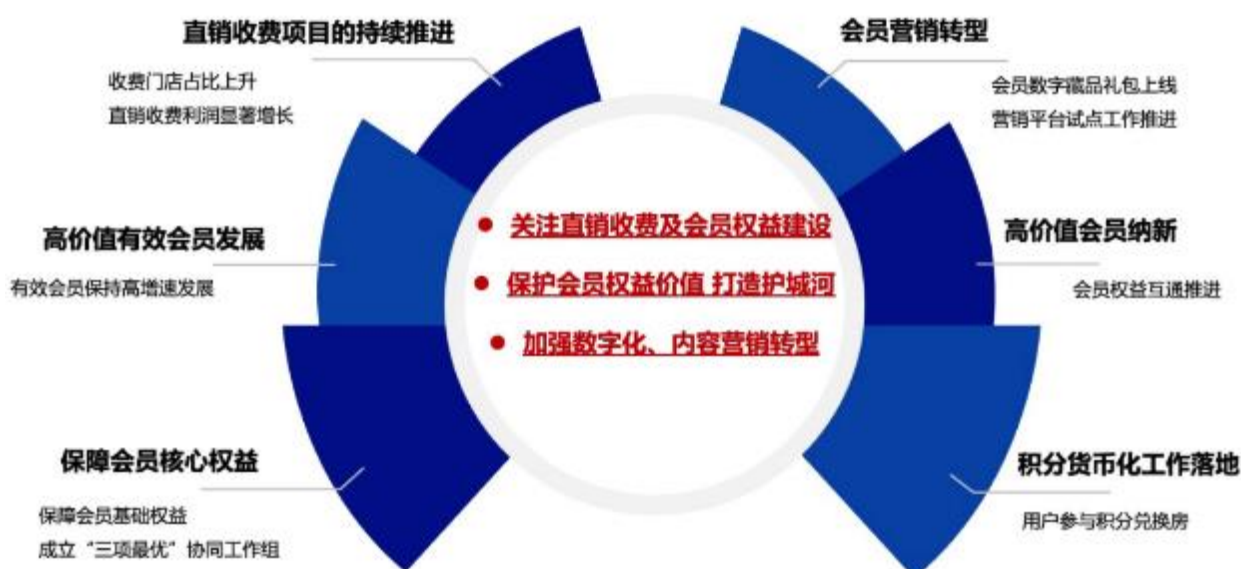


资料来源：公司官网，申万宏源研究

注：数据分别代表汉庭门店中 1.0 及经济型软品牌门店、汉庭 2.7 及以上版本门店数量占比

忠诚度高、粘性强的会员体系成为酒店集团核心资产，为酒店聚合私域流量、推动中央预订贡献率提升。酒店头部集团注重会员流量整合，通过营销活动、会员权益、积分赚取及兑换等，不断提升会员的转化及复购率，增强用户粘性。会员体系建设有助于酒店集团在公域流量之外，建立私域护城河，支持中央渠道向旗下酒店输送强大中央客源，会员规模增长有助于推动直销占比提升，减轻对公域流量的依赖。**我们认为，目前已从公域流量红利时代发展到私域用户运营时代，酒店加强会员体系建设，推动会员中央预订贡献提升是长期收益增长的关键。**

图 26：锦江酒店多措并举加强会员体系建设



资料来源：公司官网，申万宏源研究

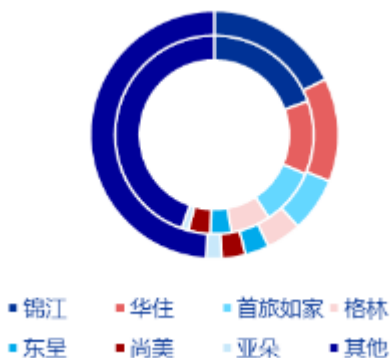
4. 自我革新为增长原动力，重视会员精细化运营

4.1 规模持续行业领先，全品牌矩阵分层管理

多年深耕规模优势护城河，承压环境下仍保持逆势扩张态势。经过多年发展锦江以规模优势在市场竞争中保持领先地位，国际范围内，根据《HOTELS》2022 年度“全球酒店集团 225 强”排行，锦江酒店酒店数达 1.24 万家、客房数达 127 万间，位列全球第二。根据中国饭店协会，2019 年锦江酒店在国内市占率达 19.5%，2023 年减少 1.88pct 至 17.62%，整体酒店规模仍然位列中国酒店集团第一。

把握市场复苏机遇，拓店计划稳中有进。规模优势支撑下，锦江拓店计划稳步发展，2021/2022/2023 年新开店数量分别为 1,763/1,328/1407 家，我们认为下沉市场连锁化率空间较大，公司待开业酒店筹建池充足，未来几年开店增速保持乐观。伴随市场复苏态势延续，酒店持续深耕平台与体系建设，今年开店及签约目标有望顺利实现。**长期看，门店逆势扩张证明公司品牌力强劲规模优势显著，有助于公司获得更多客源，提高酒店入住率，同时规模优势也为门店存量升级奠定基础，有望助推盈利能力进一步改善。**

图 27：2019 与 2023 年头部酒店品牌市占率对比

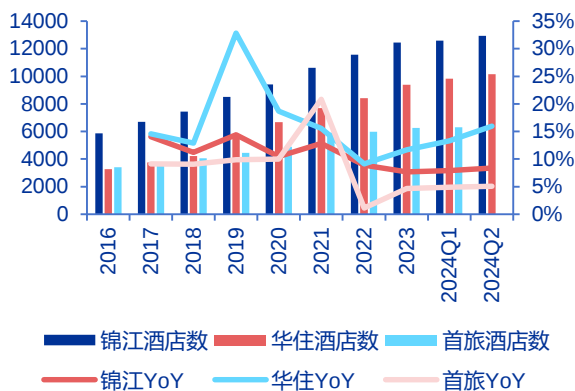


资料来源：中国饭店协会，申万宏源研究

注：圈外代表 2023 年酒店品牌市占率，圈内代表 2019 年酒店品牌市占率

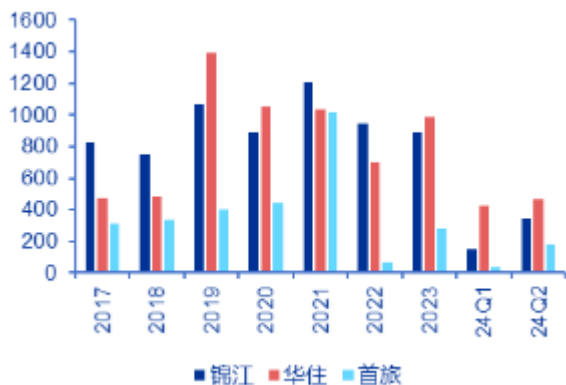
图 29：锦江、华住、首旅净开店规模（单位：家）

图 28：锦江、华住、首旅已开业酒店数量（单位：家）

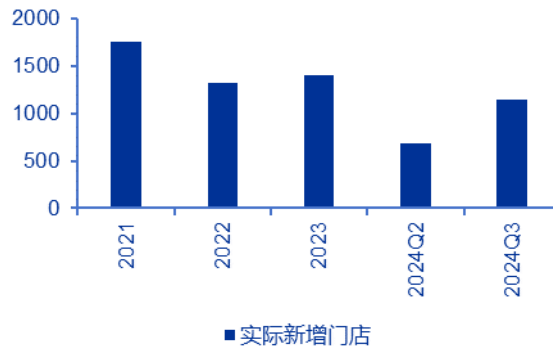


资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 30：截至三季度末，锦江酒店新增门店 1149 家（单位：家）



资料来源：公司财报，申万宏源研究



资料来源：公司财报，申万宏源研究

多年外延内生品牌矩阵丰富势能强劲，改革强化品牌竞争力。锦江深耕公司品牌矩阵，实现经济型至中高端全覆盖，充分满足消费者多样化需求。公司计划在 2028 年前打造 12 个千店品牌，保持规模增长，维持利润贡献，成为短期中国区发展的有利基石。据中国饭店协会，2023 年国内前 10 大酒店品牌锦江酒店包含 3 个品牌，分别为维也纳、7 天和丽枫酒店，市占率分别为 5.6%/2.0%/1.7%，合计市占率约达 9.3%。高端品牌方面，公司于 2023 年末收购锦江国际酒店管理公司，其于 2023 年 8 月与丽笙酒店中国区进行业务合并，形成了全新业务构架“锦江丽笙酒店”共集结了 8 个高端至奢华品牌，分别是 4 个民族品牌“J”“岩花园”“昆仑”“锦江”和许可公司在境内使用的 4 个丽笙有关品牌（包括丽笙精选、丽笙、丽筠和丽祺）。我们认为这不仅将有效整合国际和国内两个市场，推进对高品质产品上的着力和发展，也能成功填补锦江酒店的高端产品条线。

图 31：公司品牌矩阵全覆盖

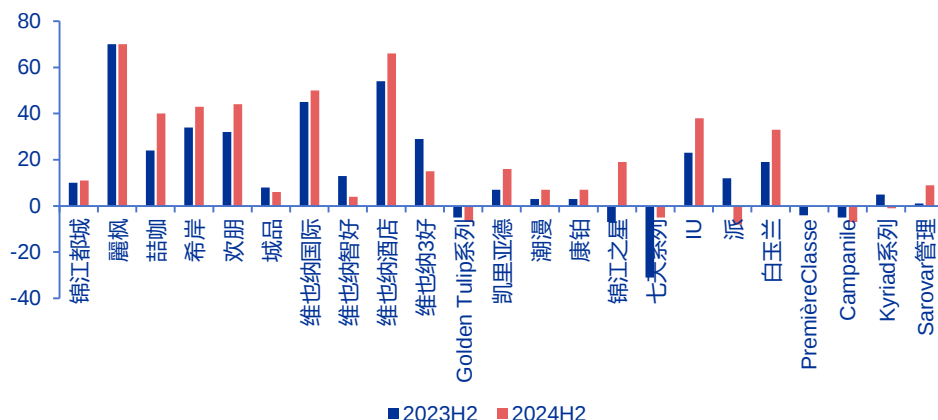


资料来源：公司官网，申万宏源研究

夯实主力轨道品牌，巩固优化存量空间。公司不断梳理品牌矩阵，基于现有成熟的有限服务型酒店品牌矩阵，综合考虑品牌规模、发展潜力和差异化竞争优势等因素，提出一揽子强化品牌竞争力的解决方案，同时配合架构调整促进效率提升，从原来的三个总部调整为 1 个大区和后端 1 个中心，大大提升管理效率。年上半年，中高端酒店维也纳国

际，中端舒适酒店麗枫、维也纳酒店均保持较高开店速度。喆啡、希岸、希尔顿欢朋酒店以及经济型的白玉兰、IU 酒店开店速度均有所加快。我们认为，公司聚焦主力轨道品牌的政策进一步落实，有利于主力品牌优势规模巩固，营收贡献占比提升。公司后续将重点发展丽怡、白玉兰酒店、丽芮、锦江都城、康铂、希尔顿欢朋品牌，培养极具市场竞争力的中高端品牌并进一步稳固发展基石。

图 32：公司净开店数量同比对照（单位：家）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

重点扶持度假赛道，小而精品牌协同主力品牌创新发展，满足消费者高品质差异化需求，有望获取增量空间。公司为满足消费者差异化、个性化需求，协同发展多元化品牌。在品牌建设与创新研发方面与主力品牌互通经验，在品牌定位、发展布局、目标客群方面与主力品牌形成互补。例如“原拓”酒店是旗下首个将中国文化进行时尚演绎的国潮品牌，充分满足消费者对酒店功能价值、情感价值、社会价值的三重需求。“荟语”作为国内中高端酒店第一家塑造幸福消费目的地的酒店品牌，首店开业一周后入住率高达 98%。“云居”酒店系列主张传承东方文化，布局旅游线路并与旅游客群深度绑定，打造锦江特色的产品优势。在消费体验差异化较小、同质化强的酒店品牌中，消费者更注重性价比选择。差异化体验强的小而精品牌更易触达消费者心智，满足消费者高品质需求，美誉度、溢价空间较高，推动公司在存量市场上获取增量空间，协同主力品牌实现可持续发展。

图 33：荟语酒店以“幸福秘境”作为品牌体验精髓



资料来源：荟语酒店官网，申万宏源研究

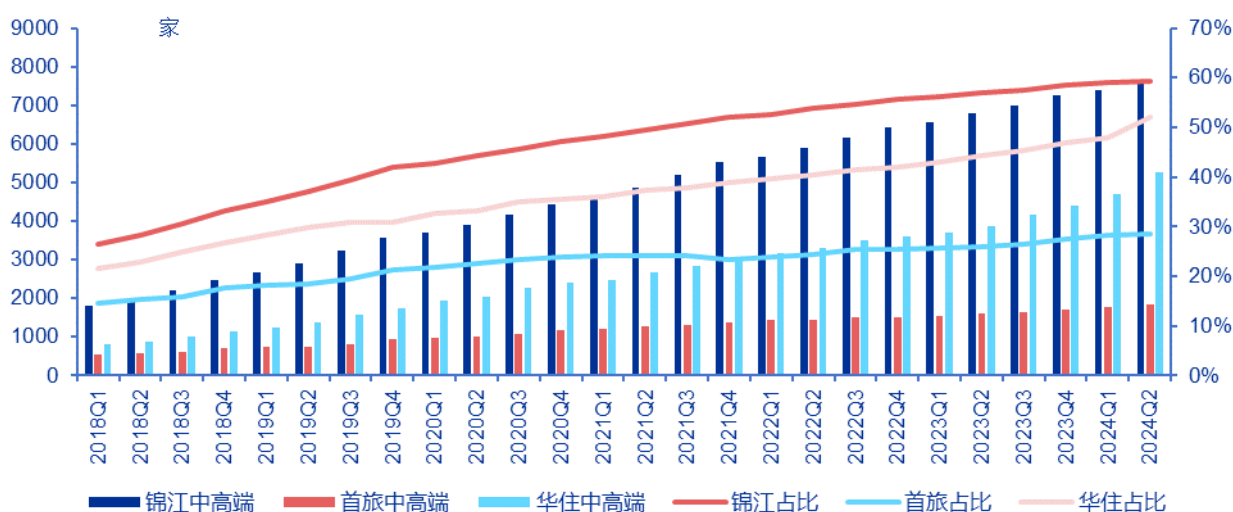
图 34：原拓酒店演绎国潮时尚



资料来源：原拓酒店官网，申万宏源研究

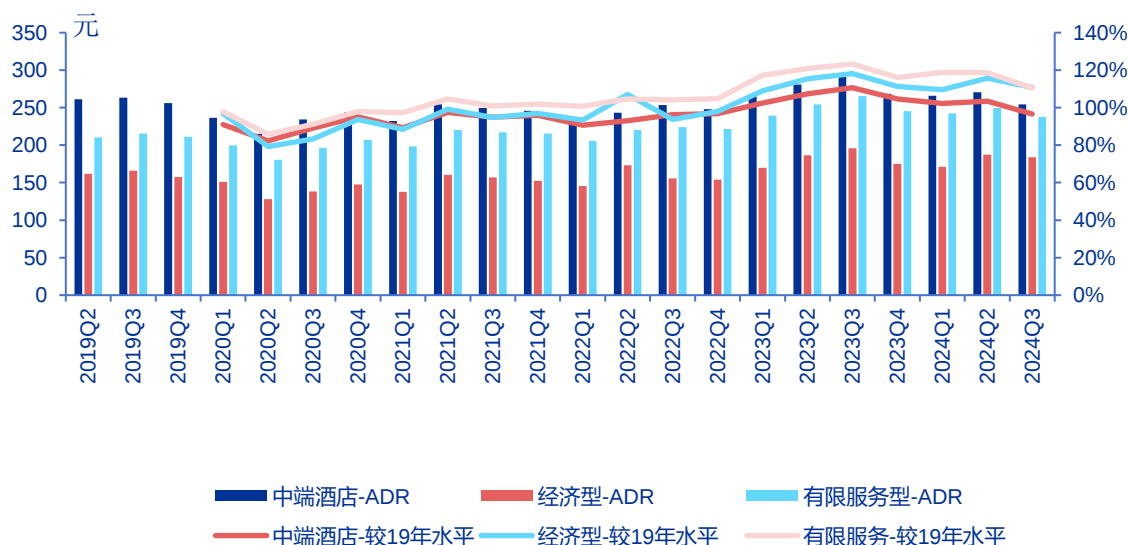
酒店结构高质量发展，中高端酒店在行业中保持规模优势，经济型酒店恢复良好彰显韧性。公司中高端酒店在行业中保持规模优势，截至 24Q2 锦江/华住/首旅的中高端酒店数量分别为 7656/5270/1849 家，分别占比约为 59%/52%/29%。中高端酒店规模优势增强助推公司酒店结构高质量发展，有助于酒店结构型提价。23 年酒店 ADR 优先恢复至 19 年同期水平，截至 2024Q3 公司境内经济型/中端/平均 ADR 分别为 184/254/238 元，恢复至 19 年同期的 111%/97%/110%。**我们认为，公司持续提升中高端酒店份额，优化酒店结构，既有利于发挥中高端规模优势进一步推动酒店结构性提价，也有助于精简经济型酒店结构强化核心经济品牌势能，二者协同发展共同推动酒店品牌韧性提升，中长期有助于推动业绩增长。**

图 35：锦江酒店、华住酒店及首旅酒店中高端开店数量及占比



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 36：锦江中国区经济型及中高端 ADR 变化趋势



资料来源：公司财报，申万宏源研究

经济型酒店产品升级, 攻占下沉市场“新蓝海”, 提质+下沉合力纵深赋能新增长空间。

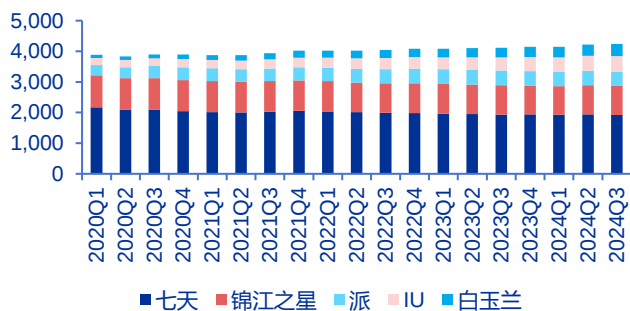
1) 两大品牌引领经济型酒店发展: 锦江经济型酒店以七天和锦江之星作为主力品牌, 其市占率在行业前十大经济型酒店中较为稳定。2) 加快升级助推盈利提升: 2020 年后经济型酒店加快产品升级, 陆续推出 7 天 3.0、白玉兰 3.0、锦江之星 5.0 产品。3) 结合下沉市场住宿需求提升重点布局: 一二线城市经济型酒店规模缩减, 下沉市场酒店连锁化率较低且住宿需求增长, 因此公司重点在三线及以下城市布局经济型酒店, 探索新增量空间。我们认为, 经济型酒店仍占据整个市场基本盘但有质的提升需求, 在市场复苏态势下公司产品升级加速顺应市场需求, 提质+下沉多措并举有望助推经济型酒店入住率提升, 进一步助推业绩增长。

图 37: TOP10 经济型酒店品牌市场占有率

2019		2020		2021		2022	
汉庭	9.31%	汉庭	10.68%	汉庭	12.36%	汉庭	11.41%
如家	8.91%	如家	8.46%	如家	8.26%	格林豪泰	7.23%
7天	7.88%	格林豪泰	7.49%	格林豪泰	8.06%	如家	6.32%
格林豪泰	7.10%	7天	6.86%	7天	7.42%	7天	6.27%
锦江之星	5.20%	锦江之星	4.96%	锦江之星	5.17%	锦江之星	4.43%

资料来源: 中国饭店协会, 申万宏源研究

图 38: 锦江经济型酒店代表性品牌开业门店结构 (单位: 家)



资料来源: 锦江酒店投资加盟公众号, 申万宏源研究

图 39: 7 天 3.0 及锦江之星 5.0 门店升级焕新



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

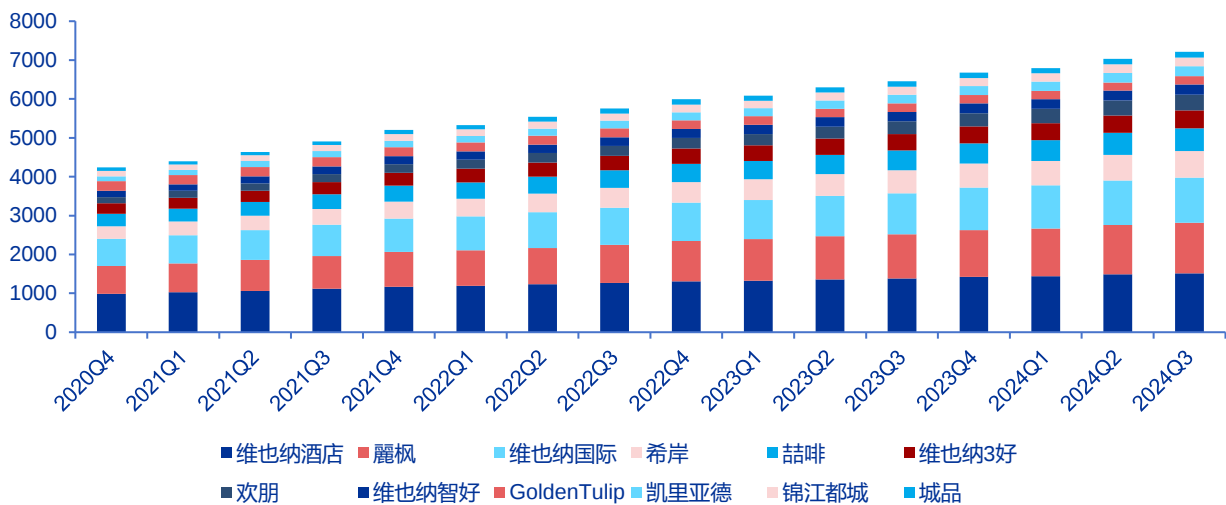
中高端品牌升级提质增效, 加快布局新一线城市及下沉市场。1) 维也纳引领中高端发挥品牌优势: 公司以维也纳作为主力品牌, 在 2023 年中端品牌市场份额中占 19.50% 排名第一。麗枫品牌在中高端品牌市场中市占率靠前。2) 加速品牌升级迭代, 满足“质价比”新消费追求: 公司维也纳 V5.0 产品在空间打造、智能化等品质维度全方位升级加速, 同时锦江都城品牌全面升级优化, 根据公司指引未来 3-5 年锦江都城将加速布局中高端市场。3) 新一线城市及下沉市场齐发力, 拓展一线城市外新赛道: 维也纳在北上广深一线城市及三四线城市实现较广的覆盖, 维尔纳国际品牌主要发力二线以上城市。我们认为, 中高端酒店升级迭代有助于在中高端市场激烈竞争格局下保持优势, 提升产品品质满足消费者需求推动入住率有效提升。一线城市中高端赛道拥挤, 公司在新一线城市及下沉市场双阵营发力有望赋能中高端酒店新增长。

图 40：中高端酒店品牌市场占有率排名

2018		2019		2020		2021		2022		2023	
维也纳	28.27%	维也纳	27.30%	维也纳	27.00%	维也纳	27.35%	维也纳	24.73%	维也纳	19.50%
全季	11.41%	全季	10.83%	全季	13.23%	全季	13.60%	全季	12.88%	全季	12.55%
麓枫	6.01%	麓枫	5.48%	麓枫	7.01%	麓枫	7.30%	麓枫	6.70%	麓枫	5.95%
桔子精选	3.13%	如家商旅	3.68%	如家商旅	4.39%	如家商旅	4.86%	如家商旅	4.18%	如家商旅	3.61%
星程	2.98%	宜尚	3.36%	星程	3.77%	桔子酒店	3.86%	桔子酒店	3.62%	桔子酒店	3.55%
如家精选	2.84%	星程	3.15%	桔子酒店	3.53%	星程	3.59%	星程	3.06%	星程	2.87%

资料来源：中国饭店协会，申万宏源研究

图 41：锦江中高端酒店品牌门店结构（单位：家）



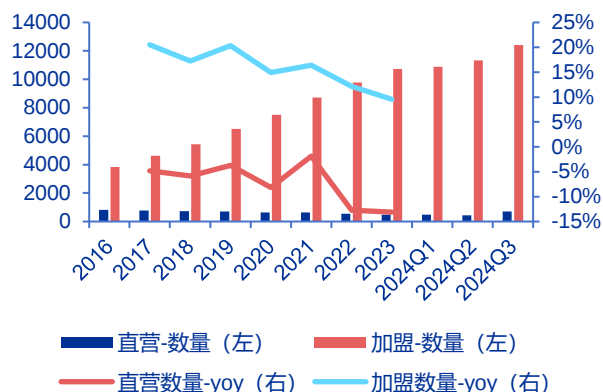
资料来源：公司财报，申万宏源研究

4.2 存量门店翻新改造，直营减亏提振业绩

直营门店作为公司收入利润的基石，公司经过多年直营店改造及清退低效门店，虽然从门店占比上来看逐年减少，但运营效率有所提升。从门店的增速来看，直营门店数量趋势向下。2016 年 2 月，锦江收购铂涛集团 81% 股权并完成交割，其中铂涛集团开业酒店中直营酒店 476 家。同年，公司签署收购维也纳酒店 80% 股权，其中维也纳酒店开业酒店中直营店 50 家，至 2016 年底锦江酒店中国境内直营门店数量为 809 家，而截至 2024 年二季度仅剩 435 家。一方面公司主动关闭、清退长期亏损门店，转向投资回报率更高的轻资产运营；另一方面，公司于 23 年出售时尚之旅也减少了部分直营门店。

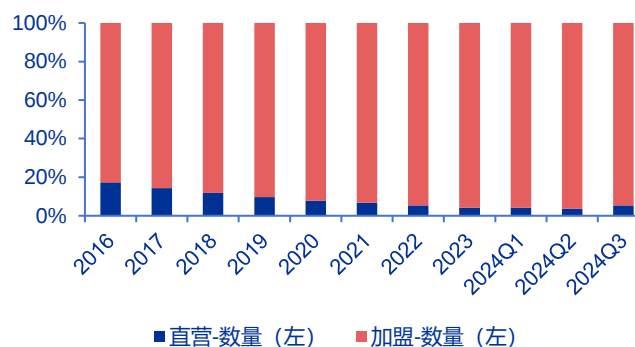
图 42：直营、加盟门店数量及增速（单位：家）

图 43：锦江酒店直营、加盟门店结构



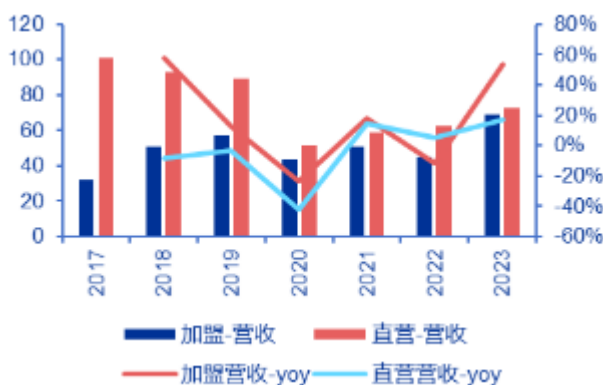
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 44：加盟、直营门店营收及增速（单位：亿元）



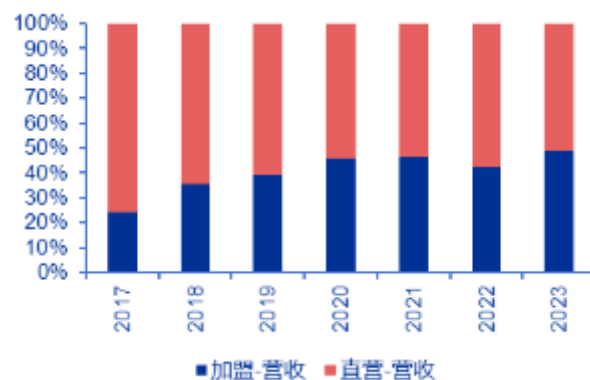
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 45：加盟、直营门店营收贡献



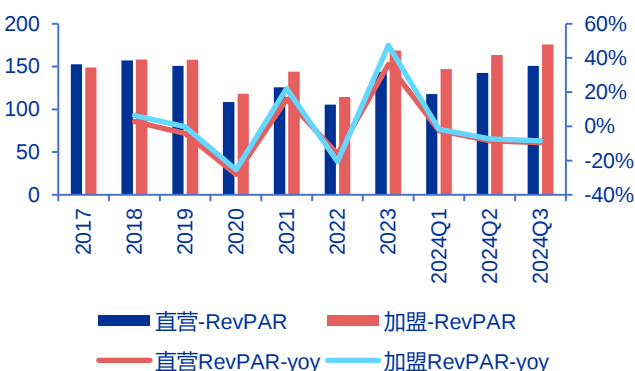
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 46：加盟、直营门店 RevPAR 及增速（单位：元）

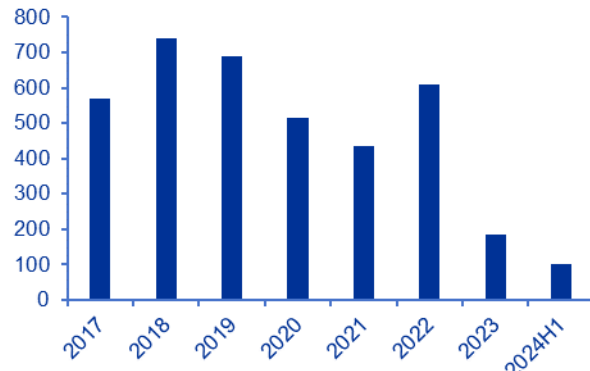


资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 47：直营门店翻新改造当年投入金额（单位：百万元）



资料来源：公司财报，申万宏源研究



资料来源：公司财报，申万宏源研究

老旧店翻新改造加速，由直营试点到加盟推广，赋能“质”的有效提升与“量”的合理增长。伴随行业内多品牌新酒店开业竞争激烈，2023 年公司重点关注存量老旧门店的升级改造。通过技术、品牌的创新，用更低的成本、更优的技术将老酒店进行升级。改造主要分为“轻、中、重、全改”四种模式，首先以直营改造作为试点进行评估，有成效则在

加盟改造方面加快投入及推广。根据公司业绩会交流，截至 23 年底大约有 220 家直营门店正在进行改造，其中推进升级大修改造门店 156 家。加盟酒店方面，结合加盟商现金流和资金使用情况，公司推出“存量加盟店升级改造优惠”、“老投资人复投优惠”两项重磅政策。升级改造方面，给予升级改造验收合格店月度管理费、中央预订费优惠让利，以增强加盟商改造意愿推进加盟酒店优化节奏。

门店改造后成本下降房价提升，投资回报成效较快。经济型酒店以锦江之星 5.0 为例，其以轻投入、快改造、高回报的筹建模式，实现工期大幅缩短，从而实现单房造价成本有效降低。中改/重改/全改的单房造价分别为 3.8 万/5.2 万/6.6 万，预估投资回报期分别为 2.6 年/3.4 年/4 年。中高端以维也纳酒店为例，维也纳 V5.0 实现“两轻两重”和“两升两降”。“两轻两重”指重装饰轻装修，重模块轻施工，有效节约施工时间压缩投资成本，“两升两降”指房价及利润上升，人力成本及投资成本下降。**我们认为，公司 23 年加快老旧店改造升级有助于提升门店形象及品质，推动直营店入住率及房价提升，同时推动运营成本降低，综合改善直营店盈利水平，并提高加盟门店投资回报率。**

图 48：加盟商优惠政策

老投资人复投优惠	- 全部免收保证金； - 前期服务费最低至 5.5 折； - 设计费最低至 8.5 折； - 同品牌加盟第 5 家及以上酒店，免收工程顾问费； - 政策适用锦江酒店（中国区）旗下自有品牌。
存量加盟店升级改造优惠	- 升级改造类别分为全改、重改、中改、轻改四类； - 月度管理费最高优惠 10 个月； - 中央预订费最高优惠 8 个月； - 政策适用锦江酒店（中国区）旗下自有品牌。

资料来源：锦江酒店投资加盟公众号，申万宏源研究

图 49：锦江之星 5.0 不同类型改造投资回报

类型	单房造价 -总价（含 公区）	建设周期	投资回报 期（均值 预估）	改造内容
中改	3.8 万	2 个月	2.6 年	布局不进行调整，全范围天花结构、卫生间墙地砖保留，部分装饰工程及其它核心物资更换
重改	5.2 万	3 个月	3.4 年	中改内容+原机电系统评估，设备硬件及系统进行升级改造
拆改	6.6 万	4 个月	4 年	酒店现有装修全部拆除，酒店布局重新调整，按毛坯项目进行机电、装饰设计及施工

资料来源：锦江酒店投资加盟公众号，申万宏源研究

4.3 重视会员生态体系，直销比率有上行空间

数字化转型五线并举赋能高质量发展，助力精细化管理与企业创新。公司顺应数字经济浪潮，将数字化转型作为公司重要的发展战略。数字化转型五线并举，旨在推动公司实现精细化管理，推动企业创新，提升运营效率。“业务在线化”主要推动四个产品线的在线化，包括营销预订产品在线化、酒店开发产品在线化、门店运营产品在线化以及后端职能产品在线化。“运营数字化”通过对“元数据、主数据、数据质量、数据标准”的梳理调整，便于管理人员管理门店，提高住前、住中、住后全流程的运营效率。“触点数字化”主要针对会员端、客户（业主/投资人）端以及内部员工端等触点，构建专业智能化系统。**我们认为，多方面推进数字化建设有助于酒店实现迭代升级，把握长期发展的竞争优势，有望获取疫后周期红利。**

图 50：数字化转型五线并举赋能高质量发展

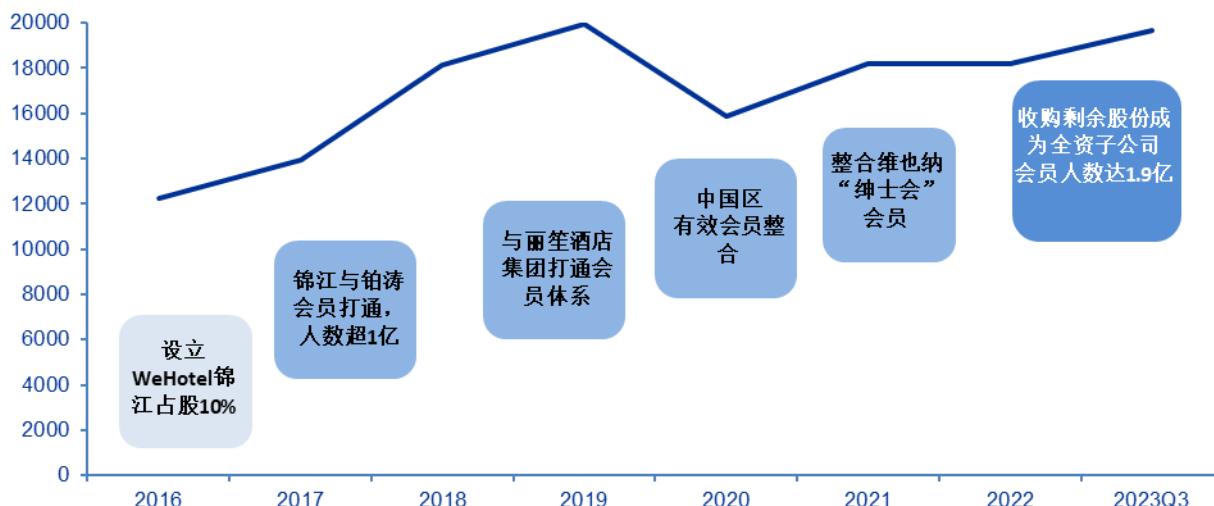


资料来源：公司官网，申万宏源研究

作为数字化发展的重要引擎，WeHotel“三步走”发挥优势巩固酒店运营根基，赋能会员体系有望提振业绩。作为锦江旗下全球酒店互联网平台，WeHotel运用互联网技术打造以酒店为核心、以会员为基础、以合作伙伴为延伸的产业生态闭环，深化内外资源整合发挥协同效应，推动酒店产业提质增效。我们认为，客流是酒店运营的基础，会员体系是酒店集团的核心资产，WeHotel的根基战略及优势在于多措并举直击会员体系，繁荣会员生态，有助于酒店巩固核心竞争力中长期提振业绩。

阶段一：聚合流量，会员整合+平台统一，筑牢客源根基发挥规模优势。完成收购后，积极整合会员资源是酒店构建会员生态的关键第一步。历程方面，2016年12月，锦江斥资10亿元打造WeHotel，将产业、互联网、金融资本联动，发挥技术优势推动锦江、铂涛、维也纳、卢浮酒店的会员体系整合。2017年3月，锦江礼享和铂涛会完成整合，合并会员权益、会员积分和会员数据，WeHotel成为会员人数超1亿的酒店会员共享平台。2019年7月，WeHotel与丽笙酒店集团合作，打通双方会员系统。2021年，整合维也纳绅士会会员体系。2023年4月，公司收购WeHotel剩余25%股份，成为公司全资子公司。整合会员资源的同时，锦江推动前端入口整合，23年11月各酒店原APP统一为“锦江荟”APP，发挥聚合能效改善多渠道分流现象。我们认为，整合会员流量、统一会员平台是酒店构建会员体系的关键一步，为后续会员体系管理升级等奠基。聚合流量池驱动酒店发挥会员资源禀赋，强化客源根基，驱动入住率提升。

图 51：会员整合数量变化情况（单位：万人）



资料来源：公司官网，申万宏源研究

阶段二：流量化留量，会员体系升级+权益体验优化，增强会员粘性沉淀会员基因，在聚合客源流量的基础上，增强会员复购率强化忠诚度成为关键。1) **会员体系上**，针对不同品牌多样会员体系设置梳理统一标准。23年5月会员升级计划中，将会员统一分四个等级，分别为普卡、银卡、金卡、白金卡。针对会员之前拥有不同品牌会员的现象，采用就高原则匹配相应会员等级，仅保留一个会员身份优化体系。同时，升级条件优化难度降低，累计房晚或消费额只需达到其中之一即可，有助于降低会员升级成本，强化会员粘性。2) **会员权益上**，23年11月“锦江荟”全面升级权益，涉及免费早餐、房型升级、旅游季度优惠券、预制菜月度赠礼等各产业板块权益服务。同时，各产业板块消费均可统一获得积分，强化“积分抵现”功能，推动积分货币化结算，提供高附加值。**我们认为，WeHotel收购后公司全面增加会员投入升级会员体系及权益，有助于增强会员身份感知，提升复购率稳固客流，为直销率转化奠基。**

图 52：锦江会员体系升级

会员级别	普卡	银卡	金卡	白金卡
会员资格有效期	—	12个月	12个月	12个月
升级条件	免费注册	5房晚 /1000消费额	15房晚 /3000消费额	30房晚 /20000消费额
保级条件	—	3房晚 /1000消费额	10房晚 /3000消费额	20房晚 /20000消费额

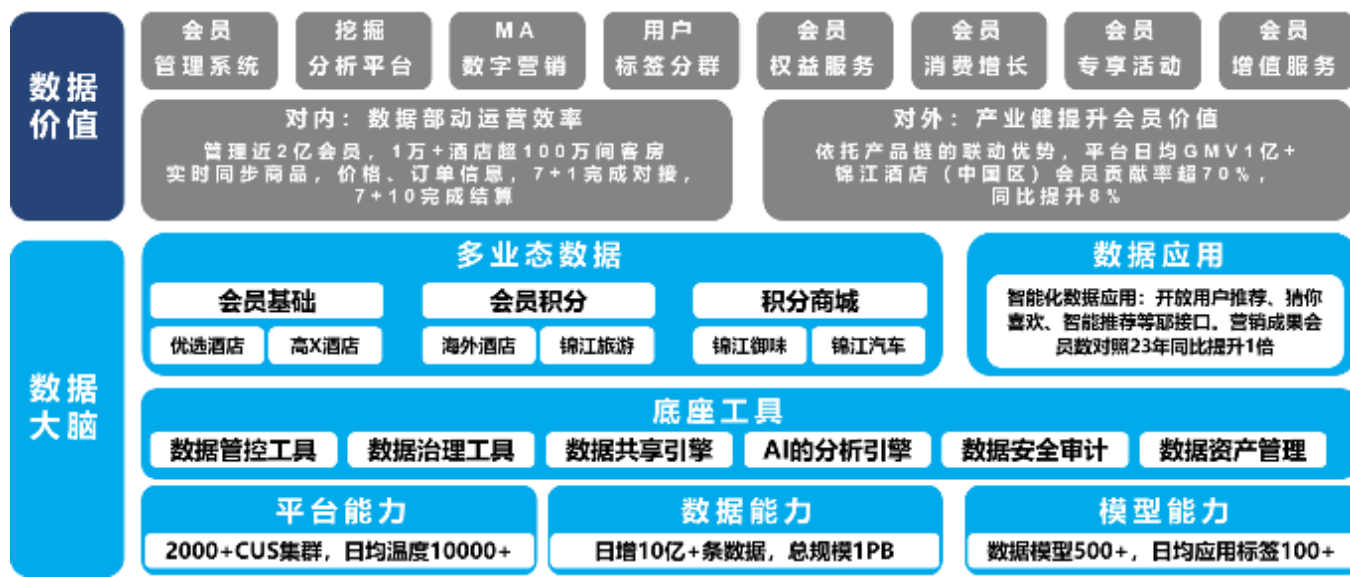
资料来源：锦江荟公众号，申万宏源研究

图 53：锦江荟金卡/白金卡会员权益升级

权益分类	金卡	白金卡
线上折扣预订	85折	8折
预订保留	20:00	21:00
延迟退房	14:00	15:00
房型升级	1次/月	不限制次数
早餐赠送	1份	2份
预制菜赠礼	晋升礼包（葱油拌面商品券） 月度礼包（荠菜鲜肉大馄饨商品券）	晋升礼包（淮阳狮子头商品券） 月度礼包（荠菜鲜肉大馄饨商品券）
旅游	季度满减券	
租车	99折	99折

资料来源：锦江荟公众号，申万宏源研究

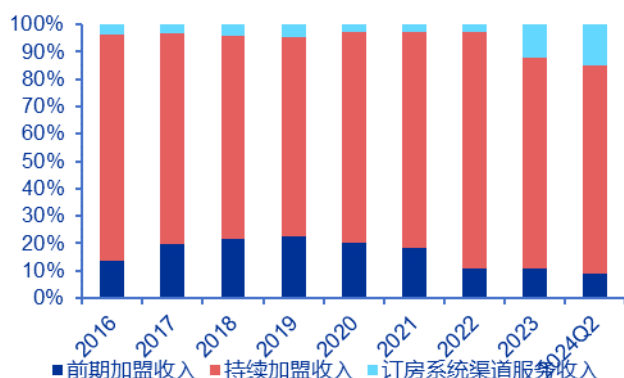
图 54：依托数据大脑，凸显会员数据价值



资料来源：公司官网，申万宏源研究

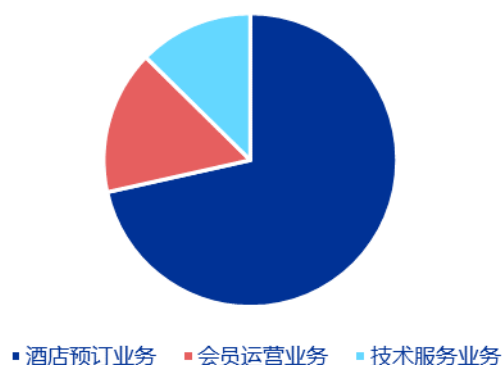
阶段三：留量献增量，重视直销体系建设+统一 CRS 费率，公域流量外优化自有渠道收益。在稳固流量的基础上，提升直销收入比例减少 OTA 依赖是推动长期盈利的关键。1) **加强 CRS 建设提升预定渠道收入**：WeHotel 自主研发的中央预订系统(CRS)，实现预订全流程的高度中央化，推动直销渠道建设有助于增强官方对于产品价格信息的把控，减少对于 OTA 平台的流量依赖，进一步推动预定渠道收入增加。2) **统一 CRS 费率优化持续加盟费**：CRS 系统相较于 OTA 优化加盟商获客成本，但中央直销费用收取未有效统一。2023 年加盟商情况转好，公司有望逐步实现 5%费率覆盖，有望提升持续加盟业务收入，助推业绩增长。**我们认为，CRS 因自主开发营销、维护等成本低，直销订单增加贡献的收入增量可大幅转为利润，净利润释放空间可观。酒店优化 CRS 直销体系建设中长期有望赋能业绩增长。**

图 55：公司加盟业务收入结构



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 56：2022 年 WeHotel 收入结构 (单位：%)



资料来源：公司财报，申万宏源研究

4.4 海外资产负债表优化，卢浮酒店提质增效

公司 2015 年收购卢浮酒店，疫情前卢浮酒店收入利润贡献保持稳定，但由于卢浮酒店财务杠杆率较高，通胀+加息海外环境承压，其盈利受到挑战。公司优化资产结构，降低卢浮的财务杠杆，同时提升运营效率。) 优化收益管理系统：计划上线全新收益管理系统

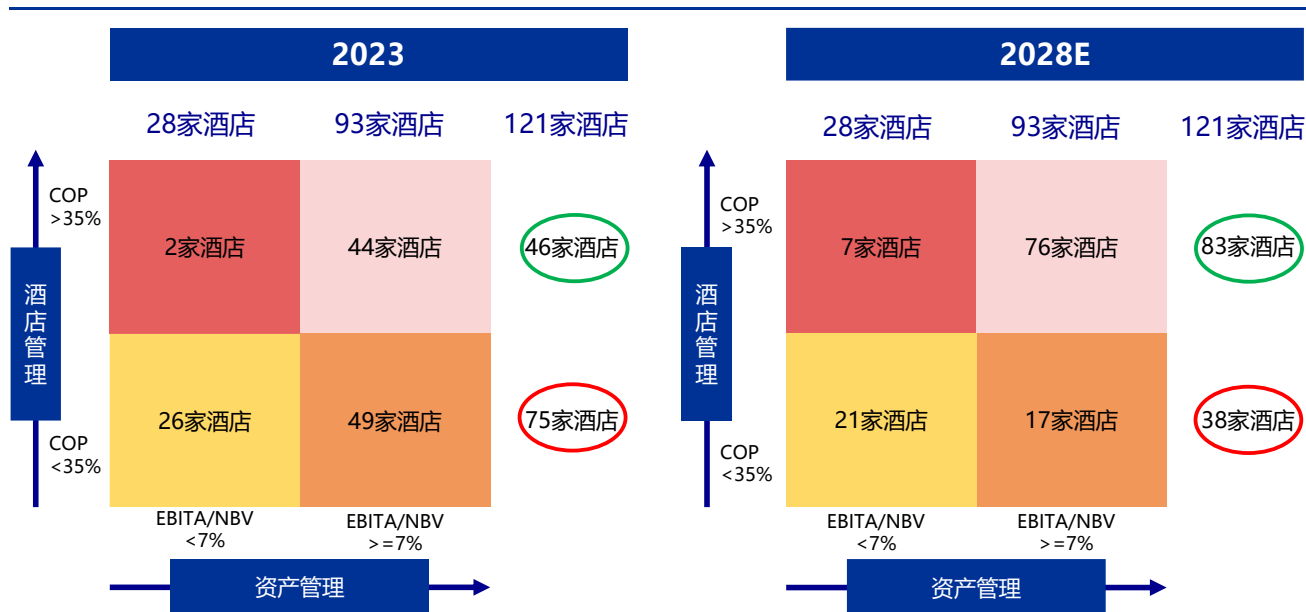
管控门店房价，以市场反馈和经济环境变化为依据及时调整门店房价，最大化提升营收。**2) 调整产品定位，提升存量产品质量：**卢浮计划通过出售经营不佳且没有进一步投资价值的酒店来提升整体资产质量，转变重资产为轻资产，从而持续获取管理费和加盟费收入，优化资产结构。**3) 提升管理运营效率：**重点聚焦法国经济型酒店、中国中端酒店等市场，挖掘各国业务，因地制宜精细管理，推动运营效率提升增强管理加盟收入。**4) 降低成本费用：**通过 GPP 采购平台提升采购规模从而降低采购单价降低费用，加强与 OTA 共同协商降低费率。根据锦江酒店 2024 年投资者交流大会，卢浮酒店投资两亿元进行翻新和更新建设，并进行租金重新谈判，改造后的康铂客房资本投资收益率更高，一定程度上能够吸引业主签约新的酒店。

图 57：卢浮酒店品牌矩阵



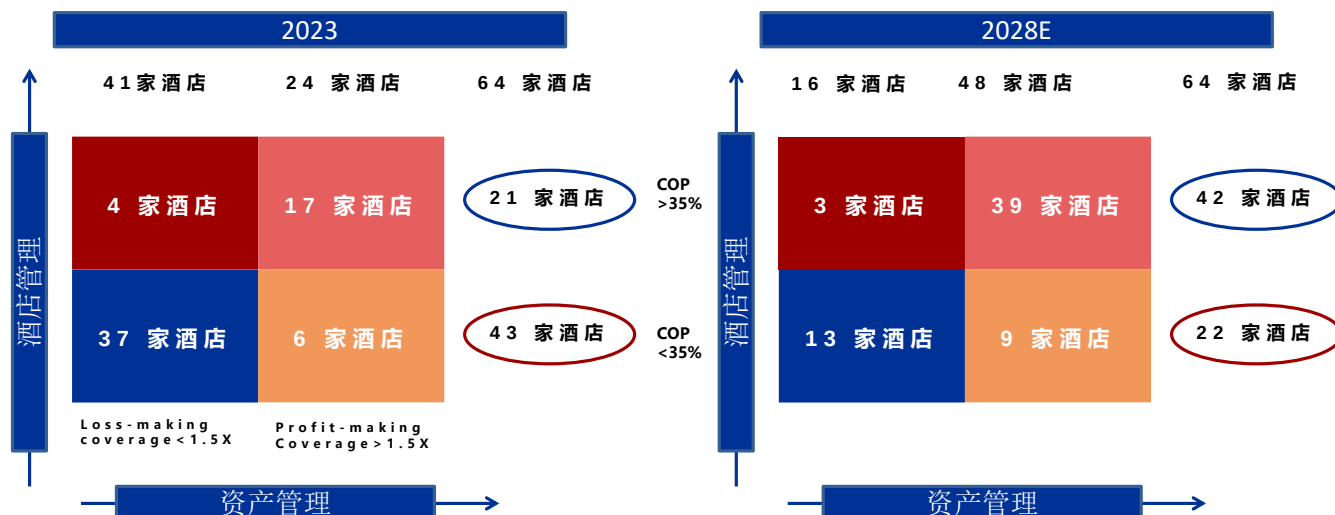
资料来源：卢浮酒店官网，申万宏源研究

图 58：卢浮酒店计划到 2028 年，自营酒店中 83 家的现金营业利润（COP）将超过 35%



资料来源：锦江酒店投资者交流大会，申万宏源研究

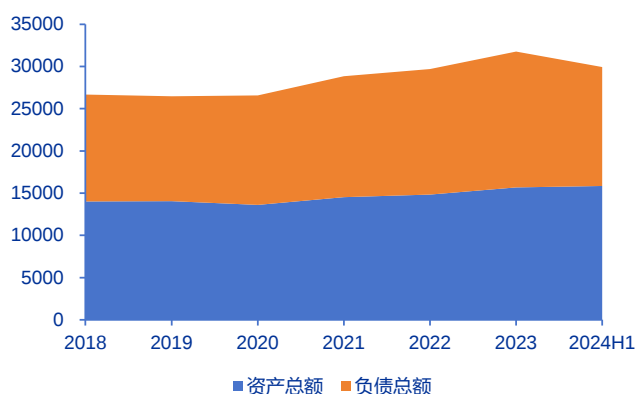
图 59：卢浮酒店计划到 2028 年，租赁酒店中 42 家酒店的现金营业利润（COP）超过 35%



资料来源：锦江酒店投资者交流大会，申万宏源研究

截至 24 年 6 月末，海外酒店总负债 140.77 亿元人民币，环比 23 年末减少 20 亿元人民币，化债减亏及运营提质增效为海外酒店资产后续看点。2019H1 卢浮酒店实现利润 2615 万欧元，后续年度盈利能力较为承压主要由于欧元利率上涨导致财务费用率有较大提升。公司 24 年上半年完成了部分债务置换以节省利息支出，同时加强丽笙和卢浮酒店之间业务层面的整合，进一步节约成本释放利润。公司出售时尚之旅重资产门店后可进一步偿还海外贷款，对于海外长期不盈利的门店予以退出，提升存量门店运营效率。根据公司财报，2024 年 4 月，公司未来向海路投资进行增资 3 亿欧元（海路投资是公司境外投资平台，于 2015 年收购卢浮集团），优化卢浮资本结构以降低资产负债率。

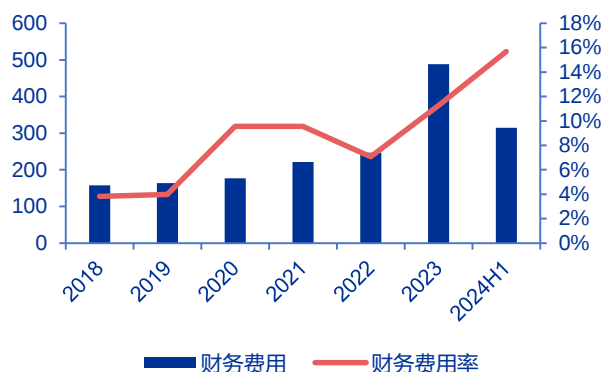
图 60：2020 年后海外酒店负债占比提高，24 年上半年有所下降（单位：百万元人民币）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

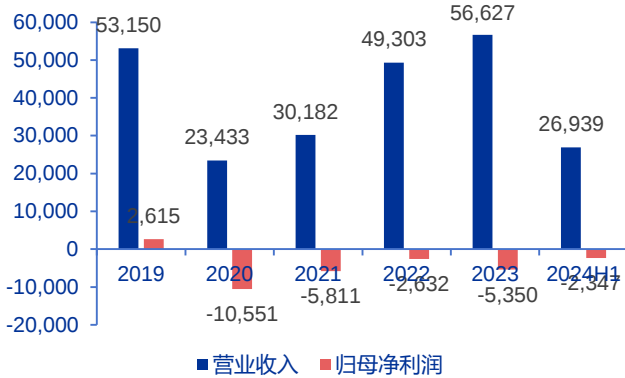
图 62：卢浮酒店 19 年-24H1 年收入利润（单位：万欧元）

图 61：财务费用-海外酒店（单位：百万元人民币）

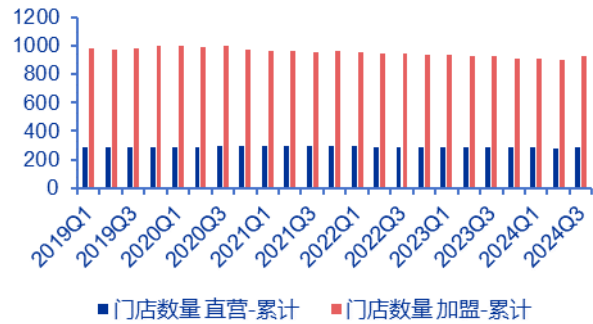


资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 63：海外酒店数量（单位：家）



资料来源：公司财报，申万宏源研究



资料来源：公司财报，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

经营指标核心假设

境内直营门店：我们预计公司 24-26 年境内直营门店分别为 417/413/409 家，OCC 分别为 60%/62%/64%，ADR 分别为 227/234/245 元，RevPAR 分别为 135/145/157 元。

境外直营门店：卢浮酒店受到欧洲通胀上涨的影响，盈利能力面临较大挑战。卢浮未来五年计划聚焦法国经济型酒店市场，适度拓展重点国家，后续预计通过出售经营不佳且没有进一步投资价值的酒店以提升整体资产质量，且预计通过债务重组等降低财务费用。我们预计 24-26 年公司直营门店为 277/271/271 家，OCC 为 63%/64%/63%，RevPAR 为 44/46/48 欧元。

境内加盟店规模：公司再次调整组织架构，品牌分部门管理，将开发团队划分为多个大区，并给予更高的灵活性和自主权，我们认为公司境内加盟店有望实现快速增长。我们预计 24-26 年公司境内加盟门店规模分别为 1.17/1.26/1.34 万家，境内加盟店净增 985/850/800 家，OCC 为 65%/67%/69%，ADR 为 246/258/283 元，RevPAR 分别为 160/173/195 元。

境外加盟门店规模：我们预计 24-26 年公司境外加盟门店规模 899/895/903 家，OCC 为 62%/63%/64%，ADR 为 68/70/70 欧元，RevPAR 为 42/44/45 欧元。

表 4：锦江酒店直营、加盟店收入核心假设

收入核心假设	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
境内直营门店 (家)	698	641	629	549	477	417	413	409
境内净增门店 (家)	-27	-57	-12	-80	-72	-60	-4	-4
ADR (元)	205	182	190	190	234	227	234	245
OCC	74%	60%	63%	55%	61%	60%	62%	64%
RevPAR (元)	151	110	120	105	143	135	145	157
境外直营门店规模 (家)	291	293	292	287	284	277	271	271
境外净增门店 (家)	4	2	-1	-5	-3	-7	-6	0
ADR (欧元)								

OCC	69%	34%	42%	59%	64%	63%	64%	63%
RevPAR (欧元)	39	17	22	36	43	44	46	48
境内加盟店规模 (家)	6,523	7,497	8,726	9,786	10,721	11,706	12,556	13,356
境内净增门店 (家)	1101	974	1229	1060	935	985	850	800
ADR (元)	211	197	216	221	252	246	258	283
OCC	75%	60%	65%	52%	67%	65%	67%	69%
RevPAR (元)	158	118	139	114	168	160	173	195
境外加盟门店规模	1002	975	966	938	906	899	895	903
境外净增门店 (家)	-7	-27	-9	-28	-32	-7	-4	8
ADR (欧元)	57	55	54	62	66	68	70	70
OCC	63%	37%	47%	60%	62%	62%	63%	64%
RevPAR (欧元)	36	20	25	37	41	42	44	45

资料来源：公司财报，申万宏源研究

我们预计，随着低效的直营门店清退，我们判断直营店收入端短期承压，但直营门店存量结构优化将带来更好的 RevPAR 恢复弹性，预计 24-26 年公司酒店直营收入 67.0/60.3/63.2 亿元。预计 24-26 年公司加盟门店收入预计为 74.3/89.2/103.8 亿元，主要包括前期加盟服务、持续加盟及劳务派遣服务、订房渠道、会员卡收益、采购平台收入等，我们认为订房渠道收入将随着公司加盟门店收费比例提高贡献显著利润增量，利润率角度来看，加盟业态为轻资产模式，毛利率较为稳定。

表 5：锦江酒店业务拆分简表

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	15,099	9,898	11,339	11,008	14,649	14,553	15,452	17,241
yoy		-34%	15%	-3%	33%	-1%	6%	12%
归母净利润	1,092	110	101	113	1,002	1,235	1,373	1,467
yoy		-90%	-9%	13%	783%	23%	11%	7%
%	7.2%	1.1%	0.9%	1.0%	6.8%	8.5%	8.9%	8.5%
酒店分部收入	14,844	9,836	11,454	10,980	14,587	14,125	14,949	16,692
酒店-直营收入	8,960	5,174	5,911	6,208	7,251	6,700	6,031	6,316
境内	5568	3536	3755	3066	3512	3040	2298	2453
境外	3356	1406	1772	2812	3520	3660	3733	3863
直营分部运营成本	7,996	6557	6,642	6665	6737	6432	5729	6063
直营分部毛利润	964	-1,383	-731	-457	514	268	302	253
直营分部毛利率	11%	-27%	-12%	-7%	7%	4%	5%	4%
酒店-加盟收入	5,884	4,662	5,543	4,772	7,336	7,425	8,918	10,376
境内	5182	4275	5045	4231	6592	6739	8187	9613
境外	703	387	497	541	743	686	731	763
加盟分部运营成本	2118	1703	1889	1796	2561	2252	3121	3846
加盟分部毛利润	3767	2958	3654	2976	4775	5173	5797	6530
加盟分部毛利率	64%	63.5%	65.9%	62.4%	65.1%	69.7%	65.0%	62.9%
销售和市场费用	960	518	907	806	1186	1130	1495	1753
一般行政管理费用								

有限服务酒店净利润	1225	167	187	(67)	1025	1734	1852	1982
%	8%	2%	2%	-1%	7%	12%	12%	12%
有限服务酒店 EBITDA	2979	1474	1477	1074	2759	3335	3622	3935
yoy		-51%	0%	-27%	157%	21%	9%	9%
%		15%	13%	10%	19%	23%	23%	23%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

考虑到酒店行业商业模式较为类似而锦江酒店中高端品牌矩阵逐渐成熟且占比提高，我们选取华住集团、万豪酒店、希尔顿酒店三家上市公司作为可比公司。华住集团、万豪酒店、希尔顿酒店三家公司的可比性上，首先绝对规模上可比，万豪、希尔顿在全球范围内布局且规模领先，而锦江和华住在规模上同样处于第一梯队。其次业务模式可比，国际酒店以特许经营模式、管理经营模式为主，国内酒店多采用管理加盟模式，均以轻资产为主要扩张路径。可比公司 24 年平均 PE 为 29 倍，给予公司 24 年可比公司平均估值，对应目标市值为 352 亿元，当前市值对应 23% 涨幅，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：锦江酒店盈利预测简表

	2024/11/21	市值(亿元, 当地货币)	归母净利润 (百万, 美元/人民币)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
万豪	MAR.O	788	2,640	2,882		30	27	
希尔顿	HLT.N	614	1,761	1,896		35	32	
华住集团	1179.HK	892	3,978	4,605	5,008	21	18	17
平均						29	26	17
锦江酒店	600754.SH	287	1,235	1,373	1,467	23	21	20

资料来源：Wind，彭博，申万宏源研究

注：万豪、希尔顿归母净利润预测值单位为美元，为彭博一致预期，华住集团归母净利润预测值单位为人民币，为 Wind 一致预期；11 月 21 日美元兑人民币汇率为 7.24，港元兑人民币汇率为 0.93

6. 风险提示

1、商誉减值风险。截止 2023 年末，公司被投资单位形成商誉共计 118.75 亿元，其中 Keystone（铂涛）、GDL（卢浮）、维也纳及百岁村形成的商誉分别为 57.67、49.16、6.69 亿元。如果未来上述资产经营状况持续恶化，则存在商誉减值风险。

2、海外业务管理风险。收购卢浮集团后，目前公司业务和资产分布在全球近 60 个国家和地区，公司的经营规模和业务总量大幅增加，同时对人员构成和管理体系也将相应提出更高的要求。如果公司不能根据海外业务发展需要及时优化现有的组织模式和管理制度，则可能对标的公司的经营管理造成不利的影响。

3、固定资产减值风险。公司对存在减值迹象的直营酒店进行减值测试，直营酒店的可回收金额按照预计未来现金流的现值确定。根据 2023 年年报，公司 2023 年计提资产减值损失为 13.23 百万元，比上年同期增加损失 9.23 百万元，主要是 23 年计提的固定资产减值损失增加等所致，如果未来经营状况持续恶化，存在固定资产继续减值的风险。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11,008	14,649	14,553	15,452	17,241
营业收入	11,008	14,649	14,553	15,452	17,241
营业总成本	11,104	13,280	13,603	13,492	15,102
营业成本	7,364	8,498	8,710	8,921	10,041
税金及附加	128	163	165	173	193
销售费用	776	1,160	1,215	1,164	1,301
管理费用	2,348	2,745	2,697	2,922	3,261
研发费用	12	24	21	22	26
财务费用	475	690	795	290	279
其他收益	111	69	35	20	20
投资收益	172	206	824	350	350
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	201	161	0	0	0
信用减值损失	-37	-55	-49	-28	-24
资产减值损失	-4	-13	-20	-7	-9
资产处置收益	115	63	156	12	12
营业利润	462	1,801	1,896	2,308	2,488
营业外收支	33	-7	-43	-6	-19
利润总额	495	1,793	1,853	2,302	2,470
所得税	250	516	309	586	636
净利润	245	1,277	1,544	1,717	1,834
少数股东损益	132	275	309	343	367
归母净利润	113	1,002	1,235	1,373	1,467

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	245	1,277	1,544	1,717	1,834
加：折旧摊销减值	1,065	1,071	1,142	1,120	1,133
财务费用	524	769	795	290	279
非经营损失	-607	-577	-980	-362	-362
营运资本变动	-303	1,394	-296	-162	-143
其它	1,351	1,282	-20	-7	-9
经营活动现金流	2,238	5,162	2,185	2,595	2,732
资本开支	482	724	-11	140	148
其它投资现金流	713	1,835	1,670	339	339
投资活动现金流	232	1,111	1,681	198	191
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	-935	279	1,097	2,000	1,000
支付股利、利息	461	739	851	660	691
其它融资现金流	-2,163	-3,110	0	0	0
融资活动现金流	-3,558	-3,569	246	1,340	309
净现金流	-1,075	2,735	4,112	4,133	3,231

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,463	13,551	17,921	22,201	25,562
现金及等价物	7,157	10,558	14,681	18,826	22,069
应收款项	2,836	2,505	2,749	2,886	3,004
存货净额	68	67	70	68	68
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	401	421	421	421	421
长期投资	1,225	1,422	564	564	564
固定资产	5,445	5,589	4,848	4,100	3,347
无形资产及其他资产	30,298	30,025	29,839	29,653	29,467
资产总计	47,431	50,587	53,173	56,519	58,941
流动负债	11,811	12,672	12,769	12,769	12,769
短期借款	6,807	5,903	6,000	6,000	6,000
应付款项	2,543	3,010	3,010	3,010	3,010
其它流动负债	2,461	3,759	3,759	3,759	3,759
非流动负债	18,470	20,555	21,555	23,555	24,555
负债合计	30,281	33,226	34,324	36,324	37,324
股本	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	12,503	11,849	11,849	11,849	11,849
其他综合收益	-31	-28	-28	-28	-28
盈余公积	716	716	716	716	716
未分配利润	2,316	3,070	4,250	5,253	6,308
少数股东权益	577	684	992	1,336	1,702
股东权益	17,150	17,361	18,849	20,195	21,617
负债和股东权益合计	47,431	50,587	53,173	56,519	58,941

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.94	1.15	1.28	1.37
每股经营现金流	2.09	4.82	2.04	2.43	2.55
每股红利	0.05	0.05	0.05	0.35	0.39
每股净资产	15.49	15.59	16.69	17.63	18.61
关键运营指标(%)					
ROIC	0.6	5.2	5.9	5.9	6.4
ROE	0.7	6.0	6.9	7.3	7.4
毛利率	33.1	42.0	40.1	42.3	41.8
EBITDA Margin	18.1	23.8	25.6	23.8	22.3
EBIT Margin	8.8	17.0	18.2	16.8	15.9
营业总收入同比增长	-2.9	33.1	-0.7	6.2	11.6
归母净利润同比增长	12.8	782.7	23.3	11.2	6.8
资产负债率	63.8	65.7	64.6	64.3	63.3
净资产周转率	0.66	0.88	0.81	0.82	0.87
总资产周转率	0.23	0.29	0.27	0.27	0.29
有效税率	77.4	32.5	30.0	30.0	30.0
股息率	0.2	0.2	0.2	1.3	1.4
估值指标(倍)					
P/E	253.2	28.7	23.3	20.9	19.6
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/Sale	5.0	3.8	3.9	3.9	3.5
EV/EBITDA	27.4	16.0	15.4	16.2	15.9
股本	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。