

中国酒店行业格局分析：盈利为王，效率为先

报告要点

本文通过对国内四大连锁酒店业龙头：锦江、华住、首旅、亚朵进行研究和对比，意在分析中国连锁酒店行业格局并探讨未来的发展趋势。

重点内容

现状：传统酒店巨头面临挑战，后起之秀逐步赶超

华住营收盈利保持领先，亚朵全方位增速领跑。华住集团2024年Q1-3营业收入178.68亿元，归母净利润12.73亿元，其营业收入自2020年至今保持领先地位。亚朵集团酒店规模自2019年起，保持30%的年均复合增长率，其营业收入和归母净利润也在2023年以后大幅增长。

锦江酒店仍坐稳龙头地位，首旅酒店逐步掉队。锦江酒店截至2024年第三季度末，拥有13186家酒店和1257796间客房，为同行业规模最大。截至2023年底，锦江酒店市占率为17.62%，为同行业最高。首旅旗下酒店规模年均复合增长率仅为9%，为四家最低，且其营业收入和盈利能力的恢复情况均不理想，平均客房收入也位列四家末位。

未来：中高端酒店市场成为主战场，打造品牌生态链培育新式核心竞争力

各大品牌将会主要在中高端酒店市场展开竞争，以加盟模式进行轻资产化规模扩张，通过搭建数字化平台打造生态链，提高品牌认可度与客户粘性。

扩展方向：1) 锦江和华住作为酒店巨头，未来将持续高速扩张旗下中高端酒店规模；2) 首旅酒店为求盈利快速好转及规模快速扩张，将会高速扩张旗下初始投资成本较小的轻管理酒店；3) 亚朵成立之初便专注于中高端品牌打造，辅以其特有的零售业务，持续强化精品酒店的品牌形象。

公司战略：1) **轻资产化战略，提高运营效率：**锦江、华住、首旅及亚朵的固定资产占总资产比重及资本性支出都呈现下降趋势，固定资产周转率则保持波动上升，说明各集团在树立起一定的品牌声望后，更多通过吸引加盟商进行扩店，提高资产使用效率；2) **搭建数字化平台，打造品牌生态链：**为提升顾客忠诚度和摆脱携程等OTA平台酒店品牌方造成的利润侵蚀困境，打造自己的CRS（中央预订系统）平台成为各集团的重点发展战略之一，以求打造各自的品牌护城河，稳固并拓展市场份额。

总结趋势

锦江、华住、首旅、亚朵等大型连锁酒店还将面临更激烈的市场竞争，民宿兴起以及非连锁精品酒店品牌开始抢占高端奢华酒店市场等。未来连锁酒店集团发展重心将从规模扩张转为效率提升，利用好规模经济效益，提高盈利水平。

风险提示：

- 锦江、华住、首旅的流动比率均低于1，或存在短期偿债风险；
- 旅游周转量仍未完全恢复，旅游市场热度或存在不稳定性。

休闲服务

评级： 看好

日期： 2025.03.20

分析师 何晓敏

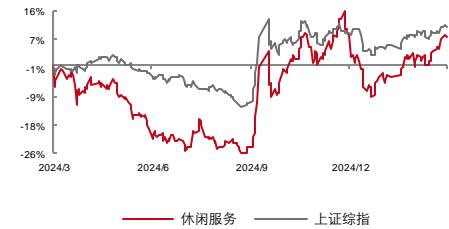
登记编码：S0950523110001

电话： (021) 61392631

邮箱： hexiaomin@w kzq.com.cn

行业表现

2025/3/19



资料来源：Wind, 聚源

相关研究

- 《政策加码大力提振消费，3000亿国债助力以旧换新》(2025/3/10)
- 《2025年春节消费点评：踏春旅游热度高涨，消费市场火爆开年》(2025/2/13)
- 《政策加码驱动消费回升，春节效应加速需求释放》(2025/2/7)
- 《【消费瞭望录】中外消费对比（一）：代际人口消费变迁与前瞻》(2025/2/5)
- 《2025年消费展望：政策将加速托举需求回暖》(2025/2/5)
- 《【消费瞭望录】需求低迷与OTA主导格局的背离，何去何从？》(2025/1/15)
- 《补贴政策发挥长效作用，消费粘性显现》(2024/12/25)
- 《【消费瞭望录】连锁酒店投资框架：如何观测行业周期？》(2024/12/5)
- 《政策红利深度释放，消费市场迎回暖黄金期》(2024/11/26)
- 《国庆出游点评：新“慢充式旅游”消费习惯正形成》(2024/10/11)

内容目录

一、 锦江酒店：国内连锁酒店规模之最	5
1.1 锦江酒店经营总览——市场回暖推动营收恢复良好，边际利润恢复较慢.....	5
1.2 锦江酒店经营分解——加盟酒店营收贡献度增长迅速，盈利状况稳定于高位.....	6
1.3 锦江酒店资产运作分析——最早开拓海外市场，境外投资额度最大.....	8
二、 华住集团：营收盈利全面领先	8
2.1 华住集团经营总览——经营成果大幅提升，甩掉重资产“包袱”或成未来发展突破口	8
2.2 华住集团经营分解——直营加盟营收均增长，境内境外盈利均恢复	10
2.3 华住集团资产运作分析——自立汉庭品牌稳固经济型酒店市场，对外收购丰富中高端品牌	12
三、 首旅酒店：经营恢复较差，“景区+酒店”一体化运营形成特色	12
3.1 首旅酒店经营总览——扩张缓慢，盈利退坡	12
3.2 首旅酒店经营分解——直营酒店经营回退明显，加盟酒店盈利持续优于竞争对手	14
3.3 首旅酒店资产运作分析——以如家系列品牌为核心，以“景区+酒店”一体化运营为特色	15
具体收并购信息详见附录3	15
四、 亚朵集团：后起之秀，增速全面领跑	16
4.1 亚朵集团经营总览——轻资产化战略下高速扩张，营收盈利双激增	16
亚朵集团成立于2013年，专注于打造中高端酒店连锁品牌，同时依托其品牌的高端及品质生活定位和影响力，开展酒店周边零售业务。2022年，亚朵集团在美国纳斯达克证券交易所挂牌上市。	16
4.2 亚朵集团经营分解——加盟酒店规模扩张营收增长，零售业务形成差异化竞争优势	17
4.3 亚朵集团资产运作分析——专注于中高端市场，注重品牌认可度	18
五、 行业横向对比：华住亚朵前景向好，轻资产、生态链、中高端成为新的战略重点	18
5.1 经营指标对比——华住亚朵经营管理良好，锦江首旅面临较大挑战	18
5.2 资本支出对比——轻资产化运营成为共同发展趋势	20
5.3 品牌矩阵对比——中高端酒店市场竞争将愈发激烈	20
5.4 加盟条款对比——亚朵整体上更具有加盟吸引力	22
5.5 集团战略对比——抢占新蓝海，注重高效率	23
5.6 会员数量对比——生态链打造促进会员增长，进而促进复购和营收增长	24
5.7 市占份额对比——传统酒店依旧领先，连锁品牌竞争日趋激烈	25
附录：	25
风险提示	32

图表目录

图表 1：锦江酒店店面数量（单位：家）	5
图表 2：锦江酒店客房数量（单位：家）	5
图表 3：锦江酒店营业总收入	6
图表 4：锦江酒店毛利润	6
图表 5：锦江酒店归母净利润	6
图表 6：锦江酒店固定资产周转率	6

图表 7: 锦江直营酒店与加盟酒店营收对比 (单位: 元)	7
图表 8: 锦江直营酒店与加盟酒店盈利能力对比 (单位: 元)	7
图表 9: 锦江酒店境内外开业数量对比 (单位: 家)	7
图表 10: 锦江酒店境内外客房数量对比 (单位: 家)	7
图表 11: 锦江酒店境内外酒店营业收入对比 (单位: 元)	8
图表 12: 锦江酒店境内外酒店盈利能力对比 (单位: 元)	8
图表 13: 华住集团店面数量 (单位: 家)	9
图表 14: 华住集团客房数量 (单位: 家)	9
图表 15: 华住集团营业收入	10
图表 16: 华住集团毛利润	10
图表 17: 华住集团归母净利润	10
图表 18: 华住集团固定资产周转率	10
图表 19: 华住直营酒店与加盟酒店开业数量对比 (单位: 家)	10
图表 20: 华住直营酒店与加盟酒店客房数量对比 (单位: 家)	10
图表 21: 华住直营酒店与加盟酒店营收对比	11
图表 22: 华住集团境内外开业数量对比 (单位: 家)	11
图表 23: 华住集团境内外客房数量对比 (单位: 家)	11
图表 24: 华住集团境内外酒店营业收入对比	12
图表 25: 华住集团境内外酒店盈利能力对比	12
图表 26: 首旅酒店店面数量 (单位: 家)	13
图表 27: 首旅酒店客房数量 (单位: 家)	13
图表 28: 首旅酒店营业收入	14
图表 29: 首旅酒店毛利润	14
图表 30: 首旅酒店归母净利润	14
图表 31: 首旅酒店固定资产周转率	14
图表 32: 首旅直营酒店与加盟酒店开业数量对比 (单位: 家)	14
图表 33: 首旅直营酒店与加盟酒店客房数量对比 (单位: 家)	14
图表 34: 首旅直营酒店与加盟酒店营收对比	15
图表 35: 首旅直营酒店与加盟酒店盈利能力对比	15
图表 36: 亚朵集团店面数量 (单位: 家)	16
图表 37: 亚朵集团客房数量 (单位: 家)	16
图表 38: 亚朵集团营业收入	17
图表 39: 亚朵集团毛利润	17
图表 40: 亚朵集团归母净利润	17
图表 41: 亚朵集团固定资产周转率	17
图表 42: 亚朵直营酒店与加盟酒店开业数量对比 (单位: 家)	17
图表 43: 亚朵直营酒店与加盟酒店客房数量对比 (单位: 家)	17
图表 44: 亚朵直营酒店、加盟酒店及零售业务营收对比	18
图表 45: 锦江、华住、首旅、亚朵 OCC 对比	19
图表 46: 锦江、华住、首旅、亚朵 ADR 对比 (单位: 元)	19
图表 47: 锦江、华住、首旅、亚朵 RevPAR 对比 (单位: 元)	20
图表 48: 锦江、华住、首旅、亚朵资本性支出对比 (单位: 百万元)	20
图表 49: 锦江、华住、首旅、亚朵经济型酒店数量对比	21
图表 50: 锦江、华住、首旅、亚朵经济型酒店占各自总酒店数比例	21
图表 51: 锦江、华住、首旅、亚朵中高端酒店数量对比 (单位: 家)	22
图表 52: 锦江、华住、首旅、亚朵中高端酒店占各自总酒店数比例 (%)	22
图表 53: 锦江、华住、首旅、亚朵高端奢华酒店数量对比	22
图表 54: 锦江、华住、首旅、亚朵高端奢华酒店占各自总酒店数比例	22

图表 55: 锦江、华住、首旅、亚朵加盟单位毛利对比 (单位: 元)	23
图表 56: 锦江、华住、首旅、亚朵会员数量对比 (单位: 百万人)	25
图表 57: 国内连锁酒店品牌市占份额对比	25

一、锦江酒店：国内连锁酒店规模之最

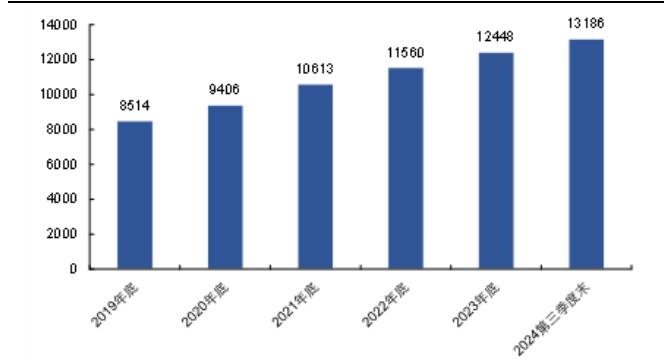
1.1 锦江酒店经营总览——市场回暖推动营收恢复良好，边际利润恢复较慢

锦江酒店集团成立于1984年，由上海市国资委控股的锦江国际集团主营综合性酒店旅游业务，旗下三家上市公司分别为“锦江酒店”(600754, 900934)、“锦江在线”(600650, 900914)和“锦江旅游”(900929)。其中，锦江酒店全称上海锦江国际酒店股份有限公司。

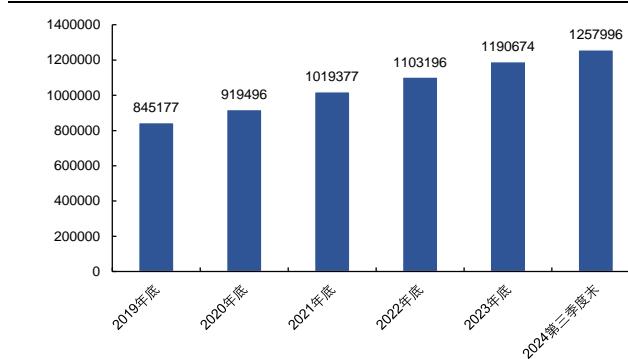
经营规模——开业规模稳步增长

截至2024年第三季度末锦江酒店旗下酒店数量达到13186家，客房数量1257996间。从2019年底到2024年第三季度末，锦江酒店旗下店面数量和客房数量分别增长55%和49%。2019-2023年，酒店数量和房间数量的年复合增长率分别为+10%、+9%。

图表1：锦江酒店店面数量（单位：家）



图表2：锦江酒店客房数量（单位：家）



资料来源：锦江酒店年度报告、季度报告，五矿证券研究所

资料来源：锦江酒店年度报告、季度报告，五矿证券研究所

经营成果——营收总量恢复，成本管控有待改善

锦江酒店2024年Q1-3营业收入为107.9亿元，同比-1.57%；毛利润44.75亿元，毛利率41.48%；归母净利润11.06亿元，归母净利率10.25%。

锦江酒店营收总量和净利水平已基本恢复至2019年及以前同期水平。关于2023年各项经营数据出现较大增长，有两个原因：首先，锦江酒店2023年营业收入同比+33.08%，带动毛利润同比+68%，进而推动营业利润和净利润的增长；其次，2022年锦江酒店净利润2.45亿元，归母净利润1.13亿元，说明整体上子公司存在较大亏损，同时其年报也披露2022年同一控制下子公司净损益为-1634.22万元。2023年，锦江酒店净利润12.77亿元，归母净利润10.02亿元。考虑到锦江酒店于当年收购上海齐程和锦江国际酒店管理两家盈利状况较好的公司，有助于其实现同一控制下子公司净损益6267.05万元，子公司的扭亏为盈也是归母净利大幅增长的原因之一。

锦江酒店边际利润率较低，营业成本管控仍有待改善，用人效率较低可能会是企业毛利恢复度较低的主要影响因素之一。人工成本占营业收入比重最高，位于30%左右。

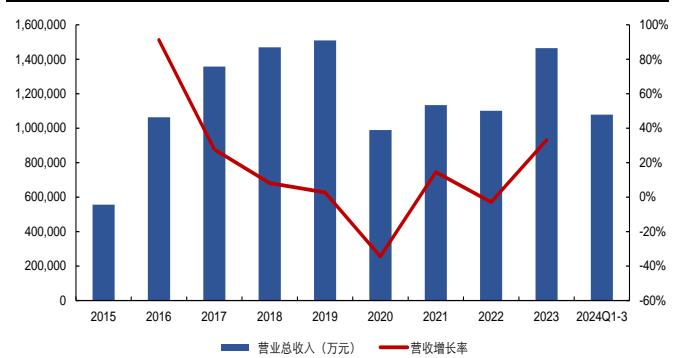
财务状况与运营效率——固定资产使用效率提高，推行轻资产化战略

截至2024年9月底，锦江酒店固定资产周转率2.55次，固定资产占总资产比重为24.09%。

锦江酒店固定资产增长率整体上呈现出上升趋势，固定资产占总资产比重也在2021年之后开始逐渐下降。

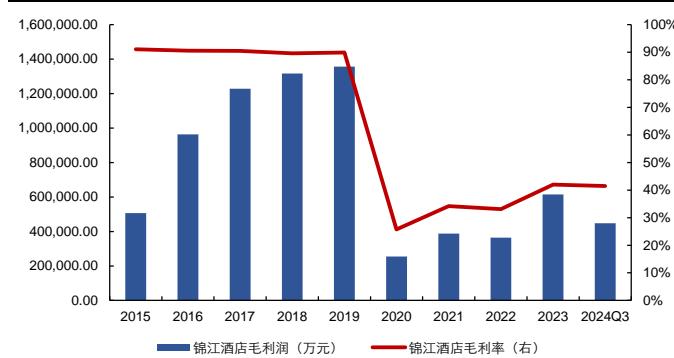
关于固定资产占总资产比重在2021年有较为明显的增长，因2021年新会计准则开始生效，该新准则要求承租人不再将租赁区分为经营租赁或融资租赁，而是采用统一的会计处理模型，对短期租赁和低价值资产租赁以外的其他所有租赁均确认使用权资产和租赁负债，并分别计提折旧和利息费用。所以，该项会计准则的更新会导致企业固定资产账面价值的增加，进而提高固定资产所占比重。

图表3：锦江酒店营业收入



资料来源：锦江酒店年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

图表4：锦江酒店毛利润



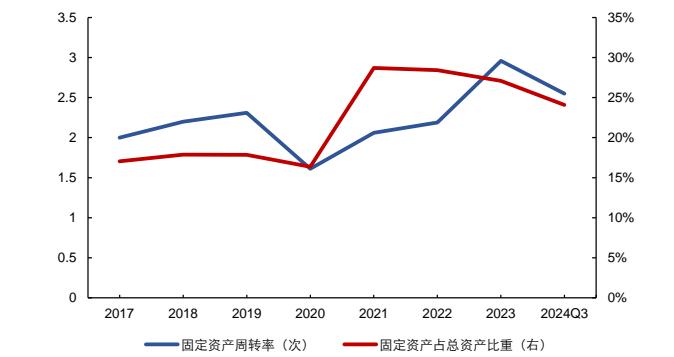
资料来源：锦江酒店年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

图表5：锦江酒店归母净利润



资料来源：锦江酒店年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

图表6：锦江酒店固定资产周转率



资料来源：锦江酒店年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

1.2 锦江酒店经营分解——加盟酒店营收贡献度增长迅速，盈利状况稳定于高位

按经营模式划分——加盟酒店盈利领先，营收逐步追赶

截至2024年9月30日，锦江酒店旗下共有自有或租赁酒店696家，客房数量为76899间，加盟或管理酒店12407家，客房1158713间。从2019年到2023年间，直营酒店数量逐年减少，年复合增长率-8%，而加盟酒店数量逐年增多，年复合增长率达13%。

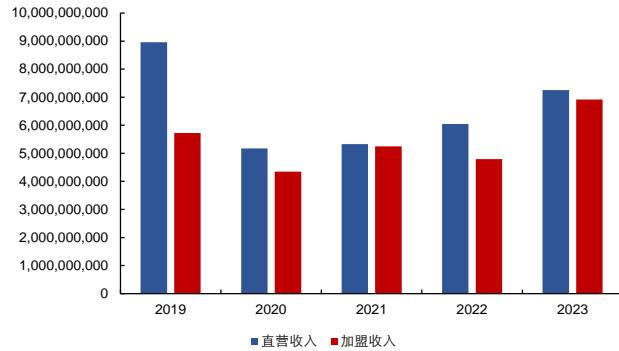
加盟酒店创收能力正在逐步赶上直营酒店。直营酒店2023年营业收入76.16亿元，虽在2020年以后逐年回升，但仍较2019年下降19%。加盟酒店营业收入贡献度已从2019年的34.07%上升至2023年的47.79%，与直营酒店的差距已明显缩小。

加盟酒店的盈利能力一直好于直营酒店。直营酒店营业利润和GOP率在2019到2023年间，皆呈现较大幅度的下滑，即使2021到2023年间，其盈利能力有所恢复，但其2023年营业利润仍较2019年下降42%。加盟酒店营业利润和GOP率变动幅度小于直营酒店，表明

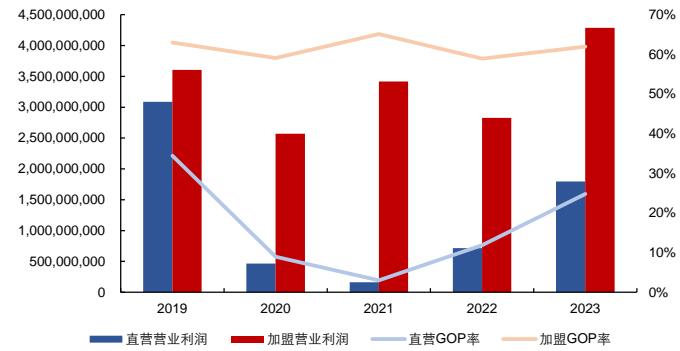
其盈利水平一直较好且保持稳定。

加盟模式会是企业未来重点发展方向，更加印证前文所述的企业推行轻资产化战略。

图表 7：锦江直营酒店与加盟酒店营收对比（单位：元）



图表 8：锦江直营酒店与加盟酒店盈利能力对比（单位：元）



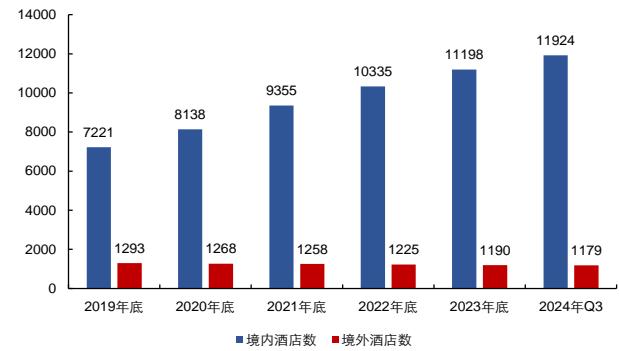
资料来源：锦江酒店年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

资料来源：锦江酒店年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

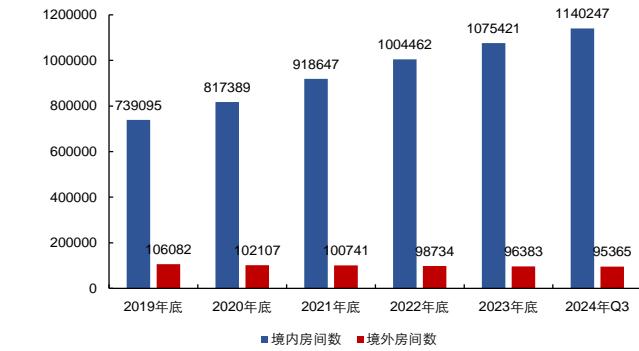
按经营区域划分——境内经营仍为基本盘，相对较高毛利或促使境外拓展

截至 2024 年 9 月 30 日，锦江酒店在中国大陆境内共有酒店 11924 家，客房数量为 1140247 间，在中国大陆境外共有酒店 1179 家，客房 95365 间。从 2019 年到 2023 年间，锦江在境内的酒店数量逐年增多，年复合增长率 13%，而境外酒店数量则逐年减少，年复合增长率-2%。

图表 9：锦江酒店境内外开业数量对比（单位：家）



图表 10：锦江酒店境内外客房数量对比（单位：家）



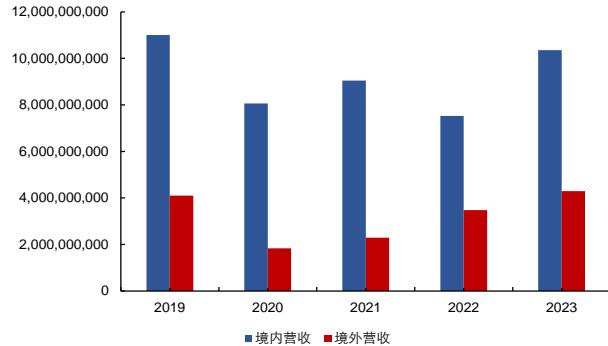
资料来源：锦江酒店年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

资料来源：锦江酒店年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

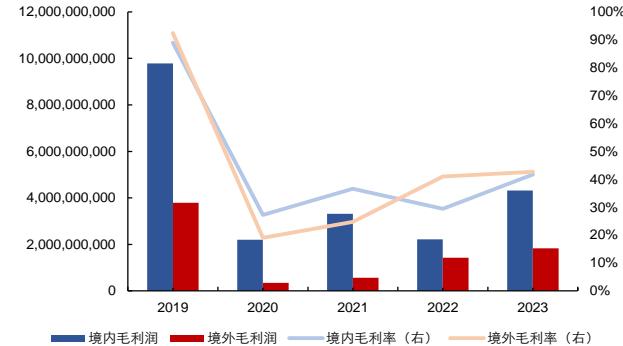
境内酒店一直是企业收入的压舱石，境内外酒店营收在比较期间内均无较为明显的涨跌趋势。境内酒店收入和境外酒店收入波动趋势基本一致，境内酒店收入一直占据主要地位，其对营业总收入贡献率维持在 68% 到 80% 之间。

境内外酒店毛利率恢复程度整体上好于境内酒店，可能会促使企业开始重视境外战略布局。境内酒店毛利润在 2019 到 2023 年间一直高于境外酒店，自 2020 年起，境内外酒店毛利率呈现出波动恢复，交替领先的态势，但是从 2022 年开始，境外酒店毛利率超过境内酒店。

图表 11：锦江酒店境内外酒店营业收入对比（单位：元）



图表 12：锦江酒店境内外酒店盈利能力对比（单位：元）



资料来源：锦江酒店年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

资料来源：锦江酒店年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

1.3 锦江酒店资产运作分析——最早开拓海外市场，境外投资额度最大

境内收并购

锦江酒店初期的收并购操作重点在于以锦江之星为核心，打造国内品牌矩阵，开拓国内市场，同时丰富自己在酒店相关行业如餐饮、物管等方面的业务板块，提高国内产业链自主化水平。直到 2016 年，锦江开始逐步收购维也纳酒店的股权，丰富了其中高端市场的业务布局，日也逐渐发展成为旗下开业数量最多的连锁品牌。

境外收并购

2015 年，锦江以 124.61 亿元的交易对价将法国卢浮集团收归旗下，成为其全资子公司。通过此次收购，凯里亚德、郁金香等中高端、高端品牌的出现也丰富了锦江的品牌矩阵，增强其在不同细分市场的竞争力。同样在 2015 年，锦江以 122.74 亿元的价格收购铂涛集团 81% 的股权，后又在 2021 年收购其近 3.5% 的股权。此次收购也为锦江带来了 7 天、丽枫、喆啡等经济型及中高端品牌，其中 7 天系列也迅速发展为锦江旗下经济型酒店第一大品牌。

生态链打造

随着各大 OTA 平台对酒店品牌方的利润挤压愈发显著，锦江酒店也开始打造自己的产业链，增强品牌的用户粘性。2016 年，锦江酒店和锦江资本等 5 家公司共同出资成立了上海齐程网络科技有限公司，开发锦江酒店中央预订系统 (CRS) WeHotel。随后在 2022 年和 2023 年，锦江分别又收购了上海齐程 65% 和 25% 的股权，实现对其全资控股。2022 年，锦江酒店收购上海锦江联采供应链有限公司 70% 的股权，以求打造自己全球供应链系统 GPP。

详见附录 1

二、华住集团：营收盈利全面领先

2.1 华住集团经营总览——经营成果大幅提升，甩掉重资产“包袱”或成为未来发展突破口

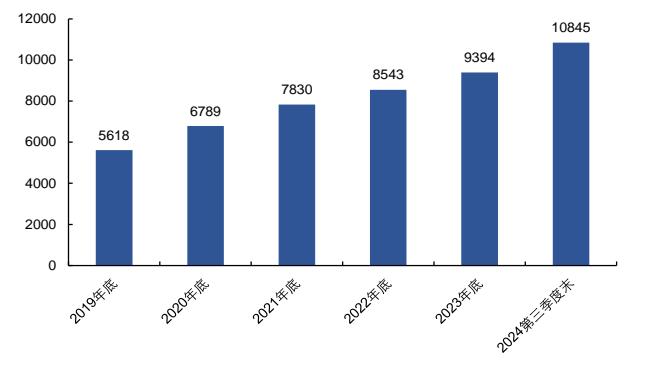
华住集团成立于 2005 年，致力于连锁酒店的经营管理，于 2010 年 3 月 26 日在美国纳斯达

克证券交易所上市，于2020年9月22日，在香港证券交易所上市。截至2024年9月30日，其经营范围覆盖18个国家和地区。

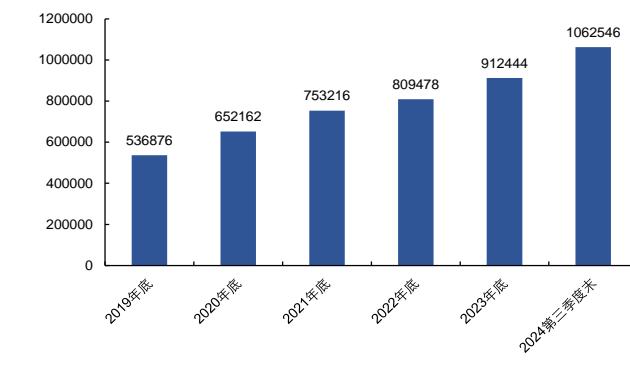
经营规模——酒店数量与客房数量同步增长

截至2024年第三季度末华住集团旗下酒店数量达到10845家，客房数量1062546间。从2019年底到2024年第三季度末，锦江酒店旗下店面数量和客房数量分别增长93%和98%。截至2023年底，酒店数量和房间数量的年复合增长率均为+14%。

图表 13：华住集团店面数量（单位：家）



图表 14：华住集团客房数量（单位：家）



资料来源：华住集团年度报告、季度报告，五矿证券研究所

资料来源：华住集团年度报告、季度报告，五矿证券研究所

经营成果——内部管理改善驱动业务扩张，经营成果已大幅超过2019年同期水平

经营成果方面，华住集团2024年Q1-3营业收入为178.68亿元；毛利润总计为67.73亿元，毛利率37.91%；归母净利润12.73亿元，归母净利率7.12%。

营业收入方面，华住集团自2015年起一直保持增长态势，尤其是在2023年，同样受到旅游市场整体回暖的影响，其营收增长率达到了57.86%。

同时，毛利润和毛利率在2023年的大幅增长，也反映出华住集团在成本控制方面较之前有了显著改善，边际利润有所提升。

随着营业收入和毛利润的增长，华住集团归母净利润也大幅回弹。

自2021年起，华住集团已连续四年保持营业收入超过2019年同期水平，其毛利和净利也都在2023年后超过2019年同期表现。除了宏观环境改善以外，其良好的内部管理，包括智能家居系统的应用和服务质量提升以及成本管控的改善等，也是华住后续保持高速增长和业务扩张的主要原因。

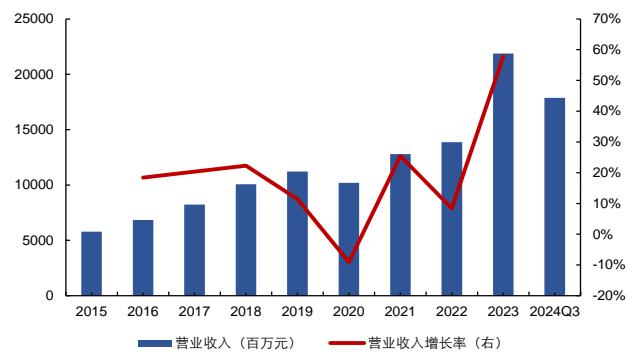
财务状况与运营效率——固定资产使用效率有较快提升，固定资产占比仍处于高位

截至2024年9月30日，华住集团固定资产周转率2.96次，固定资产占总资产的比重为55.04%。

华住集团固定资产周转率呈上升趋势，结合营业收入的亮眼表现，其资产使用效率在逐渐提升。固定资产占比从2021年起也开始逐渐下降，但仍大于50%。

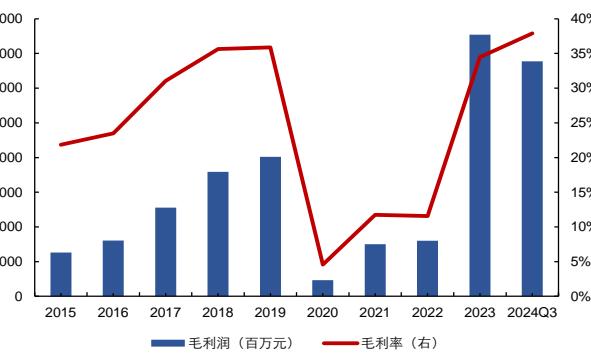
由于2019年美国联邦会计准则委员会颁布新的租赁准则，要求经营租赁的承租人在资产负债表中确认其经营租赁得来的资产，这也导致华住集团固定资产总额增加，从而推动固定资产占总资产比重增加。

图表 15：华住集团营业收入



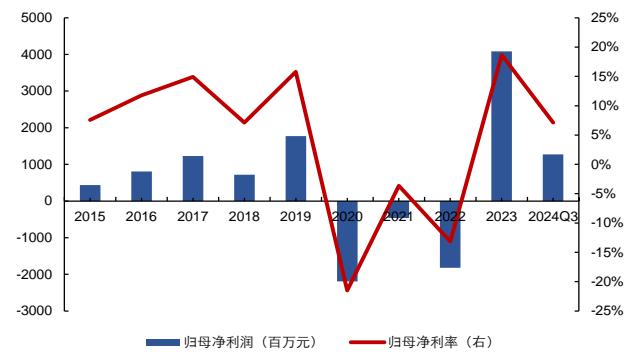
资料来源：华住集团年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

图表 16：华住集团毛利润



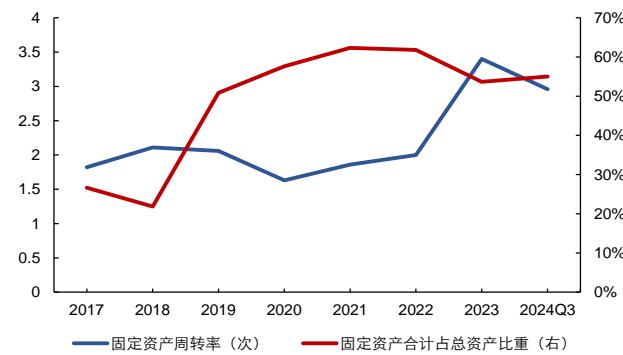
资料来源：华住集团年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

图表 17：华住集团归母净利润



资料来源：华住集团年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

图表 18：华住集团固定资产周转率



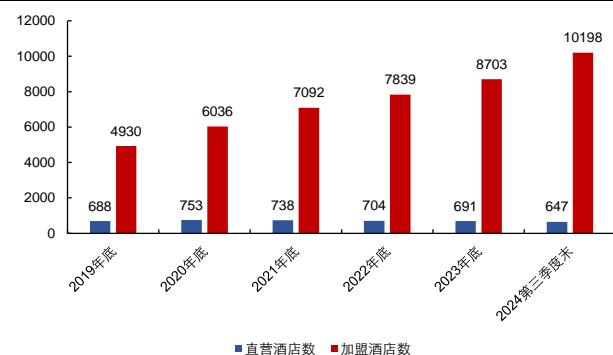
资料来源：华住集团年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

2.2 华住集团经营分解——直营加盟营收均增长，境内境外盈利均恢复

按经营模式划分——直营酒店规模扩张停滞，加盟酒店增速领先于竞争对手

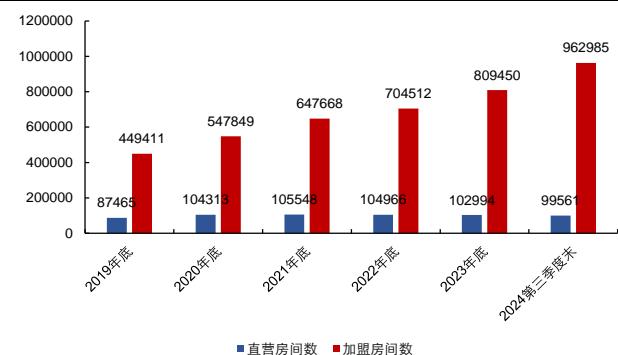
截至 2024 年 9 月 30 日，华住集团旗下共有自有或租赁酒店 647 家，客房数量为 99561 间，加盟或管理酒店 10198 家，客房 962985 间。从 2019 年到 2023 年间，直营酒店数量增速缓慢，年复合增长率 0.11%，加盟酒店数量增长明显，年复合增长率达 15.27%。

图表 19：华住直营酒店与加盟酒店开业数量对比（单位：家）



资料来源：华住集团年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

图表 20：华住直营酒店与加盟酒店客房数量对比（单位：家）

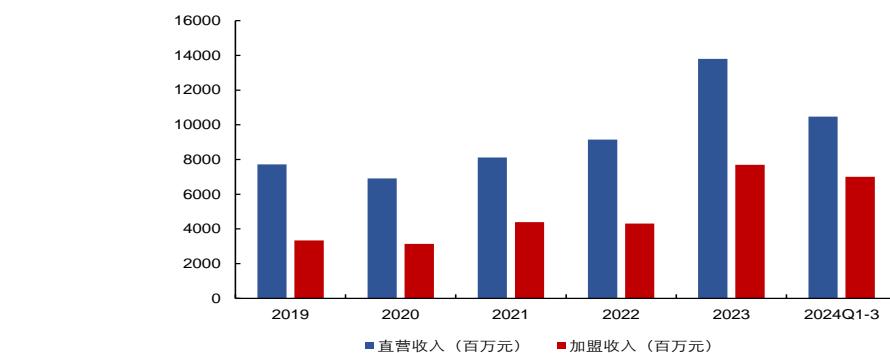


资料来源：华住集团年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

加盟酒店对集团营收的贡献度正在逐步赶上直营酒店，结合前文加盟酒店的高速扩张以及固定资产占比分析，持续扩张加盟酒店，加快甩掉重资产“包袱”会是华住未来的重点突破方向。

华住的直营酒店2024年Q1-3营业收入104.7亿元，2023年营业收入137.96亿元，在2020年以后逐年增长，已连续四年超过2019年同期水平。加盟酒店营业收入绝对值处于持续增长态势，且其占总营业收入比重已从2019年的30%上升至2023年的40%。

图表 21：华住直营酒店与加盟酒店营收对比

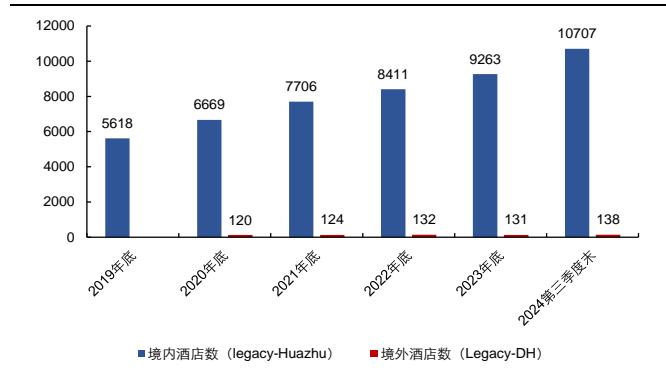


资料来源：华住集团年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

按经营区域划分——境内经营为压舱石，境外盈利逐步回正

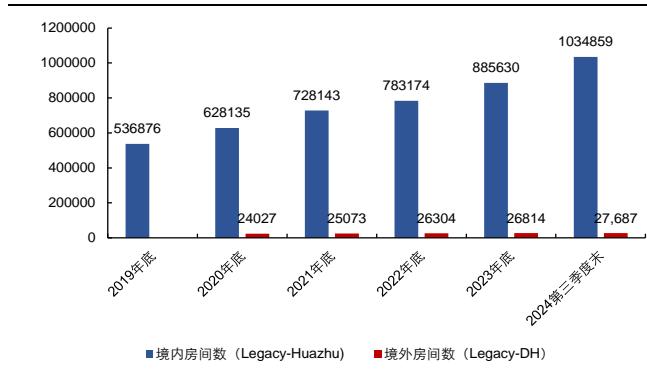
截至2024年9月30日，华住集团在中国大陆境内共有酒店10707家，客房数量为1034859间，在中国大陆境外共有酒店138家，客房27687间。从2019年到2023年间，华住在境内的酒店数量逐年增多，年复合增长率13%。华住境外业务于2020年开启，从2020到2023年间，境外酒店数量增速较低，年复合增长率2%。

图表 22：华住集团境内外开业数量对比（单位：家）



资料来源：华住集团年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

图表 23：华住集团境内外客房数量对比（单位：家）



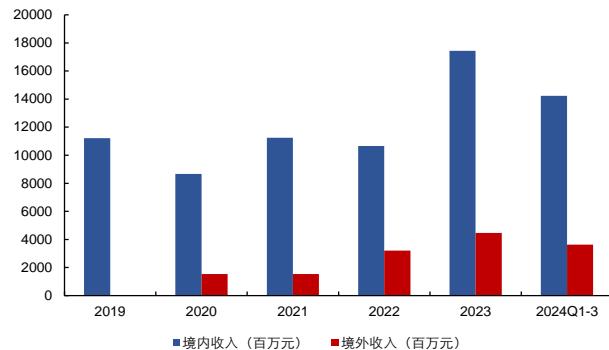
资料来源：华住集团年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

境内酒店是华住创收的压舱石。华住的境内酒店营业收入整体上也呈现出增长趋势，从2019到2023年间，年复合增长率12%，对总营业收入的贡献率维持在75%以上。境外酒店营业收入虽保持43%的较高年复合增长率，但其对总营业收入的贡献度仍远低于境内酒店。

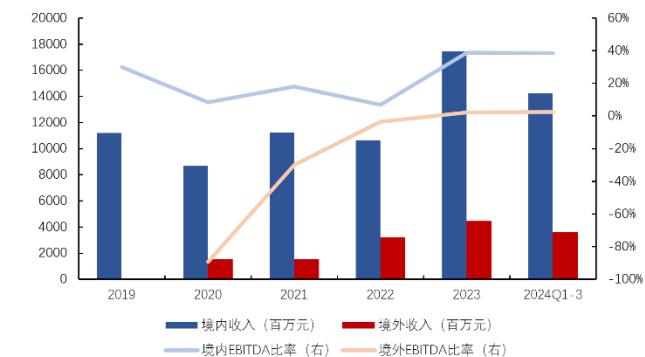
境内酒店盈利恢复良好，后续保持强劲势头，境外酒店盈利能力及其发展前景依旧不容乐观。华住的境内酒店EBITDA占其营业收入比率虽有较大波动，但整体上保持增长态势，尤其是在2023年和2024Q1-3期间，境内酒店EBITDA率接近40%，高出2019年同期水平近10

个百分点。境外酒店自2020年起一直亏损严重，直至2023年才扭亏为盈，保持微弱的盈利比率，同时其EBITDA比率增速减缓明显。

图表 24：华住集团境内外酒店营业收入对比



图表 25：华住集团境内外酒店盈利能力对比



资料来源：华住集团年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

资料来源：华住集团年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

2.3 华住集团资产运作分析——自立汉庭品牌稳固经济型酒店市场，对外收

购丰富中高端品牌

境内收并购

华住集团于2006年设立其全资子公司汉庭星空（上海）酒店管理有限公司，后又于2008年设立其全资子公司上海长庭酒店管理有限公司，在发展初期聚焦汉庭这一单一品牌，开拓国内市场。随后，华住开始进行多元化品牌战略，于2012年，收购中端型星程酒店100%股权，于2017年，收购中高端桔子水晶酒店100%股权，于2018年收购高端精品度假酒店花间堂82.5%的股权。

境外投资与合作

华住分别于2008年和2010年，成立其全资子公司中国住宿控股（香港）有限公司以及中国住宿控股（新加坡）有限公司，开始谋求境外资本业务。2014年，华住与法国雅高集团开展战略合作，双方互相持股，华住负责雅高旗下宜必思、诺富特、美爵、美居等品牌在中国大陆境内的经营与开发，丰富了华住旗下经济型以及中高端、高端品牌矩阵。2020年，华住通过旗下子公司中国住宿控股（新加坡）完成对德意志酒店集团的全资收购，接管德意志集团旗下施柏阁、城际等品牌，进一步打开了海外中高端酒店市场。

数字化升级

2008年，华住成立其全资子公司汉庭科技（苏州）有限公司，为集团进行与酒店管理与服务相关的软件研究，开启数字化进程。2014年，华住成立季住信息科技（上海）有限公司，继续为其打造数字化管理、营销和服务平台，改善运营效率。

详见附录2

三、首旅酒店：经营恢复较差，“景区+酒店”一体化运营形成特色

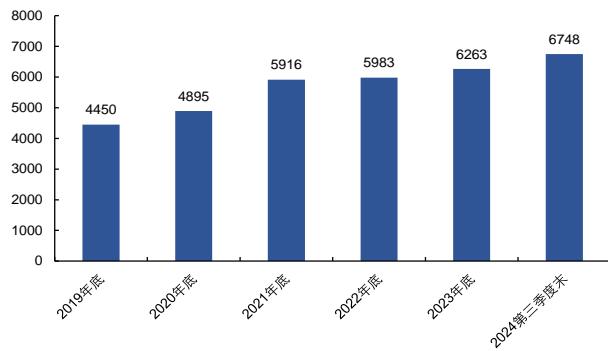
3.1 首旅酒店经营总览——扩张缓慢，盈利退坡

首旅如家酒店集团由原首旅酒店集团和如家酒店集团于 2016 年合并成立，为首旅集团旗下从事酒店及景区投资与运营的子公司。首旅酒店集团于 1999 年 2 月成立，2000 年 6 月于上海证券交易所挂牌上市。

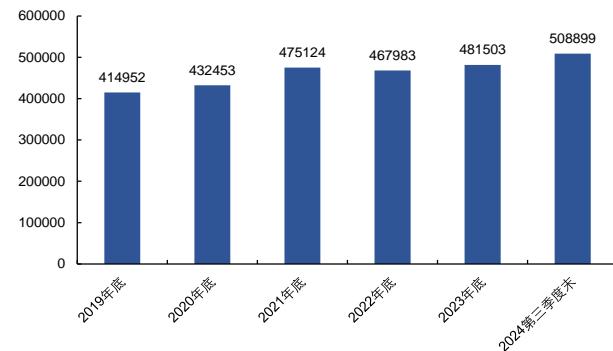
经营规模——店面增速显著高于客房增速，酒店平均房间量下降

截至 2024 年第三季度末，首旅酒店旗下酒店数量达到 6748 家，客房数量 508899 间。从 2019 年底到 2024 年第三季度末，首旅酒店旗下店面数量和客房数量分别增长 52% 和 23%。2019-2023 年，酒店数量和房间数量的年复合增长率分别为 +9%、+4%。

图表 26：首旅酒店店面数量（单位：家）



图表 27：首旅酒店客房数量（单位：家）



资料来源：首旅酒店年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

资料来源：首旅酒店年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

经营成果——财务整体不及 2019 年同期水平，边际利润低迷成为瓶颈

首旅酒店 2024 年 Q1-3 营业总收入为 58.89 亿元；毛利润 23.32 亿元，毛利率 39.59%；归母净利润 7.23 亿元，归母净利率 12.28%。

2023 年营收恢复情况良好。在经过 2020-2022 年的营收低迷后，随着旅游市场的整体回暖，首旅酒店 2023 年营业收入同比 +53.12%，恢复至 2019 年同期水平的 94%。

毛利和净利均有所恢复，但盈利能力整体仍未追及 2019 年水平。虽然在经历 2020 年和 2022 年的大幅净亏损后，首旅酒店净利润有了较大回弹，但仍不及 2019 年同期水平，且毛利润及毛利率一直处于低位，与 2019 年同期水平有明显差距。

较为突出的问题的是，营业成本控制能力较差，导致边际利润较低，进而成为归母净利以及整体盈利能力恢复的瓶颈。

财务状况与运营效率——固定资产使用效率较高，日常管理对固定资产占比变化影响较小

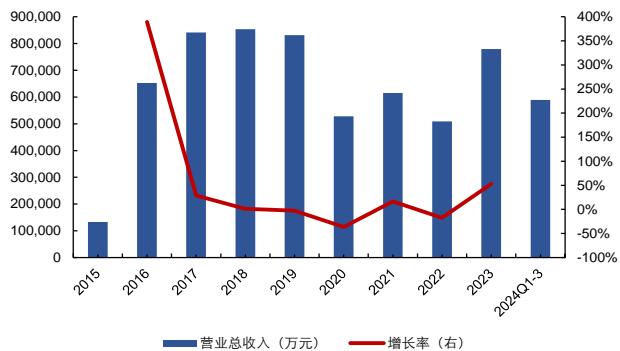
截至 2024 年 9 月 30 日，首旅酒店固定资产周转率 2.93 次，固定资产占总资产的比重为 37.6%。

合并如家，促使营收与固定资产周转率大幅提升。2016 年，随着如家品牌的加入，首旅营业收入在当年同比 +389.4%，大幅提升了固定资产资产周转率。自此，固定资产周转率波动趋势与其应收波动趋势基本吻合。

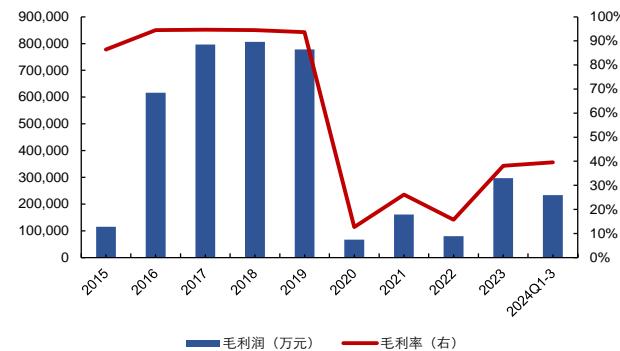
外部重大事件而非日常经营管理为固定资产占比大幅变动的主要原因。2016 年，首旅酒店与如家合并，并购产生的大量商誉以及并表后大量合并范围内的无形资产导致资产总额迅速扩张，固定资产占比显著降低，此后一直稳定在 15% 左右。直至 2021 年，新会计准则开始实

施，经营租赁被要求上表，固定资产绝对值及其占比都被拉高，此后保持微弱下降趋势。

图表 28：首旅酒店营业收入



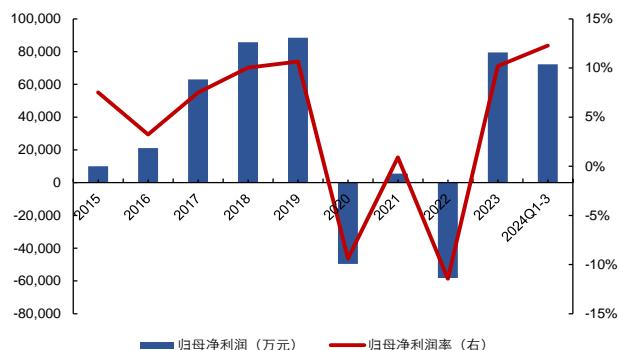
图表 29：首旅酒店毛利润



资料来源：首旅酒店年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

资料来源：首旅酒店年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

图表 30：首旅酒店归母净利润



资料来源：首旅酒店年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

图表 31：首旅酒店固定资产周转率

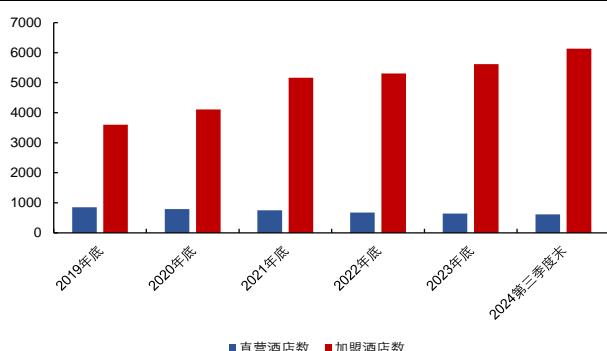


资料来源：首旅酒店年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

3.2 首旅酒店经营分解——直营酒店经营回退明显，加盟酒店盈利持续优于竞争对手

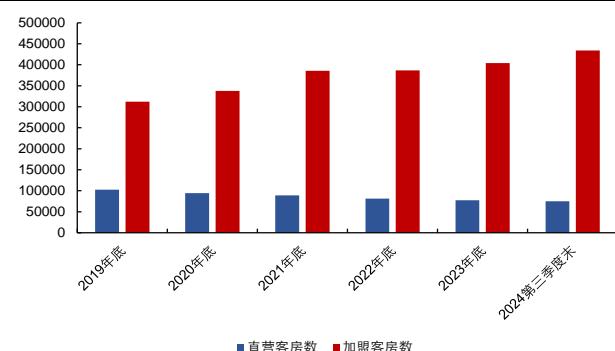
截至 2024 年 9 月 30 日，首旅酒店旗下共有自有或租赁酒店 613 家，客房数量为 74862 间，加盟或管理酒店 6135 家，客房 434037 间。从 2019 年到 2023 年间，直营酒店数量增速缓慢，年复合增长率-7%，加盟酒店数量增长明显，年复合增长率达 12%。

图表 32：首旅直营酒店与加盟酒店开业数量对比（单位：家）



资料来源：首旅酒店年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

图表 33：首旅直营酒店与加盟酒店客房数量对比（单位：家）

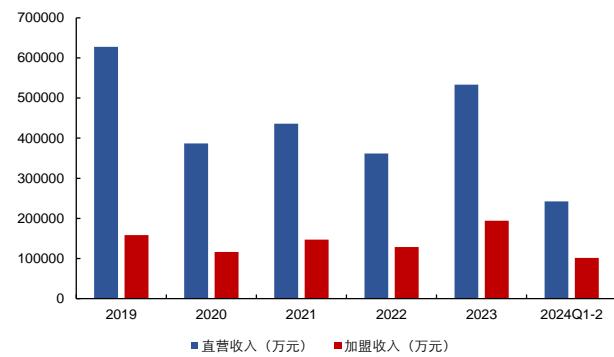


资料来源：首旅酒店年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

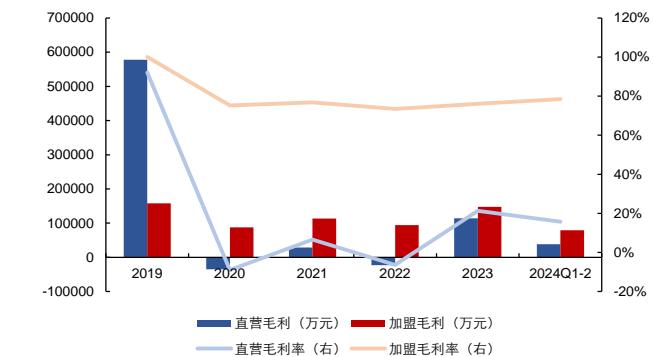
直营酒店营业收入恢复度不甚理想，对总营收贡献度降低。直营酒店2023年营业收入恢复至2019年同期水平85%，较前三年有所提升，但其对公司总营收贡献度已由2019年76%降低至2023年68%。

直营酒店盈利能力跌幅明显，加盟酒店盈利状况稳定于高位。自2019年以后，直营酒店的毛利润及毛利率跌幅明显，整体盈利常年处于盈亏边缘徘徊状态。加盟酒店盈利情况自2019年以后仅有较小幅度降低，此后一直保持在80%左右的高位。加盟酒店已成为公司盈利的主要驱动力。

图表 34：首旅直营酒店与加盟酒店营收对比



图表 35：首旅直营酒店与加盟酒店盈利能力对比



资料来源：首旅酒店年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

资料来源：首旅酒店年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

3.3 首旅酒店资产运作分析——以如家系列品牌为核心，以“景区+酒店”一体化运营为特色

“景区+酒店”的休闲度假模式

将酒店置于景区之中，酒店住宿与景区游玩“一条龙”服务的休闲度假酒店运营模式，是首旅酒店的管理特色之一。首旅酒店2002年收购海南南山文化旅游开发有限公司74%的股权，接管海南南山景区管理以及景区内酒店——南山休闲会馆。此后首旅酒店还陆续退出了如家小镇乡野趣乐部、漫趣乐园等。

中端及经济型布局

首旅酒店于2014年，由旗下负责经济型酒店投资管理的子公司北京欣燕都酒店连锁有限公司增资雅客怡家30%股权。随后，于2016年，首旅酒店与如家酒店集团完成并购，如家也自此成为首旅旗下中端及经济型的绝对主力品牌。

中高端战略布局

首旅酒店在2013到2023年间，分别收购、投资首旅建国酒店、南苑酒店、诺金酒店和安麓酒店，组成其中高端和高端品牌矩阵。

具体收并购信息详见附录3

四、亚朵集团：后起之秀，增速全面领跑

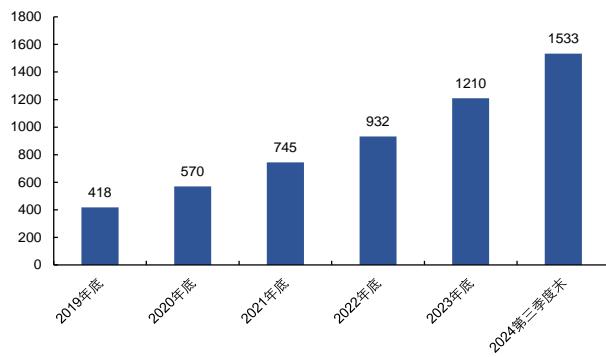
4.1 亚朵集团经营总览——轻资产化战略下高速扩张，营收盈利双激增

亚朵集团成立于 2013 年，专注于打造中高端酒店连锁品牌，同时依托其品牌的高端及品质生活定位和影响力，开展酒店周边零售业务。2022 年，亚朵集团在美国纳斯达克证券交易所挂牌上市。

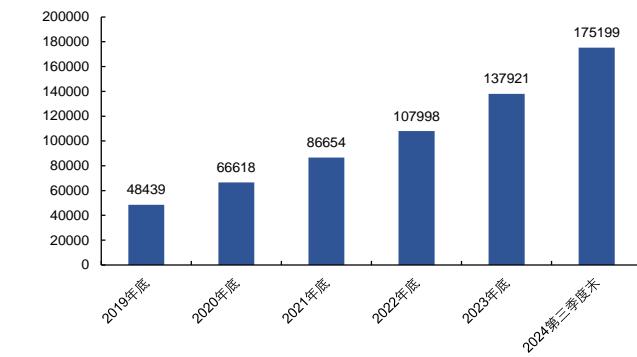
经营规模——稳定保持高速扩张

截至 2024 年第三季度末，亚朵集团旗下酒店数量达到 1533 家，客房数量 175199 间。从 2019 年底到 2024 年第三季度末，亚朵集团旗下店面数量和客房数量分别增长 267% 和 262%。2019-2023 年，酒店数量和房间数量的年复合增长率均为 +30%。

图表 36：亚朵集团店面数量（单位：家）



图表 37：亚朵集团客房数量（单位：家）



资料来源：亚朵集团年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

资料来源：亚朵集团年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

经营成果——创收及盈利整体向好，业绩增长迅速

亚朵集团 2024 年 Q1-3 营业总收入为 50.13 亿元；毛利润 21.24 亿元，毛利率 42%；归母净利润 9.45 亿元，归母净利率 18.85%。

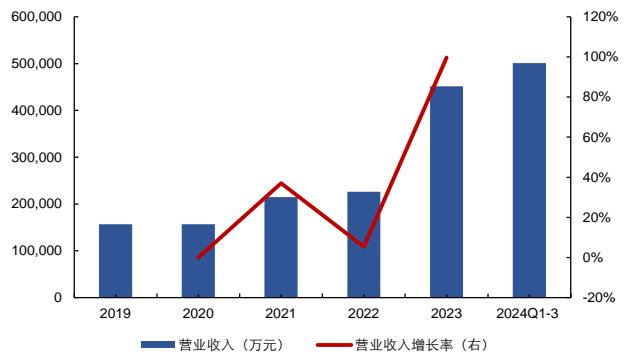
2023 年经营成果整体大幅提升，2024Q1-3 表现愈加强劲。亚朵集团营业收入及毛利整体上保持连年增长趋势，但 2023 年以后，增速明显提升。除开营收和毛利的影响，在 2021 年之前，亚朵集团归母净利润受到优先股利的影响，一直处于较低位。2021 年开始，亚朵集团陆续终止先前派发的具有部分优先权利的普通股持有者的优先权利，一定程度上改善了归母净利润。

财务状况与运营效率——营收增长推动固定资产使用效率大幅提高，推行轻资产战略

亚朵集团固定资产周转率波动趋势基本与其营业收入变化趋势吻合。在 2023 年以前，亚朵集团固定资产资产使用效率处于平缓增长趋势。2023 年以及 2024 年 Q1-3，营业收入显著增长，同时大幅提高固定资产周转率。

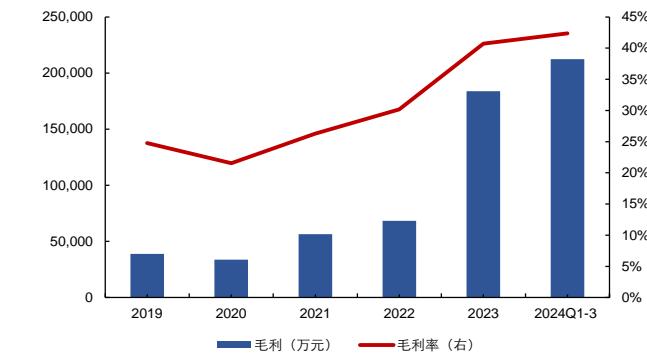
固定资产占比持续下降，新会计准则的应用导致其短暂攀升。亚朵集团固定资产比重一直保持降低趋势，呈现出轻资产化的走向。2022 年，亚朵集团于纳斯达克上市，依照美国通用会计准则，经营租赁也需上表，从而使得固定资产总额激增，固定资产占比短暂上升，后又迅速回落，表明企业轻资产战略落实彻底。

图表 38：亚朵集团营业收入



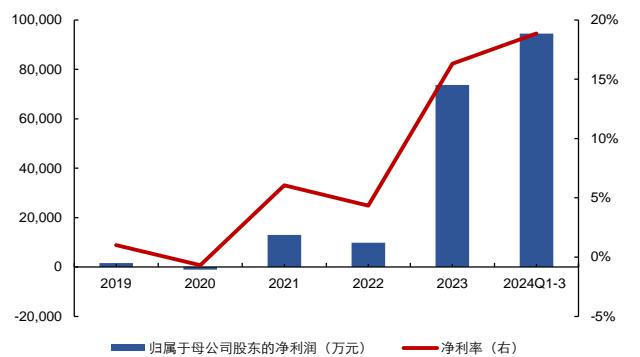
资料来源：亚朵集团年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

图表 39：亚朵集团毛利润



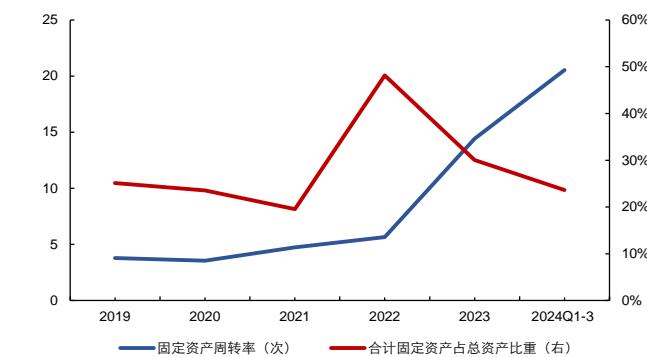
资料来源：亚朵集团年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

图表 40：亚朵集团归母净利润



资料来源：亚朵集团年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

图表 41：亚朵集团固定资产周转率

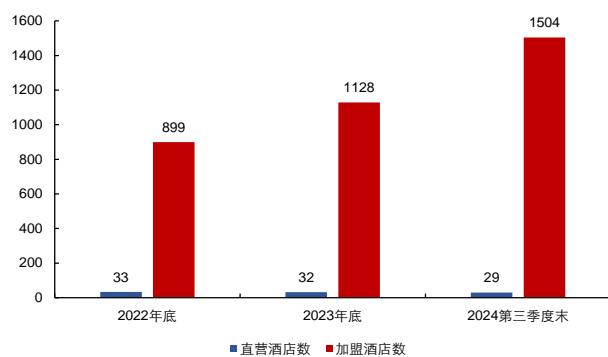


资料来源：亚朵集团年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

4.2 亚朵集团经营分解——加盟酒店规模扩张营收增长，零售业务形成差异化竞争优势

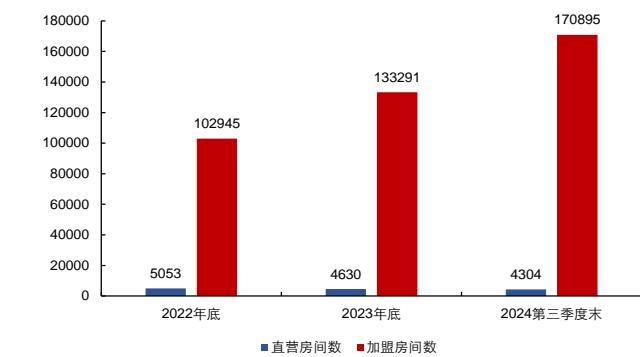
截至 2024 年 9 月 30 日，亚朵集团旗下共有自有或租赁酒店 29 家，客房数量为 4304 间，加盟或管理酒店 1504 家，客房 170895 间。

图表 42：亚朵直营酒店与加盟酒店开业数量对比（单位：家）



资料来源：亚朵集团年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

图表 43：亚朵直营酒店与加盟酒店客房数量对比（单位：家）

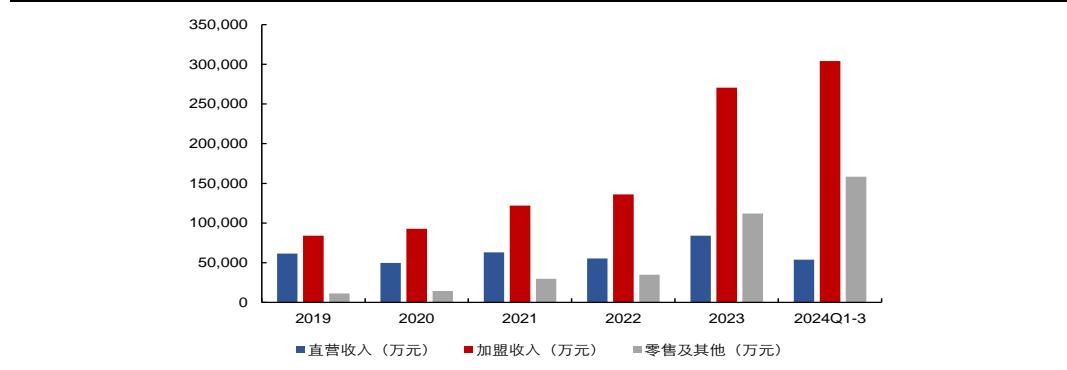


资料来源：亚朵集团年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

加盟模式为创收主力，零售业务打开新增长点。亚朵集团直营酒店收入绝对值处于低位下降

趋势，且对营业总收入的贡献度从2019年的近40%，下滑至10%；加盟酒店收入持续处于领先地位，2023年以后呈爆发式增长。亚朵的创收渠道还包括售卖酒店周边产品的零售业务，此为公司新业务增长点及其第二大收入来源，占比超30%。

图表 44：亚朵直营酒店、加盟酒店及零售业务营收对比



资料来源：亚朵集团年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

4.3 亚朵集团资产运作分析——专注于中高端市场，注重品牌认可度

酒店业务布局

首家亚朵酒店于2013年在西安开业，随后于2015年收购上海轻居51%的股权，打开中端酒店市场。2020年，亚朵陆续推出ZHotel、A.T.House、亚朵X等中高端及奢华品牌。除了在不同品牌档次进行战略布局，亚朵还出台IP酒店项目，与腾讯QQ超级会员、网易云音乐、知乎、虎扑篮球等互联网平台合作，打造各式主题酒店，加强品牌认可度。

零售业务布局

亚朵集团成立之初便开始部署零售业务，于2014年底成立共语（上海）文化传播有限公司，后于2016年成立上海闪快信息科技有限公司，主要售卖床上用品、个人卫生用品和香薰等。2019年，亚朵成立上海匠朵信息科技有限公司，售卖清洁及家居用品等。2020年，亚朵成立上海印朵文化传播有限公司，主营文化娱乐方向。目前，亚朵旗下共有亚朵星球及萨和两个零售品牌，前者主要提供床上用品，后者主要售卖个人洗护用品和香薰产品等。

旗下子公司具体信息详见附录4

五、行业横向对比：华住亚朵前景向好，轻资产、生态链、中高端成为新的战略重点

5.1 经营指标对比——华住亚朵经营管理良好，锦江首旅面临较大挑战

该部分将从OCC（入住率）、ADR（平均房价）、RevPAR（平均客房收入）三个指标入手，对比四家酒店的经营情况。

OCC——华住一马当先，亚朵异军突起

四家酒店OCC变化走势基本一致，反映出酒店住宿市场的整体自2020年Q1之后，开始曲

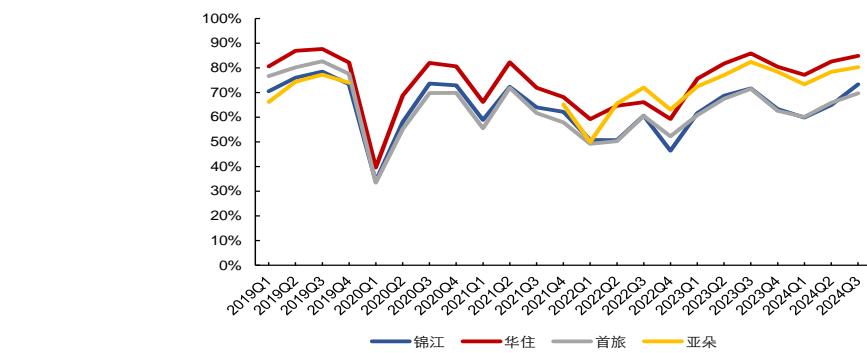
折回暖，截至2024年Q3 已基本恢复至2019年同期水平。

华住集团 OCC 基本上一直处于领先地位。考虑到与锦江比较，二者旗下酒店体量都已突破万家规模，华住依然能在入住率方面稳定领先于锦江，且差距持续扩大，表明华住集团旗下酒店对旅客具有较高的市场认可度且占有较高的市场份额。

亚朵集团 OCC 快速赶超锦江和首旅。从2019年年初到2020年初，亚朵集团入住率一直处于相对最低位。但从2021年底起，随着市场整体消费升级和消费心理变化，中高端酒店逐步收到旅客青睐，亚朵集团开始迅速反超并在此后一直保持前二的位置，进一步拉大与锦江和首旅的领先差距。

锦江和首旅 OCC 的市场认可度和市场份额面临挑战。首旅酒店入住率排名从2019年Q1的第二位下滑至2024年Q3的最后一位，锦江酒店入住率也一直保持在相对较后的位置。面对华住的稳定领先地位和亚朵的快速反超，锦江和首旅的市场份额或被逐渐挤压。

图表 45：锦江、华住、首旅、亚朵 OCC 对比



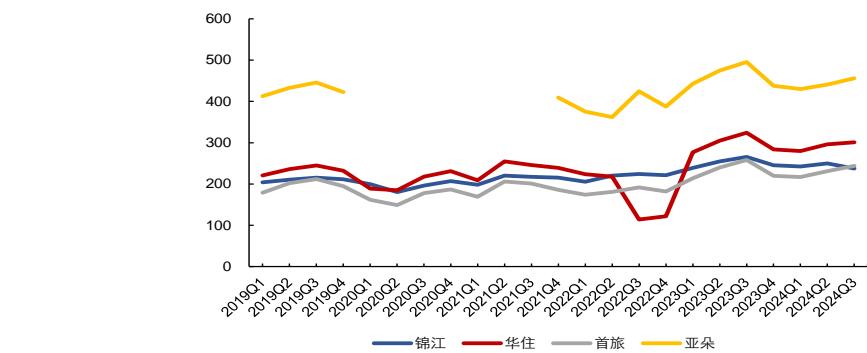
资料来源：锦江、华住、首旅、亚朵年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

ADR——华住亚朵房价变化相对需求波动较为敏感，锦江首旅平均房价保持平稳

根据各自入住率的变化，华住和亚朵的平均房价会有较大幅度的滞后调整以主动适应旅客出行需求变化，这在一定程度上保障其入住率能稳定于较高位。亚朵集团由于旗下主力皆是中高端品牌，其整体平均房价大幅领先于其余三家。

锦江和首旅的平均房价一直处于低位，对市场需求变化的敏感性也较低，这一定程度上反映出其酒店管理者对市场变化缺乏一定的判断以及果断的决策，同时其低价优势也未能反映在入住率方面，表明其内部经营管理，包括硬件维护及服务品质在内仍有待提升。

图表 46：锦江、华住、首旅、亚朵 ADR 对比（单位：元）



资料来源：锦江、华住、首旅、亚朵年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

RevPAR——华住亚朵保持领先增长迅速，锦江首旅相对落后

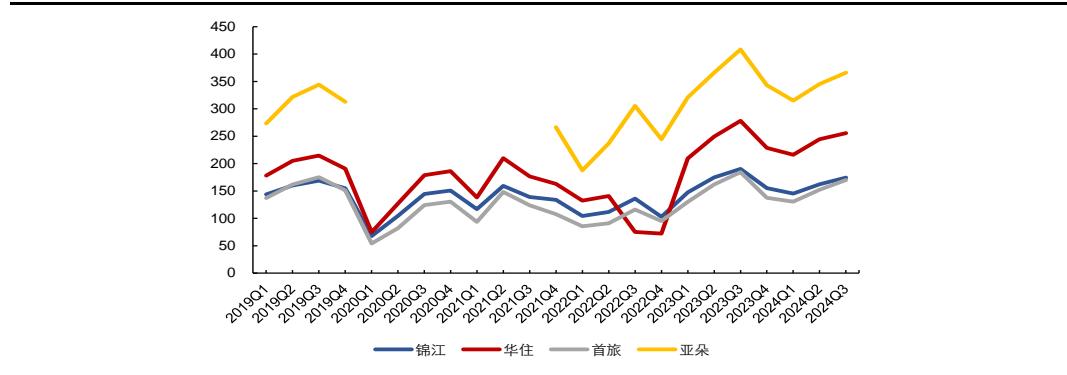
华住集团旗下涵盖经济型到高端品牌，在平均房价没有较大领先的情况下，凭借持续高入住率拉高了平均客房收入，故其经营管理相对最优。

亚朵集团虽聚焦的市场范围相对较窄，定价也相对较高，但依然能快速提高入住率进而拉高客房收入，表明其中高端差异化战略有所成效。

锦江酒店虽然旗下酒店规模最大，但其低入住率以及对市场需求变化缺乏及时调整，致使其经营效率较低。面对日益激烈的酒店行业竞争格局，其传统酒店龙头地位面临较大威胁。

首旅酒店旗下酒店规模较小，近年来拓店速度也是四家中最慢的，其平均客房收入也长期位于四家最低，有即将掉出酒店行业第一梯队的趋势。

图表 47：锦江、华住、首旅、亚朵 RevPAR 对比（单位：元）



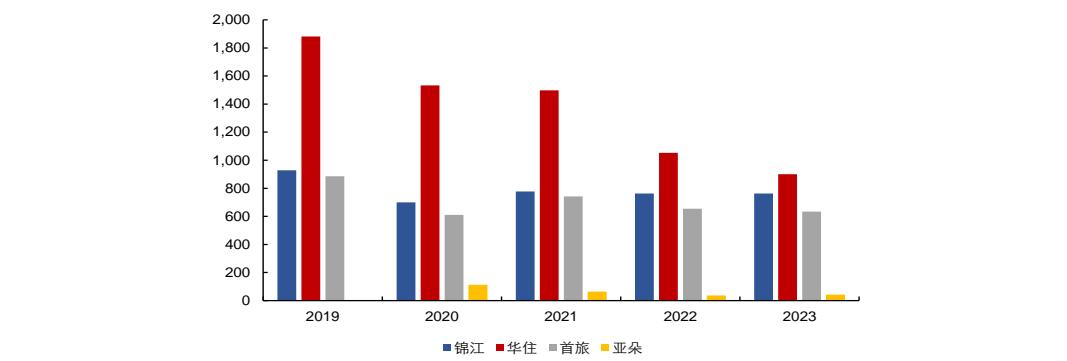
资料来源：锦江、华住、首旅、亚朵年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

5.2 资本支出对比——轻资产化运营成为共同发展趋势

该部分通过各家酒店集团的资本性支出比较各家品牌在旗下酒店升级改造以及圈地扩张方面的投资额，有助于我们分析各家集团是否在进行轻资产战略，即通过加盟连锁的方式进行扩张。

根据各家年报披露，包括租地、盖楼、硬件维护及更换等在内的直营模式相关开支减少，是近年来资本化开支减少的主要原因，故轻资产化成为酒店集团共同发展战略，连锁加盟成为主要规模扩张方式。华住集团资本支出一直领先于其余三家，其下滑速度也是四家之最。主要原因为华住集团 2019 年到 2023 年间，其加盟酒店年均复合增长率 15.27%，高于除亚朵外其余两家，进而推动其资本化开支大幅减少。

图表 48：锦江、华住、首旅、亚朵资本性支出对比（单位：百万元）



资料来源：锦江、华住、首旅、亚朵年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

5.3 品牌矩阵对比——中高端酒店市场竞争将愈发激烈

中高端酒店总体而言有着更高平均客房收入和更好盈利能力，亚朵集团凭借从成立之初就专注在该市场深耕，其盈利快速上升。锦江和华住面对后起之秀的追赶，也在近年来通过境内外收购，高速扩张旗下的中高端酒店。营业规模落后又面临盈利困难的首旅酒店则反其道而行之，高速扩张旗下投资小且主打低价的轻管理酒店，以求实现快速扩张和利润空间释放。

四家酒店集团详细品牌矩阵见附录 5。

经济型酒店——扩张速度相对较为缓慢，占比逐渐减少

锦江酒店旗下经济型主力品牌为 7 天系列和锦江之星。锦江旗下经济型酒店扩张几近停滞，从 2019 年到 2023 年间，其年均复合增长率仅为 0.97%，在自家酒店总数中的占比也从 2019 年的 58.15% 跌至 2024 年第三季度末的 39.72%。

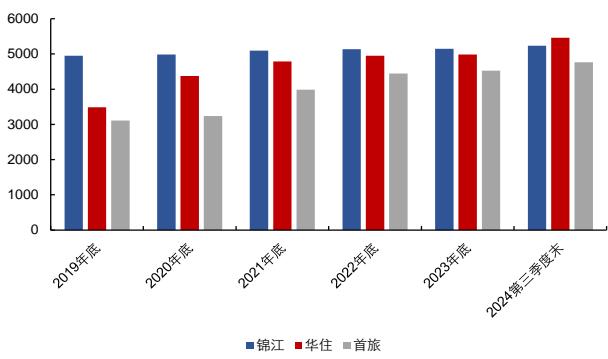
华住集团旗下经济型主力品牌为汉庭、海友、宜必思及你好。华住集团经济型酒店规模虽保持增长趋势，在 2019 到 2023 年间，其年均复合增长率为 9.36%，但其占华住酒店总数比从 2019 年的 62.03% 下降到 2024 年第三季度末的 50.36%。

首旅酒店旗下经济型主力品牌为如家以及其轻管理酒店。轻管理酒店为首旅特有，全部为加盟模式运营，品牌包括华驿酒店和云酒店。轻管理酒店在 2019 到 2023 年间，保持 50.91% 的年均复合增长率，占比从 2019 年的 11.46% 升至 2024 年第三季度末的 42.26%，高于首旅旗下其他品牌档次。轻管理酒店除了能帮助首旅酒店实现较低成本的快速扩张，也能一定程度上抵御民宿的兴起对传统酒店企业带来的威胁。

首旅旗下经济型酒店保持规模增长及占比稳定。经济型酒店规模在 2019 年到 2023 年间保持 9.85% 的年均复合增长率，高于其余两家；其经济型酒店占比从 2019 年底到 2024 年第三季度末，一直稳定于 70% 左右，同样高于其余两家。

图表 49：锦江、华住、首旅、亚朵经济型酒店数量对比

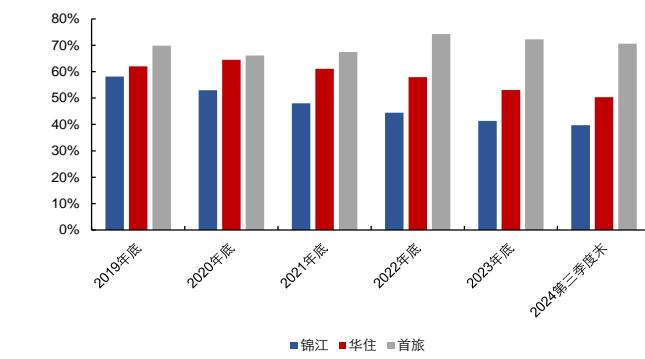
(单位：家)



资料来源：锦江、华住、首旅、亚朵年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

图表 50：锦江、华住、首旅、亚朵经济型酒店占各自总酒店数比例

(单位：家)



资料来源：锦江、华住、首旅、亚朵年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

中高端酒店——各家品牌扩张迅速，或将成为未来主战场

锦江酒店旗下中高端主力品牌为维也纳系列。其中高端酒店规模在 2019 年到 2023 年间，年均复合增长率达到 19.41%，占比也从 2019 年的 41.85% 跌至 2024 年第三季度末的 59.65%，已取代经济型酒店，成为锦江的主打品牌。

华住集团以全季、桔子水晶、城际等品牌为主力的中高端酒店也在 2019 年到 2023 年间保持 19% 以上的年均复合增长率，其占比也从 2019 年的不到 38%，增长至 2024 年第三季度末的近 50%。

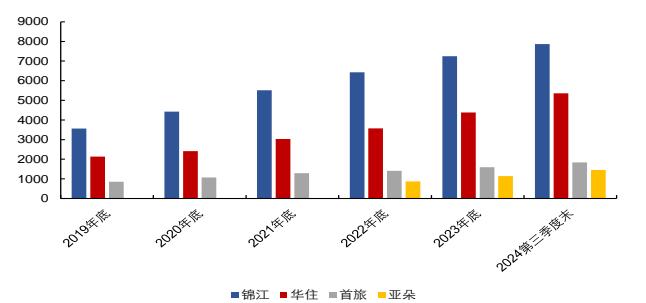
首旅酒店中高端品牌包括如家精选、如家商旅等，其中高端酒店规模一直明显低于锦江和华

住，虽在2019年到2023年间，保持16.75%的年均复合增长率，但同为相传统酒店巨头，首旅酒店在中高端市场上的规模扩张速度仍远低于其余两家，且规模扩张过于依赖以如家系列为核心增长点，品牌矩阵相对较为单一。

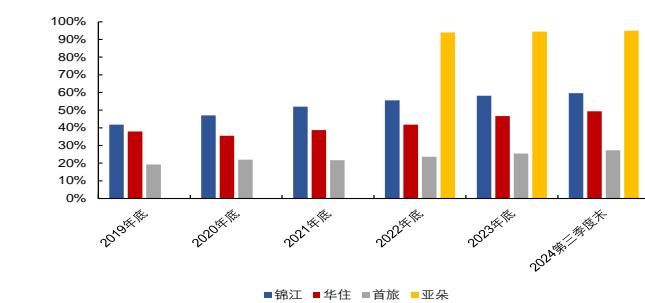
亚朵集团旗下酒店数量虽远少于传统酒店巨头，但近95%的业务规模都布局在中高端市场。相较于其余三家，亚朵在中高端市场更有先发优势，其中高端品牌定位已成为其差异化竞争优势。

锦江、华住、亚朵未来将在中高端连锁酒店市场展开激烈竞争。

图表51：锦江、华住、首旅、亚朵中高端酒店数量对比（单位：家）



图表52：锦江、华住、首旅、亚朵中高端酒店占各自总酒店数比例（%）



资料来源：锦江、华住、首旅、亚朵年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

资料来源：锦江、华住、首旅、亚朵年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

高端奢华酒店——连锁品牌开始初步布局，仍存在较大蓝海市场

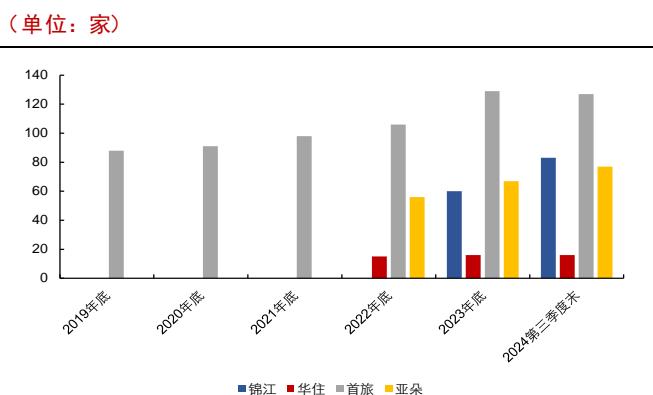
锦江酒店旗下高端奢华品牌主要来自于境外收购，其收购的丽笙酒店集团为锦江带来了丽芮酒店、丽亭酒店两大高端品牌，其收购的卢浮集团为锦江带来了郁锦香品牌。此外，锦江全球创新中心的国家化设计团队推出了曝阁酒店，自此组成了锦江的高端奢华品牌矩阵。自2023年起，锦江开始部署全服务型高端酒店，截至2024年第三季度末已有83家上市。

华住酒店旗下高端奢华品牌同样来自于境外收购，其收购的德意志酒店集团为华住带来了施柏阁和施柏阁大观等品牌。华住自2022年开始布局高端奢华酒店起，其规模几乎停滞，截至2024年第三季度末仅有16家上市。

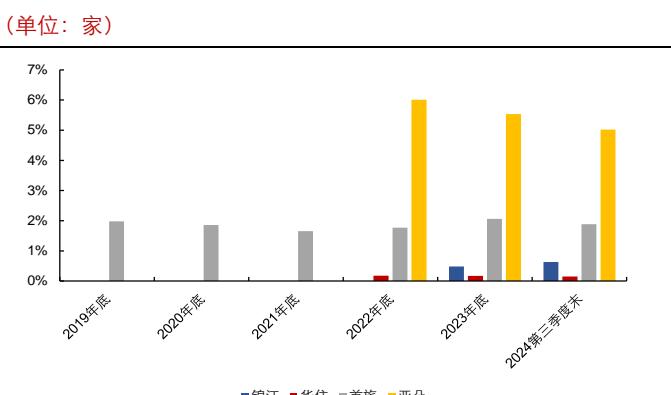
首旅酒店凭借早期的建国、京伦等品牌，早于其余三家进驻高端奢华酒店市场高端奢华品牌，截至2024年第三季度末共有127家，总体保持着上升趋势。

亚朵集团的高端奢华品牌主要为自家推出的A.T.House嘉邸、亚朵S和萨和酒店。亚朵集团奢华高端酒店规模保持连年增长，截至2024年第三季度末已有77家上市。

图表53：锦江、华住、首旅、亚朵高端奢华酒店数量对比



图表54：锦江、华住、首旅、亚朵高端奢华酒店占各自总酒店数比例



资料来源：锦江、华住、首旅、亚朵年度、季度报告，同花顺，五矿证券研究所

资料来源：锦江、华住、首旅、亚朵年度、季度报告，同花顺，五矿证券研究所

5.4 加盟条款对比——亚朵整体上更具有加盟吸引力

一次性加盟费——经济型酒店锦江更具吸引力，高端品牌亚朵有更高加盟性价比

若是考虑经济型或中高端酒店，锦江酒店会凭借更低的单间标准加盟费相对更加优惠，首旅酒店其次。亚朵集团虽然标准加盟费高于华住集团，但华住所需的系统安装费和设计费等项目，使得亚朵会比华住更具性价比。

若是考虑高端酒店，则亚朵集团具有更低的标准加盟费和更少的其他收费项目，因此会对加盟商更具有吸引力。

此外，锦江向加盟商收取的中央预订系统使用费也是在最开始一次性收取，此举虽会一定程度上加重初始投资成本，但也会抹去加盟商后续每次使用该系统的所产生的营业成本，鼓励加盟商在后续经营中更多的使用锦江自己的中央预订系统，促进锦江CRS的推广。

持续性加盟费——锦江加盟商单位毛利较低，开拓中高端市场亚朵更具吸引力

结合各家酒店2024年第三季度末的RevPAR数据，加盟锦江每租售出一间房所产生的毛利都低于加盟其他酒店品牌，同时加盟亚朵会获得相对最高的单位毛利。

但是亚朵的持续性加盟费中涵盖了较高昂的每期固定费用，包括总经理费以及财务指导费。作为专注于中高端酒店市场的亚朵集团，重视自身品牌形象，对于高质量的服务较为看重，故需要专门指派管理人员对加盟店进行品质把控。

考虑到目前争夺中高端市场为各集团的战略重点，轻资产化成为主流发展模式，华住的高毛利和高固定费用预计会在后续中高端酒店扩张中吸引更多的名下有大规模、大体量物业的加盟商，利用销售量的提升和规模优势弥补固定开支，释放更多利润空间。

图表 55：锦江、华住、首旅、亚朵加盟单位毛利对比（单位：元）

	锦江			华住			首旅			亚朵
	经济型	中高端	高端	经济型	中高端	高端	经济型	中高端	高端	
RevPAR	129.46	215.47	332.80	222.00	344.00	/	156.00	229.00	/	379.50
单位毛利	124.28	204.70	312.83	193.14	299.28	/	148.20	217.55	/	352.94

资料来源：锦江、华住、首旅、亚朵年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

加盟条款详见附录 6

5.5 集团战略对比——抢占新蓝海，注重高效率

经营模式——轻资产扩张，高端化进军

国内高端奢华酒店市场因其连锁化率较低，仍为大型连锁酒店品牌意欲争夺的蓝海市场。力求快速变现，提高投资回报也逐渐成为各集团经营目标，表明在规模扩张的同时，企业将更注重经营效率的提升。

锦江酒店将把全服务型酒店建设提升至与发展有限服务型酒店同等战略地位，表明其未来将会持续扩张高端酒店规模。

除了硬件方面的店面扩张，华住集团经营战略更加注重丰富中高端品牌矩阵，以及改善现有的服务水平。同时在未来开展新的拓店计划时，能否快速变现以实现投资回报将成为主要考虑因素。

首旅酒店将投资小、回报快作为拓店投资的经营目标。作为具有较大掉队风险的传统连锁酒店品牌，首旅提出提高下沉市场渗透率，以求低成本快速扩张，同时提出打造年轻化、时尚化的新品牌形象以吸引更多的年轻消费者。

亚朵集团提出改善直营店的资产使用效率，同时深耕自身高端、精品的品牌形象，通过其零售业务将亚朵打造为超越单纯酒店范畴的全方位时尚生活品牌。

此外，锦江和华住都提出了全球化经营目标，华住集团较为明确指出了境外拓展方向为亚太及中东国家及地区。面对竞争日益激烈的国内酒店市场，结合锦江及华住的境外盈利情况逐年好转，拓展海外业务既能扩大规模和品牌影响力，亦能提升盈利。

数字化平台——打造品牌生态链和护城河

数字化平台的搭建帮助各集团通过品牌生态圈留存并吸引顾客，同时华住集团将数字化技术引入对内收入管理，提高对内管理效率。

锦江酒店通过合资成立及收购等方式，获得 CRS 平台 WeHotel 以及全球采购共享平台 GPP，意欲打造从采购到营销的全产业链自主化，保障利润最大化。同时，锦江酒店在上海龙漕路设立锦江品牌创新产业园区，并设有线下酒店产品体验中心，以此提高品牌渗透率。

华住集团对外营销设有自己的 CRS 平台以及 H Reward 会员管理系统，用以提升顾客忠诚度和复购率，对内设立自研中央收入管理系统，提升内部经营管理效率。作为国内较早引入互联网平台运营模式的传统酒店集团，华住于 2012 年开始其数字化、智能化建设，具体包括旅客自助办理入住及退房，自住客房服务等。多年改善运营效率也是华住保持盈利领先的原因之一。

首旅集团打造的“如旅随行”生态圈，力求提供吃、住、行、游、购、娱一站式服务，以更好服务其“景区+酒店”的特色运营模式。

战略对比详见附录 7

5.6 会员数量对比——生态链打造促进会员增长，进而促进复购和营收增长

丰富品牌生态链，扩充会员权益转换场景成为各家大型连锁酒店品牌会员增长的重要推动力。丰富会员权益落地场景，使得会员享受权益更加灵活、便捷有利于会员群体享受到更好的差异化获得感，是酒店集团提升复购和营收的重要手段。

锦江酒店会员数量于 2021 年和 2023 年有较大幅度增长。我们分析原因为，锦江于 2021 年完成会员体系升级，将维也纳酒店 APP 升级为锦江酒店 APP，扩充 C 端用户酒店消费选择。2023 年，锦江对其会员计划进行再升级，使得其会员可在锦江集团旅游、餐饮等多个板块享受到会员权益，而非仅局限于酒店住宿板块。

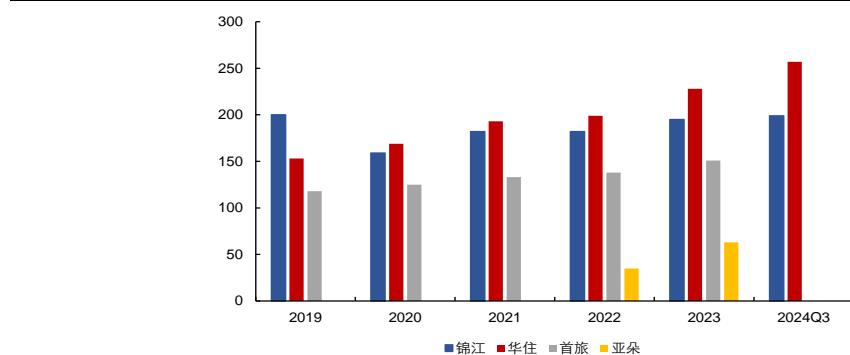
华住集团会员数量保持 10.49% 的年均复合增长率，其会员规模从 2020 年起一直保持领先。华住打造会员内容社区，会员们可以其中互相交流分享，华住也会推荐精品路线和沿途酒店。此外，华住会员的积分不仅能兑换住房、物品等，还能参与到公益项目捐赠。

首旅酒店 2021 年到 2023 年的会员规模增幅较大。我们分析原因为，首旅于 2021 年推出以“如 LIFE 俱乐部”为核心的会员体系，将会员权益转换场景从单一的酒店住房扩充为首旅集团旗下各个业务板块，包括如咖啡、首免全球购等。

亚朵依托其零售业务更容易丰富旗下会员体系 A-Card 的权益转换场景，其会员数量 2023 年增长了 80%。此外，亚朵还同永璞咖啡、Keep 同样定位的生活品牌开展合作，加深其精品

生活这一品牌形象的同时，也使其会员可在亚朵集团外依然能享受权益转换。

图表 56：锦江、华住、首旅、亚朵会员数量对比（单位：百万人）



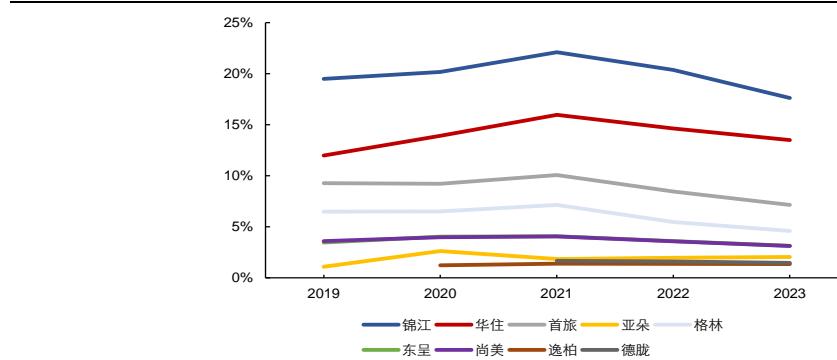
资料来源：锦江、华住、首旅、亚朵年度报告、季度报告，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

5.7 市占份额对比——传统酒店依旧领先，连锁品牌竞争日趋激烈

从 2019 年到 2023 年间，锦江、华住、首旅这三家传统酒店巨头位列市占前三，但自 2021 年起，包括三巨头在内众多酒店品牌市占份额都开始逐渐减少。我们分析其原因为，第一，以亚朵为代表的酒店新势力异军突起，在中高端等连锁化率较低的蓝海市场开始抢占份额；第二，民宿行业在近些年的兴起对传统经济型酒店造成一定冲击。

亚朵集团因其专注于中高端酒店市场，业务范围相对受限，其市占率低于格林、东呈、尚美等全档次覆盖的连锁品牌，但也正凭借其在中高端市场的深耕和良好经营管理，亚朵市占率在五年间翻了近乎一倍，保持 17% 的年均复合增长率。

图表 57：国内连锁酒店品牌市占份额对比



资料来源：同花顺 iFinD，五矿证券研究所

总结来说，连锁酒店行业从宏观角度来讲，在酒店行业上升周期中，随着旅客周转量的逐步恢复，酒店市场供给侧的竞争将会更加激烈；**从微观角度来讲**，随着各家酒店生态链的逐步完善，各家品牌方除了以中高端酒店市场核心进行跑马圈地，抢占份额，还要考虑规模扩张带来的成本控制压力以及其私域流量能否匹配的上规模增速且及时变现。

附录：

附录1：锦江酒店资产项目重大变动

时间	类型	买方	卖方	标的	交易金额（万元）
2004年5月	股权转让	上海锦江国际餐饮投资管理有限公司	上海锦江国际酒店股份有限公司	上海新亚大家乐餐饮有限公司50%股权	3244
2004年6月12日	收并购	上海锦江国际酒店股份有限公司	上海市上海宾馆有限公司	上海静安面包房有限公司30%股权	650
2004年8月19日	收并购	上海锦江国际酒店股份有限公司	上海新亚(集团)有限公司	上海锦江国际餐饮投资管理有限公司10%股权	1366.9
2004年11月3日	共同投资	上海锦江国际酒店股份有限公司与锦江国际(集团)有限公司	武汉锦江国际大酒店有限公司	武汉锦江国际大酒店有限公司50%股权	2800
2004年11月26日	共同投资	上海锦江国际酒店股份有限公司与锦江国际(集团)有限公司	共同增资武汉锦江国际大酒店有限公司，股权比例不变	武汉锦江国际大酒店有限公司，股权比例不变	6200
2004年11月26日	共同投资	上海锦江国际酒店股份有限公司与锦江国际(集团)有限公司	上海锦江国际旅馆投资有限公司	上海锦江国际旅馆投资有限公司20%股权	6000
2004年11月1日	股权转让	上海金桥创业投资管理有限公司	上海锦江国际酒店股份有限公司	上海新亚之光大酒店有限公司51%股权	300
2004年12月23日	收并购	上海锦江国际酒店股份有限公司	中国信达资产管理公司武汉办事处、中国建设银行湖北省分行	武汉建银大厦酒店	23000
2005年2月25日	共同投资	上海锦江国际酒店股份有限公司与上海锦江国际旅馆投资有限公司	青岛锦江之星旅馆有限公司	青岛锦江之星旅馆有限公司50%股权	1000
2005年	收并购	上海锦江国际酒店股份有限公司	锦江国际酒店管理有限公司	锦江之星旅馆有限公司20%股权	6367.2
2006年2月25日	收并购	锦江国际酒店管理有限公司(子公司)	锦江国际(集团)有限公司	锦江(北方)管理有限公司15%股权	374.7
2006年2月25日	收并购	上海锦江国际餐饮投资管理有限公司(子公司)	锦江国际(集团)有限公司	锦江(北方)管理有限公司5%股权	124.9
2015年2月16日	收并购	卢森堡海路投资有限公司(子公司)	Star SDI Investment Co Sà r.l.	卢浮集团100%股权	1246103
2015年9月18日	收并购	上海锦江国际酒店股份有限公司	Protatal Enterprises Limited, Ever Felicitous Limited, Keystone Asia Holdings Limited, SCC Growth 2010-Peak Holdco,Ltd., Sequoia Capital Global Growth Fund,L.P., Sequoia Capital Global Growth Principals Fund, L.P., Happy Travel Limited, Happy Boat Lodging Limited, Jaguar Investment Pte Ltd., Ctrip Investment Holding Ltd., Smaritech Resources Limited, Chien Lee, Minjian Shi等13名交易对方	Keystone Lodging Holdings Limited 81.0034%股权	1227400
2016年4月28日	收并购	上海锦江国际酒店股份有限公司	黄德满	维也纳酒店有限公司80%股权	174880
2016年4月28日	收并购	上海锦江国际酒店股份有限公司	黄德满	深圳市百岁村餐饮连锁有限公司80%股权	80
2016年12月15日	共同投资	锦江资本、联银创投、锦江酒店集团、锦江股份、西藏弘毅	锦江酒店集团持有10% WeHotel股权	锦江酒店集团持有10% WeHotel股权	10000
2017年10月20日	收并购	上海锦江国际酒店股份有限公司	Protatal Enterprises Limited	Keystone Lodging Holdings Limited 12.0001%的股权	120477.83
2018年11月23日	收并购	上海锦江国际酒店股份有限公司	Fortune News International Limited、Ever Felicitous Limited	Keystone Lodging Holdings Limited 3.03815%的股权	31521.61
2018年	收并购	锦江国际(集团)有限公司(母公司)	海航集团	丽笙酒店集团100%股权	约20亿美元
2018年	收并购	锦江国际(集团)有限公司(母公司)	丽笙酒店集团	Radisson Hospitality AB 51.15%流通股股权及投票权	
2021年6月29日	收并购	上海锦江国际酒店股份有限公司	Fortune News International Limited	Keystone Lodging Holdings Limited 3.49825%的股权	31521.61
2022年6月13日	收并购	上海锦江国际酒店股份有限公司	维也纳之星、黄德满	维也纳酒店有限公司10%股权	21860
2022年6月13日	收并购	上海锦江国际酒店股份有限公司	黄德满	深圳市百岁村餐饮连锁有限公司10%股权	10
2022年11月25日	收并购	上海锦江国际酒店股份有限公司	上海锦江资产管理有限公司,上海锦江资本有限公司,西藏弘毅夹层投资管理中心(有限合伙)	上海齐程网络科技有限公司(WeHotel)65%股权	85020
2022年12月9日	收并购	上海锦江国际酒店股份有限公司	上海锦江在线网络服务有限公司	上海锦江联采供应链有限公司70%股权	15166.67
2023年4月12日	收并购	上海锦江国际酒店股份有限公司	上海联银创投投资有限公司、上海国盛集团投资有限公司	上海齐程网络科技有限公司(WeHotel)25%股权	32700
2023年11月28日	收并购	上海锦江国际酒店股份有限公司	上海锦江资本有限公司	锦江国际酒店管理有限公司100%股权	46100

资料来源：锦江酒店年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所、腾讯、环球旅讯、赢商网、道客巴巴、新浪、东方财富、百度

附录2：华住集团主要子公司

合并日	子公司	股权比例	合并地点
2006年3月3日	HanTing Xingkong (Shanghai) Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆
2008年1月16日	HanTing (Tianjin) Investment Consulting Co., Ltd	100%	中国大陆
2008年9月25日	Shanghai Changting Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆
2008年10月22日	China Lodging Holdings (HK) Limited	100%	中国香港
2008年12月3日	HanTing Technology (Suzhou) Co., Ltd.	100%	中国大陆
2010年4月14日	China Lodging Holdings Singapore Pte. Ltd.	100%	新加坡
2010年12月14日	HanTing (Shanghai) Enterprise Management Co., Ltd.	100%	中国大陆
2012年5月1日	Starway Hotel Management (Shanghai) Co., Ltd.	100%	中国大陆
2012年8月16日	HuaZhu Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆
2012年9月12日	Beijing Dongnian Hotel Co., Ltd	100%	中国大陆
2013年11月7日	H-World Information and Technology Co., Ltd	86.85%	中国大陆
2014年2月26日	Jizhu Information Technology (Shanghai) Co., Ltd.	100%	中国大陆
2016年1月25日	ACL Greater China Limited	100%	中国香港
2016年1月25日	Yagao Meihua Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆
2017年5月25日	Orange Hotel Management (China) Co., Ltd.	100%	中国大陆
2017年5月25日	Beijing Crystal Orange Hotel Management Consulting Co., Ltd.	100%	中国大陆
2017年11月10日	Huazhu Investment I Limited	100%	中国香港
2018年7月20日	Huazhu Hotel Management (Ningbo) Co., Ltd.	100%	中国大陆
2020年1月2日	Steigenberger Hotels Aktiengesellschaft	100%	德国
2020年1月2日	Intercity Hotel GmbH	100%	德国

资料来源：华住集团年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所、新浪、澎湃新闻、翼旅网、环球旅讯、百度文库

附录3：首旅酒店资产项目重大变动

时间	类型	买方	卖方	标的	交易金额 (万元)
2002年9月12日	收并购	北京首旅酒店（集团）股份有限公司	海南南山旅游发展有限公司	海南南山文化旅游开发有限公司74%的股权	33000
2009年5月21日	收并购	北京首都旅游股份有限公司（原名）	北京新侨饭店有限公司	北京新侨饭店有限公司100%股权	2.43
2013年3月10日	收并购	北京首都旅游股份有限公司（原名）	携程旅行网(香港)有限公司、北极星饭店有限公司	北京首旅建国酒店管理有限公司25%股权	2245
2014年8月16日	增资	北京欣燕都酒店连锁有限公司（子公司）	河北嘉源太阳能设备有限公司	增资前石家庄雅客怡家快捷酒店管理有限公司30%股权	588
2015年6月25日	收并购	北京首旅酒店（集团）股份有限公司	浙江南苑控股集团有限公司	宁波南苑集团股份有限公司70%股权	28000
2015年12月8日	收并购	北京首旅酒店（集团）股份有限公司	浙江南苑控股集团有限公司	宁波南苑集团股份有限公司12.496%股权	6907.54
2016年12月15日	收并购	北京首旅酒店(集团)股份有限公司,首旅酒店集团(开曼)控股有限公司	北京首都旅游集团有限责任公司,携程旅游信息技术(上海)有限公司,Peace Unity Investments Limited等	宝利投资有限公司100%股权,直接或间接控制如家酒店集团100%股权	1105100
2019年4月18日	收并购	北京首旅酒店（集团）股份有限公司	宁波南苑集团股份有限公司	宁波南苑集团股份有限公司2.7922%股权	40000
2023年4月25日	收并购	北京首旅酒店（集团）股份有限公司	北京首都旅游集团有限责任公司	安麓(北京)酒店管理有限公司40%股权	636.61
2023年5月25日	收并购	北京首旅酒店（集团）股份有限公司	北京首旅置业集团有限公司	北京诺金酒店管理有限责任公司100%股权	21380.78
2024年4月20日	收并购	北京首旅酒店（集团）股份有限公司	北京首都旅游集团有限责任公司	北京环汇置业有限公司9%股权,首旅集团对环汇置业相应债权	52735.71

资料来源：首旅酒店年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

附录4：亚朵集团主要子公司

合并日	子公司	股权比例	合并地点	主营业务
2012年8月30日	Atour (Tianjin) Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理
2013年2月17日	Shanghai Atour Business Management (Group) Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理
2013年8月30日	Xi'an Jiaduo Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理
2014年12月2日	Gongyu (Shanghai) Culture Communication Co., Ltd.	100%	中国大陆	零售管理
2015年7月15日	Shanghai Qingju Investment Management Co., Ltd.	51%	中国大陆	投资管理
2015年9月21日	Fuzhou Hailian Atour Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理
2015年11月26日	Chengdu Zhongchengyaduo Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理
2016年1月27日	Shanghai Hongwang Financial Information Service Co., Ltd.	100%	中国大陆	财务信息、服务管理
2016年2月1日	Shanghai Shankuai Information Technology Co., Ltd.	100%	中国大陆	零售管理
2017年3月21日	Shanghai Leiduo Information Technology Co., Ltd.	100%	中国大陆	零售管理
2017年3月23日	Yueduo (Shanghai) Apartment Management Service Co., Ltd.	80%	中国大陆	物业管理
2017年4月20日	Hangzhou Anduo Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理
2017年7月25日	Shanghai Naiduo Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理
2017年8月4日	Shanghai Zhouduo Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理
2017年11月15日	Shanghai Chengduo Information Technology Co., Ltd.	100%	中国大陆	软件及技术服务
2018年1月22日	Beijing Chengduo Data Technology Co., Ltd.	100%	中国大陆	技术服务
2018年4月13日	Shanghai Xiangduo Enterprise Management Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理
2018年5月8日	Shanghai Guiduo Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理
2018年7月5日	Atour (Shanghai) Travel Agency Co., Ltd.	100%	中国大陆	旅游经纪运营
2018年7月19日	Guangzhou Zhongduo Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理
2018年10月11日	Shanghai Banduo Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理
2019年2月13日	Beijing Yueduo Property Management Co., Ltd.	80%	中国大陆	物业管理
2019年3月7日	Shanghai Jiangduo Information Technology Co., Ltd.	100%	中国大陆	零售管理
2019年3月25日	Hangzhou Anduo Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理
2019年5月24日	Shenzhen Jiaoduo Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理
2019年7月15日	Shanghai Huiduo Hotel Management Co., Ltd.	90%	中国大陆	酒店管理
2019年7月18日	Shanghai Mingduo Business Management Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理
2019年7月26日	Shanghai Youduo Hotel Management Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理
2020年8月27日	Shanghai Yinduo Culture Communication Co., Ltd.	100%	中国大陆	零售管理
2021年3月5日	Atour Hotel (HK) Holdings, Ltd.	100%	中国香港	投资管理
2022年6月13日	Shanghai Rongduo Commercial Management Co., Ltd.	100%	中国大陆	酒店管理

资料来源：亚朵集团年度报告、季度报告，同花顺iFinD，五矿证券研究所

附录5：锦江、华住、首旅、亚朵品牌矩阵

锦江



华住



首旅



亚朵



资料来源：锦江、华住、首旅、亚朵官网，五矿证券研究所

经济型

高
端

中
高
端

经济型

附录 6：锦江、华住、首旅、亚朵加盟条款对比

		一次性费用						持续性费用				投资回报
		标准加盟费	保证金	工程指导费	系统安装费	设计费	其他	加盟管理费	系统维护费	CRS使用费	其他	
锦江	经济型： 七天	1500元/间, 不 低于4.5万	3万	2万	2万	7万	中央预订费为实际成 交价的5%；施工经 理培训费2万	月营收4%	1000元/月			
	中高端： 维也纳国际	3000元/间, 不 低于24万	5万	5万	2万	25万	中央预订费为实际成 交价的5%；施工经 理培训费5万	月营收5% (4% 的管理费+1%的 品牌使用费)	2500元/月			3.49年
	高端： 都 锦香	6000元/间, 不 低于70万	25万	10万	15万	100元/平方, 不低于 80万, 审图费不低于 30万	中央预订费为实际成 交价的5%；施工经 理培训费5万	月营收6% (4.5% 的管理费+1.5% 的品牌使用费)	2500元/月			
华住	经济型： 汉庭 (10 年)	2800元/间, 不 低于18万	10万	2万筹备费+2万 保证金 (保证金 在营业后冲抵加 盟管理费)	25000元/台 +2000元安装费	13万 (客房≤60 间)；14万 (61间≤ 客房≤110间)；15 万 (客房≥111间)		月营收5% (2% 品牌使用费+3% 品牌支持费)	800元/月	营收8%, APP15 分钟免收, 上限 为总营收3.5%	易系列2500元/月	3-5年 (新 建)；0.62 年 (翻牌)
	中高端： 桔子水晶 (10年)	5000元/间, 不 低于30万	10万	6万筹备费+2万 保证金 (保证金 在营业后冲抵加 盟管理费)	25000元/台 +5000元安装费			月营收5% (2% 品牌使用费+3% 品牌支持费)	800元/月	营收8%, APP15 分钟免收, 上限 为总营收3.5%	易系列2500元/月	
	高端： 禧 玥 (≥15 年)	200万 (客房≤ 200间)；按比 例递增 (客房 ≥200间)			HPMS初装费 20000元+S&C初 装费10000+POS 初装费5000元 (1-2个点位)、 10000 (3个点位 及以上)		培训支持费5万	月营收2%+GOP (毛利) 8%	HPMS授权费800 元/月, S&C授权 费12000元/月； POS维护费5000 元/年 (1个点位) 、9000元/年 (2个点位)、 12000元/年 (3个 点位)		营收8%, APP15 分钟免收, 上限 为总营收3.5%	易系列3500元/月+市场营销费 1.5%总收入
亚朵	中端： 轻 居 (10 年)	5000元/间 (复 购8折优惠)	10万	8万	1万		流动图书馆筹建费3 万	月营收8% (特许 品牌使用费2%+ 特许管理费4%)			总经理费42000元/月 (一线/新 一线)、35000元 (二线/三 线)、29000元 (三线及以 下)	
	中高端： 亚朵	5000元/间 (复 购8折优惠)	10万	8万	1万		流动图书馆筹建费5 万	月营收6% (特许 品牌使用费2%+ 特许管理费4%)	3300元/月	CRS收入的6%, 上限为全部收入 的3.5%	总经理费42000元/月 (一线/新 一线)、35000元 (二线/三 线)、29000元 (三线及以 下) +财务指导费1200元/月+ 积分技术费0.01元/积分	
	高端： 亚 朵S	5000元/间 (复 购8折优惠)	10万	8万	1万		流动图书馆筹建费5 万	月营收6% (特许 品牌使用费2%+ 特许管理费4%)	3300元/月	CRS收入的6%, 上限为全部收入 的3.5%	总经理费4500元/月+财务指导 费1200元/月+积分技术费0.01 元/积分	
首旅	经济型： 如家 (10 年)	2500元/间	5万	工程筹备期项目 经理费2万+采 购、工程质量保 证金5万 (验收 合格后, 冲抵管 理费)	PMS系统初装费 5000元		开业筹备期服务费1 万	月营收5% (特许 品牌使用费4%+ 特许服务支持费 0.5%+推广费 0.5%)	HOPS酒店运营系 统使用费1500元/ 月+PMS系统使用 费10000元/年	CRS收入的8%	财务咨询费800元/月 (一线) 、700元/月 (二线)、600元/ 月 (三线及以下) +会员发展费 0.01元/积分	
	中高端： 和颐 (10 年)	4000元/间 (北 上广深), 3000元/间 (其 他地区)	10万	工程筹备期项目 经理费5万+采 购、工程质量保 证金5万 (验收 合格后, 冲抵管 理费)	PMS系统初装费 5000元		开业筹备期服务费3 万	月营收5% (特许 品牌使用费4%+ 特许服务支持费 0.5%+推广费 0.5%)	HOPS酒店运营系 统使用费1500元/ 月+PMS系统使用 费10000元/年+天 眼系统维护使用 费400元/年+住中 系统维护使用费 2600元/年	CRS收入的8%	财务咨询费800元/月 (一线) 、700元/月 (二线)、600元/ 月 (三线及以下) +会员发展费 0.01元/积分	2.5-7年
	高端： 建国铂萃 (10年)	7000元/间	20万		PMS系统初装费 5000元		前期技术项目支持费 15万	月营收8% (特许 品牌使用费5%+ 特许服务支持费 1.5%+推广费 1.5%)	HOPS酒店运营系 统使用费1500元/ 月+PMS系统使用 费10000元/年+天 眼系统维护使用 费400元/年+住中 系统维护使用费 2600元/年	CRS收入的8%	财务咨询费1000元/月+会员发 展费0.01元/积分	

资料来源：锦江酒店投资加盟小程序、华住世界酒店选址小程序、首旅官网、亚朵公众号，同花顺 iFinD，五矿证券研究所

附录 7：锦江、华住、首旅、亚朵战略对比

	经营模式	境外拓展	数字化（生态链）
锦江	高端化：全服务型酒店从2023年起被列为公司发展战略，与有限服务型酒店同等地位	全球化经营布局	<p>全产业链自主化：凭借旗下中央预订系统（CRS）Wehotel与携程等OTA竞争，打造属于锦江品牌的酒店生态，让品牌直面客户；同时不断发展会员数</p> <p>全球供应链打造：采购平台GPP，并推动“锦集成”一站式工程服务落地；锦江品牌创新产业园区”与全球采购共享平台合作建立酒店产品线下体验中心</p>
华住	<p>高端化：中高端品牌多元化、高品质酒店扩张；提升服务质量</p> <p>轻资产：轻资产、注重性价比、讲求快速变现</p>	重点向APAC国家和中东国家拓展	<p>提升品牌认可度和客户忠诚度：数字化CRS以及H Reward会员管理系统（CRM）</p> <p>内部管理数字化：内部算法自研中央收入管理系统</p>
首旅	<p>高端化：聚焦中高端市场、提升下沉市场渗透率</p> <p>高效率：提升存量资产使用效率和投资回报率，“投资小、赋能高、回报快”</p> <p>改善品牌形象：年轻化、时尚化、智慧化”</p>		数字化、智能化为重点 ：打造“如旅随行”产业链和顾客价值生态圈
亚朵	<p>轻资产、高效率：直营店向cost-efficiency转型，提高资产使用效率</p> <p>高端化：高端加盟、地区精品酒店、有影响力的生活品牌</p>		提升品牌认可度和客户忠诚度

资料来源：锦江、华住、首旅、亚朵官网，五矿证券研究所、新浪

风险提示

- 1.锦江、华住、首旅的流动比率均低于1，或存在短期偿债风险；
- 2.旅游周转量仍未完全恢复，旅游市场热度或存在不稳定性。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20% 及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20% 之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 -10%~5% 之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 -10% 及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10%~10% 之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何形式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿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，投资者应当考虑到五矿证券及/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。

联系我们

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号
震旦国际大厦 30 楼
邮编：200120

深圳

地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融
大厦 23 层
邮编：518035

北京

地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场
C 座 3F
邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst who wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the law with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing Postcode: 100010