

推荐（维持）

疫情加速供给出清，上行周期渐进

风险评级：中风险

酒店行业深度报告

2022年2月25日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

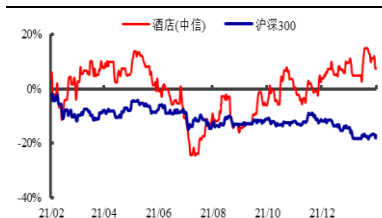
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

■ **我国酒店业处于并购整合期。**酒店是我国主要的住宿业设施，按客房规模计算占我国住宿业规模的95%。但我国酒店仍以经济型酒店为主，占酒店设施规模的82%，这是因为酒店需求变化受经济周期变化影响较大，但酒店行业的投资建设滞后于需求变化产生周期性，我国酒店发展历史较短，目前仍处于经济型酒店红利期结束，中高端酒店需求缓慢增长的并购整合期。

■ **行业供给过剩，并购整合后初步形成龙头酒店集团。**我国经历了2002年到2012年经济型酒店的黄金十年，经济型酒店供给严重过剩，成本支出较快速上涨的同时平均房价几乎不变，进入持续出清阶段。行业涌现了锦江、华住、首旅等一批以加盟模式为主，通过并购快速扩张的龙头酒店集团，依靠轻资产模式和翻牌改造快速扩张。轻资产模式下酒店集团营收与新开店速度挂钩，各大酒店集团快速扩张，龙头集中度逐渐提高，有望形成类似美国的寡头竞争格局，提升盈利能力。

■ **行业发展趋势。**参照美国，我国酒店业未来有三大发展趋势：（1）轻资产模式快速扩张。轻资产模式下酒店集团收入为一次性加盟费和基于盈利等方式计算的持续加盟费，能有效降低风险，淡化营收波动。为了淡化酒店的周期性，提高加盟酒店是必然趋势。（2）酒店结构中高端化。我国经济型酒店竞争激烈，中产阶级家庭比重提升带动中高端酒店需求逐渐扩大。（3）非标酒店提升房价。消费升级下差旅需求逐渐多样化、个性化，更愿意为体验买单，非标酒店成为提升平均房价的关键。

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

## 相关报告

■ **投资策略。维持行业推荐评级，重点关注头部企业和细分龙头。**供给方面，行业经过十年的去供给阶段酒店供给已接近平衡，新冠疫情加剧酒店供给出清，2020年酒店供给同比减少17%，2021年防疫补贴退坡叠加疫情影响加深或使酒店业进一步去产能。而酒旅需求持续受到防疫政策限制，当前序贯疫苗接种开始，辉瑞新冠口服特效药已在我国获批，游客经过两年的适应对疫情恐慌逐渐减轻，酒旅需求在防疫政策放开后有望展开比欧美更强烈的反弹，快速越过磨底阶段开启新一轮酒店上行周期。价格方面，各大酒店龙头逐渐升级旗下经济型产品，通过翻新升级和增加消费场景等提高收入，并逐渐推出中高端酒店品牌，消费升级下平均房价将逐步上涨。建议重点关注规模最大且增长最快的连锁酒店龙头锦江酒店（600754）、首旅酒店（600258），及顺应酒店中高端化趋势并购君澜，规模有望快速提升的君亭酒店（301073）等。

■ **风险提示。**行业竞争加剧、政策变化、对分销平台依赖度加剧、新开业酒店速度不及预期、疫情反复等。

## 目 录

1. 酒店行业浅析 .....	4
2. 中国现代酒店业发展受西方酒店影响深远 .....	6
3. 酒店增长趋缓，未来空间仍广阔 .....	9
4. 竞争激烈但寡头逐渐成型 .....	12
5. 他山之石-美国酒店业的启示 .....	13
6. 关注酒店未来发展趋势 .....	16
6.1 轻资产模式快速扩大规模 .....	16
6.2 酒店结构中高端化 .....	19
6.3 非标酒店提升平均房价 .....	20
7. 行业重点公司对比 .....	21
7.1 商业模式与酒店业务结构对比 .....	22
7.2 品牌矩阵对比 .....	23
7.3 规模与成长性对比 .....	24
8. 投资策略 .....	26
9. 风险提示 .....	27

## 插图目录

图 1：全国住宿业分布（酒店数） .....	4
图 2：全国住宿业分布（客房间数） .....	4
图 3：全国酒店数（家）及客房数（万间）分布 .....	5
图 4：不同星级酒店平均客房规模（间） .....	5
图 5：国内酒店经营模式 .....	6
图 6：酒店产业链 .....	6
图 7：国内酒店发展历程 .....	7
图 8：星级饭店数量（个）与国内游客（万人次） .....	8
图 9：星级饭店数量（个）与入境游客（万人次） .....	8
图 10：住宿业营业额（亿元） .....	8
图 11：住宿业客房数（万间） .....	8
图 12：住宿业企业数（个）及同比（%） .....	9
图 13：住宿业从业人数（人）及同比（%） .....	9
图 14：全球酒店业市场规模（十亿美元）及同比（%） .....	9
图 15：美国酒店业市场规模（十亿美元）及同比（%） .....	9
图 16：中国住宿业营收（亿元）及同比（%） .....	10
图 17：中国主要住宿业营收（亿元） .....	10
图 18：全国住宿业设施数（万家）及客房规模（万间） .....	10
图 19：全国酒店业设施数（万家）及客房规模（万间） .....	10
图 20：美国人均消费支出（美元）及同比（%） .....	11
图 21：中国城镇居民人均消费支出（元）及同比（%） .....	11
图 22：我国城镇化率（%） .....	11
图 23：全球主要发达国家城市化率（%） .....	11
图 24：2020 中国酒店业连锁化率（以酒店数计算） .....	12
图 25：2020 中国酒店业连锁化率（以客房数计算） .....	12
图 26：2020 中国酒店业连锁化率（分档次） .....	12
图 27：2020 中国 10 大酒店集团市占率（%） .....	13

图 28: 2020 中国 10 大酒店品牌市占率 (%)	13
图 29: 2020 年万豪国际集团酒店构成	14
图 30: 2020 年希尔顿集团酒店构成	14
图 31: 2019-2021 美国酒店行业入住率 (%)	15
图 32: 国际大型酒店集团酒店构成	15
图 33: 重大市场事件对美国酒店 RevPAR 变化	16
图 34: 锦江酒店经济型酒店加盟数量持续提高	17
图 35: 华住酒店直营、管理、加盟店占比	17
图 36: 国内酒店主要分销渠道	18
图 37: 锦江酒店新开业酒店数量	18
图 38: 首旅酒店新开业酒店数量	18
图 39: 全国职工平均工资 (元)	19
图 40: 星级饭店平均房价 (元)	19
图 41: 住宿和餐饮业营业额 (亿元)	20
图 42: 住宿业餐费收入 (亿元)	20
图 43: 全国星级饭店规模 (家) 及同比 (%)	20
图 44: 全国星级饭店分布	20
图 45: 2016 年酒店入住目的占比	21
图 46: 南京夫子庙景区四星级酒店价格差异较大	21
图 47: IP 酒店-上海迪士尼酒店	21
图 48: 主题酒店-夜泊秦淮君亭酒店·棋峰试馆	21
图 49: 2020 年标的酒店结构对比	22
图 50: 2020 年标的酒店规模对比	22
图 51: 酒店 REITs 模式示意图	23
图 52: 万豪国际品牌矩阵以高端及豪华型为主	23
图 53: 锦江国际中高端酒店矩阵	24
图 54: 锦江开业经济型连锁酒店数	25
图 55: 锦江新开业经济型连锁酒店数	25
图 56: 锦江国际一中心三平台	25

## 表格目录

表 1: 酒店划分	4
表 2: 全球领先酒店集团规模 (酒店数, 截至 2020 年 6 月)	14
表 3: 迈点中国酒店品牌影响力指数前 20 名 (2022 年 1 月)	14
表 4: 中国酒店集团 TOP50 (截至 2021 年 1 月 1 日)	17
表 5: 重点公司盈利预测及投资评级 (2022/2/23)	27

## 1. 酒店行业浅析

**住宿业分为酒店及其他住宿设施。**旅游住宿业包括酒店、民宿及爱彼迎等短租平台等，根据文旅部和中国饭店协会标准，把拥有 15 间客房以上的住宿设施定义为酒店住宿业，其他统称为其他住宿业设施。

**根据酒店的各方面因素可划分为不同类型的酒店。**按类别划分，酒店可分为商务酒店、目的地旅游酒店、精品度假酒店及主题 IP 等其他特殊目的酒店。按服务类型，酒店也可以分为全服务酒店和有限服务酒店。有限服务酒店通常仅提供住宿+餐饮服务，中档以下酒店多为有限服务酒店，经济型酒店通常仅提供住宿服务，常见于一星级至三星级酒店。全服务酒店在核心的住宿+餐饮服务上增加了娱乐、宴会、休闲等设施，投资较高、坪效较低，常见于度假酒店和高档以上酒店。按国家文旅部星级评定分类，酒店可分为经济型酒店、中档酒店、高档酒店、豪华酒店四大类，分别对应二星级及以下、三星级、四星级、五星级及以上的星级饭店。从经济型酒店到豪华酒店，酒店星级的增加通常体现在区位、价格、服务、体验、文化、装修景观等多个方面。

表 1：酒店划分

STR 美国价格等级	STR Global 酒店等级		国家旅游局等级	中国饭店协会	服务类型
领先的 15%	奢华和超高端	奢华连锁	五星级	豪华	全服务型
随后的 15%		超高端连锁			
居中的 30%	高端及中端偏上	高端连锁	四星级	高端	
		中端偏上连锁			
靠后的 20%	中端及经济型	中端连锁	三星级	中端	
最低的 20%		经济型连锁	一、二星级	经济型	有限服务型

资料来源：STR Global，中国饭店协会，东莞证券研究所

**酒店是我国主要的住宿业设施。**截至 2020 年底，我国住宿业设施总数约 44.7 万家，客房总数约 1620.4 万间，其中客房规模在 15 间以上的酒店业设施约 27.9 万家，酒店客房约 1532.6 万间，分别占住宿业规模的 62%、95%。民宿、短租公寓等其他住宿业设施在我国住宿业设施占比不低，但按客房规模来看，酒店是我国住宿业主体。

图 1：全国住宿业分布（酒店数）

图 2：全国住宿业分布（客房间数）

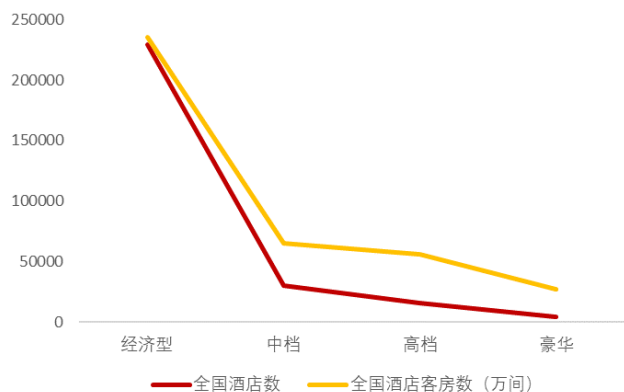


资料来源：盈蝶咨询，东莞证券研究所

资料来源：盈蝶咨询，东莞证券研究所

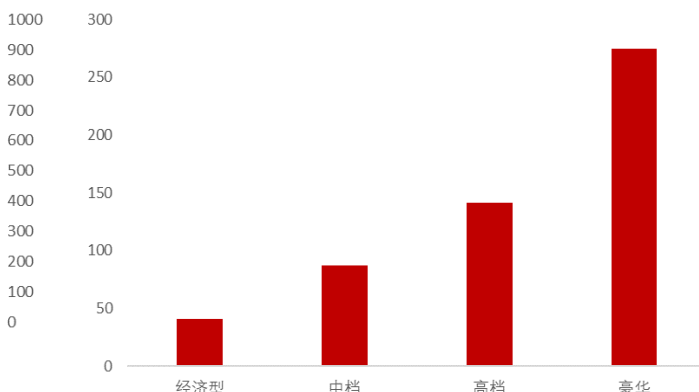
目前我国以经济型酒店为主。分档次来看，我国经济型、中档、高档、豪华酒店数量分别为 23 万家、3 万家、1.6 万家及 0.4 万家，分别占酒店总规模的 82%、11%、6%、1%；客房数分别为 942.4 万间、259.4 万间、224 万间、107.8 万间，分别占酒店客房规模的 61%、17%、15%、7%，经济型酒店是我国主要住宿业设施，但客房规模占比较低。酒店星级越高，平均客房规模越大。经济型酒店客房规模通常在 15 至 50 间以内，中高端酒店客房规模在 50 至 200 间左右，而豪华酒店客房规模通常突破 200 间。

图 3：全国酒店数（家）及客房数（万间）分布



资料来源：盈蝶咨询，东莞证券研究所

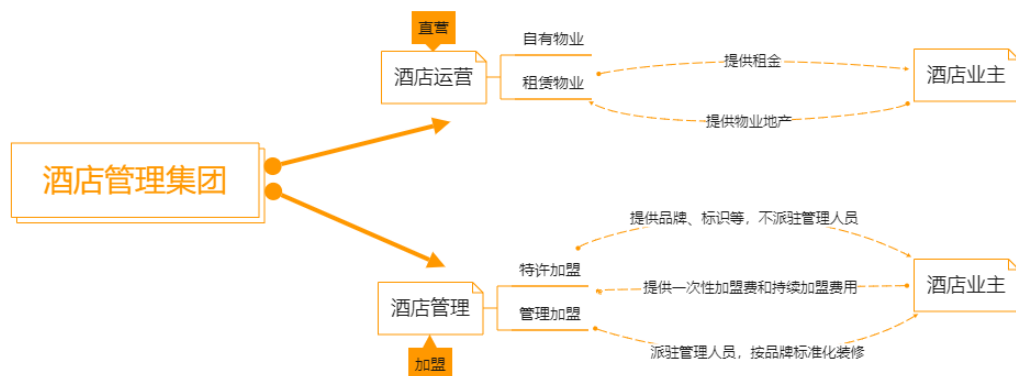
图 4：不同星级酒店平均客房规模（间）



资料来源：盈蝶咨询，东莞证券研究所

**直营提升品牌形象，加盟提升扩张速度。**酒店集团运营通常包含轻资产及重资产两种模式，分别对应酒店特许经营管理和酒店直营。直营模式下酒店通常购买自建或租赁酒店物业进行改建，以使酒店达到品牌标准化要求。直营酒店收入来源包括房费、餐饮、商品销售及其它附加项目收入等，其中客房收入是直营酒店的主要收入来源，取决于每间可供出租客房收入（客房出租率 X 平均房价）及可供出租客房数。直营酒店具有高投资、高风险、高收益的特点。特许经营包括品牌输出与管理输出两种形式，品牌输出模式仅规定装修、运营标准，并开放品牌授权、中央预订管理系统，并相应收取一次性加盟费用和持续加盟费用。而管理输出模式提供管理团队帮助酒店业主运营现有酒店物业，并收取管理费和提成，以君亭酒店为例，达到业绩基准后的奖励管理费提成通常在 6%至 20%。特许经营模式下酒店不直接拥有或运营酒店物业，仅输出品牌形象和标准化的装修、运营、管理系统，因此毛利率相对较高，且受经济和酒店周期影响较小。

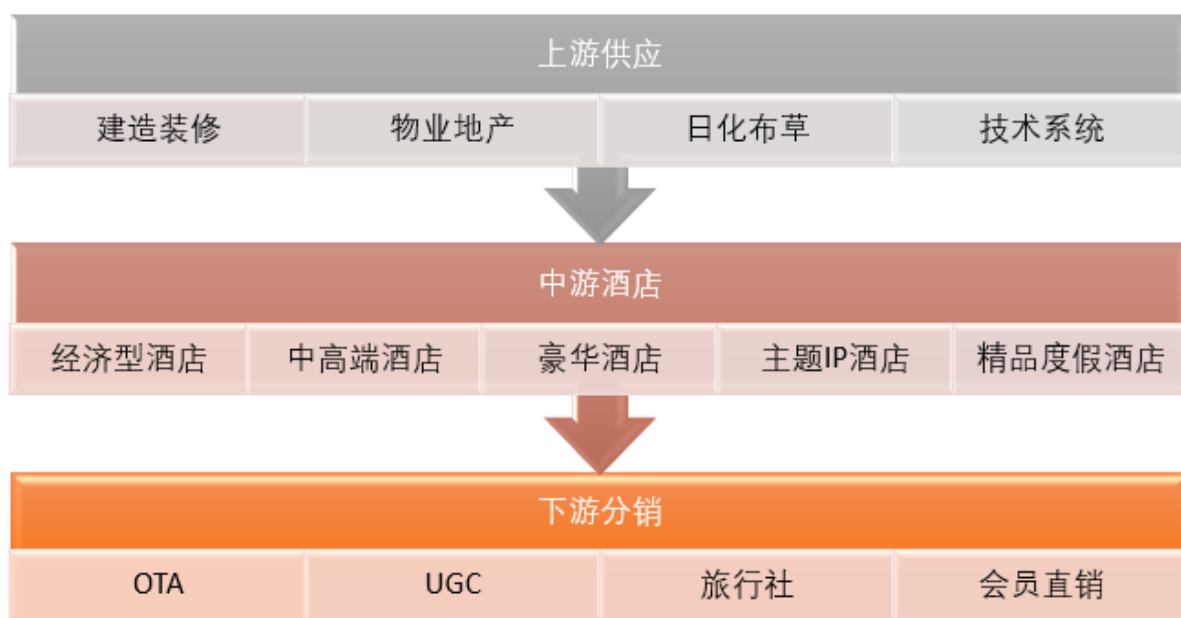
图 5：国内酒店经营模式



资料来源：东莞证券研究所

酒店处于产业链中游。酒店上游供应链主要包括建造及翻新酒店物业的装修设备材料相关供应商、物业或地产租金、日化清洁用品、布草及技术系统等。下游以酒店分销为主，包括携程、同城旅行等在线旅游平台，马蜂窝、猫途鹰等酒旅内容平台，传统旅行社包销等分销渠道。

图 6：酒店产业链



资料来源：东莞证券研究所

## 2. 中国现代酒店业发展受西方酒店影响深远

1949 年-1981 年是我国现代酒店业起步阶段。新中国成立后，我国酒店主要有用作招待外宾的高端饭店和接待国民出行的招待所两种形式。1972 年，北京、西安、上海、广州、桂林成为首批接纳入境游客的城市，1979 年中央会议提出在每个省建立一座旅游宾馆的



规划，诞生了北京建国饭店、广州白天鹅宾馆等一批标志性酒店。

**1982年-1992年外资进入推动现代酒店业快速发展。**快速起步的高端酒店行业面临着缺乏经营管理经验的难题，酒店管理人才不足。1982年北京建国饭店引进半岛集团进行合营管理，成为新中国历史上第一家合资并由外资管理的酒店。1984年国务院批转《关于推广北京建国饭店经营管理方法的有关事项》，同意选择50家饭店推广北京建国饭店的管理方法，同年洲际酒店集团、假日酒店集团进入国内。1988年《关于建立饭店管理公司及有关政策问题的请示》指示，要建立我国自己的饭店管理公司，实行专业化、集团化管理，国家旅游局发布《旅游涉外饭店星级的划分与评定》，规范酒店建设与管理。

**1993年-2000年高端酒店行业进入衰退阶段，经济型酒店诞生。**新中国成立至这一阶段，国内高端酒店业主要针对外宾，高达千元的价格让国内游客难以接受。酒店业的快速发展逐渐造成供给过剩，1993年开始酒店平均出租率逐渐下降，造成酒店盈利能力下降。1997年亚洲金融危机爆发，进一步影响了入境游客住宿需求和国内游客差旅需求。1997年2月，我国首家经济型连锁酒店锦江之星开业，让国内差旅游客能够以较低的价格享受到相对优质的酒店服务。

**2001年-2012年经济型酒店的黄金十年。**2001年中国正式加入世贸组织和申奥成功，带动国民经济飞速发展，城镇化水平快速提高，国内差旅需求快速增长，带来经济型酒店发展的黄金十年。2002年至2005年，如家酒店、7天酒店、汉庭酒店连锁先后诞生并赴美上市成功，隶属温德姆集团的经济型连锁酒店速8进入中国。

**2013年至今，酒店业进入收缩整合期。**黄金十年涌现了大量经济型连锁酒店集团和单体酒店，高速发展期结束后国内酒店行业供给过剩，一二线城市核心商圈优质物业有限，连锁酒店品牌通过并购扩大品牌影响力，行业进入收缩整合期。2016年首旅酒店集团合并如家酒店集团，锦江集团收购维也纳酒店和铂涛集团。2017年华住集团收购桔子水晶酒店。

图 7：国内酒店发展历程



资料来源：迈点网，公开资料，东莞证券研究所

**酒店投资滞后导致周期性波动。**由于早期城镇化率较低，优质物业不足，大部分酒店为新建单体酒店，酒店投资建设周期较长，导致酒店供给变化落后于酒旅需求变化。经济发展和人民生活水平提高刺激酒店需求，拉动酒店投资，当经济进入衰退周期，酒店投资正处于最火热的时候，大量新建酒店准备投产或仍未进入盈亏平衡期，供大于求压制酒店盈利能力，供需错配产生酒店行业周期性。回顾我国酒店业历史，目前已经历过两次酒店周期。自 1982 年后合资酒店带动我国高端酒店数量快速增长，并于 1993 年达到顶峰，引致酒店出租率下降。1995 年至 2001 年，我国星级饭店数量从 3720 家增长至 7358 家。2001 年入世及申奥成功开启经济型酒店黄金十年，截至 2011 年我国星级饭店数量达 13513 家，随后进入存量整合期。从 2013 年至 2019 年，我国住宿业客房数从 265.51 万间增长至 422.75 万间，复均合增长率达 8.06%，而我国住宿业营业额仅从 3527.99 亿元增长至 4343.61 亿元，年均复合增长率为 3.53%，酒店供给增长速度远超营业额增速，供给严重过剩，挤压酒店盈利空间。

图 8：星级饭店数量（个）与国内游客（万人次）

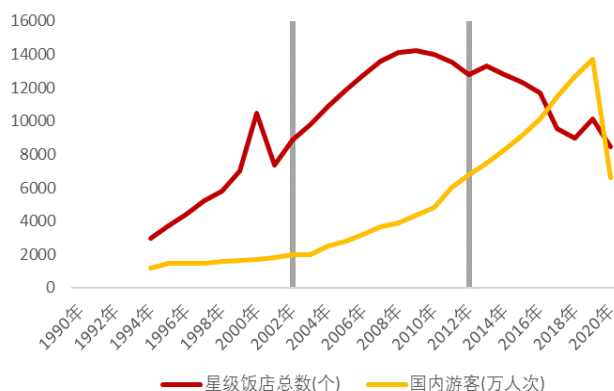
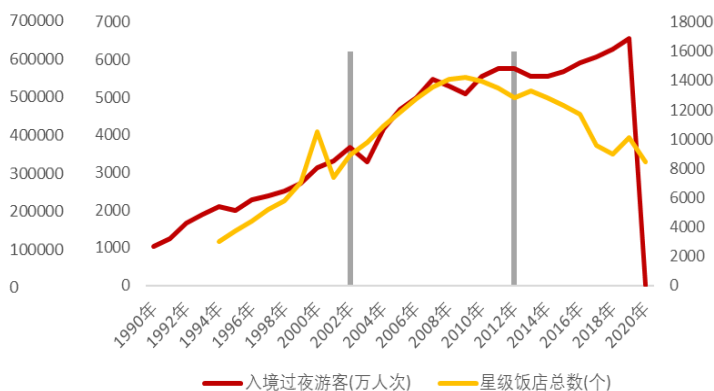


图 9：星级饭店数量（个）与入境游客（万人次）



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 10：住宿业营业额（亿元）

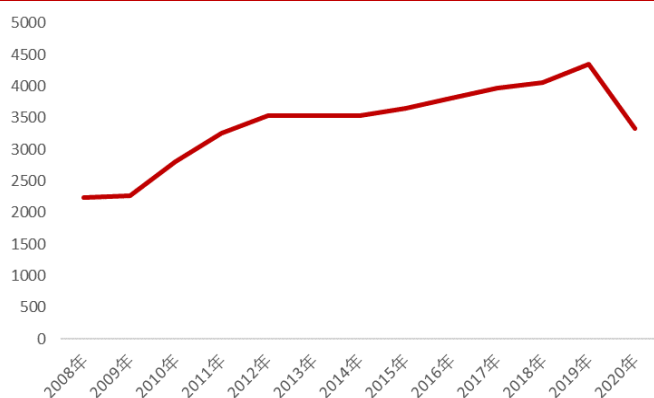
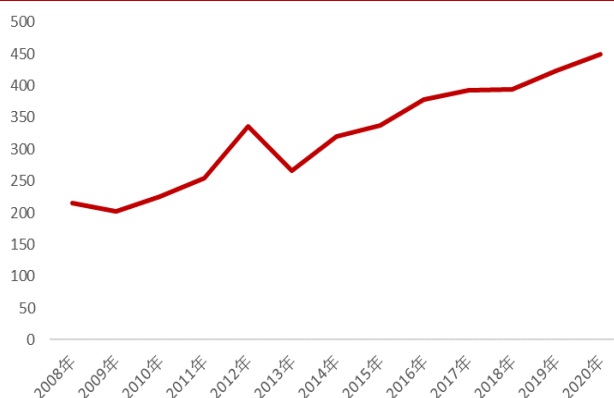


图 11：住宿业客房数（万间）



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

**疫情加速行业供给出清。**进入 2012 年后，经济酒店的黄金十年结束，酒店供给严重过剩，经济型酒店盈利能力较差，行业进入去供给阶段。从 2012 年至 2020 年，住宿业法人企业数从 17109 家增长至 25281 家，但住宿业从业人数从 216.99 万人下降至 166.62



万人。当前行业经历了近十年的并购整合期，行业供给逐渐收缩。近年来国内游客的增长与旅游消费水平的提升推动 2019 年酒店投资和星级饭店数量恢复正增长，但随之而来的新冠肺炎对旅游业造成较大冲击，行业出清加速。根据中国饭店协会报告，截至 2021 年初，中国住宿业设施总数约 44.7 万家，较 2020 年初下降约 16.1 万家；中国酒店业设施约 27.9 万家，同比下降 17%。考虑到 2020 年 5 月起国内疫情基本受控，而 2021 年下半年持续受到散点疫情扰动，动态清零的防疫政策下酒店经营比 2020 年更困难，连年亏损对资金链造成更大冲击，或有更多单体酒店供给被出清。2022 年旅游业有望逐步复苏，而中小单体酒店供给则快速出清，消费升级与后疫情时代逐渐复苏的旅游需求将带动酒旅消费量价齐增，行业有望开启新一轮上行周期。

图 12：住宿业企业数（个）及同比（%）

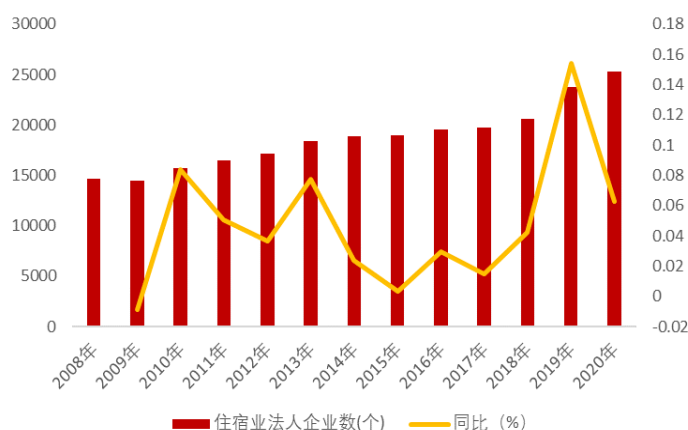
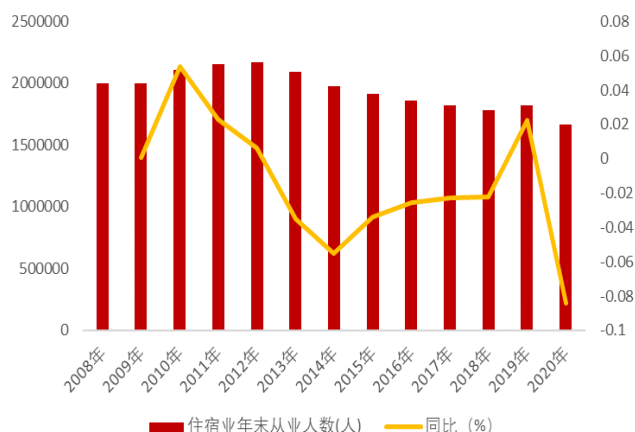


图 13：住宿业从业人数（人）及同比（%）



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

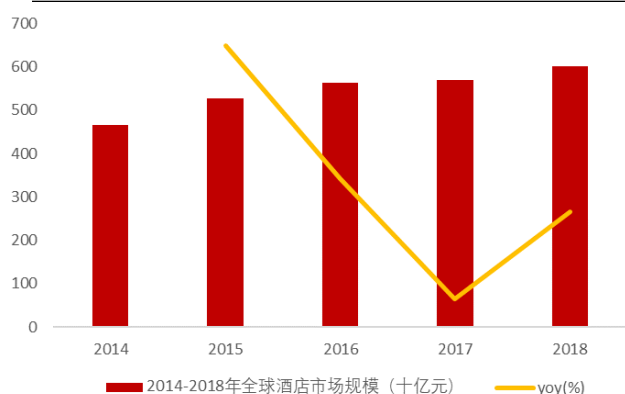
资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

### 3. 酒店增长趋缓，未来空间仍广阔

**近年全球酒店业市场增速趋缓。**疫情前全球酒店业市场规模增长已趋缓，2015 年至 2017 年全球酒店市场规模分别为 5270.6 亿美元、5629.9 亿美元、5701.8 亿美元，同比分别增长 12.96%、6.82%、1.28%，增速逐渐下降。其中美国酒店业市场自 2017 年起增速下降至不足 3%，低于 2011 年至 2016 年的复合增长率 5.5%。2019 年我国住宿业企业市场规模达 4257.72 亿元，但营收增长同样较为缓慢，2015 年至 2019 年复合增长率约 4.27%。

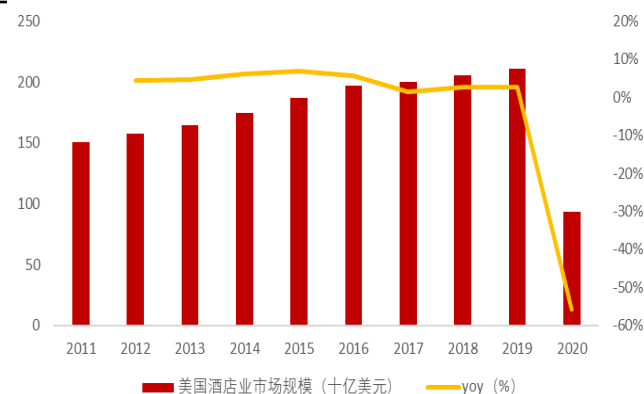
图 14：全球酒店业市场规模（十亿美元）及同比（%）

图 15：美国酒店业市场规模（十亿美元）及同比（%）



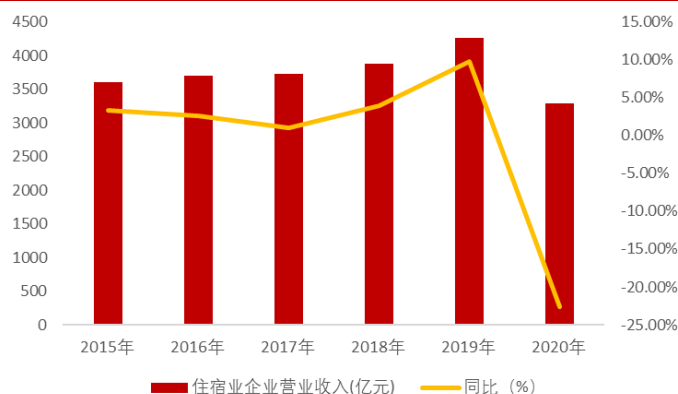
资料来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

图 16：中国住宿业营收（亿元）及同比（%）

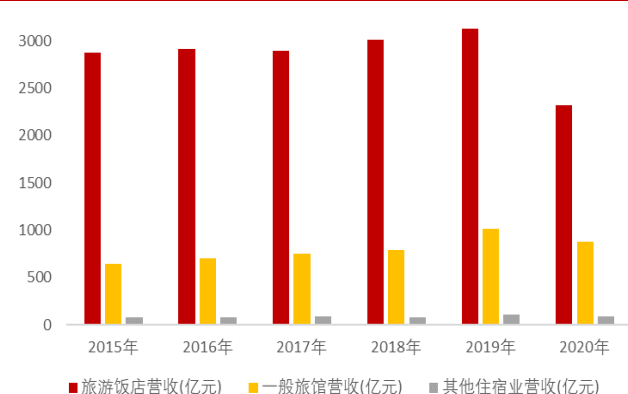


资料来源：Statista，东莞证券研究所

图 17：中国主要住宿业营收（亿元）



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

当前行业增长动力不足。我国酒店行业经历了黄金十年，酒店供给严重过剩，近年来酒店供给增长缓慢。2016年至2019年，我国住宿业设施规模分别为42.25万家、45.78万家、48.26万家、60.8万家，而酒店业规模分别为28.89万家、31.75万家、34.43万家、33.8万家，酒店规模增长缓慢。民宿等非标住宿业设施进一步压制酒店需求，导致酒店增长动力不足。新冠疫情冲击下，2020年全国住宿业设施44.7万家，客房规模1620.4万间，同比分别下降26.58%、14.34%，全国酒店业设施27.9万家、客房规模1532.6万间，同比分别下降17.46%、13.02%，供给快速出清。我国坚持动态清零的防疫政策，酒店需求仍承压，有望促使酒店供给进一步出清。

图 18：全国住宿业设施数（万家）及客房规模（万间）

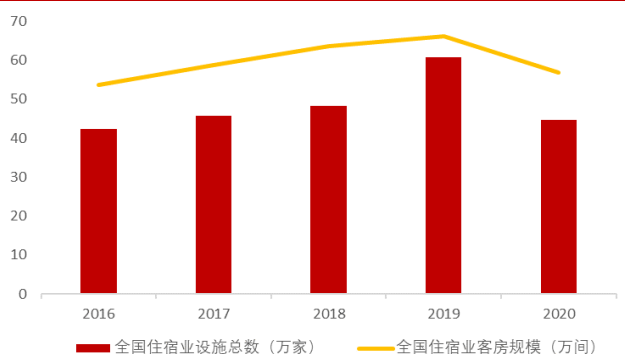
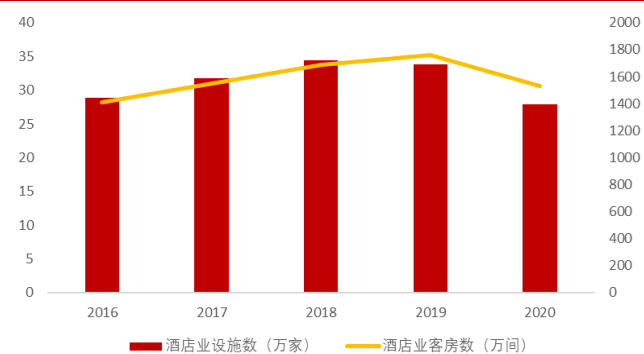


图 19：全国酒店业设施数（万家）及客房规模（万间）



资料来源：盈蝶咨询，东莞证券研究所

资料来源：盈蝶咨询，东莞证券研究所

**中高端酒店增长空间广阔。**差旅需求受经济影响较大，长期来看，酒店行业的构成应当趋近人口收入结构。根据麦肯锡报告显示，当前我国绝大部分城镇人口处于温饱小康以上水平，其中宽裕小康及以上人口占比较 2010 年提高约 41 个百分点，对应我国酒店需求逐渐从经济型向中端酒店过渡。对比美国，2019 年美国人均消费支出达 43919 美元，我国城镇居民人均消费支出为 28063 元，仅相当于美国 1998 年水平（不考虑实际汇率影响）。城镇化率提高与消费升级下，我国人口结构有望从金字塔型向发达国家的橄榄型转变。2020 年我国经济型酒店占比仍高达 82%，中高端酒店占比提升空间巨大。当前中高端酒店占比较低，消费升级下，中高端酒店需求逐渐增长，酒店业结构将长期向人口收入结构靠拢。

图 20：美国人均消费支出（美元）及同比（%）

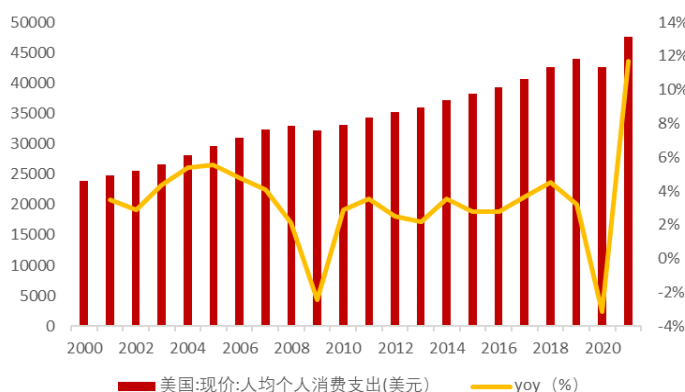
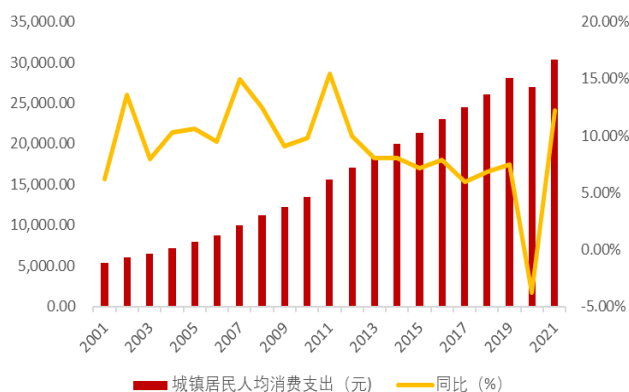


图 21：中国城镇居民人均消费支出（元）及同比（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

**中西部发展有望带来增量市场。**改革开放以来，我国城镇化率稳步增长，从 2000 年的 36.22% 增长至 2020 年的 63.89%，年均复合增长率为 2.88%。从全球主要发达国家的城镇化趋势来看，在达到 70% 城镇化率前，城市人口规模普遍保持较高增速增长；超过 70% 城镇化率后，城市人口规模增速放缓。与主要发达国家城镇化率普遍超过 80% 相比，我国城镇化率还有较大的提升空间。当前我国一线城市与人口在东部及沿海区域较为集中，经济发展出现地域性不平衡，共同富裕大方向下，中西部城镇化率与城市发展有望逐渐提高，带来经济型酒店增量市场，扩大市场空间。

图 22：我国城镇化率（%）

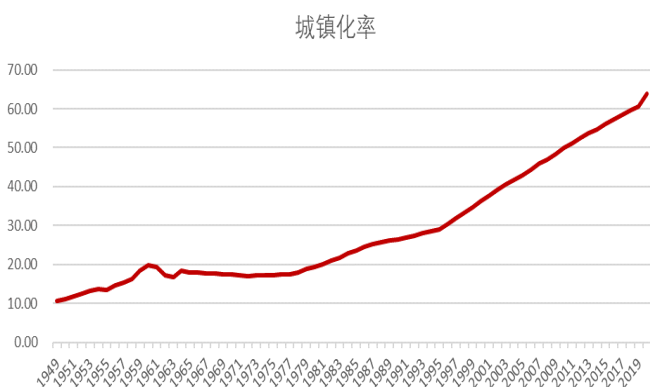
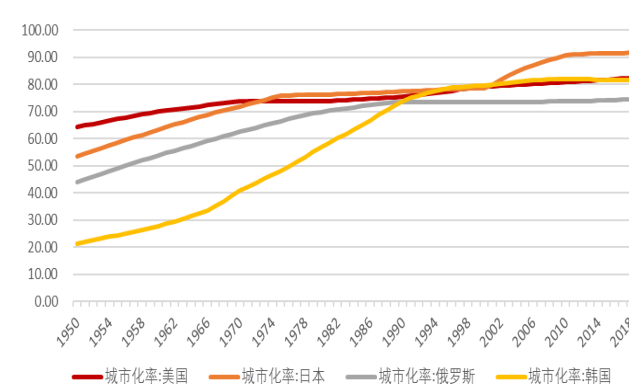


图 23：全球主要发达国家城市化率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

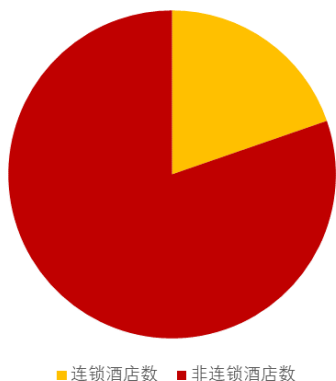
资料来源：Wind，东莞证券研究所

#### 4. 竞争激烈但寡头逐渐成型

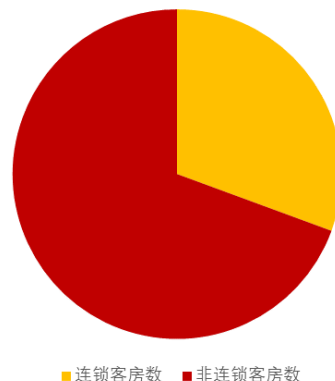
**市场竞争激烈。**酒店投资壁垒较低，早期经济不发达，差旅游客对酒店要求不高，大量单体酒店涌现。经济型酒店的黄金十年结束后，优质商圈和旅游目的地物业基本完成开发，酒店增量空间随城镇化速度放缓而下降，行业供给过剩，导致经济型酒店市场竞争较为激烈。截至 2021 年 1 月 1 日，我国连锁门店数量超 3 家的连锁酒店品牌达 2668 家，连锁酒店数 5.5 万家，连锁客房数 469 万间；而非连锁酒店达 22.4 万家，非连锁客房数达 1064 万间。按客房规模计算，我国非连锁酒店占比达 69%，其中大部分酒店为中小单体酒店，盈利能力差，成本管控能力弱。分档次来看，经济型、中档、高档、豪华酒店连锁化率分别为 25%、40%、32%、53%。高档酒店占地面积较大，优质物业较少，竞争相对较小，而经济型酒店中，单体酒店占比过大导致行业竞争激烈，趋近于完全竞争市场。

图 24：2020 中国酒店业连锁化率（以酒店数计算）

图 25：2020 中国酒店业连锁化率（以客房数计算）



■ 连锁酒店数 ■ 非连锁酒店数

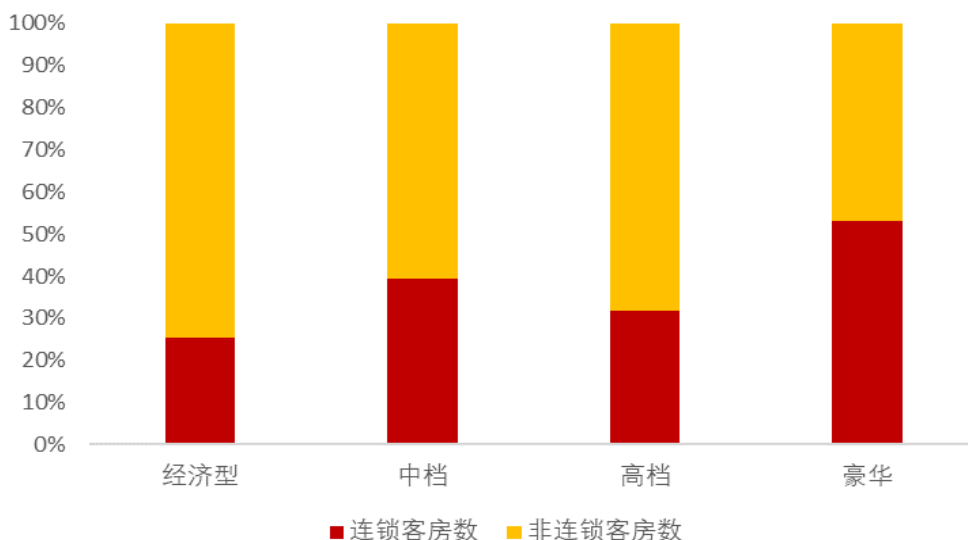


■ 连锁客房数 ■ 非连锁客房数

资料来源：盈蝶咨询，东莞证券研究所

资料来源：盈蝶咨询，东莞证券研究所

图 26：2020 中国酒店业连锁化率（分档次）

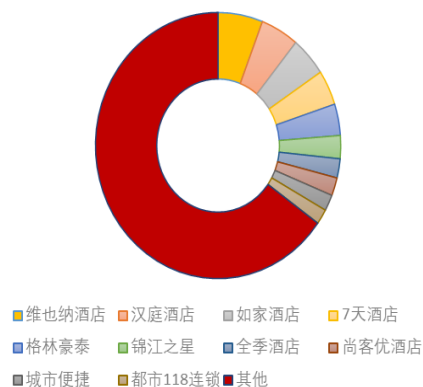
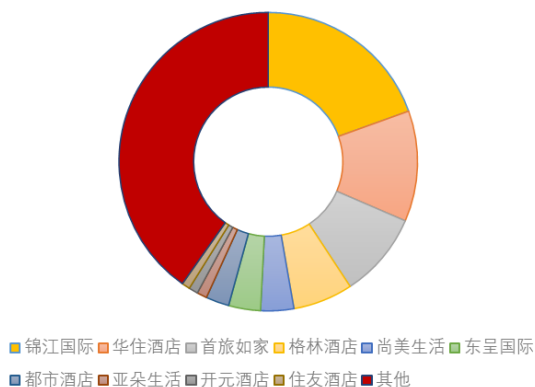


资料来源：盈蝶咨询，东莞证券研究所

**疫情加速市场整合，龙头集中度逐渐提高。**连锁酒店成本管控能力强，但黄金十年内扩张速度仍不高，龙头集中度较低。2020 年中国前十大酒店集团市占率约 59.76%，其中前五大酒店集团分别为锦江国际集团、华住酒店集团、首旅如家酒店集团、格林酒店集团、尚美生活集团，市占率分别为 19.5%、11.99%、9.27%、6.48%、3.59%。由于龙头酒店集团普遍采用多品牌战略，我国前十大酒店品牌市占率仅 34.91%，相对分散。前五大酒店品牌分别为维也纳酒店、汉庭酒店、如家酒店、7 天酒店、格林豪泰，市占率分别为 5.89%、5.02%、4.8%、4.25%、3.83%，单个酒店品牌市占率较低。当前行业进入整合阶段，多余供给逐渐出清，前六大龙头酒店集团依靠翻牌改造等加盟模式快速开店提高市场份额，新开店速度远超其他竞争对手，集中度有望逐步提高，合并整合期结束后有望形成类似美国的寡头竞争格局。

图 27：2020 中国 10 大酒店集团市占率 (%)

图 28：2020 中国 10 大酒店品牌市占率 (%)



资料来源：盈蝶咨询，东莞证券研究所

资料来源：盈蝶咨询，东莞证券研究所

## 5. 他山之石-美国酒店业的启示

美国酒店业历史对我国酒店业发展有重要的指导意义。历史上我国酒店业早期发展是由



外资酒店集团带动的，假日集团、喜来登、希尔顿、凯悦等酒店管理集团于 20 世纪 80 年代进入中国，刺激中国酒店业发展。早期星级饭店的标准与管理都对标外资酒店，而美国拥有多个全球规模领先的酒店管理集团。截至 2020 年 6 月，全球领先酒店规模前十名中，有 8 家酒店集团位于美国，美国酒店龙头发展历程对我国酒店业发展具有指导意义。

表 2：全球领先酒店集团规模（酒店数，截至 2020 年 6 月）

规模排名	酒店集团	酒店规模	总部所属国家	规模排名	酒店集团	酒店规模	总部所属国家
1	温德姆	9280	美国	6	贝斯特韦斯特	4131	美国
2	万豪国际	7484	美国	7	G6	1392	法国
3	精品国际饭店	7118	美国	8	州逸酒店	1261	美国
4	希尔顿	6160	美国	9	雷迪森	1183	美国
5	洲际酒店	5895	英国	10	RLH	980	美国

资料来源：Statista，东莞证券研究所

**轻资产化提升扩张速度。**全球领先的酒店集团普遍采用轻资产模式以快速提升规模。2020 年万豪国际集团自营/租赁、管理加盟、特许加盟酒店占比分别为 1%、27%、72%，希尔顿酒店集团自营/租赁、管理加盟、特许加盟酒店占比分别为 1%、11%、88%。全球领先的酒店集团加盟酒店占比在 99%左右，而我国酒店集团龙头锦江酒店 2020 年加盟酒店占比约 90.07%，首旅酒店 2020 年加盟酒店占比约 83.88%，直营酒店占比仍较高。

图 29：2020 年万豪国际集团酒店构成

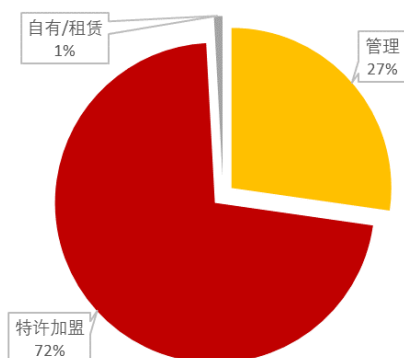
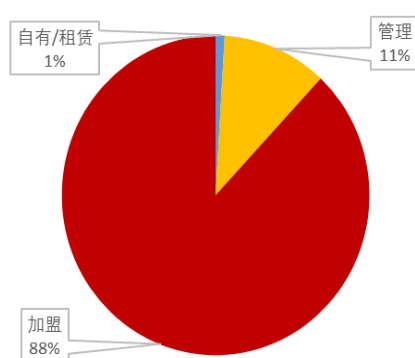


图 30：2020 年希尔顿集团酒店构成



资料来源：公开资料，东莞证券研究所

资料来源：公开资料，东莞证券研究所

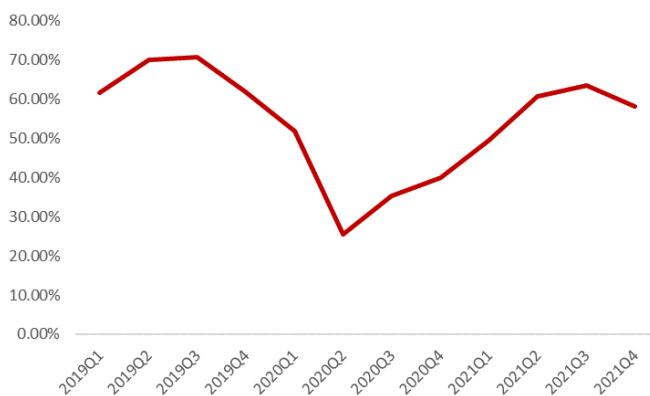
**外资酒店品牌对我国中高端酒店影响较大。**根据迈点研究院发布的 2022 年 1 月中国酒店品牌影响力指数排名，中国前 20 家酒店品牌中有 9 家属于国际酒店集团，多为洲际、凯悦、万豪等高端及豪华型酒店，而属于中国酒店集团的多为维也纳、7 天、如家等经济型酒店，缺乏国产中高端酒店品牌，影响力不足。从国际领先酒店集团构成来看，万豪、希尔顿、雅高、洲际酒店等以中高端及豪华型酒店为主，尽管锦江国际集团凭借庞大的国内市场规模跻身《HOTELS》全球酒店集团排名第二，但中高端酒店占比相较万豪等全球酒店集团龙头仍有待提高。

表 3：迈点中国酒店品牌影响力指数前 20 名（2022 年 1 月）

排名	品牌	所属集团	影响力指数
1	维也纳酒店	锦江酒店	707.26
2	假日酒店	洲际酒店集团	651.33
3	7天酒店	锦江酒店	648.21
4	丽枫酒店	锦江酒店	638.52
5	洲际酒店	洲际酒店集团	636.01
6	凯悦酒店	凯悦酒店集团	619.76
7	希尔顿酒店	希尔顿酒店集团	613.58
8	亚朵酒店	亚朵集团	574.15
9	皇冠假日酒店	洲际酒店集团	574.05
10	万豪酒店	万豪国际集团	567.16
11	君亭酒店	君亭酒店公司	555.56
12	锦江酒店	锦江国际	554.1
13	希尔顿欢朋酒店	希尔顿集团	552.03
14	如家酒店	首旅如家酒店集团	548.34
15	城市便捷酒店	东呈酒集团	541.44
16	全季酒店	华住集团	533.89
17	潮漫酒店	锦江酒店	516.28
18	宜尚酒店	东呈集团	514.51
19	喜来登酒店	万豪国际集团	513.8
20	万怡酒店	万豪国际集团	504.74

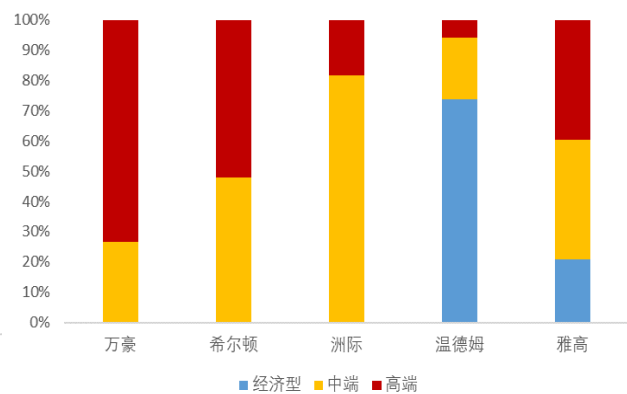
资料来源：迈点网，东莞证券研究所

图 31：2019-2021 美国酒店行业入住率（%）



资料来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

图 32：国际大型酒店集团酒店构成

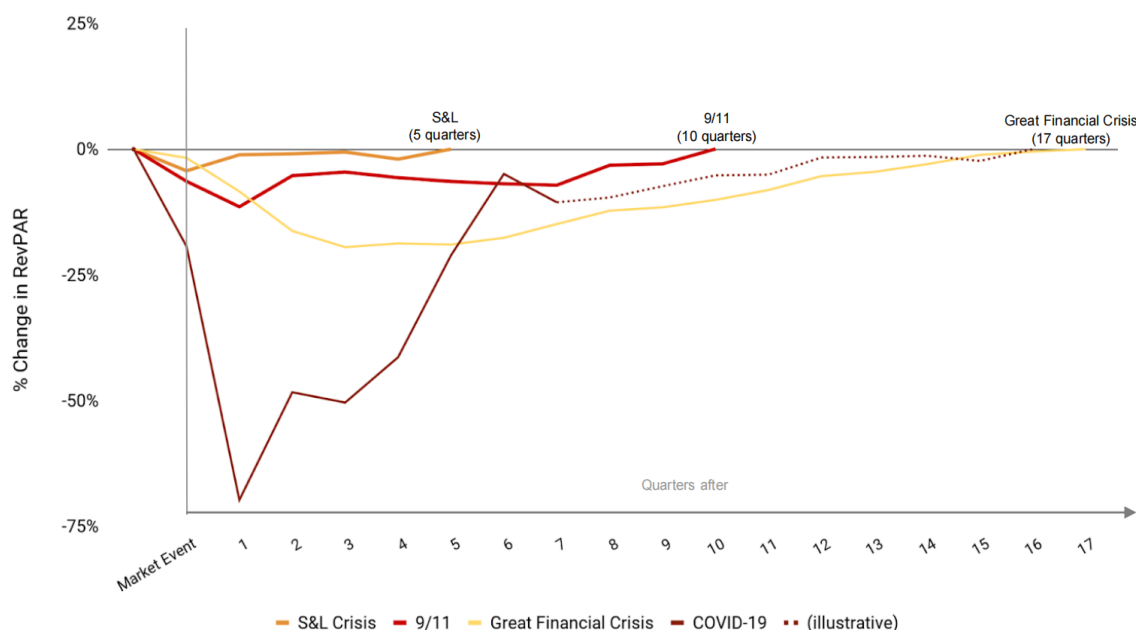


资料来源：产业信息网，东莞证券研究所

疫情结束后酒店经营有望快速恢复。根据普华永道报告，酒店经营指标变化主要受经济影响。20 世纪 80 年代末美国储贷危机及海湾战争发生后，美国酒店业 RevPAR 同比下降了 5 个季度，2001 年美国 911 恐怖袭击事件后，美国酒店 RevPAR 同比下降趋势维持了 10 个季度，2008 年金融危机爆发后对美国经济影响深远，酒店 RevPAR 经过了 17 个季度才回到疫情前水平。新冠疫情对酒店经营的压制作用远超经济危机，但降幅快速收窄，至 2021Q3 已恢复至接近 2019 年淡季水平。

我国坚持动态清零的防疫政策，酒店经营主要受防疫政策限制而非疫情。随着新冠疫苗完全接种率的提高、辉瑞新冠口服特效药在我国获批及序贯疫苗接种开始，我国防疫政策有望逐步放松，酒店经营有望在防疫政策放松后较快速恢复。

图 33：重大市场事件对美国酒店 RevPAR 变化



资料来源：PWC，东莞证券研究所

注：S&L Crisis 指美国 20 世纪 80 年代储贷危机，Great Financial Crisis 指美国 2008 年金融危机。

## 6. 关注酒店未来发展趋势

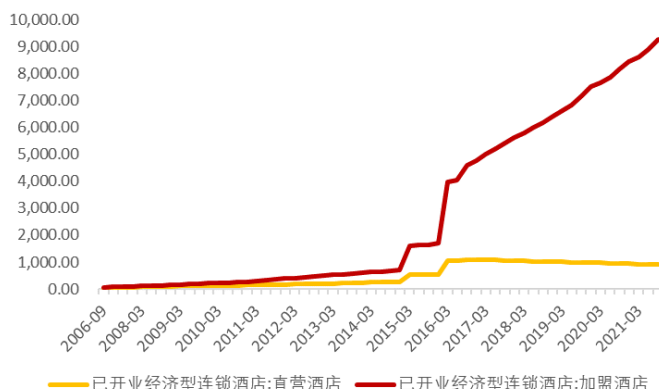
### 6.1 轻资产模式快速扩大规模

**轻资产模式穿越周期。**从全球酒店集团龙头的酒店构成来看，提高轻资产比例是酒店集团穿越周期的必由之路。由于酒店需求受经济周期影响而产生周期性，直营酒店的发展必然将面对经济周期和战争、自然灾害、疫情等突发事件带来的冲击。而轻资产模式下，酒店集团收入主要来源于加盟费用，RevPAR 等经营性指标对轻资产酒店影响较小，不存在租金、人力等固定成本，受酒店需求波动影响较小。酒店收入增长与新开业酒店挂钩，因此提高签约酒店储备、快速开店是连锁酒店龙头扩张的核心。

**轻资产模式加速酒店扩张。**国内酒店供给过剩，商圈及目的地的优质物业有限，酒店扩张受限。特许加盟允许酒店业主以轻度翻牌改造进行加盟，解决酒店扩张缺乏优质物业的问题，同时酒店业主能够通过酒店品牌和会员体系提升房价、出租率，实现双赢。直营模式的酒店营收远超加盟收入，但较长的投资回收期及较高的资产负债率使直营酒店不具有快速扩张优势。龙头酒店集团依靠轻资产模式快速扩张，根据中国饭店协会报告，2020 年中国酒店集团前五名分别为锦江国际集团、华住酒店集团、首旅如家酒店集团、格林酒店集团、东呈国际集团，客房规模分别为 94.65 万间、65.22 万间、43.25 万间、31.53 万间、18.92 万间，排名第一的锦江国际集团客房规模接

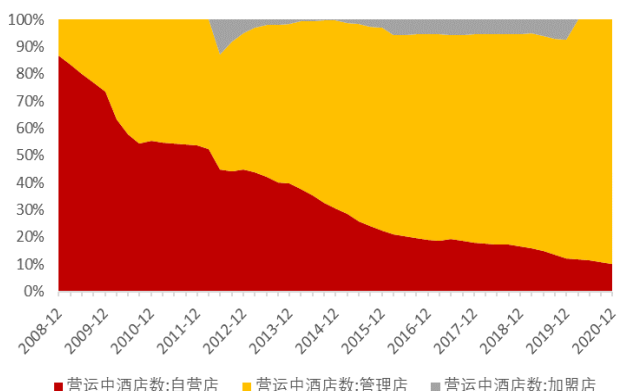
近排名第五的东呈国际集团的五倍。其中，锦江酒店新开业酒店以加盟酒店为主，直营酒店数量逐渐下降，华住酒店自营酒店占比从 2008 年的 87% 逐渐下降至 2020 年的 10%。

图 34：锦江酒店经济型酒店加盟数量持续提高



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 35：华住酒店直营、管理、加盟店占比



资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 4：中国酒店集团 TOP50（截至 2021 年 1 月 1 日）

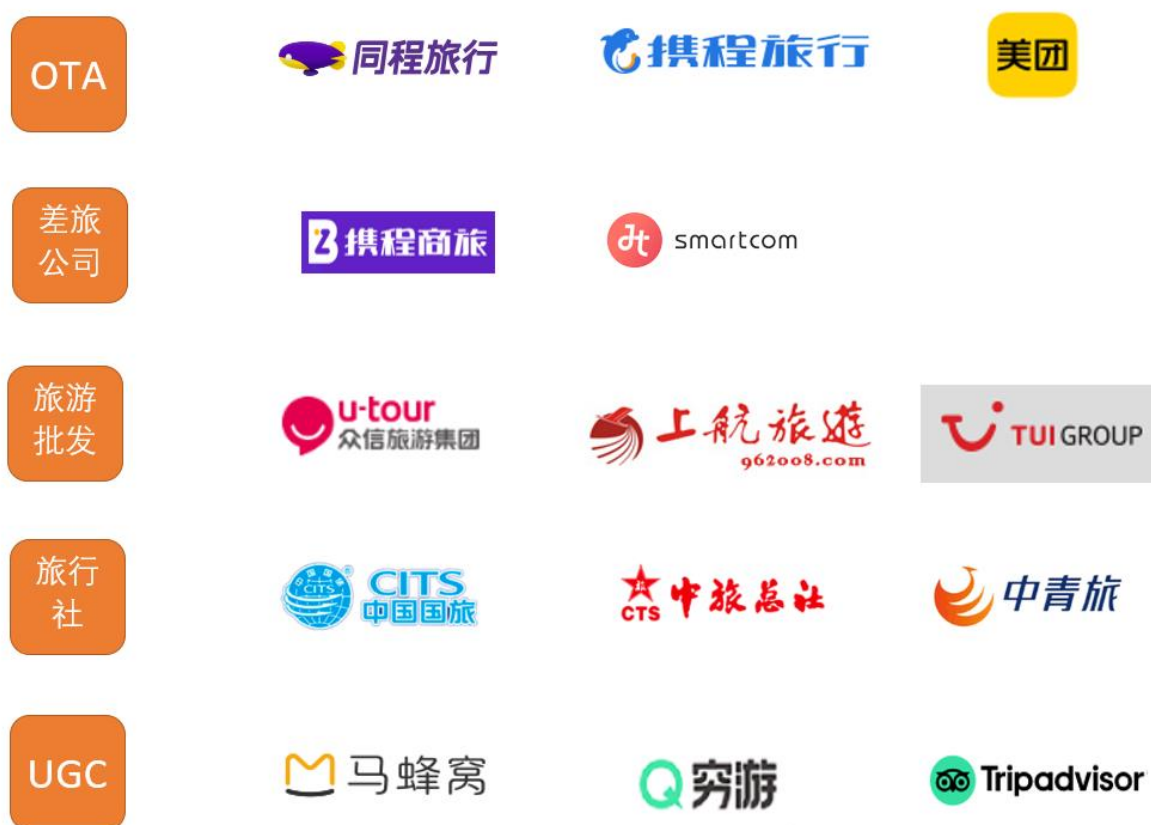
排名	集团名称	总部	客房数	门店数
1	锦江国际集团	上海	946496	9494
2	华住酒店集团	上海	652162	6789
3	首旅如家酒店集团	北京	432453	4895
4	格林酒店集团	上海	315335	4340
5	东呈国际集团	广州	189168	2153
6	尚美生活集团	青岛	186561	3835
7	都是酒店集团	青岛	122599	2025
8	亚朵集团	上海	66618	570
9	开元酒店集团	杭州	59231	311
10	逸柏酒店集团	上海	57509	915

资料来源：中国饭店协会，盈蝶咨询，东莞证券研究所

**利用规模效应发展私域客流，打造会员体系。**我国酒店对分销渠道较为依赖。酒店的成本通常包括租金、折旧、人力、能源、消耗品、渠道费用等，加盟模式使酒店集团把大部分成本转移到酒店业主方，但酒店集团为吸引更多酒店业主加盟，仍需降低酒店成本以提高酒店的盈利能力。酒店成本中，租金、折旧、能源与消耗品费用通常相对固定，难以降低，而酒店本身是劳动密集型行业，因此酒店主要通过降低营销费用来提高盈利能力。酒店对渠道在酒店的各项成本中，渠道销售费用通常占总收入的 5% 至 15%，取决于酒店对分销渠道的依赖程度。由于我国酒店业发展时间较短，酒店龙头集中度较低，自有会员体系不够成熟，游客通常依靠在线旅行社、差旅公司、旅游批发商、旅行社及内容平台等进行酒店预订。为提高直销比例，酒店通常选择打造会员体系来吸引游客选择同一酒店集团。但差旅游客通常不会选择同一目的地，因此规模较小的酒店建设会员体系的获客成本极高，而拥有连锁酒店数量越多，酒店分布越广泛的连锁酒店集团，能

够凭借标准化的品牌形象和服务吸引游客，并依靠会员体系和忠诚度计划等方式提高游客直销比例。依靠轻资产模式快速扩大规模，能够发挥规模优势，进一步提高酒店盈利空间。

图 36：国内酒店主要分销渠道



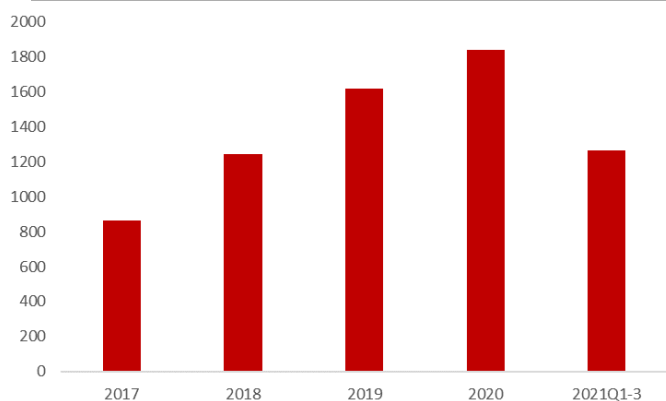
资料来源：东莞证券研究所

行业未来连锁化率及集中度仍有较大提升空间。2020 年我国酒店连锁化率达 31%，较上年增加 5 个百分点，主要系酒店业设施供给同比下降 17%，而连锁酒店龙头维持新开店数量所致。2021Q1-3，锦江酒店新开业酒店 1266 家，净开业 789 家，其中，直营店减少 18 家，加盟店增加 807 家。首旅酒店新开业酒店 833 家，其中直营店增加 17 家，特许加盟店增加 816 家。但 2020 年美国酒店业连锁化率达 72%，与美国成熟酒店市场相比，我国酒店业连锁化率仍有极大的提升空间。通胀持续增加酒店成本，但供给过剩及新冠疫情导致经济型酒店盈利空间被挤压，单体经济型酒店出清，连锁酒店逆势扩张，未来龙头酒店集团集中度有望持续提高。

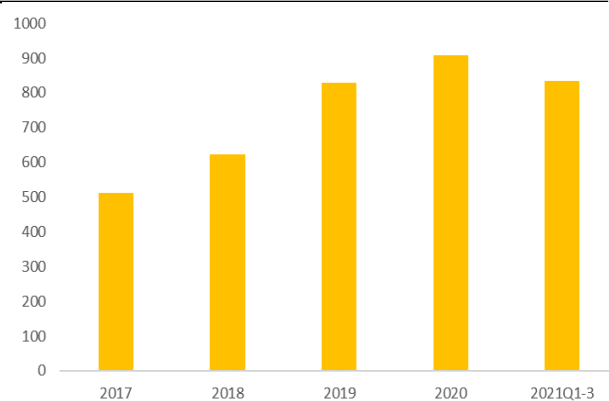
图 37：锦江酒店新开业酒店数量

图 38：首旅酒店新开业酒店数量





资料来源：公司公告，东莞证券研究所



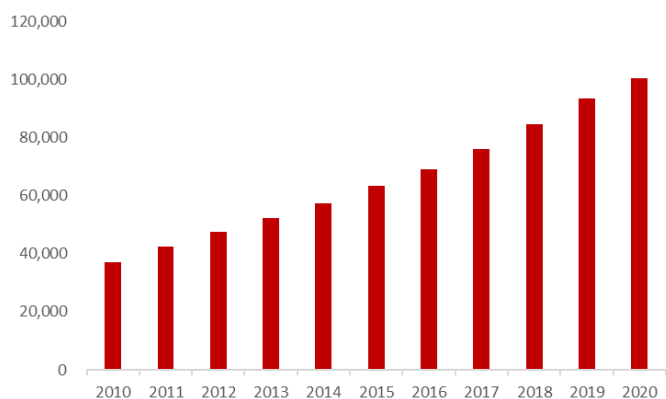
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

## 6.2 酒店结构中高端化

**中国酒店业结构与经济结构趋同。**酒店需求与经济发展息息相关，1990年前我国酒店业仅有接待外宾用的高端饭店和满足国内差旅游客基础住宿需求的招待所，随着经济的发展，1997年经济型酒店开始出现，并在中国入世后随着经济腾飞而开启黄金十年。当前已迈入中产阶级时代，中产家庭占比提升，因此主流酒店需求从经济型向中高端提升。消费升级开始培育游客中档乃至高档酒店需求。

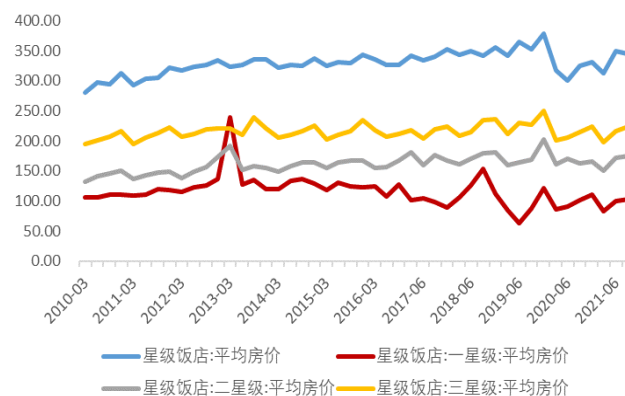
**经济型酒店经营困难。**黄金十年结束后，经济型酒店供给过剩，一二三星级平均房价基本持平十年前，导致经济型酒店利润空间被挤压。而全国职工平均工资从2010年的37147元增长至100512元，人力成本快速增长，租金也水涨船高，导致经济型酒店出清，如家、7天等经济型连锁酒店开始推出新版本和中端酒店以提高平均房价。

图 39：全国职工平均工资（元）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 40：星级饭店平均房价（元）

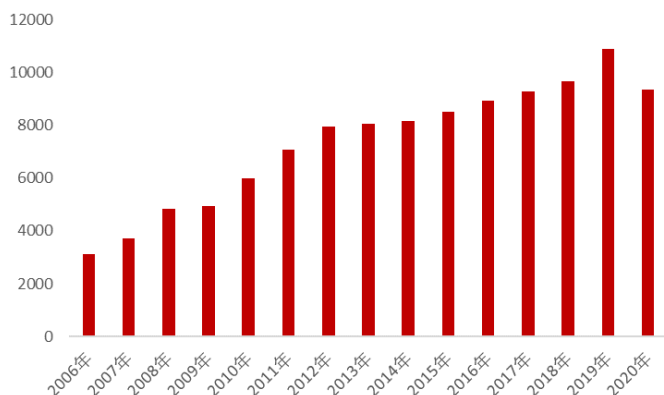


资料来源：iFind，东莞证券研究所

**高端酒店发展受限。**高档及豪华型酒店客房数通常在200间以上，占地面积广阔，部分奢华酒店每平方米造价过万元，造成高端酒店投入资金巨大，而豪华定位导致人房比较高，投资回报率相对不高。2012年限制三公消费政策的出台对三公消费做出了明确规定，对高端酒店造成了严重影响。2012年至2019年住宿和餐饮业营业额从7954.28亿元增长至10900.99亿元，年均复合增长率约4.6%，远低于2005年至2012年17.23%的复合增长率。从住宿业餐费收入来看，2012年是我

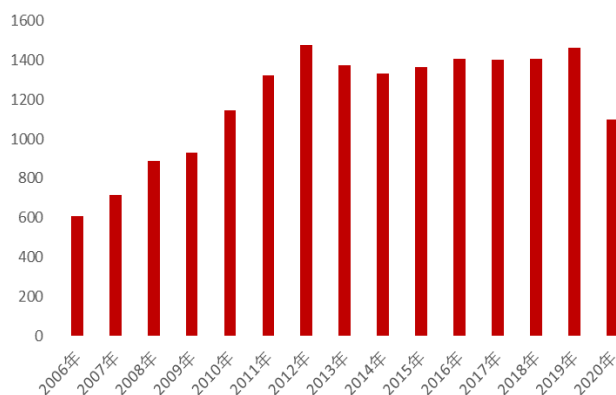
国住宿业企业餐费收入最高的一年，此后餐费收入恢复缓慢，2019年住宿业餐费收入仍略低于2012年。由于拥有餐饮服务的住宿业设施通常为高端及豪华型的全服务酒店，餐费收入占营收比重相对稳定，对高端及豪华型酒店有一定的参考意义，可见我国高端酒店受三公消费限制影响较为深远。受限于三公消费标准的明确，差旅需求逐渐从高端酒店下沉至中高端酒店。

图 41：住宿和餐饮业营业额（亿元）



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

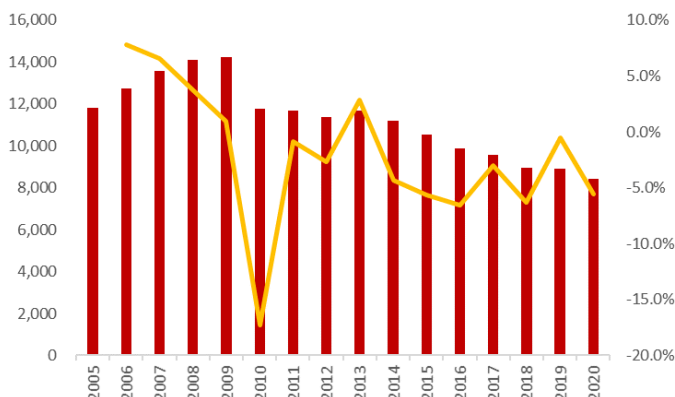
图 42：住宿业餐费收入（亿元）



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

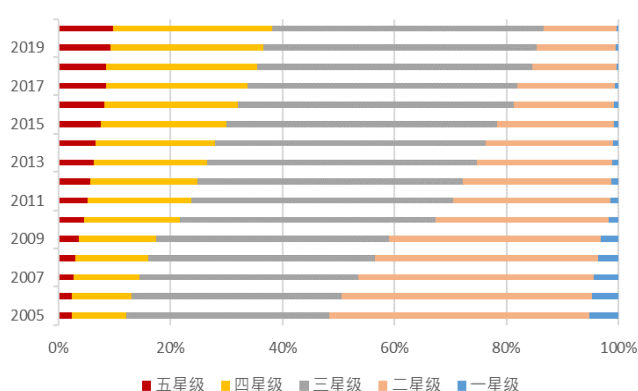
**中高端酒店占比不断提升。**我国中产阶级家庭占比不断提高，根据麦肯锡调查，2018 年我国年收入 14 万元以上的宽裕小康及以上家庭人口占总人口比重达 49%，较 2010 年提高 41 个百分点，城市人口结构逐渐从金字塔型向纺锤形过渡，相当一部分人口进入中产阶级家庭行列。相应的，我国中高档酒店占比持续提高，在全国星级饭店数量持续下降的情况下，2020 年我国三星级至五星级饭店占比分别为 48.37%、28.48%、9.74%，分别较 2010 年上升 2.66 个百分点、11.49 个百分点、5.11 个百分点。

图 43：全国星级饭店规模（家）及同比（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 44：全国星级饭店分布



资料来源：iFind，东莞证券研究所

注：为匹配口径，统一采用文旅部通过审核饭店数据

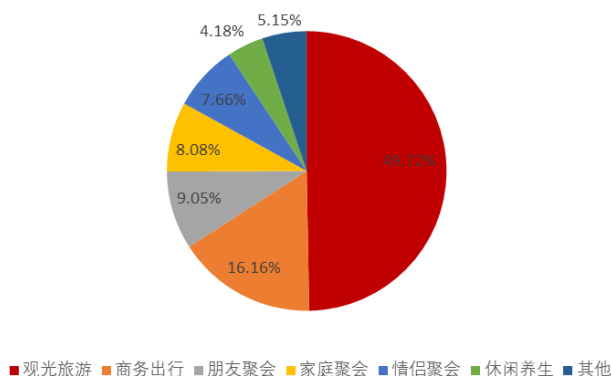
### 6.3 非标酒店提升平均房价

**消费升级带来消费需求多样化、个性化。**消费升级逐渐催生高端化、个性化需求，Z 世代消费者更愿意为体验买单，酒店需求从基础的住宿逐渐延伸，带动了电竞酒店、帐篷酒店、度假酒店等一批非标准化酒店的诞生。与商务酒店常见的标准化

连锁酒店不同，非标酒店更多注重与目的地历史文化、自然景观、主题等达成共鸣，为游客提供更深刻的住宿体验，把酒店融入目的地旅游的一部分。根据驴妈妈调查显示，2016 年我国游客入住酒店的目有观光旅游、商务出行、朋友聚会、家庭聚会、情侣聚会、休闲养生及其他等，分别占总需求的 49.72%、16.16%、9.05%、8.08%、7.66%、4.18%、5.15%，基础的住宿服务难以满足逐渐多样化的酒店需求。

**非标酒店盈利能力较强。**供大于求的背景下，商圈及知名旅游目的地酒店数量众多，竞争激烈，标准化的酒店服务难以吸引游客，非标酒店提供的差异化住宿体验具有提高房价的潜力。以南京夫子庙景区为例，同为四星酒店的夜泊秦淮君亭酒店·棋峰试馆 2 月淡季最低单房价格达 859 元，而周边锦江都城、亚朵、漫心等四星连锁酒店价格带在 300 元至 400 元区间，房价差距较大。

图 45：2016 年酒店入住目的占比



资料来源：驴妈妈旅游，东莞证券研究所

图 46：南京夫子庙景区四星级酒店价格差异较大



资料来源：携程，东莞证券研究所

图 47：IP 酒店-上海迪士尼酒店



资料来源：迪士尼官网，东莞证券研究所

图 48：主题酒店-夜泊秦淮君亭酒店·棋峰试馆



资料来源：君亭官网，东莞证券研究所

## 7. 行业重点公司对比

**标的公司选择。**国外酒店龙头对我国酒店业发展具有引导意义，因此我们选择国内外酒店行业龙头进行对比分析。其中，海外龙头我们选择全球最大的酒店管理集团万豪国际，国内酒店业的上市公司较少，主要包括锦江酒店、华住集团、首旅酒店、君亭酒店、金

陵饭店等，我们选取连锁酒店龙头锦江酒店及中高端直营酒店标杆君亭酒店作为对比。

**万豪国际是全球最大的酒店管理集团。**根据《HOTELS》杂志 2020 年排名，万豪国际是全球最大的酒店集团。万豪国际相对于美国酒店业的发展属于后起之秀，起源于 1927 年万豪夫妇开设的一家饮料摊，后来逐渐发展为连锁餐厅，直到 1957 年万豪才开设了第一家酒店，并于 1989 年开始专注酒店业务。万豪国际依靠轻资产模式及并购实现快速扩张，从确立酒店业务为主业开始仅 30 年就反超希尔顿酒店集团和喜来登等成为全球最大的酒店集团。

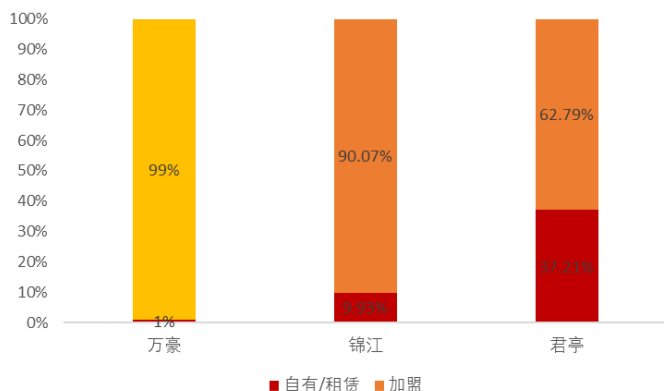
**锦江酒店是全球排名第二的酒店集团，连续并购推动快速扩张。**锦江拥有国内第一家经济型连锁酒店锦江之星，2010 年，锦江酒店通过把星级饭店与大股东资产置换换入锦江之星，确定了经济型酒店为主的业务构成，随后通过并购快速扩张。根据《HOTELS》杂志 2020 年排名，锦江酒店是国内最大、全球排名第二的酒店集团。

**君亭酒店引领国内中高端精选酒店发展。**君亭酒店由吴启元先生创立于 2007 年，2015 年君亭酒店与君澜酒店分拆后专注中高端市场，以运营及管理有限服务型酒店为主。君亭酒店是国内中高端精选酒店标杆，以长三角地区为核心打造了多层次的中高端酒店品牌结构。

## 7.1 商业模式与酒店业务结构对比

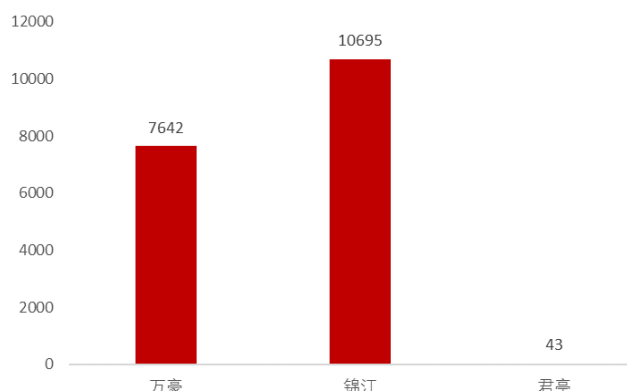
**商业模式与酒店结构。**万豪酒店以轻资产模式为主，2020 年万豪国际仅有 1% 的酒店为自有或租赁运营，27% 的酒店为受托管理，72% 的酒店为特许经营模式。锦江酒店同样选择轻资产模式为主，但发展时间较短，直营酒店占比仍不低，2020 年锦江 90.07% 的连锁酒店为加盟酒店。君亭酒店主打中高端精选酒店市场，酒店对标准化要求低于对酒店设计的要求，因此直营占比相对较高，2020 年 43 家酒店中有 16 家为直营酒店。

图 49：2020 年标的酒店结构对比



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 50：2020 年标的酒店规模对比



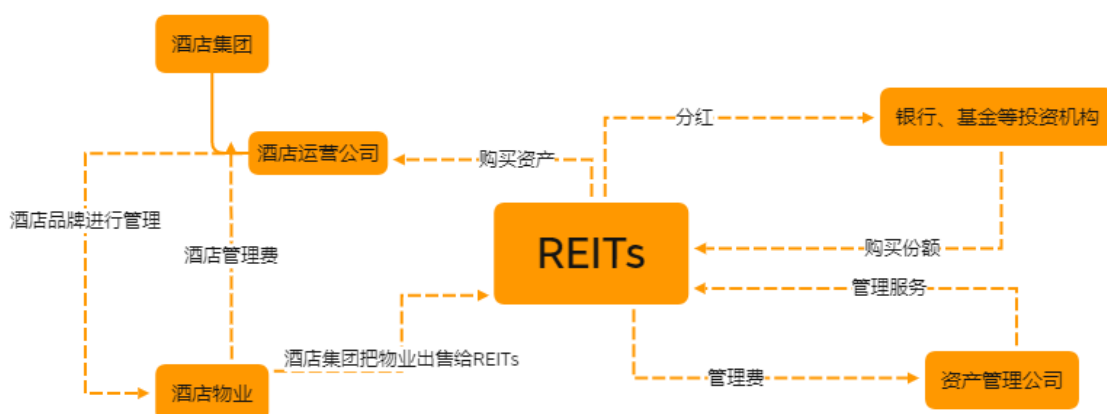
资料来源：迈点网，《HOTELS》，东莞证券研究所

**万豪酒店采用 REITs 模式，融合直营与加盟模式优点。**万达酒店发展早期与其他酒店一样采用自建模式，扩展速度较慢，20 世纪 70 年代后的数次经济危机让酒店业经营及融资面临极大的困境，债务危机出现。万豪集团于 1993 年拆分为万豪国际和万豪地产，



1999 年万豪地产成功获得 REITs 资格，通过把自有酒店物业出售给万豪地产及银行等机构进行融资，再以合同管理模式继续运营这些酒店。REITs 模式下物业持有者不再是万豪国际，万豪集团仅收取酒店管理费用，而投资机构则获得了收入稳定的酒店物业。此举让万豪集团成功通过出售物业获取了一大笔融资金额，解决经营和融资扩张困境，并成功把大量高负债的资产出表，降低资产负债率。与特许加盟模式相比，REITs 模式前期投入更大，占用资金相对较多，但能够兼具直营和加盟模式的优点，保证酒店装修建设及运营管理等各方面都能完全达到酒店品牌的标准，起到强化品牌形象的作用，同时又能降低公司负债率，减轻现金流负担，提升扩张速度。REITs 模式常用于投入较大的高端星级酒店，当前我国酒店集团以经济型连锁酒店为主，酒店投资小且盈利能力较弱，难以应用该模式，随着中高端酒店需求扩大，有望充分利用 REITs 模式。

图 51：酒店 REITs 模式示意图



资料来源：东莞证券研究所

## 7.2 品牌矩阵对比

万豪国际以中高端及豪华酒店为主。万豪国际以全服务型高端酒店起家，在 60 余年的酒店发展历程中建立起了万枫、万怡、MOXY、艾迪逊等覆盖中端到奢华酒店的品牌矩阵，并通过收购万丽、丽兹卡尔顿、喜达屋等酒店集团取得了丰富的中高端及豪华型酒店品牌。万豪国际品牌矩阵以高档及豪华型酒店为主，在北美及全球市场的高档及豪华型酒店市场占据较大份额。

图 52：万豪国际品牌矩阵以高端及豪华型为主





资料来源：公司官网，东莞证券研究所

锦江酒店依靠全球创新中心逐渐扩大中高端产品线。锦江酒店依靠收购卢浮集团及母公司并购丽笙集团所取得的丰富中高端酒店管理经验，紧跟消费升级浪潮推出中高端酒店品牌，构建多元化酒店矩阵。截至 2021 年 9 月，锦江酒店拥有超 40 家酒店品牌，涵盖从自然文化到生活方式等多种酒店需求。其中，丽枫酒店主打薰衣草元素，将香氛文化融入酒店体验；喆啡酒店将咖啡馆文化与酒店相结合，创造了 24 小时“Café+Hotel+Galleria”的 Coffetel 理念；原拓酒店营造多元化国潮体验，一城一设计；暕阁酒店以东方文化禅意为主题，再一线城市提供平静怡人的空间。

图 53：锦江国际中高端酒店矩阵



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

“小而美”的君亭酒店。君亭酒店聚焦中高端精选酒店领域，大力塑造君亭酒店品牌形象，以精简的产品线提供更优质的服务。君亭酒店目前主要有君亭酒店、夜泊君亭、Pagoda 君亭及寓君亭四大品牌。君亭品牌定位为带有东方艺术特色的中端精选酒店，寓君亭是中端公寓型酒店，夜泊君亭定位为高端历史文化旅游目的地酒店，而 Pagoda 君亭则是高端艺术设计酒店，针对追求时尚和生活方式的中高消费群体。

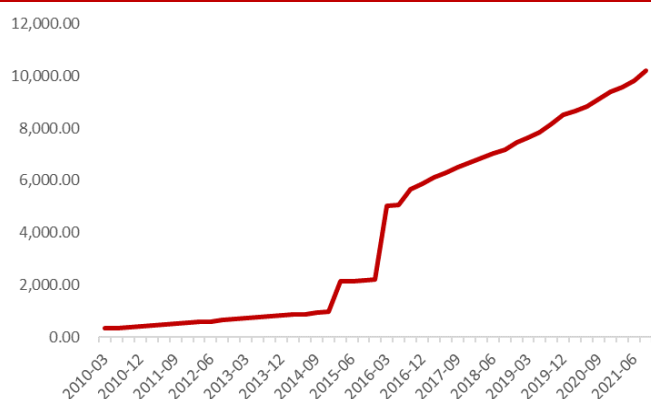
### 7.3 规模与成长性对比

万豪酒店：收购推动高端化及全球化布局。豪华型酒店前期投资较高投资回收期较长，风险较大，万豪国际通过收购成熟的奢华型酒店品牌进行高端品牌矩阵的扩张。1995 年至 2020 年，万豪国际先后收购了丽兹卡尔顿酒店品牌、万丽酒店品牌、Delta 酒店及度假村品牌、喜达屋酒店集团，补充了丽兹卡尔顿、瑞吉、W 等奢华型酒店品牌，进一步强化万豪的品牌形象。由于品牌在海外市场并未建立起足够的知名度，轻资产模式在开拓全新市场时效果并不显著，万豪国际的海外布局更多依靠收购当地高端酒店集团进行。1997 年万豪国际向周大福集团及新世界发展集团收购了万丽酒店及华美达酒店品牌，使当时万豪国际的海外业务实现

翻倍,2014 年收购 Protea 酒店旗下品牌,使万豪国际在非洲的客房规模达到 23000 间,2015 年收购 Delta 酒店及度假村品牌后,万豪国际成为加拿大最大的全服务型酒店经营者,2016 年收购喜达屋酒店集团更是让万豪国际成为了全球最大的酒店集团,客房数量突破百万间。

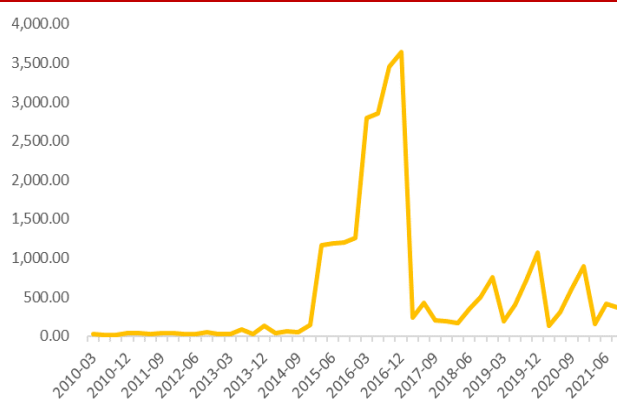
**锦江酒店:连续并购拉动规模快速增长。**锦江酒店自 2010 年明确经济型为主的发展路线后,通过多次并购快速扩大规模。2014 年收购 21 家时尚之旅并翻牌改造成锦江都城,2015 年并购欧洲第二大酒店集团卢浮集团迈出全球化步伐,2016 年收购铂涛集团 81%股权和维也纳酒店 80%股权。铂涛与维也纳的收购为锦江酒店带来了 7 天、维也纳等国内知名经济型连锁酒店品牌,锦江酒店 2014 年、2015 年、2016 年开业经济型连锁酒店数分别达 968 家、2223 家、5868 家,并购推动锦江酒店规模快速扩大。截至 2021 年 9 月 30 日,公司已经开业的酒店共计 10,195 家,已经开业的酒店客房总数达到 989,003 间,开业酒店规模全国第一。直营酒店数量为 916 家,占酒店数量的 8.98%,加盟酒店数量为 9279 家,占酒店数量的 91.02%,高加盟酒店比重降低疫情对公司业绩的冲击。截至 2021Q3,已经签约的酒店规模合计达到 15,344 家,已经签约的酒店客房规模合计达到 1,497,612 间,2022、2023 年有望维持高增速。

图 54: 锦江开业经济型连锁酒店数



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

图 55: 锦江新开业经济型连锁酒店数



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

**一中心三平台提升锦江长期发展能力。**锦江酒店为提高创新能力及降低成本,打造了全球创新中心 GIC、全球互联网共享平台 WEHOTEL、全球采购平台 GPP 及全球酒店财务平台 FSSC 的一中心三平台。全球创新中心 GIC 为锦江孵化全新酒店品牌和存量酒店创新概念,提升锦江长期竞争力。全球采购平台 GPP 是锦江国际集团旗下的全球酒店供应链及数字化服务平台,集合了超 2000 家供应商为酒店采购提供解决方案,打造酒店生态闭环并确保酒店成本可控。全球互联网共享平台 WEHOTEL 依托公司超 1.5 亿会员打造会员体系,提升数字化能力。全球酒店财务平台 FSSC 集中管理与监控,落实财务制度,通过透明化集中管控以规避资金、预算风险。一中心三平台为锦江和加盟商提供了从品牌孵化、投资建设到后期运营管理的一站式服务,极大的简化了加盟运营流程,降低了加盟商及潜在酒店业主的投资门槛。

图 56: 锦江国际一中心三平台

请务必阅读末页声明。



锦江全球创新中心  
JIN JIANG GLOBAL INNOVATION CENTER

### 锦江全球创新中心GIC

锦江全球创新中心以创新理念打造可持续、盈利型酒店商业运作模式，立足上海，网络全球。通过追踪、洞察市场趋势推动创新酒店商业模式的研究、深化、落地。具体服务内容包：存量酒店升级、海外品牌本土化入市、创新品牌研发深化、创新模块化产品方案以及前沿酒店设计及建造技术研究运用等。



全球互联网共享平台

### 锦江全球互联网共享平台WeHotel

锦江WeHotel深耕中国，联动全球，以构建酒店会员生态、提升会员体验为核心，聚焦渠道预订，立足技术服务，充分发挥资源集成优势，提供一站式解决方案，为酒店产业数字化赋能，积极打造开放共赢的全球互联网共享平台。



### 锦江全球采购平台GPP

锦江全球采购平台GPP (Global Purchasing Platform)，是锦江国际集团旗下唯一官方采购平台，提供品牌标准执行的唯一平台支持，通过整合锦江国际集团旗下实体资源优势，以供应链服务能力为基础，提供多边缘交易，为全球120个国家、40多个品牌、12000多家酒店，超千亿市场提供从筹建到运营全链条智能化、数字化、平台化的物资和服务供应链集成服务。围绕酒店业主、行业供应商、酒店客户以及酒店品牌公司等相关利益方，打造酒店业发展的共赢生态圈。



全球财务共享平台

### 锦江全球财务共享平台FSSC

财务业务深度融合，集中管理与监控，落实财务制度。透明化集中管控，资金、预算管理风险规避，智能化数据交互，电子化业务操作，效率、准确率高。

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

**君亭酒店：并购君澜开启扩张之路。**2022年1月22日，君亭酒店宣布将变更1.4亿元募集资金用途为收购浙江君澜酒店管理公司79%股权、收购景澜酒店投资管理公司70%股权、收购君澜系列商标。本次收购对君亭酒店帮助较大：（1）根据中国饭店协会报告，2021年浙江君澜酒店在中国酒店集团排名第14位，拥有125家酒店和3.34万间客房，而君亭酒店以45家酒店规模和0.63万间客房排名第49位，将显著扩大君亭酒店规模。（2）君澜酒店覆盖全国23个省份，有望帮助君亭酒店走出长三角腹地，在其他省份扩大影响力并吸引加盟商，提升扩张速度。（3）君澜酒店以豪华型度假酒店和休闲商务酒店为主，将为君亭补充高端产品线，扩大酒店对游客需求的覆盖。君澜酒店与君亭酒店同为吴启元创立，整合压力较小，本次收购完成后将明显扩大君亭酒店客房规模并提升酒店集团排名，促进君亭酒店发展。

## 8. 投资策略

**投资策略：维持行业推荐评级，重点关注头部企业和细分龙头。**供给方面，行业经过十年的去供给阶段酒店供给已接近平衡，新冠疫情加剧酒店供给出清，2020年酒店供给同比减少17%，2021年防疫补贴退坡叠加疫情影响加深或使酒店业进一步去产能。而酒旅需求持续受到防疫政策限制，当前序贯疫苗接种开始，辉瑞新冠口服特效药已在我国获批，游客经过两年的适应对疫情恐慌逐渐减轻，酒旅需求在防疫政策放开后有望展开比欧美更强烈的反弹，快速越过磨底阶段开启新一轮酒店上行周期。价格方面，各大酒店龙头逐渐升级旗下经济型产品，通过翻新升级和增加消费场景等提高收入，并逐渐推出中高端酒店品牌，消费升级下平均房价将逐步上涨。建议重点关注规模最大且增长最快

的连锁酒店龙头锦江酒店（600754）、首旅酒店（600258），及顺应酒店中高端化趋势并购君澜，规模有望快速提升的君亭酒店（301073）等。

## 9. 风险提示

- （1）行业竞争加剧
- （2）行业政策变化
- （3）对分销平台依赖度加剧
- （4）新开业酒店速度不及预期
- （5）新冠疫情反复等。

表 5：重点公司盈利预测及投资评级（2022/2/23）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
600754.SH	锦江酒店	56.18	0.10	0.29	1.34	561.80	193.72	41.93	推荐	维持
600258.SH	首旅酒店	25.66	-0.44	0.05	0.90	-58.32	513.20	28.51	推荐	维持
301073.SZ	君亭酒店	53.96	0.58	0.46	1.12	93.03	117.30	48.18	谨慎推荐	维持

资料来源：wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、北京证券交易所股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn