

关注龙头发展提效，静待行业复苏曙光

分析师：李敬雷

执业编号：S1130511030026

联系人：叶思嘉/鲍秋宇

DATE：2022/05/03

核心观点

酒店：逆势扩张+降本增效，波动下龙头韧性凸显，行业回暖后有望更为受益

- **2021年：**经营端，三强境内RevPAR平均恢复至19年83.0%、高于行业24.3pct，锦江、华住领先首旅10+pct，开店延续逆势扩张。收入端，华住RevPAR恢复+开店速度综合较优，全年+25.4%相对领先。利润端均有大幅减亏，首旅因高直营占比更高，回暖季度盈利能力弹性释放更足，支撑全年扭亏；君亭因小而美高端定位+委托管理模式，单季度均维持盈利、全年扣非归母净利率11.2%，最为稳健；龙头降本增效重视度提升，锦江连续2年管理费用率下降2pct以上，首旅精简架构、加强数字化投入。现金流整体好转，资本结构持续优化，行业有息负债率同比-4.0pct至29.3%。
- **1Q22：**经营端，3月一线城市疫情加重，华住、锦江RevPAR仍恢复至19年的74.2%/ 72.6%，高于中国内地整体10+pct，君亭得益于周边游高端度假需求、RevPAR恢复至19年80%；拓店方面，华住淡季拓店提速（新开302/+93家、完成全年计划20.2%），锦江pipeline恢复净增长、净增数为4Q20以来单季度最高，君亭全年计划新签约100家，疫情下头部连锁更受投资人青睐、行业整合加速。业绩端，受疫情影响承压明显，锦江受益海外同比大幅回暖，预计2Q22海外修复有望提速。运营能力，对加盟商帮扶政策+隔离酒店账期长，行业周转效率均有所下降。

餐饮：龙头修炼内功、蓄势待发，波动下食品+餐饮模式抗风险能力较强

- **社零餐饮：**21年已恢复至19年水平，1Q22再度承压。21年社零餐饮/限额以上餐饮相比19年+0.4%/+10.5%，整体已恢复至19年水平，1Q22多地疫情复发严重，线下餐饮仍承压，社零餐饮餐饮同比+0.5%，限额以上占比24.8%/+1.4pct，品牌化、连锁化仍为大趋势
- **2021年：**业绩端，收入均有修复、拓店仍为增长主驱力，但部分餐企加密失衡导致关店亏损、增收而不增利，而品牌仍处于上升期、标准化程度高、费用管控得当的公司（如九毛九、海伦司）表现相对亮眼；费用端，港股餐饮品牌人员、租金及折摊费用刚性压力仍在，A股因人工成本上升，产品结构变化等盈利能力亦有承压，营运能力，周转效率均有回升。
- **1Q22：**业绩表现、营运效率因疫情反复承压，而供应链相对完备、拥有速冻/预制菜业务的公司于疫情下经营韧性较一般餐饮更强。

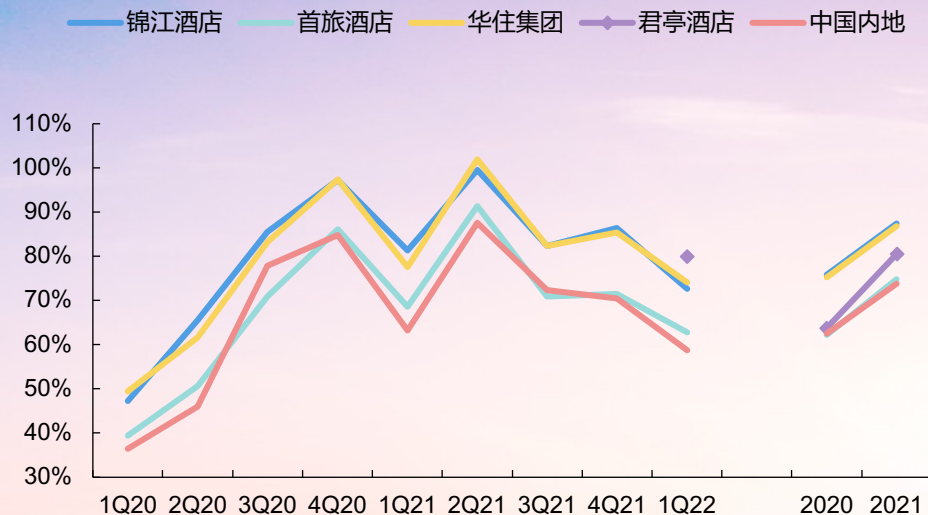
投资建议：1) 酒店行业建议关注锦江酒店、君亭酒店、华住集团；2) 餐饮行业建议关注九毛九、巴比食品。

风险提示：全球疫情反复风险、汇率波动风险、非标酒店经营质量不及预期风险、拓店速度不及预期、原材料价格波动等。

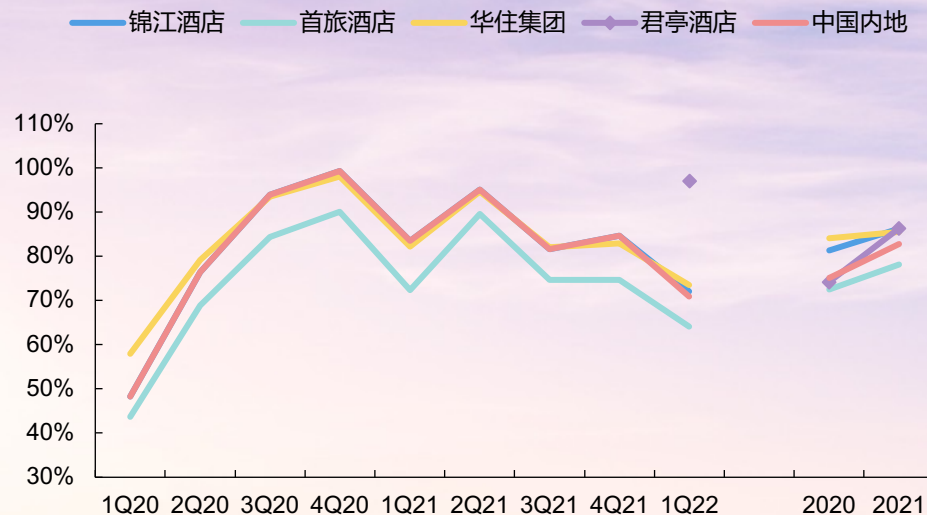
酒店：逆势扩张+降本增效，波动下龙头韧性凸显

经营：国内疫情波动之下，龙头经营韧性显现

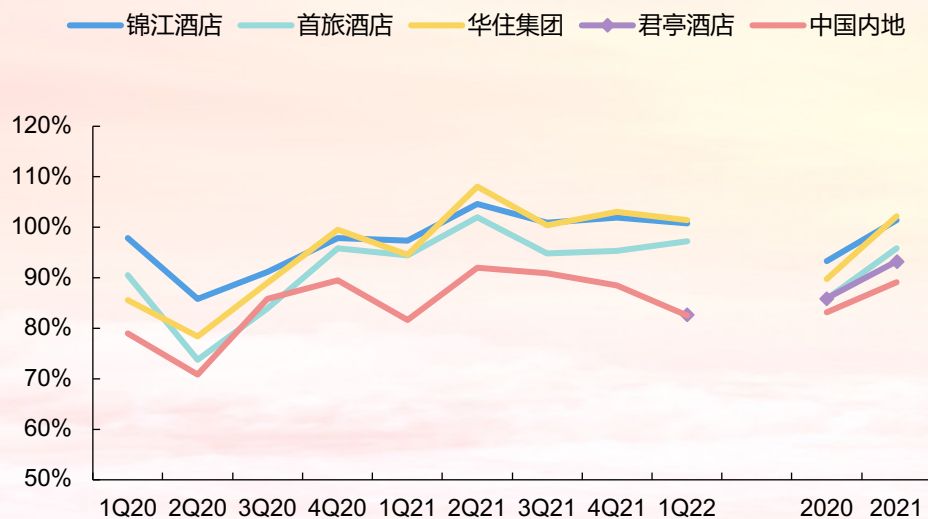
境内酒店RevPAR恢复情况（%2019）



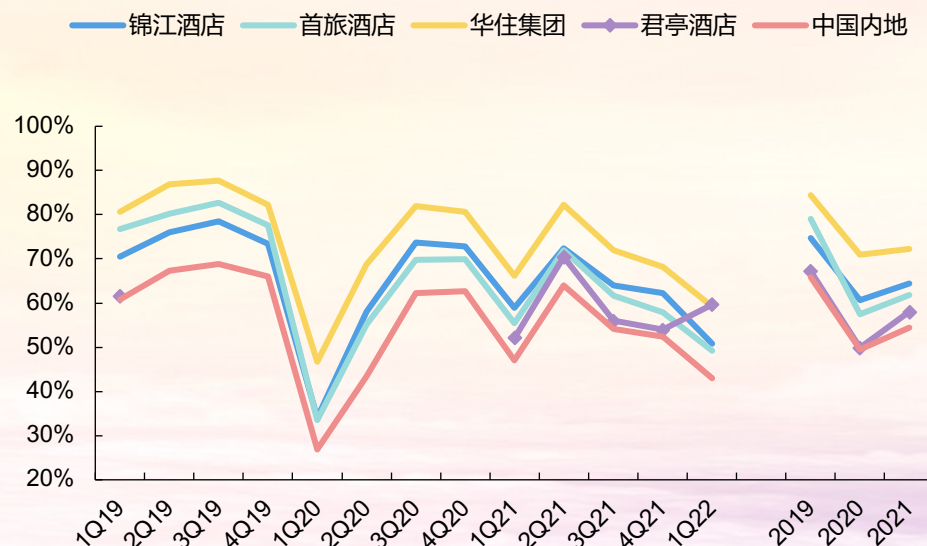
境内酒店OCC恢复情况（%2019）



境内酒店ADR恢复情况（%2019）



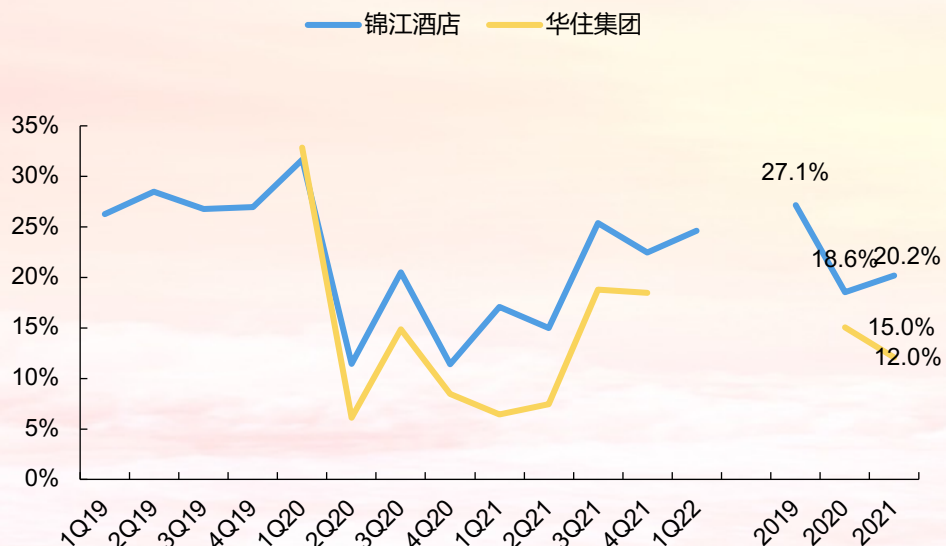
境内酒店OCC



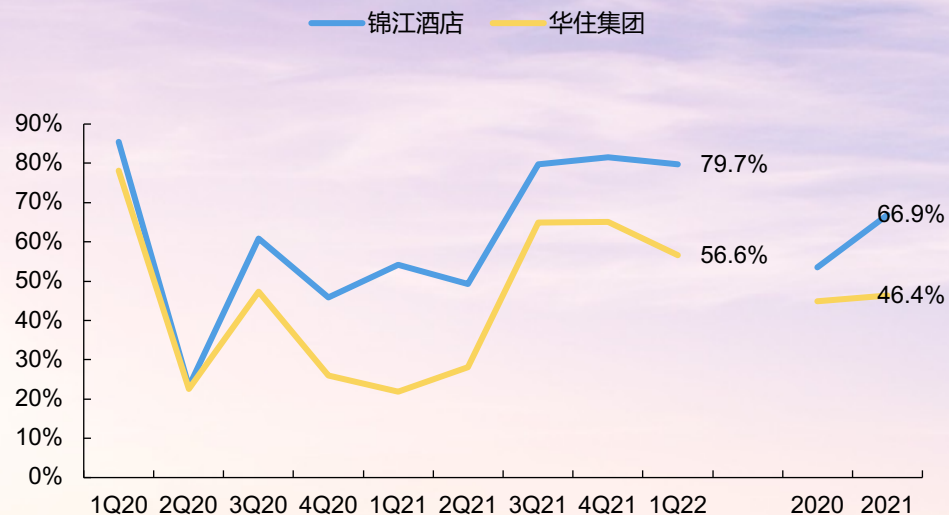
经营：境外2H21恢复提速，期待22年欧洲修复延续

- **锦江**：境外整体RevPAR 1Q22为19年同期79.8%/+25.6pct，同比恢复明显、环比-1.8pct。酒店业务营收22.6亿元/+1.3%，境内/外同比增速分别为-8.2%/+46.1%。4月以来商务活动逐渐开放。
- **华住**：境外DH RevPAR 1Q22恢复至19年同期的56.6%/+34.7pct、较4Q21的65.8%环比-9.1pct，主要由于1月恢复程度偏低（19年的47%），2月中旬德国推出开放旅游计划后3月上升至65%。今年对DH更注重降本增效，措施包括效率提升、租金减免谈判和员工成本优化等，预计人员精简将从2H22开始落地。

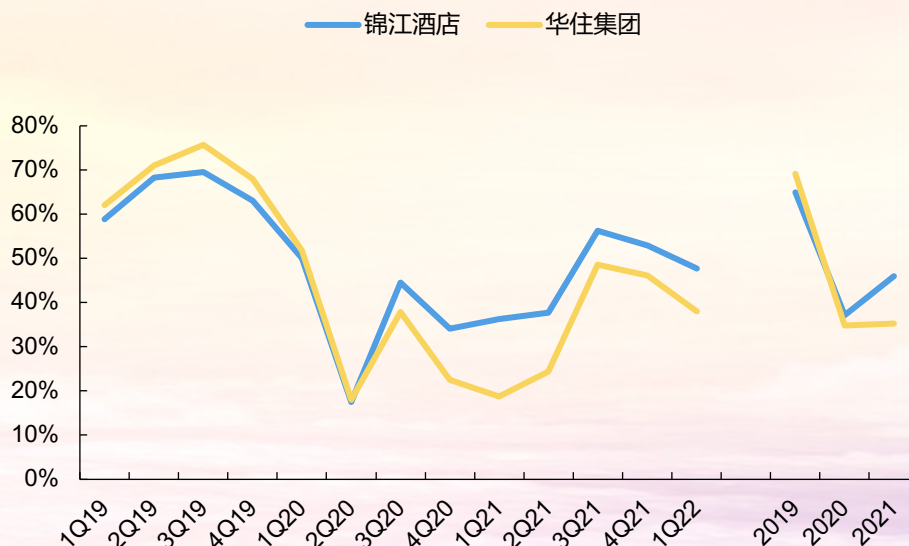
海外复苏从2H21以来对收入增长贡献上升



境外酒店RevPAR恢复情况 (%2019)

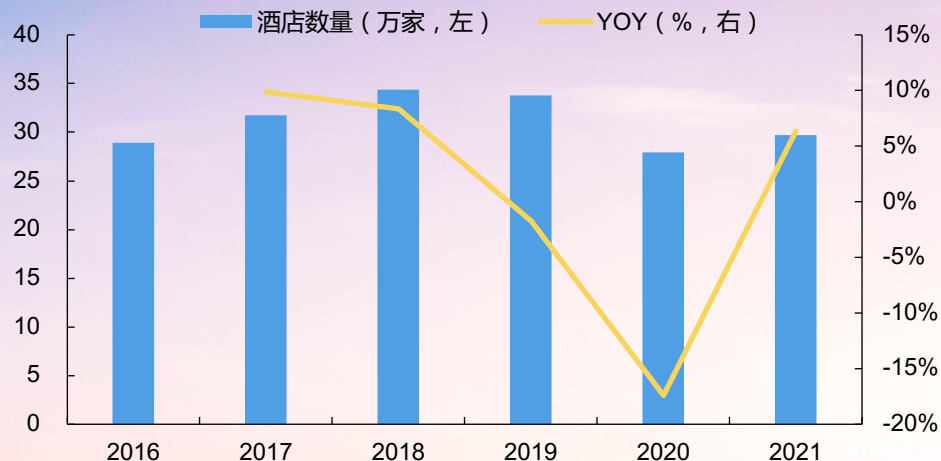


境外酒店OCC

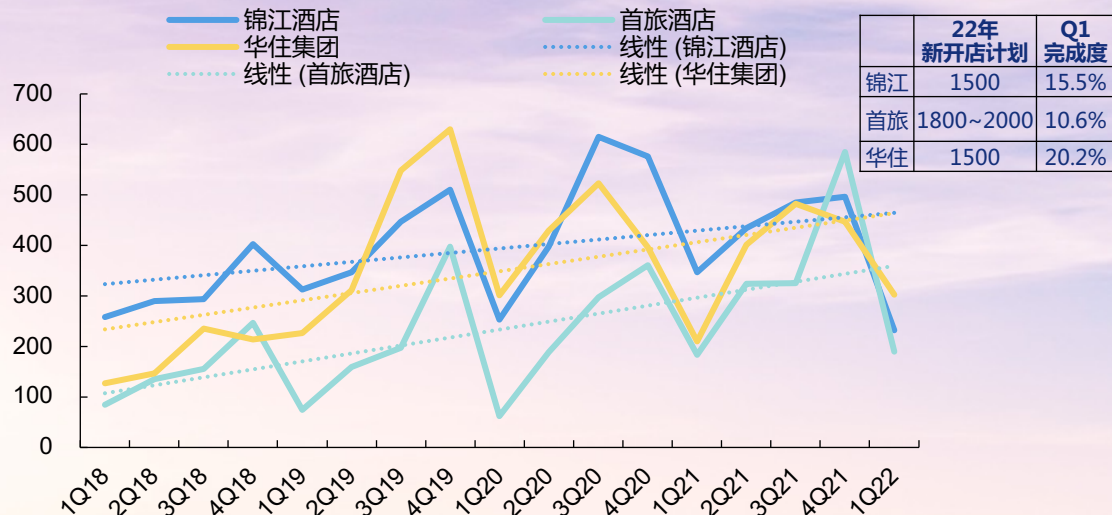


经营：龙头轻资产逆势拓店，行业集中度加速提升

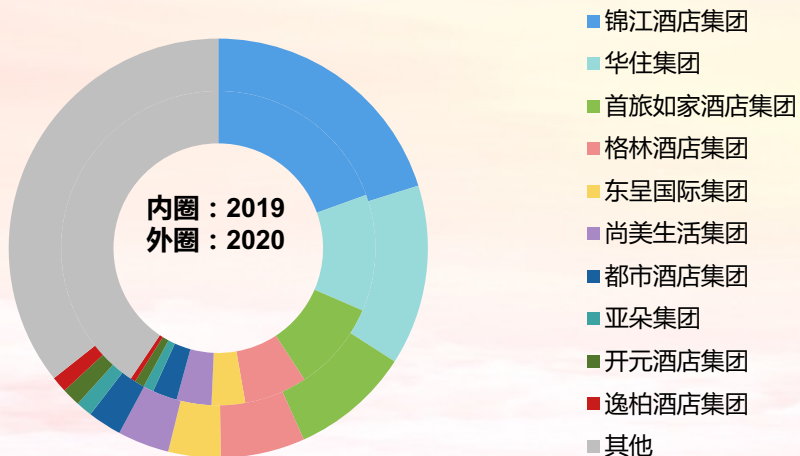
2021年行业酒店数供给较2019年仍低约12%



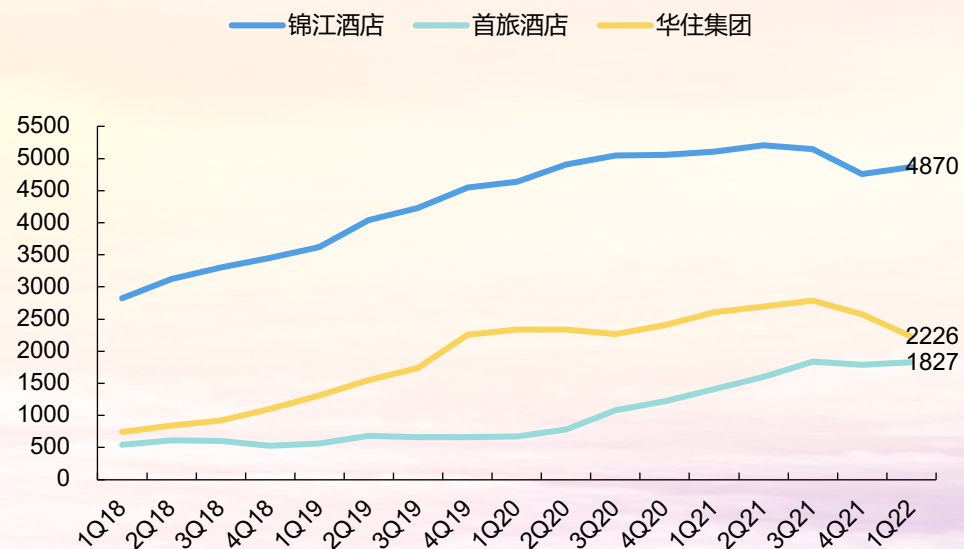
酒店三强新开业酒店数呈向上趋势 (家)



疫情发生后连锁酒店集中度明显上升

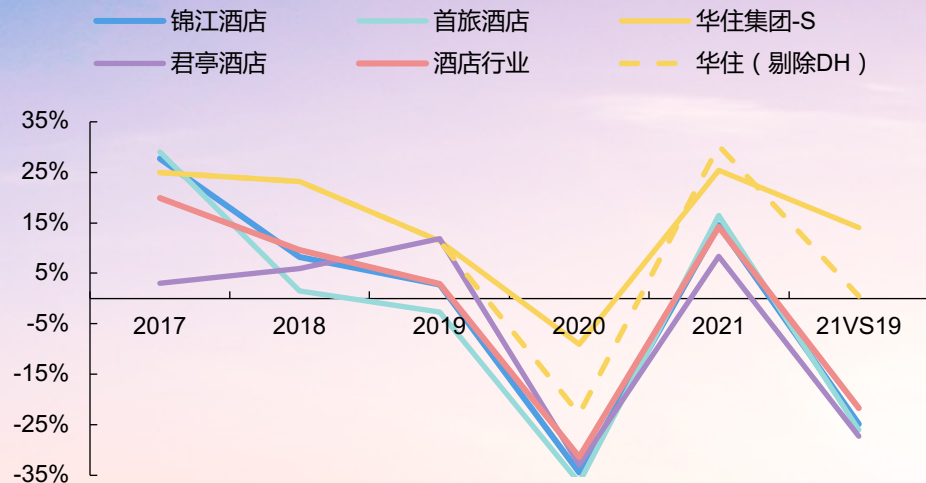


酒店三强季度储备店数量 (家)

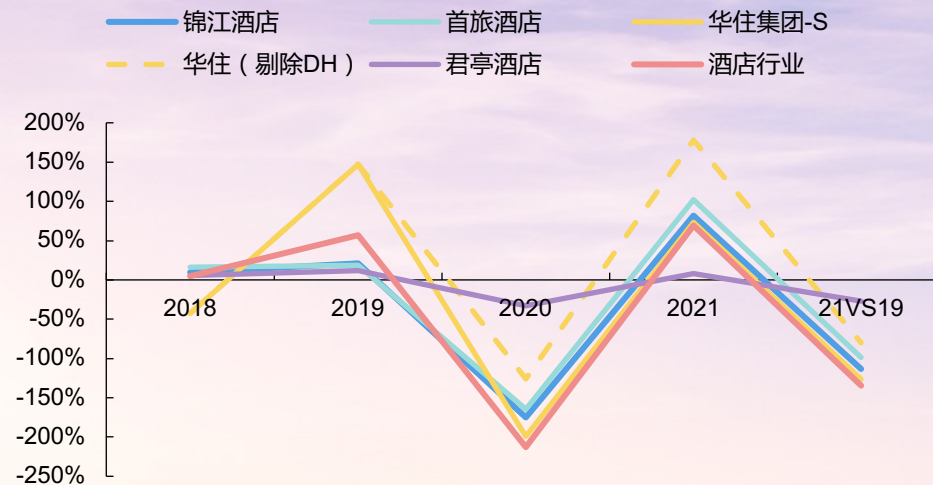


业绩：与疫情强相关，持续关注回暖后弹性释放

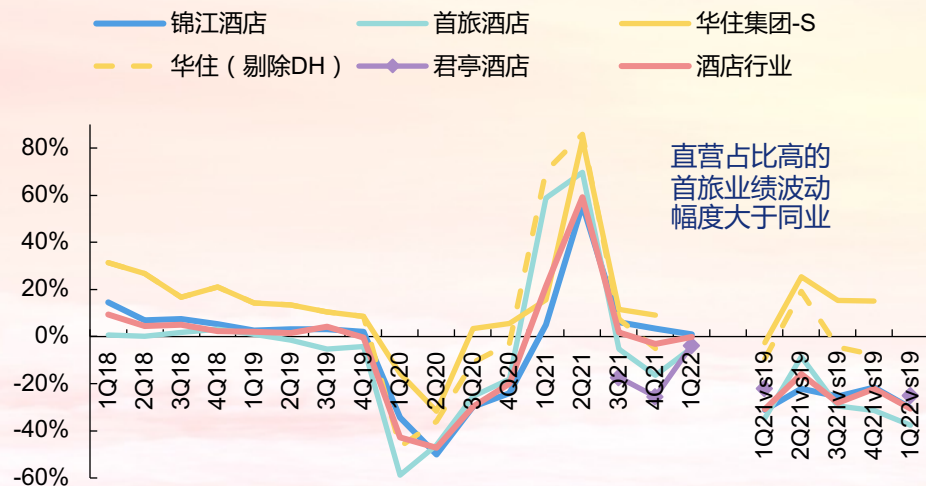
2021年华住RevPAR恢复+开店综合较强，收入增速领先



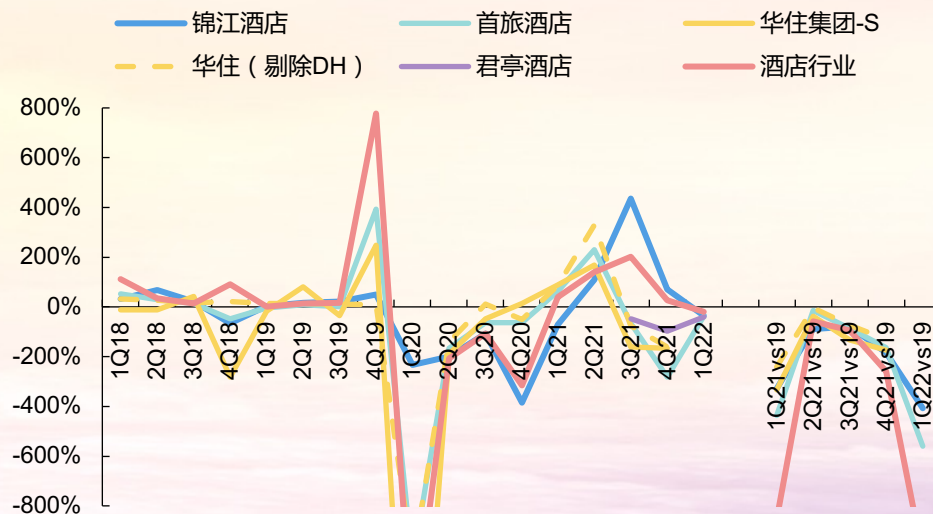
2021年酒店公司扣非归母净利仍未恢复至2019年水平



1Q21锦江受益于海外复苏，收入增速领先



高经营杠杆存在，扣非归母净利波幅大于收入



成本：刚性成本占比仍在高位，龙头降本增效决心增强

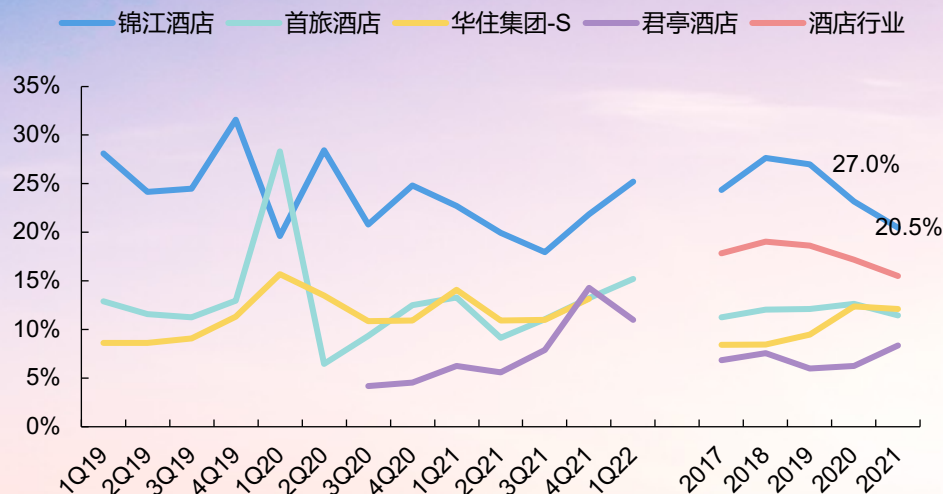
- 租金、人工等刚性成本占收入比仍高于疫情前，锦江中后台整合、首旅加大数字化投入，华住集团层面费用率控制更好但受海外并购后整合推迟拖累。2021年锦江/首旅/华住的酒店运营成本占酒店业务收入比例同比收窄10.3/13.9/7.2pct，但仍高于2019年8.0/6.8/24.1pct，其中锦江、首旅均得益于组织扁平化、人员精简，华住运营成本下降速度相对落后，主要源于境外DH租赁酒店数占比高（61.3%），1H21境外疫情较严重、并购后管理整合未能有效推进对成本控制造成拖累；酒店业务集团费用层面，华住营业发生费用率低于锦江、首旅3.4/2.4pct。

酒店集团酒店业务运营成本及费用率对比

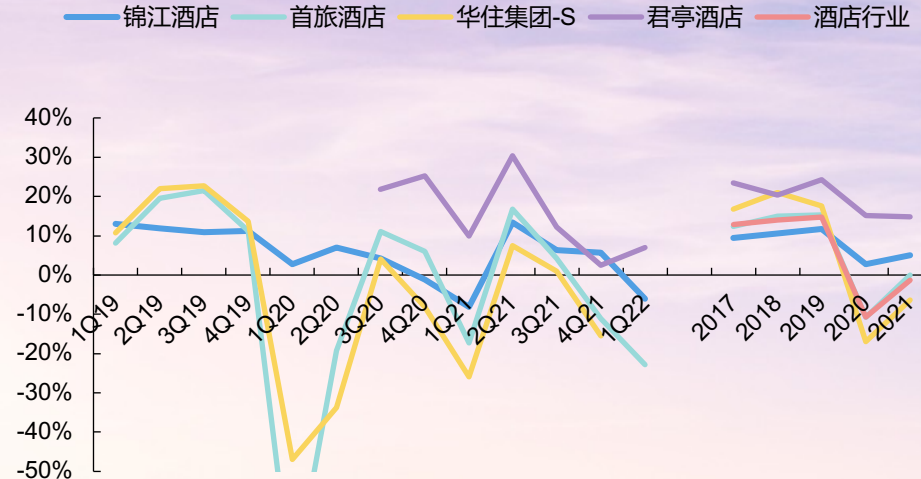
	2019A			2020A			2021A		
	锦江酒店	华住集团	首旅	锦江酒店	华住集团	首旅	锦江酒店	华住集团	首旅
酒店运营成本	68.1%	64.1%	68.9%	86.4%	95.4%	89.5%	76.1%	88.3%	75.7%
租金	12.8%	23.4%	22.5%	17.5%	34.2%	31.6%	16.4%	30.5%	2.0%
能源	4.6%	3.6%	5.3%	5.3%	4.7%	6.0%	4.8%	4.0%	4.9%
人工	23.6%	16.5%	16.4%	32.4%	24.5%	21.7%	31.6%	23.6%	21.0%
折旧及摊销	8.1%	8.6%	9.3%	12.0%	12.9%	13.8%	8.5%	11.1%	33.7%
消耗品	6.4%	7.1%	9.3%	6.3%	8.7%	10.2%	6.2%	7.6%	8.6%
其他	12.6%	5.0%	6.1%	12.8%	10.4%	6.3%	8.5%	11.5%	5.4%
营业发生的费用	20.2%	18.2%	17.2%	19.2%	21.5%	21.7%	21.6%	18.2%	20.6%
销售费用	6.5%	3.8%	3.3%	5.4%	5.9%	6.0%	8.1%	5.0%	5.2%
管理费用	13.6%	9.5%	12.1%	13.5%	12.3%	12.2%	13.3%	12.1%	11.1%
开业前费用	0.0%	4.5%	1.5%	0.1%	2.8%	2.7%	0.0%	0.6%	3.3%
其他	-	0.5%	-	-	0.5%	-	-	0.5%	-
研发费用	0.2%	1.6%	0.3%	0.3%	-	0.9%	0.2%	-	1.0%

成本：改革成果已现，盈利能力修复仍有赖经营回暖

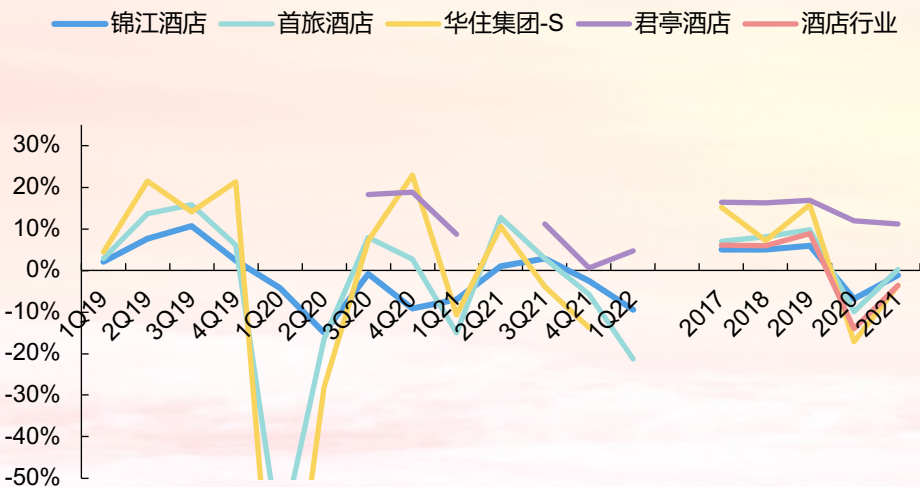
2021年全年锦江、首旅管理费用率下降较明显



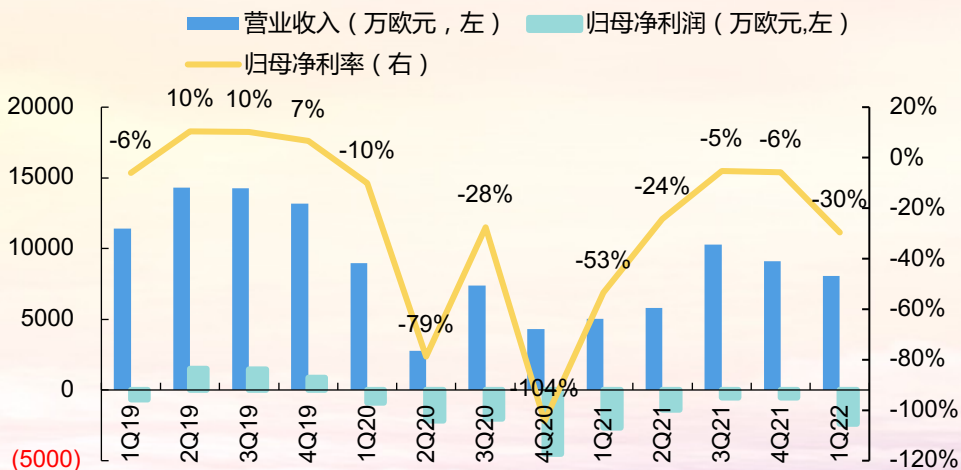
疫情之下君亭营业利润率更稳健，得益于定位及委托管理能力



1Q21行业盈利能力受挫，锦江扣非净利率同比下滑幅度相对小

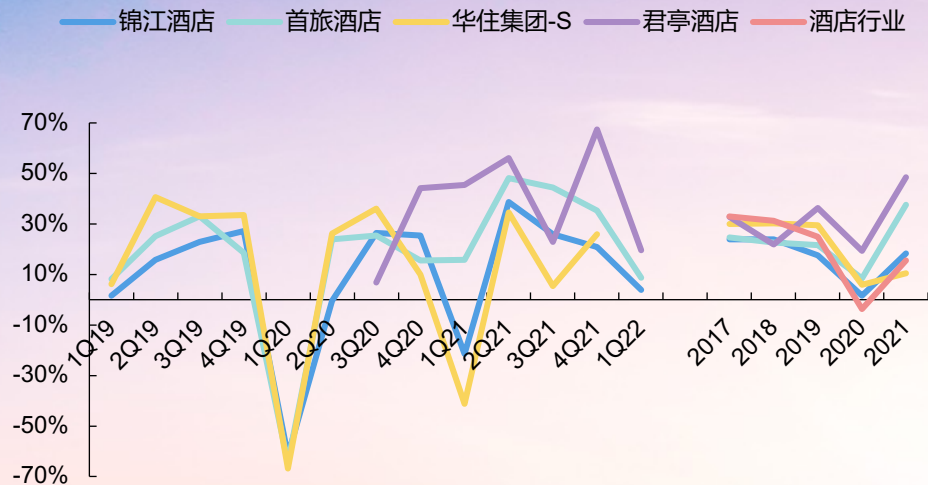


以锦江卢浮为例，海外政府补贴下降后减亏更有赖自身经营恢复

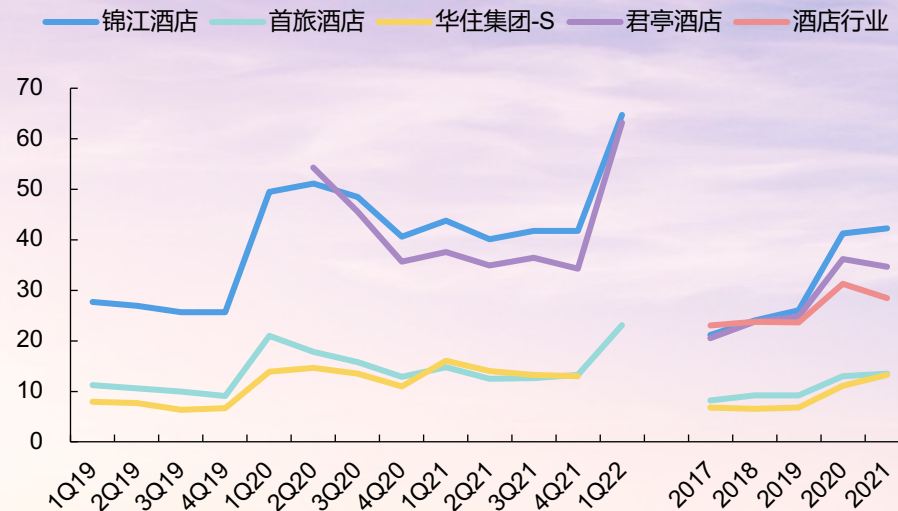


资本结构整体优化，1Q22疫情反复致账期拉长

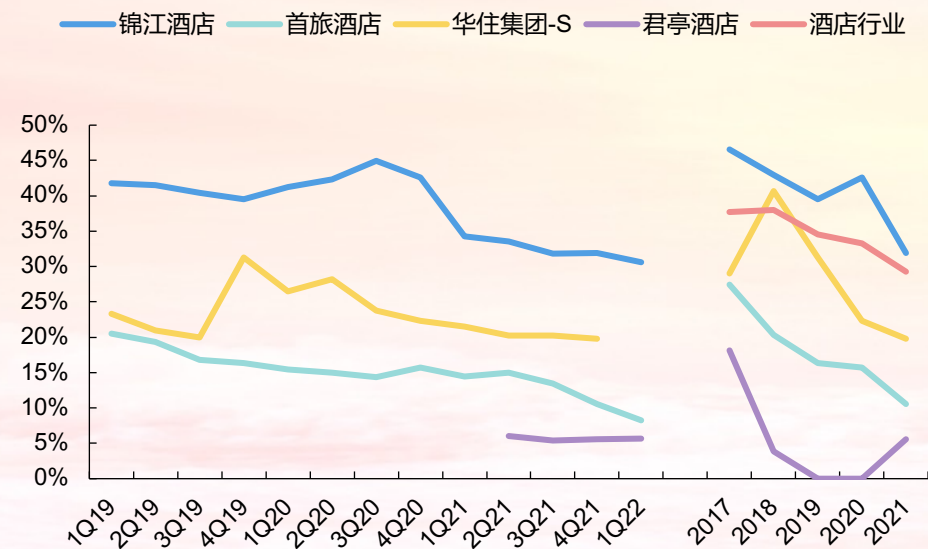
2021年经营性现金流净额占收入比整体回升



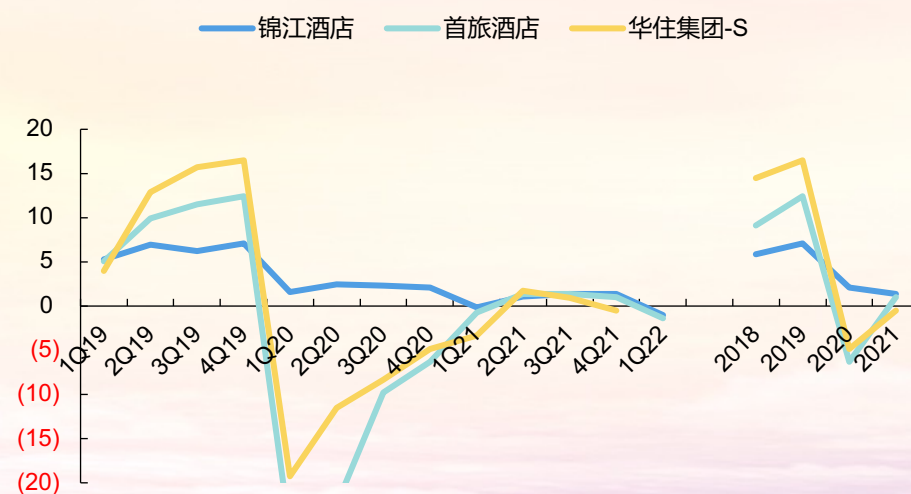
扶持加盟商、隔离酒店等原因，应收账款周转天数有所拉长



有息负债率呈下降趋势



2021年三强利息保障倍数回升，锦江较为领先



年报规划：22年降本增效、轻资产扩张为共同选择

		锦江酒店	首旅酒店	华住集团	君亭酒店
22年年初计划	新开店计划	1500	1800~2000	1500	-
	1Q22完成度 (按下限计算)	15.5%	10.6%	20.2%	-
	新签约计划	2500	-	-	100
	关店计划	-	-	500~550	-
	收入增速指引	20%~25% (境内9%~14% 境外65%~70%)	-	15%~20% (剔除DH4%~9%)	-
21年年初计划	新开店计划	1500	1400~1600	1800~2000	-
	新签约计划	2500	-	-	-
	关店计划	-	-	550~600	-
	收入增速指引	36.7% (境内35.5% 境外39.4%)	-	vs.2020 : 50%~54% (剔除DH 50%~54%) vs.2019 : 36%~40% (剔除DH 15%~19%)	-
	实际全年新开店	1763	1418	1540	-
	新开店计划完成度 (按下限计算)	117.5%	101.3%	85.6%	-
2022年度计划关键词		中国区整合 一中心三平台 资源聚焦主力品牌 数字化	精细化管理 轻管理 发展中端&中高端 提升会员订单占比 数字化	精益增长 下沉三四线 突破华南华西 加速中高档&高档 数字化	清晰品牌矩阵 深化长三角，重点拓展北 京、西南、珠三角 数字化 搭建质量管理体系

酒店总结：逆势扩张+降本增效，波动下龙头韧性凸显，行业回暖后更为受益

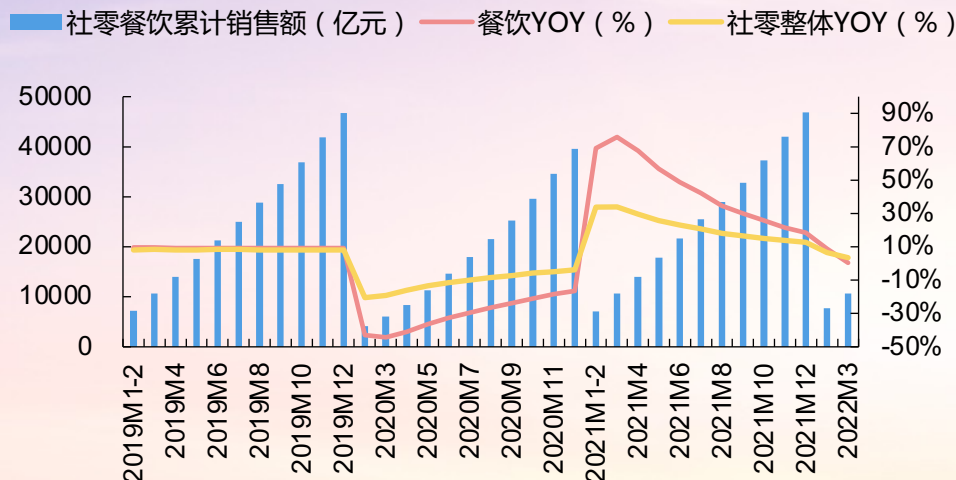
- **2021年：**经营端，三强境内RevPAR平均恢复至19年83.0%、高于行业24.3pct，锦江、华住领先首旅10+pct，开店方面延续逆势扩张。收入端，华住RevPAR恢复+开店速度综合较优，全年+25.4%相对领先。利润端均有大幅减亏，首旅因高直营占比更高，回暖季度盈利能力弹性释放更足，支撑21年全年扣非净利扭亏；君亭因小而美高端定位+委托管理模式，单季度均维持盈利、全年扣非归母净利率11.2%，表现最为稳健；波动之下龙头对降本增效重视度明显提升，锦江一中心三平台改革、连续2年管理费用率下降2pct以上，首旅精简架构、加强数字化投入，管理费用率同比-1.2pct，2H21开始锦江、华住境外减亏明显。现金流整体好转，资本结构持续优化，行业有息负债率同比-4.0pct至29.3%。
- **1Q22：**经营端，3月一线城市疫情加重，龙头经营韧性凸显，其中华住、锦江RevPAR仍恢复至19年的74.2%/ 72.6%，高于中国内地整体10+pct，君亭得益于周边游高端度假需求、RevPAR恢复至19年的80%；拓店方面，华住淡季拓店提速（新开302/+93家、完成全年计划20.2%），锦江pipeline恢复净增长、净增数为4Q20以来单季度最高，君亭完成对君澜、景澜收购，全年计划新签约100家，显现疫情下头部连锁更受投资人青睐、行业整合加速。业绩端，受疫情影响承压明显，锦江受益海外同比大幅回暖、收入仍有增长，但利润端仍依赖需求实质性好转，预计2Q22海外恢复有望提速。运营能力，对加盟商帮扶政策+隔离酒店账期长，行业周转效率均有所下降。
- **投资建议：**疫情加速行业集中度提升，复苏后龙头更为受益，建议关注锦江酒店（规模龙头降本增效，全年有望受益欧洲复苏）、君亭酒店（契合高端度假需求、委托管理能力强）、华住集团（经营质量高、CRS贡献高、DH管理优化推进）、首旅酒店（直营占比高、境内复苏后弹性足）。

餐饮：修炼内功、蓄势待发，静待线下场景修复

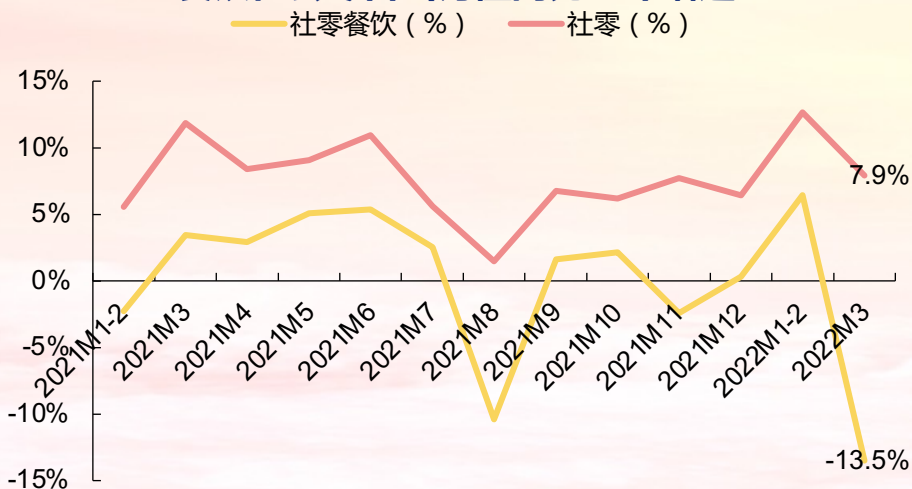
2021年社零餐饮已恢复至19年水平，3月再度承压

- 21年社零餐饮/限额以上餐饮相比19年+0.4%/+10.5%，1Q22社零餐饮/限额以上餐饮同比+0.5%/+0.9%。
- 1Q22限额以上占比24.8%/+1.4pct，延续疫情后限额以上占比持续提升趋势，品牌化、连锁化仍为行业大趋势。

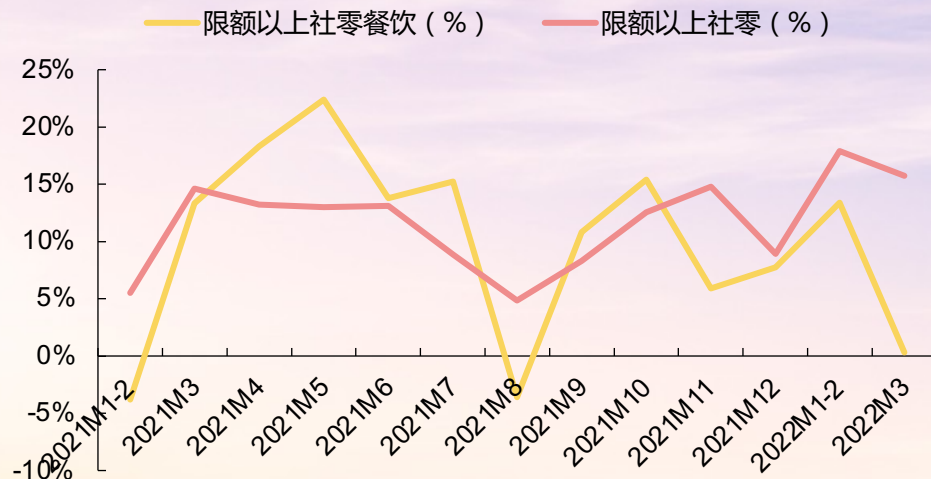
餐饮社会零售累计值及增速



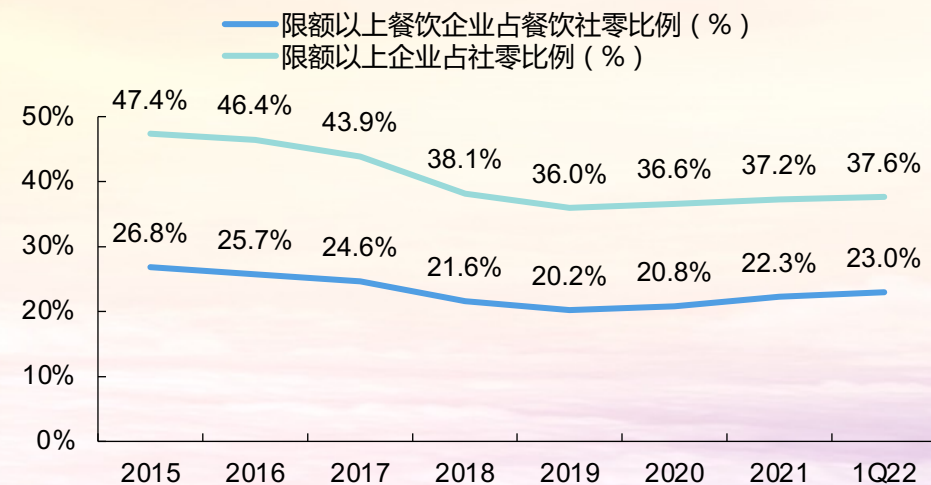
餐饮社会零售当月值同比19年增速



限额以上餐饮社会零售当月值同比19年增速



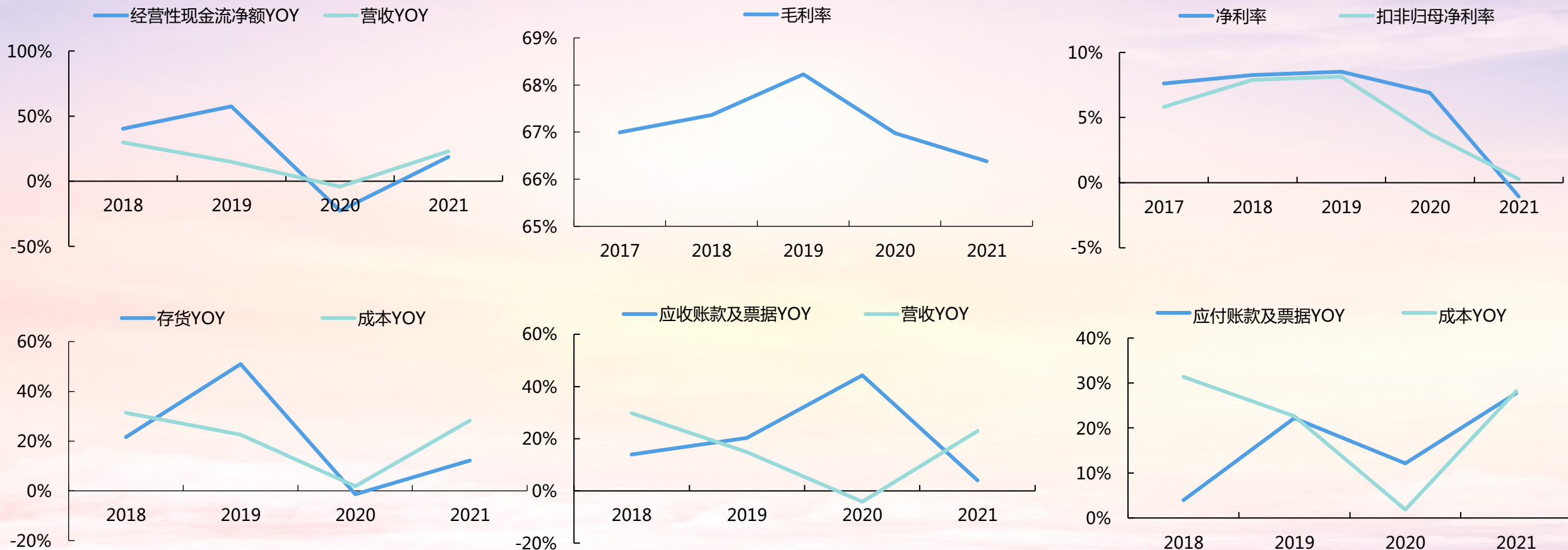
疫情之后限额以上餐饮企业占社零比例回升



2021年：行业增收不增利，下半年开启深度调整

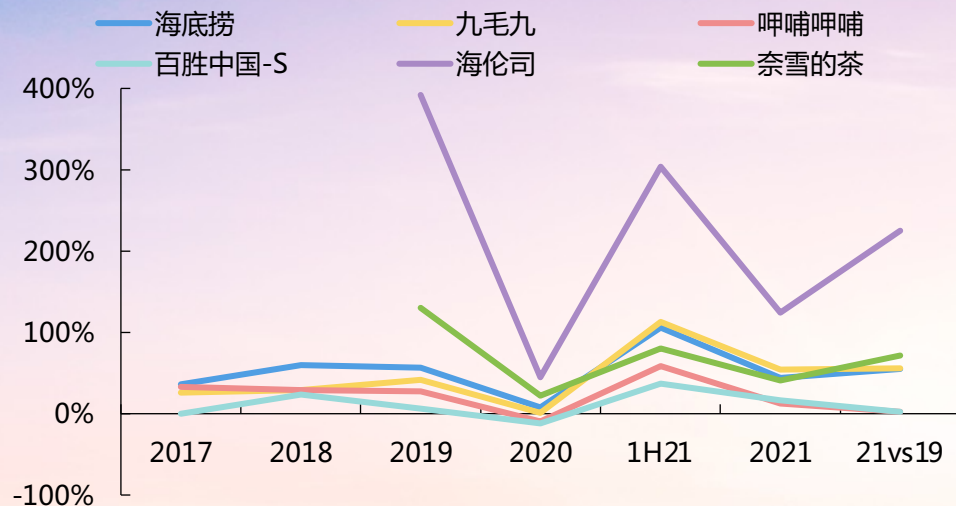
- **收入&营运效率改善**：行业整体收入较19年+18%，行业存货、应收账款周转加快，经营性现金流净额增速与收入匹配度同比优化
- **增收而不增利**：1) 部分餐企加密失当，单店跌破盈亏平衡，关店又导致亏损；2) 原材料价格上升、促销力度上升等导致毛利率承压
- 龙头规模关店后围绕门店模型、开店计划、供应链、内部组织等开启深度调整，如海底捞啄木鸟计划，呷哺呷哺回归大众定位、深度调整UE，奈雪发力PRO店、降低价格带等。

餐饮行业年度财务分析

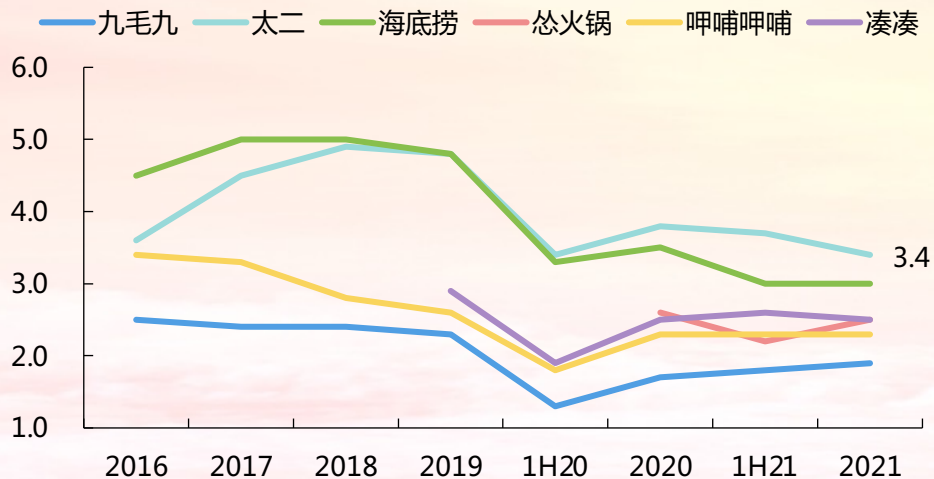


港股：仍处成长期、复制力强的品牌增速领先

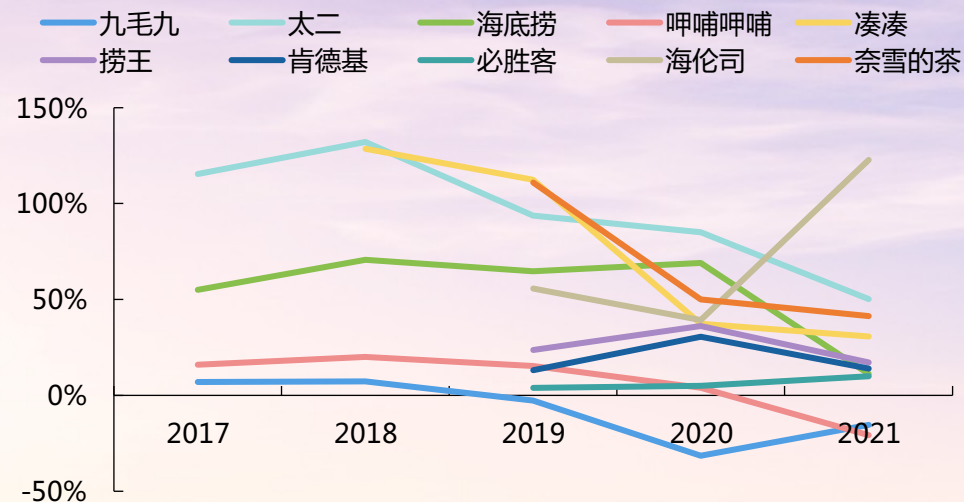
可比餐企营收增速对比，海伦司+124%最为亮眼



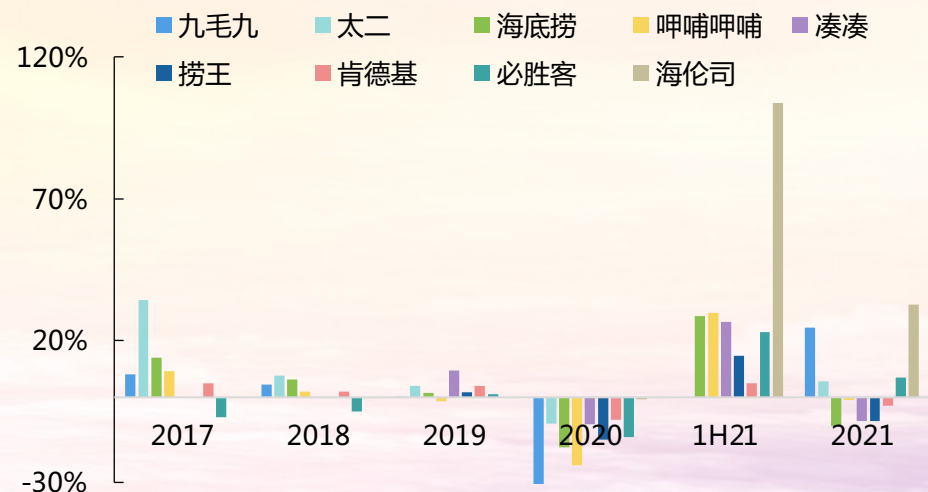
太二在可比餐饮品牌翻台/座率中仍领先



海伦司/太二全年净开店431/117家，门店数增速领先



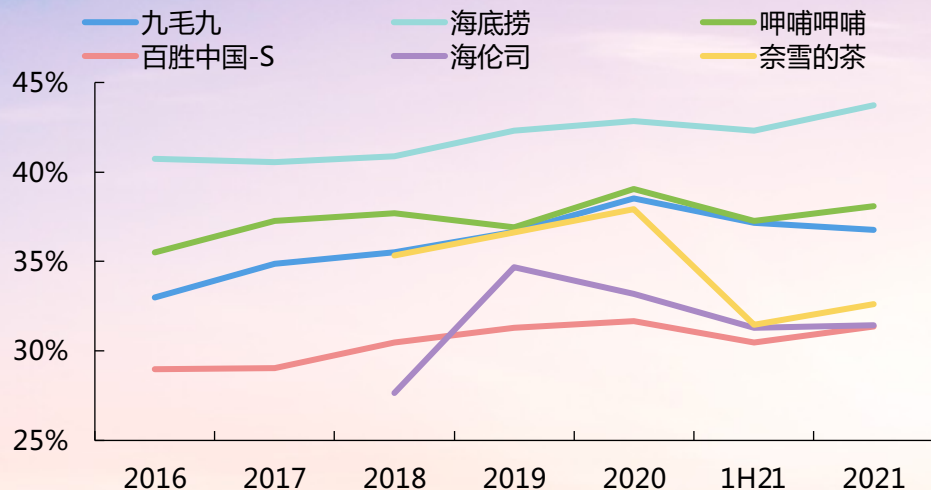
海伦司、太二、九毛九、必胜客SSSG正增长



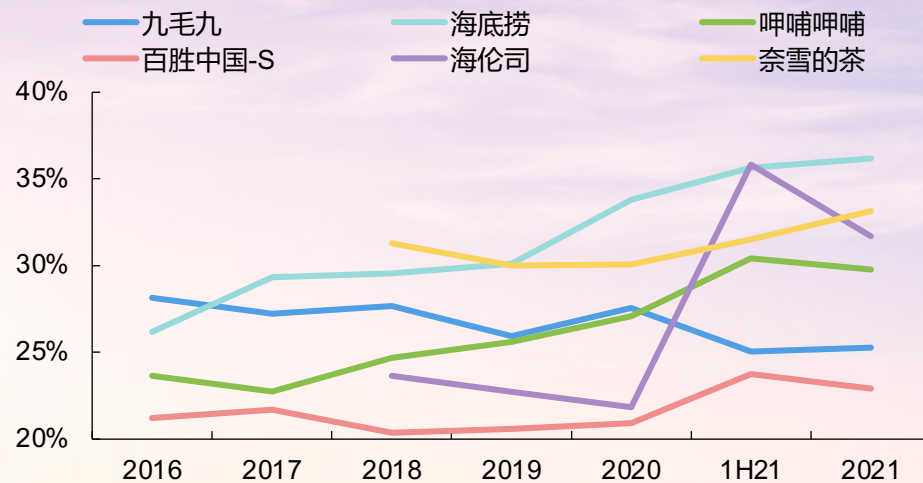
港股：刚性费用压力仍在，高效UE助力降本增效

- 行业毛利率略有改善，人员、租金刚性压力仍在，其中九毛九、百胜中国、海伦司运营标准化程度高，并通过自身产品、品牌结构优化降本增效。

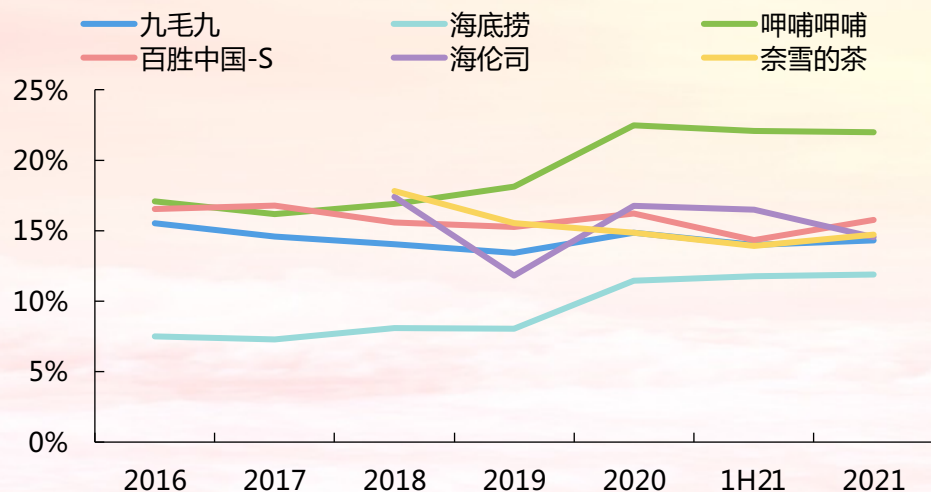
原材料成本占收入比



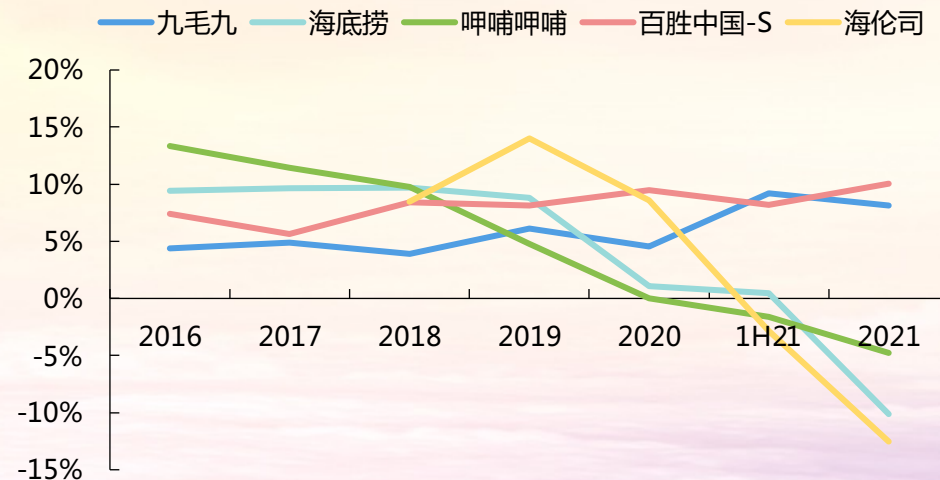
员工费用率



租金及折摊费用率

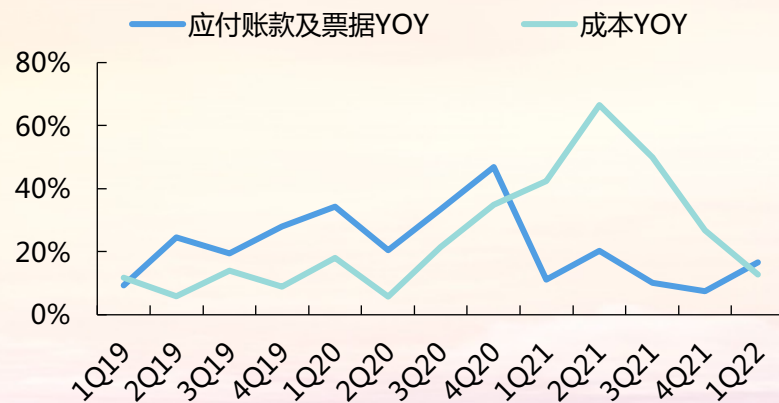
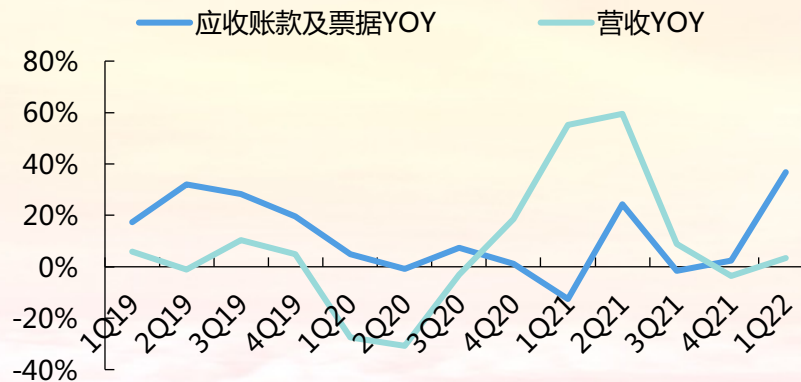
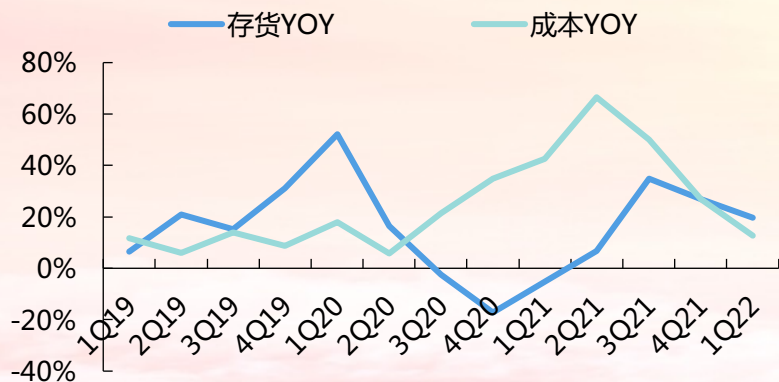
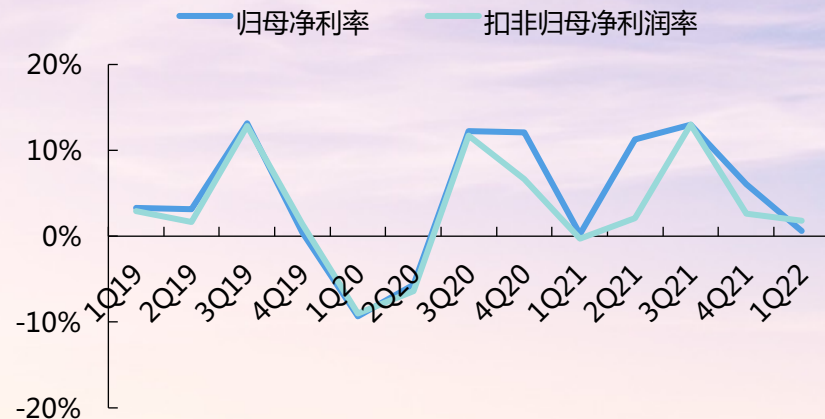
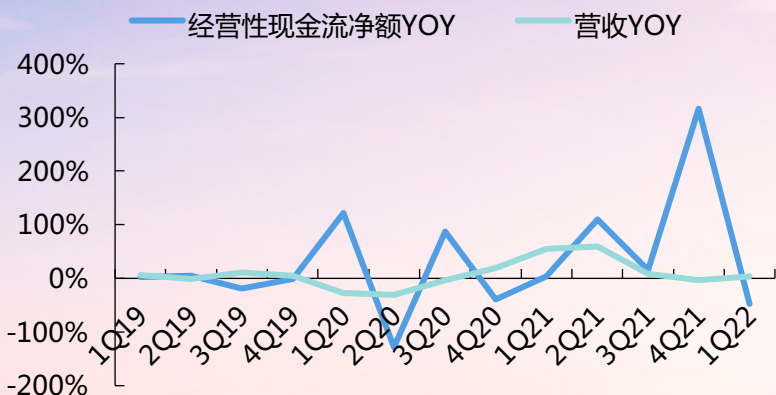


归母净利润率



A股：1Q22营运效率、盈利能力整体承压

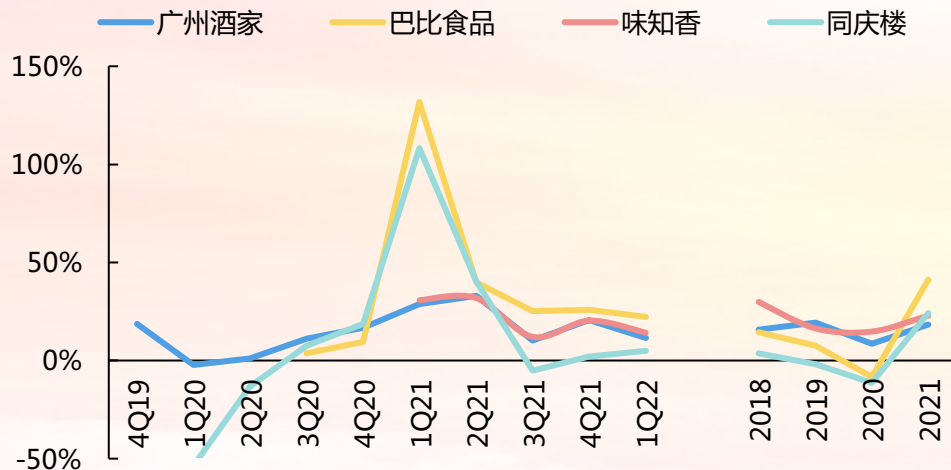
A股餐饮行业季度财务分析



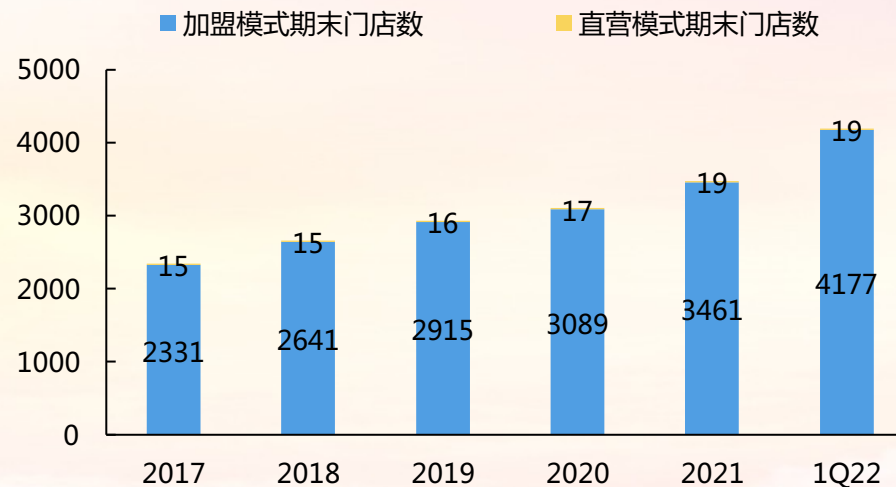
A股：疫情下供应链完备、餐饮+食品模式企业抗风险能力相对强

- **巴比食品**：21年营收同比+41.4%，21年末加盟店3461家/+372家，锁定早餐场景、开店速度创新高，团餐业务占比提升，华北、华南增速亮眼；1Q22营收同比+22.4%，公司作为保供单位，受华东疫情影响相对小，叠加团餐业务快速发展，驱动营收高增。
- **味知香**：21年营收同比+22.8%、较19年+41.0%，得益于多渠道、多区域拓展；1Q22营收+14.2%，零售/批发/直销分别+21.6%/-0.2%/+0.4%，To B业务受餐饮承压影响，To C增长稳健。
- **广州酒家**：速冻产品随产能扩张持续放量、餐饮在疫情缓解下逐渐恢复，表现稳健，21年营收同比+18.3%。1Q22整体/速冻/餐饮收入同比分别+11.5%/27.7%/26.1%，主因梅州产能释放及陶陶居并表。
- **同庆楼**：21年营收同比+24.1%、较19年+10.0%，主要来自净增7家门店；1Q22营收+5.0%、剔除基数免征增值税影响后+11.3%；餐饮婚宴、聚会场景仍待疫情好转，食品新业务仍处于投入期。

A股餐饮企业营收增速对比



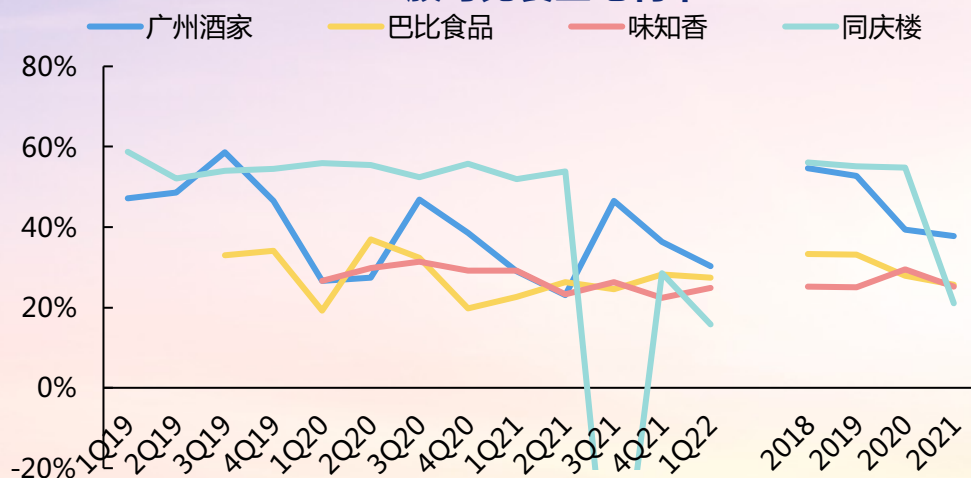
巴比食品门店数（家）



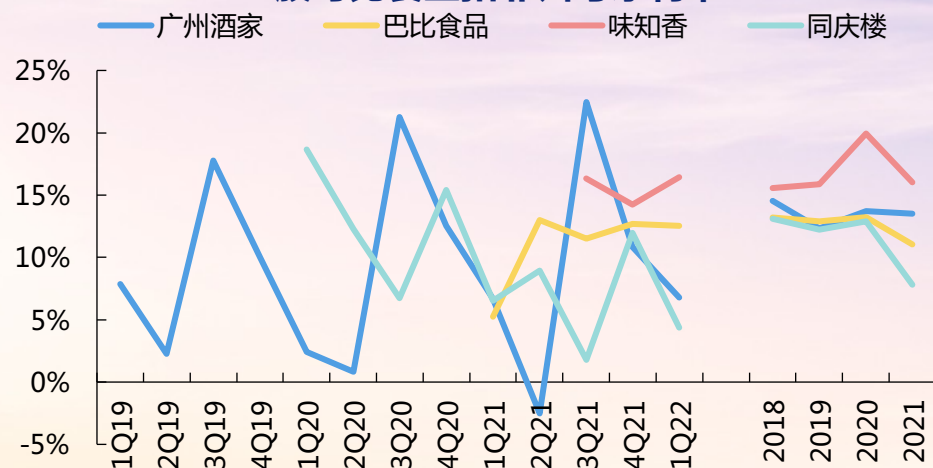
A股：盈利能力表现存在分化

- 21年A股餐企毛利率普遍出现小幅下降，主要源于原材料成本、人工成本上升以及业务结构变化等。
- 1Q22疫情影响下盈利能力表现分化，其中巴比食品因猪肉价格走低（毛利率27.4%/+4.7pct）、费用控制良好，扣非净利率12.5%/+7.3pct；广州酒家餐饮直销占比提升带动毛利率30.3%/+1.3pct，扣非净利率6.8%/+0.1pct。

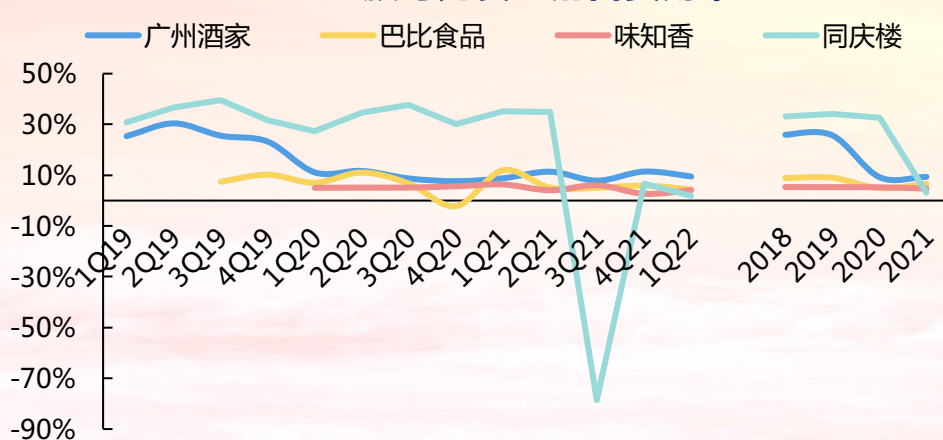
A股可比餐企毛利率



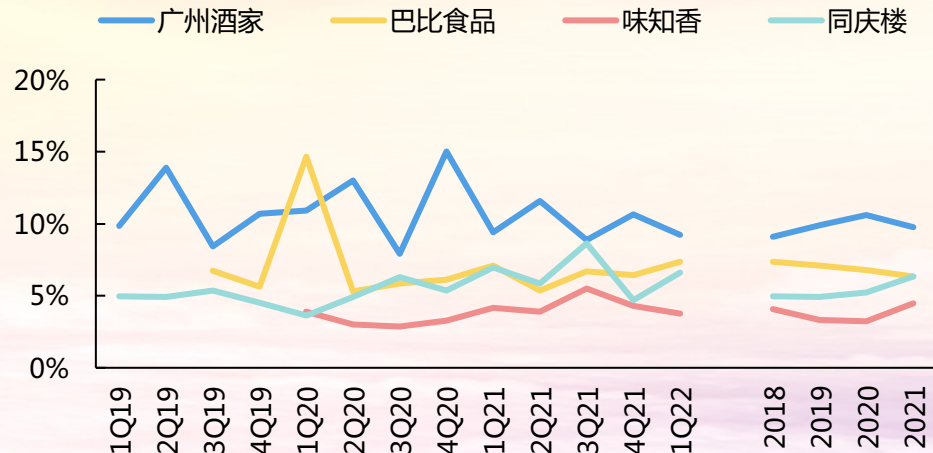
A股可比餐企扣非归母净利率



A股可比餐企销售费用率



A股可比餐企管理费用率



餐饮总结：关注UE高效、仍处于成长期的品牌餐饮，以及供应链完善、发力预制菜的食品+餐饮企业

- **社零餐饮**：21年已恢复至19年水平，1Q22再度承压。21年社零餐饮/限额以上单位餐饮相比19年+0.4%/+10.5%，整体已恢复至19年水平，1Q22多地疫情复发严重，线下餐饮仍承压，社零餐饮同比+0.5%，限额以上餐饮同比+0.9%，占比24.8%/+1.4pct，限额以上餐饮企业表现优于行业整体，占比持续提升，整体品牌化、连锁化仍为大趋势
- **2021年**：业绩端，收入均有修复、拓店仍为增长主驱力，但部分餐企加密失衡导致关店亏损、增收而不增利，而品牌仍处于上升期、标准化程度高、费用管控得当的公司（如九毛九、海伦司）表现相对亮眼；费用端，港股餐饮品牌人员、租金及折摊费用刚性压力仍在，A股因人工成本上升，产品结构变化等盈利能力亦有承压，营运能力，周转效率均有回升。
- **1Q22**：业绩表现、营运效率因疫情反复承压，而供应链相对完备、拥有速冻/预制菜业务的公司于疫情下经营韧性较一般餐饮更强。
- **投资建议**：1）港股品牌餐饮静待疫情好转后困境反转机会，推荐九毛九（太二UE高效、开店仍有翻倍空间，怂火锅有望成为第三增长曲线）、海伦司（夜间社交场景有一定稀缺性，门店轻盈、复制力强），同时关注海底捞、呷哺呷哺内部改革成果显现；2）A股关注供应链完备、食品制造+餐饮品牌双轮驱动，韧性更足的公司，建议关注巴比食品（锁定国民早餐场景，拓店加速、产能持续扩张、德祥中茂即将并表），味知香（疫情之下C端预制菜需求增加、消费习惯有望进一步养成），广州酒家（速冻在产能释放与疫情需求下实现供需共振，发力预制菜新业务）。

风险提示

- **全球疫情反复风险。**餐饮酒店需求恢复有赖线下消费场景开放，若疫情反复加剧将严重影响行业经营情况和业绩。此外，锦江酒店、华住集团2022年收入指引基于欧洲疫情恢复较好假设下，若法国、德国等出现严重疫情反复将拖累卢浮集团和华住DH扭亏进程，对全年业绩达成亦会产生不利影响。
- **汇率波动风险。**2022年以来欧元兑人民币汇率仍呈现下行趋势，若短期内汇率大幅下降，对酒店集团境外收益合并报表时将产生负面影响。
- **非标酒店经营质量不及预期风险。**OYO通过快速贴牌/翻牌单体或小型连锁酒店快速扩张的模式在国内已基本失败。轻管理等模式与OYO有一定类似之处，若在加盟后酒店经营质量提升不及预期，对投资人加盟意愿和酒店集团业绩均可能造成不利影响。
- **拓店速度不及预期。**餐饮行业收入增长主要来自扩店，若拓店不及预期或影响餐饮公司收入增长。
- **行业竞争加剧风险。**2021年部分细分赛道存在投资热情况；企业扩张过程中存在开店速度过快等情况。
- **原材料价格波动风险。**近期豆油价、鱼肉价格呈上涨趋势，如餐饮公司未能有效管理原材料成本或提高产品价格，利润率可能会受到不利影响。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。

国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。