

酒店行业系列报告之九

聚焦国内龙头——锦江首旅华住格林经营再比较

分析师： 安鹏

分析师： 沈涛



SAC 执证号: S0260512030008

SFC CE.no: BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn



SAC 执证号: S0260512030003

SFC CE.no: AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

核心观点:

- **门店结构：四大酒店加盟和中高端占比提升，软品牌也在布局中。**2019 年在宏观增速下降酒店行业景气回落的背景下，国内四家酒店龙头公司锦江酒店、华住、首旅酒店和格林酒店开店数稳步增长。从总数看，2019 年四家公司合计净增开店数 4,060 家，酒店数和客房数相比 2018 年末分别增长 22%和 18%。净开店加速，其中中高端和软品牌增长最明显。2017-2019 年四家酒店分别净增门店 2,093 家、2,038 家和 4,060 家，不考虑格林酒店并购，2019 年相比 2018 年净增新开店增速也达到 61%，结构上主要以中高端和软品牌为主。各家公司净增开店中，主力品牌普遍增长 100 家以上，锦江酒店中高端品牌净增占比最高，华住、首旅酒店布局软品牌。各集团区域布局略有差异，总体趋于均衡且低线城市布局加快。其中，锦江酒店布局较为均衡，广东、江苏、山东客房占比达到 1/3；华住北上广深等一线城市布局较多，直营店占比更高，低线城市增速加快；首旅酒店在北京、上海以及华东部分省份布局较多；格林酒店则主要布局三线城市和二线城市。
- **财务数据：开店加速营收稳增长，盈利受 RevPar 影响略下降。**2019 年各公司依靠快速开店收入基本平稳，利润维持稳健增长。其中锦江酒店和首旅酒店扣非后归母净利润同比增速达 20.7%和 18.3%。1 季度酒店行业受疫情影响严重各公司收入利润下滑明显，其中锦江酒店、首旅酒店收入同比分别下降 34.4%和 58.8%，归母净利润分别为 1.1 亿和-5.3 亿。加盟收入和盈利占比进一步上升，直营业务受 RevPar 影响盈利能力同比下降。从收入结构上看，四家公司直营业务收入占比平均为 57%，相比 18 年下降 5pct，首旅酒店直营占比最高，格林酒店占比最低。从盈利能力看，四家公司平均的 EBITDA 率、酒店利润率和扣非后归母净利润率分别为 31.8%、24.4%和 18.5%，相比 2018 年下降 2.1、2.5 和 0.8pct，其中轻资产运营的格林酒店利润率最高。从成本费用结构看，四公司租金、人工、折旧摊销、行政管理费占收入比重平均为 16.1%、15.0%、7.2%、13.0%。
- **经营能力：整体 RevPAR 同比下降，经济型酒店入住率下滑明显。**2019 年四大酒店 RevPar 同比普遍下降 2-4%，相比 2018 年的普遍增加 3-5%总体回落，主要由于 OCC 下降，ADR 整体平稳。其中，经济型酒店 RevPAR 平均下降 5.1%，降幅超过中高端酒店的-2.8%，行业 OCC 从 18 年的 84.7%下降至 19 年的 81.4%。
- **行业观点：行业持续恢复，龙头优势持续凸显。**2 季度以来酒店行业逐步恢复，从 3 月末整体约 30%的出租率回升至近期约 50%水平，其中经济型和中端酒店恢复更为明显，估算实际达到 65-70%的水平。中长期看，如我们过去八篇酒店系列报告中持续提到的观点，国内酒店行业连锁化率、品牌提升的进程有望加速，各大集团增长空间可观，继续看好 A 股锦江酒店、首旅酒店以及美股的华住。
- **风险提示。**疫情对宏观经济负面影响加大；龙头开店速度不及预期；人工、租金等成本上升。

相关研究:

产业链角度看免税投资框架:渠道空间较大、零售商格局稳固、海南引领回流可期	2020-05-15
休闲服务行业投资策略月报:五一期间免税、酒店恢复良好，看好旺季需求回升	2020-05-09
社服行业 2019 年报及 2020 年一季报综述:龙头增长亮眼，旺季回升可期，继续看好免税酒店职教	2020-05-05

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 高鸿 gfgaohong@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
锦江酒店	600754.SH	CNY	28.29	2020/04/30	买入	32.76	0.93	1.25	30.42	22.63	23.32	11.82	6.3	7.8
首旅酒店	600258.SH	CNY	15.95	2020/04/29	买入	17.00	0.19	1.00	83.95	15.95	24.24	9.34	2.1	9.9
华住	HTHT.O	US	34.28	2020/04/01	增持	34.65	0.21	0.99	164.15	35.00	46.51	28.93	3.4	24.7

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 华住收盘价和 EPS 单位为美元/ADS

目录索引

一、门店结构：加盟和中高端占比提升，软品牌也在布局中	6
（一）整体：19 年四大酒店门店数量增长 22%，中高端、轻资产占比持续提升，20Q1 稳中有升	6
（二）净开店：中高端和软品牌开店加速，加盟店持续扩张	8
（三）分品牌：中高端品牌增长更快，锦江酒店中高端占比较高，华住/首旅酒店布局软品牌	10
（四）区域：各集团布局略有差异，总体趋于均衡且低线城市布局加快	14
二、财务数据：开店加速营收稳增长，盈利能力受 REVPAR 影响略下降	18
（一）财务情况：19 年开店加速带动业绩稳健增长，Q1 营收业绩受疫情影响较大	18
（二）盈利结构：加盟收入占比上升，四家公司平均的 EBITDA 率、酒店利润率和扣非后归母净利率分别为 31.8%、24.4% 和 18.5%	21
三、经营能力：整体 REVPAR 同比下降，经济型酒店入住率下滑明显	26
（一）整体：REVPAR 普遍下降 2-4%，主要由于 OCC 下降，ADR 整体平稳	26
（二）分档次：锦江酒店、华住、首旅酒店经济型酒店 REVPAR 均回落，其中入住率下滑明显	30
四、行业观点：行业持续恢复，龙头优势持续凸显	35
五、风险提示	36

图表索引

图 1: 锦江酒店、首旅酒店、华住门店数 (家) 对比.....	8
图 2: 锦江酒店、首旅酒店、华住单季度净开店数 (家)	8
图 3: 锦江酒店、首旅酒店、华住中高端酒店占比	8
图 4: 锦江酒店、首旅酒店、华住加盟店占比.....	8
图 5: 锦江酒店 19 年营收 151.0 亿元, 同比增 2.7%	19
图 6: 锦江酒店 19 年扣非后归母净利润 8.9 亿元, 同比增 20.7%	19
图 7: 锦江酒店 Q1 营收 21.9 亿元, 同比下降 34.4%	20
图 8: 锦江酒店 20 年 Q1 归母净利润同比下降 42.3%.....	20
图 9: 首旅酒店 19 年营收 83.1 亿元, 同比下降 2.7%.....	20
图 10: 首旅酒店 19 年扣非后归母净利润为 8.2 亿元, 同比增 18.3%.....	20
图 11: 首旅酒店 Q1 营收 8.0 亿元, 同比下降 58.8%.....	20
图 12: 首旅酒店 Q1 归母净亏损 5.26 亿元	20
图 13: 华住 19 年营收 112.1 亿元, 同比增长 11.4%	21
图 14: 华住 19 年 NonGaap 净利润 15.6 亿元, 同比增长-8.8%.....	21
图 15: 格林酒店 19 年营收 10.9 亿元, 同比增长 15.6%.....	21
图 16: 格林酒店 19 年 NonGaap 净利润 4.8 亿元, 同比增长 8.4%.....	21
图 17: 锦江酒店、首旅酒店、华住 RevPAR 对比	32
图 18: 锦江酒店、首旅酒店、华住 RevPAR 增速	32
图 19: 锦江酒店、首旅酒店、华住 ADR 同比增速	32
图 20: 锦江酒店、首旅酒店、华住 OCC 同比增速	32
表 1: 2018-2019 年四大酒店门店结构.....	7
表 2: 2017-2019 年四大酒店净新增门店汇总 (家)	9
表 3: 2017-2019 年四大酒店新增门店情况 (家)	9
表 4: 2018-2019 年锦江酒店旗下各品牌情况.....	11
表 5: 2018-2019 年华住酒店旗下各品牌情况.....	12
表 6: 2018-2019 年首旅酒店旗下各品牌情况.....	13
表 7: 2018-2019 年格林酒店旗下各品牌情况.....	14
表 8: 2018-2019 年锦江酒店国际布局	15
表 9: 2018-2019 年锦江酒店国内布局	16
表 10: 2018-2019 年华住门店区域分布 (家)	17
表 11: 2019 年首旅酒店门店区域分布	17
表 12: 2018-2019 年格林酒店新开业酒店区域分布	18
表 13: 2018-2019 年四大酒店收入、利润情况 (亿元)	19
表 14: 2020 年一季度锦江酒店、首旅酒店收入和利润情况 (亿元)	19
表 15: 2018-2019 年首旅酒店、锦江酒店利润表拆分 (人民币亿元)	22
表 16: 2018-2019 年华住、格林酒店利润表拆分 (人民币亿元)	24
表 17: 2018-2019 年锦江酒店中国境内、境外结构拆分 (单位: 亿元)	25

表 18: 2019 年四大酒店经营情况概览.....	26
表 19: 2019 年四大酒店经营数据详情.....	27
表 20: 2018-2019 年锦江酒店经营数据.....	27
表 21: 2018-2019 年首旅酒店经营数据.....	28
表 22: 2018-2019 年华住酒店经营数据.....	29
表 23: 2018-2019 年格林酒店经营数据.....	30
表 24: 2018-2019 年锦江酒店、首旅酒店、华住经营数据（分档次）	31
表 25: 锦江酒店、首旅酒店和华住 Q1 分档次酒店经营数据对比（华住采用包括临时关店酒店口径）	33
表 26: 2020 年一季度锦江酒店经营数据	33
表 27: 2020 年一季度首旅酒店经营数据	34
表 28: 2020 一季度华住预披露经营数据	35

一、门店结构：加盟和中高端占比提升，软品牌也在布局中

（一）整体：19年四大酒店门店数量增长22%，中高端、轻资产占比持续提升，20Q1稳中有升

2019年在宏观经济增速下行，酒店行业RevPar整体回落的背景下，国内四家酒店龙头公司锦江酒店、华住、首旅酒店和格林酒店开店数稳步增长，从总数看，2019年四家公司合计净增开店数4,060家，酒店数和客房数相比2018年末分别增长22%和18%。

按照规模排序锦江酒店、华住、首旅酒店、格林酒店排名全国前四位，客房占住宿业比重约10%。2019年锦江酒店开业酒店共8,514家，客房845,177间，为四大酒店之首。此外，华住拥有5,618家门店，536,876个客房；首旅酒店4,450家门店，414,952间客房；格林酒店3,957家门店，290,026间客房。根据盈蝶咨询的数据，2018年四家酒店客房数量占住宿业比重约9.2%，预计2019年占比将提升至10%左右。

各酒店公司中高端比重逐步提升，2019年中高端酒店客房占比从43%提升至49%。截至2019年年报，锦江酒店中高端酒店占比42%，经济型酒店占比58%；华住中高端酒店占比38%，经济型酒店占比62%；首旅酒店中高端酒店占比21%，经济型酒店占比58%；格林酒店中高端酒店占比72.0%，经济型酒店占比28.0%。相比2018年，华住、锦江酒店、首旅酒店中高端门店占比均有提升，格林酒店在2019年投资澳大利亚雅阁酒店以及都市酒店，经济型酒店占比提升。整体来看，2019年四大酒店公司的中高端酒店家数占比从2018年的38%提升至42%，而客房数占比从43%提升至49%。

加盟店比重也在提升，2019年直营占比从14%下降至11%。其中，格林酒店直营店酒店数和客房数仅占约1%，锦江酒店、华住和首旅酒店直营客房占比分别为13%、16%和25%。四家公司2019年直营店数量和客房分别占比11%和15%，相比2018年的14%和18%整体下行。

表1: 2018-2019年四大酒店门店结构

锦江酒店	2019				2018			
	酒店家数	占比	客房间数	占比	酒店家数	占比	客房间数	占比
中端酒店	3,563	42%	424,088	50%	2,463	33%	303,072	41%
经济型酒店	4,951	58%	421,089	50%	4,980	67%	429,629	59%
全部酒店	8,514	100%	845,177	100%	7,443	100%	732,701	100%
其中: 直营店	989	12%	112,343	13%	1,012	14%	115,411	16%
加盟店	7,525	88%	732,834	87%	6,431	86%	617,290	84%

华住酒店	2019				2018			
	酒店家数	占比	客房间数	占比	酒店家数	占比	客房间数	占比
中端酒店	2,133	38%	246,261	46%	1,338	32%	161,710	38%
经济型酒店	3,485	62%	290,615	54%	2,892	68%	261,037	62%
全部酒店	5,618	100%	536,876	100%	4,230	100%	422,747	100%
其中: 直营	688	12%	87,465	16%	699	17%	86,787	21%
管理加盟	4,519	80%	418,700	78%	3,309	78%	314,932	74%
授权加盟	411	7%	30,711	6%	222	5%	21,028	5%

首旅酒店	2019				2018			
	酒店家数	占比	客房间数	占比	酒店家数	占比	客房间数	占比
经济型酒店	2,598	58%	258,798	62%	3,025	75%	293,107	74%
中高端酒店	945	21%	108,462	26%	720	18%	87,094	22%
云酒店	510	11%	27,105	7%	0	0%	0	0%
其他	397	9%	20,587	5%	304	8%	17,360	4%
全部酒店	4,450	100%	414,952	100%	4,049	100%	397,561	100%
其中: 直营	851	19%	102,684	25%	925	23%	108,296	27%
加盟	3,599	81%	312,268	75%	3,124	77%	289,265	73%

格林酒店	2019				2018			
	酒店家数	占比	客房间数	占比	酒店家数	占比	客房间数	占比
中高端酒店	2,847	72%	238,338	82%	2,409	87%	206,547	93%
经济型酒店	1,110	28%	51,688	18%	348	13%	14,982	7%
全部酒店	3,957	100%	290,026	100%	2,757	100%	221,529	100%
其中: 直营	34	1%	4,290	1%	29	1%	3,734	2%
加盟	3,923	99%	285,736	99%	2,728	99%	217,795	98%

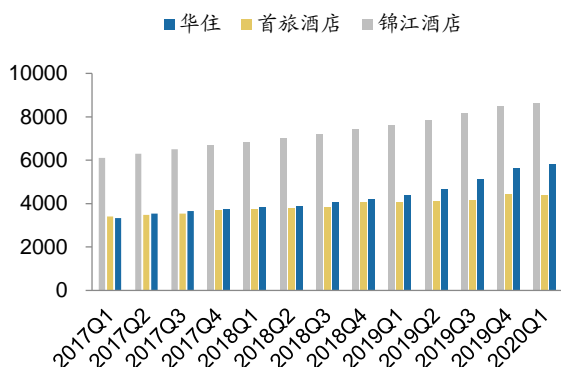
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

20年1季度受疫情影响三大酒店集团部分门店被迫关店, 开店速度也受到一定影响, Q1锦江酒店、首旅酒店和华住分别新开店253家、62家、296家; 关店120家、100家、76家; Q1净开店数分别为133家、-38家和220家。截止2020Q1, 锦江酒店、首旅酒店和华住门店数分别为8,647家、4,261家和5,838家(不包括德意志酒店集团, 德意志酒店集团门店共115家), 较18年末分别增加1,204家、363家和1,608家门店。

此外, 1季度各公司轻资产战略持续推进, 中高端酒店占比稳步提升, 门店结构持续优化。截止2020Q1, 锦江酒店、首旅酒店、华住加盟店占比分别为88.8%、80.9%

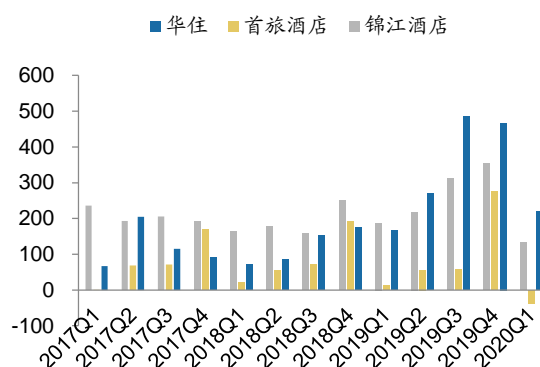
和88.2%。中高端酒店占比分别为42.7%、21.9%、31.6%（华住2020Q1将宜必思重新划分至经济型酒店）。

图1：锦江酒店、首旅酒店、华住门店数（家）对比



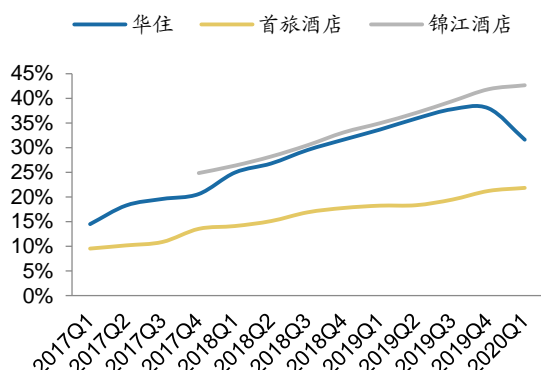
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：锦江酒店、首旅酒店、华住单季度净开店数（家）



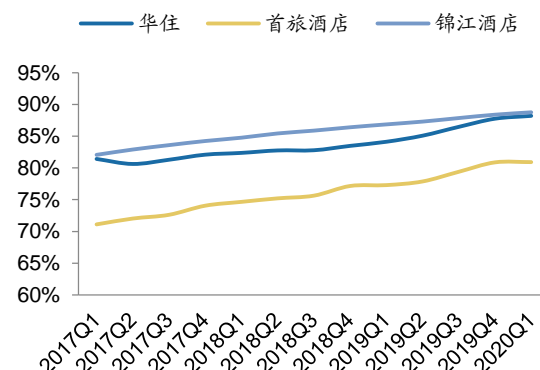
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图3：锦江酒店、首旅酒店、华住中高端酒店占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：锦江酒店、首旅酒店、华住加盟店占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）净开店：中高端和软品牌开店加速，加盟店持续扩张

2019年新增门店加速，中高度和软品牌增长最明显。2017-2019年四家酒店分别净增门店2,093家、2,038家和4,060家（其中格林酒店投资都市酒店集团和澳大利亚雅阁酒店贡献新增779家），不考虑格林并购四家酒店2019年相比2018年净增新开店增速也达到61%，结构上新增主要以中高端和软品牌为主，2019年相比2018年分别净新增2,558家和876家。综合来看，2017-2019年华住和格林门店数量年复合增速分别达22.5%和31.5%（不考虑并购格林复合增速为17.8%），而锦江和首旅复合增速也达到12.8%和9.5%。

各家酒店中高端均有不同程度的提速，软品牌布局也逐步加大力度。从中高端酒店

看，四家酒店集团近三年净增开店分别为2,558家、1,855家、1,171家，其中锦江酒店、华住、首旅酒店和格林酒店相比2018年净增幅度达到38%、40%、4%和60%。除中高端市场外，华住和首旅酒店还逐步布局软品牌，19年净增开店分别达到662家、214家，合计相比2018年的113家也有提速。

新开店中，直营店普遍下降，加盟结构持续提升。四大酒店净新增均为加盟门店。2019年锦江酒店直营门店净减少23家，加盟门店净增加1,094家；华住直营门店净减少11家，加盟门店净增加1,399家；2019年首旅酒店直营门店减少74家，加盟门店净增加475家。格林酒店直营门店较少，2019年直营门店净增加5家，加盟门店净增加达到1,195家。

表2：2017-2019年四大酒店净新增门店汇总（家）

	2019	2018	2017
锦江酒店	1,071	749	826
其中：中高端	1,100	799	438
首旅酒店	401	337	465
其中：中高端	225	217	186
华住酒店	1,388	484	477
其中：中高端	795	566	316
格林酒店	1,200	468	325
其中：中高端	438	273	231
其中：并购雅阁+都市	779		
合计	4,060	2,038	2,093
其中：中高端			

数据来源：各公司财报、广发证券发展研究中心

表3：2017-2019年四大酒店新增门店情况（家）

锦江酒店	2019	2018	2017
新增开业酒店	1,617	1,243	
开业退出酒店	546	494	
净增开业酒店	1,071	749	826
其中：直营	-23	-43	-38
加盟	1,094	792	864
门店增长率	14.4%	11.2%	14.1%
门店总数	8,514	7,443	6,694
其中：中国境内	7,221	6,147	5,395
境内增长率	17.5%	13.9%	16.1%
中国境外	1,293	1,296	1,299
境外增长率	-0.2%	-0.2%	6.4%
华住酒店	2019	2018	2017
新增酒店	1,715	723	665
其中：直营	43	53	86

加盟	1,672	670	579
关闭酒店	327	239	188
其中：直营	54	25	39
加盟	273	214	149
净增酒店	1,388	484	477
其中：直营	-11	28	47
加盟	1,399	456	430
门店增长率	32.8%	12.9%	14.6%
首旅酒店	2019	2018	2017
新开店数量	829	622	512
其中：直营	27	44	40
加盟	802	578	471
关闭酒店	428	285	47
其中：直营	101	82	36
加盟	327	203	10
净增酒店	401	337	465
其中：直营	-74	-38	4
加盟	475	375	461
门店增长率	9.9%	9.1%	14.3%
格林酒店	2019	2018	2017
净增酒店	1,200	468	325
其中：直营	5	3	-6
加盟	1,195	465	331
门店增长率	43.5%	20.4%	16.5%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）分品牌：中高端品牌增长更快，锦江酒店中高端占比较高，华住/首旅酒店布局软品牌

各家公司净增开店中，主力品牌普遍增长100家以上，锦江酒店中高端品牌净增占比最高，华住、首旅酒店布局软品牌。

锦江酒店：2019年锦江旗下中端酒店净增长1,100家至3,563家，经济型酒店净增长-29家至4,951家；锦江旗下净开店较多的品牌包括维也纳酒店、维也纳国际、麗枫、希岸等，19年净开店均达到150家以上，此外创新品牌净开店也达到193家，以上品牌相比18年净增均有明显提升。而海外方面锦江旗下卢浮系列持续两年负增长，2019年门店净增长为-14家，2018净增长为-10家，主要由于Golden Tulip、Première Classe等品牌门店的关闭。

华住：2019年华住旗下中高端酒店净增长795家至2,133家，经济型酒店净增长593家至3,485家；华住旗下品牌中主要增长来自怡莱、全季酒店，分别净增开店448家和278家，此外软品牌（包括海友酒店、怡莱酒店、星程酒店、美仑酒店和美仑国际酒店）2019年新增门店662家至1,476家，其他正常品牌2019年新增门店726家至

4,142家。相比2018年，华住软品牌新增门店从18家增长到662家，成为华住规模扩张的支柱。

首旅酒店：2019年首旅净开店401家，其中经济型酒店减少148家，中高端酒店增加242家，云酒店增加214家，管理输出增加141家，其他增加93家。其中，中高端酒店目前达到945家，经济型酒店为2,598家。中高端品牌中，如家商旅2019年净增门店达到184家。2019年，首旅也加大了轻资产（云酒店和管理输出）开店的速度。

格林酒店：2019年净增门店1200家，其中并购的都市酒店和雅阁酒店新增779家，不考虑并购新增门店，中高端、中端和经济型分别净增73家、155家和193家，其中经济型品牌贝壳和中端品牌格林豪泰新增门店数量较多，19年净增分别达到193家和132家，中高端品牌主要为格林东方、无眠、格美、格雅、格菲酒店，而雅阁酒店以豪华和中高端酒店为主，都市酒店以经济型酒店为主。

表4：2018-2019年锦江酒店旗下各品牌情况

品牌	2019 新增门店（家）	2019 门店数量（家）	2018 新增门店（家）	2018 门店数量（家）
中端酒店	1,100	3,563	799	2,463
锦江都城	21	107	24	86
麗枫	159	570	134	411
喆啡	77	238	68	161
希岸	109	249	53	140
维也纳国际	213	428	132	215
维也纳智好	30	211	24	181
维也纳酒店	236	881	218	645
维也纳 3 好	77	219	62	142
Golden Tulip 系列	-15	276	-19	291
其他	193	384	103	191
经济型酒店	-29	4,951	-50	4,980
锦江之星	-30	1,058	13	1,088
七天系列	-131	2,195	-142	2,326
IU	32	225	24	193
派	37	308	19	271
Première Classe	-10	243	-14	253
Campanile	-6	380	6	386
Kyriad 系列	17	295	17	278
Sarovar 管理	9	87	1	78
其他	53	160	26	107
合计	1,071	8,514	749	7,443
其中：卢浮系列	-14	1,194	-10	1,208
其他	1,085	7,320	759	6,235

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表5: 2018-2019年华住酒店旗下各品牌情况

品牌	2019 新增门店 (家)	2019 门店数量 (家)	2018 新增门店 (家)	2018 门店数量 (家)
经济型酒店	593	3,485	-82	2,892
汉庭酒店	89	2,372	39	2,283
海友酒店*	63	465	6	402
怡莱酒店*	448	648	-26	200
中高端酒店	795	2,133	566	1,338
汉庭高级酒店	140	214	69	74
宜必思酒店	48	185	37	137
宜必思尚品酒店	21	55	21	34
星程酒店*	138	350	38	212
全季酒店	278	831	163	553
桔子精选酒店	76	248	69	172
桔子水晶酒店	29	85	14	56
漫心酒店	22	46	13	24
美仑酒店*	9	9	0	0
美爵酒店	29	68	19	39
诺富特酒店	2	9	3	7
美仑国际酒店*	4	4	0	0
禧玥酒店	0	6	0	6
Blossom Hill Hotels & Resorts	-1	17	18	18
美爵国际酒店	0	6	2	6
合计	1,388	5,618	484	4,230
其中: 正常品牌	726	4,142	466	3,416
软品牌	662	1,476	18	814

数据来源: 广发证券发展研究中心数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: *为软品牌

表6: 2018-2019年首旅酒店旗下各品牌情况

品牌	2019 新增门店 (家)	2019 门店数量 (家)	2018 新增门店 (家)	2018 门店数量 (家)
经济型酒店	-148	2,598	-101	2746
如家	-113	2,133	-73	2246
莫泰	-46	282	-43	328
蓝牌驿居	10	86	17	76
雅客怡家	0	41	2	41
云上四季	-1	33	-2	34
欣燕都	2	23	-2	21
中高端酒店	242	945	213	703
如家商旅	184	388	124	204
如家精选	33	220	23	187
和颐	12	183	52	171
金牌驿居	11	45	6	34
璞隐	4	7	2	3
柏丽艾尚	3	6	3	3
扉缦	3	5	0	2
Yunik	0	2	2	2
嘉虹	1	1	0	
首旅建国	-6	62	0	68
首旅南苑	1	8	2	7
首旅京伦	-4	18	0	22
云酒店	214	510	95	296
其他	93	397	130	304
管理输出	141	395	121	254
漫趣乐园	0	1	0	1
如家小镇	0	1	1	1
合计	401	4,450	337	4,049

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表7：2018-2019年格林酒店旗下各品牌情况

品牌	2019 新增门店 (家)	2019 门店数量 (家)	2018 新增门店 (家)	2018 门店数量 (家)
奢华酒店	20	20		
雅阁 Argyle**	20	20		
中高端酒店	155	264	59	109
格林东方	18	105	37	87
无眠酒店	1	2	1	1
格美酒店 Gem	18	27	9	9
格雅酒店 Gya	25	26	1	1
格菲酒店 Vx	11	22	11	11
Ausotel**	10	10		
都市花园酒店*	69	69		
Unistar Group	3	3		
中端酒店	263	2,563	214	2,300
格林豪泰酒店	132	2,013	148	1,881
格盟酒店	12	314	53	302
格林酒店公寓	7	7		
青皮树酒店 Vatica	4	121	13	117
都市 118 精选酒店*	87	87		
都市 MINI 精选酒店*	21	21		
经济型酒店	762	1,110	195	348
贝壳酒店	193	541	195	348
都市 118 酒店*	501	501		
青年 Mini 酒店*	49	49		
Monochrome*	8	8		
我的地盘酒店*	11	11		
合计	1,200	3,957	468	2,757

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：*隶属都市酒店、**隶属雅阁酒店

（四）区域：各集团布局略有差异，总体趋于均衡且低线城市布局加快

从区域市场布局来看，各大酒店集团布局逐步趋于均衡，一线城市普遍放缓，而低线城市总体加速。其中，锦江酒店布局较为均衡，广东、江苏、山东客房占比达到1/3；华住北上广深等一线城市布局较多，直营店占比更高，低线城市增速加快；首旅酒店在北京、上海以及华东部分省份布局较多；格林酒店则主要布局三线城市和二线城市。

1. 锦江酒店：布局较为均衡，前10名省份客房数占比62%，广东、江苏布局最多
锦江酒店境外酒店数占比15.2%，客房数占比12.6%。锦江酒店境外布局欧洲，以法国为主。锦江酒店收购卢浮酒店集团，因此公司分布在欧洲的酒店占有所有境外酒

店的78%，位于法国的酒店占比65.7%。此外，境外酒店直营占比达22.5%，远高于境内酒店9.7%的直营占比。

锦江酒店境内重点布局广东、江苏、山东，湖北增速最快。锦江酒店在广东省规模最大，2019年末开业酒店1,253家，客房146,800家，江苏、山东分列二三名。相比2018年，锦江酒店在湖北省的门店增速最大，新增开业门店80家，同比增速达到33%。**江西、山东、湖南、四川增长潜力较大。**从境内未开业的签约酒店数量来看，江西、山东、湖南、四川签约但未开业门店数量占存量的比例较高，上述省份在2020年酒店规模扩大速度可能较快。

表8：2018-2019年锦江酒店国际布局

	2019						2018					
	直营酒店		加盟酒店		合计		直营酒店		加盟酒店		合计	
	酒店 (家)	客房 (间)	酒店 (家)	客房 (间)	酒店 (家)	客房 (间)	酒店 (家)	客房 (间)	酒店 (家)	客房 (间)	酒店 (家)	客房 (间)
欧洲	289	22,501	720	49,106	1,009	71,607	285	21,927	724	50,113	1,009	72,040
法国	198	14,322	651	41,216	849	55,538	197	14,242	652	41,568	849	55,810
亚洲	2	208	222	24,847	224	25,055	2	208	212	24,265	214	24,473
美洲			17	3,198	17	3,198			20	4,481	20	4,481
非洲			43	6,222	43	6,222			53	6,472	53	6,472
境外	291	22,709	1,002	83,373	1,293	106,082	287	22,135	1,009	85,331	1,296	107,466
占比	29.4%	20.2%	13.3%	11.4%	15.2%	12.6%	28.4%	19.2%	15.7%	13.8%	17.4%	14.7%
内地	698	89,634	6,523	649,461	7,221	739,095	725	93,276	5,422	531,959	6,147	625,235
占比	70.6%	79.8%	86.7%	88.6%	84.8%	87.4%	71.6%	80.8%	84.3%	86.2%	82.6%	85.3%
合计	989	112,343	7,525	732,834	8,514	845,177	1,012	115,411	6,431	617,290	7,443	732,701

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表9：2018-2019年锦江酒店国内布局

2019	中国大陆境内开业酒店						中国大陆境内签约未开业酒店					
	直营酒店		加盟酒店		合计		直营酒店		加盟酒店		合计	
	酒店	客房	酒店	客房	酒店	客房	酒店	客房	酒店	客房	酒店	客房
	(家)	(间)	(家)	(间)	(家)	(间)	(家)	(间)	(家)	(间)	(家)	(间)
广东	136	19,437	1,117	127,363	1,253	146,800	1	56	620	71,926	621	71,982
江苏	58	7,046	549	54,276	607	61,322	1	116	274	26,617	275	26,733
山东	14	1,695	470	41,432	484	43,127	0	0	347	33,044	347	33,044
四川	37	4,369	301	26,013	338	30,382	0	0	229	22,881	229	22,881
湖南	44	4,753	282	30,938	326	35,691	1	135	235	27,729	236	27,864
湖北	38	4,675	282	27,183	320	31,858	0	0	206	21,855	206	21,855
河北	5	674	312	24,652	317	25,326	0	0	200	18,553	200	18,553
北京	34	4,616	281	25,807	315	30,423	1	95	184	19,521	185	19,616
上海	62	8,490	213	26,389	275	34,879	6	838	72	7,253	78	8,091
江西	25	2,805	230	23,275	255	26,080	0	0	192	20,650	192	20,650
其他	245	31,074	2,486	242,133	2,731	273,207	3	412	1,875	198,529	1,878	198,941
合计	698	89,634	6,523	649,461	7,221	739,095	13	1,652	4,434	468,558	4,447	470,210

2018	中国大陆境内开业酒店						中国大陆境内签约未开业酒店					
	直营酒店		加盟酒店		合计		直营酒店		加盟酒店		合计	
	酒店	客房	酒店	客房	酒店	客房	酒店	客房	酒店	客房	酒店	客房
	(家)	(间)	(家)	(间)	(家)	(间)	(家)	(间)	(家)	(间)	(家)	(间)
广东	146	21,003	964	109,264	1,110	130,267	1	270	502	59,693	503	59,963
江苏	59	7,190	490	47,108	549	54,298	2	221	215	21,877	217	22,098
山东	16	1,829	379	33,546	395	35,375	0	0	263	24,314	263	24,314
四川	37	4,374	255	20,773	292	25,147	0	0	160	16,999	160	16,999
湖南	47	5,092	221	23,202	268	28,294	1	78	196	23,924	197	24,002
湖北	42	5,082	198	19,118	240	24,200	0	0	172	18,588	172	18,588
河北	5	674	241	18,507	246	19,181	0	0	158	14,670	158	14,670
北京	36	4,813	244	22,286	280	27,099	0	0	118	12,198	118	12,198
上海	62	8,771	219	26,946	281	35,717	6	758	45	4,763	51	5,521
江西	27	3,052	182	17,435	209	20,487	0	0	126	13,745	126	13,745
其他	248	31,396	2,029	193,774	2,277	225,170	7	1,011	1,371	150,386	1,378	151,397
合计	725	93,276	5,422	531,959	6,147	625,235	17	2,338	3,326	361,157	3,343	363,495

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2. 华住：北上广深等一线城市布局较多，直营店占比更高，低线城市增速加快

华住一线城市占比较高，增速低于其他城市。2019年华住一线城市门店数量1,457家，其他城市4,161家，一线城市占比25.9%。相比2018年，一线城市门店年增速24.0%，其他城市同比增速达到36.2%。

直营店一线城市占比高、增速快。2019年华住一线城市直营店242家，其他城市直

营店446家，一线城市直营店占比达35.2%，高于全部门店占比25.9%。相比2018年，一线城市直营店增速达3.9%，其他城市同比增速为-4.3%。

表10：2018-2019年华住门店区域分布（家）

2019	直营	管理加盟	授权加盟	合计	在建-直营	在建-加盟
北上广深	242	1,108	107	1,457	18	391
其他城市	446	3,411	304	4,161	25	1,828
总计	688	4,519	411	5,618	43	2,219
2018	直营	管理加盟	授权加盟	合计	在建-直营	在建-加盟
北上广深	233	874	68	1,175	20	195
其他城市	466	2,435	154	3,055	22	868
总计	699	3,309	222	4,230	42	1,063

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

3. 首旅：北京、上海以及华东部分省份布局较多

首旅酒店重点布局沿海发达地区。2019年首旅在北京、上海、江苏、浙江、天津、山东等沿海省份布局较多，且首旅在上海地区的直营门店相对更多，直营门店占比9.9%，加盟门店占比7.4%。

表11：2019年首旅酒店门店区域分布

区域	直营酒店		加盟酒店		合计	
	酒店(家)	客房(间)	酒店(家)	客房(间)	酒店(家)	客房(间)
北京	46	6,364	243	25,957	289	32,321
上海	84	12,155	265	23,064	349	35,219
江苏、浙江、安徽	147	17,395	670	56,291	817	73,686
天津、山东、河北	150	16,674	715	58,114	865	74,788
珠三角（广州、深圳、珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆）	49	6,304	91	7,603	140	13,907
四川、重庆	26	3,403	157	13,643	183	17,046
其他	349	40,389	1,457	127,396	1,806	167,785
合计	851	102,684	3,598	312,068	4,449	414,752

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

4. 格林酒店：主要布局三线城市和二线城市

格林酒店深入开发低线城市。2019年格林酒店在一线城市新增43家门店，二线城市新增129家门店，其他城市新增435家门店。相比2018年，格林酒店在非一二线城市新开业酒店有显著增加，而一二线城市新开业门店基本维持不变，可见格林酒店正在深入开发低线城市。

表12: 2018-2019年格林酒店新开业酒店区域分布

新开业酒店(家)	2019	2018
一线城市	43	47
二线城市	129	121
其他城市	435	386

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

二、财务数据: 开店加速营收稳增长, 盈利能力受RevPar 影响略下降

(一) 财务情况: 19 年开店加速带动业绩稳健增长, Q1 营收业绩受疫情影响较大

2019年在行业经济度回落的背景下, 各公司依靠开店的快速增长收入基本平稳, 利润维持稳健增长, 2019年锦江酒店、华住、首旅酒店、格林酒店收入分别为151亿元/YOY+2.7%、112亿元/YOY+11.4%、83亿元/YOY-2.7%、11亿元/YOY+15.6%, 扣非归母净利润分别为9亿元/YOY20.7%、15.6亿元/YOY-8.8%、8亿元/YOY18.3%、5亿元/YOY8.5%。

1季度, 受疫情影响, 锦江酒店、首旅酒店总收入分别为21.9亿和8.0亿, 同比下降34.4%和58.8%。而由于相比收入, 利润降幅更大, 归母净利润分别为1.1亿和-5.3亿, 扣非归母净利润分别为-0.9亿元和-5.2亿元(去年同期分别为0.7亿元和0.6亿元)。其中, 锦江酒店归母净利润同比下降42.3%, 由于一季度公司出售多家酒店物业, 贡献非经常性损益4.8亿元增厚利润, 金融资产公允价值变动损失2.2亿元; 首旅酒店虽然收入端明显下降, 但在成本费用端加大把控力度, 市场营销投入减少, 一季度销售费用、管理费用和财务费用同比分别下降27.1%、9.4%和35.6%。

表13: 2018-2019年四大酒店收入、利润情况 (亿元)

	2019	锦江酒店	首旅酒店	华住	格林酒店
收入		151.0	83.1	112.1	10.9
EBITDA		31.0	22.5	36.0	5.2
营业利润		17.6	12.7	19.8	4.8
扣非归母净利润		8.9	8.2	15.6	4.8
	2018	锦江酒店	首旅酒店	华住	格林酒店
收入		147.0	85.4	100.6	9.5
EBITDA		28.6	22.9	30.4	5.4
营业利润		15.5	12.8	21.2	5.1
扣非归母净利润		7.4	6.9	17.1	4.5

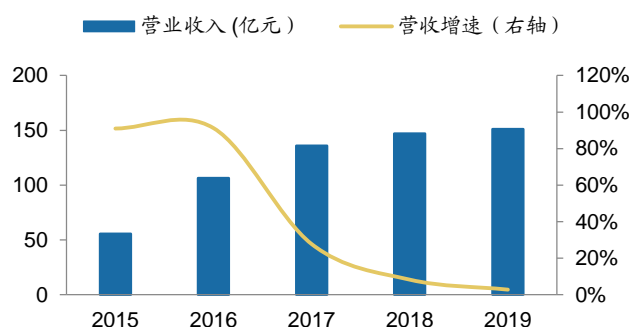
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表14: 2020年一季度锦江酒店、首旅酒店收入和利润情况 (亿元)

	2020Q1	锦江酒店	首旅酒店
收入		21.9	8.0
同比		-34.4%	-58.8%
营业利润		0.6	-6.4
同比		-86.3%	-506.7%
归母净利润		1.7	-5.3
同比		-42.3%	-811.3%
扣非归母净利润		-0.9	-5.2
同比		-232.2%	-1028.3%

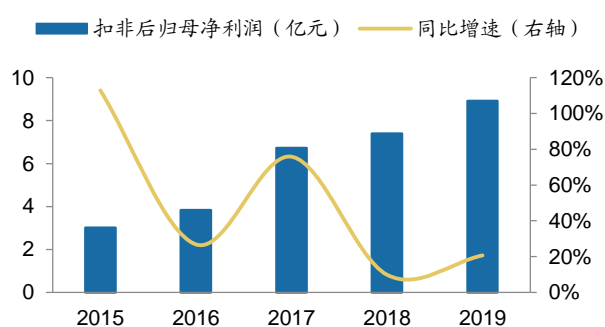
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图5: 锦江酒店19年营收151.0亿元, 同比增2.7%



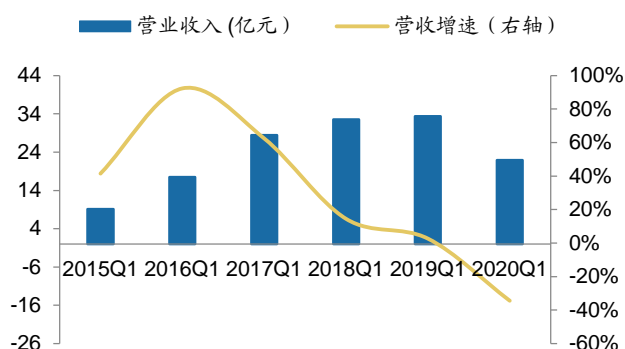
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图6: 锦江酒店19年扣非后归母净利润8.9亿元, 同比增20.7%



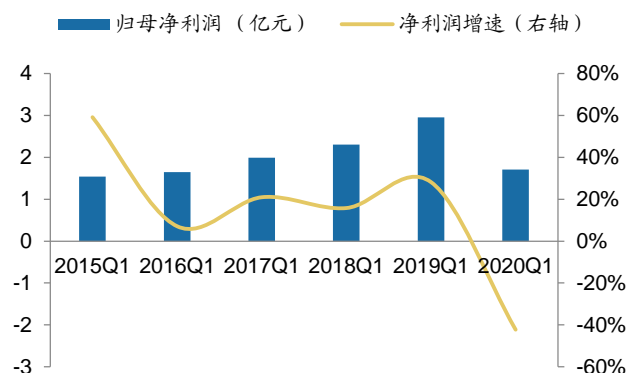
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图7：锦江酒店Q1营收21.9亿元，同比下降34.4%



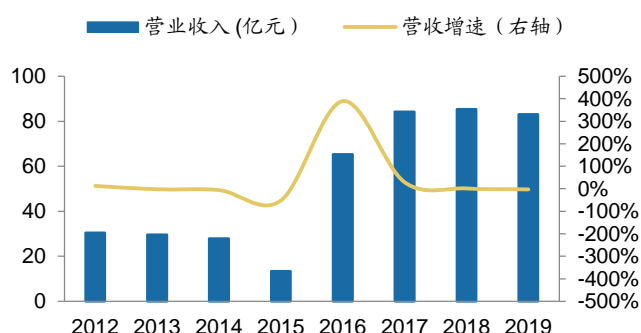
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图8：锦江酒店20年Q1归母净利润同比下降42.3%



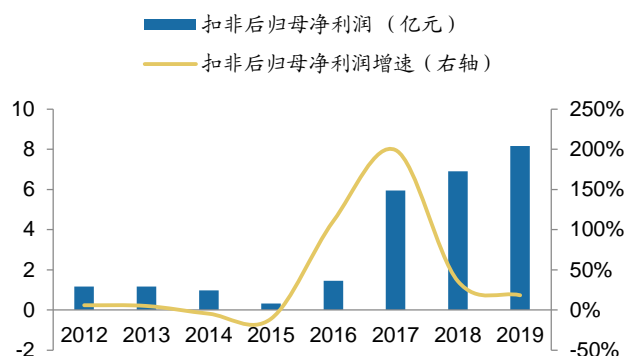
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图9：首旅酒店19年营收83.1亿元，同比下降2.7%



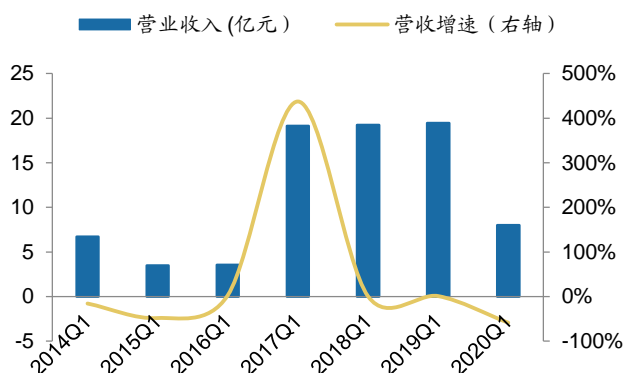
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图10：首旅酒店19年扣非后归母净利润为8.2亿元，同比增18.3%



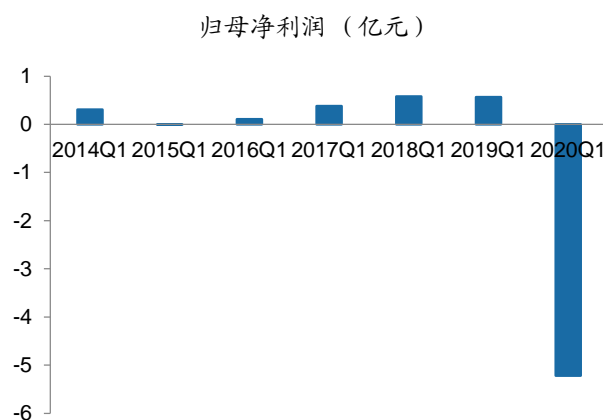
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图11：首旅酒店Q1营收8.0亿元，同比下降58.8%



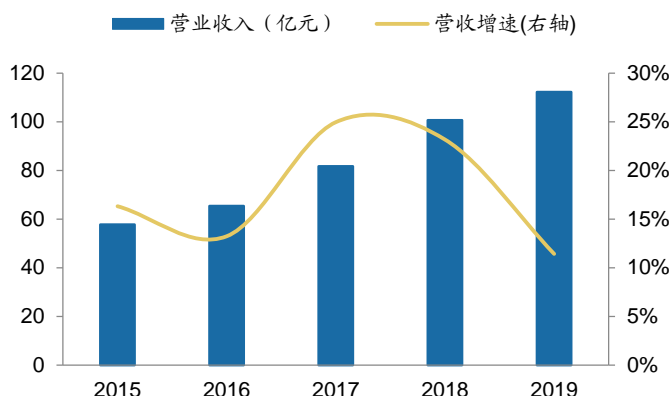
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图12：首旅酒店Q1归母净亏损5.26亿元



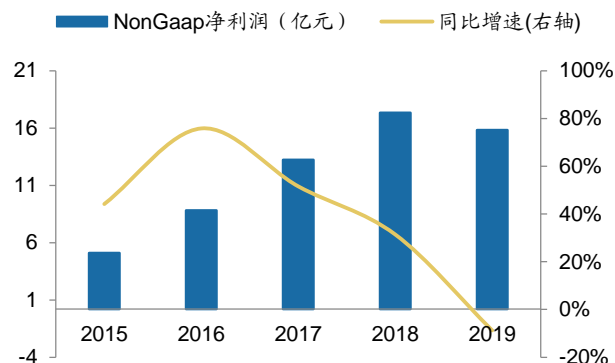
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图13: 华住19年营收112.1亿元, 同比增长11.4%



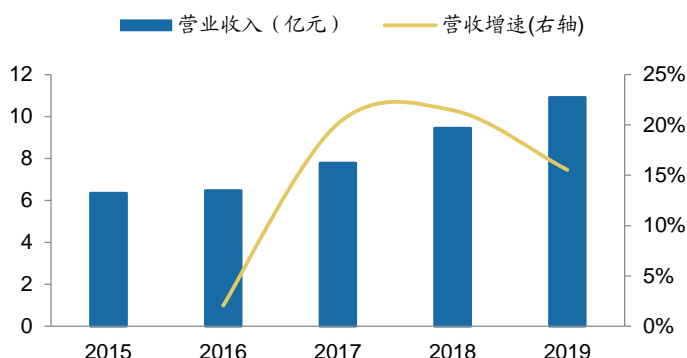
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图14: 华住19年 NonGaap 净利润15.6亿元, 同比增长-8.8%



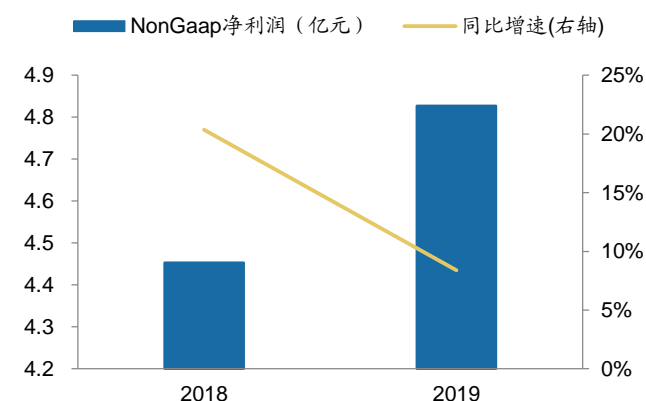
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图15: 格林酒店19年营收10.9亿元, 同比增长15.6%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图16: 格林酒店19年 NonGaap 净利润4.8亿元, 同比增长8.4%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

（二）盈利结构：加盟收入占比上升，四家公司平均的 EBITDA 率、酒店利润率和扣非后归母净利率分别为 31.8%、24.4%和 18.5%

从收入结构上看，四家公司直营业务收入占比平均为57%，相比18年下降2.9个百分点。其中，首旅酒店直营占比最高，格林酒店占比最低。2019年首旅直营收入占比75.6%、加盟收入占比19.0%；锦江直营收入占比为59.3%、加盟收入37.9%。锦江中国境内收入占比71.2%，而净利润占比79.4%；华住直营收入占比为68.8%、加盟收入29.8%，格林直营收入占比23.2%、加盟收入占比76.8%。格林酒店加盟收入占比远远高于直营收入，其高达40.1%的净利润率便得益于高加盟占比的模式。除格林酒店外，锦江加盟收入占比高于华住和首旅，首旅加盟收入占比最低。

从盈利能力看，四家公司平均的EBITDA率、酒店利润率和扣非后归母净利率分别为31.8%、24.4%和18.5%，相比2018年下降2.1、2.5和0.8pct。其中轻资产运营的格林酒店利润率最高。2019年锦江酒店业务营业利润率17.0%，酒店业务账面利润

率13.0%，EBITDA率20.5%，扣非归母净利率为6.0%；2019年首旅营业利润率17.3%，酒店业务利润率16.0%，EBITDA率27.0%，扣非归母净利率为9.8%；2019年华住营业利润率18.3%，酒店业务利润率18.6%，EBITDA率32.1%，NonGAAP净利率为13.9%；2019年格林营业利润率56.9%，酒店业务利润率52.0%，EBITDA率47.6%，NonGAAP净利率为44.2%。格林酒店特许加盟占比高，因而公司经营利润率最佳。

从成本费用结构看，四家公司平均的租金占营收比重、人工占比、折旧摊销占比、行政管理费（口径略有不同）占比分别为**16.1%、15.0%、7.2%、13.0%**。其中，格林租金、人工、折旧摊销占比最小，行政管理费占比最高；华住租金占比最高，达23.4%；锦江酒店人工占比最高，达23.2%；首旅折旧摊销占比最高，达9.1%。

表15：2018-2019年首旅酒店、锦江酒店利润表拆分（人民币亿元）

	首旅酒店	首旅酒店	锦江酒店	锦江酒店
	2019 年报	2018 年报	2019 年报	2018 年报
营业收入				
合计	83.11	85.39	150.99	146.97
直营收入	62.79	66.55	89.60	92.65
加盟收入	15.82	14.34	57.22	50.72
其他收入	4.50	4.50	4.17	3.60
酒店业务	78.62	80.89	148.47	144.73
营业收入占比				
直营收入	75.55%	77.94%	59.34%	63.04%
加盟收入	19.04%	16.79%	37.90%	34.51%
其他收入	5.41%	5.26%	2.76%	2.45%
营业收入增速				
营业收入	-2.67%	1.45%	2.73%	8.21%
直营收入	-5.65%	-0.33%	-3.30%	-8.46%
加盟收入	10.35%	10.70%	12.82%	57.15%
其他收入	0.01%	1.26%	15.86%	41.67%
成本和费用拆分				
营业税金及附加	0.56	0.59	1.63	1.70
直营成本	54.81	56.08	82.46	78.19
占营收比重	65.94%	65.68%	54.61%	53.20%
直营-租金	17.65	17.64	19.04	19.02
占营收比重	21.24%	20.65%	12.61%	12.94%
直营-水电	4.18	4.77	6.84	6.64
占营收比重	5.03%	5.59%	4.53%	4.52%
直营+加盟-人工	13.87	14.95	35.06	31.38
合计人工成本费用	22.59	22.65	51.21	42.83
其中：直营-人工	-	-	23.31	22.80
加盟-人工	-	-	11.75	8.58
占营收比重	16.68%	17.51%	23.22%	21.35%
直营-折旧摊销	7.53	8.58	11.96	11.65

占营收比重	9.06%	10.05%	7.92%	7.92%
直营-消耗品	7.61	7.05	9.54	9.39
开业费及维护费	1.07	1.45	0.02	0.13
洗涤费	1.93	1.94		
经营利润率（锦江为酒店经营利润率）	17.26%	16.92%	17.00%	16.01%
经营利润率-直营	-	-	21.10%	25.00%
经营利润率-加盟	-	-	62.99%	63.58%
总部费用	15.46	16.18	30.54	33.07
市场与销售费用	4.15	4.18	9.60	8.38
占营收比重	4.99%	4.90%	6.36%	5.70%
锦江行政管理费用/首旅其他管理费用	10.09	10.28	20.12	23.39
占营收比重	12.15%	12.04%	13.32%	15.92%
财务费用	1.22	1.72	0.83	1.30
占营收比重	1.47%	2.01%	0.55%	0.89%
投资收益	0.36	1.56	0.10	0.12
非经营损益	-0.34	1.25	0.96	-
其他收入	0.09	0.16	1.64	1.68
其他支出	0.06	0.11	0.50	0.52
利润总额	12.77	12.86	17.00	13.63
酒店业务账面利润	11.03	11.08	19.24	15.88
酒店业务账面利润率	14.03%	13.70%	12.96%	10.96%
酒店业务利润			15.97	14.18
酒店业务利润率			10.76%	9.80%
所得税费用	3.58	3.93	4.75	3.41
净利润	9.19	8.92	12.25	10.22
扣非归母净利润	8.16	6.90	8.92	7.39
扣非归母净利润增速	18.26%	9.88%	20.70%	15.99%
扣非归母净利率	9.82%	8.08%	5.91%	5.03%
EBITDA	22.47	22.87	30.95	28.60
EBITDA 增速	-1.75%	2.19%	8.21%	-0.01%
EBITDA 率	27.04%	26.78%	20.50%	19.46%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表16: 2018-2019年华住、格林酒店利润表拆分 (人民币亿元)

	华住	华住	格林酒店	格林酒店
	2019 年报	2018 年报	2019 年报	2018 年报
营业收入				
直营收入	77.18	74.70	2.53	2.13
加盟收入	33.42	25.27	8.38	6.93
其他收入	1.52	0.66	-	-
营业收入	112.12	100.63	10.92	9.06
营业收入占比				
直营收入	68.84%	74.23%	23.21%	23.48%
加盟收入	29.81%	25.11%	76.79%	76.52%
其他收入	1.36%	0.66%	0.00%	0.00%
营业收入增速				
营业收入	11.42%	23.17%	20.56%	16.38%
直营收入	3.32%	17.76%	19.16%	9.88%
加盟收入	32.25%	41.44%	20.99%	18.53%
其他收入	130.30%	63.95%	-	-
成本和费用拆分				
营业税金及附加	-	-	-	-
直营成本	62.65	71.37	1.99	1.70
占营收比重	62.26%	63.66%	18.26%	18.73%
直营-租金	24.06	26.24	0.80	0.76
占营收比重	23.91%	23.40%	7.29%	8.40%
直营-水电	3.99	4.04	0.19	0.19
占营收比重	3.97%	3.60%	1.75%	2.13%
直营+加盟-人工	16.63	18.54	0.38	0.34
占营收比重	16.53%	16.54%	3.51%	3.72%
直营-折旧摊销	8.69	9.60	0.35	0.21
占营收比重	8.64%	8.56%	3.18%	2.35%
直营-消耗品	6.73	7.93	0.28	0.19
开业费及维护费	2.55	5.02	-	-
洗涤费				
经营利润率	18.29%	23.14%	56.92%	47.47%
总部费用	16.42	12.95	2.06	0.94
市场与销售费用	4.26	3.48	0.85	0.47
占营收比重	3.80%	3.46%	7.78%	5.23%
行政管理费用	10.61	8.51	1.85	0.95
占营收比重	9.46%	8.46%	16.94%	10.52%
财务费用	1.55	0.96	-0.64	-0.49
占营收比重	1.38%	0.95%	-5.82%	-5.42%
投资收益	-1.64	-0.97	0.55	-0.58
非经营损益	3.16	-9.14	-	-
其他收入	3.31	2.03	0.03	0.36
其他支出	-	-	-	-

利润总额	25.65	13.93	6.26	5.32
酒店业务利润	20.82	22.01	5.68	5.54
酒店业务利润率	18.57%	21.87%	52.01%	61.15%
所得税费用	6.4	5.69	-1.90	-1.53
净利润	17.61	7.27	4.38	3.71
NonGAAP 净利润	15.63	17.13	4.83	4.45
NonGAAP 净利润增速	-8.76%	-	8.54%	-
NonGAAP 净利率	13.94%	17.02%	44.23%	47.09%
EBITDA	36.00	30.37	5.20	5.38
EBITDA 增速	18.54%	40.73%	-3.35%	35.52%
EBITDA 率	32.11%	35.77%	47.63%	59.41%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表17：2018-2019年锦江酒店中国境内、境外结构拆分（单位：亿元）

利润表结构	2019		2018	
	中国境内	中国境外	中国境内	中国境外
营业收入	107.50	41.03	103.65	41.16
占比	71.2%	27.2%	70.5%	28.0%
YOY	3.7%	-0.3%	9.8%	5.2%
净利润	10.16	2.10	7.50	2.71
占比	79.4%	16.4%	61.1%	22.1%
YOY	35.4%	-22.8%	13.5%	-9.8%
归母净利润	8.36	2.02	6.06	2.69
占比	76.5%	18.5%	56.0%	24.9%
YOY	37.9%	-25.0%	9.7%	-10.3%
账面利润率	14.4%	9.1%	12.0%	8.8%
账面净利率	10.5%	4.8%	8.5%	6.2%
归母净利率	7.8%	4.9%	5.8%	6.5%
门店结构	中国境内	中国境外	中国境内	中国境外
直营占比	9.7%	22.5%	11.8%	22.1%
加盟占比	90.3%	77.5%	88.2%	77.9%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、经营能力：整体 RevPAR 同比下降，经济型酒店入住率下滑明显

（一）整体：RevPAR 普遍下降 2-4%，主要由于 OCC 下降，ADR 整体平稳

2019年各公司RevPar同比普遍下降2-4%，相比2018年的普遍增加3-5%总体回落。

首旅酒店：2019年首旅全部酒店RevPAR下降2.4%，ADR同比增长0.9%，入住率同比下降2.6pct。如果以开业满18个月以上的酒店计算，首旅RevPAR下降4.2%，ADR下降1.6%，入住率下降2.2pct。

锦江酒店：2019年锦江中国大陆境内酒店RevPAR下降0.7%，ADR同比增长4.3%，入住率下降3.8 pct。2019年锦江开业满18个月以上全体酒店RevPAR同比下降3.4%，ADR同比增长1.0%，OCC下降3.5pct。

华住：2019年华住全部酒店RevPAR同比增长0.1%，ADR同比增长3.6%，OCC同比下降3.0pct（剔除软品牌RevPar增长0.8%）。如果以开业满18个月以上全体酒店为基础，2019年华住RevPAR同比下降3.1%，ADR同比下降0.3%，OCC同比下降2.5pct。

格林酒店：2019年格林全部酒店RevPAR同比增长1.5%，ADR同比上升3.7%，OCC同比下降1.5pct。

表18：2019年四大酒店经营情况概览

	锦江酒店		首旅酒店		华住		格林酒店	
	整体	同店	整体	同店	整体	同店	整体	同店
RevPAR (元)	157	157	158	157	198	194	137	-
同比	-0.7%	-3.4%	-2.40%	-4.20%	0.1%	-3.1%	1.5%	-
ADR (元)	211	206	200	195	234	224	170	-
同比	4.3%	1.0%	0.90%	-1.60%	3.6%	-0.3%	3.7%	-
OCC	74.7	76.2	79.1	80.5	84.4	87.0	80.9	-
同比	-4.8%	-3.5%	-2.6%	-2.2%	-3.0%	-2.5%	-1.5%	-

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表19: 2019年四大酒店经营数据详情

		RevPAR (元)				ADR (元)				OCC		
		首旅酒店	华住	格林酒店	锦江酒店	首旅酒店	华住	格林酒店	锦江酒店	首旅酒店	华住	格林酒店
中高端	218	256	261		267	351	317		81.7	72.9	82.2	
直营	267	265	317		325	353	374		82.1	75.1	84.9	
加盟	214	251	239		262	350	294		81.6	71.8	81.2	
经济型	116	137	164		160	167	184		72.6	82.4	89.1	
直营	118	125	182		165	158	202		71.6	79.4	90.0	
加盟	115	143	160		158	170	180		72.9	83.8	88.9	
合计	157	157	194	137	206	195	224	170	76.2	80.5	87.0	80.9
直营	148	152	240	140	201	193	276	211	73.7	78.5	87.0	66.1
加盟	159	159	188	137	207	196	224	169	76.7	81.3	83.8	81.1

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表20: 2018-2019年锦江酒店经营数据

2019-开业满 18 个月以上的酒店	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
中端酒店	218.36	-1.1%	267.44	0.8%	81.65	-1.5%
其中: 直营	266.71	-2.4%	324.98	1.4%	82.07	-3.2%
加盟	213.81	-0.8%	261.99	0.9%	81.61	-1.4%
经济型酒店	115.92	-7.8%	159.65	-1.4%	72.61	-5.0%
其中: 直营	117.90	-8.7%	164.76	-2.4%	71.56	-5.0%
加盟	115.36	-7.5%	158.22	-1.1%	72.91	-5.0%
合计	156.93	-3.4%	205.86	1.0%	76.23	-3.5%
其中: 直营	148.47	-6.4%	201.40	-0.6%	73.72	-4.6%
加盟	158.64	-2.9%	206.73	1.3%	76.74	-3.3%
2018-开业满 18 个月以上的酒店	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
中端酒店	229.55	4.5%	267.84	6.5%	85.71	-1.6%
其中: 直营	268.35	3.5%	308.60	6.7%	86.96	-2.7%
加盟	223.86	5.0%	261.75	6.8%	85.52	-1.4%
经济型酒店	125.90	-0.6%	161.63	2.9%	77.90	-2.8%
其中: 直营	128.68	0.6%	168.33	3.8%	76.45	-2.4%
加盟	125.12	-1.0%	159.80	2.7%	78.30	-2.9%
合计	156.00	2.6%	194.61	5.6%	80.16	-2.3%
其中: 直营	155.68	1.8%	198.37	5.0%	78.48	-2.5%
加盟	156.08	2.8%	193.73	5.8%	80.57	-2.3%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表21：2018-2019年首旅酒店经营数据

2019-整体经营数据	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
经济型酒店	137	-4.3%	167	-1.9%	82.3	-2.1%
其中：直营	125	-3.4%	158	-1.9%	79.4	-1.2%
加盟	142	-4.8%	171	-2.0%	83.5	-2.5%
中高端酒店	230	-8.2%	319	-7.9%	72.2	-0.3%
其中：直营	250	-7.6%	337	-5.4%	74.2	-1.8%
加盟	223	-7.9%	312	-8.6%	71.5	0.6%
云酒店	109	-10.2%	165	-3.4%	66.3	-5.0%
其中：加盟	109	-10.2%	165	-3.4%	66.3	-5.0%
小计	158	-2.4%	200	0.9%	79.1	-2.6%
其中：直营	155	-1.3%	199	0.7%	78.1	-1.6%
加盟	160	-2.8%	201	1.0%	79.5	-3.1%
2018-整体经营数据	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
经济型酒店	143	1.9%	170	4.3%	84.0	-1.9%
其中：直营	129	1.3%	160	4.0%	80.7	-2.2%
加盟	149	1.5%	174	3.8%	85.3	-2.0%
中高端酒店	238	-5.0%	308	-1.5%	77.1	-2.8%
其中：直营	255	-3.0%	330	1.3%	77.1	-3.4%
加盟	228	-5.0%	295	-2.3%	77.2	-2.2%
小计	156	4.2%	188	7.4%	83.0	-2.5%
其中：直营	151	5.5%	189	8.9%	80.0	-2.6%
加盟	159	3.7%	188	6.7%	84.3	-2.5%
2019-开业满 18 个月以上的酒店	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
经济型酒店	137	-4.5%	167	-1.9%	82.4	-2.3%
其中：直营	125	-2.6%	158	-1.0%	79.4	-1.3%
加盟	143	-5.2%	170	-2.1%	83.8	-2.7%
中高端酒店	256	-4.0%	351	-1.8%	72.9	-1.6%
其中：直营	265	-5.4%	353	-1.8%	75.1	-2.9%
加盟	251	-3.1%	350	-1.9%	71.8	-0.9%
云酒店	121	-6.5%	171	-1.1%	71.0	-4.1%
其中：加盟	121	-6.5%	171	-1.1%	71.0	-4.1%
小计	157	-4.2%	195	-1.6%	80.5	-2.2%
其中：直营	152	-3.4%	193	-1.5%	78.5	-1.6%
加盟	159	-4.5%	196	-1.6%	81.3	-2.5%
2018-开业满 18 个月以上的酒店	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
经济型酒店	144	2.7%	170	5.2%	84.6	-2.0%
其中：直营	129	1.9%	160	5.7%	80.7	-3.0%
加盟	151	3.0%	175	5.0%	86.4	-1.6%
中高端酒店	277	2.3%	337	3.6%	82.4	-1.0%
其中：直营	279	2.6%	342	3.5%	81.5	-0.8%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

加盟	276	2.1%	330	3.7%	83.4	-1.3%
小计	154	2.8%	183	5.2%	84.5	-2.0%
其中：直营	148	2.3%	183	5.7%	80.8	-2.7%
加盟	157	3.0%	182	4.9%	86.2	-1.6%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表22：2018-2019年华住酒店经营数据

2019-整体经营数据	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
直营	240	1.2%	276	3.6%	87.0	-2.0%
加盟	188	0.8%	224	4.6%	83.8	-3.1%
合计	198	0.1%	234	3.6%	84.4	-3.0%
2018-整体经营数据	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
直营	237	12.3%	267	12.7%	89.0	0.0%
加盟	186	-	214	-	86.9	-
合计	197	9.4%	226	11.3%	87.3	-1.1%
2019-开业满 18 个月以上的酒店	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
中端酒店	261	-3.2%	317	-1.8%	82.2	-1.2%
其中：直营	317	-4.6%	374	-3.0%	84.9	-1.4%
加盟	239	-2.5%	294	-1.2%	81.2	-1.1%
经济型酒店	164	-3.0%	184	0.3%	89.1	-3.1%
其中：直营	182	-0.4%	202	1.7%	90.0	-2.0%
加盟	160	-3.8%	180	-0.2%	88.9	-3.3%
合计	194	-3.1%	224	-0.3%	87.0	-2.5%
2018-开业满 18 个月以上的酒店	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
中端酒店	263	5.2%	314	4.6%	83.6	0.5%
其中：直营	321	4.6%	367	4.8%	87.5	-0.2%
加盟	239	5.5%	291	4.5%	82.0	0.8%
经济型酒店	168	5.6%	184	6.7%	91.6	-1.0%
其中：直营	181	9.3%	197	8.3%	91.4	0.8%
加盟	165	4.5%	180	6.1%	91.6	-1.5%
合计	189	5.5%	211	6.3%	89.8	-0.6%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表23: 2018-2019年格林酒店经营数据

2019-整体经营数据	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
直营	140	0.7%	211	2.9%	66.1	-2.8%
加盟	137	2.2%	169	3.7%	81.1	-1.5%
合计	137	1.5%	170	3.7%	80.9	-1.5%
2018-整体经营数据	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
直营	139	6.1%	205	10.2%	68.0	-3.3%
加盟	134	3.9%	163	4.5%	82.3	-0.7%
合计	135	3.8%	164	4.5%	82.1	-0.6%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二)分档次: 锦江酒店、华住、首旅酒店经济型酒店 RevPAR 均回落, 其中入住率下滑明显

2019年锦江酒店、华住、首旅酒店经济型酒店RevPAR平均下降5.1%, 降幅远超中高端酒店的-2.8%。经济型酒店RevPAR大幅下滑主要因为OCC下滑显著。锦江酒店经济型酒店OCC下降5pct, 首旅酒店经济型酒店OCC下降2.3pct, 华住经济型酒店OCC下降3.1pct, 降幅均大于同集团下的中高端酒店。

锦江酒店: 经济型酒店RevPAR下滑明显。2019年锦江开业满18个月以上的经济型酒店RevPAR同比下滑7.8%, 中端酒店同比下滑1.1%。经济型酒店RevPAR的下降主要因为OCC同比下降5pct, 中端酒店OCC同样存在1.5pct的降幅。

华住酒店: 中高端、经济型酒店RevPAR均同比下降3%。2019年华住中高端酒店RevPAR同比下降3.2%, ADR同比-1.8%, OCC同比-1.2pct; 经济型酒店RevPAR同比下降3.0%, 主要因为OCC同比下降3.1pct。

首旅酒店: 云酒店RevPAR下滑显著。2019年首旅开业满18个月以上的中高端酒店RevPAR同比下滑4.0%, ADR下滑1.8%, OCC下滑1.6pct; 经济型酒店RevPAR同比下滑4.5%, ADR下滑1.9%, OCC下滑2.3pct; 云酒店RevPAR同比下滑6.5%, ADR下滑1.1%, OCC下滑4.1pct。首旅三个酒店分类的RevPAR均出现4%以上的同比下降, 而云酒店下滑最显著主要原因在于OCC的大幅下降。

表24: 2018-2019年锦江酒店、首旅酒店、华住经营数据（分档次）

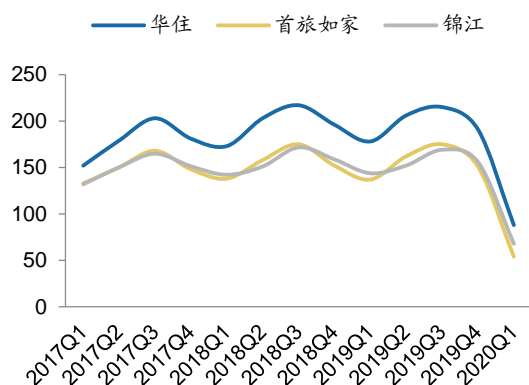
锦江酒店-开业满 18 个月以上的酒店经营数据							
年份	档次	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
2019	中端酒店	218	-1.1%	267	0.8%	81.7	-1.5%
	经济型酒店	116	-7.8%	160	-1.4%	72.6	-5.0%
2018	中端酒店	230	4.5%	268	6.5%	85.7	-1.6%
	经济型酒店	126	-0.6%	162	2.9%	77.9	-2.8%
首旅酒店-开业满 18 个月以上的酒店经营数据							
年份	档次	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
2019	中高端酒店	256	-4.0%	351	-1.8%	72.9	-1.6%
	经济型酒店	137	-4.5%	167	-1.9%	82.4	-2.3%
	云酒店	121	-6.5%	171	-1.1%	71.0	-4.1%
2018	中高端酒店	277	2.3%	337	3.6%	82.4	-1.0%
	经济型酒店	144	2.7%	170	5.2%	84.6	-2.0%
华住酒店-开业满 18 个月以上的酒店经营数据							
年份	档次	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
2019	中端酒店	261	-3.2%	317	-1.8%	82.2	-1.2%
	经济型酒店	164	-3.0%	184	0.3%	89.1	-3.1%
2018	中端酒店	263	5.2%	314	4.6%	83.6	0.5%
	经济型酒店	168	5.6%	184	6.7%	91.6	-1.0%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

受到疫情影响，一季度酒店行业经营情况整体压力较大。2020Q1锦江酒店、首旅酒店、华住RevPAR分别为68元、54元和75元，同比分别下降52.8%、61.7%和58.1%（锦江酒店、华住剔除临时关闭门店后同比分别下降38.8%和50.5%）。锦江酒店、首旅酒店、华住Q1 ADR同比分别下降2.1%、-14.1%和-14.6%；OCC同比分别下降36.5pct、41.7pct、41.0pct。

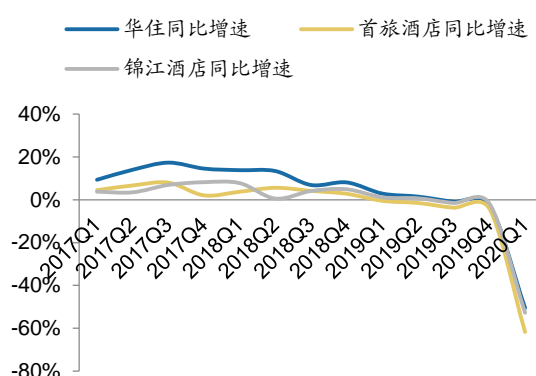
三大酒店集团经济型酒店RevPAR整体表现好于中高端酒店。2020Q1锦江酒店、首旅酒店、华住经济型酒店RevPAR同比分别下降45.69%、62.3%、50.6%；中高端酒店同比分别下降50.05%、65.5%、56.2%。

图17: 锦江酒店、首旅酒店、华住RevPAR对比



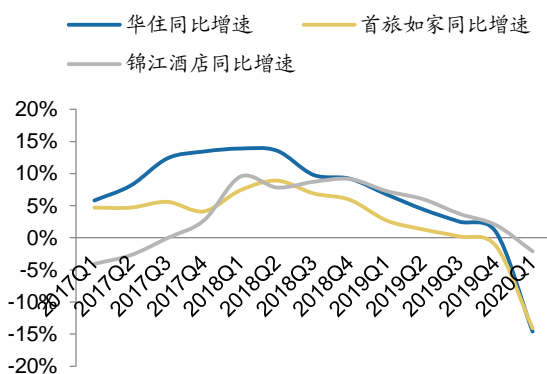
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图18: 锦江酒店、首旅酒店、华住RevPAR增速



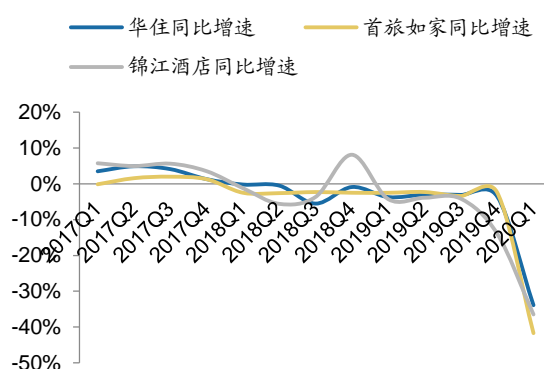
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图19: 锦江酒店、首旅酒店、华住ADR同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图20: 锦江酒店、首旅酒店、华住OCC同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

锦江酒店: 境内酒店Q1 RevPAR、ADR、OCC分别为67.9元、199.6元、34.04%，同比分别-52.75%、-2.11%、-36.48pct。其中经济型和中端酒店RevPAR同比分别下降57.6%和52.9%，入住率分别为29.9%和38.1%，同比分别下降38.3pct 和35.5pct，中端酒店入住率较好对中端酒店整体表现有所支撑。中端酒店和经济型酒店平均房价同比分别下降9.0%和3.2%。从境外酒店情况来看，Q1卢浮酒店营收8978万欧元，同比下降21.4%，亏损906万欧元。RevPAR同比下降14.5%，剔除受疫情影响停业酒店，境外酒店RevPAR同比下降5.47%。考虑到海外疫情影响，预计Q2境外酒店经营业绩会进一步承压。从同店情况来看，剔除因疫情影响停业酒店后Q1同店RevPAR、ADR、OCC同比分别下降48.3%、3.79%和33.96pct。经济型酒店RevPAR、ADR、OCC同比分别下降45.69%、0.23%和31.63pct，中端酒店RevPAR、ADR、OCC同比分别下降50.05%、5.74%、36.59pct。中端酒店房价下滑较大影响同店RevPAR表现。

首旅酒店: 2020年Q1首旅如家经济型、中高端、云酒店RevPAR同比分别下降61.5%、65.5%和58.4%，经济型和云酒店表现相对较好，中高端酒店RevPAR降幅更大，主要是受疫情影响中高端平均房价下降空间更大。以及房价下调和特殊时期消费者对

酒店品质要求提高的因素下中高端酒店入住率表现更好。一季度经济型、中高端、云酒店ADR同比分别下降13.8%、25.0%、10.9%，入住率同比分别下降43.6pct、34.9pct、33.5pct。从同店经营情况来看，全部酒店同店RevPAR/ADR/OCC同比分别下降63.1%、16.1%和43.2pct。经济型、中高端、云酒店RevPAR同比分别下降62.3%、65.5%、56.8%。

华住酒店：2020年Q1华住直营、加盟酒店RevPAR同比下降61%、57%，加盟酒店表现相对较好，房价和入住率降幅小于直营酒店。从同店经营情况来看，同店RevPAR/ADR/OCC同比下降52.8%、17.9%和35.5pct。经济型、中高端RevPAR同比分别下降50.6%、56.2%，经济型酒店表现较好因为其房价受疫情冲击较小。

表25：锦江酒店、首旅酒店和华住Q1分档次酒店经营数据对比（华住采用包括临时关店酒店口径）

项目	Revpar (元)		ADR (元)		OCC	
	2020Q1	同比	2020Q1	同比	2020Q1	同比增减百分点
首旅酒店						
经济型酒店	49.0	-61.5%	138.0	-13.8%	35.30%	-43.6
中高端酒店	70.0	-65.5%	237.0	-25.0%	29.60%	-34.9
云酒店	42.0	-58.4%	144.0	-10.9%	29.30%	-33.5
整体	54.0	-61.7%	162.0	-14.1%	33.50%	-41.7
锦江酒店						
经济型酒店	45.1	-57.6%	151.0	-3.2%	29.85	-38.3
中端酒店	90.1	-52.9%	236.5	-9.0%	38.1	-35.5
整体	67.9	-52.8%	199.6	-2.1%	34.04	-36.5
华住						
整体	75.0	-58.1%	189.0	-14.6%	39.6	-41.0

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表26：2020年一季度锦江酒店经营数据

中国大陆境内	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
中端酒店	90.1	-53%	236.47	-9%	38.1%	-48%
经济型酒店	45.06	-58%	150.97	-3%	29.9%	-56%
合计	67.94	-53%	199.59	-2%	34.0%	-52%
中国大陆境外	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
中端酒店	33.34	-5%	64.62	1%	51.6%	-5%
经济型酒店	25.55	-19%	51.75	0%	49.4%	-19%
合计	27.81	-15%	55.6	1%	50.0%	-15%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表27：2020年一季度首旅酒店经营数据

全部酒店	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
经济型酒店	49	-62%	138	-14%	35.3%	-44%
直营	45	-61%	131	-13%	34.4%	-42%
加盟	50	-62%	141	-14%	35.7%	-45%
中高端酒店	70	-66%	237	-25%	29.6%	-35%
直营	75	-66%	250	-24%	30.0%	-38%
加盟	69	-65%	232	-25%	29.5%	-34%
云酒店	42	-58%	144	-11%	29.3%	-34%
加盟	42	-58%	144	-11%	29.3%	-34%
小计	54	-62%	162	-14%	33.5%	-42%
直营	53	-62%	159	-15%	33.3%	-41%
加盟	55	-62%	163	-14%	33.6%	-42%
成熟酒店	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
经济型酒店	49	-62%	138	-14%	35.4%	-45%
直营	46	-61%	131	-13%	34.9%	-42%
加盟	50	-63%	140	-15%	35.7%	-46%
中高端酒店	74	-66%	260	-20%	28.5%	-38%
直营	80	-65%	257	-23%	31.3%	-38%
加盟	71	-66%	262	-18%	27.1%	-38%
云酒店	47	-57%	149	-9%	31.1%	-35%
加盟	47	-57%	149	-9%	31.1%	-35%
小计	54	-63%	159	-16%	33.9%	-43%
直营	53	-62%	157	-17%	34.1%	-41%
加盟	54	-63%	159	-16%	33.8%	-44%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表28：2020一季度华住预披露经营数据

全部酒店	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
直营酒店	85	-61%	211	-18%	40.3%	-43%
加盟酒店	73	-57%	184	-13%	39.4%	-40%
合计	75	-58%	189	-15%	39.6%	-41%
正在营业酒店	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
直营酒店	92	-57%	211	-18%	43.8%	-40%
加盟酒店	87	-48%	184	-13%	47.4%	-33%
合计	88	-51%	189	-15%	46.7%	-34%
成熟酒店	RevPAR (元)	同比	ADR (元)	同比	OCC	同比
经济型	76	-51%	150	-16%	50.9%	-35%
直营	78	-55%	160	-19%	48.5%	-39%
加盟	76	-49%	147	-15%	51.6%	-34%
中高端	108	-56%	259	-19%	41.7%	-36%
直营	112	-63%	291	-23%	38.3%	-41%
加盟	107	-53%	248	-17%	43.0%	-34%
合计	87	-53%	180	-18%	48.0%	-36%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

四、行业观点：行业持续恢复，龙头优势持续凸显

2019年在RevPar大幅下行的背景下，各公司盈利维持相对稳健，再次证明龙头公司依靠加盟业务的扩张及效率提升带来的成本费用下降，将低于行业经营下行带来的负面影响。2020年1季度，酒店行业收入普遍下降幅度达到50%。

2季度以来酒店行业逐步恢复，从3月末整体约30%的出租率回升至五一约45-50%的水平，其中经济型和中端酒店恢复更为明显，估算实际达到65-70%的水平。我们认为，预计2季度各酒店公司经营压力将有缓解。

中长期看，如我们过去八篇酒店系列报告中持续提到的观点，国内酒店行业连锁化率和集中度提升空间较大，特别是今年受疫情影响，部分单体酒店经营压力凸显，有望加速连锁化率、品牌提升的进程，而各大集团仍将维持较高的开店速度，为中长期的增长奠定基础。继续看好A股锦江酒店、首旅酒店以及美股的华住。

五、风险提示

- (一) 疫情影响超过预期，对宏观经济负面影响加大
- (二) 龙头开店速度不及预期
- (三) 人工、租金等成本上升

广发社会服务行业研究小组

沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名。

安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名。

张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名。

康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名（团队）。

高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心，2019 年新财富批零和社会服务业第四名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfhzyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。