



## 中国酒店行业：市场整合中的差异化布局

超配

首次覆盖

尽管短期内，中国酒店业面临着高基数、消费理性化以及恶劣天气影响的冲击，但长期来看随着消费者境内游热情高涨以及差旅需求恢复，中国酒店市场有望持续恢复。我们基于两极化的下沉市场连锁化率提升和结构升级的市场整合趋势，认为酒店品牌的品牌力、会员粘性和轻资产运营能力是评价酒店集团的主要标准。我们首次覆盖中国酒店行业，给予“超配”评级。首次覆盖给予亚朵集团 (ATAT.US)、华住集团 (1179.HK/HTHT.US) “买入”评级，给予锦江酒店 (600754.CH) 和首旅酒店 (600258.CH) “持有”评级。

桑若楠, CFA (消费分析师)  
serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

林闻嘉 (首席消费分析师)  
richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433



欢迎关注  
浦银国际研究

# 目录

<b>中国酒店行业：市场整合中的差异化布局</b> .....	<b>4</b>
酒店行业发展阶段及市场恢复情况 .....	6
酒店企业的顺势与差异化能力 .....	10
酒店行业覆盖梳理 .....	29
估值与目标价 .....	31
投资风险 .....	33
<b>亚朵集团 (ATAT.US)：立足中高端酒店市场，以零售驱动第二增长曲线</b> .....	<b>34</b>
中高端为本，上下延伸 .....	36
精雕细琢客户体验，塑造独特品牌力 .....	39
零售业务打造亚朵生态圈 .....	45
优秀单店模型助力门店扩张 .....	47
盈利预测 .....	49
目标价与估值 .....	54
投资风险 .....	54
<b>SPDBI 乐观与悲观情景假设</b> .....	<b>55</b>
公司背景 .....	56
<b>华住集团 (HTHT.US/1179.HK)：渠道下沉和品牌升级并重的酒店行业领导者</b> .....	<b>63</b>
多元品牌矩阵成就行业领头羊 .....	66
品牌升级与渠道下沉并重 .....	71
打通会员系统，提高客户粘性 .....	75
固境内，展海外 .....	76
盈利预测 .....	77
目标价与估值 .....	83
投资风险 .....	83
<b>SPDBI 乐观与悲观情景假设</b> .....	<b>85</b>
公司背景 .....	87
<b>锦江酒店 (600754.CH)：整合+改革有望助力酒店龙头高质量发展</b> .....	<b>93</b>
中国龙头酒店企业打造多元品牌矩阵 .....	95
产品迭代较慢或造成竞争力下降 .....	99
会员体系打通提高会员价值 .....	101
改革有望为集团注入新活力 .....	103

盈利预测 .....	104
目标价与估值 .....	107
投资风险 .....	107
SPDBI 乐观与悲观情景假设.....	109
公司背景 .....	110
<b>首旅酒店（600258.CH）：期待品牌结构及经营质量的持续优化.....</b>	<b>117</b>
酒店龙头的多品牌运作乏力 .....	119
轻管理运营质量仍待提升 .....	122
中高端布局有待优化 .....	124
盈利预测 .....	126
目标价与估值 .....	129
投资风险 .....	129
SPDBI 乐观与悲观情景假设.....	131
公司背景 .....	132



# 中国酒店行业：市场整合中的差异化布局

**人流恢复和文旅活动促行业复苏：**随着疫情防控平稳转段，出行和旅游需求得到释放，2023年国内出行数据回升。酒店行业在2024年上半年受到恶劣天气、消费者预算缩减、酒店价格竞争以及高基数的压力，入住率以及平均房价承压。我们认为在消费回归理性的大趋势下，各地文旅的大力宣传，将带动我国消费者国内旅游热情以及需求提升，叠加日常差旅需求的恢复，仍将带动消费者对酒店的需求逐渐恢复，进而促进酒店行业需求端的恢复。

**市场整合势在必行：**参照美国成熟酒店企业的成长轨迹，并综合考虑中国酒店市场单体酒店占比较高的现状和消费者对住宿更高的要求，我们认为市场整合是中国酒店行业的必经之路。我们认为，中国酒店市场的整合主要通过以下两种方式进行：**(1) 下沉市场连锁化率的提升：**根据中国饭店协会数据，截至2023年末，我国酒店连锁化（41%）远低于发达国家60%的水平，低线城市连锁化率仅为33.4%，下沉市场连锁化率提升空间巨大。在这样的背景下，中国酒店龙头企业需要抢先整合下沉市场中单体酒店现有空间，提高自身市占率；**(2) 酒店结构升级深化：**在中国消费者可支配收入增加和生活质量要求提升的共同驱动下，为了满足消费者进阶的需求并增加自身收入，中国酒店集团将拓展中端及中高端酒店作为近年来酒店结构转型的重点项目，推动酒店行业的结构化升级。

**当下酒店集团竞争力的多种体现：**在市场整合的大背景下，除了顺应大趋势的整合能力外，酒店集团所修炼的“内功”是公司运营能力的体现。

**(1) 品牌力构筑竞争力：**我们认为具有明确品牌定位、知名度高、拥有多元化品牌矩阵以及市场覆盖的品牌所拥有的品牌竞争力相对更高；**(2) 会员粘度高：**利用会员体系，公司将酒店住宿的消费场景延伸至消费者日常生活，利用福利、折扣等方式提升会员粘性；**(3) 轻资产运作：**我们认为拥有较强的加盟商体系的酒店集团在轻资产运营上的能力更强。酒店集团所修炼的这些内功，无论从复购率的提升、平均每日房价的提升还是减降费用等方面，都有利于酒店集团的运营和发展，是集团竞争力的体现。

**估值与评级：**我们使用EV/EBITDA对酒店企业进行估值；我们给予亚朵集团(ATAT.US)、华住集团(1179.HK/HTHT.US)“买入”评级；给予锦江酒店(600754.CH)和首旅酒店(600258.CH)“持有”评级。

**投资风险：**(1) 休闲旅游和商旅出行需求减少；(2) 市场竞争愈发激烈；(3) 行业中高端化进程慢于预期；(4) 品牌版本迭代出现断层；(5) 市场对中国酒店品牌信赖降低。

桑若楠

消费分析师

serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

林闻嘉

首席消费分析师

richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

2024年7月8日

亚朵集团 (ATAT.US)

买入

目标价 (美元) 22.8  
潜在升幅/降幅 +21.3%  
目前股价 (美元) 18.8

华住集团 (1179.HK)

买入

目标价 (港元) 31.2  
潜在升幅/降幅 +19.1%  
目前股价 (港元) 26.2

华住集团 (HTHT.US)

买入

目标价 (美元) 40.5  
潜在升幅/降幅 +21.1%  
目前股价 (美元) 33.5

锦江酒店 (600754.CH)

持有

目标价 (人民币) 26.8  
潜在升幅/降幅 +14.5%  
目前股价 (人民币) 23.4

首旅酒店 (600258.CH)

持有

目标价 (人民币) 14.0  
潜在升幅/降幅 10.2%  
目前股价 (人民币) 12.7

注：目前股价截至2024年7月3日

资料来源：Bloomberg, 浦银国际

# 中国酒店行业：市场整合中的 差异化布局

酒店，这一提供住宿、餐饮场所的商业模式具有悠久的历史。从古代的驿站到现代的连锁酒店行业，我国的酒店行业经历了多次经营形态和模式的变迁。

我国当下的酒店业按经营模式分为连锁酒店和单体酒店，并可根据价格带分为经济型、中端、中高端、以及高端酒店。同时，也可根据出行类型将酒店分为休闲、商旅和度假酒店。

图表 1：中国各价格带酒店品牌示例



资料来源：浦银国际整理

酒店行业内细化的价格带和需求都是为了满足消费者愈发精细化的酒店居住需求。同时，中国的酒店集团为了扩大消费者触达，在各个价格带设置了多个酒店品牌。

# 酒店行业发展阶段及市场恢复情况

## 酒店市场供给端：

现在我们更熟悉的酒店管理模式是西式酒店经营模式，这一经营模式在 20 世纪初才引入我国。在当时，主要是以单体酒店的模式在上海等城市发展。

改革开放后，我国酒店行业进入高速发展期。在这期间，国际连锁酒店品牌陆续进入中国，国内品牌也通过借鉴国外品牌的经营模式快速建立起自有连锁酒店品牌以及酒店管理公司。中国消费者熟知的锦江酒店、建国酒店、友谊宾馆等也正是在这个时间段建设完成的。

图表 2：20 世纪初建立的上海花园饭店



资料来源：上海花园饭店官网、浦银国际

图表 3：改革开放后建立的北京建国饭店



资料来源：建国饭店官网、浦银国际

进入 21 世纪，消费者可支配收入的增长以及人口更加频繁的流动，都促使中国酒店业市场规模再度扩张，且酒店业的经营模式变得更加丰富。为了满足大规模的人口流动带来的需求，并配合主流人群的消费能力，经济型连锁酒店（例如：如家、汉庭、锦江之星等）应运而生。

在 2010 年后，根据消费者出行目的的差异化、消费水平的不同以及对住宿环境的各类需求，酒店市场中的细化赛道更加丰富，包括度假商旅、等级不同的酒店、民宿和主题酒店等特色设施。

随着酒店市场设施增多带动市场愈发饱和，中国酒店集团的扩张思路由以往的建立直营酒店，转向通过收购、加盟的方式丰富品牌矩阵和拓展酒店规模，带动酒店集团在业内的竞争力和市场占有率的提升。

图表 4：中国各酒店集团的收购史

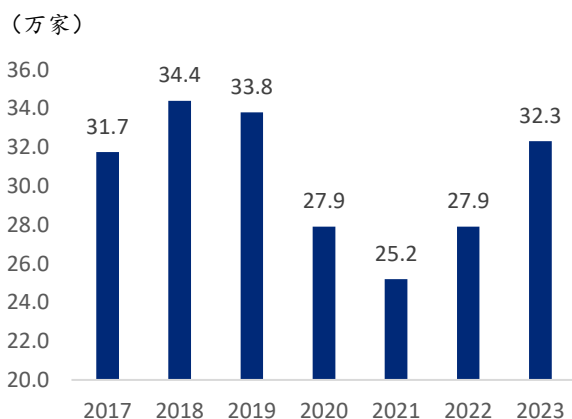
收购酒店集团	时间	被收购酒店
锦江酒店	2011 年	山西金广快捷酒店
	2013 年	时尚旅 (后翻牌为锦江都城酒店)
	2013 年	城市客栈
	2014 年	卢浮集团 (法国)
	2015 年	波涛集团 (81%股权)
首旅	2015 年	维也纳酒店
	2015 年	首旅南苑
	2016 年	如家
	2023 年	诺金、安麓酒店
华住集团	2013 年	星程酒店
	2015 年	中州快捷酒店 (85%股权)
	2017 年	桔子水晶酒店集团
	2018 年	花间堂 (71.2%股份)
	2019 年	德意志酒店

资料来源：浦银国际整理

根据中国饭店协会数据，截至 2023 年底，中国内地的酒店共 32.3 万家，拥有近 1,650 万间客房。从趋势上看，中国酒店行业的客房数量在经历了多年的大幅扩张之后，在 2020 年疫情和出行人数下降的冲击下，小型酒店出清、停止运营，造成中国酒店设施数量的从 2019 年的 33.8 万家下降至 2021 年的 25.2 万家。

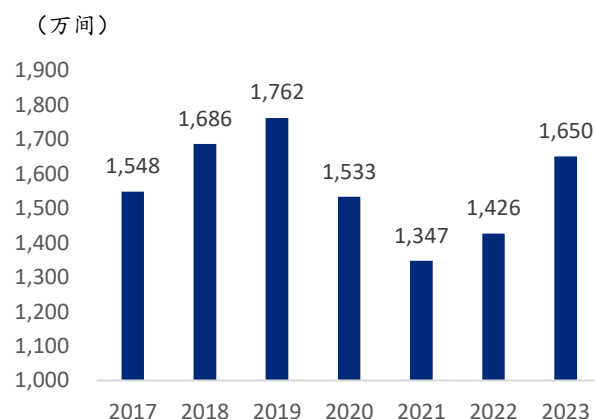
进入 2023 年，中国酒店集团连锁化步伐加速、出行人数恢复增长，带动中国酒店行业的设施数量再次进入快速增长区间，但仍未恢复至疫情前水平。

图表 5：中国酒店设施数量



资料来源：中国饭店协会、浦银国际

图表 6：中国酒店客房数量

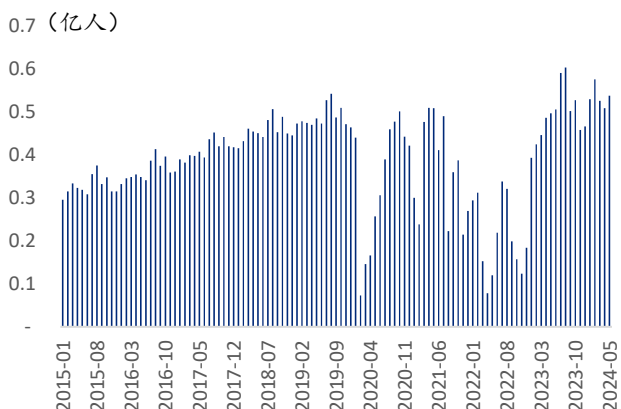


资料来源：中国饭店协会、浦银国际

## 酒店市场需求端：

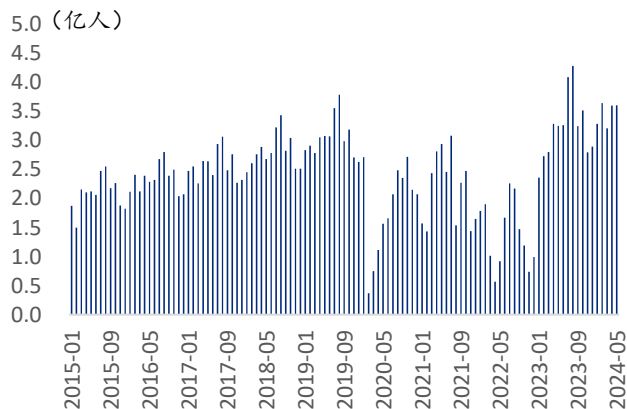
疫情期间人们的出行和旅游需求被大大抑制。不论是民航、铁路出行数据，还是酒店的入住率均大幅下降。在疫情防控平稳转段后，出行和旅游需求得到释放，2023年国内出行数据终于回升。截至2024年5月，当月的国内航线的民航客运量以及铁路客运量分别恢复至2019年的111%以及117%。

图表 7：中国国内航线民航客运量



注：截至2024年5月。资料来源：Wind、浦银国际

图表 8：中国铁路客运量

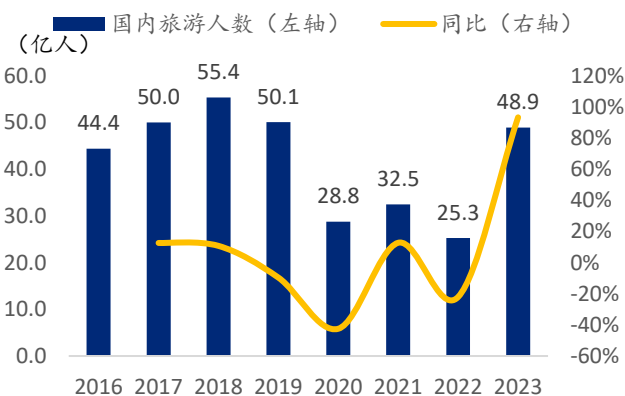


注：截至2024年5月。资料来源：Wind、浦银国际

文旅宣传加码促进境内游热情高涨。从2023年夏天的淄博烧烤，到冬天的哈尔滨，再到2024年多地文旅百花齐放，各地文旅宣传的当地景点、文化以及美食频频成为互联网热门话题，是我国境内游恢复的催化剂，都有力带动着中国境内游的复苏和旅游人口的流动。

根据文化和旅游部统计，2023年中国国内游共48.9亿人次，同比增长93.3%，已恢复至2019年的80%以上，旅游业迅速恢复。

图表 9：国内旅游人数



资料来源：Wind、浦银国际

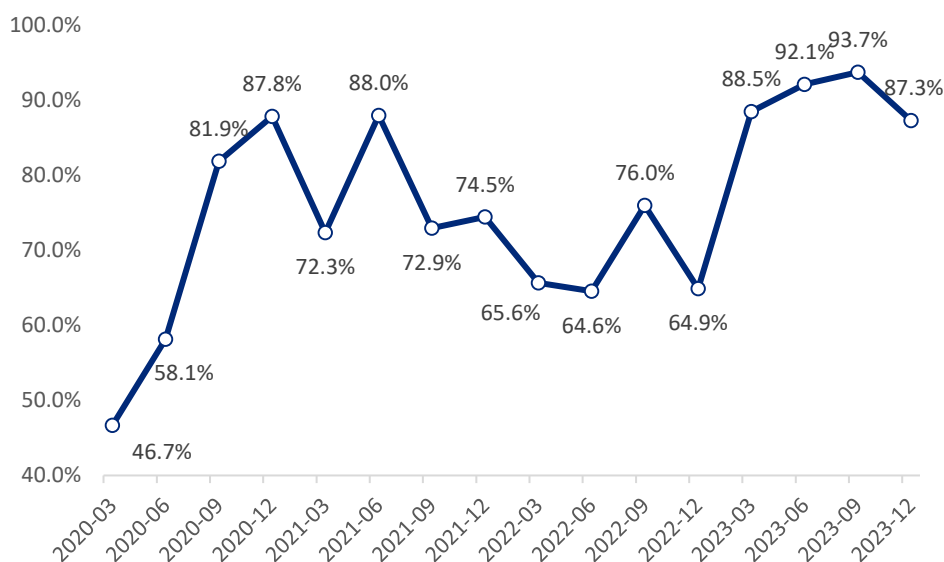
图表 10：各地文旅宣传汇总



资料来源：抖音、微博、浦银国际

与出行和旅游数据相匹配的是，酒店住宿需求以及入住率的回升。根据文旅部数据，2023 年酒店平均出租率就已经恢复到 2019 年的 90%左右。同时，在中高端转型以及供给端尚未完全恢复的驱动下，大型酒店集团 ADR 恢复到超疫情前水平，带动 RevPAR 的快速恢复。

图表 11：中国星级酒店平均出租率



资料来源：Wind，浦银国际

根据中国文旅部数据，尽管 2024 年五一假期期间旅游人数已恢复至 2019 年的 128%，但是人均旅游支出却仅达到同期的 88.5%，主要是由于消费者消费意愿下降和以下沉市场为目的地的旅行安排所致。

我们认为短期内，2024 年上半年的恶劣天气、消费者预算缩减、酒店价格竞争叠加去年的高基数，都会对酒店行业的入住率以及平均房价产生一定的负面影响。

但长期来看，我们有理由认为在各地文旅宣传的助力下，我国消费者国内旅游热情以及需求有望继续提升，这将带动消费者对酒店需求的提升，进而促使酒店行业需求端的恢复。

# 酒店企业的顺势与差异化能力

在当下的酒店发展阶段，已有不少中国酒店企业成长为规模较大的酒店集团。我们认为在中国酒店集团的发展过程中，顺应市场趋势而制定的发展策略以及注重不同维度的企业运营能力，是企业具备长期竞争力的根本。

下文中，我们将从酒店企业的市场整合能力、品牌力、会员粘性以及轻资产运营效率四个维度来探讨这些能力如何提升酒店企业的竞争力。

## ● 市场整合势在必行

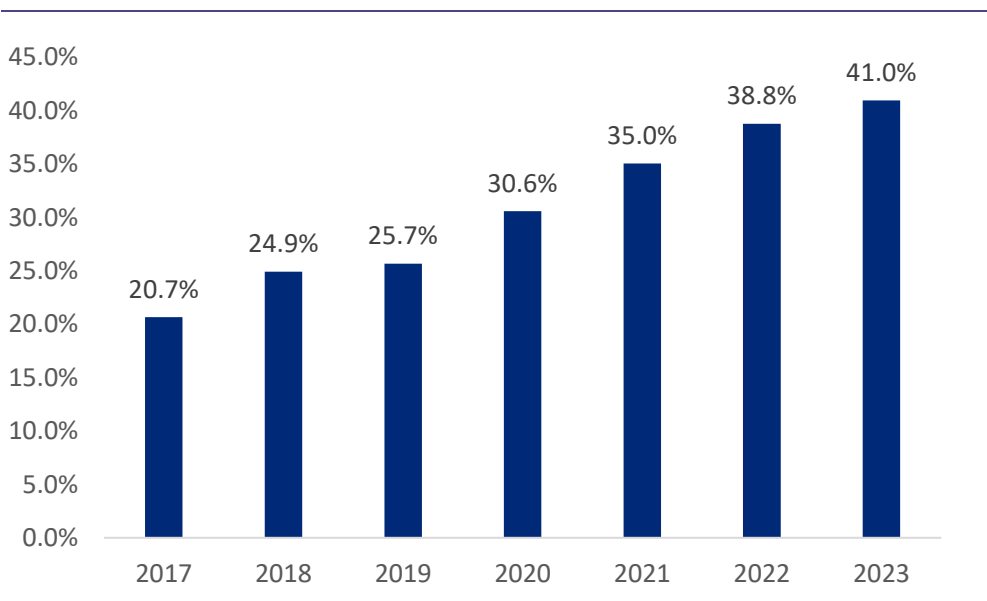
参照美国成熟酒店企业的成长轨迹，并综合考虑我国单体酒店占比较高的现状以及消费者对酒店品牌、服务标准更高的需求，中国酒店业利用加盟模式进行整合或是行业发展的必经之路。这主要是由于：

- (1) 在单体酒店的快速扩张之下，中国住宿业市场愈加拥挤；
- (2) 疫情期间，中小型酒店抵抗风险能力较弱，造成了大量的出清，也促使中国酒店集团加快了市场整合的步伐，以加盟的方式拓展品牌规模；
- (3) 以加盟开展轻资产模式扩张，以较小的资金撬动更大的收入规模。

## 下沉市场连锁化提升带动整合加速

根据中国饭店协会数据，截至 2023 年末，我国连锁酒店客房数为 676 万间，连锁化率仅为 41%，远低于发达国家 60% 的酒店连锁化率。

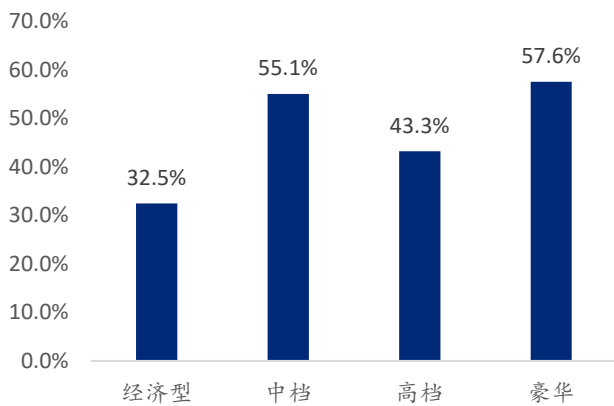
图表 12：中国酒店连锁化率



资料来源：中国饭店协会，浦银国际

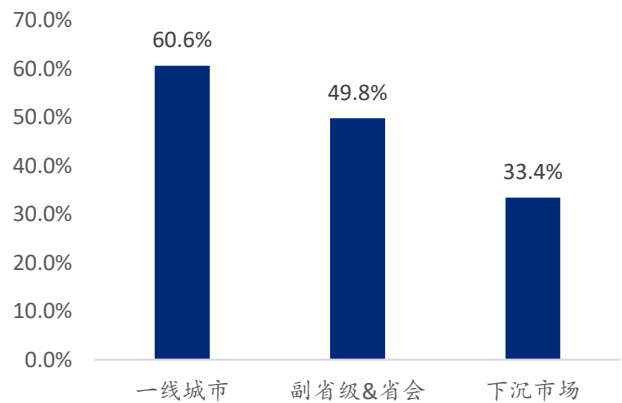
截至 2023 年，从细分赛道来看，经济型酒店因开店成本和规范化经营的需求较低，在各个酒店价格带中连锁化率最低，仅为 32.5%。而从城市级别来看，一线城市的连锁化率高达 60.6%（接近成熟酒店市场水平），而低线城市酒店以单体酒店为主，连锁化率仅为 33.4%。

图表 13：中国各类酒店的连锁化率，2023



资料来源：中国饭店协会、浦银国际

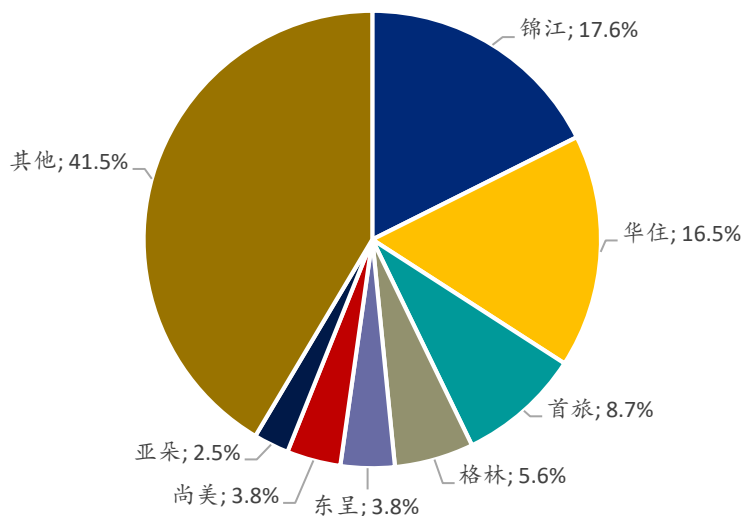
图表 14：中国酒店业在各级别城市的连锁化率，2023



资料来源：中国饭店协会、浦银国际

连锁化率较低也造成了中国酒店行业的集中度相对较低。根据中国旅游饭店业协会数据，按照客房数计算，中国连锁酒店行业前五名的集中度为 52.2%。其中，锦江酒店、华住集团和首旅酒店的市场份额分别为 17.6%、16.5%和 8.7%。

图表 15：中国酒店行业市场份额（按客房数计），2023

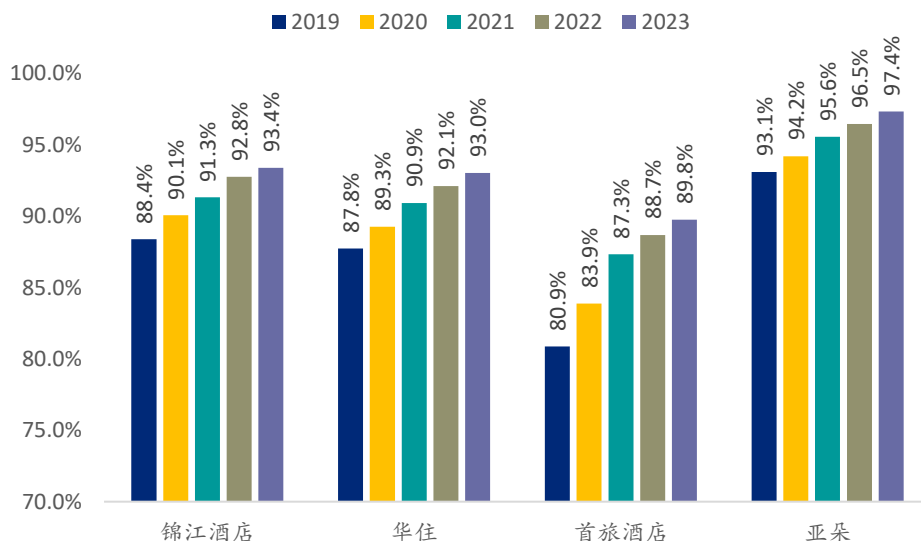


资料来源：中国饭店协会、浦银国际

当下，连锁化率的提升并不是靠酒店品牌自身的单打独斗，而是通过吸纳加盟商带动连锁化率提高的结果。我们认为，通过吸纳加盟商提升连锁化率的优势在于：

- (1) **资金占用比例较小：**相较于新开直营酒店的大额资本支出，加盟模式的扩张利用有限的资金获得酒店的规模效应。对于酒店集团而言，支出仅为平台、劳务派遣以及加盟拓展的费用，而不需要承担与酒店运营相关的（消耗品、租金、人力等）成本；
- (2) **有利于酒店集团利润率的提升：**产品直营和加盟在财务报表上的体现则各有利弊。直营门店的收入全额计入酒店集团的收入，却也需要独自承担租金、人工以及水电等相关成本；加盟模式虽然在收入上仅能收取部分的营业额，却无需承担经营成本，利润率水平更高，并规避了经营不善或大环境下行带来的亏损风险；
- (3) **标准化经营提升消费者复购率：**加盟模式的推广也带动单体酒店或酒店主吸纳酒店集团标准化的服务模式以及设施水准。从消费者的角度来看，在酒店集团标准化经营的背景下，消费者会为减少试错成本，更乐于选择曾经住宿过的酒店品牌再次入住，带动复购率提升。

图表 16：中国酒店集团的加盟门店比例



资料来源：公司数据，浦银国际

此外，正因我国当下酒店连锁化率在低线城市较低，以单体酒店为主，有更多的加盟签约空间，因此我国各酒店集团不约而同地将拓展下沉市场连锁酒店加盟作为中长期战略之一。

此举避免了高线城市连锁酒店过度密集造成的激烈竞争，还可在拥有高速增长潜质的下沉市场抢占先机。

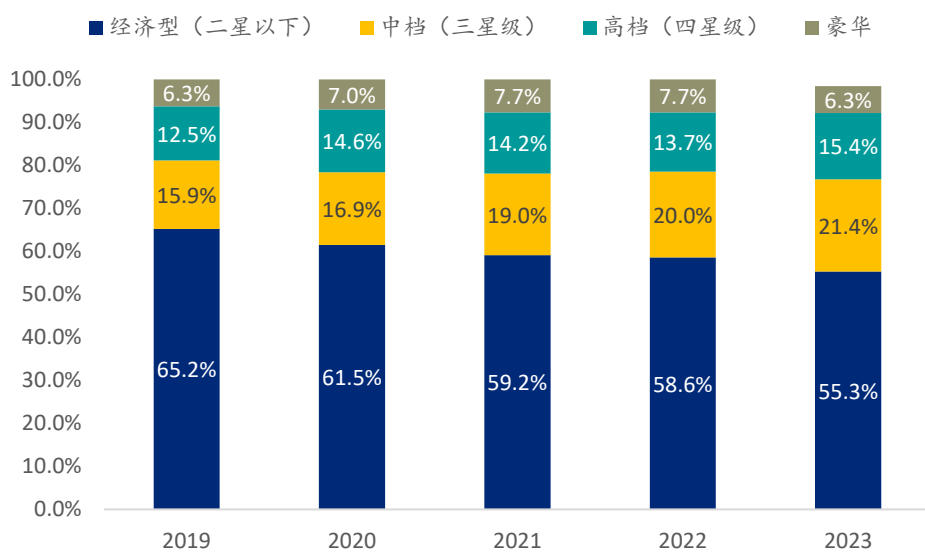
我们认为，参照成熟市场 60% 以上的连锁化率水平，中国酒店行业连锁化率提升的空间仍然巨大，带动行业连锁化整合的步伐。同时，中国酒店行业龙头企业借助集团成熟运作，可抢先整合下沉市场中单体酒店现有空间，驱动集团规模的扩张。借此，酒店集团将进一步提高市场集中度，产生规模效应，在收入规模提升的同时带动利润率的提升。

## 酒店结构升级促进深化整合

我国现在的酒店结构仍以经济型酒店为主，但随着中国居民可支配收入的增长，消费者对居住条件的要求也在不断提升，这就要求酒店集团对自身酒店品牌、设施和服务进行升级。

从中国饭店协会数据来看，中国酒店类型的结构也存在中端酒店与经济型酒店的挤占，经济型酒店的占比逐年下降，而中档酒店的占比连年提升。

图表 17：中国各价格带的酒店客房数量占比



资料来源：中国饭店协会，浦银国际

酒店品牌为了顺应这一消费趋势的变化，主要通过三个方式实现酒店档次的多样化：

- 旧品牌的档次升级和产品更新：**例如，首旅在经济型酒店如家品牌的基础上，增加精选和商旅两个中端酒店品牌；锦江和华住的中端酒店则没有延续其经济型酒店品牌，而是在中端向中高端品牌升级。
- 打造新品牌：**对酒店集团来说，孵化新的酒店品牌相当不易，但是全季就是华住在中端酒店中自己创立并壮大的主力品牌。

(3) **收购酒店品牌补齐矩阵:** 与品牌孵化相比, 收购相对较为成熟的品牌是相对更容易的方式。例如, 锦江旗下的麗枫、维也纳, 华住旗下的桔子酒店等都是以收购的方式纳入麾下。酒店集团利用自身供应链和庞大的会员网络为这些收购品牌提供更成熟的运营模式, 打开更大市场, 互利共赢。

图表 18: 中国酒店集团的经济型至中高端酒店品牌



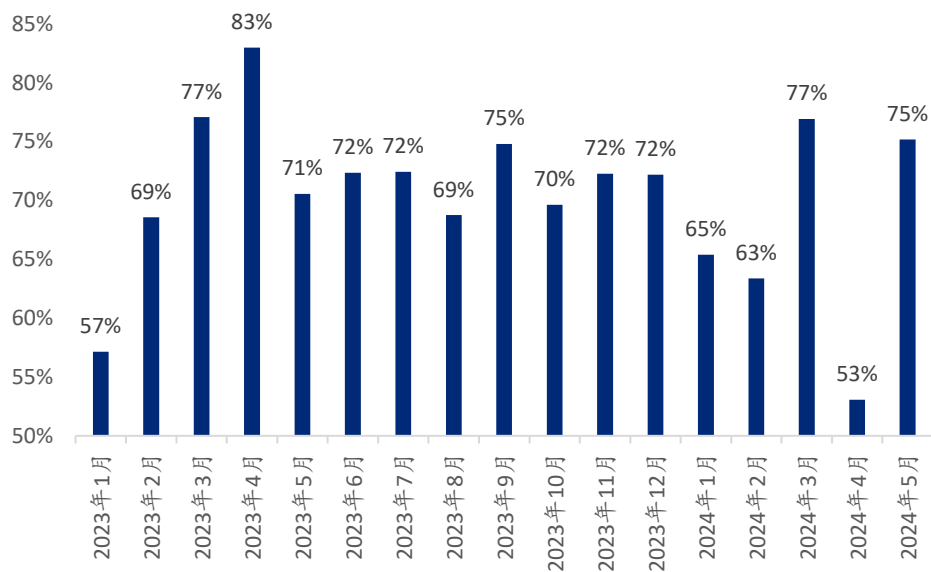
资料来源: 公司数据, 浦银国际

在较弱的经济环境下, 不论是家庭出游还是商务出行的预算都有所减少, 但庞大的中产人口对环境和设施仍有一定的要求, 因此相较于高端酒店来说, 中端和中高端酒店的需求仍旧坚挺。

而不同于经济型酒店, 消费者对中档以上酒店的标准要求更高, 这也令中档以上酒店的设立更加依赖成熟的酒店集团的管理体系, 因此加盟率也相对更高 (55%)。

为了满足消费者的需求并增加自身收入, 中国大型酒店集团将拓展中端及中高端酒店作为近年来酒店结构转型的重点项目。根据迈点研究院数据, 截至 2024 年 5 月, 中国 2024 年新签约酒店中, 中端及中高端酒店的签约比例约为 68%。

图表 19：中国酒店集团的中端及中高端酒店占新签约酒店比例



资料来源：迈点研究院，浦银国际

综上，在中国消费者可支配收入增加和生活质量要求提升的共同驱动下，酒店等级的提升是酒店行业结构优化和市场整合的必然趋势。在这一趋势下，酒店集团的中端酒店占比也将逐渐提升，带动平均每日房价和酒店集团整体收入的提升。

## ● 以品牌力构筑酒店集团竞争力

相比其他消费品，消费者在选择连锁酒店时更注重品牌以及酒店标准和服务。这意味着酒店集团打造竞争力最直接和最有效的方式就是建立起具有影响力的品牌。

具体来说，酒店集团通过树立知名品牌效应，打造丰富的品牌矩阵，以及建立庞大的门店规模都让消费者更加认可酒店的能力，提高复购率，带动集团收入的提升。

### 知名品牌效应

消费者在选择酒店时，在同样的地理条件、价格等情况下，一般更倾向于选择具有酒店集团的知名酒店品牌。这主要是由于消费者对品牌的辨识能力提升，更加信赖拥有多年运营经验的酒店集团对旗下酒店住宿设施和配套服务质量的把控。

根据 Brand Finance 所公布的 2023 年全球酒店品牌力前 50 排名，中国酒店品牌中，仅有锦江、全季以及汉庭三个品牌入榜，并分列榜单第 28、43 和 46 位，相较榜单前列的希尔顿、凯悦、假日酒店等老牌酒店品牌仍有较大的差距。

图表 20：2023 年 Brand Finance 酒店品牌力排名

	排名	品牌名	隶属酒店集团
中国品牌	28	锦江	锦江酒店
	43	全季	华住
	46	汉庭	华住
中国酒店集团收购的或签署运营许可的海外品牌	3	希尔顿欢朋 Hampton Inn	锦江酒店
	21	美居 Mercure	华住
	49	宜必思 Ibis	华住

资料来源：Brand Finance，浦银国际

尽管如此，上述酒店品牌在中国消费者中的知名度和品牌力相较其他品牌更高，也受到消费者的青睐。

在品牌效应的带动下，酒店集团通过品牌溢价、复购率的提升以及消费者的推荐等方式，提高收益，减少营销成本，进而提高利润率。

通过我们的调研，我们认为酒店集团打造品牌力，提高品牌辨识度，主要通过以下 3 个方式进行：

## 1. 清晰的品牌定位

不同出行目的和消费水平的消费者所需要的住宿设施以及服务各不相同，酒店品牌明确的定位有利于树立品牌的形象和区分目标客群。

高端度假酒店满足高端人士对居住环境和服务的高需求，酒店周边风景更加怡人，客房更大、服务更客制化。相比高端酒店，经济型酒店所提供的设施以及服务相对有限，但也能满足普通商旅和休闲消费者的基本需求。

图表 21：细分市场酒店设备和服务差异示例

细分市场	经济型酒店	中端商务酒店	高端度假酒店
酒店名	汉庭	亚朵	外滩悦榕庄
价格	358元	764元	2,220元
设施			
房间大小	17平米	23-25平米	60平米
房间设施	1.5米床、书桌、床头柜	1.5米床、床头柜、沙发、书桌、餐台	1.8米床、床头柜沙发、书桌、餐台、浴缸、套房
图片			
服务	洗漱用品 24小时前台服务 行李寄存 叫醒服务 影印服务 早餐（套餐）	洗漱用品 24小时前台服务 行李寄存 叫醒服务 茶包、咖啡、矿泉水 公用洗衣间 洗衣、熨衣服务 健身室 图书馆 礼宾用车服务 管家服务 早餐（自助）	洗漱用品 24小时前台服务 行李寄存 叫醒服务 茶包、咖啡、矿泉水 熨衣设备 洗衣、熨衣服务 自动窗帘 芳香疗法 室内泳池 桑拿&Spa 健身房 酒吧 茶室 餐厅 会议室 接机服务 早餐（自助）

资料来源：携程、各酒店官网，浦银国际

细分酒店市场之间巨大的差异也促使品牌更加专注于自身的细分赛道。例如，汉庭酒店的宣传用语是“14亿国民的远亲与近邻”，强调性价比以及便利性，而同样是华住集团旗下的高端酒店施柏阁则是以“品质会议、优质度假、聚享时光”来打造精致的住宿体验。

图表 22：经济型酒店汉庭宣传标语



资料来源：汉庭官网、浦银国际

图表 23：高端酒店施柏阁宣传定位



资料来源：施柏阁官网、浦银国际

在清晰的品牌定位下，酒店品牌能够在酒店设施和服务方面有针对性地满足目标客群的需求和喜好，避免过度或不适当的服务配置，有利于酒店品牌在各自的细分赛道中获得目标客群的喜爱，有目标性地扩大品牌影响力。

## 2. 独特的服务模式和设施

对于住客来说，超越标准化服务水准的定制化和特色服务是酒店的附加值，能增加酒店记忆点，提高复购率。

以亚朵为例，住前提供的奉茶服务，房中常备的零食和瓶装亚朵茶，住中的烘被服务、自助夜宵和属地早餐，以及住后的“路早”，为住客提供不同于其他酒店的独特贴心服务体验，打造不同于其他中高端酒店的品牌形象。

图表 24：亚朵的烘被服务



资料来源：抖音、浦银国际

图表 25：亚朵夜宵



资料来源：亚朵官微、浦银国际

又例如，瑞吉酒店为所有房间配备管家的特色服务，让消费者无须住在总统套房就可以享受到定制化的酒店服务(比如预定行程、餐厅、收拾行李等)，进一步强调了瑞吉酒店的高端服务水平。

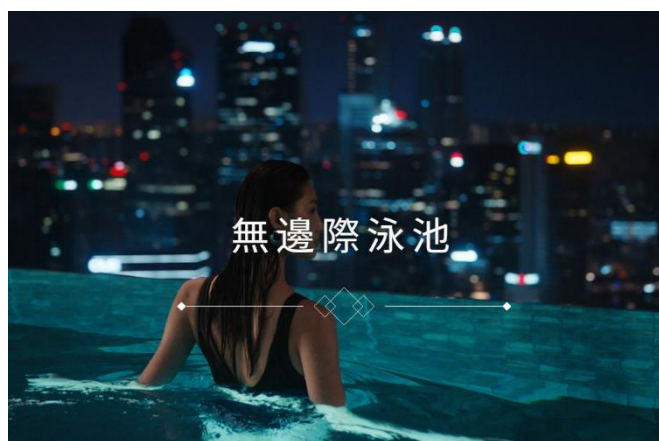
酒店也会利用具有特色的社交娱乐设施、轻酒吧、图书馆等来延伸服务范围。我们也经常看到，酒店酒吧、无边界泳池等设施成为网红打卡地，提高酒店热度，推动入住率和收入的提高。

**图表 26: 瑞吉酒店专属管家服务**



资料来源：深圳瑞吉酒店官微、浦银国际

**图表 27: 新加坡滨海湾金沙酒店无边际泳池**



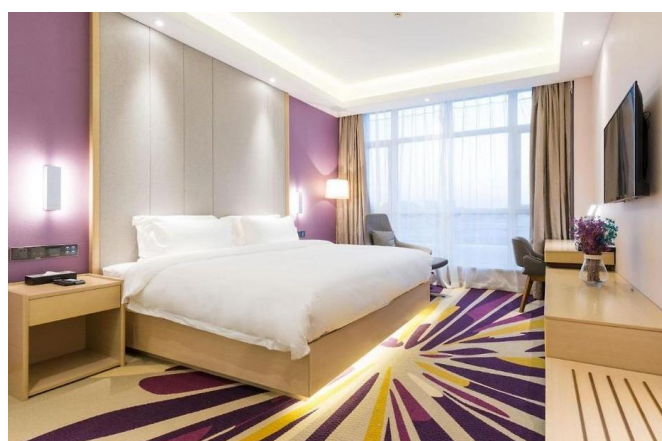
资料来源：酒店官网、浦银国际

人们常说“细节决定成败”，对酒店服务行业更是如此。这些定制的、独特的服务和设施是酒店品牌能够获得消费者印象分、提升品牌力的根本。

### 3. 标准化的硬件设施

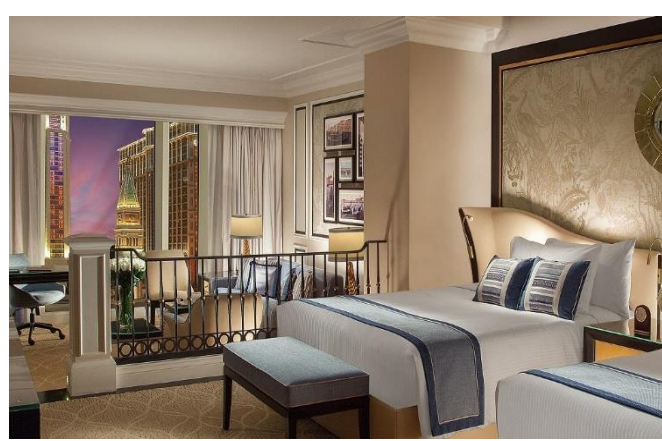
酒店的标准化硬件设施提高了消费者对酒店的印象和认知。这些硬件设施包括：(1) 统一的装修色调，(2) 品牌香薰和 (3) 独特的房间布局。

**图表 28: 麗枫酒店装修中无处不在的紫色元素**



资料来源：麗枫酒店官网、浦银国际

**图表 29: 威尼斯人酒店高低错落的客房布局**



资料来源：威尼斯人酒店官网、浦银国际

酒店品牌通过这些措施加深酒店记忆点，优化住客的入住体验，并可以让消费者在看到或闻到与酒店相同元素时，联想到酒店品牌，增强品牌力。

## 丰富品牌矩阵满足多元需求

相较普通消费品，酒店的单价高、复购率低，对服务品质要求高，这些特性使得酒店集团拥有丰富的品牌更加重要。通过品牌矩阵，酒店集团可以触达不同消费层级、不同需求的消费者，扩大潜在客户群体。

中国大型酒店集团大多也早早开启了自身的酒店品牌矩阵的打造计划，甚至部分旗下酒店品牌数量已超过知名海外连锁酒店集团。

图表 30：各酒店集团旗下品牌矩阵

	锦江	华住	首旅	亚朵	万豪	希尔顿	洲际
客房数（间）	1,190,674	912,444	481,503	137,921	1,597,380	1,182,937	946,203
品牌数	56	31	37	6	27	19	14
奢华型	7	3		1	7	4	6
代表品牌	Royal Tulip	施柏阁大观		A.T. House	丽兹卡尔顿酒店	华尔道夫酒店	洲际酒店
高端	13	7	11	2	11	11	4
代表品牌	丽亭酒店	花间堂	建国饭店	亚朵S	万豪酒店	希尔顿酒店	假日皇冠酒店
中高端	16	9	7	2	8	4	
代表品牌	维也纳酒店	桔子水晶酒店	逸扉酒店	亚朵	万怡酒店	欢朋酒店	
中端	11	5	6	1	1		4
代表品牌	丽枫酒店	全季酒店	如家精选	亚朵轻居酒店	City Express		假日酒店
经济型	9	7	11				
代表品牌	锦江之星	汉庭酒店	如家酒店				

注：数据截至 2023 年末

资料来源：各酒店官网、各公司年报、浦银国际

中国酒店品牌矩阵内品牌众多主要是由于：

- (1) 中国酒店集团多以经济型酒店发家，并仍处于品牌向上的过程中。因此，中高端档次以下酒店明显多于海外知名连锁酒店。
- (2) 中国酒店品牌心智尚未完全建立，因此，酒店集团会利用多个不同主题、服务或体验的子品牌来覆盖更多的目标客群，并尝试在品牌矩阵中孵化出标志性酒店品牌。
- (3) 中国酒店集团仍处于市场整合阶段，因此被收购的酒店品牌或仍处于品牌的可行性研究阶段，在尝试融入集团品牌体系的过程中。
- (4) 由于酒店市场尚未成熟，所以中国酒店集团大多采用多品牌和多价格的矩阵，以低线品牌提升关注度，又以高线品牌拉高低线品牌的调性，实现品牌之间的双赋能，拉动集团收入的提升。

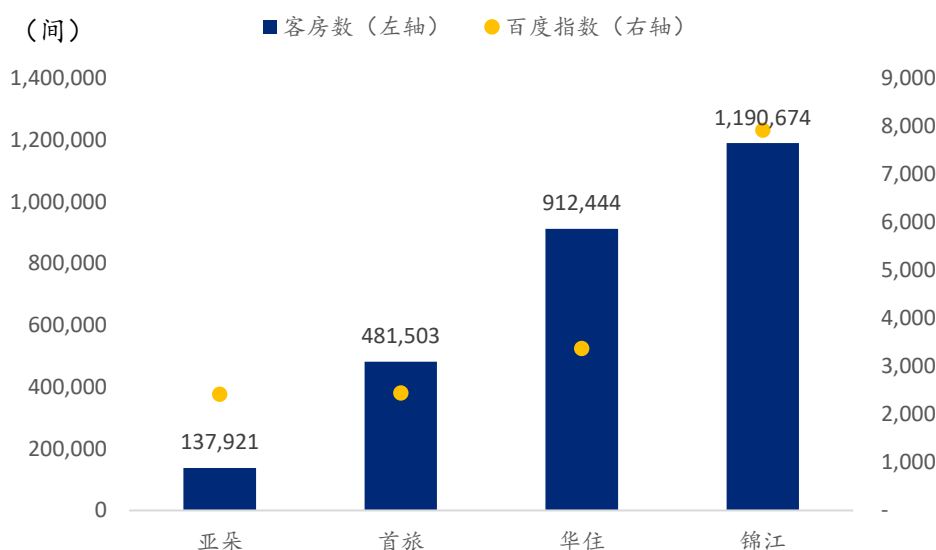
(5) 从高端人士的度假出行到下沉市场的商旅需求，中国消费者需求的跨度较大，因此需要更多的细分赛道子品牌来满足差异化的需求。

综上，我们认为，在市场尚未成熟，绝对品牌力尚未建立，且存在多样化需求的中国酒店市场中，多品牌的品牌矩阵是必须的。我们认为，多价格带的覆盖让酒店集团可以触达更多类型的客群。更重要的是，在各个价格带拥有标志性的酒店品牌，有能力通过提高消费者的复购率进而提高收入。

## 品牌规模效应

覆盖更多地区的酒店设施可以触达更多潜在消费者，可以让消费者在线下或者线上搜索时更容易直观地看到品牌的名字，加深品牌记忆，塑造品牌力。

图表 31：各酒店百度指数和门店数量呈正相关



注：数据截至 2023 年末

资料来源：各公司年报、百度指数、浦银国际

从酒店的层面来看，除了酒店规模的扩张会直接带动收入的提升外，酒店集团品牌之间的相互赋能和协同，可以在增强酒店集团实力的同时进一步促进品牌力的提升：

### (1) 平台资源赋能

酒店集团利用强大的资本能力，为酒店品牌的运营提供科技平台、供应链、服务管理培训等支持，降低采购成本，提高运营效率。

例如，华住在收购了德意志酒店集团后，充分给予德意志酒店旗下品牌在亚太区运营的支持。这些措施包括向德意志酒店集团提供华住中国地区的供应链支持，并将其并入华住会庞大的会员体系。

## (2) 运营经验共享

酒店集团借助旗下成熟的酒店丰富的运营经验可以缩短酒店的爬坡期，并利用成熟品牌为新品牌进行宣传，提高知名度，也可以将两个酒店品牌的优势融会贯通，产生“1+1>2”的效果。

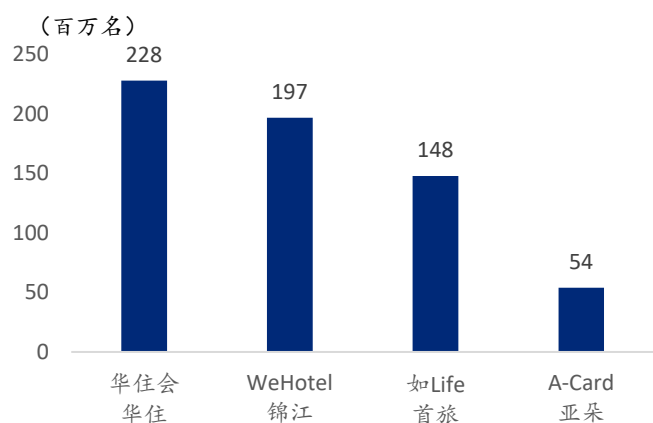
因此，我们认为酒店集团品牌规模的扩张体现了酒店集团的高效运营能力，通过规模效应打造品牌力，并增加集团收入来源。

## ● 搭建高粘度的会员体系

在竞争愈加激烈的酒店市场中，新会员拓展和增加会员粘性成为酒店集团提高复购率以及增加收益的重要方式。在这样的趋势下，各酒店集团纷纷统一旗下品牌原本分散的会员网络，形成集团会员体系，统一运营会员系统和福利。

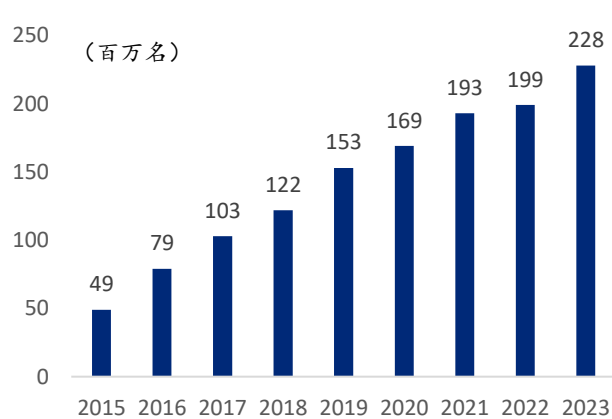
忠实的会员是酒店集团稳定的客源和收益。截至 2023 年末，华住集团的华住会在国内酒店集团中拥有最多会员，会员数超 2 亿。

图表 32: 各酒店集团会员数, 2023



资料来源: 各公司年报、浦银国际

图表 33: 华住会会员数量



资料来源: 公司资料、浦银国际

会员粘性并不是系统建立了就可以实现的。酒店集团通过提供会员专属的福利、权益、优惠来提高会员对品牌的忠实度和复购率:

### 1. 住店会员权益

会员权益通常包括房价优惠、餐饮优惠、延迟退房、客房升级等权益，旨在为入住会员提供更加舒适的入住体验。

## 2. 非住店权益

由于酒店属于高价且低频的消费品，会员住店的机会相对较少，单以住店时才能享受的权益来增强会员粘性较难达成。因此，多家酒店集团也纷纷推出非住店权益，绑定会员不住店时的日常生活。

以锦江酒店会员为例，酒店会员可享受锦江酒店旗下其他产业的会员权益，主要包含高端酒店餐饮折扣、旅游季度优惠券、预制菜月度礼品以及客运折扣等。

又比如君亭酒店与中旅酒店宣布会员系统互通，洲际酒店集团和中免集团实现会员礼遇互通，这些举措也开拓了跨行业和集团的会员体系互通互利的可能性，促进会员规模的增长。

图表 34：锦江酒店会员积分兑换



资料来源：锦江荟微信小程序、浦银国际

图表 35：IHG 集团与中免会员礼遇互通计划



资料来源：公司资料、浦银国际

## 3. 分等级权益

为了激励会员复购，会员体系按照会员等级的高低提供不同的权益。消费者为了得到更多的权益、更深的折扣，会倾向于选择一个酒店集团的酒店，积累间夜次数以及消费金额，以此提高会员等级。

以华住会为例，星会员在订房时可以享受 95 折，退房可延迟至下午 1 点；而更高等级的铂金会员的折扣达到 85 折，退房时间可以延迟到下午 2 点，并可享受双人免费早餐。

图表 36：华住会会员等级及享受权益

内容		星会员	银会员	金会员	铂金会员
积分累积	★ 每1元房费=1积分	-	1.5倍	2倍	2倍
	★ 积分加速额外赠送[1]	-	1倍	1倍	2倍
定级间夜	★1晚入住=1个定级间夜	√	√	√	√
预订权益	房费折扣[2]	95折	92折	88折	85折
	预订保留到	19:00	19:00	20:00	20:00
	APP新店折扣	7折	7折	7折	7折
	官网新店折扣	8折	8折	8折	8折
入住权益	时租	减20元	减20元	减20元	减20元
	延迟退房	13:00	13:00	14:00	14:00
	★ 免费早餐[3]	-	-	单早	双早
	免费wifi	√	√	√	√
	商务区电脑	√	√	√	√
	会员卡储值功能[5]	-	√	√	√
	0秒退房	√	√	√	√

资料来源：华住官网、浦银国际

同时，会员粘性的提升也意味着会有更高比例的会员会在中央系统中直接预订客房，来享受预订折扣。自有平台预订比例的提升可以有效地提升酒店收入，这主要是由于OTA平台（例如携程、飞猪等）预订客房抽成较高（13%-15%），会直接减少酒店收入。

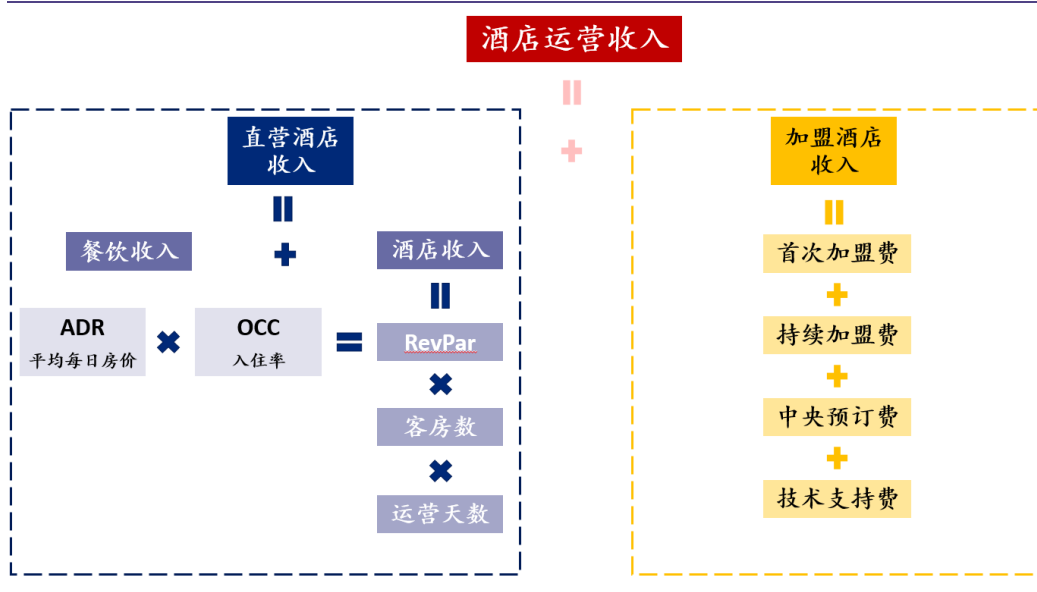
综上，我们认为酒店集团内部会员体系打通，将酒店住宿这一低频次的消费场景延伸至大消费中更高频次的场景，可提升会员粘性，也为集团内部其他板块输送客户资源。会员粘性的提升将带动消费者复购率的提升，减少酒店对OTA平台的依赖。

## ● 轻资产运营带动效率提升

### 运营效率

不论是品牌力提升、不断扩店，还是产品结构化转型，终究是为了提升酒店运营效率，进而提升收益。虽然直营和加盟模式在盈利上各有利弊，但是酒店运营效率的评价标准是一致的。因此，直营或加盟酒店都需要通过提升规模、平均每日房价、入住率来最大程度地提升酒店收入。

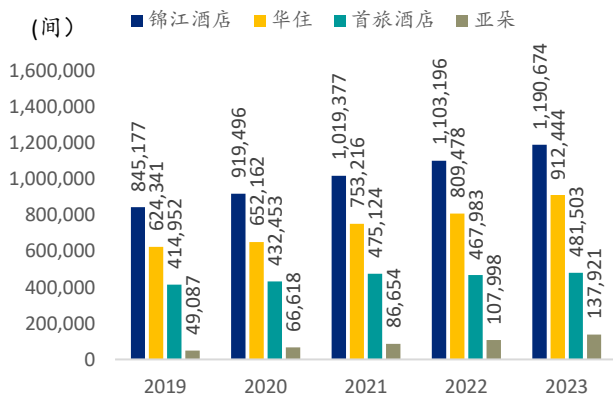
图表 37：酒店集团收入的计算方式



资料来源：浦银国际整理

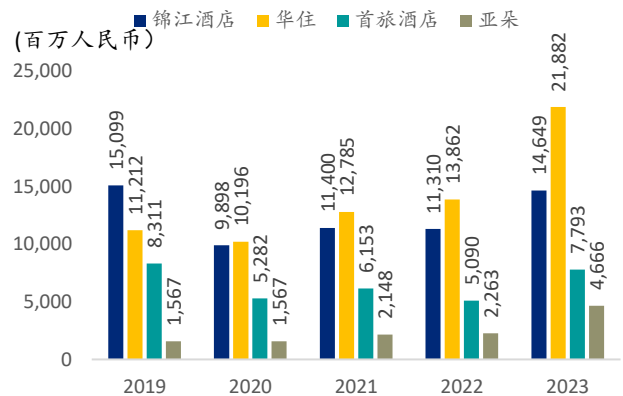
从客房规模上来看，锦江酒店集团在酒店客房数上遥遥领先，但华住的收入在 2020 年反超锦江酒店成为收入规模最大的中国酒店集团。

图表 38：中国酒店集团客房数



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 39：中国酒店集团收入规模

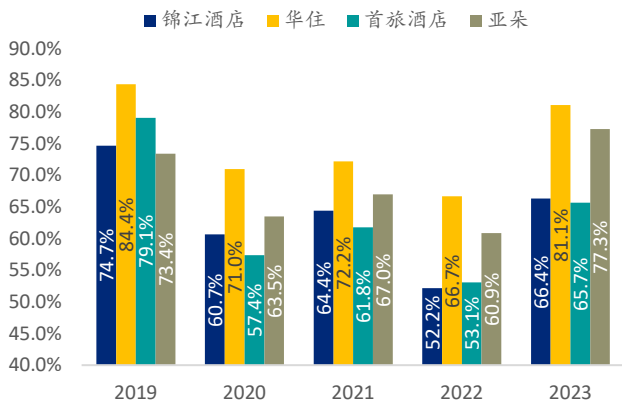


资料来源：公司数据、浦银国际

这主要是由于华住集团在中高端酒店上的布局好于锦江酒店，华住的每日平均房价相对更高。

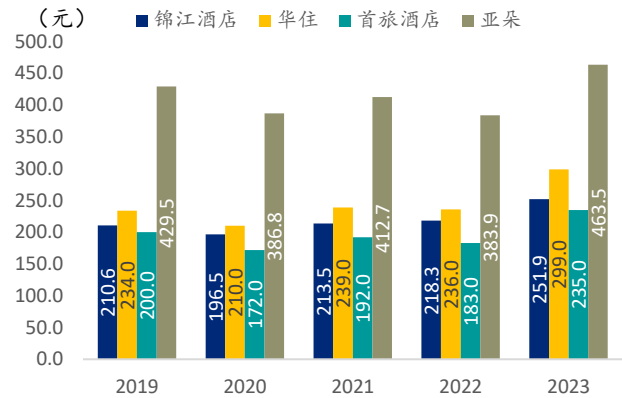
而除了规模以外，酒店集团的每日平均房价、入住率以及每间可售房收入对酒店集团来说都是衡量经营情况的重要指标。华住的入住率在可比公司里领先，这主要是由于华住在各细分价格带均有标杆性酒店品牌。而在每日平均房价方面，主打中高端酒店的亚朵的平均房价远高于同业。

图表 40：中国各酒店集团入住率



资料来源：公司数据、浦银国际

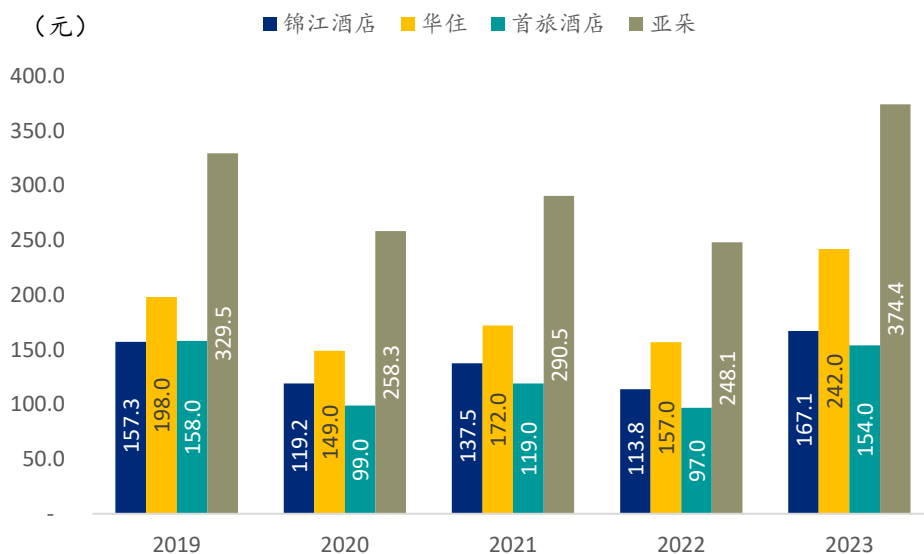
图表 41：中国酒店集团每日平均房价



资料来源：公司数据、浦银国际

我们对比每间可售房收入 (RevPAR) 的水平，发现亚朵在每间可售房收入上好于同业。这一方面得益于公司还没有大规模的拓展，在客房规模上低于同业，因此空房率低；另一方面也得益于公司的中高端策略，减少了经济型酒店对收益的拖累。此外，在中高端布局更完善和经济型酒店版本更新更快的华住拥有在中国三大酒店集团（锦江酒店、华住以及首旅酒店）中最高 RevPAR。

图表 42：中国各酒店集团每间可售房收入（RevPAR）



资料来源：公司数据、浦银国际

我们欣赏亚朵酒店在品牌和产品上的中高端定位与个性化服务策略，其在盈利指标上相较同业略高一筹。同时，我们也必须承认，亚朵当前的规模尚小，且专注于中高端价位的酒店产品，无法与规模更大、价格带和品牌分布更广的三大酒店集团直接进行比较。

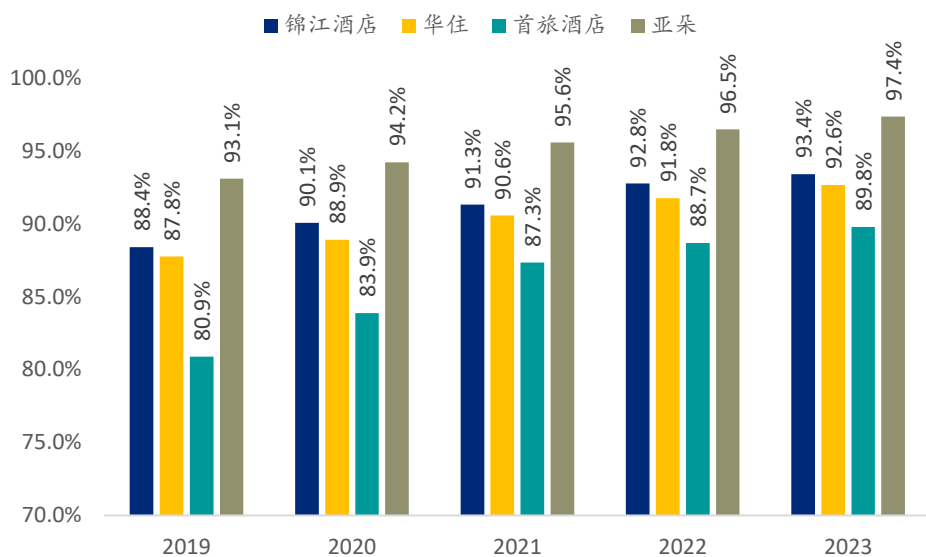
在这三家集团中，我们认为华住集团在各价格带拥有的标杆品牌以及较好的中高端化品牌布局，是它能够在酒店行业中脱颖而出的决定力。

### 轻资产运作成效

当下的酒店集团正在利用加盟的模式快速扩张。酒店集团不再直接持有物业，而是以特许经营和受托管理两种方式进行轻资产运营。其中，特许经营是由酒店集团提供酒店品牌和管理标准，受托管理则是在特许经营基础上派驻管理团队。

从加盟比例来看，各酒店集团都加快了加盟门店布局的步伐。亚朵酒店的加盟比例在2023年达到97.4%，而首旅酒店的加盟比例略逊于其余酒店集团，主要原因是首旅酒店的轻资产转化转型开始的时间较晚。

图表 43：中国各酒店集团加盟酒店比例

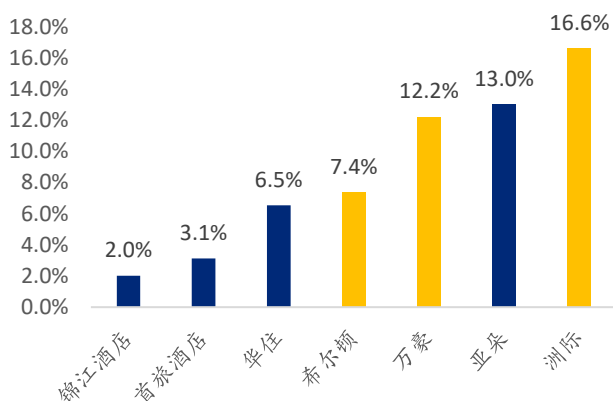


资料来源：公司数据、浦银国际

在加盟模式下，由于酒店集团无需支付租金、门店人力成本等费用，因此加盟模式能够帮助大幅降低酒店集团的资金占用，缩短投资回报周期，更有利于资金回笼后再投资，以更快的速度扩张。

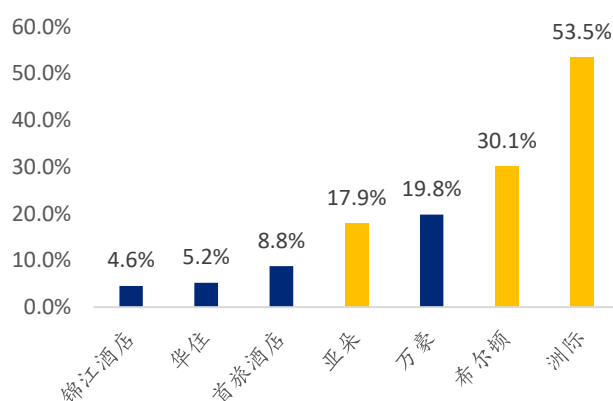
尽管中国酒店正处于快速的轻资产化过程中，但其轻资产化步伐仍晚于国际酒店集团。国际酒店集团利用更为出名的酒店品牌以及成熟的品牌管理模式，实现大规模的酒店设施扩张。正因如此，目前中国大型酒店集团的资产回报率和资本报酬率仍远不及国际酒店集团双位数的水平。

图表 44：各酒店集团资产回报率对比，2023



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 45：各酒店集团资本报酬率对比，2023



资料来源：Bloomberg、浦银国际

然而，随着中国酒店资产由重转轻，并不断深化品牌力和运营能力，我们相信中国酒店集团未来的盈利能力都将获得大幅度提升。

## 酒店行业覆盖梳理

我们从市场整合能力、品牌力、会员粘性以及轻资产运营效率四个方面，并考虑酒店运营外业务对酒店贡献，对所覆盖中国酒店企业进行评价：

从市场整合能力角度，我们认为华住集团在各个价格带所拥有的主力品牌可以有效拓展下沉市场以及中高端酒店市场，因此拥有较强的市场整合能力。

从品牌力的角度来看，我们认为亚朵所提供的独特服务和中高端市场中的规模效应令其在 4 家酒店企业中拥有较强品牌力。

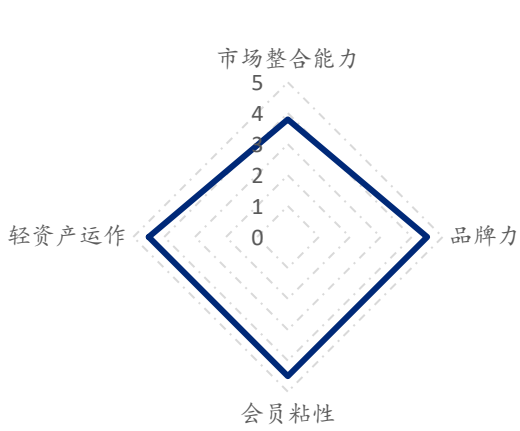
从会员粘性的角度来看，我们认可亚朵为提高客户粘性所提供的服务和产品兑换服务，以及华住集团在中国酒店企业中最大的会员体系。

从轻资产运营效率角度，我们认可亚朵酒店在 4 家酒店企业中最高的加盟比例。

同时，我们认为，亚朵酒店高速增长的零售业务以及华住集团稳步开拓的海外业务均令他们的竞争力提升。

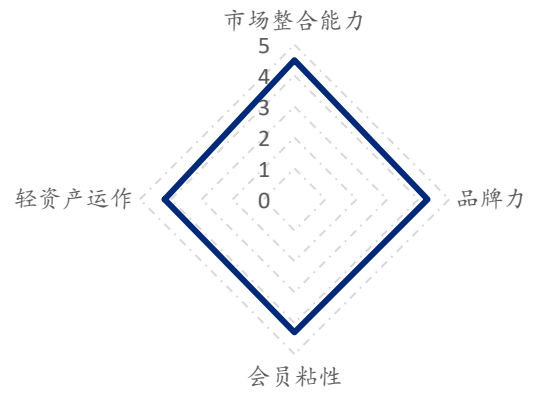
综上，我们对覆盖酒店集团进行排名为：亚朵集团>华住集团>锦江酒店>首旅酒店。

图表 46：亚朵集团分析框架评分



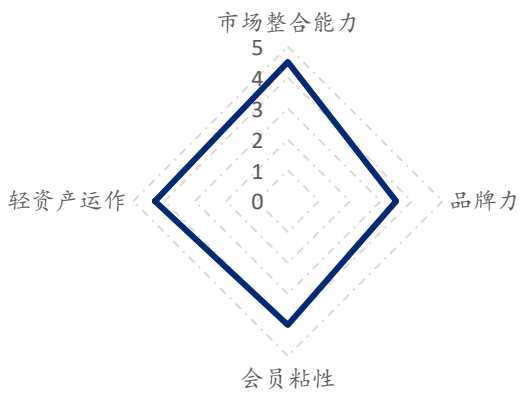
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 47：华住集团分析框架评分



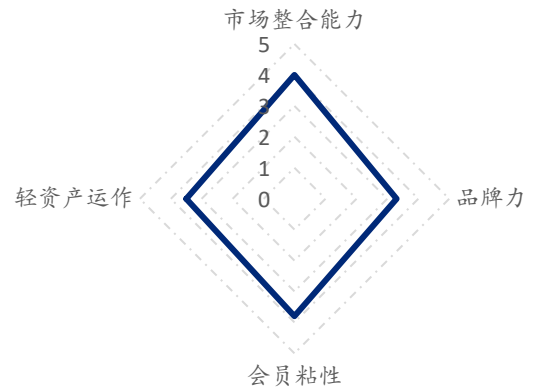
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 48：锦江酒店分析框架评分



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 49：首旅酒店分析框架评分



资料来源：公司数据、浦银国际

## 估值与目标价

- 1. 亚朵集团 (ATAT.US):** 综合考虑亚朵在中高端市场较强的竞争力、高速的拓店预期 (2025 年前达到 2,000 家), 以及零售业务占比的提升, 我们给予亚朵酒店 12.5x 2024E EV/EBITDA (相较国际酒店标的 20%的折价) 的估值, 最终得到目标价 22.8 美元, 比当前股价有 21.3%的上升空间。我们首次覆盖亚朵集团, 给予“买入”评级。
- 2. 华住集团 (1179.HK/HTHT.US):** 考虑到华住集团的多元化品牌矩阵、品牌升级以及渠道下沉并重的运营策略为公司未来收入和利润增长带来较大空间。我们给予华住集团 14x 2024E EV/EBITDA 的估值 (相较国际酒店集团 10%的折价), 最终得到美股目标价 40.5 美元, 相比当前股价有 21.1%的上升空间, 对应港股目标价 31.2 港元, 对比当前股价有 19.1%的上升空间。我们首次覆盖华住集团, 给予“买入”评级。
- 3. 锦江酒店 (600754.CH):** 综合考虑国内酒店行业龙头当下处于老旧门店更新期、管理层改革有望带来的正面影响, 以及品牌迭代慢于同业和海外市场亏损的负面影响, 我们给予锦江酒店 9x 2024E EV/EBITDA 的估值, 并得到人民币 26.8 元的目标价, 首次覆盖给予“持有”评级。
- 4. 首旅酒店 (600258.CH):** 综合考虑首旅酒店在经济型酒店中的龙头地位, 但中高端品牌布局不及同业以及运营质量仍待提升的现状, 我们给予首旅酒店 8x 2024E EV/EBITDA 的估值, 最终得到目标价人民币 14 元, 相比当前股价有 10.2%的上升空间。我们首次覆盖首旅酒店, 给予“持有”评级。

图表 50: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	16.3	持有	23.0	2024年4月30日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	73.2	买入	101.0	2024年3月27日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.8	2024年3月14日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	4.0	买入	7.0	2024年5月23日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	2.2	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	30.5	买入	49.9	2024年4月30日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	240.6	买入	389.3	2024年4月30日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.0	持有	22.5	2024年5月16日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	14.0	买入	20.8	2024年5月21日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	17.3	买入	26.7	2024年5月21日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	4.0	买入	6.8	2024年3月25日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.1	买入	26.3	2024年5月7日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	26.7	买入	43.2	2024年6月19日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	58.5	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.6	买入	14.0	2024年5月8日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	49.2	持有	65.1	2024年5月6日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	70.1	持有	86.2	2024年5月6日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.7	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	25.8	买入	31.3	2024年1月16日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	14.5	买入	21.1	2024年3月27日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	7.9	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.7	买入	4.65	2024年4月19日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.2	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	12.8	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	11.9	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	102.2	买入	129.1	2024年4月21日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	43.1	买入	52.0	2024年7月2日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	57.5	持有	58.5	2024年4月30日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	46.5	持有	60.6	2024年4月29日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	18.8	买入	22.8	2024年7月8日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	26.2	买入	31.2	2024年7月8日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	33.5	买入	40.5	2024年7月8日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.4	持有	26.8	2024年7月8日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	12.7	持有	14.0	2024年7月8日	酒店

注: 截至 2024 年 7 月 3 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

# 投资风险

1. 休闲旅游和商旅出行需求减少；
2. 市场竞争愈发激烈；
3. 行业中高端化进程慢于预期；
4. 品牌版本迭代出现断层；
5. 市场对中国酒店品牌信赖降低。



## 亚朵集团 (ATAT.US): 立足中高端酒店市场, 以零售驱动第二增长曲线

• **立足中高端酒店市场, 抢占先机:** 尽管当下的中国酒店市场仍以经济型酒店为主 (55.3%), 但随着我国居民消费力提升以及对酒店的要求提高, 酒店行业玩家纷纷将中高端酒店拓展列为重点发力项目之一。相较于处于中高端市场拓展期的酒店集团, 成立之初就以中高端市场为主营市场的亚朵酒店占据先机, 具有较强的竞争优势。根据弗若斯特沙利文数据, 亚朵在 2018-2023 年间在中高端酒店市场中客房数量连续 7 年高居市场第一。亚朵凭借更具优势的单店模型和更具竞争力的投资回报周期吸引中高端酒店加盟商, 推动快速拓店。基于亚朵在中高端酒店获得高认可度和知名度, 亚朵拓展多个子品牌覆盖从中端至奢侈的酒店市场, 满足消费者的多元需求。

• **千锤百炼客户体验塑造粘性, 助力品牌力向上:** 亚朵通过为消费者提供相比竞品差异化的用户体验, 强化品牌的差异性, 打造品牌力, 增加客户粘性。主要通过以下 3 个方式达成: (1) **标准服务+**: 亚朵将年轻商旅人群作为目标消费者, 并围绕他们在入住酒店时各个环节的需求, 提供定制化贴心服务以优化入住体验; (2) **酒店主体 IP 化:** 亚朵与多个互联网 IP 联名拓圈, 并围绕消费者的关注热点打造不同主题酒店 (如宠物、篮球), 深化亚朵品牌“体验+”的调性; (3) **多元化的会员激励政策:** 会员按等级或使用积分来换取定制化服务和产品, 其中定制化服务较竞品选择更多, 在为住客提供便利、优化入住体验的同时, 也激励会员复购, 提高消费者粘性。

• **零售业务高速破圈, 成为第二增长曲线:** 亚朵围绕着入住酒店的各个环节拥有 3 个零售品牌, 触达消费者在出行、外宿时的各类需求。其中“亚朵星球”的深睡系列通过互联网营销成功出圈, 在 2024 年 618 大促期间 GMV 达 3.7 亿元, 同比增长 230%。我们认为随着亚朵星球品牌营销深化, 零售业务的收入占比有望进一步提升, 带动亚朵收入的快速增长。

• **估值与评级:** 综合考虑亚朵在中高端市场较强的竞争力、高速的拓店预期 (2025 年前达到 2,000 家), 以及零售业务占比的提升, 我们给予亚朵酒店 12.5x 2024E EV/EBITDA (相较于国际酒店标的 20% 的折价) 的估值, 最终得到目标价 22.8 美元, 比当前股价有 21.3% 的上升空间。我们首次覆盖亚朵集团, 给予“买入”评级。

• **投资风险:** (1) 休闲旅游和商旅出行减少; (2) 中高端酒店市场竞争大于预期; (3) 零售业务增长不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,263	4,666	6,510	8,100	9,643
同比变动 (%)	5.4%	106.2%	39.5%	24.4%	19.1%
股东应占净利	98	737	1,146	1,464	1,854
同比变动 (%)	-24.5%	n.m.	55.5%	27.8%	26.6%
PE (X)	176.7	25.6	16.4	12.9	10.2
ROE (%)	11.2%	45.4%	44.8%	39.4%	35.4%

资料来源: 公司公告、浦银国际

### 亚朵集团 (ATAT.US)

买入

目标价 (美元)	22.8
潜在升幅/降幅	+21.3%
目前股价 (美元)	18.8
52 周内股价区间 (美元)	15.1-23.0
总市值 (百万美元)	2,590
近 3 月日均成交额 (百万美元)	17.6

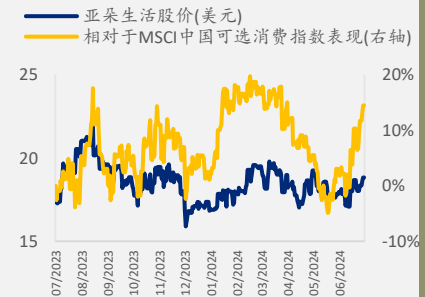
### 市场预期区间



注: 股价截至 2024 年 7 月 3 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 亚朵集团

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,263	4,666	6,510	8,100	9,643
同比	5.4%	106.2%	39.5%	24.4%	19.1%
营业成本	-1,580	-2,827	-3,868	-4,685	-5,450
毛利润	683	1,839	2,642	3,415	4,193
毛利率	30.2%	39.4%	40.6%	42.2%	43.5%
销售费用	-140	-470	-786	-1,063	-1,231
管理费用	-350	-451	-391	-445	-530
研发费用	-66	-77	-98	-130	-164
经营利润	127	841	1,368	1,777	2,268
经营利润率	5.6%	18.0%	21.0%	21.9%	23.5%
财务费用	8	25	40	54	74
其他营业收入	38	83	85	97	106
其他	8	33	29	29	29
利润总额	181	982	1,522	1,957	2,477
所得税	-84	-243	-373	-489	-619
所得税率	46.8%	24.7%	24.5%	25.0%	25.0%
净利润	96	739	1,149	1,468	1,858
减: 少数股东损益	-2	2	3	3	4
归母净利润	98	737	1,146	1,464	1,854
归母净利率	4.3%	15.8%	17.6%	18.1%	19.2%
同比	-24.5%	n.m.	55.5%	27.8%	26.6%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,589	2,841	3,653	4,964	6,660
短期投资	158	752	600	600	600
贸易及其他应收款项	133	162	206	256	305
预付款项及其他流动资产	134	252	358	445	530
存货	57	119	121	146	170
其他流动资产	54	116	116	116	116
流动资产合计	2,125	4,242	5,053	6,527	8,381
物业、厂房及设备	360	266	217	171	129
使用权资产	1,932	1,713	1,465	1,245	1,058
无形资产	6	4	7	9	11
合同负债	67	98	98	98	98
商誉	17	17	17	17	17
递延所得税资产	113	145	145	145	145
其他非流动资产	142	102	102	102	102
非流动资产合计	2,637	2,345	2,051	1,788	1,561
贸易及其他应付款项	185	595	533	646	751
递延收益	203	406	406	406	406
即期所得税负债	31	136	100	100	100
租赁负债	320	296	296	296	296
应付费用	434	874	874	874	874
短期借款	143	70	100	100	100
其他	32	1	1	1	1
流动负债合计	1,348	2,378	2,310	2,423	2,529
租赁负债	1,805	1,583	1,169	950	762
递延收益	278	369	369	369	369
借款	2	2	3	4	5
其他非流动负债	142	194	194	194	194
非流动负债合计	2,227	2,149	1,736	1,518	1,331
股本	1,286	1,556	2,552	3,865	5,568
储备	-89	512	512	512	512
少数股东权益	-10	-8	-5	-2	2
所有者权益合计	1,187	2,060	3,058	4,375	6,082

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	96	739	1,149	1,468	1,858
固定资产折旧	89	85	60	57	54
长期资产减值	0	61	0	0	0
存货减值	5	24	0	0	0
使用权资产减少	268	214	248	220	188
短期投资收益	-8	-35	-30	-30	-30
处理设施收益	2	1	0	0	0
股权激励	163	164	0	0	0
应收款项	-5	-241	-150	-138	-134
存货的减少	-4	-85	-2	-26	-24
应付款项	-63	1,300	-98	113	105
使用权资产负债	-274	-246	-414	-220	-188
其他	15	9	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	284	1,989	764	1,444	1,830
资本开支	-39	-42	-14	-14	-14
投资支付的现金	0	0	0	0	0
向第三方借款	0	0	0	0	0
短期投资	-153	-559	182	30	30
其他	0	1	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-192	-601	168	16	16
发行普通股所得款项	392	106	0	0	0
借款所得款项	65	-102	31	1	1
分配股利、利润或偿付利息支付的现:	0	-151	-151	-151	-151
其他	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	456	-147	-120	-150	-150
现金及现金等价物净增加额	548	1,241	812	1,311	1,696
期初现金及现金等价物余额	1,040	1,590	2,842	3,654	4,965
汇率变化	3	10	0	0	0
期末现金及现金等价物余额	1,590	2,842	3,654	4,965	6,661

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.26	1.78	2.76	3.53	4.47
每股销售额	5.93	11.25	15.69	19.53	23.25
每股股息	0.00	0.36	0.36	0.36	0.36
<b>同比变动</b>					
收入	5.4%	106.2%	39.5%	24.4%	19.1%
经营溢利	-27.0%	562.8%	62.7%	29.9%	27.6%
归母净利润	-24.5%	n.m.	55.5%	27.8%	26.6%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	30.2%	39.4%	40.6%	42.2%	43.5%
经营利润率	5.6%	18.0%	21.0%	21.9%	23.5%
归母净利率	4.3%	15.8%	17.6%	18.1%	19.2%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	11.2%	45.4%	44.8%	39.4%	35.4%
平均资产回报率	2.8%	13.0%	16.7%	19.0%	20.3%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	18.8	11.5	11.5	11.5	11.5
库存周转天数	13.4	11.4	11.4	11.4	11.4
应付账款周转天数	40.0	50.3	50.3	50.3	50.3
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	1.6	1.8	2.2	2.7	3.3
速动比率 (x)	1.4	1.6	2.0	2.4	3.0
现金比率 (x)	1.2	1.2	1.6	2.0	2.6
负债/权益	3.0	2.2	1.3	0.9	0.6
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	176.7	25.6	16.4	12.9	10.2
市销率 (x)	23.0	12.1	8.7	7.0	5.9
股息率	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

# 亚朵集团 (ATAT.US): 立足中高端酒店市场, 以零售驱动第二增长曲线

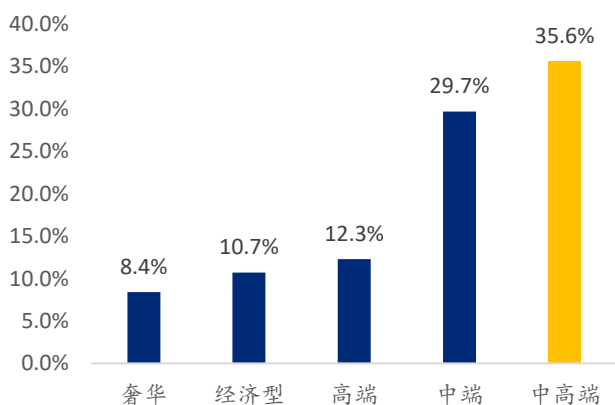
## 中高端为本, 上下延伸

我国连锁酒店在 2000 年发展之初是以经济型酒店为主, 并在 2010 年前后进入爆发阶段。根据中国饭店协会数据, 截至 2023 年, 我国现有的经济型酒店客房数量占整体酒店客房数量的比例高达 55.3%, 是我国酒店行业中占比最多的类型。

参照成熟市场的酒店市场中高档酒店占比更高的业态, 我们认为随着我国居民人均可支配收入的增长, 我国消费者对酒店设施和服务要求越来越高, 连锁酒店向中高端酒店转向是大势所趋。根据迈点研究院数据, 2020 年全球连锁酒店则以中高档酒店为主, 占比超 50%, 而经济型酒店占比仅为 23%。

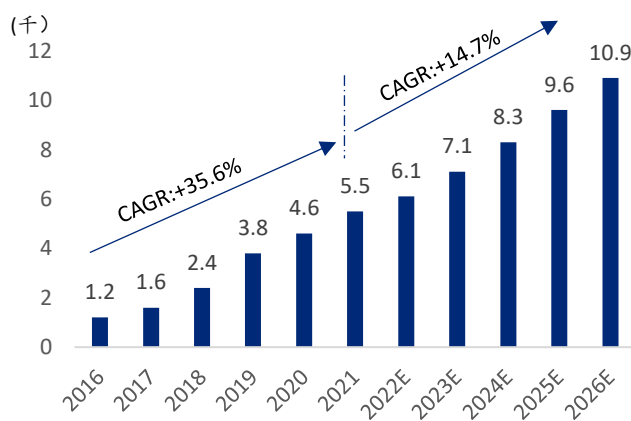
根据弗若斯特沙利文数据, 2016-2021 年间中国中高端酒店的设施数量在各价格带中增长最快, 5 年复合增长率为 35.6%。并预计将在 2021-2026 年复合增长率达 14.7% (各价格带中最快的预期增长), 酒店数量达到 1.1 万间。

图表 2: 各价格带酒店数量 2016-2021 年 5 年复合增长率



资料来源: 弗若斯特沙利文、浦银国际

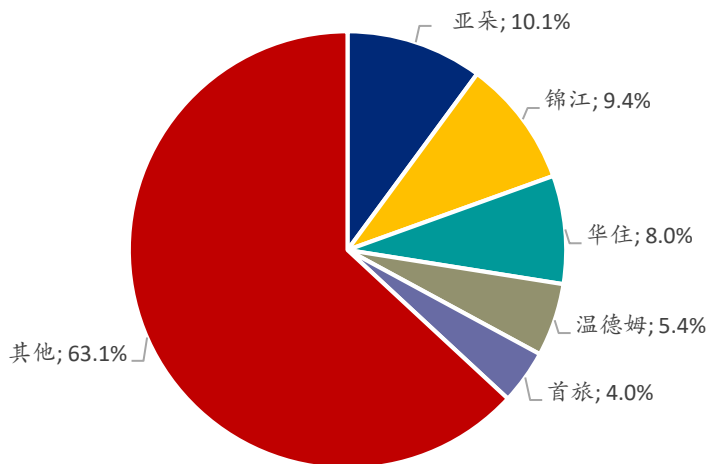
图表 3: 中国中高端酒店数量



资料来源: 弗若斯特沙利文、浦银国际

亚朵酒店自 2013 年成立之初就将自身定位在当时仍是一片蓝海的中高端酒店市场。截至 2023 年末, 亚朵共运营 1,210 家酒店, 其中中高端子品牌酒店数量达 1,034 家, 占公司酒店总数的 85.5%。根据弗若斯特沙利文数据, 按客房数量计, 亚朵酒店在 2017-2023 年连续 7 年位列中高端酒店第一大品牌。

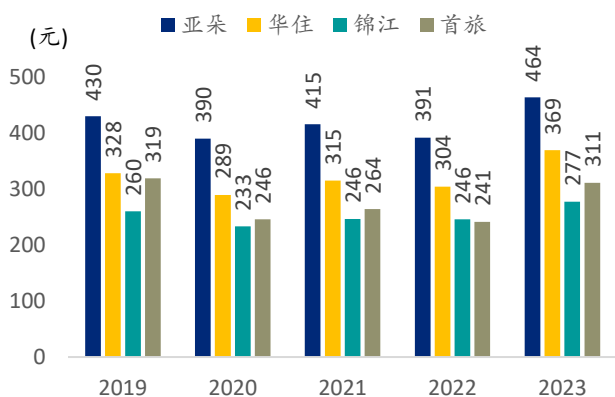
图表 4：中国中高端酒店市场市占率（按客房计），2021



资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

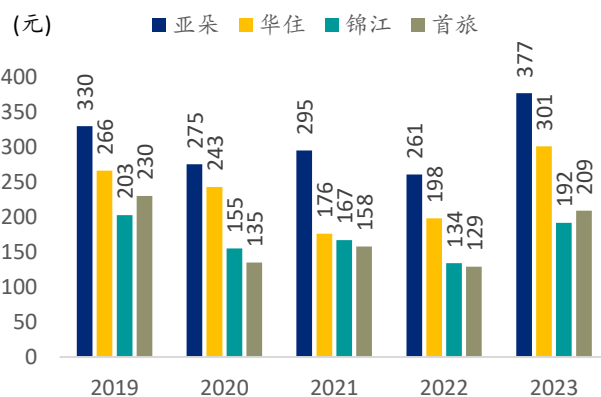
也正因专注于中高端酒店，亚朵的平均每日房价高于同业。相较其他以经济型酒店为主力的酒店集团，亚朵酒店立足中高端酒店市场，更专注于消费水平更高的一二线城市市场，因此亚朵门店在高线城市酒店占比较高。又因亚朵通过高线城市和核心商圈建立起在中高端酒店市场中的品牌力，其较高的品牌溢价也令亚朵平均每日房价较同业的中高端酒店更高。

图表 5：亚朵、华住、锦江、首旅中高端酒店 ADR 对比



注：亚朵为公司整体数据，华住数据为华住中高端同店数据，锦江数据为境内中端酒店数据，首旅为中高端酒店数据。资料来源：公司数据、浦银国际

图表 6：亚朵、华住、锦江、首旅中高端酒店 RevPAR 对比



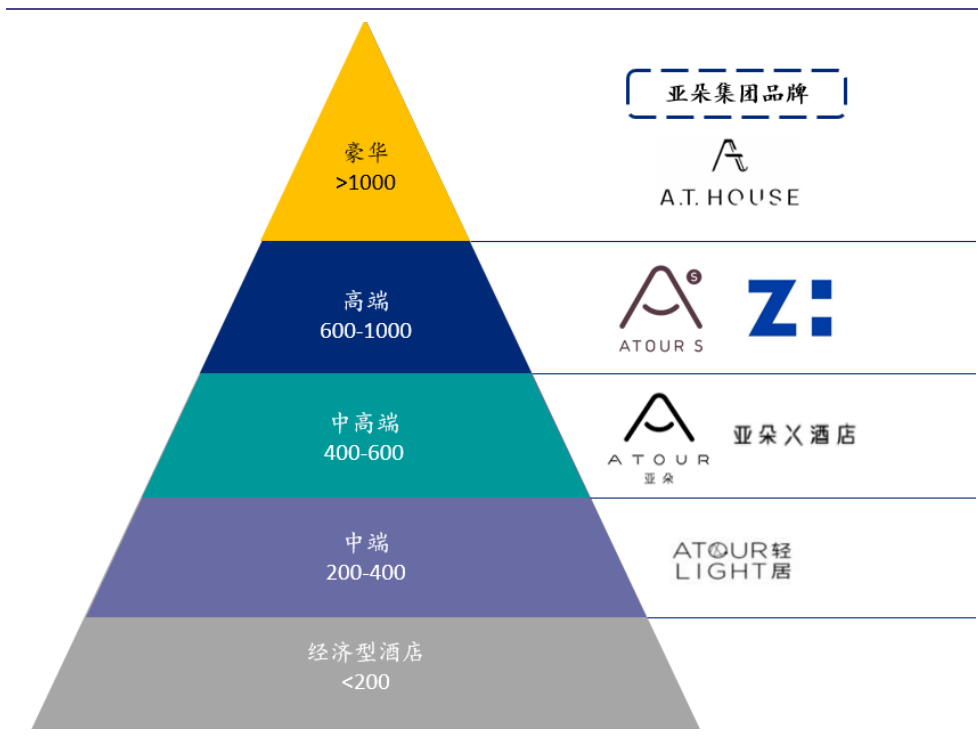
注：亚朵为公司整体数据，华住数据为华住中高端同店数据，锦江数据为境内中端酒店数据，首旅为中高端酒店数据。资料来源：公司数据、浦银国际

我们认为亚朵酒店在中高端市场的龙头地位来自于其精准的酒店品牌定位，对目标客群的深入研究，以及在经营过程中不断对酒店模式、服务、空间的改善和精进。

亚朵首先提出了“第四空间”的概念，打破了传统酒店仅提供住宿空间的理念。在住宿的基础上增加了办公和社交的属性和空间，打造开放式的生活空间，契合了年轻商务群体对酒店需求。

随着亚朵主品牌受到更多消费者的认可，公司开始以多种子品牌的模式满足更加多元的消费者需求，助力亚朵持续扩店逻辑。目前，亚朵集团共拥有6个酒店品牌，由主品牌所在的中高端价格带向上延伸至千元以上一晚的豪华酒店（A.T. House），向下探索至价格略低的中端酒店（轻居）。截至2023年末，豪华级别的A.T. House、高端酒店以及中端酒店的门店占比分别为0.1%、5.5%和9%。

图表 7：亚朵酒店各价格带品牌



资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

尽管越来越多的玩家开始进入中端和中高端酒店市场，但是我们认为亚朵集团作为中高端赛道的酒店龙头，它所拥有的强大的品牌力和运营能力使其在快速扩张的市场中仍具备强于同业的持续整合能力。

# 精雕细琢客户体验，塑造独特品牌力

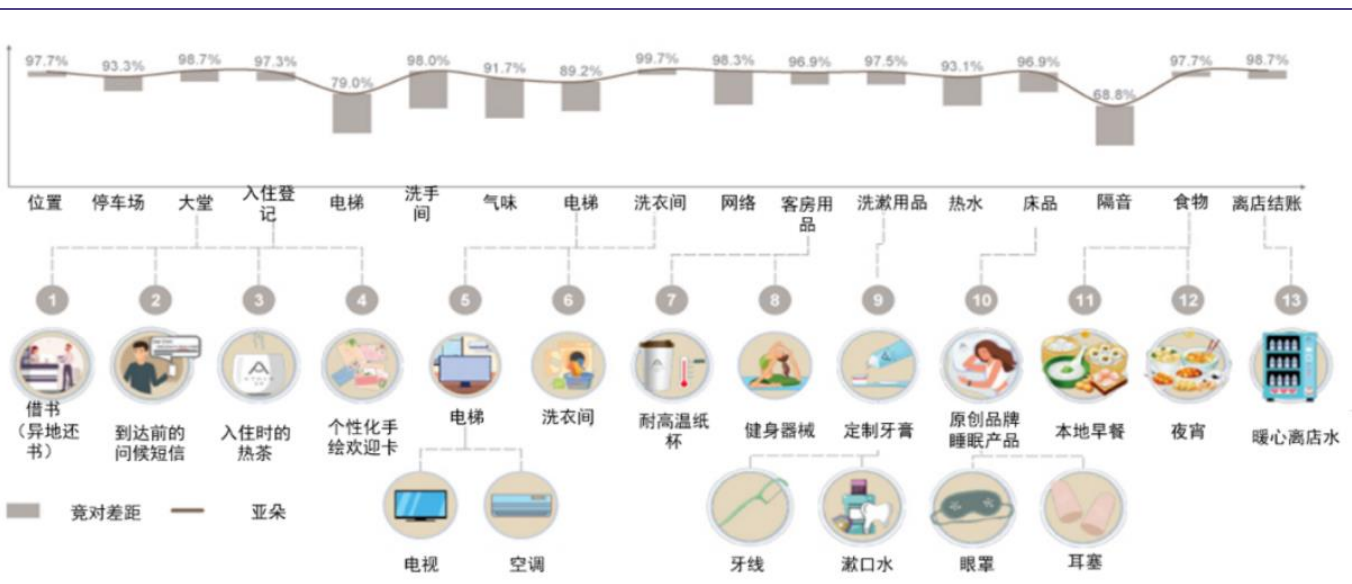
2013 年第一家亚朵酒店在西安开业。亚朵酒店将品牌定位于以年轻商旅客群作为目标人群的生活方式酒店品牌。

在标准化的住宿体验基础上，年轻客群更重视入住的服务和体验。因此，亚朵自建立之初就将客户体验视为品牌的独特性以及品牌溢价的重要来源。亚朵不断打磨房间装修、床品选择、设施配置和标准化外的服务，提高客户体验，从而不断提升亚朵酒店在中高端市场中的知名度和品牌力。

## ● “标准服务+” 打造品牌力

亚朵在消费者入住过程中植入了多个标准以上的服务触点，让消费者感受到贴心的服务和物超所值的消费体验。这些与消费者的接触点是在提供标准化的服务之余，融入了为客户着想的巧思。

图表 8：亚朵酒店获得行业最多用户好评率的 17 个触点



资料来源：《亚朵服务方法论》，浦银国际

我们认为亚朵独特的客户体验主要来自于以下 3 点：

### 1. 亚朵对目标客群清晰的定位和分析

亚朵以年轻的商旅人群为目标客群，深入研究并精准捕捉他们在住店时的需求和痛点，并在亚朵的服务和设施中进行满足。

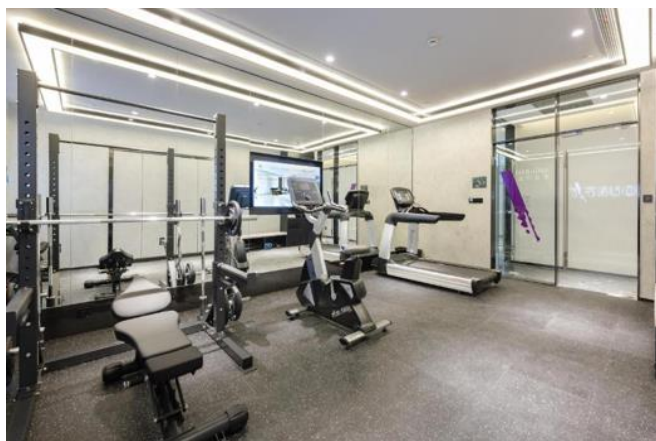
对于商旅客人来说，睡眠质量和方便度是重要的诉求。亚朵在酒店客房嵌入了相应的设施和服务，包括客房配置自有床品品牌系列，提供洗衣熨衣和健身设施，满足商旅客人的商务和生活的需要。

图表 9：亚朵洗衣房



资料来源：Booking.com、浦银国际

图表 10：亚朵健身房



资料来源：Booking.com、浦银国际

对于年轻客人来说，除了住宿的基本需求，他们更在乎情绪价值和社交属性。亚朵酒店从消费者的需求出发为他们提供更好的入住体验：

- (1) **标准化酒店服务以上的贴心服务：**亚朵酒店为需要应酬饮酒的顾客提供醒酒汤，为赶早班机客人提供路上早餐，为消费者提供充分的情绪价值。
- (2) **独特酒店设施：**亚朵创立“第四空间”，通过将大堂转为图书馆的方式为消费者打造旅途中社交和放松的空间。

图表 11：亚朵茶饮



资料来源：《亚朵服务方法论》、浦银国际

图表 12：亚朵大堂图书馆——竹居



资料来源：Booking.com、浦银国际

## 2. 以场景提供服务

亚朵按消费者入住流程，分析消费者在每个节点的需求，并安排适当的服务：

- 1) **办理入住时**：服务人员根据顾客在大堂逗留时间，为顾客奉茶、填茶；如果顾客在大堂逗留时间较长，也会为顾客留下一壶茶，避免过多的打扰。
- 2) **住宿中**：客房中常备亚朵茶包、瓶装茶饮以及零食，会根据酒店所在地区，提供具有地域特色的早餐和夜宵；按需提供运动用品、牙具等。
- 3) **离店时**：亚朵也会为离店客户提供瓶装茶水，就算在离开酒店后，仍强化品牌体验和品牌形象。

亚朵的服务标准是根据目标人群的喜好以及各个环节所需求所设计。这也让亚朵更容易打动目标人群，且不过度服务，让消费者有更舒适的入住体验，进而提高品牌在目标人群中的品牌力。

## ● 联名和主题酒店提升品牌力

亚朵善于品牌运营，不断根据社会热点和需求新设客房和酒店主题，提升消费者体验。亚朵从 2016 年开始就以联名的模式打造主题 IP 酒店。多年来，亚朵已与知乎、网易云、QQ、网易严选等互联网品牌以及多个文化 IP 进行了联名。

图表 13：亚朵 QQ 超级会员酒店



资料来源：搜狐、浦银国际

图表 14：亚朵网易严选联名酒店



资料来源：亚朵官网、浦银国际

我们认为尽管消费者对这类品牌 IP 的粘度较低，但是熟知这些 IP 的消费者范围较广，联名的酒店将品牌推送到这些 IP 的圈子中，实现亚朵品牌的出圈并获得新客。

亚朵也根据消费者对酒店的不同需求建立主题酒店。从为篮球迷而打造的篮球主题酒店到为爱宠人士打造的宠物友好酒店以及宠物客房，亚朵持续挖掘消费者在生活中的需求，并在酒店的环境中满足这些需求。

图表 15：亚朵虎扑篮球酒店



资料来源：搜狐、浦银国际

图表 16：亚朵宠物友好酒店



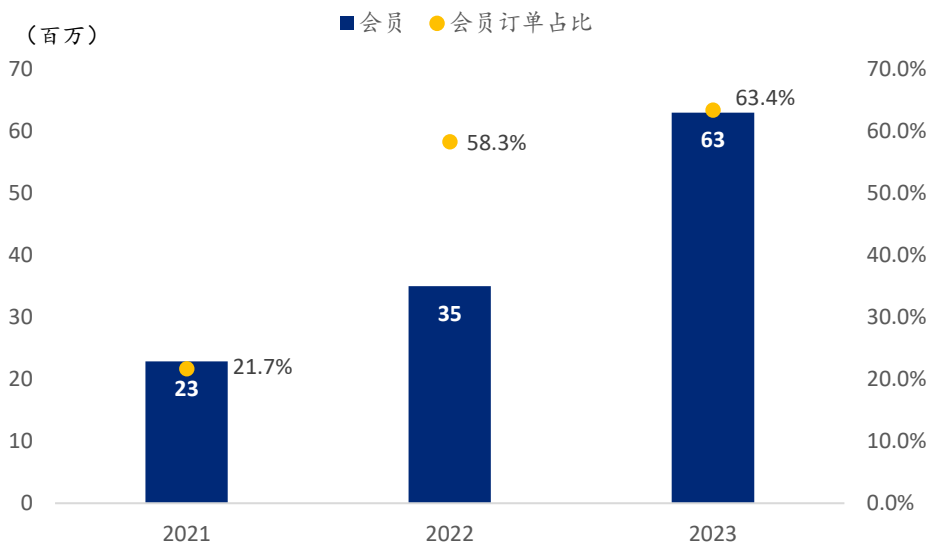
资料来源：亚朵官微、浦银国际

亚朵持续以客户为中心，打造不同的酒店主题和场景。这不仅提高了亚朵的知名度，促进获取新客源，也促使亚朵树立起有别于其他酒店的独特的品牌形象，建立起亚朵以消费者为本的调性，形成亚朵的生活方式和生态圈。

## ● 会员体系打造会员粘性

亚朵建立之初就开始建立会员体系。亚朵会员数在 2021 年至 2023 年期间快速提升，截至 2023 年末，达到 6,300 万人，来自会员的订单占比也从 2021 年 21.7% 提升至 63.4%。会员体系构建了公司忠实的客户基础。

图表 17：亚朵会员数量和会员订单占比



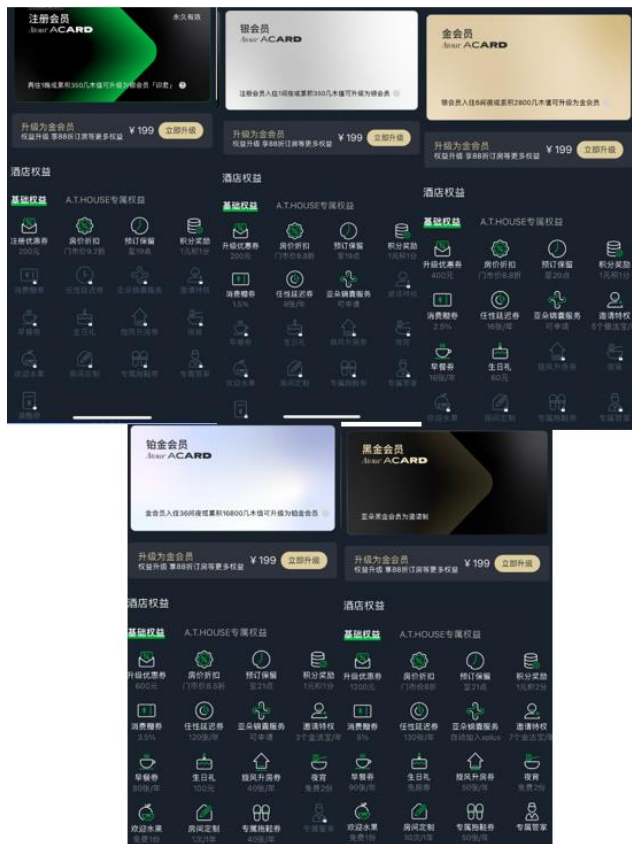
资料来源：公司数据，浦银国际

亚朵的新会员体系（Acard）分为五个等级，根据间夜和消费额依次晋升，并提供多种福利以及生活权益，把旗下图书馆（竹居）、咖啡厅（永璞咖啡）融入亚朵会员体系中。

亚朵的会员权益配置也增强了会员的粘性：

- (1) 会员等级提升的激励：**除享受客房折扣外，更高等级的会员可以享受进阶的入住服务。例如，铂金级别以上会员入住时享有欢迎水果，以及赠送的每年一定数量的亚朵拖鞋等福利。同时，更高等级的会员在入住时可享有更多数量的免费亚朵锦囊，享受个性化服务。
- (2) 积累积分的激励：**除免费服务外，消费者可以通过以积分兑换亚朵锦囊的方式，享受更多样的服务，也激励消费者积累更多积分。这些个性化服务包括晚安牛奶、洁面套装、醒酒茶饮等等。

图表 18：亚朵会员体系及福利



资料来源：亚朵官网、浦银国际

图表 19：亚朵锦囊个性化服务



资料来源：亚朵微信小程序、浦银国际

除入住权益外，亚朵积分还可兑换客房、商品、餐饮等产品和服务。相较同业，由于亚朵仅可以在特定的酒店设施中兑换间夜，兑换间夜的选择有限，但亚朵在零售产品兑换上的选择更多。

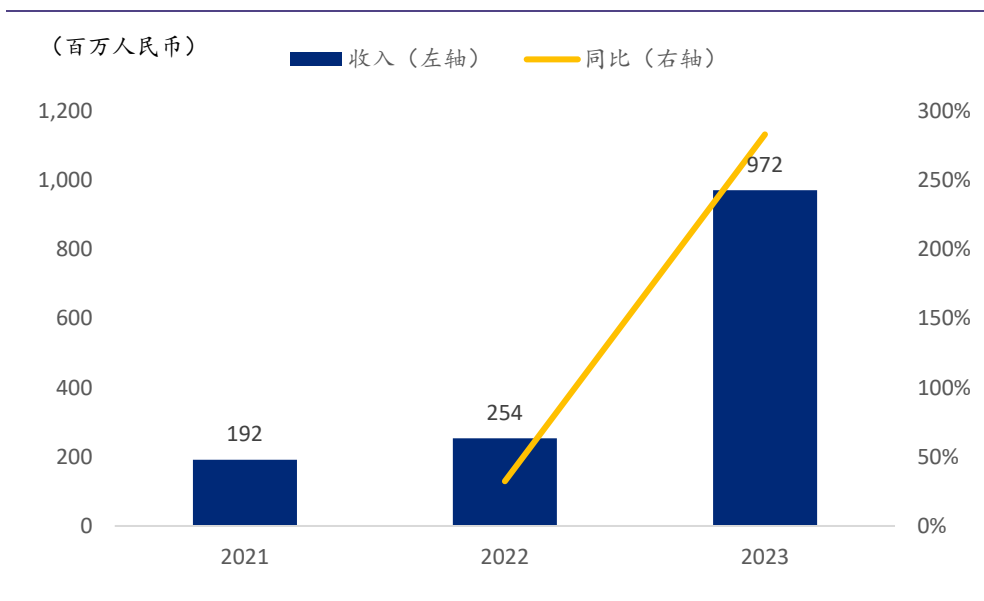
我们认为，亚朵的品牌价值来自于体验，而体验本身是源于对目标人群的深耕和经营。亚朵通过会员体系，参照目标客群的需求，有规划地提升积分兑换产品以及会员等级可以获得的服务的吸引力，满足预期，提升会员升级和累计积分的动力，增加留存、提高复购率。

## 零售业务打造亚朵生态圈

亚朵围绕着酒店住宿场景，打造了多个零售子品牌。这些零售子品牌包括专注于睡眠产品的“亚朵星球”、主营个人护理和香氛产品的“Savhe 萨和”以及旅行品牌“Z2GO&CO”。

自 2022 年起，公司的零售业务保持快速增长，在 2023 年收入增长 283%至人民币 9.7 亿元，零售收入占比已达到公司收入的 20.8%。

图表 20：亚朵零售产品收入



资料来源：公司数据，浦银国际

亚朵有效利用线下门店的大堂展示商品，并为消费者提供可以试用亚朵产品的场景。对于有购买意愿的消费者，酒店员工会引导顾客线上下单，减少线下门店囤货压力。

亚朵也在天猫、抖音等知名电商平台建立旗舰店，并通过 KOL 和小红书种草等方式，提高亚朵零售产品的知名度，带动产品销售的增长。

图表 21：亚朵大堂零售产品展示



资料来源：携程、浦银国际

图表 22：亚朵星球天猫和京东旗舰店



资料来源：淘宝、浦银国际

我们认为，亚朵零售产品之所以能够快速获得消费者的青睐，是因为公司零售产品和亚朵酒店的相互赋能。亚朵零售产品的品类均围绕着入住期间的多重缓解，“亚朵星球”的提供深度睡眠体验，“Savhe 萨和”用个人护理和香薰加深亚朵的嗅觉记忆，“Z2GO& CO”关注消费者旅行中的收纳和卫生需要。

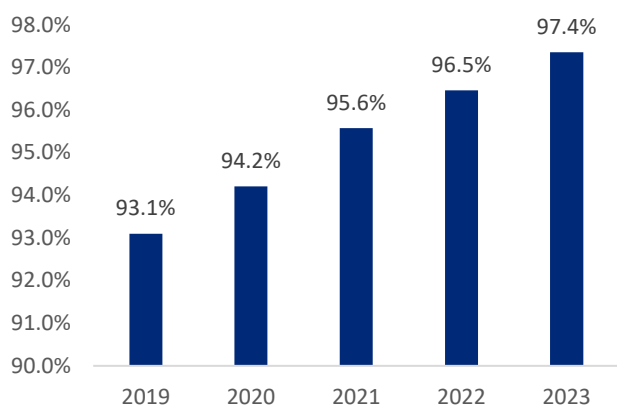
当下，亚朵零售产品的销售和宣传是以“亚朵星球”的睡眠产品为主，并以此品牌开拓了亚朵零售产品的知名度。亚朵星球在近年来的快速增长令人惊喜。在 2024 年 618 大促期间，亚朵星球线上全渠道 GMV 达到人民币 3.7 亿元，同比增长 230%。

我们认为，尽管消费者渗透和线上布局仍在起步阶段，“亚朵星球”的深睡系列仍可通过产品矩阵的拓展以及线上营销的完善促进收入的提升。除此之外，我们认为亚朵其它两个零售品牌也将追随“亚朵星球”的脚步，提供零售业务板块的多种增长保障。

# 优秀单店模型助力门店扩张

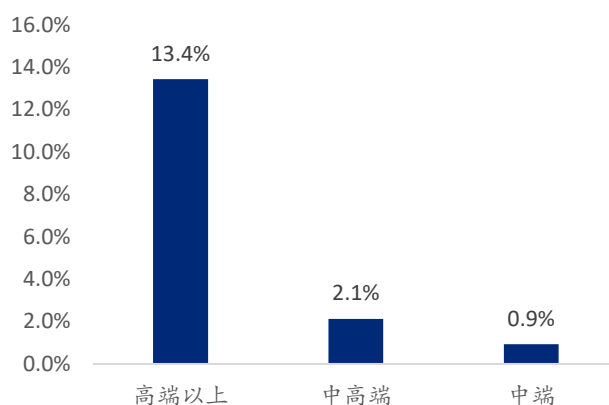
多年来亚朵的扩张得益于加盟商对品牌的青睐。截至 2023 年末，公司加盟门店占比高达 97.4%。相较于加盟门店对于亚朵规模的巨大贡献，亚朵直营门店主要用于建立品牌调性和提高品牌影响力。其中，高端及奢华酒店中的直营占比相对更高，达到 13.4%。

图表 23: 加盟门店占整体门店数量比例



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 24: 亚朵酒店各价格带酒店直营门店比例



资料来源: 公司数据、浦银国际

亚朵在中高端酒店市场中连续多年位列第一大品牌是加盟商不断的青睐的结果。加盟商在中国众多的中高端酒店中选择亚朵品牌，和亚朵较高的品牌力、优异的单店模型、更大的门店规模以及更短的回本周期息息相关。

根据各品牌加盟公开数据，我们可以看到在中高端酒店中，亚朵最新店型 3.5 版本回本周期仅为 3.5 年（含装修时间），在中高端酒店中回本周期最短，这主要是由亚朵酒店更具性价比的单房投资金额以及较高的预期 RevPar 带动。

图表 25: 各中高端品牌加盟回本周期

	亚朵 3.5	锦江 维也纳国际 5.0	华住 桔子水晶	首旅 和颐
单房造价 (万元/间)	13	12.5	15.45	12-14
回本周期 (年)	3.5	3.5	4	/
客房面积 (平方米)	27	28	25	25
综合 RevPar (元)	350	400	400	/
门店数量	1,210	1,094	194	151

资料来源: 亚朵官网、锦江加盟小程序、华住加盟小程序、首旅官网, 浦银国际

除新建酒店的加盟商外，亚朵也希望可以切入庞大的翻牌加盟商市场。由于大量酒店在 2010 年左右成立，目前正值较多酒店可以进行品牌更新的时期，亚朵集团也通过亚朵 X 和亚朵轻居两个酒店品牌吸引翻牌加盟商。借助品牌更新的契机，加盟商可以低于新装酒店的造价提高平均每日房价。

得益于对加盟商更有利的投资模型以及亚朵的品牌力和规模效应，亚朵酒店在 2023 年末已达 1,210 间，较 2020 年的酒店数量翻倍有余，并计划在 2025 年达到 2,000 家门店。

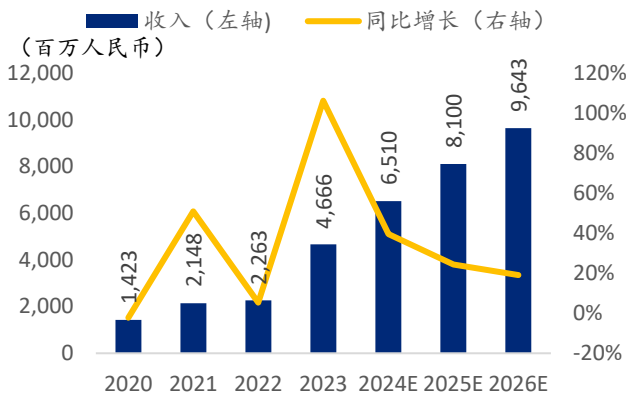
我们认为，在当下酒店业恢复弱于预期的情况下，酒店行业的投资回本周期与公司估算的回本周期普遍均略有拉长。对亚朵来说，相较同业更具吸引力的单店模型、较短的回本周期以及品牌在中高端酒店行业中的知名度，是公司扩张的底气。

# 盈利预测

## (1) 收入

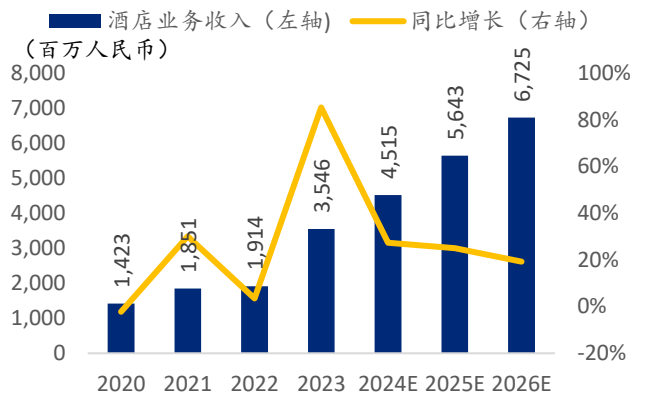
在亚朵门店快速扩张下，尽管面对酒店行业平均每日房价和 RevPAR 下行的压力，整体和酒店业务的收入仍将保持较为快速的增长。

图表 26：亚朵整体收入及增速，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

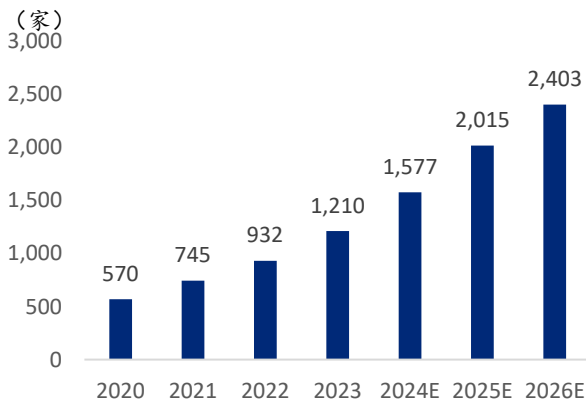
图表 27：亚朵酒店业务收入及增速，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

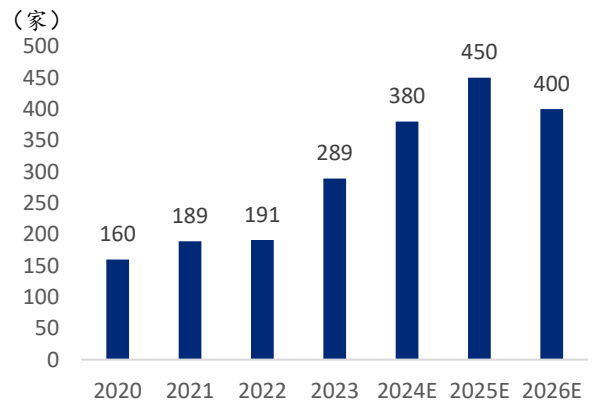
管理层目标于 2025 年前完成 2000 家门店的目标。公司当前的储备门店丰富，我们认为公司达成目标的确定性较高，且有望在 2026 年仍将保持和 2024 年相似的门店增长。

图表 28：亚朵门店数量，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

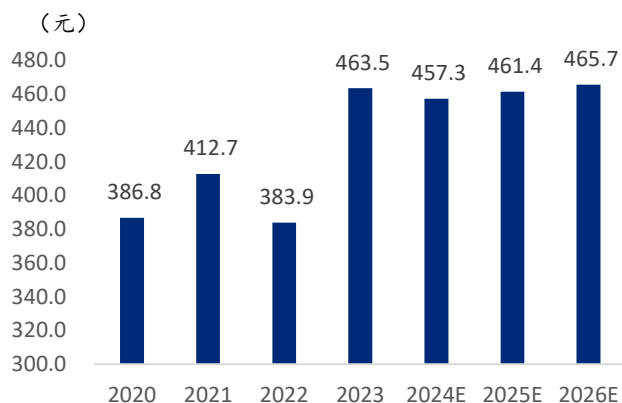
图表 29：亚朵门店毛增长，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

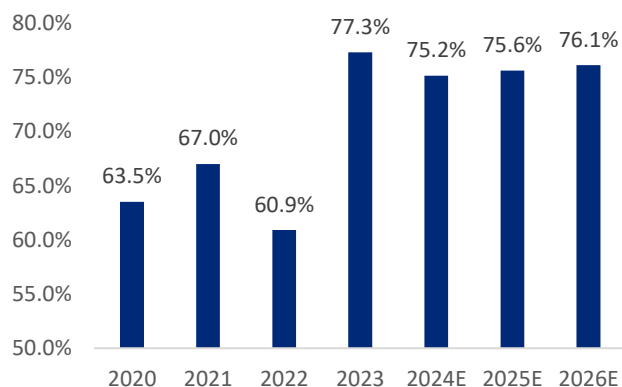
受消费力下行以及行业竞争加剧的影响，我们认为亚朵 2024 年平均房价和入住率均将略有下降，但有望在 2025-2026 年逐渐恢复。

图表 30: 亚朵平均每日房价, 2020-2026E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

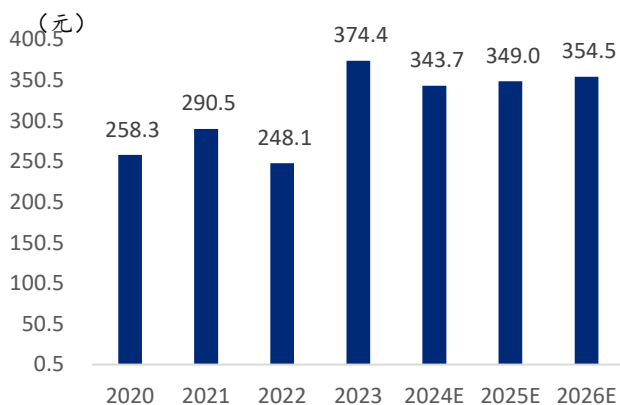
图表 31: 亚朵入住率, 2020-2026E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

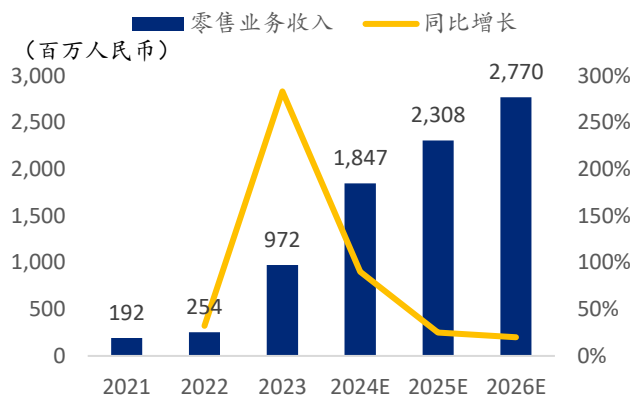
亚朵零售业务在线上平台布局逐渐完善, 叠加品牌力的日益增长, 我们认为零售业务收入将在 2024 年大幅增长 90%, 2025-2026 年增速保持 20% 以上。

图表 32: 亚朵 RevPAR, 2020-2026E



注: 2020-2023 年实际 RevPar 包含餐饮和零售的收入。E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 33: 亚朵零售业务收入及增速, 2021-2026E

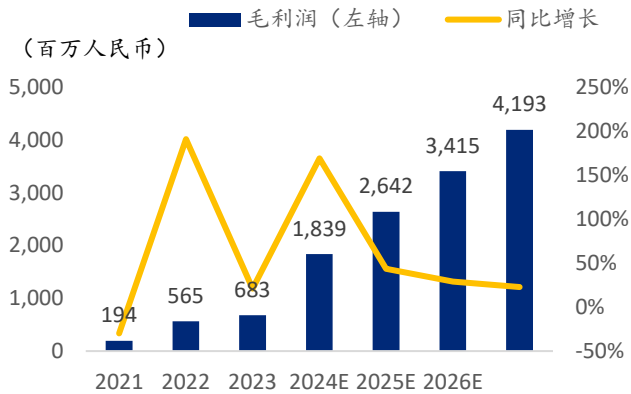


E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

## (2) 利润率

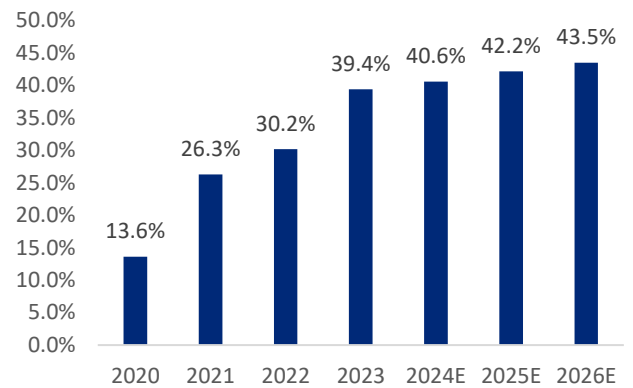
毛利率更高的零售业务的收入占比提升将带动公司整体毛利率的提升。我们预测亚朵毛利率将在 2024-2026E 逐步提升至 43.5%。

图表 34：亚朵毛利与同比增速，2020-2026E



E=浦银国际；资料来源：公司数据、浦银国际

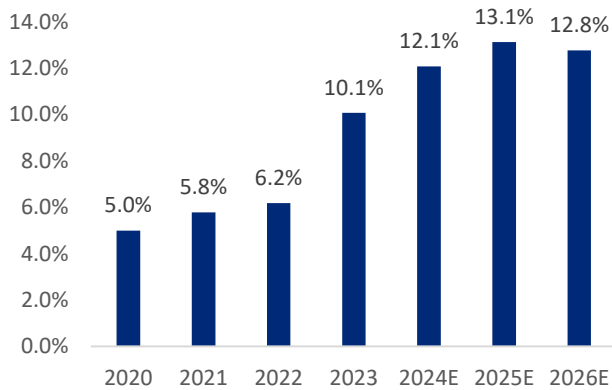
图表 35：亚朵毛利率，2020-2026E



E=浦银国际；资料来源：公司数据、浦银国际

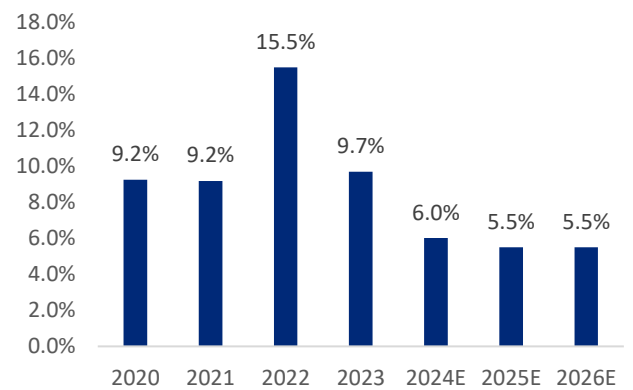
我们认为，为支持零售业务增长，亚朵需要加码线上营销，因此也会带动销售费用率在 2024E-2026E 保持 12% 以上。公司总部人效提升则会带动管理费用率优化。

图表 36：亚朵销售费用率，2020-2026E



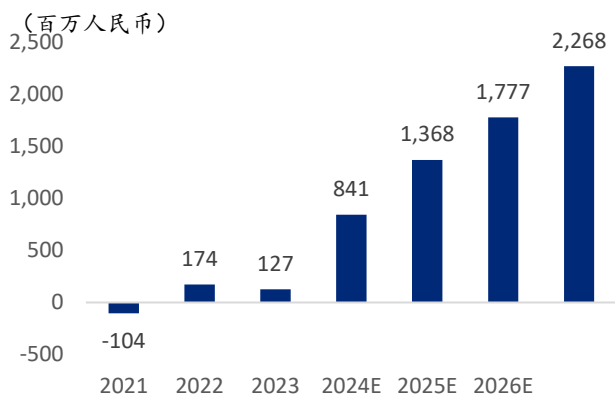
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 37：亚朵管理费用率，2020-2026E



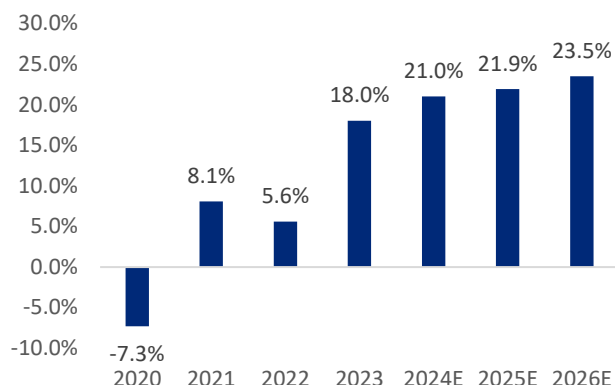
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

**图表 38：亚朵核心经营利润与同比增速，2020-2026E**



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

**图表 39：亚朵核心经营利润率，2020-2026E**

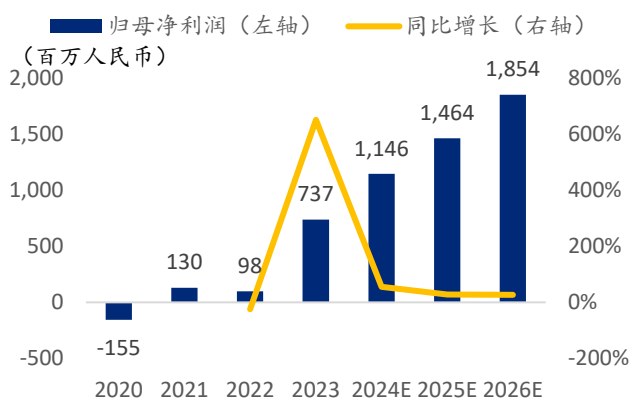


E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

### (3) 净利润与净资产回报

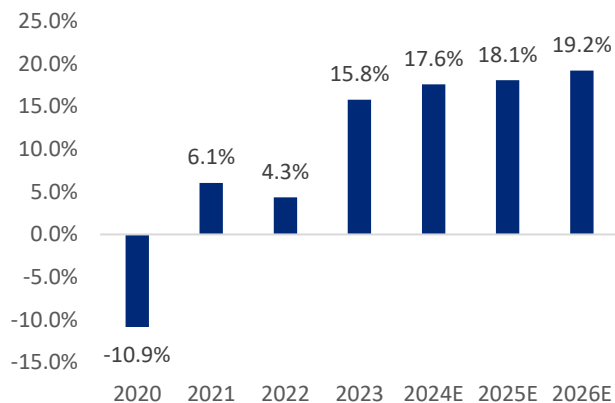
综上，我们预计 2024E-2026E 亚朵的归母净利润将同比提升 55.5%/27.8%/26.6%，净利润率也将逐年升高。

**图表 40：亚朵归母净利润与同比增速，2020-2026E**



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

**图表 41：亚朵归母净利率，2020-2026E**



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 42：杜邦净资产收益率（ROE）分析

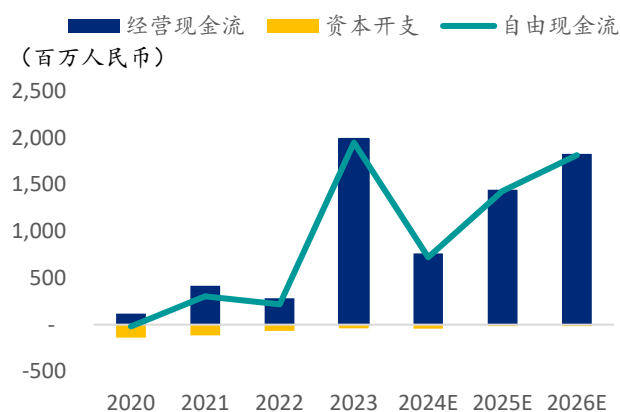
	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	14%	26%	30%	39%	41%	42%	43%
销售、管理费用率	-18.4%	-16.7%	-22.6%	-18.9%	-17.8%	-18.7%	-18.6%
<b>EBIT 利润率</b>	-4.7%	9.6%	7.6%	20.5%	22.8%	23.5%	24.9%
税前利润/EBIT	101%	99%	105%	103%	103%	103%	103%
净利润/税前利润	155%	69%	53%	75%	76%	75%	75%
净利润(少数股东 前)/归母净利润	146%	93%	102%	100%	100%	100%	100%
<b>净利润率</b>	-10.9%	6.1%	4.3%	15.8%	17.6%	18.1%	19.2%
资产周转率	0.72	1.02	0.65	0.82	0.95	1.05	1.06
财务杠杆	3.51	3.74	4.00	3.49	2.68	2.07	1.75
<b>ROE</b>	-27.3%	23.0%	11.2%	45.4%	44.8%	39.4%	35.4%

E=浦银国际预测

资料来源：公司数据，浦银国际

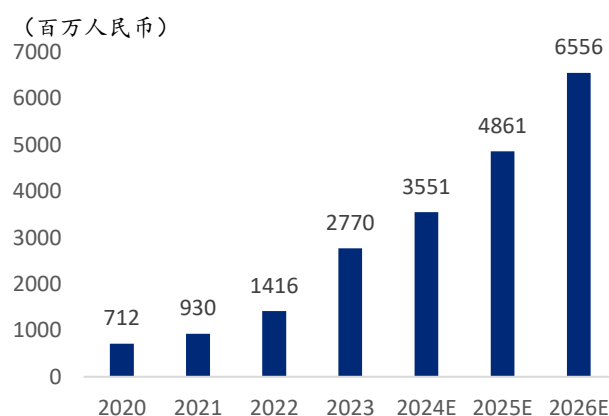
#### (4) 资产负债表与现金流

图表 43：亚朵经营现金流、资本开支与自由现金流，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 44：亚朵净现金，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

## 目标价与估值

综合考虑亚朵在中高端市场较强的竞争力、高速的拓店预期（2025 年前达到 2,000 家），以及零售业务占比的提升，我们给予亚朵酒店 12.5x 2024E EV/EBITDA（相较国际酒店标的 20%的折价）的估值，最终得到目标价 22.8 美元，比当前股价有 21.3%的上升空间。我们首次覆盖亚朵集团，给予“买入”评级。

图表 45：SPDBI 目标价：亚朵集团（ATAT.US）



截至 2024 年 7 月 3 日收盘价。资料来源：Bloomberg、浦银国际

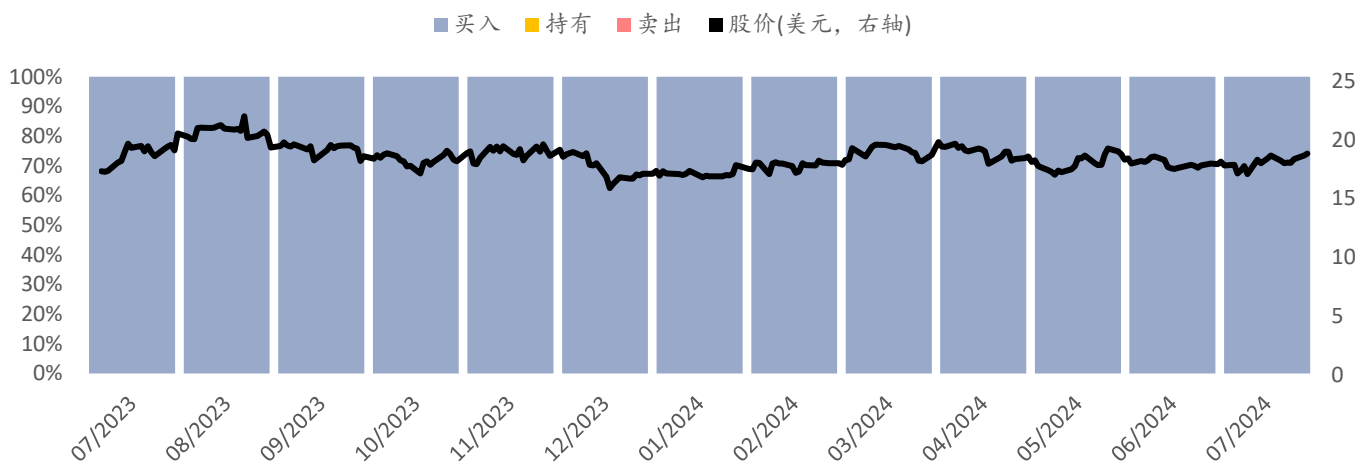
## 投资风险

亚朵股价可能面对的下行风险包括：

- (1) 休闲旅游和商旅出行减少；
- (2) 中高端酒店市场竞争大于预期；
- (3) 零售业务增长不及预期。

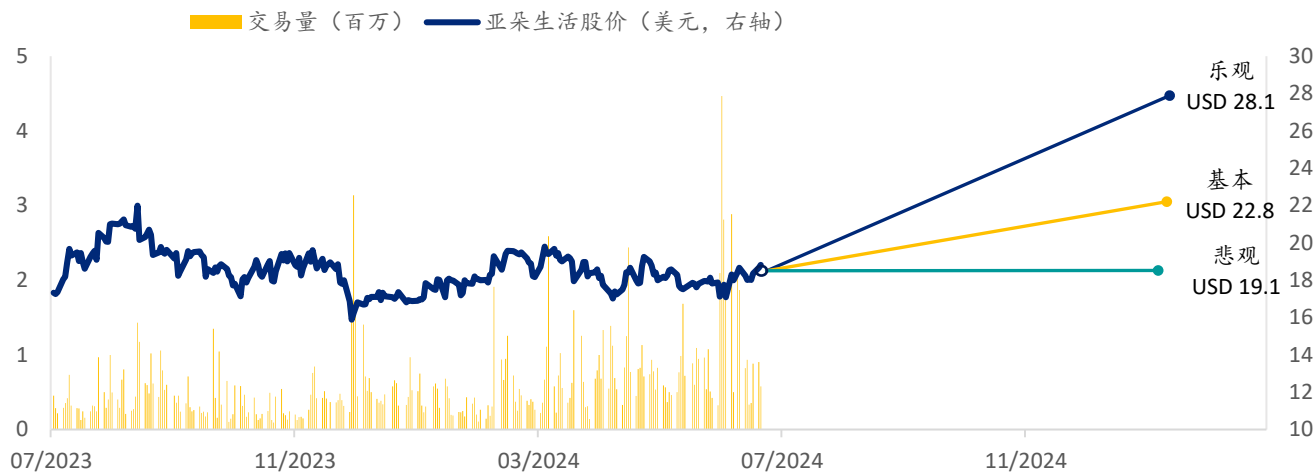
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 46: 亚朵集团 (ATAT.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 47: 亚朵集团 (ATAT.US) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 28.1 美元

概率: 25%

- 亚朵 2024 年开店速度快于预期, 增加 500 家;
- 零售业务 2024 年同比增长超 120%;
- 公司 2024 年毛利率同比提升 150bps。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 19.1 美元

概率: 20%

- 亚朵 2024 年开店速度慢于预期, 增加 200 家;
- 零售业务 2024 年同比增长不及 80%;
- 公司 2024 年毛利率同比提升 80bps。

资料来源: 浦银国际

# 公司背景

## • 公司介绍

亚朵集团成立于 2013 年，是一家生活方式酒店品牌集团。亚朵酒店以中高端酒店为主要酒店细分市场，并在 2022 年成功于 NASDAQ 上市 (ATAT.US)。

亚朵集团旗下共拥有 6 个住宿品牌，包括 A.T.HOUSE、亚朵 S 酒店、ZHotel、亚朵酒店、亚朵 X 酒店、轻居，价格带覆盖中端酒店到高端酒店。截至 2023 年末，亚朵集团共经营 1,302 家酒店，拥有 137,921 间在营客房。亚朵的酒店扩张是以加盟为主要方式，截至 2023 年末，公司加盟酒店的高达 97.4%。

此外，亚朵集团也在零售领域拥有多个品牌，包含床品、个人护理以及出行相关等多种产品。其中亚朵星球深睡系列产品已成为爆款。为促进零售产品销售，亚朵集团采用线下体验、线上购买的营业模式，让消费者可以在入住亚朵酒店时体验零售产品。

财务上，公司 2023 年收入人民币 46.7 亿元，其中酒店经营收入为人民币 35 亿元，零售业务收入达到人民币 9.7 亿元，分别占整体收入的 76%和 20.8%；归母净利润为人民币 7.4 亿元，归母净利率达到 15.8%。

## ● 前十大股东

图表 48：亚朵集团主要股东

	主要股东	占比 (%)
1	Diviner Ltd	13.4
2	FIL Ltd	5.2
3	Aspex Management HK Ltd	4.9
4	Schroders PLC	2.3
5	Oceanlink Management Ltd	2.2
6	Vanguard Group Inc	1.8
7	Goldman Sachs Group	1.6
8	Bank of America Corp	1.5
9	Sylebra Capital	1.3
10	Morgan Stanley	1.2

\*截至 2024 年 7 月 3 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 公司历史

图表 49：亚朵集团发展里程碑

时间	里程碑
2013 年	第一家亚朵酒店在西安开业
2014 年	第一家加盟店在西安开业；发布 2.0 版本
2017 年	亚朵酒店开店数量达到 100 家
2018 年	亚朵酒店发布 3.0 版本
2020 年	亚朵酒店开业数量达 600 家
2021 年	亚朵酒店发布 3.5 版本酒店数量超 700 家
2022 年	亚朵酒店开业数量达到 800 家；成功在 NASDAQ 上市
2023 年	亚朵酒店发布 4.0 版本
2024 年	亚朵酒店第 1,000 家门店开业

资料来源：公司资料、浦银国际

## ● 公司管理层

图表 50: 亚朵集团公司管理层

姓名	职位	履历
王海军	创始人，首席执行官	王海军先生是亚朵集团的创始人，自 2013 年起担任董事会主席兼首席执行官。在 2013 年创立亚朵集团之前，王先生曾担任华住集团执行副总裁，该公司在纳斯达克上市，股票代码为“HTHT”，在香港联交所上市，股票代码为“1179”。在 2005 年加入华住之前，王先生曾在如家、锦江酒店以及其他知名酒店公司任职。作为中国首家中高档生活方式连锁酒店—亚朵的创始人，王先生拥有丰富的酒店开发和管理经验，在业内备受推崇。王先生在多个行业领袖榜单中被评为领袖人物，包括中国最具商业创新力人物榜、过去 40 年中国酒店业 40 位领袖人物榜、中国旅游业最具创新力人物榜等。王先生毕业于燕山大学，并获得中欧国际工商学院 EMBA 学位。
王守东	联席首席财务官	王守东先生自 2021 年起担任公司联席首席财务官，负责监督公司的财务报告及相关战略、管理和运营事务。在加入本公司之前，王先生曾在香港联合交易所上市（股票代码为“3666”）的国际天食担任多个职位。2019 年至 2020 年，王先生担任国际天食首席财务官。2011 年至 2016 年期间，王先生在国际天食负责管理财务、法律事务和内部审计，并担任董事会秘书和联席公司秘书。此前，王先生曾任职于百思买商业（上海）有限公司财务部和大众交通（集团）股份有限公司（上海证券交易所上市公司，股票代码“600611”）。王先生毕业于复旦大学，并获得复旦大学工商管理硕士学位。
吴健锋	联席首席财务官	吴健锋先生自 2023 年起担任公司联席首席财务官。吴先生负责监管资本市场事务，包括投资者关系和融资相关事务，并负责为我们的董事会提供行政和其他支持。在加入亚朵之前，吴先生在招银国际资本有限公司工作了八年，曾担任董事总经理、投资银行业务管理委员会成员以及企业融资部消费行业主管。在 2015 年加入招银国际之前，吴先生自 2008 年起在瑞银证券有限公司投资银行部任职。他于 2008 年获得清华大学经济管理学院经济学学士学位。
高丽君	首席合规官	高丽君女士自 2023 年起担任首席合规官，自 2021 年起担任董事。高女士于 2013 年加入亚朵集团，2015 年 1 月至 2018 年 10 月担任总法律顾问，2018 年 1 月至 2022 年 12 月担任副总裁，负责法律事务。高女士拥有十多年的法律执业经验，擅长公司财务、风险管理和合规监管。高女士毕业于上海师范大学。
陆宏	高级副总裁	陆宏先生自 2021 年起担任亚朵集团的高级副总裁和董事。陆先生于 2019 年加入亚朵公司，并于 2019 年至 2020 年担任副总裁。此前，陆先生曾担任深圳证券交易所上市公司厦门 35.com 科技股份有限公司（股票代码为“300051”）副总裁兼董事会秘书、深圳证券交易所上市公司山东中基电气设备股份有限公司（股票代码为“300308”）副总裁兼董事会秘书等。陆先生毕业于福州大学工商管理专业并获得纽约理工学院工商管理硕士学位。

资料来源：公司年报、浦银国际

## ● 财务报表

图表 51: 亚朵集团利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,263	4,666	6,510	8,100	9,643
同比	5.4%	106.2%	39.5%	24.4%	19.1%
营业成本	-1,580	-2,827	-3,868	-4,685	-5,450
毛利润	683	1,839	2,642	3,415	4,193
毛利率	30.2%	39.4%	40.6%	42.2%	43.5%
销售费用	-140	-470	-786	-1,063	-1,231
管理费用	-350	-451	-391	-445	-530
研发费用	-66	-77	-98	-130	-164
经营利润	127	841	1,368	1,777	2,268
经营利润率	5.6%	18.0%	21.0%	21.9%	23.5%
财务费用	8	25	40	54	74
其他营业收入	38	83	85	97	106
其他	8	33	29	29	29
利润总额	181	982	1,522	1,957	2,477
所得税	-84	-243	-373	-489	-619
所得税率	46.8%	24.7%	24.5%	25.0%	25.0%
净利润	96	739	1,149	1,468	1,858
减: 少数股东损益	-2	2	3	3	4
归母净利润	98	737	1,146	1,464	1,854
归母净利率	4.3%	15.8%	17.6%	18.1%	19.2%
同比	-24.5%	n.m.	55.5%	27.8%	26.6%

资料来源: 公司数据、浦银国际预测

图表 52：亚朵集团资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,589	2,841	3,653	4,964	6,660
短期投资	158	752	600	600	600
贸易及其他应收款项	133	162	206	256	305
预付款项及其他流动资产	134	252	358	445	530
存货	57	119	121	146	170
其他流动资产	54	116	116	116	116
<b>流动资产合计</b>	<b>2,125</b>	<b>4,242</b>	<b>5,053</b>	<b>6,527</b>	<b>8,381</b>
物业、厂房及设备	360	266	217	171	129
使用权资产	1,932	1,713	1,465	1,245	1,058
无形资产	6	4	7	9	11
合同负债	67	98	98	98	98
商誉	17	17	17	17	17
递延所得税资产	113	145	145	145	145
其他非流动资产	142	102	102	102	102
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,637</b>	<b>2,345</b>	<b>2,051</b>	<b>1,788</b>	<b>1,561</b>
贸易及其他应付款项	185	595	533	646	751
递延收益	203	406	406	406	406
即期所得税负债	31	136	100	100	100
租赁负债	320	296	296	296	296
应付费	434	874	874	874	874
短期借款	143	70	100	100	100
其他	32	1	1	1	1
<b>流动负债合计</b>	<b>1,348</b>	<b>2,378</b>	<b>2,310</b>	<b>2,423</b>	<b>2,529</b>
租赁负债	1,805	1,583	1,169	950	762
递延收益	278	369	369	369	369
借款	2	2	3	4	5
其他非流动负债	142	194	194	194	194
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,227</b>	<b>2,149</b>	<b>1,736</b>	<b>1,518</b>	<b>1,331</b>
股本	1,286	1,556	2,552	3,865	5,568
储备	-89	512	512	512	512
少数股东权益	-10	-8	-5	-2	2
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,187</b>	<b>2,060</b>	<b>3,058</b>	<b>4,375</b>	<b>6,082</b>

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 53：亚朵集团现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	96	739	1,149	1,468	1,858
固定资产折旧	89	85	60	57	54
长期资产减值	0	61	0	0	0
存货减值	5	24	0	0	0
使用权资产减少	268	214	248	220	188
短期投资收益	-8	-35	-30	-30	-30
处理设施收益	2	1	0	0	0
股权激励	163	164	0	0	0
应收款项	-5	-241	-150	-138	-134
存货的减少	-4	-85	-2	-26	-24
应付款项	-63	1,300	-98	113	105
使用权资产负债	-274	-246	-414	-220	-188
其他	15	9	0	0	0
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>284</b>	<b>1,989</b>	<b>764</b>	<b>1,444</b>	<b>1,830</b>
资本开支	-39	-42	-14	-14	-14
投资支付的现金	0	0	0	0	0
向第三方借款	0	0	0	0	0
短期投资	-153	-559	182	30	30
其他	0	1	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-192</b>	<b>-601</b>	<b>168</b>	<b>16</b>	<b>16</b>
发行普通股所得款项	392	106	0	0	0
借款所得款项	65	-102	31	1	1
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0	-151	-151	-151	-151
其他	0	0	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>456</b>	<b>-147</b>	<b>-120</b>	<b>-150</b>	<b>-150</b>
现金及现金等价物净增加额	548	1,241	812	1,311	1,696
期初现金及现金等价物余额	1,040	1,590	2,842	3,654	4,965
汇率变化	3	10	0	0	0
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>1,590</b>	<b>2,842</b>	<b>3,654</b>	<b>4,965</b>	<b>6,661</b>

资料来源：公司数据、浦银国际预测



## 华住集团 (HTHT.US/1179.HK): 渠道下沉和品牌升级并重的酒店行业领导者

**快速拓店的多品牌酒店龙头:** 截至 2023 年末, 华住集团旗下运营着共 31 个酒店品牌。华住集团酒店门店在 2018-2023 年间净增加 5,164 家门店, 是门店数量增长最快的中国大型酒店集团。华住集团以经济型和中端酒店作为集团发展的基本盘, 经营的汉庭和全季两个品牌在各自价格段占据龙头地位, 在经济型酒店和中端酒店行业中均拥有较强的品牌力和影响力, 是集团获取稳定客源和收益的基础。此外, 华住集团在各价格带中采用多品牌策略, 以独特的装修、服务覆盖更加多元的消费者需求。我们认为, 在多品牌策略的驱动下, 市场竞争力较高的经济和中端酒店将成为公司收入稳定来源, 中高端酒店是提高公司盈利水平和调性的方式。

**品牌与产品升级与下沉市场拓展并行, 带动双向品牌拓展:** 面对中国两极化的消费趋势, 集团将升级和下沉作为发展策略: (1) 品牌升级: 公司通过多元品牌开拓中高端市场, 改善品牌形象和收入结构, 带动 RevPar 的提升; (2) 产品升级: 集团定期、且较同业更高频地更新酒店版本以确保消费者入住满意度, 提高复购率及定价; (3) 下沉市场拓展: 公司通过加盟的方式, 以品牌力更高的汉庭、全季和桔子酒店来拓展广阔的下沉市场。截至 2023 年末, 华住在三线以下城市的储备店和在营酒店的占比为 55% 和 40%, 是公司拓店重点。我们认为华住集团采取上下并重的拓展策略, 充分利用多品牌矩阵中合适的品牌来顺应消费趋势。这样的拓展策略有助于集团快于竞争对手布局目标市场, 取得先发优势。

**国内外品牌共同稳步拓展海外市场:** 华住在国内市场的发展优势基础上, 稳步拓展海外市场。公司早在 2020 年收购了德意志酒店集团(DH), 在拓展海外市场资源的同时也加强集团在高端酒店的布局。公司已于 2024 年 2 月正式将 DH 更名为华住国际, 并将全季酒店纳入国际品牌家族, 以经营成熟及品牌力较高的自有品牌来开拓广阔的海外市场。华住集团在酒店业发展更为成熟的海外市场中仍面临较多挑战, 但它秉持稳健拓展的策略, 并以自有品牌拓展市场来获取国际知名度。我们认为这是华住探索海外市场、扩大业务版图的优势和基础。

**估值与评级:** 考虑到华住集团的多元化品牌矩阵、品牌升级以及渠道下沉并重的运营策略为公司未来收入和利润增长带来较大空间。我们用 14x 2024E EV/EBITDA 对华住集团进行估值 (相较国际酒店集团 10% 的折价), 最终得到美股目标价 40.5 美元, 相比当前股价有 21.1% 的上升空间, 对应港股目标价 31.2 港元, 对比当前股价有 19.1% 的上升空间。我们首次覆盖华住集团, 给予“买入”评级。

**投资风险:** (1) 国内出行人数不及预期; (2) 华住中高端产品拓展缓慢; (3) 市场竞争加剧。

### 华住集团 (HTHT.US)


**买入**

目标价 (美元)	40.5
潜在升幅/降幅	+21.1%
目前股价 (美元)	33.5
52 周内股价区间 (美元)	30.2-48.4
总市值 (百万美元)	10,663
近 3 月日均成交额 (百万美元)	57.7

#### 市场预期区间



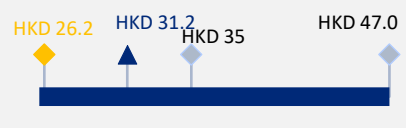
资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 华住集团 (1179.HK)


**买入**

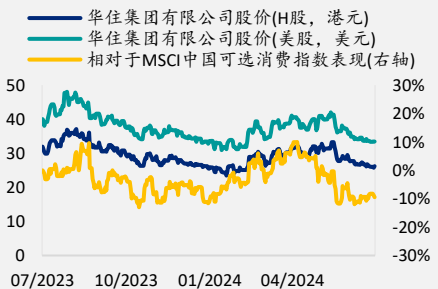
目标价 (港元)	31.2
潜在升幅/降幅	+19.1%
目前股价 (港元)	26.2
52 周内股价区间 (港元)	23.3-38.0
总市值 (百万港元)	83,838
近 3 月日均成交额 (百万港元)	64.8

#### 市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

#### 股价表现



\*截至 2024 年 7 月 3 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际



图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,862	21,882	23,978	25,880	27,818
同比变动 (%)	8.4%	57.9%	9.6%	7.9%	7.5%
股东应占净利	-1,821	4,085	4,105	4,765	5,460
同比变动 (%)	291.6%	n.m.	0.5%	16.1%	14.6%
PE (X) -美股 (ADS)	n.m.	19.0	18.9	16.3	14.2
PE (X) -港股	n.m.	19.1	19.0	16.4	14.3
ROE (%)	-18.4%	38.8%	28.9%	25.8%	23.4%

资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 华住集团

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>13,862</b>	<b>21,882</b>	<b>23,978</b>	<b>25,880</b>	<b>27,818</b>
同比	8.4%	57.9%	9.6%	7.9%	7.5%
营业成本	-12,260	-14,341	-14,927	-15,766	-16,612
<b>毛利润</b>	<b>1,602</b>	<b>7,541</b>	<b>9,051</b>	<b>10,113</b>	<b>11,206</b>
毛利率	11.6%	34.5%	37.7%	39.1%	40.3%
销售费用	-613	-1,072	-1,177	-1,251	-1,335
管理费用	-1,675	-2,086	-2,394	-2,564	-2,734
其他经营费用	-157	-69	-134	-142	-152
<b>经营利润</b>	<b>-843</b>	<b>4,314</b>	<b>5,346</b>	<b>6,157</b>	<b>6,984</b>
经营利润率	-6.1%	19.7%	22.3%	23.8%	25.1%
财务费用	-322	-137	-26	30	113
其他营业收入	549	404	240	259	278
其他	-990	768	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>-1,606</b>	<b>5,349</b>	<b>5,559</b>	<b>6,445</b>	<b>7,376</b>
所得税	-207	-1,204	-1,390	-1,611	-1,844
所得税率	-12.9%	22.5%	25.0%	25.0%	25.0%
权益法损失	-36	-14	-14	-14	-14
<b>净利润</b>	<b>-1,849</b>	<b>4,131</b>	<b>4,156</b>	<b>4,820</b>	<b>5,518</b>
减：少数股东损益	-28	46	50	54	58
<b>归母净利润</b>	<b>-1,821</b>	<b>4,085</b>	<b>4,105</b>	<b>4,765</b>	<b>5,460</b>
归母净利率	-13.1%	18.7%	17.1%	18.4%	19.6%
同比	291.6%	n.m.	0.5%	16.1%	14.6%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5,086	7,710	7,544	10,386	14,160
短期投资	1,788	2,189	2,189	2,189	2,189
贸易及应收款项	1,113	755	1,023	1,105	1,187
应收贷款	134	184	200	200	200
其他应收账款	178	210	210	210	210
存货	70	59	67	71	75
第三方贷款	809	949	800	800	800
<b>流动资产合计</b>	<b>9,178</b>	<b>12,056</b>	<b>12,033</b>	<b>14,961</b>	<b>18,821</b>
物业、厂房及设备	6,784	6,097	6,597	6,820	6,970
无形资产	5,278	5,280	5,350	5,419	5,488
使用权资产	28,970	25,658	25,358	25,058	24,758
融资租赁	2,047	2,171	2,500	2,500	2,500
土地使用权	199	181	200	200	200
长期投资	1,945	2,564	3,000	3,000	3,000
商誉	5,195	5,318	5,318	5,318	5,318
应收贷款	124	163	163	163	163
递延税资产	1,093	1,043	1,043	1,043	1,043
持有待售资产	0	2,313	2,313	2,313	2,313
其他非流动资产	694	688	688	688	688
<b>非流动资产合计</b>	<b>52,329</b>	<b>51,476</b>	<b>52,530</b>	<b>52,522</b>	<b>52,441</b>
贸易及应付款项	1,171	1,019	1,140	1,204	1,268
短期借款	3,288	4,049	3,500	3,500	3,700
应付工资	657	1,067	1,067	1,067	1,067
租赁负债	1,308	1,637	1,637	1,637	1,637
使用权负债	3,773	3,609	3,609	3,609	3,609
其他应付	2,337	3,261	3,261	3,261	3,261
分红应付	0	2,085	1,800	1,800	1,800
其他	612	684	684	684	684
<b>流动负债合计</b>	<b>13,146</b>	<b>17,411</b>	<b>16,698</b>	<b>16,762</b>	<b>17,026</b>
租赁负债	27,637	24,215	23,715	23,215	22,715
资产化租赁负债	2,513	2,697	2,297	1,897	1,497
借款	6,635	1,265	1,000	1,200	1,400
应付款项	828	1,072	872	672	472
递延税款负债	858	845	845	845	845
其他非流动负债	1,087	3,778	2,960	2,160	1,360
<b>非流动负债合计</b>	<b>39,558</b>	<b>33,872</b>	<b>31,689</b>	<b>29,989</b>	<b>28,289</b>
股本	8,497	11,749	15,626	20,127	25,283
储备	232	386	386	386	386
少数股东权益	74	114	164	219	277
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,803</b>	<b>12,249</b>	<b>16,176</b>	<b>20,732</b>	<b>25,946</b>

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-1,849	4,131	4,156	4,820	5,518
股权激励	87	143	0	0	0
固定资产折旧	1,513	1,448	930	1,008	1,081
减值	491	516	0	0	0
权益损失	85	72	14	14	14
外汇损益	341	-119	100	100	100
投资损益	321	-806	-50	-50	-50
融资租赁利息	16	0	26	-30	-113
应收款项	-621	296	-268	-81	-83
存货的减少	20	0	-8	-4	-4
应付款项	529	2,111	-364	-136	-135
其他	630	-118	-1,247	-900	-900
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>1,563</b>	<b>7,674</b>	<b>3,288</b>	<b>4,742</b>	<b>5,428</b>
资本开支	-1,049	-901	-1,500	-1,300	-1,300
投资支付现金和收益	541	-537	-751	-464	-464
贷款所得现金	37	-89	-16	0	0
其他	-51	50	-19	0	0
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-522</b>	<b>-1,477</b>	<b>-2,286</b>	<b>-1,764</b>	<b>-1,764</b>
发行股票所得款项	-248	1,125	0	0	0
借款	2,721	-4,677	-840	230	513
分配股利、利润或偿付利息支付的现	416	0	228	265	303
发行债券所得款项	-3,406	0	0	0	0
其他	-877	-168	-456	-529	-607
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-1,394</b>	<b>-3,720</b>	<b>-1,068</b>	<b>-35</b>	<b>210</b>
现金及现金等价物净增加额	-353	2,477	-66	2,943	3,874
<b>期初现金及现金等价物余额</b>	<b>5,141</b>	<b>5,086</b>	<b>7,710</b>	<b>7,544</b>	<b>10,386</b>
外汇损益	297	164	-100	-100	-100
权益法损失	0	-17	0	0	0
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>5,085</b>	<b>7,710</b>	<b>7,544</b>	<b>10,386</b>	<b>14,160</b>

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	-0.59	1.27	1.28	1.48	1.70
每股销售额	4.46	6.80	7.45	8.04	8.65
每股股息 (ADS)	0.00	6.60	5.10	5.92	6.79
<b>同比变动</b>					
收入	8.4%	57.9%	9.6%	7.9%	7.5%
经营溢利	2.6%	n.m.	23.9%	15.2%	13.4%
归母净利润	291.6%	n.m.	0.5%	16.1%	14.6%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	11.6%	34.5%	37.7%	39.1%	40.3%
经营利润率	-6.1%	19.7%	22.3%	23.8%	25.1%
归母净利率	-13.1%	18.7%	17.1%	18.4%	19.6%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	-18.4%	38.8%	28.9%	25.8%	23.4%
平均资产回报率	-2.9%	6.5%	6.4%	7.2%	7.9%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	21.5	15.6	15.6	15.6	15.6
库存周转天数	2.4	1.6	1.6	1.6	1.6
应付账款周转天数	31.8	27.9	27.9	27.9	27.9
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1
速动比率 (x)	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1
现金比率 (x)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8
负债/权益	6.0	4.2	3.0	2.3	1.7
<b>估值</b>					
市盈率 (x)-US (ADS)	n.m.	19.0	18.9	16.3	14.2
市盈率 (x)-H	n.m.	19.1	19.0	16.4	14.3
市销率 (x)	54.1	35.4	32.3	29.9	27.9
股息率	0.0%	2.7%	2.1%	2.5%	2.8%

# 华住集团 (HTHT.US/1179.HK): 渠道下沉和品牌升级并重的酒店行业领导者

## 多元品牌矩阵成就行业领头羊

华住集团是中国领先的综合性酒店集团。截至 2023 年末，华住集团共拥有 31 个品牌，覆盖了从经济到高档的酒店规格，共 9,394 家门店。按酒店数量计算，华住是目前中国规模第二大的酒店集团。

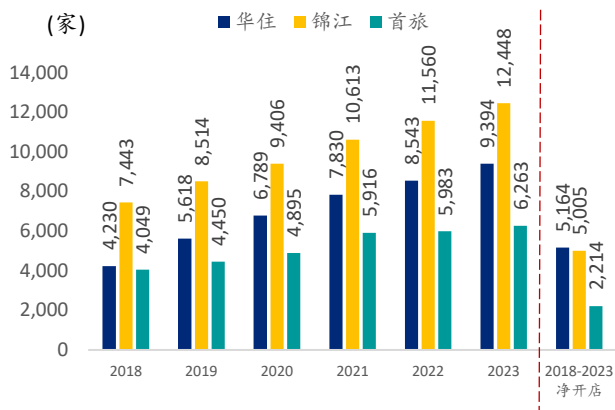
图表 2: 华住集团旗下品牌

	经典	多彩	精选	长住
经济	 汉庭酒店  宜必思酒店	 海友酒店  你好酒店		 城家公寓  丽业公寓  卓居
中档	 全季酒店	 桔子酒店	 星程酒店	 城家高级公寓  suise place
中高档	 MERCURE 美居酒店  皇冠酒店 Intercity Hotel	 Citigo 欢阁酒店  漫心酒店  桔子水晶酒店	 MADISON 美仑酒店	 Intercity 丽业服务公寓  HOUSE 双湖服务公寓  citadines 悦家连锁公寓酒店
高档	 璟玥酒店  STEIGENBERGER 施柏阁	 Max 美仑美奂酒店  永乐半山 LEBANSHAN HOTELS	 花间堂  MERRILL MADISON 美仑国际酒店	 CJIA LUX 悦家公寓
奢华	 STEIGENBERGER 施柏阁大境	 PROFESSIONELLE DESIGN HOTELS  宋 LIVIN HOTEL		

资料来源：华住官网，浦银国际

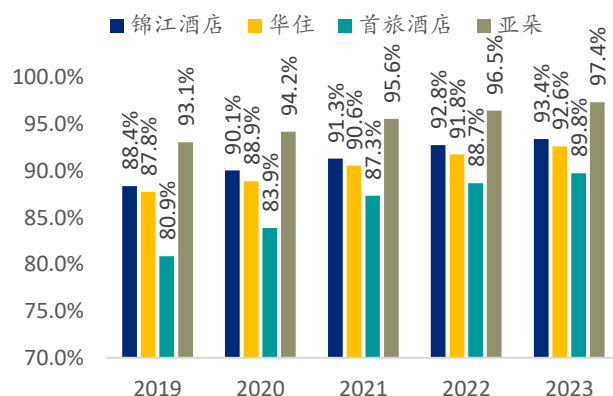
公司通过自建、加盟和并购等方式快速扩张，在 2018-2023 年间华住门店净增长 5,164 家，是开店数量最多的中国酒店集团。从公司的经营模式来看，公司主要依靠轻资产的加盟模式来拓展门店，也带动公司的加盟模式门店占比达到行业较高的水平，为 92.6%。

图表 3：各酒店集团门店数量



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 4：各酒店集团加盟门店比例

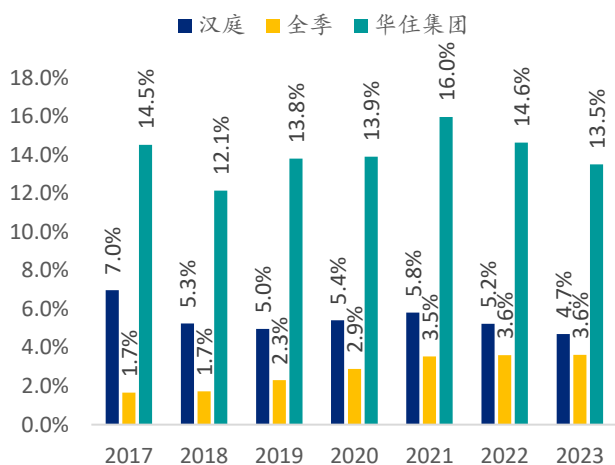


资料来源：公司数据、浦银国际

在华住经营的众多品牌中，两大主力品牌—汉庭和全季，分别在经济型酒店以及中端酒店市场中占据龙头地位。

根据中国饭店协会数据，2023 年末，华住集团客房数占中国连锁酒店客房数的 13.5%，其中汉庭和全季的市占率分别为 4.7%和 3.6%，分别是中国酒店品牌中排名第二和第十的品牌。

图表 5：汉庭、全季和华住客房数占中国连锁酒店市场的比率



资料来源：公司数据、中国饭店协会、浦银国际

图表 6：中国 10 大酒店品牌占有率，2022

排名	品牌	市占率
1	维也纳	6.9%
2	汉庭	5.2%
3	全季	3.6%
4	格力豪泰	3.3%
5	如家	2.9%
6	7 天	2.9%
7	锦江之星	2.0%
8	尚客优	2.0%
9	麗枫	1.9%
10	城市便捷	1.9%

资料来源：盈蝶咨询、浦银国际

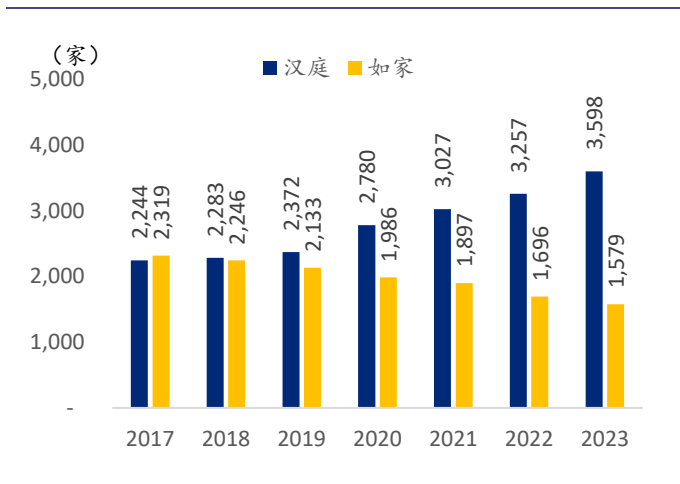
公司内部来看，经济型酒店和中端酒店也是公司的主力价格带，公司以这两个档次的酒店品牌服务大众市场。截至 2023 年末，华住经济型酒店和中端酒店的酒店数量占比分别是 53.1%和 37.7%。

## 经济型酒店代表：汉庭酒店

汉庭酒店成立于 2005 年，并在 2019 年超越如家成为中国经济型酒店客房数量最多的品牌。截至 2023 年末，汉庭共拥有 3,598 家门店，占集团门店数量的 38%，覆盖超过 1,000 个县级以上城市。

汉庭酒店成立至今经历了多个版本的产品迭代，已于 2022 年更新至公布的 3.51 升级方案。截至 2023 年末，汉庭 2.7（2018 年公布）以上版本占汉庭总量的 71.2%。汉庭通过高频的产品迭代带动客户满意度、复购率的稳定提升，同时也以更低价的装修方案吸引加盟商。

图表 7：汉庭和如家门店数量



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 8：汉庭酒店 1.0 和 3.5 版本对比



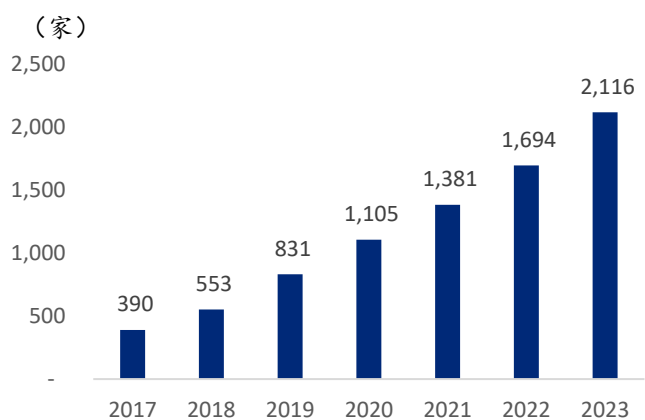
资料来源：搜狐、浦银国际

## 中端酒店代表：全季酒店

全季酒店成立于 2010 年，品牌定位是面向高线城市商务出行人士的中端酒店。为建立品牌调性，品牌首先围绕高线城市的核心商圈和重要交通枢纽建立酒店门店，而后再向二、三线城市下沉拓展。

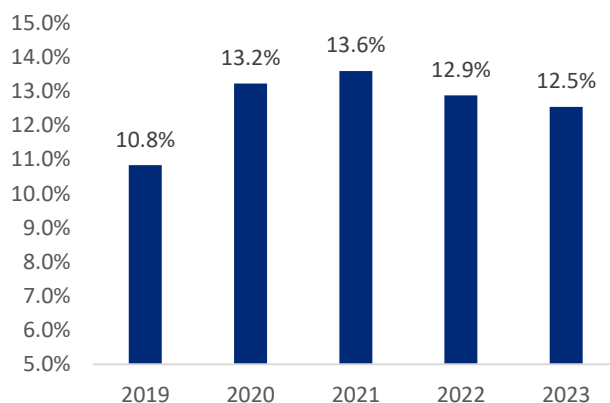
截至 2023 年末，全季在全国拥有 2,116 家门店。根据盈蝶咨询数据，2023 年全季酒店在中端酒店市场的占有率达到 12.5%（按客房数计），是仅次于维也纳酒店的第二大中端酒店品牌。

图表 9: 全季酒店门店数量



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 10: 全季酒店在中端酒店市场中的占有率 (按客房数量计算)



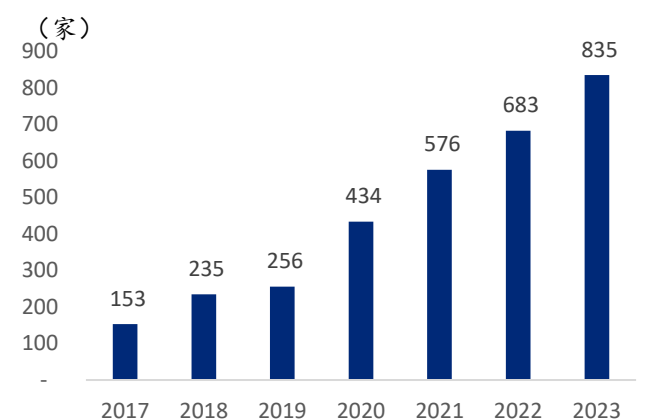
资料来源: 公司数据、中国饭店协会、浦银国际

### 中端酒店新起之秀: 桔子酒店

华住集团在 2017 年收购桔子水晶酒店集团, 进一步扩张华住集团在中端酒店市场的占有率。在定位上, 桔子酒店的装修风格以明亮的色彩为主, 以年轻商旅消费者作为主要客群, 不论是调性或是用户画像都与全季酒店进行了区分。

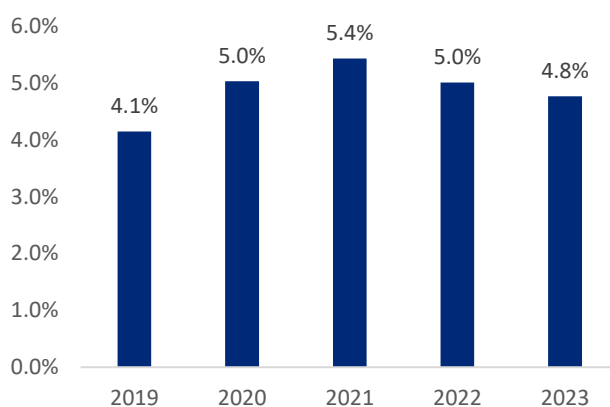
截至 2023 年末, 桔子酒店共拥有 835 家门店。根据中国饭店协会数据, 2023 年桔子酒店客房数占整体中国市场中端连锁酒店比例的 4.8%。

图表 11: 桔子酒店门店数量



注: 含桔子酒店与桔子水晶; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 12: 桔子酒店在中端酒店市场中的占有率 (按客房数量计)



注: 含桔子酒店和桔子水晶; 资料来源: 公司数据、中国饭店协会、浦银国际

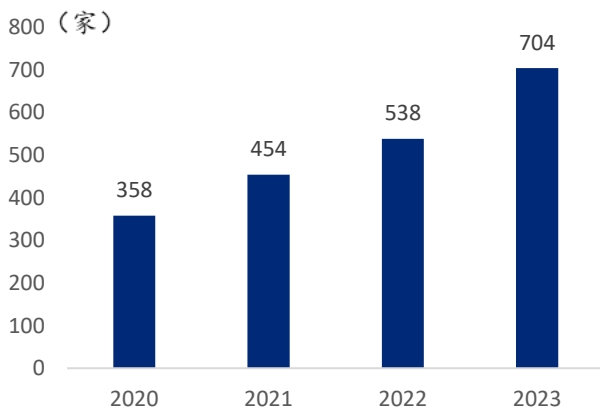
## 中高端酒店：多品牌齐攻新市场

在行业产品升级的大趋势下，华住集团也着力在中高端酒店市场进行布局。截至 2023 年末，华住共拥有 704 家中高端酒店，其中桔子水晶、漫心和美居是公司内中高端酒店占比最高的三家酒店，酒店数量高速扩张。

华住以多品牌战略覆盖不同消费者的需求。其中，中国品牌方面，桔子酒店的中高端酒店品牌——桔子水晶酒店凭借“一店一设计”的理念以及集团高标准的设施提供不同特色的酒店房间，提供给消费者有质感的住宿体验。

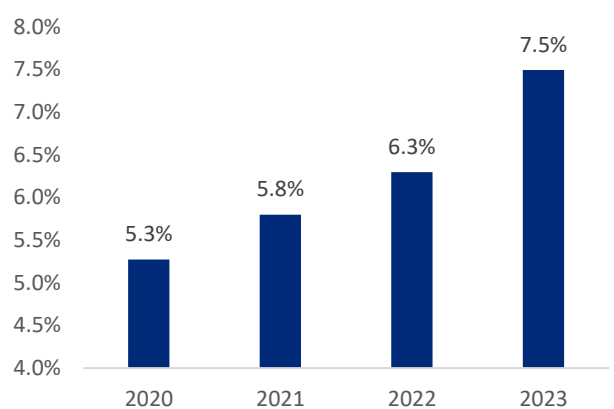
同时，公司也通过与雅高签署长期战略同盟协议，获得美居、诺富特等具备国际酒店集团背书品牌的加盟权和合作开发权。这些品牌拥有较强国际知名度，有助于华住集团拓展中高端酒店市场。

图表 13：华住集团中高端酒店数量



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 14：华住集团中高端酒店数量占比



资料来源：公司数据、浦银国际

## 高端酒店：高端之路，道阻且长

华住的高端化道路仍在不断精进推进的过程中。截至 2023 年末，华住共运营着 163 家高端酒店，其中 DH 酒店集团的客房数占华住高端酒店的 57%。

通过签署海外酒店的经营权（美爵）和收购海外酒店集团（德意志酒店集团），叠加禧玥和花间堂两个本土酒店品牌，华住形成了国内外品牌共同发展的高端酒店品牌矩阵。

综合来看，华住集团在各个价格带中均有多品牌的布局来满足消费者的多元需求。在多品牌快速拓店的驱动下，华住集团成为中国第二大酒店集团。我们认为，华住集团在经济型和中端两个主力市场中拥有市占率较高、具有高品牌力和辨识度的酒店品牌，这是集团稳定运营的基础。而在此基础之上，公司所推进的中高端和高端酒店的拓展，将助力集团满足消费者多元化的需求并提高集团的盈利水平和调性。

# 品牌升级与渠道下沉并重

在消费两极化的趋势下，消费者既拥有升级的消费需求，同时消费也更为理智。为满足消费新趋势，华住集团在通过多种方式对品牌和产品升级的同时，也利用适当的品牌挖掘下沉市场的机会。

## ● 定期的产品升级，高频满足新需求

考虑到消费者的需求和喜好不断变化，酒店集团会定期更新酒店版本来更新装修风格、硬件设施等，以塑造酒店调性并提升消费者粘性。

在中国三大酒店集团中，华住集团对旗下品牌的更新最为频繁，基本上每2年就会进行版本更新。时至今日，华住品牌矩阵中成立最久的汉庭酒店已经历经7个版本的更新，全季也在过去10余年间升级6次。

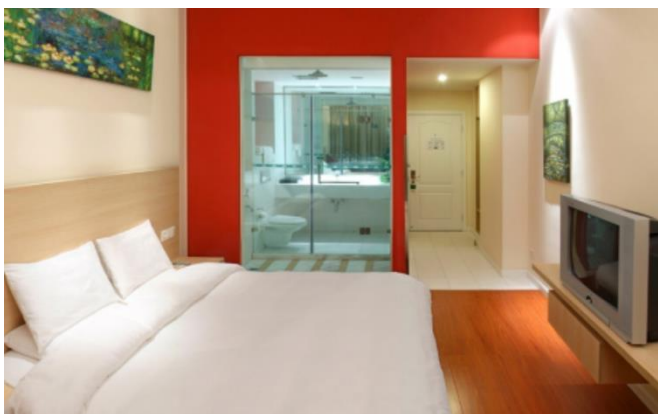
图表 15：中国三大酒店集团旗下品牌版本更新汇总

华住集团			锦江酒店集团			首旅酒店集团		
品牌名	版本	发布时间	品牌名	版本	发布时间	品牌名	版本	发布时间
全季	1.0	2011年	维也纳	1.0	1993年	如家	1.0	2002年
	2.0	2012年		2.0	2012年		2.0	2014年
	3.0	2013年		3.0	2014年		3.0	2017年
	3.5	2017年		4.0	2015年		4.0	2024年
	4.0	2018年		5.0	2020年	如家精选	1.0	2014年
	5.0	2024年		5.0深化版	2023年		3.0	2021年
汉庭	1.0	2003年	7天	1.0	2005年	4.0	2023年	
	2.0	2012年		2.0	2020年	锦江之星	1.0	1993年
	2.5	2017年		3.0	2022年		5.0	2022年
	2.7	2018年	丽枫	1.0	2013年		1.0	2013年
	3.0	2020年		2.0	2017年		2.0	2017年
	3.5	2022年		3.0	2020年		3.0	2020年
	3.51	2023年		3.5	2023年	3.5	2023年	

资料来源：各集团官网，浦银国际

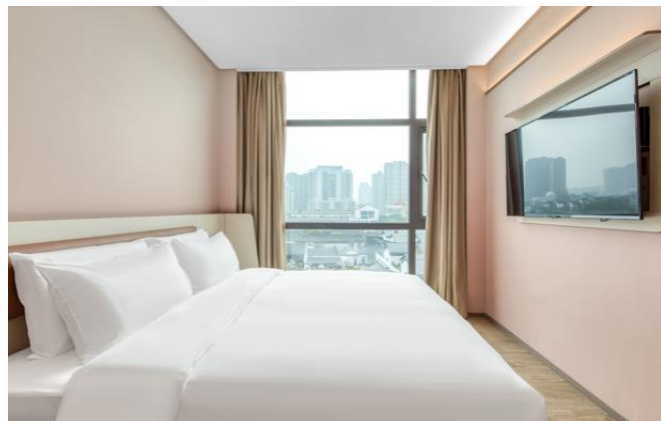
除了更新设施外，高频的、定期的酒店版本更新也是对品牌形象的重塑。汉庭酒店的品牌形象随着版本的不断更新而提升。从最早的1.0版本的具有年代感的“便捷旅馆风”，到2.5版本的原木风，再到2.7版本之后的轻工业、欧式风格，并添加书吧、洗衣房、智能化系统等设施，汉庭酒店的品牌形象随之不断升级。至此，汉庭酒店褪下了快捷酒店的标签，在同业中也具备了较高的竞争力。

图表 16: 汉庭酒店 1.0 客房



资料来源: 华住官网、浦银国际

图表 17: 汉庭酒店 3.5 客房



资料来源: 华住官网、浦银国际

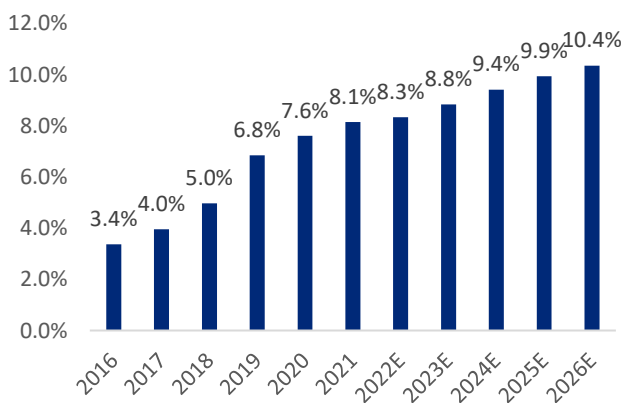
较快的版本迭代也促使华住旗下品牌现正运营的酒店的版本较同业的版本更新、更具竞争力。以汉庭酒店为例，截至 2023 年末，2018 年推出的 2.7 版本以上的酒店占比达到 71.2%，远高于首旅酒店旗下的如家。

我们认为，随着定期且相对更为高频的版本更新，华住集团旗下老旧酒店的占比更低，新版本酒店占比较高，能为消费者提供更好的消费体验，有助于提高复购的可能性。同时，版本更新也可带动间夜的提升，有效地提高集团的收入水平。

## ● 品牌结构升级

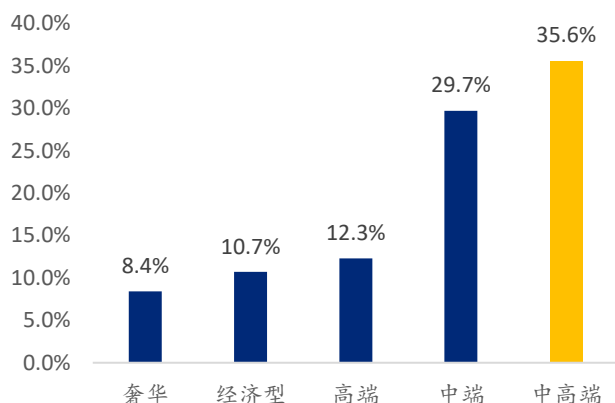
针对我国消费者对外宿标准的提升，以及我国酒店住宿业仍以经济型和中端酒店为主的现状，行业内主要的酒店集团纷纷开始布局中高端以上市场。根据弗若斯特沙利文预测，中国中高端酒店市场在 2021 年占比仅为 8.1%，同时也是 2022-2026 年增长最快的酒店板块。

图表 18: 中国中高端酒店市场占整体酒店市场比例 (按酒店数量计)



E=弗若斯特沙利文；资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 19: 中国酒店市场各价格带市场增速, 2022-2026E

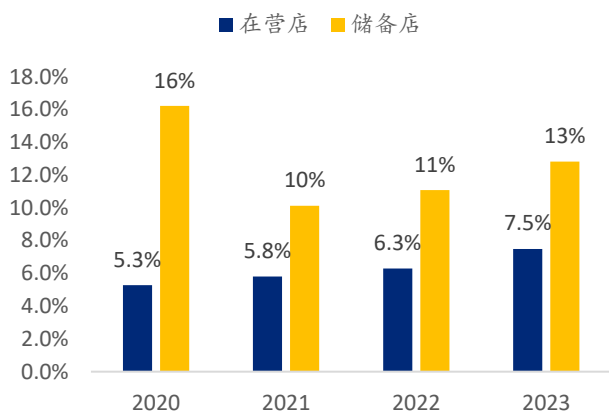


E=弗若斯特沙利文；资料来源: 公司数据、浦银国际

华住集团顺应趋势，加快布局中高端市场。截至 2023 年末，华住集团的储备店中中高端酒店占比由 2021 年的 10% 提升至 2023 年的 12.8%，也带动华住在营中高端以上店铺占比在近年来稳步提升至 7.5%。

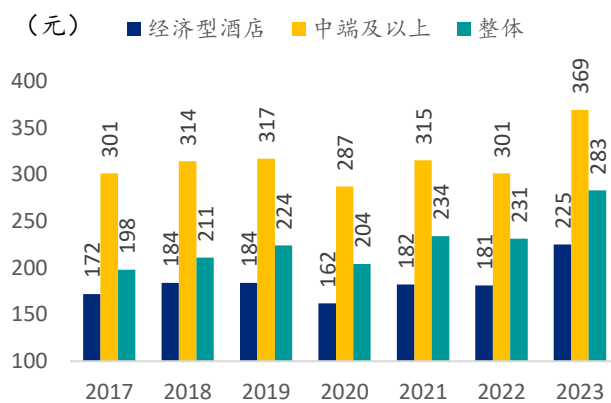
中高端酒店比例的提升带动了集团品牌结构优化。截至 2023 年末，华住酒店中端以上酒店数量占比提升至 47%，也推动集团平均房价结构性上行。

**图表 20：华住集团储备店和在营店中高端酒店占比**



资料来源：公司数据、浦银国际

**图表 21：华住集团经济型和中端及以上同店每日平均房价**



资料来源：公司数据、浦银国际

公司在中高端版块以多品牌策略，尝试打造品牌特色来突破这个快速增长的市场，期待培育出行业领导品牌。截至 2023 年末，桔子水晶、美居酒店和漫心酒店是品牌旗下酒店数量最多的中高端酒店品牌，分别占中高端酒店的 26%、23.3% 和 19.5%。

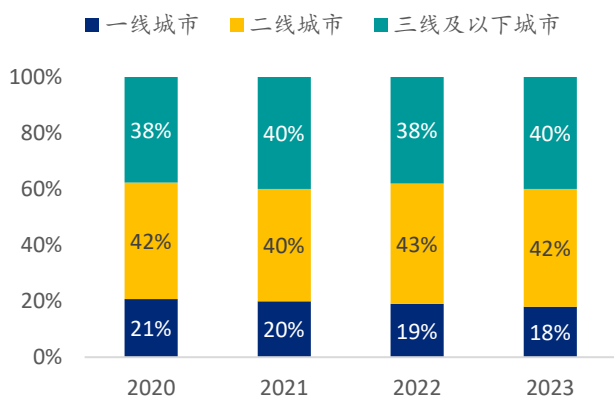
我们期待华住在中高端酒店市场延续快速扩张态势，并成功培育出市场领先的中高端酒店品牌。同时，我们相信，中高端酒店的数量增长可有效地提高公司品牌结构，继而带动收入的提升。

## ● 下沉市场占领

我国低线城市中酒店行业的拓展空间巨大。综合考虑下沉市场中旅游、消费潜力的提升，以及低线城市酒店连锁化率低于高线城市的现状，我们认为酒店集团在低线城市中具备有较大的市场拓展和市场整合的空间。

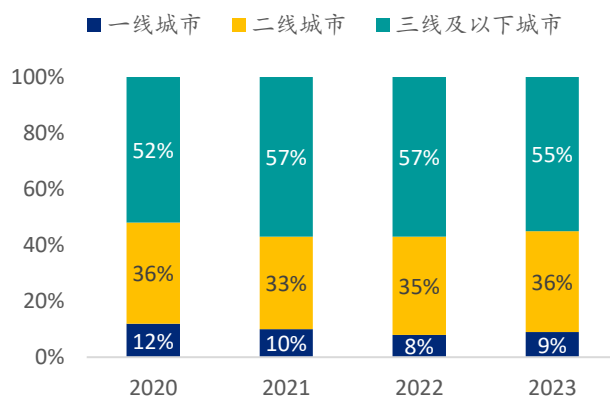
华住创始人季琦早在 2019 年提出了“千城万店”计划，将下沉市场列为重要的增长点。尽管万店计划未在 2023 年按期达成，但是仍在有序推进中。截至 2023 年末，华住在三线以下城市的储备店和在营酒店的占比为 55%和 40%，是公司拓店重点。

**图表 22: 各层级城市已开业酒店占总酒店数量比例**



资料来源：公司数据、浦银国际

**图表 23: 各层级城市储备酒店占总储备酒店数量比例**



资料来源：公司数据、浦银国际

考虑到下沉市场消费者对性价比、品牌口碑的偏好，公司选择以主力品牌汉庭、全季和桔子酒店作为下沉市场拓展的主力军，以加强低线城市和空白市场的渗透。

华住采用加盟的方式来覆盖面积广阔的低线城市市场。这样的模式一方面让华住规避了直营和重资产模式的运营风险，另一方面，加盟商也比华住更加了解当地的消费者，使其能够在当地顺利运营。

我们认为，凭借华住集团的品牌矩阵和品牌力，公司在下沉市场的拓展和整合单体酒店的空间巨大。公司可凭借下沉市场增加酒店数量以及消费者覆盖，进而增加收入来源。

# 打通会员系统，提高客户粘性

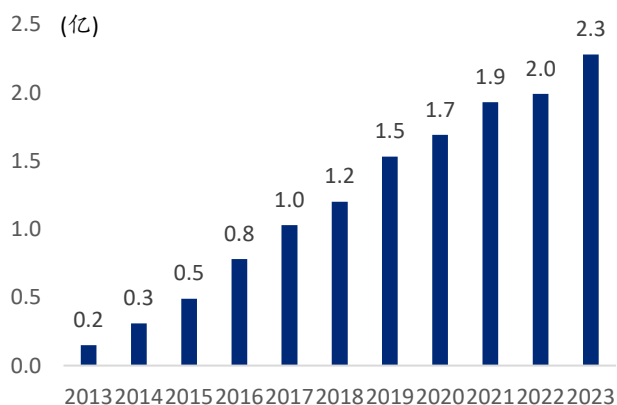
华住集团早在 2006 年建立起自己的会员体系—华住会，早于同业积累私域流量。随着酒店品牌扩张和酒店门店数量增长，集团打通了酒店品牌的会员体系，吸纳了包含德意志酒店集团 (DH) 在内的国内外酒店品牌，一体化地管理和运营会员计划。截至 2023 年末，华住会会员人数超 2 亿人，是中国会员人数最多的酒店忠诚计划。

会员体系的建立是为了增加会员粘性、提高复购率，可以有效地降低营销和销售成本，最终促进盈利水平的提升，并建立稳定的获客渠道。

为了提高会员粘性，华住会通过 APP 提供便利的酒店搜索、预订等服务，以及为会员提供间夜折扣、免费早餐等优惠。同时，华住会按会员等级提供折扣和优惠，也会让会员期待通过获得更优的会员权益从而提高用户留存和复购率。

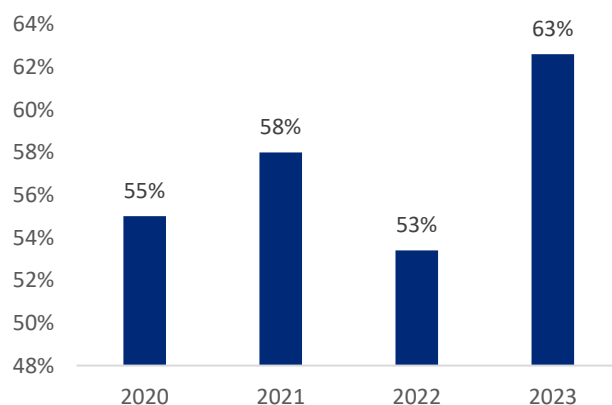
成熟的会员体系也让华住减少了对抽成较高的 OTA 平台的依赖，从而获得更多的收益。截至 2023 年末，华住的中央预订渠道销售占比达到 63%。

图表 24：华住会员数量



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 25：中央预订渠道销售占比



资料来源：公司数据、浦银国际

我们认为随着酒店门店的扩张，华住酒店和华住会的覆盖范围将拓宽，会员也将保持增长趋势，支持华住集团的稳定客源供应，为公司带来稳定的收入，并有助于公司通过直销平台持续优化盈利水平。

## 固境内，展海外

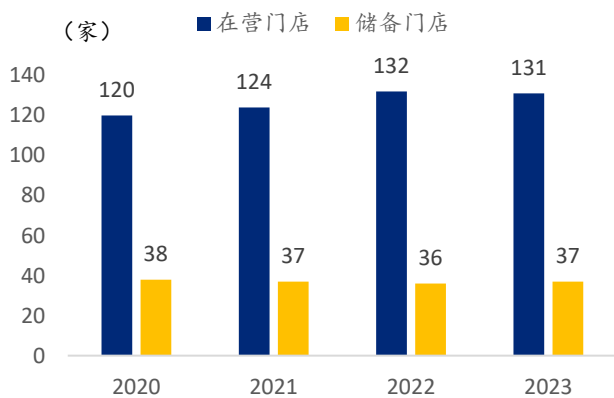
华住除了拥有稳定的中国内地酒店市场的基本盘，也开始布局空间更加广阔的海外市场。2019年，华住海外第一家全季酒店门店在新加坡开业，集团正式开启海外拓展之路，同时公司也在新加坡设立国际总部。

2020年，公司完成了对德意志酒店集团（DH）的收购。这笔收购案不仅使华住集团通过收购拓展高端酒店产品线，也将DH旗下的国际品牌引进中国，让国内品牌通过DH“走出去”，在扩大华住的国际知名度的同时也加快了集团的全球化进程。

2024年初，华住将德意志酒店集团（DH）正式更名为华住国际，开启华住国际化战略之路。华住国际宣布将于泰国、埃及、阿曼等地拓展业务，将业务范围拓展至欧洲、亚太、印非、中东等地区。

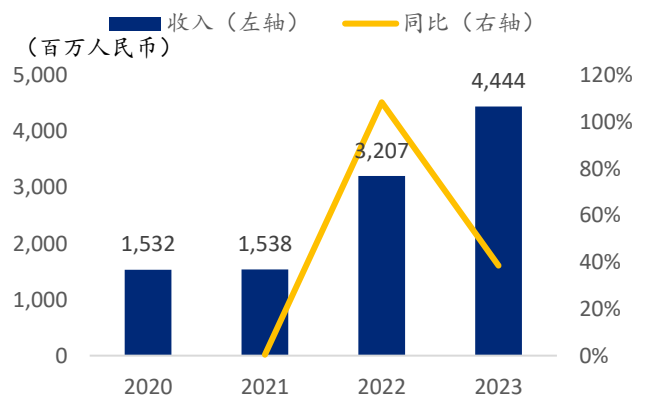
根据公司数据，截至2023年末，DH在全球范围内拥有131家酒店，开店速度稳健，并不采取高速拓展的策略。随着海外市场旅游复苏，DH部门的入住率逐年提升，带动DH的收入逐年提升。

图表 26：DH 酒店在营、储备门店数量



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 27：DH 收入及同比变化



资料来源：公司数据、浦银国际

与其他中国企业以收购的国际品牌开展国际业务不同的是，华住将自创品牌全季酒店加入华住国际，促进全季和国际品牌组合之间的协同效应，提升国产品牌的海外知名度。

我们认为，过去20年华住旗下酒店通过品牌创新和多年的运营经验，经营能力已可与海外品牌相竞争，且以全季为首的标杆品牌拥有较为成熟的品牌力和知名度，拥有出海的基础。

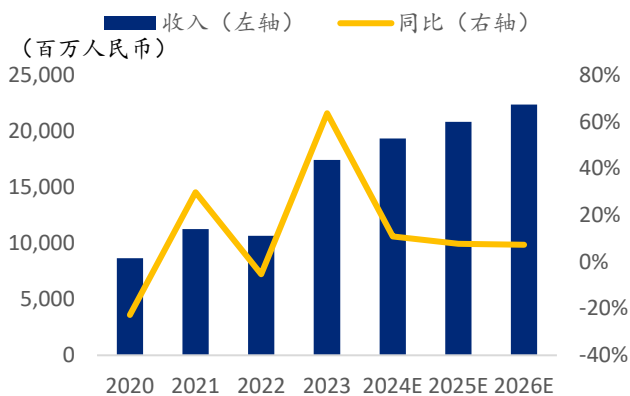
我们还认为，华住集团全球化的决心坚定，但在竞争激烈、发展更为成熟的海外市场中，华住集团面临的挑战并不少，而它秉持的稳健拓展策略和以自有品牌拓展市场并获取国际知名度的策略是探索海外市场、扩大业务版图的基础。

# 盈利预测

## (1) 收入

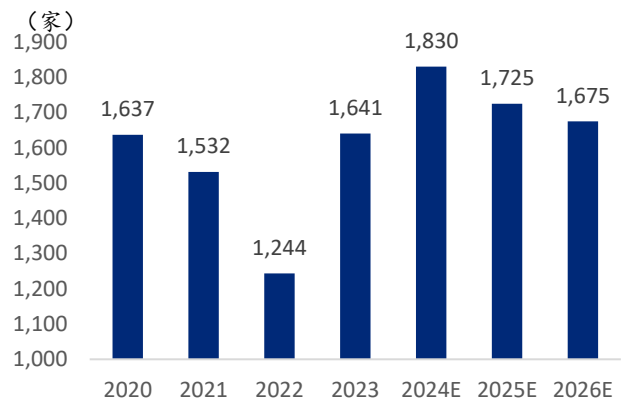
在华住国内门店快速的拓展下,我们认为公司 2024E-2026E 仍将维持较为稳健的增长。其中,我们预计公司国内业务(Legacy-Huazhu)将在 2024E-2026E 分别毛开店 1830、1725、1675 家门店。

图表 28: 华住集团 Legacy-Huazhu 收入, 2020-2026E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

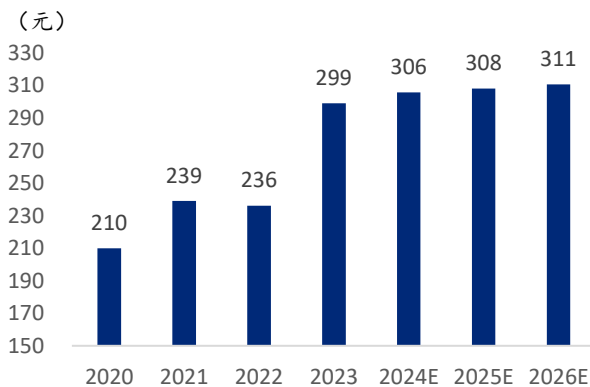
图表 29: 华住集团 Legacy-Huazhu 门店数量, 2020-2026E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

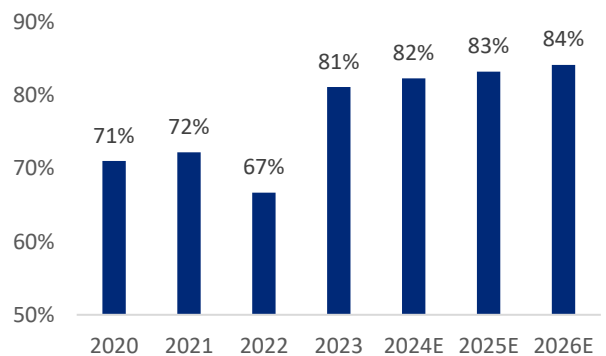
我们预计,在 Legacy-Huazhu 中高端酒店数量和竞争力提升的带动下,公司平均每日房价将在 2024E-2026E 逐年个位数的提升;另外,随着中国旅游市场的热度回升和下沉市场布局更为完善,我们认为 Legacy-Huazhu 2024E-2026E 也将逐年提升。上述因素将带动 Legacy-Huazhu RevPAR 增长至 2026E 的 262 元。

图表 30: 华住集团 Legacy-Huazhu 平均每日房价, 2020-2026E



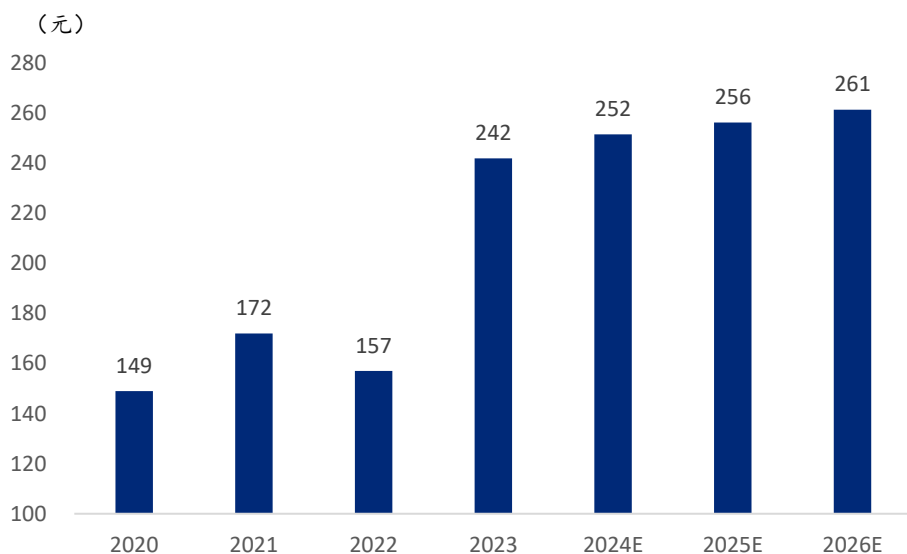
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 31: 华住集团 Legacy-Huazhu 入住率, 2020-2026E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

**图表 32：华住集团 Legacy-Huazhu 每间可售房收入，2020-2026E**

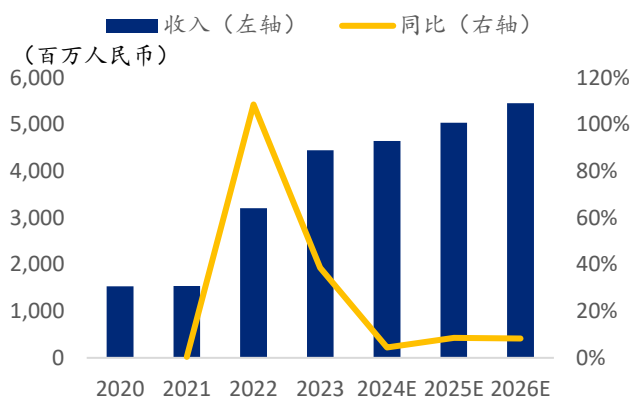


E=浦银国际预测

资料来源：公司数据，浦银国际

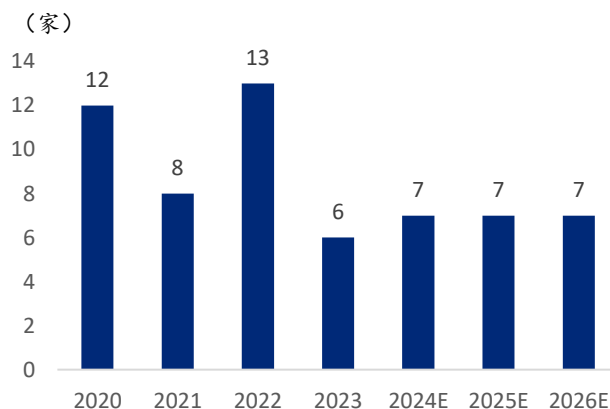
我们预计华住集团海外业务 (Legacy-DH) 的毛开店仍将维持稳健的增长。预计在 Legacy-DH 平均每日房价和入住率微增的带动下，2024E-2026E 收入分别同比增长 4%/8%/8%。

**图表 33：华住集团 Legacy-DH 收入，2020-2026E**



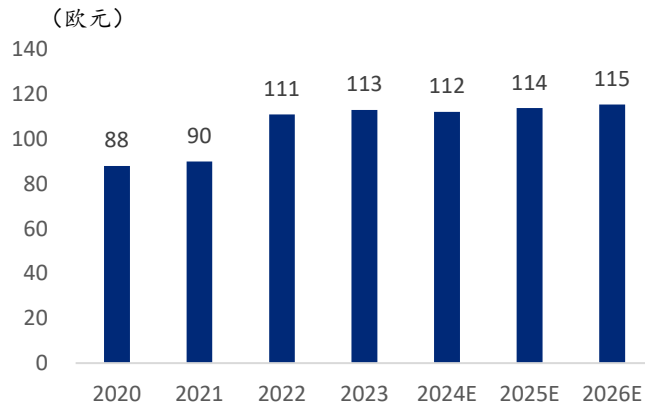
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

**图表 34：华住集团 Legacy-DH 毛开店数量，2020-2026E**



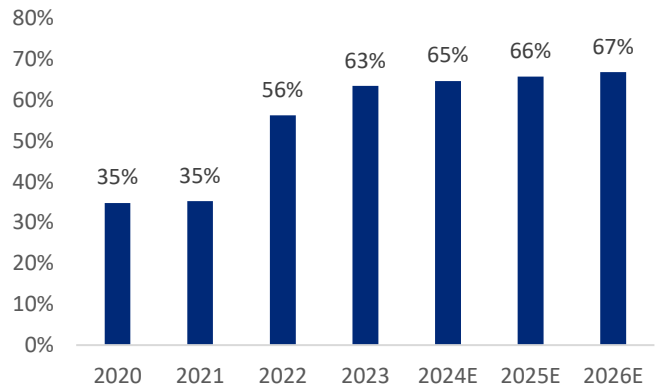
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 35: 华住集团 Legacy-DH 每日平均房价, 2020-2026E



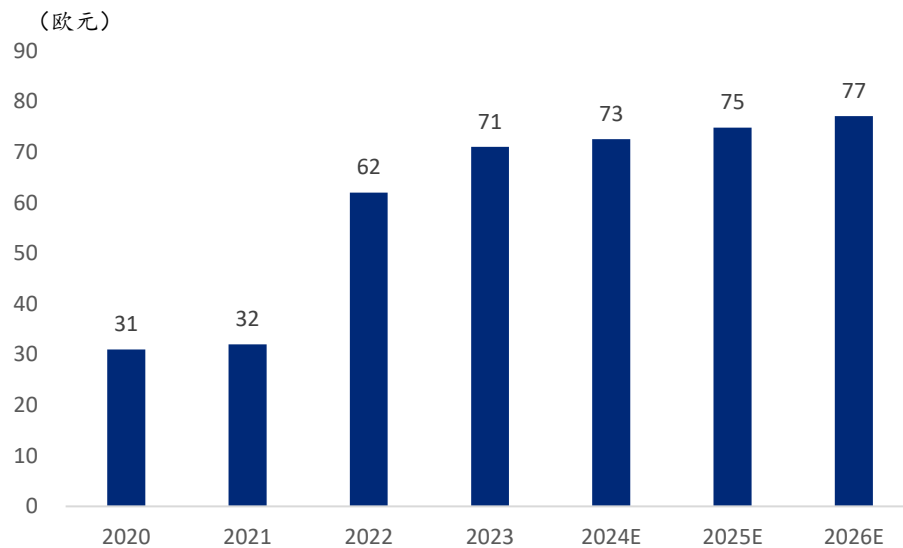
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 36: 华住集团 Legacy-DH 入住率, 2020-2026E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

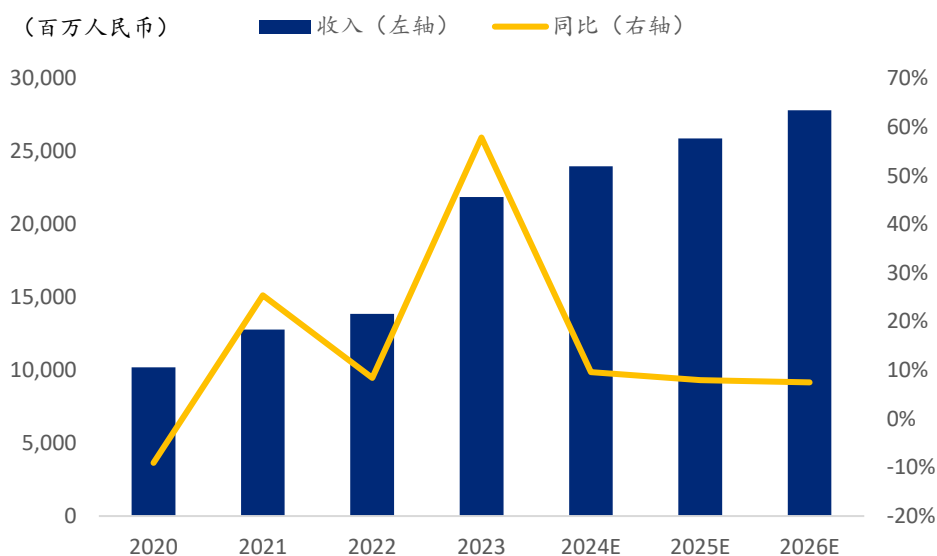
图表 37: 华住集团 Legacy-DH 每间可售房收入, 2020-2026E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据, 浦银国际

综合 Legacy-Huazhu 和 Legacy-DH 的预测, 我们预计华住集团整体收入将在 2024E-2026E 分别同比增长 10%/8%/7%。

图表 38：华住集团整体收入及同比增速，2020-2026E

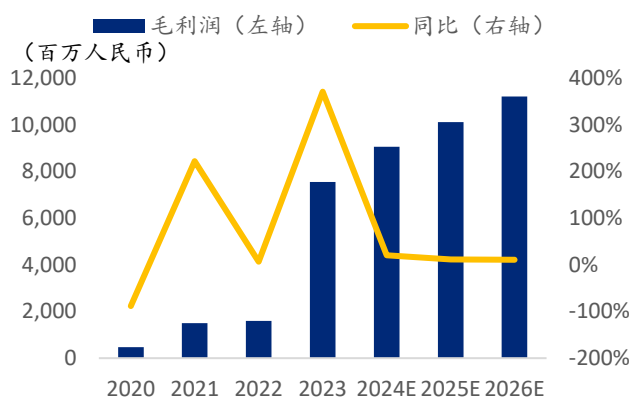


E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

## (2) 利润率

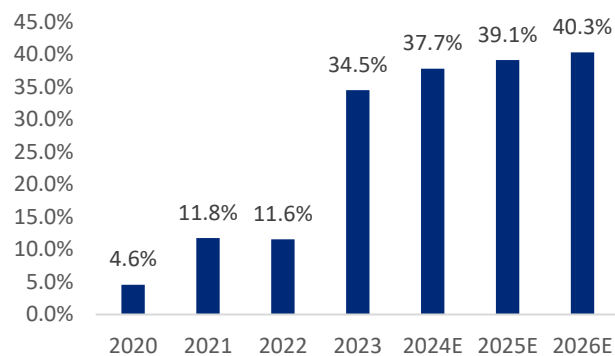
我们认为，随着华住集团加盟比例的提升，毛利率仍有提升空间。我们预计公司毛利率将逐年提升至 2026E 的 40.3%。

图表 39：华住集团毛利润与同比增速，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

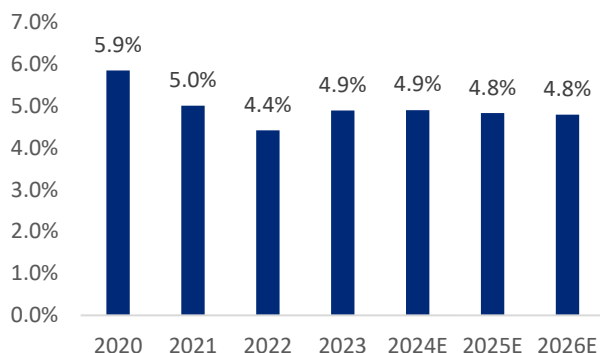
图表 40：华住集团毛利率，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

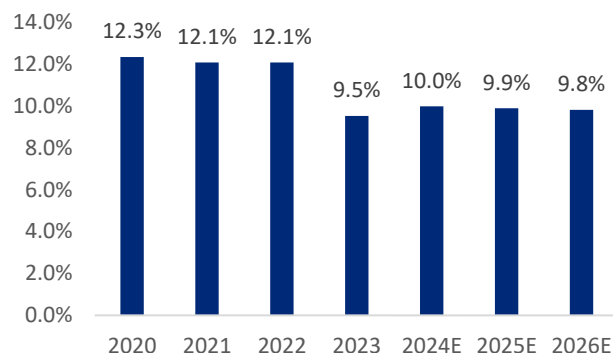
我们预计华住集团销售费用率和管理费用率将在 2024E-2026E 保持稳定，带动核心经营利润率的逐年提升。

**图表 41: 华住集团销售费用率, 2020-2026E**



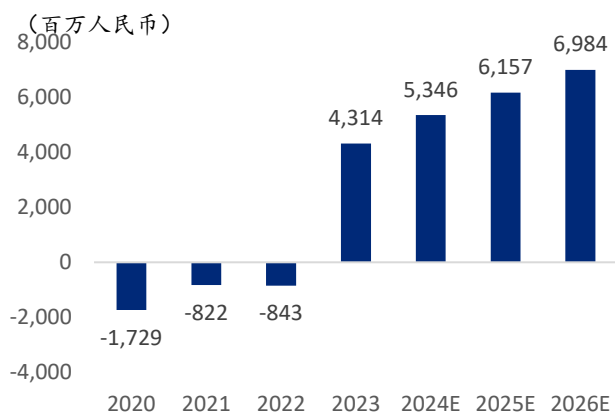
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

**图表 42: 华住集团管理费用率, 2020-2026E**



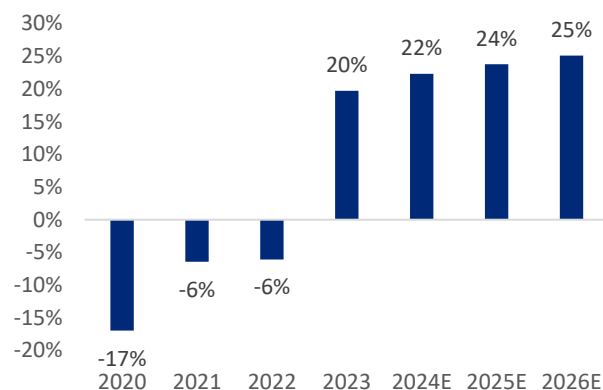
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

**图表 43: 华住集团核心经营利润, 2020-2026E**



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

**图表 44: 华住集团核心经营利润率, 2020-2026E**

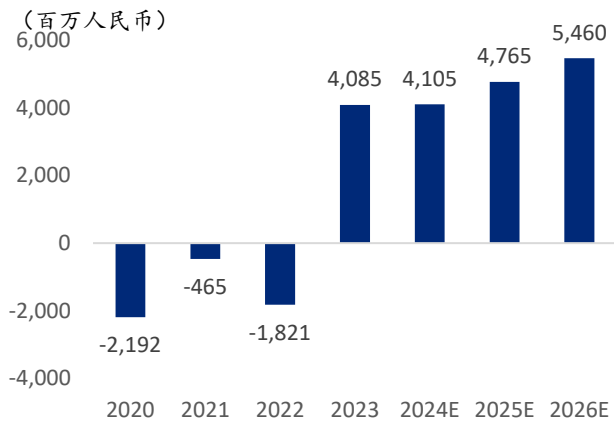


E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

### (3) 净利润

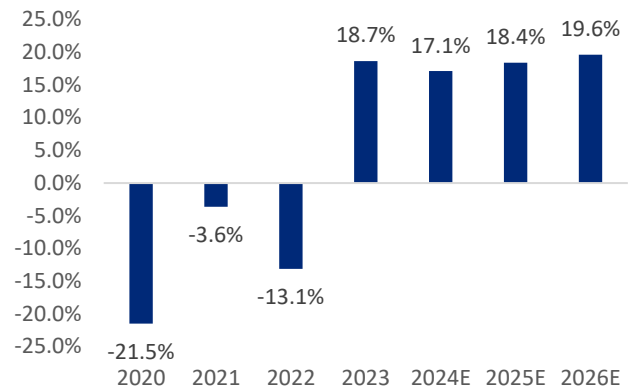
综上，我们预计华住集团 2024E-2026E 归母净利润将逐年增长至 19.6%。

图表 45：华住集团归母净利润，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 46：华住集团归母净利率，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

## 目标价与估值

考虑到华住集团多元化的品牌矩阵、品牌升级以及渠道下沉并重的运营策略可为公司未来收入和利润增长带来较大空间，我们用 14x 2024E EV/EBITDA 对华住集团进行估值（相较国际酒店集团 10%的折价），最终得到美股目标价 40.5 美元，相比当前股价有 21.1%的上升空间，对应港股目标价 31.2 港元，对比当前股价有 19.1%的上升空间。我们首次覆盖华住集团，给予“买入”评级。

## 投资风险

华住集团股价可能面对的下行风险包括：

- (1) 国内出行人数不及预期；
- (2) 华住中高端产品拓展缓慢；
- (3) 市场竞争加剧。

图表 47: SPDBI 目标价: 华住集团 (HTHT.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

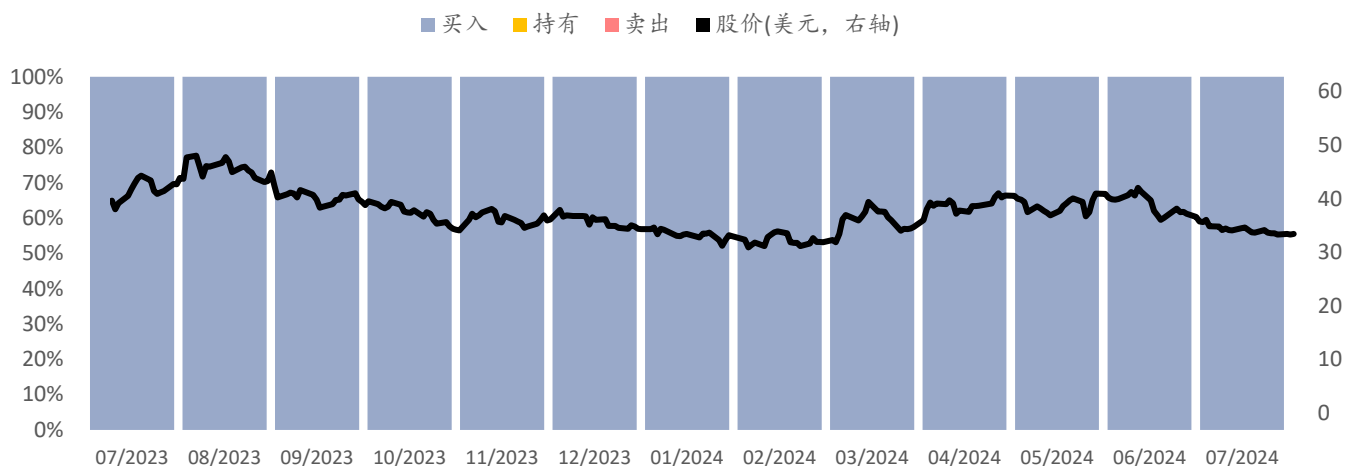
图表 48: SPDBI 目标价: 华住集团 (1179.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

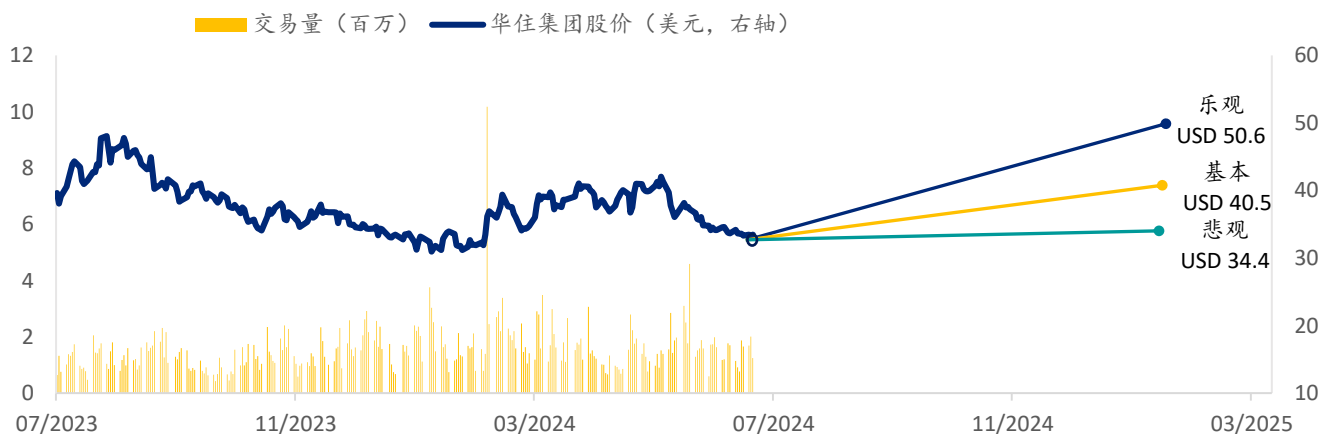
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 49: 华住集团 (HTHT.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 50: 华住集团 (HTHT.US) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 50.6 美元

概率: 25%

- 2024 年公司毛开 2300 家门店;
- 2024 年 Legacy-Huazhu RevPAR 同比提升 6%;
- 2024 年公司毛利率同比提升 150bps。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

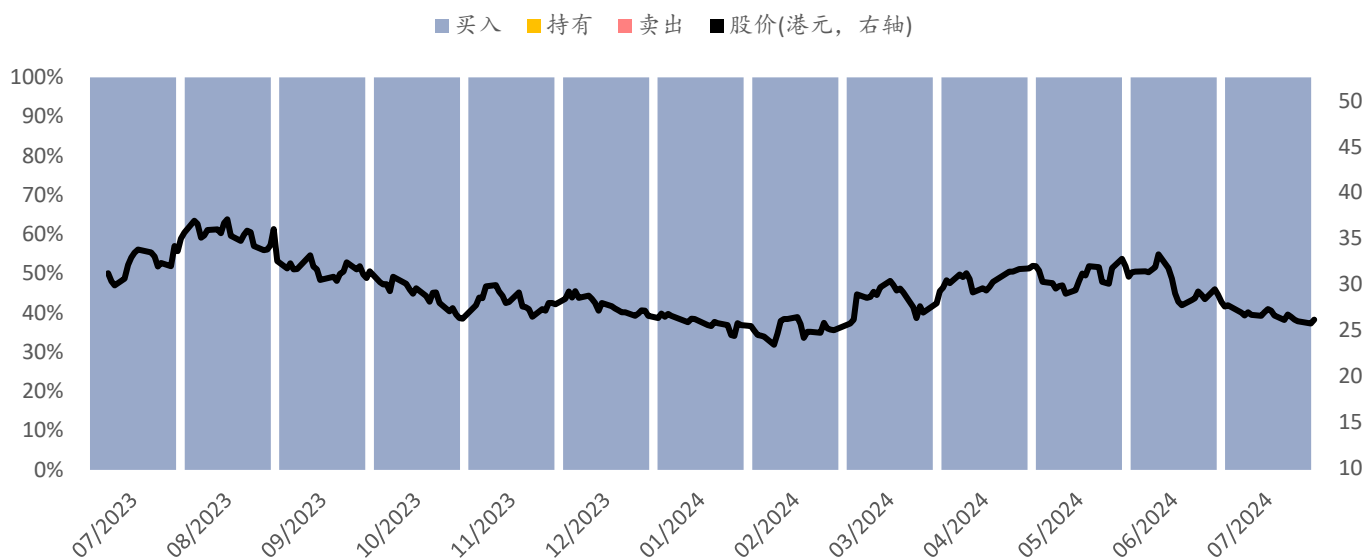
目标价: 34.4 美元

概率: 20%

- 2024 年公司毛开 1400 家门店;
- 2024 年 Legacy-Huazhu RevPAR 同比持平;
- 2024 年公司毛利率同比提升 60bps。

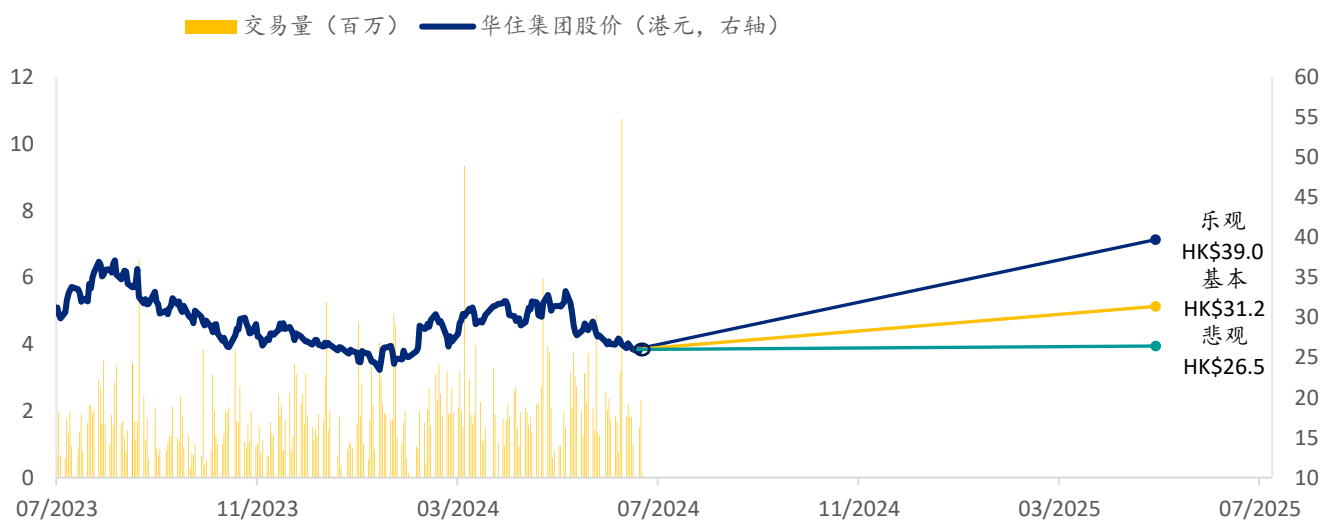
资料来源: 浦银国际

图表 51: 华住集团 (1179.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 52: 华住集团 (1179.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 39.0 港元

概率: 25%

- 2024 年公司毛开 2300 家门店
- 2024 年 Legacy-Huazhu RevPAR 同比提升 6%;
- 2024 年公司毛利率同比提升 150bps。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 26.5 港元

概率: 20%

- 2024 年公司毛开 1400 家门店
- 2024 年 Legacy-Huazhu RevPAR 同比持平;
- 2024 年公司毛利率同比提升 60bps。

资料来源: 浦银国际

# 公司背景

## • 公司介绍

华住集团创建于 2005 年，是一家世界知名的酒店集团。公司 2010 年在 NASDAQ 上市 (HTHT.US)，并后续在 2020 年在香港二次上市 (1179.HK)。截至 2023 年末，华住在 18 个国家经营 9,394 家酒店，拥有 912,444 间在营客房。华住集团旗下拥有 31 个品牌，包括汉庭、全季、桔子、漫心、施柏阁等。

华住的业务包括租赁及自有，管理加盟以及特许经营模式。截至 2023 年末，华住以租赁和自有模式经营 11% 的酒店客房，以管理加盟及特许经营模式经营 89% 的酒店客房。

财务上，公司 2023 年收入人民币 218.8 亿元，经营利润扭亏为盈，为人民币 43.14 亿元。

## ● 前十大股东

图表 53：华住集团主要股东

	主要股东	占比 (%)
1	Invesco	9.7
2	Trip.com	7.9
3	Schroders	7.8
4	JP Morgan Chase & Co	4.8
5	BlackRock	2.7
6	Capital Group Cos Inc	2.4
7	Morgan Stanley	1.2
8	Ward Ferry Management	1.1
9	State Street Corp	0.9
10	Federated Hermes	0.8

\*截至 2024 年 7 月 3 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 公司历史

图表 54：华住集团发展里程碑

时间	里程碑
2005	第一家汉庭酒店在昆山开业
2008	你好酒店在 2008 年开业
2010	公司在美国纳斯达克上市；第一家全季酒店在上海开业
2012	收购星途酒店 51% 的股权
2013	收购星途酒店剩余 49% 股权
2014	与雅高酒店达成大中华区经营的合作
2017	收购桔子水晶酒店集团
2018	完成收购花间堂大部分股份
2019	全季酒店在新加坡开业，是公司第一家在海外运营的酒店
2020	完成收购施柏阁酒店集团，在香港主板上市
2021	完成收购 CitiGo 欢阁酒店
2024	公司将德意志酒店集团（DH）正式更名为华住国际

资料来源：公司资料、浦银国际

## ● 公司管理层

图表 55：华住公司管理层

姓名	职位	履历
季琦	创始人	公司创始人，于 2007 年 2 月被任命为公司董事。自 2009 年 8 月起，季先生担任董事会的执行主席。他曾在 2012 年 1 月至 2015 年 5 月、2007 年至 2009 年 8 月以及 2019 年 11 月至 2021 年 9 月期间担任华住集团的首席执行官。季先生创立了如家快捷酒店管理公司，并在其 2002 年至 2005 年 1 月期间担任首席执行官。他还在 1999 年联合共同创立了携程网，担任首席执行官和总裁直至 2001 年，并且目前作为独立董事在携程网的董事会中任职。季先生于 1989 年和 1992 年 2 月分别在上海交通大学获得了工程力学学士学位和机械工程硕士学位。
吴炯	联合创始人	公司联合创始人，自 2007 年 1 月起担任公司董事。他是 FengHe Fund Management 的创始合伙人及主席，曾担任北极光创投的投资合伙人，并且在 2000 年至 2007 年期间作为天使投资人以及阿里巴巴集团的首席技术官。吴先生还曾担任维亚生物科技控股有限公司（一家在香港联合交易所上市的公司，股票代码：1873）的非执行董事。吴先生于 1989 年 8 月获得了美国密歇根大学计算机科学学士学位。
赵彤彤	联合创始人	公司的联合创始人，自 2007 年 2 月起担任公司董事。赵女士曾在多家公司担任职务，包括担任上海唐亚健康科技发展有限公司的监事、上海鸿盈科技有限公司的执行董事以及上海协晨信息技术有限公司的执行董事。赵女士于 1992 年 3 月在中国上海交通大学获得了工程硕士学位，并于 2003 年 6 月在加拿大麦吉尔大学获得了工商管理硕士学位。她还于 1989 年 7 月在中国东南大学获得了生物医学工程专业的学士学位。
金辉	首席执行官	金辉先生于 2005 年加入公司，并自 2021 年 9 月起担任首席执行官。他曾先后担任开发部的主任、副总裁、执行副总裁和总裁等职务。金先生于 2014 年 8 月在中国欧洲国际商学院获得了高级管理人员硕士学位，并于 2000 年 7 月在中国华东师范大学获得了心理学学士学位。
邹钧	首席财务官	邹先生于 2023 年加入集团，并自 2024 年 1 月起担任首席财务官。邹先生曾在美国、欧洲及中国的财务管理及资本管理市场方面拥有超 30 年经验。在加入华住之前，邹先生曾担任深圳市企企通科技有限公司的首席财务官。在此之前，他曾与 2006-2022 年担任多家公司的首席财务官，包括华为技术有限公司的全球技术服务业务部、Xunlei (Nasdaq: XNET)、Dangdang (已私有化) 等。1999 年至 2006 年，他曾在美国和瑞典的爱立信公司担任多个职位，包括财务、客户融资、策略发展方面的管理职务。邹先生在 1993 年获上海外国语大学颁授国际经贸和经济学学士学位，于 1999 年获德克萨斯大学颁授工商管理硕士学位。

\*截至 2024 年 6 月

资料来源：公司年报、浦银国际

## ● 财务报表

图表 56: 华住集团利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,862	21,882	23,978	25,880	27,818
同比	8.4%	57.9%	9.6%	7.9%	7.5%
营业成本	-12,260	-14,341	-14,927	-15,766	-16,612
毛利润	1,602	7,541	9,051	10,113	11,206
毛利率	11.6%	34.5%	37.7%	39.1%	40.3%
销售费用	-613	-1,072	-1,177	-1,251	-1,335
管理费用	-1,675	-2,086	-2,394	-2,564	-2,734
其他经营费用	-157	-69	-134	-142	-152
经营利润	-843	4,314	5,346	6,157	6,984
经营利润率	-6.1%	19.7%	22.3%	23.8%	25.1%
财务费用	-322	-137	-26	30	113
其他营业收入	549	404	240	259	278
其他	-990	768	0	0	0
利润总额	-1,606	5,349	5,559	6,445	7,376
所得税	-207	-1,204	-1,390	-1,611	-1,844
所得税率	-12.9%	22.5%	25.0%	25.0%	25.0%
权益法损失	-36	-14	-14	-14	-14
净利润	-1,849	4,131	4,156	4,820	5,518
减: 少数股东损益	-28	46	50	54	58
归母净利润	-1,821	4,085	4,105	4,765	5,460
归母净利率	-13.1%	18.7%	17.1%	18.4%	19.6%
同比	291.6%	n.m.	0.5%	16.1%	14.6%

资料来源: 公司数据、浦银国际预测

图表 57：华住集团资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5,086	7,710	7,544	10,386	14,160
短期投资	1,788	2,189	2,189	2,189	2,189
贸易及应收款项	1,113	755	1,023	1,105	1,187
营收贷款	134	184	200	200	200
其他应收账款	178	210	210	210	210
存货	70	59	67	71	75
第三方贷款	809	949	800	800	800
<b>流动资产合计</b>	<b>9,178</b>	<b>12,056</b>	<b>12,033</b>	<b>14,961</b>	<b>18,821</b>
物业、厂房及设备	6,784	6,097	6,597	6,820	6,970
无形资产	5,278	5,280	5,350	5,419	5,488
使用权资产	28,970	25,658	25,358	25,058	24,758
融资租赁	2,047	2,171	2,500	2,500	2,500
土地使用权	199	181	200	200	200
长期投资	1,945	2,564	3,000	3,000	3,000
商誉	5,195	5,318	5,318	5,318	5,318
营收贷款	124	163	163	163	163
递延税资产	1,093	1,043	1,043	1,043	1,043
持有待售资产	0	2,313	2,313	2,313	2,313
其他非流动资产	694	688	688	688	688
<b>非流动资产合计</b>	<b>52,329</b>	<b>51,476</b>	<b>52,530</b>	<b>52,522</b>	<b>52,441</b>
贸易及应付款项	1,171	1,019	1,140	1,204	1,268
短期借款	3,288	4,049	3,500	3,500	3,700
应付工资	657	1,067	1,067	1,067	1,067
租赁负债	1,308	1,637	1,637	1,637	1,637
使用权负债	3,773	3,609	3,609	3,609	3,609
其他应付	2,337	3,261	3,261	3,261	3,261
分红应付	0	2,085	1,800	1,800	1,800
其他	612	684	684	684	684
<b>流动负债合计</b>	<b>13,146</b>	<b>17,411</b>	<b>16,698</b>	<b>16,762</b>	<b>17,026</b>
租赁负债	27,637	24,215	23,715	23,215	22,715
资产化租赁负债	2,513	2,697	2,297	1,897	1,497
借款	6,635	1,265	1,000	1,200	1,400
应付款项	828	1,072	872	672	472
递延税款负债	858	845	845	845	845
其他非流动负债	1,087	3,778	2,960	2,160	1,360
<b>非流动负债合计</b>	<b>39,558</b>	<b>33,872</b>	<b>31,689</b>	<b>29,989</b>	<b>28,289</b>
股本	8,497	11,749	15,626	20,127	25,283
储备	232	386	386	386	386
少数股东权益	74	114	164	219	277
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,803</b>	<b>12,249</b>	<b>16,176</b>	<b>20,732</b>	<b>25,946</b>

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 58：华住集团现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-1,849	4,131	4,156	4,820	5,518
股权激励	87	143	0	0	0
固定资产折旧	1,513	1,448	930	1,008	1,081
减值	491	516	0	0	0
权益损失	85	72	14	14	14
外汇损益	341	-119	100	100	100
投资损益	321	-806	-50	-50	-50
融资租赁利息	16	0	26	-30	-113
应收款项	-621	296	-268	-81	-83
存货的减少	20	0	-8	-4	-4
应付款项	529	2,111	-364	-136	-135
其他	630	-118	-1,247	-900	-900
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>1,563</b>	<b>7,674</b>	<b>3,288</b>	<b>4,742</b>	<b>5,428</b>
资本开支	-1,049	-901	-1,500	-1,300	-1,300
投资支付现金和收益	541	-537	-751	-464	-464
贷款所得现金	37	-89	-16	0	0
其他	-51	50	-19	0	0
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-522</b>	<b>-1,477</b>	<b>-2,286</b>	<b>-1,764</b>	<b>-1,764</b>
发行股票所得款项	-248	1,125	0	0	0
借款	2,721	-4,677	-840	230	513
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	416	0	228	265	303
发行债券所得款项	-3,406	0	0	0	0
其他	-877	-168	-456	-529	-607
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-1,394</b>	<b>-3,720</b>	<b>-1,068</b>	<b>-35</b>	<b>210</b>
现金及现金等价物净增加额	-353	2,477	-66	2,943	3,874
<b>期初现金及现金等价物余额</b>	<b>5,141</b>	<b>5,086</b>	<b>7,710</b>	<b>7,544</b>	<b>10,386</b>
外汇损益	297	164	-100	-100	-100
权益法损失	0	-17	0	0	0
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>5,085</b>	<b>7,710</b>	<b>7,544</b>	<b>10,386</b>	<b>14,160</b>

资料来源：公司数据、浦银国际预测



# 锦江酒店 (600754.CH): 整合+改革有望助力酒店龙头高质量发展

- 中国龙头酒店企业打造多元品牌矩阵:** 经历多年在中国酒店行业的深耕以及多笔收购案例, 锦江酒店在各价格带的酒店品牌矩阵完善。按酒店数量计算, 锦江酒店是中国第一大、全球第二大酒店集团。截至2023年末, 公司共经营超1.2万间酒店。其中, 中端和经济型酒店分别占公司酒店数量的58%和41%。同时, 锦江酒店在这两个价格带拥有多个品牌力较高的酒店品牌(锦江之星、维也纳等), 助力集团夯实行业龙头地位。
- 产品迭代较慢或造成竞争力下降:** 相较同业对旗下品牌平均每2年进行版本更新的速度, 锦江酒店旗下品牌的更新普遍较慢, 且由于新版本在疫情期间推出, 我们预计新版本的覆盖率低于同业。上述因素令公司平均每日房价和客户满意度低于同业, 或造成复购率和酒店的收益下降, 进而导致公司在行业中的竞争力下降。
- 品牌整合与管理层改革有望注入新活力:** 锦江酒店集团完成第一阶段品牌整合后, 将维也纳、铂涛和锦江三大酒店系列统一管理, 提高经营效率。进入第二阶段, 锦江酒店集团将通过吸收锦江国际旗下高端全服务酒店产品, 扩充品牌矩阵中的高端线, 并通过任命新CEO、成立改革小组, 确立改革方针。我们寄希望于公司内部的调整推动运营管理效率的提升和老旧门店的升级, 带动锦江酒店集团的高质量增长。
- 估值与评级:** 综合考虑国内酒店行业龙头当下处于老旧门店更新期、管理层改革有望带来的正面影响, 以及品牌迭代慢于同业和海外市场亏损的负面影响, 我们以9x 2024E EV/EBITDA对锦江酒店进行估值, 并得到人民币26.8元的目标价, 首次覆盖给予“持有”评级。
- 投资风险:** 上行风险: (1) 出行和住宿行业需求恢复好于预期; (2) 行业竞争减缓; (3) 海外市场业务扭亏为盈。下行风险: (1) 出行及住宿需求下降; (2) 老旧门店升级不及预期; (3) 市场竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,310	14,649	15,499	16,719	17,934
同比变动 (%)	-0.8%	29.5%	5.8%	7.9%	7.3%
股东应占净利	127	1,002	1,485	1,721	1,943
同比变动 (%)	32.8%	n.m.	48.3%	15.9%	12.9%
PE (X)	197.6	25.0	16.8	14.5	12.9
ROE (%)	0.7%	5.7%	8.3%	9.1%	9.7%

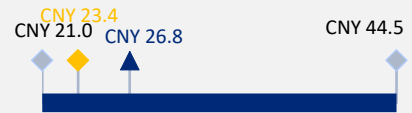
资料来源: 公司公告、浦银国际

## 锦江酒店 (600754.CH)

持有

目标价 (人民币元)	26.8
潜在升幅/降幅	+14.5%
目前股价 (人民币)	23.4
52周内股价区间 (人民币)	22.4-51.5
总市值 (百万人民币)	22,695
近3月日均成交额 (百万人民币)	366.5

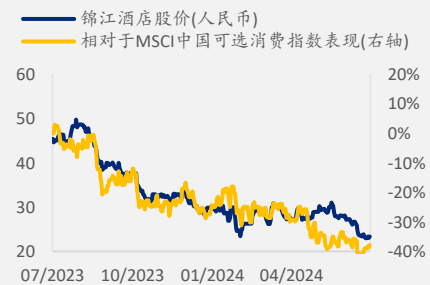
### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 锦江酒店

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>11,310</b>	<b>14,649</b>	<b>15,499</b>	<b>16,719</b>	<b>17,934</b>
同比	-0.8%	29.5%	5.8%	7.9%	7.3%
营业成本	-7,679	-8,661	-8,990	-9,610	-10,263
<b>毛利润</b>	<b>3,631</b>	<b>5,988</b>	<b>6,508</b>	<b>7,109</b>	<b>7,671</b>
毛利率	32.1%	40.9%	42.0%	42.5%	42.8%
销售费用	-814	-1,160	-1,244	-1,332	-1,403
管理费用	-2,434	-2,745	-2,801	-2,976	-3,154
研发费用	-17	-24	-26	-28	-30
<b>经营利润</b>	<b>367</b>	<b>2,059</b>	<b>2,437</b>	<b>2,774</b>	<b>3,085</b>
经营利润率	3.2%	14.1%	15.7%	16.6%	17.2%
财务费用	-460	-690	-500	-486	-466
其他营业收入	125	69	69	69	69
其他	482	355	428	432	435
<b>利润总额</b>	<b>514</b>	<b>1,793</b>	<b>2,434</b>	<b>2,788</b>	<b>3,123</b>
所得税	-245	-516	-657	-753	-843
所得税率	47.6%	28.8%	27.0%	27.0%	27.0%
净利润	269	1,277	1,777	2,035	2,280
减: 少数股东损益	143	275	291	314	337
<b>归母净利润</b>	<b>127</b>	<b>1,002</b>	<b>1,485</b>	<b>1,721</b>	<b>1,943</b>
归母净利率	1.1%	6.8%	9.6%	10.3%	10.8%
同比	32.8%	n.m.	48.3%	15.9%	12.9%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7,810	10,295	6,701	6,294	7,829
短期投资	242	263	263	263	263
贸易及应收账款	1,910	1,706	2,006	2,238	2,469
预付租金	153	157	232	251	269
其他应收账款	735	642	642	642	642
存货	68	67	70	75	80
其他流动资产	409	421	421	421	421
<b>流动资产合计</b>	<b>11,327</b>	<b>13,551</b>	<b>10,336</b>	<b>10,185</b>	<b>11,974</b>
物业、厂房及设备	4,920	4,965	4,940	4,766	4,583
使用权资产	8,037	8,108	10,008	11,889	12,082
无形资产	6,904	6,951	7,042	6,922	6,696
合同资产	1,476	1,322	1,322	1,322	1,322
商誉	11,558	11,831	11,831	11,831	11,831
递延所得税资产	917	1,093	1,093	1,093	1,093
长期金融资产	1,124	1,370	1,370	1,370	1,370
其他非流动资产	2,528	1,396	1,346	1,296	1,246
<b>非流动资产合计</b>	<b>37,464</b>	<b>37,036</b>	<b>38,952</b>	<b>40,489</b>	<b>40,224</b>
贸易及应付账款	1,339	1,449	1,451	1,551	1,657
合同负债	726	869	869	869	869
即期所得税负债	308	425	425	425	425
其他应付款项	2,210	2,890	2,890	2,890	2,890
短期借款	149	361	411	461	511
应付工资	963	1,132	1,132	1,132	1,132
其他	6,666	5,547	5,547	5,547	5,547
<b>流动负债合计</b>	<b>12,360</b>	<b>12,672</b>	<b>12,724</b>	<b>12,874</b>	<b>13,030</b>
租赁负债	8,323	8,316	8,316	8,316	8,316
递延收益	47	71	71	71	71
借款	8,058	9,893	7,623	7,723	7,823
递延税款负债	1,825	1,857	1,857	1,857	1,857
其他非流动负债	231	418	418	418	418
<b>非流动负债合计</b>	<b>18,484</b>	<b>20,555</b>	<b>18,285</b>	<b>18,385</b>	<b>18,485</b>
股本	14,360	12,919	12,919	12,919	12,919
储备	2,817	3,758	4,386	5,207	6,138
少数股东权益	770	684	975	1,289	1,626
<b>所有者权益合计</b>	<b>17,947</b>	<b>17,361</b>	<b>18,280</b>	<b>19,415</b>	<b>20,684</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	245	1,277	1,777	2,035	2,280
固定资产折旧	1,905	1,826	1,009	1,176	2,321
长期资产减值	-78	-9	-40	-40	-40
存货减值	4	13	3	3	3
财务支出	524	769	500	486	466
短期投资收益	-164	-178	-75	-18	-18
递延收益	-119	-146	-75	-18	-18
预付款折旧	432	396	0	0	0
应收款项	-197	-308	-250	-182	-181
存货的减少	9	2	-3	-5	-5
应付款项	-114	1,701	2	100	106
其他	-209	-180	-286	-343	-343
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>2,238</b>	<b>5,162</b>	<b>2,561</b>	<b>3,194</b>	<b>4,569</b>
资本开支	-468	-723	-2,978	-2,765	-2,108
投资支付的现金	-3	-121	0	0	0
短期投资	904	2,497	361	361	361
其他	-201	-543	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>232</b>	<b>1,111</b>	<b>-2,617</b>	<b>-2,404</b>	<b>-1,747</b>
发行普通股所得款项	0	288	-2,270	100	100
借款所得款项	-935	279	50	50	50
分配股利、利润或偿付利息支	-461	-739	-1,317	-1,347	-1,437
其他	-2,163	-3,397	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-3,558</b>	<b>-3,569</b>	<b>-3,537</b>	<b>-1,197</b>	<b>-1,287</b>
现金及现金等价物净增加额	-1,088	2,703	-3,594	-407	1,535
期初现金及现金等价物余额	6,070	5,771	10,295	6,701	6,294
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>4,981</b>	<b>8,474</b>	<b>6,701</b>	<b>6,294</b>	<b>7,829</b>

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.12	0.94	1.39	1.61	1.82
每股销售额	10.57	13.69	14.48	15.62	16.76
每股股息	0.06	0.50	0.76	0.80	0.91
<b>同比变动</b>					
收入	-0.8%	29.5%	5.8%	7.9%	7.3%
经营溢利	-29.8%	461.8%	18.4%	13.8%	11.2%
归母净利润	32.8%	n.m.	48.3%	15.9%	12.9%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	32.1%	40.9%	42.0%	42.5%	42.8%
经营利润率	3.2%	14.1%	15.7%	16.6%	17.2%
归母净利率	1.1%	6.8%	9.6%	10.3%	10.8%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	0.7%	5.7%	8.3%	9.1%	9.7%
平均资产回报率	0.3%	2.0%	3.0%	3.4%	3.8%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	69.4	54.4	54.4	54.4	54.4
库存周转天数	3.5	2.9	2.9	2.9	2.9
应付账款周转天数	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	0.9	1.1	0.8	0.8	0.9
速动比率 (x)	0.9	1.1	0.8	0.8	0.9
现金比率 (x)	0.6	0.8	0.5	0.5	0.6
负债/权益	1.7	1.9	1.7	1.6	1.5
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	197.6	25.0	16.8	14.5	12.9
市销率 (x)	2.2	1.7	1.6	1.5	1.4
股息率	0.3%	2.1%	3.3%	3.4%	3.9%

# 锦江酒店 (600754.CH): 整合+改革有望 助力酒店龙头高质量发展

## 中国龙头酒店企业打造多元品牌矩阵

锦江酒店是锦江国际集团旗下主要从事酒店营运和管理的公司。截至 2023 年末，公司旗下（含卢浮集团）有 49 个品牌，品牌包括经济型酒店代表锦江之星，中端酒店代表麗枫酒店和维也纳酒店，以及以卢浮集团酒店旗下品牌为代表的高端酒店品牌。

图表 2：锦江酒店集团旗下品牌



资料来源：锦江酒店官网，浦银国际

截至 2023 年末，公司在全球范围内共经营超 1.2 万家酒店，其中海外酒店的数量约占整体酒店数量的 9.5%。锦江酒店主要在经济型和中端酒店进行布局，在各个价格带都拥有具有影响力的酒店品牌。

参照中国饭店协会数据，截至 2023 年末，锦江酒店在中国连锁酒店中市占率为 12.4%。根据迈点研究院数据，2023 年酒店品牌影响力 100 强榜单中，锦江酒店旗下 4 个品牌（维也纳酒店、麗枫酒店、锦江酒店、维也纳国际酒店）进入前 10 强，共 7 个品牌进入前 20 强。不论是从市占率还是从影响力来看，公司在中端酒店和经济型酒店都具有较强的头部优势。

图表 3: 2023 年酒店品牌影响力 100 强榜单中前 20 强

排名	酒店名	MBI 值	排名	酒店名	MBI 值
1	维也纳酒店	660.7	11	城市便捷酒店	531.2
2	麗枫酒店	648.4	12	万豪酒店	501.3
3	锦江酒店	608.3	13	皇冠假日酒店	498.3
4	亚朵酒店	606.1	14	喆啡酒店	495.9
5	希尔顿欢朋酒店	584.1	15	7 天酒店	491.7
6	宜尚酒店	575.5	16	喜来登酒店	489.9
7	柏曼酒店	554.6	17	万达嘉华酒店	482.3
8	洲际酒店	547.4	18	宝格丽酒店	479.0
9	维也纳国际酒店	544.2	19	锦江之星	472.0
10	希尔顿酒店	538.9	20	全季酒店	462.2

注释: MBI 指数从搜索指数、点评指数、运营指数、媒体指数 4 个维度, 分析旅游住宿品牌在互联网及移动互联网的影响力。

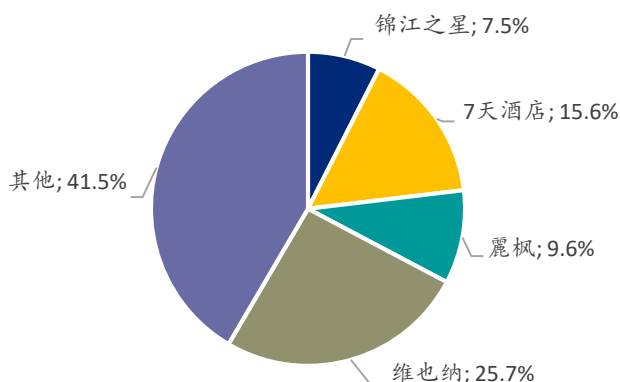
资料来源: 迈点研究院, 浦银国际

## ● 国内市场品牌矩阵完整

锦江酒店在中国酒店行业深耕多年, 在主力的经济型和中端酒店都有较具影响力的品牌, 形成了较强的品牌矩阵。截至 2023 年末, 具备强品牌力的品牌 (锦江之星、7 天、麗枫和维也纳) 占整体酒店总数比例接近 60%。

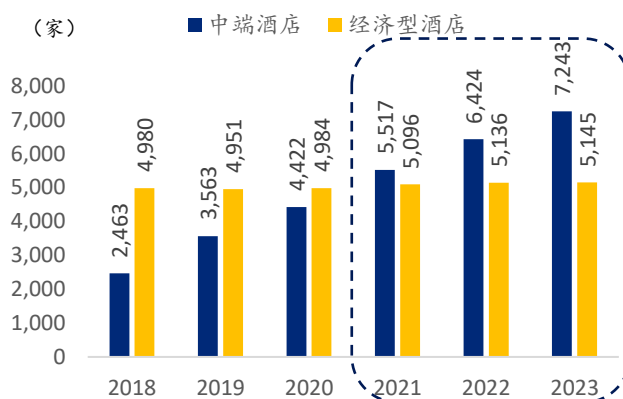
整体来看, 锦江酒店遵循行业的发展趋势, 将中端及以上酒店品牌作为发展重点, 中端酒店门店占比在 2021 年超越经济型酒店。

图表 4: 锦江之星、7 天、麗枫、维也纳酒店数量占比, 2023



资料来源: 公司数据、浦银国际

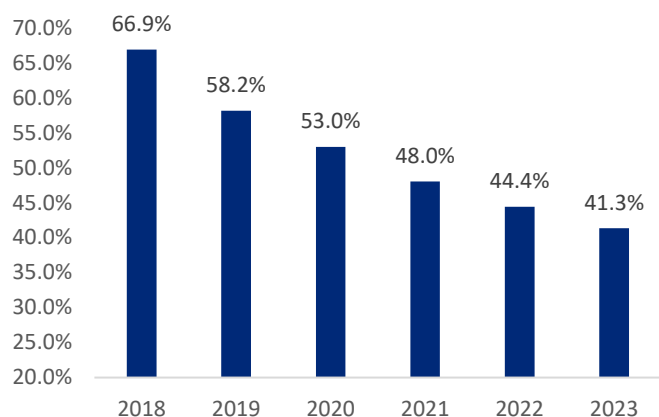
图表 5: 锦江酒店集团中档及经济型酒店数量对比



资料来源: 公司数据、浦银国际

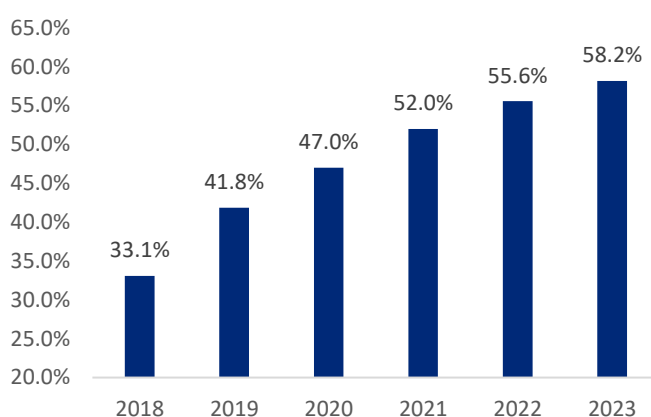
截至 2023 年末, 公司共拥有 5,145 家经济型酒店和 7,243 家中端以上酒店, 分别占锦江酒店集团总店数的 41.3% 及 58.2%。

图表 6: 锦江酒店集团经济型酒店门店占集团酒店数的比例



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 7: 锦江酒店集团中档酒店门店占集团酒店数的比例



资料来源: 公司数据、浦银国际

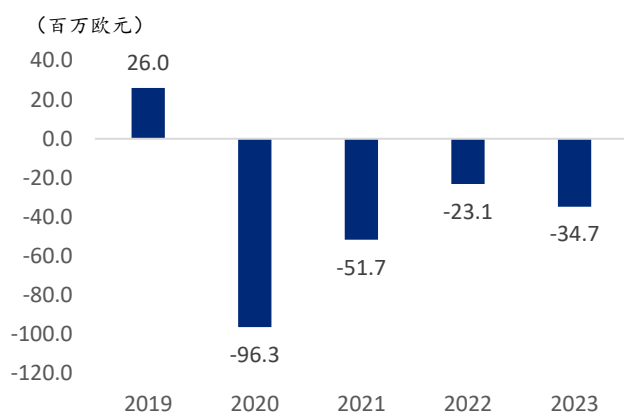
公司在中端及经济型酒店的龙头品牌是公司维稳基本盘，也是向上拓展的基础。公司在 2024 年将中高端和度假酒店业务为发展重点，分别设立业务部门。我们相信，在坚实基本盘保障下，中高端酒店将成为公司的主要增长来源。

## ● 海外品牌扭亏为盈尚需时间

2014 年，锦江集团作为当时世界第八大酒店集团，完成了对欧洲第二大酒店集团卢浮酒店的收购。这是当时国内酒店行业最大一笔收购案。收购至今近十年，锦江集团对卢浮品牌在中国的业务不断进行整合、本土化和创新，而海外业务仍集中于欧洲地区。

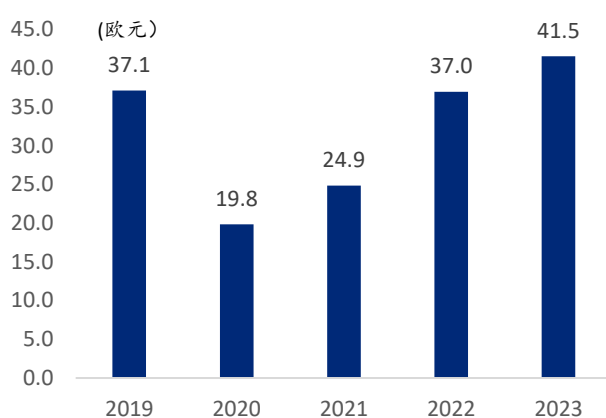
与锦江酒店集团相似，卢浮酒店也具备相对完善的品牌矩阵，从经济型酒店到度假酒店均有涉猎。但由于疫情影响，自 2020 年起，卢浮酒店收入陷入低迷，同时亏损加深。叠加通胀下成本和利息费用的增长，造成锦江酒店海外业务的亏损加剧。

图表 8：锦江酒店海外业务盈利



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 9：锦江酒店海外业务 RevPar



资料来源：公司数据、浦银国际

根据公司公告，公司将于 2024 年完成对卢浮酒店集团 3 亿欧元的增资，协助卢浮集团减少财务费用，改善公司财务运作能力。

我们认为，尽管欧洲出行需求仍较为旺盛以及公司为卢浮酒店注资的正面影响，但考虑到欧洲市场中酒店供给端的增长以及较高的市场利率带来的利息费用增加，锦江酒店海外业务扭转亏损局势或仍需时间。

我们期待公司海外业务将如预期地在 2025 年经营层面扭亏为盈，2026 年整体海外业务扭亏为盈。

## 产品迭代较慢或造成竞争力下降

对酒店行业来说，酒店数量的扩张是收入增长的加速器，而房型、装修和设施的升级迭代是提升入住体验，继而提高复购率的方式。

相较同业，锦江旗下品牌的产品迭代相对较慢。其中，酒店占比最高的维也纳酒店，自 2016 年进入锦江体系后至 2024 年 6 月，仅进行了 2 次版本更新，7 天酒店更是历时 15 年才在 2020 年推出 2.0 版本。

反观锦江酒店的竞争对手华住集团，它旗下品牌中档酒店全季酒店从 2011 年 12 月创立至今基本保持着 2 年更新一次的频率，截至 2024 年已经更新 6 个版本；汉庭的更新频率也很高，自 2012 年推出汉庭 2.0 至 2024 年 6 月，已经更新 5 次。

图表 10：锦江酒店集团旗下品牌版本更新汇总

品牌名	版本	发布时间
维也纳	1.0	1993 年
	2.0	2012 年
	3.0	2014 年
	4.0	2015 年
	5.0	2020 年
	5.0 深化版	2023 年
7 天	1.0	2005 年
	2.0	2020 年 4 月
	3.0	2020 年 9 月
锦江之星	1.0	1993 年
	5.0	2022 年

注：维也纳酒店并入锦江酒店之后仅进行两次更新。资料来源：公司数据、浦银国际

图表 11：华住集团旗下品牌版本更新汇总

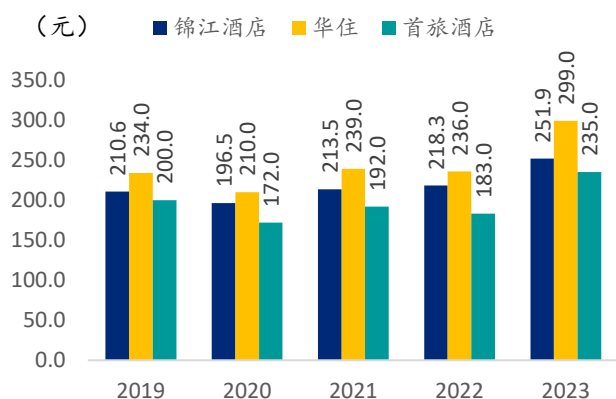
品牌名	版本	发布时间
全季	1.0	2011 年
	2.0	2012 年
	3.0	2013 年
	3.5	2017 年
	4.0	2018 年
	5.0	2024 年
汉庭	1.0	2003 年
	2.0	2012 年
	2.5	2017 年
	2.7	2018 年
	3.0	2020 年
	3.5	2022 年
	3.51	2023 年

资料来源：公司数据、浦银国际

基于公司酒店品牌的新版本均在 2020 年后疫情期间推出，我们认为推出之初加盟商受制于疫情的冲击可能存在资金有限的问题，新版本的推广度较低，导致推出至今旧版本的占比仍较高。公司预计在 2028 年将锦江之星 5.0 的占比提升至 80% 以上。

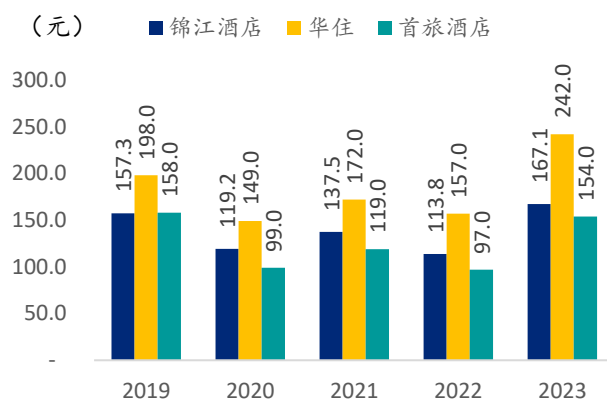
较慢的版本更新速度导致酒店较难通过版本更新进而结构性地提高每日房价并提高入住率。而且，新版本覆盖度不高，也直接导致锦江酒店的平均每日房价以及 RevPar 较低。

图表 12：三大酒店集团平均每日房价对比



注：维也纳酒店并入锦江酒店之后仅进行两次更新。  
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 13：三大酒店集团 RevPAR 对比



资料来源：公司数据、浦银国际

锦江集团正在尽力弥补版本老化的局面，将直营老店改造定位是 2024 年的重点工作之一。虽然当下品牌老化，但我们仍寄希望于疫情后加盟商在流动性提升以及直营店铺改造的有序进行，带动新版本的覆盖度提升，继而使公司 RevPAR 回升。

# 会员体系打通提高会员价值

对于大型酒店集团而言，集团层面的会员体系的搭建势在必行，主要目的是要实现集团内部各品牌之间的会员打通和相互赋能，通过集团一体化的运营，提升会员粘性以及复购率，为集团建立并管理重要的客源，保障稳定的收入来源。截至 2023 年末，锦江酒店会员体系—锦江荟的会员数量达到 1.95 亿名。

2023 年，锦江酒店完成了对 WeHotel 全球酒店共享平台的完全收购，使 WeHotel 成为公司的全资子公司。WeHotel 整合了锦江旗下所有品牌的会员系统，使集团客户可通过 CRS 系统实现锦江全品牌酒店的线上预订，拓展公司酒店预订的销售渠道，提高直销比例。

我们认为随着集团会员人数的不断增长和未来门店数量的增长，WeHotel 未来的业务空间更为广阔，这有利于集团进一步协助整合会员资源，通过酒店品牌打通，提高会员积分的价值和会员粘性。

为提高会员粘性以及更好地体现会员体系价值，锦江酒店集团利用母公司大规模多板块的业务体系，打通锦江集团旗下的其他商务板块(预制菜、旅游、租车)，形成覆盖“吃、住、行、游”的生态体系，凸显了锦江酒店会员体系的独特性。

图表 14：锦江荟积分兑换锦大师预制菜

锦大师美食	优选酒店	高星酒店
		
3750积分		5000积分
锦大师 风味藤椒鸡		锦大师 食鲜十美汤

资料来源：锦江荟微信小程序、浦银国际

图表 15：锦江荟积分兑换锦江旅游/出行

锦江旅游	锦江出行	静安面包房
		
3500积分起		14000积分起
【广州】长隆飞鸟乐园		【珠海】长隆海洋王国

资料来源：锦江荟微信小程序、浦银国际

我们认为锦江荟会员体系中积分货币化的难度较高。例如，为保留现有的会员等级，对比竞争对手，锦江荟会员需要消费更多间夜或更高的消费额进行会员保级（尤其是金卡及白金卡阶段）。这也造成会员计划对提高客房的复购率效果有限，减少了会员体系的吸引力。

图表 16：酒店集团会员各会员等级保级要求

	银卡	金卡	白金卡	钻石卡
锦江	3 间夜/年或 满 1000 消费额	10 间夜/年或 满 3000 消费额	20 间夜/年或 满 20000 消费额	
华住	3 个定级间夜	5 个定级间夜	40 个定级间夜	
首旅如家	3 间夜/年	5 间夜/年	15 间夜/年	40 间夜/年

资料来源：各公司会员微信小程序、浦银国际

我们认为，公司汇集集团资源而创立的“吃、住、行、游”会员生态体系极强地增加了锦江会员的价值，但仍需关注会员体系中保级难度较高或存在失去部分会员粘性的风险。

# 改革有望为集团注入新活力

针对近年来锦江酒店集团增长乏力的问题，集团在 2023 年从管理层调动、高端品牌整合等角度，希望利用酒店集团组织和架构上的改变，助力集团拥有更多市场竞争力与活力。

## (1) 管理层变动：

2023 年 12 月，锦江酒店正式任命原深圳二部总裁王伟为锦江酒店（中国区）CEO，并成立改革小组，希望延续过去 4 年的改革成效，推动运营管理效率的提升、老旧门店的升级和会员及供应链体系的建设。

回看过去 4 年（2020-2023 年间），公司通过成立锦江酒店（中国区）来整合旗下的酒店品牌（锦江、维也纳、铂涛）。在统一的规划和整合下，公司中国区门店数量比 2019 年末增长 4037 家，并推进了多个品格的版本更新，为公司形象提升和收入增长奠定基础。

## (2) 吸纳全服务酒店：

2023 年 11 月，公司公告以人民币 4.6 亿元收购锦江国际酒店管理公司股权。锦江国际酒店管理公司原由锦江资本持有，从事全服务酒店管理。旗下品牌除包括全国范围内多家高端全服务酒店外，也拥有丽笙（Radisson）酒店在中国的经营权。

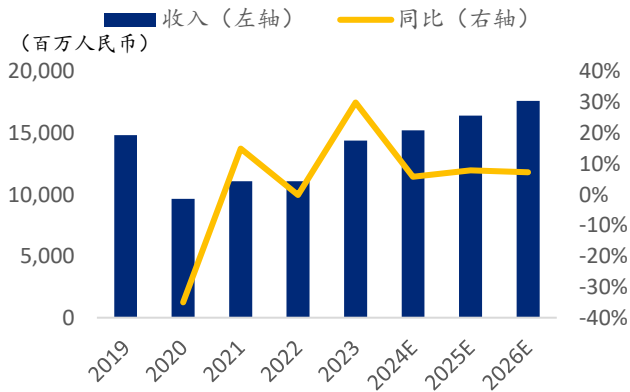
至此，锦江酒店吸纳了全服务型酒店，品牌拓展至高端以上，品牌矩阵更为完善。同时，高端酒店也拉动集团平均每日房价的提升，为公司收入增长提高动能。

我们认为，锦江酒店的深化改革仍在进行中，而且是集团的重点工作之一。我们期待锦江酒店高端品牌整合后为集团运营管理和品牌矩阵赋能，并期待公司在新任管理层的带领下打破困局，强化锦江酒店的运营能力，实现从“大锦江”到“强锦江”的转变。

# 盈利预测

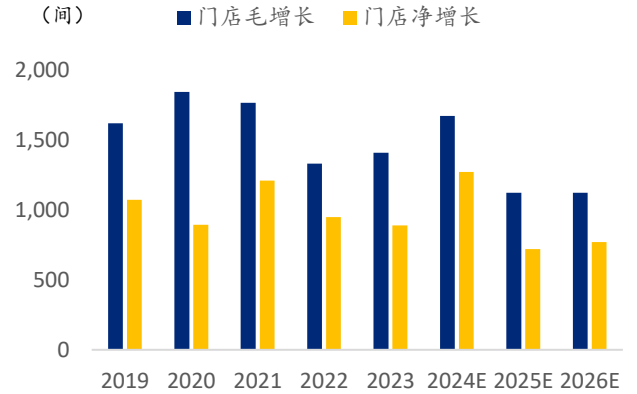
## (1) 收入

图表 17: 锦江酒店酒店业务收入与同比增速, 2019-2026E



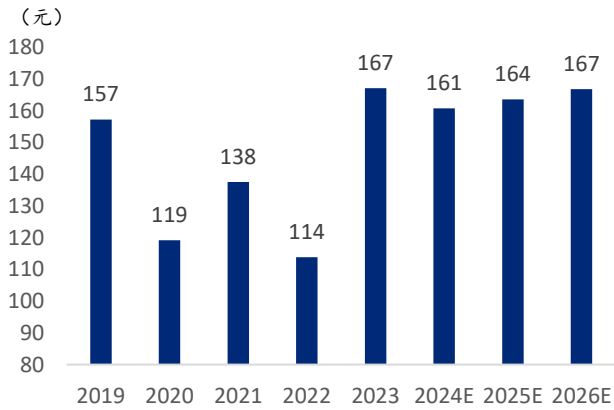
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 18: 锦江酒店门店增长, 2019-2026E



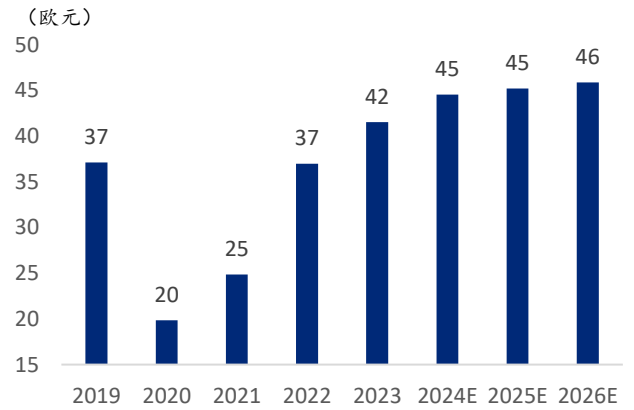
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 19: 锦江酒店中国区有限服务酒店 RevPAR, 2019-2026E



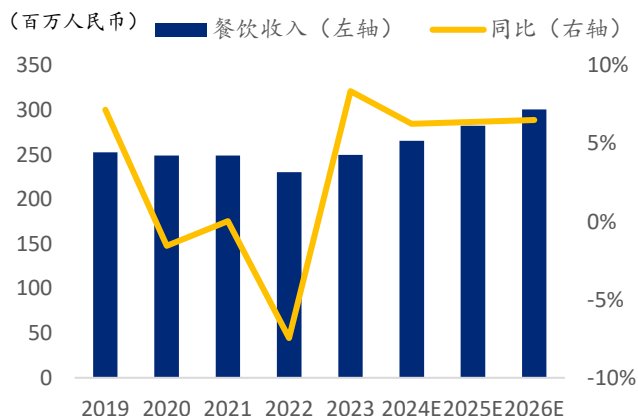
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 20: 锦江酒店海外区 RevPAR, 2019-2026E



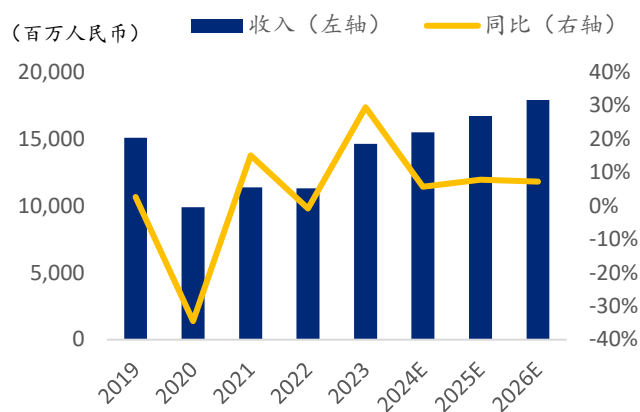
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 21: 锦江酒店餐饮收入, 2019-2026E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

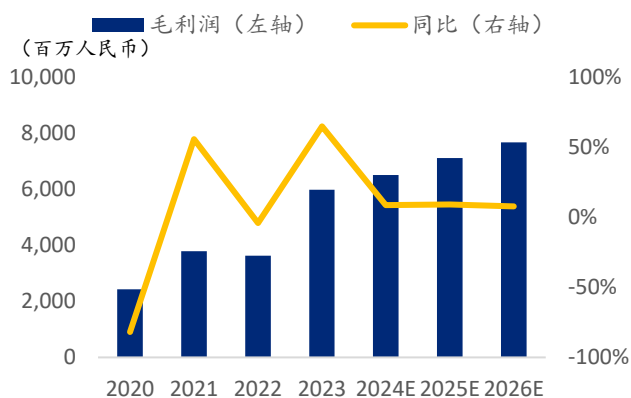
图表 22: 锦江酒店整体收入, 2019-2026E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

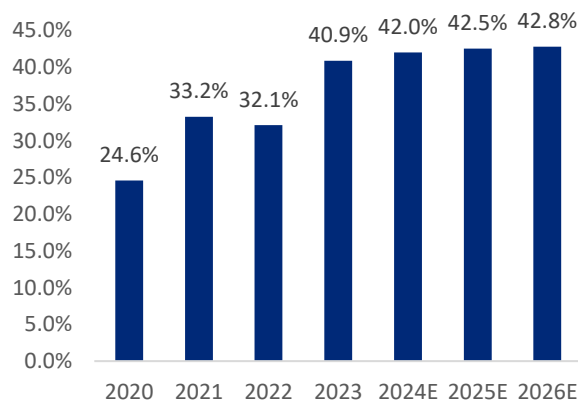
## (2) 利润率

图表 23: 锦江酒店毛利与同比增速, 2020-2026E



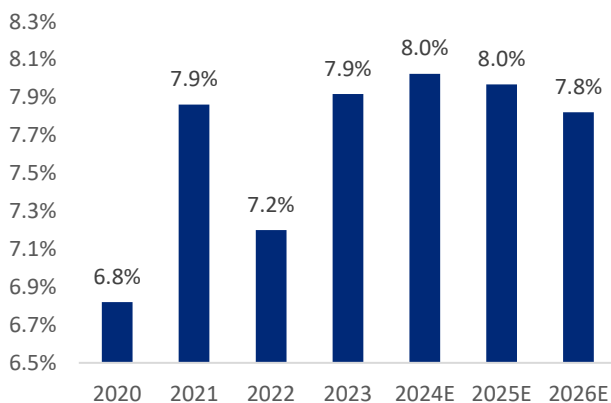
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 24: 锦江酒店毛利率, 2020-2026E



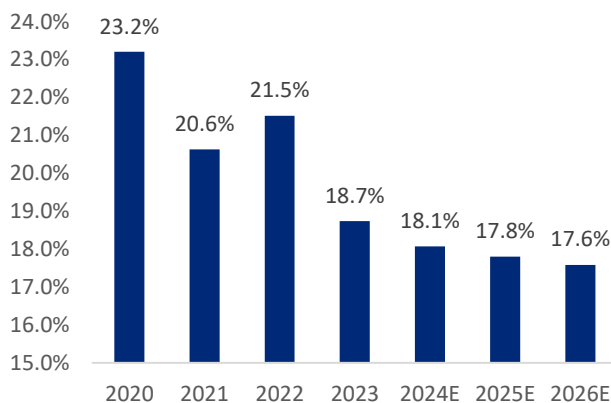
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 25: 锦江酒店销售费用率, 2020-2026E



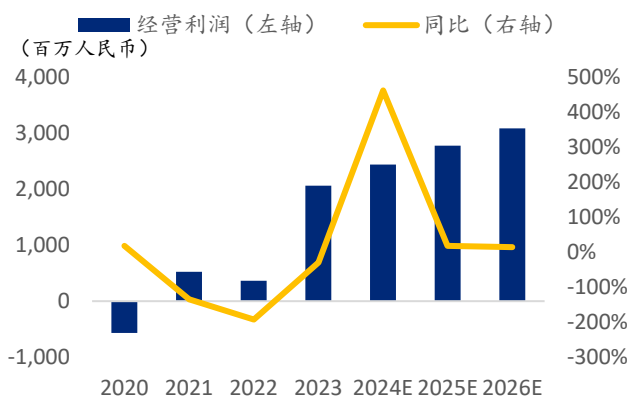
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 26: 锦江酒店管理费用率, 2020-2026E



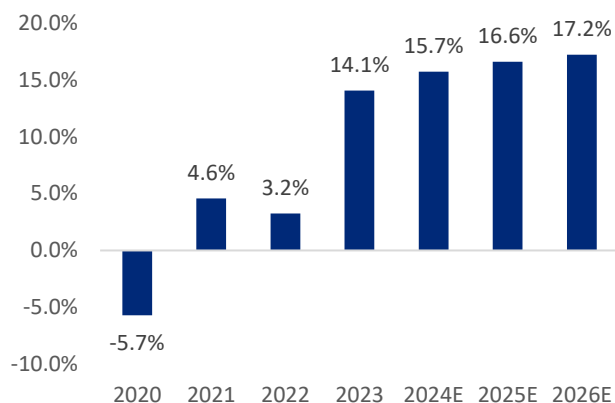
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

**图表 27：锦江酒店经营利润与同比增速，2020-2026E**



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

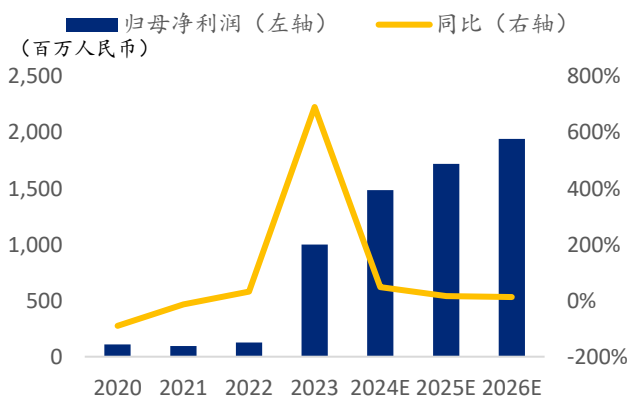
**图表 28：锦江酒店核心经营利润率，2020-2026E**



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

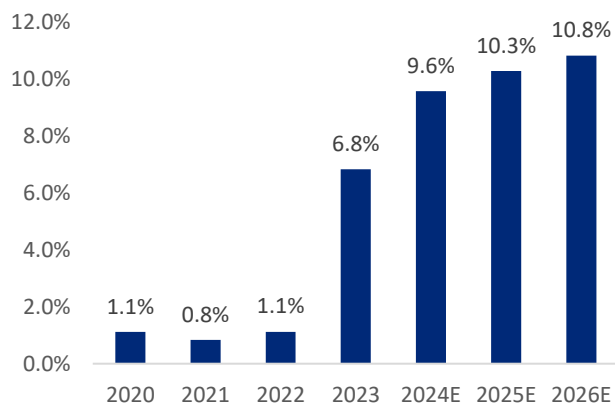
### (3) 净利润

**图表 29：锦江酒店净利润与同比增速，2020-2026E**



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

**图表 30：锦江酒店归母净利率，2020-2026E**



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

## 目标价与估值

综合考虑国内酒店行业龙头当下处于老旧门店更新期、管理层改革有望带来的正面影响以及品牌迭代慢于同业和海外市场亏损的负面影响，我们以 9x 2024E EV/EBITDA 对锦江酒店进行估值，并得到人民币 26.8 元的目标价。首次覆盖给予“持有”评级。

## 投资风险

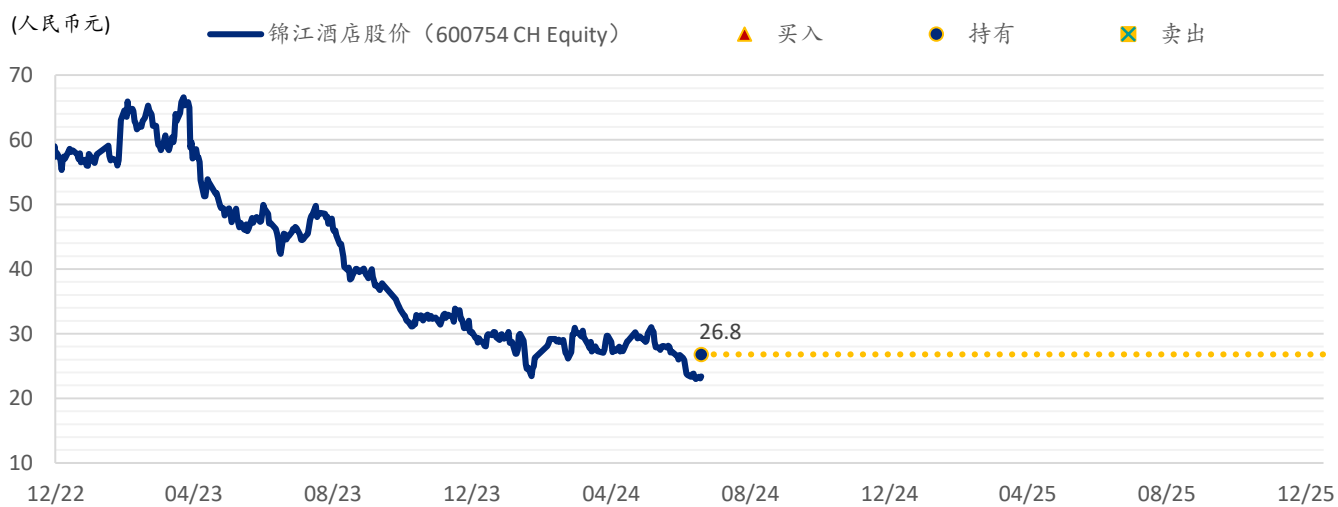
锦江酒店股价可能面对的上行风险包括：

- (1) 出行和住宿行业需求恢复好于预期；
- (2) 行业竞争减缓；
- (3) 海外市场业务扭亏为盈。

锦江酒店股价可能面对的下行风险包括：

- (1) 出行和住宿行业需求继续放缓；
- (2) 行业竞争大于预期；
- (3) 海外市场扭亏不及预期。

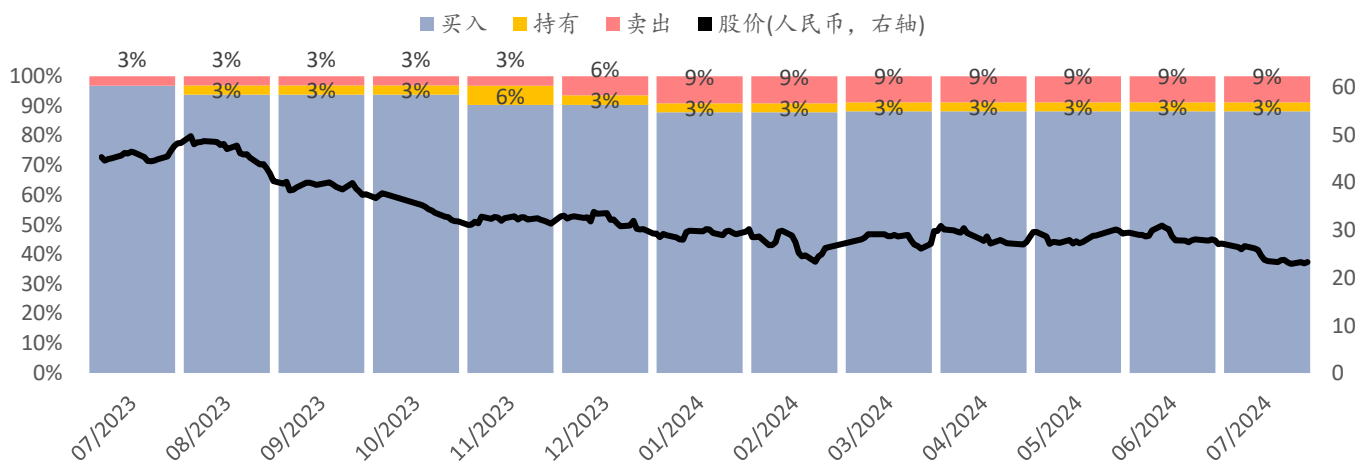
图表 31: SPDBI 目标价: 锦江酒店 (600754.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

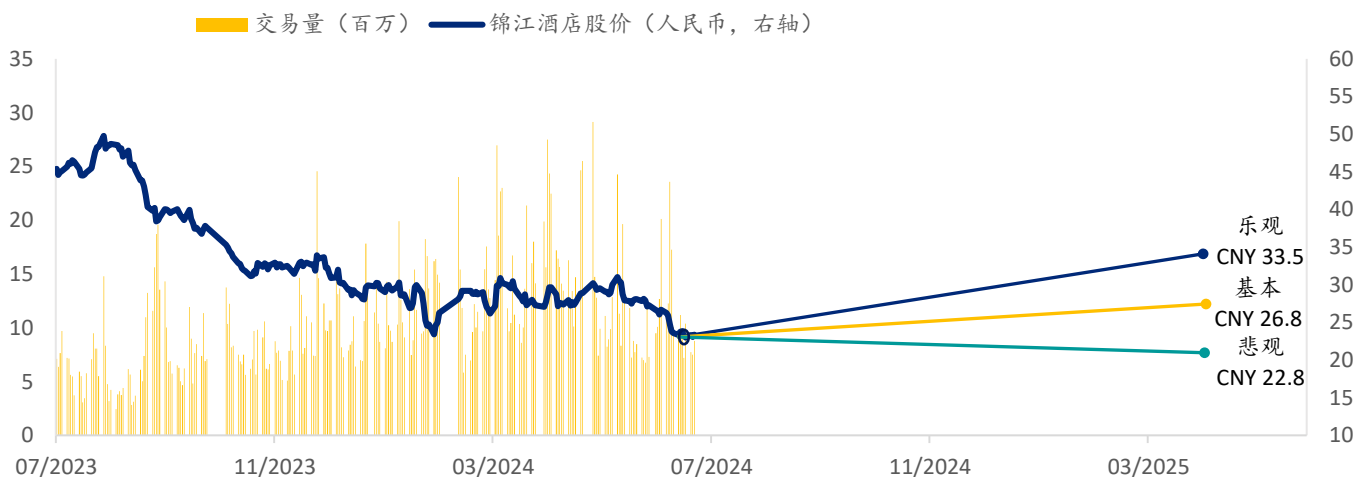
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 32: 锦江酒店 (600754.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 33: 锦江酒店 (600754.CH) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期	悲观情景: 公司收入增长不及预期
<b>目标价: 人民币 33.5 元</b> <b>概率: 25%</b>	<b>目标价: 人民币 22.8 元</b> <b>概率: 20%</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>2024 年门店毛开 2000 家;</li> <li>2024 年收入同比增长 8%;</li> <li>2024 年毛利率同比增长 80bps。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2024 年门店毛开 1200 家;</li> <li>2024 年收入同比增长 4%;</li> <li>2024 年毛利率同比增长 20bps。</li> </ul>

资料来源: 浦银国际

# 公司背景

## • 公司介绍

锦江酒店是锦江国际集团在中国和海外酒店产业的重点布局。公司 1996 年在上交所上市 (600754.CH)。锦江酒店在中国和欧洲市场经营全服务和有限服务酒店，覆盖多元市场。截至 2023 年末，锦江酒店共经营超 1.2 万家酒店，拥有 109 万间在营客房。按酒店规模，锦江酒店位列全国第一，全球第二。

锦江酒店旗下拥有包括丽亭、维也纳国际、丽柏、希尔顿欢朋、麗枫、希岸、喆啡、锦江之星、7 天等多元酒店品牌。早在 2014 年，公司收购了欧洲卢浮酒店集团。卢浮酒店集团的酒店品牌从经济型酒店至度假酒店类型的均有覆盖。

财务上，公司 2023 年收入人民币 146.5 亿元，同比增长 29.5%，归母净利润达到 10 亿元，归母净利润率为 6.8%。

## ● 前十大股东

图表 34：锦江酒店集团主要股东

	主要股东	占比 (%)
1	Shanghai Jinjiang Capital	52.73
2	Hong Kong Securities Clearing Co	2.5
3	China Universal Asset Management Co	2.1
4	Fullgoal Fund Management	2.0
5	HuaAn Fund Management	1.6
6	Yinhua Fund Management	1.6
7	Caitong Fund Management	1.3
8	China Asset Management	1.0
9	National Social Security Fund	0.9
10	Pingan Anying Stock Pension	0.9

\*截至 2024 年 7 月 3 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 公司历史

图表 35：锦江酒店发展里程碑

时间	里程碑
1951	华懋公寓改名为锦江饭店，成为重大政治接待场所
1960	锦江宾馆建成
1984	上海市政府将数十家涉外宾馆组成大型国企——锦江宾馆
1996	锦江大酒店和新亚集团分别于上交所上市
1997	第一家旅馆“锦江之星”建立
2003	锦江与新亚合并重组为锦江国际集团
2006	控股股东“锦江资本”在香港联交所上市
2010	锦江酒店和锦江资本资产置换，定位有限服务酒店
2011	收购金广快捷酒店
2013	收购时尚之旅，扩充经济型酒店品牌
2015	完成收购卢浮酒店集团
2016	收购铂涛和维也纳酒店，完善中高端品牌
2018	锦江国际牵头收购丽笙集团 100%股权
2020	集团内部改革成立锦江酒店（中国区）和海外区，整合旗下 3 个酒店体系
2022	收购 Wehotel 股权，打造集团化的酒店预订平台
2023	收购锦江国际酒店管理公司，整合高端品牌资源

资料来源：公司资料、浦银国际

## ● 公司管理层

图表 36：锦江酒店公司管理层

姓名	职位	履历
沈莉	首席执行官	曾任锦江之星旅馆有限公司副总裁、首席财务官，上海锦江国际旅馆投资有限公司首席财务官，上海锦江都城酒店管理有限公司首席财务官，上海锦江卢浮亚洲酒店管理有限公司首席财务官，上海锦江国际酒店股份有限公司首席财务官、财务负责人，上海锦江在线网络服务股份有限公司董事；现任上海锦江国际酒店股份有限公司董事、首席执行官，上海锦江联采供应链有限公司董事长。
艾耕云	首席财务官	曾任上海新亚（集团）股份有限公司计划财务部经理，上海肯德基有限公司副总经理，锦江国际（集团）有限公司财务副总监、酒店事业部副总经理、财务总监，上海锦江国际酒店（集团）股份有限公司计划财务部总监、合资格会计师，资产管理中心常务副总裁、财务总监，法国卢浮酒店集团（GDL）执行董事；现任上海锦江国际酒店股份有限公司首席财务官、财务负责人。
胡睿	副总裁	曾任上海锦江国际酒店股份有限公司证券事务代表、董事会秘书；现任上海锦江国际酒店股份有限公司副总裁、董事会秘书。
侯乐蕊	副总裁	曾任上海华虹（集团）有限公司财务部助理、上海信虹投资管理有限公司项目分析员、美国 ADP 公司上海代表处总代表助理，上海锦天城律师事务所律师，上海锦江资本股份有限公司投资发展部副总监；现任上海锦江国际酒店股份有限公司副总裁。亦担任上海锦卢投资管理执行董事、上海肯德基有限公司董事、上海新亚富丽华餐饮股份有限公司董事长、上海锦江都城酒店管理有限公司董事、Sailing Investment Co（卢森堡）董事等。拥有经济金融及管理学硕士学位及法学硕士学位；同时，拥有中国法律职业资格、公司律师、上海证券交易所董事会秘书资格、特许公司治理公会资深会员及香港特许秘书公会资深会员、高级企业合规师、上海市商务委员会“走出去”专家顾问。
毛啸	副总裁	曾任上海扬子江万丽大酒店副总经理，上海锦江国际酒店（集团）股份有限公司计划财务部副总监，锦江国际酒店管理有限公司总监助理、计划财务部总监、副总裁，锦江酒店资产管理公司副总裁，武汉锦江国际大酒店有限公司总经理、执行董事，Keystone Lodging Holdings Limited 副总裁；现任深圳锦江酒店管理有限公司高级副总裁，上海锦江联采供应链有限公司首席执行官，上海锦江国际酒店股份有限公司副总裁。

资料来源：公司年报、浦银国际

# 财务报表

图表 37: 锦江酒店利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,310	14,649	15,499	16,719	17,934
同比	-0.8%	29.5%	5.8%	7.9%	7.3%
营业成本	-7,679	-8,661	-8,990	-9,610	-10,263
毛利润	3,631	5,988	6,508	7,109	7,671
毛利率	32.1%	40.9%	42.0%	42.5%	42.8%
销售费用	-814	-1,160	-1,244	-1,332	-1,403
管理费用	-2,434	-2,745	-2,801	-2,976	-3,154
研发费用	-17	-24	-26	-28	-30
经营利润	367	2,059	2,437	2,774	3,085
经营利润率	3.2%	14.1%	15.7%	16.6%	17.2%
财务费用	-460	-690	-500	-486	-466
其他营业收入	125	69	69	69	69
其他	482	355	428	432	435
利润总额	514	1,793	2,434	2,788	3,123
所得税	-245	-516	-657	-753	-843
所得税率	47.6%	28.8%	27.0%	27.0%	27.0%
净利润	269	1,277	1,777	2,035	2,280
减: 少数股东损益	143	275	291	314	337
归母净利润	127	1,002	1,485	1,721	1,943
归母净利率	1.1%	6.8%	9.6%	10.3%	10.8%
同比	32.8%	n.m.	48.3%	15.9%	12.9%

资料来源: 公司数据、浦银国际预测

图表 38：锦江酒店资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7,810	10,295	6,701	6,294	7,829
短期投资	242	263	263	263	263
贸易及应收款项	1,910	1,706	2,006	2,238	2,469
预付租金	153	157	232	251	269
其他应收账款	735	642	642	642	642
存货	68	67	70	75	80
其他流动资产	409	421	421	421	421
<b>流动资产合计</b>	<b>11,327</b>	<b>13,551</b>	<b>10,336</b>	<b>10,185</b>	<b>11,974</b>
物业、厂房及设备	4,920	4,965	4,940	4,766	4,583
使用权资产	8,037	8,108	10,008	11,889	12,082
无形资产	6,904	6,951	7,042	6,922	6,696
合同资产	1,476	1,322	1,322	1,322	1,322
商誉	11,558	11,831	11,831	11,831	11,831
递延所得税资产	917	1,093	1,093	1,093	1,093
长期金融资产	1,124	1,370	1,370	1,370	1,370
其他非流动资产	2,528	1,396	1,346	1,296	1,246
<b>非流动资产合计</b>	<b>37,464</b>	<b>37,036</b>	<b>38,952</b>	<b>40,489</b>	<b>40,224</b>
贸易及应付款项	1,339	1,449	1,451	1,551	1,657
合同负债	726	869	869	869	869
即期所得税负债	308	425	425	425	425
其他应付款项	2,210	2,890	2,890	2,890	2,890
短期借款	149	361	411	461	511
应付工资	963	1,132	1,132	1,132	1,132
其他	6,666	5,547	5,547	5,547	5,547
<b>流动负债合计</b>	<b>12,360</b>	<b>12,672</b>	<b>12,724</b>	<b>12,874</b>	<b>13,030</b>
租赁负债	8,323	8,316	8,316	8,316	8,316
递延收益	47	71	71	71	71
借款	8,058	9,893	7,623	7,723	7,823
递延税款负债	1,825	1,857	1,857	1,857	1,857
其他非流动负债	231	418	418	418	418
<b>非流动负债合计</b>	<b>18,484</b>	<b>20,555</b>	<b>18,285</b>	<b>18,385</b>	<b>18,485</b>
股本	14,360	12,919	12,919	12,919	12,919
储备	2,817	3,758	4,386	5,207	6,138
少数股东权益	770	684	975	1,289	1,626
<b>所有者权益合计</b>	<b>17,947</b>	<b>17,361</b>	<b>18,280</b>	<b>19,415</b>	<b>20,684</b>

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 39：锦江酒店现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	245	1,277	1,777	2,035	2,280
固定资产折旧	1,905	1,826	1,009	1,176	2,321
长期资产减值	-78	-9	-40	-40	-40
存货减值	4	13	3	3	3
财务支出	524	769	500	486	466
短期投资收益	-164	-178	-75	-18	-18
递延收益	-119	-146	-75	-18	-18
预付款折旧	432	396	0	0	0
应收款项	-197	-308	-250	-182	-181
存货的减少	9	2	-3	-5	-5
应付款项	-114	1,701	2	100	106
其他	-209	-180	-286	-343	-343
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>2,238</b>	<b>5,162</b>	<b>2,561</b>	<b>3,194</b>	<b>4,569</b>
资本开支	-468	-723	-2,978	-2,765	-2,108
投资支付的现金	-3	-121	0	0	0
短期投资	904	2,497	361	361	361
其他	-201	-543	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>232</b>	<b>1,111</b>	<b>-2,617</b>	<b>-2,404</b>	<b>-1,747</b>
发行普通股所得款项	0	288	-2,270	100	100
借款所得款项	-935	279	50	50	50
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-461	-739	-1,317	-1,347	-1,437
其他	-2,163	-3,397	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-3,558</b>	<b>-3,569</b>	<b>-3,537</b>	<b>-1,197</b>	<b>-1,287</b>
现金及现金等价物净增加额	-1,088	2,703	-3,594	-407	1,535
期初现金及现金等价物余额	6,070	5,771	10,295	6,701	6,294
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>4,981</b>	<b>8,474</b>	<b>6,701</b>	<b>6,294</b>	<b>7,829</b>

资料来源：公司数据、浦银国际预测



## 首旅酒店 (600258.CH): 期待品牌结构及经营质量的持续优化

**经济型酒店龙头的多品牌运作效果不及竞争对手:** 2016年,首旅酒店通过收购经济型酒店龙头如家酒店,跻身中国酒店业的龙头之列。目前,首旅酒店在各个价格带的酒店中均有涉猎,共经营37个品牌,以中高端和经济型酒店为主。尽管集团运营酒店品牌数量在增长,但是品牌矩阵中除如家外知名品牌较少,令首旅集团高度依赖如家单品牌的贡献。截至2023年末,如家系列酒店数量占比超43%(远超汉庭酒店和维也纳品牌对所属酒店集团38%和26%的酒店数量贡献)。同时如家酒店3.0到4.0的产品更新时间约7年,产品迭代慢于竞争对手也令如家相对竞争对手客房老旧程度较高、复购率较低。综上,我们认为首旅酒店集团在多品牌运营效率上与竞争对手仍有一定差距,导致公司的竞争力降低。

**轻管理运营质量有待提升:** 首旅酒店以轻管理的加盟模式作为拓店的主要方式。截至2023年末,轻管理酒店数量占比达到42%,2023年新开门店中62%是轻管理酒店。虽然轻管理模式较标准门店的要求更低,能吸引中小单体酒店主的加盟,但是我们认为由于在这个模式下,首旅酒店对加盟商的服务和设施质量的输出和管控较少,因此运营质量存在差异。我们寄希望于首旅酒店更新轻管理门店加盟商以不断提高该模式的运营和盈利质量。

**中高端酒店布局尚未成型:** 与竞争对手一样,首旅酒店也在布局中高端酒店。截至2023年末,公司中高端酒店数量占比已达27%。公司的中高端化依赖如家系酒店的高端化(如家精选等),其余品牌的品牌力尚浅,导致RevPAR低于同业。我们期待公司的中高端品牌在集团内的进一步融合能够促使中高端布局进一步完善,从而促进收入规模的增长。

**估值与评级:** 综合考虑首旅酒店在经济型酒店中的龙头地位,但中高端品牌布局不及同业以及运营质量仍待提升的现状,我们用8x 2024E EV/EBITDA对首旅酒店进行估值,最终得到目标价人民币14元,相比当前股价有10.2%的上升空间。我们首次覆盖首旅酒店,给予“持有”评级。

**投资风险:** 上行风险:(1) 文旅需求增长推动出行需求高于预期;(2) 轻管理酒店运营质量优化快于预期;(3) 市场竞争放缓。下行风险:(1) 出行需求转弱;(2) 轻管理酒店运营质量优化不及预期;(3) 市场竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	s	7,793	8,127	8,643	9,190
同比变动 (%)	-17.3%	53.1%	4.3%	6.4%	6.3%
股东应占净利	-577	795	899	1,044	1,216
同比变动 (%)	-0.9%	-236.6%	13.1%	16.1%	16.5%
PE (X)	n.a.	17.8	15.7	13.6	11.6
ROE (%)	n.a.	7.3%	7.8%	8.6%	9.4%

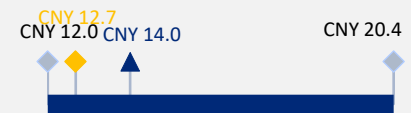
资料来源: 公司报告、浦银国际

### 首旅酒店 (600258.CH)

持有

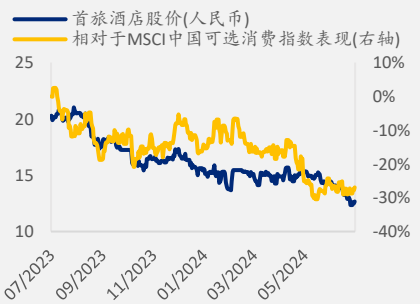
目标价 (人民币)	14.0
潜在升幅/降幅	+10.2%
目前股价 (人民币)	12.7
52周内股价区间 (人民币)	12.2-21.6
总市值 (百万人民币)	14,080
近3月日均成交额 (百万人民币)	252.8

#### 市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

#### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 首旅酒店

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,090	7,793	8,127	8,643	9,190
同比	-17.3%	53.1%	4.3%	6.4%	6.3%
营业成本	-4,329	-4,874	-5,003	-5,219	-5,423
毛利润	761	2,919	3,123	3,423	3,767
毛利率	15.0%	37.5%	38.4%	39.6%	41.0%
销售费用	-245	-494	-523	-564	-609
管理费用	-689	-870	-948	-1,014	-1,084
研发费用	-60	-64	-65	-69	-74
经营利润	-233	1,490	1,587	1,776	2,001
经营利润率	-4.6%	19.1%	19.5%	20.6%	21.8%
财务费用	-452	-401	-350	-344	-326
其他营业收入	69	57	30	30	30
其他	-106	-39	4	12	10
利润总额	-722	1,107	1,271	1,474	1,715
所得税	53	-297	-356	-413	-480
所得税率	7.3%	26.8%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	-669	811	915	1,061	1,235
减：少数股东损益	-93	16	16	18	19
归母净利润	-577	795	899	1,044	1,216
归母净利润率	-11.3%	10.2%	11.1%	12.1%	13.2%
同比	-0.9%	-236.6%	13.1%	16.1%	16.5%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,007	1,187	1,172	1,932	2,789
短期投资	1,445	1,126	1,500	1,500	1,500
贸易及应收款项	521	33	182	260	340
预付租金	35	74	81	86	92
其他应收账款	141	74	70	70	70
存货	36	44	40	41	43
其他流动资产	203	493	500	500	500
流动资产合计	3,388	3,031	3,544	4,390	5,334
物业、厂房及设备	2,130	2,051	2,035	1,993	1,927
使用权资产	7,891	7,779	7,554	7,616	7,722
无形资产	3,493	3,429	3,368	3,307	3,246
合同资产	1,913	1,836	1,800	1,800	1,800
商誉	4,701	4,692	4,500	4,500	4,500
递延所得税资产	1,056	1,002	1,000	1,000	1,000
长期金融资产	399	437	439	439	439
贸易及应收款项	326	314	264	214	164
其他非流动资产	536	982	932	882	832
非流动资产合计	22,120	22,209	21,628	21,537	21,466
贸易及应付款项	115	122	139	166	190
合同负债	346	468	317	317	317
即期所得税负债	48	137	50	50	50
其他应付款项	1,681	1,488	1,000	1,000	1,000
短期借款	948	30	50	100	150
应付工资	230	311	300	300	300
其他	1,944	1,939	1,939	1,939	1,939
流动负债合计	5,313	4,495	3,795	3,872	3,946
租赁负债	8,087	7,945	8,000	8,000	8,000
递延收益	17	15	15	15	15
借款	10	9	9	9	9
应付款项	412	471	471	471	471
递延税款负债	900	887	887	887	887
其他非流动负债	101	146	146	146	146
非流动负债合计	9,526	9,472	9,528	9,528	9,528
股本	8,777	8,561	8,561	8,561	8,561
储备	1,771	2,574	3,135	3,795	4,574
少数股东权益	122	137	154	171	190
所有者权益合计	10,670	11,273	11,850	12,527	13,325

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-669	811	915	1,061	1,235
固定资产折旧	2,176	2,157	1,535	1,657	1,803
长期资产减值	180	138	-21	-18	-15
存货减值	-18	-10	0	0	0
财务支出	457	406	350	344	326
短期投资收益	14	-31	-31	-40	-40
递延收益	-123	39	-155	-5	-5
应收款项	-213	163	-95	-28	-30
存货的减少	9	-9	4	-2	-2
应付款项	-294	358	-569	26	25
其他	-35	-8	46	-38	-38
经营活动产生的现金流量净额	1,483	4,014	1,981	2,957	3,259
资本开支	-647	-588	-1,272	-1,657	-1,827
投资支付现金和收益	-1,290	-140	259	78	78
其他	-1	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-1,937	-728	-1,013	-1,580	-1,750
发行债券所得款项	-402	-901	0	0	0
借款所得款项	1,754	380	20	50	50
分配股利、利润或偿付利息支付的现	-461	-421	-629	-667	-703
其他	-2,591	-2,165	-374	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-1,701	-3,107	-983	-617	-653
现金及现金等价物净增加额	-2,155	179	-15	760	857
期初现金及现金等价物余额	3,155	1,005	1,187	1,172	1,932
期末现金及现金等价物余额	1,001	1,184	1,172	1,932	2,789

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	-0.52	0.71	0.81	0.94	1.09
每股销售额	4.56	6.98	7.28	7.74	8.23
每股股息	0.06	0.22	0.25	0.29	0.34
同比变动					
收入	-17.3%	53.1%	4.3%	6.4%	6.3%
经营溢利	-148.1%	-740.4%	6.5%	11.9%	12.7%
归母净利润	-0.9%	-236.6%	13.1%	16.1%	16.5%
费用与利润率					
毛利率	15.0%	37.5%	38.4%	39.6%	41.0%
经营利润率	-4.6%	19.1%	19.5%	20.6%	21.8%
归母净利率	-11.3%	10.2%	11.1%	12.1%	13.2%
回报率					
平均股本回报率	n.a.	7.3%	7.8%	8.6%	9.4%
平均资产回报率	n.a.	3.1%	3.6%	4.1%	4.6%
资产效率					
应收账款周转天数	60.6	27.9	20.0	20.0	20.0
库存周转天数	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9
应付账款周转天数	44.8	42.4	45.0	45.0	45.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.6	0.7	0.9	1.1	1.4
速动比率 (x)	0.6	0.6	0.9	1.1	1.3
现金比率 (x)	0.2	0.3	0.3	0.5	0.7
负债/权益	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0
估值					
市盈率 (x)	n.a.	17.8	15.7	13.6	11.6
市销率 (x)	2.8	1.8	1.7	1.6	1.5
股息率	0.5%	1.7%	2.0%	2.3%	2.7%

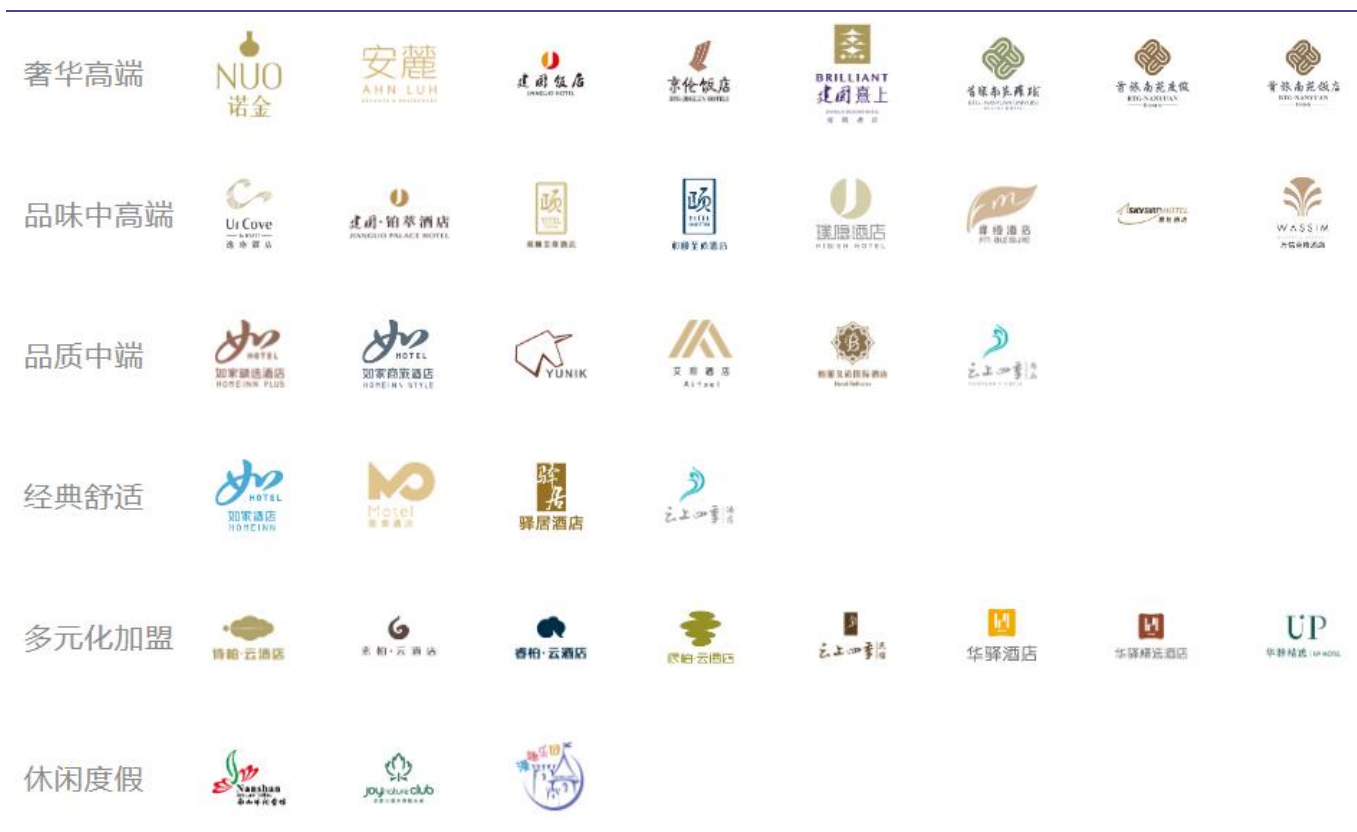
# 首旅酒店 (600258.CH): 期待品牌结构及经营质量的持续优化

## 酒店龙头的多品牌运作乏力

首旅酒店背靠首都旅游集团，旗下拥有包括建国饭店在内的老牌酒店。公司在 2016 年以 110.5 亿元收购了民营连锁酒店巨头如家，进入中国酒店集团中的先锋梯队。

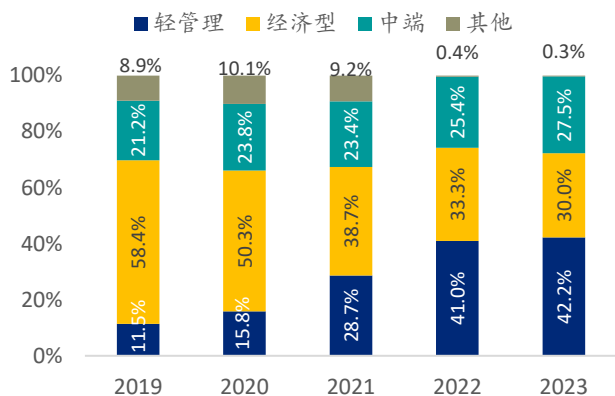
截至 2024 年 6 月，首旅酒店经营着共 37 个品牌，从价格带来看酒店设施以轻管理酒店和经济型酒店为主，轻管理和经济型酒店数量占公司整体酒店数量的 72%。

图表 2: 首旅酒店旗下品牌



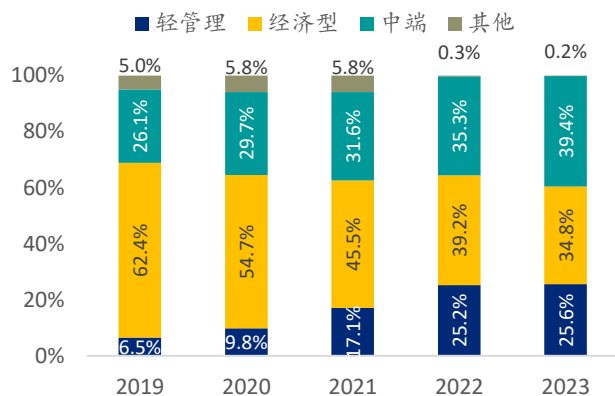
注：数据截至 2024 年 6 月  
资料来源：首旅酒店官网，浦银国际

图表 3：首旅酒店各价格带门店数量占比



资料来源：公司数据、浦银国际

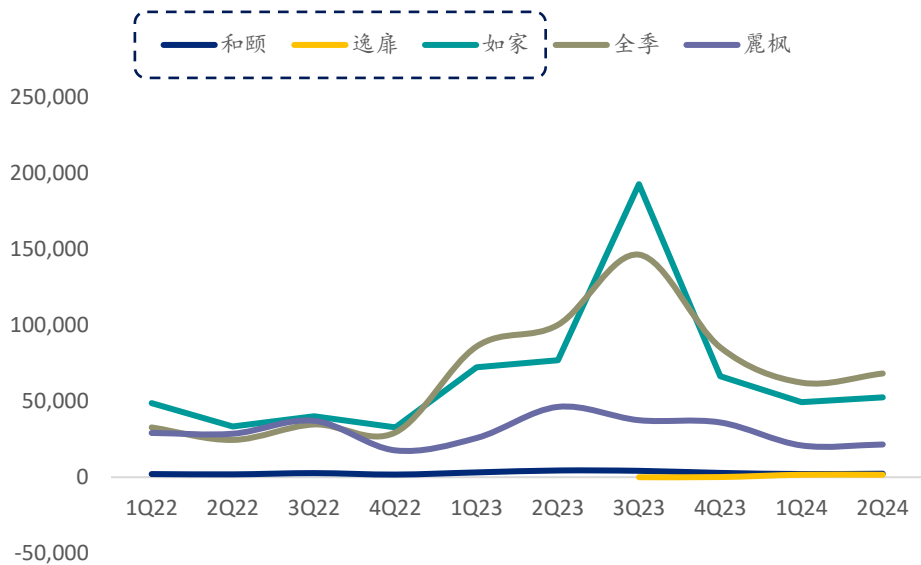
图表 4：首旅酒店各价格带客房数量占比



资料来源：公司数据、浦银国际

我们认为，首旅酒店的多品牌运作困难主要体现在集团品牌矩阵中的知名品牌较少。尽管首旅酒店运营着数十个酒店品牌，但除如家外，其余品牌在消费者中的知名度较低。

图表 5：首旅酒店旗下品牌与全季和麗枫的百度指数的比较



注：此处首旅酒店旗下品牌指如家、和颐 and 逸扉。

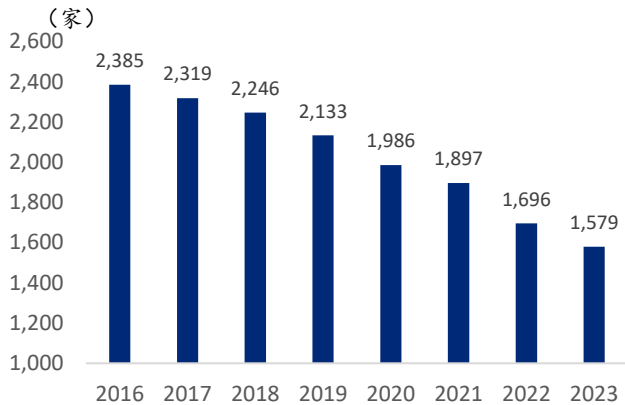
资料来源：百度指数，浦银国际

同时，首旅酒店集团高度依赖如家品牌。截至 2023 年末，如家品牌的酒店数量占比达 43.2%，比例远超全季对华住集团 38% 以及维也纳品牌对锦江酒店 26% 的贡献。这也表明首旅酒店在发展新品牌以及多品牌运营上的乏力，导致其竞争力较同业下降。

单看如家品牌，在被首旅酒店收购后如家的扩张和品牌更新较慢。这也令公司的品牌力和竞争力进一步下滑。

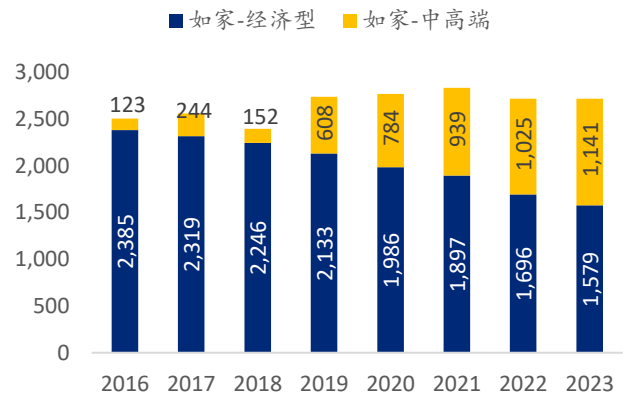
作为经济型酒店的代表，如家经济型酒店的门店数量在收购后持续下降，从2016年的2,385家门店下降至2023年的1,579家。虽然这有向中高端转型的一定影响，我们认为也存在品牌老化、酒店设施更新不及时导致加盟商对品牌的信心降低、门店数量下滑的问题。

图表 6：如家经济型酒店门店数量



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 7：如家品牌经济型和中高端门店数量



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

再看如家的版本更新。时至今日，如家已经成立超20年，但是版本仅仅在2024年4月更新到4.0版本，而3.0版本是在7年前（2017年）推出的，远慢于华住集团约2年一次的版本更新。

图表 8：如家酒店版本更新

品牌	版本	更新时间
如家	1.0	2002年
	2.0	2014年
	3.0	2017年
	4.0	2024年3月
如家精选	1.0	2014年
	3.0	2021年
	4.0	2023年12月
如家商旅	2.0	2023年

资料来源：浦银国际整理

如家品牌老旧门店的占比较高。截至2023年末，如家NEO 3.0（2017年推出）门店数量占比为58.5%，而华住汉庭2.7（2018年公布）以上产品的占比高达71.2%。

老旧门店的占比较高叠加产品更新速度较慢，令如家品牌难以抓住消费者的新需求，使消费者和加盟商的选择意愿降低。

因此，我们认为，首旅酒店虽旗下品牌众多，但是具备较强品牌知名度的酒店品牌屈指可数。同时，在高度依赖如家品牌的情况下，如家品牌产品迭代慢于同业，令集团的品牌竞争力弱于同业。

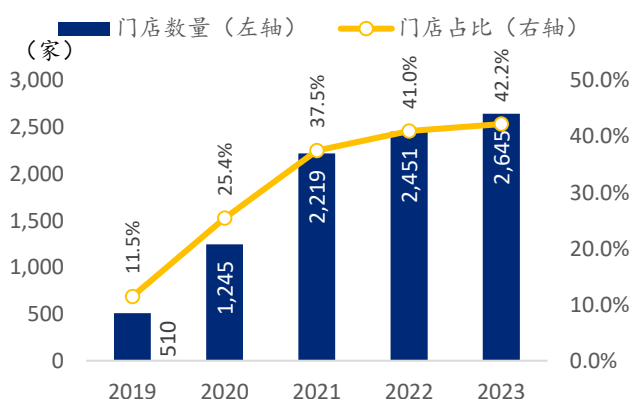
## 轻管理运营质量仍待提升

在经济型酒店数量不断减少的情况下，面对着同业快速的门店拓展势头，轻管理模式成为首旅酒店在疫情中门店扩张的主要方式。

首旅酒店自 2019 年开始启用轻管理酒店模式进行快速拓展，主要面向中小单体酒店的酒店主。与传统加盟模式不同，轻管理模式不要求业主统一品牌装修风格，且对设施的大堂面积和客房数量（40-60 间）的要求也更低。在轻管理模式下，原设施达到要求的酒店都可以直接翻牌，大大降低了加盟酒店的前期投入，缩短回本周期。

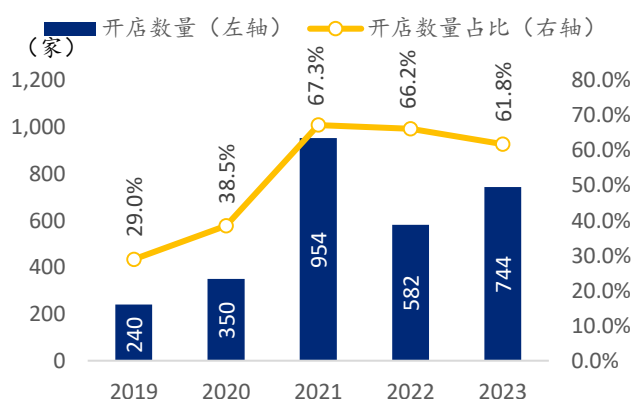
2021 年起，轻管理酒店的新开店占首旅酒店整体开店数量的比例提升至 60% 以上。截至 2023 年，公司轻管理酒店规模已经达到 2,645 间，占集团酒店门店数量的 42.2%，已经成为首旅占比最大的产品类型。

图表 9：轻管理酒店门店数量和占比



资料来源：公司数据、浦银国际

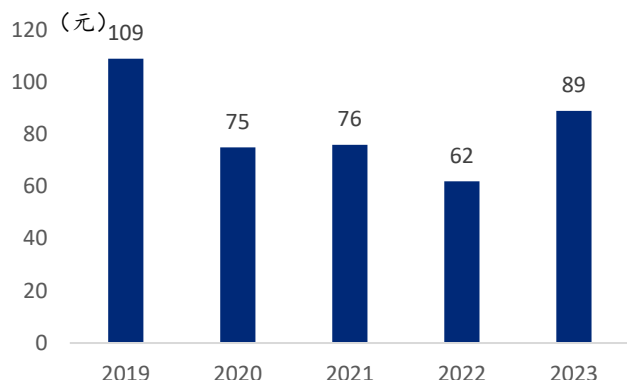
图表 10：轻管理酒店开店数量和占比



资料来源：公司数据、浦银国际

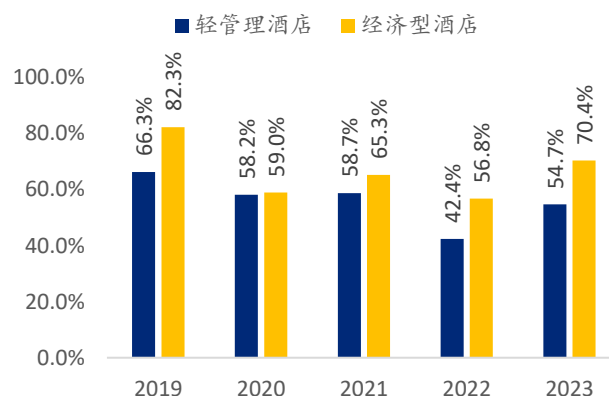
但是，首旅酒店的轻管理酒店在酒店运营和管理上的指导和要求少于标准型酒店，这导致轻运营模式下的酒店运营、管理、服务参差不齐，令轻管理酒店的入住率较经济型酒店更低，房价不稳。2023 年，公司轻管理酒店入住率仅为 54.7%，远低于经济型酒店的 70.4%。

图表 11: 轻管理酒店 RevPAR



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 12: 轻管理酒店入住率与经济型酒店对比



资料来源: 公司数据、浦银国际

当然,首旅酒店也意识到了轻管理酒店的经营质量有待提升的问题,自2022年起关闭运营质量较差的轻管理酒店,但其RevPAR目前仍与标准经济型酒店有较大的差异(2023年公司经济型酒店RevPAR为138元,但轻管理酒店仅为89元)。

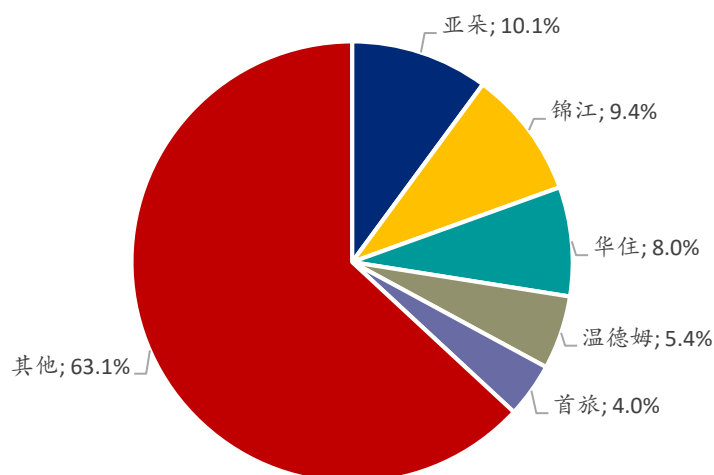
首旅酒店的未来开店重点仍将放在轻管理酒店拓展,也将持续关闭运营质量不佳的酒店。随着新的轻管理酒店的增加以及低效店的关闭,轻管理酒店盈利能力有望得到提升。但我们认为,由于首旅酒店对轻管理酒店的管理有待进一步增强,来实现公司所期待的以低成本撬动盈利质量的提升。

## 中高端布局有待优化

与中国酒店市场的发展趋势相同，首旅酒店也在加速推进中高端布局。首旅酒店的中高端品牌矩阵中拥有如家高线品牌的如家商旅和如家精选以及逸扉等多个品牌。截至 2023 年末，首旅中高端酒店门店占比已提升至 27.5%，相较锦江酒店中端以上酒店 58%以及华住中端以上 46%的占比仍有较大差距。

首旅酒店的中高端市场占有率较低。相较竞争对手旗下的全季、桔子水晶、维也纳等知名品牌，首旅旗下的中高端品牌中除如家商旅和如家精选两个如家的升级产品外，其余品牌的品牌力和知名度较弱，令首旅酒店的中高端市场占有率较低。

图表 13：中高端酒店的市占率（按客房数计），2021



资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

首旅酒店当前的中端酒店门店是以如家商旅和如家精选两个品牌为主。但由于如家以经济型酒店起家，同时装修风格相似。我们认为，如家品牌升级的传导尚未完成，导致首旅酒店的中高端产品 RevPAR 在同业中处于相对较低的水平。

图表 14：如家商旅客房



资料来源：首旅如家官网、浦银国际

图表 15：如家精选客房



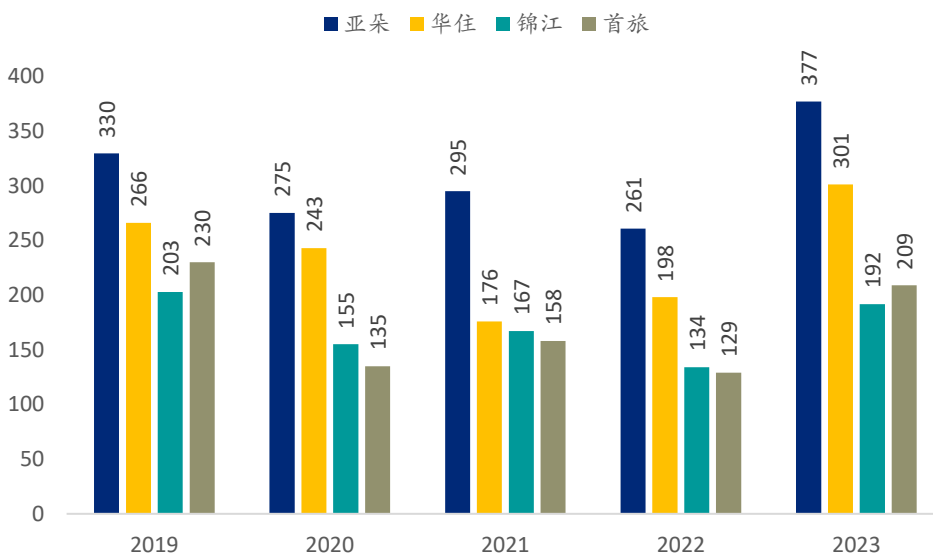
资料来源：首旅如家官网、浦银国际

图表 16：如家 NEO 客房



资料来源：首旅如家官网、浦银国际

图表 17：各酒店集团中高端价格带的 RevPAR



资料来源：公司数据，浦银国际

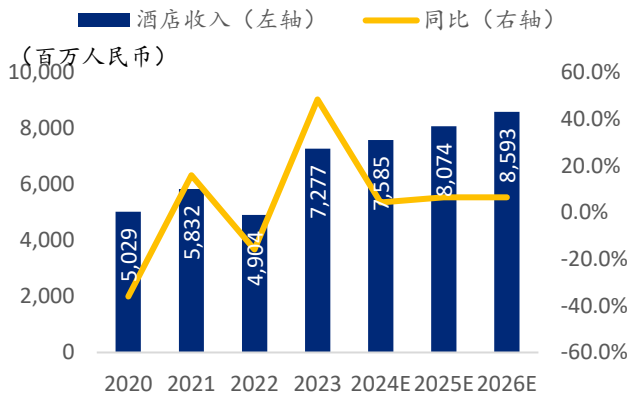
除如家系的品牌升级外，首旅酒店通过与外资品牌合作和收购的方式拥有了不少中高端品牌，包括与凯悦合作创立中高端品牌——逸扉，以及诺金和安麓等高端品牌，进一步提升集团品牌调性。

我们认为，首旅酒店在中高端的布局发力较晚，当下主要是依靠如家系列拓展市场，且市场占有率较低。不过，我们已经看到首旅酒店中高端布局的初步成效，也期待首旅酒店在中高端布局的进一步完善促进收入规模的增长。

# 盈利预测

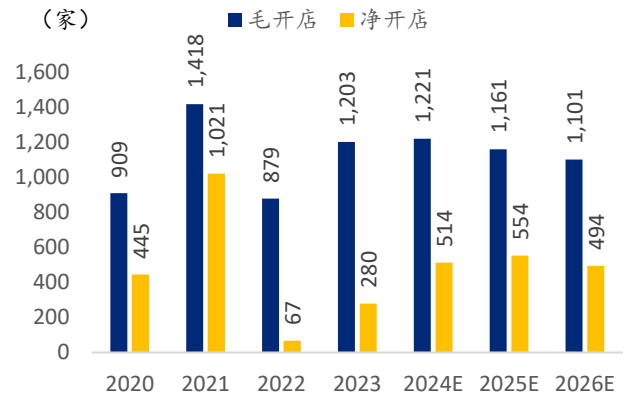
## (1) 收入

图表 18: 首旅酒店酒店业务收入与同比增速, 2020-2026E



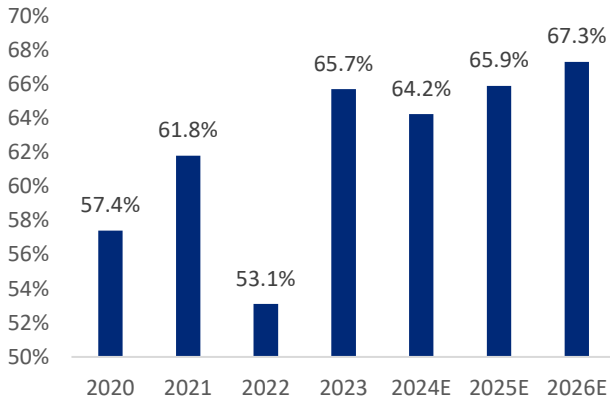
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 19: 首旅酒店净开店与毛开店数量, 2020-2026E



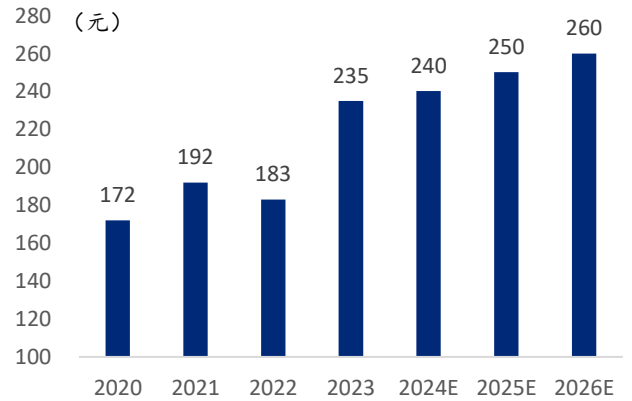
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 20: 首旅酒店入住率, 2020-2026E



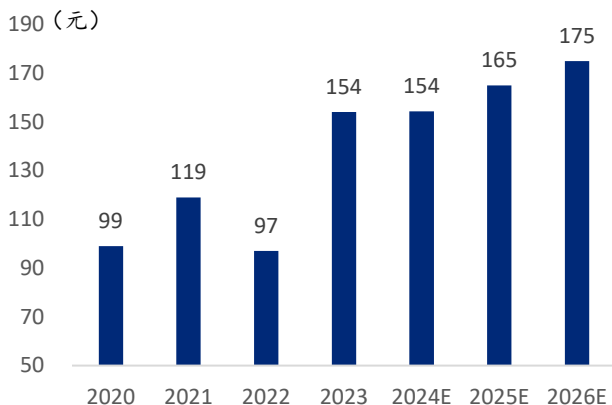
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 21: 首旅酒店平均每日房价, 2020-2026E



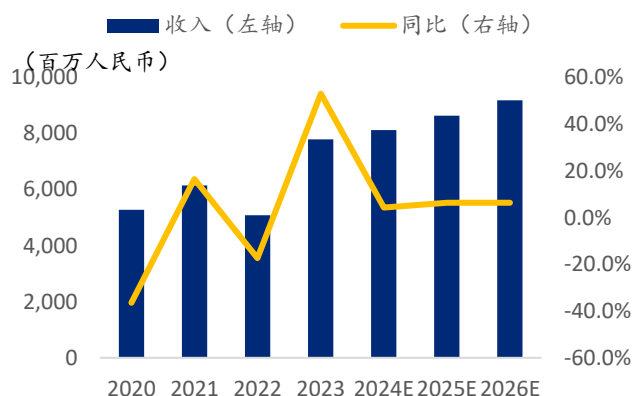
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 22：首旅酒店 RevPar, 2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

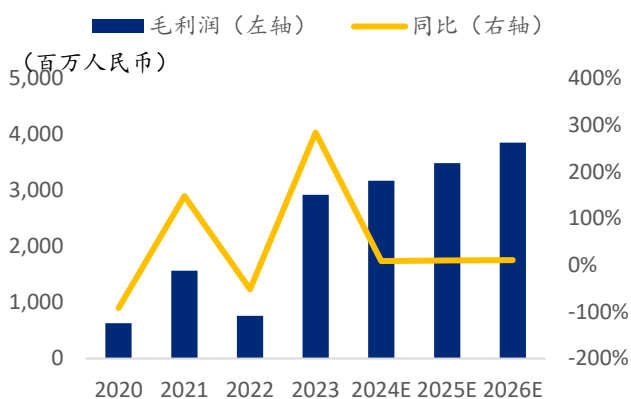
图表 23：首旅酒店整体收入及同比增长, 2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

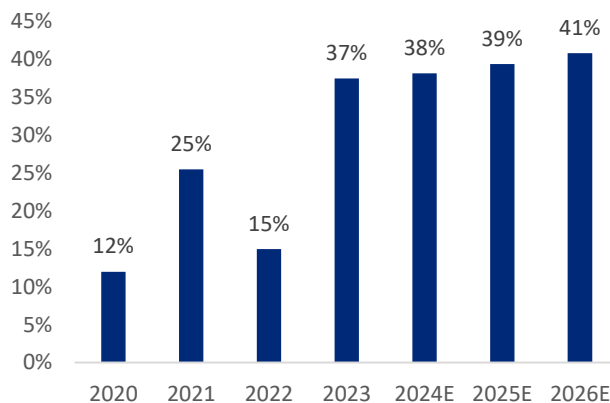
## (2) 利润率

图表 24：首旅酒店毛利与同比增速, 2020-2026E



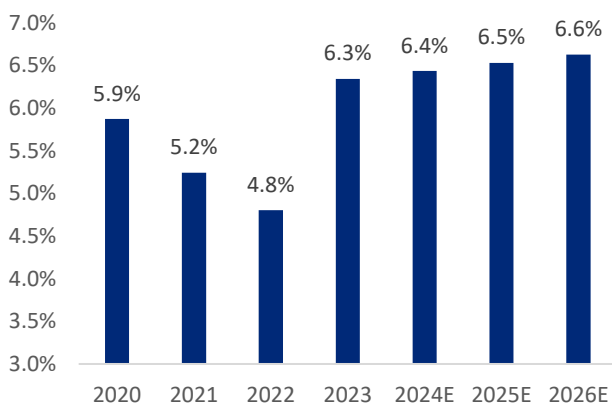
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 25：首旅酒店毛利率, 2020-2026E



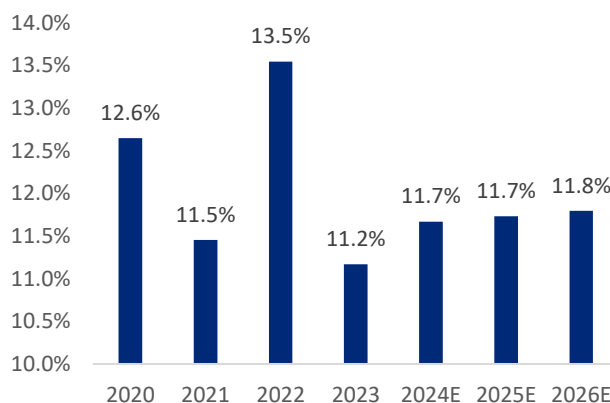
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 26：首旅酒店销售费用率, 2020-2026E



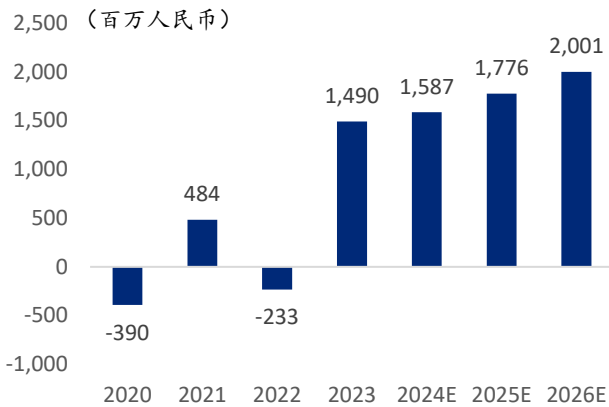
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 27：首旅酒店管理费用率, 2020-2026E



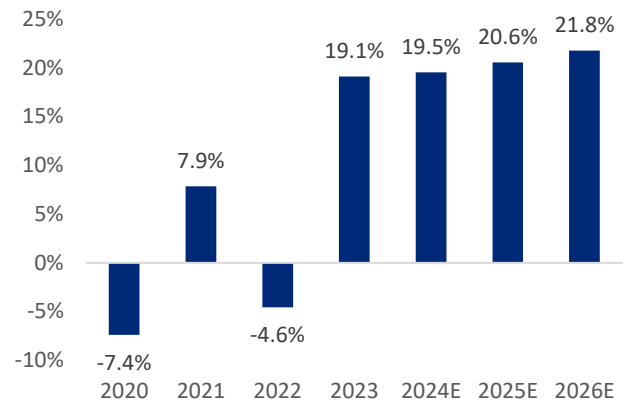
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 28：首旅酒店核心经营利润，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

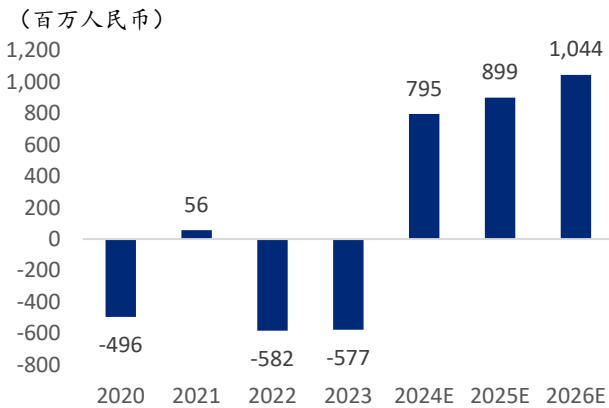
图表 29：首旅酒店核心经营利润率，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

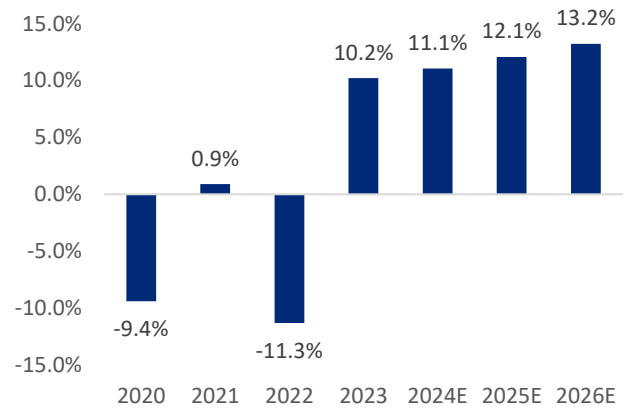
### (3) 净利润

图表 30：首旅酒店归母净利润与同比增速，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 31：首旅酒店归母净利率，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

## 目标价与估值

综合考虑首旅酒店在经济型酒店中的龙头地位，中高端品牌布局不及同业以及运营质量仍待提升的现状，我们给予首旅酒店 8x 2024E EV/EBITDA 对估值，最终得到目标价人民币 14 元，相比当前股价有 10.2% 的上升空间。我们首次覆盖首旅酒店，给予“持有”评级。

## 投资风险

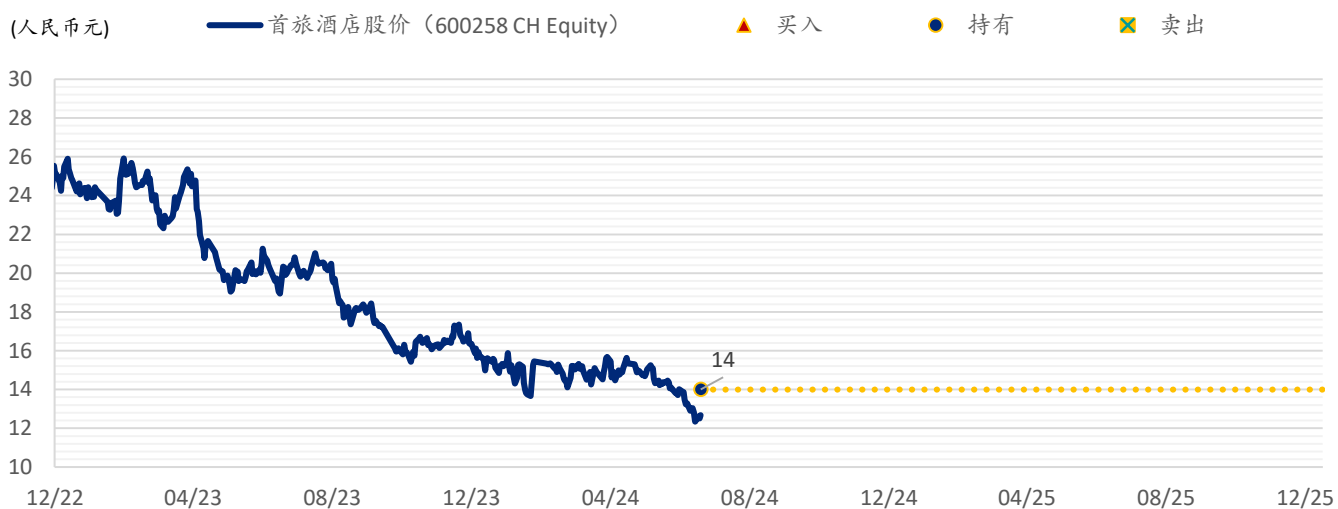
首旅酒店股价可能面对的上行风险包括：

- (1) 文旅需求增长推动出行需求高于预期；
- (2) 轻管理酒店运营质量优化快于预期；
- (3) 市场竞争放缓。

首旅酒店股价可能面对的下行风险包括：

- (1) 出行需求转弱；
- (2) 轻管理酒店运营质量优化不及预期；
- (3) 市场竞争加剧。

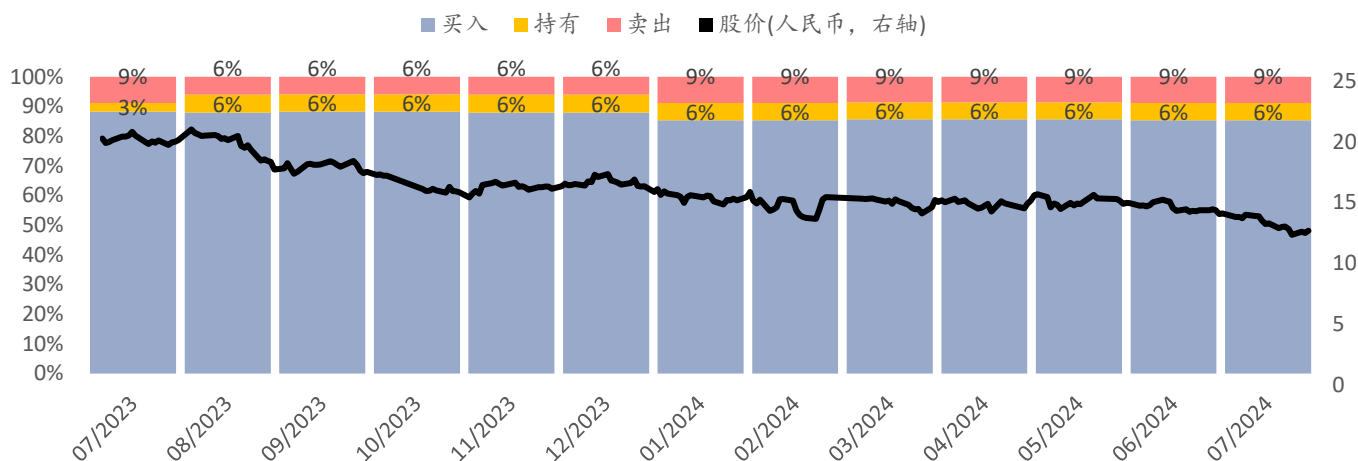
图表 32: SPDBI 目标价: 首旅酒店 (600258.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

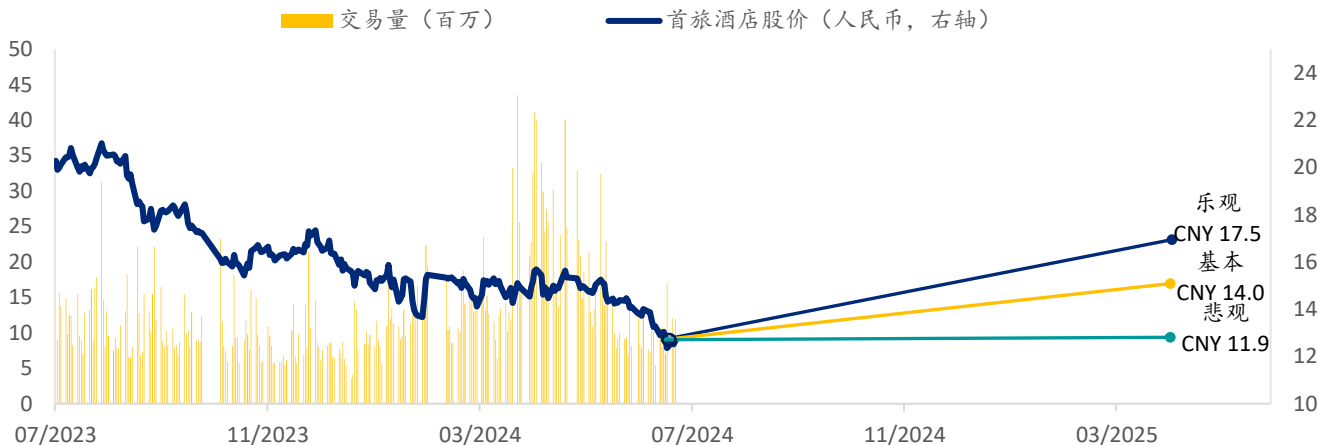
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 33: 首旅酒店 (600258.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 34: 首旅酒店 (600258.CH) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 人民币 17.5 元

概率: 25%

- 2024 年毛开店 1,500 家;
- 2024 年公司 RevPAR 同比提升 2%;
- 2024 年公司毛利率同比提升 120bps。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 人民币 11.9 元

概率: 20%

- 2024 年毛开店 1,000 家;
- 2024 年公司 RevPAR 同比下降 2%;
- 2024 年公司毛利率同比提升 20bps。

资料来源: 浦银国际

# 公司背景

## • 公司介绍

首旅酒店成立于1999年，是中国大型综合性酒店集团，从事酒店运营管理和景区经营的业务。公司于2000年在上交所上市，后又在2016年正式收购如家酒店集团，促进了首旅集团住宿产品的升级迭代。截至2023年末，首旅酒店经营6,263家酒店，拥有481,503间在营客房。

首旅酒店旗下包含数十个酒店品牌，其中如家系列酒店数量占比超40%。此外，首旅酒店的轻管理和中高端酒店数量分别占酒店数量的42.2%和27.5%。

财务上，公司2023年收入人民币77.9亿元，同比增长53.1%，归母净利润为人民币8亿元，归母净利润率为10.2%。

## ● 前十大股东

图表 35：首旅集团主要股东

	主要股东	占比 (%)
1	Beijing Tourism Group	34.5
2	Trip.com	12.3
3	Fullgoal Fund Management	3.7
4	HuaAn Fund Management	2.9
5	Bank of Communications Schroder Fund Management	2.4
6	Hong Kong Securities Clearing Co	2.0
7	Yinhua Fund Management	1.8
8	National Security Fund	1.7
9	Basic Endowment Insurance	1.1
10	Caitong Fund Management	1.0

\*截至 2024 年 7 月 3 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 公司历史

图表 36: 首旅酒店发展里程碑

时间	里程碑
1999	首旅酒店成立
2000	首旅酒店于上交所上市
2002	受让南山公司 74% 股权
2012	置入首旅建国 75%、首旅酒店 100%、欣燕都 100% 股权，并剥离展览广告业务
2014	收购雅客驿家 65%、南苑 70% 股份，出售旅行社业务
2016	私有化如家，并推出云酒店模式和如家小镇品牌
2018	推出柏丽艾尚酒店、YUNIK HOTEL
2019	凯悦和首旅酒店合作打造全新逸扉酒店
2020	如咖啡落地
2021	发布中高端新品牌万信至格酒店
2023	完成诺金公司 100% 股权交割

资料来源：公司资料、浦银国际

## ● 公司管理层

图表 37：首旅酒店公司管理层

姓名	职位	履历
李云	董事长	曾任北京北辰实业股份有限公司副总经理，北京北辰实业集团有限责任公司（北京北辰实业股份有限公司）党委常委、党委副书记。2021年6月任北京北辰实业集团有限责任公司（北京北辰实业股份有限公司）党委副书记、董事，北京北辰实业股份有限公司总经理。2023年12月任北京首都旅游集团有限责任公司党委副书记、董事、总经理
霍岩	常务副总经理	曾任西苑饭店销售经理，上海京诺投资有限公司常务副总经理，首旅置业副总经理；北京首都旅游集团有限责任公司股权运营与管理中心总经理。现任公司常务副总经理。
李向荣	副总经理兼财务总监	1993年加入联合利华，期间在中国、英国及新加坡的多个不同部门历任多种财务管理职位。2007-2010年，任联合利华大中华区财务总监。2010年担任亨得利控股公司（港交所上市公司）首席财务官。自2014年8月加入如家酒店集团，担任首席财务官。2019年兼任维亚生物科技控股集团（港交所上市公司）独立董事、审核委员会主席、薪酬委员会主席；Makemytrip（纳斯达克上市公司）独立董事、审计委员会主席、薪酬委员会成员。现任公司副总经理兼财务总监，兼如家酒店集团首席财务官。
段中鹏	副总经理、董事会秘书	历任北京首都旅游股份有限公司董事长秘书兼证券部副经理、证券事务代表、证券部经理、董事会秘书、党委委员、总经理助理；北京首旅酒店（集团）股份有限公司董事、党委委员、董事会秘书、总经理助理。曾在中国人民银行北京营管部资本项目处挂职任副处长，现任公司党委委员、董事会秘书、副总经理。
姜晓明	副总经理	1989年1月参加工作。曾任北京国际饭店销售部助理、副总监、总监、客务部副总监、市场销售部总监；亮马河大厦党委委员、总经理助理、副总经理；西安建国饭店党委委员、总经理；首旅建国酒店管理公司常务副总裁、高端酒店事业部副总经理。现任首旅酒店集团党委委员，高端酒店事业部总经理；首旅建国首旅京伦联合党总支书记、总经理；公司副总经理。
张淑娟	副总经理	1997年9月参加工作。曾任联合利华市场营销品牌助理；香港 Adsfax 广告公司销售专员；好又多管理顾问咨询有限公司广州总部总管理处专员、华北事业部管理处负责人、人力资源高级经理；好又多全国商品部杂货和自有品牌高级经理、品类管理高级经理；沃尔玛中国供应商发展与品类管理总监、市场部负责人高级总监、市场部副总裁、公共关系副总裁、首席市场官；沃尔玛市场部咨询顾问。现任如家酒店集团执行资深副总裁兼首席战略官；公司副总经理。

注：数据截至 2023 年报

资料来源：公司年报、浦银国际

## • 财务报表

图表 38: 首旅酒店利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,090	7,793	8,127	8,643	9,190
同比	-17.3%	53.1%	4.3%	6.4%	6.3%
营业成本	-4,329	-4,874	-5,003	-5,219	-5,423
毛利润	761	2,919	3,123	3,423	3,767
毛利率	15.0%	37.5%	38.4%	39.6%	41.0%
销售费用	-245	-494	-523	-564	-609
管理费用	-689	-870	-948	-1,014	-1,084
研发费用	-60	-64	-65	-69	-74
经营利润	-233	1,490	1,587	1,776	2,001
经营利润率	-4.6%	19.1%	19.5%	20.6%	21.8%
财务费用	-452	-401	-350	-344	-326
其他营业收入	69	57	30	30	30
其他	-106	-39	4	12	10
利润总额	-722	1,107	1,271	1,474	1,715
所得税	53	-297	-356	-413	-480
所得税率	7.3%	26.8%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	-669	811	915	1,061	1,235
减: 少数股东损益	-93	16	16	18	19
归母净利润	-577	795	899	1,044	1,216
归母净利率	-11.3%	10.2%	11.1%	12.1%	13.2%
同比	-0.9%	-236.6%	13.1%	16.1%	16.5%

资料来源: 公司数据、浦银国际预测

图表 39：首旅酒店资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,007	1,187	1,172	1,932	2,789
短期投资	1,445	1,126	1,500	1,500	1,500
贸易及应收款项	521	33	182	260	340
预付租金	35	74	81	86	92
其他应收账款	141	74	70	70	70
存货	36	44	40	41	43
其他流动资产	203	493	500	500	500
<b>流动资产合计</b>	<b>3,388</b>	<b>3,031</b>	<b>3,544</b>	<b>4,390</b>	<b>5,334</b>
物业、厂房及设备	2,130	2,051	2,035	1,993	1,927
使用权资产	7,891	7,779	7,554	7,616	7,722
无形资产	3,493	3,429	3,368	3,307	3,246
合同资产	1,913	1,836	1,800	1,800	1,800
商誉	4,701	4,692	4,500	4,500	4,500
递延所得税资产	1,056	1,002	1,000	1,000	1,000
长期金融资产	399	437	439	439	439
贸易及应收款项	326	314	264	214	164
其他非流动资产	536	982	932	882	832
<b>非流动资产合计</b>	<b>22,120</b>	<b>22,209</b>	<b>21,628</b>	<b>21,537</b>	<b>21,466</b>
贸易及应付款项	115	122	139	166	190
合同负债	346	468	317	317	317
即期所得税负债	48	137	50	50	50
其他应付款项	1,681	1,488	1,000	1,000	1,000
短期借款	948	30	50	100	150
应付工资	230	311	300	300	300
其他	1,944	1,939	1,939	1,939	1,939
<b>流动负债合计</b>	<b>5,313</b>	<b>4,495</b>	<b>3,795</b>	<b>3,872</b>	<b>3,946</b>
租赁负债	8,087	7,945	8,000	8,000	8,000
递延收益	17	15	15	15	15
借款	10	9	9	9	9
应付款项	412	471	471	471	471
递延税款负债	900	887	887	887	887
其他非流动负债	101	146	146	146	146
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,526</b>	<b>9,472</b>	<b>9,528</b>	<b>9,528</b>	<b>9,528</b>
股本	8,777	8,561	8,561	8,561	8,561
储备	1,771	2,574	3,135	3,795	4,574
少数股东权益	122	137	154	171	190
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,670</b>	<b>11,273</b>	<b>11,850</b>	<b>12,527</b>	<b>13,325</b>

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 40：首旅酒店现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-669	811	915	1,061	1,235
固定资产折旧	2,176	2,157	1,535	1,657	1,803
长期资产减值	180	138	-21	-18	-15
存货减值	-18	-10	0	0	0
财务支出	457	406	350	344	326
短期投资收益	14	-31	-31	-40	-40
递延收益	-123	39	-155	-5	-5
应收款项	-213	163	-95	-28	-30
存货的减少	9	-9	4	-2	-2
应付款项	-294	358	-569	26	25
其他	-35	-8	46	-38	-38
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>1,483</b>	<b>4,014</b>	<b>1,981</b>	<b>2,957</b>	<b>3,259</b>
资本开支	-647	-588	-1,272	-1,657	-1,827
投资支付现金和收益	-1,290	-140	259	78	78
其他	-1	0	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-1,937</b>	<b>-728</b>	<b>-1,013</b>	<b>-1,580</b>	<b>-1,750</b>
发行债券所得款项	-402	-901	0	0	0
借款所得款项	1,754	380	20	50	50
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-461	-421	-629	-667	-703
其他	-2,591	-2,165	-374	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-1,701</b>	<b>-3,107</b>	<b>-983</b>	<b>-617</b>	<b>-653</b>
现金及现金等价物净增加额	-2,155	179	-15	760	857
期初现金及现金等价物余额	3,155	1,005	1,187	1,172	1,932
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>1,001</b>	<b>1,184</b>	<b>1,172</b>	<b>1,932</b>	<b>2,789</b>

资料来源：公司数据、浦银国际预测

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

