



抱拥中高端升级浪潮，集团改革凸显进取之心 ——锦江酒店（600754.SH）首次覆盖报告

核心观点

锦江酒店为酒店行业龙头，门店总数超过万家，中高端市占率优势明显。公司从2010年资产置换后聚焦酒店业务，2015年并购卢浮集团，快速布局海外市场。2016年收购铂涛酒店、维也纳酒店，2018年收购丽笙集团，三年间中高端酒店数量由503家快速提升至2463家，实现向中高端品牌的重心切换。2019年推行“一中心三平台”建设，2020年成立锦江酒店中国区，公司不断内部改革，组织架构升级，以延续增长动能。公司2021年营收113.4亿元，同增14.6%，疫情下利润端仍然承压。加盟模式稳步推进，其占总营收比例由2015年的20.54%提升至2021年的47.31%。公司通过数字化、精细化管理，期间费用得以控制，净利率水平疫后较同业实现反超。

酒店行业集中趋势确定，中高端酒店成长空间广阔。酒店行业供给持续出清，连锁化率、集中度持续提升。2020年、2021年我国酒店行业连锁化率同比分别提升5pct/4pct，酒店行业CR3由2019年的37.80%上升至2022年的48.14%。城镇居民可支配收入不断增长，且中高收入人群对应增速更快，对中高端酒店需求形成有力支撑。近年来头部酒店集团加码布局中高端酒店，2015-2021年，其数量由4.05万家上升至4.86万家，市占率由12.74%上升至19.24%。

锦江酒店中高端品牌的扩店进度领先同业，公司通过改善获客能力，单店盈利能力得以提升，投资方加盟意愿随之增强，公司在量、价两方面的竞争力得以强化。

1) 扩店：公司按照2016年开店万家，2021年新开7000家的规划，围绕中高端品牌有序进行门店扩张，近两年新开业门店中90%以上为中高端品牌，中高端酒店占比快速上升。目前中高端酒店市场中，公司体量最大，且拥有大体量的拳头品牌。且公司聚焦重点中高端品牌成长，其品牌效应日益突出，有望培育出高人气的酒店品牌巨头。

2) 竞争力：酒店集团的获客能力是其展业过程中最为关键的竞争要素之一，品牌效益提升、自有会员渠道升级可提升酒店的自主获客能力。品牌效应提升方面，公司通过门店升级改造，深耕优势区域、优势品牌等策略扩大品牌影响力。会员渠道方面，会员渠道升级可提升锦江酒店的自主获客能力。锦江酒店通过WeHotel发展、整合自有会员体系。公司重点布局企业会员、中高端品牌会员体系，企业会员规模更大，中高端品牌会员粘性更高，均可贡献稳定的流量来源。

3) 边际改善：更强的获客能力直接指向客房入住率提升，进而公司的盈利能力得以增强。我们通过对各酒店集团中高端酒店OCC水平，发现2020年以后锦江酒店的中高端酒店OCC中枢发生趋势性上移，其主要由新开酒店入住率提升所拉动。获客能力提升还有益于吸引业主加盟，从而为酒店的规模扩张提供动力。业主吸引力提升一方面来源于RevPAR水平上升，另一方面来源于CRS渠道占比提升催化下的业主方综合抽佣费用降低。

投资建议

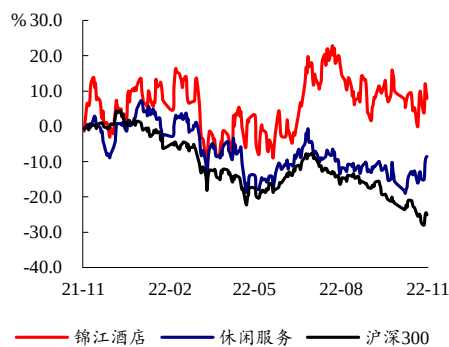
近年以来，公司扩店速度不减，积极布局中高端酒店；往后看，公司围绕中高端开店的逻辑清晰。加之单店盈利能力提升叠加投资方加盟意愿增强，锦江酒店在量、价两方面的竞争力得以强化。随未来疫情对行业的边际影响进一步减弱，公司有望迎来长景气周期。我们预计公司在2022-2024年分别实现营业收入120.25/167.22/184.39亿元，

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn
 联系人 贺晓涵
 电子邮箱 hexh679@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1070.04
流通A股/B股(百万股)	914.04/156.00
资产负债率(%)	63.10
每股净资产(元)	15.44
市净率(倍)	3.67
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	64.45/45.72

相关研究

YoY+6.04%/+39.06%/+10.27%，分别实现归母净利润 1.98/18.06/22.17 亿元，YoY+96.28%/+814.47%/+22.73%。基于 11 月 3 日收盘价 56.61 元，对应 2022/2023/2024 年 PE 分别为 306.71X/33.54X/27.33X，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示

疫情波动风险；新开门店进度不及预期；行业竞争加剧风险。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11339.13	12024.57	16721.69	18438.93
增长率 (%)	14.56	6.04	39.06	10.27
归母净利润	100.62	197.50	1806.05	2216.51
增长率 (%)	-8.70	96.28	814.47	22.73
EPS (元/股)	0.10	0.18	1.69	2.07
市盈率 (P/E)	606.63	306.71	33.54	27.33
市净率 (P/B)	3.77	3.62	3.26	2.92

资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所，基于 11 月 3 日收盘价 56.61 元

正文目录

1. 聚焦中高端的酒店行业龙头，积极进行内部改革.....	5
1.1. 万店体量的酒店行业龙头，中高端酒店方面优势明显.....	5
1.2. 聚焦中高端酒店发展，积极布局组织架构升级.....	6
1.3. 加盟酒店营收占比不断提升，疫后净利率水平反超同业.....	10
2. 酒店行业集中趋势确定，中高端酒店成长空间开阔.....	13
2.1. 行业供给出清，连锁化率、集中度迎提升.....	13
2.2. 中高收入人群收入快速增长，中高端酒店市占率不断提升.....	14
3. 中高端扩店进度领先，获客提升改善量价空间.....	16
3.1. 扩店：围绕中高端品牌快速开店.....	16
3.1.1. 按计划有序扩张，门店规模、增幅均处领先地位.....	16
3.1.2. 重点发力中高端市场，中高端品牌效应日益突出.....	18
3.2. 竞争力：获客能力从何提升？.....	21
3.2.1. 品牌效益：门店升级改造提升用户体验，深耕优势区域、优势品牌扩大影响力.....	21
3.2.2. 会员渠道：发展、整合会员体系，重点盯住企业会员、中高端品牌会员.....	24
3.3. 边际改善：获客能力提升后效用几何？.....	26
3.3.1. 盈利提升：中高端酒店 OCC 中枢上移.....	26
3.3.2. 支撑扩张：通过提升盈利、降低抽佣吸引业主加盟.....	30
4. 盈利预测与投资建议.....	33
5. 风险提示.....	37

图表目录

图表 1. 锦江酒店品牌矩阵.....	5
图表 2. 2020 年中国中档酒店品牌市占率.....	6
图表 3. 2020 年中国豪华型酒店品牌市占率.....	6
图表 4. 锦江酒店境内/境外开业酒店数量.....	7
图表 5. 锦江酒店经济型/中高端酒店开业数量（家）.....	7
图表 6. 锦江全球创新中心 GIC 服务内容.....	8
图表 7. WeHotel 用户预订界面.....	9
图表 8. 锦江中国区品牌运营架构调整.....	10
图表 9. 2017 年-2022Q1-Q3 锦江酒店营业收入情况.....	10
图表 10. 2017 年-2022Q1-Q3 锦江酒店归母净利润情况.....	10
图表 11. 锦江酒店直营酒店营业收入.....	11
图表 12. 锦江酒店加盟酒店营业收入.....	11
图表 13. 锦江酒店有限服务型酒店业务营业收入中自有/加盟酒店占比.....	11
图表 14. 三大酒店集团净利率水平.....	12
图表 15. 2016-2021 年开业酒店/酒店客房数.....	13
图表 16. 2016-2021 年酒店行业连锁化率.....	13
图表 17. 三大酒店集团净增酒店数量（家）.....	13
图表 18. 2018-2021 年酒店行业 CR3.....	13
图表 19. 三大酒店集团中加盟酒店占比.....	14
图表 20. 三大酒店集团净开酒店中加盟酒店占比.....	14
图表 21. 城镇居民可支配收入增速与 CPI 增速之差.....	15
图表 22. 各收入分位城镇居民可支配收入同比增速.....	15
图表 23. 2016-2021 年中国各档次酒店数（万家）.....	15
图表 24. 2017-2021 年中国中高端酒店市占率.....	15
图表 25. 各酒店集团开业数量（家）.....	16

图表 26.	各酒店集团每年净开门店数量（家）	17
图表 27.	各酒店集团签约未开业酒店数（家）	18
图表 28.	锦江酒店各档次净开业酒店数（家）	18
图表 29.	各酒店集团中高端酒店数量占比	19
图表 30.	各酒店集团中高端酒店开业数量（家）	20
图表 31.	各酒店集团中各中高端品牌酒店开业数量（家）	20
图表 32.	锦江酒店中高端酒店品牌 CR5 变化情况	21
图表 33.	2017Q1-2022Q2 锦江主要经济型酒店门店数（家）	22
图表 34.	7 天酒店的产品升级过程	23
图表 35.	维也纳酒店的产品升级过程	23
图表 36.	锦江酒店中国大陆境内开业酒店分布	24
图表 37.	三大酒店集团会员人数（亿人）	25
图表 38.	锦江超级会员年卡权益&价格	26
图表 39.	各酒店集团整体 ADR（元）	27
图表 40.	各酒店集团整体 ADR 同比增速	27
图表 41.	各酒店集团中高端酒店 OCC	28
图表 42.	各酒店集团经济型酒店 OCC	28
图表 43.	各酒店集团中高端同店 OCC	28
图表 44.	锦江酒店每年净增中高端酒店（家）	29
图表 45.	各酒店集团整体 RevPAR（元）	30
图表 46.	锦江酒店中高端酒店模型中 OCC 改善与 CRS 占比改善对净利率与投资回收期的影响	31
图表 47.	锦江酒店 2022 年-2024 年中国大陆境内酒店营业收入按经济型酒店、中高端酒店分类预测	33
图表 48.	锦江酒店 2022 年-2024 年中国大陆境内酒店营业收入按直营酒店、加盟酒店分类预测	34
图表 49.	锦江酒店 2022 年-2024 年中国大陆境外酒店营业收入按直营酒店、加盟酒店分类预测	35
图表 50.	锦江酒店 2022 年-2024 年盈利预测	36

1. 聚焦中高端的酒店行业龙头，积极进行内部改革

1.1. 万店体量的酒店行业龙头，中高端酒店方面优势明显

锦江酒店是我国最大的酒店集团，门店总数超过万家。截至 2022H1，公司已在境内开店 9741 家，拥有客房 95.15 万间，境外开店 1234 家，拥有客房 9.93 万间。国内方面，公司重点布局华南地区、华东地区，其在以上两个核心地区门店更密集、市占率更高，拥有显著的地域优势。

截至目前，锦江酒店已经形成超过 30 个酒店品牌。公司实现了从经济型到中高端酒店品牌的全覆盖。锦江系中包括锦江都城、锦江之星等；铂涛系中包括 ZMAX、希尔顿欢朋、麓枫、希岸、喆啡、潮漫、7 天系列、派、IU 等酒店；维也纳系中包括维也纳酒店、维也纳国际、维也纳智好、维也纳 3 好等；卢浮系中包括郁金香、康铂酒店等。

图表1. 锦江酒店品牌矩阵



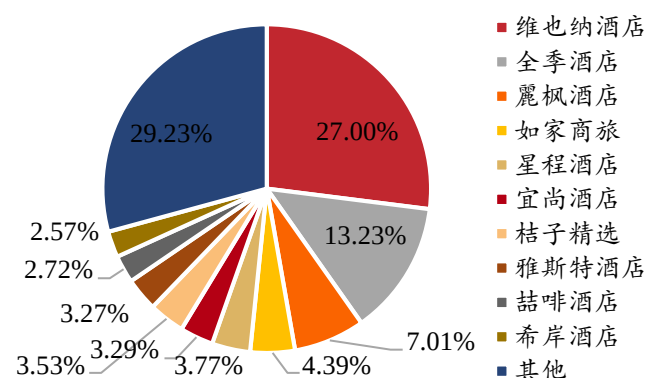
资料来源：公司官网等，东亚前海证券研究所

经济型酒店方面，公司通过核心品牌驱动，发力下沉市场。锦江之星

和铂涛旗下的 7 天酒店开店规模最大,截至 2022Q2,其净开业数分别为 957 家/2019 家。且从 2019 年开始相继推出 7 天优品 Premium、7 天酒店 2.0/3.0 等升级方案,打造入住体验接近中端的经济型酒店产品。公司未来将围绕主力经济型品牌,立足高线城市,向低线城市重点布局。

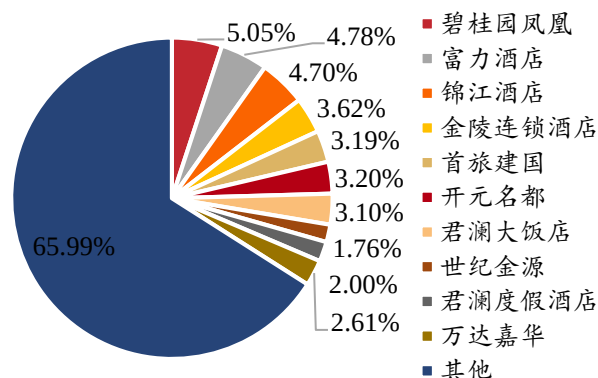
中高端酒店方面,公司市占率优势明显。锦江的中高端酒店品牌数超过 14 个,覆盖 200 元-500 元的客房单价区间。根据中国饭店协会数据,2020 年中档酒店品牌中,维也纳酒店市占率达 27.0%排名第一,麗枫酒店、喆啡酒店均入围排行榜前十;豪华型酒店品牌中,锦江酒店市占率 4.7%,位列豪华酒店中第一梯队。

图表2. 2020 年中国中档酒店品牌市占率



资料来源:中国饭店协会,东亚前海证券研究所

图表3. 2020 年中国豪华型酒店品牌市占率



资料来源:中国饭店协会,东亚前海证券研究所

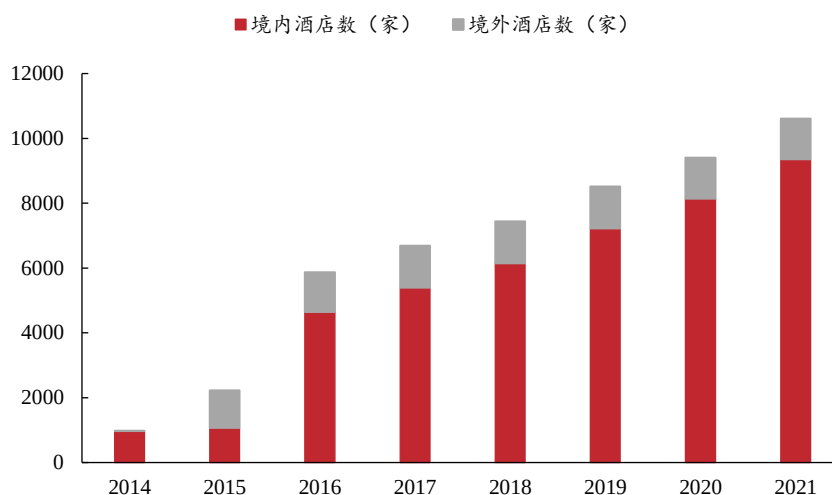
1.2. 聚焦中高端酒店发展,积极布局组织架构升级

2010 年,公司进行资产置换,从此聚焦酒店业务。2010 年 5 月,锦江酒店与母公司锦江酒店集团(现锦江资本)进行重大资产置换,将旗下“建国宾馆”等高星级核心酒店资产置出,将包括锦江之星、旅馆投资、达华宾馆在内的经济型酒店资产置入,并将锦江酒店定位为有限服务连锁酒店集团。

2010 年 9 月、2012 年 4 月,公司先后两次增资收购金广快捷 70%、30% 股权,2013 年收购经济型酒店时尚之旅。公司通过并购方式不断扩张经济型酒店规模,并且进行小范围的海外合作、中高端酒店拓展。2014 年锦江酒店引入弘毅资本,以优化股本结构,提高资金储备。通过定向增发 1 亿股份方式募资 30.35 亿元,发行后弘毅资本持股 12.4%。

2015 年,公司并购卢浮集团,发展海外市场。2015 年公司以 124.6 亿元现金,实现对于法国酒店龙头卢浮集团的收购,锦江酒店得以向海外快速扩张。公司境外酒店从 2014 年仅在韩国开业一家,增长至 2015 年的 1150 家,几乎均分布在欧洲,其中法国开店 830 家。

图表4. 锦江酒店境内/境外开业酒店数量

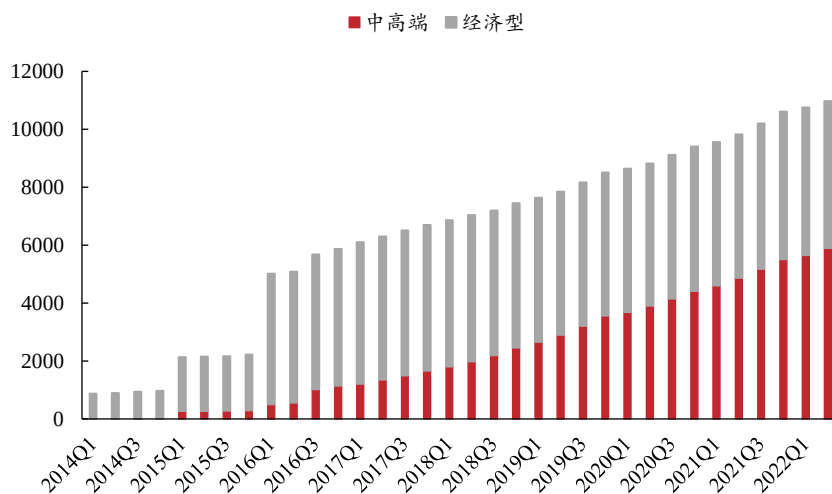


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2016 年-2018 年，公司聚焦中高端酒店业务发展，并且逐步实现向中高端品牌的切换。2016 年 2 月，公司以 85.55 亿元收购铂涛酒店 81.00% 股权。一方面，收购铂涛扩大了公司经济型酒店规模，公司整体市占率反超华住跃升至第一，另一方面，铂涛系中的中高端品牌麗枫、喆咖并入锦江，使得公司进一步扩充中高端品牌；2016 年 4 月，公司以 17.49 亿元收购维也纳酒店 80% 股权；2018 年，锦江国际集团收购丽笙集团。

这表现为从 2016 年开始，公司旗下经济型酒店实现量级上的提升，其开店数量由 2015Q4 的 1921 家增长至 2016Q1 的 4512 家。2016 年-2018 年锦江快速扩充中高端品牌数量，对应于三年之间中高端酒店数量由 2016Q1 的 503 家提升至 2018Q4 的 2463 家。

图表5. 锦江酒店经济型/中高端酒店开业数量 (家)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

同时自 2017 年起，公司不断内部改革，积极资源整合，进行组织架构

升级，实现提质增效，延续增长动能。

2017 年，维也纳集团推出 1+N 的股权激励机制。即激励对象除享有维也纳酒店部分的股权激励外，还享有 N 家创业公司股权激励部分的 10%，其中旗下创业型公司针对创业团队的股权激励部分占其总股权的 40%，投资方仅占 60%。创新性的股权激励模式充分展现公司狼性文化，将集团管理层利益与子公司管理层利益挂钩，进一步激发管理人员积极性。

2019 年，公司开始推行“一中心三平台”建设。其中包括锦江酒店全球创新中心、WeHotel 全球旅行产业共享平台、全球采购平台（GPP）、全球酒店财务共享平台。一切围绕加盟商利益出发，一切以发展加盟模式为重。

GIC 创新中心围绕加盟商需求，针对市场偏好，孵化创新型酒店产品，目标在 3 个月至 1 年内落地。1) 推动新产品落地：GIC 成功孵化 9 大创新品牌，欧暇地中海、芸语酒店、原拓酒店、舒与酒店等都已于 2020、2021 年相继入市，且已开展数个至数十个开业、签约项目。2) 推动品牌升级：7 天 3.0、IU3.0、非繁·城品 2.0 等品牌升级产品均为 GIC 创新中心成果。

图表6. 锦江全球创新中心 GIC 服务内容



资料来源：酒店交易网，东亚前海证券研究所

WeHotel 聚焦酒店线上直销，通过平台可实现会员预订、运营、管理全过程。WeHotel 由锦江酒店与锦江资本、锦江集团共同成立，其将锦江各品牌间会员体系进行整合，并在此基础上针对用户体验全面升级。1) 用户方面：一方面 WeHotel 链接消费需求和产业供给，深挖用户数据背后的信息价值；另一方面，WeHotel 围绕大体量的锦江会员池，建设全新的锦江会员生态体系，提升会员体验，丰富会员权益，为用户量身定制旅行生态产

品。2) 客户方面：发挥数字技术优势，向客户提供 CRS、PMS、结算通、客服通等服务，由于通过会员体系整合提高了向业主输送流量的能力，集团会员体系对客户的贡献度得以提升。

图表7. WeHotel 用户预订界面

The screenshot shows the WeHotel booking interface. At the top, there's a navigation bar with links like '酒店首页', '酒店预订', '企业商旅', '会员俱乐部', and '积分商城'. Below this, a search bar allows users to input a destination (e.g., '上海'), dates (e.g., '2022-09-07 至 2022-09-08'), and a keyword. A filter section follows, with tabs for '位置' (Location), '品牌' (Brand), '房型' (Room Type), and '价格' (Price). The '品牌' tab is active, showing a grid of hotel brands with checkboxes. Brands like '锦江 (豪华)', '锦江 (高端)', '锦江 (经济)', '锦江 (轻奢)', '锦江 (亲子)', '锦江 (商务)', '锦江 (度假)', '锦江 (会议)', '锦江 (婚礼)', '锦江 (宴会)', '锦江 (其他)' are listed. Below the filter section, a map shows the location of the selected hotel, '新锦江大酒店' (New Jinjiang Hotel), with its address: '上海市黄浦区长乐路161号'. A rating of 4.7 is shown next to the hotel name.

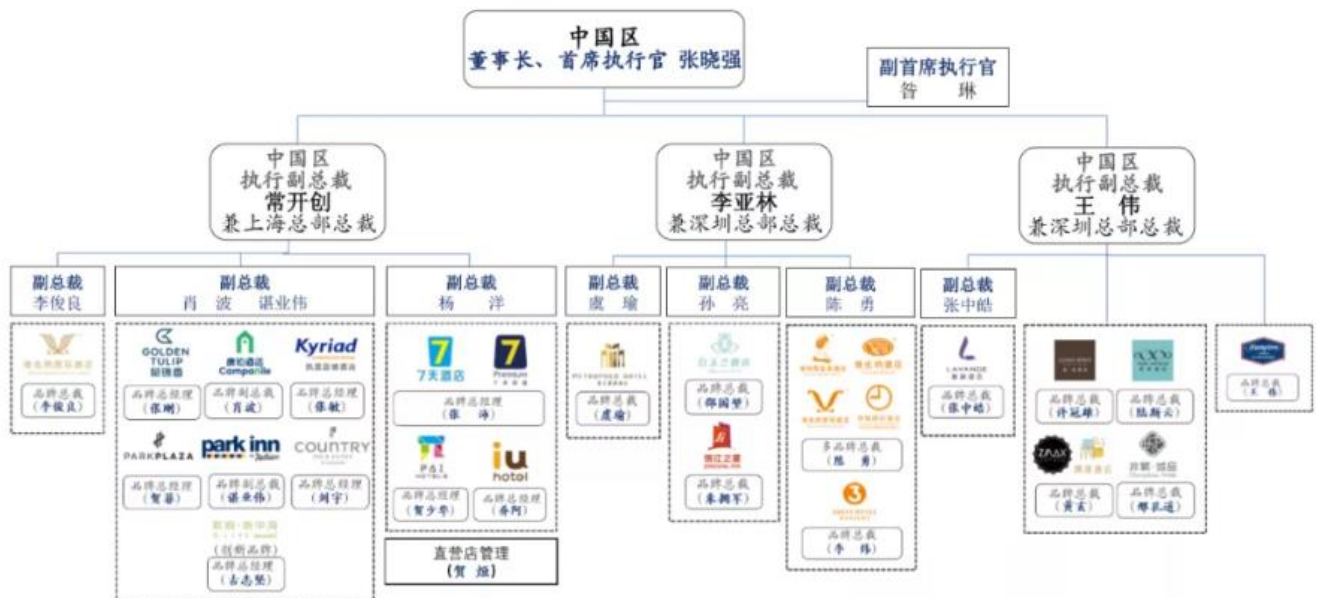
资料来源：WeHotel 官网，东亚前海证券研究所

2020 年，公司成立锦江酒店中国区，以统一管理体系。锦江酒店中国区是集团“深耕国内、全球布局、跨国经营”品牌战略的重要布局。

“基因不变”。维也纳酒店事业部总裁，麗枫品牌总裁等人保持原有职位不变，以保证各个品牌团队稳定性。在此基础上，锦江酒店中国区董事长、CEO 由锦江国际副总裁、锦江酒店 CEO 张晓强担任；副 CEO 由锦江都城 CEO 咎琳担任。

“后台整合”。围绕锦江都城、铂涛酒店、维也纳酒店等品牌进行整合，实现基因不变，资源共享。沿用过去的品牌，整合原有品牌职能部门，设立 9 个后台职能机构，并且精简组织架构，减少管理层级。

图表8. 锦江中国区品牌运营架构调整



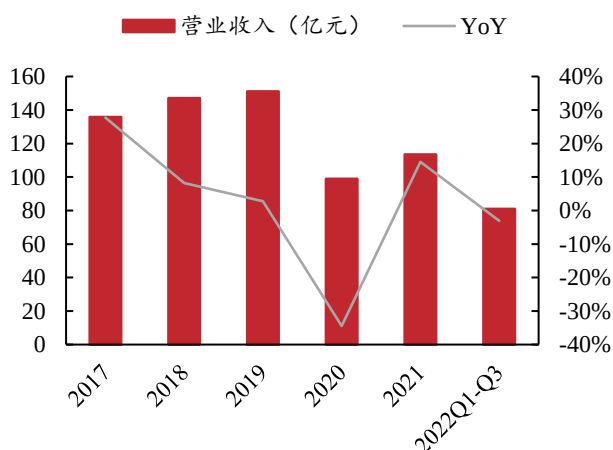
资料来源：环球旅讯，东亚前海证券研究所

1.3. 加盟酒店营收占比不断提升，疫后净利率水平反超同业

2021 年公司实现营业收入 113.4 亿元，YoY+14.6%。其中有限服务酒店业务营业收入 110.9 亿元，同比增速 12.7%，恢复至 2019 年的 76.36%。2021 年公司实现归母净利润 1.01 亿元，YoY-8.7%，距离疫情前水平差距仍较大。

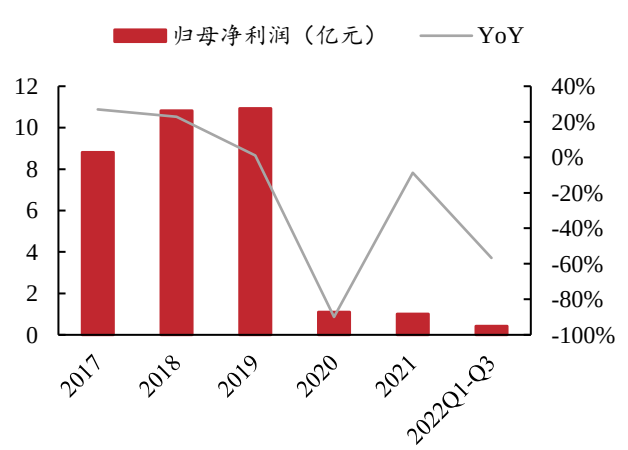
受 2022H1 上海等地疫情影响，2022Q1-Q3 公司实现营业收入 80.94 亿元，YoY-3.06%；归母净利润 0.42 亿元，同比降低 56.71%。其中由于境外疫情恢复情况较好，境外酒店亏损收窄、复苏强势。

图表9. 2017 年-2022Q1-Q3 锦江酒店营业收入情况



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

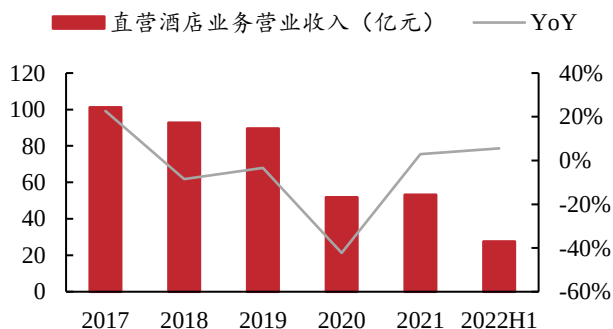
图表10. 2017 年-2022Q1-Q3 锦江酒店归母净利润情况



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

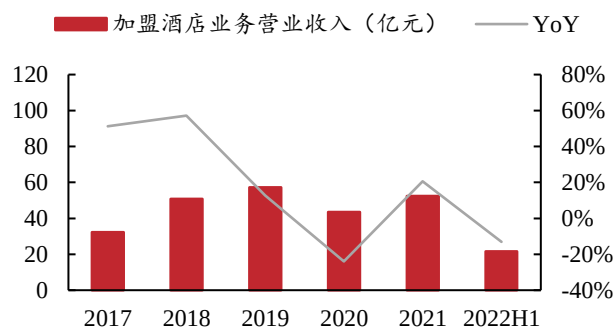
分经营模式看，轻资产化的加盟模式稳步推进，营业收入持续增长。2017-2019 年锦江酒店自有和租赁酒店营业收入保持稳定，对应于 2017 年以后公司净增酒店中接近 100%的加盟酒店占比。2020 年疫情出现以来，直营酒店营业收入下降。加盟和管理酒店营收规模增长较快，其由 2017 年的 32.27 亿元增长至 2019 年的 57.22 亿元，2017-2019 年同比增速分别为 51.26%/57.15%/12.82%。且由于加盟模式可平抑风险、淡化业绩波动，疫情发生以后，加盟酒店营业收入降幅相较直营更小。

图表11. 锦江酒店直营酒店营业收入



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

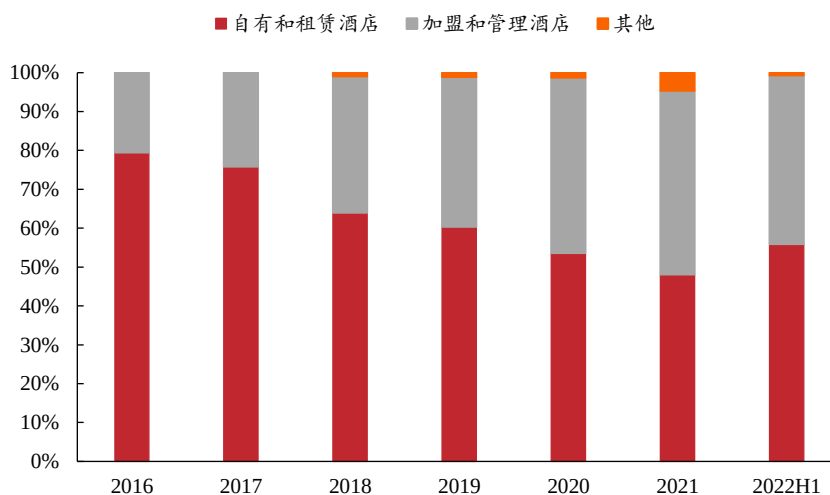
图表12. 锦江酒店加盟酒店营业收入



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

加盟模式营收占比不断提升。加盟和管理酒店的营业收入在有限服务型酒店业务中占比不断提升，由 2016 年的 20.54%提升至 2021 年的 47.31%。2022 年上半年直营酒店 OCC 为 55.73%，同比降低 9.08pct，加盟酒店 OCC 为 50.15%，同比降低 16.73pct，加盟酒店 OCC 滑坡更大。故 2022H1 加盟营收占比略微降低至 43.47%。

图表13. 锦江酒店有限服务型酒店业务营业收入中自有/加盟酒店占比

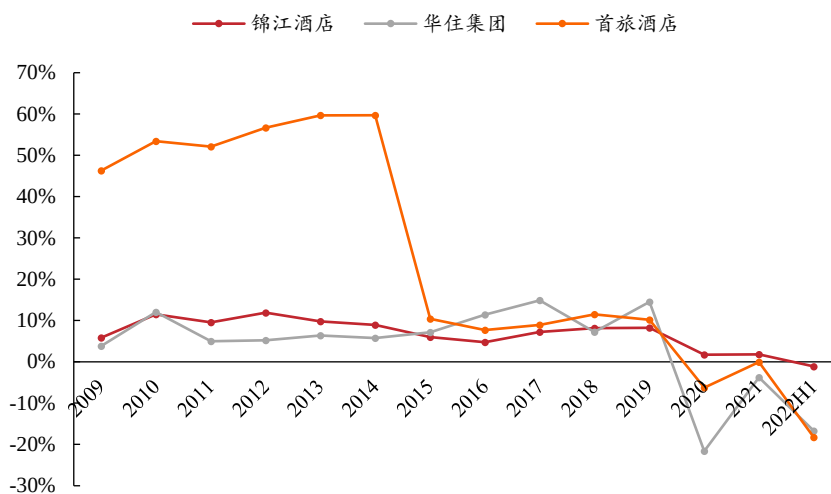


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

锦江酒店的净利率疫后反超同业。2020 年以前，公司期间费用率较高，导致净利率大部分时间低于华住、首旅。2020 年，公司通过组织架构调整，数字化、精细化管理，期间费用得以控制。因此，锦江净利率水平在 2020

年及以后均高于华住、首旅, 且 2022H1 净利率下滑幅度低于行业平均水平。

图表14. 三大酒店集团净利率水平



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

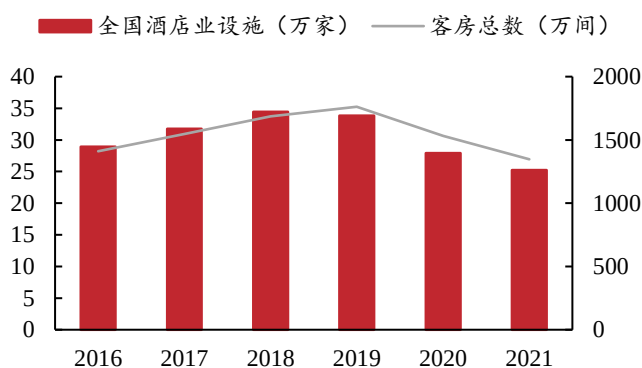
2. 酒店行业集中趋势确定，中高端酒店成长空间开阔

2.1. 行业供给出清，连锁化率、集中度迎提升

行业供给持续出清。酒店行业固定成本占比较大，因此对疫情影响的感知强烈。2021 年同 2019 年相比，全国酒店共减少 8.6 万家，客房总数共减少 415.1 万间。

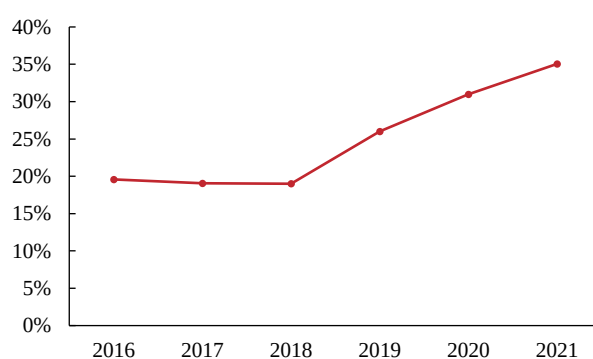
酒店连锁化率持续提升。单体酒店由于抗风险能力较弱，疫情之下关店情况更加普遍，故疫情爆发加速了酒店行业的连锁化进程。2016-2018 年，酒店行业连锁化率平稳在 20% 水平，2020 年、2021 年连锁化率延续 2019 年的提升趋势，同比分别提升 5pct/4pct。

图表15. 2016-2021 年开业酒店/酒店客房数



资料来源：中国饭店协会，东亚前海证券研究所

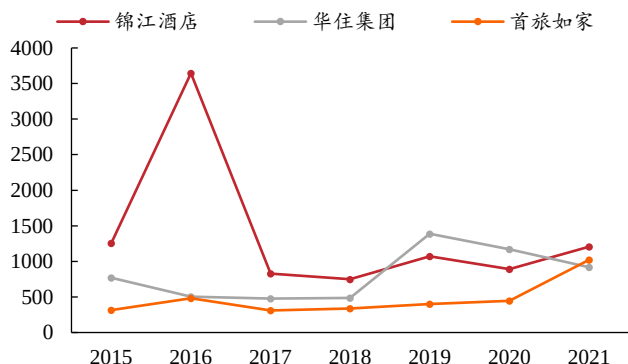
图表16. 2016-2021 年酒店行业连锁化率



资料来源：中国饭店协会，东亚前海证券研究所

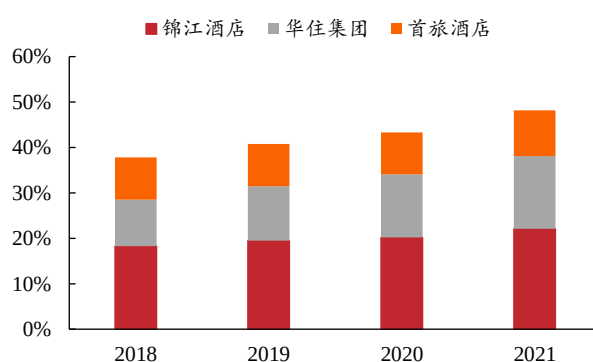
酒店行业集中度提升。虽疫情对酒店经营有所影响，头部酒店集团也相继下调开店预期，但三大酒店集团仍每年进行大体量的门店扩张。仅华住 2020、2021 两年酒店净增数持续下降；锦江 2020 年净开店数较 2019 年微幅降低，2021 年净增 1207 家，超过 2019 年水平；首旅 2020、2021 年净开店数较 2019 年持续上升。酒店行业 CR3 由 2018 年的 37.80% 上升至 2021 年的 48.14%，行业集中度提升趋势并未因疫情得以减缓。

图表17. 三大酒店集团净增酒店数量（家）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

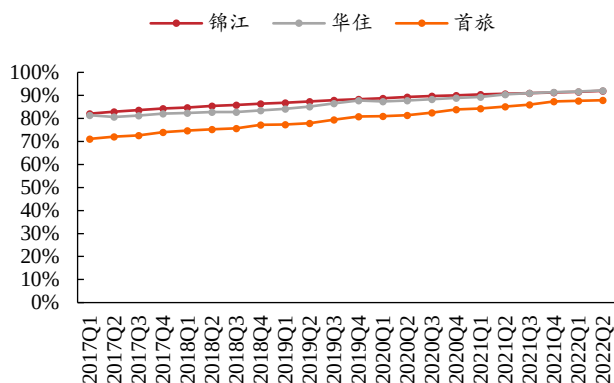
图表18. 2018-2021 年酒店行业 CR3



资料来源：中国饭店协会，东亚前海证券研究所

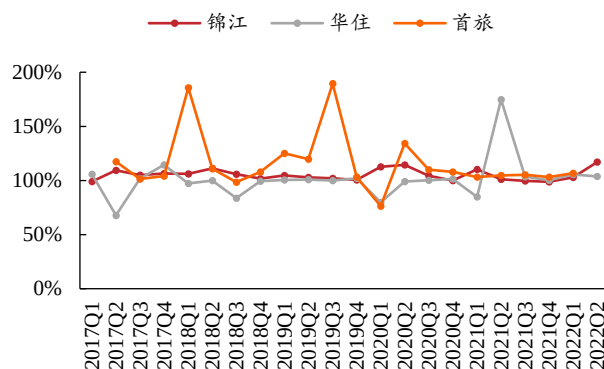
轻资产的加盟模式有利于酒店集团快速铺量，且在疫情之下有效抵御风险，淡化业绩波动。自营模式中，酒店方拥有产权、自行经营，其人工、折旧、水电等费用为其刚性支出，疫情之下经营压力较大。加盟模式通过向投资人收取前期/后期管理费实现盈利，疫情对其扰动仅限于业主方营收降低影响管理费收入的范围内。三大酒店集团目前均以加盟模式作为拓店主力，其每季度净开酒店几乎全部由加盟酒店构成。其加盟酒店占比也得以持续提升，2022H1 锦江/华住/首旅的加盟酒店占比分别升至92.0%/92.2%/87.9%。

图表19. 三大酒店集团中加盟酒店占比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表20. 三大酒店集团净开酒店中加盟酒店占比



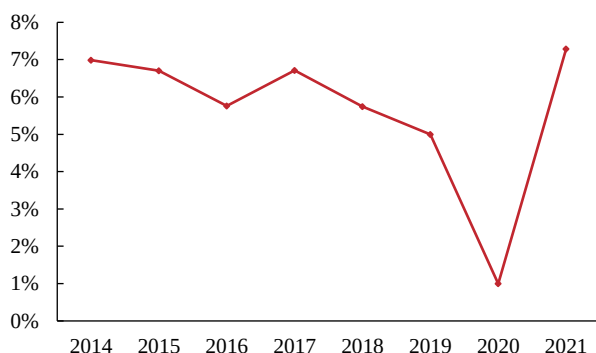
资料来源：中国饭店协会，东亚前海证券研究所

2.2. 中高收入人群收入快速增长，中高端酒店市占率不断提升

城镇居民可支配收入不断增长，居民消费能力持续提高。2013-2019 年，中国城镇居民人均可支配收入从 2.65 万元上升至 4.24 万元，CAGR 为 7.56%。城镇居民可支配收入增速与 CPI 增速之差稳定在 5%-7% 之间。这与我国收入结构由金字塔型向橄榄型的转型趋势相符合。

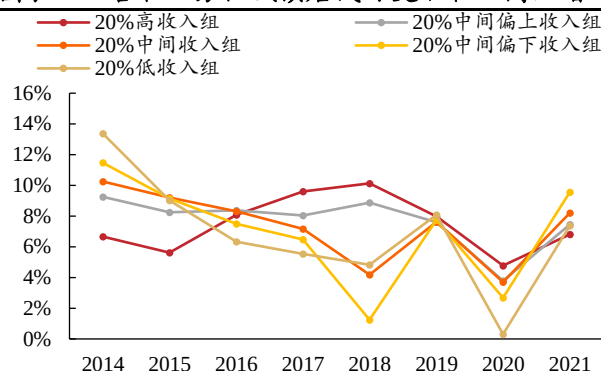
且中高收入人群拥有更高的可支配收入增长速度，以上对中高端酒店需求形成有力支撑。20% 中间偏上收入组、高收入组人群的收入增速更快，其多数年份的同比增速均大于低收入人群。中高端酒店与 60% 分位以上收入人群相对应，受益于中高收入人群可支配收入增速更快，且疫情对其消费能力的压制效应甚微，故从短期、长期视角分析，中高端酒店消费均有较大潜力。

图表21. 城镇居民可支配收入增速与 CPI 增速之差



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

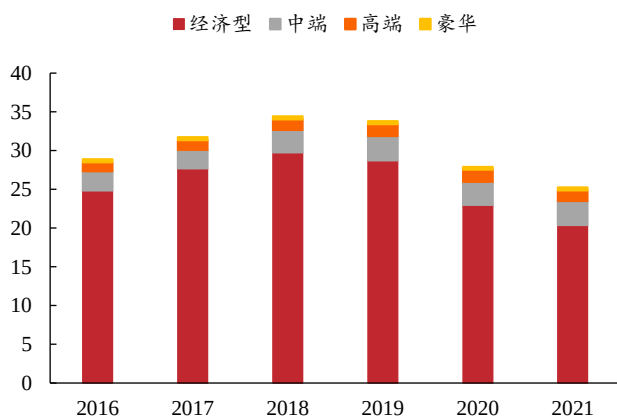
图表22. 各收入分位城镇居民可支配收入同比增速



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

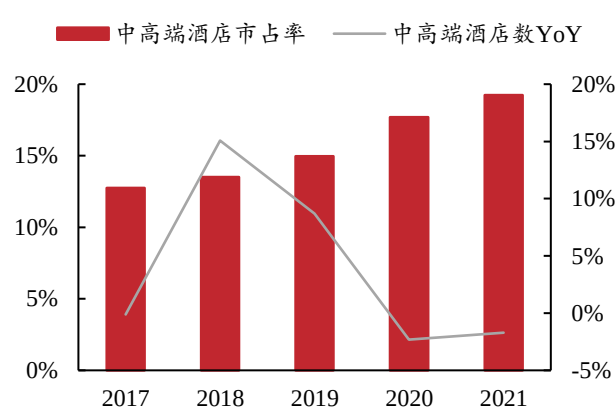
中高端酒店市占率不断提升。一方面，疫情发生以来，经济型酒店出清程度更高。2020/2021 年中国经济型酒店 22.98/20.38 万家，YoY-20.06%/-11.28%。另一方面，自从 2015 年以来，头部酒店集团开始加码布局中高端酒店，中高端酒店品牌数、门店数不断提升；且疫情中，中高端酒店抗风险能力更强，其门店数量同比下降幅度较低，2020/2021 年 YoY-2.32%/-1.71%。故近年以来，中高端酒店市占率稳步上升。2016-2021 年，中高端酒店数量由 4.05 万家上升至 4.86 万家，市占率由 12.74% 上升至 19.24%。

图表23. 2016-2021 年中国各档次酒店数 (万家)



资料来源: 中国饭店协会, 东亚前海证券研究所

图表24. 2017-2021 年中国中高端酒店市占率



资料来源: 中国饭店协会, 东亚前海证券研究所

会员体系作为酒店集团的重要壁垒，支撑中高端酒店扩店。酒店依靠自有会员体系，通过 CRS 渠道进行客房直销。近年来，头部酒店集团会员体系不断扩张。2016-2021 年之间，三大酒店集团的会员人数五年 CAGR 均介于 10%-20% 之间。至 2021 年，锦江/华住/首旅分别形成了 1.82/1.93/1.33 亿注册会员。中高端酒店通过会员体系运营，可形成更强的品牌粘性，因此会员体系与中高端酒店拓店策略的搭配相得益彰。

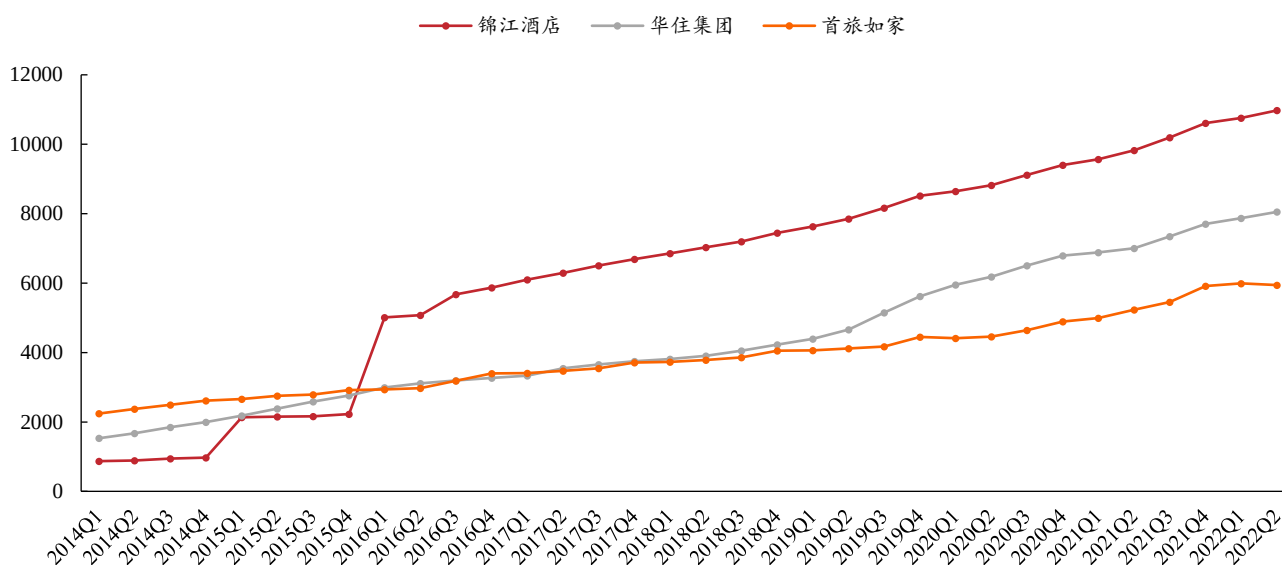
3. 中高端扩店进度领先，获客提升改善量价空间

3.1. 扩店：围绕中高端品牌快速开店

3.1.1. 按计划有序扩张，门店规模、增幅均处领先地位

锦江酒店在门店规模上领先其他酒店集团。2015-2016 年，锦江酒店相继收购卢浮集团、铂涛酒店、维也纳酒店，形成了 2015Q1、2016Q1 分别净开 1162 家、2792 家的单季度门店数增长高峰。公司从此以后与华住、首旅之间形成规模差距，确立了行业龙头地位。截至 2022Q2，公司在国内、国外共开业 10975 家酒店，遥遥领先于华住的 8051 家、首旅的 5942 家。

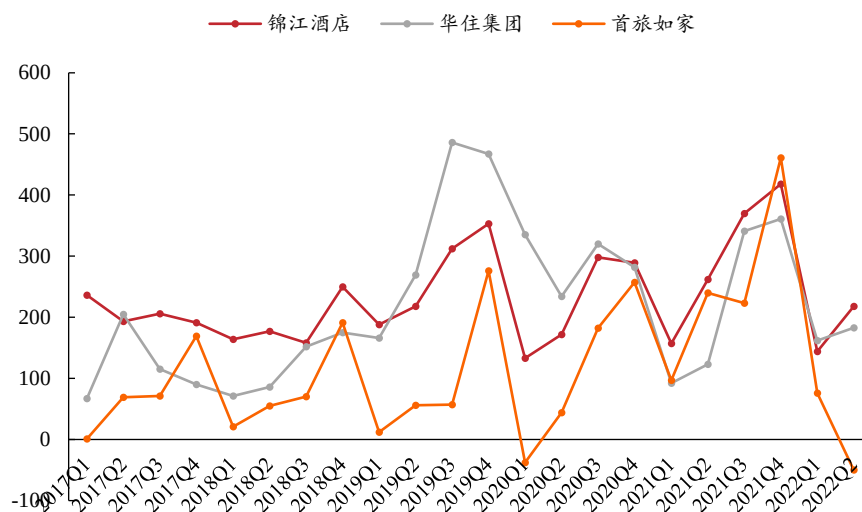
图表25. 各酒店集团开业数量（家）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

锦江酒店在每季度新开门店数量上领先。从趋势上看，近年以来各酒店集团单季度新开门店数量符合一定的周期特征。由于在 2020 年后，受到疫情影响，各家酒店闭店数量上升，故净开店数量更能反映酒店集团层面的扩张趋势。2017 年-2022 年，锦江酒店每季度开店数在三大集团中保持领先地位，除 2019H2 华住加速下沉，其酒店净增数短暂爆发以外，公司在酒店规模高基数条件下，大多时间内净开店数量仍维持行业最高。

图表26. 各酒店集团每年净开门店数量（家）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

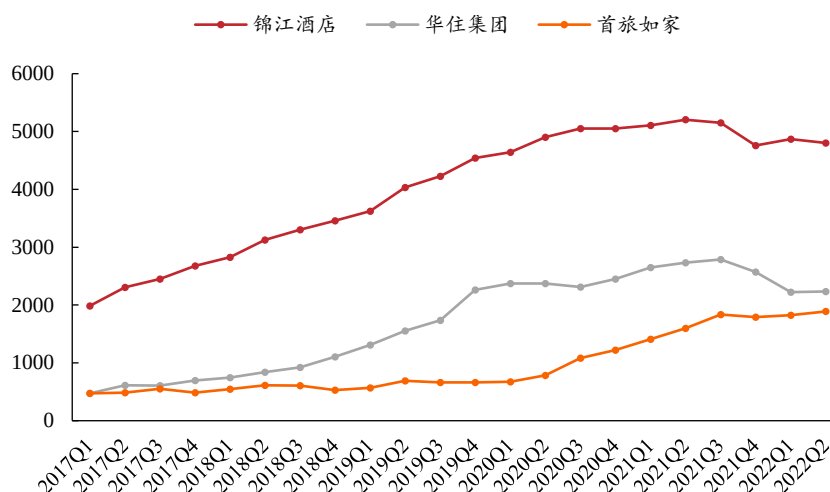
公司的发展目标明确，开店计划清晰。梳理历年以来锦江酒店的会议目标，其主要围绕2016年的开店一万家、2021年的新开七千家两条主线展开。公司于2016年提出，在3-5年内跻身世界前三，实现开业10000家酒店的目标；公司于2017年提出，确定10000家目标的分工，在2018年底前跻身全球前三，未来3-5年内力争进二争一；公司于2021年初提出，未来三年中国区新签1万家酒店、新开业7000家酒店，实现收入和净利润翻番。

2022年开店进度受疫情影响有所延迟，但三年万店规划有序推进，这一规划未来仍有望完成。公司于2022年年初计划新开酒店1500家，新增签约酒店2500家。公司于9月召开半年度业绩说明会，会上将今年开店规划调低至新开店1200家，新增签约2200家。

2022Q1公司新开业酒店154家，占调整后全年规划的19.33%；2022Q2新开业酒店352家，占规划的29.33%；2022H1共计新签约酒店1115家，占调整后全年规划的50.68%。全年计划开店/签约酒店数剩余616/1085家。按照更新后的全年开店指引看，公司下半年在开业酒店、签约酒店两个维度上均存在较大弹性。

锦江酒店的储备门店数量充足，为开店进度提供保障。22年半年报数据，公司已签约酒店数达15778家，已签约酒店的客房规模达151.48万间，分布于国内31个省市，以及境外61个国家或地区。锦江的储备门店大多分布于国内，境外签约未开业酒店数仅88家。对比另外两家的国内门店储备情况，锦江更为占优。

图表27. 各酒店集团签约未开业酒店数（家）



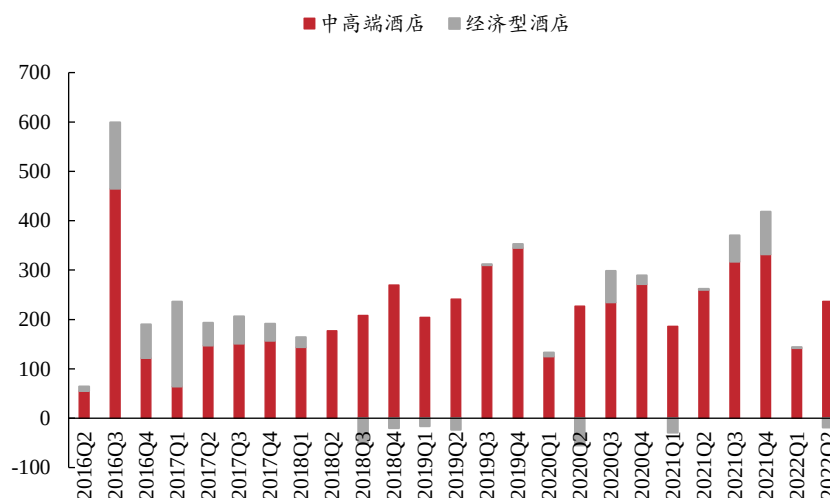
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.1.2. 重点发力中高端市场，中高端品牌效应日益突出

锦江酒店重点发力中高端市场。公司于 2015 年-2016 年相继并入卢浮酒店、铂涛酒店、维也纳酒店等一系列资产，实现中高端酒店品牌从零到一的飞跃。随后公司将开店方向锚定为中高端酒店领域，在中高端品牌数量、开业酒店数量两个维度上均有不断突破。

锦江酒店近两年新开业门店中 90%以上为中高端品牌。疫情以后，公司仅在 2020Q3、2021Q3、2021Q4 三个季度中经济型开店数量稍多，其分别为 63、53、86 家，其余时间其净开业酒店中几乎均为中高端酒店，在 2020Q2、2021Q1、2022Q2 中经济型酒店净开店数甚至下滑至负值。

图表28. 锦江酒店各档次净开业酒店数（家）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

复盘历史，从中高端酒店占比角度分析，仅锦江酒店一家在数据增势、

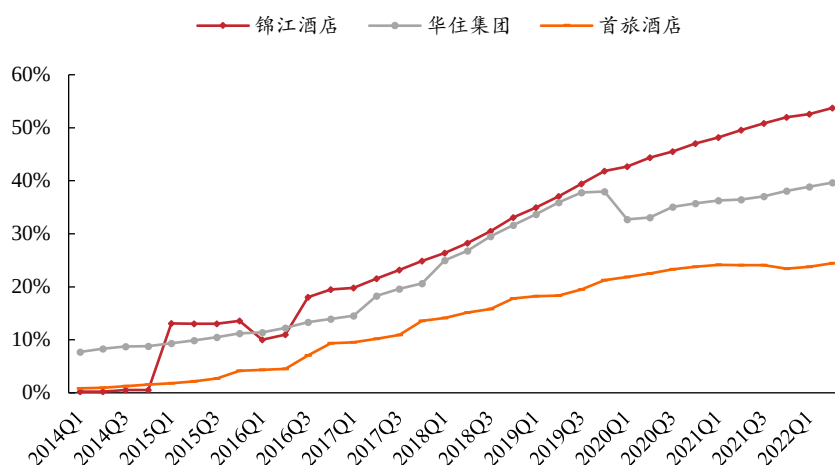
增速方面兼具稳定性。

1) 首旅酒店主打非标加盟的轻管理模式, 重点扩张经济型酒店。从 2016 年开始孵化自有高端酒店品牌, 中高端占比明显提升以后, 近年来其增势已经趋缓;

2) 华住在中高端酒店方面布局较早, 且同样通过连续收购中高端酒店品牌方式丰富产品线。但 2020 年初华住受疫情影响中高端酒店退出较多, 中高端酒店数量由 2019Q4 的 2133 家下降至 2020Q1 的 1949 家, 目前华住中高端酒店占比仅勉强恢复至超过 2019Q4 1.6pct 水平;

3) 2016 年至今, 锦江酒店中高端酒店占比持续提升。公司中高端酒店占比 2016-2019 年平均单年增长 7.95pct, 2020 年至今平均单年增长 3.69pct, 正好与公司 2016 年规划“3-5 年后排名升至世界前三”, 2020 年规划“未来三年新开 7000 家酒店”中的两次重要时点相对应。充分说明公司积极改革、规模扩张战略的高完成度落实, 以及公司近年发展路径足够明晰、足够坚定。

图表 29. 各酒店集团中高端酒店数量占比

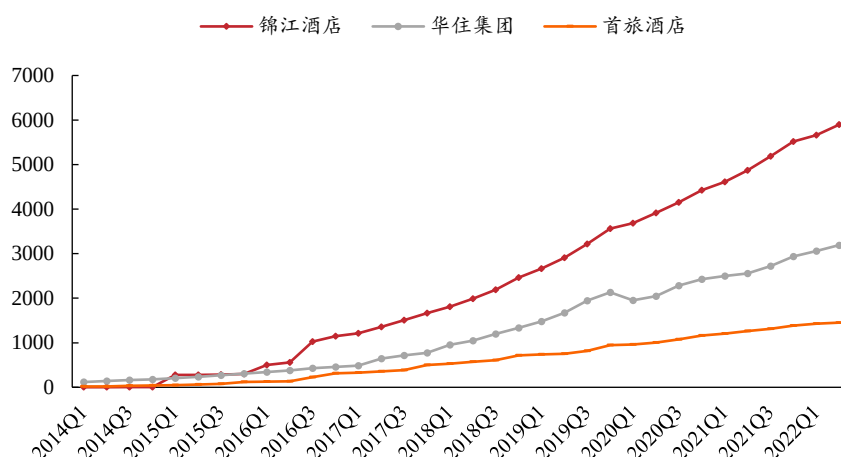


资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

从酒店品牌角度分析, 锦江中高端酒店的品牌效应日益突出。在满足中高端市场的差异化需求同时, 重点推出规模化程度高、品牌认知度强的中高端酒店品牌。

锦江酒店的中高端酒店体量更大。2022Q2 公司中高端酒店开业 5896 家, 同期华住、首旅中高端酒店仅开业 3192 家/1452 家; 且由于锦江中高端酒店占比更高, 中高端酒店规模优势相较总开业酒店规模优势更为明显。这意味着: 公司在中高端市场中先发优势凸显; 品牌矩阵可充分满足高消费群体中的个性化需求; 规模优势可进一步放大品牌效应; 且打通的会员体系将更加普适, 用户的消费效率得以提升。

图表30. 各酒店集团中高端酒店开业数量（家）

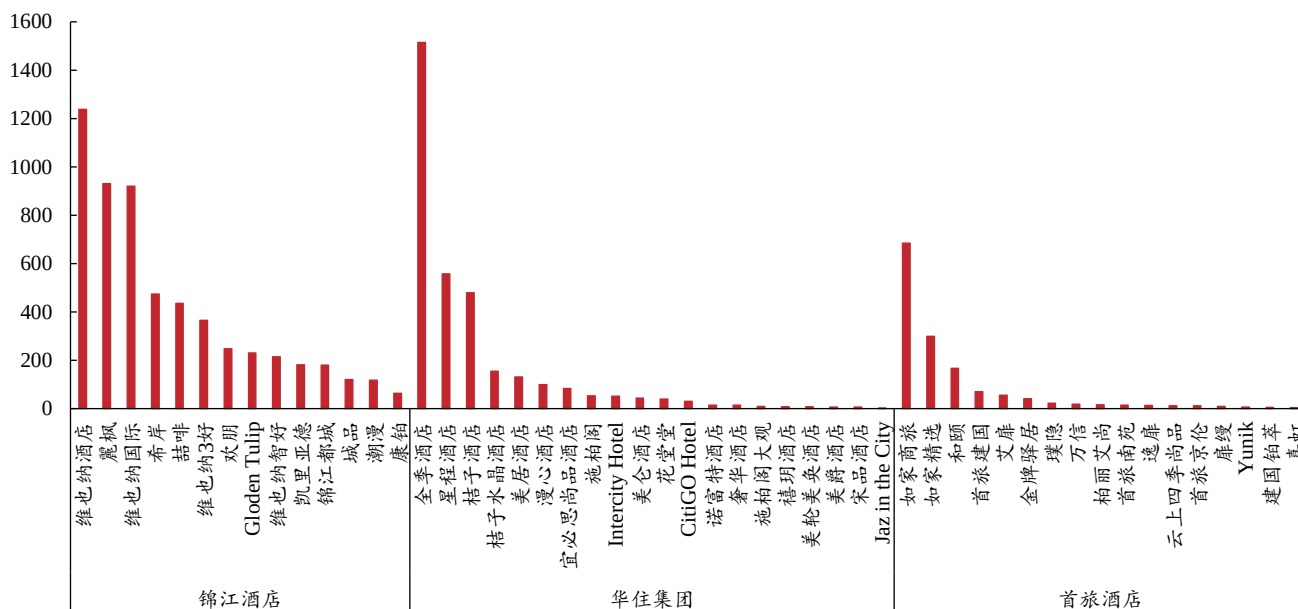


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

仅锦江酒店拥有多家大体量的中高端品牌。客房均价 200 元-300 元区间内，锦江酒店拥有维也纳/维也纳国际/麗枫三大品牌，其酒店数量分别为 1238/920/931 家，且有希岸酒店（开店 474 家）、喆啡酒店（开店 436 家）等中等开店规模的中高端品牌酒店。

华住仅全季酒店的 1515 开店规模较为领先；首旅仅如家精选、如家商旅规模分别为 299/685 家，其整体规模均不及锦江酒店中三大品牌。华住、首旅酒店旗下其余中高端酒店品牌，规模均集中在 200 家以下。

图表31. 各酒店集团中各中高端品牌酒店开业数量（家）

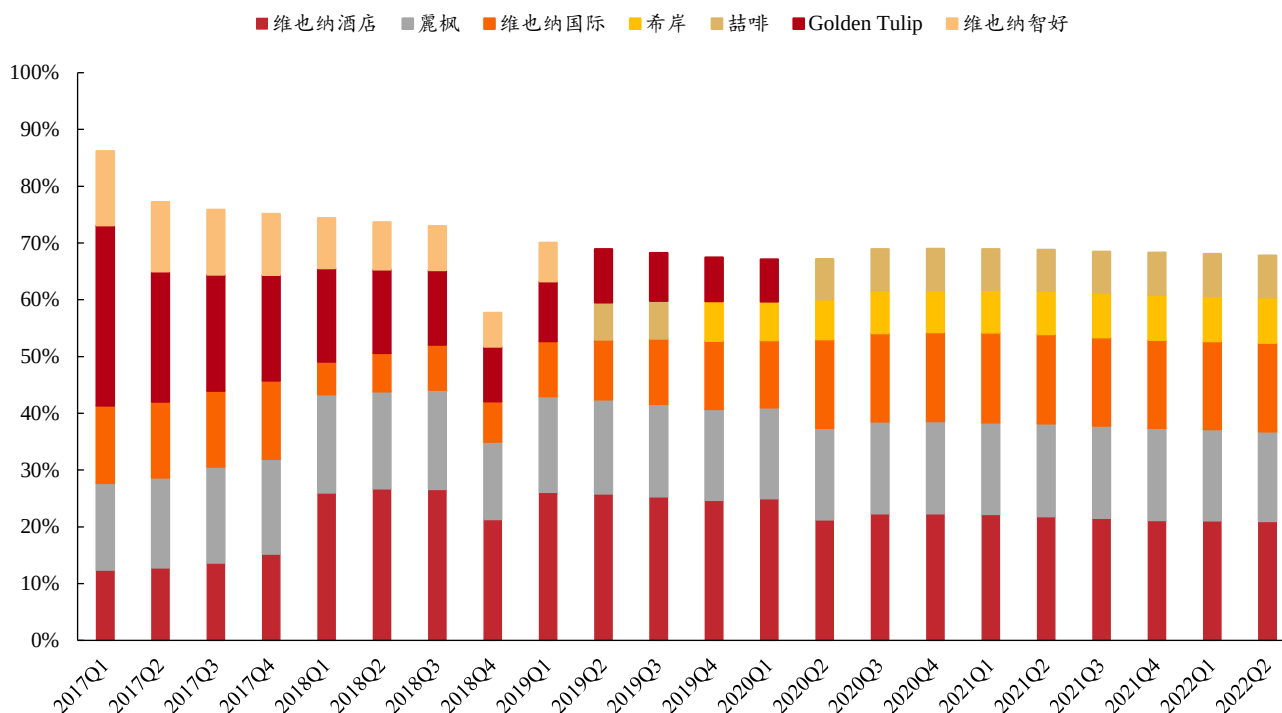


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

锦江酒店完成了重点中高端品牌的份额集中过程，聚焦重点品牌成长，有望培育出高人气的酒店品牌巨头。公司中高端品牌 CR5 稳定在约 70%水

平。近年来 Golden Tulip 规模小幅下降，维也纳智好开店数量稳定，逐渐退出公司前五大中高端酒店之列。公司逐渐明确将维也纳、麗枫、希岸、喆啡作为主力品牌，品牌推进主次分明。2020 年以来，公司的中高端品牌酒店格局趋于稳定，规模前五大酒店（维也纳酒店/麗枫/维也纳国际/希岸/喆啡）占中高端开店比例稳定在平均 21.99%/16.15%/15.23%/7.58%/7.25%，以上品牌有望跟随公司拓店进程，实现开店规模稳定提升。

图表32. 锦江酒店中高端酒店品牌 CR5 变化情况



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 竞争力：获客能力从何提升？

酒店集团的获客能力是其展业过程中最为关键的竞争要素之一，酒店品牌效益提升、自有会员渠道升级可提升其自主获客能力，吸引投资方加盟。锦江在 2016 年以后进入后并购时期，更加注重加盟模式的推广，以及酒店品牌的巩固与推新。所以公司更加关注酒店品牌在顾客层面的吸引力，以维持公司高增速的门店拓张。

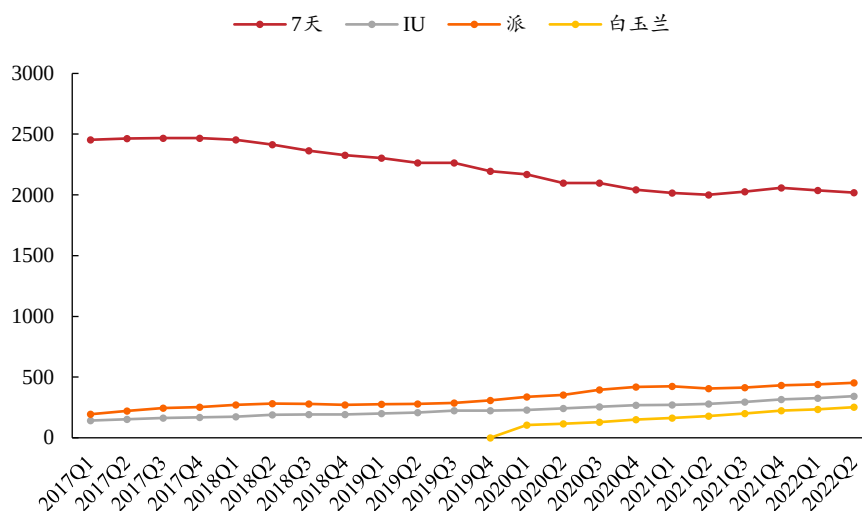
看锦江品牌提升与会员渠道升级的发展节奏：

3.2.1. 品牌效益：门店升级改造提升用户体验，深耕优势区域、优势品牌扩大影响力

品牌提升方面：公司通过门店升级改造，深耕优势区域、优势品牌等策略扩大品牌影响力，而后可依靠其品牌优势吸引客源。

锦江酒店针对旗下经济型品牌进行升级改造，进一步聚焦用户体验。经济型酒店中，IU、派、白玉兰等酒店成立时间较短、开店规模较小，近年以来扎实布局，在下沉市场中稳步发展。主力经济型酒店 7 天系列成立于 2005 年，近年来面临品牌活力、竞争力下降等问题，开店数量呈现下降趋势。因此公司对于传统酒店进行产品升级，在 2019 年推出 7 天优品 Premium，2020 年推出 7 天酒店 2.0，2021 年进一步升级品牌至 7 天 3.0。其定位酒店为高端经济型品牌，对于品牌管理架构进行优化，站在用户需求角度进行产品改造：升级产品体验，并且适当提高加盟商门槛。

图表33. 2017Q1-2022Q2 锦江主要经济型酒店门店数（家）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2020 年，公司团队将维也纳酒店、维也纳国际酒店均进行升级。其装修风格紧跟流行趋势，从较重的巴洛克古典风格转向较轻的 21 世纪简欧风格。围绕助眠、智能、环保、健康四点，为商旅顾客提供更完善的服务。以维也纳国际 5.0 为例，单房造价方面，其毛坯单房平均投资额 11.4 万元/间，相比原品牌造价降低近 50%，且随品质提升平均房价可提高 100 元；施工时间方面，整店筹建周期从原来的 150 天缩短到 120 天。改造升级以后，酒店入住率、平均房价均得到提升，且单店投资回收期更短，更加吸引酒店加盟方。

图表34. 7天酒店的产品升级过程



资料来源：搜狐网，东亚前海证券研究所

图表35. 维也纳酒店的产品升级过程



资料来源：环球旅讯，东亚前海证券研究所

锦江的品牌效应可被其区域优势放大。加盟商进行品牌决策时因地制宜，通过比较该地区各品牌酒店的经营情况做出选择，其主要考虑酒店品牌在所在城市或所在区域的品牌影响力，品牌影响力更大的酒店更加受顾客认可，拥有更强的获客能力。

锦江在华南地区存在规模优势，公司在华南地区的品牌影响力优势显著。通过比较锦江、首旅开店分布，发现锦江/首旅在京津冀鲁地区分别开店 1710/1699 家，在江浙沪皖地区分别开店 1606/1542 家，以上两个地区中锦江、首旅的开店规模相当。而锦江在广东省开店 1529 家，对比首旅仅开店 198 家。说明锦江深耕华南区域，通过门店加密的方式打通当地市场，并且依靠区域性规模效应提升品牌竞争力，因此公司门店层面的经营数据得以提升，从而更加吸引投资者。

图表36. 锦江酒店中国大陆境内开业酒店分布



注：圆点大小代表酒店数量规模

资料来源：必应地图，公司公告，东亚前海证券研究所

锦江打造中高端拳头品牌的思路也有益于品牌效应的提升。公司聚焦重点品牌发展，逐渐明确将维也纳、麗枫、希岸、喆啡作为主力品牌，其开业酒店份额不断集中。公司有望孵化出规模程度高、市场认知度强的中高端拳头品牌，消费者对酒店品牌的认知效用得以提升。

3.2.2. 会员渠道：发展、整合会员体系，重点盯住企业会员、中高端品牌会员

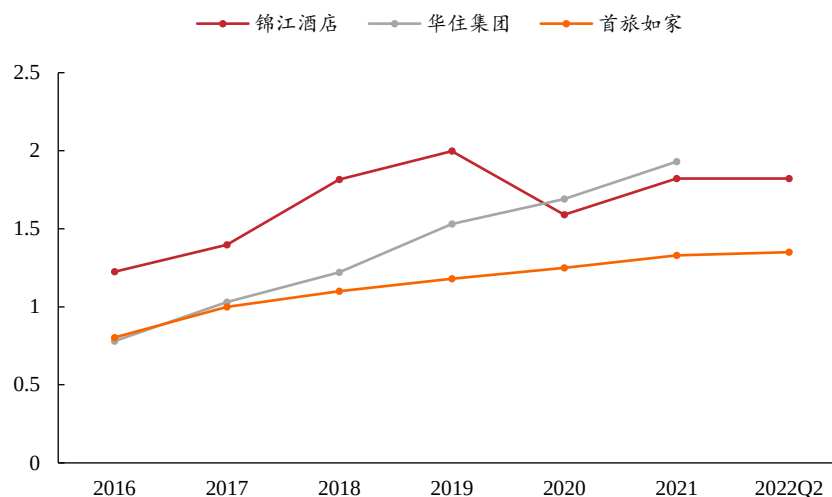
会员渠道：会员渠道升级可提升锦江酒店的自主获客能力。

锦江酒店通过 WeHotel 发展自有会员体系。WeHotel 公司旗下的智能化酒店服务提供商，为个人用户、企业用户提供会员预订、会员运营服务，公司通过 WeHotel 打造一体化会员平台。目前 WeHotel 已经从单一的会员管理平台，转向成为综合的技术支持平台，为解决会员服务、会员需求提供技术支持。从酒店产品营销、会员权益发放、会员关系维护多方面对于 WeHotel 平台进行优化升级，从而实现会员粘性的提升。

自 WeHotel 平台成立以来，公司不断整合会员体系。2017 年锦江酒店与锦江资本、锦江集团共同成立 WeHotel，随后立即进行品牌之间的会员体系整合。2017 当年，公司完成锦江礼遇和铂涛的会员数据、权益等方面的合并，锦江之星、锦江都城、康铂酒店等酒店相继纳入体系。至 2019 年，公司主力中高端品牌维也纳酒店已逐步完成向 WeHotel 的整合，随后公司将原有的铂涛系、维也纳系酒店 APP、公众号改名为锦江酒店、锦江会员俱乐部。2022 年 1 月，WeHotel 正式启用全新“锦江会员”品牌标识，公司会员体系基本整合完成并且逐步完善。

锦江酒店的会员规模最大，近年来会员人数增长良好。2020 年公司调整统计会员口径至有效会员，故会员人数相较 2019 年有所下降。2021 年全年公司新增酒店会员 2351 万人，其中近半数均为付费会员。截至 2022Q2，公司中国区会员体量为 18210 万人，若考虑各家公司的统计口径差异，则锦江酒店会员人数仍居行业首位。

图表37. 三大酒店集团会员人数（亿人）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

一方面，锦江酒店重点拓展企业会员，规模大、质量高的中央化客源可贡献稳定的流量来源。公司在中央化客源质量上领先同业，目前已经与 6000 多家企业达成合作，其中包括近 100 家 500 强企业、约 50 家央国企、100 余家上市公司。根据 WeHotel 官网信息，富士康、康美药业、中国联通、中兴、欧派、潍柴等企业均为公司合作客户。2021 年公司企业会员占总会员消费比例提升至 31%，公司企业会员消费达 13.57 亿元，同比增长 139%。

另一方面，锦江酒店重点拓展中高端酒店品牌会员。经济型酒店客房单价低，提供的产品、服务高度同质化；且提供的增值服务有限，顾客价格敏感度高，更倾向于从房间价格、位置便利度角度进行决策，顾客对于酒店品牌的选择，酒店服务属性的认知、关注极为有限。经济型酒店的客源主要由前台散客、OTA 渠道构成，随酒店档次提高，客源中协议客户、旅行社、自有会员等渠道占比提升明显，其顾客预先选订酒店品牌的计划、决策属性更明显。

中高端品牌拥有更高的会员粘性，是酒店集团发展会员的关键。中高端品牌酒店为会员提供多样化的权益、个性化的服务，顾客更加关注酒店品牌、服务品质。中高端酒店更有条件培育客户的品牌忠诚度，其会员质量更优，且优质的中高端会员可贡献的价值量更大。锦江酒店的中高端属性致使公司更加看重通过会员体系实现的自主获客能力。

公司重点布局中高端品牌会员体系发展：1) 维也纳会员体系以中端酒

店会员为主，公司支持维也纳酒店率先并入会员体系，于 2017 年-2019 年内多次、逐步整合维也纳酒店。2) 锦江会员体系统一之后，原有维也纳等品牌的各等级会员整合进锦江超级会员中。公司以年费 128 元形式向用户统一收费，其中 2021 年新增付费会员 842 万人。

虽然在锦江超级会员的权益设置中，积分、折扣、延迟退房等权益在各档次酒店中均适用，但商城消费折扣、积分、机场贵宾厅等权益主要面向高消费群体，金卡、白金卡也仅适用于优选酒店。且付费会员消费能力普遍更强。故会员权益与中高端酒店的对应关系最好。按年订阅的付费制度有利于激发用户的损失厌恶心理，引导用户频繁复购，以及实现更低的客户维护成本。

图表38. 锦江超级会员年卡权益&价格



资料来源：锦江酒店 APP，东亚前海证券研究所

会员直销预订率不断提升，自有获客能力不断加深。锦江酒店成立中国区以来，酒店已售房直销贡献率已上升近 20%，直销贡献率目前已突破 60%，分销直连业务占比也持续提升。

3.3. 边际改善：获客能力提升后效用几何？

3.3.1. 盈利提升：中高端酒店 OCC 中枢上移

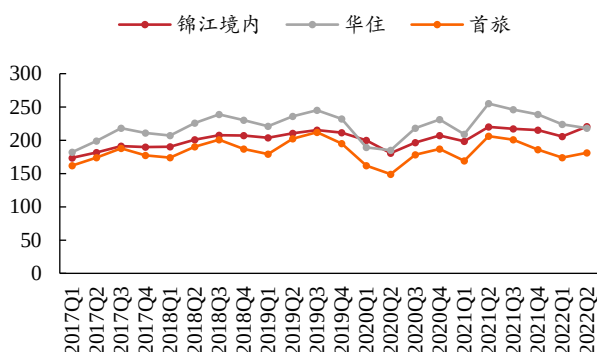
更强的获客能力直接指向的是客房入住率的提升，从而单个酒店的盈

利能力得以增强。

各家公司的 ADR 变动趋势相差不大。疫情对于 ADR 的影响有限，近年以来各集团酒店整体 ADR 水平波动不大，其中锦江酒店受疫后高端化进程影响，其 ADR 水平整体呈现波动上升趋势。从三大酒店集团的 ADR 同比增速上看，三家酒店整体走势接近，锦江的 ADR 同比增速在 2020 年下降幅度更小，故 2020 年锦江的 ADR 基数更大，因此其 2021 年 ADR 同比增速低于华住、首旅。

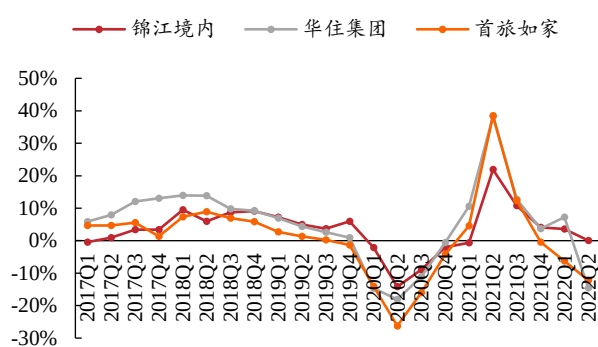
进入 2022 年，锦江酒店在 ADR 层面的恢复情况更好。2022Q1，锦江/华住/首旅的酒店整体 ADR 环比下降 4.58%/6.28%/6.45%，锦江降幅更小。2022Q2，锦江/华住/首旅的酒店整体 ADR 环比变化 7.26%/-2.68%/4.02%，锦江恢复更充分。

图表39. 各酒店集团整体 ADR (元)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表40. 各酒店集团整体 ADR 同比增速



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

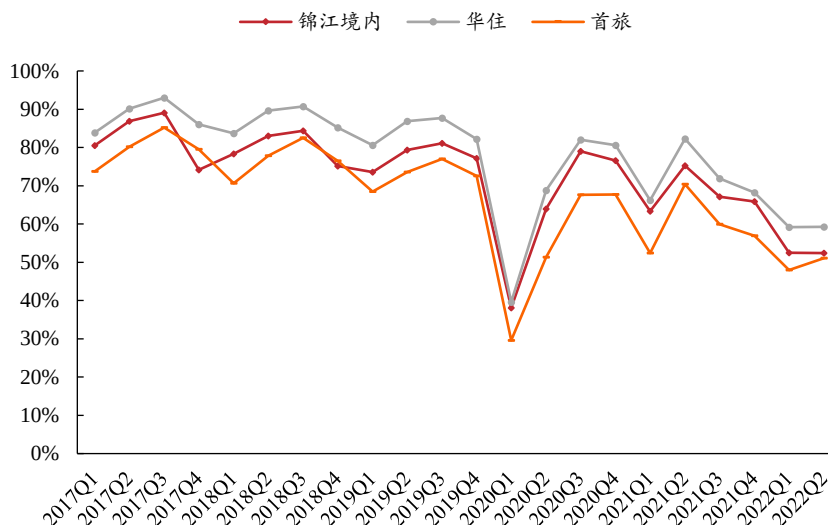
主要关注各酒店集团中高端酒店的 OCC 水平。中高端品牌酒店的目标客群更加注重酒店质量与酒店品牌的选择，且更注重会员权益，其会员粘性更强。故品牌效应、会员效应对对于中高端酒店影响更密切，且中高端为锦江拓店的主要发力点。因此以下我们将各酒店集团的中高端酒店 OCC 水平进行对比。

2020 年后，锦江酒店的中高端酒店 OCC 中枢发生趋势性上移，与 2020 年以后仍偏低的经济型酒店 OCC 形成鲜明对比。2020 年以前，三家公司的中高端酒店 OCC 走势相近，其中华住集团的中高端酒店 OCC 水平高于锦江酒店（境内）、首旅酒店。2020 年疫情发生以后，锦江酒店在 ADR 指标变化幅度不大的情况下，在中高端酒店入住率方面实现突破。其与华住的中高端酒店 OCC 之差从 2020 年以前的 6.42pct 缩窄至 2020 年以后的 4.39pct，其与首旅的中高端酒店 OCC 之差从 2020 年以前的 3.74pct 提升至 2020 年以后的 7.93pct。

中高端同店 OCC 方面，从 2018 年至今，锦江与华住水平相当，且前两者均高于首旅。但锦江的中高端酒店的整体 OCC 水平已由 2020 年以前的介于华住、首旅之间，提升至目前接近华住水平，并与首旅拉开较大差

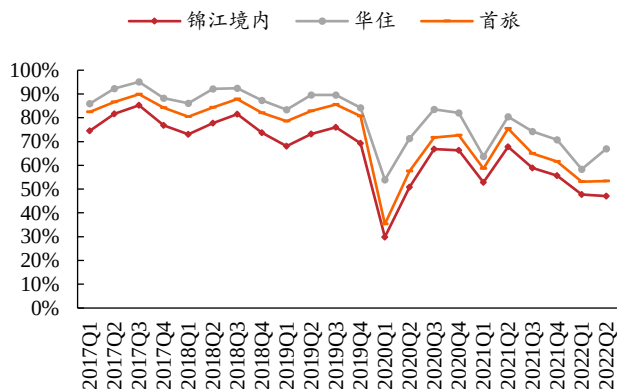
距。由此可剔除同店变动对于锦江中高端 OCC 的影响。说明 2020 年以来，锦江中高端酒店整体 OCC 上扬的主因是新开门酒店入住率的拉动。

图表41. 各酒店集团中高端酒店 OCC



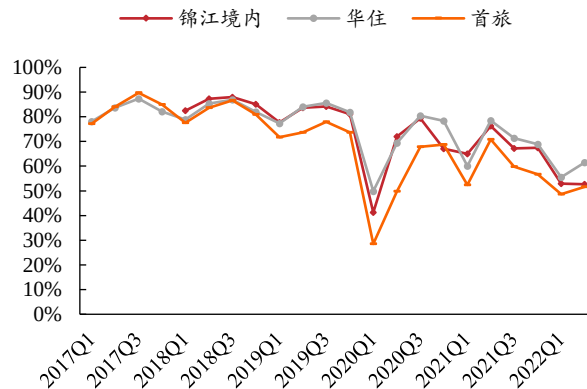
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表42. 各酒店集团经济型酒店 OCC



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表43. 各酒店集团中高端同店 OCC



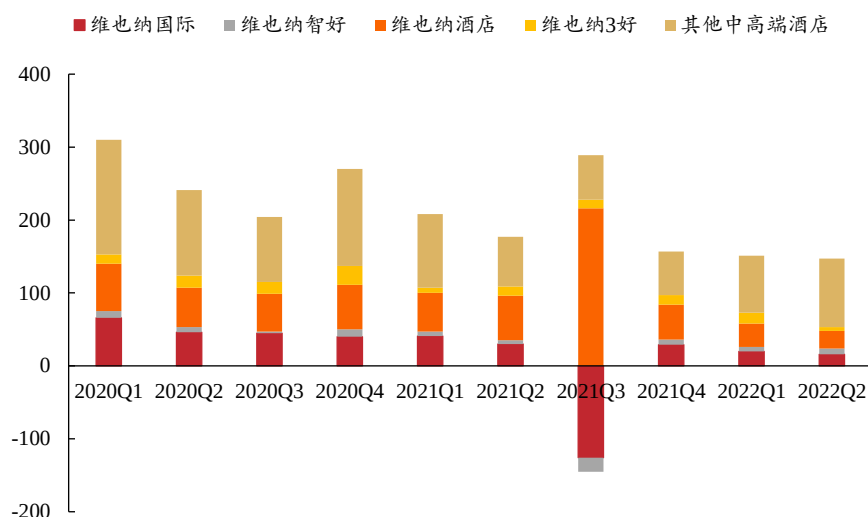
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

步入 2020 年，一方面，突发的全球疫情事件扰乱酒店的正常经营节奏，对酒店行业形成整体冲击。另一方面，锦江酒店在 2020 年的时点上，其重点发展中高端品牌酒店的集团战略已然明确，推出维也纳/维也纳国际 5.0 升级项目，且围绕中高端品牌的会员体系已经充分整合、打通。

第一，公司的中高端品牌升级改造，可提升新开酒店入住率。2020 年，公司团队将维也纳酒店、维也纳国际酒店均推出 5.0 版本。在锦江酒店每年净增中高端酒店中，维也纳品牌占比均约在 40%-60%之间，其中又以维也纳酒店、维也纳国际酒店为拓店的重点。公司以主力中高端品牌为着力点，针对性的进行客房品质升级，改造以后有效提升客房入住率，最终反映在中高端新店 OCC 的提升上。

从微观层面看，通过门店改造、品牌升级方式拉动的获客能力，短期内溢出效应明显。V5.0 升级改造后，维也纳国际温州科技学院店在 2020 年下半年开业后，尽管仍受疫情影响，但仍实现稳定在 103% 以上的入住率；维也纳酒店重庆开州区汉丰湖店在 2022 年 2 月开业后短暂爬坡以后，实现稳定在 80% 水平的入住率。

图表44. 锦江酒店每年净增中高端酒店（家）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

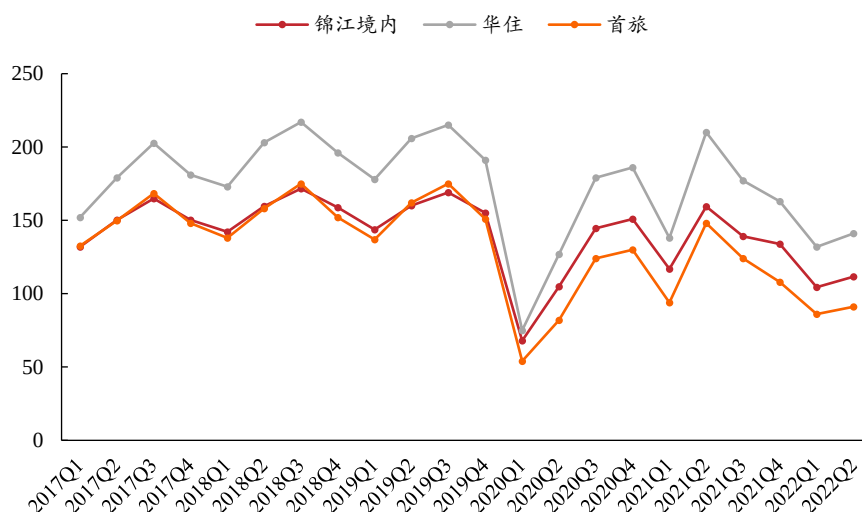
第二，会员体系整合有益于新店的流量导入，更强的获客能力有效支撑新店的入住率提升。至 2020 年，锦江酒店的会员体系已经整合完成，维也纳酒店等中高端酒店已经纳入公司整体会员体系中，其在线预定渠道也已经并入锦江酒店 APP、公众号中。

集团会员池流量快速向新店导入，使得新店在爬坡期的摩擦更小，可更快提升至成熟门店。锦江整合、集中其会员体系以后，通过 WeHotel 平台实现各品牌会员之间的互通、共享，可以向各加盟酒店提供稳定的中央客源输送支持。另外，锦江酒店致力于减少分销占比，加大会员系统的中央化直连比例，进一步加强向加盟店输送会员的能力。

以上两点验证了我们在 3.2 中对于影响客流量变化的因素的猜想。锦江酒店通过在品牌效益与会员体系两个维度上多年深耕、持续提升，获客能力得到改善，最终反映在 2020 年以后中高端酒店 OCC 的提升上。

从整体角度看，锦江酒店通过 1) 侧重中高端品牌开店、2) 提升中高端品牌入住率的策略，实现了酒店整体 RevPAR 水平的提升。如下图所示，锦江酒店在 2020 年以后，在 RevPAR 方面，与华住的差距从平均 36.36 元缩窄至 29.44 元，与首旅之间拉开了平均 19.26 元的差距。

图表45. 各酒店集团整体 RevPAR (元)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.3.2. 支撑扩张：通过提升盈利、降低抽佣吸引业主加盟

获客能力提升还有益于吸引业主加盟，从而为酒店的规模扩张提供动力。原因为：

1) 单酒店通过提升 OCC 提升收入，进而增加对业主的吸引力。其中 OCC 的提升一方面通过酒店品牌、客房质量的拉动，另一方面通过集团会员体系的贡献。

自然流量向各酒店的供给不存在差别，而集团酒店大体量的会员池可向业主提供稳定的增量流量，因此会员体系成为投资人考量加盟品牌的重要因素。

2) 由于自有会员渠道的抽佣率较 OTA 更低，所以酒店主动获客能力的提升可降低业主方的综合抽佣费用。

锦江中高端酒店模型中，更强的获客能力支持 OCC 提升，自主获客能力提升降低加盟方的综合抽佣率。从投资人视角看，在前期投入不变情况下，通过改善入住率与会员渠道获客占比，可以提高经营净利率，降低投资回收年限。故随酒店获客能力提升，业主的加盟意愿随之提高。

关键假设：

1) 假设锦江酒店某中高端品牌酒店 ADR 为 300 元；

2) 选取 2017 年至 2020 年各季度锦江酒店境内中高端酒店平均 OCC 为 80.22% 作为 OCC 未改善以前水平，考虑到 2020 年前后锦江中高端 OCC 相较华住平均缩窄 2.02pct，相较首旅平均提升 4.19pct，并且考虑强势的会员体系可不断贡献流量增量，假设 OCC 改善以后达 84%；

3) 获客渠道简化至 OTA 和会员渠道，根据潮漫酒店官网，假设各 OTA 平台均向业主抽取 15%佣金，锦江的中央预订系统（CRS）抽佣率为 5%；

4) 假设酒店毛坯单房（含公区分摊）平均投资额为 11.4 万元，则单酒店前期投入为 847 万元。

经测算，CRS 渠道获客占比改善以后，净利率提升至 17.04%，投资回收期提升至 4.74 年；客房入住率改善以后，净利率提升至 17.84%，投资回收期提升至 4.32 年；CRS、OCC 均得到改善以后，净利率提升至 18.57%，相较原模型提升 2.20pct，投资回收期提升至 4.15 年，相较原模型缩短 0.78 年。

图表46. 锦江酒店中高端酒店模型中 OCC 改善与 CRS 占比改善对净利率与投资回收期的影响

	OCC 不变, CRS 占比不变	OCC 不变, CRS 占比改善	OCC 改善, CRS 占比不变	OCC 改善, CRS 占比改善
ADR（元）	300.00			
OCC	80.22%	80.22%	84.00%	84.00%
RevPAR（元）	240.65	240.65	252.00	252.00
房间数（间）	110			
客房收入（万元）	2.65	2.65	2.77	2.77
非客房收入（万元）	0.26	0.26	0.28	0.28
年收入（万元）	1048.25	1048.25	1097.71	1097.71
每平方米每天租金（元）	2.50			
房间面积（平米）	35.00			
公共区域	10.00%			
年租金（万元）	381.15			
人房比	40.00%			
员工人数（个）	44.00			
员工月薪（万元）	0.60			
人工成本（万元）	316.80			
折旧摊销率	10.00%			
其他成本费用率	30.00%			
获客渠道简化至 OTA 和会员渠道，OTA/CRS 抽佣率分别为 15%/5%，假设 CRS 占比由 40%提升至 60%				
综合抽佣率	11.00%	9.00%	11.00%	9.00%
净利润（万元）	171.65	178.65	195.88	203.88
净利率	16.37%	17.04%	17.84%	18.57%
前期投入（万元）	847.00			
投资回收期（年）	4.93	4.74	4.32	4.15

资料来源：公司公告，环球旅讯，潮漫酒店官网，东亚前海证券研究所

另外，酒店品牌升级改造以后还可 1) 缩减单房造价，降低前期投入；2) 提高平均房价，ADR 有望实现较大幅度提升。根据公司宣传资料，维也纳国际 5.0 相比原维也纳国际酒店，通过压缩基础硬装工程花费，单房造价可降低近 50%；通过提升客房品质与入住体验，平均房价可提升 100 元。

通过强化会员体系，OTA 平台抽取的佣金率也有望下降。锦江酒店不断巩固会员体系，其直销占比更大，可通过自有渠道贡献规模化的稳定流量。OTA 平台向业主收取的佣金比率通过议价形成，倾向通过让利以争取流量确定性强的优质酒店客户。

由于锦江酒店通过品牌升级改造、会员体系强化对于业主盈利的影响远未止步于 OCC 与 CRS 渠道比率，故相较我们针对性的根据以上两个变量的边际变化，测算出的净利率、投资回收期结果，现实世界中业主方受益于酒店集团改革，所获得的盈利空间更大。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：预计锦江酒店 2022 年在中国大陆境内净开业经济型酒店/中端酒店数量分别为 71/729 家，2023 年分别为 47/775 家，2024 年分别为 49/881 家。预计 2022-2024 年，锦江酒店的境内酒店 RevPAR 由 110 元/间增长至 160 元/间，其中境内经济型酒店 RevPAR 由 78 元/间增长至 120 元/间，境内中端酒店 RevPAR 由 126 元/间增长至 176 元/间。

图表47. 锦江酒店 2022 年-2024 年中国大陆境内酒店营业收入按经济型酒店、中高端酒店分类预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
中国大陆境内酒店营业收入（亿元）	110.02	80.60	90.50	82.22	122.32	134.89
YoY	3.84%	-26.74%	12.27%	-9.15%	48.77%	10.28%
境内经济型酒店营业收入（亿元）	49.25	26.96	28.57	27.95	45.19	45.71
YoY	-19.06%	-45.26%	5.99%	-2.17%	61.64%	1.15%
境内中端酒店营业收入（亿元）	60.56	53.56	61.83	54.26	77.13	89.18
YoY	34.85%	-11.56%	15.44%	-12.23%	42.14%	15.62%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
中国大陆境内酒店数量（家）	7221	8138	9355	10155	10977	11907
YoY	17.47%	12.70%	14.95%	8.55%	8.09%	8.47%
境内经济型酒店数量（家）	3946	3964	4083	4154	4201	4250
境内中端酒店数量（家）	3275	4174	5272	6001	6776	7657
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
境内酒店 RevPAR（元/间）	157.26	119.24	137.52	110.33	151.19	160.20
境内经济型酒店 RevPAR（元/间）	114.91	75.34	89.76	77.85	112.00	119.68
境内中端酒店 RevPAR（元/间）	202.70	154.97	167.15	126.09	168.64	176.40
境内酒店平均出租率	74.68%	60.69%	64.40%	50.20%	66.47%	69.29%
境内经济型酒店平均出租率	71.63%	53.61%	58.76%	47.27%	64.00%	68.00%
境内中端酒店平均出租率	77.94%	66.45%	67.90%	52.24%	68.00%	70.00%
境内酒店平均房价（元/间）	210.58	196.47	213.54	210.01	220.06	224.88
境内经济型酒店平均房价（元/间）	160.42	140.54	152.75	164.70	175.00	176.00
境内中端酒店平均房价（元/间）	260.07	233.22	246.17	241.39	248.00	252.00

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

则锦江酒店 2022 年在中国大陆境内净开业直营酒店/加盟酒店数量分别为 31/769 家，2023 年分别为 26/796 家，2024 年分别为 16/914 家。2022-2024 年，锦江酒店的境内直营酒店 RevPAR 由 103 元/间增长至 136 元/间，境内加盟酒店 RevPAR 由 111 元/间增长至 162 元/间。

图表48. 锦江酒店 2022 年-2024 年中国大陆境内酒店营业收入按直营酒店、加盟酒店分类预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
中国大陆境内酒店营业收入（亿元）	110.02	80.60	90.50	82.22	122.32	134.89
YoY	3.84%	-26.74%	12.27%	-9.15%	48.77%	10.28%
境内自有和租赁酒店营业收入（亿元）	59.44	38.60	37.57	31.01	40.08	42.73
YoY	-6.85%	-35.06%	-2.67%	-17.45%	29.23%	6.61%
境内加盟和管理酒店营业收入（亿元）	50.58	42.00	52.92	51.20	82.24	92.16
YoY	20.02%	-16.96%	26.00%	-3.25%	60.61%	12.07%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
中国大陆境内酒店数量（家）	7221	8138	9355	10155	10977	11907
YoY	17.47%	12.70%	14.95%	8.55%	8.09%	8.47%
境内自有和租赁酒店数量（家）	698	641	629	660	686	703
境内加盟和管理酒店数量（家）	6523	7497	8726	9495	10291	11204
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
境内酒店 RevPAR（元/间）	156.99	117.05	137.32	110.01	151.27	160.58
境内自有和租赁酒店 RevPAR（元/间）	150.77	108.43	119.75	102.63	130.00	136.00
境内加盟和管理酒店 RevPAR（元/间）	157.98	118.04	139.20	110.57	152.75	162.15
境内酒店平均出租率	74.61%	59.67%	64.37%	50.76%	65.00%	68.94%
境内自有和租赁酒店平均出租率	73.66%	60.39%	63.16%	55.71%	65.00%	68.00%
境内加盟和管理酒店平均出租率	74.76%	59.56%	64.50%	50.39%	65.00%	69.00%
境内酒店平均房价（元/间）	210.27	195.84	212.83	216.95	232.73	232.90
境内自有和租赁酒店平均房价（元/间）	204.51	182.28	188.88	184.24	200.00	200.00
境内加盟和管理酒店平均房价（元/间）	211.17	197.36	215.32	219.42	235.00	235.00

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

预计锦江酒店 2022 年在中国大陆境外净开业直营酒店/加盟酒店数量分别为-2/-22 家，2023 年、2024 年境外开店数量维持不变。预计 2022-2024 年，锦江酒店的境外酒店 RevPAR 由 34 元/间增长至 40 元/间，其中境外直营酒店 RevPAR 由 36 元/间增长至 43 元/间，境外加盟酒店 RevPAR 由 33 元/间增长至 39 元/间。

图表49. 锦江酒店 2022 年-2024 年中国大陆境外酒店营业收入按直营酒店、加盟酒店分类预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
中国大陆境外酒店营业收入（亿元人民币）	40.97	18.37	22.90	32.26	36.69	38.55
YoY	-0.13%	-55.16%	24.63%	40.90%	13.72%	5.07%
境外自有和租赁酒店营业收入（亿元人民币）	29.78	12.63	15.99	23.94	27.47	28.81
YoY	1.49%	-57.60%	26.64%	49.75%	14.75%	4.88%
境外加盟和管理酒店营业收入（亿元人民币）	11.19	5.75	6.91	8.32	9.21	9.73
YoY	-4.20%	-48.65%	20.21%	20.43%	10.77%	5.63%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
中国大陆境外酒店数量（家）	1293	1268	1258	1234	1234	1234
境外自有和租赁酒店数量（家）	291	293	292	290	290	290
境外加盟和管理酒店数量（家）	1002	975	966	944	944	944
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
境外酒店 RevPAR（欧元/间）	37.11	19.52	24.68	33.98	37.93	39.93
境外自有和租赁酒店 RevPAR（欧元/间）	39.73	17.24	22.33	35.73	41.00	43.00
境外加盟和管理酒店 RevPAR（欧元/间）	36.28	20.60	25.46	33.45	37.00	39.00
境外酒店平均出租率	64.92%	36.56%	45.77%	58.32%	63.93%	64.93%
境外自有和租赁酒店平均出租率	70.57%	33.61%	42.36%	59.71%	67.00%	68.00%
境外加盟和管理酒店平均出租率	63.14%	37.19%	46.98%	57.89%	63.00%	64.00%
境外酒店平均房价（欧元/间）	57.10	52.88	53.28	58.26	61.47	62.47
境外自有和租赁酒店平均房价（欧元/间）	56.16	50.91	52.23	59.84	63.00	64.00
境外加盟和管理酒店平均房价（欧元/间）	57.42	54.86	53.58	57.78	61.00	62.00

注：2022-2024 年欧元/人民币兑换汇率按照 7 估算

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

盈利预测：我们预计公司在 2022-2024 年分别实现营业收入 120.25/167.22/184.39 亿元，YoY+6.04%/+39.06%/+10.27%，分别实现归母净利润 1.98/18.06/22.17 亿元，YoY+96.28%/+814.47%/+22.73%。

图表50. 锦江酒店 2022 年-2024 年盈利预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	150.99	98.98	113.39	120.25	167.22	184.39
YoY	2.73%	-34.45%	14.56%	6.04%	39.06%	10.27%
有限服务型酒店营运及管理业务营业收入（亿元）	148.46	96.48	110.90	117.70	164.67	181.82
YoY	2.66%	-35.01%	14.94%	6.14%	39.90%	10.41%
自有和租赁酒店营业收入（亿元）	89.60	51.74	53.29	54.96	67.55	71.54
加盟和管理酒店营业收入（亿元）	57.22	43.50	52.47	59.52	91.45	101.89
其他	1.65	1.25	5.14	3.22	5.66	8.38
食品及餐饮业务营业收入（亿元）	2.53	2.49	2.49	2.54	2.54	2.56
YoY	7.17%	-1.54%	0.03%	1.89%	0.13%	0.68%
其他业务营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01
YoY	-73.89%	-34.20%	184.69%	25.53%	58.67%	89.63%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业成本（亿元）	15.27	73.50	74.58	76.48	94.24	101.04
YoY	-0.11%	381.39%	1.47%	2.55%	23.22%	7.22%
毛利率	89.89%	25.74%	34.23%	36.40%	43.64%	45.20%
税金及附加（亿元）	1.64	1.15	1.24	1.42	1.42	1.42
YoY	-4.85%	-30.01%	8.12%	14.52%	0.00%	0.00%
销售费用（亿元）	76.89	6.75	8.87	10.17	12.06	12.50
YoY	2.01%	-91.22%	31.37%	14.63%	18.59%	3.68%
管理费用（亿元）	40.77	22.96	23.21	26.17	30.78	36.24
YoY	0.30%	-43.67%	1.08%	12.75%	17.61%	17.75%
研发费用（亿元）	0.28	0.26	0.18	0.18	0.20	0.22
YoY	9.90%	-6.96%	-30.65%	0.00%	10.00%	10.00%
财务费用（亿元）	3.39	3.59	5.40	7.43	5.74	5.83
YoY	-8.82%	5.93%	50.45%	37.51%	-22.75%	1.60%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业利润（亿元）	17.63	2.78	5.77	2.81	27.13	31.62
YoY	13.76%	-84.25%	107.95%	-51.34%	865.39%	16.58%
利润总额（亿元）	17.59	3.04	6.05	3.18	27.49	31.96
YoY	12.47%	-82.74%	99.20%	-47.37%	763.66%	16.27%
净利润（亿元）	12.79	2.40	2.99	2.32	20.07	23.33
YoY	4.19%	-81.25%	24.78%	-22.38%	763.66%	16.27%
净利率	8.47%	2.42%	2.64%	1.93%	12.00%	12.65%
归母净利润（亿元）	10.92	1.10	1.01	1.97	18.06	22.17
YoY	0.93%	-89.91%	-8.70%	96.28%	814.47%	22.73%

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

根据 3.2、3.3 中分析，我们认为锦江的获客能力在三大酒店集团中更为占优，其主要体现在会员渠道、酒店品牌效应的优势上。公司凭借优势竞争地位提升单店盈利能力，进而可以增强投资方加盟意愿。

投资建议：近年以来，公司扩店速度不减，积极布局中高端酒店；往

后看，公司围绕中高端开店的逻辑清晰。加之单店盈利能力提升叠加投资方加盟意愿增强，锦江酒店在量、价两方面的竞争力得以强化。随未来疫情对行业的边际影响进一步减弱，公司有望迎来长景气周期。基于 11 月 3 日收盘价 56.61 元，对应 2022/2023/2024 年 PE 分别为 306.71X/33.54X/27.33X，首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

- 1. 疫情波动风险：**国内防疫政策存在收紧风险。疫情之下，公司的直营、加盟酒店均存在闭店可能性，导致公司各期净开酒店数不及预期。且疫情反复之下，酒店 ADR、OCC 的恢复进度可能不及预期。
- 2. 新开门店进度不及预期：**2022 年年初公司计划新增开店/签约 1500/2500 家，这一目标已经被公司下调。受疫情影响，公司目前计划的 1200/2200 家目标完成度存疑，且公司可能继续下调计划的开店数量。
- 3. 行业竞争加剧风险：**若另外两家酒店龙头华住、首旅的 RevPAR 恢复情况与未来开店情况优于锦江酒店，亦或是君亭酒店等公司对于目前中高端品牌酒店市场格局形成冲击，则公司的竞争地位发生恶化。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11339.13	12024.57	16721.69	18438.93
%同比增速	14.56%	6.04%	39.06%	10.27%
营业成本	7457.80	7647.62	9423.72	10104.09
毛利	3881.33	4376.95	7297.97	8334.84
%营业收入	34.23%	36.40%	43.64%	45.20%
税金及附加	123.99	142.00	142.00	142.00
%营业收入	1.09%	1.18%	0.85%	0.77%
销售费用	886.93	1016.73	1205.77	1250.14
%营业收入	7.82%	8.46%	7.21%	6.78%
管理费用	2321.07	2616.98	3077.95	3624.41
%营业收入	20.47%	21.76%	18.41%	19.66%
研发费用	17.97	17.97	19.76	21.74
%营业收入	0.16%	0.15%	0.12%	0.12%
财务费用	540.44	743.15	574.10	583.28
%营业收入	4.77%	6.18%	3.43%	3.16%
资产减值损失	-2.19	-20.19	-26.92	-12.03
信用减值损失	-9.36	0.00	0.00	0.00
其他收益	410.30	110.05	110.05	110.05
投资收益	224.17	166.37	166.37	166.37
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-57.16	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	20.71	184.63	184.63	184.63
营业利润	577.41	280.98	2712.51	3162.28
%营业收入	5.09%	2.34%	16.22%	17.15%
营业外收支	27.35	37.31	36.42	33.84
利润总额	604.76	318.29	2748.93	3196.12
%营业收入	5.33%	2.65%	16.44%	17.33%
所得税费用	305.41	85.94	742.21	862.95
净利润	299.35	232.35	2006.72	2333.16
%营业收入	2.64%	1.93%	12.00%	12.65%
归属于母公司的净利润	100.62	197.50	1806.05	2216.51
%同比增速	-8.70%	96.28%	814.47%	22.73%
少数股东损益	198.73	34.85	200.67	116.66
EPS (元/股)	0.10	0.18	1.69	2.07

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.10	0.18	1.69	2.07
BVPS	15.52	15.66	17.34	19.42
PE	606.63	306.71	33.54	27.33
PEG	—	3.19	0.04	1.20
PB	3.77	3.62	3.26	2.92
EV/EBITDA	23.89	7.14	19.75	15.71
ROE	0.61%	1.18%	9.73%	10.67%
ROIC	1.12%	1.22%	4.98%	5.43%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6432.62	17702.61	17090.90	23846.50
交易性金融资产	244.09	244.09	244.09	244.09
应收账款及应收票据	1551.76	853.15	2811.30	1189.42
存货	76.76	86.46	108.57	103.81
预付账款	108.34	170.03	173.20	205.17
其他流动资产	1186.24	847.55	1953.06	1027.74
流动资产合计	9599.80	19903.88	22381.11	26616.73
长期股权投资	637.31	763.39	889.47	1015.55
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	5125.16	5042.62	4950.32	4869.89
无形资产	6707.65	6646.93	6586.21	6525.49
商誉	11000.20	11000.20	11000.20	11000.20
递延所得税资产	751.50	751.50	751.50	751.50
其他非流动资产	14441.51	5955.04	5678.83	5402.62
资产总计	48263.13	50063.55	52237.64	56181.97
短期借款	869.02	869.02	869.02	869.02
应付票据及应付账款	1072.91	2367.41	1559.37	2818.45
预收账款	9.10	8.15	12.38	13.07
应付职工薪酬	923.52	948.66	1167.97	1252.84
应交税费	297.21	436.16	616.21	610.54
其他流动负债	9090.13	9257.26	9829.08	10101.28
流动负债合计	12261.88	13886.67	14054.04	15665.21
长期借款	7993.95	7993.95	7993.95	7993.95
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	1767.05	1767.05	1767.05	1767.05
其他非流动负债	8903.65	8903.65	8903.65	8903.65
负债合计	30926.55	32551.33	32718.70	34329.87
归属于母公司的所有者权益	16611.61	16752.39	18558.44	20774.95
少数股东权益	724.98	759.83	960.50	1077.16
股东权益	17336.59	17512.22	19518.94	21852.11
负债及股东权益	48263.13	50063.55	52237.64	56181.97

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	2068.95	11953.13	15.60	7385.51
投资	-21.42	-126.08	-126.08	-126.08
资本性支出	-537.63	-127.07	-127.96	-130.55
其他	-3427.36	466.37	466.37	466.37
投资活动现金流净额	-3986.41	213.21	212.33	209.74
债权融资	-3551.17	0.00	0.00	0.00
股权融资	4978.30	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	2192.17	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-611.69	-896.35	-839.64	-839.64
其他	-2072.98	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	934.63	-896.35	-839.64	-839.64
现金净流量	-1022.85	11269.99	-611.71	6755.60

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021 年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>