20 家以上），当盈利模型和管理体系完善后则开始加速扩张，除了内生渠道外还会通过并购的方式快速壮大市占率，形成规模优势；③国际化加速，在国内开店规模空间受限的情况时公司不会再继续盲目扩张，直营店多以高端品牌和公司主力品牌为主，开始尝试国际化，通过自营品牌以及海外并购的方式进行全球扩张，打开国际开店空间。2）运营模式：公司不同阶段运营模式的转变主要通过管理制度、金融工具来实现，与经营方式变化高度相关。①发展初期，酒店物业以自持和租赁为主，主要采用重资产运营的方式，依靠自有资金和贷款完成日常运营和门店扩张；②轻重资产分离，轻资产模式主导，公司快速扩张后，大量并购使得公司债务压力增大，公司引入加盟模式，降低公司经营杠杆，加速扩张；当公司发展成熟后，可以通过剥离重资产释放经营活力，将物业以 REITS 形式分离后单独运作，而酒管集团主要通过特许经营+委托管理+管理输出的方式获得服务收入，收入稳定抗风险能力强，2020 年万豪地产规模已达 128.9 亿美元，位居全美酒店类 REITS 第一，而万豪集团中高端以上酒店加盟店占比约为 72%，基本实现轻资产运营。3）品牌多元化：公司通过内部孵化及外延并购的方式不断丰富集团旗下品牌矩阵，以满足不同投资者和消费者的差异化需求。①品牌层次多元化，不同档次的品牌定位不同消费能力的客群，例如万豪集团旗下万枫、万丽品牌定位中高端，JW 万豪定位超高端，丽兹卡尔顿定位奢华品牌；②品牌服务多元化，不同品牌对应不同服务范围，如万怡品牌定位有限服务品牌，而宝格丽则是全服务品牌，Residence Inn 则是长住度假品牌；③品牌文化多元化，有些品牌讲究产品服务标准化，而有些品牌则聚焦当地特色或小众文化圈，例如万豪旗下设计师酒店、艾迪逊品牌定位时尚精品酒店，而并购喜达屋集团获得的喜来登、福朋则是标准品牌酒店。

■龙头公司规模效应逐渐凸显，行业天花板高，后疫情时代短期看经营情况修复节奏，中长期靠中高端化和数字化升级进程。复盘美国酒店集团的成功经验，我们认为我国头部酒店集团华住集团、锦江酒店、首旅如家在规模扩张、品牌升级、管理革新、数字化运营方面具有成功潜质。疫情后需求端恢复进程和居民消费结构改变尚存在不确定性，酒店集团仍需准确把握市场动态顺势而为。1）品牌升级：目前头部公司旗下经济型品牌存量竞争激烈、中端品牌逐步成熟，依靠自创品牌+国内外并购的策略继续丰富自身中高端品牌矩阵，加速中高端门店扩张。锦江/华住/首旅中高端门店占比持续提升，从 18Q1 的 26.36%/24.97%/12.7%提升至 21Q1 的 48.19%/35.17%/32.9%；2）管理革新：头部公司均在不断优化酒店结构转向加盟为主的轻资产运营，目前锦江/华住/首旅加盟店占比已达到 92.48%/90.18%/84.25%，未来在软品牌助推下加盟占比有望加速提高；①华住集团：维持千城万家的扩张战略，加码高端市场布局，通过内部孵化、并购持续扩大高端品牌池，根据华住 CEO 在“2020 华住世界大会”的发言表示到 2023 年底保持每年新增至少 100 家高端酒店的扩张速度，高端酒店数有望达到 500 家；②锦江酒店：老牌国企改革激励机制，成立锦江中国区引进狼性文化，锦江系和维也纳系高管流通，开发团队以赛马制优胜劣汰，借鉴万豪集团经验对部分酒店物业做类 REITS 化处置；③首旅酒店：同为国企改革薪酬机制，高管团队引入股权激励，开发团队扩大员工规模提高收入，目标提高展店速度，并且新开酒店以加盟为主降低直营店比例。3）数字化运营：①华住集团：自建会员体系华住会，截至 2021Q1 已有超过 1.7 亿会员，直销渠道占比 74%，旗下盟广信息科技在行业基础设施服务方面优势明显，可做到软件免费仅收取年维护费，帮助集团实现管理输出；②锦江酒店：截至 2021Q1 会员体系 WeHotel 会员数达 1.6 亿，推行一中心三平台战略帮助产品研发、物料采购和酒店经营全程线上化，帮助公司走向“中国智造”；③首旅酒店：会员体系与支付宝打通，互通当日就为公司新增超 10 万会员，截至 2021Q1 已有 1.28 亿会员，自建 PMS 系统管家宝和智能客房系统文殊，致力于提高顾客体验和服务效率。

■投资建议：后疫情时期酒店行业供求关系有望改善，头部公司依靠规模+管理经验+品牌声誉+轻资产运营建立护城河，短期重点关注经营数据修复进度，中长期国内酒店标的依靠下沉市场+存量改造升级+软品牌吸收非标扩大市占率，酒店龙头升级提价+管理输出+降本增效成长空间大，建议关注国内酒店优质标的，推荐华住集团、锦江酒店、首旅酒店。

■风险提示：疫情反复风险；行业竞争加剧风险；宏观经济风险；公司经营不善风险。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 复盘美国酒店业历程，国内酒店业正大步迈进发展新阶段 8
1.1. 美国酒店行业发展历程：历经萌芽+发展+扩张+整合四阶段步入稳定期 8
1.2. 中国现代酒店行业起步晚，经济型酒店浪潮带动高速发展 12
2. 国内酒店业发展方向：中高端结构升级+数字化转型并驾齐驱 17
2.1. 消费升级+供给端成本加成，品牌中高端化迎来结构性机会 17
2.1.1. 经济型&中高端结构调整进行时，疫后中高端加速有望推升连锁化率 17
2.1.2. 需求端：收入增长，差旅标准提高带动中高端酒店需求增长 20
2.1.3. 供给端：酒店行业物业租约迎来到期潮，成本上涨倒推产品升级提价 22
2.2. 疫情推动无接触化服务普及，数字化成为酒店降本增效新推进器 23
2.2.1. 当谈到酒店数字化转型时，我们在说什么 23
2.2.2. 数字化转型五阶段：整体酒店业仍处反应期，龙头企业已向沉浸期进发 26
2.2.3. 数字化转型并非一帆风顺，挖掘自身辨明方向再启航 29
3. 万豪酒店内生外延布局全品牌，轻资产实现国内外扩张 34
3.1. 万豪品牌多元化历程：内生外延丰富品牌矩阵 34
3.2. 万豪运营模式变迁：重资产自营自建转向轻资产特许经营+委托管理 37
3.3. 万豪经营模式变迁：自营起家，并购加速全球扩张 39
4. 国内酒店龙头构筑护城河，连锁+中高端+数字化发力 43
4.1. 华住集团：自创+收购品牌扩张构筑多维布局，组织+技术赋能成长 43
4.1.1. 经济型至高端品牌矩阵完备，竞争优势明显 43
4.1.1.1. 汉庭领衔经济型品牌矩阵，精耕细作迭代产品保持市场领先 43
4.1.1.2. 全季领衔中端市场，优异品质奠定品牌竞争力 44
4.1.1.3. 软品牌连接更多单体酒店，轻加盟挖掘中小物业潜力 46
4.1.1.4. 国内收购与国际化并行，两线发力丰富中高端品牌 48
4.1.2. 数字化助力品牌扩张，科技赋能酒店经营效率 50
4.2. 锦江酒店：品牌矩阵齐全规模大，轻重资产逐渐分离为公司经营减负 51
4.2.1. 国资背景实力雄厚，并购扩张产业整合优势显著 51
4.2.2. 加码并购引进更多中高端品牌，发挥协同优势提振公司业绩 53
4.2.3. 自有物业尝试 REITs 化改革，轻资产助力公司稳健经营 55
4.2.4. “一中心三平台”剑指全球酒店共享，科技助力打造智能酒店 56
4.3. 首旅酒店：不断丰富中端产品，销售与管理体系改革重新起航 57
4.3.1. 主打高性价比中端品牌，二三线城市占比较高 57
4.3.2. 中高端品牌数量尚不丰富，未来提升空间较大 59
4.3.3. 激励制度全面改革，高管及销售团队有望释放活力 60
4.3.4. 加速数字化实践，打造智慧酒店 62
5. 投资建议 .....
6. 风险提示 .....

图表目录

图 1：美国酒店行业发展历程 8
图 2：1829 年美国第一家豪华酒店 Tremont House 开业 8
图 3：位于波士顿的 Tremont House 一景 8
图 4：1800-1960 年美国劳动力数量变化情况 9
图 5：1800-1900 年美国人口数量变化情况 9

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 6：第二次工业革命前后美国 GDP 发展情况 9
图 7：第二次工业革命前后美国铁路总里程变化 9
图 8：1928 年第一家希尔顿酒店开业 10
图 9：20 世纪三十年代纽约市莱星顿酒店的价格表 10
图 10：1950-1990 年美国公路总里程变化 10
图 11：1950-1970 年美国汽车保有量变化 10
图 12：1960-1990 年美国家庭汽车拥有量分布情况 10
图 13：1945-1970 年美国居民收入增长超过 3 倍 10
图 14：1930-1990 年美国酒店行业经营指标变化 11
图 15：1975-2019 年美国 REITs 市场规模 11
图 16：酒店管理信息系统构成（以“客如意”产品为例） 12
图 17：2003-2019 年通过 Booking 的在线预定额 12
图 18：改革开放以来中国酒店行业发展各阶段及特点 12
图 19：到 1990 年我国酒店行业基本缓解了供不应求的状况 13
图 20：1978 年和 1995 年旅游观光饭店数量对比 13
图 21：2000-2014 年中国经济型酒店数量变化 14
图 22：2000-2014 年中国经济型酒店客房数变化 14
图 23：2004 年以来我国酒店行业营业额增速与 GDP 增速基本同步 14
图 24：2004-2020 年我国酒店行业连锁化率快速提升 15
图 25：我国经济型酒店发展历经两个阶段规模扩张 15
图 26：1978-2019 年中美居民消费水平对比 16
图 27：截至 2019 年中国人均 GDP 仅为美国的 15.65% 16
图 28：2008-2019 年华住旗下酒店经营指标 17
图 29：2006-2019 年锦江旗下酒店经营指标 17
图 30：2004-2019 年首旅如家旗下酒店经营指标 18
图 31：华住、首旅、锦江近年来入住率对比 18
图 32：以酒店数量计算的我国各档次酒店供给量变化 18
图 33：以酒店房间数计算的我国各档次酒店供给量变化 18
图 34：非典疫情后经济型连锁酒店增长近 10 倍 19
图 35：中档酒店连锁化提升空间大 19
图 36：锦江酒店中端品牌供给不断丰富 19
图 37：首旅中端品牌房间数 2018-20 年 CAGR 达 32.55% 19
图 38：亚朵已成为国内中高端酒店品牌龙头 20
图 39：亚朵在不同维度城市布局（以酒店数为口径） 20
图 40：2018 年在线预订中高端酒店交易规模占比近 70% 21
图 41：商旅人士对高端、中档、经济型酒店预定偏好情况 21
图 42：中央机关普通职员赴一线城市差旅住宿标准变化 21
图 43：中央机关普通职员赴二线城市差旅住宿标准变化 21
图 44：一二线城市差旅人均预定标准 21
图 45：三四线城市差旅人均预定标准 21
图 46：我国城镇人口中产阶级占比已增至近一半（百万人） 22
图 47：低线城市中产家庭比例达到高线城市五年前水平 22
图 48：一二线城市商业物业租金持续上涨 23
图 49：2012-2014 年起我国住宿业法人增速开始减缓 23
图 50：酒店员工成本不断上涨（以门店员工领班薪资为例） 23

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 51：全国平均销售电价变化（单位：元/千瓦时）.....23
图 52：2017 年各国酒店业云 PMS 占 PMS 的比例.....24
图 53：酒店业关于数字化对改善住客体验的看法问卷调研.....24
图 54：酒店数字化转型的主要驱动力.....24
图 55：以顾客需求为出发点，终端设备和平台为触点，提高酒店经营效率为落脚点，构建酒店数字化系统网络.....25
图 56：目前中国酒店业整体依然处于反应期，部分领军企业已初步迈入沉浸期.....27
图 57：开元酒店 APP 预订界面.....28
图 58：万达酒店可通过微信公众号预订客房.....28
图 59：锦江 WeSmart 智能酒店通过 APP 控制空调灯光等.....29
图 60：锦江“一中心三平台”全球战略.....29
图 61：酒店行业人士对于企业自身进行数字化转型的难点认知.....30
图 62：所在公司负责和参与数字化转型策略制定的最高领导级别.....31
图 63：酒店数字化人才缺口调研（按缺口比例）.....31
图 64：2019 年 12 月在线酒店预订平台活跃用户数.....32
图 65：2021 年所在公司数字化转型首要目标是什么.....33
图 66：构建数据分析体系的四个重要步骤.....33
图 67：打破数据孤岛，实现数据循环.....33
图 68：1973 年洛杉矶 Marriott Spectacular Hotel 开业.....35
图 69：The Fort Lauderdale Marriott Hotel（1980 年）.....35
图 70：万豪收购喜达屋前后高端及以上档次酒店占比变化.....37
图 71：万豪酒店目前已形成从中高端到奢华型多层次的品牌矩阵.....37
图 72：2000-2019 年万豪酒店管理服务收入及增速.....38
图 73：2000-2019 年万豪酒店管理服务收入比重变化情况.....38
图 74：1998-2020 年万豪国际营收与负债收入比变化情况.....38
图 75：万豪国际净经营性现金流与现金流量比变化.....38
图 76：1999-2020 年万豪地产资产规模变化情况.....39
图 77：2020 年万豪地产持有旗下 REITS 的 99%权益.....39
图 78：2015-2020 年万豪特许经营及品牌授权店数量变化.....39
图 79：2015-2020 年万豪特许经营及品牌授权店房间数变化.....39
图 80：1927 年 Marriott 夫妇创办 Hot Shoppes 连锁餐厅.....40
图 81：1957 年于阿灵顿开业的双桥万豪汽车酒店.....40
图 82：万豪集团拆分重组最终成为万豪地产和万豪国际.....41
图 83：1998-2005 年万豪国际市场占有率持续增长.....41
图 84：1998-2011 年万豪国际运营房间数 CAGR 为 5.31%.....41
图 85：2011-2020 年汉庭酒店门店数量增长情况.....43
图 86：截至 2021Q1 华住旗下各经济型品牌门店数量.....43
图 87：汉庭 2.0 主打“爱干净、住汉庭”的品牌认知.....44
图 88：汉庭 2.7 丰富了大堂空间功能性，全面升级服务.....44
图 89：汉庭 3.0 打造的舒适的配色、圆弧式的全景大堂.....44
图 90：汉庭 3.5 西南首家旗舰店.....44
图 91：2011-2020 年全季酒店数量变化.....45
图 92：全季客房装修及设施配套品质极高.....46
图 93：全季 3.0：“温、良、恭、俭、让”的设计理念.....46
图 94：全季 3.5：有情感、有故事、有思想的舒适场所.....46

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 95：全季 4.0：“客听”欲成为城市第三空间.....46
图 96：截至 2019 年国内 70 间客房以下的小酒店数量众多.....46
图 97：2015Q1-2021Q1 海友品牌开业数量变化.....48
图 98：华住软品牌星程的客房设施依旧保持高质量.....48
图 99：公司经济型与中高端酒店同店 RevPAR 对比.....48
图 100：公司旗下美仑品牌以软品牌吸引中高端酒店加盟.....48
图 101：公司与雅高合作取得美爵酒店经营权.....49
图 102：截至 2021Q1 华住中端以上酒店数占比达 35.2%.....49
图 103：截至 2021Q1 华住旗下中高端以上品牌已开业门店数.....49
图 104：华住集团目前已形成从经济型到高端的品牌矩阵.....50
图 105：华住会会员数量与会员渠道预定量占比情况.....50
图 106：华住会员等级体系及享有的部分权益.....50
图 107：加盟可以通过华住易购采购多种物料.....51
图 108：华住自助入住系统“30 秒入住、0 秒退房”.....51
图 109：2011-20 年锦江通过并购旗下酒店数快速增长.....52
图 110：2011-2020 年锦江旗下客房数 CAGR 达 33.36%.....52
图 111：锦江酒店品牌种类众多，品牌数量位居行业之冠.....52
图 112：锦江旗下加盟店占比领先华住和首旅.....53
图 113：2011-2020 年锦江净开店数量变化情况.....53
图 114：锦江酒店中国区管理体系架构.....53
图 115：锦江并购后依靠 ADR 提升带动 RevPAR 增长.....54
图 116：锦江自 2015 年并购卢浮酒店后开启国际化之路.....54
图 117：维也纳系列的中高端品牌维也纳国际酒店.....54
图 118：2019Q3 开业的杭州新天地丽笙酒店.....54
图 119：公司通过并购经营规模迅速提升.....55
图 120：公司 2014-19 年间归母净利润 CAGR 达 17.53%.....55
图 121：公司整合不同酒店集团获得坚实的会员基础.....55
图 122：锦江酒店旗下 WeHotel 会员体系.....55
图 123：锦江旗下 PMS 系统 WeHotel 功能齐全，是连接酒店所有智能设备的脉络.....57
图 124：华北、华东为主要经营地区（以房间数为口径）.....58
图 125：2020 年公司在全国不同地区酒店数量分布情况.....58
图 126：上海相近区域如家商旅房价约为全季 75%.....58
图 127：北京相近区域如家商旅房价约为全季 73%.....58
图 128：2011-2020 年云系列酒店数量变化情况.....59
图 129：云系列在疫情期间依旧保持超 50%的扩张速度.....59
图 130：首旅如家产品矩阵中中端和高端品牌丰富，介于两者之间的中高端品牌数量较少.....60
图 131：如家商旅开发团队的薪酬激励与全季团队对比.....62
图 132：公司开发团队由 200 人扩充至 350-400 人.....62
图 133：公司直营店占比相较华住和锦江比例仍较高.....62
图 134：公司已签约待开业酒店数（按季度，单位：家）.....62
图 135：公司会员数量从 2016 年 0.8 亿增长至 1.28 亿.....63
图 136：支付宝与首旅如家会员体系共享.....63
图 137：首旅如家开发的管家宝能够将酒店经营环节基本实现线上化管理.....63
图 138：数据中台可赋能多方面决策.....64

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 1：海外酒店集团的在存量整合时期的国际化布局 11
表 2：改革开放初期我国兴建的一批涉外宾馆 13
表 3：三大酒店集团获资金加持加大中高端升级布局 20
表 4：2020 年五一出行酒店夜间价花费情况 22
表 5：万豪旗下品牌详细信息 34
表 6：1970s-1990s 万豪集团由产业多元到品牌多元的探索 36
表 7：20 世纪末以来万豪在高端以上档次酒店的布局梳理 36
表 8：1967-1990 年间万豪酒店国内及国际扩张历程概览 40
表 9：2011 年以来万豪酒店国内外并购案例简要梳理 42
表 10： 2020-2021 年汉庭各版本每个单间造价 44
表 11：公司尝试剥离旗下重资产转让给锦江资本，转型轻资产运营 56
表 12：激励对象获授限制性股票分配情况 61
表 13：首次（含预留）授予的限制性股票解除限售的业绩条件 61
表 14：核心标的盈利预测（数据截至 2021/8/3） 66

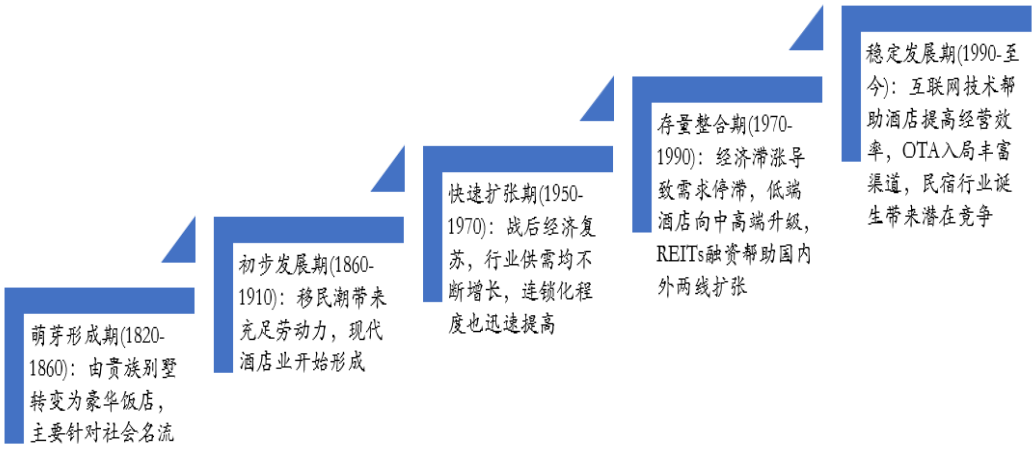
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 复盘美国酒店业历程，国内酒店业正大步迈进发展新阶段

1.1. 美国酒店行业发展历程：历经萌芽+发展+扩张+整合四阶段步入稳定期

美国作为当前酒店行业最发达的国家，也是现代酒店行业的发祥地，其过去两个世纪的行业发展史很大程度上即是世界酒店行业发展史。我们希望通过梳理美国酒店行业的发展历程，探究酒店行业兴衰与经济体生产力水平的联系，并将国内酒店行业的发展状况进行对标，从中了解我国酒店行业当前的发展阶段，对阶段特点有所认知。

图 1：美国酒店行业发展历程



资料来源：安信证券研究中心

➢ **萌芽形成期(1820-1860)：初期行业定位为服务权贵阶层的豪华饭店**

酒店业发展伊始，以服务于贵族名流顾客的高档酒店为主。早期饭店(Hotel)一词多指法国贵族在乡间修建的用于招待宾客的豪华别墅，19 世纪 20 年代美国受益于第一次工业革命的技术进步与生产力的发展，传统客栈业开始向现代商用住宿设施转型，出现了一些装修精美、设施高档的酒店，但多服务于贵族名流顾客。

图 2：1829 年美国第一家豪华酒店 Tremont House 开业



资料来源：Quora 论坛酒店专栏整理、安信证券研究中心

图 3：位于波士顿的 Tremont House 一景



资料来源：Quora 论坛酒店专栏整理、安信证券研究中心

➢ **初步发展期(1860-1910)：平民需求涌现，标准化酒店出世**

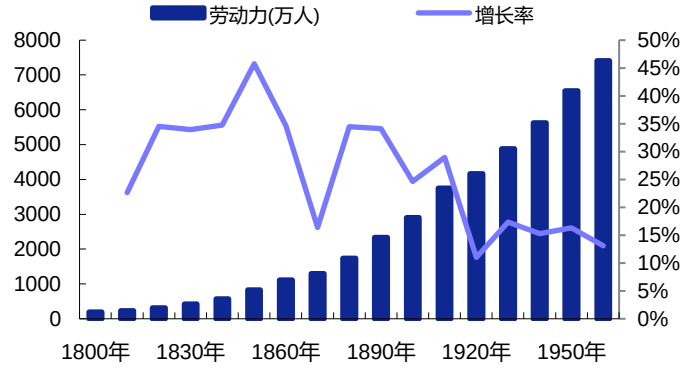
国家独立和南北战争后政治稳定，劳动力数量增长驱动旅行住宿需求上升。据美国国

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

家统计局数据显示1800年美国劳动力数量仅为190万，到1900年已达到2907万人，100年间增长了14.3倍。劳动力的迅速上升一方面为酒店业发展提供充足劳动力，另一方面也带来了不断增长的旅行住宿需求。

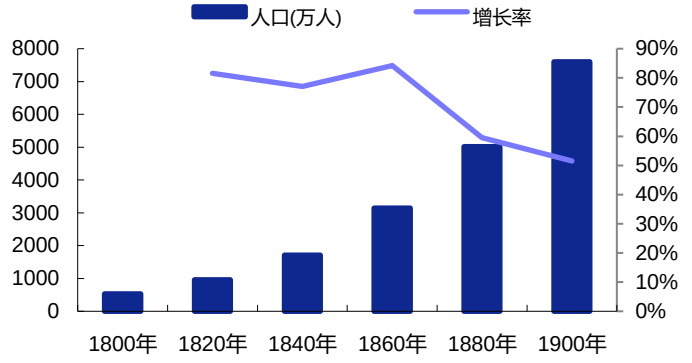
生产力发展与交通方式革命共同催发住宿需求。第二次工业革命带来的生产力进一步发展和城市化进程加快，使得社会财富迅速增长、居民中的“有钱有闲”的群体扩大，城市喧嚣拥挤的环境和快节奏的生活压力，也使得大家的出行旅游意愿提高；加之交通方式变革，轮船、铁路、汽车推广开来使得长途旅行成为现实。13岁便进入饭店做服务生的埃尔斯沃思·密尔顿·斯塔特勒1908年在纽约州建造了第一家商业酒店——斯塔特勒酒店，向商旅大众提供住宿服务，被视为现代酒店业的开端，两年后美国饭店协会成立。与此同时，为了降低经营成本、满足平民阶层的住宿需求，美国酒店开始推出标准化产品和服务，也为后来的快速发展奠定了基础。

图4：1800-1960年美国劳动力数量变化情况



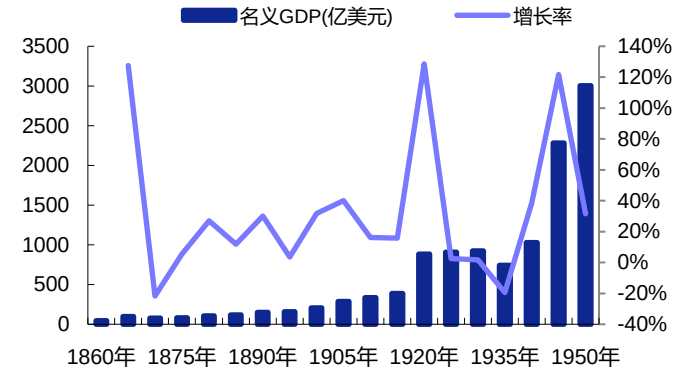
资料来源：美国国家统计局、安信证券研究中心

图5：1800-1900年美国人口数量变化情况



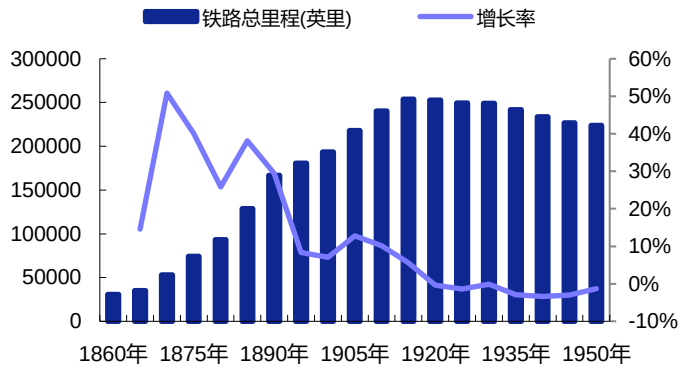
资料来源：美国国家统计局、安信证券研究中心

图6：第二次工业革命前后美国GDP发展情况



资料来源：美国国家统计局报告、安信证券研究中心

图7：第二次工业革命前后美国铁路总里程变化



资料来源：美国国家统计局报告、安信证券研究中心

1928年美国第一个酒店集团——希尔顿酒店集团诞生。1931年美国饭店协会开始介入酒店行业培训于管理，1947年美国出现第一套酒店预订系统，1949年希尔顿国际公司从希尔顿饭店公司中独立出来，美国第一家国际酒店集团诞生。

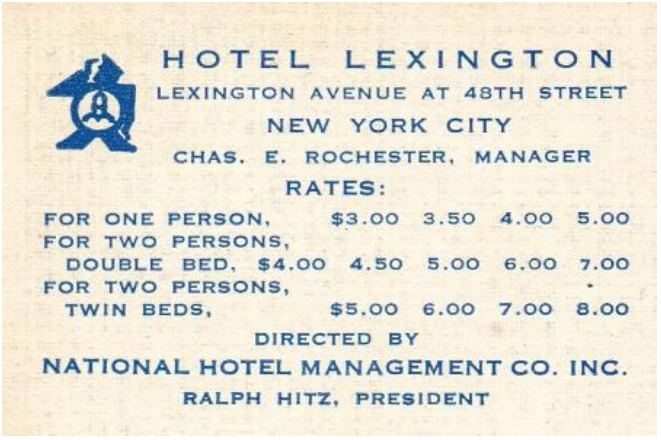
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 8：1928 年第一家希尔顿酒店开业



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

图 9：20 世纪三十年代纽约市莱星顿酒店的价格表

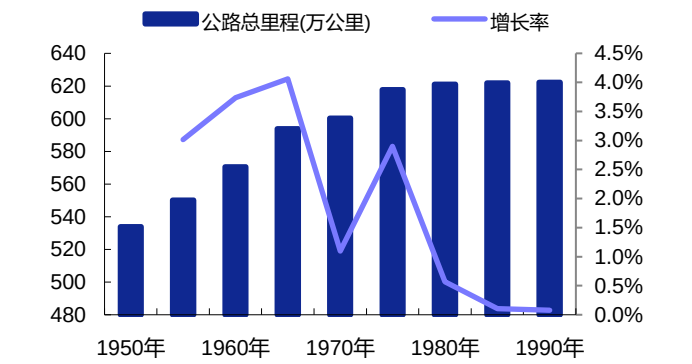


资料来源：维基百科、安信证券研究中心

➢ **快速扩张期(1950-1970)：大众需求快速提升，特许经营模式加速连锁化率提升**

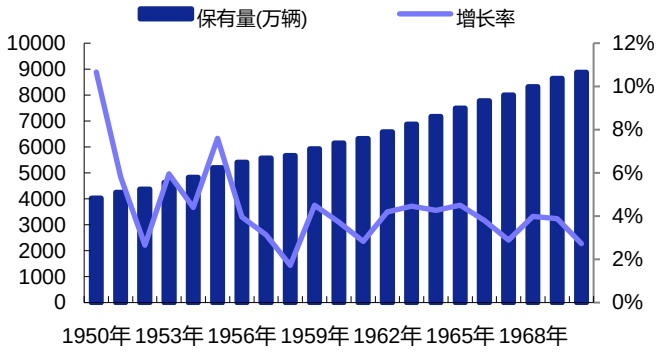
二战后期经济复苏酒店业需求迅速需求拉升，供给快速回暖，汽车旅馆&特许经营模式初现。经济大萧条和两次世界大战使得世界范围内的旅行住宿行业均受到重大打击，但二战后美国经济实力和劳动生产率快速提高，民众收入增长，民航和公路网络的完善使得旅游者的出行范围更加广阔，酒店行业迎来了快速扩张期，这一时期汽车旅馆开始出现，此外还将商品贸易中的特许经营概念创造性地引入酒店行业，标准化+特许经营的模式使得酒店行业开启大规模连锁扩张之路。

图 10：1950-1990 年美国公路总里程变化



资料来源：美国运输部、维基百科、安信证券研究中心

图 11：1950-1970 年美国汽车保有量变化



资料来源：美国运输部、维基百科、安信证券研究中心

图 12：1960-1990 年美国家庭汽车拥有量分布情况

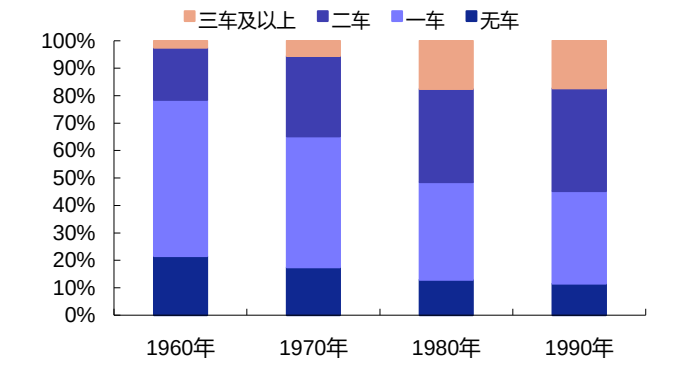
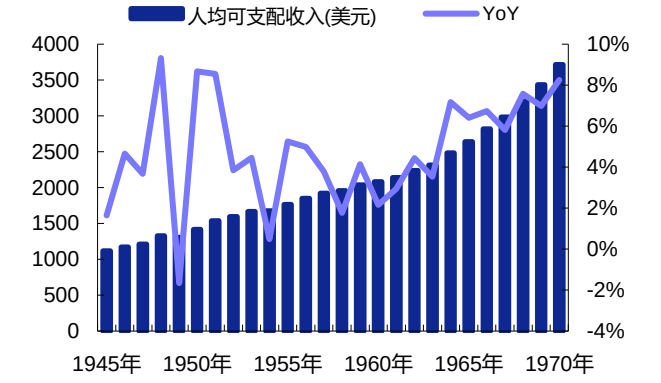


图 13：1945-1970 年美国居民收入增长超过 3 倍



本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

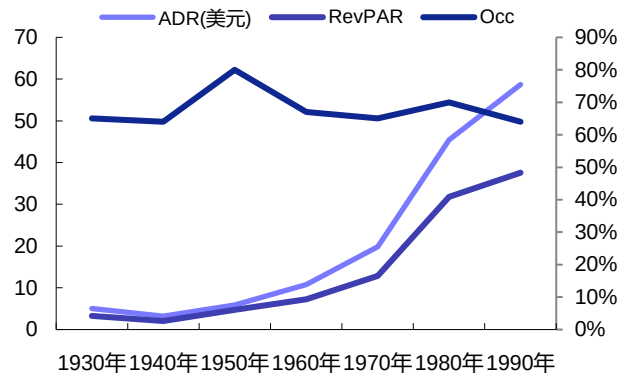
资料来源：美国运输部、安信证券研究中心

资料来源：维基百科、安信证券研究中心

➢ **存量整合期(1970-1990)：需求增速放缓，行业整合中端升级，国际化进程开启**

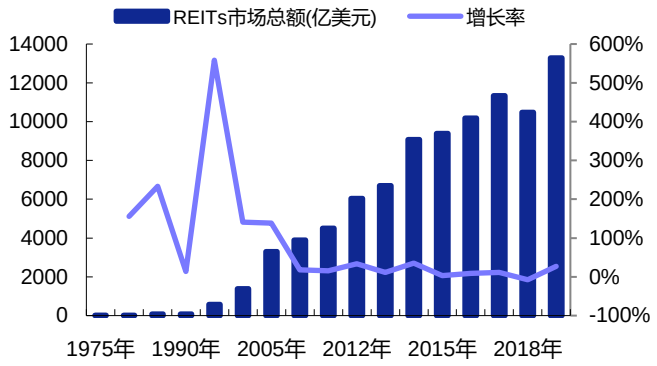
需求下滑倒逼酒店中端升级带动客单价提升，REITS 助力行业轻资产转型加速扩张。20 世纪 70-80 年代以美国为代表的西方国家经济陷入滞涨，经济下行导致酒店行业需求收缩，酒店平均 OCC 从 1950 年约 80%下滑到 1970 年 65%左右。此时行业内开始整合，1）中端升级，优化经营效率：酒店经营的重点从数量增长转移到盈利质量提升，通过明确品牌定位、成本管理、流程再造提升酒店盈利能力，顺应消费需求升级趋势，不断提升服务质量、改善经营模式，行业内的许多汽车旅馆也就是在该时期改造升级为中端酒店。1970-1990 年间美国酒店 ADR 由 20 美元攀升至 60 美元，基本依靠平均房价上升带动 RevPAR 增长；2）开始国际化布局：以总部投资直营、委托管理或特许经营的策略在世界范围内加速扩张，这期间蓬勃发展的 REITS 成为国际酒店集团扩张的重要融资工具。1975 年美国 REITS 存量规模仅为 9 亿美元，到 2019 年 8 月 31 日，美国市场 166 只权益型 REITs 中，酒店类 REITs 共有 19 只，总规模达到 472.2 亿美元。

图 14：1930-1990 年美国酒店行业经营指标变化



资料来源：环球旅讯、安信证券研究中心

图 15：1975-2019 年美国 REITs 市场规模



资料来源：Statista、安信证券研究中心

表 1：海外酒店集团的在存量整合时期的国际化布局

酒店集团	时间	事件
雅高	1985 年	进入中国市场
	1985 年	建立了一级方程式酒店（Formula 1）品牌
	1990 年	收购美国连锁酒店品牌六号汽车旅馆（Motel 6）
	1992 年	诺富特亚太区第一家酒店在新加坡开业
希尔顿	1988 年	上海希尔顿饭店开业标志着希尔顿集团进入中国市场
凯悦	1986 年	成立天津凯悦酒店，标志着凯悦酒店集团正式进入中国

资料来源：安信证券研究中心

➢ **稳定发展期(1990-至今)：行业发展趋于稳定，新技术优化经营效益**

依靠新技术优化服务效率，通过 CRS/OTA 丰富销售方式，拓宽销售渠道。经过近两个世纪的发展，美国酒店行业的经营理念、商业模式、运营流程均已比较成熟，主要是依靠新技术的应用来拓宽渠道、提高运营效率以期获得更高效益。如 1995 年 Choice Hotels International 和 Holiday Inn 率先向客户提供实时中央预定系统，引入了在线预订房间；1996 年 Booking 成立使得 OTA 渠道开始踏入行业竞争格局，互联网技术的发展和普及使得行业生态出现较大变革。

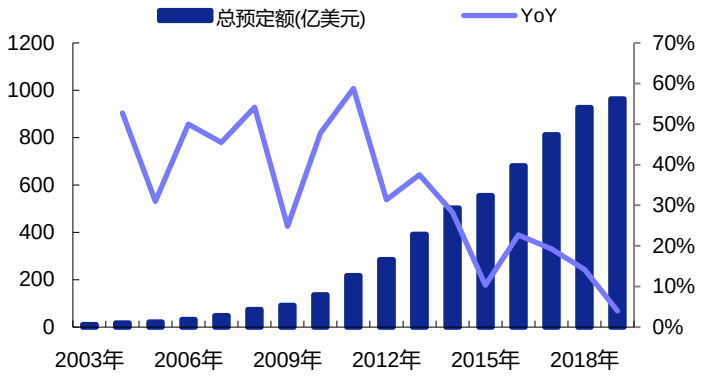
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 16：酒店管理信息系统构成（以“客如意”产品为例）



资料来源：客意联成都信息技术有限公司官网、安信证券研究中心

图 17：2003-2019 年通过 Booking 的在线预定额



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

1.2. 中国现代酒店行业起步晚，经济型酒店浪潮带动高速发展

中国现代酒店行业从改革开放后正式诞生，发展时间较短，但成长速度极快。第一轮和第二轮快速增长分别对应了中国市场经济改革发展和加入 WTO 后的经济飞速增长时期。此外，1994-1999 年的行业回落阶段对应了国有企业改制的社会阵痛期、2013-2016 年的行业短暂停滞阶段是受中央八项规定出台的短期影响，由此可以看出中国酒店行业虽然起步很晚，但整体发展极快。

图 18：改革开放以来中国酒店行业发展各阶段及特点

萌芽形成期	•1978-1982年 •改革开放伊始，兴建一批中外合资、中外合作饭店； •建国饭店首次引入香港半岛酒店管理集团；
初步发展期	•1983-1993年 •改革开放步伐加快，商品经济发展；国内外不同渠道的资金涌入酒店按行业； •1984年锦江集团成立；1985年雅高成为第一个进入中国大陆的国际酒管集团；
行业回落期	• 1994-1999年 • 社会主义市场经济体制改革时期；国有企业改制阵痛期，社会整体经济发展受阻； • 建设高潮回落，市场不景气；1998年出现全行业性亏损；
快速扩张期	•2000-2012年 •中国加入WTO，社会经济高速发展；居民生活水平提高引发旅游住宿需求增加； •经济型酒店诞生并蓬勃发展；行业内品牌众多，竞争加剧；
存量整合期	•2017-2019年 •中国经济进入新常态；由粗放式高增长转为高质量稳态增长； •头部酒店集团并购开始加速，行业连锁化率提升；中端酒店开始逐渐增多；

资料来源：中国产业信息网、安信证券研究中心

涉外宾馆、观光型饭店拉开我国酒店业发展的序幕。建国以来至改革开放前

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

（1949-1978 年）

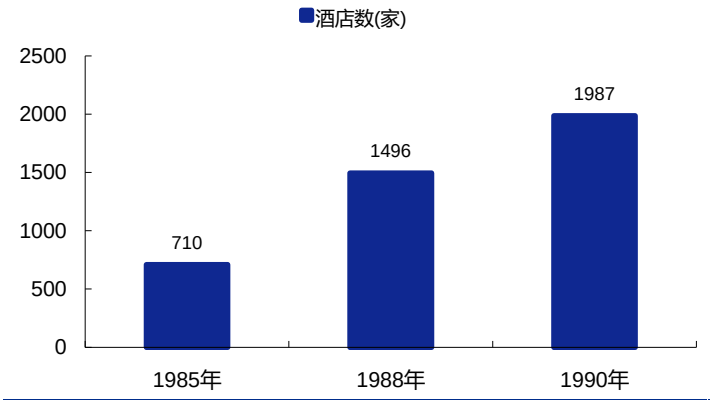
我国几乎不存在真正意义上的酒店，住宿业设施多为招待所，设施比较简陋；改革开放初期（1978-1985 年）境外游客前往大陆旅游人数剧增，1978-1985 年入境旅客 CAGR 高达 37.6%，其中仅 1979 年就有 420 万人/同比增长 133.33%，在此期间为了满足快速增长的入境游客住宿需求，政府建设了一批涉外宾馆，除 1984 年建成的锦江饭店外，其他大多为利用外资/港资建设的，我国酒店业开始从接待型的国营招待所向现代化企业转型。1986 年 1 月全国旅游工作会议上中央把发展旅游业列入国民经济发展计划并投资 132 亿元用于酒店建设和旅游资源开发，这一时期掀起了政府部门、集体和个人自建酒店的热潮，且多为面向港澳台和国外游客的观光型饭店，专业型酒店很少，游泳池、咖啡厅音乐厅等配套设施较齐全。截至 1990 年我国饭店数量为 1987 座，客房数约为 29 万间，其中客房数 100 间以上酒店占比约 55%，客房数 300 间以上酒店占比约 11%，可见彼时的酒店建设以大型酒店为主，也并非面向国内居民出行所需。

表 2：改革开放初期我国兴建的一批涉外宾馆

城市	名称	筹建时间	建成/开业时间	外资来源
北京	建国饭店	1979 年 10 月	1982 年 4 月 28 日	陈宣远（美国）
北京	兆龙饭店	1980 年 1 月	1985 年 10 月	包玉刚（香港）
北京	昆仑饭店	-	1984 年	-
南京	金陵饭店	-	1983 年	新加坡（陶欣伯）
广州	白天鹅宾馆	1979 年 4 月	1983 年 2 月	霍英东（香港）
广州	中国大酒店	1980 年 4 月	1984 年 6 月	胡应湘（香港）
广州	花园酒店	1980 年 3 月	1985 年 8 月	利铭泽（香港）

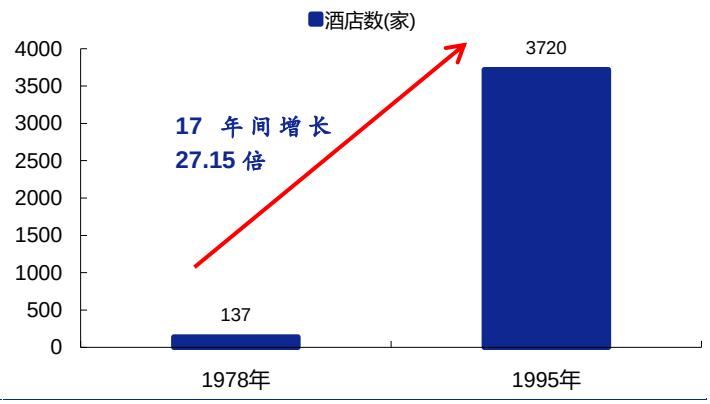
资料来源：《中国旅游饭店发展之路丛书》、《中国酒店业发展形态阶段及特点研究》、安信证券研究中心

图 19：到 1990 年我国酒店行业基本缓解了供不应求的状况



资料来源：《中国酒店业发展形态阶段及特点研究》、安信证券研究中心

图 20：1978 年和 1995 年旅游观光饭店数量对比



资料来源：《中国酒店业发展形态阶段及特点研究》、安信证券研究中心

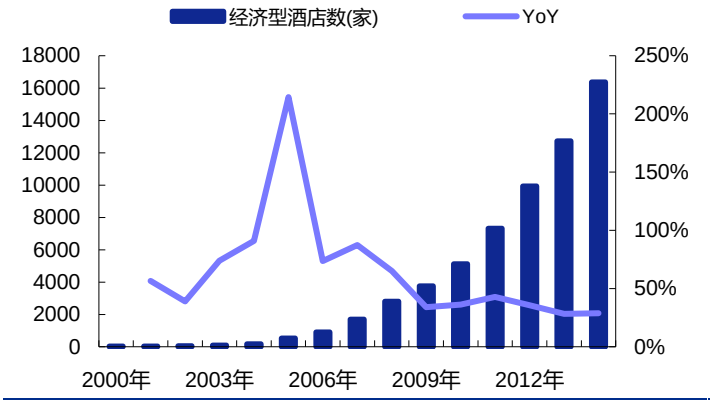
国企改制、酒店行业需求增长缓慢，仅保留住宿基础功能的经济型酒店跃然出世。1991 年我国星级酒店评定工作全国推广，共评定星级酒店 852 座/占全行业 40%，星级酒店成为酒店行业的主体，但随着 1993 年起国有企业改制推进，全社会进入了转型的阵痛期，经济发展受阻，酒店行业需求增长缓慢，而星级酒店因为规模大、成本高遭受冲击相对较高，于是行业开始思考能否抛弃掉一部分使用频率较低的服务设施仅保留最核心的住宿相关功能设施即推出有限服务酒店降低成本，因此 1997 年 2 月锦江集团推出了国内第一家经济型酒店“锦江之星”，我国经济型酒店开始发展起来。

历经数十年发展，经济型酒店逐步发展成国内主流，国内龙头酒店集团均创始于该阶

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

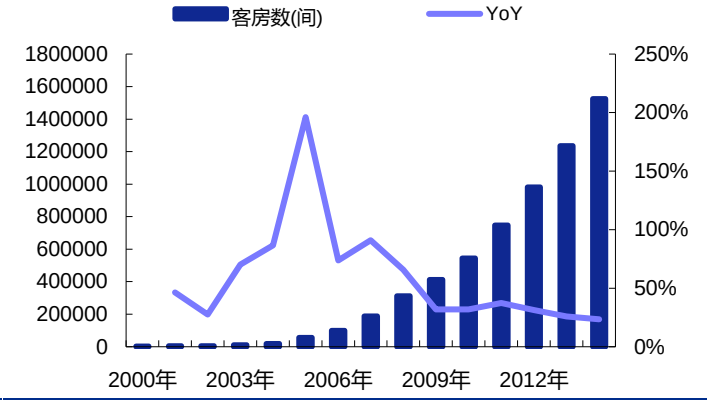
段。经济型酒店因其易于为大众接受的价格、整洁齐全的客房设施、相对高端酒店的投资建设，一经出现就受到顾客和酒店业主的喜爱，2000 年我国经济型酒店仅有 23 家，客房数约为 3239 间，到 2014 年底已有经济型酒店 16375 家，客房数多达 152.55 万间，14 年间酒店数和客房数 CAGR 分别为 59.86%和 55.21%，其中仅 2005 年单年我国经济型酒店数量和客房数同比翻番。在这一轮经济型酒店投资建设潮中涌现了许多知名品牌，如汉庭酒店（2005 年）、桔子酒店（2006 年）、莫泰 168（2002 年）、7 天酒店（2005 年）、如家酒店（2002 年）等，此后这些酒店品牌历经并购、扩张、整合，逐渐形成了如今锦江酒店、华住集团、首旅如家三足鼎立的局面。

图 21：2000-2014 年中国经济型酒店数量变化



资料来源：Wind、安信证券研究中心

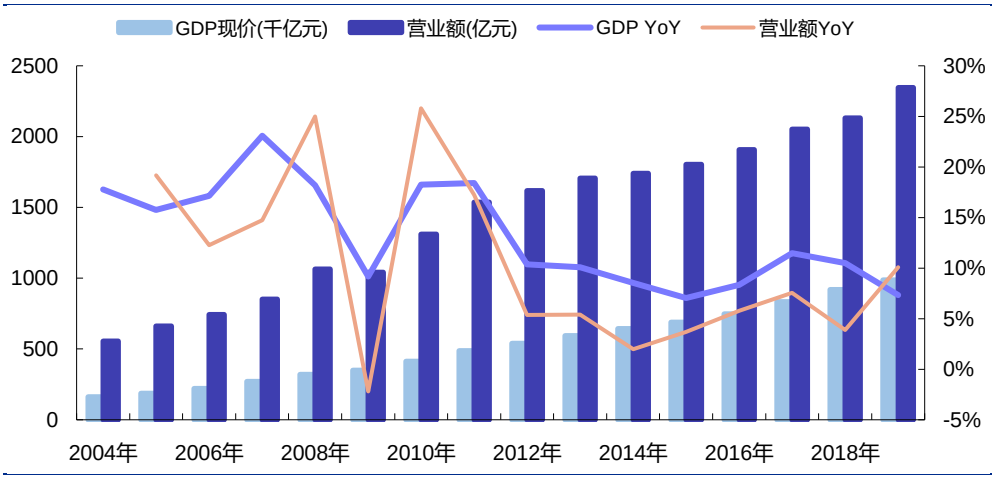
图 22：2000-2014 年中国经济型酒店客房数变化



资料来源：Wind、安信证券研究中心

经济型酒店供给趋稳，国内酒店业需走向平衡，酒店经营表现与宏观经济呈现较为明显的相关性。2008 年以前国内酒店行业处于粗放式扩张阶段，国内酒店业经营表现与宏观经济的相关性存在一定的滞后性。但在 2009 年以后随着我国酒店供给增速逐步放缓，酒店业供需关系逐步走向更为平衡健康的状态，从而我国酒店业与宏观经济走势的相关性更为明显。

图 23：2004 年以来我国酒店行业营业额增速与 GDP 增速基本同步



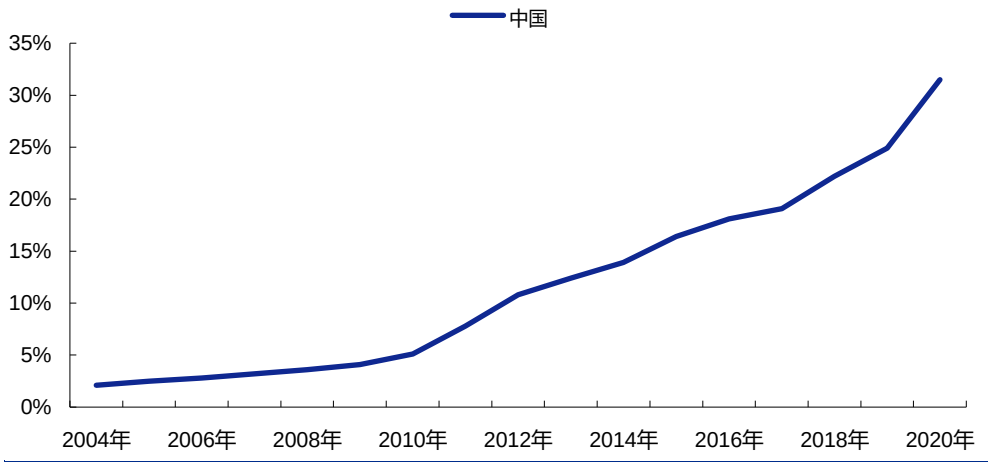
资料来源：国家统计局、安信证券研究中心

借力经济型酒店发展之势，酒店集团通过收并购扩规模，带动我国酒店业连锁化率快速提升。经济型酒店易于标准化，在扩张的征途中也推动了中国酒店业连锁化进程，2004 年中国酒店连锁化率仅为 2.10%，截至 2020 年中国酒店连锁化率已攀升至 31.50%。整体我国经济型酒店发展历程大致分为两个阶段：1）第一阶段，攻城略地：

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

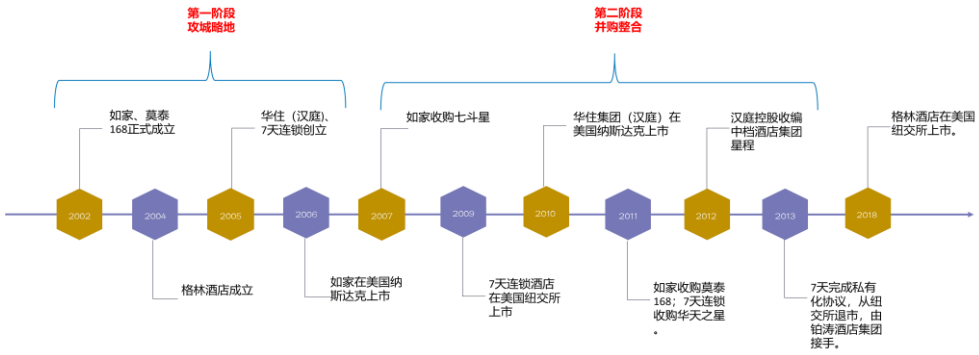
21 世纪初，经济型酒店品牌相继成立。2002 年，如家和莫泰 168 正式成立；2004 年，格林酒店成立；2005 年，华住（汉庭）和 7 天连锁创立；2）第二阶段，并购整合：各经济型酒店品牌飞速发展扩张，增加门店覆盖率以形成规模效应，随后品牌上市、并购等资本动作不断。2006 年，如家在美国纳斯达克上市，2007 年收购七斗星 100%股权，2011 年收购莫泰 168 全部股权。2009 年，7 天连锁酒店在美国纽交所上市，2011 年收购华天之星。2013 年，7 天完成私有化协议，从纽交所退市，由铂涛酒店集团接手。2010 年，华住集团（汉庭）在美国纳斯达克上市，2012 年汉庭收编国内最大的中档酒店集团星程。锦江 2010 年收购 IHR50%股权，2013 年收购时尚之旅全部股权，2015-2016 年陆续收购法国卢浮、铂涛、维也纳。2018 年，格林在美国纽交所上市。

图 24：2004-2020 年我国酒店行业连锁化率快速提升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 25：我国经济型酒店发展历经两个阶段规模扩张



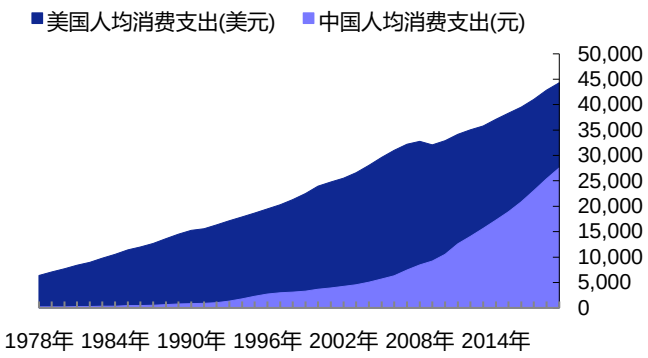
资料来源：安信证券研究中心

我国酒店行业在同阶段的发展速度远高于美国，未来发展空间大。2004 年我国住宿业客房收入营业额为 554.70 亿元，到 2019 年营业额已达到 2345.63 亿元，15 年间 CAGR 达 10.09%。根据世界银行公布的 2019 年中美货币购买力平价转换因子 PPP 为 1.937，我国住宿业营收大约等值于 1210.96 亿美元，与 1998 年美国酒店业 1237.61 亿美元营收大致相当，我国酒店行业经过四十年发展与美国酒店行业差距已经由一个世纪缩小到二十年，发展的速度和质量均优于美国行业同一阶段的状况。2004 年我国住宿业客房收入营业额为 554.70 亿元，到 2019 年营业额已达到 2345.63 亿元/同比增长

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

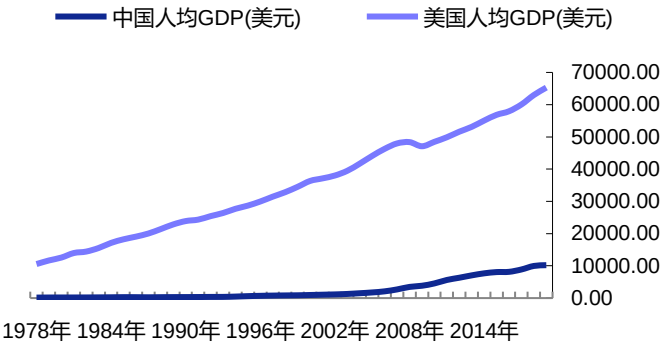
10.09%，15 年间 CAGR 达 10.09%。而中国目前的经济增长依旧乐观，中国居民未来的消费能力提升潜力较大，因此酒店行业未来增长空间依然广阔。2019 年中国 GDP 达到 98.65 万亿元人民币/同比增长 7.31%；居民可支配收入 3.07 万元/同比增长 8.9%。

图 26：1978-2019 年中美居民消费水平对比



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 27：截至 2019 年中国人均 GDP 仅为美国的 15.65%



资料来源：Wind、安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2. 国内酒店业发展方向：中高端结构升级+数字化转型并驾齐驱

2.1. 消费升级+供给端成本加成，品牌中高端化迎来结构性机会

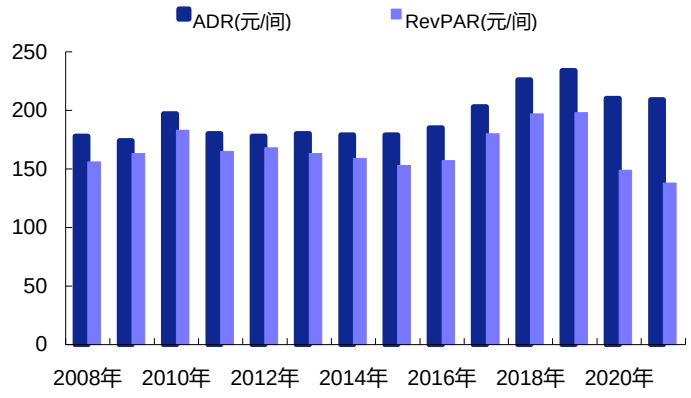
镜鉴美国，当前我国酒店业正处于中高端升级换档期，连锁化率在疫后有望进一步加速提升，中长期数字化转型以及高端化升级有望带来新的行业变化。在国内消费升级及酒店成本端上升趋势下，酒店行业通过向中高端再次品牌升级带动 ADR 新一轮上涨，辅以短期内需求端增长带来的 Occ 提升，有望实现 RevPAR 的持续提高。1）中短期，中国酒店行业在未来将持续存量整合、中高端升级的趋势，通过 ADR 提升拉动 RevPAR 增长，带动行业向哑铃结构转型，同时头部公司在这一阶段有望依靠自身再运营、技术、资本的优势不断扩大市场份额，加速推进连锁化率提升。2）此外在整合存量，加速规模化扩张的同时，头部酒管集团还有望通过数字化建设帮助公司降本提效。中长期高端酒店升级布局也将逐步启动。

我们将中高端酒店定义为平均房价 400-700 元，主要开业在一二线或旅游城市，向住客提供有限服务或全服务，整体装修、客房设施档次较高的酒店，中高端酒店的环境及客房设施主要对标我国星级酒店评价标准中的四星级酒店，但是与全服务的星级酒店不同，囊括了有限服务酒店、精品酒店、独立民宿等更大范围的住宿业设施，主要聚焦于酒店大堂、客房设施及服务等酒店核心要素，对游泳池、舞厅、健身房等非核心设施不做强制要求。

2.1.1. 经济型&中高端结构调整进行时，疫后中高端加速有望推升连锁化率

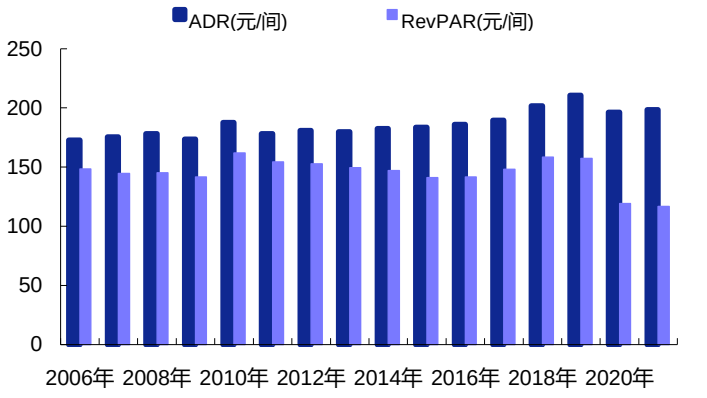
2015/16 年前后头部酒店集团纷纷开始布局中档酒店市场，中档升级有效带动 ADR 提升从而提振 RevPAR。2013-2019 年行业先后经历了短期停滞和存量整合期，受需求端停滞和竞争加剧影响，在此期间行业内兴起第一次升级，头部公司均由传统经济型酒店转向“经济型+&中档酒店”的品牌格局。回顾华住、锦江、首旅如家近年来的门店指标，可以看出 2012-2019 年间行业整体供过于求的状况导致头部酒店集团入住率基本处于震荡走弱趋势，但是我们观察到三家品牌从 2016 年起 ADR 均开始提高并成为单店 RevPAR 增长的主要因素，主要归功于三家酒店集团均于这一时期推出了中档品牌，如华住旗下全季、桔子酒店品牌，锦江旗下锦江都城、维也纳酒店品牌，首旅如家旗下如家精选、和颐、云上四季品牌等。

图 28：2008-2019 年华住旗下酒店经营指标



资料来源：华住历年财报、安信证券研究中心

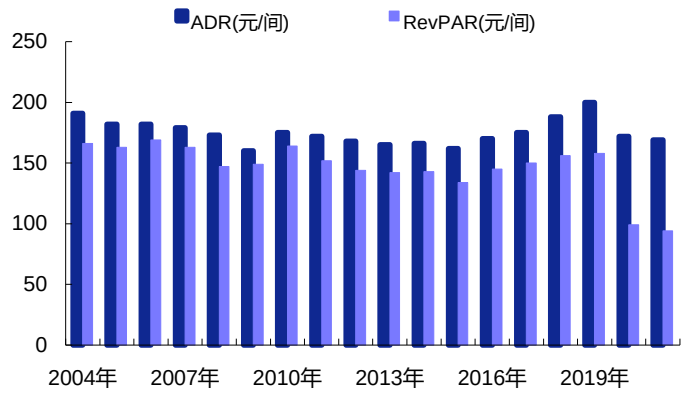
图 29：2006-2019 年锦江旗下酒店经营指标



资料来源：锦江历年财报、安信证券研究中心

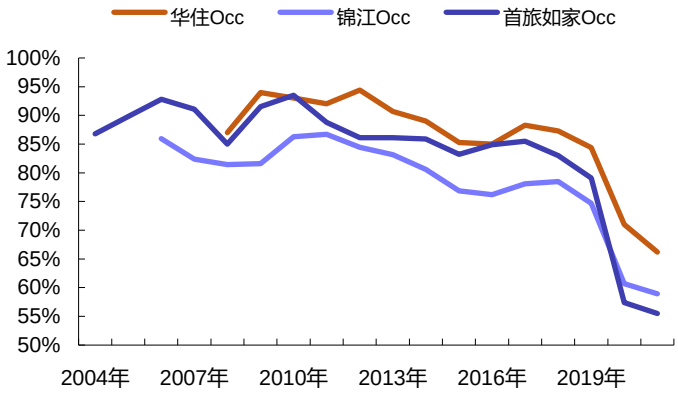
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 30：2004-2019 年首旅如家旗下酒店经营指标



资料来源：首旅如家历年财报、安信证券研究中心

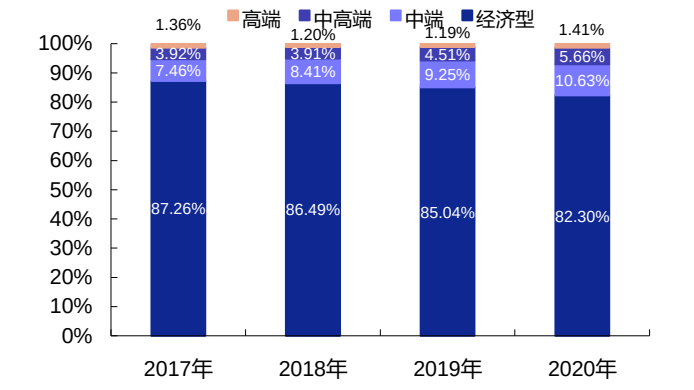
图 31：华住、首旅、锦江近年来入住率对比



资料来源：公司历年财报、安信证券研究中心

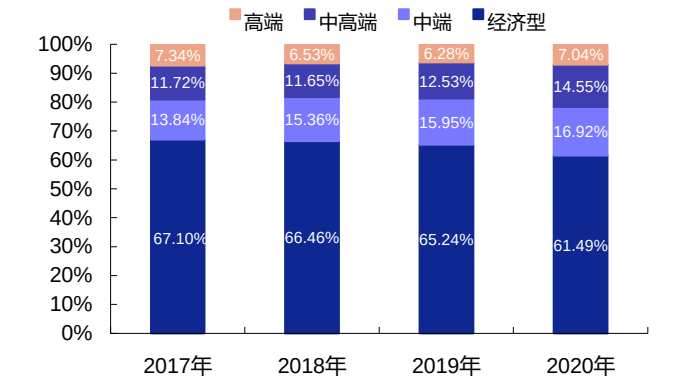
经济酒店占比持续下行，中高端酒店占比加速提升。随着居民收入水平和消费能力的逐年提高，近年来我国酒店行业的供给结构也已经开始转变，以酒店数量为统计口径计算，2017 年我国经济型/中端/中高端/高端占比分别为 87.26%/7.46%/3.92%/1.36%，到 2020 年已经转变为 82.30%/10.63%/5.66%/1.41%，经济型酒店供给量在不断减少，行业内中端和中高端酒店逐渐兴盛。

图 32：以酒店数量计算的我国各档次酒店供给量变化



资料来源：盈蝶咨询、安信证券研究中心

图 33：以酒店房间数计算的我国各档次酒店供给量变化



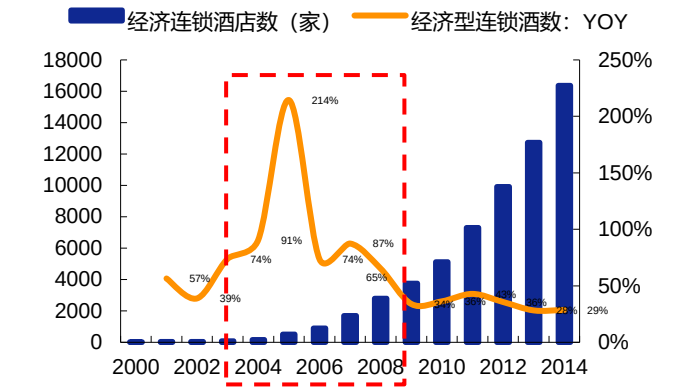
资料来源：盈蝶咨询、安信证券研究中心

参考非典后经济型酒店加速经验，本次疫情有望加速国内酒店中高端升级结构性转变。以非典疫情前后经验为例，非典以后 2003 年-2008 年近 6 年时间，经济型酒店加速扩张，年增速一直保持在 65%以上，2005 年经济型酒店增速高达 214%。本次新冠疫情爆发之时也正值国内酒店中高端升级换档之时，预计在未来 5~8 年时间，中高端升级将加速，国内酒店业结构有望加速转变。

参考经济型酒店发展黄金十年推动我国酒店业连锁化率大提升，本次中高端升级同样有望再次加速连锁化率提升进程。中档酒店连锁化率低，根据 Frost Sullivan 的数据，截至 2019 年底，我国经济型、中档、高档酒店的连锁化渗透率分别为 25.2%、16%以及 76.9%，中档酒店渗透率最低，中档连锁酒店的渗透潜能高。

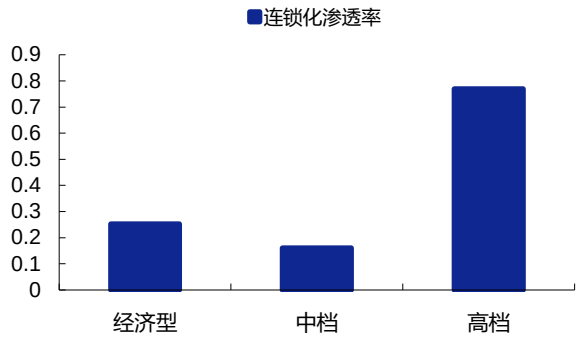
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 34：非典疫情后经济型连锁酒店增长近 10 倍



资料来源：华住港股招股说明书、安信证券研究中心

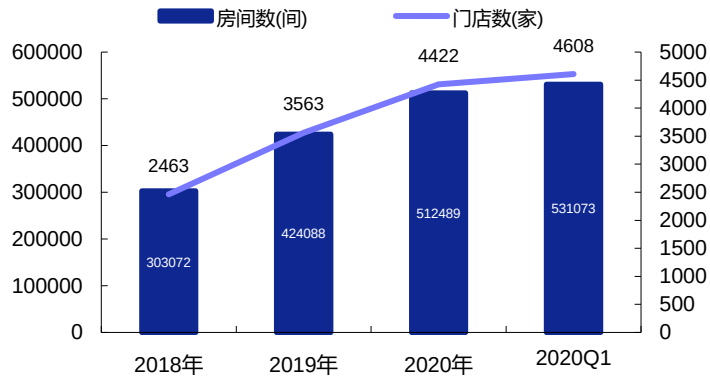
图 35：中档酒店连锁化提升空间大



资料来源：STR Global、安信证券研究中心

掘金中高端升级黄金时代，品牌竞争愈演愈烈。根据中国饭店业协会发布的数据，以房间数为统计口径，2020 年中国经济型/中端/中高端/高端酒店占比分别为 61.49%/16.92%/14.55%/7.04%，行业结构呈金字塔形，这也与我国目前人口收入结构相符合。但随着我国中产以上人群数量和比例均不断扩大，我国酒店行业预期未来亦将转变为类似欧美国家成熟酒店行业结构的橄榄形，即低端：中端：高端比例约为 3：5：2，这意味着经济型领域可能发展停滞甚至出现萎缩，而中高端领域则扔有较大拓展空间。行业龙头如华住、锦江和首旅集团近年来中高端品牌的布局如火如荼；新兴的专注中高端品牌如开元、亚朵、东呈等的市场认可度也不断提高，说明行业自身客观上也已经具备向中高端发力的基础条件。

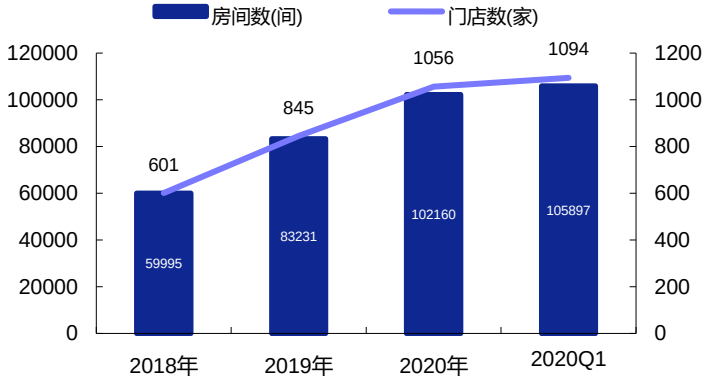
图 36：锦江酒店中端品牌供给不断丰富



注：该数据包含了中端和高端品牌数据

资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 37：首旅中端品牌房间数 2018-20 年 CAGR 达 32.55%

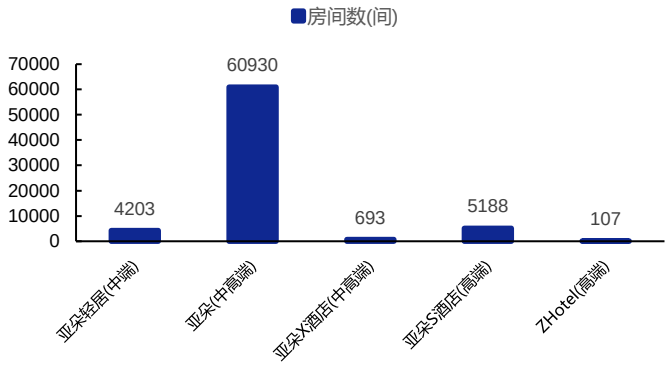


注：该数据为财报里中端数据剔除包含的高端品牌和云酒店

资料来源：公司财报、安信证券研究中心

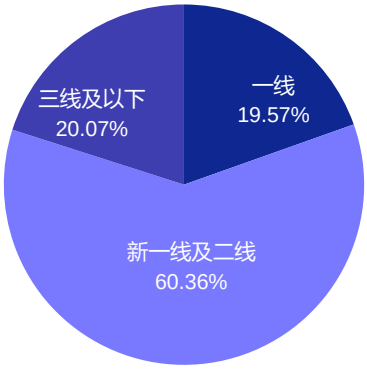
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 38：亚朵已成为国内中高端酒店品牌龙头



资料来源：弗若斯特沙利文、招股说明书、安信证券研究中心

图 39：亚朵在不同维度城市布局（以酒店数为口径）



资料来源：弗若斯特沙利文、招股说明书、安信证券研究中心

三大酒店集团获资本市场工具加持加速中高端升级改造。2020 年 9 月华住赴港二次上市，使用募集资金将加速推进公司旗下存量酒店升级以及新店扩张；同期锦江发布定增公告，计划募资用于酒店装修升级；2021 年 5 月首旅酒店紧随其后，发布定增公告，同样计划加速扩张以及现有酒店装修升级。国内三大酒店集团纷纷利用资本市场工具加速升级转型，同时专注经营中高端酒店的亚朵酒店、君亭酒店也拟上市加速发展，进一步验证当下中高端升级势头正旺。

表 3：三大酒店集团获资金加持加大中高端升级布局

	首次公告时间	内容
锦江酒店	2020 年 9 月 3 日	定增融资，拟使用 35 亿元用于酒店装修升级，拟对锦江系列部分酒店装修升级为郁锦香、康铂、凯里亚德、锦江都城、丽芮、丽怡、丽亭、丽柏、欧暇•地中海、维也纳系列等中端品牌以及白玉兰等经济型品牌
首旅酒店	2021 年 6 月 22 日	定增募资，拟使用 21 亿元（总投资 24.66 亿元）进行酒店扩张及装修升级项目
华住集团	2020 年 9 月 11 日	赴港二次上市，拟使用上市募得资金中约 24 亿元用于新开店和现有酒店升级维护

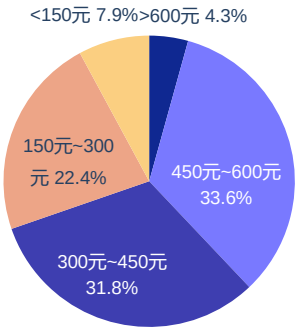
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.1.2. 需求端：收入增长，差旅标准提高带动中高端酒店需求增长

出差&旅游住宿需求中，中高端酒店占比日益提升，成为住宿首选。据 Analysys 易观发布的《中国在线旅游预订市场发展图鉴 2019》显示，在 2018 年中国各类型酒店的市场交易规模占比的数据中，中高端酒店交易规模占据了将近 70%；此外根据携程发布的《2020-2021 中国商旅管理市场白皮书》中档酒店是当前商旅人士的首选，2019 年中档酒店偏好占比达 54.83%，2020 年占比进一步提升至 58.16%。

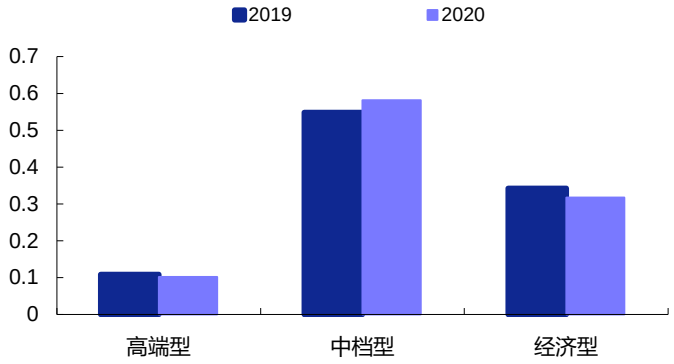
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 40：2018 年在线预订中高端酒店交易规模占比近 70%



资料来源：易观分析，安信证券研究中心

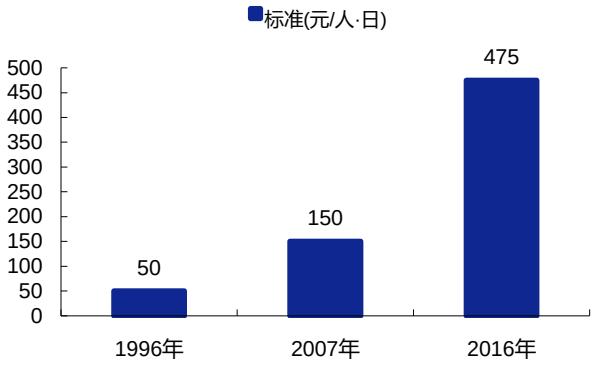
图 41：商旅人士对高端、中档、经济型酒店预定偏好情况



资料来源：携程商旅，安信证券研究中心

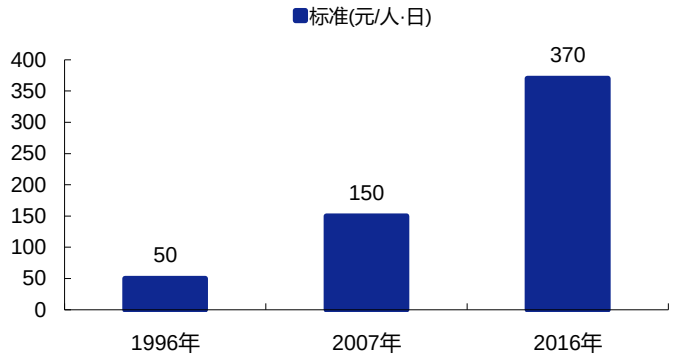
原因一、差旅标准提高，中高端酒店成为可选项。我国整体差旅住宿标准随着经济发展不断提升客观上使得商旅住宿的消费能力从过去廉价的经济型酒店提升至中端乃至中高端酒店。以中央机关普通职员差旅标准为例，根据 2016 年起实行的中央和国家机关工作人员赴地方差旅住宿标准，赴一线城市的差旅住宿平均标准约为 475 元/人·天，赴二线城市的差旅住宿平均标准约为 370 元/人·天，而司局级、部级人员对应标准更高，随着差旅住宿标准的提高，国内中高端酒店成为越来越多人的差旅住宿选择。根据携程对企业差旅负责人调研的数据，同样可以发现一二线城市酒店差旅标准主要集中在 300-500 元以及 500-1000 元档次，进一步论证差旅住宿中中档酒店的接受程度日渐提高。

图 42：中央机关普通职员赴一线城市差旅住宿标准变化



资料来源：财政部、安信证券研究中心

图 43：中央机关普通职员赴二线城市差旅住宿标准变化



资料来源：财政部、安信证券研究中心

图 44：一二线城市差旅人均预定标准

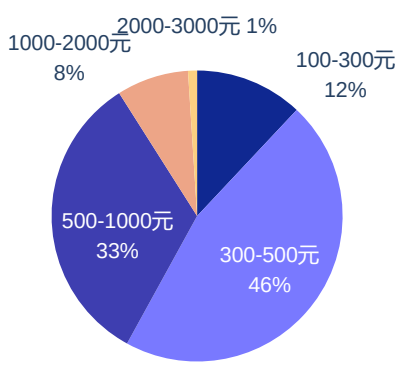
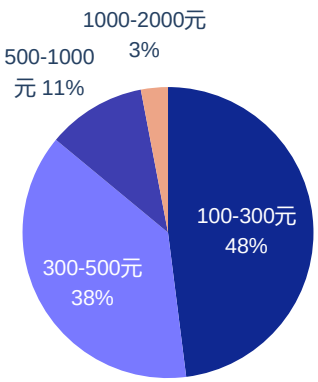


图 45：三四线城市差旅人均预定标准



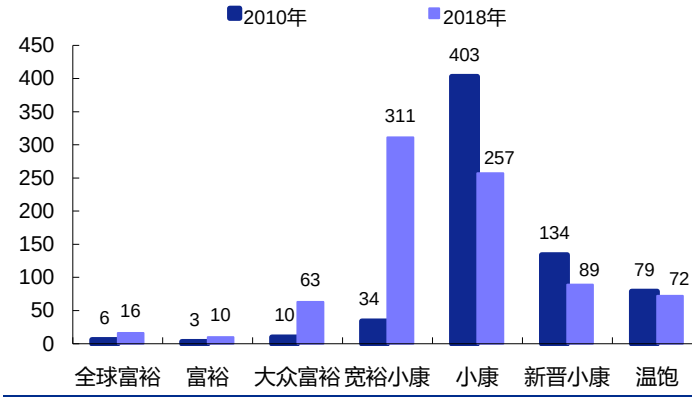
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

资料来源：携程商旅，安信证券研究中心

资料来源：携程商旅，安信证券研究中心

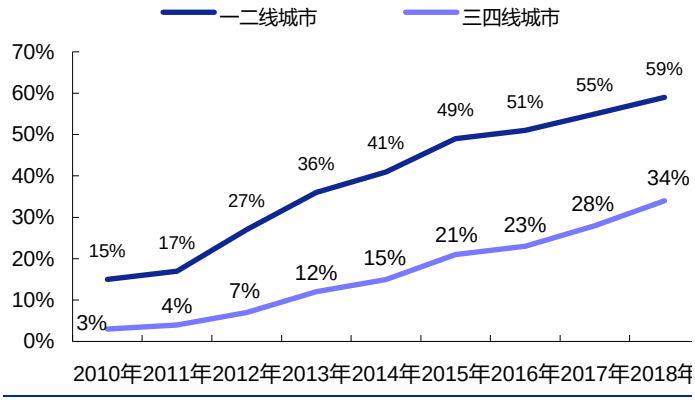
原因二、人口收入结构变化，中产阶级群体持续扩大，对消费品和服务质量的要求提高。居民收入水平的结构同样会深刻影响当地对不同层次酒店的需求，中产阶级在总人口中所占比重在一定程度上也反映出中高端酒店的潜在消费市场空间的大小。根据麦肯锡 2019 年发布的《中国消费者调查报告》，我国城镇人口中达到中产阶级及以上收入水平的人口从 2010 年的 7.92%上升到 2018 年的 48.90%，不同收入阶层的居民结构已经从金字塔形逐渐转变为橄榄球形，开始向发达国家靠拢。此外，三四线城市受益于经济增长生活水平也在不断提高，近八年中产家庭数量年均复合增速达 38%，较城镇中产家庭数量 CAGR 高出 15pct，未来三四线城市的消费升级空间同样可期。因此从下游的顾客需求端来看，我国酒店行业的中高端升级条件成熟。根据穷游网发布的《2021 年五一旅游趋势预测报告》显示，2020 年五一假期期间亲子游在国内的单次旅行消费较 2019 年提高了 37.8%，居民旅游支出加大反应了对旅游品质的追求有所提高。预订酒店方面，52.3%的旅行者酒店夜间价超过 1000 元，反应了追求高品质旅行体验的游客对于住宿同样要求较高。

图 46：我国城镇人口中产阶级占比已增至近一半（百万人）



资料来源：麦肯锡全球研究院、世界银行、安信证券研究中心

图 47：低线城市中产家庭比例达到高线城市五年前水平



资料来源：麦肯锡全球研究院、安信证券研究中心

表 4：2020 年五一出行酒店夜间价花费情况

	占比
500 元/晚以下	16.3%
500-1000 元/晚	31.4%
1000-2000 元/晚	38.9%
2000 元/晚以上	13.4%

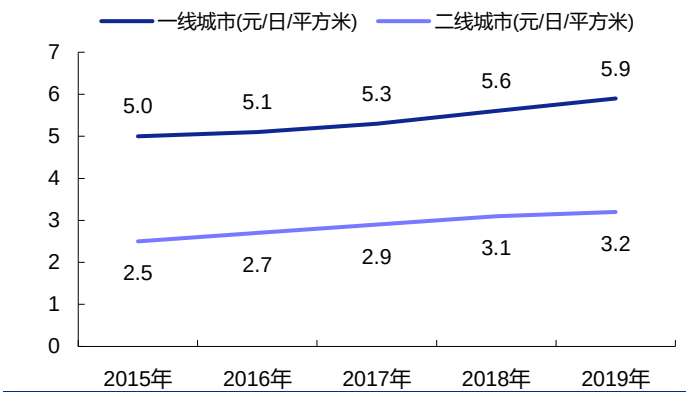
资料来源：穷游网，安信证券研究中心

2.1.3. 供给端：酒店行业物业租约迎来到期潮，成本上涨倒推产品升级提价

成本端上升倒推存量酒店中高端升级改造。1）物业成本：酒店的物业租约多为 8-10 年期，根据国家统计局数据，我国限额以上住宿业企业法人数 2013 年为 18437 家/同比增长 7.76%，2014 年增速则降低至 2.37%，此后至 2018 年均维持 3%以下的低增长，并且前文提到的中国经济型酒店及客房数也是从 2013 年以后增速开始下降至 30%以下，考虑到酒店的建设周期，我们认为上一轮酒店投资建设潮的末端大约是 2010-2012 年。考虑到酒店的物业租约多为 8-10 年期，因而 2020-2022 年酒店行业或将迎来一轮物业到期潮，续约租金较此前租约预计会有较大涨幅，当下或成为中高端酒店数量高增期。2）人力、耗能及其他成本上涨：根据中国饭店杂志社、中国社会科学院旅游研究中心、北京大学中国职业研究所联合发布的《中国饭店业薪酬调研报

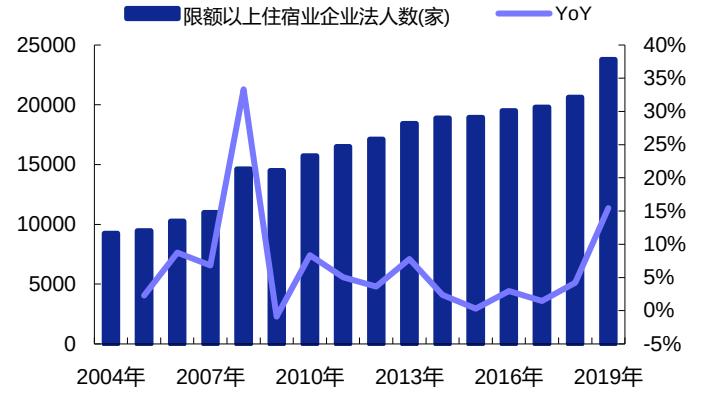
告》数据，酒店一线员工领班的平均薪资从 2007 年的 1560 元/月上涨至 2020 年的 6048 元/月，CAGR 约为 11.95%；同期全国平均销售电价从 0.509 元增长至 0.611 元，CAGR 约为 1.54%。门店运营成本上涨倒推酒店提高房价，ADR 提升后必然要向顾客提供更高质量的产品和服务以保持入住率，从而维持 RevPAR 的良好增长。

图 48：一二线城市商业物业租金持续上涨



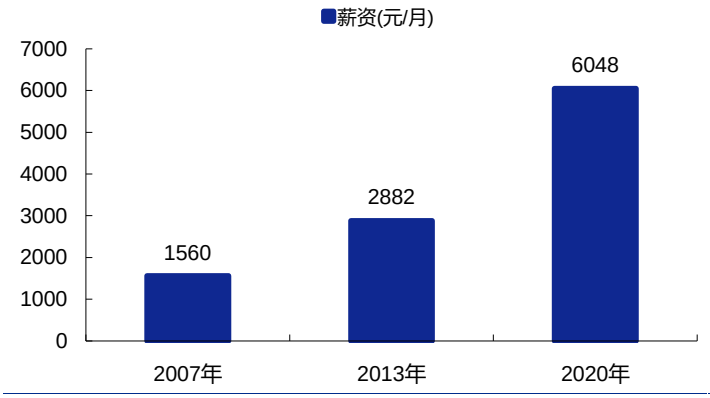
资料来源：华住港股招股说明书、安信证券研究中心

图 49：2012-2014 年起我国住宿业法人增速开始减缓



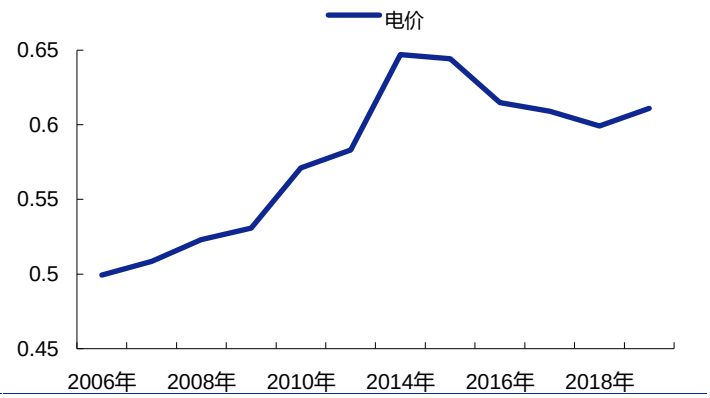
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 50：酒店员工成本不断上涨（以门店员工领班薪资为例）



资料来源：《中国饭店业薪酬调研报告》、《2019-2020 年中国酒店业人才发展白皮书》、安信证券研究中心

图 51：全国平均销售电价变化（单位：元/千瓦时）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.2. 疫情推动无接触化服务普及，数字化成为酒店降本增效新推进器

2.2.1. 当谈到酒店数字化转型时，我们在说什么

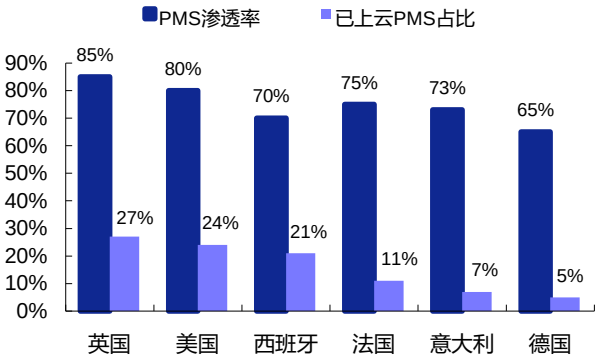
数字化是将酒店经营中涉及到的不同流程逐渐标签化和线上化的一个过程。由于我国酒店数字化转型尚在起步阶段，行业内关于酒店数字化的策略和构成众说纷纭，我们经过对不同企业的数字化转型措施和思想进行理解和分析，认为酒店行业的数字化是一个将酒店经营中涉及到的不同流程逐渐标签化和线上化的一个过程，其目的在于使酒店经营和管理更顺畅、效率得以提升。目前我国酒店业基本都引进了酒店管理平台，初步完成了无纸化运营，但是云端连接的 PMS 系统占比仍然较低。根据华经产业研究院的数据，截至 2017 年发达国家酒店业 PMS 渗透率大都在 7-8 成，但是云 PMS 占比只有 2-3 成，考虑到我国酒店业发展较成熟国家还存在差距，云端 PMS 占比预测会更低。

酒店的数字化转型则是指利用现代数字技术和智能设施，将酒店经营管理过程中的各环节在线化，并为数字化的服务对象（包括酒店自身和顾客）输出可视化的结果。数字化转型实质上是一个酒店经营理念的重要转变，将酒店管理从运营导向转变为顾客

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

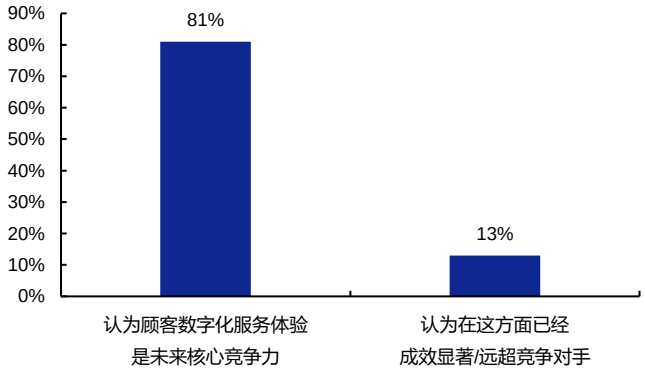
需求导向。通过对酒店门店的产品和服务、员工的管理乃至对背后的酒店管理集团的组织结构、管理体系进行数字化重构，实现从集团到门店的运营均以客户需求和体验为中心，以不断为客户创造价值从而实现价值提升和经营业绩优化。根据 Dimension Data 的调研数据，酒店业认为顾客数字化服务体验将成为未来核心竞争力的经营者占比达 81%，但是认为自身在这方面成效卓著或远超竞争对手的经营者占比仅为 13%，酒店业数字化转型未来需以顾客体验为导向，不断优化自身通过数字化手段服务顾客的能力。

图 52：2017 年各国酒店业云 PMS 占 PMS 的比例



资料来源：华经产业研究院、安信证券研究中心

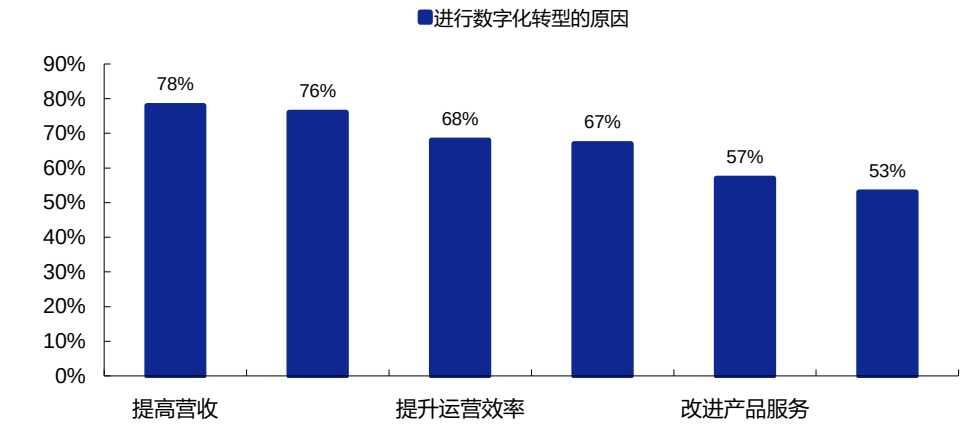
图 53：酒店业关于数字化对改善住客体验的看法问卷调研



资料来源：Dimension Data、石基信息、安信证券研究中心

酒店业希望以数字化转型为契机多维度改善行业经营现状，优化顾客体验+提升经营效率，打造长期竞争力。当前酒店行业已经逐渐开始打破过去对于数字化的陈旧认知，意识到数字化转型会从多维度优化甚至颠覆企业经营的各个流程。酒店行业在过去数年的存量整合期内多以价格竞争的方式保持入住率，不仅企业营业收入受到负面影响，顾客忠诚度和市场竞争力也非常有限，因而酒店业迫切希望通过数字化转型为自身提高营收和运营效率、优化产品服务和客户体验、改善营销策略以及保持竞争力，根据环球旅讯和工匠一课联合发布的《2021 中国酒店业数字化成熟度调研》中可以看出，提高营业收入和保持市场竞争力成为酒店企业进行数字化转型的最重要驱动力。

图 54：酒店数字化转型的主要驱动力



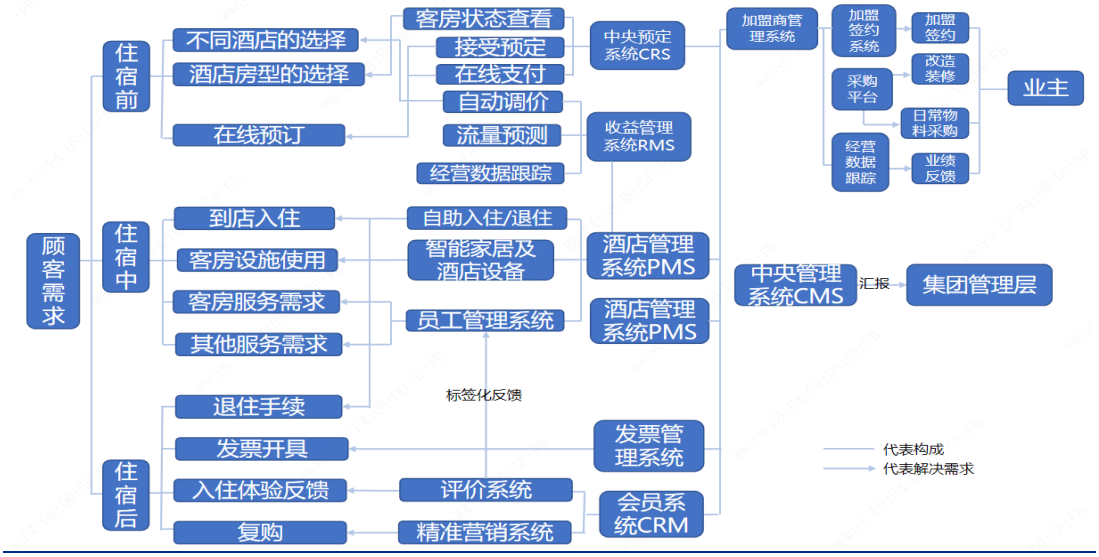
资料来源：环球旅讯、工匠一课、安信证券研究中心

数字化建设以顾客需求为导向，建立贯穿酒店集团全流程的管理平台。以下是我们整理构建的酒店行业数字化的思维导图，首先需要明确的是酒店行业的数字化并非仅仅是开发一个 IT 系统、引入一些智能设备就可以实现的，它是从组织到业务、标准到流

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

程、产品到服务的重新定义和升级。升级的指路灯是顾客的需求，因而酒店行业的数字化建设和转型都必须紧紧围绕客户需求进行。按住宿状态划分，顾客对酒店产品的需求主要分为三种：1）住宿前需求。顾客在入住酒店前的关注点主要聚焦于不同酒店的选择（地理位置、周边配套设施、酒店档次、服务项目等）、酒店客房的选择（不同房型价格、客房内设施、客房环境等）和在线预订下单；2）住宿中需求。在完成下单后，顾客对于酒店的需求主要是到店办理入住、使用客房设备（电器、一次性用品等）、呼叫客房服务（物料补充、餐饮、客房打扫等）以及其他服务需求（周边导游、代驾泊车、购物等）；3）住宿后需求。顾客结束住宿后与酒店的互动集中于办理退住手续、开具发票、反馈入住体验和后续复购等方面。酒店的数字化转型建设也是针对解决客户这些需求而建立的。

图 55：以顾客需求为出发点，终端设备和平台为触点，提高酒店经营效率为落脚点，构建酒店数字化系统网络



资料来源：安信证券研究中心

中央管理系统为干，分店管理系统为枝，智能终端为叶触达顾客。酒店行业的数字化转型建设以中央管理系统 CMS 为主干，向酒管集团管理层提供经营决策的数据支撑，CMS 下主要分为收益管理系统 RMS、中央预订系统 CRS、各分店管理系统 PMS、发票管理系统、会员系统 CRM 和加盟商管理系统六大平台，针对性地解决顾客和业主在各环节所需的服务。

1）中央预定系统 CRS。主要功能分为三个模块：①客房状态查看，通过连接客房感应设备实时查看房间温湿度、清洁状态及设备完好情况等，解决顾客酒店房型选择的服务需求；②接受订单，通过 CRS 接收来自直销 APP、小程序、OTA、官网、门店散客等渠道的客户预定并将订单信息传递给对应酒店；③在线支付，CRS 与支付平台接口打通，实现在线支付、优惠券/会员积分抵扣，解决顾客无现金化预定和结算需求。

2）各分店酒店管理系统 PMS。PMS 是酒店数字化系统中具体功能模块最繁杂的部分，涉及到酒店门店日常运营的各个流程。主要分为四个模块：①收益管理系统 RMS：RMS 下有三项具体功能，一是流量预测，帮助酒店经营者提前做好预算规划工作，合理安排酒店资源；二是一键调价功能，在抓取分析周边竞品价格和预定量之后对酒店产品进行实时价格调整并全网更新，这其中需要应用大数据、AI、可视化技术，解决了顾客在不同酒店间选择的需求；三是经营数据跟踪，对每日经营数据形成经营报表供管理者和业主进行参考。②自助入住/退住系统：采用人脸识别、证件读取技术，使顾客能够通过智能终端设备自行办理入住/退住手续，减少排队等候时间，解决顾客到

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

店入住和离店退住的手续问题；③智能家居及酒店智能设施：酒店客房内引入智能家电设备（空调、电视/投影仪、灯光等），顾客可以通过酒店 APP 一体遥控，酒店的客房机器人在接到顾客物料补充需求后，也可以自助送货，实现无接触服务，整体解决顾客客房设施使用的需求；④员工管理系统：PMS 在接收到顾客提出的需求之后，会传递给对应部门（前台、客房管理、餐饮、代驾泊车、周边向导、零售购物等），以工单形式发布，员工完成工单后计入管理系统中的工作量，顾客的客房服务和其他服务需求也得到满足。

3）发票管理系统。顾客在办理完自助退住手续后，可以通过发票管理系统自助下载/打印发票，用于行程报销，解决顾客开具发票的需求。

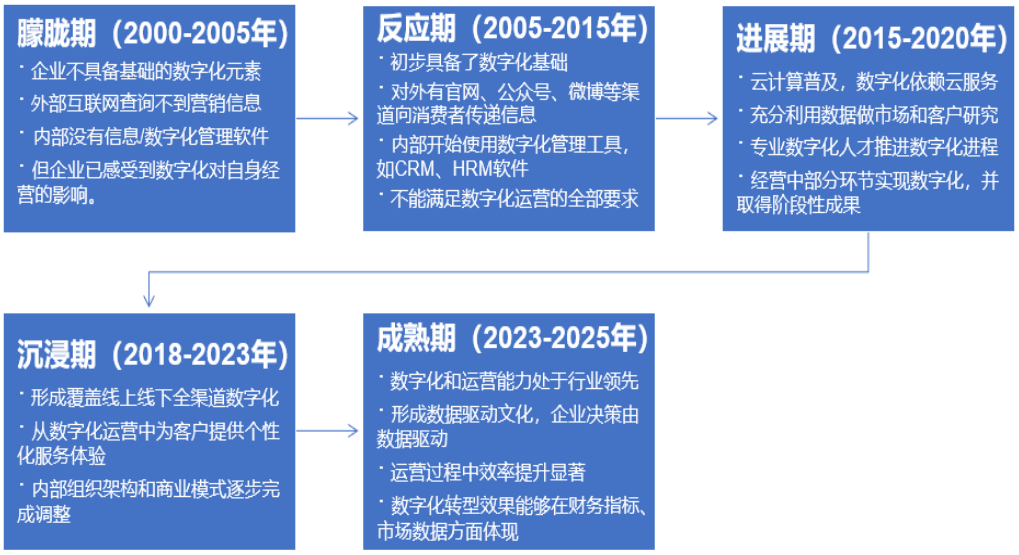
4）会员管理系统 CRM。CRM 主要分为两个模块：①评价系统：顾客在完成住宿后可对入住体验进行评价，甚至可以细化到对每项具体服务内容（员工效率、房间卫生、设施使用、餐饮口味等）进行点评，评价方式包括但不限与量化评分和文字评价。定性与定量相结合的评价系统能够将评价内容标签化和量化后反馈到员工管理系统，帮助酒店更好地了解每一名员工的工作能力和状态，解决了顾客反馈入住体验的需求；②营销平台：背靠酒店集团的庞大会员量，可以根据会员信息、过往的购买历史、评价记录等大数据对顾客进行用户画像，在通过 APP、公众号、手机短信等渠道对顾客进行精准营销，以特色产品推送、发放优惠券的形式激活沉睡会员、吸引顾客复购，解决顾客未来潜在的复购需求。

5）加盟商管理系统。加盟商管理系统是针对酒店业主在酒店经营中的需求，主要分为三个模块：①加盟签约平台：开发团队在和酒店业主确定加盟方式（标准品牌、软品牌）、具体加盟品牌、酒管服务内容和管理标准、收费项目和标准、签约期后可以通过签约平台签定协议并备案，明确双方的权利和义务，解决业主的加盟需求；②联合采购平台：酒店集团发挥旗下众多酒店的规模化优势，建立供应链平台，挑选产品质量和价格符合标准的供应商，并以集团名义集中采购，达到产品标准化和降低采购成本的效果，解决业主在加盟之初酒店初次装修/改造升级和开业后日常物料耗材的采购需求；③对接 PMS 下收益管理系统中的经营数据跟踪模块：业主也需要对酒店的经营状况变化有动态了解，以便发挥业主的能动性，帮助酒店经营业绩提升，也解决了业主了解酒店经营管理状况的需求。

2.2.2. 数字化转型五阶段：整体酒店业仍处反应期，龙头企业已向沉浸期进发

按照数字化转型为企业带来的价值，可以将数字化转型主要分为朦胧期、反应期、进展期、沉浸期、成熟期 5 个阶段。1）朦胧期（2000-2005 年）：这一阶段企业内部没有使用任何数字化管理软件，外部也没有数字化渠道对客营销，但是管理层已经逐渐觉醒，意识到数字化对企业未来经营具有重大意义。1983 年杭州饭店引入第一套酒店信息管理软件，1995-1997 年北京泰能和杭州西软开发出基于 Windows 的国产酒店信息系统，但是由于成本高昂、功能有限导致行业接受度比较低，该时期绝大多数单体酒店和规模较小的连锁酒店仍然采用手工记录完成各项流程，但业内已有公司意识到酒管系统对经营效率的提升，寻求成本较低的 PMS 系统。

图 56：目前中国酒店业整体依然处于反应期，部分领军企业已初步迈入沉浸期

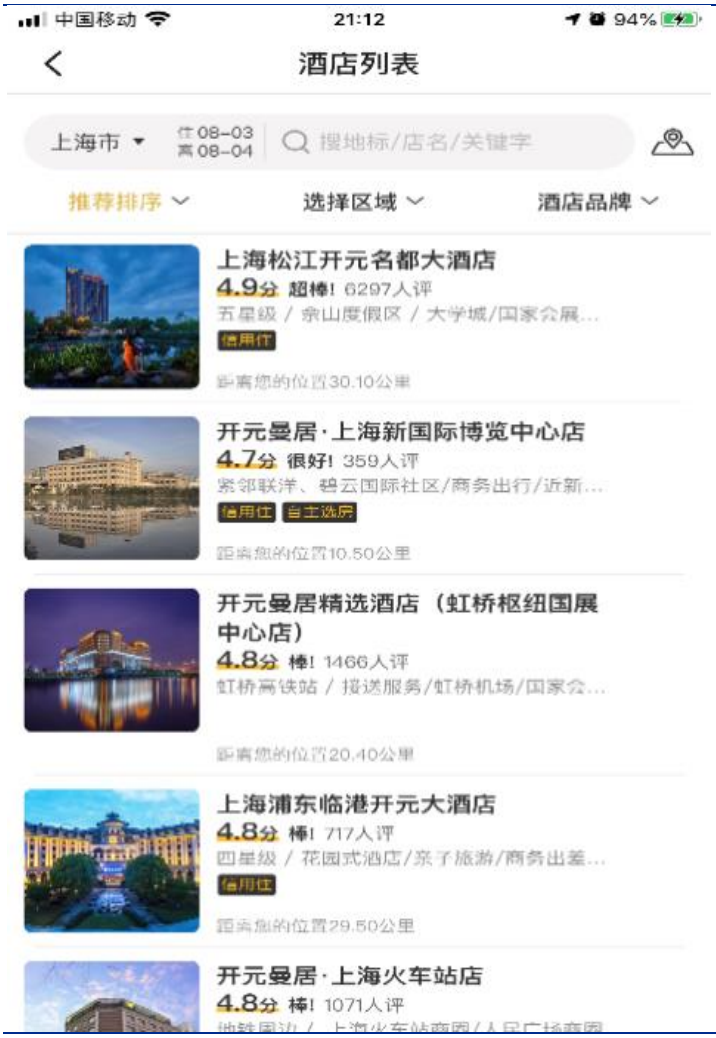


资料来源：Centric Digital、石基信息、安信证券研究中心

2）反应期（2005-2015 年）：数字化的意义在于挖掘客户信息价值，并应用于企业的经营过程和管理决策中，对于酒店行业的数字化转型来说，**首要任务是实现酒店经营和客户数据的在线化。**①酒店管理系统线上化阶段（2005-2010 年）：我国酒店行业的数据在线化起步主要是学习国际酒店集团的经营方式，采用酒店管理软件实现无纸化记账和工作流程记录，功能比较单一。从 2010 年起带有会员制功能、连锁品牌互联的酒店管理系统普及后，开始帮助酒店通过会员预售、充值加快回笼资金，连锁品牌下的不同酒店也通过使用统一的 PMS 软件得以标准化管理提高经营效率，经营数据的积累开始迅速加快；②运营流程&销售方式数字化阶段（2010-2015 年）：酒店内部开始引入数字化管理工具，主要表现形式为运营流程的数字化和销售方式的数字化。运营流程数字化主要包括 CRS 接收和传输订单、智能入住设备使用、酒店员工通过客房管理系统记录工作日志、酒店向顾客提供 Wi-Fi 服务，酒店集团内部数字化管理可以通过云计算完成；销售方式数字化主要指酒店通过公众号、小程序、自主开发的 APP 乃至与 OTA 平台合作，利用多种渠道向客户进行营销，并依靠自身的会员体系和客户关系维护提高直营渠道销售率和复购率。此时酒店数字化处于起步阶段，难以满足酒店运营中的全部要求。我国大多数酒店目前正处于反应期，在酒店日常运营中已经引进了 CRS、PMS 等系统帮助酒店实现在线预订和门店运营，也可以通过微信公众号和小程序发放优惠券刺激顾客预订，但这些数字化服务可能是自建也可能是从第三方购买，此外不同流程和环节的数据是割裂的，会造成数据孤岛。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 57：开元酒店 APP 预订界面



资料来源：开元商祺会 APP、安信证券研究中心

图 58：万达酒店可通过微信公众号预订客房



资料来源：万达酒店及度假村微信公众号、安信证券研究中心

3）进展期（2015-2020 年）：SaaS 等云计算平台不断普及，酒店数字化开始步入云端时代，酒店数字化转型迈入新阶段。受益于前期酒店数据在线化的积累和这一时期移动互联网的发展普及，酒店运营流程和顾客相关的数据经历前两个阶段已经积累沉淀，酒店能够更加充分利用数据，对市场和客户进行深入研究。该时期酒店集团开始配备专业的数字化人才来推进自身数字化转型进程，在专业团队推进下酒店经营的部分环节已实现数字化并取得阶段性成果。目前我国大型酒店集团基本均已达到该阶段，根据首旅如家 IT 总经理兼资深副总裁王波先生在 2020 年中国数字化年会上公布的数据，公司已成立信息技术部负责数字化转型的推进，目前公司开发的数字化管理系统已覆盖全国超过 4000 酒店，实现 85%日常工作在线完成，员工每日在线完成工作量约 3 万单。此举实质上是将早期积累的客户数据和运营数据通过数字化的设备和技术连接起来，提高服务效率以及降低酒店运营的成本。

4）沉浸期（2018-2023 年）：这一阶段酒店集团开始意识到数字化最重要的服务对象并非是公司的管理层而是酒店的住客，酒店的数字化转型是提高顾客的居住体验、为顾客创造价值，而不是过去的经营观念中仅仅为了酒店一方的降本增效。因此这一时期更多的智能家居开始被装配到客房中，酒店机器人开始参与到酒店的服务流程，酒店的 APP 中除了预定功能之外也加入了会员商城、餐饮零售、周边好玩等新功能。此时酒店集团应当已经组建较成熟的数字化转型团队，能够以业务和顾客需求为导向指导战略构建和运营落地。随着支持转型的职能、模式、系统和流程成型，公司将形成

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

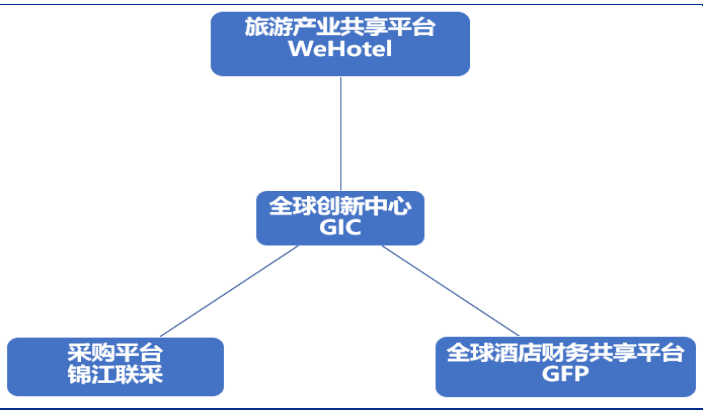
新的组织架构。原本向这一阶段的升级还要较长时间，但是 2020 年的疫情促使酒店的无接触化服务快速普及，相应的软件和硬件设备供应商也纷纷崛起，大大缩短了这一阶段所需要的积累时间。目前我国仅有头部酒店集团如华住、锦江等初步达到这一阶段并且还在探索新的组织架构中，例如锦江国际宣布成立锦江酒店中国区，以一中心三平台的战略加速整合公司架构，加快资源共享建设。

图 59：锦江 WeSmart 智能酒店通过 APP 控制空调灯光等



资料来源：锦江 WeHotel 官网、安信证券研究中心

图 60：锦江“一中心三平台”全球战略



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

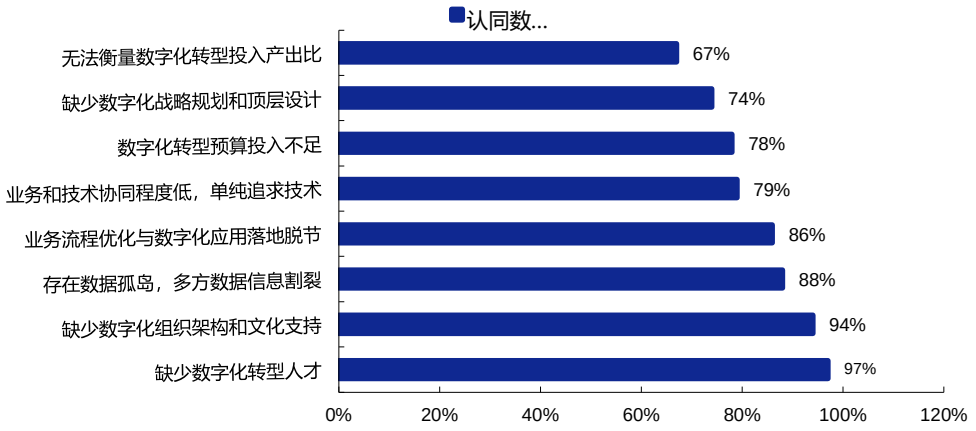
5）成熟期（2023-2025 年）：酒店行业未来的经营理念不光局限于“客户需要什么酒店提供什么”，更会逐渐走向“我们提供什么，客户喜欢什么”的新阶段，即酒店通过革新管理和流程体系形成新的运营环境，再开发和引入更全面周到的智能化设备，为顾客营造更优的沉浸式体验，形成“运营、智能终端、人”构成的三位一体空间，为客户提供更人性化的服务，此时酒店行业数字化转型基本完成，达到两个维度目标：①纵向看，数字化转型成熟后公司能够完全实现数字化运营且运营效率提升显著，酒店决策将由数据驱动，数字化转型成效能够在财务指标、市场数据上可视化。②横向看，本酒店的数字化水平和运营效率在行业内处于领先水平，依靠优良的顾客体验和高效运营建立持续的竞争优势。

2.2.3. 数字化转型并非一帆风顺，挖掘自身辨明方向再启航

数字化转型之路六大难题，酒店经营者欲破局需明心。我国酒店业数字化转型大多停留在反应期，仅有少数龙头公司在沉浸期探索，目前举措多为开发完善酒店管理和运营系统，而数字酒店和客房仍在概念店阶段。环球旅讯和工匠一课联合发起了 2021 年中国酒店业数字化成熟度调研，根据行业内超过 120 家酒店的业主代表、高管层、数字化转型负责人进行问卷调查，调查结果显示业内人士认知中酒店数字化转型的最大问题并非通常认为的战略规划或资金支持，而是缺少人才（97%）、缺少数字化组织架构和管理文化（94%）、数据孤岛（88%）、业务流程与数字化落地脱节（86%），这表明我国酒店业的数字化转型未来需要克服的障碍主要在于企业软实力的欠缺而非仅是硬实力不足。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 61：酒店行业人士对于企业自身进行数字化转型的难点认知



资料来源：2021 年中国酒店业数字化成熟度调研、安信证券研究中心

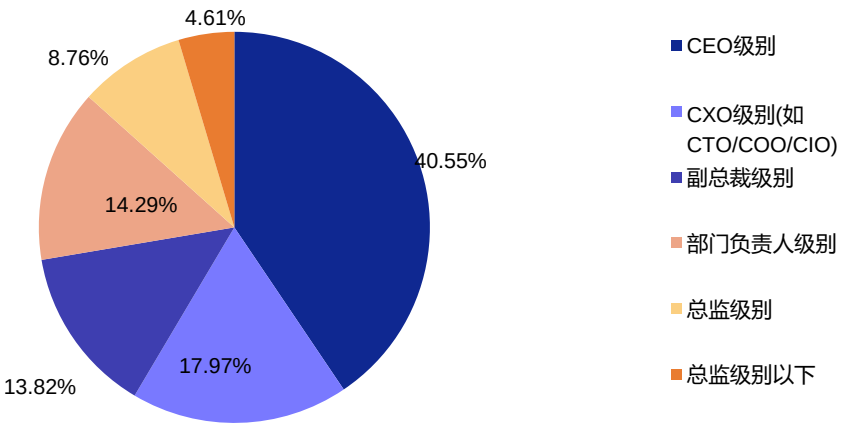
我们对当前行业数字化转型过程中遇到许多问题进行草根调研和梳理，总结出六个主要难题并加以分析：

1) **自建数字化平台 VS 引进外部服务，成本与收益能否匹配。**从前文的介绍和分析中我们可以看出酒店行业的数字化需要有庞大的会员体系做支撑，如果一家单体酒店的会员数量和订单并没有多到需要自建数字化系统才能处理的程度，那么酒店也没有必要耗费大量时间、财力和人力去开发数字化基础设施，但是单体酒店可以通过连锁加盟的方式获取酒店集团的数字化基础设施和会员体系的辅助，或者通过管理输出的方式与酒店集团合作，获取行业基础设施的赋能。目前已得到 Oracle 授权分销 Opera 系统的杭州绿云科技和华住集团旗下盟广信息科技等公司均可以提供此类行业基础设施建设，单体酒店可以考虑通过购买系统的方式引入数字化。但是在此过程中需要考虑 SaaS 平台和智能设备的成本和回收期与数字化为酒店经营带来的现金流增加是否匹配。

2) **顶层设计 VS 基层实践，数字化转型需要高层支持更需员工推进。**数字化转型投入资源多、回报周期长，需要公司高层支持和推行。根据《2021 年中国酒店业数字化转型趋势报告》中的调查数据，公司负责数字化转型策略制定的管理者 86.63%为部门负责人以上级别，其中 CEO 级别占比最高，达到 40.55%，可见数字化转型是一项典型的“一把手工程”。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 62：所在公司负责和参与数字化转型策略制定的最高领导级别



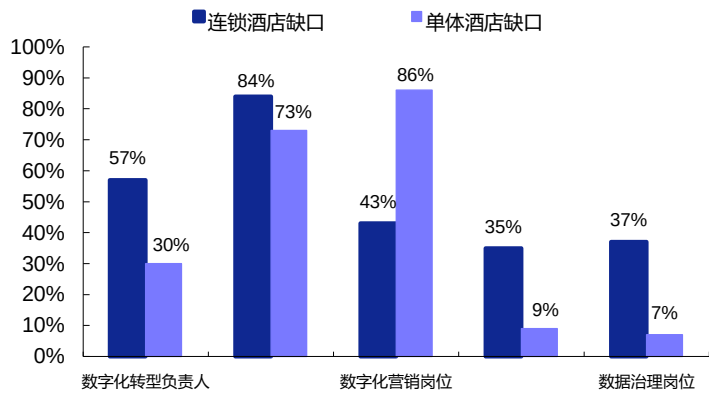
资料来源：石基信息、安信证券研究中心

虽然数字化转型多由高层主导，但是最终成败取决于基层员工的执行。集团决策者需要深入酒店日常运营的业务场景中，而不能仅仅做顶层设计。公司数字化转型需要落实到一线酒店层面，一线酒店的落实需要依靠员工执行，而一线门店员工对数字化的执行和应用是在与顾客的交互中实现，其效果是由管理体系、设备、沟通共同决定的。若是公司的数字化平台和产品难以下载和使用、除了预定之外功能有限、推广工作又不纳入工作量体系中，那么顾客对数字化服务的使用意愿则会大打折扣甚至拒绝使用，员工方面也会将数字化产品的推广视为额外负担乃至产生对抗心理，这样数字化转型必然难以为继；反之，若是在门店高速 Wi-Fi 覆盖下实现数字化产品快速下载安装、功能齐全使用便利，并且酒店前台员工通过数字平台和智能设备协助顾客办理入住手续后依然可以计入工作量，客房员工通过数字平台能够快速接受和完成更多任务量，那么顾客使用意愿和员工推广的积极性都会大大提升，数字化转型推进也能够加快。

3) **数字化人才需求大 VS 储备人才有限，中层以下数字化人才缺口成为最大阻力。**尽管多数酒店集团内部已形成数字化转型的共识，但是执行过程中来自中层和基层的阻力依然较大，部分品牌或区域层面的中层管理者缺少数字化转型的全局思维和数字化运营思维，难以对集团的数字化转型的顶层设计贯彻落地甚至有时出现背道而驰的情况。

4)

图 63：酒店数字化人才缺口调研（按缺口比例）



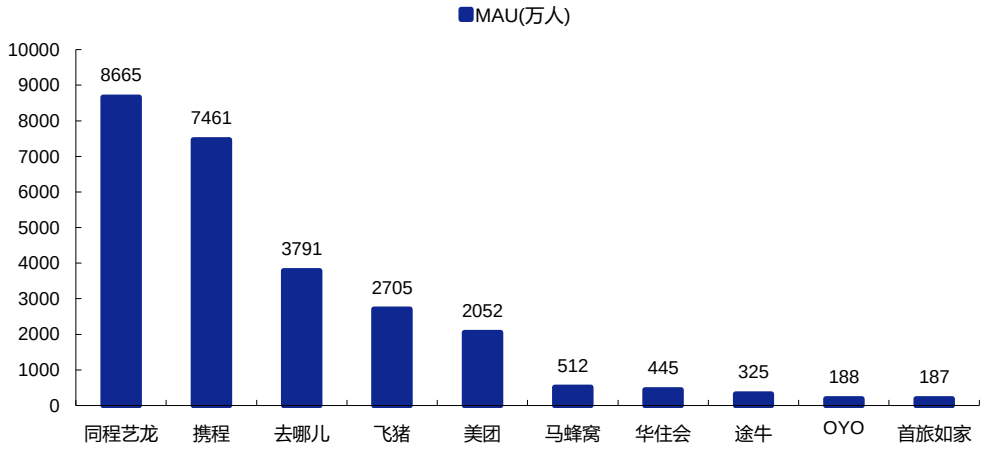
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

资料来源：环球旅讯、工匠一课、安信证券研究中心

数字化转型中的人才供需不对称已成为最大挑战。数字化转型中的人才困局体现在两方面：①如何补充数字化转型所带来的人才空缺，比如数据分析、用户运营、内容营销、数据安全岗位等；②如何满足内部人才转型升级的需求，比如营销渠道数字化水平提升后，传统的酒店销售、IT、运营部门的职能重新分配。

5) **数字化转型后的酒店 VS 在线旅游平台，合作与竞争谁是未来主流。**我酒店行业与 OTA 平台之间的关系分分合合，从 OTA 平台诞生之初酒店行业争相与 OTA 达成合作，并且也因此获得了订单量的快速增长；而后华住、锦江等行业巨头因高昂的流量成本纷纷脱离 OTA，选择自主开发 APP，大力拓宽自有渠道占比，并将直销渠道订单量占比作为重要经营指标衡量。未来酒店行业的数字化建设，是成为加强对 OTA 渠道话语权的军备竞赛，还是为了与 OTA 平台更高效和深入地合作，这是酒店业数字化转型中需要思考明确的主要方向之一。

图 64：2019 年 12 月在线酒店预订平台活跃用户数

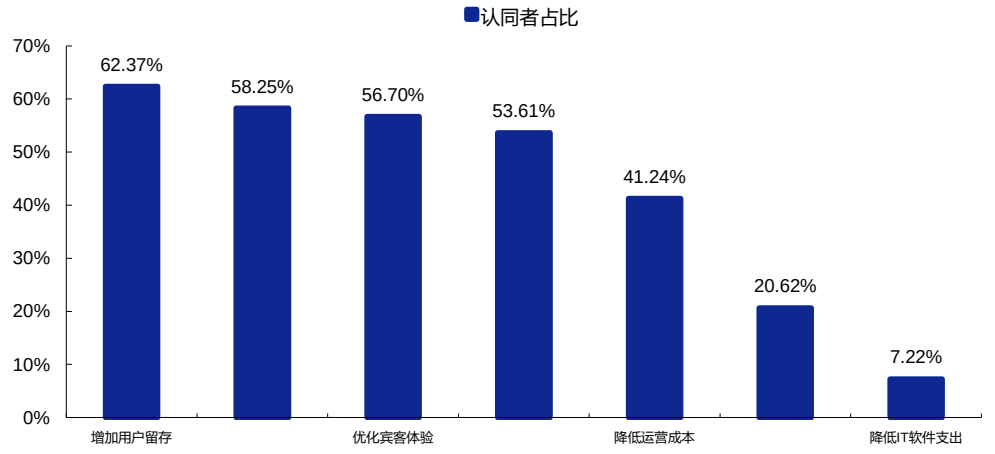


资料来源：Fastdata、安信证券研究中心

6) **数据成为酒店最重要的资产之一 VS 数据价值尚未充分挖掘。**我国的酒店企业尤其是头部酒店集团，已经积累了海量数据信息，但是行业对数据的管理和运用效率仍然欠缺，数据被固化在了财务视角，没有流向经营复盘和经营预测，数据没有充分流动其价值也就没有被充分挖掘，自然就失去了生命力，因此未来酒店业的数据分析应当从运营导向向用户导向迭代。根据石基信息的数据，酒店业 2021 年数字化转型目标重要性排序投票中，前三位都已经是与用户相关（增加用户留存和复购 62.37%、获取新客增加预定 58.25%、优化宾客体验 56.70%）而非以优化经营数据为头等要义。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

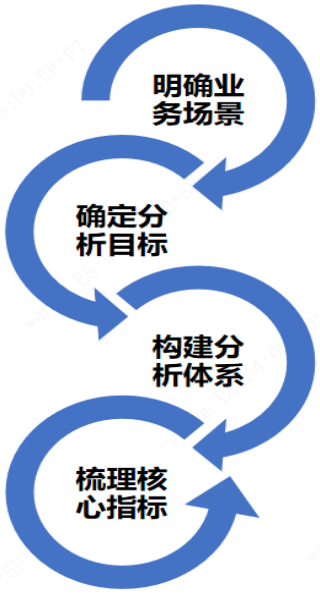
图 65：2021 年所在公司数字化转型首要目标是什么



资料来源：石基信息、安信证券研究中心

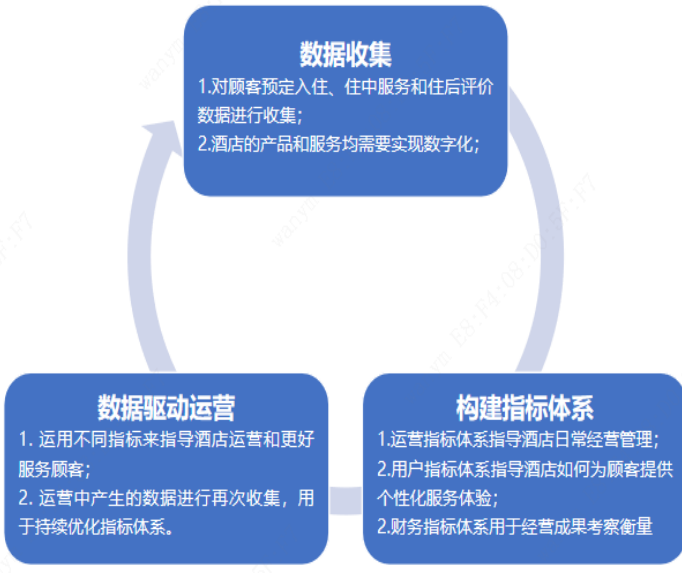
7) 数据孤岛效应明显，不同维度数据存在割裂。酒店业数字化转型中需要克服的数据孤岛现象主要表现在两方面：①从酒店运营的角度看，产品与服务的数字化脱节。酒店是产品和服务的结合体，目前行业内的酒店大多数都已经实现了产品数字化，比如产品的数字化营销不断丰富、线上渠道预定已占多数等，但是酒店的服务大多还是传统的线下进行，比如酒店智能家居并不普及、酒店机器人多停留在新奇和噱头层面、客房服务主要依靠致电前台沟通实现，酒店服务的数字化程度有限；②从用户服务的角度看，不同环节的数字化脱节。顾客住宿前的选择和预定达到高度数字化，住宿中的客房服务数字化程度很低，而退住后的评价以及会员营销环节又是数字化程度较高，三个环节的数字化进程差异很大，并且不同环节的数据存在割裂。例如顾客离店后在线填写的评价可能被用于酒店员工考核，但是很难被用于未来数字化营销时的复购推荐。因此，我国酒店行业的数字化转型之路任重道远，公司还需要不断将管理场景与技术进入更深入的融合，打通各个运营流程，让数据真正做到服务于顾客。

图 66：构建数据分析体系的四个重要步骤



资料来源：石基信息、安信证券研究中心

图 67：打破数据孤岛，实现数据循环



资料来源：石基信息、安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3. 万豪酒店内生外延布局全品牌，轻资产实现国内外扩张

我们以万豪酒店管理集团的发展史为例，从经营模式、品牌矩阵等方面简述国际龙头酒店品牌的发展变迁历程，并希望以此为我国酒店集团的发展路径提供参考。当下国内酒店集团加速布局中高端市场，对标国内经济型酒店发展的中后期竞争格局，我们认为新一轮中高端领域的激烈竞争同样一触即发，然而目前我国酒店集团旗下中端以上酒店数量和加盟占比相较国际龙头酒店集团仍有待提升。我们认为中国酒店集团下一阶段将继续推进轻资产运营模式，在产品和服务的中高端化升级的同时，从产品和管理两端加快数字化转型，同时或通过国内外并购的方式加速规模扩张。

3.1. 万豪品牌多元化历程：内生外延丰富品牌矩阵

目前万豪旗下拥有奢华级、商务精选级、商务优选级三类逾 30 个多元化酒店品牌，旗下品牌有内部孵化也有外延并购而来，多元化品牌矩阵奠定了良好的开店基础。

表 5：万豪旗下品牌详细信息

	美国&加拿大	欧洲地区	中东&非洲地区	亚太地区	拉丁美洲&加勒比海地区	整体			基本情况
Luxury(奢华级)	门店数	门店数	门店数	门店数	门店数	门店数	平均房间数	成立时间	
JW 万豪酒店:JW Marriott®	34	7	6	42	13	102	425	1984	万豪自身品牌孵化
丽思卡尔顿酒店:The Ritz-Carlton®	39	13	13	36	8	109	269	1927	与 1995 年被万豪收购
W®Hotels	24	7	5	16	7	59	279	1998	第一家 W 酒店在美国纽约开业，2013 年进军中国市场，为喜达屋酒店与度假村国际集团旗下酒店，后被万豪并购
至尊精选（或豪华精选）：The Luxury Collection®	17	48	10	30	14	119	197	1906	为喜达屋集团下酒店，后被万豪并购
瑞吉:St.Regis®	10	7	6	20	3	46	218	1904	1966 年 2 月，瑞吉酒店被喜来登酒店收购。1998 年喜达屋酒店集团收购了喜来登酒店，并以瑞吉酒店作为一个全新的酒店连锁品牌。后被万豪并购
艾迪逊:EDITION®	4	3	1	3	—	11	245	2007	精品酒店之父 Ian Schrager 与万豪联袂打造
Bulgan®	—	2	1	3	—	6	87	2004	2001 年万豪与意大利品牌合资打造
Premium(商务精选级)	门店数	门店数	门店数	门店数	门店数	门店数	平均房间数	成立时间	
万豪酒店 Marriott Hotels®	340	100	26	90	29	585	352	1927	
喜来登酒店：Sheraton®	183	62	30	136	31	442	349	1937	1939 年开始启用喜来登这个统一的名称，后被万豪并购
威斯汀：Westin®	130	17	7	58	13	225	364	1930	1998 年威斯汀的经营权落入今日的喜达屋酒店集团之中，后被万豪收购
万丽酒店：Renaissance® Hotels	87	33	4	43	9	176	315	1981	于 1997 年被万豪收购
艾美酒店：Le Meridien®	22	16	22	47	2	109	269	1972	是一个起源于法国的酒店品牌，1994 年底，被英国的福特集团收购，之后经多次并购计划，艾美酒店和相关企业被喜达屋酒店及度假酒店国际集团并购。
傲途格精选:	123	54	7	12	13	209	194	2010	由万豪酒店自身孵化，万豪国际发展最快的

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

Autograph Collection® Hotels									全方位服务品牌
德尔塔：Delta Hotels by Marriott® (Delta Hotels®)	77	5	1	2	—	85	239	1962	原属喜达屋集团，是喜达屋集团中历史最悠久的酒店品牌
盖洛德：Gaylord Hotels®	6	—	—	—	—	6	1653	1982	于 2012 年被万豪集团收购
万豪行政公寓：Marriott Executive Apartments®	—	4	10	18	2	34	143	1997	由万豪自身孵化
珍品之选：Tribute Portfolio®	26	11	—	8	3	48	145	1980	于 2015 年被万豪收购
Design HotelsTM	5	7	—	—	—	12	138	1993	与 2011 年被喜来登收购，后被万豪收购
Select(商务优选级)	门店数	门店数	门店数	门店数	门店数	**门店数**	**平均房间数**	**成立时间**	
万怡酒店：courtyard by Marriott®	1058	72	8	79	41	1258	149	1983	品牌孵化（中端）
旅居：Residence Inn by Marriott®	854	13	3	—	4	874	123	1975	在 1987 年被万豪收购
Firefield by Marriott®	1061	—	—	58	13	1132	98	1987	品牌孵化（经济型）
春丘：SpringHill suites by Marriott®	488	—	—	—	—	488	118	1997	由万豪自身孵化（经济型）
福朋喜来登酒店：Four points by Sheraton®	158	19	16	83	19	295	186	1995	由喜来登创立，后被万豪收购
Marriott®	466	—	—	—	—	466	97	1997	由万豪自身孵化，增长最快的品牌之一
雅乐轩：Aloft® Hotels	134	10	8	30	10	192	165	2008	由万豪自身孵化
AC Hotels by Marriott®	73	84	1	4	14	176	153	1997	由 Antonio Catalán 创立，2011 年被万豪收购
Protea Hotel by Marriott®(Protea Hotels®)	—	—	74	—	—	74	106	1984	2014 年被万豪收购
Element® Hotels	55	2	2	6	—	65	144	2008	由喜达屋和度假村酒店在 2008 年首次推出，后被万豪收购
Moxy® Hotels	21	47	—	6	—	74	196	2014	由万豪自身品牌孵化

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

家族式经营万豪品牌，定位高端奢华酒店（1957-1981）。自 1957 年第一家万豪酒店在华盛顿开业伊始，公司就一直以建造装璜富丽的全服务酒店而著称，公司以家族式经营旗下酒店，所采用多为万豪酒店品牌。

图 68：1973 年洛杉矶 Marriott Spectacular Hotel 开业



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 69：The Fort Lauderdale Marriott Hotel（1980 年）



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

入局有限服务市场，推出多品牌定位多元（1981-1995）。公司对多元化的探索早在 70 年代就已开始，起初公司走的是产业多元化道路，曾先后进军旅行社业务(1971 年)、邮轮业务(1972 年)、主题乐园业务(1972 年)、家庭安全系统业务(1973-1976 年)，最

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

后均已失败告终，1977 年公司成立战略规划部门，通过案例、数据和对比严谨地论证说服管理层在面临选择时进行分析，不再盲目进入某项领域。1981 年，公司宣布进入有限服务酒店市场，推出了自建的中档品牌万怡酒店，1987 年和 1999 年分别推出自有经济型品牌 Fairfield、SpringHill，1987 年还收购了长住套房品牌 Residence Inn，公司形成了全服务酒店(高端)+有限服务酒店(中端及经济型)的多层次经营定位，向不同消费能力的顾客提供服务。

表 6：1970s-1990s 万豪集团由产业多元到品牌多元的探索

时间	行业	结果	原因
1971 年	旅行社	中止业务	引起头部旅行社的不满，业内许多旅行社拒绝将顾客送到公司旗下的任何经营场所，因此最终停止旅行社业务
1972 年	邮轮	退出	主要目的地希腊群岛陷入了塞浦路斯战争而倍受打击
1972 年	主题乐园	失败	缺少运营经验和对游乐设施投入资金需求的认识
1973 年	家庭安全系统	未成功	价格高昂，安全性有待考量
1977 年	成立战略规划部门	不再盲目进入新领域	通过案例、数据对比论证说服管理层在选择时进行分析
1981 年	推出万怡酒店	弥补了中档品牌的欠缺	公司决定布局有限服务市场，完善品牌多元化
1987 年	推出 Fairfield 酒店	补全了经济型品牌	自建经济型品牌进一步拓宽细分市场
1987 年	收购 Residence Inn	成功	公司决定布局长住型酒店
1999 年	推出 SpringHill 酒店	成功	进一步丰富经济型酒店品牌

资料来源：公开资料整理、安信证券研究中心

回归超高端市场，发力奢侈酒店赛道，并购扩大高奢品牌矩阵（1995-至今）。从 90 年代后期至今，高端酒店领域发展已经基本成熟，行业竞争激烈的同时各品牌也在寻求向上突破的机遇。美国奢侈酒店因其住宿、餐饮、会议、娱乐等多功能、全方位的服务成为高端酒店进一步发展的方向，许多高端品牌希望将旗下酒店打造成度假村式的一站式旅游目的地，通过提供差异化、全套化服务留住顾客，创造更大效益。这一阶段万豪主要通过收并购的方式进军高端奢侈酒店市场，包括丽思卡尔顿、万丽、盖洛德、喜达屋，同时自身也成功孵化了 J.W.万豪以及合作推出宝格丽度假酒店。

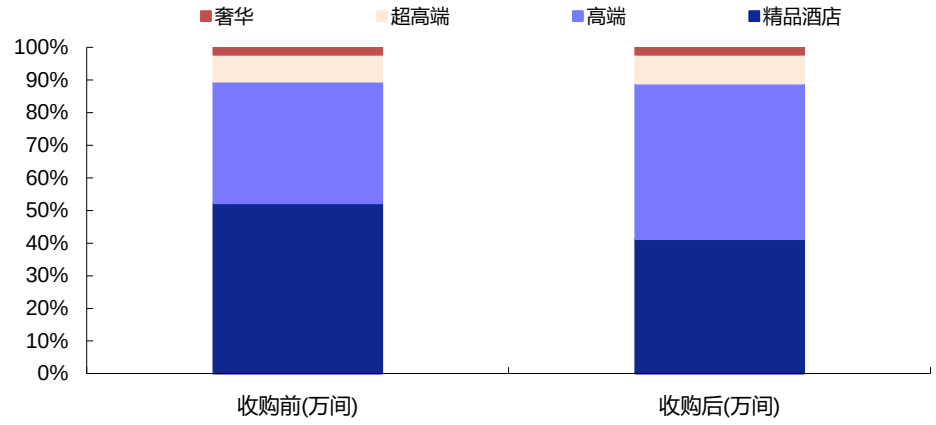
表 7：20 世纪末以来万豪在高端以上档次酒店的布局梳理

时间	布局	定位	备注
1995 年	收购丽思卡尔顿	奢侈酒店	标志公司开始进军奢侈酒店市场
1997 年	收购万丽酒店	奢侈酒店	进一步扩充在全球的奢侈酒店数量
2001 年	成立奢侈酒店部门	奢侈酒店	专门加快奢侈酒店领域布局
2001 年	升级 J.W.万豪酒店	超高端品牌	由高端酒店升级为专注于超高端领域的品牌
2004 年	宝格丽度假酒店	奢侈酒店	与宝格丽集团合作开发，成功在奢侈酒店领域占据一席之地
2012 年	收购盖洛德酒店	高端酒店	进一步巩固了在高端市场的领先地位
2016 年	并购喜达屋	高端、超高端、奢侈、精品档次均具备	弥补了高端以上品牌占比不足

资料来源：公司财报、安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 70：万豪收购喜达屋前后高端及以上档次酒店占比变化



资料来源：立鼎产业研究、安信证券研究中心

聚焦个性化旅行住宿需求，打造个性化时尚精品酒店（2010-至今）无论是高端酒店还是奢侈酒店，单一酒店品牌均采用标准化产品和服务，为了使品牌更加契合当地文化特色、满足旅客个性化的住宿体验需要，公司顺应潮流于 2010 年推出时尚精品酒店品牌傲途格精选，接着于 2013 年、2014 年分别推出艾迪逊和 Moxy 品牌，目前公司已经形成了“中高端+高端+超高端+奢华型，标准化+个性化”的多品牌化经营，向中产、商务、精英多个细分定位客户提供服务。

图 71：万豪酒店目前已形成从中高端到奢华型多层次的品牌矩阵



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

3.2. 万豪运营模式变迁：重资产自营自建转向轻资产特许经营+委托管理

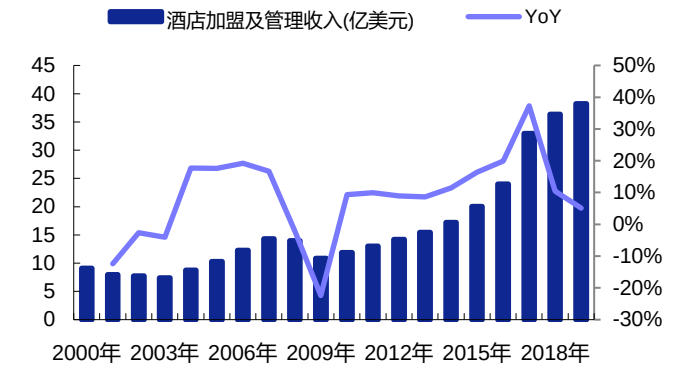
自建酒店自主经营，打造高标准自主品牌（1957-1978）自 1957 年万豪夫妇创办第一家酒店开始，在较长时期内一直是以自建酒店的方式经营，拒绝开放特许经营权。20 世纪三四十年代，豪生连锁酒店因广发特许经营权，却没能够对管理、食物和服务实

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

行严格统一的标准，最终使得品牌效应一落千丈。万豪收购了豪生酒店，也吸取了教训，认为特许经营模式必须有完善的配套运营体系支撑，集团在开发系统、运营子品牌方面需要充足的准备，才能为运营的酒店带来可圈可点的业绩基础，也因此才能吸引到投资者持续投资。

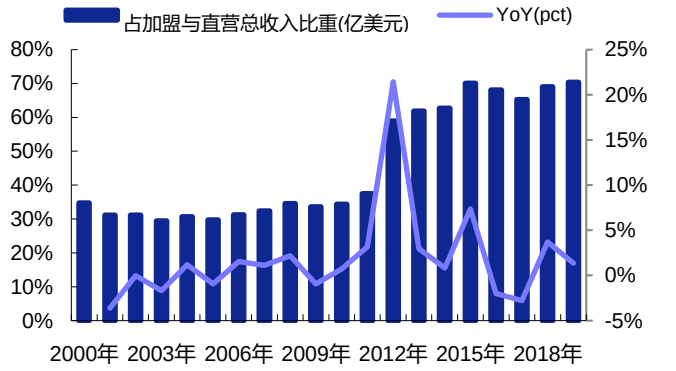
出售自建酒店转型酒店管理公司，降低杠杆实现轻资产经营（1978-1993）过去十年业务多元化的尝试受挫使公司意识到传统的财务模式已经无力支撑公司正常运营，1978 年起万豪集团开始从一家酒店所有公司转变成酒店管理公司，主要方式是将自建的酒店出售给信托、银行等金融机构，金融机构虽然得到了优质酒店资产却并不擅于经营，于是万豪又为业主提供酒店运营管理服务并收取管理费。2000-2019 年万豪国际酒店管理业务收入由 9.07 亿美元增长至 38.23 亿美元/CAGR 为 7.87%；酒管服务收入在公司总收入中所占比重也由 34.76%攀升至 70.34%。此举一方面消除了因融资费用带来的现金流出，另一方面又提供了大量现金流入，也为万豪的全球扩张奠定了财务基础。从 1998 年至 2019 年，万豪国际净经营性现金流从 6.05 亿美元增长至 16.85 亿美元/CAGR 达 5.00%，现金流量比从 42.85%降低至 25.24%，资金利用效率和财务稳健性均有所提高；1998-2019 年间公司负债收入比基本介于 15%-30%的良性区间，截至 2019 年万豪国际负债收入比为 31.84%。

图 72：2000-2019 年万豪酒店管理服务收入及增速



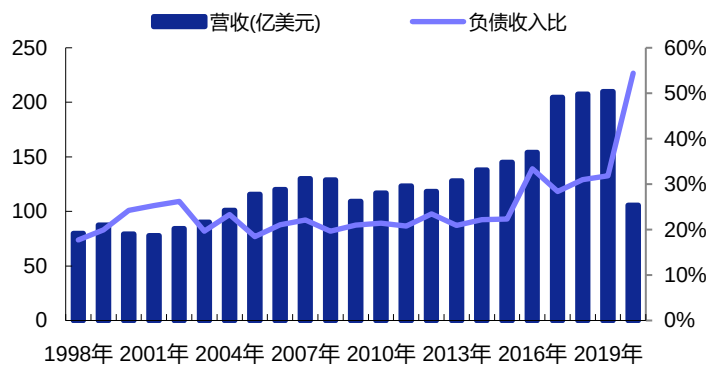
资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 73：2000-2019 年万豪酒店管理服务收入比重变化情况



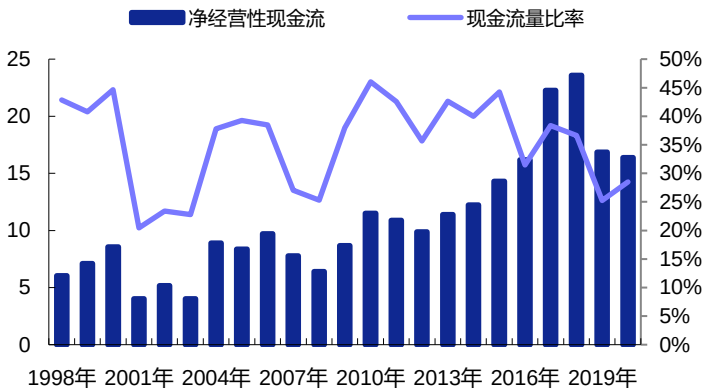
资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 74：1998-2020 年万豪国际营收与负债收入比变化情况



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 75：万豪国际净经营性现金流与现金流量比变化



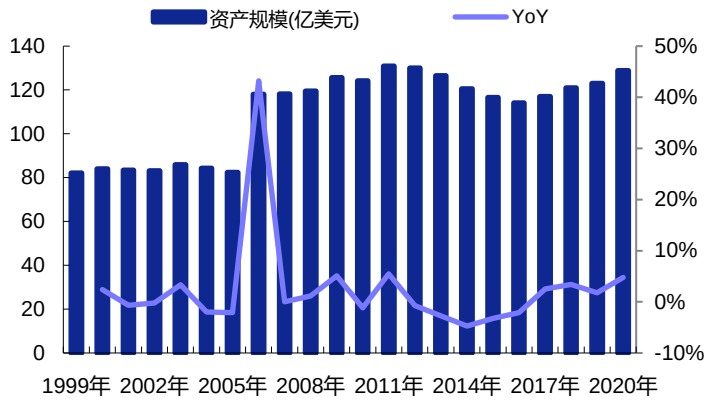
资料来源：公司财报、安信证券研究中心

特许经营放开，委托管理为全球化减负（1993-至今）1993-1999 年万豪集团将自身拆分重组为万豪国际和万豪地产，实行轻重资产分离经营的策略。其中万豪地产 1999 年 1 月 1 日取得 REITS 资格，成为一家不动产投资信托公司，截至 2020 年万豪地产

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

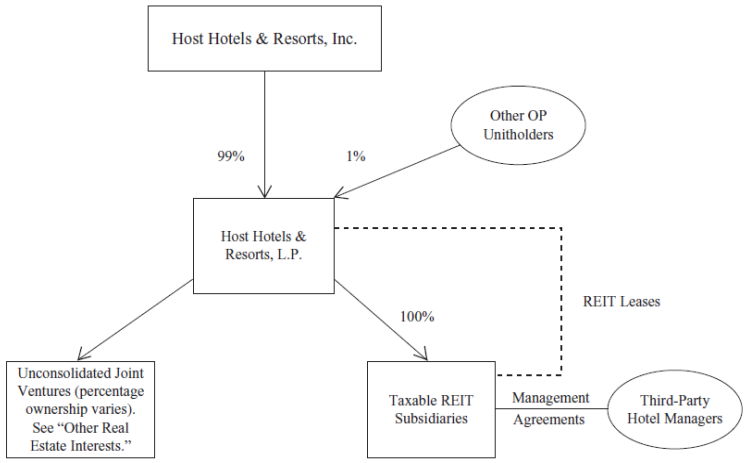
位列美国酒店类 REITS 第一，约为 128.9 亿美元，也是全美第六大 REITS。而万豪国际以轻资产模式专注于为旗下品牌提供酒店管理服务，主要以委托管理的形式全权代替酒店业主经营酒店。

图 76：1999-2020 年万豪地产资产规模变化情况



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

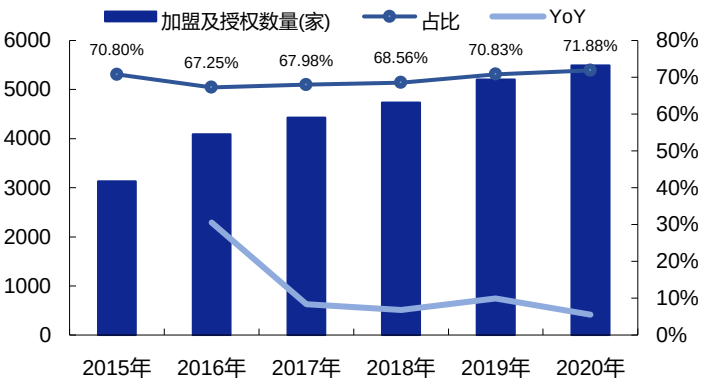
图 77：2020 年万豪地产持有旗下 REITS 的 99%权益



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

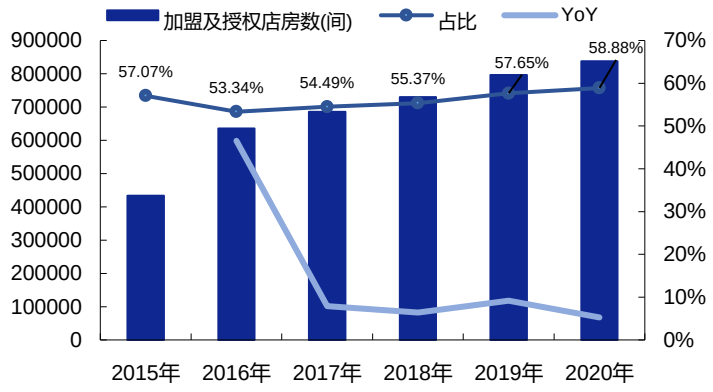
1999 年起，公司认为已经达到经营思想成熟、运营体系完善、配套设施齐全的标准，开始放开特许经营，允许酒店业主参与酒店经营过程以调动业主积极性，从而公司得以更高效、更稳健地践行全球化战略。截至 2020 年，万豪国际旗下约 7600 家酒店中有 5493 家/占比约 72.28%是以特许经营+品牌授权方式运营。

图 78：2015-2020 年万豪特许经营及品牌授权店数量变化



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 79：2015-2020 年万豪特许经营及品牌授权店房间数变化



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

3.3. 万豪经营模式变迁：自营起家，并购加速全球扩张

由连锁餐厅转向酒店经营，餐饮和酒店业务齐头并进（1927-1967）：万豪酒店创始人威拉德·玛里奥特 1927 年在华盛顿开设了一家根汁汽水店，后来逐渐扩大发展为 Hot Shoppes 连锁餐厅，并在 1953 年于纽交所上市。在美国酒店行业快速扩张时期，万豪夫妇于 1957 年在阿灵顿创办了第一家酒店——双桥汽车酒店，正式涉足酒店行业，开启“餐饮+酒店”并行发展。在 1957-1967 年期间万豪集团主要以新建自营酒店的形式进行扩张。

图 80：1927 年 Marriott 夫妇创办 Hot Shoppes 连锁餐厅



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

图 81：1957 年于阿灵顿开业的双桥万豪汽车酒店



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

自建之外并购开启规模化扩张序幕，国际化探索启航（1967-1990）：1967 年万豪按下了并购按钮，收购了位于亚利桑那州斯科茨代尔的 Camelback Inn 酒店，1980 年、1987 年公司分别收购了豪生酒店及住型酒店连锁品牌 Residence Inn，并购业内知名酒店品牌既提高了万豪在美国国内的市场份额，也为公司国际化战略带来良好开端。**同一时期，万豪的国际化探索同样如火如荼。**1969 年公司的墨西哥酒店开业，这是万豪集团在美国外建设的第一家酒店，标志着万豪走向国际化。此后二十年间，万豪先后在欧洲、中东、非洲、亚洲开业了多家酒店。这一时期公司虽仍以自营品牌为主，但也开始采用并购方式帮助完成国内外市场的拓展。

表 8：1967-1990 年间万豪酒店国内及国际扩张历程概览

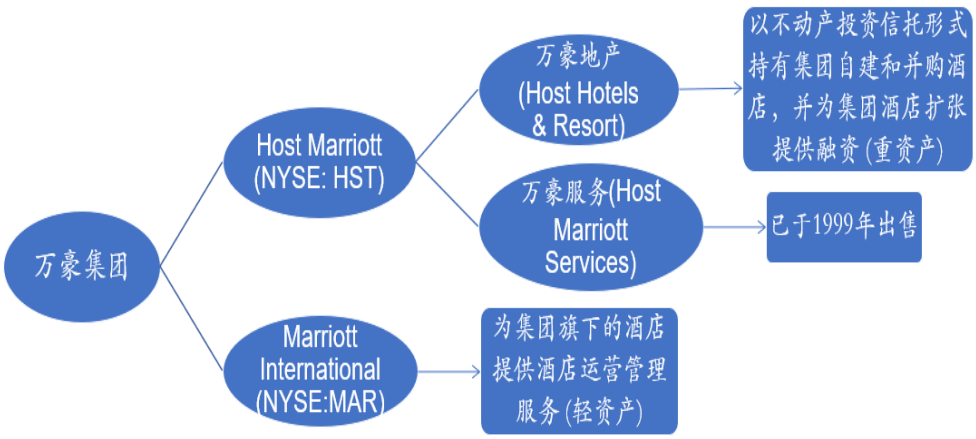
时间	地区	城市	酒店	扩张方式	备注
1967 年	美国国内	亚利桑那州斯克茨代尔	Camelback Inn	并购	公司并购的第一家酒店
1969 年	墨西哥	阿卡普尔科	The Paraiso del Pacifico	自建	公司在美国外的第一家酒店
1975 年	荷兰	阿姆斯特丹	Amsterdam Marriot Hotel	自建	公司在欧洲的第一家酒店
1980 年	美国国内	连锁品牌	豪生酒店	并购	连同旗下连锁餐厅一起
1980 年	沙特阿拉伯	利雅得	Riyadh Airport Marriott Hotel	自建	公司在中东的第一家酒店
1981 年	南非	开罗	Cairo Marriott Hotel	自建	公司在非洲的第一家酒店
1987 年	美国国内	长住型连锁品牌	Residence Inn	并购	提高了公司在美国国内的市场份额
1989 年	亚洲	香港	JW Marriott Hong Kong	自建	公司在亚洲的第一家酒店

资料来源：环球旅讯、安信证券研究中心

轻重资产拆分重组，明确酒店管理主业，债务危机解除后轻装上阵，海外并购持续加码（1990-2011）。1990 年底万豪负债总额达 36 亿美元/占收入比重约为 47.06%，1993 年万豪决定将自身拆分为两家公司：万豪国际(NYSE:MAR)和 Host Marriott(NYSE:HST)，1995 年 Host Marriott 又被继续拆分为万豪地产(Host Hotels & Resort)和万豪服务(Host Marriott Services)，其中万豪服务已于 1999 年出售。至此万豪解决了自身债务危机，并且完成了组织架构调整，明确了各部分职能，为后续海外扩张奠定基础。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 82：万豪集团拆分重组最终成为万豪地产和万豪国际

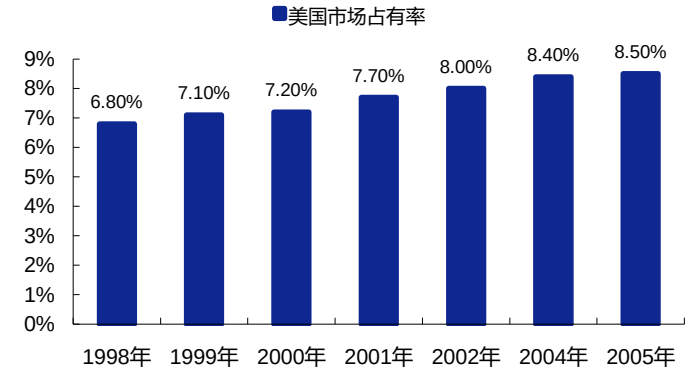


资料来源：安信证券研究中心

公司并购之旅在重组后继续起航。1995 年 4 月万豪收购丽思卡尔顿酒店集团，取得其 31 个酒店品牌的主要管理权；两年后万豪以 10 亿美元收购了万丽酒店集团，将万丽、华美达国际和新世界这 3 个著名酒店品牌收入旗下。在并购丽思卡尔顿和万丽酒店之后，公司运营的房间数量和市场份额均得到提升。1990 年万豪国际在美国国内市占率约为 4.4%，到 1998 年约为 6.8%，截至 2005 年已攀升至 8.5%；万豪国际旗下酒店的房间数也从 1998 年的 32.83 万间增长至 2011 年 64.32 万间，13 年间 CAGR 达 5.31%。

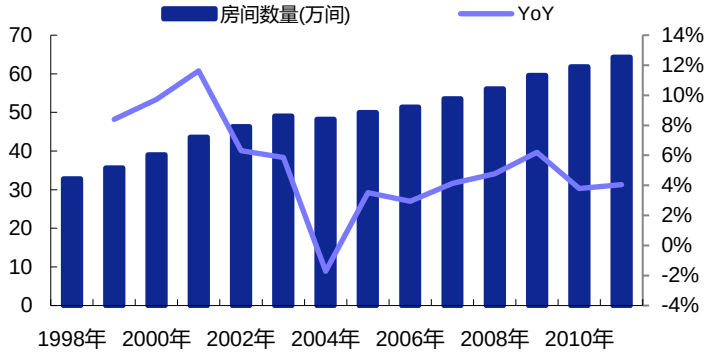
虽然 21 世纪初的 911 事件对酒店旅游行业冲击较大，但在此之后万豪第一家奢华酒店“宝格丽度假酒店(BVLGARI Hotels & Resorts)”于 2004 年在米兰开业之后广受欢迎；2007 年万豪第 3000 家酒店于北京开业，成为公司国际化扩张的里程碑。该时期公司扩张逐渐转向以并购为主，自营模式仅集中于培育高端奢华酒店品牌。

图 83：1998-2005 年万豪国际市场占有率持续增长



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 84：1998-2011 年万豪国际运营房间数 CAGR 为 5.31%



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

加速并购当地品牌补全短板，一举成为世界行业领先（2011-至今）。2011 年集团换帅后，开始通过并购各地区本土的成熟酒店品牌，快速弥补国际化进程中当地市场不足的现状，此时公司扩张几乎完全依靠并购，自建酒店占比极少。其中 2016 年公司并购喜达屋(Starwood)之后获得瑞吉、威斯汀、喜来登等品牌和 SPG 会员系统，正式成为全球最大酒店集团。截至 2020 年，万豪集团已拥有 7642 家酒店，142.3 万间客房。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 9：2011 年以来万豪酒店国内外并购案例简要梳理

时间	地区	酒店	并购金额	备注
2011 年	西班牙	西班牙 AC 酒店	0.31 亿美元	进军西班牙市场
2012 年	美国	盖洛德酒店	2.1 亿美元	巩固高端品牌线
2014 年	南非	Protea 酒店	1.93 亿美元	成为非洲最大的酒店业主
2015 年	加拿大	Delta 酒店	1.34 亿美元	大大增加在加拿大运营的酒店和客房数
2016 年	全球连锁高端品牌	喜达屋集团	116.98 亿美元	成为全球最大的酒店集团
2018 年	全球连锁分时度假品牌	ILG 集团	47 亿美元	成为全球最大的奢侈分时度假集团

资料来源：立鼎产业研究、公开资料整理、安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

4. 国内酒店龙头构筑护城河，连锁+中高端+数字化发力

借鉴美国酒店行业和头部公司的运营和发展经验，可以看到我国酒店行业目前正站在新一轮快速成长期的起跑线上，我们认为酒店行业未来的成长主要依靠“连锁化+中高端化+数字化+国际化”共同驱动。据此我们在这些维度上对头部公司华住集团、锦江酒店、首旅如家的竞争优势进行分析。

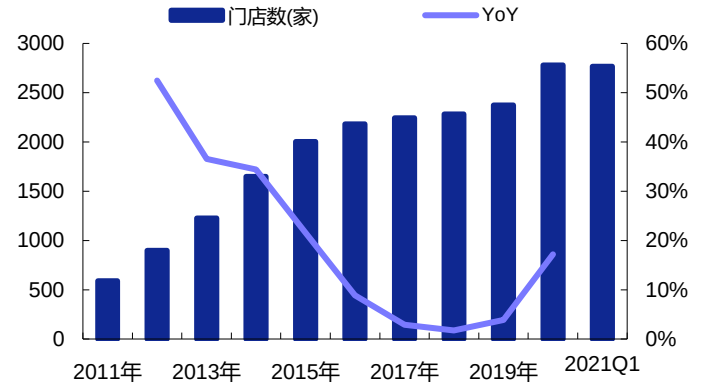
4.1. 华住集团：自创+收购品牌扩张构筑多维布局，组织+技术赋能成长

4.1.1. 经济型至高端品牌矩阵完备，竞争优势明显

4.1.1.1. 汉庭领衔经济型品牌矩阵，精耕细作迭代产品保持市场领先

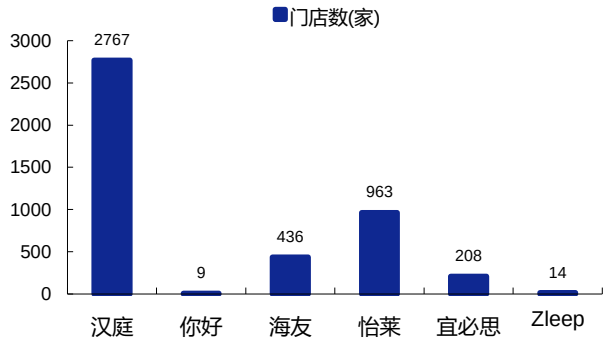
公司旗下拥有多个经济型品牌，主力品牌汉庭处于市场领先水平。公司目前旗下共有汉庭、你好、海友、怡莱、宜必思和 Zleep Hotels 共 6 个经济型品牌，其中核心品牌汉庭是全球数量最多的经济型品牌。根据 Frost&Sullivan 的调查，截止 2019 年 12 月 31 日，汉庭品牌管理 2372 家酒店，在经济型酒店品牌中位居第一；共拥有 22.46 万间客房，市占率达 9.31%，在首选品牌知名度方面，汉庭在全国所有经济型品牌乃至所有酒店品牌中位居首位。

图 85：2011-2020 年汉庭酒店门店数量增长情况



资料来源：公司历年财报、安信证券研究中心

图 86：截至 2021Q1 华住旗下各经济型品牌门店数量



资料来源：公司 2021Q1 财报、安信证券研究中心

紧跟消费者需求变化，汉庭持续进行产品迭代。随着新一代年轻人逐渐成为消费主力，老一代经济型酒店的设计、服务都无法满足住客需求。汉庭酒店自 2015 年起先后推出 2.0、2.7、3.0、3.5 版本产品，从酒店硬件设施、装饰审美、门店服务等对现有酒店进行全方位品质升级，极大提高了顾客的入住体验。最新 3.5 版本是品牌前所未有的一次产品迭代，在设计风格、空间配置、功能硬件上均实现突破。消费者方面，门店设计审美更加偏年轻化；产品端汉庭 3.5 进行了系统性优化，例如严控墙和门的选材标准，隔音效果大幅提升等，在最基础的功能需求上，全面改善客户体验。投资者方面，该版通过工业化、模组化的方式，节省大量装修时间，大幅降低造价成本，根据最新资料显示，汉庭 3.5 造价再创新低：新建店含公区造价低至 7.18w/间;改造店含公区造价低至 5.6w/间。

图 87：汉庭 2.0 主打“爱干净、住汉庭”的品牌认知



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

图 88：汉庭 2.7 丰富了大堂空间功能性，全面升级服务



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

图 89：汉庭 3.0 打造的舒适的配色、圆弧式的全景大堂



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

图 90：汉庭 3.5 西南首家旗舰店



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

高线城市供几近饱和，下沉市场成为扩张新方向。汉庭品牌 CEO 徐皓淳在 2020 年 9 月的汉庭 15 周年媒体开放日上表示，汉庭计划在未来 2-3 年达到 5000 家门店，到 2028 年前后实现经营 10000 家门店并成为全球规模最大的单一酒店品牌。一二线城市的经济型酒店市场趋于饱和，存量竞争激烈，而三四线乃至更低线城市受制于收入和消费水平，当前中高端品牌较难拓展，再加之酒店供给较少且多为旅馆或单体经营酒店，未来经济型连锁的发展空间依然广阔，因此下沉市场将会是汉庭门店破万的最佳途径。汉庭酒店工业化设计和组配的流程和经验，能够提高酒店施工效率、缩短建设时间，极大地降低了成本（常规酒店单间造价 10 万元多），这也是汉庭能够在未来大规模扩张的底气和优势。

表 10： 2020-2021 年汉庭各版本每个单间造价

收费项目	价格
汉庭 2.7	新建店：6.8 万（含公区） 改造店：4.5-5.3 万（含公区）；2.7 万（闭门价）
汉庭 3.0	新建店：7.3 万 改造店：4.8 万（含公区）；3.1 万（闭门价）
汉庭 3.5	新建店：7.18 万（含公区） 改造店：5.6 万（含公区）

资料来源：华住微加盟、安信证券研究中心

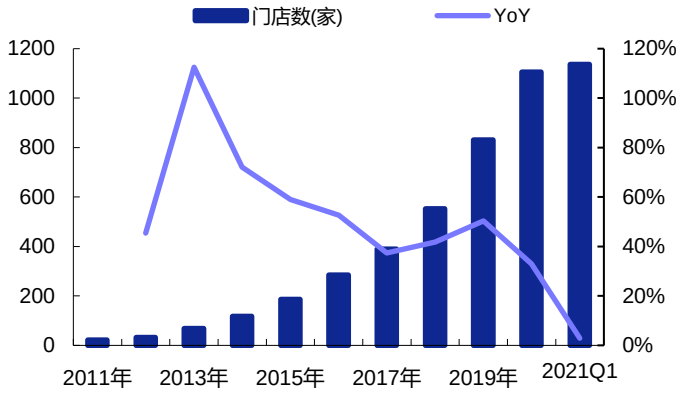
4.1.1.2. 全季领衔中端市场，优异品质奠定品牌竞争力

华住通过自建、并购和合作等方式布局多个中端品牌。华住旗下运营有全季、桔子、

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

星程 3 个中端品牌，其中公司自主开发的全季酒店知名度最高，截至 2021Q1，全季品牌运营 1137 家酒店合计约 13.99 万间客房，在中端酒店领域位居国内第一。全季酒店从北上广深等一线城市切入市场，目前已覆盖全国超过 160 个城市，按照公司计划，全季酒店未来的发展战略是保持稳扎稳打、继续下沉，在 3-5 年内达到 3000 家门店的目标。此外 2012 年和 2017 年公司先后收购了星程酒店（原携程旗下）和桔子酒店集团，进一步拓宽了在中端市场的份额。

图 91：2011-2020 年全季酒店数量变化



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

标准化之外融入人文元素，聚焦用户体验提高盈利能力。作为中端酒店品牌，全季虽然保持着连锁酒店标准化的底色，但也在门店和房间的设施和装潢中融入了艺术和人文元素，以不同于普通商务酒店的独特品质，树立了良好的口碑和品牌形象，具体表现在以下方面：

1）硬件设施：2012 年全季诞生之始便首创酒店 Wi-Fi 免费全覆盖，极大地便利了顾客；其后全季酒店在大堂中引入高端音响设备 B&O，客房里的床垫选用了素有“五星级酒店标配”之称的全球顶级床垫品牌金可儿，洗浴套装引进的是爱马仕在中国创立的奢侈品牌“上下”，以优质设施带给顾客更好的入住体验；

2）人文气息：全季酒店创立时便以“东方、适度、人文”，为品牌理念，与汉庭发展历程相似，全季已经历了 2.0、3.0、3.5、4.0 等多版本升级。其中 3.0 版本以“温、良、恭、俭、让”为理念并将之融入设计美学和服务标准中，客房墙角、家具均采用圆弧设计，营造出圆润、被包覆的安全感；3.5 版本则创造性地提出无惊喜、无主题、无设计的“三无”美学，即运用低调的色彩、简约的装饰给住客营造更放松舒适的休憩环境；4.0 版本在 3.0 的基础上加入了“仁、义、礼、智、信”的文化概念，推出了全新大堂升级产品“客听”，将传统酒店大堂变成“有好书、有好饮、有生活好物”复合式功能的“城市第三空间”，向住客乃至附近所有人开放，消费者在全季“客听”找到喜欢的书籍，艺术作品，品牌音箱以及伴手礼，都可以购买。

3）服务理念：全季酒店在运营和迭代中形成了自身独特的经营哲学，即在“五感六觉”方面满足顾客需求，提升用户体验。“五感”指的是舒适感、愉悦感、安全感、安定感、亲切感，“六觉”则指视觉、听觉、触觉、嗅觉、味觉、知觉，全季的设施采用、装修风格、服务标准都是致力于提升旅客这五感六觉的居住体验。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 92：全季客房装修及设施配套品质极高



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

图 93：全季 3.0：“温、良、恭、俭、让”的设计理念



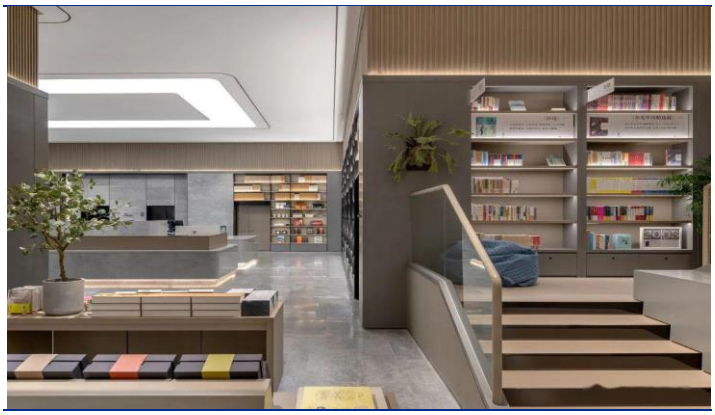
资料来源：爱在华住公众号、安信证券研究中心

图 94：全季 3.5：有情感、有故事、有思想的舒适场所



资料来源：酒店微加盟网、安信证券研究中心

图 95：全季 4.0：“客听”欲成为城市第三空间

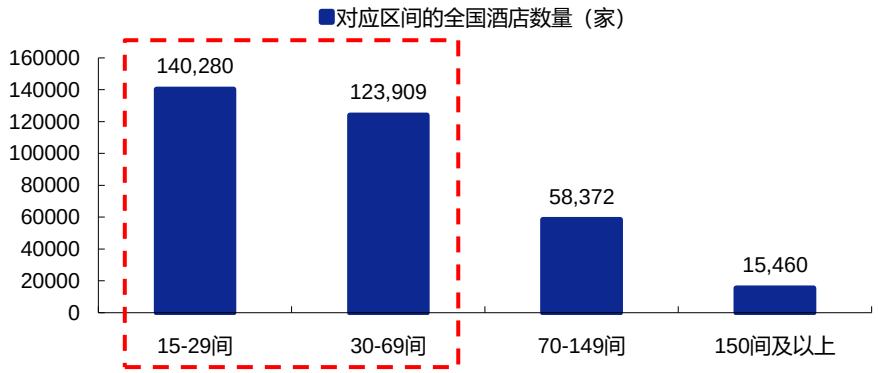


资料来源：公司官网、安信证券研究中心

4.1.1.3. 软品牌连接更多单体酒店，轻加盟挖掘中小物业潜力

轻加盟模式打开中长尾小酒店空间。根据盈蝶咨询的数据，2019 年我国 70~149 间客房的酒店数量约为 5.8 万家，而 70 间客房以下的中长尾小酒店数量远超主流物业，高达 26.4 万家。过去连锁酒店头部公司扩张多关注 70~149 间客房的主流物业，但 2017 年 11 月 OYO 进入中国市场后采取轻加盟的方式开放加盟，截至 2019 年末已攀升至 10354 家且加盟商多为中小型单体酒店，证明在中长尾酒店市场中，受成本、规模、价格等因素所限不适合加盟主流酒店品牌的酒店业主们，对于轻加盟的需求非常广阔。

图 96：截至 2019 年国内 70 间客房以下的小酒店数量众多



资料来源：盈蝶咨询、安信证券研究中心

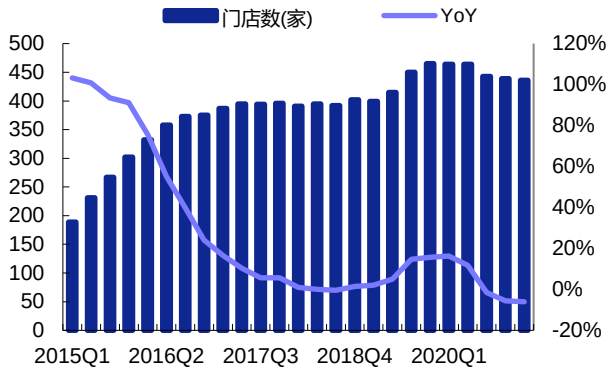
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

但是轻加盟并非万能灵药，品牌加盟可以“软”产品标准必须“硬”。OYO 在中国经历了初期的迅猛扩张后也遇到了寒冬期，2020 年 9 月华住集团创始人季琦在华住世界大会上指出，OYO 在中国仅剩 1567 家酒店，较 2019 年底是以月均 976 家门店的速度减少，华美集团首席知识官赵焕焱也认为 OYO 在中国的失败基本已经定局。复盘 OYO 盛极而衰的原因，我们认为主要有如下几点：1）加盟门槛低且对物业几乎没有后续改造。2018 年下半年 OYO 酒店成立 EMO 事业群，在低线城市高速开展地推工作，合作门槛很低，OYO 酒店负责为单体酒店改换门头，业主不需要花费加盟费和改造费就可以加入 OYO 并在 OYO 的酒店预订系统上推送酒店信息。2018 年底在 OYO 进入中国市场一周年大会上，时任 CFO 李维称 OYO 的开发团队平均每 1.4 天开一座城、接近 3 小时开一家店，如此惊人的扩张速度和低门槛，随之而来的便是产品质量和标准问题，虽然主打是经济型品牌，但是顾客体验依然是酒店核心竞争力，盲目扩张而忽视对加盟酒店的质量改造使得顾客口碑遭受损害；2）以低价换取入住率，酒店盈利能力不增反降。OYO 酒店 2019 年 5 月推出的 2.0 模式，主要是通过淡季大幅降低房价旺季基本不涨价来拉动入住率的提升，其中淡季甚至出现每晚 30-40 元的低价。此做法意在留存顾客，但实际上收效甚微，因为靠超低价吸引的用户并无忠诚度，价格一旦调高就会立刻流失，然而极低的房价却让单体酒店业主损失惨重，大量酒店业主选择结束合作甚至通过法律途径维权要求赔偿损失；3）过于依赖资本加持，没有建立核心竞争力和有效的盈利模型。2018 年 9 月 25 日 OYO 宣布获得由软银领投，红杉资本、光速创投等国际著名投资机构跟投的 10 亿美元 D 轮融资，其中 6 亿美元用于继续扩大中国业务规模。资本助力使得 OYO 前期得以在中国疯狂扩张规模、以补贴争取更多加盟商、以低价吸引众多住客、向 OTA 渠道付费获客，但是没有构筑起成熟稳定的单店盈利模型，也没有培养出高效的集团内部管理体系，加盟扩张虽然很快，但是无论是加盟商还是顾客黏性都很低。资本的逐利性很难让 OYO 很难慢慢消化中国市场如此庞大的酒店规模，再加上 2020 年新冠疫情下的重创更是加速了 OYO 的下滑趋势。

华住吸取 OYO 的经验教训，软品牌“硬”做从产品标准和盈利能力赋能单体酒店。华住集团在面对物业大小、位置不符合主流品牌加盟条件的单体酒店时，推出了多个软品牌供业主选择，其中既包括经济型品牌海友、怡莱、你好，也包含中端品牌星程乃至中高端品牌美仑。在汲取 OYO 失败的教训之后，华住的软品牌加盟策略有了很大不同，主要体现在：1）提高软品牌加盟标准，精选较优质物业。公司在推广软品牌时并非只注重数量，同样也会对单体酒店的物业面积、暗房率、客房基础设施（如排水、消防等设施）等进行筛选，这样保证软品牌加盟的酒店在轻量改造后也能拥有较好的产品质量，维系了品牌声誉。公司自 2021 年起还计划适当收缩软品牌开业速度，通过提高软品牌收费率等实现更高质量扩张；2）降低软品牌运营成本，优化单店运营效率。单体酒店在加盟软品牌时仅进行轻量改造因而成本较低，加盟费视协议商谈结果而定，一般加盟费较低甚至无初始加盟费，加盟商还可以通过华住集团规模化采购的优势，降低酒店耗材等物料的采购成本。在门店的日常运营环节，华住集团拥有成熟完善的管理经验和团队，协助加盟商进行高效管理，也实现服务质量的标准化；3）自有会员体系导流，降低渠道获客成本。OYO 在中国主要通过 OTA 渠道为旗下加盟商引流，2019 年与美团和携程分别签订协议，向两家 OTA 运营商每年分别支付不少于 4 亿元、2 亿元渠道费，以 1 万家门店估算，平均每家酒店每年需要支付约 6 万元渠道费用，大大削弱了酒店盈利能力。而华住集团提供的软品牌加盟后可以共享华住 1.7 亿的会员体系，渠道成本被压缩后酒店盈利能力自然提高。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 97：2015Q1-2021Q1 海友品牌开业数量变化



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 98：华住软品牌星程的客房设施依旧保持高质量



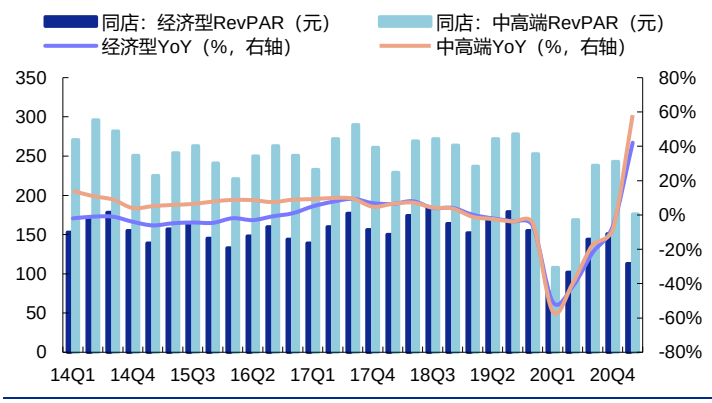
资料来源：公司官网、安信证券研究中心

4.1.1.4. 国内收购与国际化并行，两线发力丰富中高端品牌

公司的中高端化布局早已开始，国内外自建+并购扩张品牌种类。早在 2012 年 8 月，汉庭集团便推出了禧玥酒店（目前已升级为高端品牌），开启中高端领域扩张；同年 11 月公司更名为华住集团，着力于淡化经济型品牌色彩，重构品牌定位。2017 年 3 月华住集团推出城家酒店品牌（CitiGo），定位年轻一代新概念轻奢酒店品牌；次月公司旗下的漫心在品牌战略发布会上宣称将从专注于度假酒店转向城市中高端酒店布局，进一步展示公司发力中高端市场的决心，根据公司 2021Q1 财报数据，漫心酒店品牌共运营 63 家酒店和 6155 间客房，还拥有 54 家待开业酒店。华住美仑事业部 CEO 张书荣接受采访时称中高端及高端酒店的未来还是在存量市场，公司在争夺存量市场方面：1）软品牌：美仑酒店以软品牌加盟方式助力中高端单体酒店实现连锁化，截至 2021Q1 美仑酒店已开业 25 家，客房数为 3850 间，pipeline 酒店数达 43 家，软品牌策略给许多对连锁化抱有顾虑的单体酒店业主一个教育接受期；2）收购：2017 年 3 月公司斥资 36.5 亿元收购桔子酒店集团后着力将旗下桔子水晶酒店打造为中高端品牌，截至 2021 年一季度，桔子水晶已拥有 121 家酒店共计 16240 间客房。

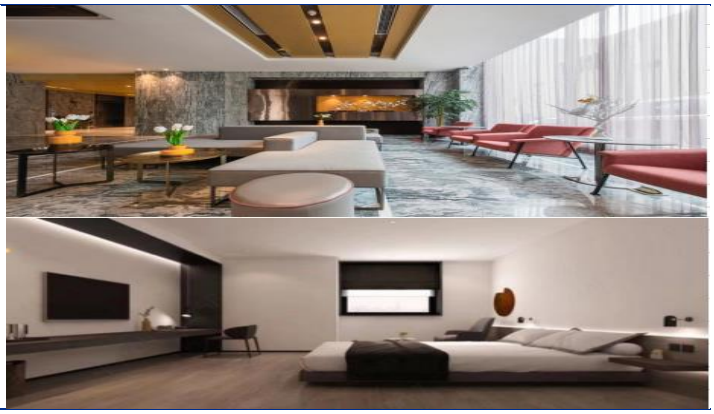
公司利用国际化布局反哺国内市场。2016 年 1 月公司采用交叉持股方式与雅高达成战略合作，此次合作使得公司获得了雅高集团在国内酒店的运营权，除经济型和中端品牌外，还包括了中高端品牌美居酒店和诺富特酒店，帮助公司弥补了在中高端领域市场份额较低的不足。此后 2019 年 11 月公司全资收购了德国最大的本土酒店集团德意志酒店，进一步扩充了中高端领域的品牌数量（城际酒店）。中高端酒店较经济型酒店 ADR 更高，能够有效带动 RevPAR 提升，疫情前公司中高端品牌同店 RevPAR 平均比经济型高出约 100 元。

图 99：公司经济型与中高端酒店同店 RevPAR 对比



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 100：公司旗下美仑品牌以软品牌吸引中高端酒店加盟



资料来源：美仑家族发布会、安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

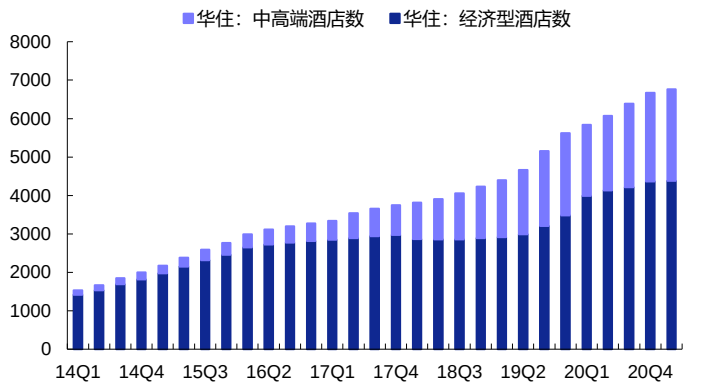
海外并购不仅丰富了中高端品牌，也弥补了公司在高端酒店领域的空白。在收购国际酒店集团以前，华住集团旗下的本土高端品牌仅有自创的禧玥、美仑国际和 2018 年收购的花间堂，然而花间堂主打高端度假民宿、美仑国际是软品牌加盟、禧玥酒店彼时开业不足 10 家，公司在高端品牌方面的品牌文化塑造、管理体系、运营经验均较为欠缺。公司借鉴了万豪酒店扩张历程中的经验，以收购国际品牌的方式扩大市场份额和加速国际化进程。通过与雅高集团合作以及收购 DH 酒店，公司取得了高端品牌美爵以及美仑美奂（Maxx）、Jaz in the City 和超高端酒店品牌施柏阁的运营权，一方面使得公司能够引入国际一流酒店集团多年积累的运营管理经验弥补自身在高端领域的经验空白，另一方面能够借助高端品牌在国际市场上的卓越口碑并融合华住在国内多年深耕的经验，将品牌引进中国进军高端市场。华住总裁 CEO 金辉在“中国经济新趋势论坛暨 2020 华住世界大会”上表示，未来华住将重点发力高端酒店市场，包括禧玥、花间堂等，到 2023 年底，保持每年新增至少 100 家高端酒店的增长速度，届时在全国范围内实现高端品牌酒店达到 500 家的布局。

图 101：公司与雅高合作取得美爵酒店经营权



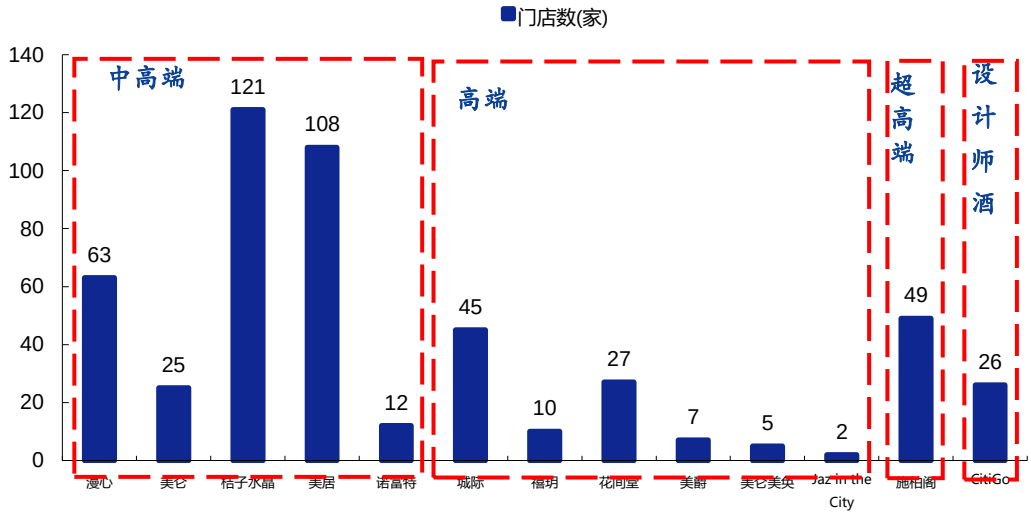
资料来源：公司官网、安信证券研究中心

图 102：截至 2021Q1 华住中端以上酒店数占比达 35.2%



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 103：截至 2021Q1 华住旗下中高端以上品牌已开业门店数



资料来源：公司财报、公开资料整理、安信证券研究中心

注：美仑国际数据包含在美仑酒店中，CitiGo 数据是根据华住会、同程艺龙检索结果汇总得出

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 104：华住集团目前已形成从经济型到高端的品牌矩阵

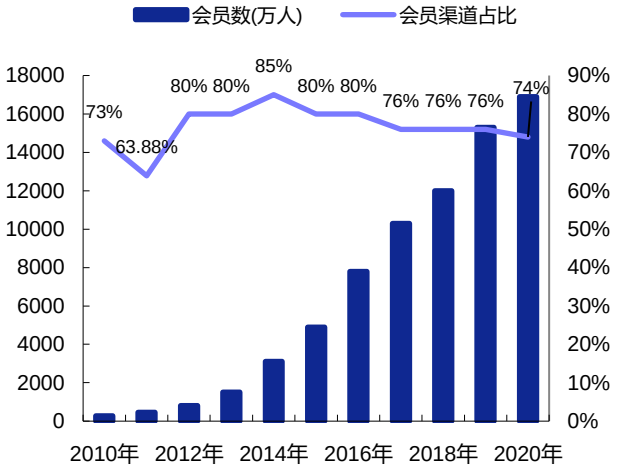


资料来源：公司官网、安信证券研究中心

4.1.2. 数字化助力品牌扩张，科技赋能酒店经营效率

庞大会员体量支持酒店，抗衡 OTA 提高议价能力。华住集团自 2006 年起就建立了自有会员体系汉庭会（2012 年更名为“华住会”），截至 2020 年末已有会员 1.69 亿/+10.46%，近 10 年 CAGR 高达 50.99%。在 2014 年华住世界大会上，创始人季琦曾提出三个理念：永远坚持酒店中央预定渠道最低价；自有会员最优惠，保持核心竞争力；酒店 APP 最便利，提供 OTA 之外的情景服务。在这一发展理念支撑下，华住旗下酒店的自有会员客源几乎始终保持 70%以上，直销渠道高达 85%。以汉庭为例，集团收取的中央系统预定费率为房价 8%且收费上限为总营收的 3.5%，相较于 OYO 向 OTA 缴纳的每年每家酒店约 6 万元渠道费而言极大降低了成本。

图 105：华住会会员数量与会员渠道预定量占比情况



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 106：华住会员等级体系及享有的部分权益

	会员权益	星会员	银会员	金会员	铂金会员
价格权益	房费折扣①	9.8折	9.2折	8.8折	8.5折
	早订早惠（提前1天）	折上9.5折			
	早订早惠（提前3天）	折上9折			
	连住7天	折上9折			
	连住14天	折上8.5折			
	连住30天	折上7.5折			
	新店促销	折上9折			
	夜宵房	–	折上8.5折		
	时租折扣	–	减20元起		
入住权益	免费早餐	–	–	1份	2份
	预订保留	18:00	19:00	20:00	20:00
	延迟退房	12:00	13:00	14:00	14:00

资料来源：华住会、公司官网、安信证券研究中心

着力打造行业基础设施，软硬件打通酒店经营全流程实现降本提效。2014 年华住孵化了盟广信息，旨在通过数字化技术引领酒店行业未来的发展方向，如今盟广已经为华住旗下运营酒店开发了贯穿物料采购、收入管理、顾客入住、流程管理、客户关系、硬件维护的全流程数字化酒店经营管理系统，极大提高了酒店的运营效率。1）中央采购系统：公司开发的“华住易购”平台让加盟商能够自主订购装潢和日常运营所需的各种物料，通过集团化采购既可以提高对供货商的议价能力降低采购成本，又能够保证酒店品牌的标准化；2）PMS 酒店管理系统：盟广开发的 SaaS 平台易系列酒店管

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

理系统提供了连锁酒店经营全套解决方案，包括中央预定模块向客户推荐房源和接受预定、通过算法和大数据技术抓取酒店周边门店和友商价格实现自动调价（根据 36Kr 的报告，华住的 PMS 是全国首个且唯一达成的），“易掌柜”自助入住机，“易客房”实时更新房态、清洁维修、薪资计件等客房管理环节并辅以客房服务机器人降低员工工作量，盟通酒店营销模块进行客户关系维护和精准营销、“易发票”无缝对接税控软件和打印机，10 秒完成开票流程。

图 107：加盟可以通过华住易购采购多种物料



资料来源：华住易购微信公众号、安信证券研究中心

图 108：华住自助入住系统“30 秒入住、0 秒退房”



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

华住建设的 SaaS 平台成为增强加盟商黏性的“强力胶”，未来或将触及更多单体酒店。OYO 在中国的盛衰说明了靠低价补贴换取得软品牌加盟商增长并非长久之计，华住选择了用完善高效率的行业基础设施赋能酒店经营效益，以切实的成效提高业主的忠诚度。截至 2020 年 6 月 30 日，华住旗下已有超过 330 家酒店配备智能机器人，超过 2200 家酒店配备自助入住/退房终端机。根据新民晚报的报道，截至 2019 年末，公司旗下酒店人房比约为 0.17，明显低于单体酒店 0.25 的人房比，公司人工成本率为 0.165，同样低于行业平均水平。中国仍有许多单体酒店由于主打本地特色、业绩尚佳、业主观念等多种因素很难被开发为加盟店，但是这些酒店同样需要优质的行业基础设施帮助酒店经营、减轻业主负担，此时盟广的数字化系统可以为这些单体酒店提供基础设施的运维服务而获取收入。

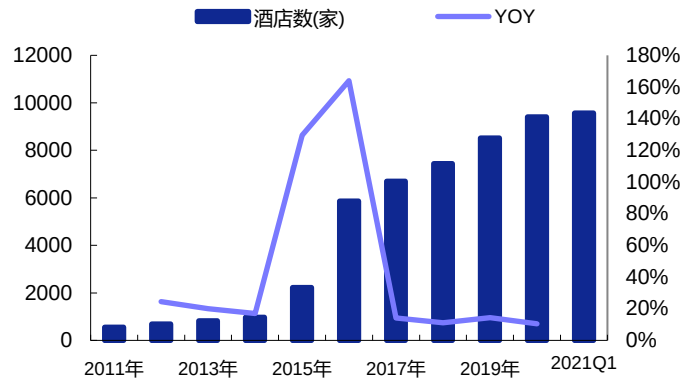
4.2. 锦江酒店：品牌矩阵齐全规模大，轻重资产分离为公司经营减负

4.2.1. 国资背景实力雄厚，并购扩张产业整合优势显著

公司前身锦江饭店是上海市政府招待高级干部与外宾的接待场所，1984 年成立我国第一家酒店管理公司锦江集团，实控人为上海市国资委。公司在自有锦江系列酒店的基础上，先后收购了收购了法国卢浮酒店集团（2015 年）、铂涛酒店集团（2015 年）、维也纳酒店集团（2016 年）、丽笙酒店集团（2018 年），旗下酒店数量和房间数迅速扩张，现已成为国内最大、全球第二的酒店集团，截至 2021 年 3 月 31 日，公司开业酒店达 9563 家，已签约酒店达 13338 家。

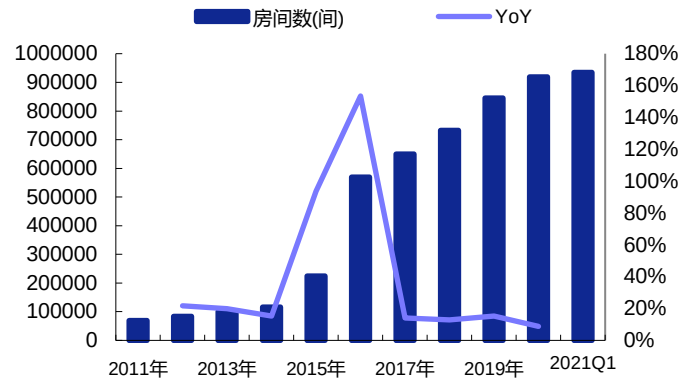
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 109：2011-20 年锦江通过并购旗下酒店数快速增长



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 110：2011-2020 年锦江旗下客房数 CAGR 达 33.36%



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

酒店品牌极为丰富，加盟店占比不断提升。经过多次并购公司旗下共有 46 个品牌，实现了经济型到奢侈酒店品类全覆盖，其中经济型/中端/中高端/高端品牌数量分别为 10/15/9/7 个。公司旗下的主力经济型品牌锦江之星、7 天、维也纳酒店（3 好、智好）均是国内知名经济型连锁品牌，截至 2021Q1，锦江之星（包含风尚、品尚）/7 天系列/维也纳 3 好及智好酒店品牌分别运营酒店 1013/2016/449 家。公司中端以及中高端品牌数量均为行业首位，在收购维也纳酒店集团获得中端品牌维也纳酒店后着力将其扩张为国内一流中端品牌，目前因华住旗下全季加速开店，维也纳品牌暂居行业中端单品第二位，2020 年前一直是国内最大中端酒店品牌。

图 111：锦江酒店品牌种类众多，品牌数量位居行业之冠

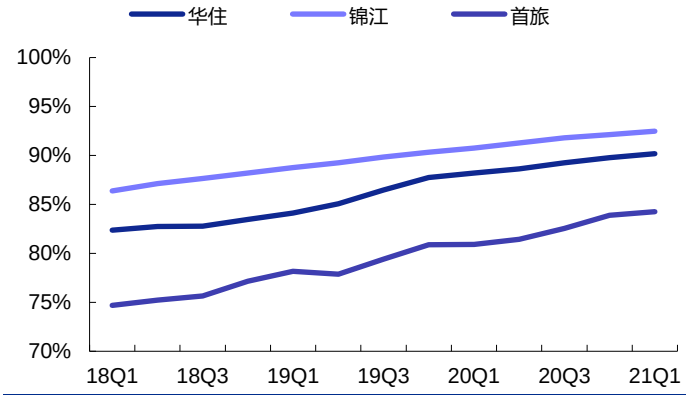


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司旗下加盟店数量不断提升。根据公司 2020 年财报中数据显示，截至 2020 年 12 月 31 日，公司旗下加盟店 7497 家/同比增长 14.93%，占比达 92.12%。加盟店高占比能够为公司带来较稳定的收入，因而疫情后公司能够有充足现金流支撑加速开店，20QQ1/Q2/Q3/Q4 公司新开业门店数分别达 133/172/298/289 家。公司在收购铂涛集团和丽笙集团后在中端领域整体规模居首，多品牌进驻后有望发挥集团规模优势，为酒店业主提供更多加盟选择加快拓店速度，未来吸纳住客能力预计将继续提高。

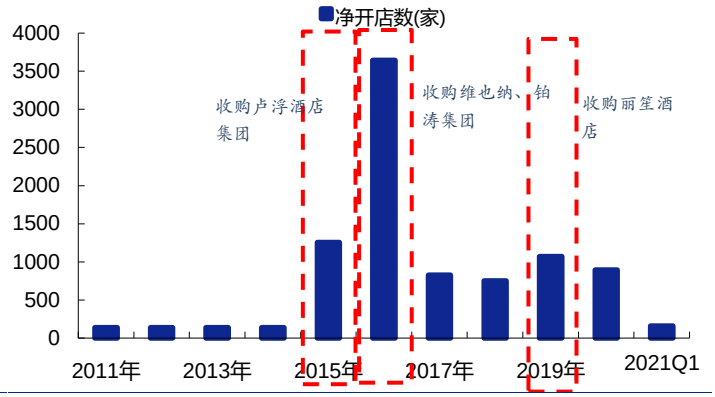
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 112：锦江旗下加盟店占比领先华住和首旅



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 113：2011-2020 年锦江净开店数量变化情况



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

内部制度改革融入狼性文化，激励机制到位支撑高速拓店。锦江酒店的门店规模和高速开店与公司的制度的改革密不可分，原先公司受制于国企体制激励机制难以市场化，2019 年起公司实施了一系列举措进行内部改革：

1）引入市场化激励机制，以狼性文化盘活人力资源。锦江集团开发团队由自有团队加外包构成，将员工以小团队形式划分进行赛马，小团队有资格向业主提供约 16 个品牌以供选择，两个月内没有开发出一家门店团队会面临被淘汰的风险，并且采取跨部门、跨区域协同推进，鼓励不同区域团队狼性竞争，而激励也较为可观；

2）锦江系与维也纳系管理层与员工均互相流通。锦江系品牌在深圳开设分公司，将部分原锦江系员工改编至维也纳体系，纳入其狼性文化和激励策略，而维也纳品牌也在上海开设总部，在锦江系品牌管理团队中引进维也纳系高管，盘活管理体制；

3）梳理整合三大主力品牌，成立锦江中国区实现组织重构。2020 年 5 月集团成立锦江酒店中国区，将锦江系、铂涛系、维也纳系的众多品牌组织管理结构重新梳理并明确，三家旗下品牌根据产品特点和现实情况分成九个品牌组，由总部直属的八位总裁直辖。此外，对公司总部机构进行优化，以更加精简高效的后台管理服务顾客和加盟商。公司目标是未来三年继续深化组织变革，持续优化上海总部和区域分公司的组织架构，在精简高效原则下实现量增质升。

图 114：锦江酒店中国区管理体系架构

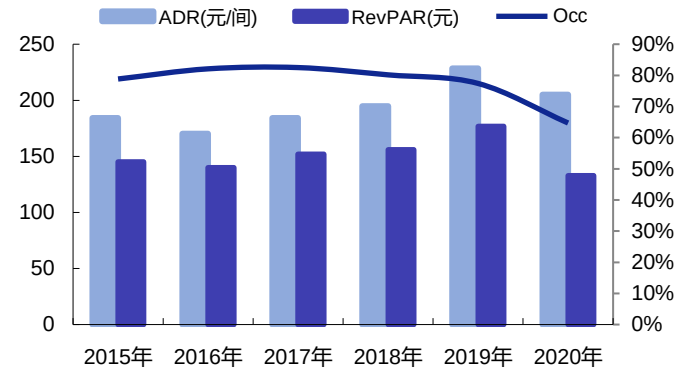


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4.2.2. 加码并购引进更多中高端品牌，发挥协同优势提振公司业绩

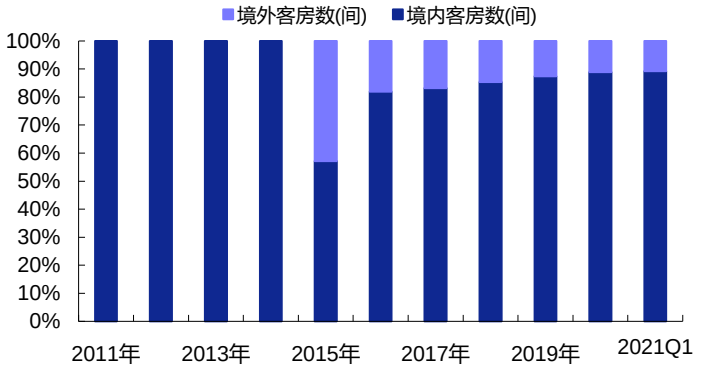
根据 2021 年 6 月 29 日锦江酒店发布的公告，继 2015 年/2017 年/2018 年收购铂涛集团 81%/12%/3.5%的股权后，公司将完成对铂涛集团 100%的股份收购，以便对铂涛集团进行充分管理，加速推动集团内部整合进程，有利于公司组织架构、业务划分的清晰化。同年，公司收购丽笙酒店集团 51.15%的股权，使得公司中高端及高端酒店房量增加约 20%，海外房量达到 30%以上，丽笙集团旗下丽笙、丽筠、丽亭、丽柏 4 个品牌已经入驻中国。公司效仿万豪酒店等国际酒管集团，通过并购快速驶向国际化，并且公司收购成熟酒店品牌弥补了自身在中端乃至中高端领域的不足，迅速在中高端领域建立了领先地位。目前公司在国内广泛布局，各省均运营有中高端酒店品牌，尤其以一线城市和消费能力较强的东部沿海和南方地区为甚，在中国境外公司于超过 120 个国家和地区运营酒店 1253 家，多位于欧洲。公司在国内成熟的运营经验和资源优势能够帮助国际品牌快速进入中国市场，国际品牌的管理经验能够帮助公司旗下的国内品牌改善产品和服务质量，提高顾客口碑，实现地区协同互补。

图 115：锦江并购后依靠 ADR 提升带动 RevPAR 增长



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 116：锦江自 2015 年并购卢浮酒店后开启国际化之路



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

公司众多中高端品牌能够定位不同客群进行差异化营销，市场竞争优势明显。维也纳国际酒店定位中国区中高端商务酒店、康铂酒店主打法式风格、丽芮酒店是具有打破常规独具特色理念的时尚精品酒店、郁锦香酒店靠近商圈并提供全服务，这些不同的中高端品牌能够发挥自身特色服务不同偏好的顾客，如今我国的中高端酒店领域尚未出现具有统治力的品牌，公司的多品牌策略更有利于在各细分风格中建立优势，而且引入成熟国际品牌有利于减少市场培育期，以较快速度实现盈利，实现不同品牌协同互补。

图 117：维也纳系列的中高端品牌维也纳国际酒店



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

图 118：2019Q3 开业的杭州新天地丽笙酒店

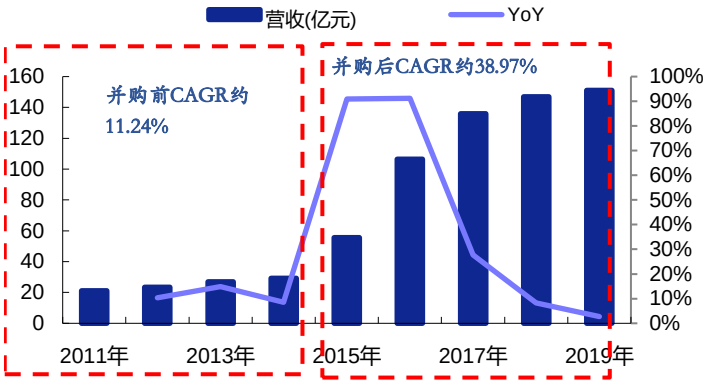


资料来源：公司官网、安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

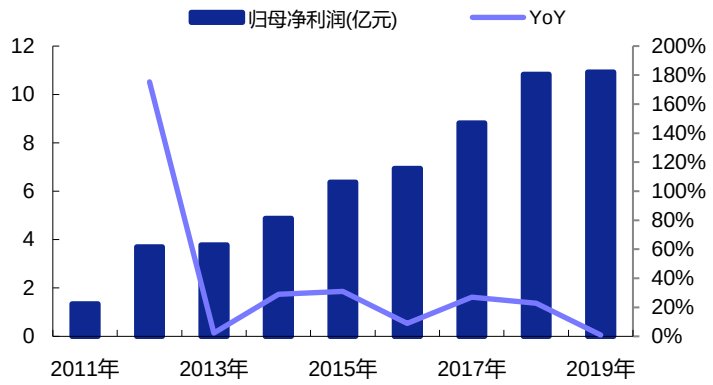
持续并购推动规模增长，增强规模协同优势。公司通过并购逐渐从过去的经济型连锁品牌转向以中端&中高端品牌为主力的酒店集团，众多品牌可在多方面形成规模协同效应，主要有：1）经营规模与效率上升。公司 2011-2014 年间营业收入 CAGR 仅为 11.24%，而在并购之后收入大幅提升，截至 2019 年末公司营业收入达 150.99 亿元/同比增长 2.73%，2014-2019 年间 CAGR 高达 38.97%，其中 2015 和 2016 年增速均超过 90%。效率提升还体现在成本费用结构的优化上，2019 年公司销售费用率为 50.92%，相较于 2015 年的 54.54%分别下降了 3.62pct。2）品牌效应与规模优势带来议价能力提升。公司在中端及中高端领域的丰富品类能够在酒店装修改造及日常耗材的采购中利用集团化采购占据有利地位，帮助酒店降低经营成本。3）会员体系丰富，获客能力和成本进一步优化。公司整合不同品牌的会员体系后，借鉴了多方会员系统的优点，实现了会员体系数量与质量的双重提升。2011-2019 年间，公司会员数量从 242.7 万人增长到约 2 亿人，CAGR 达 73.55%，截至 2020 年底公司有效会员为 1.59 亿人，此次降低为剔除同一客户名下不同品牌重复会员所致。庞大的会员基础能够加大直销渠道客源降低获客成本，另一方面也能够有效提高对 OTA 平台的议价能力。

图 119：公司通过并购经营规模迅速提升



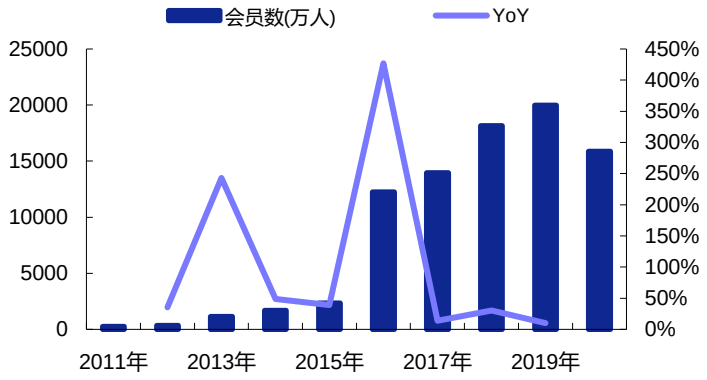
资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 120：公司 2014-19 年间归母净利润 CAGR 达 17.53%



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 121：公司整合不同酒店集团获得坚实的会员基础



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 122：锦江酒店旗下 WeHotel 会员体系

会员级别	会员资格有效期	升级	保级	降级
蓝卡	12个月	三要素齐全且登录过锦江酒店直销平台	三要素齐全且登录过锦江酒店直销平台	未在有效期内登录过锦江酒店直销平台，或三要素不齐全，则降级为注册用户
银卡	12个月	5房晚/年或满1000消费额或购买礼包	3房晚/年或满1000消费额	1、未在有效期内累积到3房晚或1000消费额，且三要素不齐全，则降级为注册用户 2、未在有效期内累积到3房晚或1000消费额，但三要素齐全，则降级为蓝卡
金卡	12个月	15房晚/年或满3000消费额或购买礼包	10房晚/年或满3000消费额	未在有效期内累积到10房晚或3000消费额，则降级为银卡
白金卡	12个月	30房晚/年或满20000消费额	20房晚/年或满20000消费额	未在有效期内累积到20房晚或20000消费额，则降级为金卡

资料来源：公司官网、安信证券研究中心

注：2020 年口径为有效会员数，清理了重复会员与不活跃会员

4.2.3. 自有物业尝试 REITs 化改革，轻资产助力公司稳健经营

公司尝试逐步剥离重资产，对冲疫情负面影响。正如 1993 年万豪集团启动的公司拆分计划，轻重资产分离以减轻酒店管理板块负担，我国酒店集团发展至今也面临相似局面。我国 2020 年 4 月才开始试点 REITs 且仅限于基础设施领域，但是锦江集团已经开始着力尝试对旗下酒店重资产进行类 REITs 化改革，公司 2020 年 1 月 9 日公告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

中称对郑州、西安两家自持物业的锦江之星 100%所有权进行转让，受让方为华安基金和上海锦荔投资管理有限公司（上海锦江国际投资管理有限公司全资子公司）共同出资成立的光缕企业管理有限公司（华安基金占比 99%），交易后公司依然负责运营该酒店，预计实现一次性税前收益 6700 万元。考虑到 2020-2022 年酒店行业受疫情影响短期内难以消除，公司的 REITs 化改革有望对冲不利宏观环境对净利润的影响，未来公司对自持酒店物业的逐步剥离还可以增厚业绩。轻资产化经营可以向业主提供酒店管理服务获取收入，此项改革能够使得公司未来收入更加稳健，在面临宏观因素冲击时降低负面影响。

表 11：公司尝试剥离旗下重资产转让给锦江资本，转型轻资产运营

时间	转让方	转让标的资产	受让方	交易金额（元）
2020.01.09	上海锦江国际旅馆投资有限公司	西安锦江之星 100%股权	光缕公司	75193051.99
2020.01.09	上海锦江国际旅馆投资有限公司	郑州锦江之星 100%股权	光缕公司	60168475.98
2020.04.01	上海锦江国际酒店股份有限公司	上海锦江达华宾馆 70%股权	上海锦江国际投资管理有限公司	171441616.06
2020.04.01	上海锦江国际旅馆投资有限公司	天津河东区锦江之星 100%股权	上海锦江资本股份有限公司	56262198.93
2020.04.01	锦江之星旅馆有限公司	宁波锦波旅馆 100%股权	上海锦江资本股份有限公司	45742953.22
2020.04.01	锦江之星旅馆有限公司	上海滴水湖锦江之星旅馆 70%股权	上海锦江资本股份有限公司	67124837.19
2020.07.01	锦江之星旅馆有限公司	天津沪锦投资管理有限公司 70%股权	上海锦江资本股份有限公司	54495270.57
2020.07.01	上海锦江国际旅馆投资有限公司	沈阳松花江街锦江之星旅馆 70%股权	上海锦江资本股份有限公司	36650818.47
2020.07.01	上海锦江国际旅馆投资有限公司	长春锦旅投资管理有限公司 70%股权	上海锦江资本股份有限公司	11327720.47
2020.07.01	上海锦江国际旅馆投资有限公司	天津锦江之星旅馆 51%股权	上海锦江资本股份有限公司	40632588.70
2020.07.01	上海锦江国际旅馆投资有限公司	镇江京口锦江之星旅馆 51%股权	上海锦江资本股份有限公司	16959764.92

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4.2.4. “一中心三平台”剑指全球酒店共享，科技助力打造智能酒店

公司着力建设的“一中心三平台”即全球创新中心、旅游产业共享平台 WeHotel、采购平台锦江联采、全球酒店财务共享平台。全球创新中心的落地需要依靠三大平台的支撑：1）采购平台锦江联采。锦江联采是由锦江投资、锦江酒店、红星美凯龙等共同投资成立的供应链 SaaS 平台，整合超过 2000 家供应商为酒店提供全天候优质的物料采购服务；2）旅游产业共享平台 WeHotel。WeHotel 是在锦江打通全品牌共计 1.6 亿会员之后，依托锦江酒店 APP、微信公众号、小程序、酒店官网联合组成的全球会员预定平台，通过华为云提供的云计算和大数据技术实现的全流程酒店经营管理系统，是公司数字化体系的主干，具备中央预订、企业差旅、支付结算、门店流程管理、物料采购、会员营销等众多功能；3）全球酒店财务共享平台。GFP 平台能够对各酒店收支状况进行记录跟踪，从而对各个酒店财务状况实现动态监测，从单个酒店门店的维度实现经营业绩的拆解剖析。过去酒店行业的经营业绩都是以品牌/档次为群组进行评价，无法落实到特定某家酒店，也就很难挖掘出单个门店业绩优劣，GFP 能够精准追踪到某家酒店的经营指标变化，帮助业主和管理者数字化、动态化地了解本店经营状况，便于对业绩波动的原因进行回溯；4）全球创新中心是为全球酒店行业打造的新概念创新创意产业集群，通过创新体验、展示交易、生态集聚三大功能为锦江旗下品牌乃至全世界酒店行业研发新产品和服务，力求实现全产业链协同，推动酒店行业由“中国制造”走向“中国创造”，引领未来酒店行业发展。全球创新中心目前正尝试通过实现数字化系统与物联网技术的联动，打破线上和线下之间障碍，创造智能化酒店 WeSmart。顾客可以通过移动端平台自主查看酒店不同客房状态（温湿度、清洁状态等），选择预定心仪的酒店房间并支付，到店后通过设备办理自助入住，移动端平台可以代替房卡、遥控器完成开锁、控制空调、电视等客房设施，顾客还能通过移动平台提出客房打扫、日常用品需求，离店时可自助开具发票。移动平台和智能设备的协作既能为顾客带来更多便利，也有望为酒店经营节省人工成本。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 123：锦江旗下 PMS 系统 WeHotel 功能齐全，是连接酒店所有智能设备的脉络



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

4.3. 首旅酒店：不断丰富中端产品，销售与管理体系改革重新起航

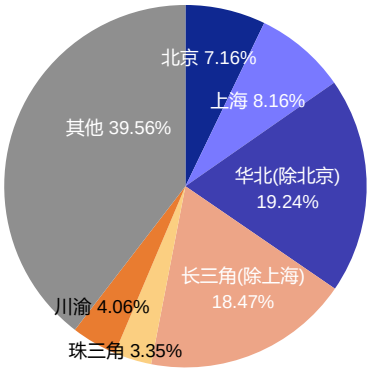
4.3.1. 主打高性价比中端品牌，二三线城市占比较高

首旅集团旗下如家酒店是中国经济型连锁的“国民品牌”之一。2016 年首旅集团收购如家并完成私有化从美股退市回归 A 股，结合首旅资源优势和如家运营经验与门店网络开始向中端和中高端领域发力。公司开发了如家商旅系列、和颐系列、云系列等品牌，形成了较为庞大的中端品牌序列，目前公司官网公布的中端酒店品牌有 15 个，其中知名度较高的品牌如家精选/如家商旅/金牌驿居/和颐系列分别已开业 247/537/45/181 家，运营客房数为 24479/49185/2624/21158 间。

公司主要经营地区是华北及华东，二线及以下城市占比较高。根据首旅酒店 2020 年财报中公布的数据，公司在华北和华东地区运营的房间数分别为 11.41 万和 11.51 万间，占比分别为 26.40%和 26.63%；而整个华北地区剔除北京后占比为 19.24%，华东地区剔除上海后占比为 18.47%，可以看出公司在二三线城市开店占比较高。根据盈蝶咨询发布的《2021 中国酒店业发展报告》，2020 年华北地区（北京除外）酒店房间总数约为 154.69 万间，华东地区（除上海外）酒店房间总数约为 246.69 万间，公司在华北和华东地区的二线及以下城市的市占率约为 5.38%和 3.24%，市场份额未来仍有较大提升空间。

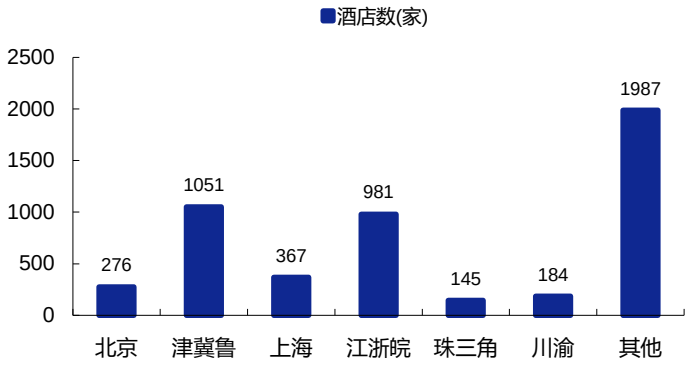
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 124：华北、华东为主要经营地区（以房间数为口径）



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 125：2020 年公司在全国不同地区酒店数量分布情况



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

价格差异化定位竞争市场，高性价比获得业主与顾客好评。公司通过两方面的价格优势进行扩张，在华北、华东这些酒店行业兵家必争之地保持良好增长势头：1）投资成本。根据如家官网和全季门店的加盟商网站信息，如家商旅的单房投资金额大约为 8.5~9.5 万元，相比全季 10~12 万元单房投资金额大约低 15%~20%，投资现金回收期均为 4 年左右，从成本端来说对业主的投资额要求以及现金流压力较小。2）产品价格。如家商旅平均房价相较全季酒店略低，以北京和上海地区为例（草根调研下整体如家商旅的价位相对周边全季会略低，以北京上海为例，仅供参考），价位大约为周边全季的 70%-80%左右。2019 年公司在北京地区拥有酒店数为 289 家/同比增长 7.84%，北京是全季品牌的强势区域之一，公司在这一地区酒店数仍然有较可观增长，主要受益于高性价比客房、较低投资成本、较短回收期共同支撑，得到消费者和加盟商的青睐。

图 126：上海相近区域如家商旅房价约为全季 75%



资料来源：首旅如家 APP、华住会、安信证券研究中心

图 127：北京相近区域如家商旅房价约为全季 73%



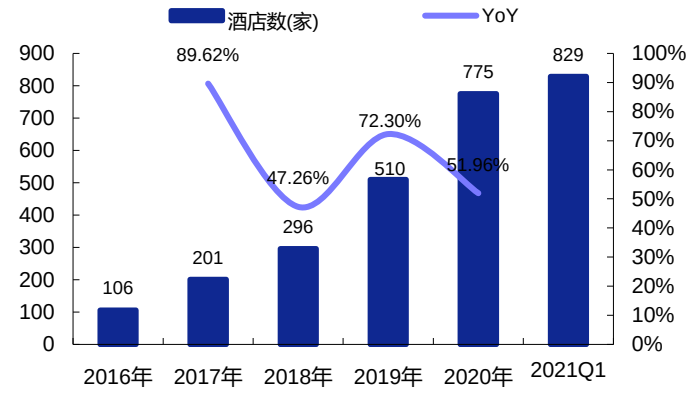
资料来源：首旅如家 APP、华住会、安信证券研究中心

独创云系列品牌定位不同层次，标准之外软品牌连接非标酒店。2014 年公司以 2.3 亿元人民币收购昆明百货大楼集团旗下的云上四季酒店品牌，此后开创了云系列酒店品

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

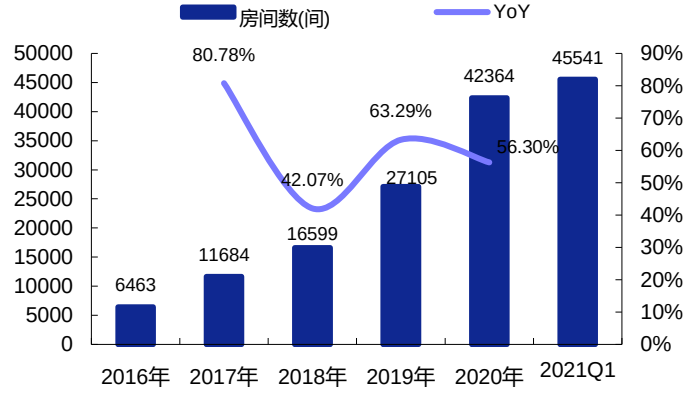
牌。云系列包含众多细分品牌，对应了不同档次，云上四季和派柏云品牌定位经济型，云上四季尚品、素柏云、睿柏云定位中端商旅品牌，云上四季民宿、诗柏云则定位中端及中高端休闲度假民宿，YUNIK 则引入多元化社交和智能娱乐产品，定位年轻一代潮流中端品牌。云系列主要依靠软品牌加盟实现扩张，帮助公司将更多非标酒店纳入联盟范围，主力品牌“派柏云、素柏云、诗柏云、睿柏云”加盟率为 100%，无直营店的经营模式减轻了公司的开店成本，依靠特许经营和酒管服务获得收入更加稳健，也能够降低在面临疫情等社会性事件时受到的负面冲击。截至 2020 年末公司云系列品牌已开业 775 家/同比增长 51.96%，即使在疫情冲击下当年开业依然达到 350 家，我国单体非标酒店数量庞大，疫情后寻求加盟意愿提高，此时公司依靠现有软品牌的良好口碑、成熟的盈利模式和完善的酒管服务，有望在非标酒店市场争取更大的市场份额。

图 128：2011-2020 年云系列酒店数量变化情况



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 129：云系列在疫情期间依旧保持超 50%的扩张速度



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

精选商旅之道，聚焦好吃、好睡、好住。近年来我国经济型&中端品牌竞争逐渐白热化，各品牌纷纷转变经营理念，通过差异化定位吸引顾客，如全季主打国学文化品味和城市第三空间、亚朵主打人文气息和酒店零售、锦江喆啡品牌主打咖啡馆文化等，首旅如家则重点关注商旅人士需求实现差异化客群定位，主要从“好吃”、“好睡”、“好住”三个方面服务商旅客户：1）好吃：公司旗下中端酒店品牌精选商旅系列以早餐菜品为基础，为不同类型的商旅人士量身打造食谱，并结合中国各地独具特色的面食文化甄选 117 种当地特色面食，在近 300 个省市地区的超过 2000 家酒店推出“如家这碗面”主题餐饮服务；公司运营的中高端酒店则瞄准商旅人士工作生活习惯，陆续推出特色下午茶服务。2）好睡：公司自 2019 年 3-4 月起在精选商旅系列酒店内发起系列助眠行动，向顾客赠送助眠眼罩、精油、舒睡奶，以及设置舒睡房提供高品质的床垫与枕头等，通过线下的真实场景加上“好睡”的触点延伸，突出商旅安睡理念的特性及品质。3）好住：酒店运营的核心从单纯聚焦产品拓展至对 90 后、00 后为代表的“Z 世代”客群运营，向互动体验式服务转变以满足新兴消费群体及主流消费升级的需求。公司独创 Happy Hour 时段会有娱乐大使 HO 组织丰富的娱乐活动供旅客参加。

4.3.2. 中高端品牌数量尚不丰富，未来提升空间较大

联合凯悦集团打造全新品牌“逸扉酒店”，未来 5 年计划签约 300 家酒店。公司将凯悦在高端酒店方面的经验与自身在中国市场的深刻洞察力与庞大网络结合，推出了高端商旅品牌逸扉酒店。逸扉采用现代时尚的设计，配备功能性商务社交空间与实用的酒店设施，主要开业在门户城市的交通便利之地。根据北京商报讯报道以及公司 2020Q3 业绩交流会的公开表示，未来 5 年逸扉计划签约 300 家酒店，在高端酒店持续布局。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

原有高端品牌璞隐再发力，计划 5 年实现全国 100 家门店。2016 年公司在西安推出璞隐酒店作为“国风”酒店的代表品牌，打造“居善地以调养心”的中式平衡身心的生活新体验。根据新京报报道，未来 3-5 年璞隐将是公司在高端酒店领域的发展重点之一，落地在一二线城市核心物业，力争 5 年实现 100 家门店的规模。

公司上一阶段经营着力于中端品牌，未来将转向中高端领域。首旅集团旗下主要是国内自创的高端品牌，在收购并私有化如家集团后公司利用连锁酒店的商业模式着力发展中端品牌，但公司在中高端领域一直未有明显突破，品牌矩阵中也仅有柏丽艾尚、万信至格及和颐系列的和颐至尊。截至 2021Q1，公司旗下中高端酒店数量约为 30 家，与华住和锦江相比中高端酒店占比相对较少，这主要是因为璞隐、逸扉品牌由中高端逐步升级为高端品牌，公司在中端和高端领域品牌均较为丰富，公司酒店供给呈现哑铃形。

图 130：首旅如家产品矩阵中中端和高端品牌丰富，介于两者之间的中高端品牌数量较少



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4.3.3. 激励制度全面改革，高管及销售团队有望释放活力

股权激励绑定高管薪酬与公司业绩，开发团队人员扩张叠加激励机制改革激发拓店能力。原如家 CEO 孙坚和 COO 宗翔分别担任重组后的公司正副总经理，公司以如家的市场化薪酬激励体系为基础，建立新的薪酬绩效激励体系，应用绩效激励方面新市场化工具（RCA）并建立员工股票和期权激励机制。2018 年公司实行股权激励计划，首次授予对象 232 人，限制性股票首次授予登记 8831660 股。公司将中端以上酒店经营业绩纳入考核条件，公司公告中称，2019/2021/2022 年中高端酒店营业收入不低于 34%/36%/38%，此举有利于极大激发管理人员的积极性，促进产品结构不断向中高端品牌转型。根据公司公告，公司高管薪酬构成为：基础薪资(50-85%)+基本福利(0.2%)+年绩效工资（10-15%）+期权式限制性绩效现金奖励（RCA）（0-40%），2017/2018/2019 年公司高管薪酬合计 1959/2220/2688 万元，反映出对高管团队的市场化薪酬和激励机制。

表 12：激励对象获授限制性股票分配情况

姓名	职务	获授的权益数量（股）	占授予总量的比例	占股本总额的比例
孙坚	董事、总经理	372,400	3.91%	0.04%
袁首原	党委书记常务副总经理	100,860	1.06%	0.01%
李向荣	副总经理、财务总监	280,000	2.94%	0.03%
宗翔新	副总经理	280,000	2.94%	0.03%
段中鹏	副总经理、董事会秘书	77,400	0.81%	0.01%
合计（5 人）		1,110,660	11.66%	0.11%
其他核心人员（227 人）		7,908,500	83.08%	0.81%
预留部分（20 人）		500,000	5.25%	0.05%
合计（不超过 252 人）		9,519,160	100%	0.97%

资料来源：公司财报、安信证券研究中心

表 13：首次（含预留）授予的限制性股票解除限售的业绩条件

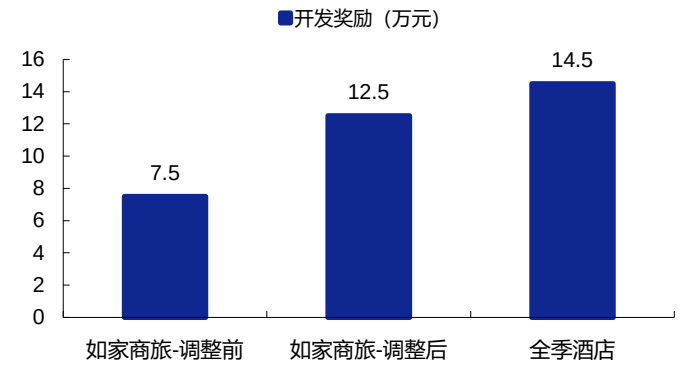
解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	以 2017 年度净利润为基数，2019 年度净利润增长率不低于 20%，2019 年度每股收益不低于 0.7295 元，且上述指标都不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2019 年度中高端酒店营业收入占酒店营业收入不低于 34%
第二个解除限售期	以 2017 年度净利润为基数，2021 年度净利润增长率不低于 30%，2021 年度每股收益不低于 0.7903 元，且上述指标都不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2021 年度中高端酒店营业收入占酒店营业收入不低于 36%
第三个解除限售期	以 2017 年度净利润为基数，2022 年度净利润增长率不低于 40%，2022 年度每股收益不低于 0.8511 元，且上述指标都不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2022 年度中高端酒店营业收入占酒店营业收入不低于 38%

资料来源：公司财报、安信证券研究中心

首旅如家开发团队相比华住和锦江，不仅人数规模较小薪酬水平也处于较低水平。根据公司公告，酒店开发团队员工数量从约 200 人增加至 350~400 人，未来还可能会引入第三方开发团队。根据公司 2020 年中期业绩交流会的数据，开发团队的绩效激励机制中成功签约并开业门店下的加盟费提成比例也有所提高，改革后开发员工整体收入较之前大约提高 30%~40%。开发人数增加和薪酬水平提高预计对公司下一阶段的门店扩张计划有较好刺激作用。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

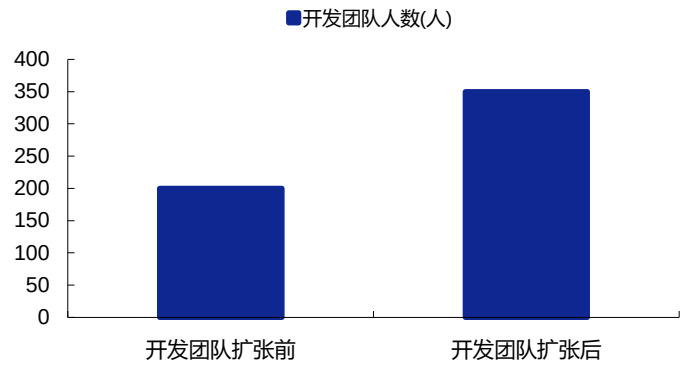
图 131：如家商旅开发团队的薪酬激励与全季团队对比



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

注：数据来自业绩交流会与公开数据估算的平均水平，非精确数据

图 132：公司开发团队由 200 人扩充至 350-400 人

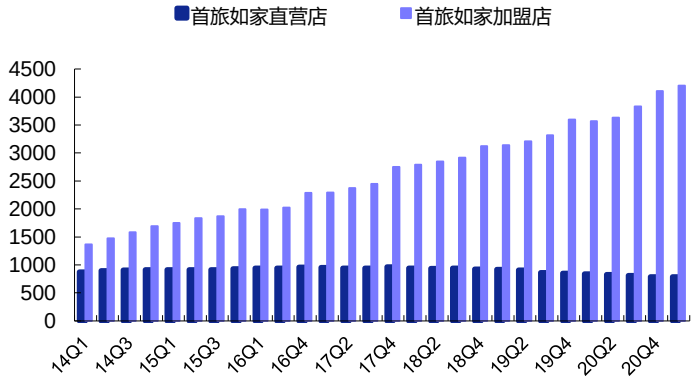


资料来源：公司财报、安信证券研究中心

注：数据来自业绩交流会与公开数据估算的平均水平，非精确数据

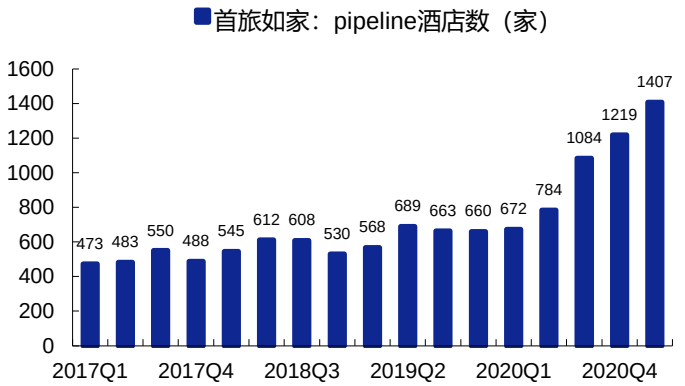
万家计划下高线城市中高端为主，低线城市云系列下沉。解决了管理层和开发团队的薪酬制度问题，公司提出了三年扩张计划，预期在三年内实现旗下酒店数量超万家。根据管理层在财报电话会议和投资者交流会中的介绍，这一目标主要分为三个方向：1）中高端品牌加速拓展。公司未来三年的展店目标中以中高端品牌为主，在未来约 5100 家新增酒店中，中高端品牌占比预计约为 40%~50%。除逸扉、璞隐等较成熟品牌之外，和颐系列及如家商旅系列也将继续升维，和颐系列和如家商旅新推出的如家商旅金标也会不断优化产品以期向中高端领域突破，公司新开发品牌柏丽艾尚、万信至格等也会持续加快拓店速度。2）云系列品牌触达下沉市场。国内单体酒店数量仍然庞大，中小酒店整合后潜力较大，公司将以云酒店下沉赋能三四线城市中小酒店，在低线城市降维扩张。预计云系列在公司未来三年新增酒店中占比超过 30%。3）特许加盟为主。公司预计未来新开店中 95%将会以加盟形式合作，提供酒店管理服务。加盟店占比提高能够为公司带来一次性的首次加盟费收入以及持续的公司品牌使用费、5%的服务支持费以及 9%的中央系统预定费，且前期支出较小，有助于稳定公司的盈利能力、提高净利率。

图 133：公司直营店占比相较华住和锦江比例仍较高



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 134：公司已签约待开业酒店数（按季度，单位：家）



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

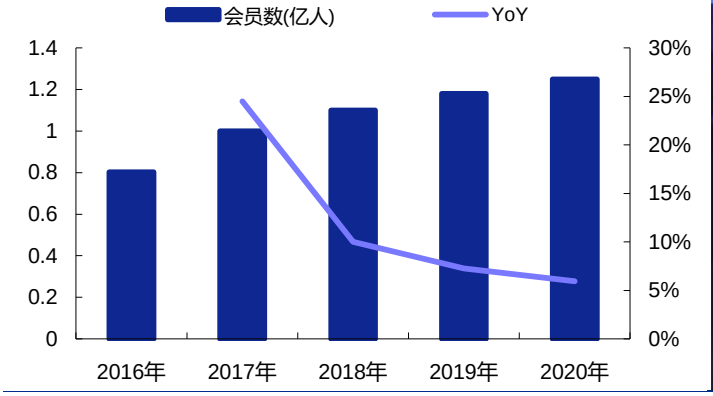
4.3.4. 加速数字化实践，打造智慧酒店

整合各品牌会员体系，与支付宝合作打通会员权益。2016 年起公司开始逐步整合旗下各酒店品牌及餐饮业务的会员体系推出首旅家宾会，截至 2021Q1，首旅已注册有 1.28 亿会员/同比增长 6.72%。2019 年 4 月，首旅如家与支付宝达成合作，将公司旗下 4000

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

多家酒店与支付宝实现会员体系打通，用户在支付宝平台上打开“首旅如家酒店”小程序，授权即可用自身的支付宝会员等级免费领取公司对应的会员等级，最高可享受 8.2 折预定价格和 1.8 倍积分奖励。公司披露，双方权益互通当日支付宝小程序就为公司带来超过 10 万名新增会员，几乎相当于普通酒店集团半年的线上新增会员总和。

图 135：公司会员数量从 2016 年 0.8 亿增长至 1.28 亿



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 136：支付宝与首旅如家会员体系共享



资料来源：支付宝推送、安信证券研究中心

除了与外部平台合作实现资源共享，公司也开发了自有的酒店管理系统。公司开发了业务在线系统“管家宝”，主要分为开发宝、工程宝、运营宝、销售宝、员工在线、业主宝六大模块，贯穿酒店签约、装修、门店经营、客户预定、员工工作、业主支持的全过程，力求将酒店经营过程中的各类事务实现在线化处理。在 2020 年中国数字化年会上，公司 IT 总经理兼资深副总裁王波先生表示，管家宝已在公司旗下超过 4000 家酒店落地，这些酒店的日常运营工作已有大约 85%实现在线化，以发布的工作单数计算酒店员工每日通过管家宝完成的工单量超过 3 万单，由此每年无纸化节约成本可达 220 万元，在线化管理降本效果显著。

图 137：首旅如家开发的管家宝能够将酒店经营环节基本实现线上化管理



资料来源：2020 中国数字化年会、安信证券研究中心

用户及经营数据汇聚数据中台，数字化赋能决策效率。当海量用户预订信息和酒店经营数据汇集起来时，数据中台自然应运而生，公司运用大数据和 AI 技术，通过数据中台对数据源进行分析，可以实现酒店阶段性经营分析、实时收益管理、客户关系管理以及对客户乃至员工进行画像，实现标签化管理提高决策效率，主要表现为：1）经营分析。在满足 BI 及固定报表需求之外，还可以为管理层提供一个实时、多主题的经营

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

数据大屏，使得公司管理层能够实时了解每个门店经营状况，也可以让酒店业主和经理对经营数据动态跟踪。公司已经实现每天早晨 06:40 将前一日经营状况更新发送给业主和酒店经理。2）收益管理。通过 AI 进行流量预测，利用大数据构建的价格模型和事先确定的触发规则获取周边的竞品档次、价格和预定量，逐步实现 AI 代替人工进行调价决策。目前首旅如家数据中台 AI 流量预测准确率能够达到 83%以上，调价功能还在开发阶段，尚需覆盖更多酒店增加分析维度，让 AI 模型实现自主学习优化。当前人工调价后 5 分钟可以实现全网同步。3）客户关系管理 CRM。在分析客户预定购买数据的基础上增加消费者行为数据的收集（随行管家、住宿体验评价、客服投诉反馈等渠道），为会员拉新、复购和沉睡会员激活保驾护航。4）员工管理。公司正尝试将客户画像的经验运用到员工管理中，通过工作评分标签化、绩效考核数字化搭建员工画像，以提高酒店人力资源利用效率。

图 138：数据中台可赋能多方面决策



资料来源：2020 中国数字化年会、安信证券研究中心

服务智能依靠线下，连接智能设备则需在线化。公司在酒店经营中引入许多智能设备，如自助前台、自动送货机器人、客房智能家居等，这些设备对降低人工成本提高顾客体验具有重要作用，但是众多智能设备的功能使用需要有一个整合平台，公司搭建的智慧化平台就是“文殊”。文殊是基于物联网、人工智能等技术把酒店运营过程数字化，调节各功能之间的关联关系以达到降低成本、提高效率和用户体验的平台，顾客不仅可以通过文殊平台使用智能设备，还可以自主向酒店前台提出需求并得到解决。一个简单的应用场景就是：顾客通过 APP/小程序提出用餐需求，需求发布到文殊平台之后会被前台接收并在管家宝平台上发送给餐饮部门，当菜品完成后由送餐机器人送交至顾客房间。目前该平台仍处于测试阶段尚未全部打通，未来功能成熟后预期将会从高端及中高端品牌率先推广，进一步提高酒店效率。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

5. 投资建议

复盘美国酒店行业两百年间的不同发展阶段的特点和龙头公司万豪酒店集团的成长历程和应对不同环境的经营决策，我们认为国内酒店行业受益周期上行叠加品牌成长共振未来大有可为，酒店标的短期主要关注经营指标修复+市占率提升带来的收益增长，中长期主要关注酒店中高端化升级后 ADR 提高带动 RevPAR 上升+数字化降本增效赋能公司业绩。建议关注国内餐饮优质赛道龙头及高成长性企业，推荐华住集团、锦江酒店、首旅酒店。

华住集团：1）公司作为民营性质行业龙头，经营效率优秀治理体系高效，旗下汉庭、全季、桔子系列均是同细分领域标杆品牌，依靠品牌优势、管理经验成熟、开发团队高效在疫情后供给出清背景下有望加速扩张提高市场份额；2）国内外并购扩张后从雅高、桔子、德意志酒店集团获得多个中高端及高端品牌，品牌矩阵丰富且不同品牌间定位明确特色鲜明，且非常注重酒店产品及服务质量、人文特色浓郁广受顾客好评，顾客忠诚度较高，品牌口碑优秀预期能够带来更好的产品溢价；3）集团层面注重酒店单店模型优化、RevPAR 提高而非单纯门店数量扩张，对加盟物业质量、产品质量标准要求较高；4）公司数字化建设成效显著，公司人房比达到全行业最低，也是目前行业唯一能够实现根据周边房价自动调价的酒店系统。公司旗下盟广科技致力于酒店数字化基础设施建设，能够以较低成本和价格向客户提供酒店数字化服务，实现管理服务输出，能够触达更多非加盟合作方。经济型&中端品牌下沉市场扩张+中高端&高端品牌重点城市布局+软品牌&数字化触达更多非标酒店，三足鼎立支撑公司长期业绩增长。

锦江酒店：1）公司作为国内首家酒店集团同时也是上海市国资委控股，龙头优势与国资背景兼具，产业齐全协同效应显著。内部管理体系改革后引入狼性文化元素，管理层和员工在不同品牌体系间实现流动，总部和分公司组织结构改革，明确权责划分释放活力；2）通过大量并购快速扩张，目前酒店数量与客房数国内居首，中端品牌丰富且差异化定位面向不同偏好客群，中高端品牌数量行业内最多，中高端市场目前尚处于跑马圈地期，多品牌发力更有可能孵化出拳头品牌，2020 年 9 月公司定增约 50 亿元引入战略投资者，用于优化资本结构和加速布局中端酒店，未来在中端及以上住宿市场上有望获取更多份额；3）一中心三平台助力公司打造全球范围的酒店管理系统，赋能公司开创智能酒店，实现酒店行业“中国智造”。低线市场连锁化扩张+高线城市多品牌逐鹿+狼性文化盘活管理体系，可持续跟踪关注公司未来不同档次酒店开店速度以及各档次品牌单店经营指标是否改善。

首旅酒店：1）公司背靠北京国资委，疫情持续影响下抗风险能力较强，公司原先自建中高端品牌较多，收购如家集团后依靠如家品牌和云系列软品牌开始主打二三线城市的下沉市场，公司中端品牌同样较丰富，但中高端品牌较少，产品结构有待优化；2）公司过去受制于国资背景薪酬水平难以市场化，现已对薪酬体系进行改革，高管团队实施股权激励、开发团队绩效奖励提高，将员工收入与公司业绩高度绑定，预期未来在酒店数量扩张和中端以上酒店经营业绩方面会持续向好发展，展店空间和业绩优化空间均较大；3）公司直营店占比在头部三家公司中最高，直营店对公司业绩影响的弹性大，疫情时受到的负面冲击最大，疫情后复苏反弹也最快，随着疫情整体局势复苏看好直营店为公司业绩贡献更大回弹；4）公司于 2021 年 6 月发布不超过 30 亿元定增预案，主要用于偿还贷款和酒店扩张升级，若定增顺利推进则未来公司在中端以上酒店领域的品牌和酒店数预期都将迎来增长。激励机制改革+定增助力酒店升级+软品牌加速扩张，预计公司未来将走出底部获得新一轮增长，建议持续关注公司直营店经营指标修复状况、加盟店占比、软品牌扩张情况，以及定增进度和环球影城正式开放

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

时间。

表 14：核心标的盈利预测（数据截至 2021/8/3）

股票代码	公司名称	最新流通市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
1179.HK	华住集团	1126	17.69	-21.92	22.03	32.00	63.65	-51.37	51.11	35.19
600754.SH	锦江酒店	449	10.93	1.10	12.70	18.20	41.08	408.18	35.35	24.67
600258.SH	首旅酒店	190	8.85	-4.96	8.70	11.30	21.47	-38.31	21.84	16.81

资料来源：Wind、安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

6. 风险提示

1）疫情反复风险：受德尔塔毒株全球蔓延的影响，我国局部地区亦出现确诊病例。广深地区、南京地区均收到不同程度影响。若疫情反复导致政府出台限制政策，或对公司经营产生不利影响；

2）行业竞争加剧风险：除头部酒店集团外，仍有许多竞争者欲参与中高端酒店领域竞争，行业竞争加剧可能导致公司展店不及预期、经营指标出现下滑；

3）宏观经济风险：中高端酒店需求与居民消费水平息息相关，若经济发展水平不及预期，可能导致居民需求有限；

4）公司经营不善风险：酒店在经营过程中可能出现卫生、安全、产品质量问题、数据隐私受到监管部门处罚，降低品牌声誉。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 行业评级体系

收益评级：

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

刘文正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。