



行业研究 | 深度报告 | 消费者服务 II

长江消费比较研究系列：见贤思齐，殊途同归 ——中美酒店行业对比报告

报告要点

回溯中美酒店行业品牌矩阵的蝶变历程，虽然两国酒店龙头集团发展过程中高奢、经济型的起点不同，但是从行业发展历经的阶段来看，先高奢、后大众，先商务、后休闲的规律可谓草蛇灰线，殊途同归。中国酒店行业发展起步晚，龙头公司以市场空白、门槛较低的经济型酒店起家，并顺利实现了向中高端酒店领域拓展，短期，在向超高端、奢华酒店突破的过程中暂遇瓶颈。参考海外龙头酒店集团成长经验，品牌势能向上突破或需采取外延收购方式，以补齐短板。此外，我国酒店在向更轻的运营模式，比如特许经营（轻管理），REITs 方面的探索仍有完善空间，在全球化拓展上任重道远，会员体系的产业链资源联动、权益设计、福利完善等大有可为。

分析师及联系人



赵刚

SAC: S0490517020001



杨会强

SAC: S0490520080013

长江消费比较研究系列：见贤思齐，殊途同归

——中美酒店行业对比报告

引言：遍览全球，聚焦中美

基于市场规模、龙头集中度的相似性，本文聚焦中美酒店市场对比分析。中国门店数量全球第一，美国连锁化率领先。酒店门店数量与连锁化率的差异背后或与人口规模、经济体量、市场需求结构等息息相关。人口数量多，市场经济发达，需求相对标准化的商务类占主体的市场门店数量更多、连锁化率的天花板也更高。全球酒店住宿行业大约有 88 万家门店，其中连锁酒店房间占比 42.7%；分区域看，中国市场门店数量多，但发展时间较短，连锁化率仍较低；美国市场，门店数量较少，连锁化率高，且仍在提升；欧洲市场，门店数量和连锁化率居中。深入产业内部，全球酒店行业龙头集团集中在中国和美国。2022 年，按房间数排序的全球前二十大酒店集团中，总部在美国的公司占据 9 席，总部在中国的公司占 6 席，合计占比高达 75%；按 2023 年底市值大小排序的全球前十大酒店集团，总部在美国的公司占 5 席，中国占 4 席。

镜鉴：迭代破圈，精进服务

美国酒店集团的核心竞争力体现在品牌力、较轻的运营模式、全球布局及会员体系。品牌方面，层次多元、矩阵丰富，覆盖客群全面；运营模式经过多年迭代，实现了由重（直营）到轻（管理输出和特许经营）的转型，叠加 REITs 的出现降低了酒店投资门槛，加速了行业专业化分工，为酒店集团快速规模化拓展和行业连锁化率提升助力；全球化布局则为酒店集团成功搭建了第二成长曲线，将品牌力、先进的运营模式输出海外市场，做大收入利润蛋糕；会员体系的搭建，借鉴于航空系统，为美国酒店集团提升消费体验、强化品牌粘性、提升复购率，起到关键作用。

启示：错位竞争，青出于蓝

回溯中美酒店行业品牌矩阵的蝶变历程，虽然两国酒店龙头集团发展过程中高奢、经济型的起点不同，但是从行业发展历经的阶段来看，先高奢、后大众，先商务、后休闲的规律可谓草蛇灰线，殊途同归。中国酒店行业发展起步晚，龙头公司以市场空白、门槛较低的经济型酒店起家，并顺利实现了向中高端酒店领域拓展，短期，在向超高端、奢华酒店突破的过程中暂遇瓶颈。参考海外龙头酒店集团成长经验，品牌势能向上突破或需采取外延收购方式，以补齐短板。此外，我国酒店在向更轻的运营模式，比如特许经营（轻管理），REITs 方面的探索仍有完善空间，在全球化拓展上任重道远，会员体系的产业链资源联动、权益设计、福利完善等大有可为。

投资建议

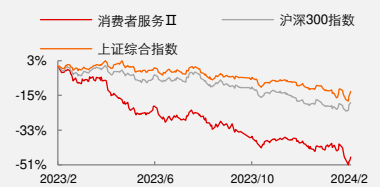
美国酒店集团的股价，长期维度，波动中上涨，为股东贡献可观收益。复盘美国大型酒店集团股价及市值变化，尽管历经金融危机、流动性波动、流行病毒、地缘政治事件扰动等冲击，美国大型酒店集团自上市以来为投资者贡献了丰厚的回报，其中不乏上市超 25 年，市值涨幅约 28 倍的万豪等，年化涨幅 14%；洲际、凯悦、希尔顿等公司市值年化涨幅分别达到 20%、8%、8%。市值涨幅来自估值和业绩两个核心要素，通过拆解定量分析，我们发现，美国大型酒店集团公司市值上涨主要受益于业绩驱动，估值上涨的贡献次之。中期维度，美股酒店集团的经营和股价也受到周期性影响，但美国酒店业周期长（10 年左右），上行周期久、下行周期短促（1-2 年），对美股酒店集团股价波动解释性有限。回归 A 股市场，推荐锦江酒店、首旅酒店。

风险提示

1、酒店需求恢复不及预期，OCC 难言改善，ADR 或有下行压力；2、酒店行业供给增加较快，进入供过于求的过剩期，竞争加剧；3、上市公司管理改善不及预期；4、海外业务亏损。

请阅读最后评级说明和重要声明

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《社会服务行业 2023 年第四季度业绩前瞻》
2024-01-22
- 《雪霁天晴待东风——社服行业 2024 年度投资策略》2024-01-01
- 《社会服务行业 2023 三季度业绩综述：盛夏荼靡，相信未来》2023-11-21



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言：遍览全球，聚焦中美	6
何其相似，和而不同	6
历数来路，见贤思齐	8
镜鉴：迭代破圈，精进服务	8
品牌：内生外延，自上而下	9
模式：由重到轻，加速扩张	15
地域：异地掘金，走向国际	16
会员：经营人群，深挖价值	17
启示：错位竞争，青出于蓝	19
品牌：内生外延，坚持多元	19
模式：探索求变，更轻更快	20
地域：走出去讲好中国故事	21
会员：起步晚，可按图索骥	22
投资建议	22
风险提示	28

图表目录

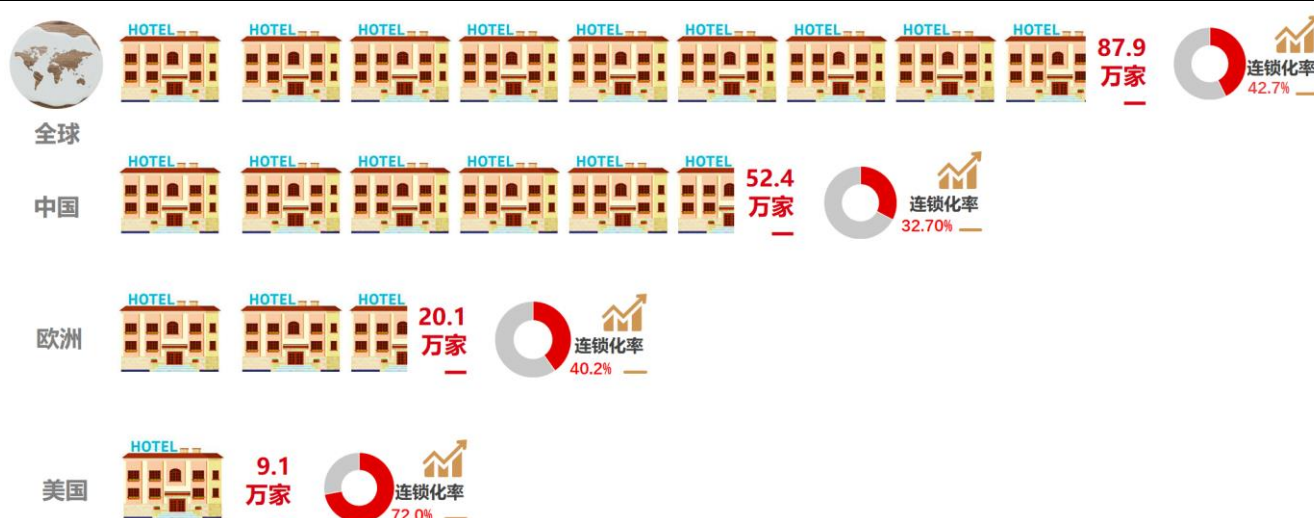
图 1：全球酒店市场区域分布及连锁化率对比	6
图 2：中美酒店行业所处的经济环境和自身发展水平仍有显著差异	7
图 3：全球酒店行业龙头公司集中在美国和中国	7
图 4：美国酒店行业发展经历了从重到轻，从奢华到多元，从聚焦本土到走向国际的过程	8
图 5：国际大型酒店集团均已拥有丰富多元的品牌矩阵，目标客群囊括了商务、休闲，高端及大众等	9
图 6：万豪集团以有限服务、商务型酒店起家，通过内生外延拓展了奢华、高端及休闲度假类酒店品牌矩阵，并实现了全球化布局	10
图 7：希尔顿的成长历程以内生为主，起家于高奢品牌，与时俱进辗转开展国际化布局，推出下沉品牌	11
图 8：洲际酒店 1988 年被英国酒业公司收购，新集团历经更名，2003 年定为洲际酒店集团，依托收购高奢内生下沉，轻资产扩张国际布局而成长	12
图 9：凯悦酒店集团以高奢品牌起家，适应市场需求，向中高端品牌下沉，同时布局休闲度假领域	13
图 10：温德姆是通过聚焦对中高端品牌的收并购而实现规模化和国际化的酒店集团	13
图 11：精选国际酒店以经济型连锁起家，通过内生外延的方式实现了品牌多元化、产品高端化、布局国际化的蜕变	14
图 12：万豪酒店集团超高端&奢华房间占比仍近一半，领先同业，趋势上经济型和中高端占比提升	15
图 13：核心酒店集团酒店管理模式结构	16
图 14：美国核心酒店集团的区域分布	17
图 15：凯悦集团近 4 成间夜预定来自会员	18
图 16：2018-2022 年万豪常旅客会员贡献约 5 成间夜	18
图 17：中美酒店行业发展脉络相似，先高奢后下沉，只是酒店龙头起家的核心品牌有别	20

图 18: REITs 为美国酒店行业轻资产化、连锁化提供了重要契机.....	21
图 19: 锦江酒店和华住集团在国际化探索上有所突破.....	21
图 20: 我国出境游人次及同比 (亿)	22
图 21: 我国出境旅游目的地分布 (2019 年)	22
图 22: 我国大型酒店集团会员数量 (亿)	22
图 23: 华住会员权益概览	22
图 24: 美国核心大型酒店集团市值变化及核心因素解读 (亿美元)	23
图 25: EV/EBITA 估值法复盘美国大型酒店集团上市后市值涨幅拆解, 盈利驱动为主	24
图 26: PE 估值法复盘美国大型酒店集团上市后市值涨幅拆解, 盈利驱动为主	24
图 27: 美国酒店供给整体稳中有升 (房间数: 间)	26
图 28: 美国酒店行业经营具有一定周期性 (以下为各指标同比)	26
图 29: 美国核心酒店集团收入表现 (亿美元)	26
图 30: 美国核心酒店集团净利润表现 (亿美元)	26
图 31: 中国 PMI 指数接近荣枯线	27
图 32: 中国失业率水平企稳	27
表 1: 美国大型酒店集团会员计划及其特色	18
表 2: 综合对比各家会员体系后, 万豪和洲际会员等级升级难度较低, 万豪和希尔顿会员福利在房型升级、延迟退房、行政酒廊方面覆盖率较高	18
表 3: 酒店集团采取的几类管理方式	20
表 4: 美国大型酒店集团市值增速及业绩增速相匹配	23
表 5: 美国核心酒店集团 EV/EBITDA 示例	24
表 6: 美国核心大型酒店集团 PE 示例	25

引言：遍览全球，聚焦中美 何其相似，和而不同

酒店行业，放眼全球，中国门店数量全球第一，美国连锁化率领先。酒店门店数量与连锁化率的差异背后或与人口规模、经济体量、市场需求结构等息息相关。一般情况下，人口数量多，市场经济发达，相对标准化的商务类需求占主体的市场门店数量更多、连锁化率的天花板也更高。2023 年全球酒店住宿行业大约有 88 万家门店，其中连锁酒店房间占比 42.7%；分区域看，中国市场门店数量多，发展时间较短，连锁化率较低；美国市场，门店数量较少，连锁化率高且仍在提升；欧洲市场，门店数量和连锁化率居中。

图 1：全球酒店市场区域分布及连锁化率对比



资料来源：万豪酒店 2022 年年报，华住港股上市招股书，statista，长江证券研究所

注 1：全球及中国市场的酒店数及连锁化率为 2023 年数据；

注 2：欧洲酒店数是 2019 年数据，连锁化率为测算数据，测算方法为：2019 年基数+假设 2019-2023 年提升幅度和全球一致，测算出 2023 年水平；

注 3：美国酒店数是 2019 年数据，连锁化率为 2022 年数据。

图 2：中美酒店行业所处的经济环境和自身发展水平仍有显著差异

	人口	面积	经济	酒店	酒店连锁化率
中国	总人口 14.12 亿 城镇化率 65.22%	总面积 960 万平方公里 平原面积 115 万平方公里	总 GDP 17 万亿美元 人均 GDP 1.27 万美元	酒店家数 52.4 万 房间数 2050 万	连锁化率 33% 连锁房间 670 万
美国	总人口 3.34 亿 城镇化率 83.08%	总面积 983 万平方公里 平原面积 482 万平方公里	总 GDP 25 万亿美元 人均 GDP 7.64 万美元	酒店家数 9.1 万 房间数 600 万	连锁化率 72% 连锁房间 430 万

资料来源：iFindD，长江证券研究所

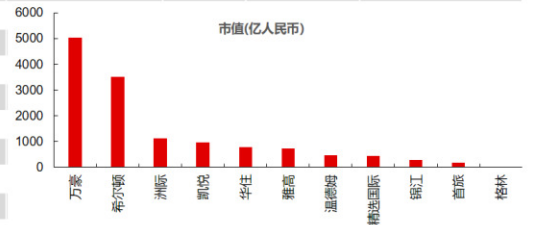
注 1：美国酒店数是 2019 年数据，房间数和连锁化率为 2022 年数据，其他为 2022 年数据

注 2：中国酒店数和房间数及连锁化率为 2023 年数据，其他为 2022 年数据。

深入产业内部，全球酒店行业龙头集团集中在中国和美国。2022 年，按房间数排序的全球前二十大酒店集团中，总部在美国的公司占据 9 席，总部在中国的公司占 6 席，合计占比高达 75%；按 2023 年底市值大小排序的全球前十大酒店集团，总部在美国的公司占 5 席，中国占 4 席。基于行业市场规模、龙头集中度等角度，本文聚焦中美对比。

图 3：全球酒店行业龙头公司集中在美国和中国

公司名称	总部所在地	2022 年房间数 (万间)	2022 年酒店家数 (家)	是否上市	上市交易所	代码	总市值 (亿人民币)	2019 年收入 (亿人民币)
1、万豪国际(Marriott International)	美国	149	8082	是	美国NASDAQ证券交易所	MAR.O	5,043	1,460
2、锦江国际集团(Jin Jiang International Holdings Company Limited)	中国	127	12359	是	上交所	600754.SH	291	151
3、希尔顿(Hilton)	美国	113	7165	是	美国纽约证券交易所	HLT.N	3,511	658
4、洲际酒店集团(IHG Hotels & Resorts)	英国	91	6164	是	美国纽约证券交易所	IHG.N	1,125	322
5、温德姆酒店集团(Wyndham Hotels & Resorts)	美国	84	9059	是	美国纽约证券交易所	WH.N	470	143
6、雅高酒店集团(Accor)	法国	80	5400	是	巴黎证券交易所	AC.PA	717	316
7、华住酒店集团(H World Group Limited)	中国	77	8176	是	纳斯达克和港股	HTHT.O	769	112
8、精选国际酒店集团(Choice Hotels International)	美国	63	7487	是	美国纽约证券交易所	CHH.N	430	78
9、首旅如家酒店集团(BTG Hotels Group Co.)	中国	47	5983	是	上交所	600258.SH	171	83
10、贝斯特韦斯特国际酒店集团(BWH Hotels)	美国	34	3923	否	-	-	-	-
11、凯悦酒店集团(Hyatt Hotels Corporation)	美国	30	1263	是	美国纽约证券交易所	H.N	956	349
12、格林酒店集团(GreenTree Hospitality Group)	中国	30	4059	是	美国纽约证券交易所	GHG.N	24	11
13、爱姆布瑞吉(Aimbridge Hospitality)	美国	22	1531	否	-	-	-	-
14、尚美生活集团(Qingdao Sunmei Digital Intelligence Group Co.)	中国	20	4145	否	-	-	-	-
15、HotelREZ Hotels & Resorts	英国	18	2796	否	-	-	-	-
16、开元酒店集团(New Century Hotels & Resorts)	中国	17	1030	否	-	-	-	-
17、全球酒店联盟(Global Hotel Alliance)	阿联酋	13	765	否	-	-	-	-
18、瑞享酒店及度假村(Preferred Hotels & Resorts)	美国	13	650	否	-	-	-	-
19、G6 Hospitality LLC	美国	12	1435	否	-	-	-	-
20、APA Group	日本	10	686	否	-	-	-	-



资料来源：iFindD，Hotels，长江证券研究所

注 1：上市公司市值为 2024 年 1 月 28 日市值。

注 2：鉴于 2020-2022 年酒店公司收入仍在恢复过程中，2023 年年报收入尚未公布，因此图表中列示 2019 年收入数据。

历数来路，见贤思齐

美国酒店行业的发展大致经过萌芽、起步、成长、加速扩张、走向成熟等阶段，其中，萌芽和起步期（19 世纪近百年），奢华酒店的诞生和发展是主旋律，当时美国处于开发早期，酒店主要服务权贵阶级，代表品牌包括崔蒙特（Tremont House）、华尔道夫、瑞吉等；成长和加速扩张期（20 世纪近百年），伴随着美国工业化、城镇化进程，大众商务出行需求衍生出来，如今大众耳熟能详的希尔顿、凯悦、洲际（假日）、万豪等现代酒店集团诞生，并探索出标准化、轻资产化的商业模式（管理加盟和特许经营），其中，20 世纪后半程，尤其是美国 80 年代房地产泡沫破裂后，重资产开店扩张模式逐步退出历史舞台，酒店集团开始以轻资产范式在国内和全球范围内加速扩张；进入 21 世纪，美国酒店行业进入成熟期，本土门店数量增速放缓，主要通过品牌下沉去拓展海外市场。此外值得一提是，在美国 20 世纪 80 年代，人均 GDP 超过 1 万美元后，大众休闲度假需求发展起来，酒店集团也适应性推出更多度假系列品牌，成为定位综合的酒店集团。

图 4：美国酒店行业发展经历了从重到轻，从奢华到多元，从聚焦本土到走向国际的过程



资料来源：洲际、万豪、凯悦、希尔顿等酒店集团官网，长江证券研究所

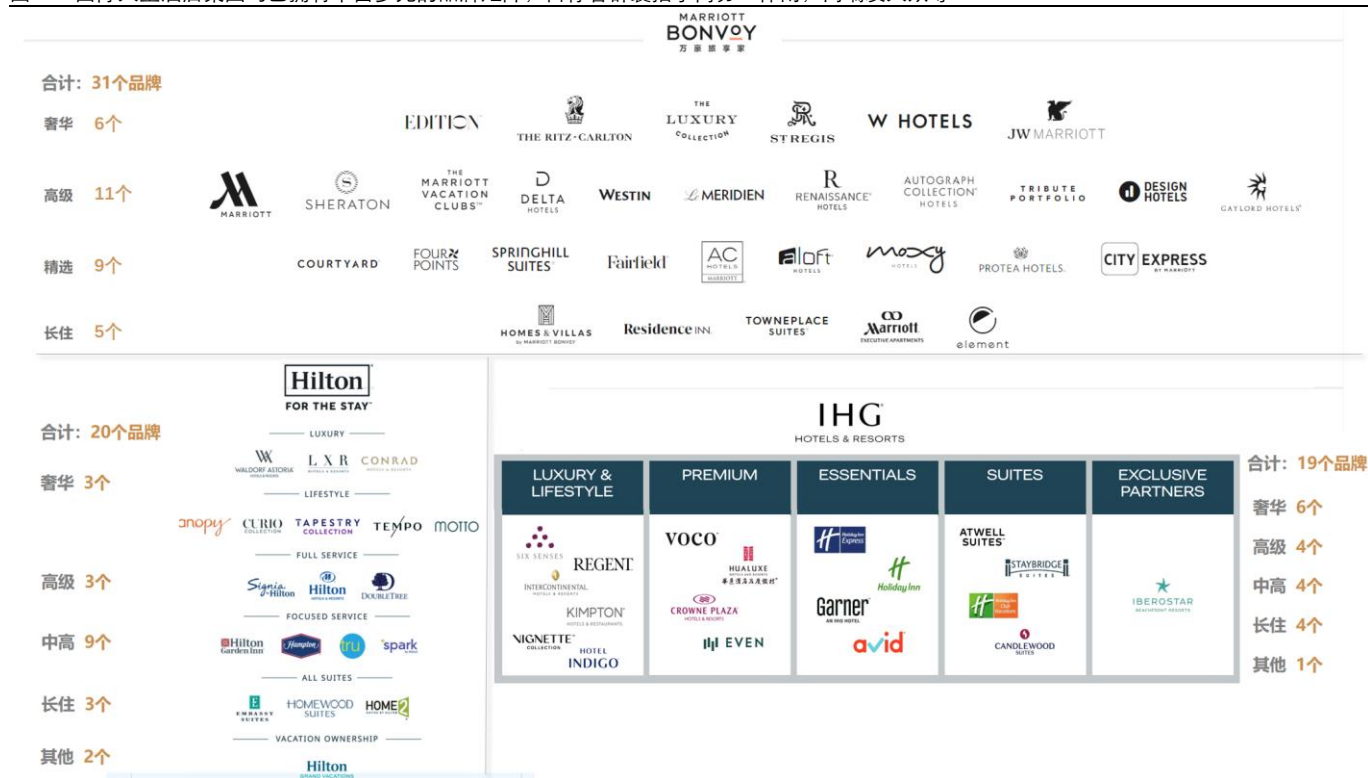
镜鉴：迭代破圈，精进服务

美国酒店集团的核心竞争力体现在品牌力、较轻的运营模式、全球布局及会员体系。品牌方面，层次多元、矩阵丰富，覆盖客群全面；运营模式经过多年迭代，实现了由重（直营）到轻（管理输出和特许经营）的转型，叠加 REITs 的出现降低了酒店投资门槛，加速了行业专业化分工，为酒店集团快速规模化拓展和行业连锁化率提升助力；全球化布局则为酒店集团成功搭建了第二成长曲线，将品牌力、先进的运营模式输出海外市场，做大收入利润蛋糕；会员体系的搭建，借鉴于航空系统，为美国酒店集团提升消费体验、强化品牌粘性、提升复购率，起到关键作用。

品牌：内生外延，自上而下

与以往投资人印象中，海外酒店集团以高奢品牌起家，并主要经营管理高奢酒店物业不同，本文复盘美国酒店龙头发现，万豪、温德姆、国际精选等酒店集团在创业之初也是以有限服务型酒店起家，其中，以万豪为代表的综合酒店集团，在资本实力增厚后，通过收并购形式，把高奢酒店品牌收入麾下，完成高奢领域布局；同时，以希尔顿为代表的酒店集团，则是正统意义上，以高奢酒店品牌起家，随着市场需求变化，逐步向下兼容，推出了中高端酒店品牌，形成较为全面综合的布局。

图 5：国际大型酒店集团均已拥有丰富多元的品牌矩阵，目标客群囊括了商务、休闲，高端及大众等



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

万豪：全球第一大酒店集团，截至 2022 年底，旗下共 31 个品牌，覆盖奢华、高端、中高端，商务及休闲等不同领域，管理门店 8082 家，房间数 149 万间。复盘万豪品牌矩阵的扩容历程，核心拓展方式是收并购及内生衍生，作为以有限服务型商务酒店起家的行业龙头，其在奢华、高端品牌的布局主要通过收并购的方式，在中高端、经济型等领域的布局则通过内生培育的方式。该路径和消费品牌的品牌打造逻辑的差异性有关。通常，高奢品牌强调品牌历史、精神内涵，通过提供与众不同的消费体验，收取高昂的品牌溢价，仅服务少数高净消费者；大众品的产品打造思路则强调性价比，定价方式以成本加成为主，以薄利多销的方式服务广大普通消费者。高奢品牌，开始向大众消费者靠近，只需要做减法，在成本控制方面作出相应调整，就可以为其提供超预期的产品；但大众消费品，想要进入高净群体的选品领域，则需要做加法，人很难知道自己不知道的东西，因此这种自下而上的产品打造逻辑，大多难以走通。基于此，我们认为万豪通过收购拓展高奢品牌，以内生培育方式拓展中高档、经济型品牌的拓展思路符合市场规律。

图 6：万豪集团以有限服务、商务型酒店起家，通过内生外延拓展了奢华、高端及休闲度假类酒店品牌矩阵，并实现了全球化布局



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

希尔顿：以高奢品牌希尔顿起家，品牌势能具有天然优势，20 世纪 80 年代开始探索品牌下沉，并于 21 世纪后，加速推出多个有限服务型品牌，逐步形成较为全面的品牌矩阵布局。截至 2022 年末，公司旗下品牌 20 个，涉及高奢、高端、中高端等领域，共经营管理 7165 家门店，房间数 113 万间。其品牌矩阵的拓展路径，除高奢品牌华尔道夫是收购，其他大量下沉品牌均是内生打造，该路径与前文提及的消费品打造逻辑相一致。

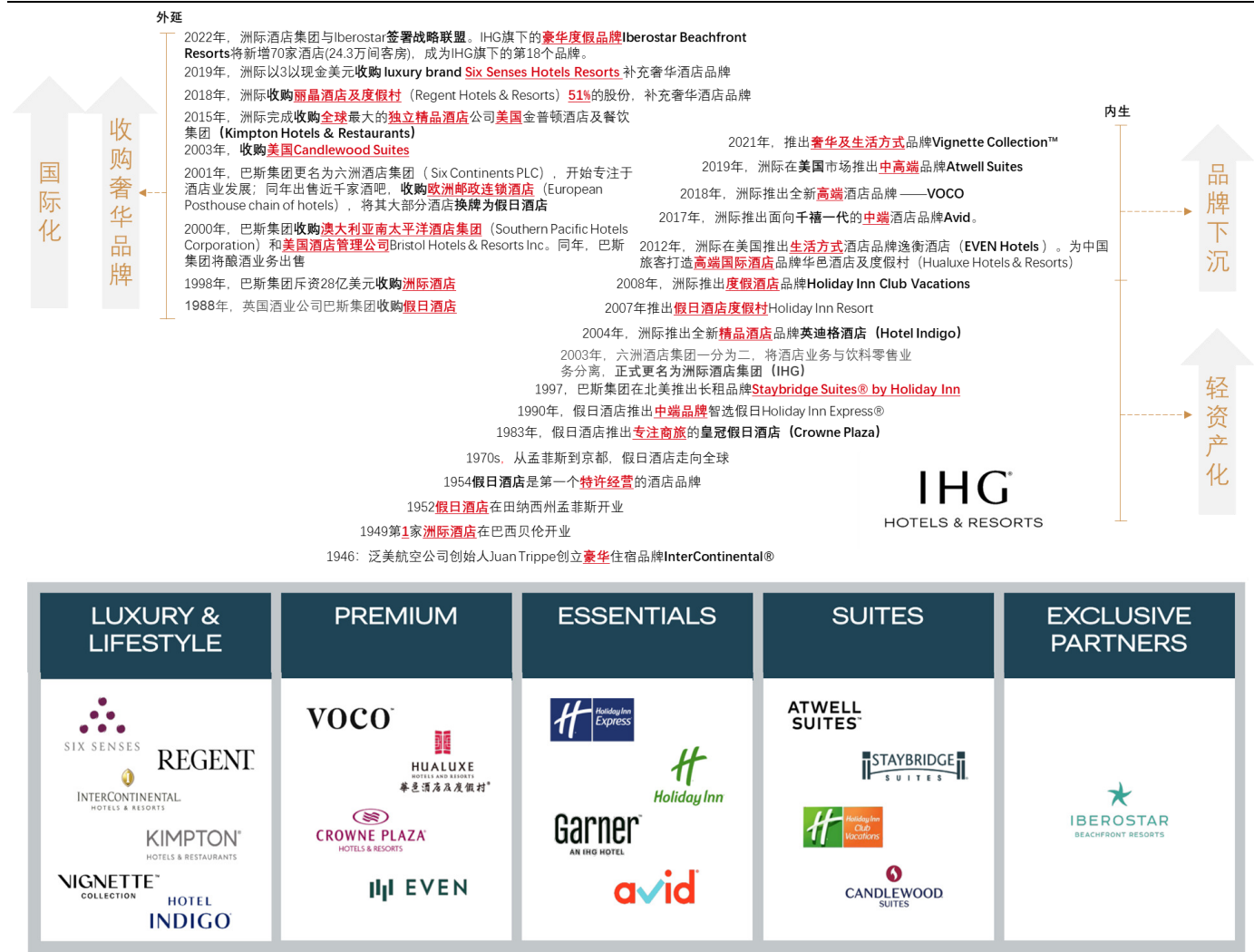
图 7：希尔顿的成长历程以内生为主，起家于高奢品牌，与时俱进开展国际化布局，推出下沉品牌



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

洲际酒店：总部位于英国，但是其核心业务位于美国，因此，本文也把洲际作为对比研究的对象之一。如今的洲际酒店集团是 1988 年，位于英国的酒业公司巴斯集团陆续收购假日酒店集团和洲际酒店集团合并更名而来。其中，洲际和假日酒店的品牌诞生可以追溯到 1946 年和 1949 年，品牌历史较为久远。截至 2022 年末，洲际酒店集团，旗下品牌 19 个，涉及高奢、高端、中高档等领域，共运营管理 6164 家，房间数 91 万间。回溯洲际酒店集团品牌拓展的历程，站在资本方巴斯集团视角，看到的是一部收并购整合史，且是以收并购高奢酒店品牌为主；站在假日或洲际酒店品牌视角，则是起家于高奢，内生推出下沉品牌，实现品牌矩阵丰富的过程。

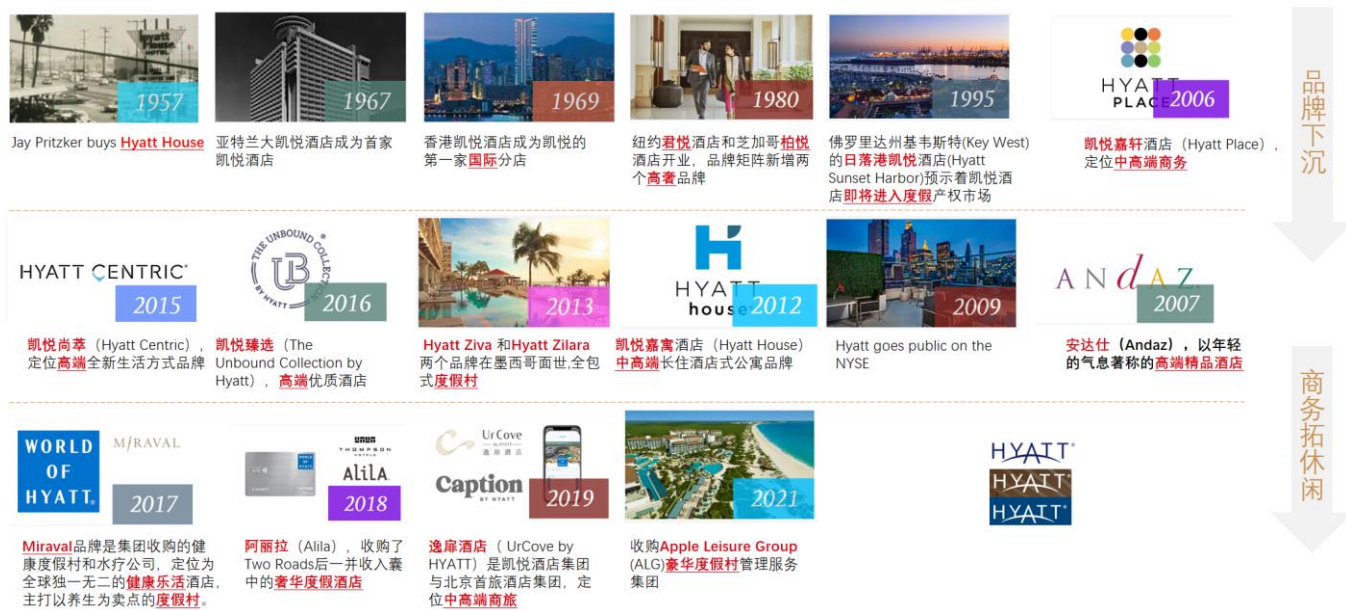
图 8：洲际酒店 1988 年被英国酒店业公司收购，新集团历经更名，2003 年定为洲际酒店集团，依托收购高奢内生下沉，轻资产扩张国际布局而成长



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

凯悦：与希尔顿相似，凯悦以高奢品牌起家，适应市场需求趋势，向中高端品牌下沉，同时布局休闲度假领域。截至 2022 年末，公司旗下酒店品牌 28 个，门店数量 1263 家，房间数 30 万间。公司旗下首家凯悦品牌酒店 1967 年开业，1980 年，君悦和柏悦酒店开业代表着集团进军高奢酒店领域，此后，迎接休闲度假和大众商务需求的崛起，公司陆续布局了休闲度假酒店和中高档商务酒店。

图 9：凯悦酒店集团以高奢品牌起家，适应市场需求，向中高端品牌下沉，同时布局休闲度假领域



资料来源：公司官网，长江证券研究所

温德姆和精选国际酒店集团：聚焦经济型和中高端，其中，温德姆自 1990s 以来，以资本整合，收并购为主的方式，实现了规模化和国际化拓展，丰富了品牌矩阵，截至 2022 年末，公司旗下酒店品牌 24 个，酒店数超 9000 家，房间数 84 万间。精选国际酒店，起家于经济型酒店，建立了美国第一个连锁品牌，主要通过内生拓展品牌矩阵。截至 2022 年末，公司旗下品牌 22 个，酒店数超过 7000 家，房间数约 63 万间。

图 10：温德姆是通过聚焦对中高端品牌的收并购而实现规模化和国际化的酒店集团



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

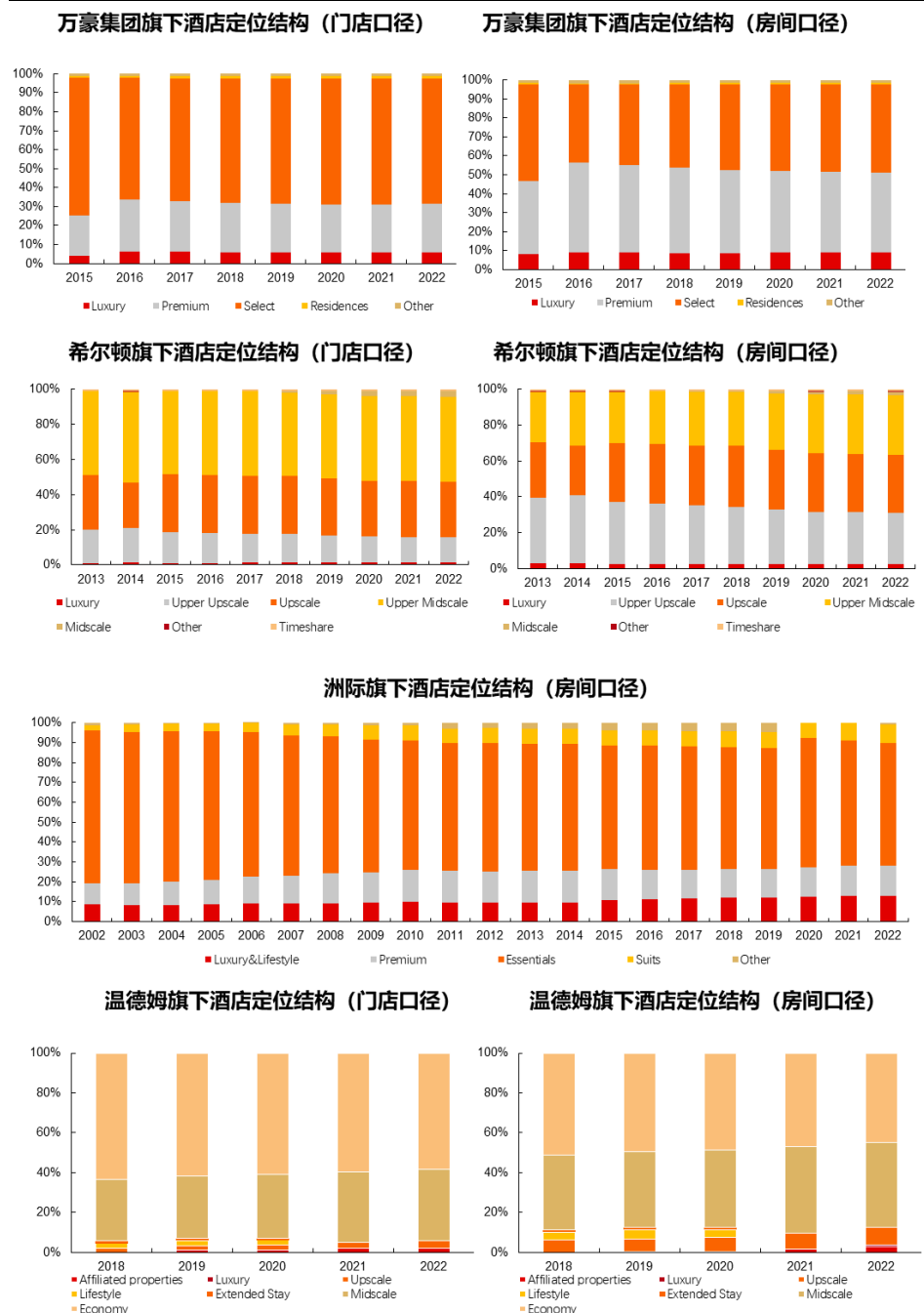
图 11：精选国际酒店以经济型连锁起家，通过内生外延的方式实现了品牌多元化、产品高端化、布局国际化的蜕变



资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

综合美国大型酒店集团品牌发展历程及现状，核心结论有三：1) 规模方面，美国大型酒店集团都搭建了完备的品牌矩阵，实现多品牌运营，品牌数在 20-30 个的区间，旗下酒店数多在 6000-9000 家之间，房间数在 60-150 万间之间；2) 结构层面，除了万豪超高端及奢华酒店房间数占比近半，且相对稳定外，其他酒店集团高奢品牌房间数占比多为 20%~40%，从趋势上看，经济型和中高端占比提升；3) 成长路径上看，内生外延兼顾，其中，以高奢品牌起家的酒店集团，向下兼容，拓展品牌多采用内生方式，比如希尔顿、凯悦；以中高端、经济型品牌起家的酒店集团，若想向上突破则多采用收购的方式，比如万豪等。

图 12：万豪酒店集团超高端&奢华房间占比仍近一半，领先同业，趋势上经济型和中高端占比提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

模式：由重到轻，加速扩张

美国酒店行业的经营管理方式从最初的直营（购买、租赁物业），到管理输出（品牌授权+派出管理团队，1950-1970），再到特许经营（品牌授权，1980-1990）以及 REITs（资产证券化，1990 至今），历经迭代，实现了从重到轻，从慢到快的转变，加速了规模化。

美国酒店行业，当前特许经营是主流运营方式，占各大酒店集团房间数的 60% 及以上，但该方式是各集团从 1950s 年代才开始探索，60-70 年代因为法律法规环境不健全、管

理系统监管不到位，对品牌形象损耗较大，80-90 年代，随着品牌更加多元，产品迭代更标准化和成熟，管理系统更加高效，特许经营加速发展，90 年代 REITS 的出现，标志着酒店产业进入资产管理时代，降低了酒店投资门槛，行业连锁化率进一步提升。

图 13：核心酒店集团酒店管理模式结构



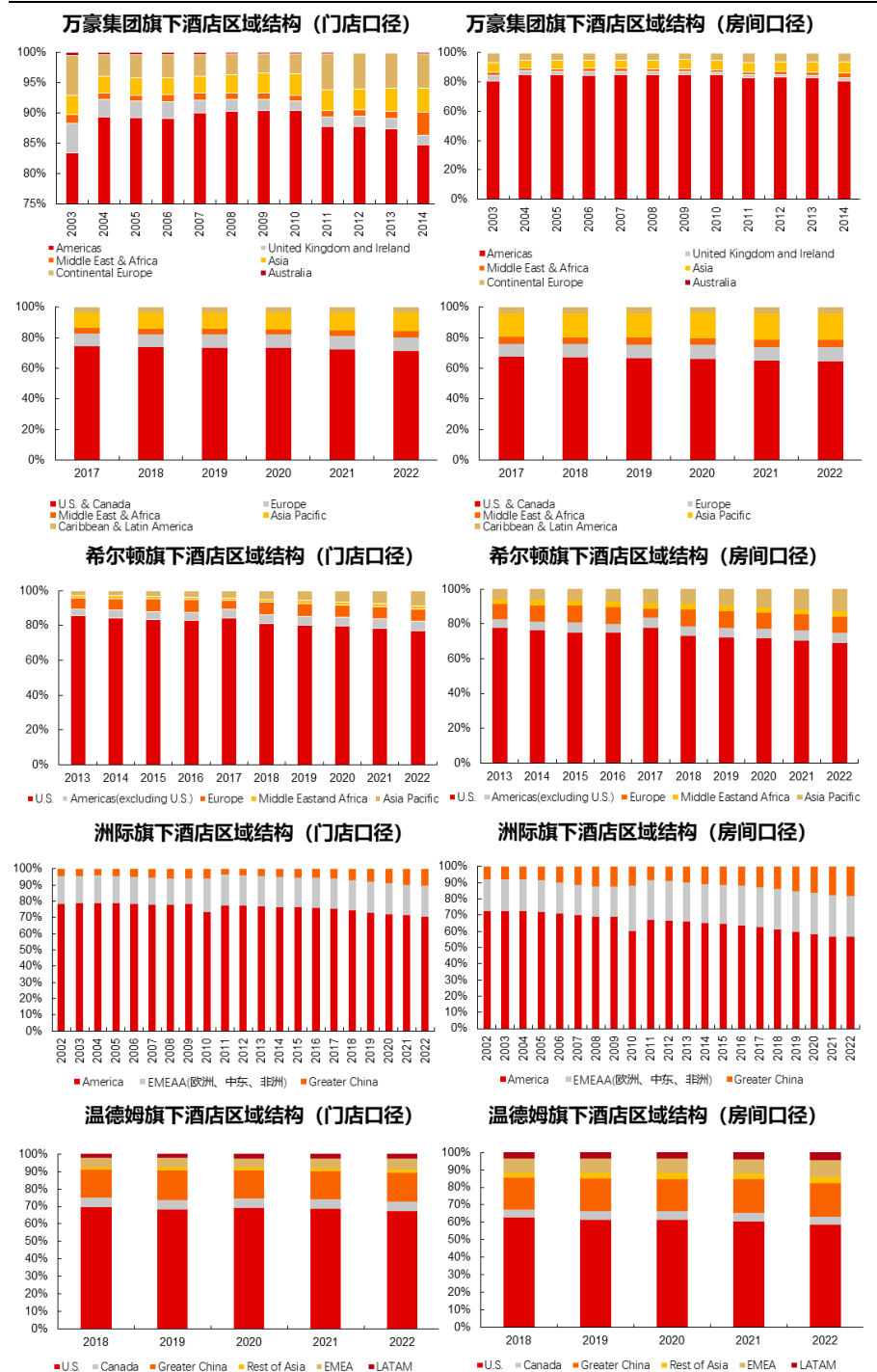
资料来源：公司公告，长江证券研究所

地域：异地掘金，走向国际

资本寻找增长，酒店集团拓土开疆。美国酒店集团的国际化探索之路自 20 世纪 50-90 年代已经开始，2000 年后随着国际贸易发展、全球化进程加速而进入高潮，直至现在。当前，以万豪、洲际等酒店集团为例，海外市场酒店房间数已经占整体的 30%-40%。从扩张目的地选择来看，当前，美国大型酒店集团的海外布局集中在亚太和欧洲地区，其中，亚太地区占比略高于欧洲，梳理历史脉络，各集团的国际化探索多从亚太开始：比如凯悦 60 年代末进入香港，希尔顿集团 40 年代末成立了希尔顿国际并很快在波多黎各修建了加勒比希尔顿，Choice 70 年代进入欧洲，洲际假日 70 年代进入东京。

从海外扩张的方式看，美国酒店集团的自有品牌出海，遵循由重到轻的模式迭代规律，收并购则更多立足于补充品牌矩阵，快速实现异地市场的规模化。美国酒店品牌，在进入海外市场之初，通常依托自有品牌势能，以管理输出方式打造样本酒店，随着本地市场成熟度提升，产品适配性提高、本地管理团队完善等，适时放开特许加盟，加速扩张。

图 14：美国核心酒店集团的区域分布



资料来源：公司公告，长江证券研究所

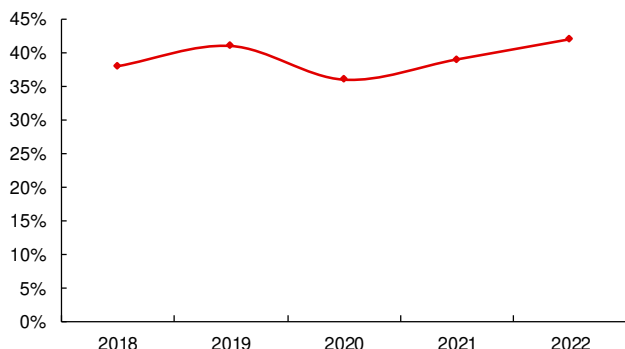
注：万豪集团 2013 年年报区域划分口径，将美洲的划分方式由美国和加拿大、加勒比和拉美区域修改为美国、美洲的非美国区域。

会员：经营人群，深挖价值

会员忠诚计划可有效提升消费者复购率，为整个酒店集团带来稳定客源和收入保障。会员体系最早诞生于航空系统，对于航空公司提升上座率、利润率等起到重要作用。同为

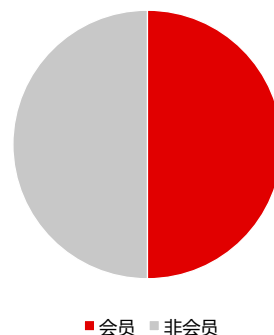
出行链环节的酒店集团，在 80 年代初，陆续建立自己的会员体系，经过品牌积分兑换打通出行链上下游权益联动等迭代更新，成为各酒店集团吸引消费者，提升直销比例，提高复购率的重要竞争力之一。

图 15：凯悦集团近 4 成间夜预定来自会员



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 16：2018-2022 年万豪常旅客会员贡献约 5 成间夜



资料来源：公司公告，长江证券研究所

以万豪为例，万豪旅享家计划覆盖酒店数量庞大，积分权益通兑范围广，会员福利门槛低。1983 年万豪成立忠诚计划“万豪礼赏”，1997 年首次实现集团内跨品牌会员积分兑换；2009 年取消会员积分的时间限制；2018 年 8 月，万豪礼赏计划、丽兹卡尔顿会员计划和喜达屋常客计划合并为新会员计划，并于 2019 年 2 月正式推出万豪旅享家（Marriott Bonvoy）计划，会员可以通过该计划享受会员福利、积分兑换免费房晚，兑换里程、信用卡积分等权益。

表 1：美国大型酒店集团会员计划及其特色

计划名称	如何积分	合作伙伴	会员服务特色
万豪旅享家 	住宿消费累积积分 信用卡支付累积积分 餐饮消费累积积分 日常消费活动积分	酒店、航空公司、旅游目的地活动承办方等	旗下酒店品牌丰富 产业链合作伙伴多 早餐行政走廊等礼遇门槛低
IHG 优悦会奖励计划 （洲际® 大使计划+IHG® Business Rewards 商悦会奖励计划） 金普顿 Inner Circle （仅限邀请会员）		酒店、信用卡等	升级晋级难度较低
希尔顿荣誉客会 	住宿消费积分 联名信用卡消费积分 Lyft ride 打车积分 合作餐厅消费积分 购买积分	酒店、信用卡、打车 APP 等	会员积分奖励慷慨

资料来源：各公司官网，长江证券研究所

表 2：综合对比各家会员体系后，万豪和洲际会员等级升级难度较低，万豪和希尔顿会员福利在房型升级、延迟退房、行政酒廊方面覆盖率较高

品牌	等级	Nights	Points	Stays	积分奖励	房型升级	早餐	延迟退房	行政酒廊
万豪	银卡	10 晚	×	×	10%	×	×	√	×

希尔顿	金卡	25 晚	×	×	25%	√	×	√	×	
	白金卡	50 晚	×	×	50%	√	可选	√	√	
	钛金卡	75 晚	×	×	75%	√	可选	√	√	
	大使	100 晚+2300 美元消费	×	×	75%	√	可选	√	√	
	银卡	10 晚	25k	4	20%	×	×	×	×	
	金卡	40 晚	75k	20	80%	√	√	×	×	
	钻石卡	60 晚	120k	30	100%	√	√	×	√	
	银卡	10 晚	×	×	20%	×	×	√	×	
	金卡	20 晚	40k	×	40%	×	可选	√	×	
	白金卡	40 晚	60k	×	60%	√	可选	√	可选， 限量 1 次	
IHG	钻石卡	70 晚	120k	×	100%	√	可选	√	可选， 限量 1 次	
	探索者	10 晚	25k	×	10%	预订类型的首选客房		×	√	×
	冒险家	30 晚	50k	×	20%	客房升级不包括套房和含有嘉宴轩使用礼遇的客房		×	√	×
	环球客	60 晚	100k	×	30%	包括标准套房		√	√	×
	终身环球客		1000k 终身累计的基本积分	×		√	√	√	×	

资料来源：各公司官网，长江证券研究所

启示：错位竞争，青出于蓝

品牌：内生外延，坚持多元

回溯中美酒店行业品牌矩阵的蝶变历程，虽然两国酒店龙头集团发展过程中高奢、经济型的起点不同，但是从行业发展历经的阶段来看，先高奢、后大众，先商务、后休闲的规律草蛇灰线，殊途同归。品牌势能向上突破靠外延并购，向下兼容可依托内生培育，成长是品牌矩阵丰富的过程。

品牌矩阵的多元化目标是扩大覆盖消费群体范围，号召更多加盟商参与合作，增加酒店集团旗下管理门店数量，收取品牌授权和管理服务费，做大收入业绩规模。与科技领域，技术进步创造供给，供给创造需求的发展规律不同，酒店行业的产品打造和品牌迭代，更需要顺势而为，洞察不同时代，不同代际消费者的需求变迁，并提供适配产品服务。

中国酒店行业发展起步晚，龙头公司以市场空白、门槛较低的经济型酒店起家，并顺利实现了向中高端酒店领域拓展，短期，在向高端、奢华酒店突破的过程中暂遇瓶颈。参考海外龙头酒店集团成长经验，品牌势能向上突破或需采取外延收购方式，以补齐短板；品牌下沉依托内生方式则更为普遍。究其原因，大众消费品的产品和服务打造方式，品

牌势能向上突破需要做加法，限于认知、禀赋缺口，同一批团队，或难以精准捕捉高净消费群体的需求要点并打造适配产品；而高奢酒店集团，内生衍生中低端品牌则是做减法，以有限服务，向下兼容，产品力、服务水平依然足以满足大众消费者的基础需求。

图 17：中美酒店行业发展脉络相似，先高奢后下沉，只是酒店龙头起家的核心品牌有别



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

模式：探索求变，更轻更快

中美酒店行业都经历了从直营到轻资产模式的蜕变，轻资产模式阶段，我国当前仍以管理输出的标准加盟模式为主，美国则已经发展到更轻、更快的特许加盟和 REITs 模式。后者以品牌输出、面向资产证券化后酒店物业的品牌和管理输出，获取授权费和佣金。当前，我国特许经营和 REITs 的发展仍处于探索阶段。究其原因或于酒店或资产管理行业在我国发展历史较短，专业化酒店管理公司及人才团队匮乏，难以实现有效的市场化分工，在此前提下，若贸然执行特许经营，品牌形象、产品标准的监督和维护成本较高。

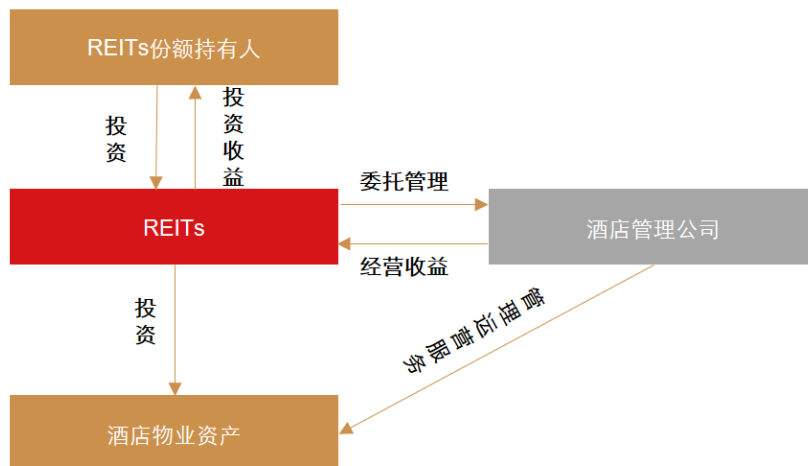
表 3：酒店集团采取的几类管理方式

运营模式	含义	前期投入是否重	是否派出管理团队	盈利方式	优缺点
直营	通过租赁或自持物业开展酒店装修、运营工作，收入全部确认，承担开发、租赁、人工、折旧摊销等成本	重	是	全额收入及净利润	1.经营杠杆高，前期投资较重，扩张速度慢 2.产品服务标准化执行水平高，更好的维护品牌形象（一般高奢品牌在初创期均采取直营方式）
管理输出	酒店集团和加盟商合作，其中酒店集团提供品牌授权、装修设计、酒店运营管理系统、派出管理团队等，收取首次加盟和持续管理加盟费，持续加盟费大多由固定比例收入提成和利润分成共同组成；加盟商提供物业，承	轻	是	按固定比例进行收入提成收取利润分成	1.商业模式较轻，扩张较快 2.对管理系统要求较高

担前期开发和运营成本费用支出				
特许经营	酒店集团提供品牌授权，收取固定比例收入提成	轻	否	按固定比例进行收入提成
				1.商业模式最轻，扩张最快 2.对管理系统要求高，需要做好品牌形象的监管维护

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 18：REITs 为美国酒店行业轻资产化、连锁化提供了重要契机



资料来源：长江证券研究所

地域：走出去讲好中国故事

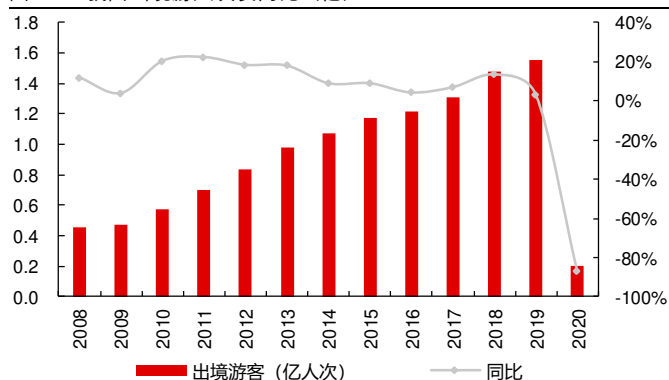
美国大型酒店集团的国际化加速发生在 2000 年后，与当时的全球化浪潮相得益彰；当前，中国酒店集团出海尚处探索阶段。值得关注的是，已经有酒店集团迈出了第一步，比如锦江酒店 2015 年收购法国卢浮酒店集团，华住集团 2019 年收购德国 DH 酒店集团等。展望未来，伴随中国消费者出境游方兴未艾和中国企业出海如火如荼，本土酒店集团有望追随其后，在海外市场为中国消费者提供具备本土特色的酒店服务。再长期，待我国文化输出影响全球，中国酒店品牌出海，服务国际消费者的故事亦或将徐徐展开。

图 19：锦江酒店和华住集团在国际化探索上有所突破

项目	锦江酒店	华住集团
时间	2015年2月27日	2020年1月2日
海外标的名称	Group Du Louvre (卢浮集团)	Deutsche Hospitality (德意志集团)
标的所在市场	欧洲地区 (法国)	欧洲、中东、泰国、非洲
标的门店规模	共计1115家，直营店255家，受托管理284家，特许经营576家	共118家
收购对价 (亿欧元)	12.77	6.9
核心品牌	premiere classe; campanile; kyriad; golden tulip	Steigenberger; MAXX by Steigenberger; Jaz in the City; Intercity; Zleep

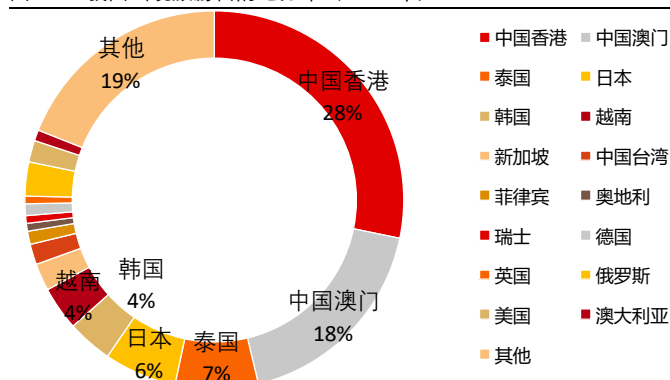
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 20：我国出境游人次及同比（亿）



资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 21：我国出境旅游目的地分布（2019 年）

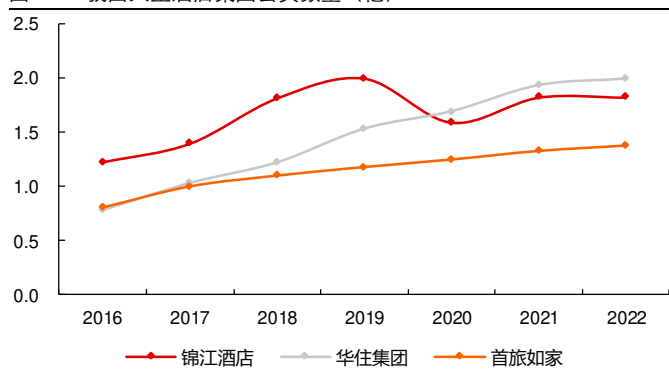


资料来源：CEIC，长江证券研究所

会员：起步晚，可按图索骥

海外大型酒店集团会员权益覆盖酒店品牌层级丰富、门店数量多，产业链资源丰富，积分通兑含金量高，对消费者吸引力强。我国酒店集团会员体系覆盖门店数量可以与海外酒店集团比肩，但是品牌层次、品牌定位的丰富度仍有差距，此外，我国酒店会员积分的应用范围大多仍局限于间夜兑换，未来，产业链资源的联动、会员权益通兑范围扩大等方面任重道远。

图 22：我国大型酒店集团会员数量（亿）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 23：华住会员权益概览

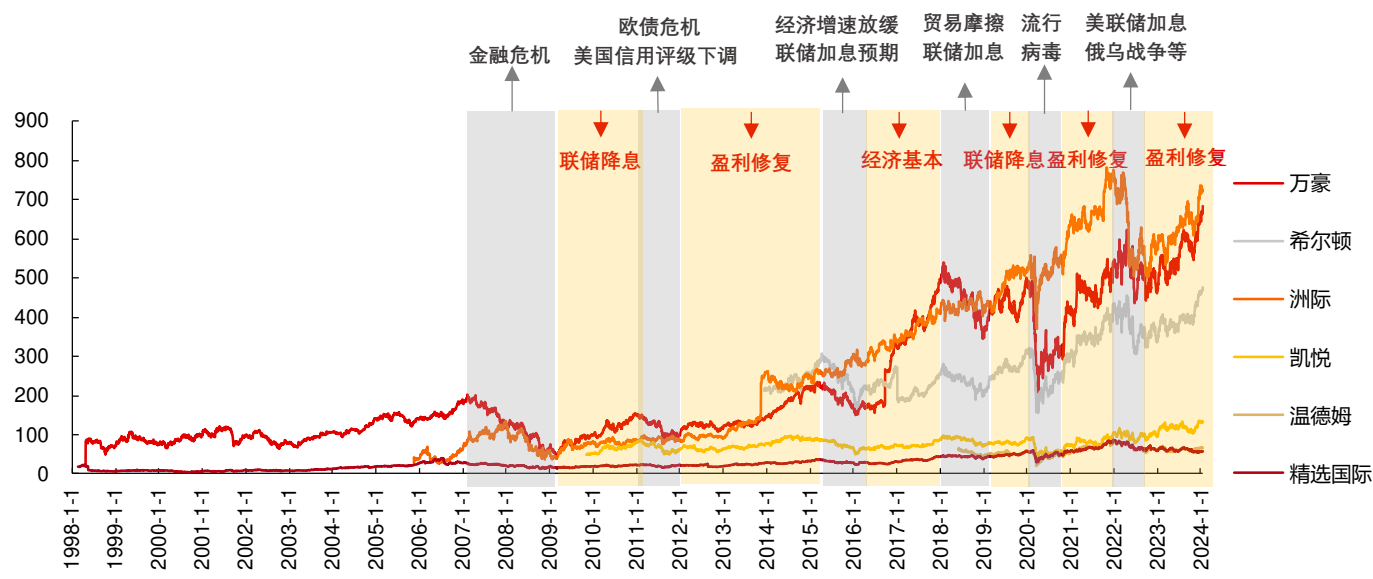
会员等级	星会员	银会员	金会员	铂金会员
达标要求	注册起	3间夜	13间夜	53间夜
房费折扣	90折	92折	88折	85折
免费早餐	×	×	1份	2份
延迟退房	12点	13点	14点	14点
预订保留	18点	19点	20点	20点
无拉取消	18点	19点	20点	20点
积分加速	×	6倍	9倍	12倍
移动端积分	1倍	2倍	2.5倍	2.5倍
升级礼包	×	20*1张	20*2张	20*7张
生日好礼	✓	✓	✓	✓
充电无忧	✓	✓	✓	✓
金会员邀请	×	×	3次	6次
银会员邀请	×	2次	3次	6次
饮品优惠	✓	✓	✓	✓
提前选房	✓	✓	✓	✓
商城折扣	×	×	95折	95折
WiFi上网	✓	✓	✓	✓
好友邀请	✓	✓	✓	✓
客房升级	×	×	×	✓
客服热线优先接听	×	×	×	✓
提前入住	×	×	×	✓

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资建议

波动中上涨，为股东贡献可观收益。复盘美国大型酒店集团股价及市值变化，尽管历经金融危机、流动性波动、流行病毒影响、地缘政治事件扰动等冲击，美国大型酒店集团自上市以来为投资者贡献了丰厚的回报，其中不乏上市超 25 年，市值已经是初上市时的 29 倍的万豪等，年化涨幅 14%；洲际、凯悦、希尔顿等公司市值年化涨幅分别达到 20%、8%、8%。

图 24：美国核心大型酒店集团市值变化及核心因素解读（亿美元）



资料来源：彭博，长江证券研究所

注 1：温德姆与精选国际市值线形图走势相近。

长周期看，业绩驱动为主，估值贡献次之。市值涨幅来自估值和业绩两个核心要素，通过对美股投资人普遍接受的 EV/EBITDA 估值法及 A 股投资者普遍使用的 PE 法进行拆解，我们发现美国大型酒店集团公司市值上涨主要受益于业绩驱动，估值的贡献次之。

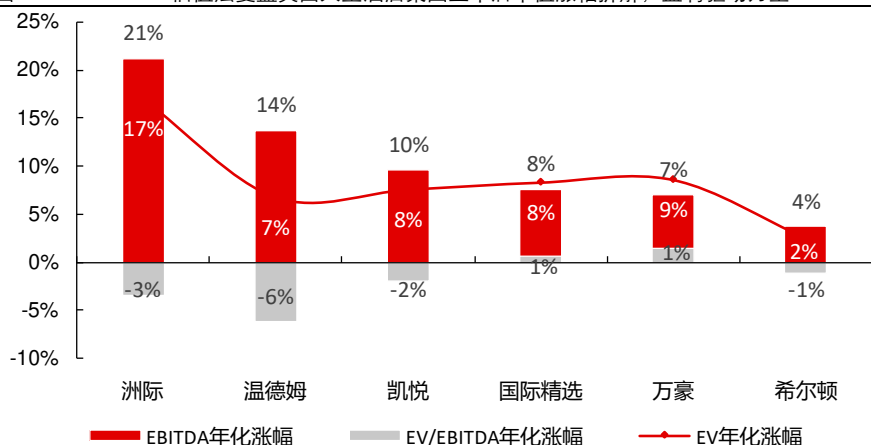
表 4：美国大型酒店集团市值增速及业绩增速相匹配

项目	洲际	温德姆	凯悦	国际精选	万豪	希尔顿
市值相对上市初的倍数	26.7	1.1	2.8	3.0	29.0	2.2
市值年化涨幅	20%	2%	8%	5%	14%	8%
收入年化涨幅	26%	2%	3%	9%	4%	-1%
净利润年化涨幅	28%	13%	4%	8%	8%	21%

资料来源：彭博，长江证券研究所

注：洲际、温德姆、凯悦、国际精选、万豪、希尔顿上市年份分别为 2005、2018、2009、1998、1997、2012 年。市值倍数的计算方法为用 2024 年 1 月 18 日总市值，除以公司上市当天总市值。市值年化涨幅以公司上市年份到 2023 年为计算区间；收入和利润年化涨幅，以公司上市年份到 2022 年为计算区间（2023 财报尚未披露）。

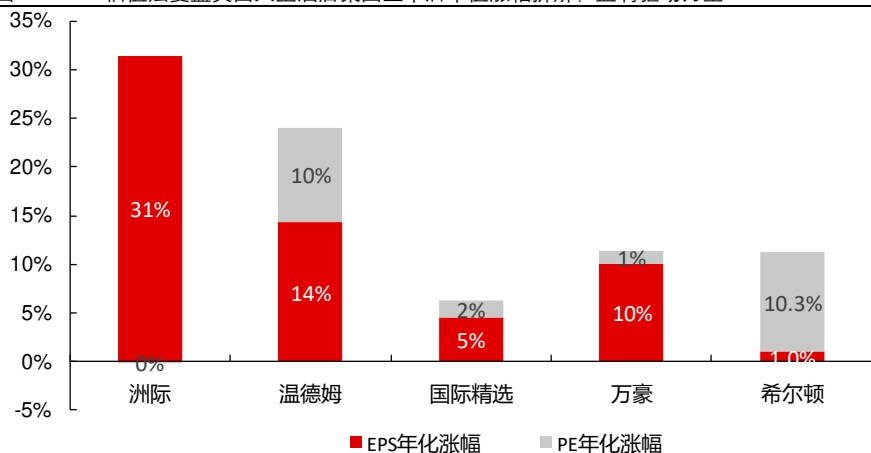
图 25: EV/EBITDA 估值法复盘美国大型酒店集团上市后市值涨幅拆解, 盈利驱动为主



资料来源: 彭博, 长江证券研究所

备注: 各公司计算区间分别为洲际 (2006-2022)、温德姆 (2018-2022)、凯悦 (2009-2022)、国际精选 (1998-2022)、万豪 (1998-2022)、希尔顿 (2013-2022)。

图 26: PE 估值法复盘美国大型酒店集团上市后市值涨幅拆解, 盈利驱动为主



资料来源: 彭博, 长江证券研究所

注: 各公司计算区间分别为洲际 (2005-2023)、温德姆 (2018-2023)、凯悦 (2009-2023)、国际精选 (1998-2023)、万豪 (1998-2023)、希尔顿 (2013-2023)。

表 5: 美国核心酒店集团 EV/EBITDA 示例

日期	精品国际	洲际	希尔顿	万豪	凯悦	温德姆
2022-12-30	12.50	15.60	17.87	14.57	11.76	12.66
2021-12-31	18.47	19.90	39.22	29.13	69.32	18.67
2020-12-31	35.44	21.07	935.68	74.08	-44.67	136.03
2019-12-31	17.75	17.28	18.43	25.46	13.98	18.84
2018-12-31	13.03	15.68	15.97	17.30	11.55	16.30
2017-12-29	15.09	16.04	21.38	20.34	14.69	
2016-12-30	15.14	14.23	21.01	25.76	12.99	
2015-12-31	14.61	74.83	19.44	14.23	10.88	
2014-12-31	16.89	15.39	15.98	19.52	13.95	

2013-12-31	17.03	31.97	19.91	15.90	15.10
2012-12-31	13.28	8.97		13.08	12.83
2011-12-30	13.07	9.55		16.98	13.82
2010-12-31	14.44	11.29		20.12	18.37
2009-12-31	13.39	12.88		361.94	15.12
2008-12-31	11.25	10.91		9.69	
2007-12-31	11.80	34.64		10.62	
2006-12-29	16.62	27.43		15.81	
2005-12-30	19.51			20.70	
2004-12-31	16.12			23.00	
2003-12-31	11.59			42.26	
2002-12-31	9.82			12.85	
2001-12-31	10.42			15.45	
2000-12-29	9.09			12.01	
1999-12-31	11.91			10.82	
1998-12-31	10.74			10.36	

资料来源：彭博，长江证券研究所

表 6：美国核心大型酒店集团 PE 示例

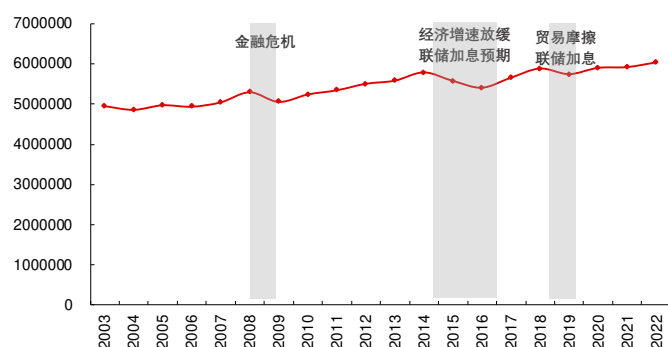
日期	精品国际	洲际	希尔顿	万豪	凯悦	温德姆
2023-12-29	21.49	29.18	39.00	30.81	34.05	24.20
2022-12-30	21.15	22.95	26.96	20.13	23.52	21.06
2021-12-31	35.61	30.31	84.10	46.89	42.27	30.99
2020-12-31	43.13	28.57	30.81	32.38	51.37	85.87
2019-12-31	22.28	26.06	30.97	37.43	31.12	16.51
2018-12-31	17.31	21.05	25.43	19.68	54.21	14.49
2017-12-29	24.34	16.48	40.08	28.83	36.39	
2016-12-30	21.27	20.49	51.39	21.85	51.29	
2015-12-31	21.18	95.70	13.59	20.33	65.02	
2014-12-31	25.06	106.27	25.54	19.11	51.32	
2013-12-31	22.98	23.44	93.47	15.66	59.55	
2012-12-31	13.88	14.00		13.41	46.11	
2011-12-30	13.03	14.90		21.38	147.01	
2010-12-31	13.53	18.38		21.62	137.74	
2009-12-31	11.76	21.18		28.88		
2008-12-31	10.35	16.69		10.36		
2007-12-31	11.36	48.35		14.44		
2006-12-29	16.55	39.41		24.77		
2005-12-30	19.12	31.55		16.44		
2004-12-31	15.32			19.96		
2003-12-31	10.40			18.52		
2002-12-31	8.37			13.94		
2001-12-31	12.54			20.22		
2000-12-29	6.97			16.75		

1999-12-31	9.32	15.44
1998-12-31	9.47	14.65

资料来源：彭博，长江证券研究所

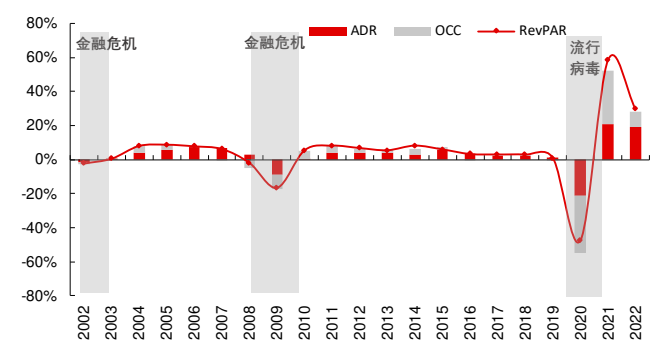
中期维度，美国酒店投资也呈现出周期性特点，但其呈现一个完整周期持续时间长（约10年），结构上上行周期久、下行周期短促（1-2年）的特点。而这一周期属性，对于高频波动的酒店集团股价的解释性略显单薄。美国酒店公司股价受宏观环境及行业周期性共同影响，且周期性影响较弱，究其原因或与公司特许经营的商业模式，杠杆低有关。

图 27：美国酒店供给整体稳中有升（房间数：间）



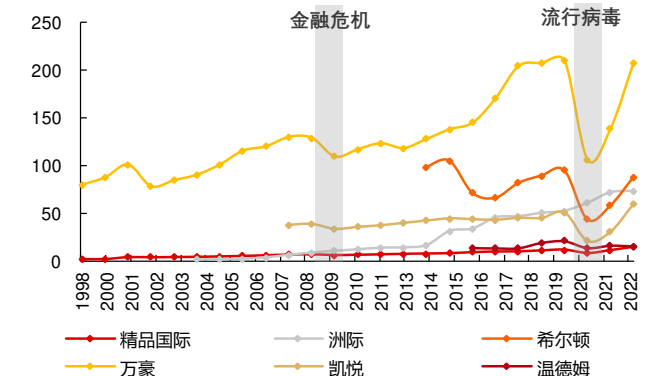
资料来源：万豪年报，长江证券研究所

图 28：美国酒店行业经营具有一定周期性（以下为各指标同比）



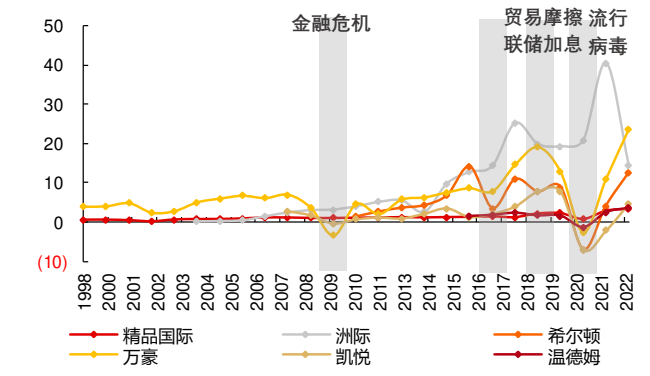
资料来源：statista，长江证券研究所

图 29：美国核心酒店集团收入表现（亿美元）



资料来源：彭博，长江证券研究所

图 30：美国核心酒店集团净利润表现（亿美元）



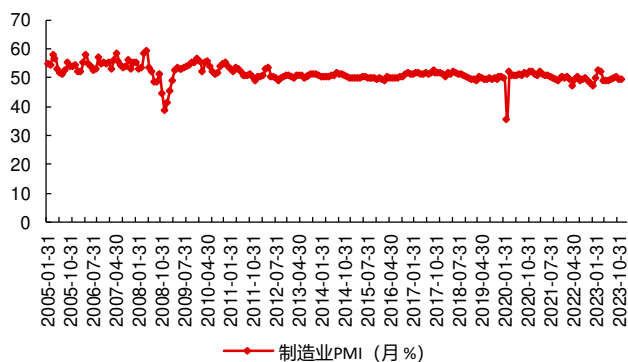
资料来源：彭博，长江证券研究所

注 1：2016 年，希尔顿因分拆重资产业务和重组国际业务，计提较多的所得税开支，导致利润回落。

注 2：2016 年，万豪计提与合并相关的成本费用，拖累当年利润表现。

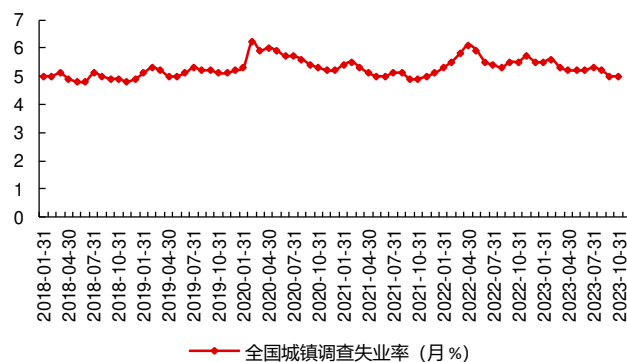
回归国内，我国酒店 RevPAR 有望在商旅需求爬坡，产品升级支撑提价韧性的共同作用下，保持增长趋势。尽管我国尚未展现类似海外通胀涨价的趋势，但是得益于产品升级带来的结构性提价效应，本轮酒店价格或相对往前更加有韧性，此外，我国商旅需求修复仍有空间，待入住率提升，2024 年酒店 RevPAR 或有望保持增长。

图 31：中国 PMI 指数接近荣枯线



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 32：中国失业率水平企稳



资料来源：iFinD，长江证券研究所

上市公司层面，以精细化管理创收益。2023 是正常经营的第一年，运营层面尚有修复期的摩擦成本，期待 2024 年，在提升 CRS 收费标准化，提高 AI 智能化定价的应用水平，控制海外费用等方面实现突破，通过标准化、精细化管理，开源节流，提升业绩确定性。

锦江酒店：四季度文旅需求回落至正常水平，商旅需求进入淡季，经营数据表现或将回归稳健。中长期看，境内酒店业务，商旅需求修复有望带动 RevPAR 持续上行，夯实业绩基石，此外，公司前端开店稳健、加盟费率标准化持续推进、中后台组织变革及管理提效等，有望放大业绩弹性；境外酒店业务，成本管控和债务结构优化，有望实现扭亏。

首旅酒店：行业需求修复，公司经营改善，业绩提振，新品牌有望带来新机遇。2024 年行业需求有望在商旅需求爬坡的支撑下保持稳健增长，叠加产品结构升级效应，公司 RevPAR 有望进一步增长；中长期，公司以轻资产模式差异化拓展四五线城市，与凯悦合作拓展中高端品牌，通过资产并购等探索高端酒店领域，有望在品牌矩阵的塑造、收入业绩的成长性方面取得突破。

风险提示

- 1、酒店需求恢复不及预期，导致行业 OCC 难言改善，ADR 或有下行压力。酒店需求由商务型需求和文旅类需求构成，其中商务型需求或与经济大环境紧密相关，文旅类需求相对可选，与消费者收入预期、消费意愿等有关。若需求恢复不及预期，将对行业整体的经营表现带来压力。
- 2、酒店行业供给增加较快，导致行业快速进入供过于求的过剩期，竞争加剧。酒店行业进入门槛较低，需求端变化较快，供给侧调整节奏滞后，导致行业具备明显的周期属性。若行业供给侧增加门店量超预期，会导致行业进入价格战阶段，影响行业盈利能力。
- 3、上市公司管理改善不及预期。以锦江酒店和首旅酒店为代表的上市公司系国资背景，在推进国企改革，以提升管理效率，提升利润率水平；若管理改善不及预期，或将导致业绩端的改善不及预期，进而影响公司市场估值表现。
- 4、海外业务亏损。以锦江为代表的公司在海外有布局酒店业务，但是 2023 年以来，海外市场需求恢复疲弱，通胀导致成本端上涨较快，经营压力陡增，业绩端也有压力。若 2024 年仍无法缓解，海外业务则仍有可能面临亏损压力，进而拖累整体业绩表现。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。