

目录

1. 匠心独运沉淀根基，多维提质构筑新势能	7
1.1 历史沿革：深厚国资背景+市场化新动能双轮驱动.....	7
1.2 品牌底蕴深厚，定向增肌强化品牌竞争力.....	8
1.3 降本增效助推盈利提升，股权激励释放主观能动性.....	9
2. 供需错配周期波动，行业复苏景气上行	11
2.1 酒店行业周期迭代，底部振荡有望迎来新周期.....	11
2.2 供给恢复需求高涨，结构性提价态势趋显.....	13
3. 头部品牌溢价能力提升有望持续	15
3.1 酒店连锁化率持续提升，下沉市场是长期突破关键点.....	15
3.2 深耕门店+产品+会员运营，头部品牌力彰显溢价有望兑现.....	16
4. 自我革新为增长原动力，重视会员精细化运营	19
4.1 规模持续行业领先，全品牌矩阵分层管理.....	19
4.2 存量门店翻新改造，直营减亏提振业绩.....	24
4.3 重视会员生态体系，直销比率有上行空间.....	26
4.4 海外资产负债表优化，卢浮酒店提质增效.....	29
5. 盈利预测与估值	32
6. 风险提示	34

图表目录

图 1：锦江酒店发展历程概况	7
图 2：公司积极强化品牌竞争力	8
图 3：聚焦五年战略规划推进高质量发展	9
图 4：23 年公司营收水平明显增长	9
图 5：23 年公司盈利能力快速修复	9
图 6：24 年前三季度境内酒店 RevPAR 同比有下滑	10
图 7：境外酒店 RevPAR 同比增幅三季度转正	10
图 8：24 年三季度境内酒店价格同比下降，入住率有所提升	10
图 9：境外酒店三季度价格表现强劲，入住率略有承压	10
图 10：酒店供需逻辑与完整周期阶段	12
图 11：非制造业 PMI：商务活动指数作为需求侧前置性指标	12
图 12：酒店供给数据跟踪-全国酒店增速回落	12
图 13：中国大陆酒店客房数（单位：万间）	13
图 14：单体酒店数量显著下降后修复	13
图 15：疫情期间主要出清类型为 15~29 间单体酒店	13
图 16：23 年国内酒店行业集中度下降（按房间数口径）	13
图 17：节假日出行人次及恢复度（截至 2024 年国庆假期）	14
图 18：服务业 PMI 新订单环比提升（%）	14
图 19：2024 年全国酒店分层级入住率同比变化	14
图 20：大陆酒店连锁化率提升明显，仍有升级空间	15
图 21：大陆酒店业连锁化率（按档次分）	15
图 22：第七次人口普查各线城市人口（单位：万人）	16
图 23：大陆酒店业连锁化率（按城市分）	16
图 24：直营店与加盟店盈利模式对比	16
图 25：汉庭 1.0 及经济型软品牌占比降低，汉庭 2.7 及以上版本门店占比提升 ..	18
图 26：锦江酒店多措并举加强会员体系建设	18
图 27：2019 与 2023 年头部酒店品牌市占率对比	19
图 28：锦江、华住、首旅已开业酒店数量（单位：家）	19
图：锦江、华住、首旅净开店规模（单位：家）	
图 30：截至三季度末，锦江酒店新增门店 1149 家（单位：家）	19

图 31 : 公司品牌矩阵全覆盖	20
图 32 : 公司净开店数量同比对照 (单位 : 家)	21
图 33 : 荟语酒店以“幸福秘境”作为品牌体验精髓	21
图 34 : 原拓酒店演绎国潮时尚	21
图 35 : 锦江酒店、华住酒店及首旅酒店中高端开店数量及占比	22
图 36 : 锦江中国区经济型及中高端 ADR 变化趋势	22
图 37 : TOP10 经济型酒店品牌市场占有率	23
图 38 : 锦江经济型酒店代表性品牌开业门店结构 (单位 : 家)	23
图 39 : 7 天 3.0 及锦江之星 5.0 门店升级焕新	23
图 40 : 中高端酒店品牌市场占有率排名	24
图 41 : 锦江中高端酒店品牌门店结构 (单位 : 家)	24
图 42 : 直营、加盟门店数量及增速 (单位 : 家)	24
图 43 : 锦江酒店直营、加盟门店结构	24
图 44 : 加盟、直营门店营收及增速 (单位 : 亿元)	25
图 45 : 加盟、直营门店营收贡献	25
图 46 : 加盟、直营门店 RevPAR 及增速 (单位 : 元)	25
图 47 : 直营门店翻新改造当年投入金额 (单位 : 百万元)	25
图 48 : 加盟商优惠政策	26
图 49 : 锦江之星 5.0 不同类型改造投资回报	26
图 50 : 数字化转型五线并举赋能高质量发展	26
图 51 : 会员整合数量变化情况 (单位 : 万人)	27
图 52 : 锦江会员体系升级	28
图 53 : 锦江荟金卡/白金卡会员权益升级	28
图 54 : 依托数据大脑, 凸显会员数据价值	28
图 55 : 公司加盟业务收入结构	29
图 56 : 2022 年 WeHotel 收入结构 (单位 : %)	29
图 57 : 卢浮酒店品牌矩阵	30
图 58 : 卢浮酒店计划到 2028 年, 自营酒店中 83 家的现金营业利润 (COP) 将超过 35%	30
图 : 卢浮酒店计划到 年, 租赁酒店中 家酒店的现金营业利润 (COP) 超过 %	

.....	30
图 60 : 2020 年后海外酒店负债占比提高, 24 年上年有所下降 (单位: 百万元人民币)	31
.....	31
图 61 : 财务费用-海外酒店 (单位: 百万元人民币)	31
图 62 : 卢浮酒店 19 年-24H1 年收入利润 (单位: 万欧元)	31
图 63 : 海外酒店数量 (单位: 家)	31
表 1 : 锦江酒店股权激励解锁条件	11
表 2 : 酒店直营与加盟经营模式特点	17
表 3 : 三大头部酒店加盟店占比	17
表 4 : 锦江酒店直营、加盟店收入核心假设	32
表 5 : 锦江酒店业务拆分简表	33
表 6 : 锦江酒店盈利预测简表	34

1. 匠心独运沉淀根基，多维提质构筑新势能

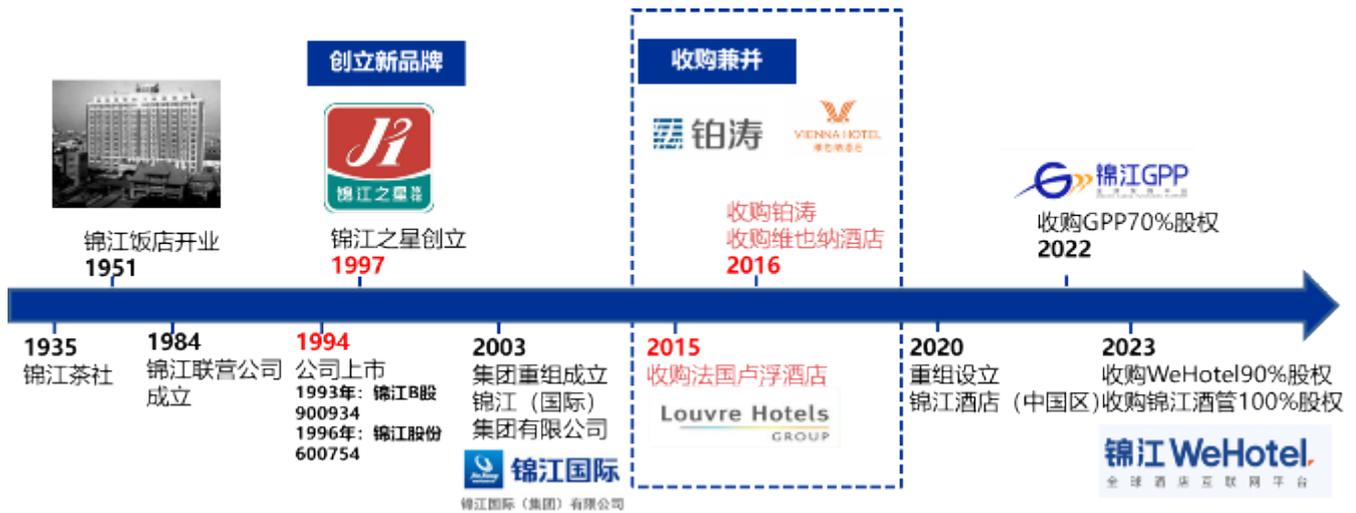
1.1 历史沿革：深厚国资背景+市场化新动能双轮驱动

上海锦江国际酒店股份有限公司前身为新亚股份，成立于1992年12月，1996年发行A股于上交所上市。控股股东为锦江国际集团，拥有锦江酒店45.05%股权，其实际控制人为上海市国资委。依托强大的国资背景实现快速发展，公司主要历经了资产整合、聚力转型、并购扩张、优化增效等四个阶段，在见证中国酒店行业蓬勃发展的同时实现了自我超越与革新突破。

资产整合铺垫期：国企改革助推资产置换，明确酒店核心发展目标。2003年6月，上海市政府国资整合推动下，锦江和新亚两大集团合并重组成为锦江国际集团，新亚股份更名为锦江酒店。同年，锦江通过资产置换置出旅游、摄影等非主营业务资产，聚焦酒店核心资产。**聚焦主业转型期：有限服务酒店取代星级酒店，重点发展经济型连锁酒店。**2010年，公司置入锦江之星在内的经济型酒店业务，置出星级酒店业务，进一步将主业正式定位为“有限服务型酒店业务”。2013年，公司出资7.1亿元收购时尚之旅，实现对经济型酒店覆盖。**投资并购扩张期：坚持“深耕国内、全球布局、跨国经营”核心发展战略。**2015年，锦江以13亿欧元全资收购喜达屋资本集团旗下的法国卢浮酒店集团，开启布局国际酒店市场阶段。2016-2019年，公司先后以现金收购铂涛集团100%股份，成为首家跻身全球前五的中国酒店集团。2016年，公司出资17.49亿元以现金收购维也纳酒店80%股权。2018年，锦江国际集团收购丽笙集团，进一步完善中高端市场布局，成为全球第二大国际酒店集团。**整合优化增效期：各线品牌资源整合打破壁垒，精简架构提升管理效率。**2020年5月，公司组织架构调整，成立锦江酒店中国区，设立上海、深圳双总部，三大执行副总裁分管品牌运营，将维也纳、铂涛、锦江都城三大酒店品牌进行梳理提升，主要将中端酒店品牌重新管理划分。23年12月，锦江酒店再次进行组织架构调整，原上海总部、深圳一部、二部合并归到锦江酒店中国区管理，将27个品牌划归为四个品牌事业部，品牌事业部一部、二部和度假事业部、独立事业部，并将前台业务划分为11个大区，每个大区被充分授权并可自行组建开发团队。

图 1：锦江酒店发展历程概况





资料来源：公司官网，研究

1.1 品牌底蕴深厚，定向增肌强化品牌竞争力

持续扩大品牌优势，整合优质品牌充分发挥品牌竞争力。锦江酒店中国区合并后，计划将原有的 40 多个品牌整合成对外展示的 30 个品牌，其中有 12 个主力品牌，五个已经基本达到千家规模（麗枫、维也纳国际、维也纳酒店、7 天系列、锦江之星），7 个力争在 2028 年前打造成干店品牌（希岸、喆啡、凯里亚德 kyriad、康铂 Campanile、白玉兰酒店、丽怡 COUNTRY、IU 酒店）。干店品牌保持规模增长，维持利润贡献率，成为短期中国区发展的有力基石。在中高端品牌中，公司重点培育极具市场竞争力的三个核心中高端品牌，丽芮、丽柏、锦江都城酒店。在度假赛道方面，公司结合锦江旅游资源发展锦江酒店的连锁品牌，提供优质服务。

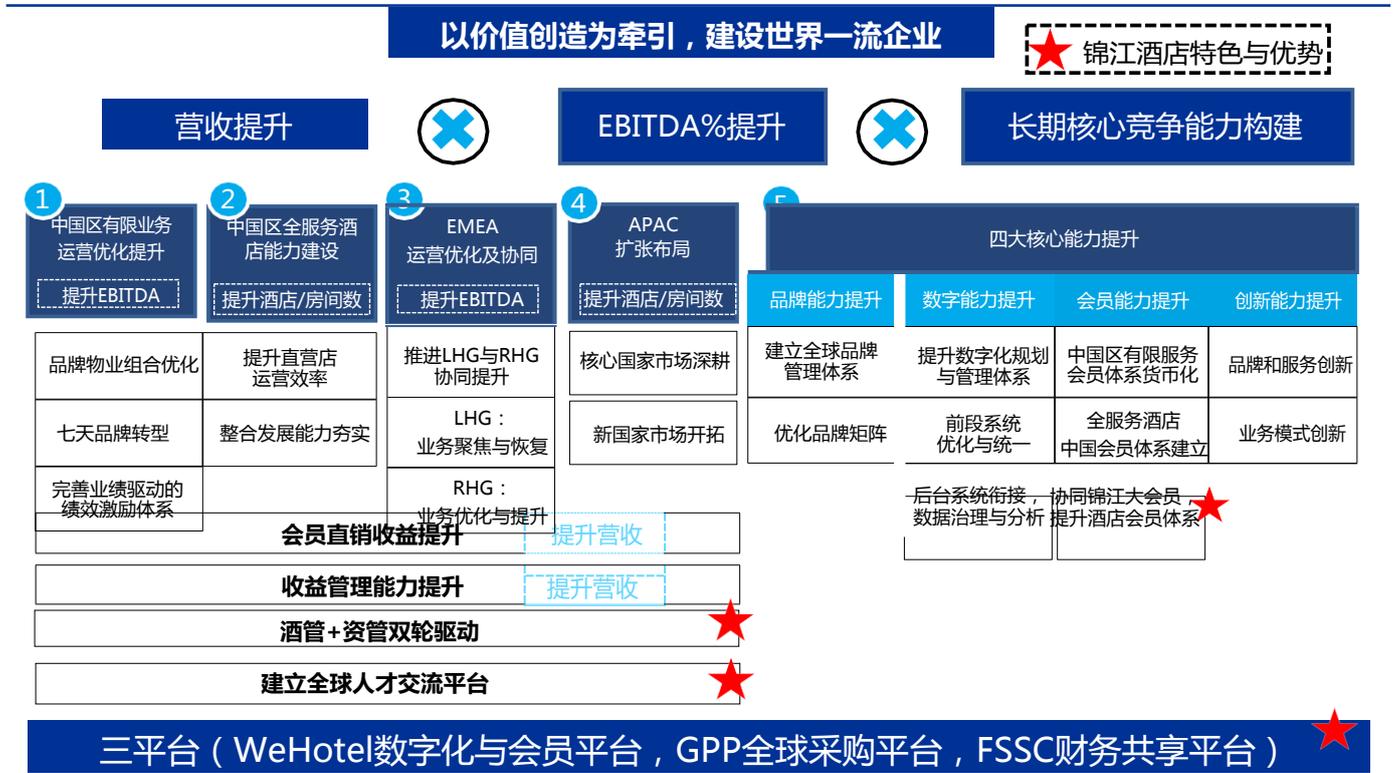
图 2：公司积极强化品牌竞争力



资料来源：公司官网，研究

公司积极打造“一中心三平台”(全球创新中心 GIC、全球旅行产业共享平台 WeHotel、全球采购平台 GPP、全球财务共享平台 FSSC)。实现资源匹配、管理优化、业务协同的充分融合发展，赋能公司把握行业复苏机遇实现持续增长。

图 3：聚焦五年战略规划推进高质量发展



资料来源：锦江投资者交流大会，研究

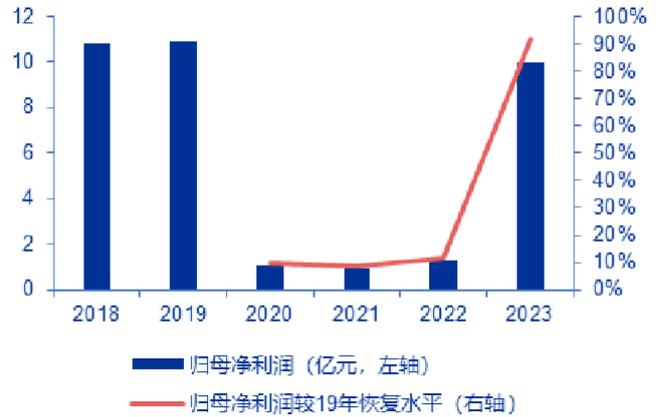
注：LHG 是指 Louvre Hotels Group 卢浮酒店集团，RHG 是指 Radisson Hotels Group 丽笙酒店集团

1.1 降本增效助推盈利提升, 股权激励释放主观能动性

公司主营业务可分为三个部分：国内酒店+国际酒店+食品与餐饮。2023 年公司业绩修复反弹，盈利能力超 19 年同期水平。23 年公司把握行业复苏关键机遇，精细运营促进业绩释放。23 年公司营收明显修复，实现主营业务收入 146.49 亿元，同比+29.5%，恢复至 19 年的 97.0%。其中食品及餐饮业务实现合并营业收入 2.5 亿元，同比增长 8.36%，实现净利润 2.99 亿元，同比下降 4.49%，主要由于无锡肯德基、苏州肯德基与杭州肯德基期末公允价值变动损益同比上年同期减少。整体来看，公司盈利水平快速回升，23 年实现归母净利润 10.02 亿元，恢复至 19 年的 91.7%。

图 4：23 年公司营收水平明显增长

图 5：23 年公司盈利能力快速修复



资料来源：公司财报，研究

资料来源：公司财报，研究

把握行业回暖态势稳健运营，境内外经营表现大幅改善，24 年受到宏观因素影响酒店价格及入住率有所承压。24 年公司境内外酒店 RevPAR 超 19 年同期水平增长稳健。境内业务，24 年 1-3 季度，境内酒店 RevPAR 绝对值呈现稳步攀升态势，但同比来看，由于供需关系的改变及旅游消费恢复理性，24 年前三季度酒店 RevPAR 分别同比下降 1.55%/7.18%/8.38%。**海外方面**，自 22Q3 RevPAR 已连续 9 个季度超 19 年同期水平，24Q3 RevPAR 同比+3.08%至 47.57 欧元，ADR 同比+6.3%至 73.04 欧元，OCC 同比-2.03pct 至 65.13%。**我们认为，行业整体需求回暖有望驱动 OCC 持续修复，进一步带动 RevPAR 提升，赋能盈利水平增长推动业绩弹性释放。**

图 6：24 年前三季度境内酒店 RevPAR 同比有下滑

图 7：境外酒店 RevPAR 同比增幅三季度转正



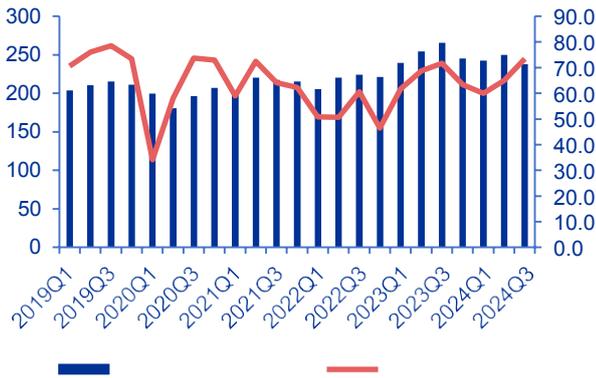
资料来源：公司财报，研究

图 8：24 年三季度境内酒店价格同比下降，入住率有所提升

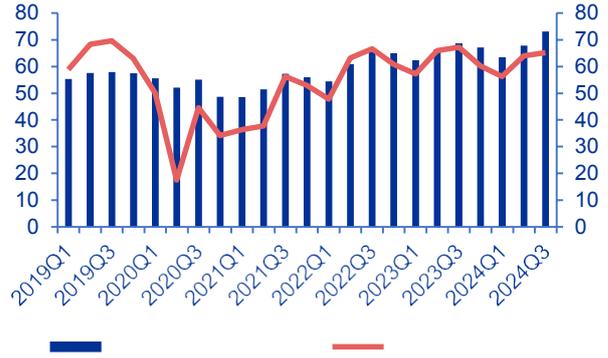


资料来源：公司财报，研究

图 9：境外酒店三季度价格表现强劲，入住率略有承压



资料来源：公司财报，研究



资料来源：公司财报，研究

8 月份公司公告拟回购股票进行股权激励，有望释放国企酒店管理公司的经营主观动能。公司公告股权激励计划，承诺业绩 24/25/26 年扣非归母净利润增速分别不低于 30%/65%/100%（以 2023 年业绩为基数）。根据 2023 年扣非归母净利润的测算，可得 24/25/26 年目标扣非归母净利润为 10.07/12.78/15.49 亿元，同时对主业利润率设定了不低于 11%/12.5%/14%的门槛。

表 1：锦江酒店股权激励解锁条件

解除限售期	业绩考核条件
第一个 解除限售期	2024 年度扣非归母净利润资产收益率不低于 5.8%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；以 2023 年业绩为基数，2024 年扣非归母净利润增长率不低于 30%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2024 年新增开业酒店家数不低于 1200 家；2024 年主业利润率不低于 11%。
第二个 解除限售期	2025 年度扣非归母净利润资产收益率不低于 7%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；以 2023 年业绩为基数，2025 年扣非归母净利润增长率不低于 65%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2025 年新增开业酒店家数不低于 1200 家或 2024-2025 年累计新增开业酒店家数不低于 2400 家；2025 年主业利润率不低于 12.5%。
第三个 解除限售期	2026 年度扣非归母净利润资产收益率不低于 8%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；以 2023 年业绩为基数，2026 年扣非归母净利润增长率不低于 100%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2026 年新增开业酒店家数不低于 1200 家或 2024-2026 年累计新增开业酒店家数不低于 3600 家；2026 年主业利润率不低于 14%。

资料来源：公司公告，研究

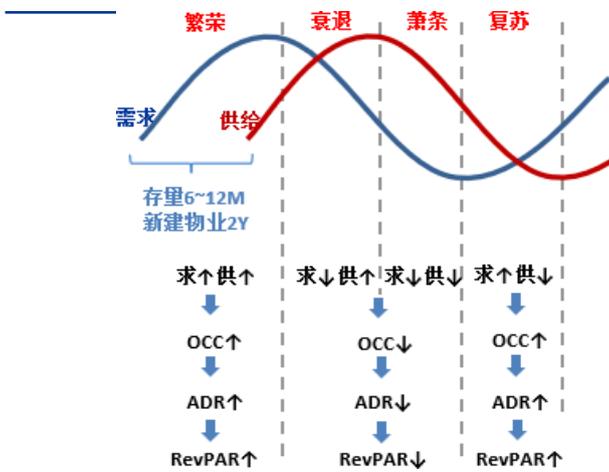
1. 供需错配周期波动，行业复苏景气上行

1.1 酒店行业周期迭代，底部振荡有望迎来新周期

社会投资与消费者阶段性需求供需错配，供给侧变化通常滞后于需求侧。需求侧主要分为商务需求与休闲旅游需求，商务活动 PMI 指标可以作为前置性指标反映酒店需求侧繁荣程度。人口短期流动性提高，有助于推动酒店行业需求增长，如果指数维持景气区间则一定程度上代表酒店需求发展态势向好。供给侧主要由新建酒店和存量物业转化组成，新建酒店由新增商服用地供给决定，新增商服用地转化为新增酒店具有滞后性约 2-3 年，存量物业装修转化约需 9 个月，因此供给侧变化通常滞后于需求侧。

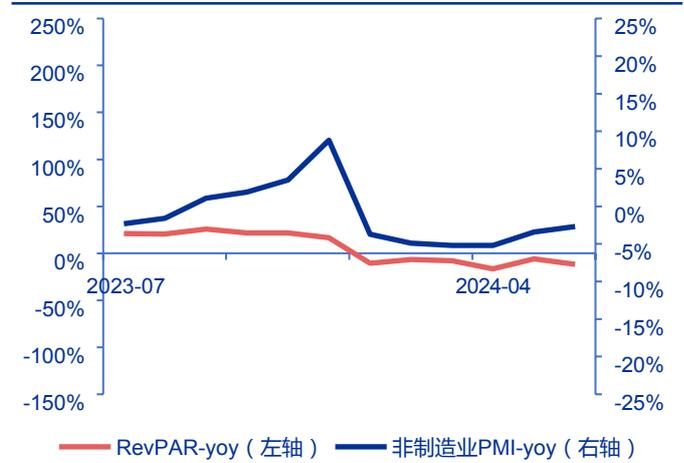
供求相互作用助推行业实现“复苏—繁荣—衰退—萧条”周期更迭。行业复苏期需求由底部增速逐步加快转正，供给尚未完全恢复，行业供不应求，OCC 与 ADR 提升驱动 RevPAR 上涨，行业景气度上行。供需关系向投资端初步反应，住宿业投资热度上升，随着 RevPAR 持续上涨，住宿业投资热度持续升温，供给逐渐增多。物业进入到酒店存量市场短时间内很难退出，因为物业前期装修成本投入较大，且多数酒店物业并不适合改成其他用途的物业，所以如果市场需求增速持续下降，供不应求则会转为供过于求，RevPAR 持续降低驱动市场进入衰退和萧条期。酒店加盟商通常“短借长投”需要强现金流支撑，抗风险能力弱者逐步出清，供给滞后于需求下降。待需求恢复大于供给时，开启新一轮复苏周期。

图 10：酒店供需逻辑与完整周期阶段



资料来源：研究

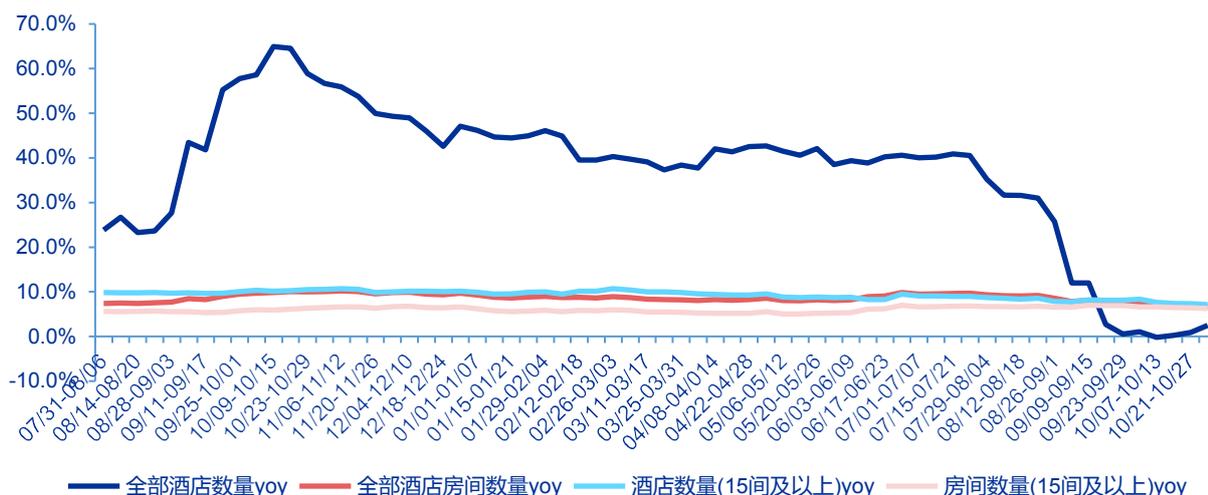
图 11：非制造业 PMI：商务活动指数作为需求侧前置性指标



资料来源：，驿镜数据库，研究

酒店行业逐步筑底，中高端酒店加盟意愿强烈，龙头酒店或将迎来新一轮修复周期。2019Q4 开始酒店需求开始逐步下探，入住率及平均房价均有下降，抗风险能力弱的单体酒店开始出清。根据中国饭店业协会，截止 2022 年末，国内酒店业设施 27.9 万家，同比 2020 年初下降 17%。2023 年以来，旅游业迎来爆发性恢复式增长，单体酒店供给快速回补，截止 2023 年末酒店业设施回补到 32 万家。根据周度高频数据来看，自 23 年年中开始，全部酒店数量增长速度显著高于全部酒店房间数量增长速度和 15 间及以上的酒店数量增速，说明自 23 年开始，小房量的单体酒店、民宿酒店增长较快。但随着文旅市场回归理性，部分单纯依靠OTA 线上流量供给的酒店或将陷入价格战，低效酒店或面临出清或翻牌，全部酒店增速及规模以上酒店增速差距逐渐缩小，酒店价格有望企稳回升，迎来新一轮繁荣周期。

图 12：酒店供给数据跟踪-全国酒店增速回落

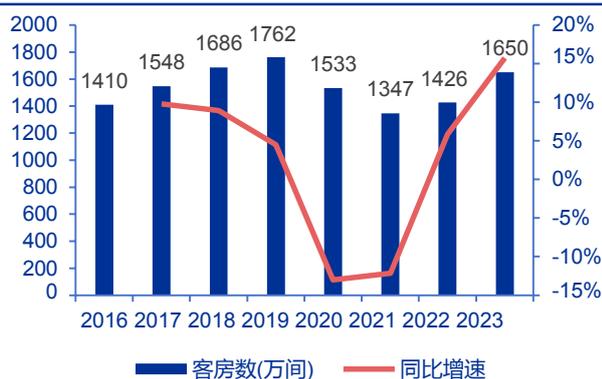


资料来源：驿镜数据，研究

1.1 供给恢复需求高涨，结构性提价态势趋显

供给端：供给出清后，存量+新增酒店逐步回补。根据中国饭店业协会，2019年至2021年中国酒店行业客房总数从1762万减少24%至1347万间，2022年同比+5.9%回补至1426万间，2023年同比+15.7%回补至1650万间，恢复至2019年的94%。**头部酒管集团受到经营专业化、资金供应稳定性等多种优势因素的影响下迅速发展。**2020至2022年市场集中度稳步提升。2023年CR3/CR5市场集中度分别提升至15.7%/18.8%，分别较19年+5.1pct/+5.7pct，但同比有所下滑，我们认为主要原因是中小酒店在23年供给回补速度加快。**展望后市，我们认为行业呈现结构性变化马太效应凸显，OTA平台上酒店价格竞争激烈，龙头市占率提升推动行业连锁加盟趋势深化，头部集团早期优势+疫后扩张有助于其定价能力进一步提升。**

图 13：中国大陆酒店客房数（单位：万间）



资料来源：中国饭店协会，研究

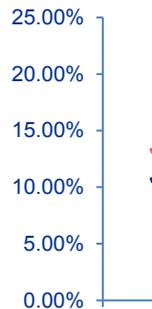
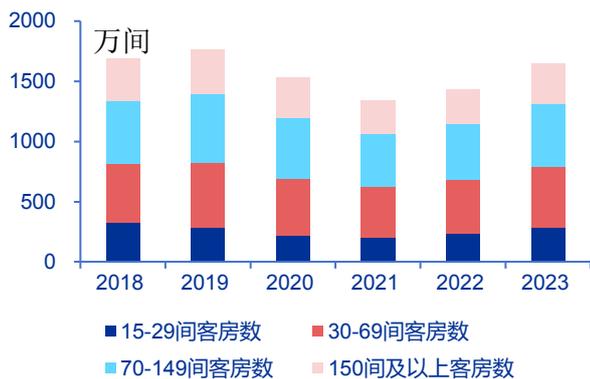
图 14：单体酒店数量显著下降后修复



资料来源：中国饭店协会，研究

图 15：疫情期间主要出清类型为 15~29 间单体酒店

图 16：23 年国内酒店行业集中度下降（按房间数口径）

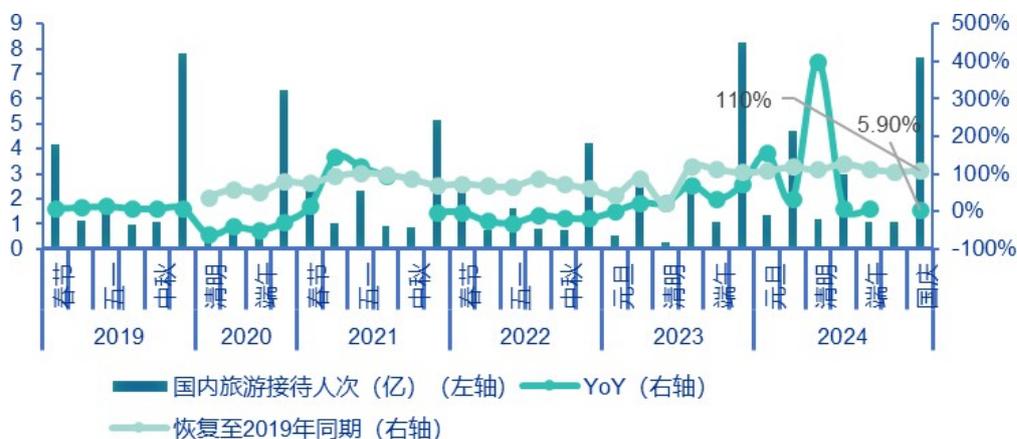


资料来源：中国饭店协会，研究

资料来源：中国饭店协会，研究

需求端：多轮政策促进+商务休闲旅游需求修复+短期节假日催化，“强文旅+弱商务”是疫情后的主要基调。 1) 2023年以来国家持续出台多项促进消费政策：2023年7月，国家发改委发布《关于恢复和扩大消费的措施》，旨在形成促进消费的一揽子政策体系，鼓励文旅体育会展消费等。2) 商务休闲旅游需求复苏合力：23年线下消费复苏，出行意愿持续修复。**商务旅行需求方面**，服务业PMI反映商务活动的活跃程度，23年年初服务业PMI指标有较快恢复后有所回落。**休闲旅游需求方面**，从文旅部公布的各个节假日客流和旅游消费数据来看，文旅市场火热程度维持高位。从入住率的数据来看，自2024年起节假日入住率有脉冲式回暖，大部分时间入住率同比仍有缺口。

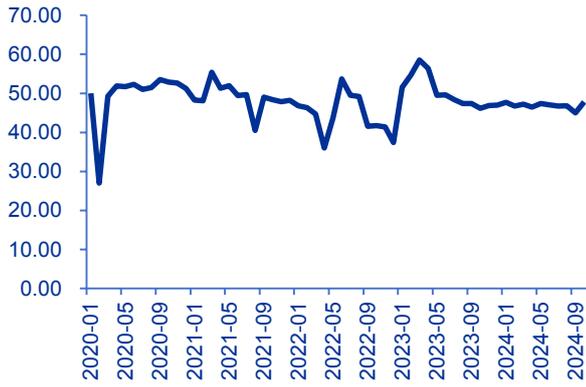
图 17：节假日出行人次及恢复度（截至 2024 年国庆假期）



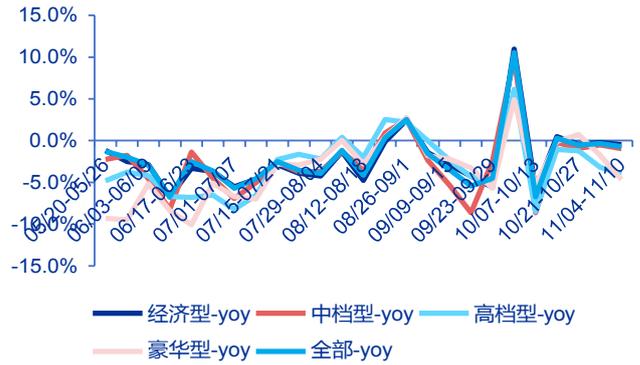
资料来源：文旅部，研究

图 18：服务业 PMI 新订单环比提升 (%)

图 19：2024 年全国酒店分层级入住率同比变化



资料来源： ， 研究



资料来源：驿镜数据库， 研究

1. 头部品牌溢价能力提升有望持续

1.1 酒店连锁化率持续提升，下沉市场是长期突破关键点

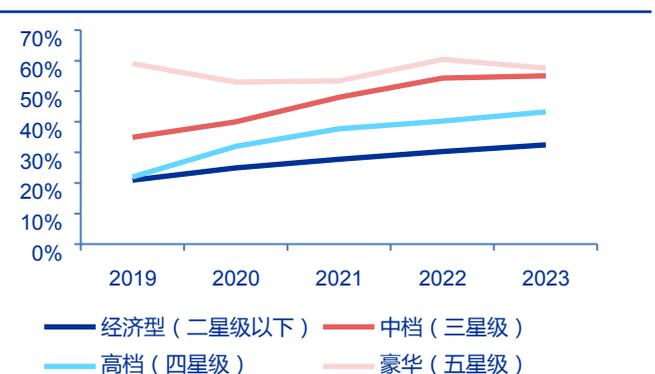
我国大陆酒店连锁化率提升明显，仍有升级空间。1) 连锁化率优势凸显：酒店分为连锁酒店与单体酒店，目前单体酒店仍为酒店产业主流。与单体酒店相比，连锁酒店能够提供稳定的自有客源渠道并提供标准管理和服 务，价格方面有更多溢价空间。2019-2023 年中国大陆酒店连锁化率从 26%提升至 41%，对比全球 41.9%（2020 年）的连锁化率仍有上升空间。2) 中高端酒店连锁化率增速最为显著。近年来各档次酒店连锁化率均增长，23 年经济型/中档/高档/豪华酒店连锁化率同比 19 年分别 +11.5pct/+20.1pct/+21.3pct/-1.4pct，中、高档酒店连锁化增速大幅提升。截至目前，豪华酒店连锁化率最高，经济型酒店连锁化率最低。我们认为，发达国家高连锁化率受益于较高的人均收入水平及成熟的酒店规模，我国头部集团逆势扩张优势明显，市占率提升有助于推动行业连锁化率进一步增长。

图 20：大陆酒店连锁化率提升明显，仍有升级空间



资料来源：中国饭店协会，Frost & Sullivan，研究

图 21：大陆酒店业连锁化率（按档次分）

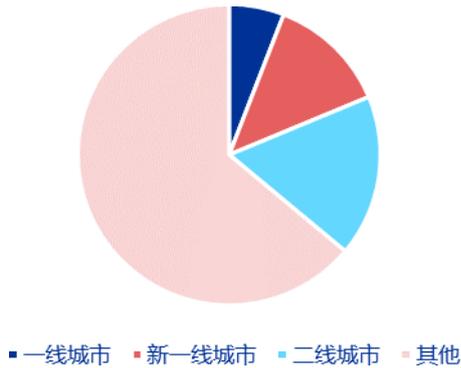


资料来源：中国饭店协会， 研究

下沉市场供需发力整合空间广阔，影响我国酒店连锁化率的长期态势。1) 需求侧下沉市场底层韧性较强：据第七次全国人口普查数据，我国三线及以下城市人口占比为 64%，下沉市场城市化进程推动人口持续增加，伴随下沉市场消费水平提升，有望增强对经济型/中端连锁品牌酒店需求。同时，受到公司及个人业务需求向下沉市场寻求新增长机会的影

响，商旅业务下沉也为三四线城市带来新住宿需求。2) 供给侧头部集团持续布局：一线城市的单体酒店较少连锁化程度高，而二、三线城市等下沉市场单体酒店多，需要标准化整合运营。酒店头部集团发力下沉市场布局，23 年华住及首旅签约酒店中三线及以下市场占比均有提升。我们认为，伴随乡村振兴、新城镇化等政策利好，下沉市场是新时期酒店投资“新蓝海”，我国长期酒店行业连锁化率提升关键在于下沉市场的突破。

图 22：第七次人口普查各线城市人口（单位：万人）



资料来源：国家统计局，研究

图 23：大陆酒店业连锁化率（按城市分）



资料来源：中国饭店协会，研究

1.1 深耕门店+产品+会员运营，头部品牌力彰显溢价有望兑现

直营与加盟不同模式相互配合，利于酒店优化收入结构、培育抗风险、抗周期等能力。直营店方面，收入由客房收入+餐饮商品收入组成，其中客房收入为主要收入来源，由客房数与 RevPAR 驱动。运营成本较高，主要成本来源为物业的租金+折旧摊销+员工雇佣成本。直营模式能够提供较高水准的酒店产品与服务且收益较高，但由于其重资产的经营特点，受经济周期影响显著、抗风险能力弱、门店扩张速度受限灵活性差。加盟店方面，收入由业主一次性加盟费+持续性加盟费+酒店额外支持费用组成，额外支持费用包括中央预定系统费用（CRS）、PMS 维护费等。成本方面，酒店无需承担加盟商开发及运营成本，成本较低。我们认为，加盟店灵活的资产特征使得抗经济风险能力强、成本要求较低，能够满足快速扩店需求并提升酒店集团整体利润率，充分体现品牌溢价。

图 24：直营店与加盟店盈利模式对比

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文请访问：<https://d.book118.com/045120001044012010>