

## 【消费瞭望录】

# 连锁酒店投资框架：如何观测行业周期？

### 报告要点

连锁酒店业是服务消费中一个较为重要的板块，本文意在解析连锁酒店业的周期逻辑及探寻连锁酒店业的投资观测指标。

### 重点内容

#### 行业：市场集中度高，龙头规模优势明显

连锁酒店业规模稳健扩张，客房数占比较高。截至2023年底，中国住宿业设施总数61.2万家，中国酒店业设施总数32.3万家，占比52.9%；中国住宿业客房总数1804.9万间，中国酒店业客房总数1649.8万间，占比91.4%。

可见，国内酒店业客房数规模较其他住宿业规模大。

全国连锁酒店市场供给集中度较高，其中龙头优势明显。分品牌看，2023年我国连锁酒店业TOP10品牌合计份额为55.2%；TOP3品牌合计份额为38.3%，分别为锦江、华住、首旅酒店。分市场看，中端连锁酒店>经济型连锁酒店>高端连锁酒店>豪华型连锁酒店。

#### 投资：连锁酒店行业兼具周期性和成长性

酒店产业链由上中下游三方组成，连锁酒店行业位于产业链中游，主要面向商务、旅行客户群体。

**周期性：**连锁酒店业是标准化的行业，需求周期与国家宏观经济波动的周期具有同步性。由于酒店行业需求增长的核心驱动力为居民消费水平，受国家经济增长、境内旅游业发展等多重因素影响，因此行业发展与经济周期直接相关，可观察：1) 行业景气度参考指标：服务业PMI及GDP增速；2) 行业盈利能力趋势指标：OCC入住率增速（需求）与住宿餐饮业固定资产投资完成额增速（供给）剪刀差。

**成长性：**1) **连锁化率持续提升：**截至2023年底，国内酒店连锁化率已提升至41%，而美国的酒店连锁化率为73%左右，因此中国的酒店连锁化市场与美国相比仍有30%左右的提升空间；2) **成本推高产品升级：**加盟占比提升将有效削弱酒店周期属性，为快速扩展且提高收益，同时增加抗风险能力，轻资产运营是必选之路；3) **轻资产化扩提速：**因成本及收益综合因素，酒店业结构不断迭代升级为主流趋势。

### 投资建议

连锁酒店行业为标准化的强周期行业，需求周期与宏观经济波动周期有同步性，可同时观察供需“剪刀差”指标来判断。我们认为，目前国内连锁酒店业依旧处于酒店行业萧条期，未来消费者商旅需求恢复、出行频次提高、出游意愿增加，酒店行业有望迎来关键复苏期。

**风险提示：**

1. 旅游出行持续性不及预期；
2. 居民消费疲软，消费意愿不高。

### 休闲服务

评级：看好

日期：2024.12.05

分析师 何晓敏

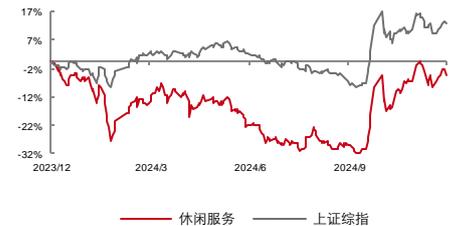
登记编码：S0950523110001

☎：(021) 6139 2631

✉：hexiaomin@wkzq.com.cn

### 行业表现

2024/12/4



资料来源：Wind，聚源

### 相关研究

- 《政策红利深度释放，消费市场迎来回暖黄金期》(2024/11/26)
- 《国庆出游点评：新“慢充式旅游”消费习惯正形成》(2024/10/11)
- 《《黑神话 悟空》：耐心资本崛起的里程碑》(2024/8/22)
- 《线下零售边际修复 长线游成暑期热点》(2024/8/5)
- 《【消费瞭望录】梳理消费税改革三十年》(2024/8/1)
- 《【消费瞭望录】新消费格局：从商品迈向服务消费》(2024/7/12)
- 《消费行业月报：服务消费“正升级”》(2024/7/3)
- 《端午出游点评：“微”度假受追捧 出入境游火爆》(2024/6/14)
- 《消费行业月报：社消增速表现平淡，旅游工作重要指示推动建设旅游强国》(2024/6/5)
- 《2024年五一旅游数据点评 出行人数创新高，“下沉式旅游”吸睛》(2024/5/10)

## 内容目录

一、国内酒店业发展历史 .....	4
二、连锁酒店产业链解析及行业空间探寻 .....	6
2.1 行业现状：客房总数占比约九成，住宿业内抗风险能力强 .....	6
2.2 竞争格局：全国连锁酒店市场集中度较高，TOP3 行业垄断地位明显 .....	7
三、分析框架：行业周期波动的本质是供给时滞 .....	7
3.1 行业周期观察指标：宏观看经济景气度+中观看行业供需“剪刀差” .....	7
3.2 复盘中国酒店业周期：“牛短熊长”，现处于新周期的起点 .....	11
四、趋势与现状：行业周期轮动下，抵御性结构升级 .....	12
4.1 趋势一：连锁化率节节新高，人口密度决定上限 .....	12
4.2 趋势二：直营店面树立形象，轻资产化大势所趋 .....	15
4.3 趋势三：经济型酒店规模稳定，持续扩张中高端酒店 .....	17
附录：连锁酒店产业链图谱 .....	18
风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1：中国酒店业发展时期及品牌发展周期 .....	4
图表 2：1994 年原国家旅游局公布的首批 16 家饭店管理公司 .....	5
图表 3：中国酒店业发展时期 .....	5
图表 4：2019-2023 年中国酒店业设施总数占比 .....	6
图表 5：2019-2023 年中国酒店业客房总数占比 .....	6
图表 6：2019-2023 年中国住宿业和酒店设施总数 .....	6
图表 7：2019-2023 年中国住宿业和酒店客房总数 .....	6
图表 8：2023 年酒店品牌市占率 .....	7
图表 9：三家龙头酒店品牌市占率 .....	7
图表 10：三大酒店集团 OCC 增速与长途出行旅客变化趋势 .....	8
图表 11：酒店业宏观及周期传导图 .....	9
图表 12：酒店业呈现明显周期性“α” .....	9
图表 13：美国 GDP 增速及酒店 OCC 同步变动（景气度观察） .....	10
图表 14：中国 GDP 增速和酒店 OCC 同步变动（景气度观察） .....	10
图表 15：华住 RevPAR 增速及总收入增速同步变化（观察酒店盈利增长潜力） .....	10
图表 16：2012-23 年中国酒店行业供需图示 .....	11
图表 17：2014-23 年中国酒店供需剪刀差和 RevPAR 增速（由左算出） .....	11
图表 18：酒店业供需周期 .....	11
图表 19：连锁酒店优势 .....	12
图表 20：2019-2023 年中国酒店连锁化率 .....	13
图表 21：2022-2023 年中国连锁酒店及非连锁酒店客房数 .....	13
图表 22：代表国家人口密度 .....	14
图表 23：中美酒店连锁化率对比 .....	14

图表 24: 国内不同类型酒店连锁化率.....	14
图表 25: 国内不同城市级别酒店连锁化率.....	14
图表 29: 直营与加盟收支示意图.....	15
图表 30: 锦江集团加盟及直营模式收入成本分解.....	16
图表 31: 三家龙头酒店直营店数对比.....	17
图表 32: 三家龙头酒店加盟店数及加盟率对比.....	17
图表 33: 三家龙头酒店集团经济型酒店数及增长率.....	17
图表 34: 三家龙头酒店集团中高端酒店数及增长率.....	17
图表 35: 三家龙头酒店集团中高端酒店占比.....	17
图表 36: 连锁酒店产业链图谱.....	18

## 一、国内酒店业发展历史

图表 1：中国酒店业发展时期及品牌发展周期

时间	时期	详情	标志性事件	品牌发展周期
1949-1978	萌芽时期	整顿和改造老饭店，在各大省会城市和风景名胜区新建了一批宾馆	酒店业发展受到限制	
1978-1987	改革开放初期	兴建一大批中外合资、合作饭店以接待外宾	1983年广州白天鹅宾馆开业	高端酒店
			1984年杭州香格里拉饭店开业	奢华酒店
1988-2000	快速成长时期	发展我国自己的酒店管理公司，批准旅游涉外酒店星级评定标准	1993年第一家维也纳酒店在深圳开业	中端酒店
2001-2015	连锁扩张时期	酒店需求快速增长，催生了经济型品牌连锁酒店，并大规模扩张	1996年第一家锦江之星酒店在上海开业	经济型酒店
			2009年花间堂云南丽江成立	精品民宿
2016-2022	整合优化时期	消费升级下中端酒店成为主要发力点，酒店业收购迭起，市场集中度提升	2013年出台八项规定； 2014年希尔顿欢朋进入中国	中高端酒店
			2018年白玉兰酒店品牌发布	轻中端酒店
2023至今	市场洗牌时期	投资者消费逻辑改变，质量发展和区域深耕加速	新业态频出	

资料来源：迈点研究院，千际投行，五矿证券研究所

中华人民共和国成立以来，中国酒店业经历了萌芽时期、改革开放初期、快速成长时期、连锁扩张时期、整合优化时期和市场洗牌时期。同时，中国酒店也经过了高端酒店、奢华酒店、中端酒店、经济型酒店、精品民宿、中高端酒店和轻中端酒店等品牌发展周期。

**1949年至1978年，萌芽时期。**政府对一些老饭店进行了整顿和改造，在各大省会城市和风景名胜区新建了一批宾馆，主要接待领导人和外宾。但由于当时的经济条件和国际环境，酒店业的发展受到了限制。

**1978年至1987年，改革开放初期。**随着改革开放政策的实施，中外合资饭店开始兴起，国际酒店集团进入中国市场，带来先进管理经验。1982年，中华人民共和国成立后的第一家中外合资饭店——位于北京建国门外的建国饭店正式营业；1983年，广州白天鹅宾馆建成；1984年，杭州香格里拉饭店建成。同时，中国也开始建立自己的酒店管理体系，如1984年上海锦江集团的成立。

**1988年至2000年，快速成长时期。**政府和企业开始重视酒店的专业化和集团化管理，鼓励建立本土的酒店管理公司。为了提高酒店服务的质量和标准，1988年国家旅游局颁布了《中国评定旅游涉外饭店星级的规定》。1993年第一家维也纳酒店在深圳开业。1994年5月原国家旅游局（现中华人民共和国文化和旅游部）审批了首批16家饭店管理公司。

图表 2：1994 年原国家旅游局公布的首批 16 家饭店管理公司

公司名称	公司名称
广州白天鹅酒店管理公司	桂林桂山酒店管理公司
中旅饭店管理公司	四川锦江宾馆饭店管理公司
兆龙（国际）饭店管理公司	北京九州饭店管理公司
东方喜来登饭店管理公司	燕都旅游饭店管理总公司
金陵（国际）饭店管理公司	上海华亭集团饭店管理公司
北京六合兴饭店管理公司	上海锦江集团（国际）饭店管理公司
广州东方酒店管理公司	上海新亚（集团）酒店管理公司
厦门悦华酒店管理公司	广州珠江酒店管理公司

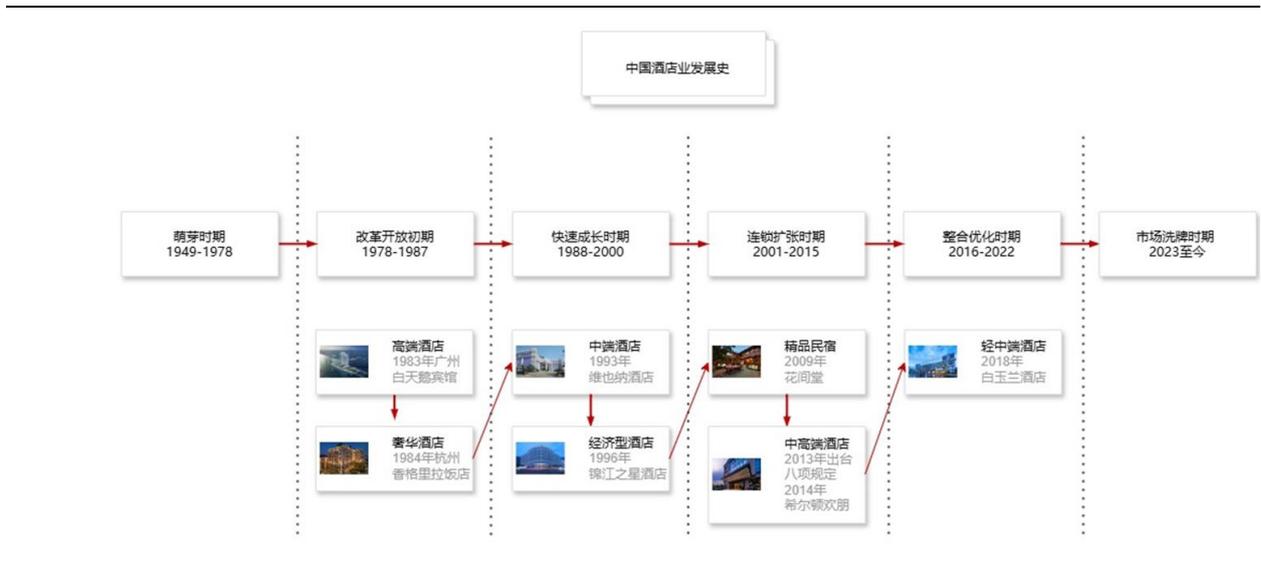
资料来源：湖南省旅游饭店协会，五矿证券研究所

**2001 年至 2015 年，连锁扩张时期。**中国经济持续增长和国际化进程加速，经济型酒店如锦江之星、如家迅速崛起，非标准住宿如民宿、客栈也开始受到消费者欢迎。酒店业的竞争变得更加激烈，同时催生了更多创新和机会

**2016 年至 2022 年，整合优化时期。**消费升级下中端酒店成为主要发力点，酒店业收购迭起，市场集中度提升。例如，锦江集团收购铂涛酒店集团，首旅酒店收购如家酒店集团。同时，酒店业也开始探索多元化和差异化的发展路径，以满足消费者日益多样化的需求。

**2023 年至今，中国酒店业处于市场洗牌时期。**投资者消费逻辑改变，质量发展和区域深耕加速。

图表 3：中国酒店业发展时期



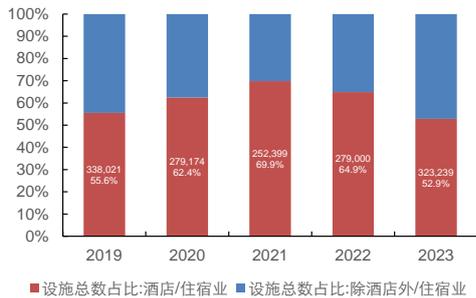
资料来源：迈点研究院，千际投行，五矿证券研究所

## 二、连锁酒店产业链解析及行业空间探寻

### 2.1 行业现状：客房总数占比约九成，住宿业内抗风险能力强

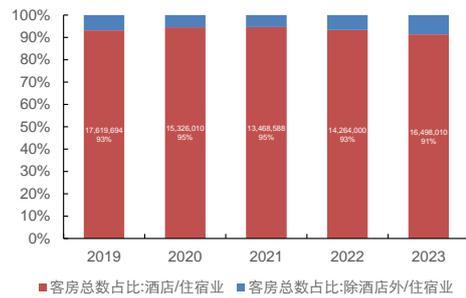
国内酒店业客房数规模较其他住宿业规模大。住宿业设施包括酒店及其他住宿设施，酒店在我国住宿业占主导地位。根据文旅部定义，旅游饭店是指以住宿服务为主，具有至少 15 间（套）可供出租的客房的住宿设施。截至 2023 年底，中国住宿业设施总数 61.2 万家，中国酒店业设施总数 32.3 万家，占比 52.9%；中国住宿业客房总数 1804.9 万间，中国酒店业客房总数 155.1 万间，占比 91.4%。

图表 4：2019-2023 年中国酒店业设施总数占比<sup>1</sup>



资料来源：中国饭店协会，五矿证券研究所

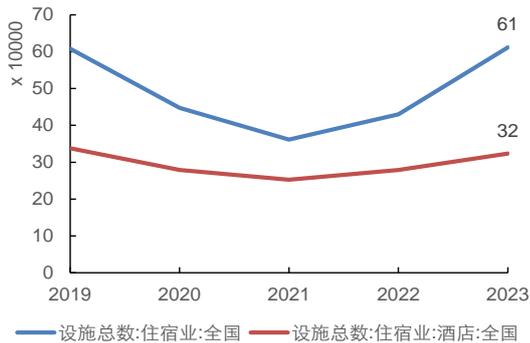
图表 5：2019-2023 年中国酒店业客房总数占比<sup>2</sup>



资料来源：中国饭店协会，五矿证券研究所

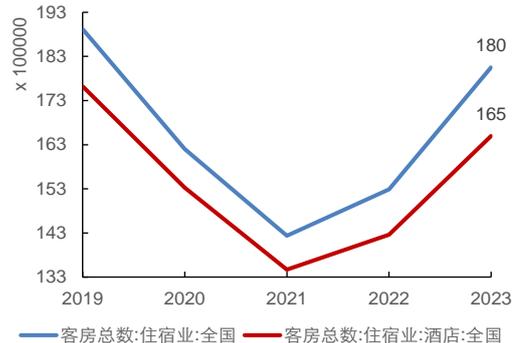
酒店业相较其他住宿业抗风险性强、建设周期长。19-21 年，因国际经济局势扰动影响，国内住宿业迅速出清，住宿业设施总数降幅 40.6%，酒店业降幅 25.3%；住宿业客房总数降幅 24.7%，酒店业降幅 23.6%。21 年之后，得益于局势控制，住宿业得到快速修复，21-23 年住宿业设施增长率 69.3%，酒店业 28.1%；住宿业客房总数增幅 26.8%，酒店业增幅 22.5%。

图表 6：2019-2023 年中国住宿业和酒店设施总数



资料来源：中国饭店协会，五矿证券研究所

图表 7：2019-2023 年中国住宿业和酒店客房总数



资料来源：中国饭店协会，五矿证券研究所

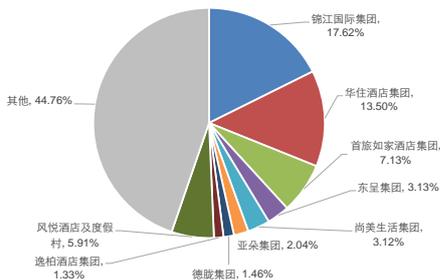
<sup>1</sup> 设施总数:住宿业:除酒店外:全国 = 设施总数:住宿业:全国 - 设施总数:住宿业:酒店:全国  
 设施总数占比:酒店/住宿业 = 设施总数:住宿业:酒店:全国 / 设施总数:住宿业:全国  
 设施总数占比:除酒店外/住宿业 = 1 - 设施总数占比:酒店/住宿业  
<sup>2</sup> 客房总数:住宿业:除酒店外:全国 = 客房总数:住宿业:全国 - 客房总数:住宿业:酒店:全国  
 客房总数占比:酒店/住宿业 = 客房总数:住宿业:酒店:全国 / 客房总数:住宿业:全国  
 客房总数占比:除酒店外/住宿业 = 1 - 客房总数占比:酒店/住宿业

## 2.2 竞争格局：全国连锁酒店市场集中度较高，TOP3 行业垄断地位明显

全国连锁酒店市场集中度较高，中端连锁趋势明显。截至 2023 年底，我国酒店品牌 TOP10 合计份额为 55.2%，市场供给集中度较高；分市场看，中端连锁酒店>经济型连锁酒店>高端连锁酒店>豪华型连锁酒店。

锦江国际集团、华住酒店集团和首旅如家酒店集团是中国酒店行业的三大领军企业。整体来看，锦江、华住、首旅三足鼎立，CR3 为 38.2%，市占率分别为 17.62%、13.50%、7.13%，其中锦江规模领先程度较高。

图表 8：2023 年酒店品牌市占率



资料来源：中国饭店协会，五矿证券研究所

图表 9：三家龙头酒店品牌市占率



资料来源：中国饭店协会，五矿证券研究所

### 为何 CR3 集中度在近些年呈现下降趋势？

- 1) 租金自 2019 年后大幅下降，物业可获得性提升，原本头部酒店拥有的物业优势不如以往；
- 2) 酒店在 2023 年相对景气，中小企业现金流有明显修复，而中小企业的供给弹性更大，因此盈利能力大幅提升。

## 三、分析框架：行业周期波动的本质是供给时滞

### 3.1 行业周期观察指标：宏观看经济景气度+中观看行业供需“剪刀差”

#### 酒店业重要指标

主要指标：酒店业盈利指标主要关注 RevPAR(每间可售房收入)、OCC (入住率) 与 ADR (平均房价)。

**OCC (Occupancy Rate)** 指某一时期内实际出租的客房数与可售客房数的比率，即实际需求/实际供给。例如，当日销售客房数为 100 间，实际入住客房数为 80 间，则 OCC 为  $80/100*100\%=80\%$ 。入住率越高，说明酒店的入住情况越好，客流量大，收入稳定。

**ADR (Average Daily Rate)** 指已售客房的平均房价。这一指标反映了酒店的定价策略和市场接受度，对于酒店营销部门至关重要，因为它直接关系到酒店的收入和盈利能力。

**RevPAR (Revenue Per Available Room)** 指每个可供出租的房间在一个时间段内产生的平均收入。RevPAR 是衡量酒店业绩的重要指标，考虑了入住率和平均房价两个因素。

**重要公式：RevPAR=OCC\*ADR**

一般来说, RevPAR/ADR 的变化滞后于 OCC, 因为酒店经营者往往根据 OCC 调整 ADR (平均房价) 来实现当前 RevPAR (每间可售房收入) 的最大化。

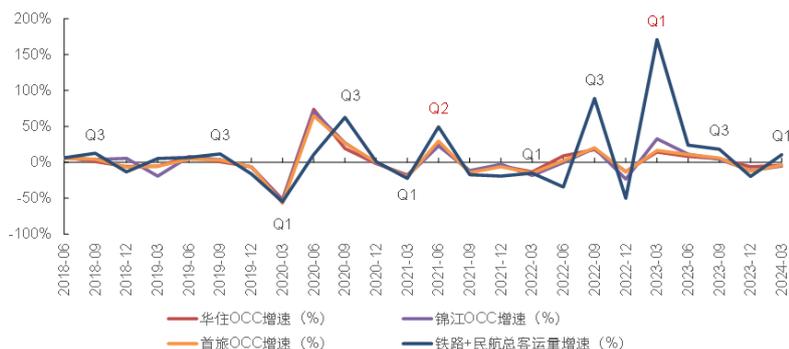
酒店业是高度标准化的行业, 需求周期与国家宏观经济波动的周期具有同步性。由于酒店行业需求增长的核心驱动力为居民消费水平, 受国家经济增长、境内旅游业发展等多重因素影响, 因此行业发展与经济周期直接相关。

酒店业的周期体现在两方面: 5 年左右的长期行业供需周期, 和年内出行季度需求短周期。

### 短周期——观察月/季度长途出游人数变化趋势

短周期即年内季度变化趋势, 可简化为观察旅游出行人数变化趋势。酒店业客群分为长途及本地需求, 其中本地需求相对刚性, 长途客群带来需求波动, 因此, 可以以长途出行 (民航、铁路) 人次变化趋势作为短周期酒店业景气度指标。季度需求周期来看, Q3 是酒店业最旺季, Q1 是最淡季, 年内酒店业周期变化可以旅游出行人数变化趋势为锚点。其中, 由于国际形势以及旅游业大环境变化, 2021Q2 及 2023Q1 长途旅行人数大幅上升。

图表 10: 三大酒店集团 OCC 增速与长途出行旅客变化趋势

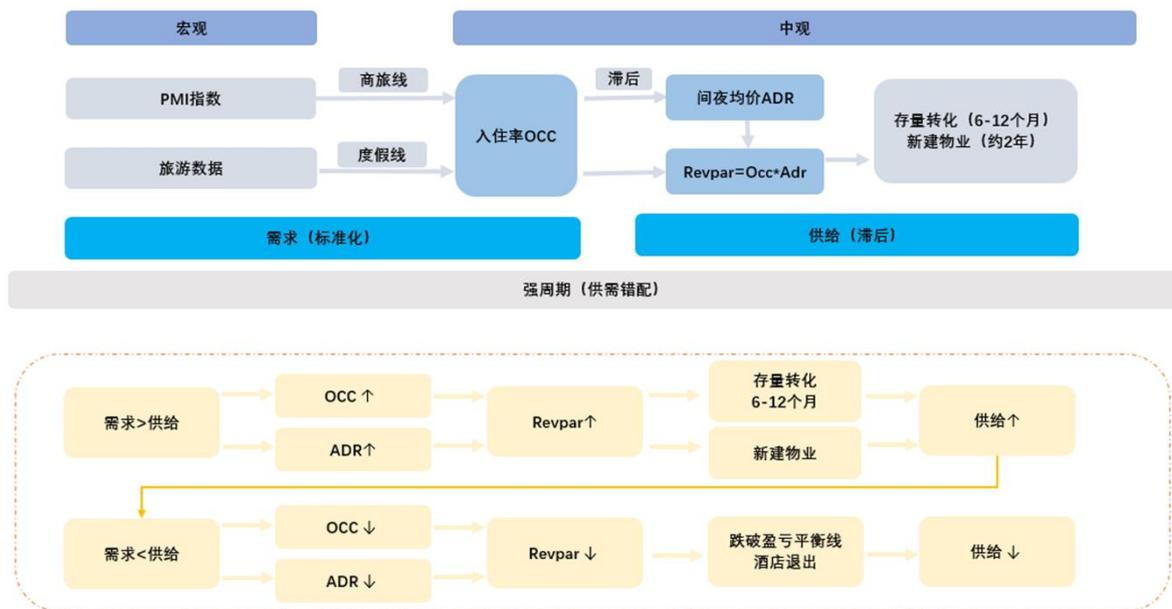


资料来源: 公司公告, 国家统计局, 中国民用航空局, 五矿证券研究所

### 长周期——观察供给与需求剪刀差

长周期即指常说的酒店业周期, 是出行消费 (需求) 增长的变化与酒店投资周期 (供给) 的时滞错配导致的, 并同时被宏观周期所影响。

图表 11：酒店业宏观及周期传导图



资料来源：五矿证券研究所绘制

### 行业宏观观测指标：经济景气度指标

宏观周期**景气度**可由 GDP 增长率、服务业 PMI 等观察，酒店业终端需求受经济周期直接影响，酒店入住率“OCC”的拐点往往与 GDP 增速拐点同时出现。

图表 12：酒店业呈现明显周期性“C”

酒店业周期四阶段划分					
	入住率 OCC	均价 ADR	新增酒店 及客房数	酒店盈利能力 RevPAR	具体表现
繁荣阶段	↑	↑	↑	↑	经济快速增长，融资环境宽松，需求较高，酒店入住率提升；由于需求旺盛，酒店进一步提高房价；同时，有信心的业主大量扩建酒店，以满足大量住宿需求；盈利能力上升。
衰退阶段	↓	↓	↑	↓	经济开始下滑，入住率开始下滑；酒店业主信息获取滞后，客房供给过剩，为了吸引客人出现价格竞争，客房均价下降，供给端持续增长（在建完工）；酒店的盈利能力相应下降。
萧条阶段	↓	↓	↓	↓	由于经济不景气，人们对于旅游和商务出差的需求减少，入住率大幅下降；消费者倾向选择价格实惠的住宿方式或减少出行，酒店降价，盈利能力明显下滑；市场信心下降，信贷环境紧张，融资成本上升，抑制酒店规模扩张。
复苏阶段	↑	↑	↓	↑	经济逐渐恢复，消费者信心增强，酒店行业入住率回升；酒店提高均价，盈利能力上升；此时，因衰退阶段新开工较少，新增酒店未恢复。

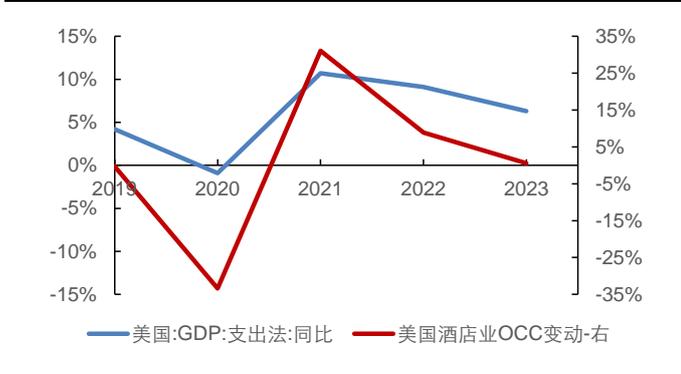
资料来源：五矿证券研究所整理

### 行业中观观测指标：供需“剪刀差”

因租金年限、退出代价高、建造周期长等因素使得酒店业供给存在时滞，形成了酒店行业的周期变化。当需求上行时，OCC 持续上升，酒店供不应求，酒店方提高 ADR 以获得更高收益，进而推高 RevPAR，同时引发新增供给；随着这一过程的持续，供给逐渐大于需求，此

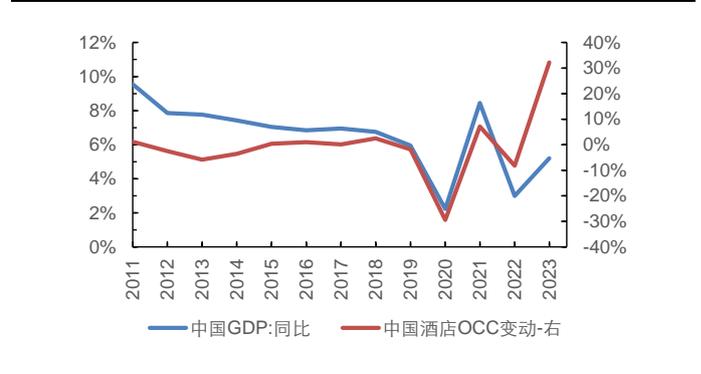
时，OCC 持续下降，客房供大于求，酒店方改为降低 ADR 以吸引顾客入住，RevPAR 下降，部分酒店出清。但由于经济较好时酒店新建及转换投入大、固定成本高且建造周期长，酒店需求下行前期，供给仍在持续提高；需求下行后期，供给也开始下降，逐渐导致供不应求，酒店业由此进入新一轮上行周期。

图表 13: 美国 GDP 增速及酒店 OCC 同步变动<sup>3</sup> (景气度观察)



资料来源: 美国经济分析局, 美国酒店业协会, 五矿证券研究所

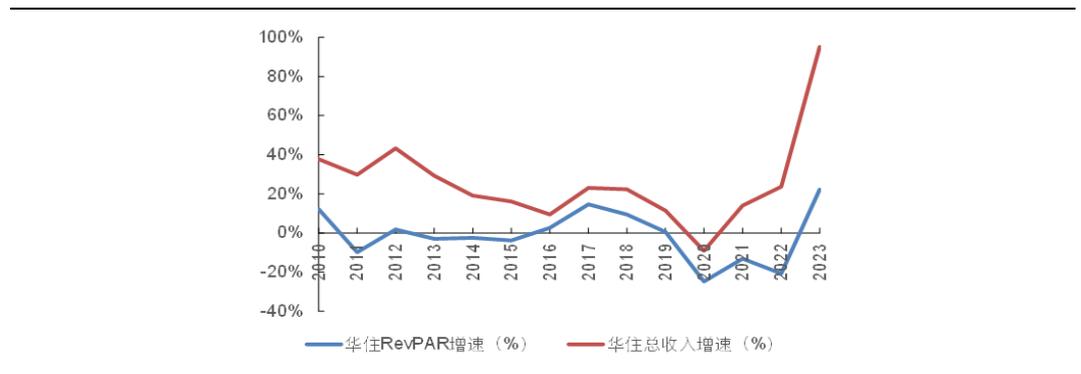
图表 14: 中国 GDP 增速和酒店 OCC 同步变动<sup>4</sup> (景气度观察)



资料来源: 中国饭店协会, 五矿证券研究所

细化到具体酒店集团，在判断大行业周期后，酒店集团盈利能力观察指标是 RevPAR。RevPAR 和酒店总收入同步变动，二者增速有较强相关性，一定程度上可以通过观察 RevPAR 的变化预测酒店盈利增长潜力。以行业龙头华住集团为例，根据 2010 年到 2023 年的 RevPAR 增速及总收入增速趋势（自 2019 年后均以 2019 年为基期），可见二者变化趋势基本一致，且有较强正相关性，相关系数为 0.65，因此，RevPAR 的变动情况一定程度能够反映酒店的收入变动情况。

图表 15: 华住 RevPAR 增速及总收入增速同步变化 (观察酒店盈利增长潜力)



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

综上，经济周期对酒店业需求端的影响观察切入口主要为入住率 OCC 或旅客出行变化趋势。酒店供给端主要为酒店业供给量的增速，我们在此简化用住宿餐饮业固定资产投资完成额代表酒店业供给量的增速。2014 年-2023 年相关数据显示(自 2019 年后均以 2019 年为基期)，酒店行业 RevPAR 增速变化和供需“剪刀差”走势基本同步，因此，**酒店业供需剪刀差可直接反映行业所处周期阶段。**

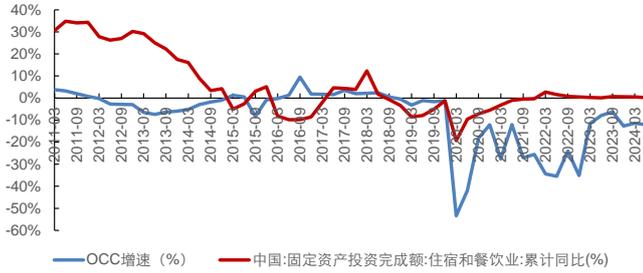
<sup>3</sup> OCC 变动 = ( 本期 OCC - 上期 OCC ) / 上期 OCC

<sup>4</sup> 新增客房数 = ( 本期客房数 - 上期客房数 ) / 上期客房数

ADR 变动 = ( 本期 ADR - 上期 ADR ) / 上期 ADR

此处，“剪刀差”=需求-供给，需求=OCC同比、供给=住宿餐饮业固定资产投资完成额累计同比。考虑到供给端较为平稳，需求端波动较大、具有明显周期性，因此，我们认为酒店行业价格水平对需求端波动更敏感。

图表 16: 2012-23 年中国酒店行业供需图示<sup>5</sup>



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 17: 2014-23 年中国酒店供需剪刀差<sup>6</sup>和 RevPAR 增速<sup>7</sup> (由左算出)



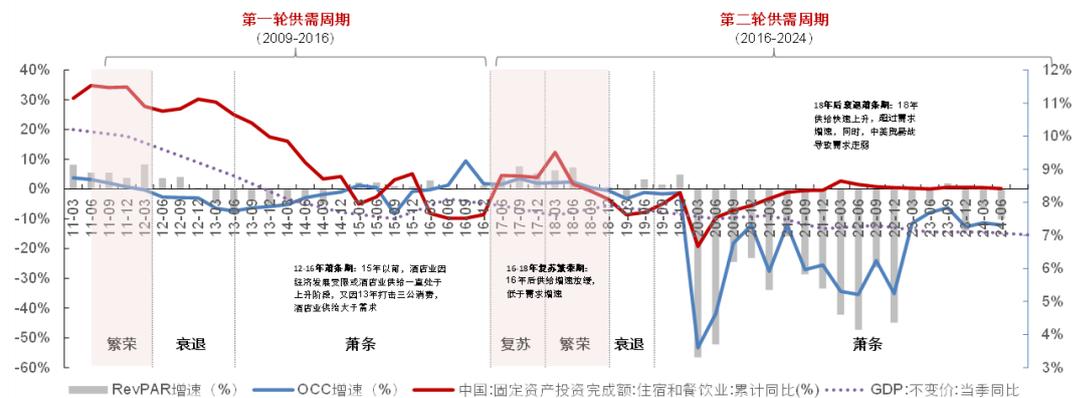
资料来源: 中国饭店协会, Wind, 五矿证券研究所

### 3.2 复盘中国酒店业周期：“牛短熊长”，现处于新周期的起点

**复盘历史：“牛短熊长”，与宏观环境同步走。**回顾酒店业发展历史，2015年前，酒店业因经济发展受限或酒店业供给一直处于上升阶段，又因13年打击三公消费，酒店业于12-16年处于供给大于需求的萧条期；2016年后房屋竣工面积增速放缓，开始低于OCC反映的需求的增速，我国酒店业开始进入复苏期，并接着进入繁荣期。在18年，因为供给快速上升，超过需求增速，同时，由于中美贸易战的影响需求开始走弱，酒店业开始进入衰退期，并于19年年初进入萧条期。

**判断现在：需求总体承压，仍在萧条期。**在20-22年（自19年后均以19年为基期），因国际局势扰动，需求面下降，带来迅速的供给去化，供给与需求均急剧减少。23年4-10月，因出行迅速发弹，入住率提高，酒店随行就市迅速提价，因此，市场景气度经历了很短阶段的反弹。24年来，因地产政策扰动，房屋建筑竣工面积增速下降，叠加需求总体承压，我们依然处于萧条期。我们判断，**未来随着出游与商务需求逐步上行，第三轮供需周期有望启动。**

图表 18: 酒店业供需周期



资料来源: 中国饭店协会, Wind, 五矿证券研究所

<sup>5</sup> 2019年后以2019年为基期

<sup>6</sup> 供需剪刀差=需求-供给

<sup>7</sup> 2019年后以2019年为基期

## 四、趋势与现状：行业周期轮动下，抵御性结构升级

我们认为连锁酒店行业兼具周期性与成长性，在周期即将回暖之时，成长属性将迎来高频共振，我国酒店行业有望回到发展快车道。

### 4.1 趋势一：连锁化率节节新高，人口密度决定上限

#### 连锁酒店降本增效且提升风险抵御能力

**需求端 —— 配套+标准化+粘性强。**随着国民经济的稳步增长、居民收入水平的提升和生活质量的改善，居民旅游消费逐渐增加，消费者对标准品质的连锁酒店的需求增长，支付意愿更强且粘性更高，为酒店连锁化提供了广阔的市场空间。此外，旅游基础设施的完善，如高速铁路网络的快速发展，也为旅游出行提供了便利，进一步刺激了酒店行业的需求。

**供给端 —— 连锁酒店可整合资源、优化管理、降低成本，在竞争中逐渐占据优势。**单体酒店抗风险能力较弱，特别是在2019至2021年间，全球宏观局势震荡导致旅游消费决策中不确定性增加，大量单体酒店由于抗风险能力较弱被迫出清，而连锁酒店则因为能够规模化、品牌化经营，拥有自己的会员体系，造价、运营成本、渠道成本等低于单体酒店，展现出更高的运营成功率、更强的市场适应性和恢复力。随着经济形势转好，旅游人数及旅游收入有所改善，酒店业开始逐渐回暖，促进了酒店数的增加。

**连锁酒店相比单体酒店有其独特的优势：**1) **品牌优势：**可以利用知名品牌的市场影响力和客户信任度，吸引更多客人，降低市场风险；2) **管理效率和运营成功率：**能获得总部的全面管理支持，包括员工培训、市场推广和运营指导等，进而提高经营效率和服务质量。同时，可以依赖成熟的商业模式和经验，具有更高的运营成功率；3) **运营成本：**可以共享总部的采购和人力资源，通过派驻店长、输出标准、监督执行等方式，降低运营成本，提高盈利空间；4) **风险分散：**加盟模式下，经营风险可以得到一定分担，尤其是在市场竞争激烈或不稳定时，连锁酒店能更好地应对市场变化；5) **会员体系粘性：**可以通过总部的会员体系和营销网络获取稳定的客源。同时，较高的客户忠诚度能保证酒店入住率，并降低获客成本和渠道费用；6) **产品标准化：**提供标准化的产品与服务，能够保持品牌一致性和客户体验的稳定性。

图表 19：连锁酒店优势

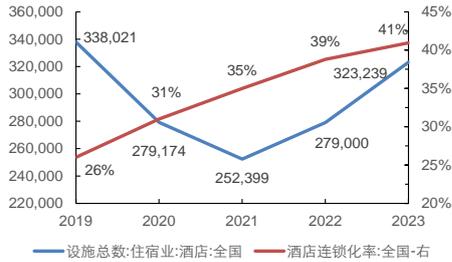
方面	方式	结果
品牌优势	市场影响力、客户信任度	客户增多、市场风险降低
管理效率和运营成功率	员工培训、市场推广、运营指导、商业模式、经验等	经营效率提高、服务质量提高、运营成功率提高
运营成本	派驻店长、输出标准、监督执行等	运营成本降低、盈利空间提高
风险分散	分担经营风险	更好应对市场变化 (尤其在市场竞争激烈或不稳定时)
会员体系粘性	会员体系、营销网络、高客户忠诚度	客源稳定、酒店入住率保障、获客成本降低、渠道费用降低
产品标准化	标准化产品和服务	品牌一致、客户体验稳定

资料来源：加盟星，五矿证券研究所

在 2019 至 2023 年期间，尽管全国酒店连锁化率不断上升，酒店数量却经历了先降后升的波动。这一现象是需求增长、供给优化、政策支持和市场恢复等多重因素共同作用的结果。

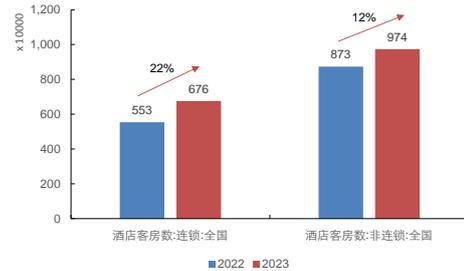
**中国连锁酒店客房数增速高于非连锁酒店。**根据中国饭店业协会数据表明，中国连锁酒店客房数从 2022 年的 553 万增加至 2023 年的 676 万间，增长了 22%，非连锁酒店客房数从 2022 年的 873 万增加至 2023 年的 974 万间，增长了 12%，连锁酒店客房数增速明显快于非连锁酒店客房数。

图表 20：2019-2023 年中国酒店连锁化率



资料来源：中国饭店协会，腾讯网，五矿证券研究所

图表 21：2022-2023 年中国连锁酒店及非连锁酒店客房数



资料来源：中国饭店协会，腾讯网，五矿证券研究所

### 人口聚集程度决定酒店连锁化率的上限

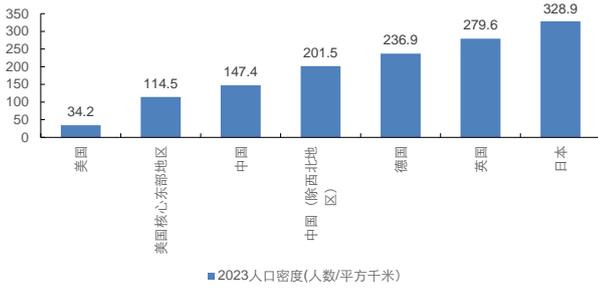
**人口聚集程度影响连锁化率水平：人口大规模聚集地区——独立酒店获客难度降低+消费者多样化需求更强——独立酒店容易成长——连锁化率天花板偏低。**独立酒店的生存难度取决于一个地区的连锁化率上限，独立酒店的优势在于特色化，劣势在于品牌传播度低。

人口低密度地区的酒店倾向于选择加入连锁品牌来提高知名度，同时共享连锁化共享的会员、客流以及较低运营成本。

中国的人口密度 147.4 人/平方千米，剔除西北地区人口密度为 201.5 人/平方千米；美国为 34.2 人/平方千米，美国核心东部地区人口密度为 114.5 人/平方千米（包括加州、佛罗里达州、马萨诸塞州、罗德岛州、华盛顿 DC、纽约州、宾夕法尼亚州）；日本为 328.9 人/平方千米，德国为 236.9 人/平方千米，英国为 279.6 人/平方千米。**中国整体人口密度接近于美国核心东部地区，中国除去西北地区人口密度接近于欧洲。因美国酒店业全球发达程度最高，我们以美国酒店连锁化率来衡量中国酒店连锁化率天花板。**

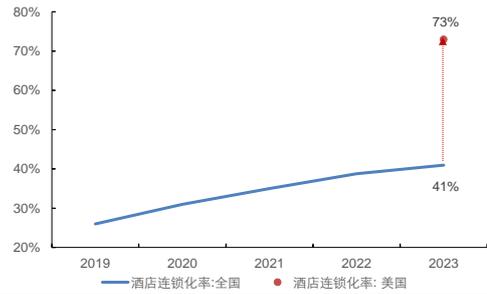
**中国酒店连锁化率持续提升，仍有较大提升空间。**截至 2023 年底，中国的酒店连锁化率已提升至 40.95%，延续了自 2021 年以来呈现的增长趋势。这一增长得益于旅游市场的强劲复苏以及各大酒店集团对市场机遇的把握，通过加快新开品牌酒店来扩张市场份额。相比之下，美国的酒店连锁化率较高，已达到 73% 左右，并且仍在提升。这表明中国的酒店连锁化市场虽然发展迅速，但与美国相比仍有 30% 左右的提升空间。

图表 22: 代表国家人口密度<sup>8</sup>



资料来源: TradingEconomics, 世界银行集团, 国家统计局, 五矿证券研究所

图表 23: 中美酒店连锁化率对比

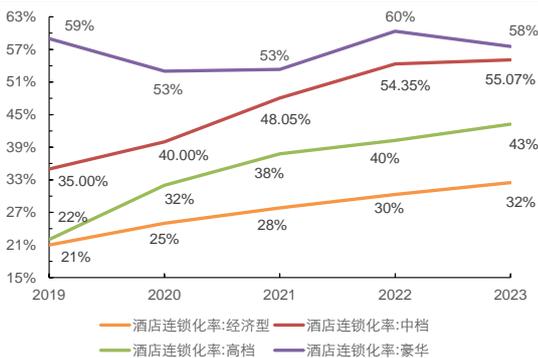


资料来源: 中国饭店协会, 中国经营报, 酒店观察网, 五矿证券研究所

中国各类型酒店的连锁化率存在一定差异, 豪华酒店的连锁化率最高, 其次是中档酒店, 而经济型和高档酒店的连锁化率相对较低。经济型和高档酒店连锁化率逐年上升, 中档酒店连锁化率虽有上升但逐渐趋于平缓, 豪华酒店连锁化率在 52%至 62%之间波动。根据《2024 年中国酒店业发展报告》, 截至 2023 年底, 中国不同档次的酒店连锁化率分别为: 经济型(二星级及以下)酒店的连锁化率为 32%, 中档(三星级)酒店的连锁化率为 55.07%, 高档(四星级)酒店的连锁化率为 43%, 而豪华(五星级及以上)酒店的连锁化率则为 58%。不同类型酒店连锁化率程度不同与消费者对不同档次酒店的需求、品牌影响力、市场定位、宏观经济等因素有关。

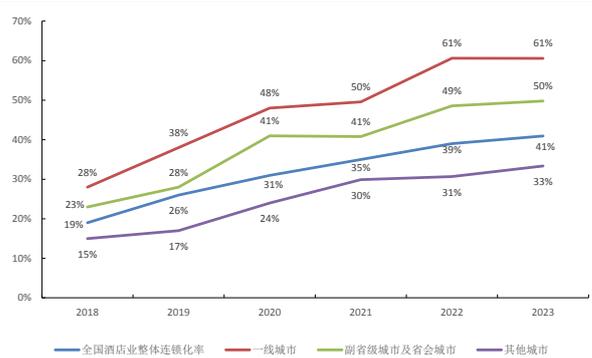
不同城市级别酒店连锁化率均呈上升趋势, 下沉市场潜力巨大。一线城市的连锁化率相对较高, 例如 2022 年一线城市的连锁化率已达到 50%, 而副省级城市及省会城市的连锁化率则为 41%。相比之下, 三线及以下城市的连锁化率较低, 但增长速度较快, 五年间提升了约 8%, 显示出下沉市场的巨大潜力。

图表 24: 国内不同类型酒店连锁化率



资料来源: 中国饭店协会, 中国经营报, 酒店观察网, 五矿证券研究所

图表 25: 国内不同城市级别酒店连锁化率



资料来源: 中国饭店协会, 五矿证券研究所

<sup>8</sup> 各国(地区)面积沿用 2021 年数据

国土面积是一个国家的总面积, 其中包括内陆水体和边海的水域面积

美国核心东部地区: 包括佛罗里达州、马萨诸塞州、罗德岛州、华盛顿哥伦比亚特区、纽约州和宾夕法尼亚州

中国(除西北地区)总面积 = 中国总面积 - 中国(西北地区)面积

西北地区: 包括新疆维吾尔自治区、青海省、甘肃省、陕西省和宁夏回族自治区

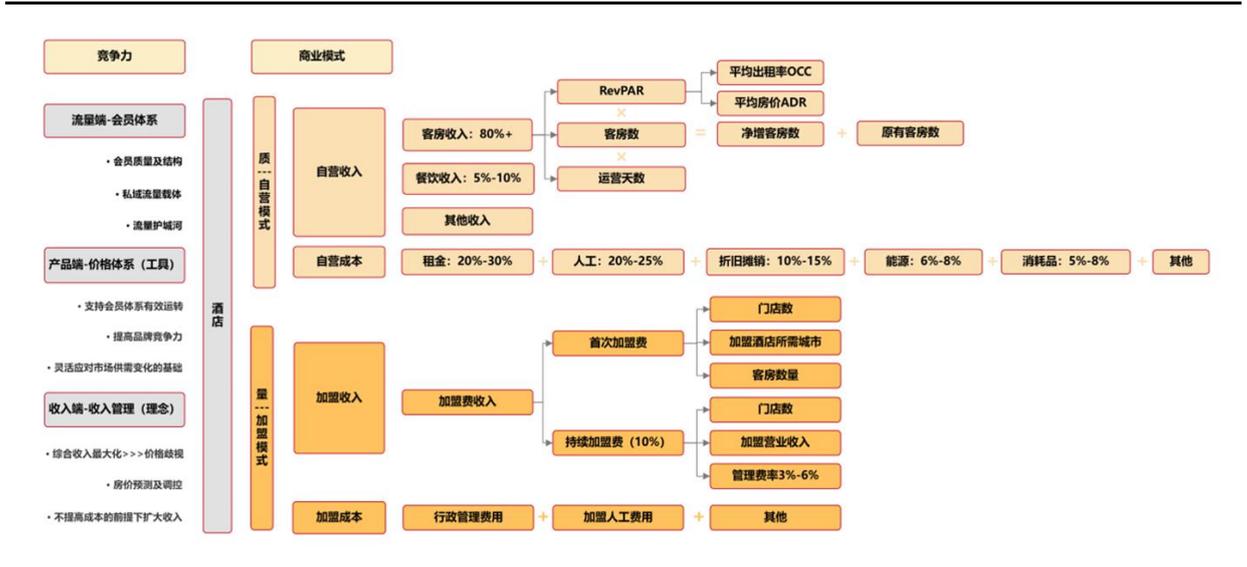
人口密度 = 总人口 / 国土(地区)面积

<sup>9</sup> 一线城市指北上广深 4 大城市, 副省级城市及省会城市指“大连、青岛、宁波、厦门”这 4 大计划单列市及省会城市, 其他城市指除前两类以外的城市

## 4.2 趋势二：直营店面树立形象，轻资产化大势所趋

国内酒店经营通常分为直营与加盟管理模式。直营模式是指酒店品牌直接拥有和管理酒店物业的经营方式。品牌方拥有酒店的产权，并负责日常运营和管理。加盟模式是指酒店品牌授权给第三方投资者或经营者使用其品牌、系统和标准来运营酒店的一种方式。加盟商拥有酒店的产权，并按照品牌方的要求进行运营。一般来说，集团初始设立直营酒店树立形象、提升品牌力，随后于轻资产模式下进一步拓展市占率。

图表 26：直营与加盟收支示意图



资料来源：五矿证券研究所绘制

### 直营模式经营杠杆高，具强周期性

**收入：直营酒店强周期性，业绩弹性大。**酒店运营业务中，公司通过向顾客提供住宿及相关服务取得收入，收入来源包括客房、餐饮、商品销售、商务中心、健身娱乐、洗衣等，其中客房收入约占 80%，餐饮收入约占 5%-10%。

**成本：直营酒店重资产&盈亏自负。**直营模式成本包括 30%-55%的物业租金/折旧摊销、20%-25%人工成本、6%-8%能源费用、5%-8%物料消耗等，大部分为固定成本，基本不随着入住率变化而发生变化。

直营模式对资金的占用较大，开发、爬坡期亏损时间较长，影响短期财务表现。一般来说，每家直营酒店运营都经历三个阶段：开发、爬坡期和成熟运营期。开发阶段，酒店不产生任何收入，承担绝大部分开业前费用，一般每家酒店开业前费用为 150-2000 万元；爬坡阶段，酒店爬坡期平均为 6 个月，此时折扣较多且客流不稳定，收入不稳定；酒店升级改造翻新一般五年一次，此时正常经营收到宏达干扰，且装修成本由集团承担，会对财务表现产生较大影响。

当经济下行时，直营店收入明显下降，固定成本不随着入住率发生变化，且人工成本可压缩性不高，因此，酒店盈利能力快速下降，RevPAR 明显下降，风险增大；经济复苏时，直营店利润将快速修复，显示出高业绩弹性。

### 加盟模式轻资产化运营，盈利能力高

**加盟模式优点在于：**1) **轻资产&扩张速度快：**酒店集团无需承担租金/人力等运营成本，仅需派驻店长/中央系统支持，是集团加速供给扩张的重要手段；2) **弱化风险承担需求：**加盟商通常比集团直营店具有更好的风险匹配，如加盟商对当地酒店市场、商业租赁市场有较强信息优势，对冲大部分信息不对称及租金波动风险，因此 加盟模式在酒店集团具备一定品牌输出能力后会成为酒店主要业务拓展模式。

**加盟模式又分为：**1) **管理加盟模式：**酒店品牌方授权管理加盟酒店使用相关品牌名称、标识及商标，加盟商需在品牌方的要求和指引下酒店的建设、装修及维护，完成后交给酒店品牌方运营；2) **特许经营模式：**与管理加盟的区别在于不委任管理人员，酒店的人员及物业均由业主方控制。

**因此，加盟占比提升将有效削弱酒店周期属性，同时，为快速扩展且提高收益，并增加抗风险性，轻资产化运营是必选之路。**以锦江集团为例，拆解其 2021-2023 年直营及加盟模式收入及成本，直营有客房及餐饮收入，加盟有首次加盟服务费及持续加盟服务费、订房渠道及会员卡收益；直营成本有酒店及餐饮服务成本，加盟成本有订房系统维护及相关服务费。2021-2023 公司直营毛利率分别为 12.23%、15.05%、26.33%，随着酒店业修复，毛利率随着入住率提高而优化，成本刚性明显，收入随经济波动巨大；2021-2023 公司加盟毛利率分别为 61.20%、57.55%、61.35%，显示出了强抗波动能力，随着入住率提高，毛利率将持续优化。

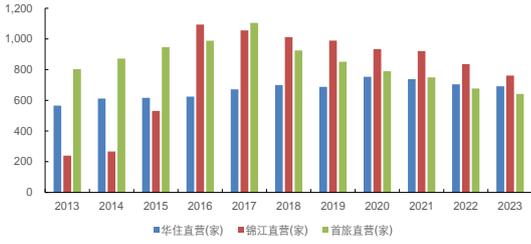
图表 27：锦江集团加盟及直营模式收入成本分解

单位：亿元	2021	2022	2023	单位：亿元	2021	2022	2023
<b>直营业务收入</b>	57.58	61.45	74.18	<b>加盟业务相关收入</b>	48.66	43.6	66.28
其中：酒店客房	48.70	50.26	61.95	其中：前期加盟服务	8.12	4.46	6.68
餐饮服务	8.88	11.19	12.23	持续加盟及劳务派遣服务	35.49	35.4	46.82
				订房渠道	1.19	1.23	7.56
				会员卡收益	3.86	2.51	5.22
<b>直营业务成本</b>	50.54	52.2	54.65	<b>加盟业务成本</b>	18.88	18.51	25.62
其中：酒店客房	47.02	47.65	50.16	其中：前期加盟服务	3.93	2.91	4.13
餐饮服务	3.52	4.55	4.49	持续加盟及劳务派遣服务	14.24	14.73	15.46
				订房渠道		0.43	2.20
				会员卡收益	0.71	0.44	3.83
<b>贡献毛利</b>	7.04	9.25	19.53	<b>贡献毛利</b>	29.78	25.09	40.66
<b>直营模式毛利率</b>	12.23%	15.05%	26.33%	<b>加盟模式毛利率</b>	61.20%	57.55%	61.35%

资料来源：公司公告，五矿证券研究所

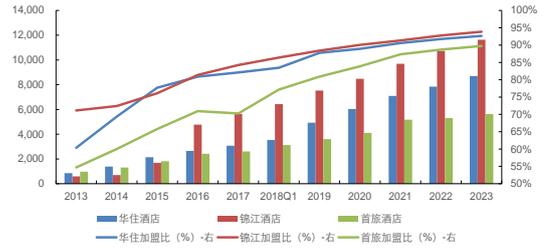
**龙头酒店逐渐向轻资产化的加盟模式过渡，加盟店数稳步上升，直营店数缓慢下降。**由于轻资产化下，加盟模式相较直营模式具有诸多优势，华住、锦江和首旅三家龙头企业自 2016 年后陆续减少了直营门店数量，同时大力发展加盟模式，截至 2023 年底，三家龙头酒店的加盟化率均已突破 85%。

图表 28：三家龙头酒店直营店数对比



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 29：三家龙头酒店加盟店数及加盟率对比

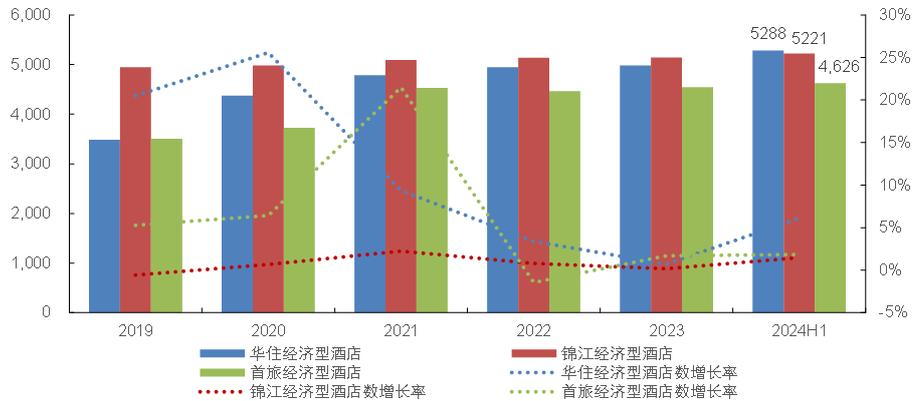


资料来源：公司公告，五矿证券研究所

### 4.3 趋势三：经济型酒店规模稳定，持续扩张中高端酒店

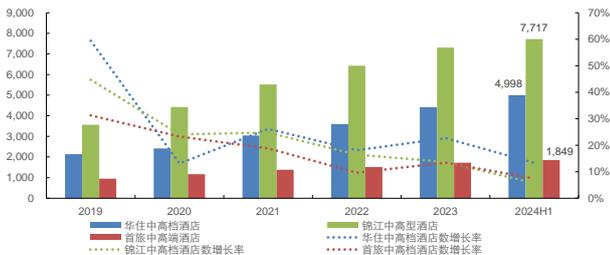
经济型酒店伴随着城镇化进程而扩张，中高端酒店收入利润大。2015年后，经济型酒店在一二线城市高速扩张，现已几乎饱和，但在三四线城市，经济型酒店仍有较大扩张空间。**中高端酒店市占率提升由成本和需求共同决定**。成本中的人力、物业租金、能源等价格不断上涨，公司为实现长久盈利，就需要更高的酒店定价，再加上客户不断上涨的需求，共同推高了中高端酒店的市占率。

图表 30：三家龙头酒店集团经济型酒店数及增长率



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 31：三家龙头酒店集团中高端酒店数及增长率



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 32：三家龙头酒店集团中高端酒店占比



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

三家龙头酒店保持稳定的经济型酒店规模，持续扩张中高端酒店。2020年以来，三大酒店经

济型酒店数基本稳定,截至 2024H1,华住/锦江/首旅分别有经济型酒店 5288/5221/4626 家。中高端酒店不断扩张,截至 2024H1,华住/锦江/首旅分别有中高端酒店 4998/7717/1849 家。华住/锦江/首旅中高端酒店数占整体比重分别从 2018 年的 31.6%/33.1%/18% 提升至 2024H1 的 48.6%/59.6%/29%。

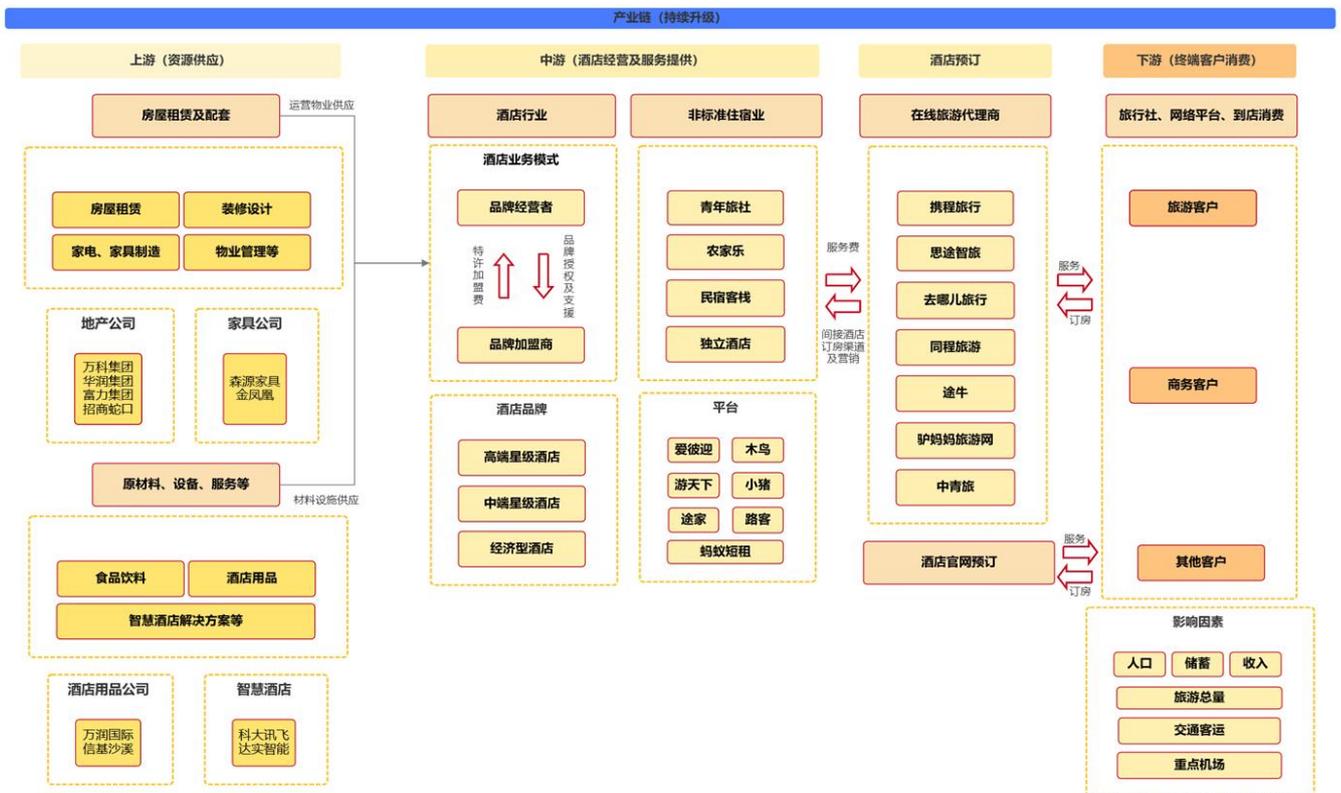
## 附录：连锁酒店产业链图谱

酒店产业链由上中下游三方组成,酒店行业位于产业链中游,主要面向商务、旅行客户群体。

酒店行业的上游主要是为其提供场地与原材料的物业租赁行业、酒店用品行业等。物业租赁行业为酒店提供场地,近年来由于电子商务的流行,商业地产的空置率较高,酒店物业租金成本增速呈现下滑趋势;酒店用品行业为酒店提供经营所需的原材料,主要包括棉织品、清洁用品等酒店日常经营消耗品,酒店消耗品价格影响酒店经营成本,与盈利水平呈反向变动关系。

酒店行业下游客户主要为旅游出行与商务出行群体。根据渠道的不同客户可分为直接消费端与间接消费端,下游直销客户主要包括散客与协议公司,分销客户主要包括酒店在线预订平台与旅行社。

图表 33: 连锁酒店产业链图谱



资料来源: 五矿证券研究所绘制

## 风险提示

1. 旅游出行持续性不及预期；
2. 居民消费疲软，消费意愿不高。

## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若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。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。本公司及作者在自身所知情范围内,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。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市东城区朝阳门北大街3号五矿广场C座3F 邮编:100010

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai  
Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
Postcode: 518035

### Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing  
Postcode: 100010