

酒店餐饮行业深度报告

酒店行业深度二：从规模化到品质化，中国酒店行业或进入发展新阶段

增持（维持）

2024年05月09日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书：S0600123070017

wanglj@dwzq.com.cn

投资要点

■ 本报告我们复盘了头部酒店连锁集团的运营数据和酒店行业的供需数据情况，2024年来酒店集团 RevPar 表现显著分化，同时酒店整体供给回补，酒店行业已经从供给逻辑进入“结构性升级”逻辑。我们认为，酒店集团的经营需求处在从规模化到品质化过渡的过程中，具备较强打造中高端品质化能力的酒店集团稀缺性和价值凸显。

■ 2023 年以来行业 RevPar 走向复盘：对酒店龙头集团锦江、华住和首旅 2023 财年的运营数据以及 2024 年 Q1 酒店 STR 的数据进行复盘，概括酒店行业 2023 年以来情况。

● 2023 年酒店龙头集团运营数据复盘：价格驱动 RevPar 超预期前。品牌议价权及结构优化共同带动 RevPar 超预期抬升，2023 年全年锦江/华住/首旅的综合 RevPar 为 167/242/154 元，分别恢复至 2019 年同期的 106%/123%/97%；入住率显著修复，锦江/华住/首旅全年平均 OCC 分别恢复至 2019 年同期的 89%/96%/83%；各公司 ADR 均超越疫情前，反映疫情期间行业产能出清后的整体议价能力提升。2023 年酒店行业 RevPar 超预期为价格驱动，入住率仍有较大修复空间。

● 2024 年 Q1 酒店行业 RevPar 情况：春节后 RevPar 同比降幅逐步收窄，豪华型率先转正。ADR 同比增速表现仍优于 OCC，品牌集团量先于价转正。3 月最后一周（3 月 24 日-30 日）豪华/中高端/经济型/品牌集团 OCC 同比分别+1.4%/-0.1%/-1.6%/+0.5%，ADR 同比分别+0.0%/-1.0%/-1.3%/-1.6%。Q1 行业 RevPar 同比增长 3%~5%，ADR 仍为主要驱动因素。2024Q1 豪华/中高端/经济型/品牌集团 RevPar 分别为 449/249/139/200 元，同比+4.5%/4.9%/3.7%/3.4%。

■ 中国酒店行业供需关系复盘：1) 供给扩张特征：疫情前供给增速与新房面积增速基本匹配，经过近两年的供给出清与恢复，我们认为目前的酒店行业供给由“量增”进入“结构性升级”，中高端房量占比提升，具备打造品质中高端酒店能力的酒店集团稀缺性凸显。2) 需求如何观测：酒店行业需求与居民出行意愿相关，通常分为 B 端及 C 端客群。商旅需求与宏观经济相关性强，用 PMI 刻画 B 端需求景气度。旅游需求与居民消费能力与意愿相关，用国内旅游人数增速及长途出行人次观察。2023 年整体呈现商旅弱、休闲强的结构特征。3) 供需关系下酒店行业数据如何演绎：社会投资周期与出行消费需求增长节奏错配导致 3-6 年不等的行业供需周期，使得行业繁荣及低迷时期交替出现。

■ 2024 年 RevPar 表现推算：季度同比增速两边高中间低，后续观察商旅需求进一步好转。1) 2024 年酒店行业供需关系较 2023 年仍为动态平衡：我们认为 2024 年酒店行业房量增速有望降至 6-10% 区间。2024 年出行人次增速前高后低，全年酒店行业需求端增速估计在 5-10% 区间。综合以上判断，2024 年行业整体供需关系预计较 2023 年不会明显恶化。预期行业整体 RevPar 能在以 0% 为中枢的附近区间内波动。2) 推算 2024 年酒店集团 RevPar 同比增速在 -5~2% 区间。我们分别基于 Q1 数据及 2016-2019 年平均季节性情况推算华住、锦江、首旅 2024 全年 RevPar 同比增速可能在 2.2%/-4.5%/-3.9% 水平。其中从单季同比来看，由于 2023Q1 基数相对低而 2023Q3 基数相对高，同比增速呈现两边高中间低的走势，同比增长压力最大的季度将在 2024Q3。

■ 投资建议：酒店集团 RevPar 增长出现分化，酒店行业存在低估。我们认为酒店行业已由规模化提升连锁渗透率阶段，开始过渡至品质化成长

行业走势



相关研究

《酒店行业框架报告（一）：现金牛公司的三重趋势》

2023-11-02

《从老乡鸡、乡村基、杨国福看中式快餐行业：从区域到全国，标准化与一体化》

2022-06-01

阶段，具备打造品质化酒店的集团有望受益。推荐国内中高端精选酒店龙头**君亭酒店**，加速扩张的高端连锁酒店集团**亚朵**，以及国内酒店龙头**华住集团**、**锦江酒店**和**首旅酒店**。

■ **风险提示：**居民出行消费需求走弱，行业竞争加剧，门店增长不及预期。

表：重点公司估值（截至 2024 年 5 月 7 日）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600754.SH	锦江酒店	319.94	29.90	0.94	1.39	1.72	31.94	21.51	17.43	买入
01179.HK	华住集团-S	932.87	32.00	1.25	1.29	1.39	22.84	22.15	20.55	买入
600258.SH	首旅酒店	168.94	15.13	0.71	0.82	0.88	21.25	18.57	17.17	买入
301073.SZ	君亭酒店	46.18	23.75	0.16	0.70	1.06	151.32	33.96	22.42	增持
ATAT.O	亚朵	185.62	19.00	1.78	2.31	3.06	25.18	19.46	14.70	增持

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：除华住集团-S 收盘价单位为港元、亚朵收盘价单位为美元，其余数据的货币单位均为人民币，港元/美元汇率为 2024 年 5 月 7 日的 0.91/7.1

内容目录

前言	6
1. 2023 年以来行业 RevPar 走向复盘	6
1.1. 2023 年酒店龙头集团运营数据复盘：价格驱动 RevPar 超疫情前	6
1.2. 2024 年 Q1 酒店行业 RevPar 情况	11
2. 中国酒店行业供需关系复盘	13
2.1. 供给扩张特征	13
2.2. 需求如何观测	15
2.3. 供需关系下酒店行业数据如何演绎	16
3. 2024 年 RevPar 表现推算：季度同比增速两边高中间低	17
3.1. 2024 年酒店行业供需关系较 2023 年仍为动态平衡	17
3.2. 结合观测及数据推算 2024 年酒店集团 RevPar 同比增速或在-5~2%区间	18
4. 投资建议	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 酒店集团 RevPar (元)	6
图 2: 酒店集团 2023 年 RevPar 较 2019 同期恢复程度	6
图 3: 酒店集团 2023 年入住率 OCC	7
图 4: 酒店集团 2023 年平均房价 ADR (元)	7
图 5: 华住集团 OCC 按酒店档次拆分	8
图 6: 锦江酒店 OCC 按酒店档次拆分	8
图 7: 首旅酒店 OCC 按酒店档次拆分	8
图 8: 三集团经济型成熟店 ADR (单位: 元)	9
图 9: 三集团中高端成熟店 ADR (单位: 元)	9
图 10: 锦江酒店同店 OCC 按直营/加盟拆分	10
图 11: 锦江酒店同店 ADR 按直营/加盟拆分	10
图 12: 华住集团 OCC 按直营/加盟拆分	10
图 13: 华住集团 ADR 按直营/加盟拆分	10
图 14: 首旅酒店 OCC 按直营/加盟拆分	10
图 15: 首旅酒店 ADR 按直营/加盟拆分	10
图 16: 三集团 ADR 相比 2019 年恢复程度	11
图 17: 三集团 OCC 相比 2019 年恢复程度	11
图 18: 2024Q1 酒店行业分档次 RevPar 同比	12
图 19: 2024Q1 酒店行业分档次 OCC 同比	12
图 20: 2024Q1 酒店行业分档次 ADR 同比	12
图 21: 酒店行业供给增速观察	13
图 22: 2019-2023 年行业房量结构	14
图 23: 经济型代表品牌酒店数及房间量	14
图 24: 中高端代表品牌酒店数及房间量	14
图 25: 2017-2022 年行业整体房量骤降带动连锁化率提升, 2023 年连锁化率继续提升	15
图 26: 2009-2023 年铁路、民航客运量及增速	15
图 27: 2006-2023 年 PMI 情况	16
图 28: 从房价看 2023 的需求特征为商旅弱、休闲强	16
图 29: 2006-2023 年 C 端需求及同比增速	16
图 30: 酒店行业供需增速观察	17
图 31: 2017-2019 年三大酒店综合 RevPar 同比增速	17
图 32: 2024 年初供给增速估算	17
图 33: 2024 主要城市筹开客房数 (间) 及增速 (右轴)	17
图 34: 根据 2024 年 1-3 月数据用 2019 年季节性环比推同比估算 2024 年远途出行旅客量增速前高后低	18
图 35: STR 跟踪 RevPar 同比数据与华住实际数据对比	19
图 36: 华住集团大陆业务季度 Blended RevPar (元)	19
表 1: 2024Q1 酒店行业经营数据	13
表 2: 华住 2024 年逐季 RevPar 同比增速推算	19
表 3: 锦江 2024 年逐季 RevPar 同比增速推算	19

表 4: 首旅 2024 年逐季 RevPar 同比增速推算.....	20
表 5: 酒店上市公司估值 (截至 2024 年 5 月 7 日)	21

前言

本报告我们复盘了头部酒店连锁集团的运营数据和酒店行业的供需数据情况，2023 年酒店行业的房价驱动 RevPar 超预期增长，可能与 2020-2022 年供给出清等因素相关，2024 年来酒店集团 RevPar 表现显著分化，同时酒店整体供给回补，酒店行业已经从供给逻辑进入“结构性升级”逻辑。我们认为，酒店集团的经营需求处在从规模化到品质化过渡的过程中，对酒店的运营与战略规划能力有着更高要求，具备较强打造中高端品质化能力的酒店集团稀缺性和价值凸显，未来的结构化升级趋势清晰。

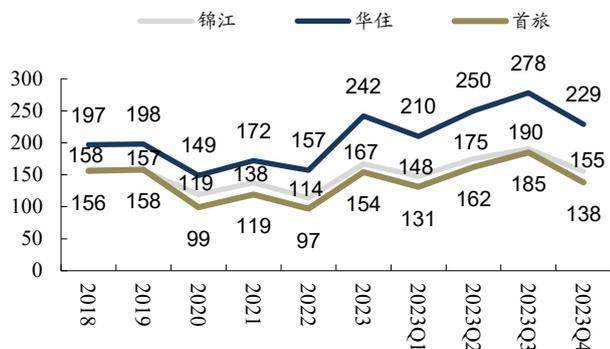
1. 2023 年以来行业 RevPar 走向复盘

1.1. 2023 年酒店龙头集团运营数据复盘：价格驱动 RevPar 超预期前

锦江酒店、华住集团、首旅酒店三大龙头 2023 年房量口径市占率约为 19%，且财务、业务数据完整，对品牌酒店连锁市场的情况认知有指标意义。在此我们对酒店龙头集团 2023 财年的运营数据进行复盘来对行业情况进行概括。

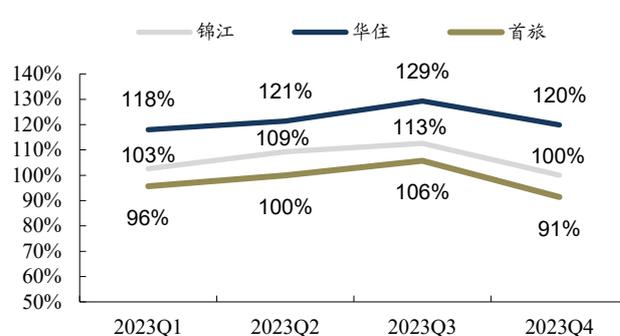
品牌议价权及结构优化共同带动 RevPar 超预期抬升。居民出行恢复带动酒店行业维持高景气，2023Q2 三大酒店集团 RevPar 均超预期前，Q3 趋势延续，Q4 恢复程度有所回落。2023 年全年锦江/华住/首旅的综合 RevPar 为 167/242/154 元，分别恢复至 2019 年同期的 106%/123%/97%。

图1：酒店集团 RevPar（元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

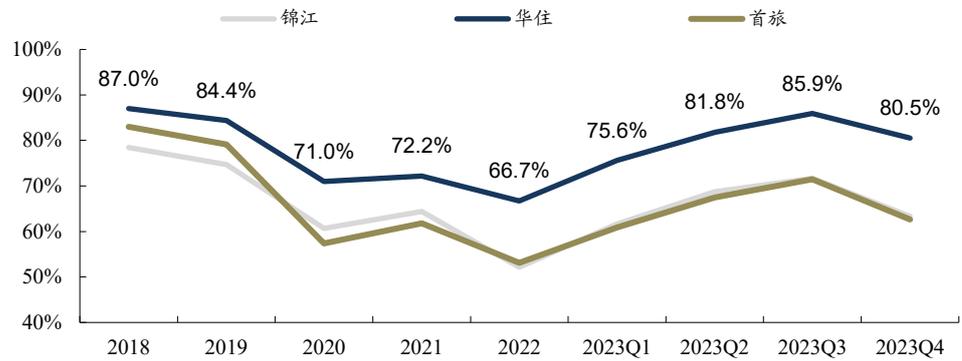
图2：酒店集团 2023 年 RevPar 较 2019 同期恢复程度



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2023 酒店集团入住率显著修复，华住 OCC 表现优于同行业。2019 年锦江/华住/首旅平均入住率分别为 74.7%/84.4%/79.1%。疫情期间入住率普遍大幅下滑，OCC 水平体现经营韧性，华住 OCC 领先程度拉大。“乙类乙管”后居民出行意愿显著恢复，带动酒店入住率提升，2023 年全年锦江/华住/首旅的平均 OCC 为 66.4%/81.1%/65.7%，分别恢复至 2019 年同期的 89%/96%/83%。

图3: 酒店集团 2023 年入住率 OCC



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2023 年各公司 ADR 均超越疫情前, 反映疫情期间行业产能出清后的整体议价能力提升。2017-2019 年中高端转型驱动酒店龙头 ADR 持续上涨; 疫情期间 ADR 有所波动, 但 2021 年 ADR 已基本恢复甚至超越 2019 年同期水平。2023 年以来, 酒店需求大幅修复, 前置供给长期降速, 短期供给恢复需要时间, 酒店周期中供需剪刀差拉大, 带动 ADR 大幅上涨, 2023 全年锦江/华住/首旅的平均 ADR 为 252/299/235 元, 分别提高到 2019 年同期的 120%/128%/118%, 涨价幅度上华住>首旅>锦江。

图4: 酒店集团 2023 年平均房价 ADR (元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

拆分档次看量价特征, 经济型和中高端表现分化体现集团主力扩张品牌势能。

1) 主力扩张品牌/品类的 OCC 高于酒店集团平均, 是酒店集团平均 OCC 相对行业走强的结构化动力。

维也纳之于锦江、汉庭和全季之于华住、如家之于首旅, 主力品牌们的 OCC 均显著高于集团体系内均值。各酒店集团并不披露单品牌 OCC, 但他们的主力品牌均能够占到本档次下至少一半的间夜量, 因而在此对三大集团内不同档次酒店的入住率进行内部比较以说明。

华住的汉庭、全季分别处于经济型、中高端分类中，汉庭及全季均为过去几年持续扩张的主力品牌，势能都比较强，呈现出经济型及中高端的 OCC 逐步收敛。

锦江的维也纳处于中端酒店分类中，因而锦江呈现中端 OCC 长期高于经济型的情况，随着中端房量占比的持续提升（从 2018 年的 41%到 2023 的 67%），锦江平均 OCC 与中端酒店的 OCC 差距逐渐缩小（2018 年差异为 7.3 个百分点，到 2023 年仅差 3.6 个百分点）。

首旅的如家品牌主要处于经济型分类，但也有如家精选/商旅的 1000 家级别的门店在中高端酒店，因而呈现出经济型、中高端 OCC 均高于平均 OCC，而轻管理模式的 OCC 仅有经济型 OCC 的 80-90%。

图5：华住集团 OCC 按酒店档次拆分

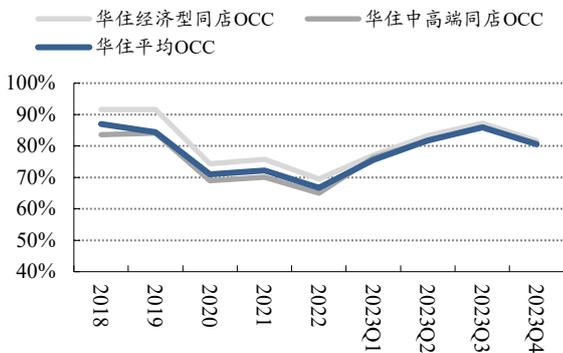
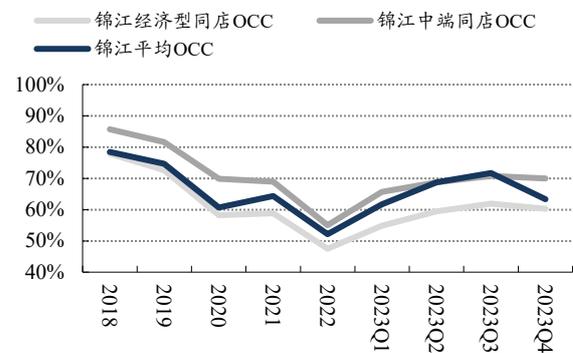


图6：锦江酒店 OCC 按酒店档次拆分

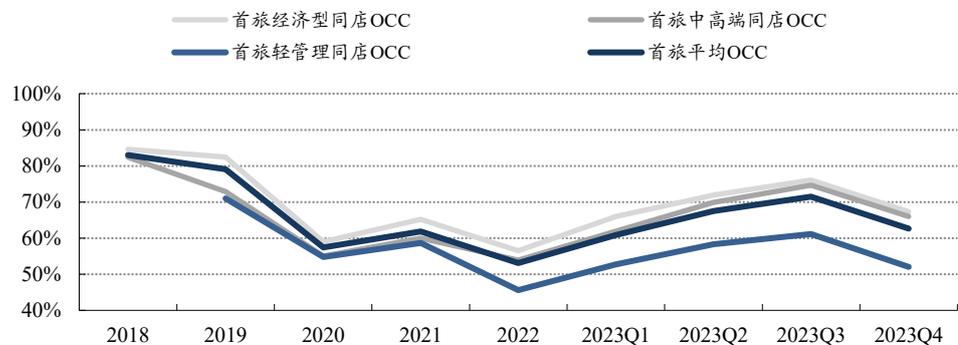


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：锦江披露季度同店为当年累计值，即 2023Q4 同店实际为 2023 全年同店

图7：首旅酒店 OCC 按酒店档次拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2) 入住率高的酒店品牌具备更强议价权, 同时酒店集团产品结构升级对平均房价形成进一步的拉动效应。

同档次定位下的不同酒店品牌的房价差异体现了品牌议价权。若将酒店集团横向比较, 平均房价可比意义其实并不那么高, 原因是酒店集团产品结构千差万别, 如亚朵定位高端连锁酒店, 拿亚朵集团的平均房价与主打经济型的酒店集团去比其实并不合理。但考虑三大酒店从经济型到中高端布局相对全面, 我们将三大酒店的经济型和中高端产品均价进行对比, 会发现, 入住率高的酒店在同时期、同档次内产出更高的房价结果, 这与供需逻辑常识相符。当然由于锦江体系内有限服务型酒店仅有经济型和中端, 缺乏高档定位酒店, 因而横向比较 ADR 参考意义较小。

图8: 三集团经济型成熟店 ADR (单位: 元)



图9: 三集团中高端成熟店 ADR (单位: 元)

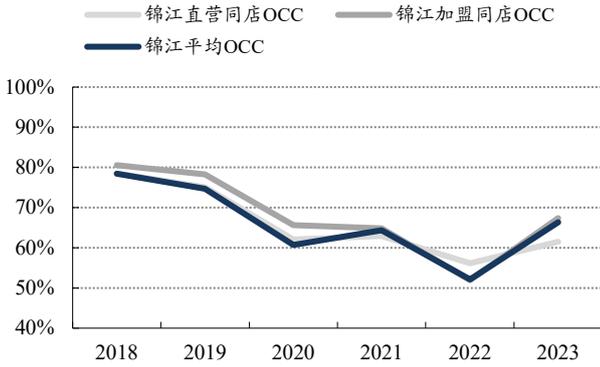


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所
注: 锦江披露季度同店为当年累计值, 即 2023Q4 同店实际为 2023 全年同店。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所
注: 锦江披露季度同店为当年累计值, 即 2023Q4 同店实际为 2023 全年同店。

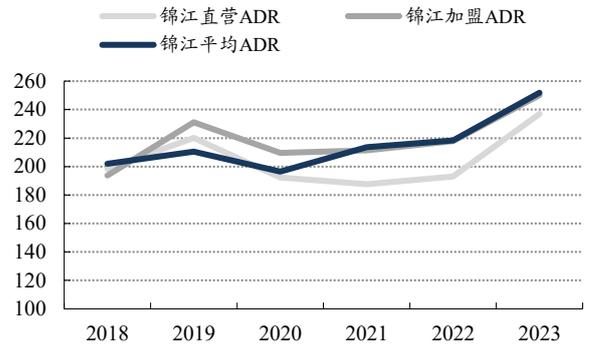
拆分直营、加盟看量价特征, 入住率趋近体现品牌赋能, 平均房价与加盟 ADR 基本一致。核心品牌、会员体系赋能, 同集团直营、加盟酒店入住率趋近。平均房价基本与加盟店 ADR 保持一致, 酒店集团扩张轻资产化, 截至 2023Q4 末, 锦江/华住/首旅大陆部分加盟酒店房量占比分别为 94%/90%/84%; 各集团内部直营、加盟房价差异体现产品结构差异, 华住、首旅直营店 ADR 高于加盟店, 或因为直营店中高端占比较高、疫情以来直营店持续升级改造, 锦江直营同店 ADR 低于加盟同店, 随着直营店加速改造, 差距逐渐缩小。

图10: 锦江酒店同店 OCC 按直营/加盟拆分



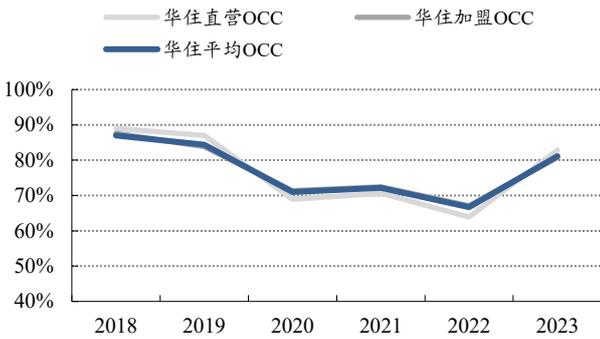
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图11: 锦江酒店同店 ADR 按直营/加盟拆分



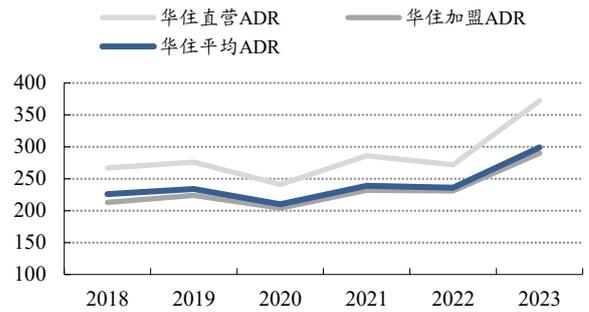
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图12: 华住集团 OCC 按直营/加盟拆分



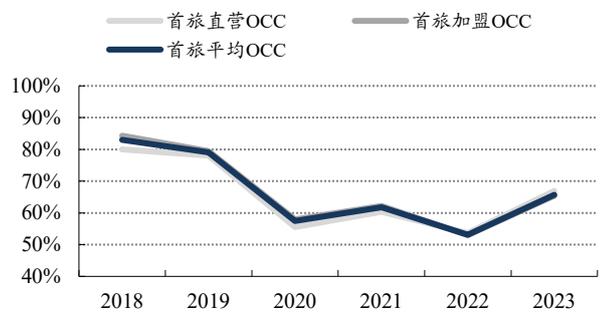
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图13: 华住集团 ADR 按直营/加盟拆分



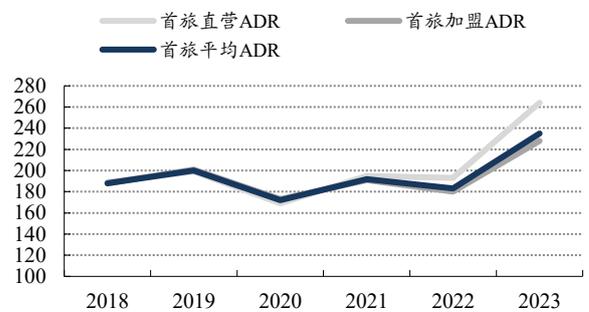
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 首旅酒店 OCC 按直营/加盟拆分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

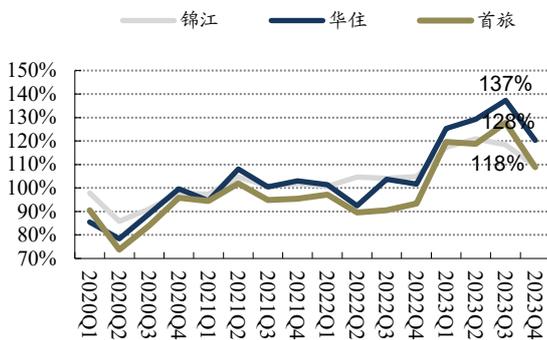
图15: 首旅酒店 ADR 按直营/加盟拆分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

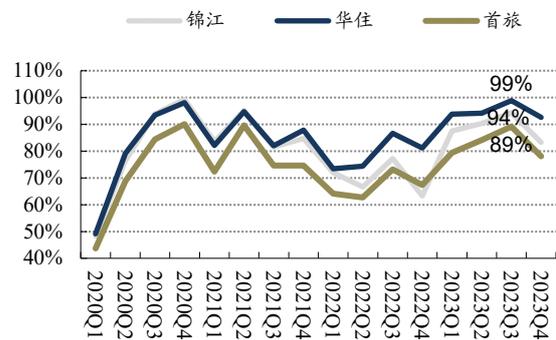
2023 年单房收入 RevPar 超预期为价格驱动，入住率仍有较大修复空间。RevPar=OCC*ADR，在此我们不再赘述不同档次酒店 RevPar 的表现分化，仅复盘疫情至今 OCC 和 ADR 恢复程度变化。2022 年底“乙类乙管”后，酒店 OCC 及 ADR 均快速修复，但两指标恢复程度有较大区别，房价方面迅速恢复至较 2019 年 20% 增长以上，入住率却仍有缺口。到 2023 年 Q3，锦江/华住/首旅 ADR 分别恢复至 2019 年同期的 118%/137%/128%，但 OCC 仅分别恢复至 2019 年同期的 94%/99%/89%，较疫情前有 1~11% 不等的缺口。我们认为当前的锦江、首旅不到 70% 的入住率，较疫情前的 80~86% 入住率仍有较大空间，当前酒店行业仍处于走向景气的过程之中。

图16：三集团 ADR 相比 2019 年恢复程度



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图17：三集团 OCC 相比 2019 年恢复程度

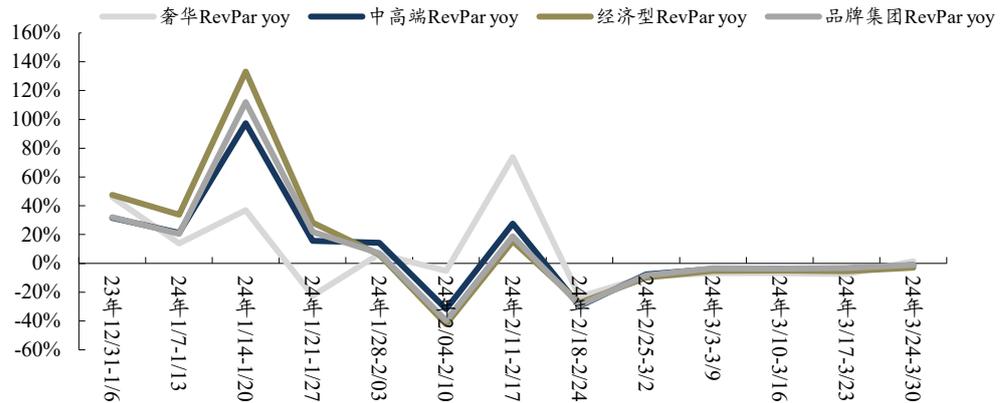


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 2024 年 Q1 酒店行业 RevPar 情况

春节后 RevPar 同比降幅逐步收窄，奢华型率先转正。2024 年 1 月由于去年同比低基数和长途出行景气度较高，RevPar 同比显著增长，第一个峰值（1 月 7 日-20 日）主要因为入住率低基数下同比大幅增长驱动，第二个峰值（2 月 11 日-17 日）主要因为春节房价增长支撑。春节后由于高基数和淡季更淡的特征，RevPar 同比下滑，但降幅逐渐收窄。分档次来看，3 月最后一周（3 月 24 日-30 日）奢华/中高端/经济型/品牌集团 RevPar 同比分别+1.6%/-1.1%/-3.0%/-1.0%。品牌集团酒店主要为中高端和经济型，RevPar 介于二者之间，由于品牌优势及结构升级，同比增速表现优于二者。

图18: 2024Q1 酒店行业分档次 RevPar 同比

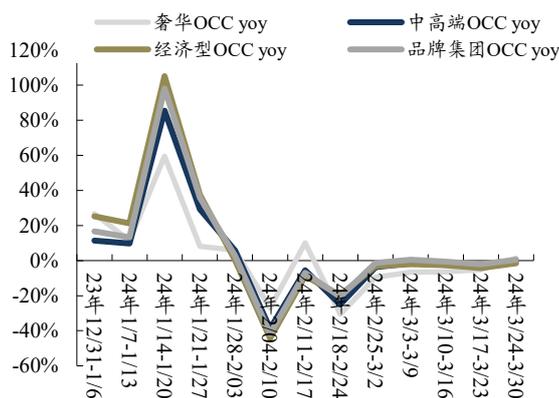


数据来源: 酒店 STR, 东吴证券研究所

注: 品牌集团数据为对近 7000 家、供给 73.5 万间房的品牌连锁酒店的数据反馈集合, 其中大部分品牌为华住系

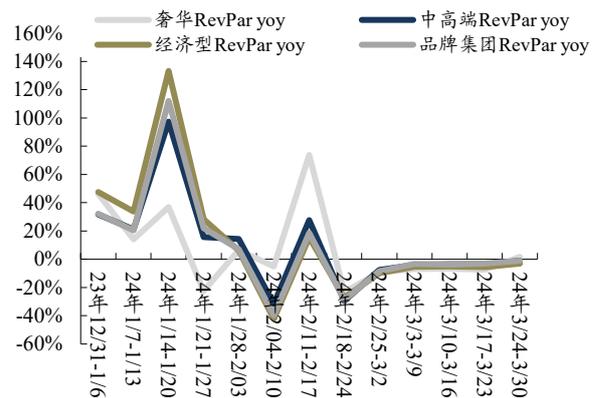
ADR 同比增速表现仍优于 OCC, 品牌集团量先于价转正。2024 年 1 月, 由于去年低基数, OCC 同比大幅增长, 2 月以来同比下滑且降幅收窄, 除去阶段性假期错配问题, 主要由于 2023 年末供给集中修复后、叠加淡季需求未起带来行业竞争压力, 3 月最后一周 (3 月 24 日-30 日) 奢华/中高端/经济型/品牌集团 OCC 同比分别+1.4%/-0.1%/-1.6%/+0.5%, 品牌集团平台优势赋能, 入住率高于行业经济型和中高端水平, 同比增速率先回正。ADR 同比增速于春节期间 (2 月 11 日-17 日) 达到峰值后回落, 降幅逐渐收窄, 表现分档次看, 奢华型>中高端>经济型, 或由于基数影响及入境客流增长支撑奢华型需求, 3 月最后一周 (3 月 24 日-30 日) 奢华/中高端/经济型/品牌集团 ADR 同比分别 +0.0%/-1.0%/-1.3%/-1.6%。

图19: 2024Q1 酒店行业分档次 OCC 同比



数据来源: 酒店 STR, 东吴证券研究所

图20: 2024Q1 酒店行业分档次 ADR 同比



数据来源: 酒店 STR, 东吴证券研究所

Q1 行业 RevPar 同比增长 3%~5%, ADR 仍为主要驱动因素。假设 2023 年 12 月 31 日-2024 年 3 月 30 日间, 酒店 STR 数据的统计样本未发生变化, 通过计算平均值来估计酒店行业 Q1 经营数据。2024Q1 奢华/中高端/经济型/品牌集团 RevPar 分别为

449/249/139/200 元，同比+4.5%/4.9%/3.7%/3.4%，我们预计 Q1 酒店行业整体 RevPar 同比增长 3%~5% 区间。拆分量价来看，2024Q1 奢华/中高端/经济型/品牌集团 ADR 同比分别+4.0%/4.4%/3.0%/1.5%，OCC 同比分别+0.1%/0.7%/1.8%/2.4%，量价齐升驱动单房收入同比上涨，平均房价仍为主要驱动因素。

表1: 2024Q1 酒店行业经营数据

	OCC		ADR (元)		RevPar (元)	
	2024	2023	2024	2023	2024	2023
奢华	56.8%	56.7%	790	760	449	430
中高端	66.4%	66.0%	374	358	249	237
经济型	65.1%	64.0%	213	207	139	134
品牌集团	69.4%	67.8%	288	284	200	194

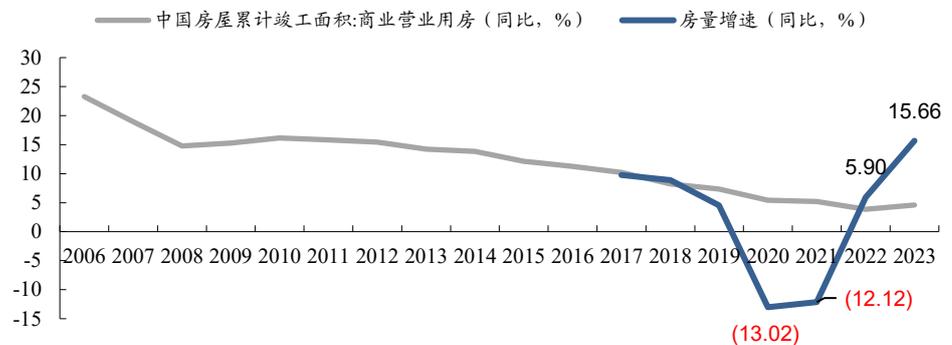
数据来源：酒店 STR，东吴证券研究所

2. 中国酒店行业供需关系复盘

2.1. 供给扩张特征

疫情前供给增速与新房面积增速基本匹配，疫情期间供给变化脱离新房面积增速。酒店供给端的主要驱动因素是商业营业用房的可用面积，及社会投资意愿，我们在此简化用商业地产可用面积来刻画其供给量的增速。可以看到过去 15 年，尤其是 2018 年以前，仍处在城镇化率快速提升，房地产业持续景气的阶段，酒店行业的基础物业基本为新投入市场的商业营业用房。当时的商业营业用房累计竣工面积同比增速每年都在 10% 以上。到 2019 年受宏观调控及产业本身发展阶段影响，供给端持续降速，2018-2022 年中国商业营业用房累计竣工面积同比增速分别为 8.25%/7.32%/5.44%/5.21%/3.86%，即，酒店行业的前置供给端降速显著。2017、2018 年酒店行业房量增速与商业地产可用面积增速基本匹配，疫情期间，供给变化脱离新房面积增速。

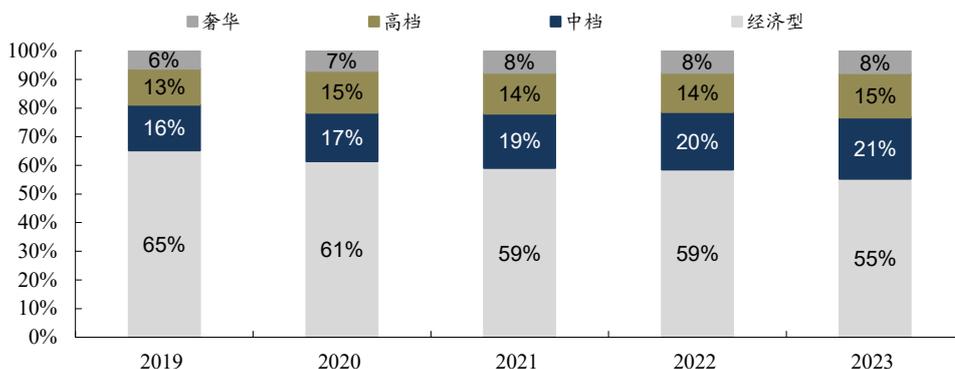
图21: 酒店行业供给增速观察



数据来源：Wind，盈蝶咨询，中国饭店业协会，东吴证券研究所

行业供给结构升级，中高端占比持续提升。酒店行业供给以经济型为主，近年来供给端结构持续升级，中高端占比显著提升，截至 2023 年末，中档、高档和奢华酒店房量合计占比 45%，较 2017 年末提升 12pct。供给结构升级满足消费者需求提升，同时带动行业连锁化率提升，截至 2023 年末，经济/中档/高档/奢华酒店连锁化率分别为 32%/55%/43%/58%。

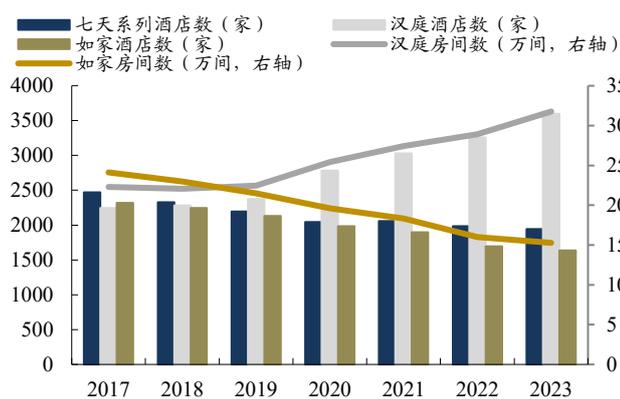
图22：2019-2023 年行业房量结构



数据来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东吴证券研究所

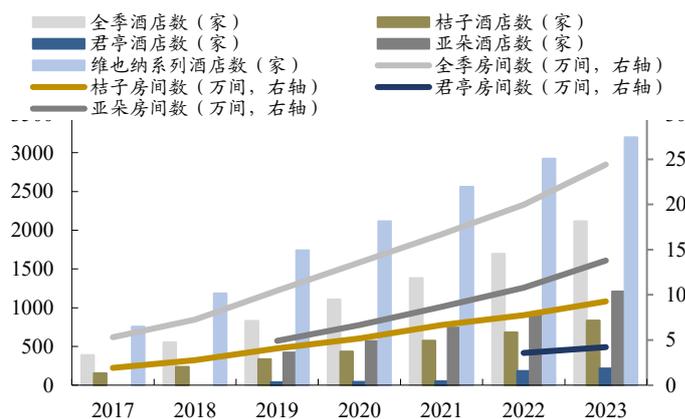
中端核心品牌驱动规模扩张，酒店集团发展路径从规模化到品质化。截至 2023 年末，经济型代表品牌中，锦江旗下七天、华住旗下汉庭、首旅旗下如家的酒店数分别为 1944/3598/1638 家，仅有汉庭酒店数持续增长。但中端核心品牌中，锦江旗下维也纳/华住旗下全季、亚朵旗下各品牌及君亭旗下各品牌的酒店数分别为 3201/2116/835/1210/217 家，2019-2023 年房量复合增速在 20%-30%之间，在过去几年均处于快速扩张态势。中端核心品牌势能强、市场认可度高，连锁复制酒店规模稳步扩张，体现品牌成长性。

图23：经济型代表品牌酒店数及房间量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：中高端代表品牌酒店数及房间量

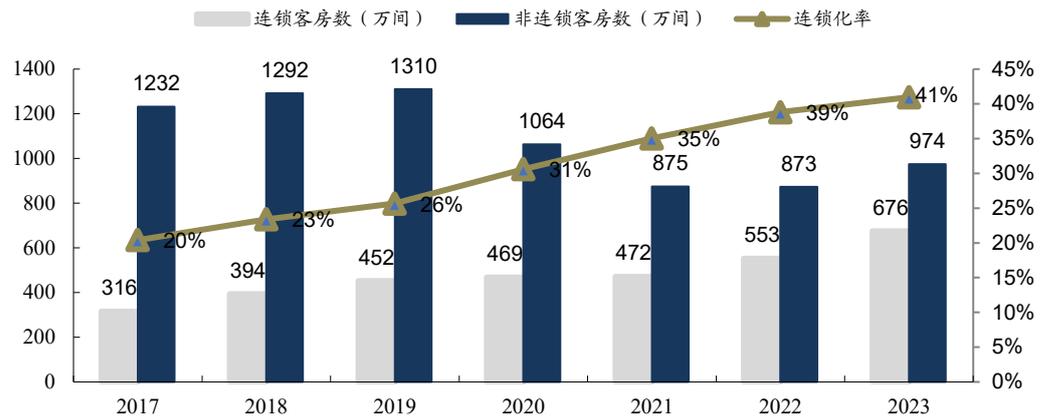


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

疫情下行业出清加速，单体酒店抗风险能力差，总数下滑明显。2020 年开始受到疫情影响，酒店住宿业门店总数开始明显下滑，其中 2020/2021/2022 年酒店住宿业门店总数分别为 27.9/25.2/27.9 万家，分别为 2019 年年末 33.8 万家的 83%/75%/83%。其中关

闭或歇业的主要为单体酒店，2020-2022 年非连锁客房数分别为 2019 年末数的 81%/67%/67%；与此同时，连锁客房总数仍然呈现稳步增长，分别为 2019 年末的 104%/104%/122%。行业产能的整体出清及连锁房量的逆势提升，使得行业连锁化率呈现加速提升的趋势。这是由于疫情下单体酒店抗风险能力差，较难承担疫情反复带来的冲击，选择暂时或永久退出行业，或加盟连锁酒店集团强化管理和引流能力。2023 年酒店供给总量回升，行业整体房量恢复至 2019 年年末的 94%，连锁化率继续提升至 41%。

图25：2017-2022 年行业整体房量骤降带动连锁化率提升，2023 年连锁化率继续提升

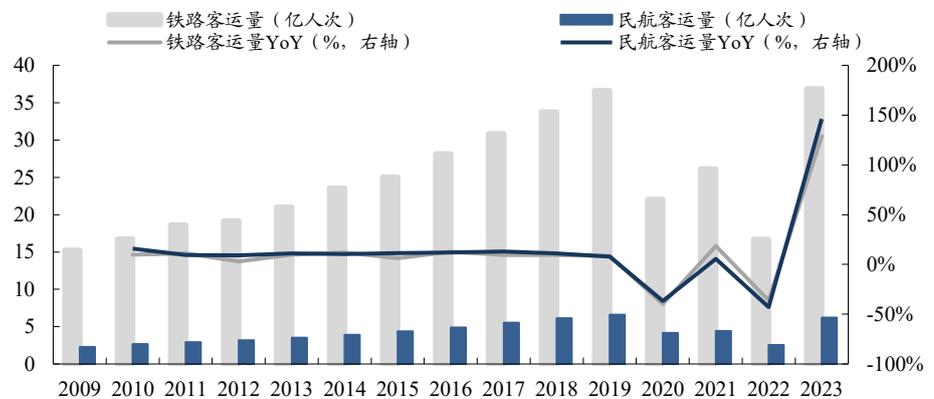


数据来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东吴证券研究所

2.2. 需求如何观测

酒店行业需求与居民出行意愿相关，通常分为 B 端及 C 端客群。酒店/住宿业需求从客群辐射范围角度可分为本地需求及长途需求，其中本地客需求相对刚性，长途客需求带来增量波动。此外，酒店行业需求通常分为商旅（B 端）及旅游客群（C 端）。2023 年国内出行人次较 2019 年重回增长，根据交通部数据，2023 年铁路/民航累计旅客发送人次 36.9/6.2 亿人，为 2019 年同期的 101%/94%，居民国内旅游意愿已基本恢复。

图26：2009-2023 年铁路、民航客运量及增速

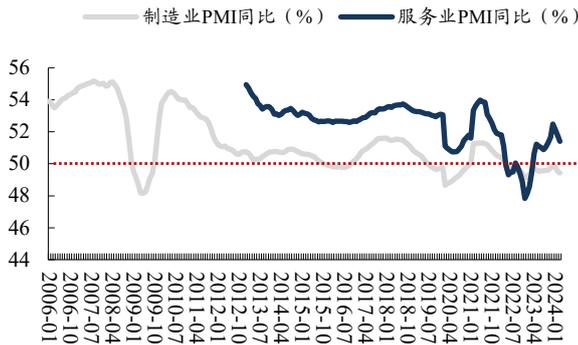


数据来源：Wind，东吴证券研究所

商旅需求与宏观经济相关性强，2023 年以来弱复苏。商旅需求受企业运营状态影

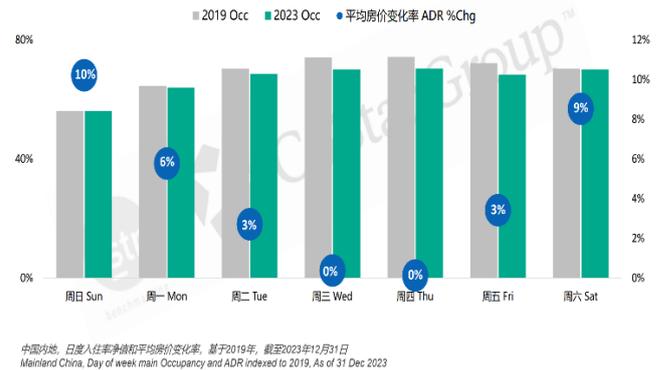
响，全行业企业景气度与宏观经济具有强相关性，用 PMI 同比来刻画 B 端需求增速，由于 PMI 为环比数据，利用 12 个月移动平均模拟 PMI 同比。2017-2019 年上半年 PMI 同比维持高位，宏观经济景气支撑商旅需求，2019 年下半年制造业 PMI 同比低于 50% “荣枯线”，商旅需求走弱。2023 年以来，制造业 PMI 持续低于荣枯线，商旅需求复苏较弱。从 2023 年酒店房价也可看出商旅的疲软，据 STR 统计，中国内地酒店以商旅需求为主的工作日房价较 2019 年涨幅显著低于周末的 9-10% 水平。

图27: 2006-2023 年 PMI 情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

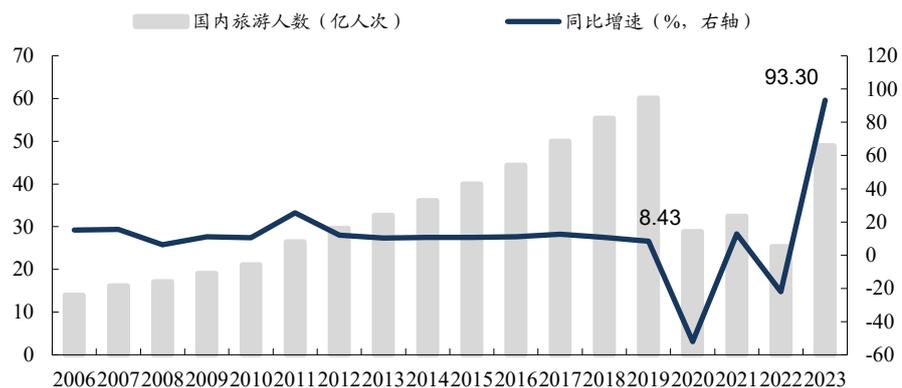
图28: 从房价看 2023 的需求特征为商旅弱、休闲强



数据来源: STR, 东吴证券研究所

旅游需求与居民消费能力与意愿相关，2023 年显著修复。用国内旅游人数增速来刻画 C 端需求的增速，2009-2019 年是旅游业的“黄金 10 年”，国内跨省旅游景气，2019 年国内旅游人次达到 60.06 亿，旅游收入达到 57300 亿元。2023 年旅游需求报复性释放，旅游人次/收入恢复 2019 年的 81%/74%，C 端需求高景气支撑酒店快速恢复。

图29: 2006-2023 年 C 端需求及同比增速



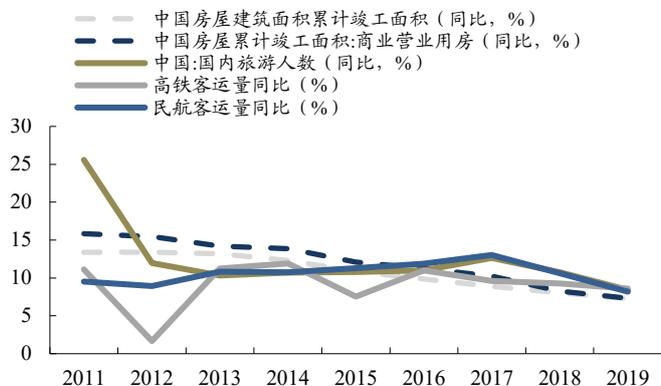
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 供需关系下酒店行业数据如何演绎

社会投资周期与出行消费需求增长节奏错配导致 3-6 年不等的行业供需周期，使得行业繁荣及低迷时期交替出现。2011 年后，酒店行业的前置供给端降速；2017-2019 年

需求增速高于供给增速。回顾同期酒店行业经营数据，在 2017-2019 年经营数据兑现出了高景气，RevPar 持续上涨，直到 2019 年下半年转为负增长。2023 年酒店行业需求大幅修复，前置供给长期降速，短期供给恢复需要时间，供需差额拉大，兑现全年高景气。

图30: 酒店行业供需增速观察



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 2017-2019 年三大酒店综合 RevPar 同比增速



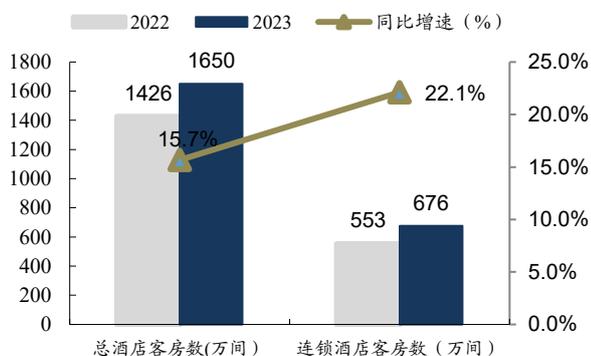
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 2024 年 RevPar 表现推算: 季度同比增速两边高中间低

3.1. 2024 年酒店行业供需关系较 2023 年仍为动态平衡

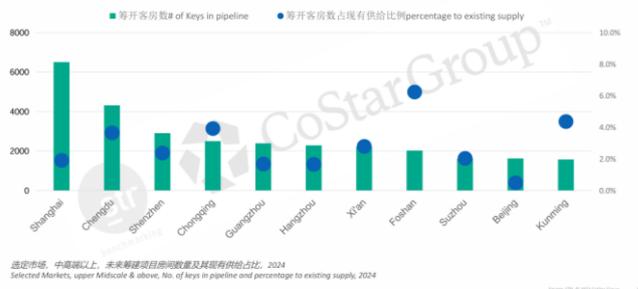
我们认为 2024 年酒店行业房量增速有望降至 6-10% 区间。根据中国饭店协会数据，2023 作为出行复苏元年，大量之前退出的酒店物业重新投入市场，供给增速创近年新高至 16%。2023 年末酒店业客房数达到 1650 万间，为 2019 年末数量的 94%，去年同期这个数字为 81%。但考虑国内商业地产长期发展趋势及当前市场投资意愿，高供给增速并不是可持续的状态。根据 STR 统计，2024 年主要城市筹开客房增速中枢在 2-3%，考虑当前酒店市场以下沉为主要扩张策略，实际全国增速应高于主要城市增速，我们估计 2024 年实际供给增速有较大概率落在 6-10% 区间。

图32: 2024 年初供给增速估算



数据来源: 中国饭店协会, 东吴证券研究所

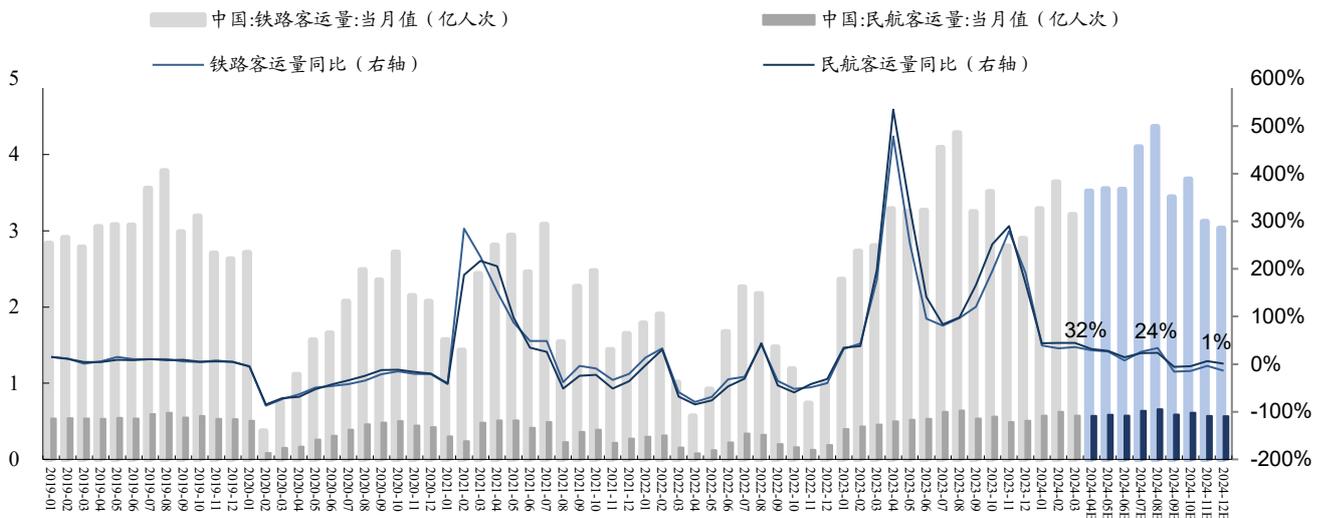
图33: 2024 主要城市筹开客房数 (间) 及增速 (右轴)



数据来源: STR, 东吴证券研究所

2024 年出行人次增速前高后低，全年酒店行业需求端增速估计在 5-10% 区间。长途方面：2024 年 1-3 月表征长途出行人次增速的铁路/民航客运量分别同比增长 28%/38%，较 2019 年同期增长 19%/10%。由于 2023 年 1-3 月为低基数，其全年的季节性分布参考性较弱，我们使用 2024 年 1-3 月数据及 2019 年的月度环比数据推算 2024 年全年情况，得出的 2024 年全年长途出行铁路/民航客运量同比增速分别为 10%/15%，按月频看增速将前高后低分布。短途方面：我们倾向于认为短途需求与本地企业销售/居民出行支出意愿正相关，或更靠近 GDP 增速。而通常短途/周边占到酒店行业一半以上需求。综合来看我们认为全年酒店行业需求端增速预计在 5-10% 区间。

图34：根据 2024 年 1-3 月数据用 2019 年季节性环比推同比估算 2024 年长途出行旅客量增速前高后低



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

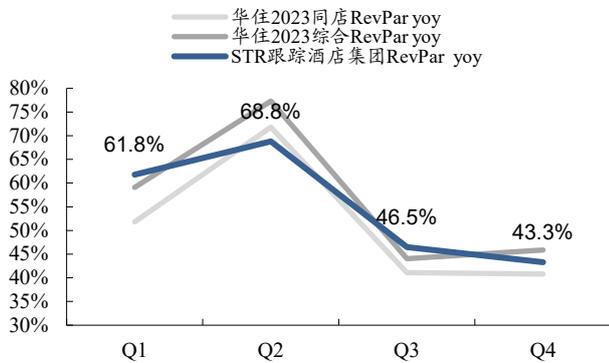
综合以上判断，2024 年行业整体供需关系预计较 2023 年不会明显恶化。2024 年供给与需求增速基本匹配。或因基数问题导致单季度 RevPar 增速出现波动，但全年拉平来看预期行业整体 RevPar 能在以 0% 为中枢的附近区间内波动。从各龙头公司对 2024 年 RevPar 指引来看也能对此结论形成一定支撑：华住集团、锦江酒店全年营收增速指引反推 RevPar 假设基本在 0-4% 区间。

3.2. 结合观测及数据推算 2024 年酒店集团 RevPar 同比增速或在 -5~2% 区间

在此节我们使用 STR 的 2024 观测 Q1 的 RevPar 同比数据，结合 2016-2019 的季节性环比趋势，对 2024 年全年酒店集团的 RevPar 进行推算。首先我们比对 STR 跟踪的酒店集团 RevPar yoy（覆盖近 7000 家酒店，其中大部分为华住集团旗下），与华住集团 2023 年实际 RevPar 同比，认为从其与公司实际数据相比趋势上有一定参考性。同时，我们认为 2023 年的 RevPar 绝对值的季节性与 2019 年前相比有一定的偏差，例如一年中的最旺季 Q3 较最淡季节 Q1 的 RevPar 相比通常高 20-25%，但 2023 年这个数字是

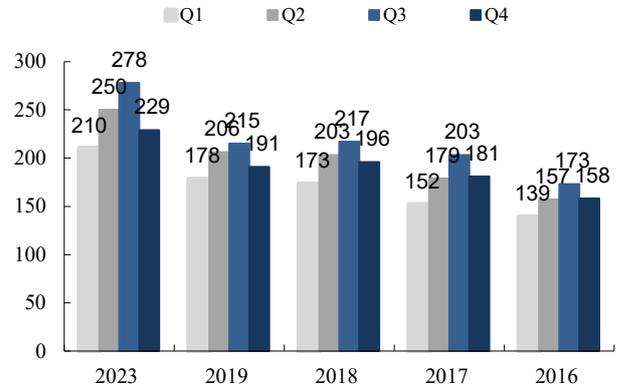
33%。因而，我们将结合使用 2016-2019 的季节环比数据，和 2024Q1 已有数据，去推算全年 RevPar 情况。

图35: STR 跟踪 RevPar 同比数据与华住实际数据对比



数据来源: STR, 公司公告, 东吴证券研究所

图36: 华住集团大陆业务季度 Blended RevPar (元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

结合 Q1 及往年正常季节性情况测算，我们综合得出 2024 年酒店集团 RevPar 同比增速将在-5~2%区间，后续观察商旅需求表现。在以下表格中，我们分别基于 Q1 观测数据及 2016-2019 年平均季节性情况推算华住、锦江、首旅 2024 全年 RevPar 同比增速可能在 2.2%/-4.5%/-3.9%。其中从单季同比来看，由于 2023Q1 基数相对低而 2023Q3 基数相对高，同比增速呈现两边高中间低的走势，其中同比增长压力最大的季度将在 2024Q3。

表2: 华住 2024 年逐季 RevPar 同比增速推算

华住 RevPar 推算	Q1	Q2	Q3	Q4
2023	210	250	278	229
2019	178	206	215	191
2024E (按 2019 年季节性推算)	217	251	262	233
季节同比	3.4%	0.5%	-5.7%	1.7%
年度总计 (按 2019 年季节性推算)				-0.7%
2024E (按 2016-2019 年季节性推算)	217	254	275	246
季节同比	3.4%	1.6%	-1.1%	7.3%
年度总计 (按 2016-2019 年平均季节性推算)				2.2%

数据来源: 公司公告, STR, 东吴证券研究所

注: 其中 Q1 同比增速为 STR 观测数据, Q2-Q4 为使用往年季节性数据推算

表3: 锦江 2024 年逐季 RevPar 同比增速推算

锦江 RevPar 推算	Q1	Q2	Q3	Q4
2023	150	176	192	157
2019	145	161	170	156
2024E (按 2019 年季节性推算)	145	162	171	157

季节同比	-1.6%	-7.6%	-10.3%	1.0%
年度总计（按 2019 年季节性推算）				-5.3%
2024E（按 2018-2019 年季节性推算）	145	162	173	159
季节同比	-1.6%	-7.2%	-9.1%	2.8%
年度总计（按 2018-2019 年平均季节性推算）				-4.5%

数据来源：公司公告，STR，东吴证券研究所

注：其中 Q1 数据为公司披露，Q2-Q4 为使用往年季节性数据推算

表4：首旅 2024 年逐季 RevPar 同比增速推算

首旅 RevPar 推算	Q1	Q2	Q3	Q4
2023	131	162	185	138
2019	137	162	175	151
2024E（按 2019 年季节性推算）	131	155	167	144
季节同比	0.0%	-4.4%	-9.5%	4.6%
年度总计（按 2019 年季节性推算）				-3.2%
2024E（按 2016-2019 年季节性推算）	131	151	166	145
季节同比	0.0%	-6.9%	-10.1%	5.0%
年度总计（按 2016-2019 年平均季节性推算）				-3.9%

数据来源：公司公告，STR，东吴证券研究所

注：其中 Q1 数据为公司披露，Q2-Q4 为使用往年季节性数据推算

4. 投资建议

经过前述梳理我们推荐投资者关注酒店公司的两条投资逻辑：

- 1) **酒店龙头企业的结构化升级机会。**2024 年来酒店集团 RevPar 表现显著分化，我们认为酒店行业已经从供给逻辑进入“结构性升级”逻辑，中高端品牌具有较强的品牌溢价能力，推荐聚焦中高端品牌或持续进行品质化升级的酒店龙头。
- 2) **酒店龙头企业的短期低估机会。**这种机会通常出现于宏观经济企稳回升、市场对整体消费情绪偏悲观的时期，出于多种原因导致市场对酒店核心数据——RevPar 增速预期出现分歧，进而认为对当年或次年盈利预期的不确定性较大。但我们指出，走出疫情因素的酒店龙头现金流是非常充裕的，后续仍有充足资源进一步扩张，当前 EV/EBITDA 估值普遍合理偏低。一旦当年/次年盈利水平/目标逐渐明确，或数据走强带动市场预期上移，则会出现增量资金的配置。
- 3) **酒店企业的长期成长机会。**中国酒店行业经济型竞争格局已经基本稳定，但中端连锁仍有较大机会，推荐关注在中高端赛道上持续发力的酒店龙头，以及高势能品牌通过登陆资本市场、资源聚集效应加强、并加速规模化开店带来的弯道超车、成长性机会。

酒店龙头 RevPar 增速出现分歧，酒店行业存在低估。我们认为酒店行业已由规模化提升连锁渗透率阶段，开始过渡至品质化成长阶段，具备打造品质化酒店的集团有望受益。推荐国内中高端精选酒店龙头**君亭酒店**，加速扩张的高端连锁酒店集团**亚朵**，以及国内酒店龙头**华住集团**、**锦江酒店**和**首旅酒店**。

表5: 酒店上市公司估值 (截至 2024 年 5 月 7 日)

股票代码/简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E				投资评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600754.SH/锦江酒店	320	10.0	14.9	18.4	20.2	32	22	17	16	买入
1179.HK/华住集团-S	933	40.9	42.1	45.4	49.0	23	22	21	19	买入
600258.SH/首旅酒店	169	8.0	9.1	9.8	10.6	21	19	17	16	买入
ATAT.O/亚朵	186	7.4	9.5	12.6	15.7	25	19	15	12	增持
301073.SZ君亭酒店	46	0.3	1.4	2.1	2.7	151	34	22	17	增持
5家酒店公司按市值加权平均 PE							22	19	17	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 5家上市公司估值均由东吴证券研究所基于最新股价及盈利预测给出, 除华住/亚朵收盘价货币单位为港元/美元外, 其余数据货币单位均为人民币, 港元/美元汇率为 2024 年 5 月 7 日的 0.91/7.1

5. 风险提示

居民出行消费需求走弱: 由于宏观经济波动, 居民商务或休闲出行意愿可能会走弱, 酒店需求端受挫影响公司经营业绩。

行业竞争加剧: 目前我国酒店业仍存在较大连锁化经营空间, 各品牌或 OTA 平台可能会加速扩张提升连锁化率, 酒店公司或面临行业竞争加剧的压力。

门店增长不及预期: 加盟商投资意愿滞后于整体经济的回暖、企业自身的经营管理失误等可能会导致品牌转型受阻、产品市场接受度不及预期, 导致扩张进程不及预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>