酒店行业深度报告之一

酒店行业正在回暖，龙头公司盈利有望加速增长

- **2002-2012 年：黄金十年高速增长，10 年达到净利率高点**

2016 年底我国有限服务酒店约 2.4 万家，客房总数为 213.5 万间，同比分别增长 12.4%和 8.4%。其中，中端酒店和经济型酒店分别为 2342 家和 21808 家，占比分别为 9.7%和 90.3%，16 年增速分别为 33.9%和 10.5%。中端排名靠前的品牌包括锦江旗下维也纳、华住旗下全季、亚朵酒店，以及锦江旗下麗枫、华住旗下星程和如家旗下和颐和如家精选等；而经济型酒店中如家、汉庭（华住）及锦江旗下 7 天和锦江排名靠前。历史来看，2010 年盈利达到高点，如家、锦江、华住收入合计为 83.4 亿，扣非净利润之和为 8.91 亿元，综合净利率达到历史峰值 11%。

- **近几年：成本上行竞争加剧，行业进入微利阶段**

12 年中央出台“三项规定”，酒店业先期积累的供需矛盾被激化，行业进入到下行周期。其中，12 年-15 年，各个酒店集团的出租率均呈现下降趋势（华住、锦江和如家从 12 年的 94.4%、84.4%和 86.1%下降至 85.3%、76.9%和 83.2%），而酒店的平均房价基本没有增长，导致 Revpar 累计平均下降 15%以上，而净利率水平也大幅下滑，其中锦江有限服务酒店业务的净利率由 12 年的 11%下降至 15 年的 6%。行业景气下滑的表观原因是：行业同质化竞争的日趋激烈和酒店经营成本的不断上升，特别是占比较高的物业租金和人工成本快速上涨（占比高达约 50%）。

- **16 年以来：酒店市场经营筑底，中高端表现更优**

1-4 月全国酒店 RevPAR 同比增长 3.2%，较 16 年 0.4%的增速显著提升（入住率同比提升 4.9 个百分点），而 5 月全国星级酒店 Revpar 同比增速提升 4.3%（其中三星级增速高达 16.5%），也显示酒店行业显著回升。三大酒店集团经营数据也明显好转：华住酒店 16Q4 及 17Q1 的 RevPAR 增速分别达到 6.6%和 9.4%，其中 18 个月以上同店增速分别为 2.0%和 6.3%，中高端同店增速分别为 4.2%和 5.4%；如家 1 季度整体 RevPAR 增速为 4.5%，同店增速为 2.2%，其中中高端 Revpar 同店同比增速达到 12.1%；而锦江 5 月数据同比也大幅改善，其中锦江系列、铂涛系列及卢浮系列 Revpar 同比增速分别约 4.0%、6.9%和 2.4%，锦江和卢浮 1-5 月平均增速约为 1.9%和 5.7%（1-4 月未考虑营改增因素）。

- **展望：新增供给有望进一步趋缓，需求正在周期性复苏**

12 年以后住宿业固定资产投资逐步放缓，其中 14 年、15 年和 16 年同比分别增长 4%、5%、-9%。而根据 STR 数据，近期新增酒店数量也呈现下降趋势，其中 16 年和 17 年 1-4 月新增酒店数量同比分别下降 26.5%和 37.4%，供给增速也下降至 4.1%和 3.1%，而平均需求增速为 6.5%和 8.1%，供需关系进一步向好。未来五年，一方面经济型酒店的投资热情下降，中端酒店增量贡献有限；另一方面国内旅游人数复合增长率有望达到 10%，而消费升级也有助于提升酒店的总体需求，酒店行业周期性回升值得期待。

- **结论：酒店行业正在回暖，行业龙头有望享受高弹性**

17 年以来酒店行业加速增长，加上各公司在中高端酒店的布局，经营数据有望进一步向好。此外，从美国酒店集团数据可以看到，酒店行业是旅游板块中周期性较强的子板块，过去十年美国酒店集团的平均净利率波动区间为 8-18%。而国内由于酒店行业净利率水平较低，Revpar 提升对业绩弹性较高，建议下半年重点关注。

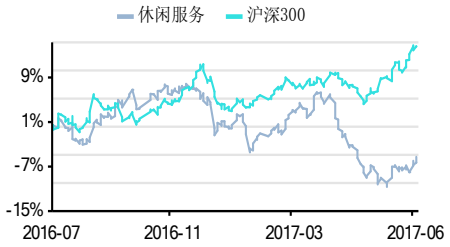
锦江股份：16年公司扣非净利3.8亿元，酒店业务贡献约2.9亿元，预计17-19年归母净利分别为8.6亿、9.4亿和10.2亿元（投资收益分别假设为3.5亿、3.0亿和2.5亿元），对应17年PE约为28倍（扣非后PE约35倍）。

首旅酒店：公司 16 年 4-12 月年如家归属于母公司净利润为 4.05 亿元，17 年 1 季度利润总额为 0.81 亿元，1 季度末公司有息负债约 56 亿，预计 17 年全年财务费用约 2.6 亿。预计公司 17-19 年盈利分别为 5.3 亿、6.8 亿和 8.7 亿，对应 17 年 PE 为 35 倍。

- **风险提示：**行业复苏不及预期，酒店集团并购后协同效应不及预期。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2017-07-04

相对市场表现



分析师：安 鹏 S0260512030008
021-60750610
anpeng@gf.com.cn
分析师：沈 涛 S0260512030003
010-59136693
shentao@gf.com.cn

相关研究：

社会服务月报——关注旅游、教育:4 月数据继续向好，龙头公司进入价值区间	2017-06-06
教育行业年报 1 季报总结分析:收入稳步增长，幼教、信息化、职教表现相对较好	2017-05-09
旅游行业 2016 年业绩前瞻：行业增速回落，17 年恢复性增长可期	2017-02-15
旅游行业春节数据分析:国内游、出境游增速均有回落，目的地出现分化	2017-02-06

联系人：张雨露 021-60750610
zhangyulu@gf.com.cn

目录索引

00 年代：黄金十年高速增长，10 年达到净利率高点 5
有限服务酒店：服务模式为 B&B，国内以经济型酒店为主 5
黄金十年：有限服务酒店高速增长，盈利水平 10 年达到高点 7
近几年：成本上行竞争加剧，行业进入微利阶段 11
12 年后有限服务酒店进入下行周期，经营指标一路下滑 11
有限服务酒店陷入瓶颈原因：成本上行、竞争加剧 13
16 年以来：酒店行业复苏显著，中高端表现更优 16
全国酒店市场：行业复苏显著，出租率进入上升周期 16
分区域：京沪以及东部地区率先复苏，全国其他地区复苏表现不一 17
酒店集团：经营业绩复苏，中高端品牌表现更加亮眼 21
展望：新增供给有望进一步趋缓，需求正在周期性复苏 29
供给端：未来五年新增供给进一步趋缓，一线城市酒店供给加速见顶 29
需求端：旅游人数未来五年复合增长仍将达到约 10%，消费升级也将进一步促进酒店业升级 32
观点：酒店行业正在回暖，行业龙头有望享受高弹性 34

图表索引

图 1：有限服务酒店发展简表 5
图 2：2000 至 2016 年全国有限服务酒店门店数以及同比增速 7
图 3：2000 至 2016 年全国有限服务酒店客房数以及同比增速 8
图 4：国内旅游出行人数以及同比增速 8
图 5：如家、锦江、华住营业收入合计及增速 9
图 6：如家、锦江、华住合计净利润及增速 9
图 7：三大酒店集团综合净利率 10
图 8：如家、锦江、华住营业收入历史数据对比（如家 16 年为 4-12 月） 10
图 9：如家、锦江、华住净利润历史数据对比（如家 16 年为 4-12 月） 11
图 10：华住、锦江（锦江都城）、如家三家集团平均出租率(OCC)对比 11
图 11：华住、锦江（锦江都城）、如家三家集团平均房价(ADR)对比 12
图 12：华住、锦江（锦江都城）、如家三家集团 RevPar 对比 12
图 13：三大酒店集团净利率近几年整体稳步下降 12
图 14：三大酒店集团旗下酒店数量 13
图 15：2016 年华住酒店成本结构图 14
图 16：2015 年如家酒店成本结构图 14
图 17：2016 年锦江有限服务酒店成本结构图 14
图 18：全国星级酒店平均工资逐年上涨 15
图 19：全国各大城市优质写字楼租金（元/平方米/月） 15
图 20：三大酒店集团租金和水电成本占营业收入比重 16
图 21：三大酒店集团人工成本占营业收入比重 16
图 22：2016 年前 11 个月内地酒店市场表现 17
图 23：17 年 1-4 月内地酒店市场整体表现好于 16 全年 17
图 24：17 年 2 季度全国样本星级酒店经营数据回暖 17
图 25：2016 年星级酒店数量地域分布 18
图 26：2016 年锦江旗下酒店数量地域分布 18
图 27：2015 年如家旗下酒店数量地域分布 18
图 28：全国各地区酒店市场 RevPar 业绩周期对比 18
图 29：北京出租率和平均房价 15 年起回升 19
图 30：上海出租率和平均房价 14 年起保持正增长 19
图 31：东部地区酒店市场出租率变化趋势 19
图 32：东部地区酒店市场平均房价变化趋势 19
图 33：北方地区酒店市场出租率变化趋势 20
图 34：北方地区酒店市场平均房价变化趋势 20
图 35：西部地区酒店市场出租率变化趋势 20
图 36：西部地区酒店市场平均房价变化趋势 20
图 37：中南地区酒店市场出租率变化趋势 20
图 38：中南地区酒店市场平均房价变化趋势 20
图 39：东北地区酒店市场出租率变化趋势 21

图 40：西部地区酒店市场平均房价变化趋势 21
图 41：华住酒店近年来出租率变化 21
图 42：华住酒店近年来平均房价变化 21
图 43：华住酒店近年来 RevPar 变动情况 22
图 44：华住酒店开满 18 个月酒店平均房价同比增速 22
图 45：华住酒店开满 18 个月酒店出租率同比增速 22
图 46：华住酒店开满 18 个月酒店 RevPar 对比 22
图 47：华住酒店开满 18 个月酒店 RevPar 同比增速 22
图 48：锦江都城系列 16 年 1 月至 17 年 5 月平均房价变动情况 23
图 49：锦江都城系列 16 年 1 月至 17 年 5 月出租率变动情况 23
图 50：锦江都城系列 RevPar 增速对比 24
图 51：2017 年 3 月份以后铂涛系列酒店 RevPar 增长显著 24
图 52：麗枫、喆啡、七天的出租率 25
图 53：麗枫、喆啡、七天的 RevPar 25
图 54：维也纳酒店系列酒店的出租率、平均房价和 RevPar 25
图 55：住宿业固定投资完成额增速逐年下降 29
图 56：2016 年后新增酒店数量明显下降 30
图 57：酒店的需求端增速超过了供给端增速 30
图 58：华住酒店集团租赁酒店未来到期时间分布 31
图 59：未来新增酒店客房数量建设情况 31
图 60：未来新增酒店客房数量同比下降 31
图 61：未来计划筹建酒店客房数量同比下降 31
图 63：2000-2016 年全国旅游出行人次 32
图 64：2011-2016 年居民平均出游率 32
图 65：城镇居民家庭人均可支配收入及同比增速 33
图 66：城镇居民不同出行类型下的人均旅游花费 33
图 67：2015 年中国酒店产品价格分布 33
图 68：2015 年中国人口分布 34
图 69：80 后、90 后消费人群的特征标签 34

表 1：2017 年前十大中端酒店品牌规模 6
表 2：前十大有限服务酒店品牌规模 6
表 3：2017 年一季度如家酒店业绩表现 25
表 4：2016 年 4-12 月如家酒店业绩表现 26
表 5：锦江、华住、首旅 2015 年以来经营指标对比 26
表 6：锦江、华住、首旅 2015 年以来营业数据 27
表 7：如家酒店 2015 年以来营业数据 28
表 8：锦江旗下各酒店板块 2015 年以来营业数据 28
表 9：“十三五”期间旅游业发展主要指标 32

2002-2012 年：黄金十年高速增长，10 年达到净利率高点

有限服务酒店：服务模式为 B&B，国内以经济型酒店为主

1、国内有限服务酒店发展于1996年，锦江、如家、七天（铂涛）、汉庭（华住）陆续成立

有限服务酒店指的是不提供全面服务（without F&B，不含餐饮和宴会）的酒店，其服务模式主要为“B&B”(住宿加早餐)。

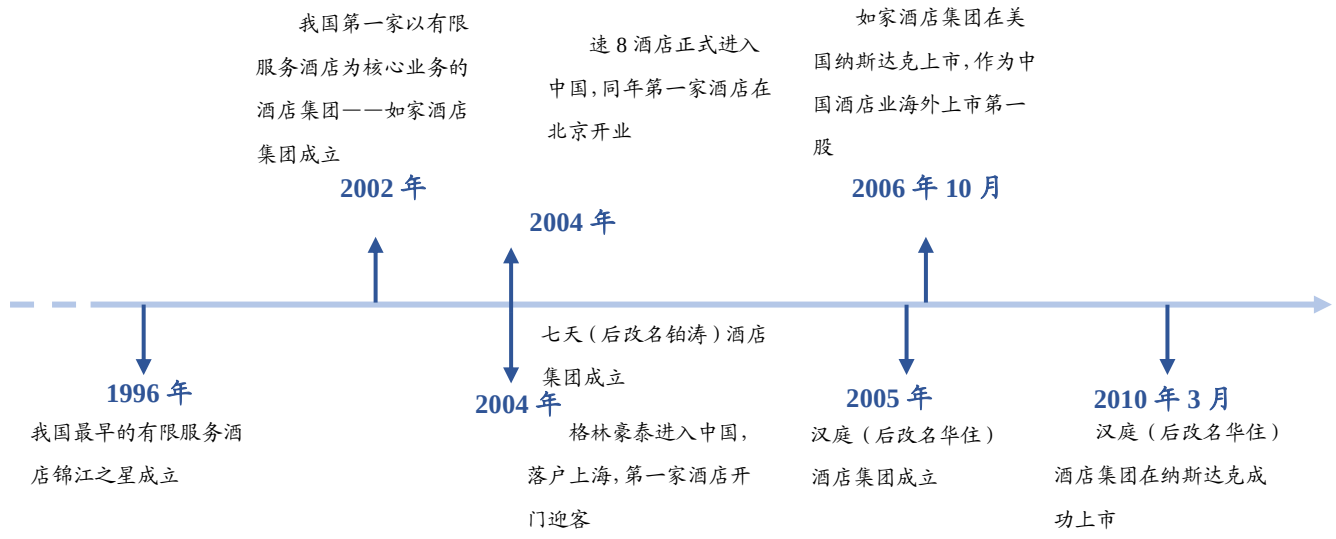
有限服务酒店在产品设计上有两大特点：

(1)**标准化有限服务**：有限服务酒店不提供健身房、餐厅、宴会厅等配套设施，通常客房数在80间至200间，客房大小为15-20平方米，房间采取统一风格的装修。

(2)**品牌化连锁经营**：有限服务酒店采取连锁经营模式运营，具有全国统一的品牌形象、会员体系和销售渠道。

我国有限服务酒店不参与星级评选，以标准化的服务和品牌化的经营为特点，以性价比为核心竞争力。我国最早的有限服务酒店是成立于1996年的锦江之星，2002年我国第一家以有限服务酒店为核心业务的酒店集团——如家酒店集团成立，2004年、2005年7天（后改名铂涛）酒店集团、汉庭（后改名华住）酒店集团相继成立。

图1：有限服务酒店发展简表



数据来源：各公司网站，广发证券发展研究中心

2、有限服务酒店数量约2.4万家，中端和经济型酒店占比分别为9.7%和90.3%

截止2016年底，我国有限服务酒店总数为24150家，客房总数为2134690间，同比分别增长12.42%和8.41%。其中，中端酒店和经济型酒店分别为2342家和21808家，占比分别为9.7%和90.3%，中端酒店占比较低，但近年来增速较快，经济型酒店是有限服务酒店的主要构成，近年来增速放缓。

- **中端酒店：**中端酒店指的是采取品牌连锁方式经营，在客房和服务方面向高星级酒店看齐，具有高品牌溢价的有限服务酒店。截至2017年1月1日，内地酒店市场共有中端酒店2342家，较2016年增加了593家，同比增速达到了33.91%。其中，维也纳酒店、全季酒店、亚朵酒店位列中端品牌规模排名前三甲，其他规模较大的中端品牌还有麗枫、星程、和颐、如家精选等。
- **经济型酒店：**经济型酒店是指以客房为核心产品，以性价比为核心竞争力，装修采用统一的舒适简约风格，以满足用户基本住宿需求为诉求的酒店业态。截止2017年1月1日，内地酒店市场共有经济型酒店21808家，同比增速为10.52%，增速较往年（27.81%）有所放缓。经济型酒店目前依然是有限服务酒店的主要构成，其门店数占比达到90.3%。其中，如家、汉庭、7天是经济型酒店的第一梯队，锦江之星、格林豪泰规模上位居其次，其余品牌相对规模较小。

表1：2017年前十大中端酒店品牌规模

中端酒店品牌规模前十	客房数		门店数		所属集团
	2016 年	2017 年	2016 年	2017 年	
维也纳酒店	47321	72454	293	461	锦江国际酒店集团
全季酒店	27559	39664	186	284	华住酒店集团
亚朵酒店	7650	15600	51	104	亚朵酒店集团
麗枫酒店	7313	15449	80	169	锦江国际酒店集团
星程酒店	12138	13206	118	136	华住酒店集团
和颐酒店	9951	11864	68	85	首旅如家酒店集团
如家精选	-	10840	53	100	首旅如家酒店集团
南苑e家	6979	9343	83	123	首旅如家酒店集团
山水时尚	5794	6654	45	51	中青旅山水酒店
桔子精选	5756	6148	46	50	桔子酒店集团
合计	135949	201222	1023	1563	

数据来源：盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

表2：前十大有限服务酒店品牌规模

酒店品牌	客房数		门店数		所属集团
	2016 年	2017 年	2016 年	2017 年	
如家酒店	248345	251987	2341	2385	首旅如家酒店集团
汉庭酒店	205577	221157	2003	2464	华住酒店集团
7天酒店	221976	218372	2464	2003	锦江国际酒店集团
锦江之星	110595	121993	904	1340	锦江国际酒店集团

格林豪泰	118091	118578	1340	904	格林豪泰酒店集团
维也纳酒店	47321	72454	293	422	锦江国际酒店集团
都市便捷	41589	57309	451	293	东呈酒店集团
都市118	22235	55439	381	757	都市酒店集团
尚客优	42801	51993	757	451	尚客优酒店集团
莫泰酒店	55928	50220	422	130	首旅如家酒店集团
合计	1131223	1219502	11105	11149	

数据来源：盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

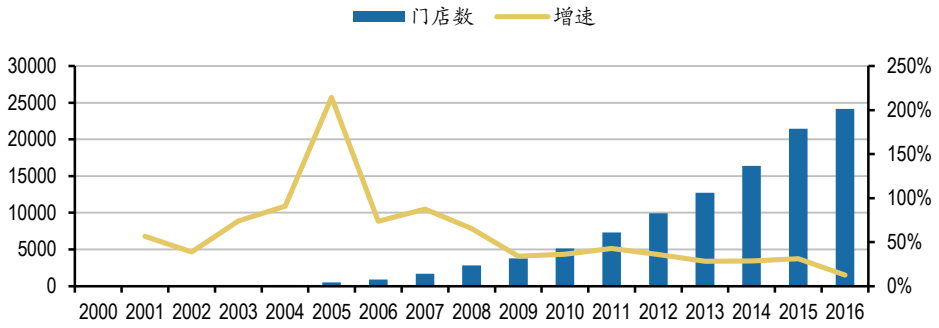
黄金十年：有限服务酒店高速增长，盈利水平 10 年达到高点

1、有限服务酒店发展已有 20 年，05 年至 12 年为高速发展期

2000年以后国内有限服务酒店开始快速发展，经过数年摸索逐步完善了连锁经营的经营模式，并引入了会员体系、中央预订系统等现代酒店管理工具，以相对低廉的价格和干净舒适的环境迅速获得市场的认可。2005年以后，有限服务酒店进入爆发期，也开启了酒店业约十年的建设高潮。

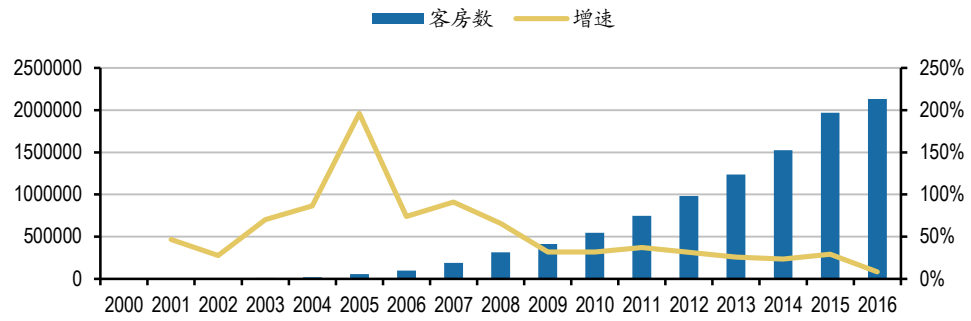
根据中国饭店业协会统计，2005年全国有限服务酒店共522家，至2012年末全国有限服务酒店达到了9924家，酒店数量和客房间数复合增速均为52%；其中2005年至2009年是有限服务酒店增长最快时期，酒店数量和客房间数年复合增长率分别为64%和50%。

图2：2000至2016年全国有限服务酒店门店数以及同比增速



数据来源：中国饭店业协会、广发证券发展研究中心

图3：2000至2016年全国有限服务酒店客房数以及同比增速



数据来源：中国饭店业协会、广发证券发展研究中心

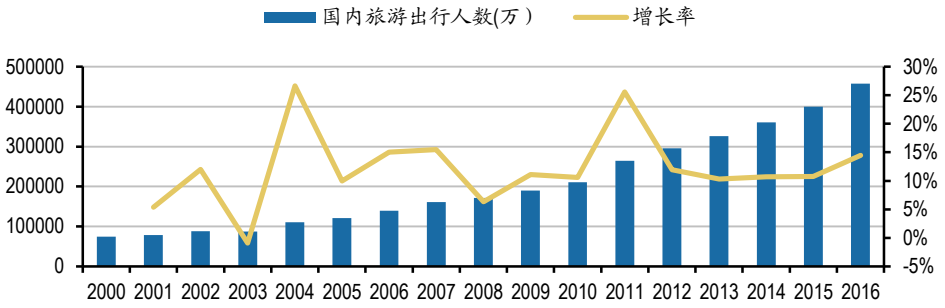
2、高速增长原因主要是：有利的外部环境和自身成功产品设计

有限服务酒店在05年后获得爆发性增长的原因，一方面由于自身成功的产品设计，另一方面也受益于外部环境的利好。

有利的外部环境：

- **社会需求的强劲增长。**98年受到经济危机影响，国内旅游出行增速放缓，而03年也受到非典影响出行人数负增长。自04年以后国内旅游出行重新进入发展高峰期，2004年至2012年国内旅游年均增长达到14.6%，旺盛的社会出行催生出对服务标准、价格实惠的有限服务酒店巨大需求。

图4：国内旅游出行人数以及同比增速



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

- **人力、物业的成本较低。**经济型酒店早期快速发展的重要因素还有较低的人力和物业成本。00年以后经济型酒店处于发展初期，数量也较少，劳动力市场和物业竞争并不激烈，酒店能够以较低的租赁价格获得优质物业，人力成本压力也并不大。
- **早期获取会员成本低廉，利于搭建会员体系，维护客户的品牌忠诚度。**

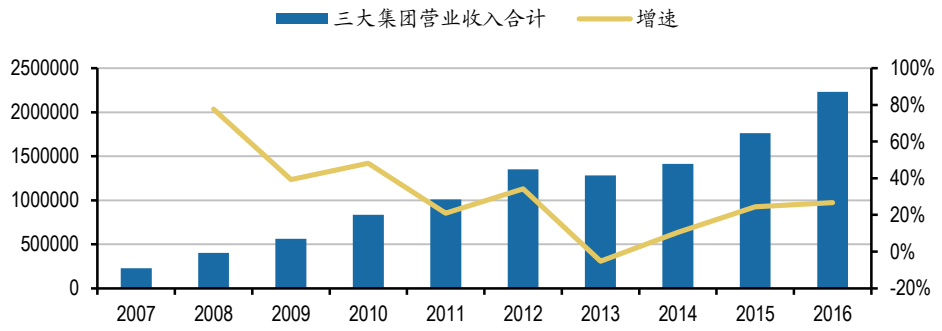
成功的自身产品设计：

- **标准化服务：**经济型酒店对物业要求比较低，各个环节的标准化分工最大程度地降低了酒店的开店成本和运营成本，较好地兼顾了成本和服务质量。
- **管理加盟制：**有限服务酒店以产权和管理权分离的形式明确了加盟商和酒店集团的分工，一方面带动酒店集团快速发展，另一方面也有效地撬动了社会资本。

3、2009-2010年有限服务酒店盈利能力达到峰值，三大酒店集团净利率达到12%

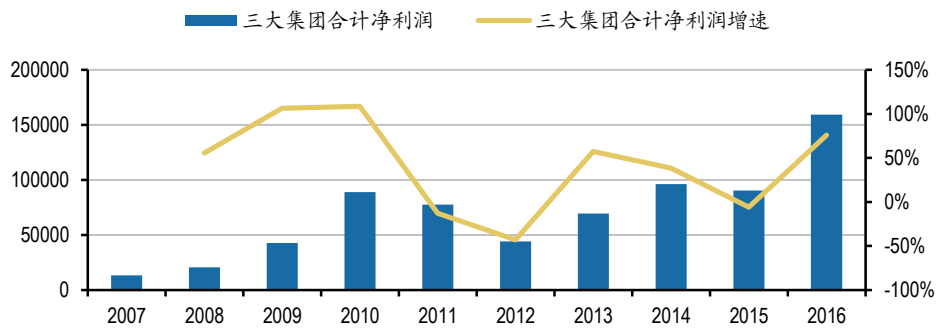
2009至2010年，如家、锦江、华住三家酒店集团合计营业收入分别为56.25亿、83.38亿，同比分别增长39%、48%；三家公司的扣非净利润之和分别为4.27亿元、8.91亿元，同比增长107%、109%，2010年三家公司综合净利率达到历史峰值11%，反映出当时有限服务酒店集团处于盈利巅峰期。

图5：如家、锦江、华住营业收入合计及增速（万元）



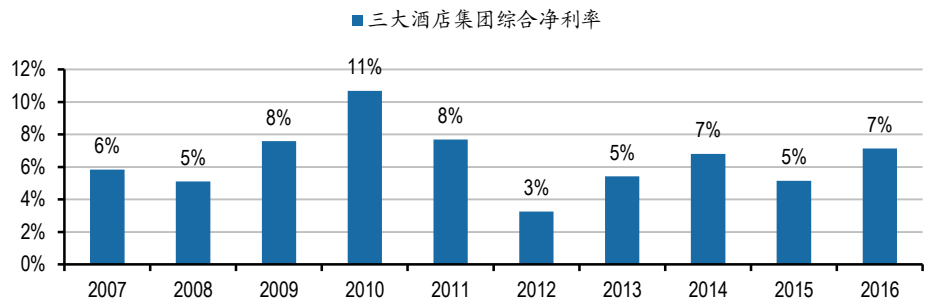
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图6：如家、锦江、华住合计净利润及增速（万元）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

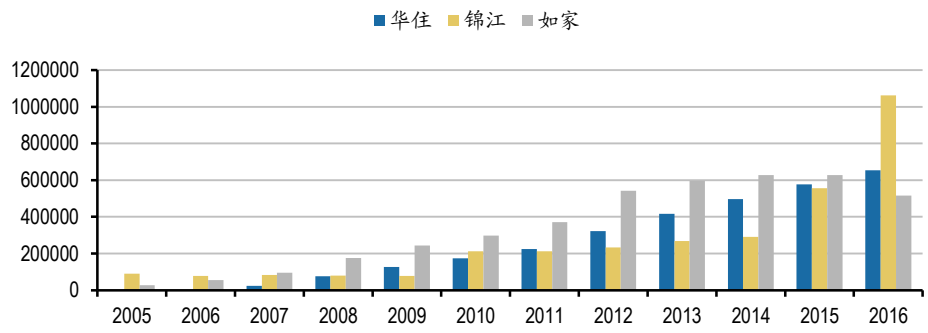
图7：三大酒店集团综合净利率



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

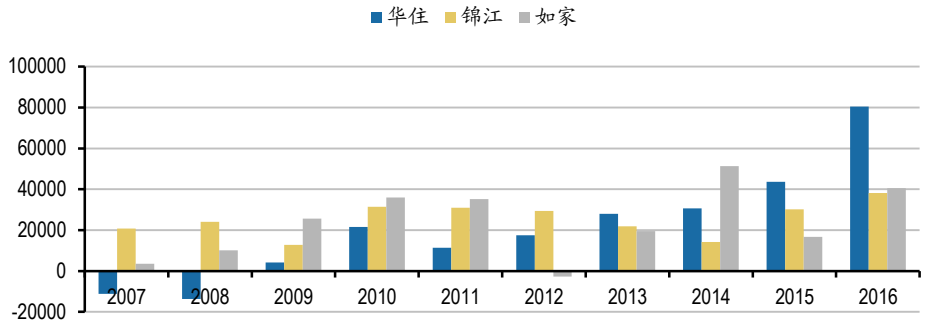
- **如家：**15年以前如家的营业收入高于其他两家，直到16年营收被锦江超越，其中15年达到历史最高的62.8亿元；而归母净利润方面，如家波动较大，其中14年和10年分别为历史最高和次高，分别达到5.1亿元和3.6亿元。
- **锦江：**15年以后锦江陆续展开对卢浮、铂涛和维也纳的收购，营收和净利润均出现显著提升，其中历史高点10年扣非后归母净利润为3.1亿，而16年并购各酒店集团后达到3.8亿元。
- **华住：**华住相对其他两家是后起之秀，07年华住的营业收入仅约如家的1/3，09年华住首次扭亏为盈，而15年华住净利润达到4.37亿元，首次超过如家，16年进一步增长至8.04亿元，同比增长84.3%，位居三大集团中净利润首位。

图8：如家、锦江、华住营业收入历史数据对比（万元，如家16年为4-12月）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图9：如家、锦江、华住净利润历史数据对比（万元，如家16年为4-12月）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

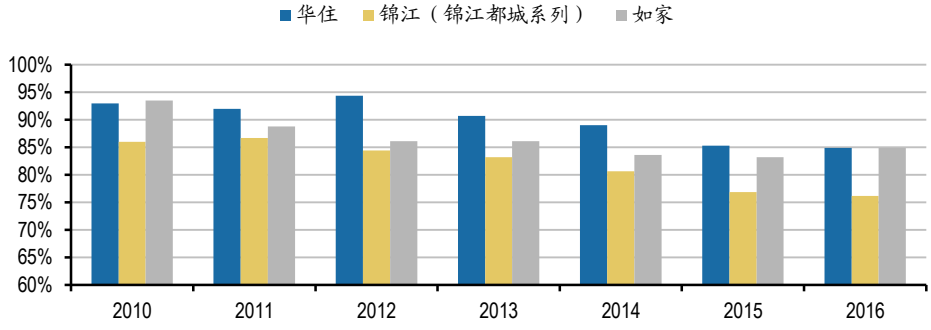
近几年：成本上行竞争加剧，行业进入微利阶段

12 年后有限服务酒店进入下行周期，经营指标一路下滑

2005 年至 2012 年，有限服务酒店的高速发展带动中国酒店约 10 年的建设高潮，但是持续高速的行业扩张也让行业供给出现饱和，酒店彼此之间的同质化竞争进一步加大了行业的泡沫，2012 年中央出台“三项规定”，酒店业先期积累的供需矛盾被激化，行业进入到下行周期。

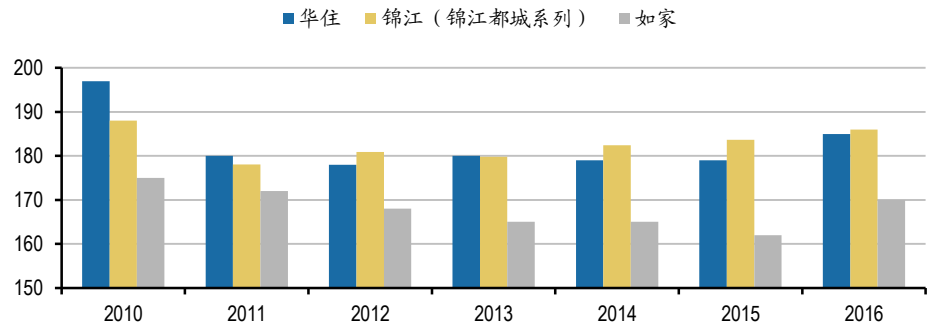
✧ **经营指标下降：**12 年至 15 年，各个酒店集团的出租率均呈现下降趋势，酒店的平均房价基本没有增长，而 Revpar 受出租率的影响走低。其中，出租率方面，华住 12 年达到 94.4%，之后逐年下降至 15 年的 85.3%；锦江和如家也分别从 12 年的 84.4%和 86.1%下降至 15 年的 76.9%和 83.2%；而 Revpar 方面，华住 10 年的 RevPar 高达 183 元，15 年降至 153 元，如家和锦江的 RevPar 也分别从 10 年的 164 元、162 元下降到 15 年 134 元、141 元。

图10：华住、锦江（锦江都城）、如家三家集团平均出租率(OCC)对比



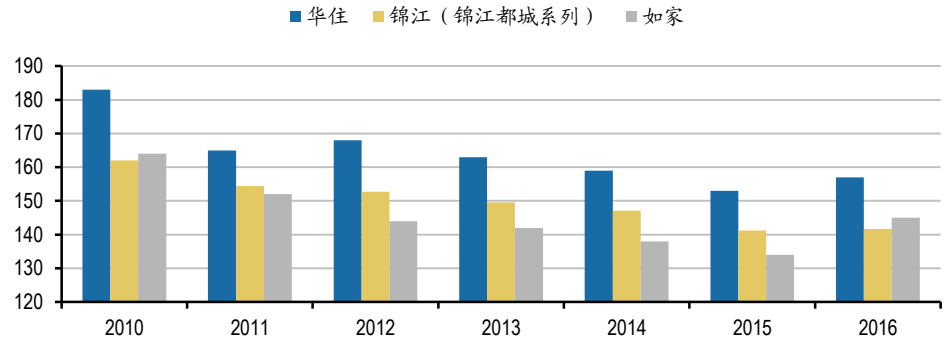
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图11：华住、锦江（锦江都城）、如家三家集团平均房价(ADR)对比（元/晚）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

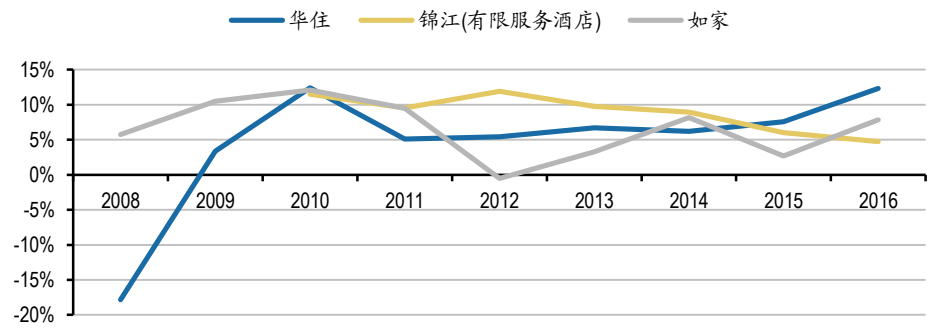
图12：华住、锦江（锦江都城）、如家三家集团RevPar对比（元/晚）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

✧ **利润空间缩窄：**10 年以后各主要酒店集团的利润率呈下降趋势，除华住外锦江和如家净利率均有明显下滑，其中锦江有限服务酒店业务的净利率由 12 年的 11%下降至 15 年的 6%，而如家的净利率波动较大，但 13-15 年较 09-11 年明显下降。

图13：三大酒店集团净利率近几年整体稳步下降



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

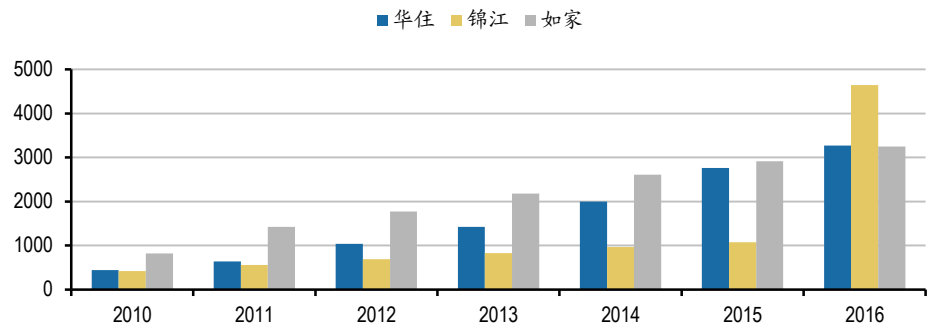
有限服务酒店陷入瓶颈原因：成本上行、竞争加剧

近几年有限服务酒店步入瓶颈，主要是随着行业同质化竞争的日趋激烈和酒店经营成本的不断上升，既有的发展模式不再适合新的市场环境。

1）有限服务酒店过去一直采取“增量”为主的发展策略，同质化竞争激烈，限制三公消费的政策引爆了本已紧张的供需矛盾。

有限服务酒店过去一直是采取“规模为王”的战略，在这个经营理念下，公司经营重心在“增量”的扩张上，酒店客房产品的同质化明显，各个门店相互分流，最终造成行业整体供需关系日益紧张。2012 年末中央出台“八项规定”，公务消费急剧减少，酒店市场先期积累的供需矛盾被引爆。

图14：三大酒店集团旗下酒店数量



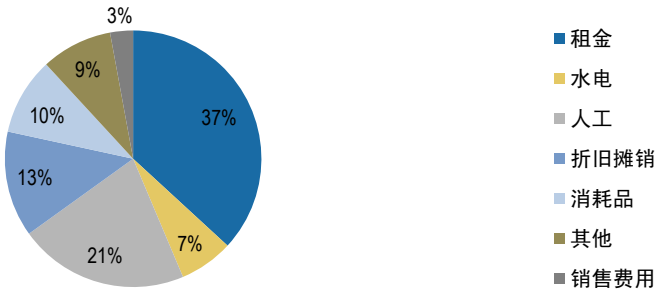
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2）成本端的快速上涨让以往“薄利多销”的发展模式难以为继。

有限服务酒店固定成本占比较高，其中物业租金和人工成本占比高达约 50%，近几年由于成本的快速上涨，以往经营模式往往以低廉房价来换取高客房出租率，同时尽量压缩成本以保证利润率，但在成本上升后盈利空间大幅收缩。

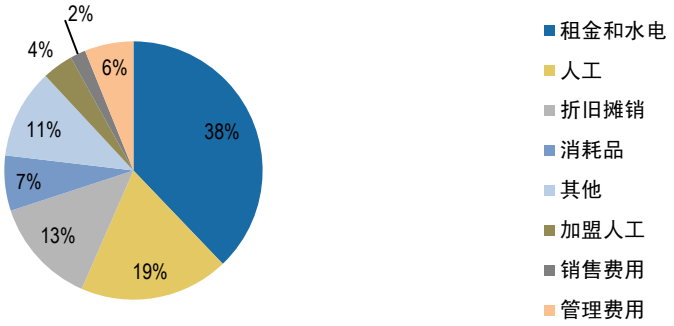
- **有限服务酒店经营成本中物业租金和人工成本占比较高：**其中，16 年华住租金和人工成本分别为 33%和 19%；如家在被私有化之前，租金（含水电）占比高达 38%，人工薪资（仅直营酒店人员）占比为 19%；而锦江有限服务酒店租金和人工成本占总成本比重分别为 22%和 21%。

图15：2016年华住酒店成本结构图



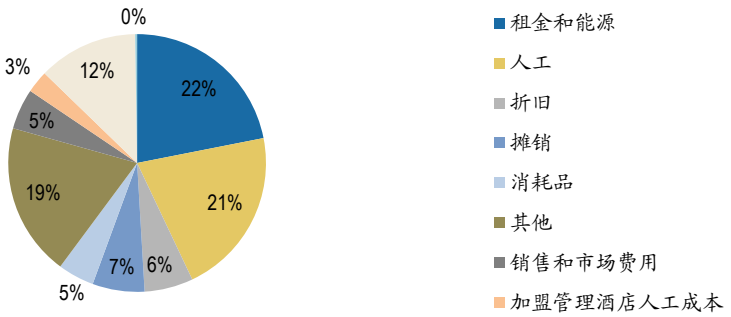
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图16：2015年如家酒店成本结构图



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

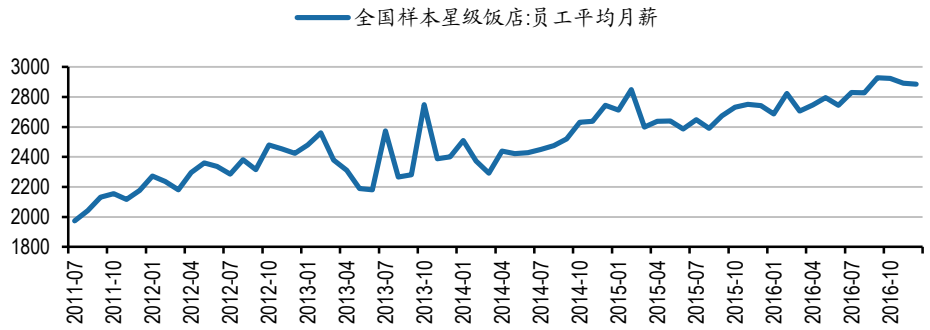
图17：2016年锦江有限服务酒店成本结构图



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

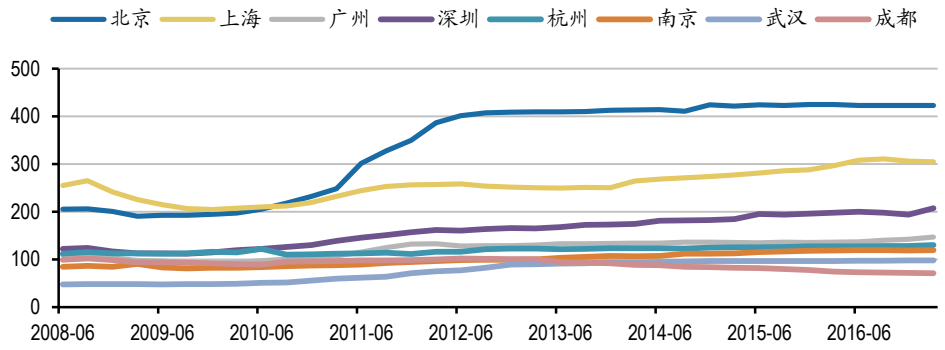
✧ **成本端的房租和人力的快速上涨迅速侵蚀了酒店业的利润空间：**05 年至 10 年，国内的人工和房租水平处于低位，但 10 年以后，人工和房租快速上涨，酒店成本端增速超过了酒店营收端的增速，加上行业内部竞争日趋激烈，经济型品牌酒店的房价基本没有提升空间，行业的利润空间日益缩窄。

图18：全国星级酒店平均工资逐年上涨



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

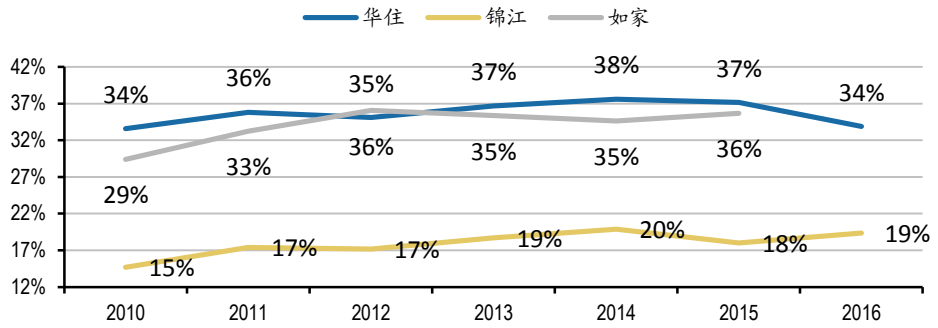
图19：全国各大城市优质写字楼租金（元/平方米/月）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

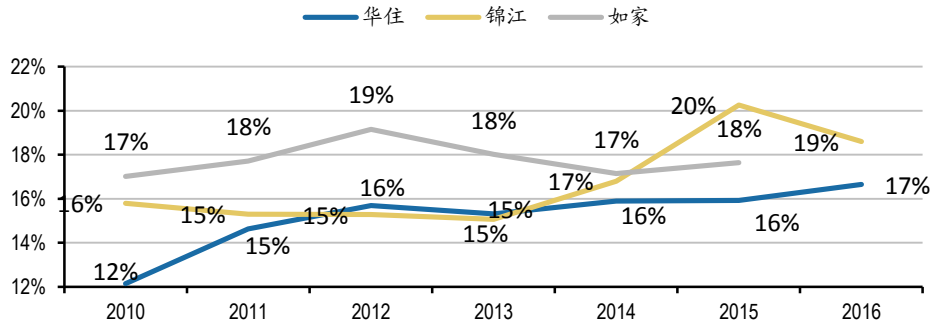
✧ **10 年以后三大酒店集团租金（及水电）和人工工资占营业收入比例整体保持上升趋势：**（1）租金方面：10 年时华住的租金成本占华住总营收的 34%，而 14 年占比提高到 38%，之后开始下降；如家租金和水电占营收比例也从 10 年的 29%快速上升至 12 年的 36%；而锦江 10 年至 14 年租金占比从 15%升至 20%；（2）人工工资方面：华住 10 年和 15 年人工工资占收入比重分别为 12%和 16%，锦江分别为 16%和 20%，而如家分别为 17%和 18%，除如家外华住和锦江收入占比均有明显提升。

图20：三大酒店集团租金和水电成本占营业收入比重



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图21：三大酒店集团人工成本占营业收入比重



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

16 年以来：酒店行业复苏显著，中高端表现更优

全国酒店市场：行业复苏显著，出租率进入上升周期

- **酒店市场：**17年1-4月国内酒店行业整体表现持续好转。根据STR数据，从供需层面看，17年1-4月中国内地酒店市场需求同比增长8.1%，较16年6.7%增速进一步提升，整体供给增长3%，较16年3.9%增速进一步回落，供给增速显著低于需求增长；从经营指标层面看，1-4月RevPAR同比增长3.2%，较16年0.4%的增速显著提升，RevPAR增速提升由入住率和房价双因素驱动，入住率同比提升4.9个百分点，较16年2.7个百分点的提升进一步向好，而平均房价由16年同比下滑2.3%降幅缩小至-1.7%。
- **星级酒店：**17年2季度全国样本星级酒店数据企稳回升趋势显著，17年5月RevPAR为221元，同比增长4.25%（其中三星级增速高达16.5%）；4、5月出租率分别为62.65%和59.93%，同比分别增长1.23个百分点和0.92个百分点，平

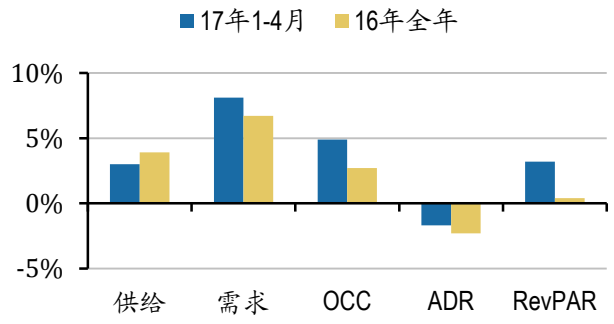
均房价分别为367元和371元，同比分别下降4.92%和增长3.34%。

图22：2016年前11个月内地酒店市场表现



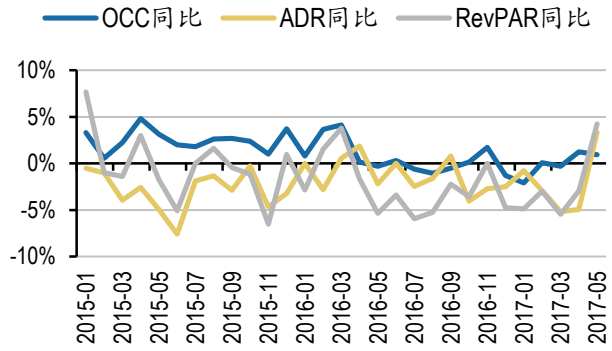
数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

图23：17年1-4月内地酒店市场整体表现好于16全年



数据来源：中国饭店业协会、广发证券发展研究中心

图24：17年2季度全国样本星级酒店经营数据回暖

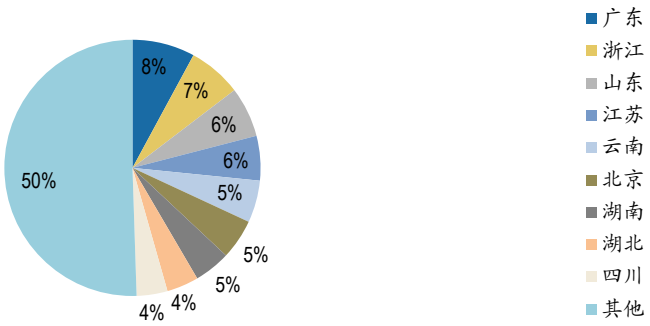


数据来源：中国饭店业协会、广发证券发展研究中心

分区域：京沪以及东部地区率先复苏，全国其他地区复苏表现不一

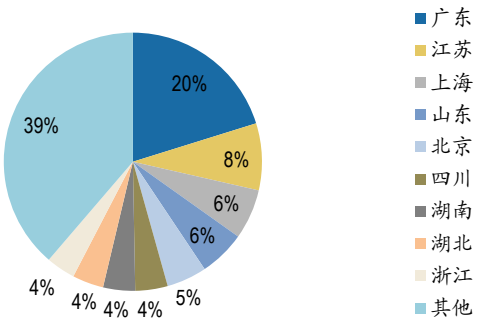
从星级酒店地区分布角度看，上海、江苏、浙江、江苏、云南、北京等省市酒店数量较高，占全国比重均达到5%以上。而有限服务酒店集团中，锦江集团分部于广东、江苏、上海、山东和北京的比重较高，而如家旗下的酒店更加集中在东部地区，江苏、上海、山东三地的酒店数量最高。

图25：2016年星级酒店数量地域分布



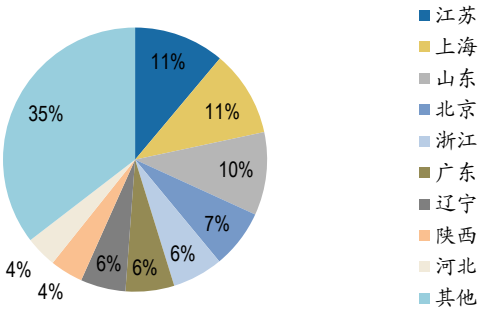
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图26：2016年锦江旗下酒店数量地域分布



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

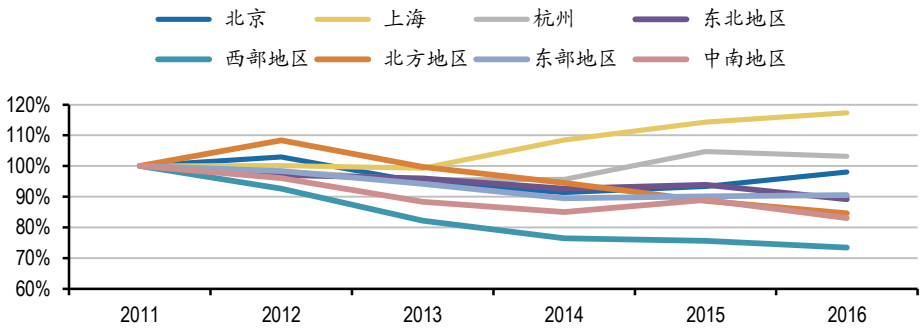
图27：2015年如家旗下酒店数量地域分布



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

各区域来看，上海、杭州和东部地区受“三公”消费减少冲击较小，在14年后率先出现复苏迹象；北京受限制“三公”消费影响大，但是凭借旺盛的需求增长，15年后酒店业绩也已经进入复苏通道中；全国其他地区受到影响程度不同，西部、北方地区受到冲击较大，东北、中南地区相对稍好，北方地区16年以后经营表现回升明显，西部、中南地区其次，东北地区复苏相对缓慢。

图28：全国各地区酒店市场RevPar业绩周期对比

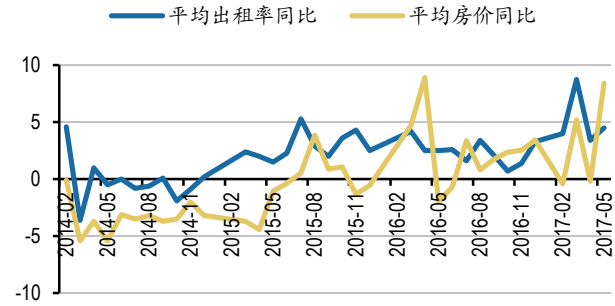


数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

注：图中表示以2011年RevPar为基点，各地区历年RevPar表现情况

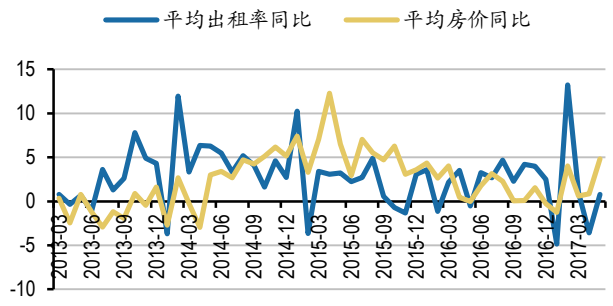
- 北京：北京市场受到国八条影响较为明显，13年RevPar表现受政策冲击明显（当年RevPar同比下降8%），但是14年后北京市场迅速复苏，15年后北京市场进入上升期，16年北京市场业绩增长强劲，RevPar同比增长5.0%。
- 上海：上海酒店市场受“三公”消费影响较小，领先全国进入复苏期。上海市场的出租率和平均房价分别于13年3月和14年5月开始回升，15、16年上海市场RevPar分别同比增长5.3%、2.7%。

图29：北京出租率和平均房价15年起回升



数据来源：北京市统计局、广发证券发展研究中心

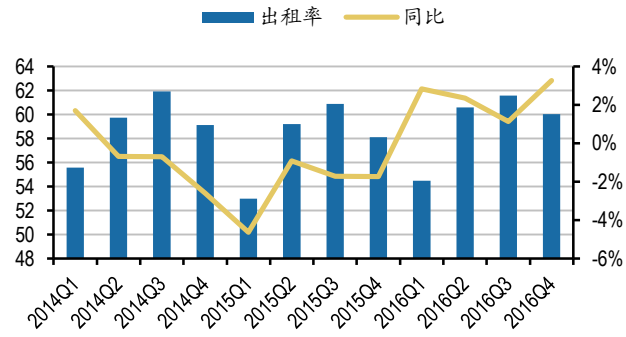
图30：上海出租率和平均房价14年起保持正增长



数据来源：上海市统计局、广发证券发展研究中心

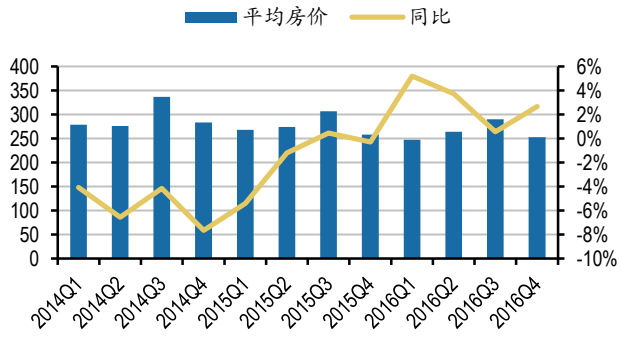
- 东部地区：东部地区受“三公”消费限制影响相对小，酒店市场复苏早于全国其他地区。东部地区15年业绩筑底，16年出租率和平均房价双双上涨，出租率上涨2.4%，平均房价同比增长0.5%。

图31：东部地区酒店市场出租率变化趋势



数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

图32：东部地区酒店市场平均房价变化趋势（元/晚）

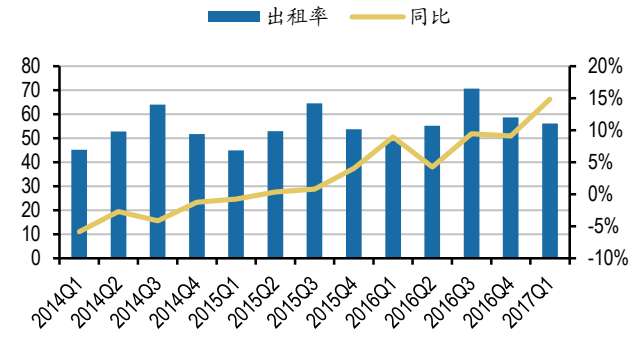


数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

- 北方地区：北方市场受政策冲击最大（13年RevPar下降18.35%），经过数年调整，2016年下半年北方地区酒店市场强劲回暖。出租率大幅提升是主要的驱动力，16年Q3、Q4、17年Q1出租率分别提升9.5%、9.1%、14.8%，平均房价方面依然承压，17年Q1同比下降6.1%；在出租率拉动下，RevPar有明显的提

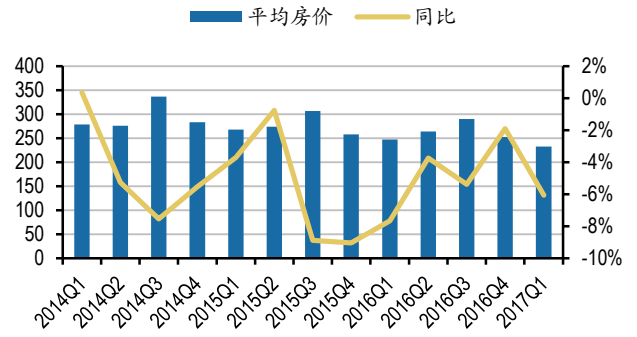
升，16年Q3、Q4、17年Q1分别同比增长3.6%、7.1%、7.9%。

图33：北方地区酒店市场出租率变化趋势



数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

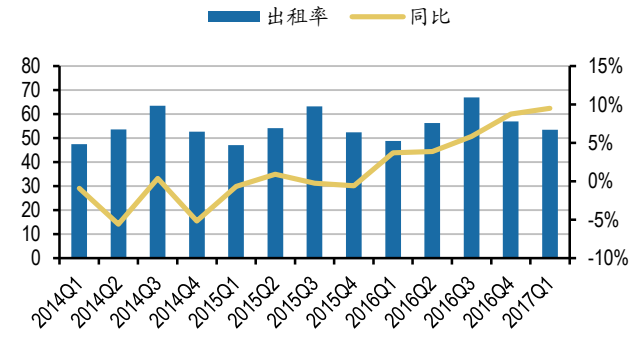
图34：北方地区酒店市场平均房价变化趋势（元/晚）



数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

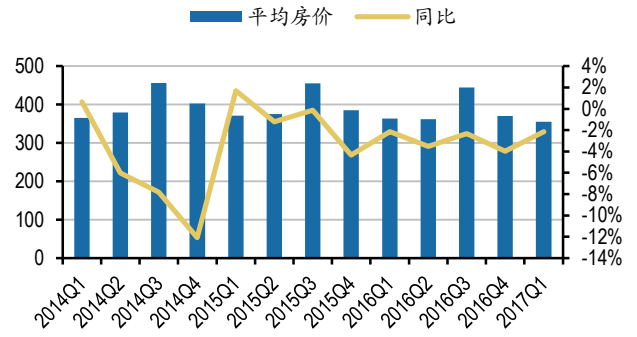
- 其他地区：西部地区、中南地区的酒店市场均出现复苏迹象，17年Q1两地出租率和RevPar均有明显的上涨。东北地区酒店复苏相对缓慢，出租率虽有提升但不明显，RevPar受平均房价拖累依然承压。

图35：西部地区酒店市场出租率变化趋势



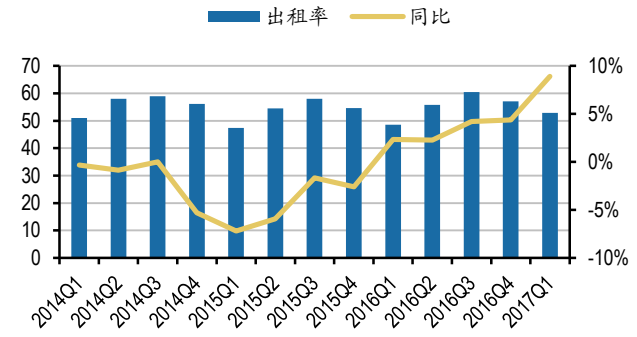
数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

图36：西部地区酒店市场平均房价变化趋势（元/晚）



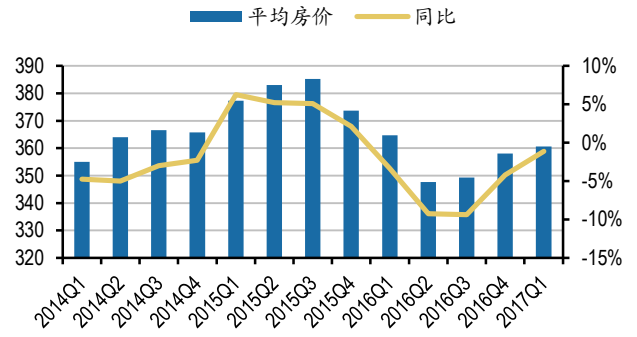
数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

图37：中南地区酒店市场出租率变化趋势



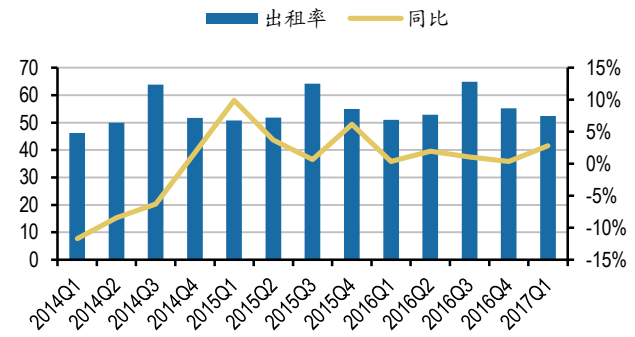
数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

图38：中南地区酒店市场平均房价变化趋势（元/晚）



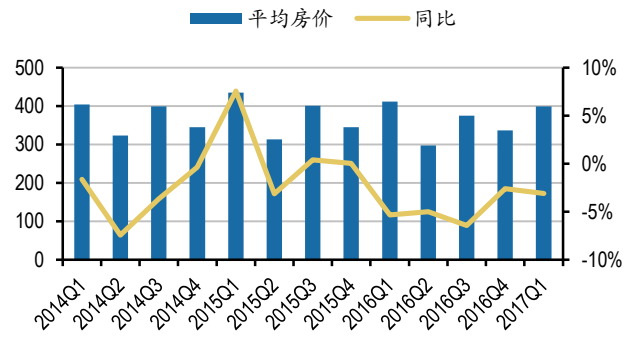
数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

图39：东北地区酒店市场出租率变化趋势



数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

图40：西部地区酒店市场平均房价变化趋势（元/晚）



数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

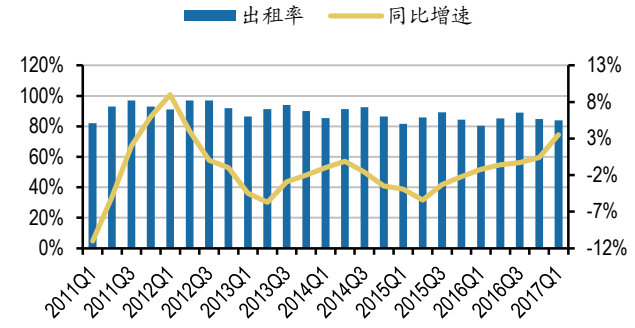
酒店集团：经营业绩复苏，中高端品牌表现更加亮眼

1、华住酒店集团：16 年下半年后 RevPar 回升，中高端酒店房价提升显著

华住酒店集团 RevPar 从 16 年下半年开始企稳回升，16Q3、16Q4 及 17Q1 的 Revpar 增速分别达到 3.6%、6.0%、9.4%。出租率方面，16 年 Q4 和 17 年分别增长 0.4 个百分点和 3.5 个百分点；平均房价方面，16 年 Q4 和 17 年 Q1 分别提升 5.1%和 5.8%。

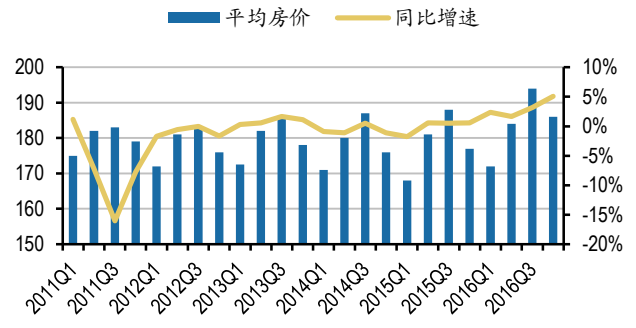
从存量酒店的经营情况看，在已开满 18 个月的酒店中，华住的中高端品牌表现更优于经济型品牌，并且中高端的 RevPar 增长主要是由平均房价提升推动。

图41：华住酒店近年来出租率变化



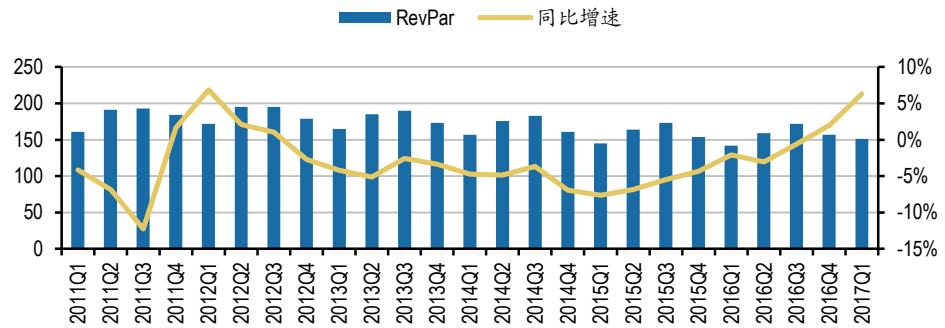
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图42：华住酒店近年来平均房价变化（元/晚）



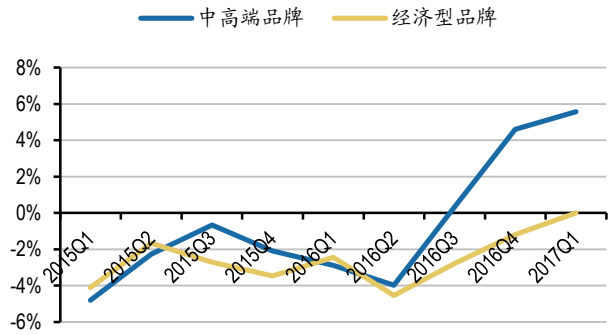
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图43：华住酒店近年来RevPar变动情况（元/晚）



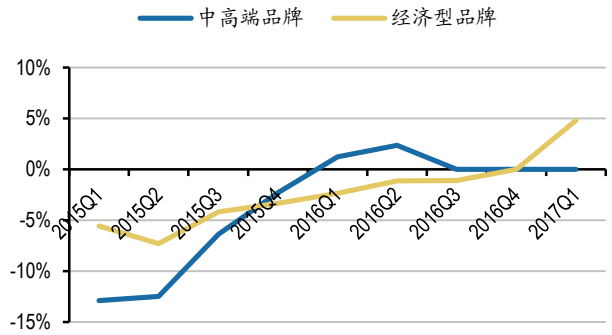
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图44：华住酒店开满18个月酒店平均房价同比增速



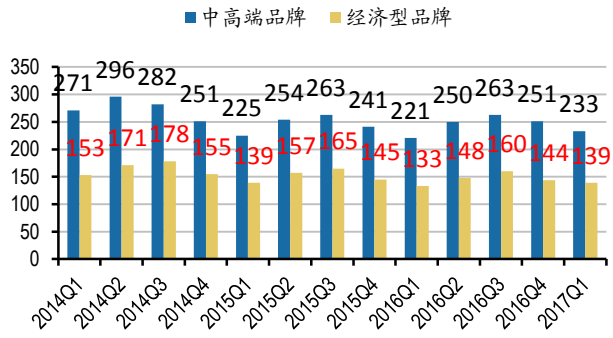
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图45：华住酒店开满18个月酒店出租率同比增速



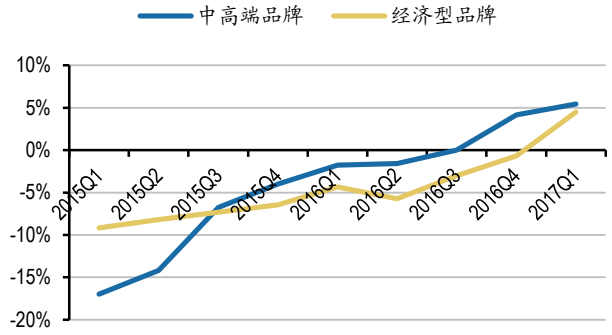
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图46：华住酒店开满18个月酒店RevPar对比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图47：华住酒店开满18个月酒店RevPar同比增速



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2、锦江酒店集团：锦江都城系列稳中有增，铂涛系列表现亮眼

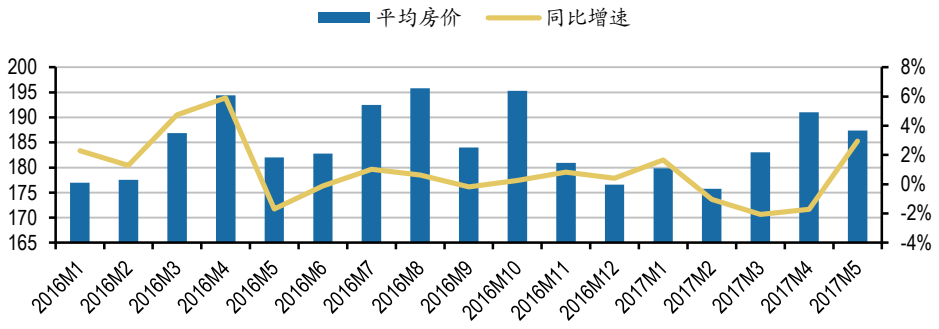
锦江旗下有限服务酒店业绩也增长明显，境内三大酒店板块中锦江都城系列业绩稳定，铂涛系列的中高端品牌表现亮眼，维也纳酒店系列维持一贯的高出租率和平均平价。

- **锦江都城系列**：平均房价方面，自 16 年 1 月到 17 年 5 月的 16 个月中，锦江都城系列酒店有 13 个月平均房价同比上涨，说明锦江都城系列的平均房价已进入上升周期中。锦江公布的平均房价数据并未扣除营业税，若剔除“营改增”因素，则锦江 16 年的实际平均房价大致增幅为 5%左右，17 年 1-5 月的平均增速大致为 3%。

  出租率方面，锦江都城系列 17 年出租率保持稳定增长，1-5 月出租率分别增长-6.6%、9.9%、1.0%、2.2%、0.8%，除了 1 月外其他几月均保持正增长。

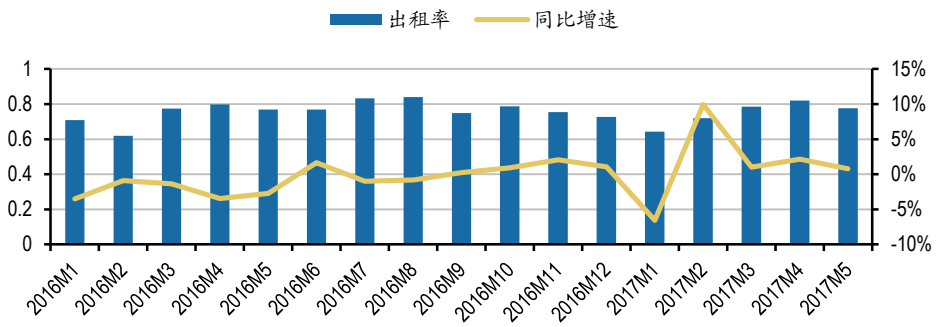
  RevPar 方面，锦江都城系列受出租率和平均房价双重推动下上升，17 年 5 月锦江都城系 RevPar 增长 4.0%，其中锦江都城和锦江之星 RevPar 分别增长 2.8%、2.6%。

图48：锦江都城系列16年1月至17年5月平均房价变动情况（元/晚）



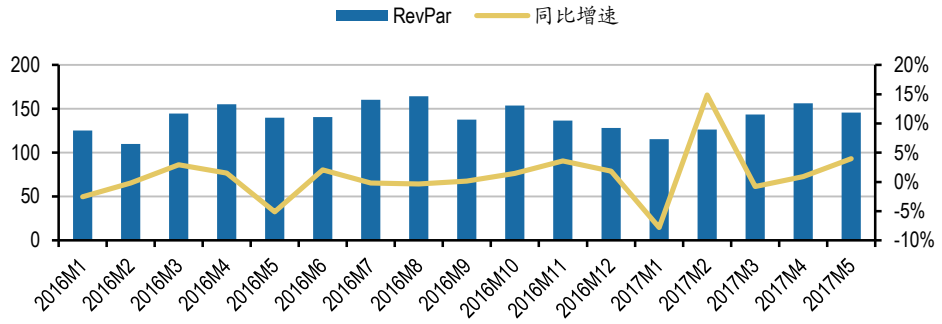
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图49：锦江都城系列16年1月至17年5月出租率变动情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

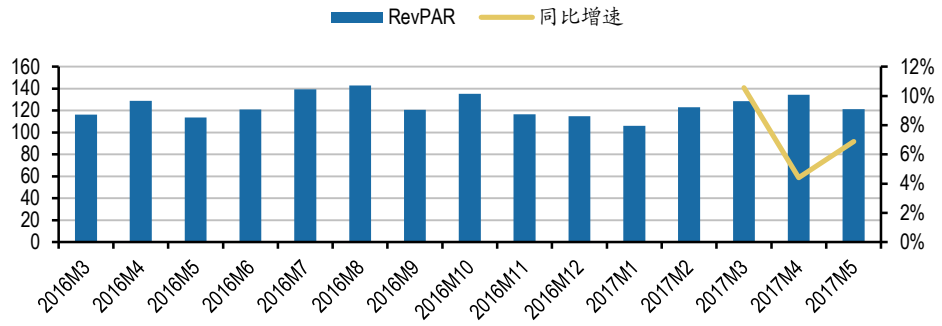
图50：锦江都城系列RevPar增速对比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

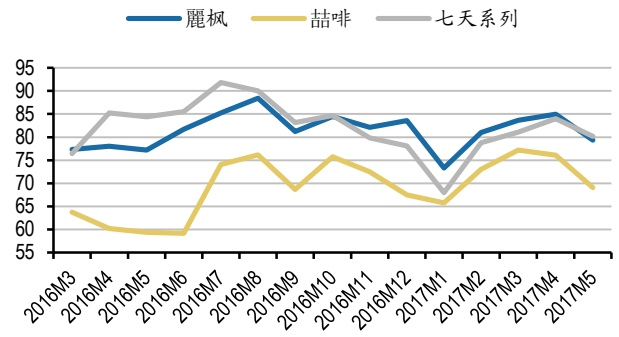
- **铂涛系列**：铂涛酒店集团自 16 年 3 月并表锦江，并入锦江后铂涛系列的酒店业绩有了明显提升。17 年 3 月、4 月、5 月铂涛系酒店整体 RevPar 分别增长 10.6%、4.4%、6.9%。铂涛系 RevPar 增长主要由于中端酒店出色的表现所贡献，两大主要中端品牌麗枫和喆啡业绩亮眼，麗枫 3-5 月 RevPar 分别提升 16.3%、8.3%、10.5%，喆啡表现更好，3-5 月 RevPar 提升 20.4%、23%、22.2%；其余培养期中的中端酒店业绩也大幅提升，5 月份希岸、H12 等新品牌的综合出租率和平均房价分别提升 19.7%和 9.0%。

图51：2017年3月份以后铂涛系列酒店RevPar增长显著



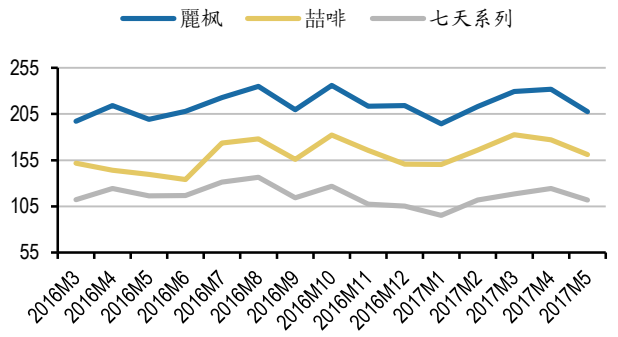
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图52：麗枫、喆啡、七天的出租率



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

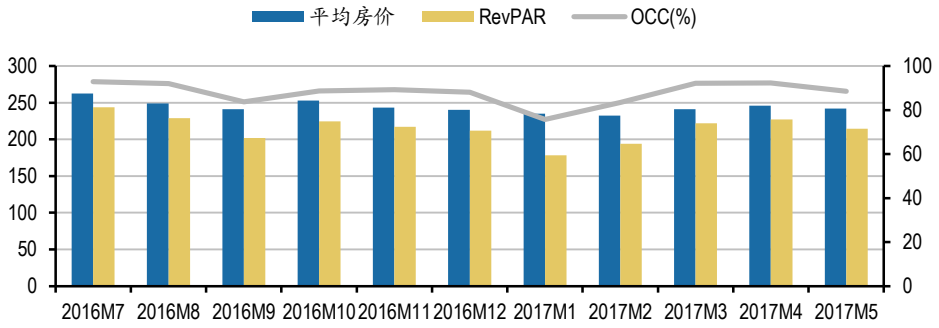
图53：麗枫、喆啡、七天RevPar（元/晚）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

- **维也纳酒店系列**：维也纳酒店集团于 2016 年 7 月并表进锦江，由于进入锦江时间尚短，维也纳系列暂无历史数据作为对比，但是维也纳系列均为中高端酒店，平均房价和出租率一直以来都处于行业领先水准，2017 年 5 月维也纳出租率为 88.6%，平均房价 242.2 元/晚，RevPar 为 214.8 元/间。

图54：维也纳酒店系列酒店的出租率、平均房价和RevPar（元/晚）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

3、如家酒店集团：存量酒店有所增长，中端酒店持续发力

如家 2016 年 4-12 月、2017 年 1 季度旗下酒店合计 RevPar 同比分别增长 4.3%、4.5%，其中中高端酒店表现亮眼，RevPar 分别增长 11.5%、8.4%，经济型酒店 RevPar 也有所提升，16 年 4-12 月和 17 年一季度分别增长 1.4%和 2.2%。此外，开业超过 18 个月的成熟酒店中，17 年一季度 RevPar 增长 2.5%，其中中高端酒店 RevPar 增长 12.1%，平均房价增长 10.3%。如家的存量中高端酒店平均房价出现明显的增长。

表3：2017年一季度如家酒店业绩表现（元/晚）

项目	RevPar		平均房价		出租率	
	2017Q1	同比%	2017Q1	同比%	2017Q1	同比增减百分点

经济型酒店	**126**	**2.2%**	**153**	**2.2%**	**82.4%**	**-0.01**
直营	115	1.9%	143	2.0%	79.9%	-0.02
加盟	131	1.9%	137	1.9%	83.6%	0
中高端酒店	**224**	**8.4%**	**304**	**5.8%**	**73.7%**	**1.78**
直营	228	12.0%	310	6.8%	73.4%	3.44
加盟	220	4.0%	297	5.1%	74.1%	-0.78
合计	**133**	**4.5%**	**162**	**4.7%**	**81.8%**	**-0.13**
直营	127	6.6%	160	6.9%	79.2%	-0.24
加盟	136	3.7%	163	4.0%	83.1%	-0.20

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表4：2016年4-12月如家酒店业绩表现（元/晚）

项目	RevPar		平均房价		出租率	
	2016 年 4 至 12 月	同比%	2016 年 4 至 12 月	同比%	2016 年 4 至 12 月	同比增减百分点
经济型酒店	**138**	**1.4%**	**162**	**1.0%**	**85.1%**	**0.34**
直营	125	0.5%	152	0.9%	81.9%	-0.31
加盟	145	1.3%	167	0.7%	86.8%	0.52
中高端酒店	**258**	**11.5%**	**318**	**5.4%**	**81.2%**	**4.49**
直营	258	8.7%	321	5.1%	80.4%	2.67
加盟	258	16.5%	314	6.2%	82.2%	7.22
合计	**145**	**4.3%**	**179**	**3.8%**	**84.9%**	**0.35**
直营	137	5.8%	168	6.1%	81.7%	-0.23
加盟	149	3.2%	172	2.6%	86.6%	0.55

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表5：锦江、华住、首旅2015年以来经营指标对比

项目	酒店集团	系列	2015	2016	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
出租率（%）	锦江股份	锦江系	77%	76%	72%	79%	81%	74%	70%	78%	81%	76%	72%
		铂涛系		83%						84%	87%	81%	76%
		维也纳		89%							90%	89%	84%
	华住集团		85%	85%	82%	86%	89%	84%	80%	85%	89%	85%	84%
	首旅如家			85%						85%			82%
平均房价（元/晚）	锦江股份	锦江系	184	186	176	184	190	184	181	186	192	185	180
		铂涛系		152						148	156	152	156
		维也纳		253							261	246	237
	华住集团		179	185	168	181	188	177	172	184	194	186	182

	首旅如家			170						166			162
RevPAR（元/晚）	锦江股份	锦江系	141	142	127	146	155	137	127	145	154	140	129
		铂涛系		126						124	136	122	119
		维也纳		225							234	218	199
	华住集团		153	157	137	156	167	149	139	157	173	158	152
	首旅如家			145						141			133

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

4、盈利能力：华住、如家净利率均有所提升，锦江净利率相对承压

- **华住：由于旗下酒店 RevPar 提升、旗下酒店结构改善（中高端酒店、加盟酒店占比提升）、以及成本端的良好控制，华住的盈利能力大大增强。**16 年华住营业收入同比增长 13.2%，归母净利润增长 84.3%，扣非后净利润同比增长 60.8%，扣非后的净利率为 10.7%，提升 3.2 个百分点。17 年一季度华住营业收入同比增长 10.8%，归母净利润 1.48 亿，同比增长 113.4%，净利率为 9.3%，提升 4.5 个百分点。

- **首旅如家：收购整合影响净利率，如家净利率有所提升。**16 年首旅营业收入 65.23 亿，归母净利润 2.1 亿，扣非后的净利润为 1.45 亿，利润率为 2.2%。首旅 16 年净利率较低，主要受收购如家影响，单看如家的话，如家盈利能力相较明显改善。16 年如家贡献营收 52.25 亿，归母净利润为 4.05 亿，其中 Q2、Q3 两季度如家净利润分别增长 77.6%、34.8%，净利润率分别为 7.6%、10.6%，同比增长 3.0、2.3 个百分点。

- **锦江酒店：整体盈利相对承压，维也纳酒店盈利能力最强。**锦江 16 年营业收入 106.4 亿，归母净利润 6.95 亿，扣非后净利润 3.02 亿，利润率为 3.6%。锦江旗下各酒店板块中，维也纳酒店盈利情况最好，16 年利润率为 10.2%，锦江都城系列业绩平稳，16 年利润率为 7.9%，铂涛系列 16 年净利率仅为 4.3%，在酒店巨头中排名最低。

表6：锦江、华住、首旅2015年以来营业数据

		2015	2016	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入（单位：亿元）	锦江股份	55.63	106.36	17.48	26.20	31.81	30.86	28.40
	华住集团	57.75	65.39	14.38	16.57	17.74	16.70	15.93
	首旅如家	13.33	65.23	3.56	19.72	21.76	20.19	19.13
归母净利润（单位：亿元）	锦江股份	6.38	6.95	1.65	1.35	2.07	0.41	1.99
	华住集团	4.37	8.05	0.69	3.16	2.94	1.26	1.48
	首旅如家	1.00	2.11	0.07	0.07	1.43	0.54	0.35
扣除非经常性损益净利润（单位：亿元）	锦江股份	3.02	3.83	0.04	0.97	2.04	0.77	0.52
	华住集团	4.34	6.98	0.54	2.36	2.83	1.25	1.47
	首旅如家	0.31	1.45	0.11	0.21	0.93	0.21	0.38

净利率	锦江股份	11.5%	6.5%	9.4%	5.1%	6.5%	1.3%	7.0%
	华住集团	7.6%	12.3%	4.8%	19.0%	16.6%	7.5%	9.3%
	首旅如家	7.5%	3.2%	2.0%	0.4%	6.6%	2.7%	1.8%
净利率（扣非）	锦江股份	5.4%	3.6%	0.3%	3.7%	6.4%	2.5%	1.8%
	华住集团	7.5%	10.7%	3.8%	14.3%	15.9%	7.5%	9.2%
	首旅如家	2.4%	2.2%	3.0%	1.0%	4.3%	1.1%	2.0%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 7：如家酒店 2015 年以来营业数据

	2015	2016	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（亿元）	56.31	42.78		16.87	18.53	16.86	15.50
归母净利润(亿元)	1.67	4.05		1.28	1.96	0.81	
净利率	2.97%	9.47%		7.59%	10.59%	4.81%	

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表8：锦江旗下各酒店板块2015年以来营业数据

		2015	2016	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（单位：亿元）	锦江都城系列	25.20	26.50	5.99	6.75	7.07	6.70	6.14
	铂涛酒店		30.63	3.11	8.92	9.42	9.18	8.37
	维也纳酒店		9.50			4.49	5.01	4.56
	卢浮酒店	26.12	34.94	7.49	9.63	9.34	8.47	7.82
归母净利润(单位：亿元)	锦江都城系列	1.96	2.08	0.29	0.63	0.96	0.20	0.28
	铂涛酒店		1.30	0.29	0.16	0.46	0.40	-0.01
	维也纳酒店		0.97			0.65	0.31	0.31
	卢浮酒店	1.96	1.70	-0.33	0.90	0.60	0.54	0.74
净利率	锦江都城系列	7.8%	7.9%	4.8%	9.4%	13.6%	3.0%	4.6%
	铂涛酒店		4.3%	9.2%	1.7%	4.9%	4.4%	-0.2%
	维也纳酒店		10.2%			14.5%	6.3%	6.8%
	卢浮酒店	7.5%	4.9%	-4.5%	9.3%	6.4%	6.4%	9.5%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

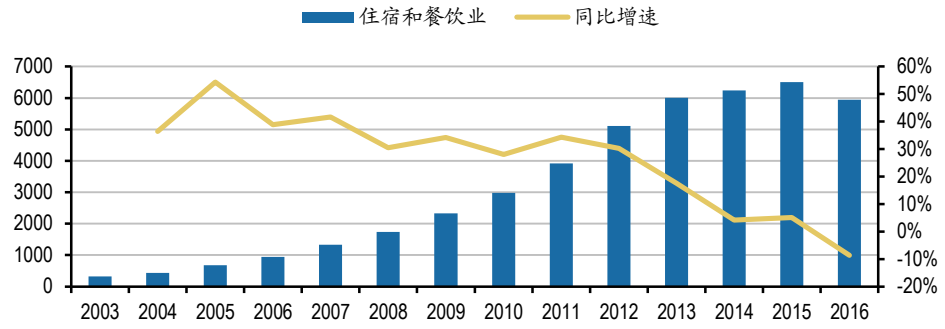
展望：新增供给有望进一步趋缓，需求正在周期性复苏

供给端：未来五年新增供给进一步趋缓，一线城市酒店供给加速见顶

1、国内酒店供给量增速逐步下降，2016年酒店需求量增速已超过供给量增速

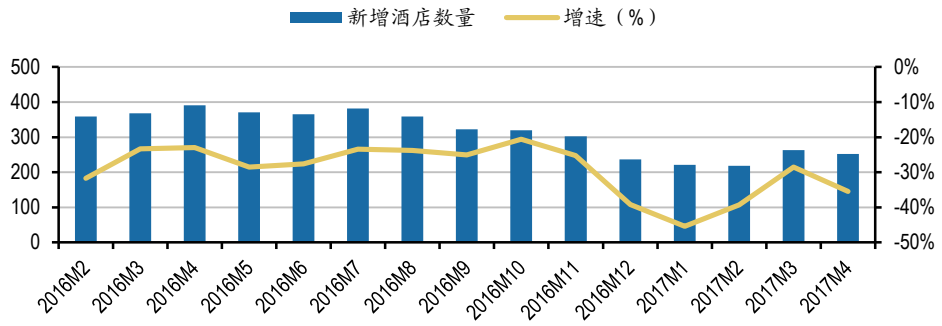
国内酒店投资高峰为05-12年，复合增长率高达33%。12年以后住宿业固定资产投资逐步放缓，其中14年、15年和16年同比分别增长4%、5%、-9%。而根据STR数据，近期新增酒店数量也呈现下降趋势，其中16年和17年1-4月新增酒店数量同比分别下降26.5%和37.4%，供给增速也下降至4.1%和3.1%。而平均需求增速为6.5%和8.1%，供需关系进一步向好。

图55：住宿业固定投资完成额增速逐年下降



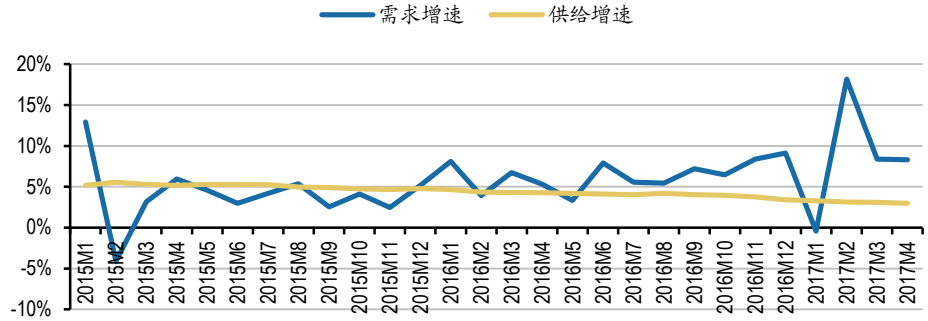
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图56：2016年后新增酒店数量明显下降



数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

图57：酒店的需求端增速超过了供给端增速

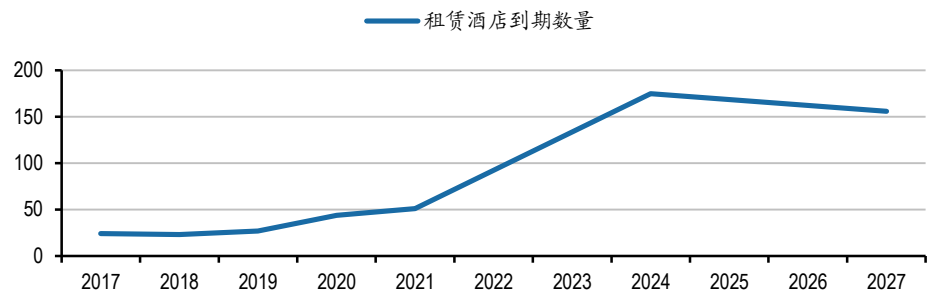


数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

2、未来国内酒店市场的新增供给还将进一步放缓，供需情况将继续得到改善

我们认为未来酒店业供给会进一步趋缓，主要由于：**1）经济型酒店的投资热情下降，中端酒店的增量贡献有限**：由于人力、物业费用持续上涨，平价酒店的投资回报率逐年下降，投资者更加青睐投资收益可观的中端品牌酒店，但按照目前中端酒店占比来看短期增量有限。**2）高端酒店和房地产业以基本脱钩**：高端酒店过去和房地产深度捆绑，酒店自身不是赢利点，往往作为带动地产溢价、提升当地形象的配套项目出现。目前随着地产业的不景气，来自地产开发商的酒店供给基本消失。**3）有限服务酒店的物业到期潮即将到来。**有限服务酒店的物业绝大多数以租赁方式获得，租赁合同期限为 10-20 年，早期的酒店物业租赁较为便宜，并且签订的是长期租约，每年的租金上涨幅度有限，目前大部分酒店的物业租金已远低于周边物业的市场价格。未来 5 到 10 年现有的有限服务酒店物业将大量到期，届时房租将大幅上涨，盈利能力不佳的平价酒店会退出市场。

图58：华住酒店集团租赁酒店未来到期时间分布

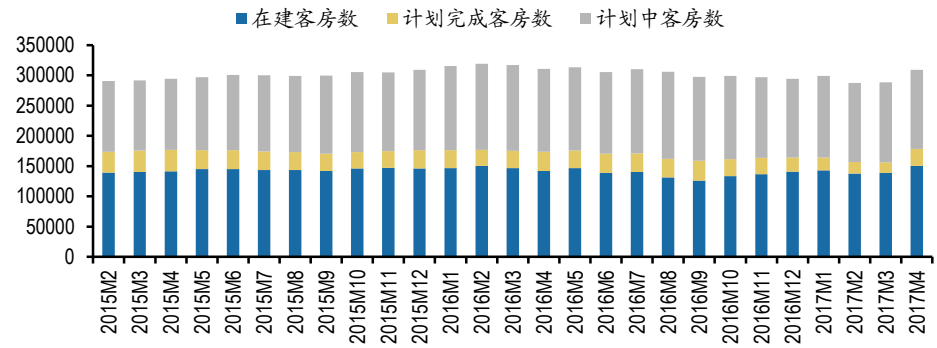


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

3、未来五年酒店客房新增供给收缩，一线城市酒店供给加速见顶

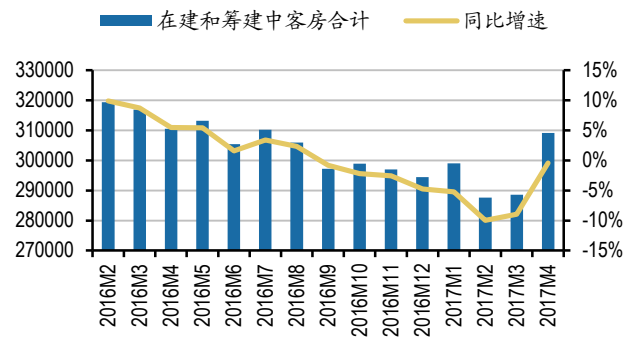
从全国整体来看，全国酒店市场的未来新增酒店客房数量已经出现见顶下降的趋势。2017 年 4 月，全国筹建中和在建中的酒店客房数合计是 31 万间，同比下降 0.4%，其中计划中客房数为 13 万间，同比下降 4.3%。

图59：未来新增酒店客房数量建设情况



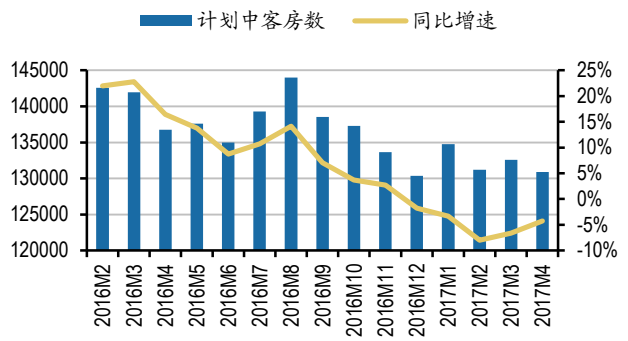
数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

图60：未来新增酒店客房数量同比下降



数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

图61：未来计划筹建酒店客房数量同比下降



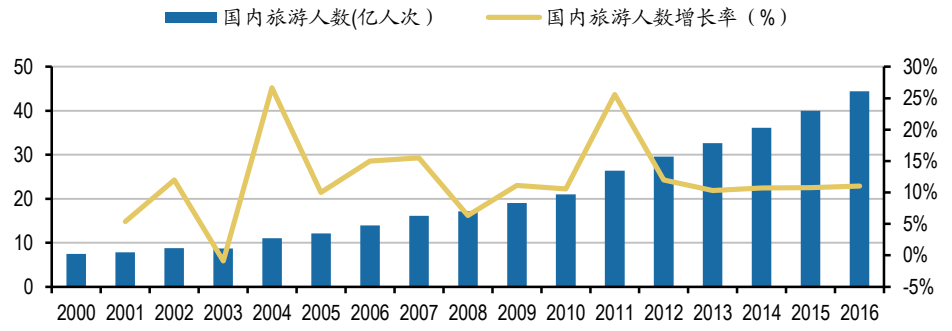
数据来源：STR Global、广发证券发展研究中心

需求端：旅游人数未来五年复合增长仍将达到约 10%，消费升级也将进一步促进酒店业升级

1、出行消费需求高涨，旅游服务已逐步成为刚需

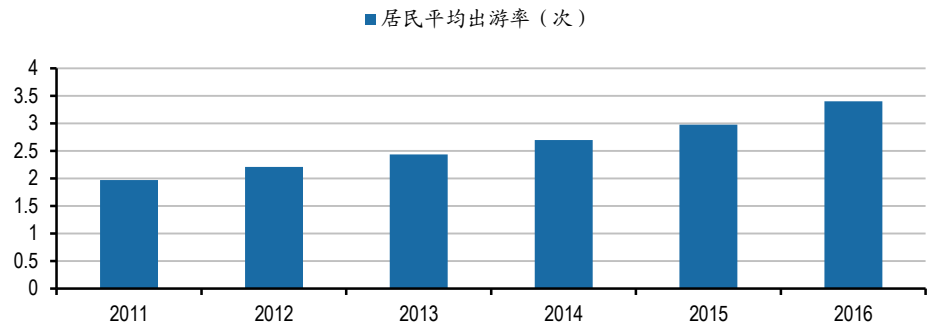
2000 年至 2016 年我国社会出行人次从 7.44 亿人次增长至 44.50 亿人次，年均 CAGR 达到 11.81%。2016 年人均出游率为 3.4 次，较 15 年人均出游 2.9 次有明显增长。根据“十三五”旅游发展规划（2016-2020 年），国内旅游人数将从 2015 年的 40 亿人次增至 2020 年的 64 亿人次，复合增速为 9.86%。预计随着旅游人数的稳步提升，对酒店的需求也将维持平稳增长。

图62：2000-2016年全国旅游出行人次



数据来源：国家旅游局、广发证券发展研究中心

图63：2011-2016年居民平均出游率



数据来源：国家旅游局、广发证券发展研究中心

表9：“十三五”期间旅游业发展主要指标

指标	2015 实际数	2020 规划数	年均增速（%）
国内旅游人数（亿人次）	40	64	9.86
入境旅游人数（亿人次）	1.34	1.5	2.28

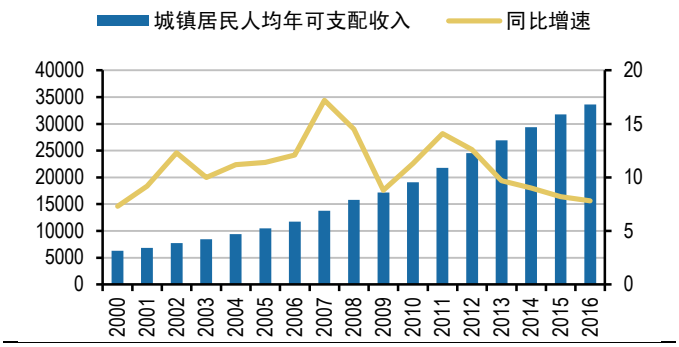
出境旅游人数（亿人次）	1.17	1.5	5.09
旅游业总收入（万亿元）	4.13	7	11.18
旅游投资规模（万亿元）	1.01	2	14.65
旅游业综合贡献度（%）	10.8	12	

数据来源：国家旅游局网站、广发证券发展研究中心

2、消费升级利好推动酒店业转型提速

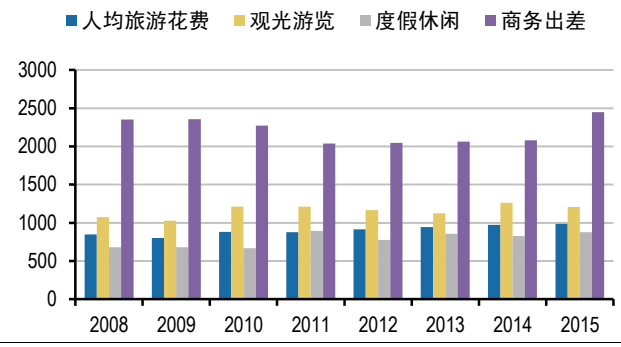
2016年全国城镇居民可支配收入达到33616元，同比增长7.8%。2008年至2015年，全国城镇居民人均旅游花费从849元增长至985元，其中15年商务出差人均花费为244元，同比增长17.7%；休闲度假人均花费为879元，同比增长6%。随着消费水平的升级，消费者对旅游出行中住宿花费的承受能力有所提升，人们愿意在旅行中花费更多的金钱来换取更好的住宿体验。

图64：城镇居民家庭人均可支配收入及同比增速



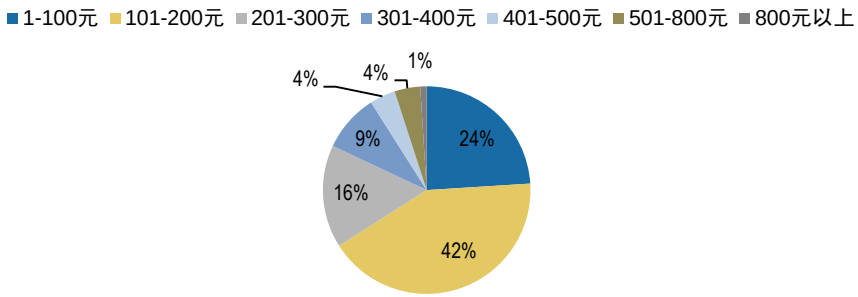
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图65：城镇居民不同出行类型下的人均旅游花费



数据来源：国家旅游局、广发证券发展研究中心

图66：2015年中国酒店产品价格分布

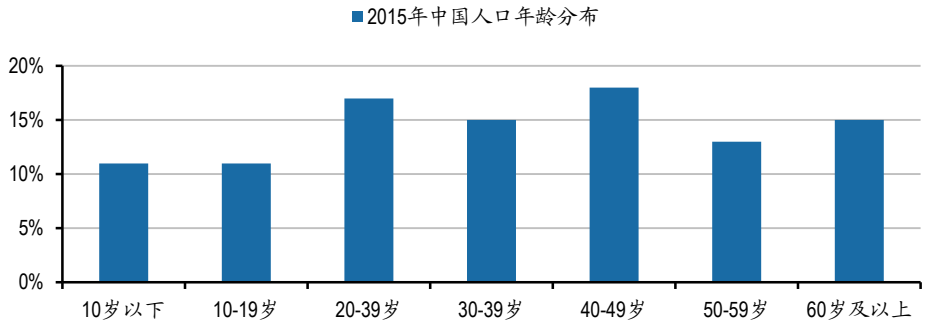


数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

80后、90后的新兴消费者正在成为社会的主流消费群体，这一新型消费群体拥有庞大的人口数量和可观的消费潜力。根据尼尔森咨询数据，2020年泛90后群体（85-95后）的消费贡献将达到35%。和上一代相比，80、90后群体普遍是独生子女，从小物质生活丰富、平均教育水平高、自我意识较强。反映到消费表现上的

特征是更加注重精神需求，对价格的敏感度淡化，追求品牌和潮流。

图67：2015年中国人口分布



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

新兴消费群体对出行住宿的要求已不满足于以往标准化服务，而是对酒店的设计、品牌、服务、性价比等多方面提出需求。新兴消费者的出行住宿需求更加多元化，催生出各种新型住宿细分市场，促使酒店发展出更加丰富的品牌谱系的产品业态，有利于酒店供给侧的转型升级。

图68：80后、90后消费人群的特征标签



数据来源：易观智库、广发证券发展研究中心

观点：酒店行业正在回暖，行业龙头有望享受高弹性

1、00年代：黄金十年高速增长，10年达到净利率高点

2016年底我国有限服务酒店约2.4万家，客房总数为213.5万间，同比分别增长12.4%和8.4%。其中，中端酒店和经济型酒店分别为2342家和21808家，占比分别为9.7%和90.3%，16年增速分别为33.9%和10.5%。中端排名靠前的品牌包括锦江旗下维也纳、华住旗下全季、亚朵酒店，以及锦江旗下麗枫、华住旗下星程和如家旗下和颐和如家精选等；而经济型酒店中如家、汉庭（华住）及锦江旗下7天和锦江排名靠前。历史来看，05年至09年是有限服务酒店增长最快时期，酒店数量和客房间数年复合

增长率分别为64%和50%，其中10年如家、锦江、华住收入合计为83.4亿，扣非净利润之和为8.91亿元，综合净利率达到历史峰值11%。

2、近几年：成本上行竞争加剧，行业进入微利阶段

12年中央出台“三项规定”，酒店业先期积累的供需矛盾被激化，行业进入到下行周期。其中，12年-15年，各个酒店集团的出租率均呈现下降趋势（华住、锦江和如家从12年的94.0%、84.4%和86.1%下降至85.3%、76.9%和83.2%），而酒店的平均房价基本没有增长，导致Revpar累计平均下降15%以上，而净利率水平也大幅下滑，其中锦江有限服务酒店业务的净利率由12年的11%下降至15年的6%。行业景气下滑的表观原因是：行业同质化竞争的日趋激烈和酒店经营成本的不断上升，特别是占比较高的物业租金和人工成本快速上涨（占比高达约50%）。

3、16年以来：酒店市场经营筑底，中高端表现更优

17年以来酒店行业加速增长，其中1-4月中国内地酒店市场需求同比增长8.1%，较16年6.7%增速进一步提升，整体供给增长3%，较16年3.9%增速进一步回落；而1-4月RevPAR同比增长3.2%，较16年0.4%的增速显著提升（入住率同比提升4.9个百分点）。而5月全国星级酒店Revpar同比增速提升4.3%（其中三星级增速高达16.5%），也显示酒店行业显著回升。三大酒店集团经营数据也明显回升：华住酒店16Q4及17Q1的RevPAR增速分别达到6.6%和9.4%，其中18个月以上同店增速分别为2.0%和6.3%，中高端同店增速分别为4.2%和5.4%；如家1季度整体RevPAR增速为4.5%，同店增速为2.2%，其中中高端Revpar同店同比增速达到12.1%；而锦江5月数据同比也大幅改善，其中锦江系列、铂涛系列及卢浮系列Revpar同比增速分别约4.0%、6.9%和2.4%，锦江和卢浮1-5月平均增速约为1.9%和5.7%（1-4月未考虑营改增因素）。

4、展望：新增供给有望进一步趋缓，需求正在周期性复苏

12年以后住宿业固定资产投资逐步放缓，其中14年、15年和16年同比分别增长4%、5%、-9%。而根据STR数据，近期新增酒店数量也呈现下降趋势，其中16年和17年1-4月新增酒店数量同比分别下降26.5%和37.4%，供给增速也下降至4.1%和3.1%，而平均需求增速为6.5%和8.1%，供需关系进一步向好。未来五年，一方面经济型酒店的投资热情下降，中端酒店增量贡献有限；另一方面国内旅游人数复合增长率有望达到10%，而消费升级也有助于提升酒店的总体需求，酒店行业周期性回升值得期待。

5、结论：17年行业加速复苏，酒店龙头有望享受高弹性

17年以来酒店行业加速增长，加上各公司在中高端酒店的布局，经营数据有望进一步向好。此外，从美国酒店集团数据可以看到，酒店行业是旅游板块中周期性较强的子板块，过去十年美国酒店集团的平均净利率波动区间为8-18%。而国内由于酒店行业净利率水平较低，Revpar提升对业绩弹性较高，建议下半年重点关注。

锦江股份：17年以来公司经营恢复明显，其中5月公司锦江系列、铂涛系列及卢浮系列Revpar同比增速分别约4.0%、6.9%和2.4%。16年公司扣除非经常性损益的净利润为3.8亿元，扣除联营及合营公司投资收益（基本为餐饮业务）0.95亿元后酒店业务贡献约2.9亿元。公司酒店业务净利率水平较低，16年酒店业务净利率仅约2.7%，Revpar上涨对业绩提升的弹性较大。预计公司17-19年归属于母公司净利润分别为

8.6亿元、9.4亿元和10.2亿元（包括餐饮业务和出售长江证券投资收益分别假设为3.5亿、3.0亿和2.5亿元），对应17年PE约为28倍（扣非后盈利对应PE约35倍）。**首旅酒店：**16年（4-12月）和17年Q1如家酒店Revpar同比分别提升4.3%和4.5%，公司16年17年1季度净利率仅为5.1%和2.5%，预计随着行业企稳，以及公司酒店结构调整（中端酒店占比提升，特许经营比重提升），公司盈利提升弹性较大。16年4-12月年如家归属于母公司净利润为4.05亿元，17年1季度利润总额为0.81亿元，1季度末公司有息负债约56亿，预计17年全年财务费用约2.6亿。综合来看，预计公司17-19年归属于母公司净利润分别为5.3亿、6.8亿和8.7亿，对应17年PE为35倍。

风险提示

行业复苏不及预期，各大酒店集团并购后协同效应不及预期。

广发社会服务行业研究小组

沈　涛：　首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016 年社会服务行业新财富、水晶球第五名。
安　鹏：　首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016 年社会服务行业新财富、水晶球第五名。
姚　遥：　研究助理，美国普林斯顿大学工学博士，2016 年社会服务行业新财富、水晶球第五名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。