

酒店行业深度研究

行业波动向好，事件催化临近，龙头有望穿越周期

增持（维持）

2018年09月12日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

投资要点

- **行业与周期，研判阶段：**经济波动影响供需，叠加供给具有滞后性，行业呈现显著的周期性。现阶段出租率承压并非纯负面因素导致：1) 出租率基数较高+成熟市场效益导向，2) 经济增速放缓+供给增速逐步提升；但在非酒店物业转化困难且意愿不强、固定资产投资增速仅 1.7% 的基础上，预计供给爆发难度大，供需格局维持良性；周期位于从量价齐升向量稳价增转变的阶段。
- **事件催化临近，研判影响：**根据广交会、世博会对酒店业的利好，预计将于 2018 年 11 月 5 日-11 月 10 日在上海举办的中国国际进口博览会同样将成为一大利好。此次展会规模大、影响大，已经有来自 130 多个国家和地区的 2800 多家企业确认参展，会采购商预计将超 15 万，保守估计参展人员在上海停留时间在 15 天以上；目前已有 1711 家进口博览会推荐酒店，政府启动房价监控机制，保障酒店房价上涨保持理性范围。
- **研判龙头与周期：**龙头有望通过两条主线贯穿周期。
 - 景气度向上的阶段把握扩张卡位机遇，表现在此轮周期中主要为：1) 加盟扩张 (a) 快速扩张，实现核心区位的卡位优势；(b) 轻资产化，对冲部分经营风险，提升盈利能力。截至 2018 年 6 月底，三大酒店集团已开业酒店中加盟店占比均超过 75%。2) 占据中高端高地，培育多元品牌满足细分需求；升级经济型品牌，关闭低效门店。在维持同店效益的基础上，提升市场集中度，17 年底三大酒店集团在连锁酒店中的市占率 44.5%，同比提升 0.4pct。
 - 景气度向下的阶段把握低估值并购的机遇，对冲业绩增速波动，扩大业务布局。酒店龙头均未停止寻找并购机会，有望在此后估值合理时期实现并购整合。
- **经营改善，研判效率提升：**酒店龙头提质增效。1) 锦江建设“一个平台、三个中心”整合会员、采购，提升产品设计、人才培养等方面的能力；2) 华住赋能桔子，加速开店、会员导流，18H1 桔子 RevPAR 同增 8.7%；3) 三大龙头会员人数均超过 1 亿人，同比增速在 15% 以上，积极提升用户活跃度与粘性，华住、如家、锦江维也纳系的自有直销渠道占比均在 80% 以上。
- **相关标的：**华住酒店：盈利能力领先，门店稳步扩张；锦江股份：中端布局领先，享受卡位红利；首旅酒店：扩张与效益并重，中端布局与品牌升级双驱。
- **风险提示：**宏观经济波动、竞争格局变化、扩张速度低于预期等风险。

行业走势



相关研究

1、《酒店行业：华住 Q2 经营数据符合预期，行业景气持续》
2018-07-18

内容目录

投资逻辑	5
1. 酒店周期：经济顺周期，维持波动向好	6
2. 酒店龙头：轻资产化扩张，同店效益维持，行业整合长期受益	10
2.1. 轻资产化：加盟助力卡位扩张，轻资产提高盈利能力	10
2.2. 产品服务升级：中高端升级，培育品质/多元产品矩阵	11
2.3. 行业集中度提升，同店效益向上	14
3. 经营提效：整合协同赋能，会员直销提升粘性	16
4. 迎来事件催化，享受“进博会”溢出效应	17
4.1. 回顾历史：事件对酒店行业具有催化带动效应	17
4.1.1. 广交会：61 年发展，铸就中国外贸晴雨表，带动餐饮、住宿	17
4.1.2. 上海世博会打开会展城市效应，显著利好酒店收入	18
4.2. 中国国际进口博览会：规格高，范围广，有望形成新商旅季	18
4.2.1. 多边外交+商业，双任务铸就国际合作平台	18
4.2.2. 酒店市场强刺激，“7+1”住宿圈层+周边储备以保障供给	20
4.2.3. 第二届展会报名已展开，有望成为商旅新旺季	21
5. 相关标的	22
5.1. 华住酒店：盈利能力领先，门店稳步扩张	22
5.2. 锦江股份：中端布局领先，享受卡位红利	23
5.3. 首旅酒店：扩张与效益并重，中端布局与品牌升级双驱	24
6. 风险提示	27

图表目录

图 1: 酒店行业投资逻辑	5
图 2: 酒店行业周期判断 (长期)	6
图 3: 酒店行业周期判断 (近期)	7
图 4: 航空需求增速与 RevPAR 增速趋近	8
图 5: 国内旅游增速与 GDP 增速	8
图 6: 住宿业固定资产投资完成额增速 (累计同比)	8
图 7: 北京酒店行业状态	9
图 8: 上海酒店行业状态	9
图 9: 重庆酒店行业状态	9
图 10: 各集团已开业酒店中加盟占比	10
图 11: 18H1 各集团净开店结构 (家)	10
图 12: 三大酒店集团单季净开业酒店数 (家)	10
图 13: 三大酒店集团已开业酒店数 (家)	10
图 14: 国内部分加盟酒店收入占比	11
图 15: 扣非净利润率	11
图 16: 2013-2017 年中端连锁酒店规模增长	11
图 17: 18H1 三大集团净开业酒店结构 (家)	12
图 18: 净开店中高端占比	12
图 19: 集团内中高端房间数占比	12
图 20: 集团内部中高端酒店收入占比	12
图 21: 首旅、锦江新开发多元品牌	13
图 22: 华住收购花间堂	13
图 23: 三大酒店集团在连锁酒店中市占率 (按房间数)	14
图 24: 三大酒店集团整体市占率 (按房间数)	14
图 25: 如家、华住、锦江同店 RevPAR 增速	15
图 26: 如家、华住、锦江同店 ADR 增速	15
图 27: 如家、华住、锦江同店 OCC 增减 (pct)	15
图 28: 如家、华住、锦江经济型同店 RevPAR 增速	15
图 29: 如家、华住、锦江中高端同店 RevPAR 增速	15
图 30: 一个中心、三大平台	16
图 31: 华住收购桔子水晶后显著赋能	16
图 32: 三大酒店集团会员人数 (亿) 及增速	17
图 33: 18H1 直销渠道销售占比	17
图 34: 广州住宿餐饮业零售额及环比增长	18
图 35: 上海市星级酒店客房收入 (亿元)	18
图 36: 企业商品展展区介绍	19
图 37: 进口博览会官网接受 2019 年参展报名	22
图 38: 华住同店 RevPAR 增速	22
图 39: 各集团归母扣非净利率	22
图 40: 华住中端品牌扩张 (家)	23
图 41: 华住中高端同店三大指标同比增速	23
图 42: 锦江股份发展历史	23

图 43: 锦江股份开业酒店数 (家)	24
图 44: 锦江股份净开业酒店数 (家)	24
图 45: 首旅酒店发展历史	25
图 46: 中高端品牌新开店数同比大幅增长	25
图 47: 首旅如家中高端酒店净开店数	25
图 48: 首旅如家集团 RevPAR 增速	26
表 1: 17&18 开店及关店情况	13
表 2: 首旅、华住 17、18 年上半年关店原因及结构	14
表 3: 广交会举办时间	17
表 4: 中国国际进口博览会举办规格	19
表 5: 广交会与进口博览会对比	19
表 6: 中国国际进口博览会配套活动	20
表 7: 开展前企业商品展时间安排	20
表 8: “7+1”住宿保障圈层	21
表 9: 酒店供给计划	21
表 10: 同行业 EV/EBITDA 对比	26
表 11: 同行业 PE 对比	26

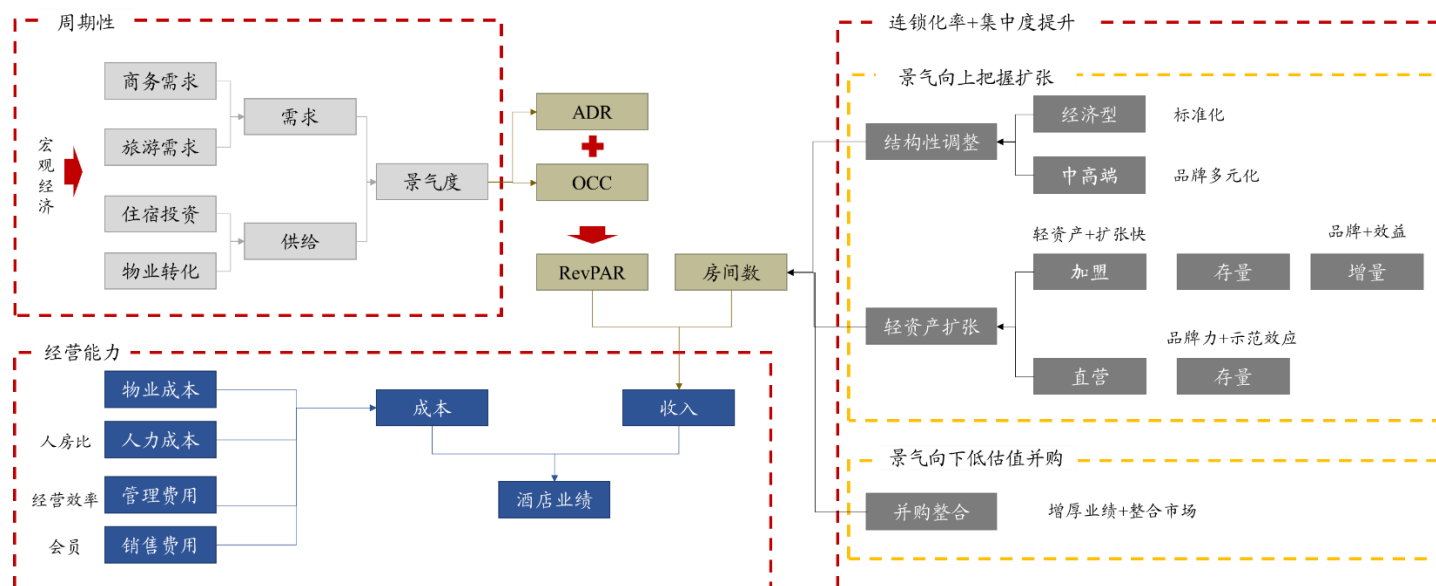
投资逻辑

酒店行业具有周期性、季节性和事件性，在不考虑事件性和季节性的情况下，经济波动影响供需，叠加供给具有滞后性，行业呈现显著的周期性。

周期性基础上需要叠加连锁化率和集中度提升的影响，龙头有望通过两条主线贯穿周期，实现穿越波动的成长：1) 景气度向上的阶段把握扩张卡位机遇，表现在此轮周期中主要为加盟的轻资产化和中高端转型，我们认为期间的核心节点为品牌影响力的形成以及产品服务的设计和把握。2) 景气度向下的阶段把握低估值并购的机遇，部分对冲业绩增速波动，扩大业务布局。

更微观的竞争则落实到企业自身的经营能力，表现在人力效益的提升、会员渠道的建设等方面。

图 1：酒店行业投资逻辑



数据来源：东吴证券研究所整理

在上述框架下，本文着力研判三大问题：

- 1) 行业处于周期的哪一阶段？酒店行业现阶段仍维持向好，从量价齐升向量稳价增转变，关注经济走势对酒店周期的影响。
- 2) 龙头是否具备穿越周期的能力？酒店龙头借助景气周期，采用轻资产模式加速扩张，占据中高端高地，培育多元品牌，在维持同店效益的基础上，提升市场集中度；同时积极寻找并购机会，有望在此后进行估值合理的并购整合。
- 3) 经营改善是否具备有效性？酒店龙头提升管理效率、优化会员体系、整合采购系统，致力于提升盈利能力。

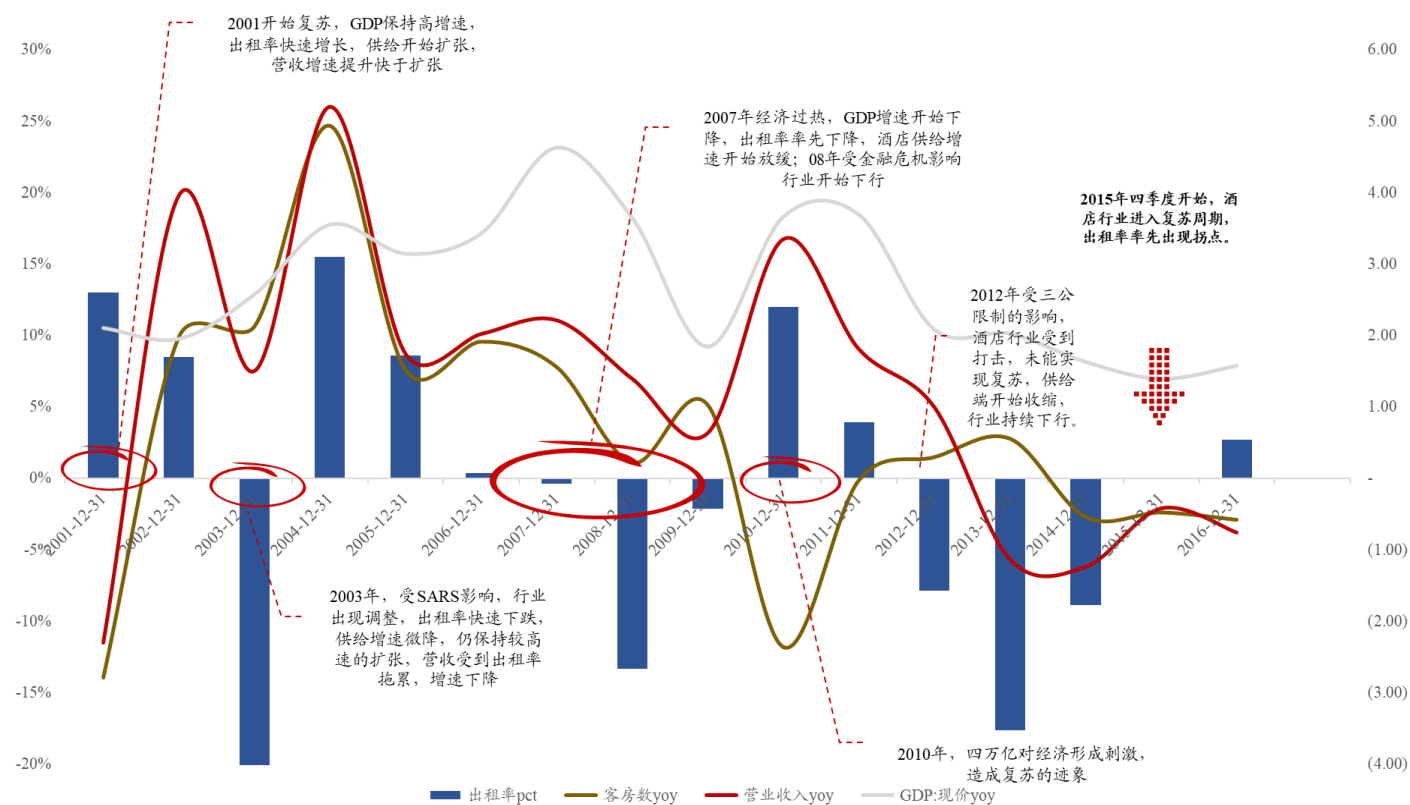
在事件性的影响下，本文分析进出口博览会对酒店行业的催化。

1. 酒店周期：经济顺周期，维持波动向好

酒店行业具有显著的顺周期性：出租率对经济和事件具有最大的敏感性，带动 RevPAR 驱动营业收入，提价和供给逐步反应，进而出现供需反转。

上一轮周期于 2001 年启动，出租率高速扩张的驱动 RevPAR 提升，进而带动营业收入的增长，酒店供给增速抬升；2003 年 SARS 影响下出租率受挫，上行周期出现波动但趋势未改；2007 至 2008 年经济过热、金融危机出现，出租率拐头，周期再次出现波动，供给增长显著收缩，09 年营收增速显著放缓；在 2010 年“四万亿”的刺激下，出租率随经济再次反弹，但房间数量受滞后性影响，显著减少，RevPAR 驱动营收增长；2011 年开始供给平稳收缩，出租率和效益逐步下行，叠加 12-13 年“三公”消费限制的影响，行业进入收缩期。

图 2：酒店行业周期判断（长期）



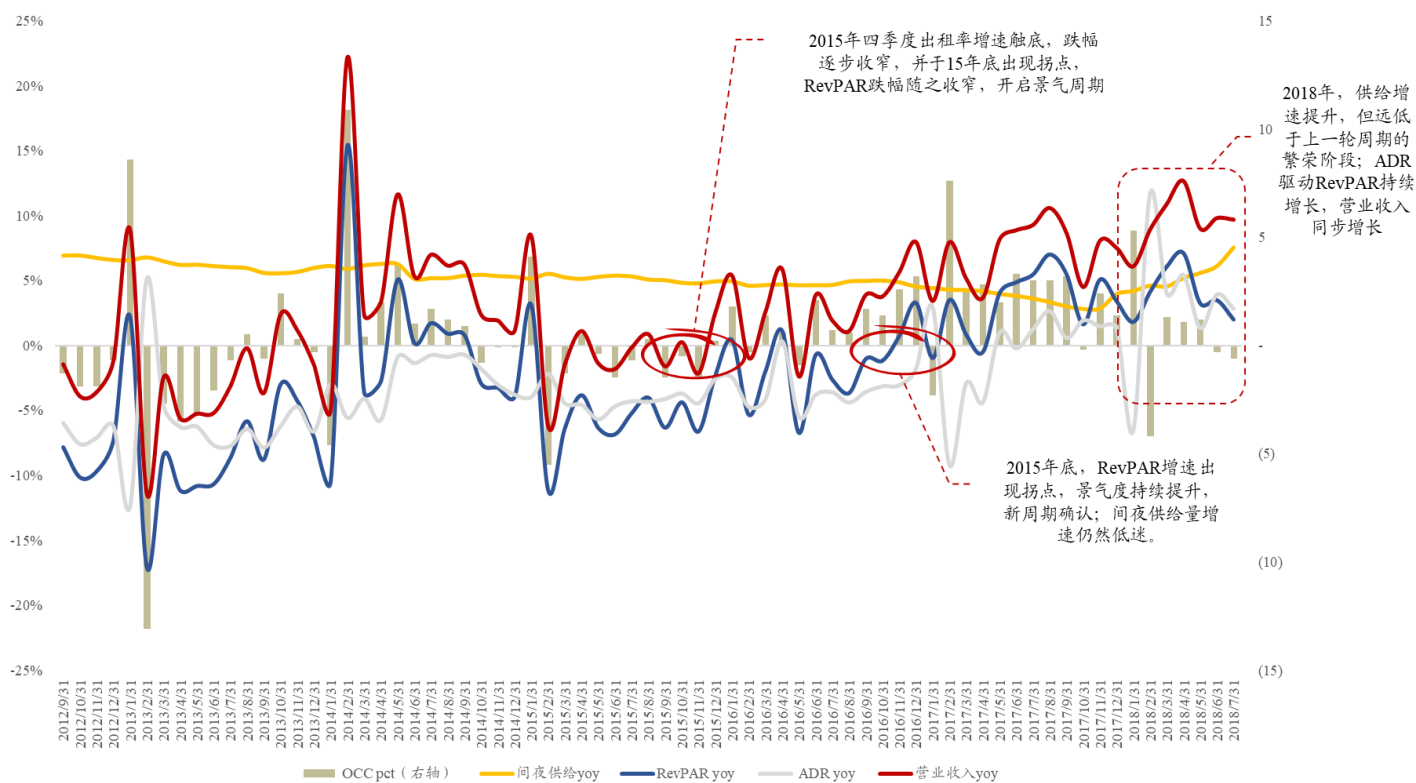
数据来源：wind，东吴证券研究所

本轮复苏初始于 2015 年四季度，出租率跌幅逐步收窄，并于 15 年底出现拐点，RevPAR 跌幅随之收窄，开启景气周期；2015 年底，RevPAR 增速出现拐点，景气度持续提升，新周期确认；间夜供给量增速仍然低迷。至 2018 年，滞后的酒店供给增速出现提升，18 年 7 月同增 7.53%，但增速远低于上一轮周期的繁荣阶段；ADR 驱动 RevPAR 持续增长，营业收入同步增长。18 年下半年出租率下降并非纯负面因素导致：

一方面，17 年出租率显著提升，龙头均达到 80% 以上的水平，高基数的基础上有所回落属正常；并且我国酒店行业发展进入较为成熟的升级阶段，成熟市场追求经济效益大于市场份额，提升房价、出租率维持在合适水平；此轮周期的显著特征是中高端崛起以及经济型升级，中高端酒店更偏向于追求效益而提价降低出租率。

另一方面，经济增速放缓影响此轮景气周期，景气度对后期政策刺激和经济提振会反映出较显著的弹性；叠加酒店供给增速从 18 年开始略有上升。

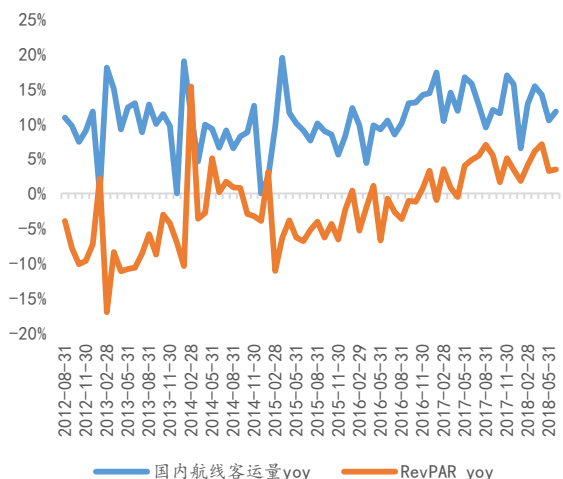
图 3：酒店行业周期判断（近期）



数据来源：STR, Bloomberg, 东吴证券研究所

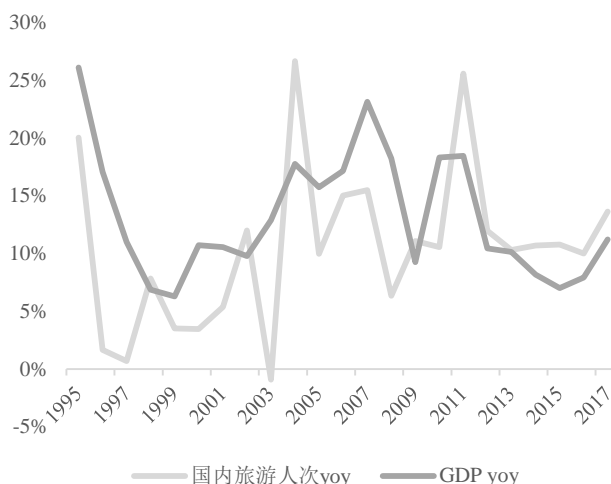
上游需求端主要由商旅+旅行驱动，结构平衡下需求具有抗经济风险的能力。目前需求结构中约 60% 为商旅客户，40% 为休闲旅游客户旅游和商旅需求均受经济波动影响，但有望在结构均衡下平缓波动。目前来看，两大需求均尚未显示出较大波动：1) 商旅客户有顺周期性，经济上行时商旅需求旺盛，由于商旅客占比的提升，航空需求的增速与 RevPAR 的增速拟合性加强；就目前来看航空需求增速尚未出现放缓，基本维持稳定提升水平；2) 旅游出行需求由观光向休闲转换，休闲旅游驱动的住宿需求长期处于稳步增长态势，我国国内旅游人次增速在 2011 年之后持续高于 GDP 增速。

图 4：航空需求增速与 RevPAR 增速趋近



数据来源：wind，东吴证券研究所

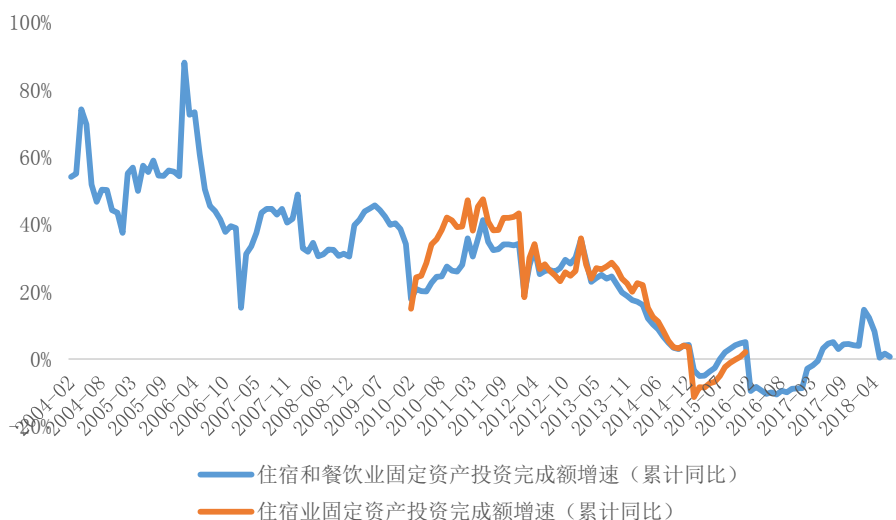
图 5：国内旅游增速与 GDP 增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

此轮周期中酒店供给增速的提升晚于且低于上一轮周期，主要由于新物业带来的增量较少。以 15 年四季度为起点，此轮景气周期的固定投资完成额增速于 17 年 4 月开始恢复正增长，驱动供给增长，前期供给增长较慢主要由于物业的转化较少：1) 酒店物业审查要求严格，非酒店物业较难转化为酒店物业；2) 写字楼等物业形态的竞争导致转化为酒店物业的经济性有待考量。就固定资产投资完成额的增长看，18 年 6 月的增速也仅 1.7%，未有爆发性的增长，预计未来供给端的增速不会出现过度提升。

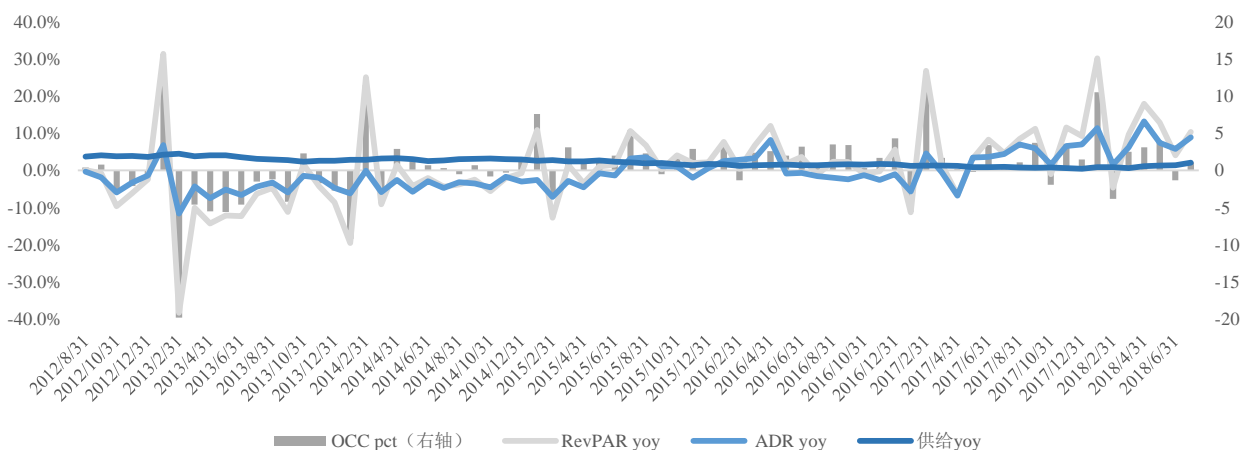
图 6：住宿业固定资产投资完成额增速（累计同比）



数据来源：wind，东吴证券研究所

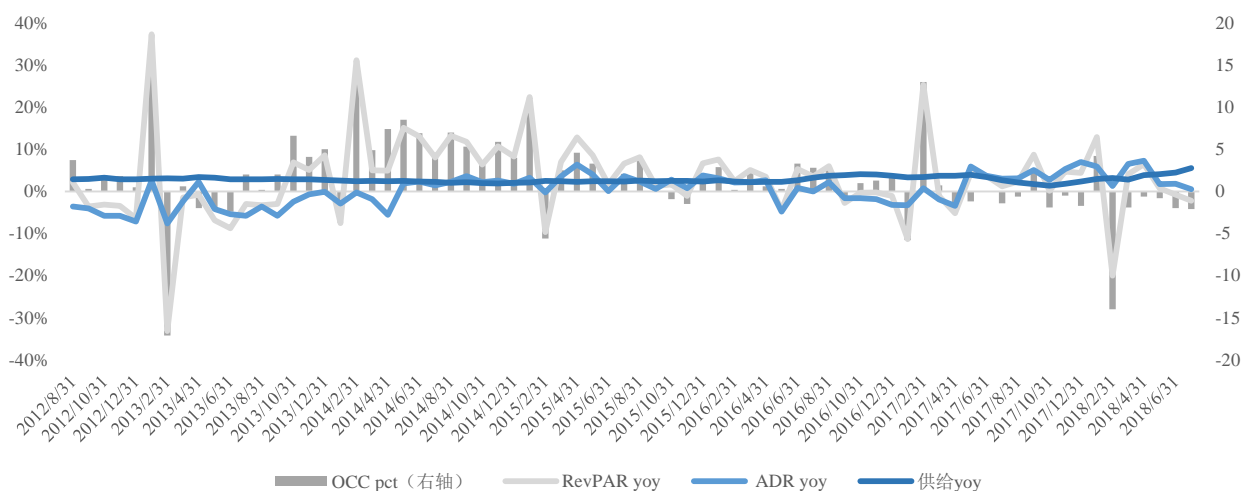
酒店行业区域性显著，各地酒店业景气度差别主要与供给增速有关。北京供给增速抬升不明显，18 年 7 月同增 2%，格局较为稳定，上海和二线城市重庆的供给增速则相对较高。重庆为代表的二线城市在此轮复苏周期中 RevPAR 增速显著，并且目前出租率尚未出现下降，体现了此轮扩张中二线城市具有坚实的需求基础。

图 7：北京酒店行业状态



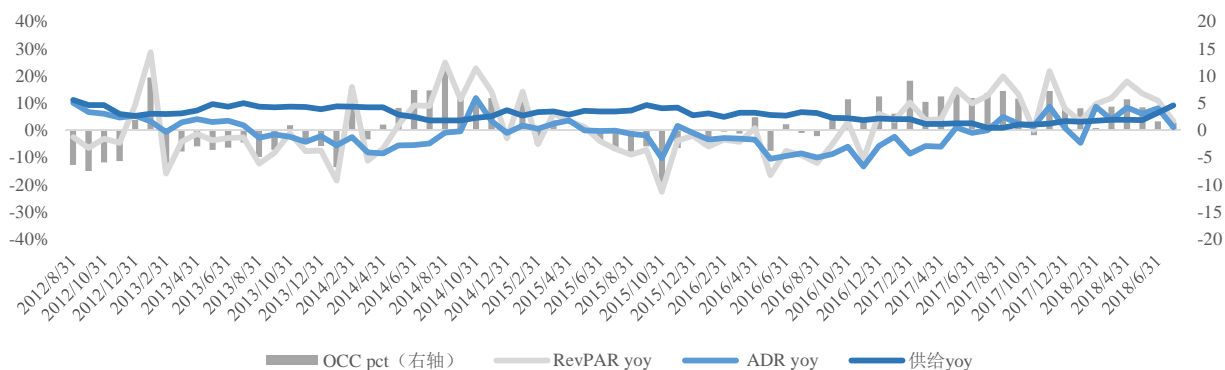
数据来源：STR, Bloomberg, 东吴证券研究所

图 8：上海酒店行业状态



数据来源：STR, Bloomberg, 东吴证券研究所

图 9：重庆酒店行业状态



数据来源：STR, Bloomberg, 东吴证券研究所

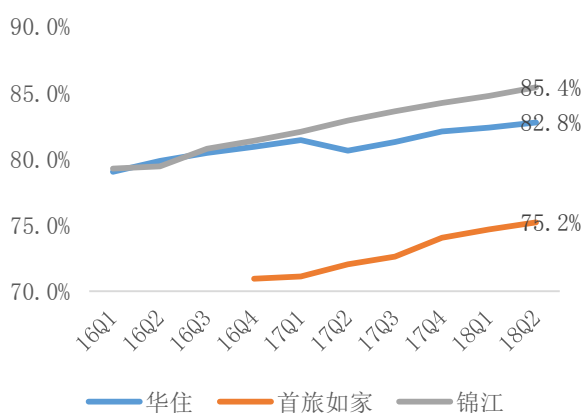
2. 酒店龙头：轻资产化扩张，同店效益维持，行业整合长期受益

2.1. 轻资产化：加盟助力卡位扩张，轻资产提高盈利能力

此轮景气周期中，酒店龙头普遍采取加盟方式进行扩张，加盟的主要优势在于：1) 快速扩张，实现核心区位的卡位优势；2) 轻资产化，对冲部分经营风险，提升盈利能力。但在景气周期中，加盟模式也损失了部分 RevPAR 的边际弹性。

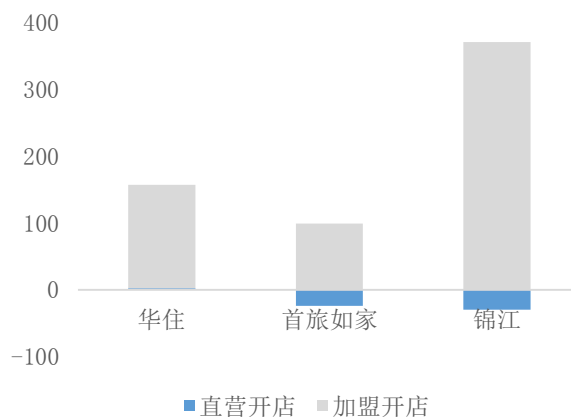
加盟模式彰显品牌力，轻资产化趋势明显。酒店龙头利用自身品牌影响力和直营店的示范效应，吸引加盟商开店，净开业酒店中加盟为主力，18 年上半年首旅和锦江分别减少直营店 24 和 30 家，净开业门店均为加盟店。截至 2018 年 6 月底，三大酒店集团已开业酒店中加盟店占比均超过 75%，且有继续提升趋势。

图 10：各集团已开业酒店中加盟占比



数据来源：锦江/华住/首旅公告，东吴证券研究所

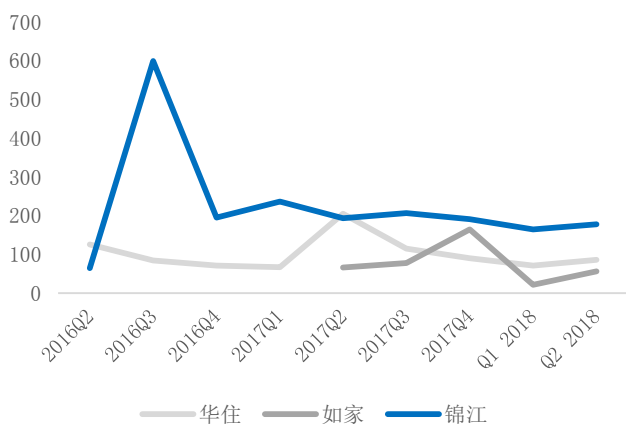
图 11：18H1 各集团净开店结构（家）



数据来源：锦江/华住/首旅公告，东吴证券研究所

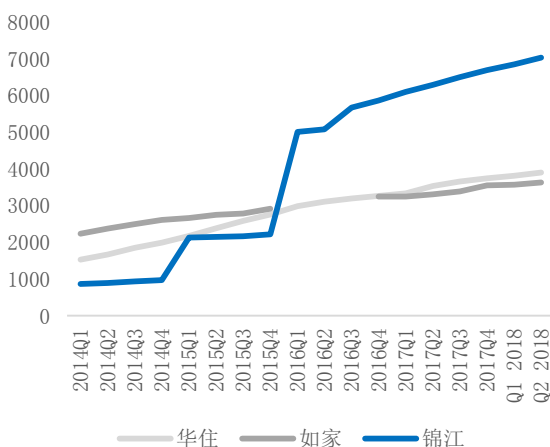
加盟助力酒店龙头高速扩张，锦江扩张速度领先，具有卡位红利。三大集团通过外延+内生双驱动，实现单季净开业酒店高增长，锦江、华住、首旅在 18H1 分别净开酒店 341、157、76 家，扩店速度稳中有升。

图 12：三大酒店集团单季净开业酒店数（家）



数据来源：锦江/华住/首旅公告，东吴证券研究所

图 13：三大酒店集团已开业酒店数（家）



数据来源：锦江/华住/首旅公告，东吴证券研究所

加盟模式成本费用轻，驱动利润率增长。酒店集团对加盟店收入分为首次加盟费和

持续加盟费，首旅、华住和锦江（国内）的加盟收入占比分别逐步提升至 24.4%、17.1% 和 16.5%。随着加盟收入占比提升，首旅和锦江 18 年上半年扣非净利率分别同比提升 1.9pct 和 1.4pct，华住经调净利率提升 2.3pct。

图 14：国内部分加盟酒店收入占比

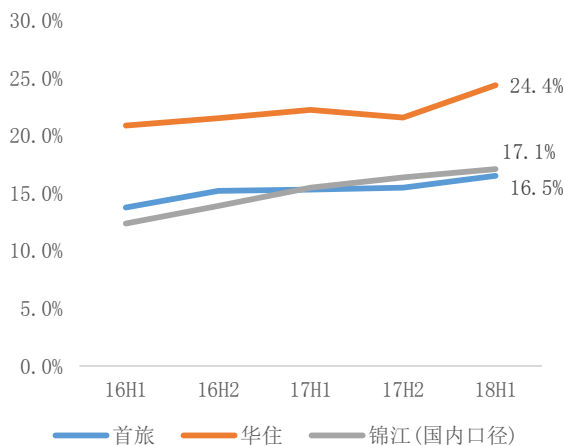
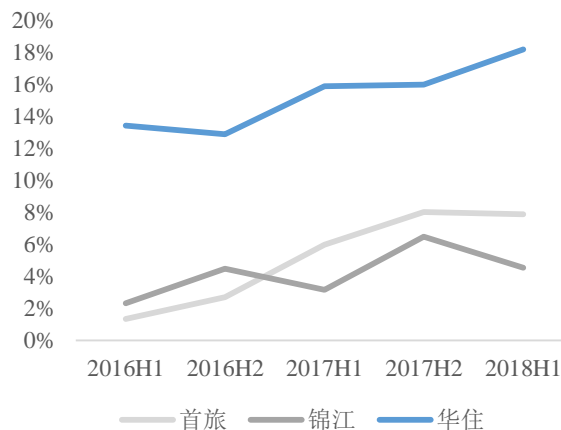


图 15：扣非净利率率



数据来源：锦江/华住/首旅公告，东吴证券研究所

注：锦江 16H2 数据为根据 17 年公告调整数

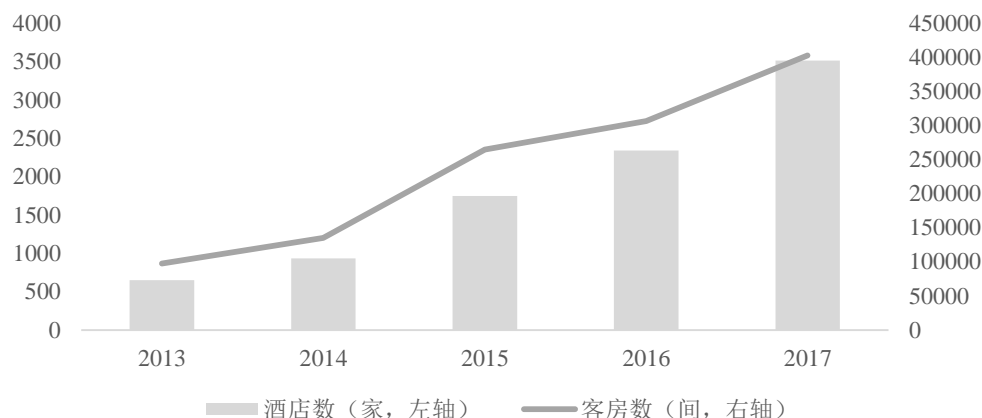
数据来源：锦江/华住/首旅公告，东吴证券研究所

注：华住采用经调净利润

2.2. 产品服务升级：中高端升级，培育品质/多元产品矩阵

此轮景气周期拥有产品升级、结构调整的必然使命，考虑到上一轮景气周期供给增速的顶峰位于 2007 年左右，并且酒店物业租约通常为十年，叠加经济水平和生活水平的提升以及商旅需求的旺盛，产品升级具有必然性。酒店龙头有望凭借设计能力、资本实力、客户积累等方面的优势，在此轮景气向上区间内实现中高端品牌的培育，占据未来至少十年内的产品升级红利。

图 16：2013-2017 年中端连锁酒店规模增长

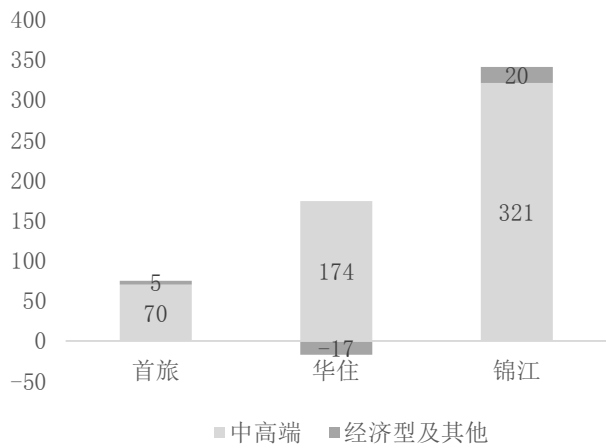


数据来源：盈蝶咨询，东吴证券研究所

酒店龙头发力中高端，华住、锦江中端比例较高。华住最早开始涉足并发力中端酒店，其全季品牌目前是中端品牌中的领头羊；锦江后发领先，通过并购中端品牌维也纳、

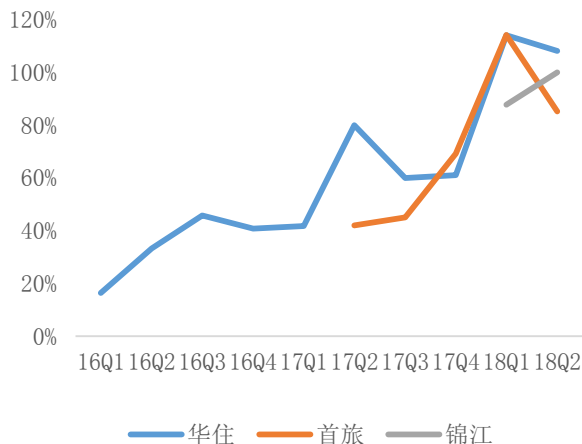
大力发展中端加盟卡位中端。三大酒店集团净开业酒店中中高端占比维持高位，18年上半年均超过85%，锦江、华住中高端房间占比超过34%。中高端酒店服务品质高，溢价高，创收能力强，18Q2华住和首旅中高端酒店收入占比已分别达到49%和30%。

图 17: 18H1 三大集团净开业酒店结构 (家)



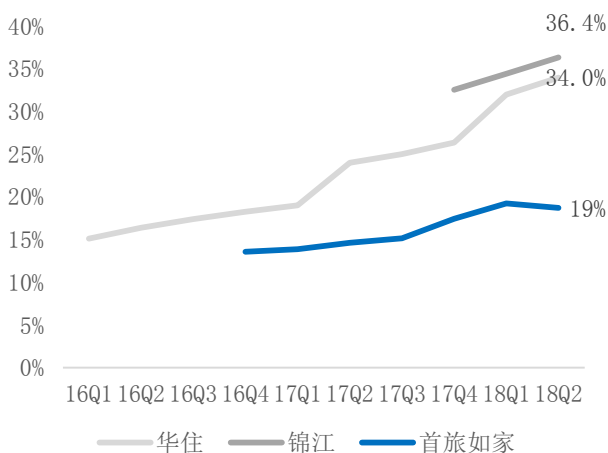
数据来源: 锦江/华住/首旅公告, 东吴证券研究所

图 18: 净开业中高端占比



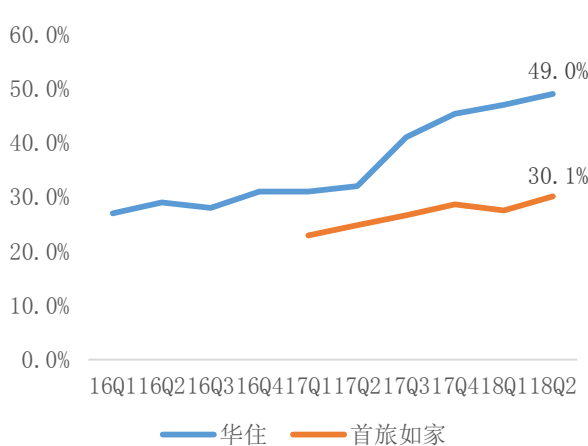
数据来源: 锦江/华住/首旅公告, 东吴证券研究所

图 19: 集团内中高端房间数占比



数据来源: 锦江/华住/首旅公告, 东吴证券研究所

图 20: 集团内部中高端酒店收入占比



数据来源: 锦江/华住/首旅公告, 东吴证券研究所

“内生+外延”多元化中端品牌矩阵，满足住宿个性化需求。

- **锦江:** 锦江系自身打造锦江都城品牌; 铂涛系中端酒店麗枫和喆啡分别以薰衣草和咖啡主题形成品牌特色; 维也纳系打造豪华风格, 匹配低线城市需求, 具有强大的下沉能力; 卢浮品牌康铂也已引入国内, 力图打造成智能酒店品牌。
- **首旅:** 中高端打造和颐至尚/和颐至尊/如家商旅/如家精选品牌, 18年上半年中高端品牌新开店数同比增长86%, 已签约和正在签约的酒店中53.4%为中端酒店; 同时开发符合三四线城市中端市场的柏丽艾尚(18年6月开业第一家)、

面向年轻人、注重社交的 YUNIK (18Q1 第一家开业), 以及度假旅游客群的太湖如家小镇, 一系列新品仍在尝试初期。

- **华住:** 以 4.63 亿元收购花间堂 71.2% 股份, 预计收购于 8 月底完成, 此后华住将持股 82.5%。花间堂于 2009 年在丽江初创, 开创国内精品度假酒店先河, 注重人文体验, 有客栈、度假村两大产品, 已开业项目 21 个 (575 间房)。收购后华住巩固行业领导地位, 在中高端领域以非标、旅游属性与华住原商旅属性互补。

图 21: 首旅、锦江新开发多元品牌



数据来源: 锦江/首旅官网, 东吴证券研究所整理

图 22: 华住收购花间堂



数据来源: 花间堂官网, 东吴证券研究所

经济型品质升级, 改造焕发新光彩, 关店调整提升效益。

- **华住:** 目标到 2019 年, 全国 2300 多家汉庭酒店中的 90% 要完成不同程度的改造升级, 其中升级顶配版“汉庭优佳”的门店能够实现提价 30% 以上; 对不符合要求的店面及时关停, 保证经营效益。
- **锦江:** 锦江之星 18 年计划升级改造 60 家白玉兰, 30-40 家七天优品改造; 19 年有望改造 100 家白玉兰。根据调研, 产品升级可带动房价增长约 10-20%, 通过品牌升级 (投入较产品升级高) 最高可实现房价增长约 50%。
- **首旅如家:** “微、小、中、大”改相结合, 18 年上半年关闭门店中有 25 家为升级改造。截至 18 年 6 月底, 已有 102 家 (11450 间房) 经济型酒店升级如家 3.0 NEO, 公司预计改造后 RevPAR 能够实现 10-15% 的提升, 11 月之后计划推动第二批改造 (超过 50 家), 预计到 2020 年一季度, 能够完成 200-300 家门店的升级改造。

表 1: 17&18 开店及关店情况

	17H1		18H1	
	新开店	关店	新开店	关店
锦江	429(净开)		548	-207
华住	361	-89	274	-117

首旅 152 -82 219 -143

数据来源：锦江/华住/首旅公告，东吴证券研究所

表 2：首旅、华住 17、18 年上半年关店原因及结构

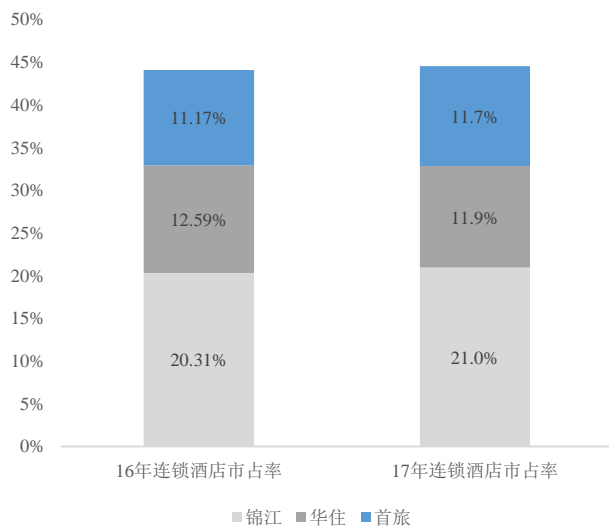
关店原因	首旅酒店				华住			
	2017H1		2018H1		2017H1		2018H1	
	关店数	%	关店数	%	关店数	%	关店数	%
改造升级	10	12%	25	17%	-	-	5	4%
城市改造或物业原因	49	60%	74	52%	31	35%	30	26%
经营不佳或不符合管理标准	20	24%	37	26%	28	31%	53	45%
直营店转特许店	3	4%	7	5%	30	34%	29	25%
小计	82		143		89		117	

数据来源：华住/首旅公告，东吴证券研究所

2.3. 行业集中度提升，同店效益向上

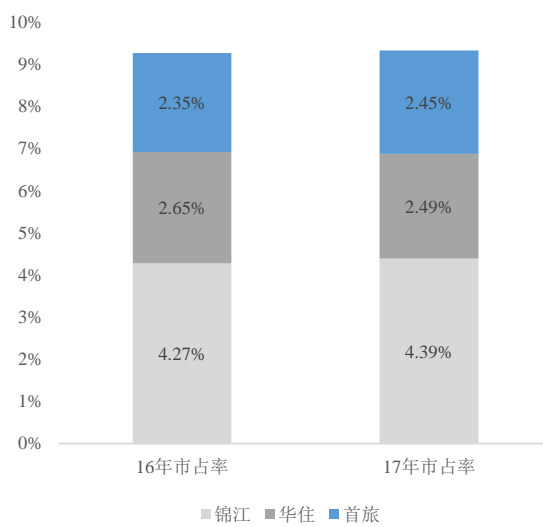
在物业转化较少、新建酒店增长缓慢的情况下，此轮龙头扩张主要依托存量酒店物业的连锁化，有效提升市场集中度。首旅新加盟酒店物业中约 70% 为原酒店物业，17 年底三大酒店集团的房间数在连锁酒店中的市占率 44.5%，同比提升 0.4pct；在酒店类客房中占比 9.33%，同比提升 0.06pct。

图 23：三大酒店集团在连锁酒店中市占率（按房间数）



数据来源：盈蝶咨询，东吴证券研究所

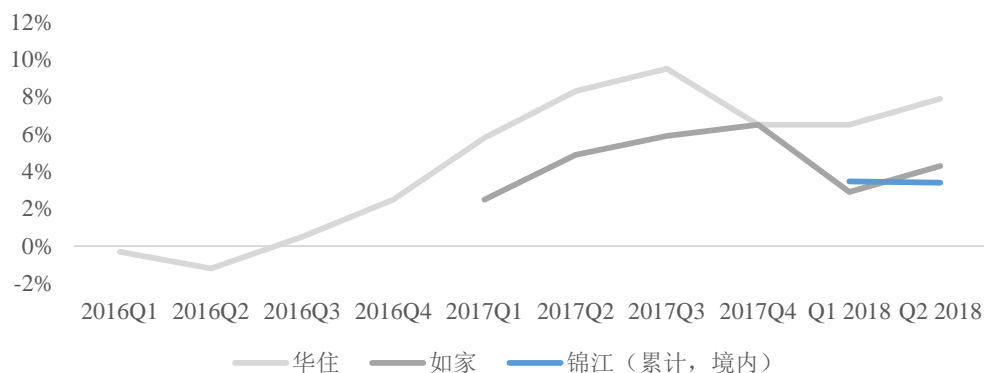
图 24：三大酒店集团整体市占率（按房间数）



数据来源：盈蝶咨询，东吴证券研究所

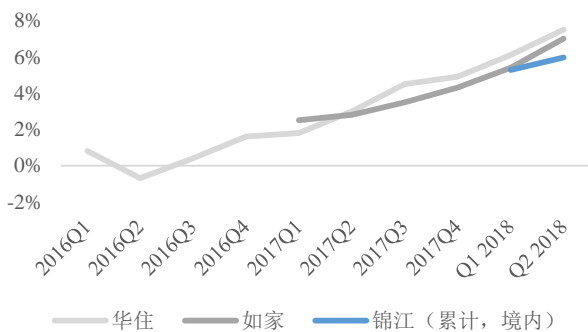
扩张保持经济效益，同店 RevPAR 增速向好。18 年 Q2 华住和首旅均保持同店 RevPAR 增速的提升，主要由于平均房价的大幅提升。分结构看，经济型表现：华住>首旅>锦江，中高端表现：华住>锦江>首旅。

图 25：如家、华住、锦江同店 RevPAR 增速



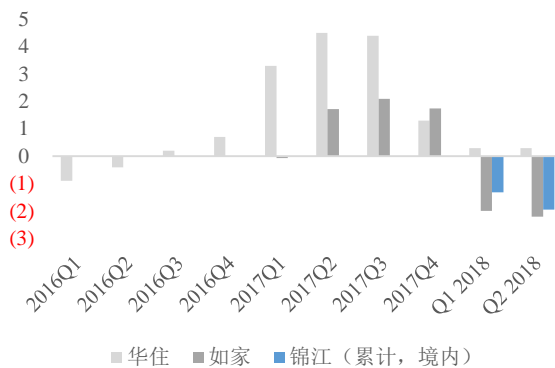
数据来源：锦江/华住/首旅公告，东吴证券研究所

图 26：如家、华住、锦江同店 ADR 增速



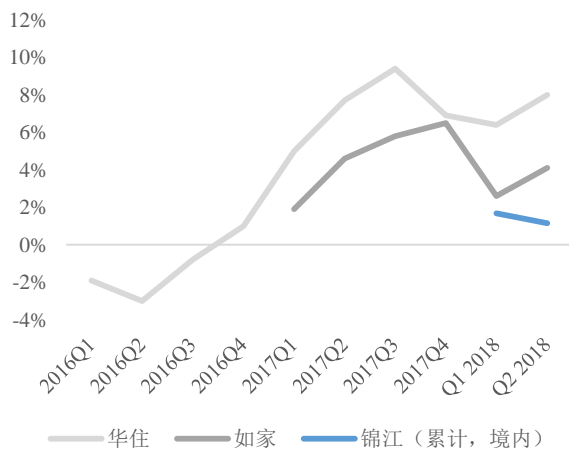
数据来源：锦江/华住/首旅公告，东吴证券研究所

图 27：如家、华住、锦江同店 OCC 增减 (pct)



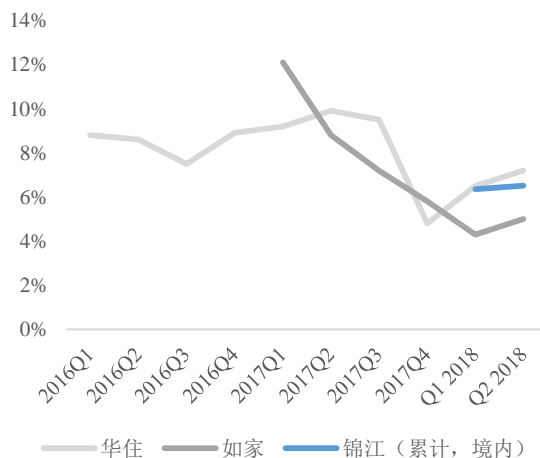
数据来源：锦江/华住/首旅公告，东吴证券研究所

图 28：如家、华住、锦江经济型同店 RevPAR 增速



数据来源：锦江/华住/首旅公告，东吴证券研究所

图 29：如家、华住、锦江中高端同店 RevPAR 增速

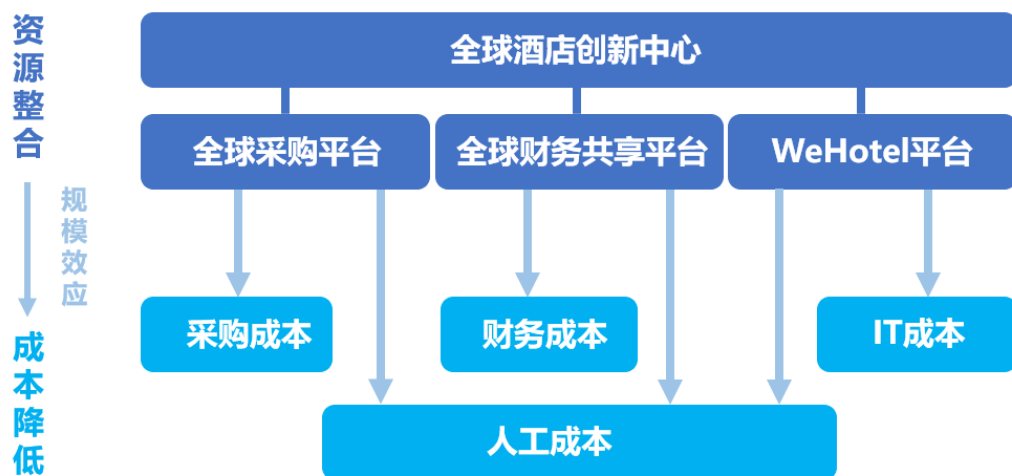


数据来源：锦江/华住/首旅公告，东吴证券研究所

3. 经营提效：整合协同赋能，会员直销提升粘性

内部整合：锦江并购铂涛、卢浮、维也纳后，逐步设立全球酒店创新中心、WeHotel平台、全球财务共享平台和全球采购平台，致力于降低财务、IT、采购和人工等各项成本。2017年10月，全球采购平台正式成立，采用“业主+供应商+加盟商+平台”商业模式，构建酒店供应链上下游互惠互利、利益共通的生态圈，降低采购成本。

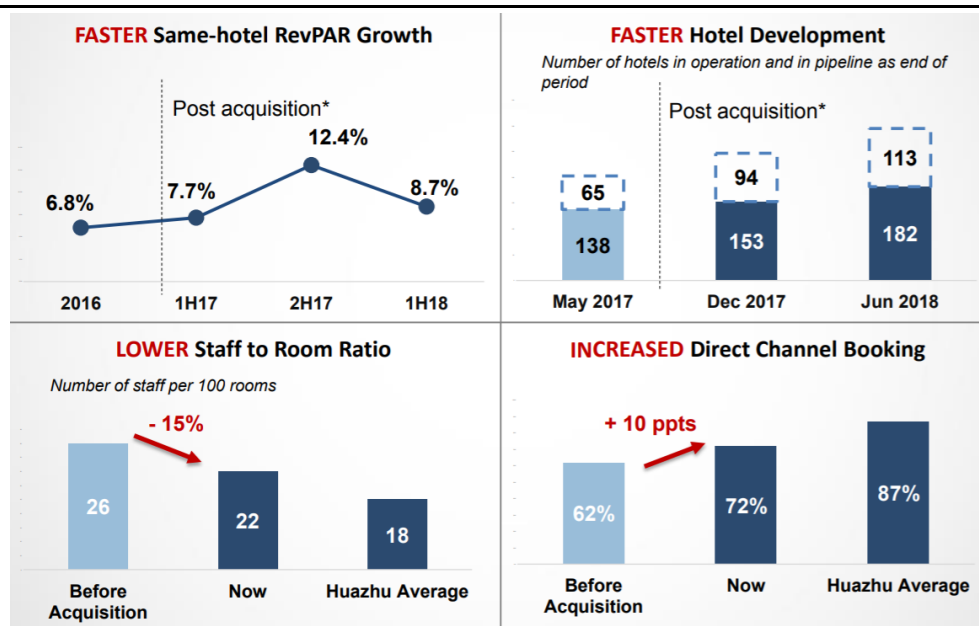
图 30：一个中心、三大平台



资料来源：锦江公告，东吴证券研究所整理

协同赋能：连锁酒店集团有系统化的后台及运营支持，品牌效应、渠道支持下赋能显著。华住整合桔子水晶（17年5月并表）会后效益提升显著，18H1 桔子 RevPAR 同增 8.7%，开店加速（已开业/筹建门店较收购时分别增加 44/48 家），人房比降至 0.22（华住整体 0.18），直订渠道占比同增 10pct 至 72%（华住整体 87%），且仍有改善空间。

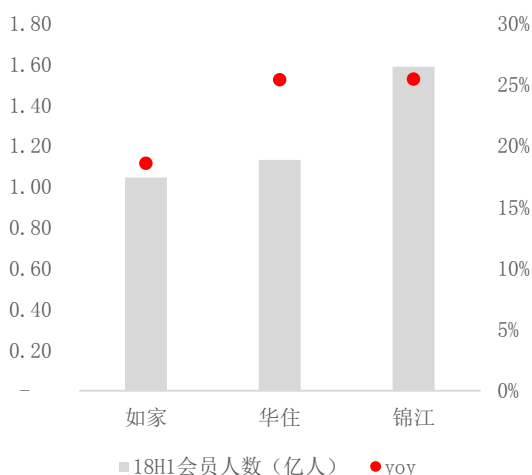
图 31：华住收购桔子水晶后显著赋能



数据来源：华住公告，东吴证券研究所

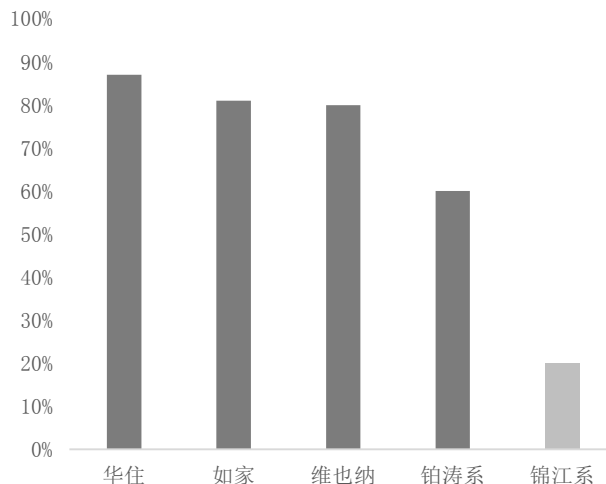
打造自有会员体系，降低OTA渠道依赖。截止18年6月，三大酒店集团会员人数均超过1亿人，同比增速在15%以上，仍保持积极扩容态势。直销比例趋高，对OTA依赖程度降低，提升会员粘性的同时降低渠道费用，目前华住、如家、锦江维也纳系的自有直销渠道占比均在80%以上，铂涛和锦江系会员整合有望驱动直销比例进一步提升。

图 32：三大酒店集团会员人数（亿）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 33：18H1 直销渠道销售占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：锦江为估算调研数

4. 迎来事件催化，享受“进博会”溢出效应

4.1. 回顾历史：事件对酒店行业具有催化带动效应

4.1.1. 广交会：61年发展，铸就中国外贸晴雨表，带动餐饮、住宿

广交会历史久、层次高、规模大。广交会（中国进出口商品交易会）创办于1957年，是我国历史最长、层次最高、规模最大的综合性国际贸易盛会。2007年第101届开始，广交会由中国出口商品交易会更名为中国进出口商品交易会，由单一出口平台变为进出口双向交易平台。第123届（18年）广交会展览总面积118.5万平方米，总展位60,475个，共有25,171家境内外企业参展，出口成交300.8亿美元。

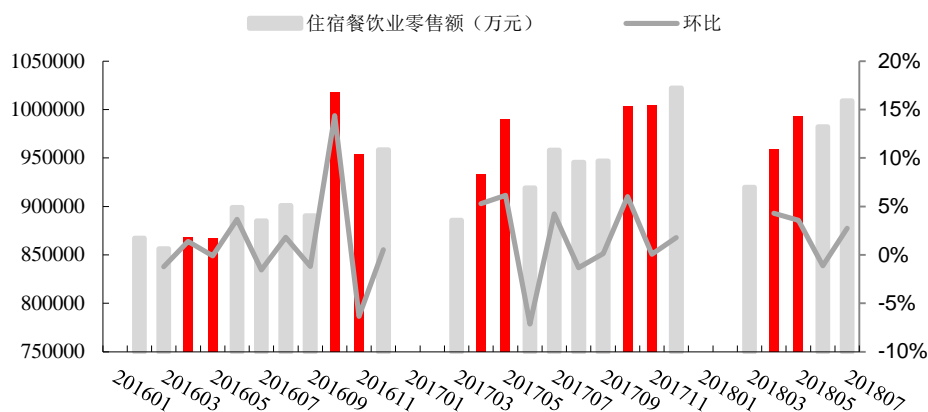
广交会助力广州住宿餐饮环比高增长。广交会一般于4、5月和10、11月举办，其中4月和10月时间较长，住宿餐饮业零售额环比增速达到短期内高峰。17年10月（秋季广交会）住宿餐饮业零售额达100.35亿元，环比增长6%；18年4月（春季广交会）住宿餐饮业零售额达95.91亿元，环比增速4.30%。

表 3：广交会举办时间

频次	每年两季，每季三期，每期五天	
举办时间	春季	4月15日-5月5日
	秋季	10月15日-11月4日

数据来源：广交会网站，东吴证券研究所

图 34：广州住宿餐饮业零售额及环比增长

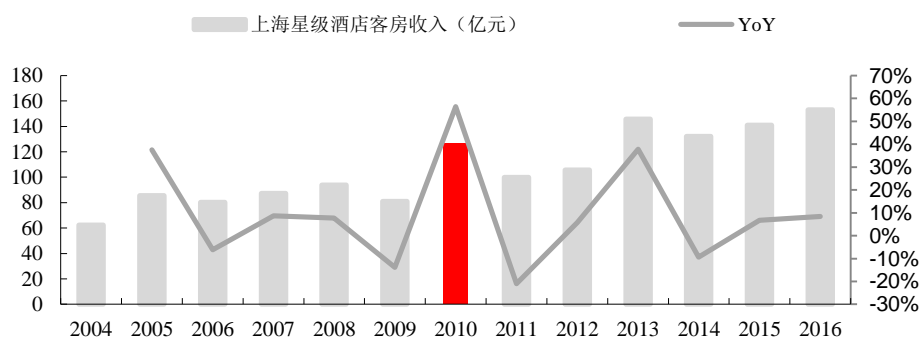


数据来源：广州统计信息网，东吴证券研究所

4.1.2. 上海世博会打开会展城市效应，显著利好酒店收入

上海世博会创多项记录，上海星级酒店年收入环比增长 56%。2010 年第 41 届世界博览会在上海举办，开展时间为 5 月 1 日-10 月 31 日（共 183 天），240 个国家地区组织参展，会场面积达 528 万平方米，参观人数达 7308.44 万人，单日最大客流量达 103.28 万人，创多项世博会记录。世博会带动下，2010 年上海星级酒店客房收入 126.5 亿元（+56.37%），创十年来最高增速。

图 35：上海市星级酒店客房收入（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

4.2. 中国国际进口博览会：规格高，范围广，有望形成新商旅季

4.2.1. 多边外交+商业，双任务铸就国际合作平台

中国国际进口博览会，全球化问题的中国方案。2017 年 5 月，习近平主席在“一带一路”国际合作高峰论坛上宣布，中国将从 2018 年起举办中国国际进口博览会，定位为政府重点打造的国际化合作平台。进口博览会由企业商业展、国家贸易投资综合展、虹桥国际经贸论坛组成：

- 企业商品展：按照商品服务种类进行划分；
- 国家贸易投资综合展：主要展示贸易投资领域有关情况，面积约 3 万平方米，只展览不成交；
- 虹桥国际经贸论坛：由有关国家政要、商界领袖、知名学者等将探讨实现经济全球化、贸易投资自由化的新路径。

表 4：中国国际进口博览会举办规格

相关单位、场地	
举办地点	国家会展中心（上海）
主办单位	中华人民共和国商务部、上海市人民政府
合作单位	世界贸易组织、联合国贸易和发展会议、联合国工发组织等国际组织
承办单位	中国国际进口博览局、国家会展中心（上海）有限责任公司

数据来源：中国国际进口博览会官网，东吴证券研究所

表 5：广交会与进口博览会对比

	广交会	上海进口博览会
开办时间	1957 年春季	2018 年
频次	每年春秋两季	每年一次
目的	外贸、进口（07 年后）	进口+多边外交
举办时间	春季 4 月 15-5 月 5 日 秋季 10 月 15 日-11 月 4 日 (每届分为三期，每期 5 天)	11 月 5 日-11 月 10 日（2018 年）
参展商	境内外	只限境外（含港澳台）

数据来源：广交会网站，中国国际进口博览会官网，东吴证券研究所

参展规模大、超预期，筹备进入“加速跑”。截至 9 月份，已经有来自 130 多个国家和地区的 2800 多家企业确认参展，参展的世界 500 强企业 and 行业龙头超 200 家，商展面积 27 万平方米；还有 80 个国家和 3 个国际组织确认参加国家展。进口博览会采购商预计将超 15 万。

图 36：企业商品展展区介绍

80	100+	27 万平方米
确认参加国家展	配套活动	企业商业展面积
130+	2800+	200+
国家（地区）参展	企业签约参展	世界 500 强和行业龙头

数据来源：中国国际进口博览会官网，东吴证券研究所

4.2.2. 酒店市场强刺激，“7+1”住宿圈层+周边储备以保障供给

企业会展筹备时间久，博览会配套活动多，刺激住宿需求。

- **配套活动多，吸引客流。**首届进口博览会将于 2018 年 11 月 5 日-10 日 举办，截至 8 月 24 日，预排进口博览会 配套现场活动已达 287 项，其中包括餐会酒会、发布互动等活动。
- **备展时间长，有望实现溢出效应。**企业商业展需在开展前提前布展，最迟应于 10 月 26 日进场搭建展台，11 月 11 日-12 日为撤展时间，保守估计参展人员在上海停留时间在 15 天以上。

表 6：中国国际进口博览会配套活动

配套活动	内容、形式
餐会酒会活动	工商界开幕晚宴，早餐会、午餐会，商业酒会等
发布互动类活动	参展企业新产品新技术新概念发布会、品牌推广会、时装走秀、专业比赛、产品体验等
论坛活动	政策解读、权威发布等
对接签约活动	供需对接会、采购签约等
国别主题活动	国别商品、服务、文化推介等
线上购物活动	知名电商等渠道配合开展进口博览会同款产品线上同步发售活动

数据来源：中国国际进口博览会官网，东吴证券研究所

表 7：开展前企业商品展时间安排

时间	工作计划
7 月 10 日	参展企业需与主场运输确定展品运输模式
7 月 20 日前	确定展品起运及到港时间
7 月 31 日前	参展企业需完成参展企业信息、展品网上录入
8 月 10 日前	完成特装施工服务商选职
8 月 20 日前	确定展品清单，明确展品后续处置方案
8 月 20 日至 9 月 20 日	缮制通关单证，提交主场运输服务商审核
8 月 25 日前	确定展台设计方案
8 月 30 日至 10 月 15 日	完成展品发运跟踪物流信息
8 月 31 日前	完成参展人员信息网上录入
9 月 15 日	截止申报展台图纸
9 月 25 日前	完成特殊物品及增值配套服务申报
9 月 30 日前	完成搭建材料准备
10 月 5 日至 10 月 20 日	展品到港交接主场运输
10 月 15 日前	完成搭建人员办证
10 月 15 日至 28 日	海关将对展品陆续放行，由主场运输服务商提取货物运送至场馆
10 月 26 日至 10 月 31 日	进场搭建
10 月 28 日至 11 月 2 日	布置展品

数据来源：中华人民共和国驻布里斯班总领馆网站，东吴证券研究所

构建住宿保障圈，保障住宿需求，稳健调控价格。

- **构建“7+1”住宿保障圈层。**上海市旅游局根据距国家会展中心公里数，构建以国家会展中心为核心、辐射上海各区至崇明岛的“7+1”个住宿保障圈层。

表 8：“7+1”住宿保障圈层

圈层	区位
第 1 圈层	国家会展中心 5 公里范围内一定规模以上
第 2 圈层	国家会展中心 5 公里以外青浦、闵行、长宁、松江、嘉定、普陀 6 区区域内一定规模以上
第 3 圈层	黄浦、静安、徐汇 3 区区域内一定规模以上
第 4 圈层	浦东陆家嘴地区区域内一定规模以上
第 5 圈层	陆家嘴地区以外的浦东新区区域内一定规模以上
第 6 圈层	虹口、杨浦 2 区区域内一定规模以上
第 7 圈层	宝山、金山、奉贤 3 区区域内一定规模以上
+1 圈层	崇明区区域内一定规模以上

数据来源：中国国际进口博览会官网，东吴证券研究所

- **三大层次保障客商住宿需求。**上海市旅游局已建立“推荐酒店+重点团组接待酒店+周边省市储备住宿”的住宿供给结构，全方位保障商旅住宿：1711 家进口博览会推荐酒店；对重点团组协调落实 80 余家住宿接待酒店；已与苏州旅游局沟通对接，将吴江、太仓、昆山等区域纳入 49 家酒店补充房源，保障住宿。

表 9：酒店供给计划

酒店层次	说明
1711 家推荐酒店	1711 家规模以上酒店（80 间以上客房及连锁品牌酒店）共 256607 间客房，约 41.1 万张床位。
80 余家住宿接待酒店	面向重点团组（外宾政要团、国内重要嘉宾团、省市采购团、央企采购团、国内外媒体记者团等）
49 家周边省市补充房源	与苏州旅游局沟通对接后，将吴江、太仓、昆山等区域纳入住宿保障，目前包括 49 家酒店、约 8860 间客房

数据来源：中国国际进口博览会官网，东吴证券研究所

- **供不应求，调控下房价健康上涨。**进口博览会期间酒店需求将显著增长，房价预计整体上调，上海市旅游局同物价等部门启动房价监控机制，保障酒店房价涨价保持理性范围。

4.2.3. 第二届展会报名已展开，有望成为商旅新旺季

首届博览会报名超预期，展会常态化带动商旅新旺季。首届进口博览会参展报名已于 6 月 30 日结束，参展需求大大超出预期；从 18 年 7 月 1 日起开始，2019 年进口博览会报名已开启，预计下届展会的参展规模及采购商人数有望进一步提高。

进口博览会融外交与商业活动为一体，其常态化将推动上海成为未来的全球贸易要

素集散地，为上海及周边省市酒店行业形成每年一次的新旺季，酒店业将持续享受进口博览会的溢出效应。

图 37：进口博览会官网接受 2019 年参展报名



数据来源：中国国际进口博览会官网，东吴证券研究所

5. 相关标的

5.1. 华住酒店：盈利能力领先，门店稳步扩张

高管团队经验丰富，民营体制奠定竞争基础。华住酒店集团由季琦先生于 2005 年创建，高管团队具有丰富的从业经验，民营体制下的市场化激励为公司开拓创新和高效运营奠定了基础。

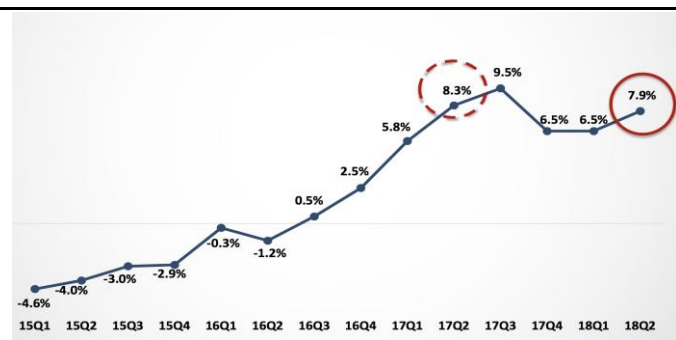
纯品牌连锁酒店基因，信息化程度高，运营效率领先。

华住 2007 年开放加盟，截至 2017 年底共运营覆盖高中低端市场的超过 16 个品牌，已开业酒店数达到 3746 家，开业房间 37.97 万间。国内市占率第二的酒店集团地位稳固。

在优质的门店管理以及以 RevPAR 为核心的店长 KPI 制度助推下，虽受到门店扩张稀释、前期高基数等影响，华住同店（开业 18 个月的老店）RevPAR 增速同样保持高位，18Q2 增速达到 7.9%。

信息系统和经营管理走在行业前列，早在 2010 年就推出了订房网站；截至 18Q2 会员总人数达到了 1.13 亿（yoy+25%），直销比例约 87%，显著降低渠道费用。在成本费用管控下，公司盈利能力领先，17 年经调 EBITDA margin 达到 33%，且保持高增长趋势。

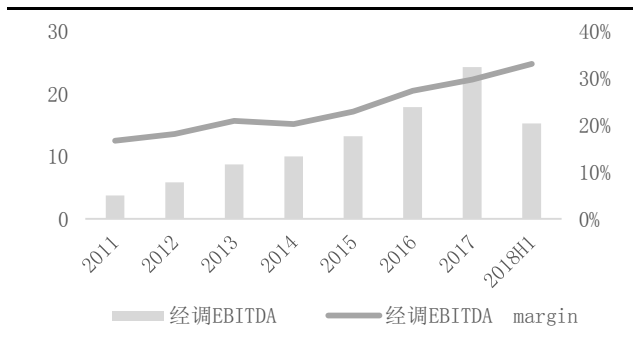
图 38：华住同店 RevPAR 增速



资料来源：华住公告，东吴证券研究所

注：暂未包含桔子水晶系酒店

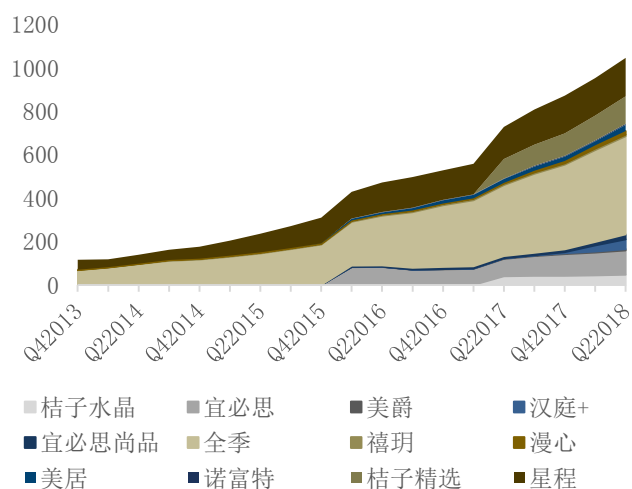
图 39：各集团归母扣非净利率



资料来源：华住公告，东吴证券研究所

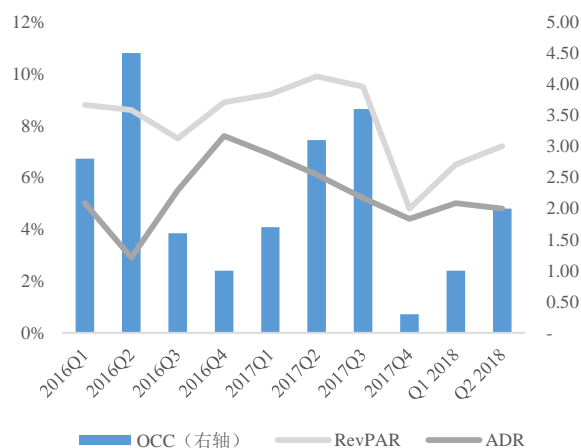
中端酒店布局早，品牌效应和优质客户体验为中端酒店之争奠定高基础。华住在中端酒店具有较强的先发优势，长期以来稳步发展，2006年华住就推出了自有中档酒店品牌“全季”，截至18年6月，全季开业门店已达452家；12年入股星程，加码中端酒店；14年代理雅高旗下多个中档酒店品牌在中国市场的拓展；17年收购桔子水晶、重启度假中端品牌漫心，18年收购花间堂进一步丰富度假主题中高端酒店。公司收购整合标的兼具高品质、多元化，提升品质驱动稳步提价，叠加出租率抬升，驱动中高端RevPAR保持高增长。

图 40：华住中端品牌扩张（家）



资料来源：华住公告，东吴证券研究所

图 41：华住中高端同店三大指标同比增速

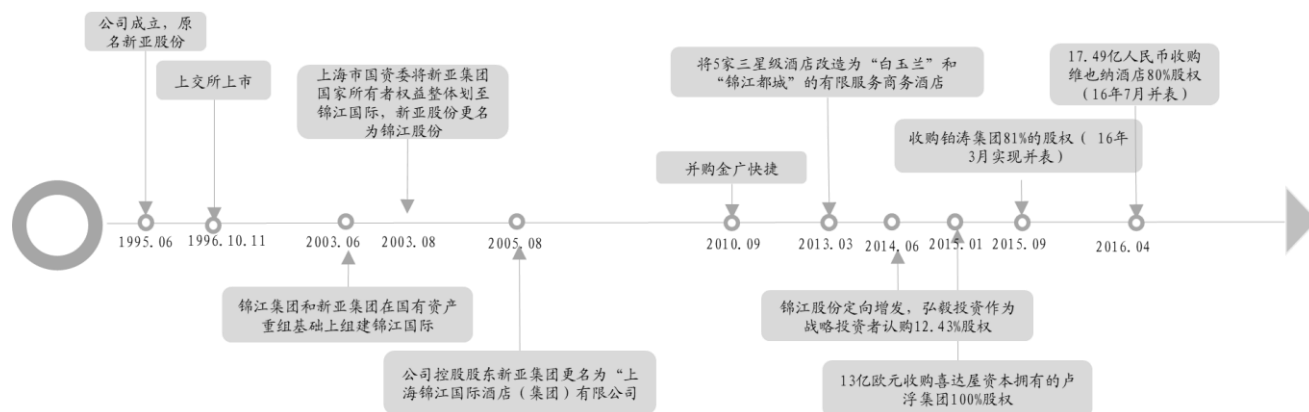


资料来源：华住公告，东吴证券研究所

5.2. 锦江股份：中端布局领先，享受卡位红利

锦江股份作为国企改革先行者，通过并购战略形成品牌矩阵。公司是上海国资委旗下的优质资产，经过多次业务整合，专注酒店管理运营，2015年并购卢浮，开拓海外市场，2016年并购铂涛、维也纳，快速实现四大系列、高中低端全品牌覆盖。

图 42：锦江股份发展历史



资料来源：锦江公告，东吴证券研究所

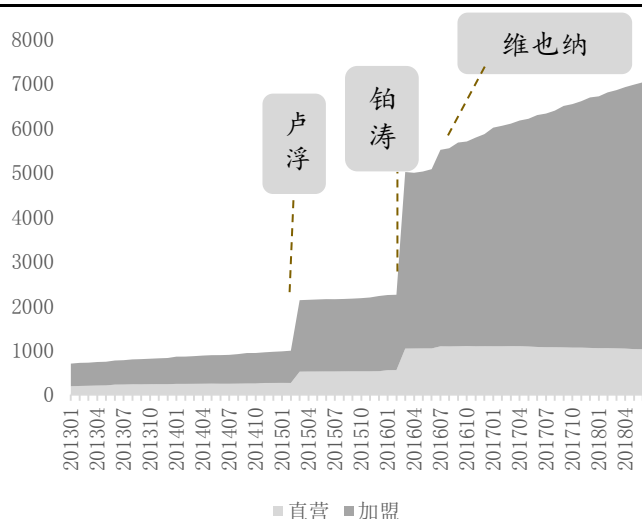
加盟助力扩张卡位，中端布局高增速，内部整合逐步体现效益。

锦江在三大酒店集团中扩张速度第一，截至 2018 年 6 月，公司已开业酒店达 7035 家，已开业客房达 68.67 万间，2018 年 1 月锦江连锁酒店市占率 21%，为行业第一。公司目前仍保持着 150-200 家酒店/季度的扩张速度，计划 18 年开店约 900 家。

高度发力中端，抓住此轮升级带来的结构性机会。并购中端酒店第一品牌维也纳，大力拓展中端酒店市场，中端连锁品牌酒店市占率第一。至 2018 年 6 月，锦江旗下国内中端酒店 1692 家，整个集团中端酒店达到 1985 家，占比 28.22%，房间 24.97 万间，占比约 36.4%。单季中端净签约与净开业酒店数差距超过 100 家，中端酒店仍将持续增加。

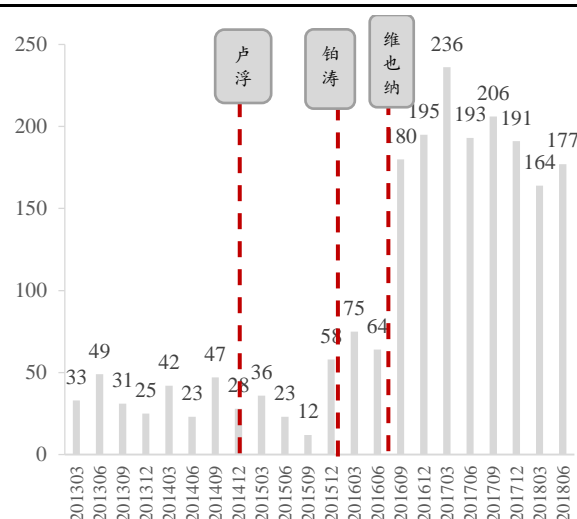
锦江“一个中心、三大平台”的整合有望逐步体现在业绩中。前端会员系统建设初见成效，至 2018 年 6 月底，wehotel 拥有会员 1.5 亿左右，有效会员占比 80%，活跃会员 30%，会员贡献率占比约 80%。后台采购平台建设有望逐步落地，该平台的建设于 17 年四季度启动、18 年制定方案并进行测试，有望于 18 年四季度或 19 年一季度上线，降低成本，贡献业绩。

图 43：锦江股份开业酒店数（家）



资料来源：锦江公告，东吴证券研究所

图 44：锦江股份净开业酒店数（家）



资料来源：锦江公告，东吴证券研究所

注：剔除并表带来的新增酒店

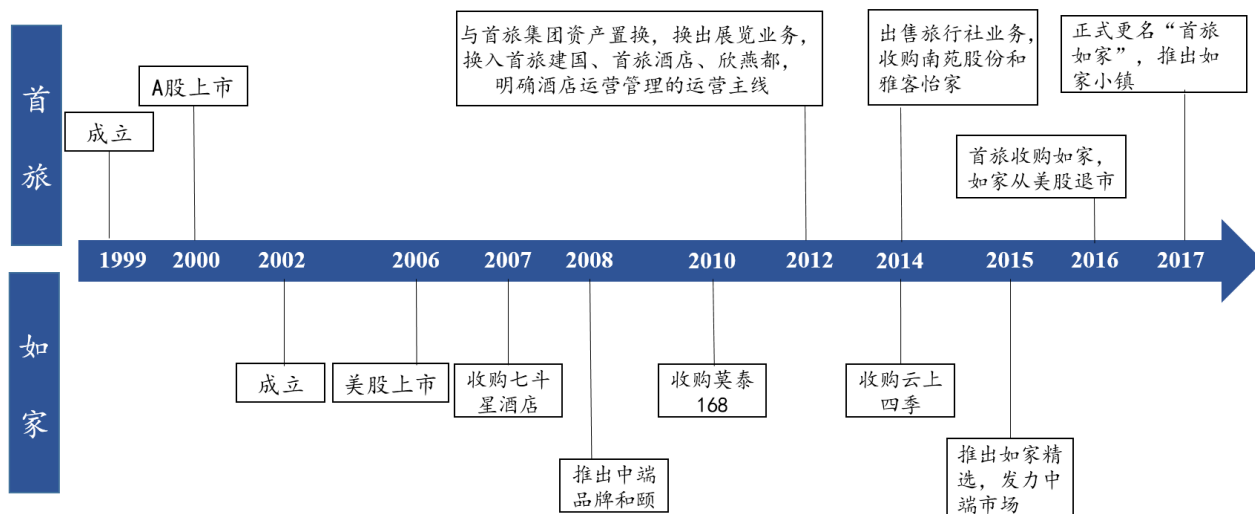
盈利预测：预计 18-20 年归属净利分别为 10.5（+19%）、12.4（+18%）、14.3（+16%）亿元，EPS1.10、1.29、1.49 元，对应 PE 分别为 20、17、15 倍。

风险提示：可能存在酒店行业竞争激烈、扩张低于预期的风险。

5.3. 首旅酒店：扩张与效益并重，中端布局与品牌升级双驱

并购如家，融合再生。首旅酒店作为北京市国资委下优质资产，在发展中逐渐将酒店业务明确为发展主线，旗下拥有首旅建国、首旅南苑、首旅京伦、欣燕都和雅客怡家等品牌。于 2016 年完成对如家的收购，2017 年成立高端、中高端、经济商旅三大事业部，明确了公司稳步发展经济型，着力发展中高端的经营发向。原如家董事兼总经理孙坚出任首旅如家集团总经理，高端层整合后，原首旅系和如家系高管占比达到 4:3，高度融合，国企注入新鲜血液后经营效率不断提高。

图 45：首旅酒店发展历史



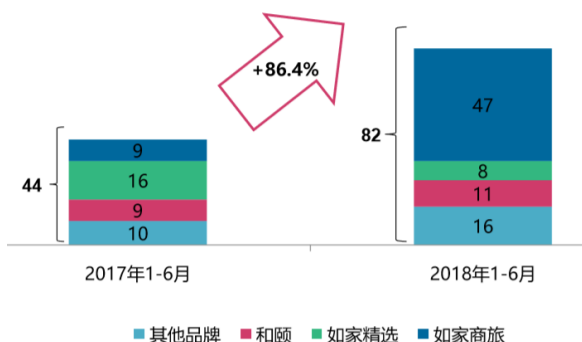
资料来源：首旅公告，东吴证券研究所

加盟扩张提升盈利能力，品牌升级提升经济效益。

2016年初，如家下调了加盟费率，加盟后加盟管理费由6%降至4%，并提供管理输出服务，吸引加盟商。新开店中特许经营店占比提升，18年上半年共开店219家，其中202家为加盟店。至18年6月底，已开业酒店中加盟占比75%（同比提升3pct），加盟比例的提升带动首旅18年上半年净利率提升2.66pct。

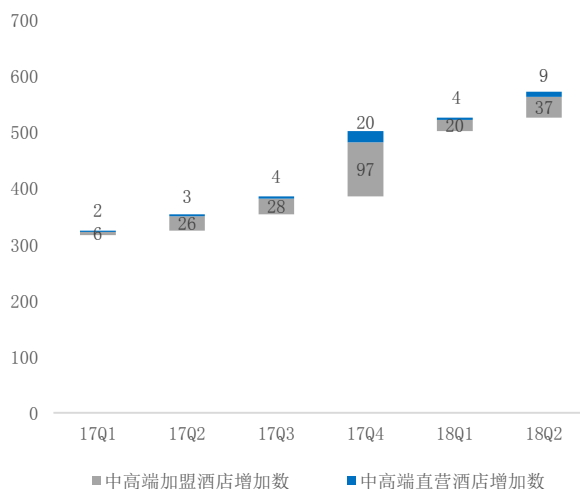
产品升级和中端占比提升带动 RevPAR 增速表现良好：一方面，首旅稳步布局中高端，18年上半年净关经济型19家，净开中高端酒店70家，中高端品牌新开店数同比增长86%，已签约和正在签约的酒店中53.4%为中端酒店；另一方面，同步升级经济型，18年上半年完成超1万间如家NEO的升级，完成升级的NEO目前RevPAR提升超过10%，起到良好的示范效应，改造力度逐步加大。

图 46：中高端品牌新开店数同比大幅增长



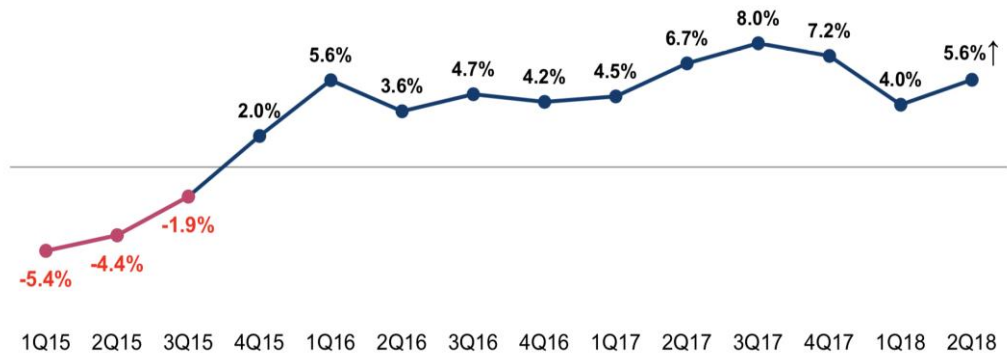
资料来源：首旅公告，东吴证券研究所

图 47：首旅如家中高端酒店净开店数



资料来源：首旅公告，东吴证券研究所

图 48: 首旅如家集团 RevPAR 增速



数据来源: 首旅公告, 东吴证券研究所

盈利预测: 预计公司 18-20 年归属净利 8.60 (+36%)、10.98 (+28%)、12.69 (+16%) 亿元, 对应 PE 为 20、15、13 倍; 考虑燕京饭店投资收益, 预计全年净利润有望超 9.4 亿, 增速 50%+。

风险提示: 可能存在酒店行业竞争激烈、扩张速度低于预期、效益下滑的风险。

附: 同行业估值对比

表 10: 同行业 EV/EBITDA 对比

证券简称	EV/EBITDA			
	2017A	2018E	2019E	2020E
国内可比公司				
锦江股份	9	12	10	10
首旅酒店	10	9	7	6
华住酒店	31	19	15	12
华天酒店				
岭南控股				
金陵饭店				
平均	17	14	11	9
国外可比公司				
希尔顿	18	15	13	13
温德姆	17	7	7	7
平均	17	11	10	10

资料来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

注: 除锦江/首旅外, 均采用 Wind/Bloomberg 一致预期

表 11: 同行业 PE 对比

证券简称	PE			
	2017A	2018E	2019E	2020E
国内可比公司				
锦江股份	24	20	17	15
首旅酒店	27	20	15	13

	华住酒店	55	33	24	18
	华天酒店	25	26	23	18
	岭南控股	29	23	19	17
	金陵饭店	24	24	21	18
	平均	31	24	20	17
国外可比公司	希尔顿	40	29	24	21
	温德姆	17	7	7	6
	平均	28	18	15	14

数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

注：除锦江/首旅外，均采用 Wind/Bloomberg 一致预期

6. 风险提示

1) 宏观经济波动，酒店行业增长低于预期的风险。酒店行业的景气度与宏观经济呈显著的相关性，宏观经济波动可能导致酒店行业增速放缓，景气周期持续时间和增长空间低于预期。

2) 可能存在行业竞争加剧的风险。酒店行业景气度提升，酒店龙头均加速扩张整合，行业集中度提升，公司有面临强竞争的风险。

3) 可能存在酒店龙头门店扩张速度低于预期的风险。门店扩张速度可能由于加盟速度低于预期等原因而放缓，带来业绩低于预期的风险。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

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

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>

