

酒店财报总结

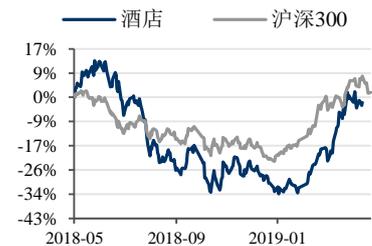
酒店板块：数据探底，中线机会有望逐步显现 增持（维持）

2019年05月06日

投资要点

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

行业走势



相关研究

- 1、《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》2018-09-14
- 2、《酒店行业：华住 Q2 经营数据符合预期，行业景气持续》2018-07-18

- **18年行业景气度前高后低，酒店龙头业绩相对较稳。** 1) 18年行业景气度全年前高后低，19Q1仍然景气向下。6月出租率出现负增长，至12月平均房价微降0.2%；出租率与平均房价双重压力导致12月RevPAR下降0.7%。Q1未见向上拐点，3月RevPAR下降3.7%。2) 酒店龙头经营同样承压，结构性提升带动综合增速高于行业。就同店RevPAR增速看，酒店龙头无法规避向下压力，华住19Q1同店RevPAR略降0.4%、如家和锦江分别下降3%和4.22%。考虑产品升级带来的结构性影响，19Q1酒店龙头RevPAR增速仍基本能够维持正增长，优于行业水平。3) 业绩反映景气度，龙头相对较稳。18年前高后低，19Q1仍处于疲弱期。
- **加盟扩张驱动业绩增长，产品升级支撑提价。** 1) 酒店龙头快速扩张卡位，锦江扩张激进，华住次之。锦江、华住、首旅18年新开业1243、723、622家酒店，19Q1开店313、226、75家，锦江保持卡位优势。2) 加盟提升净利率和ROE，19Q1锦江加盟比例已达86.9%，华住、首旅为84.1%、77.3%，加盟带动板块净利率和龙头ROE提升。3) 加盟模式下，净利润对RevPAR的敏感性显著下降，数量驱动力加强。经测算，直营店净利润对RevPAR的敏感性约为3.5倍，加盟店则接近1倍，加盟比例提升导致RevPAR敏感性下降；但即使不考虑首次加盟收入，1家加盟店1年净利润约30万，数量贡献业绩弹性。4) 产品升级趋势明确，提价以产品优化为基础。本轮升级趋势清晰，各层次产品均升级优化、品牌定位精准化、价格带分化；龙头发力中高端，积极驱动经济型改造，提价具有产品支撑。
- **供给趋稳，寻找需求向上拐点，19年有望前低后高。** 1) 本轮周期酒店供给增速始终未飙升，18Q4起供给趋稳。本轮周期中餐饮酒店业固定资产投资完成额累计增速最高仅18年1-2月的15%，低于上一轮高点30%，且18年累计增速持续下行，自10月开始由正转负，19Q1下降9%，预计供给端压力有望持续缓解。2) PMI与酒店需求增速3月略有分化，静待需求向上拐点。3月PMI回到枯荣线以上，酒店需求则仍然向下，出现短期背离，4月PMI维持枯荣线以上，静待酒店需求企稳。3) 酒店龙头具有调节价格、追求最大化效益的能力。龙头提价幅度均已有所放缓，经营管理灵活。4) 行业连锁化率和集中度均不高，扩张驱动逻辑具支撑。剔除30间以下房间的酒店后，行业连锁化率26%（17年底），连锁酒店中酒店集团CR10约54%，锦江、华住、首旅市占率分别为18.31%、10.19%、9.33%（18年底），连锁扩张空余仍大。19年锦江、华住、首旅分别计划开业900、800-900、800家酒店，驱动业绩增长。
- **维持全年前低后高的景气判断，预计酒店龙头在扩张和经营管理基础上有望保持稳健增长。** 预计锦江股份19-21年归母净利分别为12.23、13.62、14.95亿元，同比增长13.0%、11.3%、9.8%，对应PE分别为20、18、17倍。预计首旅酒店19-21年归母净利9.67、11.12、12.56亿元，增速为12.9%、14.9%、13.0%，对应PE为18、16、14倍。目前锦江、首旅估值低于其历史估值中枢37X、41X。建议重点跟踪酒店行业需求波动，关注酒店龙头战略方向、经营效益以及扩张节奏。
- **风险提示：**宏观经济波动，酒店行业供需变化，行业竞争恶化、酒店龙头经营效益、扩张节奏不及预期等风险。

内容目录

1. 18 年行业景气度前高后低，酒店龙头业绩相对较稳.....	4
2. 加盟扩张驱动业绩增长，产品升级支撑提价.....	7
2.1. 加盟快速卡位，提升 ROE；RevPAR 敏感性降低、扩张驱动业绩.....	7
2.2. 产品定位整体上移，提价具有支撑.....	10
3. 供给趋稳，寻找需求向上拐点，19 年有望前低后高.....	10
4. 风险提示.....	13

图表目录

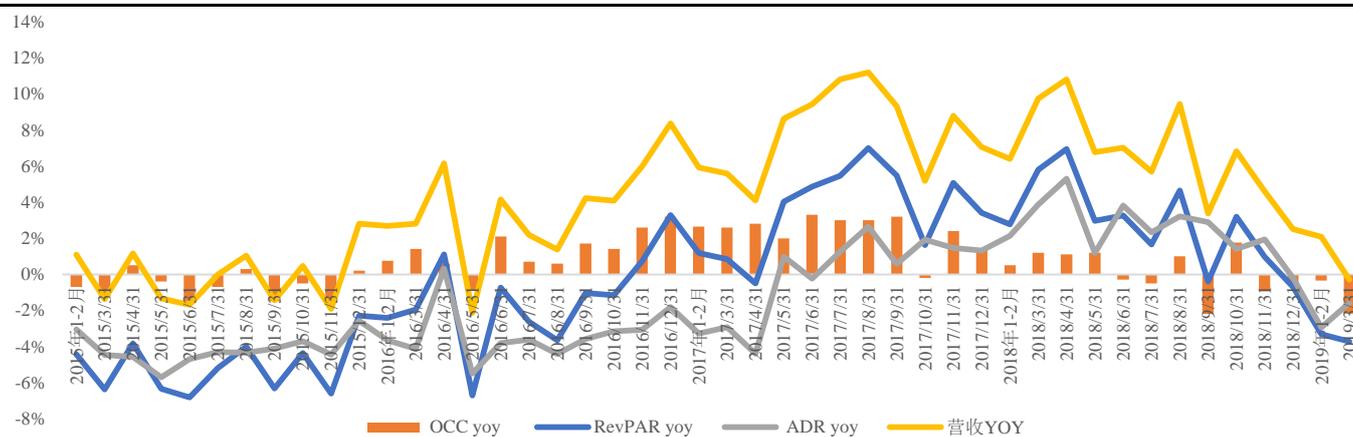
图 1: 酒店行业经营数据变动情况	4
图 2: 酒店行业景气指数	4
图 3: 社零增速	5
图 4: GDP 增速 (不变价)	5
图 5: 酒店龙头 RevPAR 同店增速 (季度)	5
图 6: 酒店龙头 RevPAR 综合增速 (季度)	5
图 7: 酒店板块营收及增速	6
图 8: 酒店板块扣非净利及增速	6
图 9: 酒店龙头单季营收增速	6
图 10: 酒店龙头单季扣非净利增速 (华住为经调净利)	6
图 11: 酒店龙头新开业酒店 (单季)	7
图 12: 酒店龙头净开业酒店 (单季)	7
图 13: 酒店龙头加盟酒店比例	8
图 14: 酒店板块净利率	8
图 15: 酒店龙头 ROE	8
图 16: 酒店龙头中高端酒店比例	10
图 17: 酒店供给端跟踪	11
图 18: PMI 与酒店需求增速	11
图 19: 华住同店经营数据增速 (季度)	12
图 20: 如家同店经营数据增速 (季度)	12
图 21: 锦江同店经营数据增速 (季度累计)	12
图 22: 中国酒店集团 TOP10 市占率	13
图 23: 中高端酒店市占率	13
表 1: 中端直营酒店 RevPAR 敏感性测算	9
表 2: 中端加盟酒店 RevPAR 敏感性测算	9
表 3: 酒店龙头盈利预测	13

1. 18 年行业景气度前高后低，酒店龙头业绩相对较稳

18 年下半年酒店行业受宏观经济波动影响，呈现疲弱态势，行业景气度全年前高后低。酒店行业自 15 年四季度开始出租率触底、启动正增长，进入景气复苏阶段，18 年上半年呈现景气向上、RevPAR 高增长。下半年伴随 GDP 增速、社零等宏观数据疲弱，酒店行业从 6 月开始出租率出现负增长；随后在出租率承压的情况下行业整体平均房价增速下行，至 18 年 12 月微降 0.2%；出租率与平均房价双重压力导致 RevPAR 增速下降，12 月 RevPAR 同比下降 0.7%。

19 年一季度景气度仍然向下，宏观经济略有企稳表现。3 月行业出租率仍然显著下降，带动 RevPAR 下降 3.7%；根据浩华发布的报告，19 年上半年景气度同比下降至-9，经营者对 2019 年酒店业绩提升的信心减弱。就宏观经济来看，社零略有企稳表现；叠加 5 月开始高基数影响减弱，19 年有望呈现前低后高趋势，下半年景气度有望有所恢复。

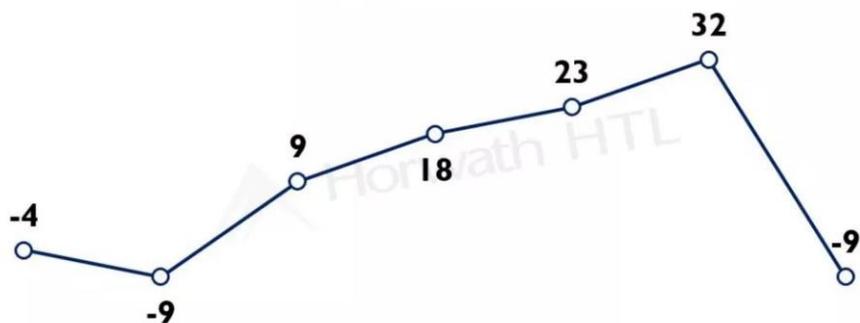
图 1：酒店行业经营数据变动情况



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2：酒店行业景气指数

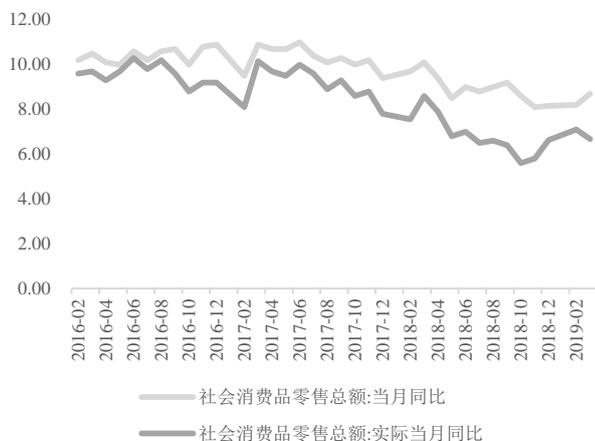
2013 至 2019 年景气指数发展趋势



13年2月 14年2月 15年3月 16年4月 17年4月 18年4月 19年4月

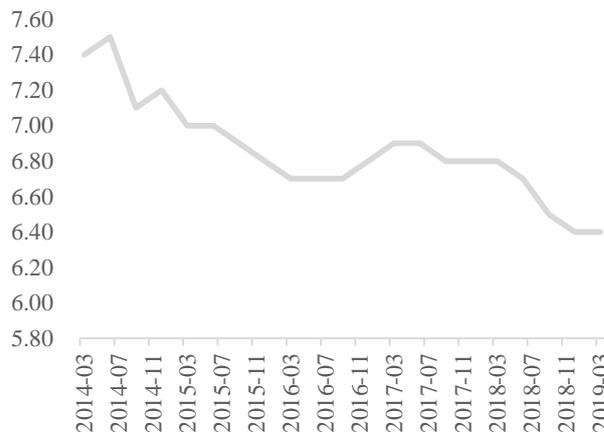
数据来源：浩华，东吴证券研究所

图 3：社零增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

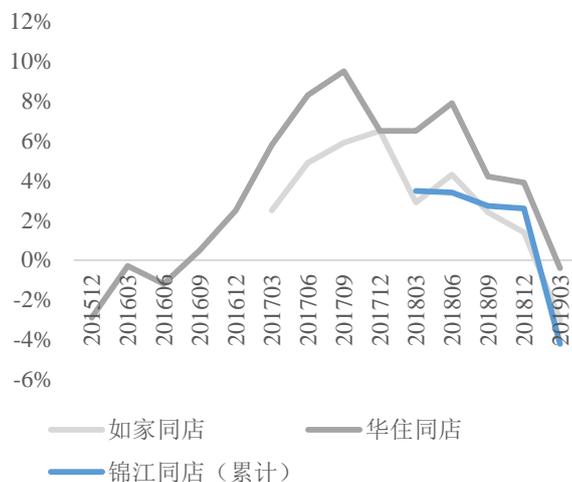
图 4：GDP 增速（不变价）



数据来源：wind，东吴证券研究所

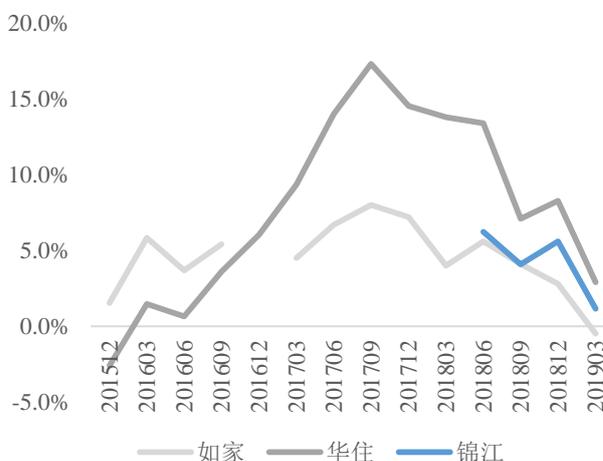
在行业景气度波动背景下，酒店龙头经营情况同样承压，华住呈现较高的稳定性。就同店 RevPAR 增速看，酒店龙头无法规避向下压力，Q1 呈现同店负增长，华住 19 年 Q1 同店 RevPAR 略降 0.4%、如家和锦江分别下降 3% 和 4.22%。在考虑升级带来的结构性影响后，19 年 Q1 酒店龙头的 RevPAR 增速仍基本能够维持正增长，优于行业水平。

图 5：酒店龙头 RevPAR 同店增速（季度）



数据来源：锦江、首旅、华住公告，东吴证券研究所

图 6：酒店龙头 RevPAR 综合增速（季度）



数据来源：锦江、首旅、华住公告，东吴证券研究所

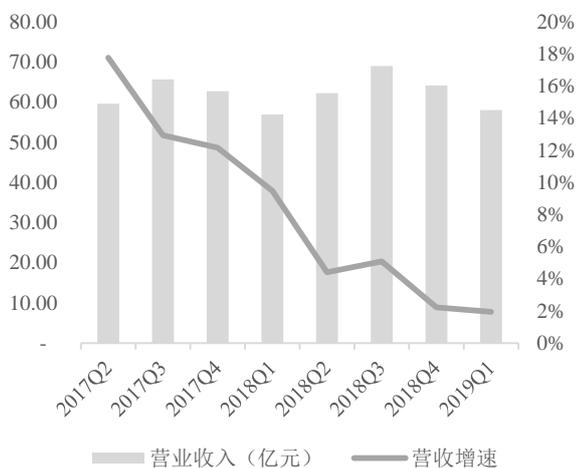
与行业景气度趋势一致，酒店板块上市公司 18 年业绩同样前高后低，18Q4 锦江和首旅均有资产减值损失对扣非净利造成扰动。19 年 Q1 酒店龙头仍处于疲弱期。

- **锦江**: 18 年实现营收 146.97 亿元 (+8.21%)，归母净利 10.82 亿元(+22.76%)，扣非净利 7.39 亿元(+9.88%)，年内计提山西金广快捷商誉减值损失 2054 万、长期待摊费用减值 3619 万，剔除两项后扣非净利增速约 18%。18 年 Q4 单季实现营收 37.41 亿元 (+5.31%)，归母净利 2.11 亿元 (+23.82%)，扣非净利

0.62 亿元 (-65.18%)，主要受管理费用波动、商誉减值等因素影响。19 年 Q1 实现营收 33.37 亿元 (+2.66%)，归母净利 2.95 亿元 (+28.18%)，扣非净利 0.71 亿元 (+2.45%)。

- **首旅：**18 年实现营收 85.39 亿元 (+1.45%)，归母净利 8.57 亿元 (+35.84%)，非经常性损益 1.67 亿，同比增加 1.31 亿元，其中出售燕京饭店 20% 股权产生税前投资收益 1.26 亿元(影响归母净利 0.95 亿)，扣非净利 6.9 亿元(+15.99%)，其中南苑酒店计提商誉减值 0.82 亿。18 年 Q4 单季实现营收 21.7 亿元 (+3.1%)，归母净利 0.56 亿元 (-31.01%)，扣非净利 0.26 亿元 (-48.41%)，主要由于计提资产减值损失 1.11 亿元 (商誉减值为主)，剔除该项目后单季营业利润增速约 23% (Q1-3 营业利润增速为 45%/16%/36%)。19 年 Q1 实现营收 19.44 亿元 (+0.99%)，归母净利 0.74 亿元 (-1.9%)，非经常性损益包括公允价值变动损益和投资收益 1958 万 (税前)，扣非净利 0.56 亿元 (-3.04%)，业绩波动与酒店经营受宏观经济波动影响有关。
- **华住：**18 年酒店交易额 297 亿，同比增长 23%，实现营收 100.63 亿(+22.3%)，超出指引上限 (18%-22%)，non-GAAP 净利 17.13 亿 (+36.1%)，经调 EBITDA 32.69 亿元 (+37.3%)，收入净利均超市场预期。Q4 实现营收 26.83 亿元 (+20.6%)；non-GAAP 净利 3.64 亿 (+64.9%)，经调 EBITDA 7.37 亿元 (+67.3%)。

图 7：酒店板块营收及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：华住未公布 19Q1 业绩，上图未包含华住

图 9：酒店龙头单季营收增速

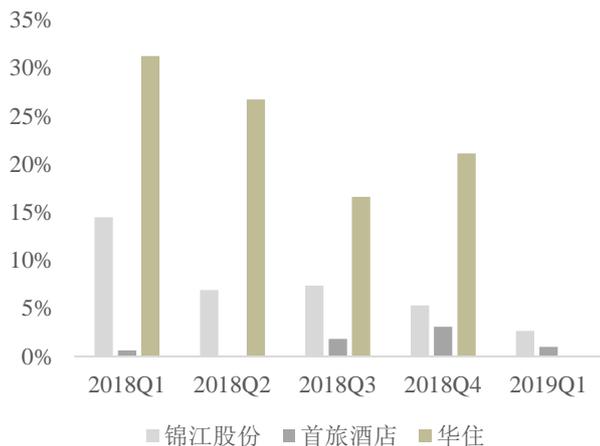
图 8：酒店板块扣非净利及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：华住未公布 19Q1 业绩，上图未包含华住

图 10：酒店龙头单季扣非净利增速（华住为经调净利）



数据来源: wind, 东吴证券研究所



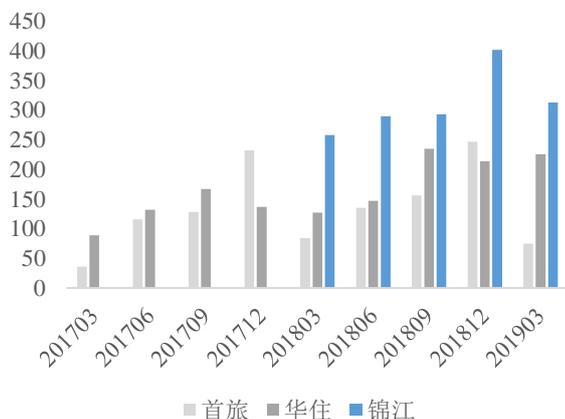
数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 加盟扩张驱动业绩增长, 产品升级支撑提价

2.1. 加盟快速卡位, 提升 ROE; RevPAR 敏感性降低, 扩张驱动业绩

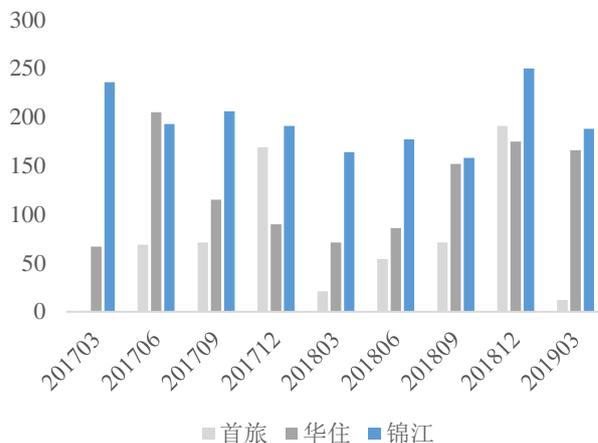
酒店龙头仍处于快速扩张卡位阶段, 锦江具有卡位优势。锦江在扩张上更为激进, 华住次之。锦江、华住、首旅 18 年新开业门店分别为 1243、723、622 家, 净开业门店数分别为 749、484、337 家, 19Q1 锦江、华住、首旅在市场环境不佳的情况下分别开店 313、226、75 家, 锦江保持卡位优势。

图 11: 酒店龙头新开业酒店 (单季)



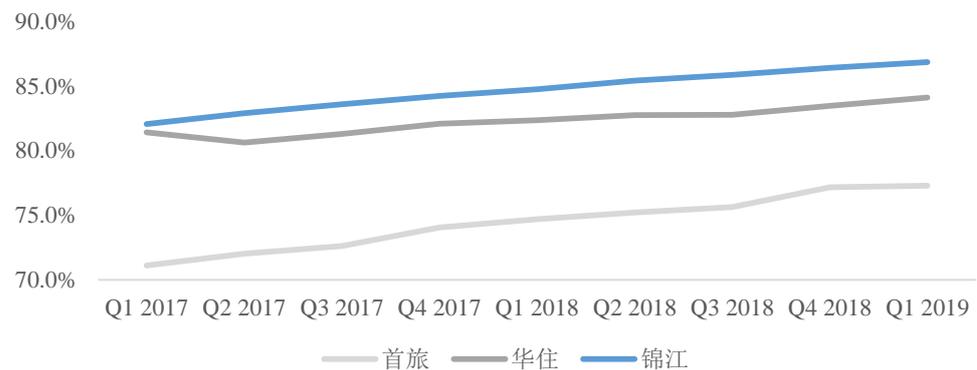
数据来源: 锦江、首旅、华住公告, 东吴证券研究所

图 12: 酒店龙头净开业酒店 (单季)



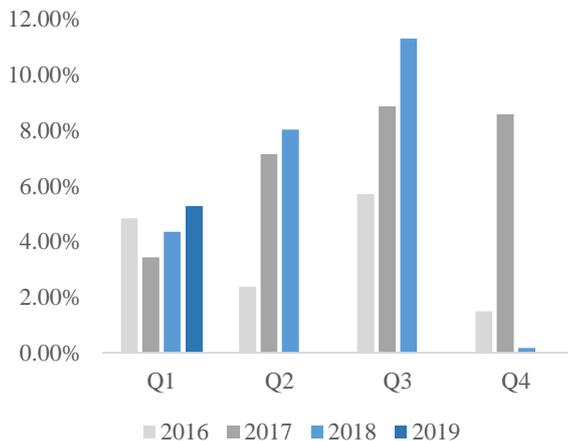
加盟模式资产轻、有利于提升净利率和 ROE 水平, 酒店龙头抢占加盟资源的战略一致。至 19Q1 锦江加盟比例已达到 86.9%, 华住和首旅分别为 84.1%和 77.3%, 首旅在加盟扩张上具有较大的施展空间。随着一致的加盟战略推进, 板块净利率同比显著提升 (18Q4 具有资产减值损失等因素影响), 锦江、华住和首旅 18 年 ROE 同比 17 年均有显著提升。

图 13：酒店龙头加盟酒店比例



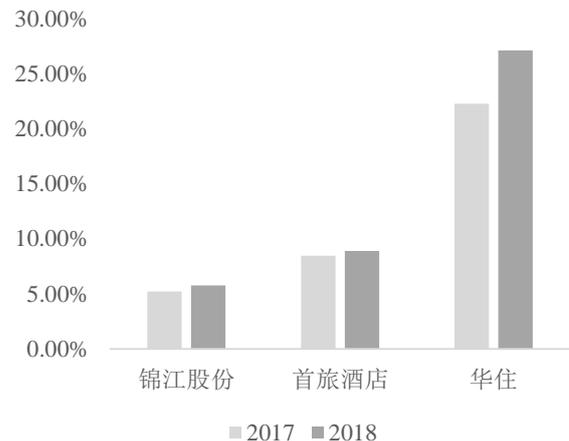
数据来源：锦江、首旅、华住公告，东吴证券研究所

图 14：酒店板块净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 15：酒店龙头 ROE



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：华住采用经调净利润计算

加盟模式下，净利润对 RevPAR 的敏感性显著下降，数量成为驱动业绩的重要推动力。以锦江的分部报表为基础进行测算：

直营店净利润对 RevPAR 的敏感性约为 3.5 倍左右：1) 假设 100 间房间的中端酒店 RevPAR 为约 230 元；2) 非房费收入约为房费收入的 10%，且中短期内不随 RevPAR 波动；3) 根据锦江报表细则对直营店成本进行测算，且相对刚性；4) 不考虑酒店集团整体发生销售、管理、财务等其他费用，仅考虑酒店层面的税后净利，则税后净利率约为 19% 左右，RevPAR 变动 1% 对应净利润变动幅度为 3.5%。

加盟店净利润对 RevPAR 的敏感性接近 1：1) 参考麗枫等中端品牌加盟政策，假设加盟费用率为 5%，渠道费用率在 1% 左右（暂不考虑封顶、固定费用的情况），PMS 费用通常较为固定；2) 加盟门店人工费用与门店业绩具有一定的匹配，假设其他费用

相对固定；3) 在不考虑酒店集团整体发生销售、管理、财务等其他费用时，加盟酒店净利率约 47% 以上，RevPAR 变动 1% 对应净利润变动幅度为 1.2%。但在加盟模式下，即使不考虑首次加盟费，一家加盟店单年贡献净利润可达到约 30 万，增量加盟店同样贡献业绩弹性。

表 1：中端直营酒店 RevPAR 敏感性测算

单位：万元	中端直营酒店单店模型	
	一般假设	RevPAR+1%
房间数	100	100
RevPAR (参考锦江 18 年境内中端酒店, 元)	229.55	231.85
开业天数	365	365
房费收入	837.86	846.24
非房费收入	83.79	83.79
收入合计	921.64	930.02
	变化率	0.91%
租金	189.16	189.16
能源	66.04	66.04
人工成本	226.82	226.82
折旧摊销	54.43	54.43
消耗用品	61.41	61.41
其他	93.38	93.38
直营酒店成本合计	691.23	691.23
酒店层面净利润	230.41	238.79
	变化率	3.64%
税后净利润	172.81	179.09
	变化率	3.64%
	净利率	18.75%
		19.26%

数据来源：东吴证券研究所测算

表 2：中端加盟酒店 RevPAR 敏感性测算

单位：万元	中端加盟酒店单店模型	
	一般假设	RevPAR+1%
房间数	100	100
RevPAR (参考锦江 18 年境内中端酒店, 元)	229.55	231.85
开业天数	365	365
加盟酒店房费	837.86	846.24
加盟费	50.27	50.77

PMS	4.80	4.80
渠道费	8.38	8.46
收入合计	63.45	64.04
	变化率	0.92%
加盟管理酒店人工成本	10.73	10.83
加盟和管理酒店其他成本	12.38	12.38
加盟酒店贡献利润	40.34	40.83
	变化率	1.21%
税后净利润	30.26	30.62
	净利率	47.68%
	变化率	1.21%

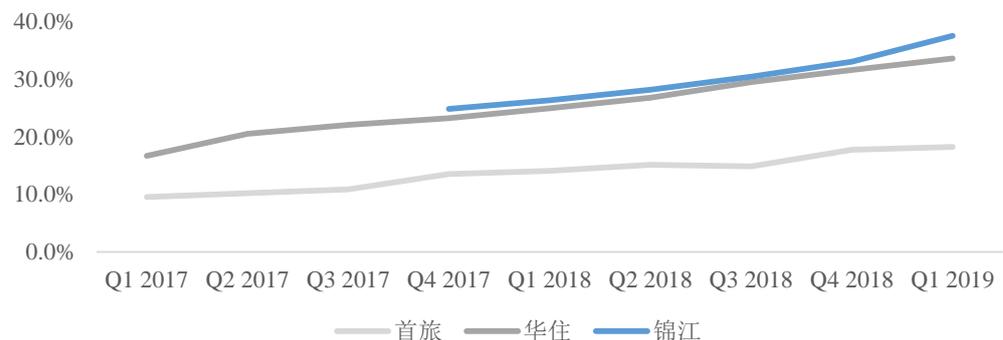
数据来源：东吴证券研究所测算

2.2. 产品定位整体上移，提价具有支撑

酒店行业升级趋势较为明确，各层次产品均有所优化，产品更新保障提价基础。一方面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，新一轮签约背景下需要依靠产品升级覆盖租金成本提升；另一方面，消费水平提升以及商旅需求旺盛，驱动产品从上一轮满足基本的住宿需求向提供住宿、服务综合化体验转变。因此本轮升级不仅仅是中高端酒店的崛起，也伴随着经济型酒店的升级，行业逐步呈现出产品打造优化、品牌定位精准化、价格带分化的特点，平均房价的提升具有基础。

酒店龙头积极卡位产品升级。发力中高端：锦江、华住、首旅的中高端酒店数占比分别达到37.6%、33.7%和18.2%；积极推动经济型改造：锦江积极翻牌改造优质的锦江之星，华住推出汉庭优加，首旅推动如家NEO3.0的改造。

图 16：酒店龙头中高端酒店比例



数据来源：锦江、首旅、华住公告，东吴证券研究所

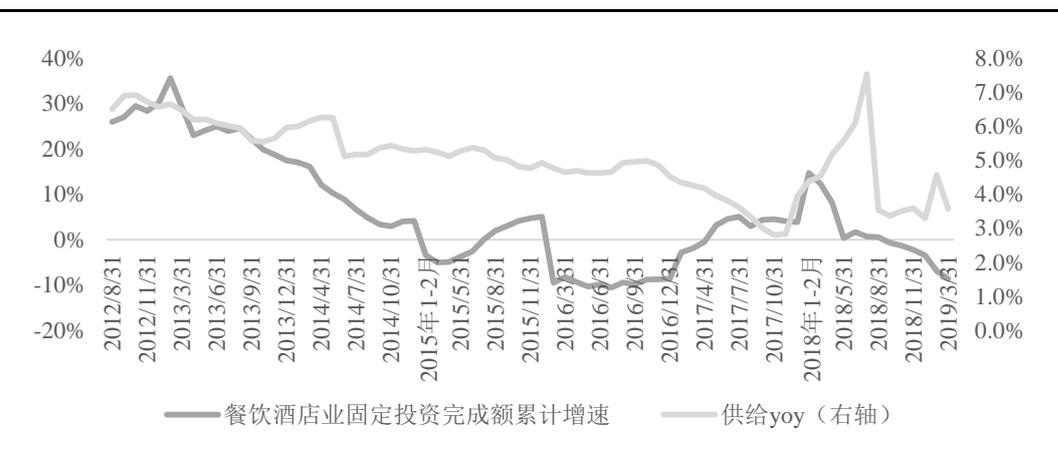
3. 供给趋稳，寻找需求向上拐点，19年有望前低后高

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。至 18 年下半年，受宏观经济波动影响，出租率增幅收窄，预计主要由于需求受经济环境扰动，供给端未形成过大压力且持续趋稳，尤其有望寻找需求趋稳向好的拐点，叠加下半年基数较低，维持对全年前低后高的判断。

本轮周期中酒店供给增速始终未快速提升，以存量转化为主，以餐饮酒店业固定资产投资完成额累计增速对酒店供给增速进行拟合，具有较好的匹配度，期间时滞约 2 个季度。上一轮周期中，餐饮酒店业固定资产投资完成额累计增速高达 30% 左右，而本轮最高仅 18 年 1-2 月的 15%，且 18 年累计增速持续下行，自 10 月开始由正转负，19 年前三个月同比下降 9%，预计未来酒店供给增速将持续下行，供给端压力持续缓解。

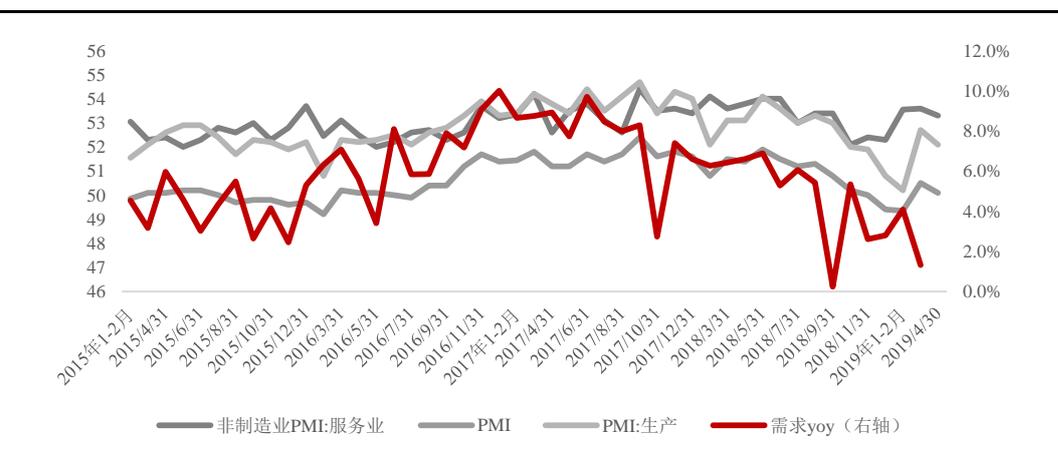
图 17：酒店供给端跟踪



数据来源：wind，东吴证券研究所

PMI 与酒店需求增速 3 月略有分化，静待需求向上拐点。PMI 与酒店需求增速拟合度较高，但 3 月 PMI 回到枯荣线以上，酒店需求则持续向下，两者出现短期背离，4 月 PMI 维持枯荣线以上，静待酒店需求端企稳。

图 18：PMI 与酒店需求增速



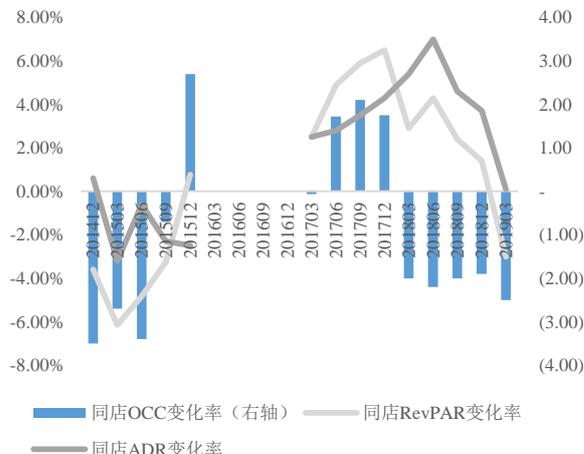
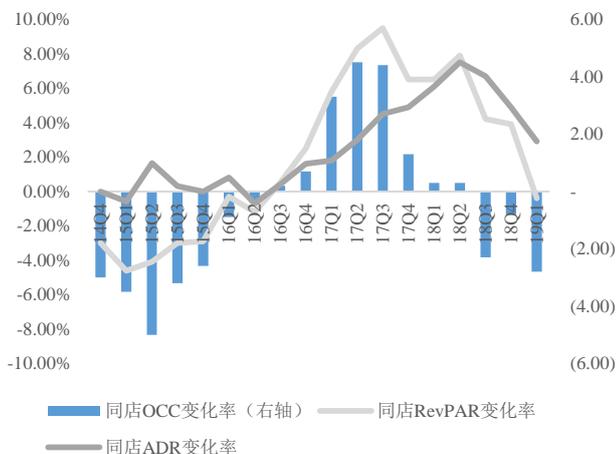
数据来源：wind，Bloomberg，东吴证券研究所

酒店龙头具有调节价格、追求最大化效益的能力。目前锦江、首旅和华住的提价幅

度均已有所放缓，根据市场环境做出了以出租率为核心的灵活的经营调节，19Q1 同店出租率降幅扩大隐含新店开业对老店客流的影响，预计后期将有所缓解。

图 19：华住同店经营数据增速（季度）

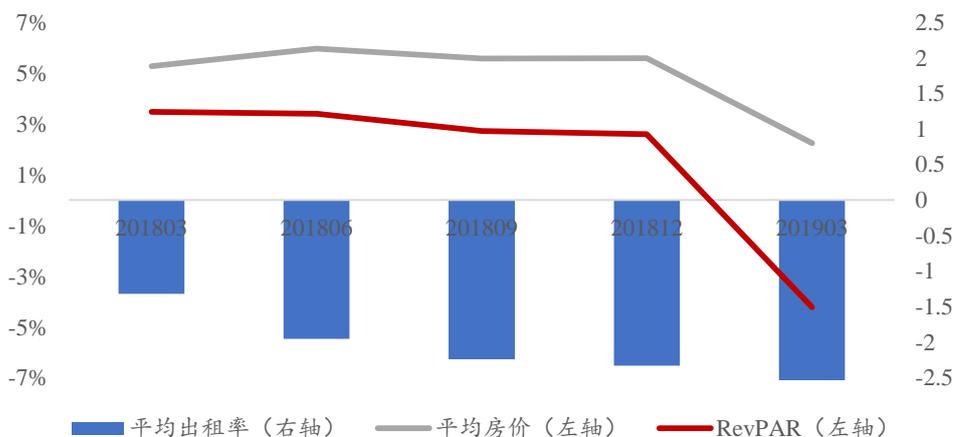
图 20：如家同店经营数据增速（季度）



数据来源：华住公告，东吴证券研究所

数据来源：首旅公告，东吴证券研究所

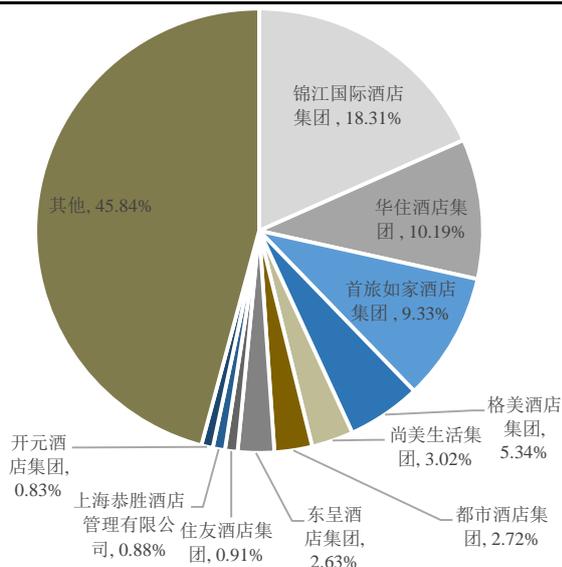
图 21：锦江同店经营数据增速（季度累计）



数据来源：锦江公告，东吴证券研究所

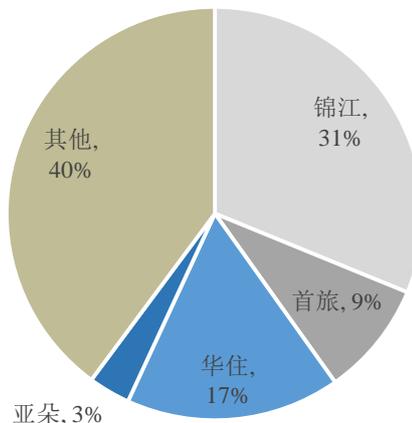
酒店龙头计划高速扩张，连锁化率和集中度均不高，扩张逻辑具有持续支撑。19 年锦江计划开业 900 家、华住计划开业 800-900 家，首旅计划开业超过 800 家，酒店龙头有望通过高速扩张驱动业绩增长、弱化 RevPAR 带来的业绩波动。连锁化率和集中度提升的空间是扩张逻辑的重要支撑，根据盈蝶的统计，至 2017 年底酒店连锁化率约 21%，即使剔除掉房间数 30 间以下的酒店，连锁化率仍仅有 26%；截至 2018 年底，连锁酒店中酒店集团 CR10 约为 54%，锦江、华住、首旅市占率分别为 18.31%、10.19%、9.33%。而在中高端酒店中锦江、华住、首旅和亚朵市占率分别约为 31%、17%、9%和 3%。

图 22：中国酒店集团 TOP10 市占率



数据来源：盈蝶，东吴证券研究所

图 23：中高端酒店市占率



数据来源：盈蝶，东吴证券研究所

维持全年前低后高的景气判断，预计酒店龙头在扩张和经营管理基础上有望保持稳健增长。预计锦江股份 19-21 年归母净利润分别为 12.23、13.62、14.95 亿元，同比增长 13.0%、11.3%、9.8%，EPS 分别为 1.28、1.42、1.56 元，对应 PE 分别为 20、18、17 倍。预计首旅酒店 19-21 年归母净利润 9.67、11.12、12.56 亿元，增速为 12.9%、14.9%、13.0%，EPS 为 0.99、1.14、1.28 元，对应 PE 为 18、16、14 倍。目前锦江、首旅估值低于其历史估值中枢 37X、41X。建议重点跟踪酒店行业需求波动，关注酒店龙头战略方向、经营效益以及扩张节奏。

表 3：酒店龙头盈利预测

	净利润 (百万)				净利润增速				PE			
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
首旅酒店	857	967	1,112	1,256	36%	13%	15%	13%	21	18	16	14
锦江股份	1,082	1,223	1,362	1,495	23%	13%	11%	10%	23	20	18	17

数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

宏观经济波动，酒店行业供需变化，行业竞争恶化等风险。

酒店龙头经营效益、扩张节奏不及预期等风险。

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>

