

酒店行业专题研究：经营数据磨底，期待边际改善释放弹性

2019年07月01日

【投资要点】

- ◆ 从全国星级酒店数据来看，入住率从2018年5月开始负增长，2019年3、4月份入住率持续下探，目前进入磨底阶段。入住率下滑或由于我国企业商旅预算缩紧，我们可以看到2019年三星级酒店的经营数据明显好于五星级酒店，五星级酒店入住率下滑程度远超过全国平均水平。
- ◆ 三大酒店集团的经营数据情况好于五星级酒店，但在2018年趋势上仍然持续下探。2018年经营数据走弱受2017基数较高、中高端酒店新开店较多、部分门店关店升级共同影响。2019年Q1三大酒店龙头集团入住率依然处于下降通道，通过复盘2011年以来的数据，我们发现华住和首旅经营数据在低基数的情况下，下一年大概率会出现边际改善。同时，锦江5月数据表现出一定止跌迹象，我国PMI今年3月以来重回枯荣线之上，我们预计有限服务酒店经营数据下半年会得到边际改善。
- ◆ 我们对如家酒店的收入和业绩进行敏感性测试，我们发现，当如家整体RevPAR增速为-2%--3%时，如家酒店收入增速为0%，当整体RevPAR增速为-1%时，如家酒店净利润不增长。2019Q1年如家整体RevPAR同比下降0.5%，若Q2及下半年经营数据回暖，进入上升通道，业绩将大幅改善。同时，若开店数量超过600家，安全边际将进一步提高。
- ◆ 目前三大酒店龙头A股上市的首旅酒店、锦江股份PE以及EV/EBITDA均处于历史底部位置，2011年至今，锦江股份PE最低为18X，首旅酒店为16X。关于估值支撑，可以参考：1)集团进行大规模收购之前的估值水平；2)经营数据处于每轮下行周期底部时的估值水平。我国有限服务酒店集团的估值底分别出现在2012(周期底部+限三公消费政策)、2015(周期底部+大规模整合前夕)、2018年(经营数据下探+股市整体下探)，目前首旅酒店和锦江股份估值均接近估值底部。

【配置建议】

- ◆ 静待酒店龙头估值修复到业绩改善带来戴维斯双击的投资机会。当前我国A股酒店龙头估值处于低位区间，预期Q2入住率跌幅缩窄，业绩边际改善，将迎来估值修复，若持续改善将带来戴维斯双击。谨慎看好A股酒店龙头：首旅酒店(600258)、锦江股份(600754)。

【风险提示】

- ◆ 开店数量不及预期
- ◆ 酒店行业竞争加剧
- ◆ 节假日出行不及预期

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

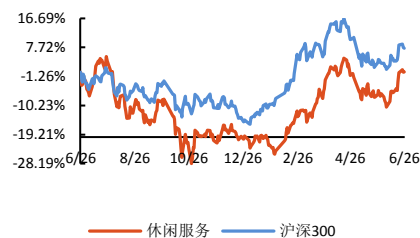
证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：徐晴

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

《海外人力资源服务行业研究：激流勇进 历久弥新》

2019.06.19

《拥抱核心资产，关注确定性和估值修复》

2019.06.05

《剖析子行业动因，寻找抗周期玩家》

2018.12.05

正文目录

1. 国内酒店行业复盘.....	4
1.1. 经营数据复盘：供需差推动酒店周期性变化.....	4
1.2. 股价复盘：目前估值处于历史底部.....	7
2. 经营数据磨底阶段，期待弹性释放.....	10
2.1. 经营数据处于低位，期待边际改善.....	10
2.2. 敏感性分析：RevPAR 边际改善将释放业绩弹性.....	12
3. 相关公司.....	15
3.1. 首旅酒店.....	16
3.2. 锦江股份.....	19
4. 投资建议.....	20
5. 风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 如家集团 RevPAR 同比增速.....	4
图表 2: 华住集团 RevPAR 同比增速.....	4
图表 3: 我国国内游客人次增速 (%).....	5
图表 4: 我国 GDP 增速 (%).....	5
图表 5: 如家中高端酒店数量 (从 2016 年起包含首旅存量酒店).....	6
图表 6: 锦江股份中高端酒店数量.....	6
图表 7: 华住集团中高端酒店数量.....	6
图表 8: 锦江股份营业利润同比增速.....	6
图表 9: 华住集团营业利润同比增速.....	6
图表 10: 锦江股份加盟店占比逐渐提高.....	7
图表 11: 首旅和华住加盟店占比.....	7
图表 12: 首旅酒店 PE (TTM).....	8
图表 13: 锦江股份 PE (TTM).....	8
图表 14: 华住集团 PE (TTM).....	8
图表 15: 首旅酒店 EV/EBITDA.....	8
图表 16: 锦江股份 EV/EBITDA.....	8
图表 17: 华住集团 OCC/ADR/RevPAR/PE (TTM).....	9
图表 18: 全国五星级酒店经营数据走势.....	10
图表 19: 全国三星级酒店经营数据走势.....	10
图表 20: 首旅酒店 2018 年以来经营数据持续向下.....	11
图表 21: 锦江股份 2018 年以来经营数据持续向下.....	11
图表 22: 如家经营数据低基数情况下下一年大概率发生边际改善.....	12
图表 23: 华住经营数据低基数情况下下一年大概率发生边际改善.....	12
图表 24 : 今年三月以来 PMI 保持在枯荣线以上.....	12
图表 25: 如家敏感性分析测算.....	14
图表 26 : 如家 2018 年业务收入拆分 (与财报披露数据有一定误差).....	15
图表 27: 三大酒店龙头品牌矩阵.....	15
图表 28: 首旅酒店重要的资产收购和剥离.....	17
图表 29: 首旅凯悦合资新品牌逸扉酒店概念图.....	18
图表 30: 首旅酒店和锦江股份经济型酒店运营情况对比.....	18

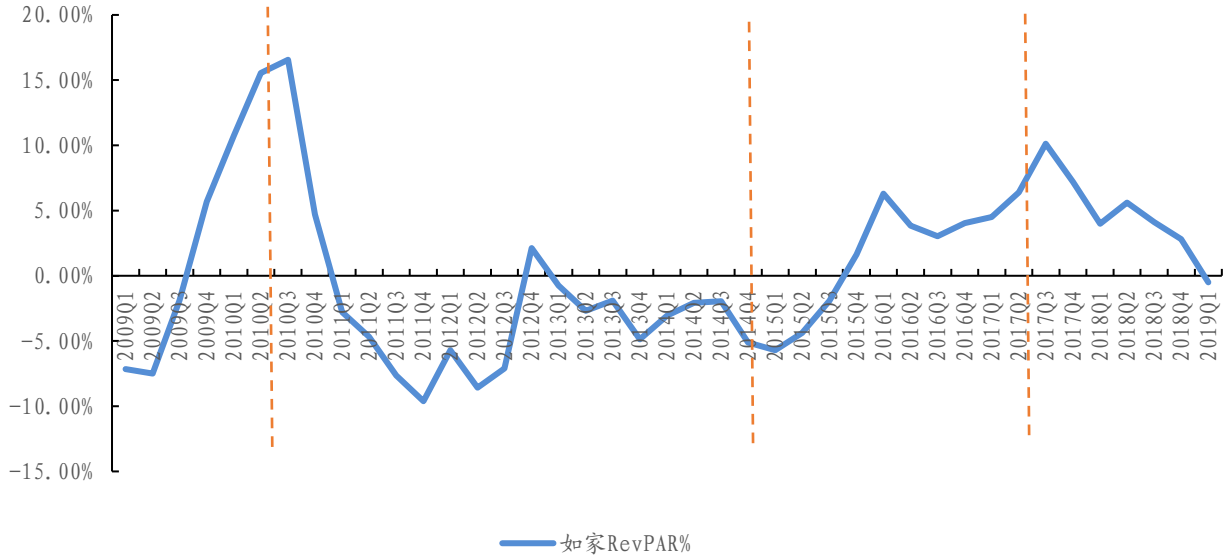
图表 31: 首旅酒店和锦江股份经济型酒店运营情况对比	19
图表 32: 首旅酒店和锦江股份经济型酒店运营情况对比	20
图表 33: 三大集团中端酒店同店数据对比	20

1. 国内酒店行业复盘

1.1. 经营数据复盘：供需差推动酒店周期性变化

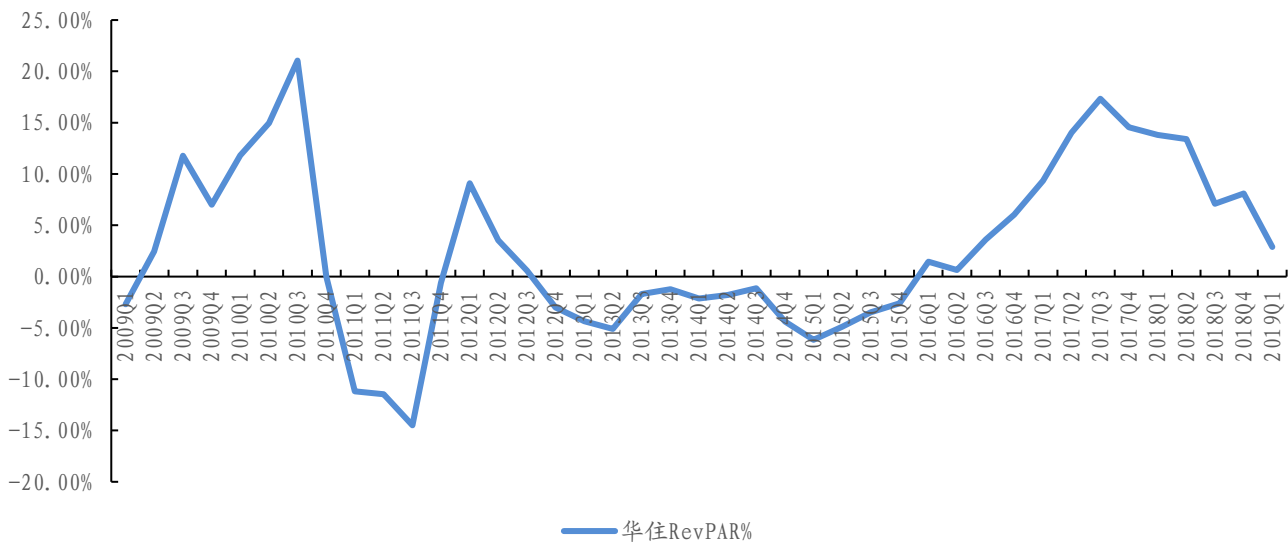
2009 年至今，酒店集团的经营数据走势较为一致。以首旅和华住为例，上行周期分别为：（1）2009-2010；（2）2015-2017；2010 下半年至 2015 年酒店 RevPAR 均维持在比较低迷的状态，2018 年至今 RevPAR 表现持续下行。

图表 1：如家集团 RevPAR 同比增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 2：华住集团 RevPAR 同比增速

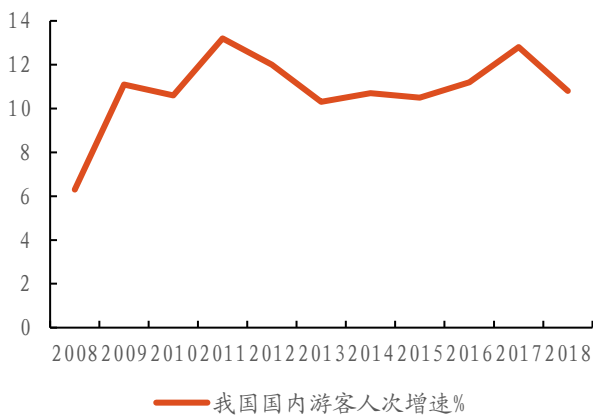


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

我国酒店行业周期主要受供需结构影响。从住宿业固定资产投资额来看，我国住宿行业供给已逐渐缩紧，2016 年住宿业固定资产投资额增速已逐步降至 8.4%。2009-2010 年，我国 GDP 在经历金融危机后企稳回升，自 2009 年下半年

起开始双位数增长，同时，受益于人均可支配收入的提升加上世博会的拉动作用，我国国内旅游人次增速也保持在高位，使得我国酒店行业需求端走强，强需求和紧供给促使我国三大酒店龙头的 RevPAR 增速在 2010 年 Q3 达到顶点。2012 年宏观经济增速回落，叠加“限三公”消费政策的出台，很大程度上抑制了酒店的需求端，使得我国酒店集团的 RevPAR 长时间处于负增长的过程，酒店行业的供给也持续缩紧；2015 年年末行业再次迎来拐点，三大集团入住率增速纷纷由负转正，房价方面，供给改善的同时中端酒店受益于消费升级表现更优（我国中高端酒店占比较小，出现结构性需求错配），综合房价受益于供需改善和结构升级，得到大幅提升，RevPAR 逐渐回暖至高点。2018 年至今，中高端酒店的供给依然在不断增长，RevPAR 增速持续放缓。

图表 3: 我国国内游客人次增速 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

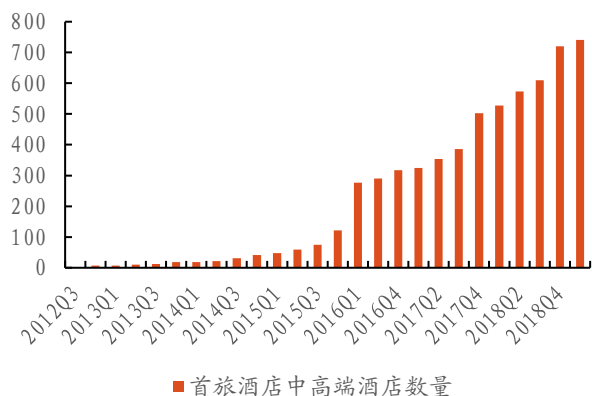
图表 4: 我国 GDP 增速 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

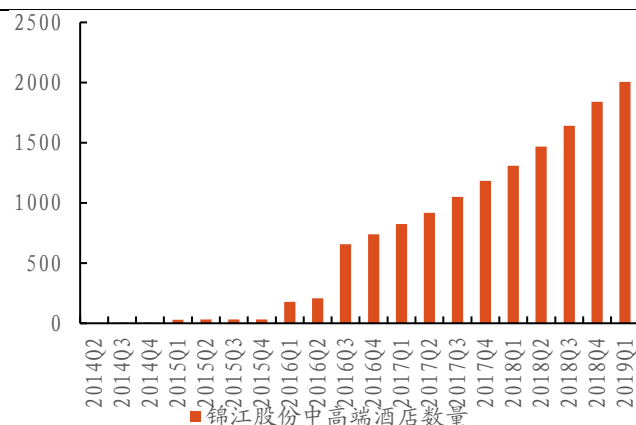
中高端酒店是我国大型酒店集团发展的重要战略布局，从三大龙头的布局时间点来看，华住布局中高端酒店的时间最早，在 2012 年 Q2 中高端酒店出现了明显的增量，中高端盈利能力较强且符合消费升级的需求，因而华住在 2012-2014 总体 RevPAR 低迷的大环境下取得了领先于同业的利润增长；首旅和锦江布局中高端酒店的时间相对较晚，大约在 2016 年开始在中高端酒店领域发力，目前中高端酒店依然是酒店集团的布局重点，截至 2019 年 Q1，华住、锦江、首旅的中高端酒店数量达到 4227 家，2015 年 Q4 三大集团中高端酒店数量仅 464 家，翻数倍的增长正在慢慢改变酒店市场的结构。中端酒店供给的快速增加为入住率和房价的继续上升带来一定压力，在 2017 的高基数下，2018 年入住率开始下滑，综合房价由于结构改善仍然处于上升通道，综合 RevPAR 同比走弱。

图表 5: 如家中高端酒店数量 (从 2016 年起包含首旅存量酒店)



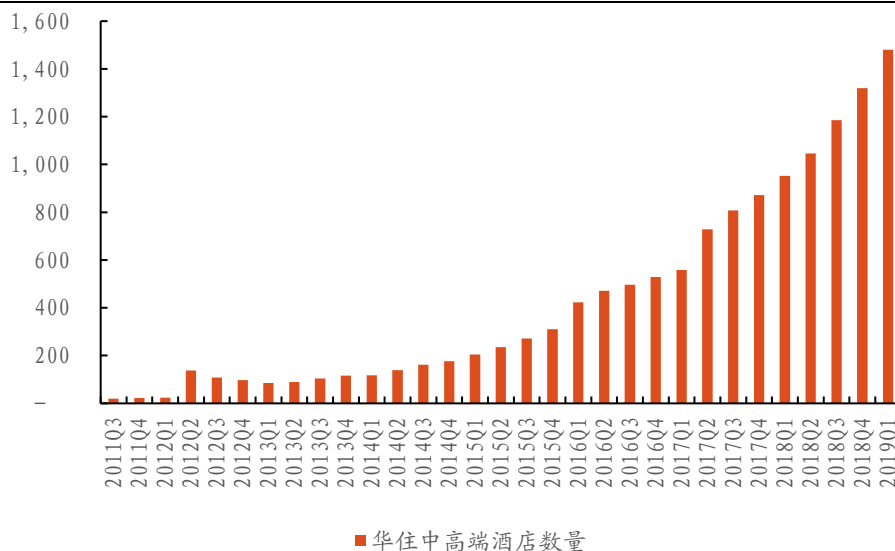
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 6: 锦江股份中高端酒店数量



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 7: 华住集团中高端酒店数量



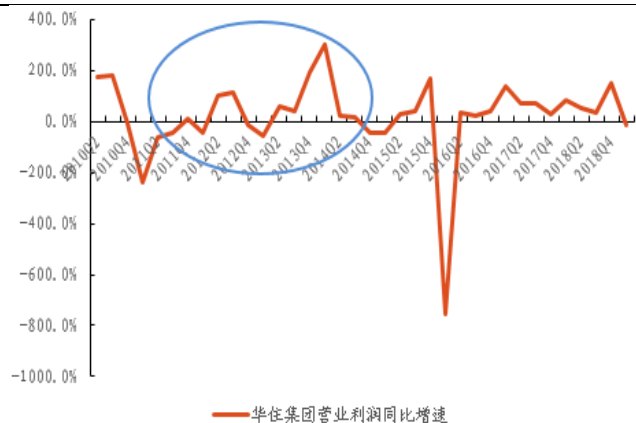
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 8: 锦江股份营业利润同比增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

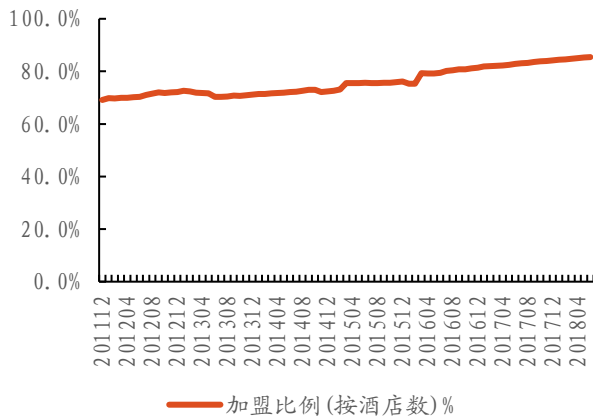
图表 9: 华住集团营业利润同比增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

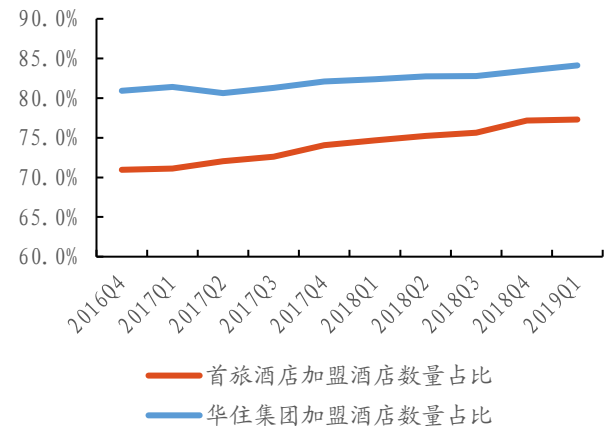
为降低周期性带来的经营风险，各大酒店集团纷纷大力发展加盟店。加盟店前期准备时间较短，有利于酒店集团快速扩张。特许加盟店几乎没有成本，管理输出店的成本主要是店长工资，因此加盟店利润率极高。同时，加盟店按照营收分成，在经济下行酒店亏损之时也可以获得收益。因此，三大酒店集团加盟店的占比逐渐升高。

图表 10: 锦江股份加盟店占比逐渐提高



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 11: 首旅和华住加盟店占比



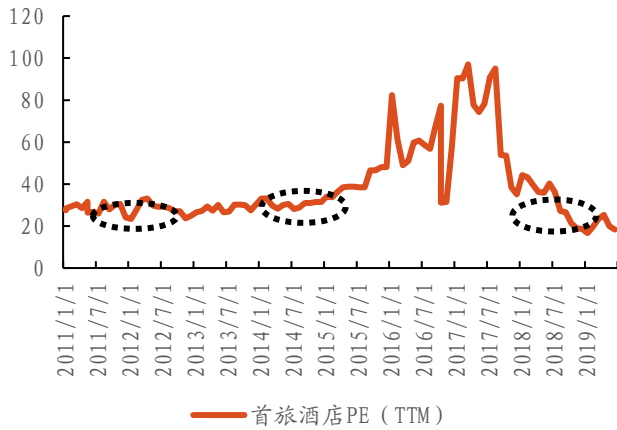
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

虽然直营店占比逐渐降低，直营店在酒店经营中也具有重要意义。直营店固定成本较高，因而具有很高的经营杠杆，在行业上升期最易释放业绩弹性。此外，直营店也是加盟店的基石。另外，加盟店因为酒店集团对店面的经营没有就完全的控制权，继而无法保证统一的服务质量，不利于提升酒店的品牌效益。因此，在对服务质量要求比较高的中高端酒店中开设直营店还是具有重要的意义。以如家为例，2017年新开的直营店全部为中高端酒店。直营店一般会选择在核心地段作为旗舰店而设立。核心地段中端酒店一般具有较强的盈利能力，一方面，企业愿意开设直营店以保有全部利润。另一方面，良好的盈利能力和品牌效益也更能吸引加盟商前来加盟。因此，用直营店打造一个精品模型来吸引加盟商以实现快速扩张是目前市场上的主流策略。

1.2. 股价复盘：目前估值处于历史底部

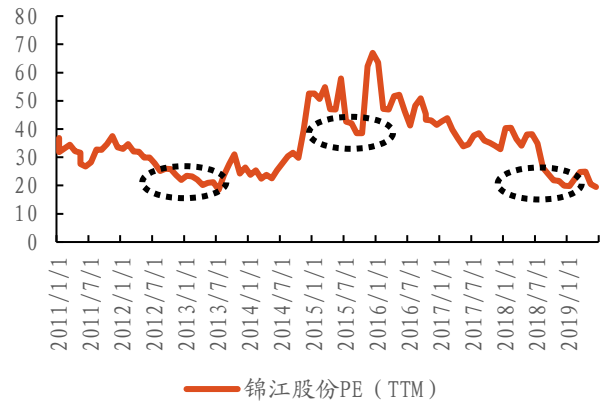
目前三大酒店龙头 A 股上市的首旅酒店、锦江股份 PE 以及 EV/EBITDA 均处于历史底部位置，2011 年至今，锦江股份 PE 最低为 18X，首旅酒店为 16X。在美国上市的华住集团估值较高，2019 年平均 PE (TTM) 为 99.4X，处于历史较高位置。

图表 12: 首旅酒店 PE (TTM)



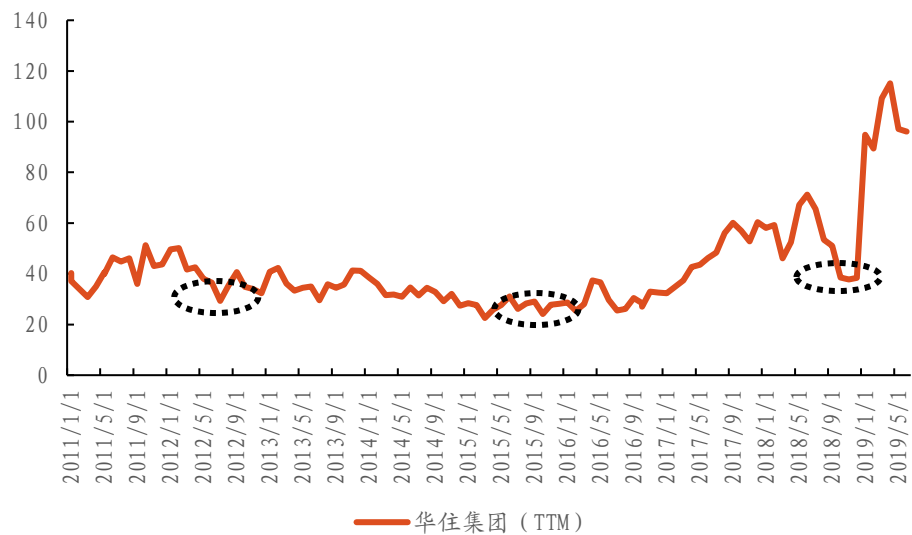
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 13: 锦江股份 PE (TTM)



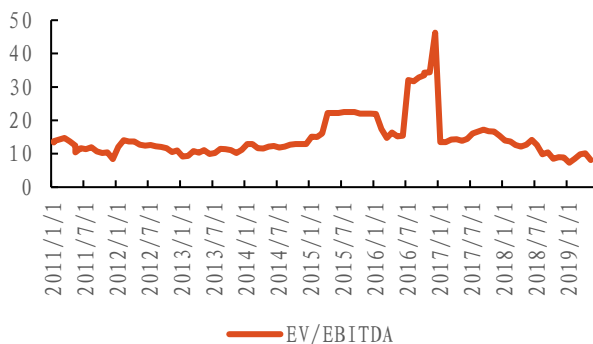
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 14: 华住集团 PE (TTM)



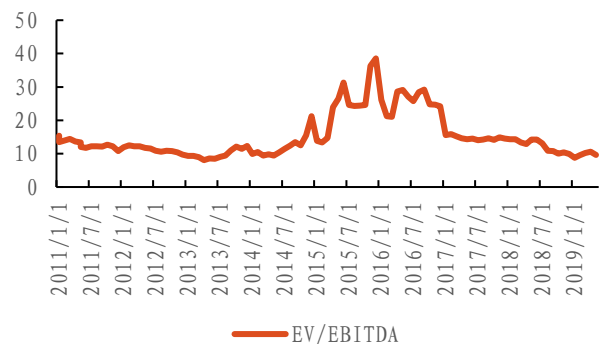
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 15: 首旅酒店 EV/EBITDA



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 16: 锦江股份 EV/EBITDA



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

关于估值支撑, 可以参考: 1) 集团进行大规模收购之前的估值水平; 2)

经营数据处于每轮下行周期底部时的估值水平。我国有限服务酒店集团的估值底分别出现在 2012（周期底部+限三公消费政策）、2015（周期底部+大规模整合前夕）、2018 年（经营数据下探+股市整体下探），目前首旅酒店和锦江股份估值均接近估值底部。

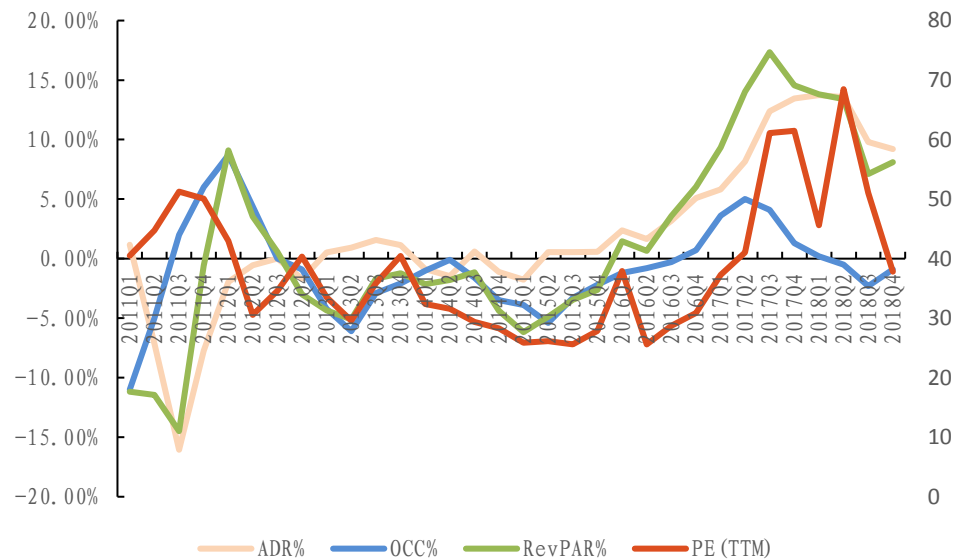
图表 10：酒店行业重要收购和上市



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

在估值上升阶段，一般以经营数据边际改善主导，以华住为例：入住率（OCC）边际改善带动估值修复，入住率增速由负转正则进入估值快速提升的阶段（OCC 与 ADR 同向增长，RevPAR 快速提升），入住率增速趋缓进入估值调整阶段，最后入住率由正转负估值进入下降通道。当前入住率和估值中枢均处于低位，若下半年入住率边际改善，将带来估值大幅修复，若改善持续，将带来估值快速提升的戴维斯双击。

图表 17：华住集团 OCC/ADR/RevPAR/PE (TTM)



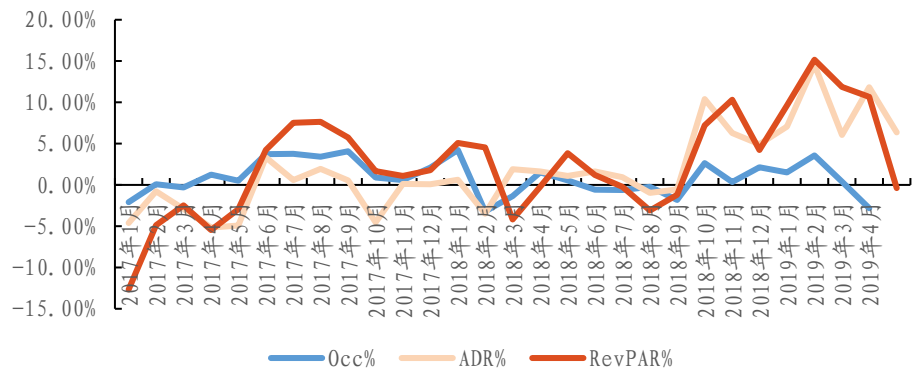
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2. 经营数据磨底阶段，期待弹性释放

2.1. 经营数据处于低位，期待边际改善

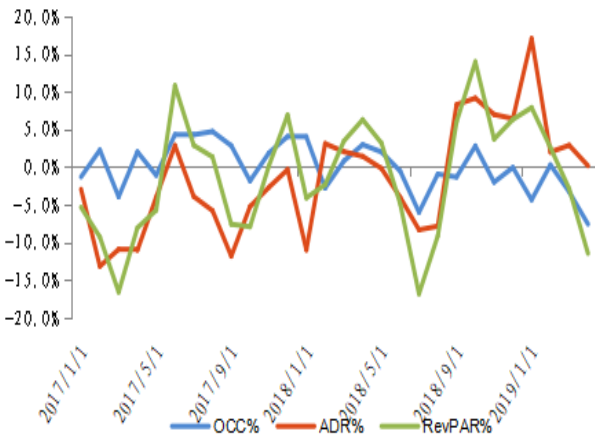
从全国星级酒店数据来看，入住率从2018年5月开始负增长，2019年3、4月份入住率持续下探。入住率下滑或由于我国企业商旅预算缩紧，我们可以看到2019年三星酒店的的经营数据明显好于五星级酒店，五星级酒店入住率下滑程度远超过全国平均水平。

图表 10: 全国星级酒店 OCC\ADR\RevPAR 同比增速



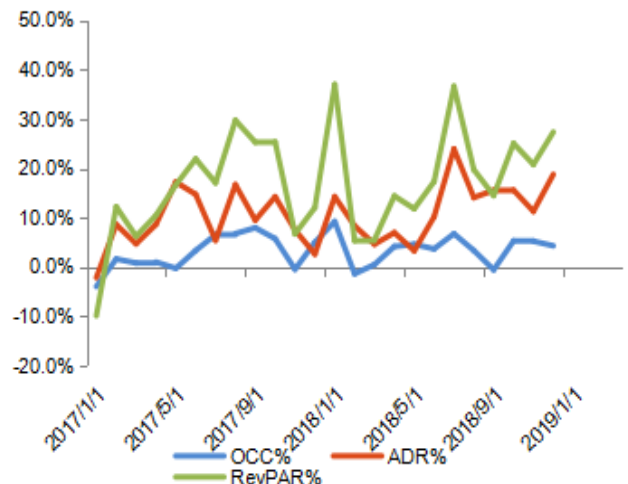
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 18: 全国五星级酒店经营数据走势



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 19: 全国三星级酒店经营数据走势

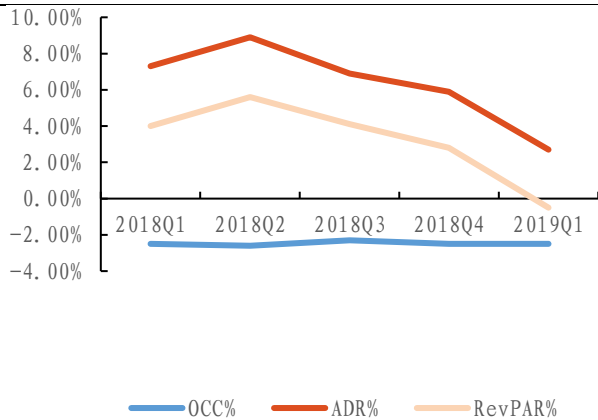


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

三大酒店集团的经营数据情况好于五星级酒店，但在2018年趋势上仍然持续下探。2018年经营数据走弱受2017基数较高、中高端酒店新开店较多、部分门店关店升级共同影响。2019年Q1三大酒店龙头集团入住率依然处于下降通道，通过复盘2011年以来的数据，我们发现华住和首旅经营数据在低基数的情况下，下一年大概率会出现边际改善。根据锦江股份5月份经营数据，

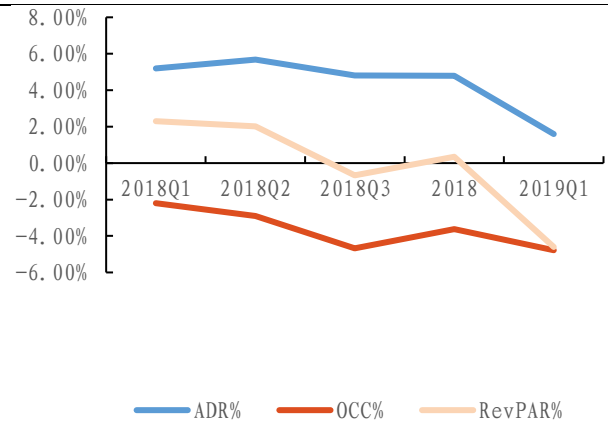
综合 RevPAR 为 164.10 元，同比上升 7.1%，单月表现良好，明显回升。经济型酒店 ADR 反弹，同比上升 4.0%（4 月同比下降 3.9%）；同时 OCC 降幅缩窄（2019 年 4、5 月经济型酒店入住率降幅分别为 7.15pct、1.88pct），考虑到今年五一假期全部落在 5 月，而 2018 年五一假期只有 1 天落在五月，我们计算 2019 年 4-5 月平均综合 RevPAR，为 163.1 元，同比增长 0.9%，也表现出一定的止跌迹象。今年 3 月份，PMI 回升且 4、5 月 PMI 持续保持在枯荣线之上，预期下半年宏观经济有所回暖。综上，我们认为有限服务酒店经营数据在下半年有望得到边际改善。

图表 20: 首旅酒店 2018 年以来经营数据持续向下



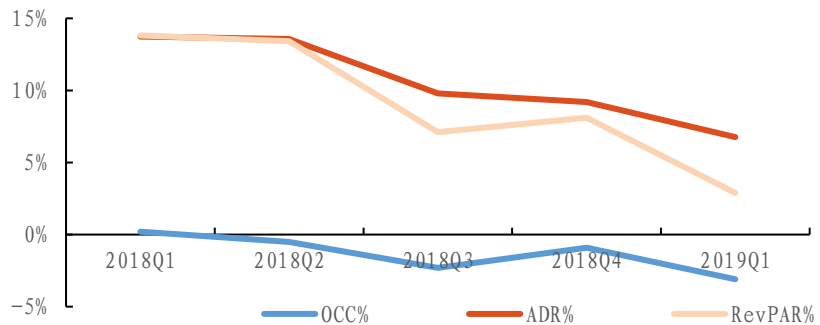
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 21: 锦江股份 2018 年以来经营数据持续向下



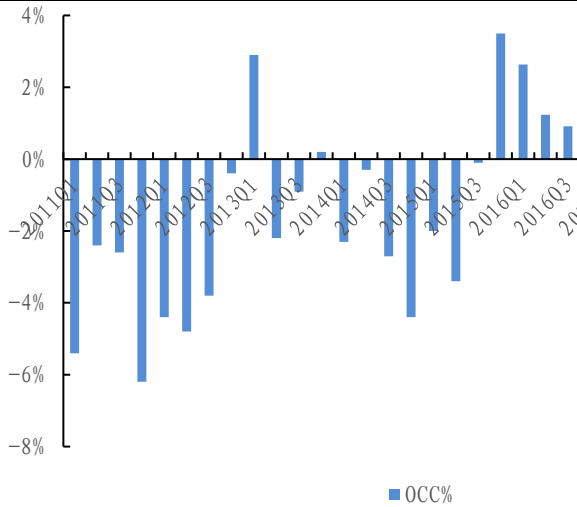
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 10: 华住 2018 年以来经营数据持续向下



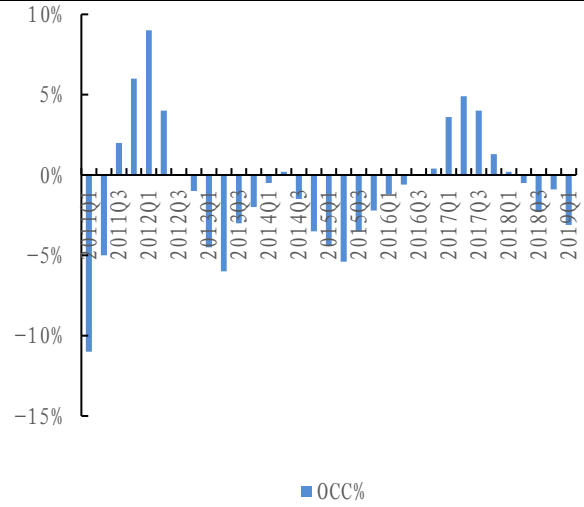
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 22: 如家经营数据低基数情况下下一年大概率发生边际改善



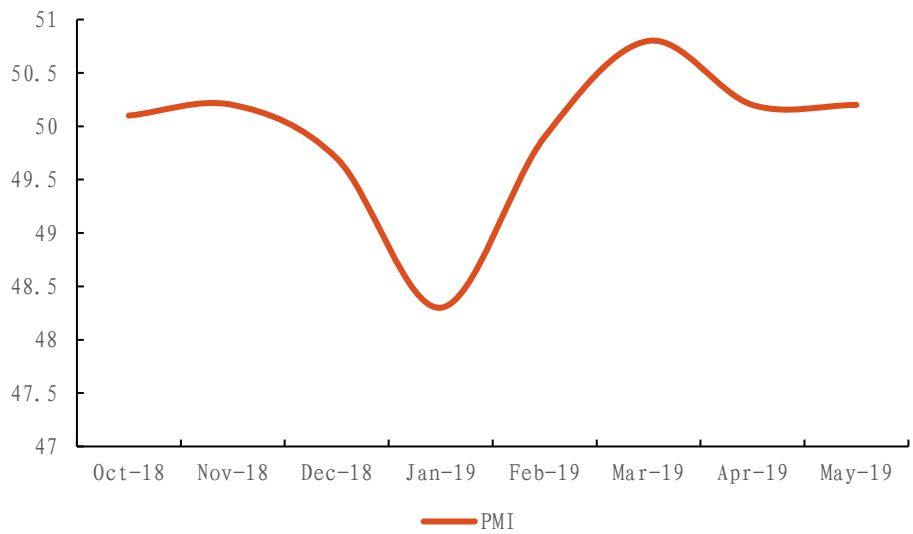
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 23: 华住经营数据低基数情况下下一年大概率发生边际改善



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 24: 今年三月以来 PMI 保持在枯荣线以上

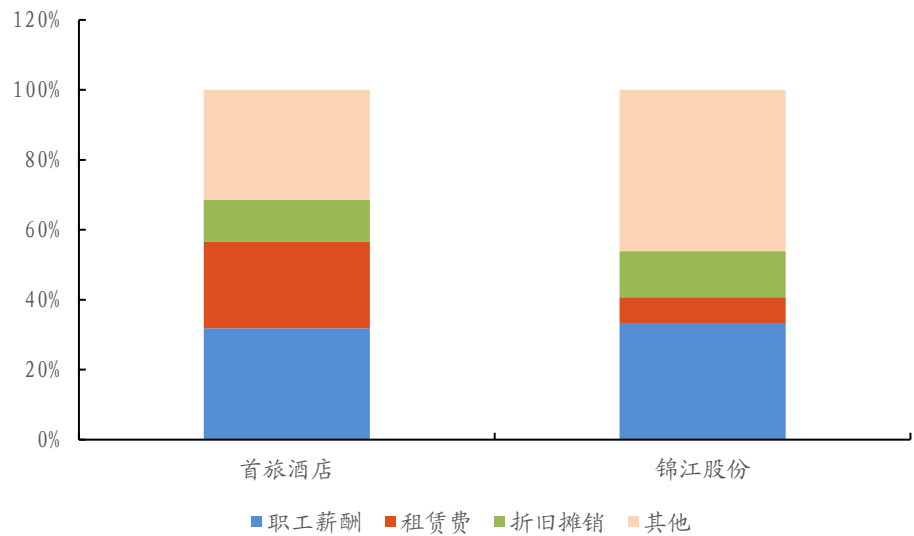


资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

2.2. 敏感性分析: RevPAR 边际改善将释放业绩弹性

虽然我国酒店集团近年来新开店绝大多数为加盟店, 是资产结构有所变“轻”, 但目前从成本构成上看, 酒店依然属于“重”资产, 具有较高的经营杠杆, 固定成本占比较高, 2018 年首旅酒店和锦江股份职工薪酬、租赁费、折旧摊销三项总和占总成本费用的比重分别为 69%、50%。因而酒店业绩具有较高的弹性, 超过盈亏平衡后, 企业业绩将快速增长。

图表 10: 首旅酒店和锦江股份 2018 年成本费用构成



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

由此, 我们以如家为例, 测算 RevPAR 边际变动对收入和净利润的影响。测算的核心假设如下:

- 1) 2019 年新开店数为 600 家 (首旅酒店 2019 年开店指引为 800 家, 我们假设如家新开店为 600 家);
- 2) 关店数为 250 家;
- 3) 新开店中高端酒店占比为 50%;
- 4) 新开店中加盟店为 95%。

通过测算我们发现, 直营店受 RevPAR 影响更大, 且受关店影响, 当 RevPAR 增速超过 2% 时, 收入才恢复为正向增长; 而加盟店对 RevPAR 的变动敏感程度相对较低, 目前的开店假设下, 即使 RevPAR 同比下降 4%, 依然可以录得收入增长。结合公司开店指引 (新开店 95% 为加盟店), 轻资产加盟扩张将成为未来的业绩增长点。

我们进一步发现, 当如家整体 RevPAR 增速为 -2%—3% 时, 如家酒店收入增速为 0%, 当整体 RevPAR 增速为 -1% 时, 如家酒店净利润不增长。

2019Q1 年如家整体 RevPAR 同比下降 0.5%, 若 Q2 及下半年经营数据回暖, 进入上升通道, 业绩将大幅改善。同时, 若开店数量超过 600 家, 安全边际将进一步提高。

图表 25: 如家敏感性分析测算

RevPAR%	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4
新开店数	600	600	600	600	600	600	600	600	600
关店数	250	250	250	250	250	250	250	250	250
净开店数	350	350	350	350	350	350	350	350	350
新开中高端酒店	300	360	360	360	360	360	360	360	360
新开经济型酒店	300	240	240	240	240	240	240	240	240
新开直营店	30	30	30	30	30	30	30	30	30
经济型:	0	0	0	0	0	0	0	0	0
中高端:	30	30	30	30	30	30	30	30	30
新开加盟店	570	570	570	570	570	570	570	570	570
经济型	300	240	240	240	240	240	240	240	240
中高端	270	330	330	330	330	330	330	330	330
关店直营店	75	75	75	75	75	75	75	75	75
经济型	74	74	74	74	74	74	74	74	74
中高端	1	1	1	1	1	1	1	1	1
关店加盟店	175	175	175	175	175	175	175	175	175
经济型	150	150	150	150	150	150	150	150	150
中高端	25	25	25	25	25	25	25	25	25
收入	0	0	0	0	0	0	0	0	0
直营									
经济型	3367	3402	3437	3472	3507	3542	3577	3612	3647
中高端	2030	2051	2072	2093	2114	2135	2156	2178	2199
合计	5396	5452	5509	5565	5621	5677	5733	5790	5846
特许									
经济型	972	968	978	987	997	1006	1016	1025	1035
中高端	610	638	644	649	655	660	666	671	677
合计	1582	1606	1621	1636	1651	1666	1681	1696	1711
收入总计	6978	7059	7130	7201	7272	7344	7415	7486	7557
YOY	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
净利润	697	738	777	817	857	896	936	976	1016
YOY	-14%	-9%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 26：如家 2018 年业务收入拆分（与财报披露数据有一定误差）

	酒店数	房间数	收入
直营			
经济型	721	83219	3927
中高端	157	22041	1779
特许			
经济型	2304	209888	966
中高端	563	65051	461

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3. 相关公司

我国有限服务酒店集团经历了大量跑马圈地和资本整合的成长历程后，目前形成了华住、锦江、首旅三足鼎立的竞争格局，三家龙头跟随时代需求进行产品的整合更新，具有完善的产品矩阵。

图表 27：三大酒店龙头品牌矩阵

锦江	类型	首旅如家	类型	华住	类型
锦江都城	中高端	如家	经济型	汉庭	经济型
锦江之星	经济型	莫泰	经济型	怡莱	经济型
金广快捷	经济型	云上四季	经济型	海友	经济型
百时快捷	经济型	蓝牌驿居	经济型	宜必思	经济型
麓枫	中高端	派柏云	经济型	诺富特	中高端
喆啡	中高端	睿柏云	经济型	美居	中高端
IU	经济型	雅客怡家	经济型	漫心	中高端
七天系列	经济型	欣燕都	经济型	CitiGO	中高端
派	经济型	和颐	中高端	全季	中高端
维也纳皇家	中高端	如家精选	中高端	宜必思尚品	中高端
维也纳国际	中高端	如家商旅	中高端	星程	中高端
维也纳智好	中高端	璞隐	中高端	美爵	中高端
维也纳酒店	中高端	扉缦	中高端	禧玥	中高端
维也纳三好	中高端	素柏云	中高端	桔子水晶	中高端
Première Classe	经济型	金牌驿居	中高端		
Campanile	经济型	首旅建国	中高端		
Kyriad 系列	经济型	首旅南苑	中高端		
Golden Tulip 系列	中高端	首旅京伦	中高端		
Sarovar	经济型	首旅寒舍	中高端		
非繁城品	中高端	京伦饭店	中高端		

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

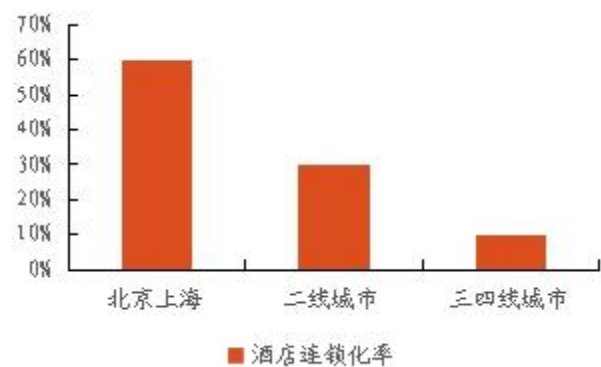
短期看，虽然近来酒店集团运营数据走弱，RevPAR 增速承压，但在 PMI 回暖、社融超预期、以及 18 年下半年基数相对低的情况下，2019 年下半年经营数据有望回暖。长期看，轻资产加盟扩张和中高端占比提升依然是龙头公司的成长逻辑。三大龙头的开店计划中，华住计划 2019 年开店 800-900 家，有所提速；首旅酒店开店指引 800 家，提速最为明显；锦江股份计划开店 900 家，与去年持平，但在质量上严格把控。新开店中，加盟和中高端酒店依然是占大多数，中高端占比均要求 50%以上，加盟店占比 95%以上。扩张期初，酒店集团布局多着眼于一线城市，随着一线城市可用作酒店经营的物业存量减少，连锁化率趋于饱和，近年来布局多着眼于二三线城市，低线城市连锁化率还有很大的提升空间，随着加盟龙头的盈利改善逐步被印证，公司的加盟扩张还有很大的潜力去挖掘。

图表 27：首旅酒店北京上海酒店占比



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

图表 28：各级别城市酒店连锁化率

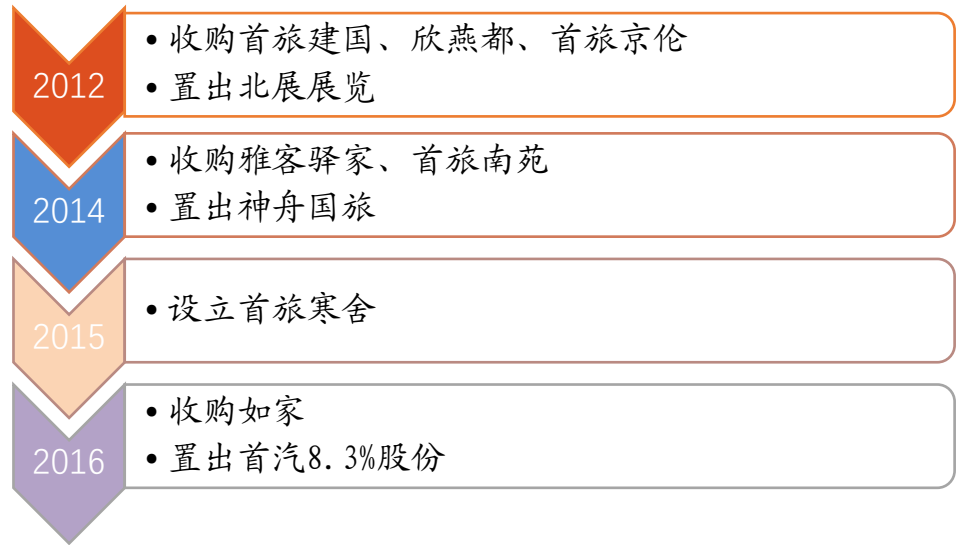


资料来源：盈蝶咨询，东方财富证券研究所

3.1. 首旅酒店

首旅酒店股份有限公司的第一股东为北京首旅集团，控股 36.7%，实际控制人为北京市国资委。首旅最初的经营业务为：（1）酒店业务：3 家自有产权酒店（民族饭店、京伦饭店、前门饭店）（2）旅行社业务（3）景区业务（4）展览广告业务。此后经过一系列的资产收购和置出，首旅逐渐剥离了旅行社业务和展览广告业务，完善了酒店业务的布局。在 2016 年如家并表之后，公司业务分为：（1）如家酒店业务（2）首旅存量酒店业务（3）南山景区业务。

图表 28：首旅酒店重要的资产收购和剥离



资料来源：公司公告，新闻媒体，东方财富证券研究所

2017 年首旅酒店以如家原有的薪酬激励体系为基础进行了薪酬机制改革。目前管理层薪酬=基础薪资(50-85%)+基本福利(0.2%)+年绩效工资(10-15%)+期权式限制性绩效现金奖励(0-40%)，薪酬机制更加市场化，对企业运营效率起积极作用。

目前如家为公司的主要收入和利润来源。如家布局中高端的时点较华住和锦江稍晚，未来公司将进一步发力中高端酒店市场。2018 年 11 月 26 日盘后公司发布公告，拟向激励对象定向发行公司股票，拟授予高管、中层和核心骨干（不超过 266 名）不超过 9,711,095 股限制性股票，授予价格 8.63 元/股；2019-2021 年限售期解除条件为 19-21 年净利润相对 17 年增长不低于 20%/30%/40%，中高端收入占比不低于 34%/36%/38%。2018 年 1-3 季度中高端房间数量占比约 20%，中高端 RevPAR 约为经济型 1.6 倍，估计公司前三季度中高端酒店收入占比 30%左右。与上一次股权激励相比，解禁的条件更为清晰明确，进一步突出了中高端的重要战略地位。

为进一步弥补中高端酒店的短板，2 月 25 日，公司下属如家酒店集团拟通过其下属全资子公司如家酒店连锁（中国）有限公司和凯悦酒店集团下属全资子公司共同投资成立宇宿酒店管理有限公司。合资公司投资总额为 5 亿元，并将推出新的酒店品牌，定位中高端旅行市场。合资公司的注册资本为 1.8 亿元，其中如家酒店出资 9180 万元，占总股本的 51%。中国凯悦有限公司将分期出资现金 8820 万元，占合资公司注册资本的 49%。针对新推出的中高端酒店品牌，首旅如家方面表示旨在满足中国年轻一代游客不断变化的需求，迎合中国游客的喜好，以使旅行者获得无缝、舒适和便捷的旅行体验。首旅作为我国有限服务酒店龙头公司，具有大量的住客资源，凯悦作为海外领先的高端酒店运营商，具备先进的中高端酒店管理运营经验，两者优势互补，预计会在未来带来新的增量。目前收率开源新品牌逸扉酒店已经于今年 6 月 19 日正式发布。

图表 29: 首旅凯悦合资新品牌逸扉酒店概念图

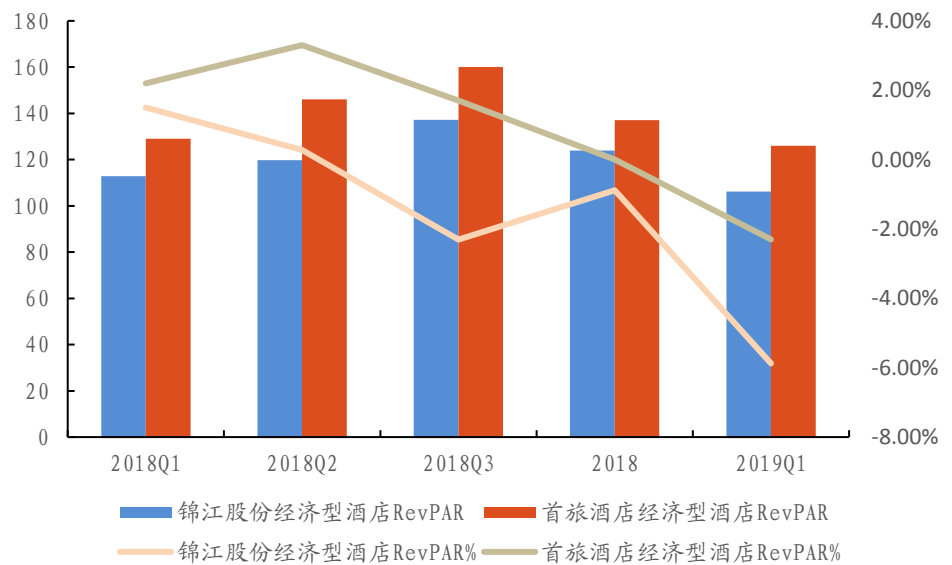


资料来源: 公司公告, 新闻媒体, 东方财富证券研究所

首旅酒店直营店占比在三大酒店龙头中最高, 在行业上升周期最快释放业绩弹性。同时, 首旅经济型酒店经营数据好于锦江股份, 若下半年企业商旅预算企稳回升, 经济型酒店将最先受益。

预计公司 2019/2020/2021 年实现收入分别为 86.79/89.12/91.23 亿元。实现归母净利润分别为 10.17/11.82/12.83 亿元, EPS 分别为 1.04/1.21/1.31 元, 对应 P/E 分别为 21/18/17, 维持“增持”评级。

图表 30: 首旅酒店和锦江股份经济型酒店运营情况对比



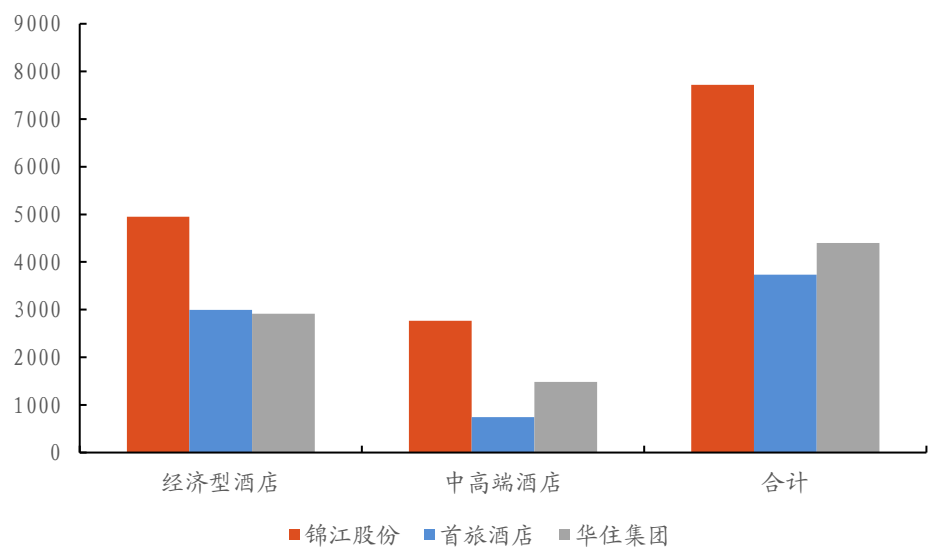
资料来源: 公司公告, 新闻媒体, 东方财富证券研究所

3.2. 锦江股份

锦江股份实控人为上海国资委，2019年3月6日，国家发改委副主任连维良在全国两会的记者会上表示，今年将推出第四批100家以上的混改试点推动国企改革。锦江股份为入选该100家名单，但我们可以看到国企混改的力度和范围在不断加大，后续有望看到公司增面国企混改的实质性进展。

公司以锦江系酒店切入有限服务酒店市场，后于2015和2016年分别收购铂涛集团和维也纳酒店管理集团。截至2019年Q1，无论是经济型酒店还是中高端酒店，锦江股份的酒店规模均领先于华住集团和首旅酒店，同时旗下拥有最多的品牌数量。酒店行业据有较高的经营杠杆，因而公司可以更好的发挥规模效应，近来公司开展统一采购平台，为公司提质提效增添动力。

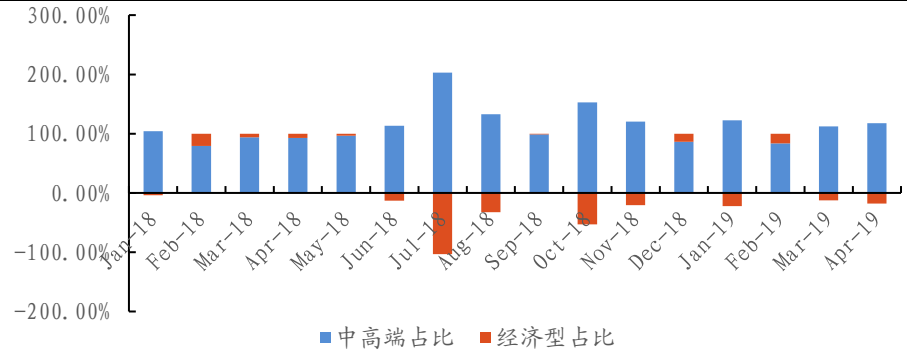
图表 31：首旅酒店和锦江股份经济型酒店运营情况对比



资料来源：公司公告，新闻媒体，东方财富证券研究所

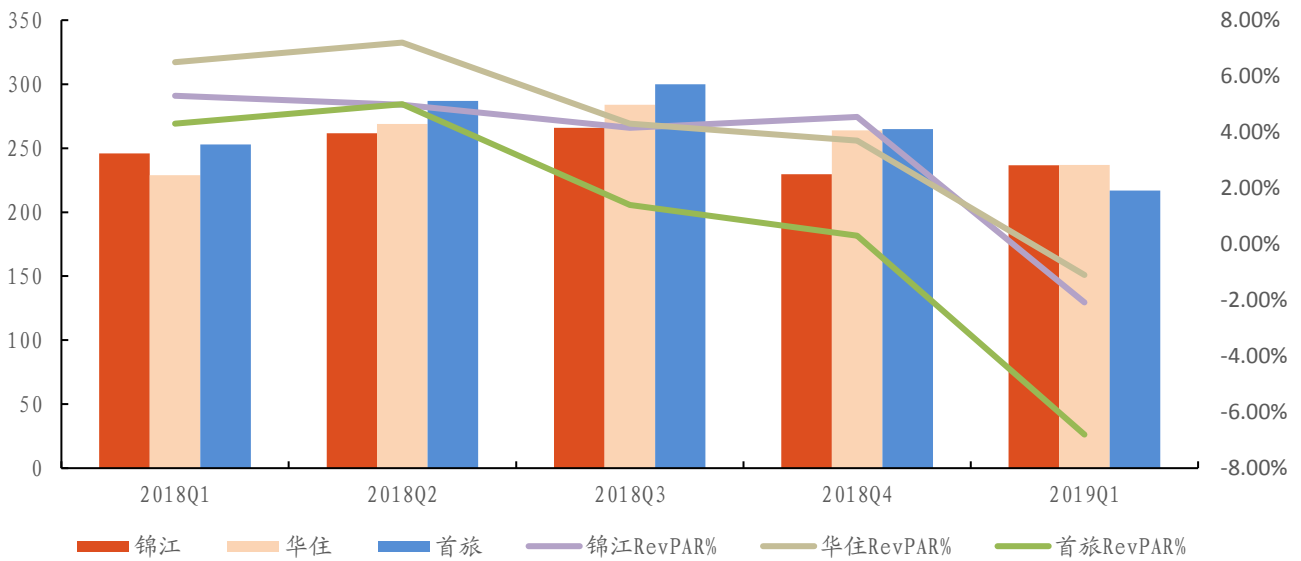
公司同样以中高端酒店作为主要发力点，公司月度数据显示，经济型净开点数成下降趋势，中高端酒店比例加速提升。在公司旗下多品牌运营，2018年铂涛系表现最优，铂涛系营收43.3亿元，同比增加8.73%，归母净利润4.06亿元，同比增加49.8%，净利大幅增长主要来自酒店结构的改善以及关闭亏损酒店。锦江系受商誉减值（金广快捷）以及政府补助减少的影响净利润同比下滑，维也纳系酒店净利增速平缓（同比增长12%）。

图表 32: 首旅酒店和锦江股份经济型酒店运营情况对比



资料来源: 公司公告, 新闻媒体, 东方财富证券研究所

图表 33: 三大集团中端酒店同店数据对比



资料来源: 公司公告, 新闻媒体, 东方财富证券研究所

我们预计公司 2019/2020/2021 年实现收入分别为 153.24/158.45/161.94 亿元, 实现归母净利润分别为 13.14/15.46/17.85 亿元, 对应 P/E 分别为 20/17/15X, 给予“增持”评级。

4. 投资建议

静待酒店龙头估值修复到业绩改善带来戴维斯双击的投资机会。当前我国 A 股酒店龙头估值处于低位区间, 预期 Q2 入住率跌幅缩窄, 业绩边际改善, 将迎来估值修复, 若持续改善将带来戴维斯双击。谨慎看好 A 股酒店龙头: 首旅酒店 (600258)、锦江股份 (600754)。

5. 风险提示

酒店开店速度不及预期：新开门店是酒店业绩增长的重要驱动力之一，同时会影响未来 5-10 年酒店盈利能力及竞争格局。虽然三大酒店集团目前每年均保持 500-900 家门店开店计划，但实际执行过程中，酒店开店受多种因素影响，如天气、环保政策等，实际开店有可能不及计划，如果开店数量不及预期，将会影响酒店集团的盈利水平。

酒店行业竞争加剧：酒店行业具有一定周期性，其房价和入住率受市场供需结构影响。若行业供给过多，竞争加剧，则会影响到酒店未来的房价和入住率，酒店的营收和利润会受到影响。

节假日出行不及预期：节假日出游是酒店行业收入的重要来源，如果受自然灾害、天气等原因使得节假日出游不及预期，酒店行业收入将受到影响。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。