

1158.HK 开元酒店

审慎增持 (首次) 高端酒店民族品牌引领者，迎成长爆发期

2019年6月30日

市场数据

日期	2019/6/28
收盘价(港元)	16.50
总股本(百万股)	280
流动股本(百万股)	70
总市值(亿港元)	46.2
流动市值(亿港元)	11.6
净资产(亿人民币)	6.64
总资产(亿人民币)	15.47
每股净资产(元)	2.37

主要财务指标

会计年度	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入(亿元)	17.98	21.69	25.23	28.37
同比增长	8.0%	20.6%	16.3%	12.5%
净利润(亿元)	1.87	2.27	2.74	3.15
同比增长	14.6%	21.4%	20.9%	14.9%
毛利率	26.0%	27.2%	28.2%	28.7%
净利率	10.4%	10.5%	10.9%	11.1%
净资产收益率	31.7%	17.0%	13.0%	13.5%
每股收益(元)	-	0.81	0.98	1.13
每股经营现金流(元)	-	1.23	1.39	1.57

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

相关报告

投资要点

- **公司旗下酒店品牌矩阵完整，高品质物业铸造优质品牌形象。**开元为我国领先的高端酒店经营及管理集团，旗下酒店品牌定位鲜明，ADR覆盖350-1000元价格带。在高端酒店方面，公司度假系列与多个景区合作，打造具备民族特色的文化酒店，有望乘我国文旅业发展之风加速扩张；在中端方面，公司主打非一线城市，填补了外资酒店价格过高难以下沉、中资酒店全服务经验不足而导致的市场空缺。由于清晰的定位及优质的物业品质，开元旗下物业OTA评分均优于同行，品牌形象良好。
- **专注中高端市场，提供全服务模式，盈利能力领先同业。**由于开元酒店专注于中高端市场，且全服务酒店数占比达6成，其非客房收入占比逾5成，使得其单店营收及盈利均高于同业。2018年开元旗下酒店日均房价达448元，领先同业45%，一定程度弥补了其非一线城市占比高而导致的较低入住率，促使其RevPAR达284元，领先行业17%。同时，公司单店营收高达5255万元，而华住锦江等仅为719万-1230万；公司综合单店EBITDA达203万元，远高于同业46万-77万的单店盈利水平。
- **已与多个大型业主达成战略合作，轻资产管理业务快速发展。**由于开元的管理费显著低于外资、人才培养及中央管理体系完善、以及高端酒店营运经验丰富，使得其管理输出业务深受业主信赖，近三年管理酒店数增速均超30%。2019年，公司与绿城小镇、德信达成战略合作，市场对开元认可度持续提升。随着我国高端酒店进入换牌期，开元有望凭借其高性价比的服务抢占市场份额。
- **确定性增长：规模效应初显，未来五年规模有望翻倍，具备较高成长属性。**2015-2018年，开元酒店数由74间增至150间，三年CAGR达26.6%，远高于华住/首旅/锦江15%/9%/16%的增长。截止2018年底，公司已签约待开业酒店数占已开业酒店的110%，预计未来五年其酒店数规模将成倍增长，CAGR达16%，增速领先行业约10pcts。
- **投资建议：**预计公司2019-2021年开店39/36/30间，归母净利润2.27/2.74/3.15亿元，同比增长21.4%/20.9%/14.9%。考虑到公司领先行业的中高端布局，强大的项目储备，以及逐渐提升的品牌影响力，预计公司有望迎接爆发式增长。而公司现估值不及行业平均水平。结合PEG和EV/EBITDA估值，给予公司股票目标价21.02港元，相比现价(2019/06/28)16.50港元有27.4%的涨幅，对应2019/2020年PE为22.8x/20.5x，对应2019年PEG为1.20x。首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

风险提示：宏观经济下行；扩张不达预期；竞争加剧；物业分布过于集中

海外消费研究

分析师：张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：李明

limingy@xyzq.com.cn

SFC: AXK332

SAC: S0190118070111



Outperform

(Initiation)

Zhejiang New Century Hotel Management (1158.HK)

A Booming Expansion is Coming

Consumer

06/30/2019

Key Data

June 28, 2019

Closing Price (HKD)	16.50
Total Shares (Mn)	280
Shares Outstanding (Mn)	70
Market Cap(HKD/100Mn)	46.2
Market Float(HKD/100Mn)	11.6
Net Assets (RMB/100 Mn)	6.64
Total Assets (RMB/100 Mn)	15.47
BVPS(RMB)	2.37

Key Financial Indicators

FY	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenue (100 Mn/RMB)	17.98	21.69	25.23	28.37
YoY	8.0%	20.6%	16.3%	12.5%
Net Profit (100 Mn/RMB)	1.87	2.27	2.74	3.15
YoY	14.6%	21.4%	20.9%	14.9%
Gross Margin	26.0%	27.2%	28.2%	28.7%
Net Profit Margin	10.4%	10.5%	10.9%	11.1%
ROE	31.7%	17.0%	13.0%	13.5%
EPS (RMB)	-	0.81	0.98	1.13
OCFPS (RMB)	-	1.23	1.39	1.57

Source: Company Disclosure, Industrial Securities Research Institute

Highlights

With well-rounded brand scheme catering various market needs, ZNC's hotels represent the quality. ZNC is the leading hotel operation and management group in China. Its multiple brands have covered a wide range of ADR from 350RMB to 1000 RMB. For the upscale sector, ZNC has cooperated with several scenic destinations to develop the hotels featuring Chinese culture. It could continue to grow as the cultural travels in China become increasingly popular. As for the midscale sector, ZNC has rooted in the lower-tier cities, which strengthens its core competitiveness and uniqueness, as the foreign hotel brands are too expensive for the market and the other domestic brands are too inexperienced in operating the full-service hotels. ZNC ranks high on OTAs, representing a high-quality brand image.

Targeting the premium sector with specialization in full-service hotels, ZNC's profitability is higher than its peers. With its premium positioning, 63% of ZNC's hotels are full-service, and more than half of hotel's revenue comes from the non-room consumption. Hence, ZNC's revenue and EBITDA per hotel are higher than its peers. Specifically, by 2018, ZNC'S ADR is 448 RMB, which are 45% higher the industry. Its high ADR compensated its lower occupancy rate, pushing the firm's RevPar to 284 RMB, which is 17% above its peers. ZNC's revenue per hotel is about 53 mn RMB, but its peers' are only 7.2 -12.3mn. ZNC'S EBITDA per hotel reaches 2.03 mn, far ahead of its peer's 0.46-0.77 mn.

Management capability is approved by the market, speeding up the firm's expansion. ZNC is competitive in its pricing, talent and administration program, and experience in premium hotel operation. The number of ZNC'S managed/franchised hotels has increased by 30% each year for past 3 years. In 2019, ZNC has collaborated with large property owners like Greentown and DoThink to explore more hotel management projects, signaling ZNC's increasing popularity and recognition.

Size effect appears. With hotel pipeline surpassing the existing network. ZNC is expected to double in its size. During 2015-2018, the number of ZNC's hotels has increased from 74 to 150, with 3-year CAGR being 26.6%, much faster Huazhu/BTG/Jinjiang's growth rate of 15%/9%/16%. By 2018, ZNC's network pipeline number has reached 110% of the hotels in operation. ZNC is expected to double its scale for next 5 years, with CAGR being 16%, exceeding the industry's growing rate by 10 pct.

Earnings forecasts and investment recommendations: We expect the firm to open 39/36/30 hotels for 2019-2021, with net income attributed to shareholder's equity being 227/274/315 million RMB, YOY being 21.4%/20.9%/14.9%. Regarding ZNC's early footprint in midscale-upscale hotels, strong network pipeline, and increasing popularity with sound brand effects, the firm is about to welcome a booming growth in its scale. However, the current valuation has not reflected the growing potential of the firm. Under PEG and EV/EBITDA valuation model, we give the target price of 21.02 HKD, which is 27.4% higher than the closing price of June.28th 2019, corresponding to the 2019/2020 PE ratio of 22.8x/20.5x, and 2019 PEG ratio of 1.20x. We give the "Outperform" rating for initiating coverage.

Potential risks:

Macroeconomy Slowdown, Expansion rate fails expectation, Intensified Competition, Hotel Network too Concentrated.

Analyst

Zhang Yidong

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

Contact

Li Ming

limingyj@xyzq.com.cn

SFC: AXK332

SAC: S0190118070111

目 录

1、 从浙江至全国，民族高端酒店集团的崛起	6
1.1、 公司简介：中国领先的中高端酒店集团，将迎成长爆发期.....	6
1.2、 发展历史：拆分重资产，开元酒店管理公司轻装上阵.....	10
1.3、 股权结构：开元旅业控股，股本结构集中.....	11
1.4、 经营结构：经营酒店业务稳健发展，管理酒店业务高速增长.....	12
2、 结构趋优：主打中高端市场，开元单店营收创利行业领先	14
2.1、 中产阶级崛起，我国中高端酒店市场发展空间足.....	14
2.2、 本土品牌入局中高端领域，民族品牌影响力提升.....	17
2.3、 开元领先布局中高端市场，差异化定位保障竞争优势.....	19
2.4、 全服务模式打造多元消费场景，开元单店收入为同业 4-5 倍.....	20
3、 品质趋优：开元旗下酒店矩阵完整，顺应度假、商旅需求	21
3.1、 高端度假酒店：亲自然、重文化，特色物业享文旅业发展红利.....	21
3.2、 中高端全服务：把握二线商旅市场，高性价比铸造核心竞争力.....	25
3.3、 中端精选酒店：以高端基因打造精品酒店，口碑、入住率均领先.....	27
4、 扩张之路：管理业务签约条件实惠，助力开元快速扩张	29
4.1、 对标海外成熟市场，轻资产管理模式为酒店业发展趋势.....	29
4.2、 人力资源、数字化营运系统完善，开元管理实力强劲.....	31
4.3、 开元管理费仅外资品牌一半，高性价比受业主追捧.....	33
5、 确定性增长：品牌蓄力完成，项目储备充足	35
6、 财务分析	36
7、 盈利预测及估值	40
7.1、 盈利预测.....	40
7.2、 估值与评级.....	42
8、 风险提示	43
图 1、 开元在营及待开业酒店地域覆盖范围.....	6
图 2、 开元酒店品牌矩阵.....	7
图 3、 开元酒店股权结构.....	12
图 4、 开元酒店业务结构及盈利模式.....	12
图 5、 2018 年公司管理酒店数量占比达 79.3%.....	13
图 6、 经营酒店业务收入占比达 90.6%.....	13
图 7、 公司酒店管理业务毛利率高达 94.18%.....	13
图 8、 管理酒店业务毛利占比达 66%.....	13
图 9、 公司管理酒店业务经营利润率达 53.6%.....	13
图 10、 管理酒店业务对公司经营利润贡献升至 45%.....	13
图 11、 公司主打中高端全服务型酒店.....	14
图 12、 公司主打新一线城市及二、三线城市市场.....	14
图 13、 2018 年中国人均可支配收入达 2.8 万元.....	14
图 14、 我国中产阶级人口占比将大幅提升.....	14
图 15、 我国旅游业收入增速持续跑赢 GDP.....	15
图 16、 旅游业对 GDP 贡献增至 11%.....	15
图 17、 中国家庭平均酒店支出不断增长.....	15
图 18、 未来 5 年中国家庭平均酒店支出增速较快.....	15
图 19、 2013-2017 年中国高端酒店市场规模.....	16
图 20、 我国中高端酒店数量占比持续提升.....	16
图 21、 预计中国中高端酒店数量将维持可观增势.....	16

图 22、	中国美国住宿业客房数量对比	- 17 -
图 23、	中美每千人客房数量对比	- 17 -
图 24、	美国中高端酒店数量占比持续提升	- 17 -
图 25、	中国中高端酒店占比较小	- 17 -
图 26、	我国酒店等级图	- 18 -
图 27、	外国酒店品牌与本土品牌影响力差距逐渐缩小	- 18 -
图 28、	2018 各酒店集团中高端酒店数量占比	- 19 -
图 29、	各酒店集团一线城市物业占比	- 19 -
图 30、	开元酒店入住率领先全国星级酒店平均水平	- 19 -
图 31、	非一线城市入住率相对低，开元领先当地水平	- 19 -
图 32、	受 ADR 推动，开元 RevPar 处行业领先水平	- 20 -
图 33、	开元旗下酒店消费场景丰富	- 20 -
图 34、	开元二次消费占比达 54.3%	- 20 -
图 35、	开元全服务酒店数占比高，单店营收领先	- 21 -
图 36、	各酒店集团单店 EBITDA (含管理酒店)情况	- 21 -
图 37、	国内旅游总花费快速增长	- 21 -
图 38、	我国居民出行游览目的：度假休闲比例提升	- 21 -
图 39、	开元森泊度假酒店“亲自然树屋”	- 23 -
图 40、	开元森泊度假酒店“星空房”	- 23 -
图 41、	我国加速推进文旅业发展，鼓励建设特色小镇、乡村振兴旅游项目	- 23 -
图 42、	溱湖开元名庭酒店	- 23 -
图 43、	盐官观潮阁开元颐居酒店	- 23 -
图 44、	度假酒店业入住率普遍较低，开元入住率属行业正常水平	- 24 -
图 45、	2017 年中国商旅支出额全球第一	- 25 -
图 46、	中国商旅管理交易规模快速增长	- 25 -
图 47、	浦江开元大酒店宴会厅	- 25 -
图 48、	南京鼎业开元大酒店宴会厅	- 25 -
图 49、	我国差旅热点城市集中	- 26 -
图 50、	新一线及二线城市差旅市场蓬勃	- 26 -
图 51、	开元精品酒店外观及、大堂及会议室：特色鲜明，设计感十足	- 28 -
图 52、	开元美途酒店客房 vs 华住全季双床房：开元客房空间较大，房间用品质感强	- 28 -
图 53、	精品连锁酒店品牌携程评分：开元领先	- 29 -
图 54、	开元精选中档酒店入住率领先市场平均水平	- 29 -
图 55、	喜达屋 1997-2010 直营加盟占比	- 29 -
图 56、	2018 年三大酒店集团非自营酒店数量占比	- 29 -
图 57、	全球实际 GDP 指数增速	- 30 -
图 58、	全球酒店数量增速	- 30 -
图 59、	美国季度房产指数：90 年代后酒店投资回报指数呈上升趋势	- 30 -
图 60、	中国高端酒店市场 CR5 仅为 31.6%	- 31 -
图 61、	中国中端酒店市场 CR5 仅为 23.5%	- 31 -
图 62、	开元三级人才培养体系	- 31 -
图 63、	开元每员工创收持续增长	- 32 -
图 64、	酒店行业每员工创收水平	- 32 -
图 65、	商祺会会员数量快速增长	- 33 -
图 66、	商祺会活跃会员增速迅猛	- 33 -
图 67、	商祺会预定晚数占比稳步提升	- 33 -
图 68、	开元与绿城达成战略合作	- 34 -
图 69、	开元与德信控股达成战略合作	- 34 -
图 70、	开元酒店管理酒店数占比快速提升	- 34 -

图 71、	开元酒店管理酒店数量增速高于同行	- 34 -
图 72、	2015-2018 年开元酒店数量 CAGR 为 26.6%.....	- 35 -
图 73、	2015-2018 年华住酒店数量 CAGR 为 15.3%.....	- 35 -
图 74、	2016-2018 年锦江酒店数量 CAGR 为 15.0%.....	- 35 -
图 75、	2015-2018 年首旅酒店数量 CAGR 为 9.1%.....	- 35 -
图 76、	公司历年营业收入	- 36 -
图 77、	公司收入增速处于行业平均水平	- 36 -
图 78、	公司历年毛利率	- 37 -
图 79、	公司历年销售费用率与管理费用率	- 37 -
图 80、	公司历年归属净利润	- 37 -
图 81、	公司归母净利润增速位于行业平均水平.....	- 37 -
图 82、	公司历年净利率	- 38 -
图 83、	公司净利率位于行业前列	- 38 -
图 84、	公司历年资产负债率情况	- 38 -
图 85、	公司资产负债率行业最低	- 38 -
图 86、	公司经营现金流充足	- 38 -
图 87、	公司库存现金充足	- 38 -
图 88、	公司历年 ROE	- 39 -
图 89、	公司 ROE 位于行业前列	- 39 -
图 90、	公司历年 ROA.....	- 40 -
图 91、	公司 ROA 位于行业前列	- 40 -
表 1、	开元酒店品牌介绍	- 7 -
表 2、	公司发展历史	- 11 -
表 3、	锦江、华住、首旅如家及开元集团国内主要中高端品牌一览.....	- 18 -
表 4、	开元集团高端度假品牌矩阵	- 22 -
表 5、	国内各大综合度假村房型比较	- 24 -
表 6、	国内奢华与高端等级酒店品牌价格对比.....	- 24 -
表 7、	我国主要中高端品牌物业条件：开元配套设施齐全、房价性价比高..	- 26 -
表 8、	华中高端酒店品牌携程评分：开元旗下品牌位列前位，开元名都居五星级 酒店第一	- 26 -
表 9、	开元旗下酒店新一线及二线城市占比超 5 成.....	- 27 -
表 10、	中高端全服务酒店品牌价格对比	- 27 -
表 11、	美国大型酒店集团 2010-2017 经调整 EBITDA 及增速.....	- 30 -
表 12、	开元酒店与外资酒店业主成本对比	- 34 -
表 13、	各酒店集团待开业酒店情况	- 36 -
表 14、	开元酒店杜邦分析	- 39 -
表 15、	可比企业杜邦分析	- 39 -
表 16、	公司盈利预测	- 41 -
表 17、	可比公司 PE、PEG 估值表	- 42 -
表 18、	可比公司 EV/EBITDA 估值表	- 43 -
附表	- 44 -

报告正文

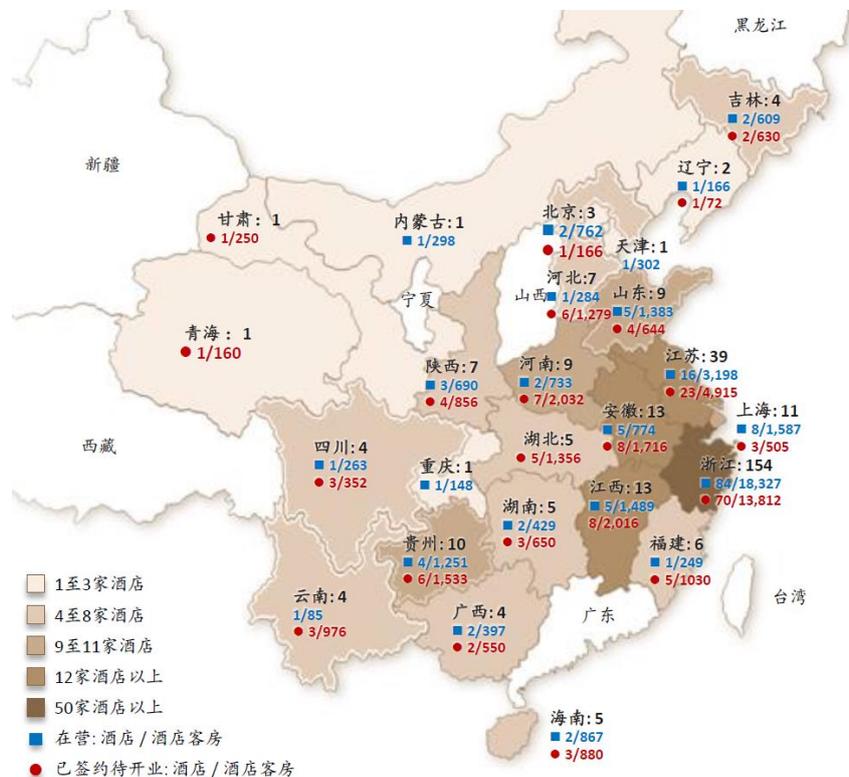
1、从浙江至全国，民族高端酒店集团的崛起

1.1、公司简介：中国领先的中高端酒店集团，将迎成长爆发期

开元酒店是我国领先的酒店集团之一，主要在中国从事中高端连锁酒店的经营和管理。自1988年成立来，公司建立了“开元”品牌系列，主要针对高档休闲及商旅市场，提供结合中国本土元素的国际标准酒店服务。2018年，开元酒店集团品牌在全国影响能力不断提升，根据高端酒店客房数量，公司为全国第三大酒店集团（包括国外品牌）及国内最大的民族高端酒店集团。根据在全球酒店行业权威媒体《hotels》杂志公布的《全球酒店集团325强》排名，开元酒店自2015至2017年连续三年进入全球酒店集团前30名。

始于浙江，辐射全国，未来5年规模将翻倍增长。截止2018年底，公司经营及管理150（yoy+29.3%）家酒店，酒店客房数量34,286（yoy+24.9%）间，覆盖全国25个省市自治区。开元始于杭州，多年来深耕华东地区，约56%（84/150）的已开业酒店位于浙江。公司近年来加大布局全国网络，已签约待开业酒店数达169家，客房数超36,000间，并将于五年内陆续开业；其中，超6成的待开业酒店坐落浙江以外区域。届时，公司旗下酒店数/客房数将翻倍，全国化布局日益完善。

图1、开元在管及待开业酒店地域覆盖范围



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理 注：图片截止2018年12月31日

多品牌、中高端布局，满足多元化、升级化需求。集团聚焦国内重点区域和城市，在发展高端酒店的同时，快速进驻中档酒店，形成了高端商务酒店+高端度假酒店+中档全服务酒店+中档精品有限服务酒店的业务矩阵，拥有 12 个酒店品牌组合，以多元化的定位满足日益多元且细分的市场需求。

图2、开元酒店品牌矩阵



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、开元酒店品牌介绍

业务	名称/在营酒店数	简介	图片示例	分布区域	ADR
高端商务酒店	 开元名都 GRAND NEW CENTURY 45	2005 年推出，拥有完备的会议、餐饮、娱乐设施，满足各类大型高端会议及宴会的需求。		主要位于二、三线门户城市及度假胜地	500 元



10

1992年推出，针对休闲旅行者及度假旅行者以及高端会议及宴会



位于著名的湖泊及温泉等风景优美之地：千岛湖、四明湖等



1

2019年推出，集生态休闲、餐饮娱乐、运动娱乐的大型旅游综合体



位于杭州森泊度假乐园内

697元

高端度假酒店



2

2016年推出，以特色小木屋、船屋、草屋、帐篷等创意度假产品为核心，配套游乐场、农牧场、马场、自然教育、儿童拓展中心等休闲及生活设施。

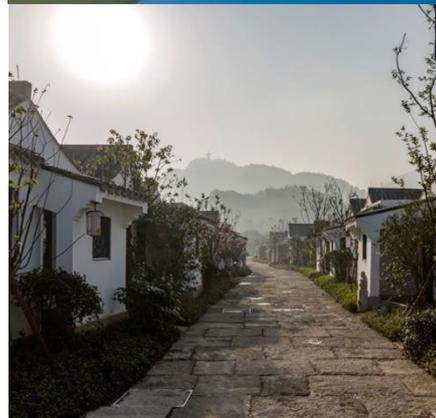


浙江省杭州市及湖州市



7

2011年推出，主打特色文化体验，提供有气度、有温度、有情怀、有传承的特色文化体验。



位于历史悠久、文化底蕴深厚的古镇、古村落：如绍兴、海宁盐官古城

中档全方位服务酒店



24

1988年推出，通常为四星级酒店，是所在城市商务及休闲宾客的高性价比之选。



主要位于二、三线城市

358元



7

2011年推出，多数提供客房、商务会议、餐厅配套以及有限的康乐等服务。



浙江省湖州市及江苏省扬州市、常州市

中档精选服务酒店



46

2010年推出，品牌定位于“精选生活内容”，提供高质量的有限的服务。



主要位于上海、新一线城市、二线城市

350元



9

2016年推出，中高端精品酒店和精选民宿品牌，富有文化气息且具备一定经济基础的社会群体提供安放心灵的时间与空间。



主要位于二、三线城市及度假胜地



1

2017年推出，开元旗下的新一代营地酒店品牌，为宾客提供自由、探索、分享的创新住宿产品。



浙江省嘉兴市



2

2019年推出，定位城市商旅及度假，将“共享”概念融入酒店设计，酒店大堂为开放式共享区域，开辟多个共享空间，满足各类人群的社交、休闲需要。



浙江省湖州市、千岛湖



1

2019年推出定位艺术酒店品牌，具有独特的审美风格与适合社交的公共空间。



上海市

资料来源：公司招股书，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、发展历史：拆分重资产，开元酒店管理公司轻装上阵

从萧山国营招待所到旅业集团。1994年，随着国企改革进行，浙江萧山宾馆股份有限公司成立。在1994-2000年间，公司创始人陈妙林将多家酒店纳入旗下。2000年，陈妙林以6000万元买下萧山宾馆全部股份，并在此基础上发展出了涵盖酒店、房地产、物业管理、工业等多个板块的开元旅业集团。

初期以房地产+酒店模式发展。集团成立之初，开元旅业采用“酒店+地产”模式快速发展，即通过公司旗下五星级酒店提升地产项目含金量，然后通过地产业务回笼现金反哺酒店。“酒店+房产”模式为开元的快速扩张发挥了巨大作用。

房地产收缩下的快速扩张，开元拆分轻重资产。随着房地产政策趋紧，土地供给

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

收缩，依托房地产的重资产发展模式已无法满足公司扩张愿望。开元集团便制定了轻重资产分拆策略，并将酒店业务分成酒店资产和酒店管理两大板块。2008年，负责轻资产板块的“开元酒店管理公司”正式成立，并随即与多家酒店签订了管理合约。2013年酒店资产板块以 REITs 形式单独上市（1275.HK），实现轻重资产剥离。

丰富品牌矩阵品牌，公司持续扩张。随着集团进一步发展，开元酒店开发出多个细分品牌，如针对中档商务旅客的“开元曼居”与文化主题酒店“开元观堂”。公司品牌亦从单一的高端定位拓展至中高端市场以囊括更多客群，酒店网络由浙江向全国渗透。2015起，开元酒店连续三年被“Hotels”杂志评为全球酒店集团前30位之一。截止2018年12月31日，公司已在全国经营管理150家酒店。

表2、公司发展历史

年份	事件
1988	第一家开元品牌酒店萧山宾馆开业
1992	第一家度假酒店杭州之江度假村开业
1998	首次出杭，订立管理宁波开元大酒店的合约协议
2004	首家五星级度假酒店杭州千岛湖开元度假村开业
2005	首家五星级商务酒店杭州开元名都大酒店开业
2008	开元酒店管理成立
2010	首家中档精选服务酒店开元曼居开业
2011	开元观堂品牌下的首家高端度假酒店开业
2015	被国际饭店与餐馆协会官方刊物“Hotels”杂志评为全球酒店集团前30位之一
2016	开元芳草地乡村酒店品牌下的首家高端度假酒店开业
2017	开元酒店管理被重组为开元酒店管理股份有限公司 被“21世纪经济报道”和“商务旅行”评为2017年度中国最受欢迎酒店品牌
2019	港交所上市

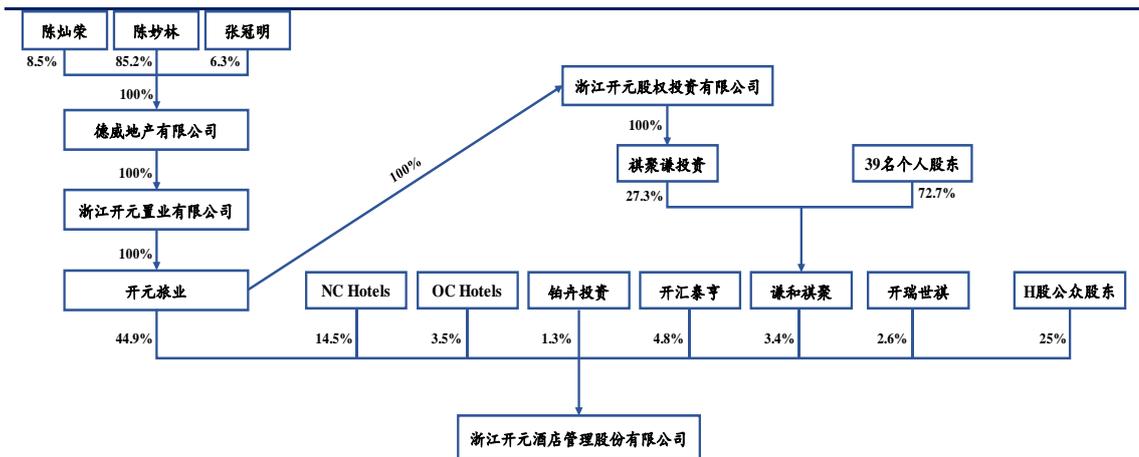
资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、股权结构：开元旅业控股，股本结构集中

公司股权结构清晰，管理层持股稳定。开元旅业为公司最大股东，持股44.9%。开元旅业由创始人陈妙林先生、陈灿荣先生及张冠明先生分别间接持有85.2%、8.5%及6.3%的股权。私募基金泛大西洋投资集团子公司NC Hotels持有14.5%的股份，开元酒店高管金文杰、叶绿与李东林成立的有限合伙企业开汇泰亨持有公司4.8%的股份。持股3.4%、2.6%的谦和祺聚及开瑞世祺亦为员工股东。

管理层经验丰富，开设开元学院保障人才储备。公司创始人陈妙林拥有逾30年的酒店经营及管理经验，现为公司非执行董事，负责开元酒店的整体战略。公司管理层均拥有超过15年的酒店经营及管理经验。公司亦通过内部培训中心开元学院开展培训课程。截止2018年底，公司酒店拥有93名总经理，逾8成在公司工作超5年，形成了优质的企业文化及稳定的管理班子。

图3、开元酒店股权结构

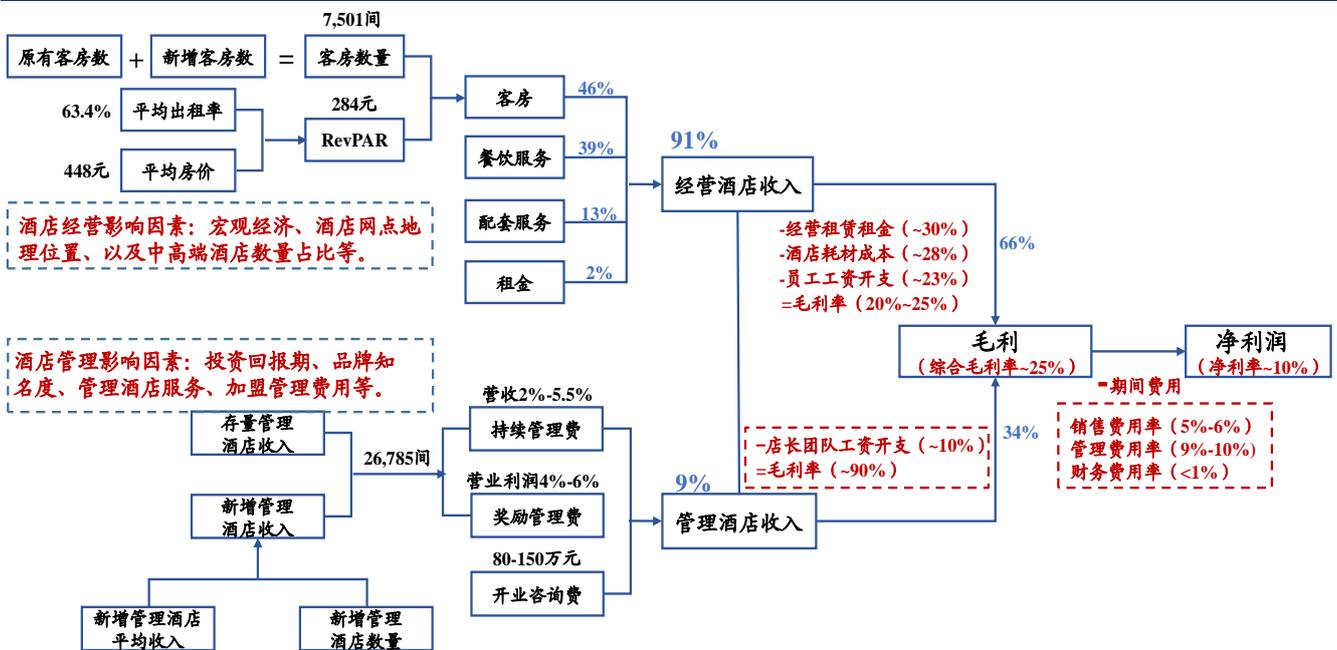


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、经营结构：经营酒店业务稳健发展，管理酒店业务高速增长

经营+管理两大业务线，经营业务收入高，管理业务盈利强。公司现主营酒店经营及酒店管理两大业务。经营酒店物业为公司自营或向第三方租赁。公司承担酒店经营开支；收入来自于客房、餐饮服务、配套服务、租金四大板块。管理酒店业务为开元向第三方业主输出酒店品牌与管理，收入来源于持续经营管理费、奖励管理费、开业咨询费等一系列管理费用，酒店业主负责酒店建设、装修及经营出资。

图4、开元酒店业务结构及盈利模式

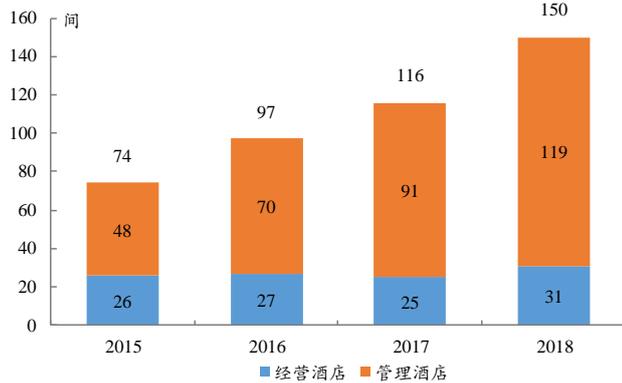


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理 注：图片截止2018年12月31日

经营酒店业务为第一大收入来源，收入占比达9成；而管理业务毛利率超9成，以1成收入占比贡献了逾3成毛利。截止2018年12月31日，开元旗下共150家

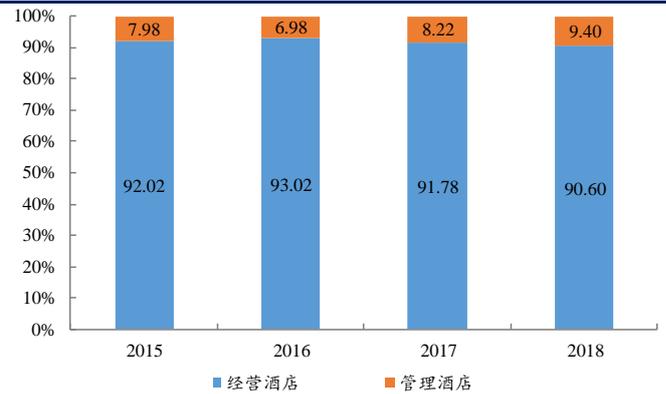
酒店, 34,286 间房间, 其中 31 家酒店 (20.7%) 及 7,501 (21.9%) 间客房由开元营运, 分部收入达 16.29(yoy+6.6%)亿元, 占总收入的 90.6%; 119 家酒店 (79.3%) 及 26,785 (78.1%) 间客房由开元管理。由于开元在管理业务中仅承担店长等管理人员薪酬成本, 不计入酒店营运收入及成本费用, 其毛利率高达 94.2%, 以 9.4% 的收入占比贡献了公司 34% 的毛利润。随着公司近年来酒店管理业务的加速发展, 其综合盈利能力持续加强, 毛利率由 2015 年的 16% 提升至 2018 年的 25%。

图5、2018 年公司管理酒店数量占比达 79.3%



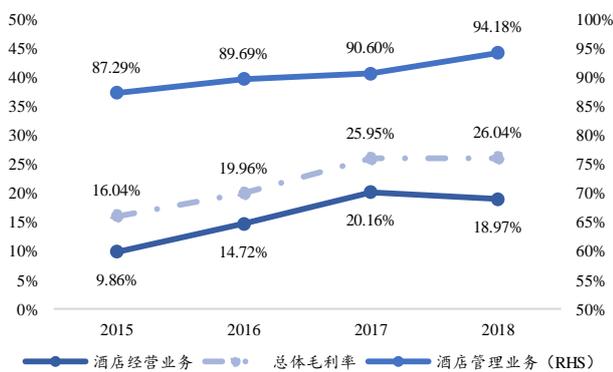
资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图6、经营酒店业务收入占比达 90.6%



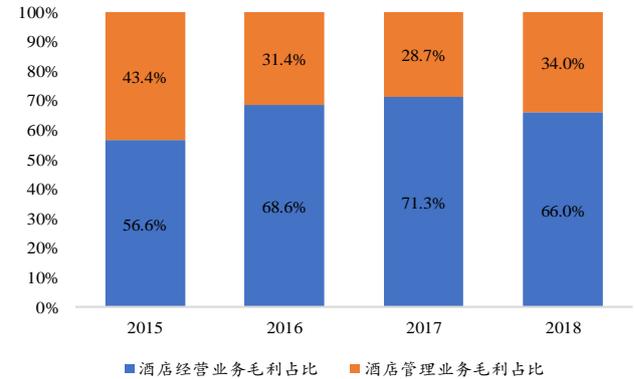
资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司酒店管理业务毛利率高达 94.18%



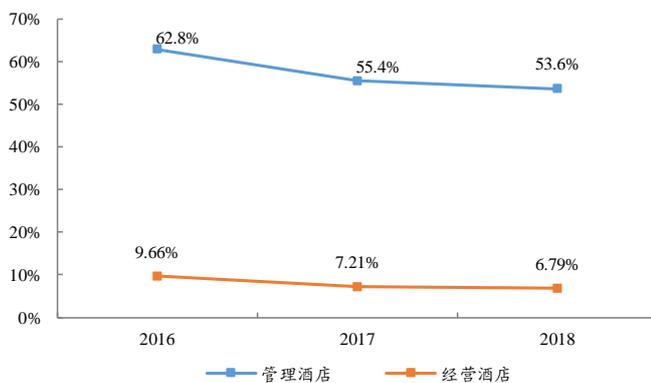
资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图8、管理酒店业务毛利占比达 66%



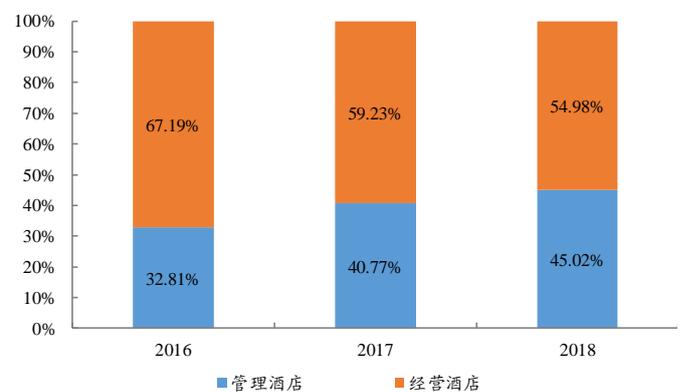
资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图9、公司管理酒店业务经营利润率达 53.6%



资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

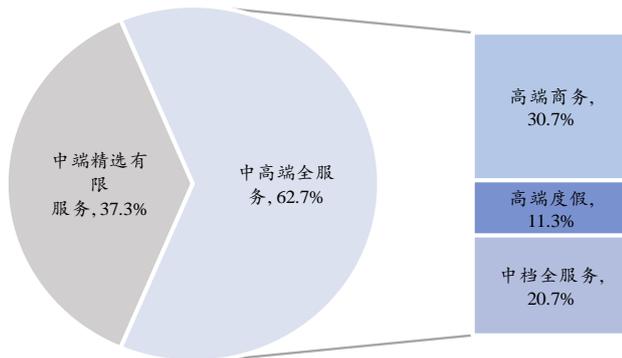
图10、管理酒店业务对公司经营利润贡献升至 45%



资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

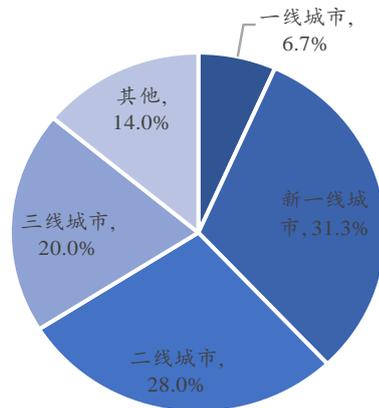
公司酒店以全服务为主，主打新一线及以下城市市场。按物业类型看，公司旗下酒店逾6成为全服务酒店，提供餐饮、会议、娱乐设施等多综合性服务。从地区看，公司物业主要位于新一线及二三线城市，有望持续受益于城镇化发展及新兴市场的消费升级。

图11、公司主打中高端全服务型酒店



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、公司主打新一线城市及二、三线城市市场



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

2、结构趋优：主打中高端市场，开元单店营收创利行业领先

2.1、中产阶级崛起，我国中高端酒店市场发展空间足

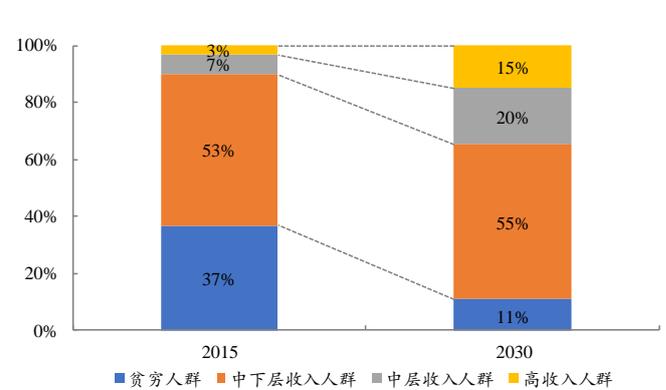
居民消费能力稳定增强，中高端收入人群占比上升。2018年，我国人均可支配收入达2.8万元，同比提升8.7%。根据经济学人预测，以2015年为基础，我国中高端收入比例将从2015年的10%提升至2030年的35%。对于日均房价在300元以上的中高端酒店行业来说，中国居民消费水平的提高为行业发展提供了基础。

图13、2018年中国人均可支配收入达2.8万元



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

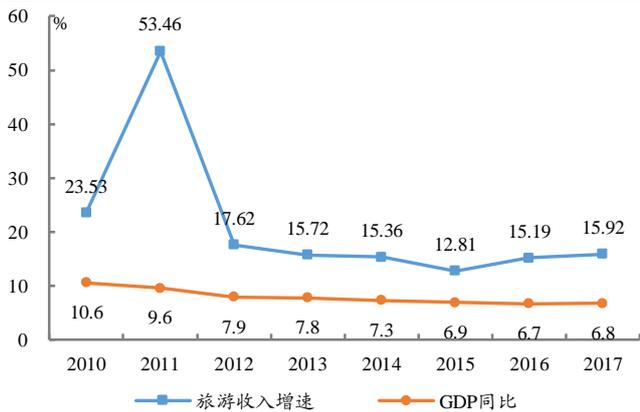
图14、我国中产阶级人口占比将大幅提升



资料来源：经济学人，兴业证券经济与金融研究院整理

国民出行意愿强，旅游业发展仍维持较高景气度。尽管近年来我国经济增速放缓，但国民消费能力的提升及消费习惯的成熟使其对美好生活的追求日益加强。旅游消费日益成为拉动经济增长的新动力。2014-2018 年全国旅游业对 GDP 综合贡献额年复合增长率达 10.7%，对 GDP 贡献稳步提升至 11%。据中国旅游研究院统计，2019Q1，我国旅游经济运行综合指数（CTA-TEP）达 127.42，同比提升 8.31 个百分点，继续维持较高景气度。

图 15、我国旅游业收入增速持续跑赢 GDP



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、旅游业对 GDP 贡献增至 11%



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

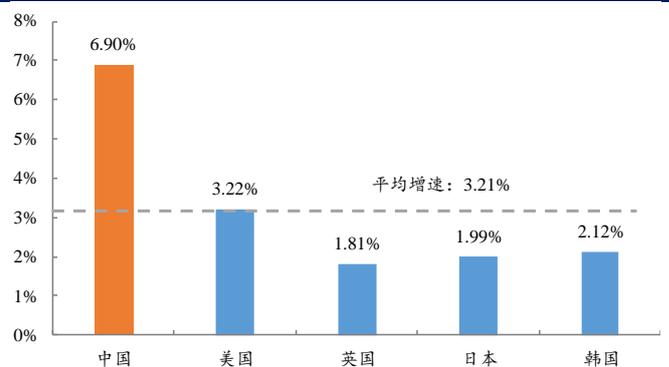
未来五年中国家庭平均酒店支出预计或保持 6.9% 的稳健增长。受益于旅游业的发展，中国家庭平均酒店支出从 2013 年 3,037 元增长至 2018 年的 3,826 元，年复合增长率为 4.73%。据 Euromonitor 预计，我国城镇化及中产阶级崛起使其更愿意支付更高房费以获得升级的住宿体验，享受生活品质。预计到 2023 年，中国家庭平均酒店支出可达 5,341 元，年复合增长率为 6.90%，增速领先国际平均水平。

图 17、中国家庭平均酒店支出不断增长



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、未来 5 年中国家庭平均酒店支出增速较快

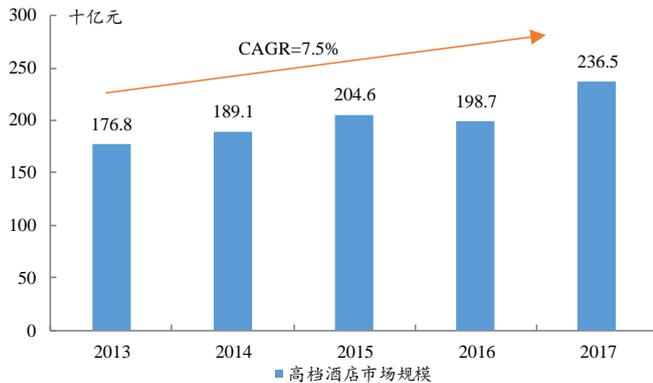


资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

我国酒店升级化趋势明显，高端酒店规模增势领先。随着居民消费水平的提高，中国中高端酒店收入稳步增长，其中高端酒店收入由 2013 年的 1,768 亿增至 2017

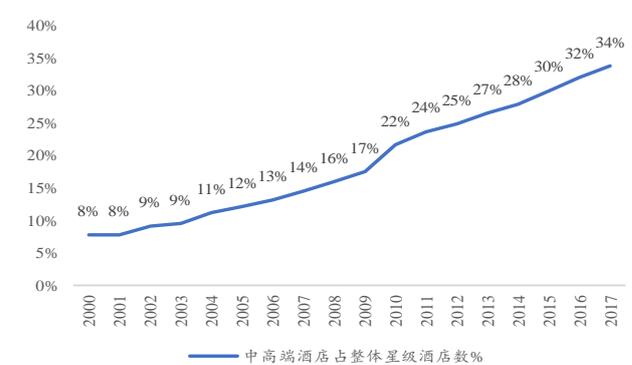
年的 2,365 亿，四年 CAGR 为 7.5%。中高端星级酒店占比从 2010 年 22% 稳步提升至 2017 年的 34%。与此同时，中国中高端酒店数量由 2013 年的 175 万间增至 2017 年的 219 万间，四年 CAGR 为 4.8%，据浩华预测，未来三年我国中高端酒店数量将维持增长趋势，2021 年有望达到 276 万间。

图19、2013-2017年中国高端酒店市场规模



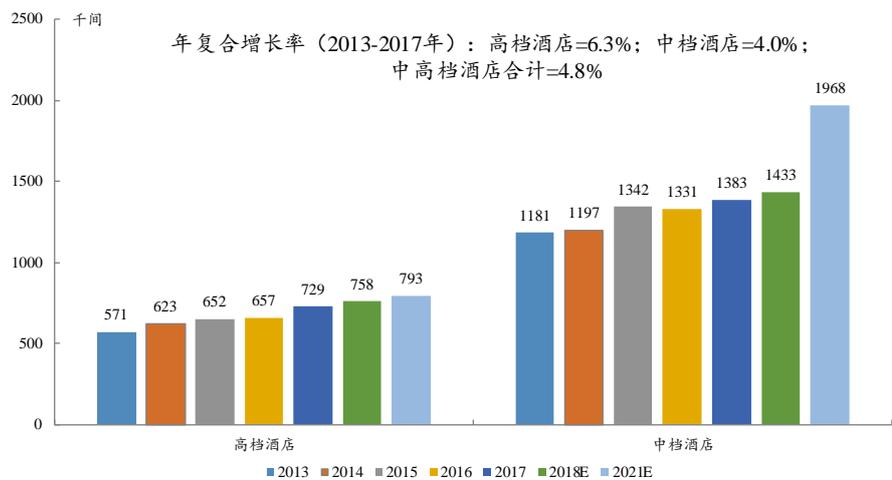
资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、我国中高端酒店数量占比持续提升



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

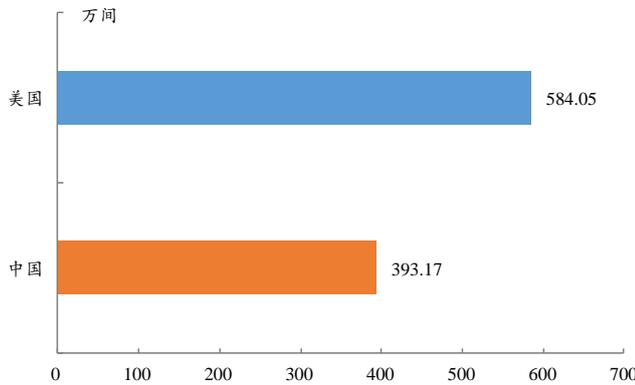
图21、预计中国中高端酒店数量将维持可观增势



资料来源：浩华报告，兴业证券经济与金融研究院整理

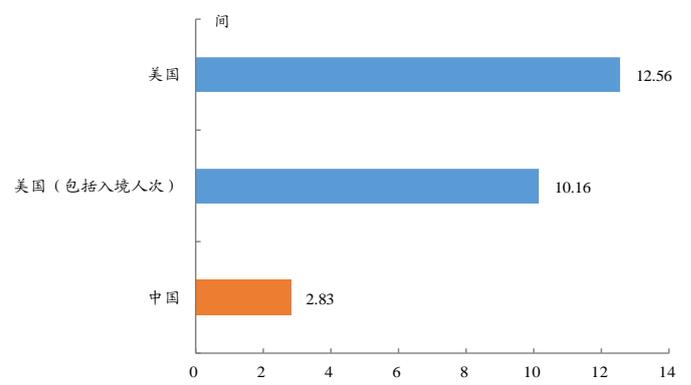
我国每千人客房数量不足美国 1/4，中高端占比提升空间大。整体看，我国每千人客房数量仅为 2.83 间，远小于美国的 12.56 间。若算上入境旅客人次，美国每千人客房数仍高达 10.16 间，我国酒店业空间依然可期。从结构看，美国酒店业发展成熟，中高端酒店占比不断提升，2015 年中高端酒店占比为 69%。而中国中高端酒店占比仅为 48%，未来仍有提升空间。

图22、中国美国住宿业客房数量对比



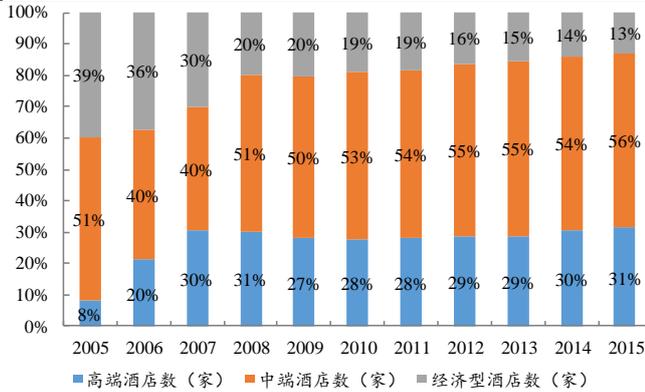
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图23、中美每千人客房数量对比



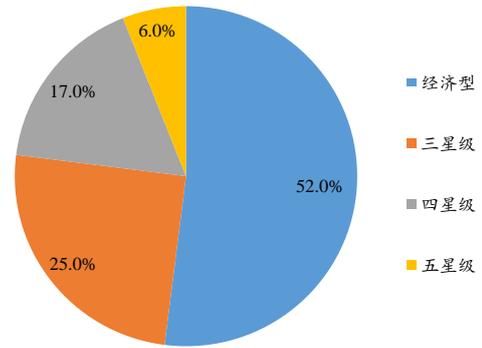
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图24、美国中高端酒店数量占比持续提升



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图25、中国中高端酒店占比较小



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、本土品牌入局中高端领域，民族品牌影响力提升

我国酒店业分级化明显，高端酒店以外资品牌为主。我国酒店按照价格与服务范围可以分为全服务酒店：包括奢华、高端、中端全服务型，例如瑞吉、万豪、喜来登；以及有限服务型：包括中端有限与经济型连锁，例如全季、如家等。外国品牌凭借进入时间早，管理经验足等优势，在我国奢华与高端酒店市场上占有相对优势。而我国本土连锁品牌多始于低端经济型酒店，占据我国低端酒店市场。

图26、我国酒店等级图

		日均房价	中国境内代表酒店品牌
奢华	拥有奢华的硬件设施,比高端酒店更具私密性和独特性	1000-2000元	JW万豪、威斯汀、开元森泊
高端	具有豪华的酒店环境与设施,为商务和休闲旅游者提供一流的居住餐饮系列服务的酒店	500-1000元	开元名都、美爵、建国、万豪、喜来登
中端全服务	较为豪华的酒店环境与设施,能满足商务和休闲旅游者的各项需求	400-800元	开元大酒店、维也纳国际、福朋喜来登、希尔顿花园
中端有限	相对于高端酒店剥离非核心功能,用较低价格为消费者提供有限客房服务及其他服务	300-500元	开元曼居、桔子水晶、维也纳、全季
经济型连锁	以大众旅行者和中小商务者为主要服务对象,以客房为唯一或核心产品,价格低廉	300元以下	如家、七天、汉庭

资料来源:携程网,公司官网,兴业证券经济与金融研究院整理

消费者观念成熟,外资酒店影响逐渐缩小,民族品牌崛起。随着我国居民物质需求得到更多满足,理性、成熟的消费观逐步形成,对商品的价格与价值判断力增强。“以合理的价钱购买合适的商品”观念促使外资酒店品牌溢价减弱,多元化的本土精品主题酒店、网红酒店及民宿层出。我国三大经济型酒店集团均推出多个中高端品牌以满足日益增长的需求。外资酒店品牌与本土品牌影响力差距由2015年的83.8降至2017年的45.1。

图27、外国酒店品牌与本土品牌影响力差距逐渐缩小



资料来源:迈点,兴业证券经济与金融研究院整理

表3、锦江、华住、首旅如家及开元集团国内主要中高端品牌一览

酒店集团	中端酒店品牌	高端酒店品牌	中高端酒店数量占比	收入规模
锦江	铂涛菲诺、维纳斯皇家等	锦江、昆仑等19家	33.9%	200亿+
华住	全季、星程、漫心等	美爵、禧玥	31.6%	100亿+
首旅如家	和颐、京伦、如家精选等	首旅建国、首旅南苑	17.8%	85亿+
开元	开元大酒店、开元曼居等	开元名都、开元森泊等	100%	18亿+

资料来源:公司资料,各公司官网,兴业证券经济与金融研究院整理

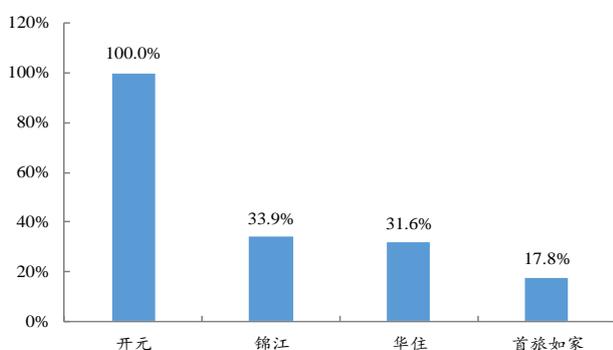
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2.3、开元领先布局中高端市场，差异化定位保障竞争优势

中高端酒店数量占比达 100%，开元日均房价领先同业约 4 成。尽管我国各酒店集团近年来积极拓展中高端市场，力求从经济型酒店定位升级，但其中高端酒店数占比仍仅在 3 成，开元多年来专攻中高端市场，先发优势明显。受益于开元相对高端的定位，公司日均房价达 447.6 元，高于首旅、华住逾 45%。

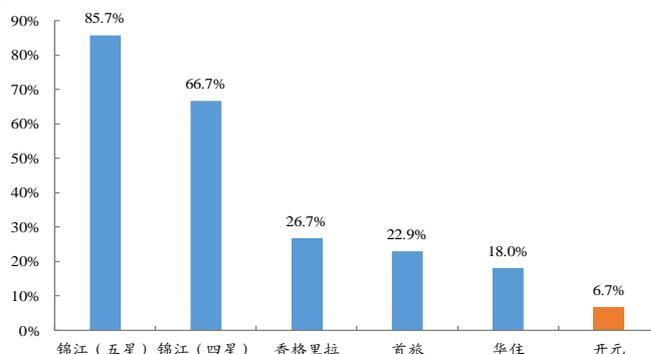
受其非一线城市定位影响，开元酒店入住率较华住、首旅低 1-2 成，但依然领先市场平均水平。开元主打新兴市场，一线城市物业占比不足 1 成。但由于我国一线城市酒店入住率常年高出非一线城市约 2 成，低线城市定位致使开元入住率相对较低。但按具体地区看，作为开元主要根据地的浙江、江苏及安徽省 2018 前三季度酒店入住率均不足 6 成，开元 63.4% 的入住率已处行业领先水平。

图28、2018 各酒店集团中高端酒店数量占比



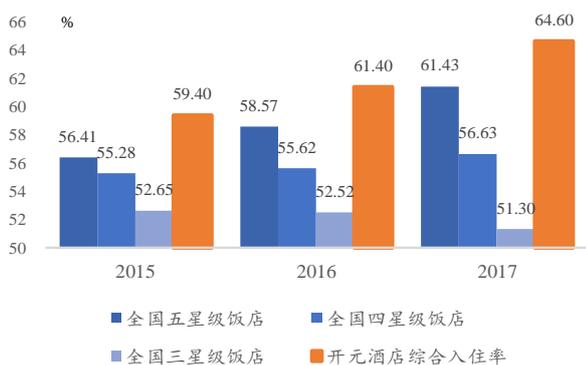
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、各酒店集团一线城市物业占比



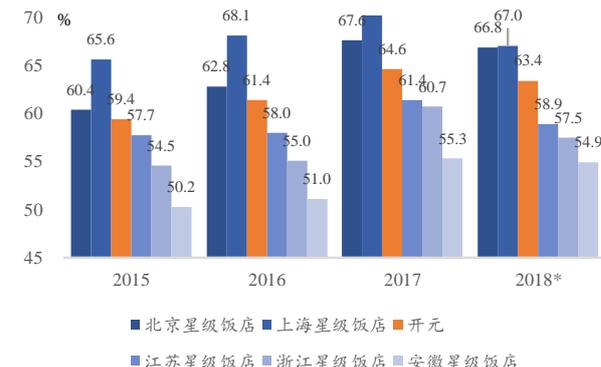
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、开元酒店入住率领先全国星级酒店平均水平



资料来源：公司资料，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

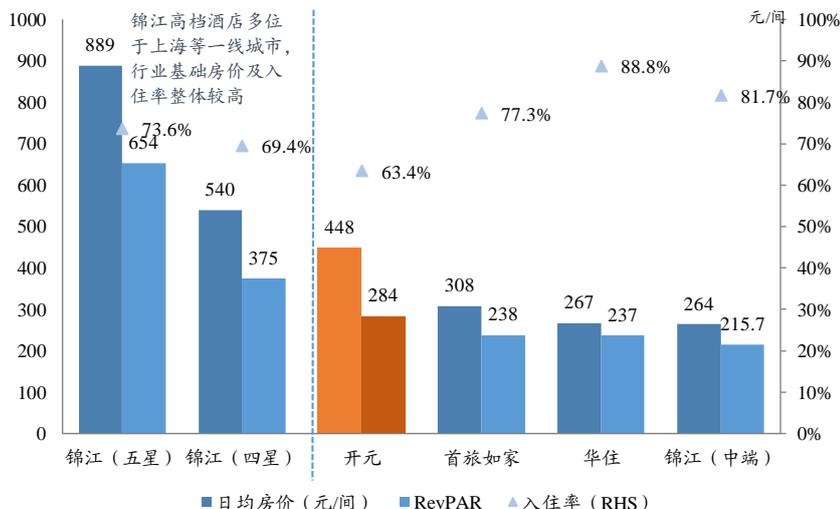
图31、非一线城市入住率相对低，开元领先当地水平



资料来源：公司资料，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理；注：2018 年为前三季度数据

高 ADR 推动开元 RevPar 领先同行 2 成。尽管开元旗下酒店入住率较华住、首旅等连锁品牌相对较低，但其高 ADR 保障了其领先行业的 RevPar 水平。公司旗下酒店 2018 年 RevPar 达 284 元，高于首旅、华住 237 元的 RevPar 约 20%。

图32、受 ADR 推动，开元 RevPar 处行业领先水平

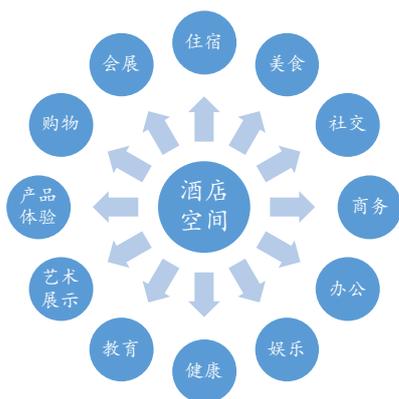


资料来源：各公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、全服务模式打造多元消费场景，开元单店收入为同业 4-5 倍

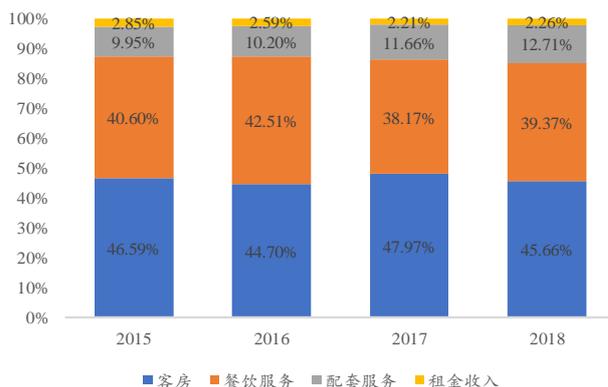
开元全服务酒店数占比达 63%，非客房收入贡献高。由于开元定位中高端市场，其物业多以全服务为主，为消费者提了住宿以外的消费场景，一方面满足了客户多元化需求，另一方面丰富了酒店收入来源，可一定程度缓冲客房收入的波动。得益于餐饮、会议、娱乐配套等二次消费增加，开元自营业务客房收入占比仅 45.6%，且呈现下降趋势。

图33、开元旗下酒店消费场景丰富



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

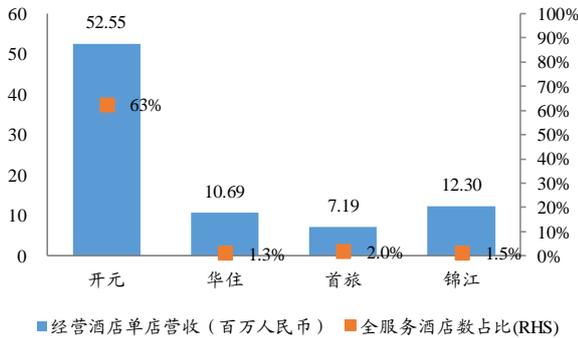
图34、开元二次消费占比达 54.3%



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

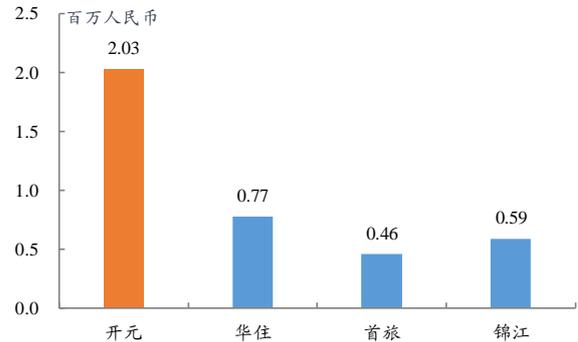
因此，尽管开元旗下酒店数量远不及华住、锦江及首旅，但其相对高端的全服务模式促使其单店营收达 5255 万元（2018 年），为同业的 4-5 倍，单店 EBITDA 亦高达 203 万元，远优于行业平均水平。

图35、开元全服务酒店数占比高，单店营收领先



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、各酒店集团单店 EBITDA (含管理酒店)情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3、品质趋优：开元旗下酒店矩阵完整，顺应度假、商旅需求

3.1、高端度假酒店：亲自然、重文化，特色物业享文旅业发展红利

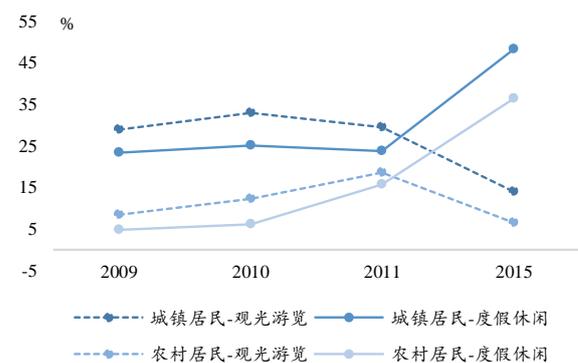
我国旅游需求稳健增长，休闲度假型出游占比提升。我国旅游总花费由 2013 年的 2.6 万亿增至 2018 年的 5.1 万亿，五年 CAGR 达 14.87%。从结构上看，我国居民走马观花式的观光游览占比走低，相对高端消费的度假休闲型出游走高。中国旅游研究院预计，2018-2021 年我国旅游支出规模有望维持 11.37% 的复合增长率，国民对体验式及高品质的度假需求日益提升，将为我国度假型酒店提供更多机遇。

图37、国内旅游总花费快速增长



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、我国居民出行游览目的：度假休闲比例提升



资料来源：中国旅游研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

开元高端度假酒店坐落山水间，文化底蕴浓厚、创新型物业属国内独有。公司旗下度假酒店通过文化体验、乡村特色、自然游乐等创意吸引消费者。在客房类型上，开元推出树屋、草屋、帐篷、星空房等各种创新度假产品，为国内独有。在房型选择上，开元率先推出豪华亲子房、亲子双卧别墅、复式亲子双卧别墅等家庭房型，顺应亲子游、周边度假游需求。

表4、开元集团高端度假品牌矩阵

品牌名称	开元度假村	开元观堂
酒店外观		
品牌特色	标准五星级豪华度假酒店品牌	文化主题酒店品牌
目标客户	富裕的休闲旅行者以及举办会议的公司	追求“文化探索”的旅行
案例	<p>千岛湖开元度假村:</p> <ul style="list-style-type: none"> 位于麒麟半岛, 近千岛湖主湖区 设 1400 平米儿童欢乐城、影院、射击馆 配备临湖泳池、游艇、皮划艇、骑行等 引入孔雀、秋千林、吊床、沙滩等 <ul style="list-style-type: none"> 酒店直通大巴 设亲子房、家庭房、房车、湖景套房等 	<p>绍兴开元观塘:</p> <ul style="list-style-type: none"> 直通大禹陵及会稽山旅游度假区 可携带宠物, 不收取额外费用 设亲子房、庭院别墅、双卧室套房/别墅 禹陵江横穿而过, 分为东西两岸 西岸主打古村落原始生态, 东岸主打现代化舒适 开设乌篷船、扎染体验、老底子游戏等文化体验项目
品牌名称	开元芳草地乡村酒店	开元森泊度假酒店
酒店外观		
品牌特色	乡村创意度假酒店	“酒店+乐园”大型旅游综合体
目标客户	家庭、寻求放松的现代都市人	家庭、度假游客、时尚网红
案例	<p>富春开元芳草地乡村酒店</p> <ul style="list-style-type: none"> 设特色船屋、木屋、树屋、山景/湖景套房、双卧套房/别墅 选址富春江畔, 相邻灵石寺、子胥野渡 为元朝著名《富春山居》图中描绘之处 <ul style="list-style-type: none"> 允许带宠物, 不收取额外费用 设儿童乐园、牧场、霍比特村、接驳车 	<p>杭州开元森泊度假酒店</p> <ul style="list-style-type: none"> 设星空/山景/湖景套房, 双卧套房/别墅, 亲子房 位于湘湖风景区, 占地 300 亩, 可远眺 4A 级风景 设水乐园、梦幻岛、接驳车、儿童乐园、雨林餐厅、户外探险、热带雨林式中央庭院 网红酒店, “溜娃胜地”, 为上海周边必打卡酒店

资料来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图39、开元森泊度假酒店“亲自然木屋”

图40、开元森泊度假酒店“星空房”

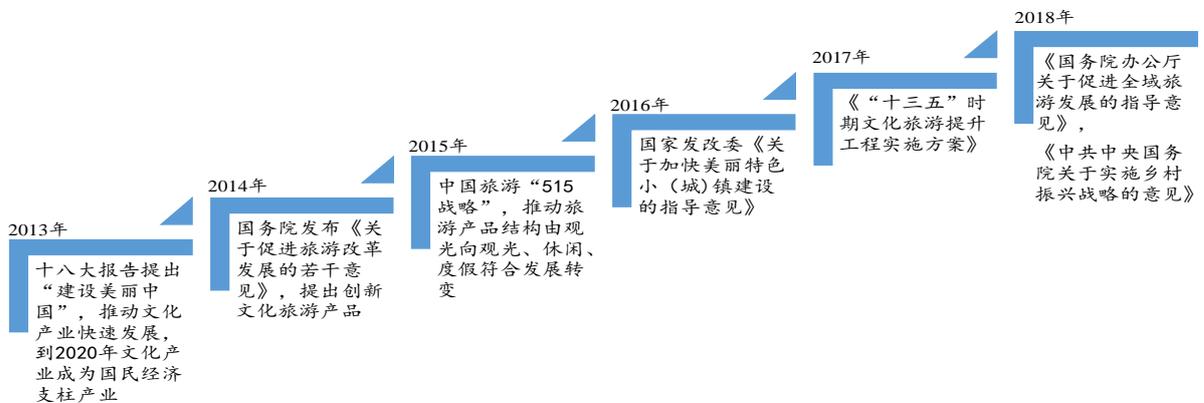


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

与景区、文旅小镇深度合作，有望受益于我国文旅业发展浪潮。近年来，我国文化旅游产业加速融合，特色小镇、乡村旅游项目层出。作为国内唯一一家拥有多个高端度假品牌的民族酒店集团，开元已与多地景区政府进行合作，开发特色旅游度假项目，如位于泰州溱湖景区内的溱湖开元名庭酒店，观潮景区内开元颐居酒店，绍兴会稽山旅游度假区的大禹观塘等。此外，公司于今年4月与绿城中国旗下绿城理想小镇达成战略合作，将积极推进特色小镇度假酒店运营管理业务。预计未来开元将乘文旅发展之风，持续在高端度假领域发力。

图41、我国加速推进文旅业发展，鼓励建设特色小镇、乡村振兴旅游项目



资料来源：中国旅游研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、溱湖开元名庭酒店

图43、盐官观潮阁开元颐居酒店



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

房价具备竞争力，入住率有望随品牌效应提升。开元旗下度假酒店亲子房日均房价达 1,516 元，远高于其他民族品牌高端酒店房价。然而考虑到每间亲子房可入住四人以上，其性价比依然较高。相对于同档次海外品牌度假酒店逾千元的标准房房价，开元价格优势亦明显。但由于度假酒店行业季节效应明显，行业平均入住率普遍较低。国际领先的度假酒店集团悦榕庄旗下物业均位于全球各大顶尖旅游胜地，其入住率仍仅在 6 成左右。开元旗下度假酒店 52% 的入住率实属正常。预计随着公司品牌度提升，我国带薪休假体系完善，其入住率有望进一步改善。

表5、国内各大综合度假村房型比较

名称	亲子房类型	亲子房价格	星级
开元森泊度假乐园	豪华亲子房、亲子双卧别墅、复式亲子双卧别墅等（可加床）	1,516 元	五星级
东部华侨城	少量亲子房（不可加床）	838 元	四星级
杭州宋城旅游区	家庭房、各种动漫主题房（仍以标准双床为主）	1,066 元	五星级
千岛湖滨江希尔顿度假酒店	无	2,316 元	五星级

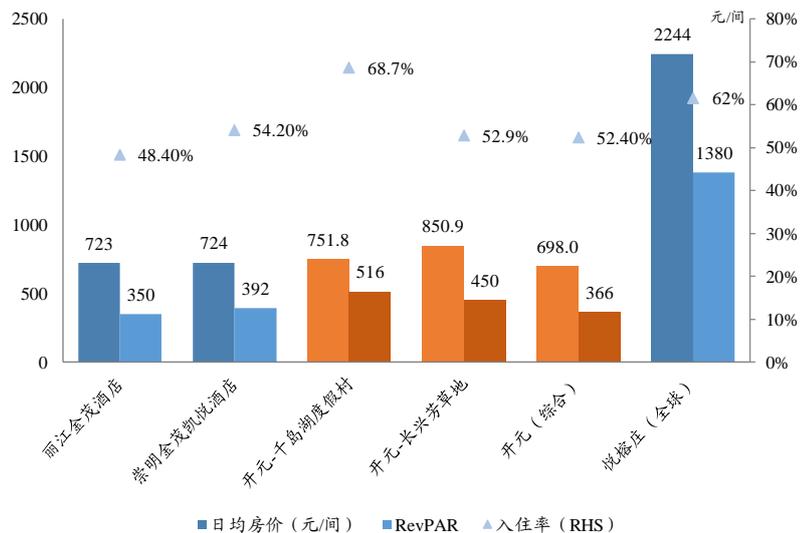
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表6、国内奢华与高端等级酒店品牌价格对比

奢华		高端	
品牌	价格	品牌	价格
开元森泊	1,000 元	开元名都	574 元
JW 万豪	1,238 元	万豪	963 元
丽思卡尔顿	1,699 元	首旅建国	594 元
华尔道夫	1,801 元	美爵（华住）	704 元

资料来源：携程网，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、度假酒店业入住率普遍较低，开元入住率属行业正常水平

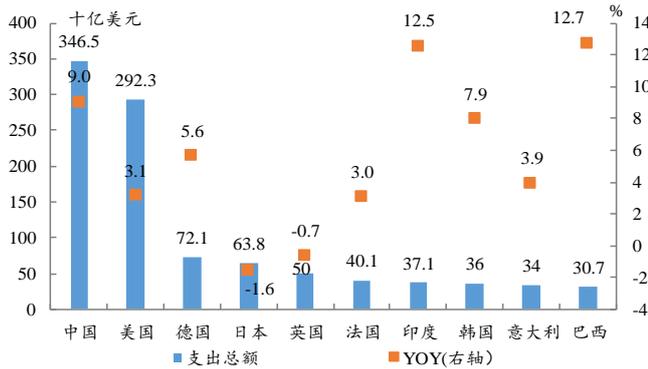


资料来源：各公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、中高端全服务：把握二线商旅市场，高性价比铸造核心竞争力

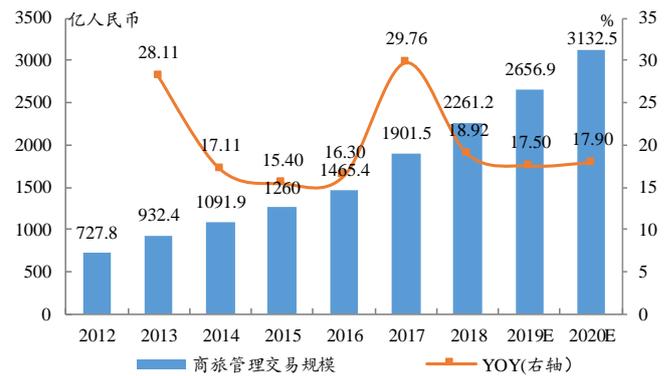
中国商旅需求持续高速增长。2017年，我国商旅支出额领先全球，达3,465亿美元，增速高达9%。由于商旅需求难以直接统计，我们通过参考商旅管理交易规模可看出，国内商旅需求旺盛。中国商旅交易规模从2012年的728亿元增长至2018年的2,261亿元，年复合增长率为20.80%，预计到2020年可达3,133亿元，年复合增长率达17.7%。商旅出行将成为我国住宿业发展的一大动力。

图45、2017年中国商旅支出额全球第一



资料来源：GBTA，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、中国商旅管理交易规模快速增长



资料来源：艾睿咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

相较国内竞争者，开元中高端酒店设施完善、口碑领先；网络覆盖二线城市，填补空白市场。开元中高端全服务品牌配备完善的会议、宴会、康乐设施，可满足我国日益增长的会议、年会聚餐、团建需求。国内大型中高端全服务品牌仅有华住的美爵酒店以及锦江酒店，但其数量较少且多数位于一线城市。而开元酒店网络相对广泛，并下沉至二线城市，符合当下商旅市场需求，为我国低线市场少有的中高端全服务连锁酒店品牌。

图47、浦江开元大酒店宴会厅



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、南京鼎业开元大酒店宴会厅



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

海外公司深度研究报告

表7、我国主要中高端品牌物业条件：开元配套设施齐全、房价性价比高

品牌	房价	全服务	城市等级要求	客房数量>200	餐饮设施	会议设施	康乐设施
美爵酒店(华住)	704元	✓	✓		✓	✓	✓
锦江酒店(锦江)	700元	✓	✓	✓	✓	✓	✓
开元名都(开元)	574元	✓	✓	✓	✓	✓	✓
漫心度假酒店(华住)	505元		✓		✓	✓	✓
禧玥酒店(华住)	495元		✓		✓	✓	
开元大酒店(开元)	447元	✓	✓	✓	✓	✓	✓
维纳斯皇家酒店(锦江)	363元		✓				
全季酒店(华住)	344元		✓				

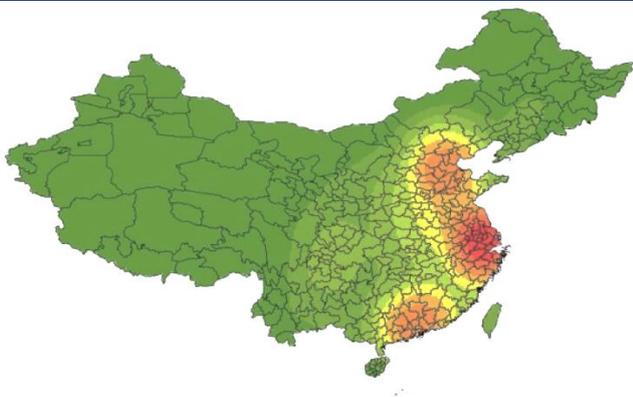
资料来源：全景加盟网，各酒店官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表8、华中高端酒店品牌携程评分：开元旗下品牌位列前位，开元名都居五星级酒店第一

酒店	房价	挂星	平均分	品牌	酒店	房价	挂星	平均分	品牌
希尔顿欢朋	573	四星为主	4.75	希尔顿	希尔顿酒店	946	五星	4.62	希尔顿
漫心	505	四星	4.73	华住	建国饭店	594	五星为主	4.61	首旅如家
开元名都	574	五星	4.73	开元	希尔顿逸林	642	五星	4.61	希尔顿
开元观堂	664	五星	4.72	开元	开元森泊度假酒店	1,000	五星	4.6	开元
维纳斯皇家	363	四星为主	4.71	锦江	万豪酒店	963	五星	4.6	万豪
锦江都城	348	三星、四星	4.68	锦江	京伦酒店	400.3	四星为主	4.57	首旅如家
开元酒店	447	四星	4.68	开元	禧玥酒店	495	五星为主	4.56	华住
美居酒店	472	四星	4.65	华住	诺富特	821	四星	4.55	华住
皇冠假日	759	五星	4.65	洲际	福朋喜来登	685	四星、五星	4.55	万豪
喜来登	903	五星	4.64	万豪	美爵酒店	704.4	五星为主	4.53	华住
开元名庭	470	四、五星级	4.63	开元	希尔顿花园	485	四星为主	4.53	希尔顿
开元度假村	634	五星	4.62	开元	铂涛菲诺	220	四星	4.5	锦江

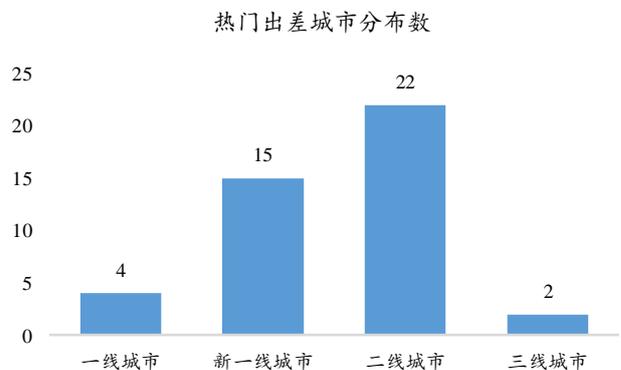
资料来源：携程网，各酒店官网，兴业证券经济与金融研究院整理；注：绿色为开元，灰色为外资品牌，无色为国内品牌

图49、我国差旅热点城市集中



资料来源：迈点，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、新一线及二线城市差旅市场蓬勃



资料来源：迈点，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表9、开元旗下酒店新一线城市及二线城市占比超5成

城市等级	已开业酒店数量	已开业酒店占比	未开业已签约酒店数量	未开业已签约酒店占比
一线城市	10	6.7%	14	4.5%
新一线城市	47	31.3%	92	28.8%
二线城市	42	28.0%	78	24.5%
三线城市	30	20%	83	26.0%
其它	21	14%	52	16.3%
合计	150	100%	319	100%

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

相较于外资全服务酒店，开元价格优势明显，有利于低线市场扩张。开元高端全服务开元名都与中端全服务开元大酒店平均房价分别为 574 元与 447 元，远低于万豪、希尔顿、喜来登等国际品牌。优质的服务加上适中的价格，使得开元品牌在中国二、三线城市中享有较大优势，有利于其未来在新兴低线城市的扩张。

表10、中高端全服务酒店品牌价格对比

中端全服务		高端全服务	
品牌	价格	品牌	价格
开元大酒店	447 元	开元名都	574 元
希尔顿花园	485 元	万豪	963 元
福朋喜来登	685 元	喜来登	903 元
		希尔顿	946 元

资料来源：携程网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、中端精选酒店：以高端基因打造精品酒店，口碑、入住率均领先

以丰富的高端运营经验打造更优质的中端酒店。为满足更多的商旅及个性化需求，开元近年来加速拓展精品酒店。同于其竞争者自下而上的“加法”发展，开元在高端酒店拥有丰富的运营经验，只需通过“减法”迅速进驻市场，并凭借其优质的品牌形象获取市场信赖。相较其他中端有限服务酒店，开元精品酒店以较低的价格提供更多附加服务，如自助餐厅、会议室等，客房设计也更具特色。

- **开元曼居**：提供简餐、商务及休闲功能的有限服务酒店。相较其他中档酒店，其餐饮及商务服务更为完备，配备自助餐厅。
- **开元颐居**：选址生态环保景区、自然保护区、主题公园周边，以民宿为主。酒店风格与当地传统文化风格相一致，提供餐饮、商务服务并配有部分康乐设施。
- **芳草青青房车营地**：新一代营地酒店品牌，配备酒水吧、全日制餐厅等室内设施，射箭场、真人CS等户外体验营地，能满足家庭户外休闲、露营体验、团建、拓展训练、聚会、婚礼、户外竞赛等各项需求。
- **开元美途**：定位于城市度假旅游精品酒店，提供自助餐厅、健身房、免费停车等拓展服务。
- **阿缇客酒店**：城市客厅艺术酒店品牌，配备艺术空间、屋顶花园、影音

- 娱乐及会议室，拥有室内游泳池、健身房等，深受“网红”青年喜爱。

图51、开元精品酒店外观及、大堂及会议室：特色鲜明，设计感十足



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、开元美途酒店客房 vs 华住全季双床房：开元客房空间较大，房间用品质感强



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

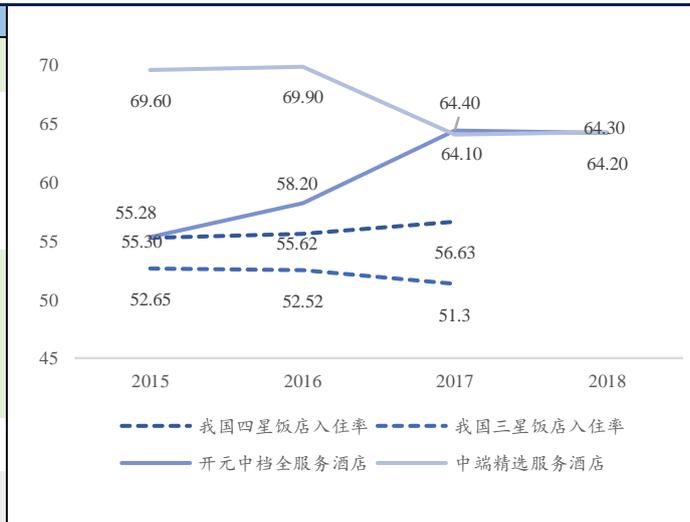
开元精品酒店口碑、入住率行业均领先。得益于公司优异的物业品质，开元中端精选酒店口碑良好，开元颐居携程评分居四星级酒店之首。从入住率看，公司精品酒店入住率达 64%，超过我国三、四星级酒店逾 10pcts。

图53、精品连锁酒店品牌携程评分：开元领先

品牌	房价	挂星	平均分	品牌
开元颐居	506	四星为主	4.78	开元
璞隐酒店	351	四星	4.77	首旅如家
漫心	505	四星	4.73	华住
桔子水晶	400	四星	4.73	华住
开元芳草乡村酒店	683	四星	4.7	开元
开元酒店	447	四星	4.68	开元
开元曼居	423	三、四星	4.68	开元
CITIGO	561	四星	4.62	华住
希尔顿花园	485	四星为主	4.53	希尔顿

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图54、开元精选中档酒店入住率领先市场平均水平



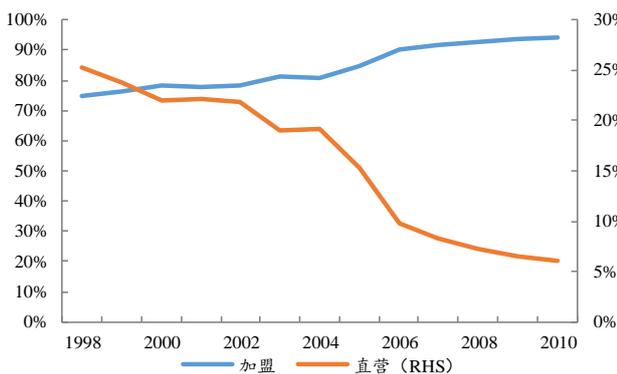
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

4、扩张之路：管理业务签约条件实惠，助力开元快速扩张

4.1、对标海外成熟市场，轻资产管理模式为酒店业发展趋势

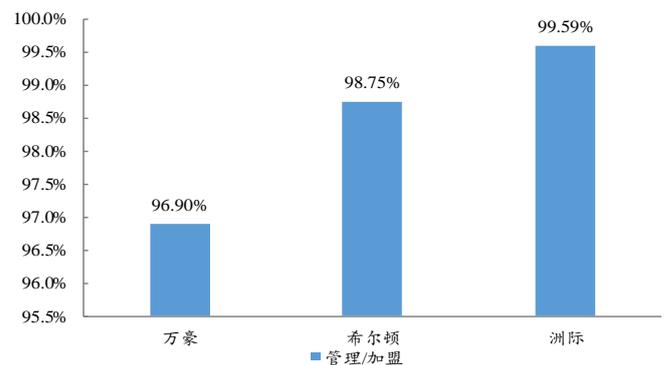
美国酒店业连锁率高，三大集团非自营物业占比逾95%。90年代末期，美国业逐步成熟，大型酒店集团格局初现。酒店业纷纷由重资产向轻资产模式转型，即将直营模式转为加盟管理模式。美国酒店业加盟连锁率从1990年46.0%左右提升至1997年69.4%。截止2018年末，全球三大酒店集团非自营酒店占比已超过95%。

图55、喜达屋1997-2010直营加盟占比



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图56、2018年三大酒店集团非自营酒店数量占比



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

对于酒店管理集团来说，轻资产运营可削弱周期波动，加快集团扩张、品牌连锁化。直营酒店由于租金、人工、折旧摊销等成本，业绩对客房与餐饮等经营性业务依赖性较大，且受有限现金流影响难以快速扩张。反观加盟与管理酒店，酒店只需进行品牌与服务输出，并按一定比例收取管理费、开业前咨询费、加盟费等，

收入来源较为稳定，波动性较小。从世界前三大酒店集团来看，除受到并购和拆分影响外，各集团经调整 EBITDA 均保持稳健增长趋势。万豪、希尔顿、洲际 2010 年-2017 年经调整 EBITDA 年复合增长率分别为 16.10%，4.25%，7.77%，远高于全球实际 GDP 指数增速与全球酒店数量增速。

表11、美国大型酒店集团 2010-2017 经调整 EBITDA 及增速

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
万豪	986	806	1,093	1,115	1,307	1,498	1,917	2,803
YOY (%)	24.81	-18.26	35.61	2.01	17.22	14.61	27.97	46.22
希尔顿	1,307	1,559	1,723	1,857	2,399	1,553	1,848	1,749
YOY (%)		19.28	10.52	7.78	29.19	-35.26	19.00	-5.36
洲际	552	658	719	745	751	779	805	932
YOY (%)	16.95	19.20	9.27	3.62	0.81	3.73	3.34	15.78

资料来源：彭博，兴业证券经济与金融研究院整理

图57、全球实际 GDP 指数增速



资料来源：彭博，兴业证券经济与金融研究院整理

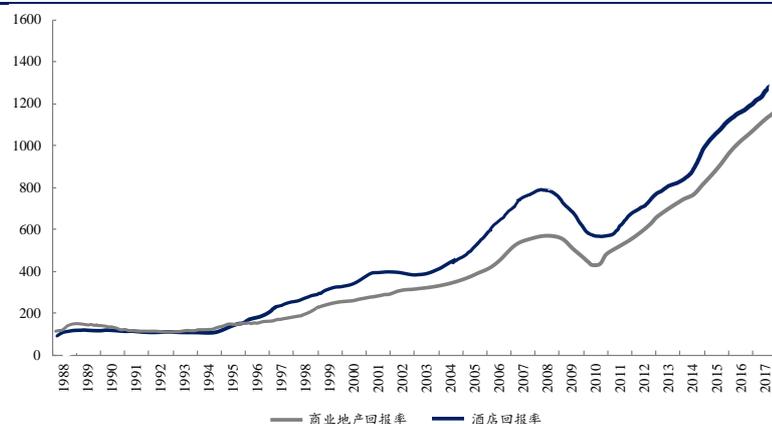
图58、全球酒店数量增速



资料来源：彭博，兴业证券经济与金融研究院整理

对酒店业主来说，第三方专业酒店管理集团可为其带来标准化管理及更高的收益。酒店管理公司凭借其集团化运作可解决单体酒店 OTA 佣金成本高、品牌溢价少、运营效率相对低的缺点。从美国经验看，其酒店业连锁化、轻资产化的发展促使行业投资回报率大幅上升。随着我国酒店业进一步成熟，单体业主有望加大与专业酒店管理集团的合作。

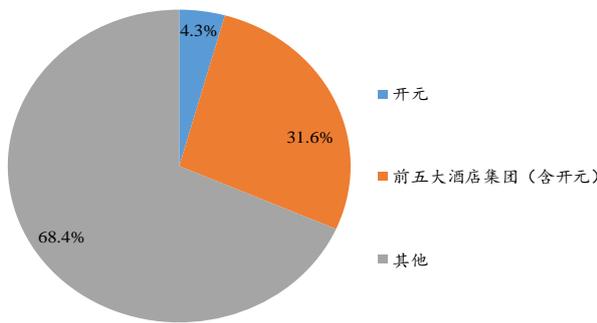
图59、美国季度房产指数：90 年代后酒店投资回报指数呈上升趋势



资料来源：中国旅游住宿业发展报告，兴业证券经济与金融研究院整理

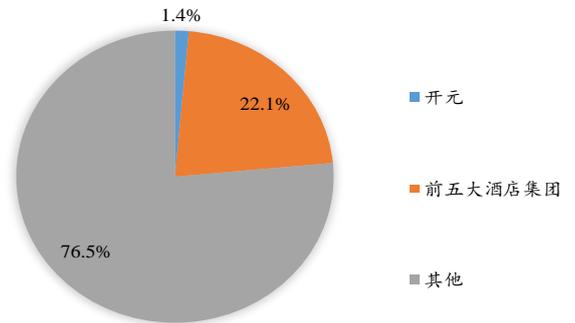
换牌期机遇+单体酒店市场广阔，我国中高端酒店轻资产扩张空间足。各大国际酒店，如洲际、希尔顿、凯悦、万豪等，于本世纪初大举扩张中国市场。这批酒店以加盟与管理形式为主，签约租期多为 15-20 年，目前有大量酒店合约即将到期。随着房地产收益的下降，此前房产+酒店模式难以继续反哺高额的酒店营运成本及管理费用，更多业主在合同到期后选择签约更为经济的国内酒店集团。西安凯宾斯基酒店换牌为西安锦江国际酒店，静安希尔顿酒店换牌为静安昆仑大酒店等。此外，我国中高端酒店市场格局仍分散，在单体酒店成本压力加大，经营环境恶化的情况下，具备管理实力的民族酒店管理品牌有望迎接扩张的机遇。

图60、中国高端酒店市场 CR5 仅为 31.6%



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图61、中国中端酒店市场 CR5 仅为 23.5%



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、人力资源、数字化营运系统完善，开元管理实力强劲

4.2.1、专业培训计划促高服务品质，员工人均创收持续增长

专业培训计划保证服务质量。开元于 2015 年设立内部培训中心开元学院，该学院向雇员提供的大量培训计划，并对管理人员及员工进行定期审核。开元亦与浙江旅游职业学院合作，编制酒店员工培训材料，并建立了内部网上学习平台，提供近 2,000 个标准化课程以方便酒店员工自学。经过该网络平台的培训，全国开元员工均能受到完全标准化、专业化的培训，为开元高速扩张的酒店版图提供稳定的服务保障。

图62、开元三级人才培养体系

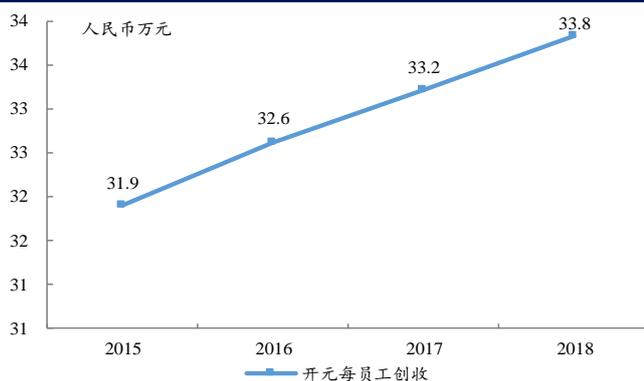


资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

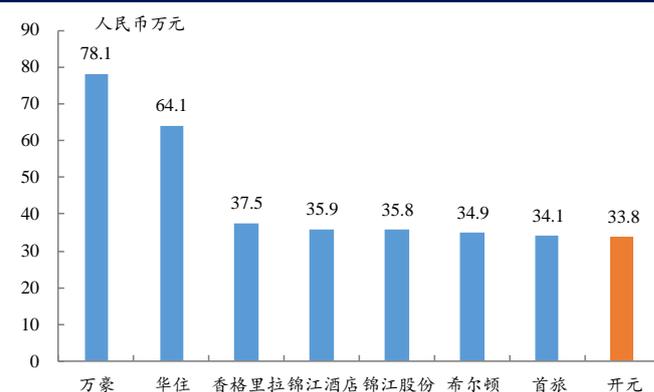
开元人均创收持续提升。受益于专业的员工培训计划，开元每员工创收持续增长，由2015年的31.9万元持续增至2018年的33.8万元。而由于：1) 全服务酒店配备餐饮宴会服务，员工数量需求多 2) 其他酒店集团加盟管理模式仅输出品牌标准与管理系统，业主负责招聘经理等管理人员，而开元集团向每一间管理酒店派遣管理团队进行酒店运营，因此开元员工数量大于其他酒店集团，拖累其人均创收处行业较低水平，但亦属合理水平。我们预计，随着开元培训体系的日益成熟与规模化运营效率的不断提高，开元的每员工创收有望维持健康增长态势。

图63、开元每员工创收持续增长



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图64、酒店行业每员工创收水平



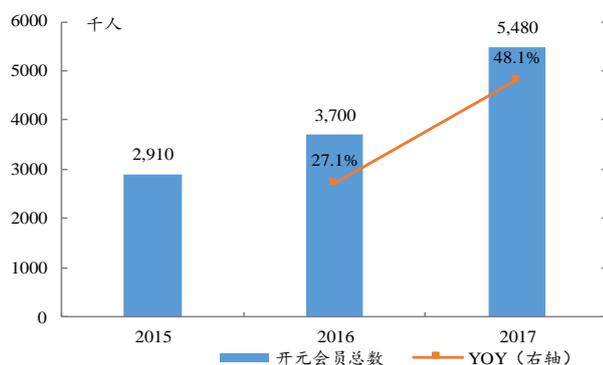
资料来源：各公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2.2、中央管理系统提高运营效率，线上+线下自有预定渠道占比达8成

开元持续发展数字化策略，中央管理系统持续升级。开元自有开发酒店管理系统，可为业主提供集团化、集中化管理。该系统通过云端化、用户行为数据化、移动社交化、智能化等措施协助集团及业主分析用户消费行为及酒店运营效率。单店业主可享受开元集团通过分析全国物业数据而出具的管理报告，以提升营运效率。

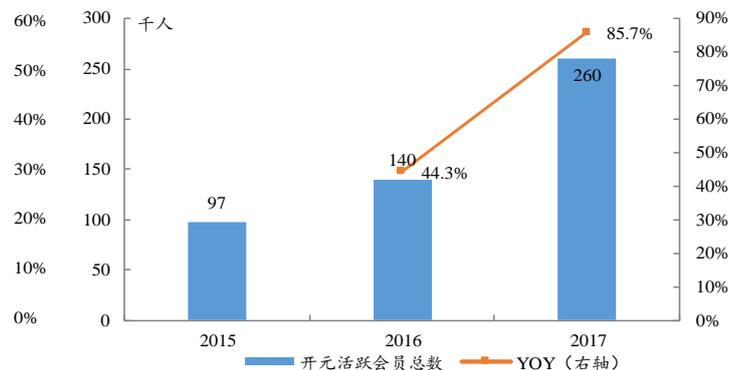
商祺会 App/微信公众号完善线上预订系统，开元忠诚度会员计划快速发展。开元会员系统与各大航空公司、信用卡公司建立了合作关系，除客房晚数外，会员积分还可兑换航空里程、信用卡积分等。开元商祺会会员人数由2015年的291万人增至2017年的548万人，CAGR达37.2%；活跃会员由2015年的9.7万人增至2017年的26万人，CAGR达63.7%。商祺会会员预定晚数占比由2015年的15.4%升至2018年年中的21%，较首旅、华住逾8成的会员预定占比差距较远，主要由于公司团队预定较多。随着公司全国化扩张，预计其会员数及忠诚度将持续成长。

图65、商祺会会员数量快速增长



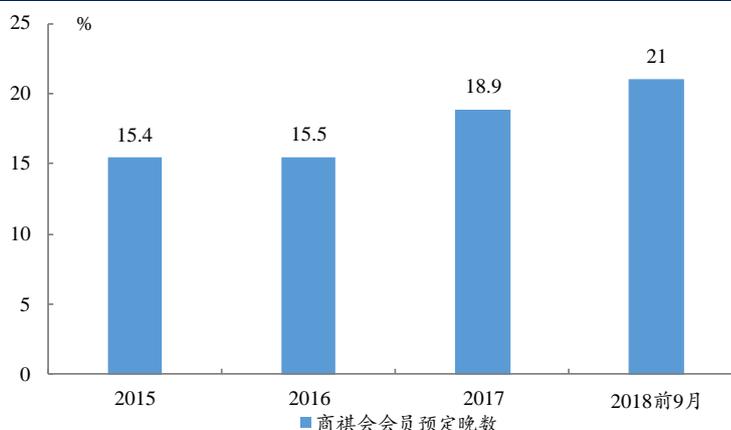
资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图66、商祺会活跃会员增速迅猛



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图67、商祺会预定晚数占比稳步提升



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

专业线下团队对接大型客户，线下直销贡献4成预定量。开元全服务酒店运营模式使其常年接待公司会议、旅行团、MICE等大型客户订单。开元于北京、上海、杭州、广州、成都五地设立了超350名员工的专职销售团队对接大型客户。开元与现有大型客户合作稳定，通过提前商议锁定客房数量与价格，可一定程度上降低业主及公司收入波动风险，提升经营稳健度。

4.3、开元管理费仅外资品牌一半，高性价比受业主追捧

外资酒店品牌管理费达8-10%，开元仅5%。外资酒店管理品牌费用高，加上其对所聘员工要求较高，业主的经营成本压力较大，回报率仅在个位数。特别在非一线城市，过高的要求（如英语水平）并不匹配市场真正需求，较低的房价亦难以保障业主的盈利水平。因此，随着换牌期到来及非一线城市的发展，开元高性价比的合约条件有望持续赢得业主信任。

表12、开元酒店与外资酒店业主成本对比

	开元	外资酒店
基本管理费	5%	8%-10%
合同年限	10-15年	大于20年
人房比	0.9:1	1.1-1.2:1
总经理工资	70万	270-300万

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

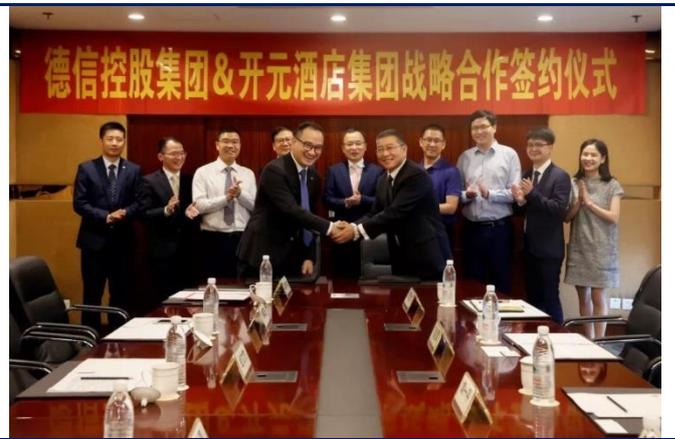
与大型业主达成战略合作，开元管理业务受市场认可。继今年4月与绿城签署战略合作协议后，开元于6月与德信控股集团签署战略合作协议，均旨在加深与开元在酒店营运及管理等方面的深度合作，证明了市场对开元酒店管理业务的认可。

图68、开元与绿城达成战略合作



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

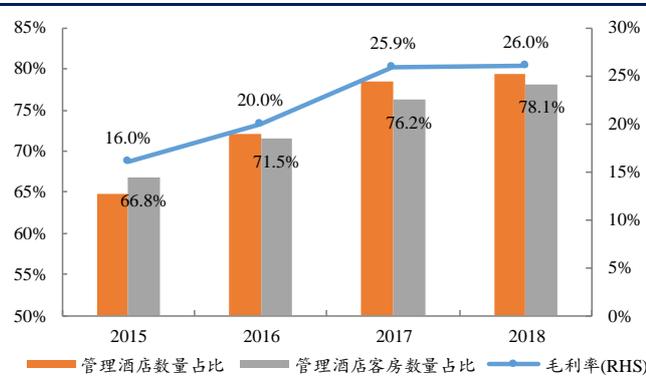
图69、开元与德信控股达成战略合作



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司管理酒店业务增速维持30%以上，业务毛利达94.2%。开元酒店自2015年起加速发展轻资产业务，管理酒店客房数占比从2015年的66.8%稳步提升至2018年的78.1%。开元管理酒店数近三年来维持在30%以上增速，远高于行业平均水平。2018年公司酒店管理业务毛利率达94.2%，为经营酒店业务的5倍左右。其快速的发展有望进一步提振公司整体盈利能力。

图70、开元酒店管理酒店数占比快速提升



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图71、开元酒店管理酒店数量增速高于同行



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

5、确定性增长：品牌蓄力完成，项目储备充足

规模效应初现，开元集团酒店数量增速领先同行。由于酒店业投资期相对较长，管理能力要求高，酒店集团需时间累计酒店数量及品牌建设。然而，一旦形成规模效应，酒店集团有望裂变成长。2015-2018年，开元酒店数量由74间增至150间，三年CAGR达26.6%，远高于华住的15.3%与首旅如家的9.1%。若排除锦江2016年收购铂涛集团的影响，锦江2016-2018年间酒店数量CAGR为15.5%，同样低于开元的增速。

图72、2015-2018年开元酒店数量CAGR为26.6%



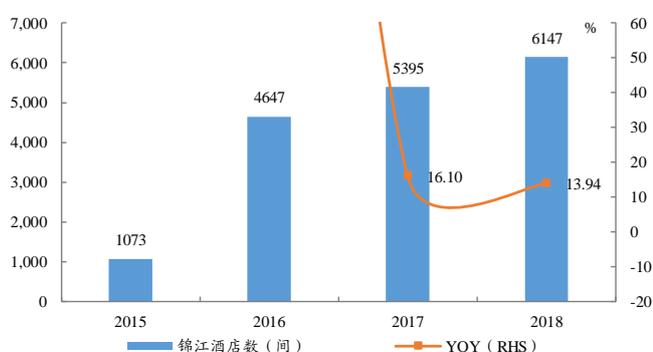
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图73、2015-2018年华住酒店数量CAGR为15.3%



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图74、2016-2018年锦江酒店数量CAGR为15.0%



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图75、2015-2018年首旅酒店数量CAGR为9.1%



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

截止2018年底，未开业酒店数占已开业酒店数的110%，未来五年迎成长爆发期。开元作为国内唯一一专注中高端的酒店集团，旗下酒店数量要少于以经济型酒店为主的竞争对手。然而受益于其日益成熟的品牌建设及轻资产业务的加速发展，截止2018年底，公司整体已签约待开业酒店达165间，占已开业酒店的110%。此外，据开元旅业公开资料显示，开元酒店2019年前5月新增签约酒店47家，公司项目储备进一步提升。据我们预测，开元未来五年开业数CAGR将高达16%，高于行业平均增速逾10pcts，成长属性明显。

表13、各酒店集团待开业酒店情况

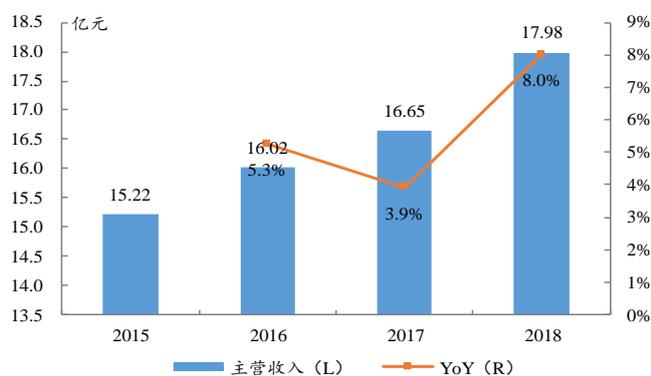
酒店集团	已开业酒店数量	已签约未开业酒店数量	未开业/已开业酒店	2023E 酒店数量	2018-2023 CAGR
开元集团	150	165	110.0%	315	16.00%
华住	4230	1105	26.1%	9,690	9.53%
锦江集团	6147	3543	57.6%	5,335	4.75%
首旅如家	4049	530	13.1%	4,579	2.49%

资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

6、财务分析

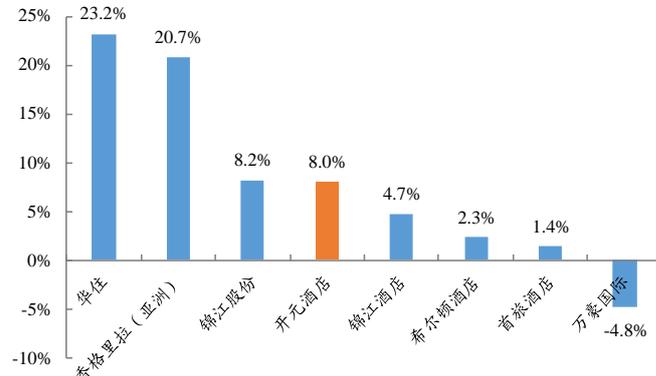
- 营业收入：**2018年，开元酒店实现营业收入17.98亿元，同比+8.0%；营业收入持续增长得益于酒店经营业务的稳健发展与酒店管理业务的高速扩张，其中管理酒店业务受益于酒店数量快速增加（28家/yoy+30.77%）带来的管理收入增加，收入大幅增长（yoy+23.55%），占比由8.22%提升至9.40%。从行业对比来看，公司收入增速处于行业平均水平，但考虑到2019年起开元酒店计划加速开店，预计未来开元收入增速将有所提高。

图76、公司历年营业收入



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

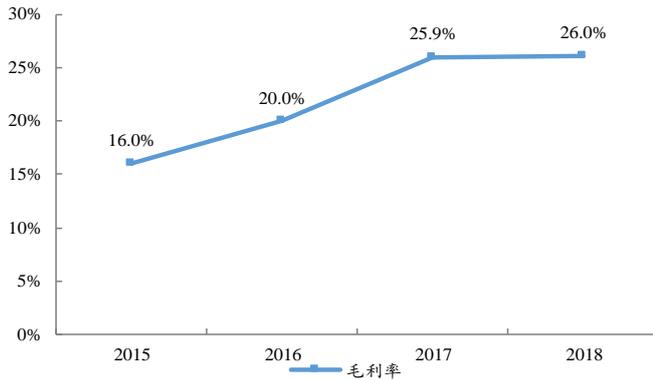
图77、公司收入增速处于行业平均水平



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

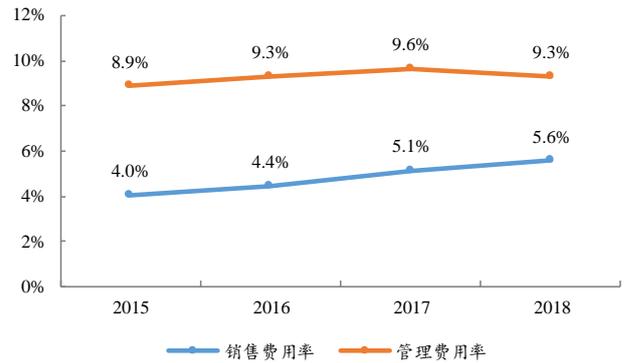
- 毛利率：**从2015年至2018年，公司毛利率由16.0%提升至26.0%。其中，2016年5月后的营改增机制促使公司增值税抵扣项增加，毛利率录得大幅提升。而受益于较高毛利率（94.18%）管理酒店业务占比的提升，公司2017年毛利率进一步提升。
- 销售费用率、管理费用率：**公司销售费用率与管理费用率总体维持平稳。2018年，由于集团逐步扩张，年内累计新签约酒店96家，新开业酒店38家，销售费用率按年略增0.42pcts至5.55%。但得益于公司规模效应逐步呈现，管理费用率按年降0.37pcts至9.27%，销售与管理费用控制得当。

图78、公司历年毛利率



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

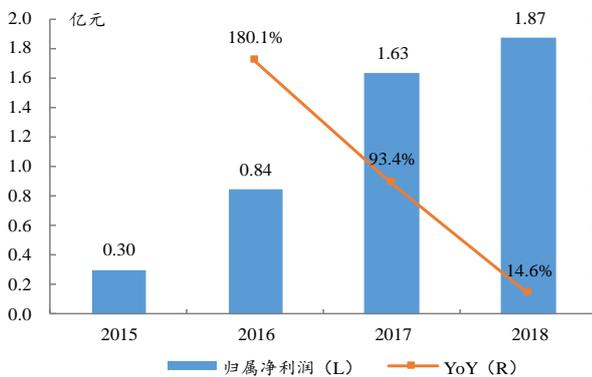
图79、公司历年销售费用率与管理费用率



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

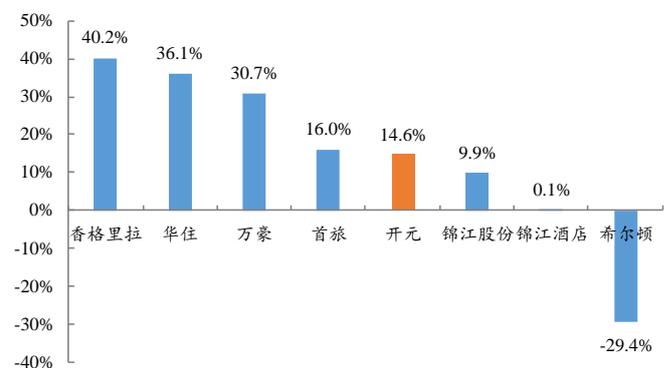
- 净利润**：受益于收入增长，管理酒店占比提升带来的毛利率提升，以及稳健的费用控制，2018 财年公司归属净利润 1.87 亿元，同比+14.6%；净利率同比+0.6pcts 至 10.4%。公司归属净利润在 2016 年大幅增长主要由于营改增税收改革导致公司增值税费减少。**从行业扣非净利润对比来看，公司归母净利润增速位于行业平均水平，随着公司管理酒店加速开店，预计 19 年公司净利润增速将提高；公司净利率位于行业前列，仅次于龙头华住集团。**

图80、公司历年归属净利润



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

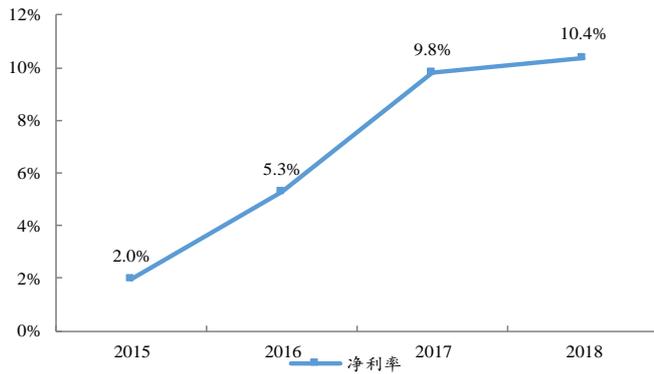
图81、公司归母净利润增速位于行业平均水平



资料来源：各公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理，注：均为扣非后净利润计算

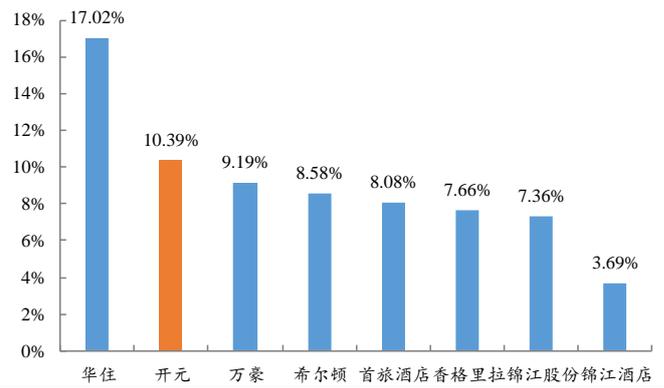
- 华住酒店高利润与其客房结构有关。华住连锁率高达 83%，自营酒店占比小，且 61.7% 为经济型酒店，单店投入小于中高端酒店。而开元主打中高端酒店，公司需要建设一定的自营酒店作为服务标准以提升品牌形象，经营投入大于经济型酒店，因此开元利润率低于华住属正常。

图82、公司历年净利率



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

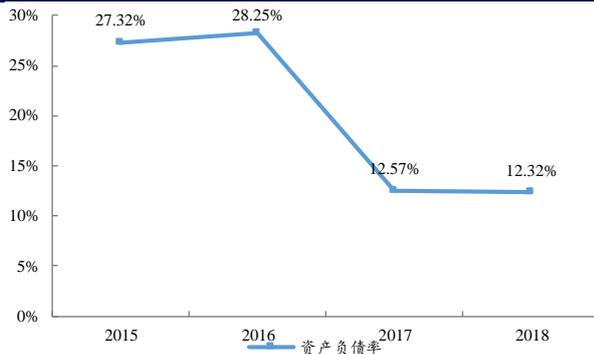
图83、公司净利率位于行业前列



资料来源：各公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理；注：均为扣非后净利润计算

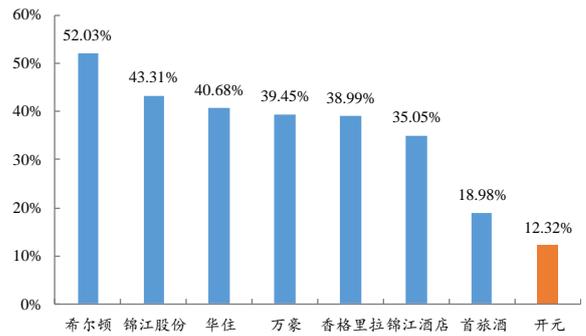
- **资产负债率**：2016年公司偿还了1.3亿短期贷款，资产负债率大幅下降，2018年资产负债率为12.32%，处行业低位。

图84、公司历年资产负债率情况



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

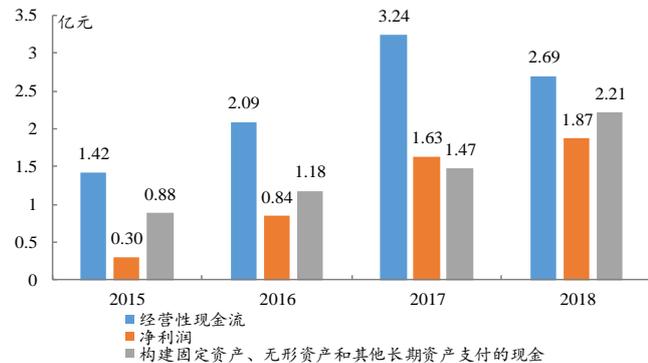
图85、公司资产负债率行业最低



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

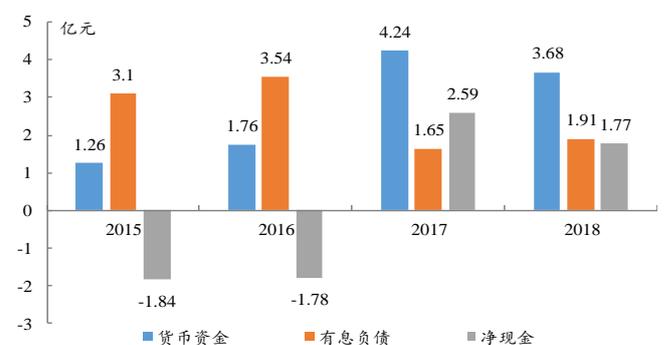
- **现金流分析**：开元经营性现金流整体呈上升态势，且较为充裕。2018年为2.69亿元，同期净利润1.87亿元，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金2.21亿元。此外，开元库存现金充足：2018年货币资金为3.68亿元，有息负债为1.91亿元，净现金为1.77亿元。

图86、公司经营现金流充足



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图87、公司库存现金充足



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

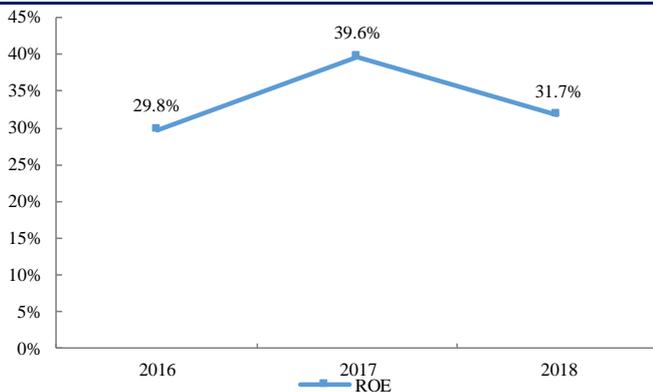
- **ROE/ROA:** 开元酒店 ROE 保持行业较高水平, 2018 年 ROE 达 31.7%。根据杜邦分析, ROE 持续上升主要由于净利润的快速增长, 权益乘数持续下降, 负债维持在健康水平。公司 2018 年 ROE 下滑主要由于公司为新竣工自营杭州富春乡村芳草草地酒店采购大量资产, 资产增加导致周转率下滑。考虑到公司 2019 年上市后, 净资产增加, 我们测算其 19 年 ROE 可达 17%, 仍为行业领先水平。

表14、开元酒店杜邦分析

	2016	2017	2018
ROE	29.8%	39.6%	31.7%
净利率	5.3%	9.8%	10.4%
资产周转率	1.34	1.30	1.26
权益乘数	4.22	3.11	2.43

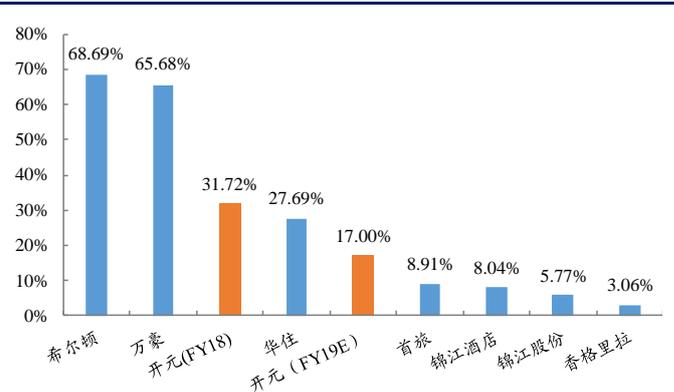
资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图88、公司历年 ROE



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图89、公司 ROE 位于行业前列



资料来源: 各公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理; 注: 开元 2019 年数据为兴业证券预测

公司 ROE 仅次于希尔顿与万豪。 希尔顿与万豪的高 ROE 主要由高杠杆驱动, 2018 年其权益乘数分别为 12.70 与 8.21, 远高于开元的 2.33。而开元高 ROE 主要由高净利润以及高资产周转率驱动, 公司运营状况健康。

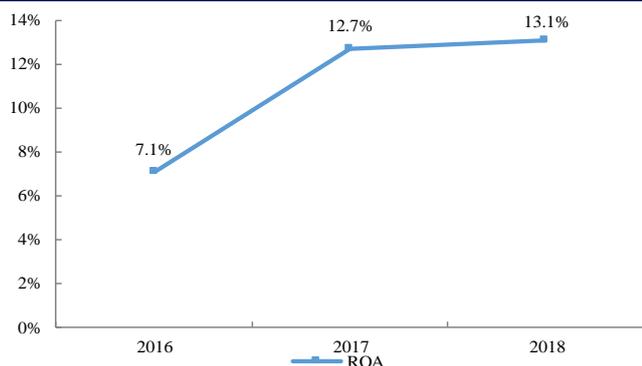
表15、可比企业杜邦分析

	开元	开元 2019E	华住	首旅	锦江酒店	锦江股份	万豪	希尔顿	香格里拉 (亚洲)
ROE (扣非)	31.72%	17.00%	27.69%	8.91%	8.04%	5.77%	65.68%	68.69%	3.06%
净利率 (扣非)	10.39%	10.45%	17.02%	8.08%	3.69%	7.36%	9.19%	8.58%	7.66%
资产周转率	1.26	0.96	0.48	0.50	0.36	0.35	0.87	0.63	0.19
权益乘数	2.33	1.48	3.39	2.21	6.05	2.24	8.21	12.70	2.10

资料来源: Wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理; 注: 除开元 2019 数据为预测, 其他均为 2018 年实际数据

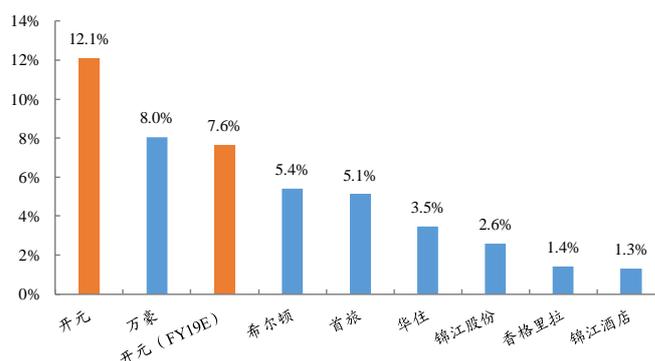
公司 ROA 亦位于行业前列。 受益于轻资产发展策略的执行, 公司现 150 家酒店仅有 2 家为自有物业, ROA 领先行业水平。考虑到公司 2019 年上市, 现金增长, 我们预计其 2019 年 ROA 仍可达 7.6%, 仅次于万豪, 领先于国内同行。

图90、公司历年 ROA



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图91、公司 ROA 位于行业前列



资料来源：各公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理；注：开元 2019 年数据为兴业证券预测

7、盈利预测及估值

7.1、盈利预测

➤ 收入预测

- **经营酒店：**按客房、餐饮服务、配套服务、租金四部分业务分别预测。
 - **RevPAR：**我国中高端酒店入住率相对稳健，预计集团综合入住率保持在 63%-64% 水平。ADR 方面，需求端稳健，随着集团加速开店，开元品牌知名度提升，议价能力增强，预计集团综合 ADR 有望保持低单位增长。预计 2019/2020/2021 年开元集团 RevPAR 分别增长 1.27%/3.00%/3.01% 至 287/296/305 元；
 - **客房数量：**开元 2019 年起进入快速扩张期，从已签约项目看，公司新增客房数量将于未来五年翻倍，预计 2019/2020/2021 年开元集团经营酒店客房数量分别为 9,316/10,976/12,121 间，YOY+24.80%/17.25%/10.43%；
 - **综上，**公司未来三年客房收入预计将达为 9.68/11.69/13.10 亿元，YOY 达 30.16%/20.77%/13.76%。餐饮服务、配套服务、租金业务收入增将随新开业酒店数量增加而稳定增长。预计公司 2019/2020/2021 年经营酒店分部收入将分别达到 19.6/22.78/25.45 亿元，yoy+20.32%/16.24%/11.68%。
- **管理酒店：**按管理酒店数量及单店创收计算。公司管理酒店数亦将于未来五年翻翻，促进该板块收入将快速增长，预计 2019/2020/2021 年开元管理酒店数量分别达 150/179/204 间，YOY 达 26.05%/19.33%/13.97%。而为了加速扩张，开元管理业务条件或相对优惠，预计单店管理费收入将维持稳定。综上，预计 2019/2020/2021 年管理酒店分部收入将分别达到 2.09/2.44/2.92 亿元，yoy+23.53%/16.95%/19.66%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **毛利率预测:** 由于酒店业务成本相对固定,入住率的提升有望加大成本分摊, RevPar 提升对盈利能力边际改善明显。此外, 由于毛利率较高的管理酒店加速发展, 其收入占比的提升有望带动集团整体毛利率提升。预计 2019/2020/2021 年公司毛利率达 27.22%/28.21%/28.72%, 分别按年提升 1.2/1.0/0.5pct。
- **费用率预测:** 由于近年来公司加速开店与品牌建设, 销售费用率或随着收入增长而增长, 预计销售费用率将维持在 5%-6%的历史水平。员工薪水与培训成本或有所提升, 但考虑到公司持续在标准化员工培训与数字化系统方面加强投入, 管理效率提升, 预计公司管理费用率将保持在 9%左右的历史水平。

表16、公司盈利预测

单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1797.97	2168.79	2522.52	2836.70
YOY	8.0%	20.6%	16.3%	12.5%
经营酒店收入	1628.98	1960.05	2278.39	2544.57
YOY	6.6%	20.3%	16.2%	11.7%
客房	743.74	968.05	1169.15	1329.99
YOY	1.5%	30.2%	20.8%	13.8%
经营酒店数量(间)	31	39	46	51
综合 RevPar(元)	283.67	287.26	295.89	304.80
综合 ADR(元)	447.63	458.84	467.82	476.05
综合入住率	63.4%	63.5%	64.0%	64.9%
餐饮服务	641.39	692.70	741.19	778.25
YOY	10.0%	8.0%	7.0%	5.0%
配套服务	207.08	258.85	323.57	388.28
YOY	16.3%	25.0%	25.0%	20.0%
租金收入	36.77	40.44	44.49	48.05
YOY	9.0%	10.0%	10.0%	8.0%
管理酒店收入	168.99	208.75	244.12	292.13
YOY	23.5%	23.5%	16.9%	19.7%
毛利润	468.15	590.32	711.60	814.80
YOY	8.4%	26.1%	20.5%	14.5%
毛利率	26.0%	27.2%	28.2%	28.7%
经营业务毛利率	19.0%	20.0%	21.0%	21.0%
管理业务毛利率	94.2%	95.0%	95.5%	96.0%
销售费用率	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%
管理费用率	9.3%	9.1%	9.3%	9.5%
净利润	186.79	226.72	274.11	315.06
YOY	14.6%	21.4%	20.9%	14.9%
净利润率	10.4%	10.5%	10.9%	11.1%
基本每股收益(元)	-	0.81	0.98	1.13

资料来源: 兴业证券经济与金融研究院

根据以上假设，我们预测公司 2019-2021 财年有望实现收入 21.69/25.23/28.37 亿元，yoy+20.62%/16.31%/12.46%，实现归属母公司净利润 2.27/2.74/3.15 亿元，yoy+21.4%/20.9%/14.9%。

7.2、估值与评级

公司处于高速增长阶段。我们采用 PE/PEG 估值法对公司进行估值；此外，由于酒店业折旧费用较大，我们亦通过 EV/EBITDA 估值进行辅助。

- **PE/PEG 估值:**对比行业海内外公司，开元酒店尽管规模较小，但酒店轻资产运营模式与其他大型酒店集团相似，在运营方面具有可比性。目前公司估值低于行业平均水平。考虑到公司未来开店增速高于华住等可比公司，我们认为给予公司更高估值。从 PEG 来看，公司 2019 年 PEG 为 0.9x，低于行业平均水平；若按照略高于行业平均的 1.2x 的 PEG 水平，公司股价为 21.02 港元。对应 2019/2020 年 PE 为 22.8x/20.5x，处行业合理水平。

表17、可比公司 PE、PEG 估值表

公司	代码	货币	收盘价	市值	PE			PEG	未来 3 年
			2019/6/27	(亿美元)	2018A	2019E	2020E	2019E	EPS CAGR
首旅酒店	600258.SH	CNY	18.20	26.14	21.0x	18.2x	15.4x	1.2x	15.74%
锦江股份	600754.SH	CNY	25.05	32.35	22.2x	19.7x	16.9x	1.3x	14.73%
香格里拉(亚洲)	0069.HK	HKD	9.77	44.86	27.4x	17.3x	17.1x	1.1x	15.39%
A 股 H 股可比公司均值					23.5x	18.4x	16.5x	1.2x	15.29%
华住	HTHT US	USD	36.09	106.22	40.7x	43.1x	32.3x	0.8x	55.16%
格林豪泰	GHG US	USD	12.82	13.02	20.3x	16.9x	14.6x	1.1x	15.64%
万豪	MAR US	USD	138.29	460.49	21.1x	22.8x	20.0x	1.6x	14.44%
希尔顿	HLT US	USD	96.53	280.96	25.7x	31.1x	25.9x	1.4x	21.57%
洲际	IHG L	GBp	5,229.00	95.19	29.2x	22.7x	19.6x	0.9x	25.19%
外国可比公司均值					27.4x	27.3x	22.5x	1.2x	26.40%
开元酒店	1158 HK	HKD	16.14	5.79	21.3x	17.6x	14.5x	0.9x	19.04%

资料来源：Bloomberg，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：开元酒店为兴业证券预测，其余来自 Bloomberg 与 Wind 一致预期

- **EV/EBITDA 估值:** FY2018/19 年 A 股港股可比公司平均 EV/EBITDA 分别为 14.14x/10.31x；外国可比公司平均 EV/EBITDA 分别为 20.33x/16.05x。开元目前 EV/EBITDA 低于行业平均水平，若按目标价 21.02 港元计算，公司 2019/2020 年 EV/EBITDA 为 13.38x/11.38x，处行业合理水平。

表18、可比公司 EV/EBITDA 估值表

公司	代码	货币	收盘价 2019/6/27	市值 (亿美元)	EV/EBITDA		
					2018A	2019E	2020E
首旅酒店	600258.SH	CNY	18.20	26.14	10.76	7.78	7.01
锦江股份	600754.SH	CNY	25.05	32.35	14.22	10.67	9.42
香格里拉(亚洲)	0069.HK	HKD	9.77	44.86	17.43	12.48	13.58
A股H股 可比公司均值					14.14	10.31	10.01
华住	HTHT US	USD	36.09	106.22	29.99	28.25	22.47
格林豪泰	GHG US	USD	12.82	13.02	12.90	11.34	9.50
万豪	MAR US	USD	138.29	460.49	21.53	15.53	14.54
希尔顿	HLT US	USD	96.53	280.96	20.82	15.96	14.93
洲际	IHG LN	GBp	5,229.00	95.19	22.12	14.43	13.35
外国可比公司均值					21.47	17.10	14.96
开元酒店	1158 HK	HKD	16.14	5.79	11.67	6.89	5.98

资料来源: Bloomberg, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 开元酒店为兴业证券预测, 其余来自 Bloomberg 与 Wind 一致预期

投资建议: 我们预计公司 2019-2021 财年的归属净利润 2.27/2.74/3.15 亿元, 同比增长 21.4%/20.9%/14.9%。考虑到公司领先行业的中高端酒店布局, 强大的项目储备, 以及逐渐提升的品牌影响力, 预计公司有望迎接爆发式增长与较好盈利性。然而公司现估值不及行业平均水平。结合 PEG/PE 和 EV/EBITDA 估值, 给予公司股票目标价 21.02 港元, 相比现价 (2019/6/28) 16.50 港元有 27.4% 的涨幅, 对应 2019/2020 年 PE 为 22.8x/20.5x, 对应 2019 年 PEG 为 1.20x, 给予“审慎增持”评级。

8、风险提示

- 1) 宏观经济下行
- 2) 扩张不达预期
- 3) 竞争加剧
- 4) 物业分布过于集中

海外公司深度研究报告

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、建发国际投资集团有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、羚邦集团有限公司、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、思考乐教育集团和华检医疗控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中所提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。