

# 酒店行业深度报告之六

## 再论酒店龙头的周期、成长和估值

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-07-02

### ● 写在前面的话：重申《酒店行业：从β到α》观点，再述行业增长

2017 年至今我们完成了酒店行业系列深度报告五篇，分别从酒店供需周期、行业增长、海外比较、公司对比、行业投资逻辑等方面分析酒店行业。我们认为酒店行业龙头公司正在从高β转向高α，行业景气度和公司的持续扩张均是影响行业的核心因素，未来行业波动减小，龙头企业品牌升级和快速开店成为更加重要的因素。在本篇报告中，我们从酒店行业周期、成长和主要标的估值等角度再次分析行业。

### ● 行业回顾：18 年中开始景气下行，近期略回升，龙头开店维持高增长

16 年后酒店行业复苏 RevPar 持续增长，不过 18 年 5 月后景气下行，今年 Q1 酒店行业数据继续回落，STR 数据显示全国 RevPar -3.7% YOY，其中平均房价-2.6%YOY、出租率-1.2pct YOY，相比 2018 年+1.9%YOY、+1.2%YOY 和 +0.7pctYOY 有所下降。我们认为，过去一年酒店行业下滑一方面受基数因素影响，另一方面宏观经济回落也对商务出行需求造成影响。而龙头酒店 16 年以来加速中高端酒店的开店力度，也有部分优质经济型酒店关闭或升级，以此带来房价和 RevPar 的快速提升，结构调整带来的经营提升的趋势逐步转弱。虽然经营转弱，但华住、锦江和首旅三大集团合计新开店维持较快增长，1 季度合计新开 614 家（18Q1 为 469 家）。而 5 月份在基数效应减弱后，行业经营已有回升，预计下半年较上半年整体有所好转。

### ● 问题 1：酒店公司增长主要来自行业周期还是规模增长？

酒店集团的核心指标是 RevPar 和门店数量，其中直营店利润受 Revpar 影响较大，呈现周期性，以华住为例我们测算，不考虑中央费用公司 2010 年以来直营店利润率波动范围为 6%至 23%；而加盟业务利润主要依赖门店的扩张速度，其利润成长性较快，11 年以后公司加盟店收入和测算利润年增速约 30%至 60%。

**直营加盟利润率和单店利润：**18 年各集团加盟收入占比为华住 25%、锦江 35%、首旅 17%，测算直营业务利润率分别约为 20%、11%和 10%（均为测算数据），而加盟业务利润率均达到 60%以上。

**新开店影响测算：**每新开 100 家店，测算华住、锦江和首旅利润增长贡献达到 2%、4%和 3%，其中锦江弹性更高，主要由于加盟业务占比高于其他两家。

**Revpar 影响测算：**测算 Revpar 增速变动 1%，华住、锦江和首旅的利润变动分别约为 4%、6%和 7%，弹性不同主要由于直营占比及利润率不同。

因此，虽然各公司收入仍以直营店为主，但据我们的分拆模型三家酒店加盟店利润占比均已超过直营店。随着加盟店高增长及占比提升，新开店对利润贡献更可观。

### ● 问题 2：从主要指标来看，龙头公司是否具有长期成长性？

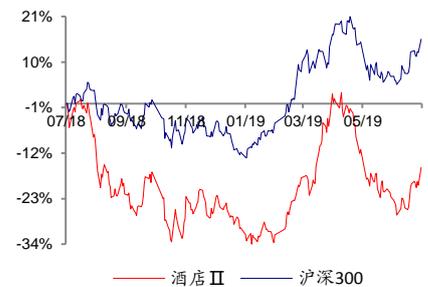
影响公司盈利的三个重要指标为：平均房价、出租率和门店数量，我们认为龙头公司平均房价和开店数具有增长持续性。具体而言：**(1) 出租率：**一般领先于房价变化，以华住为例本轮周期 16Q1 起出租率增速逐步回正并不断增长，17Q3 达到高点后逐渐回落，18Q2 后增速转负，近两年由于新增供给有限，而当前出租率已接近上一轮周期低位，19 年下半年同店出租率在上年低基数上或有改善；**(2) 平均房价：**除行业供需外，门店改造、品牌升级和成本上涨也会推动房价上涨，龙头酒店未来在房价提升趋势上有望继续领跑行业，相对而言我们认为平均房价具有中长期的持续性；**(3) 新增门店：**加盟模式降低了龙头的扩张成本，同时在品牌、渠道和系统方面的竞争优势得以放大，三大酒店集团近年来门店增速在 11-13%左右，远远超过行业增速，目前三大酒店集团的国内酒店总量合计在 1.4-1.5 万家，占 70 间客房以上酒店总量的约 23%。不过总体看国内酒店的集中度仍较低，预计三大酒店未来 5 年年均合计开店数量 1500-2000 家，集中度有望进一步提升，未来除中高端酒店外，中高端酒店也有望成为重要增长点。

### ● 价值重估：酒店成长属性被忽视，当前估值存在修复空间

目前 A 股酒店标的处于估值底部，主要系市场更多考虑了酒店业受宏观经济周期影响，而忽视了行业自身的成长逻辑。参照美股市场，酒店公司 EV/EBITDA 相对平稳，2003-2018 年平均为 15 倍，PE 波动幅度相对较大，平均也达到 31 倍。而目前锦江和首旅 EV/EBITDA 分别为 11 倍和 9 倍，动态 PE 均约 20 倍，在宏观经济下行的预期下酒店行业估值已有明显下降，但参照海外市场龙头酒店成长周期，以及近几年行业结构变化，我们认为华住、锦江股份和首旅酒店有望延续较高的增长，竞争优势也将继续显现，目前估值具备优势，看好三家酒店公司未来成长性。

● **风险提示：**1) 宏观经济波动对酒店行业影响较大，经济下行或将影响行业复苏。2) 龙头公司开店增速不及预期。

### 相对市场表现



### 分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

### 分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

### 相关研究：

华住酒店集团 (HTHT.O)： 2018-12-19

国内酒店行业领跑者，“品牌+渠道”构筑护城河

华住酒店数据点评:RevPar 2018-10-17

增长放缓，门店扩张提速

### 联系人：

康凯 010-5913-6630

kangkai@gf.com.cn

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
华住	HTHT.O	USD	37.35	2019/4/24	增持	48.4	1.21	1.56	34.9	27.1	19.4	15.9	22.6	22.7
锦江股份	600754.SH	CNY	26.38	2019/7/1	买入	32.5	1.30	1.39	21.8	19.4	12.9	10.4	9.5	9.7
首旅酒店	600258.SH	CNY	19.22	2019/4/30	买入	27.0	0.90	1.04	21.3	18.4	9.5	8.3	10.3	11.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

写在前面的话：从周期到成长，再述行业增长.....	6
行业回顾：18年中开始景气下行，近期略有回升，龙头公司开店维持高速增长.....	7
经营指标：18年下半年以来行业景气趋弱，近期略有回升，龙头酒店表现仍较优..	7
门店扩张：三大酒店集团开店计划提速，中端酒店占比进一步提升.....	9
酒店公司：行业周期还是规模增长？.....	10
直营 VS 加盟：直营业务以 REVPAR 为核心，具有周期性特征，加盟业务以开店数 为核心，具有成长性特征.....	10
利润分拆：酒店集团加盟酒店利润占比持续提升，周期特征减弱.....	13
敏感性测算：加盟单店利润可观，每新增百家有望增厚利润约 3%.....	17
成长持续性：龙头公司具备长期成长性么？.....	19
出租率：先于房价变动，已下降至历史低位，受结构影响或有下降趋势.....	19
平均房价：结构升级和成本上涨也推动房价上涨，具有一定持续性.....	21
门店扩张：整合趋势下单体酒店加速向龙头集中，龙头集中度还有较大提升空间.....	24
价值重估：酒店成长属性被忽视，当前估值存在修复空间.....	29
估值：相比美国市场 A 股酒店龙头目前估值处于历史底部.....	29
结论：长期看好酒店龙头成长性，当前市场存在预期差.....	30

## 图表索引

图 1: STR 全国酒店经营指标同比增速情况 .....	9
图 2: 三大酒店集团 RevPar 同比增速 .....	9
图 3: 华住直营加盟业务收入 (左轴, 单位: 亿元) 及同比增速 (右轴) .....	11
图 4: 锦江直营加盟业务收入 (左轴, 单位: 亿元) 及同比增速 (右轴) .....	11
图 5: 如家直营加盟业务收入 (左轴, 单位: 亿元) 及同比增速 (右轴) .....	11
图 6: 首旅酒店直营加盟业务收入 (左轴, 单位: 亿元) 及同比增速 (右轴) ..	11
图 7: 2019 年华住各项收入金额 (左轴, 单位: 亿元) 及占总营收比重 (右轴) .....	12
图 8: 2019 年锦江各项业务收入 (左轴, 单位: 亿元) 及占总营收比重 .....	12
图 9: 2019 年首旅各项业务收入 (左轴, 单位: 亿元) 及占总营收比重 .....	12
图 10: 酒店集团核心经营指标分析 .....	13
图 11: 华住直营和加盟模式门店数量增长趋势对比 .....	14
图 12: 锦江直营和加盟模式门店数量增长趋势对比 .....	15
图 13: 如家直营和加盟模式门店数量增长趋势对比 .....	17
图 14: 酒店经营指标 RevPar 影响因素分析 .....	19
图 15: 华住季度同店经营数据增速 .....	20
图 16: 三大酒店集团及行业出租率同比增速 .....	20
图 17: 2019 年 1-5 月住宿业固定资产投资额维持负增长 (单位: %) .....	21
图 18: 酒店平均房价同比增速长期跑输 CPI 增速 .....	22
图 19: 2008 年以来各个主要消费品行业价格增幅 .....	22
图 20: 三大酒店集团及酒店行业整体平均房价同比增速 .....	22
图 21: 华住各类型酒店同店 RevPar 增速 .....	24
图 22: 三大酒店集团直营店 RevPar (单位: 元/晚) 及同比增速 (右轴) .....	24
图 23: 不同客房规模酒店家数 (万家) .....	26
图 24: 2017 年底不同客房规模酒店家数占比 .....	26
图 25: 华住的高端品牌禧玥经营表现出色 .....	28
图 26: 华住的高端品牌美居 2020 年有望突破 100 家 .....	28
图 27: 主要酒店集团市值增速与盈利增速 .....	29
图 28: 主要酒店集团 EV 增速与 EBITDA 增速 .....	29
图 29: 酒店估值与 RevPAR 增速对应关系 .....	29
图 30: 酒店估值与业绩增速对应关系 .....	29
图 31: 锦江股份和首旅酒店历史市盈率 (TTM) .....	30
表 1: 19 年 1 季度三大酒店集团满 18 个月成熟酒店 RevPAR 数据 (元/间) .....	9
表 2: 2019 年 1 季度三大酒店集团开店情况 .....	10
表 3: 2019 年 1 季度三大酒店集团分品牌门店开店情况 .....	10
表 4: 华住酒店集团 2010-2018 年利润表分拆 (单位: 万元) .....	14

表 5: 锦江有限服务酒店业务板块 2010-2018 年利润表分拆 (单位: 万元) .....	15
表 6: 如家酒店 2016-2018 年利润表分拆 (单位: 万元) .....	17
表 7: 三大酒店集团收入及利润测算 (万元) .....	18
表 8: 三大酒店集团中端酒店数量、占比和增长情况.....	22
表 9: 2018 年三大酒店集团分品牌酒店数量增减情况 (单位: 家) .....	23
表 10: 近年来酒店集团每年门店净增数量 (单位: 家) .....	25
表 11: 各类型住宿业态对应物业客房数.....	25
表 12: 上世纪 80-90 年代美国酒店收购历程.....	26
表 13: 国内酒店集团发展收购历程简表 .....	27

## 写在前面的话：从周期到成长，再述行业增长

2017年至今，我们完成了酒店行业系列深度报告五篇，分别从酒店供需周期、行业增长、海外比较、公司对比、行业投资逻辑等方面分析了酒店行业。具体包括：

系列之一：酒店行业正在回暖，龙头公司盈利有望加速增长 2017/7/4；

系列之二：供需改善，整合加速，关注酒店周期性回升 2017/7/25；

系列之三：从经营指标、盈利、估值看美国酒店行业周期 2017/9/17；

系列之四：龙头公司再分析，行业格局或继续向好 2018/6/2；

系列之五：酒店行业：从 $\beta$ 到 $\alpha$  2018/8/27。

过去两年A股连锁酒店行业逐步受到市场关注，一方面由于酒店行业供需向好，Revpar等经营指标向好；另一方面龙头公司在市场回升阶段，经营效率及扩张速度也高于行业平均水平。

不过由于连锁酒店标的在A股的存在时间较短，2016年之前A股市场的连锁酒店标的仅有锦江股份，并未形成统一的定价机制，2016年后随着如家回归A股、锦江收购铂涛和维也纳，以及华住美股亮眼的股价表现，连锁酒店在A股市场逐步受到重视。从16年之后的股价表现上看，A股市场更多将连锁酒店视作类周期性标的，17年宏观经济向好，酒店股估值随之走高，18年随着宏观经济回落，酒店板块估值也大幅下行。

事实上，我们在2018年8月27日报告《酒店行业：从 $\beta$ 到 $\alpha$ 》中提出：我们认为酒店行业龙头公司正在从高 $\beta$ 转向高 $\alpha$ ，行业景气度和公司的持续扩张均是影响行业的核心因素，在行业波动幅度减小的背景下，龙头企业品牌升级和快速开店甚至成为更加重要的因素。具体而言：

- ◇ RevPar增速下降至2-3%水平，宏观经济弹性下降：未来存量酒店升级叠加竞争环境改善，加上国内酒店平均房价相对居民消费能力增长滞后，平均具备持续性增长的提价空间。
- ◇  $\alpha$ 来源之一：远高于行业的内生增速：龙头公司凭借品牌优势及渠道管理优势维持年新开店10-15%，其中中端酒店占比逐步从20%提升至50%以上，而行业供给增速仅维持在3%以内。
- ◇  $\alpha$ 来源之二：加盟店门店和收入占比不断提升：从收入占比来看三大酒店集团直营收入占比达到75%以上，但加盟门店数量和收入占比均在提升，未来成为利润增长的主要来源，受宏观经济影响也下降。

事实上，我们从美股酒店的股价表现上也可以看到，上市较早的酒店集团如万豪、精选国际、洲际集团等自2005年以来股价分别上涨4.3、4.1和7.0倍，大幅跑赢可口可乐、沃尔玛、宝洁公司等消费品行业龙头。

以上是我们此前报告的观点，在本篇报告中，我们从酒店行业周期、成长和主要标的估值等角度再次分析行业。试图解决以下三个问题：

### 1、从行业趋势看，酒店公司增长更多来源于行业周期还是内生增长？

酒店的核心经营指标为出租率、平均房价和新开店数。从国内酒店的历史数据来看，直营业务以RevPar为核心，具有周期性特征，加盟业务以开店数为核心，具有成长性特征。以华住为例，不考虑中央费用公司2010年以来直营店利润率波动范围为6%至23%，受宏观经济影响明显；而加盟店主要受开店规模影响，2011年以后公司加盟店测算收入和测算利润年增速约30%至60%，周期属性较弱。

### 2、核心指标中，出租率、房价和门店增长，具有持续成长性么？

尽管宏观经济增速可能下滑，加上结构变化，国内酒店行业特别是经济型酒店集团整体出租率可能有所回落。但龙头公司未来增长仍相对确定：一方面来自品牌升级和门店改造得到提升；另一方面受益于龙头的品牌和渠道优势，维持高于行业平均水平的增速也较为确定。

当前国内酒店业的发展阶段处于品牌化时期。从酒店业历史和现状来看，行业规模效应极强，中外酒店业的头部集中趋势均非常明显。但与海外不同的是，国内酒店并未经历海外酒店集团数十年的品牌培育期，而是在二十年内迅速完成了行业扩张和兼并，品牌培育滞后于市场扩张和整合。目前国内酒店市场格局已定，龙头集团将自身规模优势转化为品牌优势。此外，国内中高端存量酒店大多经营不善、单体程度高，为中高端品牌扩张提供良好的土壤。因此，国内酒店龙头的量价齐升主要受行业发展阶段驱动，具备数年的持续性。

### 3、从 $\beta$ 到 $\alpha$ ，估值是否有提升空间？

相比海外酒店公司估值，当前A股酒店标的处于估值底部，主要系市场更多考虑了酒店业受宏观经济周期影响，而忽视了行业自身的成长逻辑，导致当前存在预期差，我们认为随着19年经济企稳，酒店板块的估值修复和业绩预期都将得到提升。

## 行业回顾：18年中开始景气下行，近期略有回升，龙头公司开店维持高速增长

**经营指标：18年下半年以来行业景气趋弱，近期略有回升，龙头酒店表现仍较优**

**2018年中期开始国内酒店RevPar增速放缓，2019年1季度酒店仍处于下行阶段，5月数据有所回升。**回顾近一轮酒店周期，2013-2017年酒店行业平均房价处于下行期，RevPar主要由出租率主导，2017年后酒店平均房价持续攀升，对RevPar的影响力增强，2018年5月以后受基数提高以及宏观经济回落影响，酒店行业景气下行，出租率整体下滑，平均房价则维持了较强的韧性。进入2019年1季度，根据

STR的数据全国酒店行业RevPar同比下降3.7%，其中平均房价和出租率分别下降2.6%和1.2pct。相比2018年全年RevPar、ADR和OCC分别同比增长1.9%、1.2%和0.7pct略有下降。5月受低基数及假期错位影响，行业和公司数据均有回升。

**三大酒店集团受景气下行影响，出租率跌幅扩大，平均房价结构性提升效应趋弱，RevPar整体回落明显。**在行业景气趋弱的背景下，1季度三大酒店集团华住、锦江（境内）和如家RevPar同比也均有所回落，不过由于结构优化，平均房价仍维持上涨趋势，RevPar表现好于行业平均水平。19Q1华住、锦江和首旅RevPar分别增长2.9%/1.2%/-0.5%，同店RevPar分别同比下降0.4%、4.2%和3.0%。5月锦江境内酒店RevPar整体上涨7.1%，相比4月的-4.7%和1季度明显回暖，出租率下降0.94pct，跌幅较上月（4月为-5.87pct）缩小，平均房价同比增长8.37%，较上月（4月为2.75pct）有明显回升。

- ◇ **华住酒店：**18年公司RevPar为197元/晚，同比增长10.0%；出租率87.3%，同比下降1.0pct；平均房价226元/晚，同比增长11.2%。18年同店RevPar同比提升5.5%，出租率下降0.6pct，平均房价同比增长6.3%。分季度看，18Q1-19Q1华住同店RevPar分别增长6.5%/7.9%/4.2%/3.9%/-0.4%。
- ◇ **锦江境内酒店：**锦江境内酒店18年RevPar为158.38元，同比增长5.83%；出租率为78.45%，同比减少2.69个百分点；平均房价为201.89元，同比增长9.46%。18年同店Revpar同比提升2.6%，出租率同比下降2.33个百分点，平均房价同比提升5.59%。分季度看，18Q1-19Q1锦江境内同店RevPar分别增长3.5%、3.4%、2.7%、2.6%、-4.2%。
- ◇ **如家酒店：**18年RevPar为156元，同比增长4.2%；出租率为83.0%，同比下降2.5个百分点；平均房价为188元，同比增长7.4%。18年同店Revpar同比提升2.8%，出租率同比下降2.0个百分点，平均房价同比上升5.2%；分季度看，18Q1-19Q1如家同店RevPar分别增长2.9%、4.3%、2.4%、1.4%、-3.0%。

我们认为，2018年下半年以来酒店行业景气度下滑，一方面受基数因素影响，另一方面宏观经济回落也对商务出行需求造成影响，一定程度上加剧了行业增速的回落。而从龙头酒店的表现来看，2016年以来各公司加速中高端酒店的开店力度，也有部分优质经济型酒店关闭或升级，以此带来房价和RevPar的快速提升，结构调整带来的经营提升的趋势也逐步转弱。从2019年5月数据来看，在基数效应减弱后，行业经营已有回升，预计下半年较上半年整体有所好转。

图 1: STR 全国酒店经营指标同比增速情况



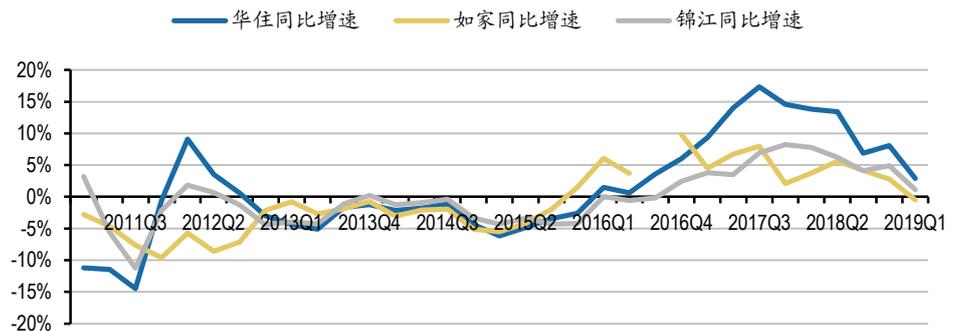
数据来源: STR Global, 广发证券发展研究中心

表 1: 19 年 1 季度三大酒店集团满 18 个月成熟酒店 RevPAR 数据 (元/间)

	华住			锦江			如家		
	2018Q1	2019Q1	yoy	2018Q1	2019Q1	yoy	2018Q1	2019Q1	yoy
整体同店	176	176	-0.40%	144.85	138.74	-4.20%	139	135	-3.00%
经济型	152	152	0.10%	114.95	106.98	-6.90%	130	127	-2.40%
直营	161	167	4.00%	116.1	107.21	-7.70%	116	115	-0.60%
加盟	149	148	-1.10%	114.63	106.91	-6.70%	136	132	-3.00%
中高端	240	237	-1.10%	210.57	208	-1.20%	233	217	-6.80%
直营	295	287	-2.80%	241.6	236.57	-2.10%	240	224	-6.60%
加盟	216	216	-0.10%	206.63	204.43	-1.10%	227	211	-6.90%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 2: 三大酒店集团 RevPar 同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

### 门店扩张: 三大酒店集团开店计划提速, 中端酒店占比进一步提升

三大酒店集团门店扩张提速, 华住、锦江 19Q1 新店扩展速度较快。2019 年 Q1 三大酒店集团合计新开 614 家, 上年同期为 469 家, 扩张提速明显。其中华住、锦江、

首旅分别新开店226家、313家、75家，净增门店数分别为166、188、12家；整体来看三家酒店开店维持较快速度。

表2: 2019年1季度三大酒店集团开店情况

	2018A				2019Q1				净增店			
	新开店	关店	净增店	门店总数	新开店	关店	净增店	门店总数	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
华住	723	239	484	4230	226	60	166	4396	71	86	152	175
锦江	1243	494	749	7443	313	125	188	7631	164	177	158	250
首旅	622	285	337	4049	75	63	12	4061	21	55	70	191

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

品牌结构方面, 三大酒店集团品牌结构持续优化, 新开店以中端酒店为主。华住19年Q1净增加的166家门店中, 中高端酒店142家, 截至19年Q1末, 华住中高端酒店总量达到1480家, 占比提升至33.7%。锦江同样以中高端酒店为主要增量, 19Q1中高端酒店净增204家, 占比提升至34.9%。首旅中高端1季度净增21家, 占比提升至18.2%。此外从锦江月度数据来看, 公司1-5月累计净开店365家, 较上年同期累计净开店数(288家)有所提速, 其中19年1-5月中高端酒店累计净开店377家, 较上年同期的261家增长更为明显。截至19年5月底, 公司中高端酒店达到2840家, 占比提升至36.5%。

表3: 2019年1季度三大酒店集团分品牌门店开店情况

	2017年底			2018Q4			2019Q1			单季净增量		
	华住	锦江	首旅	华住	锦江	首旅	华住	锦江	首旅	华住	锦江	首旅
门店数量	3746	5551	3712	4230	7443	4049	4396	7631	4061	166	188	12
经济型酒店	2974	4289	3035	2892	4980	3025	2916	4964	2993	24	-16	-32
中高端酒店	772	1262	503	1338	2463	720	1480	2667	741	142	204	21
占比												
经济型酒店	79.4%	77.3%	81.8%	68.4%	66.9%	74.7%	66.3%	65.1%	73.7%	14.5%	-8.5%	-266.7%
中高端酒店	20.6%	22.7%	13.6%	31.6%	33.1%	17.8%	33.7%	34.9%	18.2%	85.5%	108.5%	175.0%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## 酒店公司: 行业周期还是规模增长?

**直营 VS 加盟: 直营业务以 RevPar 为核心, 具有周期性特征, 加盟业务以开店数为核心, 具有成长性特征**

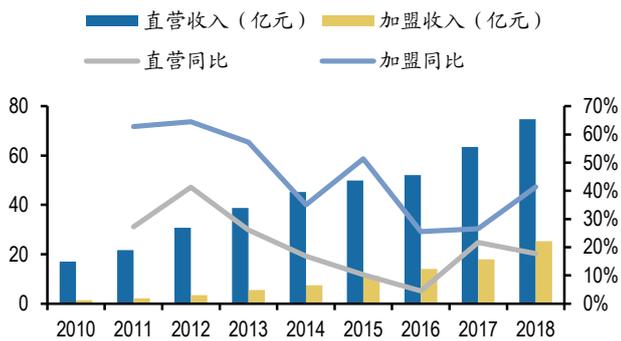
酒店龙头的业务可以分为直营业务和加盟业务。直营酒店的营业收入全部归酒店集团所有, 同时酒店集团承担直营店的人工、租金等各项成本; 加盟模式下酒店的日常运营成本由加盟商承担, 酒店集团向加盟商出售品牌、系统和会员, 换取加盟商的首次加盟费用和后期的营收提成, 分成比例通常在6-10%之间(包括首次加盟

费、持续加盟费及渠道费等)。

从收入贡献上看，直营业务是酒店集团的主要收入贡献，但加盟业务增速更快，是未来酒店龙头收入的主要增量。2018年华住、锦江和首旅加盟业务收入增速分别达到41.4%、57.2%和10.7%，高于直营酒店增速17.8%、-8.5%和-0.3%。

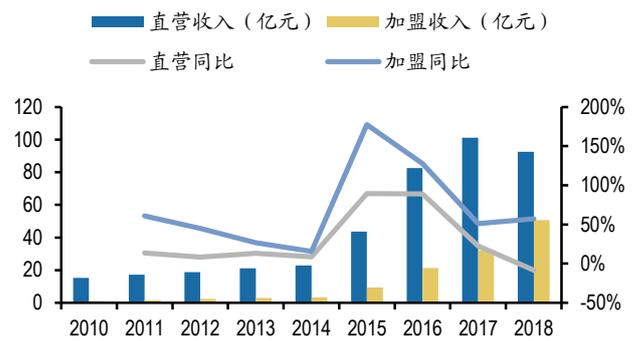
- ◇ **华住**：2018年华住营业收入100.06亿元，直营收入和加盟收入分别为74.70亿和25.27亿，占比分别为74.2%和25.1%，同比增速分别为17.8%和41.4%。
- ◇ **锦江**：2018年锦江有限服务酒店板块营业收入为144.73亿元，直营收入和加盟收入分别为92.65亿和50.72亿元，占比分别为64.0%和35.0%，同比增速分别下降8.5%和增长57.2%。
- ◇ **首旅**：2018年首旅酒店营业收入85.39亿元，直营收入和加盟收入分别为66.55亿和14.34亿元，占比分别为77.9%和16.8%，同比增速分别下降0.3%和增长10.7%。

图3：华住直营加盟业务收入（左轴，单位：亿元）及同比增速（右轴）



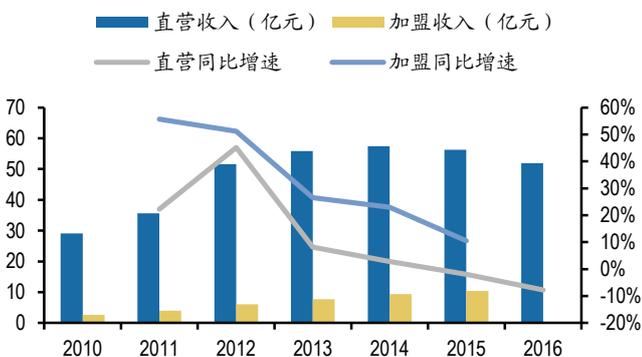
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：锦江直营加盟业务收入（左轴，单位：亿元）及同比增速（右轴）



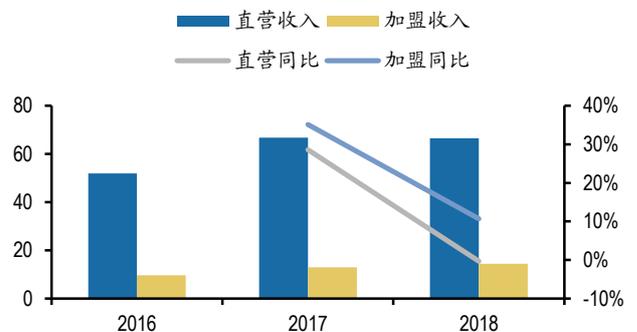
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图5：如家直营加盟业务收入（左轴，单位：亿元）及同比增速（右轴）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

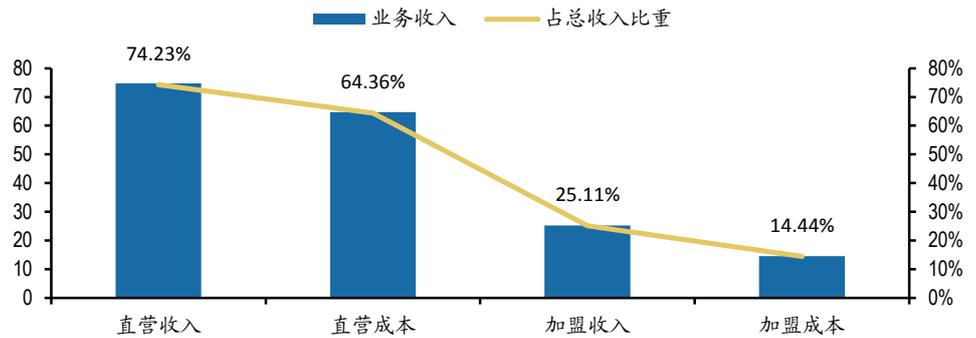
图6：首旅酒店直营加盟业务收入（左轴，单位：亿元）及同比增速（右轴）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

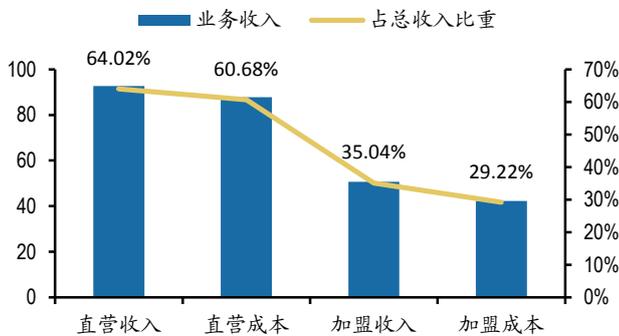
从酒店集团的成本构成上看，**直营成本是酒店成本侧的主要构成，其占总营收的比重为65-80%左右**。酒店成本侧包括：直营成本、加盟成本和总部成本，其中直营成本是酒店集团旗下直营店的各项成本费用支出，包括租金、人工、物料消耗等，是酒店成本端的主要构成，占成本的60-70%；加盟成本主要为人工成本和其他经营成本；总部成本包括市场费用、管理费用和财务费用。

图7：2019年华住各项收入金额（左轴，单位：亿元）及占总营收比重（右轴）



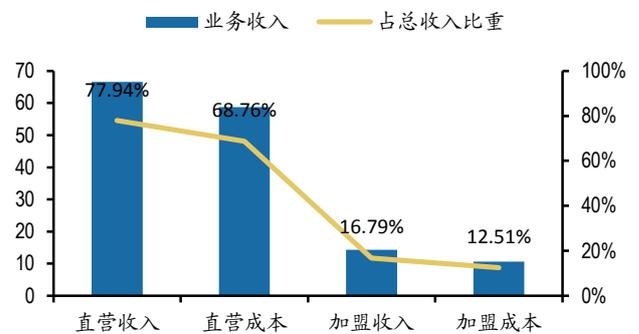
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图8：2019年锦江各项业务收入（左轴，单位：亿元）及占总营收比重



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图9：2019年首旅各项业务收入（左轴，单位：亿元）及占总营收比重



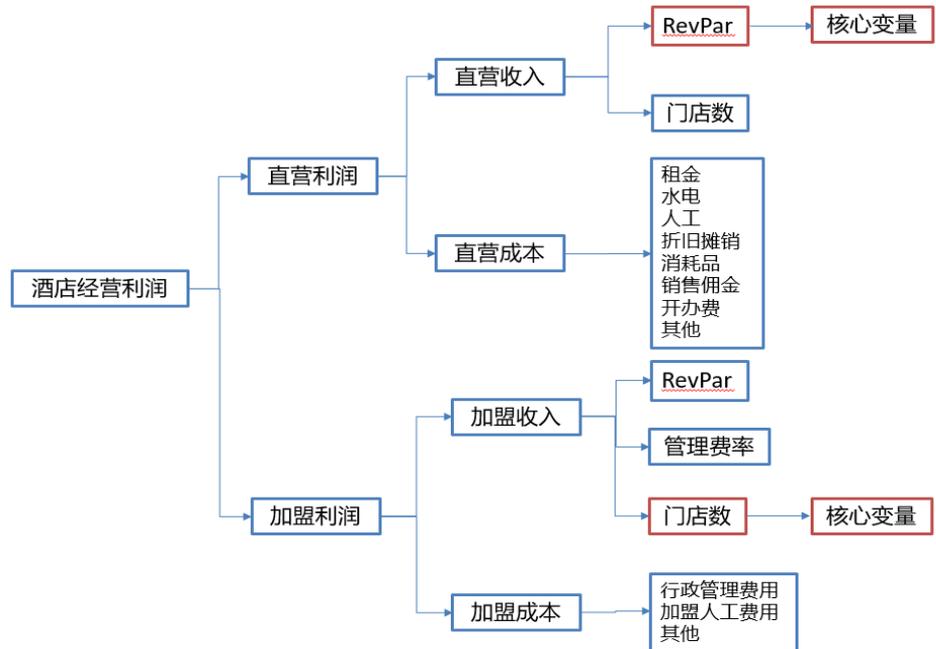
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

酒店两大业务的盈利特性决定直营模式对RevPar敏感，而加盟模式核心是门店数量。酒店集团的直营模式利润来自直营酒店营收端和成本端的价差，因此对RevPar的增长十分敏感，呈现出随经济周期波动的特征。而加盟模式的利润来自加盟店的分成，虽然也与RevPar相关，但由于利润率较高，弹性相对较小，加盟店的盈利规模主要和门店数量相关，自12年后呈现稳定的成长性。

✧ 直营店的Revpar对其利润影响颇大，其利润表现跟随RevPar呈现周期性。在2010-2015年三大酒店集团直营店利润整体呈现下行周期，利润下行主要因成本侧增速超过了营业收入增速，15年是酒店直营业务利润底部，16-17年酒店市场回暖，酒店集团的直营利润有较明显的回升。

- ◇ **加盟业务利润主要依赖门店的扩张速度，其利润贡献呈现持续的成长性。**加盟业务在2012年后成为酒店龙头的主要发展方向，门店数量保持较高的扩张速度，其利润随着规模增长表现出持续的成长性。

图10: 酒店集团核心经营指标分析



数据来源：广发证券发展研究中心

### 利润分拆：酒店集团加盟酒店利润占比持续提升，周期特征减弱

酒店的直营业务在2015年之后盈利能力显著回升，而加盟业务由于开店数量呈现更高速增长，已经成为酒店龙头的主要盈利贡献。2012-2015年是酒店行业的周期下行期，直营店的成本端（主要是租金和人工快速增长）增速超过收入端增速，2015-2018年由于经济回升，三大酒店集团也不断改造升级直营店，直营店盈利能力回升，不过由于加盟店的积极扩张策略，加盟利润占比持续上升。根据我们的分拆模型，华住、锦江和首旅的加盟业务利润占比均已超过直营业务。

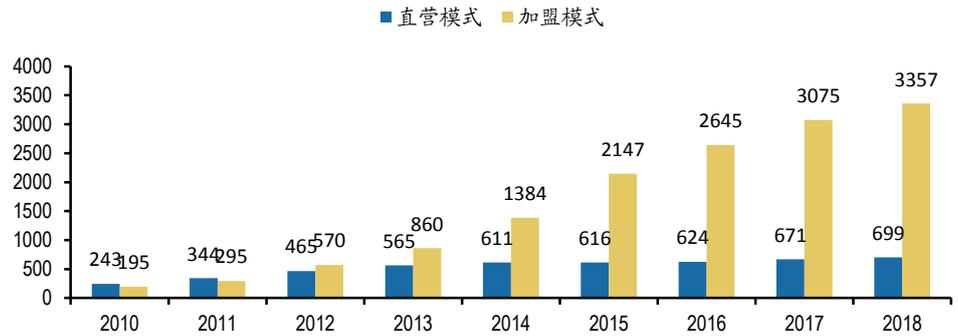
具体而言，以华住为例，从公司利润表数据分拆来看，华住直营店具有一定周期属性，除公司开店数量影响外，盈利主要受利润影响，不考虑中央费用公司2010年以来直营店利润率波动范围为6%至23%；而加盟店主要受开店规模影响，2011年以后公司加盟店测算收入和测算利润年增速约30%至60%，周期属性较弱。

#### 1、华住：业绩高增长来自的“直营回暖+加盟扩张”的共同驱动

近年来华住在“直营回暖+加盟扩张”的共同驱动下实现业绩高增长。华住2013年

之前利润贡献以直营业务为主，加盟业务处于培育阶段。2013-2015年是酒店业下行期，直营店利润下滑，华住控制直营店数量，大力发展加盟业务，**2015年华住的加盟业务利润超越直营利润成为华住的主要盈利来源**。2017-2018年酒店市场回暖，华住直营店盈利能力显著回升，与加盟业务的高增长形成共振，推动业绩实现高增长。

图11：华住直营和加盟模式门店数量增长趋势对比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表4：华住酒店集团2010-2018年利润表分拆（单位：万元）

利润分拆	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
直营收入（含商品销售）	173341	219942	309151	388996	454098	501814	522619	645471	776193
租金	47,610	65,525	91,636	125,566	154,365	180,453	187,088	205,895	240,595
水电	10,821	15,087	21,577	27,331	32,384	34,162	34,562	36,510	39,940
人工	21,091	32,908	50,577	63,851	78,897	91,956	108,838	138,828	166,264
折旧摊销	16,313	22,794	33,716	45,306	55,883	64,506	67,700	77,320	86,913
消耗品	14,532	22,824	33,325	39,172	45,480	48,510	49,476	55,051	67,263
开业筹建费用	11,121	18,430	23,069	21,128	18,633	11,001	7,185	20,645	25,463
直营经营利润	45,456	37,782	49,349	55,135	49,836	39,153	49,733	106,672	156,544
YOY	-16.9%	30.6%	11.7%	-9.6%	-21.4%	27.0%	114.5%	46.8%	-16.9%
测算直营经营利润率	28.1%	18.4%	17.0%	15.1%	11.7%	8.3%	9.7%	16.8%	21.0%
加盟收入	13,058	21,264	34,985	54,996	74,280	112,398	141,116	178,666	252,699
加盟经营利润	10,373	16,844	27,713	43,561	58,834	87,095	110,913	142,933	202,159
YOY		62.4%	64.5%	57.2%	35.1%	48.0%	27.3%	28.9%	41.4%
加盟门店数量（家）	195	295	570	860	1384	2147	2645	3075	3357
YOY		51.3%	93.2%	50.9%	60.9%	55.1%	23.2%	16.3%	9.2%
市场及销售费用	-7,079	-9,475	-10,281	-13,813	-18,744	-17,957	-14,653	-21,496	-34,808
行政管理费用	-11,999	-16,006	-22,411	-28,476	-34,213	-40,301	-49,214	-69,097	-85,090
财务收入	1,326	1,723	1,373	604	2,163	2,286	5,631	2,533	-9,629
其他损益	-6,706	-9,339	-13,867	-13,972	-18,488	-27,312	-29,913	-29,844	-13,056
税前利润	27,906	14,295	23,367	38,852	41,550	63,591	107,745	160,839	230,727

测算税前利润率	16.1%	6.4%	7.2%	9.3%	8.4%	11.0%	16.5%	19.7%	22.9%
利润贡献分拆	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
直营经营利润/净收入	26.1%	16.8%	15.3%	13.2%	10.0%	6.8%	7.6%	13.1%	15.6%
加盟经营利润/净收入	6.0%	7.5%	8.6%	10.4%	11.9%	15.1%	17.0%	17.5%	20.1%
SG&A/净收入	6.4%	8.2%	7.2%	5.1%	3.8%	1.9%	1.1%	2.5%	2.5%
开办法/净收入	10.9%	10.7%	9.4%	9.5%	9.7%	8.8%	10.0%	10.2%	9.7%
Adjusted EBIT/净收入	15.9%	5.5%	7.4%	9.8%	8.5%	11.4%	13.3%	17.6%	23.3%

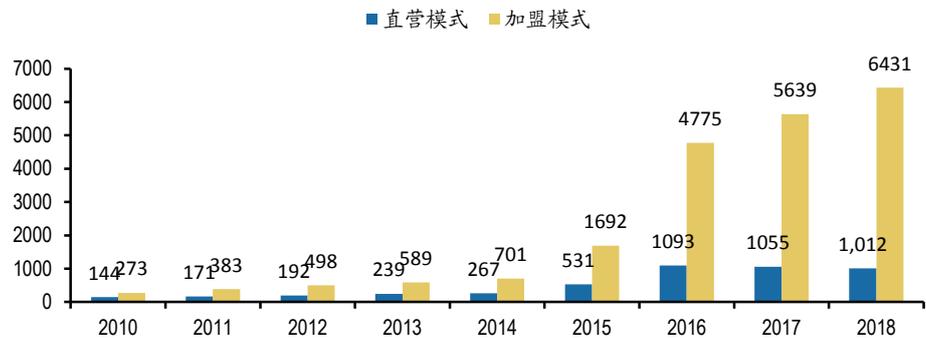
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：华住 18 年因投资雅高股票下跌造成 9.14 亿公允价值损失，经调整后该年税前利润为 23.07 亿元，同比增长 43.45%，税前利润率为 22.93%。

## 2、锦江：并购维也纳和铂涛带来业绩增长

锦江凭借并购解决增长问题，加盟收入增长强劲，未来整合提效值得期待。锦江股份在2015年之前经营利润较高，2015-2017年连续并购卢浮、铂涛和维也纳三个酒店集团，实现规模扩张和新一轮中端品牌布局。收购完成后锦江不仅成为国内最大酒店集团，在中端酒店领域也已经处于国内领先地位，门店扩张保持高增速并且以中端为主，解决了未来增长的瓶颈问题。2015年后锦江的加盟业务增长强劲，2016年超过直营店成为公司的主要利润贡献，17年和18年加盟业务收入分别增长51.7%和57.2%，得益于铂涛和维也纳中端酒店的快速扩张，锦江加盟业务保持了非常高的增长速度，从经营数据来看，锦江的加盟业务利润规模也超过直营。目前锦江正在积极推进财务、会员、采购三大系统的整合，公司内部整合带来的经营效率提升值得期待。

图12：锦江直营和加盟模式门店数量增长趋势对比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表5：锦江有限服务酒店业务板块2010-2018年利润表分拆（单位：万元）

利润分拆	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
直营收入（含商品销售）	152319	173079	187330	211880	229972	436104	825108	1012165	940175
租金和能源	31238	36821	40086	50228	57889	100226	205667	256510	256551
自营人工成本	33555	32363	35696	40424	48927	112682	197749	234523	228026
折旧和摊销	25045	28029	28909	33827	36612	65245	118699	132294	116453
消耗用品、食品和饮料	17868	13347	12524	12562	11612	30448	42862	56558	93877

直营经营成本合计								740,697	784,778
直营利润								267,726	155,397
直营店利润率								20.1%	10.7%
加盟收入	9872	15868	23039	29213	33752	93604	213348	322721	507166
加盟管理酒店人工成本					3,643	4,548	26,278	57,900	85,773
加盟管理酒店其他成本								72,823	98,947
加盟利润								191,997	322,446
yoy									67.9%
加盟店利润率								59%	64%
财务费用	-2,336	-1,125	-772	-4,585	-6,962	-17,465	-38,676	-41,844	-37,195
销售和市场费用	-10,118	-4,066	-4,151	-4,455	-8,631	-16,864	-47,872	-83,056	-83,782
一般行政管理费用	-7,029	-19,386	-22,563	-23,304	-15,821	-63,661	-	-	-
							117,541	215,173	233,929
其他损益								4,639	13,348
利润总额	25234	24221	33231	32288	33148	46102	71943	124289	136285
yoy		-4.01%	37.20%	-2.84%	2.66%	39.08%	56.05%	72.76%	9.65%
税前利润率	15.56%	12.82%	15.80%	13.39%	12.57%	8.70%	6.93%	9.31%	9.42%
利润贡献分拆	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
直营经营利润/营业收入								20.1%	10.7%
加盟经营利润/营业收入								14.4%	22.3%
财务费用/营业收入	-1.4%	-0.6%	-0.4%	-1.9%	-2.6%	-3.3%	-3.7%	-3.1%	-2.6%
销售和市场费用/营业收入	-6.2%	-2.2%	-2.0%	-1.8%	-3.3%	-3.2%	-4.6%	-6.2%	-5.8%
一般行政管理费/营业收入	-4.3%	-10.3%	-10.7%	-9.7%	-6.0%	-12.0%	-11.3%	-16.1%	-16.2%
税前利润/营业收入	15.6%	12.8%	15.8%	13.4%	12.6%	8.7%	6.9%	9.3%	9.4%

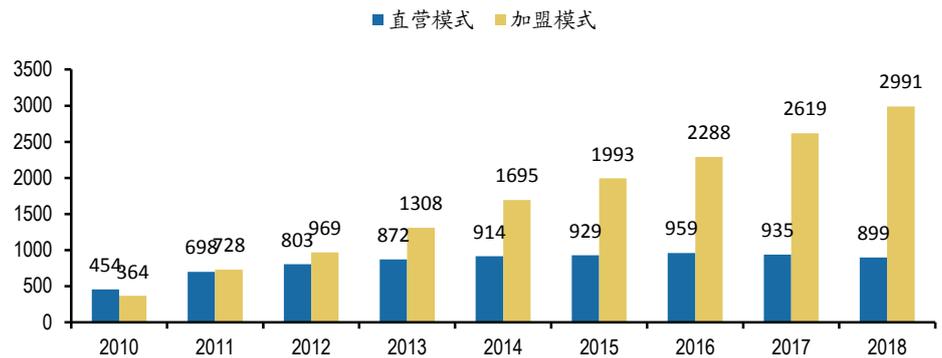
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：锦江直营运营收入包含直营客房收入和商品销售收入

### 3、首旅如家：直营收入占比较高，加盟店利润增长迅速

首旅由于直营店体量较大，利润依然以直营店贡献为主，受行业周期波动最为明显。如家在三大酒店集团中发展最早，旗下的直营店数量最大，2015年如家受行业周期影响利润处于底部，2017年受益酒店行业回暖，首旅酒店盈利明显回升。目前从加盟收入占比看，首旅相比华住、锦江略低，不过从我们的测算数据来看除中央费用及其他业务费用外如家加盟业务利润也明显超过直营业务（占比超过60%）。

图13: 如家直营和加盟模式门店数量增长趋势对比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表6: 如家酒店2016-2018年利润表分拆 (单位: 万元)

利润分拆	2017	2018
直营收入	667735	665537
经营成本	40284	43349
租金	179396	175438
水电	47545	45,714
折旧摊销	81810	76,543
消耗品	25235	11,929
其他	62337	73606
直营利润率	7%	10%
加盟收入	129539	143393
加盟利润率	75%	73%
酒店业务利润	90,072	118,147
酒店业务利润率	11%	15%
利润总额	100,138	128,562
利润率	11.9%	15.1%
利润分拆	2017	2018
测算如家直营经营利润/营业收入	5.1%	7.1%
测算如家加盟经营利润/营业收入	11.0%	11.7%
测算如家其他利润/营业收入	-4.7%	-5.4%
其他酒店业务利润/营业收入	-0.7%	0.5%
其他业务利润/营业收入	1.2%	1.2%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

**敏感性测算: 加盟单店利润可观, 每新增百家有望增厚利润约 3%**

2018年华住、锦江和首旅的加盟收入占酒店业务比重分别为25%、35%和17%，不考虑中央及其他费用直营业务利润率分别约为20%、11%和10%（均为测算数据，各家口径略有不同），而加盟业务利润率均达到60%以上。由此看来，新开加盟店

单店利润达到30-60万，占新开直营店单店利润（约70-200万）约50%，随着加盟店高速增长及占比提升，新开店对利润贡献更为可观。我们基于2018年各公司盈利，分别对RevPar和门店扩张数量进行敏感性分析，测算对19年净利润增速的影响。

#### 方法一：根据单店收入及利润测算

我们测算2018年华住、锦江和首旅直营店收入平均分别约为1,069、983和719万，单店利润分别为209、106和75万，而加盟收入平均分别为72、79和46万，单店利润分别为57、50和34万。虽然加盟店收入与直营店相差较大，但利润层面加盟单店占直营店利润平均比例达近50%。综合来看，每新开100家店，华住、锦江和首旅利润增长贡献达到2%、4%和3%，其中锦江弹性更高，主要由于加盟业务占比高于其他两家。

相对而言Revpar对公司利润影响也较为明显，我们测算Revpar增速变动1%，华住锦江和首旅的利润变动分别约为4%、6%和7%，可见Revpar增速仍是影响盈利的关键因素，不过相对而言华住受Revpar波动影响更小，主要由于直营店利润率较高，而首旅受影响更大，原因是直营店占比较高。

表 7：三大酒店集团收入及利润测算（万元）

	首旅	锦江	华住
直营收入	665,537	995,247	747,000
直营酒店数（家）	925	1012	699
<u>直营单店收入</u>	<u>719</u>	<u>983</u>	<u>1,069</u>
<u>直营单店利润</u>	<u>75</u>	<u>106</u>	<u>209</u>
加盟收入	143,349	507,166	252,700
加盟酒店数（家）	3,124	6431	3,531
<u>加盟单店收入</u>	<u>46</u>	<u>79</u>	<u>72</u>
<u>加盟单店利润</u>	<u>34</u>	<u>50</u>	<u>57</u>
<b>利润总额</b>	<b>114,603</b>	<b>122,734</b>	<b>230,727</b>
直营利润率	10%	11%	20%
加盟利润率	73%	64%	80%
<b>Revpar 增加 1%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>
<b>开加盟店 100 家</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>2%</b>

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

#### 方法二：根据盈利预测模型考虑管理费用等变化测算，结论与方法一基本一致

进一步，根据我们的盈利预测模型，也可以与上述方法一测算相似的结论，看其中加盟店扩张 100 家带来的净利润增量大致在 2.7%-5.0%，RevPar 每个百分点增速带来的净利润增量则在 4.1%-6.4% 边际区间。

➤ **华住**: RevPar 每百分点增速对应19年净利润(调整后)增速影响大致为4.1-4.2%。

每100家新开店对应净利润增速大致为2.7%-2.9%。

- **锦江:** RevPar每百分点增速对应19年净利润增速影响大致为6.3%-6.4%，每100新开店对应净利润增速大致为4.6-5.0%。
- **首旅:** RevPar 每百分点增速对应 19 年净利润增速影响大致为 5.5%-5.7%，每 100 家新开店对应净利润增速大致为 3.1%-3.4%。

表7: 三大酒店集团RevPar每百分点增速及每100家新开店对应净利润增速

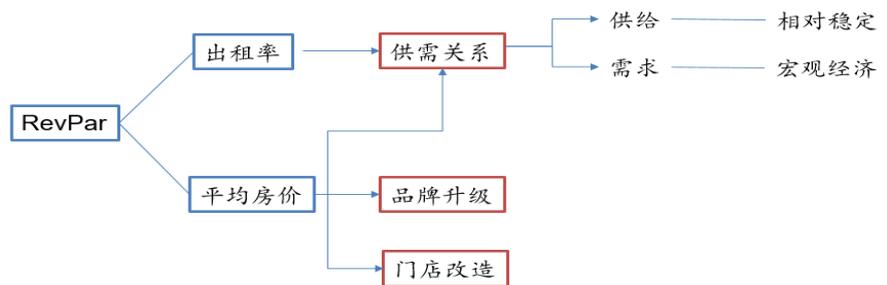
	REVPAR 每增长 1%	每新开店 100 家
华住	4.15%	2.80%
锦江	6.15%	4.80%
首旅	5.60%	3.25%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## 成长持续性: 龙头公司具备长期成长性么?

上文提到酒店增长主要来自RevPar增长和门店扩张。其中RevPar可以通过出租率和平均房价两个维度分析。出租率直接受到供需关系影响, 在当前行业供给增速相对稳定的阶段主要受到宏观经济影响, 平均房价除受到供给和需求影响, 供给端的品牌升级和门店改造也对房价起到重要影响。综合来看我们认为龙头公司平均房价和开店数具有增长持续性。

图14: 酒店经营指标RevPar影响因素分析



数据来源: 广发证券发展研究中心

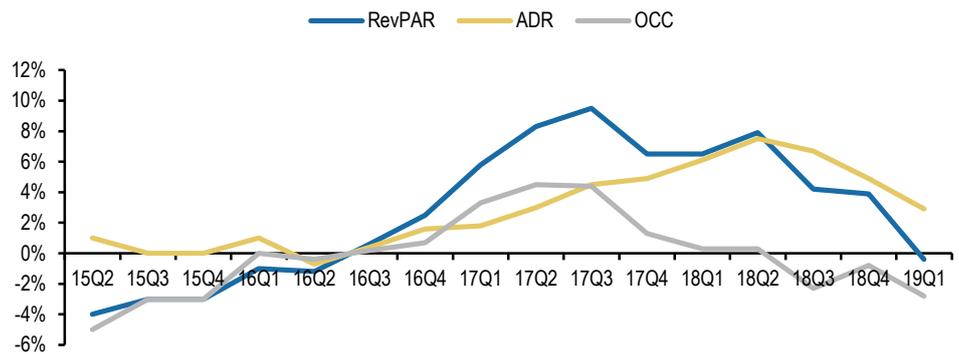
### 出租率: 先于房价变动, 已下降至历史低位, 受结构影响或有下降趋势

去年下半年以来酒店行业出租率同比逐步回落, 受此影响Revpar增速也有所回落。2018年华住、锦江和首旅Revpar同店增速分别增长3.9%、2.6%和2.8%, 相比2017年普遍下滑(华住和首旅2017年同店增速分别为6.5%和5.1%, 锦江未披露)。其中, 增速下滑主要由于出租率同比由正转负, 2018年三家公司同店出租率

分别下降0.8%/2.3%/2.0%，而2017年华住和首旅OCC同店分别增长1.3/1.5pct。

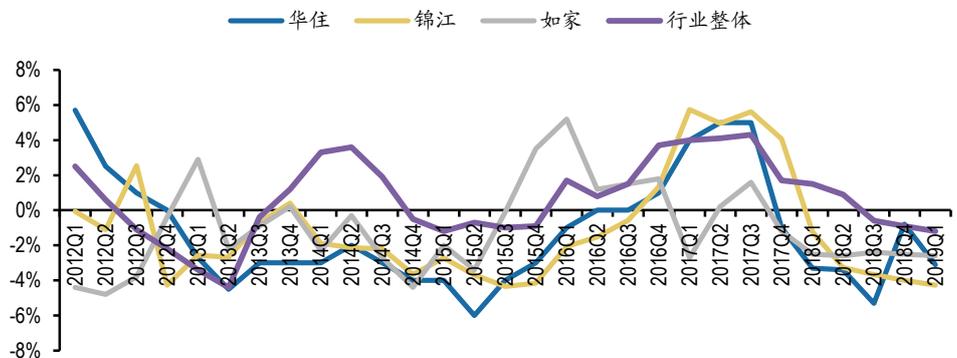
Revpar增速特别是出租率一定程度上反映了酒店的供需，从历史数据来看出租率领先于平均房价反映酒店的景气周期。回顾历史数据，本轮酒店周期自2016年开始逐步回升，以华住数据为例，自16Q1起出租率增速回正并不断增长，17Q3达到高点后逐渐回落，18Q2后增速转负。进入2018年下半年在宏观经济放缓的背景下，酒店行业呈现出出租率集体下滑的状态，民航客运量也反映了出行需求增速的变化，与酒店行业景气度基本一致。

图15: 华住季度同店经营数据增速



数据来源: 公司财报、STRGlobal, 广发证券发展研究中心

图16: 三大酒店集团及行业出租率同比增速



数据来源: 公司财报、STRGlobal, 广发证券发展研究中心

国内酒店市场新增供给有限，未来供需格局依然趋紧，出租率预计将保持区间震荡，当前出租率已接近2013年以来历史低位，19年下半年同店出租率在上年低基数上或有改善。未来由于国内主要城市核心区域已基本完成建设，新增的物业资源有限，制约未来酒店新增供给不会出现大幅增长，在供给趋近的状况下，出租率预计将随宏观经济处于区间震荡。由于18年至今宏观经济处于调整阶段，需求相对疲软，19年上半年行业出租率已跌至13年以来历史低位，随着19年下半年宏观景气预期企稳，19年酒店出租率或在18年低基数基础上有所改善。

不过，由于门店升级及结构改变，中高端酒店占比逐步提升，各家酒店集团的综合出租率仍有下滑的可能性，但盈利能力有望持续提升。

图17: 2019年1-5月住宿业固定资产投资额维持负增长(单位: %)



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

### 平均房价: 结构升级和成本上涨也推动房价上涨, 具有一定持续性

酒店平均房价也是影响Revpar重要因素, 同时受供给和需求侧影响, 不过相较出租率, 酒店集团在房价上的提升更具主动性, 通过门店改造和品牌升级都可以带来平均房价的提升。从行业发展角度看, 酒店房价变化除了受行业供需影响外, 门店改造、品牌升级和成本上涨也会推动房价上涨, 相对而言我们认为平均房价具有中长期的持续性。

- ◇ **存量供给改善: 品牌升级+门店改造, 改善行业整体供给结构。**目前需求端国内居民消费力已经较强, 客户愿意为居住品质和服务买单, 国内酒店的品牌化渗透提升, 中高端品牌进入增长爆发期, 存量经济型酒店业逐步开始翻新改造, 改善酒店业整体的供给结构, 提升行业整体房价。
- ◇ **成本上涨倒逼: 人工、房租成本持续上涨倒逼酒店房价提升。**近年来人工和房租快速上涨, 酒店成本端面临的压力较大, 没有进行“价格战”的动机, 客房提价成为酒店业内共识。
- ◇ **房价增长滞后: 国内酒店平均房价相对居民消费能力增长滞后, 具备持续性增长的提价空间。**酒店房价2012-2017年处于下降周期, 长期跑输CPI增速。我们对比2008年以来各主要消费品价格变化表现, 酒店客房价的增速远低于食品、医疗保健、旅游等行业的价格增长。因此, 我们认为国内酒店房价偏低, 其相对居民消费能力增长有明显滞后, 未来随着酒店行业转型, 房价具备持续性的提价空间。

图18: 酒店平均房价同比增速长期跑输CPI增速

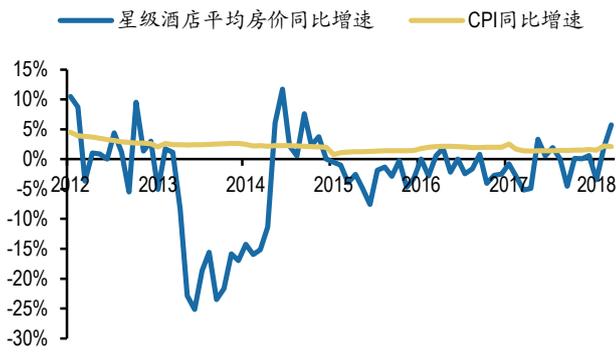
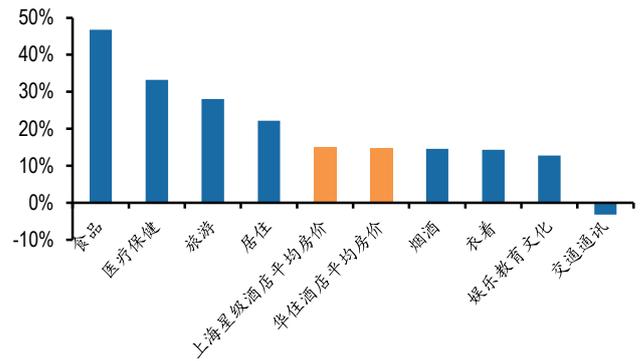


图19: 2008年以来各个主要消费品行业价格增幅

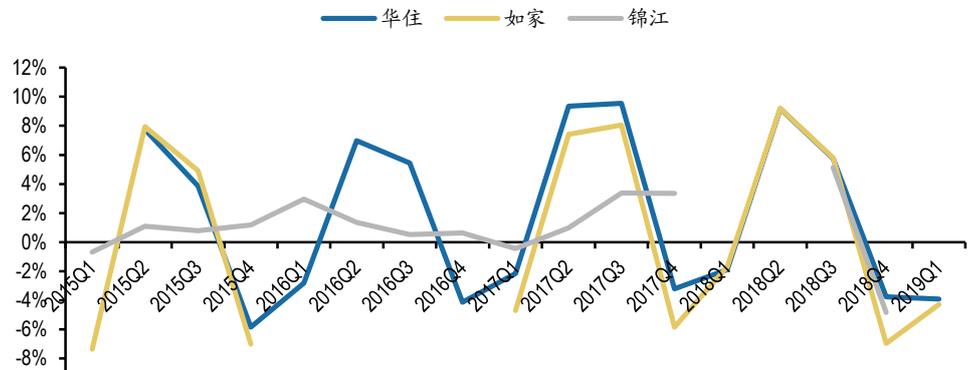


数据来源: 国家统计局、中国饭店业协会, 广发证券发展研究中心

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

得益于品牌升级和门店改造, 龙头酒店集团的平均房价涨幅显著超过行业。2016年下半年三大酒店集团平均房价进入上升周期, 领先全行业启动一年左右, 同时, 酒店龙头的房价增速更为明显, 其原因在于龙头企业品牌升级带来的中高端酒店占比提升, 同时在门店改造的驱动下, 其存量酒店ADR取得了更高的增长率。

图20: 三大酒店集团及酒店行业整体平均房价同比增速



数据来源: 公司财报、STRGlobal, 广发证券发展研究中心

1) 品牌升级: 三大酒店集团近年来新开店以中高端酒店为主, 门店结构发生结构性改善, 推动平均房价上涨。锦江18年净增的749家酒店中, 其中经济型酒店减少50家, 中高端酒店净增799家, 新店中中高端酒店贡献绝对增量。华住、首旅与锦江类似, 新开店以中高端品牌为主, 中高端品牌的房价相对较高, 抬升了集团整体的平均房价。

表 8: 三大酒店集团中端酒店数量、占比和增长情况

酒店集团	中端酒店	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
华住酒店	数量(家)	116	176	310	456	772	1338	1480
	增长(家)	19	60	134	146	316	466	527

	占比	8.1%	8.8%	11.2%	14.0%	22.7%	31.6%	33.7%
锦江股份	数量(家)	0	5	32	824	1349	2463	2667
	增长(家)	0	5	27	792	438	799	859
	占比	0%	0.5%	3%	17.7%	25.0%	33.1%	35.0%
如家酒店 (首旅酒店)	数量(家)	18	41	121	220	503	720	741
	增长(家)	11	23	80	99	186	107	214
	占比	0.8%	1.6%	4.1%	6.8%	13.6%	16.7%	18.3%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表9：2018年三大酒店集团分品牌酒店数量增减情况（单位：家）

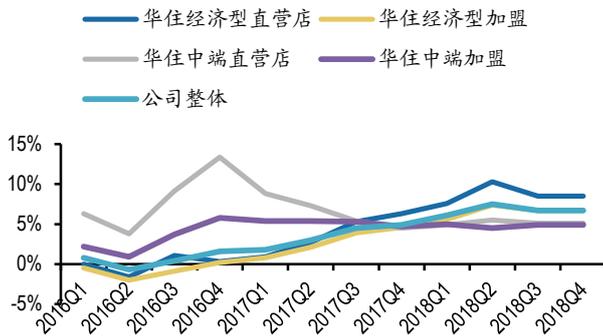
	锦江股份	华住酒店	首旅酒店
全部门店	749	526	378
经济型	-50	18	-10
中高端	799	508	217

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

**2) 门店改造：门店改造是提升房价的另一个有效手段，改造后门店可以得到10-30%的房价提升。**早期酒店集团以“薄利多销”的思路大力发展直营店，存量直营店以经济型酒店为主，后来在物业和人力成本持续上涨的背景下，部分直营店经营不善拖累业绩。近几年三大龙头酒店先后启动存量酒店改造计划，未来存量直营店的盈利水平具有较大的提升潜力。

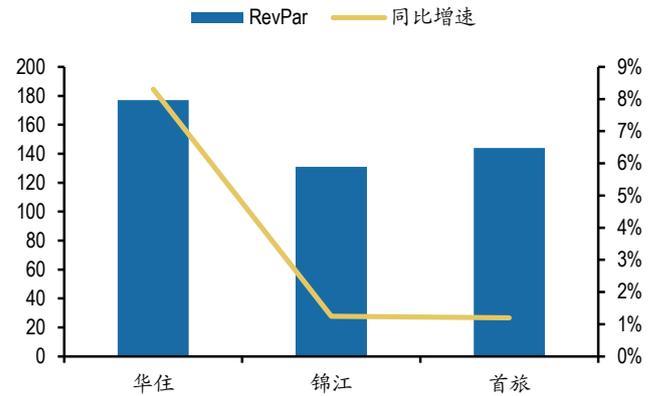
- **华住：**华住酒店集团自14年启动汉庭2.0计划，通过“改造升级优质门店+淘汰经营不佳门店”方式，提升存量酒店盈利能力，目前完成约60%酒店升级。2018年华住经济型直营店同店的RevPar同比增速达到9.3%，远超行业平均水平。
- **锦江：**锦江直营店以原锦江系的锦江之星和原铂涛的7天为主（大致为锦江系280-290家，维也纳50家，铂涛330-350家），其中原锦江系酒店物业资源在同业中最好，具备较高的改造升级潜力，锦江已引入白玉兰、康铂、郁锦香等中端品牌重新梳理品牌梯次，对直营店进行升级改造。7天系列也在2019年初宣布进行“7天3.0”，对现有的经济型酒店进行翻新升级。
- **首旅：**首旅旗下的直营店数量最多，门店改造后带来的业绩弹性最大，公司在2017年底开启“如家3.0”门店改造计划，2019年继续开展100家存量酒店的升级改造。

图21: 华住各类型酒店同店RevPar增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图22: 三大酒店集团直营店RevPar (单位: 元/晚) 及同比增速 (右轴)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

**门店扩张: 整合趋势下单体酒店加速向龙头集中, 龙头集中度还有较大提升空间**

### 1) 移动互联网和人工成本上涨加速国内酒店市场的整合进程

国内酒店行业的竞争格局分散, 并且品牌化和信息化的程度低, 国内单体酒店加盟业主在物业方面更具优势, 但是在经营营运方面较为薄弱, 需要外部服务方提供品牌、渠道、管理方面的服务。移动互联网时代的到来和国内租金、人工成本的持续上涨加剧了单体酒店的经营劣势, 客观上加速了国内酒店业整合的进程。

- ◇ **移动互联网兴起推动酒店渠道集中化:** 移动互联时代的到来造成游客出行更加倾向一体化出行, 线上预定逐步替代线下代理, 导致酒店的渠道资源向手机APP集中, 未来OTA和酒店直销将成为行业主要的流量入口。
- ◇ **成本上涨倒逼单体酒店退出市场或者加入整合。** 国内目前大多数酒店建造于2012年之前, 当时人工和物业成本较为低廉, 酒店尚能享受成本红利, 2012年后成本快速攀升, 酒店的经营压力日益加大。单体酒店多数既缺乏管理经验, 又缺少连锁酒店的规模效应, 因此成本控制能力较差, 在成本侧日益提升的背景下迫使单体酒店退出市场或者加入整合。

**未来酒店新增供给有限, 存量酒店进入整合趋势中, 酒店龙头的竞争优势得以强化。** 加盟模式降低了龙头的扩张成本, 同时在品牌、渠道和系统方面的竞争优势得以放大, 进而使龙头公司形成坚固的行业护城河, 导致行业资源加速向头部集中。三大酒店集团近年来门店增速在11-13%左右, 远远超过行业3%左右的扩张增速。

- ◇ **品牌方面:** 酒店龙头具有更好的物业资源和市场推广能力, 更加擅长中高端品牌的塑造和推广, 目前成熟的中端酒店品牌除亚朵以外, 均属于三大酒店集团, 并且中端品牌集中度呈现逐年上升趋势。

- ◇ **会员方面：**三大酒店集团均建立了完善的会员直销体系，华住、如家的直销订单占比在60-80%以上，锦江的直销订单占比也有30%，中小连锁酒店和单体酒店受限自身实力和覆盖范围，难以搭建同等效率的信息化系统和自有渠道体系。
- ◇ **管理方面：**大型酒店集团拥有更加完善的PMS系统，可以显著压缩人房比，物资采购方面，酒店集团采用统一的供货商平台，可以显著降低装修和维护成本。

**表10：近年来酒店集团每年门店净增数量（单位：家）**

	11年	12年	13年	14年	15年	16年	17年	18年	19年Q1
华住酒店	201	396	390	570	768	506	477	474	166
锦江股份	137	136	138	140	1255	3645	826	749	188
首旅（如家）	608	346	408	429	313	325	307	336	12

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

## 2) 连锁酒店最适合70-250间客房物业，存量酒店改造由三大酒店龙头主导

酒店加盟模式非常适合70-250之间客房数的酒店业态，主要面向一二线存量单体酒店。酒店加盟模式本质是酒店集团向加盟商出售的是品牌、渠道和管理的打包服务，帮助加盟酒店获得更强的定价权，稳定的客源、经验丰富的管理人员以及系统支持。70-250间客房的酒店最适合做有限服务酒店，250间客房以上以高端酒店为主，多为全服务酒店，除客房外还有餐饮、会议、健身房等附加服务，当前国内连锁酒店集团暂不具备进军高端酒店市场的能力，70间客房以下的酒店房间数太少难以承担大厅装修、委派店长的成本，因此以非标住宿为主。

**表11：各类型住宿业态对应物业客房数**

客房数（家）	酒店业态	代表品牌
15-29	民宿、青年旅社	无
30-69	非标准住宿、低端酒店	较少
70-150	经济型酒店、星级酒店	如家、汉庭、锦江之星
150-250	中端酒店、星级酒店	全季酒店、维也纳酒店
250以上	高端酒店	锦江酒店、首旅建国、外资品牌

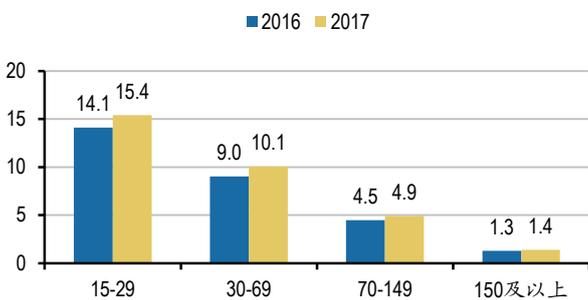
数据来源：各酒店官网、广发证券发展研究中心

## 3) 酒店龙头整合空间：参照美国酒店市场集中度，国内龙头仍有较大提升空间

根据盈蝶咨询数据，截止至17年底全国住宿业设施总数为45.8万家，客房合计为

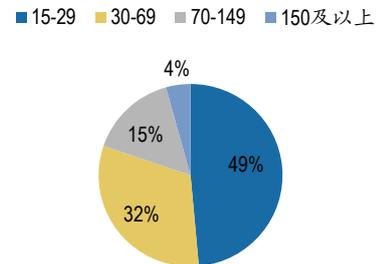
1677.0 万间，其中客房间数在 15 间以上的酒店类住宿业 31.7 万家，客房总数为 1548.1 万间。酒店类和其他住宿业的平均客房分别为 49 间和 9 间，酒店类家数和客房数分别占全部住宿业比重分别为 69.3% 和 92.3%。分客房规模看，截止 2017 年底酒店类住宿业中，客房在 15-29 间的酒店家数占比达到约 49%，而客房在 70 家以上仅 6.3 万家，不过客房占比达到 52%。目前三大酒店集团的国内酒店总量合计约 1.4-1.5 万家，占 70 间客房以上酒店总量的约 23%。不过总体看国内酒店的集中度仍较低，2018 年中资 50 强酒店集团及外资 30 强酒店品牌占全国酒店类客房比例约为 19%。预计三大酒店未来 5 年年均合计开店数量 1500-2000 家，集中度有望进一步提升。

图 23: 不同客房规模酒店家数 (万家)



数据来源: 盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

图 24: 2017 年底不同客房规模酒店家数占比



数据来源: 盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

#### 4) 国内酒店业下一阶段发展方向: 品牌逐步自下向上延伸

美国酒店业起步殖民时代，高端酒店拥有百年沉淀，经济型酒店相对新兴，在品牌发展上为“自上而下”路径。早期的美国酒店起源于欧洲贵族饭店，上世纪 30 年代大萧条期间，美国大量单体酒店倒闭，出现了管理输出的雏形，60 年代伴随航空业的大发展开启高端酒店全球扩张；70 年代之后，美国高度公路网络的建设促使了汽车旅馆的兴起，美国酒店业迎来大发展时代；80-90 年代，美国酒店集团完成了酒店管理和产权的“轻重分离”，90 年代由于经济下行和海湾战争带来的旅游业萧条，美国酒店业迎来大规模整合。

表 12: 上世纪 80-90 年代美国酒店收购历程

时间	收购方	收购标的
1987	万豪	万豪从假日手中购得 Residence Inn
1988	巴斯	巴斯集团获取假日国际酒店集团旗下的 140 个酒店的资产，接着于 1990 年购得假日酒店北美的剩余资产
1990	雅高	雅高通过收购拥有 550 个酒店的 Motel 6 连锁酒店集团
1990	精选国际	精选国际斥资 6 千万美元收购了拥有 615 个酒店的经济酒店连锁集团
1992	万豪	万豪分为万豪国际酒店集团 (MARRIOTT INTERNATIONAL) 与万豪服务公司 (Host Marriott);

1995	喜达屋	喜达屋/高盛公司(Goldman Sachs)收购威斯汀赌场酒店
1995	万豪	万豪国际集团收购了丽兹-卡尔顿饭店公司 49%的股份
1996	希尔顿	希尔顿并购巴利娱乐公司
1997	万豪	万豪斥资约 10 亿美元并购万丽酒店集团
1999	希尔顿	希尔顿斥资 37 亿美金收购普罗姆斯
1999	喜达屋	喜达屋斥资 2.25 亿美金收购艾美酒店
2012	万豪	万豪斥资 2.1 亿美元收购盖罗特
2015	万豪	万豪以 119 亿股票+3.4 亿现金收购喜达屋

数据来源: hotel 杂志, 广发证券发展研究中心

国内酒店发展历程较短, 经济型酒店率先完成整合, 品牌路径为“自下而上”。对比美国酒店发展历程, 国内酒店市场仅20余年历史, 经济型酒店发展开源于2002年, 2005-2012年是经济型酒店的大扩张时代, 2012-2017年国内酒店行业完成了轻资产转型并完成行业整合。国内并未经历美国高端品牌培育阶段, 酒店行业的规模扩张和行业整合先于本土化品牌培育完成,因此, 目前发迹于国内经济型酒店领域的三大酒店集团在规模、会员、管理能力上优势突出, 综合竞争力强于本土高端酒店集团, 因此国内酒店有望逐步实现“自下而上”的品牌发展路径。

表13: 国内酒店集团发展收购历程简表

时间	公司	事件
1996	锦江	第一家锦江之星开业
2002	如家	如家酒店集团成立
2005	铂涛	7天酒店集团成立
2005	华住	汉庭酒店集团成立
2006	如家	如家酒店集团美股上市
2010	铂涛	7天酒店集团美股上市
2010	华住	汉庭酒店集团美股上市
2010	锦江	锦江之星以资产置换方式划入 A 股锦江股份
2012	华住	汉庭该明华住
2012	如家	如家收购莫泰 168
2013	铂涛	7天美股退市
2015	锦江	锦江收购卢浮酒店
2016	锦江	锦江收购铂涛
2016	锦江	锦江收购维也纳
2016	首旅	首旅酒店收购如家
2017	华住	华住酒店收购桔子水晶

数据来源: 公司公告整理, 广发证券发展研究中心

中端品牌仍维持较快增长, 次高端品牌也有望成为增长点

三大酒店集团的核心优势在于渠道和成本, 劣势是高端品牌影响力不足。三大酒店集团的优势在于自身庞大的会员体系、深耕国内多年的市场经验和本土化运营降低

成本的能力，高端酒店产品模型复杂，消费者对品牌的认可非短期可以塑造。

酒店集团采用与外资品牌合作、内部品牌培育并进的方式布局中高端领域。国内酒店龙头采用与外资酒店合作和自主培育并进的方式布局高端市场。次高端酒店经营需要品牌拉力和渠道推力结合，我们认为三大酒店集团将是填补次高端酒店领域的最有力候选者。

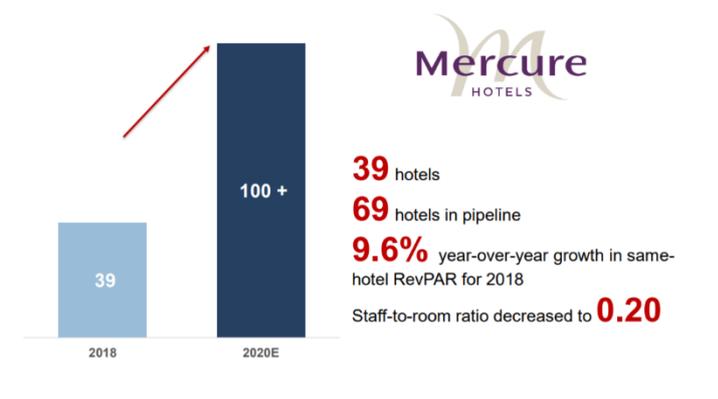
- ◇ **华住：**华住通过内生培养、外资合作和收购国内中高端酒店三种方式布局高端酒店领域，华住内部培育禧玥、漫心等高端品牌，内生培育可以积累高端酒店的产品设计和管理经验，对高端酒店运营各个环节均有把握，此方式培育品牌相对更加扎实，产品力和管理人员素质更强；外资合作方面，华住和雅高合作推广美居、美爵、诺富特等高端品牌，外资酒店在高端酒店品牌的运营管理和品牌塑造方面具备优势，与外资合作可以直接获得雅高成熟高端品牌，更容易获取获得一二线城市核心CBD的优质物业。华住对内收购桔子水晶、高端民宿花间堂，收购国内特色中高端酒店公司，可以进一步丰富旗下的品牌体系，结合自身的会员体系和IT系统优势，加速整个品牌梯次的发展节奏。
- ◇ **锦江和首旅：**锦江和首旅也加大了中高端酒店的布局。18年锦江酒店收购丽笙集团，由于此前锦江中端酒店增速较快，但高端布局相对较少，丽笙酒店以欧美中高端酒店为主，对锦江酒店及锦江股份的升级提供了标杆，而首旅19年2月公告其子公司如家和凯悦将通过合资公司创建新的中高端品牌，旨在满足年轻和频繁商务出行群体的住宿需求，如家和凯悦在中高端酒店领域高度互补，如家在会员规模和成本方面具有优势，凯悦在品牌塑造和管理运营方面更加擅长，二者合作将有效提升如家在中高端酒店领域的品牌丰富度和竞争力，并与近日正式宣布推出全新品牌“逸扉酒店UrCove by HYATT”。

图25：华住的高端品牌禧玥经营表现出色



数据来源：公司财报 ppt，广发证券发展研究中心

图26：华住的高端品牌美居2020年有望突破100家



数据来源：公司财报 ppt，广发证券发展研究中心

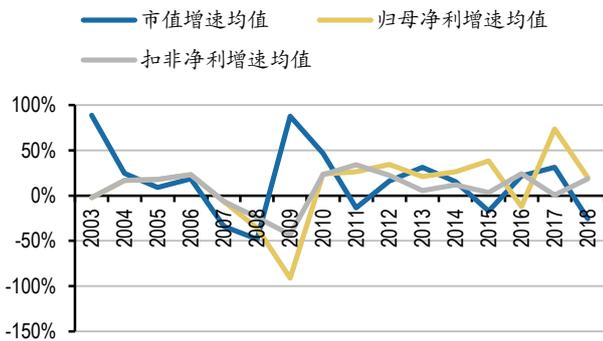
## 价值重估：酒店成长属性被忽视，当前估值存在修复空间

估值：相比美国市场 A 股酒店龙头目前估值处于历史底部

由于过去A股酒店行业公司规模较小，盈利波动也较高，A股酒店并未形成统一的定价机制。2016年以来，随着首旅并购如家，锦江并购维也纳、铂涛和卢浮，锦江和首旅的龙头地位逐步显现。从美股市场来看，酒店公司EV/EBITDA相对平稳，2003-2018年平均为15倍，PE波动幅度相对较大，平均也达到31倍。

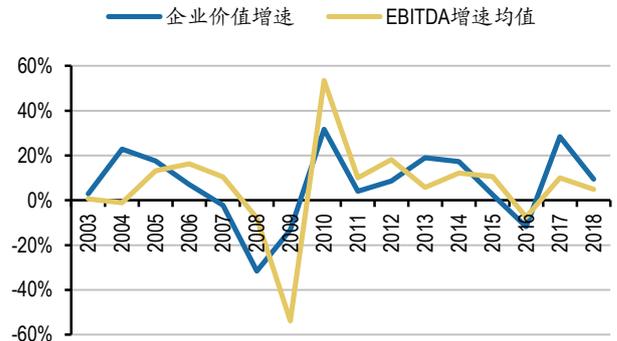
而目前锦江和首旅EV/EBITDA分别为11倍和9倍，动态PE均约20倍，在宏观经济下行的预期下酒店行业估值已有明显下降，但参照海外市场龙头酒店成长周期，以及近几年行业结构变化，我们认为华住、首旅和锦江有望延续较高的增长，竞争优势也将继续显现，目前估值具备优势。

图27：主要酒店集团市值增速与盈利增速



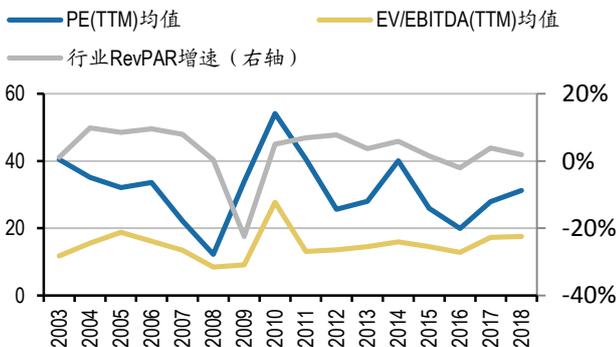
数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图28：主要酒店集团EV增速与EBITDA增速



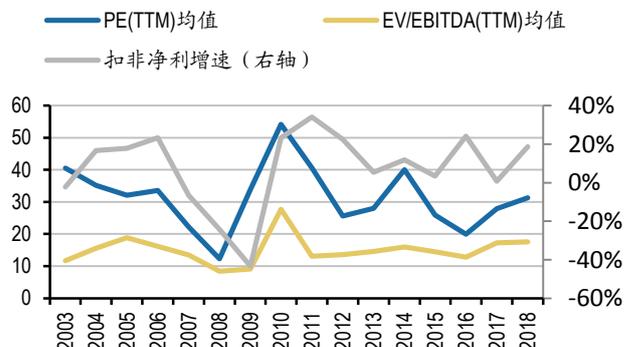
数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图29：酒店估值与RevPAR增速对应关系



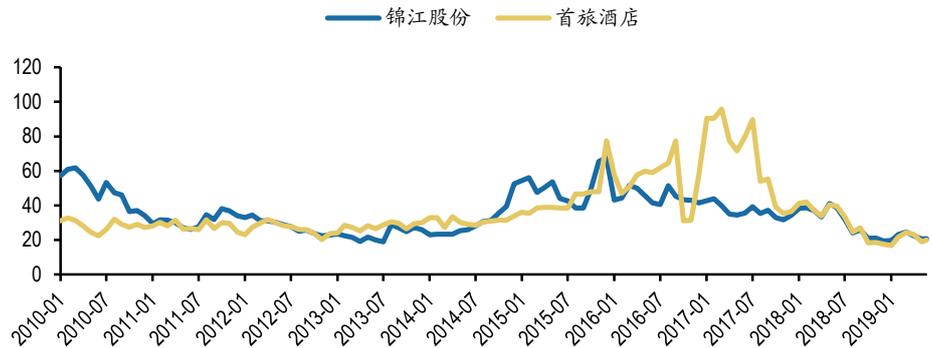
数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图30：酒店估值与业绩增速对应关系



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图31: 锦江股份和首旅酒店历史市盈率 (TTM)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

### 结论: 长期看好酒店龙头成长性, 当前市场存在预期差

酒店同时具备周期性和成长性;一方面酒店需求受宏观经济影响显著, RevPar和宏观经济联系紧密。另一方面酒店龙头具备强壁垒和低扩张成本, 龙头公司增长显著高于行业。当前国内酒店市场格局已定, 处于行业整合和品牌升级的推进阶段, 酒店龙头是行业品牌化的主导者, 目前正在良好的成长窗口期。

**A股市场更多根据周期性给与酒店集团定价, 当前存在预期差。**18年下半年出于对经济前景的悲观大幅降低龙头估值, A股酒店龙头锦江股份和首旅酒店估值大幅回落, 当前市盈率已处于历史最低水平。我们认为市场当前着重于根据酒店的周期属性给予其定价, 而忽视了酒店龙头的成长属性, 中国酒店品牌化处于初期阶段, 酒店行业的连锁化进程和品牌升级还有较大空间, 目前市场对酒店存在预期差, A股酒店龙头处于较好的配置阶段。

### 风险提示

1) 宏观经济波动对酒店行业影响较大, 经济下行或将影响行业复苏。2) 龙头公司开店增速不及预期。

## 广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 张雨露：分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017 年社会服务行业新财富入围。

## 广发证券—行业投资评级说明

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

## 广发证券—公司投资评级说明

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

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。