

酒店行业深度系列（一）：行业预期修复迎反弹，OYO光速入局引深思

2019年07月12日

看好/维持

社会服务行业 | 行业报告

分析师	张凯琳	电话：010-66554087	邮箱：zhangkl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120012
研究助理	王紫	电话：010-66554104	邮箱：wangzi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480118060012

投资摘要：

酒店数据迎边际改善，三季度旺季行情叠加低基期，看好龙头估值修复。五一假期错配叠加时间延长，5月国内酒店业 RevPAR 同比转正，锦江股份 5 月境内酒店 RevPAR 同比高增 7.06%，增量主要由 ADR 贡献，未来随中端新店入住率提升，经营数据有望持续改善。受宏观经济下行压力影响，酒店业估值自 2018 年下半年开始再次集体走弱，PE(TTM) 估值除华住外纷纷回到 15X-18X 的低位区间，2019 年 6 月中旬后呈现较为明显的回升态势，在三季度旺季行情催化下，行业龙头有望率先迎来估值修复行情。酒店业内整合加速，单体酒店连锁化趋势明显，前四大酒店集团市占率从 30.64%(2015) 攀升至 50.39% (2017)，行业集中度逐步提升，2019 年酒店巨头开店加速，Q1 净开店数量同比大增，新开店以加盟店和中高端酒店为主。

OYO 入局引深思，定位下沉蓝海市场，以轻加盟模式迅速建立市场规模及品牌力。自 2017 年底进入中国，OYO 率先错位切入经济型下沉长尾市场，以轻加盟模式迅速翻牌小规模单体酒店。供给端从规模化到数字化，销售端强地推基因下完成线下到线上的转化。在一年半内上线 10000 家酒店，50 万间客房，一举成为国内第二大酒店品牌。从盈利模式看，前期主要通过轻品质提升和低价策略，帮助加盟商提升入住率改善经营水平；在推出全新风险共担 2.0 模式后，进一步深化与加盟商的利益绑定，但同时成本端承压也更加明显，我们保守估计公司入华以来亏损已达 20 亿元。参考印度逐年扭亏的发展历程，我们认为未来逐步提升佣金水平、发展自营渠道和提升精细化管理，将成为 OYO 在中国提升净利水平的关键。从发展路径看，相比于印度本土聚合平台的路径，目前 OYO 在中国的角色依然是酒店库存运营商，未来的战略定位仍待继续跟踪。

下沉市场消费升级催生爆款，做服务还是卖产品？行业属性将决定“烧钱”模式成功概率。在资本加持下，OYO、拼多多、瑞幸等爆款凭借有别于传统模式的创新思维，在产品下沉中挖掘出新的市场份额，“烧钱换用户—规模化换话语权—完善产品”成为了互联网时代最常见的商业手段。但我们认为，行业对线下服务质量的需求水平，决定了“烧钱”模式成功概率。线下服务需求越高，纯“烧钱”模式成功率越低。OYO 所处酒店业对线下服务要求极高，单纯依靠“烧钱”难以维持，酒店用户体验的好坏基本上取决于线下服务，因此 OYO 仅完成规模扩张远远不够，依靠精细化管理提升服务水平是未来工作的重中之重。

轻加盟促传统巨头有益尝试，下行经济酝酿行业整合黄金期。OYO 的出现瞄准差异化市场，在红海中找蓝海，以轻加盟新模式开创了酒店行业新路径，这是一种创新的尝试，也引发整体酒店业思考。同时在宏观经济下行期间，单体酒店业绩承压，连锁品牌的整合工作将享受更低的成本，轻加盟模式降低单体酒店加盟门槛，也将更有利于国内酒店行业连锁化率的提升。

投资策略：三季度旺季来临，低基期下酒店数据边际改善行情可期，看好龙头率先迎估值修复，低估值区间内配置性价比突出，推荐首旅酒店、锦江股份，关注华住（未评级）、格林酒店（未评级）。

风险提示：1、宏观经济下行，需求疲软 2、酒店扩张速度不及预期 3、加盟管理风险

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
首旅酒店	0.88	1.05	1.14	1.26	20.46	17.13	15.68	14.16	1.91	推荐
锦江股份	1.13	1.46	1.71	1.99	22.35	17.33	14.76	12.66	1.62	推荐
华住	2.49	2.49	2.49	2.49	76.98	76.98	76.98	76.98	7.67	未评级
格林酒店	3.97	3.97	3.97	3.97	16.60	16.60	16.60	16.60	5.25	未评级

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目录

1. 行业迎边际改善，龙头估值预期修复，配置性价比突出	5
1.1 龙头受益酒店业边际改善，估值性价比突出	5
1.2 业内存量整合加速，龙头延续中高端扩张态势	7
1.2.1 品牌加速翻牌单体酒店，连锁化率提升空间大	7
1.2.2 行业集中度逐步提升，新开店以加盟和中高端为主	8
1.3 经济型酒店遇扩张瓶颈，OYO 入局燃下沉战火	10
2. OYO 入局，下沉市场重燃战火	11
2.1 OYO 商业模式解析：资本加持下的轻加盟模式	11
2.1.1 复制印度模式，OYO 成中国酒店业现象级品牌	11
2.1.2 全球范围内持续扩张，中国区房量占三分之二	13
2.1.3 中印对比：疯狂扩张之后，选择做平台还是做酒店？	13
2.2 OYO 运营模式解析	14
2.2.1 酒店供给端：从规模化到数字化，技术创新提升效率	15
2.2.2 销售端：强地推基因下，完成线下到线上的转化	16
2.3 OYO 盈利模式解析	18
2.3.1 以低价带量升，提升综合 RevPar	18
2.3.2 升级 2.0 模式，与加盟商共担风险、共享收益	19
2.3.3 OYO 中国市场收入成本拆分	19
2.4 爆款成功逻辑梳理——关于细分市场消费升级与互联网“烧钱”模式的讨论	21
2.4.1 引火线：核心创新点	21
2.4.2 助燃气体：扩张路径	21
2.4.3 投放区域：差异化定位人群	21
2.4.4 引爆物：需求挖掘，做下沉市场的消费升级	22
2.4.5 正向威力：正外部性	22
2.4.6 爆款模式思考：“烧钱”模式——成功核心在于卖产品还是卖服务	23
2.5 华住多面出击，对标经济型酒店新兴力量	23
2.5.1 一季度调高全年开店指引，酒店结构持续优化	23
2.5.2 集团层面投资 H 酒店，掀单体酒店收编战	24
2.5.3 软品牌建立，轻资产成连锁化新模式	24
3. 观点聚焦	25
3.1 新玩法颠覆经济型酒店市场，引发传统集团防御性新思考	25
3.2 四问，OYO 未来发展之路仍具不确定性	26
3.3 宏观经济下行通路，反成酒店整合黄金期	27
4. 重点公司推荐	28
4.1 首旅酒店	28
4.2 锦江股份	29
4.3 华住	29
4.4 格林酒店	30

5. 风险提示.....	30
相关报告汇总.....	30

插图目录

图 1:锦江股份最近一年 RevPAR 数据变化.....	5
图 2:2013 年中至今酒店行业龙头公司估值走势.....	6
图 3:首旅酒店估值变化一览（2018/06-2019/06）.....	6
图 4:华住估值变化一览（2018/06-2019/06）.....	6
图 5:锦江股份估值变化一览（2018/06-2019/06）.....	6
图 6:格林酒店估值变化一览（2018/06-2019/06）.....	6
图 7:酒店行业 TOP10 排行榜（截止 2018 年底）.....	7
图 8:中国有限服务连锁酒店客房数.....	7
图 9:2015 年四大酒店集团市场占有率.....	8
图 10:2017 年四大酒店集团市场占有率.....	8
图 11:四大酒店集团净开业门店数量.....	9
图 12:四大酒店集团加盟店占比与 ROE 关系图.....	9
图 13:2019 年 Q1 新开店加盟情况.....	9
图 14 近五年中端连锁酒店数量变化.....	10
图 15:2019 年 Q1 中端酒店新开店情况.....	10
图 16:2017 年四大酒店集团市场占有率.....	10
图 17:2018 年四大酒店集团市场占有率.....	10
图 18:OYO 模式分析框架.....	11
图 19:国内酒店客房数量与产品定位结构分布.....	12
图 20:OYO 印度地区酒店门店数量变化（家）.....	13
图 21:OYO 亚洲地区酒店房量变化（间）.....	13
图 22:OYO 集团业务全景图.....	14
图 23:OYO 运营模式一览.....	15
图 24:OYO Wizard 会员体系发展.....	17
图 25:OYO 印度地区活跃用户人数(万人).....	17
图 26:印度市场订单渠道分布.....	17
图 27:中国市场订单渠道分布.....	17
图 28:2018 年加盟 OYO 后酒店入住率提升情况.....	18
图 29:OYO 酒店 RevPAR 对调价提量的敏感性分析.....	19
图 30:2019 年 6 月起 OYO 升级为 2.0 模式.....	19
图 31:线下服务需求与“烧钱”模式成功率关系图.....	23
图 32:H 酒店未来开店计划（单位：家）.....	24
图 33:华住“软品牌”全领域布局.....	25
图 34:国内连锁品牌规模排行（截止 2018 年末）.....	25

图 35:国内酒店集团规模排行（截止 2018 年末）	25
图 36: :2018 年初至今 PMI 走势与锦江酒店净开店数量对比	27
图 37:中国地区速 8 酒店房量变化情况.....	27

表格目录

表 1:单体酒店与连锁酒店多维度比较	7
表 2: 2015 年以来国内酒店集团收购事件	8
表 3: :2015 年以来 OYO 酒店融资历程	12
表 4:2018 年以来 OYO 集团收购历程	13
表 5:传统连锁酒店加盟模式与轻加盟模式对比	14
表 6: OYO 合伙人交互网络方案	15
表 7: OYO 与首旅、锦江、华住下沉品牌加盟政策对比	16
表 8:OYO 中国市场 2018-2019 年收入成本拆分	20
表 9:OYO 印度市场营收情况（单位：千万卢比）	20
表 10:互联网爆款成功逻辑分析框架	21
表 11:轻加盟品牌项目及开店目标	26
表 13:首旅酒店财务指标预测	28
表 12:锦江股份财务指标预测	29

1. 行业迎边际改善，龙头估值预期修复，配置性价比突出

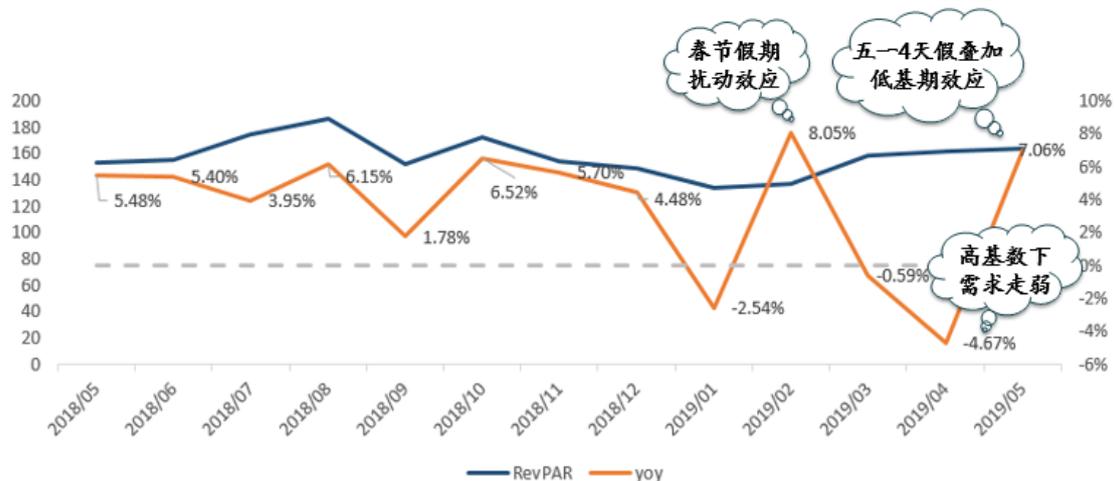
5 月行业经营数据由负转正，酒店业迎来边际改善。整体来看，二三季度宏观经济预期呈现筑底，旅游市场持续增长，由于今年五一四天假期集中在 5 月，月份错配叠加时间延长背景下，5 月国内酒店业 RevPAR 同比转正，下半年进入低基期，随三季度旺季来临，我们坚定看好酒店经营数据边际改善及龙头估值修复。

1.1 龙头受益酒店业边际改善，估值性价比突出

从公司数据看，以锦江股份为例，自去年三季度高点之后 RevPAR 呈现下滑趋势，形成相对低基期，今年春节过后出现回暖迹象，5 月份境内酒店数据同比高增 7.06%，虽有部分原因在于五一假期调整，也反映了国内酒店经营数据呈现企稳趋势。行业与公司 5 月经营数据转好，叠加三季度暑期旺季行情催化，总体来看酒店数据有望迎边际改善，预期变化将带动龙头享受高于行业增长。

经济型酒店 ADR 贡献增长，中端酒店 Occ 受新店拖累。从锦江股份公布的 5 月份经营数据来看，国内酒店 5 月平均 Occ/ADR/RevPAR 同比-0.9pct/+8.4%/+7.1%，其中经济型酒店平均 Occ/ADR/RevPAR 同比-1.9pct/+4.0%/+1.4%，较 4 月（-7.1pct/-3.9%/-12.3%）强势反弹，5 月假期旅游市场需求助推房价由负转正；中端酒店平均 Occ/ADR/RevPAR 同比-1.4pct/+1.4%/-0.4%，考虑到公司中端开店密集，入住率提升需要时间，未来中端酒店 ADR 对 RevPAR 的提升效果可期。

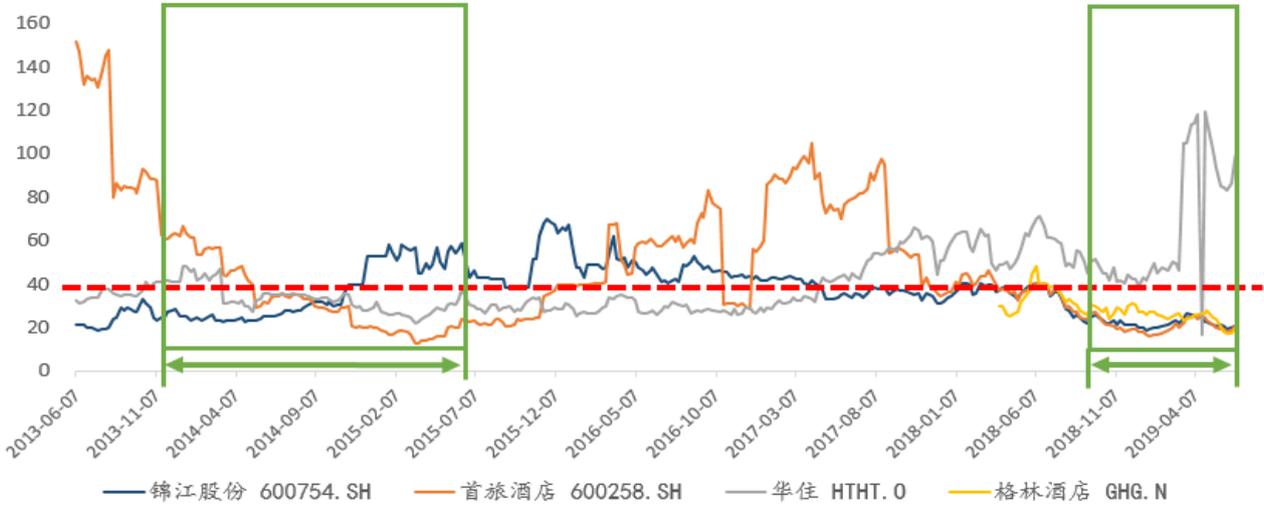
图 1: 锦江股份最近一年 RevPAR 数据变化



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

估值水平回归历史低位，配置性价比突出。自 2018 年三季度以来，国内酒店行业估值持续走低，在 2019 年二季度后下滑速度放缓，逐步构筑底部区间，估值水平回归历史低位。2014 年下半年，宏观经济增速放缓，叠加限制三公消费政策落实，酒店行业迎来改革开放以来的最低潮，行业龙头公司 PE(TTM) 估值普遍在 12X 到 20X 之间徘徊，于 2015 年下半年探底回升。自 2018 年下半年开始，受宏观经济下行周期影响，酒店行业估值再次集体走弱，PE(TTM) 估值除华住外纷纷回到 15X 到 18X 的低位区间。华住、首旅和格林都在 2019 年 6 月中旬后呈现较为明显的回升态势，考虑到酒店行业估值预期改善通常早于宏观经济回暖，5 月酒店行业经营数据转好，在之后三季度旺季行情催化下，行业龙头有望率先迎来估值修复行情。

图 2:2013 年中至今酒店行业龙头公司估值走势



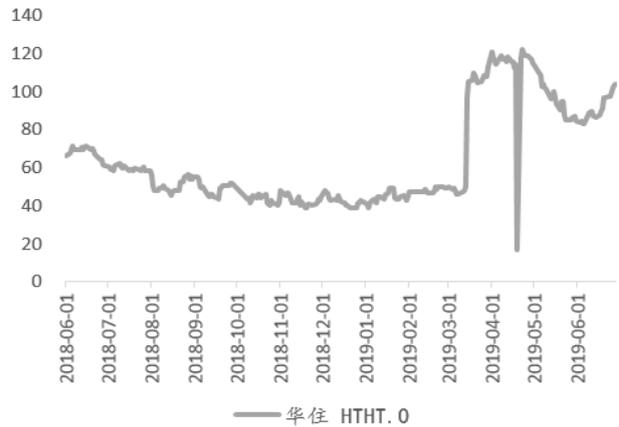
资料来源：公司年报、东兴证券研究所

图 3:首旅酒店估值变化一览（2018/06-2019/06）



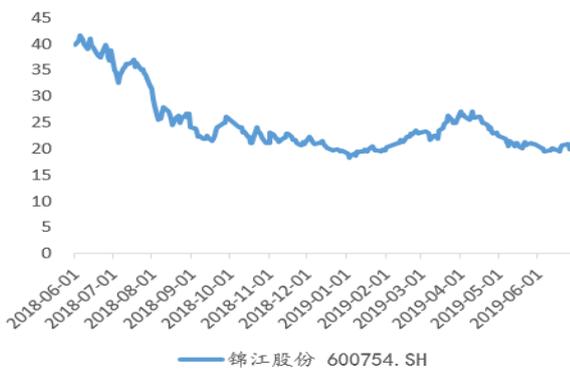
资料来源：公司年报、东兴证券研究所

图 4:华住估值变化一览（2018/06-2019/06）



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

图 5:锦江股份估值变化一览（2018/06-2019/06）



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

图 6:格林酒店估值变化一览（2018/06-2019/06）



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

1.2 业内存量整合加速，龙头延续中高端扩张态势

1.2.1 品牌加速翻牌单体酒店，连锁化率提升空间大

单体酒店利润空间承压，连锁品牌占据主流。国内上市酒店主要分为连锁酒店和单体酒店两种，连锁酒店受益于规模化经营，效益普遍优于单体酒店。近年来，OTA 行业集中度逐步提升，由于单体酒店在客源方面更依赖于 OTA 的线上导流，两者议价地位的悬殊导致单体酒店需要支付给 OTA 更高的通道费用，极大压缩了利润空间，进一步推动单体酒店转型加盟，使得连锁品牌占据酒店行业领先地位。

表 1: 单体酒店与连锁酒店多维度比较

比较维度	单体酒店	连锁酒店
品牌效应	局限于区域和规模，营销成本高，难以形成影响广泛的品牌效应	规模带来平台性品牌效应，统一营销，边际成本递减
客户来源	缺少独立的自有渠道，依赖于 OTA 平台线上导流	通常建立自有销售渠道，拥有完善的会员体系，OTA 占据流量相对较低
管理效率	自行管理，信息化程度弱，人房比较高，效率较低	集团统一配备线上管理系统，人房比低，效率较高
资源消耗	耗材订单小，成本高	耗材集团统一提供，成本低

资料来源：东兴证券研究所

连锁酒店数量持续增长，单体酒店连锁化成大趋势。经济型和中端连锁酒店数量在最近五年来持续增长，截止 2018 年初，我国有限服务连锁酒店（包括经济型酒店和中端酒店）总数已达到 35,963 家，其中中端连锁酒店 3,519 家，经济型连锁酒店 32,444 家，而在 2012 年，经济型和中端连锁酒店总额仅为 9924 家，五年间总数增长了 26039 家，呈现三倍以上的增长。

图 7: 酒店行业 TOP10 排行榜（截止 2018 年底）

排名	酒店名称	中/外资	客房数	门店数
1	锦江酒店	中资	760000	7537
2	华住集团	中资	422747	4230
3	首旅如家	中资	387251	3858
4	OYO 酒店	外资	270785	5656
5	格美酒店	中资	221529	2757
6	尚美生活	中资	125383	2467
7	都市酒店	中资	113035	1807
8	东呈国际	中资	108973	1238
9	速 8 酒店	外资	70432	1132
10	住友酒店	中资	37704	588

资料来源：盈蝶咨询、东兴证券研究所

图 8: 中国有限服务连锁酒店客房数



资料来源：中国饭店协会、东兴证券研究所

与发达国家相比，我国连锁化率仍有较大提升空间。虽然我国连锁酒店行业规模一直以来都以较快速度增长，但与发达国家相比，我国酒店行业整体连锁化率不到 20%，单体酒店仍占据行业的主要部分，整合工作仍具备较大提升空间。对于发达国家酒店行业而言，由于起步普遍较早，酒店行业发展更为成熟。以美国酒店业为例，STR 数据显示早在 1990 年，美国酒店行业的连锁化率已达 46%。2016 年底及以后，美国酒店行业连锁化率保持在 70% 左右，比我国高出 3 倍之多，由此可见，未来我国酒店行业连锁化率仍有较大提升空间。

1.2.2 行业集中度逐步提升，新开店以加盟和中高端为主

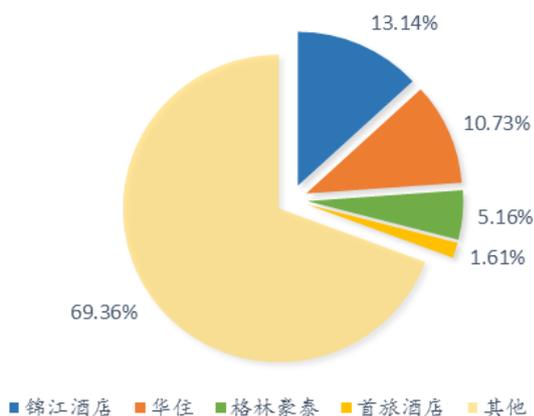
近年国内酒店行业巨头间整合动作频繁。自 2015 年起，锦江股份先后收购卢浮、铂涛、维也纳，截止 2019 年 5 月拥有酒店 7788 家，房间数达 77.37 万间，稳居全国酒店行业第一；而首旅酒店在 2016 年收购如家之后，集团规模超过华住、格林豪泰，升至全国第二；凭借 2017 年对桔子酒店集团的收购和新开店的加速，华住成功在 2018 年超过首旅如家，成为全国第二大酒店集团。值得注意的是，2015 年以来的若干起并购，除卢浮和桔子以外，其余都发生在国内前十大酒店集团之间，锦江、华住、首旅和格林四家酒店的市占率之和从 30.64%（2015）攀升至 50.39%（2017），行业集中度自 2015 年以来提升明显，酒店行业格局逐渐清晰。

表 2: 2015 年以来国内酒店集团收购事件

时间	收购方	被收购方	对价（亿人民币）	持股比例	被收购方酒店数
2015/02/27	锦江股份	卢浮	91	100%	1,126
2015/09/18	锦江股份	铂涛	83	81%	2,291
2016/04/01	首旅酒店	如家	110	100%	2934
2016/07/01	锦江股份	维也纳	17.49	80%	394
2017/02/28	华住	桔子水晶	36.5	100%	138
2017/10/20	锦江股份	铂涛	12	91%	3,298
2018/11/13	锦江国际集团	丽笙	约 23	50.21%	1,160
2018/11/26	锦江股份	铂涛	3.51	96.50%	3,544

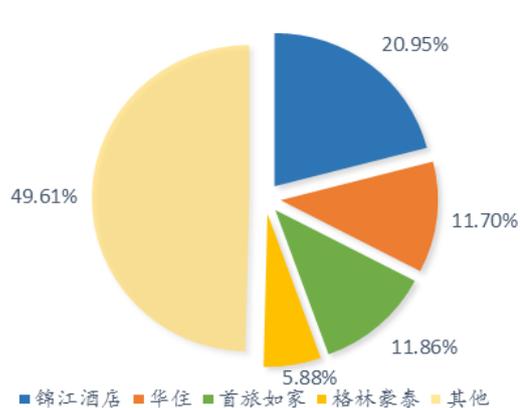
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 9: 2015 年四大酒店集团市场占有率



资料来源：盈蝶咨询、东兴证券研究所

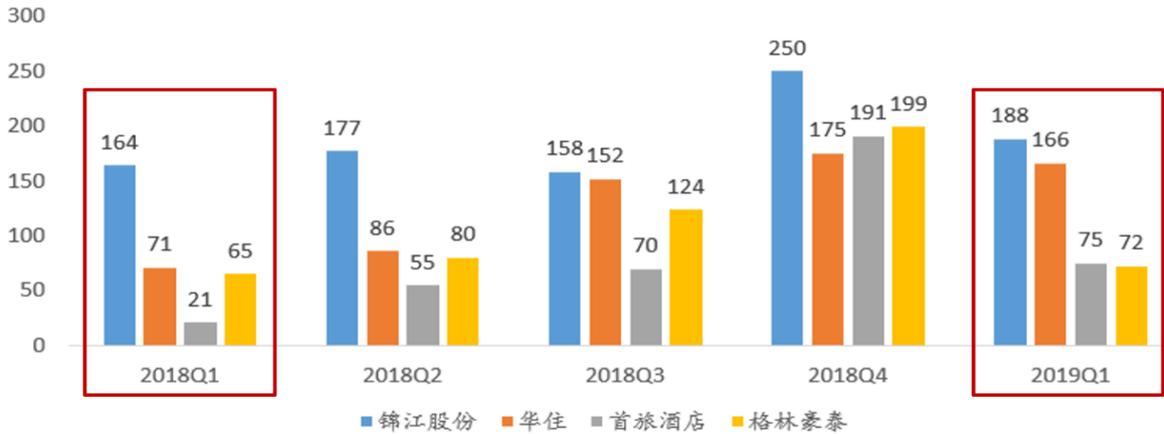
图 10: 2017 年四大酒店集团市场占有率



资料来源：盈蝶咨询、东兴证券研究所

内生增长持续，2019 年开店加速。随着酒店行业整合步伐加速，国内连锁酒店格局逐渐清晰，巨头之间竞争愈发激烈，新开店数量持续增长。从 2018 年全年来看，净开店数量大致呈现逐季升高的趋势，并在四季度迎来开店高峰。2019 年，各大酒店集团加快开店进程，一季度净开店数量较去年同期大幅增加。华住于 2019 年 Q1 上调全年开店指引，由原来 800-900 家上调至 1100-1200 家，截止 3 月底，公司拥有规划中酒店数达 1311 家；首旅酒店 2019 年计划新开店不少于 800 家，较 2018 年开店计划 450 家同样显著提速；格林豪泰截止 2019 年 3 月底拥有待开业酒店数量 481 家，较 2018 年末大幅增加 51 家；锦江虽未对开店指引做出调整，但一季度净开店 188 家，较去年同期增加 15%，开店水平在同业中处于领先地位。

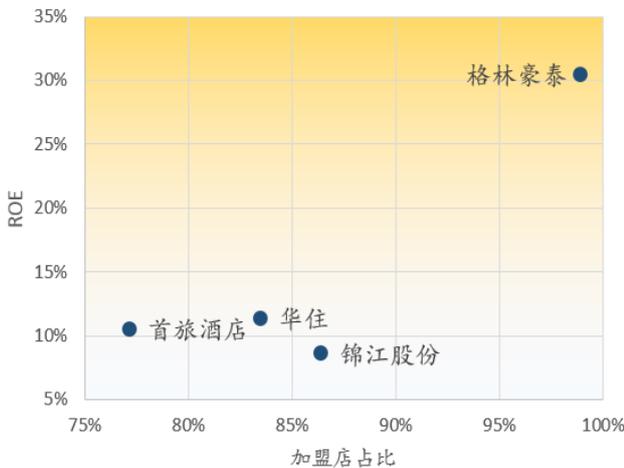
图 11:四大酒店集团净开业门店数量



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

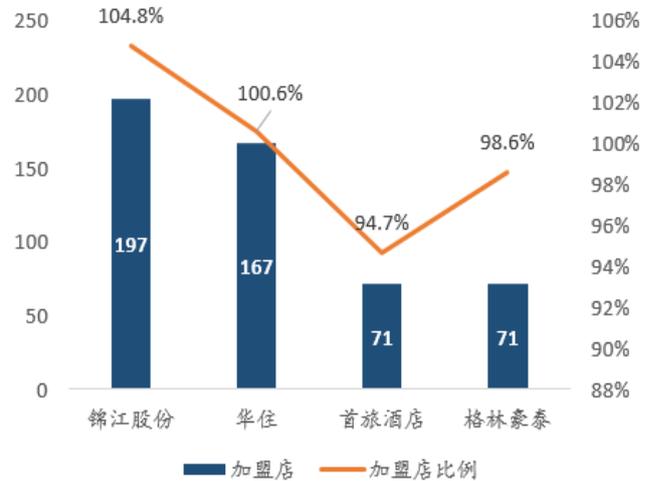
持续推进轻资产运营，新开店多以加盟为主。直营酒店自负盈亏，经营成本高，营收随行业景气度与经济形勢同步变动，周期性较强，业绩弹性大；加盟酒店为公司贡献加盟收入，受行业环境影响程度小，与日常经营成本的脱钩使得加盟业务拥有更大的盈利空间，酒店的加盟比例与整体 ROE 水平基本呈现正向关系。截止 2018 年末，加盟比例最高（98.9%）的格林豪泰拥有四家酒店中最高的 ROE 水平（30.5%）。出于平滑受益、提升盈利水平的目的，各大酒店 2019 年新开店普遍以加盟形式为主，加盟新店的比例（新开加盟店/净开业酒店数量）均超过了 90%。

图 12:四大酒店集团加盟店占比与 ROE 关系图



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

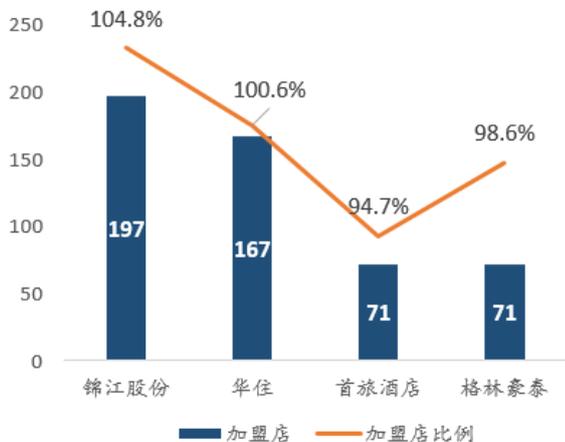
图 13:2019 年 Q1 新开店加盟情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

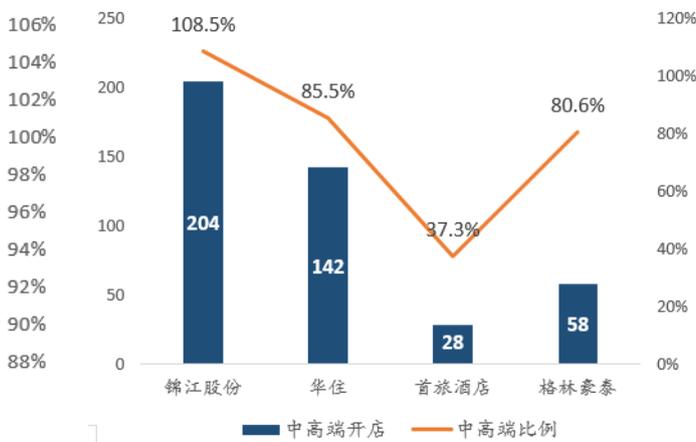
中高端酒店发力，顺消费结构转型之势。与经济型酒店相比，中高端酒店投资回报率更高，能够有效通过 ADR 提升拉动 RevPAR 增长。在消费结构转型、中端酒店消费群体逐年增长的大背景下，国内酒店纷纷加速布局中高端市场，完善中高端品牌体系建设，中高端酒店数量近年来高速增长。2019 年锦江/华住/首旅/格林新开店计划中高端酒店占比均超过 50%，2019 年 Q1 净开业酒店中，锦江、华住和格林的中高端新店比例（中高端新店/净开业酒店数量）超过 80%，开店资源向中高端倾斜明显，首旅由于一季度新开较多管理输出门店，中高端新店占比较低。

图 14 近五年中端连锁酒店数量变化



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 15:2019 年 Q1 中端酒店新开店情况



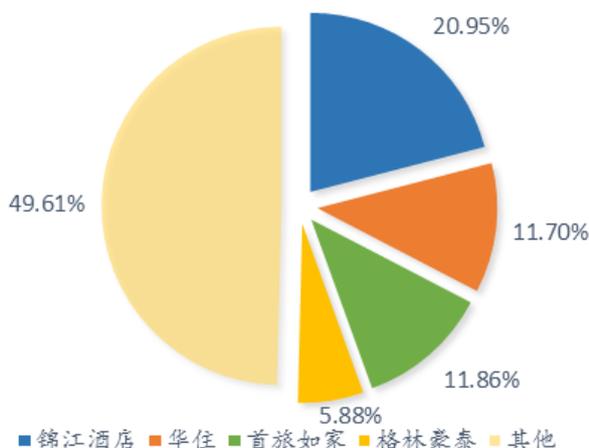
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.3 经济型酒店遇扩张瓶颈，OYO 入局燃下沉战火

经济型酒店遇扩张瓶颈，一二线城市空间饱和。相比于中高端酒店市场的热火朝天，经济型酒店的热度似乎明显降低。在一二线城市，物业和人力成本持续上涨的情况下，经济型酒店的利润空间已经被极大压缩，加之大城市客源开始更加注重住宿品质，因此无论从供给还是需求层面，相比于利润有限、服务有限的经济型酒店，中高端酒店都更适合一二线城市。在三四线城市，零散的单体酒店占据了行业的大部分，传统连锁酒店的加盟费用动辄上百万，高加盟门槛令单体酒店业主望而却步，成为了连锁品牌整合市场的障碍，因此经济型酒店在三四线城市的扩张速度也逐渐趋缓。

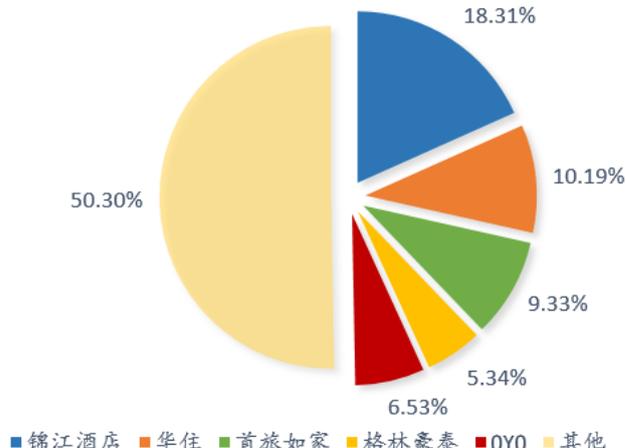
OYO 黑马出栏，冲击行业格局。2017 年末，OYO 进入中国市场，一年开出 5656 家门店、27 万间房，超过格林酒店，于 2018 年底成为国内第四大酒店集团，令原有四大酒店市占率回落至 43.17%，对内资酒店市场造成一定冲击。目前 OYO 已在中国地区开出超过 10000 家门店和 50 万间房，参考 2019 年 Q1 的开店数据，OYO 超过华住、首旅，成为规模仅次于锦江的全国第二大酒店集团。

图 16:2017 年四大酒店集团市场占有率



资料来源：盈蝶咨询、东兴证券研究所

图 17:2018 年四大酒店集团市场占有率

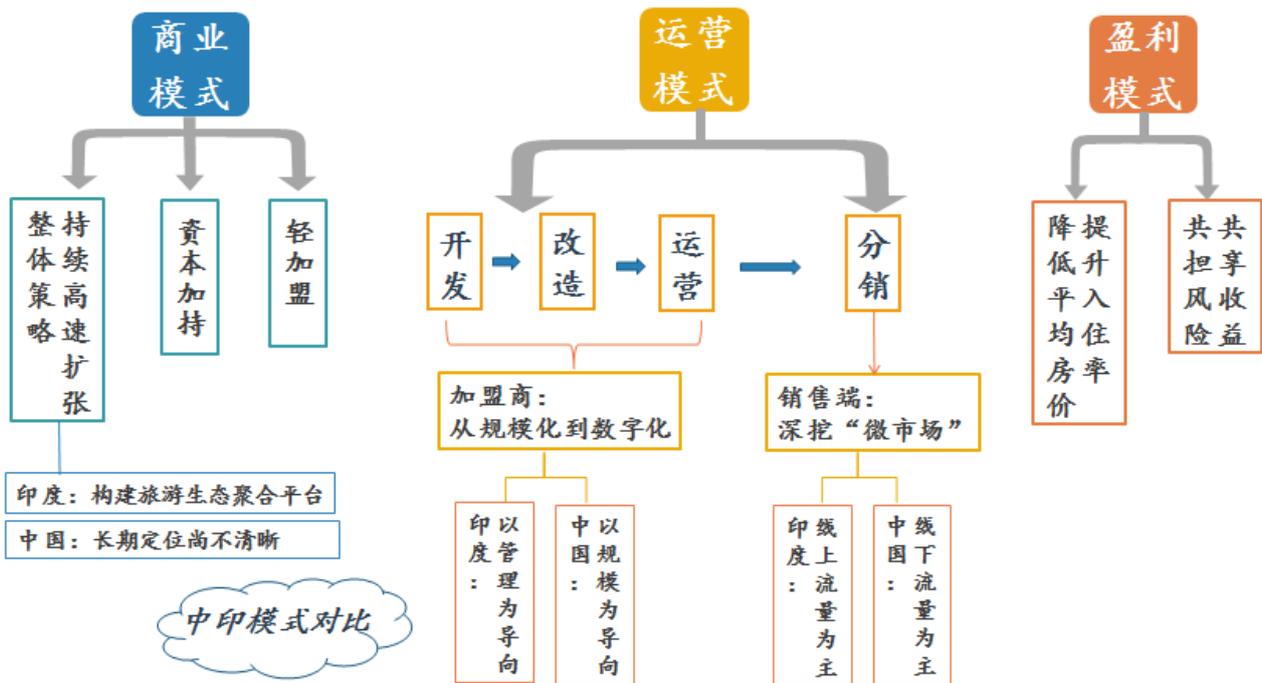


资料来源：盈蝶咨询、东兴证券研究所

2. OYO 入局，下沉市场重燃战火

2017 年底，印度经济型连锁酒店 OYO 以“零加盟费”的独有轻加盟模式进入中国，背靠资本的 OYO 把目光放在了正处于红利消退、扩张瓶颈的经济型酒店的下沉细分市场，在一年半内上线 10000 家酒店和 50 万间客房，一举超过华住、首旅，成为国内第二大酒店品牌。然而，OYO 模式在中国经济型酒店市场的可持续性究竟有多少？我们对 OYO 从商业模式、运营模式和盈利模式三个角度进行多方位剖析，借助对印度、中国市场的对比，探讨 OYO 在中国市场的发展轨迹和未来走向。

图 18:OYO 模式分析框架



资料来源：东兴证券研究所

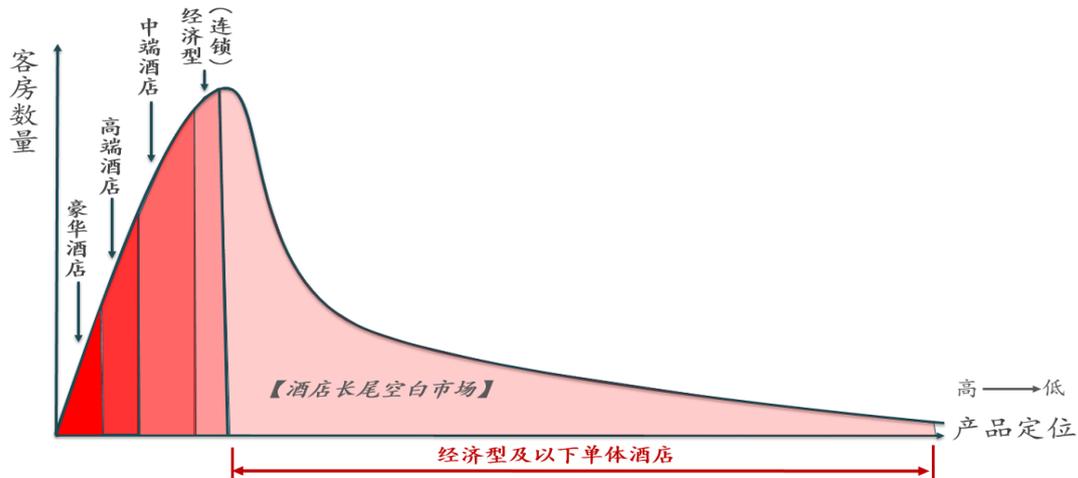
2.1 OYO 商业模式解析：资本加持下的轻加盟模式

OYO: 定位经济型下沉蓝海市场，以轻加盟模式，在资本加持下，迅速建立市场规模及品牌力。无论在印度还是中国，OYO 依然走的是特许经营的加盟模式，但是与传统加盟方式不同在于，它“低门槛”、“非完全标准化”。同时通过切入经济型酒店下沉细分市场-中小微单体酒店，巧妙地避开了经济型竞争激烈的红海区域（80 间客房以上的标准经济型酒店），在资本的助推下，迅速扩大规模，建立自有品牌力。

2.1.1 复制印度模式，OYO 成中国酒店业现象级品牌

进军经济型及以下长尾市场，填补酒店下沉空白。近年来，在消费结构升级的大背景下，中高端酒店市场成为各家巨头重点争夺的目标，经济型酒店经过十余年的发展已成红海，然而，经济型以下单体酒店所在的长尾市场对于连锁酒店品牌而言，仍然是空白市场。

图 19:国内酒店客房数量与产品定位结构分布



资料来源：华住官网，东兴证券研究所

一年半上线万家店，OYO 创现象级扩张速度。OYO 酒店仅仅用一年半的时间，凭借万家店，成为了中国酒店业史上现象级的企业。平均 3.2 小时签约一家店，月均新增门店 227 间，月均入驻 19 个城市，平均 15 天改造上线，成就了“OYO 速度”。目前已经进驻全国 320 座城市，上线超 10000 家酒店，客房数超 50 万间，并计划在 2019 年完成 1500+城市和 20000+间酒店的目标，公司对外公布业主续约率高达 97%，成为国内最大的单品牌酒店，同时也是中国第二大酒店集团、全球第六大酒店集团。

十七亿美元融资在手，资本助推规模化进程。印度时报 2019 年 6 月最新消息显示，OYO 目前正就 10 亿美元的新一轮融资与投资方（包括软银等现有投资人以及其他新投资者）进行谈判，如果此轮融资顺利完成，OYO 的公司估值将有望达到 100 亿美元。据不完全统计，OYO 酒店自 2013 年成立以来，若最新洽谈中的融资顺利完成，则公司已经积累至少十轮融资，总融资额超过 27 亿美元。其中，风险投资基金巨头软银自在去年 9 月投资 OYO10 亿美元后，已持有 OYO 略高于 46%的股权，其现象级的扩张态势也不断吸引着新投资者加入。正因为背后拥有雄厚的资金支持，OYO 才得以迅速通过“零加盟费”的方式整合单体酒店，完成对于国内其他酒店集团而言“心有余而立不足”的收编任务。

表 3: 2015 年以来 OYO 酒店融资历程

时间	轮次	金额	主要投资方
2019 年 6 月	战略投资（洽谈中）	10 亿美元	软银和新投资者
2019 年 4 月	E 轮	7500 万	Airbnb
2019 年 2 月	战略投资	1 亿美元	滴滴出行
2018 年 12 月	战略投资	1 亿美元	Grab
2018 年 9 月	战略投资	10 亿美元	软银海外、光速、红杉、Greenoaks Capital
2017 年 9 月	战略投资	1000 万美元	华住集团
2017 年 9 月	D 轮	2.5 亿美元	软银海外、光速、红杉、Greenoaks Capital
2016 年 8 月	C 轮	6200 万美元	软银海外、DSG
2015 年 5 月	B 轮	1 亿美元	软银海外、光速、红杉、Greenoaks Capital
2015 年 3 月	A 轮	2500 万美元	Greenoaks Capital、红杉、光速

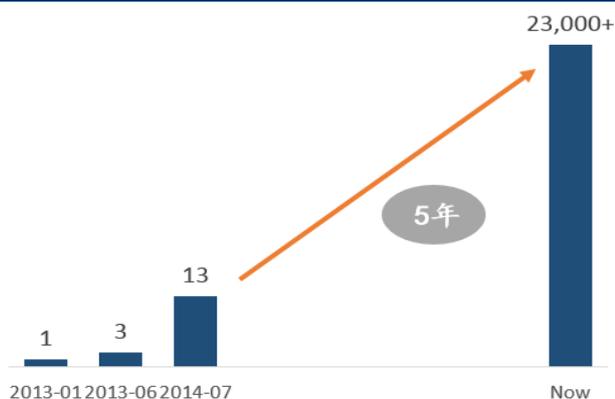
资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

2.1.2 全球范围内持续扩张，中国区房量占三分之二

新德里卫星城起家，七年发展成就印度第一。2013年5月，第一家OYO酒店正式开业，仅拥有11个房间。从胡达市中心从古尔冈（印度首都新德里的卫星城之一）到全印度，从印度到全球，经过7年的发展，OYO已迅速成长为印度国内最大的经济型连锁酒店品牌，业务遍及全球10个国家和地区的800多座城市。

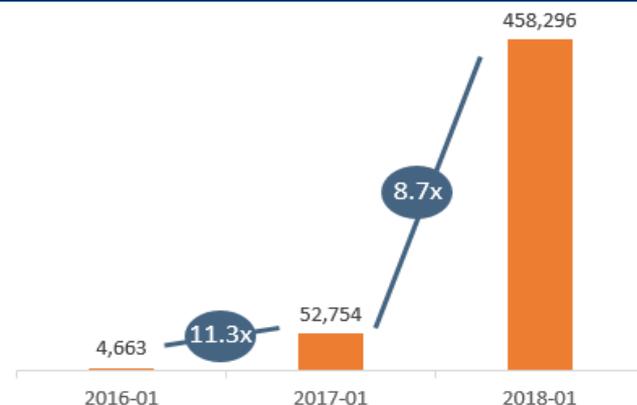
OYO酒店在全球范围内高速扩张，中国区客房量占三分之二。目前OYO在全球范围内共运营23000家酒店，上线75万间客房，其中中国地区以10000家酒店和50万间客房的体量构成其最重要的事业版图。从客房数量的角度衡量，公司已成为全球第六大连锁酒店品牌，并计划在2023年新增100万间客房，超过万豪成为全球第一大连锁酒店品牌。

图 20:OYO 印度地区酒店门店数量变化（家）



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

图 21:OYO 亚洲地区酒店房量变化（间）



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

2.1.3 中印对比：疯狂扩张之后，选择做平台还是做酒店？

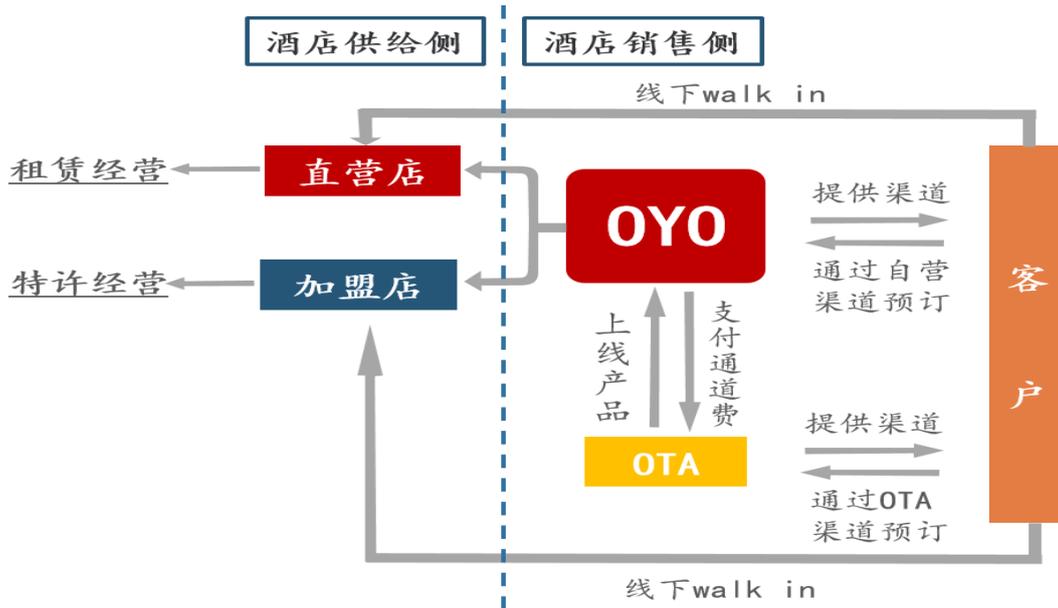
- ◆ **印度:收购动作频繁,意图构建旅游生态聚合平台。**自2018年开始,公司开打全球范围内收购组合拳,相继收购酒店、物联网、婚礼策划等领域的印度公司。2019年,公司融资规模不断扩大,收购进程亦开始提速,接连收购本土联合办公初创公司Innov8、中国住宿品牌“千屿”、阿姆斯特丹民宿品牌Leisure。OYO早在2015年于印度开展业务时,就遭到过印度最大OTA——MakeMyTrip的封杀,但反制很快转变为合作,初期的合作关系,叠加后期主打自营渠道,令OYO在成长道路上摆脱了OTA的制约。目前集团版图涉及住宿、OTA、联合办公、物联网、婚宴服务和外卖平台等等,打造旅游生态聚合平台的意图明显。

表 4:2018 年以来 OYO 集团收购历程

日期	收购对象	国家	涉及领域
2018/03/18	Novascotia Boutique Homes	印度	公寓酒店
2018/07/10	AblePlus	印度	酒店物联网
2018/08/13	Weddingz	印度	婚礼策划
2019/03/15	Innov8 Coworking	印度	共享办公
2019/03/20	千屿 Islands	中国	公寓酒店
2019/05/01	Leisure	荷兰	民宿

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

图 23:OYO 运营模式一览



资料来源：东兴证券研究所

2.2.1 酒店供给端：从规模化到数字化，技术创新提升效率

OYO 酒店致力于打造智能化酒店管理系统。从渠道优化、动态调节、多样策略、市场监控四个方面全方位赋能，实现快、全、优的主动式收益管理，通过不断迭代，公司旨在把 PMS 系统从管理型工具逐渐发展成平台营销型的服务系统，满足更进一步的管理需求。业主加盟 OYO 后，凭借标准操作手册和信息管理系统，从物业谈判到上线仅需要 15 天。运营过程中，酒店内所有的交易，包括登记、退房、客房内洗漱用品统计等，全部可以在移动端软件中完成，可进行包括支付、报价等多达 600 多项内容的统计。

◆ **印度：以管理为导向，提出加盟商管理新方案。**目前 OYO 在印度 259 城市已经拥有超过 9000 个加盟伙伴，业务重心已经由规模扩张转移至精细化管理，为更加有效地管理规模日渐庞大的加盟商网络，OYO 自 2019 年 4 月起在本土相继推出了两项行业首推的加盟商管理方案，即 OPEN 和 CIB，内容涵盖支付协议、金融支持、技术协助、酒店运营 app 等等。OYO 合伙人交互网络（OPEN, OYO Partner Engagement Network）包含三大块内容，分别为六项核心承诺、升级运营 app 和加盟商线上微社区。OYO 现金支持计划（CIB, Cash in Bank）是继 OPEN 之后 OYO 推出的针对加盟商金融贷款解决方案，该计划旨在为需要升级酒店装潢的加盟商提供快速便捷、低于市场价的无抵押贷款。印度境内所有的加盟商都有资格申请参加这项计划，在包含 AI 技术的 CIB 计算器帮助下，加盟商可以迅速了解贷款的额度、利率、到账时间等，贷款的审批都将在 48 小时内完成。

表 6: OYO 合伙人交互网络方案

方案名称	组层部分	细节描述
OPEN	六项承诺	透明支付协议、金融支持、多渠道客服、开拓市场、技术创新、合规辅助
	运营 app	将经营数据可视化，为加盟商管理酒店提供便利
	线上微社区	记录成功案例、促进加盟商相互交流

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

◆ **中国；以规模为导向，零加盟费扩张。**目前 OYO 在中国地区首要关注的依然是扩张速度，因为只有实现规模化之后，才能显现出技术、管理带来的优势，进而在供应链端大大降低酒店成本。OYO 在中国地区吸引中小单体酒店加盟的关键在于，0 元加盟费，甚至倒贴 2 万元左右“装修费”，并提供员工培训、系统管理等服务，仅收取酒店后期营业额的 3%-8% 作为佣金提成。OYO 不仅对酒店房量基本不设门槛，所有的加盟费用也基本免除，加上 OYO 对房间改造以统一布草铺设为主，因此为业主省去了大额的房间改造费用。

◆ 虽各大酒店集团在 3-5 年前对下沉市场已有试水，但总体规模有限，OYO 的出现带动传统巨头重新重视下沉市场，华住在 2019 年 Q1 时上调开店指引，其中增量部分 300 家基本由“软品牌”构成。下表将国内各大经济型品牌酒店和 OYO 就加盟政策进行对比，传统龙头酒店集团标准经济型品牌启动费用普遍在 300 万元以上，其下沉品牌的加盟费用在 60-120 万之间，OYO 开出的 0 元加盟条件对于加盟商的吸引力不可小觑。

表 7：OYO 与首旅、锦江、华住下沉品牌加盟政策对比

费用明细	OYO	云酒店（如家）	派酒店（锦江）	海友（华住）
首次加盟费	无	3000 元/间，不低于 5 万	3000 元/间	2000 元/间，不低于 9 万
品牌定位	无	管理输出	轻标准个性化	软品牌
加盟签约时长	1 年	10 年	8 年	8 年
加盟改造费用		3.5 万元/间	8500 元/间	1.5 万元/间
物业管理系统	无	5000 元初装费+1200 元/月维护费	无	3000 元初装费+400 元/月维护费
保证金	无	5 万元	无	5 万元
工程设计费	无	1.6 万元	1.5 万元	2 万元
客房数量要求	30 间起（特殊情况 7 间起）	不少于 30 间	不少于 60 间	不少于 50 间
运营经理费用	无	1.3 万元/月	无	1 万元/月
加盟最低启动资金	0 元	120 万	63 万	95 万

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

2.2.2 销售端：强地推基因下，完成线下到线上的转化

无论在印度还是中国，OYO 致力于从“微市场”入手。相比于大部分传统连锁酒店从线上挖流量，为了避免在线上受制于 OTA 平台，OYO 更倾向于拓展线下流量，OYO 称之为“微市场”（Micro Market），为此专门组建了庞大的地推团队，从小型社区发掘线下客户，与旅行社、翻译、的士司机和巴士运营商沟通，搭建线下引流渠道，最终实现线下流量到线上流量的转化。

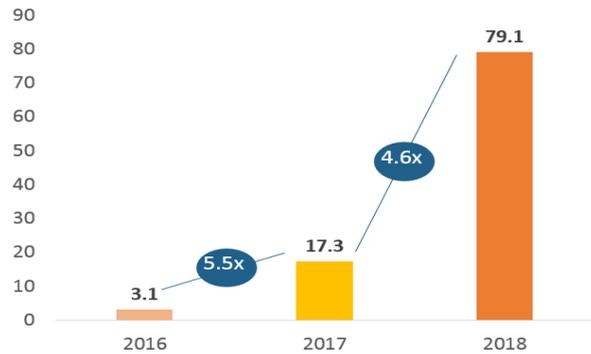
◆ **印度：流量来自线上，碎片化市场中品牌力提升迅速。**印度本土移动端预订量目前占到 OYO 总预定量的 70% 以上，而其中的 95% 来自其自有的 App。线上高占比表明 OYO 从线下流量到线上流量的转化在本土的完成度较高，受众人群对品牌的认可度不断提升，OYO Wizard（忠诚客户计划）会员数量在过去两个月内增加了 50%，而活跃用户（6 个月内入住超过 5 次的客户）数量近三年复合增速超过 400%。

图 24:OYO Wizard 会员体系发展



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

图 25:OYO 印度地区活跃用户人数(万人)

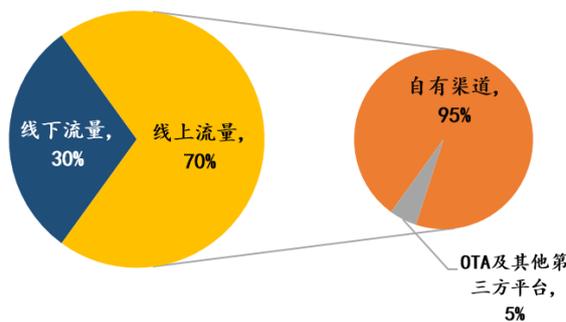


资料来源：公司年报、东兴证券研究所

印度本土品牌化进程较快，得益于其经济型连锁品牌的空缺。在 OYO 兴起前，印度酒店业不成体系，呈现高度碎片化，在品牌化经济型酒店出现之前，消费者不得不面对参差不齐的服务和不对称的价格，经济型酒店市场由于自身融资受限，无法在规模化的基础上提供标准的服务体验。而 OYO 在资本的支持下凭借轻资产运营模式整合国内酒店行业，填补了印度国内经济型酒店品牌的空缺。

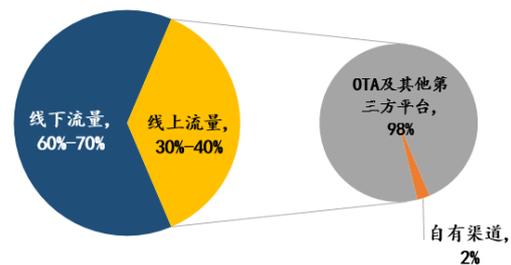
◆ 中国:流量来自线下,成熟市场中品牌力提升较慢。OYO 方面曾表示约有 72% 的用户来自线下 walk in, 携程、飞猪等线上 OTA 平台的客单量占比不到 30%。综合草根调研数据,我们推测中国地区 OYO 订单来源中,OTA 渠道占比为 30%-40%, 线下渠道占比为 60%-70%, 自有 APP 渠道占比不到 1%。对比 OYO 在印度本土 70% 的线上订单贡献和 95% 的自有 APP 渠道占比,中国国内 OYO 的品牌效应较弱,尚且无法影响用户消费行为,完成线下到线上的流量转化。

图 26:印度市场订单渠道分布



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

图 27:中国市场订单渠道分布



资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

中国区品牌化进程较慢，我们认为主要受国内成熟的经济型酒店和 OTA 市场所影响。一方面是国内经济型酒店经过较长时间的发展，已经拥有成熟的市场格局，与印度经济型酒店品牌空缺不同，国内的 7 天、汉庭、如家等经济型酒店经过十余年的发展，品牌早已深入人心，因此新手 OYO 难以在成熟市场中迅速突出重围；另一方面，国内 OTA 市场渗透率高，在酒店产业链条中享受更高的话语权，OYO 在品牌建设的过程中势必会受制于国内 OTA 巨头，相比之下印度的情况却截然不同，来自印度国内 OTA 的订单仅占到总量的 3%。

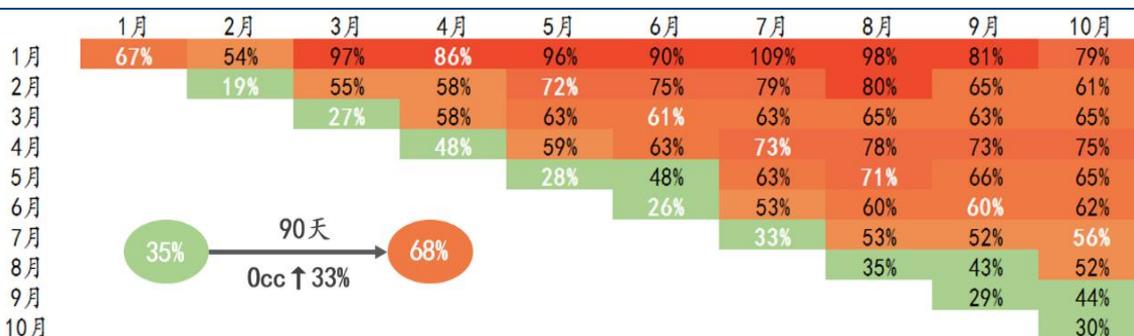
2.3 OYO 盈利模式解析

2.3.1 以低价带量升，提升综合 RevPar

OYO 目标酒店多为中小甚至微型单体酒店，整体入住率和平均房价较低，也正因如此，这些酒店经一定标准化、品牌连锁化提升后，经济效益和 Revpar 的提升潜力更高。OYO 通过帮助加盟商提升 Revpar，进而从营业额中抽取佣金。考虑到 OYO 酒店加盟不收费，仅收取 3%-8% 的酒店营业额作为佣金，因此提高加盟酒店的营收成为 OYO 实现盈亏平衡的关键。

OYO 方面统计的数据显示，在吸纳单体酒店加盟之后，通过多手段的优化措施，90 天后酒店入住率将翻一倍。优化措施中包括门头更新、动态定价管理、PMS 系统优化等等，而降低房价为其中最直接有效的措施，降价后的房价与周边连锁酒店形成显著的价格差异，通过价格优势吸引客流，并相应地提高 RevPAR。

图 28:2018 年加盟 OYO 后酒店入住率提升情况



资料来源：公司年报、东兴证券研究所（注：表格统计内容为自“纵轴”月份开业以来，截止“横轴”月份时的入住率情况）

我们对调价提量幅度对于 RevPAR 的影响进行敏感性分析，为保证获得相对客观的结果，我们在 OYO 提供的入住率数据基础上，结合草根调研结果做出以下推论：假设，酒店在加盟前的入住率为 40%。

若 ADR 降低 25%、Occ 提升 25pct.，则 RevPAR 将同比增 22%。即加盟 OYO 后，酒店房价同比平均下降 25%，若入住率能提升 25pct.至 65%时，则对应 RevPAR 将同比增长 22%。

为保证 RevPAR 水平不下滑，调价政策存在临界值。当 ADR 降幅为 25%时，入住率需至少提升 13pct.，才能使 RevPAR 维持原先水平，当入住率提升比例为 25pct.时，平均房价需降近 40%才能使 RevPAR 维持原先水平。

在平均水平下，Occ 影响 RevPAR 变化的弹性更大。若入住率为 40%的条件不变，ADR 弹性 $\frac{\Delta RevPAR/RevPAR}{\Delta ADR/ADR} =$

$-\frac{(40\%+Occ)}{40\%}$ ，假设 Occ 保持提升 25pct.的水平不变，则弹性为 1.625，即 ADR 少降 10%，RevPAR 提升

16.25%；Occ 弹性 $\frac{\Delta RevPAR/RevPAR}{\Delta Occ/Occ} = \frac{1-ADR}{40\%}$ ，假设 ADR 保持提升 25%的水平不变，则弹性为 1.875，即 Occ

提升 10%，RevPAR 提升 18.75%

图 29:OYO 酒店 RevPAR 对调价提量的敏感性分析

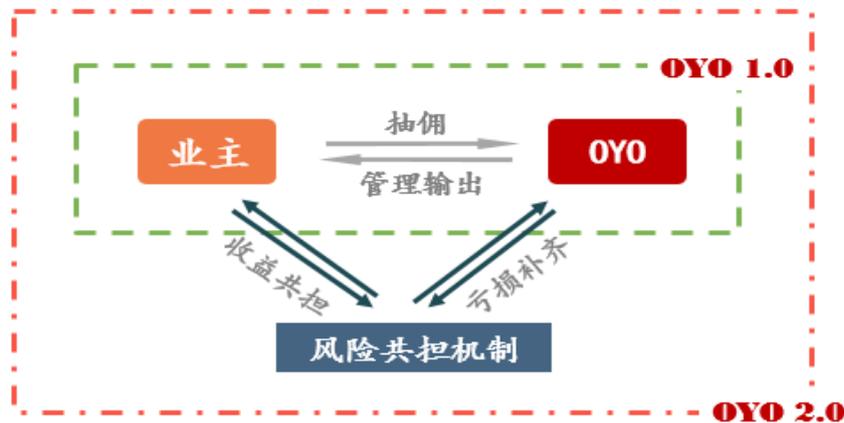
降价提量敏感性分析		Occ提升百分比						
		10pct.	15pct.	20pct.	25pct.	30pct.	35pct.	40pct.
ADR降价幅度	10%	13%	24%	35%	46%	58%	69%	80%
	15%	6%	17%	28%	38%	49%	59%	70%
	20%	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%
	25%	-6%	3%	13%	22%	31%	41%	50%
	30%	-13%	-4%	5%	14%	23%	31%	40%
	35%	-19%	-11%	-2%	6%	14%	22%	30%
	40%	-25%	-18%	-10%	-3%	5%	13%	20%

资料来源：东兴证券研究所

2.3.2 升级 2.0 模式，与加盟商共担风险、共享收益

新模式下业主享业绩保底，亏则补偿盈则共享。2019 年 5 月 30 日，在 OYO 酒店战略升级发布会上，公司正式推出了 OYO 酒店 2.0 模式。从 6 月 1 日开始，OYO 酒店 2.0 模式将在全国范围启动。在全新模式下，OYO 酒店的盈利模式将从支付加盟费、简单抽成，转变为品牌方与业主共担风险、共享收益。OYO 将给加盟酒店业主经营业绩保底，若达不到业绩目标，总部将对缺口部分进行补偿，而若盈利则双方共享利润，OYO 酒店将与加盟商共同承担经营状况波动、市场形势变化所带来的风险。从平均水平来看，我们假定两成酒店仅完成业绩目标的 80%，按 10% 的酒店行业净利率计算，收益补贴总额将占 OYO 总营收的 8%（5% 的佣金水平下）。

图 30:2019 年 6 月起 OYO 升级为 2.0 模式



资料来源：东兴证券研究所

2.3.3 OYO 中国市场收入成本拆分

从规模数据来看，OYO 的确在中国创造了开店神话，不过，低价竞争的模式如何实现盈利，是 OYO 目前面临的重大问题。在此我们对 OYO 近两年的收入成本进行拆分。

保守估算，OYO 在华累计亏损已超 20 亿元。根据下表，我们粗略估计，OYO 进入中国市场的第一年，实现总收入约 8000 万元，但在扣除门店改造费和人工成本之后，亏损规模大致为 5.2 亿元。2019 年，OYO 酒店经营规模持续扩大，随之而来是更高的改造费和人工成本，加之 2019 年 6 月开始的“共担风险，共享收益”补贴行动，以及上架 OTA 所付出的天价通道费，我们测算亏损规模将达到 16 亿元左右。

表 8:OYO 中国市场 2018-2019 年收入成本拆分

科目名称	2018	2019	备注
ADR (元)	130	130	保守估算
Occ	45%	50%	考虑到新店开业, Occ 提升需要过程
平均房量	55	55	官方数据
一年天数	360	360	一年按 360 计算
酒店家数	2,300	9,800	2018 年末酒店数量 4600 家, 2019 年酒店数量预计 15000 家, 取年中均值
酒店总营收 (万元)	199,807	630,630	酒店年营业额
佣金比例	4%	5%	实际佣金比例 3%-8%
有效佣金比例	75%	50%	临近续约期, 僵尸店现象愈发严重, PMS 非排他性导致入住数据统计不全
OYO 总营收 (万元)	7,992	31,532	假定 OYO 所有营收均来自抽佣
补贴额推算 (万元)	-	1,788	2.0 版本酒店预估在 2019 年底达到 10000 家, 对 20%仅达成八成业绩指标的 2.0 酒店进行收益补贴
酒店改造 (万元)	20,000	31,957	2018 年官方预算为 2 亿元, 2019 年按酒店数量推算
OTA 通道费 (万元)	-	58,000	美团按 5 万一家收费, 携程共 1.8 亿元
人工成本 (万元)	30,000	70,000	2018 年末员工数量 6000 人, 推测 2019 年末员工数量 8000 人, 取年中均值
其他运营成本	10,000	30,000	包括拓店成本、宣传开销等其他运营成本
净亏损	-52,008	-160,213	总营收减去成本
净亏损占酒店营收比重 (%)	26.03	25.41	净亏损/加盟酒店总营收

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

表 9:OYO 印度市场营收情况 (单位: 千万卢比)

科目名称	2017	2018	2019 (预估)
酒店营业额	798	1,768	4,921
YOY	2.0X	2.2X	2.8X
佣金比例 (%)	8.3	18.7	-
OYO 营业额	120	416	1,481
YOY	-	3.5X	3.5X
净亏损	355	360	-
净亏损占酒店营收比重 (%)	44.5	20.3	10.4
扭亏幅度 (%)	-	54.3	48.7

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

在 2018 年 9 月融得 10 亿美元后, OYO 计划将其中 6 亿投向中国市场, 目前保守估计这笔融资已经花去大半, 主要去向为 OTA 通道费和人工成本, 19 年之后的运营成本预计仍将维持在高位。我们认为, OYO 在中国地区若想达到印度市场出现的扭亏态势仍需要一定时间, 公司目前尚需在精简成本的基础上谋求新一轮资本投入。

2019 年之后，短期来看，随着加盟酒店数量趋于饱和，酒店改造费用将大幅减少，人工等运营成本将随管理效率的提升而相应减少，成本总体呈现下降趋势，但 OTA 通道费仍在成本端占据较大比重。长期来看，参考印度逐年扭亏的发展模式，我们认为逐步提升佣金水平、发展自营渠道和提升精细化管理，将成为中国 OYO 提升净利水平的关键。

2.4 爆款成功逻辑梳理——关于细分市场消费升级与互联网“烧钱”模式的讨论

OYO 的横空出世，让我们对于近年来多个行业陆续出现的资本加持“烧钱+爆款”创业公司进行了一些思考。爆款意味着现象、流量和用户变现，不同行业产品的成功路径也不尽相同，我们在这里聚焦细分市场消费升级，对 OYO、拼多多、瑞幸这些行业爆款的成功逻辑进行比较分析。

表 10:互联网爆款成功逻辑分析框架

分析框架		OYO	拼多多	瑞幸
核心创新点（引火线）		零加盟费	拼单砍价	外卖咖啡
扩张路径（助燃气体）		资本投入		
定位人群（投放区域）		小镇人群、追求性价比的城市人群		
需求挖掘（引爆物）	小镇人群	消费需求升级（品牌需求）		
		出游住宿	在线网购	咖啡精神需求
	城市人群	利用高性价比产品挖掘新需求		
正外部性（正向威力）		提升低端酒店连锁化水平	扶持中小企业	商业咖啡市场开拓

资料来源：东兴证券研究所

2.4.1 引火线：核心创新点

- ◆ **OYO**：零加盟费。相比国内其他经济型酒店品牌动辄几十万乃至上百万的加盟费用，OYO 不仅免去了加盟费，亦不收取 PMS 系统相关费用及线下运营支持如店长派驻等费用，甚至对门店装修升级费用进行补贴，如此的加盟形式对业主的吸引力巨大，得以迅速整合国内零散的小规模单体酒店。
- ◆ **拼多多**：拼单砍价。不论是多人拼单获得折扣，还是转发砍价获得优惠，拼多多抓住的都是消费者喜欢“占便宜”的心理，低价是突破的关键，借助大范围的营销和自行转发砍单进行流量传播，平台在短时间内积累了大量人气。
- ◆ **瑞幸**：外卖咖啡。凭借线上外卖和线下门店一体化的运营模式，瑞幸咖啡既能实现一部分人“半小时送达”的愿望，也能满足一部分人“门店社交”需求，是咖啡消费模式的创新之举，为消费者提供了咖啡消费的“性价比”和“便捷”兼备的新选择，令改变国人咖啡消费习惯成为可能。

2.4.2 助燃气体：扩张路径

无论是 OYO、拼多多还是瑞幸，规模扩张之路上都少不了资本的支持。其中 OYO 和瑞幸都是在拿到融资后开启疯狂开店模式，做高门店数量，形成规模化。瑞幸上市前四轮融资共计近 38 亿元人民币，OYO 目前也累计融资 27 亿美元（其中 10 亿美元仍在洽谈中）。2018 年上市前夕，拼多多亦是完成了 4 轮融资，累计融资额超过 17 亿美金，资金去向大多为营销投入。

2.4.3 投放区域：差异化定位人群

小镇人群近年来的关注度持续走高，他们数量庞大、拥有一定的消费能力、对品牌有一定的追求，成为了新一代消费群体中的中坚力量。爆款的定位人群包括消费水平日益提高并对品牌有一定需求的小镇人群，以及追求高性价比的城市人群，差异化定位是核心。

2.4.4 引爆物：需求挖掘，做下沉市场的消费升级

小镇人群：品牌需求

- ◆ **OYO**：出游住宿。OYO 致力于在非标单体酒店市场提供标准化的住宿环境，其依托规模而逐渐成长的品牌影响力恰恰满足了小镇人群对标准化产品和品牌的需求，无论是出游还是商旅，OYO 正成为越来越多小镇青年的理想选择。
- ◆ **拼多多**：在线网购。拼多多的成功关键正是在于挖到了低线城市小镇青年这座尚未被完全开发的金矿，这几年随着三四线城市居民财富不断积累，小镇青年生活品质的提升和对美好生活的追求为拼多多的爆发式增长提供契机。
- ◆ **瑞幸**：咖啡精神需求。瑞幸咖啡定位于新零售咖啡市场，主打高品质现磨咖啡，但其价格较星巴克、COSTA 等已有品牌存在明显的价格优势。瑞幸以更低的价格，提供了品质与已有大牌比肩的咖啡产品，降低了小镇青年接触咖啡生活、咖啡文化的门槛，满足了这个群体对咖啡的精神需求。

城市人群：高性价比产品需求

- ◆ **OYO**：多元需求。优质的产品供应会改变市场，品牌自身便可创造新的需求，并产生新的使用案例。OYO 正挖掘城市人群对住宿类产品的全新需求，拜访亲友时住在附近、差旅人士的临时办公场所、周末与朋友开启“游戏之夜”等等。
- ◆ **拼多多**：高性价比产品购物。城市人群虽然整体消费水平相对较高，但是大多数消费者尚处在无法任性消费的阶段，依然保持着对物美价廉商品的追求，拼多多的用户分布中，一线和二线城市人群占据三分之一。
- ◆ **瑞幸**：咖啡生理需求。随着人群的消费水平逐渐提高，咖啡的“轻奢”属性下精神需求逐渐弱化，但“饮品”属性令其生理需求越来越强，人们的咖啡消费习惯逐渐被培养。

2.4.5 正向威力：正外部性

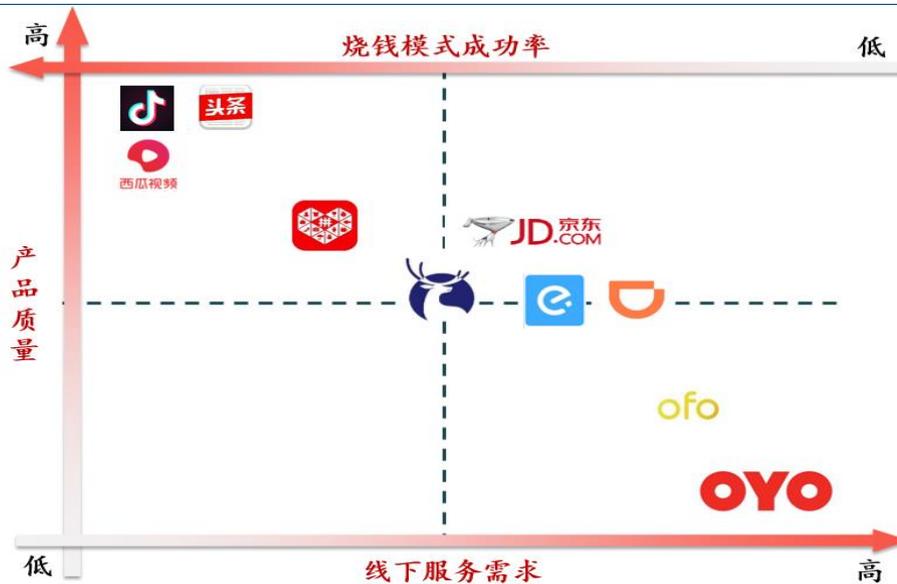
- ◆ **OYO**：提升中国酒店连锁化水平。在 OYO 进入中国市场之前，我国酒店行业整体连锁化率不到 20%，而美国酒店市场的连锁化率已超 70%。OYO 掀起的这股“轻加盟”浪潮将加速连锁化率提升，增强品牌集中度，为中国酒店业良性发展提供原动力。
- ◆ **拼多多**：扶持中小企业。2018 年 12 月，拼多多宣布推出“新品牌计划”。该“计划”旨在打造支持中国中小微制造企业成长的系统性平台，扶持 1000 家各行各业的工厂品牌，具体帮扶措施包括大数据支持、专家诊断、研发建议等，以增加商品曝光度，支持其品牌化建设。
- ◆ **瑞幸**：商业咖啡市场开拓。利用线上线下相结合的新零售模式，瑞幸一路宣扬着“无限场景”的品牌策略，以革命者的姿态，重塑了国内现磨咖啡市场格局。瑞幸打破了由星巴克一手缔造的“第三空间”单一社交场景，快速实现了“人找咖啡”到“咖啡找人”的转变，“无限空间”策略撬开了国人的咖啡市场，引发零售商对新消费模式的思考。

2.4.6 爆款模式思考：“烧钱”模式——成功核心在于卖产品还是卖服务

行业对线下服务的需求水平，决定了“烧钱换用户”的互联网模式成功概率。互联网时代的企业打破了原先“推出产品——打造品牌——创造品牌价值”进而吸引用户的模式，变为“烧钱换用户——规模化换话语权——完善产品”的过程，“烧钱换用户”成为互联网时代最常见的商业手段。

线下服务需求越低的领域，纯“烧钱”模式成功率越高，如今日头条、抖音、西瓜视频类线上内容 APP，基本不需要线下服务，在各家内容相似的情况下，用户很容易被补贴吸引，进而成为粘性用户；**线下服务需求越高的领域，纯“烧钱”模式成功率越低**，O2O 是互联网时代最普遍的商业模式，线下端用户体验至关重要，因此一家互联网企业所涉及的线下服务面越多，则其面临的挑战也越大，相应的纯“烧钱”成功率也越低。拿拼多多与 OFO 作比，拼多多用户体验环节涉及选购、咨询、付款、售后等等，除第三方送货环节以外，基本都在线上完成，拼多多凭借拼单砍价的方式笼络了大量用户。OFO 用户体验环节基本在线下部分，相比于补贴，单车地理位置分布、骑行体验更主导了用户在不同共享单车品牌间的选择，而 OFO 低质量线下服务体验导致其在共享单车竞争中处在相对劣势。

图 31: 线下服务需求与“烧钱”模式成功率关系图



资料来源：东兴证券研究所

我们认为，OYO 所处的酒店行业对线下服务的要求极高，单纯依靠“烧钱”模式难以维持。酒店行业服务为王，用户体验的好坏基本上取决于线下的服务质量，OYO 仅仅完成规模扩张远远不够，精细化管理是未来工作的重中之重。

2.5 华住多面出击，对标经济型酒店新兴力量

2.5.1 一季度调高全年开店指引，酒店结构持续优化

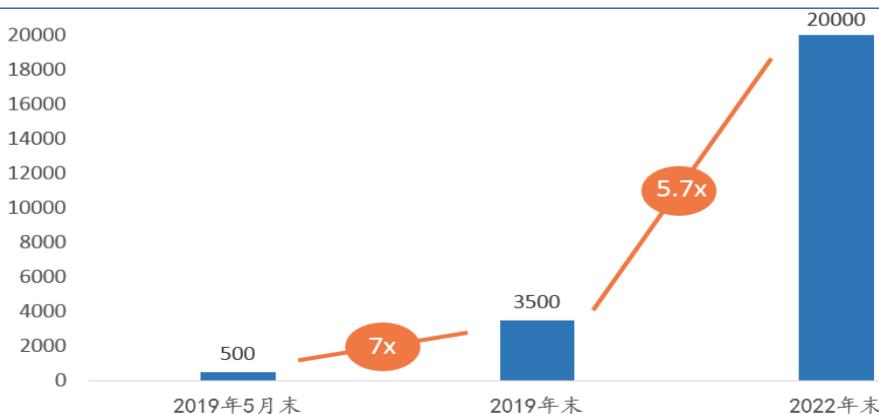
华住从管理经济型酒店汉庭开始，通过自身扩张和外延并购的模式逐渐完善品牌体系，经过近 15 年的发展，目前覆盖经济型、中档和高档等 18 个品牌，拥有酒店 4396 家，总房量接近 44 万间。华住 2019 年 Q1 营收同比增长 14%，其中中高档酒店的营收增长 30%，占总营收比例提升 7pct. 至 54%，中高端布局效果持续显现。公司一季度上调全年开店指引 300 家至 1100-1200 家，目前待开业酒店数量 1311 家，其中中高端品

牌占 86%，酒店结构有望持续优化。在经济型酒店领域，面对新竞争者 OYO，华住同样在集团和公司层面分别制定了应对手段。

2.5.2 集团层面投资 H 酒店，掀单体酒店收编战

华住投资经济型连锁新品牌，计划四年开出 2 万家。2019 年 5 月 30 日，华住集团和 IDG 资本联手投资的 H 连锁酒店在成都正式亮相。官方统计显示，品牌创立 100 天以来，H 连锁酒店目前已覆盖全国 80 个城市，加盟酒店超过 500 家，总房间数超 30000 间，入住客人超过 100 万，今年底预计加盟酒店数达到 3500 家，2022 年底超过 2 万家。

图 32:H 酒店未来开店计划（单位：家）



资料来源：东兴证券研究所

盈利模式与 OYO 类似，加盟门槛相对更高。H 连锁酒店采取免收加盟费、事后抽取较低佣金的盈利模式，但 H 连锁酒店相对 OYO 而言设置了相对严格的加盟标准：如要求加盟门店月收入不低于 9 万元、平均客房价格在 120 元至 400 元、酒店必须具有消防许可证等。加盟后，还会围绕软装、门面、酒店运营系统、人员培训、流量、会员体系等方面进行升级改造，H 酒店还将向加盟商提供平均每家店 5 万元的改装费。

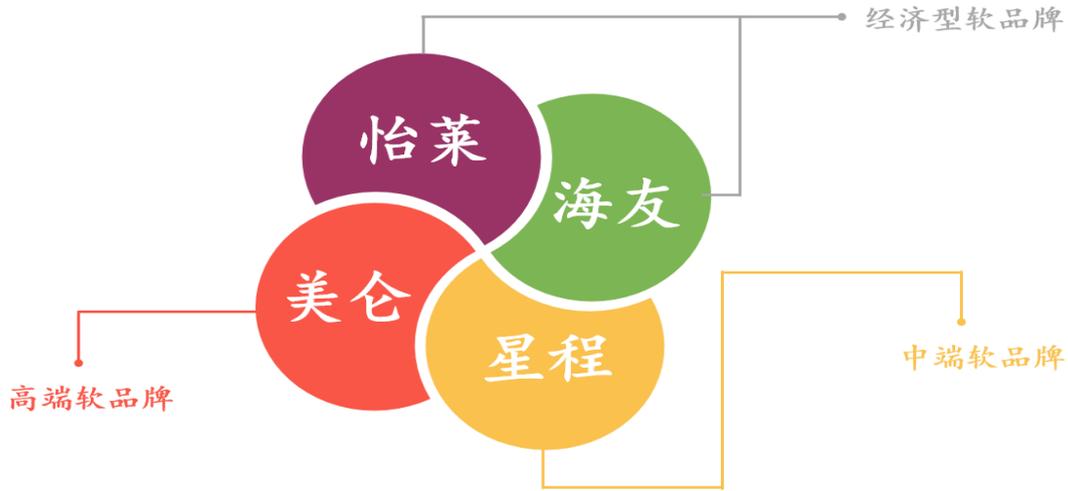
酒店系统全面对接华住，算法科技赋能单体酒店升级。值得注意的是，作为拥有华住血统的酒店品牌，H 酒店在酒店运营管理系统方面要求加盟商必须使用华住统一的管理系统。PMS（客房管理系统）、CKS（中央预订系统）和 CRM（会员管理系统）三大系统都强制要求使用，实现对加盟酒店的信息互通。华住的 IT 系统一直以来都代表着行业的最高水平，增加系统终端对于华住而言几乎不存在边际成本，但对 H 酒店而言，互通系统将带来巨大的效率优势。

2.5.3 软品牌建立，轻资产成连锁化新模式

国际酒店集团已有先例，低门槛加盟更具诱惑。所谓“软品牌”并非新概念，建立软品牌的目标是通过轻资产的模式整合市场中的单体酒店，全球范围内的单体酒店连锁化趋势已持续多年，几乎各家国际酒店集团都推出了软品牌，如万豪的 Autograph Collection、雅高的 MGallery、希尔顿的 Curio 等等。一般来说，软品牌的加盟费用较硬品牌要低 30%-50%，且改造成本也更低，符合单体酒店的盈利模式。

整合单体酒店任重道远，多品牌全领域推进“软品牌”建设。在上市公司层面，针对 OYO 在华的激进态势，华住同样采取了相应的防御措施，即提速“软品牌”加盟进程，年内将扩张 300-400 家“软品牌”加盟商，涉及旗下四个品牌：海友、怡莱、星程、美仑，分别对应经济型、中端和高端市场。

图 33:华住“软品牌”全领域布局



资料来源：东兴证券研究所

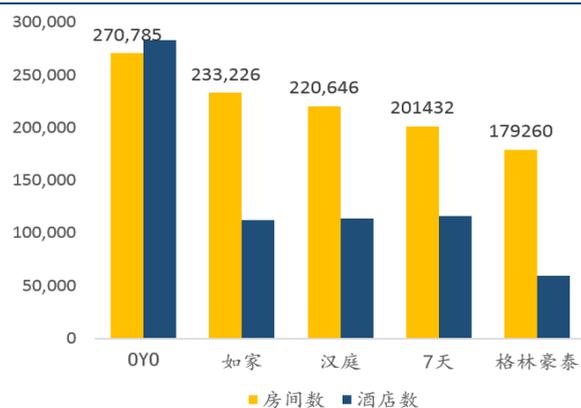
目前中国市场还有约 80% 的酒店以单体形式存在，这部分市场仍有巨大的空间值得连锁品牌去探索和整合，“软品牌”相对传统加盟方式而言费用更低，工程量小，整合的过程也相对轻松。单体酒店加盟后可以共享中央采购系统、收益管理平台、线上导流渠道等，有助于降低经营成本、提升运营效率。

3. 观点聚焦

3.1 新玩法颠覆经济型酒店市场，引发传统集团防御性新思考

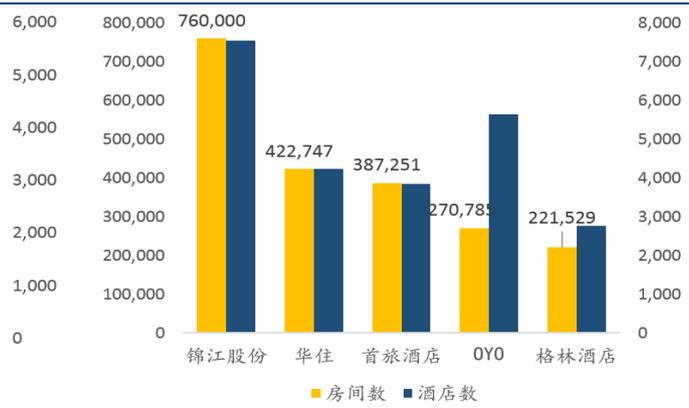
新玩家入局，巨头再聚焦经济型市场。近年来经济型酒店的热度似乎已经过去，一二线城市空间饱和，三四线城市下沉困难，经济型酒店遭遇扩张瓶颈，靠经济型起家的酒店巨头们纷纷聚焦中高端市场，将公司资源向中高端品牌建设和新店开发倾斜。OYO 于 2017 年底入局酒店市场，目光定位于下沉市场的中小微单体酒店，以“零加盟费”模式掀起了单体酒店收编热潮，凭借 50 万房量在短时间内改变了经济型酒店市场格局，跃升为国内酒店集团规模第二、连锁品牌规模第一的头部玩家，传统酒店巨头们纷纷重新思考经济型酒店市场发展路径。

图 34:国内连锁品牌规模排行（截止 2018 年末）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 35:国内酒店集团规模排行（截止 2018 年末）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

酒店联手 OTA 入局经济酒店，瞄准 OYO 教育后市场。在 OYO 现象之后，在瓶颈期徘徊许久的经济型酒店市场再度升温，国内酒店集团和 OTA 密集推出新的轻加盟酒店品牌，这些品牌效仿了 OYO 的扩张模式，免去了业主加盟费或者仅收取极低的加盟费用。新品牌商在 OYO 之后省去了新加盟模式下教育市场的成本，看准了二、三季度 OYO 加盟商一年制合同到期的契机进场，希望在三至五年内实现规模化运营。OYO 的入局，使得原本聚焦中高端品牌建设的酒店业，在轻加盟模式的引领下，有望再次深挖经济型市场潜力，对酒店行业也是一项创造性探索。

表 11:轻加盟品牌项目及开店目标

酒店集团		项目	开店目标
华住		H Hotel	4 年内开出两万家门店
		“一宿”平台	1 年内开出百家门店
美团		轻住	2022 年前 1 万家门店
携程	同程艺龙	OYU	目标 2000 家，完成时间取决于酒店品质
	旅悦集团	索性	5 年内 1 万家门店

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

3.2 四问，OYO 未来发展之路仍具不确定性

现有引流方式是否具备可持续性？

OYO 一直以来都在培养加盟商线下获客水平，持续引入来自美团、饿了么等互联网公司的地推团队，逐步积累出强大的线下能力，目前 OYO 大约七成的客户为线下直接进店消费。对于 OYO 而言，保持客流量意味着公司将在地推团队的维持上投入大量的成本，这与印度目前以线上自营 APP 为主的模式大相径庭。凭借地推团队维系线下客流拥有极大不确定性，团队流动性、同业竞争使得现有引流方式的可持续性较低，线上渠道依然是未来主流，OYO 面临着是转型做自营渠道还是与国内 OTA 谈判降低成本的选择。

如何用有限服务提升用户粘性？

目前 OYO 在中国依然是以“规模扩张”为首的整体态势，精细化管理落实情况并不理想。在有限服务酒店行业中的长尾市场，酒店管理难以把控的情况下，OYO 在提升用户粘性方面面临巨大的挑战。参考印度模式是解决办法之一，迅速构建会员体系，完善包括会员优惠、会员积分等等政策，并进一步鼓励活跃度高的用户，培养一批真正的“OYO 粉”。

行业低门槛如何保证业主续约率？

OYO 官方公布的 97%续约率恐含水分，僵尸店的存在将使得实际续约率远远低于官方数字，仅仅是简单装修的贴牌加盟，管理层面又差强人意，除非经营数据出现较大改观，否则业主很容易在一年合同到期后选择解约。叠加现阶段，酒店与 OTA 巨头纷纷试水轻加盟酒店业务，没有护城河的 OYO 很难保证自己的加盟商不会被反贴牌。目前 OYO 在中国地区应积极落实 2.0 模式的承诺，凭借共担风险共享收益拉近与加盟商之间的关系，才能有别于竞争者，有效保证合同到期之后的续约。

“烧钱”之路的终点是 OTA 还是酒店库存供应商？

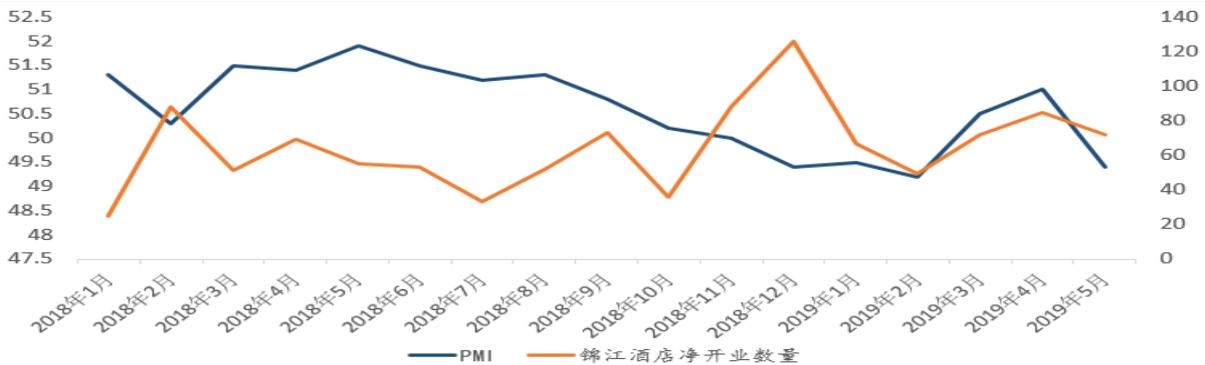
前文在关于爆款的讨论中，我们的核心论点已经提到，在线下服务需求越高的领域，纯“烧钱”模式成功率越低，OYO 处在以服务见真章的酒店行业，我们认为仅仅凭借资本的力量扩张行不通，未来 OYO 依然需要明确未来的战略定位，究竟是类 OTA 的旅游聚合平台，还是专注的酒店库存运营商。若做平台，该如何面

对国内成熟 OTA 产业的挑战；若做酒店，该如何处理与 OTA 巨头的战略合作关系，这些都是 OYO 在中国地区亟需解决的事，我们将持续关注 OYO 包括战略定位在内多方面工作的推进程度。

3.3 宏观经济下行通路，反成酒店整合黄金期

19 年宏观经济依旧承压，龙头酒店净开店提速势头强劲，中高端占比持续提升。自 2018 年以来宏观经济成明显下行趋势，宏观经济波动与酒店业景气程度关联密切，即受宏观经济波动影响的企业商旅活动进一步决定酒店入住率。因此在宏观经济下行区间，酒店 RevPAR 表现也将呈现弱势。然而，在宏观经济下行的大趋势下，国内主要酒店集团在 2019 年纷纷提高开店计划，以锦江为例，2019 年 1-5 月每月月度净开店数据较去年同期平均提升 44%，其中中高端待开业酒店占比 74%。对待潜在可翻牌酒店而言，经济环境下行周期，经营业绩承压，促使酒店业主寻找新的连锁品牌加盟，以增加酒店入住率，提升管理运营效率；对连锁酒店而言，考虑到酒店加盟意愿积极，在此时进行收购整合将享受更低的成本，进而促成大量酒店翻牌。

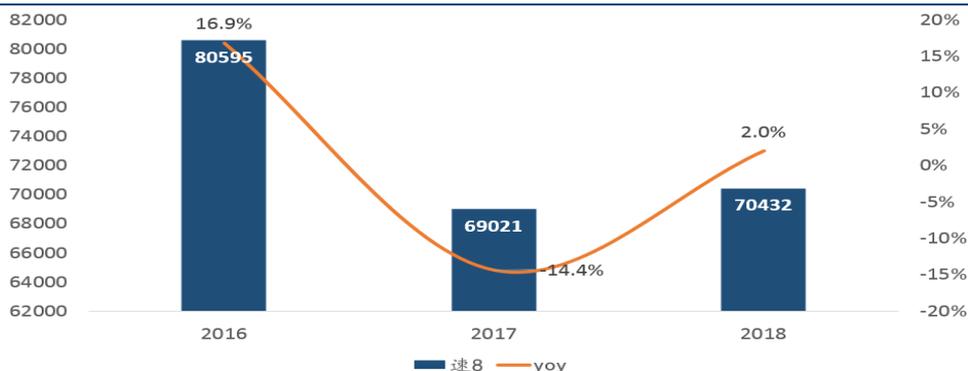
图 36: 2018 年初至今 PMI 走势与锦江酒店净开店数量对比



资料来源：Wind、锦江股份公告、东兴证券研究所

潜在可翻牌酒店来源有二，一是国内单体酒店，二是外资背景经济型酒店。国内单体酒店数量多、规模小，在行业寒冬之际所面临的经营压力更大，因此弱势周期正是收编单体酒店的黄金时期；同时，外资背景的经济型酒店相较于国内品牌缺乏本土优势，或将逐渐贡献自身市场份额。在 OYO 进入中国市场前，温德姆酒店集团下的速 8 酒店一直是国内最大规模的外资酒店品牌，然而，盈蝶咨询数据显示，速 8 的房量数据在 2017 年出现显著下滑，2018 年基本持平，若速 8 酒店在经济下行期水土不服状况愈发严重，我们推测其市场份额很有可能将逐渐被拥有本土优势的国内龙头吞并。

图 37: 中国地区速 8 酒店房量变化情况



资料来源：盈蝶咨询、东兴证券研究所

轻加盟助力行业加速整合，酒店连锁化率借势提升。低入住率令酒店经营数据难有起色，业绩承压的酒店不得不谋求新的出路，连锁品牌在此时进行收购整合将享受更低的成本，与此同时，轻加盟模式大大降低单体酒店加盟门槛，移除了传统加盟模式启动资金较大的障碍，OYO 极大地发挥了轻加盟的优势，短时间内在国内形成现象级的规模，且带动传统巨头重新重视下沉酒店市场，此举进一步助力行业内整合，有利于提升国内酒店行业连锁化率。

综合以上，我们认为，OYO 的出现瞄准差异化市场，在红海中找蓝海，以轻加盟新模式开创了酒店行业新路径，这是一种创新的尝试，也引发了酒店业整体思考。但是由于其“互联网烧钱”模式在服务质量要求高的酒店行业，难以获得持久优势，未来其发展仍需关注路径选择：做平台直面 OTA 竞争，或是强化酒店管理能力深耕酒店市场。无论未来采取怎样的发展路径，OYO 的出现已然提升了传统巨头对下沉市场的关注度，有利于提升我国酒店行业连锁化率水平。

4. 重点公司推荐

4.1 首旅酒店

与凯悦合作推出全新品牌“逸扉”，加速中高端市场布局。继 2019 年 2 月底首旅与凯悦成立合资公司后，双方的合作再度取得阶段性成果，于近日正式推出全新中高端酒店品牌“逸扉 (UrCove)”，首批两家酒店预计 2020 年底落地上海和北京。目前公司开业酒店数达 4061 家、开业客房数 39.84 万间。其中按门店数计算，中高端酒店占比 18.2%，加盟酒店占比 77.3%，中高端酒店数量仍低于同行水平（锦江 35%，华住 34%）。2019 年公司计划新开店不少于 800 家，较 2018 年开店计划 450 家显著提速，其中中高端酒店占比超 50%，在消费结构转型、中端酒店消费群体逐年增长的大背景下，公司通过旧店改造、开店提速和品牌合作的方式加快中高端市场布局，未来有望直接推动公司业绩增长。

直营酒店占比较高，周期属性放大业绩弹性。截止 2019 年 Q1，公司共有酒店 4061 家，其中直营店占比 23%，高于同行水平（锦江 13%，华住 16%）。考虑到酒店直营模式具备经营数据随周期波动大、弹性高的特点，在经济环境回暖时，高直营占比将为公司带来相对更快的业绩提升。现阶段宏观经济筑底态势延续，一旦预期转暖，叠加三季度旺季行情催化，或将有力推动公司业绩随上行周期反弹。

估值水平位于历史低位，性价比突出。公司作为行业龙头，过往 PE 水平在 40 倍左右波动，目前 PE (TTM) 估值仅 20.53X，EV/EBITDA (TTM) 估值仅 9.24X，估值处于历史低位，风险收益低，投资性价比突出。5 月份国内酒店经营数据同比转正，入住率/ADR/RevPAR 同比+3.25pct/+0.20%/+3.45%，随着暑期旺季到来，我们坚定看好经营数据边际改善及龙头估值修复。

盈利预测：考虑到公司持续推动存量产品结构升级，多手段提速中高端酒店布局，叠加高直营酒店受益上行周期业绩反弹，在旺季行情下有望迎来边际经营数据改善，我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 88.13、92.69、99.11 亿元；归母净利润分别为 9.63、10.69、11.99 亿元，对应 PE 分别为 16.13X、14.48X、12.87X。维持“推荐”评级。

表 12:首旅酒店财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,416.65	8,538.81	8,812.86	9,268.84	9,910.96
增长率 (%)	29.03%	1.45%	3.21%	5.17%	6.93%
净利润 (百万元)	659.22	892.34	1,060.63	1,156.55	1,277.35
增长率 (%)	97.78%	35.36%	18.86%	9.04%	10.45%
净资产收益率 (%)	8.60%	10.50%	11.74%	11.85%	12.08%

每股收益(元)	0.77	0.88	1.05	1.14	1.26
PE	23.16	20.46	17.13	15.68	14.16
PB	1.99	2.15	2.01	1.86	1.71

资料来源：东兴证券研究所

4.2 锦江股份

国内第一大酒店集团，客房量超 77 万间。公司自 2015 年开启收购之路以来，稳坐国内酒店规模第一的位置，先后将卢浮、维也纳和铂涛收入麾下，形成了以锦江、铂涛、维也纳和卢浮为代表的四大品牌体系。截止 2019 年 5 月酒店共拥有开业门店 7,788 家，开业客房 77.37 万间，按门店数计算，境内部分中高端酒店占比 46.7%，加盟酒店占比 86.9%（截止 2019 年 3 月），2019 年开店计划 900 家店。

品牌融合任重道远，持续整合推动提效进程。2019 年，公司持续推进“一中心三平台”建设，继续优化集团层面资源配置，进一步加强不同品牌在会员、渠道等方面的融合，理清集团酒店品牌矩阵。前期对不同品牌的收购较为密集，使得公司在财务费用和整合效率上都仍有较大的提升空间，降本增效带来的盈利提升值得期待。

5 月 RevPAR 同比大增，经营数据改善形成向上拐点。5 月受五一假期扰动，酒店数据较 4 月止跌回升，锦江国内酒店 5 月平均 Occ/ADR/RevPAR 同比-0.9pct./+8.4%/+7.1%，相对 4 月经营数据（-5.97pct./+2.75%/-4.67%）显著回弹。虽有部分原因在于五一假期调整，但同样反映了国内酒店经营数据出现向好趋势。下半年酒店行业进入低基期，叠加三季度暑期旺季行情催化，经营数据迎边际改善预期，行业龙头有望率先受益行业增长。

盈利预测：公司持续推动品牌融合，降本增效成果可期。最新一期经营数据大幅改善，旺季行情下看好估值修复。我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 154.92、168.73、183.16 亿元；归母净利润分别为 13.96、16.39、19.10 亿元，对应 PE 分别为 17.33X、14.76X、12.66X。维持“推荐”评级。

表 13: 锦江股份财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	13,582.58	14,697.42	15,492.18	16,872.93	18,316.30
增长率（%）	27.71%	8.21%	5.41%	8.91%	8.55%
净利润（百万元）	990.06	1,227.68	1,475.73	1,723.81	2,000.27
增长率（%）	37.73%	24.00%	20.20%	16.81%	16.04%
净资产收益率（%）	6.79%	8.58%	11.29%	12.43%	13.51%
每股收益(元)	0.92	1.13	1.46	1.71	1.99
PE	27.43	22.35	17.33	14.76	12.66
PB	1.86	1.92	1.96	1.83	1.71

资料来源：东兴证券研究所

4.3 华住

国内第二大酒店集团，中高端品牌先行者。从最早的经济型品牌“汉庭”开始，华住酒店集团凭借高效的管理团队和行业领先的经营效率，逐渐成长为多元品牌的国内第二大酒店集团，旗下原生品牌全季为公司探索中高端品牌酒店的成功实践，自 2012 年推出以来，已成长为国内第二大中端酒店品牌。截止 2019 年 Q1 酒店共拥有开业门店 4396 家，开业客房 43.96 万间，按门店数计算，中高端酒店占比 34%，加盟酒店占比 84%，2019 年开店计划 1100-1200 家店。

优化产品供给结构，积极发展“软品牌”。为应对来势凶猛的 OYO 酒店，华住沉稳应对，推出“软品牌”联

盟，包括旗下海友、怡莱、星程、美仑等，HHotel也是集团层面提供给加盟商的优质选择。HHotel和“软品牌”系列都将接入华住集团平台，享受公司提供的管理经验、运营系统、会员资源、IT技术等行业领先的经营资源，在未来可以有效对标OYO，帮助更多单体酒店实现效率提升和业绩增长，加速国内经济型酒店连锁进程，

4.4 格林酒店

轻资产加盟型酒店，门店主要分布三四线城市。公司2004年于上海开设第一家格林豪泰酒店，开业伊始便确立了有限服务的产品定位，现已经成长为国内第四大酒店集团，业务遍及国内290多座城市。截止2019年Q1酒店共拥有开业门店2829家、开业客房22.58万间，按门店数计算，中高端酒店占比4.33%，加盟酒店占比98.94%。截止2019年Q1，公司拥有待开业酒店数量481家，较去年同期增加51家。

加盟为主盈利能力强，开业提速应对OYO威胁。加盟店投入少、利润率高，高加盟比带来高盈利水平，近99%的加盟比带来格林酒2018年30.5%的ROE水平，高于同行业其他竞争对手。酒店结构方面，经济型酒店市场OYO影响力不容小觑，且目标市场大范围重合，公司正积极扩张经济型酒店门店数量；另外，公司在中高端酒店方面略有欠缺，在中国国内消费结构转变的大背景下，布局中高端市场顺应趋势，将有利于优化公司产品结构。

5. 风险提示

1、宏观经济下行，需求疲软 2、酒店扩张速度不及预期 3、加盟管理风险

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司点评	中国国旅(601888)事件点评:新政明确行业规范,健康长远发展可期	2019-07-06
行业深度	东兴证券教育行业深度系列之二:职业培训,经济转型与人口结构变化推动行业发展	2019-05-30
行业深度	免税产业报告:扬帆风正劲,免税黄金期	2019-05-17
公司点评	首旅酒店(600258.SH):2018年度报告点评,19年开店提速,结构优化下业绩增长可期	2019-04-22

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

研究助理简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，一年港股大消费及港股策略研究经验，目前专注于教育、餐饮、人力资源等消费服务行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。