

2019年12月11日

酒店

连锁酒店龙头加速展店的背后我们看到了什么？

■目前市场较多观点认为酒店的本次估值修复或更多受阶段性的投资风格切换及短期 PMI 超预期所致，持续性或相对不足。但我们认为，除了上述两点短期因素之外，酒店板块经过 2 年沉淀，目前短中长期的行业基本面或均已发生优化，而目前较多未被市场所充分认知。因此本次估值修复在后续市场对酒店基本面优化得到认可以及 2020 年展店加速兑现下，估值修复的持续性和幅度或有望好于市场预期，继续重点推荐锦江和首旅，重点关注华住及格林。

■龙头集中度加速提升：宏观增速放缓下单体加速翻牌成连锁，竞争格局优化助力龙头 19 年逆周期扩张提速，且 2020 年有望继续加快。连锁酒店凭借品牌溢价、自有会员、大规模采购和更低人房比，单店模型的投资回报率普遍高于单体酒店。因此在宏观下行时，中小酒店向头部酒店品牌商加盟的趋势在加强。三大龙头来看：①锦江 19Q1-3 已毛开店 1107 家，大幅度超出年初的 19 年 1000 家目标，预计 19 全年展店可超 1300 家，pipeline 酒店同样从 18Q1 的 2824 家持续增多至 19Q3 的 4229 家，展店或有望继续超市场预期；②首旅如家 18 年计划开店 450 家，19 年计划经济&中端开店 550 家、管理输出&云品牌开店 250 家，开店计划同样加速且 pipeline 酒店数 19Q3 继续增至 663 家，相比 18Q1 增多 118 家。③华住：19 年计划毛开店 700~800 家，而实际仅在 19Q1-3 毛开店达 1085 家（净增 921 家）大幅超出年初目标，并在 19Q3 财报中给出 2020 年计划开店 1700 家继续提速的目标，pipeline 酒店数同样从 18Q1 的 744 家大幅增至 19Q3 的 1736 家。因此虽 19 年作为宏观相对承压的一年，但酒店竞争格局持续优化，龙头均实现了加盟扩张提速和 pipeline 数量持续创新高，且成长加速或大概率在 2020 年延续，业绩韧性有望持续提升。

■业绩稳定性持续增强：直营店业绩占比已持续下降，整体业绩弹性逐步减弱，未来业绩及估值受宏观影响或逐步钝化。酒店龙头的直营店占比自 17 年来已持续下降，锦江和首旅 19Q3 直营店占比已降至 12.1%和 22.1%，相较 17Q1 已分别下降 32%和 25%，且未来加盟店仍将占据增量主流。从业绩和 RevPAR 的敏感性来看，直营店整体的平均净利率为 5~15%，下滑 1pct 的 RevPAR 将直接使得利润下降 4~8%；而新增加盟店无需任何资本开支，持续性提成为单店营收的 7~8%，且近乎为纯利润。因此，加盟店 1pct 的 RevPAR 下降，对应公司加盟业务收入和业绩的下降也大约为 1%左右。锦江和首旅产品结构近两年向轻资产模式持续优化，我们估测 1pct 的同店 RevPAR 下降对锦江和首旅扣非业绩的影响已从 18 年的 4.7pct 和 9.7pct 下降至 19 年的 3.1pct 和 7.4pct，在业绩端已使得受宏观周期的影响持续减弱，且估值现阶段已较大程度将宏观不利因素吸收，未来业绩和估值受宏观下行的影响或有望逐步钝化。

■降本增效业绩呈现韧性：降本提效推动酒店 19Q3 业绩改善，且人事变动落定后锦江 2020 年或迎更大控费潜力，业绩韧性或有望继续超预期。酒店板块 19Q3 经营数据虽然承压（锦江、华住、首旅整体酒店 19Q3 RevPAR 降幅环比 19Q2 均有所扩大），但降本提效下板块扣非业绩增速 19Q3 环比 19Q2 稳中有增。锦江由于在 16 年先后并表铂涛和维也纳，使得中后台人员上存在较多重复劳动，整体

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票	目标价	评级
600754 锦江酒店	31.20	买入-A
600258 首旅酒店	22.50	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.59	-3.51	-28.05
绝对收益	1.52	-4.27	-4.61

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

相关报告

费用率在并购后提升较大，17~18 年人事变动尚未落地，因此实施进度有所延后。本次 2019 年对铂涛和维也纳人事成功重组后，预计在 2020 年及以后或对前端（会员体系），后端（采购、财务、IT）实现更深入整合，实现各大酒店板块间的协同效应并降低成本，有望在 2020 年进一步释放降本提效潜力，提高业绩韧性。

■**对标海外：酒店龙头轻资产加盟扩张已延续 40 年以上，门店数量增多+龙头议价力提升+酒店产品升级+国际化拓展，EPS 及股价成长穿越周期。**复盘美国酒店龙头万豪和精选 2000 年至今发展，可以发现酒店龙头的股价仅在 2008 年金融危机时，美国 GDP 增速由 07 年的+1.9%大幅放缓至 09 年的-2.5%时 EPS 和股价会受到一定影响，但在 2011~18 年 3 次美国经济增速小幅放缓期间依靠酒店龙头高市占率下对 RevPAR 持续提升的议价能力、轻资产加盟扩张、产品结构持续升级以及海外本土的扩张，万豪和精选的 EPS 在 2000~2018 年复合增速分别达 10.2% 和 11.7%，期间并推动各自年均股价的复合增速达 11.8%和 15.2%，相比标普 500 的复合年化超额收益率分别达 8.0%和 11.4%，实现穿越周期持续上行。总结美国酒店行业和龙头的发展路径，可以看到行业大致分成 4 个阶段：1) 经济型连锁酒店导入期；2) 经济升中端首次升级期；3) 中端升高档二次升级期；4) 本土市场深度整合及拓展海外期。而国内目前仍仅处于第二阶段（经济升中端）的上半程，国内酒店行业仍是具备中长期成长的优质赛道之一。

■**中档酒店红利+高档蓄势待发+中长尾小酒店潜力逐步显现，酒店龙头长期成长潜力持续扩大。**①**中端酒店**：国内中端酒店的客房占全行业比重仅 13.8%，远低于美国的 53.7%。未来在房租上升+人工提升+人均可支配收入提升推动下，预计中档酒店的占比有望持续提升，且近年来锦江、华住、首旅的中端酒店大幅开店下，市占率持续提升，未来有望继续享受行业红利。②**高档酒店**：中端酒店始于 2013 年且租约大多为 8~10 年，在未来 5~8 年内国内酒店的租金预计在二次签约下或再次集中式上涨，届时预计带动更多高档酒店需求。目前，华住已推出禧玥、花间堂、美爵、诺富特和美居五个高端酒店品牌，并计划在未来 5 年开设 500 家高端酒店；首旅如家主打逸扉酒店备战中高端市场，同样计划在未来 5 年内新开 300 家门店，龙头在高端酒店布局已蓄势待发。③**中长尾小酒店**：国内酒店龙头过去将重点聚焦在 70~149 间客房的主流物业，而国内 70 间客房以下的酒店数量极为庞大，达 25.4 万家，为主流物业的 4 倍以上。对此，华住 19 年已大幅加大非标酒店——星程；锦江旗下铂涛酒店也推出——非繁城品；如家也加速四大云酒店开店；轻加盟模式下龙头在中小长尾酒店的下沉同样潜力可期。

■**投资建议：酒店板块估值预期仍在低位，把握龙头长期穿越周期潜力，推进锦江、首旅、华住、格林。**受 18H2~19 年宏观经济承压影响，酒店板块目前的相对估值和绝对估值均相较 17~18H1 下调 30%~50%，估值处于历史相对低位，市场已在估值层面对宏观不利因素或已较大吸收，但对 19Q2 和 19Q3 开始的酒店行业竞争格局加速从单体向龙头集中带来的成长提速、逆周期下降本提效的潜力、业绩韧性强化等均仍未给予对应估值，我们认为目前从相对和绝对估值两个层面来看，两大酒店标的在中长期投资维度下的“估值底”或已显现，目前时点具备一定估值优势。叠加短期 11 月 PMI 环比向好、19Q3 万得全 A（剔除金融和石油石化）整体的盈利环比改善，且投资风格部分开始向低估值边际改善品种板块转移，继续推荐锦江酒店、首旅酒店，重点关注华住和格林酒店。

■**风险提示：开店情况不及预期，酒店经营数据不及预期，宏观经济下行风险，行业竞争加剧。**

内容目录

1. 酒店近期思考：被忽视的龙头逆周期提速与业绩韧性	5
1.1. 轻资产加盟店业绩占比已持续提升，整体业绩受宏观影响已逐步弱化.....	5
1.2. 宏观承压下单体加速翻牌成连锁，龙头扩张 19 年已持续逆周期提速.....	6
1.3. 酒店降本提效 19Q3 凸显，一中心三平台推进锦江 2020 年业绩或迎来加速.....	7
1.4. 酒店估值“底”已现，目前均低于 DCF 贴现下的权益价值.....	8
2. 酒店行业竞争格局持续改善，经济放缓下龙头集中度加速提升	11
2.1. 中档酒店红利+高档蓄势待发+长尾小酒店数量多，连锁酒店长期成长潜力大.....	11
2.2. 四大优势助高酒店龙头竞争壁垒，连锁化红利下未来 3~5 年快速展店可期.....	16
3. 对标海外：轻资产持续加盟扩张，酒店龙头股价穿越周期	19
3.1. 万豪国际：内生外延共促加盟扩张，40 年成长贯穿三轮宏观周期.....	19
3.2. 精选国际：深耕本土+扩张海外，中长期酒店扩张推动股价穿越周期.....	22
4. 盈利预测：预计锦江、首旅 19 年扣非业绩 8.6 亿元和 7.3 亿元	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1：加盟业务的利润受 RevPAR 变动基本为 1:1，加盟占比提升会使酒店业绩韧性持续强化	5
图 2：锦江 19Q3 直营店占比相较 17Q1 已降低 32%.....	5
图 3：首旅 19Q3 直营店占比相较 17Q1 已降低 25%.....	5
图 4：锦江加盟贡献核心利润增量，直营占比下降（亿元）.....	6
图 5：首旅加盟贡献核心利润增量，直营占比下降（亿元）.....	6
图 6：酒店龙头 19 年已逆周期加速展店，2020 年或有望进一步提速.....	6
图 7：锦江轻资产加盟扩张下，总门店数持续增多.....	7
图 8：锦江轻资产加盟扩张下，中端门店数占比持续增多.....	7
图 9：如家轻资产加盟扩张下，总门店数持续增多.....	7
图 10：如家轻资产加盟扩张下，中端门店数占比持续增多.....	7
图 11：三大酒店集团的整体 RevPAR 在 19Q2-19Q3 期间持续承压.....	7
图 12：受益 19Q2-Q3 酒店降本提效，扣非业绩增速改善.....	8
图 13：锦江 16 年并表铂涛、维也纳后，费用率较显著提升.....	8
图 14：锦江 16 年并表铂涛和维也纳后费用率显著提升，但经过 19 年人事整合，预计 2020 年降本提效有望进一步释放.....	8
图 15：锦江酒店 PE TTM 过去 10 年值为 36.5x，目前已处于历史低位.....	9
图 16：首旅酒店 PE TTM 过去 10 年值为 35.4x，目前已处于历史低位.....	9
图 17：中国酒店按客房数计算，连锁化率仅 20%，与欧洲和美国的 40%、70% 差距大.....	11
图 18：四个层面降本从而推动利润率大幅提升，为推动单体酒店转连锁核心驱动力.....	12
图 19：全国中档连锁酒店数已增至 6036 家.....	13
图 20：国内中档酒店占比仅 14%，远低于美国的 54%.....	13
图 21：锦江、华住、如家中高端酒店快速扩张.....	13
图 22：锦江、华住、如家中高端酒店市占率持续提升.....	13
图 23：一线城市的写字楼租金成本不断上升.....	13
图 24：国内人均可支配收入近年来持续增长.....	13
图 25：对比海外酒店集团的成长路径，锦江、华住首旅仍处在经济型升级中档的第一次消费升级阶段.....	14
图 26：华住目前主打的五大高端酒店品牌.....	14

图 27: 首旅如家——逸扉酒店客房的效果图.....	14
图 28: 70 间客房以下的小酒店数量众多, 而目前三大酒店龙头未开始大力布局.....	15
图 29: 锦江的非标酒店品牌——非繁城品.....	15
图 30: 首旅如家的非标酒店品牌——派柏云酒店.....	15
图 31: 华住酒店的 pipeline 酒店数持续增多, 至 19Q3 已增至 1736 家.....	16
图 32: 锦江的 pipeline 酒店至 19Q3 已增至 4229 家.....	17
图 33: 首旅如家的 pipeline 酒店至 19Q3 已增至 4229 家.....	17
图 34: 锦江酒店品牌已涵盖经济、中端、高端三大类, 总品牌数超过 30 个.....	17
图 35: 首旅如家的品牌矩阵持续优化, 且中高端酒店产品有望加速发力.....	18
图 36: 华住已建立完善的酒店品牌矩阵, 高端品牌及海外扩张蓄势待发.....	18
图 37: 万豪过去 20 年持续扩张, 全球酒店数已达 6906 家.....	20
图 38: 万豪在 2010 年开始海外酒店数据加速布局.....	20
图 39: 万豪酒店向高级和奢华升级, RevPAR 持续提升.....	20
图 40: 万豪以加盟模式持续扩张, 对于整体营收持续增厚.....	20
图 41: 轻资产加盟扩张和产品结构高端奢华升级, 推动万豪酒店 EPS 实现长期成长.....	21
图 42: 万豪年度 PE 均值在 14x~27x 波动, 股价提升核心靠 EPS 的持续增长.....	21
图 43: 万豪股价在 08 年金融危机时下跌较大, 但 2011-18 年 3 次经济增速放缓时影响较小, 股价成长贯穿周期.....	22
图 44: 精选国际旗下酒店品牌.....	23
图 45: 精选国际在美国本土酒店持续小幅增长.....	23
图 46: 受 18 年并购推动, 精选国际酒店客房数增速加速.....	23
图 47: 精选国际海外扩张图 (截至 2018.12.31)	23
图 48: 精选国际海外酒店数 2010 年来相对稳定.....	24
图 49: 精选国际海外房间数 2010 年来相对稳定.....	24
图 50: 精选国际酒店年度 PE 均值在 12x~37x 波动, 股价提升核心靠 EPS 的持续增长.....	24
图 51: 精选国际股价贯穿周期, 与万豪类似, 在 08 年金融危机时下跌较大, 但 2011-18 年 3 次经济增速放缓时影响较小.....	25
图 52: 锦江酒店 2019 年扣非业绩敏感性分析.....	26
图 53: 首旅酒店 2019 年扣非业绩敏感性分析.....	27
表 1: 锦江酒店在 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值.....	9
表 2: 锦江酒店的 FCFE 预测 (单位: 百万元)	10
表 3: 锦江酒店的最保守、保守、中性、乐观 DCF 假设下对应权益价值明细.....	10
表 4: 首旅酒店在 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值.....	10
表 5: 首旅酒店的 FCFE 预测 (单位: 百万元)	10
表 6: 首旅如家的最保守、保守、中性、乐观 DCF 假设下对应权益价值明细.....	10
表 7: 万豪国际在 1981~2010 年以美国国内扩张为核心, 2010 年至今持续海外扩张.....	20

1. 酒店近期思考：被忽视的龙头逆周期提速与业绩韧性

目前市场较多观点认为酒店的本次估值修复或更多受阶段性的投资风格切换及短期 PMI 超预期所致，持续性或相对不足。但我们认为，除了上述两点短期因素之外，酒店板块经过 2 年沉淀，目前短中长期的行业基本面或均已发生优化，而目前较多未被市场所充分认知。因此本次估值修复在后续市场对酒店基本面优化得到认可以及 2020 年展店加速兑现下，估值修复的持续性和幅度或有望好于市场预期，继续重点推荐锦江和首旅，重点关注华住及格林。

1.1. 轻资产加盟店业绩占比已持续提升，整体业绩受宏观影响已逐步弱化

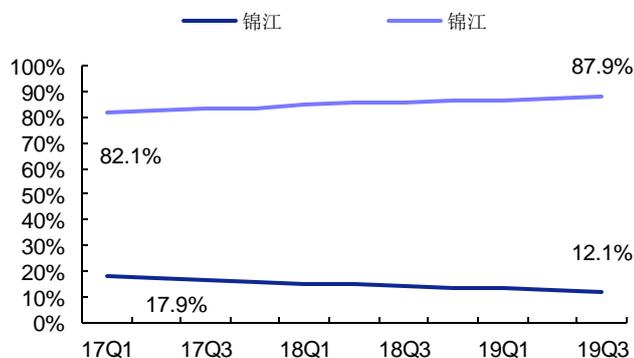
锦江、华住、首旅自 2017 年以来，直营店的占比已持续下降，从净增量来看均已加盟店占据绝大多数。①锦江直营店已从 17Q1 的 1095 家下降至 19Q3 的 991 家，加盟店已从 17Q1 的 5009 家增至 19Q3 的 7179 家；②首旅直营店已从 17Q1 的 954 家下降至 19Q3 的 911 家，加盟店已从 17Q1 的 2293 家增至 19Q3 的 3206 家。从业绩的贡献来看，酒店集团对加盟店扩张无需任何资本开支，主要对其收取首次加盟费（30~50 万元/家）、持续性管理提成（单店营收的 4~6%）以及中央预订系统 CRS 的会员引流费和系统年费为主，合计大约占整体单店营收比例的 7~8%。因此该收费模式下，加盟店对应 1pct 的 RevPAR 下降，对应公司的加盟业务收入下降也大约对应 1%左右，而该部分基本为利润，因此对加盟业绩的影响也仅约为 1%。而直营店由于整体的平均净利率为 5~15%，下滑 1pct 的 RevPAR 将直接使得利润下降 4~8%。因此，我们认为锦江和首旅产品结构近两年向轻资产模式持续提升，已使得酒店业绩端受宏观周期的影响持续减弱。

图 1：加盟业务的利润受 RevPAR 变动基本为 1:1，加盟占比提升会使酒店业绩韧性持续强化



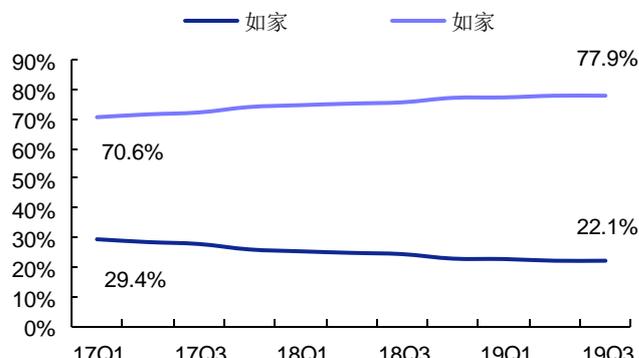
资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图 2：锦江 19Q3 直营店占比相比较 17Q1 已降低 32%



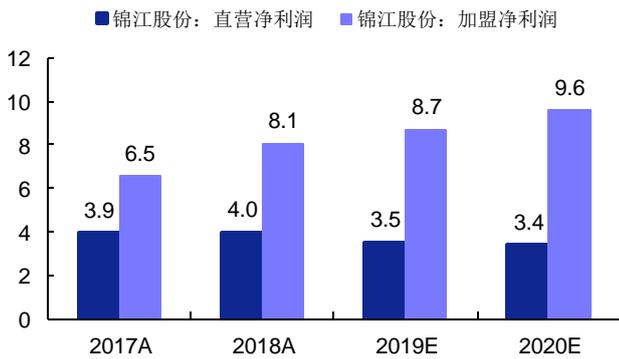
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：首旅 19Q3 直营店占比相比较 17Q1 已降低 25%



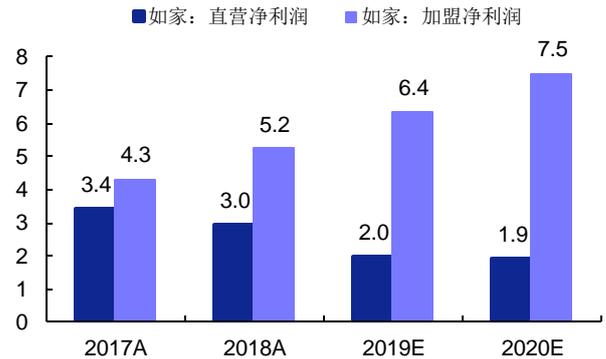
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：锦江加盟贡献核心利润增量，直营占比下降（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

图 5：首旅加盟贡献核心利润增量，直营占比下降（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

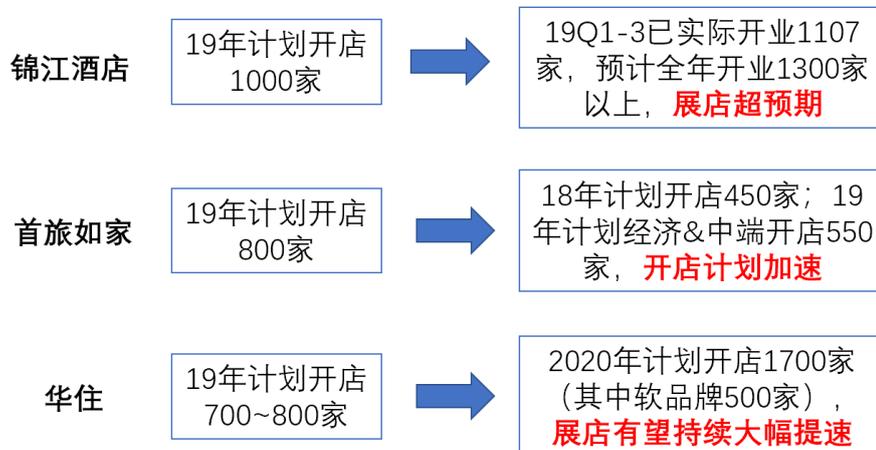
1.2. 宏观承压下单体加速翻牌成连锁，龙头扩张 19 年已持续逆周期提速

连锁酒店品牌凭借品牌溢价、自有会员、大规模采购和更低人房比，单店净利率平均而言高于单体酒店，因此在宏观经济承压时，所得承受的下行压力也相比单体酒店更大。使得更多在经济较好时期可实现盈利，是否转成加盟还犹豫不决的加盟商，在遇上经济承压时往往处于优化现金流和提升盈利性的角度，更易被说服去成为加盟商。

从三大酒店龙头开看：①锦江酒店：在 19Q1-3 期间已实现毛开店 1107 家，已大幅度超出年初制定的全年 1000 家开店目标，预计 19 全年的实际展店大概率超 1300 家，展店有望超市场预期；②首旅如家：18 年计划开店 450 家，19 年计划经济&中端开店 550 家、管理输出&云品牌开店 250 家，开店计划同样加速。③华住：19 年计划毛开店 700~800 家，而实际仅 19Q1-3 已毛开店 1085 家（净增 921 家）大幅超出年初目标，并在 19Q3 财报中给出 2020 年计划开店 1700 家继续提速的目标。

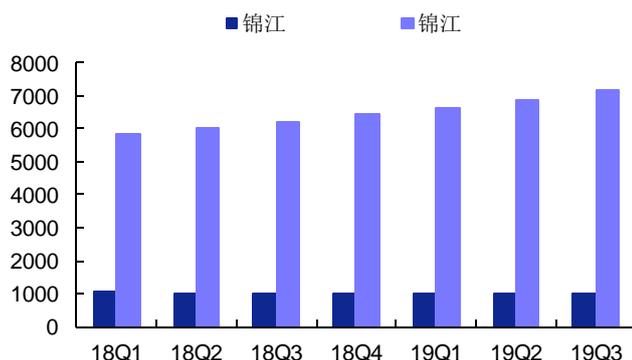
本次 19 年作为宏观相对承压的一年，受到单体酒店加速倒向连锁酒店阵营，酒店龙头均实现了加盟加速扩张，且 pipeline 数量持续创新高，成长加速或大概率具备延续性（华住 2020 年基于 2019 年基础上，仍大幅加速开店计划），而目前龙头该一成长性有望持续加速的预期，目前仍较少被市场认知。

图 6：酒店龙头 19 年已逆周期加速展店，2020 年或有望进一步提速



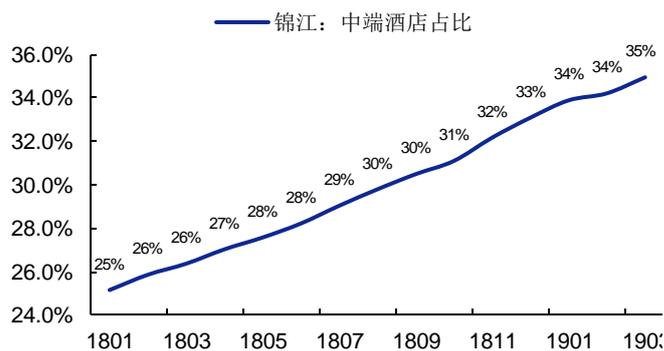
资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图 7：锦江轻资产加盟扩张下，总门店数持续增多



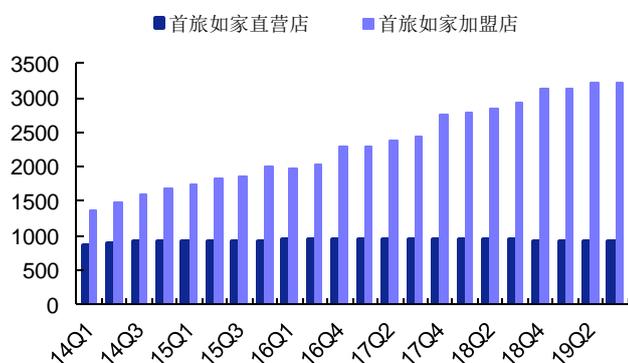
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：锦江轻资产加盟扩张下，中端门店数占比持续增多



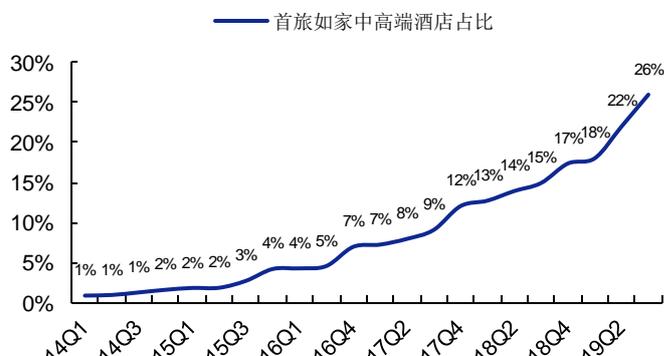
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：如家轻资产加盟扩张下，总门店数持续增多



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10：如家轻资产加盟扩张下，中端门店数占比持续增多

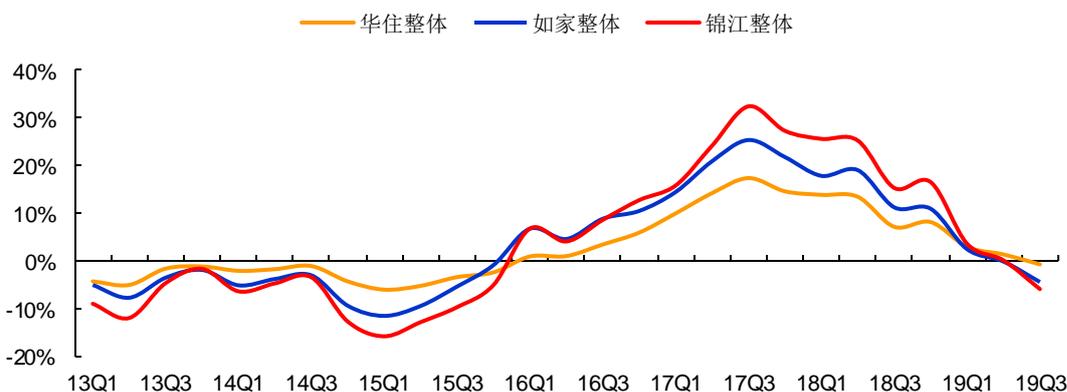


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 酒店降本提效 19Q3 凸显，一中心三平台推进锦江 2020 年业绩或迎来加速

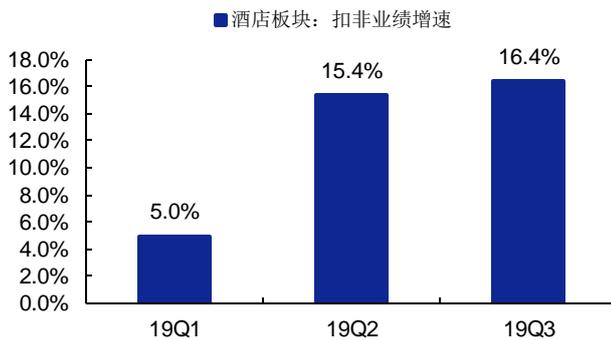
从 19Q3 酒店板块扣非业绩增速来看，19Q3 扣非归母净利润+16.4%，环比 19Q2+15.4%和 19Q1+5.0%有所企稳复苏迹象，但权重股首旅和锦江分化进一步加大。首旅 19Q3 扣非业绩+1.5%环比 19Q2+8.3%放缓(受 9 月北方安保加强的一定拖累)，锦江 19Q3 扣非业绩+22.1%环比 19Q2+16.6%有所改善。整体而言，酒店板块 19Q3 经营数据虽然承压(锦江、华住、首旅整体酒店 19Q3 RevPAR 降幅环比 19Q2 均有所扩大)，但降本提效显现，扣非归母净利润增速环比稳中有增。

图 11：三大酒店集团的整体 RevPAR 在 19Q2-19Q3 期间持续承压



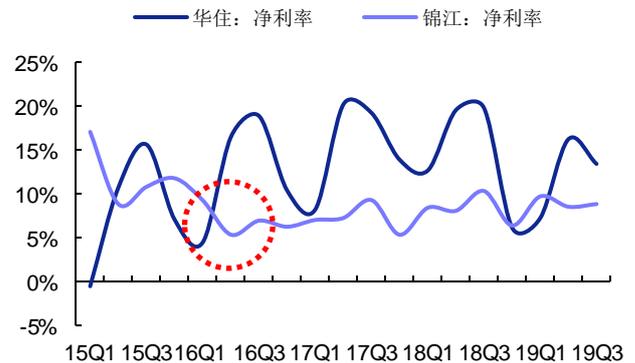
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 12: 受益 19Q2-Q3 酒店降本提效, 扣非业绩增速改善



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 13: 锦江 16 年并表铂涛、维也纳后, 费用率较显著提升



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

19 年铂涛、维也纳高层已顺利换届, 静待 2020 年“一中心三平台”推进下更大的降本提效。锦江由于在 2016 年 2 月和 7 月先后并表铂涛和维也纳酒店, 但由于为“大吃大”的并购, 使得在中后台的人员上存在较多重复劳动, 整体费用率在并购后提升较大。公司随后提出“一个中心, 三个平台”战略, 分别位于中国及法国的两家创新中心将有效增强区域之间的导流及联动性。三平台则包括“全球采购平台、全球财务共享平台、WeHotel 平台”。2017~18 年由于人事变动尚未落定, 因此实施进度有所延后, 而在本次 2019 年对铂涛和维也纳人事成功重组后, 预计在 2020 年及以后, 可对前端(会员体系), 后端(采购、财务、IT)实现整合, 有望实现几大酒店板块间的协同效应, 降低成本, 实现业绩持续增长。

图 14: 锦江 16 年并表铂涛和维也纳后费用率显著提升, 但经过 19 年人事整合, 预计 2020 年降本提效有望进一步释放

会计分录	2016H2			2017H1			2017			2018		
	华住	锦江	差值	华住	锦江	差值	华住	锦江	差值	华住	锦江	差值
租金 (Rents)	26.72%	14.87%	11.84%	26.95%	14.77%	12.18%	25.20%	13.72%	11.48%	23.91%	13.14%	10.77%
水电费 (Utilities)	4.77%	4.14%	0.63%	4.80%	4.85%	-0.06%	4.40%	5.49%	-1.09%	3.97%	4.59%	-0.62%
人力成本 (Personnel Costs)	16.13%	17.51%	-1.38%	17.01%	18.90%	-1.89%	17.00%	17.57%	-0.57%	16.52%	21.68%	-5.16%
折旧与摊销 (Depreciation and amortization)	9.89%	10.21%	-0.32%	9.91%	11.46%	-1.55%	9.50%	9.91%	-0.41%	8.64%	8.05%	0.59%
耗材与餐饮 (Consumables, food and beverage)	7.26%	3.78%	3.48%	6.86%	4.31%	2.55%	6.70%	4.24%	2.46%	6.68%	6.49%	0.20%
其他 (Others)	8.24%	18.50%	-10.26%	5.58%	16.65%	-11.07%	6.60%	15.82%	-9.22%	4.64%	6.21%	-1.57%
总计: 酒店营业成本 (Total hotel operating costs)	73.01%	69.02%	3.99%	71.11%	70.95%	0.16%	69.40%	66.75%	2.65%	64.36%	66.98%	-2.63%
其他营业成本 (Other operating costs)	0.13%	-	0.16%	0.16%	-	0.20%	0.20%	-	0.14%	0.14%	-	0.00%
销售及市场推广费用 (Selling and marketing expenses)	2.25%	6.14%	-3.89%	2.22%	5.40%	-3.18%	2.60%	4.36%	-1.76%	3.46%	5.79%	-2.33%
一般及行政费用 (General and administrative expenses)	7.74%	10.44%	-2.70%	8.40%	10.87%	-2.46%	8.50%	12.70%	-4.20%	8.46%	16.16%	-7.71%
开办费 (Pre-opening expenses)	1.06%	0.23%	0.83%	1.35%	0.12%	1.23%	2.50%	0.10%	2.40%	2.53%	0.09%	2.44%
加盟管理酒店人工成本 (Join management hotel labor cost)	-	3.84%	3.84%	-	3.81%	3.81%	-	4.34%	-4.34%	-	5.93%	-
总计: 营业成本与支出 (Total operating costs and expenses)	84.19%	89.67%	-5.47%	83.77%	91.13%	-7.37%	83.20%	88.25%	-5.05%	78.94%	89.02%	-10.08%
利息支出 (Interest expense)	0.13%	2.09%	-0.09%	0.51%	1.79%	0.34%	-1.07%	0.25%	-1.32%	2.42%	0.45%	1.97%
利息收入 (Interest income)	1.22%	0.22%	0.87%	1.12%	0.17%	0.95%	1.38%	1.59%	-0.21%	1.47%	1.35%	0.12%
总计: 利息净流入	1.09%	-1.88%	2.97%	0.61%	-1.63%	2.24%	0.31%	-1.35%	1.66%	-0.96%	-0.90%	-0.06%
归属于酒店业务的净利润 (不含少数股东损益)	12.34%	5.45%	6.89%	15.01%	5.53%	9.48%	15.14%	6.39%	8.75%	17.02%	6.05%	10.97%

资料来源: 华住公告、锦江股份公告

* 红色字体科目为锦江目前费用率相对华住较高的科目;

** 由于锦江在 16H1 存在并表铂涛的因素, 因此完全可比的数据为 17H1 和 17 年数据;

*** 锦江 2018 年费用率数据依据锦江 2018 年报数据 (2018 年报中给出的 17 年数据, 与 17 年报中的实际数据不相同, 我们认为部分会计科目或被调整);

**** 华住由于 18 年雅高股票下滑使得表现利润下滑严重, 我们用 Non-GAAP 归母净利润来计算公司酒店业务的净利率

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心整理

1.4. 酒店估值“底”已现, 目前均低于 DCF 贴现下的权益价值

受到 18H2~19 年期间宏观经济承压影响, 酒店板块目前的相对估值和绝对估值均已相对 17~18H1 期间下调较多, 处于历史上相对较低的位置, 目前市场在估值层面同样已对宏观不利因素较大吸收, 而对 19Q2 和 19Q3 开始的酒店行业竞争格局加速从单体向龙头集中带来的成长提速、逆周期下降本提效的潜力等均仍未给予估值提升, 且从保守假设下的绝对估值测算中, 锦江和首旅的权益价值均已下调至保守假设区位, 我们认为目前两大酒店标的在

中长期投资维度下的“估值底”已现，目前时点或具备一定估值优势。

1) 相对估值：复盘锦江和首旅过去 10 年的 PE TTM 历史值，对应的 10 年均值水平为 36.5x 和 35.4x，而目前锦江和首旅的 PE TTM 分别为 22.3x 和 23.2x，均在该值以下，在历史相对估值上同样处在较低位置。

图 15：锦江酒店 PE TTM 过去 10 年值为 36.5x，目前已处于历史低位



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 16：首旅酒店 PE TTM 过去 10 年值为 35.4x，目前已处于历史低位



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2) 绝对估值：在给予首旅和锦江 2019-2025 年业绩复合增速分别为 8% 的最保守假设下（酒店现金流状况良好，永续增速 2.5%），对应 DCF 下对应市值分别为 196 亿元和 240 亿元，目前首旅和锦江股价均为该值前后，中长期来看估值处于低位。

表 1：锦江酒店在 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值

估值假设		权益 FCFE 估值	
无风险利率	3.91%	显性预测	4,383.8
风险溢价	6.75%	半显性预测	8,020.3
β系数	1.05	永续价值	11,631.8
Rm	10.66%	权益价值	24,035.9
Ke	11.00%	总股本	957.9
半显性期增长率	10.00%	每股权益价值	25.09
永续增长率	2.50%	股价	25.04

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

表 2: 锦江酒店的 FCFE 预测 (单位: 百万元)

	预测年份							半显性预测				终值	
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2030E
FCFE	1,095	1,200	1,400	1,500	1,625	1,750	1,900	2,090	2,299	2,529	2,782	3,060	36,884
YoY	1.2%	9.6%	16.7%	7.1%	8.3%	7.7%	8.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
贴现	1,089	1,075	1,130	1,090	1,064	1,032	1,010	1,001	992	983	974	965	11,632
权益价值													24,036

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心测算

表 3: 锦江酒店的最保守、保守、中性、乐观 DCF 假设下对应权益价值明细

	最保守假设	保守假设	中性假设	乐观假设
2019-25 年业绩复合增速	8.0%	10.5%	13.0%	15.5%
平均每年净开店数 (家)	400	550	700	850
每年同店 RevPAR 增速	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
永续增长率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
权益价值 (亿元)	240.35	284.5	315.4	333.9
每股权益价值 (元)	25.09	29.70	32.93	34.86

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心测算

注: 锦江酒店 2018 年净开店 749 家, 预计 2019 年净开店 900 家;

表 4: 首旅酒店在 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值

	估值假设	权益 FCFE 估值
无风险利率	3.91%	显性预测 3,305.7
风险溢价	6.75%	半显性预测 6,236.6
β 系数	0.81	永续价值 10,009.0
Rm	10.66%	权益价值 19,551.3
Ke	9.39%	总股本 987.7
半显性期增长率	10.00%	每股权益价值 19.79
永续增长率	2.50%	股价 18.00

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心测算

表 5: 首旅酒店的 FCFE 预测 (单位: 百万元)

	预测年份							半显性预测				终值	
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2030E
FCFE	825	900	1,000	1,100	1,210	1,319	1,424	1,524	1,616	1,696	1,764	1,817	27,018
YoY		9.1%	11.1%	10.0%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%	
贴现	820	818	831	836	840	837	827	808	784	752	715	673	10,009
权益价值													19,551

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心测算

表 6: 首旅如家的最保守、保守、中性、乐观 DCF 假设下对应权益价值明细

	最保守假设	保守假设	中性假设	乐观假设
2019-25 年业绩复合增速	8.0%	10.0%	12.5%	15.0%
平均每年净开店数 (家)	300	350	400	450
每年同店 RevPAR 增速	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
永续增长率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
权益价值 (亿元)	195.5	212.6	231.0	249.4
每股权益价值 (元)	19.79	21.52	23.38	25.25

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心测算

注: 首旅如家 2018 年净开店 337 家, 预计 2019 年净开店 565 家;

2. 酒店行业竞争格局持续改善，经济放缓下龙头集中度加速提升

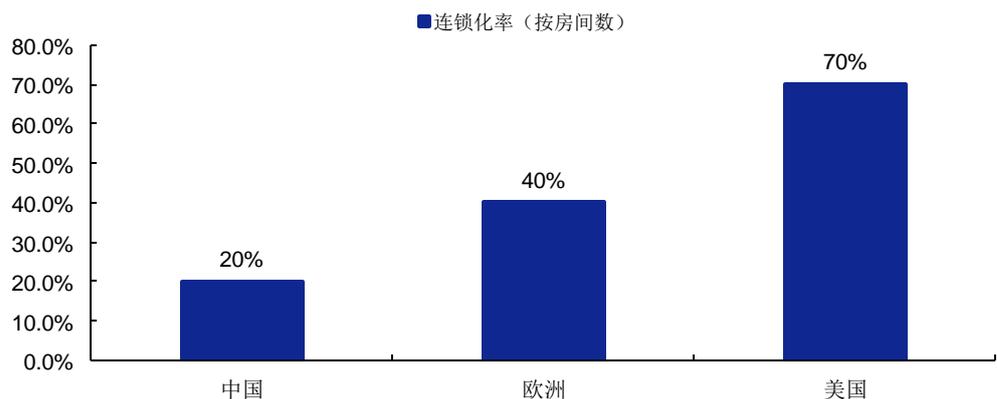
核心要点：1) 酒店行业竞争格局持续改善，经济放缓下龙头集中度加速提升。在宏观经济增速放缓下，原本盈利能力较弱的单体酒店业绩进一步承压，而酒店连锁龙头凭借会员规模、全国布局、品牌层面以及后台规模效应四大竞争优势下，连锁门店的抗风险能力和盈利能力均得到提升。对于原有酒店物业或已签约 8~10 年长租约的业主而言，加盟连锁酒店品牌开始成为改善盈利的重要途径。因此在 18 年下半年宏观压力变大以来，酒店龙头锦江、华住和首旅一方面在 19 年均实现了加速展店，另一方面各自 pipeline 酒店数据同样持续增多（锦江、华住和首旅各自 pipeline 酒店从 18Q1 的 2824 家/744 家/545 家，增至 19Q3 的 4229 家/1736 家/663 家），行业竞争优势更加偏向连锁酒店龙头，且推动集中度的持续提升（锦江、华住和首旅的中端酒店市占率从 14 年的 1%/18%/4%，提升至 18 年的 31%/22%/10%）。

2) 目前市场较多关注酒店周期性，而对酒店中长期的成长性关注度较低，我们认为锦江、华住和首旅一方面受益国内酒店较低的连锁化率，轻资产加盟扩张潜力仍旧大且竞争格局持续向好，另一方面受益存量的经济型酒店向经济型酒店+、以及改造至中端酒店推动加盟酒店单店的提点收入同样有望增长，整体业绩在两层面对冲下，受宏观的不利因素影响已相对钝化。目前时点，国内三大酒店龙头的成长性同美国的万豪国际、精选国际在 2000 年初的成长潜力具备相似的行业及竞争格局要素，短期国内宏观的不利因素或已在市值中得到体现，拉长时间维度来看，我们认为国内酒店龙头同样有望穿越周期，实现业绩持续提升，建议重点关注目前低估值布局机会。

2.1. 中档酒店红利+高档蓄势待发+长尾小酒店数量多，连锁酒店长期成长潜力大

我国的酒店连锁化率处于较低水平，中长期来看具有较大的提升空间。根据华住 IR 官网发布的 2019Q3 财报交流资料显示，按照酒店房间数计算，我国目前的整体酒店连锁化率仅约 20%，而欧洲、美国分别为 40%和 70%，相比之下我国的酒店连锁化率与国际仍有较大的差距，连锁酒店集团对单体酒店持续翻牌推动下的行业连锁化率提升为国内中长期的趋势。

图 17：中国酒店按客房数计算，连锁化率仅 20%，与欧洲和美国的 40%、70%差距大



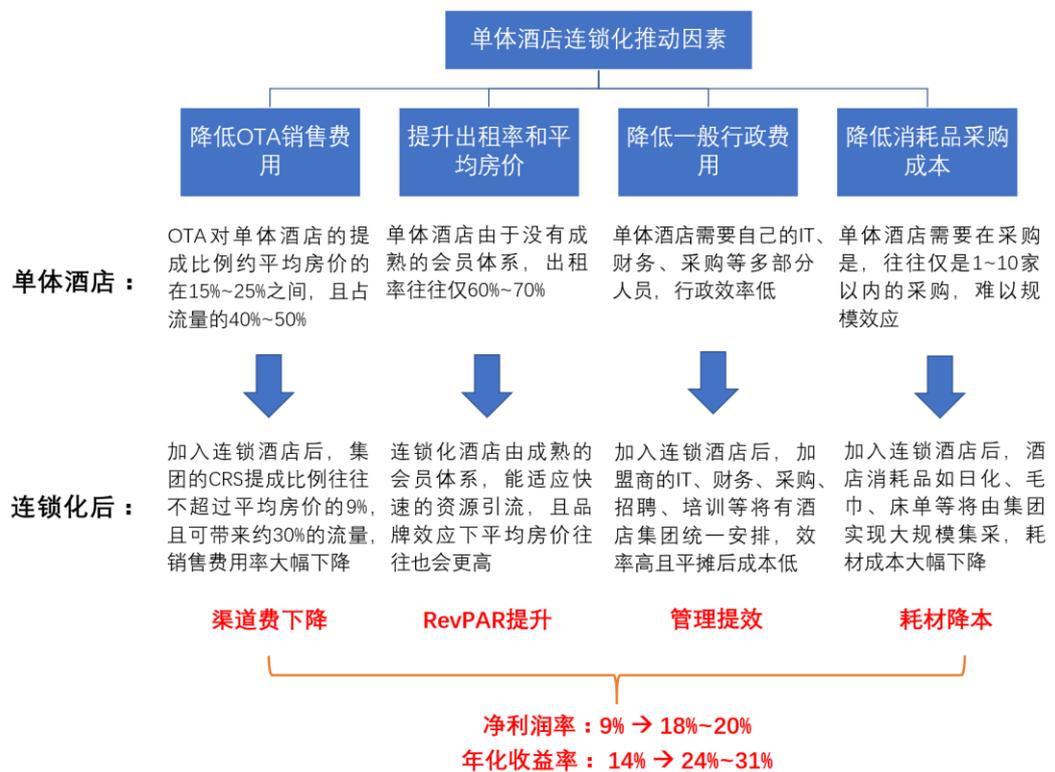
资料来源：华住 IR 官网——《2019Q3 财报路演 PPT》，安信证券研究中心

1) 从动机来看：加盟连锁酒店品牌后，原先单体酒店的 ROIC 可较大幅度提升，推动连锁化率提升底层因素。酒店行业的整体供给增量与商业地产的扩张周期同步，新商业圈和大厦的建立往往会预留酒店业态，但这部分在国内 2017 年以来已逐步放缓，供给端进入小幅增长的良性扩张阶段，但大量在 2008~2015 年期间新建的单体酒店竞争愈加激烈，其面临着高额的 OTA 引流费（占客单价比例 15%~25%）、激烈的同质化竞争（无品牌赋能，进而采取价格战提升入住率）以及更高的后台费用率及采购成本，竞争优势相对连锁酒店集团处于

弱势，且在过去 5 年国内消费者对品牌认可度的提升下，生存空间被持续挤压，因此翻牌成连锁酒店品牌为单体酒店的唯一出路。

以锦江、首旅、华住等连锁酒店集团对单体酒店进行翻牌为例，可从四个层面帮助单体酒店实现降本提效：**①渠道费下降**：OTA 对单体酒店的提成比例为房价的 15-25%，占住客流量约 40%-50%，而连锁酒店集团 CRS 提成比例不超过平均房价的 9%，可带来约 30% 的流量，销售费用率大幅下降；**②RevPAR 提升**：连锁酒店的成熟会员体系可带来资源引流，降低空房率，同时带来一定的品牌溢价；**③管理提效**：集团对 IT、财务、采购、招聘、培训等进行统一安排，效率高且平摊后成本低，可节省单体酒店的中后台的员工人数；**④耗材降本**：连锁酒店消耗品（洗涤、牙刷、毛巾等）的采购具备规模效应，单体转连锁可降低耗材成本。综合来看，单体转连锁后退利润率提升估测已至 9%~11%。

图 18：四个层面降本从而推动利润率大幅提升，为推动单体酒店转连锁核心驱动力



资料来源：安信证券研究中心整理

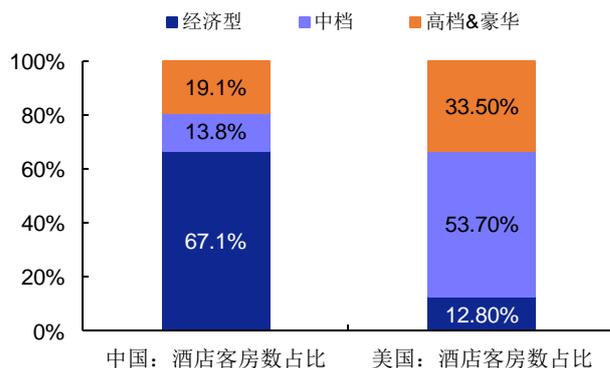
2) 从结构来看：中端酒店扩张为未来 3~5 年趋势，中长尾单体酒店软品牌渗透同样潜力可期。①中端酒店凭借符合国内商务出差的消费升级趋势，自 2014 年开始在一二三线城市开始快速扩张，全国中端连锁酒店的总数已从 2013 年 649 家增长至 2018 年 6036 家，而从全酒店行业的客房占比来看，中档酒店在国内占比仍仅 13.8%，远低于美国的 53.7%，未来在一二线房租上升倒逼+人工成本提升+人均可支配收入提升推动下，预计中档酒店的占比有望持续提升。从酒店龙头来看，目前中端酒店已成为锦江、华住、首旅开店的主流，其对应值 2019 年 Q3 末的中高端酒店数据分别至 3218 家、1947 家和 814 家，对应占各自酒店整体数量的比例分别提升至 39.4%、37.8%和 19.8%，且各自中档酒店的行业市占率持续分别提升至 31.2%、22.2%和 10.3%，未来在龙头效应（章节 2.2 中会细拆原因）下预计发展速度有望持续高于行业。

图 19: 全国中档连锁酒店数已增至 6036 家



资料来源: 中国饭店业协会, 安信证券研究中心

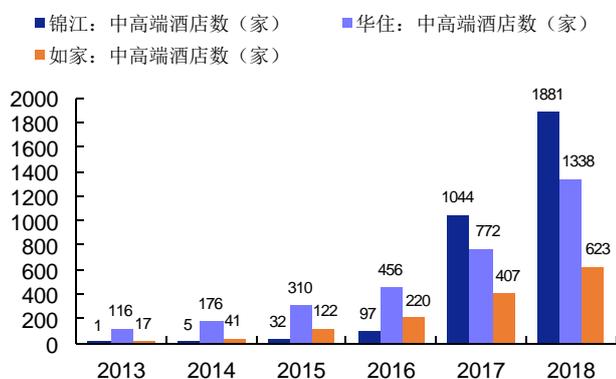
图 20: 国内中档酒店占比仅 14%, 远低于美国的 54%



资料来源: 盈蝶咨询, STR, 安信证券研究中心

注: 上述经济型、中档、高档&豪华为按价位划分, 包括单体酒店。

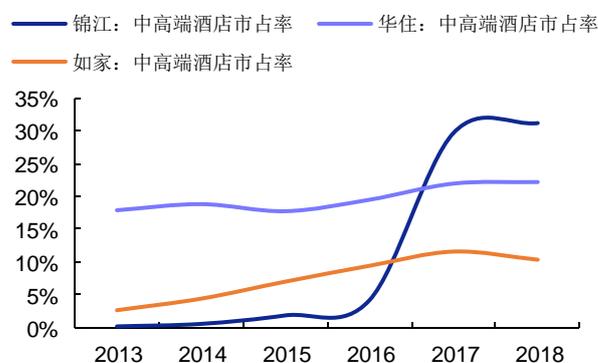
图 21: 锦江、华住、如家中高端酒店快速扩张



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

注: 锦江酒店中高端已剔除卢浮的 Golden Tulip 酒店, 仅为境内部分。

图 22: 锦江、华住、如家中高端酒店市占率持续提升

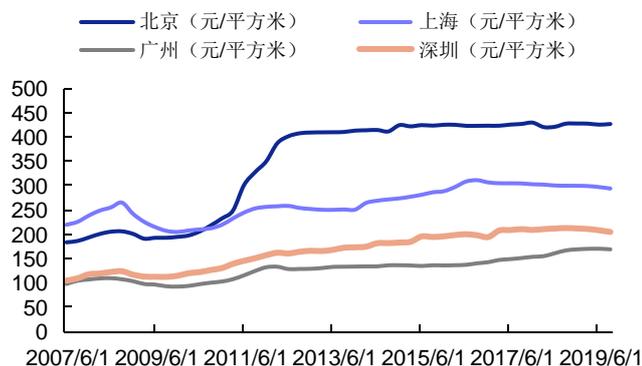


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

注: ①锦江酒店中高端已剔除卢浮的 Golden Tulip 酒店, 仅为境内部分;

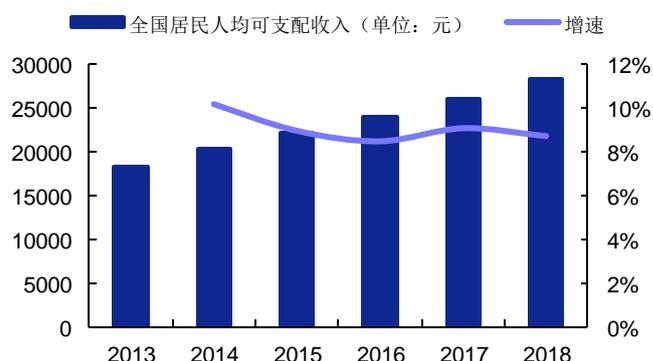
②图中的市占率分母为全国中端连锁酒店整体。

图 23: 一线城市的写字楼租金成本不断上升



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 24: 国内人均可支配收入近年来持续增长

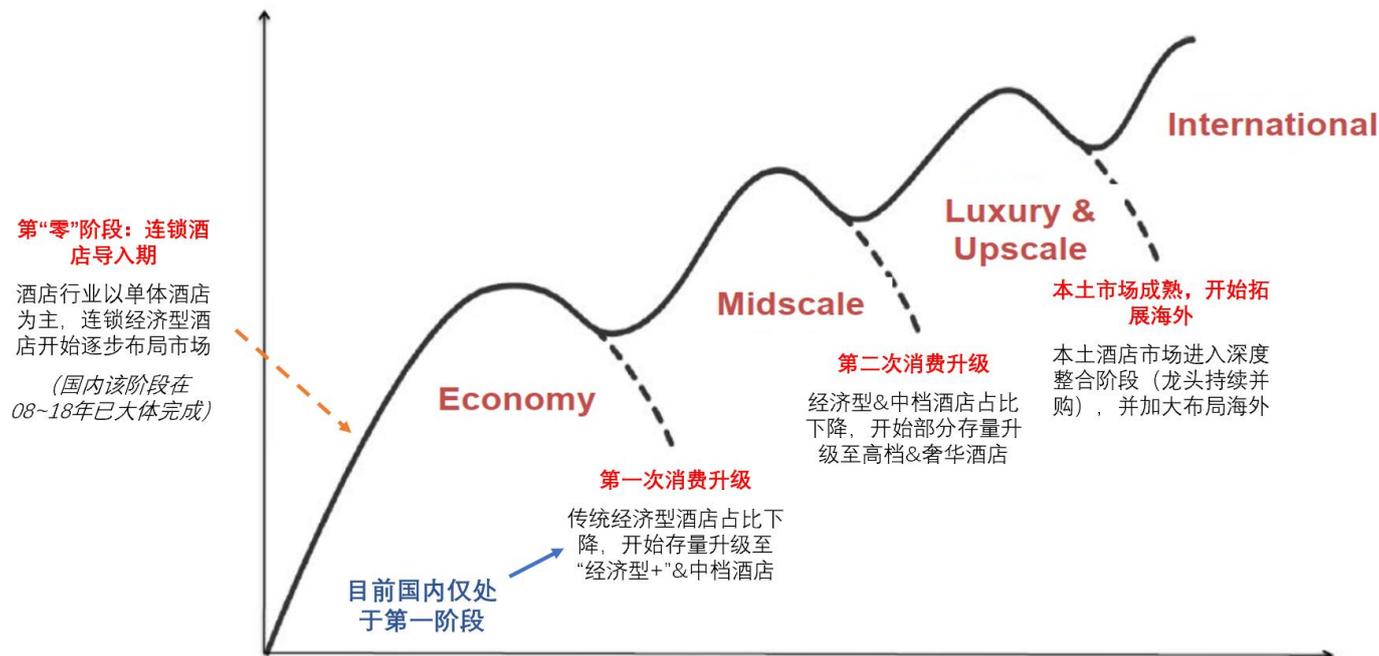


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

②从 5~8 年维度看, 我们酒店行业未来在中长期仍有望再次迎来二次消费升级, 实现中档酒店向高档和奢华升级。从供给端来看, 中端酒店的概念推出于 2013 年, 在一定程度上收到第一批经济型酒店租约到期 (5~8 年) 使得重新签约下短期需要承担更贵的租金, 因此需要一个房价更高且盈利性更强的酒店模型。中长期维度看, 中端酒店目前租约大多为 8~10 年, 在租金二次签约下或再次迎来租金的集中式上涨, 我们预计在 2021~2028 年国内有限

服务型酒店或将再次迎来二次消费升级，实现更多“经济型+”和中端酒店的升级转型。

图 25：对比海外酒店集团的成长路径，锦江、华住首旅仍处在经济型升级中档的第一次消费升级阶段



资料来源：华住公告，安信证券研究中心整理

华住已推出 5 大高端酒店品牌，首旅如家主打逸扉酒店备战高端酒店市场。对应酒店行业的龙头来看，华住目前已推出了禧玥、花间堂、美爵、诺富特和美居五个高端酒店品牌，并计划在 2019~2024 年开设 500 家高端酒店（根据华住集团全球高端酒店事业部 CEO 夏农在 2019 年 6 月的第十五届中国酒店及旅游业论透露）；首旅如家酒店集团则已和凯悦合作，推出“逸扉”高端酒店品牌，并已在 2019 年启动 3 家逸扉酒店在上海的建设（分别位于静安寺商圈、滨江塘桥以及五角场商圈）。根据逸扉酒店官方微信公众号在 19 年 12 月 6 日新闻，首旅如家旗下的逸扉酒店计划在未来 5 年内以点带面的模式，在更多一二线城市广泛布点，计划在全国开辟 300 家酒店，深耕中国市场，并逐步走向海外。高端酒店相比中端酒店的平均房价以及 RevPAR 会更高，二次升级下有望推动酒店龙头对加盟商单店收入提成持续提升。

图 26：华住目前主打的五大高端酒店品牌



资料来源：华住官网，安信证券研究中心

图 27：首旅如家——逸扉酒店客房的效果图

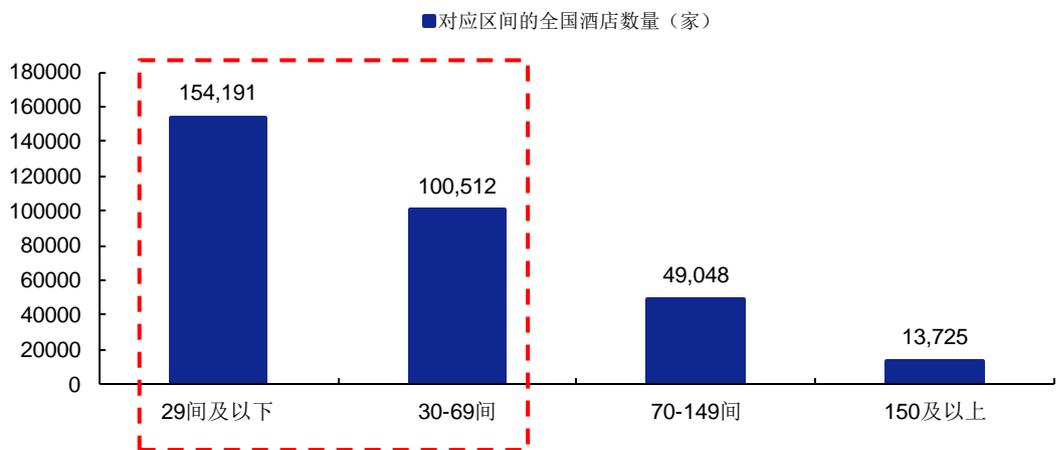


资料来源：首旅如家官网，安信证券研究中心

③中长尾单体酒店数据众多，酒店龙头软品牌渗透下同样潜力可期。国内连锁酒店三大龙头在过去一直将重点开拓对象聚焦在 70~149 间客房的一二三线城市主流酒店物业，而国内尤

其在三四五线城市，70间客房以下的酒店数量极为庞大。根据盈蝶咨询的数据统计，国内在2017年70~149间客房的酒店数量为4.9万家，而70间客房以下的中长尾小酒店数量高达25.4万家，数量远超主流物业。以OYO为主的酒店龙头在2018年开始以轻加盟的模式大力发展该中长尾领域的酒店市场，截至2019年5月OYO的国内整体酒店数量已超过10000家，总客房数量达50万间。华住在2019年大幅加大了非标酒店品牌——星程的重视程度，开始显著大力该品牌布局，并计划在2020年非标类的酒店品牌开店计划达500家；此外，华住还在2019年战略投资H酒店，主打单体轻改造酒店的中长期市场，该酒店计划至2019年门店数开至3500家；锦江旗下铂涛酒店也推出——非繁城品，主打非标酒店加盟，截止2019年8月31日门店数已接近200家；如家也同样推出非标酒店品牌——派柏、素柏、睿柏、诗柏四大云酒店品牌，2019年计划开店近300家。中长期来看，酒店龙头通过轻加盟模式的软品牌在中小长尾酒店物业的下沉同样潜力可期。

图 28：70 间客房以下的小酒店数量众多，而目前三大酒店龙头未开始大力布局



资料来源：盈蝶咨询，安信证券研究中心

图 29：锦江的非标酒店品牌——非繁城品



资料来源：携程，安信证券研究中心

图 30：首旅如家的非标酒店品牌——派柏云酒店



资料来源：携程，安信证券研究中心

2.2. 四大优势助高酒店龙头竞争壁垒，连锁化红利下未来 3~5 年快速展店可期

酒店行业龙头凭借会员规模、全国布局、品牌层面以及后台规模效应四大竞争优势下，在 19 年加速展店背景下，pipeline 酒店数量同时也持续增多，我们认为未来中国连锁酒店 CR3 的市占率或有望持续提升。

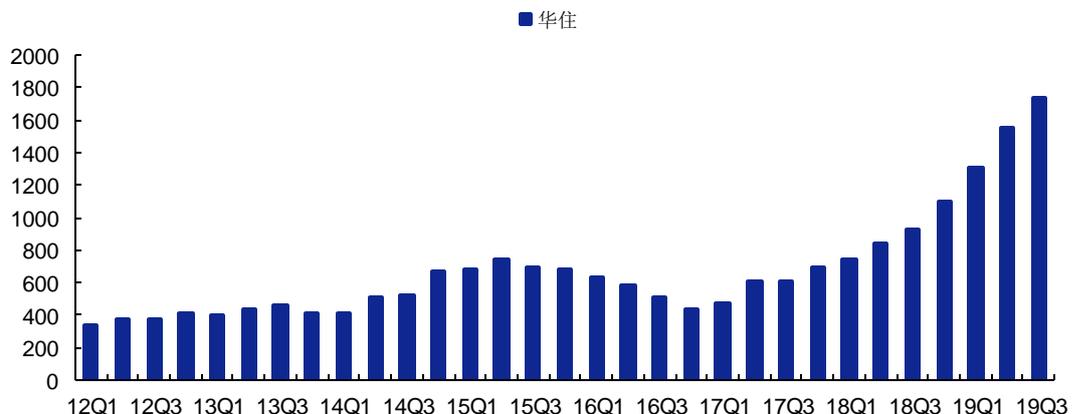
1) 会员规模壁垒：锦江、华住、首旅各拥有 1.92 亿 (2Q19)、1.39 亿 (3Q19) 和 1.12 亿 (2Q19) 会员。其中，华住 3Q19 会员贡献了约 76% 的间夜数，自有渠道的间夜数占比达 85%，如家 1H19 自有渠道间夜数也达 80%。三大连锁酒店龙头会员规模优势显著，对 OTA 引流的依赖程度较低，在引流降费方面对单体酒店具有强大的吸引力。考虑到会员培养需要时间，龙头长期积累出的会员规模实则在连锁酒店行业构筑了强大壁垒。

2) 全国布局壁垒：截至 3Q19，锦江、华住、首旅酒店数各 8161、5151、4174 家，均已实现全国布局，后续连锁酒店行业若无大规模并购，很难形成全国布局。全国性布局使得自有渠道订房的适用范围更较广，相比在地方性酒店连锁集团竞争中更容易培养出用户粘性。复盘上一轮国内酒店并购高峰为行业景气度的低谷，因此双方估值层面更容易达成一致，而目前酒店行业内供给端并未大规模放量，出现 2011~2016 年期间的持续衰退期的概率较低，因此已实现全国布局的三大酒店连锁集团具备一定优势。据中国饭店协会统计，中国连锁酒店中 CR3 占比 37.83%，而 CR4-10 合计仅占比 16.33%，CR3 在规模上仍具备较显著优势。

3) 品牌壁垒：三大连锁酒店集团的品牌塑造均已超过 10 年，品牌认知度不断树立，在全国范围内享有较高的知名度，长期经营积聚了良好的声誉和口碑，已具备一定的品牌护城河壁垒，单体酒店翻牌三大连锁酒店可以享有较高的品牌溢价。

4) 后台优势：连锁酒店在后台运营、供应链以及管理人员方面具备一定的规模效应。以华住为例，华住已经形成物业管理系统、中央预订系统、客户管理系统、网络服务系统，成熟的运营平台系统帮助集团更好地刻画消费者画像，提升运营效率。在酒店日用品采购方面，集团的规模效应可以提升与供应商的议价能力，从而降低采购成本。而龙头酒店相比小型连锁酒店则具有更强的规模效应。

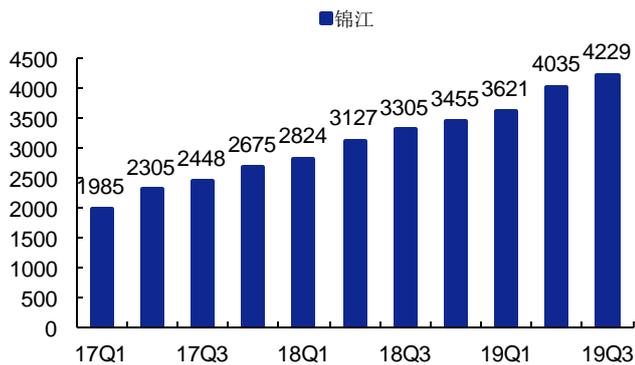
图 31：华住酒店的 pipeline 酒店数持续增多，至 19Q3 已增至 1736 家



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

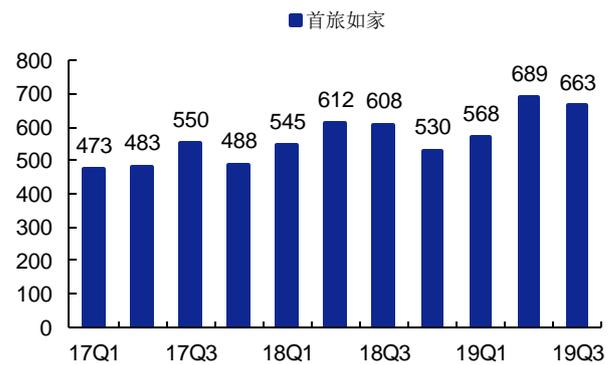
注：Pipeline 酒店为已签约未开业酒店，为公司新开业门店数量的先行指标。

图 32: 锦江的 pipeline 酒店至 19Q3 已增至 4229 家



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 33: 首旅如家的 pipeline 酒店至 19Q3 已增至 4229 家



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 34: 锦江酒店品牌已涵盖经济、中端、高端三大类, 总品牌数超过 30 个



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心整理

图 35：首旅如家的品牌矩阵持续优化，且中高端酒店产品有望加速发力



资料来源：公司官网、安信证券研究中心整理

图 36：华住已建立完善的酒店品牌矩阵，高端品牌及海外扩张蓄势待发



资料来源：公司官网、安信证券研究中心整理

3. 对标海外：轻资产持续加盟扩张，酒店龙头股价穿越周期

核心要点：酒店龙头轻资产加盟扩张已延续 40 年以上，门店数量增多+龙头议价力提升+酒店产品升级+国际化拓展，EPS 及股价成长穿越周期。复盘美国酒店龙头万豪和精选 2000 年至今发展，可以发现酒店龙头的股价仅在 2008 年金融危机时，美国 GDP 增速由 07 年的 +1.9% 大幅放缓至 09 年的 -2.5% 时 EPS 和股价会受到一定影响，但在 2011~18 年 3 次美国经济增速小幅放缓期间依靠酒店龙头高市占率下对 RevPAR 持续提升的议价能力、轻资产加盟扩张、产品结构持续升级以及海外本土的扩张，万豪和精选的 EPS 在 2000~2018 年复合增速分别达 10.2% 和 11.7%，期间并推动各自年均股价的复合增速达 11.8% 和 15.2%，相比标普 500 的复合年化超额收益率分别达 8.0% 和 11.4%，实现穿越周期持续上行。总结美国酒店行业和龙头的发展路径，可以看到行业大致分成 4 个阶段：1) 经济型连锁酒店导入期；2) 经济升中端首次升级期；3) 中端升高档二次升级期；4) 本土市场深度整合及拓展海外期。而国内目前仍仅处于第二阶段（经济升中端）的上半程，国内酒店行业仍是具备中长期成长的优质赛道之一。

3.1. 万豪国际：内生外延共促加盟扩张，40 年成长贯穿三轮宏观周期

万豪国际集团创建于 1927 年，总部位于美国华盛顿。自 1982 年万豪酒店加速扩张至今，集团已从当初的 100 家酒店，发展至今在全球经营超过 6900 家酒店，拥有 21 个著名酒店品牌，2018 年营业额达 208 亿美元，净利润达 19.07 亿美元的龙头体量。细拆万豪国际的发展历史来看，可大致分成五个阶段：

1) 品牌奠定期：在 1927 年~1981 年期间，万豪酒店集团从首家酒店扩张增多至 100 家酒店，期间主打品牌为万豪 (Marriott)，新加盟的酒店从一开始以其设施豪华闻名，并以其稳定的产品质量和出色的服务在酒店业内奠定品牌形象。

2) 产品矩阵扩张期：在 1982 年~1995 年期间，万豪酒店集团先后在 1983 年推出了针对商务住客设计的中等价位高水准服务酒店——Courtyard (万怡)、1984 年推出超豪华酒店品牌 J.W. Marriott、1987 年推出经济型酒店品牌 Fairfield Inn 和万豪套房酒店 Marriott Suites，通过内生孵化形式持续扩张自身产品矩阵。截至 1989 年，万豪酒店家数持续增至 539 家。

3) 本土市场收购扩张期：在 1989~2010 年期间，万豪进一步深耕美国酒店市场，并通过大吃小的外延并购模式，先后在 1995 年收购了顶级豪华酒店品牌 Ritz-Carlton (丽思卡尔顿)、1997 年收购了万丽酒店 (Renaissance) 和华美达酒店 (Ramada)、2005 年收购喜达屋旗下 38 家豪华酒店，通过内生+外延双向发力，把握住了美国 2002~2008 年高端酒店向奢华酒店进行二次消费升级的需求潮流，并夯实了高端及奢华酒店龙头位置。

4) 海外市场加大布局期：2011-2015 年期间，万豪加快国际化进程，主要通过收购国外成熟酒店品牌来进军海外市场。其中包括了 2011 年通过支付现金 5100 万美元的方式收购西班牙 AC 酒店进军西班牙市场，获得位于欧洲 6 个国家的 72 家酒店，7421 间客房；2012 年收购支付现金 2.1 亿美元收购美国 Gaylord 酒店，进一步巩固高端品牌线；2013 年用现金 1.95 亿美元收购南非 Protea 酒店，获得位于南非以及其他 6 个南非洲国家的 115 家酒店，进军南非洲酒店行业；2015 年收购加拿大 Delta 酒店增加加拿大运营的酒店与客房数；

5) 龙头兼并深度整合期：在 2015 年至今，美国 CR3 的酒店行业市占率已从 2004 年的 34% 提升至 2015 年的 42%，行业进入龙头竞争和深度整合期。基于喜达屋高管在 2015 年开始表示愿意出售公司的难得机遇，以及基于万豪自身战略发展需求：①提升全球布局覆盖率，为客户提供更多住宿选择（万豪主要的酒店以美国境内为主，喜达屋的酒店全球分布更广）和②构建更庞大的会员体系（喜达屋有 SPG 计划，万豪拥有自己的忠诚计划，合计约一个亿会员人数，有望带来更大的自有流量引流）两大因素。公司以股份加现金的形式收购喜达屋 100% 股权，交易总价值 116.98 亿美元，并获得喜来登、威斯汀、St. Regis、Luxury

Collection、等豪华品牌共 1344 家酒店，以及喜达屋引以为傲的 SPG 会员系统，正式成为全球规模最大酒店集团。

表 7：万豪国际在 1981~2010 年以美国国内扩张为核心，2010 年至今持续海外扩张

时间	扩张行为	目的
1927	万豪国际集团在华盛顿成立	公司创立
1981	依靠 Marriott 酒店品牌，发展至 100 多家规模	完成了早期高品质和高服务的品牌定位
1983	成立 Courtyard 酒店	推出美国商旅出行的中端高品质酒店
1984	成立 JW Marriott 酒店	打造美国本土高端品牌形象
1987	成立 Fairfield Inn 酒店	打造经济型酒店品牌
1995	收购了 Ritz-Carlton 酒店	拓展顶级豪华酒店品牌矩阵
1997	收购万丽酒店和华美达酒店	扩大产品矩阵及深耕美国酒店市场
2004	成立 Bulgari 酒店	打造高端品牌形象
2005	收购喜达屋旗下 38 家豪华酒店	打造美国本土高端品牌形象
2007	开发 Edition 酒店	打造生活时尚酒店
2010	开发新品牌 Autograph Collection	打造独立酒店
2011	收购西班牙 AC 酒店	进军西班牙酒店行业
2012	收购英国 Gaylord 酒店	巩固美国本土高端市场
2013	收购南非 Protea 酒店	进军南非酒店行业
2015	收购加拿大 Delta 酒店	增加加拿大酒店业务
2016	收购喜达屋酒店集团 100% 股权	增加亚太、非洲和中东布局，成为全球酒龙头店
2018	收购度假 ILG 集团	成为全球最大的奢侈分时度假集团
2019	收购 Elegant Hotels	快速拓展全包式服务

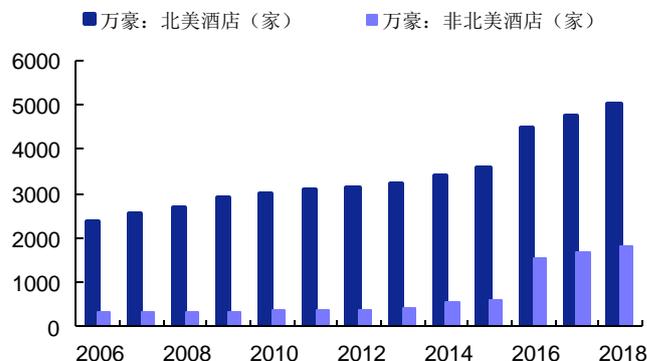
资料来源：公司官网、公司公告、安信证券研究中心

图 37：万豪过去 20 年持续扩张，全球酒店数已达 6906 家



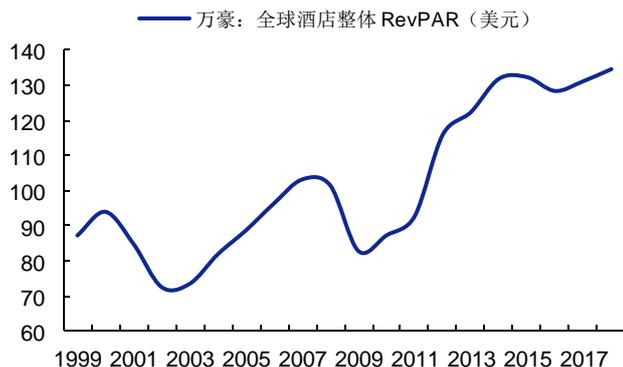
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 38：万豪在 2010 年开始海外酒店数据加速布局



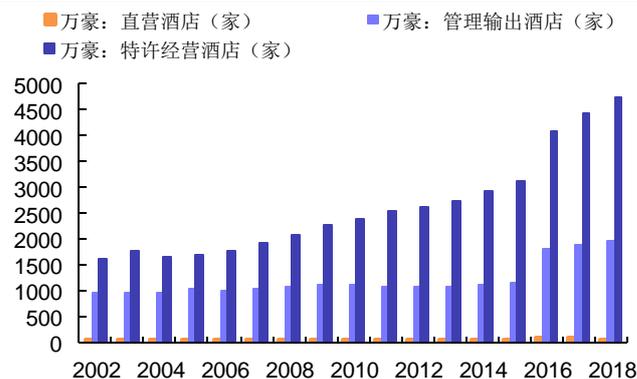
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 39：万豪酒店向高级和奢华升级，RevPAR 持续提升



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

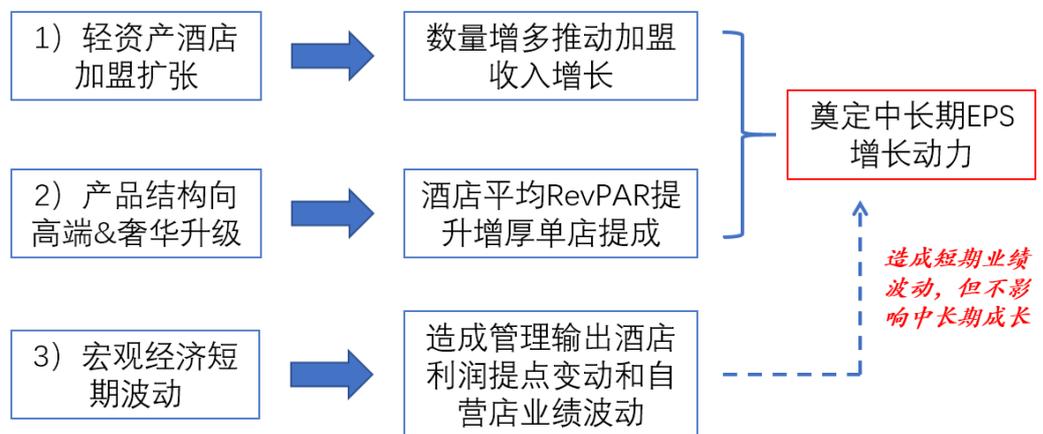
图 40：万豪以加盟模式持续扩张，对于整体营收持续增厚



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

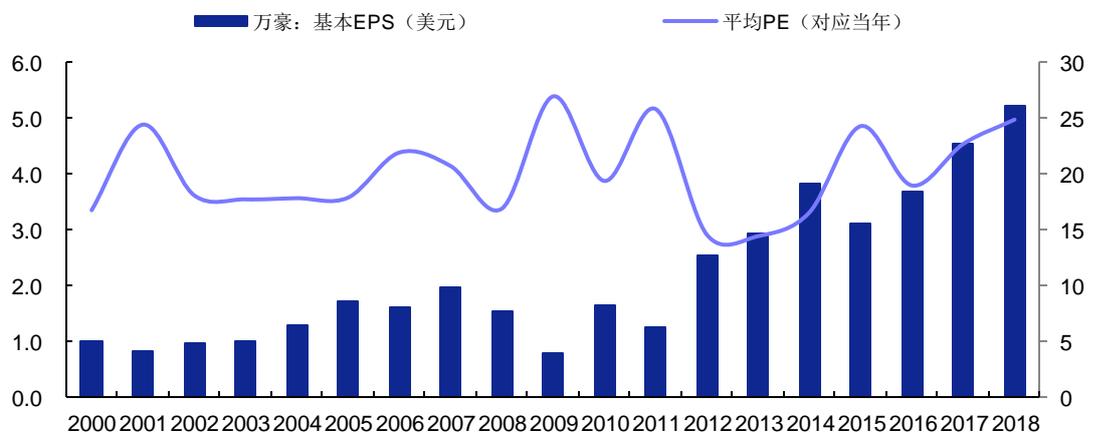
万豪在 08 年金融危机时期年度股价均值回撤 49%，但在 2011~18 年 3 次美国经济增速小幅放缓期间依靠 EPS 成长实现股价长期成长穿越周期。万豪酒店的酒店模式至 2018 年末大致分为直营店（63 家）、管理输出（1957 家）、特许经营（4735 家）三类，由于直营店为自负盈亏，管理输出则大致约为营收 3% 提点以及利润一定比例分成。1) 复盘万豪 2000~2018 年的股价和美国 GDP 增速来看：虽然万豪酒店的业绩在宏观经济进入 08 年的萧条期会受到较大影响（万豪酒店全年股价均值从 07 年 40.9 美元下滑至 09 年 20.7 美元，跌幅为 49.4%），但 2011、2013 和 2016 年美国经济增速放缓阶段，得益于酒店自身加盟扩张的延续和龙头高市占率下的提价，EPS 在中长期维度实现了持续的增长（2000~18 年间复合增速 10.2%）。2) 从估值部分来看，得益于酒店行业龙头具备中长期的成长性（数量从美国市场可以做到国际化输出，单店可以从经济型→中端→高端→奢华持续升级）且壁垒较高，万豪酒店的当年平均 PE 在 2000~2018 年处在 14.4x~27.0x 来回波动，股价核心受益 EPS 的成长驱动，在 2000~2018 年间复合增速达 11.8%。

图 41：轻资产加盟扩张和产品结构高端奢华升级，推动万豪酒店 EPS 实现长期成长



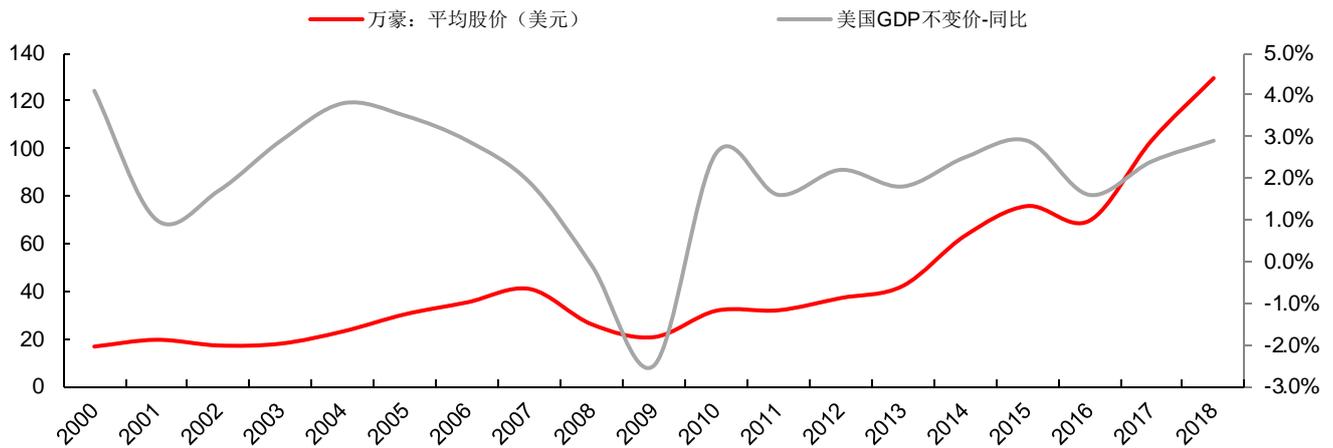
资料来源：公司公告、安信证券研究中心整理

图 42：万豪年度 PE 均值在 14x~27x 波动，股价提升核心靠 EPS 的持续增长



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 43: 万豪股价在 08 年金融危机时下跌较大, 但 2011-18 年 3 次经济增速放缓时影响较小, 股价成长贯穿周期



资料来源: Bloomberg、安信证券研究中心

3.2. 精选国际: 深耕本土+扩张海外, 中长期酒店扩张推动股价穿越周期

精选国际酒店集团前身 Quality Courts United 创建于 1939 年, 总部位于美国马里兰州, 是全球第二大特许经营酒店集团, 在全球 41 个国家和地区共设有超过 7094 家酒店、度假村和公寓, 提供超过 574726 间客房, 旗下奖励计划 Choice Privileges Rewards 会员人数已经超过 2200 万。精选国际酒店历史发展大致可分成三个阶段:

1) 初创期: 在 1939 年~1971 年期间, 精选国际酒店前身 Quality Courts United 以非盈利会员连锁酒店起家, 后于 1963 年转为盈利性公司并更名为 Quality Courts Motels, 在 1968 年并购 Park Consolidated Motels, 并将总部由佛罗里达州迁往马里兰州。

2) 市场分级和海外布局期: 在 1972 年~1999 年期间, 1980 年代, 公司开启市场分级战略, 推出三大特色连锁品牌, Comfort Inn 定位经济型家庭旅游、商务出行, Quality Inn (现为 Sleep Inn) 定位中端酒店, 与假日酒店 (Holiday Inn)、华美达 (Ramada) 展开竞争, Quality Royale 作为高端品牌, 与万豪 (Marriott)、凯悦 (Hyatt)、希尔顿 (Hilton) 竞争, 1986 年公司购买 Clarion 酒店冠名权并将全部 Quality Royale 更名为 Clarion。1996 年精选国际酒店 (CHH) 在纽交所上市。

海外扩张方面: 1972 年 Quality Courts Motels 更名为 Quality Inns International, 于 1972 年和 1987 年相继进入欧洲和亚洲市场, 1993 年以 50% 股份投资设立加拿大分公司, 1994 年进入中美洲市场, 1997 年进入日本市场, 截至 1999 年, 公司已在美国本土外开业 1125 家酒店, 覆盖 34 个国家。

后台系统建设方面: 1983 年推出 Sunburst 中央预定系统, 1995 年建立 ChoiceHotels.com, 1997 年推出物业自动管理系统, 1998 年推出 Choice Privileges Rewards 会员计划。1999 年建立学习中心为特许经营商和管理人员提供特别培训。

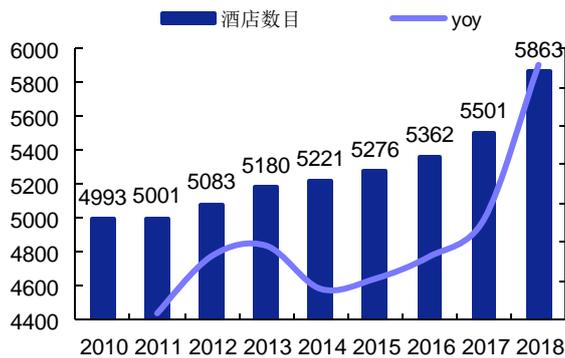
3) 稳健扩张期: 2000 年至今, 精选国际酒店不断扩大业务版图, 丰富酒店品牌矩阵。2005 年收购经济型酒店品牌 Suburban, 2005 年、2008 年相继成立两大高端品牌 Cambria 和 Ascend, 2018 年 2 月精选国际以约 2.31 亿美元现金收购了 Wood Spring 酒店控股集团旗下的 Wood Spring Suites 品牌和特许经营业务。在本次收购后, 精选国际在美国的 35 个州增加 240 家长住酒店, 继续扩大和巩固在中端长住酒店领域的主导地位。2000-2018 年, 精选国际在美国本土的酒店数从 3244 家增长至 5863 家, 海外酒店数虽基本维持(2000 年 1148 家, 2018 年 1158 家), 但海外房间数从 84389 间稳步提升至 119080 间。精选国际旗下拥有 13 个国际酒店品牌, 已是酒店特许经营的先驱。

图 44：精选国际旗下酒店品牌



资料来源：公司官网、安信证券研究中心整理

图 45：精选国际在美国本土酒店持续小幅增长



资料来源：公司年报、安信证券研究中心

图 46：受 18 年并购推动，精选国际酒店客房数增速加速



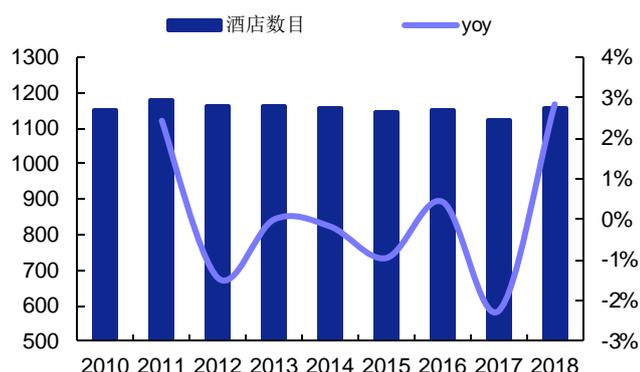
资料来源：公司年报、安信证券研究中心

图 47：精选国际海外扩张图（截至 2018.12.31）



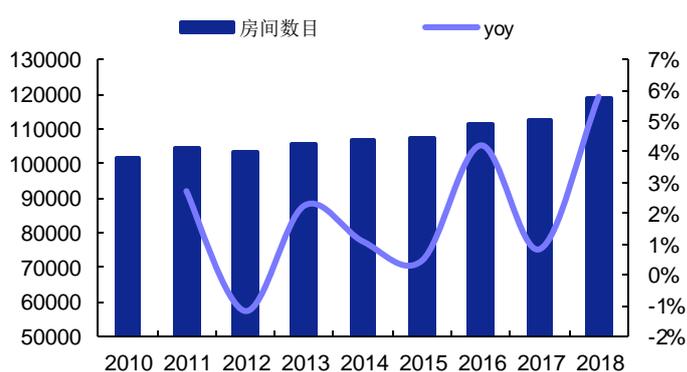
资料来源：公司年报、安信证券研究中心整理

图 48: 精选国际海外酒店数 2010 年来相对稳定



资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

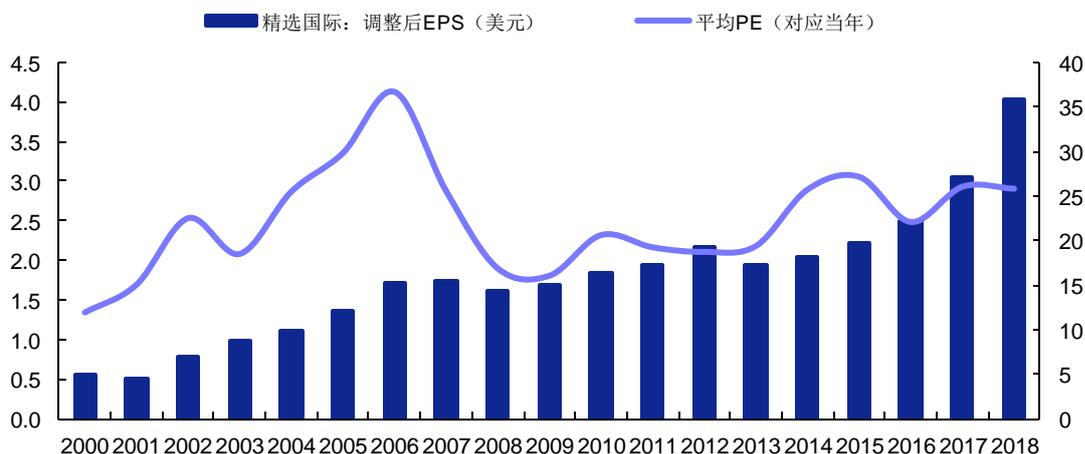
图 49: 精选国际海外房间数 2010 年来相对稳定



资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

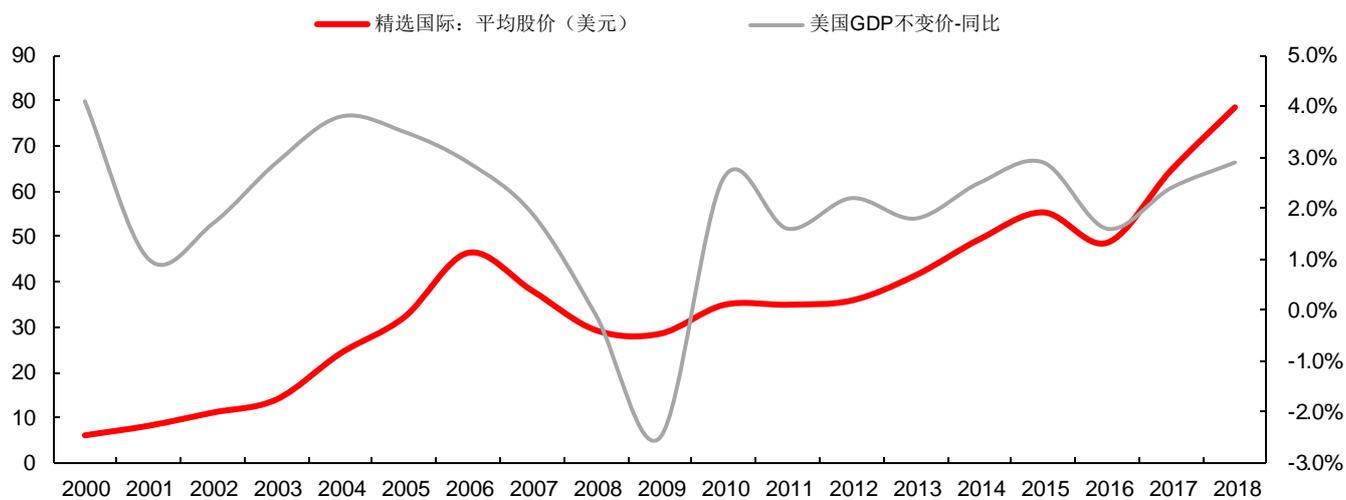
复盘精选国际酒店，我们发现其股价与万豪表现出类似的周期贯穿性质。1) 从精选国际酒店 2000~2018 年的股价和美国 GDP 增速来看: 与万豪类似，精选国际受 08 年萧条期影响，全年股价从 07 年的 38.1 元下滑至 09 年的 28.6 元，跌幅 25.0%，但在 2011、2013 和 2016 年美国经济增长放缓阶段依然依靠加盟扩张实现了 EPS 在中长期维度下的持续增长（2000~18 年调整后 EPS 复合增速 11.7%）。2) 从估值部分来看，精选国际酒店的当年平均 PE 在 2000~2008 年在 11.9x~36.7x 来回波动，但在成长趋稳后的 2009-2018 年期间，当年平均 PE 波动区间收窄为 16.1x-27.2x。中长期来看，精选国际的股价同样主要受益于 EPS 的成长驱动，在 2000~2018 年间复合增速达 15.2%。综合万豪和精选国际酒店的业绩表现，海外酒店龙头的门店数量的扩张不断可推动中长期 EPS 成长，进而让股价在长期维度下具有贯穿周期的能力。

图 50: 精选国际酒店年度 PE 均值在 12x~37x 波动，股价提升核心靠 EPS 的持续增长



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 51：精选国际股价贯穿周期，与万豪类似，在 08 年金融危机时下跌较大，但 2011-18 年 3 次经济增速放缓时影响较小



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4. 盈利预测：预计锦江、首旅 19 年扣非业绩 8.6 亿元和 7.3 亿元

锦江酒店：公司 19Q1-3 新开业酒店 1107 家，净增 718 家门店（其中，经济型酒店净减少 37 家，但中端酒店净增 755 家）。预计 19 年全年境内门店数毛开店 1300 家（净增 900 家，中端酒店占比 100%）；19 年整体境内酒店 RevPAR 预计-0.7%，19 年境内整体同店 RevPAR 预计-3.5%。我们预计公司 2019-21 年净利润分别 9.61 亿元/10.68 亿元/12.00 亿元，对应增速-11.2%/11.1%/12.4%；2019-21 年扣非业绩为 8.61 亿元/9.87 亿元/11.15 亿元，对应增速 16.6%/14.7%/12.9%，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 31.20 元。

风险提示：宏观经济下行、新开店数不及预期、中端酒店竞争加剧等。

图 52：锦江酒店 2019 年扣非业绩敏感性分析

锦江股份		当年新增加盟店数(净增)							
2019年扣非业绩 敏感性分析		750	800	850	900	950	1000	1050	1050
同店 RevPAR 提升	-6.5%	1.9%	3.7%	5.5%	7.3%	9.1%	10.9%	12.7%	14.5%
	-6.0%	3.5%	5.3%	7.1%	8.9%	10.7%	12.5%	14.3%	16.1%
	-5.5%	5.0%	6.8%	8.6%	10.4%	12.2%	14.0%	15.8%	17.6%
	-5.0%	6.6%	8.4%	10.2%	12.0%	13.8%	15.6%	17.4%	19.2%
	-4.5%	8.1%	9.9%	11.7%	13.5%	15.3%	17.1%	18.9%	20.7%
	-4.0%	9.7%	11.5%	13.3%	15.1%	16.9%	18.7%	20.5%	22.3%
	-3.5%	11.2%	13.0%	14.8%	16.6%	18.4%	20.1%	21.8%	23.5%
	-3.0%	12.8%	14.6%	16.4%	18.2%	20.0%	21.8%	23.6%	25.4%
	-2.5%	14.3%	16.1%	17.9%	19.7%	21.5%	23.3%	25.1%	26.9%
	-2.0%	15.9%	17.7%	19.5%	21.3%	23.1%	24.9%	26.7%	28.5%
	-1.5%	17.4%	19.2%	21.0%	22.8%	24.6%	26.4%	28.2%	30.0%
	-1.0%	19.0%	20.8%	22.6%	24.4%	26.2%	28.0%	29.8%	31.6%
	-0.5%	20.5%	22.3%	24.1%	25.9%	27.7%	29.5%	31.3%	33.1%
	0.0%	22.1%	23.9%	25.7%	27.5%	29.3%	31.1%	32.9%	34.7%
	0.5%	23.6%	25.4%	27.2%	29.0%	30.8%	32.6%	34.4%	36.2%
1.0%	25.2%	27.0%	28.8%	30.6%	32.4%	34.2%	36.0%	37.8%	
1.5%	26.7%	28.5%	30.3%	32.1%	33.9%	35.7%	37.5%	39.3%	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

首旅酒店：直营店截止 19Q3 占比达 22%，相比华住的 14%和锦江 12%（国内直营店占整体比例）更大，我们认为首旅酒店本轮宏观预期及酒店经营数据回暖下，业绩弹性有望更大。首旅 19Q1-3 新开店 431 家，总酒店数相比年初净增加 173 家，关店 258 家。维持 19 年毛开店 800 家（其中经济型&中高端&云酒店预计净增

）预期。公司股权结构在 18 年股权激励下，高管绑定优化，我们预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 7.60 亿元/8.44 亿元/9.21 亿元，对应增速分别为-11.3%、11.1%、9.1%；2019-2021 年扣非净利润分别为 7.25 亿元/8.14 亿元/8.91 亿元，对应增速分别为 5.1%、12.3%、9.5%，给予 6 个月目标价为 22.50 元。

风险提示：宏观经济下行、新开店数不及预期、中端酒店竞争加剧等。

图 53: 首旅酒店 2019 年扣非业绩敏感性分析

首旅酒店		当年新增加盟店数(净增, 仅经济型&中高端&云酒店)							
2019年扣非业绩 敏感性分析		100	150	200	250	300	350	400	450
同店 RevPAR 提升	-6.0%	-18.8%	-17.0%	-15.2%	-13.4%	-11.6%	-9.8%	-8.0%	-6.2%
	-5.5%	-15.1%	-13.3%	-11.5%	-9.7%	-7.9%	-6.1%	-4.3%	-2.5%
	-5.0%	-11.4%	-9.6%	-7.8%	-6.0%	-4.2%	-2.4%	-0.6%	1.2%
	-4.5%	-7.7%	-5.9%	-4.1%	-2.3%	-0.5%	1.3%	3.1%	4.9%
	-4.0%	-4.0%	-2.2%	-0.4%	1.4%	3.2%	5.0%	6.8%	8.6%
	-3.5%	-0.3%	1.5%	3.3%	5.1%	6.9%	8.7%	10.5%	12.3%
	-3.0%	3.4%	5.2%	7.0%	8.8%	10.6%	12.4%	14.2%	16.0%
	-2.5%	7.1%	8.9%	10.7%	12.5%	14.3%	16.1%	17.9%	19.7%
	-2.0%	10.8%	12.6%	14.4%	16.2%	18.0%	19.8%	21.6%	23.4%
	-1.5%	14.5%	16.3%	18.1%	19.9%	21.7%	23.5%	25.3%	27.1%
	-1.0%	18.2%	20.0%	21.8%	23.6%	25.4%	27.2%	29.0%	30.8%
	-0.5%	21.9%	23.7%	25.5%	27.3%	29.1%	30.9%	32.7%	34.5%
	0.0%	25.6%	27.4%	29.2%	31.0%	32.8%	34.6%	36.4%	38.2%
	0.5%	29.3%	31.1%	32.9%	34.7%	36.5%	38.3%	40.1%	41.9%
	1.0%	33.0%	34.8%	36.6%	38.4%	40.2%	42.0%	43.8%	45.6%
1.5%	36.7%	38.5%	40.3%	42.1%	43.9%	45.7%	47.5%	49.3%	
2.0%	40.4%	42.2%	44.0%	45.8%	47.6%	49.4%	51.2%	53.0%	

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心测算

5. 风险提示

- 1) 开店情况不及预期;
- 2) 酒店经营数据不及预期;
- 3) 宏观经济下行风险;
- 4) 行业竞争加剧。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034