

分析师：费瑶瑶
执业证书：S0380518040001
联系电话：0755-82830333 (107)
邮箱：feiyi@wanhesec.com

研究助理：黎云云
联系电话：0755-82830333 (125)
邮箱：liyy@wanhesec.com

酒店行业：龙头积极扩张加盟及提高中高端占比，估值有望修复

主要观点：

有限服务型酒店是指以适合大众消费，突出住宿核心，为客人提供基本的专业服务的酒店，其中有限服务型主要包括廉价、经济型、中端酒店，我国三大酒店集团华住、首旅、锦江以有限服务型酒店经营为主。

特许经营和委托管理(两者组成加盟模式)模式属于轻资产运营模式，酒店管理集团能对加盟商提供从品牌、管理运营、销售以及后台技术等全套解决方案，盈利稳定性较强，受行业周期性波动影响相比较小，更有利于酒店管理集团迅速扩张。我国三大酒店集团运营酒店中以加盟方式为主，占比在80%~90%左右。

经历高速发展的连锁酒店，供给总量基数较高，与欧州40%、美国70%左右的酒店连锁化率相比，仍属较低水平，我国连锁酒店占有率仍有较大的增长空间。目前中端连锁酒店增速远高于经济型连锁酒店。中端连锁酒店增长空间较大，近年增速加快。由于经济型酒店的发展成本不断上升，部分大型连锁酒店集团更倾向于将资源倾向于中端型酒店市场，直接推动中端酒店发展提速。经济型连锁酒店市场存量较大，产品下沉至三四线城市。经济型连锁酒店前期扩张加速，存量规模大，产品呈现同质化趋势，市场竞争较为激烈，近三年经济型连锁酒店增长速度放缓。一二线城市经济型酒店增量空间越来越少，三四线城市单体酒店规模大，受益于三四线城市的酒店“消费升级”与依靠经济型连锁化率提升来提升原有产品质量与服务，未来三四线城市或是经济型连锁酒店的重点发展领域。单体存量酒店的连锁化新模式—OYO正发力。来自印度的OYO酒店正为国内酒店行业巨大单体酒店体量提供连锁化新模式。低门槛的加盟成本使OYO模式在国内迅速扩张。

酒店行业经营环境短期承压，但龙头扩张加快及中高端占比提升有望为业绩估值带来修复。宏观经济的疲软导致行业内龙头2018年以来RevPAR增速放缓，2019年RevPAR负增长，伴随着龙头个股估值回落，目前板块估值处于历史低位，具有较高的安全边际。在经营策略上，行业龙头加大连锁经营的占比，中高端酒店扩张趋势明显，同时借助科技手段在酒店系统管理中提升经营效率，行业龙头公司的业绩与估值有望得到修复，建议积极关注。

风险提示：宏观经济下滑超预期；酒店业需求不及预期；资源整合与经营效率提升不及预期

目录

一、酒店行业概述.....	7
(一) 酒店分类简介.....	7
(二) 我国酒店行业发展历史与现状.....	9
(三) 我国酒店行业连锁酒店供需状况与发展趋势.....	13
(四) 技术赋能酒店行业发展.....	15
二、酒店行业经营分析.....	17
主要经营指标—入住率、ADR、RevPAR.....	17
三、华住酒店.....	19
(一) 公司简介.....	19
(二) 规模与经营质量齐头并进.....	20
(三) 确立国际化扩张与发力高端酒店战略.....	25
(四) 注重科技赋能提升客户体验与运营效率.....	26
(四) 主营业务盈利能力稳健，估值溢价较高.....	27
四、锦江酒店.....	29
(一) 公司简介.....	29
(二) 外延并购三大品牌发力，规模提升.....	32
(三) 加盟占比与中高端占比提高.....	36
(三) 公司盈利能力有待进一步提升.....	38
五、首旅酒店.....	39
(一) 公司简介.....	39

(二) 私有化如家规模提升，直营占比较高.....	42
六、投资策略.....	46
七、风险提示.....	47

图表 1	国际上对酒店的分类	7
图表 2	单体酒店与连锁酒店对比一览	7
图表 3	连锁酒店四种经营模式简介	9
图表 4	我国酒店行业发展历史	10
图表 5	住宿业固定资产投资完成额分项（亿）及同比（%）	10
图表 6	我国限额以上住宿企业家数	10
图表 7	我国旅游业总收入	11
图表 8	我国民航国内航线与铁路客运量当月同比	11
图表 9	酒店集团的市占率	11
图表 10	前三与前十酒店品牌市占率	11
图表 11	2018 十大酒店集团具体市占率	12
图表 12	2018 十大酒店品牌具体市占率	12
图表 13	我国各省市 2018Q3 星级酒店（底纹颜色）与携程 2016 统计酒店家数（圆圈）分布	13
图表 14	有限服务连锁酒店家数、客房数及同比情况	14
图表 15	我国经济型、中端型酒店家数及同比增速	14
图表 16	我国经济型、中端型酒店客房数及同比增速	14
图表 17	华住酒店旗下智能化服务一览	16
图表 18	互联网布局酒店智能最新动态一览	16
图表 19	酒店主要经营指标一览	17
图表 20	我国酒店入住率与 ADR	18
图表 21	酒店经营周期性	18
图表 22	我国酒店 RevPAR 变化情况	19
图表 23	华住酒店发展大事记	20
图表 24	华住股权结构图	20
图表 25	华住酒店集团旗下酒店数与同比增速	21
图表 26	华住酒店集团的房间数与同比增速	21
图表 27	华住酒店旗下酒店品牌一览	21
图表 28	华住酒店旗下酒店名称、家数（2019Q3）及主题词	21
图表 29	华住酒店集团旗下酒店数与同比增速	22
图表 30	华住酒店集团的房间数占比	22
图表 31	华住酒店旗下直营、管理与品牌加盟筹建中酒店数占已开业酒店家数比例	23
图表 32	华住酒店经济连锁型与中高端酒店家数及同比增速	23
图表 33	华住运营中汉庭与全季酒店家数	24
图表 34	华住运营中的海友与星程酒店家数	24
图表 35	华住酒店集团经营数据	24
图表 36	华住酒店集团旗下酒店 RevPAR（元/间）（以年计）	24
图表 37	华住酒店集团旗下酒店 ADR（元/间）（以年计）	25
图表 38	华住酒店旗下酒店入住率（%）（以年计）	25
图表 39	华住自营与管理店 RevPAR（元/间）（按季节）	25
图表 40	华住酒店自营、管理店的入住率及 ADR（按季节）	25
图表 41	华住酒店集团运营 18 月以上成熟酒店经营数据（按季节）	25
图表 42	华住酒店集团运营 18 月以上成熟酒店 RevPAR 同比（按季节）	25
图表 43	华住会会员体系人数（百万人）	27
图表 44	华住销售渠道来源比例	27
图表 45	华住营收及同比	27
图表 46	华住营收构成及同比	27
图表 47	华住 EBITDA 与 adjusted EBITDA 及同比增速	28
图表 48	华住净利润及同比增速	28

图表 49	华住营业成本、同比及营业成本占营业收入比例	28
图表 50	华住净资产收益率 (%)	29
图表 51	锦江酒店发展大事记	30
图表 52	锦江酒店股权结构图及重要参控股公司	30
图表 53	锦江国际酒店集团旗下酒店品牌一览	31
图表 54	锦江国际酒店集团已开业有限服务型连锁酒店家数 (月度数据) 及环比	32
图表 55	铂涛集团旗下各系列酒店自收购以来酒店家数	33
图表 56	铂涛集团旗下酒店 RevPAR (仅更新至 2018H1,下同)	33
图表 57	铂涛集团旗下酒店 RevPA 月同比增速 (%)	33
图表 58	铂涛集团旗下酒店出租率 (%)	33
图表 59	铂涛集团旗下酒店平均房价 (元/间)	34
图表 60	子公司铂涛集团营收与归母净利	34
图表 61	维也纳系列酒店数量	34
图表 62	维也纳整体经营数据	34
图表 63	维也纳酒店 RevPA (元/间)	35
图表 64	维也纳酒店出租率 (%)	35
图表 65	维也纳酒店平均房价 (元/间)	35
图表 66	维也纳营收与归母净利贡献	35
图表 67	卢浮集团旗下各系列酒店自收购以来开业家数	36
图表 68	锦江境外酒店经营三大指标情况	36
图表 69	锦江境外酒店经营三大指标情况 (同比)	36
图表 70	来自卢浮集团营收与净利润 (万欧元)	36
图表 71	锦江直营与加盟酒店数量及占比	37
图表 72	锦江直营与加盟店同比增速	37
图表 73	锦江酒店商誉及商誉占所有者权益比例	37
图表 74	锦江酒店营收及同比	38
图表 75	锦江酒店归母净利润及同比增速	38
图表 76	锦江酒店旗下有限服务型酒店业务全部营业成本与费用占营收比例 (%)	38
图表 77	锦江酒店旗下酒店有限服务型业务 EBITDA 及其占营收比例	38
图表 78	锦江净资产收益率 (%)	39
图表 79	首旅酒店与如家发展大事记	39
图表 80	首旅酒店股权结构图	40
图表 81	首旅酒店旗下主要控股公司	40
图表 82	首旅酒店集团旗下酒店品牌一览	41
图表 83	首旅集团旗下酒店数量和客房间数	41
图表 84	首旅酒店旗下酒店总家数及同比增速	43
图表 85	首旅酒店旗下酒店房间数及同比增速	43
图表 86	首旅酒店旗下两大系列酒店家数	43
图表 87	首旅酒店旗下系列酒店房间数	43
图表 88	如家系列 RevPAR (元/间)	44
图表 89	如家系列平均房价 (元/间)	44
图表 90	如家系列入住率 (%) 及同比 (百分点)	44
图表 91	首旅存量 RevPar 及同比	44
图表 92	首旅存量平均房价及同比 (元/间)	44
图表 93	首旅存量入住率 (%) 及同比 (百分点)	44
图表 94	首旅酒店旗下经济型酒店家数	45
图表 95	首旅酒店旗下中高端酒店家数	45
图表 96	首旅酒店直营、特许/管理加盟家数及占比	45

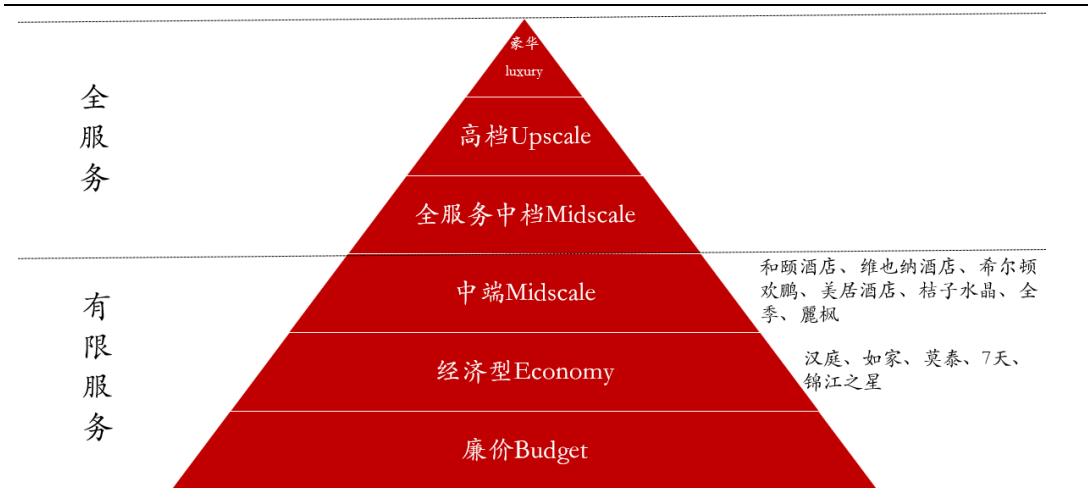
图表 97	首旅营收及同比	46
图表 98	首旅净利润及同比增速	46
图表 99	首旅净资产收益率 (%)	46
图表 100	三大酒店集团 PE-TTM	47
图表 101	三大酒店集团股价走势 (前复权)	47

一、酒店行业概述

(一) 酒店分类简介

酒店可以从功能、经营模式两方面来分类。从功能上，酒店可以分为有限服务型酒店和无限服务型酒店，有限服务型酒店是指以适合大众消费，突出住宿核心，为客人提供基本的专业服务的酒店，其中有限服务型主要包括廉价、经济型、中端酒店，我国三大酒店集团华住、首旅、锦江以有限服务型酒店经营为主；全服务型酒店是指配置面向市场、价格较高，为客人提供包括住宿、餐厅、酒吧、会议、娱乐、休闲、商务等多功能设施的酒店，其中全服务型主要包括全服务中档、高档、豪华酒店。

图表 1 国际上对酒店的分类



资料来源：公开资料，万和证券研究所

从经营模式上来看，酒店可以分为单体或连锁两种经营模式，单体酒店是指由个人、企业或组织独立拥有并经营的单个饭店企业；连锁酒店是指以连锁经营模式运营的酒店，连锁酒店一般都具有全国统一的品牌形象、识别系统、全国统一的会员体系和营销体系。单体酒店与连锁酒店经营存在较大差异，在我国市场上均占据了重要地位，目前虽然没有权威数据对单体酒店规模进行统计，根据携程网 2017 年公布数据显示，其旗下会员中约 70% 为单体酒店。单体酒店以自主经营为主，管理架构灵活性较高，更易形成成本优势，但是品牌优势有限。连锁酒店经营标准较统一，管理结构更规范，品牌优势明显，但运营成本相对较高。

图表 2 单体酒店与连锁酒店对比一览

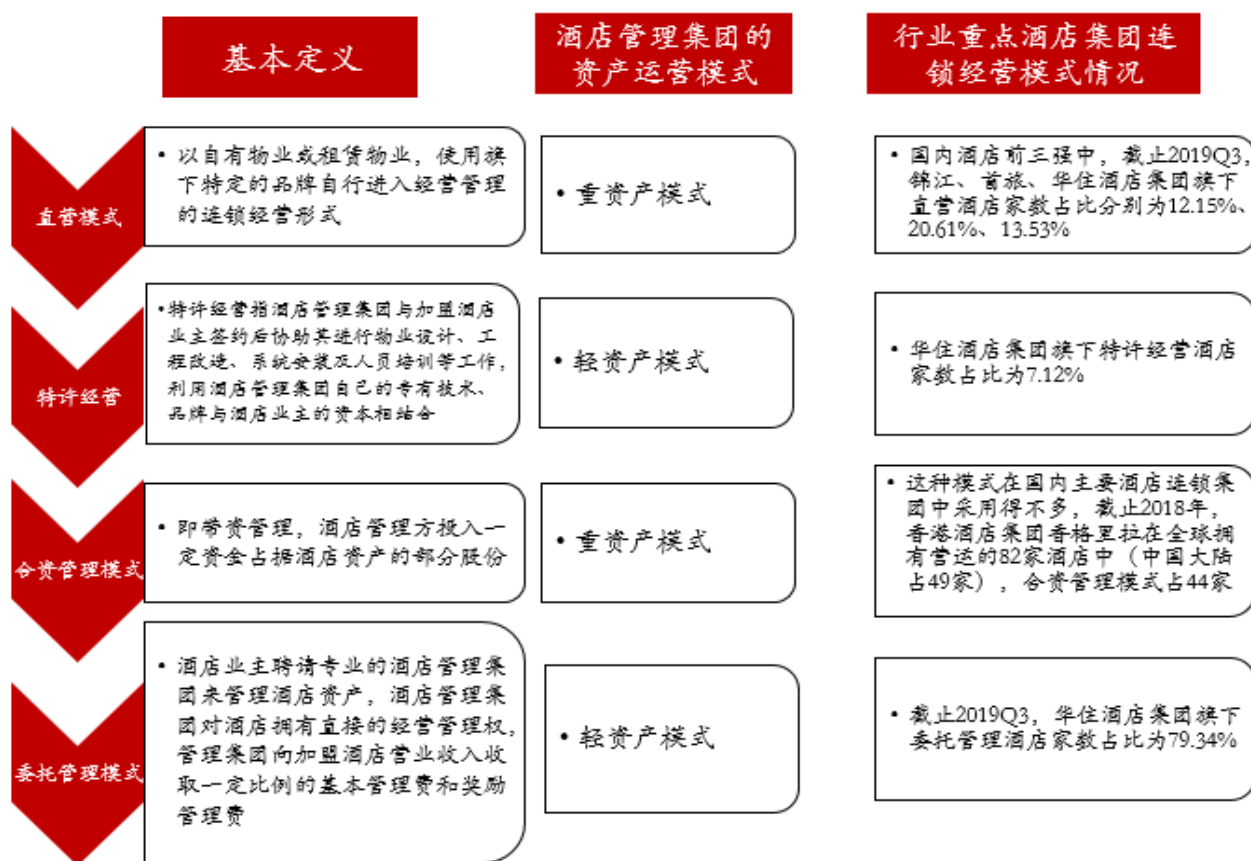
单体酒店	连锁酒店
------	------

经营门槛	自主进入市场，经营门槛较低	连锁酒店对地域、地理位置、经营面积、建筑主体设施等或有一定硬性要求，启动资金相对较高
管理形态	自主经营，灵活度较高，更易追求差异化与个性化	集团化、网络化趋势明显，统一管理、质量与标准，管理架构更清晰规范，入住价格、环境布置及服务水平受连锁酒店运营模式统一化基本固定
品牌优势	仅限或可能存在区域性知名度，品牌优势较低	消费者对连锁品牌印象较深，品牌熟悉度较高，具有明显品牌优势
运营成本	单一模式单一功能，管理架构更灵活，更易形成成本优势	需要额外支付加盟费、管理费用等其它额外费用，叠加管理架构的规范化可能对导致用人成本更高，运营成本相对更高
会员体系	绝大多数无会员体系	基本均具备会员体系，对旗下会员提供优惠服务培养客户忠诚度，有利于增强客户粘性

资料来源：万和证券研究所

连锁酒店经营方式主要分为直营、加盟特许经营、合资管理、委托管理等模式。直营模式是指酒店管理集团通过自有物业或租赁物业进行自主经营；加盟特许经营是指酒店管理集团通过自己的专有技术、品牌与酒店业主的资本相结合；合资管理模式是指酒店管理方投入一定资金占据酒店资产的部分股份；委托管理模式是指酒店管理集团对酒店拥有直接的经营管理权，酒店管理集团按加盟酒店的营业收入收取一定比例的基本管理费和奖励管理费。直营模式与合资管理模式属于重资产运营模式，前期投入成本高，投资回收期长，业绩波动周期性更强，在行业景气度提升的时候经营利润将受益明显，而在行业低迷期盈利能力也将受拖累；特许经营和委托管理（两者组成加盟模式）模式属于轻资产运营模式，酒店管理集团能对加盟商提供从品牌、管理运营、销售以及后台技术等全套解决方案，盈利稳定性较强，受行业周期性波动影响相比较小，更有利于酒店管理集团迅速扩张。以2019年三季报最新经营数据披露显示，以酒店家数计，我国三大酒店集团运营酒店中自营模式占比较低，占比在15%~22%左右范围，以加盟方式占比为主；锦江酒店运营酒店中加盟模式（特许经营+委托管理）占比高达81.92%，首旅集团以特许经营管理模式为主占比高达77.15%，华住以委托管理运营模式为主，加盟占比合计为86.47%；三大酒店集团旗下酒店中采用合资管理运营占比十分少。

图表 3 连锁酒店四种经营模式简介

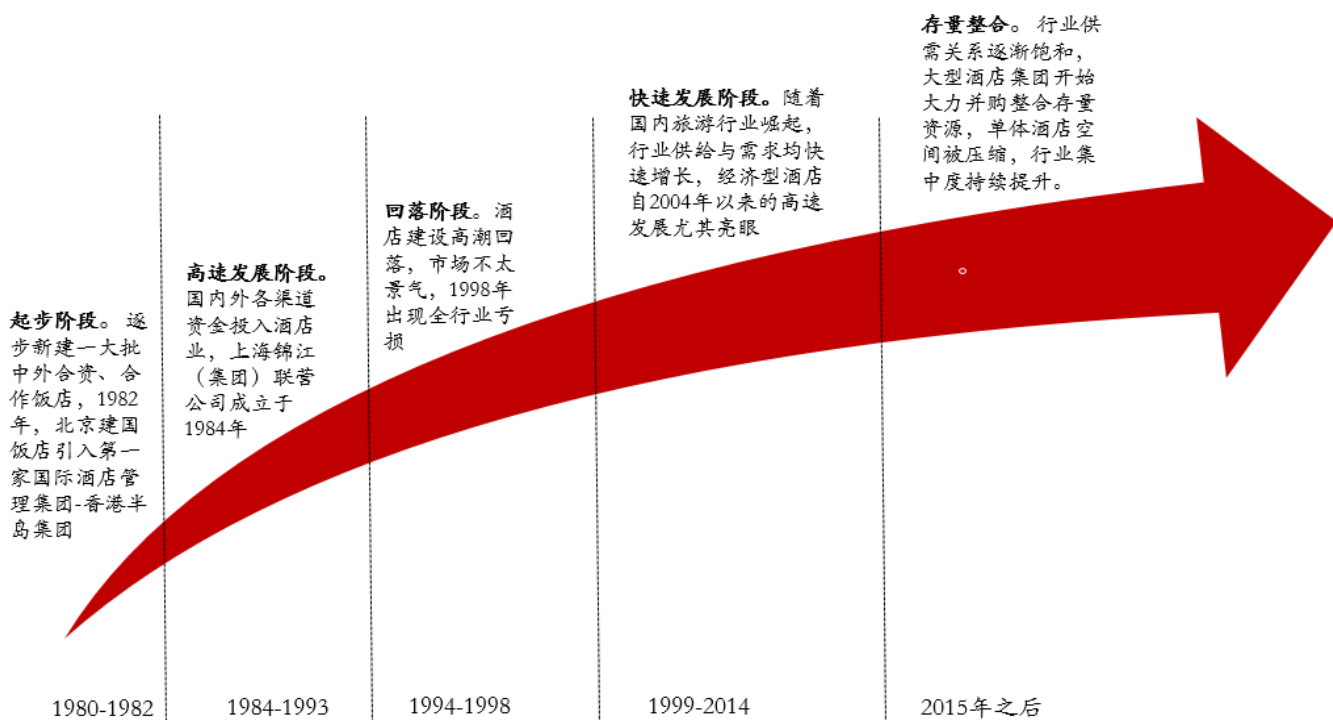


资料来源：公开资料，公司年报，万和证券研究所

（二）我国酒店行业发展历史与现状

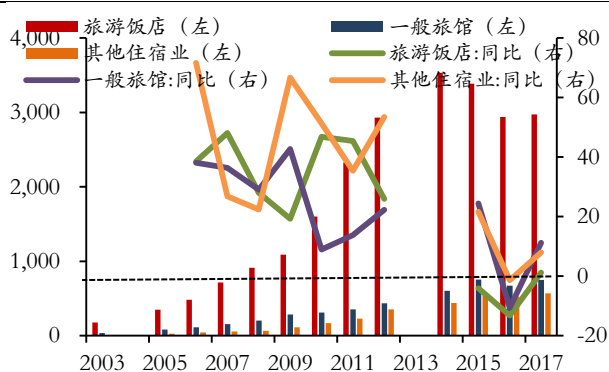
我国酒店行业经历了快速发展，供给快速增长。改革开放以后我国经济高速发展，酒店行业同样经历了起步、高速发展、回落、快速发展等阶段，酒店行业规模从小到大不断壮大，目前正处于存量整合阶段。进入 21 世纪，酒店行业供给快速增长。住宿业固定资产投资完成额快速增长并在 2014 年达到历史最高水平，2005 至 2014 年间住宿业固定资产投资完成额三大分项（旅游饭店、一般旅馆与其他住宿业）年同比增速在 20%~40%之间，其中 2004 年是经济连锁酒店开启快速发展的元年；住宿业固定资产投资完成额 2014 年至今同比增速大幅降低并在 2016 年增速为负。以统计局公布的限额以上住宿业企业（指主营业务收入 200 万元以上的企业。）家数来看，2005 年至 2013 年间住宿业企业家数快速增长，2014 年至今同比增速仅在 0~3% 之间。目前来看，行业新增供给增速放慢，进入了存量资源整合阶段。

图表 4 我国酒店行业发展历史



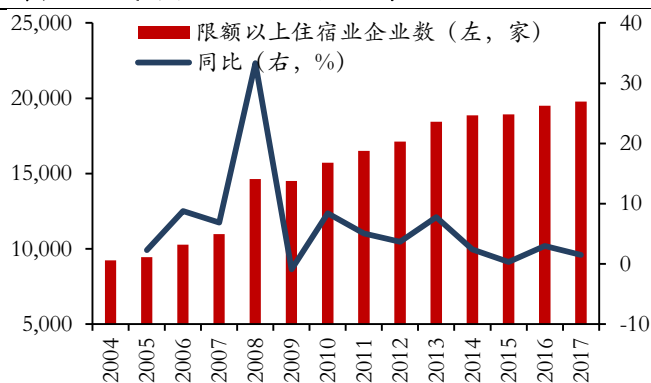
资料来源：万和证券研究所

图表 5 住宿业固定资产投资完成额分项 (亿) 及同比 (%)



资料来源：wind，万和证券研究所

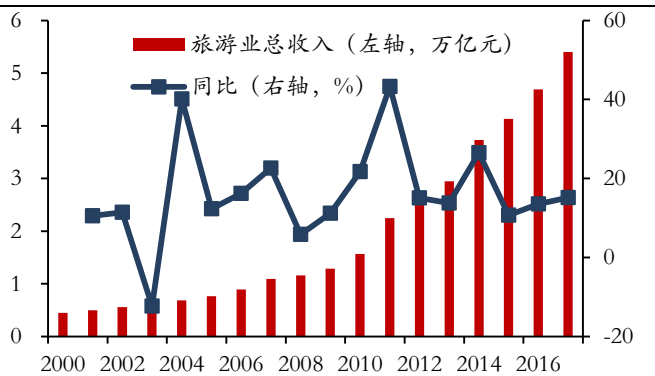
图表 6 我国限额以上住宿企业家数



资料来源：wind，万和证券研究所

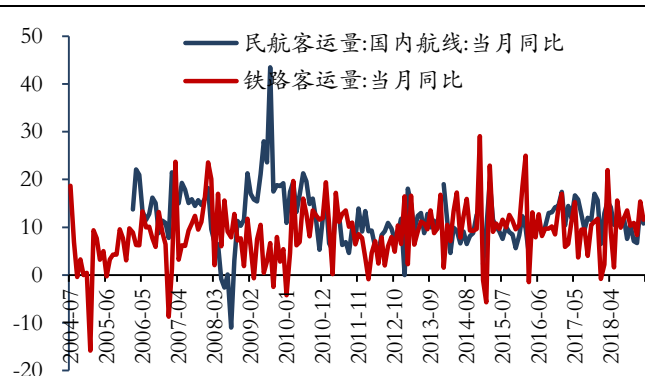
酒店行业需求稳健增长。商旅出行蓬勃发展给我国酒店行业带来了重大发展机遇。目前没有十分具体的指标精确衡量酒店行业的需求，我们可以从旅游行业和交通运输（民航与铁路）客运量作为重要的替代性反映指标来衡量行业的需求。我国旅游业总收入从2000年的0.45万亿元增长至2017年的5.40万亿元，过去17年年均复合增长率高达15.71%，经济发展带来收入提高，消费升级直接推动旅游休闲产业的良好发展形势。我国民航客运量国内航线与铁路客运量除去季节性以及行业周期波动性影响，长期来看，月同比增速均维持在稳健正增长速度。酒店行业整体需求一直处于增长态势，交通运输力和旅游产业发展对酒店行业需求产生了坚实的贡献。

图表 7 我国旅游业总收入



资料来源: wind, 万和证券研究所

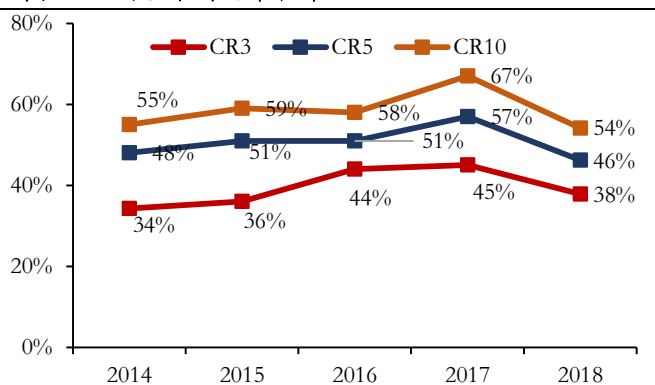
图表 8 我国民航国内航线与铁路客运量当月同比



资料来源: wind, 万和证券研究所

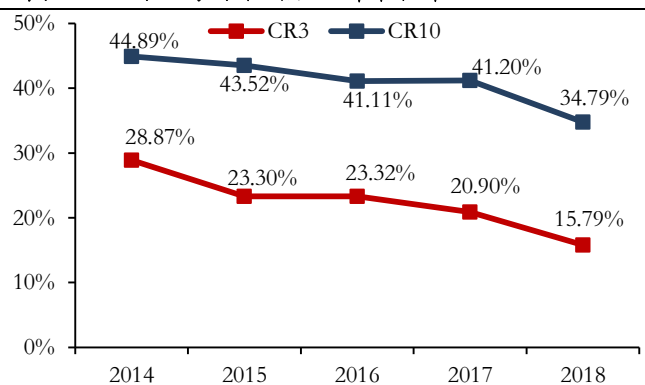
行业酒店集团市占率保持在相对较高水平, 品牌市占率呈现下降趋势。截止到 2018 年底, 在国内酒店集团中, 以已开业的客房数为基准, 前三大龙头酒店集团 (锦江国际、首旅如家、华住酒店) 合计市占率高达 38%, CR5 与 CR10 分别为 46%、57%, 酒店集团集中度维持在相对较高水平, 竞争较激烈。近年来前三大、十大酒店品牌市占率呈现下降趋势, 2018 年底 CR3、CR10 分别为 15.79%、34.79%, 主要源于行业酒店集团多为覆盖从经济连锁到中高端多品牌经营战略, 行业龙头旗下占比较多经济型连锁酒店扩张速度低于旗下中高端酒店品牌, 部分市占率较低酒店集团继续加大旗下连锁型酒店扩张力度抢占市场份额。以客房数为基准, 2018 年底排名前三的酒店品牌分别是首旅酒店集团下的如家酒店 (5.62%)、华住酒店集团下的汉庭酒店 (5.32%)、锦江国际酒店集团下的 7 天酒店 (4.85%), 前十大酒店品牌中以经济连锁型酒店为主, 仅维也纳与全季酒店属偏中端酒店。

图表 9 酒店集团的市占率



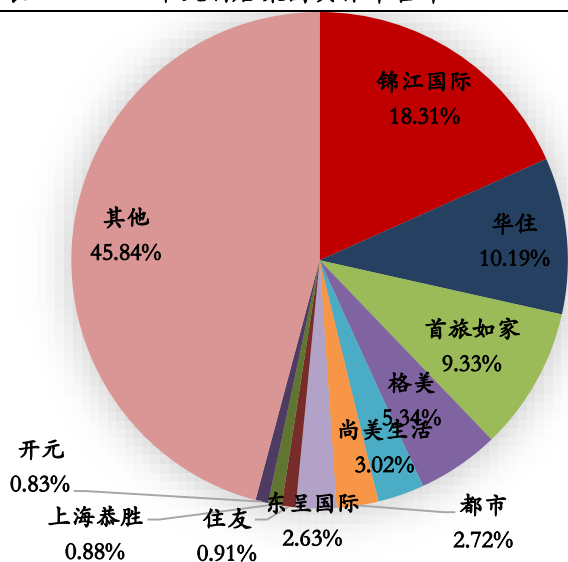
资料来源: 盈蝶咨询, 万和证券研究所

图表 10 前三与前十酒店品牌市占率



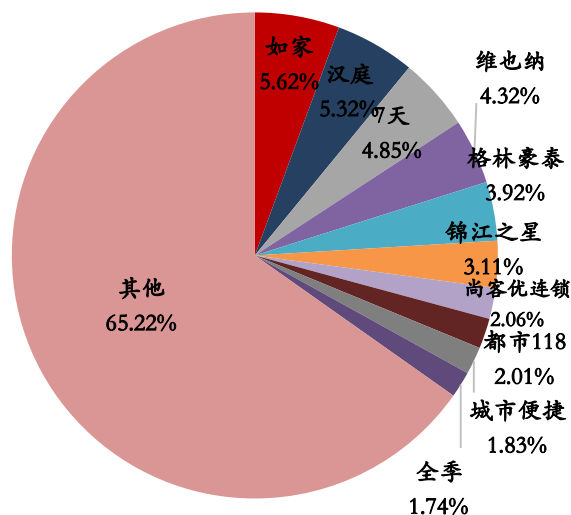
资料来源: 盈蝶咨询, 万和证券研究所

图表 11 2018 十大酒店集团具体市占率



资料来源：盈蝶咨询，万和证券研究所

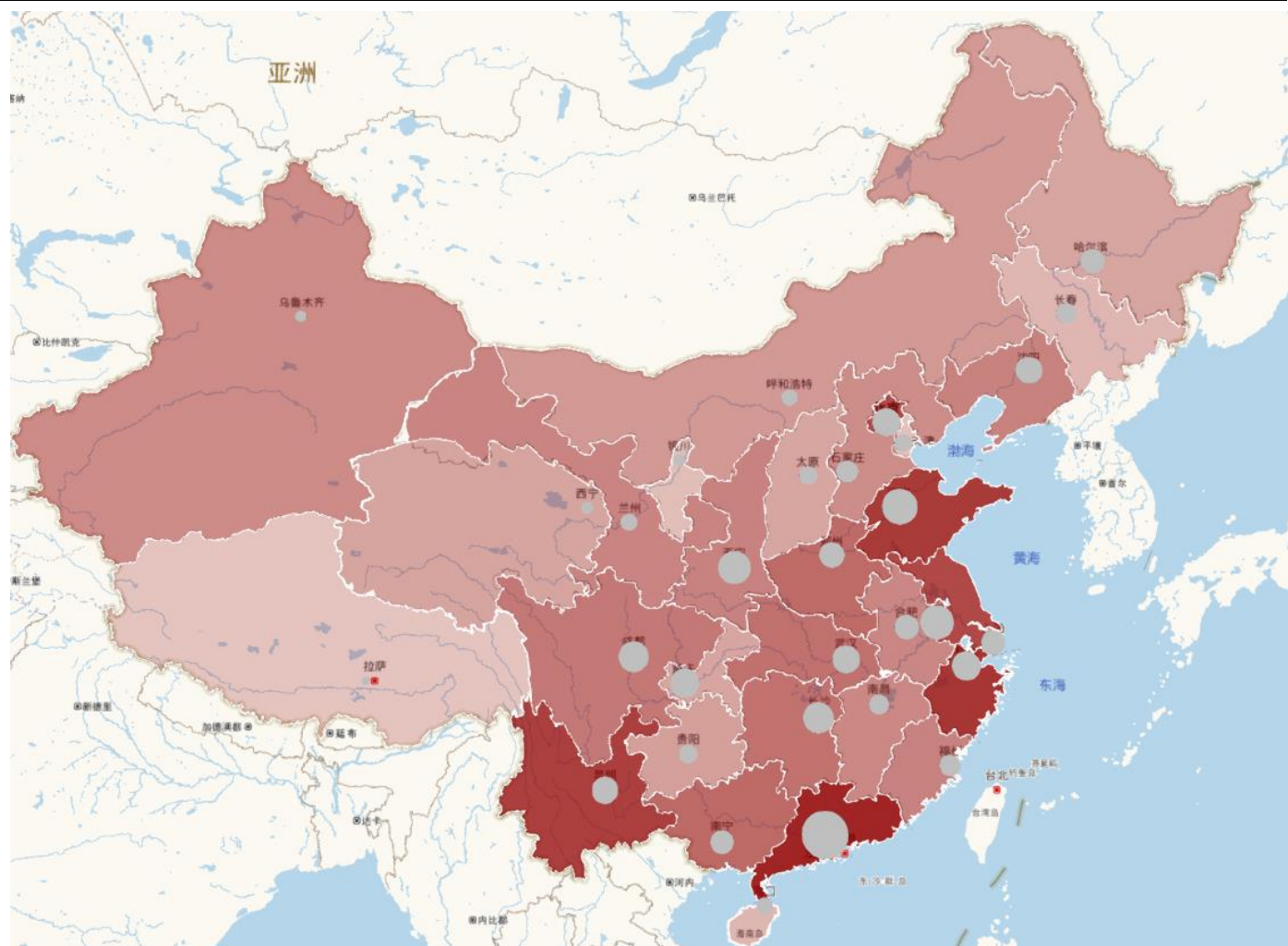
图表 12 2018 十大酒店品牌具体市占率



资料来源：盈蝶咨询，万和证券研究所

我国酒店分布呈现地域性差别，与经济发展程度吻合较高。结合截止至 2018Q3 各省市地区星级酒店（包含 1-5 星级）家数与携程 2016 年统计的酒店家数，我国酒店分布呈现明显的区域性差别，星级酒店主要分布在经济发达、人口较多的华东 5 省和广东、北京，旅游较发达地区也有较多星级酒店；在酒店家数方面，广东、山东、江苏、陕西、湖南位居前 5，整体来看东部沿海省份与中部地区经济较发达地区酒店家数远高于偏远中西部地区经济欠发达地区与东北地区。各省市酒店分布供给与经济发展程度吻合较高，经济发展程度较高地区商业活动更活跃频繁，更易成为出差目的地，区域内居民出游次数更多，节假日短途旅行需求旺盛，以上因素直接推动了区域内酒店供给提升。

图表 13 我国各省市 2018Q3 星级酒店（底纹颜色）与携程 2016 统计酒店家数（圆圈）分布



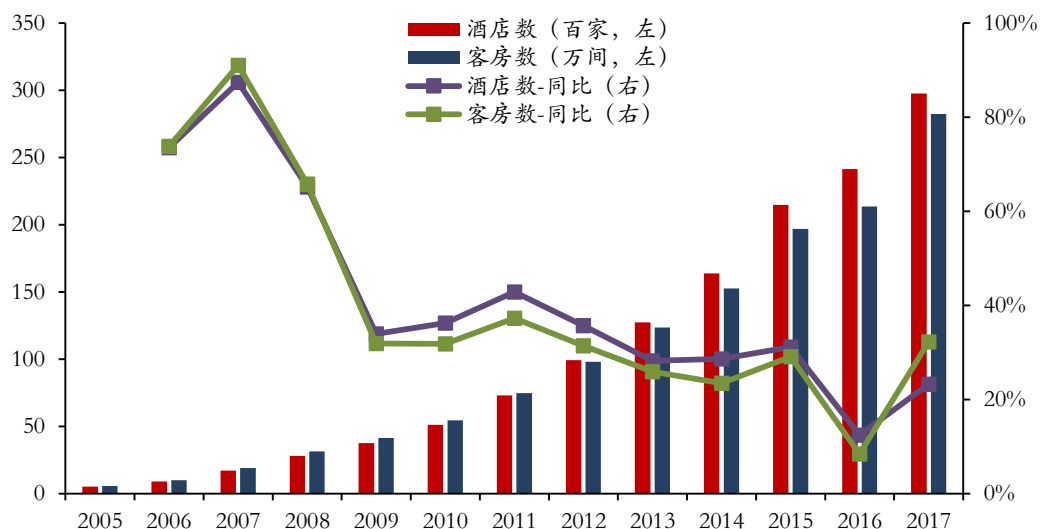
资料来源：wind，携程，万和证券研究所

注：地图中各省、直辖市及自治区区域底纹颜色代表 2018Q3 星级酒店家数，颜色越深，代表所在地区星级酒店家数最多
 地图中各省、直辖市及自治区区域中灰色圆圈代表携程统计公布 2016 年酒店家数，圆圈越大，代表所在地区酒店家数最多
 本次统计不含港、澳、台地区

（三）我国酒店行业连锁酒店供需状况与发展趋势

我国有限服务连锁酒店过去发展趋势与行业基本同步，酒店连锁化率增长空间较大。截止到 2017 年底，我国共有有限服务连锁酒店 29760 家，客房数 282.33 万间，过去 12 年复合增长率分别为 37.36%、35.63%，酒店家数与客房数同比增速走势基本一致，同比增速呈现前高后低，我国有限服务连锁酒店的历史发展趋势与行业基本同步。2005 至 2008 年期间连锁酒店同比增速在 80%左右，2009 至 2015 年期间同比增速在 30%~40%左右波动，2016 年增速较低，2017 年增速又小幅回升。经历高速发展的连锁酒店，供给总量基数较高，但目前我国酒店业连锁化率大致在 20%左右，与欧州 40%、美国 70%左右的酒店连锁化率相比，仍属较低水平，我国连锁酒店占有率仍有较大的增长空间。

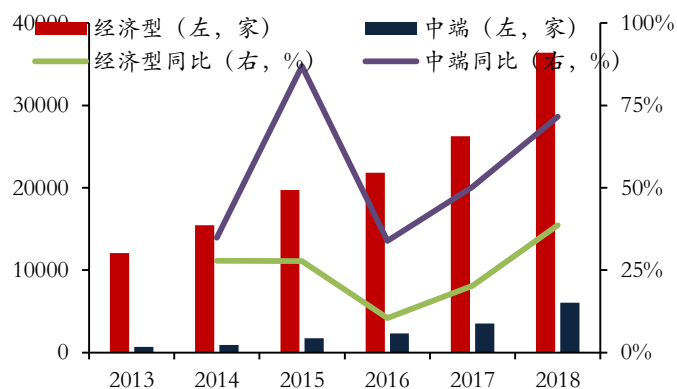
图表 14 有限服务连锁酒店家数、客房数及同比情况



资料来源: Wind, 万和证券研究所

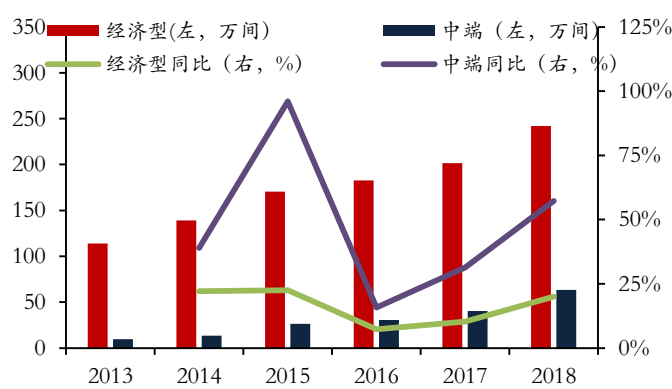
中端连锁酒店增速远高于经济型连锁酒店。根据中国饭店协会最新的数据显示,截止到2019年1月1日,我国中端连锁酒店有6036家,同比增速为71.53%,过去5年复合增速为45.46%;客房数63.42万间,同比增速为57.25%,过去5年复合增速为54.13%。我国经济连锁酒店有36383家,同比增速为38.65%,过去5年复合增速为38.65%;客房数有242万间,同比增速为20.05%,过去5年复合增速为16.28%。中端连锁酒店家数与客房过去5年增速明显高于经济型连锁酒店。

图表 15 我国经济型、中端型酒店家数及同比增速



资料来源: 中国饭店协会, 万和证券研究所

图表 16 我国经济型、中端型酒店客房数及同比增速



资料来源: 中国饭店协会, 万和证券研究所

中端连锁酒店增长空间较大,近年增速加快。由于经济型酒店的发展成本不断上升,部分大型连锁酒店集团更倾向于将资源倾向于中端型酒店市场,直接推动中端酒店发展提速。随着经济发展,居民收入增长下消费升级打开了中端酒店的需求空间,未来我国家庭阶层中产阶级占比将继续提升,中端酒店价格介于经济型酒店与高端酒店之间,性价比高、有特色、服务质量有保

证的中端型酒店是休闲出行消费升级以及商务出行的优选项。政策方面，国家此前出台的限制“三公”消费，高档豪华酒店需求减少，部分需求流入中端酒店。整体而言，中端酒店存量市场基数较小，未来仍具有一定的增长空间，也是目前我国酒店行业龙头的重点发展布局的方向。

经济型连锁酒店市场存量较大，产品下沉至三四线城市。经济型连锁酒店前期扩张加速，存量规模大，产品呈现同质化趋势，市场竞争较为激烈，近三年经济型连锁酒店增长速度放缓。一二线城市经济型酒店增量空间越来越少，三四线城市单体酒店规模大，受益于三四线城市的酒店“消费升级”与依靠经济型连锁化率提升来提升原有产品质量与服务，未来三四线城市或是经济型连锁酒店的重点发展领域。

单体存量酒店的连锁化新模式—OYO 正发力。来自印度的 OYO 酒店正为国内酒店行业巨大单体酒店体量提供连锁化新模式。不同于传统的经济型连锁品牌的高加盟门槛，OYO 通过对原有单体酒店提供包括更换门店招牌（带 OYO 贴牌名称）、配套统一标准的床单枕套、提供统一搭建的酒店预订系统提供流量、并派驻管理人员参与酒店的日常运营等支持而不收取任何的加盟费，仅对酒店每笔交易抽取 2%~8%或不等的佣金。低门槛的加盟成本使 OYO 模式在国内迅速扩张，根据其官网的最新数据显示，OYO 仅进入中国市场 1 年半后，在 338 个城市的超过 19000 酒店改造了 78 多万间客房，对行业产生了较大的冲击。在理想状态下，经过 OYO 改造后的单体酒店与经济型连锁酒店的竞争力更强，酒店入住率有望提升，但对于改造后的单体酒店而言，入住率提升的效率是业主选择继续合作的考虑最重要因素，而酒店入住率与酒店地理位置、产品性价比、服务质量多重因素相关。长期来讲，OYO 与传统经济连锁型酒店的竞争可能继续回归于产品本身的品质与性价比上，OYO 模式仍待继续观察。

（四）技术赋能酒店行业发展

随着人工智能、大数据、云计算等新兴技术的不断发展，**未来智能控制系统或将赋能酒店发展。**对客户服务方面，在智能终端方面，智能酒店可以有照明、窗帘、空调、空气净化器、空气盒子等硬件设备，另外可实现酒店预定、在线选房、前台智能自助机入住，自助离店等全周期体验；在软件方面，将推出了相应的 APP，帮助用户对上述硬件设备进行管理，实现不同智能终端的协同工作和统一管理，将复杂的智能家居服务用最简单的方式得以呈

现到酒店中。**酒店本身运营中**，可实现运营管理、巡店管理、客房管理、餐饮管理等全移动化应用，同时借助于酒店管家 APP，实现掌上敏捷收益，通过一键调价、一键开关房、一键房控等，实现实时在线的收益机会。**会员大数据管理中**，基于集团庞大的会员体系，建立了基于大数据的敏捷 CRM 系统，通过该系统，可动态生成会员标签，或可实现精准的会员画像和场景服务等，更有利于强化创新产品的针对性和有效性。新科技进入酒店业，将有可能改变酒店业日常经营的业态，打造智慧酒店理念，有利于提升入住体验，让客人感受到舒适便捷，同时酒店也将有利于节省人力成本。

距离酒店智能化在路上。以华住为代表的酒店业者正积极使用 IT 技术引领行业变革，同时以 BAT 为代表的互联网巨头也在发力智能服务酒店，有望借助科技与智能使我国酒店服务业实现较大的专业运营的提升。

图表 17 华住酒店旗下智能化服务一览

出行一站式	将根据行程，提供酒店、机票、火车票一站式行程助手，提供全程自助服务：选房、续住、一键开票、入住、零秒退房以及航班动态等。
自助入住	酒店智能终端机“华掌柜”，从外观设计上看类似 iPad，右侧带有身份证刷卡槽。顾客通过预定终端，可全面实现：自助预订、支付、选房、身份证信息读取、登记入住、房卡自动领取、发票直连，使客人的身份证信息可以通过技术安全直接上传系统，将前台办理入住手续的时间从 3 分钟缩短至 30 秒，节省消费者大量的等待和交易时间。
0 秒退房	在办理入住手续时，客人只要把自己的会员卡直接刷成房卡，付清全部房费，就无需支付入住押金，并提前拿到住宿发票，在退房时仅需关上房门即可离店，免除了查房、结账等办理相关手续的时间。没带会员卡的客人在离店时，也只要把房卡投入前台“0 秒离店”的盒子里，就可以离店，省去了到前台结账时等待查房和退还押金的时间。
自助选房	客人事先预订酒店，入住当天 6:00 后点击“自助入住”按钮进入选房页面，即可对酒店楼层和客房布局一览无余，房间位于几楼、是否临街、是否靠近电梯或公用厕所、是否位于拐角等都可以了解，一起住店的同事或亲友也可以自行选择相邻房间，客人可自主选择。

资料来源：公司官网，万和证券研究所

图表 18 互联网布局酒店智能最新动态一览

动态	
百度	在 2018 AI 开发者大会上，百度 DuerOS 与洲际酒店集团携手打造了智能酒店体验，宾客可以通过语音控制客房设备、播放音乐、询问天气、检索信息，打破了国内酒店行业常规的宾客下榻体验，该服务将陆续在大中华区共计几百间洲际酒店套房中推出。
腾讯	上海世茂酒店管理有限公司与腾讯达成战略合作，双方将基于微信智慧酒店解决方案，将微信支付、小程序、基于腾讯优图的人脸识别、企业微信等功能融入到酒店客户服务和酒店管理的每一个细节。世茂深坑洲际酒店以微信为前端载体，用一个小程序串起了预订、入住、休闲、娱乐、离店的全方位住店体验。在抵达酒店前完成房间预定、预入住，抵达酒店核验身份证后，30 秒即可刷脸登记、领取电子房卡，完成入住，让每一位顾客都有一个“专属”酒店前台。
阿里巴巴	2018 年 12 月 18 日，阿里首家未来酒店菲住布渴 (FlyZoo Hotel) 开业，选址在杭州阿里巴巴西溪园区旁。菲住布渴实现了全场景身份识别响应和大面积的 AI 智能服务。据介绍，住客从大堂到电梯再到房间，乃至

餐厅、健身房等等，都涵盖人脸识别、语音控制、智能机器人等黑科技服务。通过 AI 智能服务中枢、数字化运营平台及管理系统，酒店采用了系统数字化解决方案。

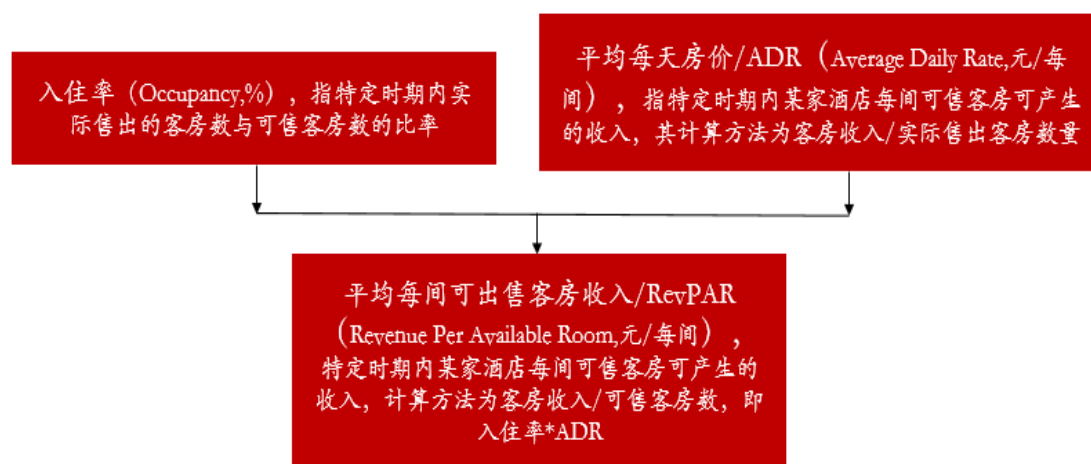
资料来源：新闻整理，万和证券研究所

二、酒店行业经营分析

主要经营指标—入住率、ADR、RevPAR

酒店业经营指标简介。酒店业经营的主要指标包括入住率、平均每天房价(ADR)与平均间可出售客房收入(RevPAR)。入住率与 ADR 反映了酒店整体的经营期间需求状况，RevPAR 则综合反映了酒店的盈利能力。

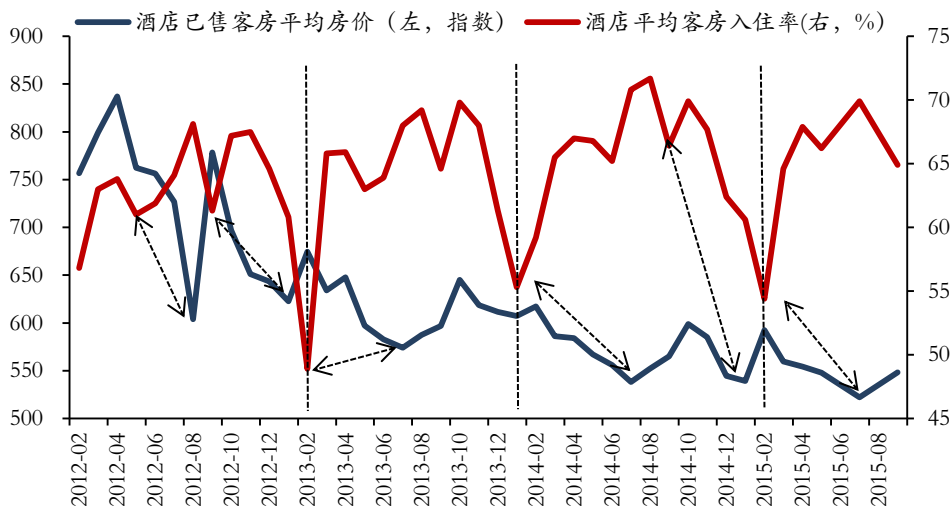
图表 19 酒店主要经营指标一览



资料来源：万和证券研究所

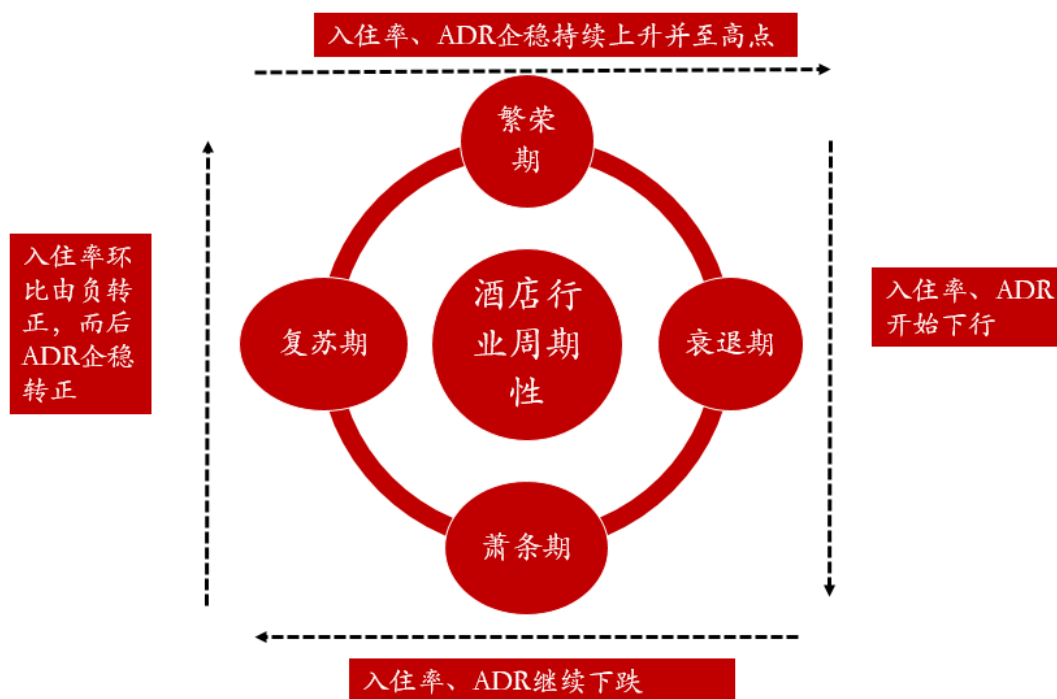
入住率与 ADR 显示酒店经营具有季节性、周期性。中国酒店入住率季节性较高，并与节假日分布密切相关。一般来讲，春节期间入住率为全年最低，5 月至 10 月涵盖小长假以及暑假期间入住率较高。入住率与 ADR 变动呈现正相关性，入住率是 ADR 的先行指标，入住率领先 ADR 变化三个月左右。入住率与 ADR 共同变化呈现了酒店经营的周期性变化。

图表 20 我国酒店入住率与 ADR



资料来源：Wind，万和证券研究所
 注：这两项数据仅连续更新至 2015 年底

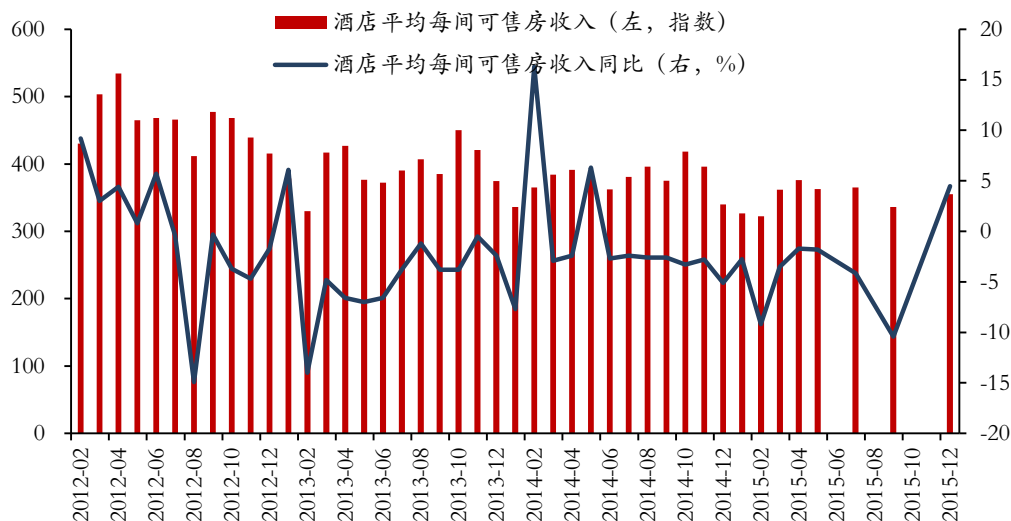
图表 21 酒店经营周期性



资料来源：万和证券研究所

RevPAR 是衡量酒店盈利能力的关键指标。RevPAR 同比走强向上，经营景气度提升，酒店盈利能力提升。一般而言，RevPAR 越高，说明该酒店产品的市场竞争力强，连锁品牌对业主的吸引力也将越强；对酒店集团而言，旗下产品 RevPAR 越高，经营品质与盈利能力也将越强。

图表 22 我国酒店 RevPAR 变化情况



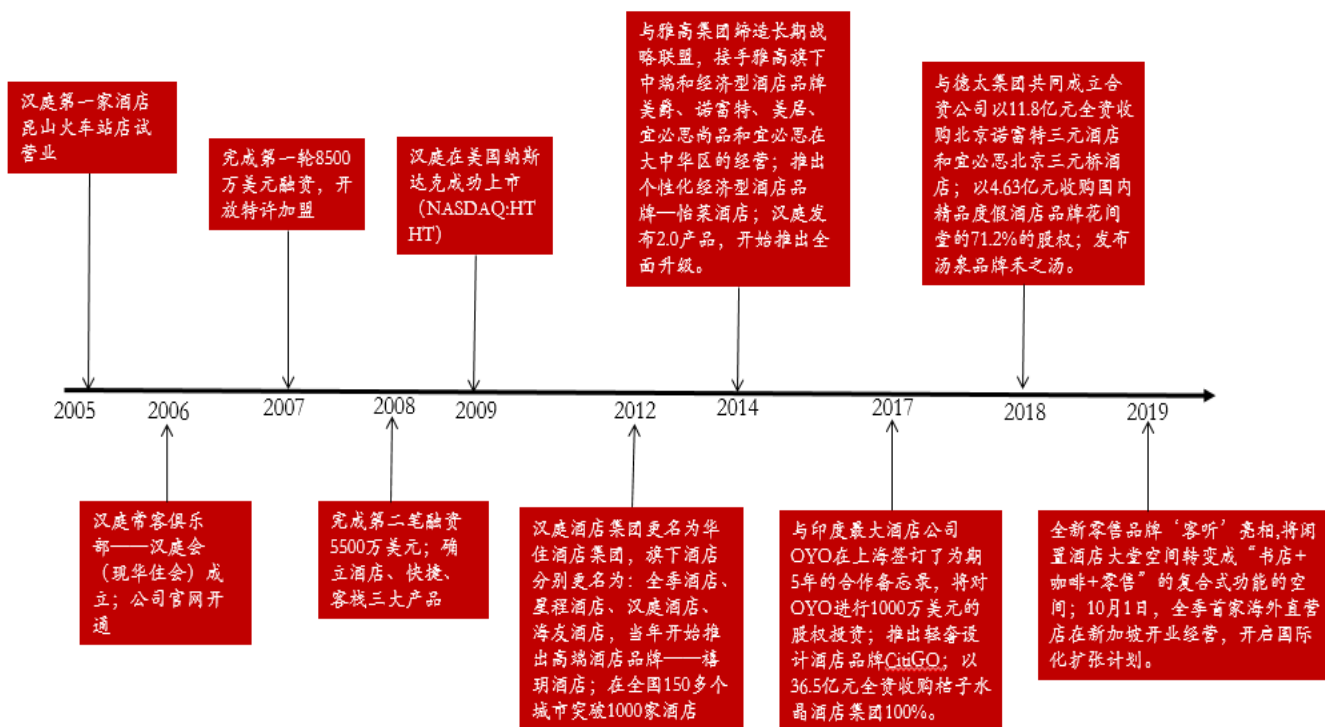
资料来源: wind, 万和证券研究所

三、华住酒店

(一) 公司简介

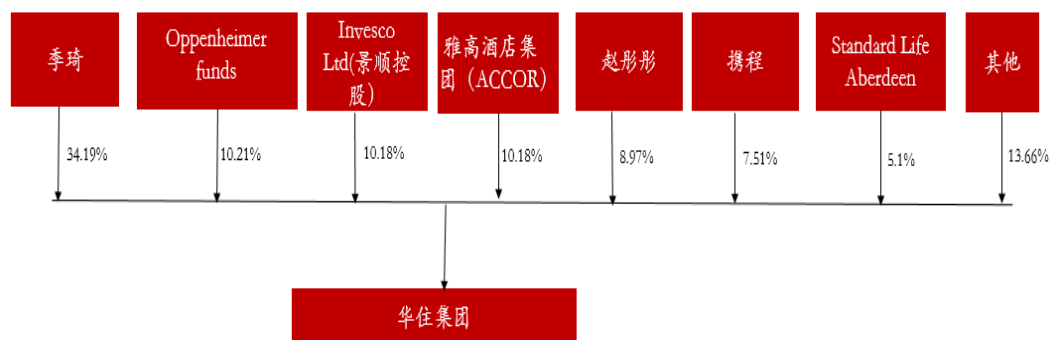
华住酒店集团逐步发展成国内全品牌类酒店连锁集团。华住酒店于2005年成立第一家汉庭酒店,之后规模迅速扩张,2008年即确立酒店、快捷、客栈三大产品,2009年成功在美国纳斯达克上市。2014年通过与雅高集团缔造长期战略联盟丰富中高端产品线,2017年全资收购桔子水晶集团100%股权,2018年完成对精品度假村品牌花间堂的战略收购以及发布温泉品牌禾之汤,公司实现了经济、中、高端酒店全覆盖,进行酒店品牌多元化经营,满足不同层次的商旅及休闲住宿需求。公司创始人及董事长季琦是公司第一大股东,持股比例为34.19%,季琦同时也是携程与如家的创始人之一,公司联合创始人赵彤彤持股为8.97%,景顺控股为2019年上半年新进十大股东之一(持股比例为9.2%)。

图表 23 华住酒店发展大事记



资料来源：公司官网，万和证券研究所

图表 24 华住股权结构图



资料来源：wind，万和证券研究所

（二）规模与经营质量齐头并进

经历快速扩张，目前规模国内排名第二。截止2019Q3，公司共有酒店家数5151家和504414间，同比增速分别为27.03%、23.17%。华住酒店集团经历了快速扩张，公司发展前期酒店家数与房间家数少，因此增速高企，2009年至2018年期间，酒店家数与房间数复合增长率分别为37.80%、35.01%，近三年扩张增速相比前期减缓但依旧保持正增长。

目前公司旗下拥有13个酒店自有品牌（主要包括汉庭、海友、怡莱、全季、

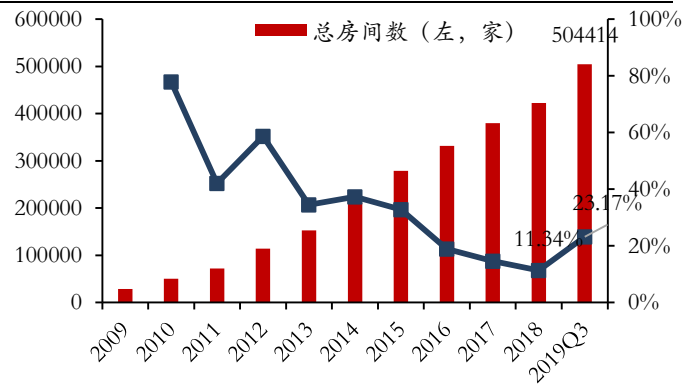
桔子水晶、美仑等品牌)，并与雅高集团长期战略联盟接手雅高集团旗下品牌宜必思、宜必思尚品、美居、诺富特和美爵酒店在大中华区的经营。截止到2019Q3，公司旗下主要分别拥有经济型酒店汉庭、海友、怡莱、宜必思分别 2381、450、373、179 家，其中 2018 年汉庭酒店在我国经济型连锁酒店中市占率排名第二为 6.88%；中高端型酒店全季、星程、桔子精选 759、317、233 家，其中 2018 年全季酒店在我国连锁酒店中端品牌中市占率排名第二为 11.41%；集团整体酒店市占率为 10.19%，为酒店集团行业市占率第二。

图表 25 华住酒店集团旗下酒店数与同比增速



资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 26 华住酒店集团的房间数与同比增速



资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 27 华住酒店旗下酒店品牌一览



资料来源：公司官网，万和证券研究所

图表 28 华住酒店旗下酒店名称、家数 (2019Q3) 及主题词

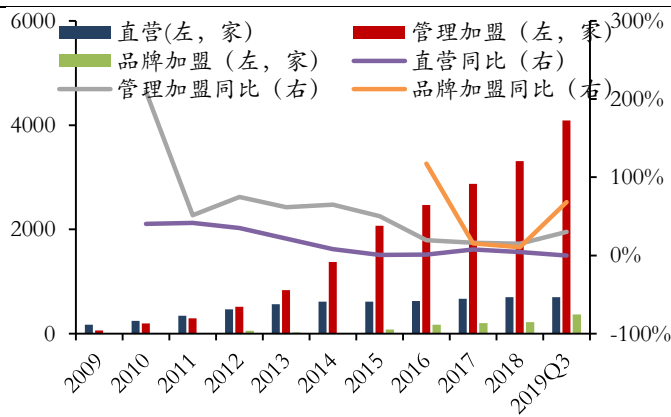
分类	酒店名称	酒店家数	主题词
自有经济型	汉庭	2381	爱干净，住汉庭
自有经济型	海友	450	实惠，干净，自在
自有经济型	怡莱	373	遇见怡莱，遇见惊喜
自有中高端	全季	759	自然，而然
自有中高端	星程	317	Starway is a warmway
自有中高端	桔子精选	233	-
自有中高端	汉庭高级	180	-

自有中高端	桔子水晶	77	酒店，是逃离家庭生活的一个避难所
自有中高端	漫心	39	活色生香
自有中高端	西溪花间堂	21	-
自有中高端	禧玥	6	出差与度假之间，就差一个禧玥
自有中高端	美仑、美仑国际	6	传承经典“华”章
战略联盟经济	宜必思	179	舒适就在宜必思
战略联盟中高端	美居	63	与所见之人、所处之地达成和谐境界
战略联盟中高端	宜必思尚品	50	就爱享受
战略联盟中高端	诺富特	9	还是诺富特更称心
战略联盟中高端	美爵	8	融合、发现、感悟

资料来源：公司官网，业绩发布材料，万和证券研究所

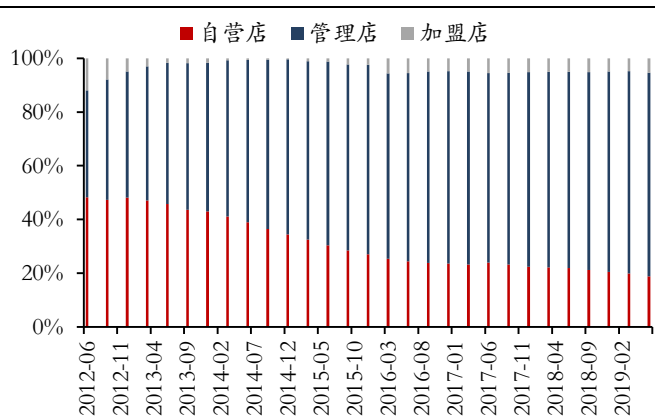
管理加盟为主，直营酒店占比下降。截止到 2019Q3，华住旗下直营、管理加盟、品牌加盟酒店家数分别为 697、4087、367 家，占比分别为 13.53%、79.34%、7.12%，同比-0.14%、+30.20%、+68.35%；以房间数计，2019H1 直营、管理和品牌房间数占比分别为 18.81%、75.79%、5.39%。公司经营以管理加盟为主，公司直营酒店占比逐年下降，管理与品牌加盟店合计占比逐年上升。截止到 2019Q3，目前公司分别有 52 家直营（租赁或自持物业经营）、1684 家管理与品牌加盟酒店在筹建中，合计占已开业酒店数的 34%，分别占已开业酒店家数 1.01%、32.69%，**公司未来仍将保持较高速扩张并以加盟扩张为主。**

图表 29 华住酒店集团旗下酒店数与同比增速



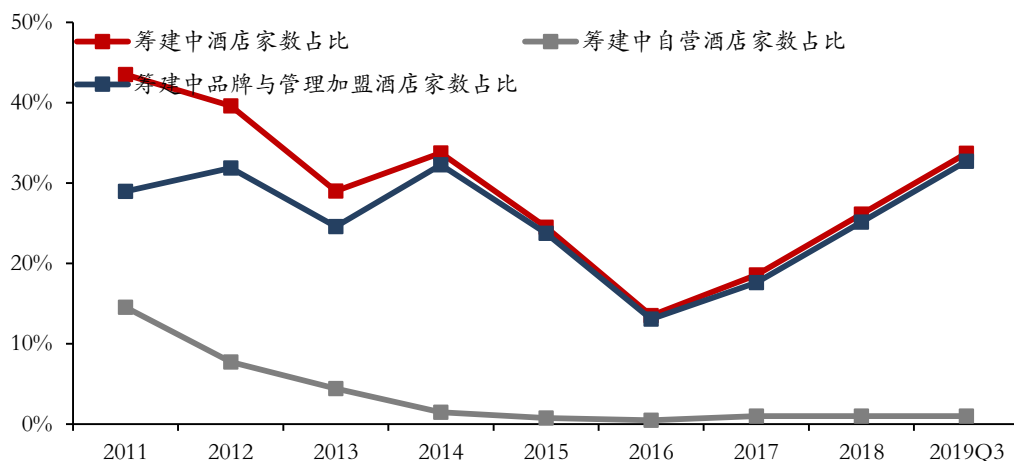
资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 30 华住酒店集团的房间数占比



资料来源：Wind，万和证券研究所

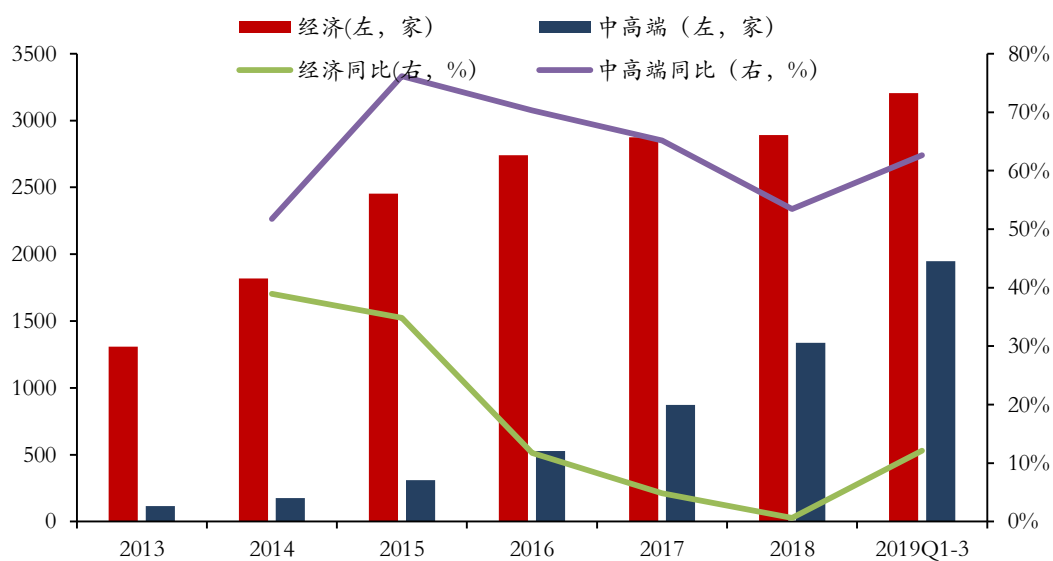
图表 31 华住酒店旗下直营、管理与品牌加盟筹建中酒店数占已开业酒店家数比例



资料来源：公司年报，万和证券研究所

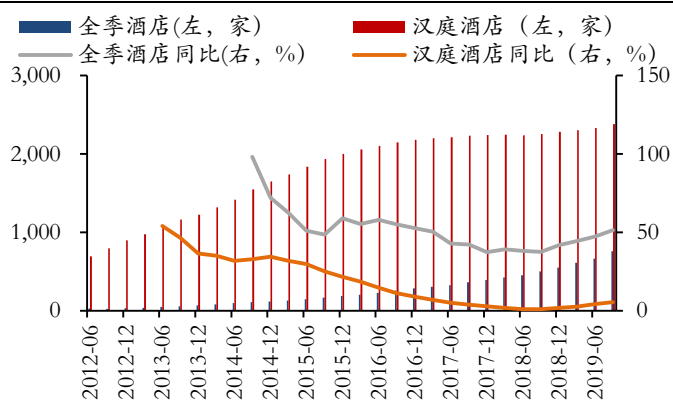
升级存量经济型酒店,积极扩张中高端型酒店。截止 2019Q3, 公司分别有经济型与中高端型酒店 3204、1947 家, 同比增速为 12.11%、62.66%; 2019Q1-3 来自经济型与中高端型酒店营业收入分别为 43%、57%, 2017 年两者分别为 62%、38%, 来自中高端酒店业务板块的营业收入增长迅猛。公司放慢对经济型酒店的新开店步伐, 对经济型酒店战略布局更多是存量管理升级, 重点经济型连锁酒店汉庭与海友新开店酒店家数告别了过去高速增长的气势而增量酒店较少。公司于今年 7 月推出全新的汉庭 3.0 智能产品, 对现有经济型酒店汉庭进行升级更迭, 提升住户体验, 计划明年完成 80% 的汉庭门店的升级, 本次产品的升级将有助于未来公司经济型酒店的有效扩张。同时华住积极保持对旗下中高端酒店的扩张步伐, 旗下重点中高端酒店全季与星程数量同比增速分别保持在 40%、30% 左右。

图表 32 华住酒店经济连锁型与中高端酒店家数及同比增速



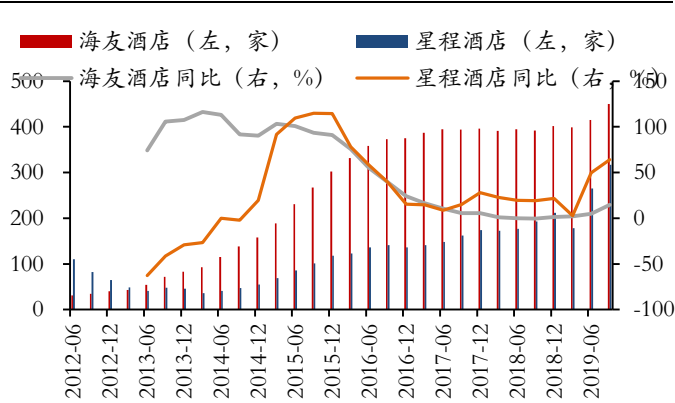
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 33 华住运营中汉庭与全季酒店家数



资料来源: wind, 万和证券研究所

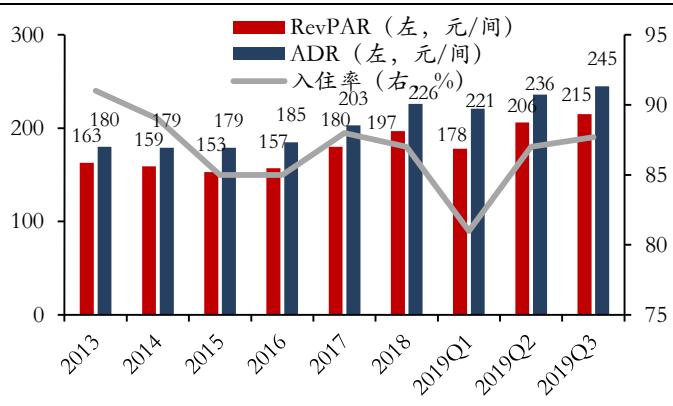
图表 34 华住运营中的海友与星程酒店家数



资料来源: wind, 万和证券研究所

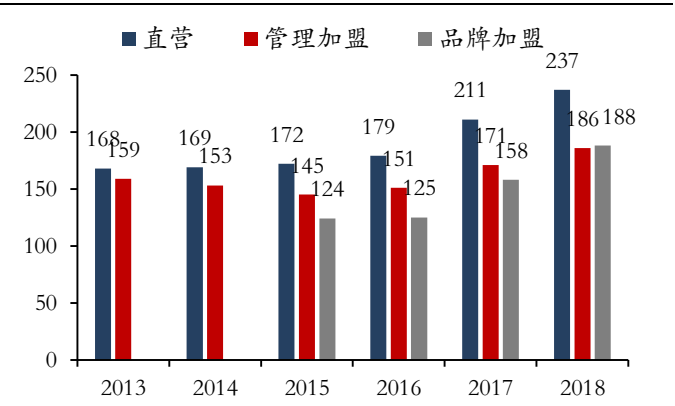
公司成熟酒店 RevPar 同比今年出现负增长。2019Q3 华住 RevPAR (每间可供出租客房收入)为 215 元人民币,同比-0.8%,其中 2019Q1、Q2 同比+2.9%、+1.3%,2019Q3 出现负增长态势;ADR(已出租客房的平均房价)为 245 元,同比+2.6%,其中 2019Q1、Q2 同比+6.9%、+4.4%,为公司 2019 前两个季度的 RevPAR 增长的贡献来源;受宏观经济疲软影响,2019 年以来公司入住率同比均下降,2019Q3 平均入住率为 87.7%,同比下降 3.1 个百分点,2019Q1、Q2 分别同比下降 3.1、2.7 个百分点,公司平均入住率在行业内仍处于较高水准。受益于对旗下经济型产品升级更替以及积极扩张中高端市场,公司直营与管理店 RevPAR 近两年来均呈现上升趋势,平均房价 ADR 呈现上行趋势,自营与管理店入住率均保持在 80%以上,经营数据显示了良好稳定态势。受宏观经济景气度疲软影响,从公司经营 18 月以上的成熟酒店来看,2019Q3 入住率、ADR、RevPAR 分别为 90.1%、234 元/间、211 元/间,同比分别降 2.5 个百分点、-1.1%、-3.8%,公司成熟酒店 RevPAR 季节同比今年出现负增长。

图表 35 华住酒店集团经营数据



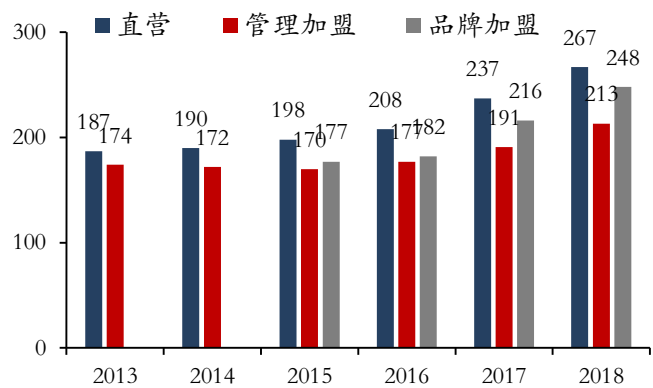
资料来源: 公司公告, 万和证券研究所

图表 36 华住酒店集团旗下酒店 RevPAR (元/间) (以年计)



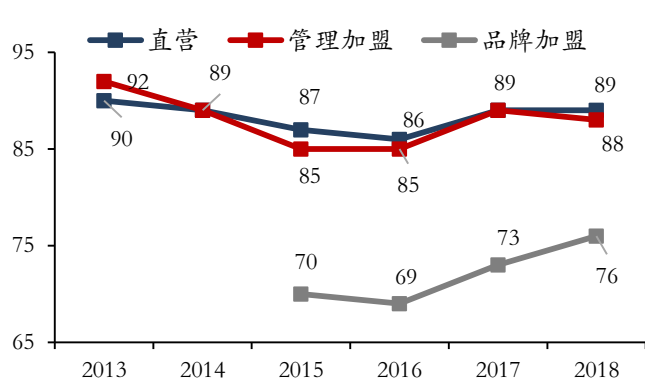
资料来源: 公司公告, 万和证券研究所

图表 37 华住酒店集团旗下酒店 ADR(元/间)(以年计)



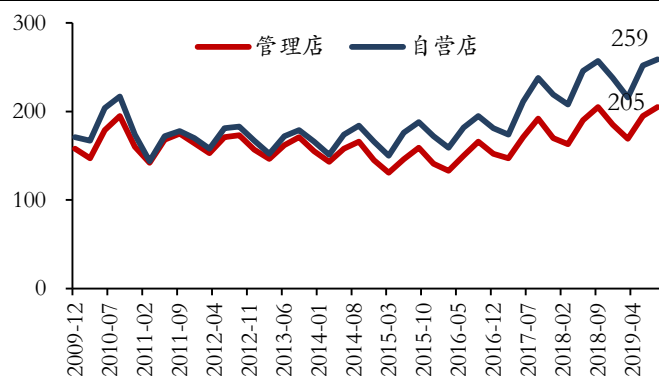
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 38 华住酒店旗下酒店入住率 (%) (以年计)



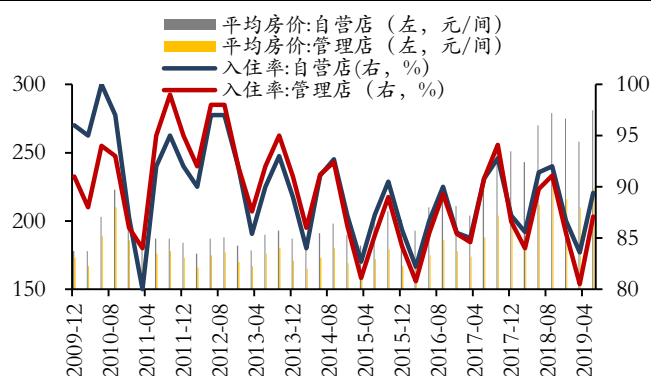
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 39 华住自营与管理店 RevPAR (元/间) (按季节)



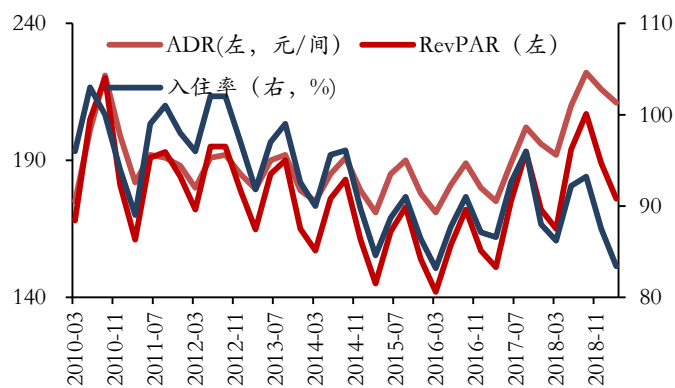
资料来源：wind，万和证券研究所

图表 40 华住酒店自营、管理店的入住率及 ADR (按季节)



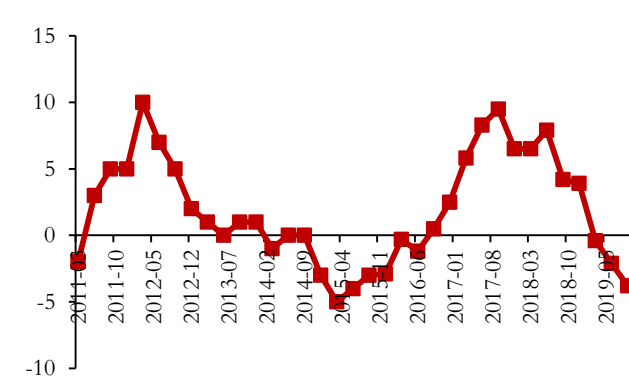
资料来源：wind，万和证券研究所

图表 41 华住酒店集团运营 18 月以上成熟酒店经营数据 (按季节)



资料来源：wind，万和证券研究所

图表 42 华住酒店集团运营 18 月以上成熟酒店 RevPAR 同比 (按季节)



资料来源：公司公告，万和证券研究所

(三) 确立国际化扩张与发力高端酒店战略

宣布收购德意志酒店集团使公司国际化扩张与发力高端酒店战略得到落实。公司确立要成为以国内为主的全球性酒店集团。2019 年 11 月，公司宣布将收购德国第一大本土酒店集团——德意志酒店集团。德意志酒店旗下在全球 16 个国家共有包括诗德堡 (Steigenberger)、Intercity Hotel 等 5 个品牌的

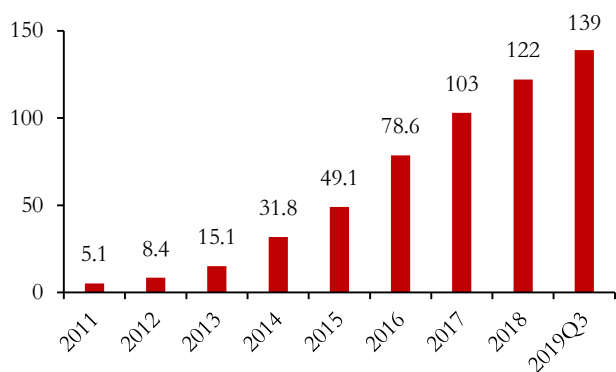
118 家酒店，主要经营高端酒店为主，预计 2019 年营业收入与 EBITDA 分别为 4.9 亿、4 千万欧元。本次收购不仅能为公司在中国一二线城市的高端酒店业务发力提供品牌布局的资源；同时为公司业务在欧洲、中东及非洲地区得到新布局，公司开启了国际化布局的新篇章，此外德意志旗下品牌在加入华住集团后共享集团直销资源将更具竞争力。本次交易预计将在 2020 年 1 月完成。

（四）注重科技赋能提升客户体验与运营效率

公司于 2014 年成立附属子公司盟广信息为大住宿业及连锁服务业提供数字化解决方案，积极研发，加快酒店行业移动数字化进程，同时更好服务华住在规模迅速扩张下的经营效率。盟广信息陆续推出“易酒店”系列产品，包括“易掌柜”、“易发票”、“易客房”等产品，覆盖酒店行业全业务场景。智能设备“易掌柜”使客户可以在“十秒”内自助办理入住、退房，不仅可以节省人力成本，据悉每 2 台易掌柜可替代一个员工，人脸识别系统还可以提升客户的科技体验，截止到 2019 年 Q1，已有 1500 多家旗下酒店配备该系统；“易发票”智能搜索海量发票库，一键匹配开票，节省客户等待时间；房务管理软件“易客房”打通了房务清洁、房态更新、采购、维修等环节，随时及时记录房间的状态，出房时间缩短，大大提高了工作效率。目前，盟广信息不但为华住、雅高提高产品服务，同时已与钓鱼台美高梅、Clubmed、融创中国、万达酒店及度假村提供数字化解决方案。

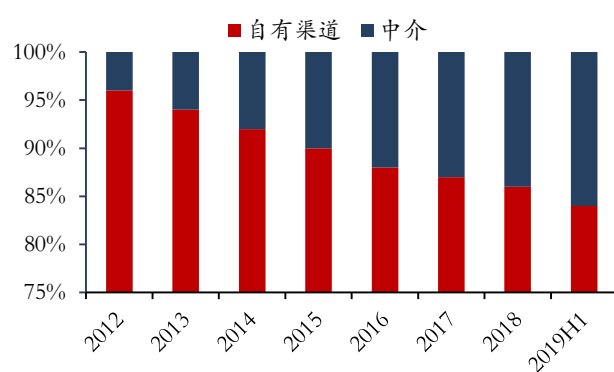
华住会员体系“华住会”截止到 2019H1 已有 1.32 亿会员，贡献了 2019Q2 的 72% 的入住，自 2016 年以来，承诺“手机订房，低价保证”，并承诺差价双倍赔付，保障会员通过官方 APP 与微信预订将获得最优价格，同时机会兑换等活动有效增强了客户粘性。会员体系打造使目前华住 84% 的预定来自自有的直销渠道，极大程度减少了来自 OTA 渠道对利润的挤压，一般 OTA 渠道佣金在 10%~15% 之间。

图表 43 华住会会员体系人数 (百万人)



资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 44 华住销售渠道来源比例

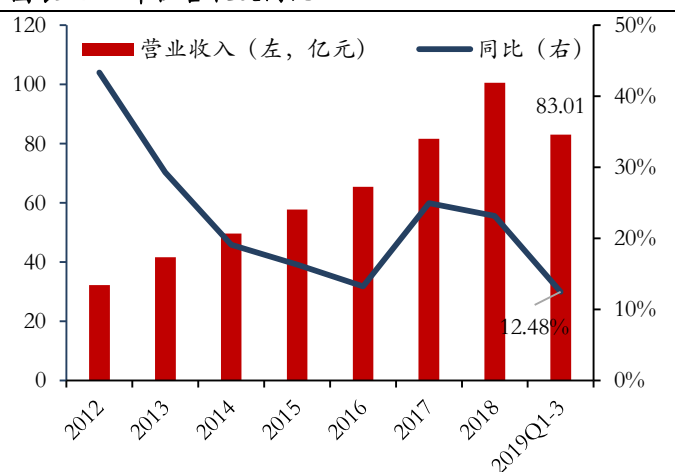


资料来源：公司公告，万和证券研究所

(四) 主营业务盈利能力稳健，估值溢价较高

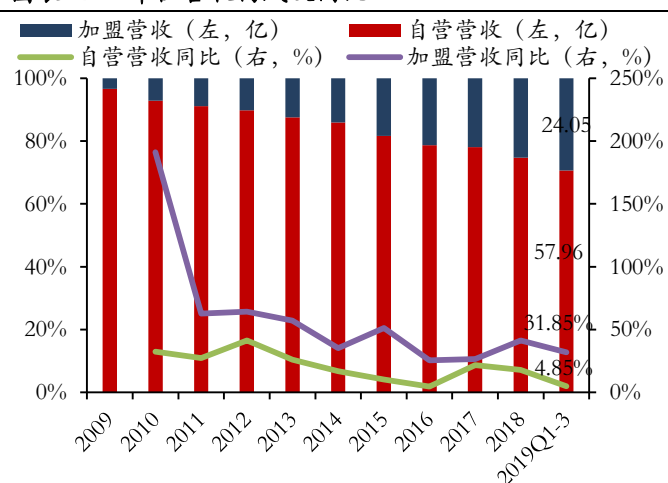
经营稳健，主营业务盈利能力较强。2019Q1-3 华住的营收为 83.01 亿元，同比+12.48%；来自加盟与自营租赁的营业收入分别为 24.05、57.96 亿元，同比分别+31.85%、+4.85%，受加盟占比提升，来自加盟业务的营收增速高企；EBITDA 与 Adjusted EBITD 分别为 16.12 与 17.64 亿元，同比增速为 40.05% 与 15.75%，公司 EBITDA 同比波动较大主要因为受公司战略投资雅高集团股票波动影响所致，2019Q1-3 净利润（含股票公允价值变动带来的未实现收益）为 11.5 亿元，同比+1.32%。过去几年积极扩张发力中高端品牌，注重产品升级与体验，持续提升经营质量，来自主营业务的营收与盈利保持较好的增速。

图表 45 华住营收及同比



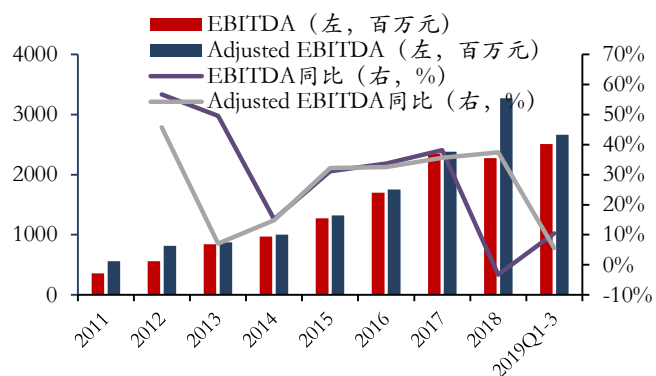
资料来源：wind，万和证券研究所

图表 46 华住营收构成及同比



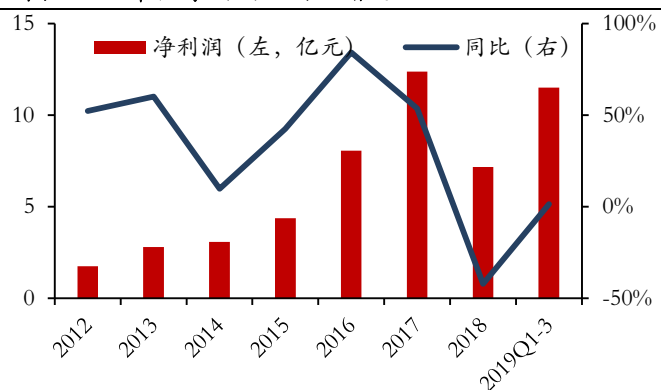
资料来源：wind，万和证券研究所

图表 47 华住 EBITDA 与 adjusted EBITDA 及同比增速



资料来源: wind, 万和证券研究所

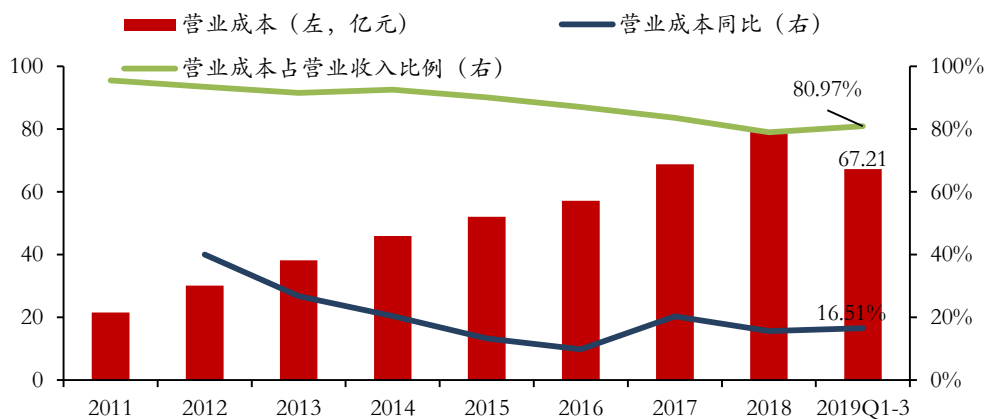
图表 48 华住净利润及同比增速



资料来源: wind, 万和证券研究所

成本管理能力强。2019Q1-3, 公司营业成本为 67.12 亿元, 同比+16.5%, 营业成本占营业收入的比重为 80.97%。随着公司规模增大, 公司营业成本随之增高, 但营运成本占总营收比例逐步下降, 公司成本管理能力强, 运营效率保持较高水平。

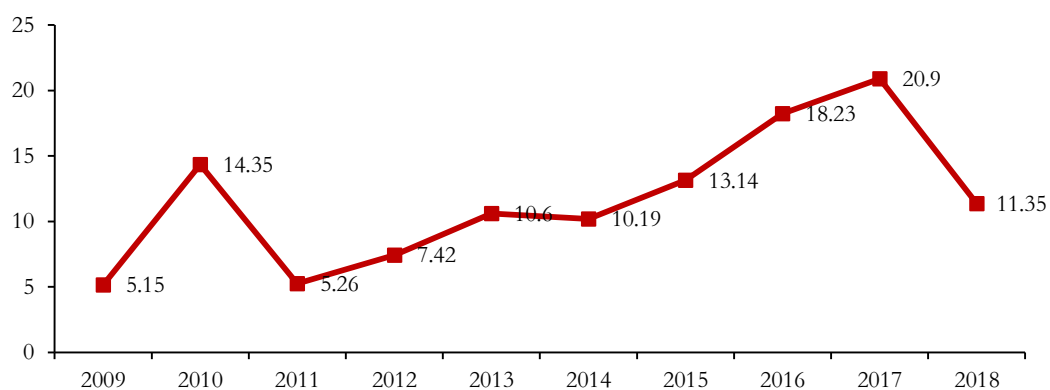
图表 49 华住营业成本、同比及营业成本占营业收入比例



资料来源: Wind, 万和证券研究所

公司净资产收益率从 2011 年开始至 2017 年一直上升, 净资产收益率水平优于行业内其它竞争对手。

图表 50 华住净资产收益率 (%)



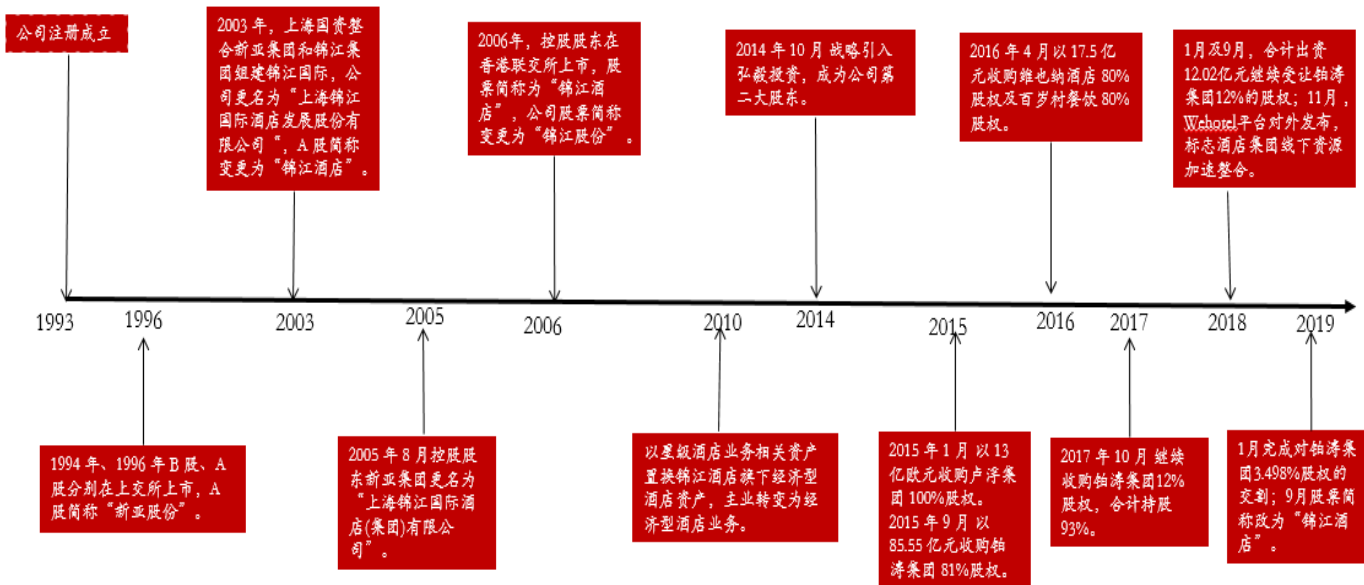
资料来源：Wind，万和证券研究所

四、锦江酒店

(一) 公司简介

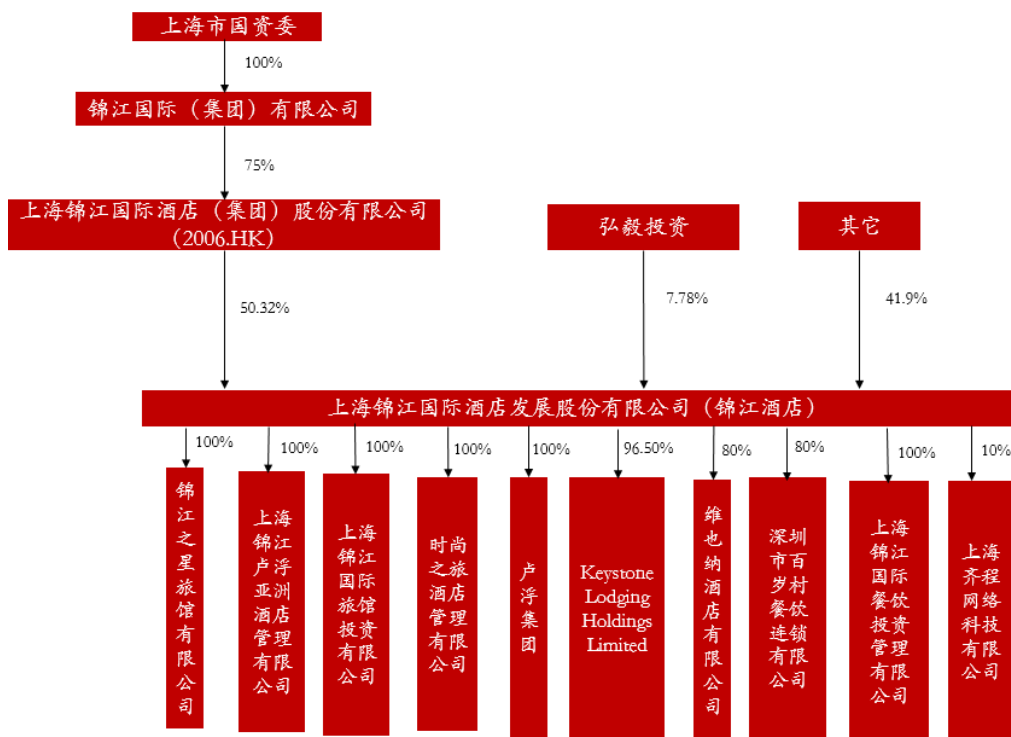
公司所从事的主要业务为“有限服务型酒店营运及管理业务”和食品与餐饮业务。公司于1993年注册成立，1996年在A股上市，2019年9月公司A股简称改为“锦江酒店”，2010年公司主营业务转变为经营经济型酒店业务，2014年通过国企混改引进战略投资者弘毅投资。目前公司具有锦江之星、铂涛、维也纳、卢浮等系列多个品牌开展境内外连锁酒店经营，食品及餐饮业务涉及对餐厅的投资和经营管理，同时合资从事“肯德基”和“吉野家”等品牌的特许经营。实际控制人为上海市国资委，第一大股东为上海锦江国际酒店（集团）股份有限公司（港股上市公司“锦江资本（2006.HK）”，持股比例为50.32%。

图表 51 锦江酒店发展大事记



资料来源：公司官网，万和证券研究所

图表 52 锦江酒店股权结构图及重要参控股公司

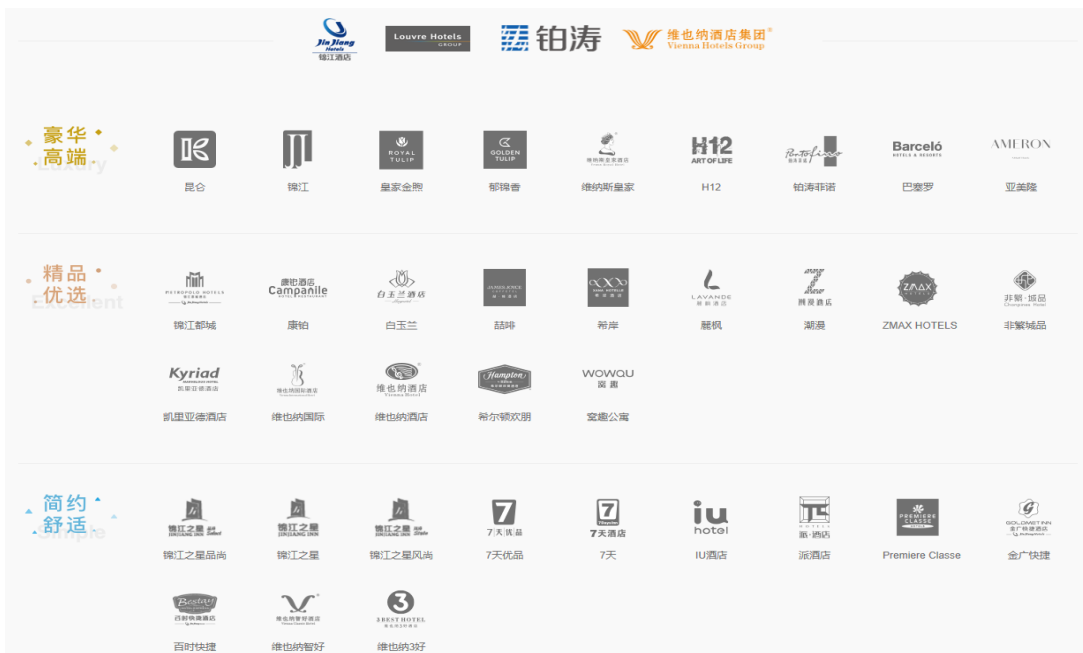


资料来源：公司年报，万和证券研究所

锦江酒店是国内最大的酒店集团。截止到2019Q3，目前公司旗下拥有锦江、卢浮、铂涛、维也纳四大品类30多个品牌，涵盖了以简约舒适、精品优选和豪华高端等全品类在内的8161家酒店，其中包括中高端和经济型酒店3218、4943家，占比分别为60.57%、39.43%；389772、423513间客房，占比

分别为 47.93%、52.07%。以酒店家数与客房数计，公司是我国规模最大的酒店集团，同时也是我国最大的酒店、餐饮业上市公司。公司同时在境外开展业务，打造全球化经营，2019Q3 公司境外酒店家数超过 1250 家，占公司总酒店家数比重超过 15%。2019Q1-3 净开业家数 718 家，主要来自于中端酒店的净增长，超过一半的净增长来源于维也纳系列。

图表 53 锦江国际酒店集团旗下酒店品牌一览



资料来源：公司官网截图，万和证券研究所

所在区域	所属系列	名称	2019Q1-3 净开业家数	截至 2019Q3 开业家数
中端酒店			755	3,218
境内	卢浮亚洲	锦江都城	14	100
	铂涛	麗枫	112	523
	铂涛	喆啡	52	213
	铂涛	希岸	60	200
	维也纳	维也纳国际	157	372
	维也纳	维也纳智好	18	199
	维也纳	维也纳酒店	171	816
	维也纳	维也纳 3 好	46	188
境外	卢浮	Golden Tulip 系列	-19	272
		其他	144	335
经济型酒店			-37	4,943
境内	锦江之星	锦江之星	-17	1,071
	铂涛	七天系列	-97	2,229
	铂涛	IU	30	223
	铂涛	派	16	287
	境外	卢浮	Première Classes	-9
卢浮		Campanile	-8	378

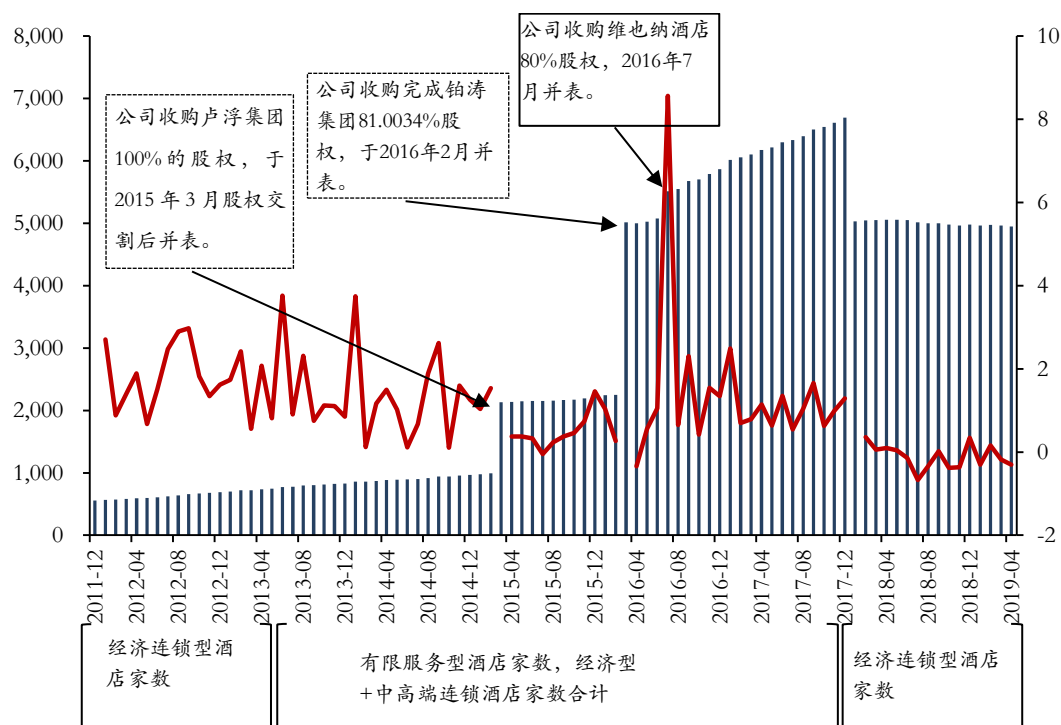
卢浮	Kyriad 系列	4	282
卢浮	Sarovar 管理	1	79
	其他	43	150
合计		718	8,161

资料来源：Wind，公司公告，万和证券研究所

（二）外延并购三大品牌发力，规模提升

坚持“深耕国内+全球布局+跨国经营”战略，外延并购不断发力。

图表 54 锦江国际酒店集团已开业有限服务型连锁酒店家数（月度数据）及环比（%）



资料来源：Wind，公司公告，万和证券研究所

注：本图根据公司月度经营数据披露制作

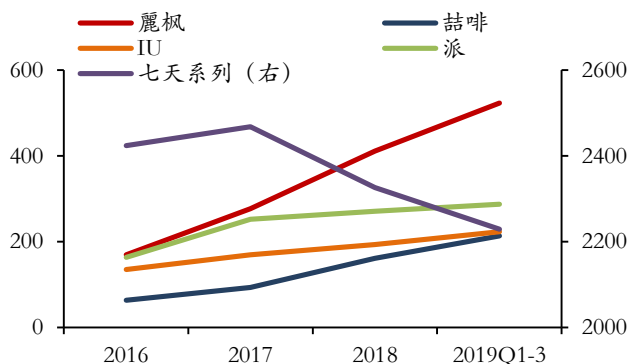
收购铂涛+维也纳品牌深化国内布局，规模得到大幅提升。

公司自 2015 年 9 月、2017 年 10 月、2019 年 1 月分别以 85.55、12、3.51 亿元收购铂涛集团（Keystone Lodging Holding Limited）81%、12%、3.5% 的股权，累计持股比例已达 96.50%。铂涛集团覆盖了国内 300 多个城市，在华南、华中和西南地区具有相对优势，弥补了锦江酒店在这些区域相对薄弱的布局。铂涛集团的品牌系列覆盖高中低不同档次，旗下拥有丽枫酒店、喆咖等中端酒店以及七天系列、IU、派等多个经济连锁型品牌，收购时旗下开业酒店超过 2000 多家（七天系列超过 2000 多家），完成收购后锦江酒店规模迅速壮大，品牌体系得到丰富，竞争力得到提升。

铂涛系列经营品质有望提升。过去三年，铂涛旗下中高端酒店丽枫与喆咖酒

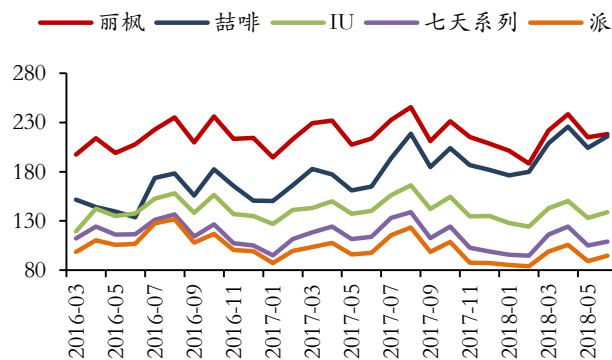
店家数增长较快；旗下主要经济型酒店 7 天系列酒店数量呈现下滑态势，主要因为部分 7 天加盟酒店店面进行产品更迭升级，升级至高端经济型品牌 7 天优品。2019Q1-3 丽枫、喆啡、七天系列、IU、派净开业家数分别为 112、52、-97、30、16 家，铂涛旗下品牌中端扩张趋势明显。2019Q1-3 铂涛集团营业收入为 33.53 亿元，同比+2.84%；归母净利润为 3.54 亿元，同比+10.98%。铂涛集团作为锦江酒店的重要组成部分，不仅作为经济型酒店的主力存量，同时也是中端扩张的重要领域之一，2019Q1-3 分别给集团贡献了 29.72%、40.52%的营收与归母净利润占比。随着旗下存量经济型酒店升级改造推进，中端型酒店延续扩张步伐，铂涛系列经营品质有望提升。

图表 55 铂涛集团旗下各系列酒店自收购以来酒店家数



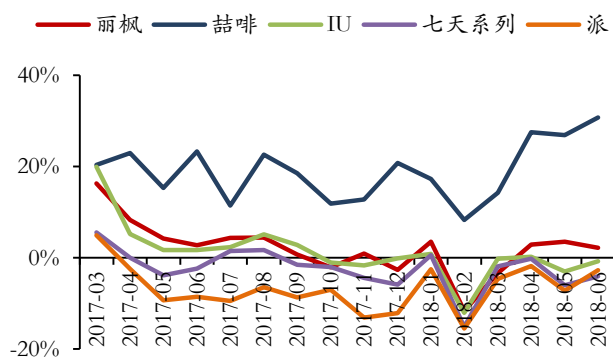
资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 56 铂涛集团旗下酒店 RevPAR(仅更新至 2018H1,下同)



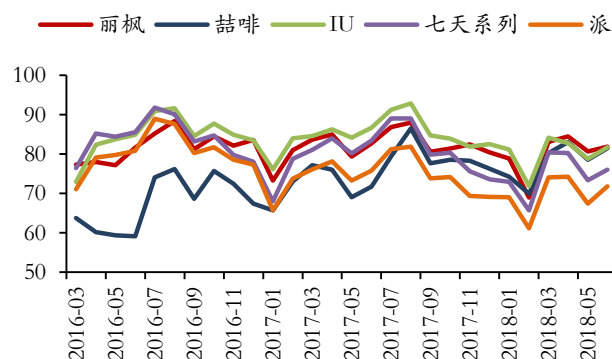
资料来源：wind，万和证券研究所

图表 57 铂涛集团旗下酒店 RevPA 月同比增速 (%)



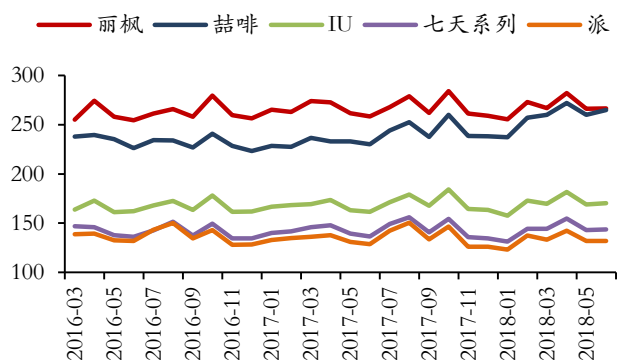
资料来源：wind，万和证券研究所

图表 58 铂涛集团旗下酒店出租率 (%)



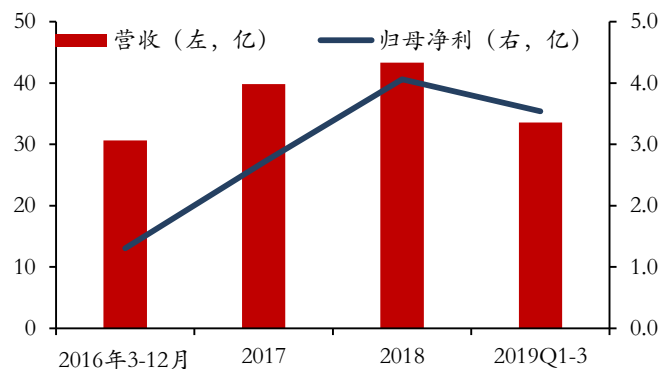
资料来源：wind，万和证券研究所

图表 59 铂涛集团旗下酒店平均房价 (元/间)



资料来源: wind, 万和证券研究所

图表 60 子公司铂涛集团营收与归母净利

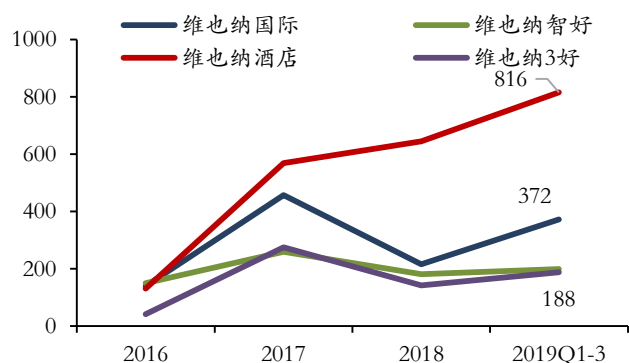


资料来源: wind, 万和证券研究所

维也纳系列发力迅猛，补齐中端系列短板。锦江酒店 2016 年 4 月以 17.5 亿元收购维也纳酒店 80% 股权及百岁村餐饮 80% 股权。维也纳酒店有限公司原名为深圳市维也纳旅业有限公司，成立于 2004 年 4 月，是我国中端商务酒店著名连锁品牌。收购时，维也纳酒店在国内酒店集团规模中仅排名第 7 名，市场市占率为 1.41%，酒店主要分布在深圳及广东其它城市等华南地区；根据盈蝶咨询的数据显示，2018 年底，维也纳酒店在国内酒店集团规模中排名已上升至第四，市占率为 4.32%。目前维也纳系列主要包括维也纳酒店、维也纳国际、维也纳智好、维也纳 3 好等子品牌，在被收购后维也纳系列扩张速度高企，是公司布局中端的主要系列品牌。同时维也纳有限公司将负责锦江酒店集团下所属卢浮酒店集团的 Kyriad Marvelous、康铂和郁锦香在中国市场开发及运营的授权。

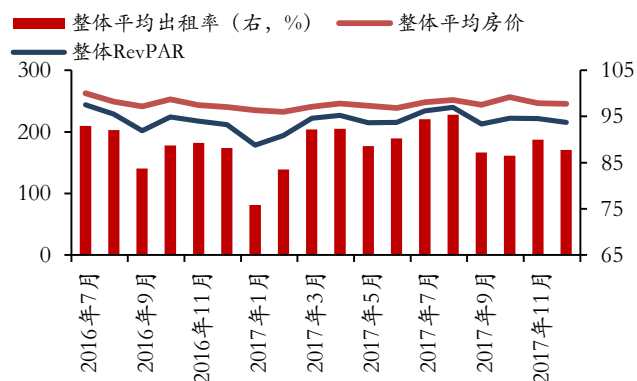
截止到 2019 年 Q3，四大子品牌维也纳酒店、维也纳国际、维也纳智好、维也纳 3 好分别有 816、372、199、188 家，2019 年以来合计净开业家数为 392 家，继续维持强劲增长。2019H1 来自维也纳酒店有限公司的营业收入为 12.69 亿元，同比+15.68%；归母净利润为 1.37 亿元，同比+14.2%。

图表 61 维也纳系列酒店数量



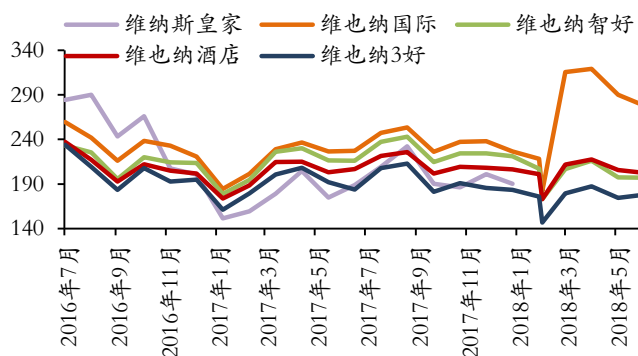
资料来源: 公司年报, 万和证券研究所

图表 62 维也纳整体经营数据



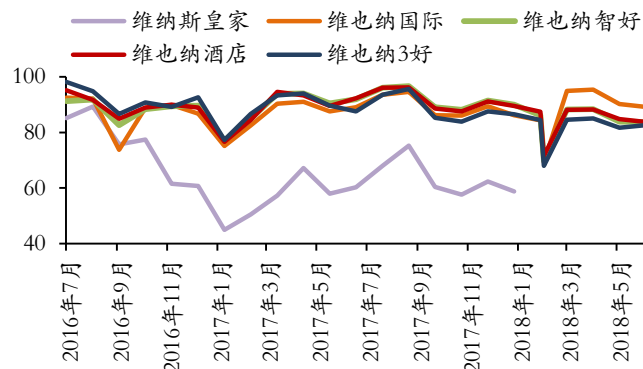
资料来源: 公司公告, 万和证券研究所

图表 63 维也纳酒店 RevPA (元/间)



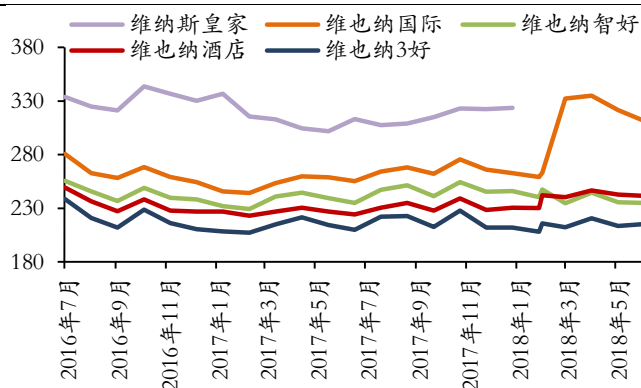
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 64 维也纳酒店出租率 (%)



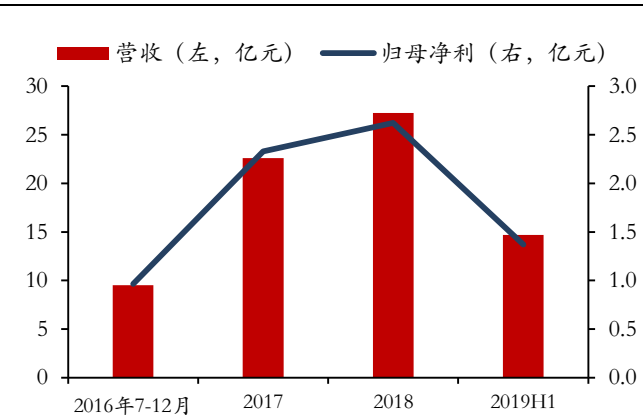
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 65 维也纳酒店平均房价 (元/间)



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 66 维也纳营收与归母净利贡献



资料来源：公司年报，万和证券研究所

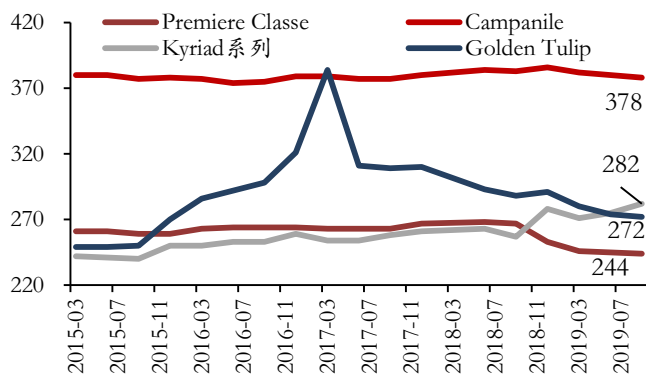
主要通过卢浮集团进行境外跨国经营，境外品牌引进扩张可期。

锦江酒店 2015 年 1 月以 13 亿欧元收购喜达屋持有的卢浮集团 100% 股权，公司主要通过卢浮集团进行境外经营，收购时卢浮酒店集团是欧洲第二大酒店集团，涵盖经济型及中高档酒店四个系列（经济型 Premiere classe、Campanile、Kyriad 系列和中高端型 Golden Tulip 系列）等 7 个品牌，卢浮酒店在全球 50 多个国家拥有直营、管理、特许经营酒店超过 1100 家，其中在法国境内酒店家数较多。收购卢浮集团可以快速拓宽海外市场，与集团内旅行社业形成良好的上下游产业链互补优势，欧洲已成为中国游客出境游的热门目的地，把握在出境游持续增长下带来的机遇；其次卢浮集团在酒店管理领域的专业能力、品牌、地域和客源方面有利于增强锦江的价值，将加快卢浮部分品牌在中国的开拓步伐。

卢浮集团旗下酒店自被收购以来，除了 Golden Tulip、Kyriad 系列开业酒店数量有增长外，其余酒店家数相对稳定甚至下降，受欧洲地区酒店连锁化率较高，市场较成熟，新增扩张有限；2019 年 Q1-3 Golden Tulip 与 Premiere

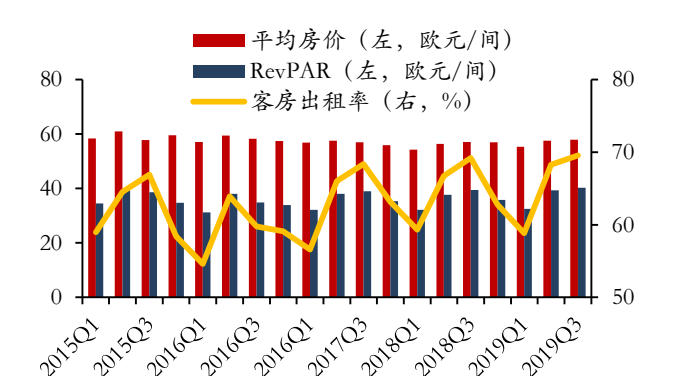
Classe 酒店数目分别减少 19、9 家。公司在境外的酒店经营相对稳定，目前康铂 (companile 对应中国品牌)、金郁锦香 (Golden Tulip 对应中国品牌) 在国内酒店家数还较少，未来相应的境外品牌引进国内或加速，成为公司扩张的主力之一；境外酒店的经营 RevPAR 的波动主要与入住率的波动有关。截止到 2019Q3，境外经营中直营、加盟和管理酒店分别有 294、1058 家，占比分别为 21.75%、78.25%。2019Q1-3 卢浮集团营业收入为 39961 万欧元，同比 0.6549%；归母净利润为 2265 万欧元，同比-5.63%。2019Q1、Q2、Q3 境外经营酒店 RevPAR 分别为 32.54、35.97、40.32 欧元/间，同比+1.05%、+4.46%、+2.13%；平均房价为 55.29、57.63、57.97 欧元/间，同比+1.86%、+2.13%、+1.62%；平均出租率为 58.85%、68.27%、69.55%，同比-0.79%、+2.29%、+0.51%。

图表 67 卢浮集团旗下各系列酒店自收购以来开业家数



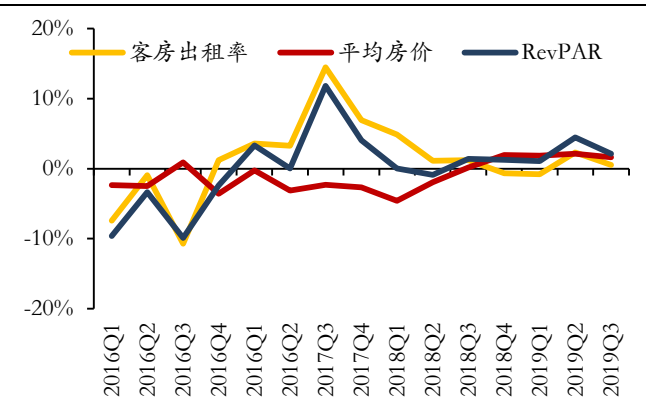
资料来源：wind，万和证券研究所

图表 68 锦江境外酒店经营三大指标情况



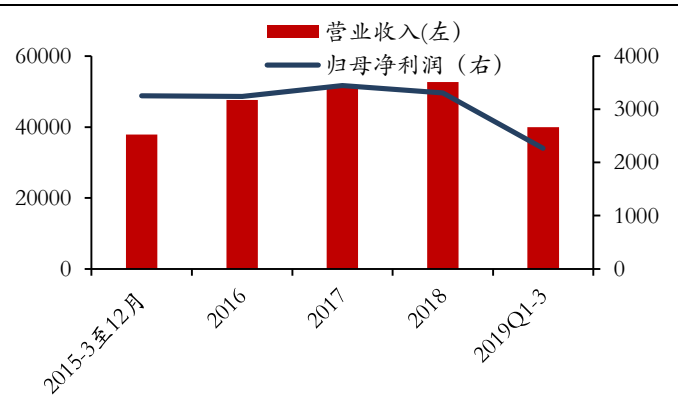
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 69 锦江境外酒店经营三大指标情况 (同比)



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 70 来自卢浮集团营收与净利润 (万欧元)



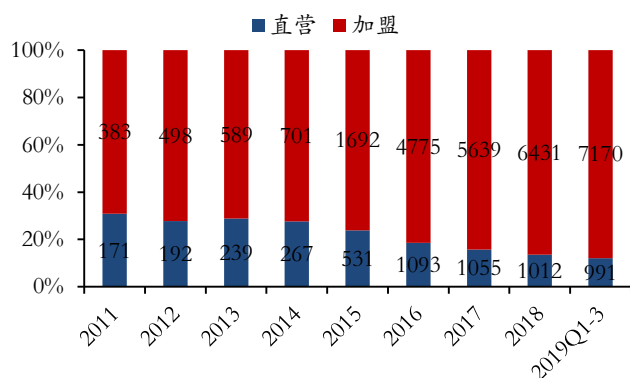
资料来源：公司公告，万和证券研究所

(三) 加盟占比与中高端占比提高

加盟占比持续提升，经济型调整改造与中端扩张发力并进。截止到 2019Q3，公司直营、加盟酒店分别为 991、7170 家，占比分别为 12.15%、87.86%，近

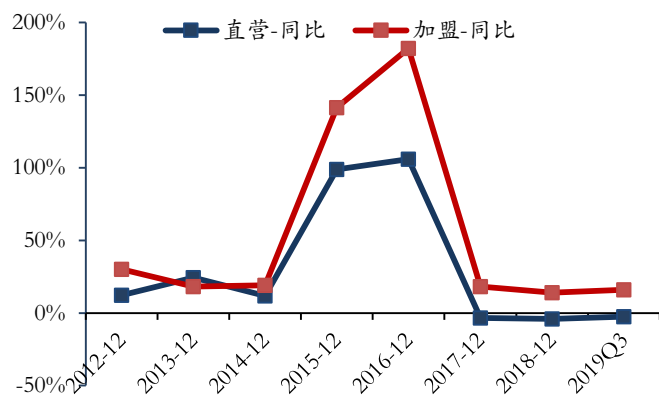
几年加盟占比持续提升，目前加盟占比在国内三大酒店集团中最高；直营、加盟客房间数分别为 115411、617290 间，占比分别为 15.75%、84.25%。随着公司积极扩张，以中端品牌建设和经济型升级为重点和抓手，深度整合。

图表 71 锦江直营与加盟酒店数量及占比



资料来源：wind，万和证券研究所

图表 72 锦江直营与加盟店同比增速

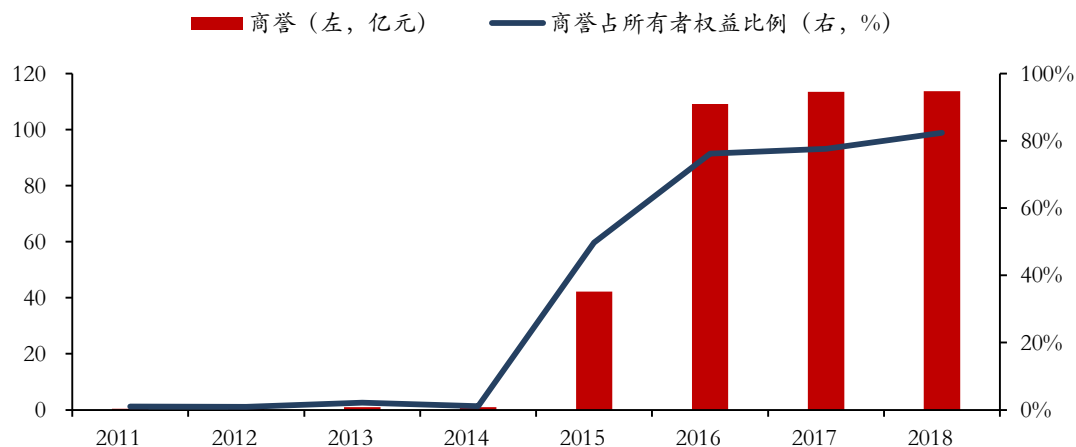


资料来源：wind，万和证券研究所

公司有望通过内部整合提升经营效率。公司自 2016 年以来的外延并购与自身生长使公司规模得到快速壮大，为避免不同品牌不同系列之间内部竞争以及提升经营品质与品牌效益，2018 年公司以实现连锁经营下的规模效应为前提，启动后端平台深度整合，打造“三平台”的建设，包括全球酒店采购共享平台、全球酒店财务共享平台、WeHotel 全球酒店共享平台，能够推动旗下酒店资源的整合与升级，运营效率有望得到提升。截止到 2019Q3，公司会员数已达到 1.92 亿人。

收购带来商誉规模较大。截止到 2018 年末，公司的商誉账面价值为 113.75 亿元，占所有者权益比例高达 82.44%。公司过去的收购产生了较大的商誉，目前公司的商誉规模较大。

图表 73 锦江酒店商誉及商誉占所有者权益比例

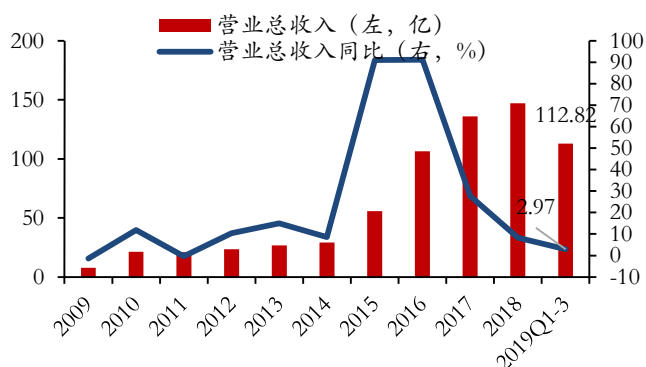


资料来源：wind，万和证券研究所

(三) 公司盈利能力有待进一步提升

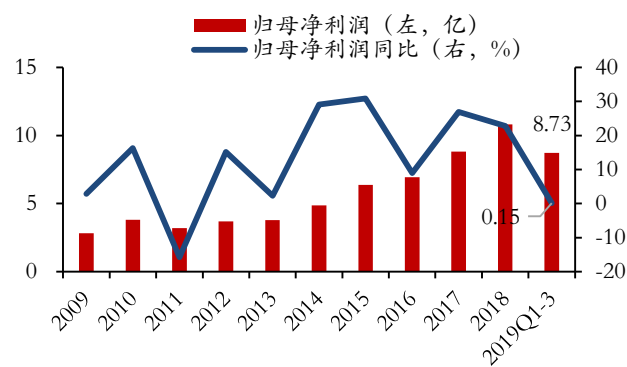
财务表现受经济影响较大，盈利能力有待进一步提升。近两年公司业绩受宏观经济疲软等影响较大，19Q1-3 年实现营收 112.82 亿元，同比+2.97%；归母净利 8.57 亿元，同比+35.84%。2019H1 锦江酒店旗下有限服务型酒店业务的 EBITDA 为 14.56 亿元，同比+1.09%，EBITDA 占营收比例为 19.22%；所有营业成本与费用占营业收入比例为 90.88%，环比 2018 年增加 1.86 个百分点。公司在 2016 年收购铂涛集团、维也纳酒店等并表后，营收、净利大幅增长，成本也随着规模提升而提高，公司净资产收益率近年来在对外收购酒店资产中降低后 2018 年得到回升，2018 年净资产收益率为 8.45%。未来公司仍有待在继续扩大规模以及中高端产品占比中提升经营质量，盈利能力进一步提升。

图表 74 锦江酒店营收及同比



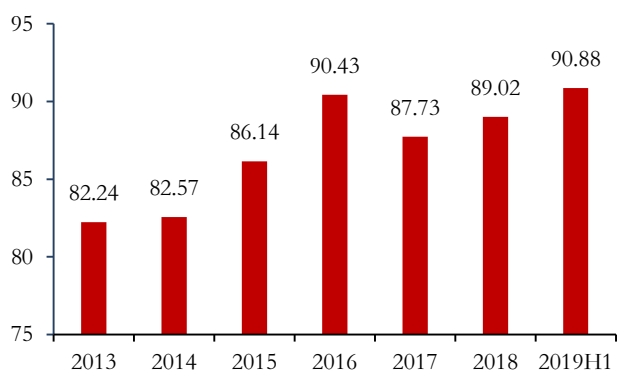
资料来源：wind，万和证券研究所

图表 75 锦江酒店归母净利润及同比增速



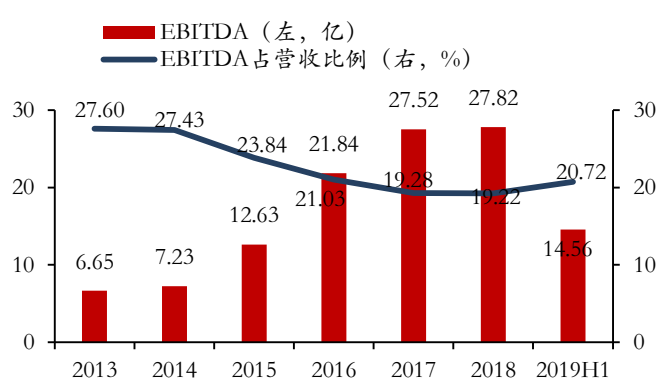
资料来源：wind，万和证券研究所

图表 76 锦江酒店旗下有限服务型酒店业务全部营业成本与费用占营收比例 (%)



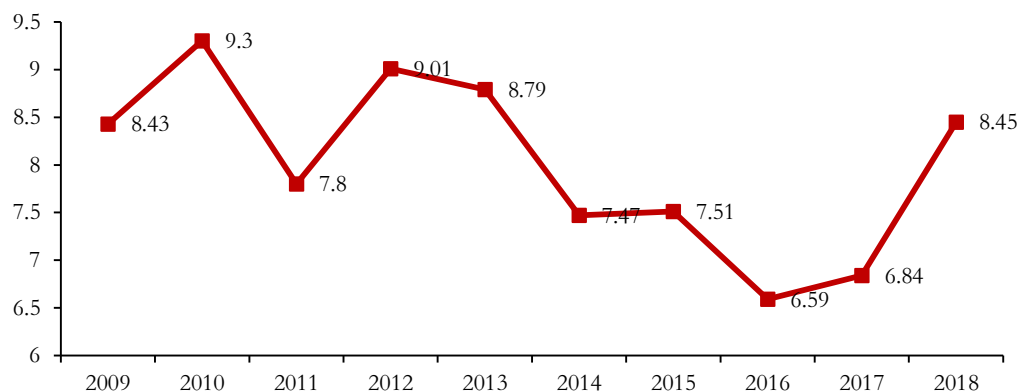
资料来源：wind，万和证券研究所

图表 77 锦江酒店旗下酒店有限服务型业务 EBITDA 及其占营收比例



资料来源：wind，万和证券研究所

图表 78 锦江净资产收益率 (%)



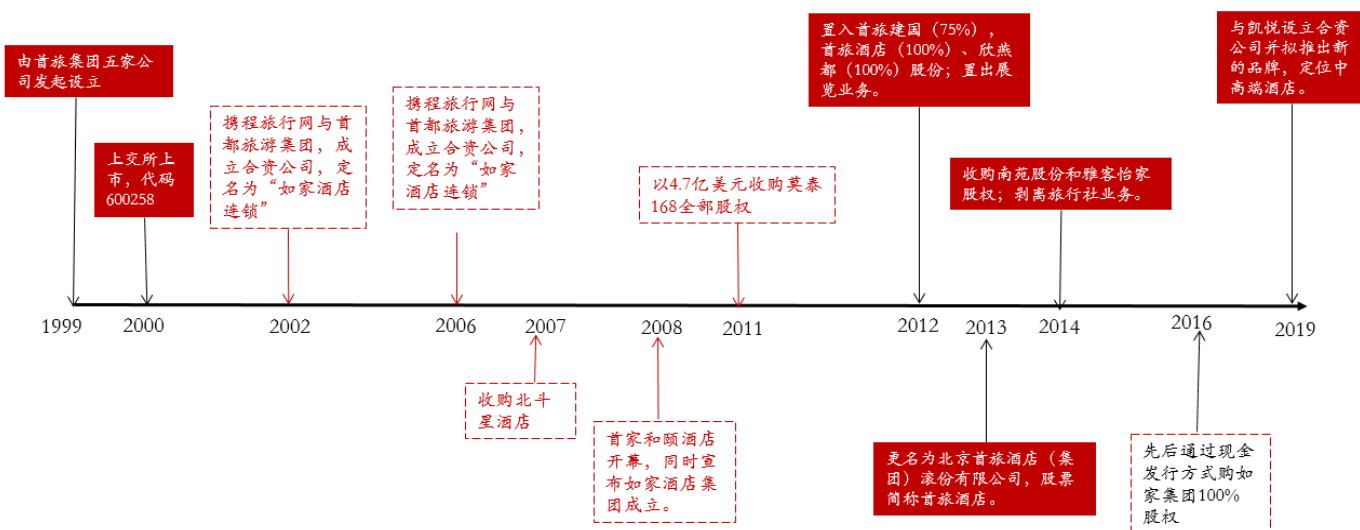
资料来源: Wind, 万和证券研究所

五、首旅酒店

(一) 公司简介

首旅酒店于1999年成立,2000年在上交所上市,2012年公司与控股股东首旅集团进行资产置换,业务重心开始转向经济连锁型酒店业务,2014年开启外延扩张步伐,收购南苑股份、雅客怡家股权,2016年以现金和发行股份的方式,收购如家酒店集团100%的股权。公司实际控制人是北京市国资委,第一大股东为北京首都旅游集团有限责任公司,持股比例为33.68%,如家私有化时同时引入了战略投资者携程,携程持有公司股份15.29%。

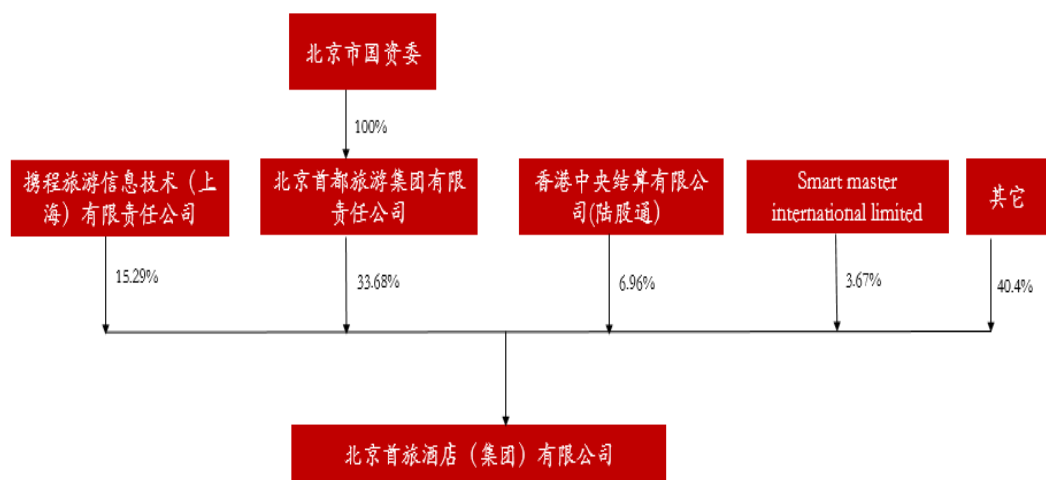
图表 79 首旅酒店与如家发展大事记



资料来源:公司官网,万和证券研究所

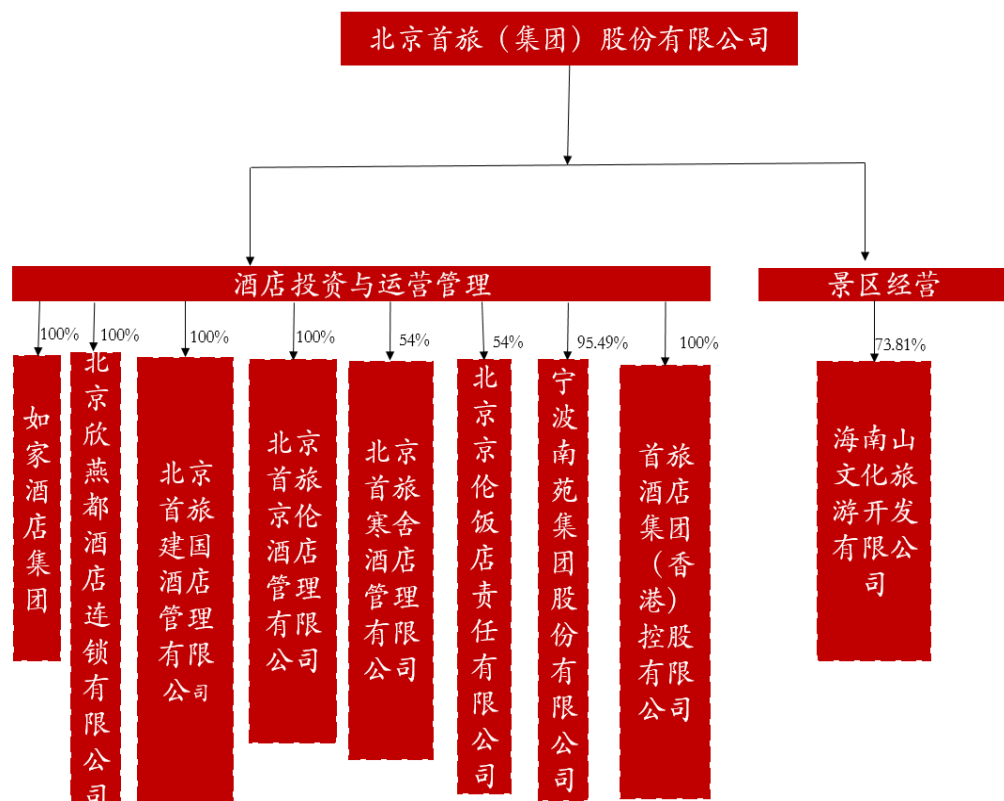
注:红底白字代表首旅酒店大事记,白底红字代表如家的大事记,两者于2016年合并

图表 80 首旅酒店股权结构图



资料来源：wind，万和证券研究所

图表 81 首旅酒店旗下主要控股公司



资料来源：公司公告，万和证券研究所

公司产品覆盖全面，是我国规模第三大的酒店集团。目前旗下拥有以住宿为核心的首旅系及如家系 20 多个品牌，覆盖经济型到中高端，原有首旅系酒店以中高端为主，拥有首旅建国、南苑股份、首旅寒舍、首旅京伦等多个品牌。如家以经济型酒店为主，旗下拥有经济型品牌如家连锁、莫泰、云上四

季及中端品牌如家精选、和颐。此外，公司旗下还有“休闲度假”、“社交娱乐”、“长租公寓”、“联盟”等酒店产品。2016 年重组后，公司设立高端酒店、中高端酒店、经济型商旅酒店三大事业部，秉承“存量、整合、创新”的原则，对首旅、如家原有品牌进行重新梳理和定位，并在此基础上，推出如家商旅、和颐至尊、建国璞隐等中高端新品牌。截至 19Q3，共有开业酒店 4174 家，客房 40.22 万间。旗下重点酒店如家、莫泰酒店、如家商旅、如家精选、和颐分别拥有 2170、293、283、204、182 家店，客房数量为 221078、33826、26247、20882、21401 间。

图表 82 首旅酒店集团旗下酒店品牌一览

	如家系列	其它	原首旅系列
高端商旅/度假村酒店	 斐洛酒店  璞隐酒店	 南山集团酒店	 建国饭店  京伦饭店  首旅南苑
中高端商旅型酒店	 柏丽艾尚酒店  颐酒店  和颐酒店  臻颐酒店  睿柏·云酒店  素柏·云酒店  YUNIK  如家精选  如家商旅  驿居酒店	 青巢公寓  joy nature club 北京小汤山野奢度假村	
商旅型酒店	 如家酒店  莫泰酒店  依柏·云酒店  驿居酒店  云上四季  诗柏·云酒店  云上四季	 SKYBIRD HOTEL 嘉虹酒店	 雅客·怡家  欣燕都 SHIBOON HOTEL

资料来源：公司官网，万和证券研究所

图表 83 首旅集团旗下酒店数量和客房间数

	酒店数量			客房间数		
	合计	直营	特许	合计	直营	特许
经济型酒店	2,642	688	1,954	266,141	79,848	186,293
如家	2,170	548	1,622	221,078	60,700	160,378
莫泰	293	106	187	33,826	15,778	18,048
蓝牌驿居	84	-	84	3,806	-	3,806
雅客怡家	40	1	39	2,416	80	2,336
云上四季	32	16	16	2,948	1,824	1,124
欣燕都	23	17	6	2,067	1,466	601

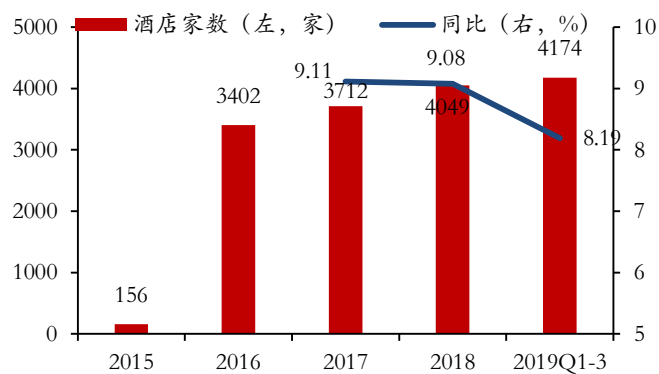
中高端酒店	814	170	644	97,345	24,206	73,139
如家商旅	283	49	234	26,427	6,210	20,217
如家精选	204	53	151	20,882	6,616	14,266
和颐	182	39	143	21,401	6,397	15,004
金牌驿居	38	11	27	2,295	914	1,381
璞隐	4	2	2	652	309	343
柏丽艾尚	5	4	1	602	532	70
扉缦	3	2	1	313	244	69
Yunik	2	2	-	242	242	-
嘉虹	1	1	-	275	275	-
首旅建国	63	2	61	17,904	922	16,982
首旅京伦	21	1	20	4,850	601	4,249
首旅南苑	8	4	4	1,502	944	558
云酒店	377	-	377	20,492	-	20,492
其他	341	2	339	18,180	138	18,042
管理输出	339	-	339	18,042	-	18,042
漫趣乐园	1	1	-	96	96	-
如家小镇	1	1	-	42	42	-
小计	4,174	860	3,314	402,158	104,192	297,966

资料来源：公司公告，万和证券研究所

（二）私有化如家规模提升，直营占比较高

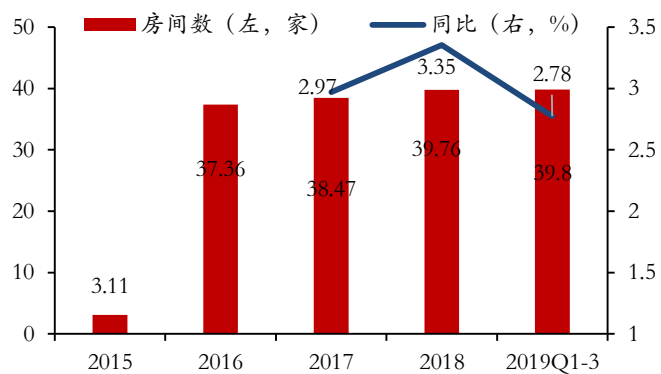
公司私有化如家，规模竞争力得到提升。公司在实施混改私有化收购如家之前，酒店业务仅以首旅存量酒店资产为主，规模相对较小，按酒店数量计，2015 年以 166 家酒店数在行业排名 14 位，2016 年成功私有化如家完成并购重组后，公司规模迅速扩张，截止到 2019Q3，公司旗下共有开业酒店 4174 家，同比+8.19%；酒店房间数 402158 间，同比+2.78%。首旅集团凭借如家系列品牌的优势，公司与行业竞争对手差距缩小，跻身于行业前三，行业影响力提升。自收购后，如家系列酒店家数由 2016 年的 3247 增长至 2019H1 的 3959 家，房间家数也由 2016 年的 34.37 万间增长至 2019H1 的 35.36 万间。目前首旅的扩张主要由如家系列完成，存量首旅酒店数量及房间数基本保持稳定。

图表 84 首旅酒店旗下酒店总家数及同比增速



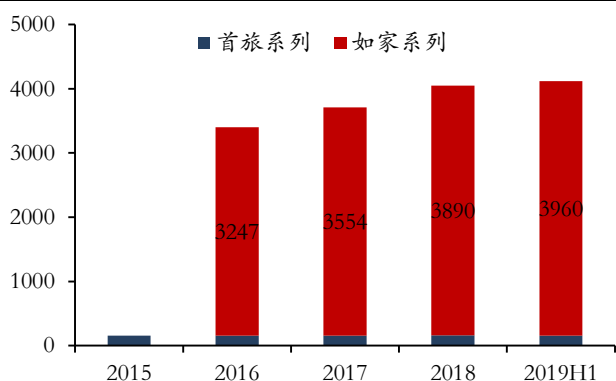
资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 85 首旅酒店旗下酒店房间数及同比增速



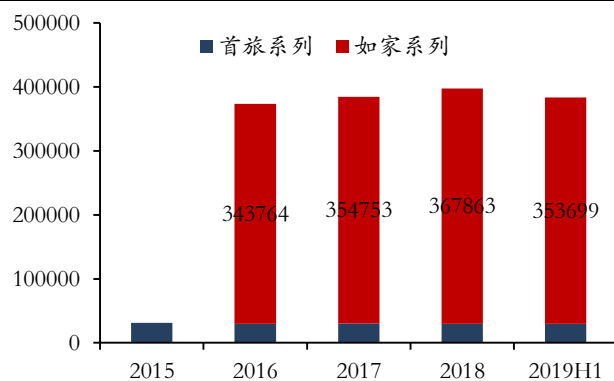
资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 86 首旅酒店旗下两大系列酒店家数



资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 87 首旅酒店旗下系列酒店房间数

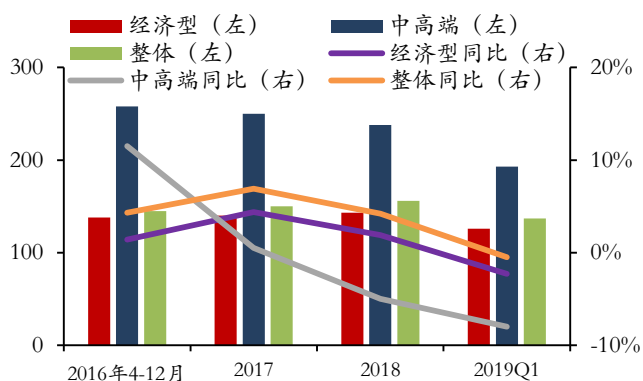


资料来源：公司年报，万和证券研究所

如家系列经营平稳良好，未来中高端有望继续提升发力。从公司公布的数据显示，2018 年如家系列整体 RevPAR 为 156 元/间，同比+4.2%；平均房价 188 元/间，同比+7.4%；入住率为 83%，同比下降 2.5 个百分点，其中中高端对 RevPar 有拖累，随着公司在中高端酒店业务的布局，未来发力有望。2018 年首旅存量 RevPAR 为 250 元/间，同比+1.4%；平均房价 397 元/间，同比+0.4%；入住率 62.9%，同比+0.7%。首旅存量的经营效益过去三年环比得到改善，但首旅存量的入住率仍略低于中高端的行业平均水平，未来业绩有望继续改善并对公司整体中高端业务产生积极影响。

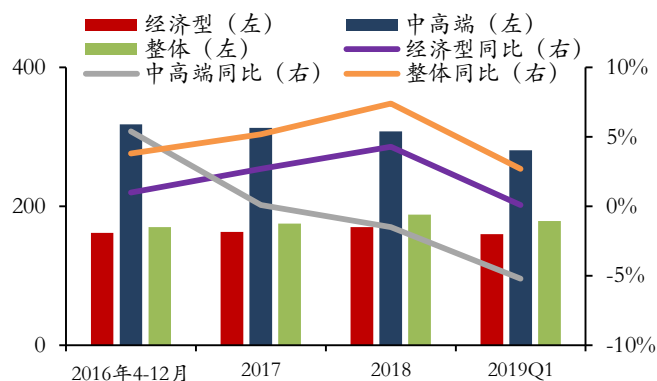
2019 年以来公司酒店业经营景气度下滑。2019 年以来，首旅如家整体酒店经营景气度处于下滑阶段，RevPAR 与入住率均处于同比负增长。2019Q2、Q3 RevPar 为 162、175 元/间，同比分别-1.5%、-3.7%；平均房价为 202、212 元/间，同比分别+1.3%、+0.2%；入住率为 80.2%、82.7%，同比分别下降 2.3、3.4 个百分点。

图表 88 如家系列 RevPAR (元/间)



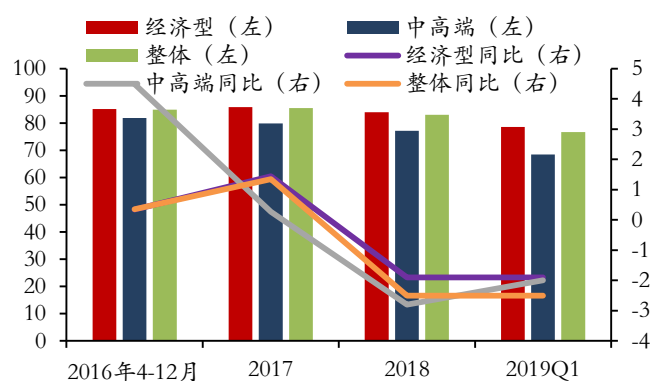
资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 89 如家系列平均房价 (元/间)



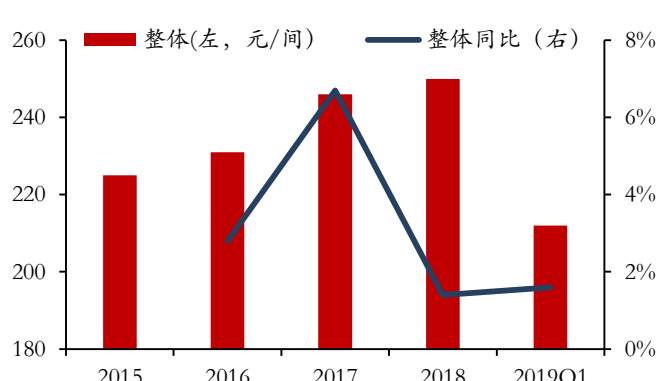
资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 90 如家系列入住率 (%) 及同比 (百分点)



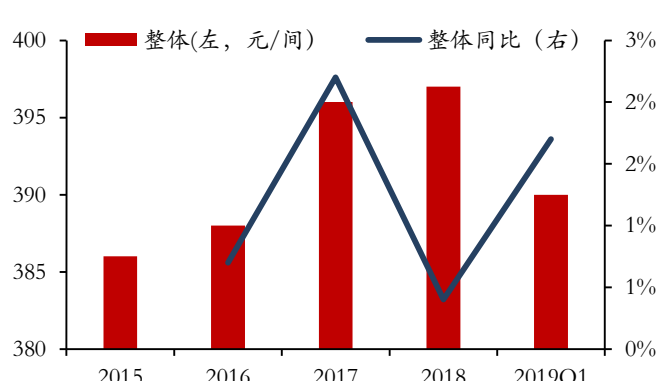
资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 91 首旅存量 RevPar 及同比



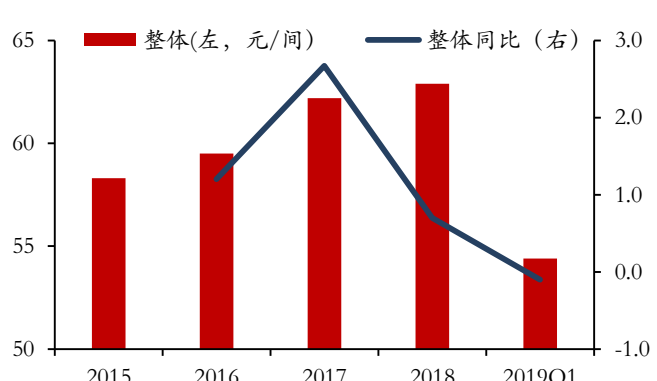
资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 92 首旅存量平均房价及同比 (元/间)



资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 93 首旅存量入住率 (%) 及同比 (百分点)

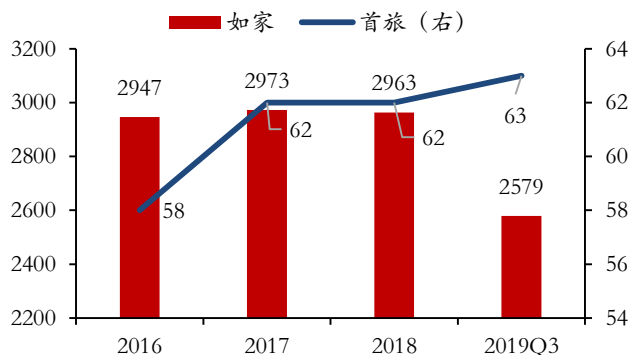


资料来源：公司年报，万和证券研究所

公司主要以中高端产品发展为主轴迎合消费升级趋势。目前公司以大力扩张如家中高端系列产品为主，2019Q3 年如家系列与首旅存量中高端酒店分别为 722、92 家，其中如家系列环比 2018 年末增长 99 家。对经济型酒店以存量改造为主，2018 年如家系列和首旅存量经济型酒店分别为 2579、63 家，其中如家系经济型环比减少 384 家。目前公司推进核心战略，对存量酒店升级改造，推进柏丽艾尚酒店、如家精选酒店（升级版）、YUNIK HOTEL、

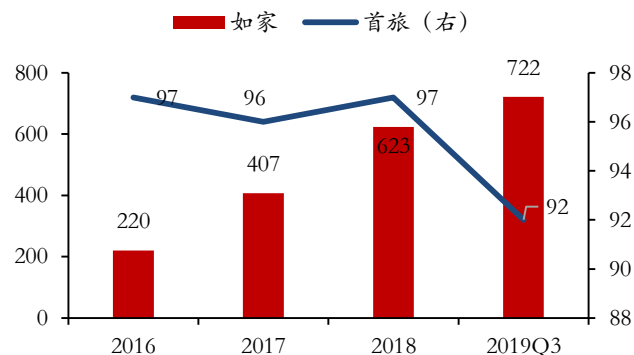
如家商旅酒店（金标）、如家酒店 3.0NEO 等新产品的落地和改造推广，截止到 2019H1，286 家如家经济型完成了 3.0NEO 改造升级，未来公司中端品牌占比有望提升，存量酒店升级改造有利于公司盈利能力提升。同时，公司 2018 年下半年，公司与外资公司凯悦集团成立合资酒店管理公司，打造国际化的中高端酒店新品牌逸扉 UrCove by HYATT，为公司中高端酒店未来规模提升以及品牌丰富布局，未来公司中端酒店发展可期。

图表 94 首旅酒店旗下经济型酒店家数



资料来源：公司年报，万和证券研究所

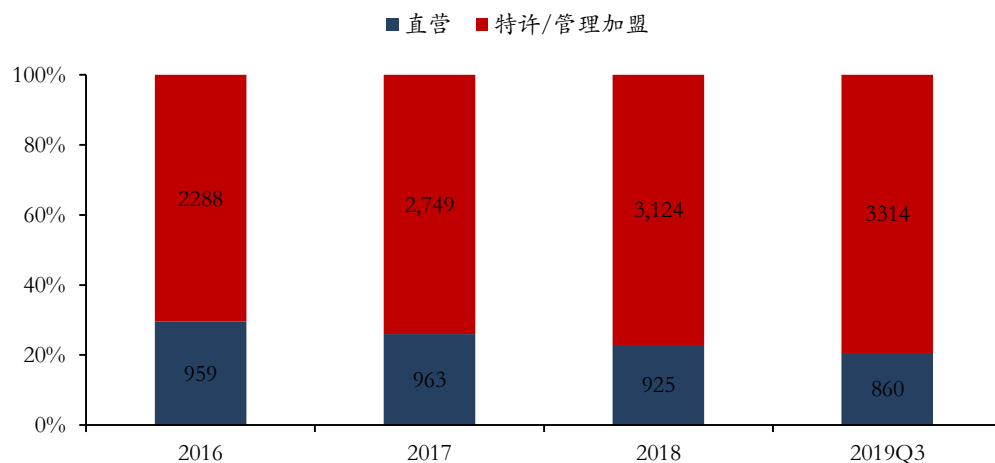
图表 95 首旅酒店旗下中高端酒店家数



资料来源：公司年报，万和证券研究所

直营占比较高，业绩弹性或较大。截止 2019Q3 年，公司直营、特许/管理加盟酒店分别有 860、3314 家，占比分别为 20.61%、77.15%，公司 2019 年前三季度直营酒店家数减少较多。公司直营占比在同业中较高，在行业景气度上升期业绩得到提升速度或较大。

图表 96 首旅酒店直营、特许/管理加盟家数及占比



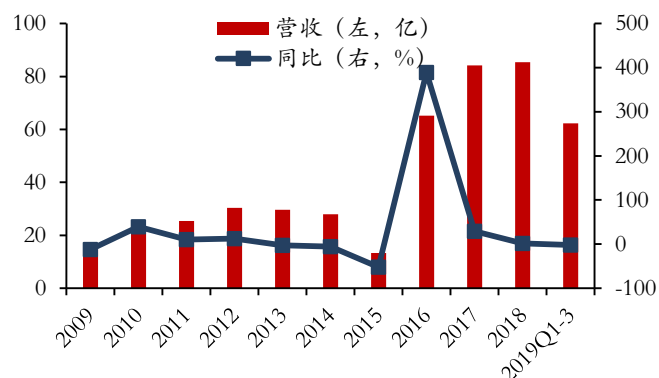
资料来源：wind，万和证券研究所

(三) 公司净资产收益率在对如家并购重组后持续改善

公司净资产收益率在对如家并购重组后持续改善。公司 2019Q1-3 年实现营业收入 62.31 亿元，同比增速为-2.16%；实现净利润 7.47 亿元，同比-10.31%；

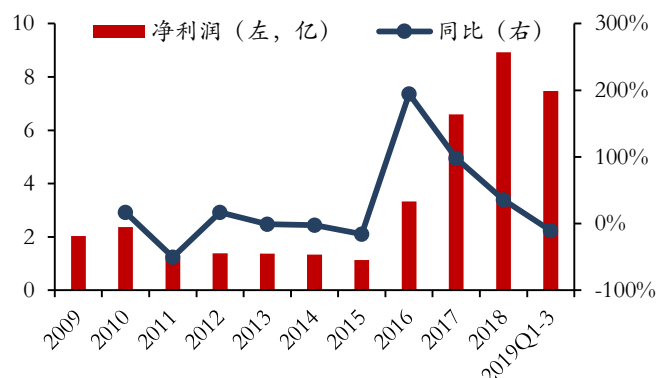
扣非后归母净利润为 6.89 亿元，同比+3.75%。2018 年公司净资产收益率为 11.06%，环比增长 2.09 个百分点。公司在并表如家后，经营业绩改善明显，净资产收益率持续提升。

图表 97 首旅营收及同比



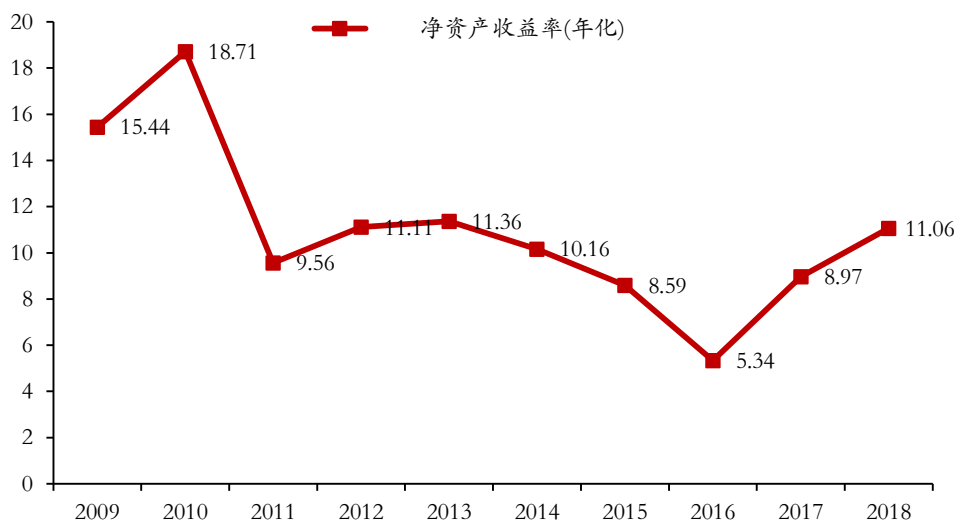
资料来源: wind, 万和证券研究所

图表 98 首旅净利润及同比增速



资料来源: wind, 万和证券研究所

图表 99 首旅净资产收益率 (%)

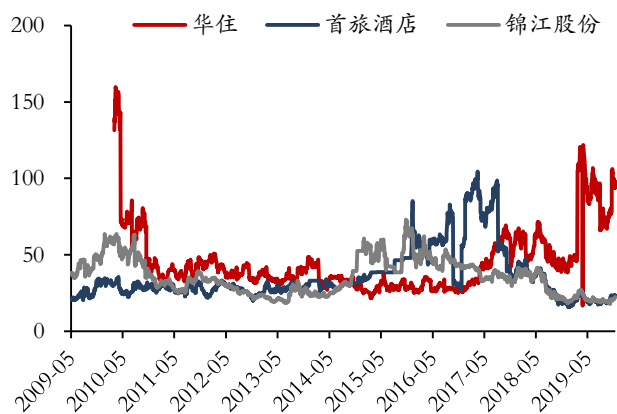


资料来源: Wind, 万和证券研究所

六、投资策略

板块估值处于较低位置。截止到 12 月 6 日收盘时，华住 PE-TTM、EV/EBITDA 分别为 97.59、26.28 倍，锦江酒店分别为 25.47、13.17 倍，首旅酒店为 18、9.23 倍。(注：首旅私有化如家时，EV/EBITDA 为 8.48 倍，锦江收购铂涛时 EV/EBITDA 为 12.38 倍)。相较于首旅与锦江酒店，华住在 2017 年以来走出了相对独立的行情。目前板块估值仍处于较低水平。

图表 100 三大酒店集团 PE-TTM



资料来源：wind，万和证券研究所

图表 101 三大酒店集团股价走势（前复权）



资料来源：wind，万和证券研究所

酒店行业经营环境短期承压，但龙头扩张加快及中高端占比提升有望为业绩估值带来修复。宏观经济的疲软导致行业内龙头 2018 年以来 RevPAR 增速放缓，2019 年 RevPAR 负增长，伴随着龙头个股估值回落，目前板块估值处于历史低位，具有较高的安全边际。在经营策略上，行业龙头加大连锁经营的占比，中高端酒店扩张趋势明显，同时借助科技手段在酒店系统管理中提升经营效率，行业龙头公司的业绩与估值有望得到修复，建议积极关注。

七、风险提示

宏观经济下滑超预期；酒店业需求不及预期；资源整合与经营效率提升不及预期

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

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

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>