

酒店

布局估值低位数据边际改善下高弹性，规模扩张+集中度提升龙头成长空间依旧

酒店行业顺周期属性明显。酒店行业商务出行需求、休闲度假需求均与宏观环境具有较强的关联性，从美国成熟市场经验看，酒店 RevPAR 增速和 PMI 间存在明显正相关关系。

酒店行业现状：经营数据表现及行业估值水平位于历史低位。

①短期受宏观经济扰动明显，经营数据位于历史低位。以华住经营数据为代表，2019 年在短期宏观环境扰动、香港地缘因素影响下，整体行业表现回落，ADR 增速放缓拖累 RevPAR 增速下滑甚至达到负增长水平，华住 19Q3 RevPAR 增速位于 2016 年以来低位。

②板块估值处于历史低位。19 年 11 月，酒店行业（申万）估值基本在 25X PE，主要酒店公司锦江酒店和首旅酒店估值基本在 22X PE，处于历史估值底部。

与大量单体酒店相比，大型连锁酒店龙头具备如下优势：

①资金充足，内生拓店+外延并购齐发力，锦江、华住、首旅三足鼎立局势稳定。内生方面，进入 19 年三大酒店集团加速跑马圈地。外延方面，2015 年以来，各大酒店集团收购活动频繁。

②前瞻性布局中高端酒店。消费能力提升叠加年轻消费群体品质消费观念增强，酒店行业从经济型向中高端升级趋势明显，三大酒店集团持续发力中高端酒店，中高端占比稳步提升。

③自有会员体系构筑渠道壁垒。酒店销售渠道可分为直销渠道和分销渠道，低星酒店信息化程度不高，自身导流能力较弱，对 OTA 尤为依赖。三大酒店集团均已构筑完备的自有直销体系，华住、首旅直销订单占比在 80%以上。

投资建议：酒店行业具有较强的顺周期属性，19 年宏观经济扰动背景下行业整体承压，经营数据及估值水平均位于历史低位。从近期 PMI 等宏观数据表现看，宏观环境呈现短期回暖迹象。相较于单体酒店及小型连锁酒店，大型连锁酒店集团具备内生、外延拓展能力强、中高端酒店占比高、自有会员体系粘性高等优势，经济回暖背景下具备高弹性，建议关注【首旅酒店】、【锦江酒店】、【华住酒店】。

风险提示：宏观经济下行、加盟拓展不及预期、外延并购不及预期、中高端布局不及预期

证券研究报告

2019 年 12 月 17 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《酒店-行业点评:布局数据边际改善下高弹性，规模扩张+集中度提升龙头成长空间依旧》 2019-07-02



内容目录

1. 酒店行业具有顺周期属性	3
2. 酒店行业现状：经营数据表现及行业估值水平位于历史低位	3
3. 行业展望：建议关注品牌&渠道壁垒强、拓店能力突出的行业龙头	4

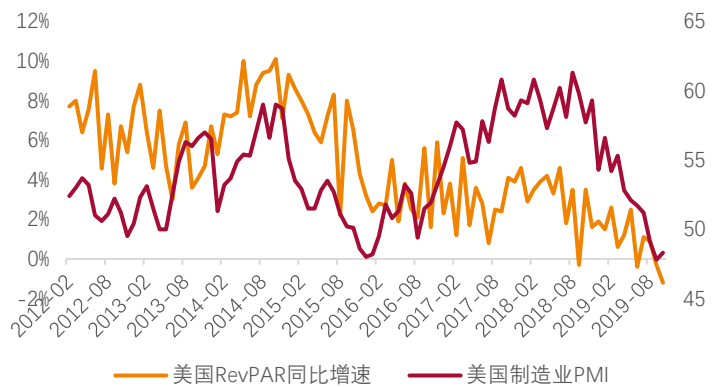
图表目录

图 1：美国酒店 RevPAR 增速和 PMI 间存在正相关关系	3
图 2：11 月 PMI 有所回暖	3
图 3：华住 19Q3 RevPAR 增速位于 2016 年以来低位	3
图 4：酒店行业（申万）估值基本在 25X PE	4
图 5：锦江、首旅估值处于历史底部	4
图 6：19 年三大酒店集团加速跑马圈地	5
图 7：酒店行业集中度整体上行	5
图 8：三大酒店集团地位稳固	5
图 9：三大酒店集团中高端占比提升	6
图 10：低星酒店对 OTA 依赖性较强	6
图 11：三大酒店集团自建会员体系	6
表 1：外延并购加速整合	5

1. 酒店行业具有顺周期属性

酒店行业顺周期属性明显。酒店行业商务出行需求、休闲度假需求均与宏观环境具有较强的关联性，从美国成熟市场经验及我国历史经验看，酒店 RevPAR 增速和 PMI 间存在明显正相关关系。

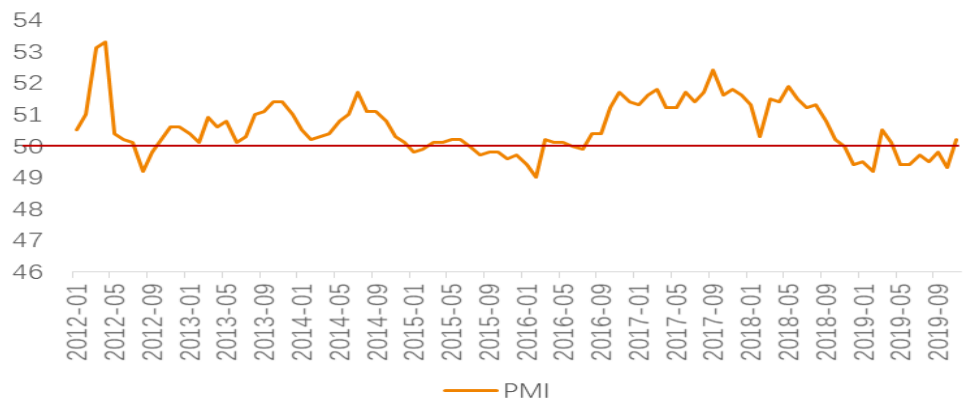
图 1：美国酒店 RevPAR 增速和 PMI 间存在正相关关系



资料来源：Wind，天风证券研究所

11月 PMI 有所回暖。19年11月，制造业 PMI 50.2，超过前值 49.3，大幅回升 0.9PCT，时隔 6 个月再次站上荣枯线；生产和订单 PMI 分别回升 1.8/1.7PCT，宏观环境表现呈现短期回暖迹象。

图 2：11 月 PMI 有所回暖

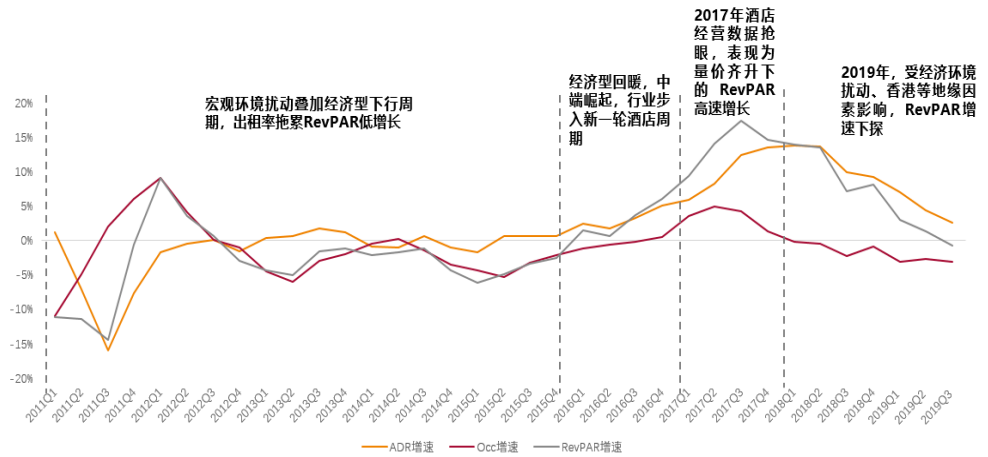


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 酒店行业现状：经营数据表现及行业估值水平位于历史低位

①短期受宏观经济扰动明显，经营数据位于历史低位。以华住经营数据为代表，2019年在短期宏观环境扰动、香港地缘因素影响下，整体行业表现回落，ADR 增速放缓拖累 RevPAR 增速下滑甚至达到负增长水平，华住 19Q3RevPAR 增速位于 2016 年以来低位。

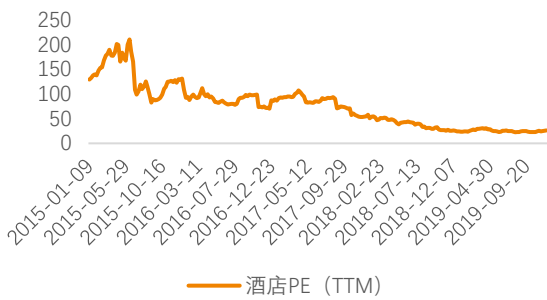
图 3：华住 19Q3RevPAR 增速位于 2016 年以来低位



资料来源：华住公司公告，天风证券研究所

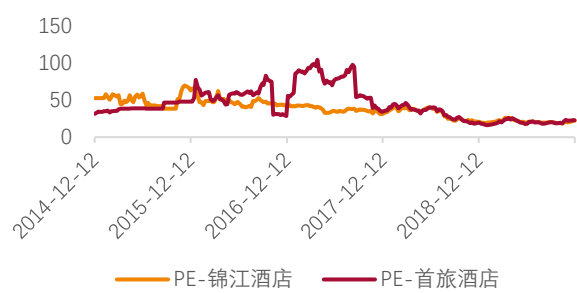
②板块估值处于历史低位。19年11月，酒店行业（申万）估值基本在 25X PE，主要酒店公司锦江酒店和首旅酒店估值基本在 22X PE，处于历史估值底部。

图 4：酒店行业（申万）估值基本在 25X PE



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：锦江、首旅估值处于历史底部



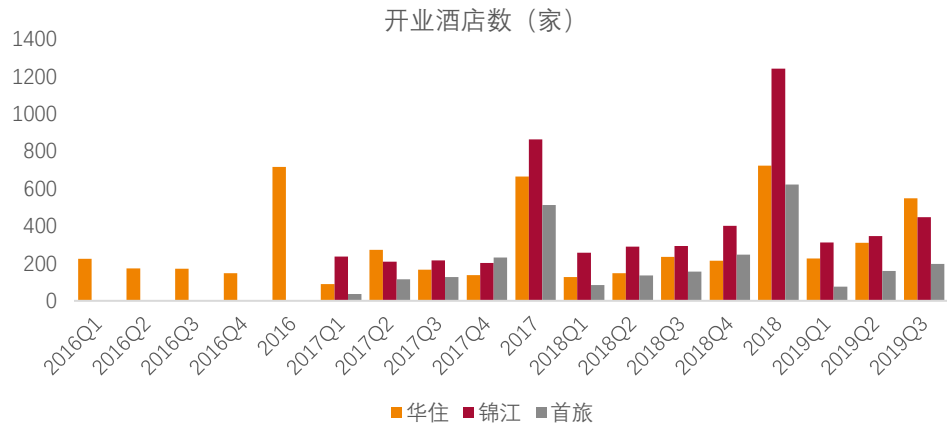
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 行业展望：建议关注品牌&渠道壁垒强、拓店能力突出的行业龙头

按照历史经验，行业低谷期为龙头加速整合、提升市占率的黄金期，面对宏观环境变化敏感性相对较弱。与大量单体酒店相比，大型连锁酒店龙头具备如下优势：

①资金充足，内生拓店+外延并购齐发力，锦江、华住、首旅三足鼎立局势稳定。内生方面，进入 19 年三大酒店集团加速跑马圈地。外延方面，2015 年以来，各大酒店集团收购活动频繁。

图 6: 19 年三大酒店集团加速跑马圈地



资料来源: 华住、锦江、首旅公司公告, 天风证券研究所

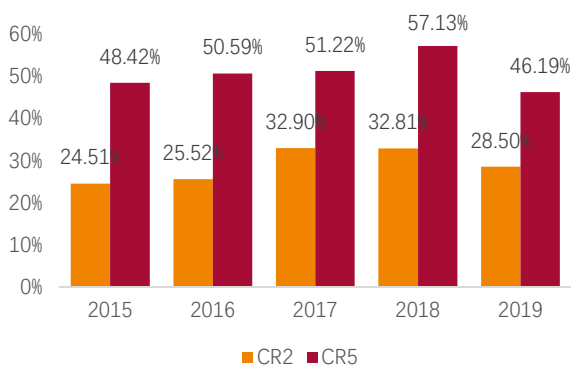
表 1: 外延并购加速整合

时间	并购事件
2015 年初	锦江收购法国卢浮集团 100% 股权
2016 年 2 月	锦江收购铂涛 81% 股权
2016 年 4 月	海航收购卡尔森酒店集团(Carlson Hotels) 100% 股权
2016 年 4 月	锦江收购维也纳 80% 股权
2016 年 8 月	岭南控股收购花园酒店和中国大酒店 100% 股权
2016 年 10 月	首旅收购如家 65.13% 股权
2017 年 2 月	华住收购桔子水晶 100% 股权
2018 年 8 月	华住收购花间堂 71.2% 股权
2019 年 11 月	华住收购德意志酒店 100% 股权

资料来源: 新旅界, 酒店投资指南, 华住公司公告, 天风证券研究所

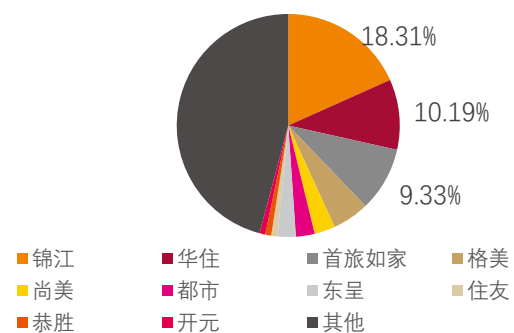
锦江、华住、首旅三大酒店集团地位稳固, 行业趋于集中, CR2、CR5 整体呈现上升趋势。

图 7: 酒店行业集中度整体上行



资料来源: 盈蝶咨询, 天风证券研究所

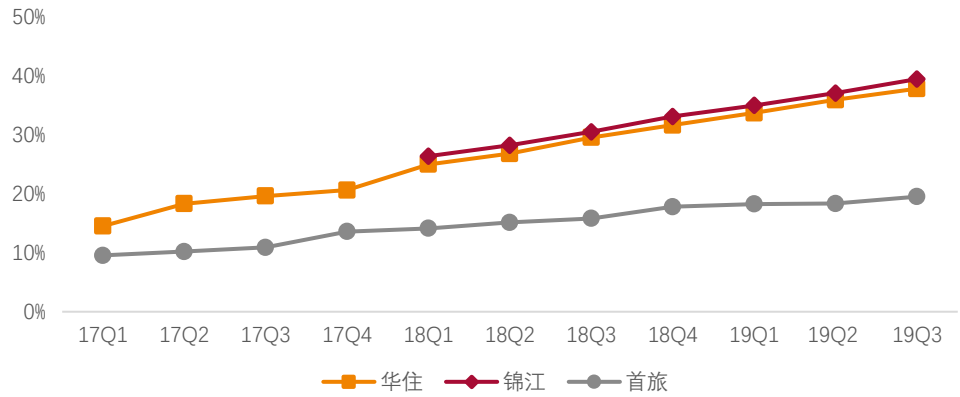
图 8: 三大酒店集团地位稳固



资料来源: 盈蝶咨询, 天风证券研究所

②前瞻性布局中高端酒店。消费能力提升叠加年轻消费群体品质消费观念增强, 酒店行业从经济型向中高端升级趋势明显, 三大酒店集团持续发力中高端酒店, 中高端占比稳步提升。

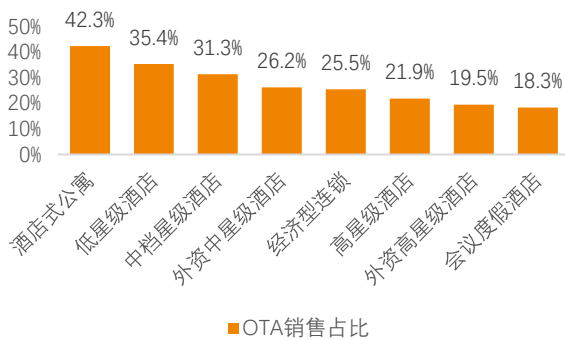
图 9：三大酒店集团中高端占比提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

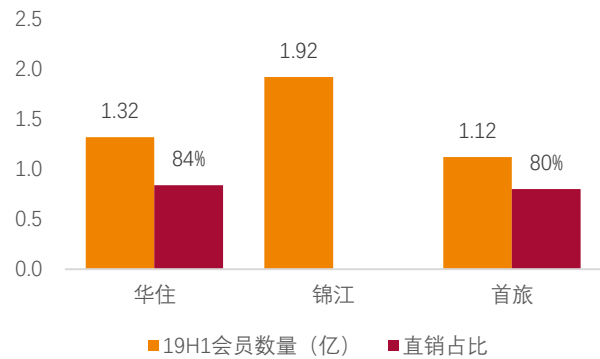
③自有会员体系构筑渠道壁垒。酒店销售渠道可分为直销渠道和分销渠道，低星酒店信息化程度不高，自身导流能力较弱，对 OTA 尤为依赖。三大酒店集团均已构筑完备的自有直销体系，华住、首旅直销订单占比在 80%以上。酒店龙头相对中小连锁和单体酒店有以下优势：①会员体系培育高粘性用户，具备流量优势。②信息化系统完备，节省订房人工成本，具备成本优势。

图 10：低星酒店对 OTA 依赖性较强



资料来源：中国报告网，天风证券研究所

图 11：三大酒店集团自建会员体系



资料来源：公司公告，天风证券研究所

投资建议：酒店行业具有较强的顺周期属性，19 年宏观经济扰动背景下行业整体承压，经营数据及估值水平平均位于历史低位。从近期 PMI 等宏观数据表现看，宏观环境呈现短期回暖迹象。相较于单体酒店及小型连锁酒店，大型连锁酒店集团具备内生、外延拓展能力强、中高端酒店占比高、自有会员体系粘性高等优势，经济回暖背景下具备高弹性，建议关注【首旅酒店】、【锦江酒店】、【华住酒店】。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com