

酒店

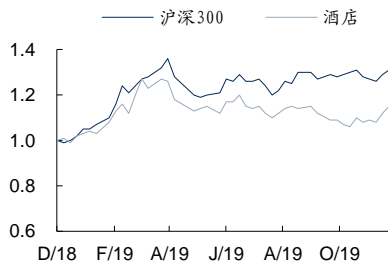
酒店行业专题

超配

(维持评级)

2019年12月20日

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《首旅酒店-600258-从直营和加盟分解再论业绩增长预期差》——2019-03-25
《酒店行业专题:17年量价齐升后,再论酒店周期与成长》——2018-04-13

证券分析师:曾光

电话: 0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师:钟潇

电话: 0755-82132098
E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

联系人:姜甜

电话: 0755-81981367
E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业专题

新一轮周期前夕,再论酒店板块投资逻辑

● 酒店龙头商业模式:周期成长兼备,加盟扩张是核心

酒店龙头:直营&加盟下周期成长兼备,打造多元化产品加盟扩张是核心。直营模式受同店 RevPAR 波动影响大,具有强周期属性和高业绩弹性,净利率越低业绩弹性越大,且新开/改造节奏影响短期业绩。加盟模式轻资产盈利能力强,毛利率 70-75%,强运营及平台能力支撑加盟扩张甚至逆周期成长,是成长核心。

● 短看经济走势,新一轮周期背景下预期或影响股价先行

A 股酒店龙头 RevPAR 和估值变化与 PMI 变化基本正相关,直营占比越高业绩受经济影响越大,贝塔属性较突出,美股华住酒店则阿尔法逻辑更重。2016-2018 年行业景气周期下,酒店龙头多系 RevPAR 先验证,再股价表现,整体涨幅华住>首旅>锦江,但有锦江自身基数差异影响。在上一轮验证下,我们认为新一轮可能股价先行,即经济预期改善直接带来股价表现,再待 RevPAR 验证。同时,在展店逻辑持续强化下,下一轮景气周期,锦江与首旅(直营占比高)各有拥趸。

● 国内外酒店 PK 看中长线成长,一看连锁化率提升,二看结构优化

连锁化率 PK: 2018 年,我国酒店按客房计连锁化率为 19%,相比欧、美、亚太约 40%、70%、52%,仍有较大提升空间,其中欧洲尤可借鉴。酒店结构 PK: 国内酒店长尾结构突出,经济型占比约 60%,相比欧美亚太纺锤型酒店结构分布,且中高端相对主导格局,我们认为中长线国内中高端酒店规模仍可持续提升。

● 龙头成长驱动:核心品牌拓展,低线下沉&管理输出,高端布局

酒店龙头成长:一看核心品牌拓展,短跟签约储备,预计龙头明年有望保持不低于今年的开店节奏;中看连锁率持续提升(目前经济型/中端仅 17/21%),仍有持续提升空间。二看三四线持续下沉,考虑三四线房量占比 64%,连锁化率仅 15%,核心品牌与管理输出互补下拓展空间广阔。三看高端布局,高档(四星)无论总量还是连锁化率均有持续提升空间,而豪华(五星)未来本土化仍可期待。

● 投资建议:短看经济走势变化下的估值弹性,中线成长可支撑

维持酒店板块“超配”评级。短期来看,预计龙头 Q4RevPAR 下滑程度与 Q3 相当,后续能否企稳仍待跟踪,但随着近期 PMI 的企稳+外围环境好转,经济预期有望向好,从而有望带来阶段估值弹性。中线来看,酒店龙头竞争格局相对稳定,通过核心品牌拓展,低线下沉&管理输出,高端布局,中长线成长仍有支撑。考虑新一轮周期前夕背景下三大龙头开店布局等表现差异,我们认为:若兼顾短期经济走势和中长线开店成长逻辑,建议布局锦江酒店;若博弈经济指标持续反弹,可考虑首旅酒店;美股方面,华住酒店中长线仍然系非常优秀的投资品种。

● 风险提示:宏观系统性风险,商誉减值风险,收购整合风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600258	首旅酒店	买入	19.93	19,685	0.82	0.96	24.4	20.8
600754	锦江酒店	买入	27.38	24,014	1.05	1.26	26.1	21.7
HTHT.US	华住	暂无评级	266.22	78,155	5.42	7.62	49.1	34.9
GHG.US	格林酒店	暂无评级	76.33	7,773	5.10	5.74	15.0	13.3

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测,注:华住、格林等预测参考 Bloomberg 一致预期

投资摘要

关键结论与投资建议

维持酒店板块“超配”评级。短期来看，预计今年 Q4 酒店龙头 RevPAR 下滑程度仍与 Q3 相当，能否企稳向上尚待跟踪，但随着近期 PMI 的企稳+外围环境好转，经济预期有望向好，从而有望带来阶段估值弹性。中线来看，酒店龙头竞争格局相对稳定，通过核心品牌拓展，低线下沉&管理输出，高端布局，中长线成长仍有支撑。考虑新一轮周期前夕背景下三大龙头开店布局等表现差异，我们认为：若兼顾短期经济走势和中长线开店成长逻辑，建议布局锦江酒店，若博弈经济指标持续反弹，可考虑首旅酒店；美股方面，华住酒店中长线仍然系非常优秀的投资品种。

核心假设或逻辑

第一，酒店龙头直营&加盟的商业模式下，周期成长兼备，加盟扩张是核心。

第二，短看经济走势：短期经济走势直接影响 A 股酒店龙头短期估值与业绩，故首旅与锦江酒店短期股价受经济预期变化容易戴维斯双击/双杀，而美股华住酒店、格林酒店等估值相对自身阿尔法逻辑更加显著。

第三，酒店龙头中长线成长：一看经济型和中端核心品牌持续扩张，短跟签约储备，预计龙头明年有望保持不低于今年的开店节奏；中看连锁率持续提升（目前经济型/中端仅 17/21%），仍有持续提升空间。二看三四线持续下沉，考虑三四线房量占比 64%，连锁化率仅 15%，核心品牌与管理输出互补下拓展空间广阔。三看高端布局，高档（四星）无论总量还是连锁化率均有持续提升空间，而豪华（五星）未来本土化仍可期待。

与市场预期不同之处

我们不仅仅分析酒店龙头经营指标与周期的相关性，同时也分析其估值波动区间与周期起伏的关联，事实上经济预期变化对 A 股酒店龙头估值弹性影响更加直接，同时，我们尝试定量估算 RevPAR 变化和加盟扩张酒店龙头盈利成长的差异化影响。

在分析酒店龙头短期扰动因素的同时，我们尝试多维度看酒店龙头的中长线成长空间，一是通过连锁化率的国际对标和各类连锁化率的差异看酒店核心品牌的持续扩张；二是分析三四线城市下沉空间和管理输出互补带来的成长支撑，三看高端布局的成长空间，力求全方位分析酒店龙头的成长支撑。

股价变化的催化因素

第一，酒店行业经营顺周期明显，伴随宏观经济预期改善或经营数据企稳回升，则经营基本面和估值情绪面均有望改善；

第二，酒店龙头公司业绩增长或加盟扩张等超预期；

第三，酒店龙头收购整合等取得实质进展；

第四，国企改革取得实质进展，激励机制进一步优化。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，宏观经济及大规模传染疫情等系统性风险；

第二，收购标的经营业绩波动大等收购整合风险；

第三，国企改革进程低于预期；

第四，估值受市场情绪影响较大等；

第五，商誉减值风险，股东减持风险。

内容目录

写在前面	6
酒店龙头商业模式：周期成长兼备，加盟扩张是核心	7
国内酒店概述：高中低差异化分化，有限服务酒店相对主导	7
酒店龙头商业模式核心：打造多产品模型进行加盟扩张	7
加盟扩张本质：一看会员系统支撑，二看运营系统优化	10
短看经济走势，新一轮背景下预期或影响股价先行	12
股价：上一轮 RevPAR 印证下股价再启动，本轮预计预期影响股价先行	12
RevPAR 变化：与 PMI 变化基本正相关，直接受经济周期影响	13
估值水平：相对分化，A 股酒店龙头估值周期贝塔属性较突出	13
国内酒店：长尾分布，相对垄断，OYO 引争议	15
国内酒店供给现状：客房规模分化，档次长尾结构，低线下沉空间广阔	15
竞争格局：连锁酒店垄断格局凸显，全体酒店设施则仍待集中	15
OYO 的兴起与争议，带来行业新变局	16
未来成长：连锁&结构优化，低端下沉，高端布局	18
酒店成长总论，国际 PK 看成长：一看连锁化率提升，二看结构优化	18
成长驱动一：经济型&中端等核心品牌加盟扩张仍构成中线核心支撑	19
成长驱动二：三四线下沉空间广阔，管理输出互补助力	21
成长驱动三：高档酒店规模和连锁化有望持续提升，长看本土化发展	23
结论：短看经济变化下的估值弹性，中线成长可支撑	26
风险提示	28
国信证券投资评级	30
分析师承诺	30
风险提示	30
证券投资咨询业务的说明	30

图表目录

图 1: 物业方、加盟方、酒店管理公司三者关系	8
图 2: 有限服务酒店直营店盈利模型拆分	9
图 3: 华住酒店: 直营营业利润波动显著高于加盟	9
图 4: 酒店龙头加盟占比与整体净利率比较 (截至 2019H1)	9
图 5: 2015 年华住加盟收入同比增长 51.3%	10
图 6: 2015 年华住业绩同比增长 42.1%	10
图 7: 酒店龙头会员人数 (亿人)	11
图 8: 酒店龙头人房比数据估算 (每间客房的人员配置)	11
图 9: 国内三大酒店龙头 2015 年以来股价走势回顾	12
图 10: 华住酒店股价走势与 RevPAR 增速表现	12
图 11: 首旅酒店股价走势与 RevPAR 增速表现	12
图 12: 锦江酒店股价走势与 RevPAR 增速表现	12
图 13: 国内三大酒店龙头 RevPAR 数据跟踪	13
图 14: 国内三大酒店龙头同店 RevPAR 及出租率数据	13
图 15: 首旅酒店 2016 年以来估值复盘情况	14
图 16: 锦江酒店 2016 年以来估值复盘情况	14
图 17: 华住酒店估值复盘情况 (EV/EBITDA)	14
图 18: 格林酒店 2018 年以来估值复盘情况 (EV/EBITDA)	14
图 19: 近三年我国酒店住宿业增长平稳	15
图 20: 我国 2018 年酒店住宿结构分布 (按房量计)	15
图 21: 2018 年酒店住宿档次分布 (按房量计): 长尾结构	15
图 22: 2018 年规模以上酒店按城市分布占比 (按房量计)	15
图 23: 2018 年底酒店集团占连锁市场份额: CR4=43.2%	16
图 24: 2018 年底酒店集团占住宿市场份额: CR4=9.8%	16
图 25: OYO 中国全国布局情况	17
图 26: 中国、欧洲及美国酒店连锁化率 PK (按房量)	18
图 27: 2019Q3, 欧洲 22 国酒店连锁化率 (按房量)	18
图 28: 国内连锁酒店市场结构 (按房量)	19
图 29: 美国连锁酒店市场结构 (按房量)	19
图 30: 欧洲连锁酒店市场结构 (按房量)	19
图 31: 亚太连锁酒店市场结构 (按房量)	19
图 32: 连锁酒店规模及增速	20
图 33: 经济型及中端连锁酒店规模及增速	20
图 34: 截至 2019Q3, 四大酒店集团签约储备酒店数	21
图 35: 2018 年按档次分类的连锁化率水平	21
图 36: 2018 年我国分区域分层次酒店构成 (房间数)	21
图 37: 2018 年我国分区域连锁化率情况	21
图 38: 2018 年按客房规模分类的连锁化率水平	22
图 39: 三大酒店龙头最新平均客房水平	22
图 40: 规模以上高端 (四星+五星) 酒店数量及增长	23
图 41: 收购德意志酒店后, 华住各档次酒店构成	24
图 42: 华住旗下禧玥酒店布局	24
图 43: 锦江酒店品牌矩阵	25
图 44: 首旅酒店旗下品牌矩阵	25
图 45: PMI 同比变化情况	26
图 46: 三家龙头酒店 2017-2019Q3 新开店数据	26
图 47: 三家龙头酒店 2017-2019Q3 净增店数据	26
图 48: 三大酒店龙头加盟酒店占比	27
图 49: 截至 2019 年 9 月底首旅酒店的股权结构及解禁情况	27
表 1: 酒店按服务类型分类	7
表 2: 国内主要上市酒店运营商概况	7
表 3: 酒店管理公司运营模式	8
表 4: 加盟扩张及关店带来的业绩影响估算 (假设新开店 500 家, 90% 为加盟店, 中高端占比 45%, 关加盟店 180 家)	10
表 5: OYO 成立以来的融资情况	16

表 6: 2017-2018 年三大酒店龙头展店情况.....	20
表 7: 三大有限服务酒店龙头 2019 年展店情况及 2020 年预计.....	20
表 8: 目前几大酒店及 OTA 龙头软品牌投资情况.....	22
表 9: 目前部分软品牌或非标品牌的收费情况.....	23
表 10: 国际与国内高端酒店品牌对比.....	24

写在前面

作为跟踪行业十几年的行业分析师，我们一直密切关注酒店行业的经营起伏和投资机会。从近几年酒店周期起伏来看，我们早在 2016 年 9 月 5 日行业专题报告《有限服务酒店初显弱复苏，行业龙头颇具看点》提示了上一轮酒店龙头周期的复苏，此后推出系列行业和公司深度持续跟踪。

近几年来，市场对酒店龙头的关注，一直与经济周期起伏密切相关。尤其对 A 股两家酒店龙头，一直行业逻辑大于个股逻辑。但从商业模式而言，对于酒店管理龙头公司，直营与加盟扩张下，周期与成长属性兼具。

立足当下，我们希望并不仅局限于短期投资，而是希望兼顾短期投资与中长线投资逻辑，在总结近几年中端崛起以及 OYO 等带来行业变化的基础上，通过对比国内外的酒店结构和连锁化差异，我们在回顾和分析其商业模式本质的基础上，尝试重新总结和分析酒店行业投资框架。短期，我们关注经济周期对其的影响弹性；中线，我们关注酒店龙头核心品牌的持续连锁化空间；长线，我们关注其高端布局及低线下沉逻辑；以此，希望对投资者酒店投资有所助益。

酒店龙头商业模式：周期成长兼备，加盟扩张是核心

国内酒店概述：高中低差异化分化，有限服务酒店相对主导

首先，按照国际酒店行业分类，如下表，以提供服务的差异，酒店行业首先可以分为全面服务酒店和有限服务酒店，且随着共享经济的兴起，民宿/短租等也成为住宿市场的重要补充。其次，以酒店价格区分，一般可分为经济型、中端、高端酒店不等，低端酒店平均房价一般在 300 元以下，中端介于 300-600 元之间不等，而高端则通常 600 元以上。

表 1：酒店按服务类型分类

类型	特点
全面服务酒店 (Full Service Hotel)	对酒店整体、接待大厅、客房、餐饮、公共区域等方面更为严格细化的评定标准，不仅提供酒店住宿服务，同时还包括丰富的餐饮、会议、休闲娱乐等多方面供给
有限服务酒店 (Limited Service Hotel)	主要聚焦住宿和简餐功能，大堂等其他配置尽可能简化，更侧重经营效率和投资性价比
民宿/短租等	共享经济模式，以途家、Airbnb、美团榛果民宿等为代表

资料来源：国家旅游局、公开资料整理，国信证券经济研究所整理

此外，国内酒店按照国家旅游局标准进行星级评定，则包括一/二/三/四/五星级酒店，每个星级均有相应的住宿、客房要求、大堂、餐饮及其他配套设施要求，并与价格定位相关。其中高星级酒店一般多为全面服务酒店，但这些年也有部分有限服务酒店定位日益偏中高端，也有部分全面服务酒店未评星级，不过整体中低端酒店仍以有限服务酒店为主导。

由于有限服务酒店较高的投资性价比，目前为国内酒店行业的主要业态。因此，国内上市酒店龙头也多以有限服务酒店为主，如 A 股的锦江股份 (600754)、首旅酒店 (600258)，美股的华住酒店 (HTHT.US)、格林酒店 (GHG.US) 等。

与此同时，国内高星级酒店过去多年供给增加主要与地产投资热潮相关，并非完全遵循市场供求调整规律。这些地产背景的物业方，为了寻求物业的保值增值，相对比较青睐选择国际一线酒店龙头如洲际、万豪、雅高等进行酒店设计定位与管理。而国内本土高星级酒店的管理公司目前仍相对分散，其中 2019 年 3 月联交所上市的开元国际为代表之一，其餐厅、会议设施等非客房收入营收占比达 50% 以上，酒店商业模式以加盟管理为主，但自营酒店营收贡献较大，2018 年占比达 90.60%。

表 2：国内主要上市酒店运营商概况

股票名称	代码	总市值 (亿元)	说明
锦江股份	600754.SH	241	定位中低端酒店的连锁有限服务酒店运营商，包括锦江系、铂涛系、维也纳系等多品牌，直营+加盟，加盟为主。其控股股东锦江酒店 (2006.HK) 还包括高端酒店管理及部分自有物业酒店。
首旅酒店	600258.SH	198	如家集团定位中低端的连锁有限服务酒店运营商，包括如家、和颐、如家精选，如家商旅等多品牌，直营+加盟，加盟为主，同时还包括首旅建国等定位中高端的酒店管理公司及部分北京自有物业酒店。
华住酒店	HTHT.US	774	定位中低端的连锁有限服务酒店运营商，主要包括汉庭、海友、全季、桔子水晶等多品牌，直营+加盟，加盟为主
格林酒店	GHG.US	78	定位中低端的连锁有限服务酒店运营商，主要包括格林豪泰、格林东方、青皮树等各品牌，基本为加盟
开元酒店	1158.HK	38	定位中高端的酒店管理品牌，包括自营+全面服务管理+特许经营等多模式

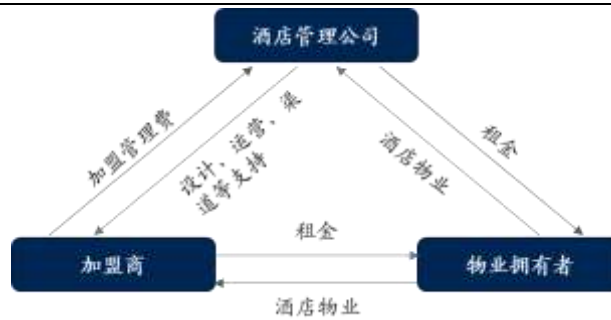
资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理
注：市值数据日期为 2019/12/18

酒店龙头商业模式核心：打造多产品模型进行加盟扩张

一般而言，酒店行业参与者包括三方：一是**物业拥有者**（历史原因物业积累或地产背景），主要关注酒店物业本身的保值增值及租金收益，其中租约通常为长期协议，租赁期限 10 年+（轻管理输出的模式除外，一般期限仅 1-3 年）；二是**加盟商**，租赁物业后通过加盟连锁酒店运营获取酒店运营收益，支付租金并承担相应的运营成本，酒店管理公司的自营酒店也属于类似情况，主要赚取酒店运营收益；三是**酒店管理公司**，主要通过为加盟商提供酒店标准化设计、运营

支持及会员渠道支持，并收取相应的加盟管理费收益，这一轻资产加盟商业模式下，通常 ROE 最高。

图 1：物业方、加盟方、酒店管理公司三者关系



资料来源：公司公告、官网等，国信证券经济研究所整理

聚焦酒店管理公司，从经营模式来看，酒店管理公司主要包括直营模式、加盟模式及管理输出模式，后两者均属于轻资产模式，都只需提供相关服务支持并据此收取费用，不需要承担相应的酒店运营成本。其中，管理输出主要通过提供有限的 IT 系统支持及管理支持服务，对酒店硬件要求和租约较为灵活，可相对非标，收取管理费的比例较低，对加盟商的黏性一般也较低。由于直营和加盟目前是酒店龙头最主要的经营模式，接下来侧重这两个模式进行分析。

表 3：酒店管理公司运营模式

经营模式	说明
直营	依托自有或租赁的物业进行连锁酒店经营，承担租金/折摊、人工、能耗等成本费用，受周期影响最大
加盟	酒店管理龙头通过提供标准化的酒店品牌、设计、管理及系统服务收取加盟费，一般核心品牌会派驻店长，属于轻资产模式，酒店经营的租金、折摊、人工、能耗等成本由加盟商承担，通常租约 8-10 年或 10 年以上，时间较长
管理输出	酒店管理方通过输出管理服务或仅提供有限的 IT 系统支持及服务，对酒店要求和租约较为灵活，非标等，收取比例相对更低

资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理

直营模式分析：强周期属性和高业绩弹性，受 RevPAR 及扩张改造节奏影响

直营模式：业绩成长主要受同店 RevPAR 和开店/改造影响，周期性较强。直营模式下，酒店依托自有或租赁物业进行连锁酒店经营，并承担全部的租金/折摊、人工、能耗等成本费用。一般国内酒店管理公司自营业务以租赁物业为主，仅有少部分系自有物业。例如锦江酒店除早期少量境内自有物业（30 多家）以及收购卢浮有 200 多家境外自有物业外，其他自营酒店均为租赁物业。首旅如家自营酒店基本以租赁经营为主，仅少数酒店（民族/京伦/前门饭店或南苑等）为原有首旅旗下自有物业，华住旗下自营酒店也基本以租赁为主。

如下图所示，直营模式下，酒店运营方需要承担租金、折摊及运营人工成本等刚性费用，固定成本占比较高，故经营杠杆也较高。因此，当同店 RevPAR 上升时，由于占成本较高的租金、折摊和人工相对固定，收入增长对业绩的边际增量贡献较大，反之，当同店 RevPAR 承压时，对直营店的业绩压力也较大。因此，同店 RevPAR 波动对直营酒店业绩影响较大。考虑同店 RevPAR 很大程度受经济周期影响，因此直营酒店业绩的周期性波动较显著。以行业龙头华住为例，2015-2018 年，其直营业务的营业利润率（剔除折摊租金人工等运营成本，但未考虑总部平台费用等）在 11%-22% 之间波动，2015 年仅 11%，但 2018 年达到 22%，波动区间较大，其他酒店公司直营业务波动相对更加显著。

并且，直营酒店原有净利率水平越低，则 RevPAR 复苏初期业绩弹性越显著。简单估算，若此前直营酒店的净利率水平在 10% 左右，则收入增加 1%，对其业绩弹性可能达到 5-7%；若此前净利率在 5% 左右，则业绩弹性有望达到

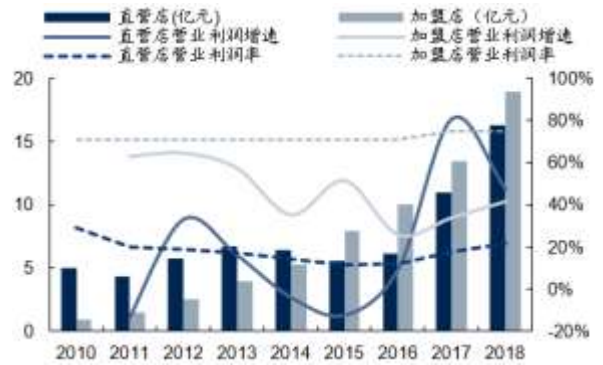
12-15%；若此前直营店处于盈亏平衡点附近，则业绩有望翻番式增长。

图 2：有限服务酒店直营店盈利模型拆分



资料来源：公司公告，公司官网，劲旅网等，国信证券经济研究所分析整理

图 3：华住酒店：直营营业利润波动显著高于加盟



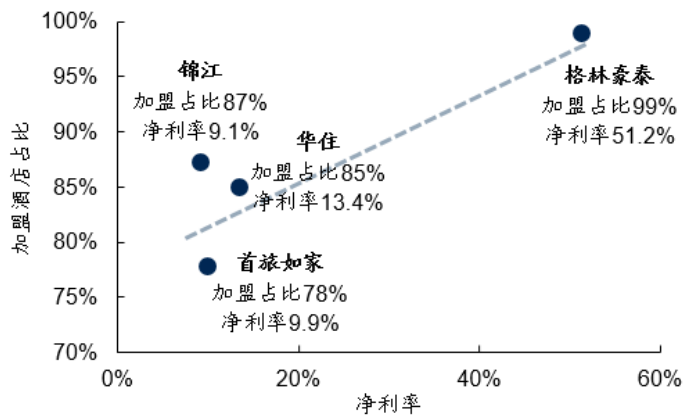
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

与此同时，直营店新开节奏及升级改造进度也会影响直营业务短期业绩成长。以新开直营店为例，一方面开办费用摊销影响（装修期的租金费用等），另一方面目前酒店龙头旗下核心品牌往往需要 4-6 个月实现盈亏平衡，故短期新开直营店加速会直接拖累短期业绩。同时，直营店升级改造既会影响短期 RevPAR，也带来费用等支出增加，从而带来短期负面影响。不过，对酒店龙头而言新开或升级改造直营店往往有助于其中线成长。因此管理层可以通过调节直营店开店或改造节奏可以一定程度上平衡短期和中期业绩成长。

加盟模式分析：成长看加盟扩张，高加盟高盈利

加盟模式下：净利率相对较高。加盟管理模式下，酒店管理公司授权加盟商使用自身酒店品牌，并为其提供开业选址、装修、人员培训等服务（部分核心品牌还派驻店长进行直接管理）和 CRS 中央渠道订房支持，并据此收取固定比例的品牌管理费和中央渠道订房费用。这种轻资产模式下，酒店管理公司无需承担该酒店的运营成本，主要是依托总部平台和品牌支持收取管理费用，毛利率可以达到 70-75%（直接成本主要系店长工资），此外主要系平台费用和所得税影响，远高于直营店盈利能力（行业龙头华住在剔除平台费用前的营业利润率也仅 11-22%）。因此，一般而言，只要酒店龙头直营业务拖累不明显，则加盟比例越高，公司净利率越高。

图 4：酒店龙头加盟占比与整体净利率比较（截至 2019H1）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：锦江净利率相对其加盟占比略偏低，主要系收购整合 PPA 摊销及财务费用等因素影响。

加盟扩张可一定程度支撑酒店龙头逆周期成长，是其成长属性的核心支撑。对

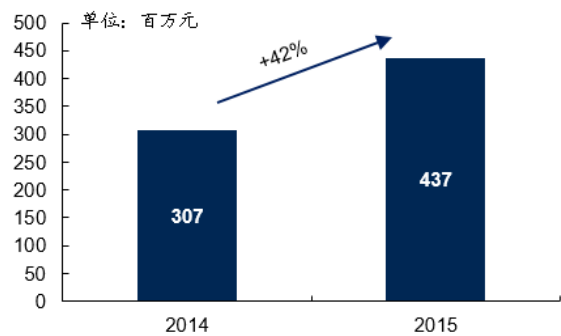
酒店管理公司而言，在加盟模式下，其收取的加盟收入一般分为首次加盟费用与持续加盟费用。首次加盟费用一般在签约收款及门店开业时确认。以锦江为例，其在 2019 年以前首次加盟费基本系签约收款即确认为收入，2019 年后调整为签约收款确认 50%，酒店开业时确认剩余 50% 收入。持续加盟费根据品牌和发展阶段的差异，一般系加盟商流水的 5%-12%，且加盟期限通常长达 10 年及以上，相对稳定。因此即使酒店行业处于下行阶段，龙头依托加盟扩张下的首次加盟费及持续加盟费贡献，仍可支撑其收入和业绩增长。如 2015 年行业承压，华住 RevPAR 同比下滑 4.1%，但公司 2015 年加盟展店迅猛，新开加盟店 813 家，净增 763 家，推动其 2015 年加盟收入同增 51.3%，加之直营店收入等表现相对平稳，从而助力其当期业绩仍同比大增 42.10%，表现突出。

图 5: 2015 年华住加盟收入同比增长 51.3%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 6: 2015 年华住业绩同比增长 42.1%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

我们曾在今年 3 月报告《首旅酒店-600258-从直营和加盟分解再论业绩增长预期差》中以首旅酒店为例，假设公司 2019 年新开核心品牌店 500 家，其中 90% 为加盟店，中高端占比 45%，关店 200 家（加盟店 180 家），并简单假设新开加盟店 2019 年平均有 1/2 时间运营。同时，我们参考首旅酒店官网经济型、中端和高端门店的首次加盟费标准，兼顾开发人员奖励及其他费用等，据此估算新加盟扩张对 18 年扣非主业业绩影响约 20%。当然上述假设估算仅供参考，并没有全面考虑直营店经济承压时的业绩拖累、首次加盟费调整等基数影响、加盟店本身 RevPAR 波动、拓展人员激励变化等因素，仅希望从一个侧面说明新加盟扩张部分对业绩增长的支撑。

表 4: 加盟扩张及关店带来的业绩影响估算 (假设新开店 500 家, 90% 为加盟店, 中高端占比 45%, 关加盟店 180 家)

分类	新开加盟店数量	首次加盟费估算 (亿元) = 首次加盟费-扣除开发人员奖励等	持续加盟费贡献		关店损失		
			RevPAR 假设 (元)- 培育期	持续加盟费增量 (亿元)	加盟店关店数量	Revpar 假设 (元)	持续加盟费损失 (亿元)
经济型	247	0.47	140	0.47	175	130	-0.31
中端	195	0.51	225	0.84	5	210	-0.02
中高端	8	0.02	270	0.05			
合计		1.00		1.36			-0.33

新开加盟店和关店综合税后影响估算 = (1.00 + 1.36 - 0.33) * 0.75 = 1.52 亿元
 对 18 年扣非主业的估算业绩弹性测算: 20%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理估算

加盟扩张本质: 一看会员系统支撑, 二看运营系统优化

纵观酒店龙头的商业模式，相较于强周期性的直营模式，具备业绩安全垫属性的加盟模式能为酒店增长更为持久地赋能。通常行业下行时，加盟扩张支撑其业绩稳健增长；行业复苏时，直营店占比越高弹性越大，加盟店扩张则进一步加速业绩增长。因此加盟业务对酒店龙头的长期成长意义更加重大。

在经济型酒店时代，酒店龙头主要以单一标品复制扩张为主旋，强调做单一爆

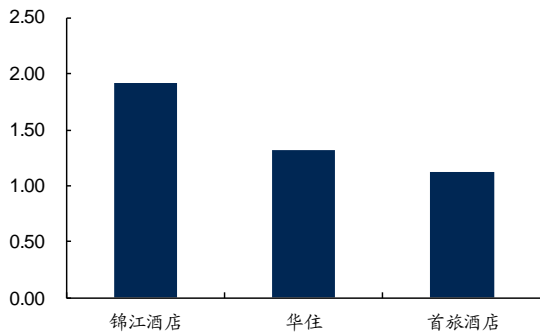
款，其先发优势+资金支持+管理效率+会员规模等决定其最终规模，但目前模式发展较为成熟，竞争格局初步确定。

在中端酒店时代，酒店龙头核心在于能成功打造不同细分定位的酒店产品模型进行复制扩张，核心看多品牌塑造能力及持续复制扩张能力，先发优势影响较大，会员体系的支持和中后台整合运营能力非常关键，因此未来具备良好的品牌塑造和规模扩张能力的公司方可脱颖而出。

综合来看，**酒店龙头商业模式关键在于多元化酒店产品模型进行加盟扩张**。进一步地，加盟扩张的背后，核心一看**会员体系即客源支撑**，这对稳定和提升其**RevPAR 至关重要**，二看**运营能力的支持**，包括**采购规模效应下成本优化，技术支持、管理支持下运营效率最大化**等等。

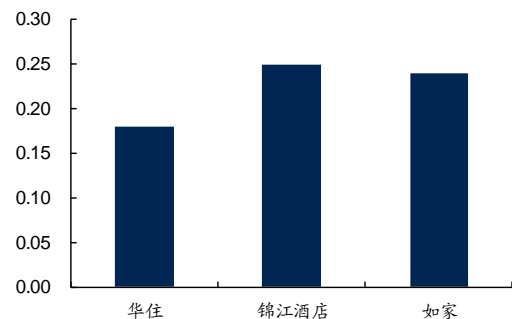
具体来看，在会员体系方面，目前几家酒店龙头经过 10 多年的积累，会员体系均较为庞大。其中锦江通过收购整合铂涛、维也纳，实现会员体系的整合扩张。截至 2019H1 锦江酒店会员数已达到 1.92 亿人（目前尚未完全整合至 Wehotel 旗下），而华住、首旅酒店同期会员数也分别达到 1.32、1.12 亿人，蔚为可观。从运营管理支持方面，以人房比（每间客房需要配置的人数）指标为例，其中华住酒店最为突出，整体仅 0.18 左右（经济型约 0.17，中端酒店 0.20 或以内），从而可为加盟商有效控制人工成本，提高经营效率。同时，结合我们的持续跟踪和估计，锦江经济型酒店的人房比一般 0.18-0.20 左右，而中高端则介于 0.20-0.30 之间，首旅如家含中高端的人房比一般在 0.24-0.25 左右，相比部分星级酒店或单体酒店 1: 1 的人房比水平，虽然有全面/有限服务的差异，但也部分体现出管理运营效率的差异。此外，伴随规模的持续提升，供应链整合优化对加盟商装修成本及消耗品采购优化意义也更凸显。

图 7：酒店龙头会员人数（亿人）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 8：酒店龙头人房比数据估算（每间客房的人员配置）



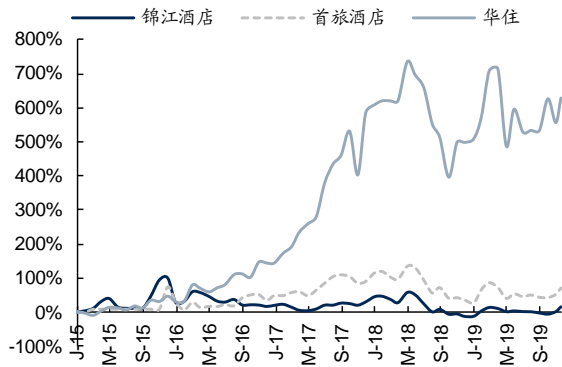
资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理估算

短看经济走势，新一轮背景下预期或影响股价先行

股价：上一轮 RevPAR 印证下股价再启动，本轮预计预期影响股价先行

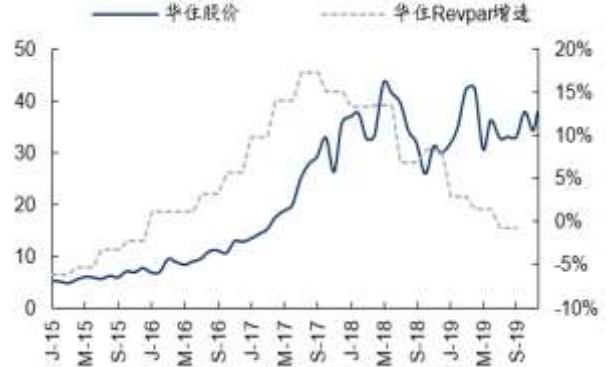
首先，从 2015 年以来三大酒店龙头的股价表现来看，上一轮酒店景气上行时，华住的股价先行，首旅次之，但锦江 15-16 年因其他因素扰动（上海迪士尼概念、国企改革等）股价提升估值较高，因此 2016 年下半年酒店行业景气上行时股价表现反而分化。其中华住 2015 年以来涨幅最高，达 600%+，其次首旅，约 69%，但有私有化回归加成，再次系锦江，约 15%+。

图 9：国内三大酒店龙头 2015 年以来股价走势回顾



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 10：华住酒店股价走势与 RevPAR 增速表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

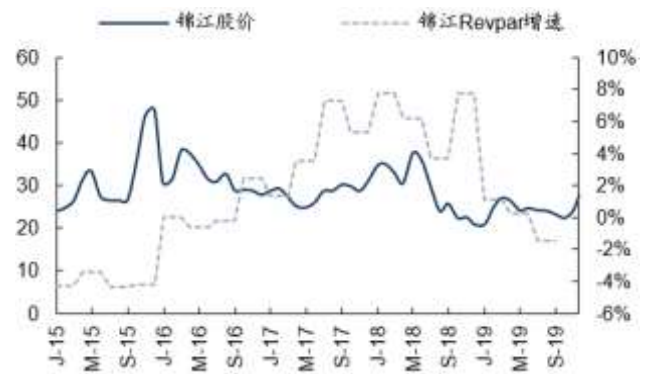
究其原因，一方面，三家酒店龙头这一时期展店均相对保持较快步伐，初期差异有限，而公司治理上，华住、首旅则相对占优，在 RevPAR 上升周期加成下华住、首旅的业绩表现较突出（首旅业绩增长还与其直营店占比较高相关）。另一方面，与锦江自身基数及业绩因素相关，2015-2016 年，由于迪士尼概念，上海国企改革概念等多因素，锦江股价表现较为突出，在板块行情启动时估值相对不低，加之其较高成本收购的铂涛此前市场有一定分歧，且初期酒店业绩增速不显，因此直至 2017 年 7 月后，估值压力逐步消化，铂涛、维也纳等 Q2RevPAR 数据验证开始向好，开店势头可观，进而股价开始补涨。

图 11：首旅酒店股价走势与 RevPAR 增速表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 12：锦江酒店股价走势与 RevPAR 增速表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

与此同时，从上一轮周期三家酒店龙头 RevPAR 表现与其股价表现的变化趋势来看。华住酒店上一轮周期是 RevPAR 先降幅收窄企稳验证，叠加 2015 年财报高增长（2016 年 3 月正式披露），2016 年后股价开始表现，此后随着 RevPAR 以及业绩等的不断验证，股价不断创新高。首旅酒店 2016 年股价大涨首先与如家私有化回归注入首旅相关，此后则阶段震荡，16Q4 阶段上涨但又有所回调，

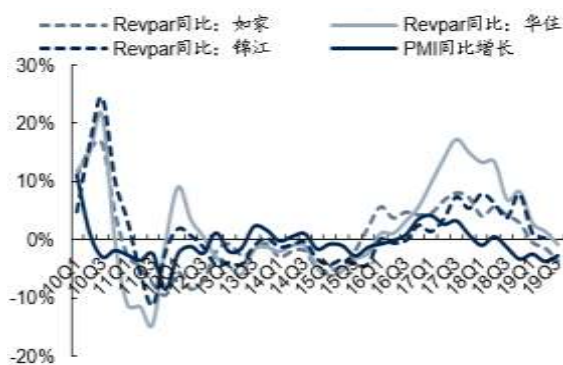
一方面与 RevPAR 增速开始持续验证恢复正增长，另一方面与其增发等因素有关。此后股价伴随 RevPAR 提升和业绩增长持续上扬，在 2018Q2 后开始回调。锦江则是 2015-2016 年因为迪士尼、上海国企改革等因素大幅上涨动态估值 40-50+，此后一直在消化估值压力，直至 2017Q2 RevPAR 开始明显上扬，股价才开始补涨。换言之，上一轮周期，酒店龙头基本上是 RevPAR 先验证，然后股价基本略滞后或同期就开始表现。

但从新一轮周期的角度，从今年年初的预演来看，由于上一轮已经验证，因此在预期经济向好或 RevPAR 有望企稳回升时，股价就可能先行表现，此后入股数据验证则股价进一步支撑持续，若数据未能验证（比如年初市场曾预计今年下半年龙头 RevPAR 数据企稳向好），则股价回调。换言之，我们预计新一轮周期下，酒店龙头更多受预期调整影响，往往可能先于 RevPAR 企稳反应。

RevPAR 变化：与 PMI 变化基本正相关，直接受经济周期影响

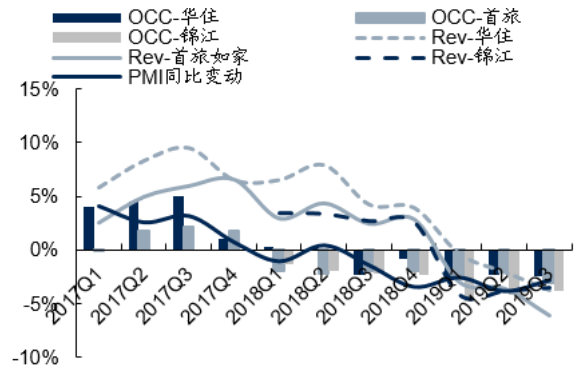
酒店龙头 RevPAR 变化与 PMI 变化基本正相关，直接受经济周期影响。从酒店的核心景气指标 RevPAR 的波动来看，如下图所示，除 2010-2011 年因世博会因素酒店龙头 RevPAR 走势相对独立外，多数时段，国内酒店龙头 RevPAR 增长与 PMI 同比变化呈现一定程度的正相关关系，且多数季度二者表现相对同步，部分阶段 RevPAR 增长变化略滞后于 PMI 变化。从同店 RevPAR 包括出租率的变化情况，总体也与 PMI 正相关，其中今年 Q3 因高基数因素略有差异。

图 13：国内三大酒店龙头 RevPAR 数据跟踪



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 14：国内三大酒店龙头同店 RevPAR 及出租率数据



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

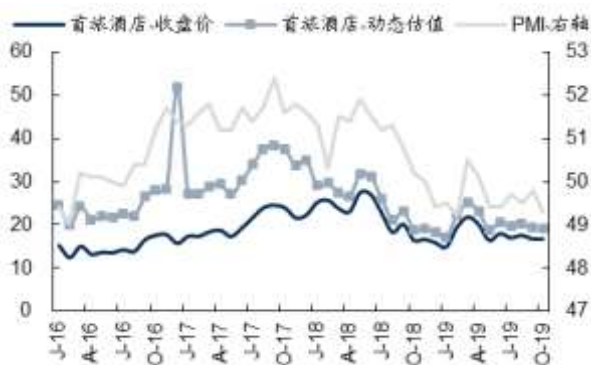
在这种情况下，酒店龙头的经营业绩尤其直营店业绩受经济周期影响较大。经济承压时，考虑酒店经营杠杆较大（固定成本较高），RevPAR 承压下直营店业绩下滑压力较大，而经济上扬时，RevPAR 反弹直接带来直营店业绩较高弹性。

估值水平：相对分化，A 股酒店龙头估值周期贝塔属性较突出

从估值来看，首旅酒店、锦江酒店动态估值与 PMI 往往共振。如下图所示，从首旅酒店来看，除了 2016 年底因为增发并表时间差异因素估值扰动外，其他时候，首旅酒店的估值与 PMI 高度正相关。与此同时，锦江酒店 2017 年下半年以来的估值变动也与 PMI 变动呈现出一定的相关性。换言之，A 股两家酒店龙头估值受经济走势波动影响也较大。

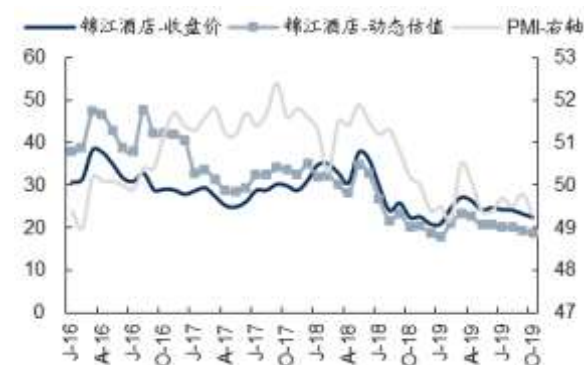
具体来看，首旅酒店 2017 年以来月均动态估值区间【17x,38x】，平均 26x，锦江酒店 2017 年以来动态估值区间【18x,35x】，平均 27x。首旅酒店的估值波动相对大于锦江酒店，但平均估值水平略低于锦江酒店，预计近两年估值水平的差异主要系这一阶段开店节奏差异以及锦江本身有一定收购整合潜力等相关。

图 15: 首旅酒店 2016 年以来估值复盘情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

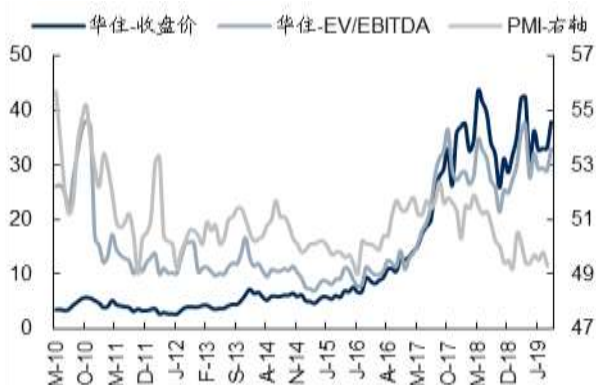
图 16: 锦江酒店 2016 年以来估值复盘情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

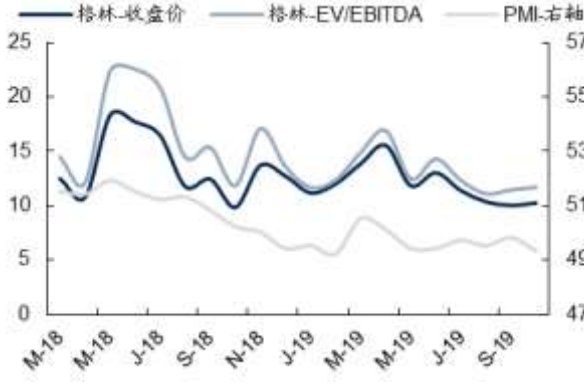
与此同时, 从美股上市的**华住酒店**和**格林酒店**的估值来看, 考虑华住近两年业绩受雅高股价变动等非经扰动较大, 我们主要采用 EV/EBITDA 估值进行分析, 从下图可以看出, 华住酒店、格林酒店的 EV/EBITDA 估值虽然也部分受 PMI 变化影响, 但总体关联度相对更低, 其中华住 18-19 年以来的估值变化尤其与 PMI 走势差异较大, 主要系其自身酒店全方面布局 and 高效扩张带来阿尔法行情突出, 而格林酒店因为 99% 均为加盟店, 相对稳定, 其估值变化虽与 PMI 变化部分相关, 但关联程度也明显弱于 A 股两家龙头。

图 17: 华住酒店估值复盘情况 (EV/EBITDA)



资料来源: Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 格林酒店 2018 年以来估值复盘情况 (EV/EBITDA)



资料来源: Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

具体来看, 华住 2010 年以来月均 EV/EBITDA 估值区间为【7x, 38x】, 平均为 18x, 而格林酒店 2018 年以来月均 EV/EBITDA 估值区间为【11x, 22x】, 平均为 15x。总体来看, 华住酒店依托自身酒店品牌布局、持续加盟扩张和 RevPAR 提升下的业绩支撑, 2017 年以来估值持续走高, 近三年月均 EV/EBITDA 平均约 28x。格林酒店上市时间相对较晚, 同时公司酒店加盟占比极高, 整体 EV/EBITDA 估值相对平稳。

综合来看, A 股酒店龙头 RevPAR 和估值变化与 PMI 变化基本正相关, 直营占比越高业绩受经济影响越大, 贝塔属性较突出, 美股华住酒店、格林酒店等则阿尔法逻辑更重。2016-2018 年行业景气周期下, 酒店龙头多系 RevPAR 先验证, 再股价表现, 整体涨幅华住>首旅>锦江, 但有锦江自身基数差异影响。在上一轮验证下, 我们认为新一轮可能股价先行, 即经济预期改善直接带来股价表现, 再待 RevPAR 验证。同时, 在展店逻辑持续发挥越来越重要作用时, 下一轮景气周期, 锦江或与首旅 (直营占比高) 各有拥趸。

国内酒店：长尾分布，相对垄断，OYO 引争议

国内酒店供给现状：客房规模分化，档次长尾结构，低线下沉空间广阔
国内住宿业总供给约 48 万家，近三年增长平稳。根据盈蝶咨询统计，截至 2018 年底，全国住宿业设施总规模约为 48.26 万家，同增 5.41%，客房总规模 1816.42 万间，同增 8.31%，平均每间酒店客房约 38 间。近三年住宿设施规模及客房规模复合增速分别为 6.88%和 8.92%，增势平稳。

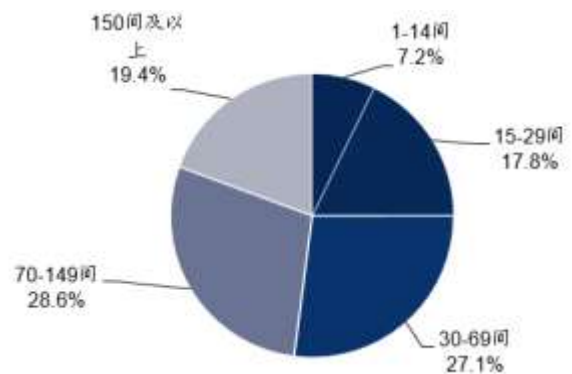
规模以上酒店相对占主导，房量相对分化，70 间客房以上酒店占半壁江山。从结构来看，如下图所示，2018 年，我国规模以上酒店类住宿业（单体酒店客房规模 15 间以上）规模达 34.43 万家，客房总规模为 1685.87 万间，按客房数计占住宿业总规模的比例约为 92.81%，是我国住宿行业的主导部分。其中，规模连锁意义更强的酒店，即 70 间客房以上酒店的数量约为 6.83 万家，按酒店数计算占全国住宿设施的 14%，若按客房数量计则约占 48%，占据半壁江山。

图 19：近三年我国酒店住宿业增长平稳



资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

图 20：我国 2018 年酒店住宿结构分布（按房量计）

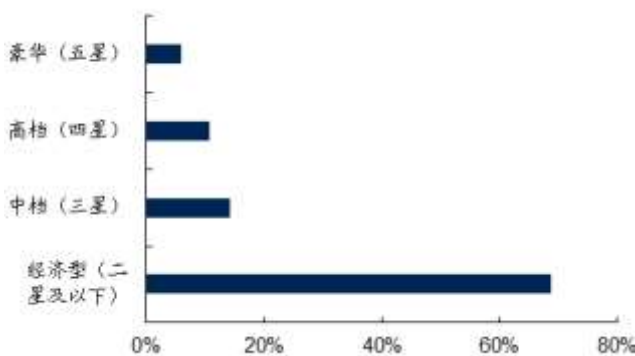


资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

按档次分类，长尾分布特征显著。如下图所示，按档次分类，规模以上酒店中，经济型（二星及以下）、三星、四星、五星占比如下图所示，占比分别为 66%、15%、12%、7%，经济型占了大半壁江山，长尾结构特征突出。

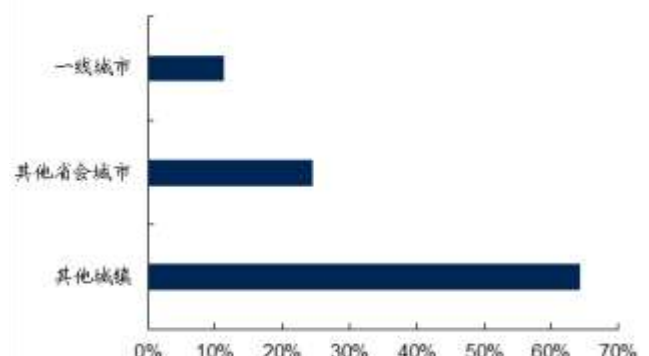
按城市分类，低线下沉空间广阔。分城市来看，规模以上酒店在一线、其他省会、其他城镇酒店房量占比分别为 11.2%、24.5%、64.3%。换言之，我国绝大部分酒店分布在其他城镇，下沉空间较为广阔。

图 21：2018 年酒店住宿档次分布（按房量计）：长尾结构



资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

图 22：2018 年规模以上酒店按城市分布占比（按房量计）

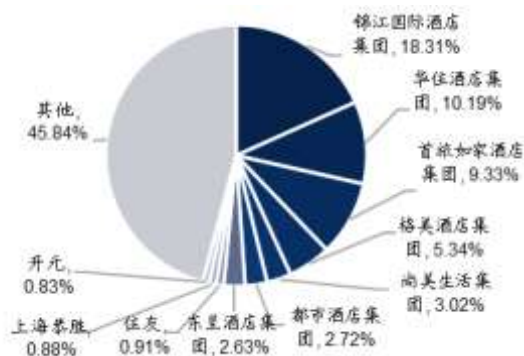


资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

竞争格局：连锁酒店垄断格局凸显，全体酒店设施则仍待集中

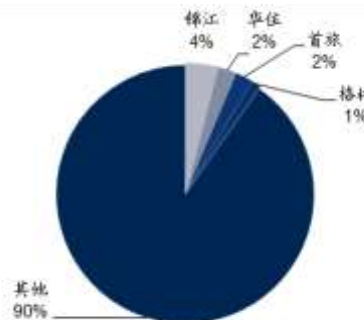
国内酒店行业整体呈现相对垄断格局，中端先发优势较明显。截至 2018 年底，国内四大酒店集团（锦江、华住、首旅、格林）占据连锁酒店行业 43.2% 的市场份额，垄断地位优势凸显，竞争格局较为确定。这种垄断竞争格局下，无论会员资源、物业获取、资金支撑、品牌识别度认可度，还是加盟商资源，前几大龙头竞争优势已经非常明显，也有助于经济型酒店龙头在中端领域继续占据相对优势地位。目前中端酒店集团里面，除了亚朵（原华住系创业），多数品牌系原有经济型酒店龙头布局或已经收购。龙头中端酒店升级先发优势较为明显。不过，如果放眼全国所有酒店设施，2018 年国内酒店龙头前四强占比仅 9.8%，换言之，如果考虑广大非连锁酒店市场，国内酒店龙头品牌化和集中度仍有较大提升空间。

图 23：2018 年底酒店集团占连锁市场份额：CR4=43.2%



资料来源：盈蝶网，中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

图 24：2018 年底酒店集团占住宿市场份额：CR4=9.8%



资料来源：盈蝶网，中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

OYO 的兴起与争议，带来行业新变局

OYO 的缘起与发展。OYO 酒店是印度经济连锁酒店品牌，创始人 Ritesh Agarwal，最早主要针对印度低端酒店市场管理混乱的情况发力，以特许经营、委托管理以及租赁经营模式运营酒店，通过对印度廉价酒店、单体酒店的整合，输出服务标准，除提供统一的对外形象外，还为客户提供免费的 WiFi、空调、早餐等服务，并通过与印度线上旅游服务公司 Yatra Online 的合并，获得了更强的线上能力与渠道，得以快速扩张，并由此引来资本关注。2013 年以来，尤其 2015 年以来进行了多笔融资，投资方包括软银、红杉、光速、绿橡、Airbnb 等，2019 年 7 月，OYO 宣布其创始人兼首席执行官 Ritesh Agarwal 将通过 RA Hospitality Holdings (Cayman) 对 OYO 投资 20 亿美元。

表 5：OYO 成立以来的融资情况

时间	投资情况
2012 年 1 月	种子轮，VentureNursery 投资数百万美金
2014 年 1 月	天使轮，Lightspeed Venture Partners、DSG Consumer Partners 投资数百万美元
2015 年 3 月	A 轮融资 OYO 获得了由光速创投、红杉资本、绿橡资本和 DSG Consumer Partners 四家投资机构参投的 2400 万美元 A 轮融资
2015 年 8 月	软银集团等投资 1 亿美元
2016 年 8 月	软银集团、Innoven Capital 和此前的投资方又追加了 9000 万美元投资
2017 年 4 月	获 SoftBank capital 软银海外领投的 2.5 亿美元 C 轮融资；
2017 年 9 月	获得 2.5 亿美元 D 轮融资，领投方为软银集团旗下科技投资基金软银视野基金，参投方包括 Greenoaks Capital, Hero Enterprise, Lightspeed Venture Partners, 及红杉资本；
2017 年 9 月	获得华住酒店集团 1000 万美元的战略投资；
2018 年 9 月	由软银 (SBIA) 领投，光速资本 (Lightspeed Venture Partners)，红杉资本 (Sequoia) 和 Greenoaks Capital 等国际著名投资机构参与投资的 8 亿美元的投资，以及 2 亿美元的投资承诺，其中 6 亿美金拟投入中国市场
2019 年 2 月	滴滴战略投资 1 亿美金
2019 年 4 月	Airbnb 投资 1 亿美元，根据 Paper.vc 的数据，Airbnb 在 OYO 的股权占比为 1.74%。换言之此时 OYO 的估值约为 57.5 亿美元。
2019 年 7 月	OYO 宣布其创始人兼首席执行官 Ritesh Agarwal 将通过 RA Hospitality Holdings 对 OYO 投资 20 亿美元，交易包括新股和老股，交易有待监管机构 and 股东的批准。

资料来源:搜狗百科，百度百科，钛媒体、投资界等公开媒体报道，国信证券经济研究所整理

OYO 中国的快速扩张。2017 年 11 月，OYO 酒店进入中国市场，在深圳开出了首家门店，此后主要在三四五线城市低端酒店进行扩展，主要加盟目标在于定价 100-200 元，客房数一般 30 至 70/80 间不等，难以达到传统酒店龙头加盟标准的单体酒店。如下图所示，结合 OYO 中国官网数据，公司依托资本的支持，进入中国后不到 2 年时间发展非常迅猛，目前已经进入中国 338 个城市，超过 13000 多家酒店，59000 多间客房。

图 25: OYO 中国全国布局情况



资料来源: OYO 中国官网 2019.9.5 截屏, 国信证券经济研究所整理

OYO 的主要商业模式: 1.0 模式, OYO 进入中国市场时, 最早除了部分自营酒店 (与业主直接签订委托代管协议外), 主要通过“免收首次加盟费”, 与加盟商共同承担有限的硬件装修投入 (一般主要是更改大堂、招牌以及带有 OYO 标记的床单被套等少量投入) 并提供一定的系统运营支持, 通过交易收费的模式, 按一定比例收取佣金的方式进行扩张。据 36 氪等媒体报道, 佣金比例最初一般在 2% 左右, 此后上升至 4-5%, 但也取决于开发人员与加盟商的谈判情况, 加盟期开始可以一年左右。这种“轻加盟, 软品牌”模式对门店的改造程度并不深, 加盟商投入非常有限, 佣金相对也不高, 因此对一些中小加盟商非常有吸引力, 故 OYO 初期得以较快扩张, 但 OYO 发展初期品牌力导流本身相对有限, 此后据媒体报道也遭遇了部分 OTA 封杀, 直到今年 5 月有媒体报道通过通道费等得以解决 OTA 封杀问题。今年 6 月, OYO 宣布 2.0 计划正式启动, 将此前支付加盟费、简单抽成的方式, 转变为保底营收加利益分成的模式, 与业主共担风险、共享收益, 以期继续推进其扩张部分。

客观而言, OYO 在国内的扩张一直褒贬不一, 媒体的报道也反应出快速扩张下的一些问题, 互联网的快速扩张文化与酒店运营的稳扎稳打之间也有一定矛盾。但 OYO 在中国的爆发式扩张, 有两点值得关注: 一是让市场参与者重新认识到三四五线城市低端非标酒店的连锁化广阔空间, 二是通过加盟模式的调整, 也带来了行业一些新的思考。在这种情况下, 无论是华住、首旅、锦江等酒店龙头, 还是 OTA 等, 也开始新的软品牌试水, 具体见后文展望部分的分析。

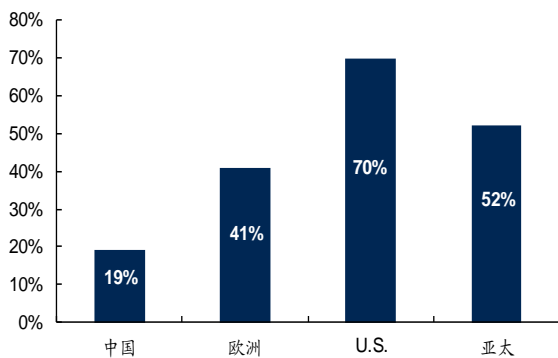
未来成长：连锁&结构优化，低端下沉，高端布局

酒店成长总论，国际 PK 看成长：一看连锁化率提升，二看结构优化

酒店连锁化率国际 PK，国内酒店行业仍有较大提升空间

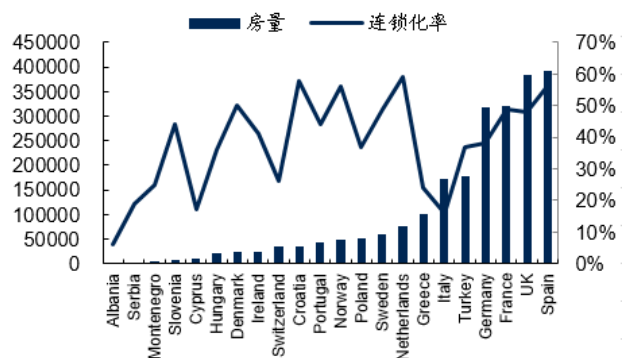
参考盈蝶网数据，2018 年，全国规模以上连锁酒店（单体酒店客房规模 15 间以上）客房数是 312.9 万间，相比国内规模以上酒店住宿供给的客房数 1685.9 万间，我国酒店按客房计算连锁化率为 19%，仍然较低。与之对比，参考 STR 数据，欧洲、美国、亚太地区 2017 年酒店连锁化率分别约在 40%、70%、52% 左右（按房量计），参考 HTL2019Q3 最新统计，欧洲酒店连锁化率按房量计约 42-43%，我们简单按 41% 左右估算欧洲酒店连锁化率水平，如下图所示。总体来看，PK 欧美等区域，我国酒店连锁化率仍有较大提升空间。

图 26：中国、欧洲及美国酒店连锁化率 PK（按房量）



资料来源：盈蝶网、HTL 报告、国信证券经济研究所整理估算

图 27：2019Q3，欧洲 22 国酒店连锁化率（按房量）



资料来源：HTL 报告，国信证券经济研究所整理

具体来看，从国际比较的角度，美国酒店业主要伴随着第二次世界大战后高速公路地建设应运而生，历史因素限制较少（先天并非众多单体酒店），且酒店龙头品牌觉醒相对较早，多为物业直接加盟连锁化酒店品牌，且此后龙头持续并购整合，因而酒店行业连锁化水平极高。欧洲酒店行业由于各国经济发展、历史文化等因素，加之在连锁化之前单体酒店已经非常广泛，因此经过多年的发展，其连锁化率目前在 40%+，相比美国仍然差别较大。

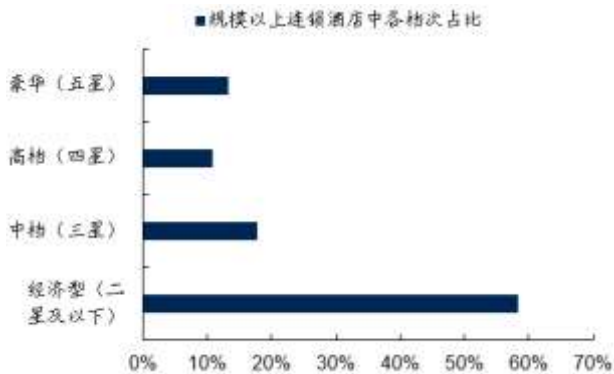
从我国的情况来看，考虑到各省经济发展、区域因素等差异，加之我国也是先有广泛的单体酒店，再因为种种原因转为连锁化品牌，因此与欧洲情况更加接近。因此我们预计国内酒店连锁化率对标欧洲更有意义，即未来中长线有望达到 40%+ 左右。同时，从欧洲各国的情况来看，一般而言，欧洲经济发展程度较高的英法德三国本身酒店连锁化率也较高，同时房量相对最高的西班牙酒店连锁化率也较高。换言之，我们认为随着我国经济的发展，在酒店供给增加，竞争激烈的情况下，单体酒店依托连锁化酒店品牌会员体系和供应链支持提高经营效率的诉求也会增强，从而有助于国内酒店连锁化率的整体提升，进而为国内酒店龙头成长提供中长线逻辑支撑。

酒店结构国际 PK，国内长尾酒店结构未来仍可持续升级优化

无论是结合前文分析还是如下图中的连锁酒店结构分布，国内酒店均呈现明显的长尾结构，经济型酒店按房量占比在 60% 上下。与之相比，美国、欧洲和亚太区连锁酒店中，经济型的占比分别仅 22%、14%、31%。换言之，国内酒店结构里面低端酒店占比明显偏高，虽然这与我国经济发展阶段、居民收入结构以及酒店行业发展本身因素相关，但在这种巨大差异背景下，我们认为，国内酒店未来中长线，虽然国内可能不一定形成类似国外的纺锤型结构（与其收入结构等相关），但中高端升级仍可持续，上述差距有望缩小。换言之，随着经济

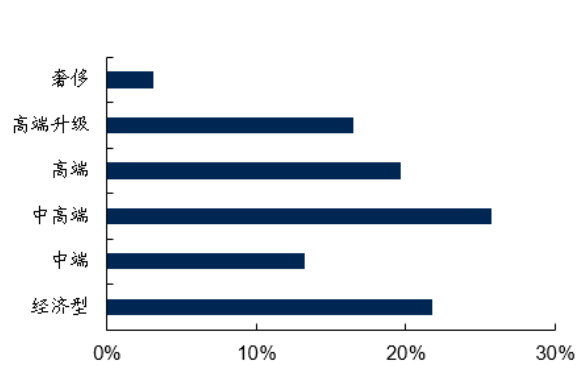
的发展和居民消费的持续升级，国内未来中高端酒店总量仍有望持续提升，尤其高档（四星）、中档（三星）的总量规模预计仍有较大提升空间。

图 28: 国内连锁酒店市场结构 (按房量)



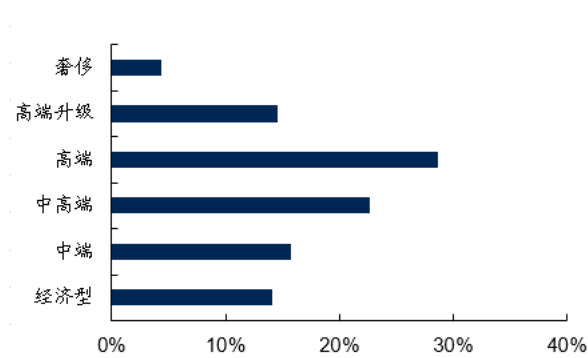
资料来源: STR、国信证券经济研究所整理估算

图 29: 美国连锁酒店市场结构 (按房量)



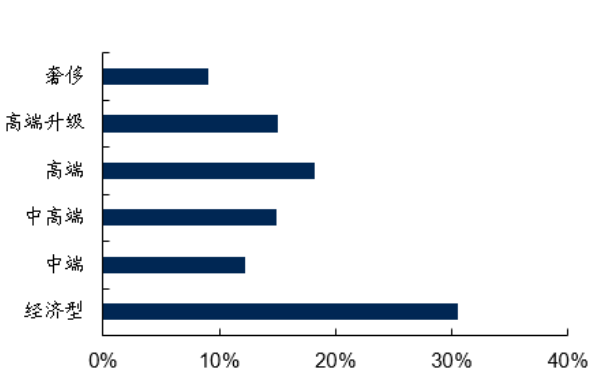
资料来源: STR、国信证券经济研究所整理

图 30: 欧洲连锁酒店市场结构 (按房量)



资料来源: STR、国信证券经济研究所整理估算

图 31: 亚太连锁酒店市场结构 (按房量)



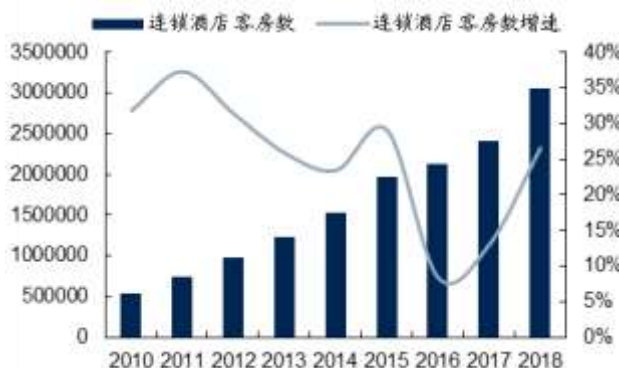
资料来源: STR、国信证券经济研究所整理

成长驱动一: 经济型&中端等核心品牌加盟扩张仍构成中线核心支撑

作为酒店龙头连锁扩张的主体，核心经济型和中端品牌扩张是支撑其近些年成长的重中之重。目前来看，在国内酒店行业近三年平稳增长的背景下（全体住宿设施按房量增长年均增约 8-9%），连锁酒店行业客房近三年有所回升，其中连锁经济型酒店和中端酒店增速则相对分化。

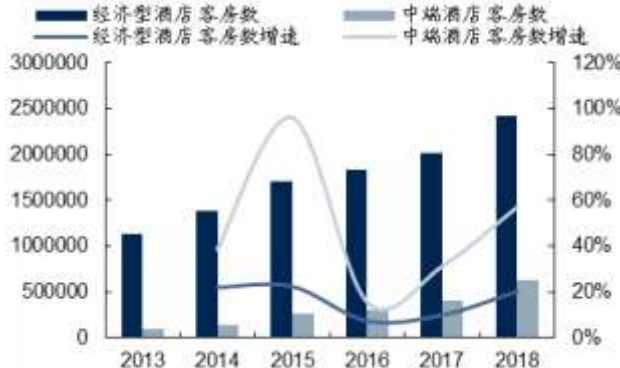
如下图所示，截至 2018 年底，中端及经济型连锁酒店数量为 4.24 万家，同增 17.95%。其中中端酒店数量为 6036 家，客房数为 63.42 万间，客房同比增长 57.24%；经济型酒店数量为 3.64 万家，客房数为 242.00 万间，客房同比增长 20.41%。在需求端消费升级，叠加一二线城市租金/人工上涨后酒店供给也需要升级背景下，近两年中端连锁酒店数量呈现快速增长态势，2017、2018 年客房数量分别同比增长 31.43%、57.24%。与之相比，经济型酒店发展多年，本身处于相对成熟期，故同期连锁经济型酒店增速则分别为 9.95%、20.41%，增速明显逊于中端酒店。

图 32: 连锁酒店规模及增速



资料来源: 饭店业协会、盈蝶网, 国信证券经济研究所整理估算

图 33: 经济型及中端连锁酒店规模及增速



资料来源: 饭店业协会、盈蝶网, 国信证券经济研究所整理

从几家酒店龙头的情况来看, 近几年经济型虽然也保持一定开店步伐, 但因为经济型目前也存在较多关店情况 (物业不符合标准, 升级改造或转化等因素), 净增量相对不高。与此同时, 中高端开店则保持迅猛步伐。

表 6: 2017-2018 年三大酒店龙头展店情况

酒店龙头	2017					2018				
	新开店	关店	经济型	中高端	其他	新开店	关店	经济型	中高端	其他
华住	665	(188)	161	316	-	723	(239)	-82	566	-
锦江酒店	1150	(324)	315	434	-	1243	(494)	-50	799	-
首旅酒店	512	(202)	30	186	94	622	(285)	-10	217	130

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理估算

注: 锦江 2017 年经济型、中端净增数据系根据公司公告口径估算所得

展望酒店龙头未来核心品牌拓展空间, 短看签约储备。考虑酒店从签约到开店一般间隔 6-12 月, 结合酒店龙头签约储备以及开店展望, 我们预计三大酒店龙头明年有望继续保持不逊于今年的开店节奏, 且中高端酒店继续成为主导。

表 7: 三大有限服务酒店龙头 2019 年展店情况及 2020 年预计

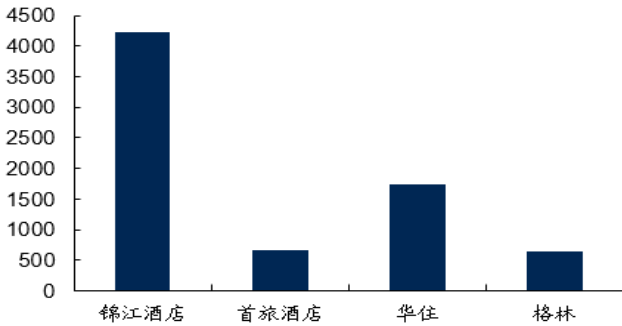
公司	截至 19Q3		19 年 Q1-3			净开店 (Q1-3)			净开店 (Q1-3)		19 年开店规划	20 年开店规划
	门店整体	客房整体	开店	关店	净增	中高端	经济型	云系列/其他	加盟	直营		
锦江	8161	813285	1107	389	718	755	-37	-	739	-21	全年计划新开 900 家 (实际已超额完成), 新增签约酒店 1500 家, 中高端占比 50%-60%+。 计划新开 800-900 家, 后上调至 1100-1200 家, 中高端酒店占比 78%-80%; 估计关店 150-200 家。 全年计划新开不低于 800 家 (核心品牌 500 家+管理输出 300 家), 其中中高端占 50%以上。	预计 2020 年公司整体开店数不低于 2019 年, 中高端占比 60%+
华住	5151	504414	1085	164	921	609	312	-	923	-2	全年计划新开 1700 家 (包括新收购酒店), 中高端酒店占比为 75-80%。	
首旅	4174	402158	431	306	125	111	-104	118	190	-65	全年计划新开不低于 800 家 (核心品牌 500 家+管理输出 300 家), 其中中高端占 50%以上。	预计 2020 年的发展速度不低于 2019 年

资料来源: 公司官网, 公告、财报等, 国信证券经济研究所整理

中看核心品牌持续连锁化空间。从连锁化的程度来看, 如下图所示, 2018 年, 我国经济型 (二星级及以下)、中档 (三星级)、高档 (四星级)、豪华 (五星级) 规模以上酒店连锁客房数分别为 182.3、55.5、33.7、41.5 万间, 连锁化率分别为 16%、21%、17%、38%, 其中豪华型酒店的连锁化率最高, 其次为中档 (三星级), 与近两年酒店龙头加速扩张相关, 但也仅 21% 左右, 而经济型和四星级的连锁化率更低, 在 16-17% 之间。对标欧洲 40% 左右的连锁化率水平, 我们认为国内经济型和中端酒店中长线仍有持续连锁优化的空间。其中我们预计中档酒店的连锁化率中长线仍有 10-20% 的提升空间, 且本身总量规模参

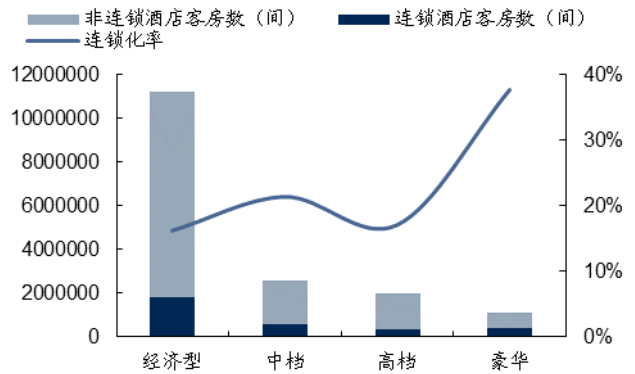
考第一节分析还有望持续提升。在这种情况下，虽然中端近几年持续较快增长，但对于 TOP3 的酒店龙头而言，通过持续推出多样化各细分定位的酒店品牌，IT 及供应链系统集成和会员体系的持续优化，强化区域小品牌的整合和单体酒店的持续翻牌，仍有望支撑其未来几年的持续成长。与此同时，经济型酒店虽然有区域分化和房量差异因素，但考虑到三四线区域下沉潜力，后续仍有持续稳健的提升空间，但其中龙头本身经营策略重点差异也会带来一定的分化。

图 34: 截至 2019Q3, 四大酒店集团签约储备酒店数



资料来源: 公司公告等, 国信证券经济研究所整理
注: 锦江签约储备酒店统计口径与其他几家略有差异, 仅供参考

图 35: 2018 年按档次分类的连锁化率水平

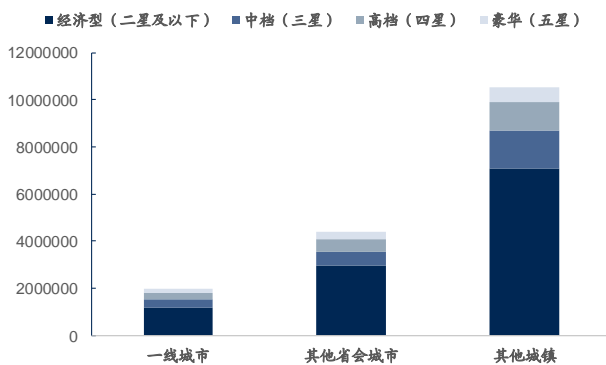


资料来源: 盈蝶网、饭店业协会等, 国信证券经济研究所整理

成长驱动二: 三四线下沉空间广阔, 管理输出互补助力

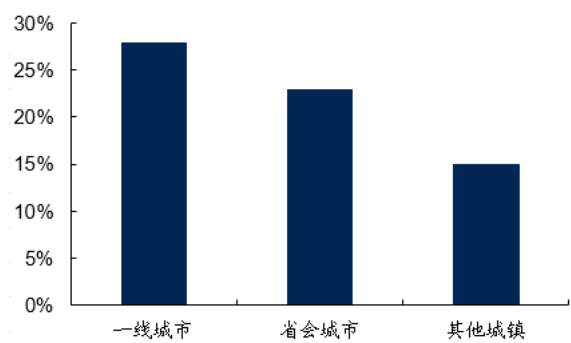
总体来看, 结合前文分析, 参考盈蝶网数据, 一方面, 如前图 19, 我国酒店在一线和省会城市以外的其他城镇酒店房量为 1083.9 万间, 占比达 64.3%, 显示国内三四线下沉空间广阔。并且, 从分城市来看, 一线、其他省会及其他城镇酒店的连锁化率分别为 28%、23%、15%, 一线城市连锁化率相对最高, 但也仅 28%, 而二线以下尤其三四线城镇酒店的连锁化率仍有较大提升空间。换言之, 二三四线尤其三四线下沉仍然构筑酒店龙头连锁加盟扩张的重要成长空间, 无论对经济型还是中端酒店均空间可观。

图 36: 2018 年我国分区域分层次酒店构成 (房间数)



资料来源: 盈蝶网, 中国饭店业协会等, 国信证券经济研究所整理估算

图 37: 2018 年我国分区域连锁化率情况

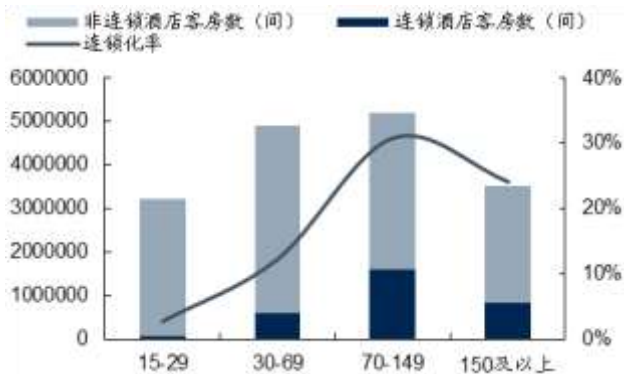


资料来源: 盈蝶网, 中国饭店业协会等, 国信证券经济研究所整理

另一方面, 结合前文分析, 2018 年我国 15-70 间酒店客房达 814.7 万间, 占全国住宿设施的比重达 44.9%, 接近目前 70 间客房以上酒店的房量总和。并且, 从连锁化率来看, 国内 15-29 间、30-69 间、70-149 间、150 间及以上客房酒店连锁化率分别为 3%、12%、31%、24%, 70 间客房以下酒店连锁化率提升空间较大。其中, 仅以 30-69 间客房总量计算, 按照 25%-30% 的连锁化率计算, 则可新增 64-88 万间客房供连锁化, 空间较为可观。但客观而言, 此前酒店龙头核心品牌加盟连锁扩张, 主要针对 70 间客房以上的单体酒店, 如下图所示, 截至 2019Q3, 锦江、首旅及华住单酒店平均客房数分别为 100/96/98 间,

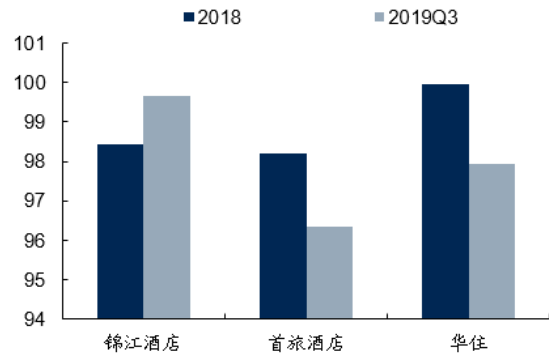
均在 100 间左右,其中一般经济型 70-100 间,而中高端通常 100 间客房以上。

图 38: 2018 年按客房规模分类的连锁化率水平



资料来源: 盈蝶网, 国信证券经济研究所整理估算

图 39: 三大酒店龙头最新平均客房水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

正因此, 前文 OYO 近两年的迅猛扩张虽然争议不断, 但也彰显单体在 70 间客房以下非标酒店的连锁扩张空间, 故几大连锁酒店集团华住、首旅、锦江等及 OTA 龙头均推出了整合单体酒店的产品线或是原有类似品牌, 如下表所示。

表 8: 目前几大酒店及 OTA 龙头软品牌投资情况

推出方	品牌推出时间	软品牌	具体情况
华住酒店	2019 年 4 月	推出“一宿”品牌	“一宿”品牌将为加盟商一站式打通华住采购、工程、IT 技术等上下游供应链。目前, “一宿”已签约超过 100 家单体酒店, 预计未来 1 年时间内将签约 1000 家。 H 酒店成立于 2018 年 11 月, 主要目标市场是平均客房价在 120 元至 400 元之间的中端品质单体酒店, 与 OYO 模式轻加盟模式类似 (非标), 但定位更偏中端。其成立 100 天, 就已经覆盖全国 80 个城市, 加盟酒店超过 500 家, 发展迅速。华住战投后, 主要将在 IT 系统、专业人才培养和供应链集采等方面对 H 连锁酒店提供战略支持
	2019 年 5 月	与 IDG 一起战略投资 H 连锁酒店	
首旅如家	2015 年上半年	推出“云系列”	主要定位平均房量在 60 间以下的中小单体酒店, 但将首旅如家的品牌管理、实践经验和会员支持进行纯特许的品牌输出, 在渠道方面, 云品牌鼓励业主开拓多元化的营销平台, 强调的是“直连 OTA”——渠道直连。如家云系列起步较早, 但 18 年以后发展速度逐步增长。
	2016 年	推出管理输出酒店	针对迫切需要专业化酒店管理的业主, 推出纯管理输出模式, 为业主输出专业酒店管理, 起步较早, 18 年以来发展加快
铂涛酒店	2015 年下半年	推出非繁酒店	轻改造, 侧重管理模式, 起步较早, 但此前未重点发展, 主要在华东, 华南, 华中, 华北, 西南, 东北等区域。目前非繁品牌没有统计在锦江股份总的门店数据内, 更多是 WehtoeI 平台进行管理。
美团	2018 年底	推出“轻住”酒店	轻住是由美团旗下孵化项目美住推出, 美住已获得 A 轮融资, 轻住已覆盖中国 65 个城市, 共计约 700 余家酒店, 预计 2022 年可以覆盖全国 500 个城市, 规模达到 10000 家酒店。
同程艺龙	2019 年 7 月	推出 OYU(我寓)	OYU 加盟店要求客房数量在 40 间以上, 免收加盟费、PMS 系统使用费、招牌及前台背景标识改造费, 仅收取 3% 的加盟管理费。主要面向经济型为主的中小单体酒店, 目前已基本覆盖全国省会城市, 已挂牌酒店房价大约在 130 元至 230 元之间, 预计在今年年底前完成全国 2500 家酒店签约。
携程	2016 年	投资旅悦集团, 旗下推出索性品牌	旅悦集团旗下花筑、Vyluk 蔚休、柏纳、索性、BeU 等酒店品牌已签约、开业超过 1100 家酒店, 分布在包括日本、韩国、泰国、印度、新西兰、澳大利亚等十余个国家的 200 多个目的地。预计到 2019 年年底, 旅悦集团全球酒店数量将突破 2600 家。其中, 索性是旅悦集团推出的专注于非标单体酒店连锁化的品牌, 2018 年 8 月进入市场, 索性的目标是针对 50 间房量以上的二三四五线城市物业, 加以改造与运营。其主要分为索性 and 索性精选 2 个品牌——索性主要是针对房价在 100 元到 250 元之间的快捷酒店, 索性精选则针对房价在 250 元到 400 元的中档酒店市场。截至 2019 年 4 月, 索性酒店全国已签约超过 100 家酒店, 将以标准化体验和平台化运营的商业模式, 帮助中国约 40 万家中小酒店实现产品升级、服务升级和体验升级。并引入招银国际和洪泰基金作为合伙人, 并提出了 5 年发展 1 万家店的宏伟目标
尚美生活	2016 年 12 月	推出 AAroom	成员酒店将直接获得三大增收法宝: 一是能够通过共享会员体系打通线上线下流量, 获取更多客源和订单; 二是通过“贡献-收益”的佣金分配体系, 获得订单返佣; 三是获得联盟会员卡销售收益。中长期来看, 酒店还能对会员进行个性化营销, 沉淀更多的复购用户。9 月份开放免费加盟以来, 3 个月时间已签约超过 15000 家酒店, 超 60 万间酒店房间, 覆盖超 300 个城市。
飞猪	2019 年 12 月	菲住酒店联盟	

资料来源: 搜狐新闻、腾讯新闻、网易新闻、36 氪、环球旅讯、劲旅网等, 国信证券经济研究所整理

从收费模式来看, 如下表所示, 软品牌的收费情况明显低于此前的核心品牌, 不过本身对酒店龙头要求提供的服务也相对有限。同时, 考虑加盟期限和前期投入的较大差异, 软品牌的捆绑粘性也明显逊于传统核心品牌。但是, 由于满足核心品牌加盟的单体酒店要求本身较为有限, 而可以作为软品牌联合的酒店数目则极为庞大, 从绝对量的角度来说仍较为可观。

表 9: 目前部分软品牌或非标品牌的收费情况

酒店龙头	品牌	收费情况
华住酒店	一宿	2019 年加盟费全免费, 2020 年则仅收取营业额的 1%。
	海友、怡菜、星程等	非标品牌, 提供全套技术、供应链、系统管理及订房渠道等支持, 不派店长, 但也会进行品牌输出和一定的装修要求, 佣金一般在 5% 以上。
首旅如家	云系列	不派店长, 相对非标, 但提供全套酒店技术、系统管理、CRS 订房渠道等支撑, 采用首旅如家的云系列品牌, 佣金一般在收入的 5-7%
	管理输出	保留酒店各自自身品牌, 根据 CRS 送客等情况, 佣金一般系收入的 1-2% 左右
同程	OYU-我寓	无首次加盟费, 持续加盟费约 3%
OYO		1.0 模式下无首次加盟费, 佣金比例最初一般在 2% 左右, 此后上升至 4-5%, 但也取决于开发人员与加盟商的谈判情况; 2.0 模式下采取与加盟商一起共担风险承诺保底营收加利益分成的模式, 但目前仍处于观察中

资料来源: 公司公告及网易新闻、36 氪、环球旅讯等媒体报道, 国信证券经济研究所整理

我们的观点:

- 1、轻管理模式可成为酒店龙头未来成长的补充来源。相对核心品牌的管理输出, 轻管理模式一般期限较短 (一般签约仅 1-3 年, 核心品牌 8-10 年), 粘性低 (初始投入等极低, 转其他品牌沉默成本低), 收费低 (一般纯管理输出仅 1-2%, 非标品牌 5-7%, 核心品牌通常 9-11%), 但胜在空间广阔, 且专业酒店龙头规模优势、客源优势和技术优势相对更加突出, 可以作为酒店龙头未来成长的补充。
- 2、酒店龙头在轻管理模式上也各有侧重, 非标+管理输出兼有。华住在轻管理模式中仍相对以其非标品牌为主, 辅以一定的管理输出, 在区位上仍相对偏二三线, 且标的未来存有一定转为核心品牌的潜力, 主要系防御布局。锦江目前主要是铂涛旗下有非繁品牌进行轻管理输出。而首旅这方面则云系列+管理输出兼有, 共同发力, 以此作为盈利成长的补充。

成长驱动三: 高档酒店规模和连锁化有望持续提升, 长看本土化发展
高档酒店 (四星左右) 的总量规模和连锁化率仍有较大提升空间

根据盈蝶网数据, 2018 年我国高端 (四星+五星) 酒店数量为 1.83 万家, 客房数 307.25 万间, 其中高档 (四星左右) 有 197.04 万间、豪华 (五星左右) 有 110.21 万间。结合前文酒店国际对标分析, 参考图 25-28, 从纺锤型的结构考虑, 未来四星级酒店的数量提升空间仍然较大。另一方面, 虽然我国豪华酒店 (五星级) 的连锁化率达到 38%, 在各档次酒店中连锁化率最高, 主要与这一层级主要系国际外资酒店主导相关, 但高档酒店 (四星左右) 连锁化率仅 17%, 明显偏低, 连锁化程度尚不及国内中端三星级酒店, 对标欧洲 40% 的连锁化率水平, 我们认为未来国内高档酒店 (四星左右) 的连锁化率预计有翻倍的提升空间。总体来看, 高档酒店 (四星左右) 的总量规模和连锁化率仍然较大提升空间, 从而为国内酒店龙头高端布局与成长提供有效支撑。

图 40: 规模以上高端 (四星+五星) 酒店数量及增长



资料来源: 盈蝶网, 国信证券经济研究所整理

长线来看，国内高端酒店市场未来本土化、连锁化值得期待

结合前文分析及盈蝶网及饭店业协会等报道，国际外资酒店品牌较早布局中国高端酒店市场，目前在高端酒店市场中占据主流地位，近几年虽然国内高端酒店品牌数量有所增加，不乏新品牌诞生，但总体而言高端酒店领域尤其五星级豪华品牌外资品牌仍占相对优势。

最初，从高端酒店物业方的角度，外资酒店对其品牌和物业价值提升意义重大，且高端酒店外资龙头的客源优势早期也较为充分。但经过仅十年的发展，上述情况开始有所调整。首先，对物业方而言，在物业升值相对有限的情况下，由于外资酒店龙头的运营成本相对较高，尤其外资管理人员的人工成本等相对较高，在本身高星级酒店市场激烈竞争的背景下，对其持续运营回报有一定不利影响。其次，外资高端品牌的国际客源优势主要体现在一二线城市，在三四线城市存在明显的管理弱化，且其客源优势经过十多年的发展，相对中资酒店龙头也并不凸显，尤其对于排名前列的本土酒店龙头运营而言。

表 10: 国际与国内高端酒店品牌对比

	国际高端品牌	国内高端品牌
物业	物业获取方面较国内品牌稍差，近几年也存在到期物业翻牌的情况	物业资源丰富
加盟管理费	通常较高	相对低于国际品牌
酒店管理人	委托管理模式，跨国集团通常会派驻包括总经理带内的一批管理团队，薪资和福利水平高于本土酒店管理团队，人工成本高	早期高级酒店管理人才短缺，但随着国际酒店在国内的发展，国内学习期管理经验、以及一些具备经验的酒店高管跳槽至国内酒店管理公司任职，高级酒店管理人次供给相对改善，本土管理团队成本相对更低
会员	具有国际客源，主要作用于一二线城市，三四线城市管理相对薄弱。	会员基础雄厚，三大酒店龙头最新会员量均过亿
其他	品牌基础强、运营管理经验丰富	国内龙头的品牌力在不断提升，更适应本土文化

资料来源：盈蝶网、中国饭店业协会、高端旅游周刊等，国信证券经济研究所整理

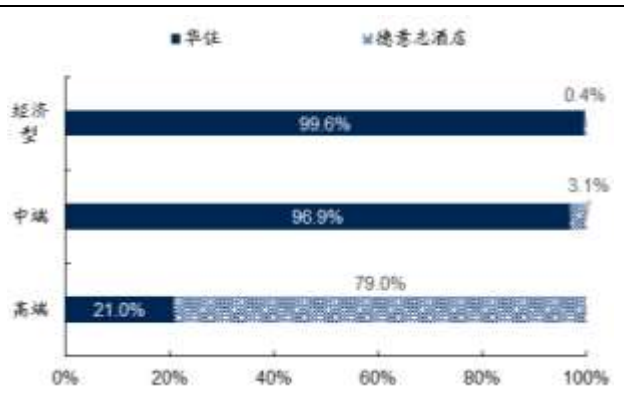
此外，国内还有部分本土背景的高端酒店，此前主要因历史原因作为大集团的配套投资兴建和自主运营。但未来随着国企改革深化，非核心业务剥离，这些本土酒店未来也有望交由专业化的酒店管理公司运营，从而为本土酒店龙头连锁化和集中度的提升提供有力支撑。

国内酒店龙头积极布局高端市场，并购+内部孵化双重发力

对于国内三大酒店龙头而言，由于本身历史积累差异，近两年高端布局发展侧重有一定差异。

华住酒店近两年明显加强高端布局，并购与内部孵化双重发力。一是今年 11 月宣布以 7 亿欧元收购德意志酒店集团 100% 股权，进一步布局高端酒店市场。预计 2020 年 1 月完成。公司收购德意志酒店主要是由于其高端酒店品牌较为完善（旗下有 5 大酒店品牌，包含 1 个豪华酒店品牌、2 个高档酒店品牌和 2 个设计型酒店品牌），可以品牌互补，更好地进行国内高端酒店连锁扩张。

图 41: 收购德意志酒店后，华住各档次酒店构成



资料来源：华住公告，国信证券经济研究所整理

图 42: 华住旗下禧玥酒店布局



资料来源：华住公告，国信证券经济研究所整理

另一方面，华住虽然 2013 年成立禧玥作为高档度假酒店试水，早期主要布局个别旅游城市，近两年开始定位略有调整，定位高档商务品牌，立足中国一二线城市核心区域，截至三季度末已开业 6 家门店，成都、上海（2 家）、杭州的禧玥酒店预计将于今年年底、明年一季度陆续开业，高端酒店布局步伐加快。

锦江酒店：高端酒店起家，积极并购储备孵化。一方面，锦江系本身高端酒店起家，拥有锦江酒店、昆仑等高端酒店品牌储备。另一方面，锦江也通过收购的方式引进部分高端品牌。在收购卢浮的基础上，锦江集团 2018 年 11 月完成对丽笙的收购。丽笙是一家全球高档酒店管理公司，拥有丽笙、丽筠、丽亭、丽柏等品牌，管理运营门店数超 1000 家。考虑今年 8 月 A 股上市公司“锦江股份”更名为“锦江酒店”、港股上市公司“锦江酒店”则更名为“锦江资本”，上述更名调整显示其 A 股平台有望更加聚焦酒店管理主业。鉴于此，我们认为 A 股锦江酒店未来不排除进一步整合集团旗下酒店的管理业务（包括集团原有高星级酒店及新收购丽笙等的国内运营管理业务），从而进一步夯实其高端布局。此外，国企在获取高端酒店物业等资源方面预计也具有一定优势。

图 43：锦江酒店品牌矩阵



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 44：首旅酒店旗下品牌矩阵



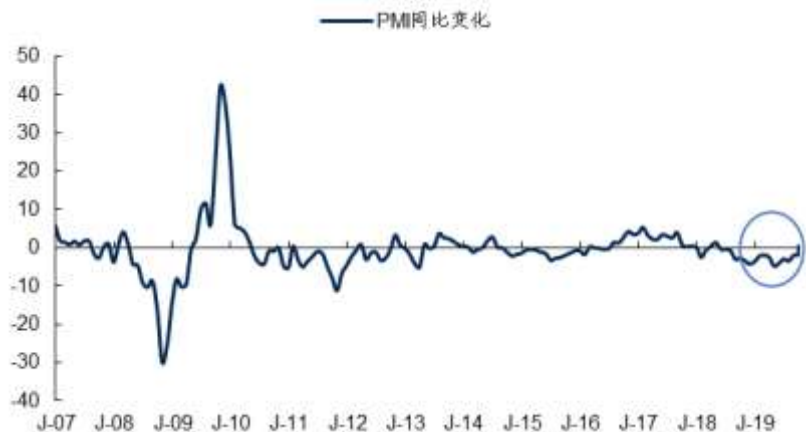
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

首旅酒店：传统首旅建国系+对外合作等支撑，国企背景未来也有望加成。从首旅酒店来看，其系北京市老牌市属国企，控股股东首旅集团。在整合如家之前，公司主要业务之一即为酒店业务，拥有民族、京伦、前门、南苑等自有物业酒店，同时还包括首旅建国、首旅京伦、欣燕都等酒店管理公司，其中建国饭店定位高端，作为老牌国企酒店管理公司，在国内尤其北方市场享有盛名，未来依托国企背景在国内高端酒店布局中也具备一定优势。与此同时，首旅酒店于今年 2 月公告与国际酒店龙头凯悦集团成立合资公司，定位中高端市场，并于 6 月正式公布拟推出“逸扉”酒店品牌。逸扉定位中高端，预计首先选址上海、北京等一线城市，未来定价 700-1200 元，预计 2020 年逸扉直营店有望推出，未来也有望成为其国内高端扩张的试水布局之一。

结论：短看经济变化下的估值弹性，中线成长可支撑

总结前文分析，酒店龙头投资短看 RevPAR 及经济预期，估值和业绩随经济波动弹性较大。短期来看，结合我们的持续跟踪，预计酒店龙头今年 Q4 以来其 RevPAR 下滑幅度与 Q3 仍大致相当，并未进一步继续恶化，或有望相对企稳，但是否出现趋势性的企稳向上仍待进一步跟踪。但从经济预期来看，随着近两月 PMI 的企稳，叠加近期外围环境好转，市场对后续经济预期开始有所转向，从而有望带来估值弹性。结合前文分析，首旅酒店 2017 年以来月均动态估值区间【17x, 38x】，平均 26x，锦江酒店 2017 年以来动态估值区间【18x, 35x】，平均 27x，随着经济预期改善，短期估值情绪有望回升并支撑阶段空间。

图 45: PMI 同比变化情况

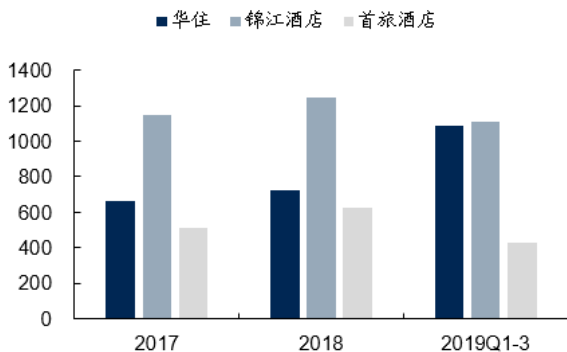


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中长线来看，综合全文分析，酒店管理龙头核心的商业模式在于打造一个酒店模型进行快速加盟扩张，经济型酒店时代，以打造单一爆品为主，单一品牌力争 3000 家以上规模，中端酒店时代，则侧重打造多元化酒店模型为主，通过细分定位差异精准定位，同时通过强大的中后台支持，进行多品牌酒店的快速加盟扩张。简言之，展店扩张能力是酒店龙头重要的成长属性支撑，无论对其宏观环境欠佳下业绩的稳定增长还是长远成长空间都意义重大。

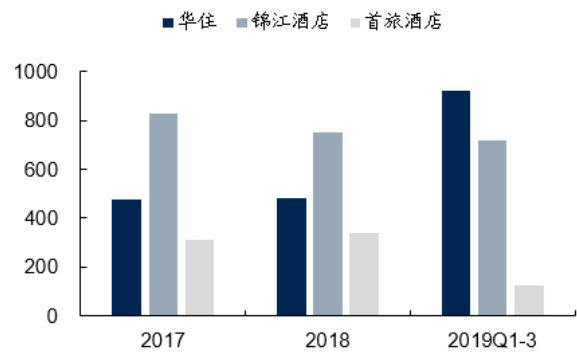
并且，结合我们对国内外酒店供给结构、连锁化率的对比分析，国内酒店竞争结构以及未来中线核心品牌、低端下沉和高端布局等的分析，国内酒店龙头中长线成长仍有较强支撑。鉴于短期预期改善和中长线成长逻辑，我们对酒店板块维持“超配”评级。

图 46: 三家龙头酒店 2017-2019Q3 新开店数据



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 锦江 2017 年末披露新开店数据, 我们根据各品牌净增情况估计

图 47: 三家龙头酒店 2017-2019Q3 净增店数据

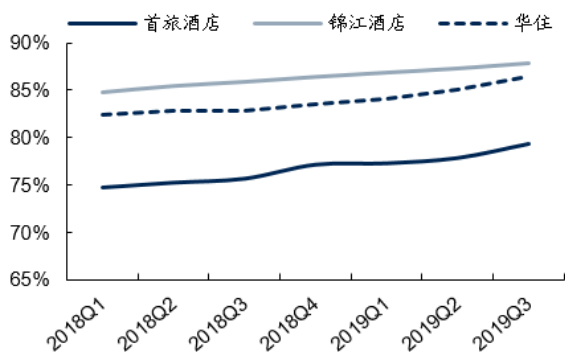


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

具体从酒店龙头来看，锦江酒店规模最高，近两年展店速度最快，华住酒店规模相对次之，展店速度同样迅猛，且华住开店结构更倾向于一二线城市，首旅近两年开店节奏则相对次之。如下表所示，2019年前三季度锦江、华住新开门店1107、1085家，展店迅猛，首旅则展店431家，不过首旅前两年Q4集中展店明显，所以今年Q4也值得关注，市场也关注其全年800家的目标（核心品牌500+管理输出品牌300家）的完成情况。

首旅酒店：如图所示，国内几家酒店龙头中首旅酒店的直营占比最高，经济承压时盈利压力最显著，但若后续经济周期改善业绩弹性也相对突出，周期性较为明显，且较受外资关注。此外，2019年12月9日公司此前如家私有化回归时换股部分对应的股权解禁，如下图所示，包括大股东首旅集团的1.57亿股，携程的1.51亿股及沈南鹏、孙坚等的部分股权。其中管理层换股部分解禁也有助于后续激励的持续优化。短期估值低（截至12月18日的19/20动态PE分别为24/21），高直营占比弹性有望最显著，建议短期关注周期弹性的投资者积极关注，中线则建议兼顾关注后续开店速度和中高端布局情况。

图 48：三大酒店龙头加盟酒店占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 49：截至 2019 年 9 月底首旅酒店的股权结构及解禁情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

锦江酒店：按照客房规模系国内连锁酒店 NO.1，中高端酒店布局良好，结构优化显著，开店持续保持较快步伐，中长线逻辑交友支撑，今年前三季度扣非增长18%显示主业支撑，明后年收购整合本身有看点（今年维也纳，铂涛先后换帅）。与此同时，虽然公司短期仍有弘毅减持的因素，但考虑若弘毅未来或仍希望保留其董事席位，则需保留5%以上股权，据此我们推测弘毅减持后续影响可能已经相对可控，且公司估值在消费品龙头中也相对也不高（截至12月18日的19/20动态PE分别为26/22），中线看加盟扩张和整合增效支撑其长期持续增长，建议兼顾短期弹性及中长线成长的投资者可以积极关注。

美股层面，**华住酒店：**公司治理结构良好，开店节奏、产品布局优异，资金面（回购计划）等有一定支撑，短期预计受制于估值和高端布局、技术投入等带来的短期业绩压力，但中长线仍然是非常优秀的投资品种。而**格林酒店**因为高加盟占比（加盟占比达99%），相对受宏观经济周期影响较小，现金流和净利率相对占优，建议长期稳健型的投资者可适度关注。

虽然2016-2018年行业景气周期下，整体涨幅华住>首旅>锦江，但有锦江自身基数差异影响。在上一轮验证下，我们认为新一轮可能股价先行，即经济预期改善直接带来股价表现，再待RevPAR验证。同时，在展店逻辑持续发挥越来越重要作用时，下一轮景气周期，锦江或与首旅（直营占比高）各有拥趸。考虑新一轮周期前夕背景下三大龙头开店布局等表现差异，我们认为：若兼顾短期经济走势和中长线开店成长逻辑，建议布局锦江酒店；若博弈经济指标持续反弹，可考虑首旅酒店；美股方面，华住酒店中长线仍然系非常优秀的投资品种。

风险提示

- 第一，宏观经济及大规模传染疫情等系统性风险；
- 第二，收购标的经营业绩波动大等收购整合风险；
- 第三，国企改革进程低于预期；
- 第四，估值受市场情绪影响波动较大等；
- 第五，商誉减值风险，股东减持风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 19-12-19	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
600258	首旅酒店	买入	19.93	0.87	0.82	0.96	22.97	24.40	20.76	2.24
600754	锦江酒店	买入	27.38	1.13	1.05	1.26	24.23	26.09	21.74	2.02
HTHT.US	华住	暂无评级	266.22	5.77	5.42	7.62	46.14	49.14	34.93	10.70
GHG.US	格林酒店	暂无评级	76.33	3.97	5.10	5.74	19.23	14.97	13.30	4.11

数据来源：Wind、Bloomberg，国信证券经济研究所整理估算

注：首旅酒店、锦江酒店的 EPS 为国信证券经济研究所预测，其他均参考 Bloomberg 一致预期；表中货币单位均为人民币。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032