



旅游业

2019.06.13

酒店估值三重境界：周期、价值、成长共振

——服务消费估值方法论系列 1

	刘越男 (分析师)	于清泰 (研究助理)
	021-38677706	021-38022689
	liuyuenan@gtjas.com	yuqingtai@gtjas.com
证书编号	S0880516030003	S0880117080177

本报告导读：

本文从周期、成长以及价值三个维度对酒店估值进行系统性分析，详解相对估值、基于资产价值估值、内含价值等方法的适用性，挖掘酒店行业投资机会。

摘要：

- **酒店估值是周期、成长与价值三重共振的结果。**①周期主导了短期波动；天花板、规模、格局决定 3-5 年内估值中枢；长期看是连锁加盟、品牌、规模下的回报率决定估值水平；②成长期叠加量价齐升的阶段是投资的最佳时机，但更应把握周期底部的低估值布局机会，继续推荐：首旅酒店、锦江股份，美股华住酒店和格林酒店。
- **周期的影响：低谷至高峰有数倍空间。**①中国酒店估值底发生在 2013/15 年，PE13-18x，扣非 PE13-22x，EV/EBITDA 4-8x，量价齐升期最高 86xPE；32xEV/EBITDA；出租率降幅收窄可带来 30%估值修复，繁荣期估值提升数倍；②波动中枢：均值 41xPE (ttm)，15xEV/EBITDA，规模扩张，格局向好和议价能力提升使得估值中枢上移，近两轮周期估值中枢涨幅 20%；③波动率：加盟提升经营杠杆降低，业绩波动下降，但估值与情绪更相关，近期波动率明显提高；④中国酒店周期短于海外主要市场（中国 3-4 年 VS 美国 8-10 年），供给弹性高以及需求端的政策扰动是主要原因；⑤酒店折旧摊销与净利润比接近 1:1，资产负债率普遍 60%以上，EV/EBITDA 反映现金流情况，更适用。
- **基于资产价值：度量竞争优势和壁垒的价值。**①规模优势是新进入者难以突破的壁垒：酒店加盟商粘性强，物业质量决定未来 5-10 年盈利能力，门店优势难逆转；②目前连锁化率一线和省会超 50%，空间在省会及以下，中高端产品仍有很大空间；成本上涨是更重要的升级动力：一线写字楼租金自 2008 年累计+60%，全国累计+35%；平均房价+40%可恢复利润率，+100%达中档利润率，与经济型 plus 以及中档定价吻合；③酒店高定位不等于高估值，溢价来自规模、回报率以及成长性，基于超额净收益估值思想，本文采用单房价值法度量酒店市值空间，对标国际巨头华住 60%，其他三大集团存数倍空间；④目前酒店集团自有物业价值被低估且周转率低，未来 REITs 或成为资产变现的途径。
- **好赛道应享受估值溢价。**①酒店是能够诞生大市值的好生意：早期中低端酒店为同质化消费品，竞争优势来自规模经济低成本，得规模者得天下，成熟后依靠品牌变现；②横向比较多种连锁业态，大空间、规模效应以及高壁垒是诞生大市值的必要条件，酒店均满足；③头部酒店集团品牌优势明显，高利润率、高 ROE、现金流好，相比其他连锁业态估值应处于中上水平：华住酒店 22x EV/EBITDA；万豪 18x EV/EBITDA，海底捞 44x EV/EBITDA (ttm)；星巴克 19x EV/EBITDA。
- **风险提示：**经济波动对行业需求影响；行业竞争加剧供给失速风险。

评级： 增持

上次评级： 增持

细分行业评级

酒店	增持
旅游景点和旅行社	增持
其他旅游	增持
连锁餐饮	增持

相关报告

旅游业：《迎来低基数改善预期，估值回到底部》	2019.06.11
旅游业：《出租率承压提价放缓，行业数据继续筑底》	2019.05.10
旅游业：《可选服务消费需求分化，行业静待盈利拐点》	2019.05.06
旅游业：《携程崛起史，OTA 风云录》	2019.03.26
旅游业：《春节因素扰动影响 RevPAR 增速》	2019.03.06

目 录

1. 酒店估值：周期、成长、价值共振.....	6
1.1. 消费企业估值方法综述	6
1.2. 基于企业生命周期的估值方法.....	7
1.3. 受到周期、成长与价值三重影响，酒店估值相对复杂.....	8
2. 当前大多过于关注周期属性，相对估值低谷至高峰数倍空间	10
2.1. 依据酒店投资时钟可判断业绩拐点.....	10
2.2. 情绪影响相对估值，低点到高点数倍空间.....	11
2.3. 经验反映在下一轮周期中：中枢上移，对经营数据更敏感.....	14
2.4. 比较营运能力，EV/EBITDA 比 PE 更适用	17
3. 为什么要寻找相对估值以外的方法	19
3.1. 国内酒店周期轮转快，导致业绩增速频繁波动.....	19
3.2. 单店模型业绩对房价更敏感	23
3.3. 未来 1：加盟店占比提升，经营杠杆降低.....	26
3.4. 未来 2：开店对冲单店经营数据波动.....	28
3.5. 未来 3：来自需求和成本双重压力，会不断升级.....	31
3.6. 短期内情绪主导估值波动，业绩将在长期影响.....	36
4. 基于资产价值估值：度量竞争优势和壁垒的价值	39
4.1. 规模优势是新进入者难以突破的壁垒.....	39
4.2. 物业质量决定 5-10 年盈利能力，资源占优溢价明显	45
4.3. 规模做大有利于提升盈利能力.....	47
4.4. 龙头酒店规模和市占率提升逻辑比判断周期更加确定.....	51
4.5. 渗透能力之争：细分市场竞争优势不同.....	53
4.6. 单房价值法：门店规模的价值.....	56
4.7. 超额净收益法：为竞争优势和成长性估值.....	62
4.8. 单体酒店估值与物业资产变现：资产价值法与 REITs.....	64
5. 回归连锁加盟本质：品牌与回报率带来估值溢价	68
5.1. 酒店是能够诞生大市值企业的好生意.....	68
5.1.1. 早期酒店是同质化消费品，竞争优势来自规模经济.....	68
5.1.2. 品牌优势使得酒店获客成本边际递减	69
5.1.3. 酒店最终是高利润率高杠杆的品牌管理公司	70
5.2. 酒店满足大空间、规模效应、高壁垒三大条件.....	71
5.3. 连锁加盟模式下现金流稳定且质量高.....	74
5.4. 多业态比较：拥有品牌与回报率的业态享受高估值.....	77
5.5. 绝对估值法：酒店受周期影响估值低于内含价值.....	78
6. 投资建议：风物长宜放眼量	79
7. 风险提示	79

图目录

图 1: 基于企业生命周期的估值方法论, 不同阶段核心变量变化	8
图 2: 酒店作为周期性成长股, 估值体系兼顾了短期投资时钟与中长期成长属性.....	10
图 3: 酒店投资时钟应区分基本面周期与投资周期.....	11
图 4: 酒店估值自出租率降幅收窄起估值修复, 至出租率负增长后估值下降.....	12
图 5: 华住酒店估值周期波动.....	13
图 6: 中国酒店 PE 估值底部区域 13-18x, 扣非 PE 底部 13-22x, EV/EBITDA 底部 4-8x	14
图 7: 受益规模扩大、竞争格局改善以及产业链低位提升, 本轮估值中枢高于上一轮.....	16
图 8: 酒店估值波动的弹性由出租率及 RevPAR 增速的幅度决定	17
图 9: 酒店 EBITDA 构成中折旧摊销占比近 40%	18
图 10: 折旧摊销主要是固定资产折旧与长期待摊费用	18
图 11: 美国酒店供给与 RevPAR 波动周期相关, 滞后 2 年	20
图 12: 豪华酒店物业供给之后 RevPAR 周期.....	20
图 13: 中档酒店供给滞后 RevPAR 周期.....	20
图 14: 经济型酒店供给滞后 RevPAR 周期.....	20
图 15: 未评级酒店供给增速波动幅度小, 但也有周期性	20
图 16: 中国酒店经营周期明显较短, 供给弹性相比海外更高	21
图 17: 地产高速投资期带来存量物业体量庞大, 物业供给弹性高	22
图 18: 酒店集团成本费用中固定部分占比在 70% 以上.....	26
图 19: 职工薪酬、租金以及折旧摊销是最重要的三部分	26
图 20: 华住经营杠杆经历了先提高, 后降低的过程	27
图 21: 相比 2008 年酒店物业密集签约期, 物业租金普遍大幅上涨 ...	32
图 22: 中国星级酒店员工自 2011.7 月以来工资累计涨幅 65%, 五星级 78%	33
图 23: 华住 2010-2018 年以来加盟占比提升但股价波动率并未趋势性降低 37	
图 24: 短期内情绪对估值影响更大, 业绩波动性降低影响需要长期才能体现.....	38
图 25: 长期看, 加盟占比高的酒店集团估值波动率低于直营占比较高的酒店.....	39
图 26: 旅游爆发期交通住宿需求骤增.....	40
图 27: 中国连锁酒店目前进入由并购+产品升级驱动的成长期.....	41
图 28: 中国星级饭店自 2012 年起数量持续收缩, 但高星级仍在增长.....	42
图 29: 四星级及五星级酒店数量占比有明显提升	42
图 30: 中国星级饭店收入同比降低.....	43
图 31: 星级饭店客房收入占比稳中提升	43
图 32: 并购+开店加速驱动三大酒店集团门店持续高增长.....	44
图 33: 目前三大酒店门店增速维持在 10%.....	44
图 34: 酒店周围地铁站影响酒店假期涨价幅度	45
图 35: 地铁便利度对酒店价格影响很大	45
图 36: 酒店与商圈距离决定酒店价格.....	45
图 37: 酒店周边地区门店分布密集程度影响酒店价格.....	45

图 38: 华住开店加速在 2012-2015 年.....	46
图 39: 华住 2016 年开始营收迅速加速.....	46
图 40: 华住营业利润的迅速增长从 2016 年开始.....	46
图 41: 2012-2015 底部开店布局为业绩腾飞打下基础.....	46
图 42: 上海地区华住旗下汉庭、全季酒店集中分布在城市中心地带.....	47
图 43: 中国酒店 CR3 已经提升到 45%.....	48
图 44: 行业锦江、首旅、华住 3+X 格局已经清晰.....	48
图 45: 头部酒店品牌均归属三大酒店集团.....	48
图 46: 美国酒店行业 CR3 为 41.5%.....	48
图 47: 酒店在旅游产业链中营收占比达 20.9%.....	49
图 48: 酒店在旅游产业链中利润占比高达 16.5%.....	49
图 49: 酒店在旅游产业链毛利率仅次于 OTA.....	49
图 50: 酒店在旅游产业链中净利润率处于较高水平.....	49
图 51: 酒店经历整合后产业链利润占比正在逐步提升.....	50
图 52: 中高端酒店和连锁酒店集团通过自建渠道方式对 OTA 议价能力在增强.....	50
图 53: 国内 4 大连锁酒店集团 OTA 占比在 20% 以下.....	51
图 54: OTA 的酒店佣金率随着酒店品牌崛起正在下行.....	51
图 55: 有限服务酒店集中度提升控制了供给数量和质量, 使得系统性调价成为可能.....	51
图 56: 酒店目前整体连锁化率 20%, 但一线及省会已超 50%, 空间在三四线和中高端.....	52
图 57: 酒店目前整体连锁化率 20%, 但一线及省会已超 50%, 空间在三四线和中高端.....	53
图 58: 格林深耕三四线多年, 团队在三四线具有很强的竞争优势.....	55
图 59: 有限服务型酒店同样可以实现高利润率和回报率.....	57
图 60: 中国酒店集团单店规模及单房贡献 EBITDA 远低于美股.....	59
图 61: 超额净收益估值方法为度量企业增长的价值提供了理论基础.....	63
图 62: 酒店 REITs 是实现物业资产变现以及加快资产周转的成熟工具.....	65
图 63: 三大酒店集团 ROE 显著低于著名酒店集团.....	70
图 64: 剔除财务杠杆, 三大酒店集团比美国仍有差距.....	70
图 65: 净利润率是导致 ROE 差距的最主要原因.....	71
图 66: 目前酒店资产较重导致较低的资产周转率.....	71
图 67: 美国酒店大部分高杠杆运营.....	71
图 68: 美国酒店更接近品牌管理公司, 加盟占比普遍 99%.....	71
图 69: 酒店作为优质稀缺资源较少质押, 较多预收款项.....	74
图 70: 锦江大量预收款来自加盟费和会员卡.....	75
图 71: 首旅大量预收来自预收房费餐费及租金.....	75
图 72: 锦江股份 57% 以上为 3 个月内应收账款.....	76
图 73: 首旅近 99% 为 1 年内应收账款.....	76
图 74: 锦江股份现金流入与流出季节性相对平缓.....	76
图 75: 经营活动现金流净额 Q2 和 Q3 旺季最高.....	76
图 76: 首旅酒店现金流动季节性同样较为平缓.....	77
图 77: 经营活动现金流净额同为 Q2 和 Q3 旺季最高.....	77
图 78: 锦江经营现金流与营收匹配度为 105%.....	77
图 79: 锦江股份经营现金流净额大于净利润.....	77

图 80: 首旅经营现金流与营收匹配度为 116%	77
图 81: 首旅酒店经营现金流净额大于净利润	77

表目录

表 1: 资产估值是资产未来收益率预期的数量化结果, 估值方法是实现预期的工具	6
表 2: EV/EBITDA 估值考虑了企业财务杠杆因素	18
表 3: 酒店普遍财务杠杆高, EV/EBITDA 更可比	19
表 4: 单店模型下利润增速对出租率及平均房价的敏感性测算	23
表 5: 单店模型下利润率对出租率敏感性测算	23
表 6: 单店模型下利润率对平均房价敏感性测算	24
表 7: 单店模型看酒店经营杠杆高, 固定成本占比 80%	25
表 8: 如家整体 RevPAR 增速波动与同店及新增门店 RevPAR 波动敏感性测算	28
表 9: 如家整体 RevPAR 增速对业绩增速敏感性测算	29
表 10: 华住整体 RevPAR 增速波动与同店及新增门店 RevPAR 波动敏感性测算	30
表 11: 华住整体 RevPAR 增速对业绩增速敏感性测算	30
表 12: 单店加盟店利润率及回报率对租金的敏感性测算	33
表 13: 单店加盟店利润率及回报率对人工成本的敏感性测算	34
表 14: 租金上涨 50%, 人工上涨 30%, 恢复利润率所需要的房价提升幅度测算	35
表 15: 酒店在产能出清末期开启整合并购, 市占率快速提升	43
表 16: 格林酒店的产品模型投入低, 回报率高, 适合三四线城市	54
表 17: 主流酒店集团指标对比表明高端酒店并没有估值溢价	56
表 18: 从直营/加盟、中高端/经济型维度进一步分析酒店单店指标	60
表 19: 中国连锁酒店集团单房市值远低于海外酒店龙头	61
表 20: 国内其他酒店若达到华住经营水平, 同样存在翻倍以上空间	61
表 21: 目前酒店集团 ROE 大于权益成本, 表明其增长在创造价值	63
表 22: 万豪集团通过拆分地产与酒店管理迅速做大规模并提升资产回报率	66
表 23: 消费品企业品牌带来的引流成本边际递减类似于互联网平台	69
表 24: 横向比较连锁消费企业不同业态商业模式	72
表 25: 酒店经营活动现金流模式	74
表 26: 锦江股份前五名预付账款全部为预付房租	75
表 27: 锦江股份前五名应收账款来源	76
表 28: 酒店业态估值与其他连锁业态估值横向比较	78
表 29: 三大酒店集团目前估值均远低于内含价值, 明显低估	78

1. 酒店估值：周期、成长、价值共振

1.1. 消费企业估值方法综述

资产估值是投资者对未来资产收益率预期的量化结果，估值方法是表达投资者预期的工具。工具的选择与估值的思想同等重要，都将对最终预期产生重要影响。因此投资者应当结合行业特点、商业模式、财务特点等输入变量特征选择合适的估值工具。

市场上目前主流的公司估值方法主要为以下三大类：内含价值法、相对价值法及资产价值法（详见下表）：

内含价值法又称绝对估值法，以金融学的现金流贴现思想为核心，极端公司能够获取持续现金流资产的当期价值，内含价值法包括现金流量贴现法（DCF）、经济增加值法（EVA）等。

相对价值法更加重视市场的观点，通过选取与被估值公司类似的可比公司（修正异常值），计算选取的可比公司的价格乘数的平均值，再将该平均值与被估值公司的相应指标进行计算从而得出估计值。

资产价值法又称重构资产负债表法，即以金融的思维而不是会计的思维，重新构建公司的资产负债表，特别是重新评价资产和负债的价值，从而计算出股东权益的价值。

表 1：资产估值是资产未来收益率预期的数量化结果，估值方法是实现预期的工具

估值方法	原理	前提	优点缺点	细分方法	方法描述
内含价值法	效用原理、预期原则	未来收益可预测、未来风险可量化	优点：反应企业整体经营成果； 缺点：未来预测存在极强的主观性、并购协同效用的区分较难	DCF	以现金流贴现理论为基础，其做法是将预期的未来现金流贴现回来以评估公司核心业务的价值。
				其中：DDM	DDM 模型认为股票价值等于上市公司在持续经营期间向股东发放的现金股利贴现之和。根据不同上市公司现金股利发放的区别，DDM 模型还可细分为零增长模型、固定增长模型和多阶段增长模型。
				其中：FCFF	FCFF 模型以对公司未来一定时期内自由现金流的预测为基础进行贴现，对公司而非股权进行估值。公司自由现金流量（FCFF）=（税后净利润+利息费用+非现金支出）-营运资本追加-资本性支出。
				其中：FCFE	FCFE 模型的基础是公司股东可分配的最大现金流量金额，即公司履行了各种财务义务（包括债务偿还、营运资本及资本性支出）后所剩的现金流。FCFE 要在 FCFF 的基础上减去税后利息费用，再加上净借入金额， $FCFE=FCFF-利息支出*(1-所得税税率)+净借入金额$ 。
				EVA 估值法	EVA 估值法的核心思想是企业的价值等于投资人（股东和债权人）投入资产的价值加上预期企业未来创造的经济增加值（超额利润）在时间序列上的贴现。
相对价值法	套利原理、	活跃公开市	优点：反应经	PE	P/E 本质上是由 DDM 模型推导而来的，受三个因素影响：

请务必阅读正文之后的免责条款部分

比较原则	场、交易信息 可获得	营成果的市 场认知、估值 直观； 缺点：市场有 时无效、比较 因素调整方 式主观性较 强			盈利能力 (ROE)，资本成本 (Rs，与风险有关)，企业预期的成长性 (g)。所以只有当企业的盈利能力高于资本成本或者说投资者要求的资本回报率的时候 (ROE>Rs)，成长性 (g) 越高，企业能够获得的 P/E 就越高，反之亦然。
				PB	与 P/E 一样，企业可以获得的 P/B 高低，也是与三个因素有关：盈利能力 (ROE)，资本成本 (Rs)，企业预期的成长性 (g)。只有当企业的盈利能力高于资本成本或者说投资者要求的资本回报率的时候 (ROE>Rs)，成长性 (g) 越高，企业能够获得的 P/B 就越高，反之亦然。
				PEG	价格收益增长模型 (PEG) 以 PE 法为基础，加入公司未来成长性进行评估，弥补了 PE 法无法反映公司未来成长性的缺陷。
				EV/EBITDA	EV/EBITDA 模型反映了企业价值和企业收益之间的比值关系
				PS	市销率模型 (P/S) 即为每股股价 P 与每股销售额 SPS 的比值
				SV/User 等	SV/User 模型是在互联网企业兴起背景下，基于单用户价值量的一个相对估值指标。
资产价值法	效用原理、 替代原则	识别表外项 目、独立评估 各项目	优点：实物依 据充分、价值 会计处理方 便； 缺点：表外项 目难以全面 覆盖、单项资 产负债间相 互作用不易 考虑、估值繁 杂。	重置成本法	重置成本法是假设企业在今天按照同样的标准以及最有效的方式购置相同资产所需要的成本。
				清算价值法	清算价值法是假设企业停止经营，对外出售资产所能获得的价值。
				重估净资产价值 (RNAV)	对企业的净资产进行重估，获取企业资产负债表后对资产负债项目从账面价值调整为估计的市场价值。

数据来源：国泰君安证券研究

1.2. 基于企业生命周期的估值方法

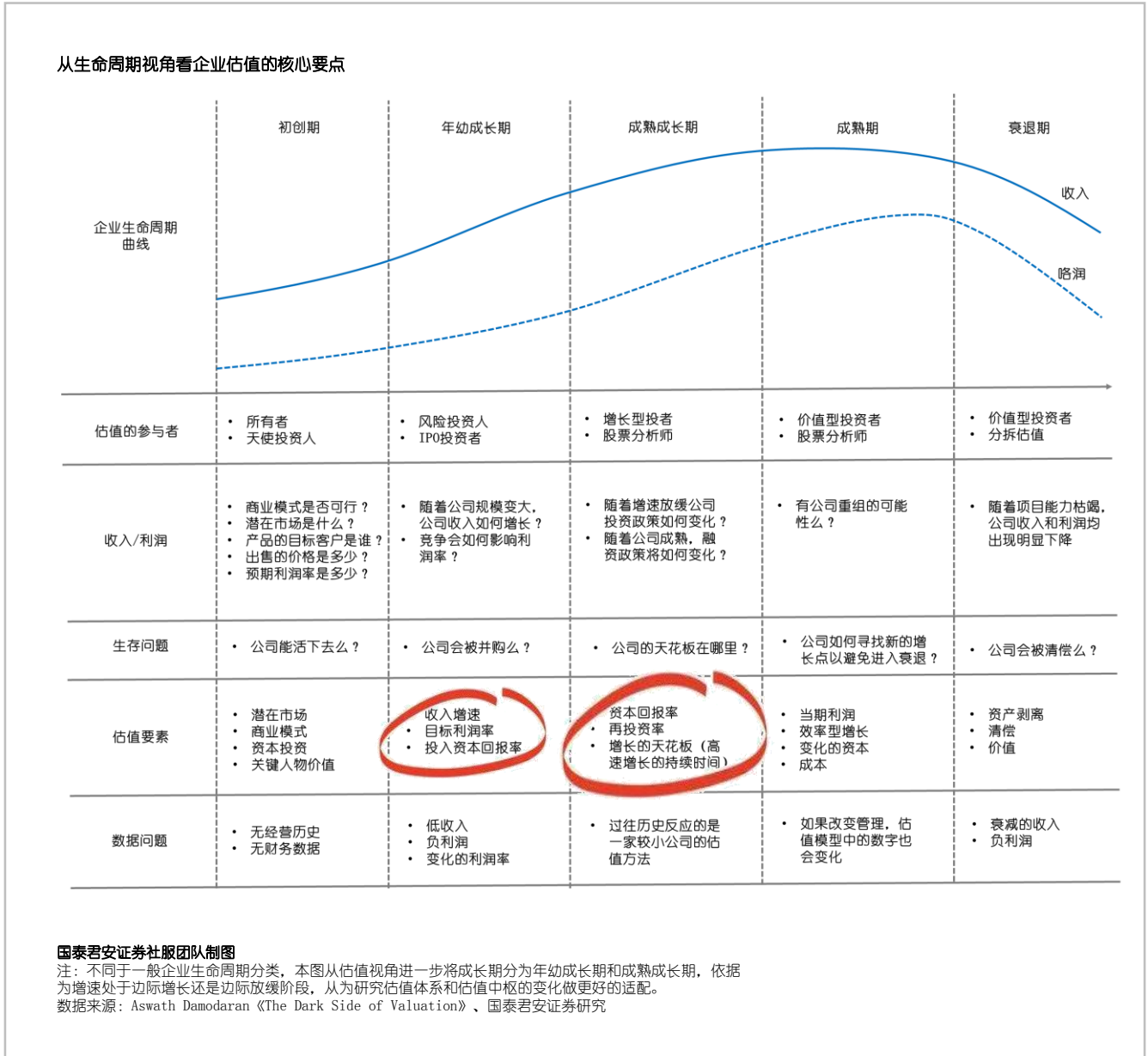
决定企业估值中枢水平的最终是资产持续产生现金流的能力。估值的本质是寻找持续产生现金流资产的现值，估值方法需要契合企业在不同阶段核心资产的特征。

企业所处生命周期不同，影响估值的关键因素会发生变化。企业在不同阶段需要面对的生存问题、收入和盈利驱动因素、未来获取现金流的核心资产预期都会发生变化，因此影响估值的关键决定因素亦会随着生命周期的不同阶段而改变。

- **初创期企业**所面对的核心问题是生存，因此市场规模和空间、商业模式、核心团队对估值来说更为关键；

- 成长期企业面对的核心问题在于界定成长的天花板，判断其增长的弹性何时放缓，因此成长性指标对估值的相关性更加显著；
- 成熟期企业面临着提升效率、提高利润率获取更高回报，并同时寻找新的增长点以避免进入衰退期，因此盈利能力、营运能力以及可能的并购导致的资产结构、杠杆率成为影响估值的核心变量。

图 1: 基于企业生命周期的估值方法论，不同阶段核心变量变化



数据来源：Aswath Damodaran: 《The Dark Side of Valuation》、国泰君安证券研究

1.3. 受到周期、成长与价值三重影响，酒店估值相对复杂

酒店估值是周期性、成长性与价值三重视角在同一时间点共振形成的综合结果。异质化的投资者对酒店存在周期、成长与价值三种视角，由此导致了在行业基本面发生变化时不同的投资决策行为：持周期视角的投资者以短期经营数据波动为投资基础，因此往往成为决定短期股价表现

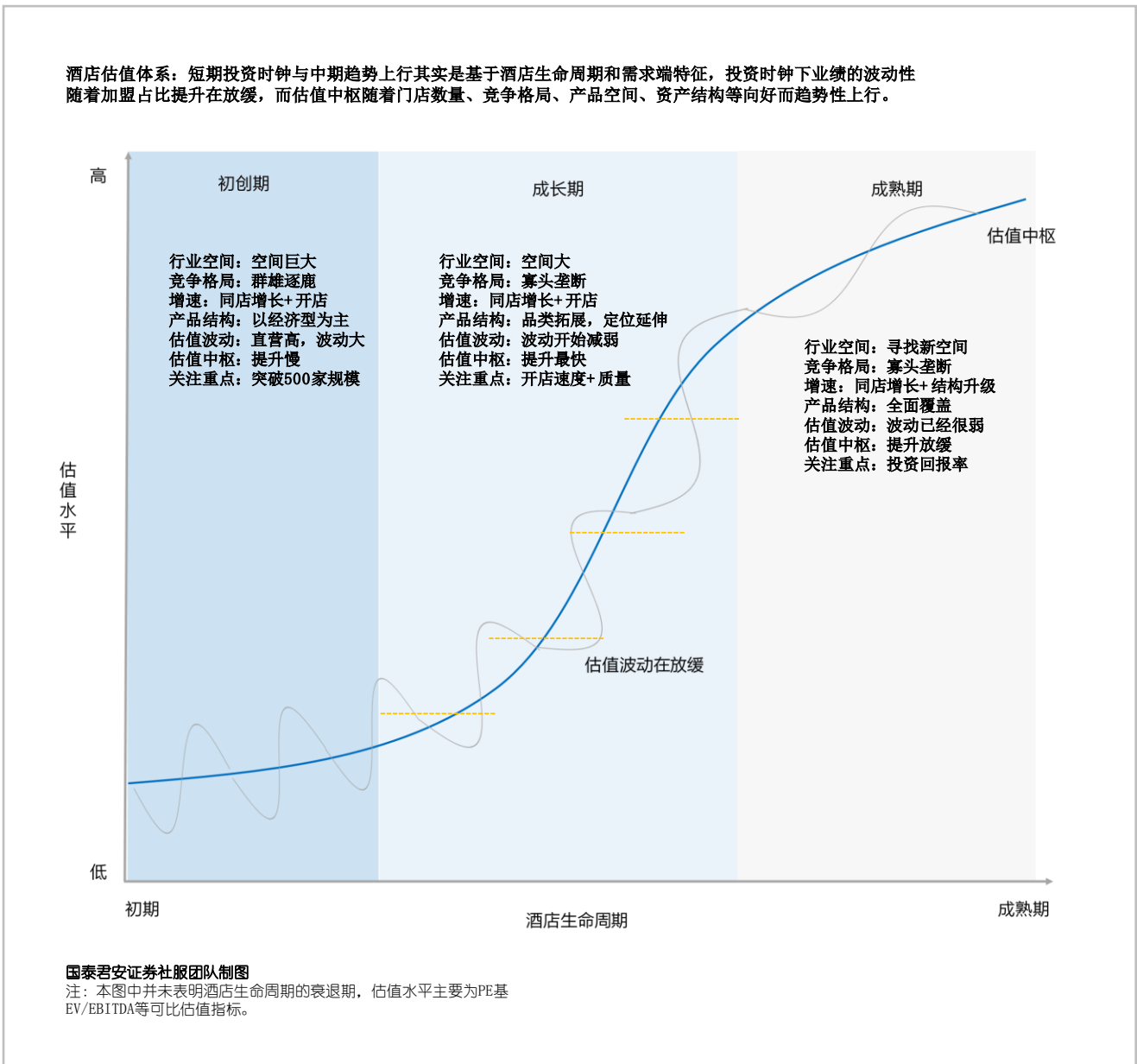
的边际变量，主导了短期酒店股价及估值的波动；而在中长期，基于长与价值视角的投资者则是决定酒店股价及估值趋势的决定性力量。

周期性视角：投资时钟拐点定节奏，估值往往受情绪影响而过高或过低。供求拐点决定估值波动的节奏，而供求又受到宏观经济波动的影响；由于边际成本低，导致酒店短期业绩可能会大幅波动；在基本面向上的过程中，估值大幅冲高，形成双击；反之则双杀。此阶段一般采用相对估值方法。

成长视角：规模优势是新进入者难以突破的壁垒，物业质量决定未来 5-10 年盈利能力，关注成长天花板、门店数量与质量、竞争格局与产业链价值分布：可以采用内含估值法或者绝对估值法（例如单房价值法）度量酒店集团成长的价值。目前酒店集团普遍持有较多自有物业，未来酒店 REITs 或成为账面资产变现的有效途径。

长期价值视角：酒店是能够诞生大市值企业的好生意，估值溢价来自品牌与回报率决定。长期酒店集团应回归到连锁加盟的业态本质，最终将发展成为轻资产的品牌管理公司，凭借前期经营积累的品牌价值，以极大的规模、高利润率、高周转率，运用高财务杠杆实现高股东回报率。基于跨业态比较的视角，酒店满足大空间、规模效应、以及高壁垒三大特征，具备诞生大市值巨头的条件，且行业成熟后品牌优势和壁垒明显、回报率高，因此估值在众多连锁业态中位居前列。

图 2: 酒店作为周期性成长股, 估值体系兼顾了短期投资时钟与中长期成长属性



数据来源: 国泰君安证券研究

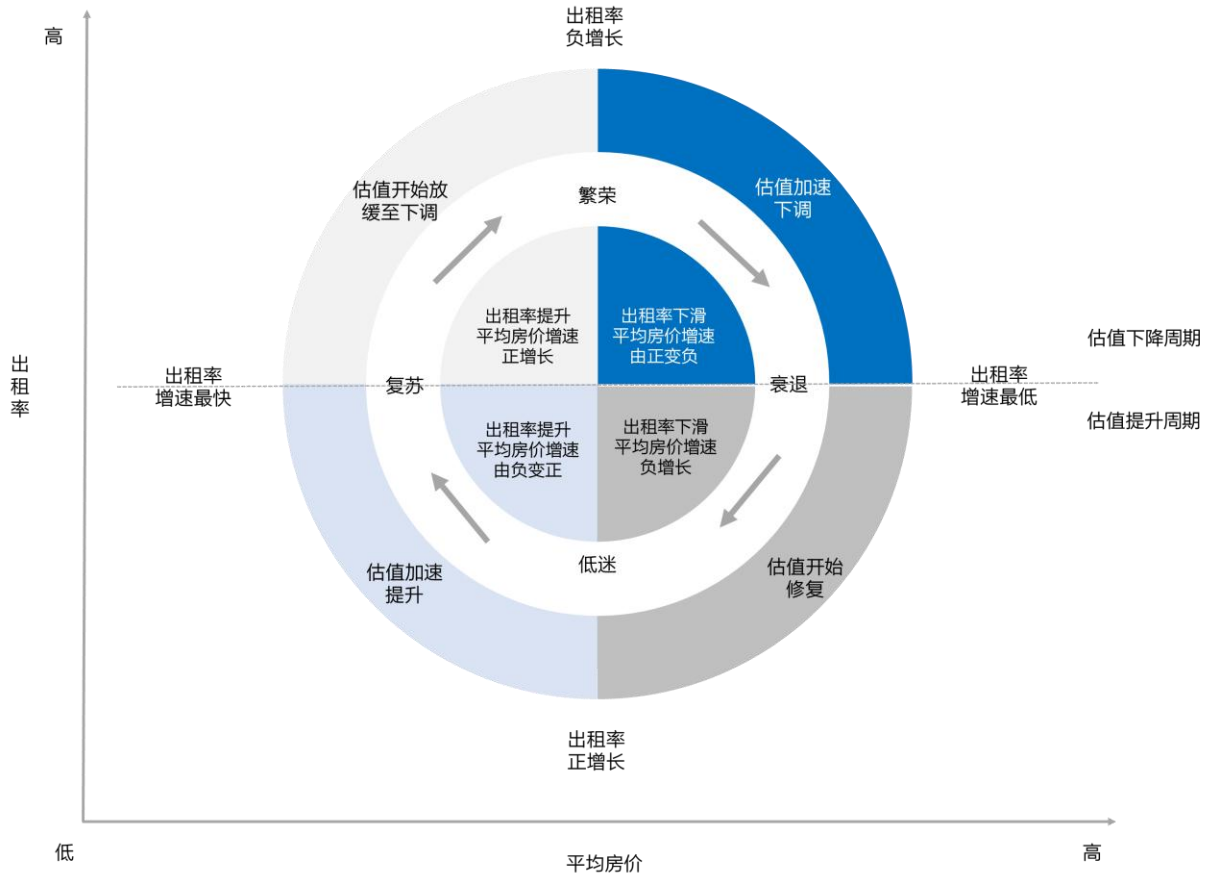
2. 当前大多过于关注周期属性, 相对估值低谷至高峰 数倍空间

2.1. 依据酒店投资时钟可判断业绩拐点

需求与供给错配致出租率周期波动, 房价滞后变动形成酒店基本面周期, 由于酒店行业边际成本较低, 收入增速变化带来利润更加剧烈的波动。我们在 2017 年的数篇深度报告中均有详细论述, 在这里不再重复。

图 3: 酒店投资时钟应区分基本面周期与投资周期

酒店投资时钟应区分基本面周期与投资周期。一个典型的投资周期中，出租率增速由最低开始收窄开启估值修复及提升周期，出租率增速达到最快后，房价增速最高点附近估值提升最快，随后估值提升将放缓至下调，出租率负增长后估值加速下调。



数据来源: 国泰君安证券研究

2.2. 情绪影响相对估值，低点到高点数倍空间

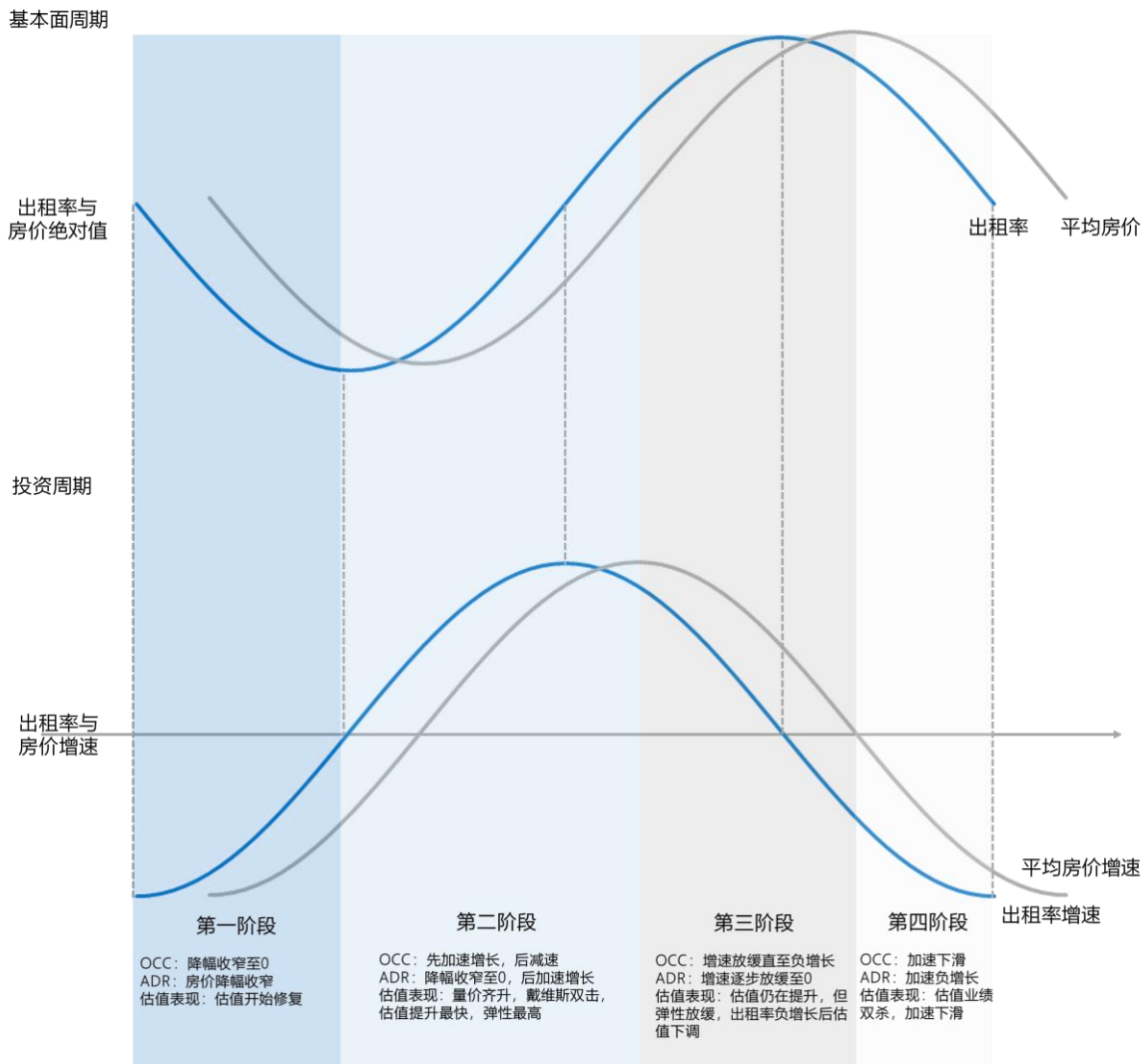
大部分投资者采用相对估值法。酒店相对估值波动的弹性与经营数据变动的幅度有关，但同时也受大盘整体、行业竞争格局、是否有产品升级以及公司发展阶段等其他因素影响。

投资者关注酒店基本面周期，但更关注增速的拐点：出租率增速及房价增速的变动（OCC 及 ADR 的二阶导数），因此短期酒店估值波动通常领先于基本面周期。

- **估值开始修复:** 出租率仍在下行，但降幅开始收窄，表明产能出清后，需求端出现边际改善，带动出租率增速的边际修复，出租率降幅的持续收窄往往预示着需求端的持续向好，但出租率仍在下降，此时估值开始修复；
- **估值加速提升:** 出租率降幅持续收窄直至由负转正，出租率重新增长将带动酒店提价，此时房价增速由负转正，出租率与房价量价齐升，

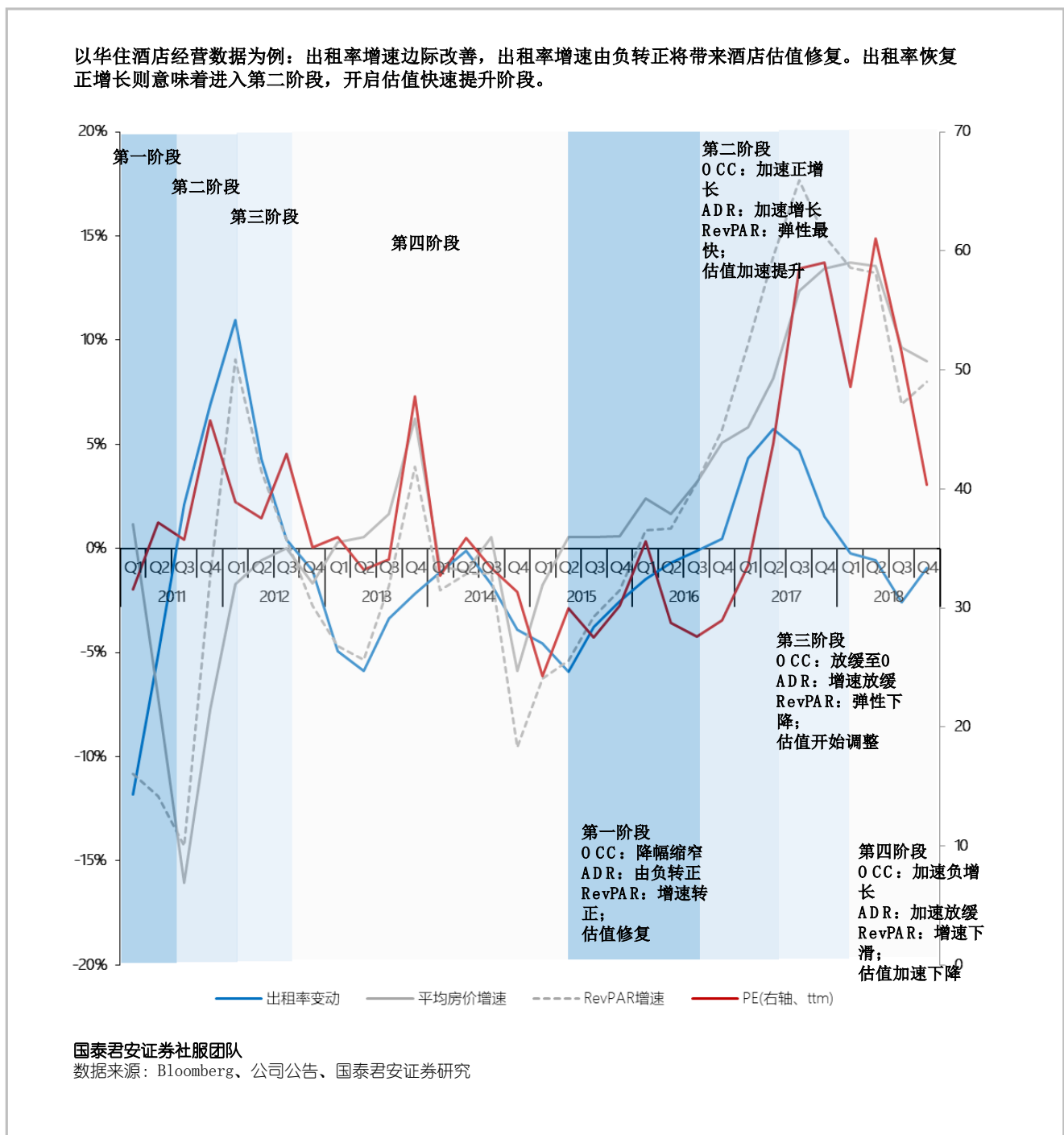
- 业绩弹性最大，此时戴维斯双击，估值加速提升；
- **估值开始下调：**出租率增速越过最高点，涨幅收窄，但房价由于价格粘性仍在增长，此时出租率与房价仍在正增长，但业绩增速最快的时期已过，这一阶段估值先提升，达到最高点，后由于业绩弹性降低，估值开始下降；
 - **估值加速下调：**出租率增速降至0以下，出租率负增长，出租率承压拖累房价涨幅，最终房价开始负增长或增速大幅下滑，带来估值加速下调。

图 4：酒店估值自出租率降幅收窄起估值修复，至出租率负增长后估值下降



数据来源：国泰君安证券研究

图 5: 华住酒店估值周期波动



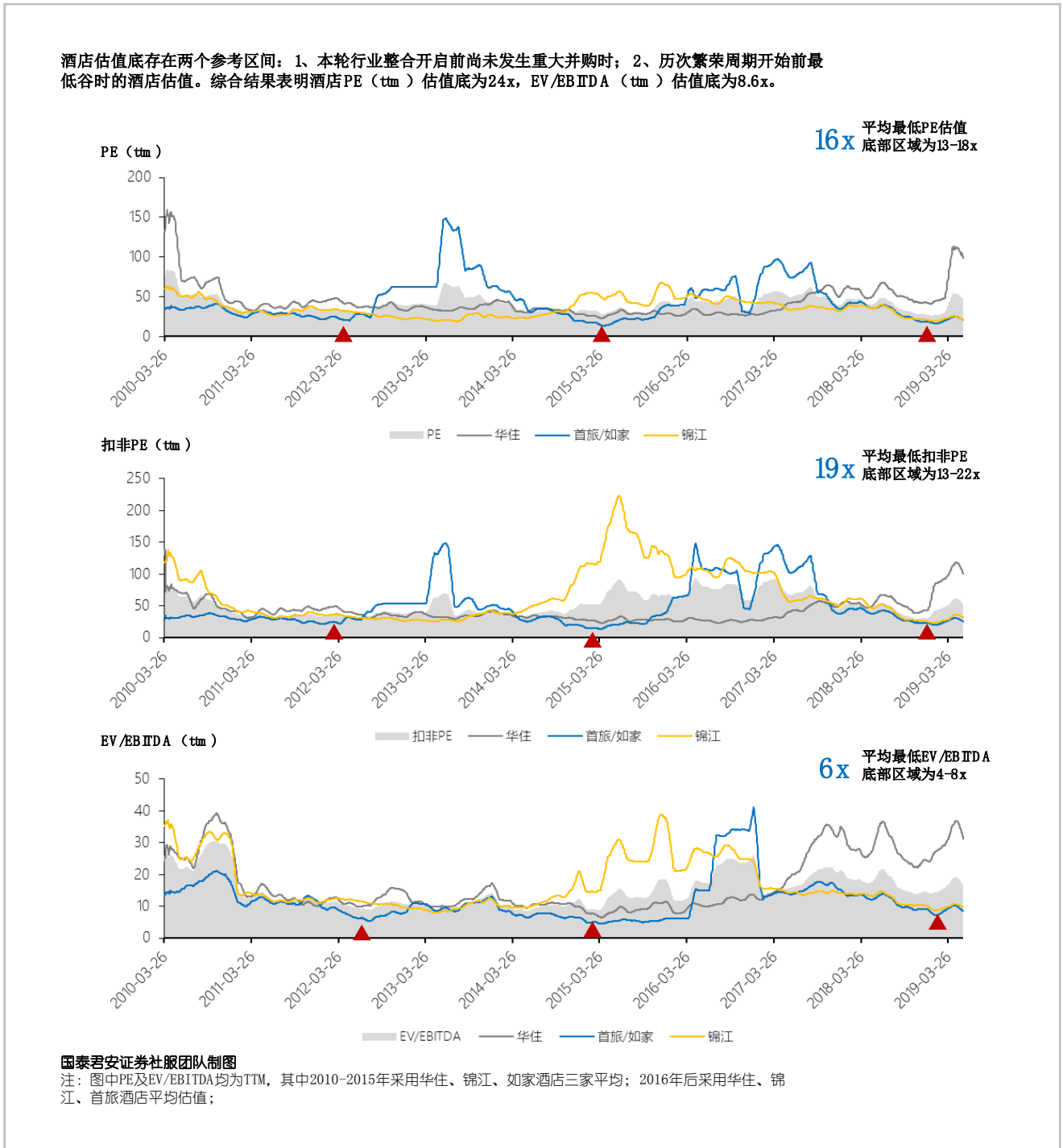
数据来源: Bloomberg、公司公告、国泰君安证券研究

中国酒店 PE 估值底部区域 13-18x, 扣非 PE 底部 13-22x, EV/EBITDA 底部 4-8x。酒店的估值底存在两个关键参考区间, 分别为酒店集团尚未开启整合前的估值水平以及历次酒店复苏周期前最低谷的估值水平。

中国有限服务酒店估值最低谷分别出现在 2012 年(限制三公消费+周期最低谷)、2015 年以及 2018 年, 从三大酒店平均数据看 PE (ttm) 底为 13-18xPE (2012 及 2015), 扣非 PE 底为 13-22x, EV/EBITDA (ttm) 底为 4-8x;

华住在最低谷 PE 估值 16.78x，扣非 PE 底部 21.53x，EV/EBITDA 估值 5.97x；锦江股份 PE 估值最底部 18.34x，扣非 PE 估值底 22.33x，EV/EBITDA 底部 7.76x；首旅如家 PE 估值最底部 12.59x，扣非 PE 底 13x，EV/EBITDA 底 4.19x。

图 6：中国酒店 PE 估值底部区域 13-18x，扣非 PE 底部 13-22x，EV/EBITDA 底部 4-8x



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

2.3. 经验反映在下一轮周期中：中枢上移，对经营数据更敏感

波动中枢在逐渐上移：本轮周期（2016-18 年）估值中枢相比上一轮提

升幅度约 20%。中国有限服务型酒店诞生时间较短，观察具有可比数据的 2010-2018 年内发生的两轮酒店周期：

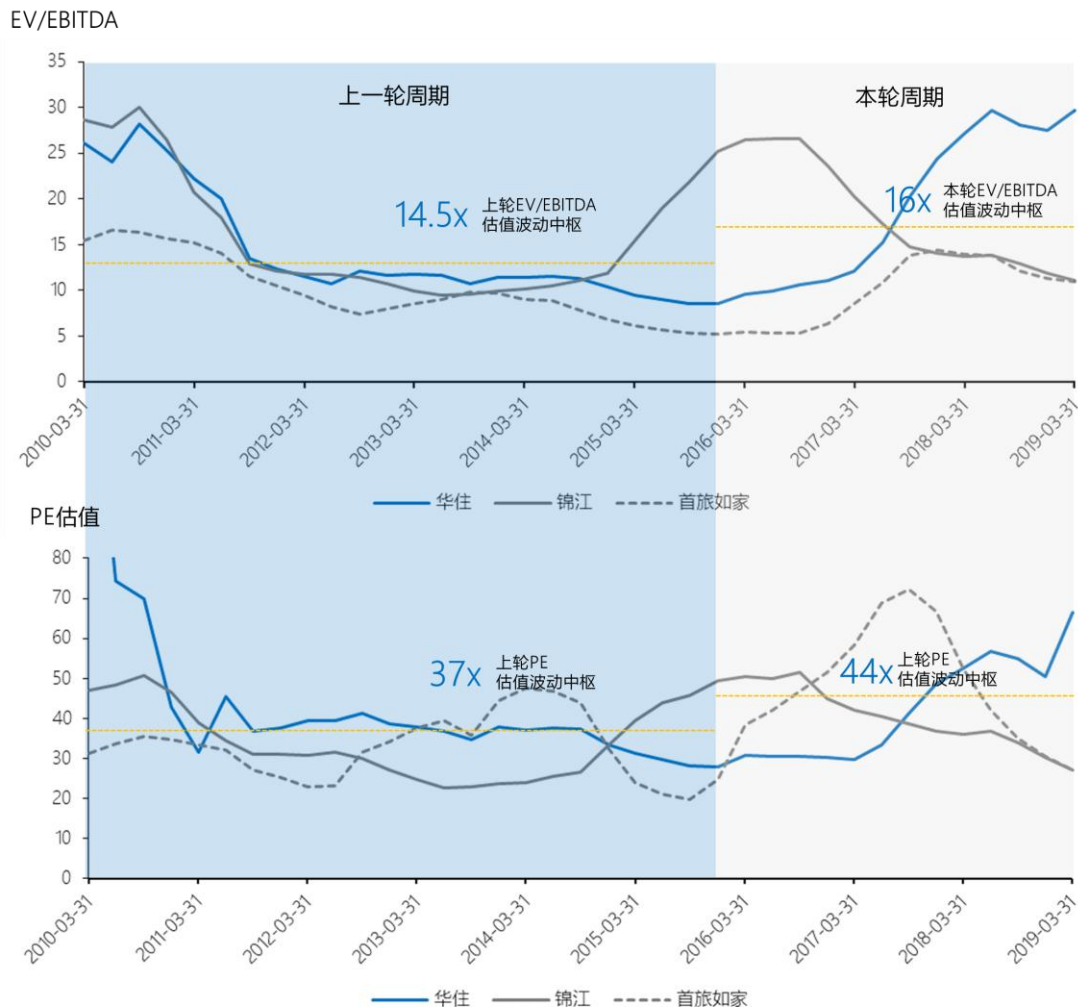
自 2010-2015 年的第一轮周期经历了 2012-2013 年的限制三公消费等影响，EV/EBITDA 估值的波动中枢为 14.5x，PE 估值中枢为 37x；

自 2015 年以来的第二轮周期中，EV/EBITDA 估值中枢为 16x，PE 估值为 44.12x，相比上一轮分别有 19.34%/19%的提升。

估值的提升表明：尽管酒店在短期（3 年内）受需求和经济周期影响，估值呈现出一定周期性特征，但在中期来看（3-5 年），酒店的成长空间大、天花板高，行业集中度已经集中且未来将更高，产业链议价能力随着品牌崛起正在提高，因此其估值趋势性上行。

图 7: 受益规模扩大、竞争格局改善以及产业链低位提升, 本轮估值中枢高于上一轮

规模扩张的节奏和空间(天花板), 竞争格局和产业链议价能力提升, 由此带来的业绩高速增长长期持续性和幅度决定了酒店集团的估值的波动中枢的趋势和变化幅度。



国泰君安证券社服团队制图

注: 本文EV/EBITDA及PE估值均为TTM, 且估值数据经过12个月滚动平滑以剔除极端波动影响。

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

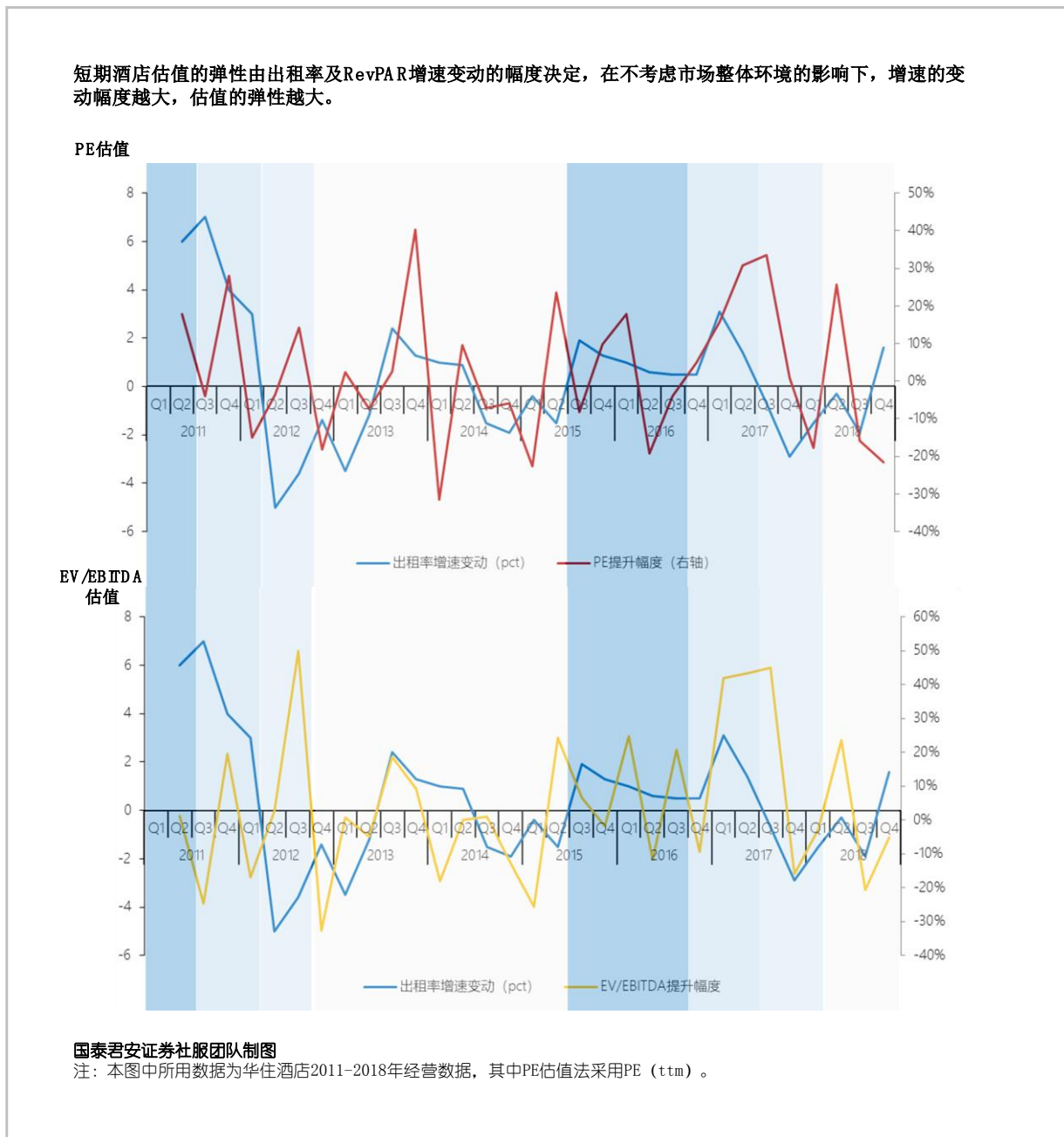
估值波动对经营数据的敏感性正在变大。随着对于酒店基本面研究的逐渐深入, 酒店估值的短期波动幅度对经营数据的敏感性会经历先扩大后缩小的过程, 我们现在仍处在前半阶段, 2016-2018 周期估值弹性明显高于 2011-2015 年周期内估值对经营数据的弹性。

由于锦江及首旅分别经历过重大并购, 导致数据缺乏连续可比性, 我们以华住 2011-2018 年季度 PE 及 EV/EBITDA 估值变动对出租率及 RevPAR 增速变动的敏感性进行了测算, 结果表明:

- 出租率增速百分比每变动 1pct, PE 估值提升 4.26%, EV/EBITDA 估值提升 2.44%;

- RevPAR 增速每变动 1pct, PE 估值提升 2.44%, EV/EBITDA 估值提升 4.32%。

图 8: 酒店估值波动的弹性由出租率及 RevPAR 增速的幅度决定



数据来源：Bloomberg、公司公告、国泰君安证券研究

2.4. 比较营运能力，EV/EBITDA 比 PE 更适用

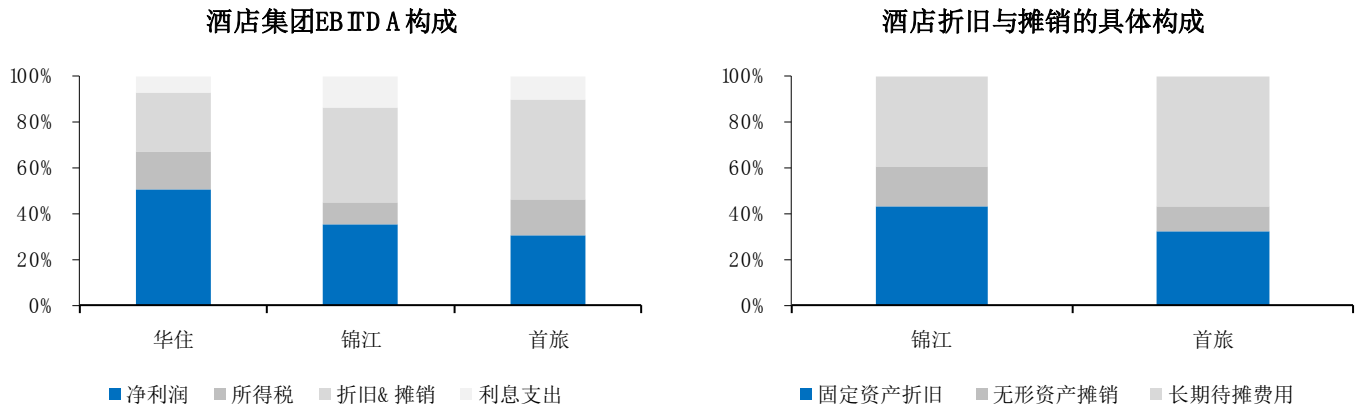
酒店折旧摊销占比较高，财务杠杆高，且做大后普遍存在跨国经营，EV/EBITDA 相比 PE 更适用。

目前酒店集团直营店占比高，且刚经历并购，直营店的固定资产折旧与收购形成的长期待摊费用摊销对净利润影响大。拆分酒店集团 EBITDA

构成发现：折旧摊销占比可达40%，其中主要为固定资产折旧和长期待摊费用。因此采用 EBITDA 指标能够更高度量酒店经营活动现金流的实际表现。

图 9：酒店 EBITDA 构成中折旧摊销占比近 40%

图 10：折旧摊销主要是固定资产折旧与长期待摊费用



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

酒店财务杠杆高，EV/EBITDA 考虑了杠杆，更可比。

EV/EBITDA 相比 PE 考虑到了企业不同财务杠杆对价值的影响，可比性更强。P/E 估值方法下，分子分母分别为权益的价值和股东的收益，而 EV 不仅包含股东价值，更包含了公司的债权价值；EBITDA 则不仅考虑了归属于股东的净利润，还包含了债权人的融资利息费用以及非现金成本。

资产盈利能力相同的企业，由于财务杠杆的差异，会导致 PE 差异较大，导致相对估值法可比性的下降。而企业不同资本结构对 EV/EBITDA 影响不大。因此对于财务杠杆较高的企业，EV/EBITDA 相比 PE 估值更能反映资产实际回报率水平，可比性优于 PE。

酒店普遍高负债，EV/EBITDA 估值可比性较强。分析国内及美股主要酒店财务结构可知，酒店普遍财务杠杆较高，资产负债率平均在 60% 以上，由此导致 ROE 受财务杠杆放大，因此适用相对估值法时，PE 估值受杠杆因素扭曲，可比性降低，而 EV/EBITDA 则更好反映了酒店真实价值，剔除了财务杠杆因素，更适合进行估值的比较。

此外，由于 EBITDA 指标并不考虑所得税影响，因此更加便于所得税税率不同的国家企业进行比较。

表 2：EV/EBITDA 估值考虑了企业财务杠杆因素

指标	指标含义	指标	指标含义
P	权益的市值（股价） 股价反应的是股东权益的市值，并未包含债权人的价值	EV	企业价值=市值+负债+少数股东权益+优先股权益-现金及等价物。简化计算： EV=P（市值）+Debt（债权价值，）-Cash（现金）
E	归母净利润（归母 EPS）	EBITDA	营业收入-营业费用=息税前利润（EBIT）

	归属于股东的收益		EBIT+折旧+摊销=EBITDA
			包含了利息费用，即债权人的收益
P/E	P/E 只包含了股东的收益和股权的市值，并没有考虑债权人的价值。	EV/EBITDA	指标中既包含了债权人的市值 (EV 中含有 Debt)，又包含了债权人的收益 (EBITDA 中包含利息费用)，因此考虑到了企业不同的杠杆水平。

数据来源：国泰君安证券研究

表 3：酒店普遍财务杠杆高，EV/EBITDA 更可比

代码	名称	资产负债率	PE	EV/EBITDA
600754.SH	锦江股份	65.99	19.58	11.44
600258.SH	首旅酒店	52.17	17.71	10.75
HTHT.O	华住酒店	73.66	40.35	33.75
MAR.O	万豪	90.61	24.40	17.19
CHH.N	精选酒店	116.14	24.04	13.86
HLT.N	希尔顿	96.01	14.75	17.47
H.N	凯悦酒店	51.89	9.31	6.18
WH.N	温德姆酒店	71.50	26.16	17.70
IHG.N	洲际酒店	128.70	18.66	2.75

数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究

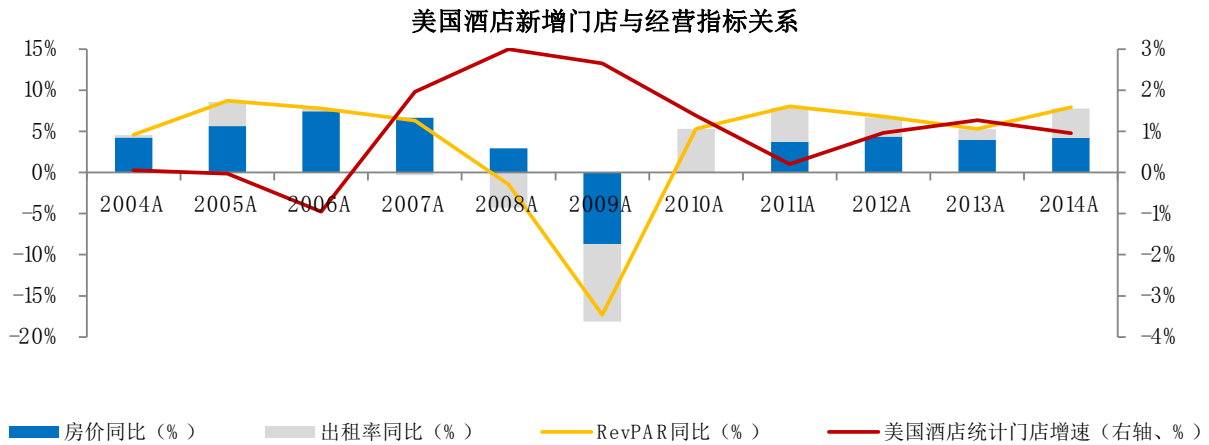
3. 为什么要寻找相对估值以外的方法

3.1. 国内酒店周期轮转快，导致业绩增速频繁波动

酒店周期时间长短一方面受到供给刚性的影响（酒店物业供给存在一定的刚性滞后，新建需 1 年以上，改造需 3-5 个月）。我们在 2018 年深度报告中有详细论述，这里不再重复。

酒店物业具有较高的进入和退出壁垒，较长的建设周期，导致其供给特征存在一定的刚性滞后。行业经营数据增速的高峰期往往是开工高峰，经过 12-18 个月建设周期后新开门店往往处于经营周期底部。

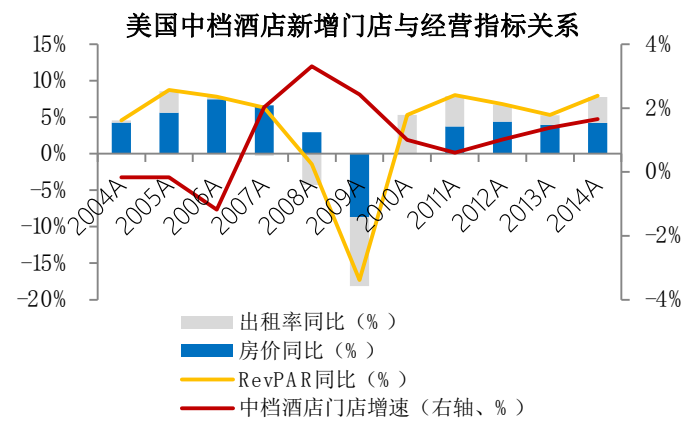
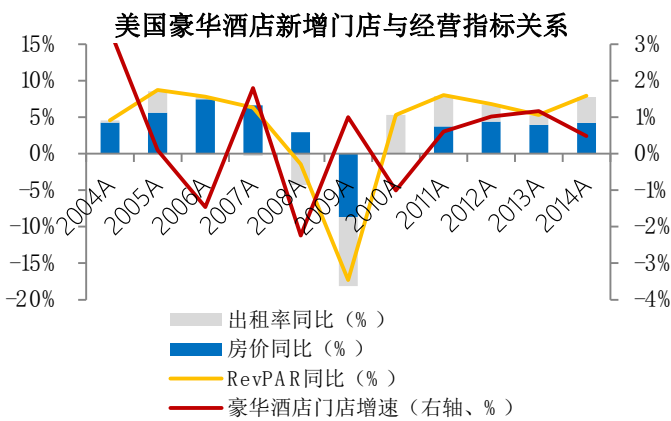
图 11: 美国酒店供给与 RevPAR 波动周期相关, 滞后 2 年



数据来源: Bloomberg、Euromonitor、国泰君安证券研究

图 12: 豪华酒店物业供给之后 RevPAR 周期

图 13: 中档酒店供给滞后 RevPAR 周期

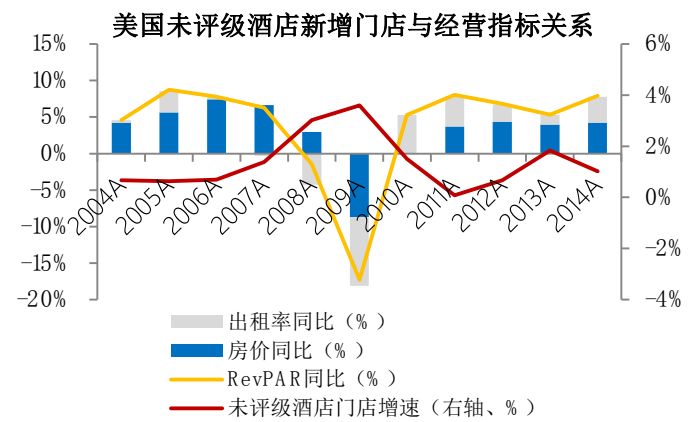
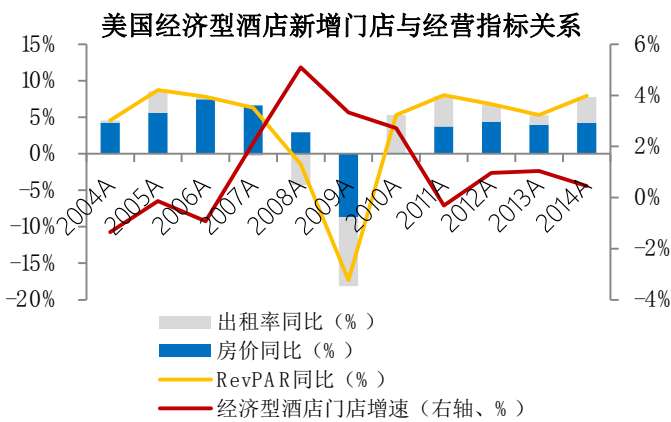


数据来源: Bloomberg、Euromonitor、国泰君安证券研究

数据来源: Bloomberg、Euromonitor、国泰君安证券研究

图 14: 经济型酒店供给滞后 RevPAR 周期

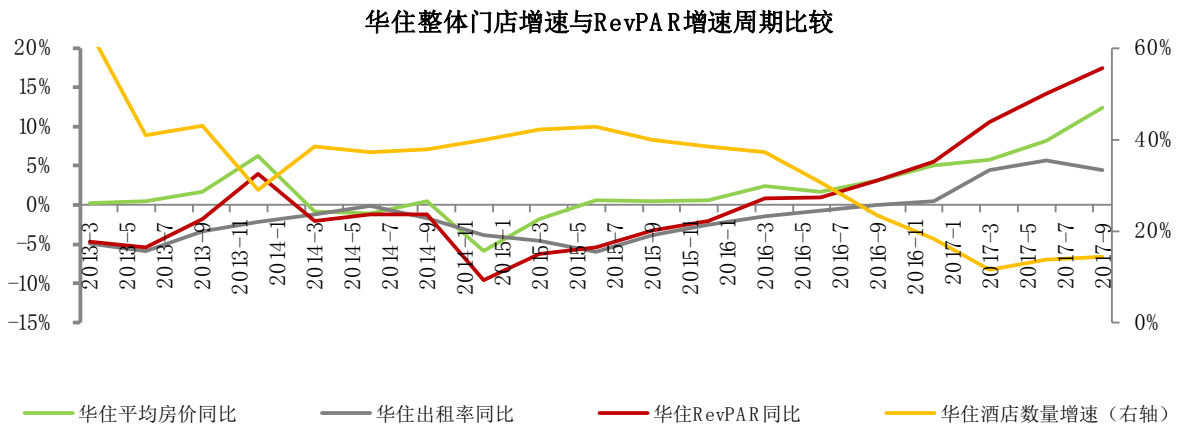
图 15: 未评级酒店供给增速波动幅度小, 但也有周期性



数据来源: Bloomberg、Euromonitor、国泰君安证券研究

数据来源: Bloomberg、Euromonitor、国泰君安证券研究

图 16: 中国酒店经营周期明显较短, 供给弹性相比海外更高



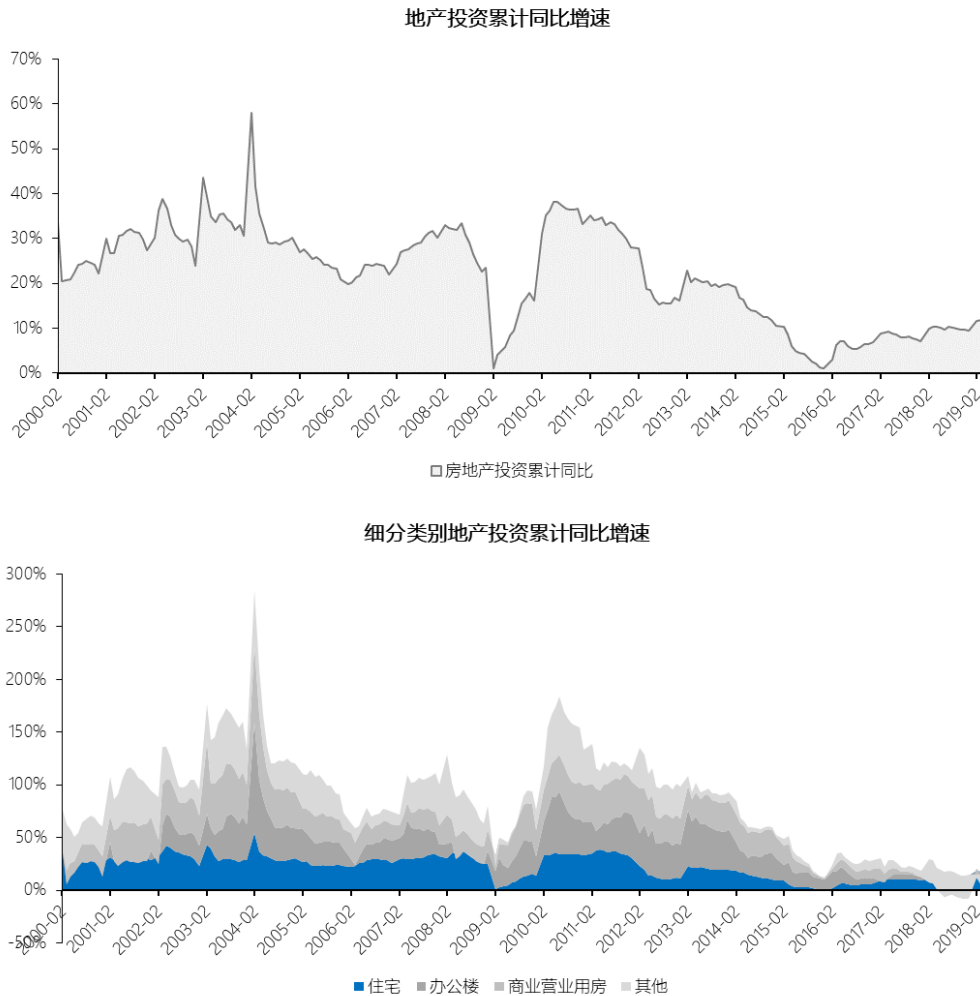
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

中国酒店周期普遍短于海外主要市场(美国、日本), 供给弹性高以及需求端的政策扰动均构成影响。

自 2003 年以来处于地产投资高峰期使得中国存量物业体量大, 此前受线上渗透率提升影响导致存量物业投资回报率并不高, 结合较低的酒店品牌连锁渗透率, 使得中国酒店行业的供给弹性高于海外。在酒店繁荣期, 处于成长期的酒店门店迅速扩张的边际成本并不高, 产能建设期的缩短是导致中国酒店行业经营周期较短的一个原因。

图 17: 地产高速投资期带来存量物业体量庞大，物业供给弹性高

自2000年以来持续10年以上的地产投资高速增长时期存量物业体量庞大，投资回报率并不高，使得此前酒店产能建设周期短、物业供给弹性高。



国泰君安证券社服团队制图

注：图中地产投资数据来自国家统计局，下图为地产投资增速的细分项增速拆分。

数据来源：国家统计局、Wind、国泰君安证券研究

同时，政策扰动对需求端也构成了较大影响。2012年底的限制三公消费使得酒店等高端可选消费以及商旅活跃度受到冲击，叠加欧债危机等因素，导致自2008年开始的酒店高速成长期进程中断。

供给侧现状：核心物业已经被连锁龙头开发殆尽，新建增量处于低位，写字楼空置率趋势性提高，转化为酒店仍有空间。

我们此前在深度报告《酒店投资时钟三：从供给周期看提价空间》中通过构建酒店物业供给的吸引力及阻力矩阵（商业地段、物业特性、盈利能力），分析了未来酒店行业供给增长的框架。

3.2. 单店模型业绩对房价更敏感

本文基于单店模型对单体酒店利润率、业绩增速对经营指标的弹性进行了敏感性测算，结果表明：

酒店业绩对经营数据指标的敏感性高。出租率提升 1pct 对经济型、中档分别带来 6.5%、5.1% 的业绩增速；平均房价上涨 1% 带来经济型/中档酒店 7.4%/5.1% 的业绩增速。而高星级酒店由于本身利润较低，固定成本占比更高，因此业绩弹性更大。

表 4：单店模型下利润增速对出租率及平均房价的敏感性测算

业绩增速	基准情况	1%	2%	3%	4%	5%	6%
经济型酒店							
出租率	92%	6.5%	13.0%	19.4%	25.9%	32.4%	38.9%
平均房价	168	7.4%	14.8%	22.2%	29.6%	37.0%	44.4%
中档酒店							
出租率	84%	5.1%	10.1%	15.2%	20.3%	25.3%	30.4%
平均房价	274	5.1%	10.2%	15.3%	20.3%	25.4%	30.5%
高星级酒店							
出租率	56%	51.2%	102.3%	153.5%	204.6%	255.8%	306.9%
平均房价	656	38.1%	76.2%	114.3%	152.4%	190.6%	228.7%

数据来源：国泰君安证券研究

由平均房价引起的 RevPAR 变动带来的业绩弹性更大。RevPAR 的变动主要由出租率和平均房价变动导致，这主要是由于出租率边际变动（平均房价一定）会带来变动成本的增加，而平均房价的增长则并不带来成本的边际变化（出租率一定）。

对于连锁酒店加盟店单店：

房价一定，中性假设出租率降低 1pct，净利润率经济型酒店降低 0.5pct，中档酒店降低 0.5pct，高星级酒店降低 0.8pct；

出租率一定，中性假设平均房价同增 3%，净利润率经济型酒店+1.7pct，中档酒店+1.5pct，高星级酒店+1.8pct。

表 5：单店模型下利润率对出租率敏感性测算

出租率敏感性	基准情况	-5%	-3%	-1%	1%	3%	5%
经济型酒店							
毛利润率 (%)	23.5%	24.1%	24.7%	25.2%	25.8%	26.4%	26.9%
毛利润率变动 (pct)	-	-3.3	-1.9	-0.6	0.6	1.8	2.9
净利润率 (%)	8.9%	6.4%	7.4%	8.4%	9.4%	10.3%	11.2%
净利润率波动 (pct)	-	-2.5	-1.5	-0.5	0.5	1.4	2.3
投资回收期 (年)	5.6	6.6	6.2	5.8	5.5	5.2	4.9
ROIC (%)	17.7%	15.2%	16.2%	17.2%	18.2%	19.2%	20.2%
ROIC 变动 (pct)	-	-2.5	-1.5	-0.5	0.5	1.5	2.5

中档酒店							
毛利润率 (%)	27.9%	24.4%	25.8%	27.2%	28.5%	29.8%	30.9%
毛利润率变动 (pct)	-	-3.5	-2.0	-0.7	0.6	1.9	3.1
净利润率 (%)	12.9%	10.3%	11.4%	12.4%	13.4%	14.4%	15.3%
净利润率波动 (pct)	-	-2.7	-1.6	-0.5	0.5	1.5	2.4
投资回收期 (年)	4.8	5.5	5.2	4.9	4.7	4.4	4.2
ROIC (%)	20.9%	18.1%	19.2%	20.3%	21.4%	22.5%	23.6%
ROIC 变动 (pct)	-	-2.8	-1.7	-0.6	0.6	1.7	2.8
高星级酒店							
毛利润率 (%)	14.2%	8.3%	10.8%	13.1%	15.2%	17.2%	19.1%
毛利润率变动 (pct)	-	-5.9	-3.4	-1.1	1.0	3.0	4.9
净利润率 (%)	1.6%	-2.8%	-0.9%	0.8%	2.4%	3.9%	5.3%
净利润率波动 (pct)	-	-4.4	-2.5	-0.8	0.8	2.3	3.7
投资回收期 (年)	8.7	12.9	10.8	9.3	8.2	7.3	6.6
ROIC (%)	11.5%	7.7%	9.2%	10.7%	12.2%	13.7%	15.2%
ROIC 变动 (pct)	-	-3.7	-2.2	-0.7	0.7	2.2	3.7

数据来源：国泰君安证券研究

表 6：单店模型下利润率对平均房价敏感性测算

平均房价敏感性	基准情况	-5%	-3%	-1%	1%	3%	5%
经济型酒店							
毛利润率 (%)	23.5%	19.6%	21.2%	22.7%	24.2%	25.6%	27.0%
毛利润率变动 (pct)	-	-3.9	-2.3	-0.7	0.7	2.1	3.5
净利润率 (%)	8.9%	5.9%	7.1%	8.3%	9.5%	10.5%	11.6%
净利润率波动 (pct)	-	-3.0	-1.8	-0.6	0.6	1.7	2.7
投资回收期 (年)	5.6	6.7	6.2	5.8	5.5	5.1	4.9
ROIC (%)	17.7%	14.9%	16.0%	17.2%	18.3%	19.4%	20.6%
ROIC 变动 (pct)	-	-2.9	-1.7	-0.6	0.6	1.7	2.9
中档酒店							
毛利润率 (%)	27.9%	24.2%	25.7%	27.2%	28.5%	29.9%	31.2%
毛利润率变动 (pct)	-	-3.6	-2.1	-0.7	0.7	2.0	3.3
净利润率 (%)	12.9%	10.2%	11.3%	12.4%	13.5%	14.5%	15.5%
净利润率波动 (pct)	-	-2.8	-1.6	-0.5	0.5	1.5	2.5
投资回收期 (年)	4.8	5.5	5.2	4.9	4.7	4.4	4.2
ROIC (%)	20.9%	18.1%	19.2%	20.3%	21.4%	22.5%	23.6%
ROIC 变动 (pct)	-	-2.8	-1.7	-0.6	0.6	1.7	2.8
高星级酒店							
毛利润率 (%)	14.2%	9.9%	11.7%	13.4%	15.0%	16.5%	18.0%
毛利润率变动 (pct)	-	-4.2	-2.5	-0.8	0.8	2.3	3.8
净利润率 (%)	1.6%	-1.5%	-0.2%	1.0%	2.2%	3.4%	4.5%
净利润率波动 (pct)	-	-3.2	-1.9	-0.6	0.6	1.8	2.9
投资回收期 (年)	8.7	11.5	10.2	9.2	8.3	7.6	7.0

ROIC (%)	11.5%	8.7%	9.8%	10.9%	12.0%	13.1%	14.2%
ROIC 变动 (pct)	-	-2.8	-1.7	-0.6	0.6	1.7	2.8

数据来源：国泰君安证券研究

表 7：单店模型看酒店经营杠杆高，固定成本占比 80%

	经济型酒店	中高端酒店	五星级酒店	备注
房间数 (间)	100	150	350	
单房面积 (平米)	25	35	40	
总面积 (平米)	2500	5250	14000	
初始投资额 (万元/间)	6.5	10.0	15	
总投资 (万元)	650	1500	5250	
租金 (元/平米)	2.0	2.2	2.3	
年租金 (万元)	183	422	1175.3	
房价 (元/间晚)	168	274	656	
入住率 (%)	92%	84%	56%	
RevPAR	155	230	370	
年客房收入 (万元)	565	1260	4727	
其他收入 (万元)			4990	五星级酒店其他收入包括餐饮、会议等其他项目
收入总计 (万元)	565	1260	9718	
增值税率 (%)	3.00%	5.66%	5.66%	小规模纳税人按收入 3% 征收，一般纳税人 6% 税率，相当于 5.66% 等效营业税
增值税 (万元)	17	93	267	
成本总计 (万元)	416	871	8781	
员工数	18	30	455	汉庭人房比 0.18，全季人房比 0.2，五星级酒店为 1.3
人年均工资 (万元)	4	4	8	
人工费用 (万元)	72	120	3640	
租金 (万元)	183	422	1175	
能耗 (万元)	40	70	472	有限服务型能耗收入占比 7%，五星级 10%
消耗品 (万元)	56	109	472	有限服务型消耗品收入占比 5%，五星级 10%
折旧 (万元)	65	150	525	
其他成本 (万元)			2495	其他成本主要为餐饮成本
毛利 (万元)	132	351	669	
毛利率 (%)	23.4%	27.9%	14.2%	
费用总计 (万元)	66	134	567	
首次加盟费 (万元)	3	5		首次加盟费每间 3000 元，不低于 20 万，

8年摊销

持续加盟费率 (%)	5%	5%	
持续加盟费 (万元)	28	63	
订房渠道费率 (%)	7%	7%	按每单 7%收取, 每单 20 元封顶
订房渠道费 (万元)	16	35	中档订票系统会员预订占比 36.6%
总部费用及其他 (万元)			567 加盟店不需要再缴纳总部费用, 已经在加盟费中
EBITDA (万元)	132	367	627
EBITDA 率 (%)	23.4%	29.1%	6.5%
税前利润 (万元)	67	217	102
所得税税率 (%)	25%	25%	25%
所得税 (万元)	17	54	25
净利润 (万元)	50	163	76
净利润率 (%)	8.9%	12.9%	1.6%
投资回收期 (年)	5.6	4.8	8.7
ROIC (%)	17.7	20.9%	11.5%

注: ¹经济型酒店我们采用了下汉庭酒店数据, 中端酒店我们采用了全季酒店数据;

²所有有限服务型酒店均采用加盟店模型;

³由于高端酒店装修成本差异大, 我们在此仅选取全国平均水平进行测算, 具体到不同酒店会有较大差异;

数据来源: 国泰君安证券研究

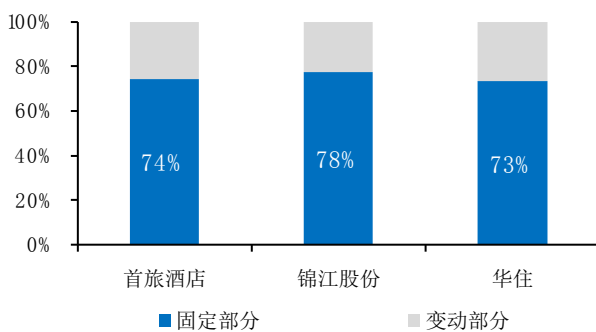
3.3. 未来 1: 加盟店占比提升, 经营杠杆降低

直营店占主导时代, 酒店固定成本占比高, 经营杠杆高, 业绩对经营数据高度敏感。酒店成本可分为固定成本和变动成本, 固定成本主要包括: 租金、折旧、人工费用 (酒店人房比相对固定); 变动成本包括: 能耗、消耗品。直营店主导时代, 固定成本占成本的 80% 以上, 经营杠杆高导致了很大的业绩弹性。

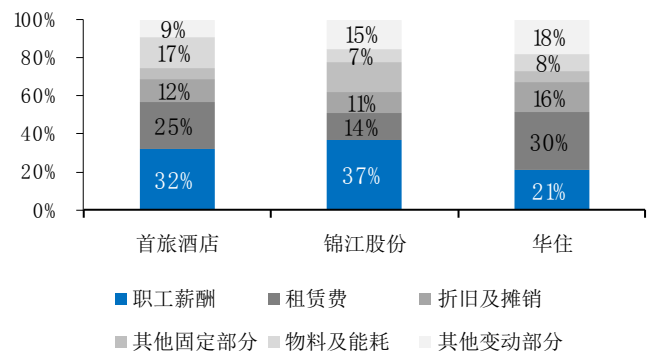
图 18: 酒店集团成本费用中固定部分占比在 70% 以上

图 19: 职工薪酬、租金以及折旧摊销是最重要的三部分

三大酒店集团固定成本及费用比例



三大酒店集团成本结构



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

加盟占比提升，酒店经营杠杆正趋势性降低。以华住为例，其集团整体经营杠杆经历了先提升后降低的过程：

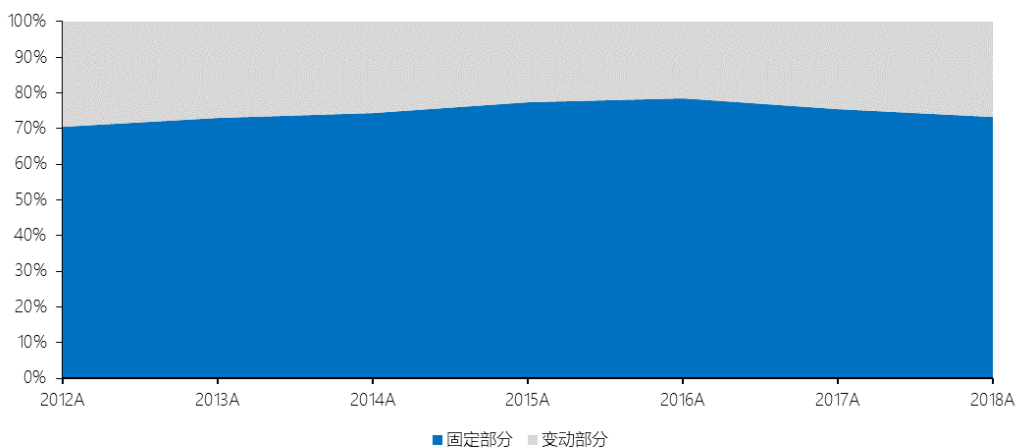
2012-2016年：酒店行业位于周期底部，华住逆市布局优质资源和中高端产品，地理位置优越的物业被华住发展为直营店、中高端推广初期需要大量直营店作为加盟样本酒店，由此导致其集团经营杠杆持续提高，细分项看，直营店的租金及折旧摊销占比持续提升。

2016年至今：直营店布局放缓、中高端模型成熟，开店以加盟店为主，租金成本及折旧摊销占比持续下降；与此同时，加盟开店加速带来开店费用、销售费用等变动成本费用占比提高，由此导致集团经营杠杆趋势性降低。

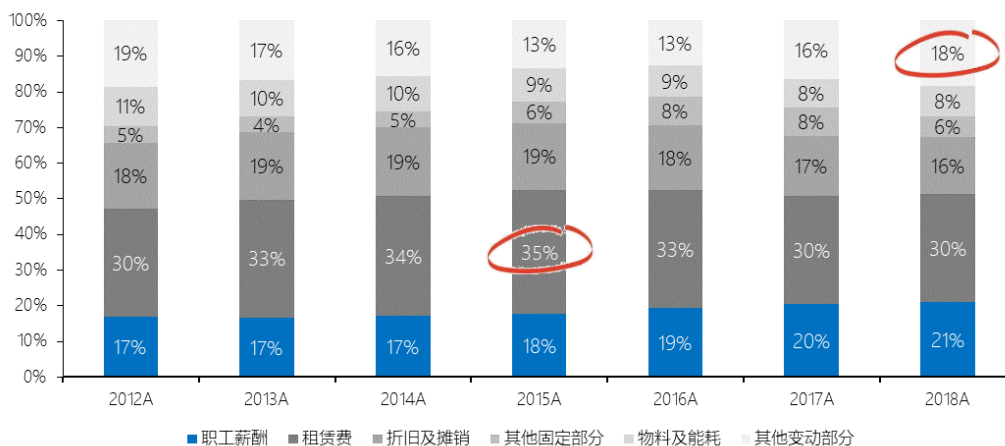
图 20：华住经营杠杆经历了先提高，后降低的过程

2012年以来华住经营杠杆经历了先增后降的过程。其中2012-2015年期间固定成本占比持续提高，房租、折旧占比持续提高，此阶段华住周期底部布局优质资源，发展中高端直营店；2016年后以加盟店为主，租金和折旧均降低，但开店费用增加，与加盟店开店加速相符合。

华住酒店变动成本及固定成本占比



华住酒店成本细项分解



国泰君安证券社服团队制图

注：图中将职工薪酬、租赁费、折旧及摊销以及其他固定部分计入固定成本，需要注意的是固定成本并非不变，而是其变动与营业收入之间弹性小于1，即：不会随着营收大幅波动而波动；其他变动部分中包含开店费用，因此占比团队提升与新开加盟店加速有关。

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3.4. 未来 2：开店对冲单店经营数据波动

进一步各大酒店集团整体经营数据对营业收入、业绩增速的影响进行分析（锦江股份旗下拥有多家酒店集团，敏感性测试偏差较大），结果表明：

首旅如家：同店 RevPAR 增速降至-2%至-3%区间时整体 RevPAR 不增长：

参考 2018 年数据：同店 RevPAR 增速 2.8%，整体增速 4.2%，由此推算新店 RevPAR 平均增速在 20-25% 区间内；

给定新店增速 20-25% 区间，当同店 RevPAR 增速同比在-2%至-3% 区间内时，整体 RevPAR 增速将不增长或负增长；

2019 年一季度如家酒店同店 RevPAR 增速为-3%，整体 RevPAR 增速将至-0.5%，与敏感性测试结果一致。

表 8：如家整体 RevPAR 增速波动与同店及新增门店 RevPAR 波动敏感性测算

新增门店 RevPAR 增速（横轴） 同店 RevPAR 增速（纵轴）	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
-5%	-5.27%	-4.81%	-4.35%	-3.89%	-3.43%	-2.97%	-2.51%	-2.05%
-4%	-4.36%	-3.90%	-3.45%	-2.99%	-2.53%	-2.07%	-1.61%	-1.15%
-3%	-3.46%	-3.00%	-2.54%	-2.08%	-1.62%	-1.16%	-0.70%	-0.24%
-2%	-2.55%	-2.09%	-1.63%	-1.17%	-0.72%	-0.26%	0.20%	0.66%
-1%	-1.65%	-1.19%	-0.73%	-0.27%	0.19%	0.65%	1.11%	1.57%
0	-0.74%	-0.28%	0.18%	0.64%	1.10%	1.55%	2.01%	2.47%
1%	0.16%	0.62%	1.08%	1.54%	2.00%	2.46%	2.92%	3.38%
2%	1.07%	1.53%	1.99%	2.45%	2.91%	3.37%	3.83%	4.28%
3%	1.97%	2.43%	2.89%	3.35%	3.81%	4.27%	4.73%	5.19%
4%	2.88%	3.34%	3.80%	4.26%	4.72%	5.18%	5.64%	6.10%
5%	3.78%	4.24%	4.70%	5.16%	5.62%	6.08%	6.54%	7.00%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：表中根据 2018 年年报数据同店增速 3%，整体增速 4.2%推算新增门店增速在 20-25% 区间；

给定 20-25% 新店 RevPAR 增速，对应整体 RevPAR 同比不增长的同店增速为-2-3%，上述数据与 2019Q1 数据吻合。

进一步对营业收入增速、业绩增速对整体 RevPAR 增速及开店增速进行了敏感性测试。结果表明：

- 营收及业绩增速对经营指标的变动相比门店增速更加敏感（假定新开门店全部为加盟店的情况）；
- 营收增速几乎与整体 RevPAR 增速同步或弹性稍弱（由于收入中包含加盟费用所致）；
- 在新开加盟店数量为 600 间假设下，当整体 RevPAR 增速降至 0% 至-1% 区间内时业绩将出现负增长（对应同店 RevPAR 增速降至-3% 至-4%）。

➤ 开店将在一定程度上对冲经营数据波动：对如家而言，每多开 100 家门店将带来 4% 的业绩增速。

表 9：如家整体 RevPAR 增速对业绩增速敏感性测算

整体 RevPAR (横轴)	基准	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
营业收入 (百万元)	7,111	6,743	6,812	6,881	6,950	7,019	7,088	7,157	7,226	7,295	7,364	7,433
同比增速		-5.18%	-4.20%	-3.23%	-2.26%	-1.29%	-0.32%	0.65%	1.62%	2.59%	3.56%	4.53%
新开门店数	438	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600
关店数	232	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250
净增加门店数	206	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350
全部直营店门店收入 (百万元)	5,780	5,154	5,209	5,263	5,317	5,371	5,426	5,480	5,534	5,588	5,643	5,697
公司加盟管理费收入 (只包含存量)	1,152	1,324	1,338	1,352	1,366	1,380	1,394	1,408	1,422	1,436	1,450	1,464
增量门店收入 (百万元)	279	388	390	391	393	395	396	398	400	402	403	405
其中：首次加盟费	160	228	228	228	228	228	228	228	228	228	228	228
新增持续加盟费收入	118	160	162	163	165	167	169	170	172	174	175	177
净利润	811	641	680	719	757	796	835	873	912	951	990	1,028
净利润率增速 (%)		-20.9%	-16.1%	-11.4%	-6.6%	-1.8%	3.0%	7.7%	12.5%	17.3%	22.1%	26.9%

附：净利润率增速对整体 RevPAR 及新开门店数敏感性测算

新增门店数量(纵轴) /整体 RevPAR 增速	基准	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
300		-34.3%	-29.6%	-24.9%	-20.1%	-15.4%	-10.7%	-6.0%	-1.3%	3.4%	8.2%	12.9%
400		-29.8%	-25.1%	-20.4%	-15.6%	-10.9%	-6.2%	-1.4%	3.3%	8.1%	12.8%	17.5%
500		-25.4%	-20.6%	-15.9%	-11.1%	-6.4%	-1.6%	3.2%	7.9%	12.7%	17.4%	22.2%
600		-20.9%	-16.1%	-11.4%	-6.6%	-1.8%	3.0%	7.7%	12.5%	17.3%	22.1%	26.9%
700		-16.5%	-11.7%	-6.9%	-2.1%	2.7%	7.5%	12.3%	17.1%	21.9%	26.7%	31.5%
800		-12.0%	-7.2%	-2.4%	2.4%	7.3%	12.1%	16.9%	21.7%	26.5%	31.3%	36.2%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

华住同店 RevPAR 增速降至-4%至-6%区间时整体 RevPAR 不增长。

参考 2019 年一季度数据：同店 RevPAR 增速-0.4%，整体增速 2.9%，由此推算新店 RevPAR 平均增速在 10-15% 区间内；

给定新店增速 10-15% 区间，当同店 RevPAR 增速同比在-4%至-6% 区间内时，整体 RevPAR 增速将不增长或负增长；

表 10：华住整体 RevPAR 增速波动与同店及新增门店 RevPAR 波动敏感性测算

新增门店 RevPAR 增速 (横轴)	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
同店 RevPAR 增速 (纵轴)								
-10%	-8.67%	-7.06%	-5.46%	-3.85%	-2.24%	-0.64%	0.97%	2.58%
-8%	-7.32%	-5.71%	-4.10%	-2.50%	-0.89%	0.72%	2.32%	3.93%
-6%	-5.97%	-4.36%	-2.75%	-1.15%	0.46%	2.07%	3.67%	5.28%
-4%	-4.62%	-3.01%	-1.40%	0.20%	1.81%	3.42%	5.02%	6.63%
-2%	-3.26%	-1.66%	-0.05%	1.56%	3.16%	4.77%	6.38%	7.98%
0	-1.91%	-0.31%	1.30%	2.91%	4.51%	6.12%	7.73%	9.33%
2%	-0.56%	1.04%	2.65%	4.26%	5.86%	7.47%	9.08%	10.69%
4%	0.79%	2.40%	4.00%	5.61%	7.22%	8.82%	10.43%	12.04%
6%	2.14%	3.75%	5.35%	6.96%	8.57%	10.17%	11.78%	13.39%
8%	3.49%	5.10%	6.70%	8.31%	9.92%	11.53%	13.13%	14.74%
10%	4.84%	6.45%	8.06%	9.66%	11.27%	12.88%	14.48%	16.09%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：表中根据 2019 年一季报数据同店增-0.4%，整体增速 2.9%推算新增门店增速在 10-15%区间。

华住新增门店本身基数高，经营表现好可能是其新店增速低于首旅的原因。

1200 家新开门店假设下，整体 RevPAR 下滑至-5%以下区间时业绩负增长，目前预计公司 2019 年应收增速 13-15%，对应整体 RevPAR 增速为 +3%。

而新开门店数量的变化同样对业绩增速构成较大影响，但弹性低于 RevPAR 变动，详细测算见下表：

表 11：华住整体 RevPAR 增速对业绩增速敏感性测算

整体 RevPAR (横轴)	基准	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
营业收入 (百万元)	10,063	10,539	10,650	10,760	10,870	10,980	11,090	11,200	11,310	11,420	11,530	11,640
同比增速		4.7%	5.8%	6.9%	8.0%	9.1%	10.2%	11.3%	12.4%	13.5%	14.6%	15.7%
新开门店数	723	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
关店数	239	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250
净增加门店数	484	950	950	950	950	950	950	950	950	950	950	950
全部直营店门店收入 (百万元)	7,889	7,840	7,922	8,005	8,088	8,170	8,253	8,335	8,418	8,500	8,583	8,665
公司加盟管理费收入 (只包含存量)	2,183	2,546	2,573	2,599	2,626	2,653	2,680	2,706	2,733	2,760	2,787	2,814
增量门店收入 (百万元)	296	483	487	491	495	499	503	508	512	516	520	524
其中：首次加盟费	50	84	84	84	84	84	84	84	84	84	84	84
新增持续加盟费收入	246	398	402	407	411	415	419	423	427	432	436	440

净利润	1,713	1,661	1,725	1,788	1,851	1,915	1,978	2,042	2,105	2,168	2,232	2,295
净利润率增速 (%)		-3.0%	0.7%	4.4%	8.1%	11.8%	15.5%	19.2%	22.9%	26.6%	30.3%	34.0%

附：净利润率增速对整体 RevPAR 及新开门店数敏感性测算

新增门店数量(纵轴) /整体 RevPAR 增速	基准	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
800		-8.7%	-5.1%	-1.4%	2.2%	5.9%	9.5%	13.2%	16.8%	20.5%	24.1%	27.8%
900		-7.3%	-3.6%	0.0%	3.7%	7.4%	11.0%	14.7%	18.3%	22.0%	25.7%	29.3%
1000		-5.9%	-2.2%	1.5%	5.1%	8.8%	12.5%	16.2%	19.9%	23.5%	27.2%	30.9%
1100		-4.5%	-0.8%	2.9%	6.6%	10.3%	14.0%	17.7%	21.4%	25.1%	28.7%	32.4%
1200		-3.0%	0.7%	4.4%	8.1%	11.8%	15.5%	19.2%	22.9%	26.6%	30.3%	34.0%
1300		-1.6%	2.1%	5.8%	9.5%	13.2%	17.0%	20.7%	24.4%	28.1%	31.8%	35.5%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3.5. 未来 3：来自需求和成本双重压力，会不断升级

需求端：消费升级与商旅预算受限使得中档酒店需求集中爆发，驱动中档开店加速以及经济型升级。

中档酒店是一般企业员工在预算约束下的最优选择。参考财政部《中央和国家机关差旅管理办法》，可估算出北京上海两地一般企业职工差旅标准区间为 400-600 元（基准为 500）。综合考虑五星级酒店、中档酒店及经济型酒店在上海北京两地的平均房价，中档酒店是在预算约束下的最优选择，其定位契合经济新常态下的商旅住宿需求。

中档酒店性价比高，契合出游客人消费升级需求。在“住得好点”的意愿驱动下，消费者愿意为更高品质的住宿体验付出溢价，但并不追求高价格的奢华体验，性价比仍是关键指标。

供给侧：租金及人工成本的快速上涨或许才是酒店产品加速升级更重要的原因。经济型酒店第一轮产能扩张集中在 2008-2010 年区间，相比 2008 年，中国一线城市及重点城市优质写字楼及优质首层零售物业租金均有较大幅度提升。

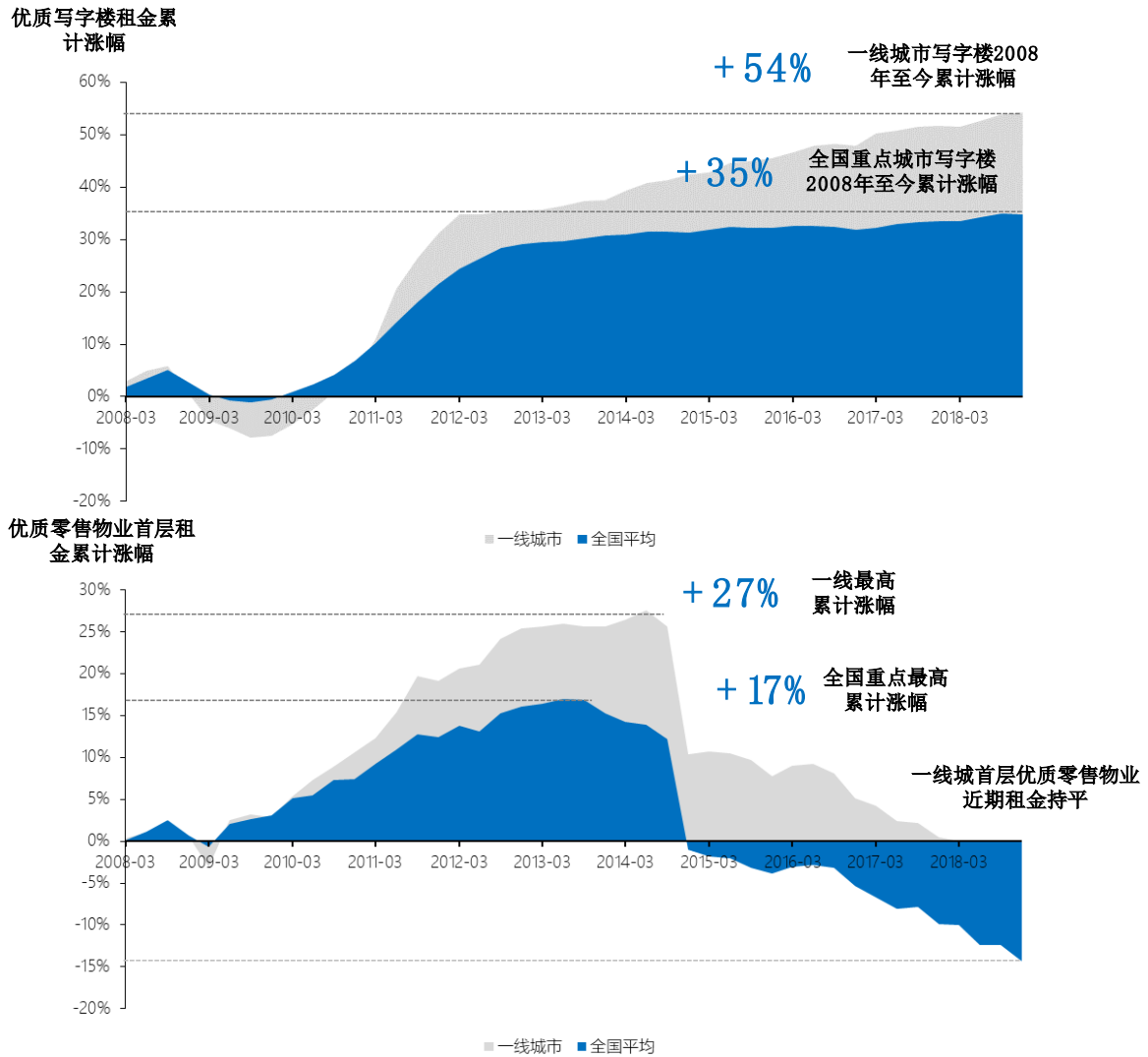
以优质写字楼租金以及优质零售物业首层租金作为酒店物业租金的代理变量，本文试图寻找中档酒店诞生及快速发展的成本端原因，**结果表明：租金最高涨幅区间恰好与中档酒店诞生以及经济型酒店开始升级时间点相互吻合。**

相比 2008 年一线城市优质写字楼租金累计涨幅 54%，全国重点城市优质写字楼租金累计涨幅 35%；

一线城市优质首层零售物业租金累计最高涨幅 27%，全国累计最高涨幅 17%，且出现在 2014 年，这一时间区间恰好是中档酒店产品模型开始设计成熟并开始逐步投放进入市场的时间。

图 21: 相比 2008 年酒店物业密集签约期, 物业租金普遍大幅上涨

一线以及全国重点城市写字楼租金自2008年以来均有较大涨幅; 优质零售首层物业一线及全国在2014年期间最高涨幅超27% /17% , 目前零售物业租金有所下滑。



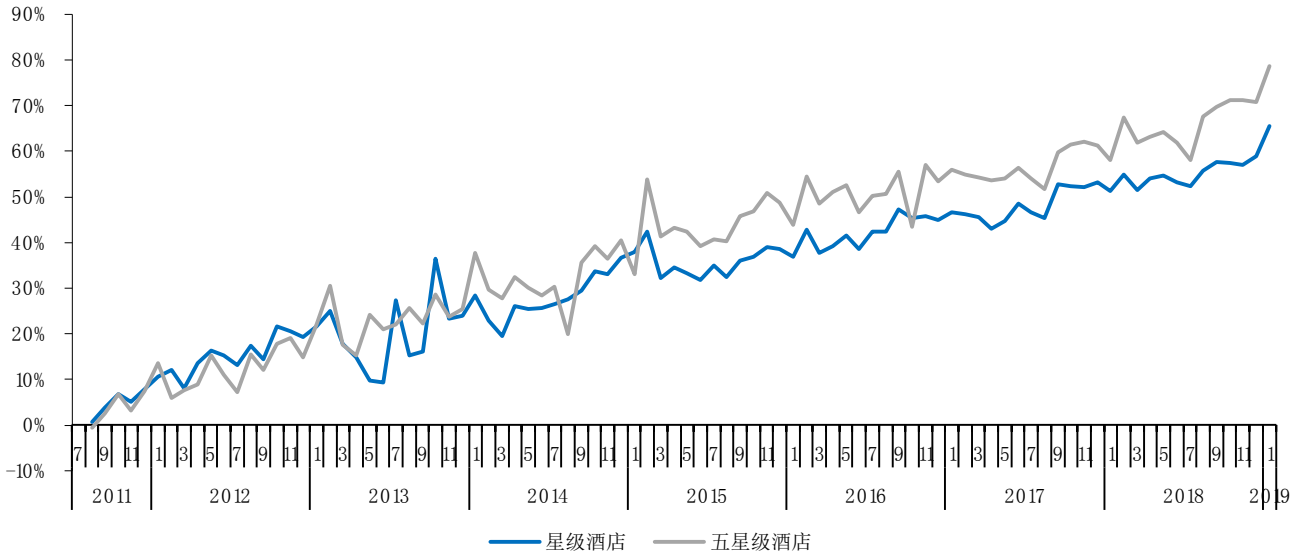
国泰君安证券社服团队制图

注: 图中核心城市包括: 北京/上海/广州/深圳/天津/沈阳/大连/南京/杭州/宁波/青岛/武汉

数据来源: 世邦魏理仕、国泰君安证券研究

图 22: 中国星级酒店员工自 2011.7 月以来工资累计涨幅 65%，五星级 78%

全国星级酒店及五星级酒店员工薪酬累计涨幅



数据来源: 中国饭店业协会、国泰君安证券研究

本文进一步以加盟店经营模型为基准, 研究了 EBITDA、净利润率、以及投资回收期对租金以及人工成本上涨幅度的敏感性。

结果表明:

单店盈利能力对租金敏感性较高: 若租金涨幅达到 40% 则单店不盈利, 若租金上涨 80%, 则 EBITDA 为负值; 若租金上涨 100%, 净利润率降低至 -15.3%。

人工成本上涨同样对利润率影响较大, 但敏感性低于租金: 若平均工资上涨 100% 则单店不盈利; 若人工成本上涨 200% 则 EBITDA 接近为负。

表 12: 单店加盟店利润率及回报率对租金的敏感性测算

租金涨幅	基准	20%	30%	40%	50%	70%	80%	90%	100%
房间数 (间)	100	100	100	100	100	100	100	100	100
单房面积 (平方米)	25	25	25	25	25	25	25	25	25
总面积 (平方米)	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500
租金 (元/平/天)	2.00	2.40	2.60	2.80	3.00	3.40	3.60	3.80	4.00
年租金 (万元)	182.5	219.0	237.3	255.5	273.8	310.3	328.5	346.8	365.0
房价 (元/间晚)	168.25	168.25	168.25	168.25	168.25	168.25	168.25	168.25	168.25
入住率 (%)	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
RevPAR	154.79	154.79	154.79	154.79	154.79	154.79	154.79	154.79	154.79
年收入 (万元)	564.98	564.98	564.98	564.98	564.98	564.98	564.98	564.98	564.98
毛利 (万元)	132.5	96.0	77.7	59.5	41.2	4.7	-13.5	-31.8	-50.0
毛利率 (%)	23.4%	17.0%	13.8%	10.5%	7.3%	0.8%	-2.4%	-5.6%	-8.9%

费用总计 (万元)	65.54	65.54	65.54	65.54	65.54	65.54	65.54	65.54	65.54
EBITDA (万元)	131.9	95.4	77.2	58.9	40.7	4.2	-14.1	-32.3	-50.6
净利润 (万元)	50.2	22.8	9.1	-4.5	-18.2	-45.6	-59.3	-73.0	-86.7
净利润率 (%)	8.9%	4.0%	1.6%	-0.8%	-3.2%	-8.1%	-10.5%	-12.9%	-15.3%
同比变动 (pct)		-4.85	-7.27	-9.69	-12.11	-16.96	-19.38	-21.80	-24.23
回收期 (年)	5.6	7.4	8.8	10.8	13.9	33.5	113.9	-81.5	-30.0
ROIC	17.7%	13.5%	11.4%	9.3%	7.2%	3.0%	0.9%	-1.2%	-3.3%
ROIC 变动 (pct)		-4.21	-6.32	-8.42	-10.53	-14.74	-16.85	-18.95	-21.06

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

表 13: 单店加盟店利润率及回报率对人工成本的敏感性测算

工资涨幅	基准	30%	50%	100%	120%	150%	200%	210%	250%
房间数 (间)	100	100	100	100	100	100	100	100	100
单房面积 (平方米)	25	25	25	25	25	25	25	25	25
总面积 (平方米)	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500
租金 (元/平/天)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
年租金 (万元)	182.5	182.5	182.5	182.5	182.5	182.5	182.5	182.5	182.5
房价 (元/间晚)	168.25	168.25	168.25	168.25	168.25	168.25	168.25	168.25	168.25
入住率 (%)	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
RevPAR	154.79	154.79	154.79	154.79	154.79	154.79	154.79	154.79	154.79
年收入 (万元)	564.98	564.98	564.98	564.98	564.98	564.98	564.98	564.98	564.98
成本总计 (万元)	415.5	437.7	452.7	489.3	504.2	526.4	563.0	570.7	600.1
其中: 人工费用	72	93.6	108	144	158.4	180	216	223.2	252
其中: 租金	182.5	182.5	182.5	182.5	182.5	182.5	182.5	182.5	182.5
其中: 折旧	65	65	65	65	65	65	65	65	65
毛利 (万元)	132.5	113.6	101.9	68.5	56.8	37.9	4.6	0.1	-26.0
毛利率 (%)	23.4%	20.0%	17.8%	11.9%	9.8%	6.5%	0.8%	0.0%	-4.4%
费用总计 (万元)	65.54	65.86	66.17	66.48	66.79	67.10	67.42	67.73	68.04
EBITDA (万元)	131.9	112.7	100.7	67.1	55.0	35.8	2.2	-2.6	-29.1
净利润 (万元)	50.2	35.8	26.8	1.5	-7.5	-21.9	-47.1	-50.7	-70.5
净利润率 (%)	8.9%	6.3%	4.7%	0.3%	-1.3%	-3.8%	-8.1%	-8.6%	-11.9%
同比变动 (pct)		-2.59	-4.20	-8.62	-10.18	-12.65	-16.94	-17.51	-20.81
回收期 (年)	5.6	6.4	7.1	9.8	11.3	15.1	36.3	45.5	-117.2
ROIC	17.7%	15.5%	14.1%	10.2%	8.9%	6.6%	2.8%	2.2%	-0.9%

ROIC 变动 (pct)	-2.22	-3.61	-7.49	-8.87	-11.09	-14.97	-15.53	-18.58
---------------	-------	-------	-------	-------	--------	--------	--------	--------

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

中档酒店及经济型酒店升级后定价恰好与租金及人工成本上涨后维持所需的利润率需要的提价幅度吻合。本文测算了在租金上涨 50%，人工上涨 30% 的中性情况下，为达到盈亏平衡、经济型酒店正常收益率以及中档酒店收益率的情况，房价所需要涨的幅度，以了解中档酒店的定价是否与租金及人工的上涨幅度相关。

结果表明:

10%为盈亏平衡下 ADR 涨幅: 中性假设下，房价上涨 10%，则净利润率将恢复为正，即实现盈亏平衡需要房价提升 10%；

ADR+40%可恢复正常利润率涨幅: 若希望恢复到经济型酒店约 12-15% 的净利润率水平，需要房价提升 40%，考虑到房价上装带来的可能的出租率降幅，即 RevPAR 涨幅在 30-40% 情况下可恢复原有利润率，这与目前经济型酒店在同档次内升级为经济型优选产品 RevPAR 提高 30% 区间一致；

ADR+100%才能达到中档酒店利润率: 若希望达到中档酒店 20% 以上盈利能力，需要房价提升 100%，这与目前中档酒店与经济型酒店 RevPAR 上的差异区间相吻合。

表 14: 租金上涨 50%，人工上涨 30%，恢复利润率所需要的房价提升幅度测算

	基准	5%	10%	20%	25%	30%	40%	50%	100%
房间数 (间)	100	100	100	100	100	100	100	100	100
单房面积 (平米)	25	25	25	25	25	25	25	25	25
总面积 (平米)	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500
租金 (元/平/天)	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80
年租金 (万元)	255.5	255.5	255.5	255.5	255.5	255.5	255.5	255.5	255.5
房价 (元/间晚)	169.25	177.71	186.18	203.10	211.56	220.03	236.95	253.88	338.50
入住率 (%)	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
RevPAR	155.71	163.50	171.28	186.85	194.64	202.42	217.99	233.57	311.42
年收入 (万元)	568.34	596.76	625.18	682.01	710.43	738.84	795.68	852.51	1,136.68
成本总计 (万元)	510.7	515.5	520.4	530.0	534.9	539.7	549.4	559.0	607.3
其中: 人工费用	93.6	93.6	93.6	93.6	93.6	93.6	93.6	93.6	93.6
其中: 租金	255.5	255.5	255.5	255.5	255.5	255.5	255.5	255.5	255.5
其中: 折旧	65	65	65	65	65	65	65	65	65
毛利 (万元)	40.6	63.3	86.0	131.5	154.2	177.0	222.4	267.9	495.2
毛利率 (%)	7.1%	10.6%	13.8%	19.3%	21.7%	24.0%	28.0%	31.4%	43.6%
费用总计 (万元)	65.86	68.50	71.14	76.43	79.07	81.71	87.00	92.28	118.71

EBITDA (万元)	39.7	59.8	79.9	120.1	140.2	160.3	200.4	240.6	441.5
净利润 (万元)	-19.0	-3.9	11.2	41.3	56.4	71.4	101.6	131.7	282.4
净利润率 (%)	-3.3%	-0.7%	1.8%	6.1%	7.9%	9.7%	12.8%	15.5%	24.8%
同比变动 (pct)		2.68	5.12	9.39	11.27	13.01	16.10	18.79	28.18
回收期 (年)	14.1	10.6	8.5	6.1	5.4	4.8	3.9	3.3	1.9
ROIC	7.1%	9.4%	11.7%	16.4%	18.7%	21.0%	25.6%	30.3%	53.4%
ROIC 变动 (pct)		2.32	4.64	9.27	11.59	13.91	18.55	23.18	46.36

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

3.6. 短期内情绪主导估值波动，业绩将在长期影响

本文希望从两个维度对酒店估值波动性进行进一步分析：

- 1) 对同一酒店而言，随着自身加盟占比提高，业绩波动率的下降，其自身估值的波动性是否会降低；
- 2) 对于加盟占比不同导致业绩波动性不同的酒店集团，剔除市场影响后，其估值的波动性是否不同。

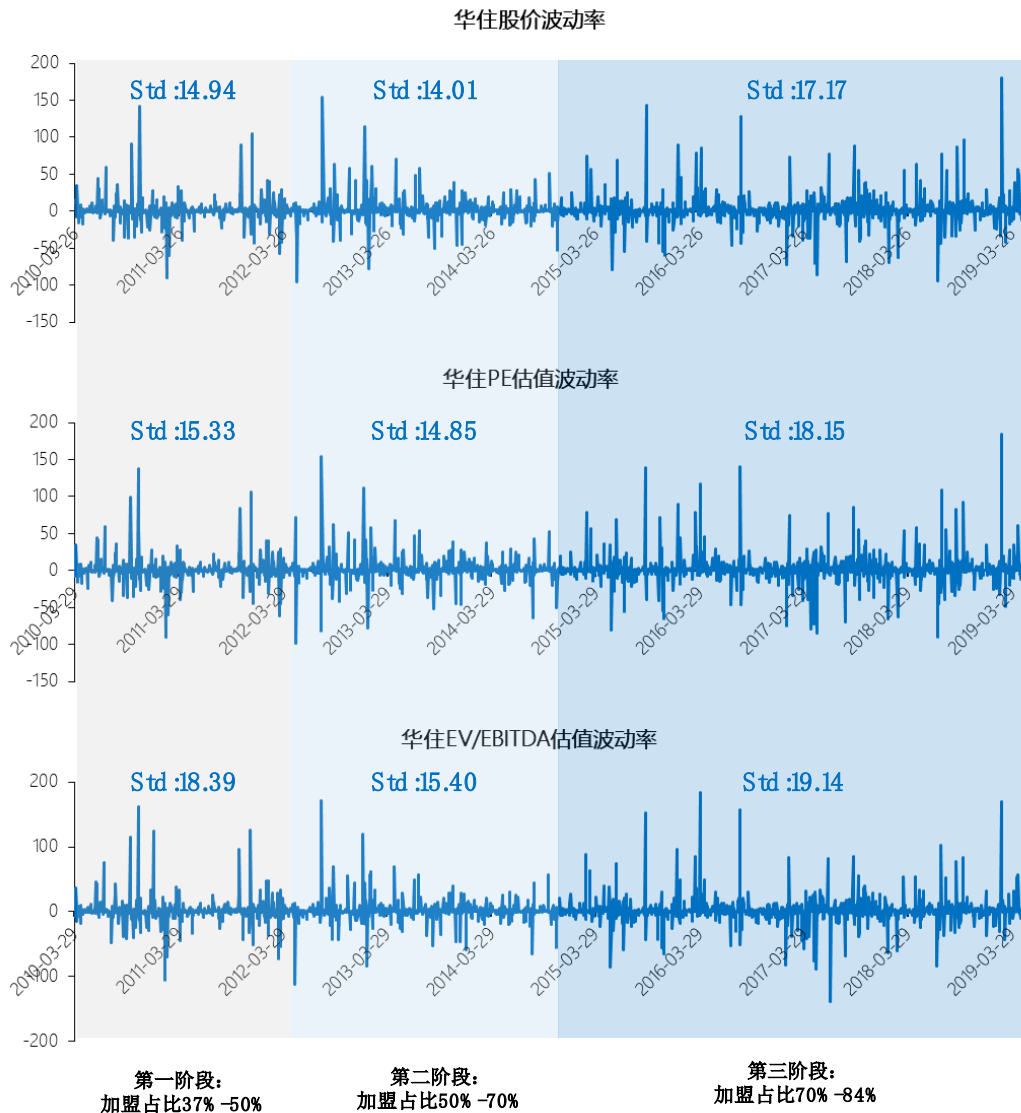
短期内（1 年以内）酒店估值波动性并不会随着业绩趋于平稳而降低，更多受市场情绪影响：

华住上市（2010 年）以来加盟店占比经历了三个时期：第一阶段（2010-2012Q1），加盟店占比自 37% 提升至 50%；第二阶段（2012Q2-2014Q4），加盟店占比自 50% 提升至 70%；第三阶段（2015Q1 至今）加盟店占比自 70% 提升至 84%；

但公司股价波动率与估值波动率并未随着加盟占比的提高而明显降低：在行业最低谷的 2012-2014 年期间，受景气度影响公司股价及估值波动率明显降低；而在行业量价齐升的 2016-2017 年波动率明显提高。

图 23: 华住 2010-2018 年以来加盟占比提升但股价波动率并未趋势性降低

影响酒店股价波动性的因素不仅有 EPS，还有 PE，分别对应业绩弹性和行业景气度；2012-15 年的行业低谷期波动率明显降低，而在限制三公消费前（2012 年）以及行业量价齐升期（2016-2018）PE 对股价波动率影响占主导。



国泰君安证券社服团队制图

注：本图中波动率的计算采用每日股价与估值数据变动/纳斯达克指数当日变动的比值用来控制市场波动率对个股的影响。

数据来源：Blomberg、国泰君安证券研究

影响公司股价的包括 EPS 和 PE，本文进一步分析了 2016-2018 年华住业绩波动性降低期间的股价波动率：

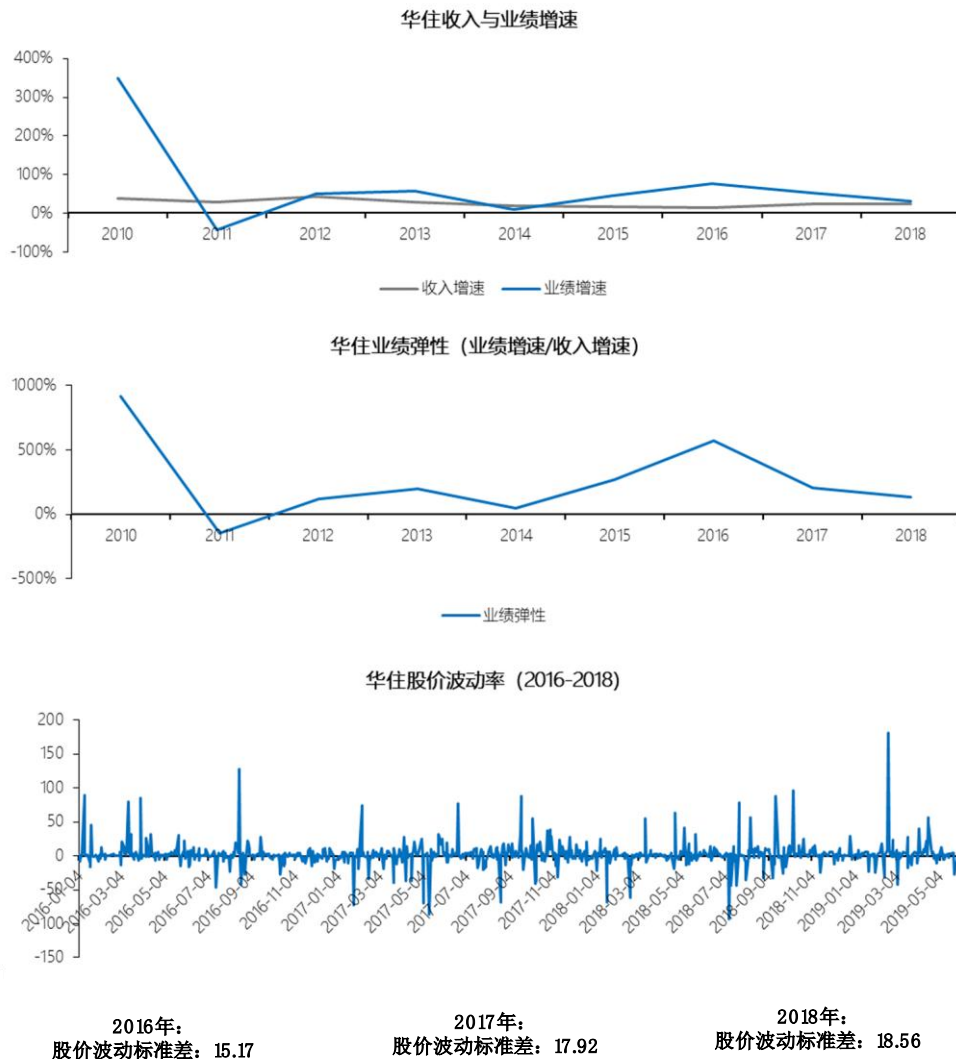
华住在 2014 年期间逆市布局优质物业资源，中高端直营店加速开业带来经营杠杆提高，由此使得 2014-2016 年业绩弹性高，业绩波动率提高，但自 2016 年以后随着加盟店大量推广，占比迅速提升，导致业绩弹性降低，波动率下降。

但华住的股价波动率却在 2016-2018 年期间屡创新高，考虑到 EPS 的波

动率在下降，股价波动率的提高主要来自估值的高波动。说明短期内，情绪对股价波动的影响大于业绩波动率的下降。EPS 波动的逐渐稳定需要更长的时间窗口期才能体现。

图 24: 短期内情绪对估值影响更大，业绩波动性降低影响需要长期才能体现

2016-2018年华住业绩弹性降低，但股价波动率在提高，PE的影响大于EPS。短期内（1年内）市场情绪的影响要大于实际的业绩波动性。只有在更长的时间窗口期内，EPS波动率降低的效果才会逐渐体现。



国泰君安证券社服团队制图

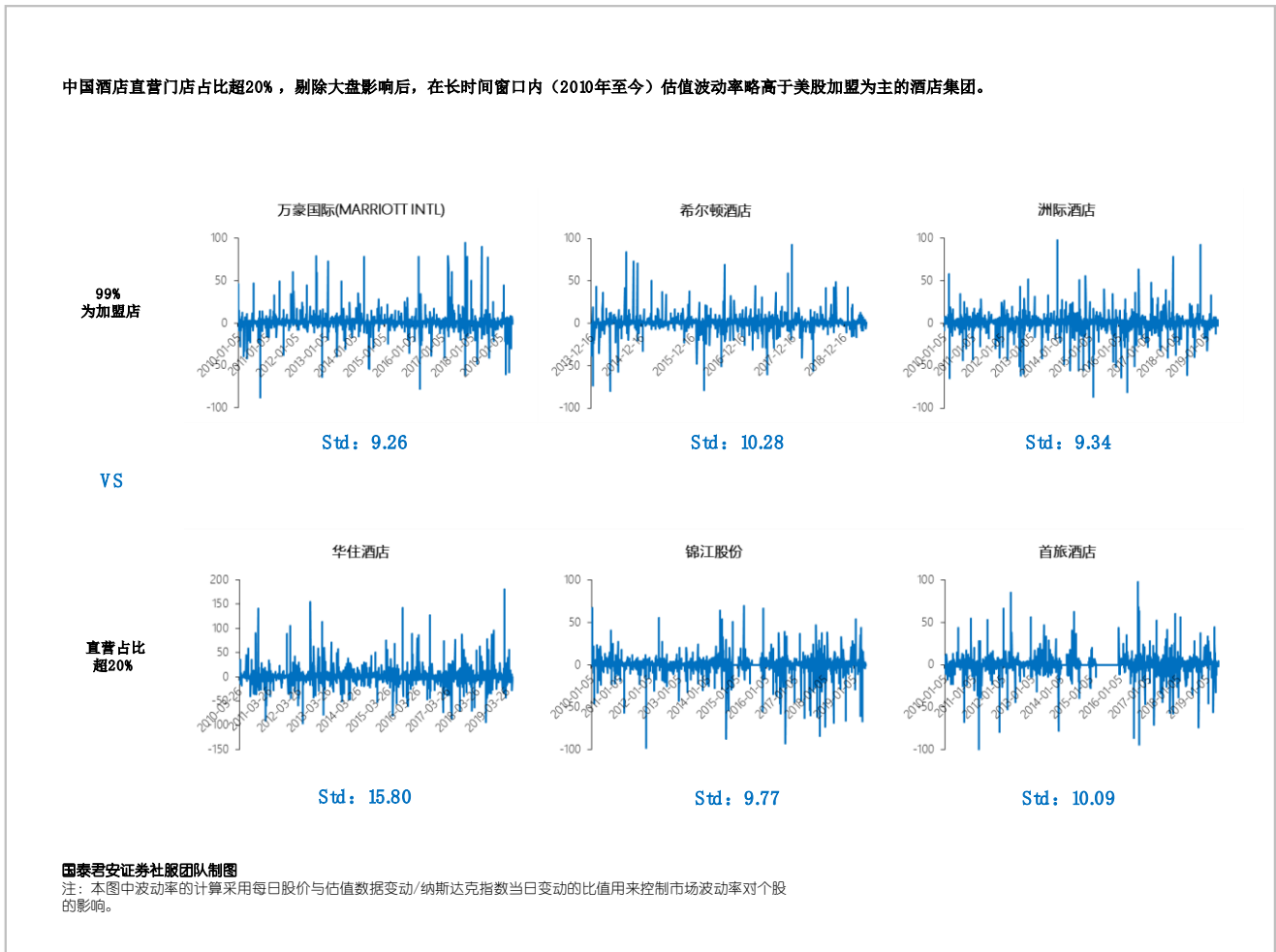
注：本图中波动率的计算采用每日股价与估值数据变动/纳斯达克指数当日变动的比值用来控制市场波动率对个股的影响。

数据来源：Blomberg、公司公告、国泰君安证券研究

本文进一步分析了加盟店占比不同的酒店集团估值波动率。将美股万豪酒店、希尔顿酒店以及洲际酒店集团 2010 年以来估值波动率与华住酒店、锦江股份、首旅酒店估值波动率进行对比，两组数据均已控制大盘因素影响。

结果表明：长期看，加盟占比高达 99% 的酒店集团具有更低的 EPS 波动率，剔除大盘因素影响后估值的波动率低于国内三大酒店集团。

图 25: 长期看，加盟占比高的酒店集团估值波动率低于直营占比较高的酒店



数据来源：Blomberg、公司公告、国泰君安证券研究

4. 基于资产价值估值：度量竞争优势和壁垒的价值

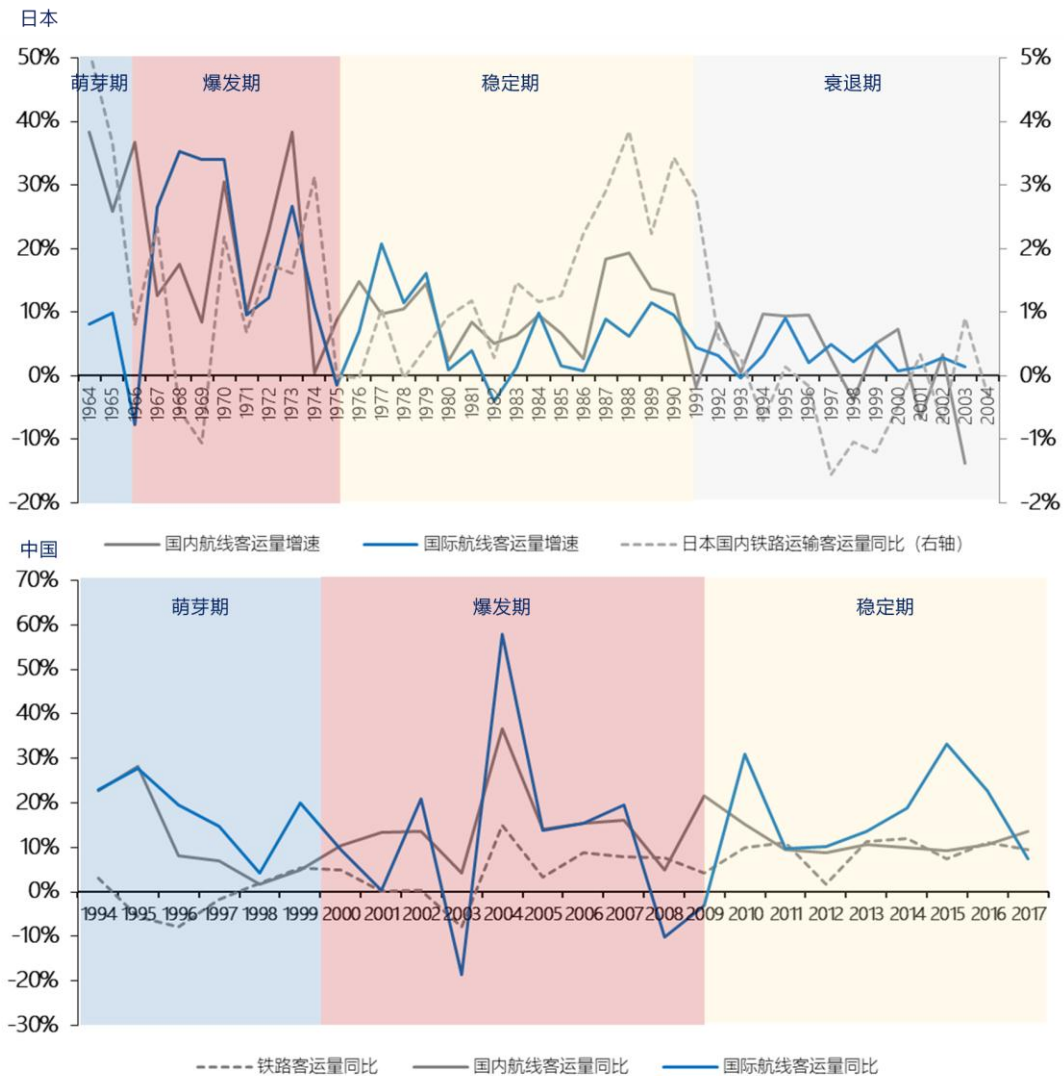
4.1. 规模优势是新进入者难以突破的壁垒

中国有限服务型酒店行业自诞生以来经历了三个阶段：

第一阶段：同店+快速开店驱动高速增长。由同店增长和门店拓展共同驱动快速增长，但由于需求端受宏观经济影响，因此同店呈现周期性波动，而门店增长与房地产投资周期、物业资源的垄断程度有关，酒店集团存在快速开店抢占市场以迅速构建壁垒的动机。高速增长的时间长度和幅度同宏观经济、地产投资周期、居民消费水平息息相关。

图 26: 旅游爆发期交通住宿需求骤增

日本在旅游爆发期国内铁路客运量、国内及国际航线客运量增速均迅速提升。中国旅游市场在2000年前后进入爆发期，由此带来对酒店住宿需求快速爆发性增长。



国泰君安证券社服团队

数据来源：中国交通年鉴、日本统计年鉴、国泰君安证券研究

数据来源：《中国交通年鉴（2018）》、《日本统计年鉴（2015）》、国泰君安证券研究

图 27: 中国连锁酒店目前进入由并购+产品升级驱动的成长期



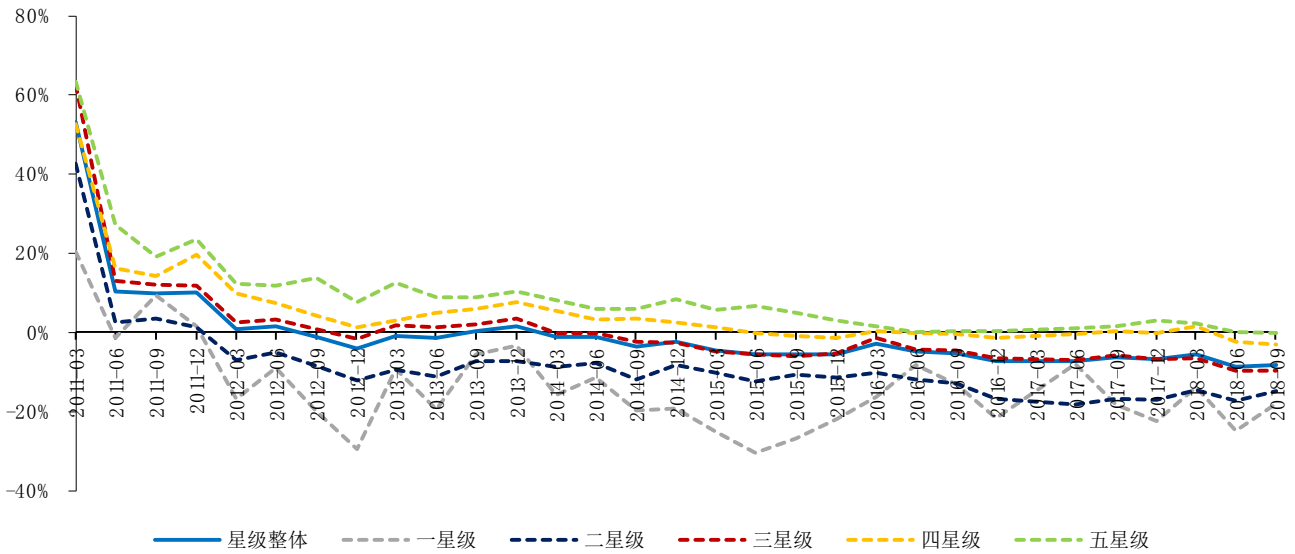
数据来源:《中国酒店连锁发展与投资报告(2018)》、国泰君安证券研究

第二阶段: 行业产能出清, 开店放缓、并购整合, 效率提升。初期的高增长放缓, 此时酒店已经达到较大规模, 为了继续提升门店密度, 酒店集团往往采用多品牌战略, 在横向产品边界以及纵向产品定位两个维度寻求进一步扩突破; 自身存量供给也将进行结构调整和产品升级, 以获得更高的同店增长。

同时, 行业增速的放缓以及对要素资源垄断程度的提高使得部分规模小、运营效率低的单体和小型酒店集团出清, 行业进入并购整合期, 酒店集中度快速提升, 头部酒店集团凭借自身极大的规模, 对预订、采购、客户管理系统进行大规模投入, 借助科技的力量实现运营效率的极大提升。进一步巩固自身壁垒。

图 28: 中国星级饭店自 2012 年起数量持续收缩, 但高星级仍在增长

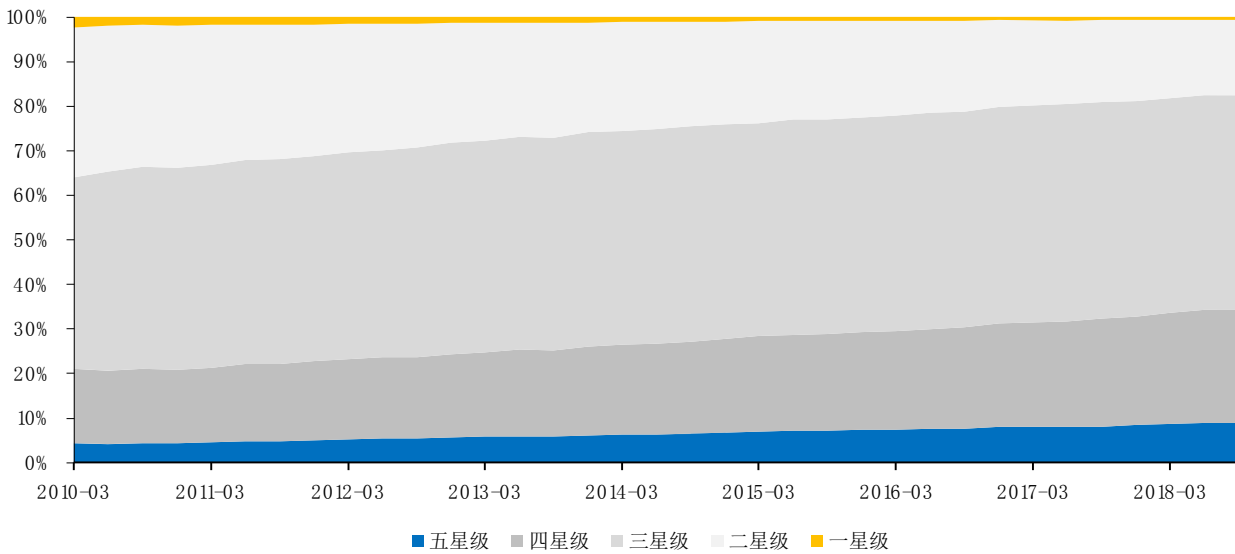
中国星级饭店数量同比增速 (季度)



数据来源: 中国饭店业协会、国泰君安证券研究

图 29: 四星级及五星级酒店数量占比有明显提升

中国不同等级星级饭店占比 (季度)

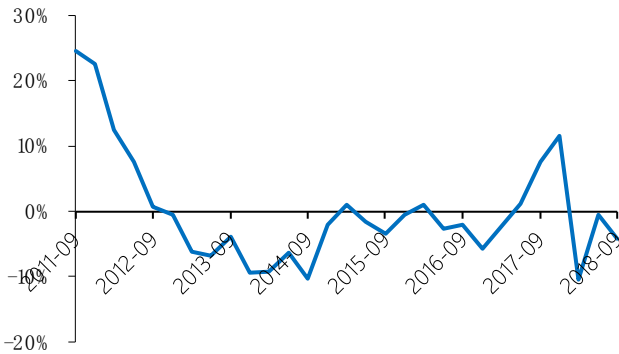


数据来源: 中国饭店业协会、国泰君安证券研究

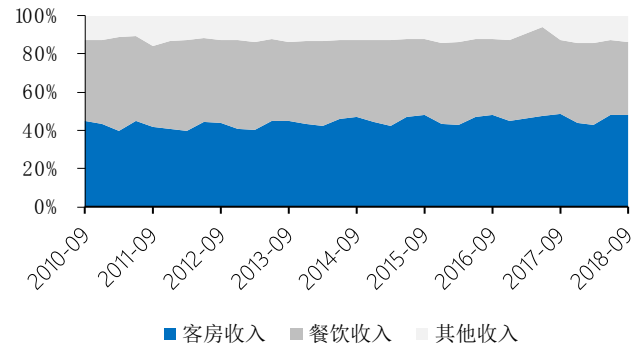
图 30：中国星级酒店收入同比降低

图 31：星级酒店客房收入占比稳中提升

星级酒店收入同比



星级酒店收入构成



数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

表 15：酒店在产能出清末期开启整合并购，市占率快速提升

所属集团	时间	被整合标的	具体事件	涉及金额
锦江酒店	2016年4月	维也纳	收购维也纳酒店 80% 股权	17.49 亿人民币
	2015年9月	铂涛集团	收购铂涛酒店集团 81% 股权	82.7 亿人民币
	2015年1月	卢浮酒店	收购法国卢浮酒店 100% 股权	100 亿人民币
	2011年	金广快捷	收购金广快捷剩余 30% 股权	6491.9 万人民币
	2010年9月	金广快捷	收购金广快捷 70% 股权	7663.10 万人民币
首旅如家	2016年4月	如家集团	首旅酒店收购如家 100% 股权	150 亿人民币
	2014年7月	雅克怡家	欣燕都收购雅克怡家 100% 股权	2548 万人民币
	2014年3月	欣燕都	收购欣燕都 100% 股权	2800 万人民币
	2012年7月	e 家快捷	收购安徽 e 家快捷 13 家直营店	5980 万人民币
	2011年4月	莫泰酒店	收购莫泰 100% 股权	4.7 亿美元
华住酒店	2018年8月	花间堂	收购花间堂酒店 71.2% 股权	4.36 亿人民币
	2017年3月	桔子酒店	华住收购桔子水晶集团 100% 股权	36.5 亿人民币
	2015年12月	中洲快捷酒店	收购中洲快捷酒店 85% 股份	不详
	2013年9月	怡莱酒店	持有怡莱酒店 100% 股权	约 1 亿元人民币
	2012年6月	星程酒店	持有星程 100% 股权	不详

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

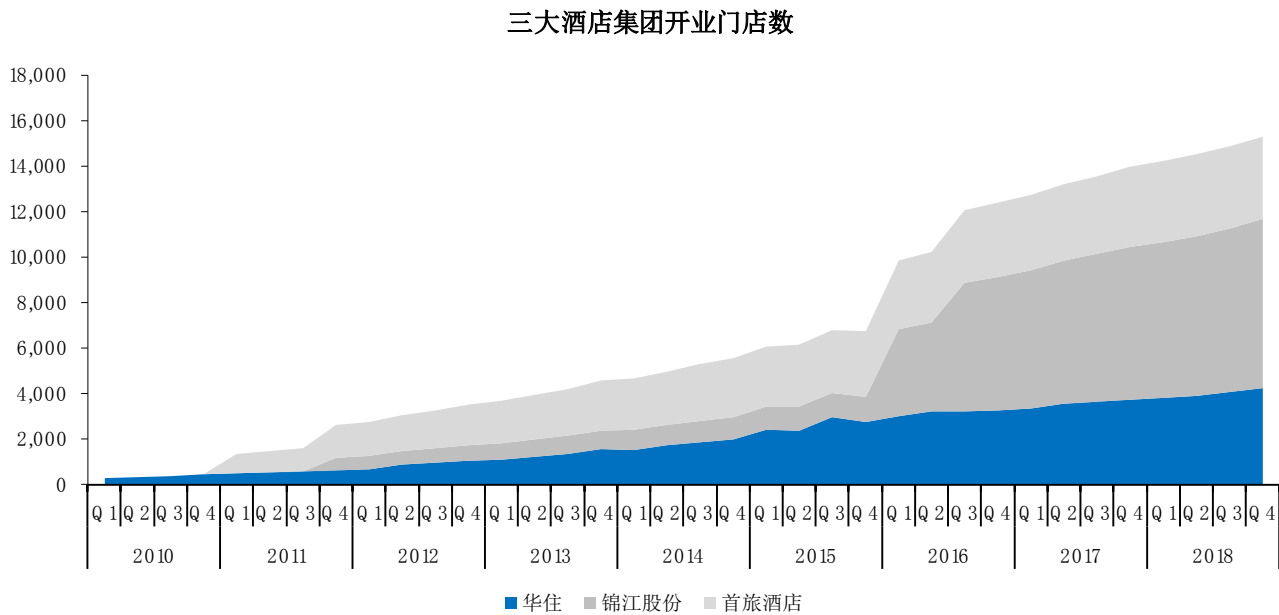
第三阶段：龙头酒店集团多品牌构建，由重变轻。行业开店空间有限，开店增速大幅放缓，同店受经济影响周期波动。酒店谋求多品牌发展，全品类覆盖，同时资产结构和商业模式向高 ROIC、高 ROE 模式转变，由重资产直营向轻资产加盟输出转化，从酒店集团转变为酒店品牌管理公司。

酒店开店存在临界阈值，突破 500 家后进入加速增长。从 0 到 500 家门店锦江花费了 15 年。但从 500-5000 家门店的时间却仅用了 5 年。因此酒店集团是否能够成长为行业巨头，首先要看其是否有机会将门店数量突破 500 家，内生开店及外延并购均是酒店集团迅速提升规模的适合手段。

市场教育完成后，酒店开店速度主要取决于开发团队规模及激励情况。

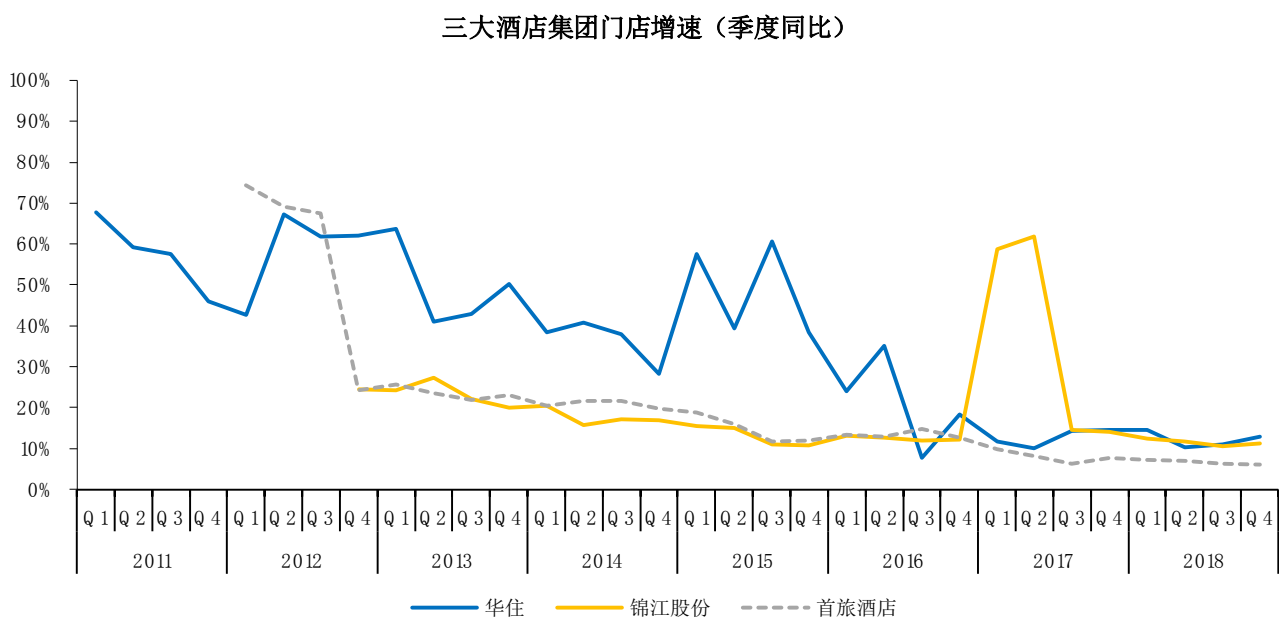
虽然后来进入者开店速度普遍较快，但要达到头部酒店集团的规模，还是很难。华住 2005 年进入有限服务型酒店市场，从 0-500 家仅需 6 年；如家从 2003 年进入酒店市场 0-500 家门店花费 8 年，均少于 1996 年即创建有限服务型酒店的锦江，后进入者开发团队的规模、团队激励情况以及加盟店管理能力直接决定了酒店开店速度。但四大巨头以外很难再有酒店能够将门店数量突破 500 家以上，头部酒店对物业资源的垄断，形成了很高的壁垒。

图 32: 并购+开店加速驱动三大酒店集团门店持续高增长



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 33: 目前三大酒店门店增速维持在 10%



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：本图中锦江股份由于 2016 年并表铂涛及维也纳，数量剧增，因此剔除极端值后采用移动平均计算平均增速。

加盟商高转换成本带来高续签率，使得酒店的规模优势很难被颠覆。酒店产品的同质化不仅仅体现在 2C 端的无差异，位置优先，更体现在 2B 端加盟商盈利模型的趋同性。尽管在管理系统和后续服务方面存在一定程度的差异，但在投资回报率和投资回收期相差无几的情况下，加盟商与酒店普遍签署了长期合同（5+5 或 15 年以上），长期合作带来了酒店品牌之间的高迁移成本，使得酒店集团一般具有较高的加盟商续签率，即已有的加盟商很难翻牌为其他酒店品牌，这种情况下，酒店的规模优势很难被颠覆。

4.2. 物业质量决定 5-10 年盈利能力，资源占优溢价明显

物业位置决定酒店盈利能力，核心位置的优质物业已经被酒店集团抢占。酒店选址通过影响收入端的酒店定价、出租率以及成本端的租金、运营成本等影响酒店的盈利能力，投资回报率。

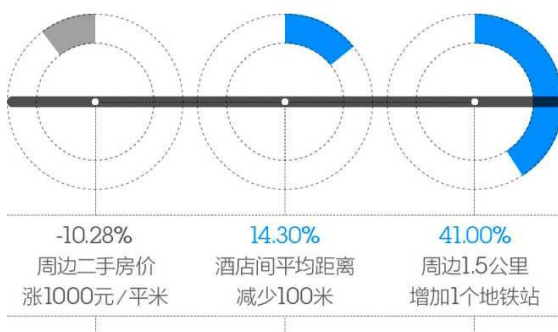
加盟商高的续签率使得稀缺优质物业资源成为高壁垒，一旦物业质量优势建立，将会影响未来 5-10 年加盟商和酒店集团的盈利能力。

图 34: 酒店周围地铁站影响酒店假期涨价幅度

图 35: 地铁便利度对酒店价格影响很大

酒店周围每多一个地铁站，假期能多涨价41%

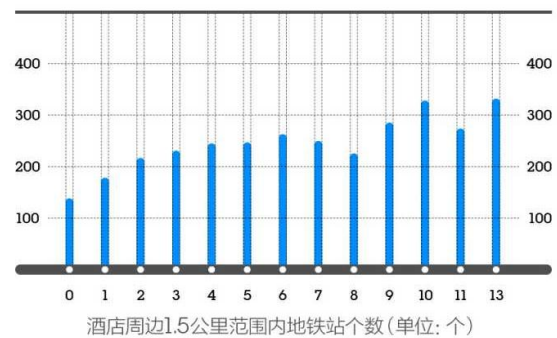
在以下条件下，酒店五一假期的溢价率变动幅度



数据来源: CBNweekly 新一线城市研究

地铁便利度明显影响广州酒店价格

(单位: 元/晚)



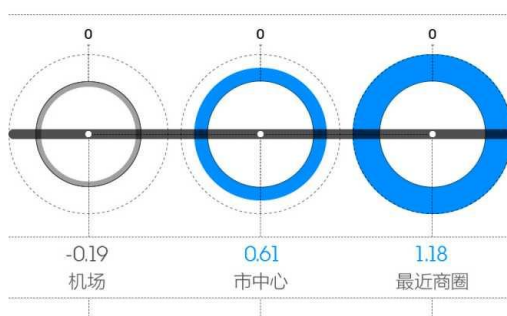
数据来源: CBNweekly 新一线城市研究

图 36: 酒店与商圈距离决定酒店价格

图 37: 酒店周边地区门店分布密集程度影响酒店价格

与商圈及交通枢纽的距离对酒店价格的影响

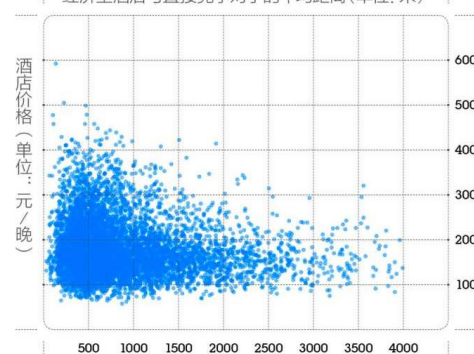
每靠近以下目标地1公里，酒店价格就会变动:
(单位: 元)



数据来源: CBNweekly 新一线城市研究

门店越密集的区域，价格战越激烈

经济型酒店与直接竞争对手的平均距离 (单位: 米)



数据来源: CBNweekly 新一线城市研究

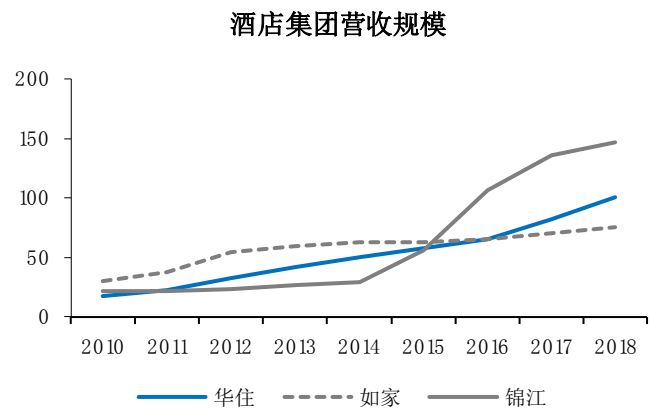
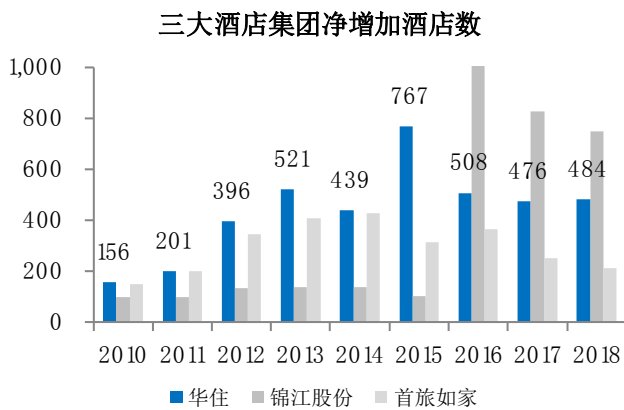
华住高业绩弹性很大程度上受益于其在 2012-2015 年期间对优质酒店物业资源的提前布局。分析自 2010-2018 年三大酒店集团净增加门店数可知：华住加速开店始于 2012 年开始的酒店周期底部，并在 2013 年加速，2015 年净增加 767 家门店。

同时，华住本轮扩张主要为中端酒店布局，且物业均为优质位置的核心物业：以华住总部所在地上海为例，全季与汉庭核心门店基本已经全面符合上海核心商圈与核心城区，物业质量好。

门店数量和物业质量的领先使得华住在 2016 年开始的酒店繁荣周期中展现出超越同行业其他酒店的业绩弹性，在营收规模（不考虑锦江并购）、营业利润方面领先对手。

图 38：华住开店加速在 2012-2015 年

图 39：华住 2016 年开始营收迅速加速



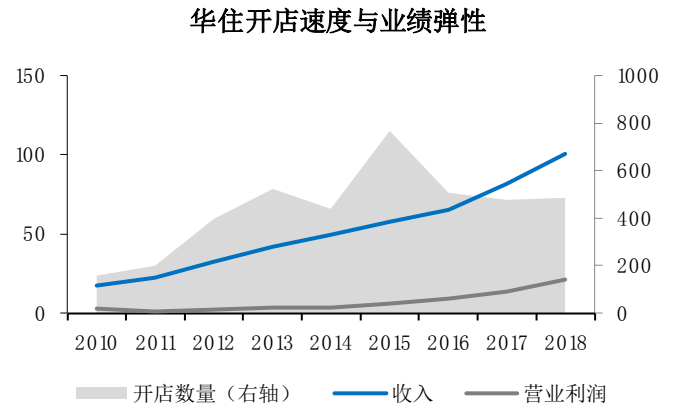
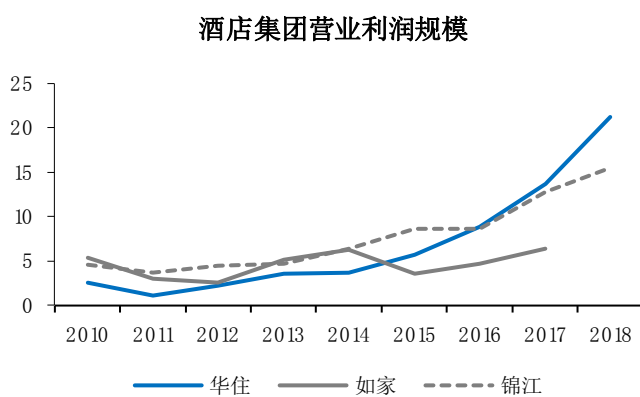
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：2010-2012 锦江及如家开店数据来自新闻资料

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 40：华住营业利润的迅速增长从 2016 年开始

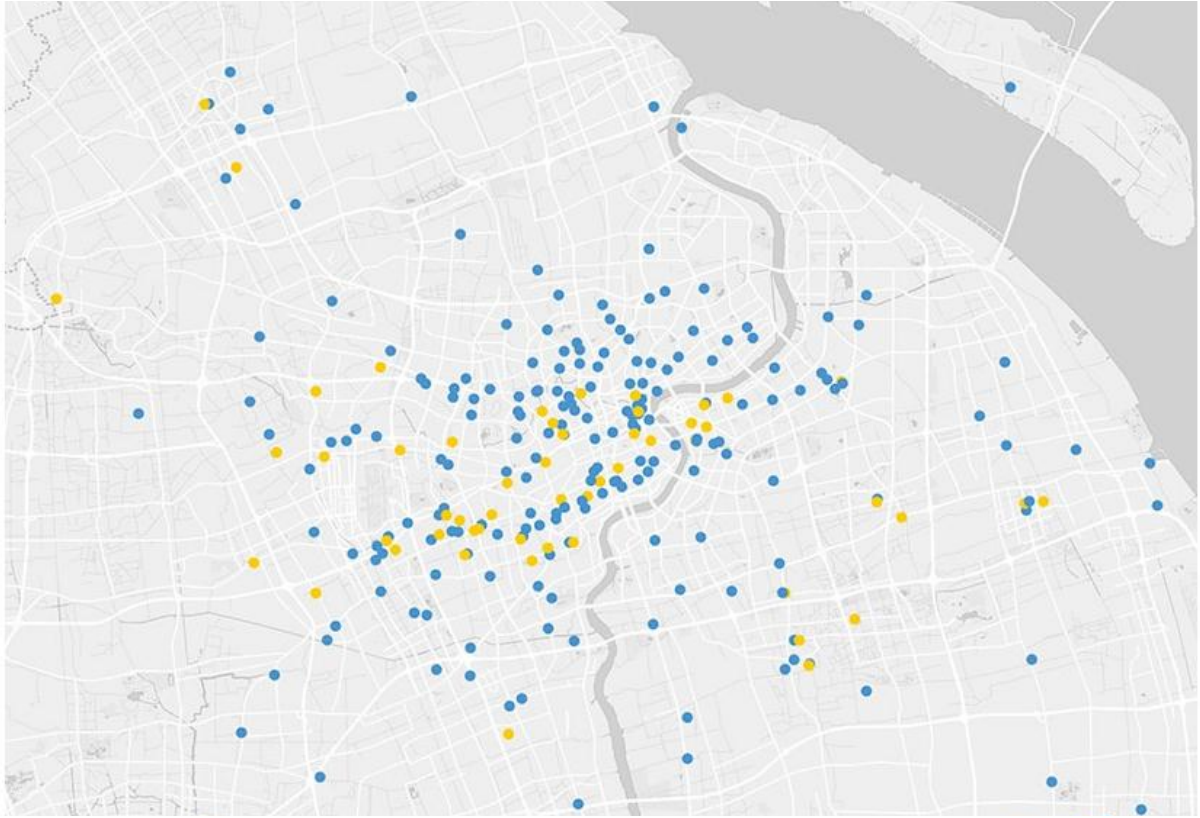
图 41：2012-2015 底部开店布局为业绩腾飞打下基础



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 42: 上海地区华住旗下汉庭、全季酒店集中分布在城市中心地带



数据来源: CBNweekly 新一线城市研究

注: ¹图中蓝色圆点表示汉庭酒店(经济型酒店)分布、黄色原点表示全季酒店(中档酒店)密度分布;

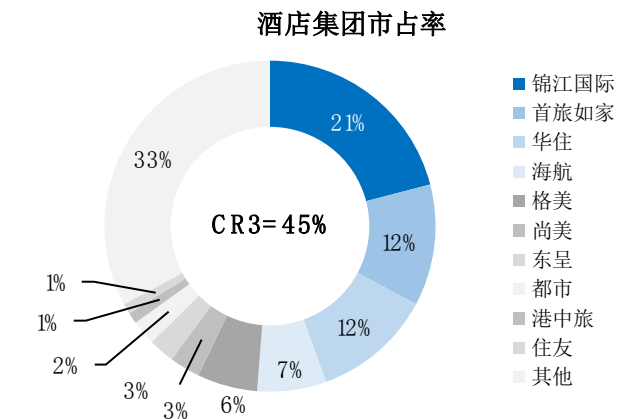
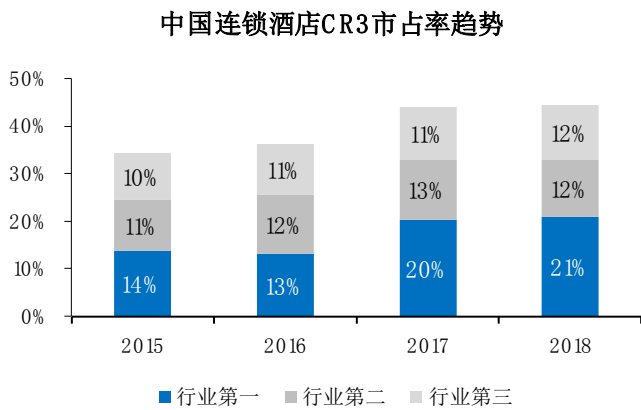
²图中酒店密集分布地区为人民广场、静安寺、城隍庙以及陆家嘴,且陆家嘴附近全季酒店较多。

4.3. 规模做大有利于提升盈利能力

酒店集中度提升是必然趋势,目前中国连锁酒店市场集中度 CR3 已经达到 45%。同质化、依靠规模经济的特点决定了酒店行业会向着寡头垄断、集中度提升的方向发展。目前三大酒店集团在连锁酒店市场中集中度已经达到 45%,集中度已经较高。但需要注意的是,这仅仅是占 20% 的品牌连锁酒店市场的竞争格局,依然有 80% 的非连锁品牌市场空间尚待争夺。

图 43：中国酒店 CR3 已经提升到 45%

图 44：行业锦江、首旅、华住 3+X 格局已经清晰

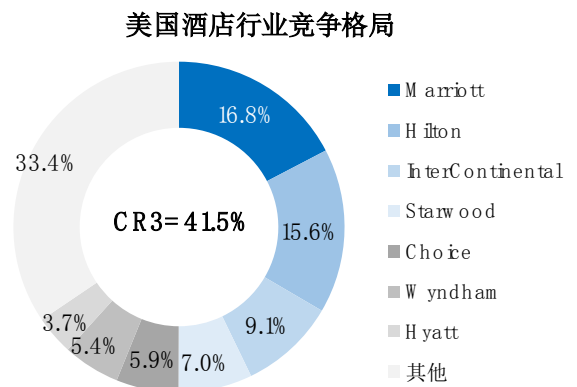
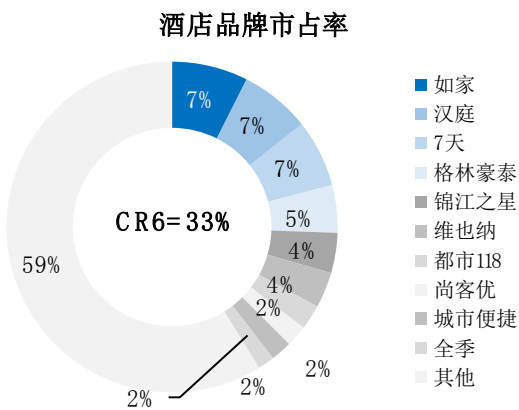


数据来源：盈蝶咨询、国泰君安证券研究

数据来源：盈蝶咨询、国泰君安证券研究

图 45：头部酒店品牌均归属三大酒店集团

图 46：美国酒店行业 CR3 为 41.5%



数据来源：盈蝶咨询、国泰君安证券研究

数据来源：盈蝶咨询、国泰君安证券研究

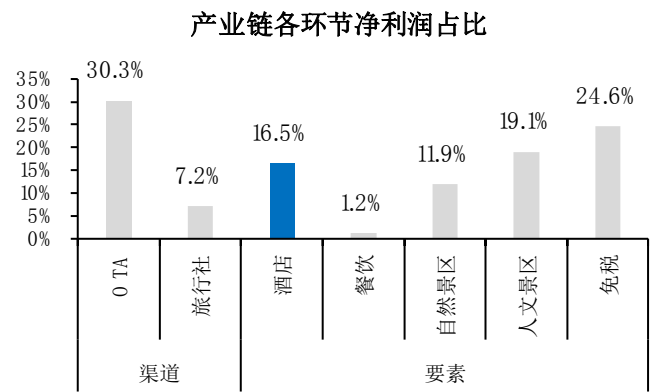
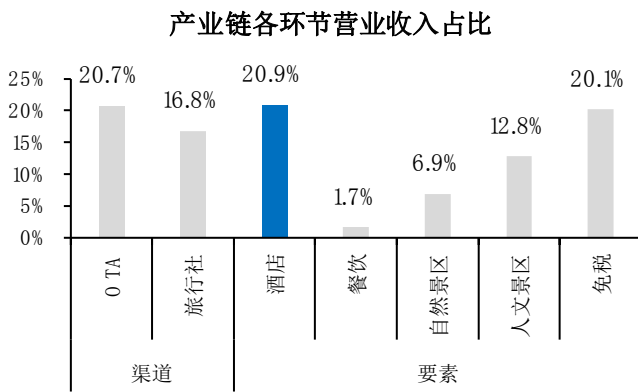
集中度提升酒店品牌崛起，通过改变产业链信用关系分布使得议价能力提升。消费品行业价值链的价值分布取决于商业信用关系的分布，议价能力也是由商业信用关系来决定。

酒店发展初期品牌不成熟，行业集中度低且消费者对品牌认知度低的阶段，流量红利使得消费者对渠道端的信任度提升高，OTA 依靠廉价的流量迅速提升消费者的心智认知，具体表现在消费者在消费时首先想的是通过什么渠道购买，而非买什么品牌，渠道的品牌影响力在一定阶段高于要素端品牌影响力，进而使得产业链利润分配在流量红利期利好作为渠道的平台。

酒店品牌崛起具有必然性：消费者对要素端品牌认知度提升，酒店从标准化无差别品向差异化产品转变。随着收入提升，消费者对旅游产业链酒店品牌的认知程度提升，酒店从无品牌忠诚度的标准化无差别品向具备品牌识别度的差异化产品。消费者对要素品牌认知度的提升带来了产业链信用价值关系的重构：OTA 流量对消费者信任程度的影响在下降，而品牌崛起导致分流，酒店自建渠道引流，品牌价值变现。

图 47: 酒店在旅游产业链中营收占比达 20.9%

图 48: 酒店在旅游产业链中利润占比高达 16.5%



数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

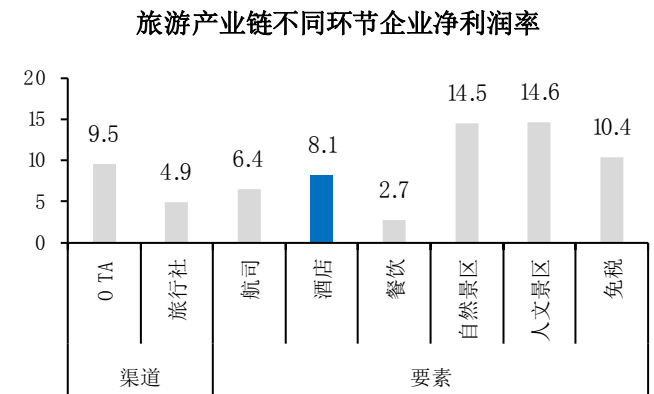
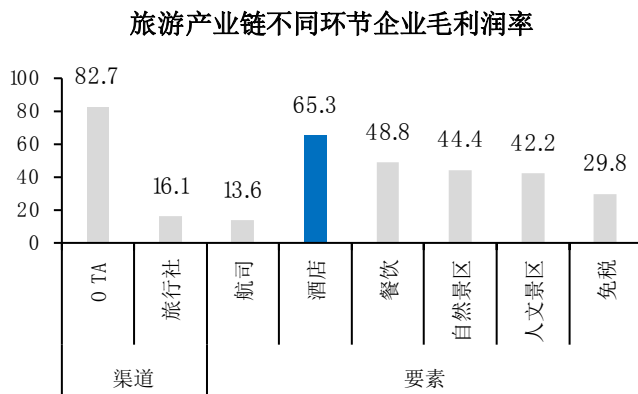
数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

注: ¹图中数据截止日期 2017-12-31; ²OTA 营收及利润口径为 Non-GAAP 下经调整净利润。

注: ¹图中数据截止日期 2017-12-31; ²OTA 营收及利润口径为 Non-GAAP 下经调整净利润。

图 49: 酒店在旅游产业链毛利率仅次于 OTA

图 50: 酒店在旅游产业链中净利润率处于较高水平



数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

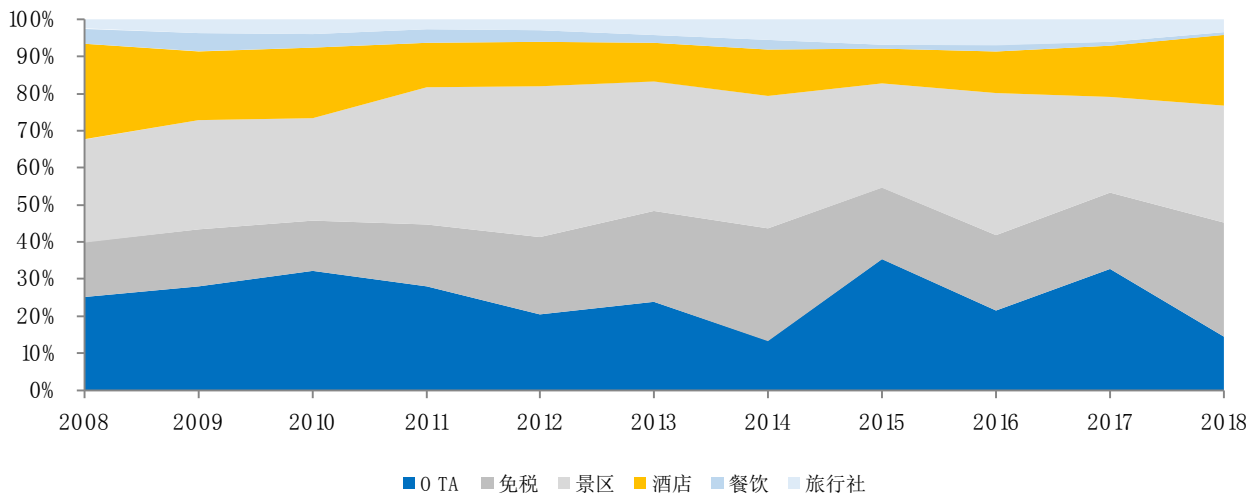
数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

注: ¹图中数据截止日期 2017-12-31; ²OTA 营收及利润口径为 Non-GAAP 下经调整净利润。

注: ¹图中数据截止日期 2017-12-31; ²OTA 营收及利润口径为 Non-GAAP 下经调整净利润。

图 51: 酒店经历整合后产业链利润占比正在逐步提升

旅游行业不同环节企业利润分布图



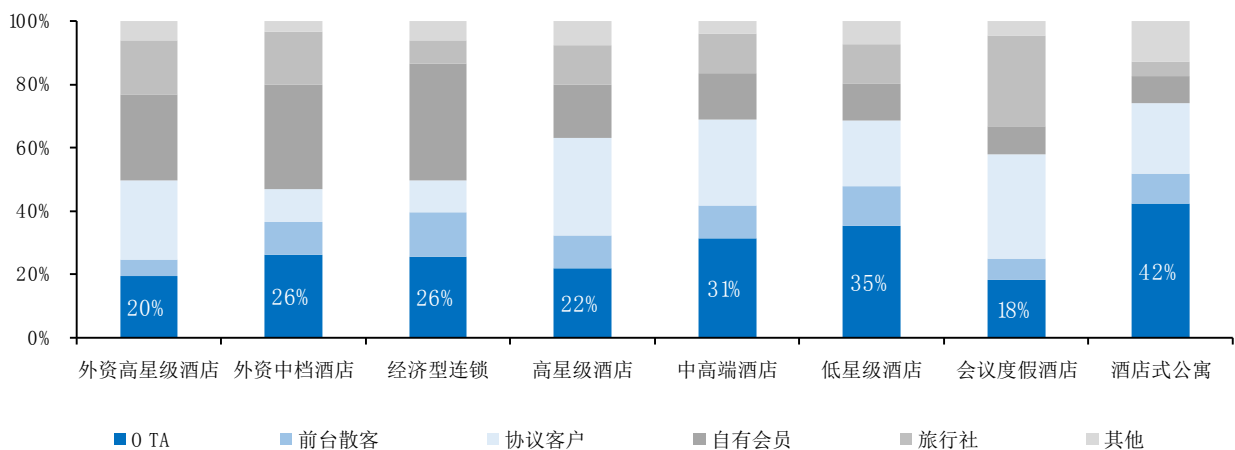
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

注: ¹上图中 OTA 利润仅考虑携程, 途牛、同程因 2016 年以前亏损剔除;

酒店与 OTA 的产业链上下游博弈最终将趋于均衡, 酒店盈利能力会有较大提升。成熟市场 OTA 与酒店博弈的结果是最终趋于稳态, 佣金率稳中略有提升。Booking 和 Expedia 自 2012 年以来佣金率一直维持相对稳定, 其中 Booking 整体佣金率在 13%-14% 区间, 且趋势缓慢提升。

图 52: 中高端酒店和连锁酒店集团通过自建渠道方式对 OTA 议价能力在增强

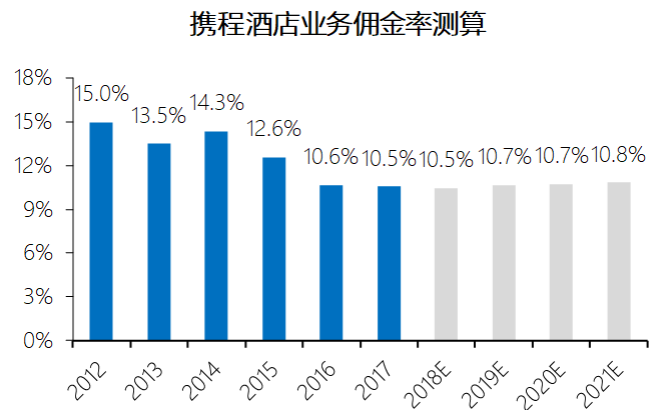
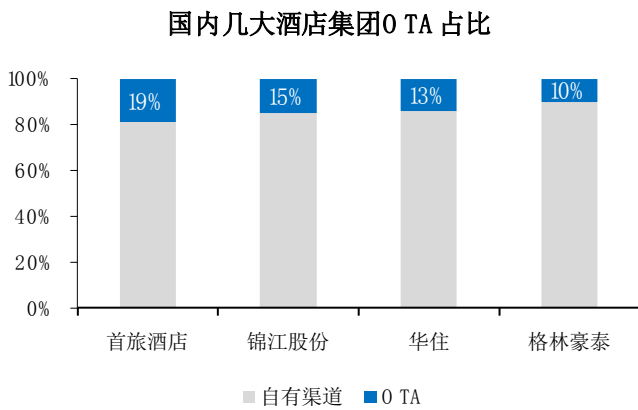
不同类别酒店渠道拆分



数据来源: PhoCusWright、国泰君安证券研究

图 53: 国内 4 大连锁酒店集团 OTA 占比在 20% 以下

图 54: OTA 的酒店佣金率随着酒店品牌崛起正在下行



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

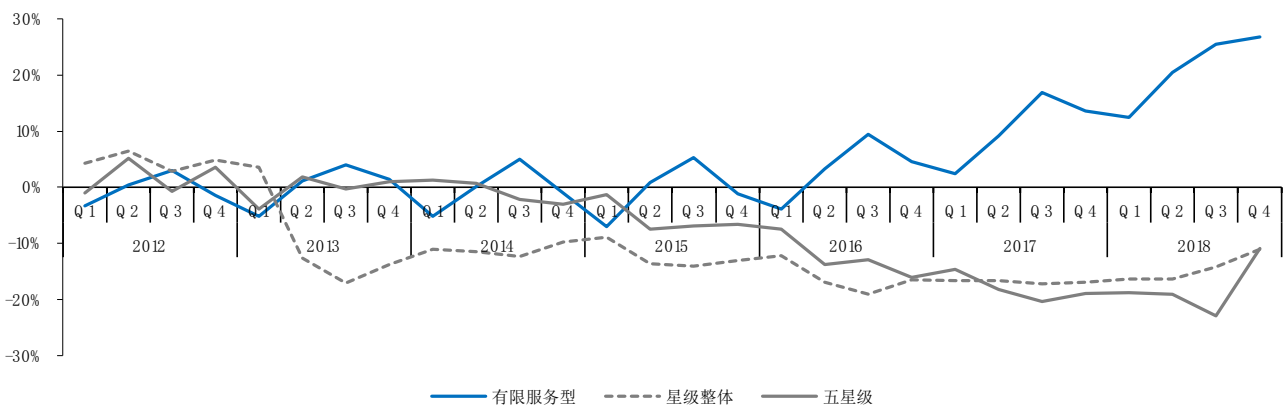
集中度提升有利控制行业供给数量和质量, 反映在有限服务型酒店房价的系统性提升。行业集中度提升还有助于控制供给数量及质量, 使得系统性提价成为可能。房价是供给和需求的共同结果, 通过比较 2012-2018 年有限服务酒店以及全国星级酒店、全国五星级酒店平均房价的累计涨幅, 结果表明:

有限服务型酒店行业集中度的提升很大程度上使得优质供给有序, 带来细分领域的系统性提价, 自 2012 年至今房价环比累计涨幅已经达到 27%;

星级酒店和五星级酒店集中度仍处低位, 龙头缺失、产品缺乏系统性升级使得整体房价低迷。自 2012 年至今房价不仅没有出现系统性上涨, 累计同比跌幅反而达到了 -11%/-10%。

图 55: 有限服务酒店集中度提升控制了供给数量和质量, 使得系统性提价成为可能

不同类型酒店细分房价季度环比累计涨幅 (2012Q 1-2018Q 4)



数据来源: 中国饭店业协会、公司公告、国泰君安证券研究

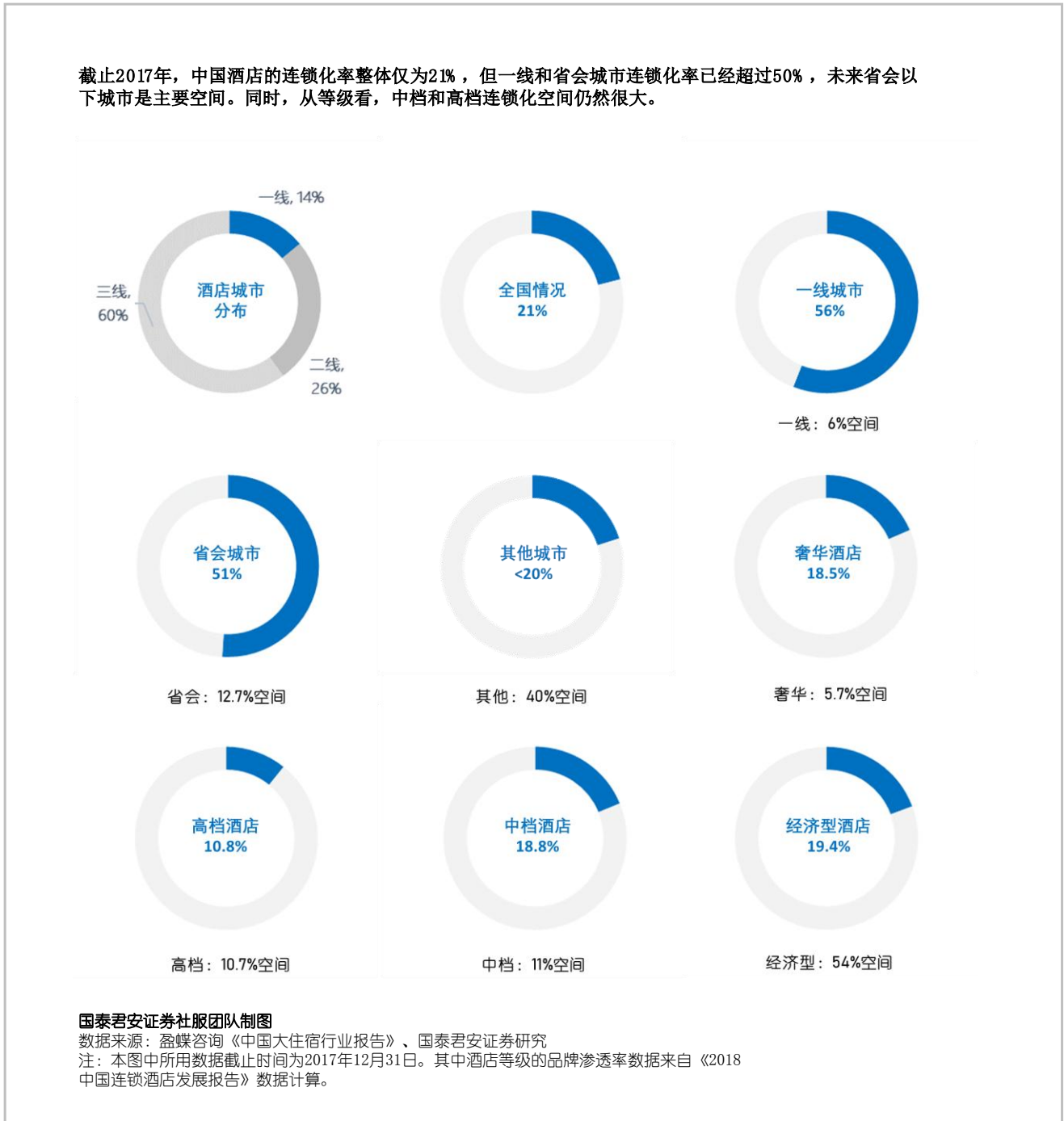
注: 本图中有限服务型酒店数据为华住、锦江、首旅如家三家平均计算, 其中由于历史数据披露原因, 某些时间段并未包含全部三家酒店数据。

4.4. 龙头酒店规模和市占率提升逻辑比判断周期更加确定

一线和省会连锁化率超 50%, 奢华和经济型连锁化率高于中高端。中国

目前酒店连锁化率整体仅为 21%，但一线城市及省会城市品牌酒店连锁化率已经超过 50%，其中一线城市 56%，省会城市 51%。分等级看：众多单体三四星级酒店的存在导致中高端酒店的品牌连锁化率低于经济型和奢华酒店。

图 56: 酒店目前整体连锁化率 20%，但一线及省会已超 50%，空间在三四线和中高端

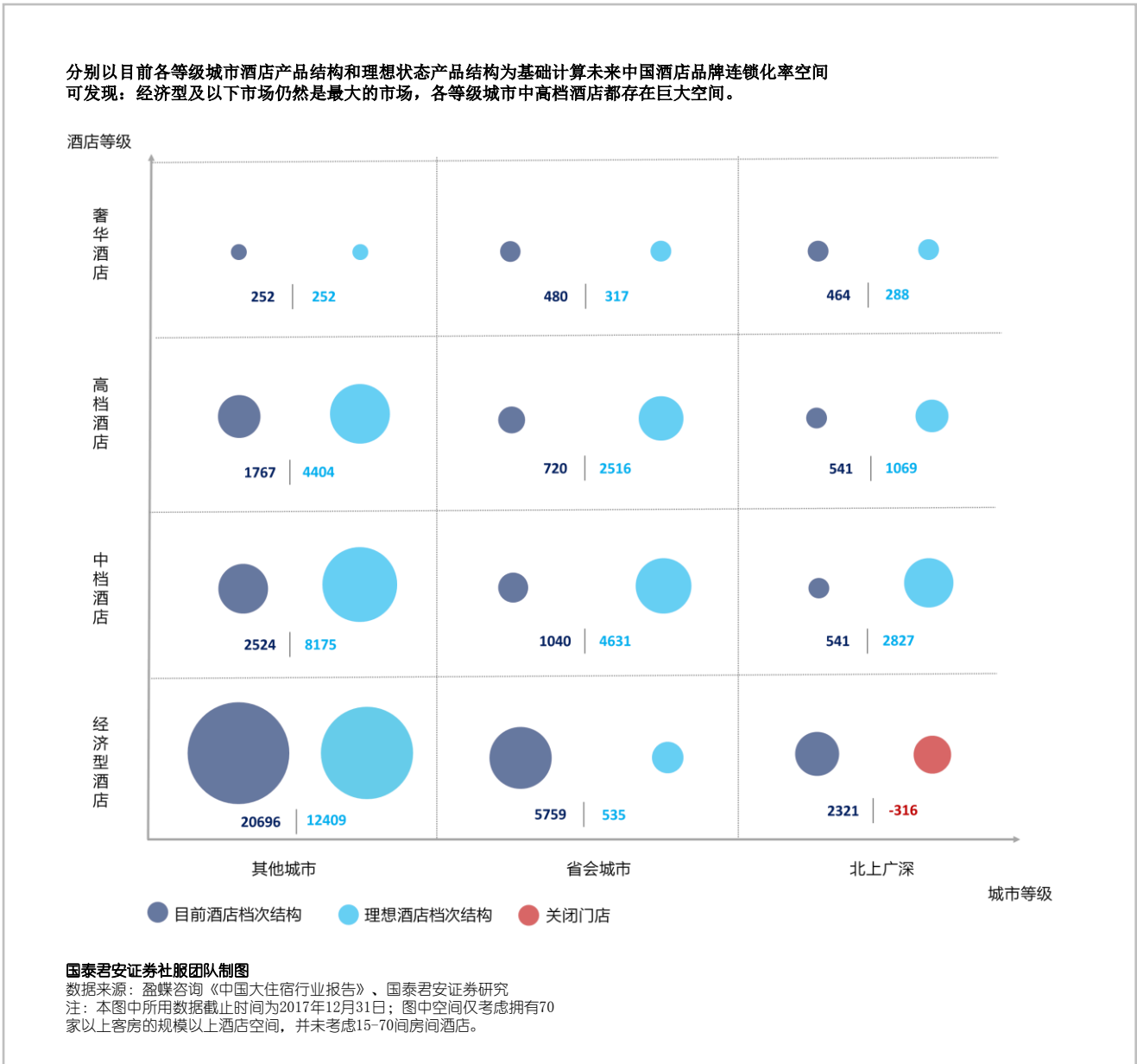


数据来源：盈蝶咨询、国泰君安证券研究

未来连锁化率提升空间在省会以外的城市，中高端和经济型都有空间。本文分别以现有不同等级城市酒店产品结构和理想状态下酒店产品结构计算了静态和动态的连锁化率渗透空间。结果表明：

- 省会以外的其他城市以及经济型酒店依然存在巨大的整合空间，但考虑到经济型及以下酒店中包含大量房间数量不足70间的住宿设施，这一部分产能亟待酒店品牌管理公司以全新品牌和管理方式切入；
- 中高端酒店无论在一线、省会还是其他城市都存在较大空间，特别的，考虑到酒店产品结构在未来的调整，中高端的连锁化空间将更加广阔，预计未来中/高档酒店连锁化率提升空间分别为：一线 7%/省会 12%/其他 20%。

图 57: 酒店目前整体连锁化率 20%，但一线及省会已超 50%，空间在三四线和中高端



数据来源：盈蝶咨询、中国饭店业协会、国泰君安证券研究

4.5. 渗透能力之争：细分市场竞争优势不同

酒店集团由于自身资源能力禀赋的差异对不同细分市场的渗透能力存在明显区别：对于一线城市及核心省会城市，头部三大巨头在品牌、物

业、管理、规模上的优势使得其竞争优势明显。但面对广大的三四线城市细分市场，格林以及其他酒店业态通过投资模型、管理经验等方面的独特优势在渗透能力上领先。

投资模型维度：加盟商的回报率与回收期决定了在不同细分市场的竞争优势。有限服务型酒店对加盟商而言具有一定程度的同质化属性，在房价和出租率相对较低的三四线城市，较低的初始投入成本、更低的集团加盟费分成有助于降低加盟商的风险。格林酒店长期深耕三四线市场，其经济型和中档产品模型在三四线都极具竞争力。

表 16：格林酒店的产品模型投入低，回报率高，适合三四线城市

	格林酒店			华住酒店		如家酒店		锦江股份	
	入门级	经济型	中高端	经济型	中高端	经济型	中高端	经济型	中高端
房间数 (间)	50	80	100	80	100	80	100	80	100
单房面积 (平米)	15	20	25	25	30	20	30	25	35
初始投资额 (万元/间)	3.5	6	8	6.5	10	6.5	9.5	7	11
总投资 (万元)	175	480	800	520	1000	520	950	560	1100
租金 (元/平/天)	1.5	1.8	2	1.8	2	1.8	2	1.8	2
年租金 (万元)	41.1	105.1	182.5	131.4	219.0	105.1	219.0	131.4	255.5
房价 (元/间晚)	120.00	164.00	246.00	179.00	289.00	176.00	311.00	178.00	261.75
入住率 (%)	82.30%	82.30%	80%	92%	82%	87%	80%	85%	86%
RevPAR	98.76	134.97	196.80	163.96	236.69	153.12	248.80	151.30	223.85
年收入 (万元)	180.24	394.12	718.32	478.77	863.92	447.11	908.12	441.80	817.05
其他收入 (万元)	9.49	43.79	79.81	53.20	95.99	49.68	100.90	49.09	90.78
收入总计 (万元)	189.72	437.91	798.13	531.97	959.91	496.79	1,009.02	490.88	907.83
成本总计 (万元)	120.2	264.4	468.7	351.2	609.9	338.7	684.4	368.1	696.4
人工费用 (万元)	40	64	120	86.4	144	105.6	216	105.6	192
人工/收入占比	21%	15%	15%	16%	15%	21%	21%	22%	21%
租金 (万元)	41.1	105.1	182.5	131.4	219.0	105.1	219.0	131.4	255.5
租金/收入占比	22%	24%	23%	25%	23%	21%	22%	27%	28%
折旧 (万元)	17.5	48	80	52	100	52	95	56	110
折旧/收入占比	9.22%	10.96%	10.02%	9.77%	10.42%	10.47%	9.42%	11.41%	12.12%
能耗+消耗品 (万元)	21.6	47.3	86.2	81.4	146.9	76.0	154.4	75.1	138.9
占比 (%)	11%	11%	11%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
毛利 (万元)	64.13	161.67	307.89	166.42	324.13	144.65	297.40	109.53	186.92
毛利率 (%)	35.6%	41.0%	42.9%	34.8%	37.5%	32.4%	32.7%	24.8%	22.9%
费用总计 (万元)	11.05	26.05	52.56	43.57	77.30	40.85	81.10	36.86	66.73
费用占比 (提成率)	5.8%	5.9%	6.6%	8.2%	8.1%	8.2%	8.0%	7.5%	7.4%
EBITDA (万元)	70.6	183.6	335.3	174.8	346.8	155.8	311.3	128.7	230.2

净利润 (万元)	39.8	101.7	191.5	92.1	185.1	77.8	162.2	54.5	90.1
净利润率 (%)	22.1%	25.8%	26.7%	19.2%	21.4%	17.4%	17.9%	12.3%	11.0%
回收期 (年)	3.1	3.2	2.9	3.6	3.5	4.0	3.7	5.1	5.5
ROIC	32.7%	31.2%	33.9%	27.7%	28.5%	25.0%	27.1%	19.7%	18.2%

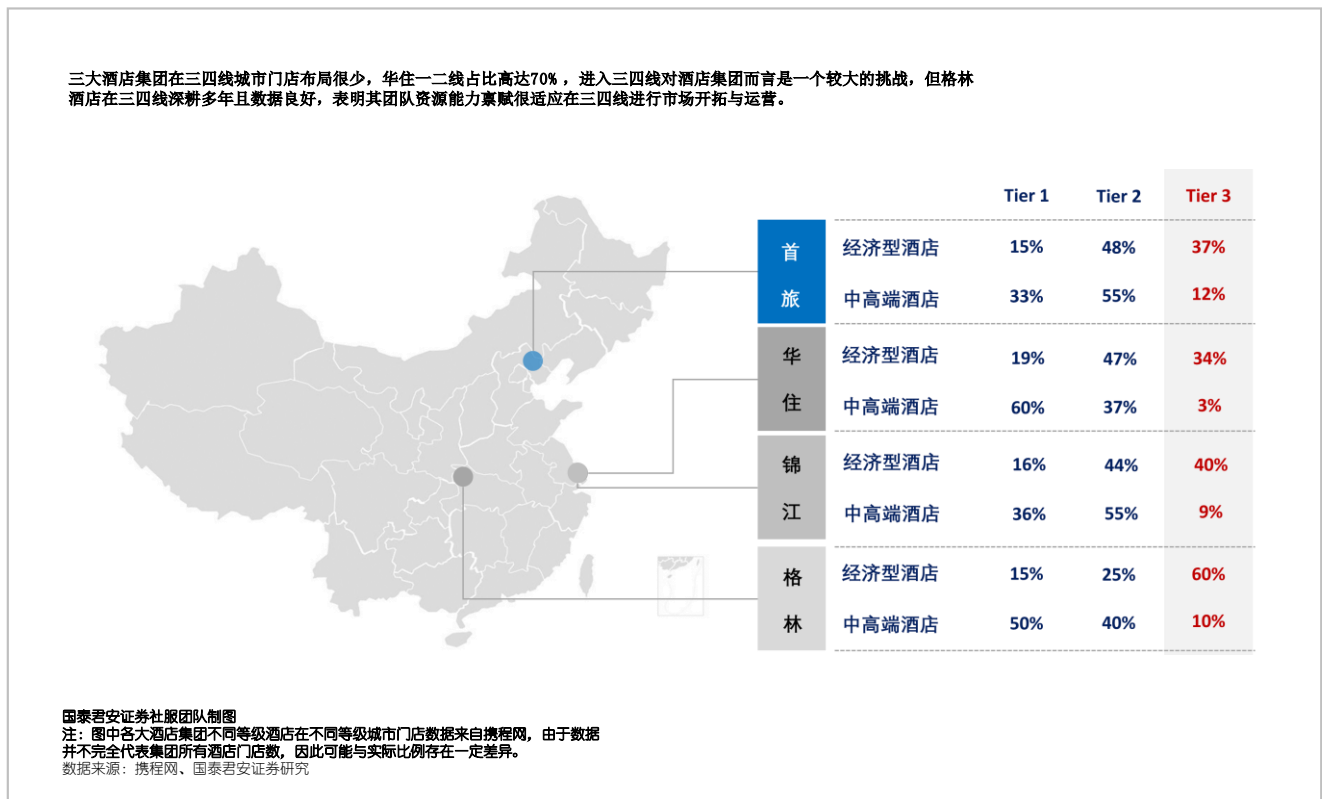
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：¹为保证经营数据的可比性，表中全部选择酒店集团加盟店同店经营数据；²同时，为了保证可比，不同酒店产品的租金维持相同水平；³投资回收期的计算方法采用投入资本/EBITDA 计算，即现金流回收期。

管理成本维度：省会以外的三四线城市酒店密度低，管理成本高。 物业分布密度低、分布零散、需求的相对分散使得酒店集团在三四线城市拓展业务的风险高，对选址依赖度高、运营和监管成本高，店长除了依靠系统导流外更需要掌握地推等适合三四线城市运营的技能。因此在三四线城市拓展业务对酒店集团的前期开发选址、产品模型规划、后期持续管理运营的要求甚至高于一二线城市。

目前华住、锦江、首旅在三四线门店占比分别为 29%/29%/34%，远低于格林酒店的 60%。三四线城市在需求、客流结构、营销方式等多维度上与一二线城市酒店经营存在差异。格林酒店深耕三四线多年，以 60% 的三四线酒店占比取得了不输于前三大酒店集团的经营数据，充分表明了其团队在三四线市场的开发运营能力具有很强的竞争优势。

图 58: 格林深耕三四线多年，团队在三四线具有很强的竞争优势



数据来源：携程网、国泰君安证券研究

4.6. 单房价值法：门店规模的价值

规模、高利润率和回报率以及业绩增速是支撑酒店高估值的核心，而高端品牌定位本身并没有明显的估值溢价。本文从规模、经营效率、质量、市值及估值四个维度对国内外主流酒店集团进行了全面对比：

- 1) **成熟市场经验，规模依然是影响市值的重要因素**：万豪在房间数、营收规模、净利润规模领域远超同行业其他酒店集团，庞大的规模支撑起超过 3000 亿人民币市值；
- 2) **美股酒店相比 A 股并没有明显的估值溢价**。美股酒店集团以中高端及奢华酒店为主，而中国酒店集团多为定位大众品牌的有限服务型酒店。但观察 2010-2018 年美股高端品牌酒店集团 PE 及 EV/EBITDA 估值水平，相比中低端品牌占比较高的温德姆酒店集团以及 A 股锦江、首旅及格林并不存在明显溢价。
- 3) **酒店估值溢价其实依靠更快的业绩增速、高利润率及高回报率作为支撑，有限服务型酒店同样可以获得溢价**。酒店估值的支撑来自利润率（扣非）、回报率（ROE 及 ROA），品牌的可变现价值，通过更高的加盟管理收入费用率、更低的边际扩张成本、品牌价值作为无形信用抵押品带来更高的财务杠杆空间，上述因素是支撑酒店集团构建高利润率-高周转率-高杠杆连锁酒店加盟模式的核心基础。
- 4) **华住的估值溢价不仅来自于其高成长性，高效率带来的接近高端酒店集团的盈利能力与回报率同样重要**。进一步观察华住酒店经营指标体系与美股酒店对比发现：华住酒店在利润率、EBITDA 率以及投资回报率方面并不低于高端豪华酒店集团，在加盟占比低于 90% 的情况下，华住依然实现了超过 17% 的净利润率。

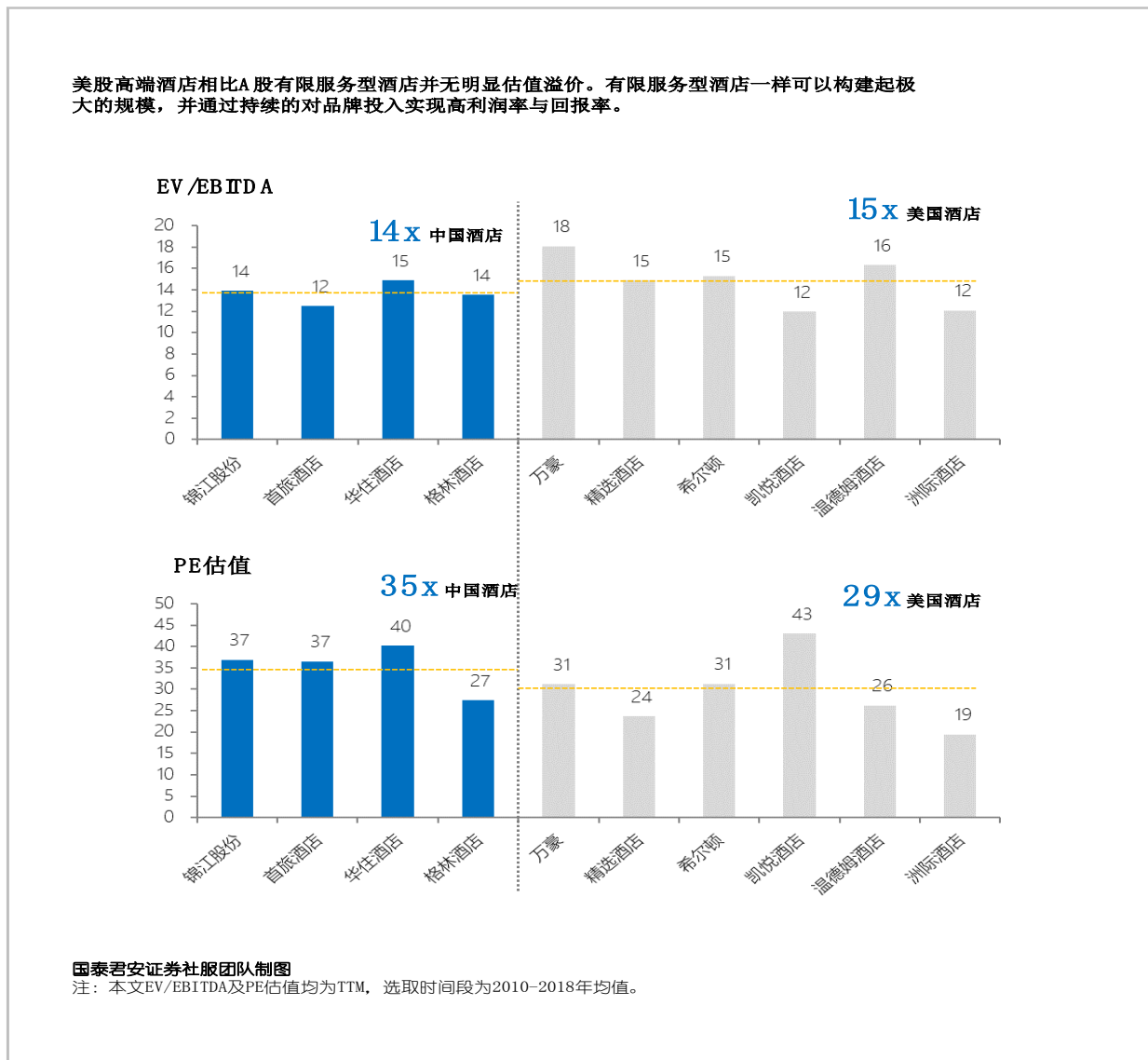
表 17：主流酒店集团指标对比表明高端酒店并没有估值溢价

	锦江股份	首旅酒店	华住酒店	格林酒店	万豪	希尔顿	温德姆	洲际酒店
规模指标								
门店数	7,443	3,858	4,230	2,558	6,755	5,685	9,056	5,603
房间数	732,701	387,251	422,747	209,463	1,296,172	912,960	191,032	836,541
效益指标（亿元 CNY）								
收入规模	146.97	84.17	100.63	9.45	1,392.22	597.32	125.29	290.88
净利润	12.28	6.59	17.13	3.94	127.90	51.24	10.87	23.54
扣非利润	7.39	5.95	17.13	3.94	138.30	51.24	16.03	23.88
净利润率	8.36%	7.83%	17.02%	41.70%	9.19%	8.58%	8.68%	8.09%
扣非净利润率	5.03%	7.07%	17.02%	41.70%	9.93%	8.58%	12.79%	8.21%
EBITDA	28.60	22.38	37.77	5.38	188.13	120.72	33.2	51.92
EBITDA 率	19.46%	26.59%	37.53%	56.93%	13.51%	20.21%	26.50%	17.85%
管理费用率	27.83%	11.26%	8.46%	10.05%	4.57%	5.09%	6.52%	7.93%
销售费用率	51.29%	67.95%	3.46%	5.33%	-	-	26.63%	-
资产负债率	65.62%	54.73%	73.66%	38.19%	90.61%	96.01%	71.50%	128.70%

ROE	8.58%	8.60%	11.36%	30.47%	64.04%	58.25%	12.81%	-36.13%
ROA	2.93%	3.86%	3.46%	16.52%	8.01%	5.40%	4.66%	10.13%
ROIC	4.50%	6.34%	4.28%	23.63%	8.12%	5.59%	4.66%	11.62%
质量指标								
中高档占比	34%	17%	32%	4%	96%	99%	28%	96%
加盟占比	86.40%	75.64%	83.50%	98.72%	98.70%	97.00%	98.61%	99.85%
市值及估值								
市值 (人民币)	282.50	227.79	831.03	98.74	3,053.42	1,717.05	336.99	810.64
PE 估值	26.10	25.83	40.35	25.64	23.88	33.52	31.02	34.44
EV/EBITDA	8.75	8.51	24.65	13.54	15.44	15.44	16.30	17.33

数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

图 59: 有限服务型酒店同样可以实现高利润率和回报率



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

拥有优质物业资源以及能否持续获得优质物业体现企业竞争优势。酒店必须依赖实体物业开展经营，优质物业资源存在排他性，一旦占据，将使得酒店在 10-20 年内具有持续的竞争优势，难以颠覆，因此酒店拥有多少优质门店物业资源，以及能否持续获取优质物业资源是体现酒店竞争优势的重要指标。

本文提出以单房价值计算酒店市值空间是度量酒店增长价值。在 ROE 大于权益资本成本的前提下，酒店的扩张伴随着门店数量和房间数的增长，单房价值则度量了酒店增长带来的价值。

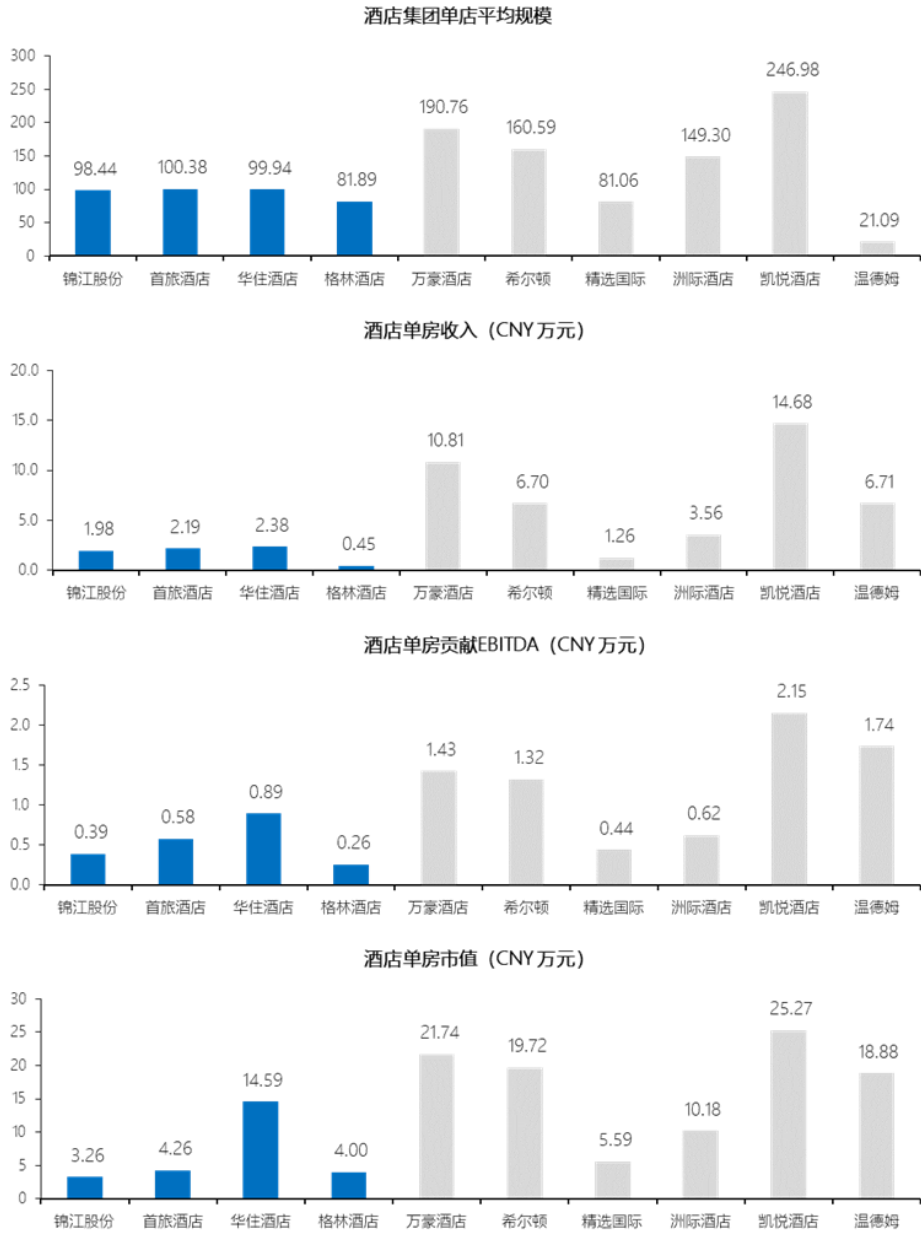
酒店定位不同，单房市值、收入、净利量级不同。海外酒店龙头历经多年发展，产品组合包含自奢华级酒店到有限服务型酒店中的经济型全品类，目前中国酒店前四大酒店巨头发展历程短、以有限服务型酒店起步，产品正逐步向中高端以至于全服务的高端酒店升级。

酒店产品结构的不同导致单房 EBITDA 贡献差异巨大：中国目前单房 EBITDA 仅为美股平均 40%，单房市值仅为美股 38%。中国头部酒店集团有限服务型起家，单店规模、单房收入及 EBITDA 业绩贡献低，若简单用整体市值/房间数计算单房市值（此处并未区分产品结构、直营加盟的区别，因此可能造成一定偏差），中国酒店的单房估值远低于海外酒店集团：

- **单店规模：**中国 95 间 VS 美国 142 间
- **单房收入（人民币）：**中国 1.75 万 VS 美国 7.29 万
- **单房 EBITDA：**中国 0.53 万 VS 美国 1.28 万
- **单房市值：**中国 6.53 万 VS 美国 16.90 万

图 60: 中国酒店集团单店规模及单房贡献 EBITDA 远低于美股

中国酒店单店房间数以及 EBITDA 贡献目前均远低于美股主要酒店集团，华住单房 EBITDA 贡献正向美股接近，但规模相差较远，反映到单房市值上，中国酒店单房市值远低于美股。



国泰君安证券社服团队制图

注：图中并未区分直营店与加盟店区别，单房市值采用公司市值/已开业房间数计算得到。单店规模、单房 EBITDA 数据为 2018 年年报，单房市值数据截止 2019 年 5 月。

数据来源：酒店集团公告、Wind、国泰君安证券研究

考虑到中美酒店目前在商业模式上的差异，中国酒店直营店占比仍在 20% 水平，因此本文对中国前四大酒店集团从直营店和加盟店、中高端和经济型维度对单房指标和市值进行估算：

由于酒店并不会对净利润从直营/加盟、中高端/经济型维度进行拆分，本

文中对单店指标测算将基于以下假设：

直营/加盟拆分核心假设：1) 直营及加盟房间数根据实际房间比例计算；
 2) 加盟店部分净利润率为 50%，直营店净利润率 10%，最终净利润率不考虑总部费用及其他投资收益；3) 单店市值在直营/加盟部分的拆分以净利润比例为依据；

中高端/经济型核心假设：1) 中高端 RevPAR 为经济型 2 倍；2) 净利润在中高端和经济型之间分配以房间数及净利润率综合占比为依据。

表 18：从直营/加盟、中高端/经济型维度进一步分析酒店单店指标

	锦江股份	首旅酒店	华住酒店	格林酒店
单店指标 (万元)				
收入 (直营)	1,168.86	758.01	1,068.67	735.08
收入 (加盟)	40.92	50.02	71.57	26.83
收入 (中高端)	293.56	337.05	373.58	70.00
收入 (经济型)	145.19	187.19	172.84	32.82
净利润 (直营)	116.89	75.80	106.87	73.51
净利润 (加盟)	20.46	25.01	35.78	13.41
净利润 (中高端)	50.73	64.00	75.13	28.68
净利润 (经济型)	25.09	30.47	34.76	13.45
单店市值 (万元)				
直营店	1,117.99	904.37	3,278.24	1,590.62
加盟店	195.71	298.36	1,097.68	290.25
中高端	485.19	763.63	2,304.70	620.69
经济型	239.97	363.51	1,066.28	291.01
单房指标 (万元)				
收入 (直营)	10.25	6.32	8.61	5.71
收入 (加盟)	0.43	0.52	0.75	0.34
收入 (中高端)	2.39	2.79	3.09	0.67
收入 (经济型)	1.68	1.93	1.91	0.41
净利润 (直营)	1.02	0.63	0.86	0.57
净利润 (加盟)	0.21	0.26	0.38	0.17
净利润 (中高端)	0.41	0.53	0.62	0.27
净利润 (经济型)	0.29	0.31	0.39	0.17
单房市值 (万元)				
直营店	9.80	7.54	26.40	12.35
加盟店	2.04	3.11	11.54	3.64
中高端	3.94	6.31	19.07	5.90
经济型	2.78	3.75	11.81	3.67

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

对中国酒店龙头华住市值空间的估算：

单房市值法下华住酒店估值存在两个核心假设：

- 1) 长期看华住客房数达到美股主要酒店集团客房数平均水平(57.87 万间, 目前为 42.27 万间, 40%空间);
- 2) 单间房盈利水平接近美股酒店平均水平(单房 EBITDA 达到 1.28 万, 目前 0.89 万, 44%空间), 单房市值水平达到美股单房市值平均水平(单房 16.9 万, 目前华住 14.6 万)。

上述假设条件下, 华住市值空间区间为 **714-978 亿元人民币**:

- 目前客房数下达到美股单房市值: 714.36 亿
- 目前盈利水平下达到美股平均客房数量: 844.9 亿
- 两者均达到条件下的市值: 978 亿

表 19: 中国连锁酒店集团单房市值远低于海外酒店龙头

股票代码	名称	市值 (原始)	市值 (亿 CNY)	单店客房数	单店市值(万 元)	单房市值(万 元)
600754.SH	锦江股份	239.01	239.01	98.44	321.11	3.26
600258.SH	首旅酒店	164.94	164.94	100.38	427.54	4.26
HTHT.O	华住酒店	89.40	616.74	99.94	1,458.01	14.59
GHG.N	格林酒店	12.15	83.79	81.89	327.57	4.00
MAR.O	万豪酒店	415.07	2,863.57	191.88	4,239.19	22.09
HLT.N	希尔顿	260.97	1,800.41	160.59	3,166.95	19.72
CHH.N	精选国际	46.09	317.96	81.06	452.86	5.59
IHG.L	洲际酒店	97.64	851.99	149.30	1,520.60	10.18
H.N	凯悦酒店	76.26	526.13	246.98	6,241.12	25.27
WH.N	温德姆	52.28	360.65	21.09	398.25	18.88
整体平均				123.16	1,855.32	12.78
国内酒店				95.16	633.56	6.53
海外酒店				141.82	2,669.83	16.96

数据来源: 酒店集团公告、Wind、国泰君安证券研究

国内其他酒店集团若能达到华住经营水平则市值同样存在翻倍以上空间。本文进一步测算了若国内其他酒店集团经营效率或单房盈利能力能够达到华住的水平下的市值空间。结果表明, 若单房盈利能力或房间规模达到华住水平, 则国内酒店市值存在翻倍以上空间。

表 20: 国内其他酒店若达到华住经营水平, 同样存在翻倍以上空间

股票代码	名称	客房总数	单房市值 (万元)	客房数 一致	单房市值 一致	目前市值	市值空间
HTHT.O	华住酒店	422747	14.59	616.74	616.74	616.74	58.58%
600754.SH	锦江股份	732701	3.26	-	1,068.93	239.01	347.24%
600258.SH	首旅酒店	387251	4.26	180.06	564.95	164.94	242.51%
GHG.N	格林酒店	209463	4.00	169.11	305.58	83.79	264.69%

数据来源: 酒店集团公告、Wind、国泰君安证券研究

注: 表中客房数与单房市值一致分别表示当单房价值不变时, 酒店集团客房数量规模达到华住水平的市值; 当客房数规模不变情况下, 单房市值达到华住水平时酒店估值。

4.7. 超额净收益法：为竞争优势和成长性估值

超额净收益估值方法为度量酒店增长的价值提供了理论基础。超额净收益估值法（即会计上的 Ohlson 模型：剩余收益估值模型 Residual Income Valuation Model）的估值思想为：企业价值来自三个部分：资产的价值（又称账面价值）、盈利的价值（超额利润的价值）、增长的价值（只有存在超额利润企业的增长才产生价值）。

账面价值的计算：超额净收益模型依然以 DDM 模型为理论基础，其中 BVE_0 表示公司当期净资产的账面价值。

盈利和增长价值的计算：竞争优势的变现。超额净收益模型估值思想下，只有当企业 ROE 大于权益融资成本的情况下，增长才会创造价值。

增长所能产生的价值大小（超额净利润的现值）取决于企业是否具备可持续的竞争优势，使得 ROE 持续增长且大于权益融资成本。因此超额净收益估值思想在实务操作中的应用，实际上是寻找超额收益净现值的代理变量，即企业可持续的竞争优势的价值。

图 61: 超额净收益估值方法为度量企业增长的价值提供了理论基础

超额净收益估值方法（EVA 或 Ohlson 模型）思想下，企业价值来自于账面价值（Book value）与超额净收益（超出权益资产回报率的 ROE）的现值之和。而超额收益来自于企业竞争优势。因此该方法为我们度量企业增长的价值提供了理论基础。

超额净收益估值法（Ohlson 模型）

$$V_s = BVE_0 + \frac{NI_1 - rBVE_0}{(1+r_s)^1} + \frac{NI_2 - rBVE_1}{(1+r_s)^2} + \frac{NI_3 - rBVE_2}{(1+r_s)^3} + \dots$$

$$NI_t - r_s BVE_{t-1} = (ROE_t - r_s) BVE_{t-1}$$

- ROE > r: 超额收益现值为正，增长创造价值
- ROE = r: 超额收益现值为 0，增长不创造价值
- ROE < r: 超额收益现值为负，增长在降低价值



国泰君安证券社服团队制图

模型含义：权益资本的价值是当期权益账面价值+预期超额净收益（经营利润）的时间序列现值；超额净收益受 ROE 与企业权益融资成本 r_s 以及当期账面资产价值影响。

数据来源：国泰君安证券研究

根据 CAPM 计算酒店目前权益资本成本，尽管分属于不同市场，目前几大主流酒店集团全资产回报率普遍高于权益融资成本，表明其增长依然在创造价值。

表 21: 目前酒店集团 ROE 大于权益成本，表明其增长在创造价值

	锦江股份	首旅酒店	华住酒店	格林酒店	万豪	希尔顿	温德姆
Beta	0.9485	0.9943	0.9673	0.9873	1.2587	1.0053	0.8420

调整 Beta	0.9655	0.9962	0.9781	0.9915	1.1733	1.0035	0.8941
Rf	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	1.97%	1.97%	1.97%
Rm	5.97%	5.97%	12.86%	12.86%	12.86%	9.86%	9.86%
Rs	5.82%	5.82%	12.54%	12.74%	15.68%	9.90%	8.61%
ROE	8.58%	8.60%	27.18%	30.47%	64.04%	58.25%	12.81%
ROE-Rs	2.76%	2.65%	14.64%	17.73%	48.36%	48.35%	4.20%

数据来源：Wind、公司公告、国泰君安证券研究

本文采用 CAPM 模型计算权益融资成本： $R_s=R_f+\beta(R_m-R_f)$

Beta 来自 Wind 根据 10 年内股价计算；Rf 采用中美两国三年期国债收益率计算；Rm 采用对应指数 10 年复合收益率计算。

4.8. 单体酒店估值与物业资产变现：资产价值法与 REITs

单体酒店估值：资产价值法

资产价值法是相对保守的估值方法：基于超额净收益法的估值思想，在没有竞争优势无法获得超额净收益的情况下，企业价值应当等于其账面价值。特别的，在持续经营假设下，可以采用重置成本法或重估净资产价值法（RNAV），而对于无法持续经营、已经停业的酒店通常采用清算价值法进行估值。

考虑到大部分单体酒店存在投资成本高、投资回收期长，甚至长期亏损的情况，且成长空间小，因此对单体酒店的估值可以同时采用资产价值法以及现金流相关的估值方法：

对于经营情况良好、且可持续获取正 EBITDA 的酒店，采用相对估值法（EV/EBITDA）或 DCF 估值方法更符合金融学估值基础。

而对于经营状况存在困难，EBITDA 为负，经营持续性存在问题的单体酒店，采用土地价值+投资成本的资产价值法更为合理。

酒店物业的变现方法：REITs 以及 REITs 的估值

房地产投资信托基金（REITs）通过发行股票或基金，由专门的机构进行经营管理，来筹集公众投资者的资金，并且有独立的机构进行监管，组合多类房地产项目（包括公寓，写字楼，酒店，商场，医院，仓库等）进行投资。REITs 作为以房地产为基础资产的可以在证券交易所自由买卖的标准化证券，其估值既有和股票等证券产品相似的地方，也有其自身的特点。

酒店物业适合通过 REITs 方式实现资产价值变现。酒店作为“老牌经典”的经营性物业，现金流稳定，市场数据公开，非常符合资产证券化入池资产的要求。

酒店投资规模金额高，资产周转慢，私人资本和国企持有的物业往往会拖累经营数据表现，且账面资产价值往往被低估，只有被出售时候才会一次性变现，而这种变现并不被认为是经营性业绩，因此无法提高酒店

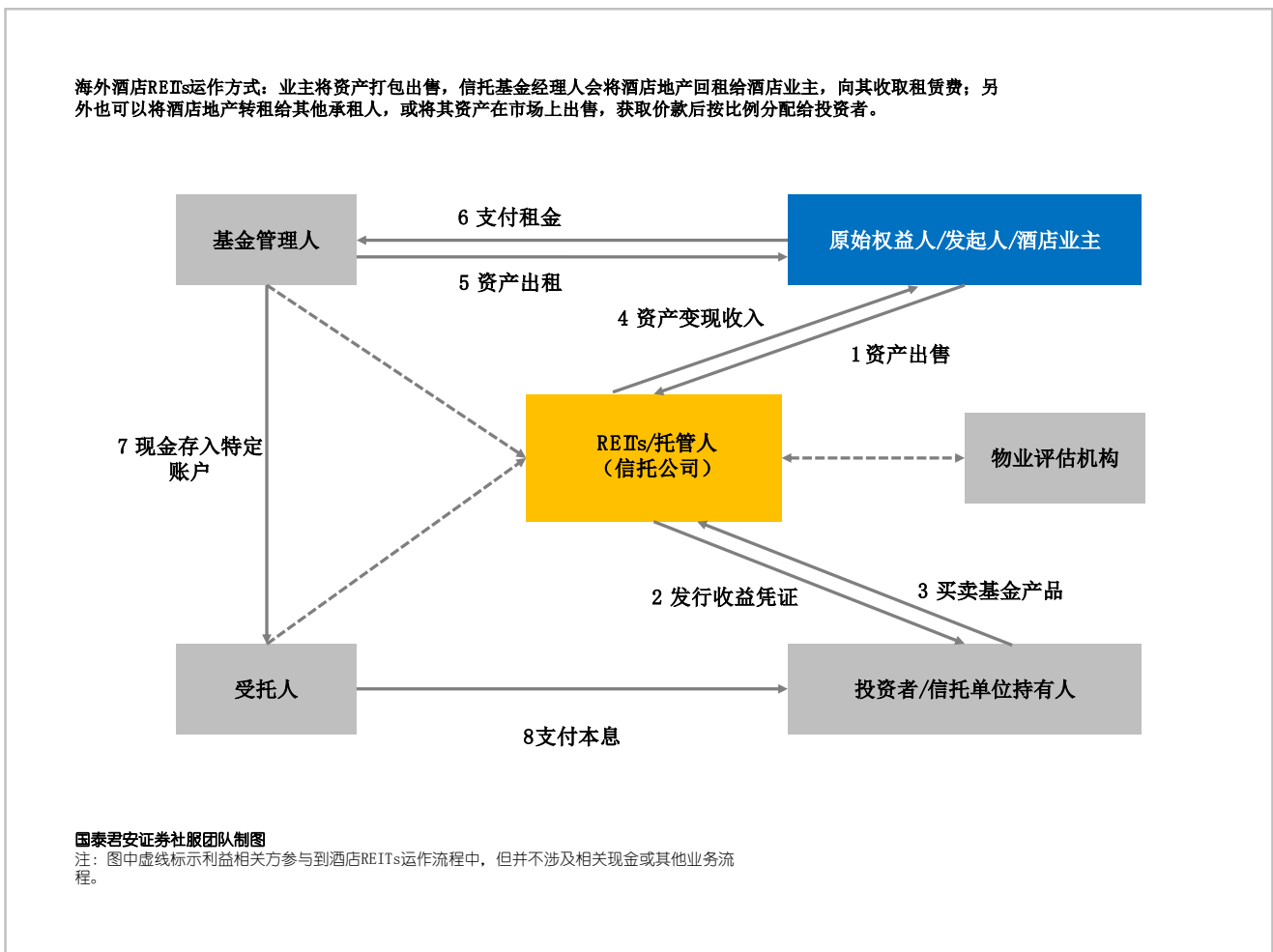
估值。因此酒店产权方希望对酒店实行“出表”，以增强自身流动性并改善资产负债表。

酒店 REITs 在国外是一种较为成熟的房地产投融资运作模式，但国内酒店 REITs 案例不多，主要是国内运作条件不够成熟所致（要求政策、法律支持环境，酒店内部公司结构完善，机构投资者的广泛参与）。

海外酒店 REITs 的基本运作流程：

- 1) 发起人(酒店业主) 根据融资目的和相关要求，对所拥有的资产进行选择，剥离出具有稳定现金流的资产，将其组合成特定的“资产池”，并将其出售给 REITs 信托公司(通常保留部分所有权)。
- 2) 托管人(一般为银行或者银行附属的信托公司)，代表全体信托单位持有人持有信托资产，委托物业评估师对该计划持有的以上“资产池”的价值进行全面评估，然后将证券定价并发行。
- 3) 投资者将信托资产信托给基金经理人进行经营管理，并委托受托人（一般为银行机构）从基金经理人等处收集偿还资金，发放红利。
- 4) 一般来讲，基金经理人会将酒店地产回租给酒店业主，向其收取租赁费；另外也可以将酒店地产转租给其他承租人，或将其资产在市场上出售，获取价款后按比例分配给投资者。

图 62：酒店 REITs 是实现物业资产变现以及加快资产周转的成熟工具



数据来源：国泰君安证券研究

酒店集团通过 REITs 实现轻重分离案例：

万豪国际 (Marriott International) 与万豪地产 (Host Marriott Corporation)：

万豪酒店扩张遇到资本阻碍时利用 REITs 将公司分拆为“万豪酒店”和“万豪地产”，二者分工后专业化程度大大提高，万豪酒店靠服务赚钱，万豪地产依靠固定的租金收益与物业的增值，轻重资产结合。

万豪 REIT 通常通过以下几种途径开展业务：对万豪已有股份的项目进行收购、公开及私下的物业打包收购、单宗物业收购，以及合资收购。为保证投资获得预期收益、最大限度实现物业的价值，万豪会在投资前设定资本支出和运营策略。

在美国和欧洲，万豪 REIT 收购的对象首先是高端奢侈型全服务式酒店，这些酒店一般位于门户商务城市、度假区或会议中心，以及机场附近，通常由领先的酒店管理集团进行管理。而在新兴市场，如亚太区和南美洲（特别是在巴西），万豪则在发展高端酒店物业的同时，关注中型酒店的并购机会。

万豪 REIT 的资产包中有 121 家酒店、64947 间客房，这些酒店主要是高端奢侈型酒店。121 家酒店中的 105 家位于美国境内 25 个州及华盛顿特区，其余酒店则零星分布在澳大利亚、巴西、加拿大、智利、墨西哥和新西兰。

表 22：万豪集团通过拆分地产与酒店管理迅速做大规模并提升资产回报率

时间节点	主要事项
1993	万豪 REIT 是原万豪集团 (Marriott Corporation) 业务架构调整后的产物，万豪集团在 1993 年分割为万豪地产 (Host Marriott Corporation) 和万豪国际 (Marriott International)。
1994	万豪地产开始实行新的战略，将全服务式酒店作为业务重点，陆续出售了老年服务社区和有限服务酒店资产中的 26 家 Fairfield 旅馆。同年，公司获得了 15 家全服务式酒店。
1995-1997	万豪地产继续收购全服务式酒店，并逐渐剥离了食品饮料业务。1995 年 12 月，万豪集团通过特殊股权运作，与万豪运营集团分离，后者独立出新公司万豪服务 (Host Marriott Services)。万豪服务继续运营机场和收费公路的商品服务。
1998	万豪地产发布了新的品牌差异化战略，持续收购高端奢侈酒店品牌，包括四季酒店 (Four Seasons)、丽思卡尔顿酒店 (Ritz-Carlton) 及凯悦酒店 (Hyatt)。在获取高端奢侈酒店品牌的同时，万豪地产继续处置非核心资产。 当时法律规定，一支 REIT 必须保证连续两年内 75% 以上的总收入来自于房地产相关的业务，比如持有物业的租金收入。万豪地产增持核心资产、剥离非核心资产的策略便是由此而来。法律还规定，万豪地产必须将旗下所有物业出租给非关联第三方。因此，万豪 REIT 将所有物业租给了 Crestline Capital Corporation。后者原本属于万豪公司，在 1998 年成为独立第三方。万豪地产把所有的高档住宅物业都转让给该公司。然后，万豪地产将所有酒店以出租或转租的方式承包给该公司。Crestline Capital Corporation 一度成为美国最大的酒店租赁公司。
1999	万豪地产成功获得 REITs 资格。REITs 要将 90% 以上的利润作为分红分给投资者，并享受税收减免。雄厚的资金实力助万豪在一系列并购中更具竞争力。

2001	根据 REIT 修正案 (REIT Modernization Act), 万豪地产获批将自身持有的物业出租给全资所有的附属公司。因此, 万豪回购 Crestline Capital Corporation, 重新获得其酒店的出租权。这桩交易简化了公司结构, 让万豪能够更好地从全服务式酒店中获得收益并管理资产。
2005	万豪地产通过并购, 以 41 亿美元将喜达屋集团 (Starwood Hotels & Resorts Worldwide, Inc) 旗下 38 处酒店物业, 这些酒店分别由喜达屋旗下威斯汀 (Westin)、喜来登 (Sheraton)、W 品牌、瑞吉 (St. Regis)、奢华精选 (The Luxury Collection) 等品牌管理。
2006	万豪地产更名为 “Host Hotels & Resorts, Inc. ”, 以显示品牌差异化。从 2006 年 4 月 18 日起, 万豪 REIT 在纽约交易所的代号变为 “HST”。

数据来源: 万豪酒店年报、国泰君安证券研究

REITs 的估值方法:

REITs 估值方法与股票估值原理类似, 但存在细微差别, 主要有: 营运现金流贴现法、净资产法和 P/FFO 乘法。REITs 的价格一方面代表了其背后标的物业资产的账面价值; 另一方面, REITs 通过管理人的主动管理, 能够实现积极的资本扩张和价值提升, 因此也包含了未来持续增长的价值。因此, 在对 REITs 进行估值时可以将权益类证券的估值方法和房地产估值方法结合在一起使用。

方法一: 营运现金流贴现法

基于现金流贴现法, 但其分子端采用的是营运资金 (Funds From Operation) 作为价值指标, 该指标为美国 NAREIT 组织在 1991 年提出, 以净收入为基础, 加上折旧摊销以及其他相关利得到 FFO 指标。

计算 FFO 指标时, 需要减去物业出售中的资本利得。因为资本利得是物业以高于持有成本的价格出售中获得的, 而折旧直接影响了持有成本。

优点: 对具有实物资产的 REITs 而言, 通过 FFO 贴现进行估值理论基础完善且可信度高, 估值预测合理, 目前是主流房地产 REITs 估值方法;

缺点: FFO 对价值存在一定程度夸大, 因为投资者并没有提前收到所有的 FFO, 而是仅仅收到了 REITs 的现金分红, 剩余 FFO 留存用于未来增长目的。

方法二: 净资产价值法

净资产价值法适用于房地产企业或有大量自有物业的公司。净资产价值法基于全部物业的租金收入, 将公司的全部租金收入以一定的贴现率加以资本化, 选取的资本化率一般为可比物业真实交易的租金收益率。

具体计算公式: $NAV = NOI \text{ 现值} + \text{土地价值} + / - \text{公司净负债} - \text{调整项}$

NOI 标示净营运收入, 主要为租金, 调整项包括了市场预期变化, 行业政策, 利率, 汇率变动, GDP, 房价收入比, 人均居住面积等可能影响房价的因素。

优点：用 NAV 模型计算出来的 REITs 价值反映了其账面价值，并通过特定的调整反应资本市场波动，市场风险，公司治理及投资者预期等特定因素。在 REITs 市场交易中，NAV 估值模型可以帮助投资者避免价值高估的 REITs。

缺点：很难基于公开数据获得公司物业类资产的现值，相关数据需要依赖公司内部数据，因此公开市场采用 NAV 方法较少。

方法三：P/FFO 乘数法

类似于 PE 估值方法，在 REITs 交易活跃且成熟的市场运用非常广泛。通过比较同类型 REITs 资产的估值倍数进行相对估值。其中 FFO 为营运资金。

优点：相对估值法认为市场对同类型资产 REITs 的估值有效，且所涉及的假设或差异少于资产净值，没有那么强的主观性，便于在不同公司之间进行对比。

缺点：可比对象的选择相比权益类资产难度更大。会受到不同 REITs 标的资产对不同营运资金的会计政策导致 FFO 的不可比性。同时，负债率也会对 P/FFO 乘数构成影响。

5. 回归连锁加盟本质：品牌与回报率带来估值溢价

5.1. 酒店是能够诞生大市值企业的好生意

5.1.1. 早期酒店是同质化消费品，竞争优势来自规模经济

酒店的本质是连锁加盟：经营品牌，价值变现。通过前期的持续经营（直营/加盟）不断构筑和积累品牌价值，最终凭借品牌影响力以极低的边际扩张成本实现极大的规模，并凭借远高于直营店的利润率的授权和管理费用收入实现价值变现。

行业发展早期，中低端酒店是同质化消费品，竞争优势来自规模经济下的低成本。有限服务型酒店产品标准化，地理位置是首要考虑因素，消费者对于品牌无明显偏好，缺乏粘性。酒店集团的竞争优势来自于持续扩大规模以实现规模经济，获得可持续地以低于竞争对手的成本提供标准化服务的能力。

龙头酒店凭先发优势，率先进入酒店行业，大幅度改变了行业的竞争环境，构建了六大壁垒：

- 1) **品牌认知：**强化在位酒店品牌在消费者心智中的认知；
- 2) **规模经济：**迅速扩大门店规模以摊薄总部管理、IT、系统投入成本实现规模经济；
- 3) **学习曲线：**通过长达十余年的酒店运营管理积累的运营管理经验构建起学习曲线壁垒；

- 4) **2C 端迁移成本**: 通过不断壮大和完善的会员体系, 会员积分政策构建 2C 端的高迁移成本;
- 5) **加盟商迁移成本**: 通过与加盟商的持续合作、将加盟商纳入自身运营、会员预订系统, 增加集团导流比例提高加盟商粘性;
- 6) **要素垄断**: 抢占核心优质物业资源, 大幅度提高后进入者的重置成本。

5.1.2. 品牌优势使得酒店获客成本边际递减

随着行业持续发展, 酒店品牌价值逐步凸显, 品牌优势使得传统消费品公司获取客户的边际成本下降, 进而形成规模持续扩大的正反馈。

品牌的意义在于帮助传统消费品企业实现获客成本的边际递减, 构建网络效应。互联网企业解决引流的方法是通过持续的用户激励, 购买线上流量实现引流, 推动用户规模突破规模临界点, 实现获客成本的内生性边际递减; 而传统消费品企业则是通过不断投入构建品牌: 前期大规模广告投入、优质渠道的铺设(酒店行业为优质位置门店布局)、日常生活中的曝光度(如显而易见的招牌)等方式占据消费者心智。

一段时间积累后连锁品牌本身成为酒店产品的质量和服务水平的信号(Signal)。酒店通过前期对消费者的市场教育, 占领消费者心智认知, 降低了消费者选择不同酒店时的搜索和评估成本, 进而降低了交易费用, 实现了获客成本的边际递减。

表 23: 消费品企业品牌带来的引流成本边际递减类似于互联网平台

	跨边网络效应	同边网络效应		转换成本		赢家通吃现象 (龙头市占率)
		第一边	第二边	第一边	第二边	
旅游 OTA	+++	机票酒店	消费者	机票酒店	消费者	携程网
		-	++	中	低	近 60%
外卖	+++	餐饮门店	消费者	餐饮门店	消费者	美团约 60%
		-	+++	中	低	饿了么约 40%
出行平台	+++	司机	出行人	司机	消费者	滴滴垄断出行市场
		-	+++	中	低	
点评团购	+++	商家	消费者	商家	消费者	Groupon>55%
		-	++	中	低	新美大垄断
PC 操作系统	+++	软件开发商	用户	软件开发商	用户	Microsoft
		倒 U 型	+++	高	高	>95%
在线出版	+++	作家	读者	作家	读者	起点中文网
		-	++	高	中	71%
在线购物	+++	商家	买家	商家	买家	淘宝
		-	+++	高	低	>70%
社交软件	++	广告商	用户	广告商	用户	微信
		-	+++	低	高	
人才招聘	+++	企业	求职者	企业	求职者	前程无忧
		+	-	低	低	约 30%
购物商城	++	品牌商店	消费者	品牌商店	消费者	区域第一名
		-	倒 U 型	高	低	<20%

数据来源：《平台战略》、公司官网、国泰君安证券研究

5.1.3. 酒店最终是高利润率高杠杆的品牌管理公司

海外酒店集团从财务结构维度看是一个高利润率、高财务杠杆、资产利用效率高的轻资产品牌管理公司。

从财务结构角度维度对酒店集团商业模式进行拆解发现：

轻资产+高利润率+高杠杆是海外酒店 ROE 高的原因：

高利润率的原因在于海外酒店集团其实是酒店品牌管理公司：海外酒店经过多年经营更加接近酒店品牌管理公司：基于连锁加盟的模式，普遍具有高利润率（美国平均 12.1%VS 中国平均 10.6%），

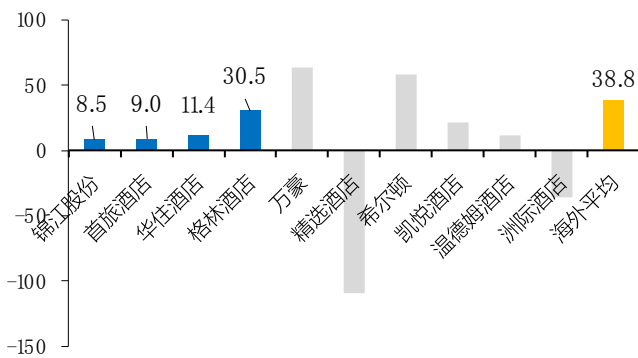
高周转是品牌管理公司轻资产运营的结果：轻资产带来极高的资产周转率（美国 0.8 次 vs 中国 0.4 次）。

高杠杆是结果，背后是成熟市场酒店集团扩张的方式：同时酒店集团由于收购等因素普遍高财务杠杆，权益乘数远高于中国酒店集团。

图 63：三大酒店集团 ROE 显著低于著名酒店集团

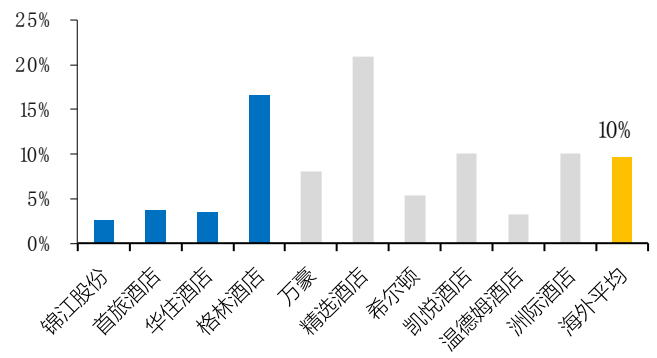
图 64：剔除财务杠杆，三大酒店集团比美国仍有差距

酒店集团ROE比较



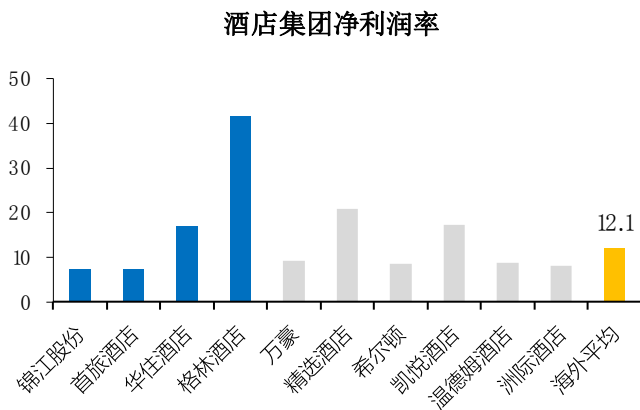
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

酒店集团ROA（剔除杠杆影响）



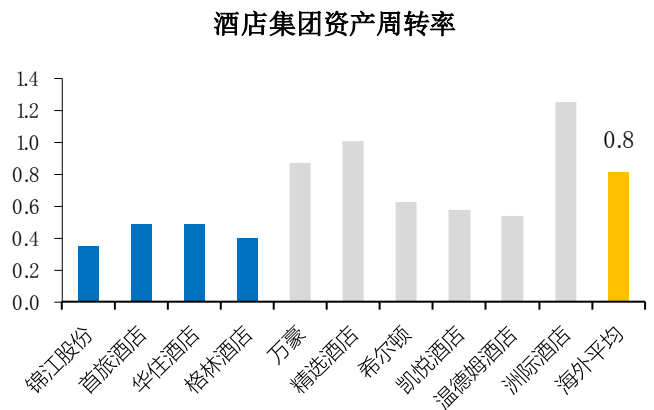
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 65：净利润率是导致 ROE 差距的最主要原因



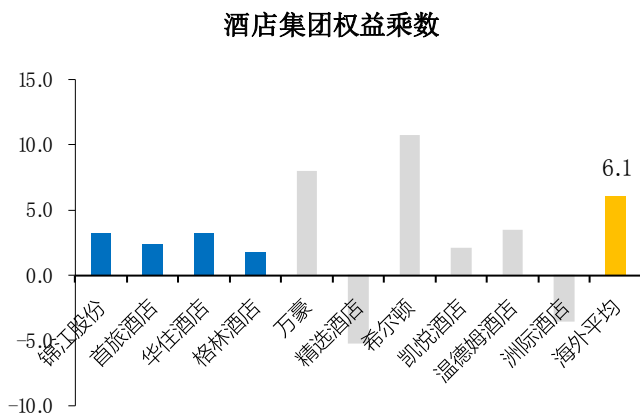
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 66：目前酒店资产较重导致较低的资产周转率



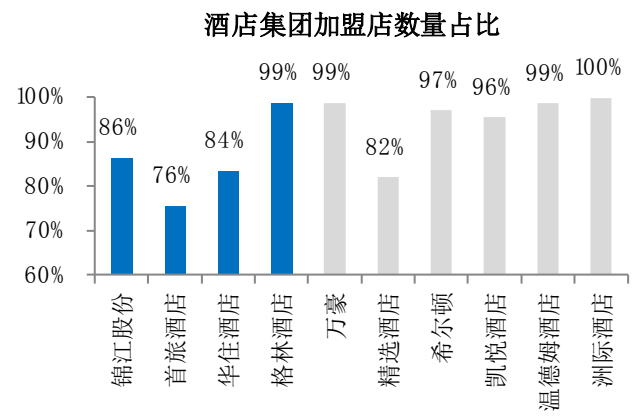
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 67：美国酒店大部分高杠杆运营



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 68：美国酒店更接近品牌管理公司，加盟占比普遍 99%



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

5.2. 酒店满足大空间、规模效应、高壁垒三大条件

连锁化企业诞生大市值需要具备三个条件：巨大的市场空间、规模的持续扩大能够产生规模经济，即边际扩张成本递减、以及行业具备较高的进入和退出壁垒，使得行业竞争格局相对稳定。

横向比较消费行业中以连锁加盟为主要商业模式的主要业态：超市、便利店、餐饮（可进一步细分）、酒店均诞生了大市值企业。上述业态在市场空间、规模效应以及行业壁垒三个维度均具有相似的特征。

酒店巨头市值低于沃尔玛、星巴克、麦当劳，而与便利店处于同一水平，高于旅行社巨头。酒店（包含有限服务型及全服务酒店）巨头的市值水平处在上述连锁加盟业态中游水平：酒店龙头市值与大型商业超市、餐饮巨头麦当劳、饮品巨头星巴克存在数量级差异，而与便利店、火锅处在同一水平，普遍高于旅行社市值。

进一步分析造成上述市值差异的影响：

大型超市行业空间巨大，规模效应极强，壁垒高。超市处于拥有更大市场空间的赛道，且迅速做大做强后能够实现极强的规模经济，最终凭借低利润率、极高的周转率（沃尔玛 2.43 的资产周转率远高于其他连锁业态，仅餐饮行业的海底捞和星巴克可以接近）、通过规模实现极高的利润。

餐饮空间不亚于零售，但进入退出壁垒低。餐饮行业的麦当劳与星巴克处在可以媲美零售市场的餐饮赛道中，受益于标准化的运营模式，二者标准化程度高，使得两种业态能够实现较高的规模经济（类似的，中餐中细分赛道空间最大、标准化程度最高的火锅同样出大市值龙头）。与超市不同之处在于，二者均拥有远高于超市的利润率和回报率，但二者所在行业存在专有化资产程度低，进入和退出壁垒低的问题，导致行业产能弹性大，集中度低，龙头市占率并不高，这可能是导致麦当劳于星巴克市值与沃尔玛存在数量级差异的一个重要原因。

旅行社缺乏规模效应导致市值规模在连锁加盟中处于底部。而旅行社行业尽管身处空间广阔的旅游市场，但其扩张的边际成本高。对人力资源的依赖严重，难以形成有效的规模效应；同时考虑到较低的进入和退出壁垒，行业供给弹性极高，由此导致龙头集中度低（欧洲 TUI 市占率主要靠并购）。上述问题使得旅行社龙头市值相比其他连锁业态存在数量级差距。

酒店满足大空间、规模效应、以及高壁垒三大特征，具备诞生大市值巨头的条件。酒店所处的住宿行业空间仅次于零售与餐饮，加盟模式下扩张的边际成本低，且极大的规模可以摊薄庞大的中央管理系统成本、运营成本，实现较强的规模经济。同时，加盟模式的酒店集团高利润率、较高的周转率，通过兼并收购形成的较高财务杠杆使得酒店 ROE 高于其他业态。同时，由于酒店物业存在较高的专有化资产投入，一间有限服务型酒店投资成本在 800-1000 万人民币区间，高星级酒店投资上亿，较高的进入和退出壁垒使得行业格局最终形成寡头竞争。

表 24：横向比较连锁消费企业不同业态商业模式

类别	大型商超	便利店	西式快餐	火锅	饮品	有限服务酒店	全服务酒店	旅行社
代表企业及市值	沃尔玛 2910 亿美元 (20231 亿人民币)	Seven-Eleven: 2,071 亿人民币	麦当劳 1520 亿美元、百胜 310 亿美元、达美乐 114 亿美元	海底捞 1463 亿港币、呷哺呷哺 120 亿港币	星巴克 (923 亿美元)	华住 (617 亿)、锦江 (240 亿)、首旅 (163 亿)	万豪 (2863 亿人民币)、洲际 (852 亿人民币) 等	TUI (377 亿人民币)、HIS (139 亿)
市场空间								
总量空间	空间巨大	空间大	空间巨大	空间巨大	空间巨大	空间巨大	空间巨大	空间大
是否网格化割裂特点	整体性强	整体性强	细分市场网格化，但每个细分天花板高	细分市场空间大，但在区域偏好	咖啡细分市场天花板高	整体性强	整体性强	市场割裂明显
密度分布	低，同一区	高，同一区	高，餐饮是	高，餐饮是	高，饮品门	较高，有限	较高，一般	分布密度高

	域很难容纳 多家	域可容纳多 家	开店最为密 集的业态之 一	开店最为密 集的业态之 一	店密度高于 餐饮	服务型酒店 密度低于便 利店, 但高 于超市	集中分布但 区域分布不 均匀	
是否具有自 发集中性	市场最终存 在多个巨头	寡头竞争	竞争程度介 于寡头和完 全竞争之间	竞争程度介 于寡头和完 全竞争之间	一超多强 格局	市场最终存 在多个巨头	市场最终存 在多个巨头	市场很难实 现集中

规模经济

标准化程度	高	高	高	中高	高	高	中高	低
固定成本占 比	中	中	中	中	中	高	高	低
人工成本占 比	中	低	低	低	中	高	高	高

进入及退出壁垒

资产的专有 化程度	中	低	低	低	低	高	高	低
初始投资规 模	高	低	中	中	低	中	高	低

盈利能力	沃尔玛	7-11	麦当劳	海底捞	星巴克	华住	万豪	途易 (TUI)
毛利率	25.10%	35%	51.30%	21.30%	58.84%	35.65%		10.15%
净利润率	1.40%	2.84%	28.18%	9.70%	18.28%	17.13%	9.19%	4.19%
EBITDA Margin	4.76%	8.39%	48.89%	17.55%	29.35%	24.44%	14.30%	8.07%

回报率	沃尔玛	7-11	麦当劳	海底捞	星巴克	华住	万豪	途易 (TUI)
ROE	8.87%	8.20%	-124.38%	33.89%	136.51% 17年51%	27.18%	64.04%	22.07%
ROA	3.15%	3.60%	17.79%	21%	23.46% 17年20%	11.35%	8.01%	4.92%
ROIC	3.34%	4.85%	18.72%	29.20%	33.11% 17年24%	4.27%	8.12%	6.23%

财务特征

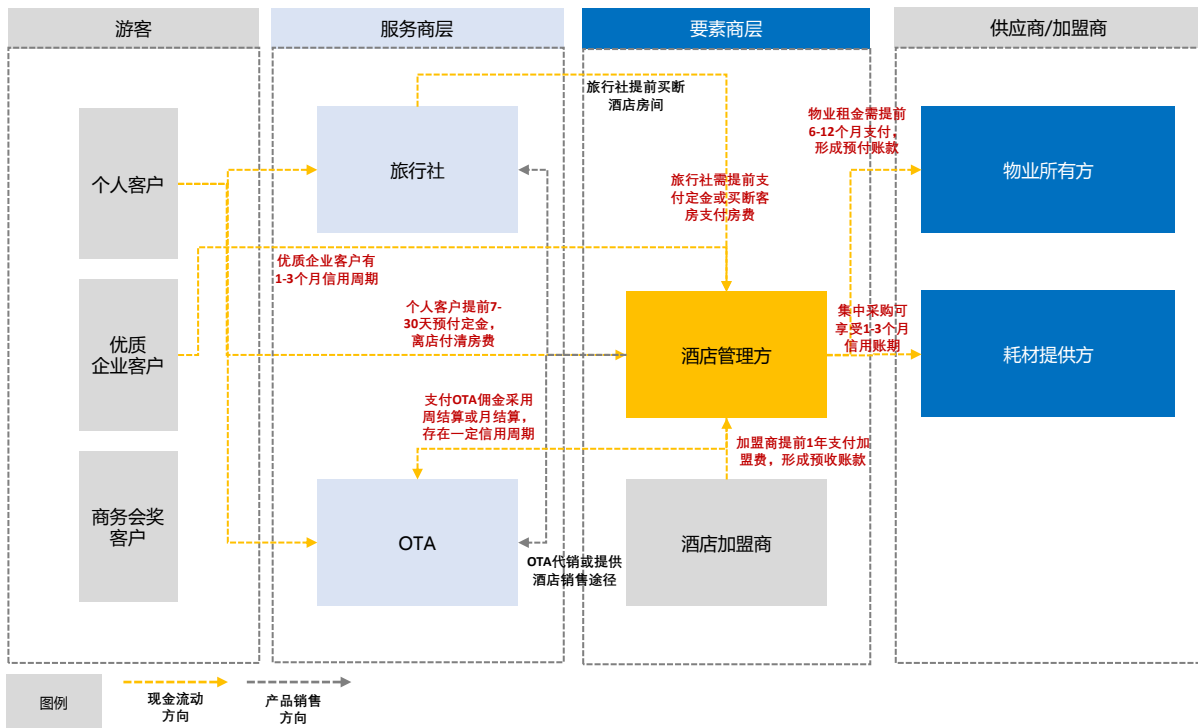
财务结构	极低利润 率、高周转	低利润率、 高周转	中等周转、 高财务杠 杆、高利润 率	高周转、中 高利润率、 低杠杆	高利润率、 高周转、高 杠杆	低周转、高 利润率、高 杠杆	低周转、高 利润率、高 杠杆	高周转、低 利润率、高 杠杆
资产周转率	2.43	1.2	0.63	2.17	1.28	0.49	0.87	1.31
资产负债率	63.69%	53.89%	119.07%	27.75%	95.13% 17年62%	73.66%	90.61%	72.24%

数据来源: 公司公告、Wind、国泰君安证券研究

5.3. 连锁加盟模式下现金流稳定且质量高

酒店作为稀缺资源要素被占款情况较少。优质酒店资源稀缺，对旅行社及散客议价能力强。旅行社订房款及会员订房款以预收方式收到，通常出游客人在数周或数月前确定行程并向酒店发起订房申请，在订房过程享受优惠价的同时会预先支付一部分房款作为押金。旅行社在确定成团前也会集中采购酒店资源，酒店因而能形成较多的预收款项。差旅客人预定时间较晚，一般为提前 1-7 天预定，并在离开酒店时支付现金。

图 69: 酒店作为优质稀缺资源较少质押，较多预收款项



数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

表 25: 酒店经营活动现金流模式

	付款/收款对象	结算方式	应计类别	账期
现金付出	物业所有方	提前 6-12 个月支付形成预付项目	预付账款	6-12 个月
	耗材提供方	根据酒店不同，集中采购为后支付	应付账款	1-3 个月
	OTA 平台佣金	周结算或月结算	应付账款	7-30 天
现金收回	旅行社	提前买断或支付定金	预收账款	6-12 个月
	OTA 平台房费	周结算或月结算	应收账款	7-30 天
	酒店加盟商	提前一年支付加盟费用等	预收账款	12 个月
	个人客户	支付定金，离店付清房费	预收账款	7-30 天
	优质企业客户	支付定金，给予一定信用账期	应收账款	<30 天

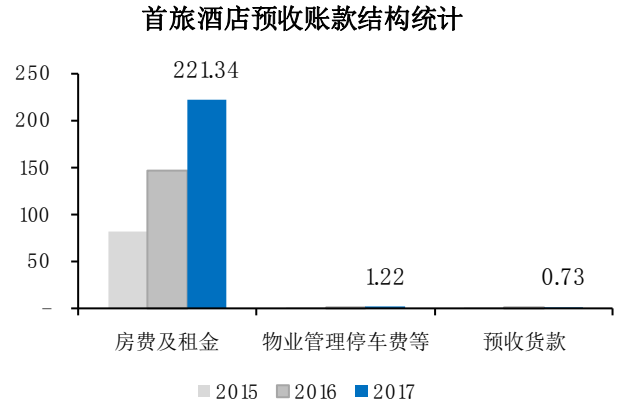
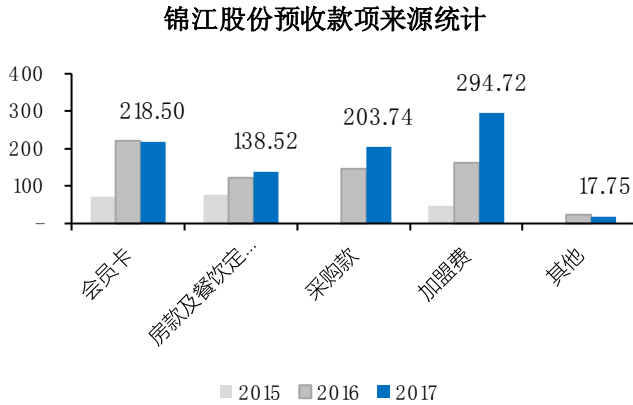
数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

加盟商加盟款及装修保证金是预收款项的重要来源。当前，绝大多数酒

店集团对旗下加盟酒店都采取首次加盟费和持续加盟费的方案，持续加盟费往往以营业收入的特定比例征收。加盟费预收有增长的趋势，以锦江为例，2017年锦江预收的加盟费款项较2016年同期增加了约90%。同时，加盟商需向酒店管理方支付一定比例加盟保证金，构成主要其他应收款主要项目。

图 70: 锦江大量预收款来自加盟费和会员卡

图 71: 首旅大量预收来自预收房费餐费及租金



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

酒店物业房租需预先支付，支付 OTA 佣金及耗材采购存信用周期。酒店主要预付项目为直营店房租，租金合约一般为 10-15 年，租金需要提前半年以上预付，构成酒店主要预付账款。而对于支付给 OTA 的佣金酒店集团与 OTA 一般可采用周或月结算的方式，存在一定信用周期。酒店一般采用集中采购方式，对上游耗材提供商存在 1-3 个月信用周期，形成应付款项。

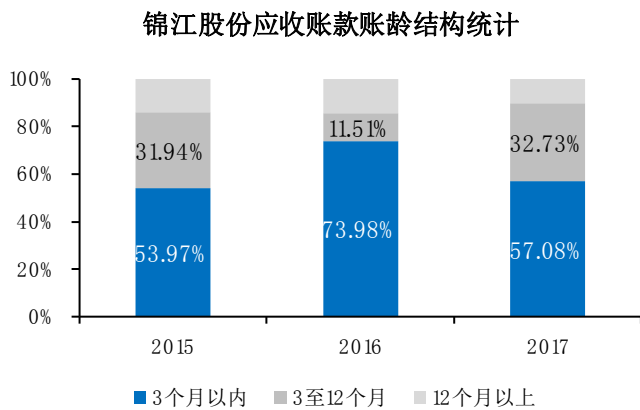
表 26: 锦江股份前五名预付账款全部为预付房租

单位名称	预付款项 (万)	占预付款合计数比例	款项内容
杭州钱江新城资产	2,862.21	8.7%	预付房租
西安天豪实业有限责任公司	625.03	1.9%	预付房租
新疆吉安达投资管理有限公司	365.32	1.1%	预付房租
重庆西政智谷置业有限责任公司	253.91	0.8%	预付房租
北京圣蓝物业管理有限公司	269.74	0.8%	预付房租
合计	4,476.22		

数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

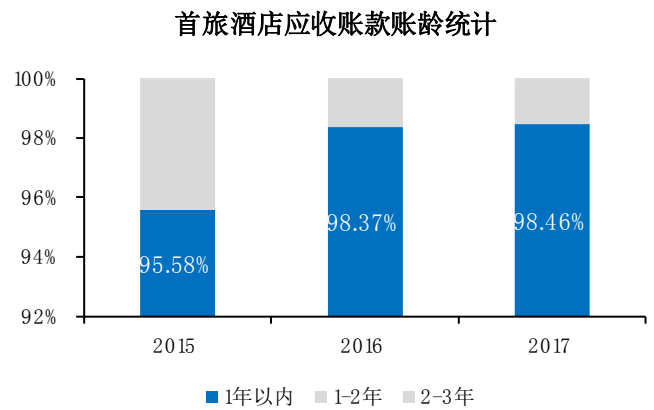
酒店大多数客人离店现结，因此应收款项较少，且主要集中在关联方和移动支付平台的延迟支付，大部分在一年以内实现收回。

图 72: 锦江股份 57%以上为 3 个月内应收账款



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 73: 首旅近 99%为 1 年内应收账款



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

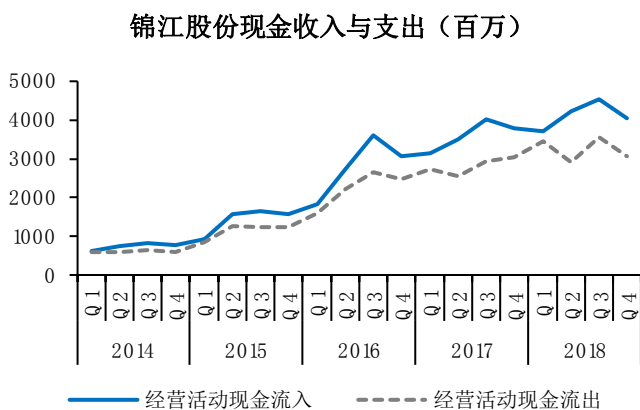
表 27: 锦江股份前五名应收账款来源

单位名称	预付款项 (万)	占应收账款合计数比例	与公司关系
上海锦江国际电子商务有限公司	5,424.94	4.92%	关联方
GOLDEN TULIP MENA	1,081.40	0.98%	关联方
浙江天猫技术有限公司	829.93	0.75%	第三方
TRANSHOTEL	791.39	0.72%	第三方
财付通支付科技有限公司	769.66	0.70%	第三方
合计	8,897.32	8.07%	

数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

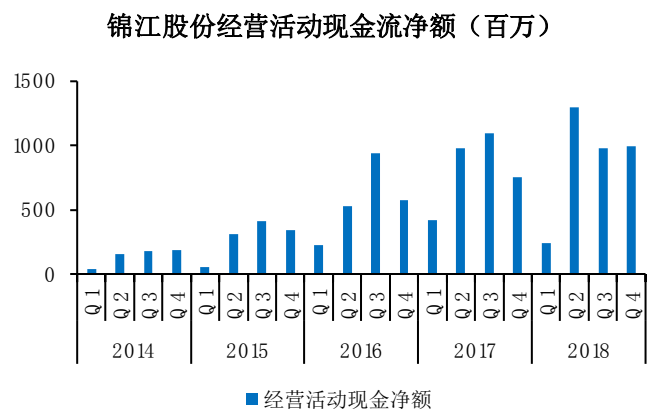
酒店经营性现金流波动存在季节性特点, 经营性活动现金流净额在旺季 Q2 和 Q3 最高, 但因酒店应计项目占营业收入和净利润比重并不大, 其现金流波动情况更多反应的是旅游淡季旺季的波动。

图 74: 锦江股份现金流入与流出季节性相对平缓



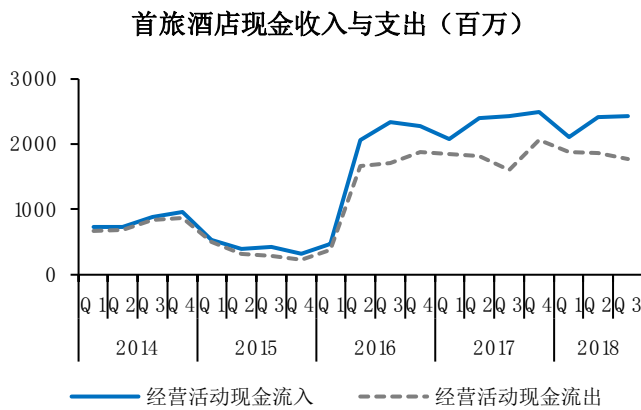
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 75: 经营活动现金流净额 Q2 和 Q3 旺季最高



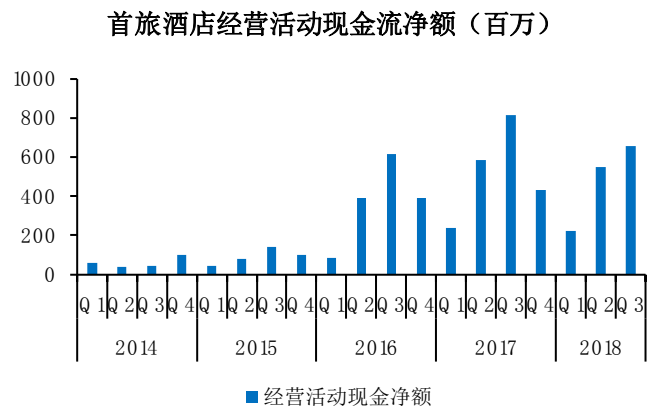
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 76: 首旅酒店现金流动季节性同样较为平缓



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 77: 经营活动现金流净额同为 Q2 和 Q3 旺季最高



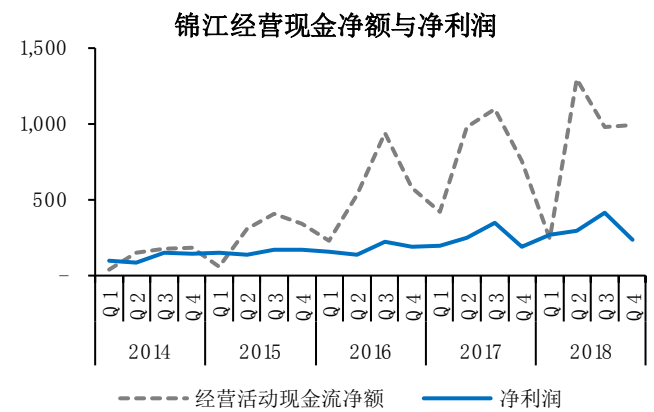
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 78: 锦江经营现金流与营收匹配度为 105%



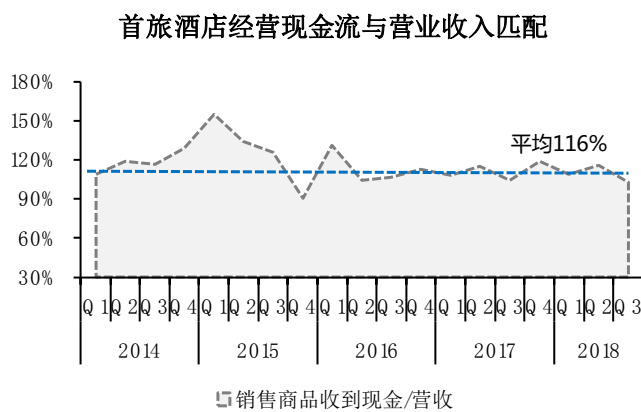
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 79: 锦江股份经营现金流净额大于净利润



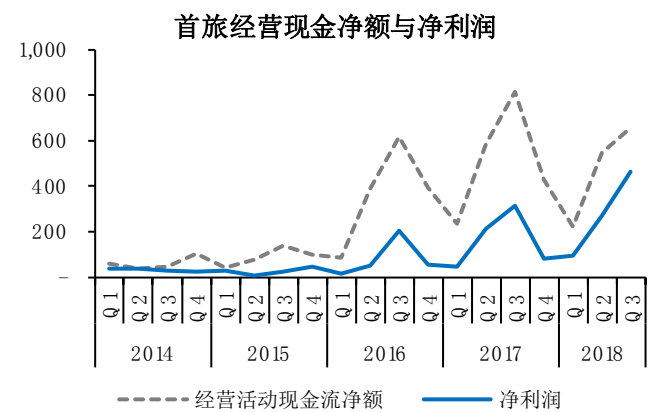
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 80: 首旅经营现金流与营收匹配度为 116%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 81: 首旅酒店经营现金流净额大于净利润



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

5.4. 多业态比较: 拥有品牌与回报率的业态享受高估值

通过对比上述连锁业态龙头企业估值我们发现: 拥有品牌与高回报率的

企业普遍享受估值溢价：

餐饮行业中，海底捞与星巴克具有较为明显的品牌优势，且餐饮行业 ROE 水平在上述业态中均处于较高水平，因此享有最高估值：海底捞 81xPE (ttm)、44x EV/EBITDA (ttm)；星巴克 30xPE、19x EV/EBITDA。

而酒店行业华住及万豪分别在各自细分市场（有限服务型酒店中国市场/全球高端酒店市场）品牌优势明显，且其投资回报率与利润率在行业汇总仅次于餐饮行业，因此其估值水平仅次于餐饮：华住酒店 36xPE，22x EV/EBITDA；万豪酒店 22xPE，18x EV/EBITDA。

表 28：酒店业态估值与其他连锁业态估值横向比较

	公司代码	代表企业	净利润 (亿 CNY)	ROE	PE (ttm)	EV/EBITDA
大型商超	WMT.N	沃尔玛	447.06	8.87%	35.00	10.48
便利店	3382.T	Seven-Eleven	122.45	8.20%	16.18	-
西式快餐	MCD.N	麦当劳	406.60	-124.38%	25.88	18.15
火锅	6862.HK	海底捞	16.46	33.89%	80.82	43.90
饮品	SBUX.O	星巴克	310.82	136.51%	30.43	19.45
有限服务酒店	HTHT.O	华住	17.13	27.18%	36.31	22.28
全服务酒店	MAR.O	万豪	130.88	64.04%	22.29	18.36
旅行社	TUI.L	途易	58.68	22.07%	6.63	0.06

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

5.5. 绝对估值法：酒店受周期影响估值低于内含价值

本文采用 DCF 估值方法试图估算酒店集团核心资产的贴现价值。下文分别列示了首旅酒店及锦江股份中性假设下 DCF 估值法计算得到的核心资产贴现价值。结果表明：首旅酒店核心资产价值约 293 亿，目前市值 151 亿，空间巨大。锦江酒店核心资产价值为 364 亿，目前市值 222 亿，明显低估。

表 29：三大酒店集团目前估值均远低于内含价值，明显低估

估值结果	首旅酒店	锦江股份	华住
预测期自由现金流量总计 (亿人民币)	147.39	232.90	319.08
永续期自由现金流量总计 (亿人民币)	141.85	187.97	367.18
企业价值 (亿人民币)	312.18	457.38	742.55
减净负债 (亿人民币)	16.61	81.66	45.00
减少数股东权益 (亿人民币)	2.90	11.76	1.45
归属母公司的股权价值合计 (亿人民币)	292.67	363.96	696.10
当前市值 (亿人民币)	151.00	222.00	611.62
股本数 (亿股)	9.79	9.58	2.81
DCF 估值对应股价 (人民币)	29.90	37.99	247.72
当前股价 (人民币)	15.38	23.21	215.63
股价空间	94.38%	63.69%	14.89%

参数假设			
适用折现率:	8.49%	9.29%	8.78%
永续增长率 g	2.00%	2.00%	3.00%
税后债务成本率	3.75%	3.75%	2.25%
股权成本率	10.52%	10.67%	10.41%
无风险报酬率	2.97%	2.97%	3.15%
风险补偿率	5%	5%	6%
贝塔系数	1.51	1.54	1.21
目标资本结构	30%	20%	20%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

6. 投资建议：风物长宜放眼量

考虑酒店的周期性成长股属性，酒店成长期叠加出租率与房价量价齐升的阶段是酒店投资的最佳时机。同时，基于成长与价值视角，建议关注周期波动底部的布局时机。

短期估值周期性主导，酒店投资时钟框架下，量价齐升阶段估值弹性最高：随着出租率降幅持续收窄直至由负转正，出租率重新增长将带动酒店提价，此时房价增速由负转正，出租率与房价量价齐升，业绩弹性最大，此时戴维斯双击，酒店从估值修复将转为估值快速提升。

中期看，酒店在 3-5 年内仍将处于成长期，通过横向品类拓展与纵向定位突破天花板；在品牌连锁化率提升的过程中，行业竞争格局将进一步提升，由此带来产业链议价能力的提高，酒店盈利能力得到极大提升，在这一过程中，酒店的估值中枢震荡向上。

成长期中的量价齐升阶段恰为短期和中期估值弹性最高区间叠加，估值弹性最大，是投资的最佳时机。但更应关注在酒店周期向下持续一段时间后的底部布局时机。

看好酒店行业中长期成长性、盈利能力与投资回报率的提升，短期风险偏好提升下对宏观经济边际改善预期驱动酒店估值修复，**继续推荐：首旅酒店、锦江股份，美股华住酒店、格林酒店。**

7. 风险提示

经济回暖程度低于预期风险：

酒店需求受宏观经济影响大，经济波动与酒店经营数据及业绩相关性大。本文对酒店经营数据及业绩判断均建立在未来宏观经济持续边际改善的前提下。若经济复苏幅度及进度低于市场预期，酒店业绩增速存在放缓可能。

酒店开店速度不及预期风险：

新开门店是酒店业绩增长的重要驱动力,同时会影响未来 5-10 年酒店盈利能力及竞争格局。三大酒店集团目前每年均保持 500-900 家门店开店计划。实际执行过程中,酒店开店受多种因素影响,存在个别年份开店增速低于计划值的可能性。若开店速度不及预期,可能对酒店集团市场份额、当年新增加盟店加盟费用等产生影响。

酒店行业竞争加剧导致供需失衡风险:

酒店行业为竞争性行业,曾出现过因供给过程导致经营数据持续下滑,进而导致产能出清。目前各大集团为提升市场份额开店速度较快,存在一定程度的因无序竞争导致行业供给短时间再次过剩的可能性。供给过剩将导致出租率下滑、平均房价降低等经营风险,对业绩构成一定影响。

其他进入者进入行业发生价格战风险:

尽管目前酒店行业竞争格局相对清晰,龙头优势明显,但不排除相关企业进入行业,在资本支持下通过补贴等方式以低价快速抢占市场,引发行业价格战的可能性。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地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

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		