

为什么我们认为 A 股酒店龙头被低估

前期路演我们感受到，市场对国内 A 股酒店公司大部分停留在纯 beta 认知，认为酒店的投资机会就在于经济回暖带动经营数字向好后的估值弹性，酒店核心价值在于早周期属性，我们认为这是对国内酒店龙头公司价值的重大低估。

对标海外，酒店是随着发展成熟体现强 α 强消费属性的优质赛道。随着行业逐步进入存量时代，国内酒店龙头在规模扩张及市占率提升的进程中不断自我验证，业绩增长开始与行业经营指标(revpar)出现越来越大的背离，加盟开店+结构提升正带动龙头酒店业绩逆势增长；叠加此次疫情对中小酒店的出清加速，龙头优势更加凸显，我们认为国内酒店有望迎来 α 价值展现下的历史性重估机遇！

此外，从 Beta 角度看，疫情外生冲击下，行业估值已处于十年来历史底部区间。后续 α 价值重估带来酒店估值中枢上移，叠加考虑疫情拐点带来的情绪面修复及行业基本面改善带来的 beta 双击，我们认为国内酒店正迎来布局黄金机会！

- 我们认为市场对国内龙头酒店存在重大低估，核心来自于对酒店 α 价值的忽略：目前市场对于国内酒店价值的认知仅限于行业 beta，对于公司 α 价值不认可。对标海外，看基本面国内酒店行业具备显著优于海外龙头的成长力，但 A 股酒店估值却显著低于海外龙头（看 19 年 $ev/ebitda$ 9X vs18X），与同业竞争者华住（30X+）亦有较大差距，国内酒店龙头价值存在严重低估。
- 为什么说酒店是消费的 α 黄金赛道：复盘海外，酒店行业孕育出万豪等 10 倍牛股，是具备强 α 的好赛道：（1）酒店行业具备长期提价逻辑：酒店围绕消费升级核心，看底线价格提升跑赢通胀（2%），叠加结构升级带来价格更大上行弹性（3%-4%）；（2）龙头具备份额提升逻辑：国内酒店连锁化率 19%，与美国市场 70% 连锁化率相去甚远，目前市场连锁化率空间仍大；叠加加盟带来的业主方利润端增厚，单体酒店加盟品牌龙头意愿强，龙头酒店整合市场逻辑确定性强；（3）龙头品牌输出下轻资产扩张逻辑：单体酒店加盟推动龙头轻资产扩张，轻资产运营高盈利叠加高周转，提供 ROE 长足提升动力；
- 国内酒店 α 空间的定量测算：长期空间广阔，中期看储备店开业带来的业绩弹性及确定性。（1）看十年空间：若国内连锁化率提升至 45%（美国 70%），叠加行业结构性改善下 RevPAR 十年 CAGR 5%，未来连锁化率提升将推动酒店龙头 4 倍利润空间，十年 CAGR 15.39%；（2）看实现路径：加盟店扩张是未来龙头公司盈利核心点，以 19 年酒店数量为基数，每 100 家中端酒店加盟店可提供公司业绩端 2%-3% 向上弹性；（3）看中期弹性与确定性：加盟带来的经济依赖减弱+储备店开业的强确定性：一方面加盟店扩张带来直营酒店经营收入依赖型降低，业绩对 RevPAR 敏感度显著下降，龙头酒店在行业底部持续逆势业绩增长成为可能；另一方面龙头酒店储备门店数量充沛，未来 2-3 年内仅靠储备门店开业将带来锦江/首旅利润端向上 78.54%/17.14% 以上弹性（以 19 年为基数，80% 储备店开业率），带来中期较强确定性的增长；

投资建议与投资标的

- 目前时点：我们看好 α 重估的历史性机遇，叠加 beta 拐点到来的更大弹性。我们看好酒店的优质赛道属性，看好国内龙头酒店份额提升的十年广阔空间与加盟店+结构升级的中期业绩确定性，对比海外折价明显，我们认为存在重估的历史性机遇！目前行业处于周期低点，疫情可能进一步带来较明确行业底部，后续如行业回暖 beta 拐点到来亦有望带来业绩与估值双击的更大弹性！
- 投资标的：我们强烈推荐规模优势突出、加盟店储备充足，品牌力强、品牌矩阵丰富的锦江酒店(600754，买入)，建议关注品牌及中端酒店优势突出、品牌结构均衡、民营体制下管理效率优势突出的华住(HTHT.O，未评级)，推荐品牌突出、机制保障后续如行业回暖下向上弹性大的首旅酒店(600258，买入)。

风险提示

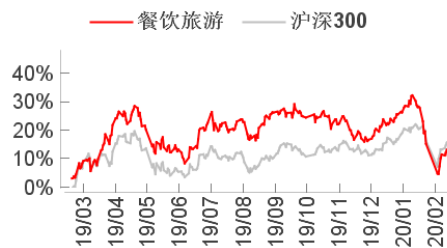
- 经济增速不及预期，开店速度不及预期，大型自然灾害及疫情



行业评级 看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 餐饮旅游行业
报告发布日期 2020 年 02 月 16 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 王克宇
021-63325888-5010
wangkeyu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518010001

联系人 徐椰香
021-63325888-6129
xuyexiang@orientsec.com.cn

相关报告

短期继续跟踪疫情，中长坚定看好不变： 2020-02-16
关注疫情好转持续性，看好社服板块性行情！： 2020-02-09
危中存机，静待立春： 2020-02-02

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、	写在前面：我们认为市场对国内 A 股酒店龙头存在重大低估	5
1.1、	为什么我们认为国内酒店估值未包含对 α 价值的认可？	5
1.2、	我们认为国内酒店被低估	8
1.3、	估值未认可 α 但 α 持续体现：龙头酒店拓展加盟新店+结构升级持续改善中	9
二、	为什么说酒店是消费中的强 α 黄金赛道？	11
2.1、	长期提价逻辑：以消费升级为核心，结构升级带来更大弹性	11
2.2、	龙头竞争力的自我强化，实现不可逆的份额收割	13
2.3、	龙头品牌输出：份额提升基础上的品牌扩张，轻资产输出带来经营效率更上新台阶	15
三、	α 的空间与确定性计算：长期看 4 倍利润空间，中期看储备店开业带来的业绩弹性与确定性	16
3.1、	长周期 α 推动的 4 倍龙头成长空间	16
3.2、	中期看加盟店拓张的业绩弹性：每 100 家店贡献+3%左右业绩增长	17
3.3、	α 确定性的定量衡量 1： α 增强下的 β 效应减弱： revpar 波动对业绩的影响弹性减弱	18
3.4、	α 确定性的定量衡量 2：历史储备店转化提供的业绩确定性增量	19
四、	目前时点的投资机会： α 重估机会大，叠加 β 可能触底向上的更大弹性	20
	风险提示	22

图表目录

图 1: A 股/美股主要酒店 14 至今 EV/EBITDA 箱线图 (2020 年 2 月 7 日)	6
图 2: 2014-2019 年 A 股酒店行业龙头估值走势	6
图 3: 2014-2019 年华住酒店估值走势	6
图 4: 2019 年国内主要酒店集团市场占有率	7
图 5: 2019 年国内主要酒店品牌市场占有率	7
图 6: 2014 至今锦江/首旅酒店估值水平变化	7
图 7: 2014 至今美股市场酒店估值水平变化	7
图 8: 2014-2019Q3 锦江及首旅净利润增速/%	8
图 9: 2014-2018 年锦江及首旅 ROE/%	8
图 10: 2011-2018 年锦江酒店营收与归母净利润增速	10
图 11: 2011-2019 年锦江酒店净新开酒店数量/家	10
图 12: 2017-2019Q3 锦江/首旅酒店中端门店占比	10
图 13: 万豪国际/洲际酒店/希尔顿酒店股价走势图	11
图 14: 华住/如家中高端酒店数量占比变化	12
图 15: 电影类主题酒店	12
图 16: 1978-2006 年美国 ADR 增速与 CPI 走势	12
图 17: 1990-2018P 美国酒店入住率、平均房价及 RevPAR	12
图 18: 中国中高端酒店数量占比仅 14.4%	13
图 19: 美国中高端酒店数量占比 52%	13
图 20: 一线城市酒店不同档次酒店客房数量结构占比	13
图 21: 其他省会酒店不同档次酒店客房数量结构占比	13
图 22: 华住/首旅/锦江会员人数	14
图 23: 国内酒店与海外酒店轻资产收入占比	15
图 24: 国内酒店与海外酒店 ROE 对比	15
图 25: 2019 计划开店及截至 Q3 完成情况	16
图 26: 2015-2019Q3 三家酒店加盟店数量占比	16
图 27: 2014-2018 三大酒店净利率情况	16
图 28: 2014-2018 三大酒店 ROE 情况	16
图 29: 首旅酒店储备店数量及转化率	19
图 30: 锦江酒店储备店数量及转化率	19
图 31: 锦江酒店 PE Band	21
图 32: 首旅酒店 PE Band	21

表 1：2014-2020 年国内外主要品牌酒店营收增速	8
表 2：2014-2020 年国内外主要品牌酒店净利润增速	9
表 3：2014-2019 A 股及美股酒店估值（EV/EBITDA）一览	9
表 4：中小酒店与品牌酒店佣金率差异	14
表 5：部分中端品牌酒店加盟费用	14
表 6：连锁化率提升带来酒店龙头业绩提升测算	17
表 7：酒店行业公司开店业绩弹性测算	18
表 8：首旅酒店/锦江酒店净利润对 RevPAR 敏感性减弱	18
表 9：后续签约店开店带来利润端弹性（基于 2019 年基数测算）	19
表 10：国内三大酒店集团估值	21
表 11：锦江/首旅/华住酒店 2019 年门店及品牌拓张情况	21

一、 写在前面：我们认为市场对国内 A 股酒店龙头存在重大低估

前期路演，我们发现，市场对于酒店价值的认知仍大部分停留在纯 β 层面，认为酒店的投资机会就在于经济回暖带动经营数字向好后的估值弹性，酒店核心价值在于早周期属性，我们认为这是对国内酒店龙头公司价值的重大低估。

我们认为国内酒店正面临 α 重估的历史性机遇：对标海外，酒店是随着发展成熟体现强 α 强消费属性的优质赛道。目前阶段来看，不可否认国内酒店行业仍具备一定周期性，但随着市场由增量转向存量博弈的推进，国内酒店龙头在规模扩张及市占率提升的进程中不断自我验证，业绩增长开始与行业经营指标(revpar)出现越来越大的背离，加盟开店+结构提升正带动龙头酒店业绩逆势增长，超越行业的增长弹性及抗周期能力愈发凸显，其 α 价值有望带来行业重估机会！

此外，从中短期的 β 角度：2020 年初疫情影响，酒店行业短期受损大，龙头公司股价亦出现大幅回调。但疫情的影响只是一个阶段性负向冲击，对于行业以及公司的长期逻辑无碍。相反，我们认为在行业“大危机”之下反而蕴藏着“大机遇”，此次冲击暴露了中小酒店脆弱的抗风险能力，使得行业出清加速，催动非连锁化酒店向酒店集团的进一步靠拢，亦是龙头酒店护城河的持续深化。在底部积蓄的力量，将加大行业 β 好转时个体向上修复的弹性，提供龙头更大的价值空间。

后续 α 价值重估带来酒店估值中枢上移，叠加考虑疫情拐点带来的情绪面修复及行业基本面改善带来的 β 双击的大弹性，我们认为国内酒店正迎来布局黄金机会！本篇报告我们将重点从 α 角度出发：

- 1) 阐述相比海外，为何说国内酒店存在低估
- 2) 酒店为何应看做消费性的好 α 行业，而非市场简单认识的早周期行业
- 3) 国内酒店的 α 空间测算与业绩确定性

1.1、 为什么我们认为国内酒店估值未包含对 α 价值的认可？

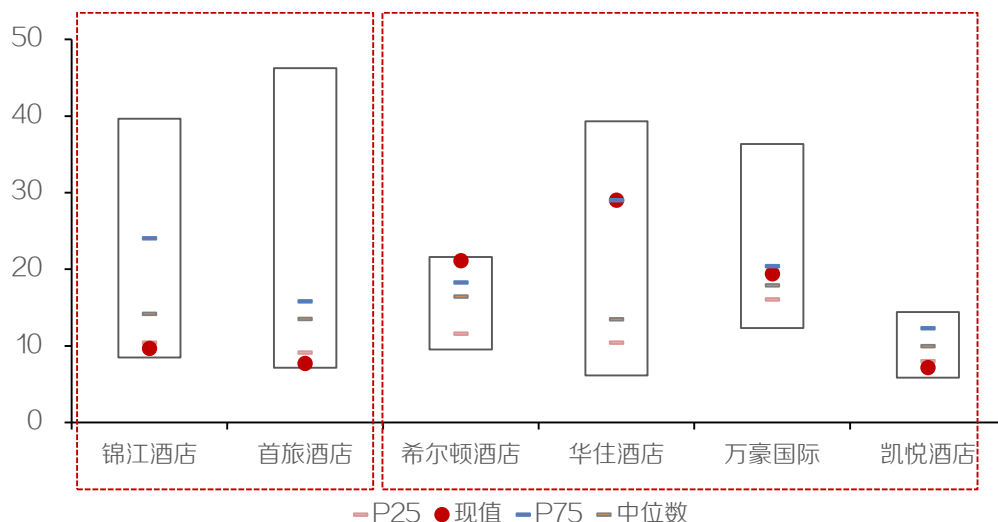
我们选取 A 股及美股主要酒店上市公司，对比其 14 至今 EV/EBITDA 指标（估值）变动情况，可以发现：

(1) 从箱体看，A 股箱体更长，极端值差异较大，整体估值弹性更大；

(2) 从分位数分布看，虽然 A 股极大值绝对水平高，但四分之三分位数与极大值之间存在较大差异，说明除部分景气时间段出现极端估值外，大部分区间仍集中于合理偏低的位置波动。因此 A 股展现出更强的估值波动性，锦江/首旅/希尔顿/华住/万豪/凯悦五年间估值波动率（标准差）为 7.37/7.24/3.36/9.38/3.66/1.78/3.32，除华住外，美股估值波动性显著小于 A 股；

我们认为这种波动性体现了国内市场在给予龙头酒店定价时对经济周期的敏感，估值随经济冷暖预期频繁波动，仍以 β 为主要标尺，未体现对个股 α 价值的认可

图 1：A 股/美股主要酒店 14 至今 EV/EBITDA 箱线图（2020 年 2 月 7 日）



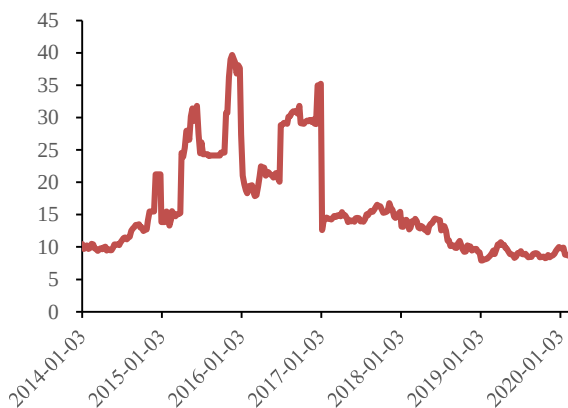
数据来源：公司财报，东方证券研究所

为什么我们认为国内酒店行业估值并未承认 alpha 的存在：

1、 公司估值水平随行业荣枯周期波动，未体现行业格局改善的价值

复盘 2014 至今 A 股酒店龙头（首旅酒店&锦江酒店）估值（EV/EBITDA）均值情况，除去在 2014 年底-2015 年中牛市影响及 2015 年底-2017 年初行业景气度提升两个时间区间，行业估值并未有显著提升，当前龙头估值均值处于十年以来历史大底。行业景气度下行后，龙头公司景气度亦受到较大影响。反观华住酒店在美股估值中枢虽有周期波动（波动率与首旅/锦江相当），但整体上行趋势稳定且显著。

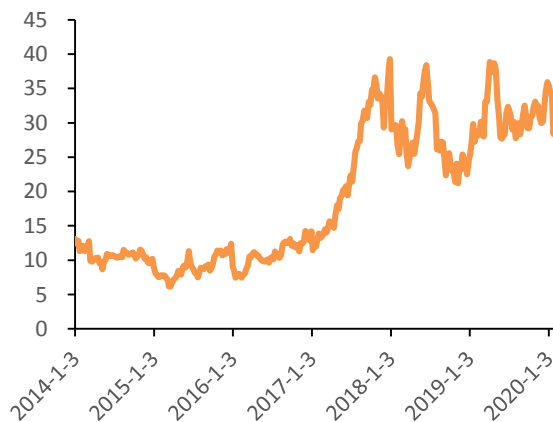
图 2：2014-2019 年 A 股酒店行业龙头估值走势



备注：2014-2015 年估值为锦江，如家 2016 年初回归 A 股

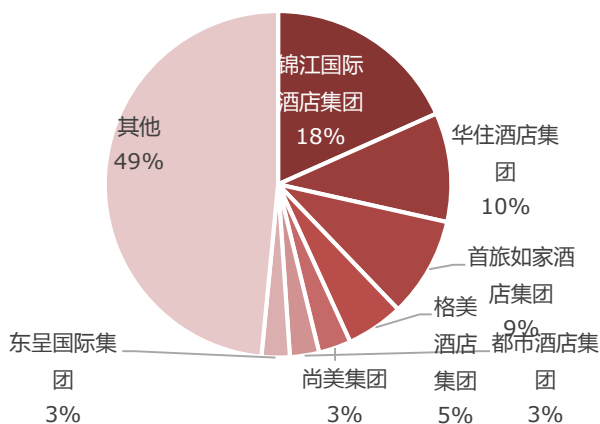
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：2014-2019 年华住酒店估值走势



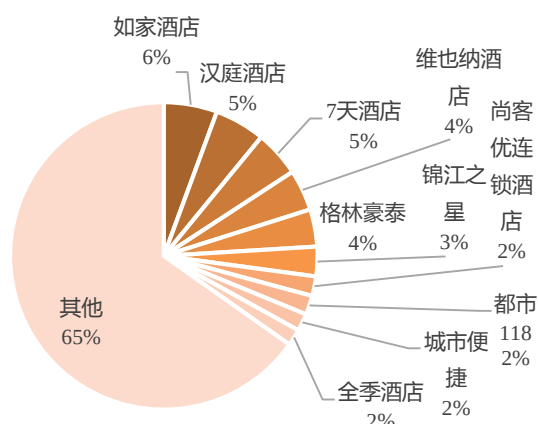
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4：2019 年国内主要酒店集团市场占有率



数据来源：盈蝶咨询，东方证券研究所

图 5：2019 年国内主要酒店品牌市场占有率

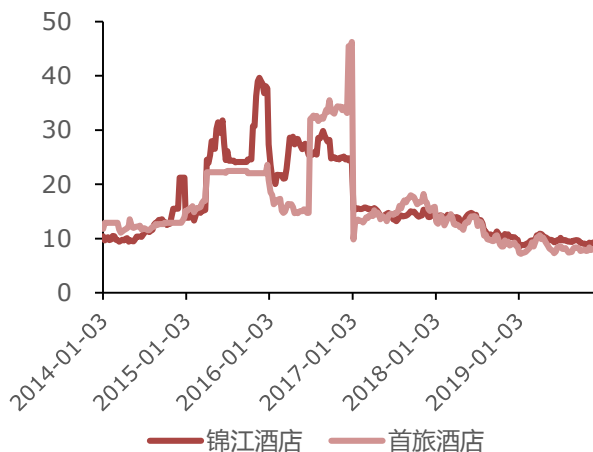


数据来源：盈蝶咨询，东方证券研究所

2、行业内公司估值与行业同步波动，公司间差异未反映

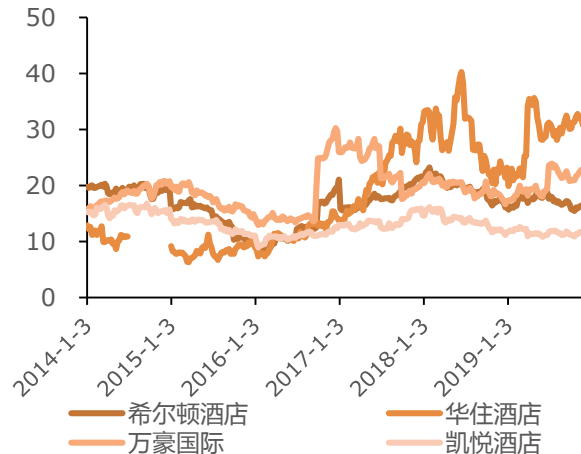
A 股酒店行业龙头 14-19 年估值波动几乎同步，行业估值周期属性更强，公司间差异度不大，但美股市场酒店估值走势各有特点。我们认为这主要来源于目前资本对于酒店的行业属性认知远胜公司属性认证，当然我们亦不可否认，目前国内酒店的国际化程度仍低，由于专注国内市场，其业绩随行业波动同步性较强，但回顾 2016-2019 年季度归母净利润增速走势，可见锦江及首旅在盈利端增速走势及波幅还是存在显著差别，但这一差别并未在公司的估值中得以体现，公司定价仍以周期荣枯为衡量准则。

图 6：2014 至今锦江/首旅酒店估值水平变化



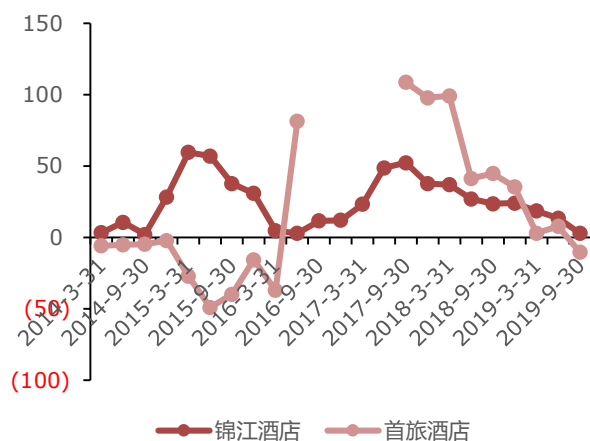
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：2014 至今美股市场酒店估值水平变化



数据来源：Wind，东方证券研究所

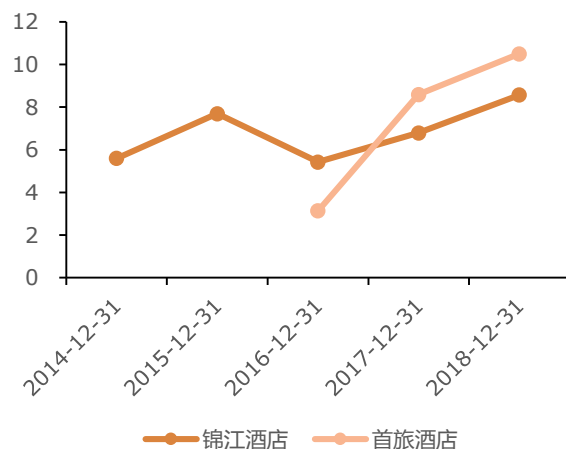
图 8：2014-2019Q3 锦江及首旅净利润增速/%



备注：2016 如家回归造成部分区间业绩异常，此处忽略

数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 9：2014-2018 年锦江及首旅 ROE/%



数据来源：公司财报，东方证券研究所

1.2、我们认为国内酒店被低估

从业绩端看，无论是营收或是盈利，国内酒店龙头成长性均优于海外龙头。相比海外酒店市场，国内酒店市场连锁化率仍有提升空间，龙头成长速度及空间均优于海外市场。2014-2018 年，锦江酒店/首旅酒店/华住酒店营收复合增速 49.87%/32.26%/19.32%，同期希尔顿/万豪/洲际/温德姆/凯悦酒店营收复合增速-4.04%/10.75%/23.60%/12.81%/0.22%，国内酒店规模增速显著高于海外酒店龙头。从盈利角度看，2014-2018 年，锦江/首旅/华住净利润复合增速 25.80%/60.76%/23.54%，同期希尔顿/万豪/洲际/温德姆/凯悦净利润复合增速 3.22%/26.15%/-2.66%/2.83%/22.28%，国内酒店净利润复合增速均超过 20%。

表 1：2014-2020 年国内外主要品牌酒店营收增速

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2014-2018 年 CAGR
锦江酒店	90.95%	91.19%	27.71%	8.21%	4.57%	5.60%	49.87%
首旅酒店			29.03%	1.45%	-0.32%	3.53%	32.26%
华住酒店	16.31%	13.23%	25.85%	22.29%	11.50%	15.15%	19.32%
希尔顿酒店	-32.08%	-7.81%	23.65%	9.53%	6.08%	5.60%	-4.04%
万豪国际	5.00%	17.85%	19.80%	1.50%	1.79%	3.84%	10.75%
洲际酒店	-2.96%	116.97%	4.17%	6.43%	-52.45%	4.46%	23.60%
温德姆		-2.46%	0.87%	45.94%	10.16%	1.72%	12.81%
凯悦酒店	-1.97%	-1.46%	4.62%	-0.18%	10.62%	1.02%	0.22%

数据来源：Wind，Bloomberg，东方证券研究所

表 2：2014-2020 年国内外主要品牌酒店净利润增速

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2014-2018 年 CAGR
锦江酒店	30.87%	12.06%	37.73%	24.00%	-7.44%	15.00%	25.80%
首旅酒店			97.78%	35.36%	-3.58%	15.60%	60.76%
华住酒店	42.05%	84.29%	52.62%	-41.69%	116.41%	41.42%	23.54%
希尔顿酒店	108.62%	-75.93%	220.71%	-29.52%	20.38%	7.65%	3.22%
万豪国际	14.08%	-9.20%	87.05%	30.71%	-18.67%	35.22%	26.15%
洲际酒店	212.53%	-62.68%	18.42%	-35.00%	48.69%	10.85%	-2.66%
温德姆酒店		18.12%	30.68%	-29.57%	15.43%	70.37%	2.83%
凯悦酒店	-63.95%	66.13%	88.83%	97.69%	-33.09%	-62.46%	22.28%

数据来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

但从估值水平来看，国内酒店却相比海外或海外上市的其他国内酒店龙头公司有明显折价。我们梳理了国内酒店及海外酒店 2014-2019 年估值情况，可以看到，除 2015-2016 年 A 股牛市阶段，国内酒店龙头估值均值均低于海外龙头，且 17 年向后估值差异显著拉大，以 19 年 EV/EBITDA 水平看，A 股酒店均值仅为海外的一半。且华住酒店在美股上市之初，其估值水平与国内酒店龙头相差无几，但后续随着公司核心价值逐步受市场认可，估值水平持续提升，19 年 EV/EBITDA 均值已达到 30.46 倍。

表 3：2014-2019 A 股及美股酒店估值（EV/EBITDA）一览

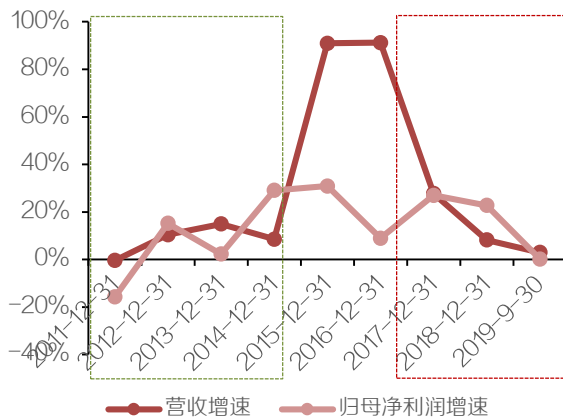
年份	锦江酒店	首旅酒店	希尔顿酒店	万豪国际	温德姆酒店	洲际酒店	国内均值	华住酒店	海外均值
2014	12.16	12.49	17.97	18.85		14.14	12.33	10.72	16.99
2015	25.41	20.75	15.05	17.93		13.21	23.08	8.97	15.40
2016	25.56	25.57	11.34	15.90		6.22	25.57	10.74	11.15
2017	14.68	15.06	10.83	28.87		14.52	14.87	22.73	18.08
2018	12.41	11.60	17.67	17.10	21.43	17.06	12.00	28.49	18.32
2019	9.60	8.35	17.99	17.32	18.61	18.61	8.97	30.46	18.13

数据来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

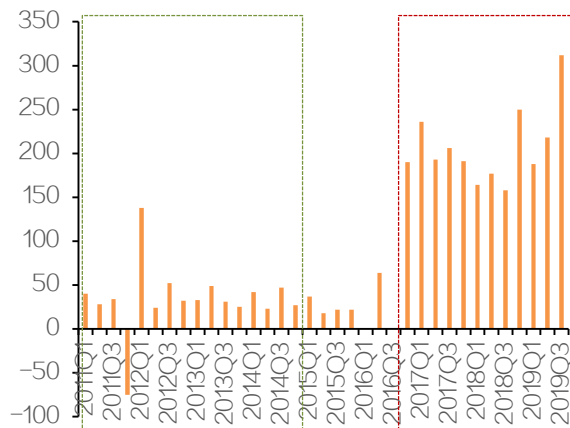
1.3、估值未认可 alpha 但 alpha 持续体现：龙头酒店拓展加盟新店+结构升级持续改善中

估值体系的巨大差异反映了国内外市场对于酒店行业公司价值认知的巨大不同，国内市场普遍认可酒店行业的 beta，却对公司 alpha 价值持怀疑态度，那么 alpha 是否真的存在？复盘近两轮酒店周期，我们可以发现，新一轮周期中，在行业下行周期中，龙头酒店依然保持了较高的开店速度，业绩端亦出现显著区别于前一轮周期的稳健抗跌性，品牌龙头酒店的 alpha 价值在下行行情中已经有所体现。

新一轮下跌周期中，酒店集团展现出更强的市场整合力，净新开店出现逆周期增长。从历史周期看，11-15年酒店行业经历了一轮下行周期，在这一轮周期中，酒店开店拓张速度亦出现显著放缓，出现业绩与开店速度的双重下滑。但本轮周期中，虽然营收增速出现放缓，但酒店业绩端仍保持较为稳定的增长，同时开店速度持续保持高位，从季度数据看，18年三季度开始虽然业绩端增速出现边际下滑，但新增酒店数量却出现边际提升趋势。

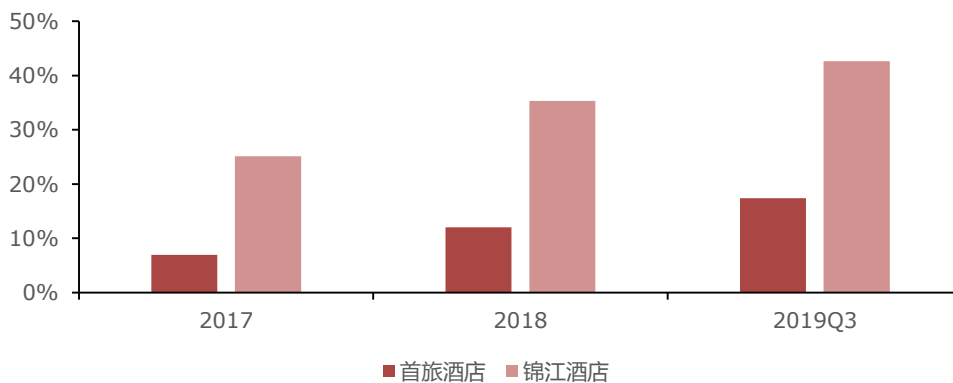
图 10：2011-2018 年锦江酒店营收与归母净利润增速


数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 11：2011-2019 年锦江酒店净新开店数量/家


数据来源：公司财报，东方证券研究所

同时结构改善也在不断发生，持续提升单房产出与经营效率。本轮周期中，酒店龙头集团持续发力中端酒店，随着中端酒店数量的持续拓张，其结构性占比亦提升显著，2017 年至 2019 年，锦江/首旅中端门店数量占比从 25.1%/6.95%提升至 42.64%/17.37%，中端门店占比提升显著推升酒店均价，改善单房产出并提高经营效率。

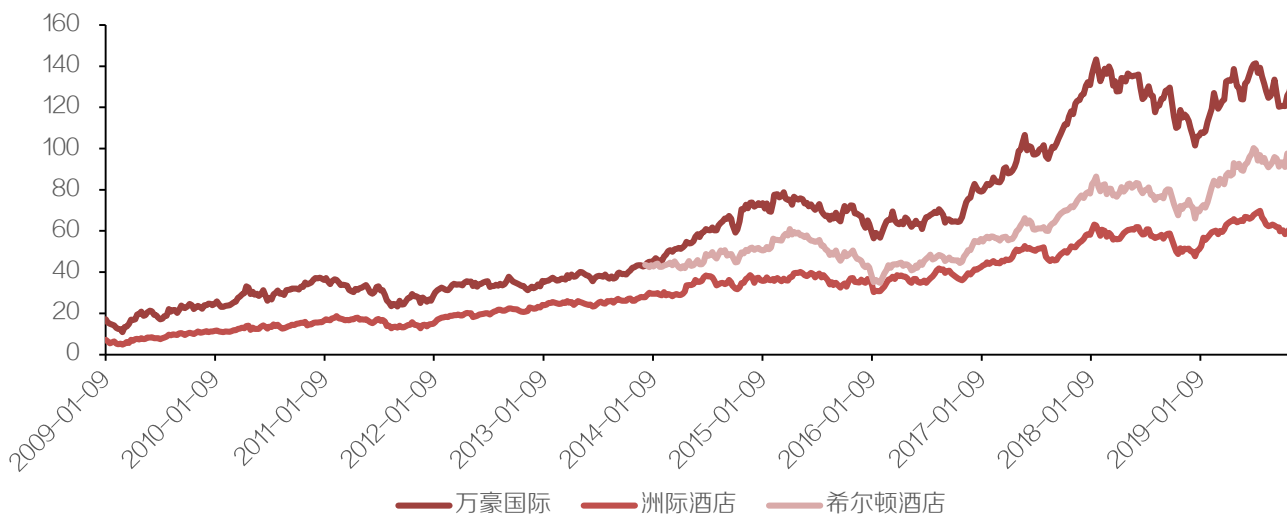
图 12：2017-2019Q3 锦江/首旅酒店中端门店占比


数据来源：公司财报，东方证券研究所

二、为什么说酒店是消费中的强 α 黄金赛道？

从海外市场看，酒店行业牛股辈出，是孕育大公司的优质赛道。海外市场，酒店行业是牛股孕育的摇篮，其中万豪国际/洲际酒店 2009 至今（2019 年 12 月 31 日）收益率 776.88%/851.93%，同期标普 500 收益率 263.90%，希尔顿酒店 2014 年至今（2019 年 12 月 31 日）收益率 152.95%，同期标普 500 收益率 82.5%，酒店优质龙头均获得超越市场的较高收益率，酒店行业是具备孕育优质白马的黄金赛道。

图 13：万豪国际/洲际酒店/希尔顿酒店股价走势图



数据来源：Wind，东方证券研究所

我们认为长期看，酒店行业是优质赛道，主要来源于以下三点：

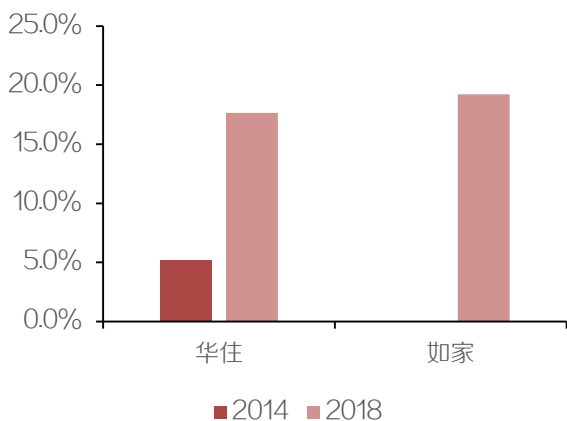
- 1、**行业具备长期提价逻辑**：酒店具备极强的消费升级逻辑，围绕消费升级核心，看底线价格提升跑赢通胀，叠加国内中端酒店升级空间广阔，结构升级带来价格更大上行弹性；
- 2、**龙头具备份额提升逻辑**：国内酒店市场连锁率仅 19%，相比成熟市场 70%连锁化率仍有较大提升空间，叠加单体酒店存在较强加盟意愿，市场存在主动向连锁化成熟市场发展的内生动力，龙头具备份额提升逻辑；
- 3、**龙头品牌输出下轻资产扩张逻辑**：加盟将成为龙头酒店品牌扩张的主要手段，轻资产扩张带来资产周转率提升，对龙头收益率长足提升有显著效用；

2.1、长期提价逻辑：以消费升级为核心，结构升级带来更大弹性

酒店行业作为体验型消费，消费能力提升后往往伴随着更高品质追求，消费升级逻辑持续。酒店行业主要面向商旅用户、游客等消费群体，随着收入端提升，人们居住环境的改善带动起出行居住需求的升级，酒店行业从最初街边单体经济型酒店、招待所逐步向品牌化转变，同时品牌酒店亦不断

丰富自身品牌矩阵，酒店需求由低端统一需求逐步向中高端统一转变，最后市场需求将呈现中高端化及个性化并存的态势，催生了市场上主题性酒店的诞生，如电影主题，咖啡主题等。

图 14：华住/如家中高端酒店数量占比变化



数据来源：公司财报，东方证券研究所

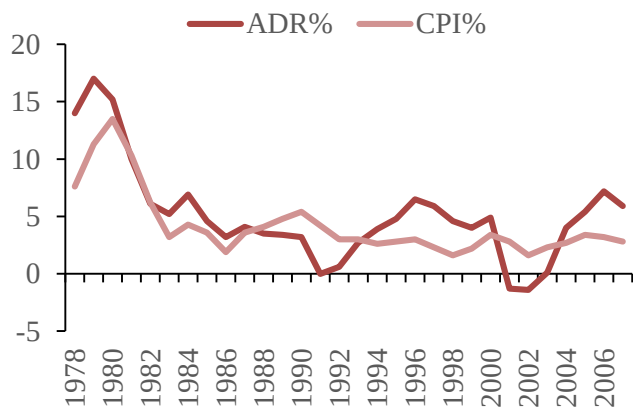
图 15：电影类主题酒店



数据来源：互联网图片，东方证券研究所

从美国经验看，酒店价格跑赢通胀，酒店行业具备长期提价能力。复盘美国酒店平均房价（ADR）增速与 CPI 走势，除少数年份外，平均房价增速基本跑赢 CPI，证明酒店行业是具备长期提价能力的行业。酒店行业之所以能够长期跑赢 CPI，主要由于其提价动力来源除了成本端推动带来的直接提价，更大一部分来源于行业长期的结构升级带动的结构性提价。

图 16：1978-2006 年美国 ADR 增速与 CPI 走势



数据来源：STR，东方证券研究所

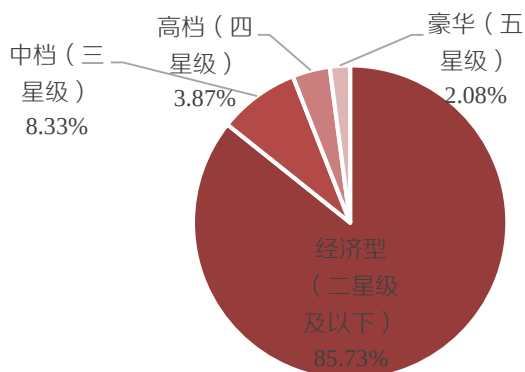
图 17：1990-2018P 美国酒店入住率、平均房价及 RevPAR



数据来源：STR，东方证券研究所

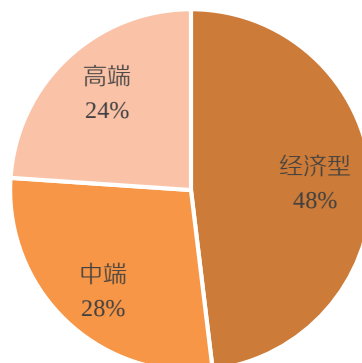
国内中高端酒店数量占比仅 14.4%，海外发达市场中端酒店占比 50%以上，国内酒店行业结构性升级空间仍大。目前全国经济型酒店数量占比 85.73%，中高端酒店数量占比仅 14.37%，对标海外市场，美国 2016 年中高端酒店占比为 52%，国内酒店市场目前仍以低端酒店为主，结构性升级空间仍大。从城市分层看，一线城市经济型酒店占比 60%，显著低于其他省会城市经济型酒店 67% 的比例。若中高端房间均价中枢为 600-900 元，则中高端客房数数量每提升 1pct，价格中枢受结构性影响上行。

图 18：中国中高端酒店数量占比仅 14.4%



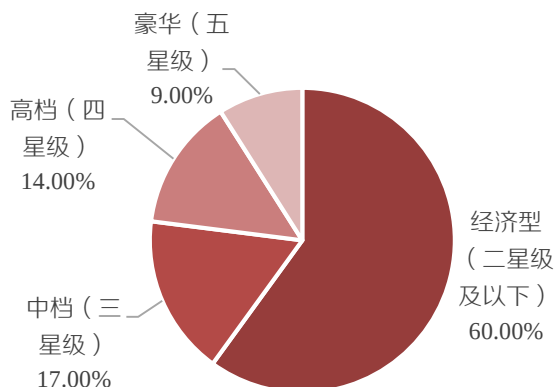
数据来源：盈蝶咨询，东方证券研究所

图 19：美国中高端酒店数量占比 52%



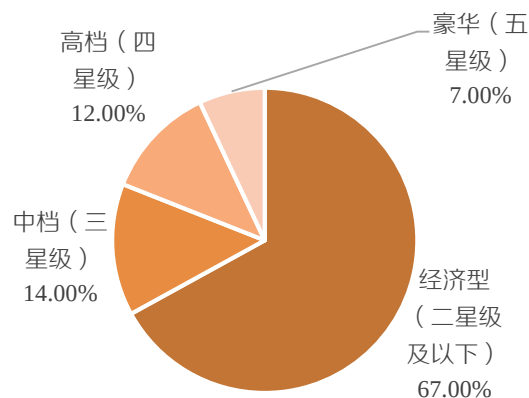
数据来源：盈蝶咨询，东方证券研究所

图 20：一线城市酒店不同档次酒店客房数量结构占比



数据来源：盈蝶咨询，东方证券研究所

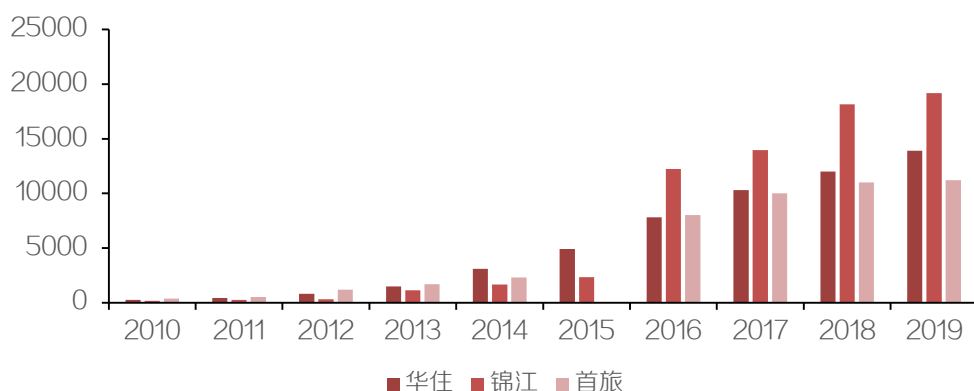
图 21：其他省会酒店不同档次酒店客房数量结构占比



数据来源：盈蝶咨询，东方证券研究所

2.2、龙头竞争力的自我强化，实现不可逆的份额收割

龙头企业会员体系强大，会员人数快速增长已达上亿规模。截至 2019 年，华住/锦江/首旅会员人数分别达到 1.39/1.92/1.12 亿，总量规模巨大，且近年来通过品牌矩阵完善及品牌间会员体系打通增长迅速，会员体系建设完善加强酒店客户粘性，品牌力效应逐渐凸显。

图 22：华住/首旅/锦江会员人数


数据来源：公司报告，东方证券研究所

会员体系+自建线上平台导流降低获客成本，构建龙头核心竞争力。酒店供给与需求的分散性决定导流的重要性，相比机票，酒店的供应商数量更多，规模化程度低，仅龙头企业具备自建导流平台的能力，其余中小酒店主要依靠 OTA 导流，目前，龙头酒店 OTA 预订占比约 10%-15%，中小酒店 OTA 占比 80%-90%。自建导流平台相对 OTA 具备极强的成本端优势，OTA 抽取佣金率约为 15%-20%，酒店自有平台佣金率 0%，因此综合看，中小酒店综合佣金率 12%-18%，龙头品牌酒店佣金率 1%-2.25%。更低佣金率给予龙头品牌酒店更大利润弹性，对抗经济周期能力更强（可承受入住率降幅高于单体酒店 10pct）。

表 4：中小酒店与品牌酒店佣金率差异

	OTA		自有渠道		综合佣金率
	占比	佣金率	占比	佣金率	
中小酒店	80%-90%	15%-20%	10%-20%	0	12%-18%
龙头酒店	10%-15%	10%-15%	85%-90%	0	1%-2.25%

数据来源：东方证券研究所

存量市场博弈下，单体酒店向龙头品牌靠拢是最优选择，加速推动龙头市场份额收割。目前中国酒店市场供给相对饱和，每万人酒店数 1.9 家（美国市场 1.7 家/万人），市场进入存量博弈阶段，如何以更低的成本获取更稳定的客流是单体酒店发展的重中之重。相比 OTA 平台佣金率 15%-20%（中高端酒店佣金率可能更高），加盟品牌酒店获客成本约 9%-14%，加盟是单体酒店提升盈利的最优选择。此外普通三星级&四星级单体酒店为例，加盟全季后入住率可提升 20%左右，同时由于获客成本的大幅下降，整体净利润率提升 25%-35%。

表 5：部分中端品牌酒店加盟费用

	麗枫酒店	喆啡酒店	和颐系列品牌	全季	星程	宜必思
持续管理费用率	营业额的 5%	营业额的 5%	营业额的 5%	营业额的 5%	营业额的 5%	营业额的 5%

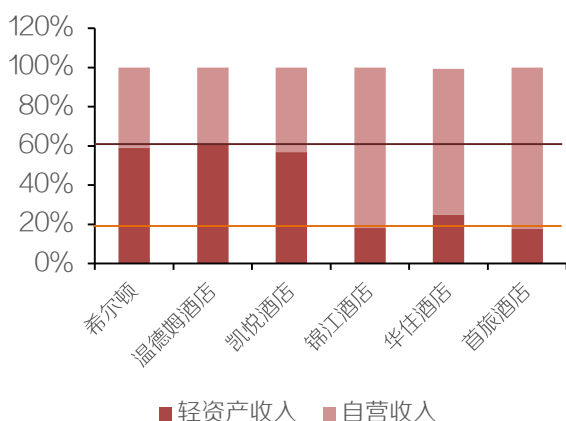
其他费用率	品牌推广费率为 营业额的 1%	品牌推广费率为 营业额的 1%	CRS 费用率为房 价的 9%	/	/	/
-------	--------------------	--------------------	--------------------	---	---	---

数据来源：公司官网，东方证券研究所

2.3、龙头品牌输出：份额提升基础上的品牌扩张，轻资产输出带来经营效率更上台阶

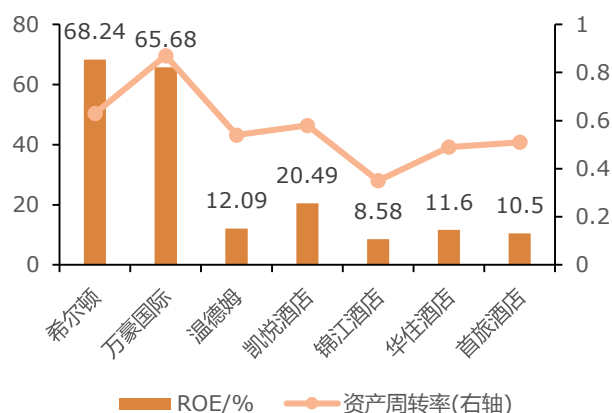
海外酒店轻资产收入占比高于国内 40pct，轻资产运营带来更强盈利能力。从收入结构看，海外品牌酒店与国内龙头酒店收入结构存在显著差异，希尔顿/温德姆/凯悦加盟及特许经营（轻资产）收入占比为 59.24%/60.99%/56.95%，锦江/华住/首旅加盟及特许经营（轻资产）收入占比为 18.2%/25.11%/17.73%，海外轻资产收入占比高于国内约 40pct。轻资产模式扩张带来资产周转能力更强，海外酒店 ROE 显著高于国内酒店。

图 23：国内酒店与海外酒店轻资产收入占比



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 24：国内酒店与海外酒店 ROE 对比

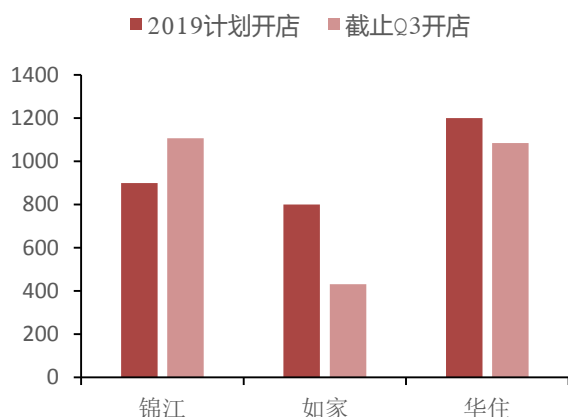


备注：希尔顿及万豪由于存在回购，ROE 显著高于同业

数据来源：公司财报，东方证券研究所

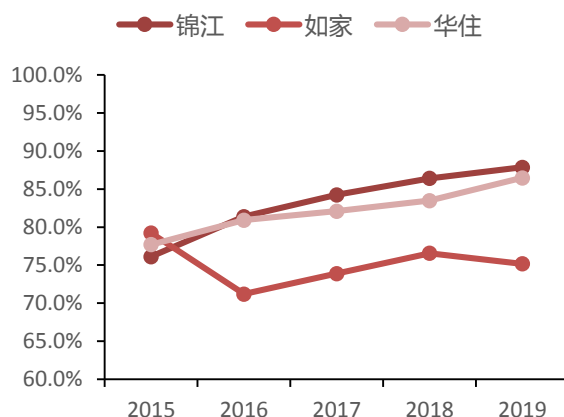
国内酒店加盟比例不断提升，加盟收入占比越来越高。2019 年锦江/如家/华住的开店计划分别为 900/800/1200 家，截至第三季度，本年度三家酒店新开门店数分别为 1107/431/1085 家，开店计划完成率分别为 123.0%/53.9%/90.4%。历史来看，国内龙头酒店的加盟酒店数量不断增加，在开业门店中的占比不断攀升。其中，锦江/华住两家加盟店占比接近，分别由 2015 年的 76.1%/77.7% 增长至 2019Q3 的 87.9%/86.5%；首旅酒店于 2016 收购如家后，加盟店占比下降至 71.2%，而后逐步提升至 2018 年的 76.6%，2019 年略有下降至 75.2%，预期随 Q4 加盟店扩张完成，加盟店占比能够进一步提升。加盟店快速拓张推动加盟管理费占比持续提升。

图 25：2019 计划开店及截至 Q3 完成情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

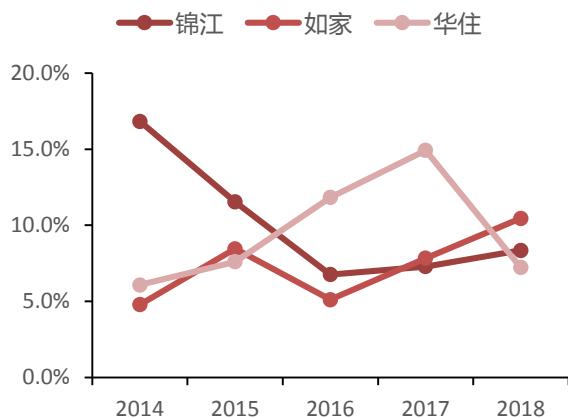
图 26：2015-2019Q3 三家酒店加盟店数量占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

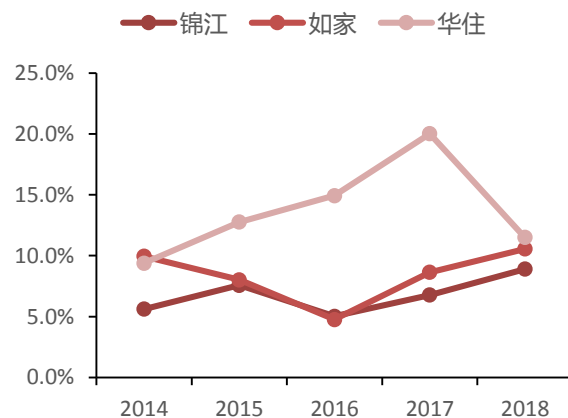
轻资产运营模式加强下，三大酒店净利率及 ROE 持续提升。在盈利能力方面，轻资产运营模式的加强使得三大酒店的净利率和 ROE 指标有所上升。华住净利率由 2014 年的 6.1% 提升至 2017 年的 14.9%，ROE 由 9.4% 上升至 20.0%。锦江和首旅如家经过 2015-2016 年的调整期后，盈利能力呈现上升趋势，与加盟店数量占比的提升趋势保持一致，这两家酒店的净利率分别由 2016 年的 5.1%/6.8% 提升至 2018 年的 8.9%/10.6%。

图 27：2014-2018 三大酒店净利率情况



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 28：2014-2018 三大酒店 ROE 情况



数据来源：公司财报，东方证券研究所

三、 alpha 的空间与确定性计算：长期看 4 倍利润空间，中期看储备店开业带来的业绩弹性与确定性

3.1、 长周期 alpha 推动的 4 倍龙头成长空间

根据前文分析，我们认为后续单体酒店走向品牌化加盟是必然趋势：轻资产业务一方面可以大大提升龙头酒店市场规模拓张速度，另一方面亦是盈利能力持续提升的核心动力。以十年为一个发

展周期看，我们预计三大酒店龙头的业绩有 4 倍以上空间，十年复合增速 15.39%，是消费中优质的长期高成长性行业：

- 1、国内连锁化率由目前 20%提升至 45%（当前美国连锁化率 70%），拟合至三大酒店集团年开店数约为 1937 家/年（19 年三家酒店预计共开店 2400~2600 家）；
- 2、自然增长下房价维持通胀水平 2%，叠加考虑结构性改善（+~3%），房价年复合增速 5%；
- 3、酒店集团收取加盟酒店 9%左右加盟管理费，净利率 40%（格林酒店为纯加盟模式，19 年前三季度净利率达到 45%）；

基于如上假设，我们认为，十年后仅靠加盟管理费三大酒店龙头收入约为 297 亿元，合计净利润为 119 亿元，为 2018 年 4.19 倍，十年复合增速 15.39%。

表 6：连锁化率提升带来酒店龙头业绩提升测算

TOP 3 酒店集团	2018 年	2028 年	复合增速
房量/万间	155	349	+1937 家店每年
RevPAR/元	159	259	5%
客房总收入/亿	900	3297	
加盟费率		9%	
三大酒店集团营业收入 /亿		296.72	
净利率		40%	对标格林酒店， 全加盟后的净利 率水平
净利润/亿	28.36	119	15.39%

数据来源：东方证券研究所

3.2、中期看加盟店拓张的业绩弹性：每 100 家店贡献+3%左右业绩增长

从中期看，龙头酒店 α 的核心体现即为开中端加盟店（展店+结构升级）。为定量刻画加盟店扩张速度对公司业绩端的影响，我们对三家龙头酒店做如下测算：

我们将现存的所有存量店全部转化为中端加盟店，基本秉承如下原则：从盈利能力角度的行业经验值看，1家直营门店盈利能力等于10家经济型加盟店，2.5家经济型加盟店约等于1家中端型加盟店，则18年底锦江（进国内）/首旅/华住拟合拥有中端加盟店数量约6310/4997/4763家；

19年假设锦江/首旅/华住新开直营店（经济型及中高端）-30/-25/-15家，新开经济型加盟店100/-100/350家，新开中端加盟店950/300/800家，折算为新增中端酒店870/160/920家，则19年底三家分别拥有中端加盟酒店7180/5157/5683家，在此基础上每增加100家中端加盟店提供业绩端弹性2.32%/3.23%/2.93%，边际净利率差异主要来源于本身基数差异。

表 7：酒店行业公司开店业绩弹性测算

公司			锦江	首旅	华住
增加一百家中端加盟店利润变动			2.32%	3.23%	2.93%
——一百家中端门店拟合中端加盟店（边际净利率 50%）			100	100	100
——19年底拟合存量中端加盟店（拟合净利率 30%）			7179.6	5156.6	5683.4
	18 年拟合中端加盟酒店数量		6309.6	4996.6	4763.4
	直营	经济型	-80	-50	-30
		中高端	50	25	25
	加盟	经济型	100	-100	350
		中高端	950	300	800
	新增拟合中端加盟店		870	160	920

数据来源：公司财报，东方证券研究所

3.3、Alpha 确定性的定量衡量 1：alpha 增强下的 beta 效应减弱：revpar 波动对业绩的影响弹性减弱

随着行业龙头轻资产扩张加速，其直营酒店运营收入占比持续下滑，行业入住率及平均房价周期性波动对业绩影响力逐步削弱。前文已述，国内龙头酒店近年来加速加盟店拓张，加盟店数量增长带来酒店管理收入占比的进一步提升，弱化了直营门店对于 RevPAR 的敏感性，我们对比了锦江酒店/首旅酒店 17 及 19 年业绩对 RevPAR 敏感性，17 年锦江/首旅 RevPAR 每增长一个百分点对净利润影响约-6.81%/-6.62%，19 年锦江/首旅净利润影响约-5.91%/-6.12%，锦江及首旅净利润对 RevPAR 敏感性降低，其中锦江酒店由于加盟店拓张速度更高，其敏感性降幅更大。

表 8：首旅酒店/锦江酒店净利润对 RevPAR 敏感性减弱

RevPAR 变动	首旅酒店		锦江酒店	
	2017	2019	2017	2019
-5%	-33.11%	-30.62%	-34.04%	-29.55%
-4%	-26.49%	-24.50%	-27.24%	-23.64%
-3%	-19.87%	-18.37%	-20.43%	-17.73%
-2%	-13.24%	-12.25%	-13.62%	-11.82%

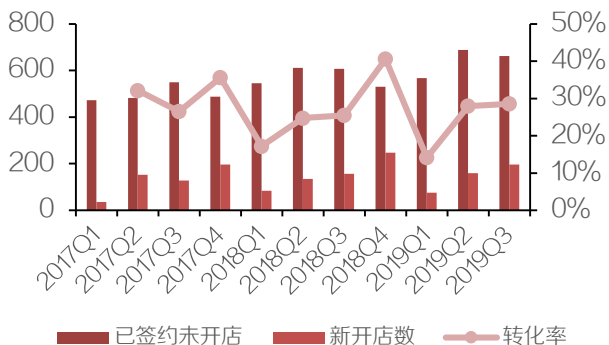
-1%	-6.62%	-6.12%	-6.81%	-5.91%
0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
1%	6.62%	6.12%	6.81%	5.91%
2%	13.24%	12.25%	13.62%	11.82%
3%	19.87%	18.37%	20.43%	17.73%
4%	26.49%	24.50%	27.24%	23.64%
5%	33.11%	30.62%	34.04%	29.55%

数据来源：公司财报，东方证券研究所

3.4、Alpha 确定性的定量衡量 2：历史储备店转化提供的业绩确定性增量

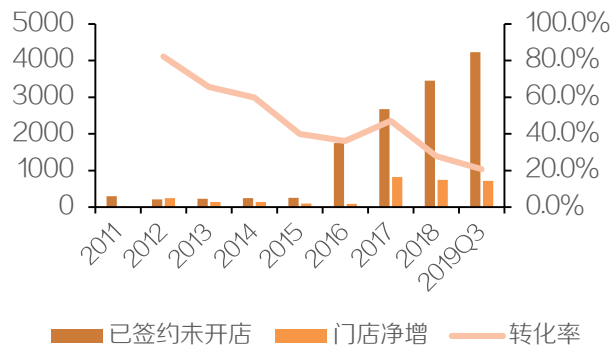
龙头酒店储备店数量大且增长迅速，为后续拓张积蓄更多能量。截止 2019 年 Q3，锦江酒店/首旅酒店储备店数量分别为 4229/663 家，其中锦江酒店储备门店数量 16 年起经历飞速增长。根据历史经验表明，储备门店将在未来三年内逐步转化为正式门店，违约概率较小。龙头储备门店数量的扩张为未来三年公司营收规模增长提供更强确定性。

图 29：首旅酒店储备店数量及转化率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 30：锦江酒店储备店数量及转化率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

若目前的已签约店转化开业，将为酒店业绩提供确定性增量。结合前文对于百家中端店开业对公司业绩弹性测算的结论，假设目前签约店基本为中高端门店（目前实际情况亦是以中高端拓张为主），若签约转化率达到一半，基于 19 年酒店基数，则贡献锦江/首旅利润增量分别为 58.90%/12.86%；若签约转化率达到 80%，则基于 19 年酒店基数，则贡献锦江/首旅利润增量分别为 78.54%/17.14%。

表 9：后续签约店开店带来利润端弹性（基于 2019 年基数测算）

	首旅酒店	锦江酒店
已签约未开店（截至 2019Q3）	663	4229

假设	储备店均为中端门店	
		
开店率		
40%	8.57%	39.27%
50%	10.71%	49.09%
60%	12.86%	58.90%
70%	15.00%	68.72%
80%	17.14%	78.54%

数据来源：公司财报，东方证券研究所

四、 目前时点的投资机会： α 重估机会大，叠加 β 可能触底向上的更大弹性

站在当下的时间点，我们认为酒店行业正迎来 $\alpha + \beta$ ，基本面与估值层面的多重机会：

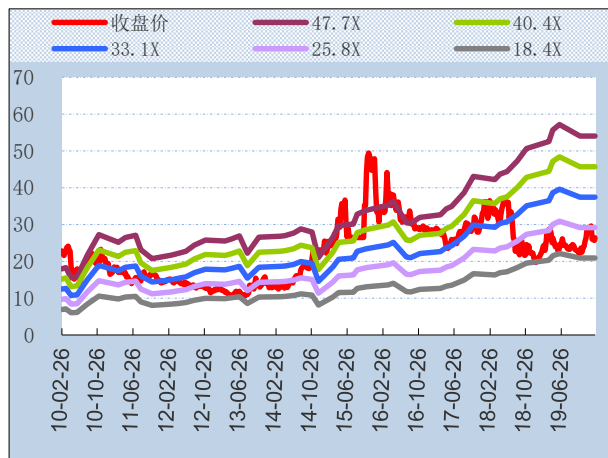
- 1、从基本面看：短期看，外生时间冲击加速了行业筑底的过程，疫情好转后有望迎来 β 向上的过程，行业有望在低基数基础上出现一轮业绩的修复行情。

在本轮酒店下行周期中(17-19 年)龙头酒店品牌扩张速度并未受到行业景气度影响显著放缓，行业景气底部反而带动龙头迅速蚕食市场份额，造就本轮周期与前一轮周期的显著差异：

- 1) 短期情绪及而业绩拐点可关注疫情发展情况，持续跟踪新增确诊数量及治愈率的变动趋势
- 2) 中期看业绩端拐点可关注**宏观经济指标 PMI 及行业先行指标航空订座量**；
- 3) 从长期看，酒店行业属于消费中具备长期消费升级逻辑的黄金赛道，随着行业优势持续向龙头品牌靠拢，个体价值在市场竞争优势中得以体现，根据我们前述计算，有望依靠强 α 能力获得十年复合+15%左右持续业绩增长。

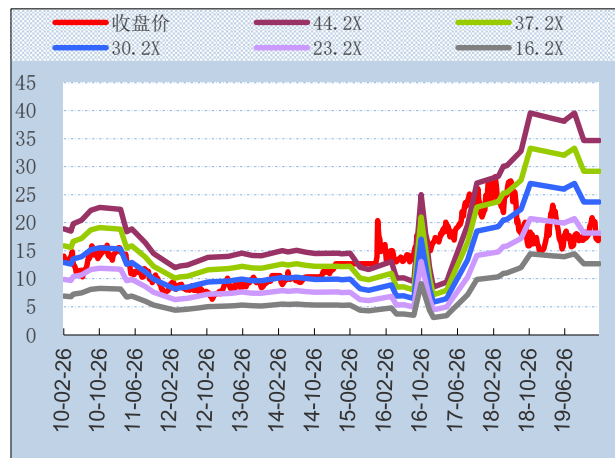
- 2、从估值体系看：基于我们前述分析，由于市场对国内酒店龙头 α 端价值的忽视造成整体行业估值中枢偏低，后续随着龙头酒店 α 能力的体现有望带来 α 端重估的历史性机遇。同时国内酒店行业估值水平随着行业景气度下行已经进入近十年大底，基本反映了市场对业绩和行业周期悲观预期，此次疫情压制情况下行业估值水平性价比更为突出，叠加行业 β 价值改善推动的估值提升，将进一步加强本轮酒店行业向上估值弹性！

图 31: 锦江酒店 PE Band



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 32: 首旅酒店 PE Band



数据来源: Wind, 东方证券研究所

综合各酒店公司的长期成长性（主要以我们本文的 α 维度衡量：展店能力与品牌升级）与目前的估值性价比：我们强烈推荐规模优势突出、加盟店储备充足，品牌力强、品牌矩阵丰富的锦江酒店，建议关注品牌及中端酒店优势突出、品牌结构均衡、民营体制下管理效率优势突出的华住，推荐品牌突出、机制保障后续如行业回暖下向上弹性大的首旅酒店。

表 10 · 国内三大酒店集团估值

公司	EPS			市盈率		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
锦江酒店	1.17	1.35	1.54	22.55	19.66	17.15
首旅酒店	0.87	1.01	1.15	19.65	16.95	14.85
华住酒店	5.36	7.07	9.34	48.05	36.43	27.58

数据来源: Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

表 11: 锦江/首旅/华住酒店 2019 年门店及品牌扩张情况

截至 19Q3 门店数量					19 目标新增 店数	19 年前三个季度			中端品牌 数量
直营店	加盟店	经济型	中端店			新增店数	新增中端 门店	新增经济型 门店	

锦江酒店	991	7170	4943	3218	900	1107	755	-37	15
首旅酒店	858	2598	2642	814	800	431	144	70	12
华住酒店	697	4454	/	/	1100-1200	1085	/	/	10

备注：锦江酒店中端及经济型仅披露净新开，首旅不包含云酒店

数据来源：公司财报，东方证券研究所

风险提示

经济增速不及预期:经济增长直接影响酒店景区度，增速不及预期影响整体行业景气度修复

公司拓张速度不及预期: 门店开店速度不及预期，影响当年业绩释放；

大型自然灾害及疫情:外生事件冲击影响 revpar，对酒店经营造成负向影响

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

