

酒店行业系列深度报告之五

酒店行业：从 β 到 α

● 近期酒店数据真的明显回落了么？

5 月开始酒店经营增速相比前期有所放缓，市场对酒店行业情绪从乐观转向悲观，不过从多个口径数据来看最近几个月数据下滑并不明显。

STR 数据：17 年全国酒店 RevPar 同比增长 3.5%，5-7 月 RevPar 增速降至 3.2%、3.5%和 2.0%，整体维持 17Q4 和 18Q1 同比增长 3-4%的水平。

星级酒店：近几个月增速由正转负，不过中端酒店（三星级酒店）RevPar 增速 5-7 月分别达 11.5%/17.4%/18.0%，较 17 年月均 15.7%仍在加速。

RevPar 增速结构转变，近几个月房价上涨加速。1-7 月酒店出租率增长 0.9pct，相比 17 年全年增速 3.6pct 下降，不过平均房价增速达 3.2%，较 17 年增速的-0.1%（剔除营改增因素约 1.5%增长）明显提升。近几个月，行业出租率略有下降，但平均房价加速上涨，锦江和华住也有同样趋势。

● 为什么今年以来 RevPar 增速放缓？

17Q4 以来酒店增速进入平稳阶段：酒店行业从 16Q3 开始明显回升，17Q2、3 行业 Revpar 增速达到高点 5-8%，高增长一方面由于宏观经济回升，另一方面 16Q2、Q3 低基数也是增速较高的主要原因，17Q4 以后行业 Revpar 增速已回落至 2-3%左右水平。而出租率方面，17Q2-3 也达到近五年峰值，近几个月高位回落也是正常表现。

其他酒店消费相关数据也在回落，不过 6、7 月已有好转：由于 17 年以来宏观经济明显向好，而 18 年受高基数影响酒店需求整体有所回落，不过仍维持稳健增长。观察与酒店消费相关的社零、国内航空客运量、铁路客运量等数据 5 月增速普遍回落，6 月、7 月已有好转。

未来酒店供需仍在向好，至少没有恶化：18 年以来酒店供给增速持续下降，而需求方面虽然回落但整体仍高于供给增速。需求：16 年/17 年/18 年 1-7 月国内航空客运增速分别为 10.7%/13.7%/11.7%，5 月以来加速增长；供给：17 年和 18 年 1-7 月固投增速也仅约 3.9%和 0.7%，维持低位。而 STR 数据也显示，12-17 年行业供给增速逐步由 6.6%下降至 4.4%。18 年国内酒店供给较上年进一步放缓，供给增速稳定在 3.8%左右。

● 酒店是 β 行业还是 α 行业？

17 年酒店行业为 β 行业：酒店行业受宏观经济影响明显，以美国数据为例过去 20 年 RevPar 增速平均约为 GDP 增速的 1.3 倍。17 年国内酒店公司是高 β 行业，一方面 17 年酒店行业在供需向好情况下迎来全行业复苏，另一方面 2016 年行业经过数年回落普遍净利率下降至仅约 4%，较高的行业增速和较低的利润水平带来酒店行业的高增长。

18 年以后行业从 β 转为 α 行业：18 年以后行业供需和 RevPar 增速或回归平稳，酒店行业依靠存量升级和集中度提升，逐步从高 β 转向高 α 行业。

◇ **RevPar 增速下降至 2-3%水平，宏观经济弹性下降：**未来存量酒店升级叠加竞争环境改善，加上国内酒店平均房价相对居民消费能力增长滞后，平均具备持续性增长的提价空间。

◇ **α 来源之一：远高于行业的内生增速：**龙头公司凭借品牌优势及渠道管理优势维持年新店 10-15%，其中中端酒店占比逐步从 20%提升至 50%以上，而行业供给增速仅维持在 3%以内。

◇ **α 来源之二：加盟店门店和收入占比不断提升：**从收入占比来看三大酒店集团直营收入占比达到 75%以上，但加盟门店数量和收入占比均在提升，未来成为利润增长的主要来源，受宏观经济影响也下降。

● 结论：龙头业绩弹性依旧较高，当前估值显著偏低

我们分拆了三大龙头公司直营和加盟业务收入和盈利，酒店龙头未来的盈利能力提升来自直营店升级和加盟店规模扩张，2 季度消费数据回落引发市场担忧，但我们认为酒店行业向上的趋势不变，酒店龙头的成长前景依然值得看好，继续看好锦江股份和首旅酒店。

● **风险提示：**1) 宏观经济波动对酒店行业影响较大，经济下行或将影响行业复苏。2) 龙头公司开店增速不及预期。

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2018-08-28

相对市场表现



分析师：安 鹏 S0260512030008



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：沈 涛 S0260512030003



010-59136693



shentao@gf.com.cn

相关研究：

免税行业专题报告之全球机 2018-08-09

场免税详解：龙头规模扩大提升盈利，东南亚机场持续高增长

社会服务行业中期策略：看好 2018-06-27

行业稳定增长，估值仍有提升空间

酒店行业深度报告之四：龙头 2018-06-03

公司再分析——行业格局或继续向好

休闲服务行业月度分析报告： 2018-05-08

免税、酒店、出境游延续向好，继续看好龙头公司

旅游行业年报 1 季报总结分 2018-05-07

析：免税、酒店、出境游高景气持续，龙头公司稳健成长

联系人：康凯 010-5913-6630

kangkai@gf.com.cn

目录索引

近期酒店数据真的明显回落了么？	4
统计数据概览：18 年酒店行业延续增长趋势，近三月并没有显著下滑	4
结构：REVPAR 增长来源转变，出租率有所回落，平均房价保持增长	5
品牌分化：中端品牌普遍表现更优，三星级酒店行业 REVPAR 增速高达 15.6%	6
为什么今年以来 REVPAR 增速放缓？	8
消费需求高基数背景下增速放缓，影响出租率表现，剔除基数因素恶化并不明显	8
酒店供需方面，供给端仍然处于低位增长，需求增速虽有回落但仍高于供给增长 ..	10
酒店是 B 行业还是 A 行业？	11
17 年国内酒店为 B 行业，低净利率高 REVPAR 增速业绩弹性较高	11
未来国内酒店 REVPAR 增长来自平均房价，增速回落至 2-3% 可能是中位数水平	13
行业增速下滑但龙头竞争格局向好，酒店从 B 转向 A	15
结论：龙头业绩弹性依旧较高，当前估值显著偏低	19
收入成本结构：直营模式利润对 REVPAR 敏感，加盟模式的核心是数量扩张	19
盈利弹性：直营升级+加盟扩张+成本控制，龙头业绩弹性依然较高	23
观点：行业向好趋势不变，龙头成长逻辑清晰，继续看好锦江股份、首旅酒店	24

图表索引

图 1: 近两月 STR 数据与 17Q4 和 18Q1 增速基本一致.....	4
图 2: 锦江境内酒店月度 RevPar 增速维持稳健增速.....	4
图 3: 星级酒店 RevPar 小幅波动, 但并未明显恶化.....	4
图 4: 华住酒店集团 2 季度 RevPar 仍维持高速增长.....	4
图 5: 华住集团 OCC 高位回落, 但 ADR 维持高增长.....	6
图 6: 锦江股份 OCC 和 ADR 也有同样趋势.....	6
图 7: 锦江中端酒店和经济型酒店出租率增速情况.....	7
图 8: 锦江中端酒店和经济型酒店平均房价增速情况.....	7
图 9: 锦江各酒店品牌 RevPar 增速情况.....	7
图 10: 华住成熟中端同店和经济型同店 RevPar 增速.....	7
图 11: 华住经济型直营同店和加盟同店 RevPar 增速.....	7
图 12: 各星级酒店 RevPar 增速情况.....	8
图 13: 各星级酒店出租率增速情况.....	8
图 14: 各星级酒店平均房价增速情况.....	8
图 15: 全国酒店及三大酒店集团出租率增速情况.....	9
图 16: 全国社会消费品零售总额同比数据.....	10
图 17: 2016-2018 年各月份国内航线同比增速情况.....	10
图 18: 2016-2018 年各月份铁路客运量同比增速.....	10
图 19: 国内住宿业和餐饮业固定资产完成额与航空客运量增速对比.....	11
图 20: STR 酒店供需数据同比增长情况.....	11
图 21: 美国酒店 RevPar 增速和 GDP 增速变化情况.....	11
图 22: 酒店平均房价同比增速近期跑输 CPI 增速.....	15
图 23: 2010 年以来各个主要消费品行业价格增幅.....	15
图 24: 2017 年三大酒店集团总部费用对比.....	21
图 25: 2017 年三大酒店集团行政管理费用对比.....	21
图 26: 2017 年三大酒店集团市场及销售佣金费用.....	22
图 27: 2017 年三大酒店集团财务费用对比.....	22
图 28: 2010-2017 华住营收、总成本、净利润增速情况.....	24
表 1: 锦江、华住、首旅 2015 年-2018 年 1 季度营业数据总览.....	13
表 2: 2018 年前十大中端酒店品牌规模.....	16
表 3: 酒店各销售渠道对比.....	16
表 4: 近年来酒店集团每年开业门店净增数量 (单位: 家).....	17
表 5: 三大酒店集团历年门店经营结构 (中高端与经济型情况).....	18
表 6: 三大酒店集团历年门店经营结构 (直营加盟情况).....	18
表 7: 华住与首旅酒店直营收入占比情况.....	19
表 8: 三大酒店集团历年营收经营结构.....	19
表 9: 2016-2017 三大酒店集团业绩分拆 (单位: 亿元).....	22

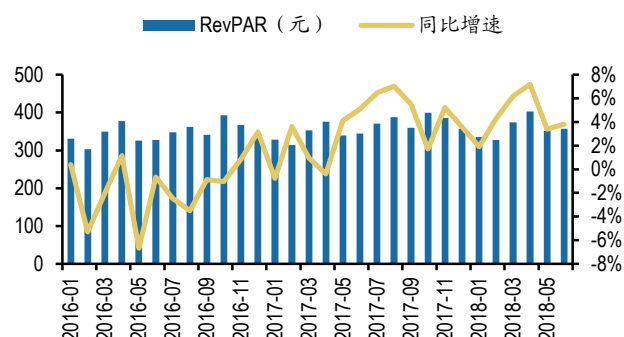
近期酒店数据真的明显回落了么？

统计数据概览：18 年酒店行业延续增长趋势，近三月并没有显著下滑

18年以来酒店行业延续上升趋势，从5月开始增速相比前期有所放缓，加上宏观经济预期悲观，市场对酒店行业情绪从乐观转向悲观。不过从我们从几个统计口径的数据来看，季度来看下滑并不明显，出租率高位略有回落，而平均房价维持稳健增长。

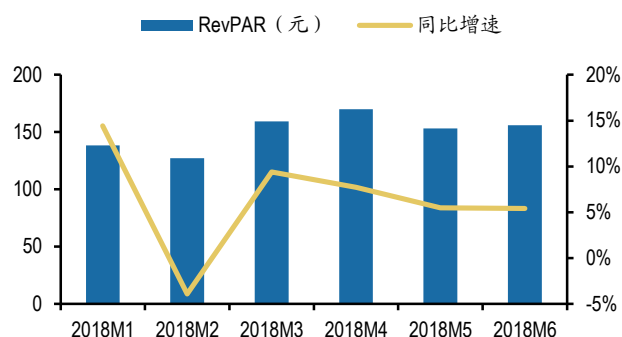
- ✧ **STR数据：**17年全国酒店RevPar同比增长3.5%，5、6、7月RevPar增速降至3.2%、3.5%和2.0%，不过仍维持稳健增长，虽然相比3、4月单月有所下降，但整体维持17Q4和18Q1同比增长3-4%的水平。
- ✧ **星级酒店：**从星级酒店数据来看近几个月略有回落，17年整体增速为1.8%，而1-4月为1.0%，5月/6月/7月增速分别为1.2%/-0.2%/-3.1%。不过值得注意的是，近几个月数据的环比下滑主要来自五星级酒店，中端酒店特别是三星级酒店RevPar增速5-7月增速分别达到11.5%/17.4%和18.0%，较17年全年月均15.7%的增长仍在加速。
- ✧ **锦江股份：**锦江近2月数据有明显回落，主要跟较多门店新开业处于爬坡期、部分酒店改造影响。整体看，锦江境内酒店Q1、4月RevPar增速分别为7.8%、7.7%，5月和6月RevPar则回落至5.5%、5.4%。其中，中端酒店1季度、4月、5月、6月锦江境内酒店RevPar增速分别为2.3%、2.9%、1.8%、0.4%，主要由于出租率下滑；经济型酒店1季度、4月、5月、6月revpar增速分别为1.5%、1.5%、-2.5%、-1.5%，5、6月表现较差也主要由于7天出租率持续下降。
- ✧ **华住：**华住18年Q1/Q2RevPar同比分别增长13.8%/13.4%，同店方面，18Q1/Q2华住成熟酒店RevPar增长分别达到6.5%/7.9%，相比去年同期的5.8%/8.3%总体维持较高增速。

图1：近两月STR数据与17Q4和18Q1增速基本一致



数据来源：STR Global，广发证券发展研究中心

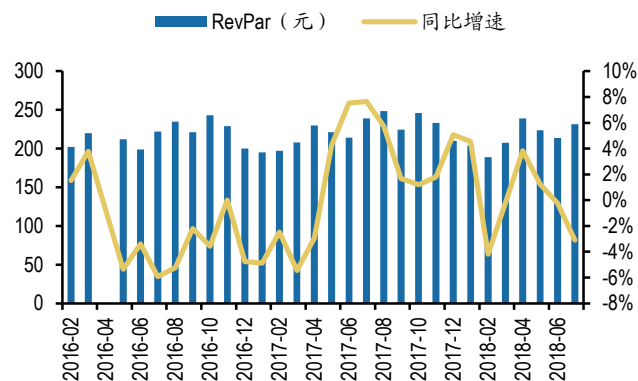
图2：锦江境内酒店月度RevPar增速维持稳健增速



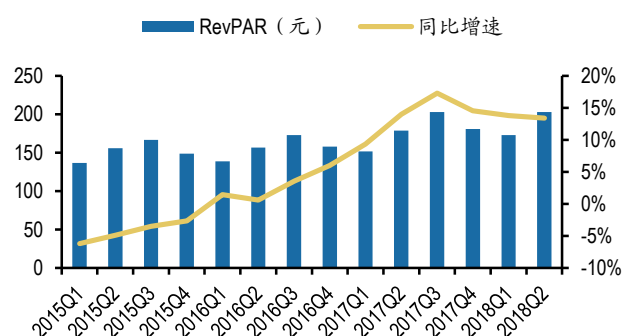
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：星级酒店RevPar小幅波动，但并未明显恶化

图4：华住酒店集团2季度RevPar仍维持高速增长



数据来源：和泰盛典，广发证券发展研究中心



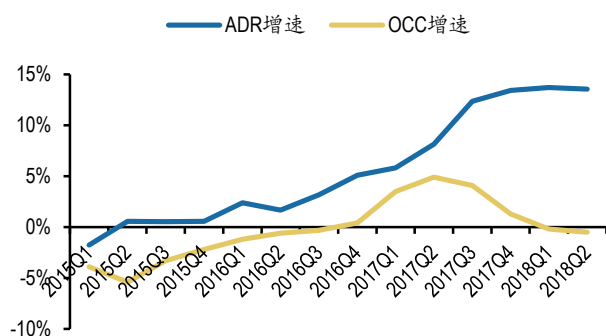
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

结构：RevPar 增长来源转变，出租率有所回落，平均房价保持增长

18年酒店增长结构发生变化，17年酒店市场出租率和平均房价均有上涨，18年在出租率高位的背景下酒店出租率整体小幅回落，平均房价持续上行成为驱动RevPar向好的主要动力。

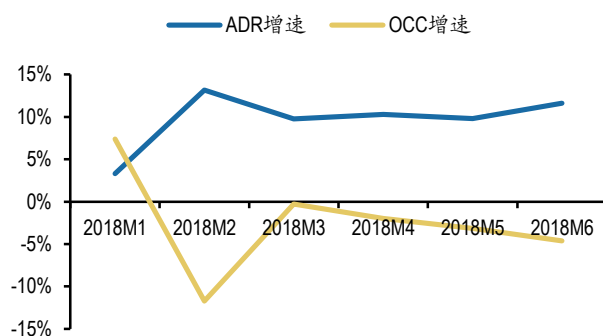
- ◇ **STR数据：**18年国内酒店出租率较上年增长显著放缓，但平均房价呈现加速上涨趋势。18年1-7月酒店出租率增长0.9pct，相比17年全年增速3.6pct有所下降，不过平均房价增速达到3.2%，较17年全年-0.1%（剔除营改增因素约1.5%增长）明显提升。近几个月，出租率略有下降，但平均房价加速上涨。其中，5月出租率仍保持1.9pct增长，6月、7月出租率出现小幅回落0.4pct和0.8pct，不过去年6月和7月出租率已经是11年以来的较高水平；而平均房价5月增长放缓至1.3%，不过6月和7月再次回升至3.9%和2.8%，相比17年明显加速。
- ◇ **华住：**华住同店数据显示，今年以来房价上涨也更为明显，出租率在去年高基数基础上仅有小幅增长。其中，18Q1和18Q2华住同店出租率仅上涨0.3pct，不过房价涨幅高达6.1%和7.5%。
- ◇ **锦江：**锦江也显现出同样的趋势，18年1-6月锦江境内酒店平均房价增长9.7%，出租率则下滑2.4pct。其中，17年锦江系和铂涛系酒店的出租率分别增长1.7pct和4.7pct，平均房价分别增长0.2%和1.6%，RevPar的增长主要由出租率增长驱动，平均房价仅有小幅提升。18年1季度中端和经济型平均增长5.2%和3.7%，而2季度平均房价增速均达到6%以上，较1季度加速。

图5：华住集团OCC高位回落，但ADR维持高增长



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图6：锦江股份OCC和ADR也有同样趋势



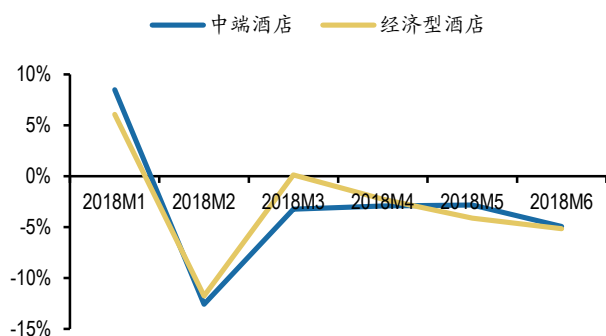
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

品牌分化：中端品牌普遍表现更优，三星级酒店行业 RevPar 增速高达 15.6%

在房价普遍上涨的情况下，各酒店品牌的出租率表现不一，致使品牌间RevPar增速分化。锦江的品牌分化较为明显，中端品牌整体保持较高的增速，部分品牌的增长十分亮眼，中端品牌表现整体优于经济型品牌；华住的中端品牌和经济型品牌均有较高的增长，不同之处在于华住的中端品牌直营店和加盟店经营差距不大，而经济型品牌中直营店经营表现显著超过加盟店，可能主要由于华住直营酒店的门店改造升级计划成功推进。

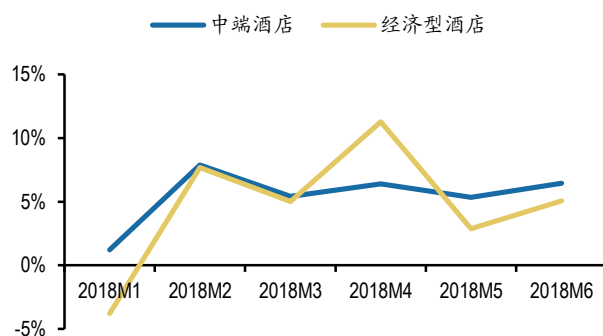
- ✧ **锦江：**18年锦江股份的中端品牌和经济型品牌的平均房价分别上涨5.5%和4.7%，但出租率上锦江的经济型品牌跌幅明显大于中端品牌。18年锦江股份的中端品牌和经济型品牌的月均RevPar增速分别为1.2%和-0.3%，中端品牌中铂涛系的喆啡、希岸表现靓丽，出租率和平均房价均有明显提升，RevPar增速达到10%以上。维也纳系列的维也纳酒店和维也纳智好平均房价有明显上涨，但出租率下滑显著，整体RevPar增长分别增长4.7%、2.8%。麗枫和锦江都城经营较为平稳，RevPar分别增长1.3%和1.5%。锦江旗下的经济型品牌增长则较为疲软，锦江之星与上年经营表现持平，7天系列上半年平均RevPar下滑5.6%，其中5月、6月RevPar分别下跌6.0%、4.1%。
- ✧ **华住：**华住在房价上涨趋势中展现出较强的品牌竞争力，中端品牌和经济型品牌成熟酒店均有较大幅度的增长。成熟酒店中中端品牌保持稳定增长，18年Q2RevPar增长7.2%，经济型品牌RevPar增速逐步走高，18年Q2为8.0%，其中直营店由于门店改造升级18年Q2RevPar增速12.2%，成为华住RevPar增长最快的板块。

图7：锦江中端酒店和经济型酒店出租率增速情况



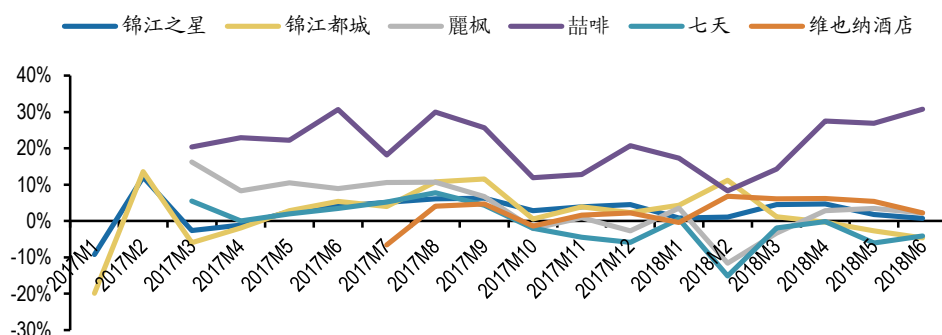
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图8：锦江中端酒店和经济型酒店平均房价增速情况



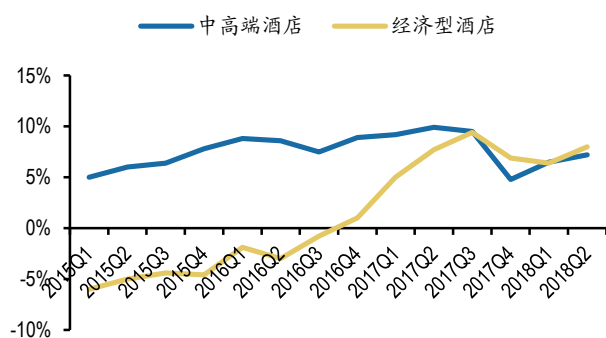
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图9：锦江各酒店品牌RevPar增速情况



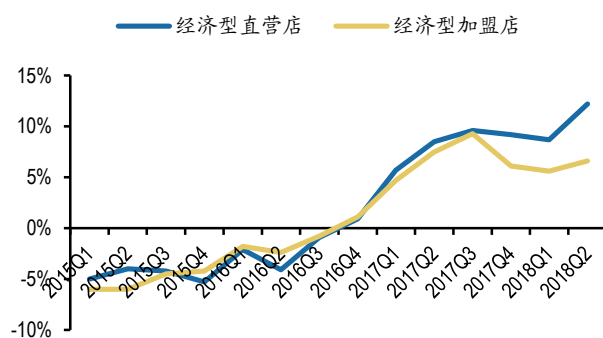
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图10：华住成熟中端同店和经济型同店RevPar增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图11：华住经济型直营同店和加盟同店RevPar增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

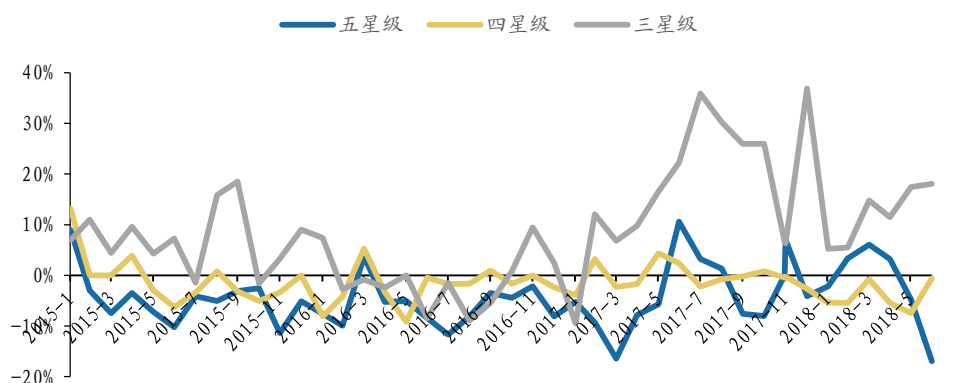
2018年上半年星级酒店整体呈现上升势头，各星级经营出现分化，其中三星级酒店表现最优，五星级酒店增长平稳，四星级酒店经营出现下滑。

➤ **五星级酒店：**五星级酒店 RevPar 整体呈下降态势，出租率略有上升，平均房

价小幅下降。18年1-7月五星级酒店 RevPar 平均增速为-2.2%，平均房价增速为 1.3%，出租率平均增速为 1.9pct。

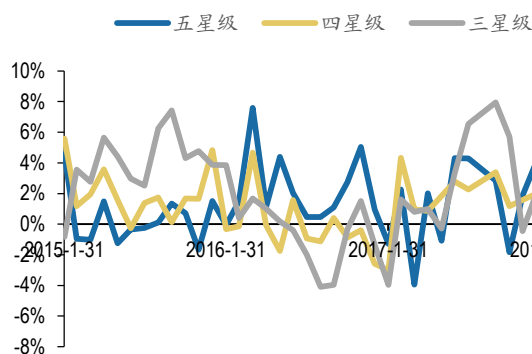
- **四星级酒店**：四星级酒店受到中端酒店冲击，出租率与房价增速双双有较大下滑，18年1-7月四星级酒店 RevPar 平均增速为-4.0%，平均房价增速为-1.4%，出租率平均增速为-0.04pct。
- **三星级酒店**：三星级酒店经营状况较为良好，18年出租率和平均房价均有所提升。18年1-7月三星级酒店 RevPar 平均增速为 15.6%，平均房价平均增长 3.1%，出租率平均增速为 1.0pct。

图12：各星级酒店RevPar增速情况



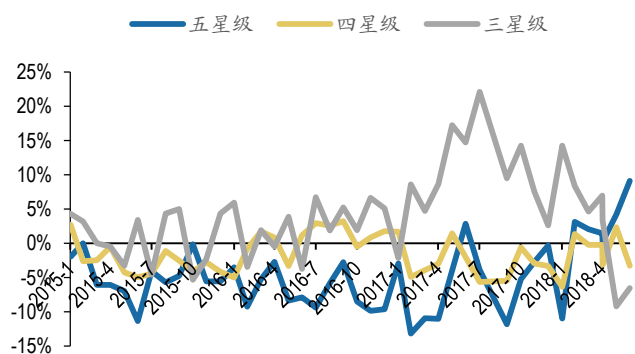
数据来源：中国旅游饭店业协会，广发证券发展研究中心

图13：各星级酒店出租率增速情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图14：各星级酒店平均房价增速情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

为什么今年以来 RevPar 增速放缓？

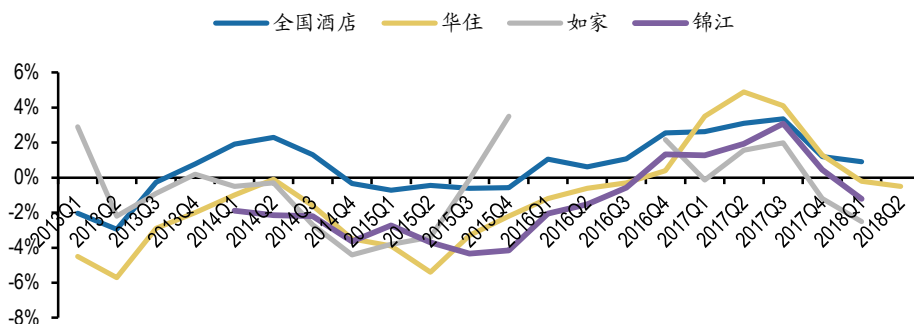
消费需求高基数背景下增速放缓，影响出租率表现，剔除基数因素恶化并不明显

酒店行业从16年3季度开始明显回升，17年2、3季度行业Revpar增速达到高点5-8%，

高增长一方面由于宏观经济回升，另一方面16Q2、Q3低基数也是增速较高的主要原因，而17年4季度以后行业Revpar增速已回落至2-3%左右水平。今年以来基本维持17年4季度水平，单月同比数据小幅波动但季度数据基本平稳。

具体来看，Revpar增速回落主要由于需求增速下滑，出租率回落（国内酒店经营数据主要通过出租率率先反应酒店需求）。17年2、3季度全国酒店出租率整体增长幅度较大，STR数据统计17年Q2、Q3全国酒店出租率整体增长3.1、3.4个百分点，三大酒店集团的出租率同样在17年2、3季度有较大幅度增长，出租率达到近5年来的峰值。18年国内酒店出租率整体表现有所下滑，高位回落也是正常表现。

图15：全国酒店及三大酒店集团出租率增速情况

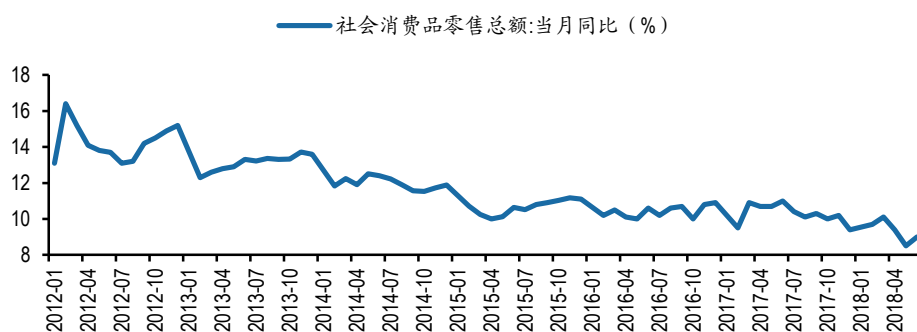


数据来源：STR GLOBAL、公司公告，广发证券发展研究中心

从其他酒店消费相关数据来看，由于17年以来宏观经济明显向好，而18年受高基数影响酒店需求整体有所回落，不过仍维持稳健增长。观察与酒店消费相关的社零、国内航空客运量、铁路客运量等数据5月增速普遍回落，可能跟去年较高基数有关，6月、7月已有好转。

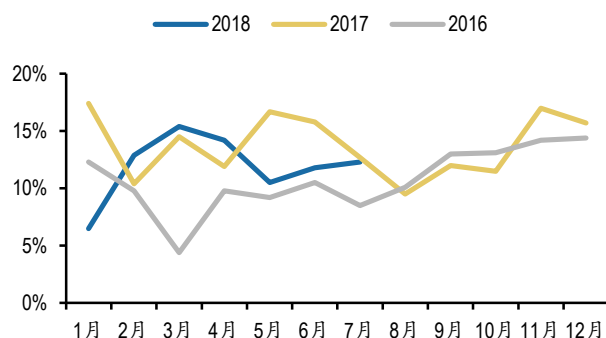
- ✧ **社会消费品零售数据：**18年社零数据呈现持续回落趋势，17年社零增速累计为10.2%，而18年1-7月下滑至9.3%，其中5、6、7月分别为8.5%、9.0%和8.8%，不过从限额以上的商品零售总额数据来看，由于基数原因汽车零售5月开始负增长（占比达到29%），是社零增速下滑的重要原因。
- ✧ **航空客运量：**18年航空国内航线客运量同比增速相比17年也有下滑，1-7月客运量累计增长11.7%，而17年全年为13.7%。其中，5、6、7月国内航线分别为10.5%、11.8%、12.3%，相比1-4月增速的12.3%并没有明显下降。
- ✧ **铁路客运量：**18年1-7月铁路客运量累计增长8.3%，而17年全年增速为9.6%。近两个月，其中5月增速下滑至1.6%，跟去年较高基数有关，而6月已回升至15.6%，7月也达到9.9%。

图16: 全国社会消费品零售总额同比数据



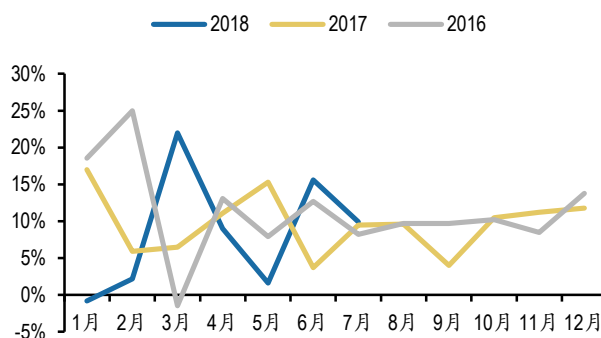
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图17: 2016-2018年各月份国内航线同比增速情况



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图18: 2016-2018年各月份铁路客运量同比增速



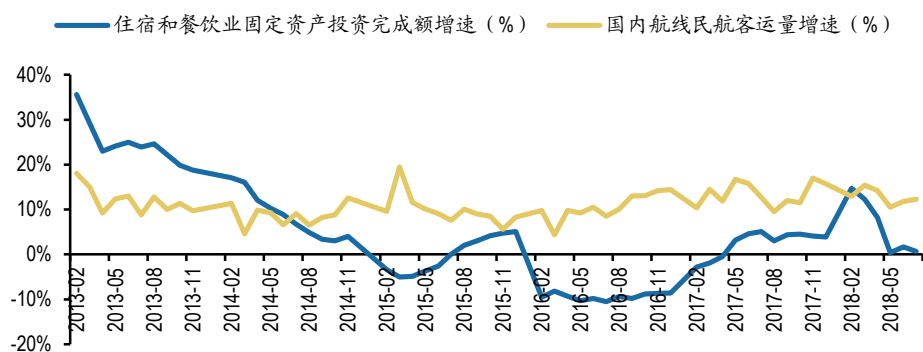
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

酒店供需方面, 供给端仍然处于低位增长, 需求增速虽有回落但仍高于供给增长

酒店供需数据并没有权威统计口径, 不过从STR数据和投资及航空客运数据来看, 18年以来酒店供给增速并没有提升, 而需求方面虽然回落但整体仍高于供给增速。

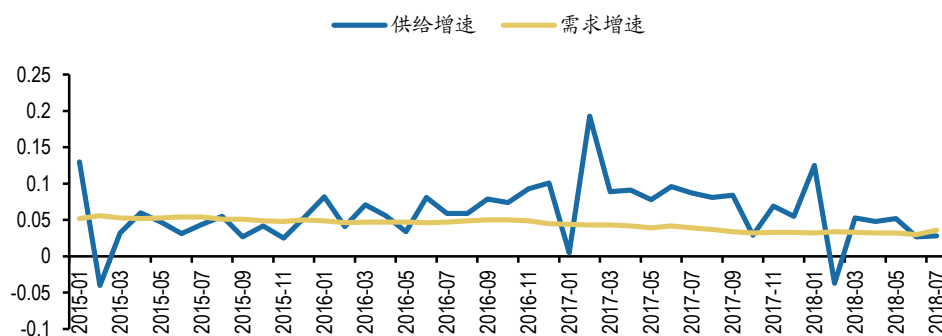
- ✧ **需求:** 从我们观测到的数据来看, 酒店行业需求与航空客运相对一致, 16年、17年和18年1-7月国内航空客运增速分别为10.7%、13.7%和11.7%, 虽然今年以来增速下滑但整体仍维持10%以上, 一定程度上反应酒店需求的稳健增长, 特别是5月、6月、7月增速分别达到10.5%、11.8%和12.3%。此外, STR的数据也显示, 16年和17年的合计月度需求增速分别为7.1%和8.3%, 而今年1季度和2季度平均增速分别为5.4%和4.9%, 7月增速为2.8%。
- ✧ **供给:** 国内酒店市场供给增长13年以来显著放缓, 04-12年住宿和餐饮业(住宿业占比约80%)固定资产投资增速平均达到35%以上, 13年增速下行至5%以下, 17年行业整体回升, 但17年和18年1-7月固投增速也仅约3.9%和0.7%, 维持低位。而STR数据也显示, 12-17年行业供给增速逐步由6.6%下降至4.4%。18年国内酒店供给较上年进一步放缓, 供给增速稳定在3.8%左右。

图19：国内住宿业和餐饮业固定资产投资完成额与航空客运量增速对比



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图20：STR酒店供需数据同比增长情况



数据来源：STR Global，广发证券发展研究中心

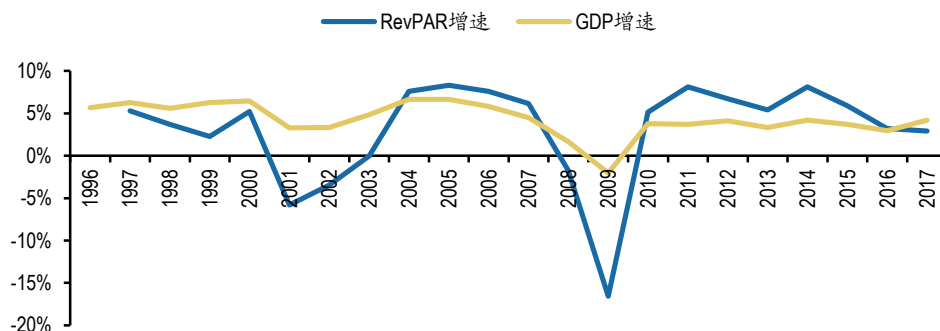
酒店是 β 行业还是 α 行业？

17年国内酒店为 β 行业，低净利率高Revpar增速业绩弹性较高

1、以美国数据为例，酒店行业RevPar增长随经济周期变化，属于典型 β 行业

酒店行业是消费股中典型的类周期品种，RevPAR增速相比GDP增速弹性高于1。由于美国酒店行业数据周期较长，参照美国数据，美国酒店行业RevPAR增速受宏观环境影响较为显著，1997年至2017年美国GDP年平均增速为4.4%，酒店业Revpar平均增速为3.1%（复合增速为2.7%）。过去20年Revpar连续增长一般达4年以上，RevPAR增速平均约为GDP增速的1.3倍，弹性高于GDP增速。

图21：美国酒店RevPar增速和GDP增速变化情况



数据来源：STR、Wind、广发证券发展研究中心

2、国内酒店行业同样受经济周期影响，17年酒店龙头利润率在RevPar驱动下高弹性增长

国内酒店行业同样受经济周期影响明显，17年酒店行业在供需向好情况下迎来全行业复苏。2017年酒店行业需求平均增长8.3%，供给平均增长4.4%，酒店行业供需关系发生扭转，全行业出租率大幅上涨3.6pct，RevPar同比增长3.5%。华住、如家、锦江系、铂涛系17年平均Revpar分别增长14.6%、6.9%、4.6%、8.8%。

2016年国内酒店普遍净利率水平仅约4%，较高的行业增速和较低的利润水平带来酒店行业的高增长。由于12-16年行业逐步回落，酒店行业净利率下滑至较低点，锦江酒店业务、首旅和华住净利率分别仅约4.5%、3.2%和12.3%，在行业Revpar大幅提升的背景下，龙头公司利润弹性较高，受宏观经济回升影响也较明显。

- ✧ **华住：**华住经营能力在三大酒店集团中最强，15年以后利润率呈稳定上升趋势。16年华住净利润8.05亿元，同比增长84.3%，净利率达12.3%，相较15年提升4.7个百分点；17年华住净利润达到12.4亿元，同比增长53.7%，净利率达到15.1%，相较16年提升2.8个百分点。
- ✧ **锦江：**锦江业绩自15以来一直维持相对较快的增长，16年锦江有限服务酒店净利增长48.97%，净利率4.49%，17年公司旗下的铂涛业绩显著改善、维也纳高增长释放业绩，有限服务酒店净利润增长82.9%，净利率达到6.4%，较上年提升1.9个百分点。
- ✧ **首旅酒店：**首旅酒店自2016年4月与如家酒店集团重组后，公司酒店业务盈利能力持续提升，16年首旅净利润增速111%，净利率3.2%，17年净利润增速达199.1%，净利率7.5%，提升4.3个百分点。

表1: 锦江、华住、首旅2015年-2018年1季度营业数据总览

		2015	2016	2017	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1
营业收入 (亿元)	锦江	55.63	106.36	135.83	17.48	26.20	31.81	30.86	28.40	34.49	37.41	35.52	32.51
	YOY	91.0%	91.2%	27.7%	92.3%	65.8%	95.9%	113%	62.4%	31.7%	17.6%	15.1%	14.5%
	锦江酒店 分部	52.97	103.85	133.49	42.47		61.37		61.64		71.84		--
	YOY	100.9%	96.0%	28.6%	79.6%		109.3%		45.1%		17.1%		--
	华住	57.75	65.39	81.70	14.38	16.57	17.74	16.70	15.93	19.89	23.73	22.15	20.91
	YOY	16.3%	13.2%	24.9%	18.8%	13.7%	10.9%	10.9%	10.8%	20.1%	33.8%	32.6%	29.6%
	首旅	13.33	65.23	84.17	3.56	19.72	21.76	20.19	19.13	20.76	23.23	21.05	19.24
	YOY	-	389.4%	29.0%	2.8%	579.0%	541.8%	466%	437%	5.3%	6.8%	4.2%	0.6%
	如家	66.71	52.22	70.52	14.76	16.87	18.53	16.86	15.50	17.83	19.66	17.53	15.55
	YOY	0.07%	5.4%		6.77%	7.50%	6.04%	6.86%	5.01%	5.70%	6.13%	3.98%	0.36%
归母 净利 (亿元)	锦江	6.38	6.95	8.82	1.65	1.35	2.07	0.41	1.99	2.13	2.99	1.7	2.30
	YOY	30.9%	8.9%	27%	7.1%	-2.4%	19.8%	8.7%	20.9%	58.6%	44.9%	-10%	15.8%
	锦江酒店 分部	3.12	4.66	8.52	1.32		3.34		3.41		5.12		--
	YOY	35.17%	48.97%	82.89%	-22.95%		153.71%		1.93%		50.15%		--
	华住	4.37	8.05	12.37	0.69	3.16	2.94	1.26	1.48	3.90	4.70	2.29	1.29
	YOY	42.1%	84.3%	53.7%	-	111.5%	31.4%	77.9%	113%	23.5%	60.0%	82.3%	-15.8%
	首旅	1.00	2.11	6.31	0.07	0.07	1.43	0.54	0.35	2.06	3.10	0.8	0.75
	YOY		111%	199.1%	-76.3%	-43.5%	466.2%	64.0%	396%	2876%	117%	48.8%	117%
	如家	1.67	4.05	6.46		1.28	1.96	0.81	0.40	2.21	3.07		
	YOY	-53.3%	98.1%	72.2%		77.6%	34.8%	721%		72.9%	56.3%		
净利率	锦江	11.5%	6.5%	6.5%	9.4%	5.1%	6.5%	6.1%	7.0%	6.2%	8.0%	4.8%	8.43%
	锦江酒店 分部	5.9%	4.5%	6.4%	3.1%		5.5%		5.5%		7.1%		--
	华住	7.6%	12.3%	15.1%	4.8%	19.0%	16.6%	7.5%	9.3%	19.6%	19.8%	10.4%	6.2%
	首旅		3.2%	7.5%	2.0%	0.4%	6.6%	2.7%	1.8%	9.9%	13.3%	3.8%	5.0%
	首旅酒店 业务	6.5%	8.0%	7.5%	7.4%		8.3%		6.1%		8.8%		2.9%
	如家	2.7%	7.8%	9.2%		7.6%	10.6%	4.8%	2.6%	12.4%	15.6%		

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

未来国内酒店 Revpar 增长来自平均房价, 增速回落至 2-3%可能是中位数水平

1、行业供需至少难有明显恶化, 出租率未来或高位震荡

18年以来酒店行业需求回归平稳增长, 不过相比上一轮投资周期行业供给也维持低

速增长，2005年-2012年酒店行业处于高速成长期，住宿和餐饮业（住宿业占比约80%）固定资产投资增速平均达到35%以上，2012年-2015年由于三公消费取缔、物业人力成本上涨，酒店行业新增供给逐步放缓，STR统计的行业供给数据来看，12-17年行业供给增速逐步由6.8%下降至3.8%，18年6月全国酒店新增供给进一步放缓至3%。未来由于国内主要城市核心区域已基本完成建设，新增的物业资源有限，制约未来酒店新增供给不会出现大幅增长。

当然酒店行业需求也难有大幅上涨，从STR数据来看虽然近几月需求下降明显（可能跟基数和统计口径有关），预计未来增长整体仍大于供给增速。出租率或高位震荡。

2、存量酒店升级叠加竞争环境改善，酒店平均房价将继续上行

国内酒店房价在存量升级、竞争格局改善以及酒店自身的提价需求的驱动下进入提价周期。酒店房价上涨是酒店行业自身积累的结构性调整结果，短期不会出现逆转，因此我们认为酒店房价上行将持续上行。

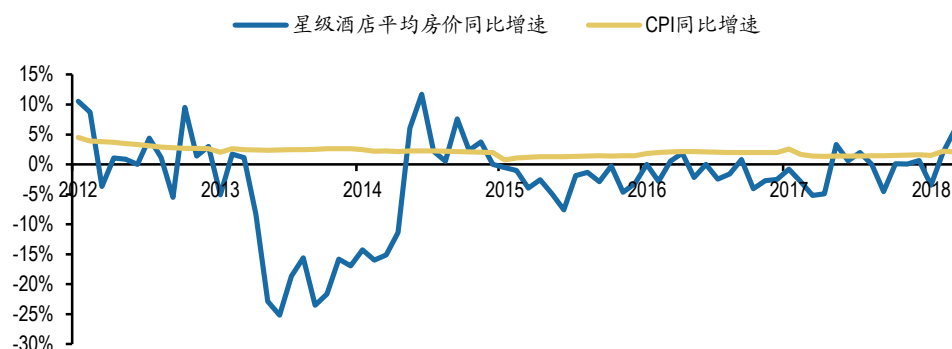
1) 存量升级：品牌升级+门店改造，改善行业整体供给结构。目前需求端国内居民消费力已经较强，客户愿意为居住品质和服务买单，国内酒店的品牌化渗透提升，中高端品牌进入增长爆发期，存量经济型酒店业逐步开始翻新改造，改善酒店业整体的供给结构，提升行业整体房价。具体来看，华住酒店集团自14年启动汉庭2.0计划，目前完成约45%酒店升级，首旅和锦江也有较大的改造潜力。其中，原锦江系酒店物业资源较好，具备较高的改造升级潜力。首旅旗下的直营店数量最多，门店改造后带来的业绩弹性最大，公司计划在2018年完成至少100家如家、莫泰现有酒店的升级改造。

2) 竞争格局向好：竞争格局改善，为价格提升带来空间。目前行业供需向好趋势确定，物业资源稀缺导致新增酒店的进入门槛增高，行业不具备供给大幅扩张的可能。存量供给经过整合市场集中度提升，行业竞争格局改善，一线龙头的垄断定价力加强，带动行业房价提升。

3) 成本上涨倒逼：人工、房租成本持续上涨倒逼酒店房价提升。近年来人工和房租快速上涨，酒店成本端面临的压力较大，没有进行“价格战”的动机，客房提价成为酒店业内共识。

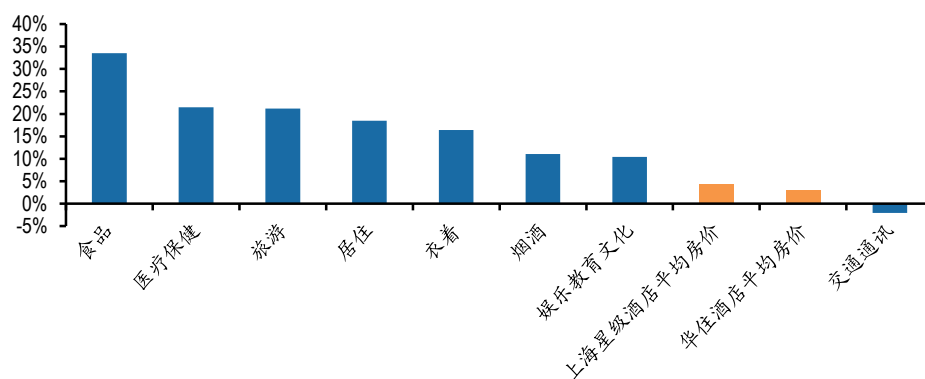
另外，国内酒店平均房价相对居民消费能力增长滞后，具备持续性增长的提价空间。2010年以来CPI复合增速约2.5%，而酒店房价2012-2017年处于下降周期，长期跑输CPI增速。我们对比2010年以来各主要消费品价格变化表现，上海星级酒店平均房价增速4.5%，华住酒店客房价增长3.0%，酒店客房价的增速远低于食品、医疗保健、旅游等行业的价格增长。因此，我们认为国内酒店房价偏低，其相对居民消费能力增长有明显滞后，未来随着酒店行业转型，房价具备持续性的提价空间。

图 22：酒店平均房价同比增速近期跑输 CPI 增速



数据来源：国家统计局、中国饭店业协会，广发证券发展研究中心

图 23：2010 年以来各个主要消费品行业价格增幅



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

行业增速下滑但龙头竞争格局向好，酒店从 β 转向 α

我们认为经过17年的大幅上涨，行业供需和RevPar增速或回归平稳。酒店行业可能从高 β 转向高 α 行业，主要由于：（1）龙头公司开店速度明显高于行业，新开店基本占目前酒店家数的10-15%，内生增长稳健；（2）加盟店门店和收入占比不断提升，受宏观经济周期的影响也在下降。

1、龙头公司凭借品牌优势及渠道管理优势，开店速度远高于行业，中端酒店占比也在提升

国内单体酒店经营成本较高，具备加盟酒店集团的动机，行业整合趋势还将持续。相比单体酒店，酒店集团拥有经验丰富的管理团队、高效的管理系统和庞大的会员体系，而国内大多数单体酒店加盟业主更加擅长寻找物业、理顺当地关系和筹措酒店投资资金，在开店成本方面也普遍低于连锁品牌的直营店。加盟商与酒店集团合

作可以取长补短，节省了自身时间精力，同时也可获得更高的酒店经营收益。与美国酒店行业相比，国内酒店行业的竞争格局分散，并且品牌化和信息化的程度低，预计酒店集团的优势将推动行业的转型升级，行业竞争格局进一步向龙头倾斜。

特别是，酒店龙头具有更好的物业资源和市场推广能力，因此更加擅长中高端品牌的塑造和推广。目前成熟的中端酒店品牌除亚朵以外，均属于三大酒店集团，并且中端品牌集中度呈现逐年上升趋势。中端酒店主要来自现有门店的改造，因此酒店集团对中端品牌的塑造和垄断，实质上对存量酒店的整合和提价都具备决定能力。

表2：2018年前十大中端酒店品牌规模

中端酒店品牌 规模前十	客房数（间）		门店数（家）		所属集团
	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	
维也纳酒店	72454	113493	461	749	锦江国际酒店集团
全季酒店	39664	53054	284	390	华住酒店集团
亚朵酒店	15600	--	104	167	亚朵生活
麗枫酒店	15449	25706	169	277	锦江国际酒店集团
星程酒店	13206	16914	136	174	华住酒店集团
如家精选	10840	16831	100	164	首旅酒店集团
桔子精选	6148	12648	50	103	桔子酒店集团
山水时尚	6654	8636	51	59	中青旅山水酒店
喆啡酒店	5922	8204	63	93	锦江国际酒店集团
雅思特酒店	4636	7506	54	91	雅思特酒店集团
如家商旅	--	6813	--	80	首旅酒店集团
合计	174973	269805	1368	2180	
前十名市占比		66.89%			

数据来源：盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

会员体系是酒店集团的核心竞争优势之一，帮助酒店低成本获取用户。酒店通过会员渠道获取客源相较OTA等分销渠道具备使用成本低廉、沉淀优质用户和可提供附加服务等多方位优势，目前三大酒店集团均建立了完善的会员直销体系，华住、如家的直销订单占比在60-80%以上，锦江的直销订单占比也有30%，而中小连锁酒店和单体酒店受限自身实力和覆盖范围，难以搭建同等效率的信息化系统和自有渠道体系，酒店集团的会员体系是其核心竞争力之一。

表3：酒店各销售渠道对比

渠道划分	渠道细分	优势	劣势
直销	自有渠道	1.酒店对渠道控制力强、维护成本低 2.有利于积累忠诚度高的用户群体 3.集团可实现不同酒店之间的客流共享	1.建设投资大，门槛较高 2.积累会员尚需时间 3.目前发展会员成本较高

	前台散客	带来额外的客户群体，客单价在各类渠道中最高	用户随机性强，酒店对客户可控性差
	协议客户	带来大量、稳定的客源	客单价最低，维护成本高
分销	OTA	利用网络优势为酒店分销，帮助酒店实现快速的跨地区销售，为酒店输送稳定的用户群体	1.OTA 中介佣金价格贵，渠道成本较高；2.酒店缺乏定价权，OTA 冲击酒店定价体系；3.OTA 客观上放大了酒店之间的同质化，酒店难以释放自身的品牌溢价。
	旅行社	特定季节或假期为酒店输送大量客源	仅对特定时间、地域有效，客单价较低
	团购等新模式	帮助酒店消化剩余客房，提升出租率	客单价较低，客源不稳定

数据来源：酒店官网、OTA官网，广发证券发展研究中心

酒店集团在精细化管理和物料管理方面具有规模优势，帮助旗下酒店降低运营成本。酒店集团拥有更加完善的客房管理系统（PMS系统），人房比通常控制在0.2-0.3左右，而单体酒店的人房比通常超过1，因此酒店集团的PMS可以显著压缩人员配比。物资采购方面，酒店集团采用统一的供货商平台，可以显著降低装修和维护成本。

三大酒店集团近年来保持高速的扩张速度，18年预计开店增速将超过17年。近年来国内酒店增速放缓至3%左右，三大酒店集团的门店扩张速度远远超过行业扩张增速。

- **锦江：**锦江近两年扩张速度最快，15/16年锦江通过外延收购为主迅速做大规模，17年全年锦江净增开业门店826家，净增签约门店1749家，18年锦江计划净增900家、开店1000家以上的门店，上半年已净增341家门店。
- **华住：**华住15年净增768家门店，之后门店增长放缓，16年净增506家，17年净增477家，18年华住在整合桔子水晶后积极扩张，计划全年净增550-650家门店，上半年华住净增157家门店。
- **首旅：**首旅近年来门店增速放缓，16年净增325家，17年净增307家，18年首旅计划开店450家以上。

表4：近年来酒店集团每年开业门店净增数量（单位：家）

	11年	12年	13年	14年	15年	16年	17年	18年
华住酒店	201	396	390	570	768	506	477	预计440-490家
锦江股份	137	136	138	140	1255	3645	826	预计800-900家
如家酒店	608	346	408	429	313	325	307	预计350-450家

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

中高端酒店扩张速度更快，龙头旗下的门店结构不断优化。截至2018年6月30日，华住旗下中高端酒店达到1046家，占总门店比重26.8%，较年初提升4.1个百分点。18年6月末锦江的中端酒店达到1985家，占比28.2%，较年初提升5.5个百分点。首

旅如家18年3月中高端酒店527家，占比14.1%，较年初提升0.5个百分点。

表5：三大酒店集团历年门店经营结构（中高端与经济型情况）

酒店集团	经营模式	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1	2018Q2
华住酒店	中高端（家）	116	176	310	456	772	953	1046
	经济型（家）	1309	1819	2453	2813	2974	2864	2857
	中高端占比	8.14%	8.82%	11.22%	13.95%	20.61%	24.97%	26.80%
	中端客房数	14,303	23,996	40,687	60,348	100,056	122,074	
	占比	9.4%	11.4%	17.9%	18.8%	26.4%	31.7%	
锦江股份	中高端（家）		5	32	824	1262	1808	
	经济型（家）		937	1034	3821	4289	5050	
	中高端占比		0.53%	3.00%	17.74%	22.73%	26.36%	
	中端客房数					229954	249736	
	占比					34.4%	36.4%	
首旅酒店	中高端（家）				317	503	527	
	经济型（家）				3005	3035	3018	
	中高端占比				9.32%	13.55%	14.12%	
	中端客房数				52562	67089	68411	
	占比				14.0%	17.4%	17.8%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2、加盟酒店占比持续提升，受宏观经济影响也在下降

酒店龙头的经营模式分为直营模式和加盟模式，其中直营酒店的所有营收都属于酒店集团，同时酒店集团承担直营酒店的所有成本，加盟模式下酒店集团向加盟商收取营业收入的一定比例作为加盟费，无需承担加盟酒店的运营管理费用。2012年之前国内酒店集团均以直营店为主，近年来处于成本管控考虑，三大酒店集团均控制直营酒店数量，重点发展加盟酒店模式。

从收入构成上看，当前国内酒店集团的营业收入依然以直营收入为主，从增长趋势上看，加盟模式的增速更快，将成为未来酒店营收的主要增量，受宏观经济的影响也相对较小。按照各家加盟店收入水平，一般为业主收入的约10%。各酒店门店结构来看，加盟店占比逐步提升，其中华住加盟店比重从13年的60.4%提升至18年6月的82.8%，锦江加盟比例也从71.1%提升至85.4%，而首旅加盟比例从56%提升至74.66%。从收入角度看，加盟店的收入也逐步增加，2017年华住、锦江、首旅的直营营收分别占各自总营收的77.6%、69.2%、79.3%，加盟收入占营业收入的比重分别为21.9%、15.4%、23.8%，较13年分别提升了8.7、0.7、11.7个百分点。

表6：三大酒店集团历年门店经营结构（直营加盟情况）

酒店集团	经营模式	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1	2018Q2
华住酒店	直营（家）	565	611	616	624	671	673	673

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	加盟（家）	860	1384	2147	2645	3075	3144	3230
	加盟比	60.4%	69.4%	77.7%	80.9%	82.1%	82.4%	82.8%
锦江股份	直营（家）	239	267	531	1093	1055	1045	1025
	加盟（家）	589	701	1692	4775	5639	5813	6010
	加盟比	71.1%	72.4%	76.1%	81.4%	84.2%	84.8%	85.4%
首旅酒店	直营（家）				988	1104	963	
	加盟（家）				2414	2608	2749	
	加盟比				70.9%	70.3%	74.6%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表7：华住与首旅酒店直营收入占比情况

酒店集团	收入情况（万元）	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
华住酒店	直营收入	387,089	452,243	498,687	521,241	634,328	157,598
	加盟收入	54,996	74,280	112,398	141,116	178,666	50,879
	直营占比	92.9%	91.1%	86.4%	79.7%	77.6%	75.6%
锦江股份	直营收入	234,985	242,698	580,379	1,110,644	994,258	
	加盟收入	31,659	36,682	132,368	315,057	349,496	
	直营占比	88.13%	86.87%	81.43%	77.90%	73.99%	
首旅酒店	直营收入	41,743	38,121	77,166	519,263	667,735	
	加盟收入	19,710	20,237	20,583	95,849	129,539	
	直营占比	67.93%	65.32%	78.94%	84.42%	83.75%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

结论：龙头业绩弹性依旧较高，当前估值显著偏低

收入成本结构：直营模式利润对 RevPar 敏感，加盟模式的核心是数量扩张

1、收入：酒店行业收入主要是直营酒店和加盟酒店，目前三大龙头公司加盟酒店家数占比平均约80%，但直营酒店收入占比仍达到75%以上，其中17年华住、锦江、首旅加盟业务收入占比分别为21.9%、24.2%和15.4%，未来是收入增长的主要来源。从单店收入来看，华住、锦江直营酒店单店收入分别约980万元和942万元，而首旅直营单店收入约685万，而加盟店收入分别为62万元、62万元和50万元，我们测算加盟店收入一般为业主收入的约10%。未来，加盟店收入占比将继续提升。

表8：三大酒店集团历年营收经营结构

酒店集团	经营模式	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
------	------	------	------	------	------	------	-------

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

华住 酒店	直营收入（亿元）	38.71	45.22	49.87	52.12	63.43	34.76
	增速	26.1%	16.8%	10.3%	4.5%	21.7%	25.6%
	占营收比重	92.9%	91.1%	86.4%	79.7%	77.6%	75.4%
	单店平均收入（万元）	751.63	769.12	812.86	840.71	979.66	517.22
	单店平均经营成本（万元）	617.80	659.53	735.48	795.51	876.32	458.50
	加盟收入（亿元）	5.50	7.43	11.24	14.11	17.87	11.25
	增速	57.2%	35.1%	51.3%	25.6%	26.6%	41.1%
	占营收比重	13.2%	15.0%	19.5%	21.6%	21.9%	24.4%
锦江 股份	单店平均收入（万元）	76.92	66.20	63.66	58.90	62.47	35.68
	直营收入（亿元）	21.19	23.00	43.61	82.51	101.22	
	增速	13.1%	8.5%	89.6%	89.2%	22.7%	
	占营收比重	87.9%	87.2%	82.3%	79.5%	75.8%	
	单店平均收入（万元）	983.20	908.98	1092.99	1016.14	942.43	
	单店平均经营成本（万元）	782.88	742.39	927.45	917.59	829.67	
	加盟收入（亿元）	2.92	3.38	9.36	21.33	32.27	
	增速	26.8%	15.5%	177.3%	127.9%	51.3%	
首旅 酒店	占营收比重	12.1%	12.8%	17.7%	20.5%	24.2%	
	单店平均收入（万元）	53.75	52.33	78.23	65.98	61.98	
	直营收入（亿元）	55.87	57.42	56.31	51.93	66.77	
	增速	8.2%	2.8%	-1.9%		28.6%	
	占营收比重	88.0%	85.9%	84.4%	79.6%	79.3%	
	单店平均收入（万元）	667.16	642.98	611.09	541.75	684.51	
	单店平均经营成本（万元）	581.13	562.50	565.56	503.99	632.54	
	加盟收入（亿元）	7.65	9.41	10.40	9.58	12.95	
	增速	26.5%	22.9%	10.5%		35.1%	
	占营收比重	12.0%	14.1%	15.6%	14.7%	15.4%	
	单店平均收入（万元）	67.24	62.67	56.39	43.50	50.18	

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：锦江数据包含海外卢浮酒店，首旅（如家）数据2015以前采用如家报表，2016年之后采用首旅报表，其中2016年首旅报表中仅包含如家4-12月数据。单店平均增速来自测算得到。

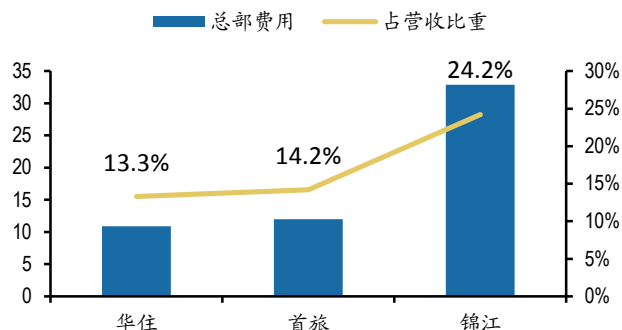
2、酒店集团的成本费用主要包括：直营酒店成本费用、加盟酒店费用和总部费用。直营店成本是酒店集团旗下直营店的各项成本费用支出，包括租金、人工、物料消耗等，是酒店成本端的主要构成。总部费用包括酒店集团的行政管理费用、市场费用和销售佣金以及财务费用等。

- **直营店成本和费用：**直营店成本费用主要包括租金、水电、人工、物料消耗、折旧摊销，其中租金和人工成本占比相对较大。2017年华住、锦江直营店成本费用分别为56.74亿、89.11亿，占直营店收入的89.5%、88.4%，不考虑总部费用直营酒店利润率约为10.6%、12.0%。
- **加盟店费用：**2017年华住、锦江和首旅的加盟费收入分别为17.87亿、32.27亿、12.95亿，锦江的加盟管理酒店人工成本为5.79亿，加盟费利润率为82.1%。如

家15年加盟费收入10.40亿元，加盟人工费为2.28亿，加盟费利润率为78.1%。

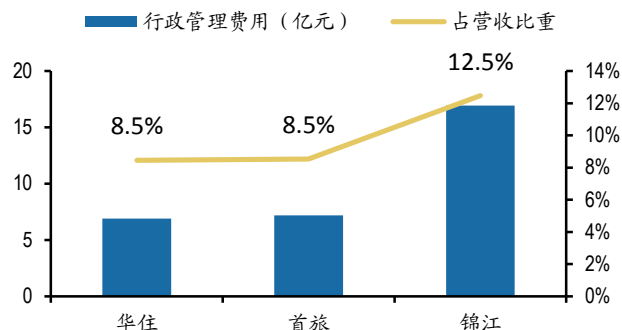
- **总部费用：**总部费用包括行政管理费用、市场费用和销售佣金以及财务费用等，三大酒店集团总部费用占比差异较大，锦江的总部费用最高，占营业收入的21.1%，华住和首旅的总部费用分别占营收的13.3%和14.2%。
- ✧ **行政管理费用：**锦江由于先后收购卢浮、铂涛、维也纳后保留各自的管理团队，因此行政管理费用最高，17年行政管理费用达17亿元，占总营收的12.5%。首旅和华住在管理结构上更加精简，行政管理费用分别为7.2亿和6.9亿，占营收比重均为8.5%。
- ✧ **市场及销售佣金：**华住和首旅的会员体系效率较高，订单的70%以上来自会员渠道贡献，因此华住和首旅在销售佣金上花费较低，17年华住和首旅市场及销售佣金费用分别为2.2亿和2.4亿，占营收比重的2.6%和2.9%。锦江虽然会员数量最大，但是订单转化率不及华住和首旅，17年市场及销售佣金费用为5.8亿元，占营收比重的4.3%。
- ✧ **财务费用：**华住酒店集团以内生发展为主，对外并购的规模较小，因此利息支出较低，17年华住的利息支出为8732万，小于利息收入的1.1亿。锦江和首旅由于并购规模大，因此各自均有较高的财务费用，其中锦江17年的财务费用达4.2亿元，占营收比重为3.1%，首旅17年财务费用2.2亿元，占营收比重2.6%。

图24：2017年三大酒店集团总部费用对比



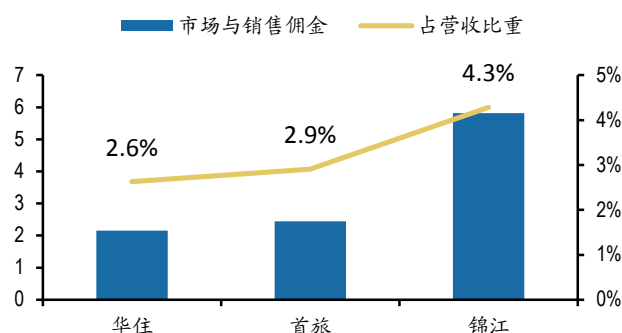
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图25：2017年三大酒店集团行政管理费用对比



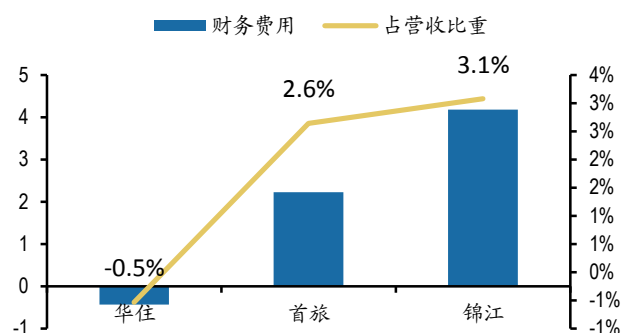
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图26: 2017年三大酒店集团市场及销售佣金费用



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图27: 2017年三大酒店集团财务费用对比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

3、分析三大酒店集团的盈利结构, 可以看出直营模式对RevPar敏感, 而加盟模式核心是门店数量。酒店集团的直营模式利润来自直营酒店营收端和成本端的价差, 因此对RevPar的增长十分敏感, 而加盟模式的利润来自加盟店的分成, 因此门店数量扩张能力更加关键。

- 直营模式以“价”为核心, 直营店的Revpar对其利润影响颇大。直营酒店的收入和成本全部归酒店集团所有, 同时成本结构以租金、人工、折旧摊销等成本为主, 成本端不随收入端的增减而变化, 直营酒店利润受营收和成本的边际改变影响大, 因此对RevPar十分敏感。
- 加盟模式以“量”为核心, 开店速度更加关键。加盟模式的分成比例在6-10%之间, 因此对加盟模式来说, 单店加盟费对RevPar变化的敏感性较低, 加盟模式下酒店集团的客户对象不是游客而是加盟商, 品牌管理酒店数量和扩展能力更加关键。

表 9: 2016-2017 三大酒店集团业绩分拆 (单位: 亿元)

	华住酒店		首旅酒店		锦江股份	
营业收入	2016	2017	2016	2017	2016	2017
直营收入	52.12	63.43	51.93	66.77	78.11	101.22
加盟收入	14.11	17.87	9.58	12.95	21.33	32.27
其他收入			3.72	4.44	6.91	9.58
营业收入	65.39	81.70	65.23	84.17	106.36	135.83
营业收入占比	2016	2017	2016	2017	2016	2017
直营收入	79.7%	77.6%	79.6%	79.3%	73.4%	74.5%
加盟收入	21.6%	21.9%	14.7%	15.4%	20.1%	23.8%
其他收入			5.7%	5.3%	6.5%	7.0%
营业收入增速	2016	2017	2016	2017	2016	2017
营业收入	13.2%	25.0%	389.4%	29.0%	91.2%	27.7%
直营收入	4.5%	21.7%	572.9%	28.6%	86.8%	20.3%
加盟收入	25.6%	26.6%	365.7%	35.1%	127.9%	51.3%
其他收入			4.6%	19.4%	55.6%	38.6%

成本和费用拆分	2016	2017	2016	2017	2016	2017
营业税金及附加	1.16	0.00	1.06	0.58	2.29	1.67
直营成本	49.32	56.74	50.09	59.52	74.51	89.11
占营收比重	75.4%	69.4%	76.8%	70.7%	70.1%	65.6%
租金	18.71	20.59	14.34	18.03	15.34	18.32
占营收比重	28.6%	25.2%	22.0%	21.4%	14.4%	13.5%
水电	3.46	3.65	3.83	4.95	5.22	7.33
占营收比重	5.3%	4.5%	5.9%	5.9%	4.9%	5.4%
人工	10.88	13.88	15.45	20.04	19.77	23.45
占营收比重	16.6%	17.0%	23.7%	23.8%	18.6%	17.3%
折旧摊销	6.77	7.73	7.80	9.17	11.87	13.23
占营收比重	10.4%	9.5%	12.0%	10.9%	11.2%	9.7%
消耗品	4.95	5.51	5.50	6.83	4.29	5.66
开业费及维护费	0.72	2.06	1.22	1.54	3.99	4.11
其他	4.56	5.38	1.30	1.45	14.02	17.00
总部费用	6.09	10.87	11.50	11.96	20.56	32.88
占营收比重	9.3%	13.3%	17.6%	14.2%	19.3%	24.2%
市场与销售费用	1.47	2.15	1.67	2.44	4.79	5.81
占营收比重	2.2%	2.6%	2.6%	2.9%	4.5%	4.3%
行政管理费用	4.92	6.91	5.67	7.18	11.75	16.95
占营收比重	7.5%	8.5%	8.7%	8.5%	11.1%	12.5%
财务费用	-0.40	-0.43	4.05	2.23	3.87	4.18
占营收比重	-0.6%	-0.5%	6.2%	2.6%	3.6%	3.1%
投资收益	0.06	-0.12	1.71	-0.03	4.75	3.02
非经营损益	1.34	1.64	0.55	-0.35	0.01	1.20
其他收入	1.34	1.64	0.69	0.09	0.33	1.51
其他支出			0.14	0.43	0.32	0.31
税前利润	10.77	16.08	5.28	10.01	9.78	12.77
所得税费用	2.87	3.60	1.95	3.42	2.59	2.87
净利润	7.96	12.37	3.33	6.59	7.19	9.90
减：以非控股权益应占净利润	0.08	0.01	1.22	0.28	0.57	1.08
归母净利润	8.05	12.37	2.11	6.31	6.95	8.82
归母净利润增速	84.3%	54.8%	110.7%	199.1%	8.9%	27.0%
净利率	12.2%	15.2%	5.1%	7.8%	6.8%	7.3%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

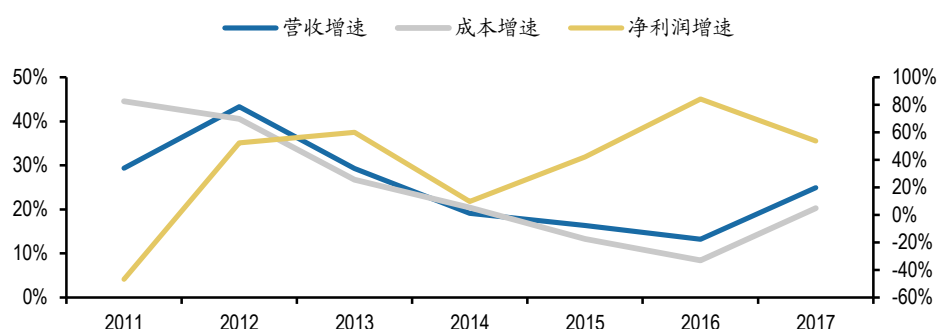
盈利弹性：直营升级+加盟扩张+成本控制，龙头业绩弹性依然较高

结合上面分析，可以看出酒店龙头的盈利能力提升来自直营店升级和加盟店规模扩张，此外成本控制也对酒店盈利有重要影响。我们认为酒店龙头凭借自身的规模优势和品牌优势，在直营门店改造、扩展加盟酒店、成本控制方面具备较高的可控性，

因此龙头的盈利能力提升更多来自龙头自身的转型进程，具有较高的确定性，不会随着行业的景气波动出现明显影响。

以华住为例，2014年以来华住旗下直营店数量基本不再增长，一方面公司重点发展中高端品牌，以加盟店为主要的扩张方式，另一方面公司启动汉庭2.0计划，升级存量的经济型直营酒店，提升整体酒店的盈利水平。近几年，华住收入增速虽然并不快，14年以来复合增速仅12%，但净利润增速达到59%，净利率也从14年的6.2%提升至17年的15.1%。

图 28：2010-2017 华住营收、总成本、净利润增速情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

观点：行业向好趋势不变，龙头成长逻辑清晰，继续看好锦江股份、首旅酒店

二季度消费数据增长疲软，5、6月份酒店业经营增速放缓，引发市场对酒店行业复苏持续性的担忧。我们认为酒店行业向上的趋势不变，酒店龙头的成长前景依然值得看好：

- 1) 酒店业供需关系依然偏紧，出租率将继续维持高位。**酒店出租率由需求和供给共同决定，13年以来酒店行业供给放缓，当前酒店市场的新增供给处于3%左右的历史低位，需求增速在5%上下波动，由于酒店的建造周期在1-2年，供需趋势短时间内不会发生扭转，因此酒店出租率即便相较上年的高基数略有下降，但仍然继续保持在较高水平上。
- 2) 酒店房价处于上升通道的逻辑不变。**我们之前的《酒店行业深度报告四》中提到酒店客房价的增长因素有三：1)消费升级与酒店供给侧转型升级的共同推动。2)酒店行业竞争格局改善。3)人工、房租成本持续上涨倒逼酒店房价提升。酒店客房价的提价本质在于供给侧转型，推动房价上行的因素均为结构性因素，短期不会出现逆转，因此房价上行的趋势不变。
- 3) 酒店龙头整合行业的趋势不变，规模效应持续显现。**先前报告我们指出酒店龙头通过品牌和渠道构筑行业护城河，我们认为未来酒店龙头的品牌优势和渠道优

势会进一步强化，加速对单体酒店的整合进程，目前三大酒店龙头的酒店数量合计1.5万家，未来五年具备一倍左右的提升空间。另外，龙头以加盟方式为主的扩张带来的规模效应将逐步显现，酒店龙头的成本增速将低于营收增速，利润率将持续得到提升。

锦江股份：公司4月/5月/6月RevPar同比增长7.7%/5.5%/5.4%，1季度RevPar增长7.8%，经营数据表现有所放缓，但向好趋势不变。公司作为国内最大的酒店集团，在本轮行业转型中充分享受整合红利。公司在中端酒店领域确立竞争优势，轻资产高速扩张改善酒店结构，提升整体盈利水平，原锦江系物业资源优质且中端占比低，具备较大的改造升级潜力，公司当前处于整合期，利润率相对承压，未来公司随着渠道、采购、财务三大系统整合，公司经营效率有望加速提升。

首旅酒店：如家酒店集团 18 年 1 季度 RevPar 同比增长 4.0%，1 季度门店改造影响 RevPar 表现，改造完成后 RevPar 有望显著提升。公司 17 年底推出如家 3.0 计划升级存量如家酒店，进行门店改造和优化，直营店的业绩增长是 18 年的重点。同时，公司将加快中高端品牌在一、二线城市的布局 and 开发，18 年计划新开店 450 家以上，其中 50%以上是中高端品牌。此外，公司以如家会员体系为基础，嫁接首旅资源，实现产业延伸，打造以住宿为核心的旅游生态圈。公司战略规划清晰，且充分受益行业复苏趋势，未来有望持续增长。

风险提示

1) 宏观经济波动对酒店行业影响较大，经济下行或将影响行业复苏。2) 龙头公司开店增速不及预期。

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富第五名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富第五名。
- 张雨露：分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富第五名。
- 康凯：分析师，北京大学理学硕士，2017 年社会服务行业新财富第五名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。