证券研究报告
酒店行业专题

穿越周期弹性看未来成长

证券分析师：曾光
电话：0755-82150809
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003
证券分析师：钟潇
电话：0755-82132098
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003
联系人：姜甜
电话：0755-81981367

2020年7月23日

国信证券经济研究所
GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

投资摘要

- **酒店行业：长尾结构，连锁酒店竞争格局清晰，关注商业模式**

  国内住宿业总供给近61万家，客房规模分化，档次长尾结构，低线下沉空间广阔。其中连锁酒店龙头显现，TOP4占比47.2%/+4.1pct，但占酒店整体仅11.2%，非连锁酒店集中度仍有较大提升空间。酒店龙头：直营&加盟下周期成长兼备，打造多元化产品加盟扩张是核心：直营模式周期性明显业绩弹性高，受RevPAR变动及改造升级影响；加盟模式轻资产盈利能力强，强平台及运营能力支撑龙头扩张甚至逆周期成长。

- **疫情下：行业短期承压，龙头逆势开店支撑，经营环比改善**

  疫情下行业承压，总供给放缓；龙头RevPAR大幅下滑，盈利承压，但开店仍相对较快。随着疫情防控向好，3月以来酒店景气缓步回升，6月北京疫情虽阶段扰动但预计不改整体趋势。短跟经济及行业复苏，A股酒店龙头RevPAR和估值与PMI往往正相关，美股华住则阿尔法逻辑更重。上一轮周期酒店龙头多系RevPAR先验证，再股价表现；学习效应下本轮酒店龙头或预期向好即股价先行，且展店逻辑强化下锦江与首旅各有拥趸。

- **疫情后：行业有望加速出清，助力龙头整合与集中**

  2019年我国酒店连锁化率22%，相比欧/美/亚太40%/70%/52%仍有较大提升空间，其中欧洲尤可借鉴。结构升级下，中高端酒店规模仍可持续提升。疫情有望加速行业出清，单体酒店转化及并购整合等加速龙头市占率提升。中线经济型&中端核心品牌加盟扩张，管理输出助力三四线下沉，布局高档品牌等持续支撑成长。

- **投资建议：短期关注宏观经济及行业复苏节奏，中线市占率提升支撑成长**

  维持酒店板块“超配”评级。短期建议关注经济及行业复苏节奏，5月PPI触底及6月PMI超预期显示宏观经济内在动能向好趋势强劲，市场关注度有望向低估值顺周期品种倾斜。中线来看，酒店龙头竞争格局相对稳定，疫情加速行业集中，优势品牌顺势拓展、管理输出低线下沉、布局中高端等有望支撑中线成长。综合来看，考虑各龙头差异，我们建议：若兼顾短期经济走势和中长线开店成长逻辑，建议布局锦江酒店；若博弈经济指标持续反弹和估值弹性，可考虑首旅酒店；美股方面，华住酒店中长线仍然系非常优秀的投资品种。

- **风险提示：**宏观、疫情等系统性风险，商誉减值风险，收购整合风险，国企改革低于预期等。

目录

- **酒店行业：长尾分布，连锁酒店格局清晰，关注商业模式**

  行业空间：规模庞大，长尾分布，低线下沉空间广阔

  竞争格局：连锁酒店垄断突出，整体市场仍待集中

  商业模式：产品为核心，直营模式周期波动高弹性，加盟盈利强支撑扩张

- **疫情下：行业短期承压，龙头开店支撑，经营环比改善**

  疫情影响：行业整体承压，龙头开店逆势扩张，环比持续改善

  疫情应对：开源节流多措并举，酒店集团比较优势凸显

  短跟复苏趋势，预期引领股价先行，展店强化阿尔法支撑

- **疫情后：行业有望加速出清，助力龙头整合与集中**

  连锁化率提升及结构升级尚有空间，疫情有望加速行业集中度提升

  核心品牌扩张、低线下沉、高档酒店发展等助力中线成长

- **投资建议：短期跟踪行业复苏，中线关注集中度提升**

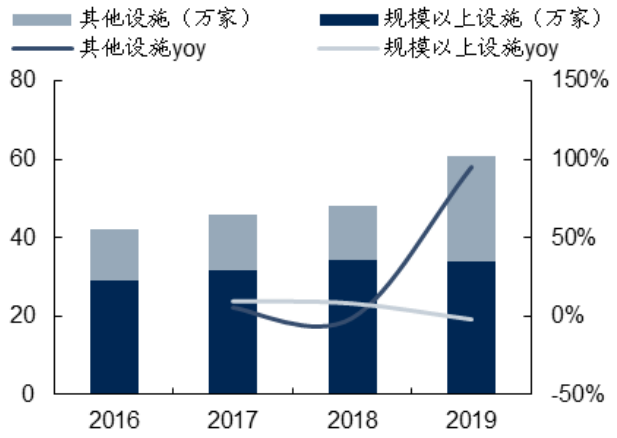
●酒店行业：

长尾分布，连锁酒店格局清晰，关注商业模式

行业空间：规模庞大，长尾分布，低线下沉空间广阔

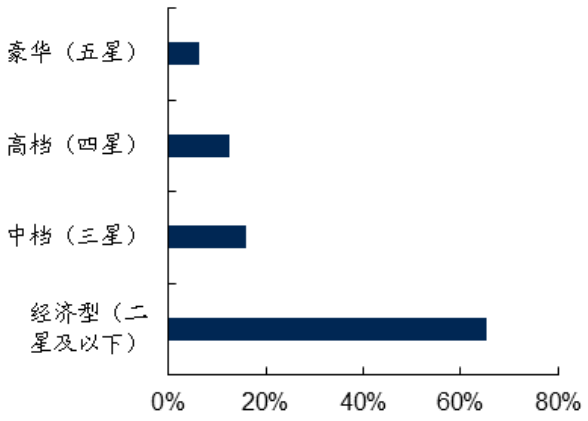
- **酒店行业业态：**按照提供服务的差异分为**1）全面服务酒店**；**2）有限服务酒店**，投资性价比较高，占主导；**3）民宿/短租等**，住宿市场的重要补充。此外国家旅游局还将酒店划分为**一/二/三/四/五星级**，其中高星级一般为全服务酒店，过去国内高星级酒店供给增加主要与地产投资热有关。近几年也有部分有限服务酒店定位日益中高端。
- **行业供给：**参考盈蝶咨询，截至2019年底全国住宿业设施总规模约为60.81万家，客房总规模1892万间，近4年复合增速分别为12.91%和7.30%，增势平稳。**按客房分，**规模以上酒店占主导，房量相对分化，70间客房以上酒店房量占半壁江山。其中**规上酒店按档次分，长尾结构显现，**经济型（二星及以下）占比超六成；**按城市分，下沉空间广阔，**非一线/省会房量占比63%。

图 1：近4年我国酒店住宿业规模增长平稳



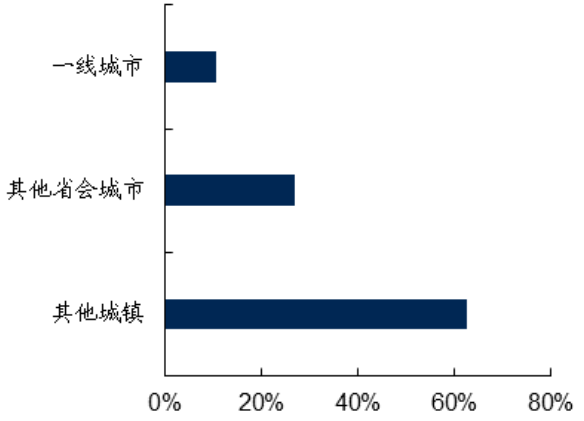
资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理
其他设施家数19年快速增长，预计是统计口径有调整

图 2：2019年酒店住宿档次分布：长尾结构



资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

图 3：2019年规模以上酒店按城市分布占比

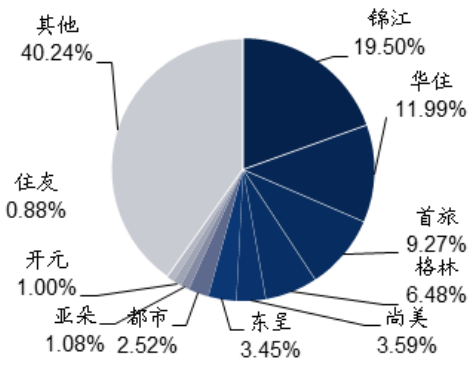


资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

竞争格局：连锁酒店垄断突出，整体市场仍待集中

- **国内主要上市酒店运营商：**华住酒店、锦江股份、首旅酒店、格林酒店等，均系有限服务酒店运营商，中低端连锁为主、加盟管理模式为主；开元酒店侧重中高端酒店管理。
- **竞争格局：连锁酒店相对垄断，行业整体集中度仍待提高。**连锁酒店中，2019年国内四大酒店集团（锦江、华住、首旅、格林）市占率为47.2%/+4.1pct，稳定的多寡头垄断格局，集中度呈集中趋势。龙头会员、物业、资金、品牌等优势明显，在中端领域先发优势明显。但酒店行业整体，2019年国内酒店前四强市场份额合计仅11.2%/+1.3pct，考虑到非连锁酒店仍有较大空间。
- **OYO带来行业新变局。**OYO早期通过轻加盟、简单低抽成的方式进入中国，后转变为保底营收加利益分成的模式，与业主共担风险、共享收益，继续扩张步伐。“轻资产”加盟模式在低线级城市快速扩张有其可取之处，但品牌建设依然是保持发展步伐值得思考的地方。

图 4：20189年底酒店集团占连锁市场份额：CR4=47.2%



资料来源：盈蝶网，中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

表 1：国内代表上市酒店龙头一览（截至2020.7.21）

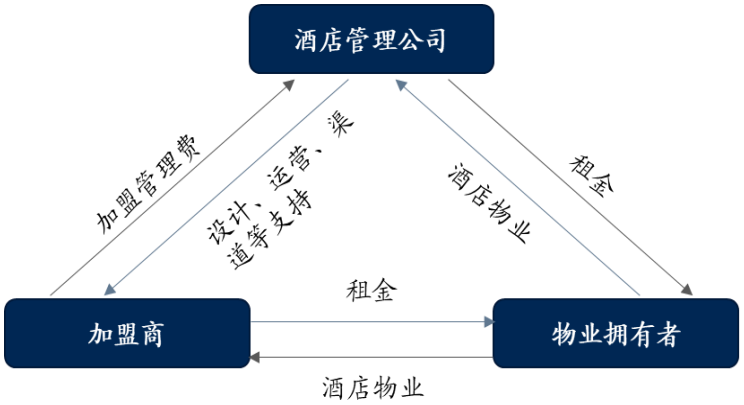
股票名称	代码	总市值	说明
锦江股份	600754.SH	372	定位中低端酒店的连锁有限服务酒店运营商，包括锦江系、铂涛系维也纳系等多品牌，直营+加盟，加盟为主。其控股股东锦江酒店（2006.HK）还包括高端酒店管理及部分自有物业酒店。
首旅酒店	600258.SH	196	如家集团定位中低端的连锁有限服务酒店运营商，包括如家、和颐如家精选，如家商旅等多品牌，直营+加盟，加盟为主，同时还包括首旅建国等定位中高端的酒店管理公司及部分北京自有物业酒店
华住酒店	HTHT.US	734	定位中低端的连锁有限服务酒店运营商，主要包括汉庭、海友、全季、桔子水晶等多品牌，直营+加盟，加盟为主
格林酒店	GHG.US	98	定位中低端的连锁有限服务酒店运营商，主要包括格林豪泰、格林东方、青皮树等各品牌，基本为加盟
开元酒店	1158.HK	33	定位中高端的酒店管理品牌，包括自营+全面服务管理+特许经营等多模式

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

商业模式：三方参与，多元产品加盟扩张系核心

- **参与者：1）物业拥有者**（历史原因物业积累或地产背景），提供物业收取租金，租约通常10年+（轻管理输出模式一般1-3年）；**2）加盟商**，租赁物业后通过加盟酒店获取酒店运营收益，支付租金并承担相应成本；**3）酒店管理公司**，为加盟商提供酒店标准化设计、运营支持及会员渠道支持等，收取加盟管理费，这一轻资产加盟商业模式下，ROE最高。
- **商业模式：**打造好模型做加盟。经济型酒店时代以单一标品复制扩张为主，先发优势+资金支撑+管理效率为核心，竞争格局已定；中端酒店，细分定位多模型扩张，核心看品牌及扩张能力。
- **经营模式：1）直营**，自己经营酒店，承担成本获取收益，受周期影响最大；**2）加盟**，酒店管理公司提供相关服务支持，收取加盟费；**3）管理输出**，提供有限的IT系统支持及管理支持服务，对酒店和租约要求更灵活，收费也更低。

图 5：物业方、加盟方、酒店管理公司三者关系



资料来源：公司公告，公司官网等，国信证券经济研究所整理

表 2：酒店管理公司运营模式

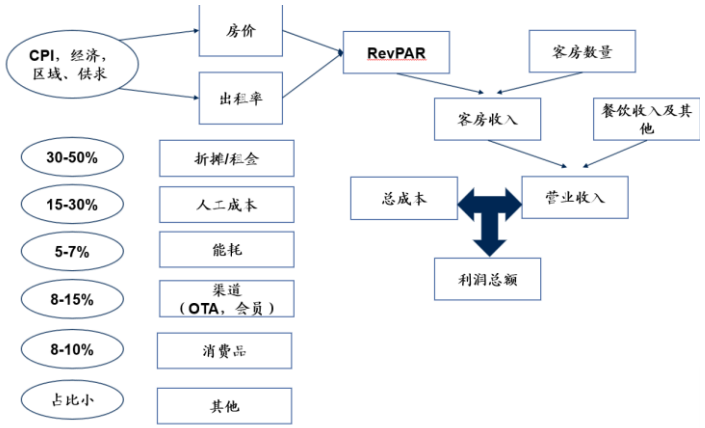
经营模式	说明
直营	依托自有或租赁的物业进行连锁酒店经营，承担租金/折摊、人工、能耗等成本费用，受周期影响最大
加盟	酒店管理龙头通过提供标准化的酒店品牌、设计、管理及系统服务收取加盟费，一般核心品牌会派驻店长，属于轻资产模式，酒店经营的租金、折摊、人工、能耗等成本由加盟商承担，通常租约8-10年或10年以上，时间较长
管理输出	酒店管理方通过输出管理服务或仅提供有限的IT系统支持及服务，对酒店要求和租约较为灵活，非标等，收取比例相对更低

资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理

直营模式：周期性明显，业绩弹性较高

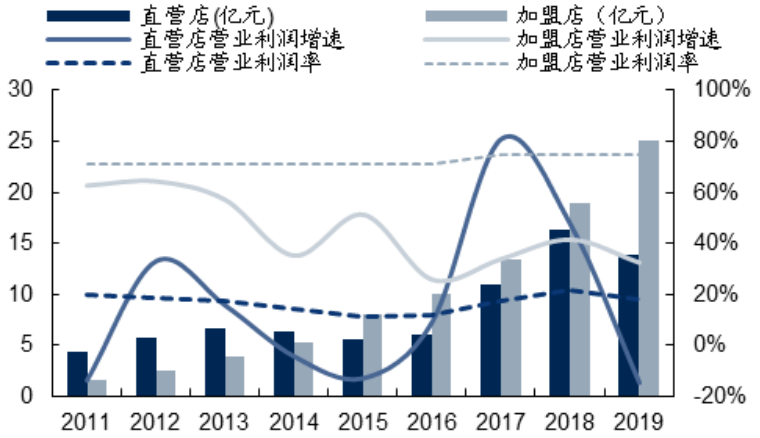
- **直营模式：**依托自有/租赁物业进行连锁酒店经营。锦江除早期及卢浮境外自有物业外，其他自营以租赁为主，首旅、华住自营均以租赁为主。**直营模式通常高经营杠杆高弹性，周期性强。**
- **业绩与同店RevPAR相关性高。**直营模式要承担全部的租金折摊、人工、能耗等成本费用，高固定成本推高经营杠杆，因此同店RevPAR波动对直营酒店业绩影响较大，而同店RevPAR又受经济周期影响，因此直营模式周期波动较明显。而且原有净利率水平越低，RevPAR复苏初期业绩弹性越显著。三大龙头中首旅直营占比最高。
- **短期业绩还受新店开业节奏及升级改造进度影响。**新开直营店一般6个月打平，故新开直营店节奏会影响3-6个月短期业绩；与此同时，直营店改造时也会带来短期负面影响，影响短期业绩，但这两种中线一般都有助于收入业绩成长。

图 6：有限服务酒店直营店盈利模型拆分



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图 7：华住酒店：直营营业利润波动显著高于加盟

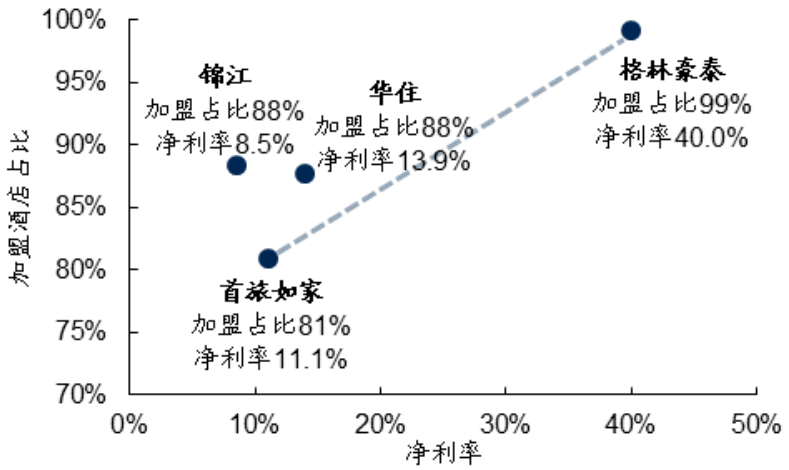


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

加盟模式：盈利能力更强，有利于扩张与逆周期成长

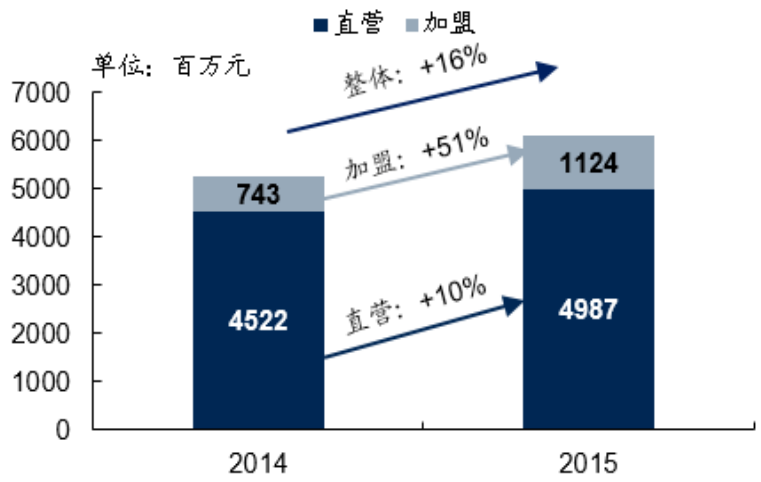
- **高加盟比例→高净利率。**加盟收入=首次加盟费用+持续加盟费（加盟店流水的5-9%），加盟毛利率：70-75%，一般仅扣除店长工资，加盟净利率：估算40-50%；直营店盈利能力则方差极大，龙头直营业务的营业利润率从持平到高峰时期20%-30%。因此，一般加盟比例越高，净利率越高（同时要兼顾酒店规模效应，总部平台费用等）。
- **业绩波动：**直营店>加盟店。行业复苏时，直营店占比越高弹性越大，加盟店扩张越快业绩增长越好；行业下行时，加盟店对业绩平滑支撑，甚至可依托加盟扩张在行业下行时仍然可以推动业绩增长！如华住2015年，RevPAR负增长，但加盟收入+51.3%，整体业绩+42.1%。

图 8：酒店龙头加盟占比与整体净利率比较（截至2019）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 9：2015年华住加盟收入同比增长51.3%



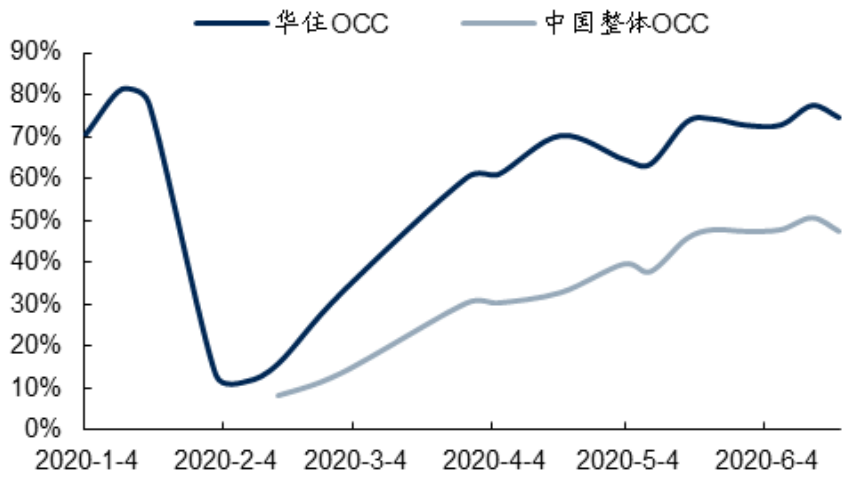
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

●疫情下：行业短期承压，经营环比改善

疫情下：短期行业整体承压，景气度稳步回升

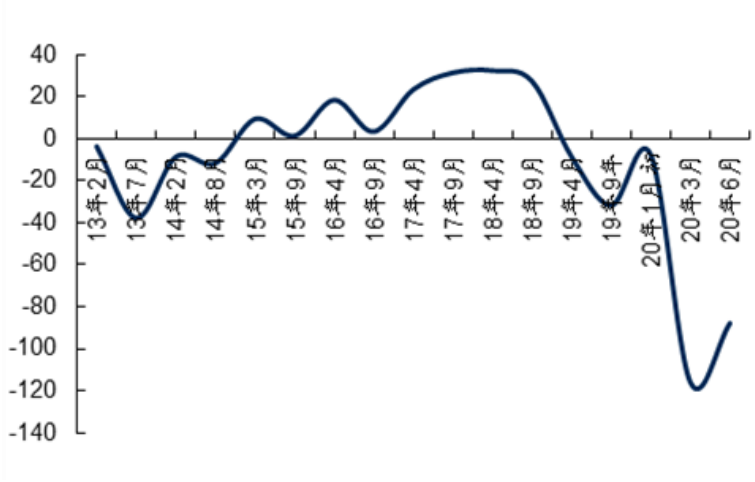
- **行业表现：**根据STR数据，疫情影响下，春节前中国酒店OCC便出现明显下滑，1月底跌至谷底（仅8%），经历一个半月的低位运行后，3月16日单日OCC达到20%，3月25日快速提升至30%，之后稳步缓升，4月18日恢复至35%（去年同期OCC约为80%），6月中旬北京疫情反复后OCC表现二度回落，北京及周边市场需求缩减，截至6月20日全国酒店入住率**为47%**。7月4日零时起，北京市低风险地区出京取消7日内核酸检测阴性证明，中国内地OCC再次上升。
- 从中国旅游饭店业协会公布的酒店行业景气度发展数据来看，3月以来，国内酒店行业景气度也处于回升过程中。

图 10：中国酒店的入住率水平，周数据



资料来源：STR、华住官网，国信证券经济研究所整理

图 11：2013-2020年酒店行业全国景气度指数发展趋势

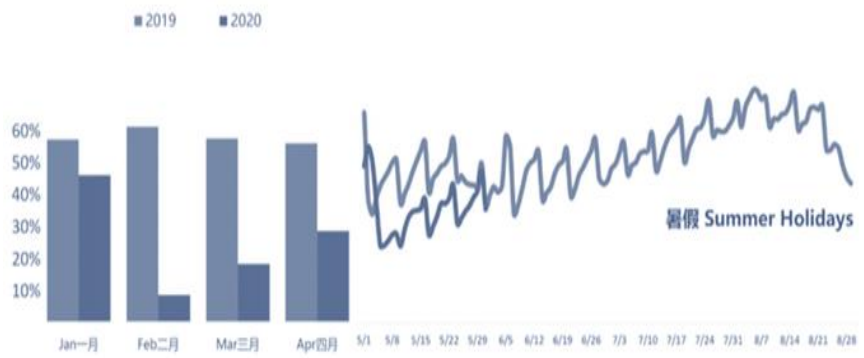


资料来源：中国旅游饭店业协会，国信证券经济研究所整理

疫情下：不同市场变化与趋势

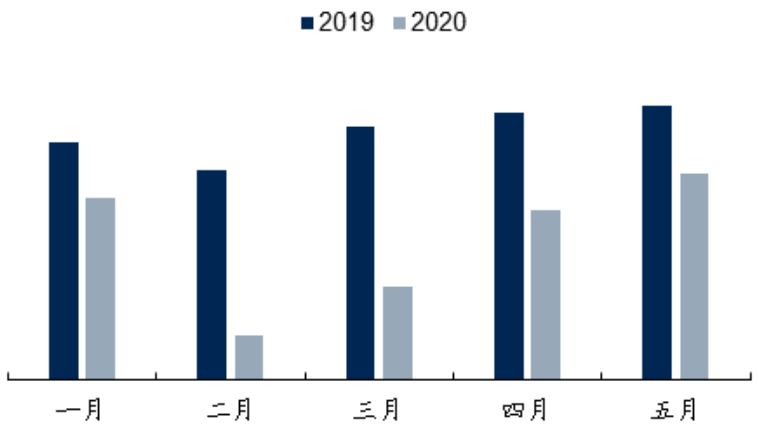
- 分情况看，**经济型及中端酒店OCC的**恢复优于高端酒店，4月14日经济型和中端酒店单日OCC已超过60%，而高端及以上OCC仍在30%以下徘徊。但5月后高端及以上入住率增幅明显。
- **周边游市场**恢复优于商务、团队需求（5月休闲度假市场OCC接近19年同期），商旅市场仍有上升空间。
- **民宿等非标住宿产品**受创更严重，春节是民宿产品绝对旺季、跨省游限制、抗风险能力相对弱。
- 从节奏来看，复苏呈缓慢平稳态势；STR预测酒店市场重回2019年水平还需一定时间。

图 12：休闲度假市场在五月的平均入住率已接近去年水平



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

图 13：商旅省会城市入住率还有上升空间

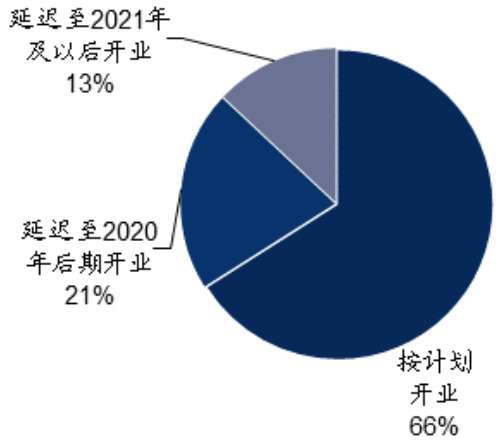


资料来源：STR，国信证券经济研究所整理
注：中国大陆地区特定省会城市，入住率净值

疫情下：总供给放缓，筹开酒店仍以中高端为主

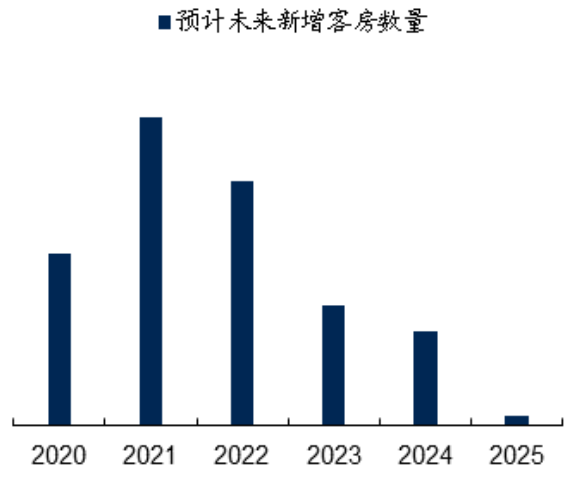
- **总供给放缓：**截至1月，施工中的房间数为21万间（仅包含有预计开业日期的客房，且不含经济型）；截至4月，这21万间客房的66%预计仍按计划开业，21%延迟到2020年后期开业，还有13%计划延迟到21年及以后开业。伴随疫情发展，预计开业进度还会有调整，但整体供给相比疫情前有所放缓。
- 根据STR数据，因为今年疫情以及2022年北京冬奥会影响，**预计未来两年将迎来酒店供给高峰**。
- **筹开酒店结构：**除经济型外，未来中国酒店新增供给主要系中高端及高端酒店，详见下图。

图 14：截至4月，34%的酒店开业计划有不同程度延迟



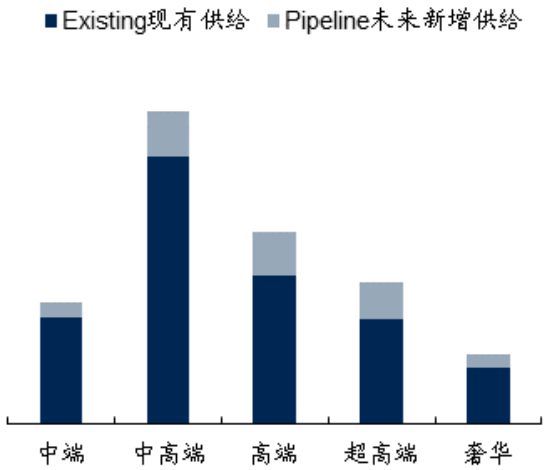
资料来源：STR，国信证券经济研究所整理
注：仅含有预计开业日期的项目、客房数量，且不含经济型

图 15：截至4月，中国市场未来新增供给概览（除经济型）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：仅包含有预计开业日期的项目、客房数量，且不含经济型

图 16：截至4月，中国市场未来新增供给概览（除经济型）

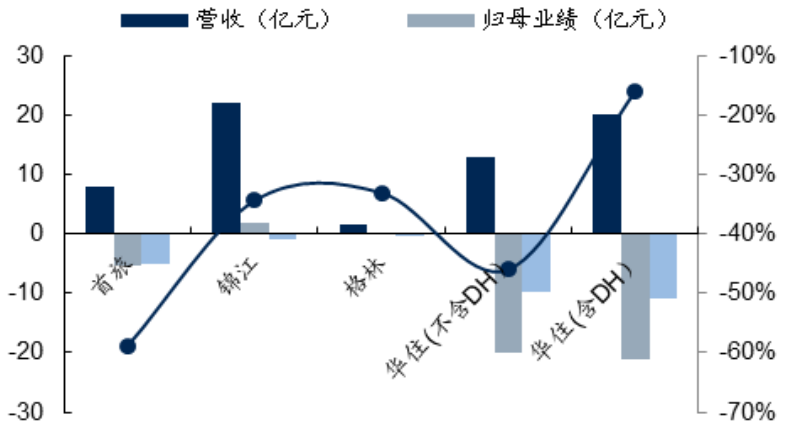


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：仅包含当前状态是“计划中/最后计划/施工中”的项目、客房数量，且不含经济型

疫情下：龙头经营承压，开店逆势扩张

- **龙头表现：**2020Q1，首旅如家、华住酒店以及锦江酒店、格林酒店的**RevPAR同减44-63%**，OCC、ADR均不同程度下滑；加之成本费用刚性，**盈利明显承压，不同程度亏损**。
- **开店分化：**Q1华住/锦江新开门店维持高速，分别为296/253家，加盟及中端仍是趋势。首旅/格林稍逊色，分别新开62/62家，淡季兼疫情影响。看全年展店目标，华住、锦江、首旅三家龙头均保持不逊于上年的开店速度，显示龙头仍快速扩张。行业供给放缓下市占率有望进一步提升。
- **经营复苏：**复工复产推进+管控放松背景下，**华住**OCC由1月底最低点10%提至7月中旬的80%，且5月EBITDA转正；**首旅**从疫情期的20%-30%提至5月的70%左右；**锦江**5月各品牌OCC约为50%-80%；**格林酒店**则从1月底21.5%的低值回升到5月中下旬平均值65%以上。

图 17：酒店龙头2020Q1经营表现



资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理

表 3：三大有限服务酒店龙头2020年展店计划

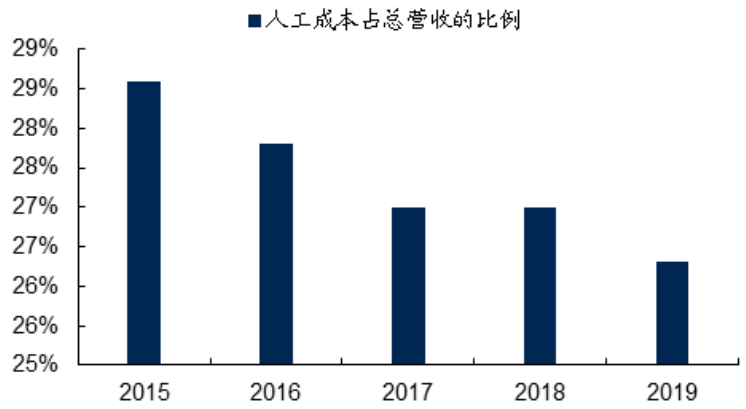
公司	20Q1			20Q1末签约数据	2020年开店规划
	开店	关店	净增		
锦江	253	120	133	4640	新开业/净增各 1600家+/1000家+
华住	296	76	220	2334	新开店1600-1800家
首旅	62	100	-38	672	计划新开酒店 800 - 1,000家

资料来源：公司官网，公告、财报等

疫情应对：开源节流多措并举，酒店集团比较优势凸显

- **节流：酒店尤其是直营酒店短期刚性成本较高，且酒店集团本身总部等刚性费用也不低。1）降低人工成本（根据STR，中端及以上酒店的人工占收入比为26%+）**，通过暂停招聘或裁员、取消临时工和加班政策、提前休假等等举措。**2）控制供应成本**，比如减少客房楼层及餐厅开放。**3）租金减免**，根据CHAT咨询，多数酒店管理公司给加盟商的租金减免时间期限是1个月左右，首旅如家、华住等头部企业跨度两到三个月，以及贷款等资金支持。
- **开源：1）开发本地市场**，加强本地营销，把握周边游复苏契机。2）拓展外卖等送餐服务。3）维持流动性，通过贷款、融资（**首旅拟发债40亿人民币、华住拟发行4.5亿美元可转债**）等。
- **酒店集团有比较优势：**在上述开源节流的措施中，酒店集团凭借自身的资金、会员、集团资源、系统等优势，相对抗风险能力更强，复苏也更快。

图 18：人工成本占总营收的百分比（中端以上级别酒店）



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

表 4：疫情背景下，酒店龙头部分减免加盟费等情况

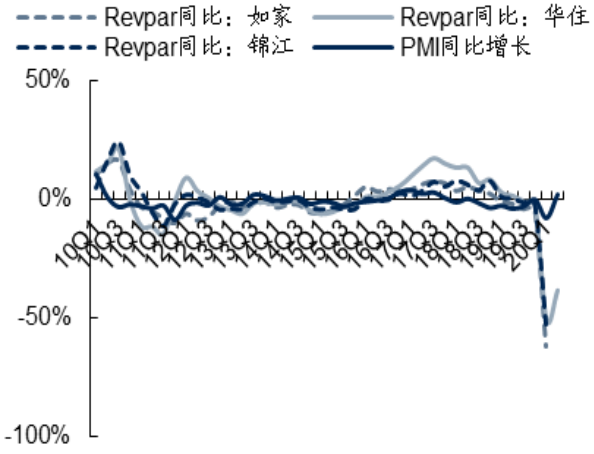
酒店名称	减免优惠情况
首旅如家	全国范围内被政府机关或医疗卫生机构征用的特许加盟酒店，征用期间一律免收加盟管理费；
锦江酒店	湖北区域的锦江都城、白玉兰和锦江之星各品牌加盟酒店成员减免加盟管理费，减免期为2020年1月23日至官方宣布疫情结束。
华住集团	全国范围内被政府机关或医疗卫生机构征用的特许加盟酒店，征用期间一律免收加盟管理费；且要求旗下5700多家酒店即日起推行包括自助入住、机器人送物、零秒退房在内的智能化服务
开元酒店	宣布免收全国所有委托管理品牌加盟管理酒店(含外部委托管理、特许管理、第三方管理) 1月24日至2月29日管理费，武汉加盟管理酒店免收2020Q1管理费。

资料来源:各公司官网，国信证券经济研究所整理

短跟复苏趋势，预期引领股价先行，展店强化阿尔法支撑

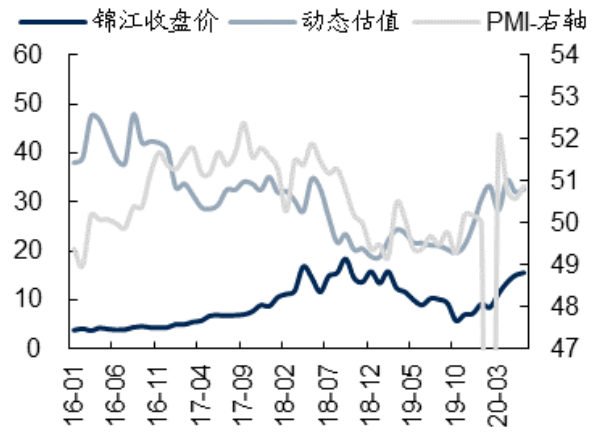
- **RevPAR顺周期：酒店龙头RevPAR变化与PMI变化基本正相关，直接受经济周期影响。**除2010-2011年世博会因素扰动外，多数时段国内酒店龙头RevPAR增长与PMI变化一定程度正相关，多数季度二者同步，部分阶段RevPAR增长变化略滞后。从同店RevPAR 包括出租率的变化情况，总体也与PMI正相关。因此酒店龙头的经营业绩尤其直营店业绩受经济周期影响较大。
- **估值：**相对分化。**首旅酒店、锦江酒店动态估值与PMI往往共振**，其中近两年锦江的平均估值高于首旅，预计系开店节奏差异及锦江有一定整合潜力。**华住酒店、格林酒店的EV/EBITDA估值虽然也部分受PMI变化影响，但总体关联度相对更低**，其中华住18-19年以来的估值变化尤其与PMI走势差异较大，主要系其自身酒店全方面布局和高效扩张带来**阿尔法行情突出**。

图 19：国内三大酒店龙头RvePAR跟踪



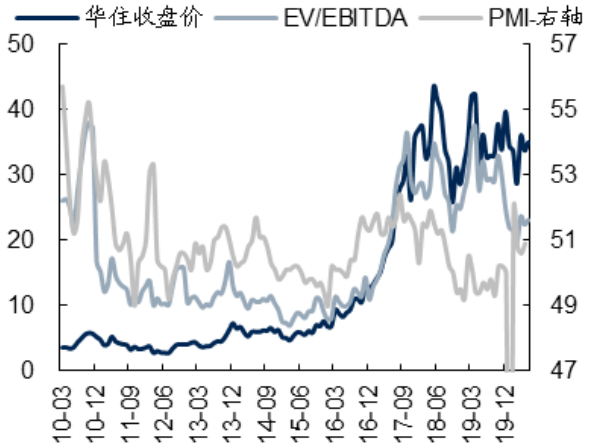
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 20：锦江酒店估值复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 21：华住酒店估值复盘

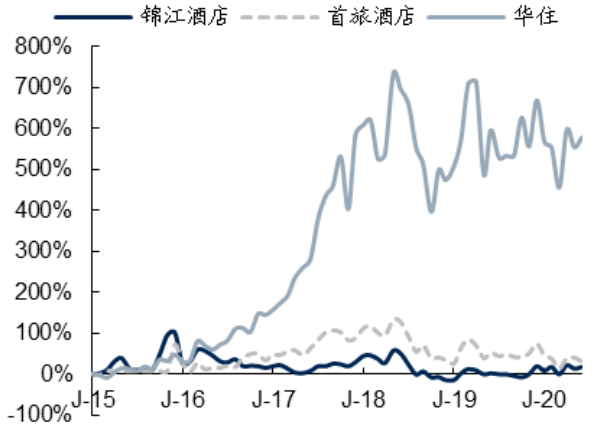


资料来源：Bloomberg、Wind，国信证券经济研究所整理

短跟复苏趋势，预期引领股价先行，展店强化阿尔法支撑

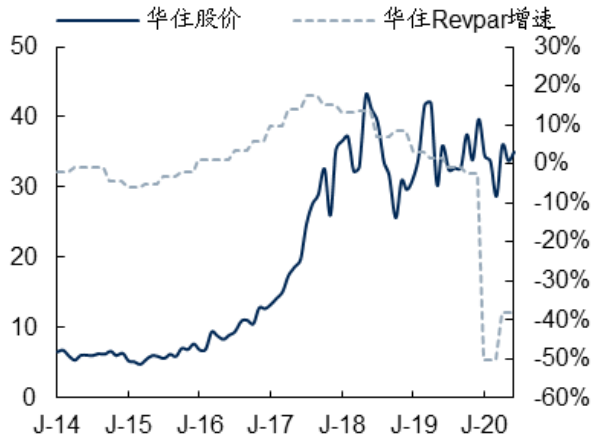
- **前一轮股价变化周期：**2015年以来，酒店景气上行时，华住的股价先行，首旅次之，期间锦江因其他因素扰动股价提升估值较高。从RevPAR和股价表现的变化趋势来看，华住上一轮周期是RevPAR先企稳+15年业绩高增长，16年后股价开始表现，然后不断创新高。首旅、锦江也是，除阶段其他因素扰动外，基本上都**RevPAR先验证，然后股价略滞后或同期开始表现**。
- **学习效应下，股价有望先行。**从2019年初及年末的数据来看，经济预期向好或RevPAR有望企稳回升时，股价就可能先行表现，然后如果数据验证则股价进一步支撑，否则股价回调。
- 今年6月PMI为50.9%，环比回升0.3pct，超出市场预期的50.4%，经济复苏势头向好；7.14放开跨省游。若后续复苏不断验证，则新一轮周期下，酒店龙头或更多受预期调整影响，股价有望先于RevPAR企稳反应，且展店逻辑强化下锦江与首旅或各有拥趸。

图 22：酒店龙头2015年以来股价回顾



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 23：华住股价走势与RevPAR增速表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 24：锦江股价走势与RevPAR增速表现



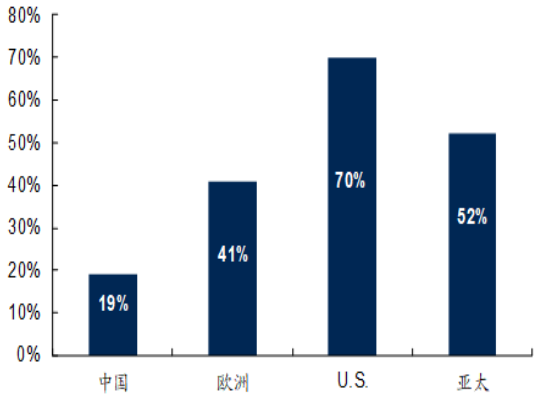
资料来源：Bloomberg、Wind，国信证券经济研究所整理

●疫情后：行业有望加速出清，助力龙头整合与集中

疫后成长：加速行业出清，龙头市占率有望继续提升

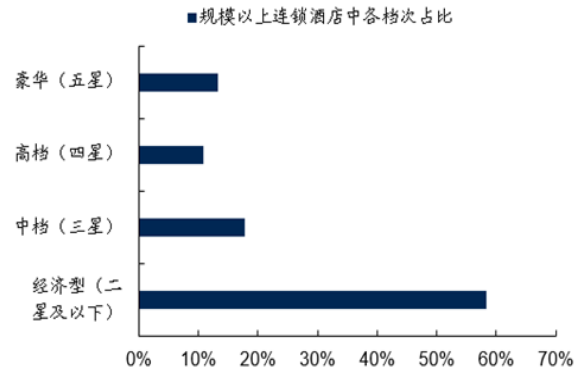
- **国内酒店连锁化率仍有较大提升空间。**2019年我国规模以上酒店连锁化率为22%/+3pct（按客房计），行业承压下集中度提升，但仍有很大空间。对比欧洲、美国、亚太地区，其2017年的酒店连锁化率分别为40%、70%、52%。其中美国因酒店历史限制少连锁化率极高；而欧洲因各国差异连锁化率为40%+，与我国情形更为类似（各地地理、经济差异大等）。因此对标欧洲，我国酒店连锁化率未来有望达到40%+。
- **国内长尾酒店结构仍可升级优化。**2019年我国规模以上连锁酒店中一半以上的房间为经济型，而美国、欧洲和亚太区连锁酒店中的经济型占比分别仅为22%、14%和31%。未来我国虽不一定形成纺锤型酒店结构，但随着经济发展，中高端酒店总量及占比仍有望持续提升。

图 25：中国、欧洲及美国酒店连锁化率PK（按房量）



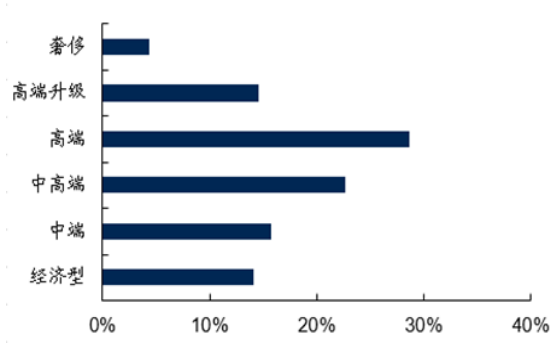
资料来源：盈蝶网、HTL报告，国信证券经济研究所整理

图 26：国内连锁酒店市场结构（按房量）



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

图 27：欧洲连锁酒店市场结构（按房量）

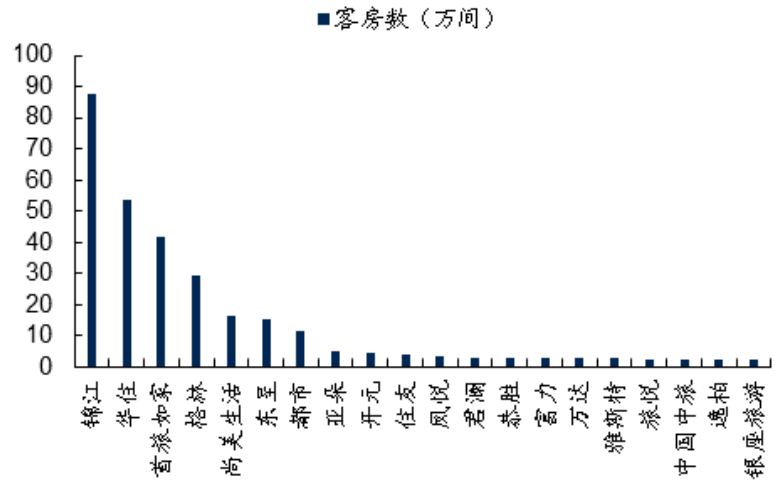


资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

疫后成长：加速行业出清，龙头市占率有望继续提升

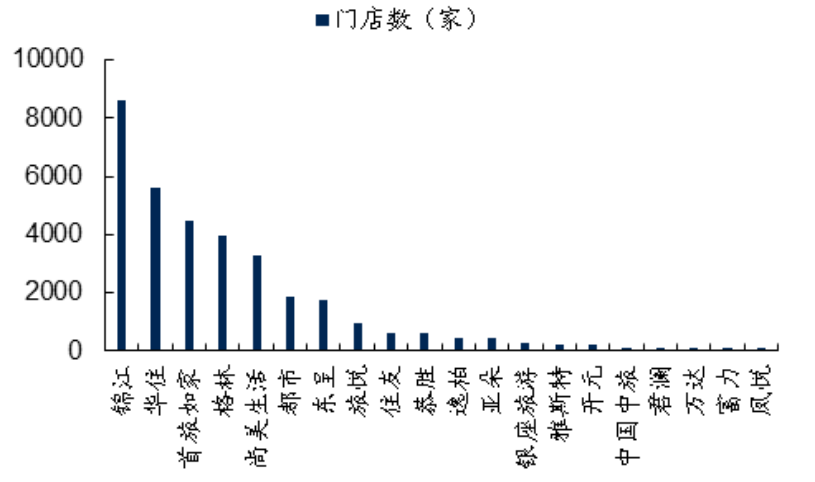
- **中线来看，疫情之下行业承压，反而有助于龙头规模集中。**
- **行业压力下有望加速单体酒店向连锁酒店转化。**单体酒店品牌力不足、规模效应欠缺，多数盈利平平，依赖OTA导流，OTA佣金挤压其盈利空间。而疫情下，单体酒店入住率+房价受制，额外佣金+低RevPAR双杀下，单体酒店盈利能力全面承压，连锁转化诉求预计有望强化。
- **过往行业低谷期往往成为行业整合的关键时期，行业龙头也不排除通过进一步并购整合，提高市占率。**例如2015年锦江收购铂涛，如家私有化回归注入首旅酒店，2016-2017年华住收购桔子酒店，行业龙头规模更趋集中。

图 28：2019年底中国酒店集团规模TOP20排行榜（房量）



资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

图 29：2019年底中国酒店集团规模TOP20排行榜（门店数）

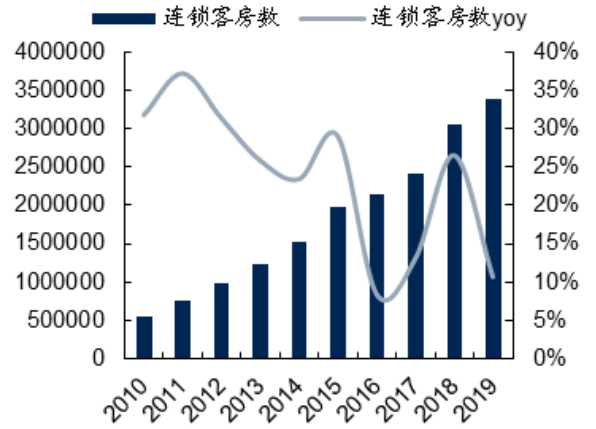


资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

驱动一：经济型&中端核心品牌加盟扩张核心支撑中线

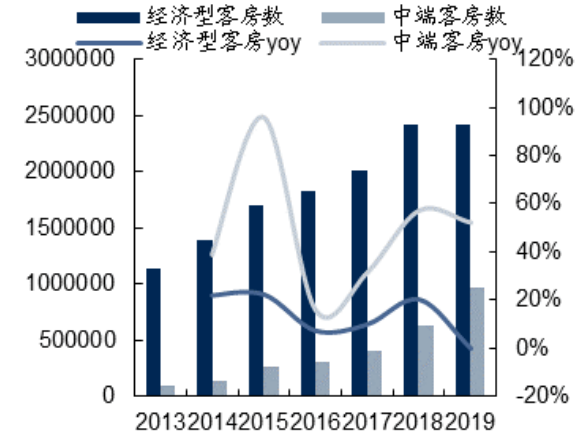
- **经济型及中端连锁酒店：**截至2019年底，中端连锁酒店客房为96.51万间/+52%，消费升级下近两年增长快速；经济型连锁客房为241.37万间/-0.26%（有关店影响），发展较为成熟，近两年增速逊于中端。酒店龙头方面，近几年经济型净增不高（有关店影响），中高端开店迅猛。
- **短期看签约储备：**2020年三大龙头开店目标不低于上年，且中高端酒店继续主导。
- **中看连锁化空间：**2019年我国经济型（二星及以下）/中档（三星）/高档（四星）/豪华（五星）规上酒店连锁化率**估算为20%+/30%+/20%+/40%+**，较2018年（16%/21%/17%38%）进一步提升，但经济型和四星级的连锁化率仍较低，对标欧洲40%的连锁化率，预计中档酒店连锁化率未来仍有10+pct提升空间，且总量规模还有望持续提升。酒店龙头则有望凭借细分定位的酒店品牌、IT及供应链集成和会员体系的持续优化来强化整合，有望支撑未来几年的持续成长。

图 30：连锁酒店规模及增速（按房量）



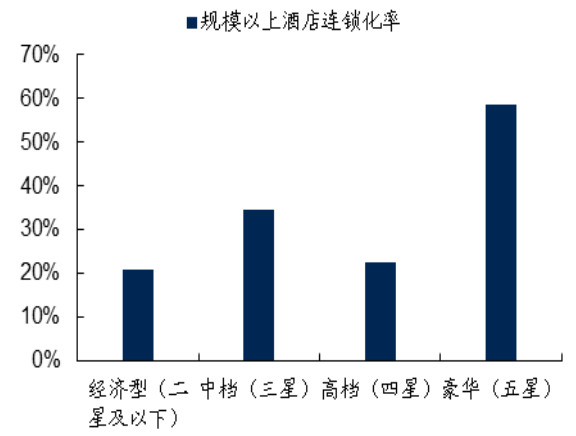
资料来源：饭店业协会、盈蝶网，国信证券经济研究所整理

图 31：经济型、中端连锁酒店规模（按房量）



资料来源：饭店业协会、盈蝶网，国信证券经济研究所整理

图 32：2019年按档次分类连锁化率（按房量）

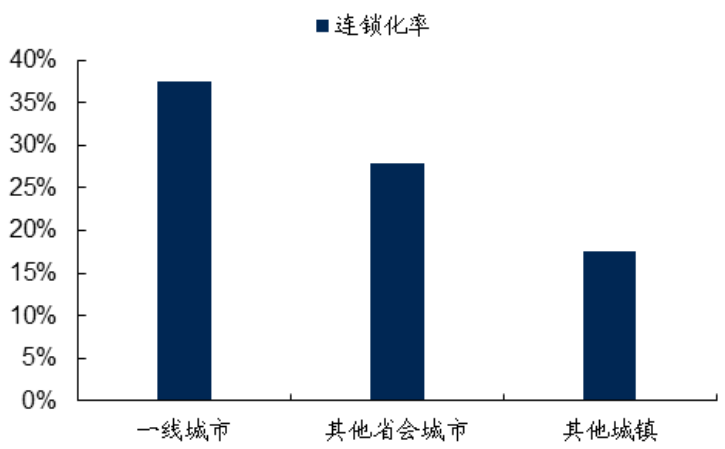


资料来源：饭店业协会、盈蝶网，国信证券经济研究所整理

驱动二：三四线下沉空间广阔，管理输出互补助力

- **规模大、连锁率低：**非一线非省会城市的规模以上酒店房量为1103万间，占比63%，三四线下沉空间广阔。分城市看，一线/其他省会/其他城镇酒店的连锁化率分别为38%/28%/17%，相比去年（28%/23%15%）有提升，但仍有很大提升空间，尤其是二三四线。房量15-29/30-69/70-149/150+的连锁化率分别为2%/12%/35%/33%，70间客房以下酒店连锁化率提升空间较大。
- **龙头布局：**OYO入局一定程度推动单体酒店整合，华住、锦江、首旅及OTA等龙头均推出整合单体酒店的产品线。此种软品牌较核心品牌收费低，服务有限，粘性较低，但绝对量可观。
- **观点：**轻管理模式可成为龙头未来成长的补充来源；龙头在轻管理模式上各有侧重，非标+管理输出兼有，**华住**非标品牌为主+管理输出为辅，**锦江**以非繁品牌输出，**首旅**云系列+管理输出。

图 33：2019年我国分区域连锁化率情况



资料来源：中国饭店业协会、盈蝶网，国信证券经济研究所整理

表 5：目前部分软品牌或非标品牌的收费情况

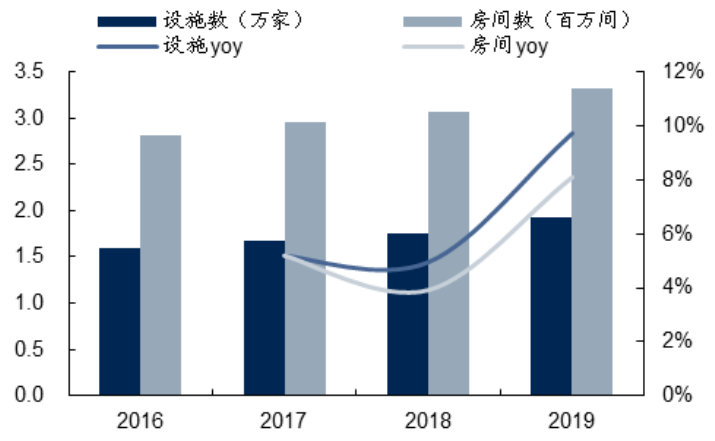
龙头	品牌	收费情况
华住酒店	一宿	2019年加盟费全免费，2020年则仅收取营业额的1%。
	海友、怡莱、星程等	非标品牌，提供全套技术、供应链、系统管理及订房渠道等支持，不派店长，但也会进行品牌输出和一定的装修要求，佣金一般在5%以上。
首旅如家	云系列	不派店长，相对非标，但提供全套酒店技术、系统管理、CRS订房渠道等支撑，采用首旅如家的云系列品牌，佣金一般在收入的5-7%
	管理输出	保留酒店各自自身品牌，根据CRS送客等情况，佣金一般系收入的1-2%左右
同程	OYU-我寓	无首次加盟费，持续加盟费约3%
OYO		1.0模式下无首次加盟费，佣金比例最初一般在2%左右，此后上升至4-5%，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

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

驱动三：高档酒店规模和连锁化有望持续提升，长看本土化发展

- **高档酒店规模和连锁化率仍有提升空间：**2019年，高端（四星+五星）酒店客房为331.34万间/+8.08%，对标国际酒店还有很大空间。其中豪华（五星）酒店连锁化率估算40%+，主要与外资酒店主导有关，但高档（四星）酒店连锁化率估算仅20+%，对标欧洲40%还有很大空间。
- **本土化值得期待：**国际外资品牌较早布局中国高等酒店市场，目前占据主流。但因外资酒店运营成本高+在三四线缺乏客源优势，外资对高端酒店的物业吸引力下降，有望推动本土化。
- **龙头高端市场布局：**三大龙头均有布局，并购+内部孵化双重发力。华住19年收购DH酒店，13年成立禧玥，收购+内部孵化；锦江高端酒店起家，且收购卢浮、丽笙等；首旅传统首旅建国系+对外合作（推出逸扉等）。

图 34：规模以上高端（四星+五星）酒店数量及增长



资料来源：中国饭店业协会、盈蝶网，国信证券经济研究所整理

表 6：国际与国内高端酒店品牌对比

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

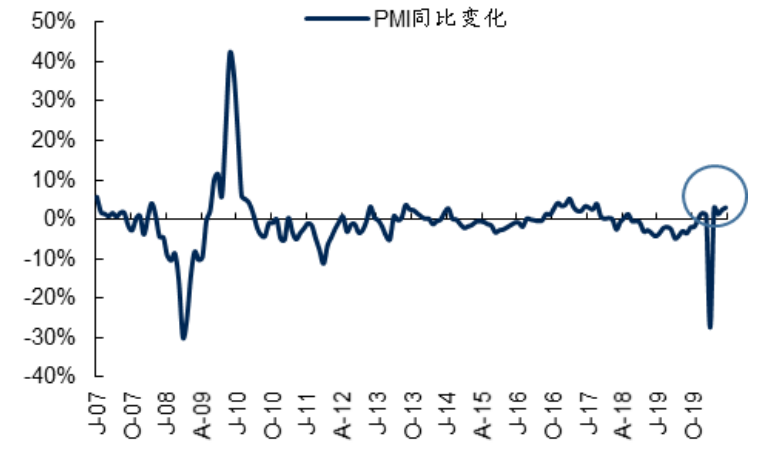
资料来源：盈蝶网、中国饭店业协会、高端旅游周刊等，国信证券经济研究所整理

●投资建议：短跟行业复苏，中看集中度提升

结论：短期跟踪行业复苏，中线关注集中度逆势提升

- **短期跟踪行业复苏节奏。**酒店龙头投资短期关注RevPAR及经济预期，估值和业绩随经济波动弹性较大。结合我们的持续跟踪，酒店行业在持续回暖，龙头Q2较Q1经营环比改善，暑期来临及团队游放开有望进一步推动复苏。从经济预期来看，6月PMI超出市场预期，PPI环比由负转正，宏观经济内在动能向好趋势强劲，市场关注度有望向低估值顺周期品种倾斜。
- **中线关注龙头整合和集中度逆势提升。**疫情有望倒逼行业集中度进一步提升，单体酒店转化及并购整合有望支撑。具体看国内酒店连锁化率、供给结构、竞争格局等，未来核心品牌扩张、底线下沉、高端布局等仍能较强支撑国内酒店龙头中长线成长。
- **鉴于短期预期改善及中长线成长逻辑，我们对酒店板块维持“超配”评级。**

图 35：PMI同比变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 7：国际与国内高端酒店品牌对比

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

资料来源：盈蝶网、中国饭店业协会、高端旅游周刊等，国信证券经济研究所整理

结论：预期改善下，建议逢低布局酒店龙头

- 建议跟踪疫情后酒店行业复苏趋势，逢低布局酒店龙头。
- **首旅酒店：**直营占比最高（2019年底，公司直营店占比19%，而锦江和华住均约12%），短期虽然承压显著，但经济复苏时反弹弹性大，且后续也有望积极展店提速。
- **锦江酒店：**客房规模排名第一，中端布局较领先，行业承压下依托大股东支持，本身经营和扩张能力有望进一步加速市场份额提升，其整合提速下后续潜力正在逐步释放。
- **华住酒店：**公司治理优良，经营效率突出（人房比行业最低），会员体系和IT系统优良，品牌矩阵全面丰富，短期疫情等影响下盈利承压，中线系非常优秀的投资品种。
- **投资建议：若兼顾短期经济走势和中长线开店成长逻辑，建议配置锦江酒店；若博弈经济指标持续反弹及估值弹性，可配置首旅酒店；中概股华住酒店中长线仍然系非常优秀的投资品种。**
- **风险提示：**宏观、疫情等系统性风险，商誉减值风险，收购整合风险，国企改革低于预期等。

表 8：重点公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			PB
代码	名称	评级	2020.7.21	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
600258	首旅酒店	买入	19.80	0.90	0.05	0.95	22.11	370.05	20.83	2.28
600754	锦江酒店	买入	38.81	1.14	0.85	1.32	34.03	45.59	29.31	2.07
HTHT.US	华住	暂无评级	246.80	5.96	-2.56	7.47	41.49	-96.57	33.11	10.83
GHG.US	格林酒店	暂无评级	95.75	4.33	2.50	4.95	22.14	38.44	19.39	4.21

数据来源：Wind、Bloomberg，国信证券经济研究所整理估算

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

国信证券投资评级

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

分析师承诺

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

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所
GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

全球视野　本土智慧

GLOBAL VIEW　LOCAL WISDOM