酒店/休闲服务

发布时间：2017-10-09

证券研究报告 / 行业深度报告

优于大势

上次评级： 首次覆盖

酒店行业新展望：春风十里，静待花开

报告摘要：

新周期+供给侧改革，酒店行业如沐春风。16Q1，锦江、华住、如家三大酒店集团 RevPAR 增速率先转正；17Q2，全国样本星级酒店经营数据全面回暖；今年 7 月，我国酒店入住率、平均房价、RevPAR 分别同比增长 4.8%、0.5%和 5.3%，这是自“国八条”以来的最好成绩，酒店行业进入新一轮复苏周期。自 2014 年起，我国酒店客房需求增速开始超过供给增速；2016 年，供需差进一步扩大。酒店客房供给端持续收缩，而商务和旅游的住宿需求不断提升，市场供需关系改善将有利于本轮酒店复苏行情的持续。

存量整合+转型升级，酒店龙头有望量价齐升。存量整合下，酒店龙头大有可为。受益于酒店集团的品牌优势和管理效率，过去几年单体星级酒店越来越多地选择加盟品牌连锁经营，我国酒店连锁化率达到 21%，而相比美国的 70%仍有极大提升空间。转型升级下，酒店集团盈利能力将提升。我国高端、中端、经济型酒店占比为 1:3:6，美国该比例为 3:5:2。消费升级下，中高端酒店市场的爆发势不可挡。由于中端酒店盈利能力明显高于经济型酒店，龙头集团盈利能力有望提升。

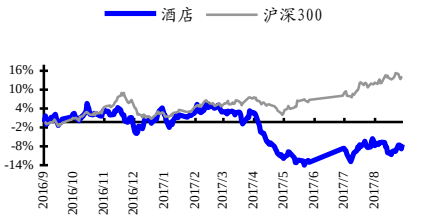
“3+X”竞争格局：锦江、首旅、华住 CR3 为 44.1%。收入端，三家加盟收入占比呈上升趋势，资产越来越轻。如家直营比重最高，将更受益于行业上升期的增长红利。成本端，固定成本占比高（超过 70%），因而业绩弹性大。三家酒店集团租金和能耗占直营收入比重均呈上升趋势，但涨幅相对可控。人工成本涨幅明显，人工成本率华住<如家<锦江。费用端，如家<华住<锦江。

投资建议：（1）首旅酒店：短期公司直营门店占比高，行业回暖业绩弹性最大；中期公司将充分受益于行业存量整合、转型升级的发展红利，量价齐升可期；长期公司将受益于 2021 年北京环球影城开业。（2）锦江股份：未来两年公司整合空间广阔，前端借助 WeHotel 平台整合会员及预订系统，后端实现采购、人力、IT、财务统一，盈利能力将逐步提升。此外国企改革不断推进，中长期有望持续释放潜力。

风险提示：宏观经济风险、市场竞争风险、管理风险。

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	
首旅酒店	30.19	0.31	0.79	0.94	97.29	38.06	32.02	买入
锦江股份	31.84	0.73	0.93	1.07	41.50	32.34	28.05	买入

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-1.09%	6.53%	-9.00%
相对收益	-3.60%	-0.92%	-23.57%

重点公司	投资评级
首旅酒店	买入
锦江股份	买入

相关报告

《首旅酒店（600258）中报点评：“融合·再生”，发力中高端酒店市场》

2017-8-28

《锦江股份（600754）中报点评：业绩稳定增长，中端布局进一步深化》

2017-9-1

证券分析师：刘立喜
执业证书编号：S0550511020007

研究助理：李慧
执业证书编号：S0550116050008
(021)20361142 (021)20361142

目 录

1. 从经济型到中高端，有限服务型酒店大有可为 5

1.1. 星级酒店式微，有限服务崛起 5
1.2. 有限服务型酒店的前世今生 6
1.2.1. 发展历程：起步到上市、经济型到中高端 6
1.2.2. 竞争格局：锦江、华住、首旅三分天下 7

2. 新周期：酒店行业迎来复苏 8

2.1. 酒店周期性及经营指标分析 8
2.2. 现状：酒店行业全面回暖 10
2.3. 供需关系改善利于本轮复苏持续 11

3. 龙头对比：收入端、成本端、费用端 14

3.1. 三大酒店集团全品类布局 14
3.2. 收入端：直营&加盟 16
3.3. 成本端：租金、折旧、人工是最大成本 19
3.4. 费用端：建立会员体系，降低渠道费用 21

4. 从趋势看空间：存量整合和转型升级 23

4.1. 存量整合：酒店龙头的增量 23
4.2. 转型升级：盈利能力将提升 24

5. 投资建议 25

5.1. 首旅酒店：收购如家，融合再生 25
5.2. 锦江股份：混改预期，资源优渥 25

6. 风险提示 25

图目录

图 1: 我国现代酒店行业发展历程.....5
图 2: 酒店行业分类标准.....5
图 3: 星级酒店式微: 数量减少.....6
图 4: 星级酒店式微: 营收下滑.....6
图 5: 2006-2016 年我国有限服务连锁酒店规模及增速.....6
图 6: 有限服务型酒店从经济型向中高端转型升级.....7
图 7: 2017 年我国有限服务酒店集团 CR3 达 44.1%.....7
图 8: 2017 年有限服务酒店品牌 CR3 为 23.3%.....7
图 9: 2017 年经济型连锁酒店品牌 CR3 达 38%.....8
图 10: 2017 年中端连锁酒店品牌 CR3 为 42%.....8
图 11: 酒店行业具备明显的周期特点.....8
图 12: 出租率与非制造业 PMI（商务活动）相关性较强.....9
图 13: 平均房价跟随并滞后于出租率变化.....9
图 14: 2012-2017 年酒店行业景气指数.....10
图 15: 华住、锦江、如家 RevPAR 增速自 2016Q1 转正.....10
图 16: 全国样本星级酒店经营数据自 2017Q2 回暖.....10
图 17: 我国酒店客房需求增速超过供给增速.....11
图 18: 2004-2016 年我国住宿业和餐饮业固定资产投资完成额(亿元)及增速.....11
图 19: 2016 年后我国新增酒店数量明显下降.....11
图 20: 在建和筹建中客房数量呈下降趋势.....12
图 21: 未来计划中客房数量同比下降.....12
图 22: 宏观经济景气指数不断攀升.....12
图 23: 非制造业 PMI 指数长期处在枯荣线上.....12
图 24: 2006-2015 年全国旅游人次 CAGR 达 12.5%.....13
图 25: 2006-2015 年全国旅游收入 CAGR 达 21%.....13
图 26: 中国和美国旅游人均出游率对比.....13
图 27: 三大酒店集团全品类布局.....16
图 28: 2014-2016 年如家酒店收入(亿元)结构.....16
图 29: 2014-2016 年华住酒店收入(亿元)结构.....16
图 30: 2014-2016 年锦江酒店收入(亿元)结构.....17
图 31: 2017H1 三大酒店集团收入结构对比.....17
图 32: 2014-2016 年如家直营和加盟门店结构.....17
图 33: 2014-2016 年华住直营和加盟门店结构.....17
图 34: 2014-2016 年锦江直营和加盟门店结构.....17
图 35: 2017H1 三大酒店集团门店结构对比.....17
图 36: 直营收入结构(以锦江股份为例).....18
图 37: 加盟收入结构(以锦江股份为例).....18
图 38: 2016 年华住直营酒店成本结构.....19
图 39: 2016 年锦江直营酒店成本结构.....19
图 40: 2015 年如家直营酒店成本结构.....19
图 41: 三大酒店集团直营店成本结构对比.....19
图 42: 三大酒店集团租金和能耗占直营收入比重.....20
图 43: 华住单直营店租金和能耗成本（万元）.....20

图 44: 我国劳动人口总量自 2012 年开始下降.....20
图 45: 住宿餐饮行业人员工资不断攀升.....20
图 46: 酒店集团人工成本占直营收入比重攀升.....20
图 47: 人房比华住<如家<锦江.....20
图 48: 销售费用率锦江>华住>如家.....21
图 49: 管理费用率锦江>华住>如家.....21
图 50: 2013-2016 如家会员（万人）复合增速超 68%.....22
图 51: 2016 上半年如家各渠道销售占比.....22
图 52: 2013-2016 年华住会员复合增速超过 73%.....22
图 53: 华住会员贡献的夜间客房量占比情况.....22
图 54: 2016 年 6 月酒店预订 APP 月活（万）规模.....23
图 55: 2016 年末三大酒店集团会员规模对比.....23
图 56: 我国星级酒店数量逐年减少.....23
图 57: 品牌连锁酒店出租率明显高于单体星级酒店.....24
图 58: 我国酒店连锁化率不断提升.....24

表目录

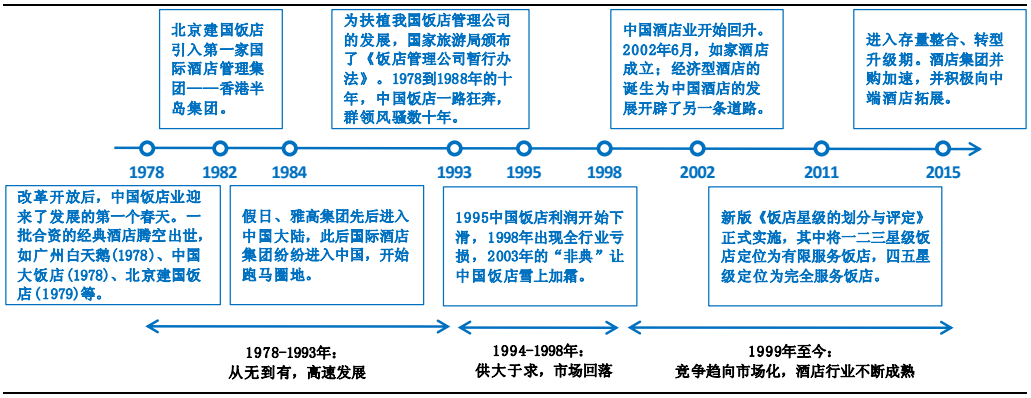
表 1: 酒店集团加速并购整合.....7
表 2: 中央和国家机关差旅费管理办法对企业差旅标准具有参考意义.....12
表 3: “十三五”期间旅游业发展规划.....13
表 4: 锦江股份各类型门店及客房数量.....14
表 5: 首旅如家各类型门店及客房数量.....15
表 6: 华住酒店各类型门店及客房数量.....15
表 7: 经济型酒店品牌加盟条件对比.....18
表 8: 中高端酒店品牌加盟条件对比.....18
表 9: 三大酒店集团客房初始投入对比.....21

1. 从经济型到中高端，有限服务型酒店大有可为

1.1. 星级酒店式微，有限服务崛起

我国现代酒店业兴起于改革开放后。1978 年首批中外合资饭店成立，1984 年国际酒店集团纷纷进驻中国，1978-1993 年我国现代酒店业经历了从无到有的高速发展阶段；1994-1998 年，由于供大于求，酒店市场回落，行业陷入普遍亏损；1999 年至今，酒店行业实现恢复性增长（其中伴随周期波动），商务和旅游活动逐渐成为行业发展的驱动力，资本进入促使竞争趋向市场化，酒店行业不断成熟。

图 2：我国现代酒店行业发展历程



数据来源：东北证券，互联网

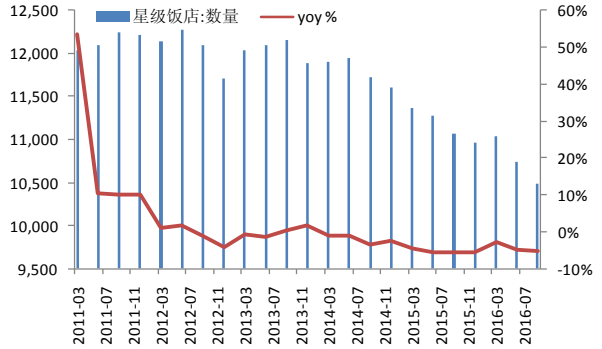
星级酒店式微，有限服务崛起。酒店行业存在多种分类标准和体系，**星级体系**是过去十几年我国酒店业常用的分级标准，其仿照欧洲模式、由国家（省级）旅游局评定，是中国酒店业硬件标准和服务标准的行业规范。**品牌体系**（以有限服务型酒店为代表）以品牌来定位用户不同的出行目的、审美偏好、消费能力等，更符合当下中国酒店行业的发展方向。**本文研究的主要对象为有限服务型酒店，即不提供全面服务（without F&B，不含餐饮和宴会）的酒店，其服务模式主要为“B&B”（住宿加早餐）。**

图 2：酒店行业分类标准



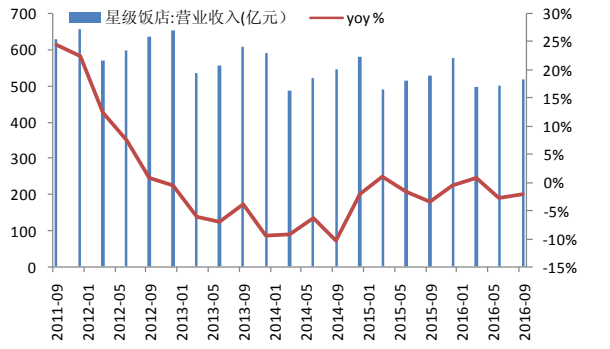
数据来源：东北证券，STR Global

图 3：星级酒店式微：数量减少



数据来源：东北证券，Wind

图 4：星级酒店式微：营收下滑



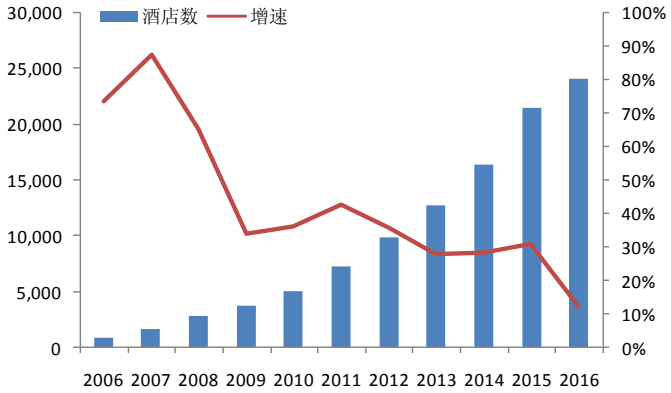
数据来源：东北证券，Wind

1.2. 有限服务型酒店的前世今生

1.2.1. 发展历程：起步到上市、经济型到中高端

我国有限服务型酒店起步于 1996 年。1996-2005 年为初创期：我国最早的有限服务酒店锦江之星于 1996 年成立，之后如家（2002 年）、7 天（2005 年，后改名铂涛）、汉庭（2005 年，后改名华住）等酒店集团相继成立。**2005-2012 年为资本化/扩张期：**如家（2006 年登陆纳斯达克，2016 年完成私有化退市、并入首旅酒店）、7 天/铂涛（2009 年登陆纽交所，2013 年完成私有化退市，2015 年被锦江收购）、汉庭/华住集团（2010 年登陆纳斯达克）先后在美股上市，2009 年锦江之星的连锁酒店资产置入 A 股上市公司锦江股份，各大酒店集团借助资本力量迅速扩张。**2012 年至今为转型升级期：**酒店集团加快并购整合，同时由经济型酒店向中高端酒店转型升级。

图 5：2006-2016 年我国有限服务连锁酒店规模及增速

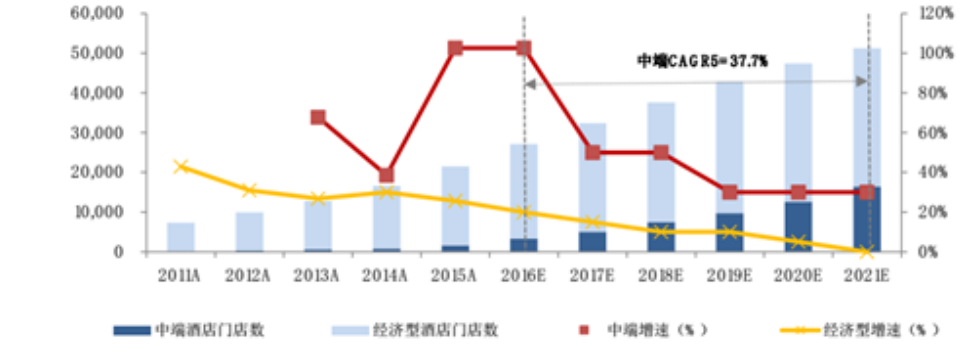


数据来源：东北证券，《2017 中国酒店连锁发展与投资报告》

消费升级推动中端酒店崛起。我国最早的中端酒店品牌是维也纳（1993 年首家分店开业，2005 年维也纳酒店集团成立），之后华住（2006 年推出全季）、如家（2008 年推出和颐、2015 年推出如家精选）、锦江（2012 年推出锦江都城）、铂涛（2013 年推出丽枫、2014 年推出喆啡）等酒店集团纷纷推出中端酒店产品，此外定位于中端的桔子水晶（2006 年）、亚朵酒店（2014 年）等先后成立。**2015 年至今，中端酒店增速加快：三大酒店集团**加速布局并通过并购整合中端市场；**外资品牌**通过与国

内品牌合作逐鹿中端，雅高与华住、希尔顿与铂涛、万豪与东呈纷纷达成合作，拓展在华中端酒店业务。

图 6：有限服务型酒店从经济型向中高端转型升级



数据来源：东北证券，STR Global，中国饭店业协会

表 1：酒店集团加速并购整合

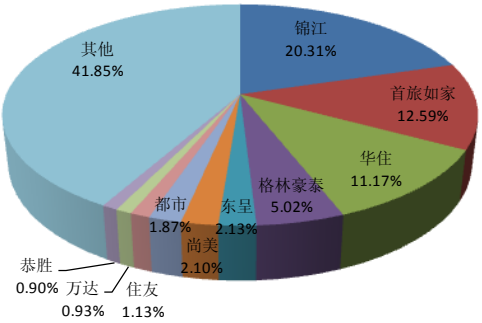
酒店集团	时间	并购标的	涉及金额	收购比例
锦江集团	2016年4月	维也纳	17.49亿	80%
	2015年9月	铂涛集团	82.7亿	81%
	2015年1月	卢浮酒店	100亿	100%
首旅/如家	2016年4月	如家集团	150亿	100%
	2011年4月	莫泰酒店	4.7亿美元	100%
华住集团	2017年2月	桔子水晶	36.5亿	100%

数据来源：东北证券，公司公告

1.2.2. 竞争格局：锦江、华住、首旅三分天下

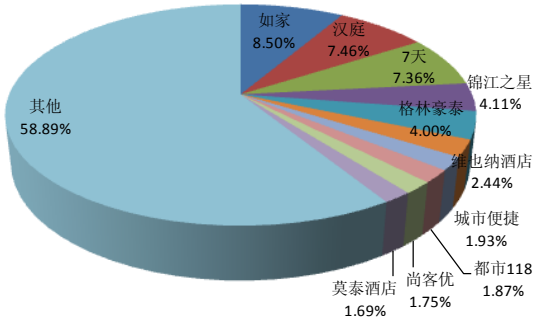
我国有限服务酒店市场呈现“3+X”竞争格局。锦江、首旅如家、华住三大酒店集团市场集中度达到 44.1%：其中锦江集团规模最大，市占率 20.31%，旗下门店数 5977 家，客房数 60.2 万间；首旅如家市占率 12.59%，旗下门店 3402 家，客房 37.4 万间；华住紧随其后，市占率 11.17%，旗下门店 3269 家，客房 33.1 万间。伴随三大酒店集团并购整合，我国有限服务酒店行业 CR3 持续提升，从 2015 年的 34.3% 提升至 2017 年的 44.1%（已接近美国水平）。

图 7：2017 年我国有限服务酒店集团 CR3 达 44.1%



数据来源：东北证券，盈蝶咨询

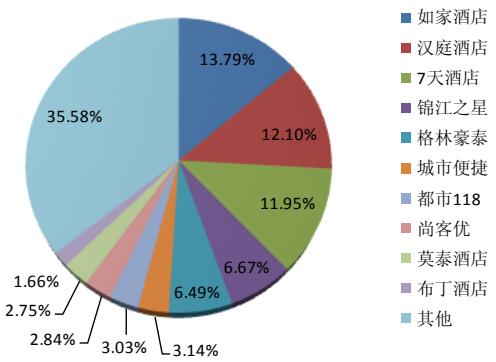
图 8：2017 年有限服务酒店品牌 CR3 为 23.3%



数据来源：东北证券，盈蝶咨询

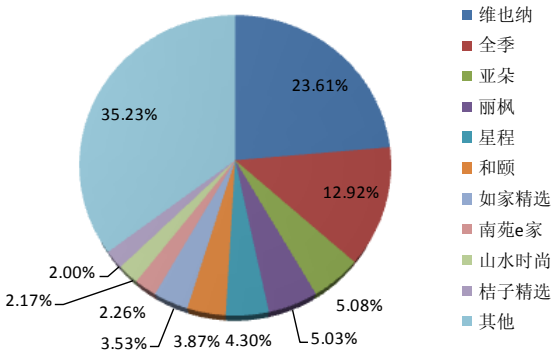
从酒店品牌看，有限服务酒店品牌 CR5 为 31.43%，如家、汉庭、7 天、锦江之星和格林豪泰位列前五。其中，**经济型连锁酒店品牌 CR3 达到 37.84%，CR5 为 51%：**如家、汉庭、7 天遥遥领先，锦江之星、格林豪泰紧随其后；**中端连锁酒店品牌 CR3 达到 41.61%，CR5 为 51%：**其中维也纳、全季大幅领先，市占率分别为 23.61%和 12.92%。

图 9：2017 年经济型连锁酒店品牌 CR3 达 38%



数据来源：东北证券，盈蝶咨询

图 10：2017 年中端连锁酒店品牌 CR3 为 42%



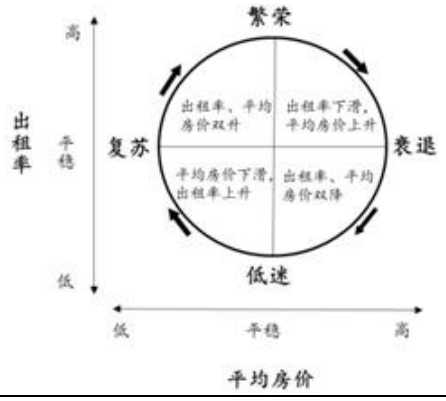
数据来源：东北证券，盈蝶咨询

2. 新周期：酒店行业迎来复苏

2.1. 酒店周期性及经营指标分析

酒店行业具备明显的周期特点。伴随宏观经济和供需变化，以出租率（OCC）、平均房价（ADR）和 RevPAR 为指标，酒店行业在复苏期、繁荣期、衰退期和萧条期循环往复。复苏期：入住率增速企稳转正，而后伴随平均房价增速止跌回升，该阶段酒店 RevPAR 弹性最大；**繁荣期：**入住率和平均房价双升，RevPAR 处于上行周期，行业整体景气度高，后期伴随入住率增速放缓；**衰退期：**入住率下降，后期伴随平均房价增速反转下滑，酒店 RevPAR 达到最高点后开始回落；**萧条期：**入住率和平均房价双降，酒店 RevPAR 处于下行周期，后期伴随入住率增速回升。

图 11：酒店行业具备明显的周期特点

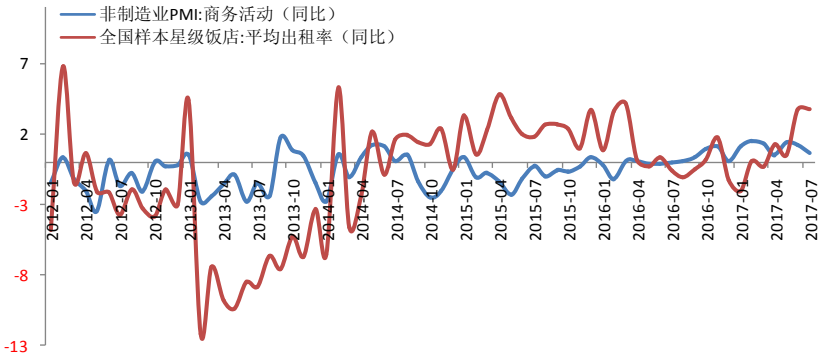


数据来源：东北证券

RevPAR 是衡量客房经营水平和投资回报的重要指标。RevPAR=客房收入/可供出租客房数=客房出租率（OCC）*平均房价（ADR）。酒店经营者的目标是通过提高出租率和平均房价实现 RevPAR 的最大化，其中出租率提升带来的收益是有成本（能耗、人工等）的收益，而平均房价提升带来的收益是相对无成本的收益。

出租率（OCC）的本质是供需比。出租率=已出租客房数/可供出租客房数（即实际需求/实际供给），出租率提高代表供需关系改善，一定程度上表明酒店的经营状况向好。**但出租率并非越高越好：**一方面出租率过高不利于客房设施的维护、员工得不到修整和培训、管理易混乱、导致酒店服务质量下降；另一方面出租率提升伴随能耗、人工等成本的同比提升，常年满负荷运转不符合酒店的最优效率。**酒店较为理想的年平均出租率在 75%-80%，最高不超过 85%。**

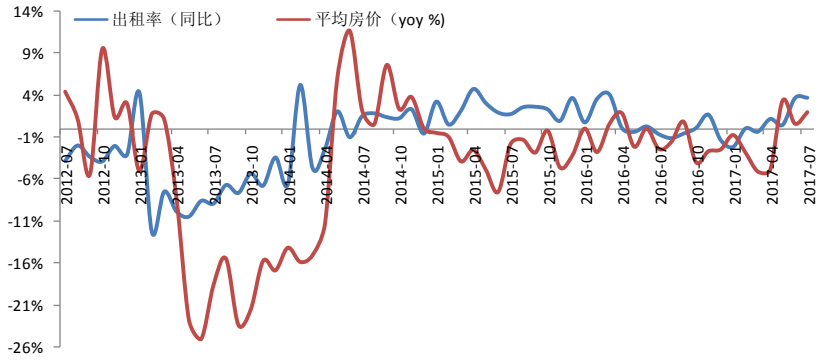
图 12：出租率与非制造业 PMI（商务活动）相关性较强



数据来源：东北证券，Wind

平均房价（ADR）滞后于出租率变化。酒店经营者通常通过调节房价将出租率维持在最优点：当出租率提高并超过均衡点后，经营者会通过提高房价来增厚利润；当出租率下降，经营者会通过降价方式来吸引客流。**一般而言，入住率增速提前平均房价增速变化一个季度，即出租率先于平均房价反应酒店行业的变化趋势。**

图 13：平均房价跟随并滞后于出租率变化



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 现状：酒店行业全面回暖

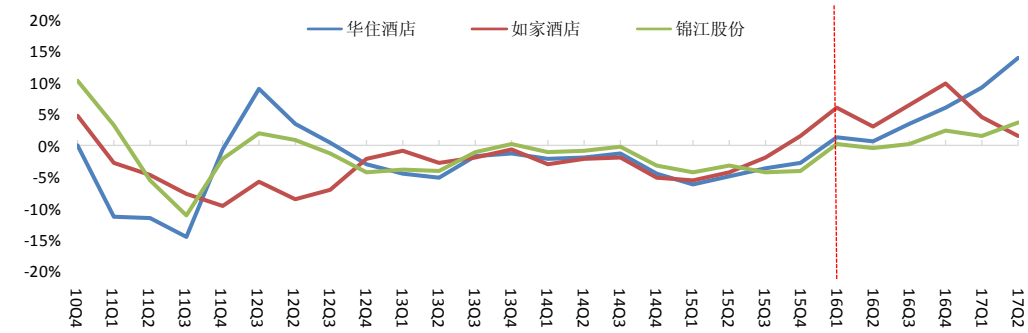
受益于宏观经济企稳、供需关系改善、居民消费升级，我国酒店行业景气度正不断提升。2016Q1，锦江、华住、如家三大有限服务酒店集团 RevPAR 增速率先转正，2017Q2，全国样本星级酒店经营数据全面回暖，酒店行业迎来新周期。截至 2017 年 7 月，我国酒店入住率同比增长 4.8%，平均房价同比增长 0.5%，RevPAR 同比增长 5.3%，这是自“国八条”以来我国酒店行业的最好成绩，也是 RevPAR 首次实现正增长。

图 14：2012-2017 年酒店行业景气指数



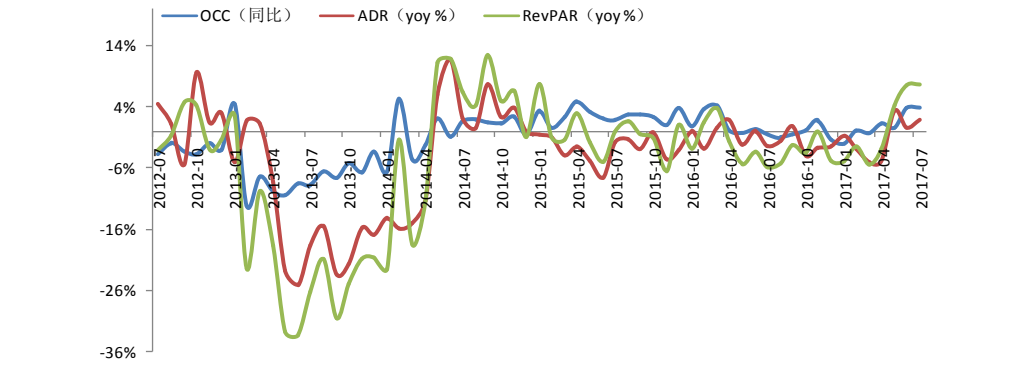
数据来源：东北证券，Horwath HTL

图 15：华住、锦江、如家 RevPAR 增速自 2016Q1 转正



数据来源：东北证券，公司公告

图 16：全国样本星级酒店经营数据自 2017Q2 回暖

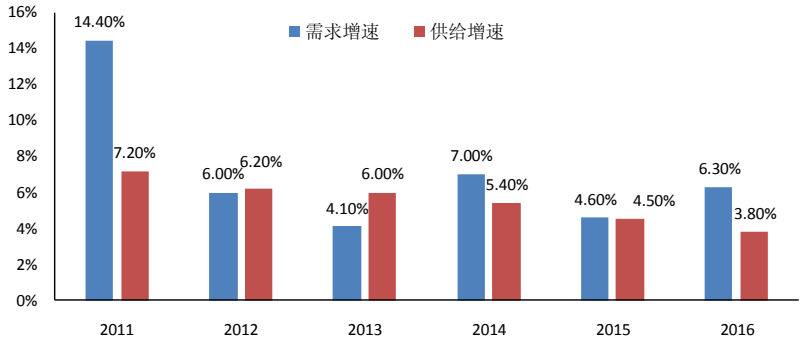


数据来源：东北证券，公司公告

2.3. 供需关系改善利于本轮复苏持续

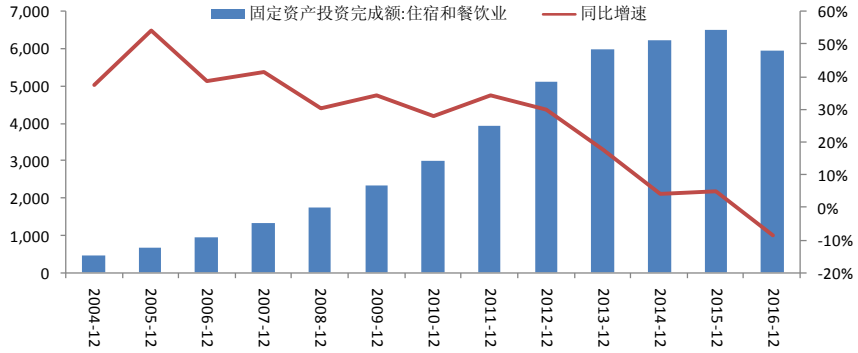
自 2014 年起，我国酒店客房需求增速开始超过供给增速；2016 年，供需差进一步扩大，需求增速 6.3%，供给增速 3.8%。供需关系的改善有利于本轮酒店复苏行情持续。供给端：增长放缓。我国住宿业和餐饮业固定资产投资完成额增速自 2012 年逐步放缓，2016 年出现负增长（-8.6%）。2016 年后，我国新增酒店数量明显下降（-26.5%），在建和筹建中客房数量及计划中客房数量均呈下降趋势。

图 17：我国酒店客房需求增速超过供给增速



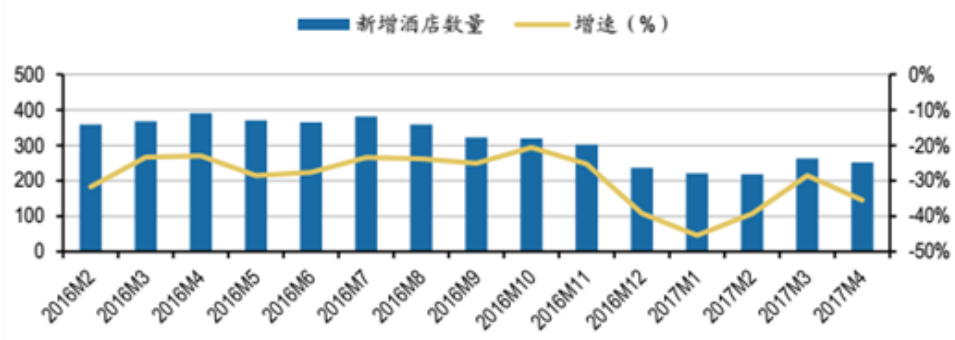
数据来源：东北证券，STR Global

图 18：2004-2016 年我国住宿业和餐饮业固定资产投资完成额（亿元）及增速



数据来源：东北证券，Wind

图 19：2016 年后我国新增酒店数量明显下降



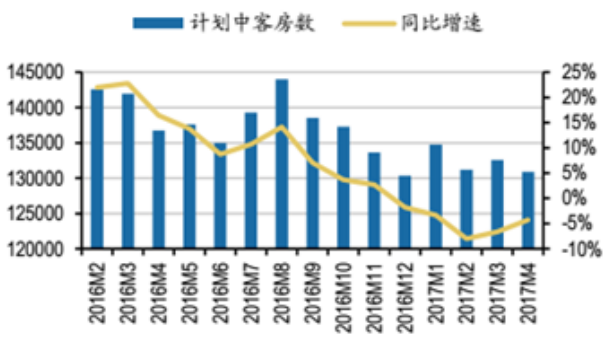
数据来源：东北证券，STR Global

图 20：在建和筹建中客房数量呈下降趋势



数据来源：东北证券，STR Global

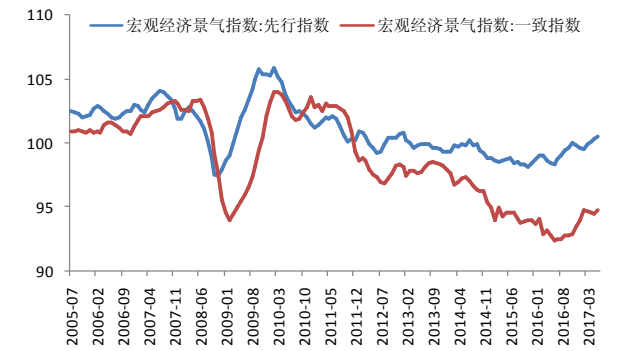
图 21：未来计划中客房数量同比下降



数据来源：东北证券，STR Global

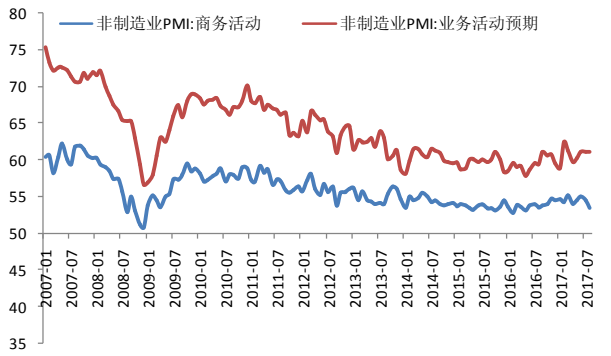
需求端：宏观经济回暖促进商旅需求升温。我国宏观经济景气指数自 2016 年 6 月触底回升，非制造业 PMI 商务活动指数长期维持在枯荣线以上、业务活动预期指数自 2016 年末逐月上升，企业对发展前景预期良好，商旅频次存在提升潜力。2016 年 5 月，财政部发文提高中央和国家机关工作人员差旅住宿标准，其对企业差旅住宿标准具有一定参考意义，进一步助推商旅需求提升。

图 22：宏观经济景气指数不断攀升



数据来源：东北证券，Wind

图 23：非制造业 PMI 指数长期处在枯荣线上



数据来源：东北证券，Wind

表 2：中央和国家机关差旅费管理办法对企业差旅标准具有参考意义

城市级别	职级	2006-2013	2014-2015	2016 以后
北京上海	部级	600	800	1100
	司局级	300	500	650
	其他人员	150	350	500
其他一线城市	部级	600	800	900
	司局级	300	470	490
	其他人员	150	350	410
其他城市	部级	600	800	800
	司局级	300	450	460
	其他人员	150	320	360

数据来源：东北证券，财政部 2016 年《中央和国家机关差旅费管理办法》

需求端：旅游住宿空间广阔。2016 年，我国旅游总人数 45.78 亿人次，同比增长 14.46%；人均出游率 3.4 次，较 2015 年人均 2.9 次明显提升。根据我国“十三五”旅游发展规划，到 2020 年旅游业总收入达到 7 万亿元，2015-2020 年均增速 11.18%；

旅游市场总规模（含商务活动）达到 67 亿人次，其中国内旅游人数达到 64 亿人次，年均增速 9.86%。

图 24: 2006-2015 年全国旅游人次 CAGR 达 12.5%



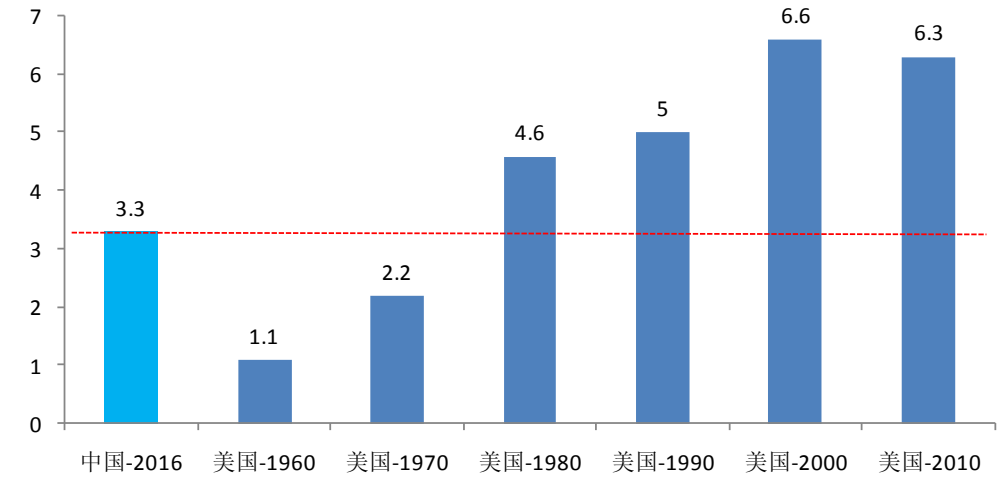
数据来源：东北证券，Wind

图 25: 2006-2015 年全国旅游收入 CAGR 达 21%



数据来源：东北证券，Wind

图 26: 中国和美国旅游人均出游率对比



数据来源：东北证券，中国国家旅游局，美国国家旅游局

表 3: “十三五”期间旅游业发展规划

指标	2015 年实际数	2020 年规划数	年均增速，%
国内旅游人数，亿人次	40	64	9.86
入境旅游人数，亿人次	1.34	1.50	2.28
出境旅游人数，亿人次	1.17	1.50	5.09
旅游业总收入，万亿元	4.13	7.00	11.18
旅游投资规模，万亿元	1.01	2.00	14.65
旅游业综合贡献度，%	10.8	12.00	

数据来源：东北证券，国务院网站

3. 龙头对比：收入端、成本端、费用端

3.1. 三大酒店集团全品类布局

锦江、如家、华住三大酒店集团均以经济型连锁酒店起家，并在消费升级趋势下通过自设或收购发力中高端市场，逐步形成多品牌、全品类的酒店经营模式。锦江股份收购维也纳、铂涛、卢浮后门店及客房规模跃居第一，并依靠维也纳、铂涛及锦江都城在中端酒店市场遥遥领先；**首旅如家**合并后，凭借首旅原有中高端酒店资产及如家自身的中端布局，其中高端酒店业务占比明显提升；**华住酒店**率先通过新建品牌（全季、星程、漫心）及与雅高合作方式拓展中端市场，2017 年收购桔子酒店后，公司中高端布局再下一城。**截至 2017Q2，锦江、华住、首旅如家中高端酒店门店数占其总门店数（境内）比重分别为 20.81%、18.30%和 10.20%。**

表 4：锦江股份各类型门店及客房数量

锦江股份酒店品牌	品牌定位	截至2017Q2	
		门店数	客房数
锦江都城	中高端	45	
康铂	中高端	1	
锦江之星	经济型	1052	
百时快捷	经济型	56	139,366
金广快捷	经济型	28	
锦江系酒店数量		1182	
锦江系中高端数量		46	
锦江系中高端占比		3.89%	
麗枫	中高端	215	
喆啡	中高端	77	
IU	经济型	154	
7天	经济型	2464	
派	经济型	222	270,101
其他品牌	中高端	126	
铂涛系酒店数量		3258	
铂涛系中高端数量		418	
铂涛系中高端占比		12.83%	
维也纳皇家	中高端	3	
维也纳国际	中高端	181	
维也纳智好	中高端	166	
维也纳酒店	中高端	174	
维也纳3好	中高端	56	91,660
其他品牌	中高端	1	
维也纳酒店数量		581	
维也纳中高端数量		581	
维也纳中高端占比		100%	
经济型酒店数量		3976	
中高端酒店数量		1045	501,127
锦江境内酒店数量		5021	
锦江境内中高端占比		20.81%	

数据来源：东北证券，公司公告

表 5：首旅如家各类型门店及客房数量

首旅如家酒店品牌	品牌定位	截至2017Q2	
		门店数	客房数
如家	经济型	2,355	247,392
莫泰	经济型	394	47,675
云上四季	经济型	34	3,033
蓝牌驿居	经济型	31	1,380
派柏云	经济型	94	5,728
睿柏云	经济型	36	2,192
和颐	中高端	91	12,493
如家精选	中高端	115	12,350
如家商旅	中高端	32	2,642
璞隐	中高端	1	166
扉缦	中高端	2	244
素柏云	中高端	4	404
金牌驿居	中高端	9	571
其他（公寓及管理输出）		115	8,393
如家酒店数量		3,313	344,663
如家经济型数量		2,944	307,400
如家中高端数量		254	28,870
如家中高端占比		7.67%	8.38%
欣燕都	经济型	25	2,061
雅客怡家	经济型	34	2,237
首旅建国	中高端	67	19,499
首旅南苑	中高端	5	1,080
首旅京伦	中高端	21	4,705
首旅寒舍	中高端	6	93
京伦饭店	中高端	1	601
首旅酒店数量		159	30,276
首旅经济型数量		59	4,298
首旅中高端数量		100	25,978
首旅中高端占比		62.89%	85.80%
首旅如家经济型数量		3,003	311,698
首旅如家中高端数量		354	54,848
首旅如家合计酒店数量		3,472	374,939
首旅如家中高端占比		10.20%	14.63%

表 6：华住酒店各类型门店及客房数量

华住酒店品牌	品牌定位	截至2017Q2	
		门店数	客房数
全季	中高端	327	45,368
星程	中高端	148	14,325
桔子精选	中高端	90	10,992
桔子水晶	中高端	40	5,284
美居	中高端	18	4,446
宜必思尚品	中高端	10	1,617
禧玥	中高端	6	1,131
漫心	中高端	4	419
美爵	中高端	3	731
诺富特	中高端	2	629
汉庭	经济型	2213	221,719
海友	经济型	395	26,186
怡莱	经济型	195	14,349
宜必思	经济型	80	11,280
桔子酒店	经济型	10	1,054
华住酒店数量		**3541**	**359,530**
华住中高端数量		**648**	**84,942**
华住中高端占比		**18.30%**	**23.63%**

数据来源：东北证券，公司公告

图 27：三大酒店集团全品类布局



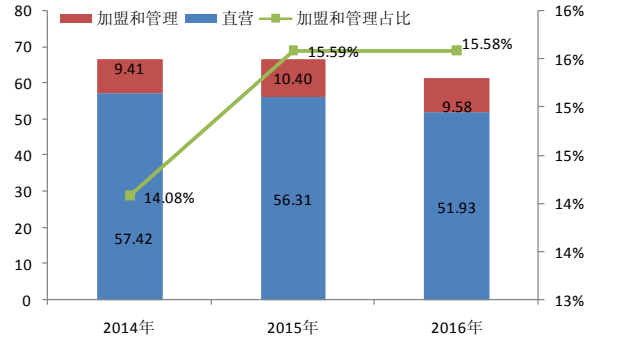
数据来源：东北证券，公司官网

3.2. 收入端：直营&加盟

酒店经营模式分为直营和加盟。直营模式是指通过自有或租赁物业经营酒店，公司从直营店取得的收入主要为客房收入及餐饮收入，并承担酒店的建设和日常运营成本、以及相关税费后实现的盈利或损失。**加盟模式**包括品牌加盟、输出管理和其他特许业务，是指公司通过与酒店业主签署协议，将公司旗下所拥有的品牌、注册商标、经营方式、操作程序等经营资源在约定期限内给加盟酒店使用，并向加盟酒店收取加盟费、订房服务费、管理费等，酒店建设和日常运营成本由业主自行负担。**一般而言，直营门店比例越高，酒店集团业绩随行业周期的波动性越大。**

从收入端看，三大酒店集团直营收入占比接近 80%，加盟收入占比接近 20%，加盟收入占比呈上升趋势。首旅如家直营比重最高，将更受益于行业上升期的增长红利，2017H1 首旅如家酒店直营收入 31.4 亿（占比 84%），加盟收入 6.1 亿（占比 16%）；直营门店 971 家（占比 28%），加盟门店 2501 家（占比 72%）。**华住和锦江** 2017H1 直营收入占比分别为 77.6%和 76.4%，直营门店数占比分别为 19.4%和 17.1%。

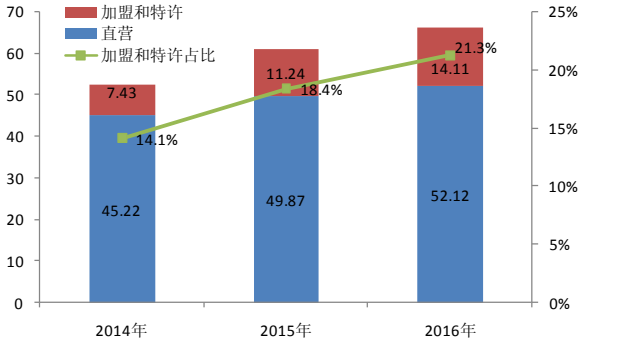
图 28：2014-2016 年如家酒店收入（亿元）结构



数据来源：东北证券，公司公告

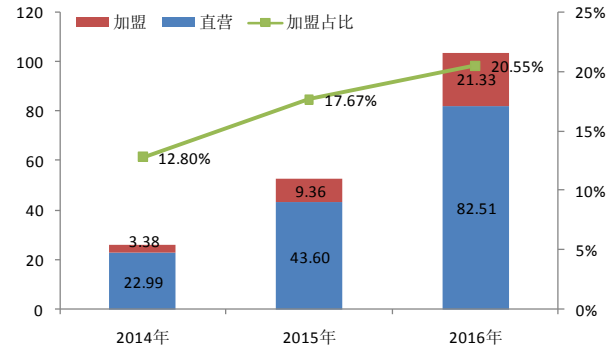
注：2014-2015 为如家数据，2016 为首旅如家合并报表数据

图 29：2014-2016 年华住酒店收入（亿元）结构



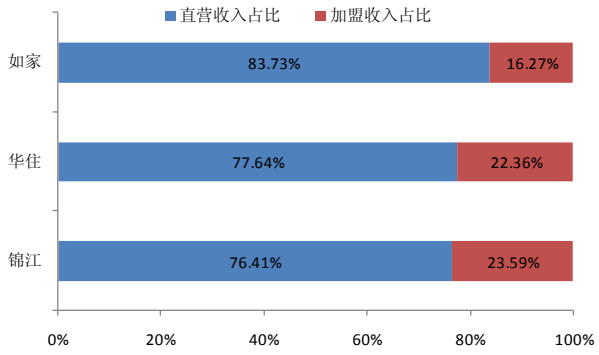
数据来源：东北证券，公司公告

图 30：2014-2016 年锦江酒店收入（亿元）结构



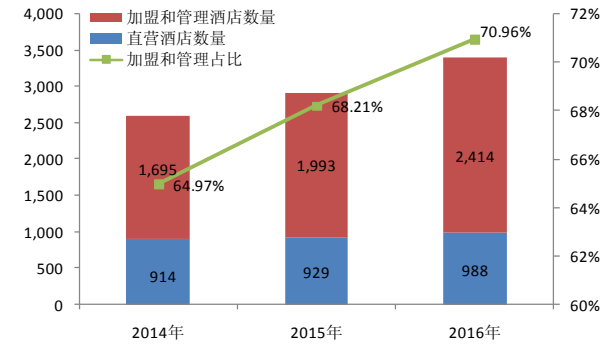
数据来源：东北证券，公司公告

图 31：2017H1 三大酒店集团收入结构对比



数据来源：东北证券，公司公告

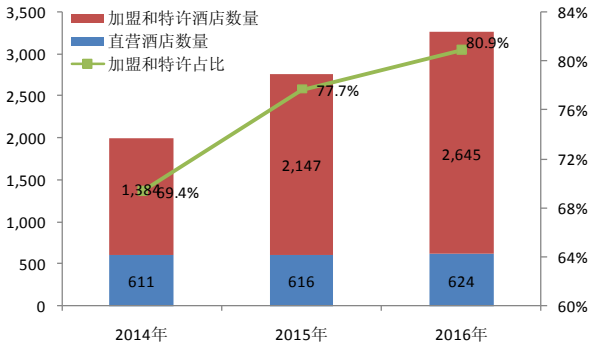
图 32：2014-2016 年如家直营和加盟门店结构



数据来源：东北证券，公司公告

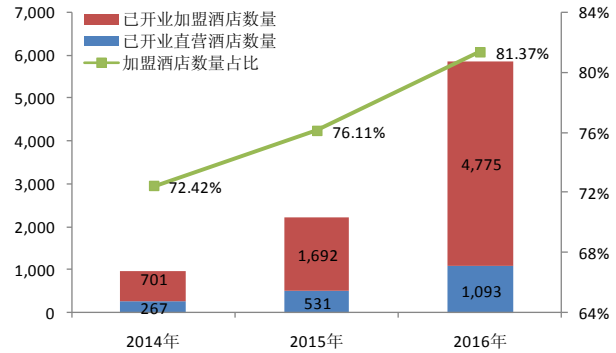
注：2014-2015 为如家数据，2016 为首旅如家合并数据

图 33：2014-2016 年华住直营和加盟门店结构



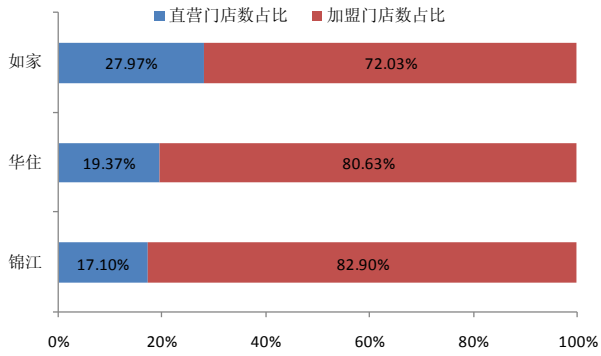
数据来源：东北证券，公司公告

图 34：2014-2016 年锦江直营和加盟门店结构



数据来源：东北证券，公司公告

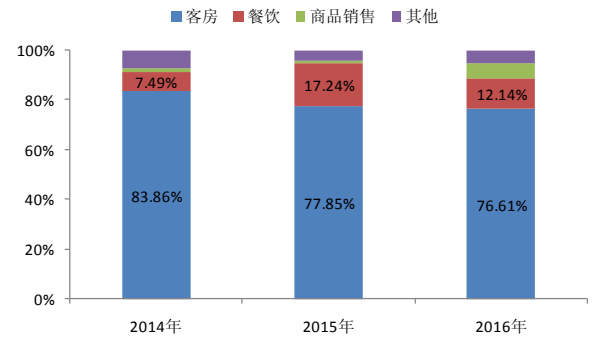
图 35：2017H1 三大酒店集团门店结构对比



数据来源：东北证券，公司公告

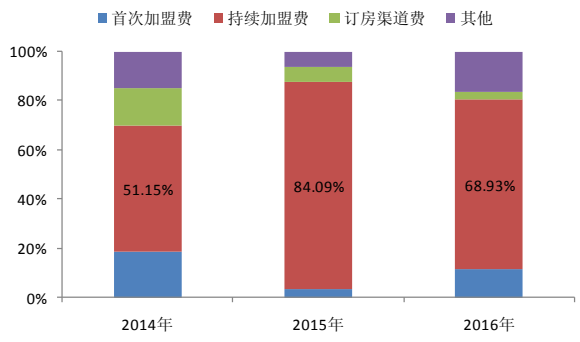
直营收入主要包括客房、餐饮、商品销售和其他收入，一般而言客房及餐饮收入占直营收入比重接近 90%。**加盟收入**主要包括首次加盟费、持续加盟费、订房渠道费和其他，各大酒店集团针对旗下不同品牌设定的加盟条件不同，其中中高端品牌加盟条件高于经济型。

图 36：直营收入结构（以锦江股份为例）



数据来源：东北证券，公司公告

图 37：加盟收入结构（以锦江股份为例）



数据来源：东北证券，公司公告

表 7：经济型酒店品牌加盟条件对比

特许加盟条件对比		如家经济型（如家、莫泰、云上四季）	汉庭酒店	七天	锦江之星
特许加盟期限		10 年	10 年（不足 10 年按租赁期算）	8 年	8 年
首期加盟费	特许加盟费（一次性）	3000 元/间，不低于 15 万元	2500 元/间	3000 元/间	固定费用：20 万元 浮动费用：2500 元/间
	保证金	合同保证金：10 万元；采购、工程质量保证金：5 万元（验收合格后，可抵扣）	合同保证金：10 万元，合同期满无扣除金额情况下无息返还；工程保证金：2 万元，正式营业后无扣除情况下抵充特许加盟管理费	运营保证金：四五线城市 15 万/店，一二三线城市无	10 万元
持续加盟费		品牌使用、服务支持费：营业总收入的 4%	营业总收入*5%=特许品牌使用费的 3%+特许品牌支持费的 2%	一二三线城市：营业额*5%-7%；四五线城市：150-190 元/月/间	两项之和：1.客房营业收入的 5%；2.按开业时的实际房间数计算 10 元/间·月
中央系统预定费（CRS）		9%，20 元封顶，含移动端	无	无	20 元/间夜
酒店管理系统安装及使用费		初装费 5000 元，系统使用费 1 万元/年	一次性安装费 5000 元，维护费 800 元/月	无	无
其他费用		基本投资额（不含房租）：6 万元/单间；筹备期服务费：一次性 1 万元	工程设计配合费：2 万元；酒店 IT 服务费用（第三方公司收取）：免初装费，2500 元/月	运营准备金：一二三线城市 20 万，四五线城市无；工程指导费：15000 元/店；店长培训费：四五线城市 10000 元/次，首次免费，一二三线城市无	无

数据来源：东北证券，公司官网

表 8：中高端酒店品牌加盟条件对比

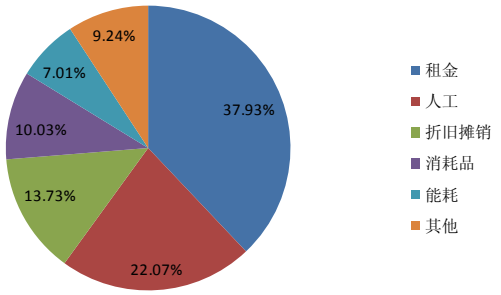
	维也纳	和颐酒店	全季	麗枫
建筑面积(平米)	3000-5550	7000-20000	4000-1000	2500-5000
房间数	-	120-280 间	-	80-250 间
加盟期限	10 年以上	10 年	10 年	10 年
一次性费用	3000 元/间 共计最低 50 万	北上广深 4000 元/间 其他 3000 元/间 共计不低于 20 万	北上广深 4000 元/间 其他 3000 元/间 共计 20-60 万之间	5000 元/间
基本投资额	-	12 万/间	10 万/间	-
收入提成	营业额 6%	营业额 4%	营业额 6%	营业额 6%
工程设计费	10 万	30 万	5 万	30 万
中央预定费	20 元/间夜	9%	-	-

数据来源：东北证券，公司官网

3.3. 成本端：租金、折旧、人工是最大成本

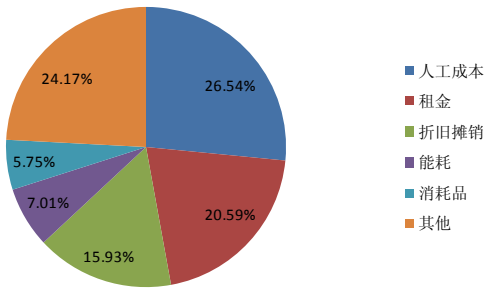
酒店成本包括租金、折旧摊销、人工、能耗和消耗品：其中租金、折旧摊销和人工为固定成本，能耗和消耗品为可变成本。2016 年，华住直营酒店租金、人工、折旧摊销成本占比分别为 38%、22%和 14%，合计达到 74%；锦江直营酒店租金、人工、折旧摊销成本占比分别为 21%、27%和 15%，合计为 63%；如家直营酒店 2015 年租金和能耗、人工、折旧摊销成本占比分别为 43%、21%和 15%，合计超过 79%。**一般而言，有限服务型酒店固定成本占比高（超过 70%），因而业绩弹性大。**

图 38：2016 年华住直营酒店成本结构



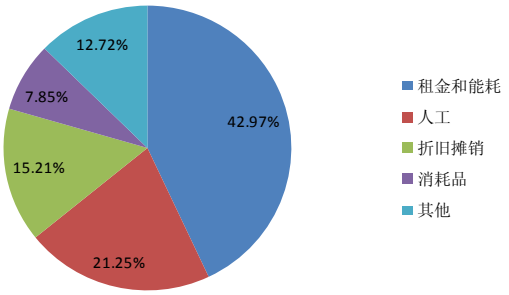
数据来源：东北证券，公司公告

图 39：2016 年锦江直营酒店成本结构



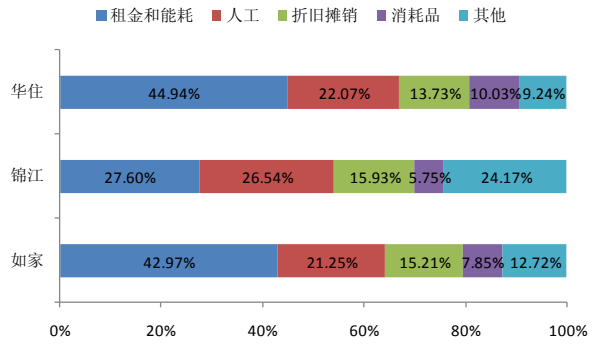
数据来源：东北证券，公司公告

图 40：2015 年如家直营酒店成本结构



数据来源：东北证券，公司公告

图 41：三大酒店集团直营店成本结构对比

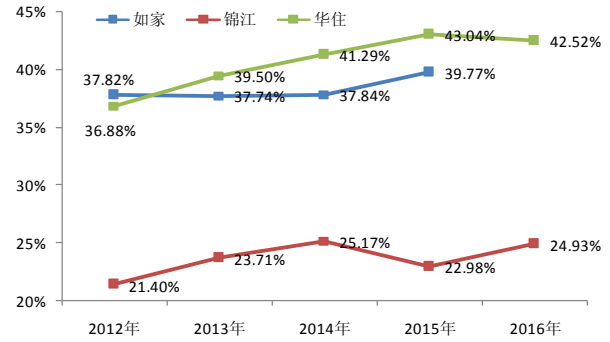


数据来源：东北证券，公司公告

注：如家为 2015 年数据，华住和锦江为 2016 年数据

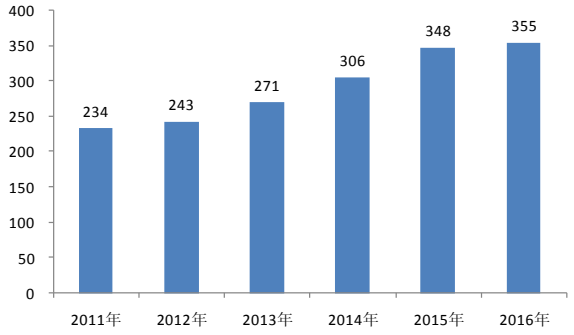
租金和能耗在酒店成本结构中占比最大，呈上涨趋势、但涨幅相对可控。华住酒店单店租金和能耗成本涨幅明显，从 2011 年的 234.3 万元上涨至 2016 年的 355.2 万元，五年复合增速 8.67%。**三大酒店集团租金和能耗占直营收入比重均呈上升趋势**，华住从 2012 年的 36.88%提升至 2016 年的 42.52%，如家从 2012 年的 37.82%提升至 2015 年的 39.77%，锦江从 2012 年的 21.40%提升至 2016 年的 24.93%。成本上涨一方面是由于通货膨胀及租金的自然上涨，另一方面由于各大酒店集团从经济型向中高端转型升级的影响。**但租金及能耗成本涨幅相对可控，**酒店公司租赁合同周期通常为 10 年以上，合同期内受市场租金波动影响不大。

图 42：三大酒店集团租金和能耗占直营收入比重



数据来源：东北证券，公司公告

图 43：华住单直营店租金和能耗成本（万元）



数据来源：东北证券，公司公告

人工成本涨幅明显，人工成本率华住<如家<锦江。2012-2016 年，华住人工成本率从 16.48%上升至 20.88%，涨幅 4.40 pct；锦江人工成本率从 19.06%上升至 23.97%，涨幅约 4.91 pct。**长期来看，人工薪酬仍在上升通道：**自 2012 年起，我国劳动人口总量开始下滑，劳动力供需结构变化导致用工成本上涨，2011-2015 年我国住宿和餐饮业就业人员平均工资年均涨幅接近 10%。**但人工成本一定程度上取决于人工利用效率：**酒店可以通过精细化管理和先进的信息管理系统控制人房比，进而控制人工成本。以华住为例，公司对保安进行水电维护方面的培训，将保安和维修两个职位合二为一；通过开发针对内部人员的房间服务 APP，公司实现前台、清洁人员数据链互通，极大提升人工利用率。

图 44：我国劳动人口总量自 2012 年开始下降



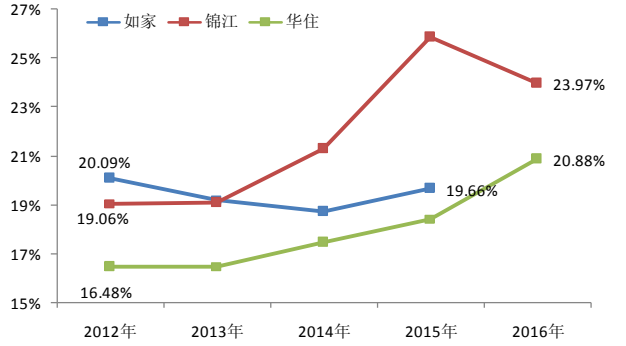
数据来源：东北证券，公司公告

图 45：住宿餐饮行业人员工资不断攀升



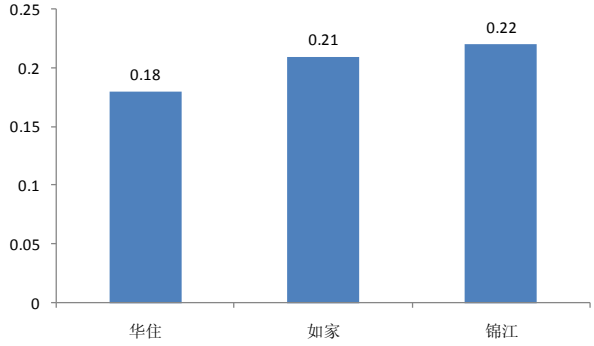
数据来源：东北证券，公司公告

图 46：酒店集团人工成本占直营收入比重攀升



数据来源：东北证券，公司公告

图 47：人房比华住<如家<锦江



数据来源：东北证券，公司公告

折旧摊销主要取决于装修成本，受初始客房投入和折旧年限影响。中端酒店单房投入成本为经济型酒店 1.5 倍以上：如家旗下经济型酒店装修成本为 6-6.5 万元/间，中端型酒店和颐为 9.5-10 万元/间；华住旗下经济型酒店汉庭初始营建成本 6 万元/间，中端酒店全季为 10 万元/间；锦江旗下经济型酒店锦江之星初始营建成本为 7-8 万元/间，中端酒店锦江都城 15-20 万/间（需对原物业进行必要加固）。

表 9：三大酒店集团客房初始投入对比

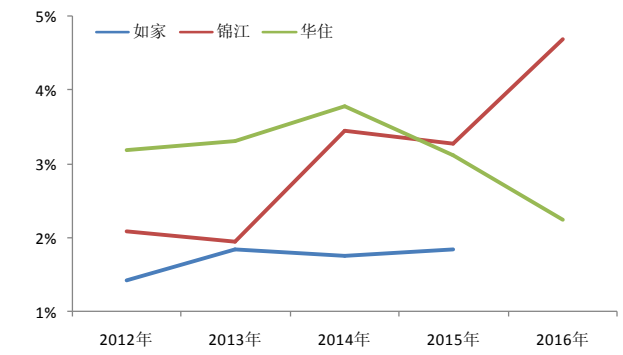
酒店集团	如家		华住		锦江	
酒店品牌	经济型（如家等）	中端（和颐）	经济型（汉庭）	中端（全季）	锦江之星	锦江都城
主要加盟条件	1.建筑面积要求：3000-6000 平米；2. 房间数要求：80-130 间；3.租赁年限：8 年以上	1.建筑面积要求：7000-20000 平米；2.房间数要求：120-280 间；3.租赁年限：10 年以上	1.建筑面积要求：3000-6000 平米；大堂面积 ≥100 平米；暗房率≤5%；2、房间数量要求：70 间	1.建筑面积要求：占地面积 4000-10000 平米，物业产权清晰。无暗房。	1.建筑面积要求：3000-5500 平米；2.物业年限：项目房产产权清晰，物业使用权年限在 10 年以上	1.建筑面积要求：7000-20000 平米；2.房间数要求：120-280 间；
基本投资额	6-6.5 万元/单间	9.5-10 万元/单间	1.翻牌酒店单间改造费用：3.5 万元 2.架物业单间营建成本：6 万元	1.翻牌酒店单间改造费用：4 万元 2.框架物业单间营建成本：10 万元	1.长期租赁房产或旧房改造：2000-2500 元/平米；2.土地新建项目，3500 元/平米；3.单间客房投资成本约 7-8 万元	15-20 万/单间（锦江要求对原物业进行必要加固，导致投入成本高）
加盟期限	10 年		10 年		8 年	

数据来源：东北证券，公司官网

3.4. 费用端：建立会员体系，降低渠道费用

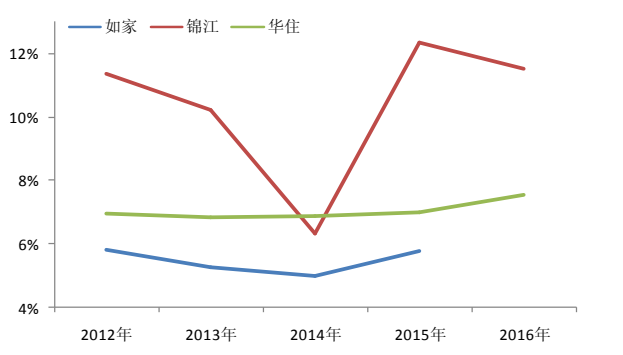
销售费用率和管理费用率：如家<华住<锦江。酒店的销售渠道分为直销和分销，其中直销通过自有渠道（会员体系）、前台散客（客单价最高但可控性差）和协议客户（客源量大且稳定，但客单价最低且维护成本高）方式销售，分销通过 OTA（渠道成本高）、旅行社（地域性和季节性强、客单价较低）和团购（客单价较低）等模式销售。**近年来三大酒店集团积极拓展会员体系，有效提升直销占比，进而控制渠道费用。**

图 48：销售费用率锦江>华住>如家



数据来源：东北证券，公司公告

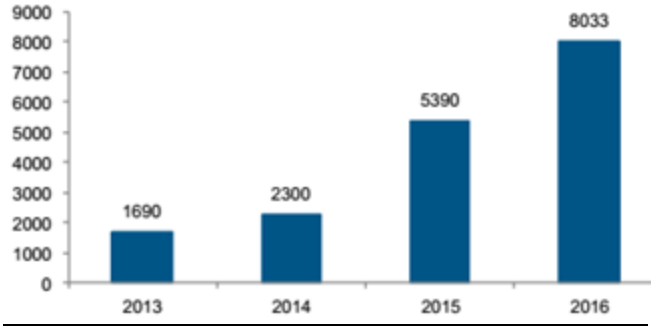
图 49：管理费用率锦江>华住>如家



数据来源：东北证券，公司公告

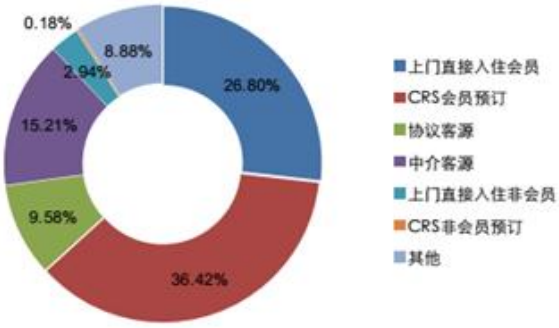
首旅如家会员体系全面贯通。17H1 首旅如家完成了集团新官网、APP、微信、会员体系的全面整合，并积极打造顾客价值生态圈，如家优选商城和积分商城已与首汽、康辉、全聚德、东来顺全面合作，会员商城活动丰富多彩。**截至 17H1，公司总会员人数接近 9,012 万，会员身份的定单占比已近三分之二；移动端方面，APP 总用户达 1,849 万人，微信端用户 740 万人。**

图 50: 2013-2016 如家会员（万人）复合增速超 68%



数据来源：东北证券，公司公告

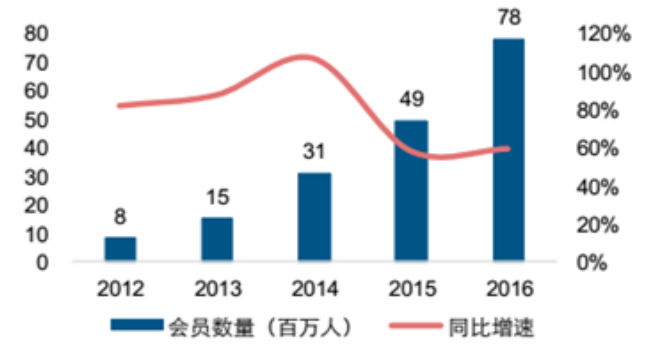
图 51: 2016 上半年如家各渠道销售占比



数据来源：东北证券，公司公告

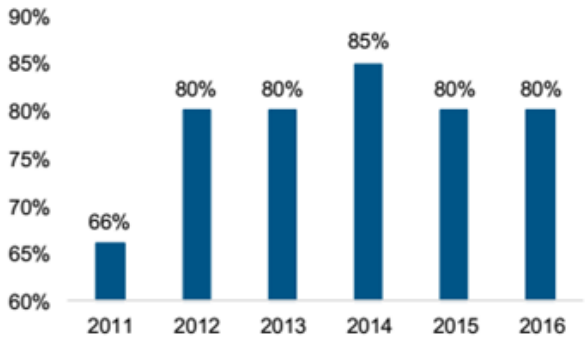
华住自有渠道优势明显。公司与雅高合作实现会员及 CRS 系统互通，华住与雅高全球会员总数合计已超 1 亿，双方交叉销售成效显著；同时公司推出自有渠道最低价战略，有效避免 OTA 造成的利润分流。**截至 17H1，公司总会员人数接近 8,800 万，会员贡献的夜间客房量约 76%，公司自有直销渠道贡献的夜间客房量高达 87%。**

图 52: 2013-2016 年华住会员复合增速超过 73%



数据来源：东北证券，公司公告

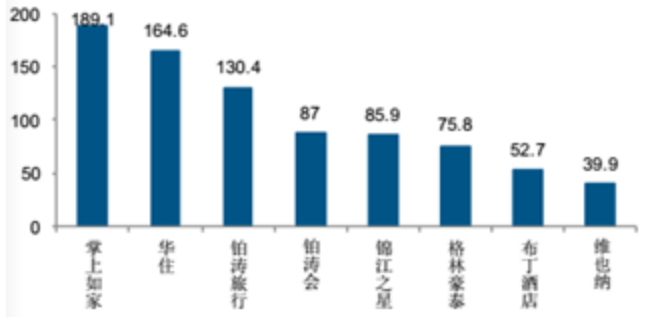
图 53: 华住会员贡献的夜间客房量占比情况



数据来源：东北证券，公司公告

锦江与铂涛会员数据整合，有效会员过亿。2017 年 3 月，公司通过 WeHotel 会员体系完成锦江礼享和铂涛在会员权益、积分、数据等方面的整合，双方会员可以在锦江和铂涛旗下全球 7000 多家酒店享受同样的会员礼遇。**截至 17H1，公司总会员人数达 12,648 万人。**

图 54：2016 年 6 月酒店预订 APP 月活（万）规模



数据来源：东北证券，易观智库

图 55：2016 年末三大酒店集团会员规模对比

酒店集团		会员规模（人）
锦江	锦江都城	2657 万
	铂涛集团	7804 万
	维也纳酒店	1784 万
如家酒店		8033 万
华住酒店		7800 万

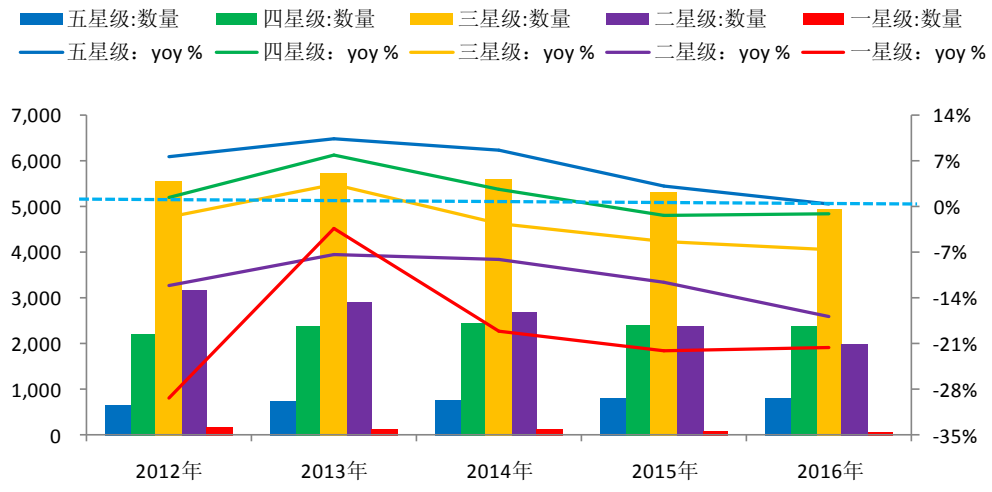
数据来源：东北证券，公司公告

4. 从趋势看空间：存量整合和转型升级

4.1. 存量整合：酒店龙头的增量

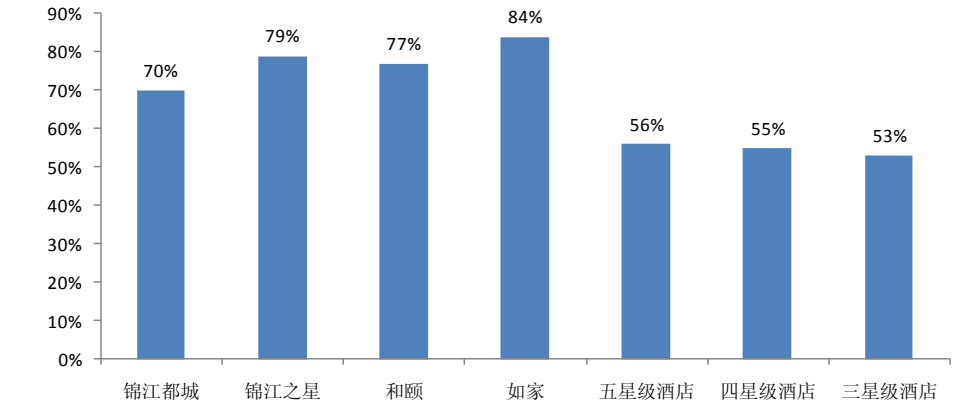
存量整合：从星级到品牌，从单体到连锁。2016 年，我国住宿业和餐饮业固定资产投资完成额首次出现负增长（-8.6%），新增酒店数量明显下降（-26.5%），酒店行业进入存量整合阶段，行业标准从星级体系向品牌体系转换，呈现单体星级酒店式微、品牌连锁酒店崛起的趋势。过去五年，我国星级酒店数量明显减少，其中一二星级酒店（对应品牌连锁经济型酒店）数量严重下滑，三四星级酒店（对应品牌连锁中端酒店）数量自 2014 年开始呈下滑趋势。受益于酒店集团的品牌优势和管理效率，原有单体星级酒店越来越多地选择加盟品牌连锁，因此过去几年我国酒店连锁化程度不断提升。**2015 年，我国酒店连锁化率达到 21%，而相比美国（连锁化率 70%）仍有较大提升空间。存量整合下，酒店龙头大有可为。**

图 56：我国星级酒店数量逐年减少



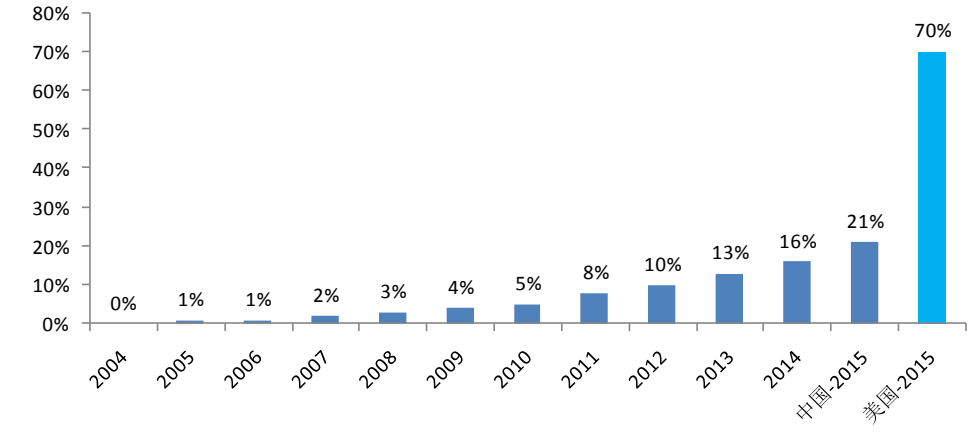
数据来源：东北证券，Wind

图 57：品牌连锁酒店出租率明显高于单体星级酒店



数据来源：东北证券，Wind

图 58：我国酒店连锁化率不断提升



数据来源：东北证券，华住酒店集团

4.2. 转型升级：盈利能力将提升

转型升级：从经济型向中高端。2015 年，我国高端、中端、经济型酒店占比为 1:3:6，同期美国高端、中端、经济型酒店占比为 3:5:2。考虑人均 GDP 及人均可支配收入差异，我国酒店结构短期内不会完全复制美国，但在消费升级的大趋势下经济型酒店向中高端酒店的转型升级为大势所趋。2017 年，**锦江**计划开店 700 家，中高端占比为 50%-60%；**华住**计划开店为 500-550 家（不包括合并桔子酒店），中高端占比 40%；**首旅如家**计划开店 400-450 家，中高端占比 40%。**由于中端酒店盈利能力高于经济型酒店，龙头集团将充分享受行业转型升级的增长红利。**

5. 投资建议

5.1. 首旅酒店：收购如家，融合再生

2016 年，首旅酒店以 110 亿元价格完成对如家酒店集团的收购。公司在原有酒店运营（三家产权酒店+南苑股份）+酒店管理（首旅建国、首旅京伦、欣燕都）+景区运营（南山景区）基础上，并入如家超过 3000 家酒店。收购完成后，公司一跃成为国内连锁酒店龙头之一，酒店业务成为营收和利润的核心来源。短期来看，公司直营门店占比高，行业回暖业绩弹性最大；中期来看，公司作为连锁酒店龙头将充分受益于行业存量整合、转型升级的发展红利，量价齐升可期；长期来看，公司将受益于 2021 年北京环球影城开业，此外首旅和如家的整合协同、市场化机制成效将不断释放。

预计公司 2017-2019 年营业总收入分别为 89.87 亿、98.52 亿和 107.63 亿元，同比增长 37.77%、9.63%和 9.25%；归母净利润为 6.47 亿、7.69 亿和 9.37 亿元，同比增长 206.74%、18.89%和 21.81%；预计 2017-2019 年每股收益分别为 0.79 元、0.94 元和 1.15 元，按照当前 30.19 元股价对应 PE 分别为 38 倍、32 倍和 26 倍。维持“买入”评级。

5.2. 锦江股份：混改预期，资源优渥

2015 年起，锦江股份先后收购法国卢浮（品牌交换合作+海外资本平台）、铂涛集团（经济型酒店区域互补）、维也纳酒店（拓展中端酒店市场），目前拥有国内外酒店 6297 家，是中国第一、全球第五大酒店集团。未来两年公司整合空间广阔：前端借助 WeHotel 平台整合会员及预订系统，后端实现采购、人力、IT、财务统一，公司盈利能力有望逐步提升。此外，国企改革不断推进，管理激励机制正趋于改善，中长期有望持续释放潜力。

预计公司 2017-2019 年营业总收入分别为 127.11 亿、139.95 亿和 151.42 亿元，同比增长 19.51%、10.10%和 8.20%；归母净利润为 8.91 亿、10.27 亿和 11.66 亿元，同比增长 28.30%、15.30%和 13.48%；预计 2017-2019 年每股收益分别为 0.93 元、1.07 元和 1.22 元，按照当前 31.84 元股价对应 PE 分别为 32 倍、28 倍和 25 倍。给予“买入”评级。

6. 风险提示

宏观经济风险、市场竞争风险、管理风险。

分析师简介:

李慧，美国伊利诺伊大学金融硕士，厦门大学广告学学士、经济学双学士，通过CFA三级。2015年加入东北证券，现任社会服务行业分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国 吉林省长春市
生态大街6666号
邮编：130119
电话：4006000686
传真：(0431)85680032
网址：http://www.nesc.cn

中国 北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210800
传真：(010)63210867

中国 上海市浦东新区
杨高南路729号
邮编：200127
电话：(021)20361009
传真：(021)20361258

中国 深圳南山区
大冲商务中心1栋2号楼24D
邮编：518000

机构销售

华北地区
销售总监 李航
电话：(010) 63210890
手机：185-1501-8255
邮箱：lihang@nesc.cn

华东地区
销售总监 袁颖
电话：(021) 20361100
手机：136-2169-3507
邮箱：yuanying@nesc.cn

华南地区
销售总监 邱晓星
电话：（0755）33975865
手机：186-6457-9712
邮箱：qiuxx@nesc.cn