

证券研究报告
酒店行业/深度报告
2021年3月18日

【方正商社·深度报告】 酒店行业深度：二十载沉浮写龙头故事， 成长周期之争看谁领盛衰

分析师：芦冠宇 登记编号：S1220516080006

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

■ 中国酒店20年历史复盘

- 1) **当前我国酒店业处于第三次发展浪潮的起点：**中国酒店业过去20年经历了两次浪潮——2000年经济型酒店潮与2010年中端酒店潮。受疫情影响，当前酒店业再次迎来供给端全面优化的转折点，第三次浪潮来临，龙头酒店跑马圈地与升级正当其时。
- 2) **行业发展的大趋势是升级与集中：**产品模型的持续升级是酒店企业保持生命力的重要因素，而酒店龙头凭借着先发优势、规模优势与资本优势形成扩张的良性循环，构筑壁垒，推动行业集中度不断提升。
- 3) **造就龙头的关键因素：**第一是抢先发现行业供需缺口并用合适的产品快速填补空白；第二是形成强者恒强的规模优势和资本优势。
- 4) **龙头酒店的核心壁垒：**除了资本优势、先发优势带来的规模优势外，管理层对行业的前瞻理解及公司战略同样重要。

■ 酒店的成长性来自于加盟扩张与终端升级

✓ 加盟扩张

- 1) **连锁化赋能单体酒店，改善投资回报率：**对比单体酒店，连锁酒店在多环节降本增效，会员导流能力更强，单店模型测算上看，加盟店投资回报率远高于单体酒店，单体酒店加盟成为趋势。
- 2) **我国连锁化率提升空间大：**与欧美成熟酒店市场连锁化率40%/72%相比，我国酒店业连锁化率仅26%；美国酒店CR20稳定在70%，中国酒店CR20仅42%；连锁化率与市场集中度均有较大提升空间。
- 3) **下一阶段加盟扩张的机会在于下沉市场：**其中下沉市场拥有我国60%以上的酒店，而连锁化率仅17%，远低于高线城市的38%，是未来加盟扩张的兵家必争之地。保守/中性估计下，低线城市连锁酒店市场依然有1.3-3.1倍增长空间。

■ 酒店的成长性来自于加盟扩张与终端升级

✓ 终端升级

- 1) **终端升级是行业发展的趋势所在：**我国酒店业发展历史上，发生过多经济型酒店自我升级和经济型酒店向中端酒店升级。
- 2) **终端升级的本质是基于需求和供给端的调整：**在消费升级、差旅报销费用提升、租金上涨压力下，推动经济型酒店模型升级为中端酒店模型，根本目的是优化投资回报率。
- 3) **中端酒店房价提升仍有空间：**我国酒店升级的天花板或为高端酒店，但对标五星级，中端酒店房价仍有2倍上升空间。
- 4) **未来升级重点：**高端酒店难以连锁化，未来的升级重点在于经济型与中端酒店，我国中端酒店市场仍有1倍以上增长空间。

✓ **成长性测算：**未来三年酒店龙头明显加快扩店步伐，成长性斜率提升，带来约20%业绩增速，较此前明显增长。

■ 酒店的周期性

- 1) **周期性的本质：**体现了供需关系的变动，入住率（OCC）是反映周期波动的核心指标。
- 2) **影响因素：**其长期影响因素为宏观经济；短期影响因素为商旅需求变化与新增供给填补空白市场的驱动。由于中国酒店业发展尚未成熟，供给性结构变化使得其周期较美国等成熟市场更短。
- 3) **周期位置：**当前我国酒店业已复苏至上轮周期底部（2019年），正站在复苏的起点上。
- 4) **周期性测算：**由于酒店折旧、租金、人工费用占比高且相对刚性，造成RevPAR利润弹性较高。酒店龙头RevPAR变动1%带来的业绩增长约在5%-7%之间。

■ 酒店行业投资框架之变革

- 1) **成长性VS周期性**：酒店兼具成长性与周期性双重属性，基于周期性的投资本质上是博弈，基于成长性的投资是对于价值提升的投资。
- 2) **酒店的投资最佳时点**：周期底部且未来复苏确定性较强+估值底部。
- 3) **周期性与成长性之变**：长期来看，周期性会随着加盟店占比的提升逐渐减弱，估值的周期性波动逐步减小。
- 4) **未来趋势**：龙头酒店扩张明显提速，成长性斜率提升，我们判断未来酒店行业的成长属性愈发凸显。

■ 投资建议：建议关注锦江酒店、华住集团、首旅酒店、格林酒店

- ✓ **锦江酒店**：背靠上海国资委，资本实力雄厚，并购成长为国内第一规模酒店集团。未来三年，开店速度提升为三大酒店龙头之最，带来较高成长性；设立中国区整合组织架构有望大幅提升管理能力、有效控本降费，进一步释放业绩增长空间。
- ✓ **华住集团**：掌舵人季琦为中国酒店行业领军人物，多次精准发现供需缺口，先后推出如家、汉庭、全季品牌，引领市场供给改革。华住创立之初即以互联网思维切入市场颠覆传统，现发展为三位一体——“品牌、流量、技术”战略导向，以显著优于市场的会员管理系统与技术基础设施取胜，管理效率行业领先。在季琦带领下，华住拥有持续创新、穿越周期的能力，不断推进IT改革提效降费，行业龙头地位将持续巩固。
- ✓ **首旅酒店**：旗下如家为初代经济型连锁酒店龙头；借助实控人首旅集团对旅游生态的全资源覆盖，与首旅酒店形成协同效应。推出轻加盟模式云酒店，以更快速度抢占下沉单体酒店市场，拓店速度明显提升。
- ✓ **格林酒店**：国内规模第四酒店龙头，多年来深耕轻资产模式与下沉市场，其加盟店占比99%以上，使其行业波动期间较同业更具韧性，在三四线城市酒店开发与经营中较竞争对手经验更为丰富。

- **风险提示**：疫情反复影响出行，拓店速度不及预期，宏观经济波动影响消费活力。

- 1 中国酒店历史复盘：行业趋势是升级与集中，资本、规模、战略构成酒店龙头的核心壁垒**
- 2 成长性与周期性之共振：成长性凸显，周期性逐步弱化**
- 3 估值：当前三大酒店集团估值处于历史平均或较高水平**
- 4 三大酒店龙头：各领风骚，轻资产扩张为战略重点**

- ✓ 复盘酒店行业过去20年发展，行业发展的趋势是**集中与升级**。
- ✓ 连锁酒店成为龙头的关键：第一是抢先发现行业供需缺口并用合适的产品快速填补空白；第二是形成强者恒强的规模优势和资本优势。
- ✓ 因此，管理层对行业的前瞻理解及其公司战略、资本优势、先发优势带来的规模优势构成了酒店龙头企业的核心壁垒。

经济型连锁酒店潮的启示

- ✓ 造就龙头酒店的关键因素——**战略正确**与**快速抢占市场**缺一不可。
- ✓ 其中，**正确的产品模型**是保证快速抢占市场的关键因素。
- ✓ 如家以更优秀的产品模型切入市场，快速赶超率先入局的锦江之星，成为当时国内规模第一的经济型连锁酒店龙头。

连锁酒店出现之前，我国酒店业呈现“招待所+五星级”哑铃式格局

- 建国之初至21世纪前，我国酒店呈现“招待所+五星级”哑铃式格局（1949-2000）。在21世纪之前，我国酒店业总体呈现“五星级+地方招待所”的“哑铃式”供给结构，单体酒店以设施与服务标准化程度低、条件较差的小型酒店为主。供给两极分化，缺乏中等档次酒店。

招待所（左）与五星级酒店（右）外观对比



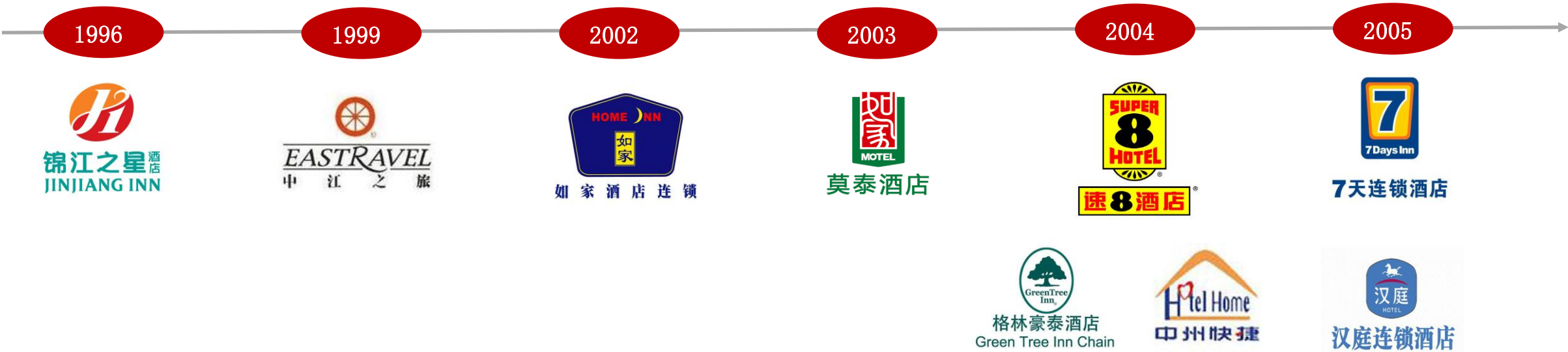
招待所（左）与五星级酒店（右）内部对比



21世纪初，我国酒店业第一个风口——经济型酒店潮出现

- 旧格局难以适应新需求，我国酒店业第一个风口——经济型酒店潮出现（2000-2010）。21世纪前后，随着市场经济的逐步推进与商务活动的繁荣，全国性商旅需求日益增加，原本的酒店供给格局已无法满足国内酒店需求，商旅旅客出行普遍遭遇“高档酒店太贵、普通酒店太差”的局面，行业处于严重供不应求状态。随着1996年全国范围内第一家经济型酒店“锦江之星”的开业，我国酒店业正式迎来经济型酒店时代。
- 随后陆续诞生了如家、7天、汉庭、速8、格林豪泰等经济型连锁酒店品牌。

各经济型酒店品牌成立时间

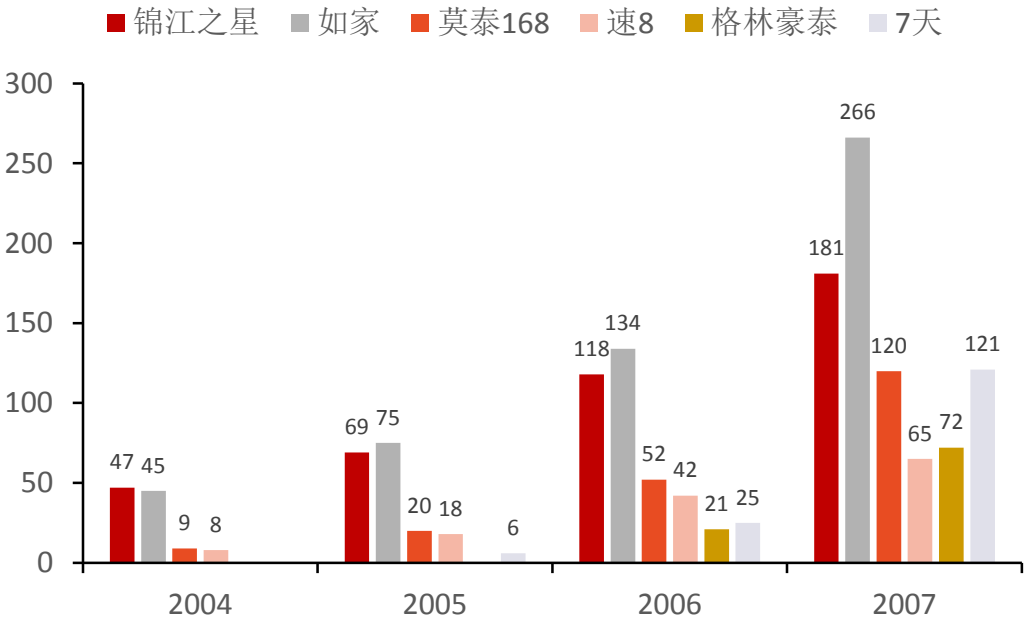


资料来源：《2006中国经济型饭店调查报告》、《2007中国经济型饭店调查报告》、《2008中国经济型饭店调查报告》、方正证券研究所

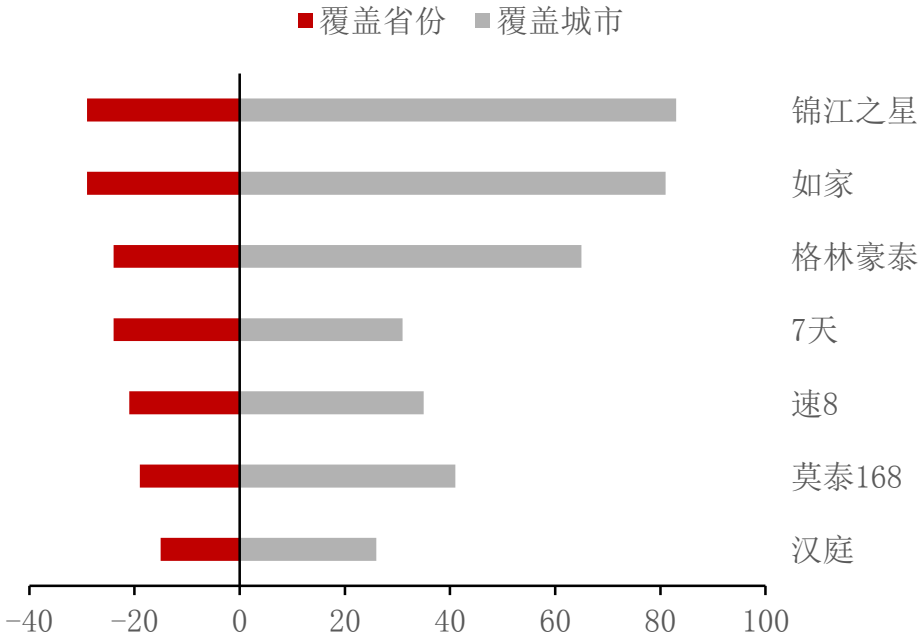
造就酒店龙头的关键因素：战略为重，速度至上 ——经济型酒店潮的启示

- 从各经济型酒店的发展历程来看，锦江之星和如家凭借着对市场的敏感观察与正确判断，是第一批入局经济型酒店的品牌，且凭借着坚定的判断与背靠国企强大的资本实力快速扩张，在中后期成为我国仅有的两家全国性连锁酒店龙头，位列第一梯队。
- 而相较于锦江稍晚的如家，凭借着优秀产品模型带来的更强的扩张能力，持续缩短与锦江的差距，与2005年正式超越锦江之星，成为当时国内经济型酒店的绝对龙头。
- 总结来看，造就酒店龙头的两个关键因素：**战略正确**与**快速抢占市场**缺一不可。其中，**正确的产品模型**是保证快速抢占市场的关键因素。

各经济型连锁酒店品牌开店数量对比（家）



到经济型酒店潮中后期（2007年），锦江之星和如家成长为全国性龙头（个）



造就酒店龙头的关键因素：战略为重，速度至上 ——经济型酒店潮的启示

- “战略为重+速度至上”如何造就龙头？具体来看：
 - 1) 战略的正确包括两个层面：一是战略方向正确，发掘空白市场机会；二是执行坚决。
 - 2) 速度至上也包括两个层面：一是优于竞争对手发现空白市场，二是以更快的速度抢占这一市场。
 - 3) 规模带来壁垒，提前抢占市场的酒店集团有利于形成“规模扩张-形成规模优势-更易扩张-规模再次扩大”的良性循环，为成为龙头奠定基础。
- 在这轮经济型酒店潮胜出的第一、二梯队的酒店品牌，均得益于其正确的战略方向（经济型酒店）。而入局最早、扩张最快的锦江、如家成长为第一梯队龙头，其中，扩张更快的如家后期大幅超越锦江之星；入局稍晚的其他品牌虽错失前期红利，但依然取得第二梯队地位。

锦江

总部位于商旅活动更为发达的上海，最早发现经济型酒店这一蓝海市场，并在1996年开出了全国第一家经济型酒店——锦江之星，占据先发优势；后以相对较高的速度进行扩张，虽后期被如家反超，但依然位居行业第二龙头。

如家

由携程创始人之一季琦创办，依据携程酒店预订数据，发现200-300元这一价格区间的酒店始终处于供不应求状态，于2002年推出经济型连锁酒店品牌如家，并连续5年以接近或超过100%的速度快速扩张，超过先行者锦江之星，一跃成为行业规模第一龙头。

其他

在如家成立后的几年间，各大经济型酒店品牌如7天、格林豪泰等陆续成立，跑马圈地抢占市场。但受制于进入市场时间与扩张速度较慢，后续大多仅发展成区域性品牌，成为我国第二梯队酒店集团。

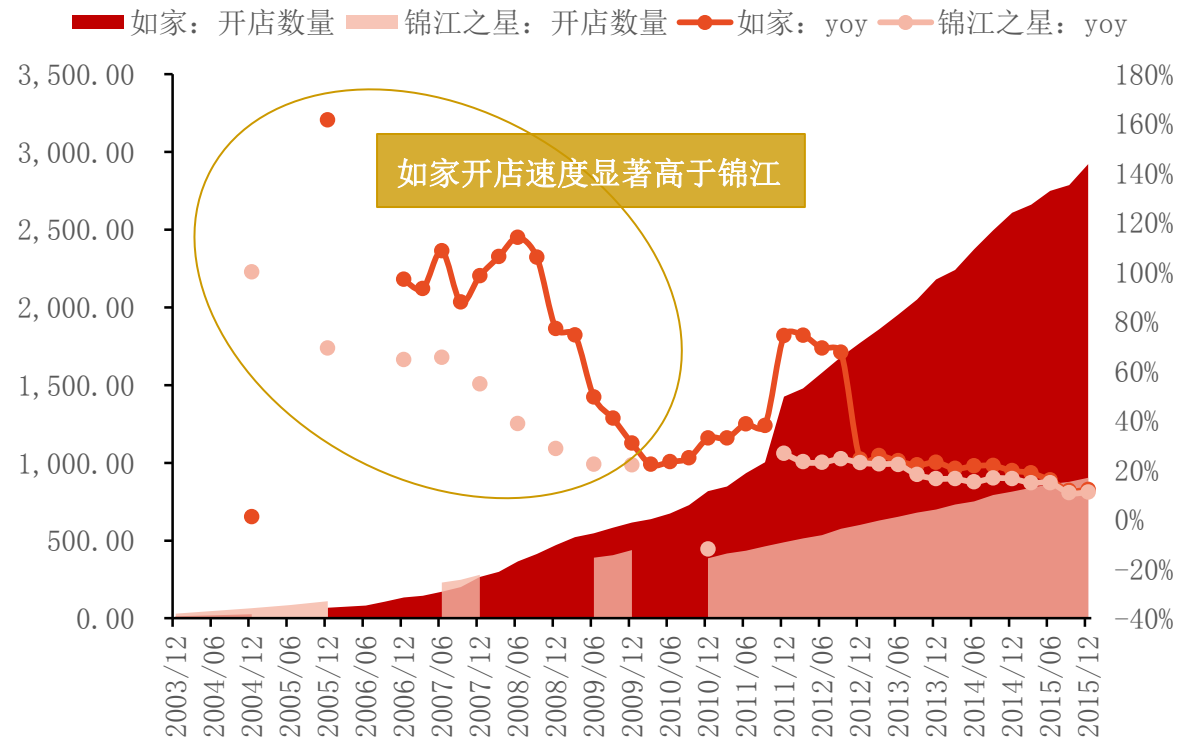
第一梯队
全国性酒店品牌

第二梯队
区域性酒店品牌

造就酒店龙头的关键因素：战略为重，速度至上 ——速度领先的关键在于正确的产品模型

- 速度领先关键往往在于比竞争对手更快占领市场，而更快占领市场则需要有更优秀的产品模型。
- 早期两大经济型酒店龙头对比：如家后来居上，赶超锦江之星。率先入局的锦江后续扩张明显乏力，自2005年起，如家赶超锦江之星，二者差距逐步扩大，2015年末开店数量为锦江之星的3倍有余。
- 早期锦江之星扩张慢于如家的关键是产品模型。如家一开始便以经济型连锁酒店行为扩张，其产品模型初始便达到经济型酒店标准；锦江则稳扎稳打，产品模型在摸索中逐步升级。后期锦江之星在如家崛起后也被倒逼加速与升级产品模型，产品模型升级后扩张速度明显加快。

如家和锦江之星的开店数量（家）及开店速度（%）对比



如家和锦江之星产品项目对比

项目	如家	锦江之星
设计理念	借鉴国外经济型酒店成熟模型：价格适中+住宿、休闲等基本设施齐全，开始便定位“干净、温馨”，体现“如家庭一般”的特性	节约成本为主，仅满足住宿需求
营销方式	嫁接携程网络营销资源，辅以“6晚送1晚”等促销推广活动。	03年后开通网络、电话预定系统
会员管理	会员日常房费92折，金卡房费88折；发卡数量110万张	会员运营经验有限，06年会员入住率仅38%
扩张战略	一开始便定调连锁化扩张	“摸着石头过河”、稳扎稳打
战略定位	单品牌经济型连锁酒店	锦江国际集团下的延伸与补充，发展灵活度相对有限
酒店位置	绝大部分位于商业中心区或次商业中心区	绝大部分位于城郊区或非商业中心区

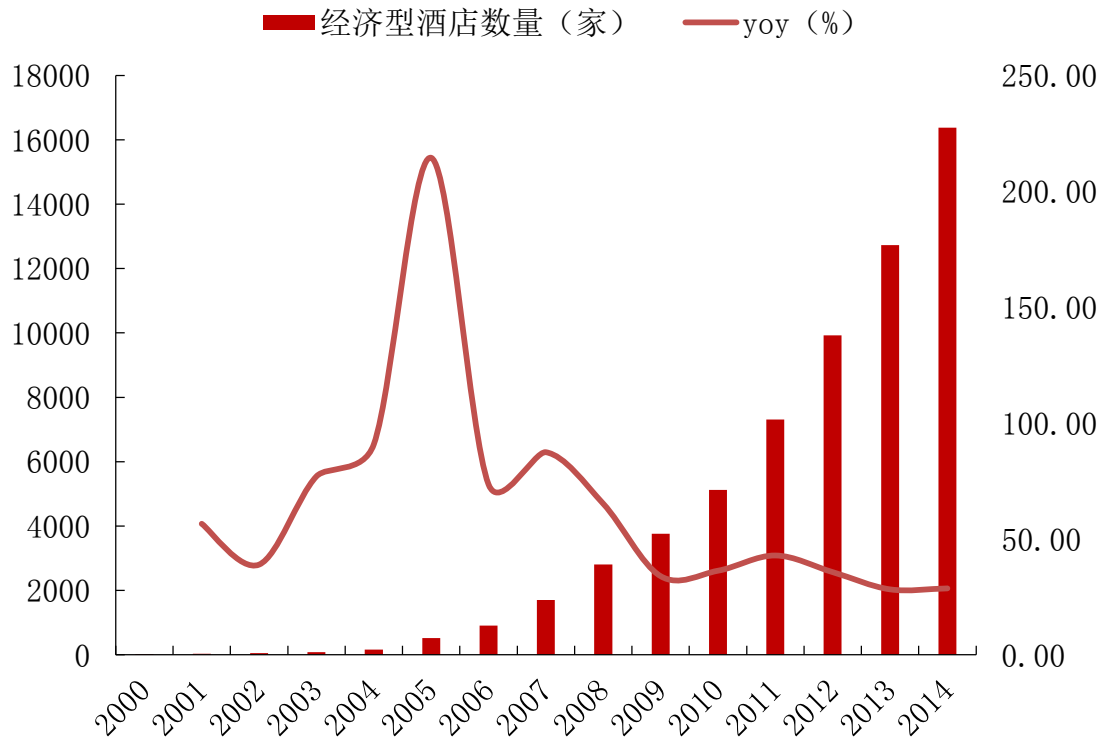
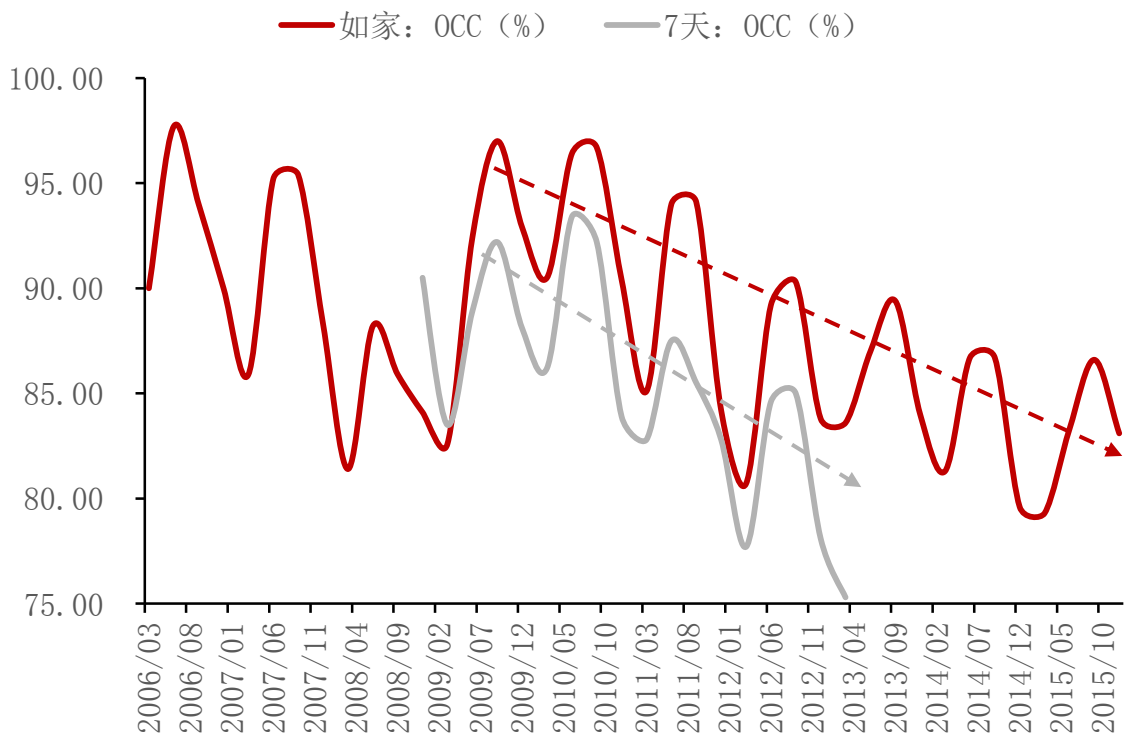
中端连锁酒店潮的启示

- ✓ 战略方向是否正确、战略执行是否坚决、产品模型是否合适依然是决定这一阶段是否制胜的关键。
- ✓ 华住领先推出全季抢占中端市场，是唯一一家通过自主扩张成为龙头的酒店集团。
- ✓ 锦江、如家则分别因错失最佳市场机会、产品模型不合适等原因落后于华住。

造就酒店龙头的关键因素：战略为重，速度至上 ——中端酒店潮的启示

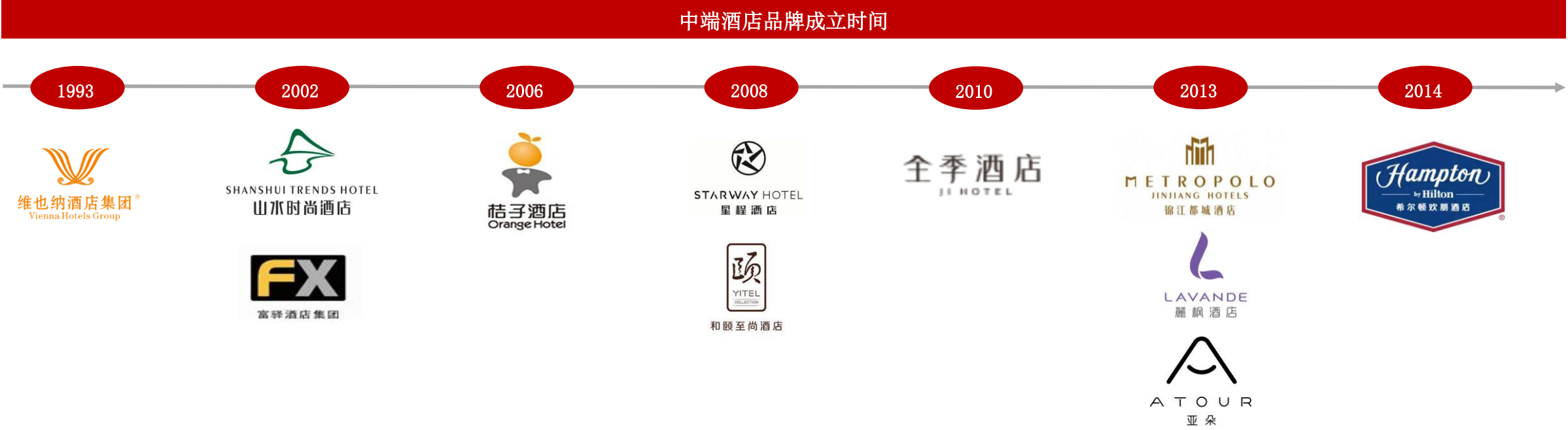
- 2010年前后，经济型酒店市场接近饱和。2010年起，经济型酒店迎来明显拐点，以如家、7天为代表的经济型酒店入住率持续走低，如家、7天入住率自此前的90%以上回落至80%-90%水平。
- 在经过了十年的跑马圈地后，经济型酒店市场逐渐从“供不应求”向“供需匹配”甚至“供过于求”转变。经济型酒店开店速度也于2009年后明显降低。

2010年后，经济型酒店入住率明显持续走低，开店速度明显放缓



造就酒店龙头的关键因素：战略为重，速度至上 ——中端酒店潮的启示

- 酒店业的第二个风口——中端酒店出现（2010至今）：受经济型酒店市场饱和、消费升级推动，中端酒店潮初现端倪。此时，多品牌战略、发展中端酒店是迎接第二个酒店风口的关键，各经济型酒店集团陆续推出中端酒店品牌，原本的中端酒店集团也开始加快扩张步伐。
- 中端酒店潮为中国酒店业带来了又一次格局重塑，再次验证了“战略为重，速度至上”因素对于造就酒店龙头的重要性。
- 1) 能否确定发展中端连锁酒店、抢占一二线城市中端物业的战略方向与执行的决心十分重要。
- 2) 速度制胜法则依然有效：第一是比竞争对手更快发现这个市场，第二是比竞争对手抢先占领市场，而在这一阶段，产品依然是决定圈地速度的关键。
- 与经济型酒店潮类似，战略方向是否正确、战略执行是否坚决、产品模型是否合适依然是决定这一阶段能否制胜的关键。



造就酒店龙头的关键因素：战略为重，速度至上 ——中端酒店潮的启示

- 对于“战略方向是否正确、战略执行是否坚决、产品模型是否合适”这三个因素的把握决定了酒店集团不同的发展道路与结果。
 - 华住：三因素把握到位，通过自主扩张成为全国酒店龙头；
 - 锦江：虽前期错失机遇，但通过收购在这一阶段表现优秀的发展中端酒店集团，一跃成为全国酒店集团之首。
- | | 战略方向是否正确 | 战略执行是否坚决 | 产品模型是否合适 | 发展结果（截至2019年） |
|--|----------|----------|----------|---------------|
|--|----------|----------|----------|---------------|

经济型酒店集团



06年开始摸索，10年正式成立全季品牌



08年推出和颐品牌

- 和颐推出7年后才推出对标全季的如家精选
- 15-16年专注私有化，错过酒店并购机会

和颐对中端定位不清限制提价，但投入较全季更高，加盟商投资回报率较低（全季加盟投入20万，和颐加盟投入24万，二者房价相差不大）

自主扩张，成为全国酒店规模第二龙头

先发优势强劲，位列酒店龙头规模第三



并未最先发现中端酒店市场；13年才推出“锦江都城”品牌，稍显落后

坚决执行多品牌战略，于2015、2016年分别收购铂涛（原7天）、维也纳，一并补足在经济型、中端酒店与龙头华住的差距

锦江都城扩张缓慢，5年开店仅86家

通过并购，成为全国规模第一酒店龙头



7天连锁酒店

13年推出铂涛菲诺、丽枫和喆啡，最晚推出中端酒店品牌

中端酒店品牌扩张较慢

被锦江收购

中端酒店



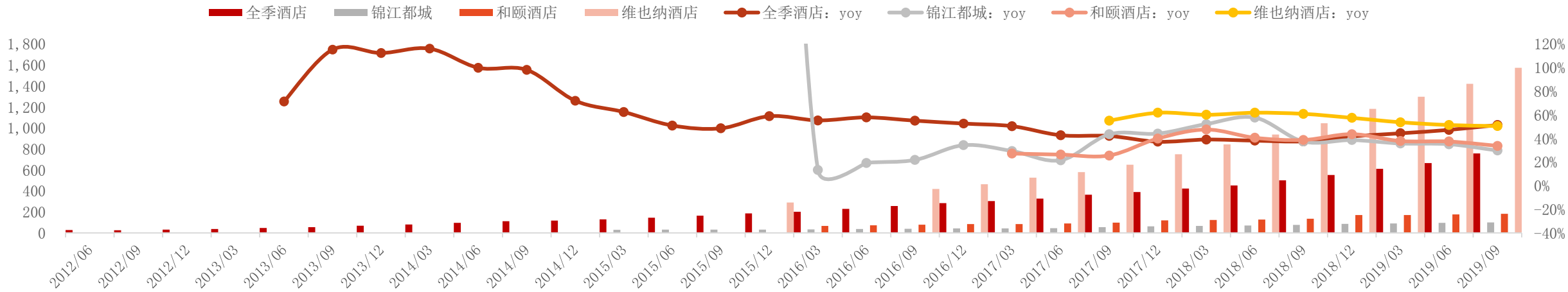
2009年开始引入加盟扩张，加快扩张步伐

深耕中端酒店多年，产品模型打磨相对成熟

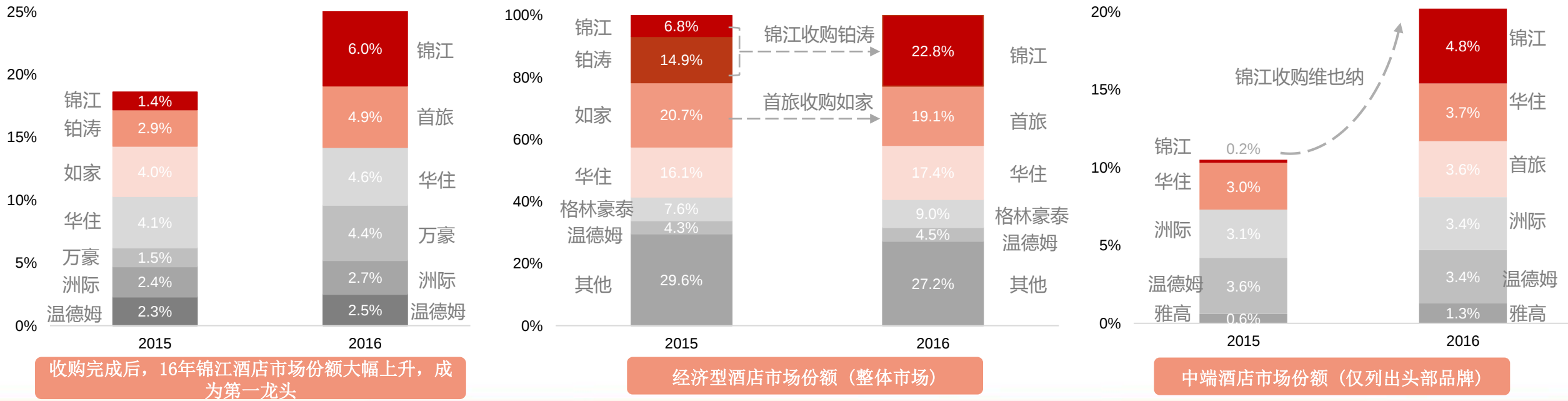
全国中端酒店龙头，被锦江收购

造就酒店龙头的关键因素：战略为重，速度至上 ——中端酒店潮的启示

各中端酒店扩张速度对比——全季、维也纳一马当先，扩张速度远高于其他品牌（酒店数量单位：家；yoy单位：%）



锦江先后收购铂涛和维也纳，在经济型与中高端领域均一跃成为全国酒店龙头（市场份额单位：%）



资料来源：Euromonitor，Wind，方正证券研究所

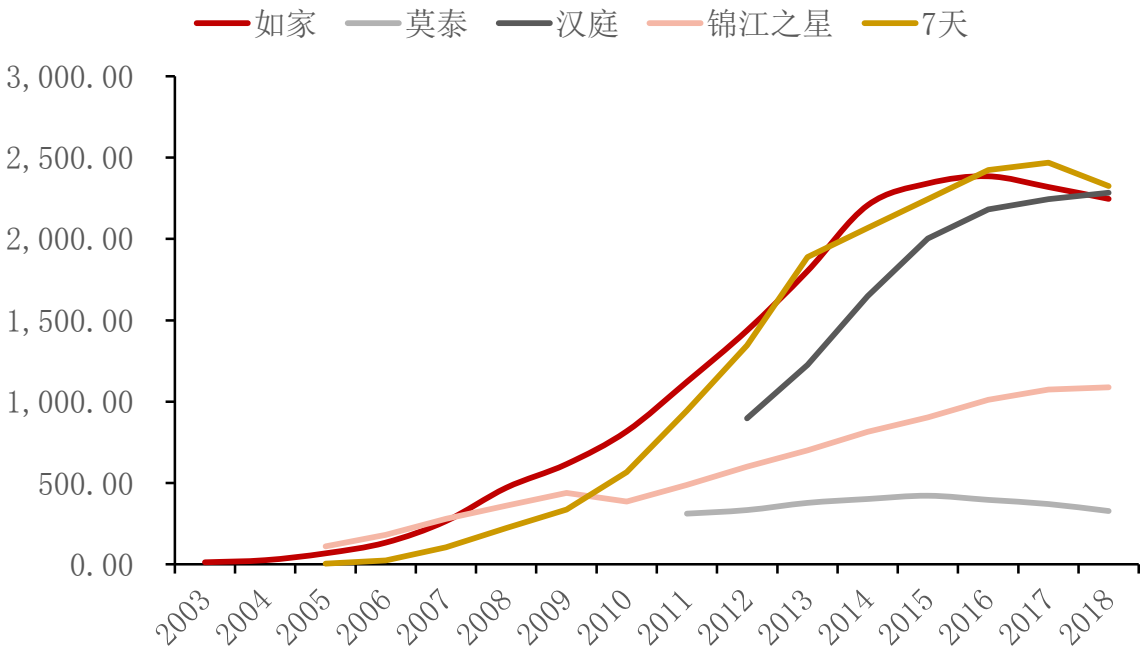
酒店业的竞争是规模、战略、产品、资本全方位的竞争

- ✓ 行业发展大趋势是**升级与集中**。
- ✓ 随着行业发展，产品不断调整成为常态，酒店集团必须拥有持续升级的能力。
- ✓ 酒店龙头凭借着先发优势、规模优势与资本优势形成扩张的良性循环，构筑壁垒，推动行业集中度不断提升。
- ✓ 综上，管理层对行业的前瞻理解及其公司战略、资本优势、先发优势带来的规模优势构成了酒店龙头企业的核心壁垒。

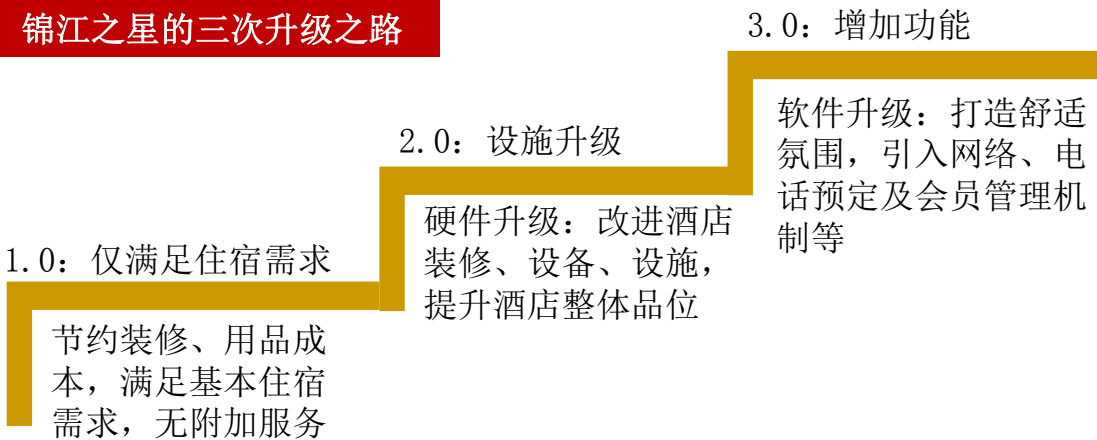
产品模型升级的能力：企业保持生命力的永恒话题

- 在现存市场的竞争中，升级后的产品模型会不断替代现有市场上落后的产品模型。锦江之星的自我升级、7天与汉庭的崛起均源于对现有模型的改造升级。
- 【锦江之星的启示】2002年后，如家快速崛起，倒逼锦江之星升级其产品模型，逐步从仅满足住宿需求升级为精准满足目标群体需求的经济型连锁酒店。产品模型升级后，扩张速度明显加快，从1997-1999年2年间仅开业5家店、到2000-2003年期间开业15家店，再到2003后半年开业15家、2004年翻倍增长。
- 【7天与汉庭的启示】2005年，经济型酒店发展进程发展过半，而7天与汉庭针对当时的经济型酒店模型进行再次升级，凭借着更为优秀的产品后来居上，最终追赶持平第一龙头如家。

后发者7天与汉庭逐渐在经济型酒店市场中崛起（家）



锦江之星的三次升级之路



汉庭的产品模型为基于当下经济型酒店模型的又一升级

定位商旅经济型酒店，精准满足商旅客户需求。

- ✓ 开创性地提供免费网络、免费少量打印或传真
- ✓ 提供安心睡眠系统、商旅便捷设施与典雅的酒店氛围
- ✓ 客房为简约风格，但公共空间配有阅读室、上网区、影视厅、茶室等

资本之重要性：规模与多品牌带来壁垒，资本是基础保障

- 规模优势与多品牌战略所带来的的壁垒越发明显，资本是保障规模优势与多品牌战略的基本支撑，其重要性不言而喻。
- 未来中小型酒店与单体酒店越来越难以与酒店龙头集团抗衡，规模优势带来的良性循环推动行业集中度不断提升。

资本的必要性

快速扩张的需要

规模优势壁垒：规模扩张有利于在集团层面摊薄总部费用，并积累庞大的会员流量池，有利于将规模进一步扩大，形成良性循环。

01

对于客户而言，选择成为更大规模酒店集团的会员使其出行选择酒店更为便利；

02

对于加盟商而言，更大的规模带来更大的会员流量，且酒店采购成本更低，进而优化产品的投资回报率，对于加盟商吸引力更强；

03

行业拐点到来时，速度制胜，快速扩张占领市场是成为龙头的必要条件

并购以完善多品牌战略的需要

多品牌战略壁垒：打造更抗风险的酒店集团，多品牌矩阵有利于持续扩张，放大规模优势，也是市场竞争下的不进则退的选择。

01

拥有多品牌矩阵的酒店集团抗风险能力更强，能够灵活应对不同时期酒店需求的变化。

02

从扩张有效性角度看，多品牌矩阵能够最大化利用现有物业资源，占领市场，为任一酒店需求提供合适的产品模型

03

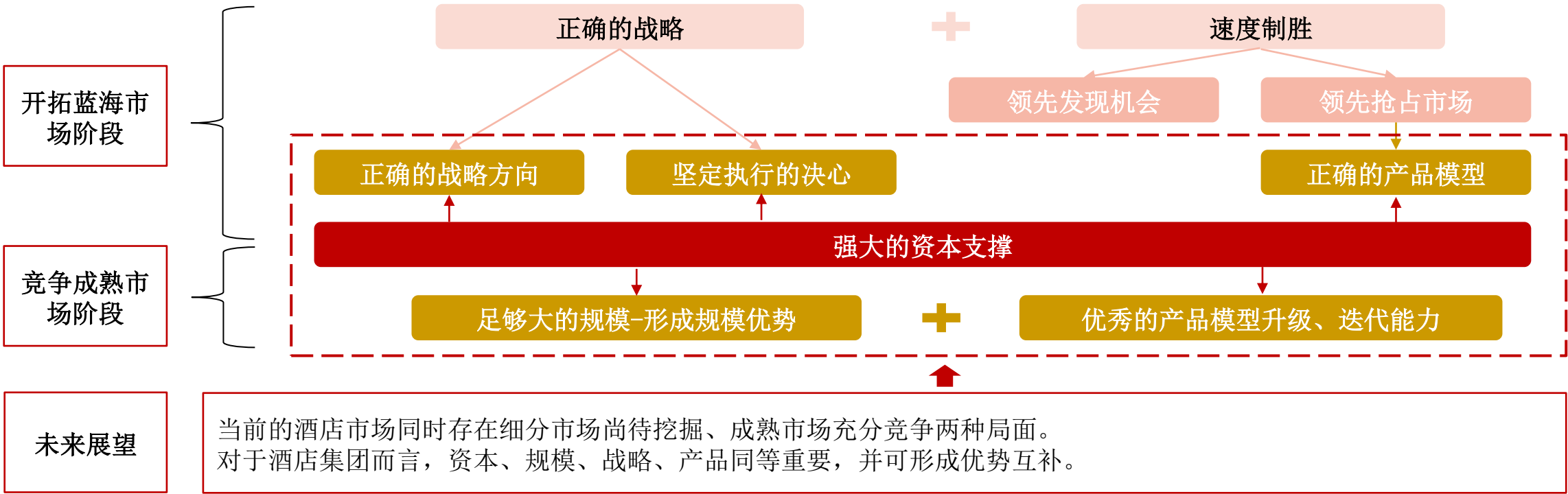
酒店需求不断细分，不断发展新型品牌是不进则退的必然选择。

【锦江并购启示】必要时，并购能够为酒店集团错失行业机遇提供第二次超越竞争对手的机会。

酒店是全方位的竞争，资本、规模、战略、产品均为龙头制胜关键

- 酒店集团扩张的空间来自于：一是开拓蓝海市场；二是对现有成熟市场进行产品的更新换代
- 在开拓市场阶段：正确的战略方向、坚定执行的决心与正确的产品模型是关键因素
- 在成熟市场竞争阶段：自身强大的规模优势能够形成良性循环，且需要辅以优秀的产品模型升级能力
- 当前酒店市场为蓝海细分市场待开拓与红海市场更新换代共存，因此对于酒店集团而言，**强大的资本支撑、规模、战略、产品模型**均为龙头制胜关键。

酒店集团的竞争是规模、战略、产品以及资本全方面的竞争



- 1 中国酒店历史复盘：行业趋势是升级与集中，资本、规模、战略构成酒店龙头的核心壁垒**
- 2 成长性与周期性之共振：成长性凸显，周期性逐步弱化**
- 3 估值：当前三大酒店集团估值处于历史平均或较高水平**
- 4 三大酒店龙头：各领风骚，轻资产扩张为战略重点**



酒店行业具有明显的双属性特征：成长性与周期性共振

» 成长性：成长性来自加盟扩张与终端升级。

- 1) 加盟：连锁店较单体店模型具有更优投资回报率，对标国外成熟市场，我国尤其是低线城市连锁化率提升空间依然巨大。
- 2) 升级：本质上是基于需求和供给的调整，需求端的消费升级与供给端的租金、人力成本端上升倒逼酒店终端升级，优化投资回报率。
- 3) 成长性测算：未来三年，三大酒店龙头拓店带来的业绩年化增长率约20%，较此前明显增长。

» 周期性：本质上是供需关系的波动，核心体现为入住率的变化。

- 1) 周期位置：当前我国酒店业已复苏至上轮周期底部（2019年），正站在复苏的起点上。
- 2) 影响因素：长期由宏观经济影响，短期由商旅需求波动或供需缺口被填补所驱动。
- 3) 周期性测算：酒店折旧、租金、人工费用占比高且相对刚性，造成RevPAR利润弹性较高。酒店龙头RevPAR增长1%带来业绩增长率约5%-7%。



酒店行业投资框架

- 基于周期性的投资本质上是博弈，基于成长性的投资是对于价值提升的投资。
- 酒店的投资最佳时点在于周期底部且未来复苏确定性较强+估值底部。
- 龙头酒店扩张明显提速，成长性斜率提升，未来酒店行业的成长性属性将愈发凸显，周期性逐步弱化。

成长性——加盟

1.中国连锁化空间几何？

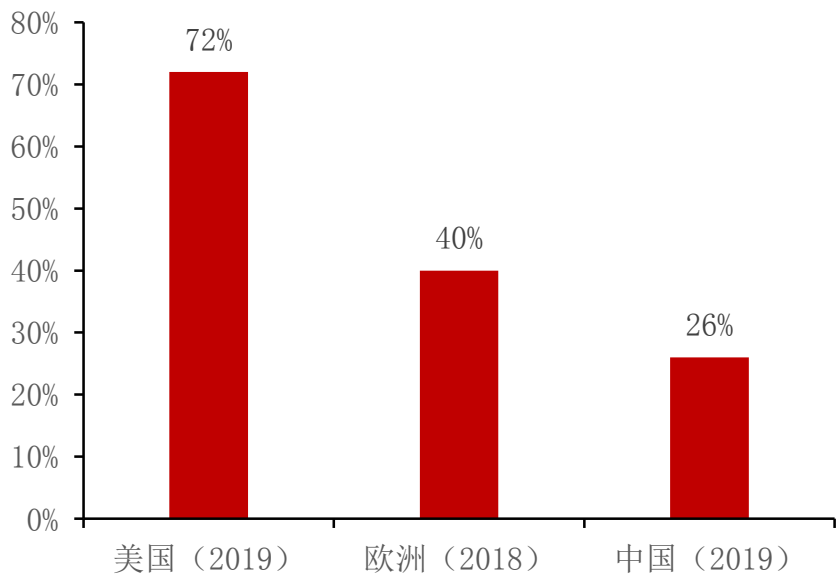
2.单体店VS加盟店：连锁化优势详解

3.三大酒店集团加盟扩张战略对比

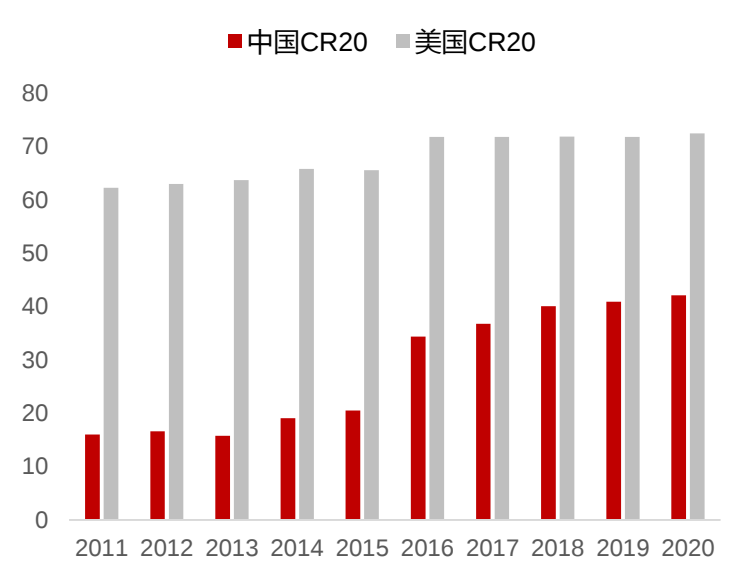
中国酒店业整体连锁化率与龙头集中度较低，提升空间巨大

- 中国酒店业整体连锁化率依然偏低。发达国家酒店行业由于起步较早，发展更为成熟，2018年欧洲酒店业连锁化率为40%，2019年美国与中国的酒店业连锁化率分别为72%、26%，我国酒店连锁化率仍有较大提升空间。
- 中国酒店业集中度也具有较大提升空间。以销售额为口径计算，截至2020年末，中国酒店业CR20仅为42.1%，与美国酒店业CR20稳定水平约70%相比，依然具有较大提升空间。
- 酒店龙头市占率较低。据盈碟咨询，截至2020年1月1日，我国酒店业整体连锁化率达到26%，但主要龙头市占率较低，锦江、华住及首旅市占率分别仅为4%、3%、1%，分别占连锁酒店市场的14%、10%、5%。

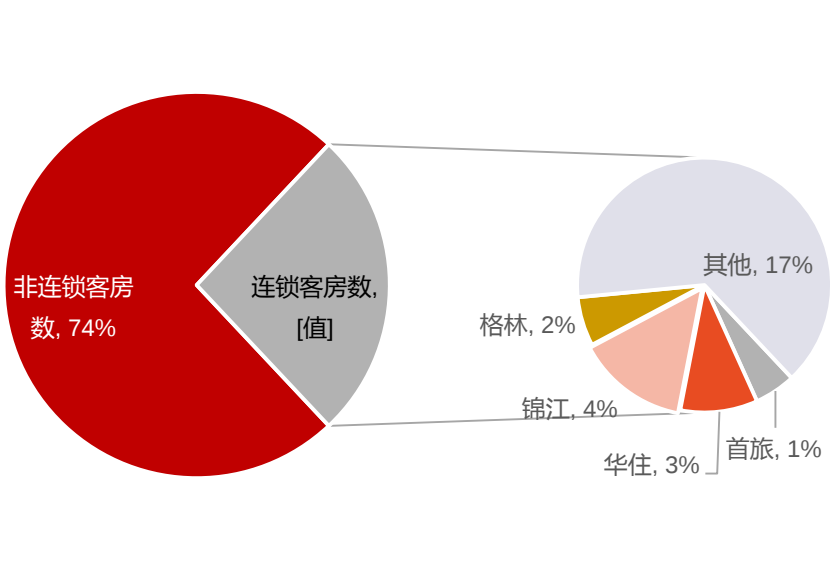
与美国、欧洲相比，中国酒店连锁化率提升空间巨大（%）



中国酒店行业集中度远低于美国（%）



2020年初我国连锁化率仅为26%，龙头市占率低



一二线城市：供给增速与连锁化率提升空间双低，进入存量竞争时代

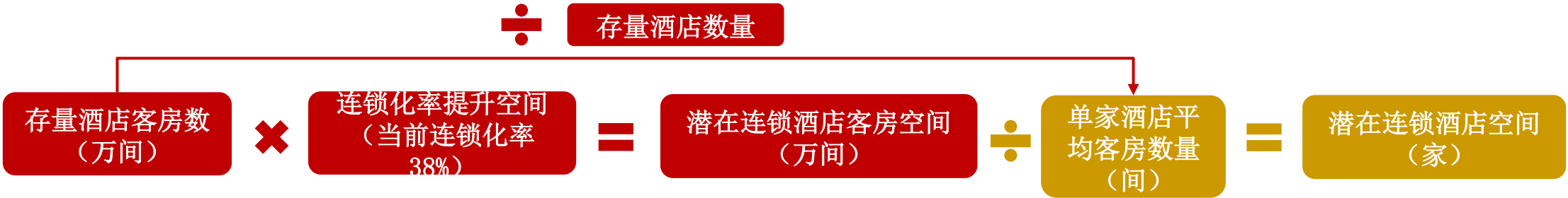


- 一二线城市酒店供给趋缓，可开发物业较少：一线、新一线及二线城市各级别酒店数量增速趋缓，2019年一线城市经济型与中端酒店供给增速为负，高线城市酒店可开发空白物业较少。
- 一二线连锁化率较三四线更高：据盈碟咨询，2019年一线城市、副省级与省会城市、其他城市酒店业的连锁化率分别为38%/28%/17%，一线城市连锁化率已接近欧洲水平。
- 因此，在总体酒店存量增长趋缓、连锁化率提升空间较低两个因素导致一二线城市进入存量竞争时代：酒店集团在一二线城市的扩张可能或主要来自于竞争对手品牌合作到期后翻牌自有品牌抢占市场。

一线城市与新一线城市的酒店供给趋缓，市场趋于饱和（增长率单位：%）									
		经济型酒店		中端型酒店		高端型酒店		豪华型酒店	
		2018增长率	2019增长率	2018增长率	2019增长率	2018增长率	2019增长率	2018增长率	2019增长率
一线城市	北京	7.4	-20.2	5.9	-2.9	4.9	-3.4	-7.8	-9.1
	上海	6.7	-10.1	19.3	7.7	11.5	1.5	2.2	-1.1
	深圳	6.6	-13.1	14.9	-3.5	2	11.4	4.9	4.2
	广州	9.8	-10	14.6	-8.3	13.4	3.4	-4.2	0.4
	平均增长率（%）	7.625	-13.35	13.675	-1.75	7.95	3.225	-1.225	-1.4
新一线城市	重庆	1.1	-1.2	15.8	9	9.6	12.9	4	4.6
	成都	13.5	0.3	20.5	-8.3	13.3	14.7	6.2	-5.5
	西安	13.3	-21.5	17.4	10.7	16.1	9.5	-3	6.2
	杭州	11.5	-4.8	23.1	2.9	16.9	16	10.7	7.9
	武汉	12.7	4	55	11.8	12.1	9.9	-28	4.9
	天津	9.5	-13.8	14.1	14.2	-0.5	0.2	-5.9	-7.7
	青岛	12.3	3.6	16.9	5	7.1	19.2	-11.8	-1.5
	南京	11	-5.2	25.1	6.5	18.9	22.2	2.9	2.1
	郑州	14.4	2.8	26.8	19.1	22.5	4.1	0.4	-18.9
	长沙	7.4	-13.4	25.5	6.6	2.9	17.3	21.5	-0.3
	佛山	19.1	12	23.8	26	8.7	4.7	-6.9	7.8
	东莞	10.1	-33.9	38.1	-3.9	-10	27.7	-15.5	-23.6
	苏州	9.6	-11.9	35.4	7.8	9.2	1	2.9	3.8
	平均增长率（%）	11.19	-6.38	25.96	8.26	9.75	12.26	-1.73	-1.55
二线城市	昆明	16	-4.7	53.6	8.8	9.5	11.9	-11.1	2.6
	济南	11.4	6.2	31.7	17.6	1.1	0.6	5.4	9.5
平均增长率（%）		13.7	0.75	42.65	13.2	5.3	6.25	-2.85	6.05

一二线城市：连锁酒店空间测算

- 基于2019年末数据，当前一二线城市合计连锁酒店客房数量为2,021,527间，对标欧洲/美国酒店连锁化率40%/72%，分别存在30%/134%增长空间。
- 以一/二线城市酒店单店平均客房数量为70/53间计算，一二线城市连锁酒店合计待开发空间分别为1.1万/4.8万家酒店。



对标欧洲40%连锁化率：

一线城市	1,871,881	2%	37,438	70	537
二线城市	4,720,977	12%	566,517	53	10,619
			合计：603,955		合计：11,157

对标美国72%连锁化率：

一线城市	1,871,881	34%	636,440	70	9,132
二线城市	4,720,977	44%	2,077,230	53	38,938
			合计：2,713,669		合计：48,070

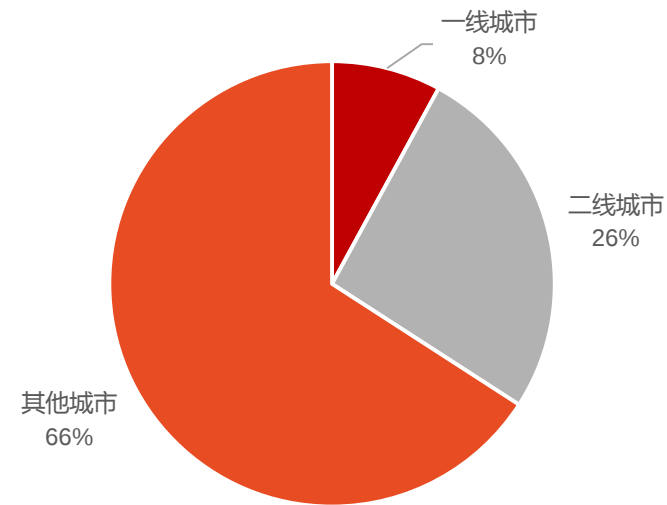
注：二线城市此处指副省级城市及省会城市

低线城市：我国酒店主要分布所在，连锁化率远低于高线城市

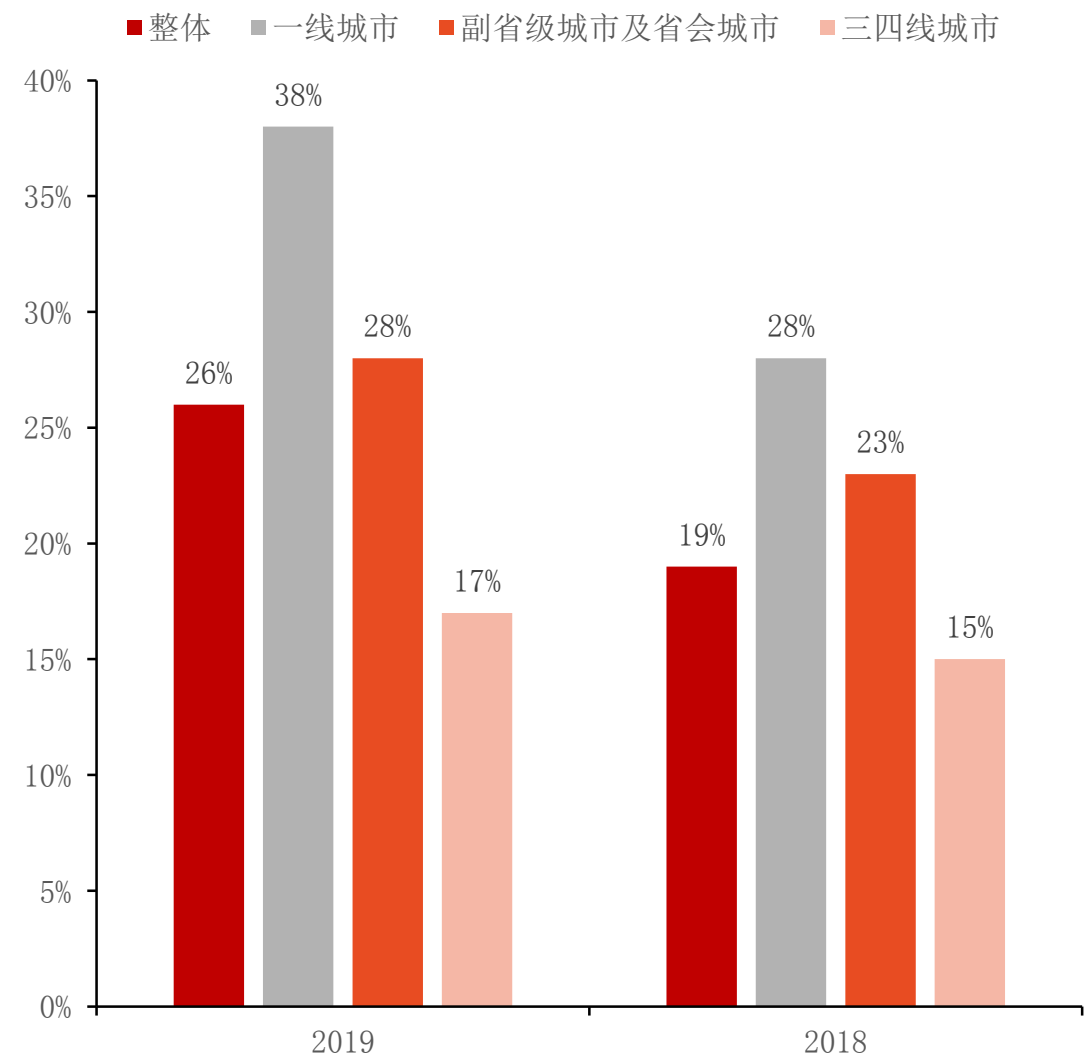
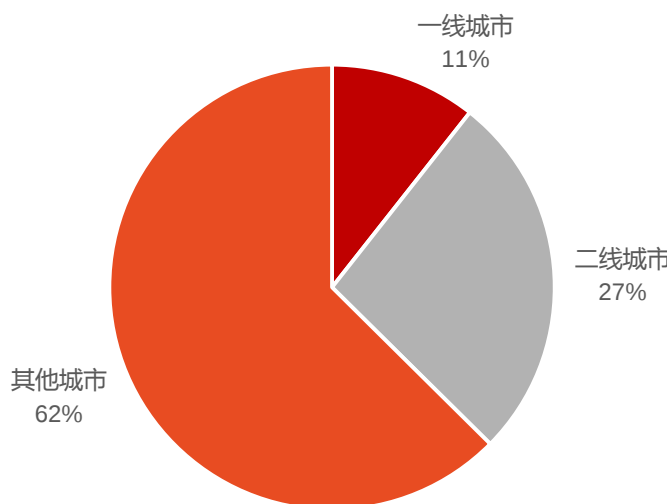
我国酒店主要分布于低线城市，占比超60%以上，存量酒店超过22万间

低线城市连锁化率更低（2019年仅17%），提升空间较高线城市更大(%)

酒店数量分布 (%)



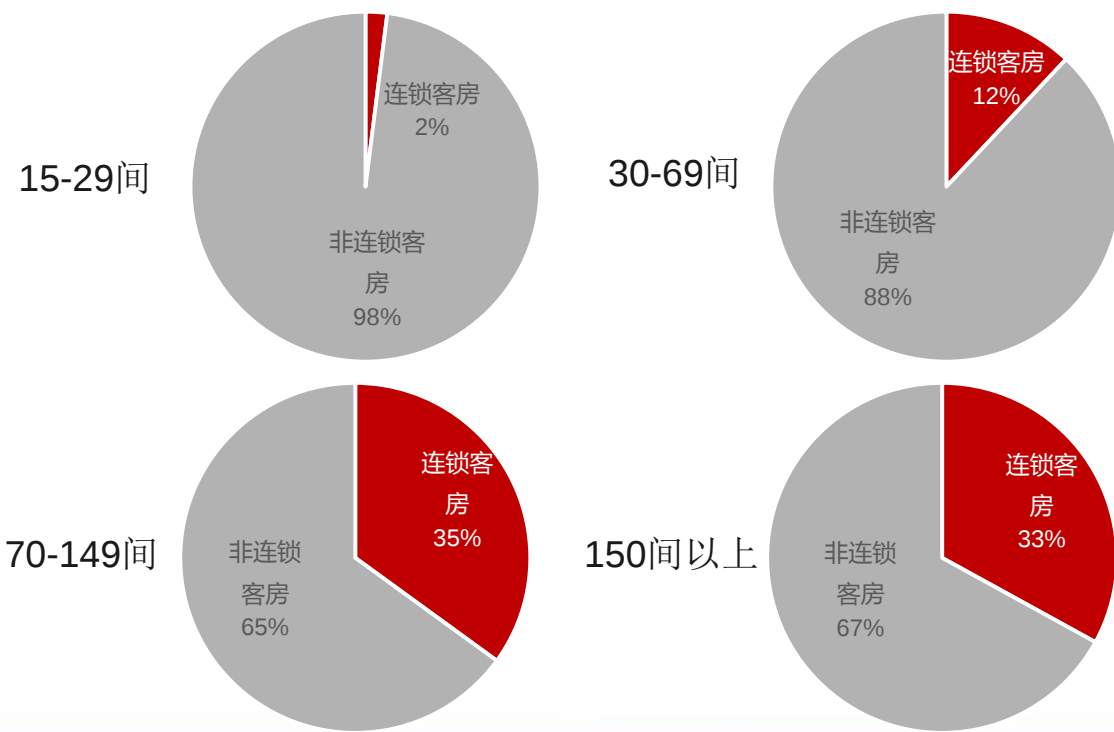
客房数量分布 (%)



低线城市：连锁酒店空间测算——规模以上酒店角度（保守）

- 考虑规模以上酒店（房间数**70间**以上）连锁化率较规模以下酒店有明显提升，对于转型连锁酒店而言，**70间房**或为重要分水岭。
- 若不考虑未开发为酒店的物业所带来的增量，我们采用规模以上酒店数量来衡量未来连锁酒店潜在空间，假设未来所有**70间房**以上酒店均可转化为连锁酒店。
- 经测算，低线城市连锁酒店未来潜在客房数为**328.9**万间，相较当前的**192.8**万间仍有**1.7**倍空间。
- 若以平均单店房间数为**70**（下限）/**150**（上限）间计算，低线城市待开发连锁酒店数量约为**2.2-4.7**万间；

70间房以上酒店连锁化率更高（%）



基于2018、2019年数据，低线城市未来潜在空间测算

	70-149间	150间以上	合计
存量客房数 (万间; 2018年)	319.3	202.4	521.7
当前连锁酒店客房 数量 (万间; 2019年)			192.8
待开发连锁酒店客 房数 (万间)			328.9
	下限	上限	
平均单店房间数 (间)	70	150	
未来潜在连锁酒店 数量 (万家)	4.7	2.2	

低线城市连锁酒店空间测算——连锁化率提升角度（中性）

- 基于2019年末数据，当前低线城市连锁酒店客房数量为1,927,532间，对标欧洲/美国酒店连锁化率40%/72%，分别存在1.3/3.1倍增长空间。
- 以低线城市连锁酒店单店平均客房数50计算，待开发连锁酒店数量分别为5万/12万家，为一二线城市合计待开发酒店数量（1.1万/4.8万家）的5/3倍。



对标欧洲40%连锁化率：

低线城市	11, 026, 836	23%	2, 536, 172	50	51, 214
------	--------------	-----	-------------	----	---------

对标美国72%连锁化率：

低线城市	11, 026, 836	55%	6, 064, 760	50	122, 467
------	--------------	-----	-------------	----	----------

低线城市连锁酒店空间测算——城市数量角度（乐观）



- 考虑到低线城市仍然有不少合适物业尚未被开发为酒店，我们采用低线城市数量为基数测算连锁酒店空间。
- 据酒店产权网披露的各城市酒店数量，将城市级别划分后，我们粗略计算得，**2019年**三四线城市平均拥有酒店**800**家，五线城市平均拥有酒店**300**家；假设县级市平均拥有酒店数量**150**家。
- 经测算，我国低线城市未来连锁酒店空间**24.7-29.2**万家。

2019年			潜在空间			
平均每个城市拥有酒店数量（家）						
酒店数量增速假设		10%	15%	20%	25%	30%
三四线城市	800	880	920	960	1000	1040
五线及以下地级市	300	330	345	360	375	390
县级市	150	165	173	180	188	195
低线城市合计		1375	1438	1500	1563	1625
城市数量（个）						
三四线城市	160	160	160	160	160	160
五线及以下地级市	128	128	128	128	128	128
县级市	387	387	387	387	387	387
酒店数量（万家）						
三四线城市	12.8	14.1	14.7	15.4	16.0	16.6
五线及以下地级市	3.8	4.2	4.4	4.6	4.8	5.0
县级市	5.8	6.4	6.7	7.0	7.3	7.5
合计	22.4	24.7	25.8	26.9	28.1	29.2

低线城市连锁酒店空间测算——城市数量角度（乐观）

- 对标40%成熟连锁化率，我国低线城市连锁酒店潜在空间为9.9-11.7万家，尚未被开发空间6.1-7.9万家，约1.6-2.1倍空间。
- 对标72%成熟连锁化率，我国低线城市连锁酒店潜在空间为17.8-21.0万家，尚未被开发空间14.0-17.3万家，约3.7-4.6倍空间。

低线城市未来潜在酒店空间（万家）					
合计	24.7	25.8	26.9	28.1	29.2
低线城市当前连锁酒店存量（万家）					
2019年低线城市连锁酒店客房数	11,026,836	11,026,836	11,026,836	11,026,836	11,026,836
2019年低线城市连锁化率	17%	17%	17%	17%	17%
2019年低线城市酒店单店平均房间数	50	50	50	50	50
2019年低线城市连锁酒店数量	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
成熟连锁化率	40%	40%	40%	40%	40%
潜在连锁酒店空间（万家）	9.9	10.3	10.8	11.2	11.7
尚未被开发连锁酒店空间（潜在空间-当前存量）（万家）	6.1	6.6	7.0	7.5	7.9
成熟连锁化率	72%	72%	72%	72%	72%
潜在连锁酒店空间（万家）	17.8	18.6	19.4	20.2	21.0
尚未被开发连锁酒店空间（潜在空间-当前存量）（万家）	14.0	14.8	15.6	16.5	17.3

成长性——加盟

1.中国连锁化空间几何？

2.单体店VS加盟店：连锁化优势详解

3.三大酒店集团加盟扩张战略对比

多环节降本增效，连锁酒店优势凸显

- 对于单体酒店而言，加盟连锁酒店意味着可将自身管理运营水平至少提升至行业中上水准。与新增的加盟费用相比，增效降本所带来的效益更高。
- 1) **投资环节**：加盟酒店装修用料由集团实行统一采购，具有较明显的规模优势。在同等装修质量下，加盟酒店投资额较单体酒店更低。
- 2) **导流环节**：单体酒店大多依赖OTA导流，OTA高佣金率挤占盈利空间；而加盟酒店则依靠集团会员资源，可大幅降低OTA依赖度，中央渠道费率多为8%-9%，且上有封顶，在一定程度上保障加盟商利益。
- 3) **销售环节**：得益于连锁酒店集团的会员池导流与高于平均水平的运营能力，加盟酒店可实现较单体酒店更高的房价与入住率，从而提升RevPAR。
- 4) **运营环节**：酒店持续经营过程中所使用的耗材，连锁酒店依然为集团实行大规模集采，耗材成本大幅下降。
- 5) **管理环节**：酒店日常管理所涉及的IT培训、财务、采购、人力资源环节，单体酒店需单独配备人员且自行管理，加盟酒店可为加盟商提供统一培训，并整合财务、人力等系统，降低日常管理费用。



单店模型对比：加盟店投资回报率显著高于单体店

- 以经济型酒店为例，在相同的物业条件下，加盟店投资回收期约为5.4年，远远短于单体店的22.8年；ROIC约18.7%，远高于单体店的4.4%。

	加盟店	单体店	假设		加盟店	单体店	假设
ADR（元）	180	160		毛利（万元）	167	28	
OCC	80.00%	65.00%		毛利率	30%	7%	
RevPAR（元）	144	104					
房费收入（万元）	525.6	379.6	房费收入占总收入的95%	费用合计（万元）	82	61	
非房费收入（万元）	27.7	20.0		费用率	14.8%	15.2%	
收入合计（万元）	553.3	399.6		首次加盟费摊销（万元）	2.5		
				持续加盟费（万元）	28		持续加盟费5%
房间数（间）	100	100		PMS初装费摊销（万元）	0.05		
初始投资额/装修费用（万元/间）	6.5	7.15	在统一采购与规模优势下，同等装修质量下加盟店单房投资较单体店节约10%	PMS使用费（万元）	1		
总投资（万元）	650	715		CRS费用（万元）	19		CRS费用率8%，占比是1-OTA渠道占比,总营收的3.5%封顶
				OTA占比	30%	80%	
				OTA费用（万元）	32	61	OTA费用率20%
成本合计（万元）	387	372		EBITDA（万元）	152	39	
员工人数（人）	20	20	平均每5间房需要一名员工	EBITDA率	27%	10%	
人均工资（万元）	4	4		单店税前利润（万元）	84	-33	
人力成本（万元）	80	80		净利润（万元）	63	-25	
单位租金（元/平天）	1.5	1.5		净利率	11%	-6%	
建筑面积（平米）	3000	3000					
租金（万元）	164	164	租金占总收入的30%	投资回收期（年）	5.36	22.75	
能源（万元）	33	24		ROIC	18.7%	4.4%	
耗材（万元）	44	32					
折旧摊销（万元）	65	71.5	折旧摊销年份10年				

三四线下沉不是一二线城市模型的简单复制，运营难度提升

- 三四线市场下沉并非是对一二线城市酒店模型的简单复制，适用于高线城市的模型在下沉市场可能在多方面表现出水土不服。
- 受限于市场体量与消费水平，三四线城市酒店模型投资回报率表现可能不敌一二线城市，要适应三四线市场就必须开发出适合的产品模型，并提升管理效率。

客流基数下降

三四线城市商旅活动有限，人口流动较少，本地消费占据主流，酒店需求规模远不及高线城市，因而低线城市酒店也入住率往往不敌高线城市

获客渠道收窄

由于三四线城市以本地消费为主，本土化流量获取在城市间差异较大，难以标准化

加价率收紧

下沉市场消费人群多具有“价格敏感”属性，在性价比的考量和消费水平的限制下，三四线城市酒店房价难以提升

管理人才缺乏

酒店管理人才缺失，服务人员的专业素质直接影响了酒店的服务水平

投资成本有限

三四线城市投资者的投资成本大概率低于一二线城市水平，且受限于市场体量，难以支撑大规模酒店生存

管理难度升级

酒店业具有高标准、强管理的属性，从总部到下沉市场也是管理半径扩大的过程，管理成本与难度极具上升

单店模型对比：一二线城市较三四线城市拥有更高投资回报率

- 从单店模型对比上看，相同的产品模型在一二线城市往往表现出更高的投资回报率。
- 以经济型加盟酒店为例，一二线城市ROIC为18.7%，高于三四线城市的11.5%。

	一二线	三四线	假设		一二线	三四线
ADR（元）	180	140	一二线城市房价较三四线高，参考如家 一二线出租率较三四线高5%	毛利（万元）	167	84
OCC	80.00%	75.00%		毛利率	30%	21%
RevPAR（元）	144	105		费用合计（万元）	82	61
房费收入（万元）	525.6	383.25	三四线城市人工成本较一二线城市更低 三四线城市租金较一二线更低	费用率	14.8%	15.1%
非房费收入（万元）	27.7	20.2		首次加盟费摊销（万元）	2.5	2.5
收入合计（万元）	553.3	403.4		持续加盟费（万元）	28	20
房间数（间）	100	100		PMS初装费摊销（万元）	0.05	0.05
初始投资额/装修费用（万元/间）	6.5	7.15		PMS使用费（万元）	1	1
总投资（万元）	650	715		CRS费用（万元）	19	14
成本合计（万元）	387	319		OTA占比	30%	30%
员工人数（人）	20	20		OTA费用（万元）	32	23
人均工资（万元）	4	3		EBITDA（万元）	152	97
人力成本（万元）	80	60		EBITDA率	27%	24%
单位租金（元/平天）	1.5	1.2		单店税前利润（万元）	84	23
建筑面积（平米）	3000	3000		净利润（万元）	63	17
租金（万元）	164	131		净利率	11%	4%
能源（万元）	33	24		投资回收期（年）	5.36	8.70
耗材（万元）	44	32		ROIC	18.7%	11.5%
折旧摊销（万元）	65	71.5				

三四线城市下沉对管理和产品提出了更高的要求

- 三四线城市酒店若要维持或接近一二线城市的投资回报率，对管理效率和产品模型提出了更高的要求。
- 产品模型、品牌形象、管理效率的优化升级可体现为：①降费用（如人工成本下降10%，能源占比下降1%，耗材占比下降1%）；②升出租率（如出租率提升5pct）；③升房价（如房价提升10元）等，一定程度优化后可接近一二线城市酒店的投资回报率。

	原三四线模型	①	②	③	①+②	①+②+③
ADR（元）	140	140	140	150	140	150
OCC	75.00%	75.00%	80.00%	75.00%	80.00%	80.00%
RevPAR（元）	105	105	112	112.5	112	120
成本合计（万元）	319	305	323	323	309	312
员工人数（人）	20	20	20	20	20	20
人均工资（万元）	3	2.7	3	3	2.7	2.7
人力成本（万元）	60	54	60	60	54	54
单位租金（元/平天）	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
建筑面积（平米）	3000	3000	3000	3000	3000	3000
租金（万元）	131	131	131	131	131	131
能源（万元）	24	20	26	26	22	23
耗材（万元）	32	28	34	35	30	32
折旧摊销（万元）	71.5	71.5	71.5	71.5	71.5	71.5
毛利（万元）	84	98	107	109	122	149
毛利率	21%	24%	25%	25%	28%	32%
EBITDA（万元）	97	111	117	118	131	154
EBITDA率	24%	28%	27%	27%	30%	33%
单店税前利润（万元）	23	37	43	44	57	80
净利润（万元）	17	28	32	33	43	60
净利率	4%	7%	7%	8%	10%	13%
投资回收期（年）	8.70	7.60	7.26	7.18	6.45	5.50
ROIC	11.5%	13.2%	13.8%	13.9%	15.5%	18.2%

成长性——加盟

1.中国连锁化空间几何？

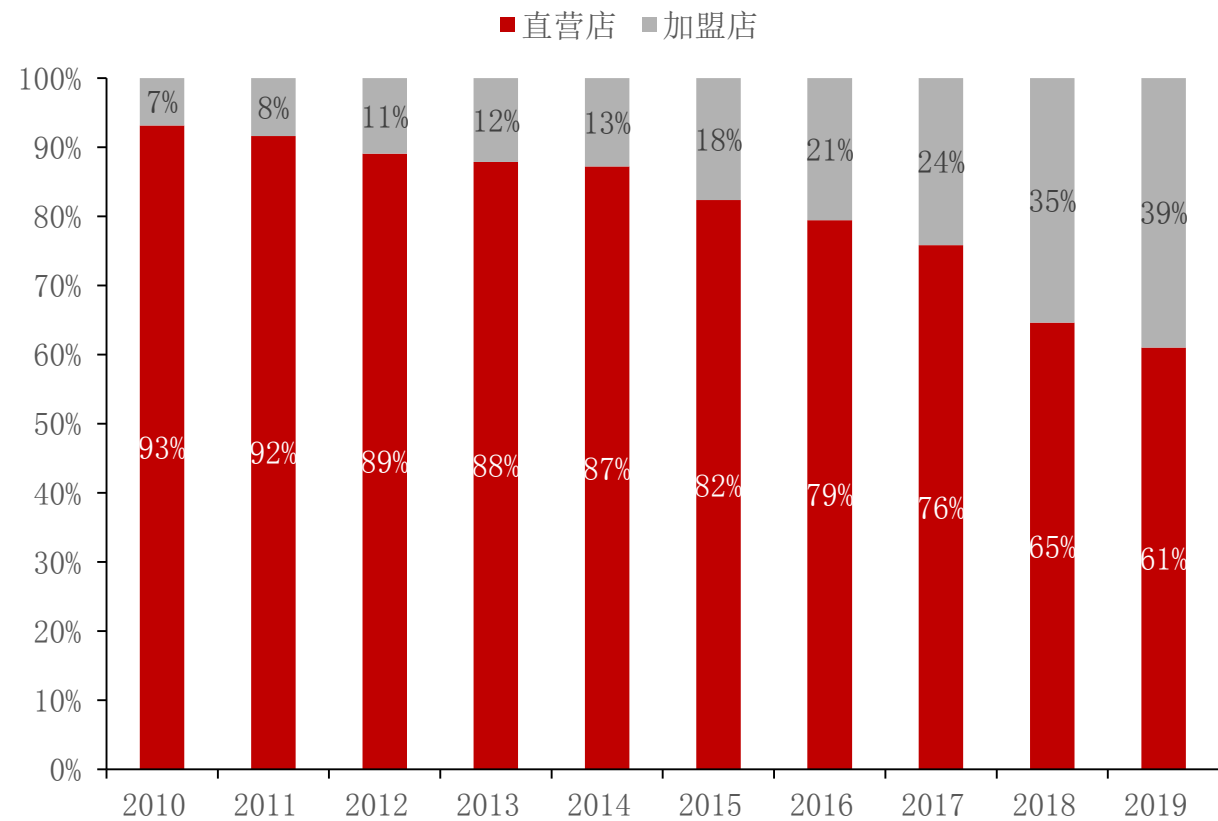
2.单体店VS加盟店：连锁化优势详解

3.三大酒店集团加盟扩张战略对比

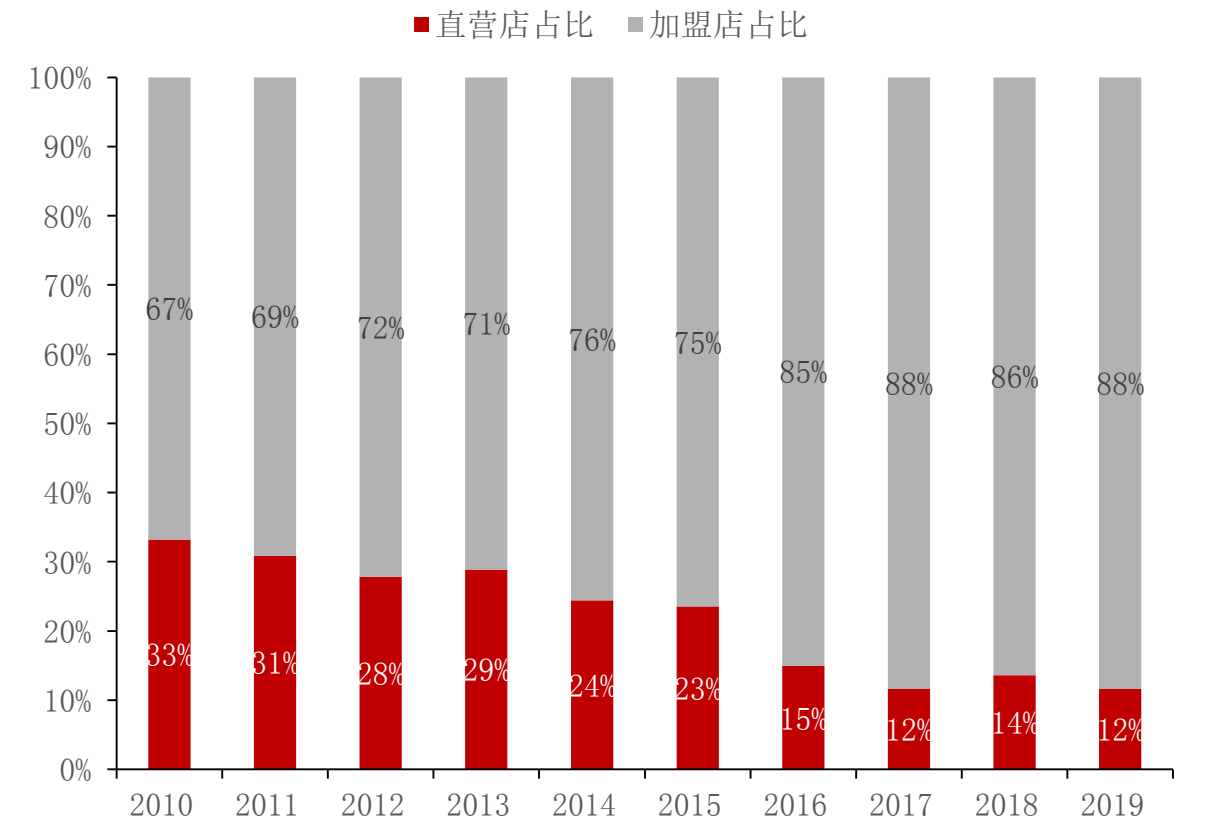
锦江 | 以加盟店扩张为主，加盟店收入贡献逐步提升

- 数量上看：加盟店数量占比逐年提升，2019年提升至88%，较2010年增加21pct。
- 收入上看：加盟店收入贡献逐年提升，2019年加盟店贡献收入39%，较2010年增加32pct。

锦江收入结构：直营店为主要贡献，但比重逐步下降（%）



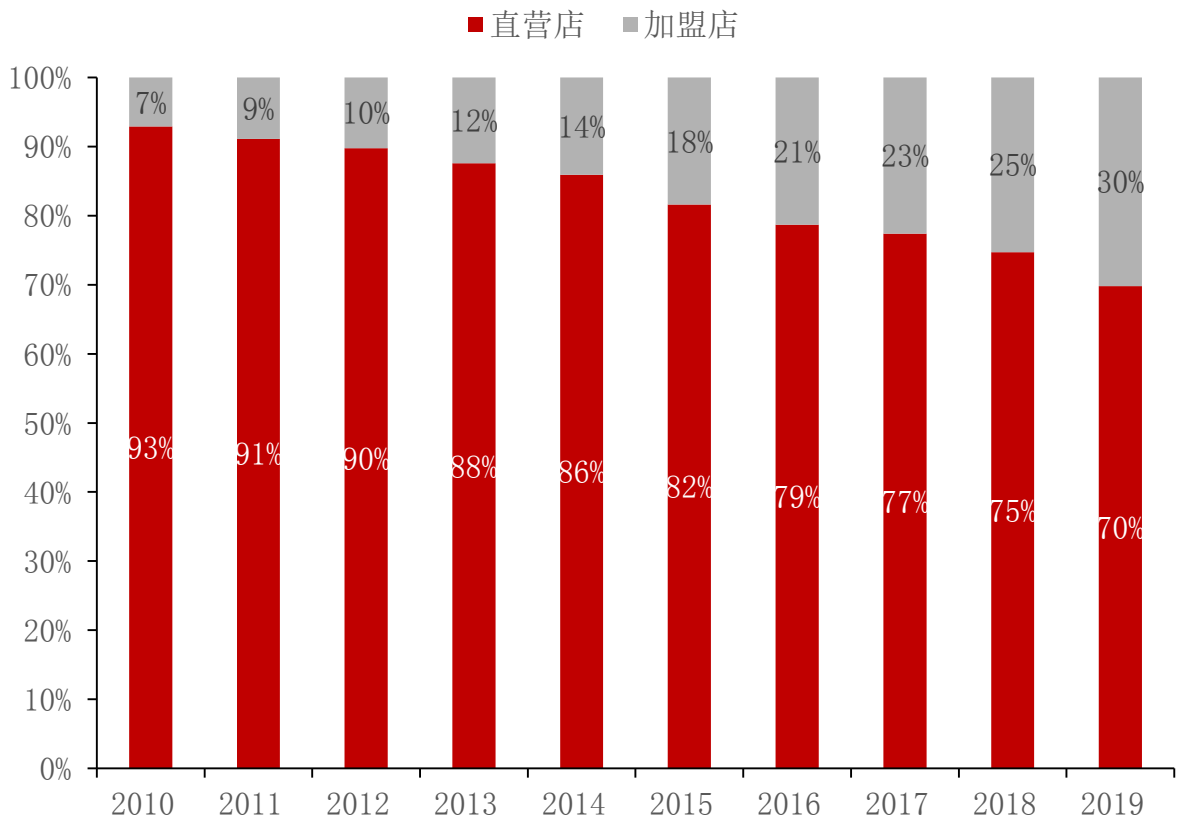
锦江开店结构：直营店数量占比逐年下降（%）



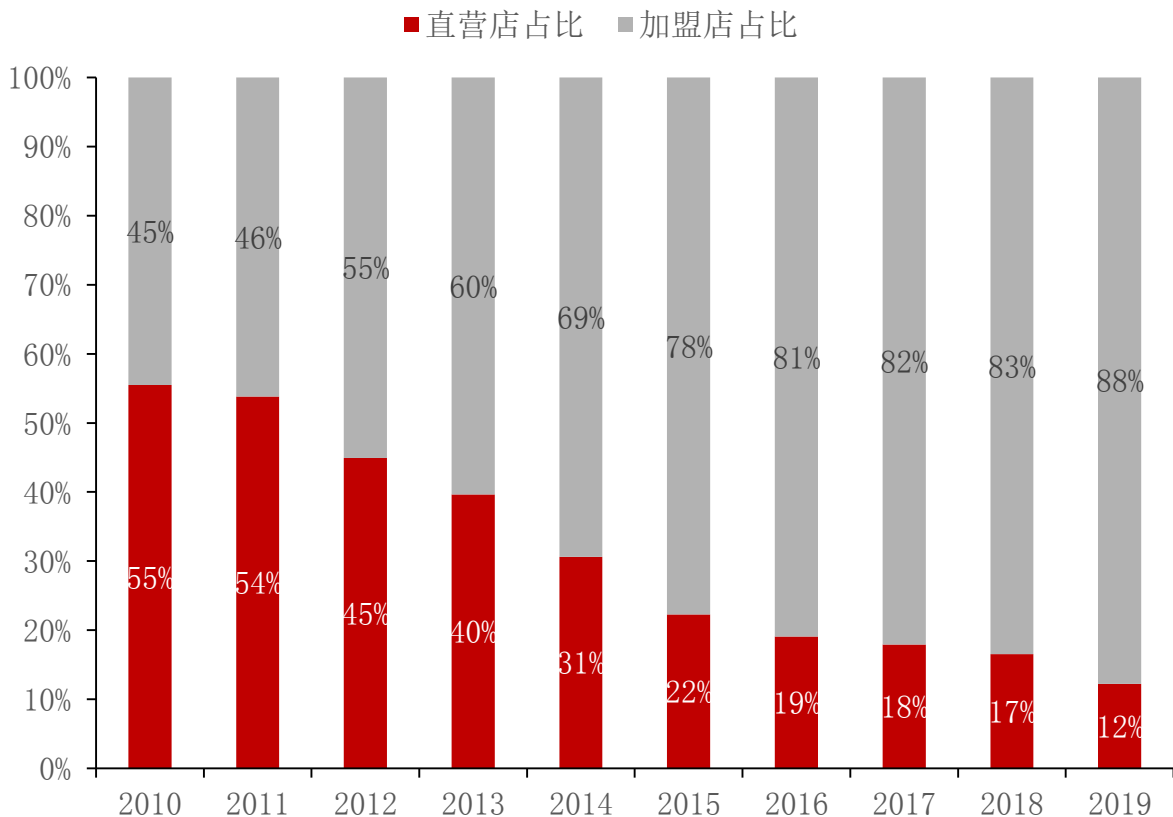
华住 | 以加盟店扩张为主，收入贡献稳步提升

- 数量上看：自12年起提出加盟店为主的扩张方式后，加盟店数量占比迅速提升，2019年占比升至88%，较2010年增加43pct。
- 收入上看：加盟店收入贡献逐年提升，2019年加盟店贡献收入30%，较2010年增加23pct。

华住收入结构：直营店为主要贡献，但比重逐步下降（%）



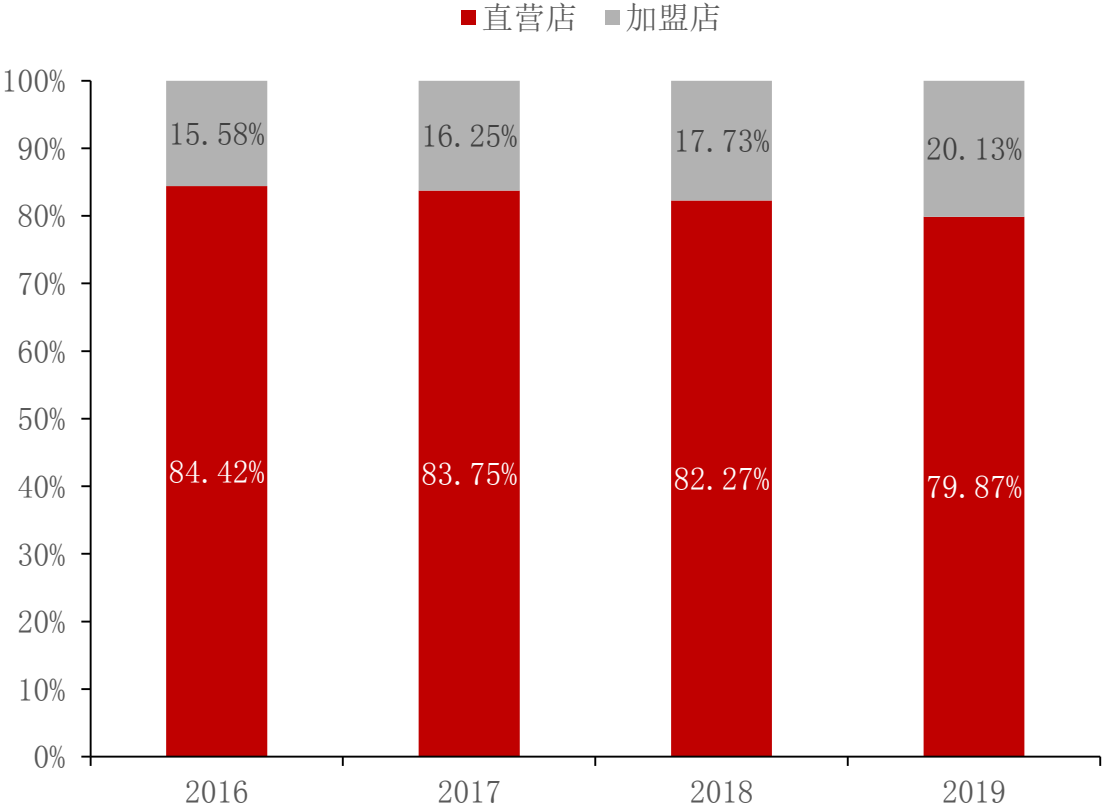
华住开店结构：加盟店数量占比逐年上升（%）



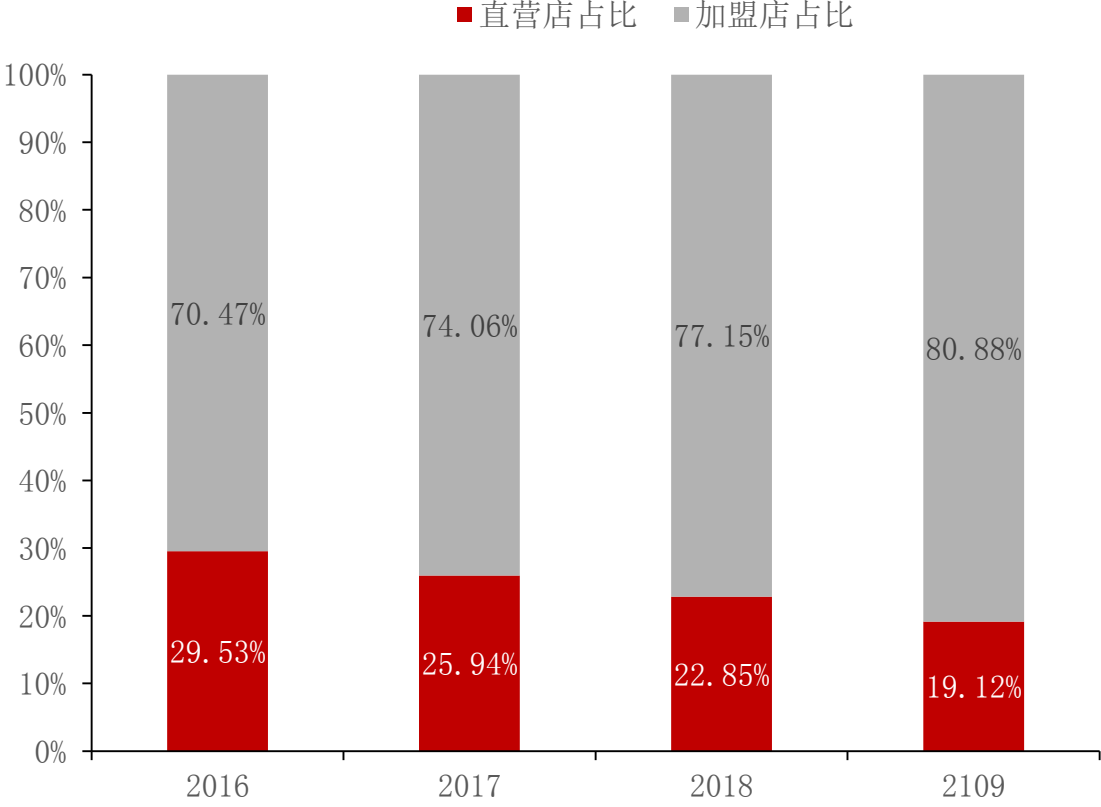
首旅 | 收购如家后持续扩张，加盟店收入贡献比重稳步提升

- 数量上看：2016年收购首旅后，加盟店数量占比逐年提升，2019年提升至81%，较2016年提升10pct。
- 收入上看：加盟店收入贡献逐年提升，2019年加盟店贡献收入20%，较2016年提升5pct。

首旅收入结构：直营店为主要贡献，但比重逐步下降（%）



首旅开店结构：加盟店数量占比逐年上升（%）



扩张战略对比 | 龙头均以加盟店为主要扩张方式，锦江扩张步伐居首

- 锦江：未来3年计划达到1.5万家开店，扩张速度依然为三大龙头之首。其中约95%为加盟店。达到1.5万家开店规模后，预计加盟店占比约91%。
- 华住：未来3年计划达到1万家开店规模，届时预计加盟店占比约91%。
- 首旅：未来3-5年计划达到1家开店规模，届时预计加盟店占比约73%。

	2019年开业数量（家）			计划新增开店（家）			计划开业总数（家）		
	加盟店	直营店	合计	加盟店	直营店	合计	加盟店	直营店	合计
	数量								
锦江	7525	989	8514	6162	324	6486	13687	1313	15000
华住	4930	688	5618	4163	219	4382	9093	907	10000
首旅	3599	849	4448	3692	194	5552	7291	1043	10000
	占比（%）								
锦江	88%	88%		95%	5%		91%	9%	
华住	88%	88%		95%	5%		91%	9%	
首旅	81%	81%		66. 5%	4%		73%	10%	

- 注：
- 1. 假设锦江新开店中加盟店占比为95%；2019年华住新开店中加盟店占比97%、首旅新开店中加盟店占比96%，假设未来华住与首旅未来新开店中加盟店占比约95%。
- 2. 假设首旅新开店中30%为云酒店。

成长性——升级

- ✓ 终端升级是打开成长空间的另一重要途径。
- ✓ 终端升级的本质是基于需求与供给的调整，是改善投资回报率的需要。
- ✓ 高端酒店难以连锁化且房价增长接近停滞，因此未来升级的重点在于经济型与中端酒店，中端酒店市场存在1倍以上增长空间。

终端升级是打开成长空间重要方式

- 除通过加盟店快速扩张外，酒店终端升级也是酒店集团打开成长空间的重要渠道之一。
- 终端升级包括同一档次酒店的自我升级与低档次酒店向高档次酒店的升级。在我国酒店业发展的历史上，发生过两次较为重要的酒店终端升级，是否抓住升级机遇成为了能否成长为行业龙头的关键因素。
- 第一次：2000-2010年，经济型酒店的自我升级。**锦江之星扩张落后于2002年新成立的如家，于2000-2003年多次升级产品模型，后得以加快扩张步伐，保持行业领先地位；2005年汉庭通过成功升级经济型酒店切入市场，弥补入场较晚的遗憾，为后续成长为行业龙头奠定了基础。
- 第二次：2010年后，经济型升级为中端酒店。**2010年前后，酒店行业迎来中端酒店升级风口，华住借助全季抓住这一升级机会，是三大龙头中唯一一家主要通过内生增长成为龙头的连锁酒店集团。

锦江之星三次升级

- ✓ 诞生于中国经济型酒店模型的探索阶段，经过一段时间的摸索与如家成立启发，锦江之星完成了从“旅馆”到真正“经济型连锁酒店”的转变，扩张步伐由此加快。

汉庭成立，升级现有经济型酒店模型

- ✓ 中国经济型连锁酒店发展过半，汉庭成立，再次针对当下经济型酒店模型进行升级，定位“商旅经济型”酒店。
- ✓ 凭借更为优秀的模型快速扩张，2016年前后与如家、7天成为我国三大经济型酒店龙头品牌。

迎来中端酒店风口，经济型升级为中端趋势明显

- ✓ 2008-2015年，当时龙头连锁酒店集团纷纷推出中端品牌，如华住推出“全季”品牌等。
- ✓ 部分中端酒店为原本的经济型酒店升级而来。
- ✓ 如：如家于2008年推出了“和颐”中端品牌，部分为原有经济型品牌“莫泰”改造而成。

如家中端酒店自我升级

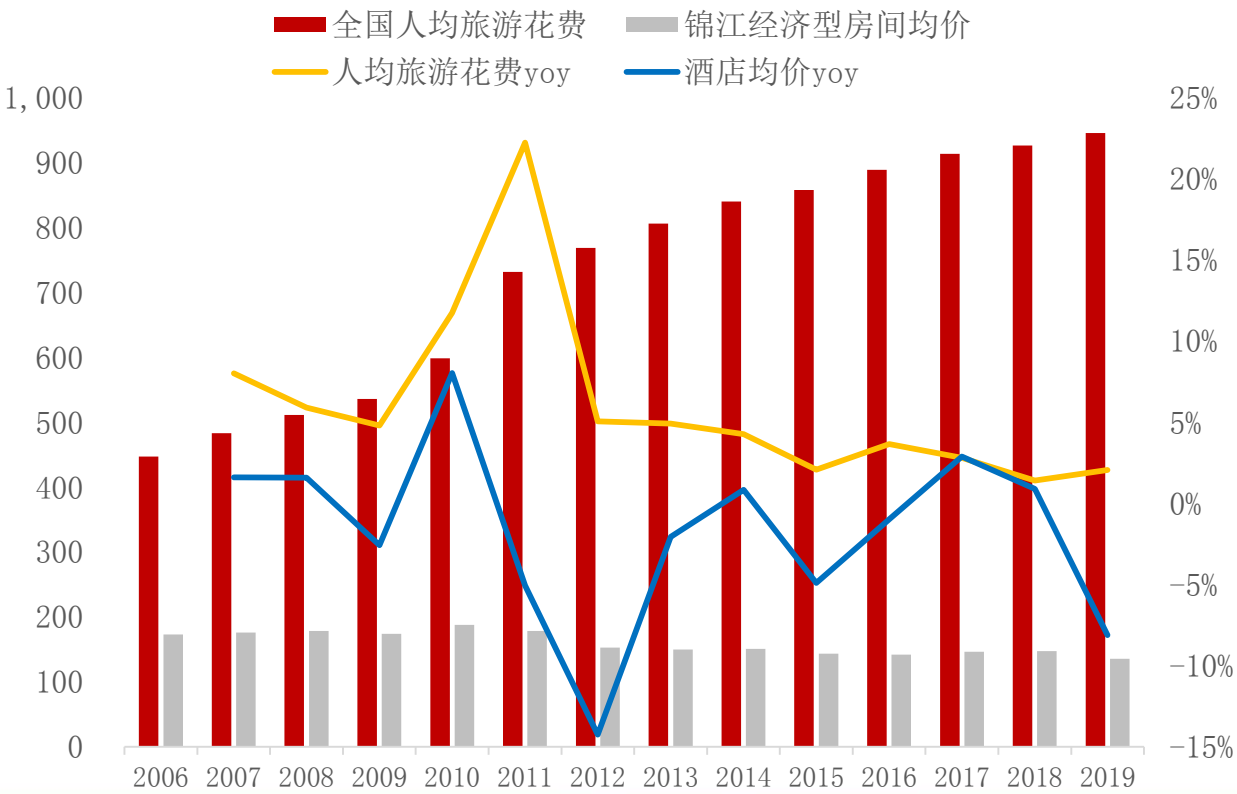
- ✓ 如家集团推出的“和颐”品牌表现不佳，扩张速度较慢
- ✓ 于2015年对标“全季”，重新升级中端品牌产品，推出更适合市场需求的“如家精选”品牌



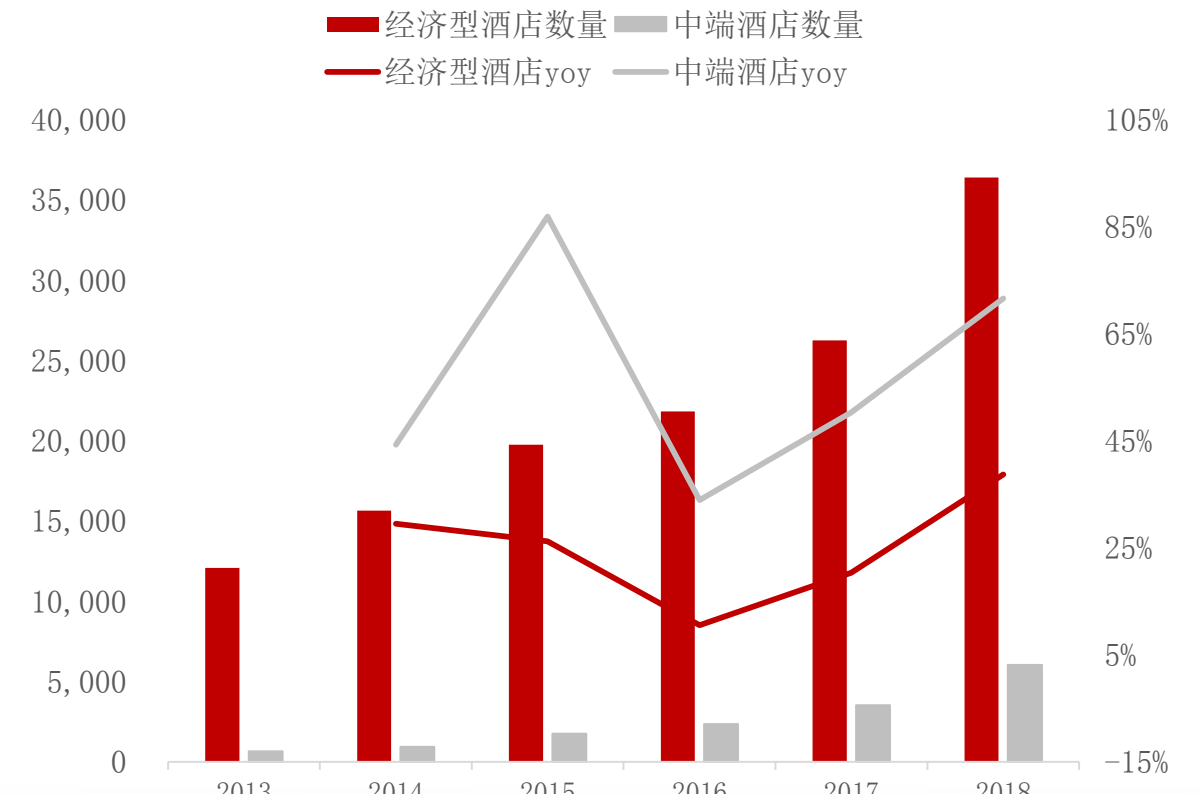
终端升级的本质是基于需求和供给的调整 ——需求端

- 旅游人均消费升级背景下，中端酒店需求明显提升。2005-2019年国内居民人均旅游消费由436元提升至945元，旅游消费者不再满足于基本的住宿需求，而趋向更高舒适度的中端酒店。
- 消费升级推动经济型酒店向中端升级。旅游消费的升级驱动着经济型酒店向更高舒适度的中端酒店转型。据艾媒咨询，2013-2018年，经济型酒店数量增幅达201%，年复合增长率为24.7%；中端酒店增幅达830%，年复合增长率为56.2%，中端酒店以明显高于经济型酒店的速度扩张。

国内人均旅游消费增长空间大于经济型酒店价格增长



中端酒店数量增速优于经济型酒店（家）

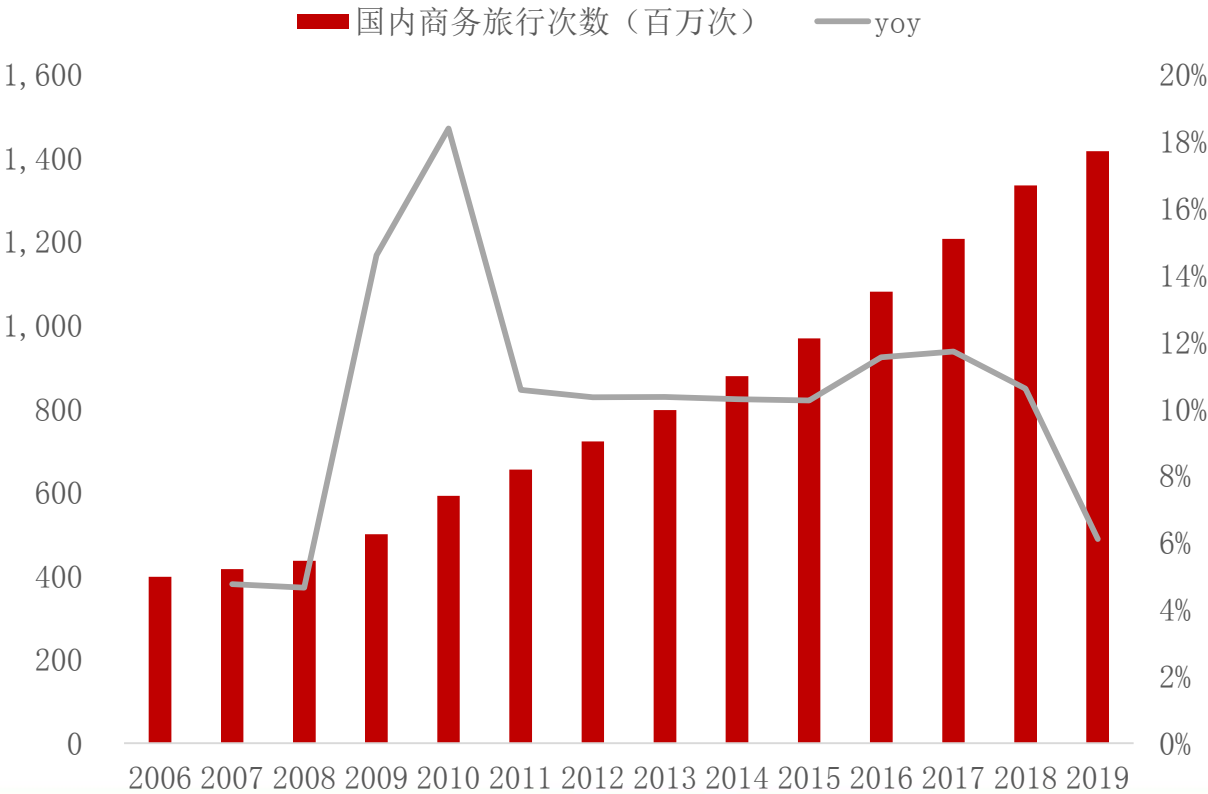


资料来源：Wind, Euromonitor, 锦江酒店公司公告, 艾媒咨询, 方正证券研究所

终端升级的本质是基于需求和供给的调整 ——需求端

- 2008-2010年商旅市场加速扩张，助推中端酒店市场发展。国内商务旅行次数逐年上升，2008-2010年增幅尤为明显，2006-2019年增幅达150%，年化增速为6.8%。根据艾瑞咨询《中国商旅管理市场白皮书》，2018年中国商旅人士更加偏好选择中端酒店，占比高达48.7%，商务市场扩张将进一步带动中端酒店市场发展。
- 差旅费用报销标准提升，打开商旅酒店消费上限，中端酒店定价优势凸显。据财政部2016年公布的工作人员差旅住宿标准，全国平均差旅住宿费调整为300-800元区间范围，部分地区旺季上浮价达400-1000元区间。报销标准符合中端酒店（高端以下）250-800元的价格带，刺激商业旅客消费从经济型酒店向中端酒店升级。

2008-2010年，国内商旅市场加快扩张



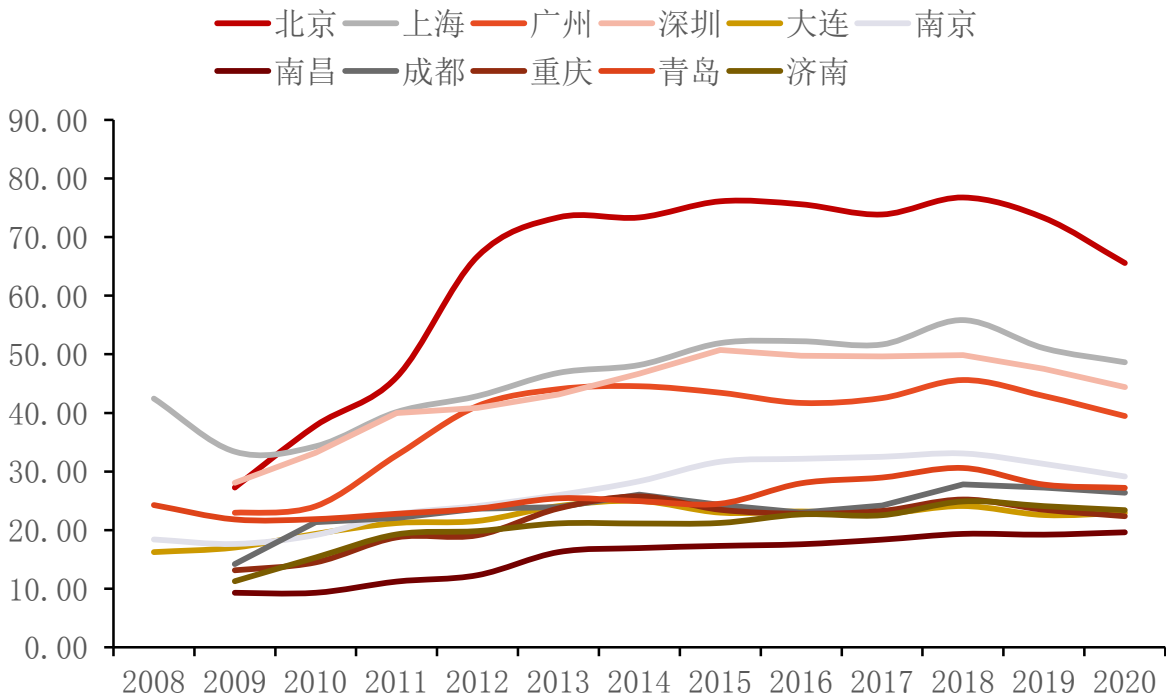
中央和国家机关工作人员赴地方差旅住宿费标准明细表

元/人/天	住宿费标准			旺季上浮价		
	部级	司局级	其他人员	部级	司局级	其他人员
区域	部级	司局级	其他人员	部级	司局级	其他人员
全国平均	791	455	338	1034	607	446
北京	1100	650	500	-	-	-
上海	1100	600	500	-	-	-
大连	800	490	350	960	590	420
三亚	1000	600	400	1200	720	480
拉萨	800	500	350	1200	750	530

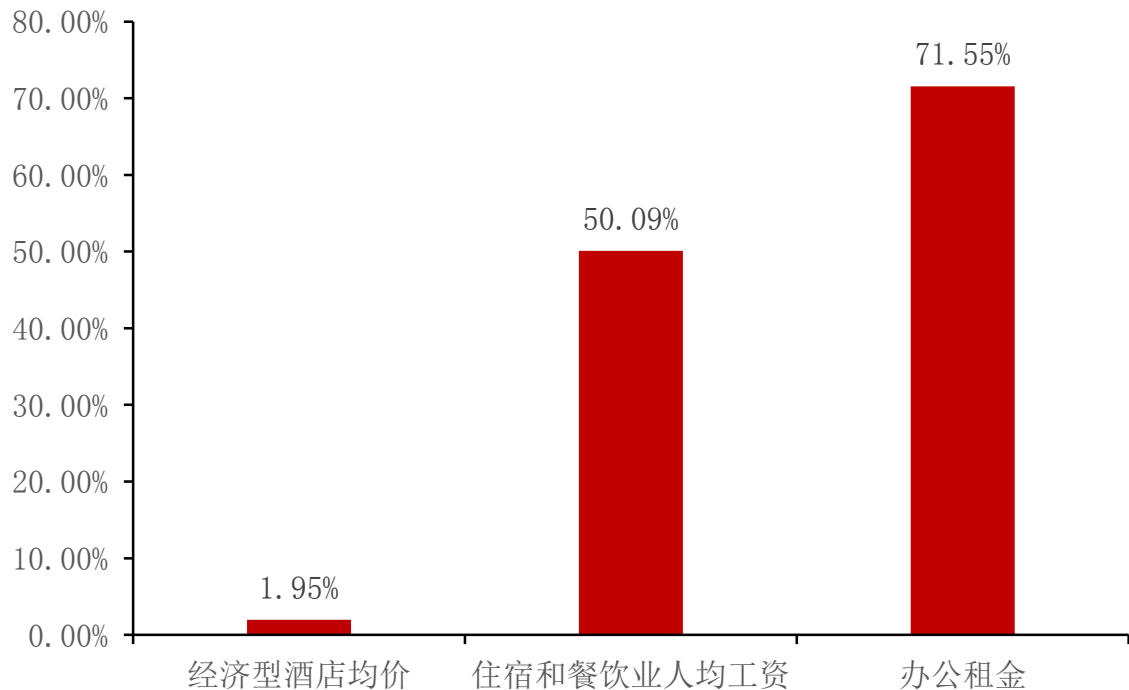
终端升级的本质是基于需求和供给的调整 ——供给端

- **成本持续上升挤压盈利空间。**2008-2013年间，国内主要城市办公租金快速上升，北上广深四地5年内租金平均上升了89%，租金红利期逐步消退。据《中国经济型饭店调查报告（2008、2011）》，2007年全国成本平均涨幅达到29%，平均每间客房投资从5.5万元增长到6.5万元；2009年，经济型酒店原本每天每平米不足1元的租金标准被抬高到3.0元/平米。
- **房价的增长停滞与成本端的持续上升形成矛盾，倒逼我国酒店业进行升级转型，改善投资回报率。**经济型酒店房价上涨几近停滞，2009-2012三年间，平均房价仅上涨1.95%，相比之下，人工成本与租金成本涨幅远超于此。一般而言，酒店业租赁合同周期为5年以上，这意味着，2008年前后签约的酒店在合约到期之后将发生租金的统一上调，租金的大幅上涨导致原有模型的投资回报率明显下降。

2010年前后主要城市办公租金快速上升（元/日/平米）



相比于房价，人工成本与租金成本上涨幅度更高



单店模型对比：中端酒店投资回报率较经济型酒店更高



- 从单店模型对比来看，中高端产品模型投资回报率高于经济型。
- 需求端上限放松与供给端成本上升共同驱动了经济型酒店向中高端酒店升级，本质上是优化原有模型投资回报率的选择。

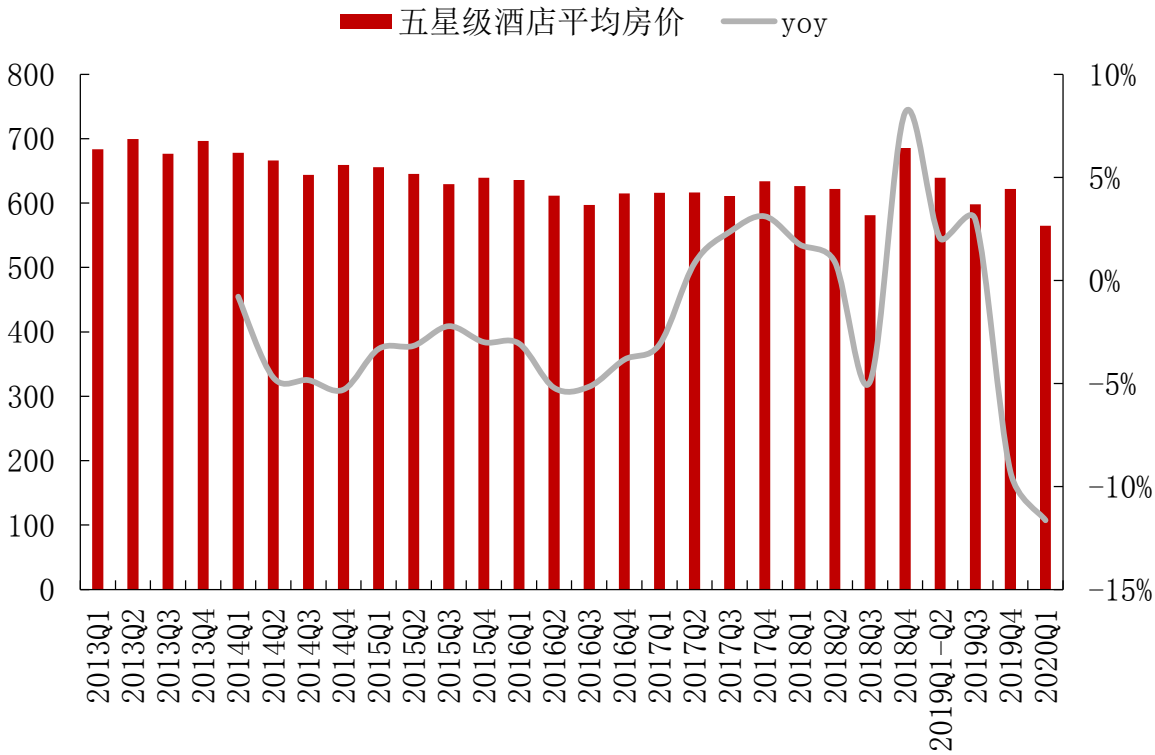
	华住		首旅		锦江	
	经济型	中高端	经济型	中高端	经济型	中高端
ADR（元/间晚）	180	294	171	312	158	262
OCC（%）	88.90%	81.20%	83.50%	71.50%	72.91%	81.61%
RevPar	160	239	142	223	115	214
房间数	85	120	100	115	85	120
单房面积（平米）	25	30	20	30	25	35
总面积（平米）	2125	3600	2000	3450	2125	4200
初始投资额（万元/间）	6.5	10	6.5	9.5	7	11
总投资（万元）	553	1200	650	1092.5	595	1320
租金（元/平/天）	1.8	2	1.8	2	1.8	2
年租金（万元）	140	263	131.4	251.85	140	307
年收入（万元）	496.46	1045.63	518.30	936.04	357.90	936.49
其他收入（万元）	53.20	95.99	49.68	100.90	49.09	90.78
收入总计（万元）	549.66	1141.62	567.98	1036.94	406.99	1027.27
增值税率	3%	5.66%	3%	5.66%	3%	5.66%
增值税（万元）	16.49	64.62	17.04	58.69	12.21	58.15
成本总计（万元）	361.51	724.01	383.22	699.11	306.91	781.96
人工费用（万元）	87.95	171.24	119.28	217.76	89.54	215.73
人工/收入占比	16%	15%	21%	21%	22%	21%
租金（万元）	137.42	262.57	119.28	228.13	109.89	287.64
租金/收入占比	25%	23%	21%	22%	27%	28%
折旧（万元）	53.70	118.96	59.47	97.68	46.44	124.50
折旧/收入占比	9.77%	10.42%	10.47%	9.42%	11.41%	12.12%
能耗+消耗品（万元）	82.45	171.24	85.20	155.54	61.05	154.09
能耗+消耗品/收入占比	15%	15%	15%	15%	15%	15%

	华住		首旅		锦江	
	经济型	中高端	经济型	中高端	经济型	中高端
毛利（万元）	188.15	417.60	184.76	337.84	100.08	245.31
毛利率（%）	34.23%	36.58%	32.53%	32.58%	24.59%	23.88%
费用总计（万元）	45.07	92.47	46.57	82.96	30.52	76.02
费用占比（提成率）	8.20%	8.10%	8.20%	8%	7.50%	7.40%
EBITDA（万元）	196.78	444.09	197.66	352.56	115.99	293.80
EBITDA率	35.80%	38.90%	34.80%	34.00%	28.50%	28.60%
税前利润	143.08	325.13	138.19	254.88	69.55	169.29
所得税税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%
所得税	35.77	81.28	34.55	63.72	17.39	42.32
净利润（万元）	107.31	243.85	103.64	191.16	52.17	126.97
净利润率（%）	19.52%	21.36%	18.25%	18.44%	12.82%	12.36%
投资回收期（年）	3.5	3.3	4.0	3.8	6.3	5.5
ROIC	28.43%	30.36%	25.30%	26.23%	15.79%	18.06%

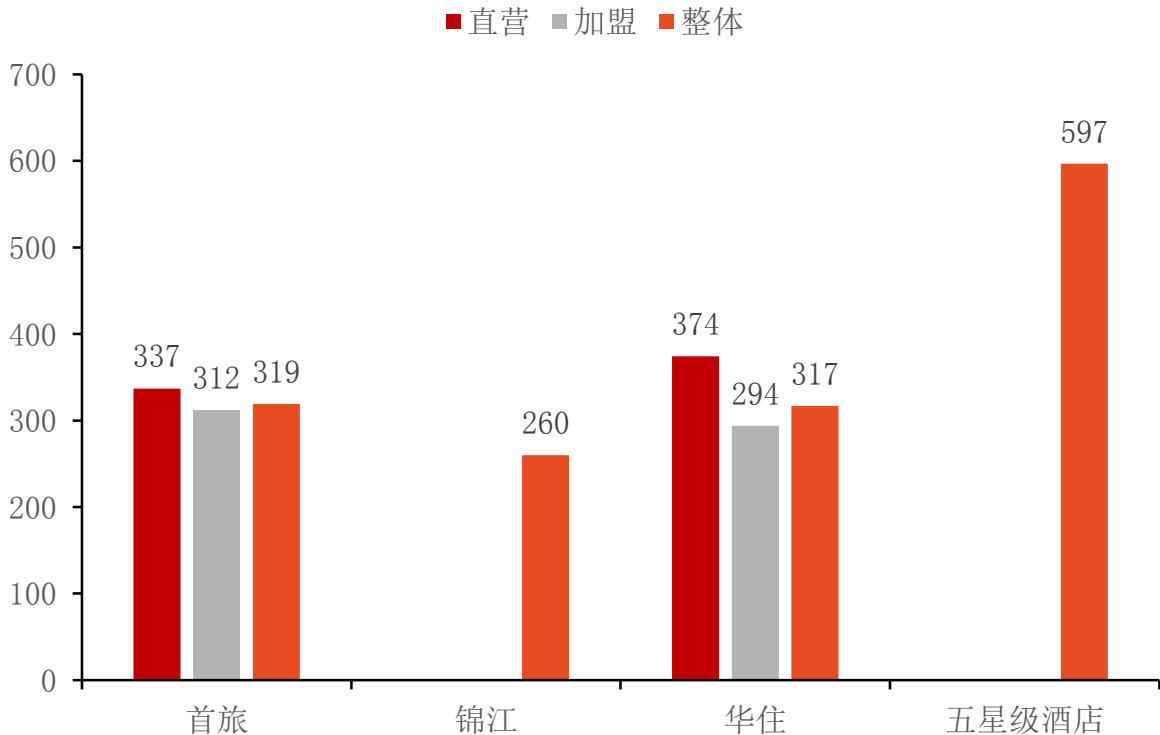
未来趋势：高端酒店或为天花板，中端酒店房价仍有 2 倍上升空间

- 我国酒店业的升级并非没有尽头，天花板或为高端酒店。由于我国五星级酒店发展较连锁酒店更为成熟，在建国初期国家的“五星级酒店+招待所”格局的统一规划下起步，至今已70年历史。逐渐供过于求的高端酒店市场增长接近停滞，其平均房价多年来保持相对稳定，可视为我国酒店业升级的天花板。
- 但目前连锁酒店集团的中端酒店房价距离五星级酒店房价仍有较大距离，仍具有2倍左右上升空间。2019年首旅、锦江、华住中高端酒店平均房价分别为319/260/317元，远未达到五星级酒店平均房价597元水平。

全国五星级酒店房价增长停滞（元）



2019年我国中端连锁酒店房价较五星级酒店仍有2倍左右上升空间（元）



未来趋势：高端酒店难以连锁化，升级重点为经济型与中端

■ 高端酒店难以连锁化，中端连锁酒店升级为高端酒店存在较大挑战。

■ 高端酒店对物业要求极高。高端酒店坐落于核心商圈、金融圈或政府机构所在地，常与高端地产绑定形成综合商业业态。原有中端酒店物业质量难以满足高端酒店要求。

■ 高端酒店为完全服务型酒店。中端连锁酒店定位为“有限服务型”酒店，仅强调核心住宿功能，若升级为高端酒店则需要扩展多样服务场景和多方供应链，如健身房、游泳池、高级餐厅、SPA等，投入成本较高。

■ 高端酒店的服务难以标准化。高端酒店服务强调文化与品质的体验，多通过极致的私人服务来实现，难以流程化，与连锁酒店的高标准化属性相悖。

■ 我国酒店业未来升级的重点依然落在经济型酒店、中端酒店的自我升级与经济型升级为中端酒店两个方面上。

希尔顿酒店在北京多分布于二三环之内



入住北京华尔道夫酒店可享受多样服务



北京华尔道夫酒店

- ★ 位于繁华的王府井核心地段，全铜主体建筑令人瞩目
- ★ 独特设计且舒适的奢华客房
- ★ 历史文化与现代时尚在此融合
- ★ 至真华尔道夫服务

CNY 1763 起

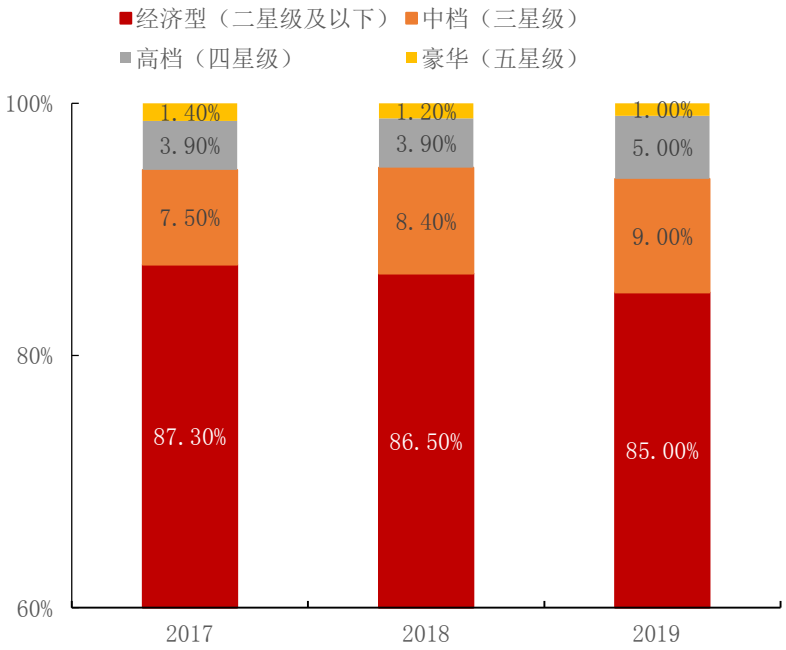
[查看详情 >](#) [立即预订 >](#)

15:00 办理入住 12:00 办理退房	不可携带宠物	禁止吸烟
室内泳池	Wi-Fi 上网	P 停车
会员积分	会员免费上网	快速退房
SPA	健身房	管家服务
租车	城市观光游	

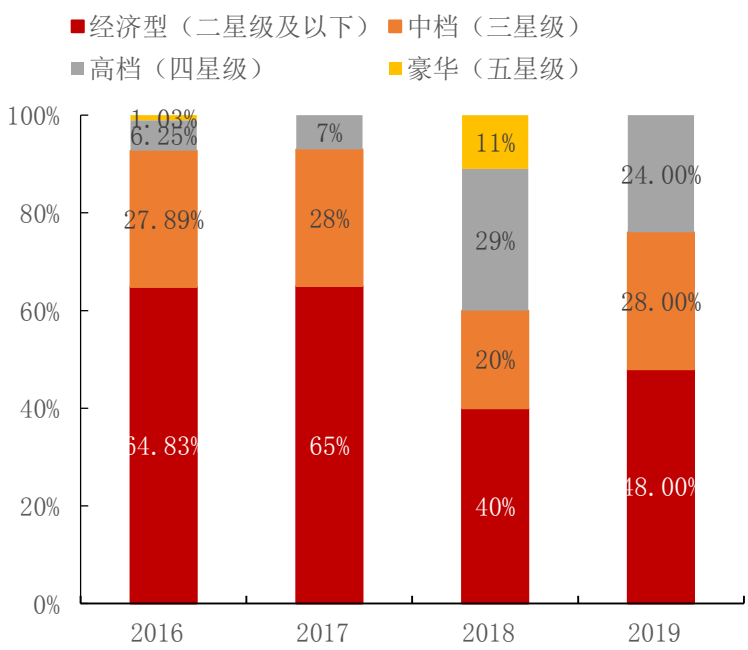
未来趋势：我国中端酒店稳定占比为30%以上，仍有1倍以上增长空间

- 与国外市场相比，我国依然为经济型酒店占主导，中高端酒店占比提升空间较大。2019年全球、美国中端酒店占比分别为36.6%、28%，高端与豪华酒店合计占比分别为44%、24%，均远高于我国的9%、6%。据盈碟咨询，欧美酒店结构高（豪华）：中（中高档）：低（经济型）占比稳定在2:5:3格局。
- 酒店结构与收入结构较为类似。据皮尤研究中心，2018年美国高中低收入阶层占比分别为29%：52%：19%，与酒店高中低格局（40%：49%：11%）呈现出相似的“纺锤形”结构；欧洲国家大多呈现出5:13:3的收入阶层格局，与欧美酒店结构也较类似。
- 基于我国当前的收入结构，未来我国中端酒店市场占比至少为30%以上。以月收入2000元、10万元作为分界点，据国际统计局数据，2019年我国高中低收入阶层占比为62%：36%：2%，未来我国中端酒店（包括中档和高档）合理占比应至少为30%以上，与当前的14%相比，仍然具有1倍以上增长空间。

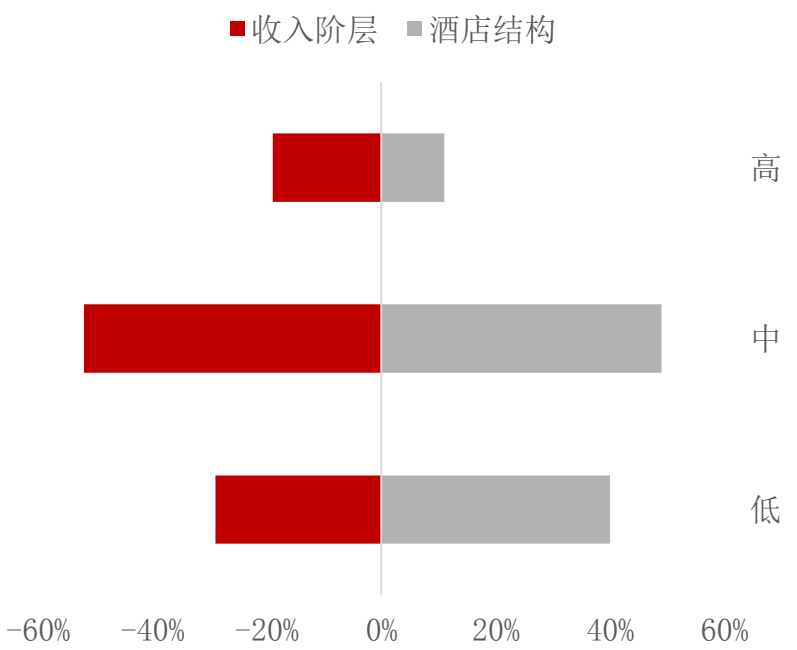
中国酒店结构（按酒店数量计算）



美国酒店结构（按酒店数量计算）



美国酒店结构与收入结构具有一定相似性

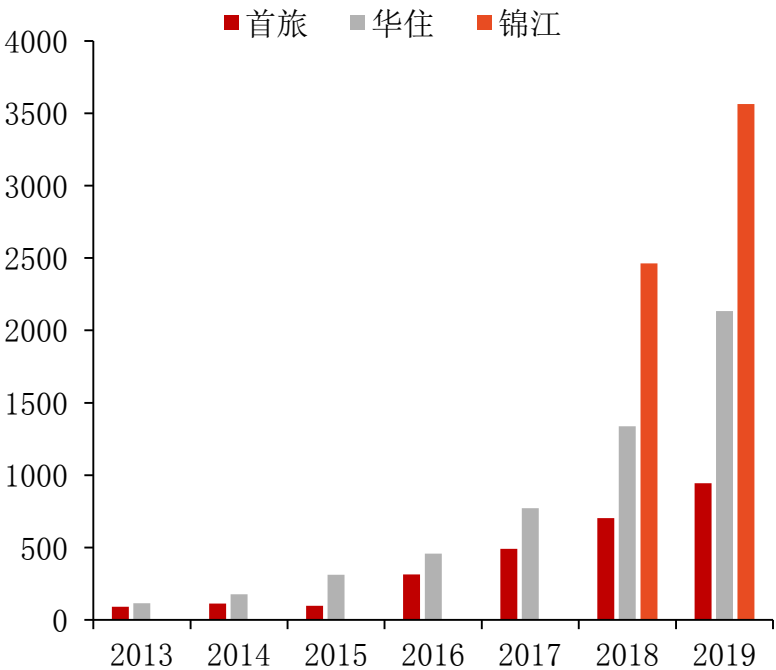


资料来源：盈碟咨询、欧睿、皮尤研究中心、方正证券研究所测算

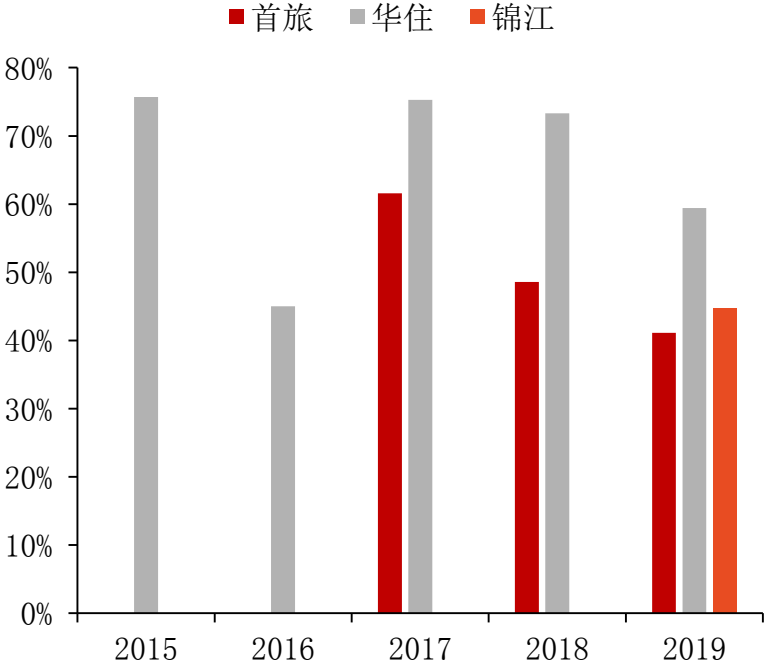
三大酒店龙头不断加快升级步伐

- 在消费升级+租金上抬背景下，三大酒店加快中高端型酒店转型，近年来中高端酒店数量、占比、开店速度均有明显提升。
- 三大酒店集团均加快中高端酒店扩张步伐。2019年首旅、锦江、华住中高端酒店数量分别为945、3,563、2,134家，同比增速分别为34.42%、44.62%、59.42%。其中，华住中高端扩张速度居于三大酒店集团之首。
- 从升级成效看，中高端酒店占比明显提升。截至2019年，锦江由于此前收购国内第一中端酒店集团维也纳，其中高端酒店占比始终居于龙头之首，为42%；华住近年来明显加快升级步伐，2019年中高端占比达到38%，接近锦江水平。首旅升级速度次之，2019年中高端酒店占比为21%，但依然较2016年的9%有了明显提升。

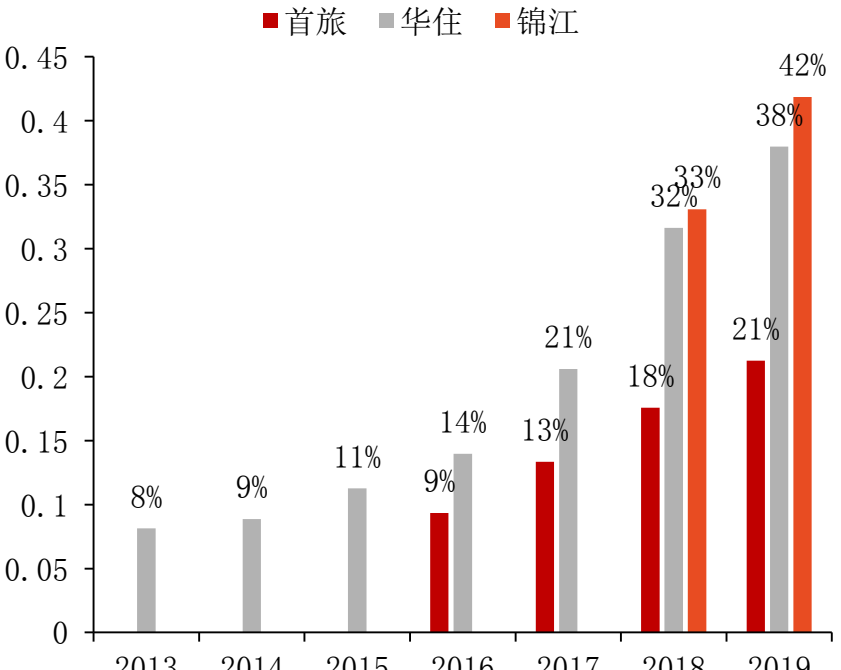
三大酒店中高端酒店数量均逐年增长（家）



华住中高端酒店增速居于三大酒店之首

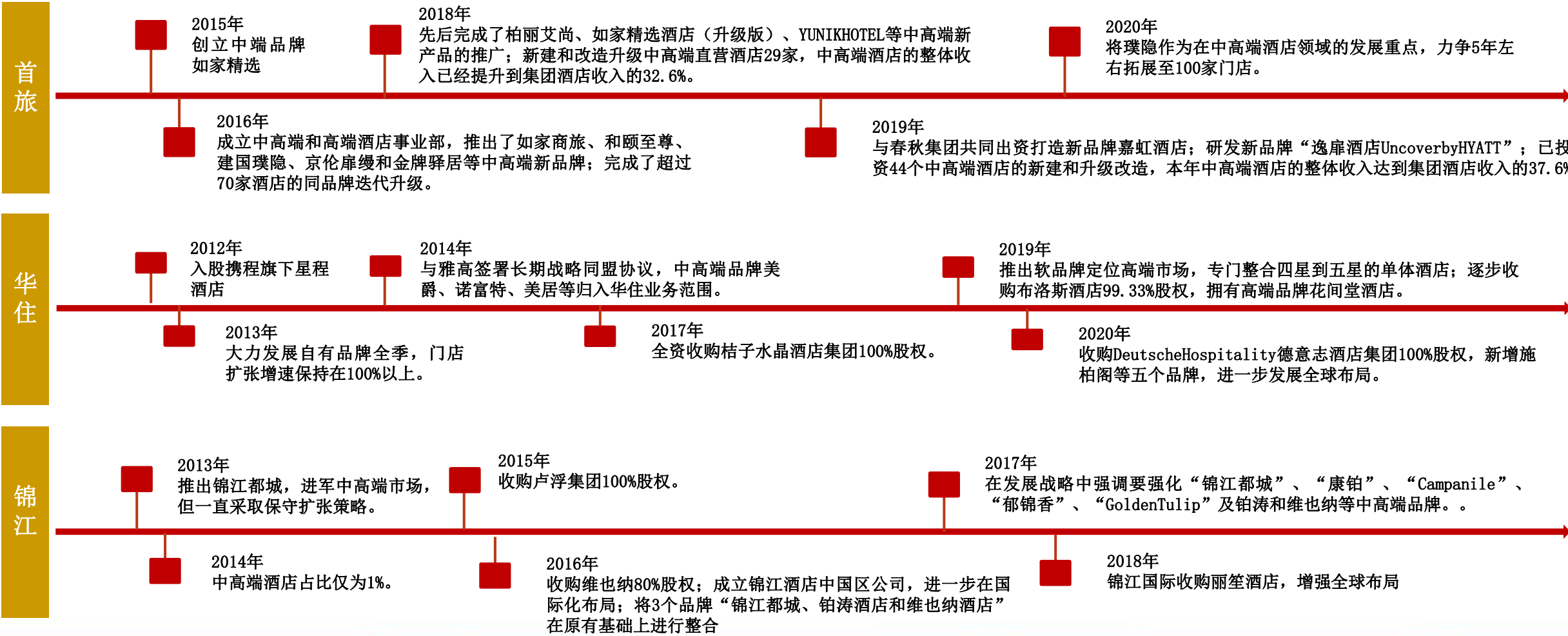


三大酒店中高端酒店占比逐年提升



龙头酒店最晚于2015年将终端升级作为战略重心

- 华住较早开始在中高端领域进行布局，锦江、首旅步伐紧跟驱动品牌升级。华住在2013年就开始大力发展自有中端品牌全季酒店，门店扩张增速保持在100%以上，而锦江、首旅早期虽然也在中高端领域进行了布局，但一直相对保守，直到2015年左右才逐渐将终端升级作为公司发展的战略重心。目前华住、锦江、首旅分别有15、9、12个中高端酒店品牌。



从品牌矩阵看，当前龙头酒店战略重心依然为中高端酒店

- 目前华住、首旅、锦江三大龙头酒店的战略重心均位于中高端酒店领域，中高端与高端品牌数量均远高于经济型品牌数量。
- 首旅、锦江主要关注中高端领域，而华住在高端型酒店涉足较多，布局更多品牌。目前华住高端型酒店品牌数量已达10个，首旅与锦江均为6个。



资料来源：公司官网、公司招股说明书、方正证券研究所

成长性测算

- ✓ 三大酒店龙头由拓店带来的业绩增长均在20%以上，较过去明显增长

锦江：到2023年，利润年化增长约22%-26%

- 成长性测算核心假设：未来3年开业目标1.5万家，除2020年外，21-23年锦江平均每年约开店2500家（开店速度约20%-28%）。考虑到当前战略重心以轻资产输出中高端酒店为主，假设新开店中，中高端占比约65%，加盟店占比约95%。假设RevPAR与2019年一致。

图表：折旧增速为门店增速的50%，总部费用增速为门店增速的100%（无规模效应）假设下的成长性测算示例

	2020年	2021年	2022年	2023年		2020年	2021年	2022年	2023年
营业收入	14,901	16,574	18,185	19,676	加盟店：中高端				
同比增速	1.40%	11.22%	9.72%	8.20%	加盟店门店数	3,556	4,882	6,116	7,262
开店速度（新开店/存量门店）	11.75%	28.03%	23.16%	19.94%	中高端加盟店RevPAR	214	214	214	214
新开门店数	1,000	2,500	2,500	2,500	加盟管理费率	13%	13%	13%	13%
直营店：经济型					中高端加盟店整体收入	4,204	5,630	7,134	8,534
直营店门店数（存量）	528	505	482	459	固定费用-折旧摊销	1,223.97	1,352.69	1,461.99	1,556.58
经济型直营店RevPAR	118	118	118	118	直营店租金（随直营店数量）	1,860.09	1,815.80	1,771.51	1,727.22
经济型直营店整体收入	2,786	2,667	2,548	2,430	直营店能源（随直营店收入）	668.34	659.27	650.20	641.14
直营店：中高端					直营店人工（随直营店数量）	2,276.90	2,222.69	2,168.47	2,114.26
直营店门店数（存量）	438	438	438	438	加盟店其他（随加盟店收入）	1,010.77	1,305.39	1,589.92	1,854.65
中高端直营店RevPAR	267	267	267	267	加盟店人工（随加盟店数量）	1,241.05	1,241.09	1,241.11	1,241.12
中高端直营店整体收入	5,969	5,969	5,969	5,969	能耗（随直营店收入）	931.41	918.78	906.14	893.51
加盟店：经济型					总部费用：销售费用+管理费用（随开店数量）	3,112.32	3,766.94	4,375.73	4,941.91
加盟店门店数	4,393	4,965	5,499	5,998	其他+财务费用（随收入）	1,023.98	1,138.92	1,249.64	1,352.09
经济型加盟店RevPAR	115	115	115	115	净利润	1,164	1,614	2,078	2,515
加盟管理费率	12%	12%	12%	12%	净利润率增速（%）	1.59%	38.64%	28.72%	21.05%
经济型加盟店整体收入	1,942	2,307	2,533	2,743					

锦江：到2023年，利润年化增长约22%-26%

- 在规模优势下，总部折旧摊销、总部费用的增长速度往往低于门店数量的增速，其中总部折旧摊销与总部固定资产相关，更具刚性。因此，我们设定总部折旧摊销增速为门店增速的50%或80%、总部费用增速为门店增速的80%-100%，对成长性的影响进行敏感性测算。
- 在绝大多数情况下，总部的折旧摊销增长可能远低于门店增速，在“折旧摊销增速/门店增速=50%”假设下，若完全不考虑总部其他费用的规模效应，仅依靠开店速度带来的利润年化增长率约22%。若考虑规模效应的存在，年化增速大概率落在22%-26%之间。
- 在极度保守情况下，总部的折旧摊销增速达到门店增速的80%，仅依靠开店速度带来的利润年化增长率约19%，若考虑规模效应的存在，年化增速大概率落在19%-24%之间。
- 三大龙头中，锦江未来的有效扩张速度（不含软品牌）居首，成长性带来的增长也为三龙头中最高。

图表：锦江未来三年净利润增速敏感性测算

		2020	2021	2022	2023	CAGR (2019-2023)
开店速度		11.75%	28.03%	23.16%	19.94%	
总部费用增速/门店增速		净利润同比增长率				
折旧摊销增速/门店增速 =80%	100%	0.47%	33.85%	26.27%	19.58%	19.38%
	95%	0.93%	35.91%	27.51%	20.43%	20.47%
	90%	1.40%	37.94%	28.67%	21.19%	21.53%
	85%	1.86%	39.95%	29.76%	21.89%	22.53%
	80%	2.32%	41.92%	30.78%	22.51%	23.50%
折旧摊销增速/门店增速 =50%	100%	1.59%	38.64%	28.72%	21.05%	21.71%
	95%	2.05%	40.66%	29.86%	21.80%	22.75%
	90%	2.51%	42.64%	30.92%	22.49%	23.75%
	85%	2.97%	44.60%	31.92%	23.10%	24.70%
	80%	3.43%	46.54%	32.86%	23.66%	25.62%

华住：到2023年，利润年化增长约20%-22%

■ 成长性测算核心假设：基于未来3年开业目标1万家，除2020年外，21-23年华住平均每年约开店1600家。考虑到当前战略重心以轻资产输出中高端酒店为主，假设新开店中，中高端占比约60%，加盟店占比约97%。假设RevPAR与2019年一致。

图表：总部费用增速为门店增速的100%（无规模效应）假设下的成长性测算示例

	2020年	2021年	2022年	2023年		2020年	2021年	2022年	2023年
营业收入	11,342	12,439	13,524	14,534	加盟店：中高端				
同比增速	2.55%	9.68%	8.72%	7.47%	加盟店门店数	2,064	2,857	3,594	4,279
开店速度（新开店/存量门店）	25.59%	23.99%	20.49%	18.04%	中高端加盟店RevPAR	239	239	239	239
新开门店数	1,437	1,600	1,600	1,600	加盟管理费率	10%	10%	10%	10%
					中高端加盟店整体收入	2,107	2,911	3,713	4,459
直营店：经济型									
直营店门店数（存量）	438	437	436	434	固定费用-折旧摊销	950.23	960.20	969.56	978.36
经济型直营店RevPAR	182	182	182	182	直营店租金（随直营店数量）	2,597.30	2,624.53	2,650.13	2,674.19
经济型直营店整体收入	3,412	3,312	3,303	3,294	直营店能源（随直营店收入）	384.09	390.48	397.16	403.44
					职工薪酬（随开店数量）	1,969.86	2,120.60	2,260.93	2,391.55
直营店：中高端					其他销售费用（随收入）	569.15	608.70	603.39	596.45
直营店门店数（存量）	243	251	259	267	消耗品（随直营店收入）	753.92	766.47	779.58	791.91
中高端直营店RevPAR	317	317	317	317	总部管理费用（随开店数量）	1259.49	1474.78	1675.02	1861.25
中高端直营店整体收入	3,926	4,147	4,285	4,413	开业前费用（随直营店数量）	496.89	507.26	506.90	506.56
					销售+财务费用+其他（随收入）	654.27	717.58	780.14	838.40
加盟店：经济型									
加盟店门店数	3,924	4,264	4,581	4,875	净利润	1,280	1,701	2,176	2,619
经济型加盟店RevPAR	160	160	160	160	净利润率增速（%）	2.27%	32.94%	27.88%	20.36%
加盟管理费率	9%	9%	9%	9%					
经济型加盟店整体收入	1,897	2,068	2,223	2,367					

华住：到2023年，利润年化增长约20%-22%

- 折旧摊销与公司直营店固定资产直接相关，我们设定折旧摊销与直营店增速直接挂钩、总部管理费用增速为门店增速的80%-100%（由于规模效应存在），对成长性的影响进行敏感性测算。
- 其中，2020年受疫情影响，虽然整体开店速度较快，但收入贡献约30%的经济型直营店关店较多，导致经济型直营店净增为负，对业绩增速造成较大冲击。
- 若完全不考虑规模效应，仅依靠开店速度带来的利润年化增长率约20%。若考虑规模效应的存在，年化增速大概率落在20%-22%之间。

图表：华住未来三年净利润增速敏感性测算

	2020	2021	2022	2023	CAGR
开店速度	25.59%	23.99%	20.49%	18.04%	
总部费用增速/门店增速	净利润同比增长率				
100%	2.27%	32.94%	27.88%	20.36%	20.27%
95%	2.86%	33.47%	28.17%	20.56%	20.68%
90%	3.46%	33.98%	28.44%	20.74%	21.09%
85%	4.05%	34.48%	28.70%	20.91%	21.47%
80%	4.65%	34.96%	28.94%	21.07%	21.85%

首旅：到2023年，利润年化增长约19.5%-22%

- 成长性测算核心假设：基于未来3年开业目标1万家，2020年新开云酒店约500家，中端酒店约400-500家；21-23年首旅平均每年约开店1500家（开店速度约21%-32%）。考虑到当前战略重心以轻资产输出中高端酒店、云酒店为主，假设新开店中，云酒店占比约30%，中高端占比约50%，大部分为加盟店。假设RevPAR与2019年一致。

图表：固定成本为门店增速的50%，可变费用增速为门店增速的100%（无规模效应）假设下的成长性测算示例

	2020年	2021年	2022年	2023年		2020年	2021年	2022年	2023年
营业收入	7,852	8,490	9,145	9,788	云酒店				
同比增速	-0.09%	8.13%	7.71%	7.02%	云酒店门店数	924	1,310	1,668	2,001
开店速度（新开店/存量门店）	22.21%	32.07%	25.59%	21.53%	云酒店RevPAR	109	109	109	109
新开门店数	900	1,500	1,500	1,500	云酒店管理费率	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
直营店：经济型					云酒店整体收入	83	130	173	213
直营店门店数（存量）	618	574	535	501					
经济型直营店RevPAR	125	125	125	125	租金（随直营店数量）	1,714.98	1,675.48	1,646.38	1,627.67
经济型直营店整体收入	3,547	3,290	3,061	2,860	人工（随开店数量）	1,277.89	1,322.40	1,368.38	1,416.19
直营店：中高端					折旧摊销（随直营店数量）	707.78	691.48	679.47	671.75
直营店门店数（存量）	207	232	257	282	能耗（随直营店收入）	1,147.81	1,151.70	1,161.16	1,176.18
中高端直营店RevPAR	250	250	250	250	办公、推广及其他-变动成本（随开店数量）	268.53	328.87	385.23	437.92
中高端直营店整体收入	2,148	2,424	2,700	2,976	管理费用-固定成本（随开店数量，除云酒店）	160.92	178.05	192.66	205.35
加盟店：经济型					管理费用-变动成本（随开店数量）	866.55	1,061.27	1,243.16	1,413.19
加盟店门店数	1,841	2,012	2,171	2,319	研发费用（随收入）	24.94	26.96	29.04	31.08
经济型加盟店RevPAR	142	142	142	142	财务费用（随收入）	115.07	124.42	134.02	143.43
加盟管理费率	8.70%	8.70%	8.70%	8.70%					
经济型加盟店整体收入	814	904	974	1,039	净利润	810	1,080	1,360	1,624
加盟店：中高端					净利润率增速（%）	1.86%	33.34%	25.83%	19.46%
加盟店门店数	1,088	1,734	2,336	2,896					
中高端加盟店RevPAR	223	223	223	223					
加盟管理费率	9.70%	9.70%	9.70%	9.70%					
中高端加盟店整体收入	915	1,443	1,977	2,474					

首旅：到2023年，利润年化增长约19.5%-22%

- 在规模优势下，总部固定成本、可变费用的增长速度往往低于门店数量的增速，其中总部固定成本与固定资产相关，更具刚性。与锦江类似的，我们设定总部固定成本增速为门店增速（剔除云酒店）的50%或80%、可变费用增速为调整门店增速（云酒店数量按1/4计入总门店数）的80%-100%，对成长性的影响进行敏感性测算。
- 在绝大多数情况下，总部的折旧摊销增长可能远低于门店增速，在“折旧摊销增速/门店增速=50%”假设下，若完全不考虑总部其他费用的规模效应，仅依靠开店速度带来的利润年化增长率约19.5%。若考虑规模效应的存在，年化增速大概率落在19.5%-22%之间。
- 在极度保守情况下，总部的折旧摊销增速达到门店增速的80%，仅依靠开店速度带来的利润年化增长率约19%，若考虑规模效应的存在，年化增速大概率落在19%-21.6%之间。

图表：首旅未来三年净利润增速敏感性测算

		2020	2021	2022	2023	CAGR (2019-2023)
开店速度		22.21%	32.07%	25.59%	21.53%	
总部费用增速/门店增速		净利润同比增长率				
总部固定成本/门店增速 =80%	100%	1.60%	32.43%	25.33%	19.15%	19.06%
	95%	2.02%	33.56%	26.04%	19.65%	19.73%
	90%	2.44%	34.68%	26.72%	20.11%	20.38%
	85%	2.87%	35.77%	27.35%	20.53%	21.00%
	80%	3.29%	36.85%	27.95%	20.92%	21.61%
总部固定成本/门店增速 =50%	100%	1.86%	33.34%	25.83%	19.46%	19.53%
	95%	2.29%	34.47%	26.52%	19.94%	20.20%
	90%	2.71%	35.57%	27.18%	20.39%	20.84%
	85%	3.13%	36.66%	27.81%	20.80%	21.46%
	80%	3.55%	37.73%	28.40%	21.18%	22.05%

周期性

1.周期性的本质

2.中国酒店业周期复盘

3.酒店周期的影响因素

4.三大龙头酒店RevPAR业绩弹性测算

酒店业周期的核心是入住率（OCC），本质上反映了供需关系的变动

- 酒店业繁荣程度如何衡量？收入是衡量繁荣程度的重要指标，进一步地，由于酒店的房间数与营业时间相对刚性，因而RevPAR在短期内可视为影响收入的关键因素。而由于酒店业成本费用端相对刚性，酒店收入周期在很大程度上也决定了酒店业绩周期。
- 因此，酒店周期的变化表现为RevPAR的变化，其核心是OCC的变化。

进一步拆分，“ $RevPAR = OCC \times ADR$ ”，即“每间可供租出客房产生的平均实际收入=入住率 $\times$ 平均房价”。RevPAR由OCC与ADR所决定，二者的先后变化影响着RevPAR，共同形成了酒店周期的不同阶段。

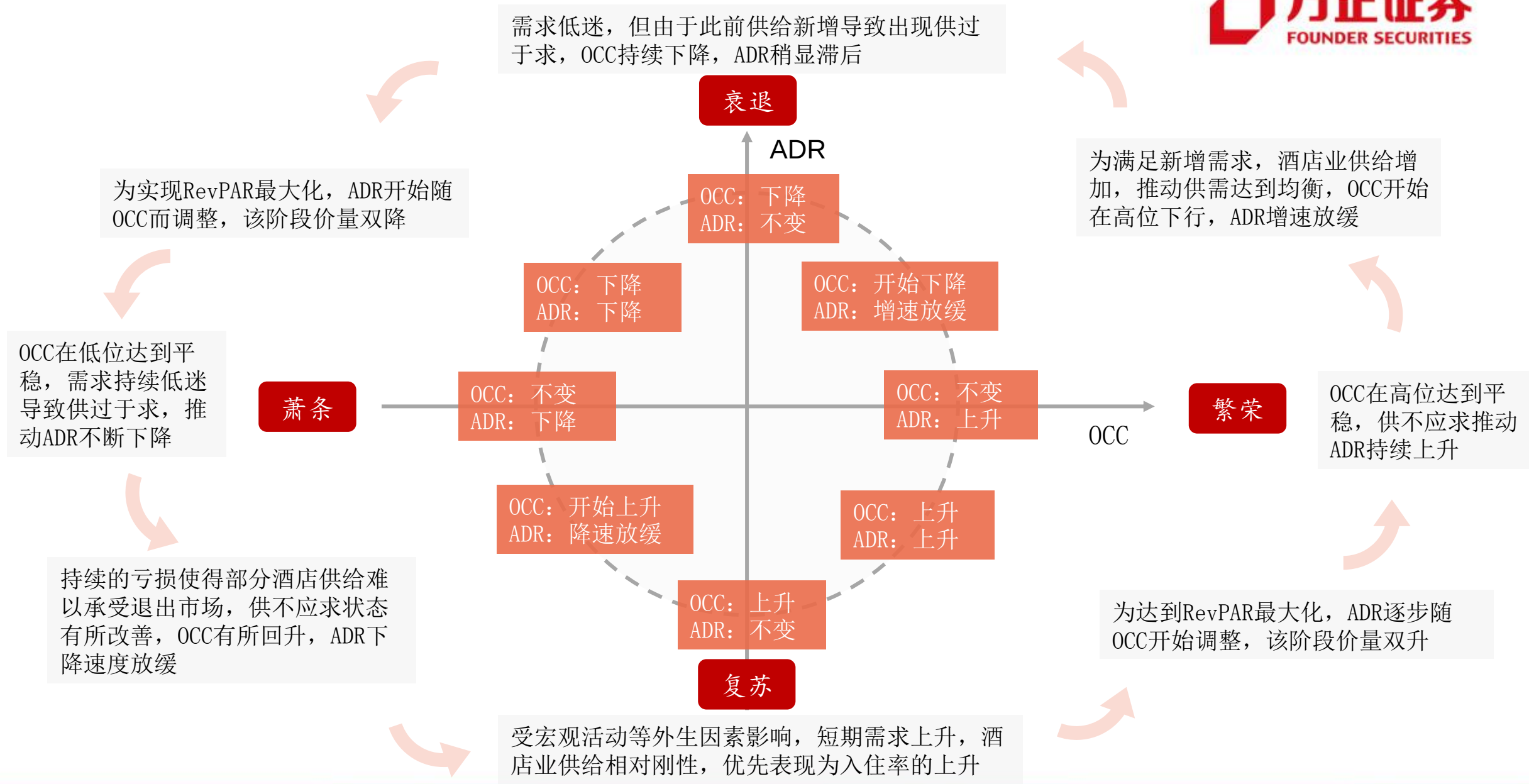
OCC（入住率）：反映供需关系最直接、最重要的指标。酒店建设存在较长周期，在一段时间内，供给端通常相对稳定，因而供需关系的变化通常是因为需求端发生变化所导致。

ADR（房价）：由消费升级和供需关系变化所共同决定，目标是RevPAR最大化，往往决定于、并且滞后于OCC的变化。酒店房价的制定是考虑当前OCC、竞争关系、供需变化等因素的综合决策，在OCC发生变动后，通常需要时间来判断OCC的波动是偶发性的还是趋势性的，同时也需要参考同时空内其他竞争对手的策略来做出反应，因而其变动滞后于OCC。

图表：酒店业周期的本质是供需关系的变化，核心指标为OCC



供给和需求的交错变化形成了酒店周期的不同阶段



周期性

1. 周期性的本质

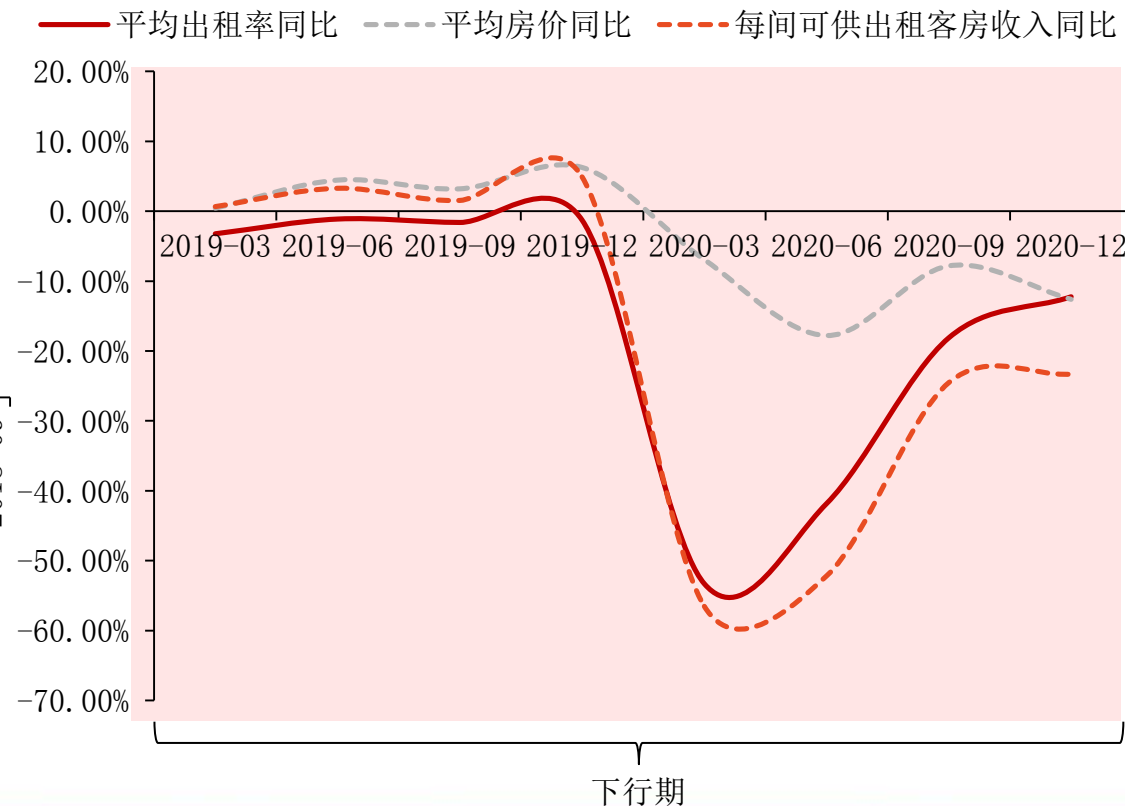
2. 中国酒店业周期复盘

3. 酒店周期的影响因素

4. 三大龙头酒店RevPAR业绩弹性测算

- **中国酒店业呈明显周期性。**11Q3-14Q4处于下行周期，15Q1-18Q3处于上行周期，第一轮周期共经历7年；18Q4由于中美贸易战导致宏观经济出现下滑，行业进入衰退期，19Q4新冠疫情全面爆发，令处于衰退期末尾的酒店业雪上加霜，于20Q2达到11年以来历史的最低点。
- **2020年Q4有所恢复。**截至2020Q4，全国星级酒店各项指标同比仍为负，但降幅已大大缩短，RevPAR达164.84元/间（同比-23.31%），OCC达49.81%（同比-12.24%），ADR达330.92元（同比-12.61%）。

2020年Q4有所恢复

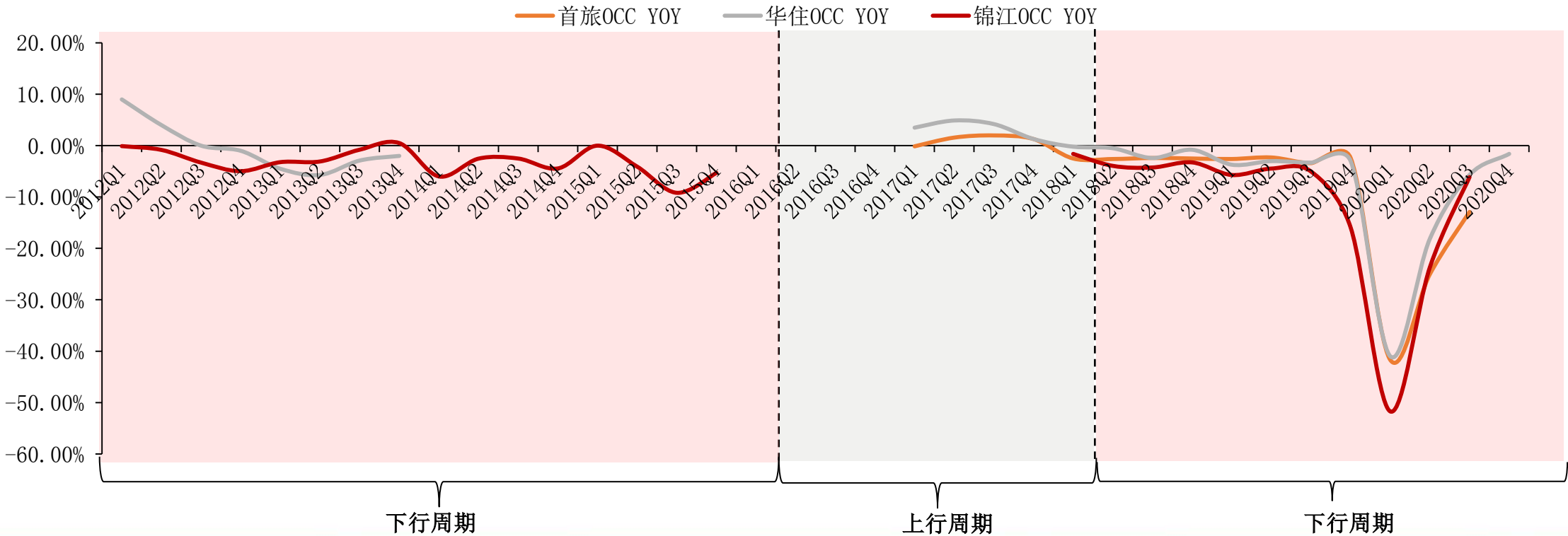


资料来源：Wind、方正证券研究所

三大龙头酒店周期与行业周期大致相符，已修复至上轮周期底部

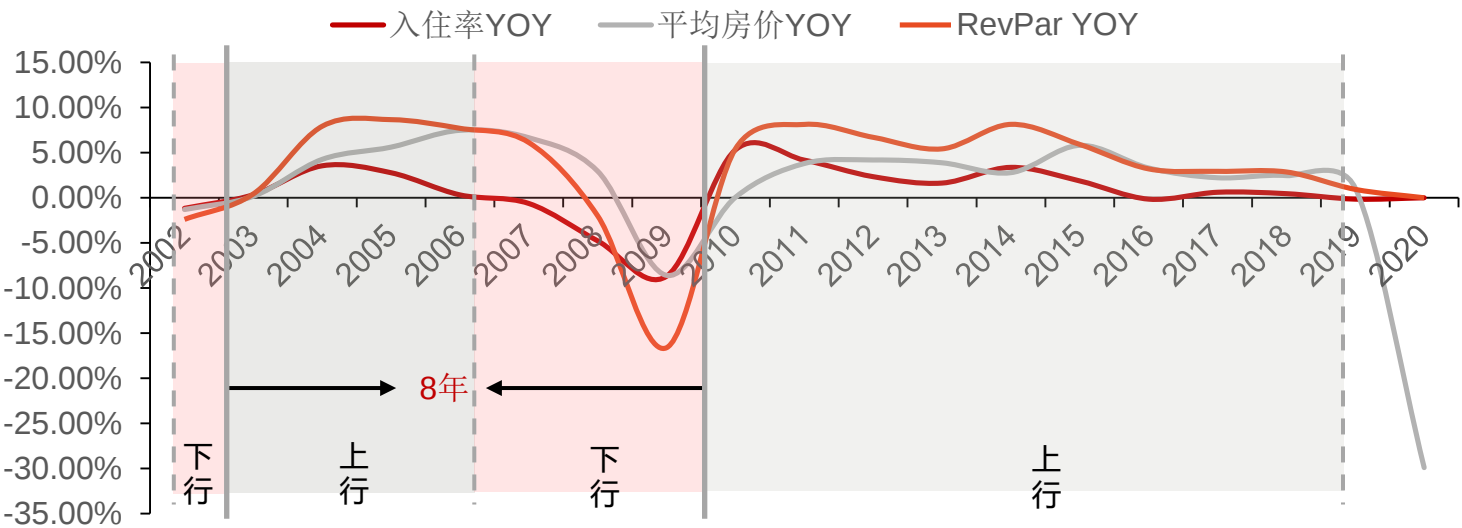
- 龙头酒店业绩周期与行业周期大致相符。从三大龙头经营数据来看，12Q1-16Q1处于下行周期，16Q2-18Q1处于上行周期，18Q2-20Q4处于下行周期，并于20Q1达到历史最低点，与酒店行业周期特点基本一致。
- 龙头酒店于2020年Q4已基本恢复至正常周期底部，较行业整体复苏更快。三大酒店业绩于20Q1触底后呈逐步改善态势，20Q3首旅/华住/锦江的OCC分别为69.80%/82.0%/73.69%，同比分别为-12.90%/-5.70%/-6.12%。截止20Q4，华住OCC/ADR恢复至80.6%/231元，同比达到-1.6%/-0.4%。OCC与ADR的回升将驱动RevPAR进一步恢复，20Q4锦江/华住的RevPAR分别达到150.80/186元/间，同比为-2.75%/-2.6%，疫情有效控制下有望21年由负转正。

图表：龙头酒店业绩周期与行业周期大致相符

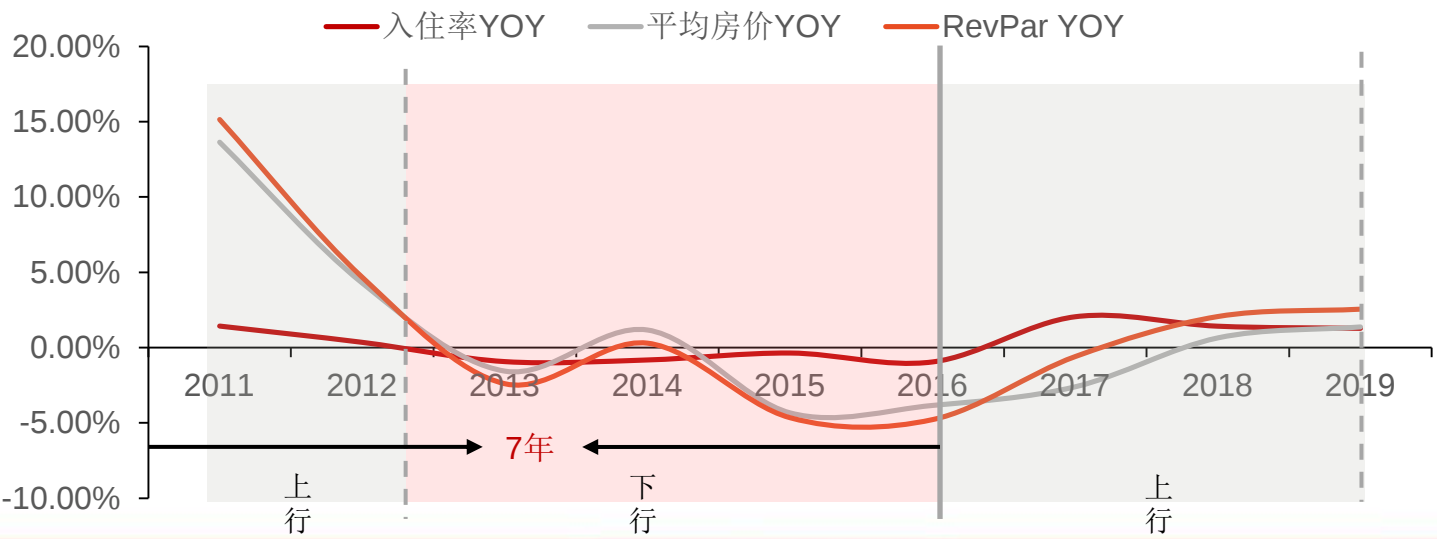


周期长度对比：美国周期历时最久，新加坡、中国香港与中国大陆近似

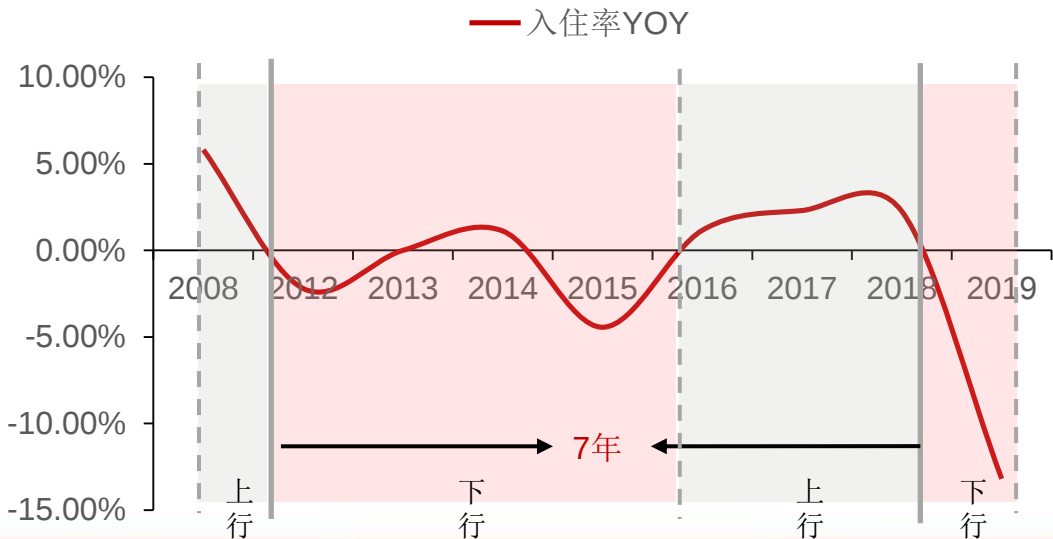
美国酒店周期性



新加坡酒店周期性



中国香港酒店周期性



- 美国酒店整体周期长度为8-10年。入住率YOY、房价YOY与RevParYOY呈正相关关系，趋势基本相同。2010-2019年持续处于上行周期，最近一次周期时间大概率长于10年。
- 新加坡酒店整体周期约为7年。
- 中国香港酒店周期则约为6-7年。
- 美国较新加坡、中国香港经济体量更大，稳定性更强，不易受到外部冲击影响，在受到影响后也需要更长时间进行调整。我们推测这可能是美国酒店周期较后二者更长的原因之一。

周期性

1. 周期性的本质

2. 中国酒店业周期复盘

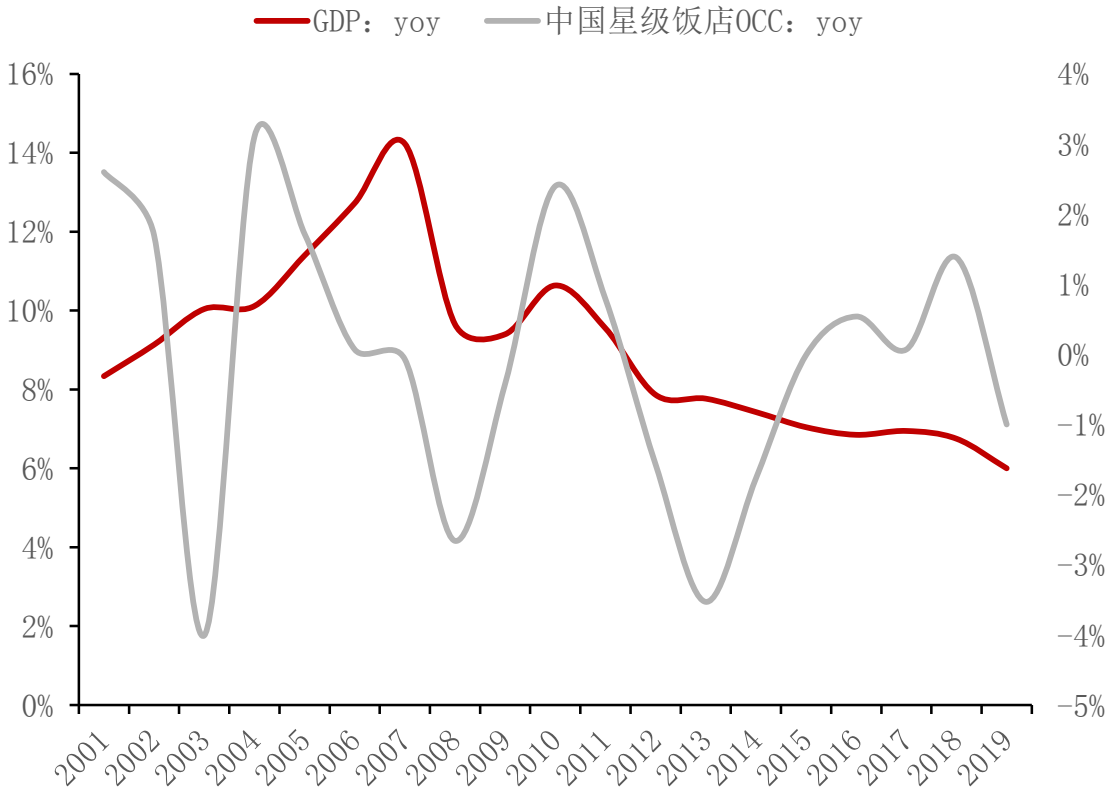
3. 酒店周期的影响因素

4. 三大龙头酒店RevPAR业绩弹性测算

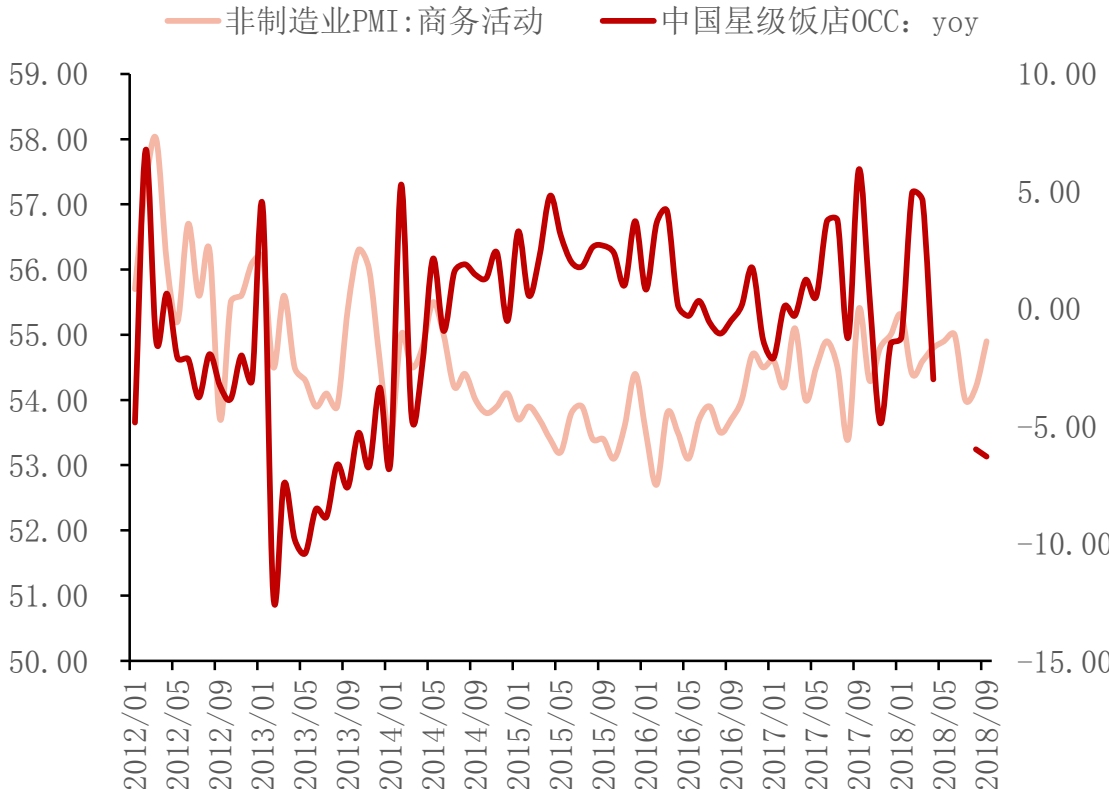
酒店周期影响因素：长期宏观经济

- 酒店业的长期需求深度依赖于商旅活动与旅游活动的活跃度，二者与宏观经济关系密切。
- 中国酒店业的入住率同比变化与GDP呈现一定正相关关系；落实到具体经济活跃程度时，我们采取反映商旅经济活动活跃度的“非制造业PMI（商务活动）”指标与入住率进行拟合，结果表明，在大部分时期，我国酒店业入住率与PMI变化趋势相对一致。

中国酒店业入住率变化与GDP具有一定正相关性

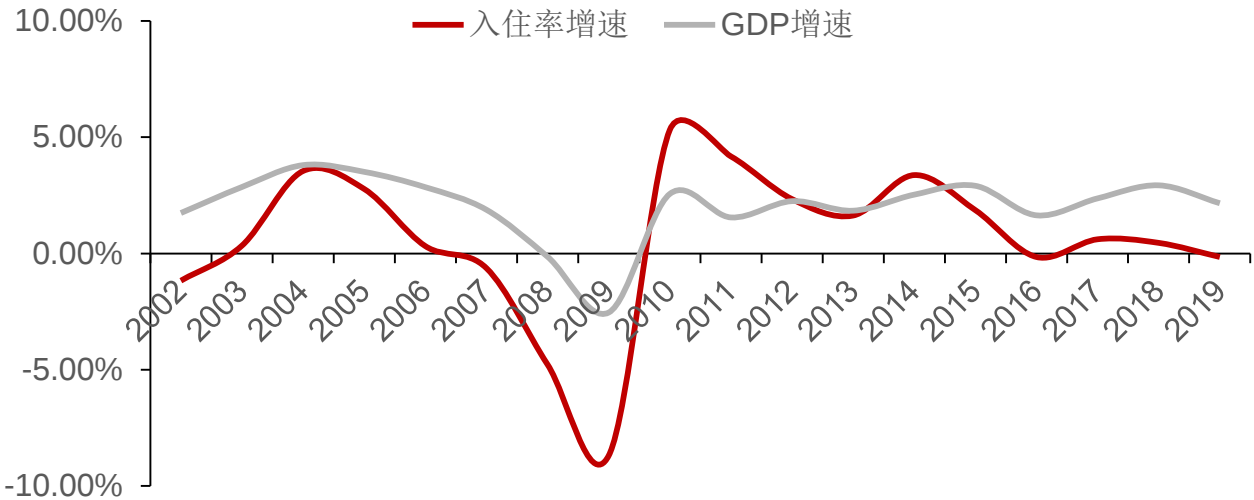


中国酒店业入住率变化与PMI指数具有一定正相关性



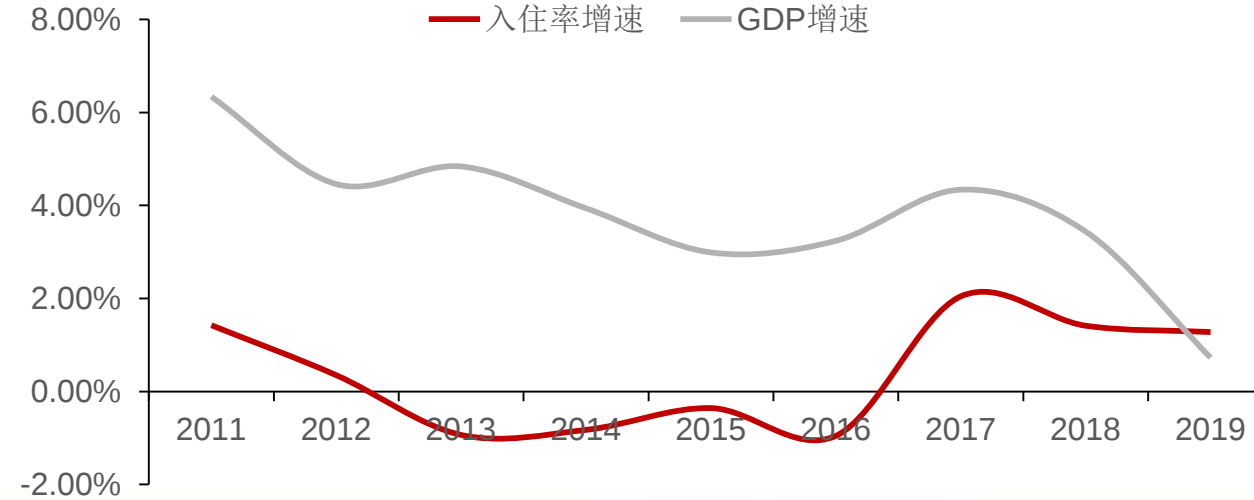
酒店周期影响因素：长期宏观经济

美国酒店入住率增速与GDP增速

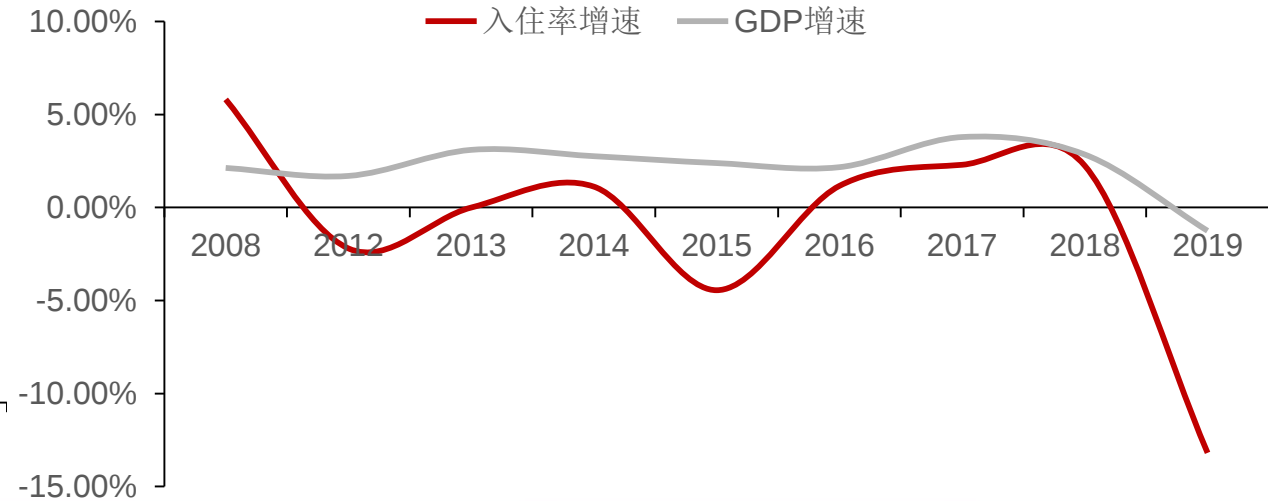


- 国外酒店业的景气度与GDP增速也基本呈现正相关关系。
- 美国：入住率增速与GDP增速拟合度较高，变化趋势几乎相同，两者呈正相关。
- 新加坡：入住率增速相对于GDP增速变化有一定的滞后性，但基本为正相关关系。
- 中国香港：入住率增速与GDP增速总体拟合度较好，变化趋势基本相同，大体上呈现正相关关系。

新加坡酒店入住率增速与GDP增速



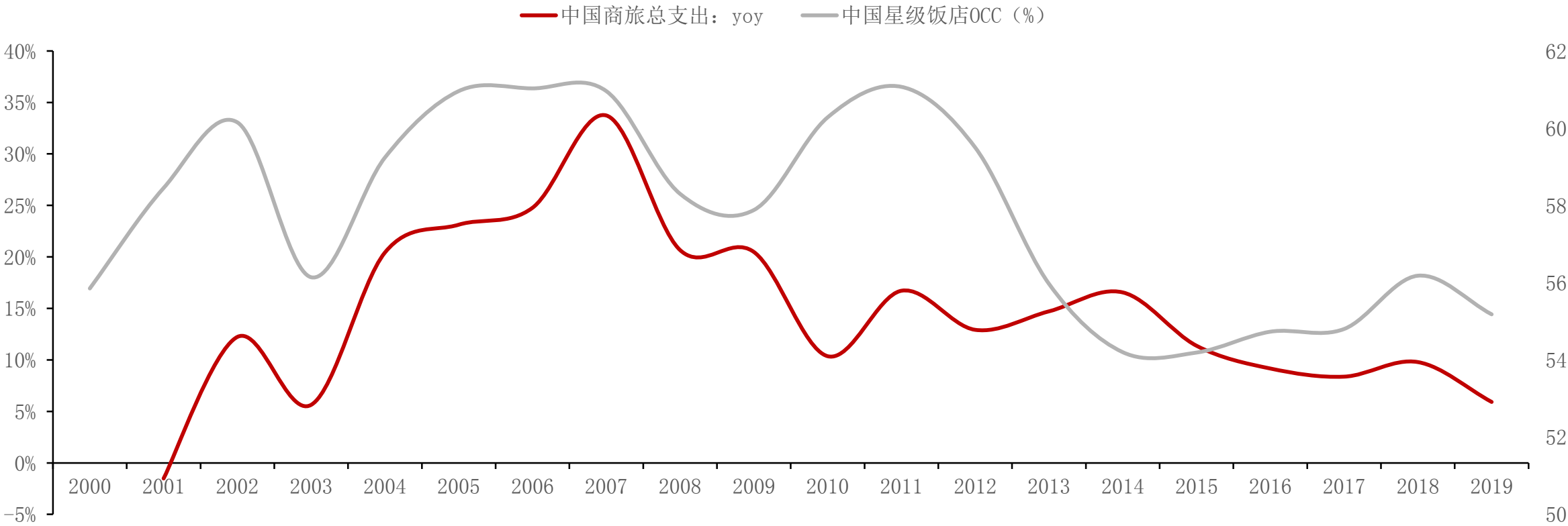
中国香港酒店入住率增速与GDP增速



酒店周期影响因素：短期供需变化——商旅需求变化驱动

- 其一，商旅需求短期变化导致的供需关系变化。酒店商务需求相较旅游需求而言稳定性较强，在很大程度上决定了酒店业短期供需的变化。
- 若以中国商旅总支出衡量中国商旅活动的活跃程度，在大部分时期与中国星级饭店入住率变动呈现出一定正相关关系。

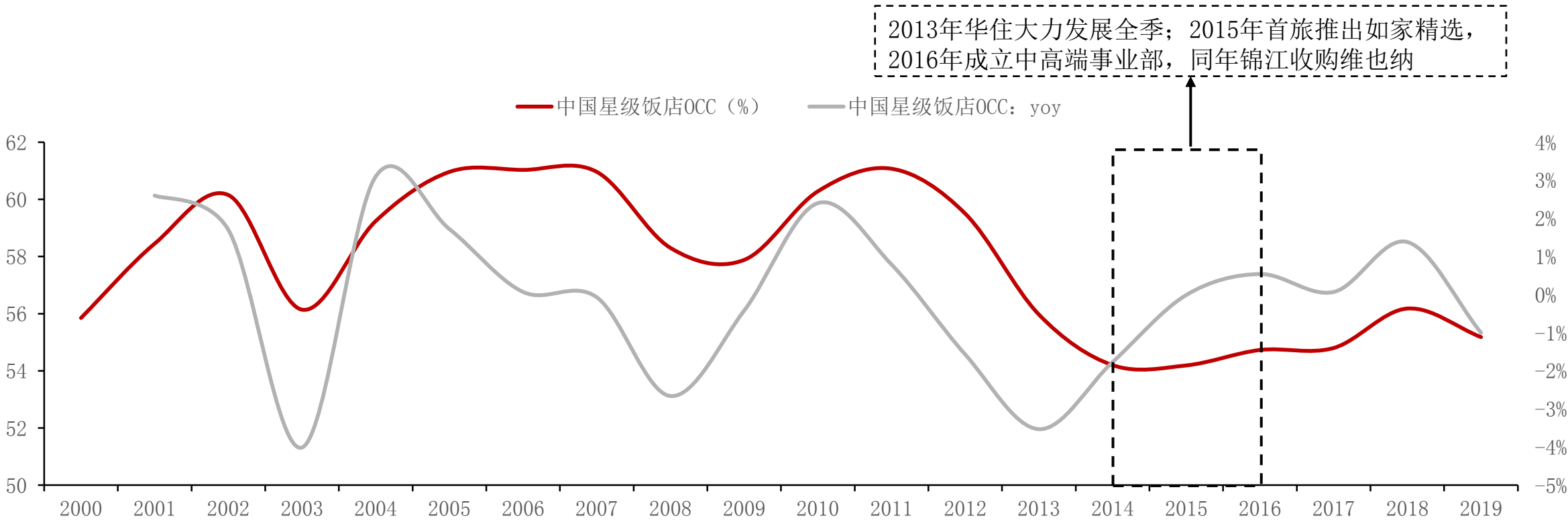
中国酒店业入住率与商旅需求的短期变化具有一定相关性



酒店周期影响因素：短期供需变化——新增供给填补空白市场的驱动

- 其二，每一轮针对空白市场的供给崛起时，都会推动短期内酒店业繁荣度上升，迎来上行周期。
- 如2014年至2016年间，该时期GDP增速、PMI和中国商旅支出增速同降，但中国酒店业入住率不降反升。我们推测，可能是因为该阶段中国酒店业迎来中高端市场风口，各大酒店集团在这一时期加快布局中高端酒店，填补市场空缺。由于此前国内中高端酒店需求几乎未得到满足，该轮风口布局前期市场呈现供不应求状态，推动入住率上升。
- 美国酒店市场发展较为成熟，各细分市场布局早已完成，市场结构相对稳定，较少发生结构性供给变化刺激市场，这可能是其酒店业周期较中国及其他国家更长的原因之一。

中端酒店新增供给快速填补市场空缺，短期推动入住率上升



周期性

1.周期性的本质

2.中国酒店业周期复盘

3.酒店周期的影响因素

4.三大龙头酒店RevPAR业绩弹性测算

锦江：RevPAR业绩弹性测算

- 其他条件不变的情况下，RevPAR提升1%，为锦江带来的收入增速为0.95%，利润增速为6.90%。

图表：锦江RevPAR业绩弹性测算

RevPAR变动	基准 (2019年)	-5.00%	-4.00%	-3.00%	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
营业收入（百万元）	14,696	13,997	14,137	14,277	14,416	14,556	14,696	14,835	14,975	15,115	15,255	15,394
yoy		-4.75%	-3.80%	-2.85%	-1.90%	-0.95%	0.00%	0.95%	1.90%	2.85%	3.80%	4.75%
净利润（百万元）	1,146	750	830	909	988	1,067	1,146	1,225	1,304	1,383	1,463	1,542
yoy		-34.52%	-27.62%	-20.71%	-13.81%	-6.90%	0.00%	6.90%	13.81%	20.71%	27.62%	34.52%
直营店收入（百万元）	8,964	8,516	8,605	8,695	8,785	8,874	8,964	9,053	9,143	9,233	9,322	9,412
yoy		-5.00%	-4.00%	-3.00%	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
加盟店收入（百万元）	5,732	5,482	5,532	5,582	5,632	5,682	5,732	5,782	5,832	5,882	5,932	5,982
yoy		-4.37%	-3.49%	-2.62%	-1.75%	-0.87%	0.00%	0.87%	1.75%	2.62%	3.49%	4.37%
费用（百万元）	13,168	12,997	13,031	13,065	13,099	13,133	13,168	13,202	13,236	13,270	13,305	13,339
yoy		-1.30%	-1.04%	-0.78%	-0.52%	-0.26%	0.00%	0.26%	0.52%	0.78%	1.04%	1.30%
利润总额	1,528	1,001	1,106	1,212	1,317	1,423	1,528	1,634	1,739	1,845	1,950	2,056
所得税	382	250	277	303	329	356	382	408	435	461	488	514

华住：RevPAR业绩弹性测算

- 其他条件不变的情况下，RevPAR提升1%，为华住带来的收入增速为0.93%，利润增速为4.80%。

图表：华住RevPAR业绩弹性测算

RevPAR变动	基准 (2019年)	-5.00%	-4.00%	-3.00%	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
营业收入（百万元）	11,060	10,544	10,647	10,750	10,853	10,956	11,060	11,163	11,266	11,369	11,472	11,576
yoy		-4.67%	-3.73%	-2.80%	-1.87%	-0.93%	0.00%	0.93%	1.87%	2.80%	3.73%	4.67%
净利润（百万元）	1251	951	1011	1071	1131	1191	1251	1312	1372	1432	1492	1552
yoy		-24.00%	-19.20%	-14.40%	-9.60%	-4.80%	0.00%	4.80%	9.60%	14.40%	19.20%	24.02%
直营店收入（百万元）	7,718	7,332	7,409	7,486	7,563	7,641	7,718	7,795	7,872	7,949	8,027	8,104
yoy		-5.00%	-4.00%	-3.00%	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
加盟店收入（百万元）	3,342	3,212	3,238	3,264	3,290	3,316	3,342	3,368	3,394	3,420	3,446	3,472
yoy		-3.89%	-3.12%	-2.34%	-1.56%	-0.78%	0.00%	0.78%	1.56%	2.34%	3.12%	3.89%
费用（百万元）	9,391	9,275	9,299	9,322	9,345	9,368	9,391	9,414	9,437	9,460	9,483	9,507
yoy		-1.23%	-0.98%	-0.74%	-0.49%	-0.25%	0.00%	0.25%	0.49%	0.74%	0.98%	1.23%
利润总额	1,669	1,268	1,348	1,428	1,508	1,589	1,669	1,749	1,829	1,909	1,989	2,069
所得税	417	317	337	357	377	397	417	437	457	477	497	517

首旅：RevPAR业绩弹性测算

- 其他条件不变的情况下，RevPAR提升1%，为首旅带来的收入增速为0.98%，利润增速为5.34%。

图表：首旅RevPAR业绩弹性测算

RevPAR变动	基准 (2019年)	-5.00%	-4.00%	-3.00%	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
营业收入（百万元）	7,860	7,473	7,551	7,628	7,705	7,782	7,860	7,937	8,014	8,091	8,168	8,246
yoy		-4.91%	-3.93%	-2.95%	-1.96%	-0.98%	0.00%	0.98%	1.96%	2.95%	3.93%	4.91%
净利润（百万元）	795	583	626	668	711	753	795	838	880	923	965	1,008
yoy		-26.70%	-21.36%	-16.02%	-10.68%	-5.34%	0.00%	5.34%	10.68%	16.02%	21.36%	26.70%
直营店收入（百万元）	6,273	5,959	6,022	6,085	6,147	6,210	6,273	6,336	6,398	6,461	6,524	6,587
yoy		-5.00%	-4.00%	-3.00%	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
加盟店收入（百万元）	1,540	1,470	1,484	1,498	1,512	1,526	1,540	1,554	1,568	1,582	1,596	1,610
yoy		-4.55%	-3.64%	-2.73%	-1.82%	-0.91%	0.00%	0.91%	1.82%	2.73%	3.64%	4.55%
费用（百万元）	6,300	6,222	6,237	6,253	6,268	6,284	6,300	6,315	6,331	6,346	6,362	6,377
yoy		-1.24%	-0.99%	-0.74%	-0.49%	-0.25%	0.00%	0.25%	0.49%	0.74%	0.99%	1.24%
利润总额	1,061	777	834	891	947	1,004	1,061	1,117	1,174	1,231	1,287	1,344
所得税	265	194	209	223	237	251	265	279	293	308	322	336

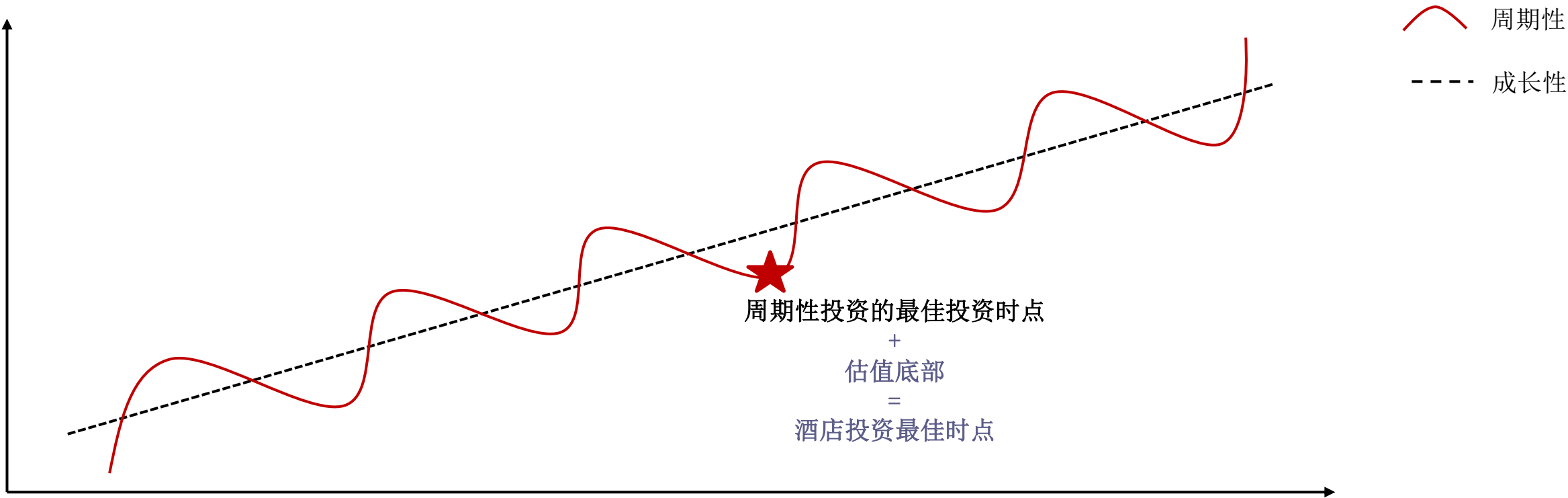
周期性 VS 成长性：成长性或成未来旋律

- ✓ 酒店行业投资框架：具备周期成长双属性，酒店的投资最佳时点在于：周期底部且未来复苏确定性较强+估值底部。
- ✓ 随着加盟占比的提升，周期性逐渐弱化，成长属性成为重点

酒店行业兼具周期性与成长性，最佳投资时点位于周期与估值双底部

- 酒店股兼具周期性与成长性，估值由二者共同决定。
- 周期性投资视角：**基于周期性的投资本质上是一种博弈，关键在于判断行业周期拐点。最佳买点在于周期底部——复苏期启动之时，最佳撤出时点为周期顶部——行业繁荣之时。
- 成长性投资视角：**基于成长性的投资本质上是对于价值提升的投资，此时的重点在于酒店集团通过开店扩张（主要为加盟）和终端升级带来的业绩增长性。
- 综合来看，酒店的投资最佳时点在于：**周期底部且未来复苏确定性较强+估值底部。**

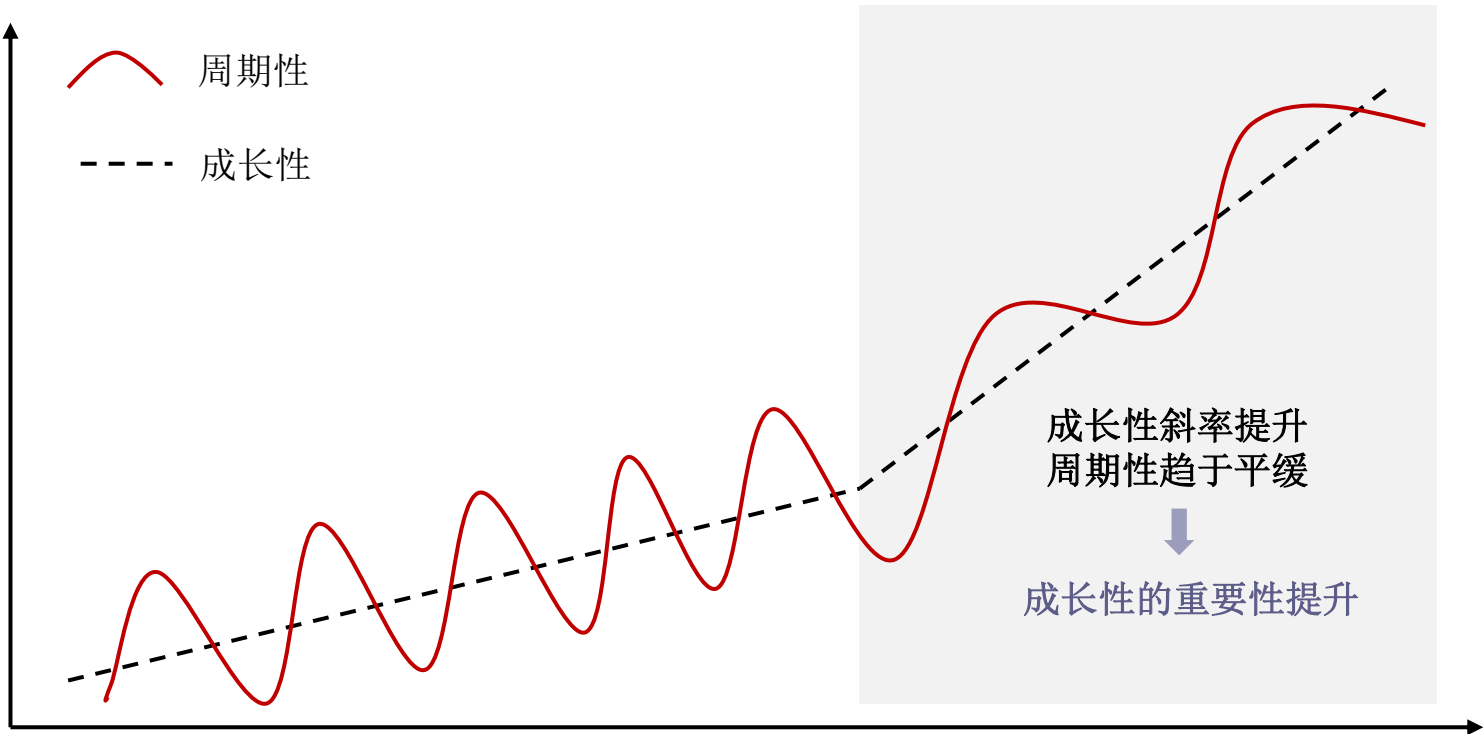
酒店行业兼具周期性与成长性



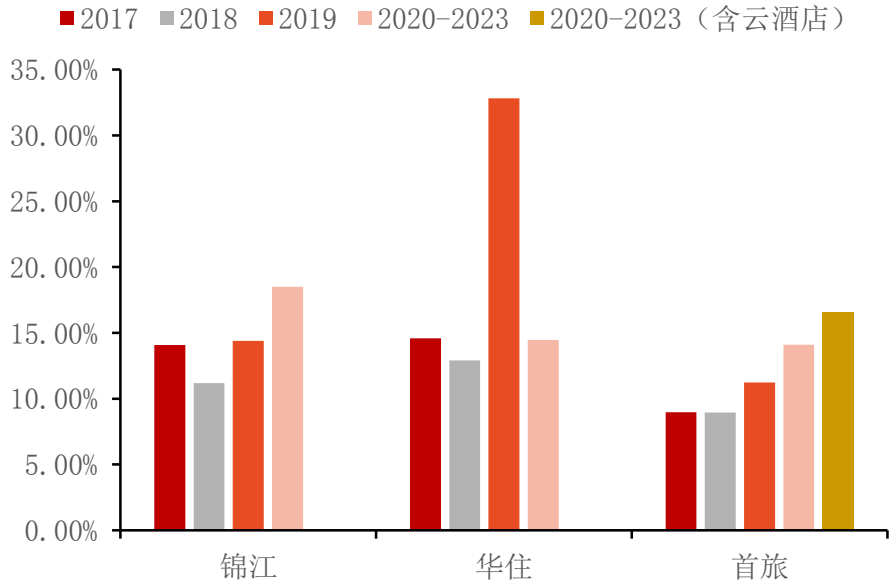
长期来看，周期性趋于平缓，成长性斜率提升

- 长期来看，周期性随着加盟店占比的提升逐渐减弱，估值的周期性波动逐步减小。在直营店模式下，租金、人工、折旧摊销等成本相对固定，收入的提升对业绩的边际贡献较大，反之，收入的下降对业绩的边际收缩影响也较大，因而RevPAR随宏观经济的周期性变化，会带来业绩更大幅度的周期性波动。随着未来三大龙头的轻资产扩张战略逐步落实，加盟店占比提升，其业绩的周期性将明显减弱。
- 龙头酒店扩张明显提速，成长性斜率提升。以锦江与首旅为代表的龙头酒店在未来3-5年明显以高于过去三年的速度扩张，且主要采取加盟扩张形式，其仅由开店带来的业绩增长也自过去的10%以上水平提升至20%左右（参考成长性部分测算），成长性斜率变陡。
- 成长性斜率变陡叠加周期性减弱影响，我们判断，未来酒店行业的成长性属性更为重要。

酒店集团加盟店扩店加速，带来成长性斜率提升、周期性趋于平缓



锦江与首旅未来三年扩店明显提速

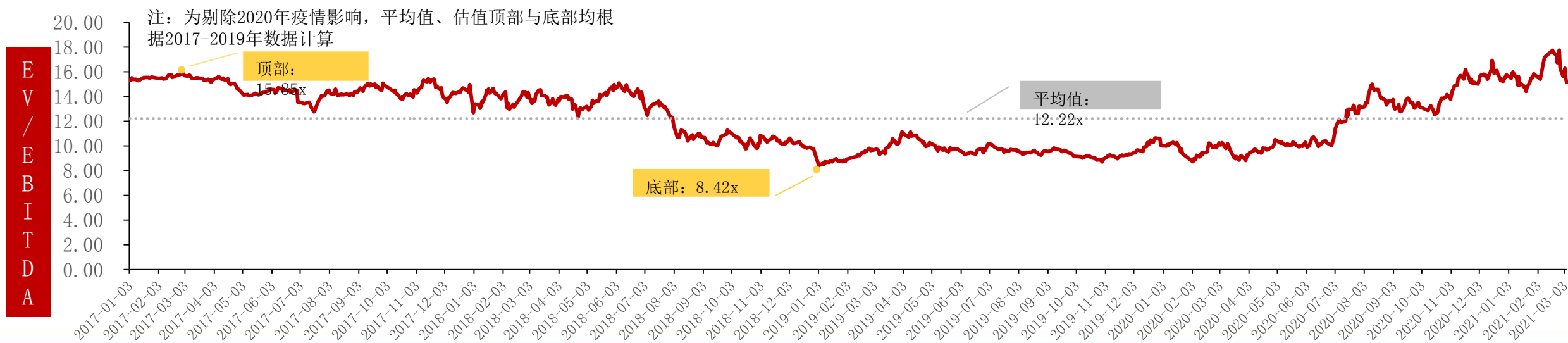
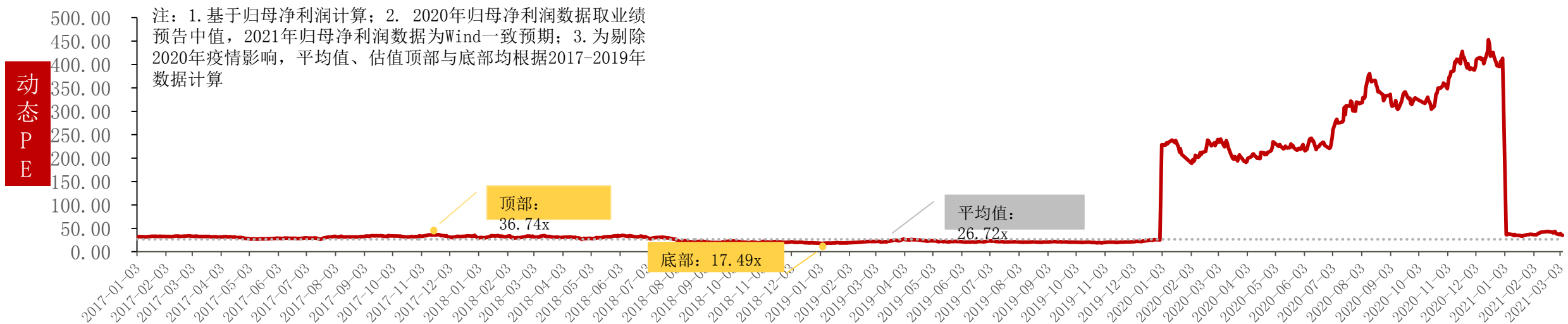


注：开店速度=净增门店/上期存量门店数；2020-2023年增速为年化增速；假设2020年锦江净增500家，首旅净增600家（包括云酒店）

- 1 中国酒店历史复盘：行业趋势是升级与集中，资本、规模、战略构成酒店龙头的核心壁垒**
- 2 成长性与周期性之共振：成长性凸显，周期性逐步弱化**
- 3 估值：当前三大酒店集团估值处于历史平均或较高水平**
- 4 三大酒店龙头：各领风骚，轻资产扩张为战略重点**

锦江：高于历史平均估值水平

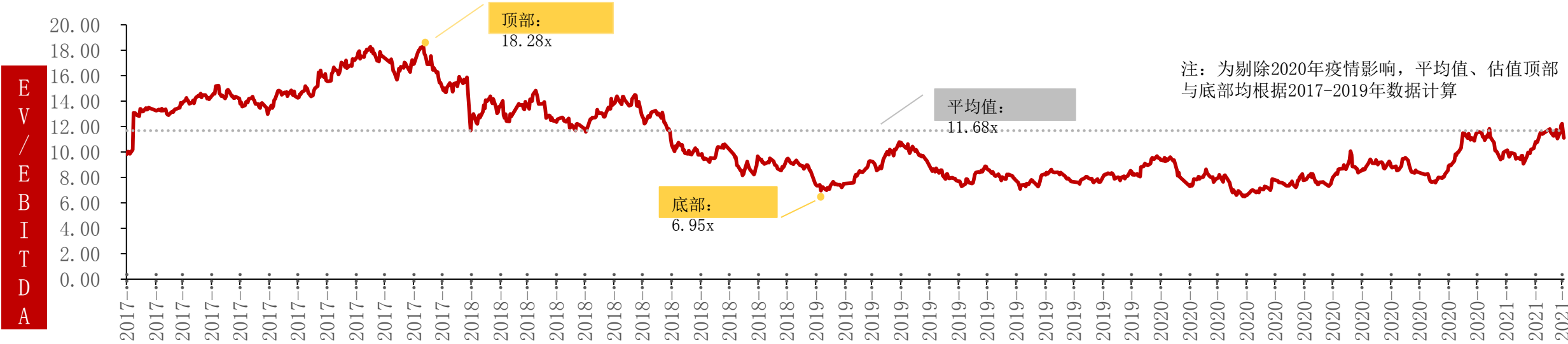
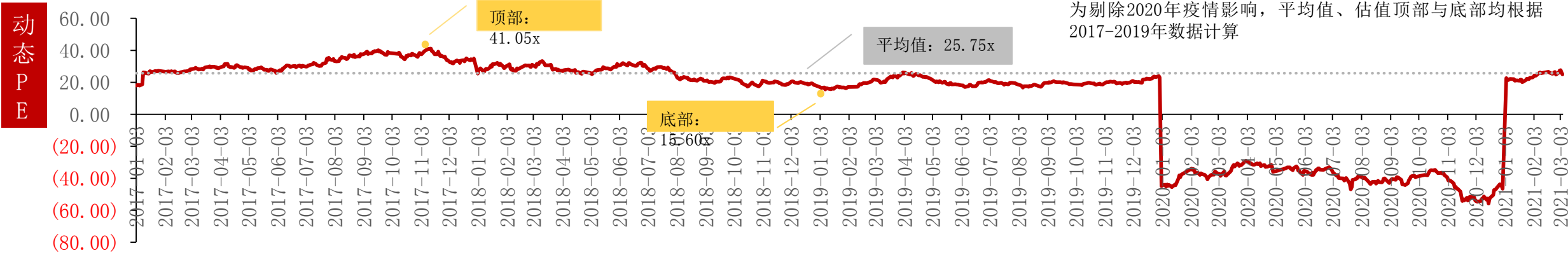
- 动态PE：估值顶部为36.74x，估值底部为17.49x，平均值26.72x。当前动态P/E仅为35.24x，高于历史平均值。
- EV/EBITDA：估值顶部为17.85x，估值底部为8.42x，平均值12.22x。当前EV/EBTDA为15.16x，高于历史平均值。



首旅：略低于历史平均估值水平

- 动态PE：估值顶部为41.05x，估值底部为15.60x，平均值为25.75x。当前动态P/E为24.99x，略低于历史平均估值水平。
- EV/EBITDA：估值顶部为18.28x，估值底部为6.95x，平均值为11.68x。当前EV/EBITDA为11.10x，略低于历史平均估值水平。

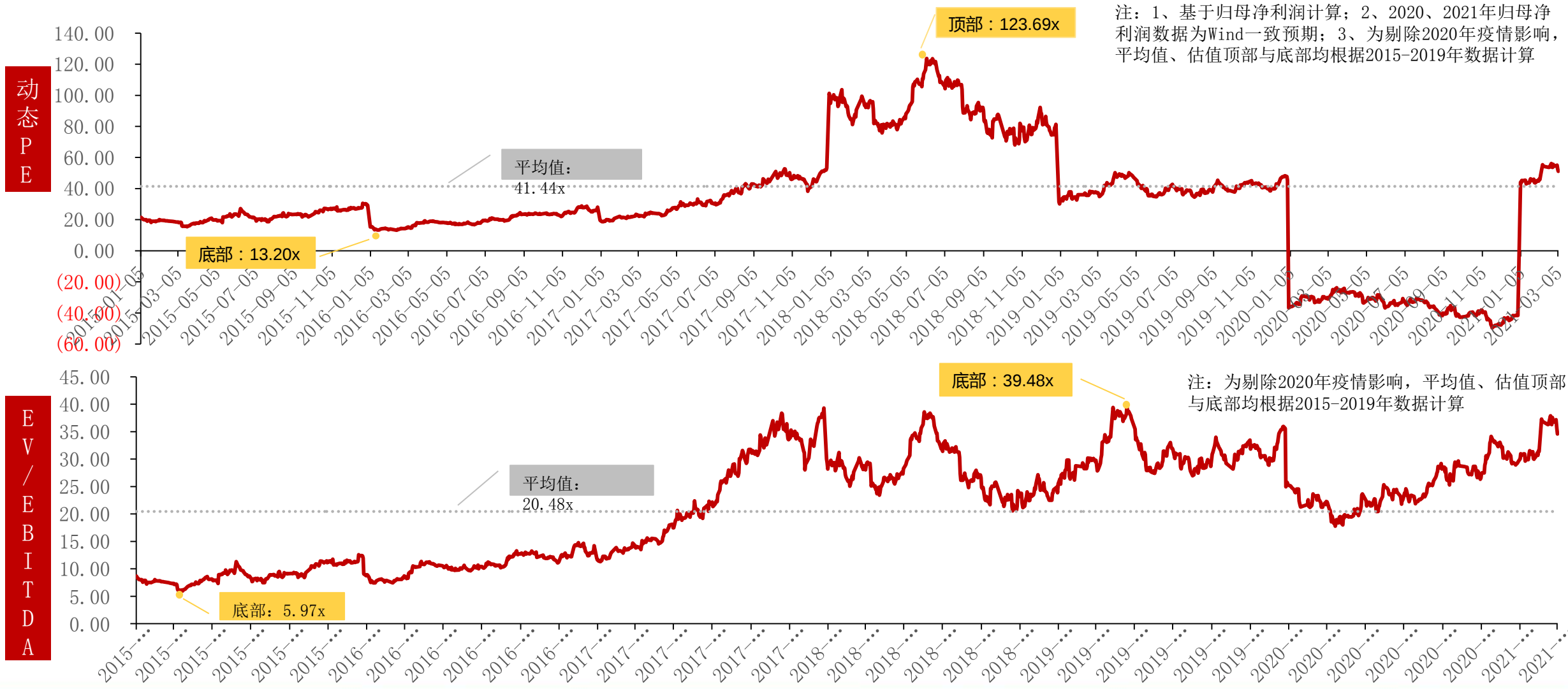
注：1、基于归母净利润计算；2、2020年归母净利润数据取业绩预告中值，2021年归母净利润数据为Wind一致预期；3、为剔除2020年疫情影响，平均值、估值顶部与底部均根据2017-2019年数据计算



注：为剔除2020年疫情影响，平均值、估值顶部与底部均根据2017-2019年数据计算

华住：高于历史平均估值水平

- 动态PE：估值顶部为123.69x，估值底部为13.20x，平均值为41.44x。当前动态P/E为51.14x，高于平均值
- EV/EBITDA：估值顶部为39.48x，估值底部为5.97x，平均值为20.48x。当前EV/EBITDA为34.58x，高于平均值



- 1 中国酒店历史复盘：行业趋势是升级与集中，资本、规模、战略构成酒店龙头的核心壁垒**
- 2 成长性与周期性之共振：成长性凸显，周期性逐步弱化**
- 3 估值：当前三大酒店集团估值处于历史平均或较高水平**
- 4 三大酒店龙头：各领风骚，轻资产扩张为战略重点**

锦江：资本实力雄厚，逐步成为规模最大酒店集团

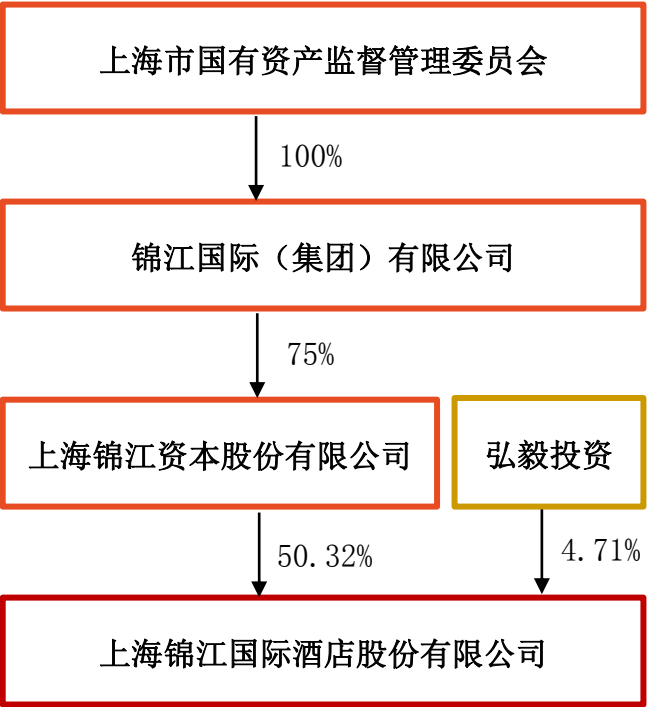
- 上海锦江国际酒店是中国目前规模最大的酒店集团。公司于1994年成立，2003年与锦江国际资产置换后确立酒店、餐饮两大主营业务，近两年经大规模收购法国卢浮集团、铂涛、维也纳后，锦江已成为国内最大的连锁酒店运营商。截止2020Q3，公司在全球管理与运营的已开业酒店达到9117家，客房总数达到896,121间，规模远大于其他竞争对手。
- 实际控制人实力雄厚，为公司发展提供充足支撑。公司第一大股东为锦江资本，持股比例50.32%；实际控制人为上海国资委，资本实力雄厚。充足的资本实力为锦江的1.5万家开业计划与可能的并购等重大战略保驾护航。

截止2019年底，锦江是中国规模最大的酒店集团

排名	集团名称	客房数	门店数	市占率
1	锦江国际集团	873177	8606	19.50%

2	华住酒店集团	536876	5618	11.99%
3	首旅如家酒店集团	414952	4450	9.27%
4	格林酒店集团	290026	3957	6.48%
5	尚美生活集团	160565	3267	3.59%

大股东实力雄厚



锦江逐步发展为规模最大酒店集团



锦江：贯彻全球全品牌战略，总部整合有望提升管理效率

- 锦江贯彻“深耕国内、全球布局、跨国经营”的全球品牌战略，打造“一中心三平台”加速内部资源整合，建立双总部推进品牌发展。
- 1) 着力打造“一中心三平台” 加速全球架构、业务及管理整合。全球创新中心提供新品牌的一站式服务；共享平台提供稳定的客户来源；全球采购平台提供性价比最高的酒店产品；全球财务共享中心集中管控资金，合理进行风险规避。“一中心三平台”为各品牌保驾护航，支撑其“高品质、高效率”发展。
- 2) 中国区设立上海、深圳“双总部”便于整合并购品牌资源。旗下酒店品牌进行重新管理划分，前端品牌运营集中管理，秉持“基因不变、后台整合、优势互补、共同发展”的方针，公司治理将进入新阶段。
- 2年3次大规模收购后，锦江稳步推进品牌迭代与完善品牌体系。目前锦江酒店旗下高端品牌包括丽笙、郁锦香、锦江等，中端品牌包括锦江都城、凯里亚德、丽枫、维也纳等，经济型品牌包括锦江之星、7天等，全面提升品牌核心竞争力和全球影响力。

锦江“一中心三平台”加速内部资源整合		锦江逐渐完善品牌体系										
一中心三平台	内容											
全球创新中心 GIC	负责新品牌的创新、研发、深化、落地及运营工作	豪华 高端										...
			昆仑	锦江	皇家金煦	郁锦香	丽笙精选	丽笙	丽亭	丽筠	丽芮	
全球旅行产业共享平台WeHotel	会员引领、酒店赋能	精品 优选										...
			锦江都城	白玉兰	凯里亚德	麗枫	维也纳国际酒店	希岸	非繁云居	康铂	希尔顿欢朋	
全球采购平台 GPP	提供从筹建到运营全链条智能化、数字化、平台化的物资和服务供应链集成服务	简约 舒适										...
全球财务共享平台	推进全球财务共享中国区整合及共享欧洲区整合			锦江之星	7天酒店	IU酒店	派酒店	金广快捷	百时快捷	维也纳3好	Premiere Classe	窝趣公寓

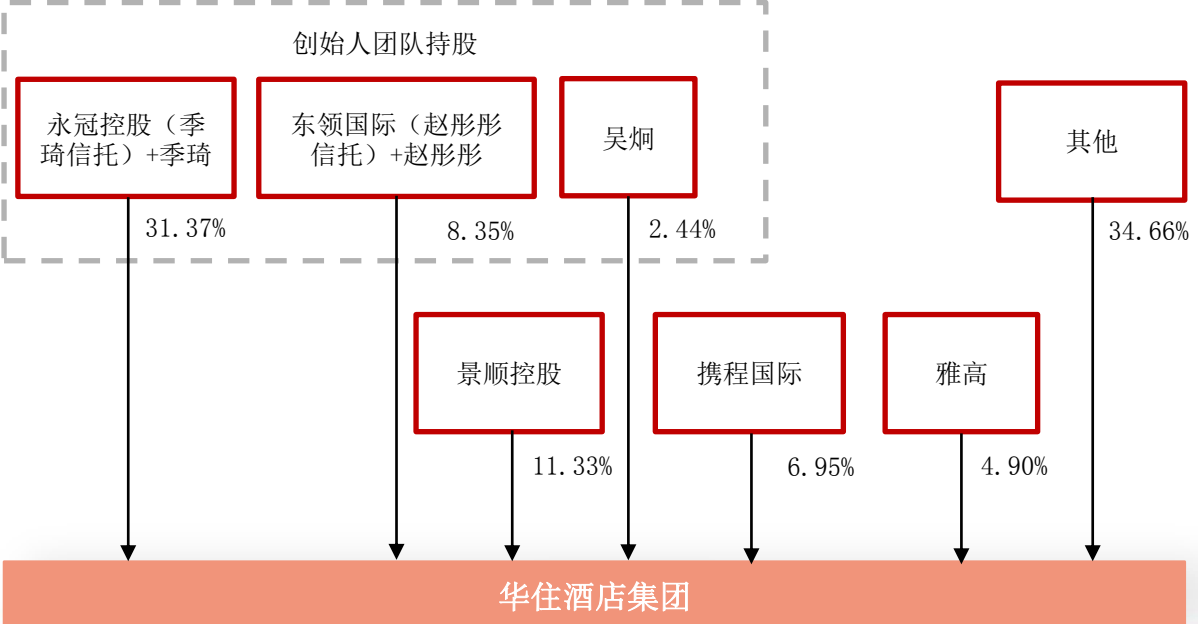
华住：酒店业第二大龙头企业，创始人引领华住多次成功变革

- 华住集团为中国第二大、全球第九大规模酒店集团，旗下有超过20家具有不同特色和规模的酒店品牌。其中汉庭酒店为华住最具代表性的支柱品牌，背靠华住强大的资源和技术的竞争优势，历经十余年发展成经济型酒店领域中的规模龙头品牌。
- 加盟店为主，大力发展中高端市场。近年来，华住大力发展加盟店业务模式，截至20年底，华住共6669家门店，其中加盟店5988家，占比由2008年13.2%大幅上升至87.6%。华住以中高端品牌为主导，发展中高低全品牌矩阵。2019年新开拓门店中58.5%定位中高端品牌，截至2020年，中高端酒店占比34.6%。
- 创始人季琦团队持股，引领华住多次成功变革。华住是三大酒店集团中唯一保持创始人团队控股的企业。第一大股东为创始人季琦，也是携程创始人之一。深耕酒店业数十载，季琦洞悉酒店历史发展与行业经验，在公司发展历程中，从2005年开发汉庭酒店开拓经济型连锁酒店市场、到2012年推出全季酒店向最早的中高端市场转型，再到2019年进一步发展“万家灯火”的下沉市场，季琦一次次带领华住顺应时代成功完成变革。

华住丰富品牌矩阵

经济型	中档	中高档	高档
 汉庭酒店  你好酒店  海友酒店  怡莱酒店  宜必思酒店	 全季酒店  桔子酒店  星程酒店	 水晶酒店  Intercity Hotel  漫心酒店  Mercure 美居酒店  MADISON 美仑酒店	 禧玥酒店  花间堂  STEIGENBERGER HOTELS & RESORTS  Maxx by STEIGENBERGER

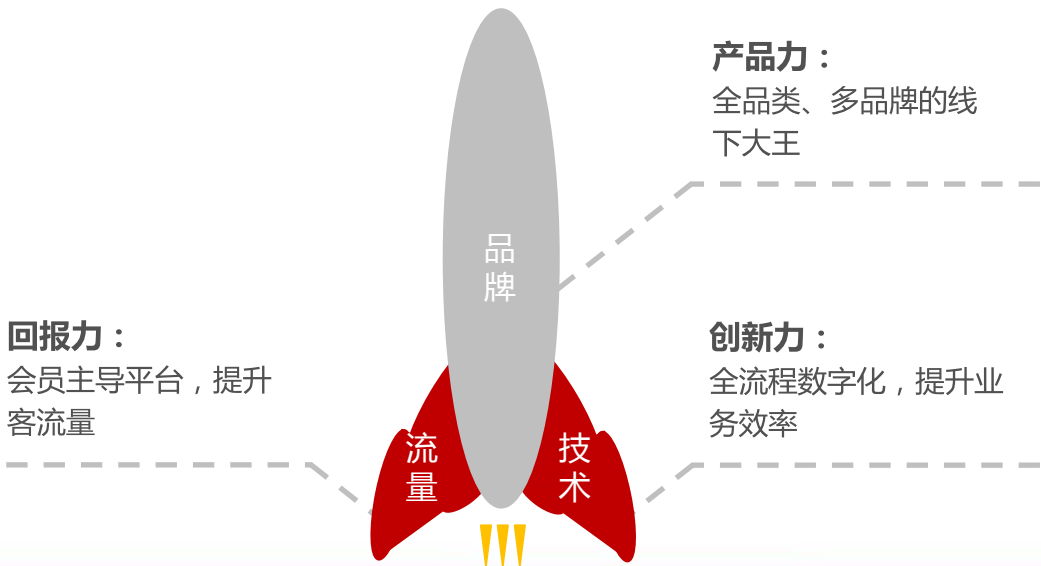
以创始人为主的股权结构（截至2020年9.22港股上市）



华住：三位一体为战略导向，四大 IT 系统保驾护航

- “品牌、流量、技术”三大关键策略，全面提高产品力、回报力、创新力。
- 1) 品牌效应产品力：通过发展全品类、多品牌战略打开消费者市场，提升产品力，同时吸引加盟商合作。
- 2) 会员主导回报力：以会员为主导的平台系统提升客流量，增加顾客粘性；发展自有渠道，减少对OTA的依赖，同时带动其他品牌发展。
- 3) 技术开发创新力：发展业内领先的技术基础设施，全流程的模块化应用程序。以一款华住内部开发、中国酒店业首创且唯一能自动调整房价的收入管理系统为例，系统于2019年四季度贡献58%价格调整操作，大幅提升公司业务效率。
- 四大信息技术系统赋能，打造覆盖全国的运营平台。
- 1) 提升管理效率，释放利润。中央预订系统提供多渠道预定后台支持，云端物业管理系统通过实时跟踪客房库存、价格波动，有利于管理层及时做出决策，提升整体运营效率，最大限度提高盈利能力。
- 2) 优化产品模型，加速市场发展。客户关系管理系统、互联网服务系统两相结合，打造完善的华住会员体系。通过发挥引流效应，降低酒店获客成本、吸引加盟商合作，利于旗下酒店品牌市场扩张。

华住“三位一体”创新商业战略



华住四大IT系统保驾护航



首旅：背靠首旅集团，旅游商贸全领域赋能

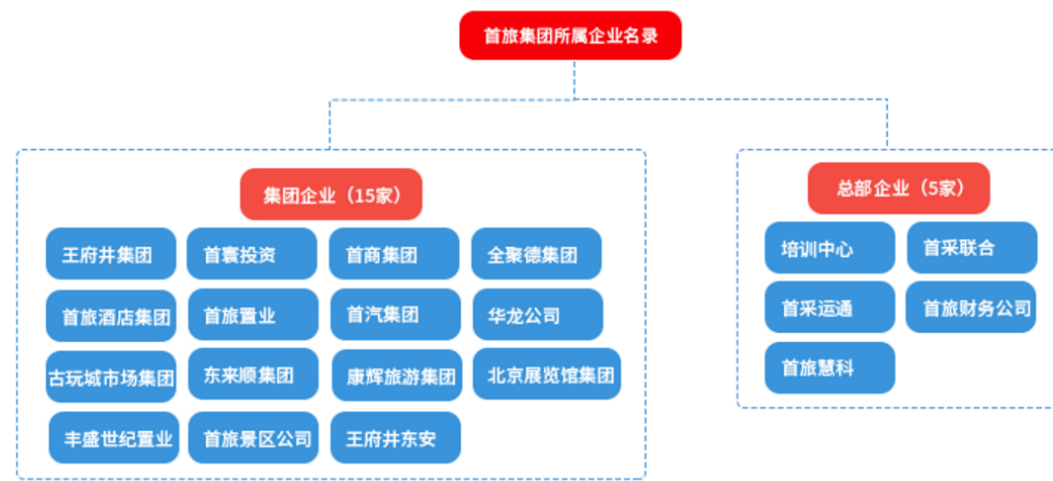


- 国内第三大酒店集团，产品矩阵涵盖全层次酒店。公司酒店业务包含从经济型到高端型全层次、标准及非标准全品类超过20个品牌、40余个产品，覆盖商务会议、旅游休闲等多元化的住宿需求。近年来公司在保持经济型酒店规模优势的基础上，持续加强中高端酒店的投入，中高端酒店占比持续提升。
- 背靠首旅集团，集团深度布局旅游商贸服务领域，实力雄厚。首旅集团成立于1998年2月，是以旅游商贸服务业为核心的战略性投资运营集团，是北京市首家国有资本运营公司试点企业。首旅酒店可借助首旅集团对旅游生态的全资源覆盖，充分发挥生态圈的协同效应。
- 大旅业整合优势突出，环球影城项目或带来获利空间。当前，国内影响力最大的文旅开发项目北京环球影城有望于2021年开业营业。首旅酒店有望在开业之初占据环球影城周边优质物业，借助影城开业带来的巨大流量，增加品牌曝光度和影响力。

公司旗下酒店品牌，全层次覆盖住宿需求



首旅集团深度布局旅游商贸服务领域



- 推出轻加盟模式，快速扩张下沉单体酒店市场。2019年公司针对中小型单体和小型连锁酒店，推出了软品牌授权（云品牌）+ 菜单式在线运营教练模式。云品牌加盟费用较低于常规加盟，且酒店可适当保留自身风格，这为中小型酒店及资金有限的加盟商提供了更优选择。公司对轻加盟模式进行初步探索，有望以运营和管理输出的方式对二三线城市存量单体酒店进行整合，截至2020年7月底，云酒店市场验证效果明显。
- 携手互联网及科技公司，积极推进智能化建设。公司联合阿里和石基信息两大龙头企业成立合资公司“未来酒店”为单体酒店提供技术支持、品牌运营、大数据联动等服务。未来酒店现已推出以自动入住机为核心的前台解决方案，利用智能系统进行宾客管理，提高服务效率，节约人工成本。数字化和”互联网+”的模式有利于公司进行转型，实现高质量增长。

云酒店市场验证效果明显

云酒店市场验证



*数据截至2020年7月31日

未来酒店推出自动入住机前台解决方案



■ 投资建议：建议关注锦江酒店、华住集团、首旅酒店、格林酒店

- ✓ **锦江酒店：**背靠上海国资委，资本实力雄厚，并购成长为国内第一规模酒店集团。未来三年，开店速度提升为三大酒店龙头之最，带来较高成长性；设立中国区整合组织架构有望大幅提升管理能力、有效控本降费，进一步释放业绩增长空间。
- ✓ **华住集团：**掌舵人季琦为中国酒店行业领军人物，多次精准发现供需缺口，先后推出如家、汉庭、全季品牌，引领市场供给改革。华住创立之初即以互联网思维切入市场颠覆传统，现发展为三位一体——“品牌、流量、技术”战略导向，以显著优于市场的会员管理系统与技术基础设施取胜，管理效率行业领先。在季琦带领下，华住拥有持续创新、穿越周期的能力，不断推进IT改革提效降费，行业龙头地位将持续巩固。
- ✓ **首旅酒店：**旗下如家为初代经济型连锁酒店龙头；借助实控人首旅集团对旅游生态的全资源覆盖，与首旅酒店形成协同效应。推出轻加盟模式云酒店，以更快速度抢占下沉单体酒店市场，拓店速度明显提升。
- ✓ **格林酒店：**国内规模第四酒店龙头，多年来深耕轻资产模式与下沉市场，其加盟店占比99%以上，使其行业波动期间较同业更具韧性，在三四线城市酒店开发与经营中较竞争对手经验更为丰富。

■ 风险提示：疫情反复影响出行，拓店速度不及预期，宏观经济波动影响消费活力。

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容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，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，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。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

专注 专心 专业



方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

广州市 黄埔大道西638号农信大厦3A层方正证券

长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层