

华住集团-S (01179)

证券研究报告
2021年06月14日

“千城万店”，酒店龙头的再度起航

全球领先的多品牌酒店集团

华住集团是一家业务覆盖全球的、领先且发展迅速的、中国多品牌酒店集团。截至2021年3月31日，华住酒店业务覆盖16个国家，拥有6,881家酒店（包括120家 legacy DH 酒店），房间数为662,512间。**1) 股权结构：创始人团队持股。**公司创始人兼董事会执行董事季琦持有集团的实际控制权，对公司未来发展方向及经营决策掌握主导权；**2) 业务模式：以加盟模式为主。**华住三大业务模式为租赁及自有模式、特许经营模式以及管理加盟模式，随着公司从重资产向轻资产转变，加盟化率不断提高；**3) 品牌矩阵：覆盖各细分市场。**华住经营超20个酒店品牌，在各档次酒店中保持竞争优势。

中国酒店行业连锁化率低，中端酒店增长快

2019年中国酒店住宿业规模达6770亿元，总量庞大。**1) 行业连锁化率低：**截至2019年底，连锁酒店数量占总酒店数量比例为10.1%，低于全球平均水平41.1%，有较大的整合空间。**2) 中档酒店数量增长快：**中档酒店数量从2015年的0.3万家增长至2019年的0.9万家，年复合增长率为36.2%，增长快于经济型酒店和高档酒店。**3) 锦江、华住、首旅三大酒店集团为三大龙头：**拥有品牌优势、会员优势以及渠道、技术和管理优势。**4) 2020年 COVID-19 疫情对酒店行业造成较大的负面影响，但长期而言通过迭代经营效率低的部分单体酒店，将加速行业结构升级。**

品牌+流量+IT+并购经验，打造华住酒店护城河

多元品牌+会员体系+IT技术+并购整合经验，筑成华住核心竞争力。**1) 多元品牌：**华住经营超20个酒店品牌，覆盖各个档次细分市场。自创品牌汉庭、全季分别领先经济型和中端市场，通过并购桔子水晶（2017年）、布洛希（2018年）、德意志酒店（2019年）、CitiGO（2021年）布局中高端市场完善品牌矩阵。管理加盟和特许经营助力品牌快速扩张。**2) 会员体系：**截至2020年底，华住会会员超1.69亿人，会员忠诚度高，2020年华住会会员预定比例达74%；降低了对OTA的依赖同时减少渠道费用。**3) IT技术：**客户关系管理系统、中央预定系统、中央收入管理系统、中央采购系统提高了酒店中后台管理效率；云端物业管理系统、“易”系列数字系统、数字支付举措等提高了门店前台运营效率，人房比行业领先。**4) 并购整合经验：**通过收购多家公司积累丰富经验，通过与收购的酒店集团的系统及会员体系进行整合，扩张酒店网络的同时产生协同效率提升经营效率。

盈利能力领先行业，从疫情中恢复良好

疫情前公司营业收入稳步增长，净利润行业领先。2019年底营收达112.12亿元，以租赁及自有酒店收入为主，加盟店收入占比逐年增加。从经营情况看，酒店数量持续增长，中高端酒店占比和加盟店比例上升。华住酒店OCC、ADR、RevPAR领先锦江、首旅，从疫情中恢复最好。2020年，华住平均可出租客房收入、平均房价、入住率分别为149元、210元以及71%，2021年Q1分别为138元、209元以及66.2%，均处于三大集团之首。

投资建议：华住是国内领先的酒店经营集团，拥有品牌、流量、IT技术、管理等方面的优势。随着疫情好转，酒店行业复苏，华住秉持“千城万店”战略加速扩张营收有望增长。我们看好华住酒店的长期成长，预计华住2021-2023年归母净利润将达18.47/29.74/38.61亿元，对应PE分别为63.43x/39.28x/30.26x。我们给予华住集团50x的估值。我们预计2022年华住净利润为29.74亿元，对应50xPE总市值为1662.7亿港元（1487.0亿元），目标价为557.8港元（459.0元）。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险，疫情反复风险，竞争失利风险，多品牌策略分散资源，估值差异风险

投资评级

行业 非必需性消费/旅游及
休闲设施

6个月评级 买入（首次评级）

当前价格 438 港元

目标价格 557.8 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	324.47
港股总市值(百万港元)	142,118.60
每股净资产(港元)	40.33
资产负债率(%)	82.08
一年内最高/最低(港元)	493.00/302.00

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

李珍妮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120002
lizhenni@tfzq.com

张一帆 联系人
zhangyifana@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 高速增长的中国酒店行业龙头	5
1.1. 全球领先的多品牌酒店集团	5
1.2. 创始人把握公司发展主旋律	5
1.3. 轻资产加盟模式助力品牌扩张	8
1.3.1. 加盟模式为主，加盟收入占比提升	8
1.3.2. 多品牌矩阵，覆盖各档次细分市场	10
2. 华住股价持续走高，业绩和估值形成戴维斯双击	12
2.1. 2010-2015 年：中高端酒店加速布局，经济型酒店转型升级	12
2.2. 2015-至今：轻资产模式助力酒店扩张，业绩估值共驱股价上涨	13
3. 酒店空间广阔，连锁化率有待提升，中高端化趋势明显	16
3.1. 酒店市场总量大，从粗放式发展向内涵式转变	16
3.2. 经济社会发展、消费需求升级，驱动酒店行业发展	16
3.3. 酒店行业连锁化率低，中端酒店成未来发展重点	18
3.4. 龙头竞争优势显现，行业集中度有望持续提升	19
3.5. 疫情短期对行业造成显著负面影响，中长期加速行业结构升级	20
4. “品牌+流量+IT+并购经验”，保障酒店高效运营	22
4.1. 多品牌矩阵覆盖多样化需求，全档次品牌矩阵是成功的基石	22
4.2. 华住会打造完善会员体系，实现高效引流	23
4.3. IT 技术赋能，提升经营效率	25
4.4. 并购整合，促进协同发展	27
5. 加盟化和中高端化并行推进，盈利能力业内领先	28
5.1. 财务情况分析：营收增长，盈利突出	28
5.1.1. 收入端：营业收入持续增长，租赁及自有酒店为主要收入来源	28
5.1.1. 成本费用端：疫情前毛利率逐年上升，费用率上升为扩张蓄力	29
5.1.1. 盈利端：盈利能力领先行业，2020 年受疫情影响净利润大幅下降	30
5.1.2. 现金流：疫情前经营活动现金流量持续增长，2020 年有所下降	30
5.1.3. 资产负债率持续上升，二次上市后有望降低	31
5.2. 经营情况分析：中高端和加盟酒店占比上升，核心经营指标领先行业	31
5.2.1. 酒店数量增长，中高端占比与加盟化率上升	31
5.2.2. 华住 Occ、ADR、RevPAR 领先行业，二季度经营从疫情中恢复	32
6. 盈利预测与投资建议	34
7. 风险提示	36

图表目录

图 1：内生扩张+外延并购助力华住酒店快速发展	5
图 2：公司创始人及实际控制人季琦持股比例达 30.9%	6
图 3：华住在营门店数快速增长（单位：家）	8
图 4：华住客房数达 662,512 间（单位：间）	8

图 5: 华住加盟店占比提升 (单位: 家)	9
图 6: 华住集团在营酒店收入增长	9
图 7: 管理加盟及特许经营店收入占比提升	9
图 8: 华住酒店品牌覆盖各档次细分市场	10
图 9: 华住股价持续走高	12
图 10: 2013-2015 全季酒店门店增长率超 50% (单位: 家)	12
图 11: 2015 年全季、星程酒店位列中国中端酒店品牌前三	12
图 12: 2013 年后中高端占比提升 (单位: 家)	13
图 13: 中高端酒店增速超过经济型	13
图 14: 15-17 年经济型酒店 RevPAR 逐渐回升 (单位: 元/间)	13
图 15: 15-19 年 RevPAR 持续上升 (单位: 元/间)	14
图 16: 15-17 年各指标增速上涨	14
图 17: 轻资产模式助力门店增长 (单位: 家)	14
图 18: 加盟酒店占比不断提升 (单位: 家)	14
图 19: 疫情前营收稳步增长	14
图 20: 疫情前扣非归母净利润保持高增长	14
图 21: 华住酒店 (HTHT.O) 2010-2020 年 PE	15
图 22: 2019 年中国酒店数量达 88.4 万家	16
图 23: 中国酒店市场规模达 6770 亿元	16
图 24: 连锁酒店营业额稳步增长 (单位: 亿元)	16
图 25: 我国国内生产总值 GDP 稳定增长	17
图 26: 人均可支配收入增长	17
图 27: 2011 年-2020 年旅游人数持续增长	17
图 28: 2011 年-2020 年旅游收入快速增长	17
图 29: 民航客运量增长	18
图 30: 铁路运输量稳定增长	18
图 31: 中国连锁酒店及独立酒店酒店数量细分 (单位: 万家)	18
图 32: 中国连锁酒店及独立酒店客房数细分 (单位: 万间)	18
图 33: 中国连锁酒店渗透率低于世界平均 (%)	18
图 34: 中档酒店连锁化率最低 (单位: 万家)	19
图 35: 中档酒店数量增长最快 (单位: 万家)	19
图 36: 各档次连锁酒店客房数量 (单位: 万间)	19
图 37: 2015-2020 酒店行业集中度上升	20
图 38: 2020 年前十大酒店集团市场份额	20
图 39: 三大集团并购提升行业集中度	20
图 40: 酒店供给需求增速受疫情影响严重	21
图 41: 2020 年初酒店经营指标普遍下降	21
图 42: 汉庭酒店展示图	22
图 43: 全季酒店展示图	22
图 44: 桔子水晶酒店展示图	22
图 45: 花间堂展示图	22

图 46: 2020 年汉庭酒店市占率位列经济型酒店第一	23
图 47: 2020 年全季酒店位列中端酒店第二	23
图 48: 2020 年美居酒店、桔子水晶位列前十大高端酒店	23
图 49: 华住会会员体系及特权	24
图 50: 2011-2020 年华住会会员数稳定增长 (单位: 亿人)	25
图 51: 2020 年底三大酒店集团会员数 (单位: 亿人)	25
图 52: 华住酒店智能设备及管理系统	26
图 53: 为德意志酒店建立数字化平台战略	27
图 54: 2016-2021Q1 华住酒店营业收入 (单位: 亿元)	28
图 55: 2016-2021Q1 华住酒店租赁及自有酒店收入占比	28
图 56: 华住营收低于锦江略高于首旅 (单位: 亿元)	28
图 57: 2017-2020 年华住营收增速领先 (%)	28
图 58: 疫情前毛利率持续上涨	29
图 59: 各季度毛利率情况	29
图 60: 华住集团 2017-2021 年 Q1 各项酒店经营成本收入占比	29
图 61: 华住期间费用率上升 (单位: %)	29
图 62: 各季度期间费用率情况 (单位: %)	29
图 63: 华住经调整 EBITDA 增长	30
图 64: 华住归母净利润与经调整净利润变化	30
图 65: 2017-19 年华住酒店经营利润领先锦江、首旅酒店 (单位: 亿元)	30
图 66: 华住经营活动现金流疫情前持续增长 (单位: 亿元)	31
图 67: 21Q1 现金净流出 9.57 亿元 (单位: 亿元)	31
图 68: 资产负债率持续上升 (%)	31
图 69: 目前资产负债率为 82.08% (%)	31
图 70: 华住在营酒店数目持续增长 (单位: 家)	32
图 71: 华住加盟化率低于锦江高于首旅	32
图 72: 三大集团中高端酒店占比情况	32
图 73: 华住 RevPAR 领先行业 (元/间夜)	33
图 74: 华住酒店平均客房价格领先锦江、首旅 (元/间夜)	33
图 75: 华住酒店入住率 2020 年二季度起恢复良好 (%)	33
图 76: 2016-2020 年全球酒店行业上市公司静态市盈率	35
表 1: 董事及高级管理人员管理经验丰富	7
表 2: 重资产模式和轻资产模式并行	8
表 3: 华住集团各类品牌满足不同需求 (单位: 家)	11
表 4: 华住会加入及升级方式	24
表 5: 华住会在酒店预订 APP 排名靠前	25
表 6: 华住 2021-2023 年盈利预测基本假设 (单位: 百万元)	34
表 7: 2016-2020 年全国酒店行业上市公司静态市盈率均值及中国三大酒店龙头公司预测 PE	35

1. 高速增长的中国酒店行业龙头

1.1. 全球领先的多品牌酒店集团

华住集团是一家业务覆盖全球、行业领先、发展迅速的中国多品牌酒店集团。截至 2020 年末，华住酒店业务覆盖 16 个国家，拥有 6,789 家酒店（包括 120 家 legacy DH 酒店），房间数为 652,162 间。根据 2019 年的客房数量统计，华住集团是中国第二大酒店集团，在全球酒店市场位列第九，市场份额分别占 11%（中国）和 2.7%（全球）。

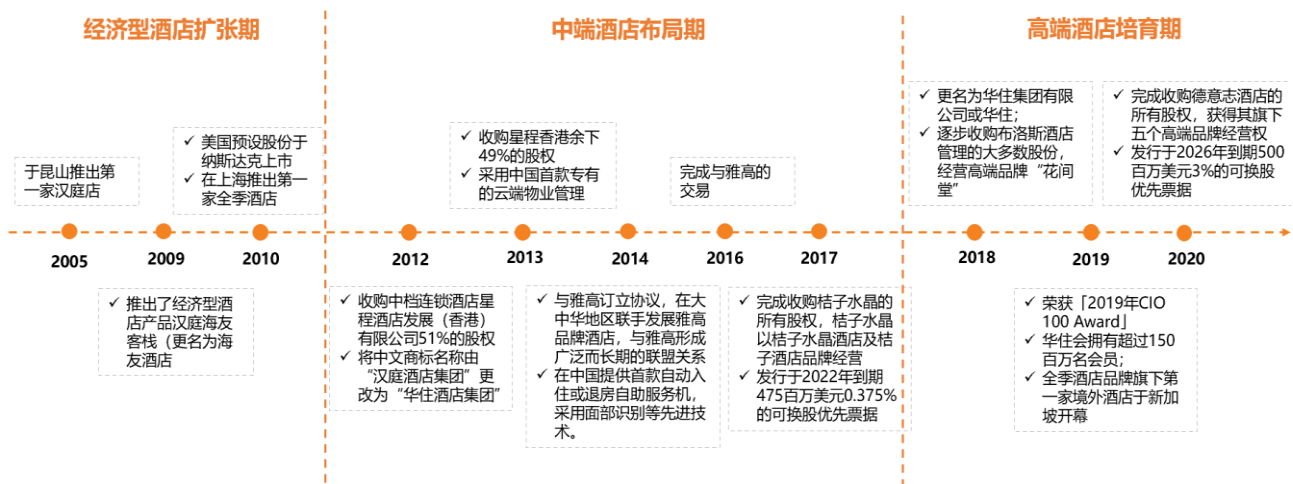
华住的发展历程可划分为三个阶段：

2005 年-2011 年：经济型酒店扩张期。2005 年汉庭第一家门店“昆山火车站店”试营业，华住顺应中国酒店行业发展浪潮，开始其经济型酒店布局。通过 2007 年和 2008 年先后获得的 8500 万美元和 5500 万美元融资，汉庭酒店加速门店扩张，2008 年 6 月汉庭开业数量达到 100 家。2010 年汉庭成功在美国纳斯达克上市。

2011 年-2017 年：中端酒店布局期。汉庭酒店在中端市场具有先发优势，2010 年在上海推出第一家全季酒店，打造培育中端酒店。彼时经济型酒店同质化竞争严重，难以满足消费升级的需求，酒店行业正进行供给侧改革。华住集团抓住市场机遇，通过内部开发和并购合作加速中端品牌布局。2012 年汉庭入股星程酒店，与全季合力成为国内中端酒店领导品牌。2014 年华住与雅高建立战略联盟获取了美居酒店、宜必思酒店、诺富特酒店、美爵酒店的一定经营权。

2017 年-至今：高端酒店培育期。在消费升级的推动下，中高端酒店成为酒店业的投资热点，发展迅速。2017 年华住收购桔子水晶 100% 股权；2017 到 2019 年华住逐步完成收购布洛斯酒店的大多数股份；2020 年收购德意志酒店 100% 股权。华住大力发展高端品牌及豪华品牌，品牌矩阵进一步完善。

图 1：内生扩张+外延并购助力华住酒店快速发展



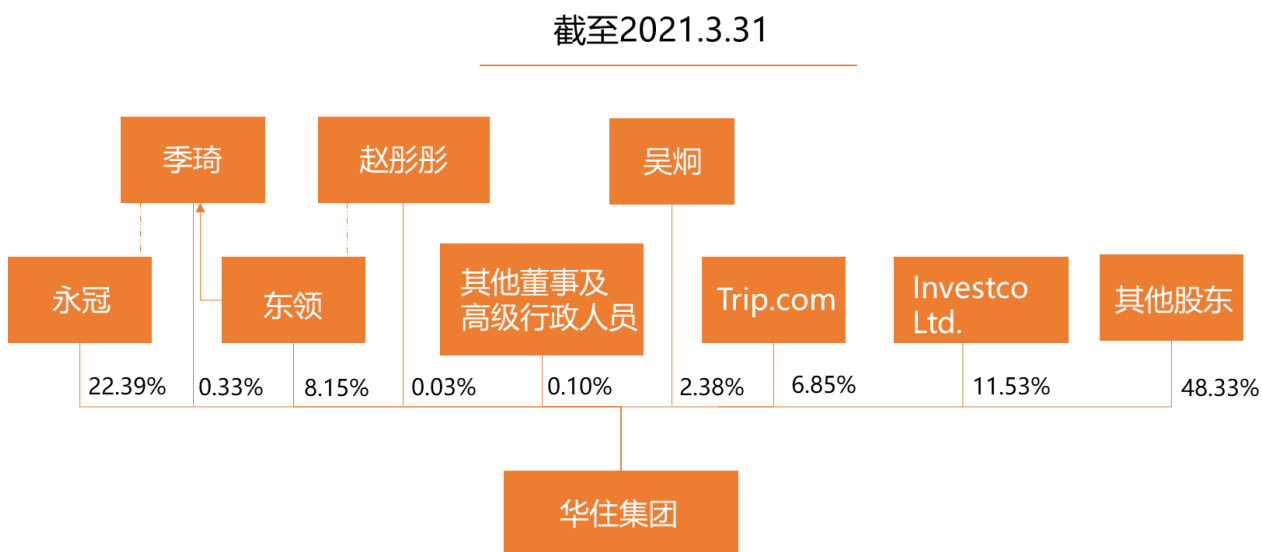
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 创始人把握公司发展主旋律

公司创始人及实际控制人季琦持股比例达 30.9%，团队酒店行业经营经验丰富。季琦先生为公司的创始人兼董事会执行董事及首席执行官。截至 2021 年 Q1，季琦直接及间接通过永冠、Sherman Holding 及东领持有 30.9% 的公司股份。季琦先生拥有超 20 年的酒店管理

经验，分别于 1999 年及 2002 年先后创立了携程和如家连锁酒店，两家公司已经完成了上市，分别成为了中国最大的在线旅游服务公司之一以及行业领先酒店。依靠其积累的丰富管理经营经验，季琦先生领导着华住集团不断通过内生增长和外延并购扩大市场规模成为中国第二大酒店集团。作为机械工程硕士，季琦注重科技的运用，将华住定义为科技企业，通过不断地技术创新提高华住酒店的经营管理效率集体提升客户服务质量。华住孵化的 IT 企业盟广信息推出的易掌柜、易客房、易支付、易发票“四大发明”使得酒店从前台入住到后台管理都能够用智能化设备来完成，降低酒店运营人房比的同时提高客户体验。

图 2：公司创始人及实际控制人季琦持股比例达 30.9%



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

除季琦之外，公司联合创始人及董事赵彤彤直接及间接通过东领持有 8.2% 的公司股份；公司联合创始人及独董吴炯持有 2.4% 的公司股份，其他董事及高级行政人员的合计持有 0.1% 的公司股份。董事及高管团队拥有丰富的旅游酒店行业经验，助力华住加速发展。张尚稚、尚健、张敏、Sébastien, Marie, Gaurav Bhushan、许廷芳等董事都为多家公司的其他董事及高级行政人员，主要包括酒店公司监事或者管理者，有数十年经验，除酒店行业之外还在金融及咨询领域、外贸领域、法律领域有所专长。总裁金辉、首席数字官刘欣欣、首席财务官赵汝泉都有较强的专业能力和管理能力，帮助公司高效运营。

表 1: 董事及高级管理人员管理经验丰富

姓名	职务	履历	持股比例
季琦	创始人, 董事会执行主席, 首席执行官	分别于 1989 年及 1992 年 2 月获得中国上海交通大学指工程机械学士学位及机械工程硕士学位; 于酒店业拥有超 20 年的经验; 分别于 1999 年和 2002 年共同创立 Trip.com 和 Home Inns & Hotel Management Inc. 并担任首席执行官。2005 年创立华住集团并预 2007 年受委任为董事。	30.9%
吴炯	联合创始人, 独立董事	1989 年获美国密歇根大学理学学士学位; 曾就职于中华人民共和国对外经济贸易部、中国驻兹伊尔大使馆商务局、中国出口商品基地建设总公司; 1999 年至 2008 年担任雅高酒店集团总干事, 2003 年同时收尾人为天津雅高酒店管理有限公司执行董事及总经理; 自 2009 年担任 Tianjin Amis Hotel Management Company 的执行董事; 2016 年加入华住。	2.4%
赵彤彤	联合创始人, 独立董事	1992 年与 2003 年先后获得交通大学工程硕士学位和加拿大麦吉尔大学工商管理硕士学位; 已服务于数家公司, 包括担任上海亚太健康科技发展有限公司的监事、上海红影高科技有限公司的执行董事以及上海携程科技有限责任公司执行董事。	8.2%
张尚稚	董事	1978 年毕业于对外经贸大学, 主修法语, 2014 年获法国政府颁发的“[Chevalier de Legion d' honneur” 奖章; 于将就点经济外贸领域有逾 30 年经验	*
Sébastien, Bazin	董事	1985 年获法国巴黎索邦大学商业管理硕士学位; 担任雅高的主席兼首席执行官后任监事, 负责参与制定雅高战略事项的决策; 2016 年起担任 General Electric Company 的独立董事。	0
Gaurav Bhushan	Sébastien BAZIN 的替任董事	2003 年获澳大利亚证券学院的应用金融于投资的研究生文凭。2000 年起担任雅高于澳大利亚及新西兰的业务发展经理, 2015 年起担任雅高的全球首席发展官; 2017 年加入雅高执行委员会。	0
张敏	董事及副主席	2003 年获哈佛商学院工商管理硕士学位; 于酒店业以及金融及咨询领域拥有逾 10 年的经验; 目前任职华住酒店多间附属公司, 亦为上海与创投资公司的董事、杭州目庭酒店管理有限公司、重庆云庭酒店管理公司、汉庭 (上海) 企业管理有限公司等共 9 家酒店管理公司的监事	*
许廷芳	独立董事	先后获新加坡国立大学荣誉法学学士学位和苏州大学中国法律专业文凭; 于新加坡担任合资格辩护律师及食物律师拥有逾 30 年经验, 曾为新加坡法律仲裁委员会、曾担任新加坡国际仲裁中心、中国国际经济贸易仲裁委员会、上海国际经济贸易仲裁委员会等担任在册仲裁员; 现任多家上市公司独立董事, 包括浙能锦江环境控股有限公司、仁恒置地集团等。	0
曹蕾	独立董事	1997 年获上海财经大学国际商务管理学士学位; 曾担任德勤华永会计师事务所多个职位最后任志伟税务及业务咨询部经理; 曾担任 Philips Electronic Singapore Pte Ltd. 大中华区的税务主管; 2020 年加入华住, 主要负责监督董事会并向董事会提供独立判断。	0
金辉	总裁	2000 年与 2014 年先后获得中国华东师范大学心理学学士学位和中国中欧国际工商学院的行政硕士学位; 加入华住后先后担任集团开发部主管、副总裁及执行副总裁, 2016 年委任为总裁, 主要负责华住的中国业务。	*
刘欣欣	首席数字官	2008 年获得复旦大学的工商管理硕士学位; 盟广信息有限公司的创始人兼首席执行官, 该公司为华住于 2013 年培育的一间 IT 公司; 2019 年起担任首席数字官, 主要负责销售、忠诚计划及信息技术。	*
赵汝泉	首席财务官	1994 年获英国华威大学的会计及财务分析理学学士学位; 于跨国公司的财务管理方面有逾 20 年经验; 曾为 Rnomac International Limited 的首席财务官; 曾任职于 DDB 大中国集团首席财务官、于 Focus Media Group 担任财务副总监。	*
全体董事及高管			33.4%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所 注: * 少于 1%

1.3. 轻资产加盟模式助力品牌扩张

根据弗若斯特沙利文，截至 2019 年底，以经营的酒店客房数量计，华住集团为中国第二大及全球第九大酒店集团。华住集团酒店网络自截至 2017 年 12 月 31 日的 3,746 家酒店扩展至截至 2020 年 12 月 31 日的 6,789 家酒店（含 DH），年复合增长率为 21.9%。截至 2021 年 3 月 31 日，华住集团共拥有 6,881 家在营酒店，合计共有 662,512 间酒店客房。截至同日，集团正在开发 2,649 家新酒店。

图 3：华住在营门店数快速增长（单位：家）

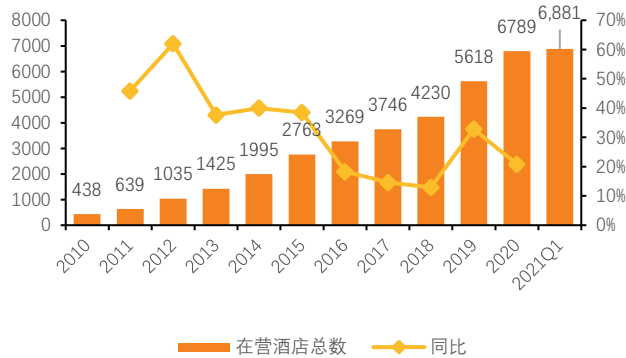


图 4：华住客房数达 662,512 间（单位：间）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3.1. 加盟模式为主，加盟收入占比提升

华住三大业务模式为租赁及自有模式、特许经营模式以及管理加盟模式。租赁及所有权模式是重资产模式，公司直接经营主要位于租赁物业及自有物业的酒店。特许经营以及管理加盟模式是轻资产模式。在特许经营模式下，公司向加盟商收费但不派驻现场酒店经理。在管理加盟模式下，通过助派现场的酒店经理来管理酒店并向加盟商收费。

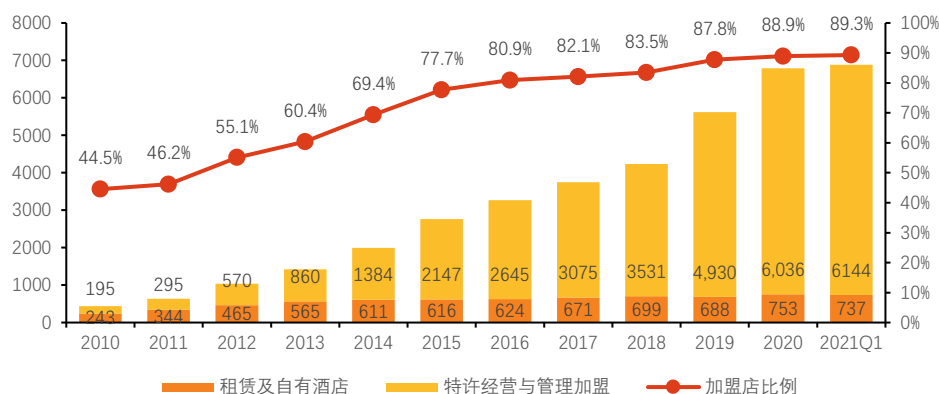
表 2：重资产模式和轻资产模式并行

经营模式	服务范围	费用收取	服务年限
租赁及自有模式 (重资产模式)	管理及经营酒店的各个方面	承担所有费用，包括支付租金及以及建设与装修，负责招聘、培训及监督酒店经理及雇员，购买所有供应品和其他所需设备。	租赁期通常为 10 年至 30 年不等。
管理加盟模式 (轻资产模式)	1) 授权管理加盟店使用集团相关品牌名称、标识和商标；2) 向加盟商提供酒店建设或装修的指引，规定有关酒店营业前达到一定标准；3) 委任培训酒店经理，其负责雇佣酒店员工和管理加盟店的日常经营；4) 提供如中央预定、销售及营销支持、技术支持等服务	1) 每月特许经营费：首次特许经营费+总收入 3%-6.5%；2) 中央预订系统的预定费：房费的 8%，上限为酒店总收入的 3.5%；3) 会员注册费：就在管理加盟店加入华住会的客户收取会员注册费；4) 技术支持服务费：共享技术基础设施的系统维护及支持费以及其他信息技术服务费；5) 管理服务费：委任管理加盟店的酒店经理的管理服务费。	加盟协议通常初步为 8 年，协议到期前三个月可通过双方协议延长期限。
特许经营模式 (轻资产模式)	与向管理加盟酒店提供者相仿，不委任管理人且向特许经营酒店提供管理服务	按照管理加盟店大致相仿的条款向特许经营酒店收取费用。因为并不会向特许经营酒店委任酒店经理，所以不会向该酒店收取每月管理服务费。	就特许经营酒店所订立的特许经营协议通常初步为 8 年，到期前三个月经双方协议

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

加盟模式为主，加盟化率不断提高。截至 2020 年末，集团拥有 753 家租赁及自有酒店（含 DH），占在营酒店的约 11.1%；截至同日，集团经营 6,036 家管理加盟和特许经营店，加盟店占比 88.9%。加盟模式成为华住集团经营的主要经营模式并且以管理加盟为主。从 2010 年到 2020 年，集团酒店的加盟化率快速提升，从 2010 年底的 44.5% 上涨至 2020 年底的 88.9%，2021 年 Q1 达到 89.3%。

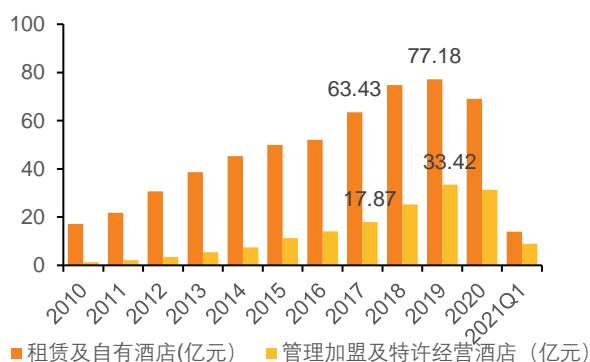
图 5：华住加盟店占比提升（单位：家）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

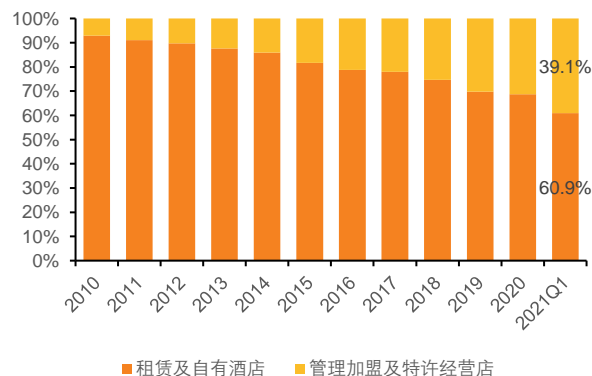
租赁及自有酒店构成主要收入来源，加盟收入占比不断增大。自 2010 年以来，华住集团自营及加盟模式酒店收入都处于增长状态。从 2017-2019 年，租赁及自有酒店收入从 63.43 亿元增长到 77.18 亿元，年复合增长率 10.3%；管理加盟及特许经营店收入自 17.87 亿元增长到 33.42 亿元，年复合增长率 36.8%。2020 年，租赁及自有酒店、管理加盟及特许经营店收入分别为 69.08 亿元、31.36 亿元。租赁及自有酒店收入占总收入比重较大，但是由于快速扩张的加盟店导致的加盟店收入的高增长，自营酒店收入占比处于逐年下降状态，自 2010 年的 92.9% 下降到 2020 年的 68.8%，2021 年 Q1 进一步下降至 60.9%。

图 6：华住集团在营酒店收入增长



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：管理加盟及特许经营店收入占比提升



资料来源：wind，天风证券研究所

1.3.2. 多品牌矩阵，覆盖各档次细分市场

经营超 20 个酒店品牌，提升华住市场竞争力。按照类别划分，华住集团经营的酒店可分为经济型、中档、中高档、高档品牌，覆盖各档次细分市场。多品牌战略为华住提供了竞争优势：1) 能够在有吸引力的市场上开设更多门店；2) 满足各类消费者不断变化的消费需求，吸引更多客户；3) 通过集团共享平台获得更大的规模经济效益。

图 8：华住酒店品牌覆盖各档次细分市场



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

经济型：为多数人提供“住得起”的酒店。华住旗下经济型酒店包括汉庭酒店、你好酒店、海友酒店、宜必思酒店以及 Zleep Hotel，主打在价格低廉的基础上以优质的服务提升客户体验。2019 年华住经济型酒店平均房价为 184 元/间夜。其中汉庭酒店的价格根据所在位置不同大致在 120-500 元。在经济型酒店品牌中，支柱品牌汉庭已经成为经济实惠的代表。根据弗若斯特沙利文的资料，截至 2019 年底汉庭拥有的酒店数量于全球公开上市的酒店集团的所有经济型酒店品牌中位列第一。

中档酒店：优质服务媲美三四星级酒店。自 2010 年推出全季酒店，华住不断加大中档酒店培育力度，现有品牌包括全季酒店、桔子酒店、星程酒店、宜必思尚品。中档酒店致力于提供以经济型酒店的价格提供媲美三四星酒店的客房质量，全包式配套、隔音环境等设计提高住宿体验。根据弗若斯特沙利文调查，以消费者心智占有率而言，全季酒店在中国所有的中档酒店品牌中位列第一。

中高档及高档酒店：先进设计，多元化特色服务。华住自 2013 年开设禧玥酒店开始进军高端酒店市场，近年来通过雅高、德意志酒店等并购合作不断扩展中高端品牌。Intercity Hotel、美居、美仑、禧玥等针对商务休闲旅客提供舒适住宿服务；漫心酒店、花间堂等度假村品牌融入当地特色文化为旅客提供独特体验；此外美轮美奂酒店、Jaz in the City、美爵酒店、施柏阁等高端酒店带顾客体验新的生活方式，提供沉浸式文化体验。

表 3：华住集团各类品牌满足不同需求（单位：家）

类型	品牌	品牌介绍	在营数 (21Q1)	待开业数 (21Q1)
经济型	汉庭酒店	价值主张为“质量、便利及价值”；酒店所在地区通常毗邻主要业务及商业区，针对知识工作者以及注重价值与质量的旅客。	2,767	659
	海友酒店	2008 年推出，面向理性及注重价格的旅客。	436	99
	怡莱酒店	2014 年推出，致力于提高单个微型及中小型经济酒店的经营效率，为年轻顾客提供优质体验。	972	468
	宜必思酒店	以优质、可靠性及对环境的追求享誉全球。创造了 Sweet Bed 革命性寝具概念，并有温馨怡人的额设计师公共区及提供现代餐厅的宜必思厨房。	208	43
	Zleep Hotel	斯堪的纳维亚地区知名酒店品牌，提供优质的服务及设计。	14	11
中档酒店	全季酒店	2010 年推出，通常位于市中心或商务区；以具有竞争力的价格提供媲美三至四星级酒店客房质量。	1,137	577
	桔子酒店	先前以两个品牌名称营销：桔子酒店及桔子精选酒店，是桔子水晶酒店的迷你版本，有先进隔音设计。	345	181
	星程酒店	酒店设计各具特色，并针对寻求宽敞房间、合理价格及质量保证的中产旅客。酒店质量媲美三至四星级酒店。	453	272
	宜必思尚品酒店	提供一般位于市中心或毗邻活动中心的舒适设计师酒店。拥有全包式配套包括客房、自主早餐、互联网等。	70	26
	桔子水晶酒店	主打精品设计酒店，配备先进的四星级标准设施，包括免费高速无线上网、智能照明、无线扬声器等	121	69
中高档	Intercity Hotel	针对商务旅客，一般位于火车站或机场的步行范围。	45	21
	漫心酒店	2013 年推出，已成为一个城市酒店及度假村品牌，通常位于市中心或商务区一级度假胜地。酒店旨在通过提供令人惊叹的空间设计并提供具有吸引力的活动为客人带来独特体验。	63	54
	美居酒店	针对全球的商务及休闲旅客，通常位于市中心。	108	64
	美仑酒店	2019 年推出，针对具有高旅居标准并希望了解其旅游城市的商务及休闲顾客，并提供舒适住宿、功能性家具及设施以及优质服务。	25	43
	诺富特酒店	向商务及休闲客人提供多样服务，主要位于国际城市、商业区及旅游目的地中心	12	14
高档	禧玥酒店	2013 年 12 月推出，通常毗邻一线及二线城市的主要商业区，针对富裕旅客及企业活动。	10	0
	花间堂	针对富裕旅客的高档生活方式及度假村品牌，均位于典型景点附近。	27	26
	施柏阁	坐落于历史悠久的传统建筑及热闹的城市住宅，提供位于自然中心的健康美丽绿洲	49	9
	美轮美奂酒店	专注于在所有目的地营造温暖舒适的氛围	5	4
	Jaz in the City	反应大都会生活方式，并借鉴当地的音乐及文化景观。	2	2
	美爵酒店	提供高档酒店及公寓网络的品牌，结合当地文化与世界一流服务。通过对每个市场量身打造的酒店，该品牌讲带予客所户“融合、发现、感悟”的体验。	7	6
总计			6,881	2,649

资料来源：招股说明书，天风证券研究所；注：数据截至 2021 年 3 月 31 日

2. 华住股价持续走高，业绩和估值形成戴维斯双击

上市 10 年，华住股价大幅上涨。2005 年 7 月，汉庭第一家门店开业，早期经营以直营门店为重点。2008 年汉庭酒店数量达到 100 家。2010 年 3 月华住于美国纳斯达克上市，3 月 26 日收盘价为 3.322 美元，至 2020 年 11 月 18 日华住收盘价为 51.35 美元，增长约 15 倍。华住股价变动可分为两个阶段：2010-2015 年，股价较为稳定；2015-2019 年，股价快速上涨。

图 9：华住股价持续走高

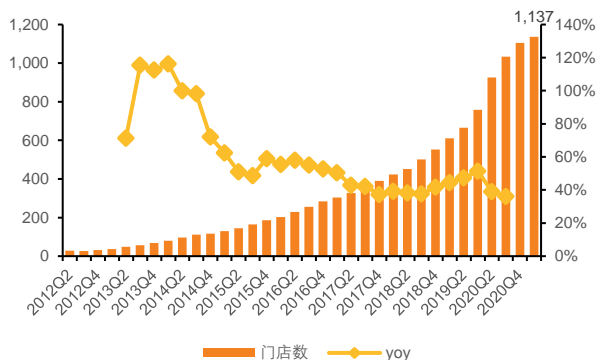


资料来源：wind，天风证券研究所

2.1. 2010-2015 年：中高端酒店加速布局，经济型酒店转型升级

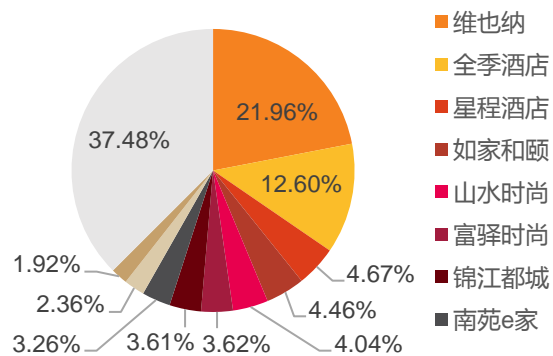
提早布局中高端酒店，快速抢占市场，获先发优势。2010 年汉庭创立了定位于商务旅客的中档酒店品牌全季酒店并加速扩张，2013-2015 年全季门店同比增长保持在 50%以上；截至 2021 年 Q1，全季酒店门店达 1,137 间。2012 年，汉庭推出首个高端酒店品牌——禧玥酒店，同时入股星程酒店，加快中端酒店布局。2013 年，汉庭推出度假酒店品牌——漫心酒店，2014 年与雅高达成长期战略联盟获得其旗下木粉中端酒店品牌经营权。通过内生增长和外延扩张，公司新增多个中高端品牌。中高端酒店占比不断提升，门店增长超过经济型酒店。2012 年中高端酒店增速大幅提升主要系收购了星程酒店。

图 10：2013-2015 全季酒店门店增长率超 50%（单位：家）



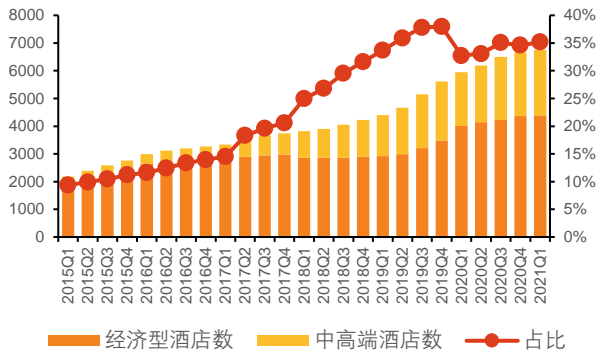
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 11：2015 年全季、星程酒店位列中国中端酒店品牌前三



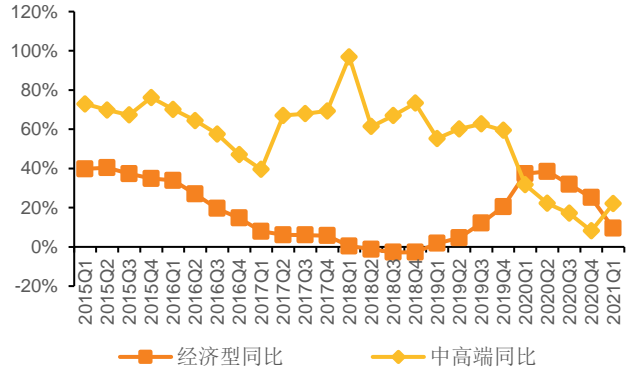
资料来源：盈蝶咨询，天风证券研究所

图 12：2013 年后中高端占比提升（单位：家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

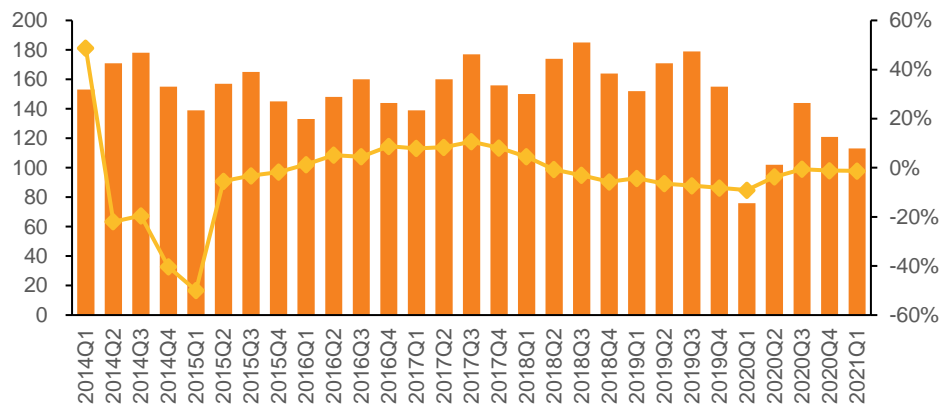
图 13：中高端酒店增速超过经济型



资料来源：公司公告，天风证券研究所

经济型酒店转型升级，汉庭 2.0 发布满足消费需求，推动 RevPAR 增速回升。随着消费升级，消费者对酒店品质的要求不断提高。推出中高端产品外，2014 年 9 月华住推出汉庭 2.0 版本，对现有酒店进行改造升级。2.0 版本以极具亲和力的设计风格呈现明快简约的轻松氛围；汉庭推进精细化管理进行空间的重新规划；通过模组化的设计和制造，大幅提升家具耐用度，提高用户体验的同时降低成本；自助选房和自主入住等服务进一步提升用户体验。随着改造升级的推进，以汉庭为主的经济型酒店 RevPAR 增速逐渐回升。

图 14：15-17 年经济型酒店 RevPAR 逐渐回升（单位：元/间）

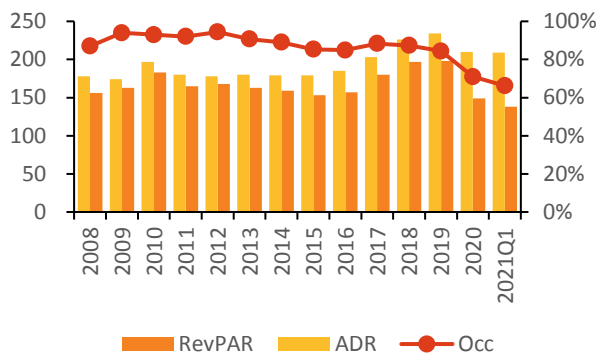


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 2015-至今：轻资产模式助力酒店扩张，业绩估值共驱股价上涨

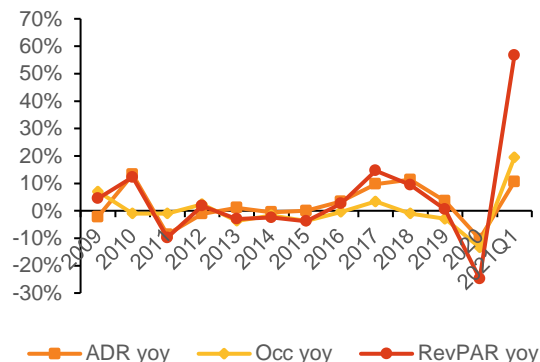
持续推进中高端品牌发展和经济型品牌升级，推动各项经营指标提升。华住于 2016 年推出宜必思酒店，2017 年推出 CitiGo 并收购了桔子水晶，2018 年收购布洛斯酒店获得其高端品牌“花间堂”，2019 年收购德意志酒店，中高端酒店品牌日益增多，品牌矩阵日渐完善。就经济型酒店而言，汉庭酒店迭代的频率不断加快，从 1.0、2.0、2.7、3.0 再到 3.5，不断提高运营效率，优化产品设计与供应链，进一步提升了产品优势，在提升客户体验的同时降低成本。2015-2019 年平均房价逐年上升，拉动 RevPAR 持续上涨。

图 15: 15-19 年 RevPAR 持续上升 (单位: 元/间)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

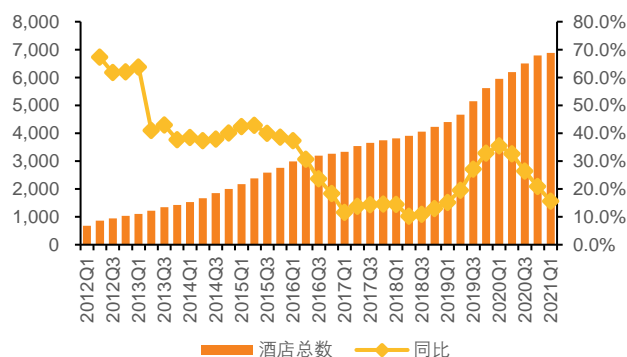
图 16: 15-17 年各指标增速上涨



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

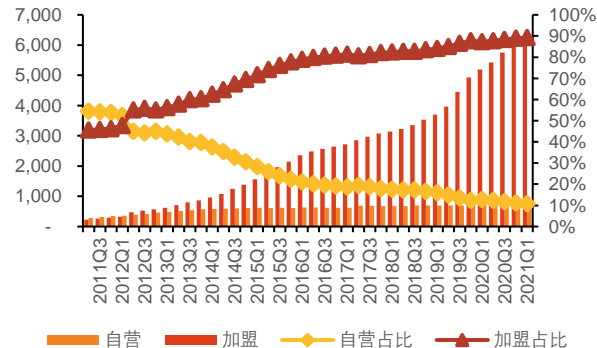
特许加盟加速酒店扩张, 轻资产模式推动净利润增长。2014 年以来, 华住着力推进加盟店的发展, 特许经营和管理加盟店数量保持高速增长, 加盟店占比不断提升, 截至 2021 年 Q1 加盟店数量达到 6,144 家 (含 DH), 占门店数的 89.3%。华住酒店营收来自于酒店业务, 门店扩张带来营收和净利润的增长。2015-2019 年, 营业收入增长率保持在 15%-25% 的水平, 其中 17/18 年营收增速分别达到 24.3% 和 22.3%。得益于轻资产模式带来的特许经营费收入增加以及前期成本和资本支出的减少, 华住的盈利能力增强, 归母净利润增速高于营收增速, 除 2018 年因股本证券公允价值变动较大在利润端有所体现外, 2015-16 年及 2018-19 年净利润增长均保持在 40% 以上。**营收增长和盈利能力提升驱动华住股价上涨。**

图 17: 轻资产模式助力门店增长 (单位: 家)



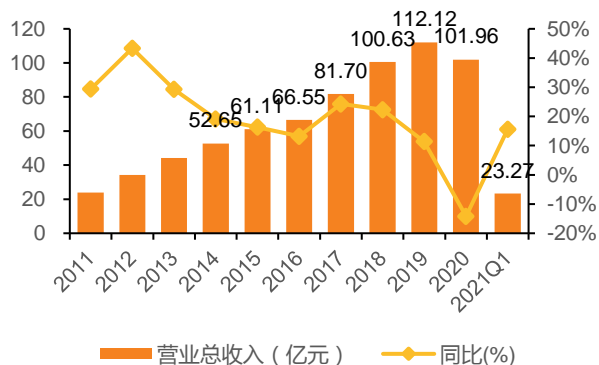
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 18: 加盟酒店占比不断提升 (单位: 家)



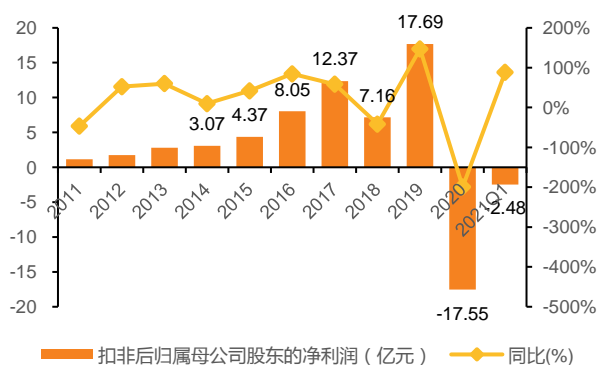
资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 19: 疫情前营收稳步增长



资料来源: wind, 天风证券研究所

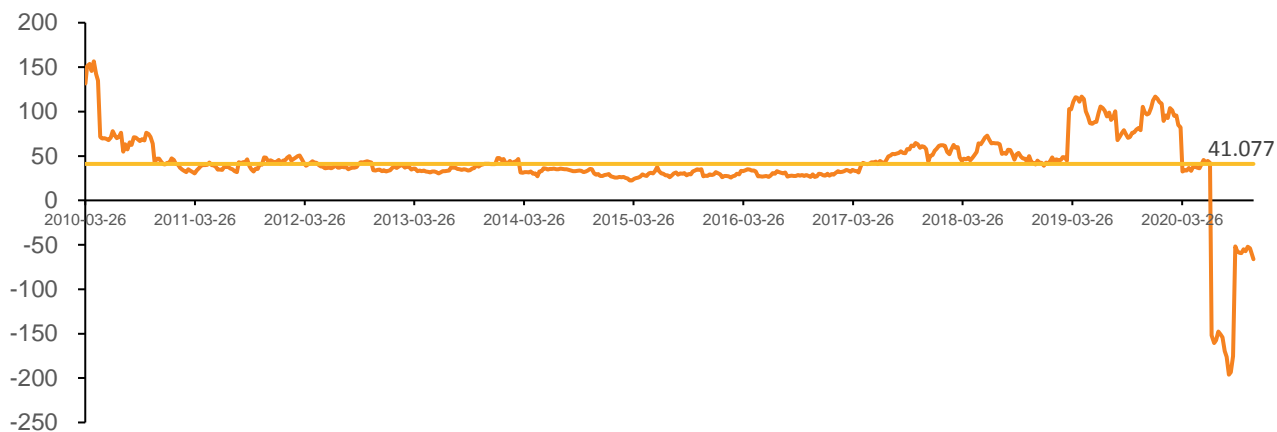
图 20: 疫情前扣非归母净利润保持高速增长



资料来源: wind, 天风证券研究所

高收益伴随高估值,形成戴维斯双击,股价大幅上涨。2010年上市之初,华住公司PE(TTM)较高超过100倍,后续逐渐下降,2010年至2016年平均动态PE约40倍,2014年至2016年PE保持在31倍上下浮动。2017年基于华住的高盈利PE逐步上升,从年初的28倍上升至年末的58倍,2018年PE在53倍水平波动,2019年PE平均为85倍,华住业绩与市盈率同步走高形成“戴维斯双击”,推动股价上涨。

图 21: 华住酒店 (HTHT.O) 2010-2020 年 PE



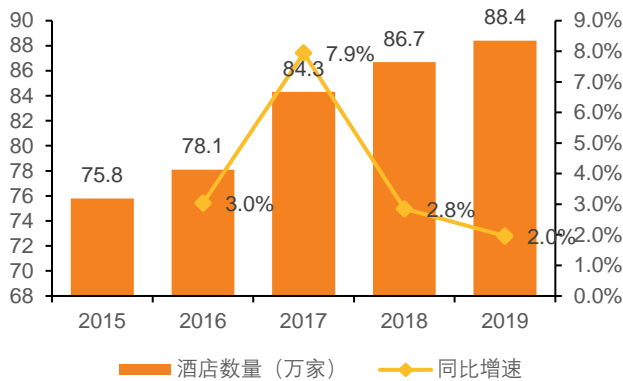
资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 酒店空间广阔，连锁化率有待提升，中高端化趋势明显

3.1. 酒店市场总量大，从粗放式发展向内涵式转变

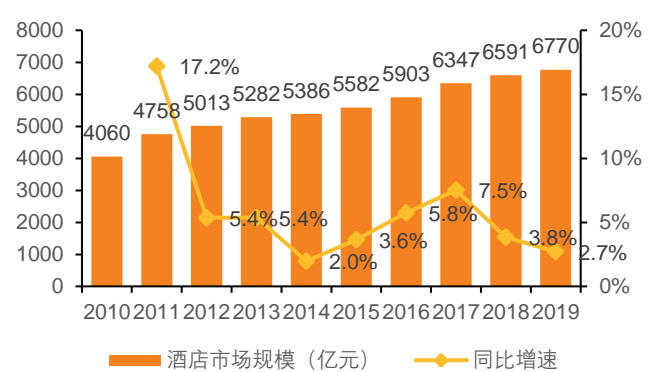
2019 年酒店住宿业规模达 6770 亿元，增速放缓。根据 Fastdata 极数统计，中国酒店数量逐年增长，2019 年酒店数量达 88.4 万家，同比增长 2%，较往年增速放缓。从酒店客房收入来看，2019 年中国酒店市场规模达 6,770 亿元，总量广阔。但是酒店市场的规模自 2010 年就开始下降，2014 年之后有所回升，于 2018 年又处于下降态势。

图 22：2019 年中国酒店数量达 88.4 万家



资料来源：Fastdata，天风证券研究所

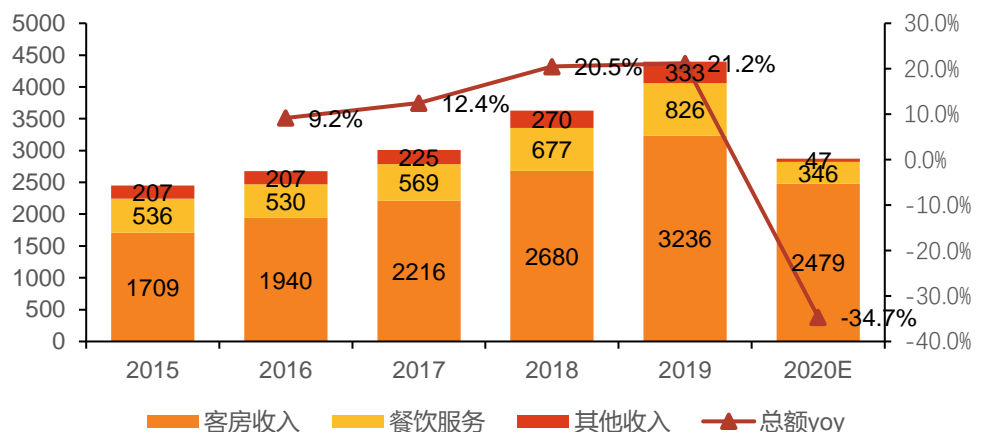
图 23：中国酒店市场规模达 6770 亿元



资料来源：Fastdata，天风证券研究所

连锁酒店的经营总额于 2019 年达到人民币 4,395 亿元。2015 年连锁酒店的市场规模为 2,452 亿元，近年来持续增长，4 年的复合年增长率为 15.7%。同期酒店可发放数量及平均可出租房收入也有所增长。2020 年中国连锁酒店营业额预计有所下降，主要受 COVID-19 疫情影响。在政府采取有效措施遏制疫情蔓延以及旅游恢复的情况下，酒店行业 2020Q2 起环比不断改善。

图 24：连锁酒店营业额稳步增长（单位：亿元）



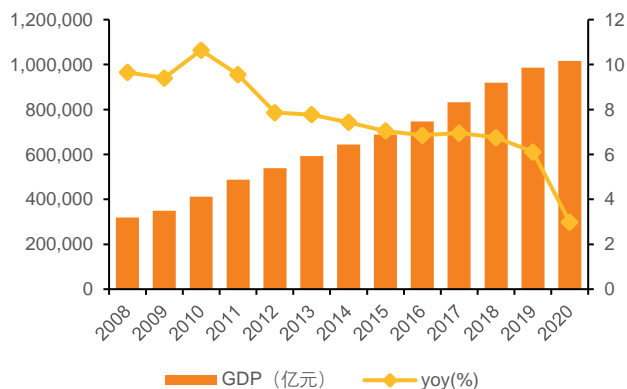
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 经济社会发展、消费需求升级，驱动酒店行业发展

经济增长导致商务旅行及休闲的需求上升，促进酒店业的发展。中国经济处于持续稳定增

长状态，GDP 增长率保持在 6% 以上的水平。根据国际货币基金组织，2020 年到 2024 年，中国经济预测仍将保持增长状态，名义国内生产总值的复合增长率在 9% 左右。由于经济持续增长和城市化水平提高，近年来中国家庭的平均收入水平也稳定增长，购买力增加。经济增长和收入提高带来的消费水平的提高将提高对酒店住宿的需求，促进酒店业的发展。

图 25：我国国内生产总值 GDP 稳定增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：人均可支配收入增长



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

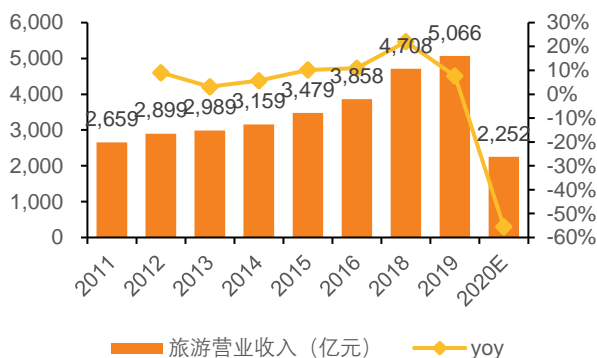
消费者对优质产品和个性化体验的需求上升。随着旅游人数的增长，旅游开支的增加，越来越多的消费者对酒店住宿的要求提高。在满足价格合适、地点便利等基本的住宿要求之外，消费者对酒店的品质、酒店内的活动等也都产生了额外的需求。因此在中高档酒店客房数量迅速增长，中高档酒店品牌知名度日益增大，中国酒店行业已经呈现结构性的变动。消费者个性化体验的需求产生了多元的住宿需求和消费场景，支撑了多品牌策略的竞争优势。

图 27：2011 年-2020 年旅游人数持续增长



资料来源：wind、文化和旅游局，天风证券研究所

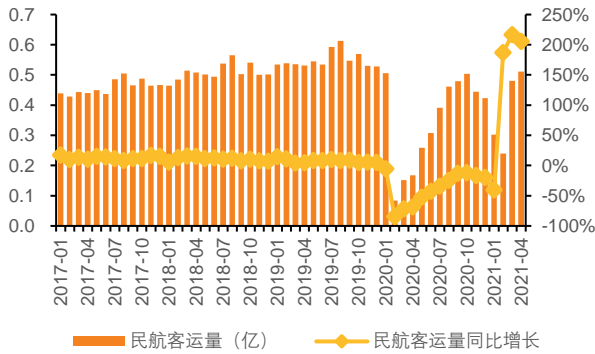
图 28：2011 年-2020 年旅游收入快速增长



资料来源：wind、文化和旅游局，天风证券研究所

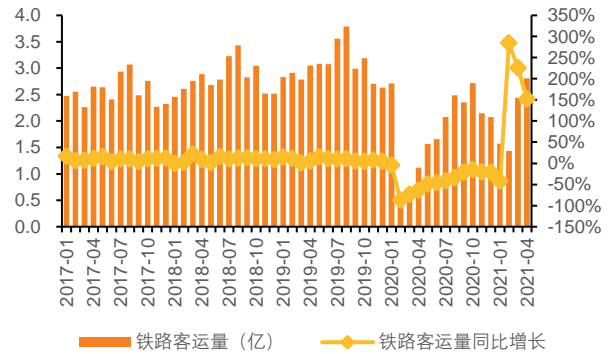
交通便利和城镇化推动对酒店住宿的需求。随着中国经济增长，中国交通运输业稳定发展。随着大量的基建资金投入，中国的铁路、公路、机场等交通运输设施遍布全中国，稳定增长。消费者的流动性得益于交通便利大幅提升，推动了对旅行和酒店住宿的需求。

图 29：民航客运量增长



资料来源：wind，天风证券研究所

图 30：铁路运输量稳定增长

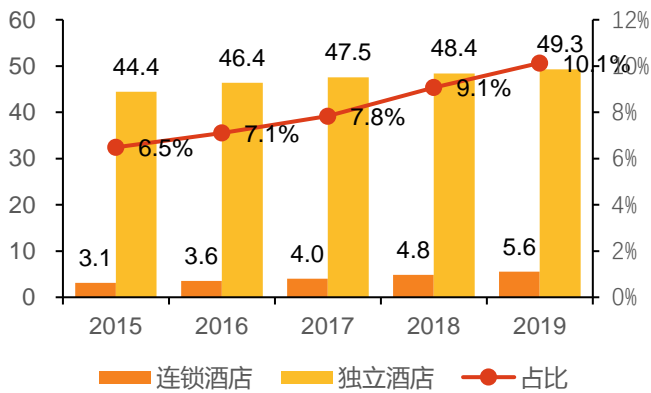


资料来源：wind，天风证券研究所

3.3. 酒店行业连锁化率低，中端酒店成未来发展重点

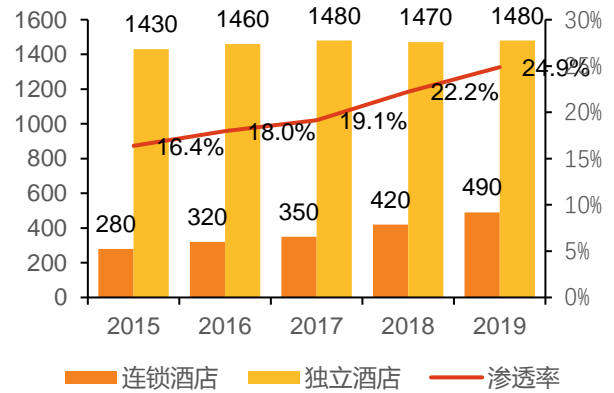
中国酒店行业高度分散，连锁化率低，有整合空间。中国酒店行业由大量的独立酒店和少数的连锁酒店组成，酒店连锁化率呈逐年上升态势。截至 2019 年 12 月 31 日，连锁酒店数量占比为 10.1%，较之 2015 年底的 6.5%有所增长；同时，连锁酒店客房数占比也从 2015 年的 16.4%上升到 2019 年的 24.9%。对比而言，中国的连锁化率低于全球平均水平，有较大提升空间。2019 年全球平均连锁酒店渗透率达到 41.1%，美国是连锁化率最高的国家，达到了 71.8%。随着连锁酒店通过兼并收购的方式扩大经营规模，行业整合趋势将显现，部分独立酒店将会选择加入连锁酒店以共享优势，降低风险。

图 31：中国连锁酒店及独立酒店酒店数量细分（单位：万家）



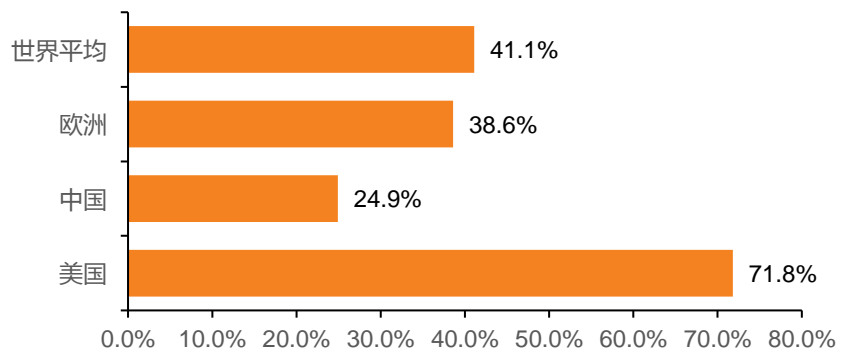
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 32：中国连锁酒店及独立酒店客房数细分（单位：万间）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

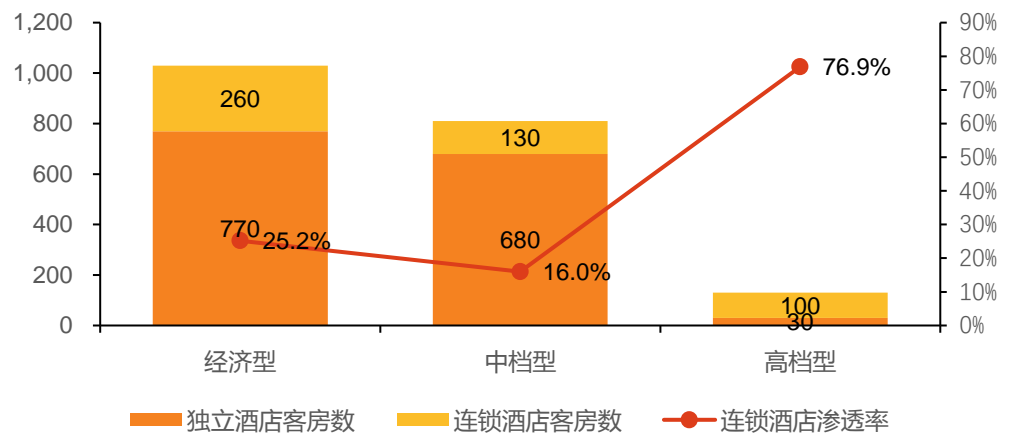
图 33：中国连锁酒店渗透率低于世界平均 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

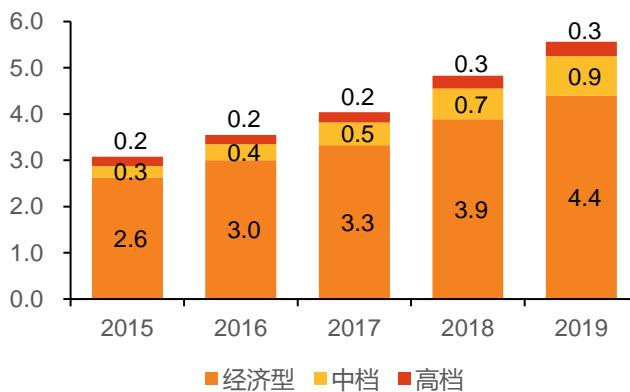
中档酒店连锁化率低，增长快，成行业发展趋势。截至 2019 年 12 月 31 日，经济型、中档、高档酒店的连锁化渗透率分别为 25.2%、16%以及 76.9%，中档酒店渗透率最低，连锁化提升潜能大。从酒店数量和客房数量来看，经济型酒店占有连锁酒店的大头，但是中高档酒店占比正在不断增长。中档酒店数量从 2015 年的 0.3 万家增长至 2019 年的 0.9 万家，复合年增长率为 36.2%，高于高档酒店的 11.6%以及经济型酒店的 13.7%增长。随着经济增长和消费升级，消费者对产品质量个性化体验的需求更高，同时高档分部的消费者在花费上更加注重价格，两股趋势预期将驱动中档酒店的持续增长。

图 34：中档酒店连锁化率最低（单位：万家）



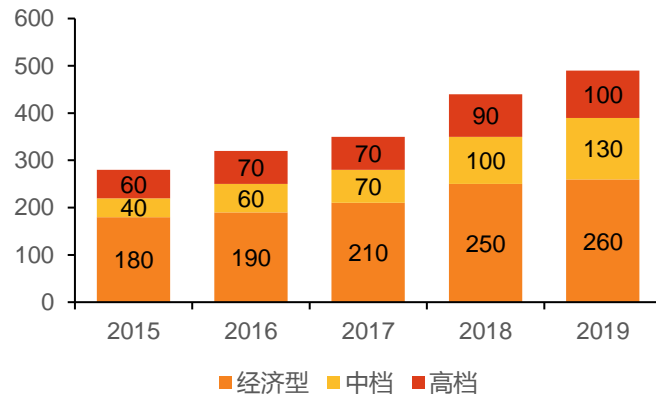
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 35：中档酒店数量增长最快（单位：万家）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 36：各档次连锁酒店客房数量（单位：万间）

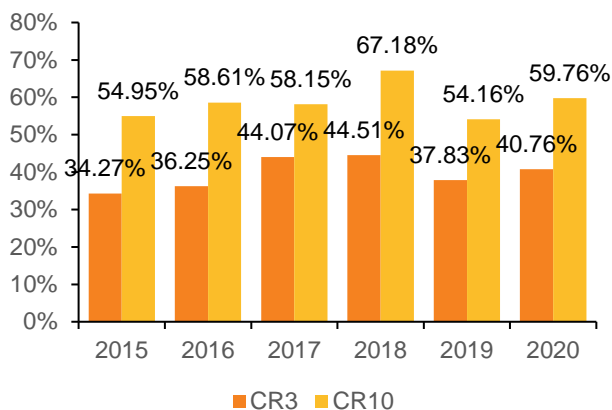


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.4. 龙头竞争优势显现，行业集中度有望持续提升

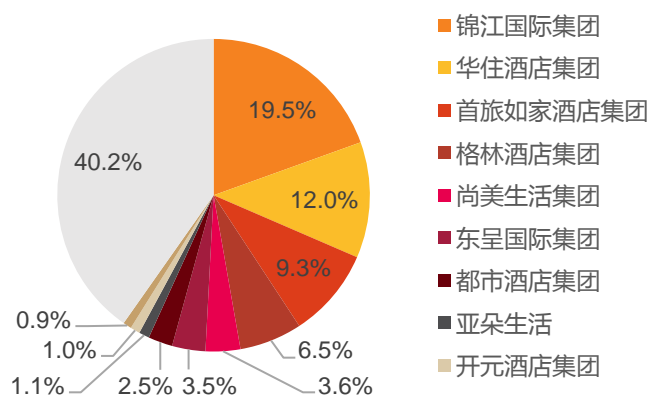
连锁酒店行业集中度提升，龙头品牌相对领先。酒店行业经过十年的快速扩张，通过行业内的兼并收购，行业集中度迅速提升，目前已经基本形成了锦江、华住、首旅三大酒店领先格局。按照客房数量计算，2020 年锦江国际酒店占中国酒店客房总数的 19.5%；华住集团处于第二的位置，占比 12%，首旅占比 9.27%。前三大集团市占率为 40.76%，前十大连锁酒店客房数量占总数的 59.76%。前三强的市占率从 2015 年至 2018 年一直处于上升态势，2018 年有所下降。但总体有所提升；前十大酒店市占率也从 54.95%以提升到 2020 年的 59.76%，其中 2018 年曾达到 67.18%的高占比。

图 37：2015-2020 酒店行业集中度上升



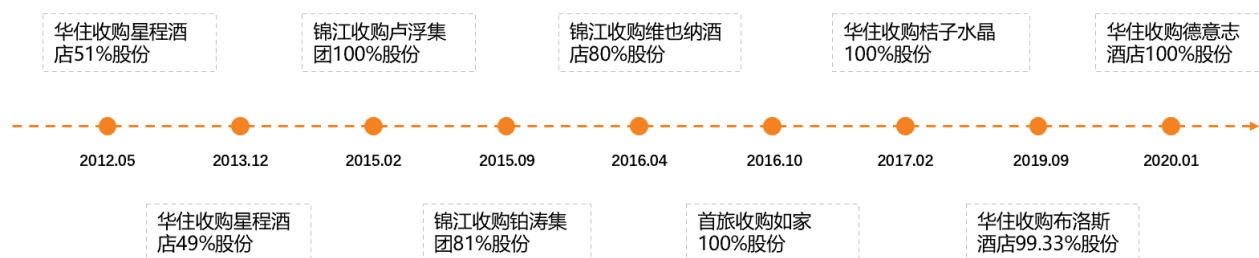
资料来源：盈蝶咨询，天风证券研究所

图 38：2020 年前十大酒店集团市场份额



资料来源：盈蝶咨询，天风证券研究所

图 39：三大集团并购提升行业集中度



资料来源：wind，天风证券研究所

头部连锁酒店集团拥有品牌知名度优势、会员客户优势、渠道优势以及技术和管理能力优势。对比单体酒店，连锁酒店旗下拥有更多的品牌，能够满足更多的消费者需求。酒店拥有的忠诚计划，庞大会员人群也帮助头部酒店输送源源不断的客户来源。此外，酒店集团拥有经验丰富的管理团队、高效的管理系统帮助酒店高效运营。酒店的统一采购有助于通过达到规模经济降低采购装修的成本。加盟商通过与酒店集团合作能够取长补短，提高抗风险能力，未来酒店行业集中度将会继续提升。

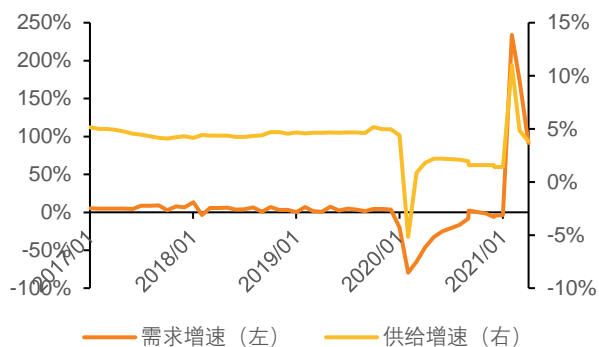
3.5. 疫情短期对行业造成显著负面影响，中长期加速行业结构升级

受疫情影响，酒店 RevPAR、ADR、Occ 短期下降。COVID-19 疫情爆发之后，人们出行受到限制，许多国家也发布了对中国的旅行禁令，旅游业受到损害。在疫情防控期间，若干城市被封锁，酒店被临时关闭征用，各类酒店的入住率以及收入显著下降。2020 年 2 月全国酒店 RevPAR 下降至 44.15 元，平均房价 ADR 为 366.33 元/间，入住率仅 12.05%。在短期影响之后随着疫情的逐渐控制，随着出行限制的解除以及经济复苏发展，对商务活动及商务旅行的需求得到恢复，酒店行业的需求增长。2020 年 9 月，酒店行业需求实现正增长，全国酒店经营各项指标有所改善。

疫情有望加速酒店行业连锁化。疫情后，部分抗风险能力弱的单体酒店被淘汰，其他单体酒店为了提高竞争力会选择加入连锁酒店，部分连锁酒店业将抓住机遇大力发展加盟店扩

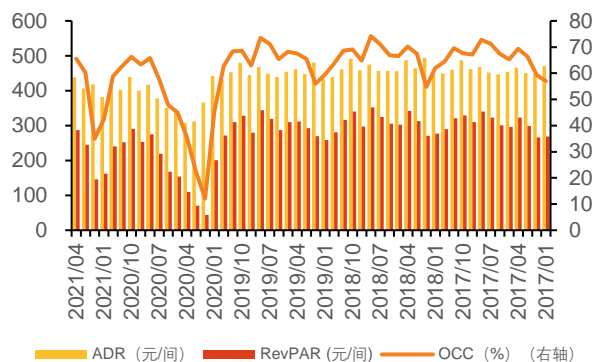
展酒店网络。总体来看，单体酒店的品牌化和连锁化将进一步加速。

图 40：酒店供给需求增速受疫情影响严重



资料来源：str，天风证券研究所

图 41：2020 年初酒店经营指标普遍下降



资料来源：str，天风证券研究所

4. “品牌+流量+IT+并购经验”，保障酒店高效运营

4.1. 多品牌矩阵覆盖多样化需求，全档次品牌矩阵是成功的基石

自创+并购合作，华住集团酒店产体系完善，品牌全方位布局。华住旗下经营超 20 个知名酒店品牌，有以汉庭为代表的经济型酒店品牌，以全季为代表的中端酒店品牌和以禧玥酒店、花间堂为代表的高端酒店。各档酒店各有定位，瞄准不同的客户群体，具备互补性。华住酒店从汉庭迈出第一步，构建了丰富多远的品牌组合体系，从平价到高端，从国产到外资合作，华住酒店致力于满足各类型客户的多元化需求。

图 42：汉庭酒店展示图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 43：全季酒店展示图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 44：桔子水晶酒店展示图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 45：花间堂展示图



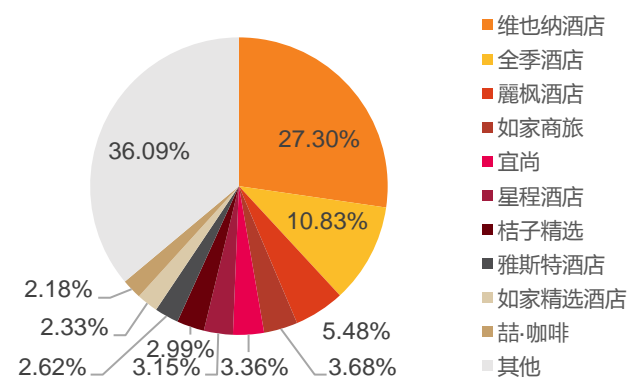
资料来源：公司官网，天风证券研究所

管理加盟与特许经营助力酒店数快速增长。酒店的加盟模式使得集团能够通过收取特许经营费用以及其他管理服务费用改善公司经营性现金流，使扩张的前期成本及资本支出降至最低，公司得以以轻资产模式快速扩张。华住酒店管理加盟与特许经营酒店数量已经从 2010 年的 195 家上升到 2021 年 Q1 的 6,144 家，占总酒店数量占比从 46.7% 上升到 89.3%。（图 3）在提高数量的同时，华住集团也注重加盟店的质量以及酒店网络布局来确保酒店的盈利能力。在发展加盟店时，集团会考虑相关城市的市场规模、竞争格局、当地物业状况等因素。在确定加盟店之后，集团以标准化的形式进行改造建设酒店，所有的酒店采用一致的经营和质量标准同时对经理和员工进行培训，以保障住客的客户体验。对于管理加盟店，华住集团会派遣酒店经理进行管理，对特许经营店则无。

持续推进中高端酒店扩张。截至 2021 年 Q1 华住中高端酒店门店数达到 2,378 家，占总门店数 35.4%。待开业中高端门店数达 1,339 家，其中加盟店待开业 1,325 家，储备充足，未来酒店平均房价有望进一步提升。同期锦江中高端占比为 48.2%，首旅中高端占比为 24.1%。

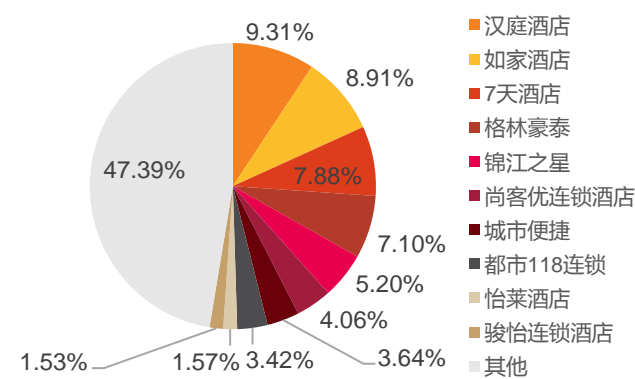
汉庭酒店市占率位列经济型酒店第一，全季酒店位列中端酒店第二，高端品牌领先其他两大龙头。在经济型品牌市场中，截至 2019 年 12 月 31 日，汉庭酒店门店数达 2372 家，客房数超 22 万间，领先经济型酒店品牌市场。此外华住旗下怡莱酒店位列第九，市占率为 1.57%。在中端酒店品牌市场，华住酒店布局较早，具有先发优势。全季酒店市占率达 10.83%，经营 831 家门店，落后于维也纳酒店处于第二的位置。但星程酒店和桔子精选也处于行业前十。在高端品牌市场，美居酒店和桔子水晶分别以 2.52%、2.25% 的市占率处于第四、第六的水平，总占比高于锦江国际旗下的锦江都城以及首旅如家旗下的和颐酒店。

图 46：2020 年汉庭酒店市占率位列经济型酒店第一



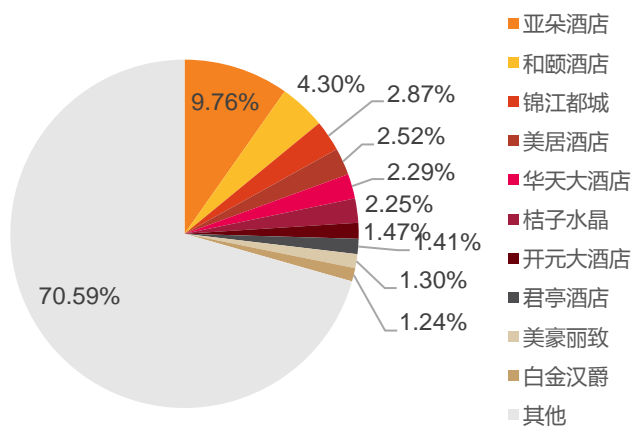
资料来源：盈蝶咨询，天风证券研究所

图 47：2020 年全季酒店位列中端酒店第二



资料来源：盈蝶咨询，天风证券研究所

图 48：2020 年美居酒店、桔子水晶位列前十大高端酒店



资料来源：盈蝶咨询，天风证券研究所

4.2. 华住会打造完善会员体系，实现高效引流

会员体系完善，助力酒店营销。华住会是华住集团营销活动的重要组成部分，涵盖所有品牌。华住集团通过互联网服务系统为华住会会员提供信息搜索、酒店预订、在线支付、会员注册等服务。华住会会员可享受房价折扣、免费早餐（金卡及铂金卡会员）以及购物换积分等优惠。同时，华住会能在短时间内处理来自各种在线或者离线数据源的大量会员数据，为每个会员提供 360 度资料。华住会是中国住宿业中首个使用语义技术分析各种在线渠道的会员反馈的忠诚计划。

图 49：华住会会员体系及特权

会员特权



会员体系



资料来源：华住官网，天风证券研究所

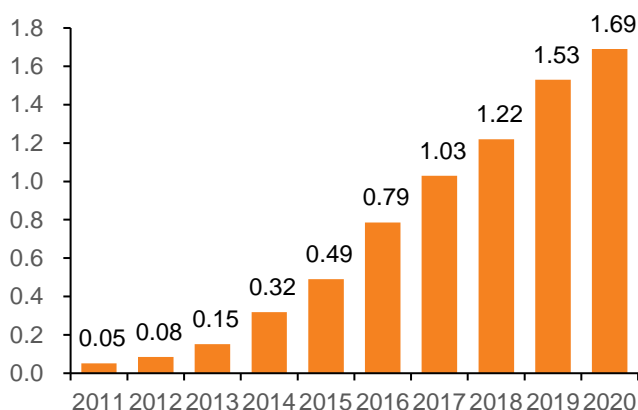
表 4：华住会加入及升级方式

会员级别	加入方式	会员资格有效期	升级条件（1 个会员周期内）	保级条件（1 个会员周期内）
星会员	免费注册	永久	累计 3 个定级间夜升级为银会员	
银会员	非会员/星会员 49 元购买； 满足条件升级； 绑定上级企业会员	1 年	累计 5 个定级间夜升级为玫瑰金会员	累计 3 个定级间夜保级为银会员
玫瑰金会员	满足条件升级； 绑定上级企业会员；	1 年	累计 10 个定级间夜升级为金会员	累计 5 个定级间夜保级为玫瑰金会员
金会员	非会员/星会员 219 元购买； 银会员 170 元购买升级； 玫瑰金会员 120 元购买升级； 满足条件升级； 绑定企业会员；	1 年	累计 40 个定级间夜，且 Noshow ≤ 3 升级为铂金会员	累计 5 个定级间夜保级为金会员
铂金会员	满足条件升级	1 年		累计 30 个定级间夜，且 Noshow ≤ 3 保级为铂金会员

资料来源：华住官网，天风证券研究所

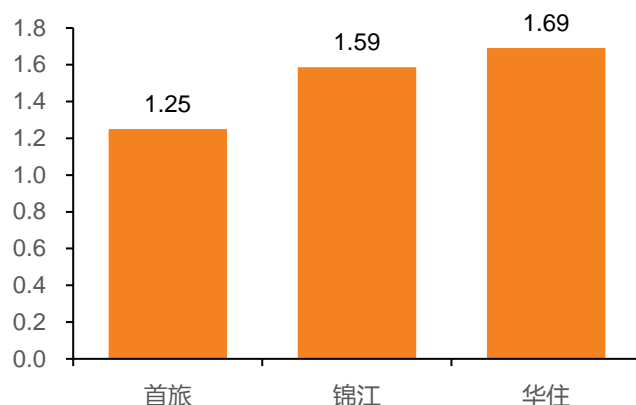
会员数量多，会员预定占比高，效益显著。截至 2020 年底，华住会会员数超 1.69 亿人，超过了锦江酒店和首旅酒店。得益于各种会员优惠政策、会员积分等一系列的激励措施，华住会成员数量增长快速。华住会成员在 2011 年仅有 510 万人，2020 年会员数超 1.69 亿人，复合年增长率达 47.5%。此外，华住会员的忠诚度较高，酒店个性化的服务及针对性的促销活动满足华住会会员不同的喜好及需求，酒店获得了极高的客户满意度：98.7% 的受访者愿意回访酒店。华住酒店智能化高，通过华住会 APP 可以线上办理入住，查房等，方便快捷的自助服务优化了客户体验，也培养了客户订房习惯。华住年报显示，2020 年华住会会员预定比率达到 74%，是全球十大酒店集团中售予忠诚计划会员的最高间夜比例。

图 50：2011-2020 年华住会会员数稳定增长（单位：亿人）



资料来源：华住年报，天风证券研究所

图 51：2020 年底三大酒店集团会员数（单位：亿人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

自有渠道销售比例高，降低销售营销成本提高盈利能力。酒店的销售渠道可以分为分销和直销两种，分销渠道包括 OTA、线下旅行团、团购等；直销渠道包括前台散客、会员和自由系统。锦江、华住、首旅三大集团都建立了完善的直销体系。截止 2019 年末，华住酒店自有渠道入住间夜数占 85%，仅有 15%的间夜数依靠 OTA。相比于分销渠道来说，直销方式可以避免高昂的渠道费，酒店对渠道的控制力更强维护成本更低。同时通过自有系统有利于酒店积累高忠诚度的消费群体，集团内可实现酒店之间的客流共享。

华住的直销包括线上官网、APP 预定，也包括线下的推广销售，华住采用**多渠道战略推动直接销售**。1) 透过华住会，通过与会员保持直接良性的互动关系，增强彼此的网络环境，鼓励离线销售员工将客户转化为会员；2) 通过主要客户团队，在主要客户覆盖范围投入更多资源进一步扩展企业客户基础。3) 通过区域性销售团队营销吸引当地企业客户，引流至华住酒店；4) 鼓励酒店层级员工加大酒店客房销售力度，通过提供优惠价格和度假福利招募会员加入华住会。

表 5：华住会在酒店预订 APP 排名靠前

排名	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
1	Airbnb 爱彼迎	Airbnb 爱彼迎	Airbnb 爱彼迎	Airbnb 爱彼迎
2	途家民宿	途家民宿	途家民宿	途家民宿
3	蚂蚁短租	蚂蚁短租	蚂蚁短租	小猪
4	小猪	小猪	小猪	蚂蚁短租
5	华住酒店	OYO 酒店	OYO 酒店	首旅如家
6	OYO 酒店	华住酒店	首旅如家	华住酒店
7	Booking 全球酒店预订	首旅如家	华住酒店	OYO 酒店
8	首旅如家	Booking 全球酒店预订	格林	格林
9	格林	格林	Booking 全球酒店预订	Booking 全球酒店预订
10	美团酒店商家版	锦江酒店	锦江酒店	美团酒店商家版

资料来源：易观千帆，天风证券研究所

4.3. IT 技术赋能，提升经营效率

各类技术基础设施助力酒店网络管理，提升管理效率。华住集团已经成功开发一系列管理

系统包括客户关系管理系统（CRM）、中央预定系统（CRS）、中央收入管理系统（RMS）以及中央采购系统（CPS），提高客户体验的同时也有助于提升酒店经营效率，降低成本提高盈利能力。

（1）客户关系管理系统（CRM）。记录和维护华住会会员的信息，包括预定及消费历史与模式，积累和兑换的积分，预付款及结账等。通过密切追踪会员的行为和信息来提供针对性的促销活动从而提升客户忠诚度。

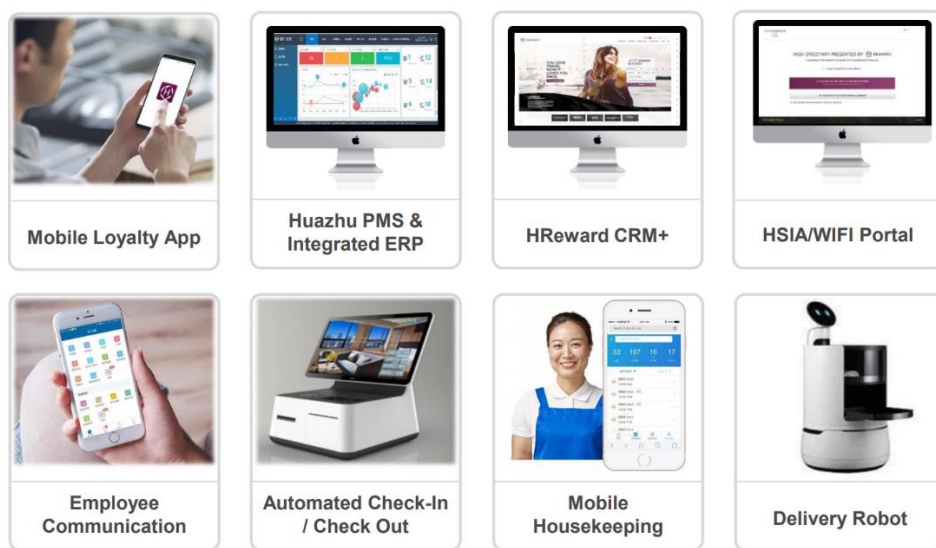
（2）中央预定系统（CRS）。支持酒店的预定服务，实现网站、APP、呼叫中心、第三方旅行社等多渠道在线预订及预留房的集中有效管理。2019年，华住55.0%的间夜通过CRS系统出售。通过CRS预定的高百分比使得华住酒店预订更有效率，同时节省了部分旅行中介佣金提高酒店盈利能力。此外向管理加盟店以及特许经营酒店收取的CRS使用费增加了集团收入。

（3）中央收入管理系统（RMS）。华住的收入管理系统是中国酒店业的首个以及唯一的内部开发大型全自动收入管理系统。RMS系统能够在短时间内根据每家酒店的过往经营表现、竞争对手和当地市场状况，以中央化方式自动调节酒店网络中所有酒店的放房价。系统提高了及时调整房价的能力，优化酒店的日均房价及入住率。目前可以做到58%的酒店客房定价由系统自动做出。

（4）中央采购系统（CPS）。中国住宿业最大的中央采购系统，提高采购效率并有效管理经营成本，尤其是在大批量采购的供应品方面。CPS系统允许网络中的所有酒店同时从超过600个供应商购买超过15,000个最小存货单位的酒店供应品。

数字化举措提高门店运营效率。云端物业管理系统（Cloud-PMS）帮助管理层有效评估酒店业绩从而有效分配资源，高效管理。「易」系列数字系统精简酒店客房整理流程并将其数字化，自动分配工作人员到特定客房，缩减客房退房到入住的时间间隔，提高周转效率。各种数字支付举措提供客户更多的付款方式选择，云支付比例达到了55%。智能机器人运送零食、酒店用品、招待客人至客房，减少了来酒店用人数，提高酒店经营效率。此外，华住酒店还采用人工智能助手、智能客房等方式都为每家门店节省了部分员工同时提升了客户体验。

图 52：华住酒店智能设备及管理系统



资料来源：华住公告，天风证券研究所

从预订到住宿办理到客房服务再到退房，华住积极探索通过技术来提升效率。通过各种基础设施以及数字化举措，华住致力于运用IT技术手段助力酒店经营提速，减少员工数量的同时提高客户体验。其中“易系列”产品（易掌柜、易客房、易支付和易发票）提升了单

店运营效率；CRS、CRM、PMS、RMS 等中后台系统提高了集团管理效率；华住会忠诚计划会员平台提高了酒店的获客效率。2019 年华住的人房比为 0.17，处于行业领先水平。

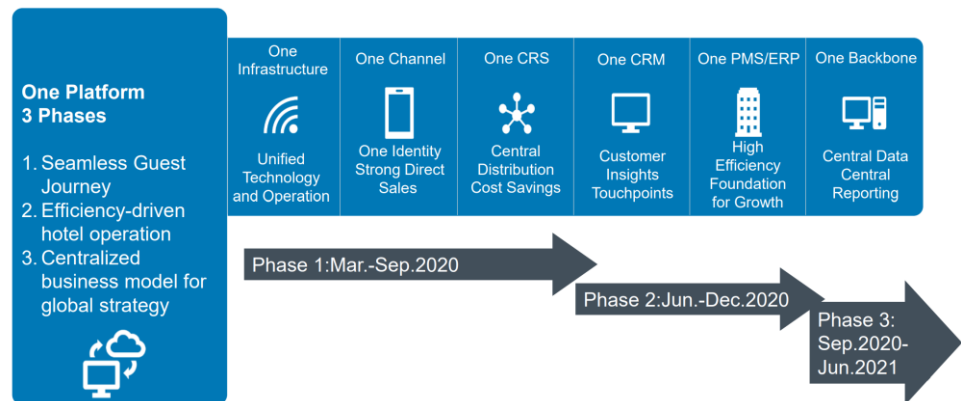
4.4. 并购整合，促进协同发展

华住集团已经完成收购多家公司，积累了丰富的经验。自 2012 年起，华住相继收购了星程酒店、桔子水晶、布洛斯酒店管理及德意志酒店，并与雅高签订了战略联盟。并购活动使得华住的组合和酒店网络得到扩展，同时也同现有的平台和资源产生优秀的协同效应。

收购桔子水晶，并于一个季度内全面整合其业务。通过将桔子水晶酒店的系统与华住会、客户关系管理系统及中央预订系统整合，桔子水晶酒店可为其客户提供更方便操作及个性化的预定、房型选择和支付体验。从 2017 年 3 月到 2017 年 8 月，桔子水晶酒店来自 CRS 的预定占比从 1-2% 上升到 18.6%，平均可出租客房收入从 319 元上升至 395 元，同时桔子水晶的员工与客房比例由 0.35 降至 0.21。此外，通过加盟扩张，桔子水晶酒店数目大幅增长，截至 2020 年 3 月 31 日经营数量达 350 家。

技术基础和数字化创新是助力华住酒店全球化。在并购德意志酒店之后，华住酒店已经开发出一项为期 500 天的路线图，试图为德意志酒店建立一套整合数字化平台，旨在强化可扩展性，提高经营效率并且提升酒店网络的客户体验。改系统也将成为华住酒店进一步在全球市场扩张整合的垫脚石。

图 53：为德意志酒店建立数字化平台战略



资料来源：华住公告，天风证券研究所

5. 加盟化和中高端化并行推进，盈利能力业内领先

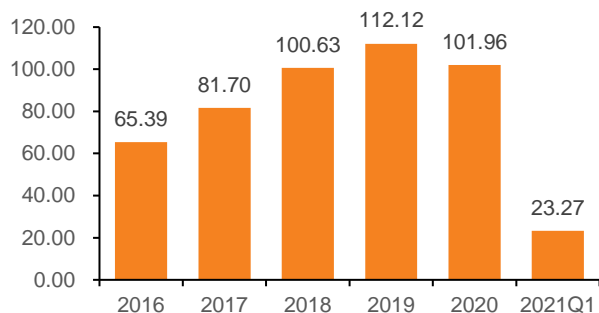
5.1. 财务情况分析：营收增长，盈利突出

5.1.1. 收入端：营业收入持续增长，租赁及自有酒店为主要收入来源

疫情前营业收入稳步增长，2021年Q1基本恢复至疫情前。2016年，集团净收入为65.39亿元人民币，后续三年稳步增长，2019年营收达112.12亿元，CAGR为19.7%，收入的增长主要是因为华住酒店数量增加，同时平均可出租客房收入增长。2020年，集团净收入为101.96亿元，相比2019年112.12亿元同比下降9.1%，主要是受到疫情影响，导致酒店入住率降低，同时需求下降导致的平均可出租房价格下降。2021年Q1，公司营业收入23.27亿元，同比增加15.6%，相比2019年同期下降2.5%，基本恢复至疫情前水平。

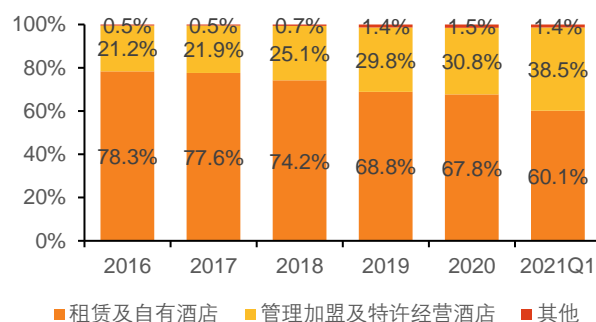
租赁及自有酒店收入构成华住酒店收入的大部分，管理加盟及特许经营的收入占比逐年增加。2016年，租赁及自有酒店产生收入人民币52.12亿元，占年内净收入的78.3%；2019年，租赁及自有酒店产生收入人民币77.18亿元，占年内净收入的68.8%，营业收入逐年增长，占净收入的比例减少。同期，管理加盟与特许经营酒店的营收收入从14.11亿元上升到33.42亿元，占比从21.2%上升到29.8%，主要系近年集团加盟酒店大量增加，加盟店占总酒店比例增加所致。其他收入主要是指酒店业务经营以外的服务产生的收入，主要包括为加盟酒店提供信息技术产品及服务的收入以及华住商城的收入。

图 54：2016-2021Q1 华住酒店营业收入（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

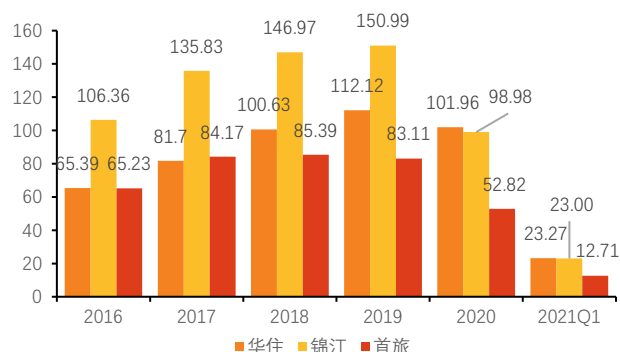
图 55：2016-2021Q1 华住酒店租赁及自有酒店收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

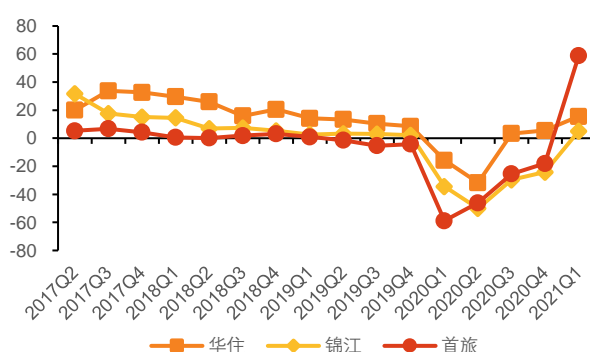
华住营收增速快，2020年跃居三大酒店营收之首。2020年，华住、锦江、首旅酒店营业收入分别为101.96亿元、98.98亿元、52.82亿元，华住跃居第一。从收入绝对值上来看，华住和锦江酒店营收相仿，首旅酒店次之。从营业收入增长看，2016-2020年，华住营收增速高于锦江和首旅酒店。2021年Q1，首旅营收增长率为58.75%，位列第一；华住营收增长率为15.60%，位居第二；锦江营收增长率为5.06%，居于第三。

图 56：华住营收低于锦江略高于首旅（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 57：2017-2020 年华住营收增速领先 (%)



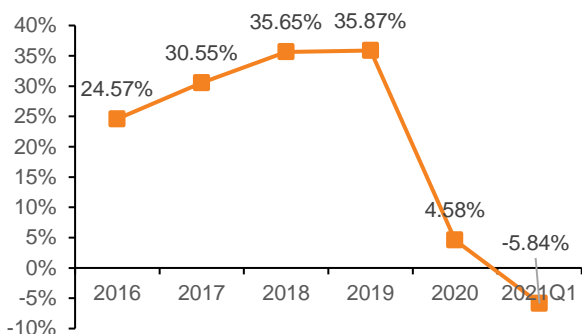
资料来源：公司公告，天风证券研究所

5.1.1. 成本费用端：疫情前毛利率逐年上升，费用率上升为扩张蓄力

疫情前毛利率总体呈上升态势。华住公司毛利率从 2016 年的 24.57% 上升至 2019 年的 35.87%。2020 年受疫情影响收入端受到影响，各项酒店经营成本收入占比均有提升，毛利率降至 4.58%；2021 年 Q1，毛利率降至 -5.84%，主要系季节因素影响。

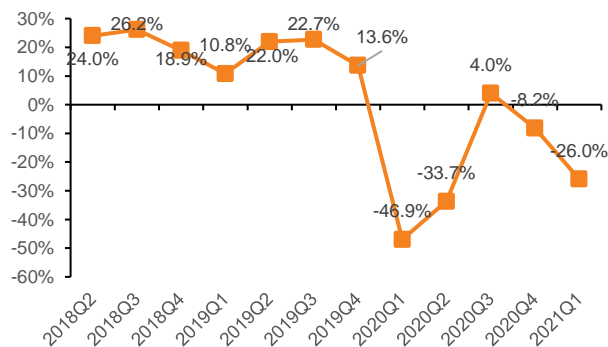
期间费用率上涨，销售、管理、财务费用率均上升。2017 年到 2021 年 Q1，华住酒店经营期间费用率分别为 12.16%，14.34%，16.07%、23.44% 以及 23.43%。其中，销售费用因销售团队扩张、在线支付银行收费增加、OTA 佣金增加等原因而上涨。管理费用增长主要源于酒店网络扩张及中高档酒店占比增加。财务费用因华住增加投资、收购德意志酒店等事件而增长。预计未来随着酒店扩张，销售增长，酒店经营费用将进一步增长。

图 58：疫情前毛利率持续上涨



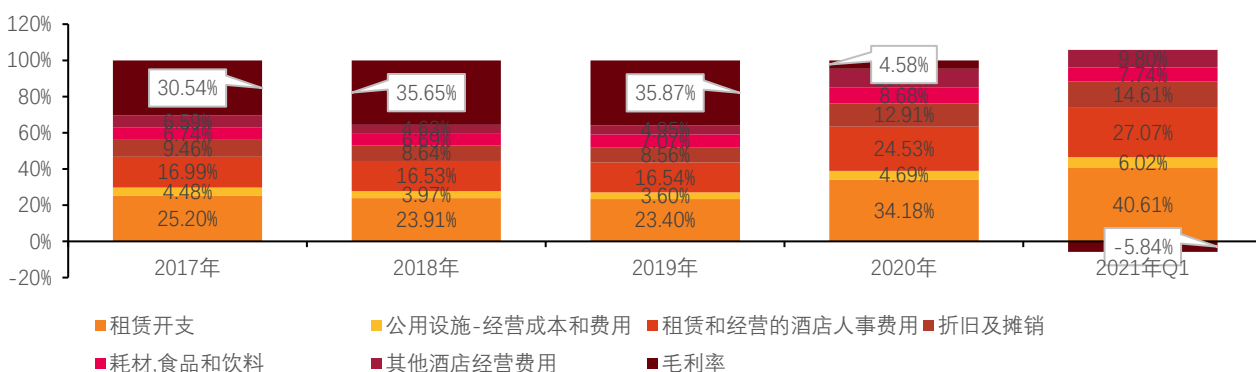
资料来源：wind，天风证券研究所

图 59：各季度毛利率情况



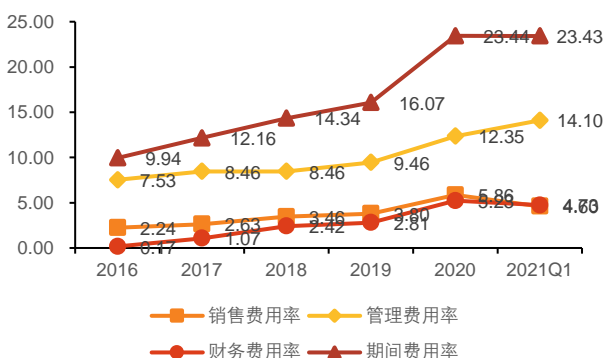
资料来源：wind，天风证券研究所

图 60：华住集团 2017-2021 年 Q1 各项酒店经营成本收入占比



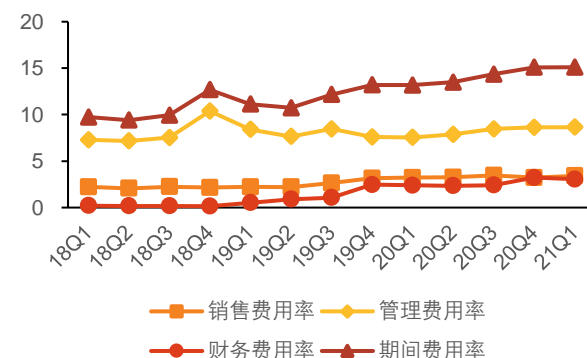
资料来源：招股说明书，Wind，天风证券研究所

图 61：华住期间费用率上升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 62：各季度期间费用率情况（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

5.1.1. 盈利端：盈利能力领先行业，2020 年受疫情影响净利润大幅下降

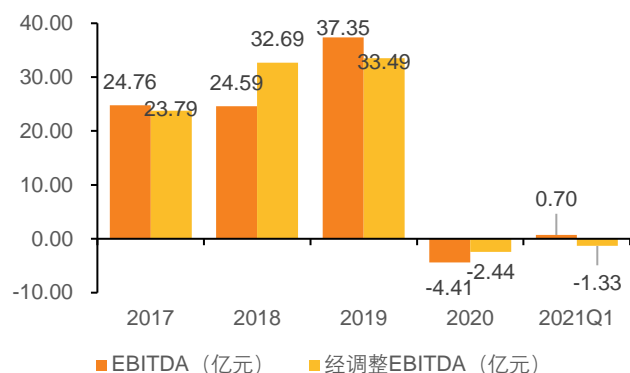
从 EBITDA 情况来看，2018 年 EBITDA 从 24.59 亿元增长至 2019 年的 37.35 亿元；经调整的 EBITDA（扣除股权激励费用及股本证券未变现收益前的 EBITDA）从 2018 年的 32.69 亿元小幅上涨至 2019 年的 33.49 亿元。增长主要源于华住酒店网络扩张及管理加盟及特许经营酒店占比增加。

从净利润情况看，2018 年归母净利润下降为 7.16 亿元，2019 年有所回升至 17.69 亿元。2018 年净利润减少主要是由于雅高股价的下降导致华住集团产生股本证券公允价值变动的未变现亏损人民币 9.14 亿元。经过调整，不包括股权激励费用及股本证券未变现收益（损失）的经调整的净利润从 2018 年的 17.13 亿元下降至 2019 年的 15.63 亿元。

2020 年经调整 EBITDA 与净利润受疫情影响都处于亏损状态。EBITDA 方面，2020 年 EBITDA 为 -4.41 亿元，经调整 EBITDA 为 -2.44 亿元；2021 年 Q1 EBITDA 为 0.7 亿元，经调整 EBITDA 为 -1.33 亿元；归母净利润方面，2020 年归母净利润为 -17.55 亿元，经调整净利润为 -11.03 亿元；2021 年 Q1 归母净利润为 -2.48 亿元，经调整净利润为 -4.51 亿元。

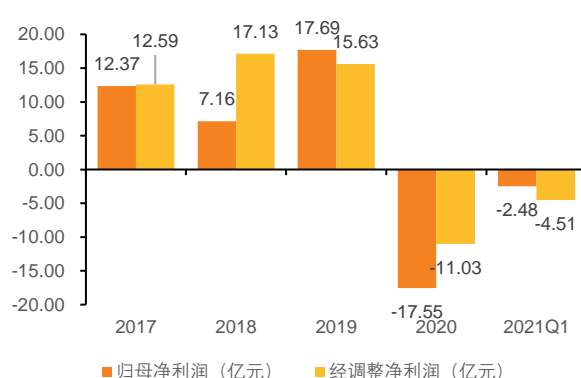
从中长期维度上看，华住酒店盈利能力领先行业。华住酒店净利润连续三年处于三大龙头酒店之首。2019 年华住实现经调整净利润 15.63 亿元，高于锦江酒店的 10.92 亿元以及首旅酒店的 8.85 亿元，盈利能力较强。

图 63：华住经调整 EBITDA 增长



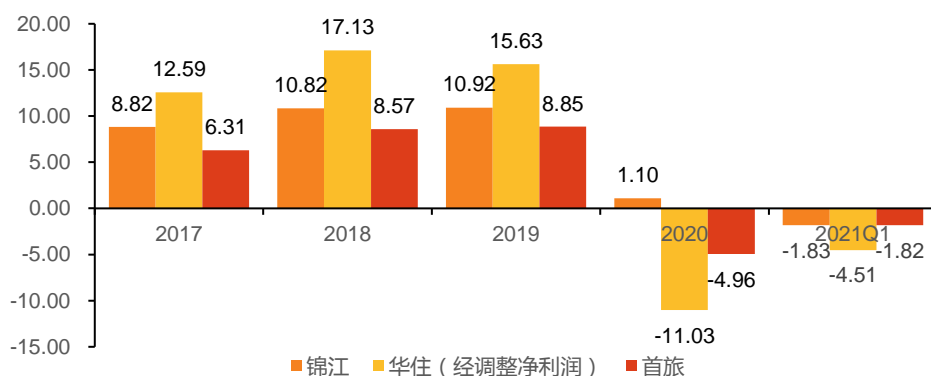
资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 64：华住归母净利润与经调整净利润变化



资料来源：招股说明书，公司公告，公司公告天风证券研究所

图 65：2017-19 年华住酒店经营利润领先锦江、首旅酒店（单位：亿元）



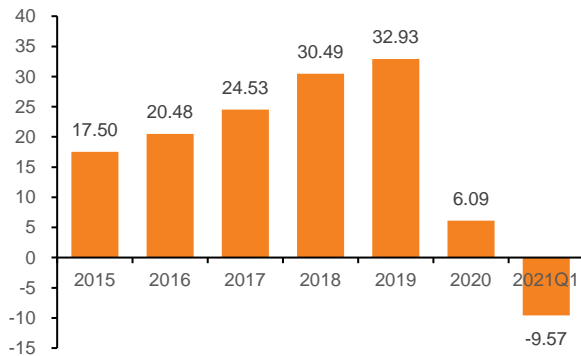
资料来源：wind，天风证券研究所

5.1.2. 现金流：疫情前经营活动现金流量持续增长，2020 年有所下降

疫情打断现金流增长态势，2021Q2 望实现净流入。2015 年至 2019 年，华住经营活动所

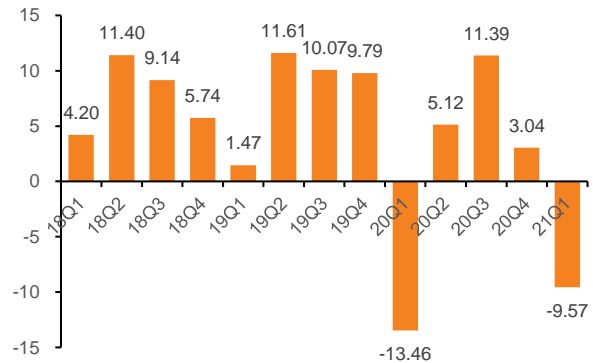
产生的现金流净流入从 17.50 亿元上涨至 32.93 亿元，年复合增长率 17.12%。2020 年受疫情影响，酒店部分门店暂时关闭，营业收入减少，现金净流入降至 6.09 亿元。2021Q1，公司现金净流出 9.57 亿元。

图 66：华住经营活动现金流疫情前持续增长（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 67：21Q1 现金净流出 9.57 亿元（单位：亿元）

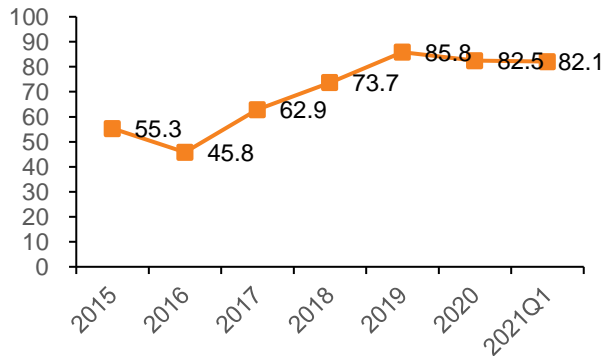


资料来源：wind，天风证券研究所

5.1.3. 资产负债率持续上升，二次上市后有望降低

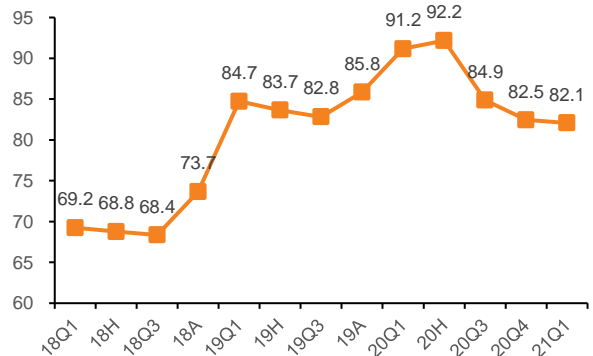
华住酒店资产负债率持续上升。受收购德意志酒店以及新型冠状病毒疫情影响，华住资产负债率在 2020 年第二季度达到了 92.2%。二次上市后，华住估计将全球发售的净所得的 30% 用于偿还于 2019 年 12 月提取的部分循环信贷融资 5 亿美元，将改善负债情况。截至 2021 年 Q1，公司资产负债率为 82.1%。

图 68：资产负债率持续上升（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 69：目前资产负债率为 82.08%（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

5.2. 经营情况分析：中高端和加盟酒店占比上升，核心经营指标领先行业

5.2.1. 酒店数量增长，中高端占比与加盟化率上升

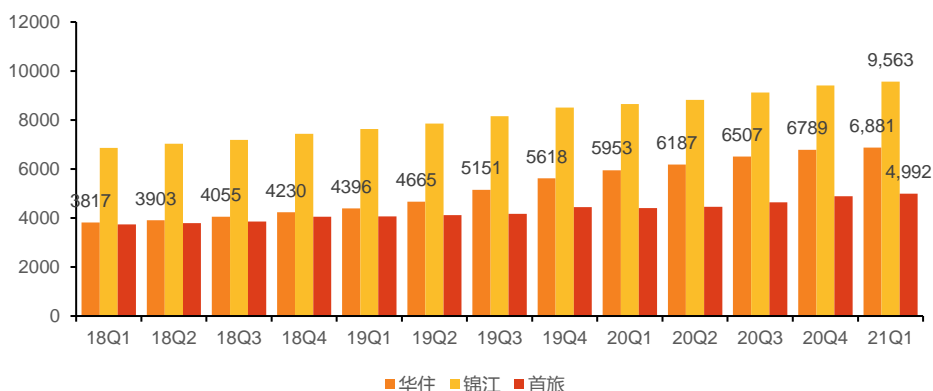
华住经营酒店数保持高增长，酒店数处三龙头第二。2018 年 Q1-2019 年 Q4，华住在营酒店数目从 3817 家增长至 5618 家。2020 年完成收购德意志酒店，截至 2020 年 9 月底，华住酒店国内经营数达到 6507 家，其中包括德意志酒店 117 家。受到疫情的影响，华住酒店第一季度有大量酒店临时关闭，2020 年 2 月关闭数超 2000 家，3 月底关闭数量下降至 369 家。从三家龙头酒店在营数对比来看，华住经营酒店数一直处于第二的水平，少于锦江酒店，多于首旅集团。截至 21Q1，华住经营酒店数达 6,881 家。

从经营模式看，华住加盟酒店占比于 2021 年 Q1 达 89.3%。随着酒店集团通过加盟的方式进行扩张，华住酒店加盟化率稳步上升。截至 2021 年 Q1，华住管理加盟及特许经营酒店

数量为 6,144 家，其中包括德意志酒店的 47 家。对比来看，华住加盟化率低于锦江酒店，位处第二，同期锦江共 9,563 家，首旅共 4,992 家。

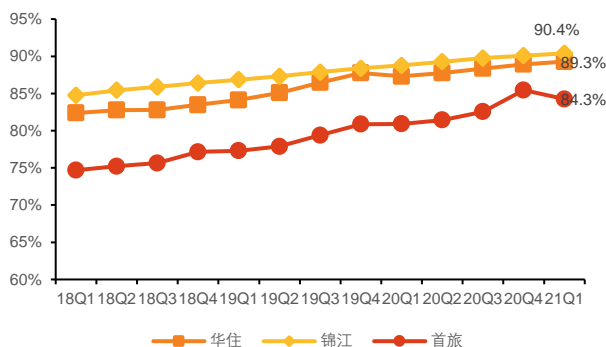
从酒店档次看，华住酒店中高端酒店总体呈上升趋势。华住中高端酒店占比从 2018 年第一季度的 25% 上升到 2019 年末的 38%，中高端酒店在此阶段快速发展，2020 年中高端酒店在营酒店占比有所下降。截至 2021 年 Q1，华住酒店中高端在营酒店数量为 2484 家，占总体酒店数 36.1%。

图 70：华住在营酒店数目持续增长（单位：家）



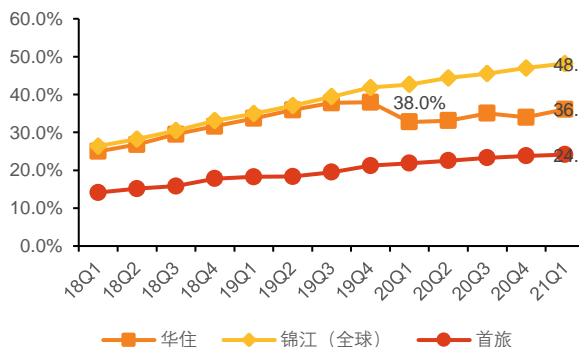
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 71：华住加盟化率低于锦江高于首旅



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 72：三大集团中高端酒店占比情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5.2.2. 华住 Occ、ADR、RevPAR 领先行业，二季度经营从疫情中恢复

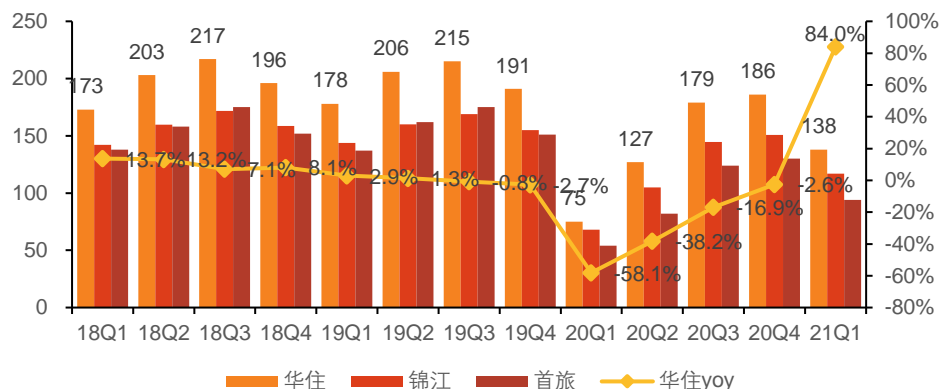
受疫情影响整体经营数据下滑，三季度恢复至同期 83%。2019 年平均可出租客房收入略高于 2018 年，主要是由于 2019 年中高档酒店占比增加。截至 2020 年 3 月 31 日，疫情导致华住在营酒店平均可出租客房收、酒店入住率都低于 2019 年同期水平。随着疫情的好转，跨省旅游的开放，酒店的需求逐步恢复。2020 年 Q2 起酒店的入住率、酒店平均价格都显著回升，降幅收窄。截至最新一季（2021 年 Q1），华住平均可出租客房收入为 138 元，平均房价为 209 元，入住率达 80.6%，分别同比变化 84.0%、10.6%、26.6pct。

酒店经营业绩受季节影响，第三季度经营状况最优。由于冬季和春季假期出行活动减少，酒店第一季度的平均可出租房收入相对较低。而在夏季和秋季，随着出行的增加，酒店入住率和平均可出租客房收入较高。一般第三季度的 RevPAR 处于全年最高水平。

华住酒店 RevPAR、ADR、OCC 领先锦江、首旅。从历史数据看，华住平均可出租客房收

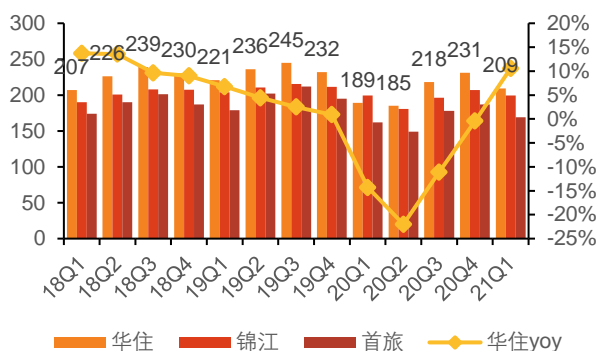
入和入住率处于三大集团之首。华住 19 年第四季度 RevPAR 为 191 元/间夜，同期锦江为 155 元/间夜，首旅为 151 元/间夜。同期华住入住率达到 82.2%，首旅和锦江分别为 78%和 73.4%。平均房价方面，华住 19 年 Q4 平均房价为 232 元，锦江和首旅分别为 211 元和 195 元。疫情以来，三家酒店经营都受到较大影响，但华住酒店恢复状况最好。截至 2021 年 3 月 31 日，华住入住率达 66.2%，而锦江和首旅同期入住率分别为 58.9%和 55.5%。同时，华住的平均可出租客房收入和平均房价都高于锦江和首旅。

图 73：华住 RevPAR 领先行业（元/间夜）



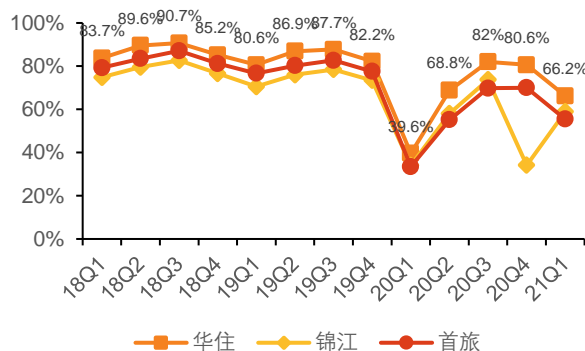
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 74：华住酒店平均客房价格领先锦江、首旅（元/间夜）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 75：华住酒店入住率 2020 年二季度起恢复良好（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

门店扩张：预期门店数持续增长，加盟店比例上升。我们预计 2021-2023 年华住酒店数将分别达到 7,976/ 9,701/ 11,421 家，其中加盟店数量预计为 7,233/ 8,930/ 10,627 间，占比为 90.7%/ 92.1%/ 93.0%。

收入端：预期 2021 年后营业收入持续上升。我们预期 2021-2023 年华住营业收入为 152.4/ 183.3/ 206.9 亿元，同比增速为 49.5%/ 20.3%/ 12.9%。分业务看，基于特许经营和管理加盟酒店数量增长，预期加盟店收入占比将持续上升，预期 2021-2023 年加盟店收入分别为 53.9/ 74.1/ 90.4 亿元，占总营收比例分别为 35.4%/ 40.4%/ 43.7%；租赁与经营酒店收入分别为 97.0/ 107.5/ 114.5 亿元，占总营收比例分别为 63.3%/ 58.6%/ 55.3%。

成本端：预期 2021 年后经营成本恢复至正常水平，同时随着数字化和规模化驱动，成本端有一定的压缩。我们预期 2021-2023 年华住酒店经营成本为 95.73 亿元、113.11 亿元、123.93 亿元，占总收入比重分别为 63%、62%、60%。我们预期同期的销售费用率为 4.0%、3.2%、3.0%，管理费用率为 10.0%、9.0%、8.5%，开业前费用率为 4.5%、4.0%、3.0%。

表 6：华住 2021-2023 年盈利预测基本假设（单位：百万元）

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,063	11,212	10,196	15,244	18,333	20,690
yoy	23%	11%	-9%	50%	20%	13%
①自营：租赁与经营的酒店-收入	7,470	7,718	6,908	9,702	10,747	11,452
yoy	18%	3%	-10%	40%	11%	7%
②加盟：特许经营与管理的酒店-收入	2,527	3,342	3,136	5,392	7,406	9,039
yoy	41%	32%	-6%	72%	37%	22%
③其他业务收入	66	152	152	150	180	200
yoy	64%	130%	0%	-1%	20%	11%
营业支出	-7,945	-9,236	-11,925	-12,469	-14,373	-15,497
酒店经营成本	-6,476	-7,190	-9,729	-9,573	-11,311	-12,393
占总收入比	64%	64%	95%	63%	62%	60%
①租赁开支	-2,406	-2,624	-3,485	-3,430	-4,033	-4,345
占自营收入比例	32%	34%	50%	35%	38%	38%
②公用设施-经营成本和费用	-399	-404	-478	-503	-568	-600
占自营收入比例	5.3%	5.2%	6.9%	5%	5%	5%
③租赁和经营的酒店人事费用	-1,663	-1,854	-2,501	-2,515	-3,025	-3,414
占自营收入比例	22%	24%	36%	26%	28%	30%
④折旧及摊销	-869	-960	-1,316	-1,296	-1,558	-1,759
占自营收入比例	12%	12%	19%	13%	15%	15%
⑤耗材,食品和饮料	-673	-793	-885	-1,067	-1,247	-1,345
占自营收入比例	9%	10%	13%	11%	12%	12%
⑥其他酒店经营费用	-467	-555	-1,064	-762	-880	-931
占自营收入比例	6%	7%	15%	8%	8%	8%
其他业务成本	-15	-57	-52	-76	-92	-103
占总收入比	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-348	-426	-597	-610	-587	-621
占总收入比	3.5%	3.8%	5.9%	4.0%	3.2%	3.0%
管理费用	-851	-1,061	-1,259	-1,524	-1,650	-1,759
占总收入比	8.5%	9.5%	12.3%	10.0%	9.0%	8.5%

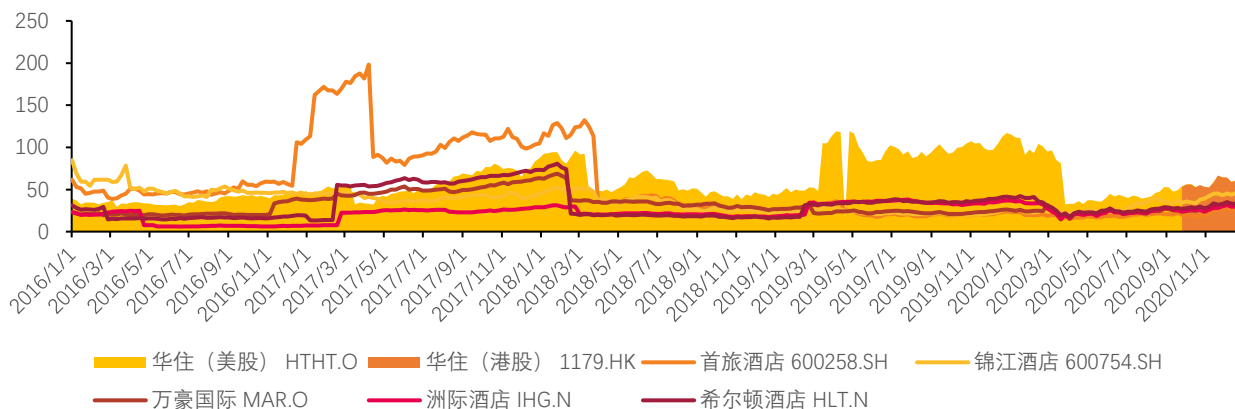
开业前费用	-255	-502	-288	-686	-733	-621
占总收入比	2.5%	4.5%	2.8%	4.5%	4.0%	3.0%
营业利润	2,344	2,108	-1,686	2,702	4,226	5,470
净利润(不含少数股东权益)	716	1,769	-2,192	1,847	2,974	3,861
yoy	-42%	147%	-224%	-184%	61%	30%
归母净利润率	7%	15.8%	-21.5%	12.1%	16.2%	18.7%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

华住是国内领先的酒店经营集团,拥有品牌、流量、IT 技术、管理等方面的优势。随着疫情好转,酒店行业复苏,华住秉持“千城万店”战略加速扩张营收有望增长。我们看好华住酒店的长期成长,预计华住 2021-2023 年归母净利润将达 18.47/ 29.74/ 38.61 亿元,对应 PE 分别为 63.43x/ 39.28x/ 30.26x。

首次覆盖,给予“买入”评级。我们选取 2016-2020 年全球酒店行业上市公司,包括首旅酒店(600258.SH)、锦江酒店(600754.SH)、万豪国际(MAR.O)、洲际酒店(IHG.N)、希尔顿酒店(HLT.N)作为可比公司,我们认为华住集团(HTHT.O)、华住集团-S(1179.HK)始终享有高于行业的估值溢价,尤其是在 2018 年以后。根据 2021 年 6 月 21 日的万得一致预期,首旅酒店、锦江酒店、华住集团-S 对应 2022 年的 PE 分别为 22.54x/ 37.67x/ 36.63x。我们认为,华住集团-S 因其高效的酒店运营能力、丰富的并购整合能力、领先的盈利能力仍应享有高于行业的估值溢价,给予华住集团 50x 的估值。我们预计 2022 年华住净利润为 29.74 亿元,对应 50xPE 总市值为 1662.7 亿港元(1487.0 亿元),目标价为 557.8 港元(459.0 元)。首次覆盖,给予“买入”评级。

图 76: 2016-2020 年全球酒店行业上市公司静态市盈率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 7: 2016-2020 年全国酒店行业上市公司静态市盈率均值及中国三大酒店龙头公司预测 PE

2021/6/10	首旅酒店	锦江酒店	华住(美股)	华住(港股)	万豪国际	洲际酒店	希尔顿酒店
	600258.SH	600754.SH	HTHT.O	1179.HK	MAR.O	IHG.N	HLT.N
2016-2020 年平均	53.60	36.41	60.10	57.64	31.52	22.77	32.16
预测 PE (2021 年)	30.79	55.40	65.14	65.66	-	-	-
预测 PE (2022 年)	22.54	37.67	36.34	36.63	-	-	-
预测 PE (2023 年)	18.34	29.77	28.86	29.09	-	-	-

资料来源: Wind, 天风证券研究所

7. 风险提示

宏观经济下行风险：宏观经济的下行同时影响消费旅游和商务旅行的住宿需求，直接削弱酒店需求端对行业的拉升力，影响酒店行业供需关系的改善，甚至会引发行业周期轮动。

疫情反复风险：受疫情影响，人员流动和出行受到限制，大大削减酒店住宿需求，如若疫情得不到控制再次爆发，会对酒店业务、财务状况及业绩产生不利影响。

竞争失败风险：中国及欧洲的住宿业高度分散，竞争激烈，竞争者如若在位置、房价、品牌知名度、住宿质量、地理覆盖范围、服务质量、服务范围、待客便利设施等方面根据竞争优势，将会降低酒店入住率，对经营业绩产生负面影响。

多品牌策略分散资源：执行多品牌策略可能分散既有品牌的管理层注意力及资源，如果任何酒店品牌未能获得市场好评，酒店可能无法产生足够的收入来抵消成本及开支。

估值差异风险：A 股和港股市场不同，估值方式等的不同导致估值差异，存在估值体系上的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com