

强烈推荐-A (维持)

首旅酒店 600258.SH

目标估值: 34 元  
当前股价: 24.89 元  
2017 年 07 月 24 日

复盘华住, 看首旅如家的成长空间

基础数据

上证综指	3251
总股本(万股)	81574
已上市流通股(万股)	27768
总市值(亿元)	203
流通市值(亿元)	69
每股净资产(MRQ)	8.3
ROE(TTM)	3.5
资产负债率	58.7%
主要股东	北京首都旅游集团有
主要股东持股比例	36.74%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《首旅酒店(600258)一季报超预期, 如家 Q2 业绩预计增长超 40%》2017-07-23
- 2、《首旅酒店(600258)一季报全面复苏, 继续强烈推荐》2017-05-02
- 2、《首旅酒店(600258)一季报经济型回暖中端发力, 如家归来再续传奇》2017-03-28

董广阳

021-68407471  
donggy1@cmschina.com.cn  
S1090512070001

联系人

梅林  
meilin@cmschina.com.cn

华住和首旅两大酒店集团规模相当, 市值却相差一倍。近三年华住业绩年均增长超 40%, 股价已上涨两倍多, 如家业绩也有触底反弹, 但股价表现远不及华住。我们通过本篇研究, 复盘华住过往两年的成长, 并从品牌布局、经营模式、门店分布、扩张速度、会员体系、公司治理、业绩与估值等七个方面, 比较华住与首旅的异同。我们认为, 首旅有望复制华住的成长趋势, 在业绩和估值上具有双重提升空间, 继续强烈推荐!

- **华住股价持续走高, 形成戴维斯双击。**华住 2015 年至今股价大涨两倍多, 在中概股中排名居前。华住股价上涨可以用戴维斯双击来解释: 1) 营业利润连续两年增长超 50%, 是驱动华住股价上涨的主因; 2) 高成长+龙头地位+稀缺性, 提升华住估值。
- **市值差距大于经营差距, 首旅、锦江潜力待挖掘。**2015 年初, 华住与如家市值相当, 此后华住开启“逆袭之路”, 通过对经济型品牌持续升级改造、大力发展中端品牌、加速扩张加盟店、优化会员体系等方式扭转落后局面。如家则在 2015 年初开始筹划私有化退市, 经营战略趋于稳健, 加之酒店业寒冬, 直营店占比高导致盈利下滑。目前华住市值是首旅、锦江的两倍, 但从经营上看, 国内三大酒店龙头的实际差距并不大, 随着国内酒店业的全面复苏, 首旅和锦江的业绩潜力有待释放。
- **华住 VS 首旅, 解析两大酒店集团经营差异:**华住在中档酒店品牌、加盟占比、一线城市门店数量、会员转化率、RevPAR 增幅上领先于首旅, 但首旅在经济型直营店、高端星级品牌、会员总量、股东实力、业绩潜力、当前估值上更具优势, 而两家新店扩张速度趋同, 因此首旅有望复制华住的成长趋势, 未来两家的业绩差距也将随之缩小。
- **投资建议:**我们预计首旅酒店 2017-2019 年 EPS 为 0.80/1.13/1.48 元, 对应 PE 为 31x/22x/17x, 参照美股华住, 首旅的业绩和估值具有双重提升空间, 给予 18 年 30 倍目标估值, 目标价 34 元, 维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示:**国内经济增长低于预期、并购后如家经营低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1333	6523	8814	9662	10393
同比增长	-52%	389%	35%	10%	8%
营业利润(百万元)	133	467	886	1272	1678
同比增长	-21%	251%	90%	44%	32%
净利润(百万元)	100	211	650	922	1210
同比增长	-16%	196%	102%	42%	31%
每股收益(元)	0.43	0.72	0.80	1.13	1.48
PE	57.5	34.6	31.2	22.0	16.8
PB	4.1	2.4	2.7	2.4	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、华住股价持续走高，形成戴维斯双击 .....	4
二、市值差距大于经营差距，首旅、锦江潜力待挖掘 .....	5
三、华住 VS 首旅，解析两大酒店集团经营差异 .....	8
1、品牌布局：华住中档品牌优势突出，首旅品牌线更丰富 .....	8
2、经营模式：华住加盟比例高，如家经济型直营店更多 .....	10
3、门店分布：一线城市华住领先，如家渠道下沉更早 .....	12
4、扩张速度：华住开始降速，开店计划趋同 .....	12
5、会员体系：华住会员转化率高，首旅优化空间大 .....	13
6、公司治理：民企 vs 国企，首旅引入市场化机制 .....	14
7、业绩与估值：盈利差距缩小，首旅更有性价比 .....	16
四、投资建议：对标华住，看好首旅业绩市值持续成长 .....	18
五、风险提示 .....	18

## 图表目录

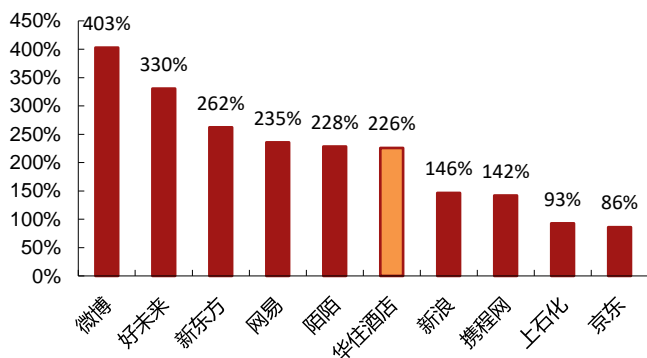
图 1：2015 年初至今中概股涨幅前十名 .....	4
图 2：2015 年初至今旅游中概股涨跌幅比较 .....	4
图 3：2010-2017 年华住营业利润及其增速 .....	4
图 4：2010-2016 年华住 EPS 及其增速 .....	4
图 5：2011 年至今华住 PE (TTM) 走势 .....	5
图 6：美股纳斯达克指数持续上涨 .....	5
图 7：2010 年以来华住、如家、首旅及锦江的总市值走势（单位：亿元人民币） .....	6
图 8：华住与如家的发展历程对比 .....	6
图 9：2011 年至今华住、如家每季度营业利润走势（单位：亿元） .....	7
图 10 连锁酒店经营模式拆分 .....	8
图 11：汉庭升级后 RevPAR 转为正增长 .....	10
图 12：汉庭 2.0 改造计划进度 .....	10
图 13：如家直营酒店房间数量占比显著高于华住 .....	11
图 14：华住的加盟管理费收入快速增长 .....	11
图 15：如家酒店集团主要品牌酒店地域分布情况 .....	12
图 16：华住酒店集团主要品牌酒店地域分布情况 .....	12

图 17: 华住和首旅在各类城市的酒店数量分布 .....	12
图 18: 华住和如家的入住率变化情况 .....	12
图 19: 如家、华住的开业酒店数量 .....	13
图 20: 如家、华住每年净增加酒店数量 .....	13
图 21: 华住和如家的会员数量情况 .....	14
图 22: 华住销售渠道中 OTA 占比的变化 .....	14
图 23: 华住酒店的股权结构 .....	14
图 24: 首旅酒店的股权结构 .....	14
图 25: 华住成熟门店 RevPAR 同比增速 .....	16
图 26: 如家酒店 RevPAR 同比增速 .....	16
图 27: 华住和如家的营业收入及其增速 .....	17
图 28: 华住和如家的直营收入及其增速 .....	17
图 29: 华住和如家的加盟收入及其增速 .....	17
图 30: 华住和如家的营业利润及其增长 .....	17
表 1: 华住、首旅、锦江基本经营数据、财务指标对比 .....	7
表 2: 华住和首旅如家的主要品牌分布 .....	9
表 3: 汉庭 2.0 改造项目 .....	9
表 4: 首旅与华住的全类型酒店数量及占比情况 .....	10
表 5: 华住与如家加盟政策及费用对比 .....	11
表 6: 华住和如家开店计划回顾及展望 .....	13
表 7: 如家各渠道销售占总体预订数量的比例 .....	14
表 8: 华住酒店集团新一届董事会与高管主要成员 .....	15
表 9: 首旅酒店新一届董事会与高管成员 .....	15
表 10: PE 估值对比表 .....	17
表 11: EV/EBITDA 估值对比表 .....	18
附: 财务预测表 .....	20

## 一、华住股价持续走高，形成戴维斯双击

华住 2015 年至今股价大涨两倍多，在中概股中排名居前。2010 年 3 月，华住在美国纳斯达克上市，之后股价表现一直不温不火，2015 年开始发力，至今股价大涨 281%，在中概股中排名第六，与网易、陌陌涨幅相当，远远领先于旅游行业的携程和途牛等 OTA 公司。

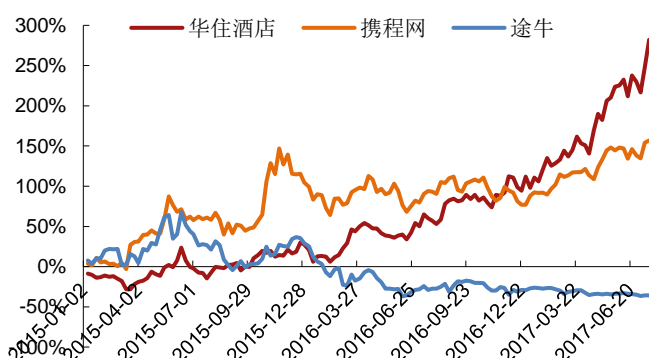
图 1：2015 年初至今中概股涨幅前十名



注：所选公司为 2015 年之前上市，且当前市值超过 10 亿美元。

资料来源：Wind、招商证券

图 2：2015 年初至今旅游中概股涨跌幅比较



资料来源：Wind、招商证券

根据相对估值法， $股价 = EPS * PE$ ，因此股价上涨可以解释为 EPS 的增长和 PE 估值的提升。我们认为，华住股价上涨可以用戴维斯双击来解释：

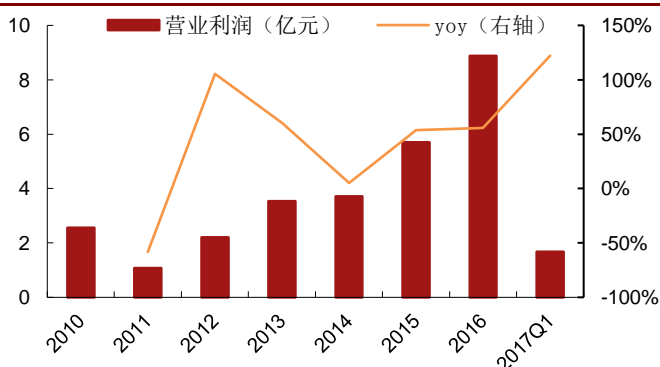
### 1) 营业利润连续两年增长超 50%，是驱动华住股价上涨的主因

回顾华住过往业绩，2010 年 IPO 融资 5000 万美元后，加快了新开酒店扩张，2011 年业绩经历短暂下滑，2012 年大幅回升，2013 年营业利润更是大涨 60.5%，当年股价也上涨近一倍。

2013 年后，由于限制三公消费政策的出台及宏观经济增速下行，国内酒店业迎来寒冬，同时华住开始倾力打造中端品牌全季，导致 2014 年经营利润仅增长 5.1%。

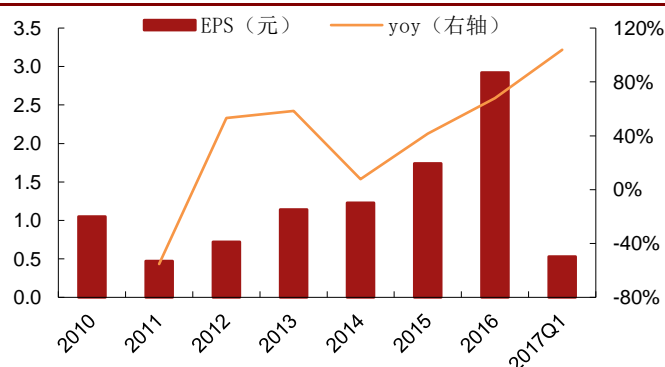
2015 年后，随着对经济型品牌汉庭进行 2.0 版升级、中端品牌全季发力、新开加盟店持续高增长及会员渠道体系的优化，华住业绩再次步入快速增长，2015-2017Q1 营业利润分别同比增长 53.6%/55.8%/122.2%，由于上市后股本变化不大，EPS 基本随营业利润同步增长。

图 3：2010-2017 年华住营业利润及其增速



资料来源：Wind、招商证券

图 4：2010-2016 年华住 EPS 及其增速



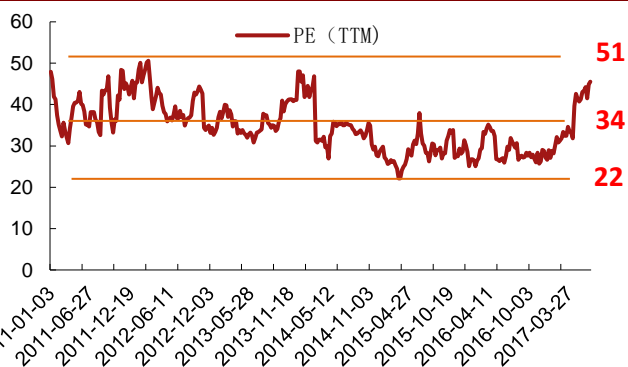
资料来源：Wind、招商证券

## 2) 高成长+龙头地位+稀缺性，提升华住估值

除了盈利的增长外，市场对华住的估值也经历了触底反弹，2014-2016年PE（TTM）基本维持在30x左右，接近历史估值的中位数（34x），而今年以来股价大涨使得估值提升至45x，可以看出前两年华住股价大涨是由盈利驱动，而今年主要是估值驱动。

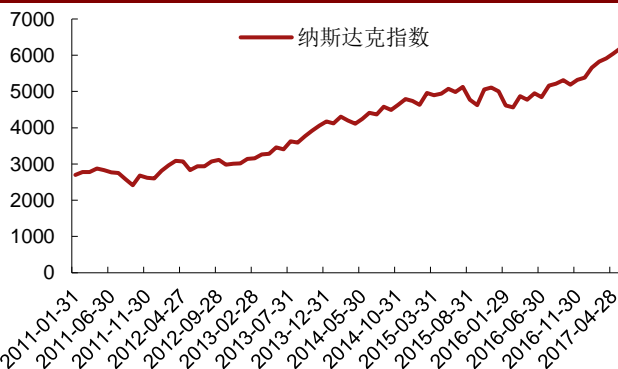
我们认为，近期华住估值的提升主要有两方面原因：1) 经历了连续两年的高增长后，华住业绩的持续增长能力及国内酒店业龙头地位逐渐获得市场认可，投资者愿意给予更高估值；另一方面，美股迎来牛市，但曾经的酒店中概股七天、如家纷纷退市，华住的稀缺性也能获得一定的估值溢价。

图 5: 2011 年至今华住 PE (TTM) 走势



资料来源: wind、招商证券

图 6: 美股纳斯达克指数持续上涨



资料来源: Bloomberg、招商证券

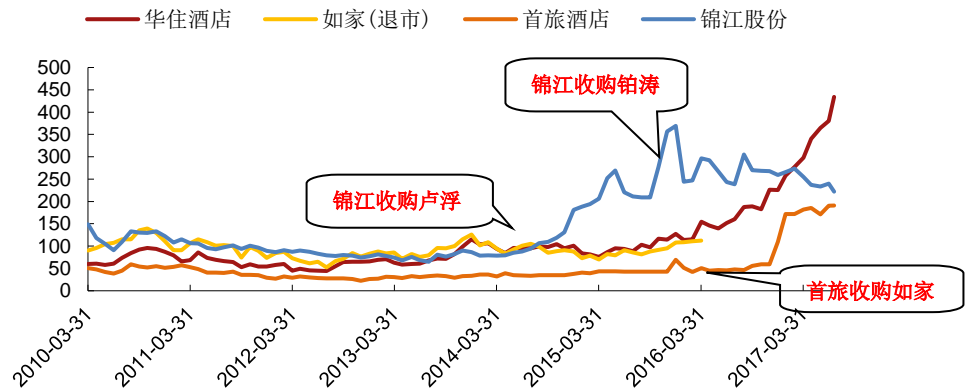
## 二、市值差距大于经营差距，首旅、锦江潜力待挖掘

2015年初，华住与如家市值相当。回顾国内酒店龙头的市值成长，2010年初，华住刚在美国上市，当时市值60亿，而如家90亿、锦江150亿，五年后，到2014年底，华住市值涨至101亿，如家则下跌至88亿，锦江由于连续收购卢浮和铂涛，市值也不断攀升。实际上，在2015年初，华住市值也仅比如家高15%左右，两者市值差距并不大。

2015年后，华住市值大涨，远超首旅（如家）和锦江。2015年6月，如家宣布私有化退市，收购价格相比前20个交易日溢价20%，总估值在110亿元左右，而此时如家市值90亿元，与华住市值相当。此后，华住的市值一举从94亿上涨到了当前的434亿，短短两年间，市值上涨364%，而如家在并入首旅后，当前首旅总市值203亿，而锦江249亿，只有华住市值的一半左右。



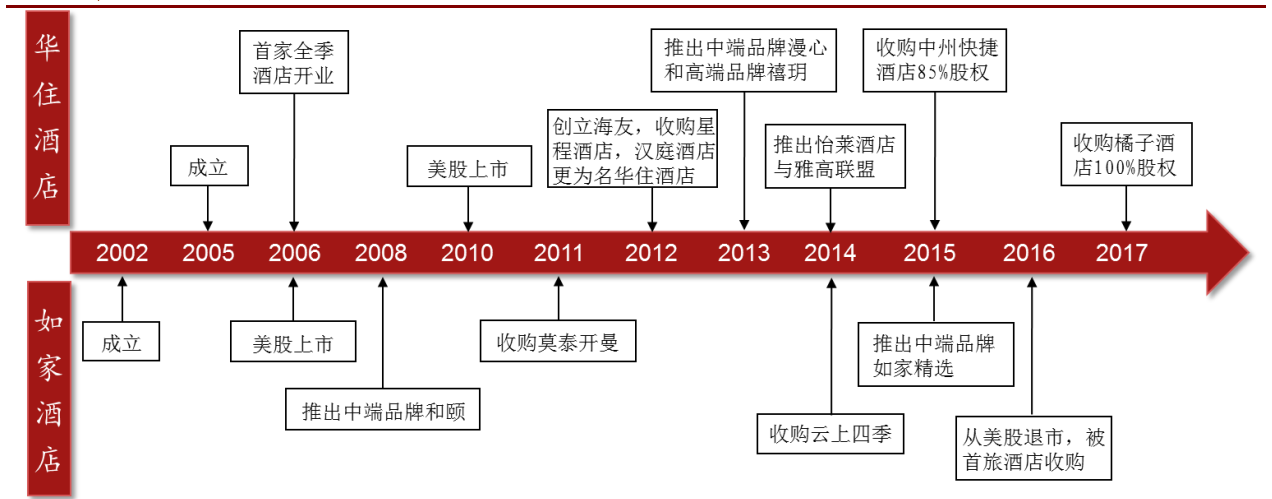
图 7：2010 年以来华住、如家、首旅及锦江的总市值走势（单位：亿元人民币）



资料来源：Wind、招商证券

如家占据先发优势，2013-2014 年盈利好于华住。由于如家成立和上市时间早，发展快，2011 年 5 月以 4.7 亿美元收购莫泰酒店，经过一年的成功整合，如家在 2013-2014 年业绩持续提升，在酒店数、收入规模、利润增速等各方面都显著强于华住。

图 8：华住与如家的发展历程对比

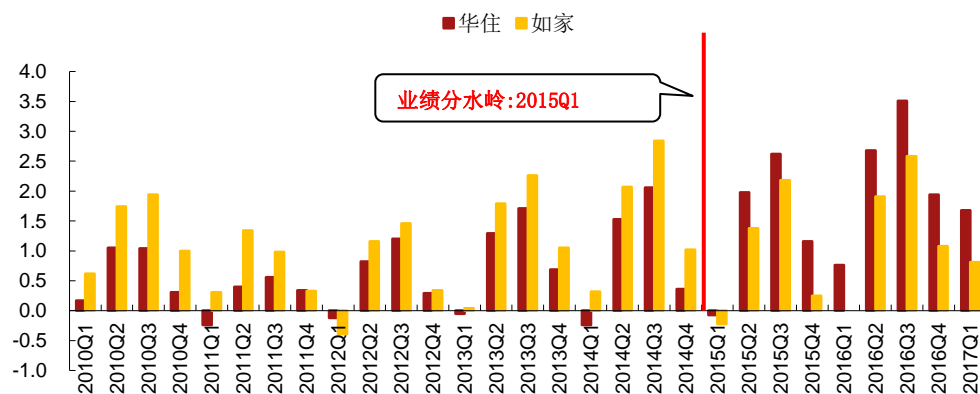


资料来源：公司公告、招商证券

2015 年一季度成为分水岭，华住从此开启“逆袭之路”。2015Q1 华住经营利润亏损 0.07 亿元，较上年同期亏损 0.24 亿有大幅减亏，而如家亏损 0.22 亿，上年同期盈利 0.32 亿。到 2015Q2，华住盈利 2.0 亿/+35%，如家盈利 1.4 亿/-33%，华住在季度经营利润上首次超过如家，差距就此拉开。

究其原因，如家在 2015 年初开始筹划私有化退市，经营战略趋于稳健，加之酒店业寒冬，如家直营店占比高，经营压力相对更大，而华住则通过对经济型品牌持续升级改造、大力发展中端品牌全季、加速扩张加盟店、优化会员体系等方式扭转落后局面。

图 9：2011 年至今华住、如家每季度营业利润走势（单位：亿元）



注：由于如家 2016 年一季度后完成退市，不再披露美股报表，之后数据来自首旅的披露，会计政策上略有差异。资料来源：wind、招商证券

我们认为，当前市值差距夸大了华住与首旅、锦江之间的经营差距。目前华住市值是首旅、锦江的两倍，但从经营上看，国内三大酒店龙头的实际差距并不大，在酒店数量、收入规模上，锦江、首旅甚至要大于华住，但在客房平均入住率、利润增长、盈利能力上，华住明显更强，经营效率更高，首旅和锦江的业绩潜力还有待释放。

表 1：华住、首旅、锦江基本经营数据、财务指标对比

	华住酒店	首旅酒店		锦江股份		
国内酒店开业总数（家）	3336	3403		4824		
——直营店	620	983		812		
——加盟店	2716	2420		4012		
——经济型	2852	3078		3999		
——中高端	484	325		825		
		如家	首旅	锦江	铂涛	维也纳
入住率（%）	84%	81.80%	54.10%	71.54%	75.94%	84.05%
平均房价（元）	182	162	389	180	156	237
RevPAR（元）	152	133	210	129	119	199
营业收入（亿元）	66.5	65.2		106.4		
yoy	8.9%	389.4%		91.2%		
净利润（亿元）	8.0	3.3		7.2		
yoy	81.3%	195.7%		12.1%		
经营活动现金净流量（亿元）	20.5	14.8		22.8		
销售毛利率	24.6%	94.5%		90.6%		
销售净利率	12.2%	5.1%		6.8%		
ROE（摊薄）	14.9%	3.1%		5.4%		
总资产（亿元）	99.5	171.0		439.7		
总负债（亿元）	43.6	100.4		295.2		
资产负债率	43.8%	58.7%		67.1%		

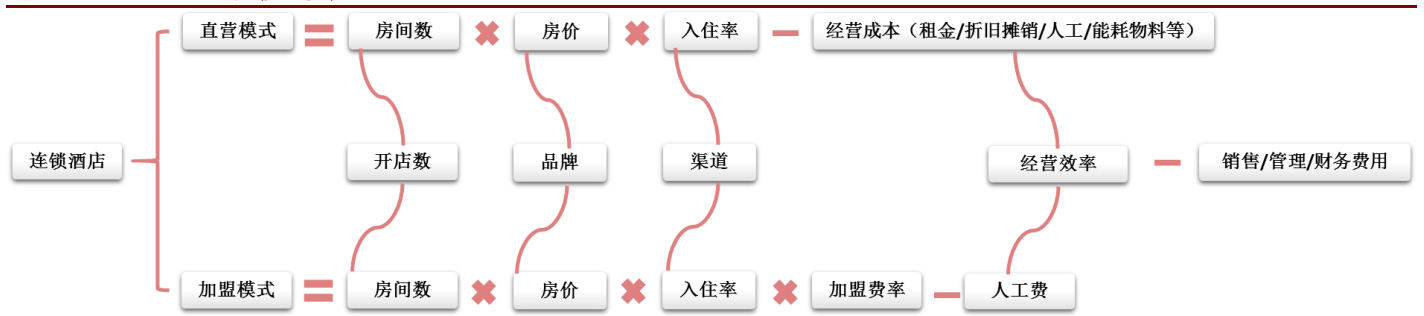
注：1）开业酒店数截至 2017 年 3 月底；入住率、平均房价、RevPAR 为 2017 年一季度数据；营业收入、净利润、现金流、利润率等指标为 2016 年全年数据；资产负债为 2017 年 3 月底数据。2）如家在 2016 年二季度并入首旅，锦江 2016 年合并了铂涛和维也纳，因此财务数据增幅较大。资料来源：wind、招商证券

### 三、华住 VS 首旅，解析两大酒店集团经营差异

连锁酒店的经营模式可分为直营和加盟。直营模式下，酒店收入全部计入公司收入，同时需要承担租金、人力、水电、物料等成本；加盟模式下，公司一般收取酒店收入 10% 左右的加盟费，仅承担店长一人的工资，因此直营模式的收入规模大、利润率低，而加盟模式的收入规模小、利润率高。

酒店的业绩增长可以拆分为内生驱动和外延驱动。内生驱动主要来自于入住率的提升和房价的上涨，即每间房收入（RevPAR）的增长；外延驱动来自于新开门店的扩张，如果是直营店，会带来经营收入和利润（开业初期需要培育，承担一定亏损），如果是加盟店，会带来首次加盟费和持续加盟费（稳赚不赔）。

图 10 连锁酒店经营模式拆分



资料来源：招商证券

#### 1、品牌布局：华住中档品牌优势突出，首旅品牌线更丰富

酒店品牌均呈现金字塔结构，以经济型为基础向上发展中高端。华住目前主要经营着五大酒店品牌，三个经济型品牌：汉庭、海友、怡莱，两个中端品牌：全季和星程，近期华住还收购了桔子酒店，新增桔子精选、桔子水晶两个中端品牌。首旅如家旗下主要的酒店品牌有七个，包括经济型品牌如家、莫泰、云上四季，中端品牌和颐、如家精选/商旅，高星级酒店品牌首旅建国、首旅京伦。

经济型打平，华住占据中档酒店绝对优势，首旅品牌线更为齐全。在经济型领域，如家的酒店数要比汉庭稍多，但总体来看，两家的经济型酒店数量接近。在中端酒店领域，华住的全季已开业 304 家，是如家精选/商旅的两倍之多，再加上星程和桔子系列，中端领域华住优势明显。而在高端星级酒店领域，华住还未有大的动作，而首旅拥有首旅建国、首旅京伦两个星级品牌。



表 2: 华住和首旅如家的主要品牌分布

华住				
	汉庭	海友	怡莱	全季
类型	经济型, 标准化	经济型	经济型	中端
品牌定位	追求洁净舒适的商旅酒店	实惠干净的大众型酒店	个性化经济型酒店	五星品质的商旅酒店
酒店数量	2203	387	188	304
首旅如家				
	星程	桔子酒店	桔子精选	桔子水晶
类型	中端非标准	经济型	中端	高端
品牌定位	优质基础服务的中档酒店	高性价比的类精品酒店	极致静音设计、轻奢酒店	超五星级的客房设施
酒店数量	141	10	90	40
	如家酒店	莫泰酒店	云上四季	和颐酒店
类型	经济型, 标准化	经济型	经济型	中高端
品牌定位	简洁舒适的大众商务和休闲旅行	一时尚简约的商旅型连锁酒店品牌	地域风情的大众商务和休闲旅行	全感官人文商旅连锁酒店
酒店数量	2365	402	34	84
	如家精选/商旅	首旅建国	首旅京伦	
类型	中端	五星/四星	四星/三星	
品牌定位	全感官创意商旅连锁酒店	针对高端旅客的花园式饭店	交通便利的涉外饭店	
酒店数量	130	65	20	

注: 首旅、华住酒店数截至 2017 年 3 月底, 桔子酒店数截至 2017 年 6 月底。资料来源: 公司官网、招商证券

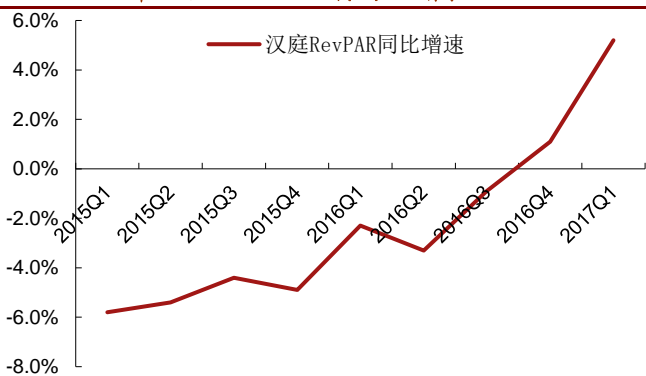
华住推出汉庭 2.0 计划, 通过持续升级改造推动 RevPAR 增长。2014 年 9 月, 汉庭推出 2.0 版升级改造计划, 改造后汉庭的房价可提升 10%~20%, 截至 2017 年一季度, 汉庭改造工程已覆盖 32% 的门店, 计划到 2019 年完成 90% 以上。2015 年以来, 汉庭 2.0 计划已经逐渐成效, 汉庭 RevPAR 增速由负转正。

表 3: 汉庭 2.0 改造项目

设计理念	全新产品	空间利用	工厂化, 模组化	整体卫浴
产品要点	(1) 亲和力 (2) 明快简约 (3) 舒适体验优先 (4) 轻松怡人的住宿体验	(1) 家具集约化, 降低改造成本 (2) 多功能沙发, 更加合理利用空间	(1) 提高工艺品质的稳定性, 提升耐用度 (2) 降低酒店后期的维护成本	(1) 整体卫浴, 安装快, 易维护 (2) 弧面设计, 拓宽视野空间 (3) 弧形边角, 方便打扫 (4) 工厂化、集约化减少营建成本
图片展示				

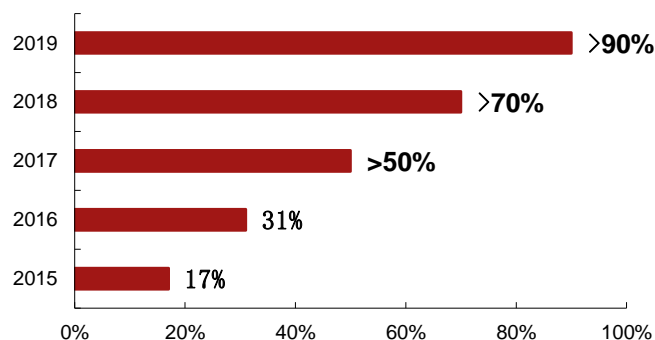
资料来源: 《汉庭设计标准手册》(2014 年 9 月)、招商证券

图 11: 汉庭升级后 RevPAR 转为正增长



资料来源: 公司公告、招商证券

图 12: 汉庭 2.0 改造计划进度



资料来源: 公司公告、招商证券

如家有意将经济型品牌升级成如家精选/商旅等中端品牌。如家没有像华住大张旗鼓进行经济型品牌升级,但在 2015 年后,推出中端商旅连锁酒店品牌——如家精选/商旅,其品牌定位介于经济型和中端之间,相比汉庭 2.0 计划,如家精选/商旅虽有很多物业来自经济型酒店的改造,但其定位更高,平均房价在 300 元左右。

## 2、经营模式: 华住加盟比例高, 如家经济型直营店更多

华住的加盟比例和中高端占比更优,首旅如家的经济型直营酒店更多。首旅和华住各类型酒店数量占比表明,直营店占比方面:首旅 29%vs 华住 19%,中高端占比方面:首旅 10%vs 华住 15% (合并桔子酒店后为 18%),由此可见,相比华住,首旅的经营模式较重、中高端酒店占比低。

中档酒店圈地进行时,首旅未来有望缩小差距。虽然华住在中高端酒店数量占优,但各家都在起步阶段,实际差距并不大。华住目前中高端酒店共 484 家,比首旅多 159 家,若考虑收购的桔子酒店,华住也只领先 200~300 家,相当于如家一年的开店量。随着如家中端、高端酒店事业部的成立,未来将通过新增门店(中端占比 40%)和经济型升级等方式提升中端占比,缩小与华住的差距。

表 4: 首旅与华住的各种类型酒店数量及占比情况

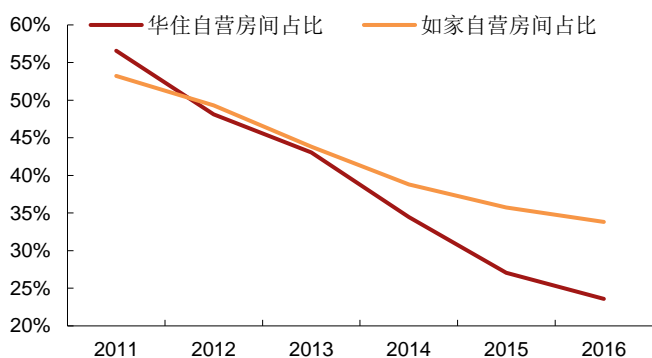
酒店数量(家)							
	首旅如家			华住			
	直营店	加盟店	合计	经济型	直营店	加盟店	合计
经济型	881	2197	3078	经济型	528	2324	2852
中高端	102	223	325	中高端	92	392	484
合计	983	2420	3403	合计	620	2716	3336
占比(%)							
	首旅如家			华住			
	直营店	加盟店	合计	经济型	直营店	加盟店	合计
经济型	26%	65%	90%	经济型	16%	70%	85%
中高端	3%	7%	10%	中高端	3%	12%	15%
合计	29%	71%	100%	合计	19%	81%	100%

注:截至 2017 年 3 月底,不含桔子酒店。资料来源:公司公告、招商证券

直营模式固定支出高、盈利波动大,华住先于如家进行调整。对于直营酒店,租金、折旧和人工费用等大额支出相对固定,直营比例越高,公司盈利受行业景气度的影响就越明显。华住在 2014 年后大力发展加盟模式,显著降低直营比例,加盟管理费收入随之

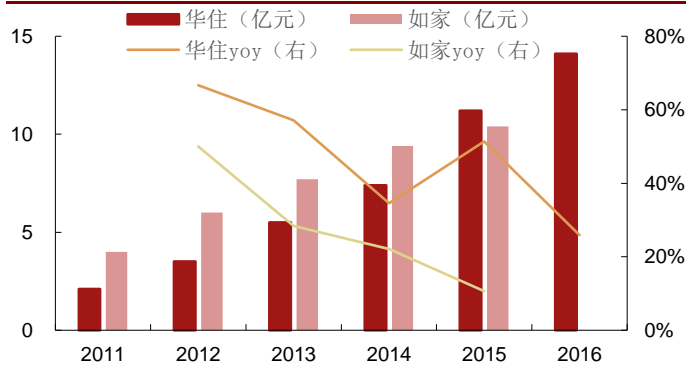
大涨，而如家直营比例高，在 2015 年行业低点时严重拖累了公司业绩。

图 13: 如家直营酒店房间数量占比显著高于华住



资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 华住的加盟管理费收入快速增长



资料来源: 公司公告、招商证券

如家下调加盟管理费率，吸引加盟商加盟。2016 年 1 月，如家把针对加盟商的管理费由 6%降至 4%，同时加收会员发展服务费（积分兑换，相当于营业收入的 1%），实际加盟管理费由 6%下降到 5%，此次降费使如家加盟条件优于华住，体现了公司大力发展加盟业务的决心。

新增酒店加盟比例高，行业回暖如家更具弹性。根据如家发展计划，预计未来 5 年每年新增 400 家左右的酒店，其中中档占 40%，加盟占 90%，预计公司在未来 5 年内能够将自营比例降低到 20%以下。2016 年以来，经济型酒店行业复苏，如家直营店多，业绩弹性更大。

表 5: 华住与如家加盟政策及费用对比

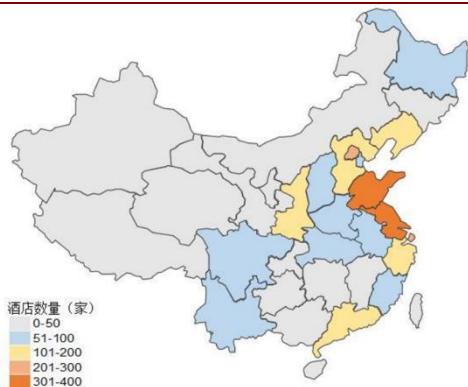
主要加盟政策	如家酒店集团			华住酒店集团	
	经济型品牌 如家	中档品牌 和颐	中档品牌 如家精选	经济型品牌 汉庭	中档品牌 全季
加盟期限	10 年	10 年	10 年	10 年	10 年
建筑面积	3000-6000 m <sup>2</sup>	7000-20000 m <sup>2</sup>	4000-5000 m <sup>2</sup>	3000-6000 m <sup>2</sup>	4000-10000 m <sup>2</sup>
房间数要求	80-130 间	120-280 间	100-120 间	70+间	-
基本投资额	6 万元/单间	12 万元/单间	8.5 万元/单间	6 万元/单间	10 万元/单间
翻牌酒店改造				3.5 万元/单间	4 万元/单间
特许加盟费（一次性）	3000 元/间，总额不低于 15 万元	4000 元/间（北上广深），其他 3000 元/间，不低于 20 万元	4000 元/间（北上广深），其他 3000 元/间，不低于 20 万元	2500 元/间	4000 元/间（北上广深），其他 3000 元/间，不低于 20 万元
品牌使用、服务支持费	营业总收入的 4%	营业总收入的 4%	营业总收入的 4%	营业总收入的 5%	营业总收入的 6%
系统预定渠道费（CRS 预定比例约 1/3）	实际房价*9%，20 元封顶	实际房价*9%	实际房价*9%	实际房价*8%，20 元封顶	实际房价*8%
会员发展服务费	每 1 积分结算 0.01 元，相当于营收的 1%	每 1 积分结算 0.01 元，相当于营收的 1%	每 1 积分结算 0.01 元，相当于营收的 1%	每 1 积分结算 0.01 元，相当于营收的 1%	每 1 积分结算 0.01 元，相当于营收的 1%
PMS 安装费	5000	10000	5000	5000	5000
PMS 维护费	1 万/年	2 万/年	1 万/年	800 元/月	800 元/月

资料来源: 公司官网、招商证券

### 3、门店分布：一线城市华住领先，如家渠道下沉更早

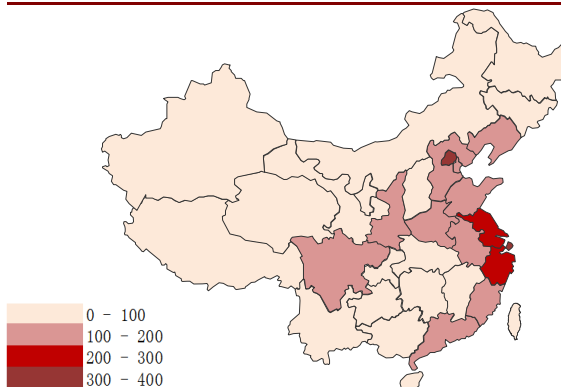
华住在一线城市酒店数稍多，如家进入三四线城市更早。对于经济型酒店，约有一半的顾客来自商旅消费，因此华住和首旅都有超过 60%的酒店分布在经济相对发达的一二线城市，目前两家酒店在各级城市的数量总体相当，华住在一线城市比首旅要多 100 家酒店，而首旅在四线及以下城市则比华住多 100 多家。

图 15：如家酒店集团主要品牌酒店地域分布情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 16：华住酒店集团主要品牌酒店地域分布情况

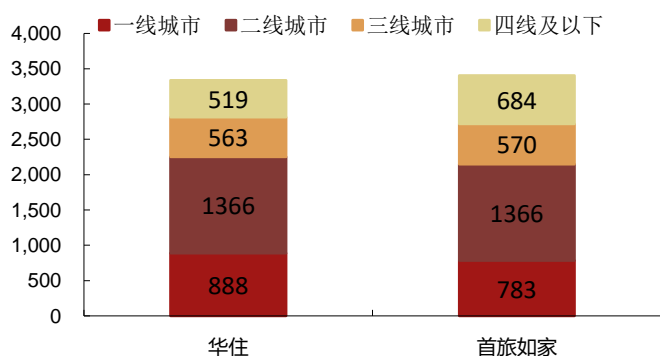


资料来源：公司公告、招商证券

**华住如家入住率下行趋缓，差距持续减小。**连锁酒店的入住率包括过夜房和时租房两块，主要受到行业景气、线上线下渠道和品牌体验的影响。从华住和如家历史的出租率来看，受行业景气和渠道下沉影响，两者入住率在过去 6 年持续下降，但目前已企稳回升，并且华住和如家的入住率差距缩小，稳定在 85%左右。

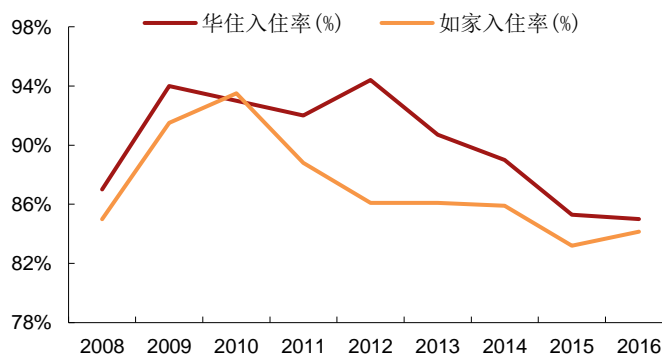
**如家渠道下沉早，前期承压后期稳定。**如家早在 2011 年开始布局三四线城市，而三四线城市的入住率相对一二线城市要低，因此如家的入住率在 2011 年后快速下降。而华住的入住率在 2012 年渠道下沉前可达 95%（80%的夜租率+15%的时租率），渠道下沉后夜租率下降到了 70%。

图 17：华住和首旅在各类城市的酒店数量分布



资料来源：公司公告、招商证券

图 18：华住和如家的入住率变化情况



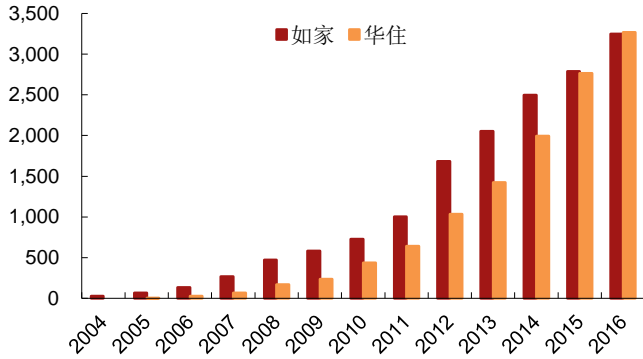
资料来源：公司官网、招商证券

### 4、扩张速度：华住开始降速，开店计划趋同

**2014 年后如家战略收缩，开店速度放缓，被华住赶超。**回顾华住、如家的开店历史，如家 2006 年上市融资后大举扩张，开店数一直领先于华住，华住 2010 年上市后开始

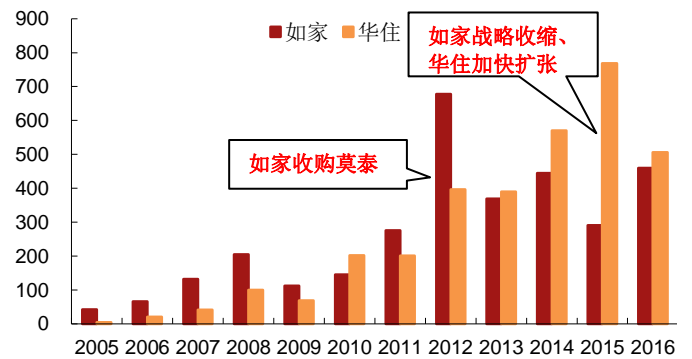
追赶，2014-2016 年每年开店数大幅领先于如家，特别是在 2015 年，如家在战略上有所收缩，当年开店计划仅 400 家，最终净增加 291 家，华住则计划开店 750-800 家，最终净增加 768 家，使得在酒店数量上超过了如家。

图 19: 如家、华住的开业酒店数量



资料来源: 公司公告、招商证券

图 20: 如家、华住每年净增加酒店数量



资料来源: 公司公告、招商证券

华住已放缓开店速度，两家今年开店计划接近。虽然华住过去三年开店速度飞快，但过快的扩张也导致了加盟商利益的受损，2016 年华住全年关店 231 家，新开店 737 家，净增加 506 家。2017 年华住大幅减少了开店计划，全年仅有 450-500 家，中高端占比 40%，而首旅计划开店 400-450 家，中高端占比 40%，两家的开店计划非常接近。

表 6: 华住和如家开店计划回顾及展望

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
华住计划新增酒店数量 (家)	420-450	680-730	750-800	450-500
其中:				
经济型酒店占比	80%	80%	80%	60%
中端酒店占比	20%	20%	20%	40%
如家计划新增酒店数量 (家)	350-400	350	400	400-450
其中:				
经济型酒店占比	-	-	70%	60%
中端酒店占比	-	-	30%	40%

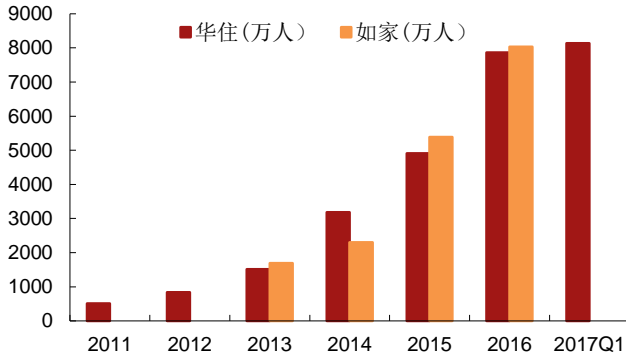
资料来源: 公司公告、招商证券

## 5、会员体系：华住会员转化率高，首旅优化空间大

首旅会员数领先，华住会员消费转化率更高。截止 2016 年底，首旅会员总数 8033 万人，华住 7860 万人，首旅如家稍有领先。但从贡献来看，如家的会员预定占到总客源的 61.6%，而华住会员贡献 80% 的夜间房预定量，因此华住在会员消费转化上表现更好。

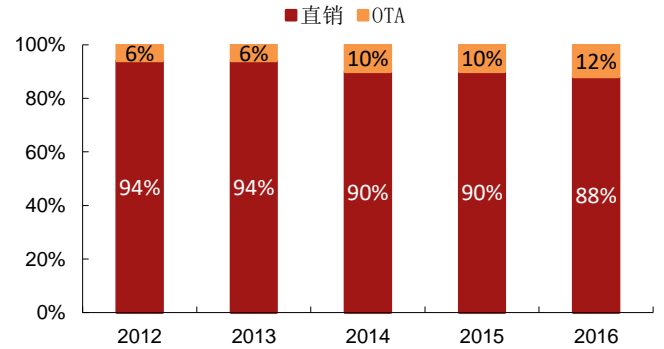


图 21: 华住和如家的会员数量情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 22: 华住销售渠道中 OTA 占比的变化



资料来源: 公司公告、招商证券

如家 OTA 占比高, 盈利优化空间较大。近几年来, 如家的 OTA 渠道占比持续上升, 实际上削弱了盈利能力, 一般 OTA 佣金率在 10%-15%, 对于盈利有限服务酒店压力巨大。而华住则大力发展以会员为核心的自主渠道, 通过官方移动端最低价活动、积分兑换、培养客户粘性来降低 OTA 占比, 提升了盈利能力。

表 7: 如家各渠道销售占总体预订数量的比例

期间	上门直接入住会员	CRS 会员预定	协议客源	中介客源	上门直接入住非会员	CRS 非会员预定	其他
2013 年	43.20%	12.40%	12.80%	9.70%	5.90%	1.30%	14.70%
2014 年	32.80%	29.30%	13.00%	10.70%	3.70%	0.80%	9.70%
2015 年	26.80%	36.42%	9.58%	15.21%	2.94%	0.18%	8.88%

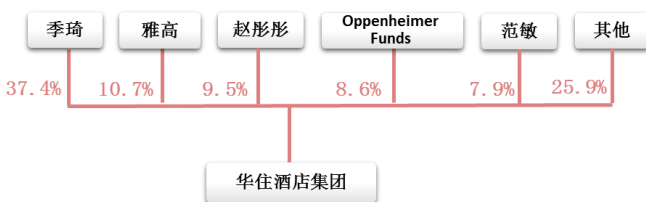
资料来源: 公司公告、招商证券

## 6、公司治理: 民企 vs 国企, 首旅引入市场化机制

华住主要股东为创始人团队, 其中季琦持股 37.4%, 是华住的实际控制人。季琦作为知名创业家, 先后参与创办了携程、如家和汉庭, 并都担任过三家公司的 CEO。2005 年, 季琦辞去如家 CEO 创办汉庭, 带领汉庭发展壮大。2016 年 1 月, 法国雅高酒店集团收购华住 10.8% 的股份, 华住也与雅高结盟, 负责雅高旗下美爵、诺富特、美居、宜必思等品牌在华的运营和开发。

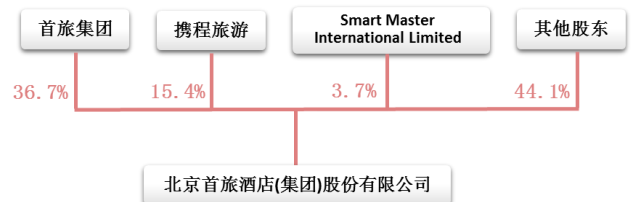
首旅大股东为首旅集团, 实际控制人为北京市国资委, 携程为第二大股东。首旅集团控股首旅酒店 36.74% 的股份, 携程持股 15.43%, 为第二大股东。首旅集团是北京市国资委旗下旅游板块的平台型公司, 综合实力雄厚。

图 23: 华住酒店的股权结构



资料来源: 公司公告、招商证券

图 24: 首旅酒店的股权结构



资料来源: 公司公告、招商证券

华住和首旅的管理层均为职业经理人团队。汉庭上市后一直由职业经理人团队管理，季琦担任执行董事长。2015年初，华住宣布原CFO张敏担任公司CEO。早在2004年，如家董事会决定寻找职业经理人，孙坚接替季琦担任如家CEO至今，目前孙坚担任首旅总经理，全面负责经营管理工作。

华住与首旅相比，由于是民营背景，创始人季琦一直是公司的灵魂人物，决定了华住的机制相对灵活，而首旅（如家）背靠国资，经营风格相对稳健，但股东实力雄厚，可调配的资源更多，首旅合并如家后也是最大化的引入了市场化的经营机制。

表 8：华住酒店集团新一届董事会与高管主要成员

董事会	职务	任职日期	背景	高管	职务	任职日期	背景
季琦	执行主席，董事	2007.2.28	自2007年2月任集团董事长。曾参与创办如家快捷酒店，2001年1月至2005年1月任CEO。曾共同创办携程，1999年至2001年12月任CEO和总裁，目前担任携程董事会独董。	张敏	总裁，首席执行官	2015.1.23	自2007年加入公司，华住首席财务官，首席战略官，拥有超过15年的金融及咨询从业经历，曾担任礼来（亚洲）有限公司泰国分公司的CFO
范敏	董事	2010.3.31	携程创始人之一，自2006年1月起担任携程CEO，同年10月担任董事，并于2009年担任携程总裁	解云航	首席运营官	2012.4.30	自2015年1月23日起担任公司的首席战略官，IT行业逾16年从业经验，曾任神州数码总经理

资料来源：公司公告、招商证券

表 9：首旅酒店新一届董事会与高管成员

董事会	职务	任职日期	背景	高管	职务	任职日期	背景
刘毅	董事长，董事	2017/1/20	首旅集团副董事长、总裁、党委副书记	孙坚	总经理	2016/9/8	自2004年开始担任如家酒店集团的董事兼首席执行官。现任公司总经理兼如家酒店集团董事长、首席执行官
张润钢	董事	2012/3/28	公司原董事长、总经理	袁首原	副总经理	2016/9/8	现任首旅酒店集团党委书记
白凡	董事	2017/1/20	首旅集团副总经理、党委常委	李向荣	副总经理，财务总监	2016/9/8	自2014年8月加入如家酒店集团，担任首席财务官
卢长才	董事	2017/1/20	首旅集团战略发展部总经理	杨军	副总经理	2016/9/8	曾任首旅酒店集团首席财务官
梁建章	董事	2017/1/20	携程旅行网董事局主席	段中鹏	副总经理	2016/9/8	现任首旅酒店集团董事，党委委员，总经理助理，董事会秘书

董事会	职务	任职日期	背景	高管	职务	任职日期	背景
沈南鹏	董事	2017/1/20	携程旅行网及如家酒店集团联合创始人。现任红杉资本中国基金创始及执行合伙人	宗翔新	副总经理	2016/9/8	自 2006 年 10 月加入如家酒店集团，担任首席运营官
孙坚	董事	2017/1/20	自 2004 年开始担任如家酒店集团的董事兼首席执行官。现任公司总经理兼如家酒店集团董事长、首席执行官	蒋蓓蕾	副总经理	2016/9/8	曾任北京市民族饭店市场营销总监兼客务总监，运营总监。现任首旅酒店集团首席市场官。

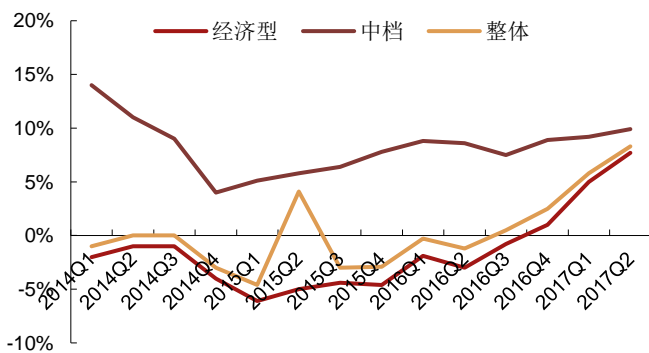
资料来源：公司公告、招商证券

## 7、业绩与估值：盈利差距缩小，首旅更有性价比

经济型+中档双轮驱动，华住 RevPAR 持续提升。华住整体的 RevPAR 跌幅从 2016Q1 开始收窄，2016Q3 恢复正增长，一方面是因为其经济型酒店的复苏，另一方面是因为中档酒店占比的提升，对整体 RevPAR 的贡献越来越明显。

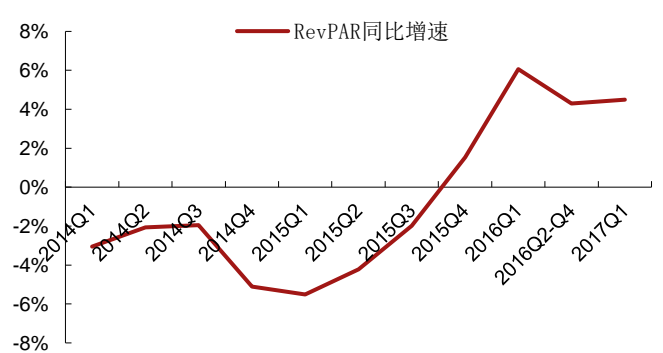
如家 RevPAR 复苏比华住更早，华住 17 年以来 RevPAR 增速更高。2014 年以来，如家 RevPAR 一直呈现负增长，2015Q4 如家 RevPAR 同比增长 1.5%，领先华住率先步入正增长。2017 年以来，华住成熟门店 RevPAR 增速更快，前两季度分别为 5.8%/8.3%，如家由于复苏早，2017Q1 的 RevPAR 增长 2.5%，比华住稍慢。

图 25：华住成熟门店 RevPAR 同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 26：如家酒店 RevPAR 同比增速

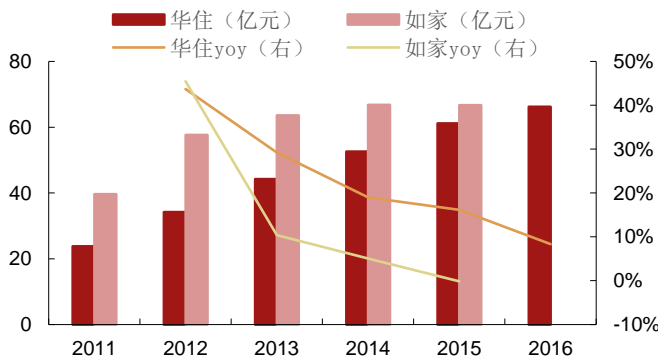


资料来源：公司公告、招商证券

如家直营店多，收入规模大于华住。由于连锁酒店的直营收入占比大，而新开店以加盟方式为主，加盟费收入仅占酒店营业收入的 10%左右。由于如家的直营店多，如家的总收入略高于华住。

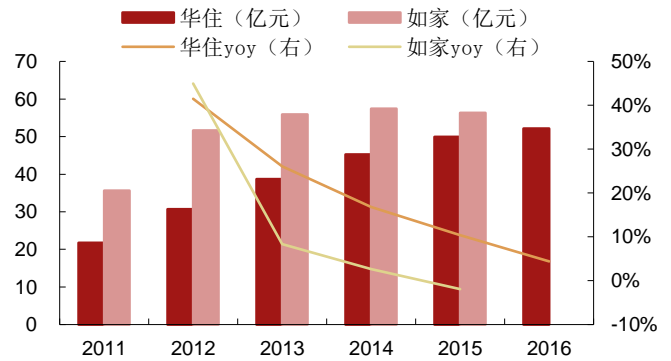
华住的收入增长快于华住，主要是因为其加盟店扩张快，带来加盟费的增长。2015 年，华住加盟收入达到 11.2 亿，同比增长 51%，而如家加盟收入 10.4 亿，同比增长 11%，华住的加盟收入首次超过了如家。

图 27: 华住和如家的营业收入及其增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 28: 华住和如家的直营业收入及其增速

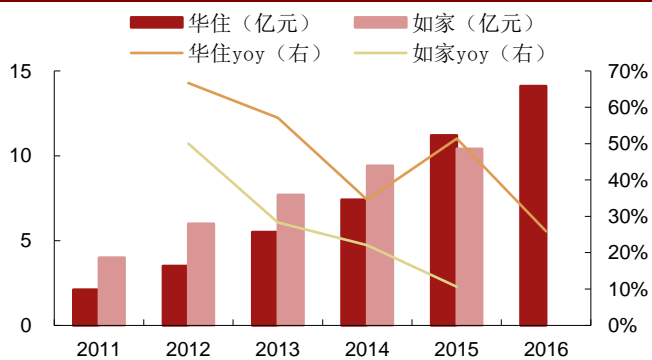


资料来源: 公司公告、招商证券

**华住盈利持续高增长, 如家盈利触底反弹。**华住近两年每年的利润增长都超过 50%, 2016 年达到 8.9 亿, 而如家营业利润在 2015 年大幅下滑 43% 后, 2016 年迎来强势反弹, 同比增长超过 60%, 达到 6.0 亿。

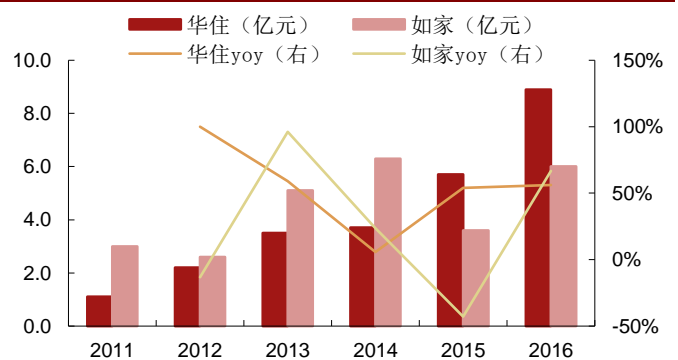
**如家与华住的盈利差距有望缩小。**直营店方面, 随着经济型酒店行业的全面回暖, 如家直营店多的优势将显现, 潜在盈利空间更大。加盟店方面, 随着华住下调 2017 年开店计划, 与如家趋于一致, 两家的加盟收入差距也将缩小。

图 29: 华住和如家的加盟收入及其增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 30: 华住和如家的营业利润及其增长



资料来源: 公司公告、招商证券

**华住 PE 估值高于首旅。**根据 Bloomberg 的数据, 市场对华住 2017-2019 年净利润预测为 11.4/15.7/20.0 亿, 增长 41%/38%/27%, 对应 PE 为 39/28/22 倍; 我们预测首旅 2017-2019 年净利润预测为 6.5/9.2/12.1 亿, 增长 208%/42%/31% (2017 年受并表影响, 预计如家业绩增长 40%-50%), 对应 PE 为 31/22/17 倍。

表 10: PE 估值对比表

公司	代码	净利润 (亿元)				PE				市值 (亿元)
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
华住酒店	HTHT	8.0	11.4	15.7	20.0	54.7	38.7	28.0	22.0	440
首旅酒店	600258	2.1	6.5	9.2	12.1	96.2	31.2	22.0	16.8	203

资料来源: Bloomberg、招商证券

**华住 EV/EBITDA 估值同样高于首旅, 投资首旅具有性价比。**EV/EBITDA (企业价值倍数) 常常用于酒店业估值, 可剔除折旧摊销及资本结构 (财务费用) 的影响。首旅的 EV/EBITDA 估值 2017 年为 12 倍, 同样低于华住的 18.5 倍。由此可见, 首旅的估值

较华住更低，但未来业绩增长并不比华住慢，因此估值性价比更高。

表 11: EV/EBITDA 估值对比表

公司	代码	EBITDA (亿元)				EV/EBITDA				EV (亿元)
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
华住酒店	HTHT	17.9	22.7	29.3	33.9	23.5	18.5	14.3	12.4	419.1
首旅酒店	600258	15.2	21.0	23.6	26.6	16.5	12.0	10.6	9.4	251.0

资料来源: Bloomberg、招商证券

## 四、投资建议：对标华住，看好首旅业绩市值持续成长

通过上述对两家公司的比较，我们认为，华住和首旅的经营差异主要在于：

- 1) 品牌布局：**两家在经济型酒店领域实力相当，但华住在中档酒店上优势明显，主要体现在全季品牌上，而首旅品牌线更齐全，拥有建国、京伦等高端星级酒店品牌。
- 2) 经营模式：**华住加盟比例高、中高端酒店数量占比高，首旅的经济型直营店更多，盈利波动大，行业回暖反而更具弹性，随着开店计划趋向一致，两家差距在缩小。
- 3) 门店分布：**华住在一线城市酒店数稍多，二三线城市酒店数两家相当，如家渠道下沉早，在四线及以下城市酒店数量比华住稍多，因此华住整体入住率更高。
- 4) 扩张速度：**2014年后如家战略收缩，开店速度放缓，被华住赶超，2017年华住大幅减少开店计划，开店数与首旅趋于一致。
- 5) 会员体系：**首旅会员数量比华住略多，但华住的会员转化率更高，如家 OTA 渠道客源占比高，盈利优化空间较大。
- 6) 公司治理：**华住民营背景，首旅为北京市国资控股，两家的管理层均为职业经理人团队，华住机制相对灵活，首旅经营相对稳健，但股东实力雄厚。
- 7) 业绩与估值：**受经济型和中档酒店业务双轮驱动，华住、如家 RevPAR 持续提升，如家复苏时间更早，华住复苏力度更强，使得华住盈利高增长，如家也触底反弹，目前华住估值比首旅贵，首旅更具投资性价比。

我们认为，华住在中档酒店品牌、加盟占比、一线城市门店数量、会员转化率、RevPAR 增幅上领先于首旅，但首旅在经济型直营店、高端星级品牌、会员总量、股东实力、业绩潜力、估值上更具优势，而两家在新店扩张速度上趋于一致。因此，首旅有望复制华住的成长趋势，未来两家的业绩差距也将随之缩小。

我们预计首旅酒店 2017-2019 年 EPS 为 0.80/1.13/1.48 元，对应 PE 为 31x/22x/17x，参照美股华住，首旅的业绩和估值具有双重提升空间，给予 18 年 30 倍目标估值，目标价 34 元，给予“强烈推荐”投资评级。

## 五、风险提示

- 1、宏观经济增长低于预期，酒店复苏缓慢；
- 2、首旅为国有企业，如家为民营企业，双方在经营理念、管理体制、企业文化等方面存在一定的差异，未来面临一定的整合风险；



- 3、公司在收购如家过程中负债较多，面临偿债风险；
- 4、如家经营低于预期，未来面临资产减值风险；
- 5、直营店租金上涨或不能续租，加盟店由于市场不景气而扩张受限。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	378	1870	1328	1427	1822
现金	167	1104	441	483	831
交易性投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	35	177	187	205	221
其它应收款	14	229	298	314	332
存货	23	54	46	49	50
其他	138	305	356	375	388
<b>非流动资产</b>	3583	15424	15139	14735	14364
长期股权投资	449	234	246	258	271
固定资产	1888	2657	2516	2366	2208
无形资产	763	4085	3962	3843	3728
其他	483	8447	8415	8268	8157
<b>资产总计</b>	<b>3961</b>	<b>17293</b>	<b>16466</b>	<b>16162</b>	<b>16186</b>
<b>流动负债</b>	1713	7835	6416	5212	4219
短期借款	1319	4920	3953	2600	1505
应付账款	83	110	141	149	154
预收账款	83	148	200	219	236
其他	228	2657	2122	2244	2325
<b>长期负债</b>	841	2455	2427	2490	2406
长期借款	618	290	290	290	190
其他	223	2165	2137	2200	2216
<b>负债合计</b>	<b>2555</b>	<b>10290</b>	<b>8843</b>	<b>7702</b>	<b>6626</b>
股本	231	680	816	816	816
资本公积金	161	5076	4932	4926	4921
留存收益	794	965	1582	2412	3501
少数股东权益	220	283	293	306	323
归属于母公司所有者权益	1186	6720	7330	8153	9237
<b>负债及权益合计</b>	<b>3961</b>	<b>17293</b>	<b>16466</b>	<b>16162</b>	<b>16186</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	364	1482	1638	2199	2302
净利润	113	333	674	955	1251
折旧摊销	165	781	982	924	878
财务费用	109	372	228	166	101
投资收益	(96)	(171)	0	0	0
营运资金变动	79	176	(226)	90	53
其它	(7)	(9)	(19)	65	19
<b>投资活动现金流</b>	(56)	(6602)	(697)	(520)	(507)
资本支出	(33)	(375)	(697)	(520)	(507)
其他投资	(23)	(6227)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(389)	6120	(1605)	(1637)	(1447)
借款变动	(221)	2673	(1328)	(1352)	(1196)
普通股增加	0	448	136	0	0
资本公积增加	(25)	4909	(144)	(6)	(5)
股利分配	(30)	71	(28)	(92)	(121)
其他	(113)	(1982)	(242)	(186)	(125)
<b>现金净增加额</b>	<b>(81)</b>	<b>937</b>	<b>(663)</b>	<b>42</b>	<b>348</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1333	6523	8814	9662	10393
营业成本	181	359	462	487	503
营业税金及附加	71	106	44	19	16
营业费用	475	3793	5037	5425	5731
管理费用	451	1498	2148	2291	2361
财务费用	118	405	228	166	101
资产减值损失	(1)	65	9	3	3
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	96	171	0	0	0
<b>营业利润</b>	133	467	886	1272	1678
营业外收入	19	93	96	106	115
营业外支出	6	32	46	51	55
<b>利润总额</b>	147	528	936	1327	1738
所得税	34	195	262	372	487
<b>净利润</b>	113	333	674	955	1251
少数股东损益	13	122	24	34	41
<b>归属于母公司净利润</b>	100	211	650	922	1210
<b>EPS (元)</b>	0.43	0.72	0.80	1.13	1.48

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-52%	389%	35%	10%	8%
营业利润	-21%	251%	90%	44%	32%
净利润	-16%	196%	102%	42%	31%
<b>获利能力</b>					
毛利率	86.4%	94.5%	94.8%	95.0%	95.2%
净利率	8.5%	5.1%	7.6%	9.9%	12.0%
ROE	8.2%	7.9%	9.2%	11.9%	13.9%
ROIC	4.4%	5.8%	6.6%	8.9%	11.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.5%	59.5%	53.7%	47.7%	40.9%
净负债比率	49.8%	32.2%	25.8%	17.9%	10.5%
流动比率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
存货周转率	2.3	2.3	2.3	2.6	2.5
应收帐款周转率	11.5	14.9	11.8	12.0	11.9
应付帐款周转率	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.43	0.72	0.80	1.13	1.48
每股经营现金	1.57	2.18	2.01	2.70	2.82
每股净资产	6.08	10.30	9.34	10.37	11.72
每股股利	0.15	0.01	0.04	0.11	0.15
<b>估值比率</b>					
PE	57.5	34.6	31.2	22.0	16.8
PB	4.1	2.4	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	77.4	16.3	11.9	10.6	9.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**董广阳：**食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

**梅林：**社会服务业分析师，南京大学/上海交通大学管理学学士/硕士，2015-2017 年在中银国际证券从事社会服务业研究，作为核心成员，所在团队获得 2015、2016 年新财富最佳分析师第三、第四名，2017 年 3 月加入招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。