

行业研究/动态点评

2018年08月17日

行业评级:

社会服务

增持 (维持)

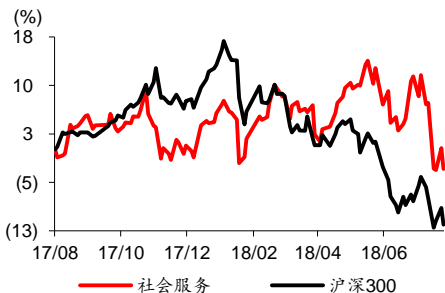
梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

陈昊冉 0755-82368536
联系人 chenhaoran@htsc.com

相关研究

- 1 《中国国旅(601888,买入): 内生外延驱动, 免税龙头增长强劲》2018.08
- 2 《中国国旅(601888,买入): 筹备澳门市内免税, 继续进军海外》2018.07
- 3 《中国国旅(601888,买入): 中标上海机场, 免税龙头地位稳固》2018.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

华住收购精品民宿标杆花间堂

华住收购花间堂 71.2%股权事件点评

华住获得花间堂控股权, 布局中高端休闲度假酒店领域

根据公司公告, 8月15日美股华住集团以近4.63亿人民币收购青普旅游及同程旅游合计持有的花间堂71.2%的股权, 收购后华住合计持有花间堂82.5%股权。花间堂是国内中高端休闲度假酒店龙头品牌, 我们认为此次收购短期内对华住业绩贡献较小, 长期看是华住推进全品牌矩阵战略、进军休闲度假的重要布局。近年来, 公司产业链并购动作频繁, 资本运作方面在行业内具有较高的前瞻性和敏锐度。我们认为酒店行业整合空间广阔, 酒店集团寡头的竞争优势持续提升, 未来市占率和盈利能力将继续提升。

扩充住宿生态版图丰富品牌内涵, 华住花间堂有望双赢

根据公司官网, 花间堂于2009年成立, 包含客栈与度假村两个酒店系列, 现有开业项目21个、575间客房, 分别位于丽江、束河、香格里拉、周庄等热门旅游目的地, 公司预计18年年底将增加四川雅安、无锡阳山、湖州长兴等三家门店共计262间客房。华住预计此次收购交易不会对集团18年收入利润产生重大影响, 我们认为长期来看华住与花间堂有望实现双赢: 1) 花间堂有望调动华住丰富的资源系统, 全面提升自身在运营管理、酒店采购和加盟商服务等能力, 1.1亿华住会员导入也将带来大幅业务增量。2) 华住有望强化中高端休闲度假产品布局, 完善产品体系, 增强客户粘性。

酒店龙头外延扩张巩固市场地位, 供给端资源整合空间广阔

我们认为随着整个国内酒店行业产品升级, 连锁酒店定位不仅仅局限于传统商旅标准化需求, 而是通过差异化战略树立品牌辨识度、提升顾客忠诚度。当前以华住、首旅、锦江为代表的龙头酒店集团通过加盟连锁和外延并购方式积极整合存量空间, 加大布局中端酒店。根据盈蝶咨询, 国内酒店集团CR10从16年的58.15%提升至17年的67.18%, 连锁市场集中度快速提升, 龙头竞争优势持续扩大。根据STR数据, 2017年美国连锁酒店集团CR3超过60%, 国内CR3仅为45%, 供给端资源整合空间广阔, 我们预计未来有望诞生多元化布局、全品类覆盖的大型龙头酒店集团。

酒店龙头成长空间广阔, 中报有望表现靓丽, 关注长期投资价值

我们认为当前国内连锁酒店行业集中度提升空间较大, 对标美国, 中国酒店行业在人均供给、市场集中度、产品结构、连锁化率等方面提升空间依然广阔。龙头高速扩张、发力中端, 外延整合行业资源, 市占率提升下业绩有望持续高增长。近期, 受市场对宏观经济环境担忧情绪及短期门店升级改造影响经营数据, 华住、首旅酒店、锦江股份等股价呈现非基本面因素回调。我们预计A股酒店龙头中报有望表现靓丽, 当前首旅酒店18年PE 21.7倍/锦江股份21.28倍, 处于2015年行业复苏以来低点, 我们建议关注酒店超跌回调下的长期投资价值, 继续推荐首旅酒店“买入”、锦江股份“增持”。

风险提示: 需求不达预期风险; 企业经营风险; 市场竞争加剧风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600258.SH	首旅酒店	19.31	买入	0.77	0.89	1.15	1.43	25.06	21.70	16.79	13.50
600754.SH	锦江股份	24.47	增持	0.92	1.15	1.39	1.55	26.60	21.28	17.60	15.79

资料来源: 华泰证券研究所

花间堂是国内休闲度假酒店标杆品牌

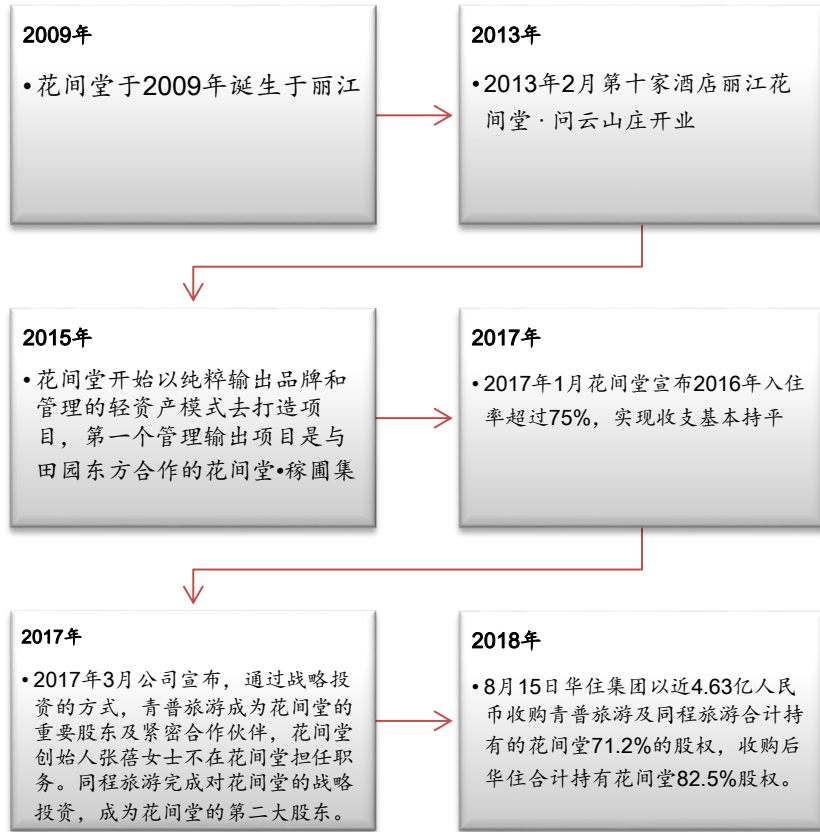
华住获得花间堂控股权，布局中高端休闲度假酒店领域。根据公司公告，8月15日美股华住集团以近4.63亿人民币收购青普旅游及同程旅游合计持有的花间堂71.2%的股权，收购后华住合计持有花间堂82.5%股权。花间堂是国内中高端休闲度假酒店龙头品牌，我们认为此次收购短期内对华住业绩贡献较小，长期看是华住推进全品牌矩阵战略、进军休闲度假的重要布局。近年来，公司产业链并购动作频繁，资本运作方面在行业内具有较高的前瞻性和敏锐度。我们认为酒店行业整合空间广阔，酒店集团寡头的竞争优势持续提升，未来市占率和盈利能力将继续提升。

花间堂是国内精品民宿、精品主题酒店知名品牌，主要消费群体为中产以上女性、家庭亲子游，擅长于将地方文化融入酒店设计、活动中，象征一种文化休闲度假生活方式。

根据公司官网，花间堂于2009年成立，截止目前已经开业项目21个，房间总数575间，分别位于丽江、束河、香格里拉、周庄等热门旅游目的地，公司预计18年年底前将增加四川雅安、无锡阳山、湖州长兴等三家门店共计262间客房。花间堂产品包含精品酒店和度假村两大系列：

- 1) **景区精品酒店**一般客房在35间以下，大都是修复后的文物级古建，通过将富有地方特色的文化元素与现代设计相融合，打造具有亲和力和舒适感的小体量休闲酒店。店内配有漫读书吧、影音室、西餐厅、小型会议室、红酒吧、茶室等增值服务，典型如丽江花间堂植梦院、束河花间堂墨香院、香格里拉花间堂圣地艺术空间等。**城市轻度度假酒店**主要集中于一二线城市，通过融入人文酒店设计理念，让消费者在闹市中享受休闲宁静。
- 2) **度假村**分为景区度假村和乡村田园度假村系列，房间数一般为60-100间，主要选择在风景秀丽的区域或者自然与交通条件良好的区域，主要配套零售空间、餐厅、书苑、电影院、SPA、茶空间、儿童空间、人文空间等，典型案例包括杭州西溪湿地、无锡阳山、南浔古镇等。

图表1：花间堂公司发展历程



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

花间堂以酒店产品作为文化载体，发展目标在于倡导的生活方式，围绕“中式、暖色、女性、低调、精致”的品牌调性，打造集合音乐、阅读、美食、观赏、美容、旅游为一体的住宿体验，主要客户群体为有生活品味、追求心灵满足、活跃的中高端商务人士与知识分子。花间堂最大的特色在于将休闲度假深度融合地方文化，通过丰富的线下活动链接地方资源，例如南浔花间堂·求恕里结合南浔文化书香的特色，不定期举办各类读书会、书友活动、拓印等线下活动；云南西双版纳悦景庄花间堂拥有适合亲子同嬉游的大自然森林儿童游乐场、原生态农业基地、泳池以及适合静心养性的抄经室等。凭借持续不断的体验式服务产品的设计和创新的能力，花间堂享誉中外，先后获得了“外滩画报”、“极居中国”、“时尚先生”等媒体发布的酒店设计奖。

图表2：香格里拉花间堂结合当地藏族文化



资料来源：花间堂官网，华泰证券研究所

图表3：花间堂擅长开发各类结合当地特色的线下活动



资料来源：花间堂官网，华泰证券研究所

图表4：花间堂先后荣获各类中外评奖

- 获选《时尚先生》杂志2011年最佳新酒店
- 荣获“极居中国”2013年精品设计酒店大奖
- 荣获“到到网”2012年度卓越奖
- 荣获“验客中国”2013年最佳体验酒店大奖
- 荣获“芒果网”2012年最具文化特色客栈奖
- 荣获“时尚旅游”2013年度最佳精品设计酒店奖
- 荣获《周末画报》2012最具改变力量人物大奖
- 荣获“携程”2013年度最受欢迎奖
- 荣获第十届2012现代装饰国际传媒奖-年度酒店空间大奖
- 荣获“外滩画报”2013年度最佳新酒店奖
- 荣获【金堂奖】2012中国室内设计年度十佳酒店空间设计大奖
- 荣获“文广传媒”2013年度盛典年度十佳旅游品牌
- 荣获《周末画报》第四届2012中国最佳设计酒店奖-璞缇客推荐奖
- 荣获“文广传媒”年度盛典企业领袖
- 荣获《南方旅业》“极居中国”2012精品设计酒店大奖
- 荣获“CHINA”2013年度安永企业家奖
- Lucy荣获《周末画报》“2012最具改变力量人物大奖”

资料来源：花间堂官网，华泰证券研究所

图表5：花间堂酒店主要分布在国内著名的文化旅游城市



资料来源：携程网，华泰证券研究所

收购对价 6.5 亿，与收购桔子水晶相对估值接近

与 2017 年 2 月收购 36.5 亿元桔子水晶 100% 股权相比，收购前桔子水晶年 2016 年收入规模 8 亿元；花间堂 100% 股权收购价格 6.5 亿元，我们估算花间堂 2017 年收入约 1.4 亿元，两次收购相对估值水平接近（桔子水晶 PS 4.6 倍/花间堂 PS 4.5 倍）。由于花间堂年收入仅为华住的 1.6%，华住预计此次收购交易不会对集团 18 年收入利润产生重大影响，我们认为长期来看华住与花间堂有望实现双赢：1) 花间堂有望调动华住丰富的资源系统，全面提升自身在运营管理、酒店采购和加盟商服务等能力，1.1 亿华住会员导入也将带来大幅业务增量。2) 华住有望强化中高端休闲度假产品布局，完善全品类覆盖的产品体系，增强客户粘性。

图表6：华住收购桔子水晶与收购花间堂对比

收购标的	桔子水晶	花间堂
收购价格	36.5 亿元收购 100% 股权	4.63 亿收购 71.2% 股权 (对应 100% 股权价格 6.5 亿元)
收购前房间数	1.4 万间	575 间
收购前平均房价	约 385 元	约 700 元
收购前年收入 (估算)	约 8 亿元	约 1.4 亿元
收购前会员数量	—	30 万以上

注：我们根据花间堂官网数据，21 家开业门店平均房价和入住率，按照房费收入占比 75% 估算 2017 年总收入约 1.4 亿元。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7：华住集团现有品牌体系



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

酒店产品推陈出新，龙头整合集中度提升

酒店行业投融资升温，供给端资源整合空间广阔。近年来随着连锁酒店行业供需改善、消费升级驱动中端酒店市场崛起，酒店行业迎来投融资高峰期，涌现出 IP 化、社交化、高性价比、共享化等趋势，以 OYO、尚美酒店、美豪酒店、亚朵酒店等为代表的新品牌覆盖了传统经济型、中高端以及奢侈型酒店档次，填补了各个细分客群的住宿需求。我们认为随着整个国内酒店行业产品升级，中高端酒店定位不仅仅局限于传统商旅标准化需求，而是通过差异化战略树立品牌辨识度、提升顾客忠诚度。长期来看，供给端的多元化为未来龙头酒店整合行业资源、完善多品类布局提供了广阔的整合空间。

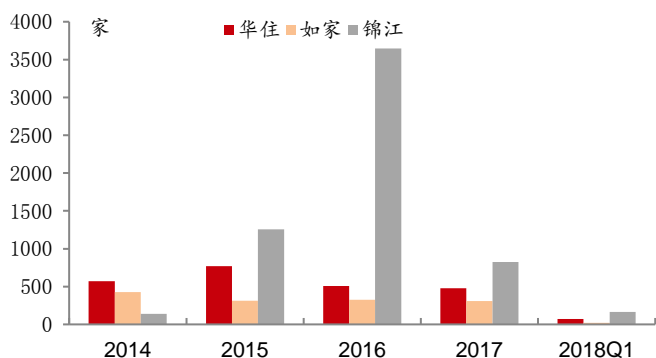
图表8：2016年以来重要酒店品牌融资事件

时间	融资方	投资方	融资性质	简介
2018年8月	美豪酒店	同程旅游集团领投、陕西文投跟投	亿元投资	有着“酒店服务行业的海底捞”之称的美豪酒店集团成立于2009年，定位于“做让所有宾客享有尊严的酒店”，凭借精致场景体验和温暖亲情服务，持续为用户创造舒适、品味、新享受的入住体验，目前旗下门店已遍布国内一线城市，在营业客房数量超过万间。
2018年6月	英卓未来公寓	西安优普投资	1000万元天使轮投资	英卓 innjoy 是一家智能公寓式酒店供应商，为城市白领提供智慧住宿、个性聚会及互动社交的全智能公寓式酒店，同时也是一个智能家居的沉浸式体验及售卖空间，隶属于西安英卓酒店管理有限公司。
2018年4月	有戏电影酒店	IDG 领投，不惑创投及创始团队跟投	1亿元A轮投资	有戏电影是一家特色酒店运营商，选择“电影+住宿”模式，酒店被装修成电影院场景，随处可见流行电影的雕塑或者穿着特定电影元素服装的服务员，并为消费者提供包括高清电影、电视、网络直播等需求。
2018年2月	搜床科技	贵安新区数字经济产业基金	1亿元A轮投资	搜床科技 (Xbed) 集团成立于2015年5月20日，是一家以房源共享、人力共享和全互联网化运营三大创新引领酒店业变革的互联网酒店运营企业。Xbed 让普通业主的分散房产做到自住、长租和短租功能的按需切换，实现“一间房无忧开酒店”；还让专业的服务人员在闲暇时间得到抢单兼职赚外快的机会。最终通过互联网技术将共享的房源与服务聚集，为客户提供“一键走天下”的旅居体验。
2018年7月 2017年10月 2017年9月	OYO 酒店	腾讯 华住酒店集团 软银愿景基金	拟3-5亿美元战略投资 1000万美元股权投资 2.5亿美元D轮投资	OYO 成立于2013年，是从 Agarwal 2012年创立的 Oravel 公司中分离出来的业务板块。Oravel 是一个 P2P 住宿网站，同时也销售一些传统的酒店或旅舍客房。OYO 的经营模式是以酒店特许经营为基础，以技术为依托，将部分经济酒店领域的非品牌资产转换为 OYO Rooms 品牌。在转换过程中，OYO 为业主和管理人提供资金支持，同时提供由民事工程师而不是软件工程师组成的团队来帮助他们完成转换。
2016年12月	尚美生活集团	招银国际、洪泰基金	1.4亿元B轮投资	尚美生活集团的前身是尚客优集团，成立于2009年，经过多年发展，已经在全国685座城市拥有1800多家酒店，旗下包含尚客优连锁酒店、尚客优精选酒店、兰欧酒店、花美时酒店等从经济型到中高端共计8个酒店品牌。另外，尚美生活集团在长租公寓、探索公园及互联网预定平台等方面也均有布局。
2016年12月	亚朵酒店	君联资本和阿里巴巴荣誉合伙人陆兆禧	1亿美元C轮投资	亚朵酒店成立于2013年，旗下有亚朵酒店、轻居、长租公寓以及小型奢侈精品酒店等四个住宿产品。亚朵主打中端“人文酒店”的策略，以生活体验场景和邻里服务为特色，并在酒店场景中加入阅读和摄影的人文主题。除了酒店之外，亚朵拓展电商 O2O “亚朵生活馆”和“朵有钱”互联网金融等多个业态。根据公司的数据，亚朵酒店2016年底开业90家，签约232个项目，进驻62个城市，会员数量有500万，复购率为50%。

资料来源：IT 桔子，投融资界，创业邦，华泰证券研究所

酒店龙头内生外延扩张提升市占率，全品类布局大势所趋。当前以华住、首旅如家、锦江为代表的龙头酒店集团凭借品牌和体系优势通过加盟连锁和外延并购方式积极整合存量空间，同时加大布局中端酒店。根据盈蝶咨询，国内酒店集团 CR10 从 16 年的 58.15% 提升至 17 年的 67.18%，连锁市场集中度快速提升，龙头竞争优势扩大。从扩张趋势来看，龙头酒店集团已经建立起横跨高中低档次、品牌多元化的产品体系，从而扩大消费需求覆盖面、丰富客户体验、实现品牌协同和权益共享，提升顾客忠诚度。我们认为全品类、多元化布局是大势所趋，龙头集团有望凭借规模、研发和技术优势强化产品体系，行业整合有望加速。

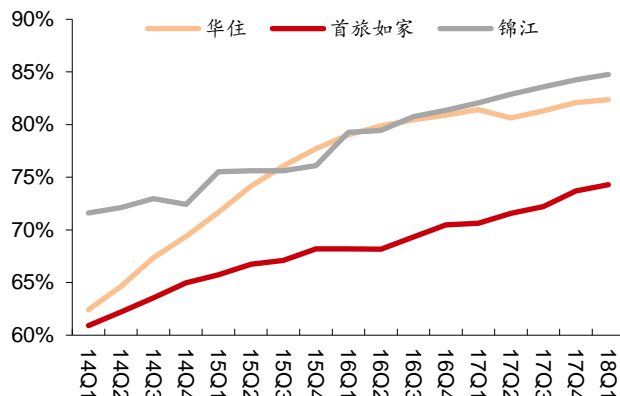
图表9：2014-2018Q1 三大酒店集团门店数量变化情况



注：2016年锦江大幅增长主要因为收购维也纳和铂涛酒店

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10：三大酒店集团加盟店占比持续提升



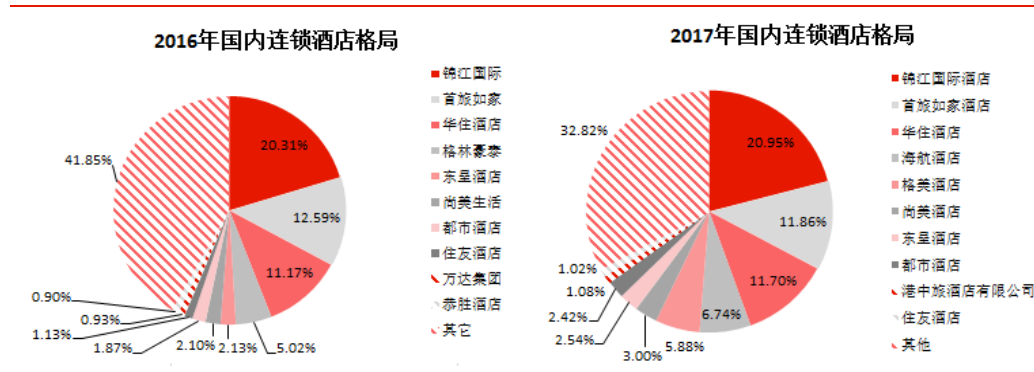
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11：国内连锁酒店重大兼并收购案例

收购年份	收购方	收购标的	收购时标的酒店数	收购标的主要市场
2007	如家酒店	都市阳光	3	北京
2007	如家酒店	北斗星	26	全国18个省市，较为分散
2010	锦江股份	金广快捷	12	山西
2011	如家酒店	莫泰酒店	281	上海为主的华东地区一二线城市
2011	7天酒店/铂涛	华天之星	21	湖南为主的中南地区
2012	如家酒店	e家快捷	13	安徽
2013	华住酒店	怡莱酒店	13	浙江
2014	锦江股份	城市客栈	10	广东
2014	如家酒店	云上四季	35	云南
2014	首旅酒店	雅客怡家	23	河北
2015	华住酒店	中州快捷	28	河南
2015	锦江股份	卢浮酒店	1115	全球
2015	锦江股份	铂涛酒店集团	2291	华南、华中和西南地区为主
2016	锦江股份	维也纳酒店	303	华南地区为主
2016	首旅酒店	如家酒店	2922	全国范围，华东和华北为主
2017	华住酒店	桔子水晶	140	一二线城市为主
2018	锦江国际	丽笙酒店	1400	全球115个国家和地区

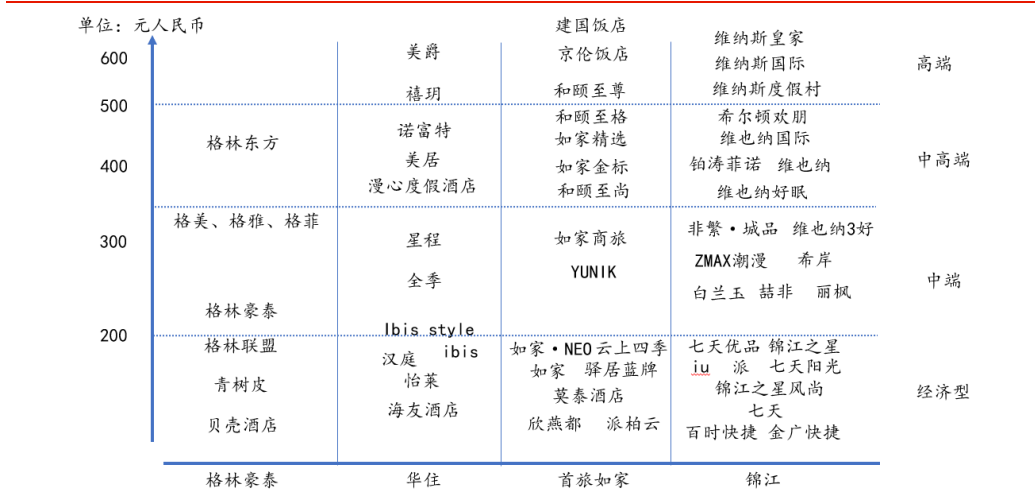
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12：2016-2017年国内连锁酒店市场集中度CR10明显提升



资料来源：盈蝶咨询，华泰证券研究所

图表13： 华住、首旅、锦江和格林四大酒店集团产品体系均覆盖高中低档次



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

酒店龙头成长空间广阔，中报有望表现靓丽，关注长期投资价值。我们认为当前国内连锁酒店行业集中度提升空间较大，对标美国，中国酒店行业在人均供给、市场集中度、产品结构、连锁化率等方面提升空间依然广阔。龙头高速扩张、发力中端，外延整合行业资源，市占率提升下业绩有望持续高增长。近期，受市场对宏观经济环境担忧情绪及短期门店升级改造影响经营数据，华住、首旅酒店、锦江股份等股价呈现非基本面因素回调。我们预计A股酒店龙头中报有望表现靓丽，当前首旅酒店18年PE 21.7倍/锦江股份21.28倍，处于2015年行业复苏以来低点，我们建议关注酒店超跌回调下的长期投资价值，继续推荐首旅酒店“买入”、锦江股份“增持”。

风险提示

- 1) **需求不达预期风险**：宏观经济环境变化有可能导致商旅和旅游休闲住宿需求下滑，进而影响公司整体入住率和业绩。
- 2) **企业经营风险**：酒店龙头公司在与行业竞争中如果经营管理方面出现问题，可能会影响到整体业务扩张以及经营效率。
- 3) **市场竞争加剧风险**：随着行业持续高景气度，供给扩张可能导致市场竞争加剧，新进入者对传统龙头酒店品牌产生一定竞争压力，导致业绩增长不达预期的风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com