

首旅酒店(600258)

报告日期: 2023年07月13日

中高端老树逢春, 轻管理奔轶绝尘

——首旅酒店首次覆盖报告

投资要点

□ **区别于市场:** 市场对经济型软品牌的发展空间以及加盟商的管控能力分歧较大, 并且对公司中高端发力较晚、中高端线占比较低、提价较慢产生担心。我们认为轻管理具有小投资、高赋能、快回报的优势, 下沉市场近60%的非连锁酒店依然有巨大的整合升级空间, 且结合新零售和本地生活, 能够更加高频的进行流量捕捉触达, 公司战略具备差异化优势。中高端方面, 公司动作积极, 引入专业管理人, 存量酒店升级与中高端品牌矩阵搭建并举, 占比提升, 明星产品逸扉出圈, 高端资产注入贡献收入弹性。公司有望受益出行反弹, ADR率先复苏拉动 RevPar 提升, 周期 α 虽减弱但盈利确定性更强, 中长期公司后发优势充足, 轻管理与中高端齐头并进, 远期估值具备升维可能。

□ 行业层面: 龙头整合, 产品升级

行业集中度持续提升, 向头部集中。2022年我国酒店客房连锁化率达39%, 下沉市场小房量单体酒店连锁程度低, 未来依然存在提升空间。随着消费升级和盈利诉求提升, 酒店结构升级仍是长期趋势, 看好中高端酒店持续扩容。

□ 公司层面: 轻管理与中高端齐头并进, 酒店龙头旦暮成

轻管理进军下沉市场, 差异化竞争。公司是龙头酒店中少数以经济型软品牌为核心发力战略, 轻管理的战略特点在于物业要求降低、加盟门槛放宽、投资回收期更短、集团流量和管理赋能强, 单体酒店改造效果好, 因此适合下沉市场的单体酒店进行快速翻牌升级。同时以线下酒店为流量入口, 搭建如Life俱乐部、首免全球购等链接新零售, 高频化流量, 打开第二增长曲线。

中高端仍是重点发力方向, 产品结构有望持续改善。公司一方面升级存量如家, 2022年接近50%的如家门店已经全部升级为Neo 3.0打造。另一方面打造明星产品矩阵, 如与凯悦合作创立逸扉, 客群年轻化, 品质化, 双渠道打通会员引流能力强, 更注重数字化提效和社区化赋能, 5年规划300家门店铺设。2023年3月, 诺金、安麓、日航三家资产的注入进一步解决同业竞争问题, 加强了公司高端品牌的竞争优势, 诺金旗下的两大环球影城酒店将持续贡献收入增量。

□ 盈利预测与估值

预计公司2023-2025年营业收入为80.36亿元/89.25亿元/97.38亿元, YoY: +57.9%/+11.1%/+9.1%; 对应归母净利润为8.10/12.00/13.94亿元, 2023年扭亏, 2024-2025同比+48.1%/+16.2%, 对应PE分别为29、19、17倍。公司历史平均动态市盈率约30倍, 可比公司动态PE均值为42倍, 给予2023年35X PE, 对应目标市值283亿元, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

周期波动风险、商誉减值风险、轻管理不足风险、集团资源分配风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5089.38	8036.20	8924.59	9737.56
(+/-) (%)	-17.29%	57.90%	11.05%	9.11%
归母净利润	-582.17	809.87	1199.20	1393.64
(+/-) (%)	/	/	48.07%	16.21%
每股收益(元)	-0.52	0.72	1.07	1.25
P/E	/	28.76	19.43	16.71

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(首次)

分析师: 宁浮洁
执业证书号: S1230522060002
ningfujie@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥20.82
总市值(百万元)	23,294.64
总股本(百万股)	1,118.86

股票走势图



相关报告

- 《Q3 RevPAR 恢复率达66.5%, 363家管理输出酒店转入轻管理——首旅酒店点评报告》2022.10.29
- 《疫情影响下经营承压, 调整全年开店目标至1300-1400家——首旅酒店中报点评》2022.08.30
- 《Q2亏损环比收窄, 静待业绩反弹》2022.07.15

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 盈利预测: 预计公司 2023-2025 年营业收入为 80.36 亿元/89.25 亿元 /97.38 亿元, YoY: +57.9% /+11.1% /+9.1%; 对应归母净利润为 8.10/12.00 /13.94 亿元, 2023 年扭亏, 2024-2025 同比+48.1%/+16.2%。

2) 估值指标: 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.72/1.07 /1.25 元, 对应 PE 分别为 29、19、17 倍。

3) 投资评级: 首旅酒店历史平均动态市盈率约 30 倍, 可比公司动态 PE 均值为 42 倍, 给予 2023 年 35X PE, 对应目标市值 283 亿元, 给予“买入”评级。

● 关键假设

1) 开店层面: 开店速度进一步加快。截至 2022 年底, 公司共经营 5983 家门店, 新开门店 879 家, 根据公司 2022 年年报指引 2023 年预计开业 1500-1600 家。

2) 运营层面: 客流恢复, 出行常态化, 我们认为 2023 年 OCC 将会恢复较快, 预测直营店和加盟店分别 OCC 达到 73.6%/73%, 预计 2023 年 RevPAR 分别达到 156 元/158 元, 分别达到 2019 年的 103.5%/104.4%。

3) 毛利率: 随着 RevPar 的提高, 规模优势的形成, 运营效率提高, 固定成本下降, 预计直营店毛利率 2023-2025 年分别为 10%/13%/15%, 加盟业务相对刚性, 毛利率为 74%/74.5%/75%, 景区业务毛利率保持在 50%。

● 我们与市场的观点的差异

在 OYO 的衰落, 华住等公司主动放弃软品牌发展的大背景下, 市场对公司轻管理战略有所担忧, 但我们认为这有望成为公司的差异化竞争优势:

1) 开店空间存在预期差, 下线城市连锁化率较低, 轻管理模式具有小投资、快回报和高自由度的特点, 可以快速翻牌改造下沉市场单体酒店。

2) 公司的轻管理翻牌在资金和物业上门槛较 OYO 等业态更高。同时通过集团对单体门店升级改造、Airhotel 的赋能、流量的互通, 轻管理下的品质得以保证。

3) 借力下沉市场广泛的开店势能, 公司加码布局“如 Life 俱乐部”、“首免全球购”, 将低频住宿消费升维到高频新零售+本地生活, 提振盈利, 塑造生态圈。

首旅中高端品牌线入局较晚, 门店占比低, 但我们也看好公司的后发突围:

1) 得益于建国、南苑等高端品牌的历史沉淀, 积累的管理经验丰富;

2) 公司动作积极: 升级存量品牌, 引入专业经理人, 创新逸扉、建国铂萃等品牌, 打造差异化的高端会员体系, 高奢资产的注入扩充品牌矩阵。

● 股价上涨的催化因素

短期出行需求复苏, 暑期出行高景气, RevPAR 超预期驱动收入超预期; 长期消费水平升级, 公司高端品牌竞争力增强, 提升远期 ADR, 打开营收和盈利空间。

● 风险提示

周期波动风险、商誉减值风险、轻管理不足风险、集团资源分配风险。

正文目录

1 酒店行业传统龙头，全系列布局扩张	6
1.1 龙头酒店国企，享受旅游商贸全产业链资源	6
1.2 发展历程：多元化扩张，深耕细分市场，与时俱进优化发展策略	6
1.3 当前发展模式：瞄准下沉市场需求，主打轻管理模式扩张	7
1.4 经营格局：优化布局结构，丰富品牌矩阵	8
2 行业层面：龙头整合，产品升级	9
2.1 经济复苏后需求恢复，业绩弹性可期	9
2.2 连锁酒店 VS 单体酒店：连锁化率持续提升，向头部集中	9
2.3 中高端 VS 经济型：产品结构持续优化	11
3 轻管理与中高端齐头并进，首旅酒店历久弥新	13
3.1 轻管理模式助力拓店，攻占下沉市场	13
3.2 明确发力中高端，产品结构改善	17
3.2.1 存量酒店价值升维，门店结构优化	17
3.2.2 明星产品逸扉引领中高端品牌矩阵扩张	20
3.2.3 引入专业经理人，差异化会员体系打造	21
3.2.4 高端资产注入基本完成，优质酒店资源得到整合	22
3.3 财务分析	23
3.4 周期复盘：经营指标、业绩和估值周期性轮动	25
4 盈利预测与估值	26
4.1 盈利预测	26
4.2 投资建议	28
5 风险提示	28

图表目录

图 1: 首旅酒店(集团)股份有限公司股权结构图(截至 2022 年 12 月 31 日)	6
图 2: 首旅酒店发展历程	7
图 3: 首旅如家酒店营收分拆(单位: 万元)	7
图 4: 首旅如家酒店新开店情况(单位: 家)	7
图 5: 首旅如家酒店数量(单位: 家)	8
图 6: 首旅如家酒房间数(单位: 间)	8
图 7: 首旅如家品牌矩阵	8
图 8: 2018-2022 年我国酒店行业连锁化率	10
图 9: 2022 年三大酒店集团市场占有率(客房口径)	10
图 10: 全国各级别城市酒店连锁化率(按客房数)	11
图 11: 2022 年全国酒店客房体量(万家)及连锁化率	11
图 12: 2019 年全球部分地区酒店连锁化率	11
图 13: 前 10 家酒店集团市场集中度(连锁酒店口径)	11
图 14: 各类型酒店客房数量(万间)	12
图 15: 各类型酒店客房占比(%)	12
图 16: 云系列酒店加盟优势	15
图 17: 首旅不同系列酒店评分	15
图 18: 首旅酒店期末储备店数	15
图 19: 轻管理酒店期末店数	15
图 20: 首旅酒店新开店数	15
图 21: 首旅酒店期末店数	15
图 22: 首免全球购 app	16
图 23: 首免全球购——跨境体验店	16
图 24: 首旅酒店新零售模式总结	16
图 25: 公司改造升级成本支出	17
图 26: 如家 3.0 NEO 门店数	17
图 27: 三大酒店集团中高端客房占比	18
图 28: 公司储备门店结构	18
图 29: 中高端产品占酒店收入比例	18
图 30: 中高端酒店的 RevPAR、OCC、ADR 同比增速	18
图 31: 2021 年连锁酒店高端品牌市占率	20
图 32: 2021 年连锁酒店豪华品牌市占率	20
图 33: 不同中高端品牌门店数对比(家)	20
图 34: 不同中高端品牌门店数对比(家)	20
图 35: 逸扉抖音客群年龄画像	21
图 36: 逸扉抖音客群地域画像	21
图 37: 2021-2025 年逸扉酒店计划新开门店数量	21
图 38: 逸扉酒店预计开店区域结构	21
图 39: 如 Life 会员权益	22
图 40: 首享会功能还在完善中	22
图 41: 诺金公司股权架构	22
图 42: 诺金酒店管理公司投资收益和净利润	22

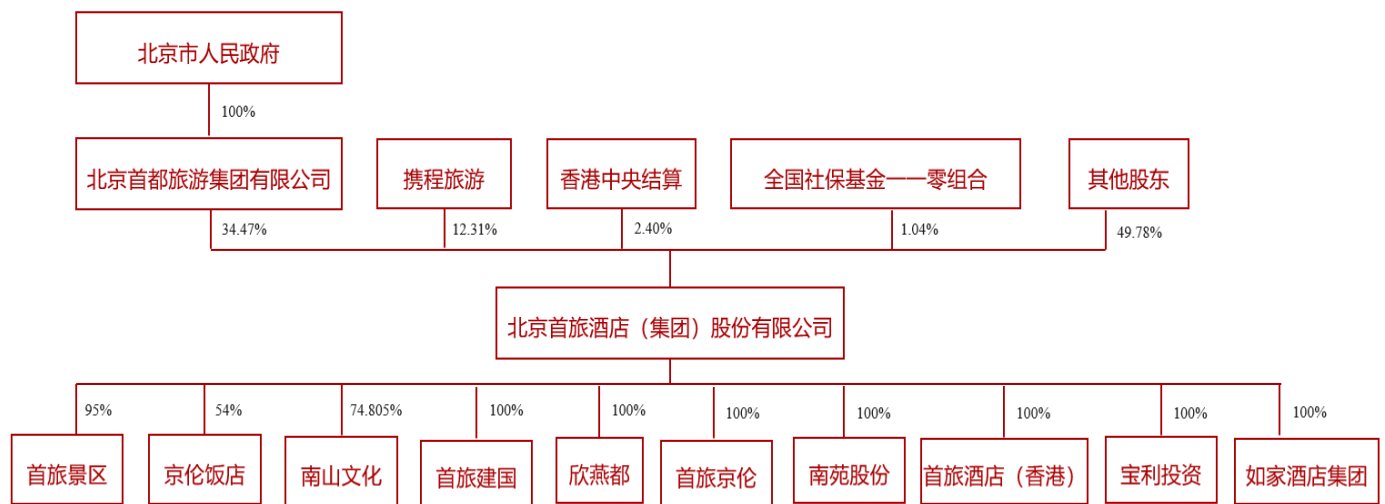
图 43: 三大酒店整体 ADR.....	23
图 44: 三大酒店整体入住率.....	23
图 45: 三大酒店整体 RevPAR.....	24
图 46: 四大酒店收入体量 (亿元)	24
图 47: 四大酒店毛利率对比 (%)	24
图 48: 三大酒店销售费用率对比 (%)	24
图 49: 四大酒店管理费用率对比 (%)	24
图 50: 四大酒店 EBITDA 率对比 (%)	24
图 51: 四大酒店归母净利率对比 (%)	25
图 52: 四大酒店 ROE 对比.....	25
图 53: 如家、华住和锦江 RevPAR 周期性和经济周期 PMI 相关.....	25
图 54: 2017-2022 年全国酒店业设施数及同比增速.....	25
图 55: 首旅酒店周期复盘.....	26
图 56: 首旅酒店历史 PE Band.....	28
表 1: 2020-2022 年三大酒店集团的纾困政策.....	9
表 2: 华住、首旅、锦江经济型与中高端酒店 RevPAR 与 ADR 对比 (元/间夜)	12
表 3: 云酒店与标准酒店加盟费用对比.....	13
表 4: 云酒店改造案例.....	14
表 5: 不同经济型酒店加盟条件对比.....	14
表 6: 首旅中端品牌城市分布.....	18
表 7: 中端品牌市占率排名.....	19
表 8: 环球影城酒店和诺金度假酒店客房价格.....	23
表 9: 公司已解决和未解决资产注入标的.....	23
表 10: 首旅酒店盈利预测.....	27
表 11: 可比酒店公司估值对比.....	28
表附录: 三大报表预测值.....	30

1 酒店行业传统龙头，全系列布局扩张

1.1 龙头酒店国企，享受旅游商贸全产业链资源

成立于1999年2月，并在2000年6月上市的首旅酒店集团是中国第三大酒店龙头企业。作为一家大型综合性旅游上市公司，公司主要从事酒店运营管理及景区等经营活动。截至2023年4月28日，公司的第一大股东为北京首都旅游集团有限责任公司，持股比例为34.47%。而北京首都旅游集团有限责任公司则是于1998年组建的地方国有独资公司，因此首旅酒店的实际控制人为北京市人民政府。首旅集团除控股首旅酒店外还控股王府井、全聚德两家上市公司，同时在旅游、餐饮方面具有优质资源，依托强大国资背景与旅游商贸全产业链布局，首旅酒店具有强大的支撑力量。

图1：首旅酒店（集团）股份有限公司股权结构图（截至2022年12月31日）

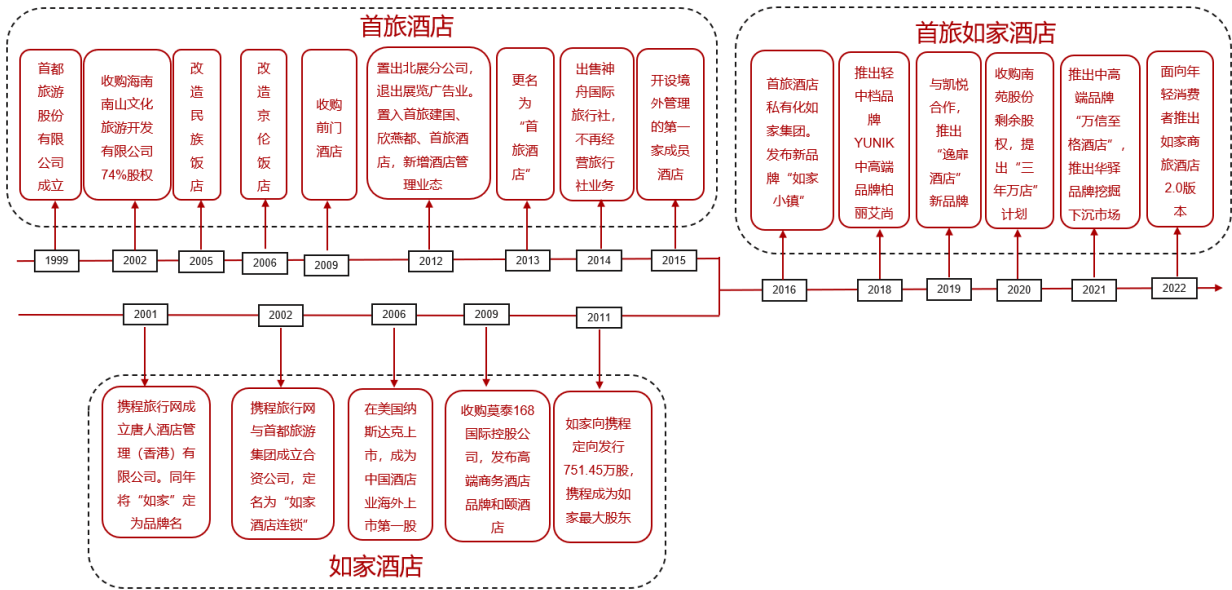


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2 发展历程：多元化扩张，深耕细分市场，与时俱进优化发展策略

回顾首旅如家酒店集团的发展，大致可以三个阶段。第一阶段（1999年-2011年）业务拓展期。在此期间，首旅酒店快速推进多元化经营策略，2002年收购南山公司74%的股权，进军景区业务；收购前门饭店，扩张酒店业务。第二阶段（2012年-2016年）业务调整期。在此期间，首旅酒店整理非酒店业务，2012年置出北展展览分公司，剥离展览业务；2014年出售神舟国旅51%股权，剥离旅游业务；2016年，首旅酒店与如家酒店合并。第三阶段（2017年-2022年）业务优化期。在此期间，首旅酒店在中高端和下沉市场等细分领域持续发力，先后推出各类轻中档和中高端品牌，叠加“三年万店”计划，实现品牌全面升级。

图2: 首旅酒店发展历程



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

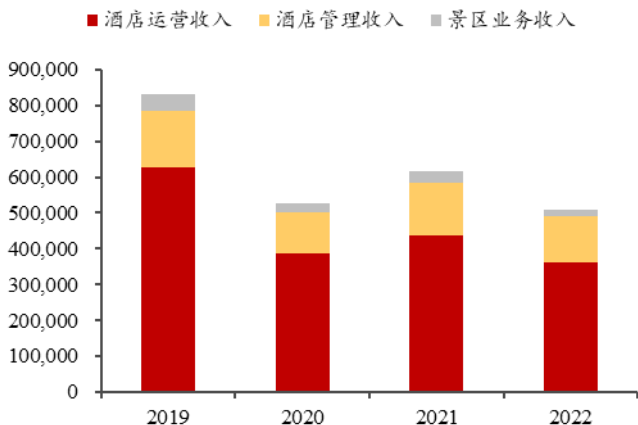
1.3 当前发展模式: 瞄准下沉市场需求, 主打轻管理模式扩张

公司以直营模式为主。公司的业务主要分为酒店业务与景区业务, 而酒店业务 2022 年度营收占比超过 96%, 其又可以细分为酒店运营业务与酒店管理业务。酒店运营是指通过租赁物业经营酒店, 获得住宿及餐饮等收入, 即为直营模式。酒店管理是指通过品牌加盟向被加盟酒店品牌输出品牌效应与管理模式, 获得管理费等相关服务费用。目前酒店运营收入占公司营业收入 70% 以上。

酒店加盟收入稳步提高。虽然酒店运营收入仍占公司营业收入绝大部分, 但从增速来看, 受益于“投资小、赋能高、回报快”的特征, 首旅酒店采取轻管理模式扩张, 贯彻特许加盟店为主的发展策略。

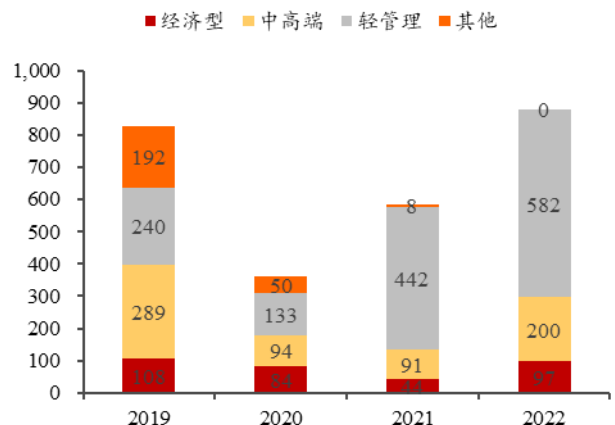
2019-2022 年酒店管理营收占比分别为 19.04%/21.99%/23.94%/25.27%, 新开店中轻管理(云酒店)占比分别为 28.95%/36.84%/75.56%/66.21%, 体现出稳定上升的态势, 且根据 2022 年年报, 目前仍有 1160 家轻管理酒店储备店, 表明加盟酒店的高成长性与首旅酒店管理层的对轻管理模式的认可。

图3: 首旅如家酒店营收分拆(单位: 万元)



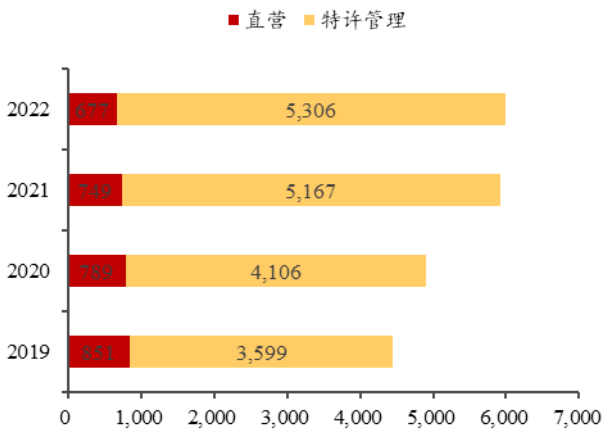
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图4: 首旅如家酒店新开店情况(单位: 家)



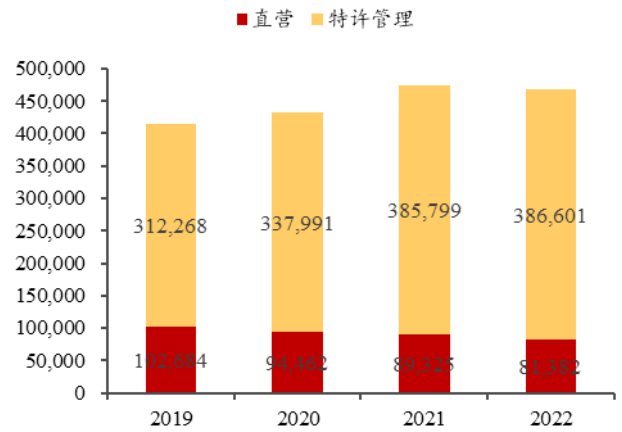
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图5: 首旅如家酒店数量(单位: 家)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图6: 首旅如家酒房间数(单位: 间)



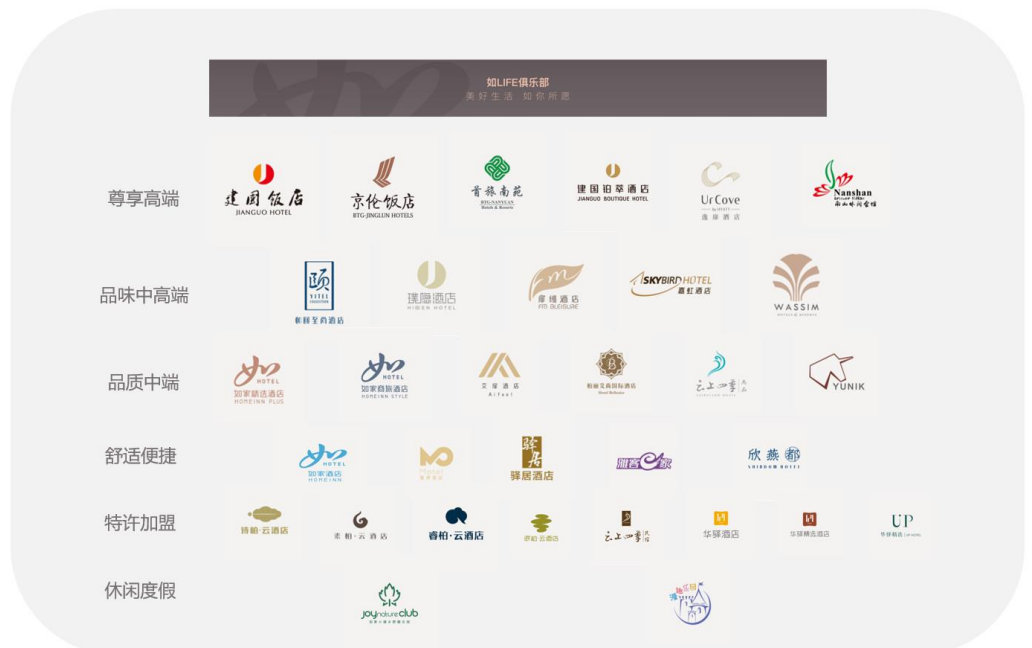
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.4 经营格局: 优化布局结构, 丰富品牌矩阵

经过 20 余年的发展, 公司具有规模庞大、品类齐全、会员粘性强的特点。从空间布局来看, 且较为集中在经济发达地区, 虽然目前公司在全国超过 600 个城市运营着超过 6000 家酒店, 截至 2022 年年末, 北京、上海、广东、苏浙皖、津鲁冀、广东和川渝地区的酒店总数 3,708 家, 占总数的 62.0%; 客房间数 291,428 间, 占总数的 62.3%。从品牌差异化布局来看, 截至 2023 年 3 月底, 首旅酒店集团已经形成了包含“高端”、“中高端”、“商旅型”、“休闲度假”、“社交娱乐”、“联盟酒店”在内的全系列酒店业务的局面, 具备近 20 个品牌系列, 近 40 个产品。同时公司培养了较高的会员粘性, 截至 2022 年末, 公司会员总数达 1.38 亿, 2022 年公司自有渠道入住间夜数占比 76.18%。

在完成对如家酒店集团的私有化, 成立了首旅如家酒店集团之后, 首旅酒店形成了资源共享、优势互补的新格局, 丰富了吃、住、行、游、购、娱的生态圈。

图7: 首旅如家品牌矩阵



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

2 行业层面：龙头整合，产品升级

2.1 经济复苏后需求恢复，业绩弹性可期

龙头企业需求端仍有恢复空间，平均房费已超越 2019 年同期水平。三年单体酒店供给收缩的背景下，叠加品牌升级及成本上涨，2023 年第一季度，首旅/华住/锦江三大酒店业龙头的 ADR 已恢复至 2019 年同期的 119.6%/125.3%/115.6%，OCC 恢复至 19 年同期的 79.4%/93.3%/88.2%，RevPAR 恢复至 19 年同期 95.6%/118.0%/101.7%。由此可见，平均房费已经超越了 2019 年水平，但由于过去龙头上市公司品牌连锁新开店较多，导致酒店入住率偏低，对 RevPAR 有一定影响。未来随着社会活动持续修复，预测入住率的提升将带动 RevPAR 出现较大向上弹性。

表1：2020-2022 年三大酒店集团的纾困政策

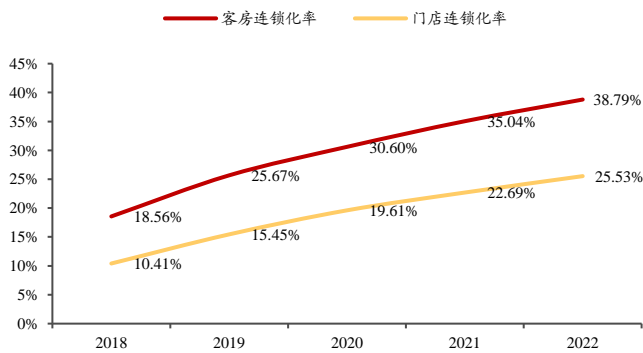
年份	内容	
华住	2022 年签约且开业的门店，若在 2023 年 1-12 月年平均综合出租率低于 80%，免收该店全年 2% 的加盟管理费。	
	2022 年 7 月 1 日起至 2022 年 12 月 31 日期间新开业的门店，给予华住易购平台最高 10 万元的采购授信额度。	
	2022 年 5 月 1 日起，中高风险地区加盟店、被征用酒店减半收取加盟管理费（最多可减免 2 个月）；被征用并自行管理的加盟店，免收加盟费；5 月 1 日-6 月 30 日，中高风险地区所在城市的加盟酒店总经理费用按 8 折收取；暂缓收取盟广易系列服务包费用。	
	2022 年 3-4 月被征用门店免收 5% 月度管理费。	
2021 年	2021 年 5-8 月中高风险地区加盟店减半 5% 管理费（上限 2 个月）。	
2020 年	2021 年 9-12 月中高风险地区加盟店减半 5% 管理费（上限 2 个月）。	
2020 年	对加盟店按照 7 折收取总经理费。	
锦江	2022 年	中高风险地区经营困难门店减免 1-3 个月管理费。
	2021 年	免收西安市加盟店管理费。
	2020 年	减免收取陕西省（除西安市）加盟店管理费。
首旅	2020 年	免收 1 月 23 日-3 月 31 日期间维也纳全系酒店的管理费。
	2022 年	出台征用酒店专贷扶持方案。
	2021 年	出台加盟商专项融资服务方案。
	2021 年	2022 年 3-4 月免收高风险所在县级行政区酒店管理费。
	2020 年	西安市加盟店免收品牌使用、服务支持费。
2020 年	陕西省（西安市）品牌使用、服务支持费减半。	
2020 年	2020 年 1 月 20 日-2020 年 3 月 31 日期间湖北地区免收品牌使用、服务支持费。	
2020 年	2020 年 2 月 1 日-2020 年 3 月 31 日期间免收技术财务支持类费用。	
2020 年	2020 年 2 月 1 日-2020 年 3 月 31 日期间减半品牌使用、服务支持费。	
2020 年	免收被征用酒店品牌使用、服务支持费。	

资料来源：华住微加盟，锦江酒店投资加盟，首旅如家微加盟，浙商证券研究所

2.2 连锁酒店 VS 单体酒店：连锁化率持续提升，向头部集中

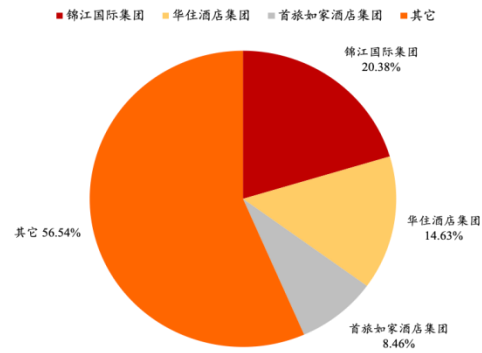
我国酒店行业连锁化率逐年提升，单体酒店持续出清。酒店集团凭借品牌和管理优势持续吸引力进一步提升，酒店连锁化率逐年提高，2022 年我国酒店行业客房连锁化率为 38.79%，三大酒店集团市占率超过 40%。相较于单体酒店，连锁酒店具有庞大的会员体系、成熟的管理团队、良好的品牌声誉、持续的资源支持、较强的抗风险能力强等多重优势，品牌连锁化率有望进一步提升。

图8: 2018-2022年我国酒店行业连锁化率



资料来源: 盈蝶咨询, 浙商证券研究所

图9: 2022年三大酒店集团市场占有率(客房口径)



资料来源: 盈蝶咨询, 浙商证券研究所

庞大的会员体系: 连锁酒店开发自有 CRS 系统, 降低对 OTA 渠道的依赖。大型酒店集团往往依靠其会员渠道引流, 2022 年锦江、华住、首旅注册会员数量为 1.82、1.99、1.38 亿人。然而单体酒店和中小型连锁酒店等长尾商家占据大量的供给市场, 非头部品牌往往依赖于 OTA 的导流。如果仅对比渠道费用, 携程和美团等大型 OTA 对酒店的佣金水平往往在 8-20%; 而根据公司官网, 连锁酒店的 CRS 佣金率多为 6-8%。因此已有大量用户沉淀且成本相对较低的会员渠道是连锁酒店的核心资源。

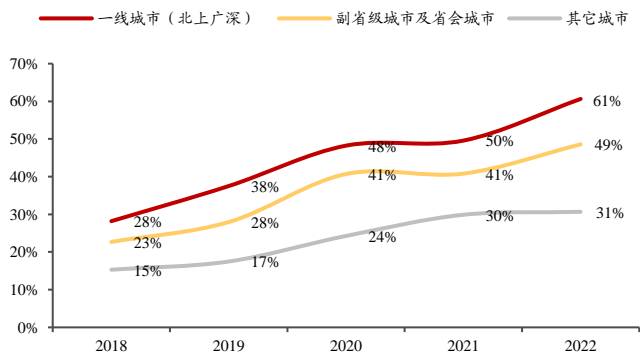
成熟的管理团队: 连锁酒店的管理构架更加完善和稳定。酒店集团往往有更成熟、稳定的经营模式, 为酒店制定统一的经营管理方法; 同时在总部派驻的管理层管理和监督下, 连锁酒店的经营水平往往能够保持行业的高标准以维系品牌声誉。而单体酒店缺乏统一标准和监督, 管理能力参差不齐。此外, 经济周期波动时, 酒店行业人员变动较大, 酒店人才流失严重, 而酒店集团往往有自己的人才培养体系, 对人才的吸引力更大。

良好的品牌声誉: 酒店品牌既代表住宿产品的标准化, 又代表产品的品牌理念。单体酒店缺乏完整的产品结构和品牌体系, 市场影响力较弱, 产品迭代速度慢。而连锁酒店凭借市场调研和用户数据沉淀, 对行业趋势和用户习惯洞察更加敏感, 倾向于打造个性化的品牌和标准化的产品, 提升品牌竞争力。例如首旅如家和凯悦集团联合孵化的逸扉酒店, 瞄准国内中高端赛道, 旨在本土酒店树立新标杆。华住集团推出“易系列”数字化产品, 为酒店运营降本增效的同时提升了消费者体验, 长此以往将持续挤压单体酒店空间。

持续的资源支持: 酒店集团“资源”储备丰富, 能提供各类软件和硬件支持。加盟初期, 酒店集团为加盟酒店提供技术服务和硬件设备; 同时在施工期间、运营期间, 集团也会提供统一指导; 加盟酒店也能够享用 IT 支持和和会员体系。酒店集团统一装修标准, 既可以同一产品质量, 又能降低酒店的经营成本。此外, 在重大突发事件中, 为了维持酒店的持续经营, 酒店集团出台了资金纾困政策, 缓解投资人的资金压力。

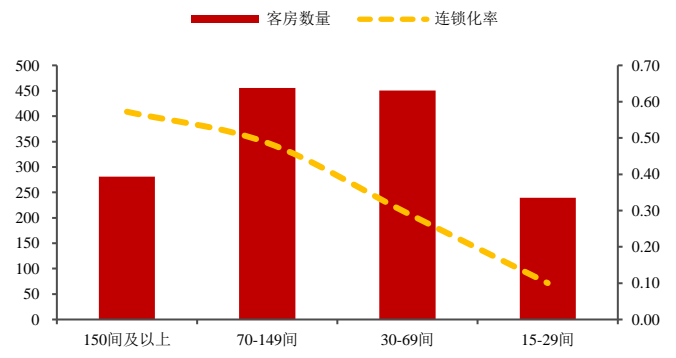
下沉市场依旧广阔, 小房量单体酒店存在连锁化率提升空间。下沉市场连锁化率远低于一二线城市, 据盈蝶咨询, 2022 年一线城市、副省级城市及省会城市、其他城市的连锁化率分别为 60.6%、48.6%和 30.7%。从酒店数来看, 70 间客房以下的小房量酒店设施占我国酒店市场比重接近 50%, 占比仍占主流。其中房量为 15-29 间的酒店连锁化率为 10.03%, 房量为 30-69 间的酒店连锁化率为 29.3%, 远低于 70 间客房以上的酒店。

图10: 全国各级别城市酒店连锁化率(按客房数)



资料来源: 盈蝶咨询, 浙商证券研究所

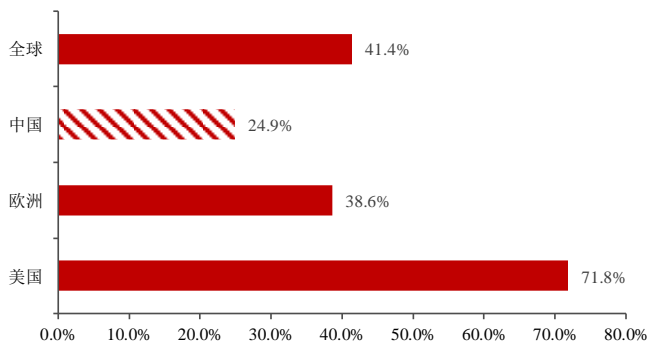
图11: 2022年全国酒店客房体量(万家)及连锁化率



资料来源: 盈蝶咨询, 浙商证券研究所

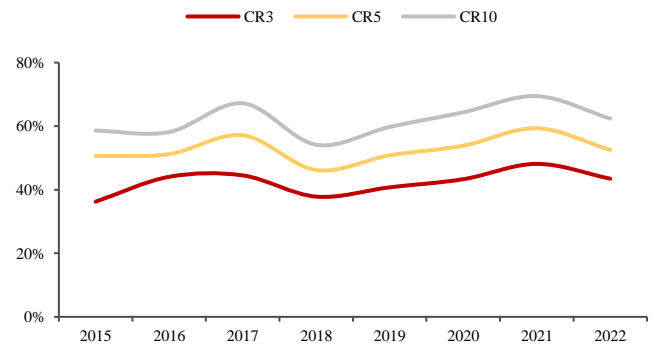
展望后市, 我们依然认为连锁化率持续提升是大趋势。2022年, 我国酒店连锁化率为35%。2019年, 全球、美国、欧洲的连锁化率水平分别为41.4%、71.8%和38.6%, 欧洲市场由于其: 1) 个人旅游占比高, 因此催生个性化住宿需求; 2) 欧盟国家多, 单个国家规模小, 酒店集团难以跨国形成连锁。结合需求结构和供给能力, 我们认为对标美国, 未来我国连锁化率依然有提升空间。其中龙头酒店凭借其自身优势, 市占率有望继续提升。

图12: 2019年全球部分地区酒店连锁化率



资料来源: 华住港股招股说明书, 浙商证券研究所

图13: 前10家酒店集团市场集中度(连锁酒店口径)



资料来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 浙商证券研究所

2.3 中高端 VS 经济型: 产品结构持续优化

酒店在产品结构上可大致分为经济型酒店和中高端酒店, 中高端酒店的初期投入更大, 对物业和配套设施的要求更高。以酒店投资者的视角, 经济型酒店和中高端在营收结构、物业要求和单方造价存在差异。经济型酒店主要满足基本住宿需求, 酒店仅需提供有限服务; 而中高端酒店往往配备附加服务, 要求有更完善的配套设施和提供更全面的服务, 因此中高端酒店在投资初期的一次性投入更大。

随人均可支配收入增长, 消费升级和成本上升驱动中高端结构性升级。消费者偏好发生代际转移, 趋向于选择消费产品和服务质量高、品牌辨识度更高的中高端酒店。不同档次酒店ADR存在明显差异, 经济型酒店价格大致在200元左右, 中高端酒店在300-400元左右。随着CPI恢复, 人力成本和物业成本逐渐上升, 中高端酒店表现出了更强的盈利能力, 回收期限短于经济型酒店, 门店结构升级逐渐成为加盟商诉求的自然选择。

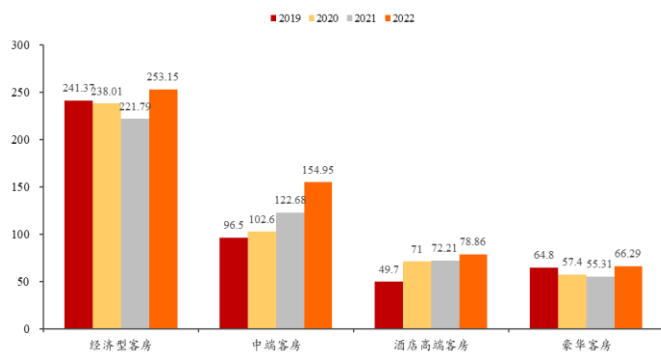
表2: 华住、首旅、锦江经济型与中高端酒店 RevPAR 与 ADR 对比 (元/间夜)

指标	品牌	分类	2019	2020	2021	2022
RevPAR	华住	经济型	174	125	138	121
		中高端	276	202	221	190
	首旅	经济型	137	85	104	86
		中高端	230	135	158	129
	锦江	经济型	115	75	90	74
		中高端	203	154	167	134
ADR	华住	经济型	192	164	182	176
		中高端	331	289	315	300
	首旅	经济型	167	143	160	152
		中高端	319	246	264	241
	锦江	经济型	141	140	152	157
		中高端	233	233	246	245

数据来源: 华住、首旅、锦江 2019-2022 年年报、浙商证券研究所

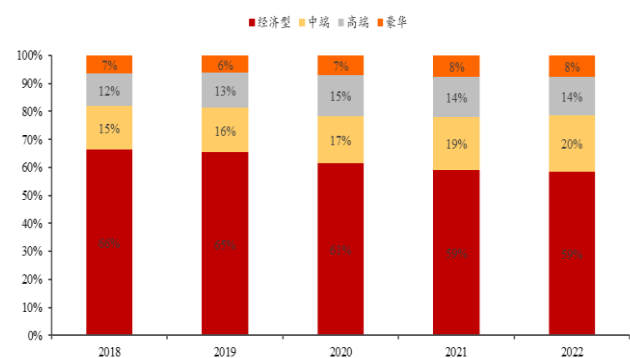
2022 年酒店恢复增长, 看好中高端酒店持续扩容。2022 年酒店行业门店 27.9 万间, 房间数 1426.37 万间, 平均客房规模达到 51 间, 酒店业设施和客房数分别占住宿业的 64.91% 和 93.28%。2022 年客房总增速为 5.90%, 门店数 27.9 万间。从经济型酒店、中端酒店、高端及豪华酒店趋势上来看, 2022 年中端酒店占比为 19.99%, 相较于 2021 年大幅提升约 1.03%, 国内酒店升级仍是主要趋势, 中高端酒店占比持续提升, 我们看好中高端酒店市场酒店的持续扩容。

图14: 各类型酒店客房数量 (万间)



资料来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 浙商证券研究所

图15: 各类型酒店客房占比 (%)



资料来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 浙商证券研究所

3 轻管理与中高端齐头并进，首旅酒店历久弥新

3.1 轻管理模式助力拓店，攻占下沉市场

首推轻管理模式，聚焦中小单体酒店。公司首推轻管理系列酒店，2016年和2021年相继推出云品牌系列和华驿品牌。云品牌系列面向低线城市中小单体及小型连锁酒店，目前拥有素柏云酒店、睿柏云酒店、派柏云酒店、诗柏云酒店、云上四季民宿五个品牌，对非标准化酒店进行升级改造，提供品牌背书、流量扶持、运营支持等多元化服务。华驿品牌同样聚焦下沉市场，从模式上来看业主自主管理权更强，进一步加快渠道布局。

小投资、高赋能、快回报，助力轻管理酒店增长。轻管理模式相较于标准酒店降低了管理费率，非标的翻牌改造模式和云品牌都可以选择按照房间数支付品牌使用费，在房间数较小的情况下对于加盟商更为经济，单体酒店加盟门槛大幅降低。根据公司官网，华驿酒店单间投入仅为3000-5000元，投资回收期9-10月。选择轻管理模式对于个体加盟商来说，是一个能在较弱经营环境中依托首旅大平台、快速加盟、快速复苏并保证高度自由经营的良好途径。

公司为加盟酒店提供了海量酒店管理数据，赋能中小单体及小型连锁酒店，提升中小单体酒店的经营效率。2019年公司上线Airhotel，其是以软品牌授权（云品牌）+菜单式在线运营教练模式，赋能多元化的中国中小单体及小型连锁酒店的新运营模式。不仅为加盟业主提供在线管理指导，还提供了一个云系列品牌私域，打造了一套与“首旅家宾会”相独立的会员体系为云酒店提供私域流量免佣金以及会员发展奖励优惠（会员费9.9元/张，酒店、员工分别获得4元、5元）。同时依托首旅大平台，品牌使用及官网曝光都更有利于为门店导流，积分的使用也会增强对管理资源的赋能和帮助。根据环球旅讯，云酒店加盟后业绩平均提升26%，业主重复加盟率达到14%。

表3: 云酒店与标准酒店加盟费用对比

	云品牌及15间以上云上四季民宿	经济型酒店品牌	中端酒店品牌	中高端酒店品牌
加盟期限	8年	10年	10年	10年
加盟费	2500元/间，免收	2500元/间，不低于10万元/项目	北上广深4000元/间，其他3000元/间，不低于12万元/项目	北上广深4000元/间，其他3000元/间，不低于12万元/项目
品牌使用及服务支持费	根据1、2、3/4类城市，按照8/6/4元/间天收取；2023优惠政策：6/5/3元/间天	营业总收入的4.5%	营业总收入的4.5%	营业总收入的4.5%
如家CRS订单佣金	9%	8%	8%	8%
PMS与HOPS系统运维费	1200元/月	2333元/月	2333元/月	2333元/月
会员维护费	0.01元/积分	0.01元/积分	0.01元/积分	0.01元/积分

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

推出一店一设计+多元模块化产品，单体酒店改造升级效果良好。对于单体老旧品牌，公司从酒店实际运营角度出发，提供了全方位的改造升级服务：包括将审美的多元化和体验的标准化进行平衡，兼顾性价比和高品质特征。在装修上，公司帮助小型加盟商改进繁杂坑余的陈设装饰，聚焦于核心硬件功能、客户体验动线。在施工方面，尽量采用前沿工艺设计材料，单房投入比同等产品低10%-20%，且改造期间分楼层施工，保证施工期高入住率。

表4: 云酒店改造案例

项目名称	改造时间	面临的问题	改造前	改造后
辽阳首山派柏·云酒店	2021	因风格过时、设施老旧、隔音差,老客人留不住,新客人不愿住	设施: 老旧隔音差装修风格老气 客源: 以 OTA 和散客为主,但随着酒店硬件老化,这两部分客源都在大幅减少	环境舒适,颜色搭配很温馨,隔音效果好 客源结构: 会员占比 48%+中介 22%+散客 30%,获客渠道多元化,业绩稳步提升
哈尔滨西站万达广场素柏·云酒店	2021	大厅较为陈旧		出租率提升了 15%, RevPAR 提升了 40 元。一周左右就能收回全部改造投入。
三亚千古情海旅免税城素柏·云酒店	2021	酒店营业 5 年多,原先的装修风格已经不适应现在年轻人的喜好,周边又不断新开了各种连锁品牌,导致经营压力越来越大		9 月 30 日开业后,仅 15 天 RevPAR 就提升了 30+,酒店的品质和住宿体验也都上升了好几个档次。
上海徐汇区复兴中路派柏·云酒店	2022	地理位置十分优越,但门店已运营 9 年时间,设施老化严重,产品风格也已不符合当下的审美	2021 年 9 月: RevPar 166; 出租率 59%; ADR 280	2022 年 9 月: RevPar 236; 出租率 72.2%; ADR 327

资料来源: 云酒店加盟平台, 浙商证券研究所

云酒店将成为首旅差异化突围的路径之一。随着你好酒店与怡莱酒店的合并,2022 年华住宣布退出经济性软品牌市场,OYO 从辉煌到逐渐沉寂,首旅成为大型酒店集团中少数坚持以软品牌为核心发展战略的企业。

相比其他品牌的经济型酒店,我们认为公司的云酒店战略至少有以下几点优势: 1) 并非像 OYO 的“零门槛”,公司的轻管理翻牌在资金和物业上具有一定的准入限制,对于顾客网评、产品底线等依然有着较高要求。同时通过集团对门店升级改造、Airhotel 的赋能,轻管理下的品质有所保证,客户满意度高,云系列和华驿系列顾客评分都在 4 分以上。2) 稳定性和弹性兼具。锦江、华住的经济型酒店加盟费和客房收入相关,中央渠道费一般在 5%-8%,而首旅云品牌的加盟费则按照客房数量抽取固定费用,中央渠道费达到 9% 的抽成比例,因此公司可以依托逐渐增强的品牌优势将客源从 OTA 逐渐向自有渠道过渡,带来更大收入弹性。3) 云酒店和首旅主品牌“如家”在品牌形象上进行了区隔,其目标所在的下沉市场的酒店需求仍在初步升级阶段,使得部分的非标风险对主品牌形象以及集团的高端产品线结构冲击较小。

表5: 不同经济型酒店加盟条件对比

经济型品牌名称	云品牌	锦江之星品尚	白玉兰	汉庭
所属集团	首旅	锦江	锦江	华住
特许加盟费	2500 元/间	250000+2500 元/间	300,000 元+3000 元/间	2500 元/间(不低于 15 万)
保证金	-	100000 元	100000 元	100000 元+工程保证金 20000 元
持续加盟费	根据 1、2、3/4 类城市,按照 8/6/4 元/间天收取; 2023 优惠政策: 6/5/3 元/间天	客房收入 5%+10 元/间/月	客房收入 5%+10 元/间/月	客房收入 5%
中央渠道费	9%	5%	5%	8% (收费上限为总营收 3.5%)
系统服务费	PMS、HOPS: 1200/月 AH 私域营销系统: 500 元/月	10 元/间/月	10 元/间/月	HPMS/XPMS: 800 元/月 易系列: 2500/月
工程服务费	50000 元	工程费: 50000 元 项目评估费: 20000 元	工程费: 50000 元 项目评估费: 20000 元	工程费: 20000 元 设计费: 13 万-15 万

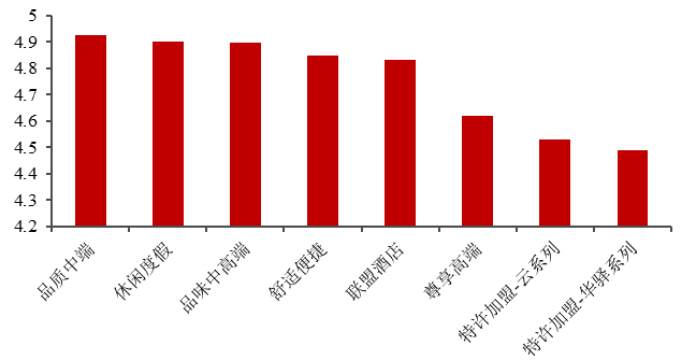
资料来源: 首旅公众号, 锦江公众号, 华住公众号, 浙商证券研究所

图16: 云系列酒店加盟优势



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

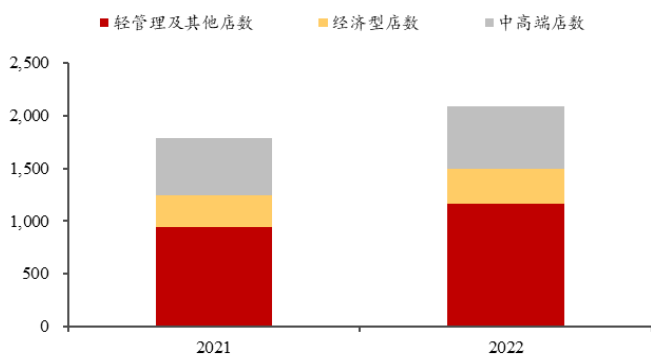
图17: 首旅不同系列酒店评分



资料来源: 根据首旅如家小程序统计, 浙商证券研究所

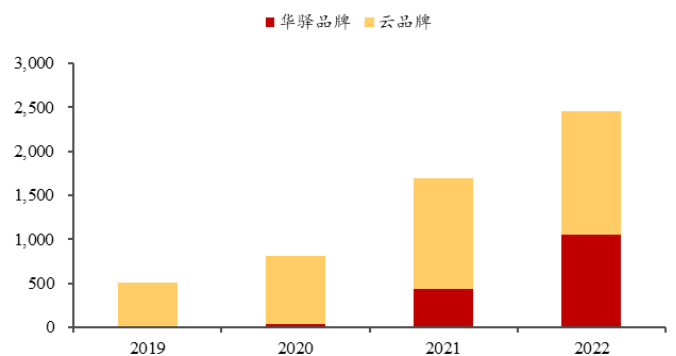
规模持续扩张, 轻管理为公司拓店主力。2022年公司新开业轻管理酒店582家, 占新开店总数比例66.21%。其中, 云品牌新开酒店299家, 占新开店总数比例34.01%; 华驿新开店283家, 占新开店总数比例32.20%。

图18: 首旅酒店期末储备店数



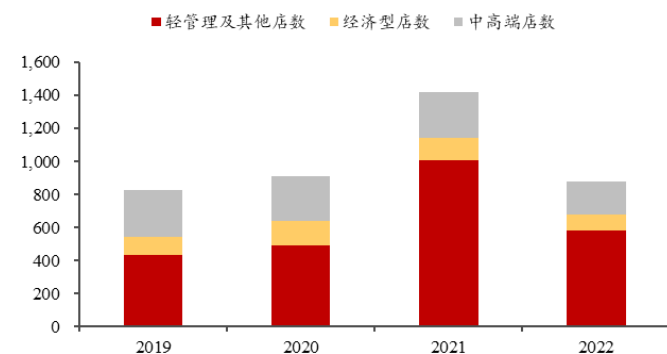
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图19: 轻管理酒店期末店数



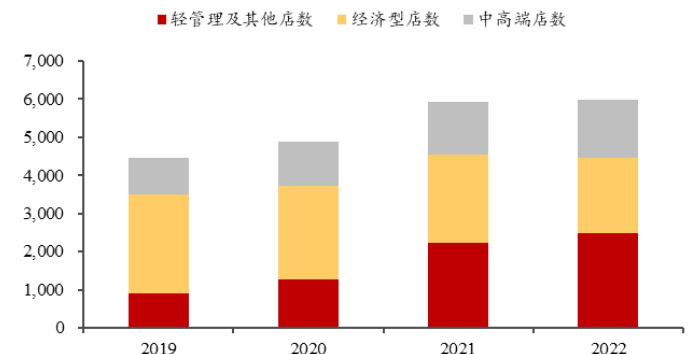
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图20: 首旅酒店新开店数



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图21: 首旅酒店期末店数



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

借助轻管理流量, 布局新零售模式。轻管理酒店未来更大的发展空间在于低线城市的流量触达, 带动新零售模式的发展。以线下酒店为流量入口, 销售消费频率更高的品类,

充分发挥酒店作为一个固定消费场所的作用，让酒店从原来的“单一功能性流量”向“综合生活方式流量发展”。公司的如 Life 俱乐部提供 230 多项生活权益，覆盖餐饮、出行、娱乐、本地生活等多重板块，2023 年再次改革积分体系，不再以往店间夜作为衡量标准，以全新的“如愿豆”打通会员在酒店住宿+生态消费+互动社交等链路的全生命周期价值。2021 年 9 月，作为酒店行业内的首个跨境电商平台，首旅如家旗下的“首免全球购”正式上线，目标商旅群体，覆盖护肤、彩妆、家居等多个类别，以优惠价格购买全球跨境商品。

图22: 首免全球购 app



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

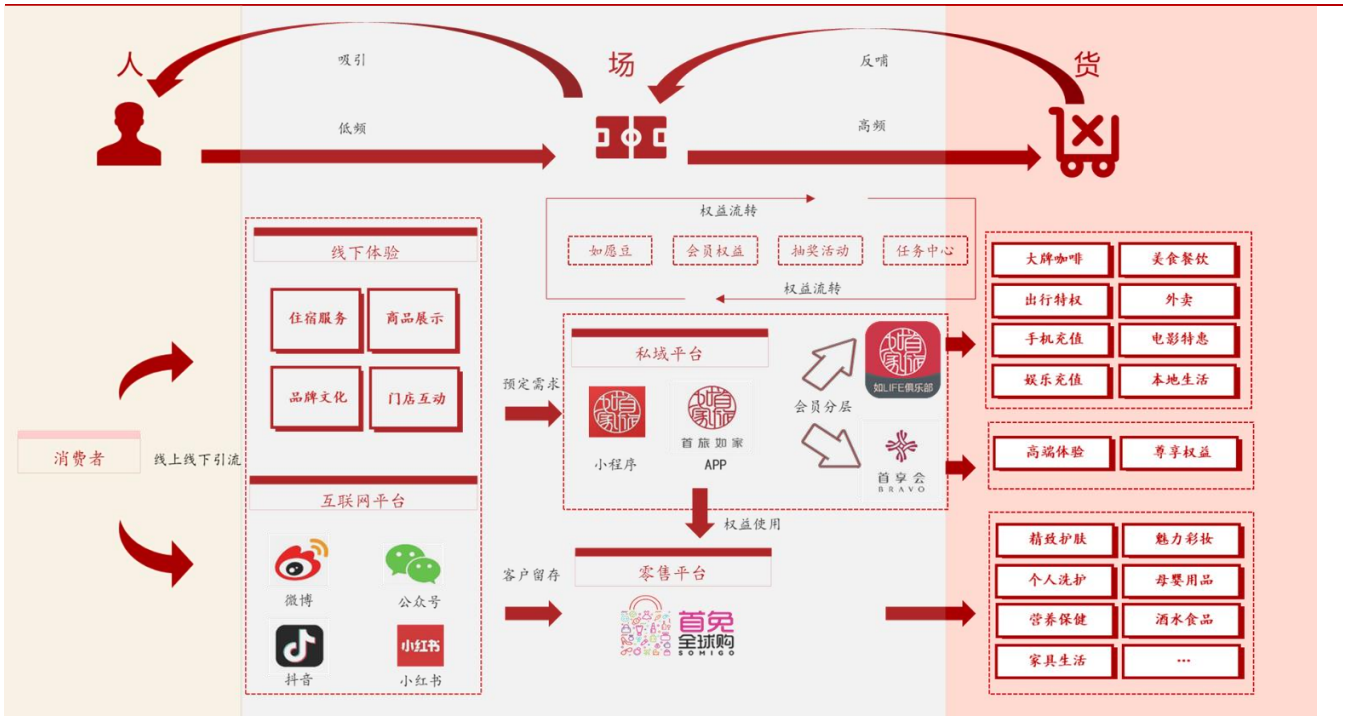
图23: 首免全球购——跨境体验店



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

新零售开启第二成长曲线。新零售模式以流量为入口，在酒店传统业务的基础上，带来了新的产品和服务，可以更好地稀释固定成本，为酒店创造更多的利润与效益，酒店的商业价值可以有更多维度的突破。同时，酒店是低频消费场景，会员复购率短期内很难有太大突破，新零售概念能够升级酒店服务体系以加强客人黏性，将低频流量转变为中高频，进一步打开流量增长空间，助力开启第二成长曲线。

图24: 首旅酒店新零售模式总结



资料来源: 如 Life 小程序, 首享会小程序, 首免全球购小程序, 浙商证券研究所

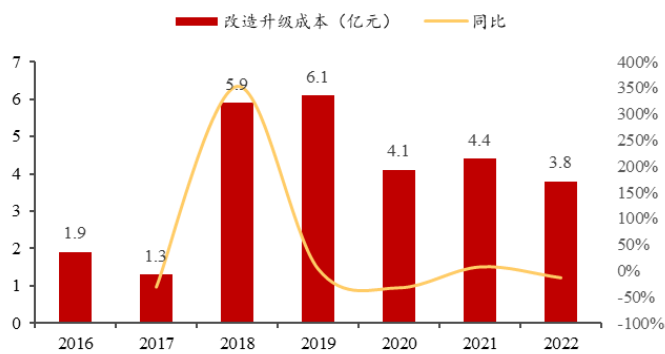
3.2 明确发力中高端，产品结构改善

中高端仍是公司重点发力方向。华住创始人季琦将奢华品牌比做“皇冠上最闪耀的钻石”，在酒店行业向中高端升级的大背景下，2017年，公司成立中高端和高端事业部，明确中高端发展的大方向。受益于中端如家系列酒店的日趋成熟，奢华品牌历史积淀以及新资产的注入，公司中高端战略发展具有持续性。

3.2.1 存量酒店价值升维，门店结构优化

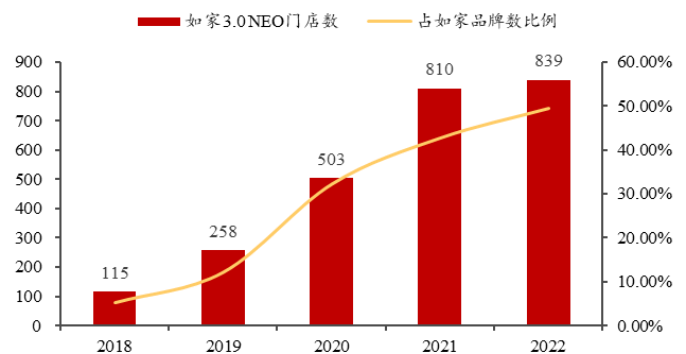
积极进行存量酒店价值升维，改造规模不断扩大。2017年公司推出如家的升级版本如家 Neo 3.0，更加注重商务需求和现代化的时尚设计。自2018年开始公司进行大规模存量改造升级业务，每年保持在4亿左右的资本开支，2022年底接近50%的如家门店已经全部升级为Neo 3.0。根据环球旅讯，新版NEO在轻装快改下单间投入为2.5万，改造完成后平均提升了15%的RevPar，对收益提振效果良好。

图25：公司改造升级成本支出



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图26：如家3.0 NEO 门店数

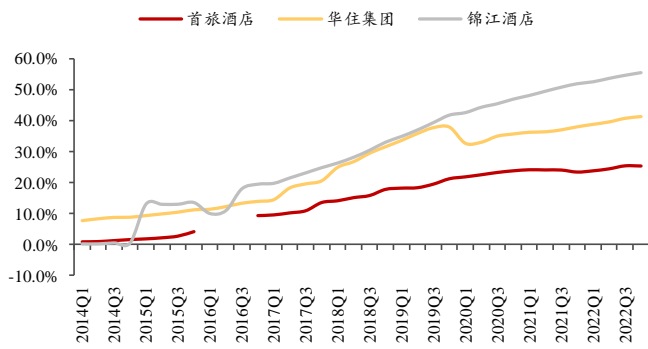


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

品牌设立上，中高端品牌瞄准细分需求，差异化各品牌概念，迎合多元消费者的同时降低集团内部品牌直面竞争的可能性。中高端商旅酒店中，以如家商旅、如家精选、和颐为主的品牌集群中，面向消费者的不同消费偏好，随着逸扉、璞隐等个性品牌的成熟，将有望加速扩店。而在奢华酒店市场中，建国、京伦等品牌具有历史沉淀，品牌认可度高，相较于中高端市场的多元，公司在奢华酒店的运营上更体现出了品质和调性的延续。

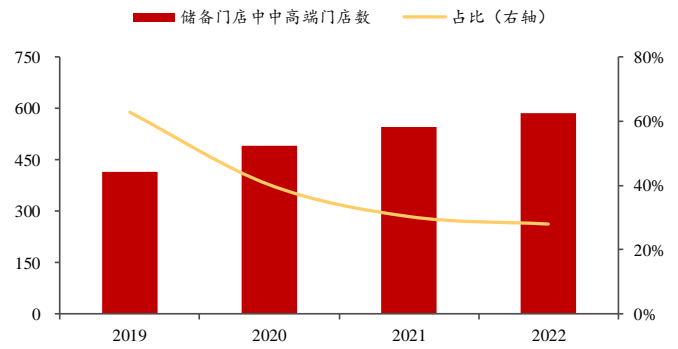
门店扩张上，中高端门店占比逐步提升，门店结构持续优化。截至2022年底，中高端门店共1517家，占比25.4%，占比落后于锦江和华住。虽然云酒店加速扩张拉低中高端占比，但中高端储备门店数量在不断提升，截至2022年底，共586家中高端储备门店，占总储备门店比例为28.1%。受宏观环境影响，首旅中高端品牌ADR和OCC共同影响导致RevPar承压，预计出行链改善后中高端酒店将迎来更大的弹性。

图27: 三大酒店集团中高端客房占比



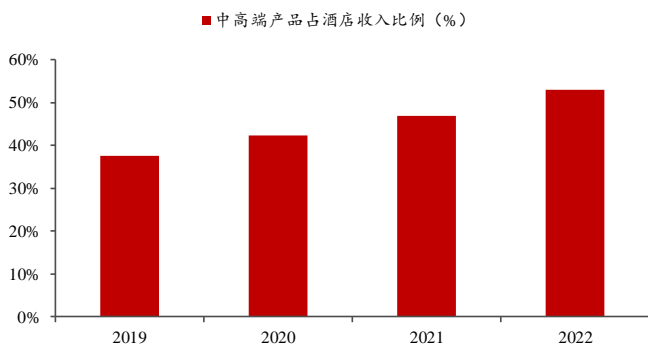
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图28: 公司储备门店结构



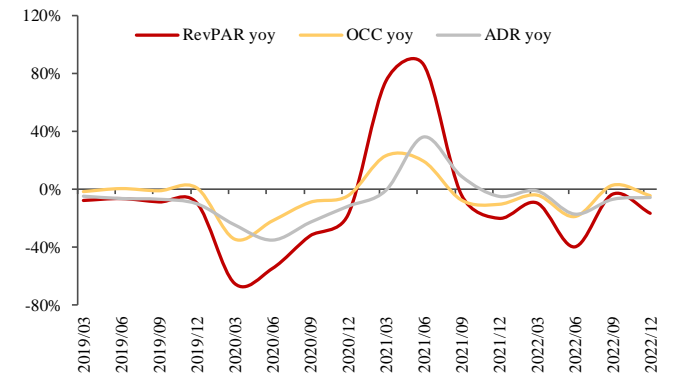
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图29: 中高端产品占酒店收入比例



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图30: 中高端酒店的 RevPAR、OCC、ADR 同比增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

通过对 2023 年 6 月 29-30 日的首旅中高端品牌数据进行了汇总分析, 整体来看公司 1513 家中端及高端酒店在不同线城市分布较为平均, 其中如家精选和如家商旅是主力品牌, 两者合计超过 1000 家, 价格上来看, 首旅南苑、和颐至尊、逸扉、璞隐房价都在 400 元以上。房价随城市线级下沉客单价逐渐下降, 上海 160 家首旅中高端品牌均价达到 488 元, 五线城市中高端品牌均价下探到 241 元。

表6: 首旅中端品牌城市分布

城市等级	城市	品牌名称	酒店数量	价格平均	城市等级	城市	品牌名称	酒店数量	价格平均	
一线城市	上海	YUNIK	5	553	新一线城市	杭州	YUNIK	1	273	
		艾扉	4	474			艾扉	1	187	
		柏丽艾尚国际酒店	1	328			和颐酒店	2	342	
		扉缦	1	565			和颐至格	1	152	
		和颐酒店	13	487			和颐至尊	1	376	
		和颐至尚	11	454			嘉虹酒店	1	324	
		和颐至尊	8	652			建国璞隐	2	370	
		嘉虹酒店	2	268			如家精选	28	287	
		建国铂萃	1	874			如家商旅	20	295	
		建国璞隐	1	952			万信至格酒店	3	503	
		如家精选	34	470			逸扉	2	673	
		如家商旅	67	480			杭州	汇总	64	305
		万信至格酒店	7	471			南京	YUNIK	1	319
		逸扉	4	523				和颐酒店	1	278

一线城市	上海	汇总	160	488			和颐至格	3	246	
	北京	和颐酒店	8	318			和颐至尚	2	388	
		和颐至尚	6	309			建国璞隐	2	425	
		和颐至尊	2	287			如家精选	9	360	
		建国饭店	17	205			如家商旅	29	275	
		建国璞隐	1	1484			万信至格酒店	1	402	
		如家精选	27	217			逸扉	2	467	
		如家商旅	34	124			南京	汇总	50	310
		逸扉	2	170			成都		38	307
		北京	汇总	106	193		西安		37	317
	广州	艾扉	1	169			青岛		35	344
		和颐酒店	2	195			苏州		33	294
		嘉虹酒店	1	307			沈阳		31	253
		建国饭店	1	550			武汉		24	262
		如家精选	3	338			天津		21	262
		如家商旅	10	308			宁波		20	266
	广州	汇总	18	306		郑州		19	298	
	深圳	和颐酒店	1	299			无锡		17	218
		和颐至尚	2	360			重庆		11	290
		建国璞隐	1	484			长沙		8	330
如家精选		1	422			东莞		1	338	
如家商旅		6	251	新一线城市	汇总		409	295		
万信至格酒店		1	433	二线城市	汇总		336	235		
逸扉		4	686	三线城市	汇总		191	216		
深圳	汇总	16	413	四线城市	汇总		148	229		
一线城市	汇总	300	370	五线城市	汇总		129	241		

资料来源：公司小程序，浙商证券

注：房间价格取小程序最低价，日期为 2023 年 6 月 29-30 日晚

拳头品牌如家商旅市占率稳步提高，但离龙头仍有差距。随着公司中高端品牌的不断发力，如家商旅在中档连锁酒店市场中第四位地位企稳，市占率 4.86%，相比 2020 年提高 0.47pct。和颐、首旅建国均列高端和豪华品牌市占率的第五名。

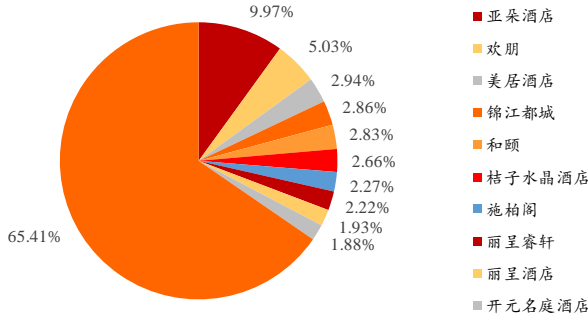
首旅中高端品牌约 1500 家，与华住全季（约 1800 家）、亚朵（1300 家）较为接近，因此我们对门店信息进行对比分析。首旅中高端品牌在下线城市渗透率更高，三线及以下城市门店数占比达到 31%，高于全季 29%、亚朵 17%。在价格上，首旅的中高端品牌普遍低于全季和亚朵，因此从演绎路径推断，公司有望通过产品的结构的升级、现有产品的品牌力提升，带动 ADR 的提升实现对行业龙头中高端品牌的追赶。

表7：中端品牌市占率排名

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
1 维也纳酒店	28.14%	维也纳酒店 28.27%	维也纳酒店 27.30%	维也纳酒店 27.00%	维也纳酒店 27.35%
2 全季酒店	13.15%	全季酒店 11.41%	全季酒店 10.83%	全季酒店 13.23%	全季酒店 13.60%
3 麓枫酒店	6.37%	麓枫酒店 6.01%	麓枫酒店 5.48%	麓枫酒店 7.01%	麓枫酒店 7.30%
4 星程酒店	4.19%	桔子精选 3.13%	如家商旅 3.68%	如家商旅 4.39%	如家商旅 4.86%
5 如家精选酒店	4.17%	星程酒店 2.98%	宜尚 3.36%	星程酒店 3.77%	桔子酒店 3.86%
6 桔子精选	3.14%	如家精选酒店 2.84%	星程酒店 3.15%	桔子酒店 3.53%	星程酒店 3.59%

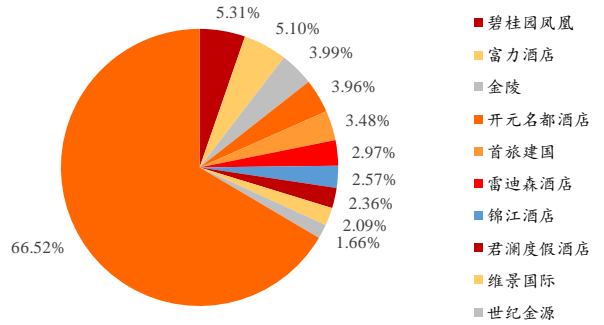
资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，浙商证券研究所

图31: 2021年连锁酒店高端品牌市占率



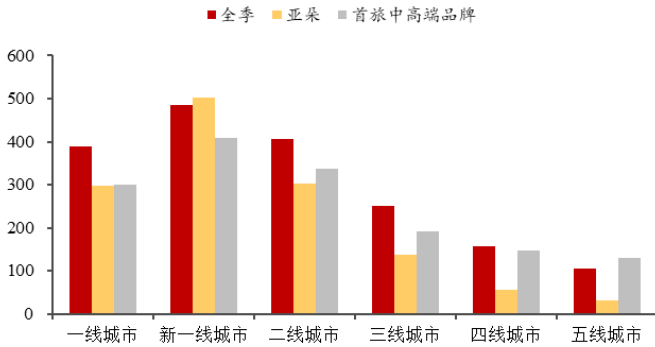
资料来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 浙商证券研究所

图32: 2021年连锁酒店豪华品牌市占率



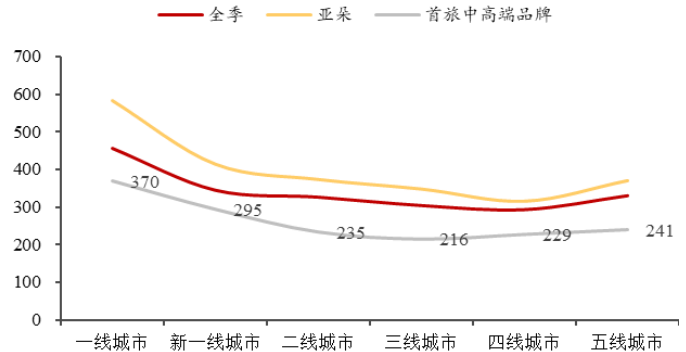
资料来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 浙商证券研究所

图33: 不同中高端品牌门店数对比(家)



资料来源: 各公司小程序, 浙商证券研究所
注: 首旅中高端品牌包括首旅南苑、如家精选等 22 个品牌合计, 数据选自 2023 年 6 月 29 日至 30 日

图34: 不同中高端品牌门店数对比(家)



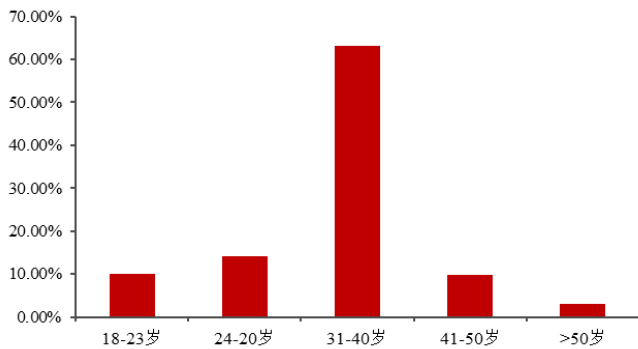
资料来源: 各公司小程序, 浙商证券研究所
注: 首旅中高端品牌包括首旅南苑、如家精选等 22 个品牌合计, 数据选自 2023 年 6 月 29 日至 30 日

3.2.2 明星产品逸扉引领中高端品牌矩阵扩张

在高端酒店中, 逸扉酒店正在飞速成长期。逸扉是公司 与凯悦集团共同推出的中高端商旅品牌, 品牌创造的“数字化、社区化”的概念受到市场认可, 在当前公司 高端商旅品牌矩阵中, 逸扉门店拓展以点带面, 速度高于其他品牌, 截至 2022 年底, 逸扉共 22 家门店, 储备门店为 70 余家, 预计 5 年开店 300 家。

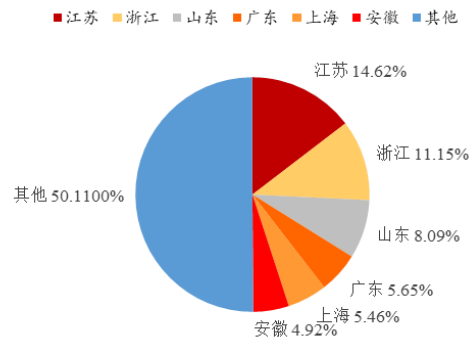
逸扉客群年轻化, 品质化, 会员引流能力强。关注商旅客户的品质需求与生活方式, 创新提出“创逸空间”酒吧公区概念, 融合了多功能岛台、开放式厨房、休闲等功能, 房间内设有丝涟床垫、戴森吹风机; 餐饮选择 Peets 咖啡豆、波尔多红酒, 自助餐继承凯悦品质。逸扉实现凯悦+首旅双渠道预定, 双会员权益, 高端客源充足。根据蝉妈妈, 逸扉的抖音客群以 31-40 岁女性偏多, 地域上集中于东部沿海经济较为发达的省份, 呈现出年轻对品质有追求的特征。

图35: 逸扉抖音客群年龄画像



资料来源: 蝉妈妈, 浙商证券研究所

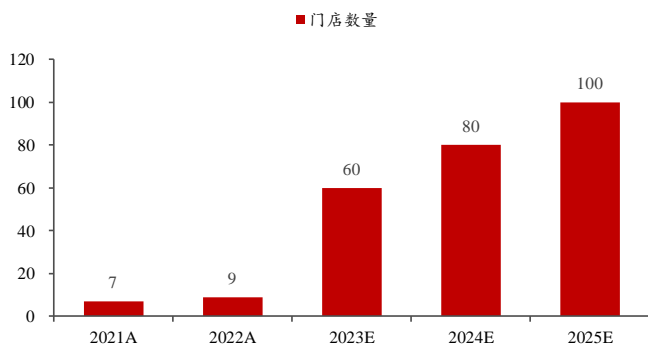
图36: 逸扉抖音客群地域画像



资料来源: 蝉妈妈, 浙商证券研究所

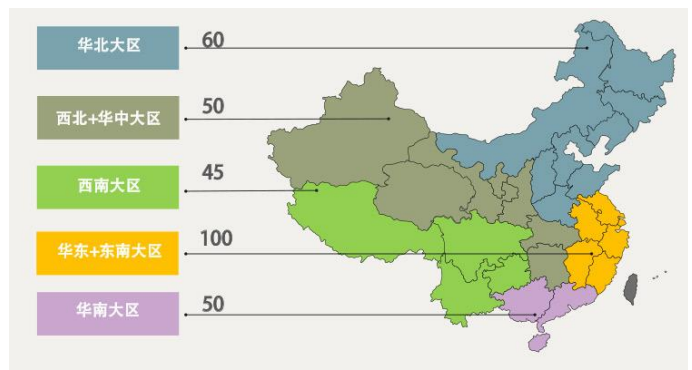
数字化提效、社区化赋能。在功能设计时, 逸扉强化智能化的赋能, 如将客房电话变成可视音箱、酒店洗衣房数字化联网和移动端对接等, 同时与科大讯飞合作, 实现智能客房、自主岛台入住办理等功能, 使得运营成本下降 20%-30%, 人房比相比竞品下降 20%, 单房营建成本控制在 16-18 万元。在社区运营上, 逸扉注重私域和社群建设, 不仅成立门店端的抖音小红书, 还免费为周围社群提供健身、洗衣等服务, 提高复购率和客户粘性。

图37: 2021-2025 年逸扉酒店计划新开门店数量



资料来源: 公司公告, 逸扉酒店品牌官网, 浙商证券研究所。其中 2021-2022 年根据实际新开门店数, 2023-2025 年根据品牌官网计划数。

图38: 逸扉酒店预计开店区域结构



资料来源: 逸扉酒店品牌官网, 浙商证券研究所

3.2.3 引入专业经理人, 差异化会员体系打造

职业经理人从业履历丰富, 助力公司完善高端线布局。2019 年, 孙武成为凯悦中国区副总裁兼宇宿酒店管理有限公司首席执行官及董事总经理, 全面负责逸扉品牌发展。曾担任华住酒店集团的全球首席发展官兼集团执行副总裁, 全面领导旗下所有品牌开发、营建等工作, 就职期间曾创造华住全品牌酒店开业记录。2021 年, 刘晨军出任首旅安诺 CEO, 负责整合公司所有的高端奢华产品线。刘总在酒店业拥有超过 15 年的从业经验, 曾任温德姆中国区董事总经理, 富有创造力, 希望运用市场化的观点和洞察创造新品牌, 领导安诺自主创立了安侘 (Aahrna)、安涯 (Aarunya)、诺岚 (Nous Land)、安檀 (Apelle) 等多个全新国际化奢华品牌。

2023 年, 公司将面世高端会员俱乐部“首享会”, 更加聚焦细分会员需求。首旅业务横跨了经济型轻管理和中高端, 因此需要对不同客户差异化细分, 已有的“如 Life”更加偏向年轻人的本地生活多元化, 提供餐饮、出行、外卖等高频功能, 而缺少高端人群的定制化需求。因此首享会应运而生, 首享会目前独立运行, 提供首旅旗下中高端酒店的预定, 兼

顾提供部分差异化产品，诸如米其林餐厅券、马术体验券等。相比已经推出两年的如 Life 已经能够提供超过 230 项跨界生活服务，首享会目前目标在于客源、管理、会员、IP 方面有待继续整合发展，其未来进一步的落地值得期待。

图39: 如 Life 会员权益



资料来源: 首旅如家小程序, 浙商证券研究所

图40: 首享会功能还在完善中



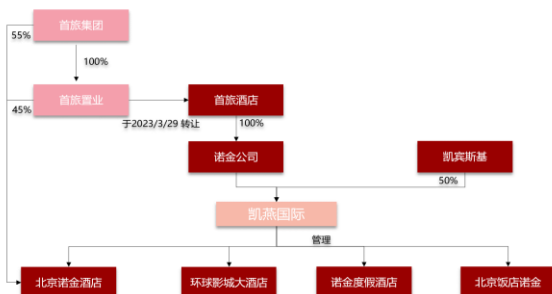
资料来源: 首享会小程序, 浙商证券研究所

3.2.4 高端资产注入基本完成, 优质酒店资源得到整合

诺金、安麓、日航资产注入, 扩充中高端品牌矩阵。2023 年 3 月 29 日, 经首旅酒店董事会批准, 首旅酒店与首旅置业签署股权转让协议, 以支付现金方式收购北京诺金酒店管理有限责任公司 100% 股权, 交易金额调整为 2.14 亿元; 收购北京首旅日航国际酒店管理有限公司 50% 股权, 交易金额为 5,060.65 万元; 收购首旅集团持有的安麓(北京)酒店管理有限公司 40% 股权, 交易金额为 622.83 万元。

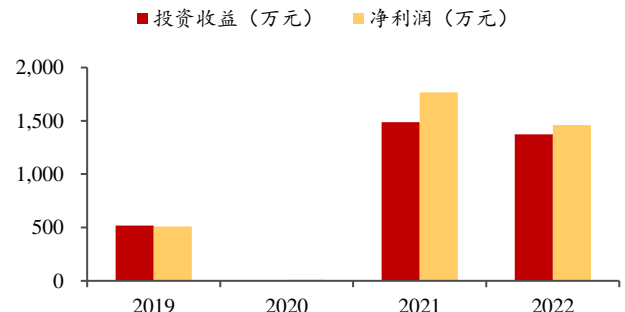
诺金系旗下通过凯燕国际管理环球影城酒店以及诺金度假酒店, 两者位于北京环球旅游度假区内。诺金公司 2022 年 1-10 月净利润达到 1459.2 万元。我们预测随着客流恢复, 环球影城酒店拥有客房 800 间, 平均房价假设 2000 元; 诺金度假酒店拥有客房 400 间, 平均房价假设 2400 元。对标 19 年迪士尼入住率平均值约为 85%, 管理费率假设为 6%, 则年管理费用收入预计能达到 4700 万元。

图41: 诺金公司股权架构



资料来源: 天眼查, 公司公告, 浙商证券研究所

图42: 诺金酒店管理公司投资收益和净利润



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表8: 环球影城酒店和诺金度假酒店客房价格

环球影城大酒店			诺金度假酒店		
房型	平日价	周末价	房型	平日价	周末价
豪华房	1802	2226	豪华房	2014	2438
景观房	1908	2385	景观房	2120	2597
主题房	2332	3180	行政豪华房	2862	3498
豪华套房	3710	4346	豪华套房	4134	5618
尊享套房	5512	6148	诺金套房	16841	18961
好莱坞套房	11541	13661			

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

同业竞争问题基本解决, 资产注入有望进一步打开盈利空间。除诺金、安麓、日航三家以外, 公司已经完成了对新侨饭店、和平宾馆、亮马河大厦等资产的转入, 其中和平宾馆将于 2025 年 12 月 31 日后交于首旅酒店管理。公司仅剩长城饭店、燕莎凯宾斯基、新世纪饭店三个标的仍待注入, 预计资产的持续注入将进一步强化集团势能, 打开营收空间。

表9: 公司已解决和未解决资产注入标的

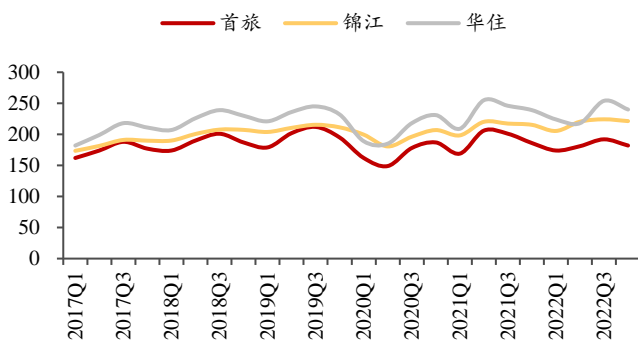
	已解决	未解决	未解决项目承诺
新侨饭店	首旅日航	新世纪饭店	需要等待首旅集团能够单方决定将未解决资产交由首旅酒店或其下属公司管理时, 自能够单方决定之日起 6 个月内, 首旅集团将该资产交由首旅酒店或其下属公司管理。
和平宾馆	诺金酒店	长城饭店	
上园饭店	安麓管理	燕莎凯宾斯基	
亮马河大厦	新侨饭店		

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.3 财务分析

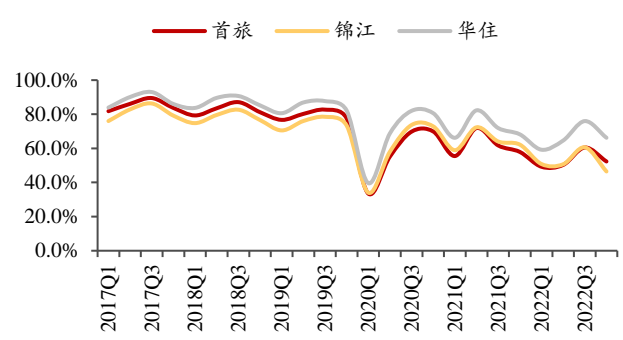
经营指标上来看, 公司 ADR 提升空间大。公司 ADR 自 2017Q1 162 元上升到 2022Q4 182 元, 仍低于锦江 221 元, 华住 240 元。预计随着中高端品牌的持续发力和高奢资产的注入, 公司 ADR 有望向头部两家靠齐。入住率方面, 公司虽受宏观环境影响有所下降, 但随着云酒店与华驿流量下沉活力释放, 以及经济型酒店改造升级完成, 将有望带动首旅酒店整体入住率的恢复。我们看好入住率和 ADR 趋势向好共振提升 RevPAR, 并且随着客房数的扩容, 公司的收入体量有进一步增长空间。

图43: 三大酒店整体 ADR



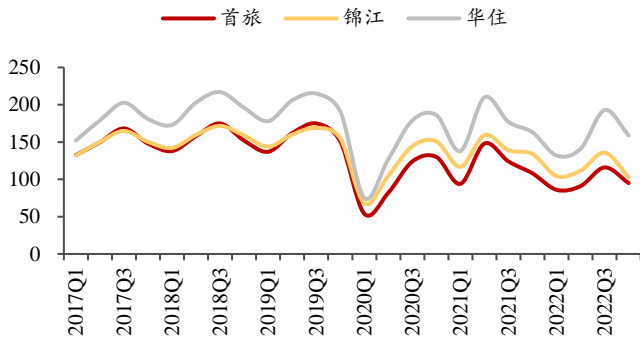
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图44: 三大酒店整体入住率



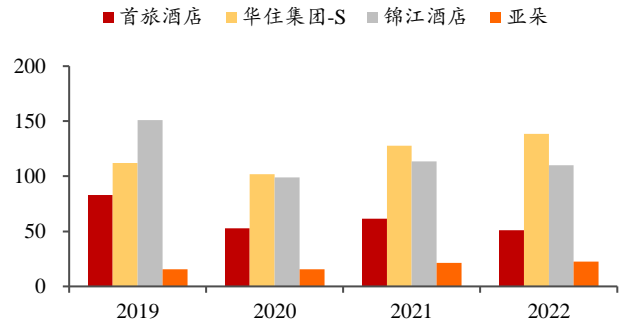
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图45: 三大酒店整体 RevPAR



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

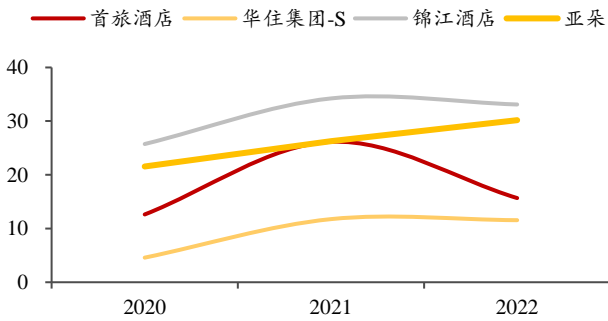
图46: 四大酒店收入体量 (亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

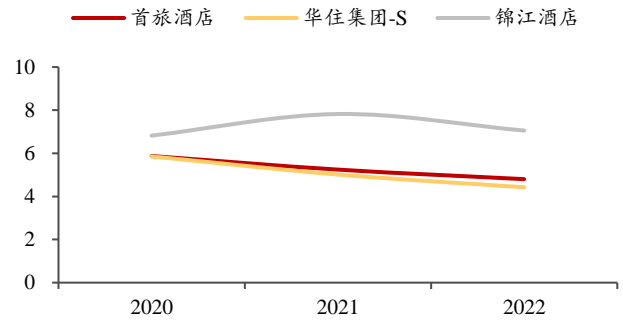
费用端, 2020 年新会计准则实行, 将营业成本、销售费用、管理费用进行重分类调整。公司 2022 年毛利率为 15.67%, 同比有所下滑, 主要系重资产酒店运营业务和景区业务受宏观环境影响较大。费用端, 公司销售费用和管理费用保持稳定, 2022 年销售费用率 4.8%, 管理费用率 14.7%, 体现出优秀的成本控制能力。此外由于公司直营占比较高, 折旧多, 公司 2022 年 EBITDA 率达到 37.3%, 领先同行。

图47: 四大酒店毛利率对比 (%)



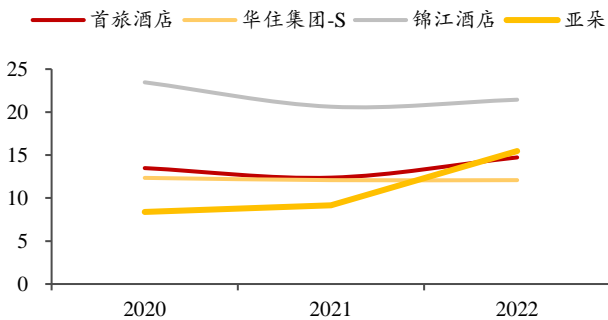
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图48: 三大酒店销售费用率对比 (%)



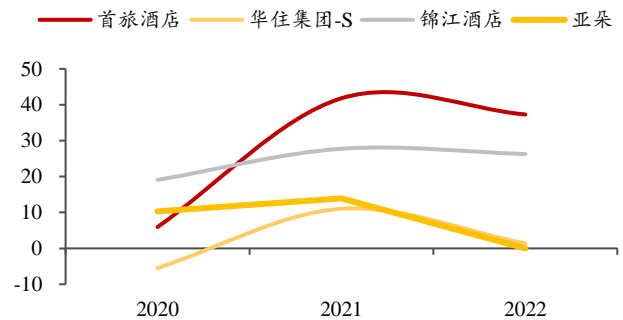
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图49: 四大酒店管理费用率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图50: 四大酒店 EBITDA 率对比 (%)

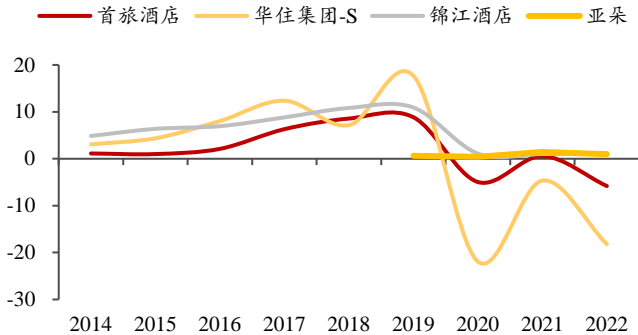


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

利润端, 受宏观环境影响持续承压, 扭亏确定性强。四大酒店归母净利率从 2020 年之前 10% 跌至 1% 以下, 受益于优秀的成本控制能力, 首旅 2022 年亏损 5.82 亿元, 亏损占比小于华住。复盘 2017-2019 年, 公司 6%-9% 的归母净利率确定性较强。长期来看, 我们预

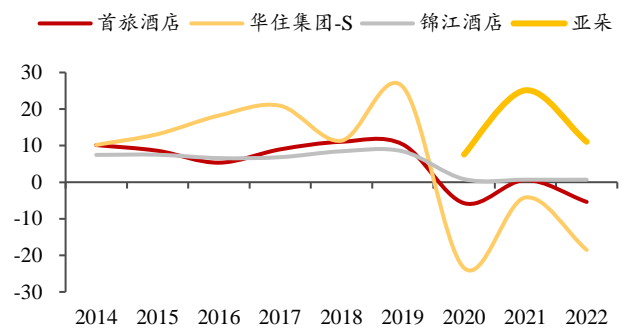
计随着公司加盟业务的推进,中高端酒店结构升级,以及整体人房比下降、管理效率提高,稳态净利率突破10%值得期待。

图51: 四大酒店归母净利率对比(%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图52: 四大酒店 ROE 对比

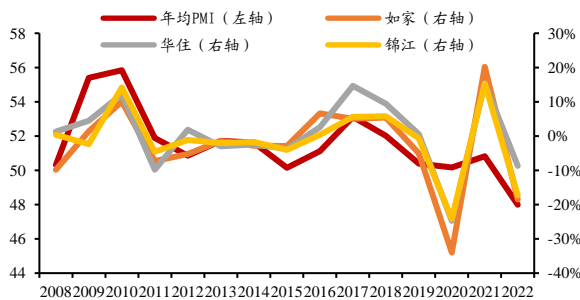


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.4 周期复盘: 经营指标、业绩和估值周期性轮动

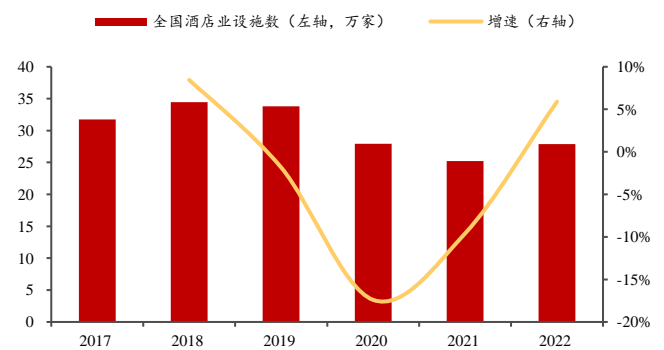
阶段性供需错配导致行业高周期性, 体现为 RevPAR 的周期性波动。受到经济周期和投资周期的影响, 强劲需求下行业投资增加, 供给扩张, 抑制入住率上涨。RevPAR 由量进入价驱动, 供给开始过剩, 行业步入衰退以至进入下一轮周期。从需求结构来看, 差旅需求和经济周期密切相关, 我们选择将 PMI 和企业 RevPAR 进行对比。通过复盘如家、华住及锦江酒店 RevPAR 周期波动变化, 并与同时期 PMI 指数相拟合, 发现二者波动较为相似, 酒店行业具备强周期性。

图53: 如家、华住和锦江 RevPAR 周期性和经济周期 PMI 相关



资料来源: Wind, 盈蝶咨询, 浙商证券研究所

图54: 2017-2022 年全国酒店业设施数及同比增速



资料来源: 盈蝶咨询, 浙商证券研究所

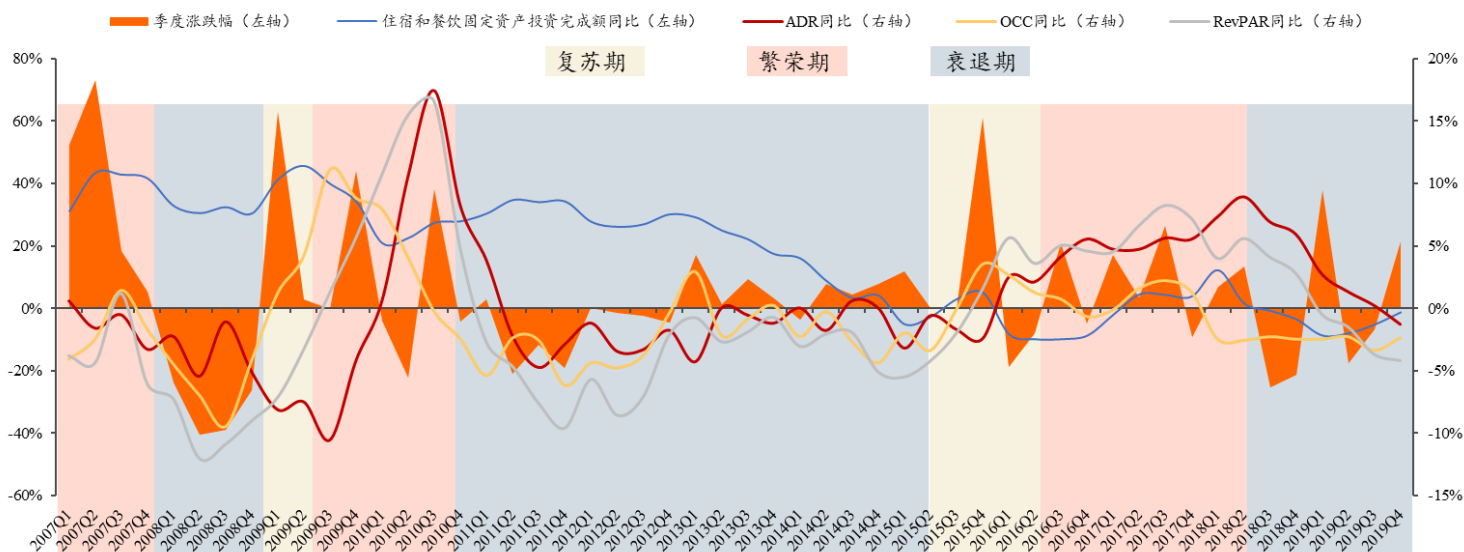
作为最早一批上市的酒店, 受高固定成本占比、长建设周期、供给无法迅速出清、公司在顺周期时的企业战略等因素影响, 首旅的周期性同样较为明显。

首轮周期: 2008Q1-2010Q4。2008 年 Q1 后受金融危机和客流下滑冲击, 公司 RevPar 增速转负, 带动股价迅速下探; 但随之而来的是住宿业投资增速放缓, 导致行业深度出清和供给端的优化。从 2009Q1 开始, 公司进入复苏和繁荣时期。**次轮周期:** 2011Q1-2018Q2。2011Q1 后, 经营数据从高增速回落, 公司自身进入转型期, 2012 年公司首旅集团进行资产置换, 置入首旅建国、首旅酒店、欣燕都等资产, 并且同年叠加八项规定的出台, 公务接待费被严格控制, 使得行业进入长达 3 年的衰退。直到 2015 年随着经济复苏, 供给端

再次出清完成，公司内部也进行大刀阔斧的国企改革，从治理结构、产权流转、混合所有制、激励机制全方位变革，2016年私有化如家带动经营数据和股价进入了新一轮的上行周期。

拐点判断：OCC是衰退期转向复苏繁荣的先验指标，ADR的高点预示着繁荣期的结束。由于OCC反应的是消费者需求特征，其迅速由负转正预示着行业的需求转暖，从而带动RevPar的提高。ADR则是酒店供给端对需求的反应（在入住率上升后进行提价），因此滞后于需求的增加。股价是对预期的反应，因而最先和OCC同步变化，而当没有新增需求去驱动ADR进一步增长时，也预示着繁荣周期的结束。

图55：首旅酒店周期复盘



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

在经济复苏β不确定的情况下，预计行业的周期特质难以消弭，但公司对周期的风险暴露将减弱。周期影响减弱的原因我们认为主要有三点：1) 公司轻管理发力后，因为加盟模式的轻资产和高毛利特征，盈利能力相对刚性；2) 公司中高端品牌竞争优势增强有助于推动产品价格的提升，从需求端对于价格不敏感的人群吸引力增强，供给端提高盈利能力，缩短加盟商投资回收期，平移了周期波动。3) 行业连锁化率快速提高，小而散的玩家的出清降低了行业龙头的对于扩张和收缩的判断难度，预计供需错配问题有望得到缓解。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

开店层面：开店速度进一步加快。截至2022年底，公司共经营5983家门店，新开门店879家，根据公司2022年年报指引2023年预计开业1500-1600家，我们预测2023-2025年新开门店1500/1497/1300家。

运营层面：客流恢复，出行常态化，2023年第一季度，首旅如家全部酒店RevPAR恢复至2019年同期的92.2%，然而2023Q1OCC为60.9%，仅为2019Q1的80.9%。根据酒店的周期性，我们认为2023年OCC将会恢复较快，预测直营店和加盟店分别OCC达到73.6%/73%，预计2023年RevPAR分别达到156元/158元，分别达到2019年的103.5%/104.4%。

收入预测: 预计酒店直营和加盟业务 2023-2025 年收入分别达到 76.36 亿元/85.05 亿元/92.88 亿元, 景区业务收入稳定增长, 收入分别为 4.0/4.2/4.5 亿元。

毛利率: 随着 RevPar 的提高, 规模优势的不断增长, 运营效率提高, 固定成本下降, 预计直营店毛利率 2023-2025 年分别为 10%/13%/15%, 加盟业务相对刚性, 毛利率为 74%/74.5%/75%, 景区业务毛利率保持在 50%。

表10: 首旅酒店盈利预测

(百万元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5282	6153	5089.38	7923	8869	9754
YoY	0	16.49%	-17.29%	55.68%	11.94%	9.98%
营业成本	4615	4544	4291.50	5498	5746	6089
营业成本占比	1	73.85%	84.32%	69.40%	64.79%	62.43%
直营门店						
营业总收入	3868	4359	3617.16	5166	5477	5845
YoY		12.71%	-17.02%	42.83%	6.01%	6.72%
酒店 RevPar*房间总数	3240.99	3847.23	3059.56	4417.41	4714.73	4990.71
YoY	-48.4%	18.7%	-20.5%	44.4%	6.7%	5.9%
其他项目	627	512	558	748.87	761.89	854.04
YoY	19.33%	13.30%	18.22%	17.0%	16.2%	17.1%
门店总数	789	749	677	645	625	614
客房数量	94462	89325	81382	77455	75648	76742
YoY		-5.44%	-8.89%	-4.83%	-2.33%	1.45%
单间客房数	120	119	120	120	121	125
RevPAR	94	118	103	156	171	178
YoY	-39.4%	25.5%	-12.3%	51.7%	9.3%	4.3%
恢复至 19 年水平				103.5%	113.1%	118.0%
营业成本	4215	4073	3848	4650	4765	4968
毛利率(%)	-9.00%	-5.87%	-25.77%	10.0%	13.0%	15.0%
加盟门店						
加盟门店收入	1161.35	1473.14	1286.15	2469.92	3027.97	3442.81
YoY	-26.60%	26.85%	-12.69%	92.04%	22.59%	13.70%
加盟门店销售额	12336.67	16757.18	13546.50	25987.19	31825.28	36147.47
费率(一次性+持续性)	9.41%	8.79%	9.49%	9.50%	9.51%	9.52%
门店总数	4106	5167	5306	6271	7226	8097
YOY	14.09%	25.84%	2.69%	18.19%	15.23%	12.04%
客房数量	337991	385799	386601	451533	505851	550572
平均单房间数	82	75	73	72	70	68
RevPAR	100	119	96	158	172	180
YoY	-37.2%	18.4%	-19.5%	64.3%	9.3%	4.4%
恢复至 19 年水平				104.4%	114.2%	119.1%
营业成本	287.66	341.13	341.06	642.18	772.13	860.70
毛利率(%)	75.2%	76.8%	73.5%	74.0%	74.5%	75.0%
景区收入						
营业收入	253	321	186	400	420	450
YOY	-43.7%	26.9%	-42.0%	115.0%	5.0%	7.1%
营业成本	13	130	102	200	210	225
YoY	94.67%	59.59%	45.00%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4.2 投资建议

预计公司 2023-2025 年营业收入为 80.36 亿元/89.25 亿元 /97.38 亿元，YoY: +57.9% /+11.1% /+9.1%；对应归母净利润为 8.10/12.00 /13.94 亿元，2023 年扭亏，2024-2025 同比 +48.1%/+16.2%，2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.72/1.07 /1.25 元，对应 PE 分别为 29、19、17 倍。

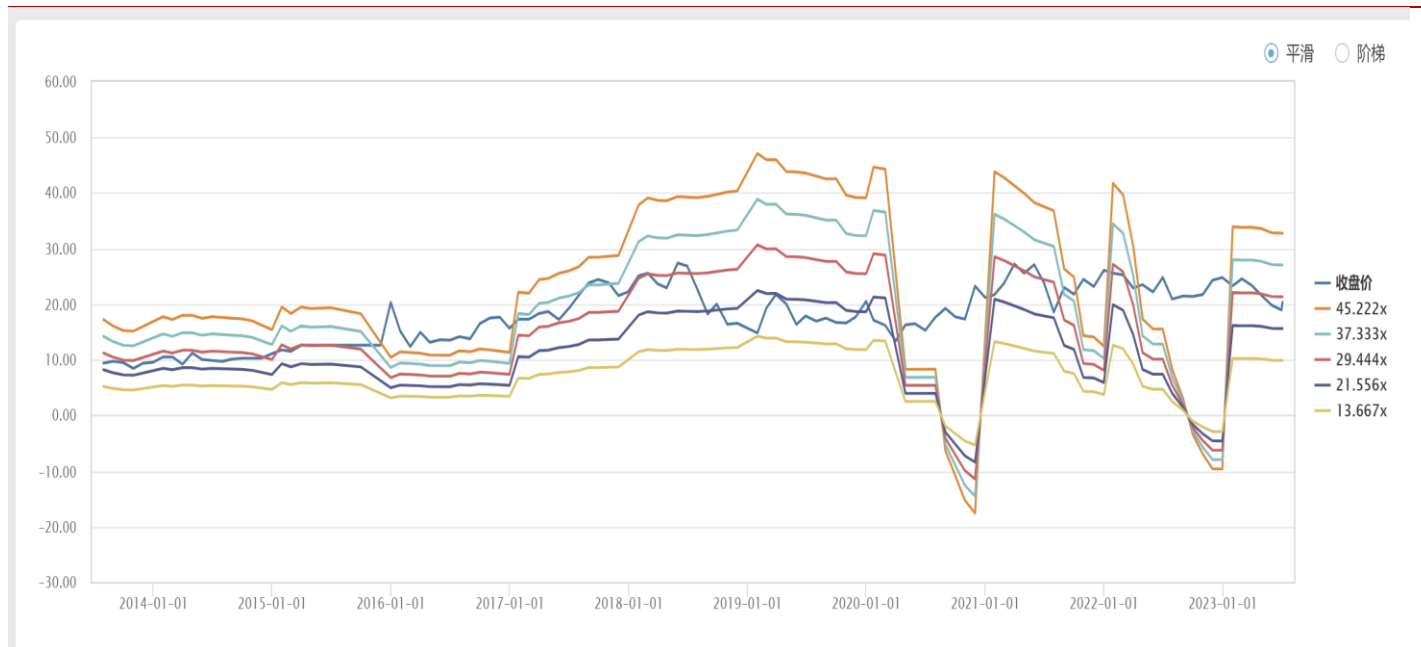
参考公司历史 PE 估值水平及可比公司估值，首旅酒店历史平均动态市盈率约 30 倍，可比公司动态 PE 均值为 42 倍，我们认为 2023 年出行向好，供给稳步复苏。首旅酒店拓店速度有望提升，轻管理持续下沉，产品结构的持续升级以及高端资产注入有望成为新的增长点。综合考虑公司的成长性和发展空间，给予 2023 年 35X PE，对应目标市值 283 亿元。

表11: 可比酒店公司估值对比

代码	重点公司	现价	EPS					PE			
		2023/07/13	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600258.SH	首旅酒店	20.82	-0.52	0.72	1.07	1.25	-40	29	19	17	
	平均值		-0.08	1.01	1.41	1.77	179	42	30	23	
600754.SH	锦江酒店	46.53	0.11	1.37	2.02	2.51	439	34	23	19	
1179.HK	华住集团-S	32.95	-0.59	1.00	1.18	1.41	-56	33	28	23	
301073.SZ	君亭酒店	38.74	0.25	0.67	1.02	1.41	155	58	38	28	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图56: 首旅酒店历史 PE Band



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 风险提示

周期波动风险: 公司直营占比依然较高，固定成本占比刚性，在周期下行时业绩受损可能性更大。

商誉减值风险：2022 年末公司商誉 47.01 亿元，占总资产 18.47%，若如家经营波动，RevPAR 不及预期，则可能面临商誉减值问题。

轻管理不足风险：下沉市场加盟店门槛更低，管理自由度高，管理失当会影响集团和品牌的集体声誉，导致新加盟商加盟意愿不足。

集团资源分配问题：公司轻管理和中高端门店占比同处在上升趋势，而中间结构经济型门店占比缩减，可能面临集团战略 K 型分化，难以平衡好战略侧重和利益分配问题。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3357	5164	7143	9742
现金	1007	3519	5311	7639
交易性金融资产	1445	635	724	935
应收账款	517	525	609	643
其它应收款	114	158	183	204
预付账款	35	92	66	74
存货	36	50	53	54
其他	203	184	197	194
非流动资产	22091	19791	21220	20258
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	343	372	366	360
固定资产	2130	1936	1757	1560
无形资产	3493	3313	3153	3009
在建工程	140	105	66	16
其他	15985	14064	15878	15313
资产总计	25448	24954	28362	30000
流动负债	5313	6144	6443	6850
短期借款	948	683	711	781
应付款项	115	136	140	153
预收账款	13	19	19	23
其他	4236	5306	5574	5893
非流动负债	9526	7242	8961	8576
长期借款	10	10	10	10
其他	9516	7233	8952	8567
负债合计	14838	13386	15404	15427
少数股东权益	122	251	442	664
归属母公司股东权	10488	11317	12516	13910
负债和股东权益	25448	24954	28362	30000

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1492	2516	2082	2772
净利润	(675)	939	1390	1616
折旧摊销	750	643	627	635
财务费用	452	108	70	39
投资损失	18	18	18	18
营运资金变动	(559)	1224	18	193
其它	1506	(416)	(41)	271
投资活动现金流	(1962)	566	(358)	(473)
资本支出	161	96	85	114
长期投资	41	(31)	7	6
其他	(2164)	500	(450)	(593)
筹资活动现金流	(1685)	(570)	68	29
短期借款	448	(265)	28	70
长期借款	(388)	0	0	0
其他	(1745)	(304)	40	(41)
现金净增加额	(2155)	2513	1791	2328

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5089	8036	8925	9738
营业成本	4291	5492	5747	6054
营业税金及附加	38	55	62	69
营业费用	244	426	457	494
管理费用	689	1009	1117	1253
研发费用	60	58	71	87
财务费用	452	108	70	39
资产减值损失	180	(12)	77	138
公允价值变动损益	52	30	33	35
投资净收益	(18)	(18)	(18)	(18)
其他经营收益	86	96	91	91
营业利润	(745)	1008	1431	1712
营业外收支	17	17	17	17
利润总额	(728)	1025	1447	1729
所得税	(53)	86	57	113
净利润	(675)	939	1390	1616
少数股东损益	(93)	129	191	222
归属母公司净利润	(582)	810	1199	1394
EBITDA	55	1768	2135	2396
EPS (最新摊薄)	0.39	0.72	1.07	1.25

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-17.29%	57.90%	11.05%	9.11%
营业利润增长率	/	/	41.94%	19.66%
归母净利润增长率	/	/	48.07%	16.21%
获利能力				
毛利率	15.68%	31.66%	35.61%	37.83%
净利率	-13.26%	11.68%	15.58%	16.59%
ROE	-5.31%	7.30%	9.78%	10.12%
ROIC	-2.99%	5.25%	6.39%	6.93%
偿债能力				
资产负债率	58.31%	53.64%	54.31%	51.42%
净负债比率	16.79%	15.02%	13.95%	14.37%
流动比率	0.63	0.84	1.11	1.42
速动比率	0.63	0.83	1.10	1.41
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.32	0.33	0.33
应收账款周转率	12.98	16.07	16.33	14.35
应付账款周转率	40.45	43.69	41.63	41.30
每股指标(元)				
每股收益	-0.52	0.72	1.07	1.25
每股经营现金	1.33	2.25	1.86	2.48
每股净资产	9.37	10.11	11.19	12.43
估值比率				
P/E	/	28.22	19.06	16.40
P/B	2.18	2.02	1.83	1.64
EV/EBITDA	667.29	15.42	12.85	10.35

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>