

住百家 (837077)

聚焦国人境外游的共享住宿平台

推荐 (首次)

现价: 38.01 元

主要数据

行业	在线共享住宿
公司网址	www.zhubaijia.com
大股东/持股	27.70%/张亨德
实际控制人/持股	27.70%/张亨德
总股本(百万股)	72
流通 A 股(百万股)	47
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	27.25
流通 A 股市值(亿元)	17.96
每股净资产(元)	0.36
资产负债率(%)	94.53

行情走势图



证券分析师

邵青 投资咨询资格编号
S1060511010002
0755-22622740
SHAOQING001@PINGAN.COM.CN

何冰凌 投资咨询资格编号
S1060516070003
0755-33547557
HEBINGLING057@PINGAN.COM.CN

研究助理

耿祥龙 一般从业资格编号
S1060115080068
0755-33547539
GENGXIANGLONG885@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **共享住宿空间广阔, 体验优于传统酒店:** 根据国家旅游局及研究机构的数据分析, 从 2007 年至 2016 年的 10 年间, 我国出境游人数增长了 1.97 倍, 从 4095.4 万人次上涨到 1.22 亿人次, 而且未来呈现良性发展态势, 境外游市场仍有很大潜力。而与传统酒店相比, 共享住宿提供更多种的房源选择, 打破了租户和房东之间的信息不对称, 而且轻资产的扩张模式让公司可以更专注于产品本身, 并可通过社交属性提升用户体验、降低运营成本。随着“共享经济”概念的普及, 共享住宿以其低价、自由、个性化进入公众视野, 越来越多的国人开始了解并选择共享住宿, 公司营收有望持续增长。
- **公司定位 C2B2C, 专为国人打造:** 公司充分运用其过去 3 年对中国出境用户提供服务积累的数据与经验, 针对性地提供为国人出行习惯而设计的配套服务。提供的 7*24 小时多语种客户服务、当地管家、保镖等服务, 可以消除国人在海外游玩的语言障碍和不确定性, 提高安全感和归属感。不同于传统平台的 B2C 或 C2C 模式, 住百家定位于 C2B2C 模式: 在房源获取端采用 C2C 模式, 与房东直接达成协议, 提供可销售房源; 同时承担 C2C 模式中信息对接、交易撮合、渠道搭建等功能。而在后端比较倾向 B2C 模式, 对房源进行筛选, 通过严格品控体系, 让房东与用户更安心, 为用户提供更多选择和多重保障。
- **双向零佣金, 房源特色多:** 住百家目前的房源覆盖全球 70 个国家 729 个城市近 25 万套短租民居, 除了普通房屋之外, 还包括别墅、皇宫、树屋、船屋、城堡等当地特色民居。住百家拥有各种房间数量的房源, 都配有相应的厨房、洗衣机等基本生活设施。对于家庭出境游客而言, 相比同档酒店的价格, 住百家的人均消费占据绝对优势。而且不同于 Airbnb 等平台, 住百家采取的是双向零佣金模式, 对于房东而言, 可以获得更多收入, 对于房客而言, 租住价格相对更加便宜。这有利于公司获取更多房源, 吸引更多客户群体。
- **盈利预测及估值:** 我们预计公司 2016-2018 年收入分别为 1.22 亿元、2.32 亿元、4.79 亿元, 同比增长率分别为 168.00%、89.09%、106.81%。预计 2016-2018 年净利润分别为-1.02 亿元、-0.93 亿元、-0.60 亿元, 公司亏损将会逐渐收窄。考虑到公司较好的成长前景和较低的估值水平, 首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 行业政策变动风险、公司业务拓展不及预期、市场竞争加剧等。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1	46	122	232	479
YoY(%)	756.7	6825.2	168.0	89.1	106.8
净利润(百万元)	-2	-90	-102	-93	-60
YoY(%)	-237.4	-3915.0	-14.3	9.1	36.0
毛利率(%)	11.9	6.9	8.9	12.8	17.6
净利率(%)	-338.2	-196.1	-83.6	-40.2	-12.4
ROE(%)	-38.1	-178.2	509.6	82.2	34.5
EPS(摊薄/元)	-0.03	-1.25	-1.43	-1.30	-0.83
P/E(倍)	-1,221.4	-30.4	-26.6	-29.3	-45.8
P/B(倍)	465.1	54.2	-135.7	-24.1	-15.8

正文目录

一、公司简介	4
1.1 住百家—国内领先的境外游共享短租平台	4
1.2 股权结构	4
1.3 产品不断优化，业绩持续增长	4
二、行业分析	5
2.1 在线境外游持续火热	5
2.2 共享住宿受追捧	6
2.3 行业发展阻力	13
三、投资亮点	14
3.1 产品优势	14
3.2 运营优势	16
3.3 资本优势	17
四、盈利预测	19
4.1 基本假设	19
4.2 盈利预测和投资建议	19
4.3 风险评价	19

图表目录

图表 1	普通股前五名股东情况（截至 2016 年 12 月 1 日）	4
图表 2	2013-2016H1 年公司净利润大幅增长	5
图表 3	2011-2015 年中国旅游业总收入（万亿元）	5
图表 4	2008-2018 年中国在线旅游市场规模预测（亿元）	6
图表 5	2013-2016 年中国出境游人数（亿人次）	6
图表 6	2012-2016 年中国共享住宿市场交易规模（亿元）	7
图表 7	共享住宿在供需方面的优势	7
图表 8	国家政策支持	7
图表 9	部分在线短租平台融资情况	8
图表 10	C2C 与 B2C 经营模式对比	8
图表 11	B2C 与 C2C 类比	9
图表 12	共享住宿与传统酒店的对比	9
图表 13	Airbnb 与美国酒店价格比较（2015 年）	10
图表 14	Airbnb 与欧洲、澳大利亚部分城市的酒店价格比较（2015 年）	10
图表 15	各在线短租平台的市场规模	11
图表 16	在线短租平台比较研究	11
图表 17	境内短租平台对比	12
图表 18	国内境外游短租平台对比	12
图表 19	国际短租平台对比	12
图表 20	Airbnb 受到的政府管制	13
图表 21	住百家房源展示	14
图表 22	住百家与国内平台获取房源的难易度	15
图表 23	住百家与其他平台在服务上的对比	15
图表 24	住百家配套服务	16
图表 25	C2B2C 模式的优势	16
图表 26	运营模式类比	17
图表 27	房源拓展团队职责	17
图表 28	住百家上市前融资情况	18
图表 29	公司上市后的优势	18
图表 30	明星入住住百家	18

一、 公司简介

1.1 住百家—国内领先的境外游共享短租平台

深圳住百家发展股份有限公司成立于 2012 年，是一个面向国内旅客的精品境外游短租品牌。公司通过“共享经济”模式，打造分享世界的理念，将国内境外游群体对特色民宿的诉求与国外优质房源进行整合，为中国出境自由行群体提供高品质的短租预定服务。通过住百家的 PC 端和 APP 客户端，用户可自由定制出行方案，同时享受一些特色服务，包括代订租车、机票、门票、当地管家、海外保镖等。目前，住百家覆盖全球 70 个国家 729 个城市的短租民居，包括别墅、皇宫、树屋、船屋、城堡等特色当地民居，全部房源都经过严格的质控 PES 系统筛选。

1.2 股权结构

截至 2016 年中报，创始人张亨德持有公司 28.29% 的股份，现任公司董事长、总经理，实际控制公司的经营管理，是公司的法定代表人、控股股东以及实际控制人。

图表1 普通股前五名股东情况（截至 2016 年 12 月 1 日）

序号	股东名称	持股数	持股比例
1	张亨德	19,857,500	27.70%
2	苏州星联同道天使投资中心 (有限合伙)	6,760,000	9.43%
3	李康林	4,056,000	5.66%
4	李国辉	3,380,000	4.71%
5	北京住百家资产管理中心 (有限合伙)	3,380,000	4.71%

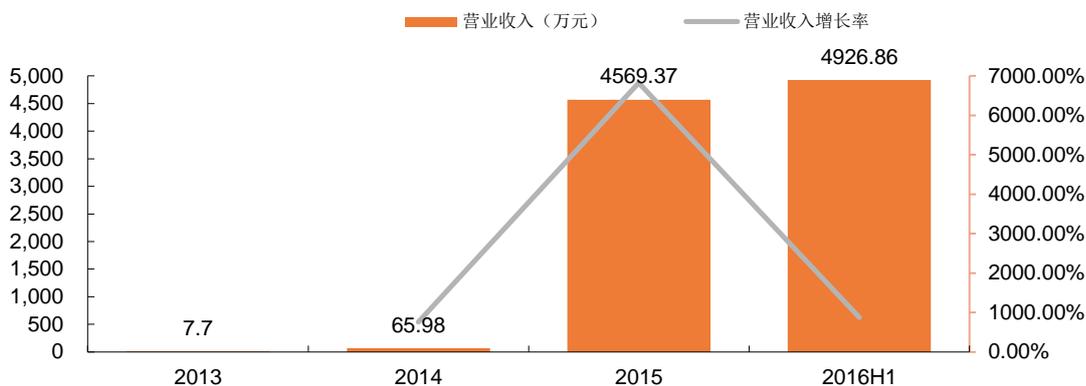
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 产品不断优化，业绩持续增长

业绩突飞猛进，成本逐渐控制

2016H1，公司实现营业收入 4926.86 万元，同比增长 870.74%，并超过了 2015 年全年的营业收入。营业收入的大幅增长，主要原因是国内出境游人群增长迅速，而且越来越多的自由行游客认识并参与到共享经济中，同时公司在共享经济“住”领域的品牌知名度逐渐提升，使得公司业务飞速增长。此外，公司净利润为-4973.51 万元，占营收比重为-100.95%，是因为公司目前仍处于投入期，消费者行为习惯有待培养，短期不具备盈利能力；但较 2015 年同期（-265.22%）收窄较大，主要由于公司在提高业务的同时，合理控制了费用支出。

图表2 2013-2016H1 年公司净利润大幅增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

开拓优质房源, 注册用户激增

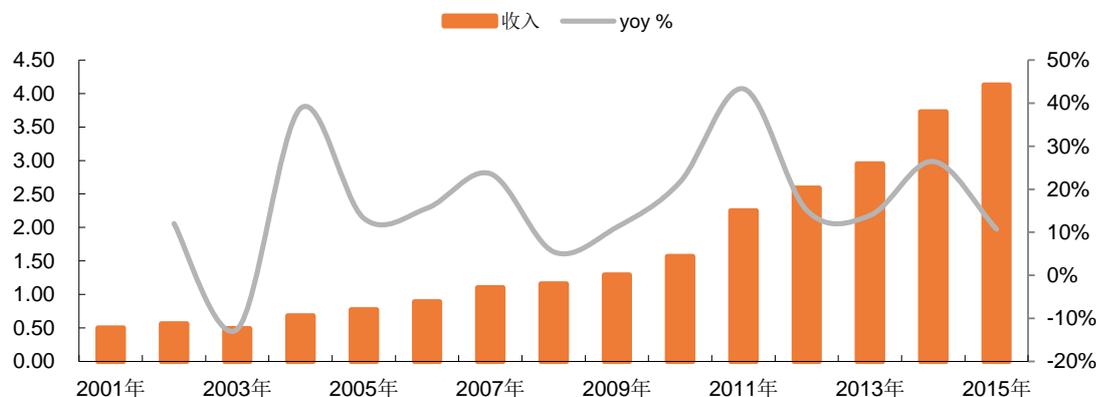
2016H1, 房源供给方面: 公司积累了近 25 万套优质海外房源, 覆盖了 70 个国家, 729 个城市及地区。公司的目标不仅是开拓更多的房源给予用户更多选择, 而且侧重对重点核心房源的精细化运营, 提高与供给端的粘性, 更好地掌握核心资源。用户注册方面: 公司累积注册用户达 242 万, 新增注册用户较 2015 年增长 874.25%。主要原因是经过不断的产品更新及研发迭代, APP 产品得到大幅度优化及提升, 使得线上消费转化率较 2015 年提升了近 3 倍。同时公司充分利用口碑传播的效力, 从而实现较高的注册用户增长速度。

二、 行业分析

2.1 在线境外游持续火热

根据国家旅游局以及市场研究机构的数据分析, 2016 年全国一共有 45.6 亿人次旅游, 相当于 13.6 亿人口人均旅游 3.3 次, 而国人在线旅游预订的花费达 6026 亿元, 同比增长 34%。出境游呈现良性发展态势, 2016 年预计出境旅游人数将达到 1.22 亿人次, 同比增长 4.3%。

图表3 2011-2015 年中国旅游业总收入 (万亿元)

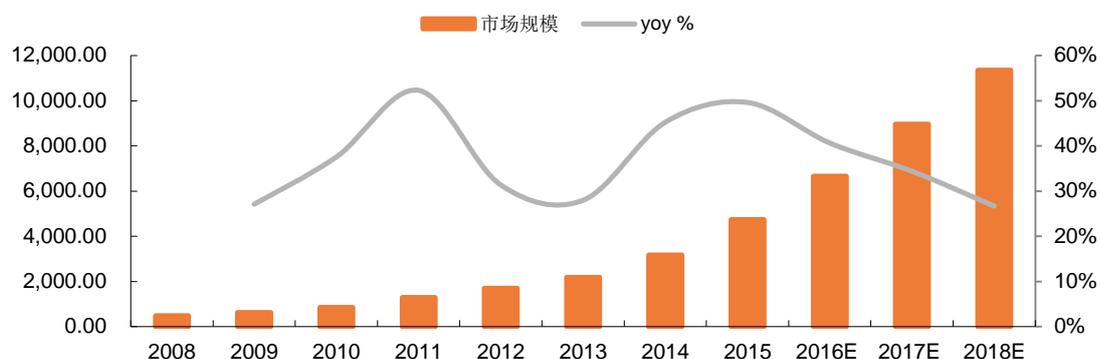


资料来源: 中国国家旅游局, 平安证券研究所

在线旅游发展良好

随着电子商务和移动互联网的迅猛发展，国民的旅游消费越来越转移到互联网和手机端上。2016年国人在线旅游预订的花费达6026亿元，而全国旅行社的交易规模约在4000亿元左右，也就是说国人通过在线旅行社预订消费的规模，已经远远超过传统旅行社门店。

图表4 2008-2018年中国在线旅游市场规模预测（亿元）

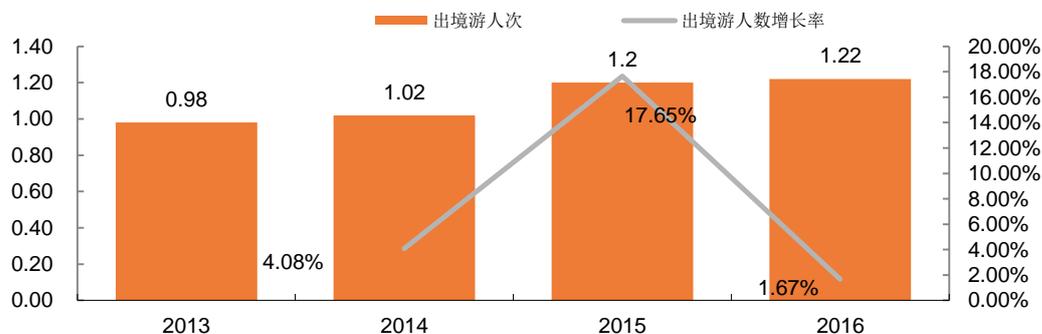


资料来源：中国国家旅游局，平安证券研究所

境外游发展增速稳定

自2012年起，中国连续多年成为世界第一大出境旅游消费国，对全球旅游收入的贡献年均超过13%。根据国家旅游局网站的预测数据，我国出境旅游人数将继续维持4%左右的增速。

图表5 2013-2016年中国出境游人数（亿人次）



资料来源：中国国家旅游局，平安证券研究所

2.2 共享住宿受追捧

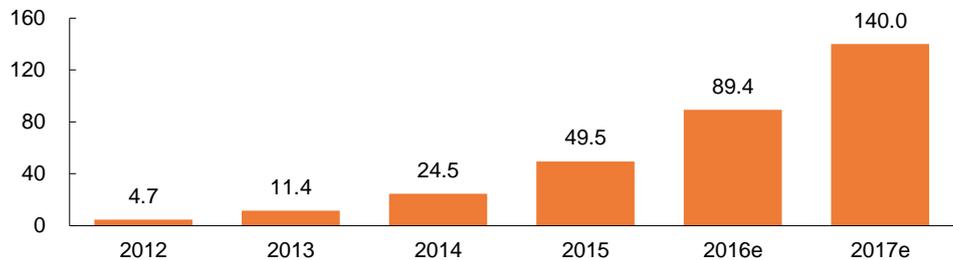
共享经济通过整合闲散资源让用户以较低价格获得产品或服务，供给方可获得一定的金钱回报。共享住宿是共享经济中的一个重要组成部分，随着共享经济理念的普及，共享住宿也逐渐被大众熟知并认可。

共享住宿前景广阔

随着经济高速发展，消费观念不断升级，旅游者对于旅途中的核心问题——住宿，不再停留在仅仅一张床的需求，而更愿意融入当地生活，感受当地文化。共享住宿的出现，以其低价、自由、个性

化等特色日益受到青睐。2016年中国在线旅游共享住宿市场交易规模可达89亿元,同比增长80.6%,且近几年的交易额呈持续上升的趋势。

图表6 2012-2016年中国共享住宿市场交易规模(亿元)



资料来源: 劲旅咨询, 平安证券研究所

➤ **产品优势**

共享住宿通常是指与酒店对应的当地民宿, 由于没有线下门店, 平台只需撮合房东与房客, 使消费成本急剧下降; 共享住宿具有当地特色, 能让游客深入体验当地风俗; 共享住宿让资源合理利用, 有利于缓解环境压力, 打造绿色可持续的消费模式。

图表7 共享住宿在供需方面的优势

供给侧	需求侧
能扩大供给总量, 通过将闲置资源投入社会消费, 大大提升资源利用率。	由于共享住宿大大降低交易成本, 因此消费者的消费能力也相应得以提升。
能促进收入增长, 可作为传统经济的补充, 提高参与者的收益。	有利于培育新的消费增长点, 可供消费者选择的范围大大增加, 总需求也被扩大。

资料来源: 平安证券研究所

➤ **政策支持**

自2015年国务院提出放宽在线短租等新业态的准入和经营许可以来, 政府政策一直都在支持鼓励共享住宿的发展。

图表8 国家政策支持

时间	政策来源	政策内容
2015.7	国务院	放宽在线短租、旅游租车等“互联网+”新业态的准入和经营许可
2015.9	夏季达沃斯论坛	李克强总理提到分享经济, 指出分享经济是拉动经济增长的新路子
2015.10	十八届五中全会公报	明确指出发展分享经济, 首次将分享经济写入党的全会决议中
2015.11	国务院	明确指出要积极发展客栈民宿、短租公寓、长租公寓等细分业态
2015.12	第二届互联网大会	习近平主席指出要发展分享经济, 支持基于互联网的各类创新

2016.2	发改委等十部门	明确支持发展共享经济，鼓励个人闲置资源有效利用，有序发展网络预约拼车、自有车辆租赁、民宿出租、旧物交换利用等
2016.3	政府工作报告	首次引入共享经济概念，李克强总理将共享经济列为深挖大数据“钻石矿”的一大利器
2016.5	数博会	李克强总理表示，共享经济可有效降低创业创新门槛，实现闲置资源充分利用，形成新的增长点，为经济注入强劲动力；此外，共享经济人人皆可参与、人人皆可受益，有利于促进社会公平正义
2016.7	交通运输部等7部委	宣布网约车合法，这是全球范围内第一部国家级的网约车法规
2017.1	国务院常务会议	通过“十三五”就业规划，提出大力发展共享经济

资料来源：政策文件,平安证券研究所

➤ 资本投入

市场上的大量闲散资本纷纷投入，除部分平台孵化企业之外，大部分的在线短租企业都获得了持续融资。共享模式因其成本结构与经营模式的独特优势，以轻资产获得了更高的估值认可。高额资本的注入一方面说明行业前景广阔，另一方面也表明了有大量资金支持下，在线短租行业将取得更快地发展。

图表9 部分在线短租平台融资情况

短租平台	融资时间	融资轮次	金额
一呆	2015	/	数千万美元
游多多	2015	B	/
大鱼	2015	A	/
途家	2015.8	D、D+	3亿美元
木鸟短租	2016.2	B	数千万元
住百家	2016.4	新三板	数千万元
小猪	2016.11	C+、D	6500万美元

资料来源：公司网站,平安证券研究所

共享住宿商业模式

目前中国共享住宿市场主要存在两种经营模式：B2C (Business to Customer)、C2C (Customer to Customer)。B2C 模式通常是平台获取房源后统一化管理，然后销售给个人房客；C2C 模式中，平台更像一个枢纽，连接着个人房东和个人房客。

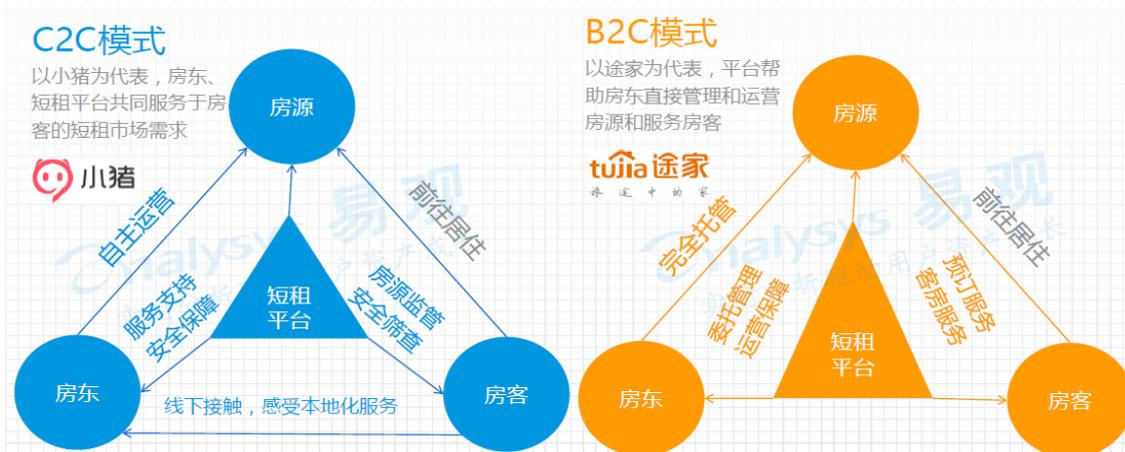
图表10 C2C 与 B2C 经营模式对比

	C2C	B2C
连接终端	个人到个人	平台到个人
发展模式	个人房屋所有者与个人消费者之间通过平台进行直连,C2C 住宿分享平台通过制定准入及运营规则规范两端用户行为	从地产开发商、房屋中介、酒店式公寓等来源批量获取房源并统一管理,包括房屋设施、服务标准、服务流程等各方面形成统一标准并执行,重资产运营

发展趋势	逐步扩展线下运营团队，在不获取房屋租售权的基础上审核、完善房源，为个人房屋所有者提供服务培训、房屋软硬件升级、全程客服等服务，运营压力加重	逐步拓展 C2C 业务，向房源多样化个性化方向发展，同时社交与旅游当地玩乐等需求进入产品设计内容
代表企业	小猪、木鸟短租等	途家等

资料来源：劲旅咨询、平安证券研究所

图表11 B2C 与 C2C 类比



资料来源：易观智库，平安证券研究所

共享住宿形成了对传统酒店的降维攻击，可以提供更多产品选择，打破了房东和租户之间信息不对称的问题，而且轻资产的扩张模式可以让平台更专注产品本身，并可通过社交属性提高用户体验、降低运营成本。

图表12 共享住宿与传统酒店的对比

	传统酒店	共享住宿
商品种类	较单一，仅仅能提供经济房，标准房，豪华套房等	品类丰富，提供的房屋类型包括：度假公寓、别墅、小木屋、城堡、房车、圆顶小屋、灯塔、蒙古包、洞穴、树屋、游艇、飞机和岛屿等
主要成本	租赁地产、管理和推广酒店品牌以及工作人员的雇佣成本	人力成本和研发运营平台成本
扩张模式	重资产扩张，输出的是土地，人员，品牌和管理	轻资产扩张，可以完全专注于管理输出，提高用户体验
社交属性	基本无社交属性	结合社交网站整合租客住宿后留下的评价，借助过亿的社区力量和多种认证、增值服务，降低服务的不确定性，同时可帮助用户快速找到附近住宿地点，极大降低平台认证所需成本

资料来源：公司网站，平安证券研究所

此外，共享住宿提供的住宿通常比酒店价格更低。以 Airbnb 在欧美主要城市的价格来看，Airbnb 在美国的价格平均比酒店低 2%，在欧洲及澳大利亚的价格平均比酒店低 13%。

图表13 Airbnb 与美国酒店价格比较 (2015 年)

城市	酒店均价	Airbnb 均价	价差	城市	酒店均价	Airbnb 均价	价差
New York	\$199.92	\$263.45	-32%	Chicago	\$159.14	\$138.76	13%
Los Angeles	\$157.32	\$168.77	-7%	New Orleans	\$182.00	\$156.65	14%
San Francisco	\$200.63	\$273.52	-36%	Salt Lake City	\$185.72	\$104.52	44%
Washington DC	\$140.40	\$216.00	-54%	Sacramento, California	\$163.52	\$113.64	31%
Riverside, San Bernardino, Ontario, California	\$167.26	\$102.70	39%	Nashville, Tennessee	\$165.30	\$126.69	23%
Orlando, Florida	\$120.13	\$112.08	7%	Portland, Oregon	\$125.50	\$125.00	0%
San Diego	\$170.63	\$150.68	12%	Denver	\$136.49	\$120.78	12%
Austin, Texas	\$182.44	\$134.50	26%	Lakeland, Florida	\$90.70	\$105.54	-16%
Boston	\$192.97	\$254.10	-32%	Seattle	\$141.79	\$174.73	-23%
Honolulu	\$156.55	\$240.19	-53%	Miami	\$170.89	\$195.75	-15%
平均价格	\$160.47	\$163.90	-2%				

资料来源: Share Better, 平安证券研究所

图表14 Airbnb 与欧洲、澳大利亚部分城市的酒店价格比较 (2015 年)

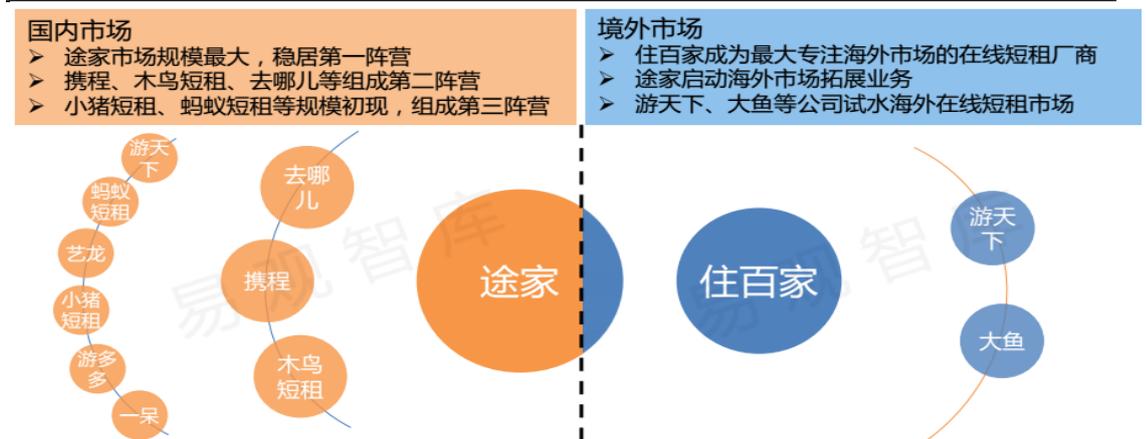
城市	酒店均价	Airbnb 均价	价差	城市	酒店均价	Airbnb 均价	价差
Amsterdam	\$191	\$146	-24%	Paris	\$214	\$110	-49%
Barcelona	\$172	\$312	81%	Sydney	\$185	\$140	-24%
Berlin	\$128	\$65	-49%	Venice	\$233	\$147	-37%
London	\$252	\$144	-43%	Vienna	\$147	\$75	-49%
Madrid	\$132	\$73	-45%	平均价格	\$182	\$156	-13%

资料来源: busbud, 平安证券研究所

共享住宿平台百花齐放

2011 年起，途家、蚂蚁短租、小猪、木鸟、游天下、住百家、大鱼等平台纷纷进入在线共享住宿市场。经过近 5 年的发展，各平台在资本的支持下，通过不断拓展房源，培养消费者的消费习惯，抢占市场份额，逐渐形成了一定的行业气候。

图表15 各在线短租平台的市场规模



资料来源：易观智库，平安证券研究所

图表16 在线短租平台比较研究

	境内短租						境外短租		全球短租	
	途家	木鸟短租	蚂蚁短租	小猪	一呆	游多多	住百家	大鱼	Airbnb	HomeAway
经营模式	B2C	C2C	C2C	C2C	C2C	C2C	B2C2C	C2C	C2C	B2C
覆盖范围	大陆 325 个目的地和海外 1085 个目的地	全国 396 个城市，国际房源 12 万套	覆盖全国 300 多个城市及目的地	全国 250 多个城市	国内 209 个目的地	国内所有景区目及大中城市	全球 70 个国家 729 个城市	台湾、日本、部分东南亚国家	全球 190 多个国家，34000 个城市	覆盖全球 145 个国家
估值	12 亿美元	6000 万元	3000 万美元	1 亿美元	数千万美元	2013 年 2500 万 A 轮	27 亿人民币	A 轮融资	250 亿美元	35 亿美元
背景	携程、HomeAway 投资	北京爱游易科技有限公司	已被途家收购	/	微光创投	戈壁投资、印尼 MNC	黄晓明夫妇投资	/	全球最大在线短租	2015 年被 Expedia 收购
盈利模式	佣金+酒店收入	每笔订单总额 10% 的佣金	收取房东 10% 服务费	房东 10% 服务费	房东少量比例佣金	收取客栈 15% 佣金	双向零佣金、周边服务盈利	收取房东 10%-15% 服务费	房东 3%，房客 6-12% 服务费	收取房东 3% 服务费、注册费、房屋展示费

资料来源：公司网站，平安证券研究所

➤ 境内短租

境内短租三足鼎立，以途家、木鸟短租、小猪为首的行业巨头竞争激烈，其他平台也在快速发展。途家自 2011 年成立以来，目前已完成 D 及 D+轮融资，估值超过 10 亿美元，拥有注册用户逾 1000 万，是国内最大的短租平台。小猪聚焦个人民宿，专注于共享，用心践行居住自由主义。木鸟短租实施房源淘汰机制，对于房源质量严格把控，保障产品质量。

图表17 境内短租平台对比

	途家	小猪	木鸟短租
成立时间	2011	2012	2012
运营模式	B2C	C2C	C2C
平台特色	推出了途立方运营平台，针对开发商和购房业主优化升级住宿分享解决方案	小猪“城市之光”书店住宿、“乡村美宿”等特色主题	凡有木鸟短租 100%验证徽章的房源全部由专业质检小组现场考核；实施房源淘汰机制
融资情况	完成 D 及 D+轮融资	完成 C+及 D 轮融资	完成 B 轮融资
重要事件	2016 年 6 月收购蚂蚁短租；2016 年 10 月 20 日宣布并购携程旅行网、去哪儿网旗下的公寓民宿业务	2016 年 9 月与美团点评达成合作，双方共同拓展深挖民宿市场，共同探索“本地服务+住宿分享”新业态	2016 年 6 月海外板块上线

资料来源：平安证券研究所

➤ 境外游短租

住百家、大鱼是目前国内专注境外游短租的平台。住百家是国内最大的专注境外在线短租的厂商，不同于传统的 B2C 或 C2C 模式，住百家定位于 C2B2C 模式：在房源获取端采用 C2C 模式，与房东直接达成协议，承担 C2C 模式中信息对接、交易撮合、渠道搭建等功能。在后端倾向 B2C 模式，对房源进行筛选，通过严格品控体系，为用户提供更多选择和多重保障。大鱼从台湾开始经营，逐渐将业务扩展到了东南亚地区。

图表18 国内境外游短租平台对比

	住百家	大鱼
成立时间	2012	2013
运营模式	C2B2C	C2C
平台特色	双向零佣金、7*24 中文客服	打造“入台证神器”、创立“猎人旅行”计划
融资情况	新三板上市	A 轮融资

资料来源：平安证券研究所

➤ 国际短租平台

Airbnb 仍为国际短租市场的龙头企业，Homeaway 具较强竞争力。Airbnb 是全球最大的短租平台，涉及地区广泛、房源数量多是公司的一大优势，而且作为行业龙头，知名度高、受众广，也增强了公司的竞争力。Airbnb 选择主动扩大战场，让国内短租行业的竞争格局变得更加复杂。Homeaway 成立于 2004 年，于 2011 年 6 月 30 日在纳斯达克挂牌上市，上市以来收购了近 22 家公司，目前已经发展成为全球最大的假日房屋租赁在线服务提供商，有较强的先发优势。

图表19 国际短租平台对比

	Airbnb	Homeaway
成立时间	2008	2004

运营模式	C2C	B2C
平台特色	全球最大的短租平台，知名度高、受众广	全球最大的假日房屋租赁在线服务提供商，拥有 50 个网页，可转化为 21 种语言
规模	估值超过 300 亿美元	纳斯达克挂牌上市
重要事件	2015 年 8 月宣布正式入华；2016 年下半年开始盈利； 2016 年 11 月，推出全新“Trips”平台	2011 年 6 月 30 日在纳斯达克挂牌上市

资料来源：平安证券研究所

2.3 行业发展阻力

尽管近两年中国分享住宿行业发展很快，但仍然存在很多问题，如市场教育不足、信用体系不完备、管理模式仍需探索等。目前本土共享住宿企业迅速成长，创业公司大量涌入，老牌企业 Airbnb 在 2015 年打入中国市场，此外一些传统长租企业，比如自如等也开始试水短租市场，造成市场竞争激烈，而整个在线短租市场缺乏统一行业标准，企业服务能力参差不齐，市场价格缺少管制，市场格局存在较大变数。

信用风险

共享经济的核心是信任，而中国的人际信任度比较低，人与人之间信任基础薄弱。世界价值观调查（World Values Survey）官网的数据显示，中国只有大约 13% 的居民完全或有一点相信陌生人，剩下大约 87% 的人完全不相信陌生人。同时中国国内个人信用体系尚不健全，信用数据碎片化，也在很大程度上制约了共享经济的发展。

对于经营共享住宿的企业而言，信用风险来自两方面：一是房东，如果房东没有按照订单规定的时间交房，将会导致公司对住户造成违约；二是房客，如果房客在居住使用过程中，对房屋造成损害，会对房东及公司带来高额的财产损失。

政府管制

一些国家或地区对于房屋短租有各自不同的法规要求，而且这些法规也在持续发展变化，这对企业的进入、经营都会产生重大影响，不利于维护公司与房东的合作关系，可能会减少公司的房源数量，从而对公司的业绩及财务状况造成不良影响。以 Airbnb 为例，目前一些国家或地区已采取了对 Airbnb 的管制措施。

图表20 Airbnb 受到的政府管制

时间	管制内容
2016 年 5 月	德国柏林市颁布法规禁止房主在租房网站上出租整套房屋。
2016 年 6 月	法国监管部门表示，Airbnb 在巴黎的房源里涉嫌违法出租屋至少有 2 万间，巴黎副市长表示“绝不姑息”。
2016 年 6 月	旧金山监事委员会宣布 Airbnb 房东需要向旧金山市政府注册登记，否则处以每天 1000 美元的罚款。
2016 年 10 月	美国纽约州州长签署了一项法案，禁止房主为少于 30 天的短期出租进行广告宣传，否则处以高达 7500 美元的罚款。

资料来源：政策文件，平安证券研究所

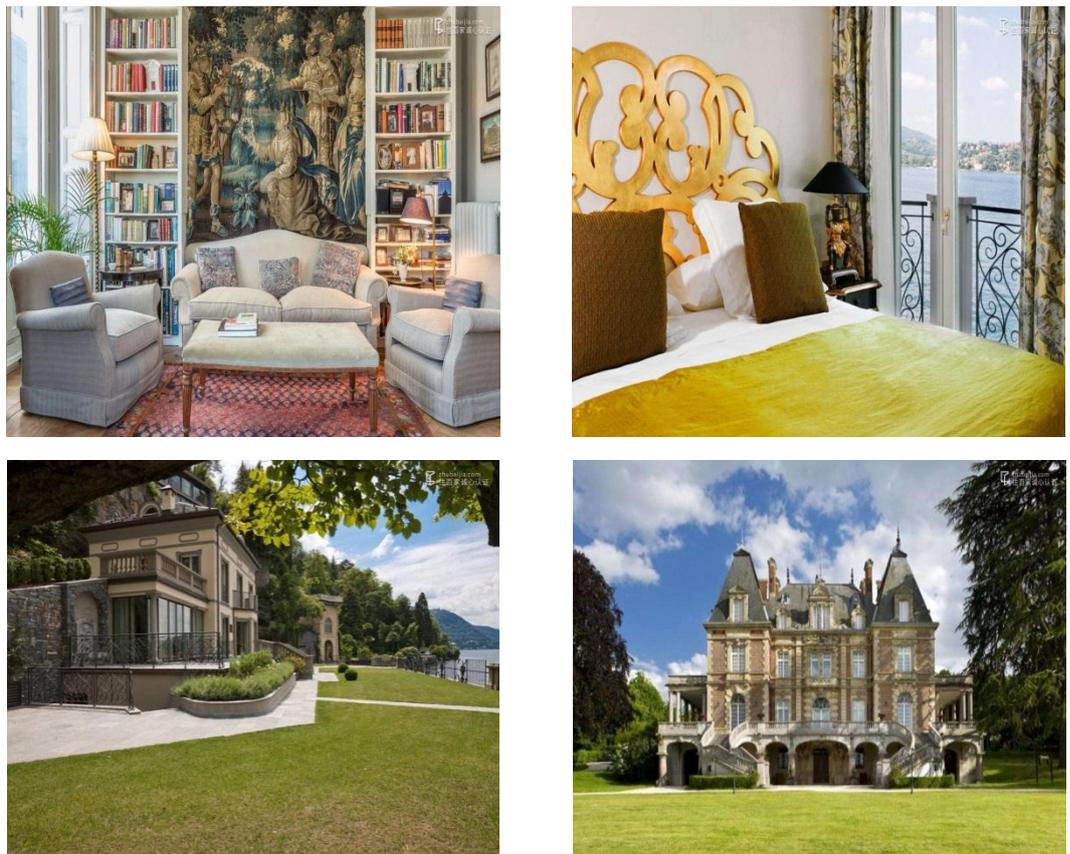
三、 投资亮点

3.1 产品优势

覆盖城市广，房源特色多

住百家目前的房源覆盖全球 70 个国家 729 个城市的短租民居，包括别墅、皇宫、树屋、船屋、城堡等特色当地民居。住百家拥有各种房间数量的房源，小到 1 间卧室的公寓，上到有 8 间卧室的别墅，都配有相应的厨房、洗衣机等基本生活设施。对于家庭出境游客而言，相比同档酒店的价格，住百家的人均消费占据绝对优势，无论家庭人数多少，都能选择到整套最适合的旅游度假房屋。

图表21 住百家房源展示



资料来源：住百家官方网站

专注海外，为国人量身打造

Airbnb 是经营共享住宿的鼻祖，从 2008 年至今，经过 9 年的发展时间，已经成为估值 300 亿美元的“独角兽”。Airbnb 打破了人与人之间的隔阂，改变了人们的租住意识。目前国外的共享住宿发展较为成熟，人们更愿意将个人住房分享给陌生人。住百家在进行海外房源拓展时，遇到的阻力更小，比在国内发展的平台更容易获取房源。

图表22 住百家与国内平台获取房源的难易度

	住百家	国内平台
社会意识	Airbnb 打开了国外市场，人们更愿意分享住房	国人对共享住宿认可度不高，短时间内很难接受让陌生人住进家里
房源拓展难度	较为容易	较为困难

资料来源：公司网站，平安证券研究所

住百家目前拥有全国第一的海外可预定房源 SKU (Stock Keeping Unit, 库存量单位)，属于较高的资源壁垒，国内无直接竞争对手；而途家网、蚂蚁短租、小猪短租专注做国内短租，对于海外短租的业务开拓均受限于此很高的壁垒，需要大量的时间和资本才有可能参与，在短期内无法产生直接竞争。

从用户角度讲，由于文化差异，国人在出游时可能会倾向于选择国内的品牌。住百家充分运用其过去 3 年对中国出境用户提供服务积累的数据与经验，针对性地提供为中国人出行习惯而设计的配套服务。住百家服务的是相对更精准的用户群体，意味着住百家可以对这批用户进行更深入的服务。其提供的 7*24 小时多语种客户服务、当地管家、保镖等服务，可以消除国人在海外游玩的语言障碍、不确定性，提高安全感。

图表23 住百家与其他平台在服务上的对比

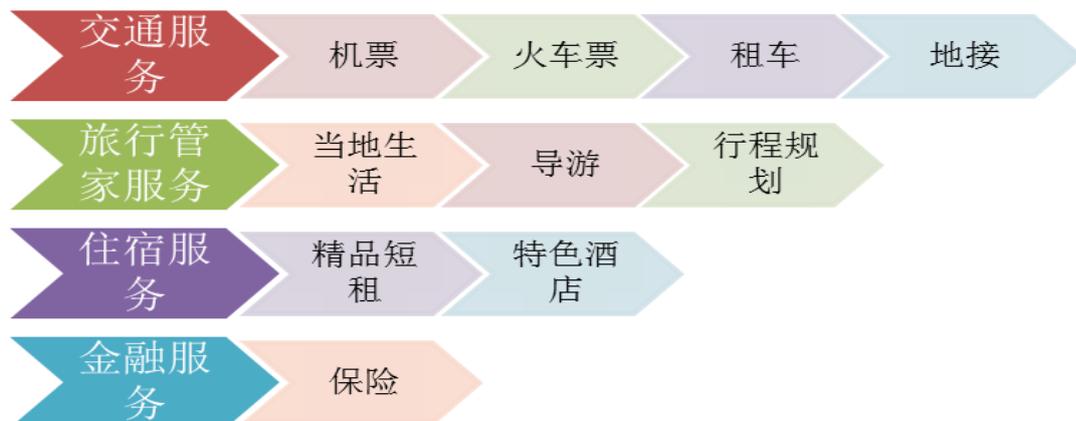
	住百家	Airbnb	途家等国内其他平台
语言沟通	7*24 小时中文服务	存在一定语言障碍	中文服务，但时效性不够
文化差异	专为国人打造，符合国人出游习惯	较大文化差异	无文化差异
专业性	专注境外游	覆盖面广，暂无针对中国人定制的服务	通常涉及境外游，但以境内发展为主

资料来源：公司网站，平安证券研究所

配套增值服务

在短租服务基础上，住百家还可以根据用户个性化的需求，辅助定制旅行方案，提供周边“吃、住、行、游、购、娱”等一整套特色产品和服务，形成独特、完善的高效定制化方案，满足用户出境自由行的全部需求，提供最佳的旅行体验。

图表24 住百家配套服务



资料来源：公司网站，平安证券研究所

3.2 运营优势

销售模式：C2B2C

不同于传统的 B2C 或 C2C 模式，住百家定位于 C2B2C 模式：在房源获取端采用 C2C 模式，与房东直接达成协议，提供可销售房源；同时承担 C2C 模式中信息对接、交易撮合、渠道搭建等功能。而在后端比较倾向 B2C 模式，对房源进行筛选，通过严格品控体系，让房东与用户更安心，为用户提供更多选择和多重保障。

图表25 C2B2C 模式的优势

	C2C	B2C	C2B2C
优劣势	1、商品丰富，选择多样化； 2、定价高度自由，缺乏行业标准； 3、平台监管困难，品质缺乏保障。房客有可能得到的住房与图片或描述不符，甚至存在质量问题。	1、商品标准化，不能提供多种选择； 2、监管严格，质量有保障。	彻底解决 C2C 信用问题，激励房东规范自己的行为，消除房客被欺诈的风险。

资料来源：平安证券研究所

这种营销模式就类似于目前的销售网站天猫，在给予用户多样化选择的同时，又能保障用户的使用安全。而 C2C 类似于淘宝网，能够提供用户多种多样的选择，B2C 更像是京东网，自营业务占很大比重。

图表26 运营模式类比



资料来源：住百家公开转让说明书

专业房源拓展团队

公司拥有丰富的海外房源拓展和质控经验的团队，保持了持续高效的海外优质短租房源的开拓和管理，经过长期的业务积累，凭借丰富的开拓、管理方法论，以及多语言、高效沟通能力，陆续拓展了覆盖 70 多个国家及地区的 25 万套房源，从而彻底打造形成住百家独特的先发优势和资源壁垒。

图表27 房源拓展团队职责

前期质控核查	租赁前后核查
对拟合作房源进行预先核查	定期和不定期抽查房屋情况
安排当地人员上门核实	根据房东的反馈和意见安排改进
检查房屋是否符合要求	根据评估结果调整房源展示顺序
定期向公司海外房源负责人汇报	下架不合格房源

资料来源：住百家公开转让说明书，平安证券研究所

双向零佣金

住百家的运营模式是不收房屋中介费，而靠着增值和配套服务盈利。住百家用零佣金做房东与用户之间的媒介，但用极致的服务盈利。这是互联网经济催生的“主营业务毛利去零化”，将公司变成了一个流量入口平台，在拥有大量流量之后，不仅利于公司的精细化运营，帮助完善公司产品，而且更容易获得公众的关注，受到投资者青睐。

3.3 资本优势

新三板上市

由于精准的定位和独特的营销模式，公司在上市前就吸引了不少投资者的关注。

图表28 住百家上市前融资情况

时间	轮次	金额	投资方
2013年5月到9月	天使轮	百万元	多位天使投资人
2014年8月	A轮	百万美元	联想之星
2015年8月	B轮	近2亿元	中信金石、AB Capital
2015年9月	C轮	不低于5亿元	航海旅游集团

资料来源：平安证券研究所

在上市之前，公司通过挂牌辅导，加强和规范了公司的治理，优化了客户端及供应商端的经营管理，降低了公司的运营风险。挂牌新三板后，公司在监管上将会更规范，同时享有融资便利。

图表29 公司上市后的优势

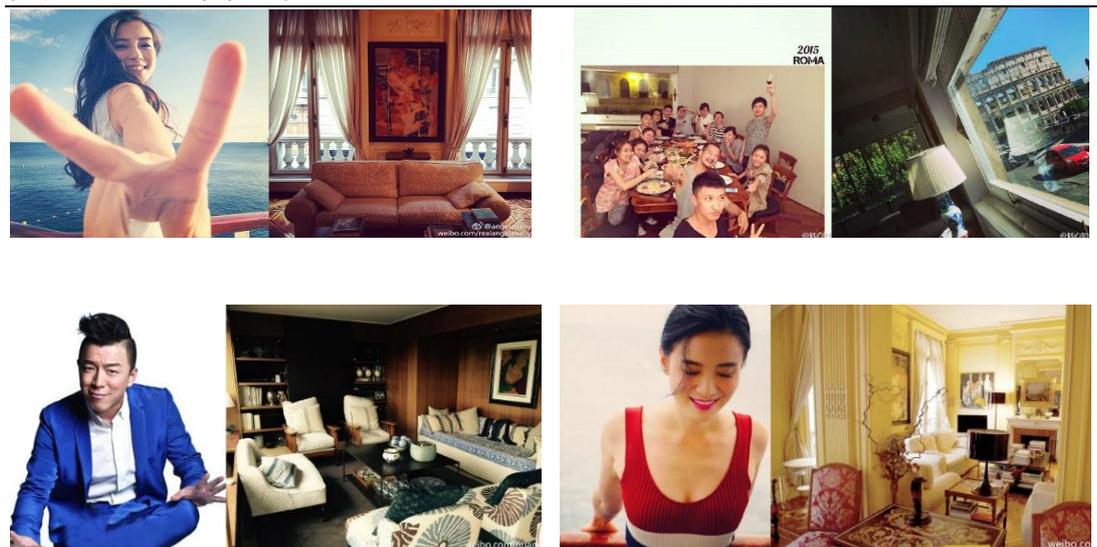
融资方面	运营方面	品牌形象	广告效应
有助于企业提高自身信用状况，享受低成本的融资便利；让企业拥有更丰富的融资、再融资渠道	可以帮助企业规范治理结构、完善各项管理制度，提高运营效率	上市是对企业管理水平、发展前景、盈利能力的有力证明，可提高企业知名度，提升企业形象，扩大市场影响力	企业上市后成为一家公众企业，会获得更多媒体的关注和报道

资料来源：平安证券研究所

明星效应

2015年8月，公司在B轮融资时引入了黄晓明夫妇（AB Capital与宁波星鑫参与了住百家的B轮融资），而且众多明星体验过住百家的服务，包括股东Angelababy，还有林心如，黄渤，张歆艺，张钧甯等。明星的投资、入住和推广对于提升平台的知名度大有裨益，能够吸引忠实粉丝入住。

图表30 明星入住住百家



资料来源：新浪微博，平安证券研究所

四、 盈利预测

4.1 基本假设

- 1、随着海外房源拓展以及业务量增加，公司收入毛利率保持较高水平；
- 2、周边产品收入占比进一步增加，公司综合盈利能力进一步提高。

4.2 盈利预测和投资建议

根据基本假设，我们预计公司 2016-2018 年收入分别为 1.22 亿元、2.32 亿元、4.79 亿元，同比增长率分别为 168.00%、89.09%、106.81%。预计 2016-2018 年净利润分别为-1.02 亿元、-0.93 亿元、-0.60 亿元，公司亏损将会逐渐收窄。考虑到公司较好的成长前景和较低的估值水平，首次覆盖给予“推荐”评级。

4.3 风险评价

行业政策变动风险、公司业务拓展不及预期、市场竞争加剧等。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	67	39	74	150
现金	45	1	2	5
应收账款	0	1	1	0
其他应收款	3	13	29	0
预付账款	19	58	115	0
存货	0	0	0	0
其他流动资产	-0	0	0	0
非流动资产	7	5	3	3
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3	3	3	3
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	5	2	0	0
资产总计	74	44	77	152
流动负债	24	190	325	0
短期借款	0	144	253	0
应付账款	1	7	19	0
其他流动负债	23	39	52	0
非流动负债	0	-0	-0	-0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	-0	-0	-0
负债合计	24	64	190	325
少数股东权益	0	0	0	0
股本	70	72	72	72
资本公积	39	69	69	69
留存收益	-59	-161	-254	-314
归属母公司股东权益	50	-20	-113	-173
负债和股东权益	74	44	77	152

现金流量表单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-87	-121	-88	-96
净利润	-90	-102	-93	-60
折旧摊销	0	2	2	0
财务费用	0	1	5	10
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-44	-10	-65	-99
其他经营现金流	46	-12	63	51
投资活动现金流	-8	0	0	0
资本支出	-8	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	134	81	89	99
短期借款	0	50	94	109
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	69	1	0	0
资本公积增加	31	31	0	0
其他筹资现金流	34	-1	-5	-10
现金净增加额	39	-40	1	2

利润表单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	46	122	232	479
营业成本	43	112	202	395
营业税金及附加	3	7	13	27
营业费用	56	60	63	67
管理费用	33	45	42	38
财务费用	1	1	6	11
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	-90	-102	-93	-60
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	-90	-102	-93	-60
所得税	0	0	0	0
净利润	-90	-102	-93	-60
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-90	-102	-93	-60
EBITDA	-89	-99	-86	-49
EPS (元)	-1.25	-1.43	-1.30	-0.83

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入(%)	6825.2	168.0	89.1	106.8
营业利润(%)	-14.3	9.1	36.0	100.0
归属于母公司净利润(%)	-3915.0	-14.3	9.1	36.0
获利能力				
毛利率(%)	6.9	8.9	12.8	17.6
净利率(%)	-196.1	-83.6	-40.2	-12.4
ROE(%)	-178.2	509.6	82.2	34.5
ROIC(%)	-37809.3	-1059.9	-302.7	-167.4
偿债能力				
资产负债率(%)	28.8	145.8	247.6	213.5
净负债比率(%)	0.0	-246.7	-127.3	-146.8
流动比率	3.12	0.61	0.39	0.46
速动比率	3.12	0.61	0.39	0.46
营运能力				
总资产周转率	0.65	2.79	3.02	3.15
应收账款周转率	108.0	1196.3	259.9	411.7
应付账款周转率	4.1	6.4	6.7	6.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	-1.25	-1.43	-1.30	-0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.21	-1.68	-1.23	-1.35
每股净资产(最新摊薄)	0.70	-0.28	-1.58	-2.41
估值比率				
P/E	-30.4	-26.6	-29.3	-45.8
P/B	54.2	-135.7	-24.1	-15.8
EV/EBITDA	-29.6	-28.0	-33.5	-60.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033