

首旅酒店(600258)

弹性、稳定兼备，有望迎戴维斯双击
——首旅酒店深度报告

✍️ : 李丹 执业证书编号: S1230520040003
☎️ : 021-80108040
✉️ : lidan02@stocke.com.cn

报告导读

首旅 2016 年完成如家私有化，跻身国内连锁酒店集团 TOP3。公司旗下近 20 个品牌、40 个产品覆盖全系列酒店业务，同步推行直营&标准加盟&非标加盟&云酒店多元化扩张模式，实施规模为先、发力中高端战略，立下三年万店目标。在行业需求恢复阶段，公司将依靠较高直营店占比享有较大业绩弹性；在自身展店提速基础上，北京环球影城年内开业+2022 北京冬奥会有望成为业绩催化剂，公司或迎来戴维斯双击。

投资要点

酒店集团 TOP3，收购如家引入民营基因，控股股东旅游资源丰富

首旅是国内第三、全球第十大连锁酒店集团，由北京市国资委实际控制，背靠首旅集团，享丰富旅游商贸产业链资源。2013 年公司由“首旅股份”更名为“首旅酒店”；2016 年私有化如家酒店集团，酒店数量跃至 3402 家（15 年末为 156 家），客房规模跻身全国 TOP3。公司持续推进国企混改，私有化如家后携程成为第二大股东，7 位高管中 3 位为原如家系，引入民营基因，2018 年正式启动员工股权激励，建立了股权+薪酬的长效激励机制，市场化程度较高。

空间大：下沉市场连锁渗透空间大，疫情危机下马太效应更明显

行业连锁化率低于全球平均水平，整合空间较大，下沉市场为连锁化蓝海。2020 年我国酒店连锁化率为 31.5%，对标美国 72.9% 的连锁化率，国内酒店业尚有较大整合空间。2020 年末，我国一线城市连锁化率为 48%，三四线城市约 24%，随着酒店存量市场趋于饱和，我们认为酒店龙头在连锁化率较低的下沉市场拥有巨大增量空间。

疫情加速弱势供给出清，稳定竞争格局下龙头连锁化进程将更为顺畅。由于缺乏成熟的管理体系和规模化优势，中小型单体酒店在疫情中势单力薄，连锁品牌的优势进一步显现。2020 年我国酒店数量同比下降 17.5%，但连锁酒店数量增加 5.8%，连锁化率增加 5.6pct 达到 31.5%。我们认为后疫情时代连锁酒店集团龙头的品牌化&连锁化进程将更为顺畅，考虑到当前我国酒店业头部三足鼎立格局较为稳定，我们认为在行业连锁化进程中公司将享马太效应红利。

模式优：加盟模式提高净利率，云品牌打开下沉市场增量空间

净利率随加盟比例提升。公司同步推行传统加盟（标准加盟&非标加盟）&云酒店扩张模式，其中，传统加盟业务收入随营业额波动，在提高展店速度的同时较大程度保留业绩弹性，而云酒店加盟费主要与总房量、城市挂钩，相当于贡献固定收益的“贴牌”生意，综合来看公司业绩弹性、稳定兼具。2016-19 年公司加盟占比从 71%提高至 81%，净利率从 5%提升至 11%。

以云酒店为刃打开下沉市场增量空间。云酒店瞄准 60 间房量以下的中小单体酒店，具有加盟门槛更低、投资回报性价比高的特征，与低线城市中小投资人的需求较为匹配，利于抢占更多中小单体酒店资源，打开下沉市场增量空间。

结构升级：多元化战略下产品持续升级提效，中高端收入占比超 4 成

品牌定位多元、主次清晰，重点发力中高端。公司旗下约 20 个品牌、40 个产

评级

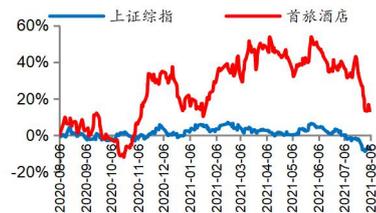
增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥18.60

单季度业绩

元/股

1Q/2021	-0.18
4Q/2020	0.06
3Q/2020	0.14
2Q/2020	-0.17



公司简介

公司是一家领先的、具有市场规模较为突出优势的酒店集团公司，专注于经济连锁型及中高端酒店的投资与运营管理，并兼有景区经营业务。

相关报告

1 《酒店行业框架：强管理输出行业，产品为王》2021.6.15

报告撰写人：李丹
联系人：李丹

品覆盖全系列酒店业务，先后建立五大事业部推进多元化品牌发展战略，重点发展十大核心品牌（其中8个定位中高端），并将股权激励计划解锁考核目标与中高端收入占比挂钩。2018-19年计划新开店中高端占比超过50%；2020年末公司中高端酒店占24%，中高端收入占比超过42%。

旗下品牌更新迭代迅速，品牌形象持续提升，业绩成效明显。1) **经济型迭代升级迅速，高投资回报率获业主认可**：截至2020年末，公司已累计将279家直营店及224家特许店升级改造为如家3.0NEO，体现业主对品牌以及产品投资回报率的认可。2) **加强中高端酒店投入，跨品牌升级改造后RevPAR提升1.3-1.8倍**：2016年，共有12家经济型直营酒店升级为中高端酒店，改造后RevPAR提升1.3到1.8倍。2018-20年，公司分别投资29、44、43个中高端酒店的新建和升级改造，2020年末中高端酒店占比提高至24%。

□ 催化足：短期具备高业绩弹性，中期三年万店目标下规模有望翻番

酒店需求持续回暖，局部疫情扰动有限，高直营店占比带来高业绩弹性。根据STR数据，2021年5月我国酒店行业RevPAR为301元，已恢复至19年同期的96%。21Q1首旅、锦江、华住直营店占比分别为15.7%、9.6%、9.8%，由于直营店固定成本占比较大，周期性特征突出，因此，当行业需求好转时，直营店利润将快速修复，首旅业绩弹性将更为明显。

短期计划展店速度在TOP3中最高，三年内有有望翻倍。2020年疫情冲击下公司逆势扩张，Q1-4分别新开62、188、298、361家店，全年新开店909家，较2019年增加80家。在2020年报中，公司提出加速规模发展是头等战略，截至21Q1末首旅储备店共计1407家，为历史最高水平。基于首旅（三年万店）、华住（三年万店）、锦江（三年新签万店）目标，我们计算得首旅21-23年开业酒店数量CAGR约为27%，增速有望反超锦江、华住，三年规模有望翻番。

□ 估值低：PE处于历史低位，环球影城开业预期下有望迎来戴维斯双击

短期环球影城开业+冬奥会辐射效应催化下，有望迎来戴维斯双击。以2019年EPS为基准计算，公司当前估值约为21倍，处于历史低位，并且疫情后估值明显低于同在A股上市的国企锦江酒店。北京环球度假区年内将开业，园内2家酒店（提供1200间客房，年收入预计5-12亿元）的管理公司将于2022年12月31日前注入首旅酒店，同时度假区二期计划建设7家大型酒店（客房超过5000间），背靠母公司首旅集团（环球影城控股方），我们认为公司亦有望取得经营权；此外，公司发布30亿定增计划在环球影城周围加密酒店布局，未来有望享更大溢出效应；北京冬奥会将于2022年举办，公司亦有望享辐射效应。在行业需求回暖叠加业绩催化下，我们认为公司有望实现业绩&估值双重修复。

□ 盈利预测与投资建议

疫情危机利于行业连锁化进程，龙头强者恒强；随着酒店行业需求回暖，高直营店占比带来高业绩弹性。我们预计公司21-23年收入分别为75.0、90.2、100.9亿元，归母净利润分别为6.1、11.7、14.8亿元，不考虑增发情况下EPS分别为0.61、1.08、1.49元/股。在三年万店目标推动下，公司短期将具备高成长性，提高加盟占比&中高端占比提升盈利能力，云品牌加速扩店增强收益稳定性，在环球影城+冬奥会催化下，公司中短期 α 属性较强，我们给予正常年份2022年25x，对应目标股价27.00元/股，首次覆盖，“**增持**”评级。

□ **风险提示**：行业需求不及预期，展店速度不及预期，商誉减值风险等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	5282	7501	9024	10089
(+/-)	-36.45%	42.02%	20.29%	11.80%
净利润	-496	607	1066	1476
(+/-)	-	-	75.54%	38.47%
每股收益(元)	-0.50	0.61	1.08	1.49
P/E	-46.74	38.19	21.75	15.71

正文目录

1. 连锁酒店集团翘楚，控股股东资源丰富.....	7
1.1. 住宿业务贡献 95%收入，2016 年跻身国内连锁酒店集团 TOP3.....	7
1.2. 混改持续推进，管理层激励强，控股股东有丰富旅游产业链资源.....	9
1.3. 收购如家后迎来跨越式发展，中高端、加盟占比提升较快.....	11
1.4. 疫情前如家贡献 96%净利润，盈利能力持续提升.....	15
2. 龙头享行业连锁化发展红利，加盟模式提速增利.....	17
2.1. 我国酒店业连锁渗透率提升空间大，龙头具备明显竞争优势.....	17
2.2. 扩张以加盟为主，传统加盟&云酒店&管理输出并行.....	18
2.2.1. 直营模式：积累品牌效应，毛利润随 RevPAR 波动较大.....	19
2.2.2. 加盟模式：核心品牌标品复制+新品牌轻改翻牌，加速扩张、提高盈利水平.....	20
3. “云酒店”赋能中小单体酒店，打开下沉市场增量空间.....	23
3.1. 定位：瞄准房量 60 间以下的中小酒店，契合下沉市场需求.....	23
3.2. 盈利模式：云酒店相当于“贴牌”生意，攫取稳定收益.....	25
3.3. 产品特点：覆盖面更广，加盟方案更自主灵活，品牌效应偏弱.....	27
3.4. 竞争优势：门槛低、投资回报比高，有助于抢占中小单体商户资源.....	28
4. 产品持续升级，发力中高端提升盈利能力.....	30
4.1. 品牌集群：全系列多产品，重点发展中高端品牌.....	30
4.2. 产品结构：推进同品牌迭代升级+跨品牌升级改造，从存量要发展.....	32
4.3. 整合上下游产业链资源，构建“如旅随行”顾客价值生态圈.....	33
5. 进入高速发展期，兼具行业 β +强 α 收益.....	34
5.1. 住宿需求回暖，行业格局优化，连锁酒店龙头享行业 β	34
5.2. 弹性大：不受境外疫情扰动，高直营店占比带来业绩弹性.....	36
5.3. 高成长：短期计划展店速度在 TOP3 中最高，三年内有望翻倍.....	36
5.4. 强催化：受益于环球影城+冬奥会溢出效应.....	38
6. 30 亿定增助力加密北京布局，母公司认购 1/3 彰显信心.....	41
7. 盈利预测与投资建议.....	42
7.1. 估值处于历史低位，有望迎来戴维斯双击.....	42
7.2. 盈利预测.....	43
7.3. 投资建议.....	44
8. 风险提示.....	45

图表目录

图 1: 2020 年末首旅酒店客房数量位列全国第三.....	7
---------------------------------	---

图 2: 2020 年末首旅酒店门店数量位列全国第三.....	7
图 3: 2016-20 年首旅酒店营业收入结构 (单位: 亿元)	9
图 4: 2017-20 年首旅酒店利润总额结构 (单位: 亿元)	9
图 5: 21Q1 末首旅酒店股权架构.....	9
图 6: 2016 年现金购买如家 65.13%股权交割完成示意图.....	10
图 7: 2016 年发行股份购买如家 34.87%股权交割示意图.....	10
图 8: 2016-20 年首旅总经理孙坚薪酬随营业收入波动.....	11
图 9: 2016-20 年首旅总经理孙坚持股数量及市值.....	11
图 10: 首旅酒店旗下品牌矩阵.....	13
图 11: 2020 年末首旅经济型酒店数量构成.....	13
图 12: 2020 年末首旅中高端酒店数量构成.....	13
图 13: 2019 年经济型连锁酒店市场各品牌的份额.....	13
图 14: 2019 年高端酒店市场各品牌的份额.....	13
图 15: 三大酒店集团中高端酒店数量占比.....	14
图 16: 首旅中高端酒店收入占比持续提升.....	14
图 17: 三大上市酒店集团加盟店占比情况.....	15
图 18: 三大上市酒店集团 2010-2019 年利润总额 CAGR.....	15
图 19: 2012-19 年首旅酒店收入 CAGR 约为 15.4%.....	15
图 20: 2012-19 年首旅酒店归母净利润 CAGR 约为 34.4%.....	15
图 21: 2019 年如家归母净利润占比 96%.....	16
图 22: 2018 年首旅主要控股公司利润总额.....	16
图 23: 三大酒店集团 12-19 年销售净利率.....	16
图 24: 首旅、锦江 12-19 年 ROE 情况.....	16
图 25: 中国连锁酒店渗透率低于美国和世界平均水平.....	17
图 26: 中国连锁酒店渗透率 2020 年提升 5.6pct.....	17
图 27: 我国酒店市场集中度持续提升.....	18
图 28: 2020 年连锁酒店、单体酒店 yoy 分别为 5.8%、-21.7%.....	18
图 29: 2020 年连锁、单体酒店客房 yoy 分别为 3.7%、-18.8%.....	18
图 30: 直营酒店盈利模型.....	19
图 31: 直营酒店固定成本占比较高.....	19
图 32: 直营酒店营业利润波动较大.....	19
图 33: 2020 年首旅酒店直营店占比降至 15.7%.....	20
图 34: 2020 年首旅酒店直营店收入占比持续下降 (百万元)	20
图 35: 2018-20 年首旅资本开支持续下降 (百万元)	20
图 36: 首旅加盟店占比持续提升.....	20
图 37: 首旅酒店净利率随加盟比例上升而提高.....	21
图 38: 加盟比率提升能有效增加酒店集团净利率.....	21
图 39: 21Q1 首旅经济型酒店中标准加盟品牌如家占 80%.....	21
图 40: 21Q1 中高端酒店中的标准加盟品牌门店占比 84%.....	21
图 41: 我国低线城市连锁化率尚低.....	23
图 42: 76%的酒店房量在 70 间以下.....	24
图 43: 70 间房量以下的酒店连锁化率较低.....	24
图 44: 首旅酒店数量 TOP20 城市合计占比 44.3%.....	25
图 45: 首旅酒店在一二线城市的门店数量占比约为 37%.....	25

图 46: 首旅云系列品牌展店提速.....	27
图 47: 21Q1 首旅新开业酒店中云品牌占比 45%.....	27
图 48: 首旅如家旗下品牌详情 (截至 2021Q1)	30
图 49: 首旅酒店中高端酒店占比持续提升.....	32
图 50: 2018 年起首旅加大升级改造力度.....	33
图 51: 2018 年来首旅如家升级改造成本大幅提升.....	33
图 52: 2020 年底首旅酒店会员规模达到 1.25 亿人.....	34
图 53: 首旅自有渠道入住间夜数占比接近 8 成.....	34
图 54: 国内酒店行业供需差持续缩小.....	34
图 55: 国内酒店业 RevPAR 持续恢复.....	34
图 56: 华住集团 RevPAR 逐渐恢复.....	35
图 57: 锦江酒店 RevPAR 逐渐恢复.....	35
图 58: 酒店业绩预期持续恢复.....	35
图 59: 首旅仅 1 家境外酒店.....	36
图 60: 疫情下境外酒店拖累整体 RevPAR 表现.....	36
图 61: 首旅直营店数量高于华住.....	36
图 62: 21Q1 首旅直营店数量占比高于华住、锦江.....	36
图 63: 首旅单季净增店数提升.....	37
图 64: 21Q1 首旅储备店数量创历史新高.....	37
图 65: 首旅、锦江、华住酒店数量环比增速.....	37
图 66: 2017-20 年首旅门店数量增速稳步上升.....	37
图 67: 三大酒店集团计划展店速度 (开业店数口径)	38
图 68: 2016 年迪士尼开园后周边酒店房价明显提升.....	39
图 69: 上海迪士尼度假区酒店市场需求贡献率提升明显.....	39
图 70: 北京环球度假区规划图.....	41
图 71: 首旅酒店有 5.7% 的门店位于北京.....	41
图 72: 首旅酒店数量在北京占比 3% (以酒店数计算)	41
图 73: 首旅酒店 PE 处于低位.....	43
表 1: 首旅如家发展历程.....	8
表 2: 首旅酒店 2018 年股权激励计划 (2019 年授予)	11
表 3: 首旅酒店重大收购事项.....	12
表 4: 2016 年 4 月如家并表后使得首旅迎来跨越式增长.....	12
表 5: 首旅酒店 2018 年股权激励计划设置的业绩条件.....	14
表 6: 首旅如家非标准加盟品牌 (截至 2021 年 3 月底)	22
表 7: 非标加盟品牌艾扉升级改造方案.....	22
表 8: 首旅如家三种加盟模式对比.....	23
表 9: 首旅酒店云酒店加盟物业条件.....	24
表 10: 首旅酒店各商业模式中的收入和成本拆分.....	26
表 11: 云品牌加盟门槛较低.....	27
表 12: 三大酒店集团旗下经济型酒店加盟协议与云酒店对比.....	28
表 13: 首旅如家两套会员体系对比.....	29
表 14: 相同物业条件下云品牌投资回收期短于标准品牌.....	30
表 15: 首旅酒店五大事业部情况.....	31

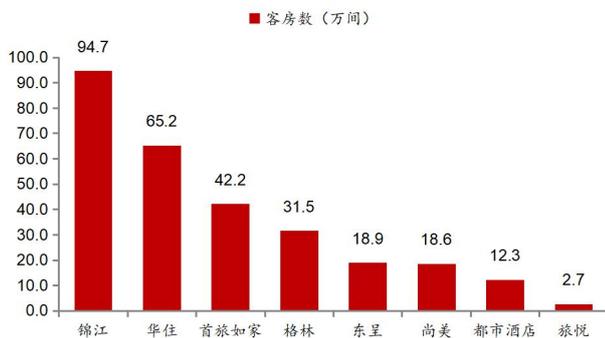
表 16: 首旅酒店 2017-2021 年经营计划.....	31
表 17: 2016 年以来首旅酒店旗下品牌升级改造情况.....	32
表 18: 首旅、锦江、华住开店计划.....	37
表 19: 2019 年全球主题公园客流量 TOP20.....	39
表 20: 控股股东首旅集团做出的避免同业竞争承诺 (2021 年 6 月版)	40
表 21: 首旅、锦江酒店定增情况对比.....	42
表 22: 首旅酒店收入拆分.....	44
表 23: 可比公司估值.....	45
表附录: 三大报表预测值.....	46

1. 连锁酒店集团翘楚，控股股东资源丰富

1.1. 住宿业务贡献 95%收入，2016 年跻身国内连锁酒店集团 TOP3

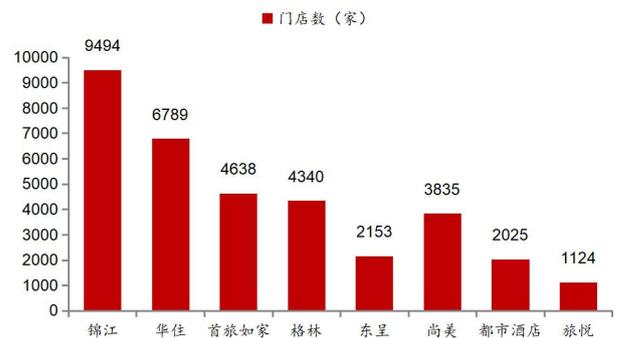
首旅酒店是国内第三、全球第十大酒店连锁集团。公司于 1992 年成立，2000 年于上交所上市；2013 年，公司股票简称由“首旅股份”更名为“首旅酒店”；2016 年，公司私有化如家酒店集团，当年末酒店数量跃至 3402 家（15 年末为 156 家），客房规模跻身全国 TOP3。根据《HOTELS》排名，2020 年末公司客房规模位列全球酒店集团第十位；截至 21Q1 末，公司拥有 4992 家开业门店（含境外 1 家）、近 43.8 万间客房，规模位列国内酒店集团第三位。

图 1：2020 年末首旅酒店客房数量位列全国第三



资料来源：盈蝶，浙商证券研究所

图 2：2020 年末首旅酒店门店数量位列全国第三



资料来源：盈蝶，浙商证券研究所

公司以住宿业务为核心，并兼有景区经营业务。2000 年上市时，公司主要经营旅游服务、酒店业务和展览广告业务；2002 年，公司受让南山公司 74% 股权，开始运营景区业务，主要通过海南南山景区（公司唯一经营景区）的门票、餐饮、商品、住宿、园区内交通等获得收入利润；2012 年，为了解决同业竞争，公司与控股股东进行资产置换，置入酒店资产、置出北展分公司全部资产，自此不再经营展览业务；2014 年，公司出售神舟国旅 51% 股权，剥离旅游业务；2016 年，公司完成如家私有化，深耕酒店业务；2020 年，公司定下三年万店战略目标。

表 1：首旅如家发展历程

年份	首旅主营业务变化	首旅发展历程	如家发展历程
1992	旅游、酒店、展览广告	首旅酒店成立	
2000	旅游、酒店、展览广告	公司 A 股上市	
2001		以约 1 亿元的交易对价转让燕京饭店 60% 股权，减少了酒店类资产	
2002	新增景区业务	以 3.3 亿元受让南山公司 74% 股权	如家成立
2006	旅游、酒店、展览广告、景区		如家成功在美国纳斯达克上市，成为中国酒店业海外上市第一股。
2007		拟通过发行 2500 万股募集资金用于购买和平宾馆、新侨饭店、前门饭店	如家全面收购七斗星酒店，揭开中国酒店业大规模资本并购浪潮的第一幕。
2008		通过关联交易收购前门饭店，增强了公司酒店类资产	和颐酒店开业，如家酒店集团成立。
2011			如家酒店集团以 4.7 亿美元收购莫泰 168 全部股权。
2012	剥离展览广告业务	1) 为解决同业竞争，公司与控股股东首旅集团及其全资控股的首酒集团和旅店公司通过资产置换的形式实现资产重组。公司置入首旅集团持有的首旅建国 75% 股权、首酒集团持有的北京首旅酒店管理有限公司 100% 股权和欣燕都 86.6% 股权、旅店公司持有的欣燕都 13.4% 的股权，并置出下属北展分公司的全部资产及负债给首旅集团。交易完成后公司不再经营展览业务。 2) 公司以 2245 万元收购外方持有的首旅建国 25% 股权。	收购 e 家快捷酒店。
2013	旅游服务、酒店业务、景区	由“首旅股份”变更为“首旅酒店”	
2014	剥离旅游业务	1) 子公司欣燕都以 2548 万元收购经济型酒店雅客怡家 65% 股权； 2) 公司以 2.65 亿元收购南苑控股持有的南苑股份 70% 股权； 3) 公司将旗下神舟国旅 51% 股权出售给华龙旅游，剥离旅行社业务；	如家酒店集团以 2.3 亿元成功收购连锁酒店云上四季，正式完成交割。
2015	酒店业务、景区	1) 对南苑股份增资 2 亿元，持股比例升至 80.2%； 2) 以 6908 万元收购南苑股份 12.5% 股权，交易完成后持股 92.7%。	与首旅签署合并协议。
2016	酒店业务、景区	1) 公司以 110.5 元收购如家，还募集了不超过 38.74 亿元的配套资金。 2) 公司推出创新加盟模式——云酒店。	1) 8200 万元收购上海璞风酒店管理公司； 2) 4 月正式并入首旅
2017	酒店业务、景区	转让持有的寒舍发展全部 35% 股权	
2020	酒店业务、景区	定下三年万店战略目标。 收购南苑股份剩余股权，持股比例达到 100%	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司专注于经济型及中高端酒店的投资与运营管理，其中直营店收入占比约 3/4。1) 酒店运营业务(直营店) 主要指通过自有/租赁物业来经营酒店，通过向顾客提供住宿及相关服务取得收入，并承担酒店房屋租金、折旧摊销、装修及运营过程中的管理、维护、运营费用及相关税费，自负盈亏；2) 酒店管理业务(特许经营店) 包括品牌加盟、输出管理和其他特许业务，对酒店收取一定的特许经营费，不承担酒店直接运营成本，但需负担相应的系统运维等费用。2019 年(正常情况下)，酒店管理业务收入占 75.6%，酒店运营业务收入占 19.0%，景区业务收入占 5.4%(利润总额占比 13.6%)；2020 年(疫情下)，上述收入占比分别为 73.2%、22.0%、4.8%。

图 3：2016-20 年首旅酒店营业收入结构(单位：亿元)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：2017-20 年首旅酒店利润总额结构(单位：亿元)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 混改持续推进，管理层激励强，控股股东有丰富旅游产业链资源

背靠首旅集团，由北京市国资委实际控制，享丰富旅游商贸产业链资源。21Q1 末，国内大型旅游企业集团首旅集团持有公司 34.4% 的股权，是公司的控股股东，北京市国资委是实际控制人。控股股东资产雄厚，截至 2020 年末拥有总资产 1319.5 亿元，旅游产业链资源丰富，业务覆盖“文娱、商业、住宿、餐饮、出行”五大单元，实际控制王府井(持股 26.8%)、首商股份(58.3%)、全聚德(43.7%) 三家上市公司。此外，原如家集团大股东携程持有公司 15.3% 的股份，是第二大股东。

图 5：21Q1 末首旅酒店股权架构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

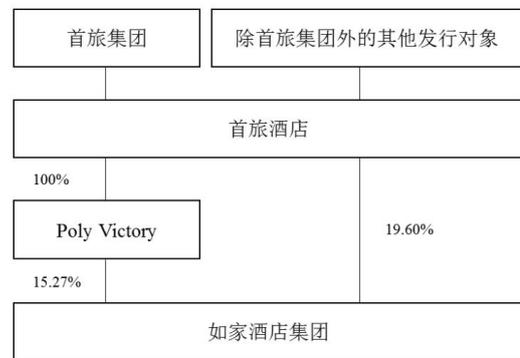
2016 年完成增发收购如家，首旅集团持股比例从 15 年底的 60.1% 稀释至 36.7%，携程成第二大股东。2015 年，公司对如家酒店集团发起私有化要约，通过现金和发行股份收购如家 100% 股权，交易对价合计 110 亿元。1) 4 月现金购买如家 65.13% 股权：在香港设立全资子公司首旅酒店（香港），并由首旅酒店（香港）在开曼设立全资子公司首旅酒店（开曼）作为收购主体，由其与如家酒店集团合并，以现金支付对价获得如家酒店集团 65.13% 股权；2) 10 月发行股份购买如家 34.87% 股权：公司向首旅集团等 8 名交易对方发行约 2.5 亿股购买 Poly Victory 100% 股权（主要资产为如家酒店集团 15.27% 股权）和如家酒店集团 19.60% 股权，本次发行股份购买资产交易完成后，首旅酒店通过直接及间接方式持有如家酒店集团 100% 股权；3) 配套融资约 39 亿元：私有化如家的同时，公司通过定增募集约 39 亿元配套资金，用于缓解后续上市公司偿债压力，融资完成后，如家原大股东携程成为首旅酒店第二大股东，公司通过引入战投的方式实现混合所有制改革的目的，推动线上线下有机融合。

图 6：2016 年现金购买如家 65.13% 股权交割完成示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 7：2016 年发行股份购买如家 34.87% 股权交割示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

如家原管理层进驻首旅，带来民营基因，推进混改进程。2016 年，首旅完成对全国酒店集团 TOP2 如家的私有化收购后，发布了新首旅酒店的 7 名高管名单，其中如家系占 3 席，原如家总经理孙坚担任总经理、原如家 CFO 李向荣担任副总经理兼财务总监、原如家 COO 宗翔新担任副总经理（已于 2020 年离任），民营基因的注入有望加速公司的市场化进程。

高管薪酬与开店数量和经营业绩挂钩。根据《关于公司高级管理人员 2017 年薪酬和绩效激励方案的议案》，公司高管薪酬构成为：基础薪资（50%-85%）+基本福利（0.2%）+年绩效工资（10%-15%）+期权式限制性绩效现金奖励（0%-40%），2017 年考核目标包括开店数量（400-450 家）和营业收入（82-84 亿元），并规定 2017 年 7 名高管的基础固定年薪总额为 875.5 万元，总薪酬上限不超过 2000 万元，当年最终完成考核目标，实际发放薪酬 1874.4 万元。

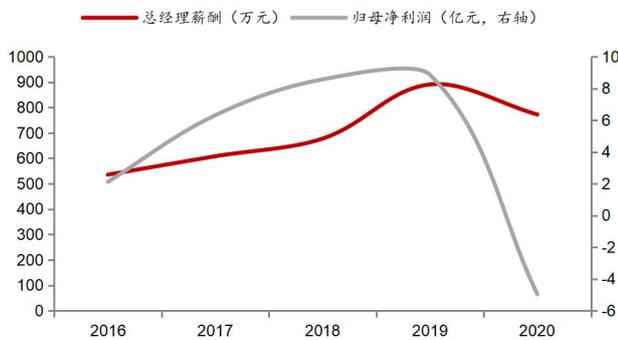
建立起股权+薪酬激励的长效市场化管理机制。2018 年，公司正式启动股权激励计划，首次授予 5 名高管和 222 名核心员工共计约 971 万股，首次授予价格为 8.63 元/股。以首旅总经理孙坚为例，2016-2020 年，其薪酬随公司收入波动；2019 年因股权激励增加持股 37.2 万股，截至当年末共持股 68.85 万股，对应市值约为 1419 万元。同为上市酒店国企，2020 年锦江酒店 4 名高管合计取得薪酬约 250.6 万元，董事长年末持股对应市值约为 74 万元。

表 2：首旅酒店 2018 年股权激励计划（2019 年授予）

姓名	职务	股权激励计划获授 权益（万股）	占授予总量 的比（%）	19 年末累计 持有（万股）	对应市值（万元）	2019 年薪酬 （万元）
孙坚	董事、总经理	37.24	3.84%	68.85	1419	890.5
袁首原	常务副总经理	10.86	1.04%	10.86	224	236.8
李向荣	副总经理、财务总监	28.00	2.89%	28.00	577	652.6
段中鹏	副总经理、董秘	7.74	0.80%	7.74	160	205.4
宗翔新	副总经理 (2020 年已离职)	*28.00	2.89%	116.4	2399	624.0
合计 (5 人)		111.07	11.44%	111.07	2289	2609.3
其他核心 人员(261 人)		810	83.41%	810	16694	-
预留部分 (20 人)		50	5.15%	50	1031	-
合计		971	100%	971	20012	-

资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所；注：市值按照 2019 年末股价 20.61 元/股计算；宗翔新自 2020 年 1 月 1 日起不再担任高管，其 28 万股股权激励已被回购注销。

图 8：2016-20 年首旅总经理孙坚薪酬随营业收入波动



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 9：2016-20 年首旅总经理孙坚持股数量及市值



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：2019 年持股数量变动原因为股权激励授予。

1.3. 收购如家后迎来跨越式发展，中高端、加盟占比提升较快

首旅酒店 2014-16 年外部收购如家、南苑、雅客怡家。除了与控股股东进行资产置换以外，公司历史上进行了三次外部收购活动。2014-15 年，公司分别以 3.6 亿元、2548 万元的对价收购南苑股份（高档型）92.7%股权和雅客怡家（经济型）65%股权。2016 年，首旅完成私有化如家，总交易对价为 110.5 亿元，并通过定增募集配套资金约 38.7 亿元用于偿还如家项目贷款。2020 年，公司收购南苑股份剩余股权，自此持股比例上升至 100%。

表 3：首旅酒店重大收购事项

年份	被收购方	酒店品牌	酒店档次	拥有股权	首次收购对价	收购时首旅总资产
2014	雅客怡家	雅客怡家	经济型	65%	2548 万元	22 亿元左右
2014-20	南苑股份	首旅南苑	高档	100%	3.6 亿元	22 亿元左右
2016	如家	如家	经济型	100%	110.5 亿元收购，募集配套资金约 38.7 亿元用于偿还如家项目贷款	收购前约 40 亿元 收购后约 173 亿元

资料来源：公司公告、中新网，浙商证券研究所；注：2020 年公司收购南苑股份剩余 4.51% 股权，自此持股比例上升至 100%。

收购如家使得公司迎来跨越式增长。1) **资产规模**：收购如家后，首旅总资产从 39.6 亿元增加至 172.9 亿元，其中商誉从期初的 2.5 亿元增至 47.7 亿元。2) **供给规模**：2015 年末，公司旗下运营 156 家酒店，拥有客房约 3.1 万间；2016 年收购如家后，公司开业酒店数量激增至 3402 家，客房数量增至 37.4 万间，从中国饭店集团第 14 位上升至第 2 位。3) **经营规模**：2016 年公司酒店业务实现营业收入 61.5 亿元，同比增加 5.3 倍，其中如家酒店集团并表后（4-12 月）营业收入 52.2 亿元（占比 85%）；酒店业务实现利润总额 6.5 亿元，同比增加 6.8 倍，其中如家酒店集团 4 月并表后实现利润总额 5.6 亿元（占比 86%），原首旅酒店业务实现利润总额约 1 亿元（占比 15%）。

表 4：2016 年 4 月如家并表后使得首旅迎来跨越式增长

		原首旅	如家	
资产规模	总资产	40 亿元左右	95 亿元	
	其中：商誉	2.5 亿元	与首旅合并形成 45.2 亿元	
供给规模	酒店（家）	155	3247	
		其中：经济型	58	2947
		中高端	97	220
		*其他		80
		客房（万间）	3.0	34.4
经营规模	2016 年收入（亿元）	9.3	52.2 (4-12 月)	
			5.6 (4-12 月)	
		2016 年利润总额（亿元）	1.0	5.6 (4-12 月)
		酒店业务		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：表中数据均为 2016 年末数据；*其他主要包括公寓和管理输出。

品牌布局持续完善。截至 2020 年末，公司运营近 20 个中高端及经济型酒店品牌以及约 40 个产品。在收购如家前，公司仅拥有中高端品牌首旅建国、首旅南苑、首旅京伦和经济型品牌欣燕都、雅客怡家；与如家酒店集团旗下品牌整合后，公司覆盖全系列酒店业务，旗下细分品牌精准面向不同层次的顾客。2015 年，公司成立云品牌事业部；2016-17 年，公司陆续成立高端酒店事业部、中高端酒店事业部、经济型商旅酒店事业部，转入多品牌战略发展阶段；2020 年，公司成立新品牌发展事业部。

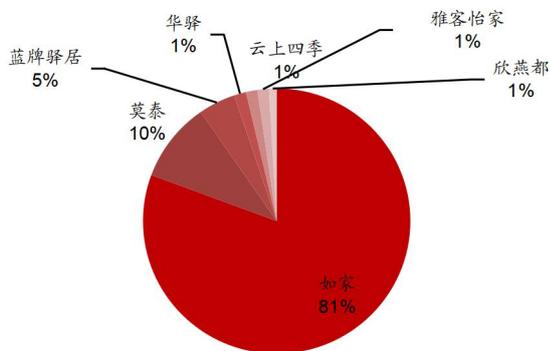
图 10：首旅酒店旗下品牌矩阵



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

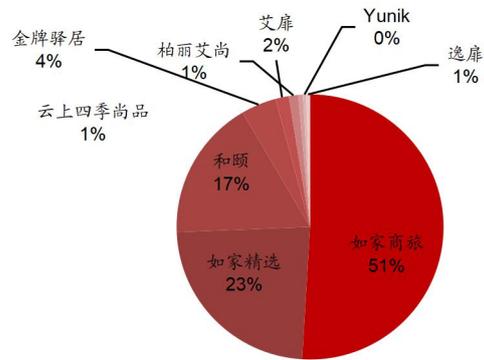
品牌矩阵特色鲜明，核心品牌突出，在豪华型、中端和经济型市场中具有一定竞争优势。2019 年末，在集团层面，公司在连锁酒店市场的占有率约为 9.3%，次于锦江和华住；在品牌层面，公司旗下如家品牌以 4.8% 的市占率进入前十。分档次来看，公司形成了以如家系列为主的品牌矩阵，1) 豪华型市场：首旅建国以 2.7% 的市占率位列第三；2) 高端市场：首旅旗下品牌均未进入前十，但是首旅整体份额约为 5%，在内资酒店中仅次于亚朵；3) 中端市场：如家商旅 (3.7%)、如家精选 (2.3%) 分别位列第四、第九；4) 经济型市场：如家市占率 8.9%，仅次于汉庭的 9.3%，集团整体份额约为 15%，位列第一。

图 11：2020 年末首旅经济型酒店数量构成



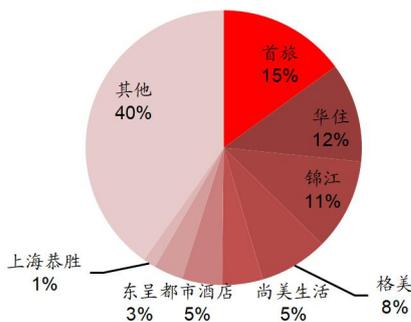
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 12：2020 年末首旅中高端酒店数量构成



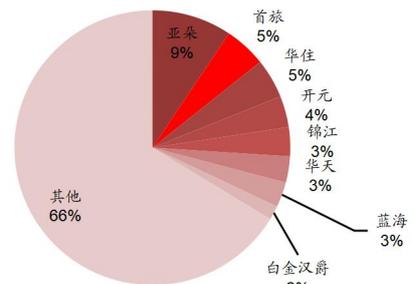
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 13：2019 年经济型连锁酒店市场各品牌的份额



资料来源：盈蝶，浙商证券研究所

图 14：2019 年高端酒店市场各品牌的份额

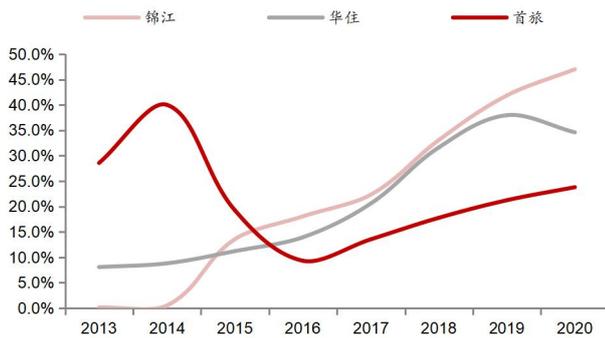


资料来源：盈蝶，浙商证券研究所

中高端市场是公司近年的发展重心。1)原首旅主营中高端市场:首旅由高端酒店起家,2015年收购中高端酒店南苑股份,年末中高端酒店占比高达64.7%;2)首旅如家2016年合并后持续发力中高端:根据新京报2016年报道,首旅总经理孙坚表示要持续发力中高端市场,中高档酒店的相当部分将通过对现有3000家存量的改造实现;2018年,首旅如家品牌采取收缩战略,确定了十大核心发展品牌,孙坚还表示未来将继续以中高端产品发展为主轴,力争公司中高端酒店的整体收入超过集团酒店收入的35%(2019年达成目标);2019年底,公司中高端酒店占比约为21.2%,较15年提升14.1pct,中高端收入占比37.6%;2020年,公司投资43个中高端酒店的新建和升级改造,新开272家中高端酒店,占新开店比例的30%,其中核心品牌如家商旅、如家精选、逸扉、璞隐、和颐齐头并进,2020年新开店219家(中高端新开店占比80.5%),中高端酒店的整体收入已经提升到集团酒店收入的42.3%。

近年扩张较为稳健,中高端酒店占比持续提升。2016-19年,公司酒店数量CAGR约为9.4%,华住、锦江分别为19.8%、13.2%;公司客房数量CAGR约为3.6%,扩张速度低于华住和锦江。2016-20年,首旅经济型酒店从2947家下降至2463家,其中经济型主力如家酒店开业数量从2385家下降至1986家;中高端酒店从220家增加至1165家,占比从9.3%提升至23.8%,其中如家精选、如家商旅开业数量从185家升至784家,增加3.3倍。

图 15: 三大酒店集团中高端酒店数量占比



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图 16: 首旅中高端酒店收入占比持续提升



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

股权激励计划引导管理层发力中高端,公司中高端酒店收入占比2年提升10pct。在2018年股权激励计划中,授予限制性股票和解除限售期的业绩条件要求2018-2021年度中高端酒店营业收入占酒店营业收入不低于规定比例,这与公司当前发力中高端的战略方向较为一致。2018-20年,公司中高端酒店数量占比分别为17.8%、21.2%、23.8%,营业收入占比分别为32.6%、37.6%、42.3%。2021年6月,基于第一个解除限售期成就达成,211名激励对象的318.9万股(占比约40%)限制性股票解除限售。

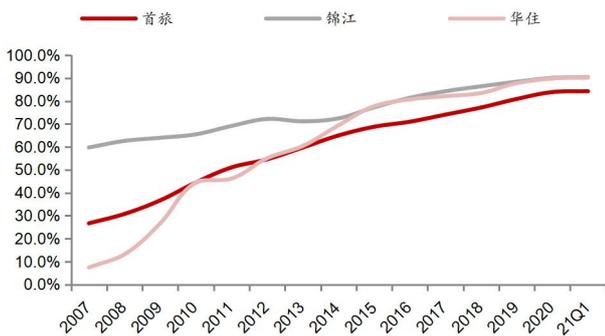
表 5: 首旅酒店 2018 年股权激励计划设置的业绩条件

阶段	业绩考核条件		
	*净利润增长率	EPS	中高端酒店收入占酒店营业收入之比
授予限制性股票	2018年不低于10%(✓)	2018年不低于0.6687元(✓)	2018年不低于31%(✓)
第一个解除限售期	2019年不低于20%(✓)	2019年不低于0.7295元(✓)	2019年不低于34%(✓)
第二个解除限售期	2020年不低于30%(×)	2020年不低于0.7903元(×)	2020年不低于36%(✓)
第三个解除限售期	2021年不低于40%	2021年不低于0.8511元	2021年不低于38%

资料来源:公司公告,浙商证券研究所; *注:净利润增长率均以2017年净利润6.6亿元为基数; ✓表示当年完成考核目标。

近十年公司加盟比例提升幅度仅次于华住、超过锦江，利润总额增速亦保持同步。加盟是连锁酒店集团扩张的主要手段，相比直营模式而言，加盟收入毛利率可高达90%以上，因此，加盟比例提升将有效提高盈利水平。截至21Q1，锦江、首旅、华住加盟酒店数量占比分别为90.4%、84.3%、90.2%，相较2010年，比重分别增加24.9%、39.8%、45.7%。2019年，锦江、首旅、华住销售净利率分别为8.5%、11.1%、15.7%；利润总额分别为17.6、9.2、24.0亿元，2010-2019年CAGR分别为15.8%、16.3%、27.0%，可以发现利润增速排序与加盟比例增速保持一致。

图 17：三大上市酒店集团加盟店占比情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 18：三大上市酒店集团 2010-2019 年利润总额 CAGR

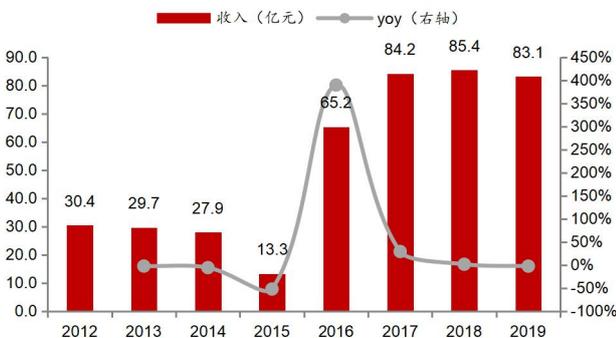


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.4. 疫情前如家贡献 96%净利润，盈利能力持续提升

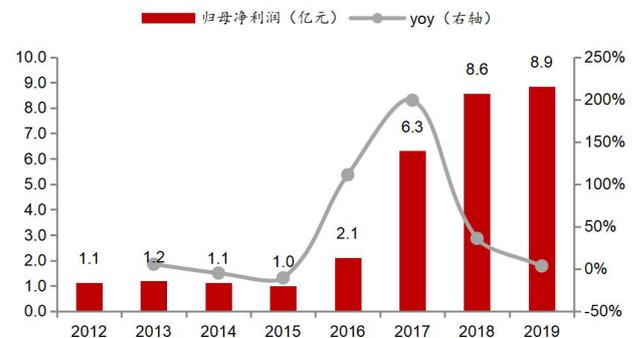
收购如家助推公司业绩高增，12-19 年归母净利润 CAGR 为 34.4%。2012-2019 年，公司收入从 30.4 亿元增至 83.1 亿元，CAGR 约为 15.4%，其中，2015 年下滑 52% 主要因为剥离旅行社业务、收购南苑股份导致合并范围变化；2016 年增加 3.9 倍主要因为如家并表，如家 4-12 月取得收入 52.2 亿元、获得利润总额 5.6 亿元，分别占公司酒店业务的 84.9%、85.1%。同期，公司归母净利润从 1.1 亿元增至 8.9 亿元，CAGR 约为 34.4%，锦江、华住分别为 16.8%、39.2%。

图 19：2012-19 年首旅酒店收入 CAGR 约为 15.4%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 20：2012-19 年首旅酒店归母净利润 CAGR 约为 34.4%

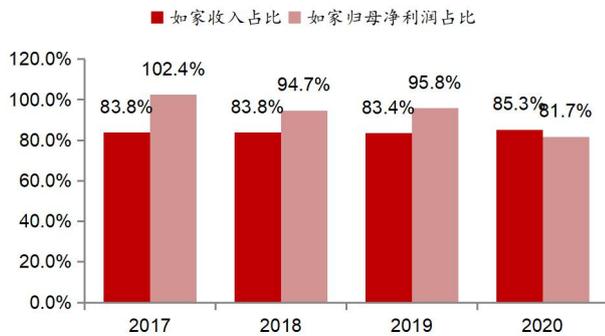


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

如家贡献 96% 的归母净利润。2017-20 年，如家集团收入占公司总收入的 83.4%-85.3%，2020 年疫情下比重提高 1.9pct，体现如家旗下成规模的连锁酒店的强抗风

险能力。疫情前（2019年），如家为公司归母净利润贡献约96%；疫情下（2020年），如家净利润占比下降主要是因为当年公司亏损5亿元，其中，如家净亏损超4亿元，南苑酒店盈利91万元（上年净亏损803万元），景区业务实现净利润5813万元，同比下降55%。

图 21：2019 年如家归母净利润占比 96%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 22：2018 年首旅主要控股公司利润总额



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

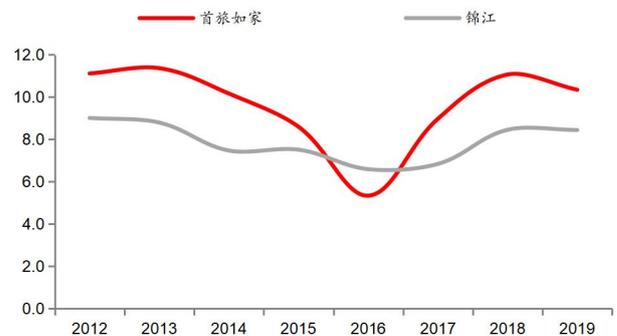
整合效果逐渐释放，盈利能力稳步增长。2014年，公司接连收购南苑股份和雅客怡家，2015年公司ROE下降2.8pct，销售净利率提高3.8pct；2016年，公司以小体量收购大体量如家，总资产从39.6亿元增加至172.9亿元，ROE从8.6%下降至5.3%，销售净利率从8.5%下降至5.1%；随着原如家管理层入驻首旅如家，公司内部融合程度持续提升，整合效果逐渐释放，2019年公司ROE提升至10.3%（锦江为8.4%），销售净利率提升至11.1%（锦江、华住为8.5%、15.7%）。

图 23：三大酒店集团 12-19 年销售净利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 24：首旅、锦江 12-19 年 ROE 情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

如家并表后，公司商誉占总资产的比重突增至28%，关注商誉减值风险。2016年，如家正式并入首旅酒店，公司总资产从上年的40亿元猛增至173亿元，同比增加3.4倍；同时，经过此次并购活动，公司商誉从上年的2.5亿元增加至47.7亿元，同比增加18倍，在总资产中的占比从6%提升至28%。2018年，公司商誉减值0.8亿元；2020年疫情下，期末商誉减值471万元。

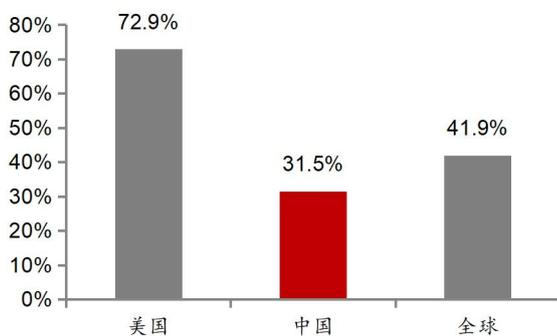
2. 龙头享行业连锁化发展红利，加盟模式提速增利

2.1. 我国酒店业连锁渗透率提升空间大，龙头具备明显竞争优势

我国酒店市场保有量趋于饱和。根据盈蝶数据，经过多年高速发展后，我国酒店新物业增速逐渐衰减，2018年酒店、客房数量增速较上年分别下降1.5pct、0.9pct；2019年，我国酒店数量达到33.8万家，但同比下降1.7%、净减少6000家，出现负增长局面。

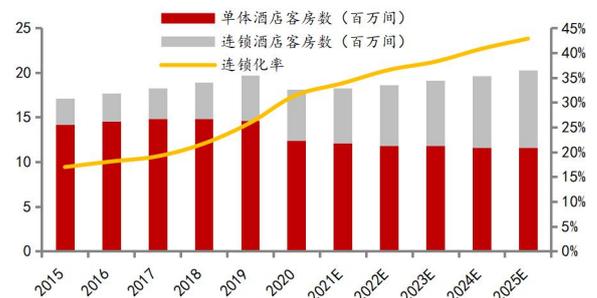
我国酒店业结构分散，连锁化率有待提升。根据亚朵酒店招股说明书援引弗若斯特沙利文数据，按连锁酒店客房数量占全国酒店客房数量计算渗透率，2020年国内连锁酒店渗透率同比提升5.6pct至31.5%，增速快于2016至2019年，但渗透率仍低于全球41.9%的平均水平和美国72.9%的水平，有较大提升空间。

图 25：中国连锁酒店渗透率低于美国和世界平均水平



资料来源：亚朵酒店招股说明书，浙商证券研究所

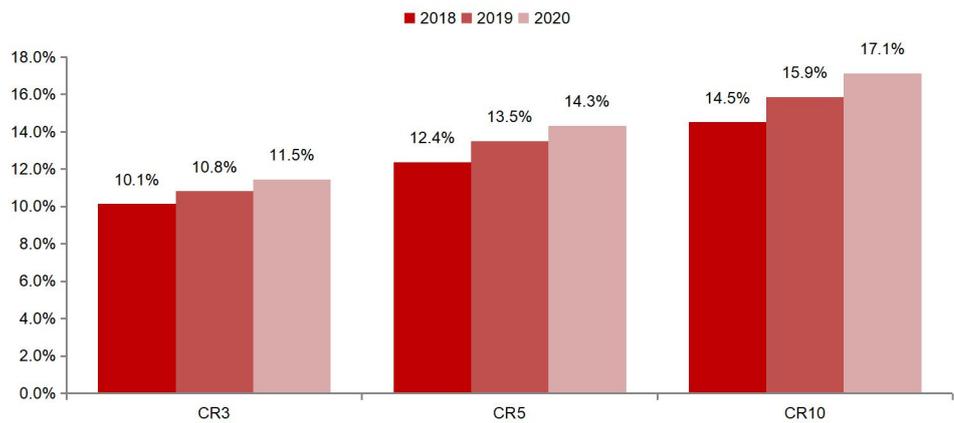
图 26：中国连锁酒店渗透率 2020 年提升 5.6pct



资料来源：亚朵酒店招股书，浙商证券研究所

单体酒店经营承压，存量时代下龙头连锁酒店集团强者恒强。面对同档次的连锁酒店，单体酒店在竞争上很难占优，我们认为其在经营上主要存在以下桎梏：**1) 资金能力有限**：酒店前期筹建/装修需要高额投资，且物业成本往往占比高并较为固定，同时一般在5年内需要翻新或升级改造，行业属性导致业主的资金投入较高。**2) 客源严重依赖OTA**：由于固定区域内的酒店属于低频消费场景，而单体酒店往往较难形成品牌效应，同时难以维护私域流量，因此客源高度依赖OTA，我们预计在佣金上将比连锁酒店多支出5%左右。**3) 成本控制不佳**：酒店规模效应明显，在采购、人力上均有助于明显降低成本，单体酒店处于劣势。**4) 抗风险能力弱**：由于个人业主资金实力往往有限，现金流一旦出现问题将面临生存考验，容错率不如连锁酒店。因此，我们认为酒店行业强者恒强。根据盈蝶数据，2018-20年，我国酒店业CR5从12.4%提升至14.3%，CR10从14.5%提升至17.1%。

图 27：我国酒店市场集中度持续提升



资料来源：盈蝶，浙商证券研究所

疫情危机加速行业供给出清，集团连锁化进程加快。疫情危机下，抗风险能力更强的连锁品牌集团的优势进一步突显，尤其是在单体酒店众多的下沉市场，更多的中小型单体酒店由于缺乏成熟的管理体系、会员流量和集约化运营支持，在疫情中势单力薄，遭受多重压力，因此，我们认为后疫情时代这些单体酒店加入连锁品牌的意愿更强，龙头集团的品牌化&连锁化进程将更为顺畅。根据盈蝶数据，2020年，我国酒店数量同比下降17.5%，但连锁酒店数量增加5.8%，相当于单体酒店退出6.2万家；客房数量同比下降13.0%，但连锁酒店客房数量增加3.7%，相当于单体酒店客房数同比减少18.8%；年末我国连锁酒店品牌（开业3家及以上）为2668个，较上年末增加35%。根据亚朵招股说明书数据，2020年末我国酒店同比提升5.6pct至31.5%。

图 28：2020 年连锁酒店、单体酒店 yoy 分别为 5.8%、-21.7%

图 29：2020 年连锁、单体酒店客房 yoy 分别为 3.7%、-18.8%



资料来源：盈蝶，浙商证券研究所

资料来源：盈蝶，浙商证券研究所

2.2. 扩张以加盟为主，传统加盟&云酒店&管理输出并行

公司酒店业务包括酒店运营和酒店管理两种模式。1) **酒店运营业务(直营)** 主要通过自有/租赁物业来经营酒店，通过向顾客提供住宿及相关服务取得收入，并承担酒店房屋租金、装修及运营过程中的管理、维护、运营费用及相关税费，即自负盈亏。2) **酒店管理业务** 包括品牌加盟、输出管理和其他特许业务，其中：①**品牌加盟** 指公司与加盟酒店业主签约后协助其进行物业设计、工程改造、系统安装及人员培训等工作，使加盟酒店符合集团酒店标准；②**输出管理模式** 指公司通过对酒店日常管理取得收入。输出管理收入根据品牌不同分为按加盟酒店营业收入的一定比例收取，或按基本管理费加奖励(效益)管理费收取两种模式；③**其他特许业务** 指公司通过提供给加盟酒店服务支持取

得收入，包括软件安装维护服务、预订中心服务和公司派驻加盟酒店管理人员的服务等。

2.2.1. 直营模式：积累品牌效应，毛利润随 RevPAR 波动较大

在直营模式下，品牌方通过在租赁物业或自有物业上独立经营酒店，自负盈亏。具体而言，酒店通过向顾客提供住宿及相关服务取得收入，收入来源包括客房、餐饮、商品销售、商务中心、健身娱乐、电话服务、洗衣、客运等，其中客房收入约占 70%-90%，同时全盘负担人工成本、物业租金、折旧摊销、运营费用等成本费用。

图 30：直营酒店盈利模型



资料来源：浙商证券研究所

直营酒店固定成本占比较大，营业利润率较低。在直营店营业成本中，租赁费/折旧摊销等为固定成本，职工薪酬随入住率变动的空间较小。2017-2019 年首旅酒店财报将直营酒店部分成本计入销售费用，我们根据 2020 年财报口径，对 17-19 年营业成本进行还原模拟计算，得到租赁费/折旧摊销/职工薪酬合计占营业成本的 50% 以上，并计算得直营店营业利润率为 16%-18%，而加盟店的营业利润率超过 90%，两者差距悬殊。

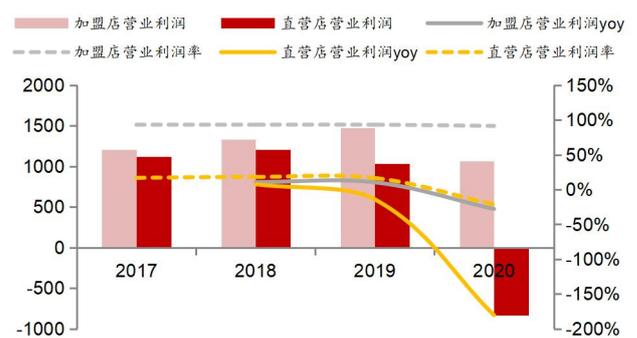
直营店营业利润弹性大，周期性特征较为明显。当经济下行时，直营店收入明显下降，而固定成本较难控制，因此，酒店收益将快速下滑，同时现金流可能出现短缺，从而影响整个集团的收益水平；当经济复苏时，直营店利润将快速恢复，显现高业绩弹性。2020 年，受疫情影响，公司直营店、加盟店收入同比分别下降 38.4%、26.4%，其中直营店经营成本中固定成本占比从上年的 53% 提升至 75%，对应直营店、加盟店营业利润分别下降 180%、28%，可以发现直营店营业利润波动比加盟店更大，周期性更突出。

图 31：直营酒店固定成本占比较高



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 32：直营酒店营业利润波动较大



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司直营店占比逐季降低。16Q4-21Q1，公司直营店从957家降至784家(-18%)，占比从27.9%降至15.7%；其中，经济型直营店从857家下降至573家(-33%)，中高端直营店从100家增至211家(+111%)。由于中高端直营店绝对规模与占比均有所提升，2017-2019年，公司直营店单店平均营业收入从540增至740万元/年，相应地直营店收入从51.9亿元增加至62.8亿元(+21%)，但占酒店业务收入的比重从84.4%下降至79.9%。

图 33：2020 年首旅酒店直营店占比降至 15.7%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 34：2020 年首旅酒店直营店收入占比持续下降（百万元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.2.2. 加盟模式：核心品牌标品复制+新品牌轻改翻牌，加速扩张、提高盈利水平

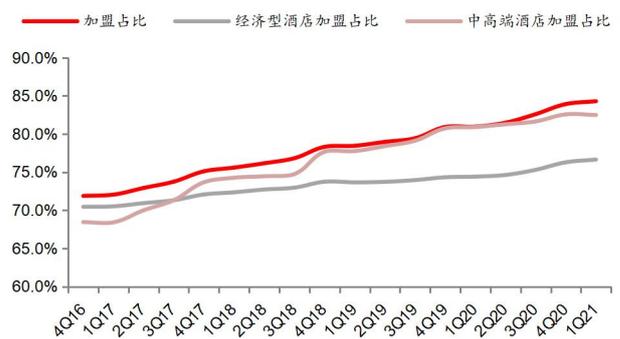
加速向轻资产化转型，资本开支持续下降，加盟店占比持续提升。从 2018-20 年，公司用于新建项目和升级改造项目的资本开支逐年下降，侧面体现直营店建设速度放缓；与此同时，公司加速向轻资产化转型，16Q4-21Q1，经济型酒店加盟比从 70.5% 提升至 76.7%，中高端型酒店加盟比从 68.5% 提升至 82.5%，此外，云酒店与管理输出酒店（100% 加盟）数量占比从 4.5% 增至 26.6%，因此，公司整体加盟店占比从 70.9% 提升至 84.3%。

图 35：2018-20 年首旅资本开支持续下降（百万元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 36：首旅加盟店占比持续提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：除了经济型、中高端酒店外，公司酒店总量中还包括云酒店、管理输出酒店，这两者为 100% 加盟，合计数量占比从 4.5% 增至 26.6%，并未在图中单独列出。

净利率随加盟店占比提升而同步提高。从上述分析中可得，集团加盟业务营业利润率远高于直营店营业利润率。纵向对比来看，2016-19 年，首旅酒店加盟比例从 70.9% 提

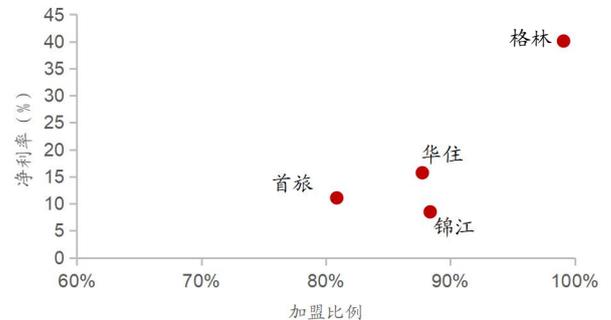
高至 80.9%，销售净利率随之从 5.1% 提高至 11.1%；横向对比来看，2019 年，格林酒店加盟比例约为 99%，超过华住（88%）、锦江（88%）、首旅（81%），相应地，格林净利率约为 40%，是华住、首旅、锦江的 2.5-4.7 倍。

图 37：首旅酒店净利率随加盟比例上升而提高



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 38：加盟比率提升能有效增加酒店集团净利率

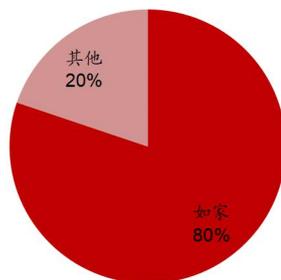


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

首旅同步推行标准加盟&非标准加盟模式。在酒店行业，加盟模式有标准与非标准之分，其中标准加盟即标品复制，从物业面积、装修设计、服务质量等各方面均按照标准模板输出，对物业要求较高，同时品控质量亦为较佳水平；非标准加盟可概括为轻改造&翻牌，在装修布置上可以较大程度的保留酒店原有的风格，具有个性化、多元化特征。对比而言，标准加盟更有利于积累品牌效应，非标准加盟可以显著降低业主的前期投资成本、缩短开业筹建时间，从而加快扩张速度。

标准加盟主要涉及核心品牌，经济型、中高端标准加盟店占比均超 8 成。当前，公司实行标准加盟模式的品牌包括经济型品牌如家和中高端品牌如家精选、如家商旅、和颐、璞隐、扉缦、建国铂萃以及年轻潮流品牌 YUNIK Hotel、漫趣乐园、如家小镇，名单与首旅如家核心家谱基本保持一致。截至 21Q1，经济型标准加盟品牌如家已开业酒店 1968 家，提供 19.4 万间客房，分别占经济型酒店的 80.2%、82.6%；中高端标准加盟品牌和颐、如家精选、如家商旅、璞隐、扉缦、建国铂萃、Yunik 共开业共 1016 家，占中高端酒店的 84%。

图 39：21Q1 首旅经济型酒店中标准加盟品牌如家占 80%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 40：21Q1 中高端酒店中的标准加盟品牌门店占比 84%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

非标准加盟模式为加盟业主提供更灵活、更多元的品牌加盟服务。为了满足业主的多元化需求，公司推出多个新品牌实行非标准加盟模式，具体包括中高端品牌艾扉、柏

丽艾尚、云上四季和经济型品牌驿居，该类新品牌可保留加盟的中小单体酒店的原始基因，并向其注入新鲜血液，有助于提升单体酒店的收益与抗风险能力。2020年2月，公司成立多元化酒店管理事业部，专注新品牌发展，依托集团优势，为多元化产品赋能。截至2021年3月底，上述4个品牌合计开业212家店，占比约4.2%，新品牌事业部共计已签约800多家店。

表 6：首旅如家非标准加盟品牌（截至 2021 年 3 月底）

档次	品牌	细分定位	推出时间	开店数量	占比	客房数量	占比	开店城市
中高端	艾扉	都市商务旅行	2020 年	24	0.5%	1989	0.5%	21
中高端	柏丽艾尚	法式雍雅	2018 年	12	0.2%	1204	0.3%	12
中高端	云上四季尚品	城市度假	如家原有	9	0.2%	654	0.1%	5
经济型	驿居	舒适便捷	如家原有	167	3.3%	8471	1.9%	86

资料来源：公司官网、公司公众号、携程，浙商证券研究所

非标准加盟在布置与运营管理上均讲究因店制宜，前期投资成本更低。在此类品牌加盟中，对于达到物业要求的加盟店，公司可提供标准改建造设计方案以及轻改造方案，同时可提供因店制宜的经营管理支持。其中，标准建造采用快装改造方式，可实行不停业改造，以每层 20 间客房为例，每层施工工期最短 15 天；轻改造方案为根据门店实际情况进行改造，具有可控制改造成本的优势，根据加盟方案，翻牌成本为 1 万元/间，改造成本为 2.5-5.5 万元/间，而标准建造费用超过 10 万元/间。

表 7：非标加盟品牌艾扉升级改造方案

	类别	费用	具体改造内容
标准建造方案	单间造价（含公区设施设备）	约 10 万元	完全按照品牌产品标准落地设计
	央采物品	约 3.8 万元	
	装饰	约 3.8 万元	
	配套设施	约 2.4 万元	
	开业年限	改造费用	具体改造内容
改造方案	开业 ≤ 2 年	翻牌成本 1 万元/间	所有 VI 导视、IT 系统、门锁、软装调整、定制香氛等
	开业 2-5 年	改造成本 2.5 万元/间	墙纸、地板、地毯、公区重新设计调整、客房家居换新、所有 VI 导视、IT 系统、门锁等
	开业 5 年及以上	改造成本 5.5 万元/间	墙纸、地板、地毯、家居换新、卫生间改造、公区重新设计施工改造、所有 VI 导视、IT 系统、门锁等

资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

标准加盟积累品牌形象，非标加盟提高扩张速度，云酒店打开中小存量单体酒店的增量空间。我们对公司标准加盟、传统非标加盟、云酒店三种加盟模式进行比较，并总结如下表所示。

表 8：首旅如家三种加盟模式对比

加盟模式	标准加盟	非标加盟	云酒店
定位	标准化产品+服务	保留原有基因+管理输出	不要求装修改造，自主管理
涉及品牌	如家系列、和颐、璞隐、建国铂萃、扉缦、Yunik	柏丽艾尚、艾扉、驿居、云上四季尚品	派柏云、睿柏云、素柏云、诗柏云、云上四季民宿
会员系统	首旅如家 APP/小程序	首旅如家 APP/小程序	首旅如家 APP/小程序 首旅如家 Airhotel
物业门槛	高	较高	较低
改造要求	标准方案改造	可以自选标准建造方案或轻改造方案	在装修达到品质要求门槛时，只要求更换门头、Logo、系统等必要设施
前期投入资金	高	相对可控	低
筹建时间	较长	可选	较短
品牌辨识度	较高	中等	较低
平均房价	相对较高	中等	相对较低

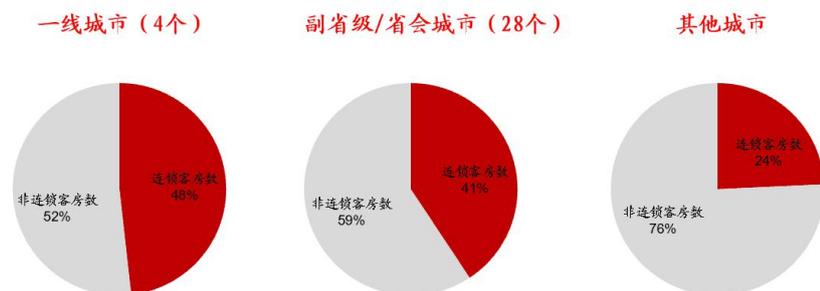
资料来源：公司官网、公众号，浙商证券研究所

3. “云酒店”赋能中小单体酒店，打开下沉市场增量空间

3.1. 定位：瞄准房量 60 间以下的中小酒店，契合下沉市场需求

低线城市连锁化率相对低，拥有巨大增量空间。根据盈蝶数据，按照酒店客房数口径，2020 年末我国一线城市（北上广深）连锁化率为 48%，副省级/省会城市（28 个）连锁化率为 41%，其他城市连锁化率仅 24%。对于连锁酒店集团来说低线城市扩展空间巨大，一方面可以依靠新增物业展店，另一方面可以通过推动单体酒店加盟实现“从存量要增量”。

图 41：我国低线城市连锁化率尚低

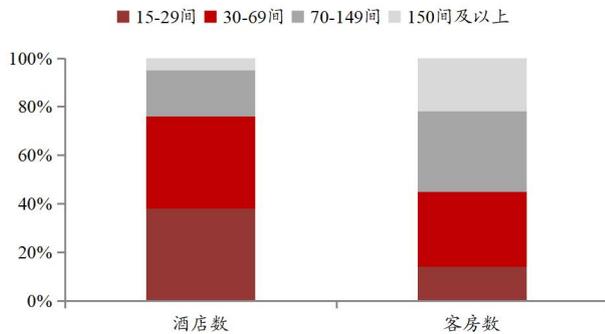


资料来源：盈蝶，浙商证券研究所；注：图中数据为 2020 年末数据。

70 间房量以下的中小酒店（数量占比 76%）连锁化程度相对较低。根据盈蝶数据，截至 2020 年末，根据房量划分，我国 15-29 间客房的酒店有 10.6 万家，30-69 间客房的酒店有 10.6 万家，即小规模房量的酒店合计占比 76%。一般来说，酒店档次越高房量规

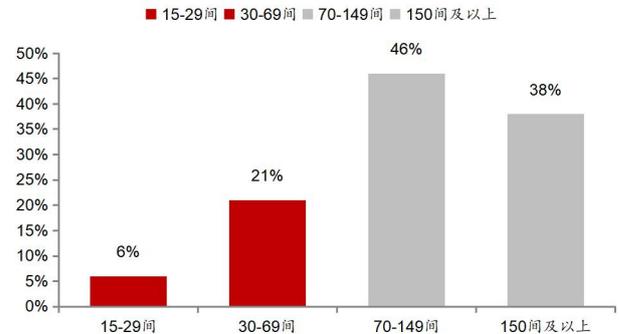
模往往也越大，连锁化率也越高。根据盈蝶数据，我国 15-29 间、30-69 间、70-149 间、150 间及以上客房规模的酒店的连锁化率分别为 6%、21%、46%、38%，因此，我们认为未来低房量的中小单体酒店将成为龙头集团推进连锁化的重要存量来源。

图 42：76%的酒店房量在 70 间以下



资料来源：盈蝶，浙商证券研究所

图 43：70 间房量以下的酒店连锁化率较低



资料来源：盈蝶，浙商证券研究所；注：以客房数计算。

公司日益重视品牌连锁化渗透空间大的下沉市场，云酒店是破局之刃。2015 年，公司在成熟的特许委托经营管理模式基础上，推出自我管理的非标准酒店品牌输出模式——“云品牌系列”，目标面向平均房量在 60 间以下的中小单体酒店，通过特许品牌输出收取加盟费用，并以在线管理工具赋能中小酒店。此外，据首旅如家情报局公众号，2019 年公司成立了多多项目组，专门研究三线以下城市的酒店市场。

云酒店看重多元化产品特性，并认同业主的酒店经营管理权归属。云品牌系列实行业主自主管理模式，同时品牌方会给予在线指导。此外，针对迫切需要专业化酒店管理的业主，公司额外推出管理输出模式，为业主输出专业酒店管理团队，并收取基础管理费与跟业绩挂钩的奖励收入。也可以说，公司将传统的特许加盟模式一分为二，分别提供云酒店品牌加盟和管理输出服务，为业主提供更灵活的选择，从而加快扩张。

目前，公司已推出 5 个云品牌，覆盖不同价位层次，具体包括经济/商旅型云品牌（派柏·云、睿柏·云）、中高端/度假型云品牌（素柏·云、诗柏·云）和民宿云上四季。

表 9：首旅酒店云酒店加盟物业条件

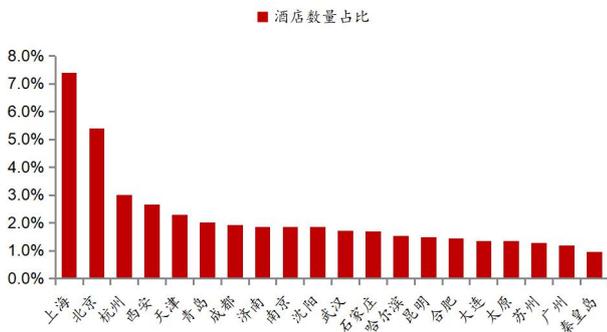
云酒店品牌	物业条件	大堂公共区域面积	品牌体验标准
派柏·云	周边生活气息浓厚、配套设施完善、产权明晰、消防验收合格	≥50 平米	经济型酒店
睿柏·云	便利的交通条件，周边生活气息浓厚、配套设施完善、产权明晰、消防验收合格	≥80 平米	商旅型酒店
素柏·云	位于城市中心城区、靠近 CBD 商务区、交通枢纽、会展/展览中心、高校、工业开发区等，良好的可接近性及可视性、方便的交通出入口	≥150 平米	中高端酒店
诗柏·云	<ul style="list-style-type: none"> 休闲度假景点、旅游观光景点 有独立的楼体、按照酒店标准、规模设计及建造 房量一般不少于 40 间 	≥150 平米	度假型酒店
云上四季	<ul style="list-style-type: none"> 临近休闲度假景点、旅游观光景点、城市购物娱乐景点 有独立的院落、楼体或集中街区，建筑安全且具有地域文化特色和设计感 可体验当地风情、感受民宿主人热情与服务 	/	民宿型酒店

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

近5年开拓多个新城市，市场下沉趋势明显。截至2015年9月底，如家酒店集团旗下2787家酒店遍及中国300多个城市；截至2017年3月底，如家集团在中国370个城市共有3200余家酒店开业；截至2021年3月底，首旅酒店旗下4992家门店已覆盖中国458个城市（覆盖率约69%）；考虑到首旅酒店收购如家前旗下156家酒店多为中高端品牌，分布城市多为经济较为发达城市，因此，我们预计近年新进入的城市多为三四线城市，可以看出首旅明显的市场下沉趋势。

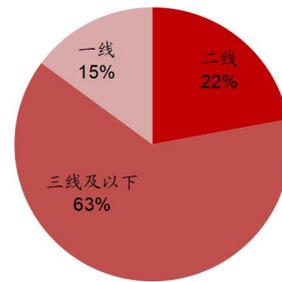
当前超6成酒店分布在三线及以下城市。截至2021年3月31日，公司酒店数量4992家（含境外1家），客房间数43.8万间。我们按照《第一财经》分级标准对城市进行分类，公司在一线城市中（北上广深）的酒店数量占比约15%，在二线城市（杭州、成都、长沙、武汉、沈阳、郑州、重庆、天津、佛山、东莞、苏州、西安、南京、青岛、合肥共15个）中的酒店数量占比约22%，在三线及以下城市的酒店数量占公司总店数的63%。

图 44：首旅酒店数量 TOP20 城市合计占比 44.3%



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 45：首旅酒店在一二线城市的门店数量占比约为 37%



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.2. 盈利模式：云酒店相当于“贴牌”生意，攫取稳定收益

对于集团来说，云酒店本质是“贴牌”生意，净利率比传统加盟模式更高。我们将公司推行的两大类商业模式进行对比，可以发现：1) 直营模式净利润率不及加盟模式：根据上述分析可知，直营店需要完全负担经营成本，其中租金/折旧摊销等固定成本占比较大，且物业租金、人力成本上升较快，酒店盈利空间持续被压缩，而集团加盟收入仅与酒店营业额挂钩，对应的成本费用仅包括分摊的相关税费，净利率相对较高。2) 云酒店利润率高于传统加盟模式：在特许经营模式中，集团主要承担管理团队薪酬与后台支持成本，毛利率或高达90%。由于传统加盟模式中是附带管理输出、云酒店为自主管理，因此，本质上云酒店为“贴牌”生意，且加盟协议时长与传统加盟基本一致（8年左右），因此，云酒店业务收入稳定性与延展性均更强。

表 10：首旅酒店各商业模式中的收入和成本拆分

	业务类型	酒店运营业务		酒店管理业务	
		直营模式	品牌加盟模式	输出管理模式	云酒店
收入	客房收入	✓			
	餐饮收入	✓			
	会议收入	✓			
	其他服务收入	✓			
	会员注册费	✓	✓	✓	✓
	特许经营费		✓ 收入的一定比例		✓ 仅与城市、房量挂钩
	管理服务费		✓	✓ 基本管理费+奖励	
	中央预订系统服务费		✓	✓	✓
	信息技术服务费		✓	✓	✓
	会员费	✓	✓	✓	✓
成本	酒店经营成本	✓			
	后台支持成本	✓	✓	✓	✓
	店长薪酬	✓	✓ (华住为每月 8000 元以上)	✓ (华住为每月 8000 元以上)	

资料来源：公司公告、次方点评公众号，浙商证券研究所

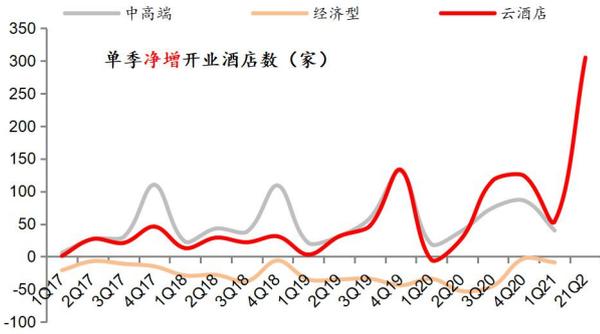
云品牌按房量收取固定加盟费用，同时按比例收取订单佣金，稳定性高但不失弹性。根据官网、公众号等官方渠道的公开资料以及我们的草根调研，我们发现首旅旗下云酒店与其他集团的软品牌在盈利模式上具有不同之处。1) **华住、锦江**旗下均具有非标品牌或者软品牌，但是其特许经营费计算形式均与传统加盟模式一致，即按照营业收入的一定比例收取（一般为 4%-6%），这意味着集团加盟收入与酒店 RevPAR 挂钩；2) **首旅云系列品牌**是按照城市等级、客房总量向加盟商收取固定费用，同时也按照房费的 7%-9% 收取佣金，因此，相对来说，云酒店盈利模式具有较高的稳定性，但同时不失弹性。

云酒店带来的利润增量可观。21Q1 末，首旅共开业 829 家云酒店，提供客房 45541 间，单店平均房量约 55 间。假设云酒店单店客房量为 55 间、RevPAR 为 109 元/间夜（2019 年全年平均水平），考虑不同城市收费标准，加上房费佣金，1 家旧云酒店每年能给公司带来约 8-16 万元的收入，新店将在此基础上再增加一次性加盟费。基于公司 2020 年新开业 350 家云酒店、到年末共有 42364 间客房，考虑新店当年加盟时长，我们测算得当年云酒店加盟业务或贡献收入 1 亿元左右；由于云酒店为自主管理，考虑到这部分收入对应的成本费用较低，净利润率为各模式中最高，我们预计对应净利润可占到公司正常业绩（2019 年）的 8%-10%。考虑到云酒店加盟协议一般为 5-8 年，我们认为云酒店业务带来的利润增量较为可观，且盈利稳定性较传统加盟更突出。

云酒店着重扩量，21Q2 单季净增 305 家，超过 2020 全年。基于云酒店的收费模式，我们认为该业务以量取胜的特点较传统加盟模式更为突出。19 年开始公司云品牌展店明显提速，截至 21Q1，云酒店开业门店 829 家，占比 16.6%；当季新开店 78 家，占公司新开业门店总量的 45%。截至 2021 年 6 月底，云品牌开业酒店数已达 1134 家，Q2 净增 305

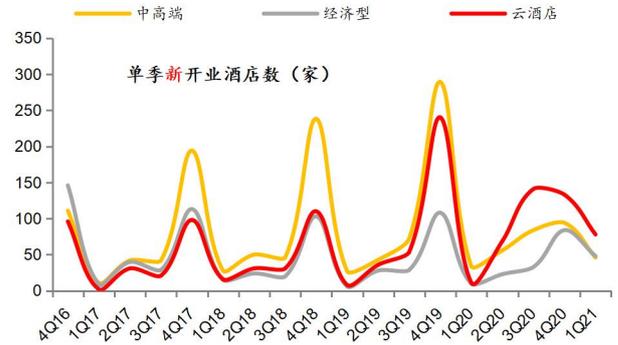
家（2020 全年净增 265 家），签约项目 2000 家，覆盖 256 个城市，较 19 年底增加 80 个城市，较上季度增加 16 个城市。

图 46：首旅云系列品牌展店提速



资料来源：公司公告、首旅如家公众号，浙商证券研究所

图 47：21Q1 首旅新开业酒店中云品牌占比 45%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3. 产品特点：覆盖面更广，加盟方案更自主灵活，品牌效应偏弱

为了打开低线城市连锁增量空间，公司专门设立云系列品牌，给业主提供门槛更低、更灵活自主的加盟方案。与其他传统加盟品牌比较而言，云酒店加盟主要具有以下特征：

1) 云酒店属于非标加盟，但物业门槛更低：相对同档次标准/非标准传统加盟品牌来说，云系列品牌对加盟物业的要求更低，具体体现在大堂公区面积、餐厅设施、客房数量等硬件条件以及室内装修、家居齐全度/质量/布置等软件条件上。我们选取首旅旗下经济型标准加盟品牌如家和华住旗下经济型轻加盟品牌怡菜为参照，其中，如家要求加盟物业大堂公共区域面积为 70 平方米左右、客房数量在 70 间左右，怡菜要求加盟物业大堂公共区域面积 80 平方米左右、客房数量超过 60 间，而派柏云酒店仅要求加盟物业的大堂面积不低于 50 平方米、客房数量不低于 40 间，因此，在长尾存量单体酒店市场中，云品牌可覆盖的范围更广，我们认为将能帮助公司抢占更多的单体商户资源。

表 11：云品牌加盟门槛较低

品牌	如家	怡菜	派柏·云
所属集团	首旅	华住	首旅
定位	经济型	经济型	符合经济型酒店产品体验
加盟类型	标准加盟	标准加盟、轻加盟	轻加盟
物业条件:			
整体建筑面积	2000m ² 以上	2000m ² 以上	-
大堂公共区域面积	70m ² 左右	80m ² 左右	≥ 50m ²
客房数量	≥ 70 间	≥ 60 间	≥ 40 间

资料来源：公司官网、公司公众号，浙商证券研究所

2) 物业只需轻改或翻牌，投资成本低：云品牌对酒店装修、设计风格并无统一规定，亦不提供标准改造模板，只要加盟物业达到公司规定的房间量、建筑面积、硬件设施、消防等入门级条件，就可以仅对门头、Logo、运营系统等进行更换，极大降低业主前期投入成本。根据我们草根调研数据，按照房量下限 40 间计算，云酒店单间翻牌成本最低

为 1500 元左右（仅翻牌、不改造），而根据首旅官网，经济型标准加盟品牌基本投资额最低为 5 万元/间，同时两者一次性加盟费均为 2500 元/间，前期投入差距悬殊。

3) 集团根据房间总量收取固定费用，低线城市收费标准一般低于标准品牌抽成比例。除了首次加盟费外，公司根据加盟酒店所在城市按照不同标准收取持续加盟费，收费与酒店房间总量挂钩，与出租率、房价均无关系。因此，我们认为公司云酒店板块收入具备较高的稳定性，提升主要依靠规模扩张。根据公司年报，2019 年全年云酒店平均 RevPAR 为 109 元/间夜，我们草根调研得到持续加盟费（全国平均水平）约为 5-6 元/间夜，相当于占比 4.6%-5.5%，因此，低线城市云酒店加盟费要低于如家的 5%；对于一二线城市云酒店而言，对改造成本、一次性加盟费、持续加盟费、订房佣金等整体考虑的综合加盟费率亦相对标准加盟品牌更低。

表 12：三大酒店集团旗下经济型酒店加盟协议与云酒店对比

	如家	汉庭	锦江之星	云酒店
所属集团	首旅	华住	锦江	首旅
基本投资额	6.5 万元/间	6.8-7.55 万元/间	6-8 万元/间	2500 元/间，开业筹备费最低 5 万元
特许品牌使用费	营业收入*5%	营业收入*5%	营业收入*5%	按城市等级、房量收取，全国平均水平约为 5-6 元/间天
CRS 收费比例	9%（单间 20 元封顶）	8%	5%	7%-9%

资料来源：公司公告、公司官网、公司公众号、草根调研，浙商证券研究所

4) 云酒店加盟着重自主管理，业主可额外选择管理输出服务。根据云品牌加盟协议，加盟费中包含线上指导服务，但是酒店日常业务完全由业主方进行管理和运营。与此同时，为了满足业主的多元需求，针对部分有管理输出需求的加盟店，公司额外推出管理输出服务，将派出管理团队参与管理酒店运营（一般为一位店长），并向加盟店代收店长薪酬。也就是说，云酒店加盟并额外购买管理输出服务才约等于传统酒店品牌加盟。而华住旗下怡莱酒店虽不要求重度改造，但是默认派出店长参与管理，根据次方点评公布的华住旗下怡莱酒店的加盟政策，3 线及以下城市且房量 50 间以下的酒店收费最低，店长薪酬约 8000 元/月，单位成本不低于 5.3 元/间夜。

云酒店个性化特征明显，品牌效应偏弱。由于云酒店不要求装修、服务保持一致，且对物业、设施、服务质量要求低于标准加盟酒店，将更难提升在消费者处的辨识度，亦较难积聚品牌效应，从集团赋能到云酒店反哺集团其他品牌或需更长时间。

3.4. 竞争优势：门槛低、投资回报比高，有助于抢占中小单体商户资源

在下沉城市中，我们认为加盟云酒店品牌相比单体经营、加盟硬品牌均具有一定优势，比较符合个人投资者的需求，具备较强的吸引力。

➢ 相对于单体酒店而言，加盟云酒店具有连锁化经营优势：

1) 获得大集团背书：加盟可获得大集团品牌背书，提高在消费者处的信任度，以此获取更多客流量，并提升 RevPAR。

2) 共享大集团会员体系，丰富客源结构，降低获客成本：单体酒店往往过度依赖 OTA 渠道，然而 OTA 佣金比例较高，一般为房费的 10%-15%；连锁酒店企业拥有积累

多年的会员体系与客源，截至 2020 年末，首旅如家会员已达到 1.25 亿元，自有渠道销售间夜占比接近 8 成，能够对加盟门店有效引流，丰富客源结构，加盟云酒店后将享受自有会员体系，单笔订单佣金比例为 7%-9%，低于 OTA 渠道。

3) 享有云品牌专属会员体系，会员发展奖励充足，复购率 45%，降低佣金成本: 2019 年，公司推出 Airhotel 专业酒店在线运营聚合服务平台，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）。2020 年，Airhotel 超级会员复购率为 45%。截至 2021 年 6 月，首旅酒店旗下 4000 多家酒店均已接入 Airhotel 平台。

表 13：首旅如家两套会员体系对比

	家宾会	Airhotel 会员
有效平台	首旅如家官网/APP/小程序	首旅如家 Airhotel
可享权益范围	全品牌	全品牌
年度会员费	银卡 69 元，金卡 169 元	超级会员 9.9 元
预订折扣	82-95 折	88 折
基础积分奖励	0-1.8 倍	3 倍
订房佣金	9%	7% 本店会员 0 佣金

资料来源：公司官网、云酒店加盟平台公众号，浙商证券研究所

4) 业绩提升明显: 根据云酒店官方公众号，酒店加盟后平均业绩提升 26%，我们按照三线城市 50 间房量物业测算，前期加盟费用、持续加盟费合计约占收入的 10%-15%，相对于加盟前享有 5%-15%的盈利增量空间。

➢ **相对于加盟传统品牌而言，加盟云品牌在投资要求上更符合广大中小酒店业主的实际情况:**

1) 加盟门槛低: 部分单体酒店的房量、建筑面积、装修水平等物业条件达不到传统加盟品牌的要求，而云酒店要求相对较低，覆盖范围更广。

2) 前期投入低: 由于云酒店为非标加盟，且为自主管理，改造程度小，相对于传统加盟品牌单间房数万元改造成本而言，前期资本投入较低。

3) 投资回收期短，性价比高。 ①**如家:** 根据如家官方公众号公布的投资模型，对于四线城市、70 间客房、2000 平米的如家酒店，假设前期投资为 60000 元/间，出租率 90%、平均房价 162 元、RevPAR 为 145 元/间夜，加盟费 2500 元/间、基本管理费 5%，投资回收期约为 3.6 年，投资收益率约为 25%。②**云酒店:** 对于四线城市、70 间客房的云酒店，RevPAR 约为 109 元（2019 年云酒店平均数据），则加盟后年收入约 280 万元，参照如家投资模型中净利润率约为 21.7%，考虑客源结构以及成本构成，我们预计加盟云酒店的净利润率约为 15%-20%，年利润约为 40-55 万元，前期投资（含首次加盟费）约为 30-60 万元，每年持续加盟费约为 10 万元，因此，云酒店投资回收期短于标准加盟品牌。

表 14：相同物业条件下云品牌投资回收期短于标准品牌

加盟品牌	如家	云品牌
物业位置	四线城市	四线城市
客房数量(间)	70	70
RevPAR(元/间夜)	145	109 (2019年平均水平)
单房投资(元/间)	60000	1000-5000
总投资(含开办费,万元)	475	10-40
总收入(万元/年)	382	280
净利润率	21.7%	15%-20%
首次加盟费	2500元/间	2500元/间
持续加盟费	营业收入*5%	约4元/间夜
投资回收期	3.6年	1年左右

资料来源：公司官网、官方公众号，浙商证券研究所；注：如家酒店数据为根据公司官方公众号公布的投资模型计算。

4. 产品持续升级，发力中高端提升盈利能力

4.1. 品牌集群：全系列多产品，重点发展中高端品牌

约 20 个品牌、40 个产品覆盖全系列酒店业务。截至 21Q1 末，公司运营约 30 个酒店品牌，开业 4992 家酒店，遍布 400 多个城市，覆盖“高端”、“中高端”、“商旅型”、“休闲度假”、“社交娱乐”、“长租公寓”、“联盟酒店”全系列酒店业务，满足消费者的多元喜好，便于全方位攻占市场。

图 48：首旅如家旗下品牌详情（截至 2021Q1）

档次	品牌	细分定位	推出时间	开店数量	占比	客房数量	占比	发展规划
高端	首旅建国	精品商务酒店	2012年置入首旅	62	1.20%	17797	4.10%	存量发展
	首旅南苑	商务/度假	首旅2014年收购	10	0.20%	1556	0.40%	立足浙江，2018年起走向全国
	建国铂萃	艺术酒店	2020年	2	0.00%	128	0.00%	未来5年将在一二线城市CBD广泛布点。
中高端	如家商旅	品质商旅	如家原有	556	11.10%	51054	11.70%	
	如家精选	商旅	如家原有	252	5.00%	24889	5.70%	
	和颐	人文商旅	如家原有	180	3.60%	21145	4.80%	
	艾扉	都市商务旅行	2020年	24	0.50%	1989	0.50%	
	京伦饭店	标准4星级	首旅原有	16	0.30%	4066	0.90%	存量发展
	璞隐	设计型	如家原有	14	0.30%	1866	0.40%	力争5年左右实现100家门店的规模。
	柏丽艾尚	法式优雅	2018年	12	0.20%	1204	0.30%	
	云上四季尚品	城市度假	如家原有	9	0.20%	654	0.10%	
	康缙	都市休闲	2016年	7	0.10%	763	0.20%	
	逸扉	商旅	2019年	5	0.10%	992	0.20%	未来5年计划签约300家
	YUNIK	多元社交	2018年	5	0.10%	346	0.10%	
嘉虹	旅途中枢	2019年	3	0.10%	527	0.10%		
万信至格	精选商旅服务	2021年	1	0.00%	130	0.00%	计划三年开至100家店	
经济型	如家	标准化服务	如家原有	1968	39.40%	193567	44.20%	
	莫泰	经济快捷	如家2011年收购	233	4.70%	26093	6.00%	
	驿居	舒适便捷	如家原有	167	3.30%	8471	1.90%	
	云上四季	民宿	如家原有	32	0.60%	2317	0.50%	
	雅客e家	高性价比	首旅2014年收购	31	0.60%	1851	0.40%	
云酒店	欣燕都	京味风情	2012年置入首旅	23	0.50%	2049	0.50%	
	派柏、睿柏、素柏、诗柏	非标快捷	如家原有	829	16.60%	45541	10.40%	

资料来源：浙商证券研究所

五大事业部合力推进多元化品牌发展战略，领导班子多为原如家主力，重点发展十大核心品牌。2017年3月，经过9个月与如家的深度整合后，公司成立三大事业部，即高端酒店事业部、中高端酒店事业部、经济型商旅酒店事业部；2020年，公司成立新品牌事业部，主管非标加盟品牌。除了高端事业部领导为原首旅系外，其余四大事业部总经理均为原如家系。同时，公司将十大品牌列为“核心家谱”，具体包括如家、莫泰、和颐、如家精选、如家商旅、璞隐、柏丽艾尚、如家小镇、YUNIK、漫趣乐园，其中，除了如家和莫泰为经济型，其余均为中高端。

表 15：首旅酒店五大事业部情况

事业部	负责品牌	事业部总经理
高端酒店事业部	建国、京伦、南苑、扉缦、璞隐等	袁首原任首席执行官；首旅建国、首旅京伦首席执行官姜晓明任总经理；
中高端酒店事业部	和颐、如家商旅、如家精选、Yunik 等	前总经理缪峻（原如家集团运营销售副总裁） 现总经理高厚生（原来在如家主管莫泰业务，历任如家新酒店发展事业部总经理、首旅如家高端酒店事业部副总经理）
经济型/商旅型酒店事业部	如家、莫泰、欣燕都、云上四季、雅客怡家等	邵国峰（原如家系）
新品牌事业部	柏丽艾尚、艾扉、驿居、云上四季尚品等	宓焕顺（原如家系）
云品牌事业部	诗柏、素柏、派柏、睿柏	万萍萍（原如家系）

资料来源：公司官网、公众号、美通社，浙商证券研究所

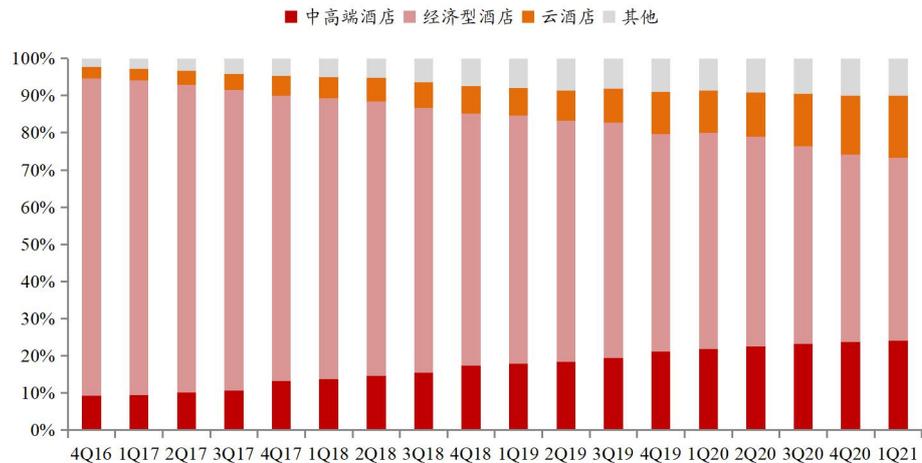
发展战略向中高端倾斜，中高端酒店收入占比超过四成。2016年，公司成立中高端和高端酒店事业部。2017年，公司计划新开店中中高端酒店数量占比达到40%、直营店占比达到10%，18-19年计划新开店中中高端占比超过50%。2019年，公司已投资44个中高端酒店的新建和升级改造，当年中高端酒店的整体收入已经达到集团酒店收入的37.6%。2020年，中高端酒店收入占比已超过42%。

表 16：首旅酒店 2017-2021 年经营计划

经营计划	新开店数量（家）	新开店中中高端占比	新开店中直营店占比
2017	400-450	40%	10%
2018	≥ 450	50%+	-
2019	≥ 800	50%+	-
2020	800-1000	-	-
2021	1400-1600	-	-

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 49：首旅酒店中高端酒店占比持续提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.2. 产品结构：推进同品牌迭代升级+跨品牌升级改造，从存量要发展

旗下酒店品牌持续升级，整体品牌形象持续提升。2016年，经济型酒店事业部全面推进如家2.0产品；2017年，如家商旅酒店（金标）产品、如家3.0NEO产品完成标准制定；2018年，公司迎合消费升级趋势，以中高端产品发展为主轴，先后完成了柏丽艾尚酒店、如家精选酒店（升级版）、YUNIK HOTEL、如家商旅酒店（金标）、如家酒店3.0NEO等新产品的研发、落地和推广，在酒店智能设备、灯光设计、社交场景等方面加入了新的元素；并于下半年开始重新研发扉缦酒店新产品系列，与王府井西安、昆明项目合作，共同打造中端混搭主题时尚社交休闲酒店。2020年，Yunik Hotel 2.0版本面世，同时对璞隐、如家精选进行了升级改造；2021年，公司计划研发扉缦系列新产品，并对如家商旅2.0版本进行升级改造。

表 17：2016 年以来首旅酒店旗下品牌升级改造情况

时间	品牌	定位	版本
2016	如家	经济型	2.0
2017	如家	经济型	3.0NEO
2017	如家商旅	中高端	金标版
2018	如家精选	中高端	升级版
2020	璞隐	中高端	升级改造
2020	YUNIK Hotel	中高端	2.0
2020	如家精选	中高端	3.0
2021（计划）	扉缦	中高端	新产品
2021（计划）	如家商旅	中高端	2.0 版本

资料来源：品橙旅游、公司公告，浙商证券研究所

经济型产品更新迭代速度快，升级改造店占比较大体现业主的高认可度。如家是经济型酒店的一个鲜明符号，在消费升级趋势下，2016年，公司完成了超过70家如家酒店的同品牌迭代升级成如家2.0版本；2018年，公司对155家如家直营店进行了3.0NEO改

造升级,定位为中档商旅酒店,其中年底已完工酒店115家,首批被改造的如家 neo 酒店开业后的三个月平均 RevPAR 同比增长 20%左右;截至 2019 年末,已有 454 家如家 3.0NEO 酒店开业,其中 360 家为升级改造店,占比 79.3%。截至 2020 年末,公司已累计将 279 家直营店及 224 家特许店升级改造为如家 3.0NEO,累计共完成 503 家,体现业主对品牌以及新版产品投资模型的认可。

加强中高端酒店投入,跨品牌升级改造成效明显。2016 年,共有 12 家经济型直营酒店进行了跨品牌改造,升级成为中高端和颐、如家精选和商旅酒店,升级改造后的中端酒店 RevPAR 预计将提升 1.3 到 1.8 倍。2018 年,公司新建和改造升级中高端直营酒店 29 家;2019-20 年,公司分别投资 44 个、43 个中高端酒店的新建和升级改造。

2018 年起加大产品升级资金投入,升级改造成本同比增加 3.5 倍。为不断适应市场需求的新热点,公司通过对于已开业直营酒店的升级改造,不断对现有产品进行品牌升级,优化产品结构并提高产品的附加值。2012-2014 年,如家酒店集团升级改造项目成本从 0.4 亿元提升至 1.7 亿元;2018 年起,首旅如家升级改造成本猛增至 5.9 亿元,同比增加 3.5 倍,并且 2019 年仍然维持增长趋势。

图 50: 2018 年起首旅加大升级改造力度



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图 51: 2018 年来首旅如家升级改造成本大幅提升



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

4.3. 整合上下游产业链资源,构建“如旅随行”顾客价值生态圈

持续升级会员体系,提高会员复购率。2016 年,完成如家私有化后,公司启动“首旅汇”与“家宾会”的会员系统贯通,建设首旅如家新官网、APP;2017 年,公司会员权益全面贯通,充分挖掘公司 1 亿会员的潜在价值;2018 年底,公司会员总量达 1.1 亿,全年公司自有渠道入住间夜数占比近 80%;截至 2020 年末,公司拥有 1.25 亿会员,同比增长 5.9%,自有渠道入住间夜数占比为 77%,同时进一步深挖会员价值,以会员积分为抓手,搭建平台,通过外接资源提供良好的客户体验、会员服务及会员权益,利于提升公司会员的黏着度和复购率。

打造“如旅随行”生态圈,提供一站式服务,挖掘会员存量价值,增强客户黏性。公司在专注于住宿业务的同时,着力建设以住宿为核心的业务平台,优先对接控股股东首旅集团旗下丰富的餐饮、娱乐、景区、交通、旅行社资源,对上下游产业链进行整合,挖掘会员存量价值。2017 年,公司与首汽、东来顺、康辉、全聚德签署战略合作协议,通过跨界合作将吃、住、行、游、购、娱等板块的资源连接起来,打造“如旅随行”的顾客

价值生态圈,提供外延服务以吸引消费者。比如,消费者在酒店办理入住后,可通过首汽租车、可在酒店餐厅直接享用东来顺与全聚德的美食、可在如家优选商城上线上购物等,享受一站式服务。良好的客户体验、会员服务及会员权益享受有助于提升公司会员的复购率,巩固核心竞争力。

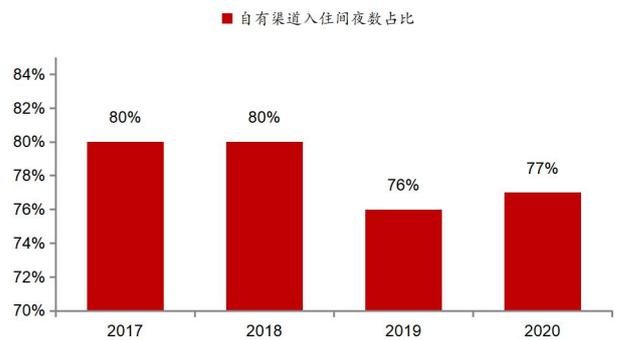
忠实用户规模持续增大,自有渠道入住间夜数接近8成。根据公司公众号,2020年,首旅如家年入住客流约1.5亿人次,会员规模约为1.25亿人次,较2016年增加56.2%,官方APP累计用户达3600万人、日活超过80万人,官方微信关注用户1200万人,微信小程序访问用户为700万人,支付宝小程序使用人数约800万人;同年,通过自有渠道入住间夜数占比为77%,体现较强的对抗OTA的能力。

图 52: 2020 年底首旅酒店会员规模达到 1.25 亿人



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 53: 首旅自有渠道入住间夜数占比接近 8 成



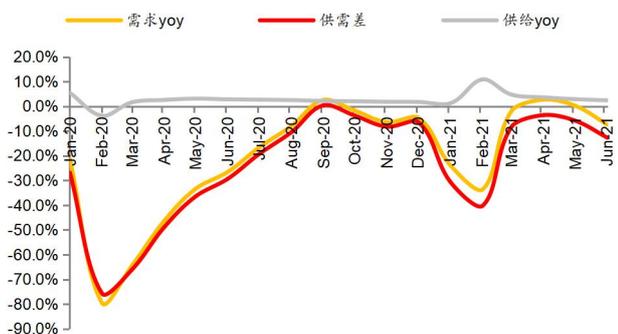
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5. 进入高速发展期, 兼具行业 β + 强 α 收益

5.1. 住宿需求回暖, 行业格局优化, 连锁酒店龙头享行业 β

酒店需求持续回暖, 局部疫情扰动有限。根据 STR 数据, 2020 年 2 月需求在新冠肺炎疫情影响下跌至谷底, RevPAR 随着全国各地复工复产需求持续恢复, 到 2020 年 9 月需求同比增速、供需差均回正。虽然后续局部疫情、旅游淡季、就地过年政策等导致恢复势头有所回落, 但扰动较为有限, 整体来看行业景气度持续回暖, 长期需求向好。根据 STR 数据, 2021 年 5 月我国酒店行业入住率恢复至 64.6%, 平均房价恢复至约 466 元, RevPAR 恢复至约 301 元, 已恢复至 19 年同期的 96%。

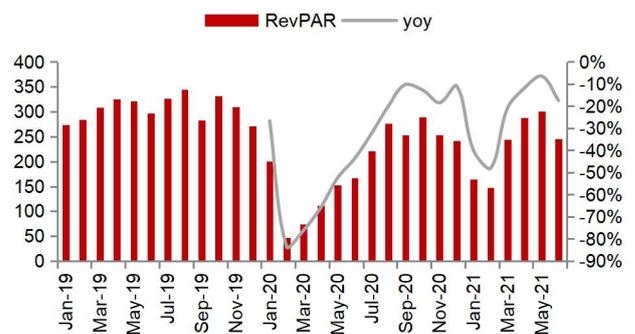
图 54: 国内酒店行业供需差持续缩小



资料来源: STR, 浙商证券研究所

注: 需求 yoy、供需差均为同比 2019 年计算。

图 55: 国内酒店业 RevPAR 持续恢复

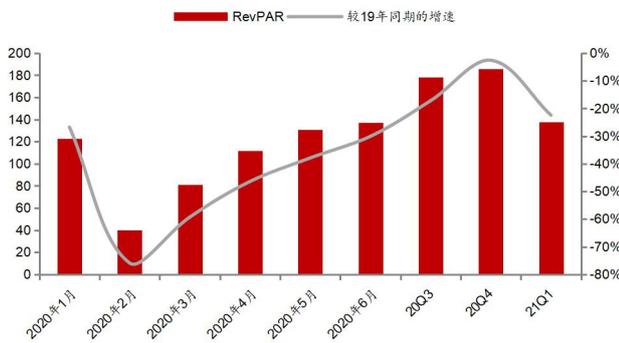


资料来源: STR, 浙商证券研究所

注: 2021 年 yoy 为同比 2019 年增速。

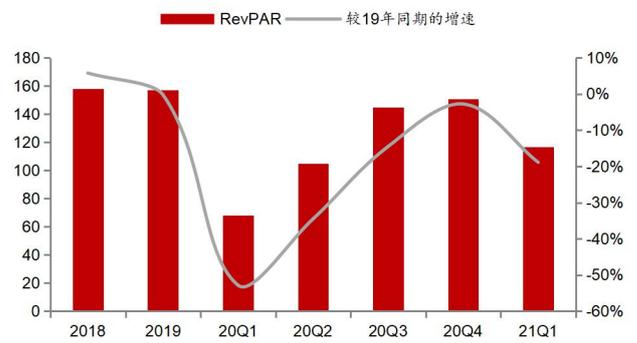
龙头连锁酒店集团 RevPAR 与业绩明显回升。1) 2020 年: 供给端, 华住集团于 2020 年 2 月高峰时期临时关闭超 2000 家位于国内的酒店, 到当年底下降至 207 家; 需求端, 华住 RevPAR 的同比增速从 2 月的-76%回升至 Q4 的-3%; 除了德意志酒店外, 华住集团 20Q1 净收入 13 亿元, 同比下降 46%; 20Q2-4 净收入 73 亿元, 同比下降 16%, 业绩有较大回升。2) 2021 年: 1-2 月, 酒店的经营恢复情况受国内局部散发的疫情、就地过年等防控政策的小幅影响, 21Q1 华住 RevPAR 相对 19 年的恢复程度环比下降; 3 月份以来, 随着境内疫情的有效防控, 境内酒店市场持续回暖, 3 月份锦江酒店平均 RevPAR 已恢复至 19 年同期的 96%。

图 56: 华住集团 RevPAR 逐渐恢复



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

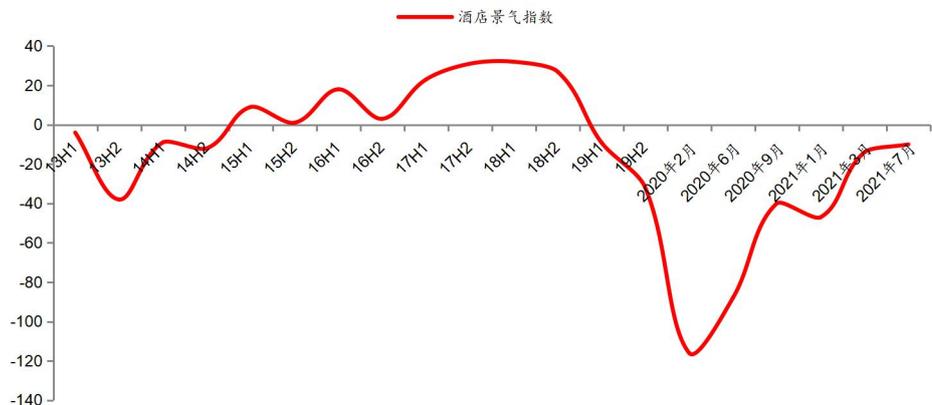
图 57: 锦江酒店 RevPAR 逐渐恢复



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

酒店业绩预期持续恢复。根据浩华发布的全国酒店景气指数（反映市场从业人员对未来业绩的预期）趋势报告，随着国内疫情形势转好、疫情防控措施逐渐放宽，行业景气度趋势持续回升，21 年 7 月反弹至 -10，背后体现的是国内酒店市场对未来经营业绩的信心持续恢复。

图 58: 酒店业绩预期持续恢复

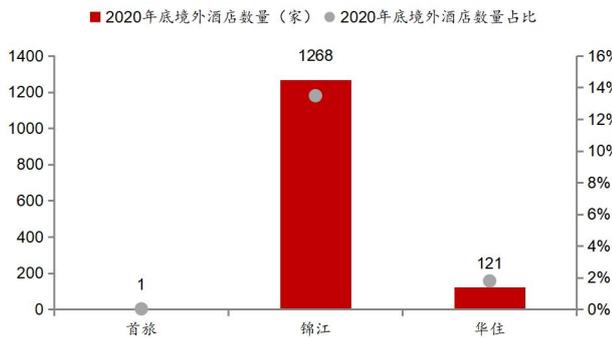


资料来源: 浩华, 浙商证券研究所; 注: 该景气指数反映酒店从业者对市场整体业绩的期望值, 指数范围从 -150 至 150, 其中 -150 表示非常悲观, 0 表示中立, +150 表示非常乐观。

5.2. 弹性大：不受境外疫情扰动，高直营店占比带来业绩弹性

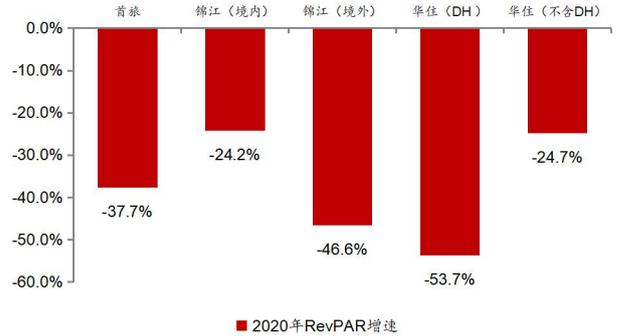
仅1间酒店位于境外，在国内良好疫情形势下，后疫情时代公司业绩基本不受境外疫情扰动。国内疫情形势优于国外，出行市场基本恢复。2020年，锦江酒店位于中国大陆的酒店（占比86.5%）实现的收入同比下降27.3%、归母净利润同比增加4%，来自中国大陆境外的酒店（1268家，占比13.5%）收入同比下降56%，归母净利润为-1亿欧元。华住有121家酒店位于大中华区境外，占比1.8%，其中120家为DH旗下酒店；20Q4，华住酒店平均RevPAR为186元/间夜，较19年同期下降2.6%；DH酒店平均RevPAR为17欧元/间夜，较19年同期下降74.2%。截至2020年底，公司仅1间酒店位于境外，专注发展国内市场，因此，后疫情时代公司业绩基本不受海外疫情扰动。

图 59：首旅仅 1 家境外酒店



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

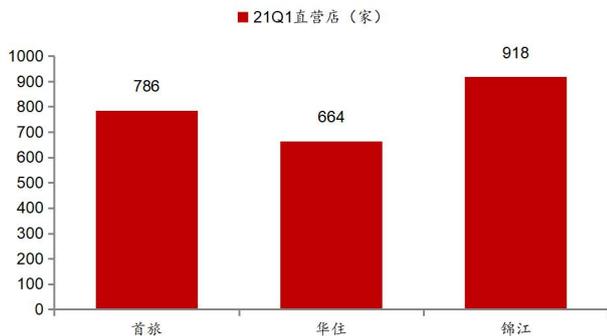
图 60：疫情下境外酒店拖累整体 RevPAR 表现



资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：DH为境外酒店。

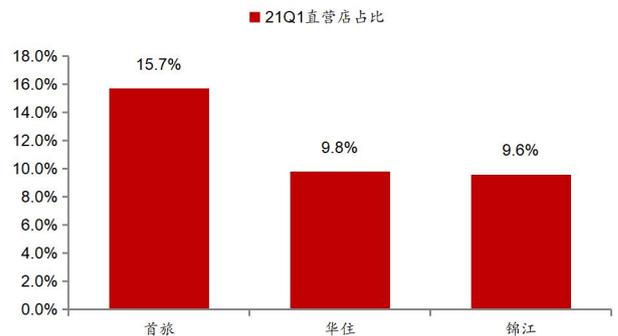
公司直营店占比超过锦江和华住，在行业复苏阶段将显现较大业绩弹性。截至21Q1，首旅、锦江、华住直营店分别为786、918、664家，分别占比15.7%、9.6%、9.8%。直营酒店刚性成本占比较大，周期性较为明显。当经济下行时，直营店收入下降、固定成本较难控制，因此，酒店收益将快速下滑、现金流可能出现短缺，从而影响整个集团的收益水平；当经济复苏时，直营店利润将快速恢复，显现高业绩弹性。

图 61：首旅直营店数量高于华住



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 62：21Q1 首旅直营店数量占比高于华住、锦江



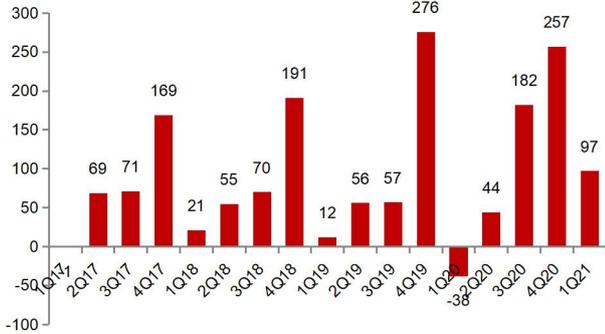
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5.3. 高成长：短期计划展店速度在 TOP3 中最高，三年内有望翻倍

发展规模为首等战略，2020 全年开店数量及 21Q1 储备店总量均创历史新高。2017-20 年，公司当年分别净增开业酒店 308、337、401、445 家店。2020 年，尽管受到疫情冲击，公司每季度新开店仍以加速度方式落地，Q1-4 分别为 62、188、298、361 家，全年新开

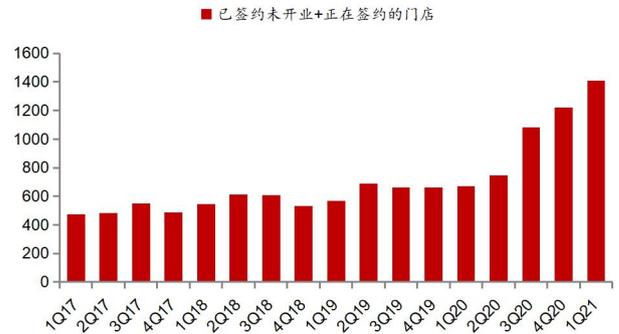
店 909 家，较 2019 年增加 80 家，完成了经营层年初制定的全年 800-1000 家开店计划。在 2020 年报中，公司提出加速规模发展是头等战略。截至 21Q1 末，首旅拥有已签约未开业、正在签约的门店共计 1407 家，同比增加 1.1 倍，创下公司历史最高水平。

图 63：首旅单季净增店数提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

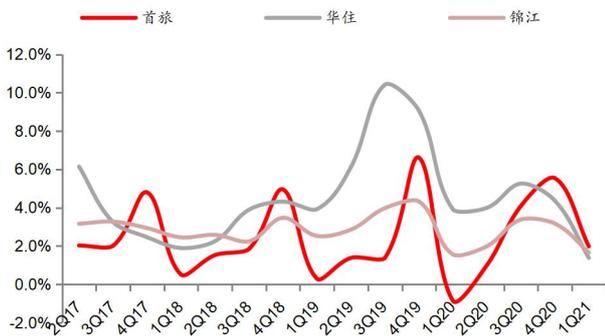
图 64：21Q1 首旅储备店数量创历史新高



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

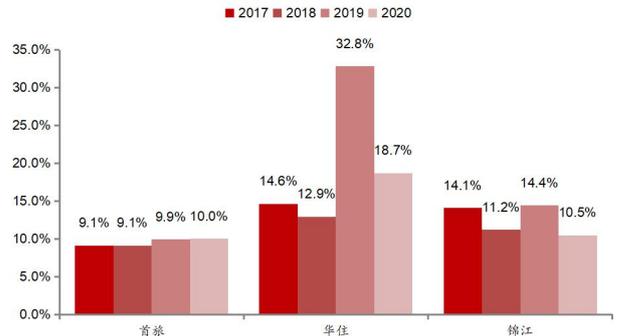
2020 年首旅净增酒店数量增速反超 19 年水平，华住、锦江增幅同比均有所收窄。2020 全年，首旅新开店 909 家，较 2019 年增加 80 家，完成了经营层年初制定的全年 800-1000 家开店计划；关停 464 家，净增 445 家，同比增加 10%，略超过 19 年增速（9.9%）。2020Q4-21Q1，首旅酒店门店数量环比增速分别为 5.5%、2.0%，反超华住、锦江。

图 65：首旅、锦江、华住酒店数量环比增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 66：2017-20 年首旅门店数量增速稳步上升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

首旅开店计划明显加快。根据 2020 年报披露，2021 年首旅计划开店 1400-1600 家，预计增速为 28.6%-32.7%，较历史年份明显提速；锦江计划新增开业连锁有限服务型酒店 1500 家，新增签约连锁有限服务型酒店 2500 家；华住计划开业 1800-2000 家。21Q1 首旅、锦江、华住开店数量环比分别增加 2.0%、1.7%、1.4%。

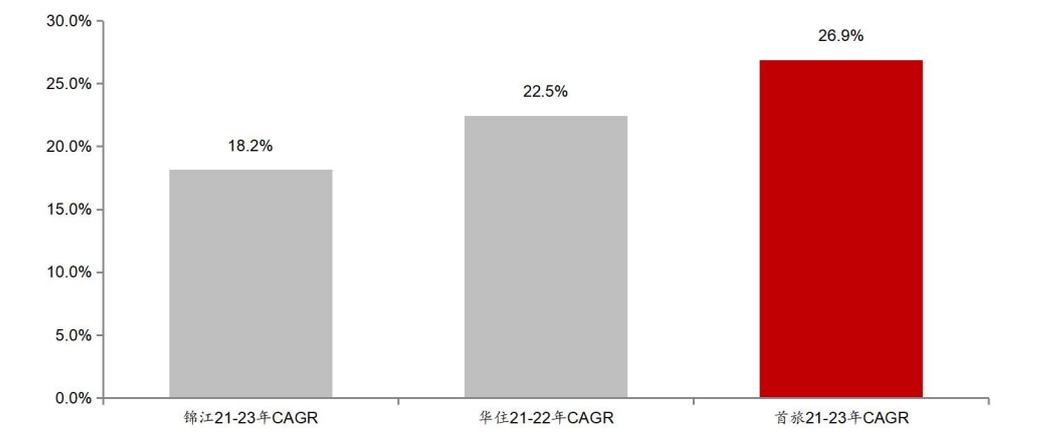
表 18：首旅、锦江、华住开店计划

酒店集团	2017	2018	2019	2020	2021	未来
首旅	开店 400-450 家	开店 ≥450 家	开店 ≥800 家	开店 800-1000 家	开店 1400-1600 家	21-23 年开业店数达到 1 万家
锦江	新开业 700 家 新签约 1000 家	新开业 900 家 新签约 1500 家	新开业 900 家 新签约 1500 家	-	新开业 1500 家 新签约 2500 家	未来三年新签 1 万家店，新开业 7000 家店
华住	-	-	开业 1100-1200 家	-	开业 1800-2000 家	20-22 年开业店数达到 1 万

资料来源：公司公告、迈点，浙商证券研究所

基于公司展店计划，21-23年首旅扩张速度有望超过华住和锦江。1)首旅“三年万店”：2021年，首旅总经理孙坚表示，要为三年万店的目标奋斗，当年计划开店1400-1600家。2)华住“三年千城万店”：2019年12月，华住集团CEO季琦重申“千城万店”计划，提出三年内华住集团酒店数量达1万家，并力争把汉庭开到每一个县城。2021年3月，在接受21世纪经济报道采访时，华住旗下中档酒店全季首席执行官沈怡均表示，下一步的目标是将门店数扩大到3000-5000家；汉庭CEO表示未来2年-3年内，汉庭计划将开业酒店数量从目前的2600家提升至5000家左右，到2028年扩张至10000家。3)锦江“三年新签万店”：据北京商报报道，锦江集团中国区未来三年的目标是要新签1万家酒店，新开业7000家酒店。基于以上数据，我们可以计算得首旅21-23年酒店数量CAGR约为27%，超过锦江和华住计划的速度。

图 67：三大酒店集团计划展店速度（开业店数口径）



资料来源：迈点，浙商证券研究所；注：图中锦江增速未考虑同期关店情况，实际净增店速度或更低。

5.4. 强催化：受益于环球影城+冬奥会溢出效应

北京环球度假区将于2021年内开业。北京环球度假区坐落在北京市通州区，整体占地面积4平方公里，母公司首旅集团持有运营商首寰文化52%股权。该项目一期占地1.6平方公里，包括北京环球影城主题公园（全球第五家、面积最大）、环球城市大道（一站式餐饮娱乐中心）以及2家度假酒店（环球影城大酒店提供800间客房、诺金度假酒店提供400间客房）。2021年1月1日，北京环球度假区官方公众号宣布核心工程全面完工、进入运营筹备阶段，将于2021年开园。

环球影城是全球著名主题公园，吸客能力强劲。环球影城是美国环球电影公司旗下的大型主题公园，根据TEA联合AECOM发布的《2019年主题公园和博物馆报告：全球主要景点游客报告》，当年环球影城娱乐集团仅凭4家公园就收获客流量5124万人次/+2.3%，位列全球主题公园集团第四位；其中3个环球影城跻身全球主题公园客流量TOP20，在旅客中受欢迎的程度较高。

表 19：2019 年全球主题公园客流量 TOP20

排名	公园	所在地	游客量 (万人次)	增长率	排名	公园	所在地	游客量 (万人次)	增长率
1	迪士尼魔法王国	美国	2096	0.5%	11	环球影城	美国	1092	2.0%
2	迪士尼乐园	美国	1867	0.0%	12	冒险岛	美国	1038	6.0%
3	东京迪士尼乐园	日本	1791	0.0%	13	迪士尼加州冒险乐园	美国	986	0.0%
4	东京迪士尼海洋	日本	1465	0.0%	14	巴黎迪士尼乐园	法国	975	-1.0%
5	日本环球影城	日本	1450	1.0%	15	好莱坞环球影城	美国	915	0.0%
6	迪士尼动物王国	美国	1389	1.0%	16	爱宝乐园	韩国	661	12.9%
7	迪士尼未来世界	美国	1244	0.0%	17	乐天世界	韩国	595	-0.1%
8	长隆海洋王国	中国	1174	8.4%	18	长岛温泉乐园	日本	595	0.5%
9	迪士尼好莱坞影城	美国	1148	2.0%	19	欧洲主题公园	德国	575	0.5%
10	上海迪士尼乐园	中国	1121	-5.0%	20	香港海洋公园	中国	570	-1.7%

资料来源：主题娱乐协会 TEA、AECOM，浙商证券研究所

填补北京主题公园市场缺口，北京环球度假区一期有望收获千万级客流量，并拉动当地旅游消费。根据中国主题公园研究院发布的《2019 年中国主题公园竞争力指数报告》，以占地面积 600 亩或总投资超过 15 亿元为分类标准，当年我国有 42 家大型及特大型主题公园，其中北京市仅有北京欢乐谷 1 家，综合竞争力位列第 7。北京环球度假区开业后，我们预计将能填补北京主题公园市场缺口，揽获过剩需求。根据京华时报报道，北京环球影城建设规划中预计年接待游客超过 1000 万人次、峰值可达 1500 万人次。

大型主题乐园、大型活动溢出效应较大，环球影城开业+冬奥会举办双重催化下，周边酒店有望量价齐升。根据众荟报告，2019 年上海迪士尼度假区周边 20 公里酒店市场需求贡献率为 6.6%，开园前仅为 1.1%，平均房价亦在开园后明显提升。根据中国证券报，在上海世博会期间，上海地区星级酒店客房出租率从年初 60% 涨至 75%-80%，平均房价从 550 元左右上涨至 700 元左右（+27.3%），RevPAR 增长 60%-70%，当年上海市星级酒店营业额同比增加 39%。2021 年下半年，环球影城将开园；2022 年 2 月 4 日-20 日，北京冬奥会将举办，本地酒店行业有望明显受益。

图 68：2016 年迪士尼开园后周边酒店房价明显提升



资料来源：众荟，浙商证券研究所

图 69：上海迪士尼度假区酒店市场需求贡献率提升明显



资料来源：众荟，浙商证券研究所

注：市场需求贡献率=迪士尼度假区酒店市场需求/上海酒店市场需求

控股股东支持力度大，环球影城内的 2 家酒店管理权将于 2022 年底前交予公司，收入贡献有望占到 5%-15%。2021 年 6 月 22 日，公司发布公告，控股股东首旅集团变更避免同业竞争承诺，将于 2022 年 12 月 31 日之前将诺金公司 100% 股权转让给首旅酒店或

其下属公司，而诺金公司持有凯燕国际（管理环球影城一期内部 2 家酒店：环球影城大酒店 800 间客房&诺金度假酒店 400 间客房）50%的股权，届时注入后将有望为公司提供盈利增长点。参考上海迪士尼酒店携程上的房价，我们假设平均房价为 1500-3000 元，年入住率为 80%-90%，对应收入为 5-12 亿元，占 2019 年收入的 5%-15%。

表 20：控股股东首旅集团做出的避免同业竞争承诺（2021 年 6 月版）

单体酒店及	首旅集团持有股权情况	首旅集团承诺
诺金公司	首旅置业持诺金公司 100%的股权	
凯燕国际	诺金公司持有凯燕国际 50%的股权	
北京诺金酒店	凯燕国际管理	首旅集团将于 2022 年 12 月 31 日之前将首旅置业持有的诺金公司 100%股权转让给首旅酒店或其下属公司。
环球影城大酒店	凯燕国际管理	
诺金度假酒店	凯燕国际管理	
北京饭店诺金	凯燕国际管理	
新侨饭店	首旅置业持有 100%股权	在新侨饭店的管理合同于 2021 年 7 月 31 日到期后 6 个月之内，将新侨饭店交由首旅酒店或其下属公司管理。
新世纪饭店	首旅集团持有 40%股权	首旅集团将于新世纪饭店与首旅日航签署的管理协议到期（2021 年 12 月 31 日）后 3 个月内，将新世纪饭店交由首旅酒店或其下属公司管理的议案提交给新世纪饭店的董事会审议并投赞成票。
长城饭店	首旅集团合计持有 51.82%股权	首旅集团将于本说明及承诺出具之日起 3 个月内，将长城饭店交由首旅酒店或其下属公司管理的议案提交给亮马河大厦的董事会审议并投赞成票；若未通过，自能够单方决定之日起 6 个月内，将长城饭店交由首旅酒店或其下属公司管理。
和平宾馆	首旅置业持有 100%股权	在和平宾馆的管理合同于 2025 年 12 月 31 日到期后 6 个月之内，将和平宾馆交由首旅酒店或其下属公司管理。
燕莎凯宾斯基	首旅集团持有 40.64%股权	首旅集团将于《北京燕莎中心饭店经营合同》及其补充协议到期后 3 个月内，将燕莎凯宾斯基交由首旅酒店或其下属公司管理的议案提交给北京燕莎中心有限公司的董事会审议并投赞成票。若未通过，自能够单方决定之日起 6 个月内，将燕莎凯宾斯基交由首旅酒店或其下属公司管理。
上园饭店	首旅集团持有 100%股权	首旅集团将于本说明及承诺出具之日起 6 个月内将上园饭店交由首旅酒店或其下属公司管理
亮马河大厦 (酒店部分)	首旅集团持有 50%股权	首旅集团将于本说明及承诺出具之日起 3 个月内，将亮马河大厦（酒店部分）交由首旅酒店或其下属公司管理的议案提交给亮马河大厦的董事会审议并投赞成票；若未通过，自能够单方决定之日起 6 个月内，将亮马河大厦（酒店部分）交由首旅酒店或其下属公司管理。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

环球影城二期将新建 7 家大型度假酒店，首旅酒店亦有望参与经营。根据北京商报报道，首旅集团董事长段强透露，未来北京环球度假区还将开发 3 个主题公园及 7 家大型度假酒店，客房将超过 5000 间，届时北京环球度假区将成为亚洲规模最大的环球主题公园。根据公司 2021 年 6 月公告，控股股东首旅集团（拥有环球影城控制权）承诺，将优先推动上市公司的业务发展，在可能与上市公司存在竞争的业务领域中出现新的发展机会时，给予上市公司优先发展权。因此，基于公司旗下凯燕国际对环球影城一期两家酒店的管理经验，以及控股股东的避免同业竞争承诺，我们认为首旅酒店将有望获得新酒店的运营权，届时将明显增厚业绩。

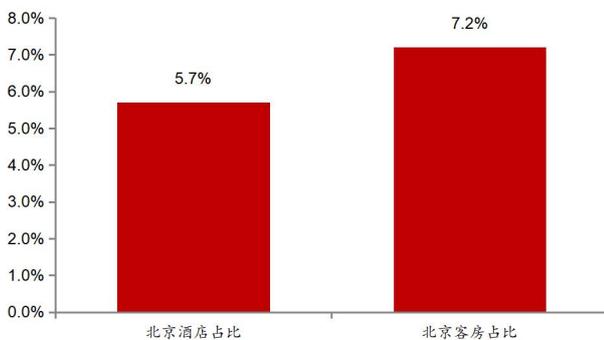
图 70：北京环球度假区规划图



资料来源：建设规划，浙商证券研究所

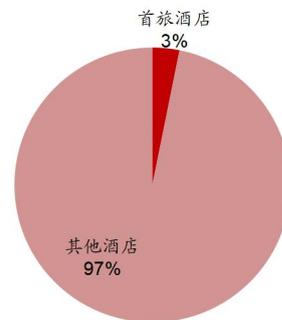
公司计划在北京环球影城度假区周边加密酒店布局，以此获取长期利益。截至 2021 年 7 月底，根据艺龙数据，北京共有 8824 家酒店，其中环球影城度假区周边 10 公里内共有 216 家酒店。截至 2020 年末，公司在北京拥有 278 家开业酒店、30947 间客房，分别占公司供给的 5.7%、7.2%，占北京酒店数量的 3% 左右，未来有望受益于上述辐射效应。与此同时，首旅酒店控股股东持有环球影城过半股权，公司在合作运营商占有得天独厚的优势；根据 2021 年定增预案，公司已宣布计划在周边规划主题酒店，我们认为公司未来有望在周边加密酒店布局，提高直接受益程度。

图 71：首旅酒店有 5.7% 的门店位于北京



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 72：首旅酒店数量在北京占比 3%（以酒店数计算）



资料来源：携程、公司公告，浙商证券研究所

6. 30 亿定增助力加密北京布局，母公司认购 1/3 彰显信心

公司拟定增 30 亿元，控股股东拟认购约 1/3，彰显发展信心。2021 年 4 月 29 日，公司发布非公开发行 A 股股票预案。本次非公开发行股票数量不超过 2 亿股（发行前总股本的 20.24%），募集资金总额不超过 30 亿元，发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的 80%。其中，控股股东首旅集团拟以现金方式认购本次非公开发行的 A 股股票，拟认购金额不超过 10.31 亿元，锁定期为 18 个月，充分体现其对公司发展的支持力度。按照此次发行上限计算，发行完成后首旅集团的持股比例仍然为 34.37%，仍为公司的控股股东。

融资助力公司加速扩张。根据公司定增预案，此次募集得的资金扣除发行费用后的

净额主要用于两个项目，1) **酒店扩张及装修升级项目**：在消费需求端的刺激下，为抓住酒店行业加速发展的机遇，公司拟对旗下经济型（如家快捷/云上）、中端（如家商旅/精选）、中高端（逸扉/和颐/璞隐）、高端（民族饭店/京伦饭店/南苑酒店）等品牌连锁酒店进行扩张及装修升级，投资总金额约 24.7 亿元，其中预计使用此次募集资金中的 21 亿元，不足部分将由公司自筹资金解决，项目建成后，公司预计税后内部收益率为 15.13%，税后投资回收期为 5.55 年（含建设期 3 年）。该项目将精准定位酒店市场客群个性化的住宿需求，提升酒店服务品质，有助于强化首旅如家品牌影响力，巩固和提升行业地位。

2) **9 亿元用于偿还金融机构贷款**。

根据公司公告，本次筹资目的主要包括两方面，1) **加强公司品牌影响力，深化战略布局**。北京正在建设的“环球影城”主题项目作为全球知名的主题乐园，将为周边上下游产业带来可观的旅游市场容量，公司拟在此地标附近规划主题酒店，以抢占市场先机。2022 年北京冬奥会的举办也有利于增强首都地区及周边酒店市场需求。在未来旅游业繁荣的市场刺激下，势必带动国内酒店行业的规模扩张和升级，公司亟需抓住“后疫情时代”旅游业复苏发展的机遇，提升酒店服务综合实力和规模化品牌效应，加快提高市场占有率，满足长远规划需求。2) **优化公司资本结构，提升抗风险能力**。本次非公开发行股票所募资金到位后，能够有效改善公司的资产负债率，优化公司的资本结构，提升流动性，减少财务费用，降低偿债风险，从而提升整体经营绩效，增强公司后续的融资能力，以满足公司业务快速增长需求。

表 21：首旅、锦江酒店定增情况对比

	首旅酒店	锦江酒店
定增预案发布时间	2021 年 4 月	2020 年 9 月
定增金额	30 亿元	50 亿元
资金用途 1	酒店扩张及装修升级项目 21 亿元	酒店装修升级项目 35 亿元
资金用途 2	偿还金融机构贷款 9 亿元	偿还金融机构贷款 15 亿元

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

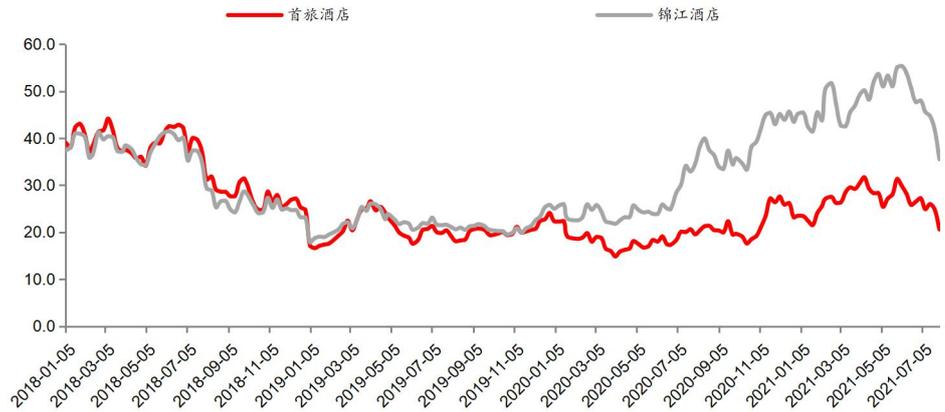
考虑中长期发展，我们认为业绩摊薄效应相对可控。本次非公开发行股票后，随着募集资金的到位，公司的股本及净资产均将有所增长，由于募集资金投资项目的实施和产生经济效益需要一定的时间，因此即期回报存在被摊薄的风险。但是，从中长期发展来看，此次融资将有效应对疫情下的流动性危机，助力公司加速展店，巩固行业地位，实现业绩持续增长。

7. 盈利预测与投资建议

7.1. 估值处于历史低位，有望迎来戴维斯双击

公司估值处于低位。由于 2020-2021 年业绩受疫情严重影响，我们以 2019 年 EPS 作为基准计算 2020-2021 年 PE。1) **纵向对比**：2019 年公司 PE 为 23x，2021 年 7 月 30 日收盘价对应的 EPS 为 20.6x；2) **横向对比**：我们选取同在 A 股上市、且同为国企的锦江酒店作为参照，从下图中可以看出，疫情后首旅估值明显低于锦江酒店。

图 73: 首旅酒店 PE 处于低位



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所; 注: 由于受疫情影响, 2020-2021 年为非正常业绩, 我们按照 2019 年 EPS 计算 2020-2021 年 PE。

短期多重强催化下, 有望迎来戴维斯双击。2020 年末, 公司立下三年万店发展目标, 这意味着规模有望翻番。2021 年下半年, 北京环球影城将开业, 公司在北京有 278 家酒店, 有望享溢出效应; 此外, 环球影城中的 2 家酒店 (提供 1200 间客房) 将于 2022 年 12 月 31 日前注入首旅酒店, 同时二期计划建设 7 家大型度假酒店, 客房将超过 5000 间, 背靠控股股东首旅集团 (环球影城控股方), 公司计划在环球影城周围着重布局酒店, 未来有望享直接&间接流量溢出红利; 2022 年, 北京冬奥会将举办, 公司亦有望享辐射效应, 享受一定估值溢价, 迎来业绩&估值双重修复。

7.2. 盈利预测

2020 年末, 公司共有 4895 家营业酒店, 提供 43.2 万间客房; 当年新开 909 家店, 关停 464 家店, 净增 445 家店。根据公司 2020 年报披露的经营计划, 2021 年计划新开 1400-1600 家店, 同时定下 2021-2023 年三年万店战略目标。截至 21Q1, 公司共有 4992 家开业酒店, Q1 新开店 184 家, 已签约未开业和正在签约店为 1407 家。我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 75.0、90.2、100.9 亿元, 归母净利润分别为 6.1、11.7、14.8 亿元, 不考虑增发的前提下, EPS 分别为 0.61、1.08、1.49 元/股。

我们按照不同业务模式进行收入拆分, 具体假设如下:

(1) 直营店数量下降至合理位置: ①**经济型酒店:** 2016-2020 年, 经济型直营店数量、客房数量 CAGR 分别为 -7%、-8%, 考虑到一二线经济型酒店存量市场趋于饱和, 同时公司倾向于轻资产化扩张, 我们假设 21-23 年经济型直营店客房数同比增速分别为 -6%、-5%、-4%; ②**中高端酒店:** 近年来, 公司着重发力中高端酒店, 推出多个新品牌, 16-20 年中高端直营店、客房数量 CAGR 分别为 15%、17%, 我们假设 21-23 年中高端直营店客房数同比增速分别为 13%、9%、9%。此外, 在 RevPAR 方面, 我们预计 2022 年将超过 19 年水平。

(2) 传统加盟店稳步增长: ①**经济型酒店:** 16-20 年, 经济型加盟店数量、客房数量 CAGR 分别为 -1.7%、-3.6%, 我们假设 21-23 年经济型加盟店客房增速为 -4%至-2%; ②**中高端酒店:** 16-20 年, 中高端加盟店数量、客房数量 CAGR 分别为 35%、38%, 考虑

到公司近年发力中高端的战略,我们假设 21-23 年中高端加盟店客房量增速为 17%-39%。RevPAR 方面,我们预计 2022 年将超过 19 年水平。

(3) 云酒店快速扩张: 16-19 年,云酒店数量、客房数量 CAGR 均接近 50%,考虑到云酒店较适用于市场下沉战略,我们预计未来 3 年云酒店仍将保持高速扩张,假设 21-23 年客房增速为 40%-120%。

表 22: 首旅酒店收入拆分

			2019	2020	2021E	2022E	2023E
直营	酒店 (家)	经济型	667	584	555	533	511
		中高端	182	203	233	257	277
	客房 (万间)	经济型	7.7	6.6	6.2	5.9	5.6
		中高端	2.6	2.8	3.2	3.4	3.8
	RevPAR (元/间夜)	经济型	125	76	114	126	130
		中高端	250	142	230	258	266
收入 (百万元)	经济型	3504	1838	2577	2720	2670	
	中高端	2349	1455	2651	3247	3643	
特许经营	酒店 (家)	经济型	1931	1879	1860	1823	1805
		中高端	763	962	1347	1724	2034
	客房 (万间)	经济型	18	17	17	16	16
		中高端	8	10	14	18	21
	营业额 (百万元)	经济型	9433	5474	7909	8405	8462
		中高端	6733	4862	9260	14719	18967
加盟费 (百万元)	经济型	743	457	645	687	731	
	中高端	662	505	868	1314	1733	
云酒店	酒店 (家)	510	775	1676	2727	3868	
	客房 (万间)	3	4	9	15	21	
	加盟费 (百万元)	44	172	396	607	846	
收入合计 (百万元)			7302	4427	7137	8574	9622

资料来源:公司公告,浙商证券研究所测算

7.3. 投资建议

我们选取 A 股公司锦江酒店、H 股公司华住集团及美股公司万豪国际、洲际酒店、希尔顿酒店作为可比公司,2019 年可比公司静态 PE 平均值为 34x; 根据 Wind/Bloomberg 一致预测,2021 年可比公司静态 PE 平均值为 56x。考虑到酒店行业需求持续复苏,疫情危机利于龙头加快连锁化进程,如果公司立下三年万店目标能完成,三年内将具备高成长性,加盟店增加弹性,云酒店增强收益稳定性,公司中短期 α 属性较强,享有一定估值溢价,我们给予公司正常年份 2022 年 25x, 对应目标股价为 27.00 元/股,首次覆盖,给予“增持”评级。

表 23：可比公司估值

股票简称	上市地点	PE (2019)	PE (2021)
锦江酒店	A 股	25x	39x
华住集团-S	H 股	-	53x
万豪国际	美股	38x	63x
希尔顿酒店	美股	43x	67x
洲际酒店	美股	31x	57x
平均值		34x	56x
首旅酒店	A 股	23x	24x

资料来源：Wind、Bloomberg，浙商证券研究所；注：2021 年 PE 一致预测来自 Wind，万豪国际、洲际酒店、希尔顿酒店 2021 年 PE 一致预测来自 Bloomberg，PE 预测值按 7 月 30 日收盘价计算。

8. 风险提示

- (1) 行业需求恢复不及预期；
- (2) 门店扩张速度不及预期；
- (3) 行业竞争加剧风险；
- (4) 商誉减值风险 等。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2357	5901	7968	10376	营业收入	5282	7501	9024	10089
现金	1375	3504	5739	8322	营业成本	4615	5181	5877	6199
交易性金融资产	368	168	224	254	营业税金及附加	34	50	59	66
应收账款	187	147	139	138	营业费用	310	338	442	589
其它应收款	91	103	140	156	管理费用	668	921	1115	1254
预付账款	150	1288	1205	1005	研发费用	44	38	32	30
存货	41	359	333	278	财务费用	90	118	79	46
其他	146	332	188	222	资产减值损失	167	75	65	61
非流动资产	14275	13858	13479	12931	公允价值变动损益	9	9	9	9
金额资产类	0	30	10	13	投资净收益	(9)	(9)	(9)	(9)
长期投资	392	367	402	387	其他经营收益	79	73	80	77
固定资产	2230	2041	1833	1605	营业利润	(568)	854	1435	1922
无形资产	3665	3449	3231	3005	营业外收支	(18)	(18)	(18)	(18)
在建工程	198	158	128	111	利润总额	(585)	836	1417	1904
其他	7790	7813	7876	7811	所得税	(54)	186	276	324
资产总计	16633	19759	21448	23307	净利润	(531)	650	1141	1580
流动负债	4894	7213	7791	8078	少数股东损益	(35)	43	75	104
短期借款	600	311	382	431	归属母公司净利润	(496)	607	1066	1476
应付款项	121	927	885	735	EBITDA	305	1664	2199	2651
预收账款	16	167	169	148	EPS (最新摊薄)	(0.50)	0.61	1.08	1.49
其他	4157	5808	6355	6764	主要财务比率				
非流动负债	3103	3186	3156	3148		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	1028	1028	1028	1028	成长能力				
其他	2075	2158	2128	2120	营业收入	-36.45%	42.02%	20.29%	11.80%
负债合计	7997	10399	10947	11226	营业利润	-142.84%	250.44%	68.05%	33.90%
少数股东权益	255	298	374	478	归属母公司净利润	-	-	75.54%	38.47%
归属母公司股东权益	8380	9061	10127	11603	获利能力				
负债和股东权益	16633	19759	21448	23307	毛利率	12.62%	30.94%	34.87%	38.55%
					净利率	-10.06%	8.67%	12.65%	15.66%
					ROE	-5.53%	6.75%	10.73%	13.07%
					ROIC	-3.85%	5.93%	8.85%	10.68%
					偿债能力				
					资产负债率	48.08%	52.63%	51.04%	48.17%
					净负债比率	32.69%	20.86%	20.78%	20.96%
					流动比率	0.48	0.82	1.02	1.28
					速动比率	0.47	0.77	0.98	1.25
					营运能力				
					总资产周转率	0.31	0.41	0.44	0.45
					应收账款周转率	28.10	37.52	38.12	35.29
					应付账款周转率	36.83	9.88	6.49	7.65
					每股指标(元)				
					每股收益	-0.50	0.61	1.08	1.49
					每股经营现金	0.45	2.74	2.58	2.85
					每股净资产	8.48	9.17	10.25	11.75
					估值比率				
					P/E	-46.74	38.19	21.75	15.71
					P/B	2.77	2.56	2.29	2.00
					EV/EBITDA	76.08	13.89	9.54	7.00

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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>