



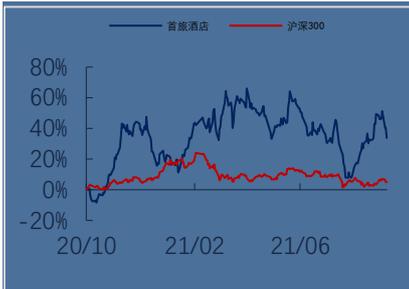
Research and  
Development Center

# 拓店显著提速，打通消费场景

—首旅酒店(600258)公司深度报告

2021年10月11日

范欣悦  
S1500521080001  
15201927096  
fanxinyue@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司深度报告**
**首旅酒店(600258)**
**投资评级**      **买入**
**上次评级**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	22.82
52周内股价波动区间(元)	29.91-15.49
最近一月涨跌幅(%)	-9.37
总股本(亿股)	9.87
流通A股比例(%)	99.49
总市值(亿元)	225.23

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

# 拓店显著提速，打通消费场景

2021年10月11日

**本期内容提要：**

- ◆ **酒店规模国内前三。**目前旗下拥有20个核心品牌、40多个产品，覆盖经济型、中高端、高端全系列，以截至21年6月末的酒店数和房间数计，是我国排名第三的酒店集团。
- ◆ **“三年万店”目标，拓店显著提速。**公司在年初提出“三年万店”的目标，相当于三年酒店规模翻倍，在人员、资金、激励、模式等层面均不断改善，支撑规模的迅速提升。20年即使受到疫情影响，仍保持快速开店的步伐，全年新开店909家，达到全年开店800~1000家的目标。21年全年开店目标1400~1600家，显著快于以往，储备店（已签约未开业和正在签约店）、季度开店同比也屡创新高，截至21年6月末储备店达1599家。
- ◆ **坚持中高端策略，涉足高奢。**形成以如家商旅、如家精选为中端核心品牌，逸扉（20年公司与凯悦酒店合作创建新品牌）、璞隐、和颐为中高端产品集群的格局。中高端酒店的酒店数量、房量占比逐步提升，21Q2分别达到24%、30%，中高端产品占酒店收入达到46%；截至21年6月末，储备店中中高端酒店占比超过40%。
- ◆ **基于强大会员体系打通多样消费场景。**截至21年6月末，公司会员数量达到1.29亿，21年9月16日正式发布会员俱乐部“如LIFE俱乐部”，并推出会员专享的“全球正品、零关税到家”的首免全球购平台。令会员在酒店平台可以享受“吃住行、优购娱”全方位的服务和优惠，打通更多的消费场景，从低频消费的酒店拓展至生活类高频消费，进一步提升会员粘性和复购。
- ◆ **有望受益于北京环球影城开业。**首旅集团承诺在22年12月31日之前将诺金公司100%股权注入，诺金公司持股50%的凯燕国际管理北京环球度假区的2家官方酒店环球影城大酒店和诺金度假酒店。北京环球影城开业有望持续带动北京及周边旅游，公司旗下酒店5.4%位于北京、22.5%位于京津冀，有望持续受益于溢出带动效应。
- ◆ **投资建议：**酒店行业供需格局持续向好，同时迎来单体酒店整合的黄金时期。公司作为国内前三的酒店集团，提出“三年万店”的目标，拓店全面提速，中高端和轻资产持续深化，成为中长期的驱动因素，短期来看有望受益于环球影城的溢出效应，形成催化。假设定增发2亿股，预计21/22/23年EPS为0.43/0.88/1.20元/股，对应PE为53x/26x/19x，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**疫情反复对旅游行业的影响，宏观经济对旅游行业的影响。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	8311	5282	7000	10400	12610
增长率 YoY %	-2.7%	-36.4%	32.5%	48.6%	21.2%
归属母公司净利润(百万元)	885	(496)	514	1047	1425
增长率 YoY%	3.3%	-156.0%	203.6%	103.8%	36.1%
毛利率%	93.7%	12.6%	29.1%	31.7%	32.7%
净资产收益率ROE%	9.9%	-5.9%	4.3%	8.2%	10.2%
EPS(摊薄)(元)	0.90	(0.51)	0.43	0.88	1.20
市盈率 P/E(倍)	23	—	53	26	19
市净率 P/B(倍)	2	2	2	2	2

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年10月8日收盘价

## 目录

投资聚焦	5
公司分析：拓店显著提速，受益于环球影城	6
“三年万店”目标，拓店显著提速	6
坚持中高端策略，涉足高奢	9
特许加盟持续推进，以轻管理模式下沉	10
有望受益于北京环球影城开业	11
基于强大会员体系打通多样消费场景	13
疫情情况向好，经营进入恢复期	14
酒店行业：供给收缩，单体加速整合，周期属性减弱	17
供需格局持续向好	17
单体酒店亟待整合，酒店集团跑马圈地	19
结构持续优化，驱动经营数据改善	20
轻资产深化，推出“轻管理”加速整合	22
盈利预测及投资建议	24
风险提示	25

## 表目录

表 1 公司开店情况	7
表 2 公司高管股权激励计划持股情况	7
表 3 公司限制性股票解除限售期的业绩考核条件	8
表 4 云、华驿对建筑面积和房量要求较低	8
表 5 旗下主要品牌加盟条件	11
表 6 首免全球购部分商品价格对比	14
表 7 三大酒店集团拓店目标	19
表 8 三大酒店集团近年开店数据	19
表 9 酒店集团轻管理、软品牌的加盟要求及费用	23
表 10 三大酒店集团的利润弹性测算	23
表 11 公司收入拆分及预测	24
表 12 可比公司估值	24

## 图目录

图 1 公司发展历程	6
图 2 公司旗下酒店品牌矩阵	6
图 3 公司已签约未开业和正在签约店屡创新高	7
图 4 公司新开店数量季度同比屡创新高	7
图 5 新开店中轻管理占比提升	9
图 6 轻管理酒店占比逐步提升	9
图 7 中高端酒店数量占比逐步提升	9
图 8 中高端酒店房量占比逐步提升	9
图 9 中高端产品占收入比重	10
图 10 诺金公司股权架构	10
图 11 安麓管理股权架构	10
图 12 北京环球影城地图	12
图 13 上海接待国内旅客及同比增速	12
图 14 上海国内旅游收入及同比增速	12
图 15 会员俱乐部“如 LIFE 俱乐部”权益	13
图 16 “如 LIFE 俱乐部”部分跨界权益	13
图 17 首免全球购 8 大商品类别	14
图 18 我国新冠肺炎当日新增本土病例	15
图 19 公司成熟同店出租率同比增减 (%)	15
图 20 公司成熟同店出租率 21 年 vs. 19 年 (%)	15
图 21 公司成熟同店平均房价同比增速	15
图 22 公司成熟同店平均房价 21 年 vs. 19 年	15
图 23 公司成熟同店 RevPAR 同比增速	16
图 24 公司成熟同店 RevPAR 21 年 vs. 19 年	16
图 25 我国酒店数量及同比增速	17
图 26 我国酒店客房数量及同比增速	17
图 27 住宿和餐饮业固定资产投资额同比增速	17



图 28	国内旅游人数及同比增速	18
图 29	国内旅游收入及同比增速	18
图 30	我国商旅支出及同比增速	18
图 31	PMI-50 与三大酒店集团 RevPAR 同比数据的走势相似	19
图 32	酒店集团储备店数量	20
图 33	酒店集团新开店数量	20
图 34	以酒店数计, 连锁酒店中各档次酒店占比	20
图 35	以客房数计, 连锁酒店中各档次酒店占比	20
图 36	中高端和经济型连锁酒店数量及同比增速	21
图 37	中高端和经济型连锁酒店房量及同比增速	21
图 38	三大酒店集团中高端酒店数占比	21
图 39	萨达酒店集团中高端酒店房量占比	21
图 40	华住整体和同店 RevPAR 走势	22
图 41	三大酒店集团加盟酒店数占比	22
图 42	三大酒店集团加盟酒店房量占比	22

## 投资聚焦

### 报告亮点:

详细阐述公司近期的边际变化和催化，包括拓店速度大幅提升，坚持中高端的策略、涉足高奢，轻资产模式以轻管理下沉，基于庞大的会员体系拓展消费场景，有望受益于北京环球影城开业，疫情后的恢复等。

对酒店行业的供需逻辑，以及中高端、轻资产的趋势进行阐述，并基于合理假设测算三大酒店集团的业绩弹性。

### 投资逻辑:

**“三年万店”目标，拓店显著提速。**公司在年初提出“三年万店”的目标，相当于三年酒店规模翻倍，在人员、资金、激励、模式等层面均不断改善，支撑规模的迅速提升。20年即使受到疫情的影响，仍保持快速开店的步伐，全年新开店 909 家，达到全年开店 800~1000 家的目标。21 年全年开店目标 1400~1600 家，显著快于以往，储备店（已签约未开业和正在签约店）、季度开店同比也屡创新高，截至 21 年 6 月末储备店达 1599 家。

**坚持中高端策略，涉足高奢。**形成以如家商旅、如家精选为中端核心品牌，逸扉（20 年公司与凯悦酒店合作创建新品牌）、璞隐、和颐为中高端产品集群的格局。中高端酒店的酒店数量、房量占比逐步提升，21Q2 分别达到 24%、30%，中高端产品占酒店收入达到 46%；截至 21 年 6 月末，储备店中中高端酒店占比超过 40%。

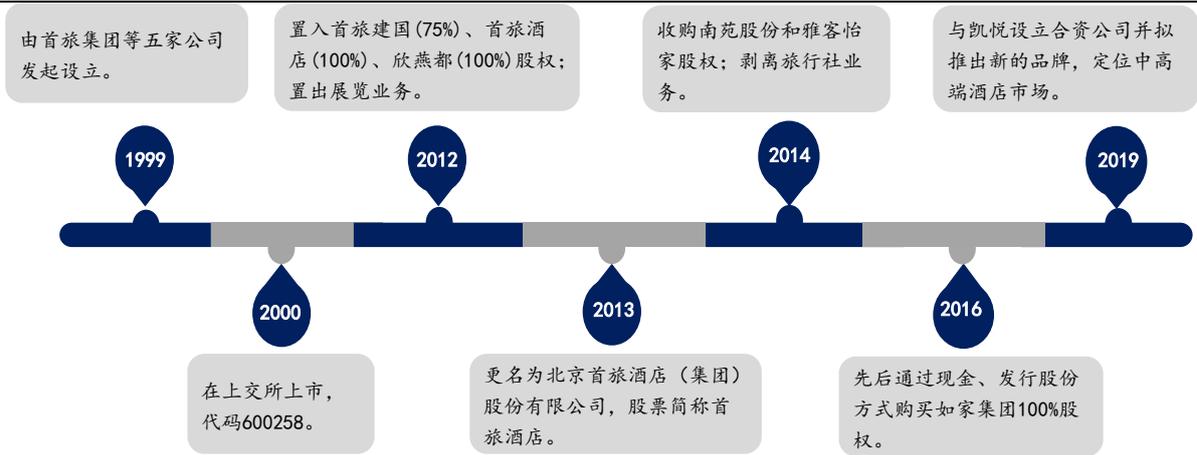
**基于强大会员体系打通多样消费场景。**截至 21 年 6 月末，公司会员数量达到 1.29 亿，21 年 9 月 16 日正式发布会员俱乐部“如 LIFE 俱乐部”，并推出会员专享的“全球正品、零关税到家”的首免全球购平台。令会员在酒店平台可以享受“吃住行、优购娱”全方位的服务和优惠，打通更多的消费场景，从低频消费的酒店拓展至生活类高频消费，进一步提升会员粘性和复购。

**有望受益于北京环球影城开业。**首旅集团承诺在 22 年 12 月 31 日之前将诺金公司 100% 股权注入，诺金公司持股 50% 的凯燕国际管理北京环球度假区的 2 家官方酒店环球影城大酒店和诺金度假酒店。北京环球影城开业有望持续带动北京及周边旅游，公司旗下酒店 5.4% 位于北京、22.5% 位于津鲁冀，有望持续受益于溢出带动效应。

## 公司分析：拓店显著提速，受益于环球影城

酒店规模国内前三。公司原名北京首都旅游股份有限公司，由首旅集团等五家公司于 1999 年发起设立，2000 年在上交所上市，2012 年公司与控股股东首旅集团进行资产置换，业务重心开始转向酒店业务。2014 年开启外延扩张步伐，收购南苑股份、雅客怡家股权，2016 年以现金和发行股份的方式，收购如家酒店集团 100% 的股权。目前旗下拥有 20 个核心品牌、40 多个产品，覆盖经济型、中高端、高端全系列，以截至 21 年 6 月末的酒店数和房间数计，是我国排名第三的酒店集团。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2 公司旗下酒店品牌矩阵



资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

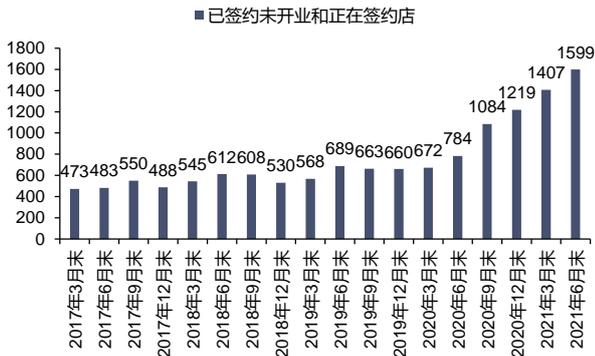
### “三年万店”目标，拓店显著提速

剑指“三年万店”，人员、资金、激励、模式优化。公司在年初提出“三年万店”的目标，相当于三年酒店规模翻倍，在人员、资金、激励、模式等层面均不断改善，支撑规模的迅速提升。20 年即使受到疫情的影响，仍保持快速开店的步伐，全年新开店 909 家，达到全年开店 800~1000 家的目标。21 年全年开店目标 1400~1600 家，显著快于以往，储备店（已签约未开业和正在签约店）、季度开店同比也屡创新高，截至 21 年 6 月末储备店达 1599 家。

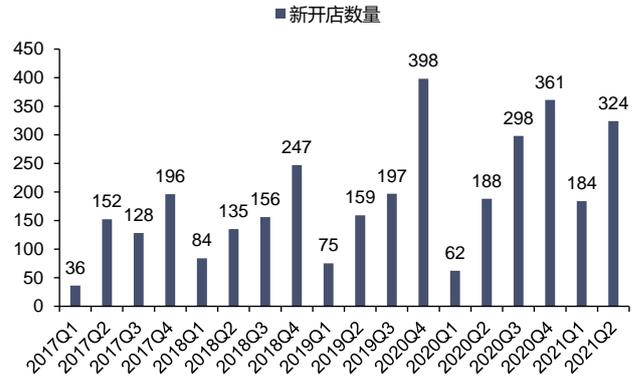
**表 1 公司开店情况**

	2019	2020	2021
计划开店	800	800~1000	1400~1600
实际开店	829	909	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 3 公司已签约未开业和正在签约店屡创新高**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 4 公司新开店数量季度同比屡创新高**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

在人员层面，扩大开发团队规模，优化管理效率。公司的开发团队在 18 年底约 100 人，目前已经扩充到 300 多人的规模，未来有望进一步扩容，薪酬和激励也有望向市场看齐。另外，开发团队的管理架构从双轨制变为单轨制，有望大幅提升开发效率。

在资金层面，定增主要用于酒店扩张、升级。定增拟定增募集不超过 30 亿元，其中 21 亿元用于酒店扩张管及装修升级、9 亿元用于偿还金融机构贷款，首旅集团拟认购 8~10.31 亿元。若定增顺利完成，公司资金实力将提升，为扩张提速奠定基础。

在激励方面，注重增长和中高端收入占比，驱动中高端酒店拓店。2018 年股权激励计划向 232 名公司董事、高管和中层授予 952 万股限制性股票，将净利润增速、行业地位、中高端酒店收入占比纳入解除限售条件，实现利益绑定，有效提升公司高管、中层的积极性，带来公司规模、业绩的提升，巩固市场地位。

**表 2 公司高管股权激励计划持股情况**

姓名	职务	股权激励计划持股比例
孙坚	董事、总经理	0.04%
袁首原	常务副总经理	0.01%
李向荣	副总经理、财务总监	0.03%
段中鹏	副总经理、董事会秘书	0.01%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**表 3 公司限制性股票解除限售期的业绩考核条件**

时间节点	业绩考核条件
授予	以 2017 年度净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 10%，且不低于对标企业 50 分位值或同行业平均水平；以 2018 年度每股收益不低于 0.6687 元，且不低于对标企业 50 分位值或同行业平均水平；2018 年度中高端酒店营业收入占酒店营业收入不低于 31%。
第一个解除限售期	以 2017 年度净利润为基数，2019 年度净利润增长率不低于 20%，2019 年度每股收益不低于 0.7295 元，且上述指标都不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2019 年度中高端酒店营业收入占酒店营业收入不低于 34%。
第二个解除限售期	以 2017 年度净利润为基数，2020 年度净利润增长率不低于 30%，2020 年度每股收益不低于 0.7903 元，且上述指标都不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2020 年度中高端酒店营业收入占酒店营业收入不低于 36%。
第三个解除限售期	以 2017 年度净利润为基数，2021 年度净利润增长率不低于 40%，2021 年度每股收益不低于 0.8511 元，且上述指标都不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2021 年度中高端酒店营业收入占酒店营业收入不低于 38%。

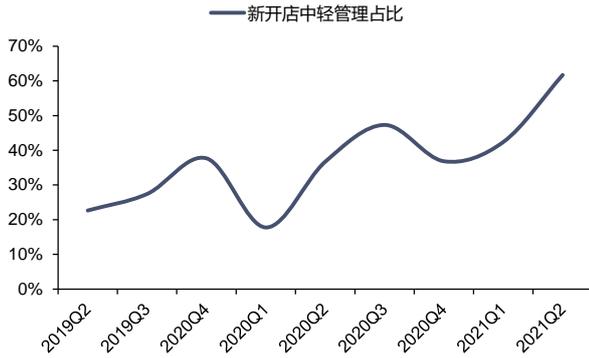
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

在模式方面，轻管理助力快速拓店。21Q2 新开店中轻管理酒店占比达到 62%，成为拓店的主力模式。轻管理主要涉及“云”“华驿”两个品牌，具有“投资小、高赋能、回报快”的特点，房量要求更低；适合单体酒店的加盟，相比中高端储备到开店期 9~12 个月，轻管理仅需 1 个月，适配公司快速拓店和下沉低线城市节奏。

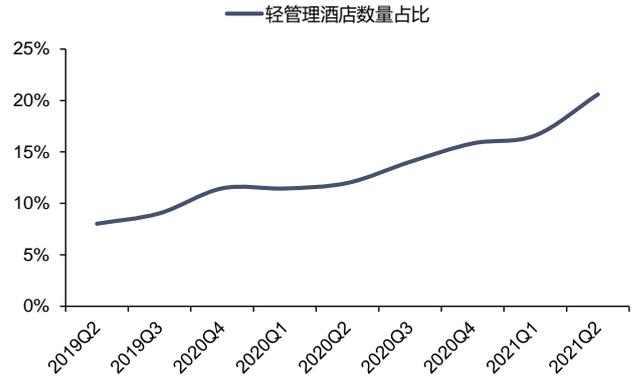
**表 4 云、华驿对建筑面积和房量要求较低**

酒店品牌	建筑面积（平米）	客房要求
建国饭店	20000	不低于 200 间
建国铂萃酒店	8000	不低于 120 间
首旅南苑	10000~30000	
京伦饭店	15000	不低于 150 间
漫趣乐园	3000~4000	80~120 间
诗柏·云酒店		不低于 40 间
华驿酒店	在营不低于 800	20 间以上
华驿酒店-NEO	2000~4500	30 间以上
华驿精选酒店	2500~5000	50 间以上
UP 华驿精选酒店	3000~5000	50 间以上

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 5 新开店中轻管理占比提升**


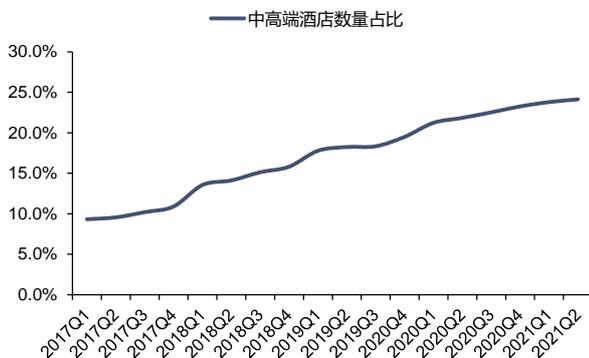
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 6 轻管理酒店占比逐步提升**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 坚持中高端策略，涉足高奢

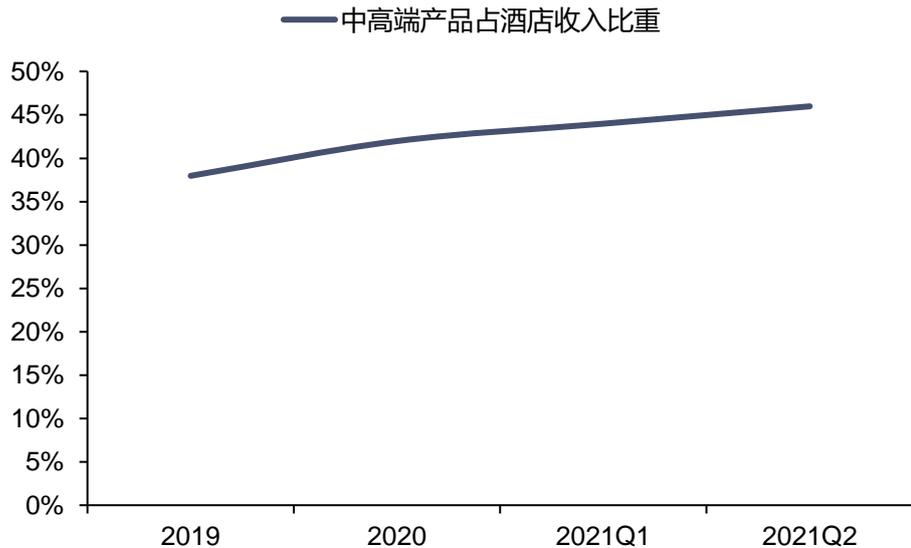
**形成核心品牌和产品集群，中高端占比持续提升。**中高端酒店是供公司开店的重点之一，2018 年股权激励计划也将中高端收入占比作为业绩考核条件之一，凸显重要性。公司目前形成以如家商旅、如家精选为中端核心品牌，逸扉（20 年公司 与凯悦酒店合作创建新品牌）、璞隐、和颐为中高端产品集群的格局。中高端酒店的酒店数量、房量占比逐步提升，21Q2 分别达到 24%、30%，中高端产品占酒店收入达到 46%；截至 21 年 6 月末，储备店中高端酒店占比超过 40%。

**图 7 中高端酒店数量占比逐步提升**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

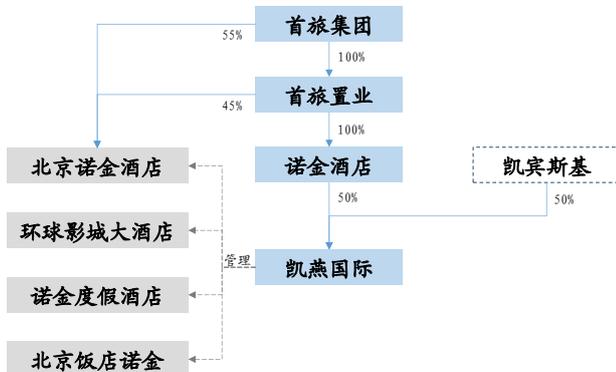
**图 8 中高端酒店房量占比逐步提升**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

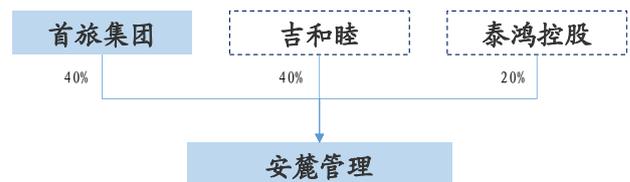
**图 9 中高端产品占收入比重**


资料来源：公司业绩会 PPT，信达证券研发中心

**涉足高端和奢华酒店。**为解决同业竞争问题，首旅集团承诺在 22 年 12 月 31 日之前将诺金公司 100% 股权注入，在安麓管理董事会通过/首旅集团能单方决定之日起 6 个月内，将安麓管理 40% 股权注入。成立首旅安诺酒店管理公司，发展高端和奢华酒店，采用市场化的管理和激励机制，引入专业化人员，布局高端、奢华、度假酒店。

**图 10 诺金公司股权架构**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 11 安麓管理股权架构**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 特许加盟持续推进，以轻管理模式下沉

**特许加盟持续推进，占比提升。**扩张方式以特许加盟为主，加盟酒店数、房数占比不断提升，21Q2 分别达到 85.2%、79.2%，酒店管理收入占酒店收入比重 21H1 达到 24.9%。轻管理酒店品牌“云”和“华驿”更加适应单体酒店的发展，单体酒店缺乏专业的管理体系、成熟的会员营销和运营支持，特别是在疫情期间面临巨大经营压力，加入连锁品牌的意愿更为强烈。特许加盟轻资产的特点助力酒店规模迅速提升，轻管理的模式更加优化管理效能，同时加盟收入占比的提升有望进一步熨平 RevPAR 波动对业绩的影响。

**表 5 旗下主要品牌加盟条件**

	经济型				中高端								
	如家	莫泰	驿居	云上四季	如家精选	如家商旅	YUNIK	扉缦	和颐系列	璞隐	云上四季尚品	柏丽艾尚国际	艾扉
加盟期限(年)	10	10	8	8	10	10	10	10	10	10	8	8	8
基本投资额(万元/单间)	6.5	6	5	5	8.5~9.5			11	12~14	13	8	10	11
特许加盟咨询服务费(一次性)	2500元/间	2500元/间	2万元	2万元	北上广深: 4000元/间, 其他 3000元/间						5万元		
特许品牌使用费 特许服务支持费 品牌推广费	方案 A		方案 A 或 B		方案 A						方案 A 或 B		
CRS(含移动客户端)	9%, 20元封顶			9%									
PMS 系统费	上线服务费 5,000元, 系统使用费 1万元/年												
开业筹备期服务费(万元)	1				3				1				
工程筹备期指导费(万元)	2				5				2				
HOPS 酒店运营系统使用费	1500(元/月)												

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

注: 方案 A 为营业总收入 5%(特许品牌使用费 4%+特许服务支持费 0.5%+品牌推广费 0.5%), 方案 B 为一类城市 220 元/月/间, 二类城市 160 元/月/间, 三类及以下城市 140 元/月/间

## 有望受益于北京环球影城开业

**有望直接受益于环球影城庞大客流。**北京环球影城已于 21 年 9 月 20 日正式开园。为解决同业竞争问题, 首旅集团承诺在 22 年 12 月 31 日之前将诺金公司 100% 股权注入, 诺金公司持股 50% 的凯燕国际管理北京诺金酒店、环球影城大酒店、诺金度假酒店及北京饭店诺金, 其中环球影城大酒店和诺金度假酒店是北京环球度假区的 2 家官方酒店, 入住即可通过贵宾体验入口享受提前入园的礼遇。诺金公司股权注入后, 公司将持续受益于北京环球影城的庞大客流。

图 12 北京环球影城地图



资料来源：北京环球影城官网，信达证券研发中心

近四分之一酒店位于北京及周边省市，有望受益于溢出带动效应。北京环球影城开业有望持续带动北京及周边旅游，公司旗下酒店 5.4%位于北京、22.5%位于津鲁冀（按房量计分别为 7.0%和 20.2%），有望持续受益于溢出带动效应。从上海迪士尼乐园的经验来看，根据《上海迪士尼项目对经济社会发展带动效应评估报告》，上海迪士尼开园首年（16年6月16日~17年6月15日）接待游客超过 1100 万人次，对于上海市旅游人次和旅游收入有显著的带动作用，增速均显著高于往年平均水平。

图 13 上海接待国内旅客及同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14 上海国内旅游收入及同比增速

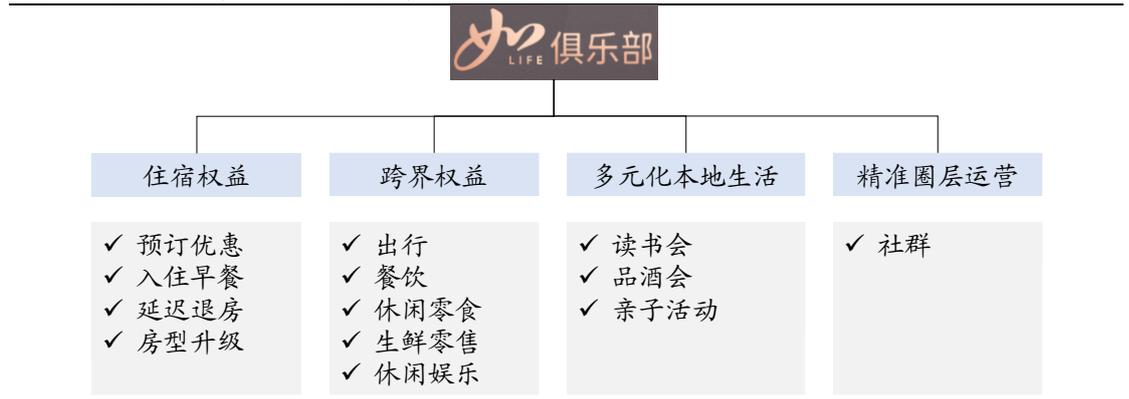


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 基于强大会员体系打通多样消费场景

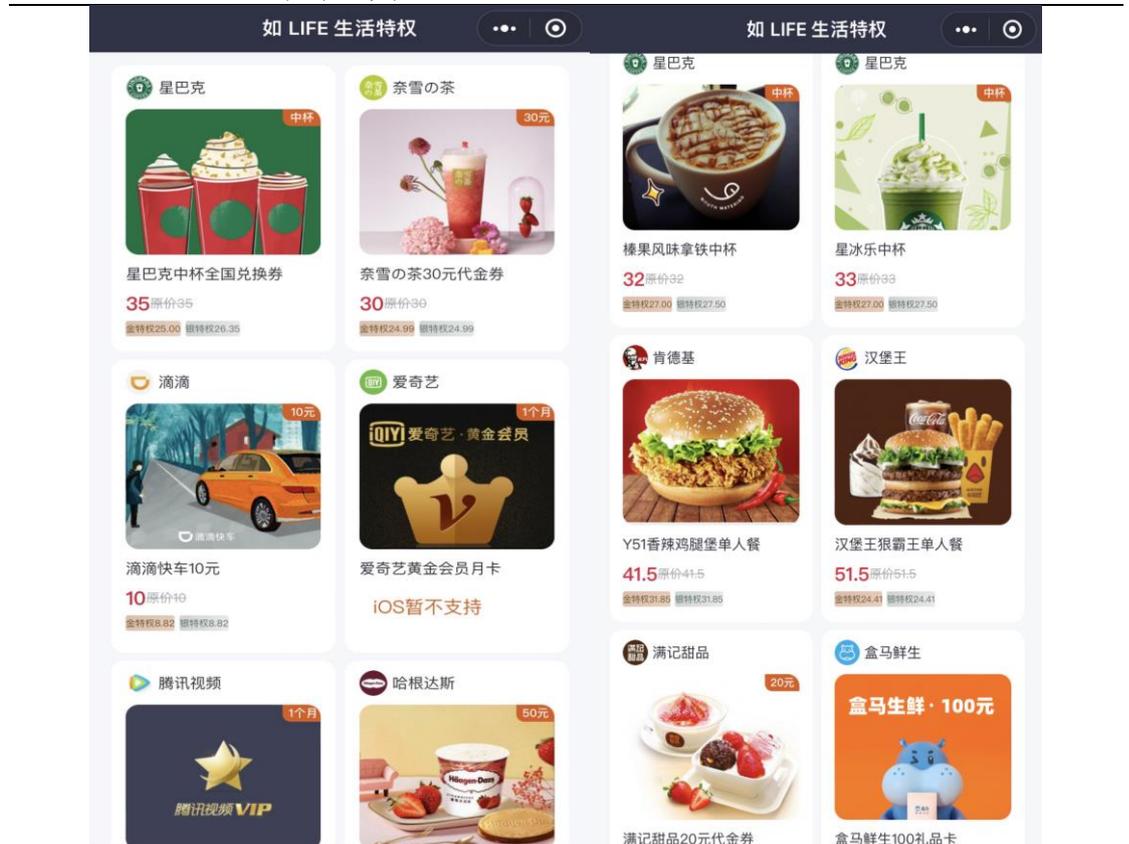
截至21年6月末，公司会员数量达到1.29亿，20年自有渠道入住间夜数占比77%。21年9月16日正式发布会员俱乐部“如LIFE俱乐部”，并推出会员专享的“全球正品、零关税到家”的首免全球购平台。除了给予会员在酒店住宿的权益升级和价格优惠，还将会员权益拓展至吃喝玩乐、出行及精神需求，令会员在酒店平台可以享受“吃住行、优购娱”全方位的服务和优惠，打通更多的消费场景，从低频消费的酒店拓展至生活类高频消费，进一步提升会员粘性和复购。

图 15 会员俱乐部“如LIFE俱乐部”权益



资料来源：界面旅行家，信达证券研发中心

图 16 “如LIFE俱乐部”部分跨界权益



资料来源：如LIFE小程序，信达证券研发中心

基于海量会员进行衍生变现。基于会员的私域流量，打造全球商品数字化贸易服务平台“首免全球购平台”，目前拥有护肤彩妆、母婴用品等 8 个商品类别，未来有望进一步增加，令会员不出国门就可以享受“全球正品、零关税到家”的购物体验。对于公司来说，通过收取平台服务费的形式拓展收入来源。

图 17 首免全球购 8 大商品类别



资料来源：首免全球购小程序，信达证券研发中心

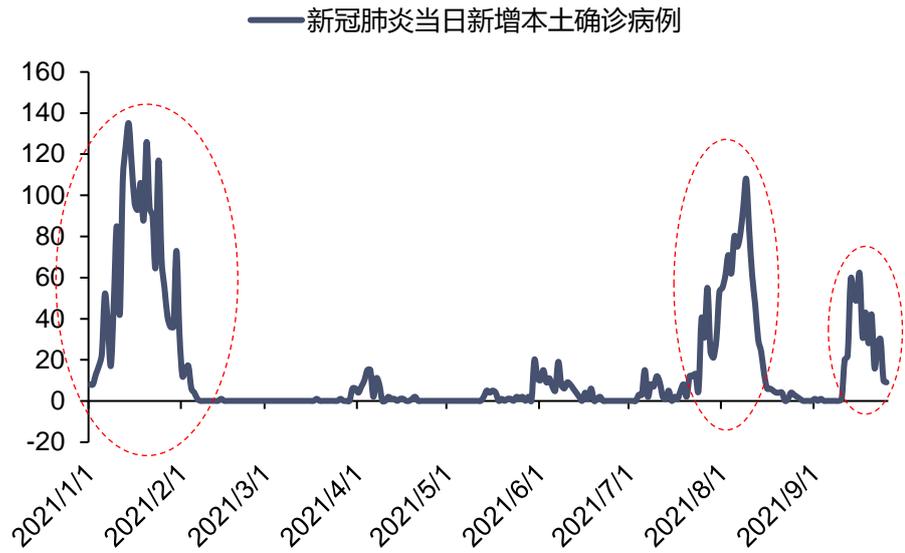
表 6 首免全球购部分商品价格对比

	首免全球购	中免日上旅购	官方
科颜氏金盏花水 250ml	333	253 (1 件) / 215 (2 件)	340
科颜氏高保湿霜 125ml	401	419 (1 件) / 356 (2 件)	580
兰蔻小黑瓶眼霜 15ml	480	410 (1 件) / 308 (2 件)	530

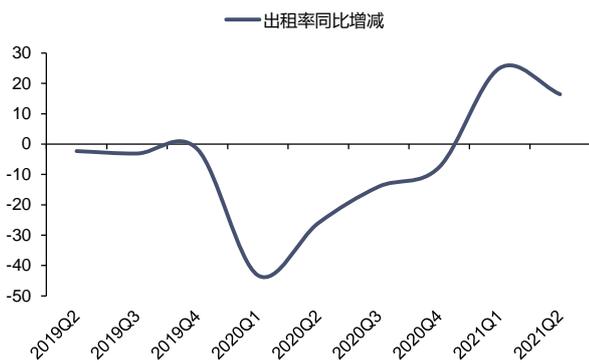
资料来源：10 月 8 日价格，首免全球购小程序，旅购小程序，品牌官网，信达证券研发中心

## 疫情情况向好，经营进入恢复期

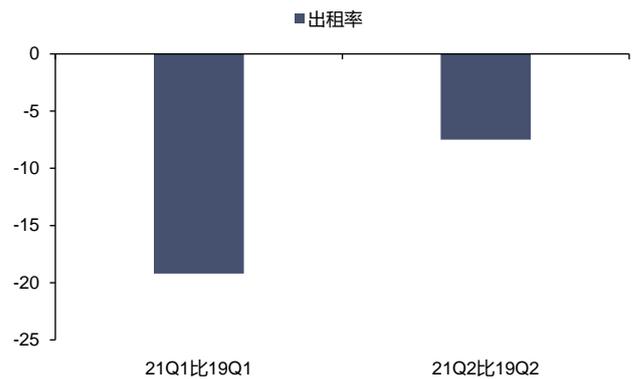
疫情趋稳，RevPAR 恢复。今年以来我国新冠疫情整体趋稳，国内酒店业呈复苏态势，而个别城市疫情散发短期影响酒店经营，如 21 年的 1 月、7 月下旬。从成熟酒店 RevPAR 来看，21Q1 恢复至 19Q1 的 65%，Q2 已恢复至 19Q2 的 90%，7 月中上旬也呈现良好的恢复态势。截至 21 年 9 月 15 日，我国疫苗接种率超过 70%，随着疫苗接种率的不断提升，国内旅游、出行有望恢复常态，带动酒店业向好。

**图 18 我国新冠肺炎当日新增本土病例**


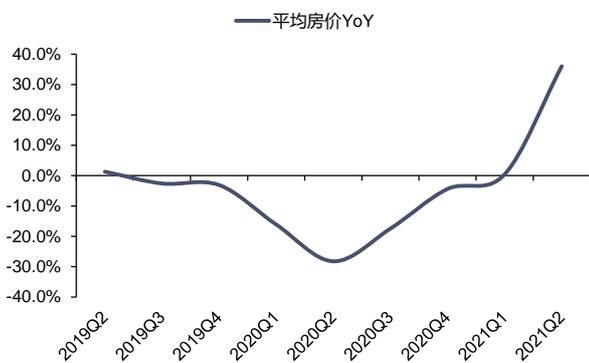
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 19 公司成熟同店出租率同比增减 (%)**


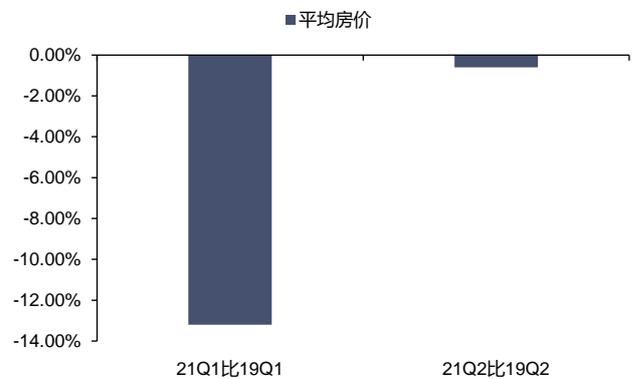
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 20 公司成熟同店出租率 21 年 vs. 19 年 (%)**


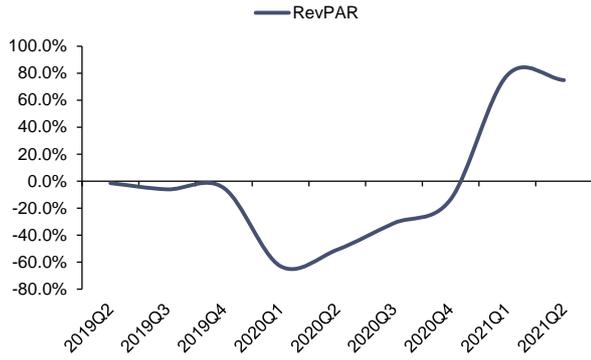
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 21 公司成熟同店平均房价同比增速**


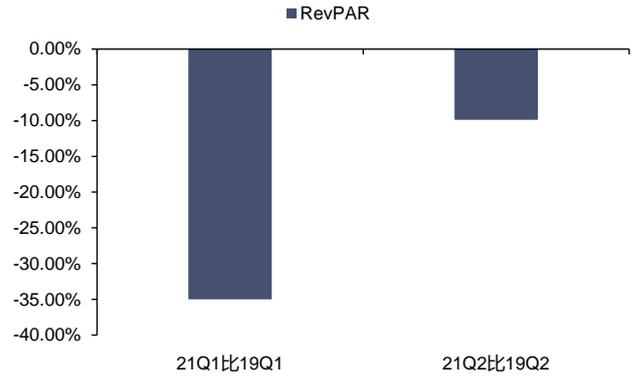
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 22 公司成熟同店平均房价 21 年 vs. 19 年**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 23 公司成熟同店 RevPAR 同比增速**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 24 公司成熟同店 RevPAR 21 年 vs. 19 年**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 酒店行业：供给收缩，单体加速整合，周期属性减弱

### 供需格局持续向好

我国酒店行业的供给趋稳，疫情进一步带来供给收缩，经营波动将更大程度由需求主导。19年酒店数量同减1.8%，增速由正转负，酒店客房数量同增4.5%，增速放缓，20年新冠疫情进一步带来酒店数量和房量大幅减少；投资数据也可以佐证，住宿和餐饮业固定资产投资额在13年以前维持两位数的高增速，增速在16年转负，16年之后增速在0附近波动。可见我国酒店行业供给已经步入稳态，经营波动将更大程度由需求主导。

图 25 我国酒店数量及同比增速



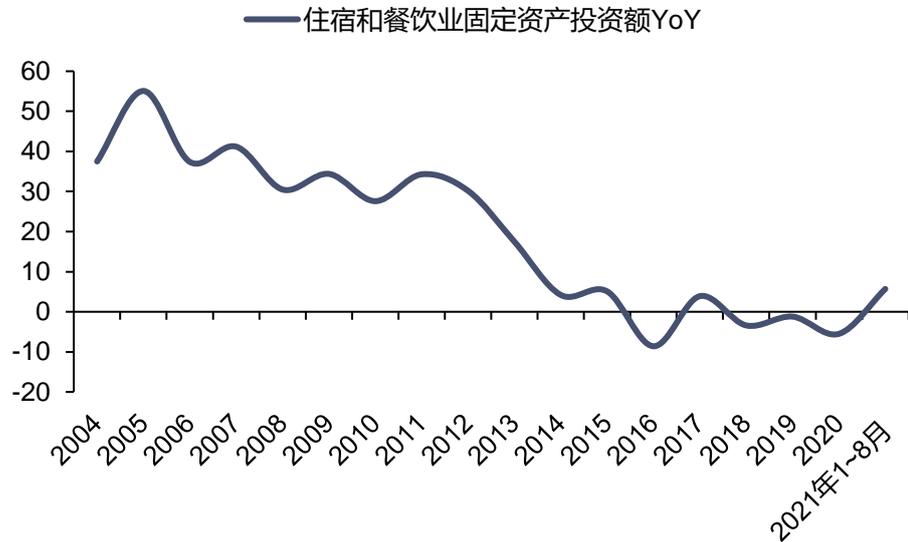
资料来源：中国饭店业协会，盈蝶咨询，信达证券研发中心

图 26 我国酒店客房数量及同比增速



资料来源：中国饭店业协会，盈蝶咨询，信达证券研发中心

图 27 住宿和餐饮业固定资产投资额同比增速



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

**旅游和商旅带来酒店行业需求欣欣向荣。**我国酒店行业的需求主要来自旅游出行和商务出行，占比合计达到80%。从旅游出行来看，国内旅游人次和收入均保持稳定的增长，14~19年国内旅游人次CAGR达10.7%，收入CAGR达14.3%，20年受疫情影响大幅下滑，但21H1呈恢复态势，人次和收入分别恢复到19H1的60.9%和58.6%。从商务出行来看，我国商旅支出稳定增长，14~19年CAGR达8.9%。

**图 28 国内旅游人数及同比增速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

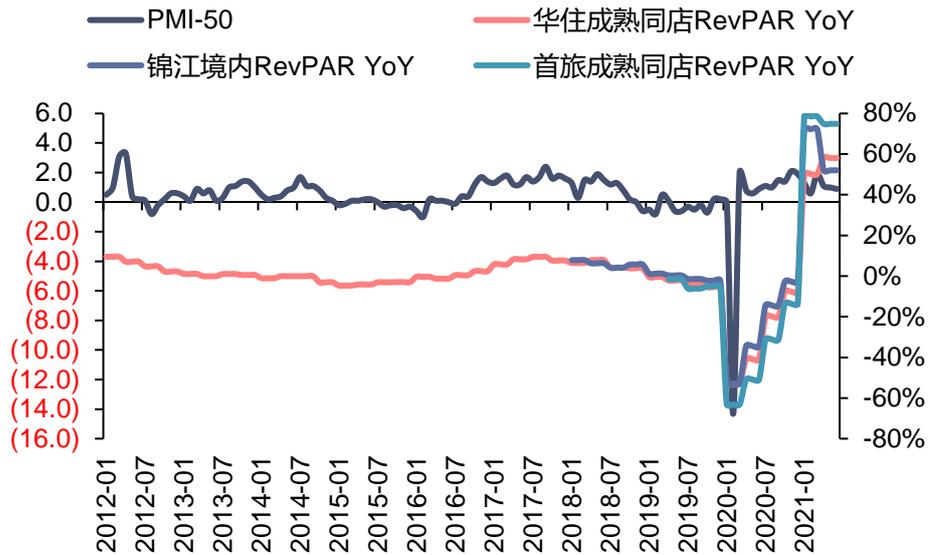
**图 29 国内旅游收入及同比增速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 30 我国商旅支出及同比增速**


资料来源: 携程商旅, 信达证券研发中心

**PMI 能较好地判断酒店行业景气度。**由于酒店需求主要来自旅游和商务，与经济有较强的正相关关系，我们将三大酒店集团的 RevPAR 与 PMI-50 进行拟合，发现基本呈现相似的走势，可以作为判断酒店行业景气度的重要指标。

**图 31 PMI-50 与三大酒店集团 RevPAR 同比数据的走势相似**


资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

### 单体酒店亟待整合，酒店集团跑马圈地

整合单体酒店、连锁化率提升是大势所趋。我国酒店行业连锁化率逐步提升，2020 年达到 30.6%，但相比发达国家（60%以上）仍处于较低水平。单体酒店在品牌、销售渠道、培训、人才、管理等方面落后于连锁酒店，盈利能力较弱，特别是在疫情期间，单体酒店面临巨大的经营压力，而连锁酒店集团的抗风险能力较强，因此连锁酒店集团整合单体酒店，酒店行业连锁化率提升是大势所趋。基于这个逻辑，三大酒店集团加速拓店，提出三年酒店数量翻倍的目标，储备店和新开店数量屡创新高。

**表 7 三大酒店集团拓店目标**

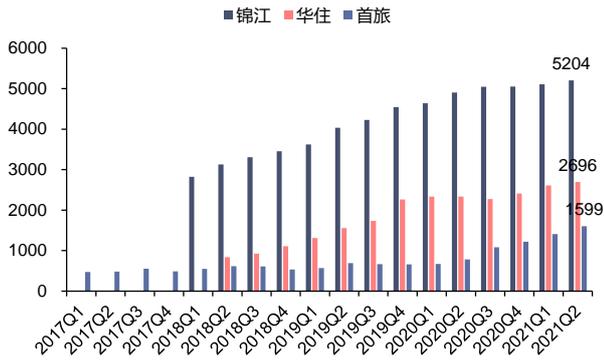
酒店集团	拓店目标
锦江	未来 3 年国内酒店数量达到 1.5 万家。
华住	2019 年提出“千城万店”目标，向三四线市场下沉，2022 年旗下酒店达到 1 万家。
首旅	提出“三年万店”，未来 3 年酒店数量达到 1 万家。

资料来源: 各公司公告, 各公司公开业绩电话会议, 信达证券研发中心

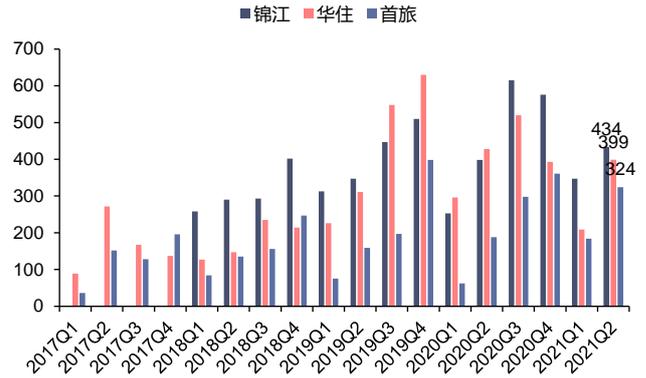
**表 8 三大酒店集团近年开店数据**

	2019	2020	2021H1	2021 计划
锦江	1617	1842	781	1500
华住	1715	1637	608	1600~1800
首旅	829	909	508	1400~1600

资料来源: 各公司公告, 各公司公开业绩电话会议, 信达证券研发中心

**图 32 酒店集团储备店数量**


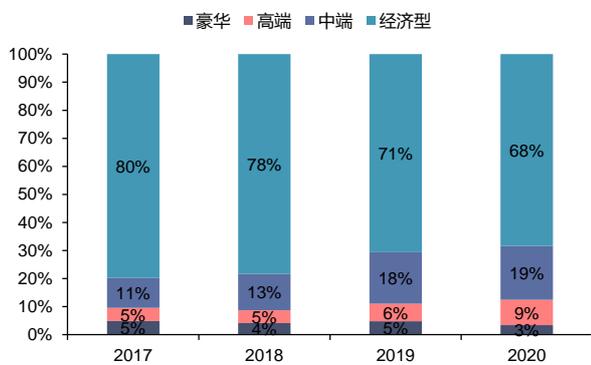
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

**图 33 酒店集团新开店数量**


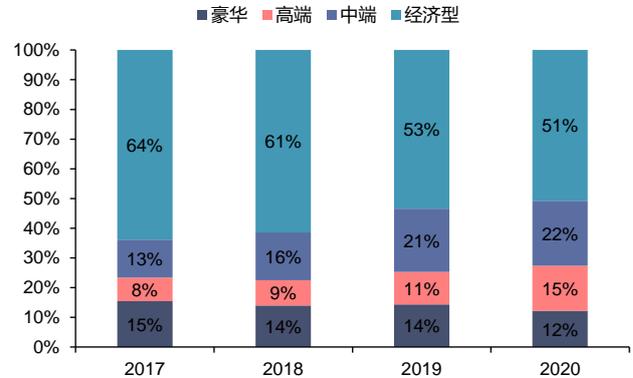
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

### 结构持续优化，驱动经营数据改善

随着中产阶级比重的提升和消费升级的带动，中高端酒店需求提升。欧美酒店市场高端、中端、经济型酒店品牌分布约为 2:5:3，我国 20 年连锁酒店中端及以上的酒店数占比约为 32%，对标欧美仍有较大提升空间。酒店集团着力打造中高端品牌、拓展中高端酒店规模，并对经济型酒店进行改造升级，令中高端酒店占比逐步提升。截至 21 年 6 月末，锦江、华住（20Q1 开始将宜必思和汉庭优佳重划分为经济型）、首旅按酒店数计中高端占比为 50%、37%、24%，按房间数计中高端占比为 58%、47%、31%。

**图 34 以酒店数计，连锁酒店中各档次酒店占比**


资料来源：中国饭店业协会，盈蝶咨询，信达证券研发中心

**图 35 以客房数计，连锁酒店中各档次酒店占比**


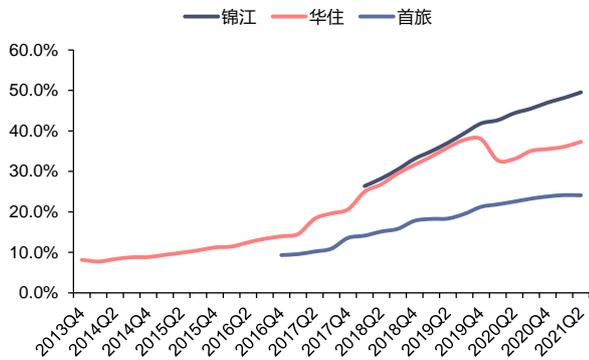
资料来源：中国饭店业协会，盈蝶咨询，信达证券研发中心

**图 36 中高端和经济型连锁酒店数量及同比增速**

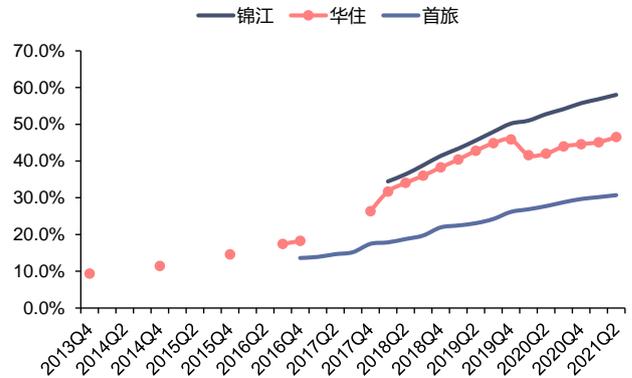

资料来源：中国饭店业协会，盈蝶咨询，信达证券研发中心

**图 37 中高端和经济型连锁酒店房量及同比增速**


资料来源：中国饭店业协会，盈蝶咨询，信达证券研发中心

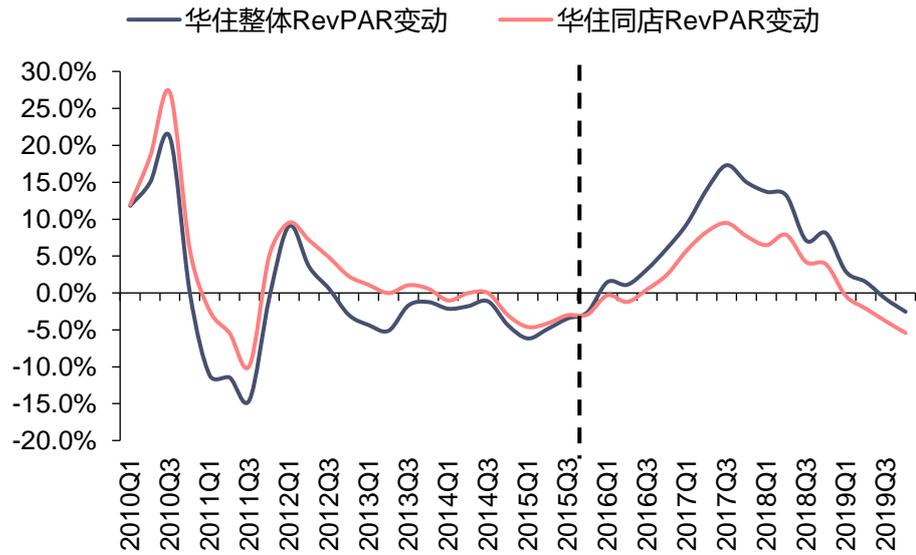
**图 38 三大酒店集团中高端酒店数占比**


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

**图 39 萨达酒店集团中高端酒店房量占比**


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

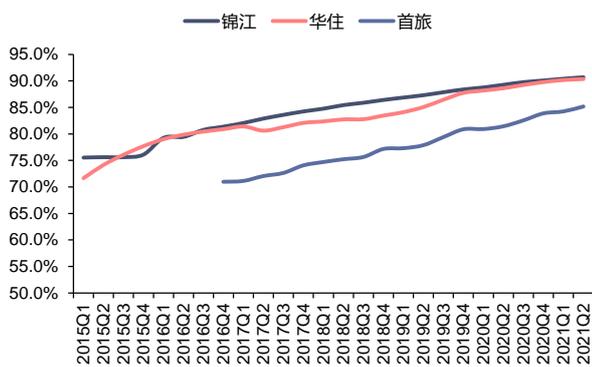
**结构优化令整体 RevPAR 表现好于同店。**由于中高端酒店的平均房价更高，随着结构优化，中高端酒店比重不断提升，整体 RevPAR 也会比结构不变情况下表现更好。以华住整体和同店（运营 18 个月以上）RevPAR 为例（同店 RevPAR 剔除结构调整和新店的影响），15Q4 之前，同店 RevPAR 增速是优于整体 RevPAR 的，实际上是由于中高端占比一直较低（不足 10%），对于 RevPAR 的提升作用弱于新店对 RevPAR 的下拉；15Q4 之后，随着中高端加速拓展，结构优化带来的 RevPAR 提升已强于新店对 RevPAR 的下拉。

**图 40 华住整体和同店 RevPAR 走势**


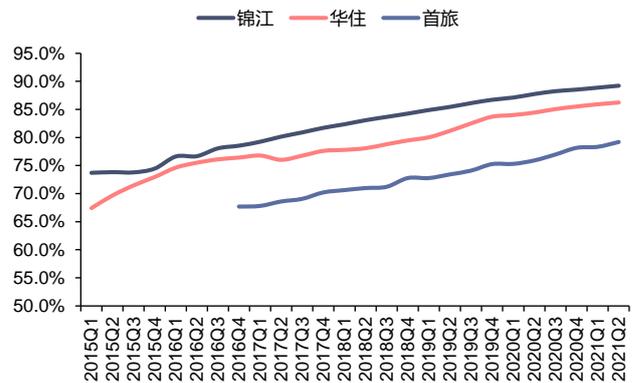
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 轻资产深化，推出“轻管理”加速整合

酒店集团轻资产进一步深化，截至 21 年 6 月末，锦江、华住、首旅按酒店数计加盟比重为 91%/90%/85%，按房量计加盟比重为 89%/86%/79%。推出轻管理、软品牌来加速整合单体酒店，与标准品牌加盟相比，轻管理、软品牌对于房量的要求更低，加盟商前期投入更低，更加适合单体酒店的现状，特别是下沉市场的渗透。

**图 41 三大酒店集团加盟酒店数占比**


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

**图 42 三大酒店集团加盟酒店房量占比**


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

**表 9 酒店集团轻管理、软品牌的加盟要求及费用**

酒店集团	轻管理/软品牌	房量要求	前期投入	CRS 费用	管理费率	品牌费率
锦江	非繁城品	>=80	标准 VI 类采购约 3000 元/间, 运营服务类物资采购约 1.4 万元/间, 硬件升级约 3 万元/间	3 元/客单	4%	1%
	海友	>=30	新店 5~5.5 万/间、改造升级店 3~3.5 万/间	8%, APP15 分钟免收, 上限 3.5%*营收	3%	2%
华住	怡莱	60~120	改造升级店 0.1~3.5 万/间			
	星程	>=75	新店 7.5 万/间、改造升级店 0.35 万/间	8%, APP15 分钟免收, 上限 3.5%*营收	5%	
首旅如家	云酒店	诗柏·云酒店 >=40				
	华驿	华驿 >=20, 华驿-NEO >=30, 华驿精选 >=50	华驿新店 5~6 万/间、改造升级 0.02~1.5 万/间, 华驿精选新店 7~8 万/间、改造升级 2.5~3.5 万/间	华驿酒店 9%, 20 元封顶, 华驿精选 9%上不封顶, 按订单金额收取	2.5%	2.5%

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

随着轻资产运营的深化, 加盟收入不断提升, 酒店集团业绩随 RevPAR 波动的周期属性逐渐减弱。假设对于酒店集团, 新增直营酒店的净利率在 15~20%, 新增一家加盟酒店的净利率在 40~50%, 实际所得税率 30%, 那么当 RevPAR 变动 1%, 对于直营净利润的影响在 3.5~4.7%, 对于加盟净利润的影响约 1.4~1.8%。以三大酒店集团 2019 年数据测算, RevPAR 变动 1%对锦江、华住、首旅直营利润的影响分别为 3.9%/2.5%/4.0%, 对加盟利润的影响分别为 1.9%/1.1%/0.7%。

**表 10 三大酒店集团的利润弹性测算**

(单位, 亿元)	2019 年直营客房收入估算	2019 年加盟可变收入估算	2019 年酒店净利润	RevPAR+1%					
				直营收入增厚	加盟收入增厚	直营利润增厚	加盟利润增厚	直营利润弹性	加盟利润弹性
锦江	74.8	35.5	13.3	0.7	0.4	0.52	0.25	3.9%	1.9%
华住	61.7	26.7	17.6	0.6	0.3	0.43	0.19	2.5%	1.1%
首旅	50.2	9.3	8.8	0.5	0.1	0.35	0.07	4.0%	0.7%

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

注: 假设华住、首旅直营客房收入占直营收入 80%, 华住、首旅加盟可变收入占加盟收入 80%, 锦江加盟可变收入为持续加盟及劳务派遣服务+订房渠道收入, 实际所得税率为 30%。

## 盈利预测及投资建议

**收入及毛利率：**随着疫情形势向好，酒店行业复苏，部分城市散发仍造成短期影响，21H1 实现收入 31.4 亿元、同增 65%，基于对酒店经营数据、拓店情况的预测，我们估计 21/22/23 年收入 70/104/126 亿元、同增 33%/49%/21%，其中酒店业务收入 66.4/99.5/121.4 亿元、同增 32%/50%/22%。随着经营情况向好，毛利率有望持续改善，我们估计 21/22/23 年毛利率为 29.1%/31.7%/32.7%。

表 11 公司收入拆分及预测

(单位, 亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
酒店运营	62.8	38.7	51.2	74.5	89.0
YoY	-5.7%	-38.4%	32.4%	45.4%	19.5%
酒店管理	15.8	11.6	15.2	25.0	32.4
YoY	10.3%	-26.6%	30.8%	64.9%	29.2%
景区运营	4.5	2.5	3.6	4.5	4.7
YoY	0.0%	-43.7%	42.2%	25.0%	5.0%
总计	83.1	52.8	70.0	104.0	126.1
YoY	-2.7%	-36.4%	32.5%	48.6%	21.2%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**净利润及 EPS：**21H1 实现归母净利润 6521 万元，同比扭亏，我们估计 21/22/23 年归母净利润 5.1/10.5/14.3 亿元，同比扭亏/103%/36%。公司定增获证监会审核通过，假设 21 年成功发行 2 亿股，对应 EPS 为 0.43/0.88/1.20 元/股。

**投资建议：**酒店行业供需格局持续向好，同时迎来单体酒店整合的黄金时期。公司作为国内前三的酒店集团，提出“三年万店”的目标，拓店全面提速，中高端和轻资产持续深化，成为中长期的驱动因素，短期来看有望受益于环球影城的溢出效应，形成催化。目前股价对应 PE 为 53x/26x/19x，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12 可比公司估值

	股价	EPS				PE			
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
锦江酒店	47.09	0.12	0.64	1.46	1.93	392	74	32	24
华住集团-S	30.88	-7.49	0.4	0.92	1.13	/	77	34	27
平均							75	33	26

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：股价为 2021 年 10 月 8 日收盘价，其中华住集团-S 股价使用汇率 1HKD=0.83RMB 换算成人民币。

## 风险提示

---

**疫情反复对旅游行业的影响：**部分城市疫情反复将导致出行受限，对酒店行业产生短期负面影响。

**宏观经济对旅游行业的影响：**若宏观经济下行，居民旅游、企业商旅意愿下降，对酒店行业经营带来负面影响。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2,542	2,357	5,407	6,161	8,029
货币资金	1,777	1,375	4,200	4,680	6,305
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	189	187	192	199	207
预付账款	175	150	162	196	217
存货	48	41	44	58	65
其他	352	604	809	1,027	1,234
<b>非流动资产</b>	14,568	14,275	14,255	14,312	14,438
长期股权投资	446	392	442	492	542
固定资产(合计)	2,390	2,230	2,164	2,140	2,152
无形资产	3,791	3,665	3,571	3,467	3,352
其他	7,941	7,988	8,078	8,213	8,393
<b>资产总计</b>	17,110	16,633	19,661	20,473	22,467
<b>流动负债</b>	3,869	4,894	5,303	5,461	6,364
短期借款	234	600	746	419	854
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	129	121	136	156	174
其他	3,505	4,173	4,422	4,886	5,337
<b>非流动负债</b>	3,944	3,103	2,246	1,946	1,746
长期借款	1,793	1,028	928	628	428
其他	2,151	2,075	1,318	1,318	1,318
<b>负债合计</b>	7,813	7,997	7,549	7,406	8,110
少数股东权益	350	255	281	314	350
归属母公司股东权益	8,947	8,380	11,831	12,753	14,007
<b>负债和股东权益</b>	17,110	16,633	19,661	20,473	22,467

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,311	5,282	7,000	10,400	12,610
同比(%)	-2.7%	-36.4%	32.5%	48.6%	21.2%
归属母公司净利润	885	-496	514	1,047	1,425
同比(%)	3.3%	-156.0%	203.6%	103.8%	36.1%
毛利率(%)	93.7%	12.6%	29.1%	31.7%	32.7%
ROE%	9.9%	-5.9%	4.3%	8.2%	10.2%
EPS(摊薄)(元)	0.90	-0.51	0.43	0.88	1.20
P/E	22.82	—	52.73	25.87	19.01
P/B	2.27	2.50	1.90	1.77	1.61
EV/EBITDA	9.52	42.48	22.79	12.88	9.45

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	8,311	5,282	7,000	10,400	12,610
营业成本	525	4,615	4,964	7,105	8,481
营业税金及附加	56	34	47	70	85
销售费用	5,402	310	361	518	614
管理费用	1,009	668	846	1,152	1,337
研发费用	26	44	21	31	38
财务费用	122	90	96	127	131
减值损失合计	-24	-163	-9	-11	-18
投资净收益	36	-9	-10	-10	-10
其他	92	84	87	94	91
<b>营业利润</b>	1,274	-568	734	1,469	1,988
营业外收支	3	-18	-3	-6	-9
<b>利润总额</b>	1,277	-585	731	1,463	1,979
所得税	358	-54	191	383	518
<b>净利润</b>	919	-531	540	1,080	1,461
少数股东损益	34	-35	26	33	36
<b>归属母公司净利润</b>	885	-496	514	1,047	1,425
EBITDA	2,247	523	1,122	1,899	2,440
EPS(当年)(元)	0.90	-0.51	0.43	0.88	1.20

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金</b>	1,804	440	1,029	1,862	2,282
净利润	919	-531	540	1,080	1,461
折旧摊销	851	819	321	342	366
财务费用	128	109	66	53	42
投资损失	-36	9	10	10	10
营运资金变动	-40	30	175	360	377
其它	-18	3	-82	18	27
<b>投资活动现金流</b>	-264	-682	-389	-576	-679
资本支出	-770	-551	-263	-366	-469
长期投资	-153	165	-203	-200	-200
其他	659	-295	78	-10	-10
<b>筹资活动现金流</b>	-798	-173	2,184	-806	22
吸收投资	80	3	2,999	0	0
借款	266	1,280	46	-627	235
支付利息或股息	-279	-207	-127	-179	-213
<b>现金流净增加额</b>	743	-421	2,825	480	1,625

## 研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副 总监(主持工 作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副 总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总 监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。