

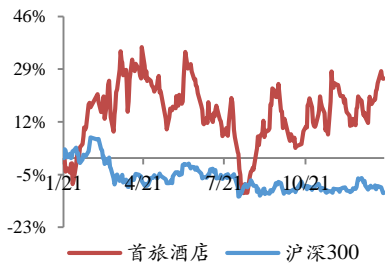
展店升级为长期蓄势，静待复苏释放业绩弹性

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-01-10

收盘价(元)	26.46
近12个月最高/最低(元)	28.63/18.57
总股本(百万股)	1,121
流通股本(百万股)	982
流通股比例(%)	87.58
总市值(亿元)	297
流通市值(亿元)	260

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 短期：疫情催化中小单体酒店追求连锁提升，下沉市场空间广阔

受疫情影响，连锁与单体酒店经营情况加速分化，连锁酒店通过减免加盟费、提供疫情应对方案等方式缓减加盟商的经营压力，而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面临经营危机。疫情加速了连锁化进程，截止2020年末，我国连锁化率为31.5%(+6.6pct，2016~2019连锁化率平均年增长2.3pct)，对标全球平均连锁化率

(41.9%)和美国连锁化率(72.9%)，还有提升空间。分城市级别来看，三四线城市连锁化率仅为24%；分房量来看，房量小于70间的酒店连锁化率普遍较低，15~29/30~69间客房的连锁化率分别为6.1%/20.5%。

下沉市场有望成为未来连锁化率提升的机会区域，短期来看中小单体酒店或成发展主体。连锁酒店龙头凭借规模优势、品牌优势、运营优势采用加盟方式逆势扩张，一方面可以提高单体酒店经营业绩，另一方面可以缓解连锁酒店RevPAR带来的周期性效应，带动业绩稳定增长，实现双赢。

● 中长期：供需双向催化，结构向中高端转型升级

从需求端来看，将旅游和商旅作为主要受众群体分析，**(1) 从旅游角度看，消费升级叠加出行频率增加，共同促进需求增长。**不考虑疫情影响，截至2019年末，中国旅游人次达到60.1亿人，2014-2019年CAGR为10.71%。国内人均单次旅游花费从2014年的839.7元提升到2019年的953.3元。**(2) 从商旅角度看，商旅需求对中高端偏好增加，2020年中国商旅消费者更加偏好中端酒店，占比58.16%(+3.33pct)。**在需求持续增长引导下，酒店方为了缓解经济型酒店房价上涨不及成本而带来利润收窄的压力，**加速经济型向中高端转型升级。**从中长期来看，酒店档次结构和人口收入结构相匹配，**截至2020年末，中国中端酒店占比(32%)低于中国中产阶级占比(46%)，中端酒店仍有较大的发展空间。**

● 公司发展：开启三年万店计划，重点发力中高端和云酒店

公司以加盟为主展店，重点发力中高端和云酒店，盈利性、稳定性兼备。

(1) 2020年公司规划未来三年开店万家，2021~2023将新增约5000家酒店。公司新增门店主要以加盟模式为主，截至2021Q3，加盟门店占比达到86%，距离同梯队平均水平仍有提升空间。随着公司加盟门店比例提升，平滑直营模式带来周期性的同时，有望带动盈利能力进一步提升。公司在采用加盟模式拓店的同时，推出了投资小、轻管理、高赋能的云酒店模式，深耕下沉市场，发力中小单体酒店。云酒店按房量、城市等级收费，增强盈利稳定性。(2) 公司进行产品结构转型，为了提升客户体验和品牌形象对存量酒店进行升级，为了进一步满足多样化消费者需求，融入多种元素开发新的产品模型。其中，公司重点发力中高

端品牌，形成以如家商旅、如家精选为中端核心品牌，逸扉、璞隐、和颐为中高端产品集群的格局。

● **投资建议**

疫情影响下连锁化提升，酒店龙头优势凸显。公司加速拓店，布局中高端酒店，同时推出云酒店深耕下沉市场，发力中小单体酒店，随着疫情影响转淡，需求有望全面复苏，带动公司业绩释放可期。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.12、0.55、0.77 元/股，对应当前股价 PE 分别为 222、47、34 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

疫情反复影响需求回暖，拓店速度不及预期

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5282	5594	6483	7911
收入同比 (%)	-36.4%	5.9%	15.9%	22.0%
归属母公司净利润	-496	132	617	868
净利润同比 (%)	-156.0%	126.7%	366.7%	40.6%
毛利率 (%)	12.6%	27.4%	30.8%	32.9%
ROE (%)	-5.9%	1.5%	6.7%	8.6%
每股收益 (元)	0.00	0.12	0.55	0.77
P/E	—	221.53	47.47	33.76
P/B	2.50	3.39	3.16	2.89
EV/EBITDA	50.67	27.45	32.30	24.08

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 规模稳居行业前列，集团赋能业务延展	6
1.1 激励到位助力业绩增长，品牌融合实现定位转型	6
1.2 集团资源禀赋雄厚，有望助力公司业务拓展	9
2 加盟助力连锁扩张，中端酒店成为新趋势	11
2.1 连锁化下沉市场广阔，行业龙头优势凸显	11
2.2 供需双向协同共振，中端酒店拥抱新机遇	14
2.3 加盟扩张减弱周期性，行业具备复苏预期	17
3 结构优化升级，轻资产战略加速扩张	24
3.1 品牌迭代升级，重点发力中高端酒店	25
3.2 加盟为扩张利器，云品牌赋能中小单体酒店	29
4 业绩短期承压，长期向好	34
盈利预测及投资建议：	36
盈利预测	36
投资建议	37
风险提示：	37
财务报表与盈利预测	38

图表目录

图表 1 公司发展历程及业务变化	6
图表 2 首旅酒店门店数量 (家) 居前三 (截止 2020 年末)	6
图表 3 公司管理层简介 (2021 年中报)	7
图表 4 2017 年市场化薪酬机制	7
图表 5 2018 年限制性股票期权计划 (2021 年修改)	8
图表 6 2018 年限制性股票计划解锁条件及实际完成情况 (调整后)	8
图表 7 2018 年限制性股票计划第一个解除限售期解锁情况	9
图表 8 如家经济型酒店占比情况	9
图表 9 股权结构图 (截止 2021.12.16)	10
图表 10 首旅集团旗下企业布局全面	10
图表 11 “如旅随行”生态圈	11
图表 12 首旅集团赋能公司打造“如旅随行”生态圈	11
图表 13 中国连锁酒店行业集中度有待提高	11
图表 14 连锁酒店龙头竞争格局稳定	11
图表 15 中国酒店连锁化率远低于美国 (2020 年)	12
图表 16 中国连锁酒店客房数量持续增加 (万间)	12
图表 17 各级别城市酒店分布 (截至 2020 年末)	12
图表 18 各级别城市连锁化率 (截至 2020 年末)	12
图表 19 2020 年全国按规模客房数占比	13
图表 20 2020 年全国按规模客房数和连锁化率	13
图表 21 连锁酒店品牌优势	13
图表 22 2020 年连锁、单体酒店客房数量 (万间)	14
图表 23 2020 年龙头酒店加速扩张	14
图表 24 经济连锁酒店数量	14
图表 25 中端连锁酒店数量	14
图表 26 国内人均单次旅游花费	15
图表 27 国内旅游人数和旅游收入增加	15
图表 28 中高端酒店预定占比超过一半	15
图表 29 中国商旅支出呈上升趋势	16
图表 30 商旅消费者酒店类型偏好	16
图表 31 中央和国家机关工作人员赴地方差旅住宿费标准明细表 (2021 版节选)	16
图表 32 酒店成本费用占比	17
图表 33 房价增速不及租金及薪酬增速	17
图表 34 中国收入结构&酒店结构	17
图表 35 酒店周期性传导路径	18
图表 36 酒店行业周期阶段	18
图表 37 华住、锦江、首旅加盟店收入占比提升	19
图表 38 出行频次在 1~3 次的受访者占比高达 72%	20

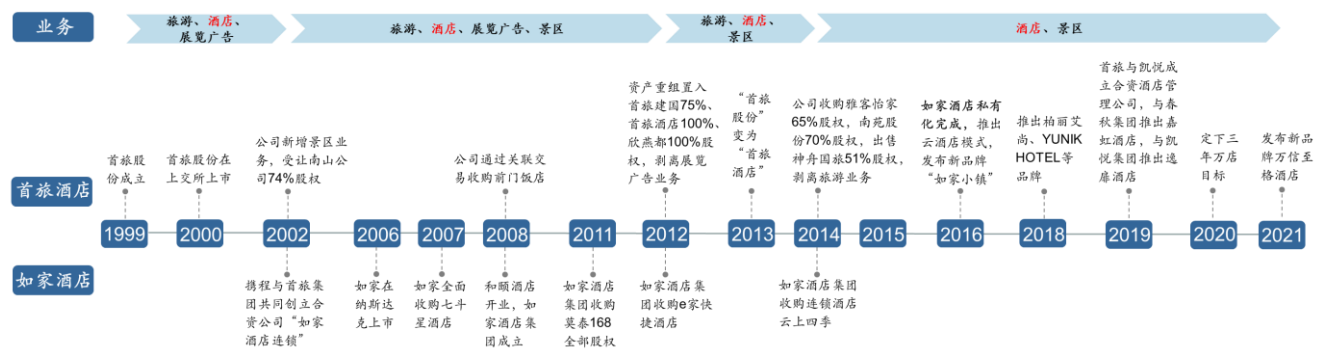
图表 39 全国居民人均可支配收入增长	20
图表 40 OCC 和非制造业 PMI (商务活动) 拟合度较高	20
图表 41 OCC 和民航客运量、铁路客运量高度拟合	21
图表 42 住宿业固定资产投资完成额趋势与住宿和餐饮业一致	21
图表 43 住宿和餐饮业固定资产投资完成额与 REVPAR 拟合程度	22
图表 44 复盘周期变化	23
图表 45 非制造业 PMI (商务活动) 变化趋势	23
图表 46 酒店龙头股价随周期变化	24
图表 47 首旅酒店数量 (家)	24
图表 48 首旅储备门店数量 (家)	24
图表 49 2021 年定增情况	25
图表 50 多层次产品矩阵	25
图表 51 诺金公司股权结构	27
图表 52 安麓公司股权结构	27
图表 53 如家升级改造酒店数量	27
图表 54 如家升级改造前后对比	28
图表 55 中高端品牌开发情况	28
图表 56 中高端核心品牌	29
图表 57 五大品牌酒店数量 (家)	29
图表 58 中高端核心品牌	29
图表 59 中高端酒店收入占比	29
图表 60 主要经营业务	30
图表 61 各品牌加盟模式	30
图表 62 轻管理品牌	30
图表 63 加盟模式对比	31
图表 64 各品牌加盟条件	32
图表 65 云品牌加盟优势	32
图表 66 新增酒店中加盟店占比	33
图表 67 新增酒店中轻管理占比	33
图表 68 加盟店占比	33
图表 69 云酒店占比	33
图表 70 公司营业收入及其增速	34
图表 71 公司归母净利润及其增速	34
图表 72 公司业务收入占比 (%)	34
图表 73 公司酒店运营和酒店管理收入占比 (%)	34
图表 74 各类型酒店 REVPAR	35
图表 75 各类型酒店 ADR	35
图表 76 各类型酒店 OCC	35
图表 77 首旅成本、费用率变化	36
图表 78 首旅、锦江净利率对比	36
图表 79 公司盈利预测	37

1 规模稳居行业前列，集团赋能业务延展

1.1 激励到位助力业绩增长，品牌融合实现定位转型

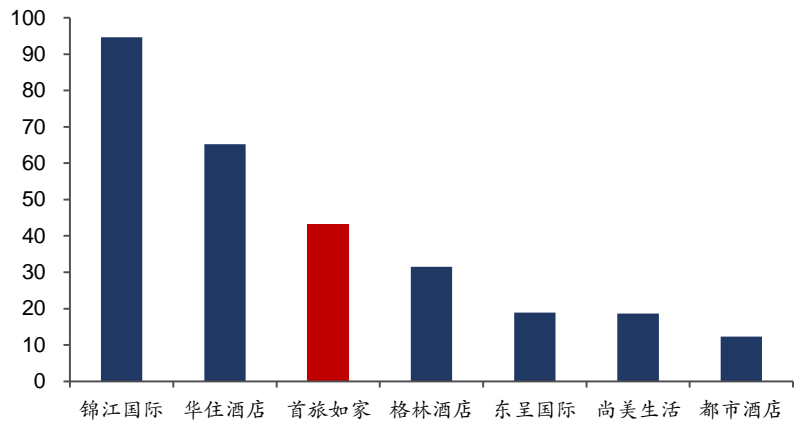
聚焦酒店主业，并购如家规模跻身 TOP3。公司成立于 1999 年，发展之初业务涵盖旅游服务、酒店和展览广告业务，2000 年成功上市。2002 年，公司通过受让南山公司 74% 股权，切入景区运营赛道；2012~2016 年，公司相继剥离展览广告业务和旅游业务，并通过收购如家私有化巩固其酒店业务，成功跻身行业 TOP3，并于 2020 年提出“三年万店战略”。截至 2021Q3 末，公司拥有 5455 家（含境外 1 家）酒店，合计 45.73 万间客房。

图表 1 公司发展历程及业务变化



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

图表 2 首旅酒店门店数量（家）居前三（截止 2020 年末）



资料来源：盈蝶咨询，华安证券研究所

首旅如家优势互补，1+1>2 协同效应尽显。2016 年 9 月，公司管理层换届，孙坚（原如家 CEO）担任首旅总经理、李向荣（原如家 CFO）为副总经理/财务总监、宗翔新（原如家 COO）为副总经理，管理层酒店运营管理经验丰富，专业性强，有望引领公司稳步发展。

图表 3 公司管理层简介 (2021 年中报)

高管	职务	任职日期	原属集团	背景
孙坚	总经理	2016/9/8	如家	自 2004 年开始担任如家酒店集团董事兼 CEO，现任公司总经理兼如家酒店集团董事长、CEO
李向荣	副总经理、财务总监			自 2004 年 8 月加入如家酒店集团，担任 CFO
霍岩	常务副总经理	2020/11/13		首旅集团股权运营与管理中心总经理
段中鹏	副总经理	2016/9/8	首旅酒店	现任首旅酒店集团董事，党委委员，总经理助理，董事会秘书

资料来源：公司公告，华安证券研究所

以如家市场化激励为基础制定并实施薪酬及绩效激励体系，有助于提升企业经营效率。2017 年 6 月 12 日公司董事会通过了《关于公司调整独立董事津贴的议案》，实施市场化薪酬机制，薪酬构成中 RCA 占比范围最高可达 40%，薪酬提升空间较大，激励效果较强，有利于公司快速提升开店效率及创收规模。公司 2017 年计划开店 400~450 家，实现营收 82~84 亿元，实际开店 512 家，实现营收 84.17 亿元，激励效果显著。

图表 4 2017 年市场化薪酬机制

方案	内容
基本原则	以如家酒店集团原市场化薪酬激励体系为基础，建立新首旅如家的薪酬及绩效激励体系
	根据 2017 年总体财务预算，在人力成本整体控制的原则下，制定 2017 年的薪酬及绩效激励方案
	按不减少个人收入，逐步实施市场化的方向，调整、优化原首旅酒店的薪酬及绩效激励体系
具体方案	强化新首旅如家公司在绩效激励方面新市场化工具 (RCA) 的应用，并逐步建立员工股票、期权激励机制，真正实现员工与企业共同发展的目标
	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 (RCA) (0~40%)
考核目标	1、公司 2017 年开店计划：400~450 家；2017 年实际开店 512 家
	2、公司 2017 年营业收入目标：82~84 亿元；2017 年实际营收 84.17 亿元
高级管理人员年薪	公司 7 名高级管理人员基础固定年薪总额为 875.48 万元；若实现当年考核目标，2017 年度总薪酬额不超过 2,000 万元

资料来源：公司公告，华安证券研究所

开启限制性股票激励计划，深度绑定核心人员，激发活力。2018 年 11 月，公司开始实施限制性股票激励计划，拟向不超过 266 名公司董事、高管，首次授予价格为 8.63 元/股，授予不超过 971.11 万股限制性股票，约占公告时公司股本总额的 0.99%。授予业绩条件为以 2017 年度净利润为基数，2018 年净利润增长率 $\geq 10\%$ ，2018 年度中高端酒店营业收入占酒店营业收入 $\geq 31\%$ ；按修改前的解除限售的条件，2018~2021 年间的净利润复合增速为 $\geq 8.37\%$ ；2019/2021/2022 中高端酒店营收占比分别 $\geq 34\%/36\%/38\%$ 。公司通过激励计划，深度绑定管理层和公司的长远利益，有利于激发管理层积极性，提高经营效率，同时将中高端收入占比纳入考核指标，有利于进一步加快中高端酒店的扩张速度。

图表 5 2018 年限制性股票期权计划 (2021 年修改)

姓名	职务	获授的权益数量(股)	占授予总量的比例 (%)	占股本总额的 比例 (%)
孙坚	董事、总经理	37.24	3.84%	0.04%
袁首原	常务副总经理	10.09	1.04%	0.01%
李向荣	副总经理、财务总监	28.00	2.89%	0.03%
段中鹏	副总经理、董事会秘书	7.74	0.80%	0.01%
宗翔新	副总经理	28.00	2.89%	0.03%
合计 (5 人)		111.07	11.44%	0.11%
其他核心人员 (261 人)		810.04	83.41%	0.83%
预留部分 (20 人)		50.00	5.15%	0.05%
合计 (不超过 286 人)		971.11	100.00%	0.99%

业绩考核条件

解除限售安排	净利润增长率 (以 2017 年净利润为基数)	EPS	中高端酒店收入占酒店营业收入比	解除限售比例
授予限制性股票	2018 年不低于 10% (达成)	2018 年不低于 0.6687 元 (达成)	2018 年不低于 31% (达成)	
第一个解除限售期	2019 年不低于 20% (达成)	2019 年不低于 0.7295 元 (达成)	2019 年不低于 34% (达成)	40%
第二个解除限售期	2021 年不低于 30%	2021 年不低于 0.7903 元	2021 年不低于 36%	30%
第三个解除限售期	2022 年不低于 40%	2022 年不低于 0.8511 元	2022 年不低于 38%	30%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：净利润为归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润

图表 6 2018 年限制性股票计划解锁条件及实际完成情况 (调整后)

	2017 (基数)	2018	2019	2021	
计划	净利润 (亿元)	5.95	6.545	7.14	7.735
	EPS (元)		0.6687	0.7295	0.7903
	中高端酒店收入占酒店收入比		31%	34%	36%
实际	净利润 (亿元)	5.95	6.90	8.16	
	EPS (元)		0.71	0.83	
	中高端酒店收入占酒店收入比		>31%	37.6%	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：净利润为归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润

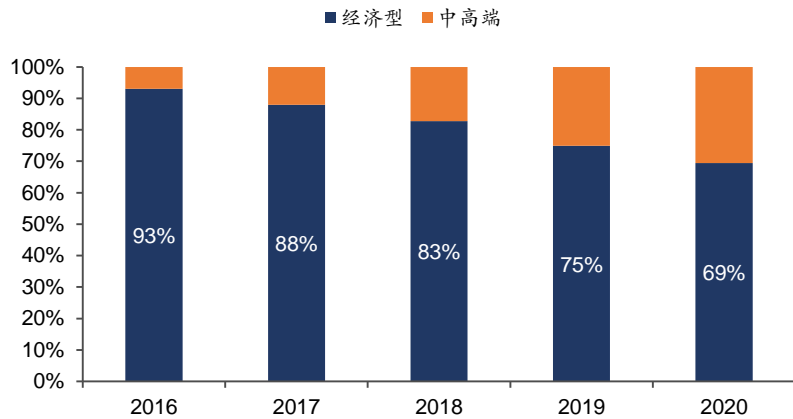
图表 7 2018 年限制性股票计划第一个解除限售期解锁情况

姓名	职务	授予限制性股票数量(万股)	本次解除限售的限制性股票数量(万股)	占已获授限制性股票比例(%)
孙坚	董事、总经理	37.24	14.90	40%
袁首原	常务副总经理	10.09	4.03	40%
李向荣	副总经理、财务总监	28.00	11.20	40%
段中鹏	副总经理、董事会秘书	7.74	3.10	40%
合计 (4 人)		83.07	33.23	40%
中层管理人员、核心骨干 (207 人)		749.35	285.72	38%
合计 (211 人)		832.42	318.94	38%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

如家经济型酒店龙头，加速向中高端转型升级。2016 年末如家经济型酒店数量 2937 家，位居经济型酒店市占率第一。公司私有化如家后，如家借力公司高端化运营经验，实现中高端酒店迅速扩张，该品类酒店由 2016 年的 220 家增加至 2020 年末的 1028 家，如家品牌中经济型酒店占比下降至 69%(相较于 2016 年末下降 24pct)。在品牌方面，如家精选、如家商旅的成功打造，有助于如家中高端转型升级。

图表 8 如家经济型酒店占比情况



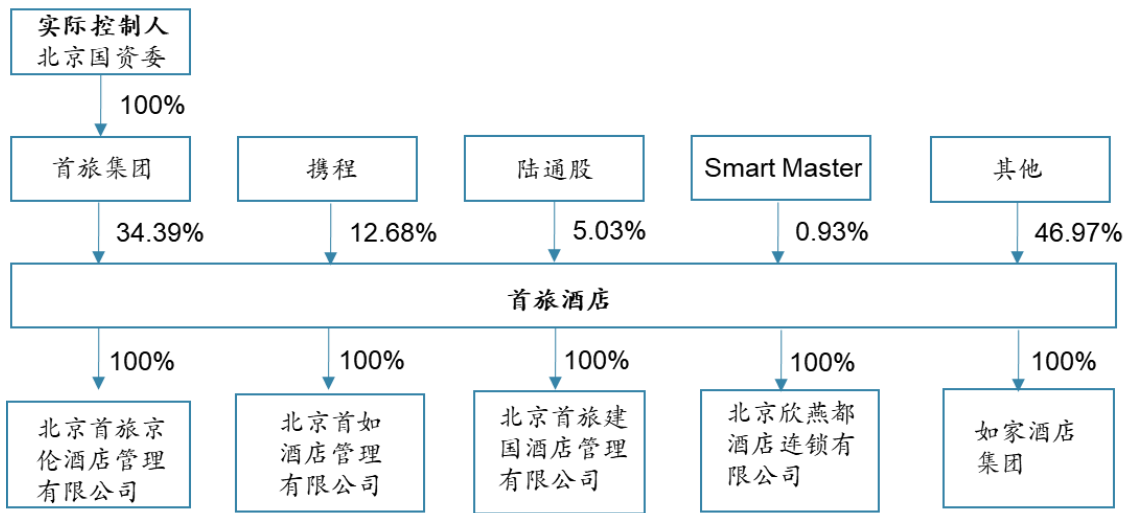
资料来源：wind，华安证券研究所

注：由于公司公布口径变更，我们采取如下分类统计经济型和中高端酒店数量（经济型：如家、莫泰、云上四季、蓝牌驿居、派柏云、睿柏云，中高端：如家商旅、如家精选、和颐、璞隐、康缦、素柏云、金牌驿居）

1.2 集团资源禀赋雄厚，有望助力公司业务拓展

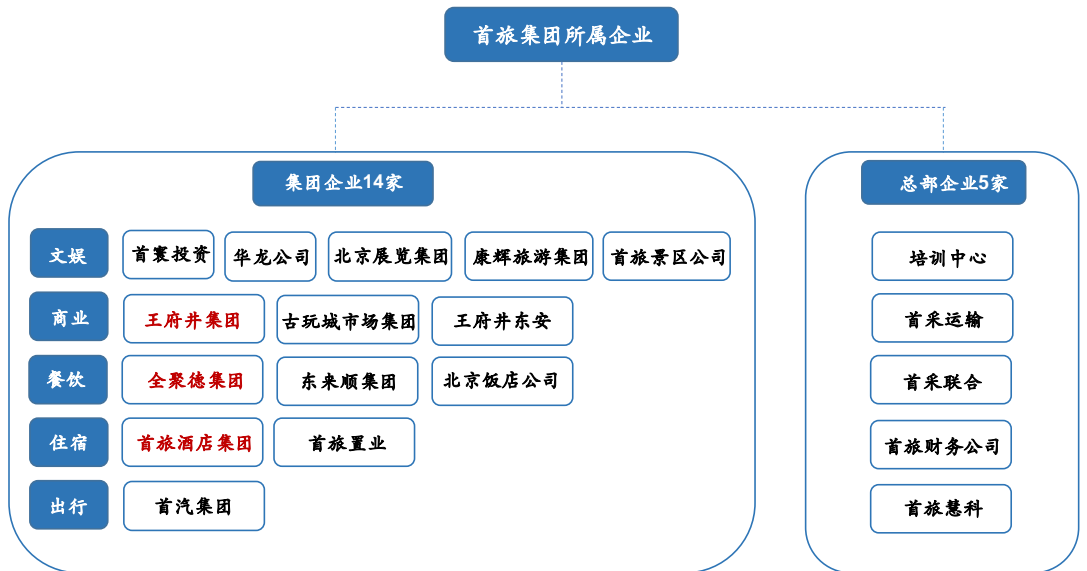
控股股东首旅集团实力雄厚，旅游产业链资源丰富。公司控股股东为首旅集团，持有 34.39% 股份，实际控制人为北京市国资委，第二大股东为原如家集团大股东携程，持有 12.68% 股份，股权相对集中，有利于提高决策效率。首旅集团成立于 1998 年，是以旅游商贸服务业及相关产业为核心的战略性投资集团，业务覆盖“文娱、商业、住宿、餐饮、出行”五大单元，拥有首旅酒店、王府井、全聚德三家上市公司。截止 2020 年末，集团资产规模超 1300 亿元，在《中国 500 最具价值品牌榜》和全国大型旅游集团排名中位居前列。

图表 9 股权结构图 (截止 2021.12.16)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 首旅集团旗下企业布局全面

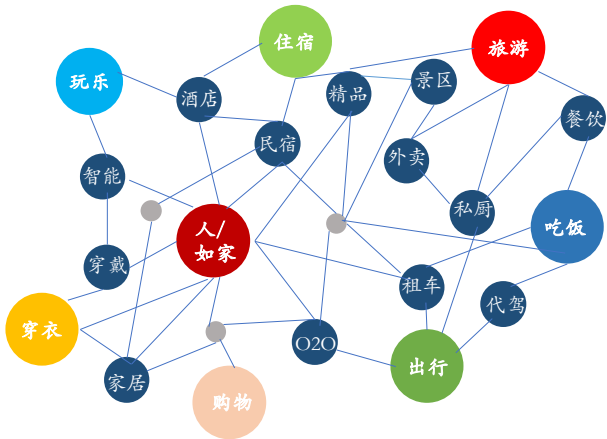


资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

注: 标红部分为上市公司

公司打造“如旅随行”生态圈，首旅集团利用旗下资源赋能。“如旅随行”生态圈是公司通过各种跨界合作，将吃、住、行、游、娱、购六大板块的资源连接起来，形成互通、互生、互动的顾客价值生态圈，能够为顾客提供多元化服务及产品。公司优先对接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。在此基础上，吸引其他主流商家入驻，进一步打造全价值链旅行聚合平台。

图表 11 “如旅随行”生态圈



资料来源：美通社，华安证券研究所

图表 12 首旅集团赋能公司打造“如旅随行”生态圈

吃	实现了为东来顺、全聚德、北辰莫斯科餐厅三个企业导流、提升销售业绩，并同步将其食品上线了如家优选和积分商城
行	完成首汽约车/租车、Gofun 上线,用户可直接在平台预订相应出行产品
游	开展康辉旅游和北京地区酒店的线下合作，接入驴妈妈的景点门票等
娱	私享院线在部分酒店上线

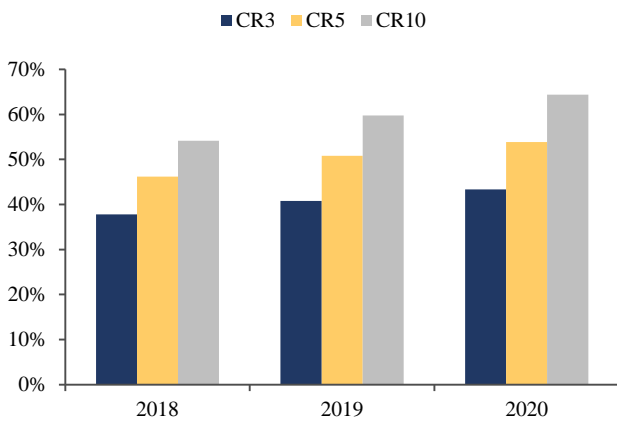
资料来源：wind，华安证券研究所

2 加盟助力连锁扩张，中端酒店成为新趋势

2.1 连锁化下沉市场广阔，行业龙头优势凸显

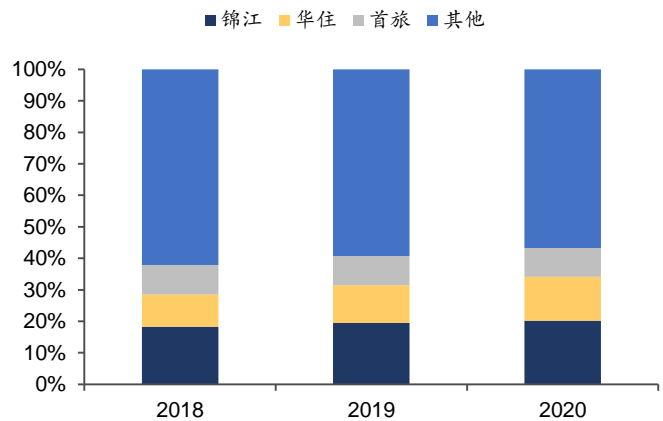
连锁酒店竞争格局稳定，行业集中度有进一步提升空间。截至 2020 年末，连锁酒店中，锦江、华住、首旅市占率合计达到 43.31%，行业竞争格局稳定。为了进一步提高物业数量，壮大会员体系、增强导流能力从而提升投资回报率，连锁酒店龙头将凭借先发优势和高效开发管理能力持续扩张。截至 2020 年末，连锁酒店 CR10 达到了 64.35%，较美国 (82.3%) 还有一定差距，未来行业集中度有望进一步提升，给予头部企业发展红利。

图表 13 中国连锁酒店行业集中度有待提高



资料来源：盈蝶，华安证券研究所

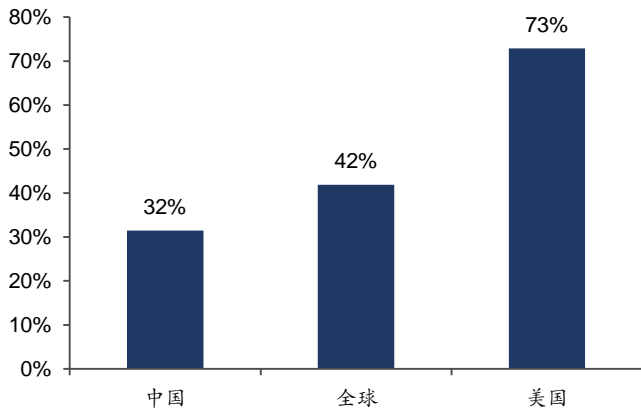
图表 14 连锁酒店龙头竞争格局稳定



资料来源：盈蝶，华安证券研究所

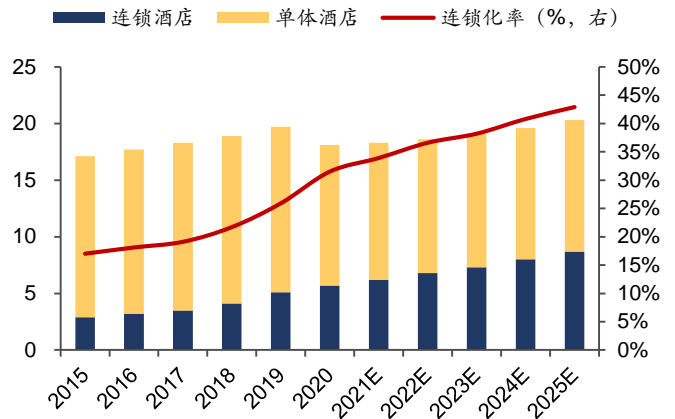
连锁客房增速高于总客房增速，连锁化率有望进一步提升。根据弗若斯特沙利文数据，截至 2020 年末，中国酒店连锁化率为 31.5%，远低于全球平均连锁化率 (41.9%) 和美国连锁化率 (72.9%)，未来仍有较大的提升空间。预计 2021~2025 年酒店客房总数 CAGR 为 2.6%，其中连锁客房总数 CAGR 为 8.8%，2025 年中国酒店连锁化率有望增长至 42.9%。

图表 15 中国酒店连锁化率远低于美国 (2020 年)



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

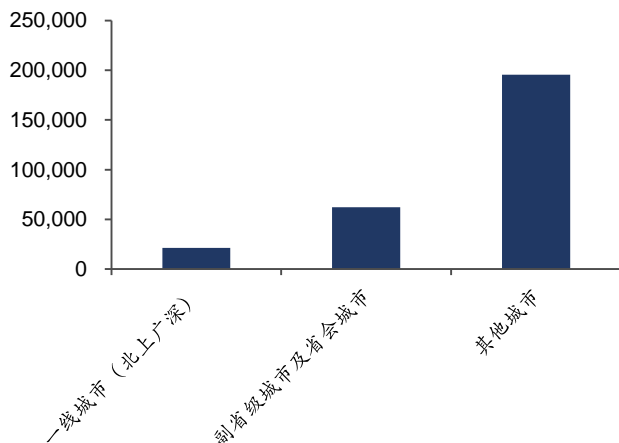
图表 16 中国连锁酒店客房数量持续增加 (万间)



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

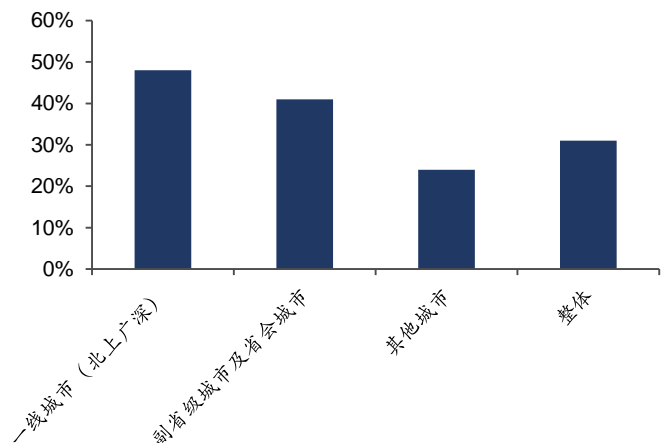
下沉市场连锁化空间广阔，酒店龙头重点发力中小规模单体酒店。从酒店分布来看，三四线城市存量酒店 19.55 万家，占比高达 70%，随着城镇化推进和人均消费收入提升，三四线城市居民对酒店的品牌力和品质要求提高，促进了连锁酒店翻牌单体酒店。另从连锁化率来看，根据盈蝶咨询数据，截至 2020 年末，一二线城市连锁化率分别为 48%/41%，接近全球连锁化水平 (41.9%)；三四线城市连锁化率仅为 24%，仍有较大提升空间。同时全国房量小于 70 间的酒店连锁化率普遍较低，15~29/30~69 间客房的连锁化率分别为 6.1%/20.5%，70~149 间客房的连锁化率反而高达 45.5%，已经超过全球平均水平 (41.9%)。未来中小规模单体酒店有望成为连锁酒店龙头翻牌重点。

图表 17 各级别城市酒店分布 (截至 2020 年末)



资料来源：盈蝶，华安证券研究所

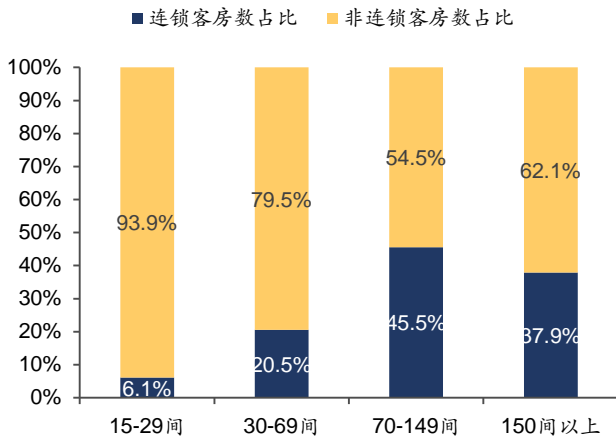
图表 18 各级别城市连锁化率 (截至 2020 年末)



资料来源：盈蝶，华安证券研究所

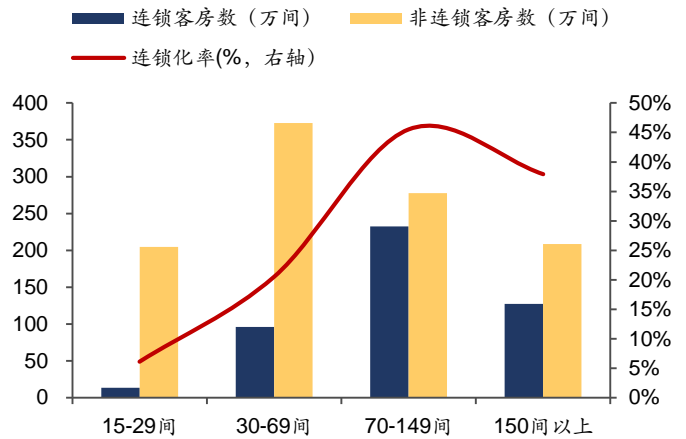
注：一线城市指北上广深 4 大城市，副省级城市及省会城市指“大连、青岛、宁波、厦门”4 大计划单列市及省会城市，其他城市指除这两类以外的城市，共 301 个地级市

图表 19 2020 年全国按规模客房数占比



资料来源：盈蝶，华安证券研究所

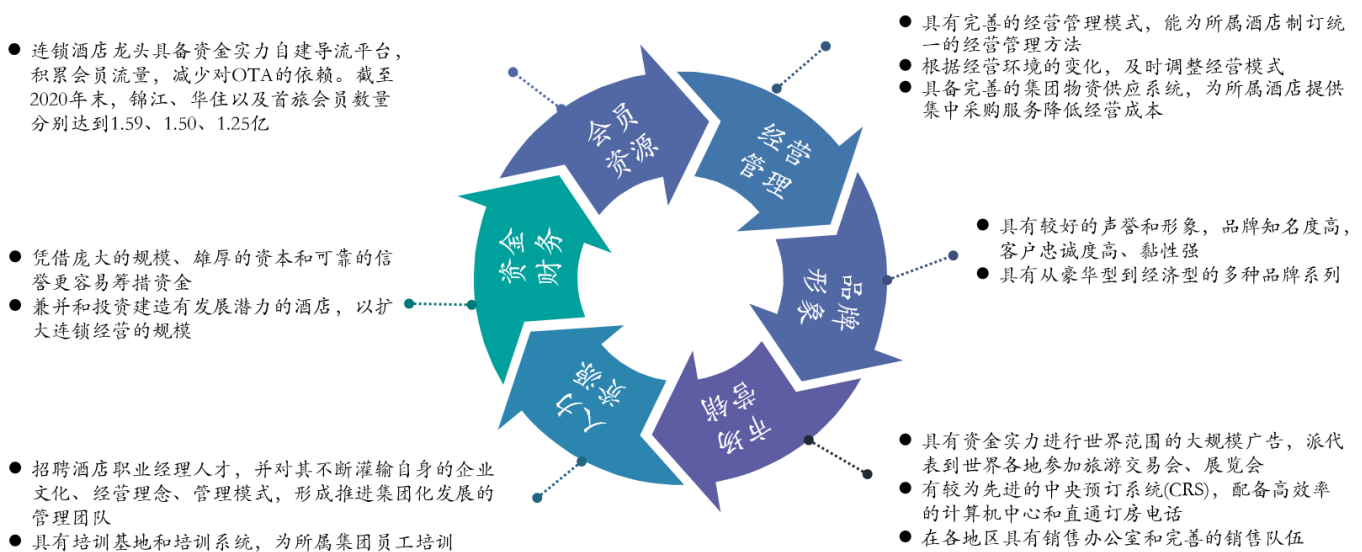
图表 20 2020 年全国按规模客房数和连锁化率



资料来源：盈蝶，华安证券研究所

对比单体酒店，连锁酒店龙头优势凸显。连锁酒店龙头优势主要体现在六个方面：**1) 经营管理：**连锁酒店龙头具有先进的经营管理模式，同时能够为所属酒店提供集中采购服务，降低采购成本；**2) 品牌优势：**连锁酒店龙头具有较好的声誉和形象，品牌知名度高，客户忠诚度高、黏性强；**3) 市场营销：**连锁酒店龙头可以大范围投放广告进而提高品牌知名度，同时具有较为先进的中央预定系统 (CRS) 以及完善的销售队伍；**4) 人力资源：**连锁酒店龙头通过招聘、培训职业经理人才形成了专业化的管理团队，同时还具有培训基地和培训系统，为所属酒店提供员工培训；**5) 会员资源：**单体酒店主要依靠 OTA 导流，而连锁酒店龙头具备资金实力自建导流平台，积累会员流量，减少对 OTA 的依赖。截至 2020 年末，锦江、华住以及首旅会员数量分别达到 1.59、1.50、1.25 亿；**6) 资金财务：**连锁酒店龙头凭借其规模优势、资本实力、品牌声誉更容易筹措资金，从而可以进一步扩大经营规模。

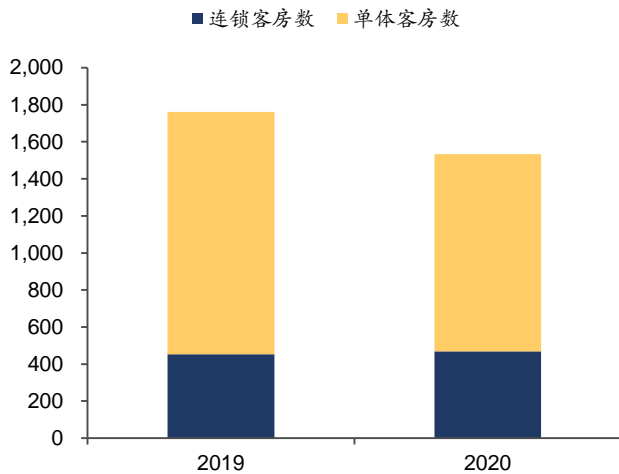
图表 21 连锁酒店品牌优势



资料来源：公司公告，华安证券研究所

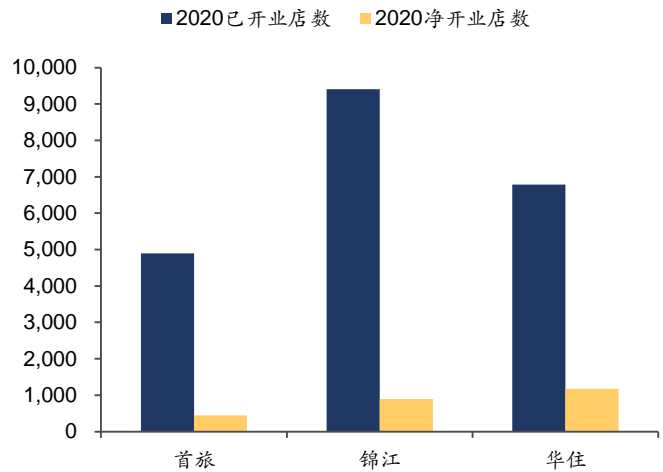
疫情加速单体酒店出清或翻牌，连锁酒店龙头逆势扩张。疫情之下，抗风险能力更强的连锁酒店龙头优势进一步凸显，尤其是下沉市场的中小型单体酒店由于缺乏成熟的管理体系、会员流量和集约化运营支持，在疫情中遭受多重压力，后疫情时代加入连锁品牌的意愿更强。连锁酒店龙头趁势加速扩张，2020年华住酒店、锦江酒店、首旅酒店净开业酒店数分别为1171/892/445家。根据盈蝶咨询数据，2020年末我国酒店数量同比下降17.46%，但连锁酒店数量同比增长5.77%，连锁、单体酒店数量客房数量分别同比增长3.67%、-18.78%。

图表 22 2020 年连锁、单体酒店客房数量 (万间)



资料来源：盈蝶，华安证券研究所

图表 23 2020 年龙头酒店加速扩张

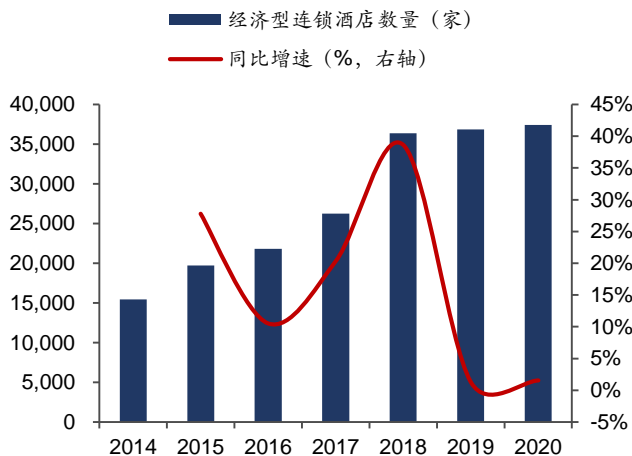


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 供需双向协同共振，中端酒店拥抱新机遇

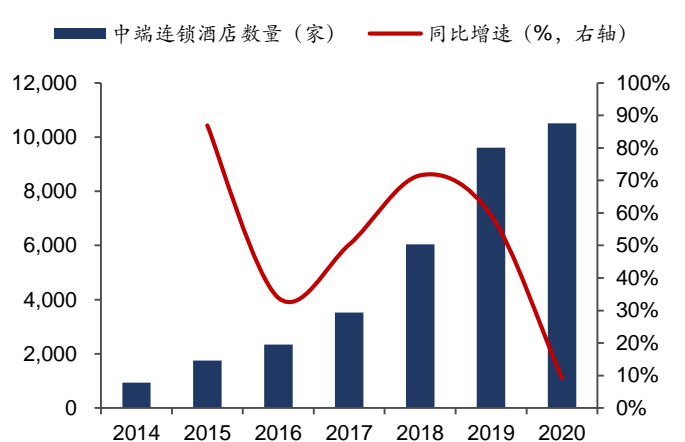
受旅游、商旅市场扩张，酒店成本增速高于房价增速的共同影响，近年来中端酒店数量逐步增长。截至2020年末，中国中端连锁酒店数量达到10500家，2016-2019CAGR为60.10%，远高于经济型酒店（2016-2019CAGR为19.11%），预计未来中端酒店仍会保持较高增速，主要驱动因素如下：

图表 24 经济连锁酒店数量



资料来源：盈蝶，华安证券研究所

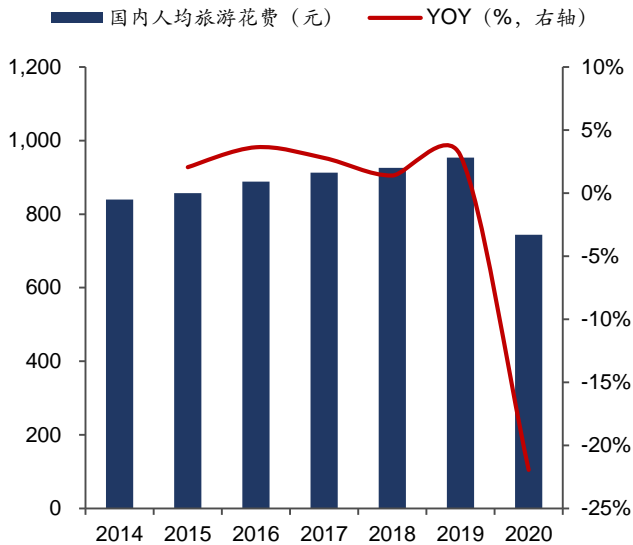
图表 25 中端连锁酒店数量



资料来源：盈蝶，华安证券研究所

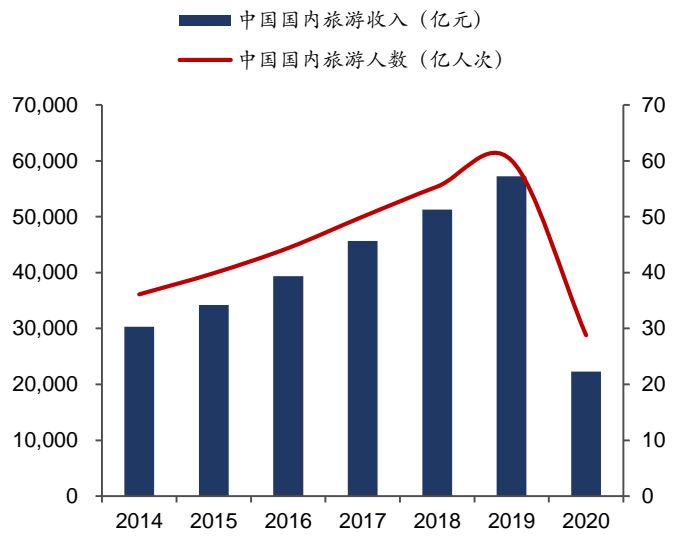
从需求端来看，(1) 居民出行频率增加叠加消费升级，驱动中端酒店发展。随着经济发展和生活观念的转变，居民外出旅行频率增加，不考虑疫情影响，截至 2019 年末，中国旅游人次达到 60.1 亿人，2014-2019 年 CAGR 为 10.71%。消费升级带动下，国内人均单次旅游花费从 2014 年的 839.7 元提升到 2019 年的 953.3 元。根据马蜂窝旅游网发布的《全球旅游消费报告 2019》，旅游出行酒店预订中，中端酒店占比 30%，高端酒店占比 26%。旅行消费者更加注重消费体验性，驱使中端酒店需求量的增加，促进经济型酒店向中端酒店升级转型。

图表 26 国内人均单次旅游花费



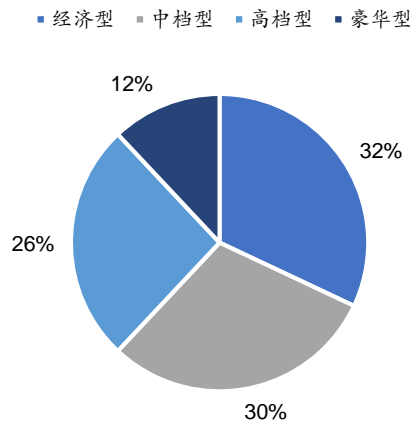
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 27 国内旅游人数和旅游收入增加



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 28 中高端酒店预定占比超过一半



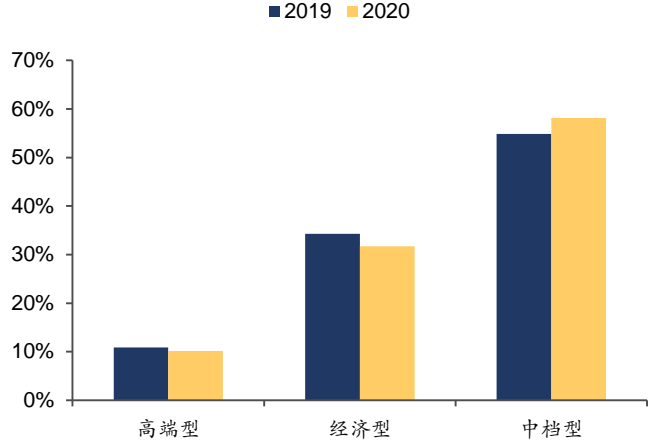
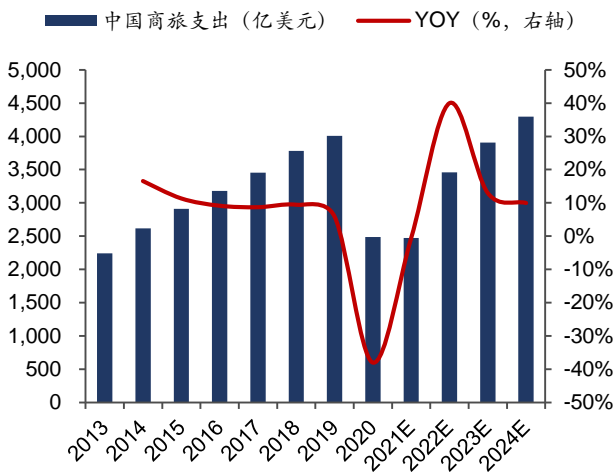
资料来源：马蜂窝旅游网《旅游账单 2.0：全球旅游消费报告 2019》，华安证券研究所

(2) 商旅市场扩张叠加差旅费用标准调整，带动需求提升。根据携程商旅数据，2014~2019 商旅支出 CAGR 为 8.91%，预计随着疫情好转，商旅支出逐步恢复 2020~2024 CAGR 将达到 14.68%。2020 年中国商旅消费者更加偏好中端型酒店，占比 58.16% (+3.33pct)，商旅市场扩张为中端酒店带来发展空间和机遇。2021 年

财政部调整中央和国家机关工作人员差旅住宿标准,主要集中在350~650元价格带,与中端酒店价格带(300~500元)相契合,促进了消费需求从经济型酒店向中端酒店转换。

图表 29 中国商旅支出呈上升趋势

图表 30 商旅消费者酒店类型偏好



资料来源: 携程商旅《2020-2021 中国商旅管理市场白皮书》, 华安证券研究所

资料来源: 携程商旅《2020-2021 中国商旅管理市场白皮书》, 华安证券研究所

图表 31 中央和国家机关工作人员赴地方差旅住宿费标准明细表 (2021 版节选)

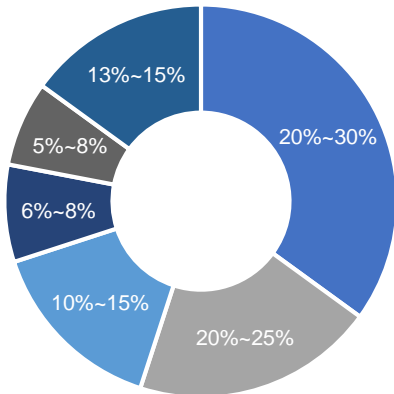
地区	住宿标准		
	部级	司局级	其他人员
北京	1100	650	500
上海	1100	600	500
天津	800	480	380
深圳	900	550	450
江苏	900	490	380
浙江	900	500	400
宁波	800	450	350
福建	900	480	380
厦门	900	500	400
湖北	800	480	350
广东	900	550	450

资料来源: 财政部, 华安证券研究所

从供给端看, 房价增速不及成本增速, 迫使经济型酒店转型升级。酒店租金、人工成本费用是酒店主要成本, 占比分别约为 20%~30%、20%~25%。2015~2019 年, 经济型酒店房价 CAGR 为 1.58%, 不及一线及二线城市的平均租金率、酒店及餐饮行业的服务人员平均年薪的复合增速 (4.20%、6.40%、5.10%)。经济型酒店利润率的降低迫使其向中端酒店转型升级。

图表 32 酒店成本费用占比

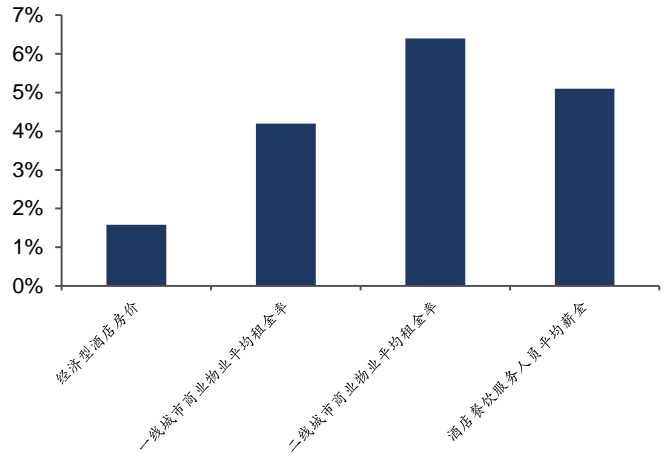
■ 租金 ■ 人力成本 ■ 折旧摊销 ■ 酒店消费品 ■ 能耗 ■ 其他



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 33 房价增速不及租金及薪酬增速

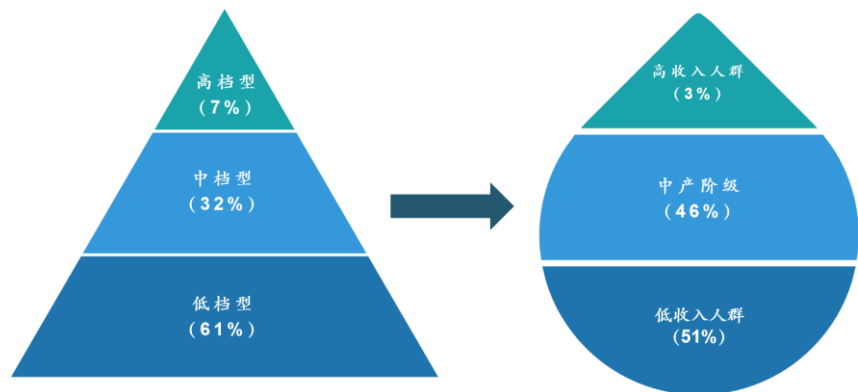
2015~2019CAGR



资料来源：弗若斯特沙利文，文旅部，华安证券研究所

酒店结构和收入结构类似，中端酒店具有发展潜力。不同收入阶层的人对酒店价格敏感性不同，高等收入群体对价格不敏感，但是对酒店服务和消费体验要求更高，因此更加偏好高端酒店；低等收入群体更偏好价格较低的经济型酒店；中等收入群体偏好能够满足一定功能性需求同时性价比较高的中端酒店，因此酒店结构和收入结构具有一定相关性，欧美国家的酒店结构和收入结构印证了这一点。欧美国家的酒店结构呈现“橄榄型”，高端、中端、经济型酒店占比为 2:5:3，和欧美国家 2:5:3 的高等、中等、低等收入结构类似。根据盈蝶咨询数据，2020 年中国中端酒店占比为 32%，而根据麦肯锡咨询数据，2018 年中国中产阶级占比约为 46%，随着经济发展，中产阶级比例将进一步提升，社会收入结构逐步向“橄榄型”转变，带动中端酒店进一步发展。

图表 34 中国收入结构&酒店结构



资料来源：麦肯锡《2020 年中国消费者调查报告》，盈蝶，华安证券研究所

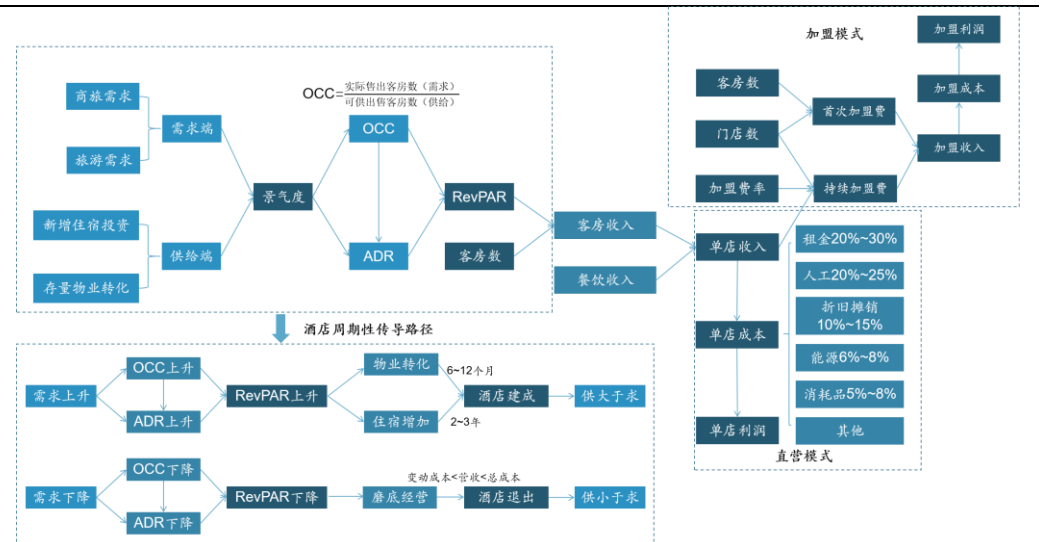
2.3 加盟扩张减弱周期性，行业具备复苏预期

供给相对刚性，导致供需阶段性错配形成周期。酒店行业需求端主要来自商旅

需求和旅游需求,供给端增加主要来自存量物业改造和新增住宿增加。当宏观环境改变,带动需求上升时,经营条件改善,行业开始增加供给,但是由于新建酒店需要2~3年,项目改建需要6~12个月,导致供不应求;反之,需求下行,经营环境恶化,在净利润亏损的情况下,如果营收高于变动成本,酒店仍会经历磨底经营直至财务临界点,导致供过于求;供给滞后于需求变化,供需阶段性错配形成周期。

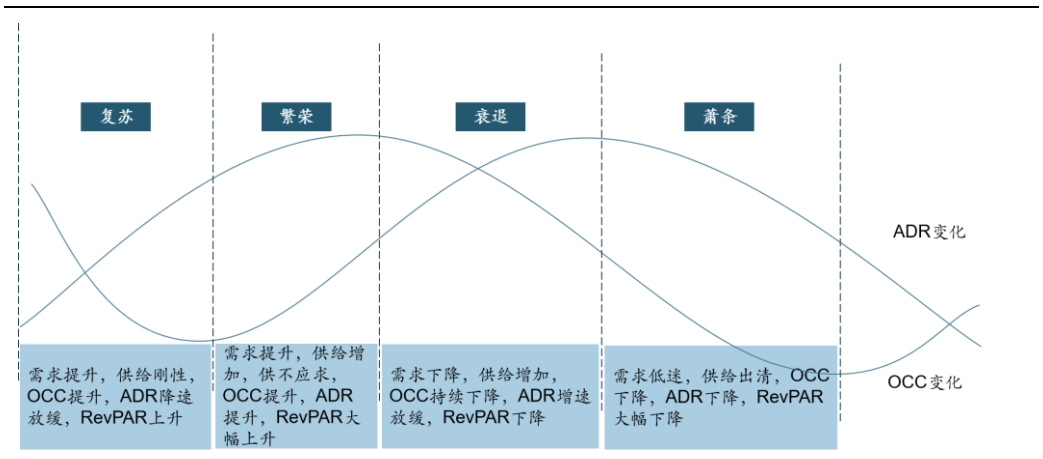
供需关系变化带来复苏期、繁荣期、衰退期、萧条期循环往复, OCC 指标先于ADR/RevPAR 变化。由于供给相对刚性,需求变化导致 OCC (入住率) 先行变化,酒店调整 ADR (平均房价) 实现 RevPAR (可供出租客房收入) 最大化。复苏期: 经过前期供给出清,供需关系改善, OCC 提升, ADR 降速放缓, RevPAR 增速转正; 繁荣期: 需求持续提升,供给开始增加,但仍处于供不应求状态, OCC、ADR 提升带动 RevPAR 大幅上升; 衰退期: 需求回落,但是由于酒店磨底经营,供给持续增加, OCC 下降, ADR 增速放缓, RevPAR 增速转负; 萧条期: 需求持续低迷, OCC、ADR、RevPAR 均同比下降,经营环境持续恶化,酒店达到财务临界点,供给深度出清。

图表 35 酒店周期性传导路径



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 36 酒店行业周期阶段

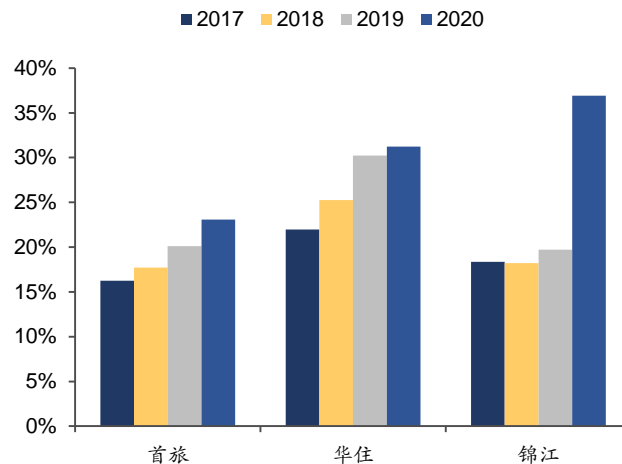


资料来源: wind, 华安证券研究所

直营与加盟轻重模式并行，具备成长性的同时，缓解周期性。直营模式：从收入端来看，直营收入主要来自客房收入，影响客房收入的核心指标 RevPAR 具有周期性特征；从成本端来看，固定成本占比较高，相对刚性，盈利表现出和收入一致的周期性，经济下行时，RevPAR 下滑，直营店业绩承压，经济上扬时，RevPAR 反弹带来较高的业绩弹性。加盟模式：从收入端来看，收入主要来自首次加盟费 and 持续加盟费；从成本端来看，主要是管理费用。利润主要依赖于门店扩张速度，扩张速度主要取决于酒店的品牌影响力、产品丰富度、单店模型竞争力、运营管理能力 and 扩张策略等，受经济周期的直接影响相对较弱，在一定程度上抵抗周期，具有成长性。

与直营模式相比，加盟式扩张减弱周期性，提升盈利能力。由于扩张成本较低，连锁酒店集团采取加盟为主的轻资产扩张方式，加盟店收入占比不断提升。2017-2020，华住、锦江、首旅三大连锁酒店龙头加盟店收入占比分别提升 9.24pct、18.56pct、6.84pct。直营模式下酒店需要承担物业租金、折旧摊销、能源费用等固定成本，且人工成本很难压缩，盈利能力较低；而加盟模式下收入几乎相等于毛利润，盈利能力更强。

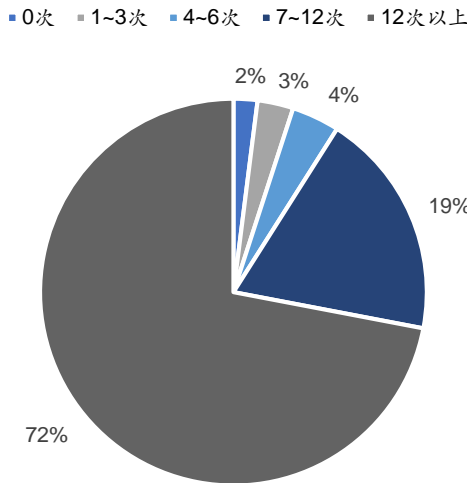
图表 37 华住、锦江、首旅加盟店收入占比提升



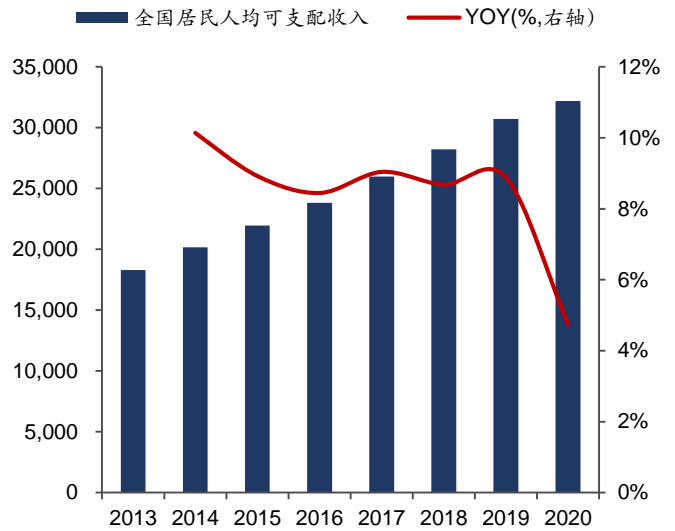
资料来源：wind，华安证券研究所

旅游客源数量稳步增长，商旅客源数量受经济周期影响。酒店客户的主要来源是商旅出行和旅游出行。旅游出行主要受人均可支配收入及出行意愿的影响，2014-2019 年全国人均可支配收入从 20167 元增长到 30733 元，CAGR 为 8.79%；根据携程《2017 中国旅游者意愿调查报告》，居民外出旅游意愿高涨，98%的受访者有出游意愿，其中，出行频次在 1~3 次的受访者占比高达 72%。截至 2019 年末，中国旅游人次达到 60.1 亿人，2014-2019 年 CAGR 为 10.71%，旅游需求稳定增长。商旅出行主要受经济周期波动的影响，导致酒店需求端呈现相应波动。

图表 38 出行频次在 1~3 次的受访者占比高达 72%



图表 39 全国居民人均可支配收入增长

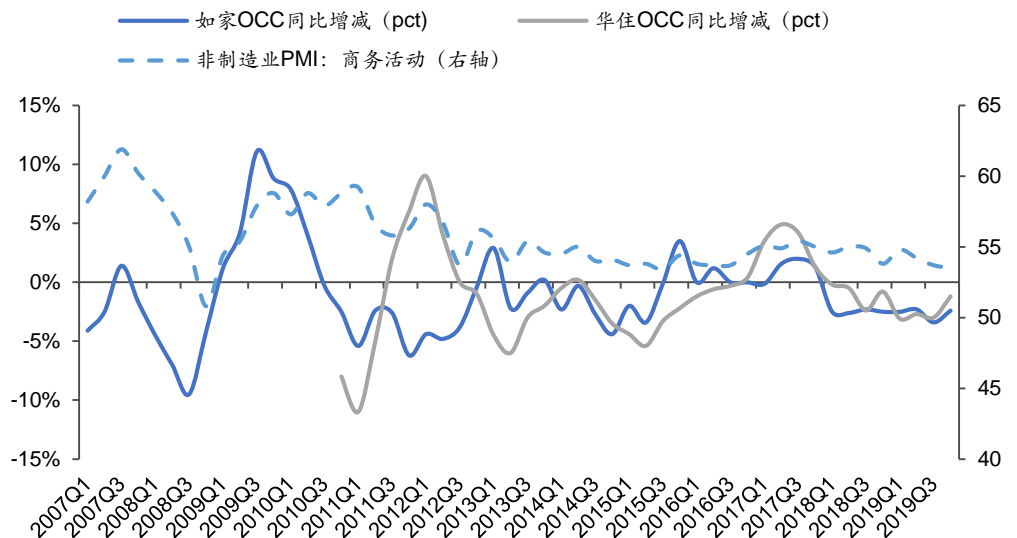


资料来源：携程《2017 中国旅游者意愿调查报告》，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

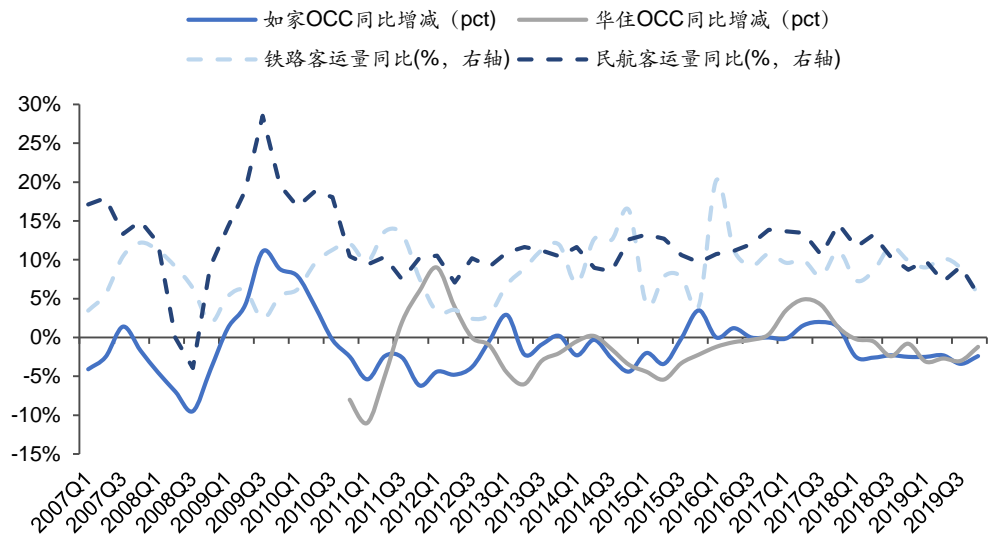
商务活动 PMI 指标间接表示需求，铁路、民航客运量更直接反应需求。PMI 指数以 50% 为荣枯线，高于此值表明经济处于扩张区间，低于此值则经济处于收缩区间。由于经济景气度会影响商旅出行，制造业对商务出行的需求较低，因此采取商务活动 PMI 指标来间接表示酒店需求。飞机和铁路出行直接对应酒店住宿的需求，可以用客运量作为需求的替代。从拟合情况来看，商务活动 PMI 与 OCC 增速拟合情况较好，铁路客运量增速，尤其是民航客运量增速与 OCC 增速拟合程度更高。

图表 40 OCC 和非制造业 PMI (商务活动) 拟合度较高



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

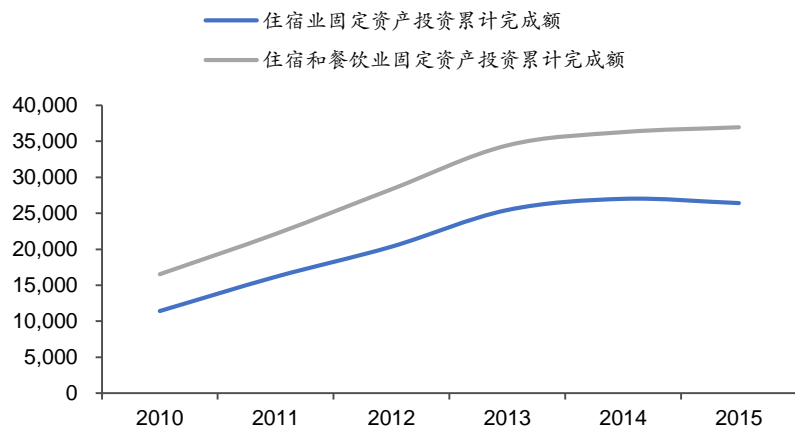
图表 41 OCC 和民航客运量、铁路客运量高度拟合



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

选择“住宿和餐饮业固定资产投资完成额”指标反应供给变化。国家统计局 2016 年之后不再单独披露“住宿业固定资产投资完成额”指标，通过 2010-2015 年的数据对比发现“住宿业固定资产投资完成额”与“住宿和餐饮业固定资产投资完成额”趋势一致，因此选择“住宿和餐饮业固定资产投资完成额”指标检测酒店供给增量变化。

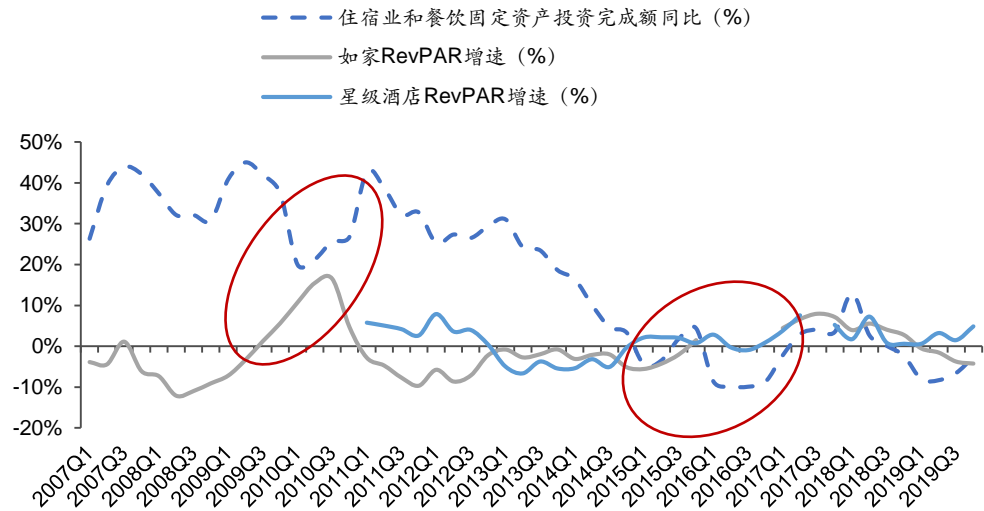
图表 42 住宿业固定资产投资完成额趋势与住宿和餐饮业一致



资料来源: wind, 华安证券研究所

供给波动趋势与 RevPAR 一致，但存在约 12 个月的滞后性。需求提升时，经营情况改善，投资回报率提升，带动供给增加，但是由于酒店改建需要 6~12 个月，因此供给存在一定滞后性；反之，酒店在衰退期磨底经营，供给出清也存在一定迟滞。从拟合度上看，供给波动趋势与 RevPAR 基本一致，且落后于 RevPAR 约 12 个月。

图表 43 住宿和餐饮业固定资产投资完成额与 RevPAR 拟合程度



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

根据供需关系变化, 复盘 2007 年至今的酒店周期:

(1) **2007~2008Q4 萧条期:** 2008 年金融危机导致需求大幅下滑, 供给增速变缓, 存量酒店大幅出清, 行业由衰退转入萧条期, RevPAR 大幅下跌。

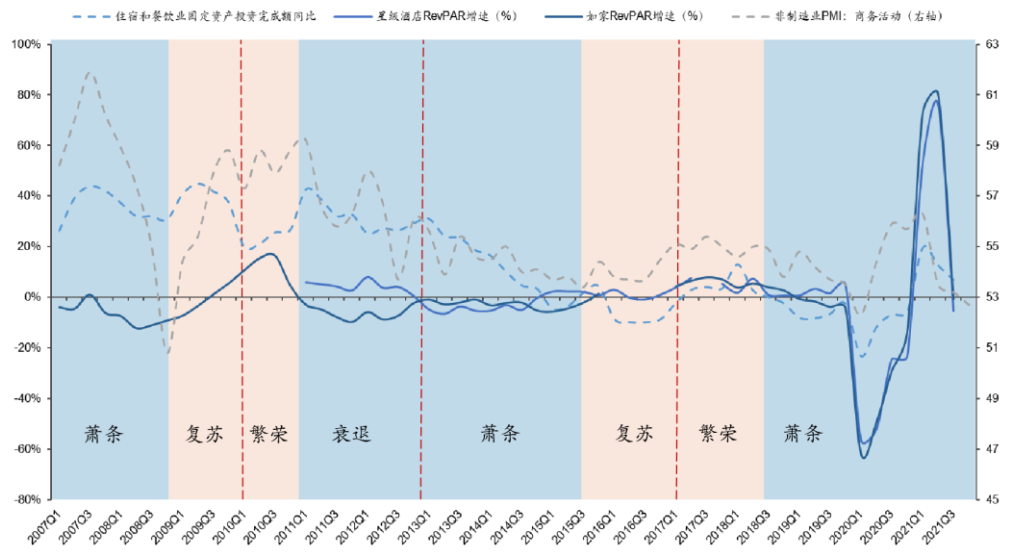
(2) **2009Q1~2011Q1 复苏和繁荣期:** 刺激政策带动需求回暖, 供给增速处于下滑阶段, 存量酒店在上一阶段深度出清, 供需格局改善, 行业开始复苏。2010Q1 之后供给增速提升, 行业进入繁荣周期。此阶段 RevPAR 跌幅触底反弹并开始高速增长。

(3) **2011Q2~2015Q3 衰退和萧条期:** 经济增速放缓需求回落, 供给持续高增, 行业进入衰退期, RevPAR 下跌; 2012 年 12 月, 中央出台八项规定, 酒店需求受到影响, 供给增速下滑, RevPAR 持续下跌, 行业进入萧条期。较长的行业低谷期导致经营压力增大, 大量单体酒店退出市场, 国内酒店行业进入存量整合阶段。

(4) **2015Q4~2018Q3 复苏和繁荣期:** 供给端在行业低谷期深度出清, 经济改善带来需求端回暖, 供求格局扭转, RevPAR 增速转正; 2017Q2 之后供给恢复增长, 行业进入繁荣期。

(5) **2018Q4~至今 萧条期:** 受到宏观环境和中美贸易摩擦外生冲击的影响, 需求回落, 酒店供给迅速下跌, 直接进入萧条阶段。2020 年新冠疫情爆发, 扭转了逐步恢复的供需格局, 隔离政策导致酒店经营承压, 大量酒店关店, 供给端深度去化。2020Q2 疫情得到一定的控制, 需求逐步回暖, 供给增速逐步转正。之后疫情反复导致需求端呈现震荡趋势。

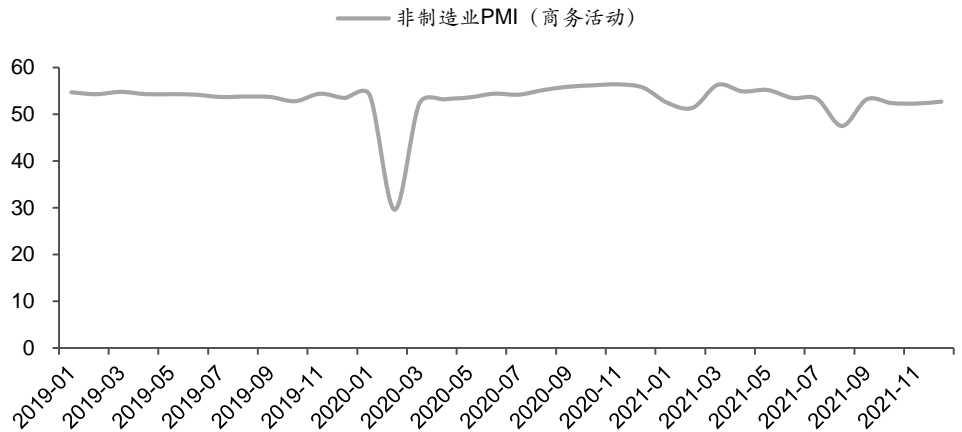
图表 44 复盘周期变化



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

非制造业 PMI (商务活动) 重回荣枯线以上, 具备复苏预期。从非制造业 PMI (商务活动) 来看, 9 月非制造业 PMI (商务活动) 指数为 53.20%, 前值 47.50%, 环比 5.70pct, 出现显著提升, 在经过短暂下滑后重回上升区间, 之后受局部疫情反复影响需求略有震荡, 非制造业 PMI (商务活动) 指数仍维持在扩张区间。我们预计明年商旅、旅游出行有望进一步恢复, 需求端复苏带动行业景气度提升。

图表 45 非制造业 PMI (商务活动) 变化趋势

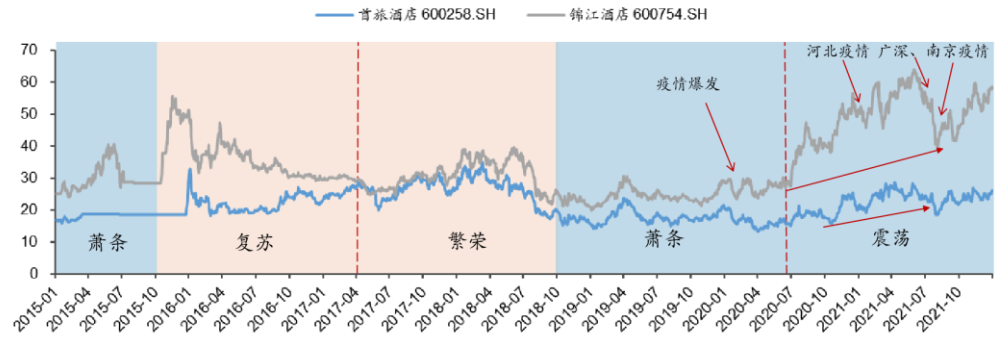


资料来源: wind, 华安证券研究所

酒店龙头股价呈现周期性波动。上一轮复苏期中, 首旅酒店由于收购如家, 估值提升, 股价在复苏初期大幅上涨, 随后估值在高位震荡, 同时伴随行业复苏, RevPAR 恢复带动业绩提升; 锦江酒店由于 2015~2016 年迪士尼概念、国企改革概念等因素影响, 估值较高, 此后一直在消化估值压力。繁荣期 RevPAR 大幅增长, 业绩提升, 股价持续上扬, 2018Q2 后股价开始回调。2019.1-2019.4 股价在政策宽松和社融大幅超预期的“宽信用”环境中短暂大幅上涨, 随后由于行业步入萧条期,

股价陷入持续低迷。2020 年初的新冠疫情打乱了行业的复苏节奏,供给端深度出清,需求端受到一定压制。疫情反复下,精准防控能力不断提升,复苏预期不断积累,股价震荡中上行。考虑到此轮周期中酒店龙头,通过加盟快速拓店,预计进入景气周期后,业绩有望快速增长,带动股价进一步提升。

图表 46 酒店龙头股价随周期变化

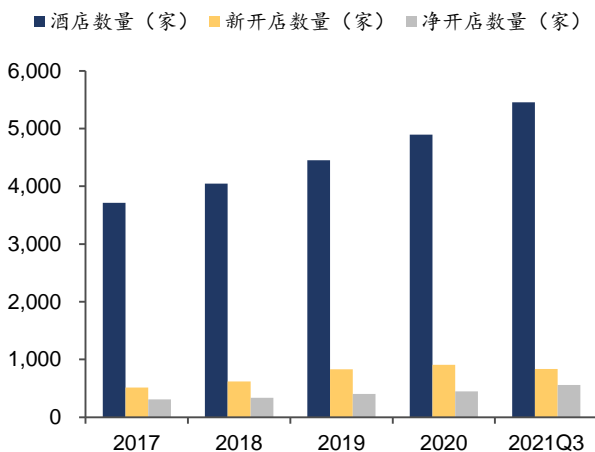


资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

3 结构优化升级, 轻资产战略加速扩张

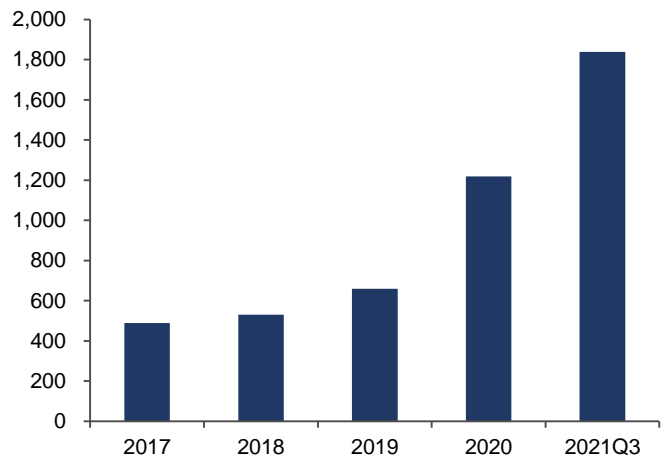
三年万店加速扩张, 结构升级、轻资产管理并重。2020 年公司规划未来三年开店万家, 2021~2023 将新增约 5000 家酒店。扩张方向指引: 特许加盟和轻资产管理成为展店主体, 助力提升公司盈利能力; 中高端酒店重点发力, 云酒店赋能中小单体酒店开拓下沉市场。2020 年受到疫情的影响, 但公司仍保持高速开店的步伐, 全年新开店 909 家, 达到全年开店 800~1000 家的目标。截止 2021Q3, 新开酒店数量达到 833 家 (+52%), 储备酒店数量 1838 家 (中高端占比 36%, 轻管理占比 45%), 为实现 2021 年新开店 1400 家的目标和 2022 年的新店开拓打下了坚实基础。

图表 47 首旅酒店数量 (家)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 48 首旅储备门店数量 (家)



资料来源: wind, 华安证券研究所

定增落地增强资本实力, 助力加速扩张和结构升级。2021 年 11 月定增落地,

根据定增预案，募集资金的 70% 将用于经济型（如家快捷/云上四季）、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）等品牌连锁酒店的扩张及升级，有望进一步提升公司盈利能力，巩固行业地位。

图表 49 2021 年定增情况

发行方案	具体内容												
发行对象	本次发行对象最终确定为包含控股股东首旅集团在内的 13 名投资者												
发行股票的种类和面值	本次发行的股票种类为境内上市人民币普通股（A 股），每股面值为人民币 1.00 元												
发行方式	本次非公开发行全部采取向特定对象非公开发行的方式												
定价方式	本次非公开发行的定价基准日为发行期首日（2021 年 11 月 16 日），发行底价为 19.65 元/股，不低于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 80%												
发行数量	根据投资者申购报价结果，并按照认购邀请书确定发行价格、发行对象及获配股份数量的程序和规则，确定本次发行价格 22.33 元/股，不低于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 80%												
募集资金金额	本次非公开发行股票拟募集资金总额为不超过人民币 30 亿元，本次发行实际募集资金总额为 2999999995.30 元。												
限售期	首旅集团在本次非公开发行中认购的股份自股份发行结束之日起 18 个月内不得转让。除首旅集团外，本次非公开发行的其他发行对象认购的股份自发行结束之日起 6 个月内不得转让												
上市地点	本次非公开发行的股票在上海证券交易所上市交易												
募集资金用途	<table border="1"> <thead> <tr> <th>项目名称</th> <th>投资总额 (亿元)</th> <th>募集资金拟投资金额 (亿元)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>酒店扩张及装修升级项目</td> <td>24.66</td> <td>21.00</td> </tr> <tr> <td>偿还金融机构贷款</td> <td>9.00</td> <td>9.00</td> </tr> <tr> <td>合计</td> <td>33.66</td> <td>30.00</td> </tr> </tbody> </table>	项目名称	投资总额 (亿元)	募集资金拟投资金额 (亿元)	酒店扩张及装修升级项目	24.66	21.00	偿还金融机构贷款	9.00	9.00	合计	33.66	30.00
	项目名称	投资总额 (亿元)	募集资金拟投资金额 (亿元)										
	酒店扩张及装修升级项目	24.66	21.00										
	偿还金融机构贷款	9.00	9.00										
合计	33.66	30.00											

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.1 品牌迭代升级，重点发力中高端酒店

品牌结构不断完善，实现多层次产品矩阵。公司拥有近 20 个核心品牌，40 多个产品，覆盖高端、中高端、中端、经济型全系列的酒店产品，可以满足消费者在个人商务和旅游休闲中对良好住宿环境的需求。原首旅酒店主要以建国系、京伦系、南苑系等高端酒店为主，2016 年收购如家后，新增如家经济型，如家精选、如家商旅、和颐等中高端品牌，产品矩阵进一步完善。为实施核心发展中高端酒店品牌战略思想，公司成立中高端事业部，2016 年之后先后推出扉缦、璞隐、金牌驿居、逸扉等中高端新品牌，针对非标准化存量单体酒店市场，推出自我管理的非标准酒店品牌输出模式“云品牌系列”和“华驿系列”，同时积极探索酒店行业未来的产品和新的业态，推出如家小镇、漫次元等品牌，形成了多层次多元化产品矩阵。

图表 50 多层次产品矩阵

档次	品牌	细分定位	推出时间
高端商旅/度假型酒店	首旅建国	高端四五星级、高端商务	2012 年置入首旅
	建国铂萃	艺术酒店	2020 年

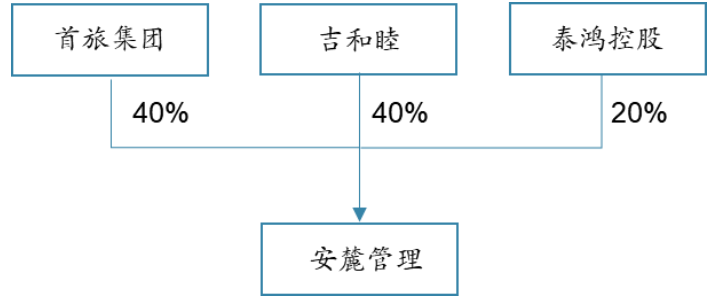
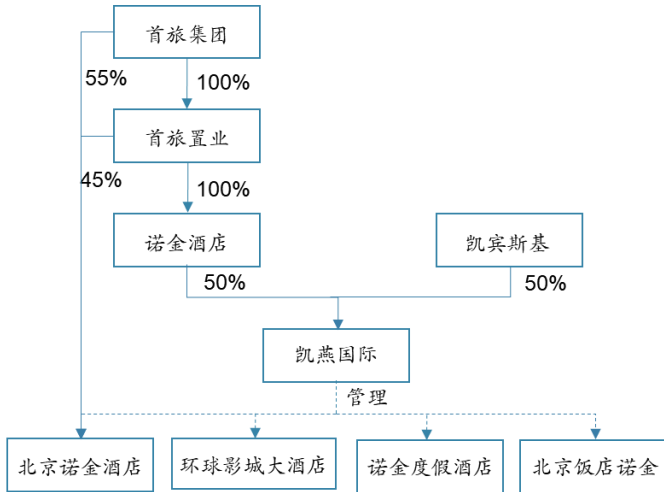
	首旅南苑 南山休闲会馆	高级商务/度假 高端大型旅游	2014 年首旅收购
	京伦饭店	高端四星级, 国内最早涉外饭店之一	1984 年, 首旅原有
	逸扉酒店	商旅	2019 年
	和颐酒店	人文商旅	如家原有
	如家精选	精致商旅	如家原有
	如家商旅	品质商旅	如家原有
	璞隐酒店	城市隐逸设计型精品	2016 年
	靡缦酒店	都市休闲	2016 年
中高端商旅酒店	万信至格	多元化中高端精选服务	2021 年
	艾扉	中端都市商务旅行	2020 年
	柏丽艾尚	优享法式品味	2018 年
	YUNIK	多元社交旅宿	2018 年
	嘉虹	头等舱体验	2019 年
	云上四季尚品	地域风情商务	如家原有
	如家	温馨舒适	如家原有
	莫泰	时尚简约	2011 年如家收购
经济型商旅酒店	驿居	舒适便捷	如家原有
	雅客怡家	简洁、精致、时尚	2014 年置入首旅
	欣燕都	全住宿体验	2012 年置入首旅
休闲度假	如家小镇、漫趣乐园、漫次元	新业态	2016-2017
	诗柏、素柏、睿柏、派柏		2016 年
云酒店	UP 华驿、华驿精选、华驿酒店		2021 年

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

成立首旅安诺酒店管理公司, 涉足高端和奢华酒店。2021 年 10 月首旅安诺酒店管理公司成立, 旨在进一步布局高端、奢华系列酒店品牌。为避免同业竞争问题, 首旅集团承诺在 2022 年前将诺金公司 100% 股权转让给首旅酒店, 同时在安麓管理董事会通过或首旅集团能够单方决定之日起 6 个月内将安麓管理 40% 股权转让给首旅酒店, 有望为安诺酒店管理公司注入高端品牌。刘晨军出任 CEO, 其先后任职美国温德姆酒店集团大中华区总裁、意大利歌诗达邮轮中国区总裁、法国雅高酒店大中华区发展总经理, 在文旅酒店行业拥有 20 多年的领导及实践经验, 具有专业性素质。安诺酒店管理公司实施管理层持股计划, 深度绑定核心人员, 激发积极性。

图表 51 诺金公司股权结构

图表 52 安麓公司股权结构

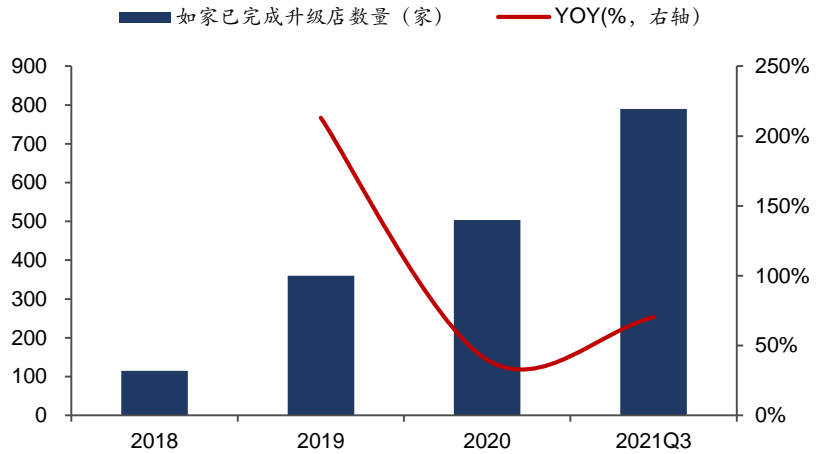


资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

持续升级如家经济型品牌，带动 RevPAR 提升。在消费升级趋势下，2016 年公司针对如家经济型酒店推出了如家 2.0 版本进行升级改造，2017 年进一步推出了如家 NEO3.0 版本，改善用户体验，增强品牌形象。截至 2021Q3，公司已经将 790 家酒店升级改造到如家 NEO3.0，占比 40.8%。2019 年如家改造后门店 RevPAR 提升 23%，未来随着升级的不断进行，将进一步带动业绩提升。

图表 53 如家升级改造酒店数量



资料来源：公司官网，wind，华安证券研究所

图表 54 如家升级改造前后对比



资料来源：公司微博，华安证券研究所

中端迭代升级存量品牌，开发增量品牌，重点发力五大品牌。公司 2016 年开始发力中高端品牌，在不断升级如家商旅、如家精选等存量品牌的同时，通过自主研发、合资开发等形式推出中高端新品牌，进一步提升了公司在中高端领域的布局。公司目前形成以如家商旅、如家精选为中端核心品牌，逸扉、璞隐、和颐为中高端产品集群的格局。截至 2021Q3 中端 2 个核心品牌开业和签约店近 1200 家，中高端 3 大核心产品集群签约店近 300 家。

图表 55 中高端品牌开发情况

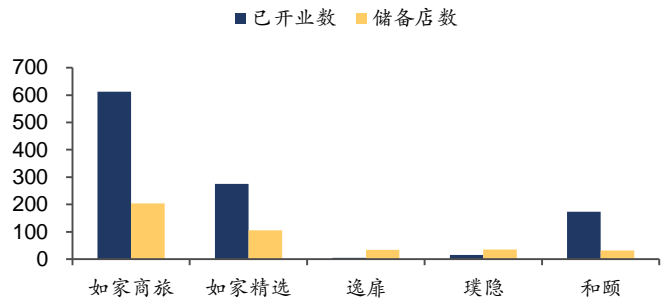
时间	品牌	开发形式	特点
2016	璞隐	独自开发	我国首家“城市隐逸空间”酒店，也是“国风”酒店的代表品牌，具备“中式禅意”、“大唐风格”等特色
2016	扉缦	独自开发	
2018	柏丽艾尚	独自开发	
2018	YUNIK	独自开发	公司以 Z 世代为目标定位，突破传统酒店模式，以潮玩、有趣为宗旨开发的潮流品牌酒店
2019	嘉虹	与春秋集团合资开发	公司与春秋集团共同出资打造的以直营、特许加盟、联盟、定制产品为模式的交通枢纽圈连锁高品质酒店。该品牌首次引入多元化市集概念，打造以住宿头等舱为核心体验的客户旅途全感受，突出吃、住、行、游、娱、购的多方体验
2019	逸扉	与凯悦集团合资开发	公司与凯悦酒店于 2020 年合作创建的新品牌，旨在于塑造兼具美感、品质与实用性的归宿港湾，满足年轻和频繁出行的旅客群体的商务和休闲需求
2020	艾扉	独自开发	
2021	万信至格	独自开发	定位“多元化中高端精选服务酒店”，强调“融合、精致、温暖、价值”

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 56 中高端核心品牌



图表 57 五大品牌酒店数量 (家)

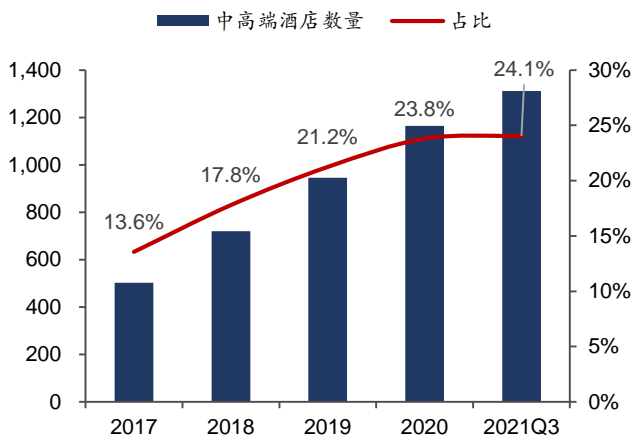


资料来源：公司官网，华安证券研究所

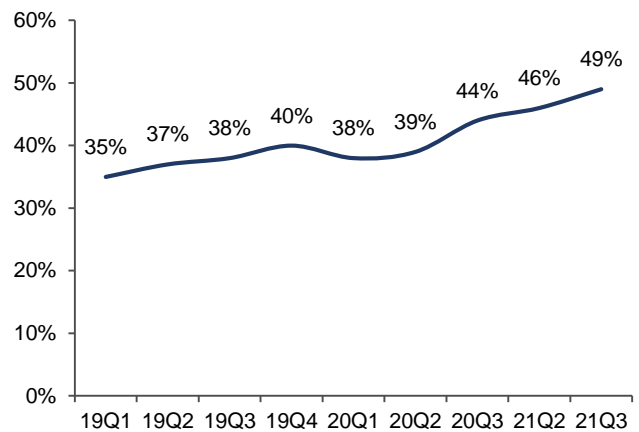
资料来源：公司官网，华安证券研究所

中高端加速扩张，产品结构持续优化。2017~2020 年新开门店中中高端酒店数量占比维持在 30%~40%水平，带动中高端酒店数量占比 2017 年的由 13.55% 提升至 2021Q3 的 24.05% (+10.50pct)，公司产品结构持续优化，2021Q3 中高端收入占比达到 49%。公司 2020Q3 提出了三年万店计划，重点发力中高端酒店，有望带动中高端酒店收入占比进一步提升。

图表 58 中高端核心品牌



图表 59 中高端酒店收入占比



资料来源：wind，华安证券研究所

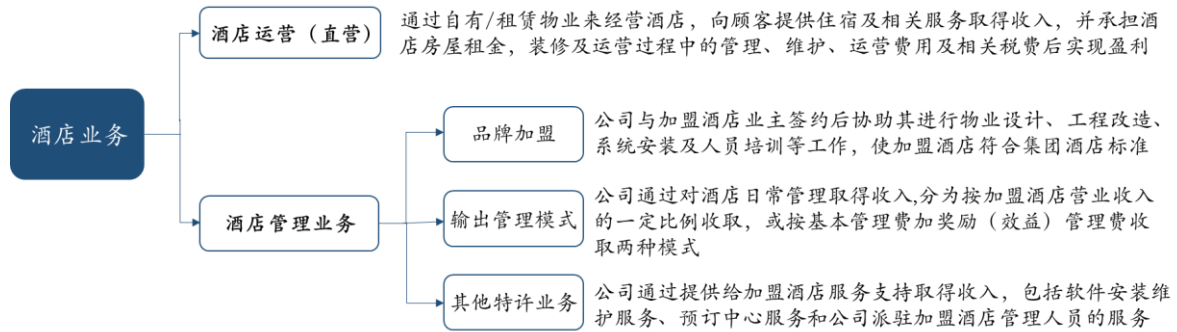
资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.2 加盟为扩张利器，云品牌赋能中小单体酒店

标准加盟提升品牌形象，非标助力扩张提速。公司酒店业务包括酒店运营（直营）和酒店管理两种模式。酒店管理模式分为品牌加盟、输出管理模式、其他特许业务，公司要实现三年万店计划，主要通过品牌加盟方式展店。加盟分为标准加盟和非标加盟，标准加盟更加规范，可以提升品牌形象；非标加盟相对灵活，可以保持原有酒店风格，提高扩张速度。

推出轻管理模式，发力下沉市场。2016 年公司针对非标准化存量单体酒店市场，推出自我管理的非标准酒店品牌输出模式——“云品牌系列”。同时公司针对迫切需要专业化酒店管理的业主，推出管理输出模式，为业主输出专业酒店管理团队。2021 年公司面向四五线城市推出了华驿品牌，进一步发力下沉市场。

图表 60 主要经营业务



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 61 各品牌加盟模式

加盟模式	酒店档次	品牌
标准化加盟	经济型	如家、莫泰
	商旅型	如家精选、如家商旅、YUNIK
	中高端	靡缦、和颐系列、璞隐
非标加盟	经济型	驿居、云上四季
	中端	柏丽艾尚、艾菲、云上四季尚品
轻管理	云酒店	派柏云、睿柏云、素柏云、诗柏云、云上四季民宿
	华驿	UP 华驿、华驿精选、华驿 NEO、华驿

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 62 轻管理品牌

云酒店	图片	定位	华驿系列	定位
派柏		经济型	华驿	个性化经济型
睿柏		商旅型	华驿 NEO	华驿升级改造版
素柏		中高端	UP 华驿精选	舒适经济型
诗柏		度假型	华驿精选	精英商旅型
云上四季民宿		民宿型		

资料来源：公司官网，华安证券研究所

投资小，轻管理，高赋能，云酒店更契合中小单体酒店多元化的需求。具体来看：

投资小：传统的加盟模式需要根据标准改造方案或者自选方案进行翻修改造，其中标准、非标加盟模式下单间投入 6~14、5~11 万元不等，而云酒店满足基本的加盟标准后，不需要装修改造，前期投入成本低，为中小型酒店及资金有限的中小单体酒店提供了更优选择。

图表 63 加盟模式对比

加盟模式	标准化加盟			非标加盟		轻管理
	经济型	商旅型	中高端	经济型	中端	
档次						
定位	产品服务标准化			产品非标准化+管理输出		自主管理，不需要装修改造
改造要求	标准方案改造			自选标准方案或轻改造方案		装修满足要求，只需更换门头、logo、系统等必要设备
加盟期限	10 年			8 年		8 年
单间基本投资额	6-6.5 万元	8.5-9.5 万元	11-14 万元	5 万元	8-11 万元	-
特许加盟咨询服务费（一次性）	2500 元/间	北上广 4000 元/单间，其他地级市 3000 元/单间		2 万	5 万	2500 元/间
特许合同保证金	5 万	10 万		3 万	5 万	30 间以下 1 万元，30 间以上 2 万元
特许品牌使用费	营业收入的 4%			A 方案营业收入的 5%，含（特许品牌使用费 4%+特许服务支持费 0.5%+品牌推广费 0.5%）		
特许服务支持费	营业收入的 0.5%			B 方案特许品牌使用、服务支持及推广费： 一类城市：220/260 元/月/间 二类城市：160/180 元/月/间 三类及以下城市：140/160 元/月/间		8/6/4/3 元/间天，（按照一二三四线城市类别）
品牌推广费	营业收入的 0.5%					
会员发展服务费				每 1 积分结算 0.01 元		每 1 积分结算 0.01 元
CRS(含移动端)	9%，20 元封顶				9%	12%，20 元封顶
Airhotel 平台订单佣金				-		6%，20 元封顶
PMS 系统费				上线服务费 5000 元，系统使用费 1 万元/年		2 万元
HOPS 酒店运营系统使用费				1500 元/月		-

资料来源：公司官网，华安证券研究所

轻管理：云酒店在建筑面积、房间数量等方面的要求显著低于同档次的标准加

盟酒店，助力公司翻牌下沉市场中小单体酒店。

图表 64 各品牌加盟条件

档次	品牌	云品牌		品牌	传统加盟		房间要求 (间)
		大堂公共区域面积 (㎡)	房间要求 (间)		大堂公共区域面积 (㎡)	建筑面积 (㎡)	
经济型	派柏云	≥50		如家	≥80	3000-4000	80-100
商旅型	睿柏云	≥80	-	如家商旅	≥120	3000-4000	80-120
中高端	素柏云	≥150		和颐	≥200	6000-8000	100-150
度假型	诗柏云	≥150	≥40	首旅建国		2 万	≥200

资料来源：公司官网，华安证券研究所

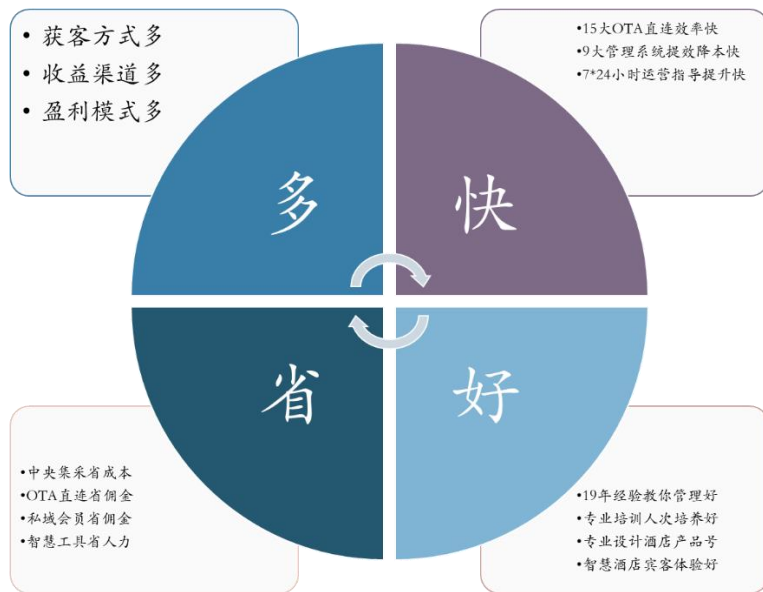
高赋能：公司推出 Airhotel 专业酒店在线运营聚合服务平台，其以“软品牌授权 (云品牌) + 菜单式在线运营教练”的新运营模式赋能多元化的中小单体酒店。

①**多元化品牌授权背书：**中小单体酒店存量较大，覆盖了度假型、舒适型、经济型不同档次，简单标准的运营方案不能完全匹配这些中小酒店的需求，因此公司推出了 5 大多元化品牌——派柏云、睿柏云、素柏云、诗柏云以及云上四季民宿为其授权背书，提高产品溢价；

②**多元化管理模式：**公司依托 19 年专业运营管理经验，根据中小酒店的区域属性、所属开业周期的收益与管理能力，推出了新店带教、教练店长、管家式教练 3 种运营带教模式，有针对性地解决中小酒店的运营问题，同时通过 9 大运营管理系统提供技术支持；

③**兼顾公私域流量的双会员体系：**Airhotel 平台为中小酒店打造专属的私域会员，另外，1.25 亿元会员体系为其提供公域流量支持，持续贡献稳定客源，减少对 OTA 的依赖。中小酒店加盟云酒店后平均业绩提升 26%，业主重复加盟率达到 13%。

图表 65 云品牌加盟优势



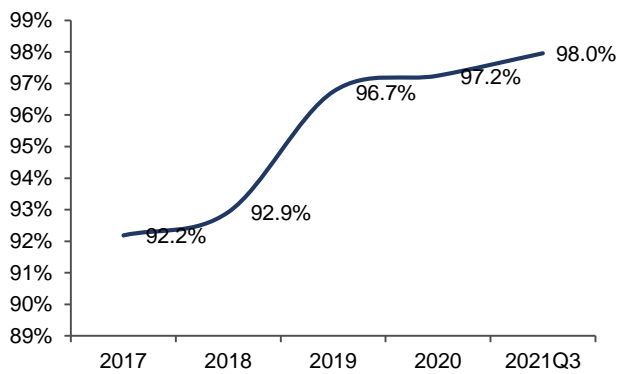
资料来源：官方微信，华安证券研究所

云品牌按城市等级、房量收取特许经营费，盈利稳定性较高。云品牌的 CRS、

PMS、Airhotel 等平台使用费根据收入收取一定比例，特许品牌使用费、特许服务支持费和品牌推广费按照一二三四线城市类别以及客房数量收费，加盟费与 RevPAR 脱钩，周期性减弱，稳定性更强。云酒店为自主管理，成本费用较低，净利润率较高，盈利能力稳定。

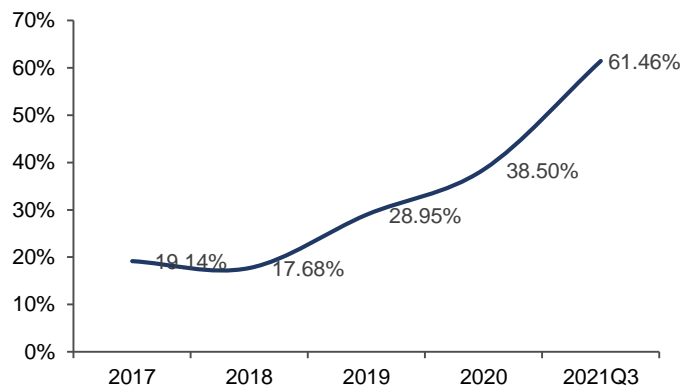
转型轻资产，加盟店、云酒店占比持续提升。公司致力于轻资产化转型，提升加盟店占比，新增酒店中加盟店占比持续维持在 90% 以上。2017-2021Q3 加盟店占比从 74.06% 提升至 86.01% (+11.95pct)，距离华住 (90.97%)、锦江 (90.02%) 还有一定的提升空间。为了抢占下沉市场中小单体酒店连锁化的市场份额，三年万店计划中公司加速云酒店布局，同时 2021 年公司新推出华驿品牌发力四五线市场，截至 2021Q3，华驿品牌开业数量达到 272 家，2021Q3 新增酒店中轻管理占比高达 61.46%。

图表 66 新增酒店中加盟店占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

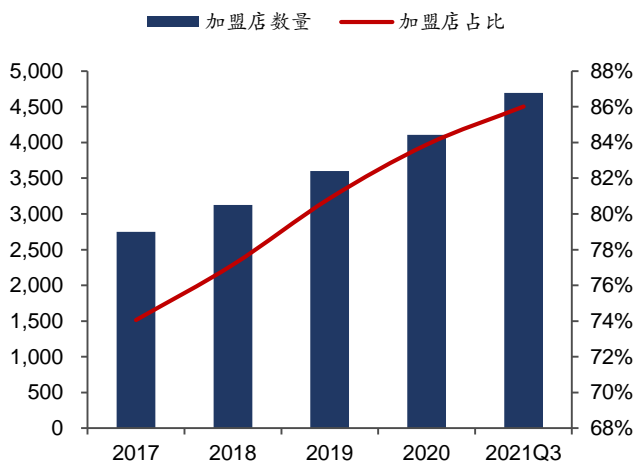
图表 67 新增酒店中轻管理占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

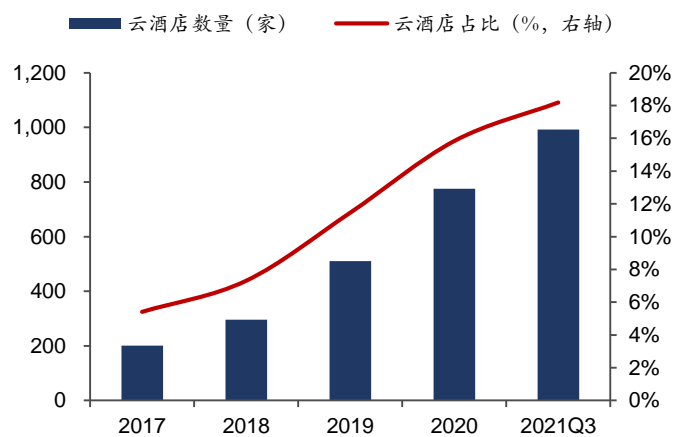
注: 轻管理包括云酒店、华驿酒店

图表 68 加盟店占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 69 云酒店占比

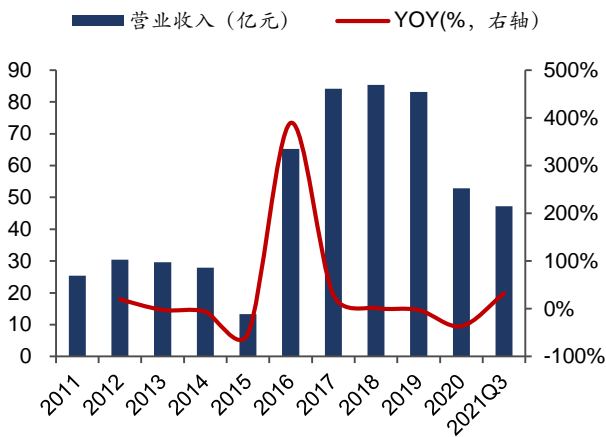


资料来源: wind, 华安证券研究所

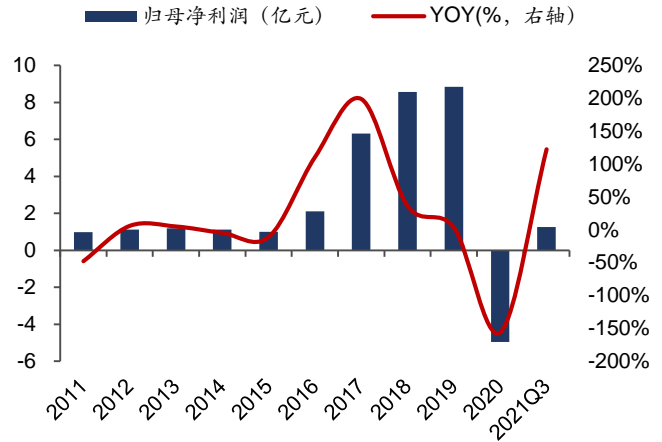
4 业绩短期承压，长期向好

疫情反复 21Q3 业绩承压。2017~2019 年，公司营收复合增速为-0.63%，同期归母净利润复合增速达 18.43%（高于营收 19.06pct）。受疫情影响，2020 年实现营收 52.82 亿元（-36.45%），实现净利润-4.96 亿元（-156.05%）；随着疫情恢复（仍存在疫情反复），2021Q1-3 实现营收 47.26 亿元（+32.16%），净利润 1.25 亿元（+122.54%）。由于 7 月底，南京及其他地区爆发疫情，全国疫情防控措施升级，导致旅游出行受挫，公司业务受到影响。2021Q3 公司实现营收 15.82 亿元（-5.38%），归母净利润 0.60 亿元（-57.14%）。

图表 70 公司营业收入及其增速



图表 71 公司归母净利润及其增速

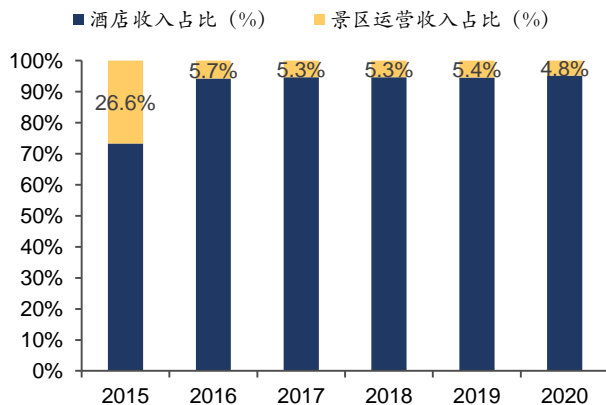


资料来源：wind，华安证券研究所

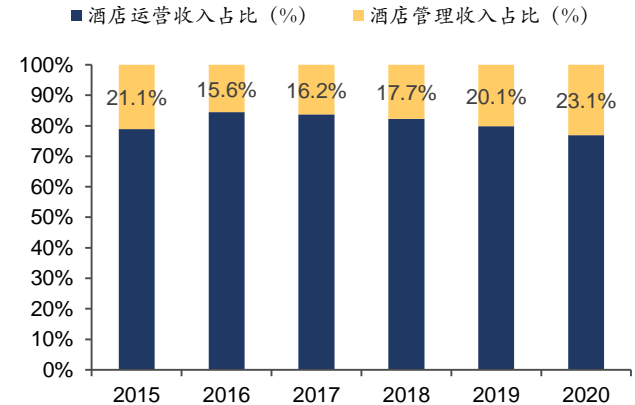
资料来源：wind，华安证券研究所

分业务来看，公司自 2014 年不断聚焦酒店主业，酒店收入占比从 2015 年的 73.29% 提升至 2020 年的 95.21%（+21.92pct）。公司以加盟为主加速拓店，带动酒店管理业务收入占比从 2016 年的 15.57% 提升至 2020 年的 23.09%（+7.51pct）。

图表 72 公司业务收入占比 (%)



图表 73 公司酒店运营和酒店管理收入占比 (%)



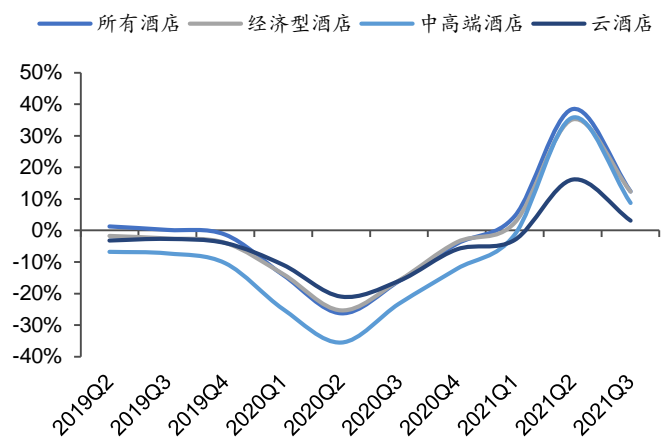
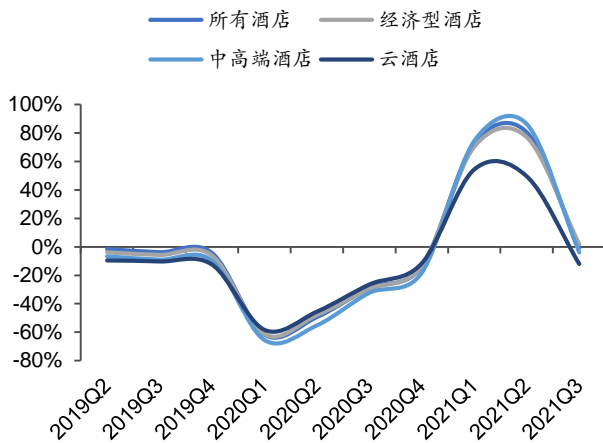
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

受疫情影响 2021Q3 RevPAR 震荡复苏，韧性较强。7 月南京疫情爆发前 RevPAR 已超越 2019 年同期水平，之后受多地疫情影响，8 月份 RevPAR 出现大幅下降，随着疫情得到逐步控制，9 月公司的 RevPAR 较 8 月环比显著提升。2021Q3 整体 RevPAR 124 元 (yoy-0.60%，较 2019Q3 同比-29.30%)，中高端、经济型、云酒店 RevPAR 分别为 166/108/79 元，分别恢复到 2019 年的 65.10%/71.05%/ 64.23%。2021Q3 整体 ADR 为 201 元 (yoy+12.40%，较 2019Q3 同比-5.20%)，整体 OCC 为 61.7% (yoy-8.10pct，较 2019Q3-21.00pct)。

图表 74 各类型酒店 RevPAR

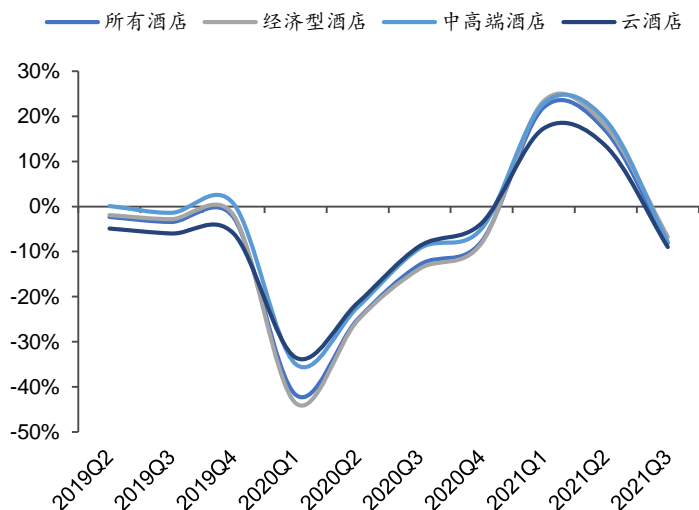
图表 75 各类型酒店 ADR



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 76 各类型酒店 OCC



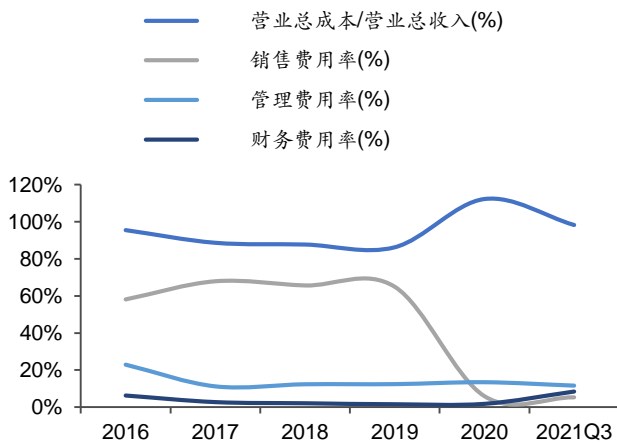
资料来源: wind, 华安证券研究所

控本降费增效，提升盈利能力。公司拥有面客系统、运营系统和后端支持系统分别应用于服务、经营和管理，并持续地进行改进和研发，提升酒店管理效率，

同时加强成本费用的预算精细化管控。2016-2019年,成本占收入比重从95.46%下降到86.21% (-9.25pct),期间费用率从87.32%下降到78.92% (-8.40pct),净利率从5.11%提升至11.06% (+5.95pct)。

2021Q1-Q3 公司销售费用率 5.24% (-0.79pct),管理费用率 11.25% (-1.81pct),财务费用率 8.37% (+6.61%),财务费用率提升主因执行新租赁准则确认租赁负债融资费用,净利率为 2.22%,由负转正,业绩改善优于华住,净利率水平接近于锦江 (3.10%)。

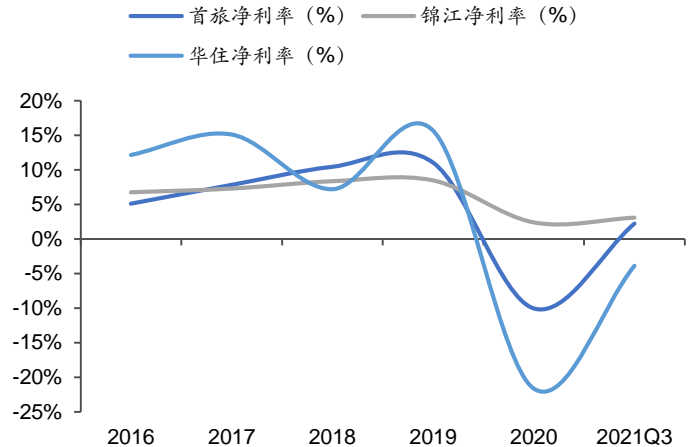
图表 77 首旅成本、费用率变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 2020 年会计准则调整, 成本、费用率变化较大

图表 78 首旅、锦江净利率对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

盈利预测及投资建议:

盈利预测

关键假设:

开店情况: 假设 2021-2023 年每年新增开店数分别为 1400/2000/2700, 每年关店 300-400 家, 新增门店中中高端酒店占比 32.79%, 云酒店占比 45.08%, 经济型酒店占比 15.97%。新增门店主要以加盟模式为主, 假设新增门店中加盟店占比 97%, 直营门店占比 3%。

RevPAR: 考虑到局部疫情反复对需求复苏的影响减弱, 需求有望回升, 我们预计 2022 年 RevPAR 有望恢复到 2019 年 75% 水平, 2023 年有望恢复到 2019 年 85% 水平。

成本端: 考虑到公司的成本主要来自直营门店, 成本端增长主要和直营门店扩张相关。

费用率: 考虑到公司加大费用管控, 并且营收规模增加, 预计 2021-2023 年费用率将平稳下降。

图表 79 公司盈利预测

	2020	2021E	2022E	2023E
总营收				
营业收入(亿元)	52.82	55.94	64.83	79.11
yoy(%)	-36.45%	5.90%	15.90%	22.02%
营业成本(亿元)	46.15	40.61	44.84	53.09
yoy(%)	779.05%	-12.01%	10.42%	18.41%
毛利率(%)	10.46%	25.55%	29.18%	31.60%
酒店运营业务				
营业收入(亿元)	38.68	39.55	42.19	47.57
yoy (%)	-38.40%	2.24%	6.68%	12.75%
占比 (%)	73.23%	70.70%	65.07%	60.13%
酒店管理业务				
营业收入(亿元)	11.61	13.19	18.95	27.34
yoy (%)	-26.61%	13.63%	43.62%	44.31%
占比 (%)	21.98%	23.58%	29.22%	34.56%
景区业务				
营业收入(亿元)	2.53	3.20	3.70	4.20
yoy (%)	-43.78%	26.48%	15.63%	13.51%
占比 (%)	4.79%	5.72%	5.71%	5.31%

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

投资建议

疫情影响下连锁化提升，酒店龙头优势凸显。公司加速拓店，布局中高端酒店，同时推出云酒店深耕下沉市场，发力中小单体酒店，随着疫情影响转淡，需求有望全面复苏，带动公司业绩释放可期。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.12、0.55、0.77 元/股，对应当前股价 PE 分别为 222、47、34 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

疫情反复影响需求回暖：旅游出行和商务出行是酒店主要客流来源，疫情反复会降低客流量。

拓店速度不及预期：疫情加速中小单体酒店加盟连锁化酒店龙头，公司趁机逆势扩张开启三年万店计划，若开店不及预期将影响营收增长规模。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2357	2244	1981	2646	营业收入	5282	5594	6483	7911
现金	1375	982	768	1362	营业成本	4615	4061	4484	5309
应收账款	187	199	213	217	营业税金及附加	34	39	37	43
其他应收款	91	49	48	61	销售费用	310	295	340	413
预付账款	150	252	188	170	管理费用	668	621	428	514
存货	41	56	61	73	财务费用	90	425	337	329
其他流动资产	513	706	702	765	资产减值损失	-163	0	0	0
非流动资产	14275	22815	23475	23684	公允价值变动收益	9	0	0	0
长期投资	392	392	392	392	投资净收益	-9	-6	6	8
固定资产	2230	10859	11452	11586	营业利润	-568	197	976	1373
无形资产	3665	3665	3665	3665	营业外收入	20	10	10	10
其他非流动资产	7988	7899	7966	8041	营业外支出	38	7	7	7
资产总计	16633	25059	25456	26331	利润总额	-585	200	979	1376
流动负债	4894	4297	4363	4550	所得税	-54	71	347	488
短期借款	600	600	600	600	净利润	-531	129	631	887
应付账款	121	100	86	87	少数股东损益	-35	-3	14	20
其他流动负债	4173	3597	3677	3863	归属母公司净利润	-496	132	617	868
非流动负债	3103	11864	11564	11364	EBITDA	438	1446	1226	1612
长期借款	1028	828	528	328	EPS (元)	-0.50	0.12	0.55	0.77
其他非流动负债	2075	11036	11036	11036					
负债合计	7997	16160	15926	15914					
少数股东权益	255	252	266	286					
股本	988	1121	1121	1121					
资本公积	4831	4831	4831	4831					
留存收益	2561	2693	3311	4179					
归属母公司股东权益	8380	8646	9263	10131					
负债和股东权益	16633	25059	25456	26331					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	440	389	1137	1334	成长能力				
净利润	-496	132	617	868	营业收入	-36.4%	5.9%	15.9%	22.0%
折旧摊销	819	906	62	14	营业利润	-144.5%	134.7%	394.9%	40.7%
财务费用	109	425	337	329	归属于母公司净利	-156.0%	126.7%	366.7%	40.6%
投资损失	9	6	-6	-8	获利能力				
营运资金变动	30	-1074	115	115	毛利率 (%)	12.6%	27.4%	30.8%	32.9%
其他经营现金流	-558	1200	513	770	净利率 (%)	-9.4%	2.4%	9.5%	11.0%
投资活动现金流	-682	-9251	-714	-212	ROE (%)	-5.9%	1.5%	6.7%	8.6%
资本支出	-551	-9531	-653	-145	ROIC (%)	-3.1%	1.7%	3.6%	4.8%
长期投资	165	197	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-295	83	-61	-67	资产负债率 (%)	48.1%	64.5%	62.6%	60.4%
筹资活动现金流	-173	8469	-637	-529	净负债比率 (%)	92.6%	181.6%	167.1%	152.8%
短期借款	366	0	0	0	流动比率	0.48	0.52	0.45	0.58
长期借款	-765	-200	-300	-200	速动比率	0.44	0.45	0.40	0.53
普通股增加	0	134	0	0	营运能力				
资本公积增加	-3	0	0	0	总资产周转率	0.32	0.22	0.25	0.30
其他筹资现金流	229	8536	-337	-329	应收账款周转率	28.30	28.08	30.42	36.50
现金净增加额	-421	-392	-214	593	应付账款周转率	38.08	40.56	52.14	60.83
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.51	0.12	0.55	0.77
					每股经营现金流薄)	0.45	0.35	1.01	1.19
					每股净资产	8.48	7.71	8.26	9.03
					估值比率				
					P/E	—	221.53	47.47	33.76
					P/B	2.50	3.39	3.16	2.89
					EV/EBITDA	50.67	27.45	32.30	24.08

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。