

首旅酒店 (600258.SH) 买入 (首次评级)

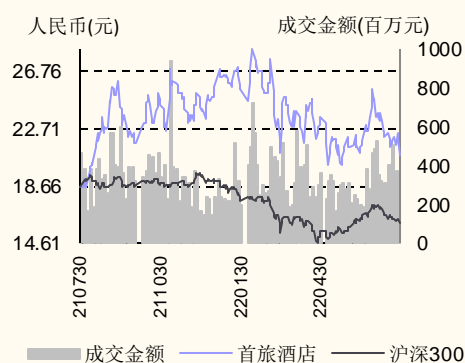
公司深度研究

市场价格(人民币): 20.91元

目标价格(人民币): 26.36元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	11.21
已上市流通A股(亿股)	10.70
总市值(亿元)	234.48
年内股价最高最低(元)	28.33/18.55
沪深300指数	4170
上证指数	3253



发展为先、结构优化，酒店龙头复苏可期

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,282	6,153	6,132	8,639	9,798
营业收入增长率	-36.45%	16.49%	-0.34%	40.89%	13.41%
归母净利润(百万元)	-496	56	186	985	1,346
归母净利润增长率	-156.05%	-111.23%	233.97%	429.80%	36.60%
摊薄每股收益(元)	-0.502	0.050	0.166	0.879	1.200
每股经营性现金流净额	0.45	2.06	1.85	3.50	3.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	-5.92%	0.50%	1.65%	8.05%	9.97%
P/E	N/A	526.28	126.10	23.80	17.42
P/B	2.50	2.64	2.08	1.92	1.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 国内酒店行业 TOP3, 持续拓店筑就规模壁垒, 疫情企稳有望带来高业绩弹性。背靠首旅集团, 实力雄厚, 疫情下连锁酒店龙头在规模优势、品牌效应下逆势扩张, 21年公司连锁酒店市占率达 10.1%, 相比 19年提升 0.9pct。疫情企稳下公司由于直营占比较高, 业绩向上弹性或更强。
- 发展为先, 持续进行轻资产转型, 以轻模式发力下沉市场, 实现规模快速扩张同时提升盈利水平。近年来加盟店为公司主力开店模式, 利于提升公司盈利稳定性与盈利水平, 预计 24年加盟店占比将达 93.4%。2016年公司推出轻管理模式, 具有投资回收期短、快速赋能改善单体酒店经营的优势, 适于下沉市场需求。公司有望保持高速拓店节奏, 在线下场景复苏逻辑兑现下, 预计公司 22-24年门店数净增 950/1200/1300家, 达 6866/8066/9366家。
- 数字化推进、会员权益再升级, 助力降本增效。数字化场景渗透率提升, 近 4000家酒店已升级为智慧酒店、酒店人房比逐年下降, 2021年如家经济型/如家商旅每百间房配置人员由 2017年 17.1/23.0下降至 12.5/13.7。
- 结构优化与存量升级并行。1) 中高端为行业升级方向, 公司将中高端酒店作为长期战略重心, 品牌及规模不断扩充, 产品结构持续优化, 预计酒店数占比由 21年 23.4%增长至 24年 26.3%。2) 经济型、中端核心品牌持续升级改造, 截至 21年末已有 810家如家酒店升级为如家 NEO3.0, 有望助力 RevPAR 提升。3) 首旅集团承诺 22年底前将部分高端资产注入公司。
- 定增落地: 2021年 11月 24日, 公司非公开发行的股票数量为 1.34亿股, 每股发行价格为 22.33元, 实际募资净额 29.91亿元, 其中 70%拟用于酒店扩张及装修升级项目, 30%用于偿还金融机构贷款。
- 1H22业绩预告: 1H22 归母净利-3.6亿元至-4.2亿元; 扣非归母净利为-4.1亿元至-4.7亿元, 其中 Q2为-2.1亿元至-1.5亿元, 环比+18.4%~+41.6%。

投资建议及估值

- 预计公司 22-24年归母净利润分别为 1.9/9.9/13.5亿元, 同比增速为 +234.0%/+429.8%/+36.6%, EPS 为 0.17/0.88/1.20元, 对应 23E PE 为 23.8x。给予 23E PE 30x, 目标价 26.36元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复, 拓店速度不及预期, 加盟店监管风险, 股东与高管减持风险, 限售股解禁风险, 商誉减值风险。

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221

lijingl@gjzq.com.cn

叶思嘉 联系人
yesijia@gjzq.com.cn

鲍秋宇 联系人
baoqiuyu@gjzq.com.cn

内容目录

1、拓店提速、静待复苏，酒店龙头行稳致远.....	5
2、疫后龙头加速占据市场，高直营占比有望带来高业绩弹性.....	7
3、加速轻资产转型，攻占下沉市场份额，实现量效齐升.....	9
3.1、轻管理模式更轻、效用更高，助力公司规模加速扩张.....	11
3.2、轻资产化转型加速，盈利水平提升明显.....	14
4、数字化赋能、会员为本，狠抓提质增效.....	15
4.1、数字化推进：数字化迅速渗透，助力公司运营降本增效.....	15
4.2、会员体系：不断丰富会员权益，积累庞大会员资源.....	16
5、结构优化与存量升级双线并行.....	17
5.1、中高度品牌及规模不断扩充，产品结构持续优化.....	17
5.2、经济型、中端核心品牌持续升级改造，有望带动业绩提升.....	18
5.3、高端资产即将注入，有望为公司贡献千万级别收入.....	19
6、背靠首旅集团，管理层经验丰富，重视人才培养.....	21
7、定增助力酒店升级与财务结构优化.....	23
8、财务分析：盈利能力有所改善，成本端仍具优化空间.....	23
9、盈利预测与投资建议.....	27
9.1、盈利预测.....	27
9.2、业绩敏感性分析.....	31
9.3、投资建议及估值.....	32
10、风险提示.....	32

图表目录

图表 1：2021 年末国内酒店 TOP10（按房间数排名，万间）.....	5
图表 2：2021 年公司各业务收入（亿元）及占比（%）.....	5
图表 3：公司实现多层次品牌布局.....	5
图表 4：公司核心经营指标变化情况.....	6
图表 5：公司酒店数量及增速.....	6
图表 6：公司分业务收入情况.....	6
图表 7：公司归母净利润情况.....	6
图表 8：公司发展历程.....	7
图表 9：中国连锁酒店客房数量持续增加.....	7
图表 10：中国酒店连锁化率（2020 年）仍具提升空间.....	7
图表 11：2021 年末酒店集团竞争格局.....	8
图表 12：公司直营房间占比较高.....	9
图表 13：公司开店逐渐提速，均能达成目标.....	9
图表 14：公司储备店数量增速加快.....	9
图表 15：公司储备店为完成全年目标夯实基础（家）.....	9

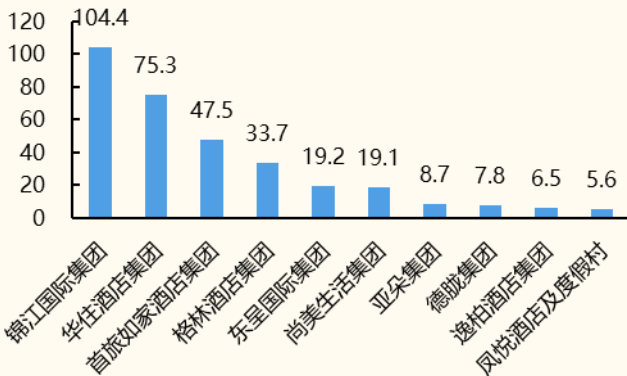
图表 16: 公司主要业务简介.....	10
图表 17: 标准、非标、轻管理加盟模式对比.....	10
图表 18: 2021 年末各层级城市客房数量 (万间) 及占比.....	11
图表 19: 我国低线城市连锁化率较低.....	11
图表 20: 中国酒店数量情况 (家, 按房间体量分)	12
图表 21: 中国酒店连锁化率情况 (按房间体量分)	12
图表 22: 公司轻管理模式酒店分类.....	12
图表 23: 公司云酒店和华驿酒店数量 (家)	13
图表 24: 公司两套会员体系对比.....	13
图表 25: 云酒店改造前后对比.....	14
图表 26: 案例展示: 云酒店加盟后营收提升 26%.....	14
图表 27: 公司加盟店数量占比.....	14
图表 28: 公司加盟店收入及占比.....	14
图表 29: 酒店管理毛利率高于酒店运营毛利率.....	15
图表 30: 各公司净利率水平与加盟酒店客房数占比关系 (2021 年数据)	15
图表 31: 智慧酒店模式快速拓展.....	15
图表 32: 每百间房配置人员持续下降 (人/每百间房)	15
图表 33: 公司研发费用率有所提升.....	16
图表 34: 公司会员系统在生活消费方面的折扣活动.....	16
图表 35: 首创酒店行业电商平台——首免全球购.....	16
图表 36: 三大酒店会员规模情况 (亿人)	17
图表 37: 公司自有渠道入住间夜数占比维持在 75%以上水平	17
图表 38: 中国各档次连锁酒店数情况.....	17
图表 39: 中国中档、高档酒店占比较欧美偏低 (2019 年)	17
图表 40: 中高端品牌不断扩充.....	18
图表 41: 核心中高端品牌酒店数及储备店情况.....	18
图表 42: 中高端门店占比持续提升.....	18
图表 43: 如家 NEO3.0 酒店数量持续提升.....	19
图表 44: 公司资本开支中用于升级改造项目占比较高 (百万元)	19
图表 45: 诺金酒店注入将为公司补充高端奢侈品牌.....	19
图表 46: 首旅集团注入酒店及相关事项.....	20
图表 47: 环球度假区酒店价格情况.....	20
图表 48: 迪士尼 OCC 相关情况.....	21
图表 49: 迪士尼 ADR 相关情况.....	21
图表 50: 新注入高端资产年管理费收入预测.....	21
图表 51: 公司股权结构情况 (截至 2022/3/31)	22
图表 52: 公司 2018 年限制性股票激励计划实施考核管理办法 (2021 年调整后)	22
图表 53: 公司非公开发行方案.....	23

图表 54: 公司定增项目资金用途.....	23
图表 55: 可比公司年度收入体量对比 (亿元)	24
图表 56: 可比公司年度收入增速对比.....	24
图表 57: 锦江与首旅直营酒店运营成本占直营收入比例情况.....	24
图表 58: 可比公司毛利率对比.....	25
图表 59: 可比公司销售费率对比.....	25
图表 60: 可比公司管理费率对比.....	25
图表 61: 可比公司 EBITDA Margin 对比	26
图表 62: 可比公司归母净利润增速对比.....	26
图表 63: 可比公司归母净利率对比.....	26
图表 64: 可比公司 ROE 对比.....	26
图表 65: 可比公司经营性现金流净额对比 (亿元)	26
图表 66: 可比公司经营性现金流净额占收入比例.....	26
图表 67: 可比公司有息负债率对比.....	27
图表 68: 可比公司利息保障倍数对比.....	27
图表 69: 公司与行业 21 年 RevPAR 同比 19 年恢复程度 (%)	27
图表 70: 公司酒店业务核心经营指标预测.....	27
图表 71: 公司酒店业务开店预测.....	29
图表 72: 公司业务收入及毛利率预测.....	30
图表 73: 公司费用与利润预测.....	31
图表 74: 公司 2023E 收入及归母净利敏感性分析 (亿元)	31
图表 75: 可比公司估值比较 (市盈率法)	32

1、拓店提速、静待复苏，酒店龙头行稳致远

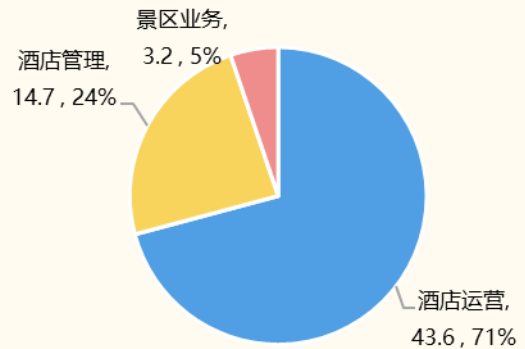
- 国内连锁酒店集团 Top3，多层次品牌布局。公司成立于 1999 年，2016 年公司收购如家酒店之后规模跃升为国内连锁酒店第三，并保持领先地位至今，目前主要从事酒店运营管理及景区等经营活动。截至 1Q22，公司旗下酒店拥有近 20 个品牌系列、近 40 个产品，覆盖“高端、中高端、中端、经济型”、“商旅、休闲度假、社交娱乐”多品类酒店业务，在国内 600 余个城市运营 5993 家门店、47.9 万间客房，于连锁酒店行业市占率达 10.1%，拥有 1.34 亿集团会员。

图表 1：2021 年末国内酒店 TOP10（按房间数排名，万间）



来源：盈蝶咨询，国金证券研究所

图表 2：2021 年公司各业务收入（亿元）及占比（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

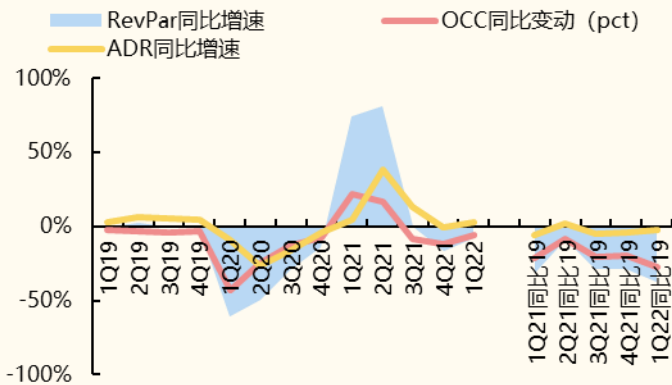
图表 3：公司实现多层次品牌布局

高端商旅/度假型	中高端商旅型	经济型	轻管理	休闲度假
 建国饭店 JIANGUO HOTEL 京伦饭店 BTG-JINGLUN HOTELS 建国铂萃酒店 JIANGUO BOUTIQUE HOTEL 首旅南苑 JIANNANYAN Hotels & Resorts Ur Cove 逸岸酒店	 颐廷至尊酒店 YITEL 颐廷至尚酒店 YITEL 璞缇酒店 HIBIEN HOTEL 库缇酒店 FM BLEISURE WASSIM 万悦翠榕酒店 如家精选酒店 HOMEINN PLUS 如家商旅酒店 HOMEINN STYLE 艾菲酒店 Aifeel 喜马拉雅国际酒店 Himalayas Hotel YUNIK SKYBIRD HOTEL 嘉虹酒店	 如家酒店 HOMEINN Motel 168 莫泰酒店 如家酒店 HOMEINN 如家精选酒店 HOMEINN PLUS 如家商旅酒店 HOMEINN STYLE 艾菲酒店 Aifeel 如家酒店 HOMEINN 如家精选酒店 HOMEINN PLUS 如家商旅酒店 HOMEINN STYLE 艾菲酒店 Aifeel 如家酒店 HOMEINN 如家精选酒店 HOMEINN PLUS 如家商旅酒店 HOMEINN STYLE 艾菲酒店 Aifeel	 春柏·云酒店 素柏·云酒店 如家酒店 HOMEINN 如家精选酒店 HOMEINN PLUS 如家商旅酒店 HOMEINN STYLE 艾菲酒店 Aifeel 如家酒店 HOMEINN 如家精选酒店 HOMEINN PLUS 如家商旅酒店 HOMEINN STYLE 艾菲酒店 Aifeel 如家酒店 HOMEINN 如家精选酒店 HOMEINN PLUS 如家商旅酒店 HOMEINN STYLE 艾菲酒店 Aifeel	 Joy Nature Club 如家酒店 HOMEINN 如家精选酒店 HOMEINN PLUS 如家商旅酒店 HOMEINN STYLE 艾菲酒店 Aifeel 如家酒店 HOMEINN 如家精选酒店 HOMEINN PLUS 如家商旅酒店 HOMEINN STYLE 艾菲酒店 Aifeel

来源：公司官网，国金证券研究所

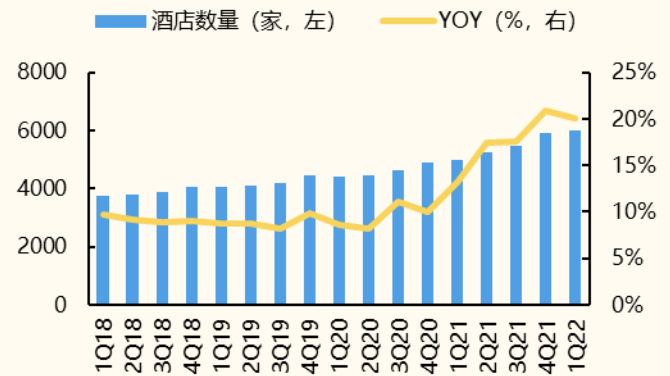
- 疫情反复下经营恢复缓慢，但拓店有所提速。1) 疫情反复扰动对公司经营影响较大，1Q22 公司 OCC 同比下降 6.3pct，较 2019 年下降 27.5pct；ADR 同比增长 3.0%，较 2019 年下降 2.8%；叠加导致 RevPAR 同比下降 8.5%，较 2019 年相比下降 37.2%，疫情反复下公司 ADR 恢复接近 19 年水平，但入住率不足，导致 RevPAR 恢复缓慢。2) 2021 年全年新开店 1418 家，酒店数同比增长 20.9%。公司于 2021 年开店明显提速，截至 1Q22，公司酒店数量为 5993 家，已签约未开业和正在签约的储备项目上升至 1827 家，拓店工作加速推进中，公司成长性凸显。

图表 4: 公司核心经营指标变化情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

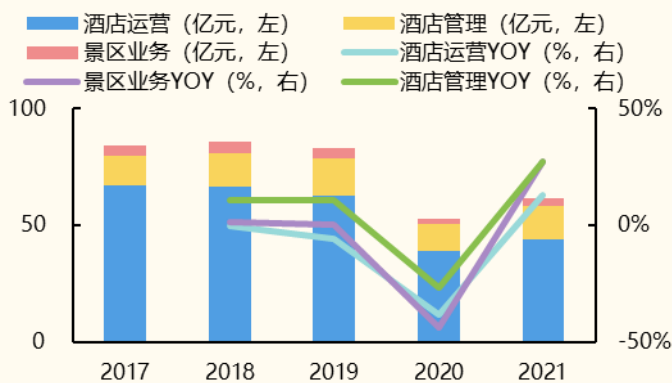
图表 5: 公司酒店数量及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

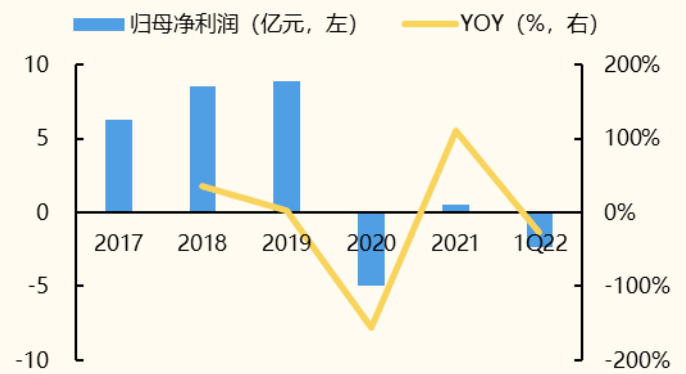
- **疫情期间业绩承压, 21 年收入恢复至 19 年 74%, 利润扭亏。** 疫情反复下, 公司积极创新住宿产品、优化运营成本, 随疫情缓和, 在门店数快速增长的推动下, 公司 2021 年实现营收 61.5 亿元/+16.5%, 恢复至 2019 年同期 74.0% 水平, 其中酒店运营/酒店管理/景区业务收入分别为 43.6/14.7/3.2 亿元, 分别同比上涨 12.7%/26.8%/26.9%。归母净利润 0.56 亿元, 同比扭亏。1Q22 受疫情扰动, 公司经营承压, 单季度实现收入 12.1 亿元, 归母净利润为-2.3 亿元。公司 1H22 业绩预告显示, 预计 2022 年半年度归母净利润为-3.6 亿元至-4.2 亿元, 扣非归母净利润为-4.1 亿元至-4.7 亿元; 分季度来看, 1Q22 归母净利润为-2.3 亿元, 2Q22 预计为-1.9 亿元至-1.3 亿元 (2021Q2 为 2.5 亿元), Q2 业绩环比改善。

图表 6: 公司分业务收入情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 7: 公司归母净利润情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **并购如家优质酒店资源, 成就国内酒店 TOP3。** 公司前身为 1999 年成立的北京首都旅游股份有限公司, 2000 年公司在上交所上市。2012-2014 年, 逐渐剥离展览广告和旅行社业务, 重点发展酒店业务。2016 年, 完成对如家酒店的收购, 目前是我国第三大酒店集团。2020 年, 公司提出“三年万店”战略目标, 开店速度加快, 经营网络覆盖全国, 形成了高端、中高端、经济型的酒店品牌运营管理体系。
- **从酒店业务发展来说, 公司 2002-2015 年深耕经济型赛道, 以如家酒店为核心, 先后收购莫泰 168、e 家快捷、云上四季等品牌, 巩固了公司在经济型酒店领域的领先地位。2016 年将中高端酒店设为发展重心, 分别成立中高端、高端事业部, 随后开拓轻模式 (云&华驿品牌) 助力开店提速与下沉。**

图表 8: 公司发展历程

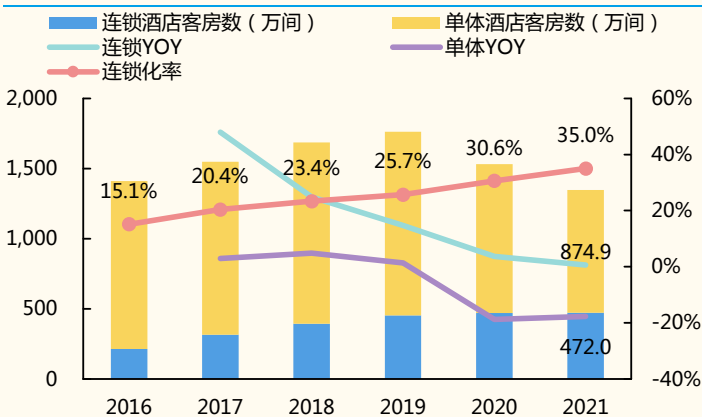


来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

2、疫后龙头加速占据市场，高直营占比有望带来高业绩弹性

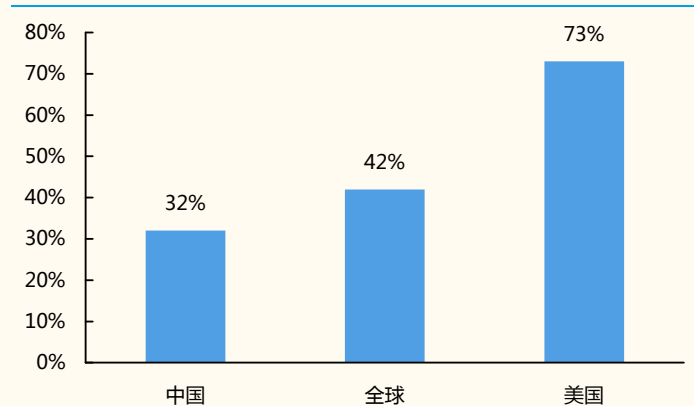
- 疫情加速行业供给出清，连锁化率进一步提升。2019-2021 年我国酒店数量、客房数分别由 33.8 万家、1762.0 万间降至 25.2 万家、1346.9 万间，较 2019 年降幅分别达 25.3%、23.6%；根据盈蝶咨询数据，在 2020 年疫情冲击下单体酒店客房数为 1064 万间/-18.8%，并在 2021 年继续同比-17.7%至 874.9 万间；而连锁酒店数量逆势增长，由 2019 年的 452 万间持续增长至 2021 年的 472 万间，从结构上来看，疫情期间出清多为单体酒店，关停单体酒店平均客房数仅为 22.7 间，属于行业长尾出清。截至 2020 年末，中国酒店连锁化率为 31.5%，低于全球平均（41.9%）和美国（72.9%），我们认为国内酒店连锁化率因下沉市场单体酒店进入壁垒相对较低，无法达到美国水平，但未来仍有进一步提升空间。

图表 9: 中国连锁酒店客房数量持续增加



来源：盈蝶咨询，国金证券研究所

图表 10: 中国酒店连锁化率 (2020 年) 仍具提升空间



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

连锁酒店对比单体酒店来说，在规模效应下通常具备更强的盈利能力和抗风险能力。1) 品牌效应。连锁酒店龙头具备较好的声誉、较高品牌知名度从而具有更强的获客能力，并且可通过品牌背书开展加盟模式，平滑周期性影响的同时提升整体盈利能力。2) 专属会员系统。品牌效应加持下进而可打造专属会员系统，积累会员流量，减少对 OTA 平台的依赖。3) 成熟的经营管理体系、数字化渗透更深，连锁酒店龙头经营管理模式更加先进，在数字化应用下大幅减少人力成本、提升客户住房体验，同时能为所属酒店提供集采服务，降低采购成本。4) 筹资能力更强，凭借规模、资本优势更容易筹集资金，进一步扩大经营规模，实现强者恒强。

- 酒店行业竞争格局稳定，疫情下龙头逆势扩张，加速抢占市场，成长性显著。截至 2021 年末，连锁酒店 CR10（按房间数）达到 69.5%/+4.9pct，相比 2019 年高 10.3pct，其中锦江、华住、首旅排名前三，CR3 达 48.1%/+4.8pct，三大龙头占据行业一半份额且市占率仍在不断提升，竞争格局稳定。首旅酒店作为国内酒店行业 Top3，2021 年连锁市占率为 10.1%/+0.9pct，可凭借其规模、品牌效应，运营优势等或将加快在一二线城市、核心商圈优质物业的承接、以及在下沉市场中加盟吸引力增强，从而继续挤压单体酒店空间。2022 年上半年疫情扰动范围大、影响深，预计供给或继续出清、单体酒店翻牌意愿或更强，酒店龙头有望维持相对稳健的展店节奏。

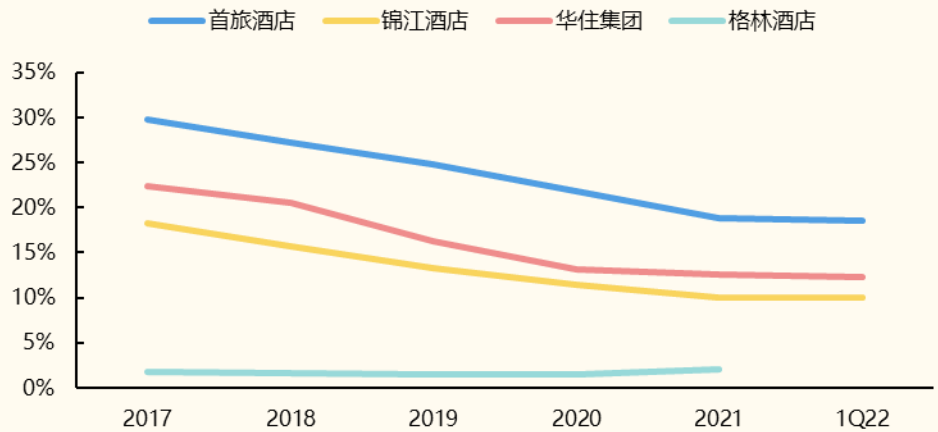
图表 11: 2021 年末酒店集团竞争格局

排名	集团名称	2021				19-21 同比变动		20-21 同比变动	
		客房数	酒店数	于连锁酒店行业市占率	于酒店行业市场占率	连锁市占率变动	行业市场占率变动	连锁市占率变动	行业市场占率变动
1	锦江国际集团	1043705	10694	22.11%	7.75%	2.81%	2.79%	1.93%	1.57%
2	华住酒店集团	753216	7830	15.96%	5.59%	4.09%	2.55%	2.05%	1.34%
3	首旅如家酒店集团	475124	5916	10.07%	3.53%	0.89%	1.17%	0.85%	0.71%
4	格林酒店集团	337153	4659	7.14%	2.50%	0.73%	0.86%	0.42%	0.45%
5	东呈国际集团	192210	2235	4.07%	1.43%	0.65%	0.55%	0.04%	0.19%
6	尚美生活集团	191166	3979	4.05%	1.42%	0.50%	0.51%	0.07%	0.20%
7	亚朵集团	86654	745	1.84%	0.64%	0.77%	0.37%	0.42%	0.21%
8	德胧集团	78093	466	1.65%	0.58%	1.65%	0.58%	1.65%	0.58%
9	逸柏酒店集团	65287	1024	1.38%	0.48%	0.86%	0.35%	0.16%	0.11%
10	凤悦酒店及度假村	55932	206	1.19%	0.42%	0.48%	0.23%	0.29%	0.14%
11	住友酒店集团	43498	785	0.92%	0.32%	0.05%	0.10%	0.07%	0.06%
12	丽呈酒店集团	37107	273	0.79%	0.28%	0.56%	0.22%	0.28%	0.12%
13	雅斯特酒店集团	36080	328	0.76%	0.27%	0.21%	0.12%	0.05%	0.05%
14	恭胜酒店集团	33777	747	0.72%	0.25%	0.11%	0.09%	0.03%	0.04%
15	南京金陵酒店管理公司	32337	148	0.69%	0.24%	0.30%	0.14%	0.09%	0.06%
	本土 CR5	2801408	31334	59.35%	20.80%	9.05%	7.88%	5.29%	4.26%
	本土 CR10	3278540	37754	69.46%	24.34%	10.32%	9.16%	4.89%	4.58%

来源：盈蝶咨询，国金证券研究所

- 关注周期反转下的直营弹性。公司目前正处于轻资产转型阶段，但在三大集团中开业门店直营占比仍然较高，截至 1Q22，公司开业门店中直营房间数占比达 18.6%，高于锦江和华住的 10.0%、12.3%。高经营杠杆或将在行业需求复苏时带来更大的业绩向上弹性。当前酒店行业正处边际修复阶段，公司业绩弹性可期。

图表 12: 公司直营房间占比较高



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3、加速轻资产转型, 攻占下沉市场份额, 实现量效齐升

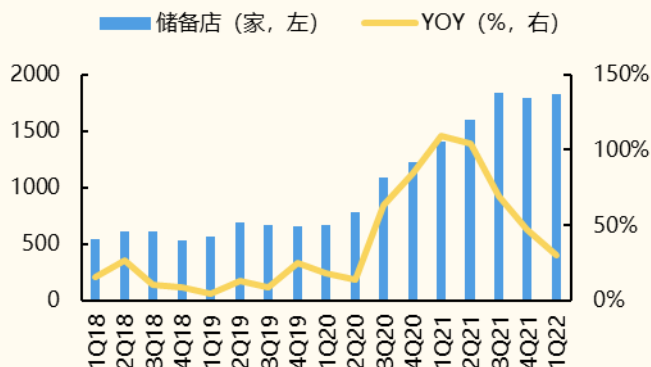
- 公司以发展为首要战略, 开店提速, 成长性凸显。从公司历年拓店进程来看, 展店逐渐提速, 并且均能达成目标, 疫情扰动下逆势拓店。2022 年计划开店 1800-2000 家, 主要以轻资产形式扩张, 由于 2022 年疫情影响范围大、程度深, 公司拓店压力有所加大, 一季度公司新开店 190 家。从储备店来看公司加速展店的趋势仍在, Pipeline 数量不断创新高, 截至 1Q22, 签约未开店数量达 1827 家, 为全年开店目标夯实基础, 我们预计公司 22-24 年期末门店数量增速有望实现接近 15% 左右水平。

图表 13: 公司开店逐渐提速, 均能达成目标

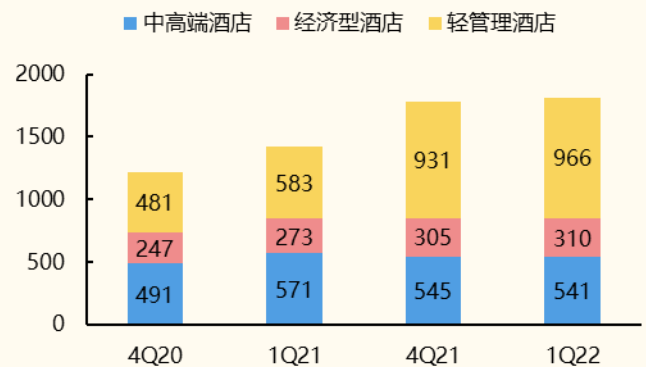
(单位: 家)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
目标开店数	400-450	≥450	≥800	800-1000	1400-1600	1800-2000
实际开店数	512	622	829	909	1418	
年末酒店数	3712	4049	4450	4895	5916	
年末储备店数	488	530	660	1219	1791	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 公司储备店数量增速加快



图表 15: 公司储备店为完成全年目标夯实基础 (家)

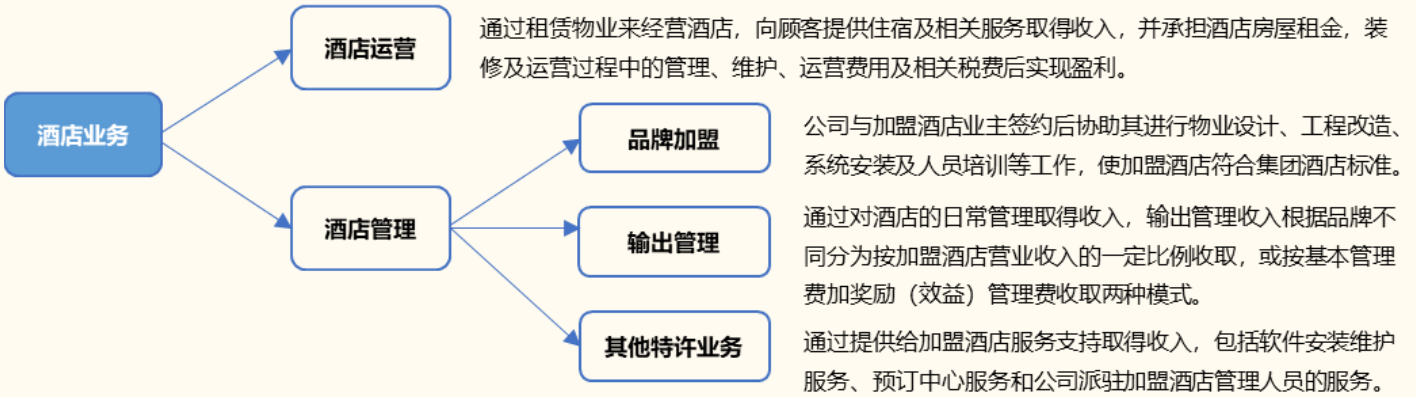


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- **重点发展酒店管理业务，加盟店为拓店主要模式。**公司酒店业务按模式分为酒店运营（直营）和酒店管理（加盟）两种模式，2021 年营收分别为 43.6/14.7 亿元，分别同比提升 12.7%/26.8%，占总营收比重分别为 70.8%/23.9%。酒店管理又分为品牌加盟、输出管理模式、其他特许业务，其中品牌加盟为加盟店主要拓展模式。

图表 16：公司主要业务简介



景区业务 公司海南南山景区运营主要通过景区的门票、餐饮、商品、住宿、园区内交通等获得收入利润；公司控股 74.8% 的南山景区为公司唯一经营的 5A 级景区。

来源：公司公告，国金证券研究所

品牌加盟分为：1) 标准加盟，物业、装修全部进行标准化输出，更加规范，品牌效应更强，当前包括如家、和颐、璞隐等品牌；2) 非标加盟，主要在存量酒店基础上进行改造，保留原始风格较多，更加个性化多元化，包括艾扉、柏丽艾尚等品牌。3) 轻管理模式，对物业、房量要求更低，只要满足品质要求不需进行装修改造。非标以及轻管理更加灵活、降低物业要求和前期投入成本、利于加速整体扩张尤其是下沉市场的扩张速度。

图表 17：标准、非标、轻管理加盟模式对比

模式	标准化加盟				非标加盟		轻管理
	经济型	中端商旅型	中高端	高端	经济型	中端	
酒店档次	经济型	中端商旅型	中高端	高端	经济型	中端	云酒店、华驿系列
2021 年酒店数 (家)	1587	799	154	3	178	61	1697
主要品牌	如家、莫泰	如家商旅、如家精选、YUNIK	和颐系列、璞隐、扉缦	建国铂萃	驿居、云上四季	柏丽艾尚、艾扉、云上四季尚品	派柏云、睿柏云、素柏云、诗柏云、云上四季民宿；UP 华驿、华驿精选、华驿、驿禾
定位	标准化产品及服务				非标准化产品+管理输出		自主管理，无需装修改造
会员系统	首旅如家 APP、小程序						首旅如家 APP、小程序、Airhotel
加盟期限	10 年				8 年		
基本投资额	6-6.5 万/间	8.5-9.5 万/间	11-14 万/间		5 万/间	8-11 万/间	符合标准无需改造
一次性加盟费	2500 元/间，不低于 10 万/项目	3000 元/间，北上广深 4000 元/间，不低于 12 万/项目		3000 元/间，北上广深 4000 元/间，不低于 20 万/项目	2 万	5 万	2500 元/间

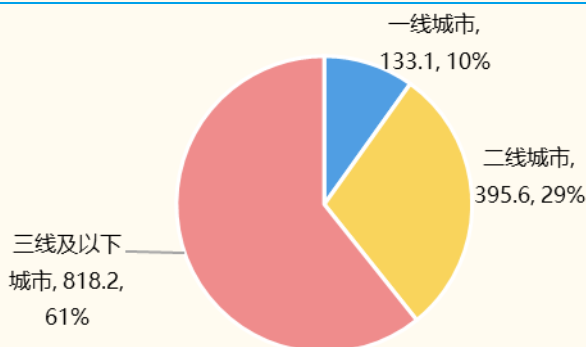
特许经营保证金	5万	10万	3万	5万	30间以下1万元， 30间以上2万元
持续加盟费	特许品牌使用费、特许服务支持费、品牌推广费各占营业收入4%、0.5%、0.5%		A方案：总营收的5%，含品牌使用费4%+服务费0.5%+推广费0.5%；B方案品牌使用、服务支持及推广费：一类城市220/260元/月/间，二类城市160/180元/月/间，三类及以下140/160元/月/间		按照一二三四线城市划分，每间分别8/6/4/3元
会员发展服务费	每1积分结算0.01元				
CRS(含移动端)	8%			12%	
Airhotel平台订单抽成	-			6%，20元封顶	
PMS系统费	上线服务费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			-	
财务咨询服务费	一线城市800元/月、二线城市：700元/月、三线及以下城市：600元/月				
客房规模	70-120间	85-200间	50-70间	50-100间	40-60间
物业面积	2000-4000平方米	5000-9000平方米	无硬性要求		
客房面积	≥15平方米	≥23平方米	≥15平方米	≥20平方米	无硬性要求

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

3.1、轻管理模式更轻、效用更高，助力公司规模加速扩张

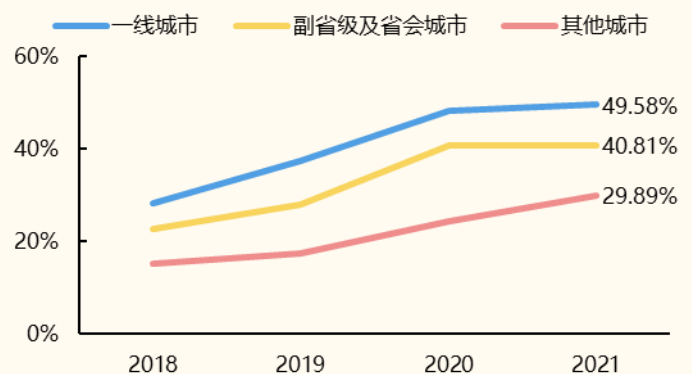
酒店行业下沉市场广阔，长尾特征显著。2021年中国三线及三线以下的酒店数量占比达60.7%，且连锁化率为29.9%、显著低于一线及副省会及省会城市，下沉市场空间广阔。从单个酒店客房体量来看，国内中小型单体酒店分布呈现显著长尾特征，2021年国内15-70间房量的酒店为627.6万间，连锁化率仅为19.2%。由于公司加盟店主要由非连锁酒店翻牌而成，我们假设15-70间房未来连锁化率达到40%，其中三线及三线以下城市酒店房间数占比约70%，1间酒店约45间房，测算得低线城市可供翻牌的单体酒店约为2.0万家，下沉市场仍具整合潜力。

图表 18：2021 年末各层级城市客房数量（万间）及占比



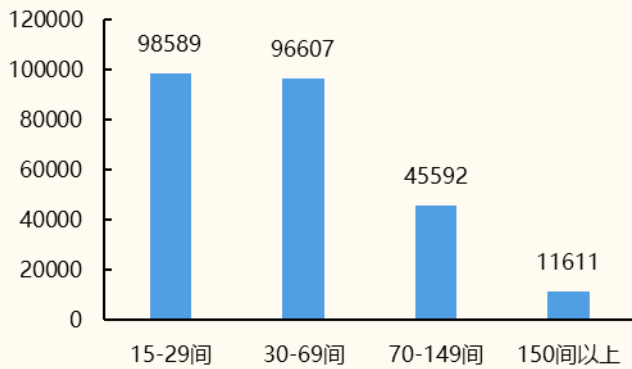
来源：盈蝶咨询，国金证券研究所

图表 19：我国低线城市连锁化率较低

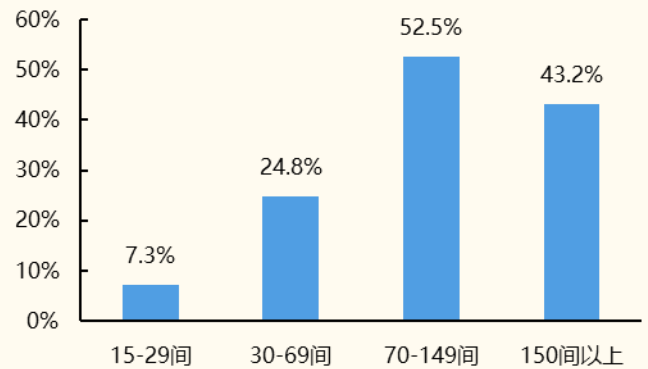


来源：盈蝶咨询，国金证券研究所

图表 20: 中国酒店数量情况 (家, 按房间体量分)



图表 21: 中国酒店连锁化率情况 (按房间体量分)



来源: 盈蝶咨询, 国金证券研究所

来源: 盈蝶咨询, 国金证券研究所

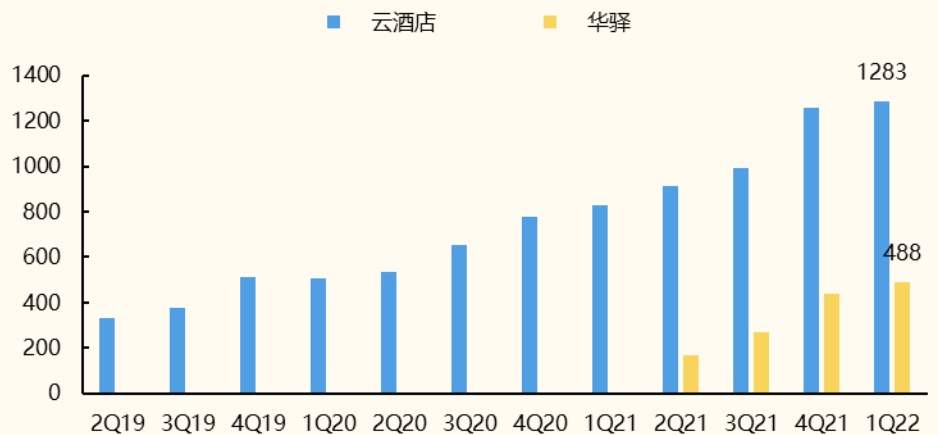
- 公司推出轻管理模式, 加速整合下沉市场。**2016 年公司推出自我管理的品牌输出模式“云品牌系列”, 对非标准化存量单体酒店, 进行装修评估、提供升级改造方案、植入连锁系统, 并给予管理督导, 以实现快速硬件和管理升级, 品牌覆盖中高端/经济型 (经济型为主)。疫情下客房数量较低的中小单体酒店抗风险能力较弱, 此时公司对其赋能价值更为凸显。2021 年公司又面向四五线城市推出了华驿品牌, 进一步发力下沉市场, 从模式上来看, 华驿业主自主管理权更强。2016-2022Q1 年, 公司轻管理模式数量呈高速增长态势, 由 106 家门店增加至 1771 家, 2021 年云酒店和华驿酒店净开店 922 家, 占公司整体净开店比例 90.3%。

图表 22: 公司轻管理模式酒店分类

云酒店	素柏	睿柏	派柏	诗柏	云上四季民宿
图片	 素柏·云酒店	 睿柏·云酒店	 派柏·云酒店	 诗柏·云酒店	 云上四季 民宿
定位	中高端	商旅型	经济型	度假型	民宿型
华驿系列	UP华驿精选	华驿精选	华驿酒店	驿禾酒店	
图片	 华驿精选 UP HOTEL	 华驿精选酒店	 华驿酒店	 驿禾酒店	
定位	舒适经济型	精英商旅型	个性化经济型	经济型	

来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 23: 公司云酒店和华驿酒店数量(家)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

轻管理模式投资小、门槛低、管理轻、快速赋能下业绩明显改善

投资小, 门槛低, 管理轻。投资额 5-7 万/间, 云酒店对物业面积及客房面积无硬性要求, 符合规定的房间量、建筑面积、硬件设施的物业可选择在原有风格上直接翻牌, 无需进行大改, 大大降低前期投入, 加盟门槛较低。云酒店业主自行管理, 自主性强, 公司负责线上指导等服务支持, 同时为业主提供理论学习+门店实习的可选培训服务, 帮助酒店业主及管理团队提升运营管理能力。

品牌背书加持下, 更受消费者信赖。可获得大集团品牌背书, 首旅集团深耕酒店业多年, 受消费者信赖, 以此可获得更多客流量, 提升 RevPAR 水平。

共享会员体系, 拓宽客源入口。大多单体酒店包括 OYO 等连锁酒店集团主要依靠 OTA 第三方渠道, 但 OTA 抽佣率比例较高, 一般为房费的 10%-15%, 连锁酒店积累了丰富的客源, 加盟店可接入首旅如家会员体系共享会员资源, 对门店有效引流, 丰富客源结构, 单笔订单抽佣率仅 7%-9%, 低于 OTA 平台。此外, 公司还推出 Airhotel 在线运营聚合服务平台, 不仅为加盟业主提供在线运管指导, 还提供了云系列品牌私域“Airhotel 会员”, 为云酒店提供私域流量免抽成以及会员发展奖励优惠。后又推出移动端的悟空系统, 门店通过手机就能完成基本日常管理, 有效降低运营成本。

图表 24: 公司两套会员体系对比

	如 LIFE 俱乐部会员	Airhotel 会员
平台	首旅如家官网/APP/小程序	首旅如家 Airhotel/小程序
可享权益范围	全品牌	云系列、和颐酒店、如家酒店等 4000 多家酒店
年度会员费	银卡 69 元, 金卡 169 元	超级会员 9.9 元
预定折扣	82-95 折	88 折
基础积分奖励	0.5-2.5 倍	3 倍

来源: 公司官方 app, 公司微信小程序, 国金证券研究所

- **投资回收期短、经营明显改善, 吸引加盟商入驻。**根据公司 2021 年加盟商反馈, 云酒店加盟后营收提升幅度可达 26%, 官网宾客满意度达到 96%, 市场反馈较好。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。轻模式因前期投资较小, 投资回收期为 1-2 年左右, 远小于如家标准店投资回收期 3-5 年, 对加盟商来说更具吸引力。

图表 25: 云酒店改造前后对比



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 26: 案例展示: 云酒店加盟后营收提升 26%

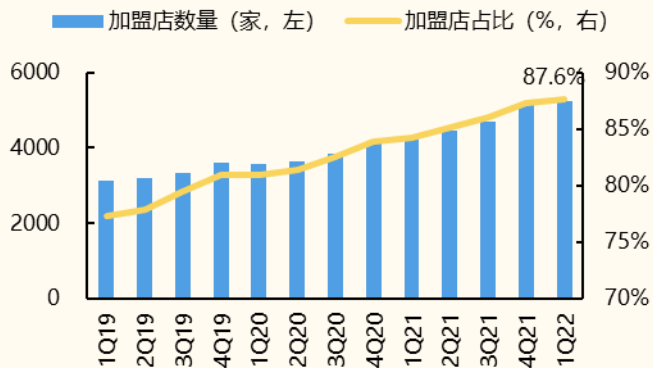


来源: 公司官网, 国金证券研究所

3.2、轻资产化转型加速, 盈利水平提升明显

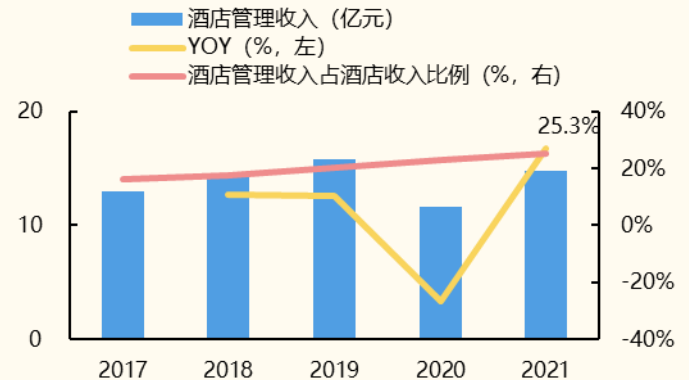
轻资产转型加速, 助力公司净利率提升。2016-1Q22 加盟店占比从 71.0% 提升至 87.6%, 每年新增酒店中加盟店占比维持在 90%+ 以上, 酒店管理收入占比持续提升, 1Q22 达 22.2%。在直营模式下公司将承担租金、人工等刚性成本, 弹性更大, 更易受周期性影响; 加盟模式下收入更加稳定, 公司向品牌加盟商收取一次性加盟费和持续加盟费, 而公司只需要后台管理和支持成本, 且加盟协议的期限为 8-10 年, 新增加盟店将为公司带来持续且较稳健的收益。整体来看, 公司酒店运营业务板块盈利能力由于成本刚性, 收入波动, 疫情下受疫情影响扰动更大, 而加盟模式毛利率维持相对稳定, 2021 年达 76.8%, 远高于直营水平。随着公司轻资产化进程持续推进, 盈利能力仍具提升空间。

图表 27: 公司加盟店数量占比



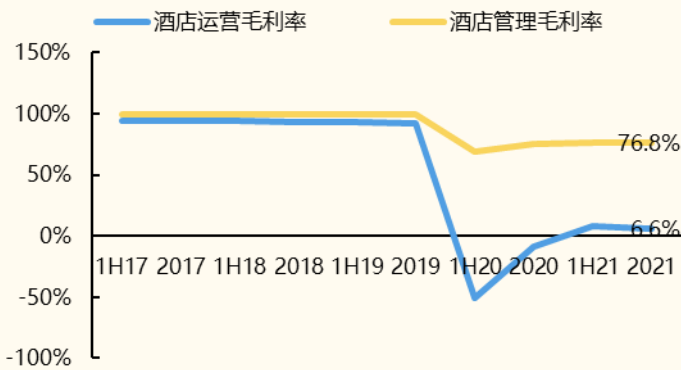
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 28: 公司加盟店收入及占比



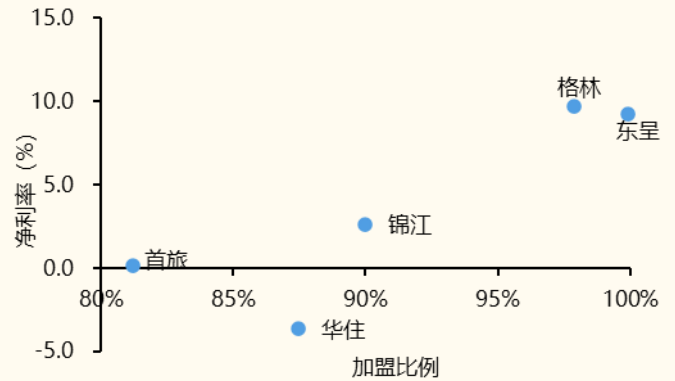
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 29: 酒店管理毛利率高于酒店运营毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 2020 年毛利率大幅下降主因会计准则变化

图表 30: 各公司净利率水平与加盟酒店客房数占比关系 (2021 年数据)



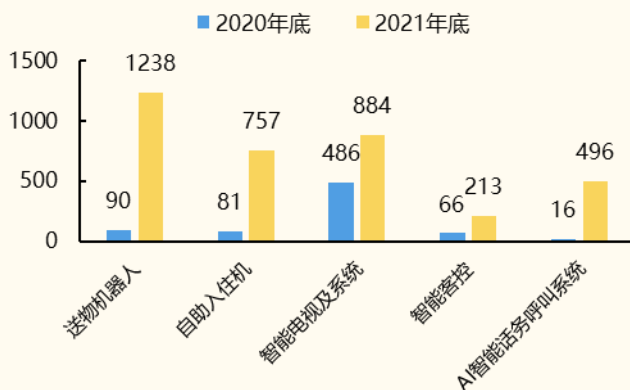
来源: 公司公告, 国金证券研究所

4、数字化赋能、会员为本，狠抓提质增效

4.1、数字化推进：数字化迅速渗透，助力公司运营降本增效

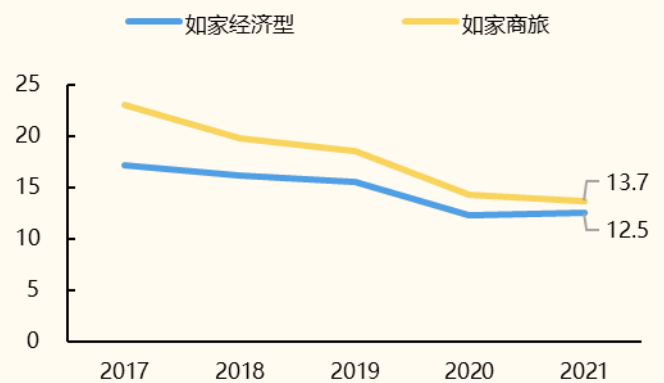
- **数字化体系助力降本增效。** 1) 在门店运营方面，公司推出智慧酒店物联网总控平台 (PIOS) ——“文殊智慧平台”，以“互联网+酒店”为新思路，植入大量智能化基因，目前已经应用至近 4000 家门店中，涉及自助入住及退房、自动机器人送物、智能客控等应用板块，在兼顾宾客住宿效率的同时，着重于强调提升宾客个性化体验。2) 在线管理方面，公司通过“管家宝”，实现了酒店开发、工程、开业、运营、业主沟通、结算与对账等全面在线管理，促进了公司内部信息互通、数据共享和效率提升。3) 数字化方面，利用 AI 算法和模型进行有效的流量预测和收益管理，实现了酒店经营分析的全数字化覆盖，线上推广得以更精准触达，线下提供给客户更个性化、差异化体验。4) 采购平台方面，公司依靠首旅集团全资子公司首采网进行专业采购。由于数字化持续推进，公司研发费用占比逐渐增加，2021 年达 0.92%/+0.08pct，与此同时，公司人房比逐年优化，2021 年如家经济型/如家商旅每百间房配置人员为 12.5/13.7。

图表 31: 智慧酒店模式快速拓展



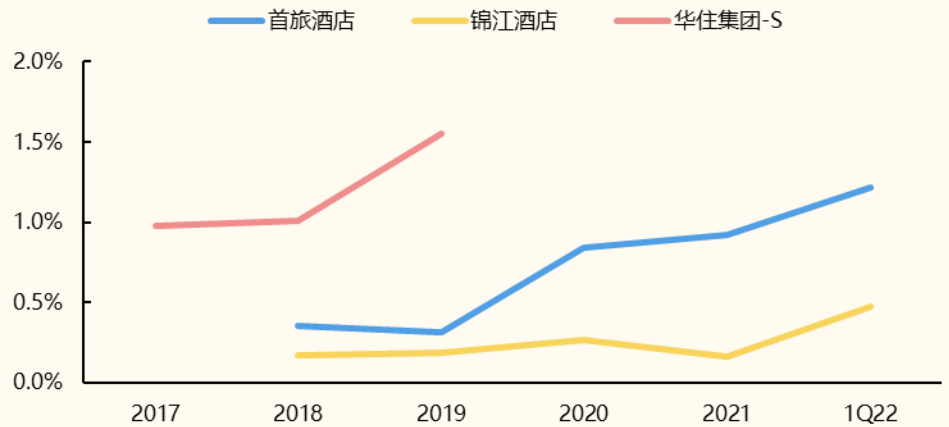
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 32: 每百间房配置人员持续下降 (人/每百间房)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 33: 公司研发费用率有所提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2、会员体系: 不断丰富会员权益, 积累庞大会员资源

- 公司持续拓展会员多项权益, 积累了丰富的会员资源。会员规模是公司长期发展的基石。公司于 2016 年启动“首旅会”和“家宾会”系统整合, 2021 年 9 月, 公司再次升级会员体系, 推出“如 LIFE 俱乐部”, 围绕尊享酒店权益、精彩跨界权益、多元化本地生活、精准圈层运营四大板块, 为不同城市的会员提供除住宿以外 230 多项不同的跨界生活服务权益及生活方式社群服务。在提升会员规模和贡献方面: 1) 确保官方渠道订房价格最优, 增加会员粘性。2) 会员权益丰富升级, 权益从酒店住宿拓展至吃喝玩乐、出行需求及精神享受等领域, 将酒店低频消费与生活高频消费紧密关联, 构建生活方式闭环。3) 推出首免全球购平台, 拥有“全球正品”和“零关税到家”两大特征, 为会员提供住宿以外的新价值, 有利于拓宽变现渠道, 提升会员粘性、关注度。

图表 34: 公司会员系统在生活消费方面的折扣活动



来源: 公司官网, 国金证券研究所

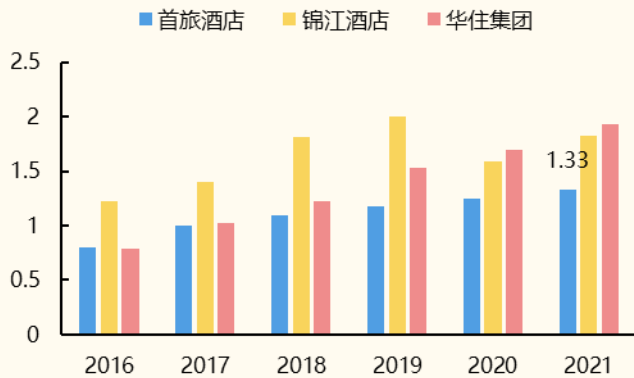
图表 35: 首创酒店行业电商平台——首免全球购



来源: 公司官网, 国金证券研究所

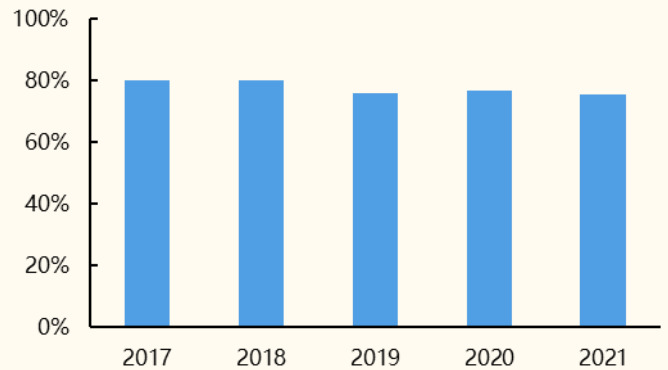
- 会员规模不断扩大, 自有渠道占比维持 75%以上。2016-2021 年, 公司通过移动端下载、门店售卡、跨界合作等全渠道多场景拉新, 继续提升会员规模, 自有渠道入住间夜数占比均维持在较高水平, 4Q21 为 75.7%, 2021 年底公司会员总量已达到 1.3 亿人/+6.4%。全新如 LIFE 会员俱乐部仅上线半年, 未来随着会员系统的不断完善, 有望进一步增强会员粘性, 自有渠道占比有望继续提升。

图表 36: 三大酒店会员规模情况 (亿人)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 37: 公司自有渠道入住间夜数占比维持在 75%以上水平



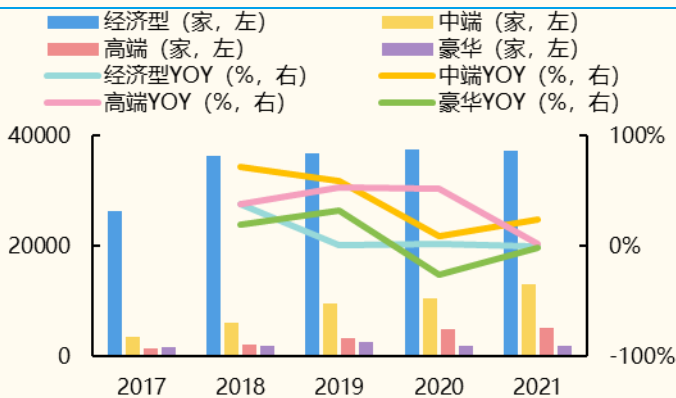
来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 2021 仅披露 4Q21 数据

5、结构优化与存量升级双线并行

5.1、中高度品牌及规模不断扩充, 产品结构持续优化

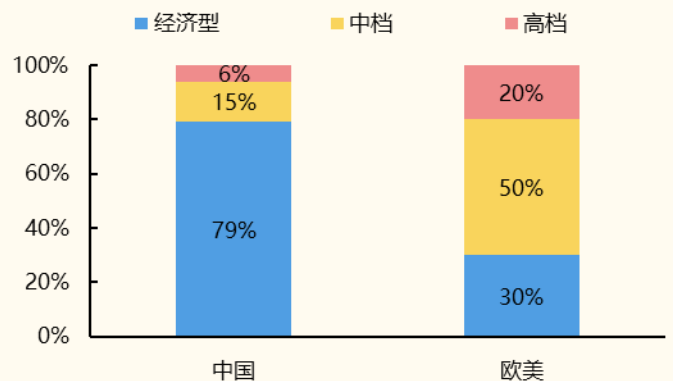
- 中长期来看, 供需共振下“经济型→中端”为行业结构升级方向。从需求端来看, 随着经济发展, 中产阶级比例将进一步提升, 社会收入结构逐步向“橄榄型”转变, 消费升级下带动中端酒店进一步发展。从供给端来看, 酒店房价增速不及租金与员工薪酬增长, 成本压力下迫使经济型酒店转型升级。2020 年连锁中档、高档酒店数分别为 1.3、0.5 万家, 较 2019 年分别提升 35.1%、55.9%, 快于经济型 1.4%、豪华型-26.6%; 目前我国中高档酒店占比约 21%, 较欧美市场低 49pct, 预计未来仍有较大提升空间。

图表 38: 中国各档次连锁酒店数情况



来源: 盈蝶咨询, 国金证券研究所

图表 39: 中国中档、高档酒店占比较欧美偏低 (2019 年)



来源: 盈蝶咨询, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

- 公司中高端品牌矩阵不断扩充, 打造高颜值、个性化、交互性酒店。2016 年公司确立核心发展中高端酒店品牌的集团战略, 成立中高端和高端事业部, 接连推出十余个中高端新品牌。根据中国饭店协会数据, 截至 2021 年末, 中端形成以如家商旅、如家精选为核心品牌, 其中如家商旅为我国中端连锁第 4 大酒店品牌、市占率达 4.9%/+0.5pct; 高端打造和颐、逸扉、璞隐为核心的产品集群, 和颐酒店于高端酒店连锁品牌中市占率达 2.8%/-0.2pct、位居第五。截至 2021 年末, 高端 3 大核心产品集群中逸扉主打社交化、数字化、待客如友理念, 璞隐为国风酒店的代表品牌, 和颐定位全感官商旅社交。公司还积极布局趋势性产品, 和顺网科技战略合作打造 Yunik 电竞酒店, 满足年轻人个性化住宿需求。

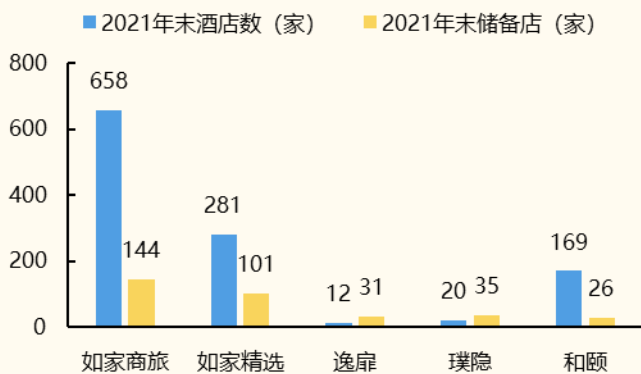
图表 40: 中高端品牌不断扩充

品牌	房费区间 (元/间)	推出时间	定位	酒店数 (截至 1Q22 末)
中高端酒店				1,426
首旅建国	257-19999	2012 年	服务质量稳定, 舒适实用细致周到	71
首旅南苑	269-5688	2014 年	高标准入住享受, 具备五星餐饮饭店	14
首旅京伦	186-2088	2016 年	会议产品完善, 开设“京伦小厨”特色而亲情式外卖窗口	12
如家商旅	97-935	2016 年	欧洲简约现代风格, 实用舒适的社交工作空间切合商旅人士需求	677
如家精选	134-1035	2016 年	全感官商旅酒店, 提供专业化商务洽谈空间与温馨休憩环境	292
和颐	194-1104	2016 年	东西方文化融合设计, 人文风涉外酒店	166
金牌驿居	75-531	2016 年	“中国圆文化”设计, 风格独特但不失品质	41
璞隐	241-987	2016 年	中国首家“城市隐逸空间”, “国风”酒店代表品牌	21
扉缦	155-645	2016 年	时尚混搭主题酒店, 以社交理念为主导	9
Yunik	157-674	2018 年	潮流品牌智能酒店, 切合年轻生活态度	7
柏丽艾尚	171-569	2018 年	欧陆设计风格, 打造法式尊享服务	16
逸扉	315-1385	2019 年	携手凯悦打造, 兼具美感、品质与实用性, 智能化人性化	12
嘉虹	280-854	2019 年	联合春秋航空共同打造, 专注机场与交通枢纽住宿	4
建国铂萃	284-1111	2020 年	精奢雅致, 深厚东方文化与现代艺术巧妙融合	5
云上四季尚品	134-449	2020 年	传统中式与滇域文化融合风格	11
艾扉	104-949	2020 年	现代都市设计, 为旅途营造温暖与温馨	52
万信	186-1506	2021 年	商务休闲有机融合, 精致格调设计与温馨服务兼具	16

来源: 公司官网, 首旅如家 APP, 国金证券研究所; 注: 房价为 2022/7/12 日价格

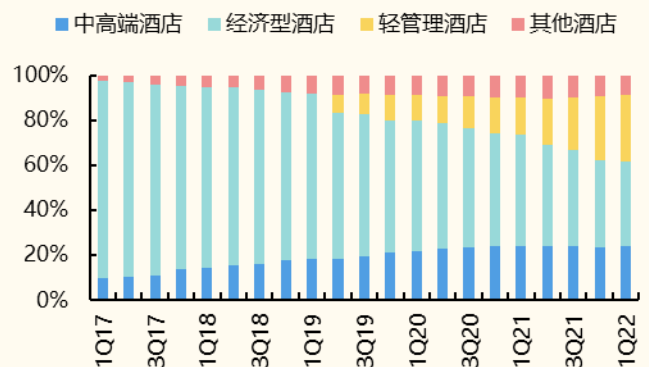
加速规模扩张, 中高端占比不断提升, 产品结构持续优化。1) 近年公司新开店中高端占比保持 25%-40%水平, 中高端酒店数由 2016 末的 317 家增长至 1Q22 的 1426 家, 占比从 9.3%上升至 34.3%, 2H21 年中高端酒店贡献收入占比达 48%, 相较 1H19 提升 12pct。2) 1Q22 储备店数量达 1827 家, 同比增长 29.9%, 其中中高端门店占比达 29.6%, 为 22 年中高端门店展店打下坚实基础。

图表 41: 核心中高端品牌酒店数及储备店情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 42: 中高端门店占比持续提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

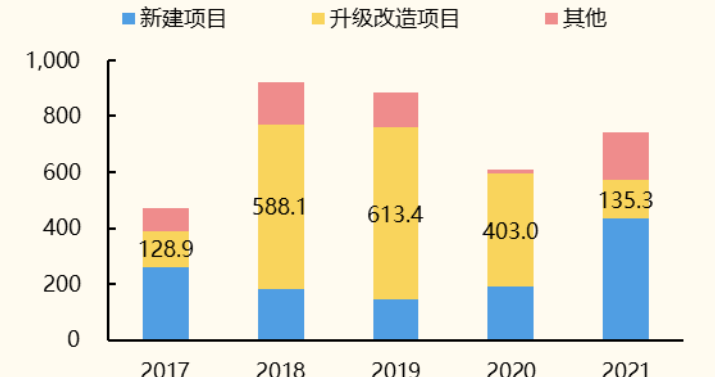
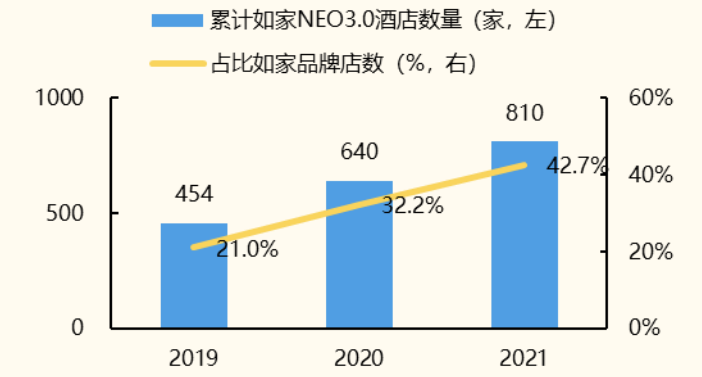
5.2、经济型、中端核心品牌持续升级改造, 有望带动业绩提升

- 经济型、中端核心品牌持续升级改造。**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。2018-2020 年公司分别投入 5.0 亿元、6.1 亿元和 4.0 亿元进行升级改造。其中如家 NEO3.0 的落地和推广为主要的存量升级内容, 截至 2021 末, 已有 810 家酒店升级改造为如家 NEO3.0, 占比提升至 42.7%/+10.5pct。2021 年开启如家商旅和如家精选产品的迭

代升级，实现商务社交和人文情感需求，如家商旅已开业 658 家店，144 家储备店。如家精选 3.0 全新升级，已开业 281 家，101 家为储备店。根据公司数据，2019 年全年改造后的如家酒店 RevPAR 为 169 元，未改造为 137 元，改造升级对门店营收提升贡献明显，我们预计未来随着升级门店渗透率提升，将带动业绩进一步向好发展。

图表 43: 如家 NEO3.0 酒店数量持续提升

图表 44: 公司资本开支中用于升级改造项目占比较高 (百万元)



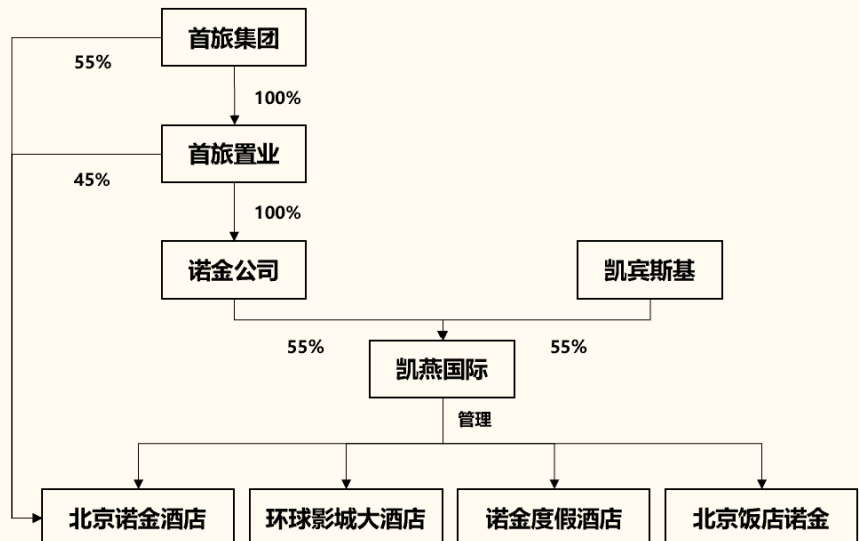
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

5.3、高端资产即将注入，有望为公司贡献千万级别收入

- **诺金公司即将注入，高端奢华业务增长有望提速。**为避免同业竞争，首旅集团承诺将于 2022 年 12 月 31 日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。诺金酒店将与海外豪华酒店凯宾斯基以各自持股 50% 的方式合资成立凯燕国际，并作为管理公司对北京诺金酒店、环球影城大酒店、诺金度假酒店以及北京饭店诺金进行管理。此外，新世纪饭店、长城饭店、燕莎凯宾斯基、安麓管理、和平宾馆、新侨饭店、上园饭店、首旅日航以及亮马河大厦酒店部分等也有望于五年内逐步交由首旅酒店或其下属子公司进行管理。

图表 45: 诺金酒店注入将为公司补充高端奢侈品牌



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 46: 首旅集团注入酒店及相关事项

酒店	首旅集团持股	首旅集团承诺
北京诺金饭店	首旅置业持有诺金公司	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	100%股权, 诺金公司持有	
诺金度假酒店	凯燕国际 50%股份, 酒店	
北京饭店诺金	均由凯燕国际管理	
新世纪饭店	首旅集团持股 40%	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	首旅集团持股 51.82%	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长城饭店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
燕莎凯宾斯基	首旅集团持股 40.64%	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
安麓管理	首旅集团持股 40%	首旅集团将于本说明及承诺出具之日起 3 个月内, 将首旅集团持有的安麓管理 40%股权转让给首旅酒店或其下属公司的议案提交给安麓管理的董事会审议并投赞成票
新侨饭店	首旅置业持股 100%	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
和平宾馆	首旅置业持股 100%	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
上园饭店	首旅集团持股 100%	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
首旅日航	首旅置业持股 50%	首旅集团将于本说明及承诺出具之日起 3 个月内, 将首旅置业持有首旅日航 50%的股权转让给首旅酒店或其下属公司的议案提交给首旅日航的董事会审议并投赞成票
亮马河大厦 (酒店部分)	首旅集团持股 50%	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

来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 公司《关于控股股东变更避免同业竞争承诺的公告》出具日为 2021 年 6 月 23 日

- **环球影城酒店及诺金度假酒店有望为公司贡献约 3000 万左右收入。**北京环球旅游度假区于 2021 年 9 月 20 日正式对外开业运营, 景区内拥有北京环球影城主题公园、北京环球城市大道, 以及环球影城大酒店和诺金度假酒店, 两家酒店均归属于首旅集团控股子公司北京国际度假区有限公司。参考环球影城小程序及迪士尼客房均价, 取 2000 元作为环球影城度假区两大酒店的平均房价; 入住率因疫情影响暂未消失及两大酒店定价相对迪士尼更高等原因, 选取 50%-70%进行测算; 房间总数为 1200 间 (环球 800 间、诺金 400 间), 若年入住天数为 360 天, 管理费率为 6%, 则年管理费用收入约为 2592 万元-3629 万元。

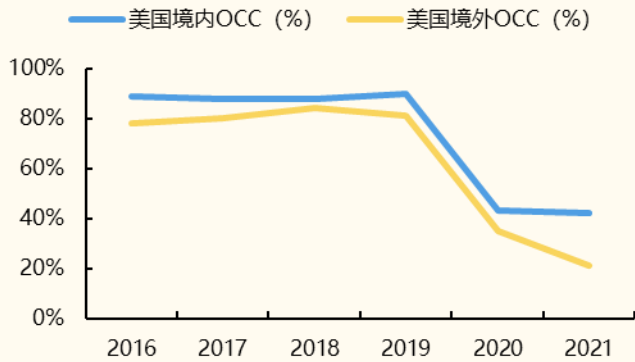
图表 47: 环球度假区酒店价格情况

环球影城大酒店	平日价格 (元/间)	周末价格 (元/间)	诺金度假酒店	平日价格 (元/间)	周末价格 (元/间)
豪华房	1590	1802	豪华房	1618	1820
城市大道景观房/高级豪华大床房	1719	1921	花园景观房	1669	1867
好莱坞大道景观房	1820	2023	行政房	2224	2426
小黄人主题房	2125	2427	行政豪华房	2426	2629
功夫熊猫主题房	2862	2933	豪华套房	4148	4350
豪华套房	3074	3135			

功夫熊猫主题套房	3922	3945		
尊享套房	5260	5462		
好莱坞套房	11541	11541	诺金套房	23880 23880

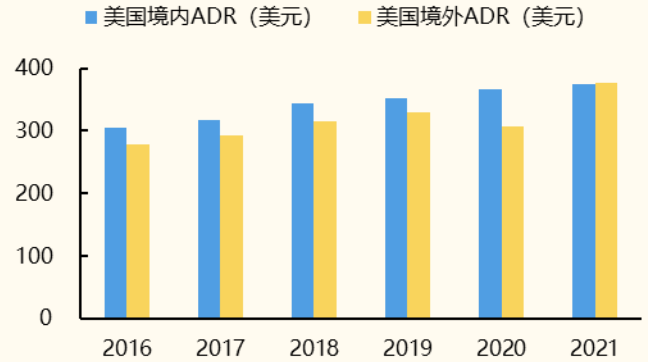
来源：环球影城小程序，国金证券研究所 注：平日价格选取 2022-07-20~2022-07-21，周末价格选取 2022-07-22~2022-07-23；环球影城大酒店价格均不含早餐（需额外付费成人 288 元/人，儿童 200 元/人），诺金度假酒店除套房外其他房型均不含早餐（需额外付费成人 210 元/人，儿童 106 元/人）

图表 48：迪士尼 OCC 相关情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 49：迪士尼 ADR 相关情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 50：新注入高端资产年管理费收入预测

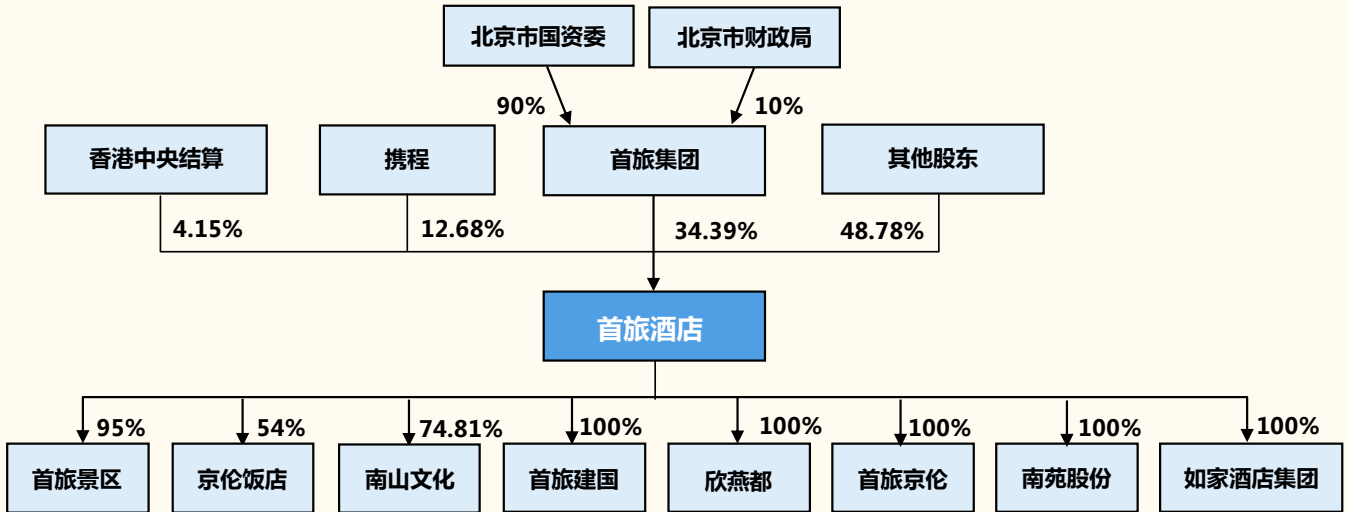
北京环球度假区两大酒店资产注入首旅酒店后预计年管理费收入预测					
RevPAR (元/间)	OCC				
	40%	50%	60%	70%	80%
1500	600	750	900	1050	1200
1700	680	850	1020	1190	1360
2000	800	1000	1200	1400	1600
2300	920	1150	1380	1610	1840
2500	1000	1250	1500	1750	2000
酒店住宿收入 (万元)，房间数量 1200 间					
OCC					
40%					
50%					
60%					
70%					
80%					
1500	25920	32400	38880	45360	51840
1700	29376	36720	44064	51408	58752
2000	34560	43200	51840	60480	69120
2300	39744	49680	59616	69552	79488
2500	43200	54000	64800	75600	86400
管理费用收入 (万元)，管理费率 6%					
OCC					
40%					
50%					
60%					
70%					
80%					
1500	1555	1944	2333	2722	3110
1700	1763	2203	2644	3084	3525
2000	2074	2592	3110	3629	4147
2300	2385	2981	3577	4173	4769
2500	2592	3240	3888	4536	5184

来源：公司公告，国金证券研究所

6、背靠首旅集团，管理层经验丰富，重视人才培养

- 北京市国资委控股，受益首旅集团旅游资源和投资布局的协同作用。首旅集团为公司控股股东，成立于 1998 年，覆盖“文娱、商业、住宿、餐饮、出行”五大战略业务单元，旗下拥有“首旅酒店”“王府井”“全聚德”三家上市公司，集团资产规模超 1300 亿元，公司可受益首旅集团旅游资源和投资布局的协同作用。截至 1Q22 末，首旅集团持有 34.4% 的股份，北京市国资委是公司实际控制人，携程为公司第二大股东，持有 12.7% 的股份。

图表 51：公司股权结构情况（截至 2022/3/31）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 管理层酒店运营经验丰富，如家及原首旅高管团队深度融合实现优势互补。公司 2016 年完成私有化如家集团，同年聘任原如家和首旅高管担任董事长、董秘、财务总监等管理职位。原首旅集团在中高端酒店领域拥有丰富管理经验，结合如家成熟的运营管理团队、强大的市场营销及丰富的经济型连锁酒店运营管理经验，可实现优势互补，带领公司长久稳健发展。
- 完善落实股权激励工作，中高端战略纳入考核标准。公司自 2018 年 7 月正式开启限制性股权激励事宜，包括向公司董监高、核心骨干等不超过 266 人授予不超过 971.1 万股限制性股票，约占公告时公司股本总额的 0.99%。从完成情况来看，2019 年公司中高端酒店营业收入占比高达 37.6%，满足 34% 的考核条件，自 2021 年 6 月 14 日起，按相关规定对 211 名激励对象的 318.9 万股限制性股票办理首次授予解除限售手续；自 2022 年 6 月 11 日起，按相关规定对 12 名激励对象的 17.4 万股限制性股票办理预留授予第一个解除限售手续。2021 年第二个限售期的解除限售条件未达到，因此回购注销股份 239.0 万股，占总股本 0.21%。股权激励计划有效将公司利益、股东利益和员工利益绑定，利于激发公司管理层的工作积极性，同时贯彻落实中高端发展战略。

图表 52：公司 2018 年限制性股票激励计划实施考核管理办法（2021 年调整后）

解除限售期	业绩考核条件
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，2021 年度净利润增长率不低于 30%，2021 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；2021 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，2022 年度净利润增长率不低于 40%，2022 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；2022 年度中高端酒店营业收入占酒店营业收入不低于 38%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **重视人才培养。**公司搭建了完善的人才梯队建设，对应各档次酒店产品矩阵全线布局；此外，公司围绕“专业力”、“通用力”、“领导力”三个方面大力开发线上课程，2021年5月建立首旅如家学习中心“如学堂”，2021全年参与培训人员达672人次，2022年预计可达7000人次，完善的培训制度加速了人才孵化和发展，公司为管理、研发等岗位储备了充足的高潜力人才。

7、定增助力酒店升级与财务结构优化

- **公司定增募资净额 29.91 亿元，拟将资金的 70%用于酒店扩张及装修升级项目，30%用于偿还金融机构贷款。**2021年12月，公司以22.33元/股的价格非公开发行1.34亿股股票，实际募集资金净额为29.91亿元，其中大股东首旅集团认购10.3亿元/占比34.4%。公司拟将21亿元用于酒店扩张及装修升级项目，9亿元用于偿还金融机构贷款。**1) 提高服务品质、提升 RevPAR 天花板：**公司拟投资24.7亿元用于旗下经济型（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）等品牌连锁酒店的扩张及装修升级，并在北京环球影城附近规划主题酒店，以提高服务品质、增强品牌影响力；其中，装修升级工程/开办费用/铺底流动资金分别占该项目投资总额的91.1%/4.3%/4.6%；项目建设期预计为3年，预计税后内部收益率为15.13%，税后投资回收期为5.55年。**2) 优化财务结构：**对资产负债结构进行优化，改善公司流动性状况，增强周期底部的抗风险能力。

图表 53：公司非公开发行方案

发行方案	内容
发行股票的种类与面值	境内上市人民币普通股（A股）股票，每股面值为人民币1.0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
发行对象	包括控股股东首旅集团在内的13名投资者
发行数量	本次非公开发行股票数量不超过2亿股（含），且未超过本次非公开发行前公司总股本的30%
发行价格及定价方式	定价基准日为公司本次非公开发行股票的发行期首日（2021年11月16日），
限售期安排	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	上海证券交易所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 54：公司定增项目资金用途

序号	项目名称	项目投资金额（亿元）	使用募集资金金额（亿元）
1	酒店扩张及装修升级项目	24.7	21.0
1.1	装修升级工程	22.5	
1.2	开办费用	1.1	
1.3	铺底流动资金	1.1	
2	偿还金融机构贷款	9.0	9.0
	合计	33.7	30.0

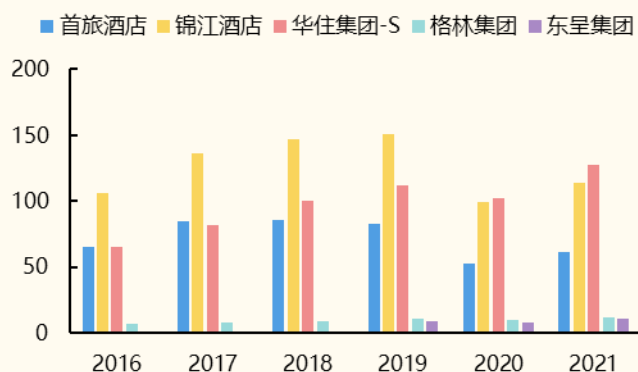
来源：公司公告，国金证券研究所

8、财务分析：盈利能力有所改善，成本端仍具优化空间

- **收入端受疫情影响较为严重。**2021年公司实现营收61.5亿元/+16.5%，收入体量上不及锦江、华住，若剔除境外和酒店以外业务的影响，首旅/锦江/华住收入分别为58.0/88.0/111.1亿元，同比分别+16.0%/+12.7%/+30.3%，

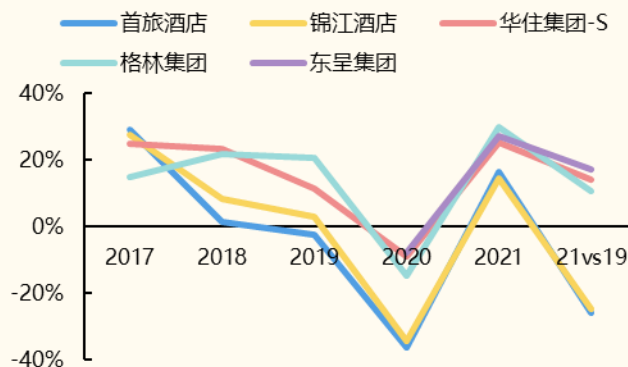
较 2019 年分别-25.8%/-18.1%/+0.5%，公司收入水平恢复速度慢于锦江、华住，主因 RevPAR 恢复较慢。1Q22 营收达 12.1 亿元/-4.6%，主因 2022 开年来全国多地疫情反复叠加严格管控措施致旅游出行需求锐减。

图表 55: 可比公司年度收入体量对比 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 56: 可比公司年度收入增速对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

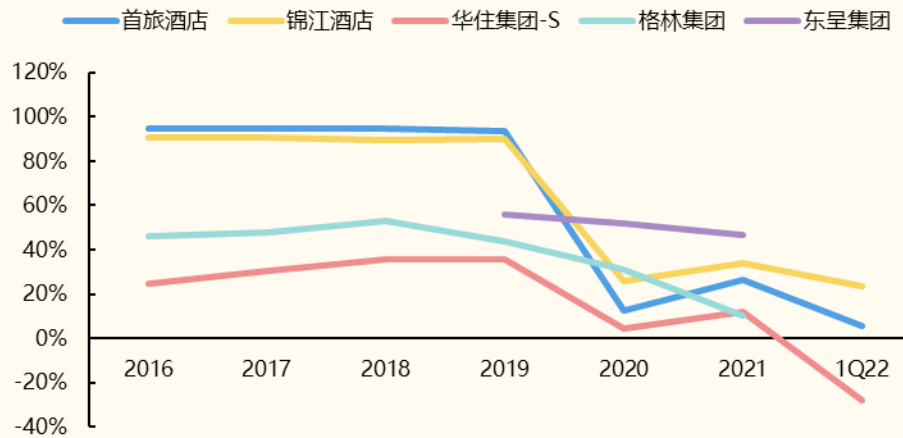
- **成本端持续优化、毛利率仍具提升空间。**公司租金与折旧摊销占直营业务收入比例 2021 年大幅波动主因执行新租赁准则，2021 年租金+折摊占比为 47.8%/-18.9pct，人工占比为 24.1%，低于锦江的 31.6%，成本在轻资产化+数字化推进下持续优化。从整体毛利率来看，2020 年实行新会计准则，将营业成本、销售费用、管理费用进行重分类调整，使得当年毛利率为 12.6%/-81.1pct，下滑幅度较大；公司 2021 年毛利率为 26.1%/+13.5pct，提升幅度明显，但仍低于锦江 34.2%的水平，由于公司 2021 年末加盟店数量占比为 87.3%、低于锦江 91.3%，未来随加盟店占比提升，公司毛利率仍具提升空间。

图表 57: 锦江与首旅直营酒店运营成本占直营收入比例情况

	2019A		2020A		2021A	
	锦江酒店	首旅酒店	锦江酒店	首旅酒店	锦江酒店	首旅酒店
酒店运营成本	68.1%	78.5%	86.4%	107.2%	76.1%	92.8%
租金	12.8%	28.1%	17.5%	41.1%	16.4%	2.7%
能源	4.6%	6.5%	5.3%	7.9%	4.8%	6.6%
人工	23.6%	21.1%	32.4%	24.1%	31.6%	24.1%
折旧及摊销	8.1%	12.0%	12.0%	17.9%	8.5%	45.1%
消耗品	6.4%	7.7%	6.3%	13.3%	6.2%	11.5%
其他	12.6%	3.1%	12.8%	3.0%	8.5%	2.7%

来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 1、锦江为酒店分部利润表; 2、2019 年首旅数据以 2020 年新收入准则为标准回溯得到

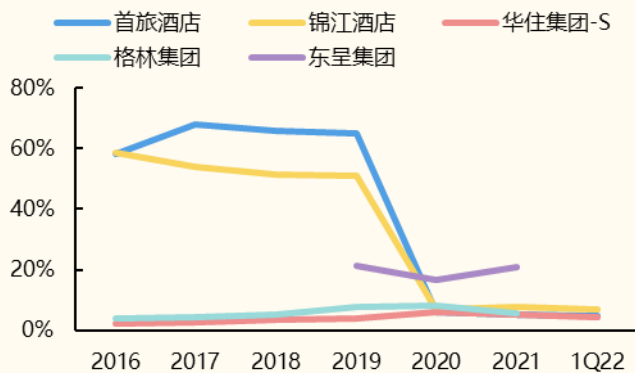
图表 58: 可比公司毛利率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

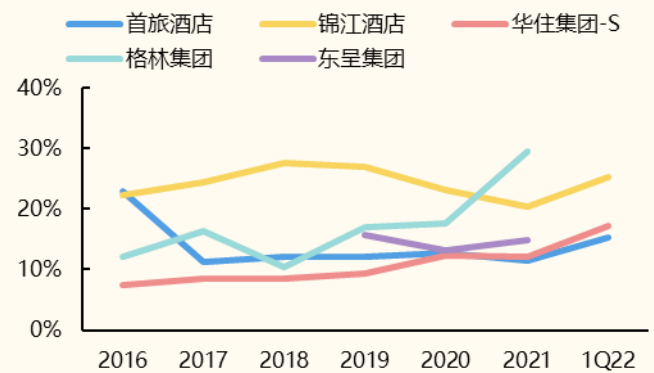
费用端处于行业低位, 维持稳定。2021 年公司销售、管理费用率分别为 5.2%/-0.7pct、11.5%/-1.1pct, 在行业中处于低位, 且 2021 年有所优化, 主因公司拥有丰富的会员资源, 历年官方渠道间夜量占比达 75%以上, 同时公司管理费用率维持相对稳定, 预计随数字化进一步渗透叠加收入端改善仍有较大优化空间。

图表 59: 可比公司销售费率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

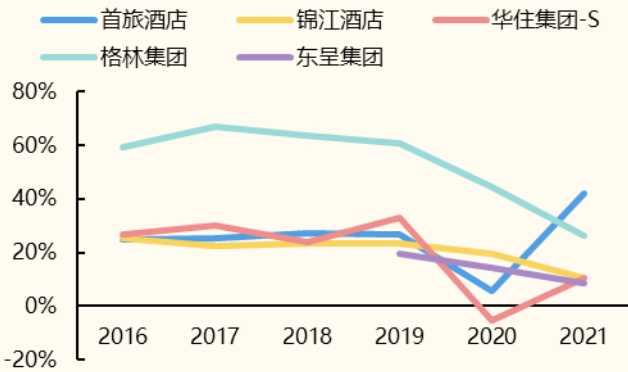
图表 60: 可比公司管理费率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

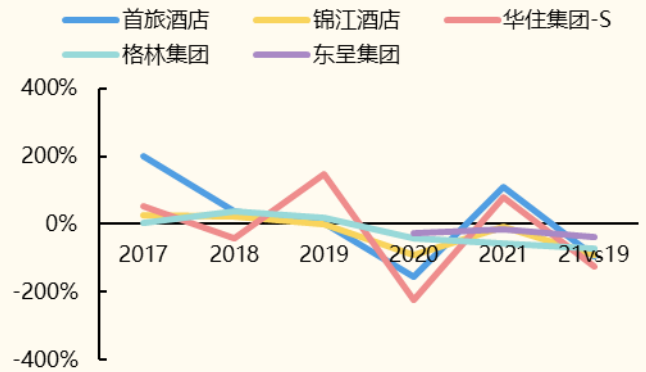
利润端 21 年已扭亏, 但酒店业务仍处亏损状态。公司因直营占比较高 2017-2019 年归母净利润增速较快, 但 2020 年受疫情影响利润端受损; 随疫情缓和、轻资产化推进速度加快, 公司净利率逐渐回升。2021 年公司实现归母净利润 0.56 亿元, 同比扭亏。分业务来看, 2021 年利润总额 604 万元, 酒店业务利润总额-1.0 亿元, 景区运营利润总额 1.06 亿元/+51.1%。ROE 保持平稳, 2020 年因疫情影响为负, 2021 年转正至 0.5%/+6.4pct。

图表 61: 可比公司 EBITDA Margin 对比



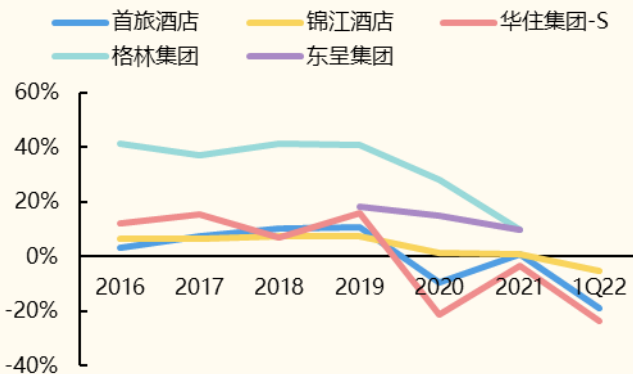
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 62: 可比公司归母净利润增速对比



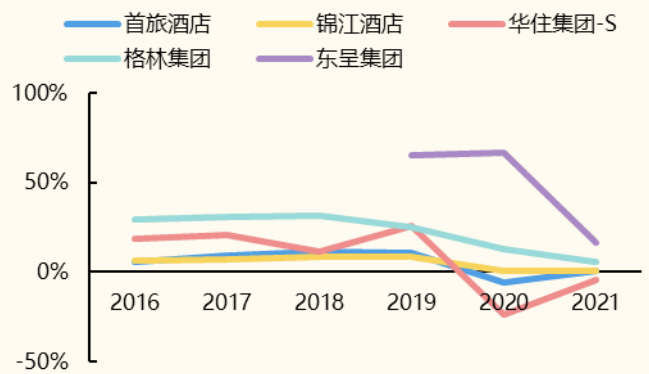
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 63: 可比公司归母净利率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 64: 可比公司 ROE 对比

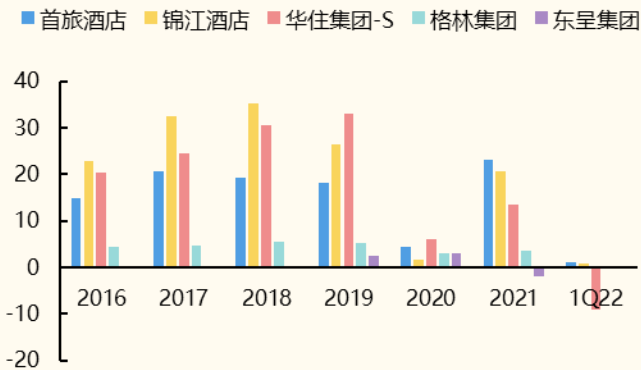


来源: 公司公告, 国金证券研究所

现金流方面, 自身造血能力有所提升。2021 年公司经营性现金流净额占收入比例为 37.5%, 高于 2019 年 21.7% 的水平。

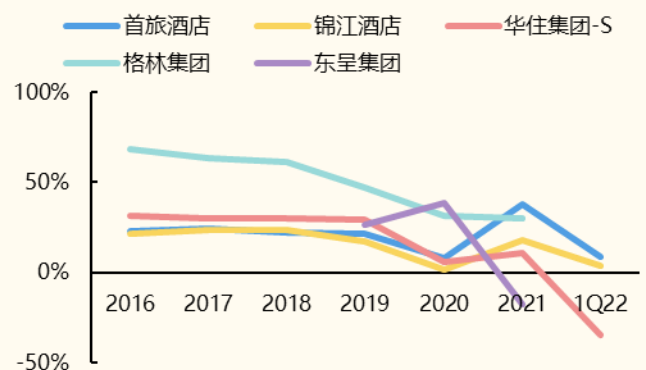
有息负债率较低, 财务结构有所优化。2021 年公司有息负债率为 10.5%/5.2pct, 处于行业低位水平, 利息保障倍数为 1.0 倍, 略低于锦江 1.4 倍, 高于华住-0.5 倍。

图表 65: 可比公司经营性现金流净额对比 (亿元)



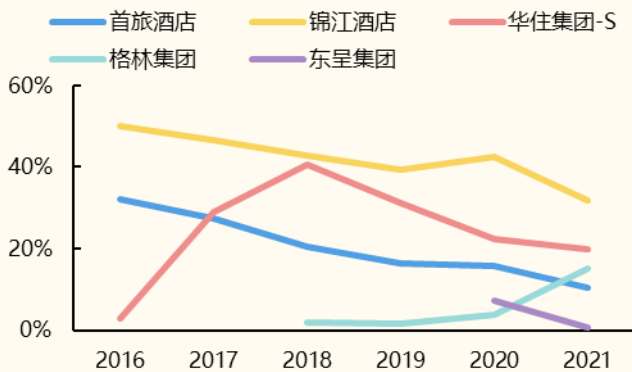
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 66: 可比公司经营性现金流净额占收入比例



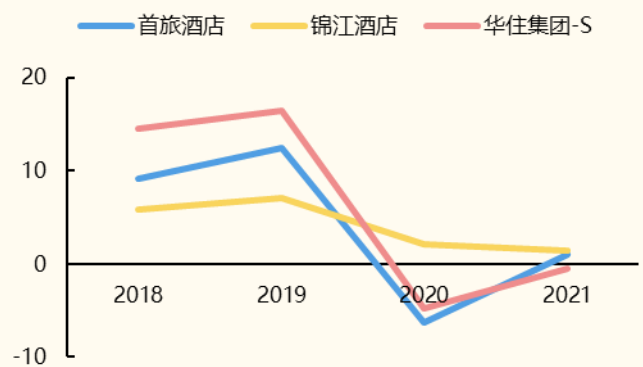
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 67: 可比公司有息负债率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 68: 可比公司利息保障倍数对比



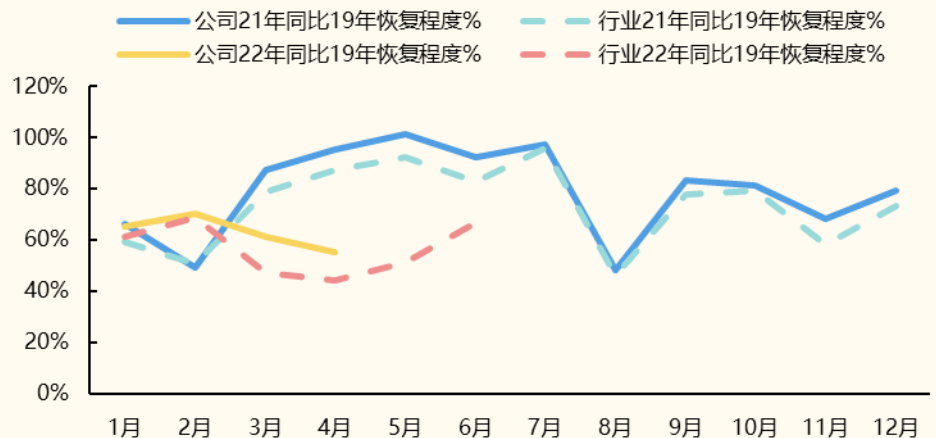
来源: 公司公告, 国金证券研究所

9、盈利预测与投资建议

9.1、盈利预测

- 2022E 酒店经营指标预测: 预计拓店仍为今年收入增长主要驱动力。**对 2022 年我们进行分季度预测, 2Q22 上海疫情持续时间久、影响较为严重, 2 季度行业 RevPAR 恢复约为 2019 年的 53.9%, 结合公司过去一年 RevPAR 恢复程度高于行业 5.5pct, 我们预期公司 2Q22 经济型直营、经济型加盟、中高端直营、中高端加盟、轻管理酒店 RevPAR 分别为 2019 年同期的 74.3%、63.0%、48.2%、44.9%、64.1%, 此后境内在疫情逐渐好转的假设下预期 OCC、ADR 均呈现逐季度恢复态势, 预计全年 RevPAR 分别恢复至 2019 年同期的 69.1%、72.4%、65.1%、68.4%、65.3%。

图表 69: 公司与行业 21 年 RevPAR 同比 19 年恢复程度 (%)



来源: STR, 公司公告, 国金证券研究所

- 2023E-2024E 酒店经营指标预测:** 在需求逐渐恢复至 2019 年水平的假设下, 2023E-2024E 经济型直营店 OCC 预期恢复至 2019 年的 90%、95%, ADR 考虑中高端酒店占比提升、存量酒店升级及 OCC 恢复传导等, 预期恢复至 2019 年 98%、100%, 叠加后 RevPAR 恢复至 2019 年同期的 88.5%、95.3%, 其余经济型加盟店、中高端直营店、中高端加盟店、轻管理的 OCC、ADR 预测值与经济型直营店具备联动关系。

图表 70: 公司酒店业务核心经营指标预测

2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E
------	------	------	-------	-------	-------	------	-------	-------	-------

经济型直营										
RevPAR	125.0	76.0	94.0	86.4	110.6	119.2	70.0	85.4	124.5	120.9
YOY		-39.2%	23.7%	-8.1%	28.1%	7.7%	-7.9%	-25.7%	28.3%	35.8%
%19年		60.8%	75.2%	69.1%	88.5%	95.3%	60.9%	74.3%	97.3%	87.6%
OCC	79.4%	56.0%	61.6%	57.0%	71.5%	75.4%	50.2%	55.5%	78.5%	79.0%
同比变动		-23.4%	5.6%	-4.6%	14.4%	4.0%	-5.7%	-14.8%	17.3%	19.9%
%19年		70.5%	77.6%	71.8%	90.0%	95.0%	65.7%	70.0%	95.0%	100.0%
ADR	158.0	135.0	152.0	151.4	154.8	158.0	140.0	153.9	158.7	153.0
YOY		-14.6%	12.6%	-0.4%	2.3%	2.0%	3.7%	-6.2%	0.4%	2.0%
%19年		85.4%	96.2%	95.8%	98.0%	100.0%	93.3%	95.0%	95.0%	100.0%
经济型加盟										
RevPAR	142.0	88.0	109.0	102.8	128.7	138.5	81.0	92.0	126.7	120.3
YOY		-4.7%	-38.0%	23.9%	-5.7%	25.2%	-6.9%	-31.9%	12.1%	22.7%
%19年		62.0%	76.8%	72.4%	90.7%	97.5%	62.3%	63.0%	80.7%	90.4%
OCC	83.5%	60.2%	66.7%	64.1%	76.8%	81.0%	54.3%	59.1%	73.7%	73.4%
同比变动		-27.9%	10.8%	-3.9%	19.8%	5.4%	-6.1%	-18.3%	7.2%	11.1%
%19年		72.1%	79.9%	76.8%	92.0%	97.0%	68.5%	70.0%	85.0%	90.0%
ADR	171.0	147.0	163.0	160.4	167.6	171.0	150.0	155.7	172.0	164.0
YOY		-14.0%	10.9%	-1.6%	4.5%	2.0%	4.9%	-11.0%	1.1%	4.5%
%19年		86.0%	95.3%	93.8%	98.0%	100.0%	91.5%	90.0%	95.0%	100.0%
中高端直营										
RevPAR	250.0	142.0	168.0	162.7	213.2	232.4	124.0	126.7	162.4	173.8
YOY		-43.2%	18.3%	-3.2%	31.1%	9.0%	-10.8%	-39.9%	-6.1%	15.1%
%19年		56.8%	67.2%	65.1%	85.3%	92.9%	59.0%	48.2%	59.5%	72.1%
OCC	74.2%	54.1%	57.7%	57.5%	64.6%	68.3%	46.7%	45.8%	54.7%	59.6%
同比变动		-20.1%	3.6%	-0.2%	7.0%	3.7%	-6.1%	-21.2%	-2.7%	4.8%
%19年		72.9%	77.8%	77.5%	87.0%	92.0%	67.9%	60.0%	70.0%	80.0%
ADR	337.0	262.0	290.0	282.8	330.3	340.4	266.0	276.8	296.7	291.6
YOY		-22.3%	10.7%	-2.5%	16.8%	3.1%	1.1%	-12.1%	-1.4%	5.7%
%19年		77.7%	86.1%	83.9%	98.0%	101.0%	87.2%	80.0%	85.0%	90.0%
中高端加盟										
RevPAR	223.0	133.0	156.0	152.5	190.7	207.7	107.0	104.2	211.9	201.5
YOY		-40.4%	17.3%	-2.2%	25.1%	8.9%	-14.4%	-47.4%	30.0%	40.9%
%19年		59.6%	70.0%	68.4%	85.5%	93.1%	58.2%	44.9%	85.5%	95.0%
OCC	71.5%	55.4%	60.6%	59.2%	64.4%	67.9%	48.4%	43.6%	72.7%	71.9%
同比变动		-16.1%	5.2%	-1.4%	5.2%	3.6%	-3.9%	-27.8%	12.1%	14.6%
%19年		77.5%	84.8%	82.7%	90.0%	95.0%	70.8%	60.0%	95.0%	100.0%
ADR	312.0	241.0	257.0	257.8	296.4	305.8	220.0	239.3	291.6	280.3
YOY		-22.8%	6.6%	0.3%	15.0%	3.2%	-8.3%	-13.6%	8.0%	12.1%
%19年		77.2%	82.4%	82.6%	95.0%	98.0%	81.8%	75.0%	90.0%	95.0%
轻管理										
RevPAR	109.0	75.0	76.0	71.2	86.5	93.5	54.0	72.4	99.8	84.1
YOY		-31.2%	1.3%	-6.3%	21.4%	8.2%	-26.0%	-21.3%	26.3%	1.4%
%19年		68.8%	69.7%	65.3%	79.3%	85.8%		64.1%	81.1%	85.0%
OCC	66.3%	51.9%	51.4%	49.1%	56.4%	59.7%	39.2%	51.0%	63.4%	58.8%
同比变动		-14.4%	-0.5%	-2.3%	7.2%	3.3%	-12.4%	-8.9%	10.9%	2.9%
%19年		78.3%	77.5%	74.1%	85.0%	90.0%		75.0%	90.0%	95.0%
ADR	165.0	145.0	148.0	144.9	153.5	156.8	137.0	142.0	157.5	143.1
YOY		-12.1%	2.1%	-2.1%	5.9%	2.2%	-2.8%	-7.8%	4.3%	-4.0%

%19年	87.9%	89.7%	87.8%	93.0%	95.0%	85.0%	90.0%	90.0%
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

来源：公司公告，国金证券研究所

酒店业务开店假设：公司自身开店计划积极，我们预期 2022-2024 年公司净开店 950/1200/1300 家，至 6866/8066/9366 家，考虑上半年疫情及历史季度开店分布情况，预计净开店季度分布为 15%/15%/25%/45%，2023E 开始基于疫情好转预期开店加速，结构上以加盟店为主，预计 2024E 加盟率达 93.4%，轻管理、中高端档次为新开店主力，至 2024 年酒店数占比达 40.3%、26.3%。

图表 71：公司酒店业务开店预测

单位：家	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
期末酒店数	4450	4895	5916	6866	8066	9366
分模式						
直营	851	789	749	721	673	614
加盟	3599	4106	5167	6146	7394	8752
分档次						
经济型	2598	2463	2291	2139	2019	1889
中高端	945	1165	1384	1717	2089	2459
轻管理	510	775	1697	2239	2959	3778
管理输出	395	490	542	770	998	1239
其他	2	2	2	2	2	2
加盟率	80.9%	83.9%	87.3%	89.5%	91.7%	93.4%
中高端率	21.2%	23.8%	23.4%	25.0%	25.9%	26.3%
净开店数	401	445	1021	950	1200	1300
分模式						
直营	-74	-62	-40	-29	-48	-59
加盟	475	507	1061	979	1248	1359
分档次						
经济型	-427	-135	-172	-152	-120	-130
中高端	225	220	219	333	372	371
轻管理	510	265	922	542	720	819
管理输出	141	95	52	228	228	241
净开店：中高端占比	56.1%	49.4%	21.4%	35.0%	31.0%	28.5%
净开店：轻管理占比	127.2%	59.6%	90.3%	57.0%	60.0%	63.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

■ **业务收入预测：**直营房费收入可由经营指标、门店数据预测，同时考虑餐饮等非客房收入；加盟店方面，假设 2022 经济型抽佣率为 7.0%，此后两年或因疫情好转导致优惠政策减少回升至 7.2%，2022 中高端参考历史平均水平假设为 7.5%，此后两年回升至 7.8%；轻管理因按固定价格对不同线城市酒店收取费用，假设平均固定价格为 5 元/间夜；非客房收入假设占经济型直营店单店收入 8%、占中高端直营店单店收入 10%。综合下来，我们预期公司 2022~2024E 酒店收入增速分别为-0.6%/+41.8%/+13.3%，其中加盟收入增速为+12.5%/+35.7%/+20.4%，加盟收入占比至 2024E 上升至 27.6%。景区业务预计 2022-2024E 收入增速为+3.4%/+25.0%/+15.0%。

业务毛利率预测：直营店折摊参考历史单店水平，预计 2022~2024E 占直营收入比分别为 39.3%/36.0%/35.0%，人工考虑人房比有所下降及 RevPAR 改善，预计 2022~2024E 占直营收入比率分别为 28.8%/22.0%/21.0%，能源成本率假设 6.0%，洗涤率假设 2.8%~3.0%。加盟店主要考虑人员精简及 RevPAR 改善后人工成本占加盟收入比例下降，预计 2022~2024E 分别为 10.7%/10.0%/9.5%。基于以上假设，我们预计 2022~2024E 酒店业务毛

利率分别为 24.1%/34.6%/37.4%。景区业务毛利率分别为 60.0%/85.0%/90.0%。

图表 72: 公司业务收入及毛利率预测

单位: 亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	52.8	61.5	61.3	86.4	98.0
YOY	-36.4%	16.5%	-0.3%	40.9%	13.4%
毛利率	12.6%	26.1%	26.0%	37.0%	39.9%
酒店业务收入	50.3	58.3	58.0	82.2	93.2
YOY	-36.0%	16.0%	-0.6%	41.8%	13.3%
毛利率	10.5%	24.3%	24.1%	34.6%	37.4%
加盟店收入占比	22.0%	23.9%	27.0%	26.0%	27.6%
景区业务收入	2.5	3.2	3.3	4.1	4.8
YOY	-43.7%	26.9%	3.4%	25.0%	15.0%
毛利率	55.7%	59.6%	60.0%	85.0%	90.0%
总成本	46.2	45.4	45.4	54.4	58.9
YOY	779.2%	-1.5%	-0.2%	20.0%	8.2%
直营酒店营业成本	42.2	40.7	40.5	49.3	53.2
YOY		-3.4%	-0.6%	21.8%	8.0%
折旧及摊销	6.9	19.7	16.3	21.5	23.1
%直营收入	17.9%	45.1%	39.3%	36.0%	35.0%
职工薪酬	9.3	10.5	11.9	13.1	13.9
%直营收入	24.1%	24.1%	28.8%	22.0%	21.0%
物料消耗	5.1	5.0	5.3	6.0	6.6
%直营收入	13.3%	11.5%	12.9%	10.0%	10.0%
能源费	3.0	2.9	2.5	3.6	4.0
%直营收入	7.9%	6.6%	6.0%	6.0%	6.0%
租赁费	15.9	1.2	1.2	1.6	1.8
%直营收入	41.1%	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%
洗涤费	1.2	1.2	1.2	1.7	1.9
%直营收入	3.0%	2.7%	3.0%	2.8%	2.8%
其他成本	0.7	0.3	2.1	1.8	2.0
%直营收入	1.8%	0.7%	5.0%	3.0%	3.0%
加盟酒店营业成本	2.9	3.4	3.5	4.5	5.1
YOY		18.6%	3.9%	26.9%	14.4%
职工薪酬	1.6	1.7	1.8	2.2	2.6
%加盟收入	13.6%	11.6%	10.7%	10.0%	9.5%
景区营业成本	1.1	1.3	1.3	0.6	0.5
%景区收入	55.7%	59.6%	60.0%	85.0%	90.0%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

三项费用率预测: 销售费用率预计在数字化推进、CRS 订单占比上升的情况下有所下降, 2022 年因差旅费用减少, 下降幅度更大, 预计 2022~2024E 分别为 4.7%/4.8%/4.8%; 管理费用率基于加盟占比上升, 预计略有下降, 假设为 11.5%/11.3%/11.3%, 研发费用率基于数字化的持续研发, 预计约 1.0%/0.9%/0.9%。

综合酒店及景区两大业务预测, 我们预计公司 2022~2024E 营业总收入为 61.3/86.4/98.0 亿元, 同比增速为 -0.3%/+40.9%/+13.4%, 毛利率分别为 26.0%/37.0%/39.9%, 归母净利润分别为 1.9/9.9/13.5 亿元, 同比增速为 +234.0%/+429.8%/+36.6%, 对应归母净利率 3.0%/11.4%/13.7%。

图表 73: 公司费用与利润预测

单位: 亿元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	83.1	52.8	61.5	61.3	86.4	98.0
YOY		-36.4%	16.5%	-0.3%	40.9%	13.4%
毛利率	93.7%	12.6%	26.1%	26.0%	37.0%	39.9%
销售费用率	65.0%	5.9%	5.2%	4.7%	4.8%	4.8%
管理费用率	12.1%	12.6%	11.5%	11.5%	11.3%	11.3%
研发费用率		0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
归母净利润	8.8	-5.0	0.6	1.9	9.9	13.5
YOY		-156.0%	111.2%	234.0%	429.8%	36.6%
归母净利率	10.6%	-9.4%	0.9%	3.0%	11.4%	13.7%
扣非归母净利润	8.2	-5.3	0.1	0.5	9.5	13.1
YOY		-164.6%	102.1%	385.8%	1690.9%	37.9%
扣非归母净利率	9.8%	-10.0%	0.2%	0.9%	11.0%	13.4%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

9.2、业绩敏感性分析

- 由于公司业绩受疫情恢复及开店速度影响较大, 我们就经济型直营店 RevPAR 较 2019 年恢复程度 (其余门店恢复程度与经济型直营店在模型中有联动关系)、年度净开店数量进行了敏感性分析。根据测算结果, 2023E 悲观至乐观假设下 (RevPAR 恢复为 80.0%~98.0%、净开店 900~1500 家), 公司收入增速区间为 28.3%~55.0%、较原假设 -12.6pct~+14.1pct, 归母净利润增速区间 382%~484%、较原假设 -48pct~+54pct。

图表 74: 公司 2023E 收入及归母净利敏感性分析 (亿元)

23E 收入敏感性		经济型直营店 RevPar 较 19 年恢复程度						
		80.0%	83.0%	86.0%	88.5%	92.0%	95.0%	98.0%
	900	78.67	81.21	83.75	85.88	88.82	91.36	93.89
	1,000	78.83	81.37	83.91	86.05	89.00	91.54	94.08
	1,100	78.99	81.53	84.08	86.22	89.17	91.72	94.27
净开店	1,200	79.14	81.69	84.25	86.39	89.35	91.90	94.46
	1,300	79.30	81.86	84.41	86.56	89.53	92.09	94.64
	1,400	79.45	82.02	84.58	86.73	89.71	92.27	94.83
	1,500	79.61	82.18	84.75	86.90	89.88	92.45	95.02
23E 归母净利敏感性		经济型直营店 RevPar 较 19 年恢复程度						
		80.0%	83.0%	86.0%	88.5%	92.0%	95.0%	98.0%
	900	9.06	9.29	9.52	9.71	9.97	10.20	10.43
	1,000	9.10	9.33	9.56	9.76	10.02	10.25	10.48
	1,100	9.15	9.38	9.61	9.80	10.07	10.30	10.53
净开店	1,200	9.19	9.42	9.66	9.85	10.12	10.35	10.58
	1,300	9.24	9.47	9.70	9.90	10.17	10.40	10.64
	1,400	9.28	9.52	9.75	9.95	10.22	10.45	10.69
	1,500	9.33	9.56	9.80	10.00	10.27	10.50	10.74
23E 归母净利润增速敏感性		经济型直营店 RevPar 较 19 年恢复程度						
		80.0%	83.0%	86.0%	88.5%	92.0%	95.0%	98.0%
净开店	900	382%	394%	406%	416%	430%	442%	455%
	1,000	386%	398%	410%	421%	435%	447%	459%

1,100	390%	402%	415%	425%	440%	452%	464%
1,200	394%	407%	419%	430%	444%	457%	469%
1,300	399%	411%	424%	434%	449%	462%	474%
1,400	403%	416%	428%	439%	454%	466%	479%
1,500	407%	420%	433%	444%	459%	471%	484%

来源：公司公告，国金证券研究所

9.3、投资建议及估值

目标价 26.36 元，首次覆盖给予“买入”评级。公司作为行业龙头在疫情下稳步推进拓店计划，规模扩张再度提速。短期内受疫情冲击盈利承压，但随着疫情缓和，行业将在供给出清后进入量价齐升的景气阶段，公司直营占比相对较高，经济复苏时业绩弹性相对较强，在目前预期改善下估值和业绩有望双升，我们预计公司 2022E~2024E EPS 分别为 0.17/0.88/1.20 元，对应 2022/7/29 股价 PE 为 126.1/23.8/17.4 倍。随公司轻资产化、中高端化战略逐步落实、数字化加持降本增效成果逐渐显现，未来盈利能力仍有上行空间。我们给予公司 2023E PE 30x，对应目标价 26.36 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 75：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	证券简称	股价		EPS				PE					PEG 23E	21-24 CAGR	总市值 (亿元)
		2022/7/29	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E			
600754.SH	锦江酒店	61.84	0.12	0.09	0.43	1.56	2.37	447.89	623.18	142.39	39.64	26.09	0.21	193.2%	586.66
301073.SZ	君亭酒店	63.46	0.58	0.46	0.54	1.11	1.54	-	74.87	116.63	56.98	41.21	1.15	49.8%	76.67
1179.HK	华住集团-S	27.48	-7.49	-0.15	-0.10	0.68	1.02	N/A	N/A	N/A	40.41	26.94	0.14	289.5%	1,029.82
	中位数		0.12	0.09	0.43	1.11	1.54	447.89	349.02	129.51	40.41	26.94	0.21	193.2%	
600258.SH	首旅酒店	20.91	-0.50	0.05	0.17	0.88	1.20	N/A	526.28	126.10	23.80	17.42	0.13	189.0%	234.48

来源：Wind，公司公告，国金证券研究所；注：君亭酒店 EPS 为截至 2022/7/29 Wind 一致预期，其余来自国金社服团队最新预期

10、风险提示

疫情反复风险。酒店行业经营杠杆较高，公司业绩增长较大程度依赖于出行需求恢复，若疫情恢复速度不及预期将影响门店 RevPAR 恢复和盈利能力修复。尤其是今年国内疫情反复情况较为严重，短期内存在困境内酒店需求大幅下滑而业绩不达预期风险。

拓店速度不及预期。若出现严重疫情反复、加盟商开业大规模延迟、新签约数大幅下降等情况，将影响公司收入增长。

加盟店管理不足风险。门店体验影响消费者复购和品牌口碑，在轻资产化过程中，若公司对加盟门店经营质量把控不足，出现负面事件，将影响终端需求及新投资人加盟意愿。

股东与高管减持风险。公司董事袁首原、副总经理兼财务总监李向荣计划在 2022 年 3 月 31 日至 2022 年 9 月 30 日期间，通过集中竞价或大宗交易等方式累计分别减持公司股份 7 万股、1.93 万股，占公司总股本的 0.00625%、0.00172%。

限售股解禁风险。2022 年 6 月 13 日、2022 年 6 月 17 日、2022 年 6 月 19 日，公司总计解除限售并申请上市流通股份数量为 13452.2 万股，占总股本 12.0%。

■ **商誉减值风险。**截至 2021 年末，公司商誉资产账面价值达 46.8 亿元、占总资产 17.8%，若未来并购公司经营不善、出现商誉大幅减值情况，对公司业绩或产生负面影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	8,311	5,282	6,153	6,132	8,639	9,798	货币资金	1,777	1,375	3,181	2,004	3,791	5,359
增长率	-36.4%	16.5%	-0.3%	40.9%	13.4%		应收款项	318	278	387	395	473	537
主营业务成本	-525	-4,615	-4,544	-4,535	-5,442	-5,886	存货	48	41	45	43	51	53
%销售收入	6.3%	87.4%	73.9%	74.0%	63.0%	60.1%	其他流动资产	398	664	340	423	451	470
毛利	7,786	667	1,609	1,596	3,197	3,912	流动资产	2,542	2,357	3,952	2,866	4,766	6,419
%销售收入	93.7%	12.6%	26.1%	26.0%	37.0%	39.9%	%总资产	14.9%	14.2%	14.6%	10.6%	15.6%	19.0%
营业税金及附加	-56	-34	-41	-41	-58	-66	长期投资	557	560	728	778	828	878
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	2,559	2,429	2,431	2,560	2,763	2,966
销售费用	-5,402	-310	-323	-288	-415	-470	%总资产	15.0%	14.6%	9.0%	9.4%	9.0%	8.8%
%销售收入	65.0%	5.9%	5.2%	4.7%	4.8%	4.8%	无形资产	10,757	10,394	10,197	10,519	10,813	11,082
管理费用	-1,009	-668	-705	-702	-976	-1,107	非流动资产	14,568	14,275	23,054	24,265	25,788	27,379
%销售收入	12.1%	12.6%	11.5%	11.5%	11.3%	11.3%	%总资产	85.1%	85.8%	85.4%	89.4%	84.4%	81.0%
研发费用	-26	-44	-57	-59	-78	-88	资产总计	17,110	16,633	27,006	27,130	30,555	33,797
%销售收入	0.3%	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	短期借款	1,012	1,587	1,935	1,000	1,000	1,000
息税前利润 (EBIT)	1,293	-390	484	506	1,671	2,180	应付款项	2,172	2,486	2,026	2,234	2,691	2,864
%销售收入	15.6%	n.a	7.9%	8.2%	19.3%	22.3%	其他流动负债	685	822	1,219	1,255	1,751	1,950
财务费用	-122	-90	-522	-380	-413	-441	流动负债	3,869	4,894	5,180	4,489	5,442	5,814
%销售收入	1.5%	1.7%	8.5%	6.2%	4.8%	4.5%	长期贷款	1,793	1,028	398	58	108	128
资产减值损失	-25	-167	-50	-20	-20	-20	其他长期负债	2,151	2,075	10,107	11,110	12,560	14,123
公允价值变动收益	-16	9	6	5	5	5	负债	7,813	7,997	15,684	15,656	18,109	20,065
投资收益	36	-9	1	0	0	0	普通股股东权益	8,947	8,380	11,101	11,284	12,235	13,502
%税前利润	2.8%	n.a	9.8%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	988	988	1,121	1,121	1,121	1,121
营业利润	1,274	-568	4	206	1,338	1,819	未分配利润	3,000	2,447	2,140	2,326	3,277	4,544
营业利润率	15.3%	n.a	0.1%	3.4%	15.5%	18.6%	少数股东权益	350	255	221	191	211	231
营业外收支	3	-18	2	2	2	2	负债股东权益合计	17,110	16,633	27,006	27,130	30,555	33,797
税前利润	1,277	-585	6	208	1,340	1,821							
利润率	15.4%	n.a	0.1%	3.4%	15.5%	18.6%							
所得税	-358	54	4	-52	-335	-455							
所得税率	28.0%	n.a	-67.5%	25.0%	25.0%	25.0%							
净利润	919	-531	10	156	1,005	1,366							
少数股东损益	34	-35	-46	-30	20	20							
归属于母公司的净利润	885	-496	56	186	985	1,346							
净利率	10.6%	n.a	0.9%	3.0%	11.4%	13.7%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	919	-531	10	156	1,005	1,366	每股指标						
少数股东损益	34	-35	-46	-30	20	20	每股收益	0.896	-0.502	0.050	0.166	0.879	1.200
非现金支出	877	987	2,110	1,492	1,626	1,790	每股净资产	9.058	8.484	9.899	10.062	10.911	12.041
非经营收益	49	-46	377	240	441	507	每股经营现金净流	1.827	0.445	2.058	1.854	3.504	3.536
营运资金变动	-40	30	-188	191	857	303	每股股利	0.070	0.000	0.026	0.000	0.030	0.070
经营活动现金净流	1,804	440	2,308	2,079	3,930	3,966	回报率						
资本开支	-770	-551	-699	-1,007	-1,093	-1,123	净资产收益率	9.89%	-5.92%	0.50%	1.65%	8.05%	9.97%
投资	-148	165	-12	5	5	5	总资产收益率	5.17%	-2.98%	0.21%	0.69%	3.22%	3.98%
其他	659	-295	256	-50	-50	-50	投入资本收益率	7.12%	-2.90%	5.56%	2.82%	8.67%	10.38%
投资活动现金净流	-259	-682	-454	-1,052	-1,138	-1,168	增长率						
股权募资	80	3	3,021	-3	0	0	主营业务收入增长率	-2.67%	-36.45%	16.49%	-0.34%	40.89%	13.41%
债权募资	-666	55	-1,178	-1,237	100	70	EBIT增长率	-3.52%	-130.14%	-224.10%	4.60%	230.35%	30.50%
其他	-211	-231	-1,884	-424	-497	-608	净利润增长率	3.26%	-156.05%	-111.23%	233.97%	429.80%	36.60%
筹资活动现金净流	-798	-173	-41	-1,664	-397	-538	总资产增长率	1.70%	-2.79%	62.37%	0.46%	12.62%	10.61%
现金净流量	748	-421	1,802	-637	2,395	2,260	资产管理能力						
							应收账款周转天数	9.2	13.0	13.5	16.0	13.0	13.0
							存货周转天数	34.3	3.5	3.4	3.5	3.4	3.3
							应付账款周转天数	88.3	9.9	8.8	9.0	9.0	9.0
							固定资产周转天数	104.9	154.1	129.6	127.0	89.5	78.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	9.58%	10.09%	-8.31%	-9.06%	-22.30%	-31.48%
							EBIT利息保障倍数	10.6	-4.4	0.9	1.3	4.0	4.9
							资产负债率	45.66%	48.08%	58.08%	57.71%	59.27%	59.37%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	25	38	62	157
增持	0	7	10	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.22	1.21	1.17	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402