

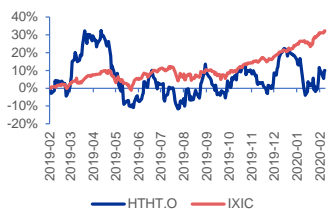
酒店 | 公司研究  
2020年02月20日

**增持**  
首次覆盖

市场数据：2020年02月19日

收盘价(美元)	37.00
纳斯达克指数	9817.18
52周最高/最低价(美元)	44.58/29.72
市值(亿美元)	10889.70
流通股(百万股)	294.32
汇率(美元/人民币)	6.9941

股价走势图:



Source: Bloomberg

证券分析师

刘乐文 A0230517110001  
liuyw@swsresearch.com  
贾梦迪 A0230520010002  
jiamd@swsresearch.com

研究支持

于佳琪 A0230519080004  
yujq2@swsresearch.com

联系人

王越  
(8621)23297818×转  
wangyue@swsresearch.com

## 展店“质”与“量”同发展，龙头优势提升

### 华住 (HTHT US)

**中国连锁酒店业龙头，先发优势显著。**华住集团拥有完整的品牌矩阵，在不同档次均有竞争力。凭借酒店加盟模式的快速扩张，截止2019年底，经济型主打品牌汉庭全国拥有2372家，中高端主打品牌全季拥有831家，总酒店数量5618家，位列全国第二。2018年经调整EBITDA利润率达32.49%，6年经调整EBITDA复合增速达到33.26%，经营效率持续领先。

**中端升级领跑行业，轻资产加盟提升稳定性。**伴随中国消费升级趋势，中端酒店成为优势扩张的明星产品，经营指标和投资回报率均显著高于经济酒店。华住凭借全季品牌率先发力布局全国，目前中高端酒店占其总数的38%。另一方面，酒店加盟模式的标准化程度高，拓展速度快，华住现阶段95%以上的新增门店均为加盟，加盟化率达到87%。由于加盟费收入基于门店营收，且无边际成本增加，伴随加盟化率提升，公司整体经营稳定性及ROE水平均逐步提升。中国真实酒店连锁化率仅23.26%，龙头市占率偏低，对比万豪、希尔顿在美国的占有率，加盟门店的发展具有长期成长空间。

**单店经营效率领先，业态逐步升级。**不断推动品牌升级能够提升房价天花板，适应租金的相应上涨。华住持续优化经营管理的细节，实现更低人房比和能耗，带来更好的投资回报。从业主角度，华住过去五年整体入住率87-91%之间，自营渠道占比达84%，平均3-5年的投资回收期远高于行业平均。优质物业也更愿意与华住合作，更优的门店密度和选址带来更好的用户选择和会员体系价值，形成正向循环。

**战略布局周期低谷，品牌升级道路具有长远前景。**核心管理团队稳定掌控战略方向，其现金流也完全可以支撑在行业低谷加速开店，提前布局行业复苏期。通过自主创新和外延并购，华住仍在向上拓展价格带和丰富国内外布局，有望复制万豪1990年起的升级路径。

**首次覆盖给予增持评级。**受本轮疫情影响，我们预计2020年利润存在20-35%的波动，但此轮冲击后落后供给加速出清，也给华住留出更多的加盟展店空间。预计短期需求受挫但并不影响2021年的经营，预计净利润对RevPAR弹性在2.5-3.7倍，具有极佳的边际改善空间。公司中端升级和加盟拓展两条主线持续推进，预计2019-2021年公司经调整后EPS为5.86/4.79/8.76元，对应2019-2021年PE分别为44.2/54.0/29.5倍，我们预计公司合理市值为827.43亿元，按照6.9941的汇率对应股价为40.20美元，较当前股价仍有8.64%空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**疫情影响时间过长影响正常经营及门店拓展；宏观因素导致商旅需求长期不振；公司收购并购的酒店公司带来的现金流压力以及与集团整合效果低于预期。

### 财务数据及盈利预测

人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8170	10063	10821	11083	13037
同比增长率(%)	25.85%	22.29%	7.52%	2.42%	17.63%
经调整净利润(百万元)	1237	1630	1724	1410	2579
同比增长率(%)	53.76%	31.75%	5.76%	-18.20%	82.89%
经调整每股收益(元)	4.20	5.54	5.86	4.79	8.76
净资产收益率(%)	19.1%	11.3%	21.4%	14.8%	21.3%
市盈率(倍)	61.6	46.7	44.2	54.0	29.5

注：“经调整每股收益”为归属于调整后母公司所有者的净利润除以总股本

## Investment highlight:

Huazhu Group is a leading branded franchise hotel management group in China. Huazhu established comprehensive brand matrix, occupying favorable position in different class. By 2019, Huazhu is the second largest group by number, with 5618 hotels under management, including 2372 *Hanting* and 831 *Ji hotels*. The operation efficiency of Huazhu continuously outperformed the average, with an adjusted EBITDA margin of 32.49% in 2018 and an adjusted EBITDA CAGR of 33.26% from 2012-2018. We forecast EPS of Rmb5.86 in 19E (+5.76% YoY), Rmb4.79 in 20E (-18.20% YoY), and Rmb8.76 in 21E (+82.89% YoY), and initiate coverage with Outperform.

**Launching mid-level hotels rapidly with franchised model.** With the consumption upgrading trend, midscale hotels became favorable choice for both consumers and investors with much higher ADR than economy hotels. Huazhu launched and promoted the mid-brand Ji hotel nationally first and have 38% of hotels in mid-level at present. Franchised and managed (F&M) hotels can be highly standardized and spread rapidly, and the management fee is stable based on hotel revenue with almost no marginal cost for management company. 95% of Huazhu's new openings are F&M hotels, leading to an 87% of franchise rate and growing ROE level. As the real branded-chained rate of China's lodging industry is only 23.26%, the industry shows long-term market potential.

**Outstanding single-hotel performance with upgrading brands.** Upgrading hotel brands can help enhance ADR, given the growing rent expense. Huazhu keeps improving details in operation and lowering personnel and energy cost, which results in higher return to hotel franchisees. For the past five years, Huazhu achieved overall occupancy rate of 87%-91%, with 84% room sales from direct channel. The average 3-5 years payback period can attract more new franchise in good locations, offering better choice for consumers and enhancing the value of membership system.

**Antiperiodic strategy accelerates expansion and strengthen brand advantage.** With experienced management team and abundant cash flow, Huazhu is accelerating hotel expansion in tough period, in preparation for the recovery. On the other side, designing new brands and acquiring proven brands helps Huazhu widen consumer coverage and initiate international layout.

**Initiate with Outperform.** Considering the influence of COVID-19 on travel demand, we expect the net income of 2020 to decrease by 20%-35%, but it will also impact and reform the overall supply of lodging industry. We do not expect significant influence on operation in 2021, and estimate the rebound of net income to RevPAR as 2.5-3.7 times. As long as Huazhu carries on F&M expansion and upgrading, We forecast EPS of Rmb5.86 in 19E (+5.76% YoY), Rmb4.79 in 20E (-18.20% YoY), and Rmb8.76 in 21E (+82.89% YoY). The stock is trading at 44.2x 19E PE, 54.0x 20E PE and 29.5x 21E PE (at an exchange rate of Rmb6.9941:US\$1). Based on the valuation of L&O hotels and F&M hotels, we derive our target price of US\$40.20. With 8.64% upside, we initiate coverage of the stock with an Outperform rating.

**Risks:** COVID-19 influence longer than expectation. Weak business demand due to macroeconomic environment. Unsuccessful M&A with stressed cash flow.

## 投资案件

### 投资评级与估值

受本轮疫情影响，我们预计 2020 年利润存在 20-35% 的波动，但此轮冲击后落后供给加速出清，也给华住留出更多的加盟展店空间。预计短期需求受挫并不影响 2021 年的经营，预计净利润对 RevPAR 弹性在 2.5-3.7 倍，具有极佳的边际改善空间。公司中端升级和加盟拓展两条主线持续推进，预计 2019-2021 年公司经调整后 EPS 为 5.86/4.79/8.76 元，对应 2019-2021 年 PE 分别为 44.2/54.0/29.5 倍，我们预计公司合理市值为 827.43 亿元，按照 6.9941 的汇率对应股价为 40.20 美元，较当前股价仍有 8.64% 空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 关键假设点

(1) 中性预期下，本次疫情影响对于一季度的需求下降 50%，参考 SARS 时期情况预计二季度至三季度逐步恢复，影响全年 RevPAR 为 7.11%

(2) 预计本次疫情期间门店拓展会停滞，而逐步恢复过程中全年新开店减少 20% 至 1360 家。但考虑到供给端加速出清，明后年市场空间显著，预计 2021 年新增门店数可达到 1925 家。

### 有别于大众的认识

市场对于疫情的担忧在于其对于酒店行业无差别的影响，如果持续时间过长，对于直营和加盟门店都会产生经营压力。我们认为虽然酒店业固定成本占比高，但剔除必要的人力、租金等成本后仍可承受 3-6 个月的低迷期，且在复苏初始阶段，消费者也会更加信赖标准化的品牌酒店，其入住率的恢复情况会好于行业整体。

市场认为华住目前酒店数量已超过 5000 家，按照门店数已经与国际巨头相差无几，后续增长空间有限。不过，我们认为按照中国的 14 亿人口基数和 18 万的有效酒店供给看，华住市占率角度仅 3%，且中国连锁化率不足美国一半，华住提出的三年门店达到一万家的目标完全可行。酒店业的标准化和连锁化是长期趋势，头部企业远期市占率达到 10% 以上是完全合理的目标。

### 股价表现的催化剂

酒店行业周期出现回暖，关键经营指标扭转下滑趋势开始反转。

公司门店拓展速度超过计划指标。

### 核心假设风险

疫情影响时间过长影响正常经营及门店拓展；

宏观因素导致商旅需求长期不振；

公司收并购的酒店公司带来的现金流压力以及与集团整合效果低于预期。

# 1. 中国连锁酒店龙头，开店迅速抢占优质物业

华住集团成立于 2005 年，2010 年于美国纳斯达克上市，2014 年与雅高酒店集团缔签署长期战略联盟协议，接手雅高旗下美爵、诺富特、美居、宜必思尚品和宜必思在大中华区的运营。与雅高结盟后，华住目前拥有 22 个酒店品牌，横跨经济型、中端、高端多元市场，在运营主品牌包括包括高端市场的美爵、禧玥、花间堂，中端市场的诺富特、美居、漫心、全季、桔子水晶、星程、宜必思尚品，以及大众市场的宜必思、汉庭优佳、汉庭、怡莱、海友等，满足从商务到休闲的个性化需求。

**软品牌扩大潜在单体酒店连锁范围，重渠道与管理弱风格与统一。** 2018 年底公司推出“软品牌”概念，逐步涵盖经济型到高端的怡莱、海友、星程和美仑/美仑国际，并于 2019 年 4 月推出预订平台“一宿”。与原品牌不同，一方面多数小型酒店（房间量普遍在 70 间以下）物业要求无法达到目前市场主流品牌规定（一线城市单体酒店房间数量从 50 间降低到 20 间，二三线城市单体酒店房间数量从 70 间降低到 40 间），另一方面高端酒店全部翻新为标准装修所需前期投入较高（华住提供设计施工团队，不再对单体酒店进行全面翻新，而是在保证安全性、卫生、舒适度的前提下，对酒店进行局部改造），软品牌主要解决了单体酒店在管理和渠道端的弱势，扩大了旗下酒店联盟进而加强会员体系和销售网络。

图 1：华住集团品牌矩阵



资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 1：国际酒店集团主要软品牌

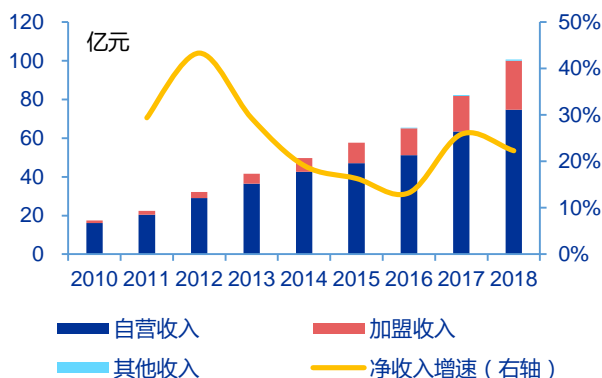
集团	软品牌
万豪集团	The Luxury Collection 豪华精选
	Autograph Collection 傲途阁精选
	Tribute Portfolio 臻品之选
	Design Hotels 设计酒店
希尔顿集团	Curio-A collection by Hilton 希尔顿格芮精选酒店
	Tapestry Collection by Hilton

	LXR Hotels & Resorts (LXR 酒店和度假村)
凯悦集团	The Unbound Collection
	Destination Hotels
	joie de vivre
雅高集团	MGallery by Sofitel 美憬阁
洲际集团	Kimpton 金普顿
温德姆集团	Trademark Hotel Collection 商标酒店集合
	BW Premier Collection
最佳西方集团	Sure Stay Collection
	BW Signature Collection

资料来源：公司官网，申万宏源研究

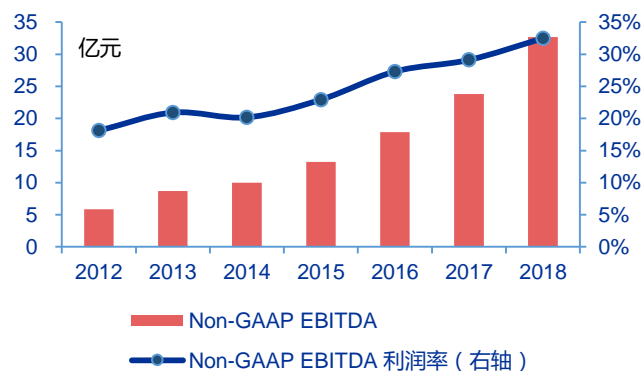
**开店迅速推动营收增长，加盟化率提升拉动毛利率结构性改善。**2018 年，华住净收入 100.63 亿元 (+22.29%)，其中直营店收入 74.70 亿元，五年复合增速 15.39%，加盟店收入 25.27 亿元，五年复合增速 37.35%，加盟收入占比已从 2013 年的 12.4% 提升至 2018 年的 25.1%。加盟化率提升拉动公司整理利润率水平结构性增长，2018 年，公司调整后 EBITDA 利润率达到 32.49%，调整后 EBITDA 达到 32.69 亿元 2012-2018 年年复合增长率达到 33.26%。

图 2：开店拉动营收维持稳定增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：公司调整后 EBITDA 利润率逐年优化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

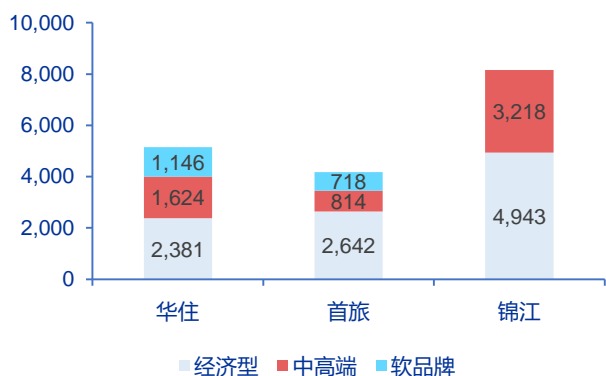
酒店区位选择是单店效益的最直接影响因素。2006-2010 年，如家、7 天和汉庭（华住）相继登陆纳斯达克，经济型酒店借助资本完成了第一轮跑马圈地。2013 年，华住旗下标准化中端品牌全季和非标准化品牌星程开始进行大规模招商，同年，铂涛推出麗枫、喆啡两大中端品牌，锦江系也增加了新的中端品牌——锦江都城。根据中国饭店业协会统计数据，2018 年，我国中端连锁酒店达到 6036 家，5 年复合增速 56.21%。**经历五年的快速扩张，优质物业被迅速被瓜分，物业稀缺性加剧，头部连锁品牌开店竞争加剧。**

**酒店物业是明显的排他性资产，成长期快速完成跑马圈地是上行期业绩兑现的基础，也是后期竞争力的保证，因此现阶段开店速度直接影响未来业绩成长性和长期发展空间。**2015-2016 年，锦江通过收购铂涛、维也纳，门店数和房间量跃居首位，成为国内最大连锁酒店集团。2017-2018 年，华住收购桔子水晶、花间堂后，建立了相对完善的品牌体系，并逐步发力中高端开店，2019Q2 后，华住单季度开店数已超过锦江。截至 2019Q4，华住在运营酒店数 5618



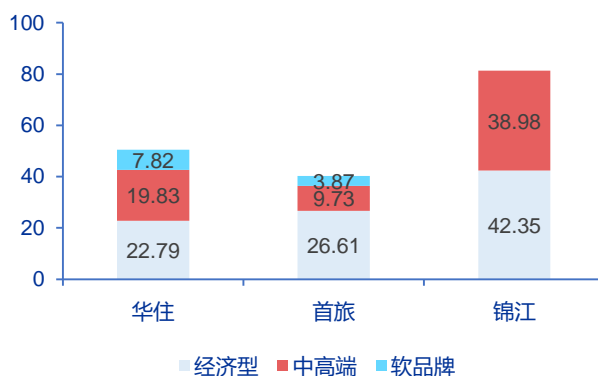
家，酒店数量排名国内酒店集团第二位，从调整后 EBITDA 利润水平角度为国内连锁酒店集团绝对的龙头。

图 4：截止 2019Q3 三家集团酒店数量结构（家）



资料来源：公司公告，申万宏源研究  
首旅软品牌=云酒店+其他

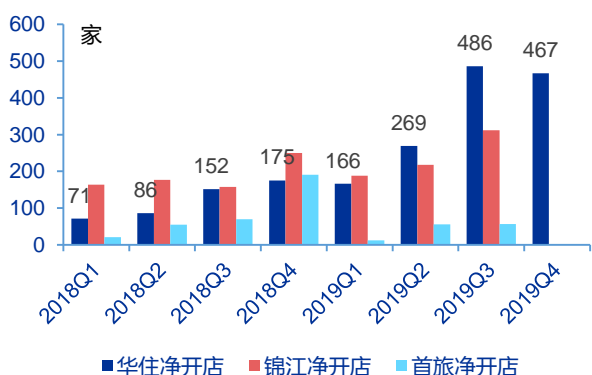
图 5：截止 2019Q3 三家集团酒店房间量结构（万间）



资料来源：公司公告，申万宏源研究  
首旅软品牌=云酒店+其他

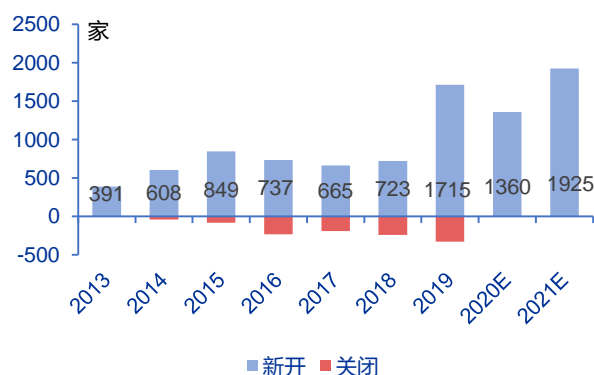
**展店速度跃居行业首位，新型冠状病毒感染肺炎疫情对短期开店有影响但不改成长逻辑。** 2020 年，公司原预计新开门店 1700 家（其中 500 家为软品牌开店，2019 年，公司 5 大软品牌合计净开店 662 家），展店计划数量位居行业首位。未来 3-5 年内，在保持一二线领先优势的同时，华住计划将主力品牌向三四线下沉，远期全国酒店总量目标 10000 家。此次新型冠状病毒感染肺炎疫情在一季度发酵，预计对上半年酒店行业展店造成一定影响，我们认为假设影响开店的 20%，则今年新开预计下降至 1360 家。但从行业供给端来看，此次疫情对中小酒店/单体酒店的现金流会造成明显影响，预计将加速尾部供给的出清速度，因此后续公司开店预计将有加速（假设 2021 年开店将加速至 1925 家（原预计为 1750 家））。

图 6：华住单季度净开店数已超过锦江



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：20 年开店预计受疫情影响，21 年加速



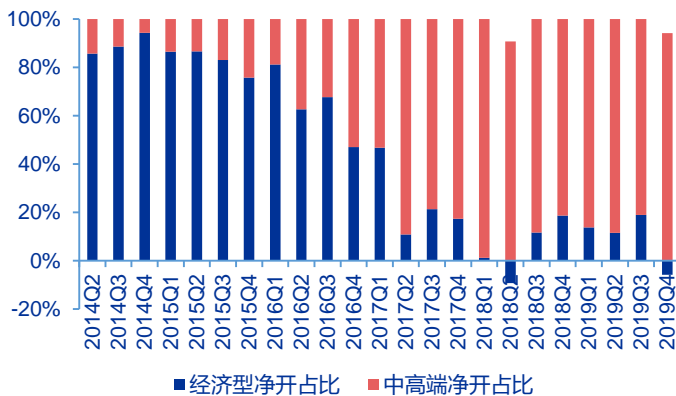
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 门店结构：中端升级领跑行业，轻资产加盟提升稳定性

### 2.1 率先发力中高端拓店，门店结构不断优化

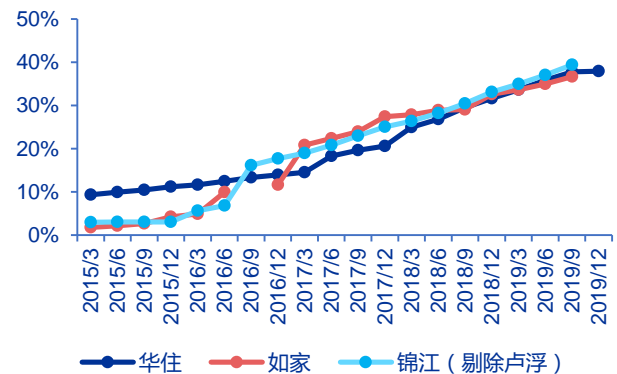
我们在《酒店行业深度报告——把握新周期供需结构变化，中端酒店蓝海推动业态升级》中阐释过酒店行业中高端升级的逻辑：1、随着消费升级，低档品牌是要面临消费者偏好的代际更替的，中端酒店品牌辨识度明显更高，通过升级品牌是可以获得结构性调整和估值溢价；2、经济型布局已于上一轮行业扩张中基本完成，中高端业态起步较晚，目前仍处于发展蓝海，在行业上升期，业绩增速更快，可以给予更高的估值空间；3、越高端的酒店其对服务和管理的也越高（进入壁垒越高），因此理论的市场集中度水平更高，龙头的定价能力也越强。因此，在新开店和整体酒店数中，中高端占比是对公司整体估值影响较大的因素。

图 8：中高端净开占比不断提升（剔除软品牌）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：截止 2019 年底，华住中高端占比达到 38%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**门店结构优化，中高端占比居前。**华住于 2006 年 9 月在上海推出首家全季，2010 年后将全季作为中端主力品牌进行扩张，率先开启中高端升级路径。截至 2019Q4，公司中高端酒店数量达到 2133 家，中高端占比提升至 38%。2019 年净开酒店中，中端共净开 795 家，若剔除 5 大软品牌开店，2019 年中高端净开店占比达到 88.71%，结构优化加速明显。2018 年，公司旗下全季、桔子精选、星程、宜必思均位列我国中端酒店规模 10 强，其中全季以 553 家门店，11.41%市占率，位居我国第二大中端连锁酒店品牌。

表 2：截止 2018 年底，中国连锁中端品牌前十中华住占据 4 席

品牌	所属集团	房间数/间	门店数/家	中国中端连锁酒店市占率
维也纳	锦江酒店	179260	1183	28.27%
全季	华住	72370	553	11.41%
麗枫	锦江酒店	38141	411	6.01%
桔子精选	华住	19863	172	3.13%
如家精选	首旅如家	18964	187	2.99%
星程酒店	华住	18878	212	2.98%
雅斯特	雅斯特酒店	17160	156	2.71%
宜必思	华住	16575	137	2.61%

品牌	所属集团	房间数/间	门店数/家	中国中端连锁酒店市占率
喆啡	锦江酒店	14203	161	2.24%
宜尚	东呈国际	14060	133	2.22%

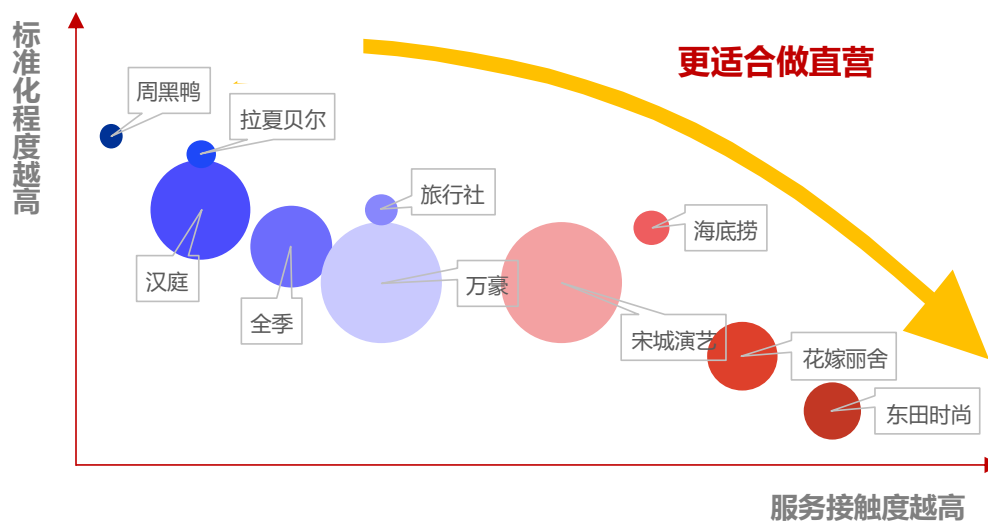
资料来源：盈碟咨询，申万宏源研究

## 2.2 加盟化率提升降低周期波动，维持经营稳定性

对于消费服务行业，标准化与服务接触度共同决定直营/加盟的选择。在能保证管理一致的情况下轻资产扩张显然是最好的选择。而管理的难度与分部“犯错成本”的高低有直接的关系。一般而言，标准化程度越高的产品，在其输出的过程中，总部的控制力度更强，加盟者很难偷工减料节约成本，则加盟效果更好。而对于婚庆、理发等需求高度个性化的行业，更依赖于个人产能，加盟难度更大。

从上述的逻辑中可以看到，酒店业是服务业中少数可以进行大规模加盟模式扩张的行业。其标准化程度最高（软装和硬装均由总部掌控，客房服务程式化），摆脱了传统服务业难以平衡管理半径的问题。同时最核心的是开设加盟店的边际成本为零，且会员体系的扩大具有自我加强的效应，长期 ROE 和经营壁垒会逐步加深，这反映到投资上就是酒店股成长属性的逻辑。因此从单店投资来看，酒店属于重资产模式，但对于酒店集团来讲，轻资产化才是未来的发展方向。

图 10：消费服务类行业直营加盟二维图



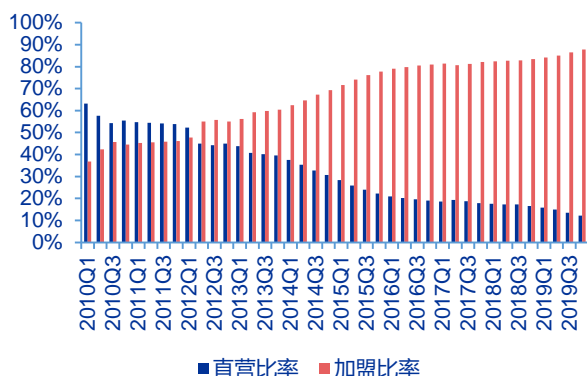
资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：圆圈大小表示投资回收期长短

持续轻资产化是酒店集团未来发展的必然之路。我国现阶段，经济波动性大，回溯历史，酒店下行周期略长于上行周期，因此对酒店集团而言，直营模式除了扩张缓慢外，也面临着更大的经营风险。在经历了 2010 年的华东世博热潮以及 2013 年的全行业下行的压力后，除产品更新换代或纳入新品牌时开设旗舰店外，国内酒店龙头已经不再主动进行直营店拓张，转而而大力发展加盟模式，提高加盟比例。

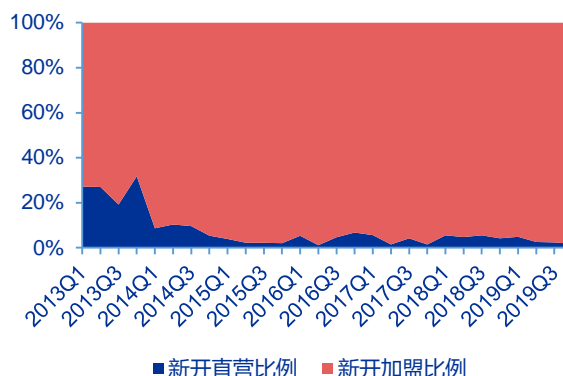


图 11：2019Q4，华住加盟比率提升至 87.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

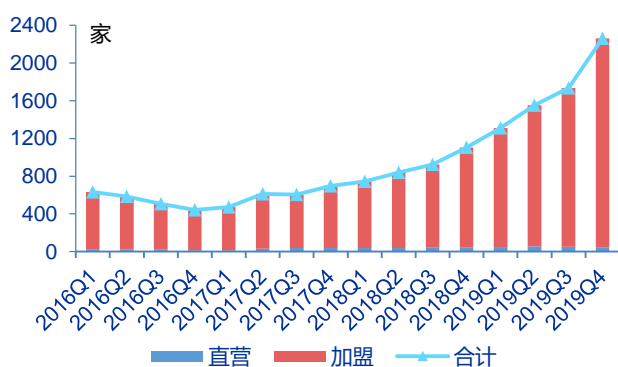
图 12：新开店中直营占比控制在 5%以下



资料来源：公司公告，申万宏源研究

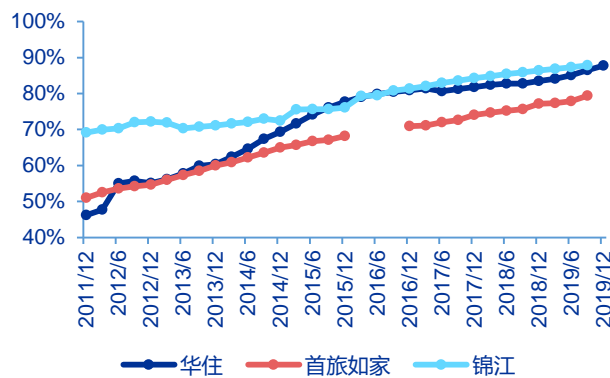
以加盟店为核心增长模式，华住加盟化率超 87%。在扩张初期（2011 年底），华住加盟化率仅 46.2%，为四家酒店龙头中最低，低于锦江 23pct。随着经营策略向加盟倾斜，同时品牌效应使业主主动加盟比例提升。2019，公司新开 1715 家门店中，1672 家为加盟店，占比 97.5%；Pipeline 中加盟占比也提升至 98%。截至 2019Q4，华住在运营的 5618 家酒店中，加盟店共计 4930 家，连锁比率提升至 87.75%，后来居上，基本追平锦江。

图 13：截止 19 年底，华住 Pipeline 加盟占 98%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

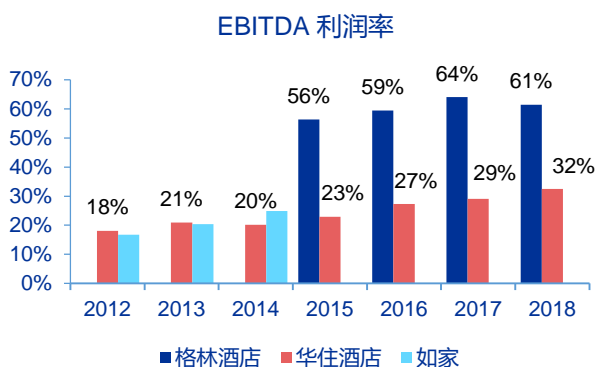
图 14：华住加盟化率提升速度快于锦江首旅



资料来源：公司公告，申万宏源研究

随着酒店管理集团加盟酒店占比的持续提升，其经营业绩的周期属性会不断减弱，消费属性不断增强。国内以格林酒店为例，截止 2018 年，加盟店占比高达近 99%，收入贡献 70%，因此即使在产品结构相对偏向经济型的情况下，其 ROE 水平依然远超华住及如家。而纵向来看，华住通过中高端升级逐步实现了 ROE 水平的提升。加盟店其轻资产运营的方式本质上更贴近于消费品，而直营店则为周期品，因此对应到业绩弹性和估值方法均应有分别的考虑方式。因此，在各大酒店集团逐步提升加盟店占比的过程中，会伴随着 ROE 的逐步提升以及周期性的逐步减弱。

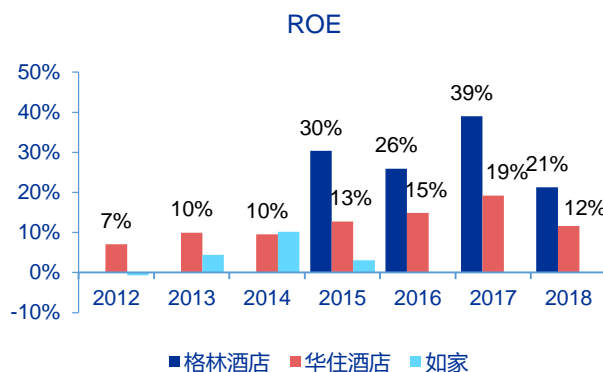
图 15：加盟店具备更高的 EBITDA Margin



资料来源：公司公告，申万宏源研究

华住采取调整后 Non-GAAP EBITDA 利润率

图 16：中高端升级和轻资产化提升 ROE 水平



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.3 我国酒店连锁化率较海外仍有空间，长期成长性无忧

我国酒店总供给增速放缓，人均酒店房间拥有量较美国仍有差距。我国 2013 年前酒店行业处于高速发展阶段，住宿餐饮业固定资产投资完成额增速超过 20%。2013 年三季度以来，行业供需逐步进入动态平衡调节阶段，总供给增速放缓，微观结构逐步体现，酒店升级和连锁化成为新一轮供给改革。从总量来看，美国 2020 年 1 月非农就业人口 1.55 亿人，按照 588 万间酒店供给来计算，人均拥有房间数为 0.038 间/人，而中国人均拥有房间数为 0.029 间/人，相较美国仍有 30% 的空间。

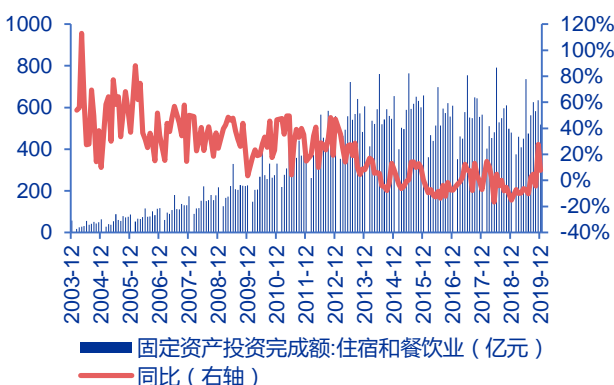
表 3：中国人均酒店房间拥有量较美国仍有差距

	非农就业人口 (千人)	酒店供给 (间)	人均房间数
美国	154088	5,877,867	0.0381
中国	573283	16,589,721	0.0289

资料来源：Wind，盈碟咨询，STR Global，申万宏源研究

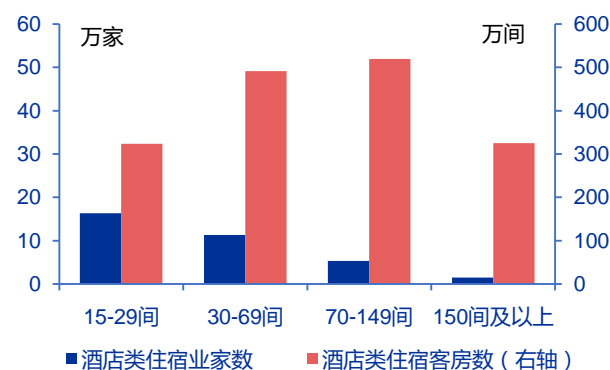
注：中国非农就业为第二、三产业就业人口合计，截止 2018.12

图 17：中国餐饮及住宿业固定资产投资额增速放缓



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 18：中国酒店总供给约 1659 万间客房



资料来源：盈碟咨询，申万宏源研究 注：截止 2019.1.1

我国酒店真实连锁化率较低，开店增长下成长属性凸显。截止 2020 年 2 月 7 日，携程可搜索预订酒店数量为 63.02 万家，剔除未区分酒店类型的地区后剩余 55.57 万家，其中属于连锁酒店仅 4.22 万家，即连锁化率为 7.59%。考虑到实际携程预订的酒店中有部分为民宿、农家乐、别墅等非标房源，剔除后总供给为 30.92 万家，真实连锁化率为 13.64%。一线城市（北上广深）来看，剔除民宿、农家乐等非标住宿后房源外为 2.77 万家，其中连锁酒店 4453 家，即连锁化率为 16.05%。而按照盈碟对房间体量的统计，我国 30 间客房以上酒店仅 18.13 万家，则我国整体实际潜在可连锁酒店部分的真实连锁化率为 23.26%，预计一线城市在 30% 左右。

表 4：携程口径酒店连锁化情况（家）

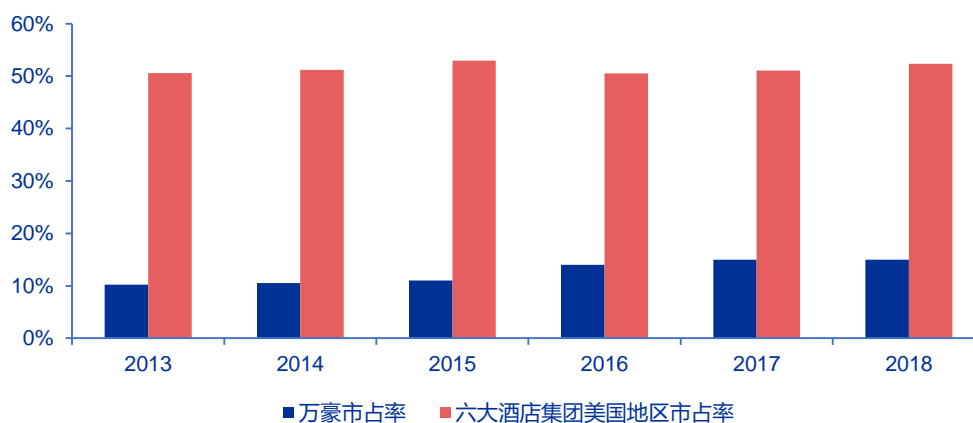
	可预订总数	经济连锁	中端连锁	高端连锁	其他住宿	连锁化率	剔除其他住宿连锁化率
一线	67427	2543	1153	757	39681	6.60%	16.05%
二线	140190	4562	1920	1137	97092	5.43%	17.68%
三线	415525	13689	5817	15050	149389	8.32%	12.98%
总计	555715	18251	7737	16187	246481	7.59%	13.64%

资料来源：携程，申万宏源研究

截止 2020 年 2 月 7 日

我国的连锁化率相比美国处于较低水平，美国龙头酒店的集中度和连锁化率仍在提升。美国酒店的集中度极高，根据 STR Global 统计数据，连锁化率已超过 70%。我们统计了美国主要的六大品牌酒店集团（万豪（含喜达屋）、希尔顿、洲际、温德姆、精选及凯悦）美国地区的房间数量，合计市占率 2018 年已达到总房间量供给的 52.34%。从万豪国际和希尔顿的市占率来看，其市占率仍在逐年提升，2013 年两家酒店市占率均在 10% 左右，2018 年万豪已上升至 15%（并购喜达屋贡献较大），希尔顿则上升至 11.2%。即使时行业市占率已处在较高位置，但龙头公司依然能获得更高的增量。

图 19：美国六大酒店集团市占率达到 50%



资料来源：Bloomberg，公司公告，申万宏源研究

注：六大酒店集团为万豪（含喜达屋）、希尔顿、洲际、温德姆、精选及凯悦

“物业>品牌”的模式下，加盟商更多来自于被动接受。对于我国酒店行业的业主来讲，地段更加重要，因此对于大部分业主来讲，只要地段够好，即使通过单体经营+OTA 渠道的模

式依然能够获得稳定的高收益。因此，品牌商需要投入大量的地推力量去主要说服业主选择品牌化，在这样的模式下，整个行业的品牌化提升将会是一个平稳且长期的过程。我们认为即使行业下行期也不用担心开店的增长性，因为在行业整体变差的情况下龙头品牌商更够以更优的经营模型说服潜在加盟商，而这其中，效率更高的团队将会取得先发优势，而加盟商的反馈会导致后续行业发展呈现更明显的马太效应。

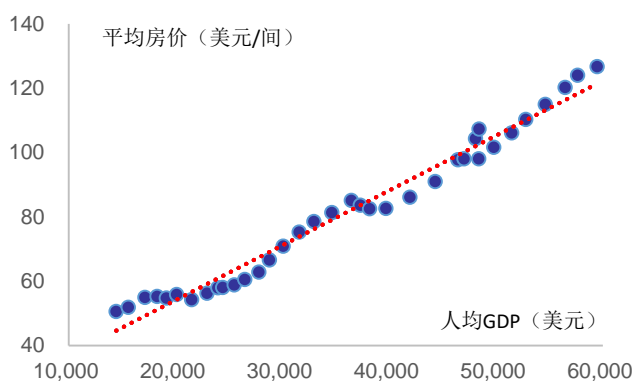
### 3. 经营层面：单店经营效率高，表现优于行业大势

#### 3.1 业态迭代升级打破 ADR 天花板，先发优势凸显

**业态迭代升级打破 ADR 天花板，单店质量优势逐步显现。**我们在 2018 年 3 月 28 日发布的深度报告《酒店周期论深度报告系列之三：房价提升空间与轻资产化发展探究》中充分论证了：只要不出现经济滞涨（CPI%>GDP%的情况），我们认为供需结构稳定的新周期下，酒店行业 ADR 增速基本稳定在 CPI 增速与 GDP 增速之间。其上限受制于宏观经济的发展环境，下限依托成本端的上行压力与对投资回报率的要求。

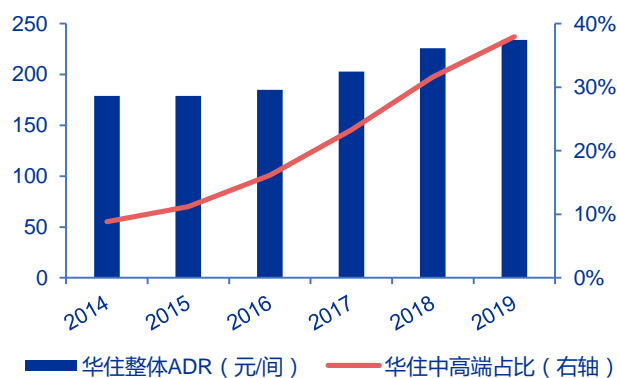
**但更重要的是：酒店的 ADR 提升要靠新业态的不断迭代，而非持续性提价。**对经济型酒店而言，设施及服务的区分度不大，均会在一个较窄的价格区间内竞争，区域内提价掣肘较多。另一方面，经过十几年发展，消费者对经济型酒店的认知充分，已形成了一定的心理价格区间，因此从目前趋势看，原有的七天、如家、汉庭等经济型业态均面临着供需不匹配和提价瓶颈等诸多矛盾。

图 20：美国人均 GDP 与平均房价（ADR）高度对应



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 21：华住整体 ADR 近 5 年保持上升

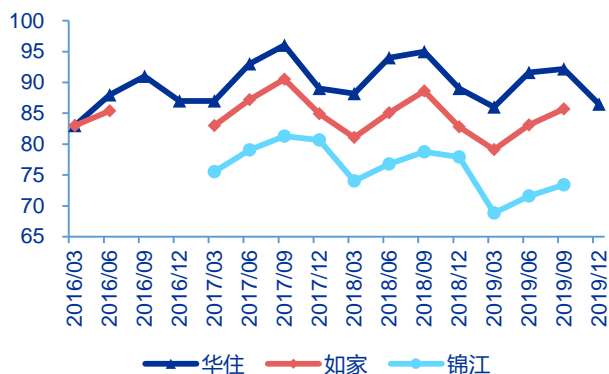


资料来源：公司公告，申万宏源研究

酒店行业的周期轮动来自商旅和休闲需求的往复波动，在这决定了任何竞争优势都是相对的，华住本身经营数据也无法脱离周期趋势。但由于华住中高端拓店起步时间早，开店“质”、“量”双优，对比锦江及首旅享受更好的门店区位条件，对入住率的支撑性更好，同时品牌溢价拉高 ADR 提升的天花板。使其在需求上行时，入住率先有所反应，并在下行周期的经营中占据竞争优势，经营数据表现出明显的领涨滞跌趋势，与行业大势出现一定分化。为改善经济型业态面临的问题，2014 年起，华住率先开启汉庭 2.0 改造，2018 年 50%的汉庭门店已完成升级；2019 年年末，90%的汉庭门店预计均将升级为汉庭 2.0。2019Q3，华住经济型同店 ADR

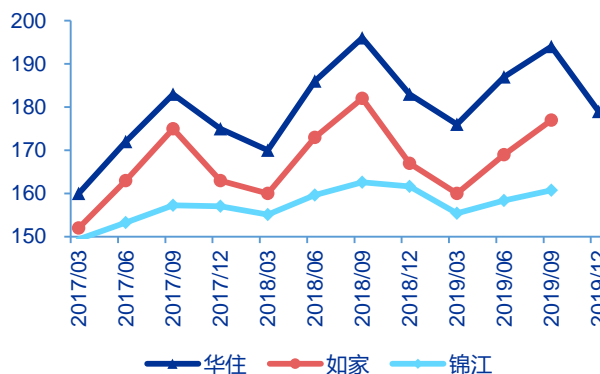
为 194 元，分别高于如家、锦江 9.60%/20.71%，经济型改造使汉庭打破房价天花板，入住率和房价与同类竞品拉开差距。

图 22：华住经济型同店入住率三家中最高



资料来源：公司公告，申万宏源研究

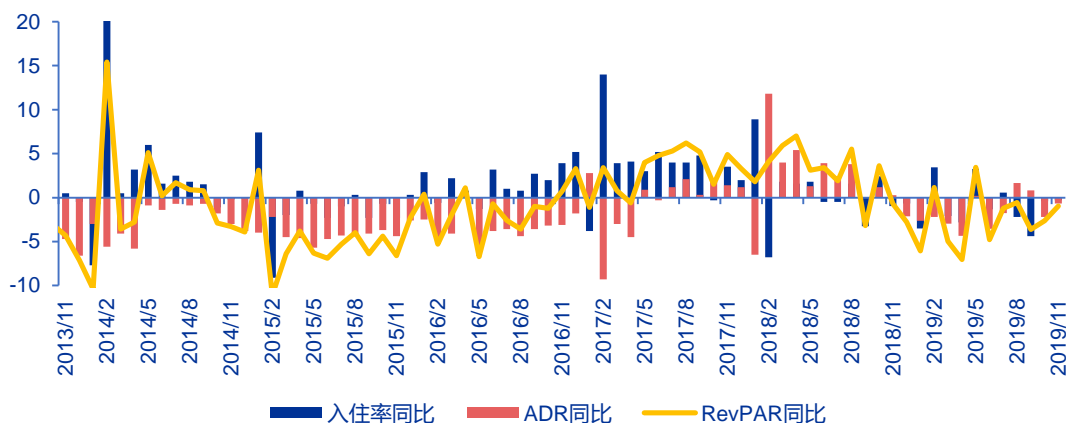
图 23：华住经济型同店 ADR 三家中最高 (元/间)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2018 年下半年起，宏观经济承压，高基数下行业增速下行，酒店行业进入下行周期。至 2018 年三季度入住率增速转负，2019 年加速下行；受此影响，各大酒店集团于 2019 年上半年开始主动降低房价，以抑制入住率加速下滑趋势，ADR 增速开始转负。至 2019 年年末，入住率和房价下降趋势有所减缓，行业进入下行周期的最后一个阶段（估值业绩双杀磨底）。

图 24：中国酒店行业自 2016 年三季度开始回暖至 2018 年上半年达到相对高点 (%)

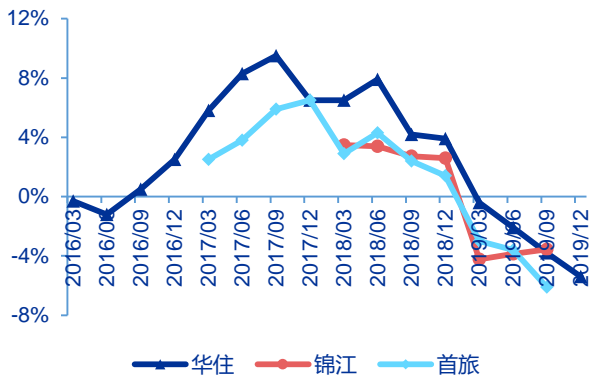


资料来源：STR Global，申万宏源研究

我们原预计 2020 年公司经济型及中高端同店 RevPAR 预计与 2019 年维持基本持平状态，但 2020 年一季度新型冠状病毒感染肺炎疫情对休闲和商旅需求均造成影响，但从长期角度来看，仅为短期冲击。我们预计 2021 年公司经营指标可完全恢复至正常周期内，经济型酒店 RevPAR 较 2019 年提升 1.5%-2.5%，而中高端则提升 3%-3.5%左右。

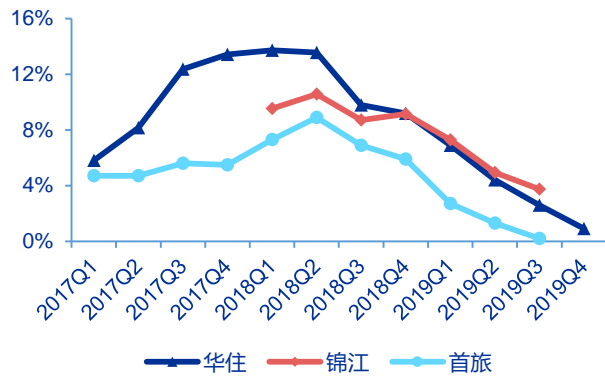


图 25：华住同店 RevPAR 增速表现优于行业平均



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26：17-18 年行业上行期公司 ADR 增速更强



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2 单店模型：成本控制良好，盈利能力优质

华住领先的经营策略和运营能力主要反映在其单店投资模型上，经济型角度，汉庭投资回收期在 4-5 年，而其他酒店普遍在 5-6 年（6 年以上业主基本不会选择加盟）；中高端角度，全季投资回收期在 3-4 年左右，核心地段甚至 2 年半即可收回投资，其他品牌则集中在 4-5 年，因此华住在盈利能力和拓店速度上均有明显的领先优势。

图 27：全季酒店单店投资模型（万元）

年限	0	0.5	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
营业收入			466.4	1332.5	1480.6	1480.6	1480.6	1480.6	1480.6	1480.6	1480.6	1480.6
初始成本	-63.5											
固定成本		-1493.5	-115.0	-230.0	-230.0	-230.0	-230.0	-230.0	-230.0	-230.0	-230.0	-230.0
增值税			-26.4	-75.4	-83.8	-83.8	-83.8	-83.8	-83.8	-83.8	-83.8	-83.8
加盟相关			-61.5	-123.0	-123.0	-123.0	-123.0	-123.0	-123.0	-123.0	-123.0	-123.0
运营相关			-123.8	-353.7	-393.1	-393.1	-393.1	-393.1	-393.1	-393.1	-393.1	-393.1
EBITDA		-1493.5	139.7	550.4	650.8	650.8	650.8	650.8	650.8	650.8	650.8	650.8
所得税费用	0	0	0	125.4	125.4	125.4	125.4	125.4	125.4	125.4	125.4	125.4
可抵扣额			-4.3	402.1								
实际所得税费用				124.3	225.9	125.4	125.4	125.4	125.4	125.4	125.4	125.4
净现金流	-63.5	-1493.5	139.7	426.1	424.9	525.4	525.4	525.4	525.4	525.4	525.4	525.4
调整现金流		-1533.5	139.7	426.1	424.9	525.4	525.4	525.4	525.4	525.4	525.4	525.4
累计净现金流		-1533.5	-1393.8	-967.7	-542.8	-17.4	508.0	1033.4	1558.8	2084.2	2609.6	3135.0
净现金流现值		-1533.5	135.3	399.9	386.3	462.7	448.2	434.2	420.6	407.5	394.7	382.4
累计净现金流现值		-1533.5	-1398.1	-998.3	-612.0	-149.3	298.9	733.2	1153.8	1561.3	1956.0	2338.5

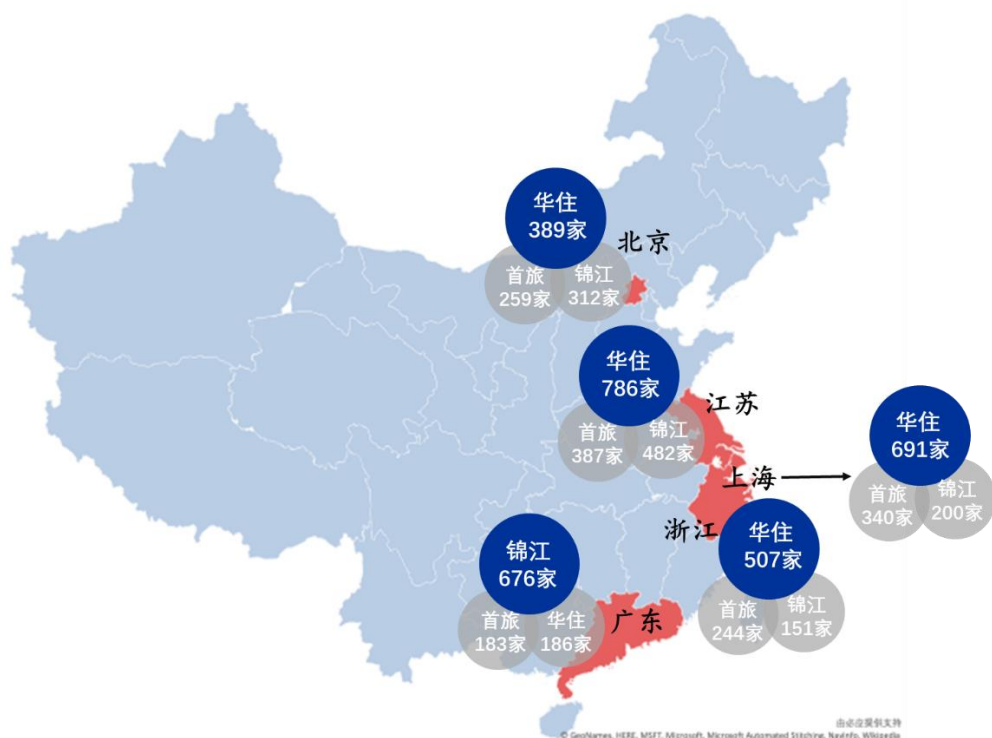
资料来源：申万宏源研究

剖析来看，投资模型更加优质的本质原因主要有以下几点：

#### 1. BD 团队带动开店加快，资产中优质物业更多：

对于中国酒店的经营，决定因素往往是物业 > 品牌，因此优质的物业是单店经营优异的绝大部分因素。但反过来，优质物业的业主更加不注重酒店的品牌，所以很少会主动加盟连锁集团。因此，行业有质量的连锁升级需要优秀的 BD 团队不断开发新物业，即激励需要足够充分。一方面华住作为民企，其效率和激励更加直接；另一方面，中端市场率先大规模扩店的全季（首品牌为和颐）拥有明显的先发优势，因此华住的物业质量在行业能相对最优。

图 28：华住一二线城市门店布局明显优于首旅、锦江



资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 2.经营成本更低，会员体系更好：

除物业租金外，酒店成本第二高的即为人工。华住目前中高端酒店的人房比已经可以做到 0.18，而其他中高端酒店人房比普遍在 0.25 以上，部分注重餐饮的品牌人房比甚至在 0.3 以上。华住能做到更低人房比的因素有二：首先，技术 IT 更加领先，效率最大化利用；其次，员工绩效考核完善，能动性更强。而从获客成本来看，截止 2019Q2，华住会会员已达到 1.32 亿人次，贡献间夜量的 75%，公司自销渠道占比 84%，需求更加稳定，OTA 抽佣相对较低，使得单店盈利能力更强。

表 5：主要酒店品牌加盟条件对比

		单房造价/万元	房量要求/间	套内面积/平方米	首次加盟费	管理费抽成	CRS 抽成
华住	汉庭 3.0	6.5	>60	>20	2500 元/间	5%	8%
	全季 4.0	12	>100	>25	4000 元/间（一线）、3500 元/间（二线）、3000 元/间（其他）	5%	8%
锦江	锦江都城	12	>70	>25	3000 元/间	5%	5%
	白玉兰	10	>70		3000 元/间	5%	5%
铂涛	麗枫	12	>100	>20	2800 元/间	6%	1 元/间夜
	喆啡	10	>100	>20	2800 元/间	5.5%	30 元/间月
维也纳	维也纳	10	>100	>25	3000 元/间	6%	20 元/间夜
	维也纳国际	12	>120	>30	3000 元/间	6%	20 元/间夜
首旅	和颐至尚	12	>80	>25	4000 元/间（一线城市）、3000 元/间（其他城市）	5%	9%
	如家精选	9	>80	>25	4000 元/间（一线城市）、3000 元/间（其他城市）	5%	9%

	如家 NEW	6.5	>60	>20	2500 元/间	5%	9%
开元	开元曼居	12	>80	>30	4500 元/间 (一线城市)、4000 元/间 (二线城市)、3500 元/间 (其他城市)	5%	8%

资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 6：华住酒店会员情况

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
会员数/万人	8140	8800	9690	10300	10800	11300	11800	12200	12600	13200
间夜数占比	77%	76%	76%	76%	76%	75%	76%	76%	76%	75%
直销占比	86%	87%	86%	87%	87%	86%	86%	86%	84%	84%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.3 短期利润承压但长期无忧，高弹性下看好明年高增长

我们对此次疫情对公司 2020 年经营数据和盈利情况进行敏感性分析，影响主要分为对需求影响和开店影响：

#### 1、RevPAR 影响：

(1) 人口流动性主要影响入住率，但实际操作中经营方会通过降低 ADR 来缓解入住率的下降，由于双变量作用下不好判断，因此直接考虑客流仅对入住率造成影响。

(2) 春节为最行业淡季，因此影响较小。假设对于休闲需求的影响悲观、中性、乐观情况下需求端在一季度的影响分别是较原预测下降 60%/45%/30%；

(3) 连锁酒店行业约 60%需求为商旅需求，商旅需求在春节期间的的影响预计要弱于剩余 40%的休闲需求，因此给予商旅需求一定的折算系数，假设商旅需求的影响仅为休闲需求的 60%。

#### 2、开店影响：

一方面疫情对上半年开店会造成直接影响，但另一方面，疫情后会加速单体酒店业主选择加盟商（成本管控更好，管理统一），行业加速集中。我们假设综合影响当年 20%的开店进程（实际收入和利润影响并没有这么高，大部分开店为加盟店，且开店前 6 个月为培育期，本身利润贡献不多）。

综合来看，直营店由于固定成本较高，因此预计压力较大，加盟部分基本没有边际成本，RevPAR 对利润弹性（净利润变化率/RevPAR 变化率）接近 1 的情况下影响较小。因此，我们预计华住 2020 年净利润将较原预测减少利润-20%~-35%。

表 7：疫情对华住 2020 年经营指标和盈利影响的敏感性分析

全年 RevPAR 影响			归母净利润 (亿元)				利润影响		
悲观	中性	乐观	原预测	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
-8.53%	-6.40%	-4.26%	20.01	12.95	14.51	16.07	-35.28%	-27.49%	-19.69%

资料来源：申万宏源研究

**短期利润承压不改公司长期成长逻辑，估值关注 RevPAR 边际变化。**我们认为，公司在 2020 年开店受到影响后，2021 年会主动发力拓店速度，同时行业格局优化，供给端会提供更有利环境。因此我们上调 2021 年开店计划的 10%，同时我们认为短期冲击并不改变公司长期逻辑，因此不改 2021 年对经营数据的预测。**我们预计公司 2021 年实现经调整后净利润 25.79 亿元，较 2019 年预期的 17.24 亿元年复合增速 22.32%，依然具备高成长性。**

**直营店成本相对固定带来经营高弹性，复苏期行业将迎来快速收获。我们对华住 2021 年直营店和整体利润进行弹性测试：**

**成本端：**直营店主要包括折旧摊销、物业租金、人工、能耗、物料、信息系统及其他费用；而加盟店主要包含人工成本（店长薪资）以及开店成本（仅跟新开店数量有关），主要跟随门店数变化。

**直营店固定成本**主要包括租金（与总面积和物业地段相关），前期投资等的折旧摊销费用（主要是房间装修成本，按现有业内标准，经济型 6 万元/间，中端 10-12 万元/间）。该部分与营收相关性不大，主要关注房间数量，属于固定成本。

**直营店经营成本**方面就要包括人工成本，以及能耗、物料等费用。考虑到能耗物料实际上并不是全部房间的费用，而是与实际入住率有关，因此该部分费用可以据此进行相应的分类，而这也正是 ADR 的增长弹性要高于 Occ 的根本原因。（后续我们将分别对两因素进行敏感性分析）

**表 8：2021 年华住的成本端的预测（万元）**

		直营店			加盟店			合计
		经济型	中高端	合计	经济型	中高端	合计	
固定成本	租金成本	84,820	183,925	268,746	-	-	-	268,746
	固定资产折旧费用	29,144	60,188	89,332	-	-	-	89,332
	总固定成本	113,965	244,113	358,078	-	-	-	358,078
	固定成本/净收入	49.87%	45.50%	46.81%	-	-	-	27.47%
经营成本	人员成本	42,232	74,567	116,799	70,365	60,790	131,155	247,954
	与实际使用房间数有关的成本	24,174	31,628	55,802				55,802
	与实际使用房间数无关的成本	34,473	67,223	101,696				101,696
	总经营成本	100,903	173,448	274,351	70,365	60,790	131,155	405,506
	人工成本/净收入	18.48%	13.90%	15.27%	32.07%	19.28%	24.53%	19.02%
	总经营成本/净收入	44.16%	32.33%	35.86%	32.07%	19.28%	24.53%	31.10%

资料来源：申万宏源研究

**注意：**

- 以下进行敏感性测试时提及的 Occ、ADR、RevPAR 的增速均为不含结构性调整的细分项增长：即直营经济型、直营中高端、加盟经济型、加盟中高端四类各自的增速。如果整体考虑直营/加盟，ADR 存在由于结构性原因导致的虚高；
- $\Delta Occ$ ， $\Delta ADR$  和  $\Delta RevPAR$  均为 2021 年与 2019 年间的比较。

直营店方面，对 2021 年华住的预测入住率和 ADR 进行双因素敏感性分析，我们发现相比于 2019 年，公司同类 RevPAR 每增长 1%，对应净利润增长 6.6%-8.4%，因此，在复苏拐点，直营门店受经营指标改善带动的业绩增长具有极高的弹性。另外，通过房价提升带动的业绩增长弹性要高于入住率（纵向单位变化率低于横向单位变化率）。市场领先者在入住率恢复的基础上，进行房价策略的调整能够进一步拉大与后来者经营业绩的差距。

**表 9：2021 年华住直营酒店利润弹性敏感性测试**

$\Delta$ ADR $\Delta$ Occ	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
-2.0%	7.52	7.58	7.70	8.03		6.60
-1.0%	7.47	7.53	7.70		7.01	7.18
0.0%	7.36	7.36		7.36	7.36	7.36
1.0%	7.06		7.70	7.53	7.48	7.45
2.0%		8.02	7.70	7.59	7.54	7.51
3.0%	8.36	7.85	7.70	7.62	7.57	7.54

资料来源：申万宏源研究

弹性= $\Delta$ 净利润/ $\Delta$  (2021 年 RevPAR/2019 年 RevPAR)

而对于加盟店，一单位同类 RevPAR 增长对应净利润的弹性近似为 1，弹性较小，因此更高的连锁店比率对抗击行业周期性风险更加有力。综合直营和加盟店，2021 年华住净利润对 RevPAR 变动的弹性可以达到 2.5-3.7 倍。

**表 10：2021 年华住加盟酒店利润弹性敏感性测试**

$\Delta$ ADR $\Delta$ Occ	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
-2.0%	3.13	3.17	3.25	3.47		2.51
-1.0%	3.09	3.13	3.25		2.78	2.90
0.0%	3.02	3.02		3.02	3.02	3.02
1.0%	2.81		3.25	3.14	3.10	3.08
2.0%		3.47	3.25	3.17	3.14	3.12
3.0%	3.72	3.36	3.25	3.19	3.16	3.14

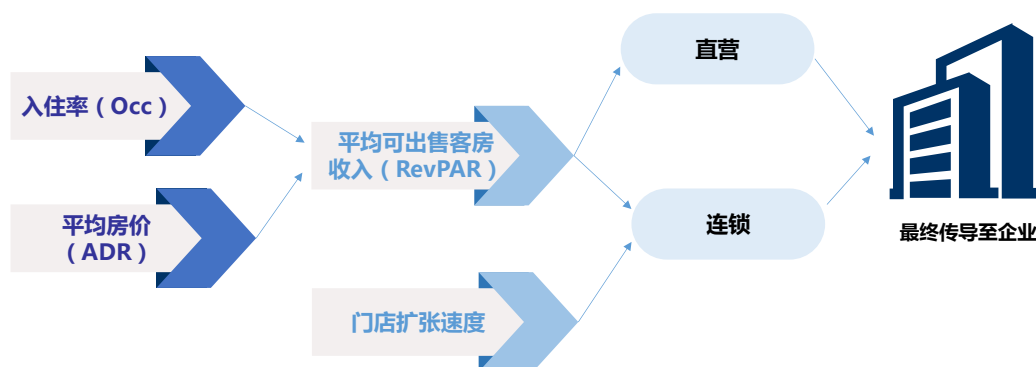
资料来源：申万宏源研究

弹性= $\Delta$ 净利润/ $\Delta$  (2021 年 RevPAR/2019 年 RevPAR)

**总结：酒店的增长来自于哪里？** 直营店由于各家酒店目前除样板酒店外发展较少，所以增长部分主要来自于需求增加带来的业绩弹性；而加盟店则取决于 RevPAR 增速和门店净扩张增速合计带来的轻量级拓张。



图 29：酒店业经营影响因素的传导机制



资料来源：申万宏源研究

## 4. 经营战略：外延扩张持续领先，民企效率突出

### 4.1 核心团队+优质外部战略者，激励机制提升稳定性

**高管团队优势互补，激励计划巩固人员稳定性。**华住酒店集团的创始人兼董事长季琦自1999年起连续创办携程旅行网、如家酒店集团、华住酒店集团，并先后在美国纳斯达克成功上市，成为第一个连续创立三家市值超过10亿美元公司的中国企业家。华住的创始团队由季琦、赵彤彤、吴炯等人组成，目前均为董事会成员，均拥有酒店集团或科技公司管理经验，2019年11月，公司再度聘请季琦担任首席执行官，原CEO张敏为执行副董事长，主要负责海外业务。为激励员工提高业绩，华住先后多次修订其股权激励计划，除为员工派发4300万普通股股票外，还设立期权奖励、受限股票和其他股份制奖励，高管团队均参与员工股权激励计划，市场化的激励机制大大提升了华住高管团队及董事会成员的稳定性。

表 11：2018 年主要高管股权激励计划

姓名	普通股标的期权/股	行权价格/美元	授予日	过期日
季琦	400,000	1.53	10/1/2009	10/1/2019
	436,348	2.75	7/17/2012	7/17/2018
赵彤彤	100,000	1.53	10/1/2009	10/1/2019
吴炯	100,000	1.53	10/1/2009	10/1/2019
张敏	1,470,000	1.40	10/1/2007	10/1/2017
	300,000	1.53	11/20/2009	11/20/2019
	207,784	2.75	7/17/2012	7/17/2018

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 12：2018 年主要高管限制性股票激励计划

姓名	授予限制性股票的普通股数/股	授予日
季琦	200,000	8/6/2011
	897,880	7/17/2012
	1,697,187	3/17/2015
	1,098,224	3/26/2015
张敏	313,944	7/17/2012
	73,188	3/16/2015
	1,697,187	3/17/2015
	1,098,224	3/26/2015

资料来源：Wind，申万宏源研究

**核心管理团队与流通股东利益一致，大股东体现实控力。**华住集团的核心团队均持有公司较高比例的股份，与集团形成了充分的利益绑定，以保证公司管理团队的稳定运行。截至 2019 年 12 月 4 日，华住集团董事长季琦及其一致行动人（赵彤彤）合计持有公司 42.76% 的股份，对公司的实际控制力较强。与锦江、首旅相比，华住创始人持股的民企运营机制，有利于更高效地实施经营决策。同时，民企的运营机制给予创始团队充分的发挥空间，有助于管理团队通过预判市场行情，领先行业进行产品创新。

表 13：董事会成员持股情况

持股人姓名	职位	持股数量（万股）	持股比例（%）
季琦	董事长	9952.40	33.82
赵彤彤	独立董事	2,632.47	8.94
吴炯	独立董事	800	2.72

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 14：华住、锦江酒店、首旅酒店主要股东持股情况

华住集团		锦江酒店		首旅酒店	
名称	占比(%)	名称	占比(%)	名称	占比(%)
季琦	33.82	上海锦江资本股份有限公司	50.32	北京首都旅游集团	33.68
景顺资产	10.16	弘毅(上海)股权投资基金中心	6.69	携程	15.29
赵彤彤	8.94	.....		陆股通	6.96
携程	7.49				
雅高	5.28				

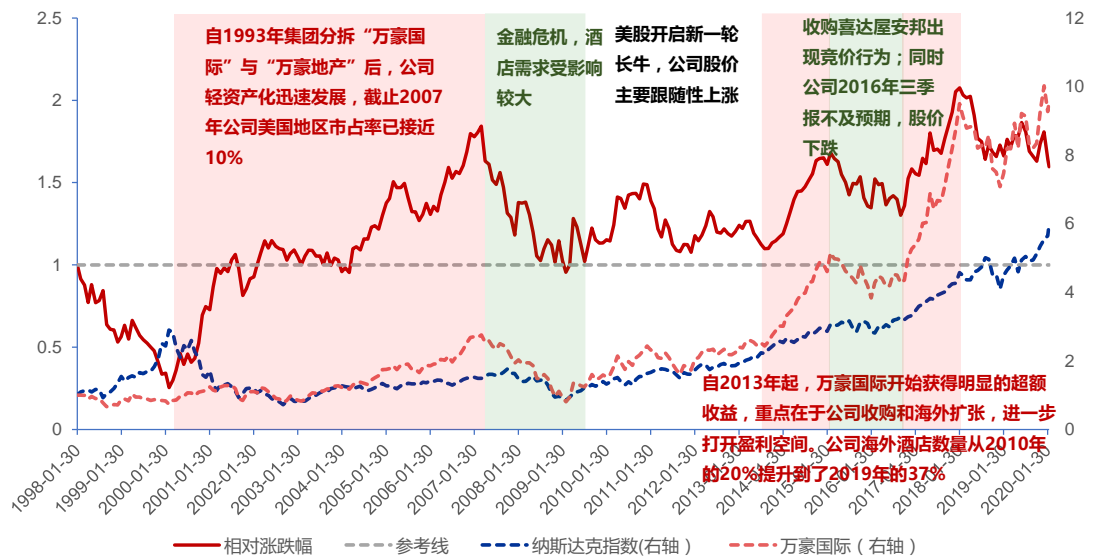
资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：华住截止 2019.12.04，锦江及首旅截止 2019 年三季度

## 4.2 对标万豪，品牌升级将带来明显溢价

**万豪国际轻资产+收并购迅速扩张，市占率仅持续提升。**1993 年万豪集团分拆业务为万豪国际和万豪地产，此后万豪国际主要以经营管理酒店业务发展，截止 2018 年末，公司仅有 1.30% 的酒店（房间数计算）为自营。自 1997 年公司完成对万丽酒店的收购后，公司加快在国际市场的布局，先后整合西班牙连锁酒店 AC Hotels，非洲最大的连锁酒店普罗蒂亚酒店（Protea Hotels）及在 2016 年正式收购喜达屋等。从宏观经济角度来看，即使对于像万豪这样的酒店巨头，也很难预判行业未来的周期走势，实现长期超越市场的入住率水平。因此，更加快速的市占率提升是判断酒店经营效率的重要指标。

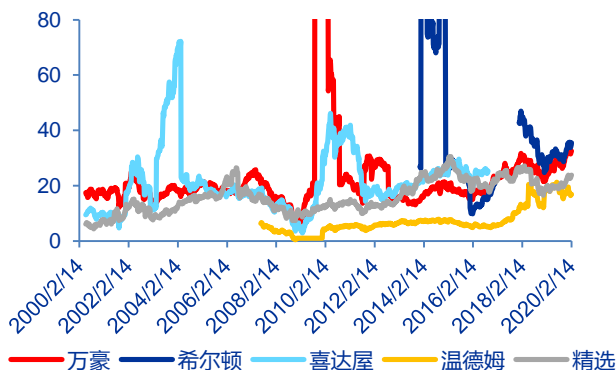
图 30：万豪国际收购+轻资产快速扩张带动股价



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

品牌升级拥有明显估值溢价，龙头公司先发优势明显。从整体竞争格局来看，美国酒店市场已相对较为集中，海外龙头公司议价能力相对更强，同时，万豪、希尔顿等龙头集团已证明海外扩张的能力，因此其估值可以给予溢价。另一方面，我们发现万豪、喜达屋（已退市）的PE估值普遍要高于经济型酒店占比更高的精选国际和温德姆，证明更高端的酒店品牌能享受更高的估值水平。华住在国内酒店集团中品牌升级占据先发优势，目前已逐步向高端品牌试水，结合优秀的经营管理能力，我们认为可以给予更高的估值溢价。

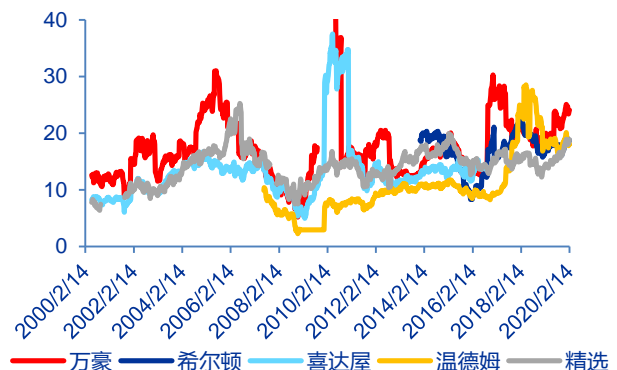
图 31：海外酒店市盈率一般在 15-25 倍之间



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

注：2018.5.18 后温德姆环球拆分，采取温德姆酒店及度假公司数据

图 32：海外酒店 EV/EBITDA 一般在 10-20 倍之间



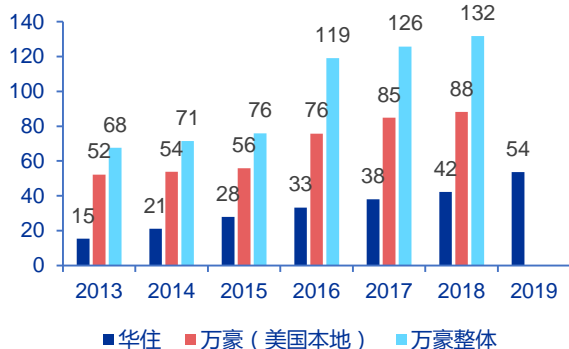
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

注：2018.6.1 后温德姆环球拆分，采取温德姆酒店及度假公司数据

华住 vs 万豪，本土酒店体量仍有翻倍空间，境外逐步成为下一发力点。截止 2019 年底，华住旗下酒店房间数为 54 万间，较万豪本土的 88 万间及全球合计的 132 万间仍有充足成长空间。2019 年 11 月 4 日，华住宣布以 7 亿欧元（约合 55 亿人民币）收购德国第一大本土酒店集团 Deutsche Hospitality 德意志酒店集团 100% 股权，股权已于 2020 年 1 月 2 日完成交割。华住目前本土酒店数量占比 96%，站在 1990 年的万豪角度，目前华住正处于海外拓展

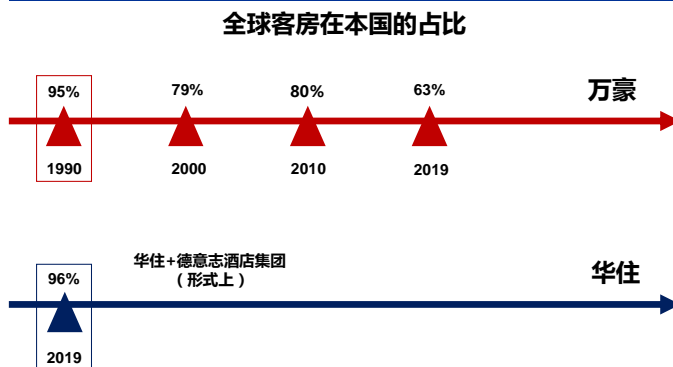
良好时机（万豪也是在剥离重资产物业公司后，以轻资产管理公司不断收购瑞兹卡尔顿、喜达屋等品牌发展壮大）。DH 旗下 5 个品牌加入到华住已有的 18 个品牌家族，除了丰富华住集团在豪华和高档领域的产品线外，或可将华住的业务带入全球化发展的新阶段。

图 33：华住 VS 万豪房间体量（单位：万间）



资料来源：Bloomberg，公司公告，申万宏源研究

图 34：华住目前处于海外扩张良好时机



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1 分部估值看华住

加盟店成长性明显，我们运用 PEG 方法进行估值。由于短期疫情冲击，我们以 2019-2021 年加盟店年复合增速 34.09% 为假设，PEG 为 1，则对应合理 PE 为 34.09 倍，以 2021 年加盟店净利润 20.75 亿元为基础，计算得到对应合理市值为 707.58 亿元。

对于直营店部分，我们用 EV/EBITDA 来考虑更加合理，方法构建：

1、对于企业倍数，我们假设行业内存在一个稳态平均，而周期性的波动会作用于 EBITDA 的多少而影响合理市值水平；

2、稳态平均的 EV/EBITDA 如何计算？我们需要找到的是一个平均水平下的 EV 和 EBITDA，因此考虑在一个周期内进行平均处理，再进一步思考，对于上行和下行两阶段，每一段的平均假设都可以作为整个周期的平均水平。

基本假设：

- 1、根据方法构建的第 2 点我们选取 2016-2019 年的数据进行计算；
- 2、假设构建出的稳态平均酒店租约到期可续约，即持续性经营；
- 3、假设构建出的稳态平均酒店无任何扩张及经营指标的变化；
- 4、加盟店为纯轻资产运营，因此假设中将公司的资产负债归入直营店计算。

表 15：华住直营店稳态 FCFE 计算（单位：万元）

	2016	2017	2018	2019E	平均值
税后净营业利润	26,230	50,167	96,871	76,205	

	2016	2017	2018	2019E	平均值
折旧摊销	68,059	77,320	86,274	89,894	
资本支出	7,128	20,645	25,463	32,724	
营运资本增加	0	0	0	0	
FCFF	87,162	106,841	157,682	133,375	
所得税	12,401	20,944	27,826	24,639	
EBITDA	106,690	148,431	210,970	190,739	
单店 FCFF	141.50	171.22	235.00	190.81	185
单店 EBITDA	173.20	237.87	314.41	272.87	250

资料来源：申万宏源研究

注：所有年份数据为基于申万宏源研究假设的拆分，与实际值可能存在偏差

表 16：华住 WACC 计算

简称	华住	Beta	1.564
报告期	2019 年三季报	股权成本 Ke (%)	15.09
行情日期	2020 年 2 月 10 日	短期利率 (%)	1.5
普通股价值 (万元)	6,916,992.52	长期利率 (%)	4.75
短期债务 (万元)	283,100.00	债务成本 Kd (%)	5.54
长期债务 (万元)	588,000.00	资本加权平均成本 (%)	14.03
无风险收益率 (%)	1.45	总资本 (亿元)	778.81

资料来源：Wind WACC 计算器，申万宏源研究

注：无风险利率选择 1 年期美国国债收益率，市场收益选择 5 年期标普 500 指数

因此我们得到以 2020 年酒店数量为基础的稳态平均水平下的企业倍数为 8.03 倍，2021 年我们预计直营店 EBITDA 为 20.78 亿元，同步考虑有息负债及现金等价物，计算出对应合理市值为 119.88 亿元：

表 17：华住直营店稳态平均的 EV/EBITDA 计算

2021 年初直营店酒店数量 (家)	683
终值 (亿元)	89.88
有息负债 (亿元) -2019 年第三季度	87.11
现金及等价物 (亿元) -2019 年第三季度	40.13
EV (亿元)	136.86
EBITDA (亿元)	17.05
<b>EV/EBITDA</b>	<b>8.03</b>

资料来源：Wind，申万宏源研究

酒店板块目前已进入下行周期的最后一个阶段，估值业绩双杀磨底。酒店板块目前已进入下行周期的最后一个阶段，估值业绩双杀磨底。短期疫情对行业有冲击，但长期不改成长基本面。目前华住开店“质”“量”均领跑同业，在国内酒店行业 3-5 年的连锁化率提升进程中，首先享有门店数量高速扩张带来的成长属性。其次，单店盈利能力为同业最优，入住率支撑性良好，品牌溢价确立后 ADR 向上空间更大，业绩向下波动风险小，向上弹性大。预计公司 19-21 年经调整后净利润 17.24/14.10/25.79 亿元。综合上述加盟+直营，公司合理市值为 827.43 亿



元，按照 6.9941 的汇率对应股价为 40.20 美元，较当前股价仍有 8.64% 空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 18：华住盈利预测拆分

亿元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净收入	81.70	100.32	108.21	110.83	130.37
yoy	24.86%	22.79%	7.86%	2.42%	17.63%
其中：直营店	63.43	74.41	74.63	71.45	76.50
yoy	23.89%	17.31%	0.28%	-4.26%	7.07%
其中：加盟店	17.87	25.25	33.18	38.98	53.47
yoy	25.53%	41.31%	31.41%	17.49%	37.18%
经营成本	56.75	65.65	70.44	74.59	76.36
毛利率	30.05%	33.90%	34.53%	32.33%	41.12%
总成本	67.84	79.97	85.37	91.99	96.69
毛利润	24.55	34.01	37.37	35.84	53.61
yoy	51.30%	38.51%	9.87%	-4.10%	49.60%
净利润	12.38	7.78	17.58	14.51	25.94
yoy	50.20%	-37.19%	126.05%	-17.48%	78.77%
直营净利润	7.26	9.32	8.25	4.73	9.12
yoy	100.49%	28.24%	-11.45%	-42.67%	92.88%
加盟净利润	4.92	7.81	11.54	12.80	20.75
yoy	9.30%	58.84%	47.80%	10.90%	62.14%
净利率	15.16%	7.75%	16.25%	13.09%	19.90%
扣非净利润	12.37	16.30	17.24	14.10	25.79
yoy	53.76%	31.75%	5.76%	-18.20%	82.89%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2017,2018 年部分数据为计算拆分得出，与实际数据可能存在误差

表 19：行业可比公司盈利预测

股票简称	股票代码	单位	收盘价 2020/2/19	市值(亿)	EPS			PE		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
首旅酒店	600258.SH	元	17.80	175.81	0.82	0.76	1.12	21.7	23.3	15.9
锦江酒店	600754.SH	元	28.19	244.37	1.16	1.02	1.55	24.3	27.6	18.2
华住	HTHT.O	美元	37.00	108.90	0.84	0.68	1.25	44.2	54.0	29.5

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 5.2 风险提示

开店速度不及预期；经营环境受宏观经济影响；疫情持续时间超出预期对加盟商造成经营压力等。

**表 20：华住合并利润简表（单位：百万元）**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8170	10063	10821	11083	13037
营业税和相关税费抵减	0	0	0	0	0
净收入	8170	10063	10821	11083	13037
运营成本	5674	6476	7044	7459	7636
其他运营成本	17	15	0	0	0
销售费用	215	348	371	436	448
管理费用	691	851	858	934	1033
前期开业费用	206	255	327	433	552
营业成本合计	6804	7945	8600	9261	9669
其他营业收入/费用	71	226	0	0	0
营业利润	1438	2344	2220	1821	3368
利息收入	113	148	316	310	350
利息费用	87	244	264	272	318
其他收入	164	203	0	0	0
公允价值变动损益	0	-914	0	0	0
汇兑损益	-18	-144	0	0	0
除税前利润	1608	1393	2273	1860	3401
所得税	360	569	523	428	782
投资收益	-12	-97	0	0	0
净利润	1237	727	1750	1432	2619
少数股东损益	-1	11	26	22	40
归母净利润	1237	716	1724	1410	2579
调整后净利润	1237	1630	1724	1410	2579

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 21：华住合并资产负债简表（单位：百万元）**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产总计	17427	23993	45072	46135	48061
流动资产合计	5761	6974	7032	8410	10440
货币资金	3475	4262	4176	5377	7363
受限制现金	481	622	622	622	622
短期投资	130	89	89	89	89
应收账款	163	195	219	220	259
应收关联方款项-流动资产	119	176	131	142	150
预付租金-流动资产	660	955	1022	1096	1128
存货	24	41	29	31	34
贷款应收款-流动资产	381	94	166	213	158
其他流动资产	329	540	578	620	638
非流动资产合计	11666	17019	38041	37725	37621
固定资产-物业及设备	4523	5018	5395	5629	5975
无形资产	1644	1834	1834	1834	1834
土地使用权	140	220	220	220	220
长期投资	2362	6152	6152	6152	6152
商誉	2265	2630	2630	2630	2630

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
贷款应收款-非流动资产	42	189	189	189	189
其他非流动资产	365	471	21071	20471	19971
递延税项资产-非流动资产	326	505	550	600	650
负债及股东权益总计	17427	23993	45072	46135	48061
负债合计	10953	17674	37003	36634	35941
流动负债合计	3677	5969	9848	10329	10586
短期借款	131	948	2000	2000	2000
应付账款	767	890	1043	1399	1602
应付关联方款项	37	75	75	75	75
应付职工薪酬	427	521	521	521	521
递延收入	832	1005	1005	1005	1005
应计费用和其他流动负债	1265	1607	1720	1844	1898
应付股利	0	658	219	219	219
应付所得税	218	265	265	265	265
合同负债	0	0	3000	3000	3000
非流动负债合计	7277	11705	27155	26305	25355
长期借款	4922	8812	5812	5312	4812
递延支出-租金支出	1380	1507	20167	19713	19162
递延收入-非流动负债	172	458	266	298	341
其他非流动负债	381	453	386	406	415
递延税项负债-非流动	422	475	525	575	625
资本公积	3624	3713	3713	3713	3713
留存收益	2754	2610	4334	5744	8323
其他综合性收益	168	-42	-42	-42	-42
归属母公司股东权益	6439	6174	7898	9308	11887
少数股东权益	36	145	193	233	429
股东权益合计	6474	6319	8069	9501	12120
总负债及总权益	17427	23993	45072	46135	48061

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 22：华住合并现金流量简表（单位：百万元）**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1237	727	1750	1432	2619
坏账准备计提	2	10	0	0	0
折旧及摊销	789	891	414	486	578
可转换票据发行成本摊销	3	28	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	182	35	0	0	0
股权激励费用计提/(回拨)	66	83	-53	-38	-33
投资损失	-148	1166	0	0	0
递延所得税资产减少（增加以“—”列示）	-76	-91	-45	-50	-50
(增加)/减少存货	3	-14	12	-2	-2
经营性应收项目的减少	-346	-439	-117	-134	-23
经营性应付项目的增加	532	513	3153	357	203
递延租金-营运资本变动前	209	140	-364	82	36
经营活动产生的现金流量净额	2453	3049	4800	2182	3378
收回投资所收到的现金	0	0	0	0	0

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	142	185	0	0	0
收到其他与投资活动有关的现金	-303	440	0	0	0
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	-827	-1195	-790	-720	-924
投资所支付的现金	-5169	-5455	0	0	0
支付其他与投资活动有关的现金	-559	-320	-20600	600	500
投资活动产生的现金流量净额	-6716	-6345	-21390	-120	-424
在行使购股权后发行普通股的所得款	9	14	0	0	0
取得借款收到的现金	3770	5203	1052	0	0
收到其它与筹资活动有关的现金	17	21	0	0	0
偿还债务支付的现金	-1946	-937	-3000	-500	-500
支付的其它与筹资活动有关的现金	77	-53	18400	-400	-500
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-316	0	53	38	33
筹资活动产生的现金流量净额	4536	4248	16505	-862	-967
现金及现金等价物净增加额	240	928	-86	1200	1986

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。