

华住集团-S (1179.HK): 三位一体 前瞻布局, 引领“中国住宿”新未来

2020年12月02日

推荐/首次

华住集团-S 公司报告

十五载乘风破浪, 成就华住龙头地位。内生发展、外延并购、高效整合, 公司规模稳步扩张, 位居全国第二, 全球第九。加盟门店占比 87.7%, 中高端占比 33.1%, 且近年来不断提升, 产品结构持续优化

后者者心怀大格局, 卓越的管理团队是打造竞争优势的内在基因。创始人季琦曾先后创立携程网和如家酒店, 并将行业经验融入到华住的发展过程中来, 从 2005 年公司初创, 到 2012 年中高端转型, 再到 2019 年市场下沉, 季琦三次回归推动公司变革, 以前瞻布局持续引领行业风向。

面向未来, 放眼全国, 策略性下沉, 再度领跑市场。在消费升级浪潮和城镇化进程不断推进的背景下, 相比于存量竞争的一二线城市, 连锁化率相对较低的三线及以下城市仍然有巨大发展空间。公司在强化一二线区位优势的同时, 通过优势品牌迭代升级, **深耕三四线下沉市场, 完备高效的商业模式, 提供稳定管理输出的坚实后盾, 拓店目标持续高速, 长尾市场有望形成有效突破。**

高效务实的战略, “品牌、流量、技术”三位一体, 从收入端和成本端双向提高投资回报, 建立竞争优势。多样化质控手段实现标准化服务体验, 保证优质的品牌形象。产品理念持续更新迎合消费需求从“性价比—安全卫生—商务社交—健康生活—多样化个性服务”的转变, 树立时尚优雅的品牌格调, 品牌效应带动公司议价能力提高, 拓宽收入端增长边界。会员体系完善, 引流效应强大, 直销渠道降低对 OTA 的依赖, 更低的获客成本打开门店利润空间。自主研发四大技术基础设施、五大数字化举措, 赋能酒店经营实现从耗材采购—硬件维护—客户关系—入住服务—收入管理的全流程自动化, 经营效率行业领先。疫情影响叠加人口红利减弱, 酒店行业作为服务业必将向精细化和智能化转型, 公司通过三位一体的经营战略率先实现精细化管理, 竞争优势将进一步凸显。

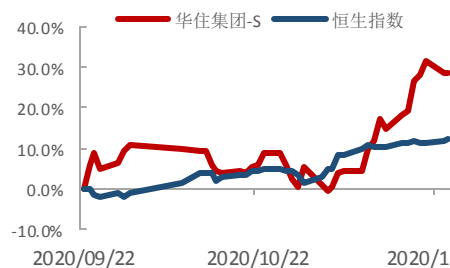
“全品类+多品牌”布局拓展市场深度和广度。核心品牌突出, 汉庭历经五代升级, 通过集约建造缩短装修工期, 减少初始投资, 通过功能更新提升入住体验, 三高三低的策略助力汉庭后来居上, 成为目前国内规模最大的经济型品牌。中端品牌全季兼具东方美学的装修风格和舒适智能的入住体验, 在中端品牌中拥有最高的消费者认可度, 凭借其持续高于同定位其他品牌的 RevPAR (14-19 年较四星级酒店平均高出 34%) 验证优质产品模型, 进一步巩固中端市场地位。整体看, 公司产品矩阵完善, 全面覆盖经济型、中端、中高端及高端市场, 每个细分市场包含多个差异化品牌, 满足加盟商和消费者的多样化需求。

随着疫情恢复, 未来国内酒店行业有望延续疫情前的复苏周期, 华住作为龙头公司有望于今年年底至明年上半年在同比低基数的情况下恢复至往期水平。同时, 疫情加快了行业供给端的出清, 单体酒店经营承压, 龙头集中度有望进一步提升。未来公司加速展店步伐, 进军下沉市场, 打造国民酒店, 点亮万家灯火。本次赴港上市也将提升公司资本运作空间, 助力其抓住疫情期间的整合机会, 进一步提高市场占有率, 实现长期拓店目标。

公司简介:

华住是国内龙头酒店之一, 专注于经济型、中高端、高端酒店的投资与运营管理, 品牌矩阵完善, 门店及客房规模全国第二, 全球第九。

上市以来股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518070001

分析师: 王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520050002

公司盈利预测及投资评级：我们预计 2020-2022 年公司整体实现营收 98.30/167.62/210.93 亿元，同比-12.3%/70.5%/25.8%，实现经调整的 EBITDA（Non-GAAP）-7.66/48.10/63.64 亿元，实现归母净利润 -18.25/22.57/32.02 亿元，EPS -6.04/7.02/9.96 元，对应 2021-2022 年 PE 估值 55.73/39.29 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：疫情发展超预期，新店扩张速度不及预期，加盟管理风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,063.0	11,212.0	9,829.6	16,761.7	21,093.4
增长率（%）	23.2%	11.4%	-12.3%	70.5%	25.8%
归母净利润（百万元）	715.6	1,768.0	-1,825.3	2,257.3	3,201.7
增长率（%）	-42.2%	147.1%	-203.2%	223.7%	41.8%
每股收益（元）	2.54	6.22	(6.04)	7.02	9.96
PE	-	-	-	55.73	39.29

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 乘风破浪，十五载发展成就行业龙头	4
1.1 内生发展+外延并购，品牌结构持续优化	4
1.2 品牌互补+高效整合，巩固行业龙头地位	5
2. 前瞻布局，效率为先打造行业标杆	6
2.1 卓越的管理团队：打造竞争优势的内在基因	7
2.1.1 创始人洞察行业，引领变革	7
2.1.2 高效协同的管理团队，充满活力的企业文化	8
2.2 市场的引领者：再看消费升级与市场下沉	9
2.2.1 回望过去：中高端布局彰显前瞻眼光	9
2.2.2 展望未来：下沉战略扩宽增长空间	9
2.3 高效的经营战略：三位一体提高经营效率	10
2.3.1 品牌效应突出，服务体验优化	11
2.3.2 会员体系完善，引流效应强大	12
2.3.3 技术平台赋能，经营效率领先	13
2.4 优质的酒店品牌：产品矩阵完善，核心品牌突出	14
2.4.1 汉庭：规模快速增长的经济型品牌	15
2.4.2 全季：商业模式突出的中高端品牌	17
3. 扬帆起航，资本支持加速扩张步伐	18
3.1 疫情加速行业出清，龙头引领复苏周期	18
3.2 加速展店步伐，点亮万家灯火	18
3.3 赴港融资积蓄实力，助力公司逆势扩张	20
4. 投资建议及风险提示	20
4.1 投资建议	20
4.2 风险提示	21

插图目录

图 1：华住拓店步伐稳健，门店数持续增长	4
图 2：华住旗下核心品牌快速发展	4
图 3：华住加盟门店占比持续提升	5
图 4：华住中高端门店占比持续提升	5
图 5：三大龙头酒店门店数	5
图 6：三大龙头酒店营收情况	5
图 7：三大龙头公司重大收购事件时间轴	6
图 8：华住酒店竞争优势	7
图 9：华住酒店集团股权结构图（截至 2020 年 3 月）	7
图 10：三大龙头公司主要中高端酒店门店各等级城市占比	9
图 11：华住提出“爱干净，住汉庭”口号	11

图 12: 全季酒店商务社交空间	11
图 13: 桔子酒店健身空间	12
图 14: 桔子水晶的设计感	12
图 15: 华住会员人数 (万人)	12
图 16: 华住会员权益体系	12
图 17: 华住技术基础设施及数字化举措	13
图 18: 华住与其他酒店人房与人工成本率比较	14
图 19: 华住酒店品牌矩阵	14
图 20: 华住酒店品牌发展历程	14
图 21: 汉庭门店情况	15
图 22: 汉庭与锦江之星门店数量对比	15
图 23: 汉庭 2.7 示意图	16
图 24: 汉庭 3.0 示意图	16
图 25: 汉庭的智能化设备及健身功能区	16
图 26: 全季酒店门店数情况	17
图 27: 全季与相同定位酒店 RevPAR 表现对比	17
图 28: 调研企业恢复营业门店比重百分比 (2020.7.27)	18
图 29: 华住酒店 OCC 恢复情况	18
图 30: 禧玥酒店	19
图 31: 花间堂酒店	19
图 32: 全季酒店	19
图 33: 汉庭酒店	19

表格目录

表 1: 华住酒店发展里程碑	4
表 2: 华住酒店组织架构变动情况	8
表 3: 汉庭酒店模型演变情况	15
表 4: 全季酒店模型演变情况	17
表 5: 全季酒店投资模型	17

1. 乘风破浪，十五载发展成就行业龙头

1.1 内生发展+外延并购，品牌结构持续优化

华住酒店成立于 2005 年，最初以汉庭品牌进军经济型市场，十五年来不断进行产品升级和技术创新，目前已经成为中国第二大及全球第九大酒店集团。公司形成了完善的品牌矩阵，全面覆盖经济型、中端、中高端、高端市场。作为我国酒店行业龙头公司之一，始终立足国民住宿需求，打造中国式服务，推动中国酒店行业高速发展。

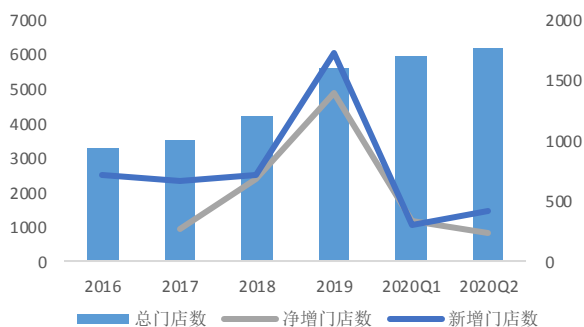
表1：华住酒店发展里程碑

时间	事件
2005.08	汉庭第一家酒店昆山火车站店试营业
2007.05	汉庭开放特许加盟
2007.07	完成第一轮 8500 万美元融资
2008.07	完成第二笔融资 5500 万美元
2010.02	部分汉庭酒店升级为汉庭全季酒店（全季酒店前身）
2010.03.26	汉庭在美国纳斯达克成功上市（NASDAQ:HTHT）
2012.11.21	汉庭酒店集团更名为华住酒店集团，将汉庭全季独立为全季酒店，旗下四大酒店体系：全季、星程、汉庭、海友
2014.12	华住与雅高缔造长期战略联盟，接手雅高旗下中端和经济型酒店品牌包括宜必思、美居等在大中华区的经营
2017.02	华住以 36.5 亿元人民币的价格全资收购桔子水晶酒店集团 100% 股权
2017.07	美国《Hotels》杂志公布 2016 年度世界酒店集团 325 强，华住酒店集团全球酒店排名提升至第 9 位
2018.11	华住研发中心在上海江桥揭幕
2019.11	以 7 亿欧元（约合 54.28 亿人民币）的价格收购德意志酒店（DH 酒店集团）集团

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

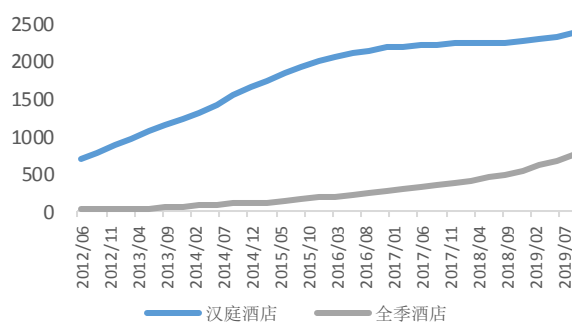
多年来，公司通过内生发展和外延合作并购，积极扩张规模。内生发展方面，核心品牌汉庭（经济型）、全季（中高端）一直强势发展，2020 年 6 月末，汉庭已在营 2638 家门店，位居国内第一，全季已在营 926 家门店，位居全国第二。外延合作并购方面，公司 2014 年 12 月起与雅高在国内开展合作关系，并通过收购桔子、花间堂、DH 酒店，逐渐完善各类市场布局：目前桔子酒店已由 17 年并购时的 138 家门店增长至 364 家，花间堂酒店由 19 年并购时的 21 家门店增长至 25 家，DH 酒店目前共有直营/加盟门店 58/50 家。

图1：华住拓店步伐稳健，门店数持续增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

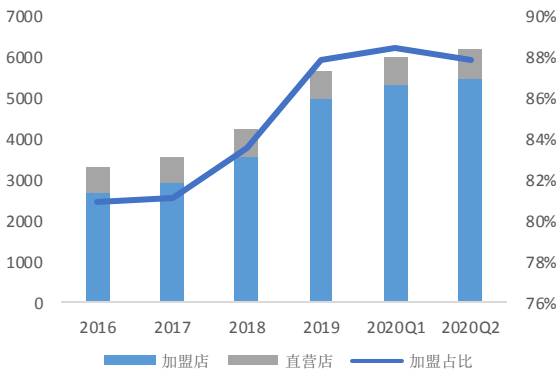
图2：华住旗下核心品牌快速发展



资料来源：wind，东兴证券研究所

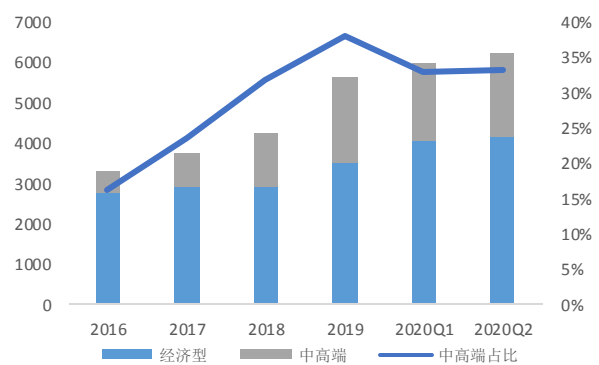
从门店结构来看, 加盟门店占比和中高端酒店占比不断提高, 产品结构持续优化。截至 2020 年 6 月 30 日, 公司共拥有 6187 家在营酒店, 其中自营/加盟分别 758/5429 家, 加盟门店占比 87.7%, 连续 4 年持续提升。同时, 待开发酒店 2375 家, 其中自营/加盟分别 54/2321 家, 加盟门店占比 97.73%, 预计未来加盟占比将进一步提升。截至 2020 年 6 月 30 日, 公司经济型/中高端酒店分别 4140/ 2047 家, 中高端占比 33.1%。根据千城万店规划, 2022 年中端及高端门店占比将达到 45-50%, 未来仍有 12-17pct.提升空间。

图3: 华住加盟门店占比持续提升



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图4: 华住中高端门店占比持续提升

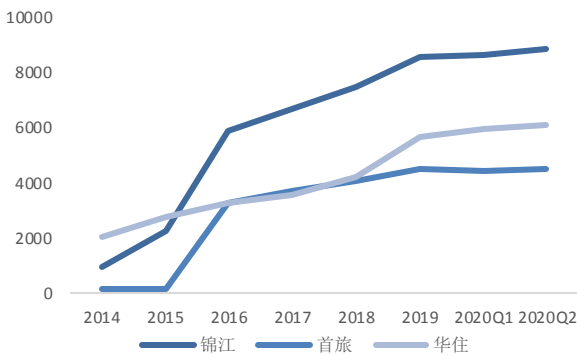


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.2 品牌互补+高效整合, 巩固行业龙头地位

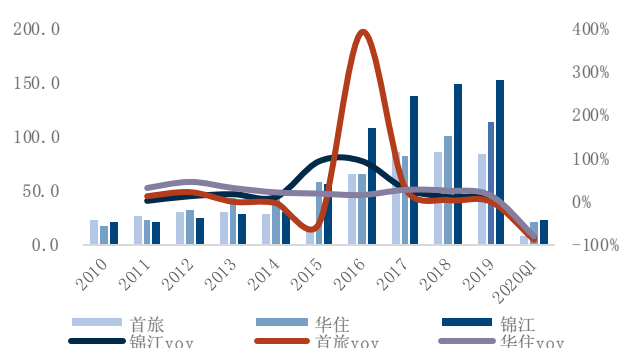
目前我国酒店行业已形成锦江、华住、首旅三大龙头公司, 且龙头市占率正进一步提高。根据盈蝶咨询数据, 按房间数计算, 2019 年, 锦江酒店市占率由 18.31% 上升至 19.5%, 华住由 10.19% 升至 11.99%, 首旅如家保持 9.3% 不变, 三大龙头合计约占酒店市场的 40% 左右。

图5: 三大龙头酒店门店数



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

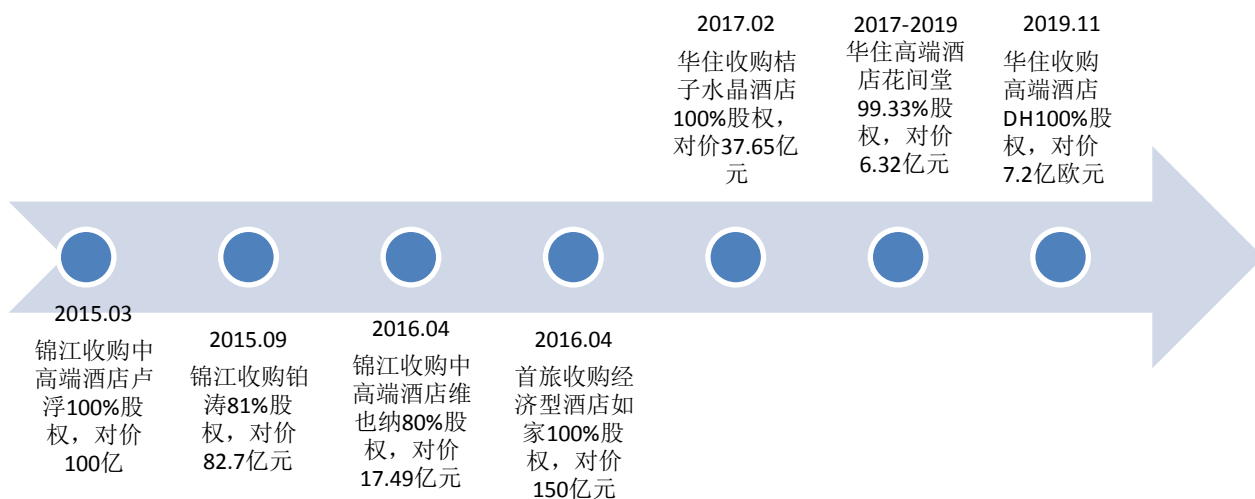
图6: 三大龙头酒店营收情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2015 年开始, 酒店行业进入深度整合期, 三大龙头公司纷纷开启并购步伐, 并呈现出不同的并购特点, 酒店行业格局也随之发生重大变化。

图7: 三大龙头公司重大收购事件时间轴



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

锦江: 多项收并购弥补中高端市场空白, 实现规模快速增长。2015年锦江收购卢浮、铂涛酒店, 2016年收购维也纳酒店, 这两年间锦江门店数和营业收入均快速增长, 跃升为三家酒店中规模最大的一家。并购标的的整合方面, 19下半年铂涛、维也纳管理层相继调整完成, 今年5月, 锦江集团进行组织架构调整, 将锦江都城、维也纳、铂涛酒店集团合并为锦江酒店(中国区), 在平台搭建的同时, 不同品牌的文化和优势也将持续碰撞, 预计将在一到两年后得到沉淀和融合, 实现集团层面的统一规划、协同发展。

首旅: 收购如家跃升为三大龙头之一。2016年公司完成如家集团收购且合并财务报表, 全面整合如家门店, 公司总门店数大幅提高至3000+, 跃升至三大龙头公司行列, 营业收入也于当年大涨390%。但后续拓店速度略低于其他两家, 19年起首旅拓店重上快车道, 年均拓店800家。

华住: 注重收购标的对自身品牌矩阵的补充。2017年收购的桔子为中高端品牌, 风格注重设计感, 定位年轻消费者, 与风格优雅简约, 定位商旅人群的全季形成互补, 丰富了中高端品牌矩阵。2017-2019年收购的花间堂为本土高端旅游品牌, 是公司开拓国内高端旅游市场的重要一步。2019年收购的DH酒店为国际高端品牌, 将助力公司进军国际市场, 实现海外品牌本土化的战略布局。

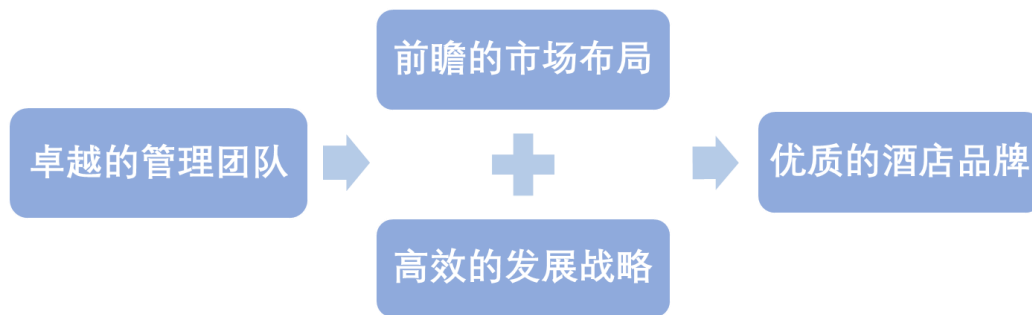
此外, 完备的管理体系, 支撑公司对并购标的快捷高效整合。桔子酒店自17年收购之后, 快速实现了技术系统、会员体系、开发团队的对接, 门店数从收购时的138家快速增长至364家, 年均复合增速38%。2019年底收购的DH酒店, 仅用时10个月, 就已实现境外酒店信息系统的搭建和经营数据的对接, 整合速度行业领先。

2. 前瞻布局, 效率为先打造行业标杆

华住作为国内酒店龙头, 门店数全国第二, 产品矩阵完善, 核心品牌突出, 产品模型受到市场的广泛认可。公司的竞争优势从何而来, 是否能够保持?

我们认为, **卓越的管理团队是打造竞争优势的内在基因**, 创始人极富企业家精神推动变革, 专业经理人落实管理。市场布局方面, 创始人季琦透过丰富的创业经历形成前瞻性的战略眼光, **选择具有增长潜力的细分赛道**, 无论是过去中高端市场的消费升级, 还是未来三四线城市的下沉战略, 都能**提前布局, 占据先发优势, 成为市场的引领者**。经营管理方面, **“品牌、流量、技术”的经营战略实现精细化管理, 提高收入、降低成本, 提升门店经营效率和加盟商投资回报**。此外公司注重**品牌矩阵的布局和产品模型的打磨**, 通过持续的升级改造保持良好的品牌形象。以上多方因素, 共同筑造起华住竞争优势的护城河。

图8: 华住酒店竞争优势

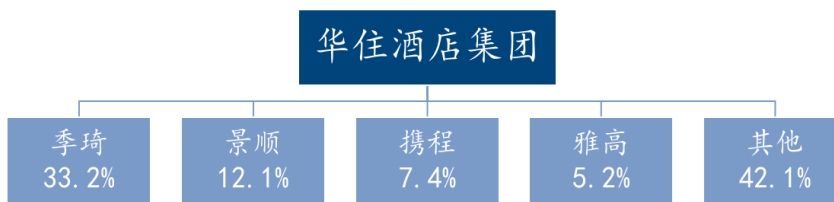


资料来源: 东兴证券研究所

2.1 卓越的管理团队: 打造竞争优势的内在基因

以创始人为主导的股权结构充分保证了创始团队对重要决策和发展方向的控制力, 调动管理层积极性, 提升整个公司的效率和活力。

图9: 华住酒店集团股权结构图 (截至 2020 年 3 月)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.1.1 创始人洞察行业, 引领变革

创始人季琦创业经历丰富, 1999 年与沈南鹏、梁建章、范敏等人联合创办携程网, 历任首席执行官、总裁; 2002 年代表携程出资联合创办如家酒店, 担任首席执行官; 2005 年独立创办汉庭酒店, 即今天的华住酒店, 担任首席执行官及董事长。始终处于行业变革之中, 以及深刻行业认知和经验的积累, 是其在华住发展的关键时期做出前瞻性判断的坚实支撑。

2005年, 季琦创办汉庭酒店, 并担任 CEO, 当时的锦江已经过 9 年发展, 如家也已成立 3 年。但汉庭凭借经济型酒店的定位和标准化的服务站稳脚跟, 并通过特许加盟模式快速扩张, 从第一家昆山火车站店开到 100 家以上, 实现了从 0 到 1 的突破, 业务发展步入正轨。

2012年, 季琦再次回归 CEO 职位, 取“中华住宿”之意, 将公司改名“华住”, 意为打造中华住宿业的世界级酒店集团。为公司指明新的战略方向: 开店以加盟为主, 积极开拓中端市场, 涉足高端市场。当时国内众多酒店集团的目光仍然停留在经济型身上, 而公司在中端市场的前瞻性布局抓住了消费升级的浪潮, 为日后的竞争优势打下了坚实基础。

2019年, 季琦重任 CEO, 侧重于国内业务的运营, 并强调未来在强化中高端优势的基础上, 三年深耕下沉市场, 加速实现万家灯火计划。未来, 公司也将关注中高端市场, 实现全球化布局, 引领市场发展方向。

2020年, 疫情的出现使酒店行业受到挑战, 在巨大的经营压力下, 季琦对酒店业发展的五大趋势进行预测: “星级走向品牌化、本土品牌逐渐崛起、单体走向连锁化、全服务走向精选化、地产配套走向投资工具化”, 并提出后疫情时代酒店投资的八大红利: “投资红利、品牌化红利、内循环红利、增长红利、流动性红利、城市化红利、下沉红利和人口红利”。结合行业趋势预判, 华住的战略方针也进一步明确, 下沉市场重塑经济型、推广软品牌, 高端市场切合消费升级、承接内循环消费。

表2: 华住酒店组织架构变动情况

时间	事件
2005-2009.08	季琦担任 CEO, 创办汉庭酒店, 并开放特许加盟模式。
2009.09-2012.01	原集团 COO 张拓接任 CEO, 创始人季琦继续担任执行董事长。
2012.01-2015.05	季琦再次担任 CEO, 将公司改名“华住”, 意为打造中华住宿业的世界级酒店集团。同时在经营战略上也做出了调整: 开店以加盟为主, 积极开拓中端市场, 涉足高端市场。大力发展核心品牌全季, 并相继入股中端酒店星程, 与雅高达成长期战略联盟, 接手旗下一系列中高端和经济型品牌。
2015.05-2019.11	张敏接替季琦担任华住的首席执行官, 她从全球化的角度出发, 领导华住快速发展并实施多品牌战略。
2019.11	季琦重任 CEO, 侧重于国内业务的运营, 并强调未来三年要加速实现万家灯火计划。同时, 公司也将突破中高端酒店, 实现全球化布局。原集团 CEO 张敏为华住执行副董事长, 专注于国际化扩张。
2020.05	管理层架构再次进行调整, 设立华住集团和华住中国两个管理架构, 季琦继续担任董事长兼 CEO, 聚焦在创新、变革、战略、探索等领域。同时任命金辉为集团总裁兼中国 CEO, 更好的聚焦中国市场。

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.1.2 高效协同的管理团队, 充满活力的企业文化

管理团队是企业家精神与专业管理人的结合, 同时也是总部管控与区域授权的结合。公司从创立到变革, 往往是由富有企业家精神的季琦开局, 张拓、张敏等拥有现代企业经营经验的专业管理人进一步落实管理, 在不同发展阶段相互配合, 共同实现公司的长期发展。今年疫情期间, 管理团队深入调研市场并确立 56 个军区, 拓展当地业务。每个军区中, 都包含本地人员参与管理, 保证对当地经济、人口、文化的精准把握, 实现总部的标准化管理与各区域的业务特点的平衡。

“打造中华住宿业的世界级酒店集团”目标清晰远大, “奋斗为本, 结果导向”的企业文化下, 从创始人到管理层再到一线员工, 都保持着强烈的责任感和使命感。创始人季琦从公司创立至今, 始终坚持深入一线探索产品问题, 研究顾客核心需求。管理团队始终保持与一线加盟商、员工、门店的交流, 指导日常经营管理决策。一线门店店长定期召开经营总结会, 回顾经营情况, 传达和落实经验政策。这种“奋斗为本, 结果导向”的企业文化, 保持了公司活力, 见证了华住从创立之初, 一步步成为行业龙头。

2.2 市场的引领者：再看消费升级与市场下沉

龙头公司要想保持高速发展，必然要深刻理解行业逻辑，把握市场趋势，实现公司的高质量快速扩张。纵观华住的发展历程，无论是过去中高端市场的消费升级，还是未来三四线城市的下沉战略，都通过**提前布局**，占据先发优势，成为市场的引领者。

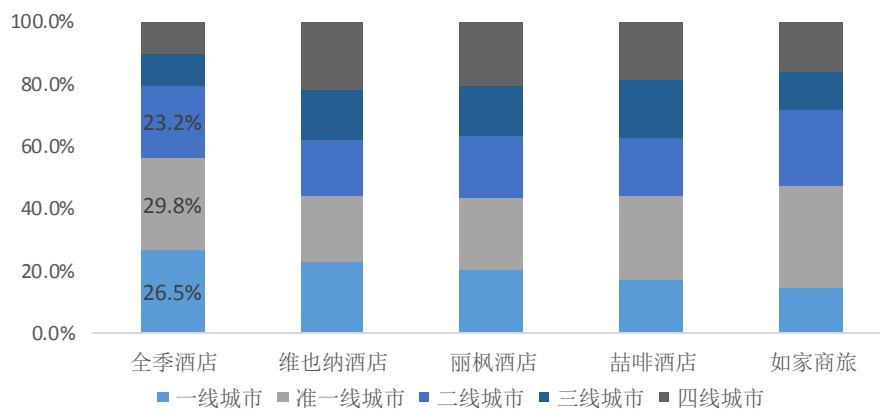
2.2.1 回望过去：中高端布局彰显前瞻眼光

2012年，公司就曾在创始人季琦的推动下，抢先一步布局中端市场，将“积极开拓中端市场”列为重要发展战略。当时国内其他酒店集团的目光仍然停留在经济型身上，主推的核心品牌均以如家、七天、锦江之星等经济型为主。华住提前注意到消费升级的趋势，加快中高端品牌全季的开店步伐，为日后的竞争优势打下了坚实基础。

2018年市场普遍开始加码中高端市场时，全季品牌已经在全国拥有553家门店，2012-2018年均复合增长率达64%，门店数位居国内第二。与此同时，公司相继入股中端酒店星程，与雅高达成长期战略联盟，接手旗下的一系列中高端和经济型品牌宜必思、美居等在大中华区的经营，收购中高端品牌桔子酒店，通过外延并购完善中高端市场布局。

高线城市的中高端布局也助力公司形成了区位优势。截至2020年3月31日，公司境内酒店中，上海、北京、广州、深圳、杭州五个城市门店数占比达到23.3%，处于行业较高水平。华住旗下的中高端品牌全季的高线城市门店占比显著高于锦江、首旅旗下的中高端品牌。

图10：三大龙头公司主要中高端酒店门店各等级城市占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

目前，一二线城市对存量非酒店物业转化为酒店限制日趋严格，新增供给有限，优质点位日益稀缺。三大龙头旗下连锁品牌的加盟签约年限一般为10-15年，再考虑到品牌转换所产生的宣传成本、装修改造成本、信息系统成本等，加盟商将保持一定的续签率。因此，受益于过往的中高端战略，公司在高线城市的区位优势已经形成，且短时间内不易改变。

2.2.2 展望未来：下沉战略扩宽增长空间

2019年，季琦重任公司CEO，对于未来3-5年的发展方向，华住提出了下沉战略，放眼全国，持续深耕三四线下沉市场。那么在当前消费升级的大背景下，如何理解华住的下沉战略？

从整个行业来看,消费升级是大势所趋,随着居民收入水平提升,人们愿意花更多的钱去买更高品质的产品,享受更好的服务。在这样的趋势下,我国酒店行业也必然经历“单体酒店—经济型酒店—中端酒店—中高端酒店—高端酒店”的发展历程。但值得注意的是,我国人口众多,消费市场空间巨大,不同细分市场的变化往往并不是同步的,不同地区居民收入水平、消费能力存在差异,在整个消费升级周期中所处的阶段自然不同。通常来说,消费升级的浪潮往往从高收入人群向低收入人群过渡,从一二线城市向三四线城市过渡。

酒店行业经历了几年的产品升级,目前一二线城市大部分满足条件的存量物业已经基本实现了经济型向中高端的升级,同时考虑到供给端物业改造的限制,一二线城市增量机会相对有限且竞争趋于白热化。预计未来一二线城市的机会主要集中于:疫情期间商业物业闲置率提高,租金下降,带来的酒店翻牌机会和租赁成本下降机会;以及中高端酒店向高端升级,国外品牌退出,高端酒店本土化的机会。

相比之下,三线及以下城市仍有广阔的增长空间。随着城镇化的推进、区域经济的均衡和铁路航空等基础设施的改善,三线及以下城市居民收入有了显著提升,2017年我国人均收入排名前30的三线城市,包括绍兴、嘉兴、温州等地,人均年收入均在3万以上,已经达到了我国中等收入水平。

相应地,在酒店消费上,低线城市也逐渐产生了对标准化连锁酒店的需求。过去这部分市场尚未完全被连锁酒店集团挖掘,主要由大量非标准化的单体酒店构成,根据弗若斯特沙利文数据,2019年我国三线及以下城市酒店市场连锁化率仅为21.1%,低于全国酒店连锁化率24.9%。但随着OYO的入局和扩张,教育后市场下,消费升级的浪潮已逐渐过渡到低线城市,三线及以下城市也完全可以容纳一定数量经济型甚至中端酒店。

同时,全球疫情背景下我国经济“内循环”战略,完善国内产业链,将充分激发各地区经济活力;低线城市作为经济内循环的重要一环,将展现出更强的增长潜力。随着疫情的恢复,三四线城市、经济型酒店在疫后呈现了更迅速、更稳健的复苏态势,周边游、本地游等围绕区域经济展开的消费市场正在崛起,各地政府也有吸引人流量,打造本地产业,发展本地经济的客观需求,酒店作为基础设施建设的重要内容,也将迎来新的增长点。在新的时代背景下,华住的下沉战略顺应时代及行业趋势,未来有望释放巨大增量空间。

第一,下沉战略不是品牌的下沉,而是区域的下沉、目标客户下沉。也就是说,公司是基于市场趋势,认识到三线及以下城市品牌化率相对较低,潜力巨大,将业务拓展区域定位于低线城市。而这些区域,目前需要的正是中端及经济型酒店。

第二,公司虽然强调下沉战略,但并不是忽略中高端市场,只是在过去几年市场广泛关注中高端的情况下,强调三线及以下城市也是一个重要的增长点,从而实现产品结构的平衡。按照华住的千城万店计划,经济型和中端是重要的发展方向,2022年达到万店之时,公司经济型酒店占比50-55%,中高端酒店占比40-45%,高端酒店占比5%以下。考虑单店客房后,经济型客房占比45-50%,中高端客房占比45-50%,高端客房占比5%。中高端占比相对目前来说,仍然是上升趋势,且该结构与我国人口收入结构基本匹配,将实现产品结构的平衡和公司的协调发展。

第三,公司具有在下沉市场拓展业务的实力和客观条件。下沉市场的物价水平、人口密度、商旅活动频率相对较低,收入自然相对低于高线城市,因此需要更强大的物业选址、品牌选择、精细化管理等能力,打磨出适应低线城市的产品模型,才能为加盟商带来较高的投资回报。华住过往在选址、引流、平台搭建等方面都表现出色,在未来的下沉战略中,也会对低线城市的人口结构、人均收入、基础设施、文化审美等因素进行考察和测算,最终决定适合当地的品牌组合,从而保证低线城市加盟商的投资回报。

2.3 高效的经营战略:三位一体提高经营效率

2019年,公司在经营层面提出“品牌、流量、技术”三位一体的战略。酒店行业的消费终端是入住顾客,但酒店管理公司要吸引更多的加盟商才能获得更高的流水收入。酒店加盟商最看重的是投资回报,在疫情冲击业主现金流紧张的情况下更是如此,公司三位一体的经营战略注重经营效率提升,将更好地满足加盟商对投资回报的要求。

首先,品牌效应获取消费者认可,提高溢价能力,带来收入端的提高;会员系统提高客流量,减少对OTA的依赖,带来收入端的提高和成本端的节约;技术平台提高经营效率,降低人房比,带来成本端的节约。基于这样“三位一体”的创新型商业模式,华住将进一步夯实在市场上的龙头地位,打磨更优质的产品和服务,公司扩大加盟规模,强化业务增长趋势。

2.3.1 品牌效应突出,服务体验优化

品牌效应的本质,是消费者基于消费体验和大众认知等因素,对特定品牌产品的认可,这种认可能够降低消费者的识别和选择成本,为品牌带来更多的客源和销量,从而实现收入的提高。为树立品牌效应,华住注重提高消费者的服务体验,保证服务的标准与品质。

多样化质控举措,保证服务的标准化。公司通过大数据监测用户评价,构建对客户的认知,并及时进行反馈和改进。定期举行经营总结会,全国店长共同回顾经营情况,分享优秀门店经营经验。设立服务体验官,既与客户交流意见,又与高管定期反馈,用体验官的评价驱动运营品质提升。

持续更新产品理念,保证服务的品质。随着国民收入的提升,居民消费偏好逐渐从过去的价格导向转移至质量、体验、品牌导向,80、90后逐渐成为消费市场的主力,新一代消费者物质生活相对丰富,消费更加理性和自信,重视个人体验、心理感受、审美意趣和文化涵养。公司基于对消费者偏好的洞察和把握,在物业设计、空间规划、增值服务等方面进行前瞻性规划。一改以往酒店模型以客房数量为导向的理念,不只追求更多的房间,而更注重把握不同时期消费者实际需求和入住体验,引领行业设计理念实现从“性价比—安全卫生—商务社交—健康生活—多样化个性需求”的转变。

最初的酒店只是满足人们的出行居住需求,消费者往往看重性价比,在此期间,汉庭在产品设计上,剔除了星级酒店的豪华大堂、会议室、娱乐、餐饮等不必要设施,只把客房作为唯一的产品,加强睡眠和淋浴的品质,以经济实惠的价格给客人“洗好澡,睡好觉,上好网”的基本居住体验。

图11:华住提出“爱干净,住汉庭”口号



资料来源:公司官网,东兴证券研究所

图12:全季酒店商务社交空间



资料来源:公司官网,东兴证券研究所

随着居民收入的提升,人们开始关注居住的安全卫生问题,针对这一需求,汉庭于2016年率先推出“爱干净、住汉庭”这一口号,并通过对保洁人员的培训和高要求,逐步提升酒店卫生水平。在商务社交需求上,华住

对大堂进行升级, 增设桌椅、电脑, 提供接待、等候、洽谈的空间。在健康生活需求上, 2019 年发布的汉庭 3.0 和全季 4.0 都新增健身区, 满足顾客健康需求。

目前年轻人已经成为消费市场的主力, 面对越来越多样的个性化需求, 华住始终没有停下脚步, 今年汉庭和 B 站合作策划了营销活动, 桔子水晶坚持年轻化的设计理念, 禧玥酒店也推出了新中式的设计风格, 不断满足消费者在个性化体验、审美意趣和文化涵养等方面的需求。

图 13: 桔子酒店健身空间



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 14: 桔子水晶的设计感



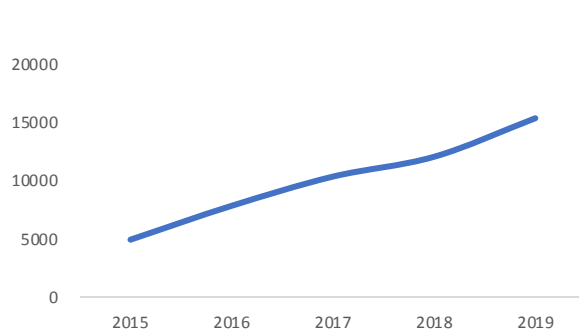
资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

2.3.2 会员体系完善, 引流效应强大

华住会强大的会员基础, 为旗下酒店提供客源支持, 提高门店收入。华住会涵盖了旗下所有品牌, 是中国首个实现会员在线自由选房的客户忠诚计划, 也是中国首批忠诚计划之一。近年来, 华住会员人数高速增长, 2019 年末华住会共拥有约 1.53 亿名会员, 微信小程序约有 2,600 万名用户, 2020 年 6 月末, 华住会移动应用程序的累计下载量约为 53 百万次。

权益体系丰富, 提高会员黏性和品牌忠诚度。会员可享受房价折扣、免费早餐 (供金卡及铂金卡会员)、方便的退房程序。弗若斯特沙利文数据显示, 2019 年公司旗下酒店有 76% 的间夜由个人或企业会员预定, 该比例在全球十大酒店集团中位列第一。

图 15: 华住会员人数 (万人)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 16: 华住会员权益体系



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

直销渠道降低对 OTA 的依赖, 带来成本的节约。公司始终保持中央渠道最低价、自有会员最优惠、酒店 APP 最便利, 吸引会员通过小程序、APP 等直销渠道预定, 提高直销渠道预订率。2019 年, 公司通过 CRS 渠道

的预定间夜占比达到 55%，再加上线下的个人及企业用户，整体直销渠道（不通过 OTA 等第三方渠道）销售间夜数占比达到 85%。

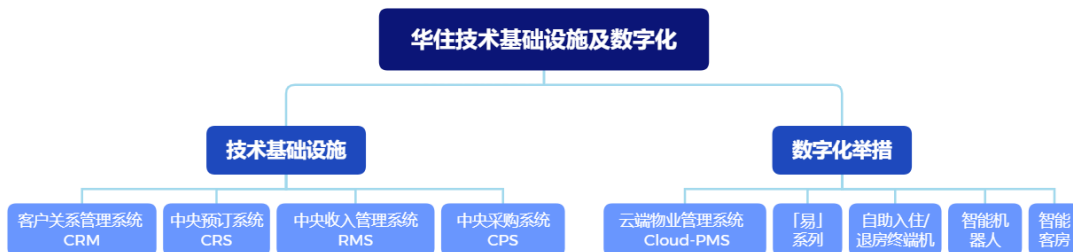
华住直销渠道抽成（平均约 8%）显著低于 OTA 佣金水平（平均约 15%），获客成本优势显著。在 OTA 销售占比逐渐提升的行业背景下，自有会员体系将显著提高直销占比，降低旗下酒店对 OTA 的依赖，提高酒店经营的利润空间。

2.3.3 技术平台赋能，经营效率领先

公司创始人季琦理工硕士出身，并曾在计算机集团担任工程师，擅长用 IT 人的理念把传统酒店行业解剖、解构，再重构，将科技理念写在了企业基因里。因此，公司一直高度重视技术研发，**年均研发投入 1 亿/年，所有信息技术系统全部为内部研发，拥有自主知识产权。**公司每隔两年更新一套行业最前沿的科技创新内容，保证操作系统和硬件设施的智能化水平一直走在行业前列。

目前公司已自主研发了一系列完善的技术基础设施和数字化举措，涵盖客户关系管理、中央预订、收入管理、中央采购等多个关键经营环节，并通过云端物业管理系统、易系列、自助入住/退房终端机、智能机器人、智能客房等设备提高前中后台的运营效率。

图 17：华住技术基础设施及数字化举措



资料来源：东兴证券研究所

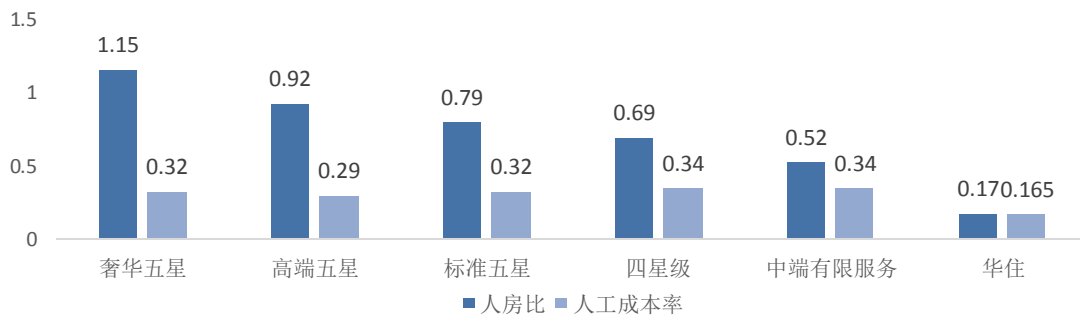
技术系统已为旗下 5000 多家门店提供技术支持，涉及会员、供应链、IT、云服务、品牌、市场、金融、投资顾问、品质控制、产品、培训、经营管理等方面，从多个维度降低门店运营成本，提高经营效益。

如中央采购系统（CPS）可以提供供应链支持，由于采购量大，谈判能力比较强，将有效节约建材、日常消耗品的采购成本，公司预计 2020 年将有 50 亿元中央采购。物业管理系统（PMS）可以提供云服务支持，帮助加盟商在线管理酒店，消费者的预定、入住、离店等操作都可以自动同步到系统上，不需要人工重复操作，很大程度上节约了加盟业主的人力成本，且华住公司也可以在后台同步营收流水信息，自动抽取渠道预定费用，加强对加盟业主的管理和控制。华住集团自主研发的“华掌柜”可以提供经营管理支持，作为一台集预订、支付、地图选房、人脸识别、房卡自取等功能于一体的自助入住设备，让入住办理缩短至 30 秒内，每台替代人工 0.54 个人力。

此外，公司还孵化了专业的酒店数字化解决方案技术团队——盟广信息，对外提供酒店技术服务，用以增加服务费收入，同时以专业技术吸引潜在加盟商。

在信息系统的加持下, 公司竞争优势在疫情期间进一步凸显。疫情带来自动化设备的使用增加, 年初疫情期间, 自助入住设备“华掌柜”和服务机器人等“无接触服务”累计使用超过 361 万次, 公司在信息技术领域的前瞻布局优势也显著释放。2019 年, 公司人房比和人工成本率分别为 0.17 和 0.165, 远低于各不同档次酒店的数据。更低的人力成本使得单位员工的薪酬水平更高, 提高了员工的积极性和黏性, 形成经营的良性循环。同时也让加盟商节约了人力、物力、时间成本, 提高了经营效率和盈利水平, 这将为公司赢得与加盟业主博弈中的主动权, 有利于提高加盟商的满意度和续签率。

图18: 华住与其他酒店人房与人工成本率比较



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

未来, 随着我国人口红利的减弱和老龄化时代的到来, 人力成本将进一步提高, 而酒店行业作为服务业, 利润侵蚀的压力更加突出。因此, 未来行业必将向智能化和精细化转型, 而公司提前布局的战略眼光和经营优势也将进一步凸显。

2.4 优质的酒店品牌: 产品矩阵完善, 核心品牌突出

产品矩阵完善, 核心品牌突出, “全品类+多品牌”布局拓展市场深度和广度。公司品牌矩阵全面覆盖经济型、中端、中高端及高端市场, 形成以汉庭为代表的经济型品牌, 全季为代表的中高端品牌, 同时其他差异化品牌满足消费者的多样化需求。表现突出的代表性品牌能避免流量的分散和割裂, 产生更强的聚集效应, 树立优质的品牌形象。

图19: 华住酒店品牌矩阵



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图20: 华住酒店品牌发展历程



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

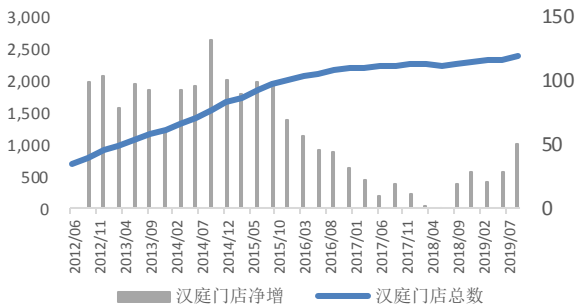
公司持续打磨产品, 单店模型不断升级。初始投资层面, 采用一体化装修流程, 并根据实际物业条件进行模块拆解和重组, 缩短建设工期, 延长运营时间, 减少单房造价, 不断降低初始投资额。目前汉庭 3.0 单间房

常规造价从 10 万+下降到 6 万+, 汉庭 3.5 单间客房造价 8 万元左右, 全季 4.0 单房造价成本为 11 万左右。收入层面, 以更优质的产品获得消费者认可和议价能力, 提高门店收入。优质的产品模型带来更高的投入产出比, 打造具有竞争优势的核心品牌。

2.4.1 汉庭: 规模快速增长的经济型品牌

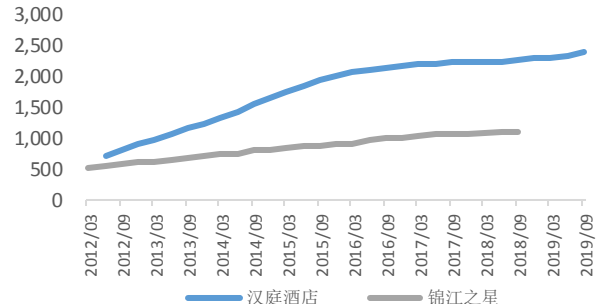
汉庭酒店推出于 2005 年, 作为经济型品牌, 虽然起步要晚于如家 (2002 年) 和锦江 (1996 年), 但通过高效率、高回报、高颜值、低投入、低卖价和低风险策略深度打入市场, 自推出以来一直保持高速增长, 年均复合增速 67.9%。截止 2020 年 6 月末, 汉庭在营门店 2638 家, 客房超过 20 万间, 待开业门店 523 家, 酒店数量位居国内第一。未来汉庭作为公司核心品牌将进一步开拓, 汉庭品牌 CEO 徐皓淳预计未来将以每年签约 800 家酒店的速度扩张, 2-3 年达到 5000 家, 3-5 年在 1000 个城市以上进行布局, 2028 年突破 1 万家门店。

图21: 汉庭门店情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图22: 汉庭与锦江之星门店数量对比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

早在 2012 年开始, 汉庭就开始了自内而外的升级, 在造价、设计、服务等各方面实现完善优化。2018 年推出的汉庭 2.7 版本适用于存量改造和老店翻新, 从 1.0 版本升级到 2.7 版本平均单房造价 2.7 万元, 单房改造工期可低至 120 小时, 100 间客房约需 2-3 个月完工; 汉庭 3.0 则更加迎合年轻人的消费需求, 平均单房造价约 7 万元左右; 2019 年最新推出的汉庭 3.5 单房造价约 8 万元左右, 且 RevPAR 可提升 40-50 元。当前公司正加快对 4.0 版本的研发, 通过完全的工业化和模组化实现产品进一步升级。

表3: 汉庭酒店模型演变情况

版本	推出时间	集约建造	智能升级	入住体验	门店情况
汉庭 1.0	2005 年	标准经济型酒店。			
汉庭 2.0	2014 年	集约化建造, 浴室 100% 标准化, 最快 4 小时建造完成。	首创自助选房、自助入住服务, 加入 USB 插座、智能门禁等功能。	弧面卫浴间、三腔蝴蝶枕头; 新增咖啡吧作为社交休闲区。	
汉庭 2.7	2018	适用存量改造和老店翻新, 平均单房造价 2.7 万元, 改造工期可低至 120 小时, 100 间客房约需 2-3 个月完工。			目前已有 400-500 家, 未来两年计划达到 75% 以上。

版本	推出时间	集约建造	智能升级	入住体验	门店情况
汉庭 3.0	2019	90%模块化生产, 营建周期缩短 1/3, 单房造价低至 6 万。	搭配自主研发华掌柜, 实现自助入住, 入住办理缩短至 30 秒内, 每台替代人工 0.54 个人力。搭配云系统平台实现远程 IT 支持。	引入意大利进口家具、客房智能语音系统、无线充电床头柜、电子房卡、送货机器人; 自助洗衣房、动感健身区契合健康生活理念。	
汉庭 3.5	2020	100%模块化营造。	搭配华住汇、华掌柜, 电话机器人、客房机器人	一体式淋浴房、洗手台、镜台、一体式智能可控	汉庭主推的产品系列。

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图23: 汉庭 2.7 示意图



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图24: 汉庭 3.0 示意图



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图25: 汉庭的智能化设备及健身功能区



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.4.2 全季: 商业模型突出的中高端品牌

2010 年公司就尝试汉庭全季品牌, 2012 年独立升级成为全季品牌, 当时国内众多酒店集团的目光仍然停留在经济型身上, 公司抓住了消费升级的浪潮, 最早一批布局中端市场, 并据此抢占了发展先机。

表4: 全季酒店模型演变情况

版本	时间	功能升级
全季 3.0	-	设置咖啡区、上网商务区, 强调社交、高效的居住理念。
全季 4.0	2018 年末	空间设计上, 大堂升级为“客听”, 强调社交、工作、生活体验; 硬件设施上, 隔音升级, 新增智能台面镜、65 英寸智能电视、电加热卫浴用品; 智能服务上, 引入“小爱同学”语音系统, 可智能控制灯光, 电视, 窗帘, 空调等客房硬件; 此外, 增设健身区和洗衣区, 强调健康、舒适的居住理念。

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

全季的产品模型经历多次升级迭代, 建立起竞争优势。从成本端看, 全季 4.0 单房造价成本为 11 万左右, 装修周期为 3-6 个月, 且装修期间可以同步开业, 大大延长了加盟业主的盈利时长。

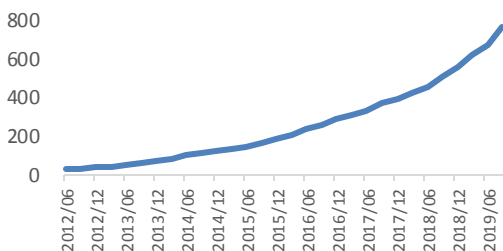
表5: 全季酒店投资模型

初始费用	
单房造价	11 万左右, 可根据实际物业情况进行调整
装修时长 (是否影响开业)	3-6 个月, 条件允许情况下, 不影响营业
选址条件	开发人员根据物业位置、人流量、商圈距离等, 进行综合考量
同品牌竞争保护	一线城市无限制或 1 公里内无同品牌门店; 二线城市视营业情况而定, 通常 2 公里无同品牌门店; 三四线城市; 一定有开店保护, 一般 3-4 公里无同品牌门店
后续费用	
流水抽成	会员通过中央渠道预定的流水抽取 3.5%, 非会员预定不抽取流水
系统自动化程度、收费标准	PMS 初安装费 5000, 后续维护费 800/月; 入住系统、机器人不收费

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

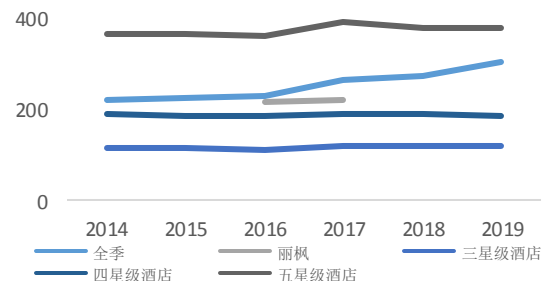
从收入端看, 全季 RevPAR 始终高于同为中高端品牌的丽枫酒店, 也高于四星级酒店平均水平, 为加盟商创造了更高的利润。根据公司官网数据和市场调研数据, 目前全季成熟门店综合 RevPAR 达到 302 元, 2019 年直营店整体 GOP 率 75%, 人房比 0.18, 翻牌改造三个月后 RevPAR 平均提升 110 元。

图26: 全季酒店门店数情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图27: 全季与相同定位酒店 RevPAR 表现对比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2019 年全季单品牌规模已在国内排名第二, 拥有门店 831 家和客房 10.45 万间。而根据弗若斯特沙利文数据, 从消费者心智占有率来看, 全季在中国所有中档酒店品牌中名列第一, 较好的品牌效应是吸引加盟商、拓展门店最好的名片, 将助力全季进一步巩固中端市场的份额和地位。

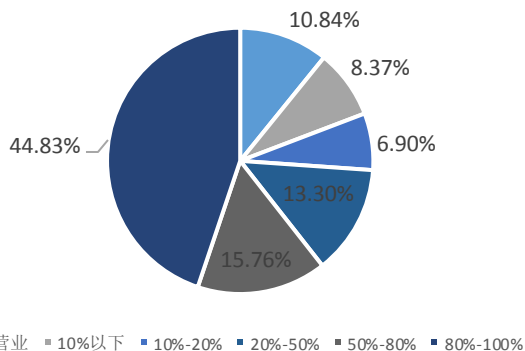
3. 扬帆起航, 资本支持加速扩张步伐

3.1 疫情加速行业出清, 龙头引领复苏周期

疫情期间, 酒店行业经历谷底调整后正在逐渐复苏, 连锁化酒店展现出更强的风险抵御能力。我国酒店经营自 2 月开始遭受冲击, 之后逐渐复苏, 4 月初全国住宿业复工率已超过 70%, 7 月末我国住宿和餐饮业企业整体复工率达到 89.2%, 8 月暑期效应催化下行业进一步复苏, 十一黄金周酒店预定量实现同比正增长。同时连锁化酒店展现出更强的风险抵御能力, 相较于 2019 年底, 2020 年 10 月我国酒店闭店数高达 15 万家, 而其中连锁酒店占比仅为 2%。

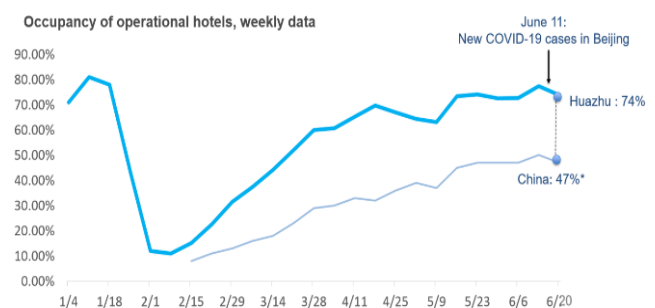
华住旗下酒店入住率恢复情况良好, 有望引领复苏周期。华住旗下酒店入住率自 2 月 3 日开始从底部回升, 3 月 16 日上升至 50% (好于全国酒店业入住率 19%), 6 月达到 60-70%, 第二季度直营店/加盟店入住率分别达到 67.4%/69.1%。

图28: 调研企业恢复营业门店比重百分比 (2020.7.27)



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图29: 华住酒店 OCC 恢复情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

疫情加速行业供给端出清, 龙头市占率有望进一步提升, 引领行业复苏周期。相比于连锁化酒店更强的风险抵御能力, 单体酒店疫情期间经营承压, 加盟意愿提升, 行业马太效应强化。龙头公司乘势加速扩张, 行业集中度有望进一步提升。

在国内疫情防控常态化和经济内循环的大背景下, 下半年双节效应、商务展会影响持续释放, 酒店行业景气度不断上升, 未来有望延续 19 年下半年疫前的复苏周期。我们认为, 我国境内酒店整体 RevPAR 有望在 2021 年恢复至以往同期水平, 而华住作为龙头公司有望引领复苏周期, 预计四季度将恢复至去年同期的 85-90%, 今年年底至明年上半年在同比低基数的情况下恢复至往期水平。

3.2 加速展店步伐, 点亮万家灯火

公司在 2019 年末提出“千城万店”目标, 即在 2022 年达到 1 万家门店。其中, 经济型占比 50-55%, 中高端占比 40-45%, 高端占比 5%以下。考虑单店客房后, 经济型客房占比 45-50%, 中高端客房占比 45-50%, 高端客房占比 5%, 与我国人口收入结构基本匹配, 从而实现产品结构的平衡和公司的协调发展。

高端市场方面, 多品牌发力, 抓住连锁化和本土化红利。禧玥近两年由高端度假酒店逐渐调整转型为高端商务酒店, 截至 2020Q1 已开业 8 家门店并有 4 家已签约门店。2018 年收购的花间堂品牌, 定位高端度假型酒店, 2020 年 Q1 已有 24 家门店, 未来有望作为其高端旅游度假酒店的代表。2019 年末并购的 DH 酒店, 定位为国际高端品牌, 旗下拥有 5 个品牌、118 家开业酒店和 41 家签约未开业门店。虽然短期受全球疫情影响存在一定减值压力, 但长期来看, 我国高端酒店本土化趋势不变, 公司拥有强大的品牌整合能力, 有望进一步完善高端品牌矩阵。

图30: 禧玥酒店


资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图31: 花间堂酒店

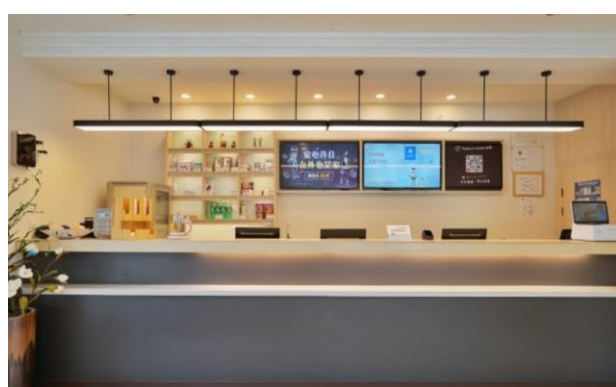

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

中高端市场方面, 全季作为优质的核心品牌, 在市场的广泛认可下, 未来将继续发力, 主要着眼于一二线城市加密和三四线城市下沉。同时桔子作为更有设计感的品牌, 也将加快开店步伐, 争取年轻消费者中的市场份额。同时, 公司也将积极关注中端市场的整合机会, 对于市场中的优质中端品牌, 可能通过并购整合纳入到品牌矩阵中来, 发挥协同效应。

经济型市场方面, 主要由核心品牌汉庭进一步开拓。目前汉庭在全国共有约 2600 家酒店, 汉庭品牌 CEO 徐皓淳预计未来将以每年签约 800 家酒店的速度扩张, 2-3 年达到 5000 家, 3-5 年在 1000 个城市以上进行布局, 2028 年突破 1 万家门店。区域上不局限于一二线城市, 重点发力下沉市场。汉庭近期 60% 新建酒店将主要集中在三四五线城市, 甚至部分县级市的重要商圈, 我国 2000 多个县城将为汉庭提供广阔的发展空间。

图32: 全季酒店


资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图33: 汉庭酒店


资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

软品牌市场, 有望形成抓住下沉市场的有力补充。目前公司拥有怡莱(2020年3月你好与怡莱合并)、海友、星程、美仑四个软品牌, 分别对应中小微、经济型、中端、高端定位。截至2020年6月末, 四个软品牌共有1712家在营门店, 占华住门店总数27.7%。

未来, 公司将对软品牌进行战略调整。过去软品牌主要作为拓展中小单体市场的防御手段, 收费、加盟标准较低, H酒店甚至基本与OYO持平。但当下软品牌正从重数量向重质量转变: 一方面, 仅保留怡莱一个软品牌, 其他品牌全部升级为标准化品牌(但开店口径仍保留四个品牌)。另一方面, 怡莱作为软品牌, 也将在收费标准、管理方式等方面与标准品牌趋同, 要增收持续加盟费、保证金, 平均2-3个门店派出一个店长, 把握服务质量。总的来说, 未来的软品牌与标准品牌的区别将主要是一次性加盟费更少, 一方面, 吸引疫情期期间现金流紧张的单体酒店, 并逐渐发展为标准品牌的蓄水池。另一方面, 保证公司对加盟店服务质量的控制, 维护华住的品牌形象, 实现规模与品质的双重保障。

3.3 赴港融资积蓄实力, 助力公司逆势扩张

2020年公司赴港二次上市, 发行定价为297港元, 发行2042万股, 募资金额60.65亿港元, 于9月22日开始在香港进行股票交易。募资用途主要为门店扩张升级、偿还债务及技术投入。具体来说, 40%用于支持资本支出及开支, 加强酒店网络, 包括新酒店开业以及现有酒店的升级及持续维护; 30%用于偿还华住集团在2019年12月提取的5亿美元循环信贷融资的一部分; 约20%用于增强技术平台, 包括华住会; 约10%将用于一般公司用途。

此次上市虽然短期内会带来摊薄影响, 但长期来看, 疫情期间单体酒店经营承压, 行业供给端加快出清, 正是龙头酒店加快整合、提高市占率的机会。此次融资一方面有助于公司降低融资成本, 节省财务支出, 提升资本运作空间; 另一方面能助力公司抓住疫情期间的整合机会逆势扩张, 进一步提高市场占有率, 实现长期拓店目标。

4. 投资建议及风险提示

4.1 投资建议

我们将公司业务拆分为境内直营门店、境内加盟门店及DH酒店。并根据公司经营复苏进程、未来拓店计划等, 预测各版块未来收入情况。

境内直营门店: 虽然公司逆势扩店趋势不变, 但轻资产模式下, 直营门店比例持续下降, 预计年净开店维持低位, 我们预计2020-2022年, 直营门店将达到709/747/750家。受疫情影响, 酒店门店收入大幅下降, Q1/Q2/Q3境内酒店RevPAR同比-51%/-38%/-17%, 随着国内疫情恢复, Q4RevPAR降幅预计进一步收窄, 给予20年全年单店收入30%的同比降幅, 21年较19年实现正增长。综合来看, 我们预计境内直营门店2020-2022年营业收入55.66/87.99/100.71亿元, 同比-27.89%/58.10%/14.46%。

境内加盟门店: 随着公司深耕三四线下沉市场, 加速拓店步伐, 以及加盟门店占比持续提高, 我们预计2020-2022年加盟门店将达到6041/7553/9250家。加盟店收入端包含首次加盟费在加盟年限中的年摊销额, 以及当年的持续加盟费、中央渠道预定费、系统设备使用费等, 整体来看相比直营店收入更为平滑, 且19年新开店爬坡期已在当年单店收入中体现, 给予加盟店20年全年单店收入25%的同比降幅, 21年较19年实现正增长。综合来看, 预计境内加盟门店2020-2022年营业收入30.71/53.76/69.79亿元, 同比-8.09%/75.03%/29.82%。

DH 酒店: 华住于 2019 年末收购 DH 酒店, 并于 20 年并表, 19 年 DH 酒店门店 108 家, 营收 36.35 亿元(人民币)。目前 DH 筹建酒店 41 家, 考虑海外疫情影响, 预计 2022 年全部开业, 2020-2022 年门店 119/139/152 家。DH 酒店 H1/Q3RevPAR 同比-71.6%/-52.2%, 海外疫情仍有不确定性, 叠加疫苗加速落地催化, 预计 20 年全年直营店/加盟店单店收入同比-70%/-65%, 21 年恢复至往期水平的 60%/70%, 22 年恢复至 90%, 23 年实现小幅正增长。综合来看, 预计 DH 酒店 2020-2022 年实现营业收入 11.55/25.11/39.29 亿元(人民币), 同比-68%/117%/57%。

综合各业务板块及其他收入, 我们预计 2020-2022 年公司整体实现营收 98.30/167.62/210.93 亿元, 同比-12.3%/70.5%/25.8%, 实现经调整的 EBITDA (Non-GAAP) -7.66/48.10/63.64 亿元, 实现归母净利润 -18.25/22.57/32.02 亿元, EPS -6.04/7.02/9.96 元, 对应 2021-2022 年 PE 估值 55.73/39.29 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

4.2 风险提示

疫情发展超预期, 新店扩张速度不及预期, 加盟管理风险。

附表：公司盈利预测表

利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,539	8,170	10,063	11,212	9,830	16,762	21,093
营业成本	4,932.10	(5,674.10)	(6,476.40)	(7,191.00)	(8,600.89)	10,727.51)	(13,394.33)
毛利	1,606.60	2,496.20	3,586.60	4,021.00	1,228.70	6,034.22	7,699.11
营业开支	(718.00)	(1,129.80)	1,469.00)	2,046.00)	2,201.83)	(2,698.64)	(3,185.11)
营业利润	888.60	1,366.40	2,117.60	1,975.00	(973.13)	3,335.58	4,514.00
财务费用	56.30	25.30	(96.00)	(155.00)	(380.00)	(280.00)	(180.00)
除税前利润	1,083.90	1,596.60	1,295.60	2,400.00	(1,853.13)	3,055.58	4,334.00
所得税	(287.10)	(360.00)	(569.00)	(640.00)	-	(763.90)	(1,083.50)
净利润	796.80	1,236.60	726.60	1,760.00	(1,853.13)	2,291.69	3,250.50
归母净利润	804.90	1,237.20	715.60	1,768.00	(1,825.33)	2,257.31	3,201.74
每股收益	2.92	4.43	2.54	6.22	(6.04)	7.02	9.96
PE	-	-	-	-	-	55.73	39.29

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

a

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士, 2016年1月加盟东兴证券研究所, 从事社会服务行业研究, 重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

王紫

对外经济贸易大学管理学学士, 法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所, 一年港股消费及策略研究经验, 目前从事社会服务行业研究, 重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526