

华住酒店集团 (HTHT.O)

国内酒店行业领跑者，“品牌+渠道”构筑护城河

● 华住：民企机制高效经营，国内酒店业领跑者

华住原名汉庭酒店集团，是携程、如家创始人季琦所创建的第三家公司。华住是国内少数不属于国资和外资的酒店集团，在行业判断、产品创新和成本控制方面具备突出优势。公司早期发展以规模导向，2012年后公司发展由规模驱动转为品牌驱动，率先实现品牌升级，进而成为国内酒店行业领跑者，18Q3华住门店数达到4055家，是目前国内规模第二的酒店集团。

● 华住抓住国内酒店品牌化机遇，成为酒店品牌升级领导者

1) 中端品牌快速扩张：华住在中高端酒店具备先发优势，中端酒店占比29.5%。主力中端品牌全季市场竞争力强，品牌设计和成本控制优异，门店数超过500家，其他中端品牌起到重要市场补充，18Q3储备店数量(924家)达到历史最高水平。**2) 品牌优势带来更强定价权：**华住通过“改造升级优质门店+淘汰经营不佳门店”方式，提升存量酒店盈利能力。18Q3经济型直营店RevPar同比增长8.3%，与竞争对手相比在房价层面逐渐拉开差距。**3) 进军高端酒店市场：**国内高端酒店大多为地产扩张时代产物，整体回报率较低。华住通过内部培育、外部并购等方式布局高端酒店领域，进一步向上延伸品牌梯次。

● 会员体系和平台化运营的规模效应为公司构建坚实的护城河

国内酒店业高度竞争，会员体系成为决定出租率的关键因素。华住会员体系近年来快速发展，2018年Q3达到1.18亿人次。会员体系具有规模效应，会员体系强化了对加盟商的吸引力，更多加盟商的加入也为华住会员提供更多的选择。华住高效的平台化运营有效降低酒店人房比，提升酒店经营利润。得益华住平台化的财务、预订和管理系统，华住对后台人员和管理人员的需求大幅降低，华住的人房比通常控制在0.15-0.25左右，远低于同等级单体酒店。

● 盈利预测与投资建议

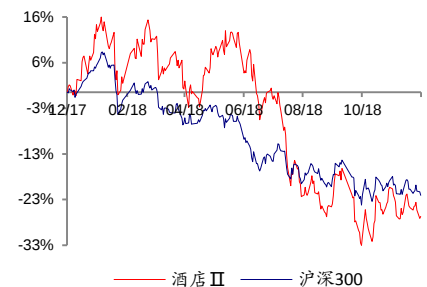
我们预计18-20年华住归母净利润分别为16.02亿、21.20亿、26.74亿元，基于当前股价分别为35、26、21倍，EV/EBITDA分别为22、18、15倍。与同业可比公司相比，华住估值略高，但考虑到中国酒店市场的集中化趋势以及华住在业内的领头地位，美股市场给予华住一定估值溢价存在合理性。我们认为公司在中国酒店转型浪潮中处于行业领导者，发展路径清晰，竞争格局良好，看好公司的业绩稳定性和成长空间，给予“增持”评级。

风险提示：1) 宏观经济波动对酒店行业影响较大，经济下行或将影响行业复苏。2) 公司持股雅高股票，存在股价下跌公允价值减少风险。3) 公司中端酒店扩张速度及高端酒店培养进度不及预期。

注：本文统一选用人民币为货币单位。

公司评级	增持
当前价格	28.69
合理价值	36.48
前次评级	首次覆盖
报告日期	2018-12-19

相对市场表现



分析师：

胡翔宇



SAC 执证号：S0260517080001

SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：

张雨露



SAC 执证号：S0260518110003

SFC CE No. BNU523

021-60750610



zhangyulu@gf.com.cn

请注意，安鹏、沈涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

联系人：康凯 010-5913-6630

kangkai@gf.com.cn

目录索引

华住：国内有限服务酒店领跑者	5
发展历程：如家创始人第三次创业，10 年跻身国内酒店领跑者	5
股权结构：坚持创始团队控股，季琦及一致行动人持股 47%	6
华住抓住国内酒店品牌化机遇，成为酒店品牌升级领导者	7
公司目前是国内第二大酒店集团，中端酒店规模和占比领先同业	7
品牌定价优势显现，华住酒店经营数据领先同业	13
进军高端酒店市场，布局新一轮品牌升级	15
会员体系和运营平台为公司构建行业护城河	19
会员体系为华住构筑坚实护城河	19
平台化运营降低酒店运营成本，智慧酒店提升酒店服务品质	21
财务分析：利润率提升显著，净利润大幅提升	22
营收增长稳健，加盟收入占比逐年提升	22
得益于经营结构调整和门店量价提升，15 年后公司净利润快速增长	23
盈利预测与投资建议	25
盈利预测与估值分析	25
投资建议	27

图表索引

图 1: 华住酒店股权结构图	6
图 2: 华住品牌发展历程	7
图 3: 国内三大酒店集团门店数增长情况	7
图 4: 全季各年度酒店数量情况 (区分经营模式)	8
图 5: 全季各年度净增门店数量 (区分经营模式)	8
图 6: 全季酒店经过五年培育期, 展现出强大的品牌竞争力	9
图 7: 华住酒店品牌体系	9
图 8: 全国酒店类住宿业物业门店数量情况	11
图 9: 全国酒店类住宿业物业客房数量情况	11
图 10: 华住中端品牌未来有望复制全季发展路径, 计划扩张至 2000 多家	11
图 11: 18 年 Q3 华住储备店数量达到历史峰值	12
图 12: 华住历年新开店数及计划新开店数 (家)	12
图 13: 华住直营店和加盟店历年门店数量情况	13
图 14: 汉庭 2.0 酒店客房装修风格	13
图 15: 全季酒店客房装修风格	13
图 16: 华住酒店经营指标同比增速情况	14
图 17: 2013-2018Q3 三大酒店集团出租率对比	14
图 18: 13-18Q3 三大酒店平均房价对比 (元/晚)	14
图 19: 2013-2018Q3 三大酒店集团 RevPar 对比 (元/晚) (货币单位: 人民币)	15
图 20: 全国高星级酒店历年数量	16
图 21: 五星级和四星级酒店历年营业收入 (亿元) (货币单位: 人民币)	17
图 22: 五星级和四星级酒店历年利润总额 (亿元) (货币单位: 人民币)	17
图 23: 五星级酒店和四星级酒店利润率	17
图 24: 华住旗下高端酒店数量	18
图 25: 华住的高端品牌禧玥经营表现出色	18
图 26: 2012-2018 年 Q3 华住会员数量情况	20
图 27: 华住通过一系列会员权益加强会员忠诚度	20
图 28: 2012-2018Q3 华住会员客房订单出售贡献率	21
图 29: 2012-2018Q3 华住自有渠道贡献率	21
图 30: 华住推出“化掌柜”满足顾客入住酒店一站式服务	22
图 31: 华住历年营业收入及同比增速 (货币单位: 人民币)	23
图 32: 华住直营收入和加盟收入及加盟收入占比 (货币单位: 人民币)	23
图 33: 华住上市后归母净利润及同比增速 (货币单位: 人民币)	23
图 34: 华住上市后净利率情况	23
图 35: 公司现金及等价物情况 (货币单位: 人民币)	25
图 36: 公司经营性净现金流情况 (货币单位: 人民币)	25
图 37: 华住近年来市盈率 PE (TTM) 走势	26
图 38: 华住 16 年至今股价走势	26

表 1: 华住与同业其他集团的股权结构不同, 创始团队控股使其主要特点.....	6
表 2: 三大酒店集团中端酒店数量、占比和增长情况.....	8
表 3: 华住酒店旗下各类型酒店装修及翻牌改造费用 (货币单位: 人民币)	10
表 4: 华住酒店旗下各品牌酒店数量 (单位: 家)	10
表 5: 华住酒店集团 18 年三季度同店酒店经营数据 (货币单位: 人民币)	15
表 6: 国内高星级酒店门店/客房数量及市占率	16
表 7: 华住酒店集团高端品牌梳理.....	19
表 8: 华住营收及成本分拆 (货币单位: 人民币)	24
表 9: 华住盈利预测 (截至 2018 年 12 月 18 日) (货币单位: 人民币)	26
表 10: 主要可比公司业绩及估值对比 (货币单位: 人民币)	27
表 11: 华住酒店集团利润表 (单位: 百万元) (货币单位: 人民币)	27
表 12: 华住酒店集团资产负债表 (单位: 百万元) (货币单位: 人民币)	28
表 13: 华住酒店集团现金流量表 (单位: 百万元) (货币单位: 人民币)	29

华住：国内有限服务酒店领跑者

发展历程：如家创始人第三次创业，10 年跻身国内酒店领跑者

华住集团原名汉庭酒店集团，2010 年在美股纳斯达克板块上市，主业是有限服务酒店的经营和管理。公司原名汉庭酒店集团，以主打品牌“汉庭”作为集团的名字，公司业务为有限服务酒店的运营及管理，2005 年由季琦先生创建，是季琦创建的第三家公司，2010 年汉庭在美股登陆纳斯达克板块上市。

华住的发展路径可以概括为“规模优先—转型升级——品牌延伸”三个阶段。公司早期发展以规模导向，通过频繁收购实现快速扩张，2012 年之后在中国酒店业处于低谷期时开启多品牌战略，从规模驱动转为品牌驱动，率先实现品牌升级，超越锦江和如家成为国内有限服务酒店领跑者。

◇ 2007-2012 年：快速扩张阶段

早期汉庭通过私募股权融资获取资金，通过收购快速扩张建立规模体系。汉庭进入经济型酒店时间较晚，季琦退出如家时签署了《禁止同业竞争协议》，汉庭真正进入经济型酒店是在 2007 年。在 2007 年中旬和 2008 年底，汉庭分别完成了 8500 万和 5500 万的私募融资，2008 年金融危机后大量中小型连锁酒店资金断供，汉庭在金融危机过后收购不断，实现了快速发展，2010 年汉庭在美国纳斯达克上市，上市后汉庭以资金优势进一步扩张，2012 年公司的营收规模达到当时国内最大酒店集团如家的 60% 左右。

◇ 2012-2016 年：转型升级阶段

2012 年后公司战略转型，主要措施有三：直营转型加盟、培育中端品牌、升级存量直营店。公司在 2012 年改名华住，成为国内第一家多品牌酒店集团，针对当时国内酒店市场同质化高、供大于求的情况，公司控制直营店数量，门店扩张以加盟为主。同时通过内生外延等方式培育全季、星程等一系列中端品牌，在中端酒店市场还处于探索期时获取先发优势。

◇ 2016 年至今：盈利能力释放，培育高端品牌

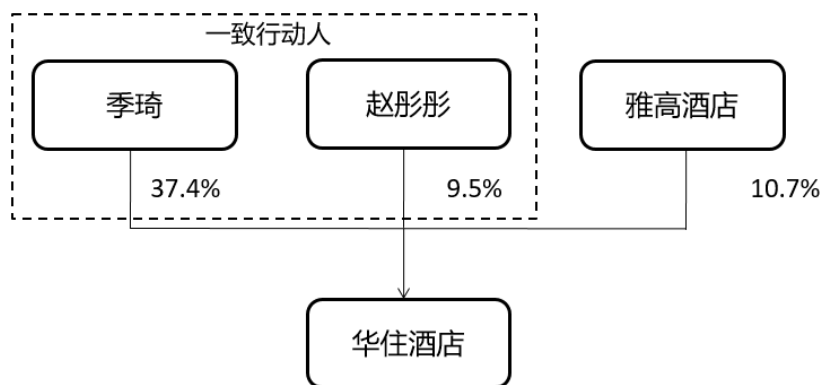
2016 年后公司盈利能力释放，公司战略聚焦于发展高端品牌。16 年后公司致力于发展高端品牌，先后收购桔子水晶、花间堂等高端细分品牌，自身培育的禧玥、美居等高端品牌也逐步进入推广期。

股权结构：坚持创始团队控股，季琦及一致行动人持股 47%

华住酒店股权集中在创始团队，创始人季琦及其一致合伙人持有47%以上的股权，对公司具备高度控制权。华住坚持原始团队控股，目前华住大股东季琦持有华住37.4%股权，二股东雅高酒店集团持有华住10.7%股权，三股东赵彤彤是季琦一致行动人，持股9.5%，季琦及其一致合伙人总计持有华住47%以上的股权，对公司具备高度控制权。

华住的民企机制和股权结构可以使季琦把自身能力充分发挥，市场判断和产品创新决策更加高效。华住酒店运行以季琦为核心，受投资方干预较少，股权集中可以让创始团队把自身能力发挥到极致，对市场判断和产品创新等方面的决策会更加高效。事实上，汉庭上市不久，国内酒店经营环境发生骤变，华住在这一波变革中率先实现转型，超过对手如家和锦江，成为国内酒店行业的标杆。

图 1：华住酒店股权结构图



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表 1：华住与同业其他集团的股权结构不同，创始团队控股使其主要特点

	锦江股份	首旅酒店	华住酒店
大股东	锦江酒店(HK)	首旅集团	季琦
持股比例	50.32%	34.13%	37.4%
二股东	弘毅投资	携程	雅高集团
持股比例	12.56%	15.43%	10.7%
实际控制人	上海市国资委	北京市国资委	公司创始团队

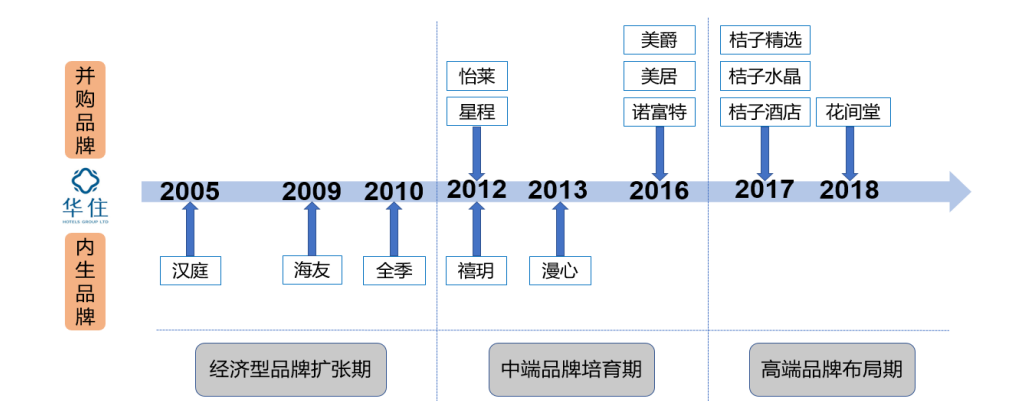
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

华住抓住国内酒店品牌化机遇，成为酒店品牌升级领导者

公司目前是国内第二大酒店集团，中端酒店规模和占比领先同业

华住是国内酒店品牌升级标杆，中端品牌发展具备先发优势，产品线从中端延伸至高端。华住是国内第一家多品牌酒店集团，在中高端酒店具备先发优势。2012年-2016年华住中端品牌处于培育期，内生培育全季、星程两个主力中端品牌；外延与雅高深度合作，2015年接手雅高在国内的美爵、诺富特、美居、宜必思尚品和宜必思五个品牌的经营权。2017年以后华住积极布局高端酒店，培育禧玥、漫心等高端产品，并于陆续收购国内排名靠前的中高端品牌桔子水晶和高端民宿花间堂，进一步提升品牌梯次。

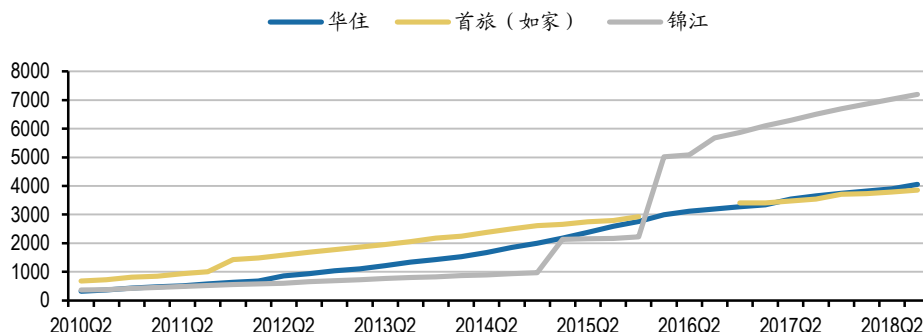
图 2：华住品牌发展历程



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2018年三季度公司旗下酒店达到4055家，是目前国内规模第二的酒店集团。华住以内生培养为主，外部收购并进的方式实现规模扩张，2018年三季度华住门店数达到4055家，超过首旅酒店成为国内第二大酒店集团，门店规模上仅次于锦江酒店。

图 3：国内三大酒店集团门店数增长情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

华住旗下中高端酒店数量和门店品牌结构在同业内处于领先。华住旗下酒店不仅数量众多，同时具备品牌优势，截至2018年三季度，华住旗下的中高端酒店数量达到1197家，占总门店数的29.5%（按客房数算中高端占比达32.2%）。国内中端酒店占有率第一位锦江酒店，旗下中端酒店数量达到2193家，华住位居第二，第三位的首旅酒店旗下中端酒店610家，与前两名存在一定差距。

表 2：三大酒店集团中端酒店数量、占比和增长情况

酒店集团	中端酒店	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
华住酒店	数量（家）	116	176	310	456	772	1197
	增长	19	60	134	146	316	425
	占比	8.1%	8.8%	11.2%	14.0%	22.7%	29.5%
锦江股份	数量（家）	0	5	32	824	1349	2193
	增长	0	5	27	792	438	-
	占比	0%	0.5%	3%	17.7%	25.0%	30.5%
如家酒店（首旅酒店）	数量（家）	18	41	121	220	503	610
	增长	11	23	80	99	186	107
	占比	0.8%	1.6%	4.1%	6.8%	13.6%	16.7%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注：锦江股份18年中端酒店口径变化，计入海外酒店。

全季酒店是华住主力中端品牌，门店数超过500家，是当前市场最具竞争力的中端品牌之一。全季酒店是华住主力中档品牌，门店数量已达到501家，另外还有250家储备门店，覆盖全国超过125个城市。华住早期旗下位置较好的直营店中试水全季品牌酒店，积累对产品管理、成本控制的经验；在直营店达到30家后才开放加盟，用加盟店实现品牌推广，通过5年的时间将全季拓展到100家。近年来，以优秀的品牌设计和严格的成本控制向加盟商证明其具备出色的盈利能力，门店扩张提速，18年年初至今新开110家，未来随着全季品牌力进一步加强，预计未来几年该品牌将保持加速增长势头。

图 4：全季各年度酒店数量情况（区分经营模式）

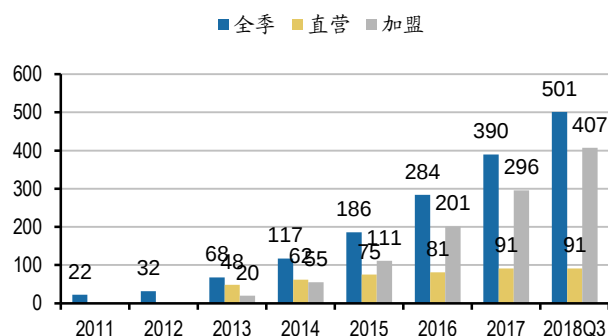
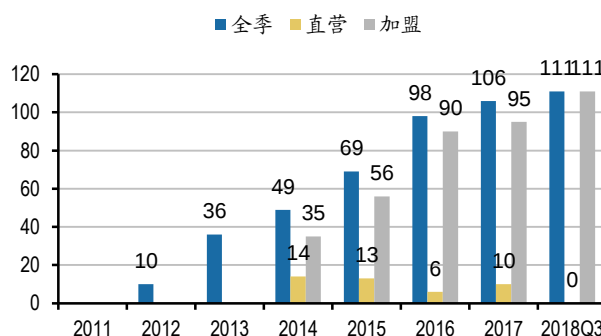


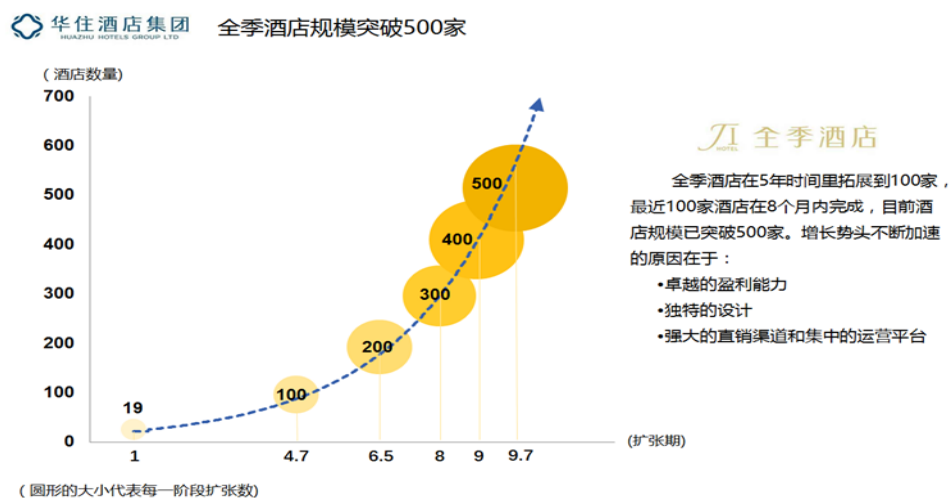
图 5：全季各年度净增门店数量（区分经营模式）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 6：全季酒店经过五年培育期，展现出强大的品牌竞争力



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

华住采用矩阵式品牌结构，各品牌有清晰的目标群体定位，最大程度覆盖细分需求。华住的品牌体系有两个维度，一个维度是品牌档次，华住的酒店品牌大致分为三档：经济型品牌、中端品牌和高端品牌，以房价和装修费用作为区分。另一个维度是品牌的风格自由度，各层次按装修标准化程度由高到低分出三个层次：完全标准化、风格标准化和要素标准化，标准化风格的酒店品牌优势在于品控力强，在同等品牌档次下标准化装修酒店通常有更高的品牌溢价，代表为全季、汉庭；非标准化风格的酒店兼容性更好，以较低成本接受并转化存量酒店，拉低加盟商的资金和物业门槛，代表为星程、怡莱，高端酒店的非标准酒店模式还处于探索阶段。

图 7：华住酒店品牌体系



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

表3: 华住酒店旗下各类型酒店装修及翻牌改造费用 (货币单位: 人民币)

类目	经济型			中端		高端	
品牌	海友	汉庭	怡莱	全季	星程	禧玥	漫心
单房装修费 (元/间)	4-4.5万	6万	5.5-6.5万	10万	8万	18-20万	15万
翻牌改造费 (元/间)	0.5-2.5万	3.5万	0.5-1万	4万	3万	视情况定	视情况定
品牌定位	平价酒店	标准化经济型	非标准化经济型	标准化中端品牌	非标准化中端品牌	商务出行高端品牌	都市休闲高端品牌
平均房价 (元/晚)	150-250	200-350	150-300	250-500	150-400	400-700	300-600

数据来源: 公司官网整理, 广发证券发展研究中心

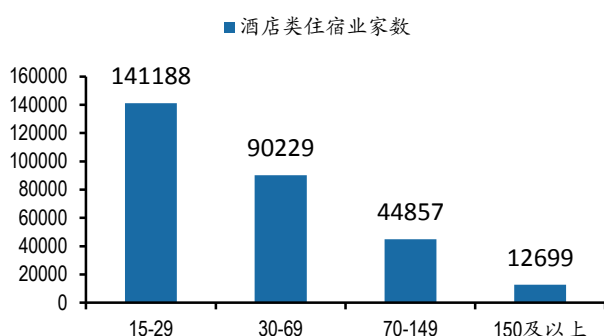
表 4: 华住酒店旗下各品牌酒店数量 (单位: 家)

华住旗下品牌	各品牌旗下门店数	2014	2015	2016	2017	2018Q3
中高端品牌	禧玥酒店	3	3	6	6	6
	全季	117	186	284	390	501
	星程	55	118	136	174	193
	漫心	1	2	2	11	21
	美爵	0	0	1	4	6
	诺富特	0	0	2	4	7
	美居	0	1	15	20	35
	宜必思尚品	0	0	10	13	28
	宜必思					125
	汉庭优佳					59
	桔子精选				103	143
	桔子水晶				42	52
	花间堂					21
	中高端合计	176	310	456	772	1197
经济型品牌	汉庭	1648	2003	2181	2244	2255
	怡莱	13	148	185	226	204
	海友	158	302	375	396	392
	宜必思	0	0	72	100	
	桔子酒店				8	7
	经济型合计	1819	2453	2813	2974	2858
华住整体	合计	1995	2763	3269	3746	4055

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

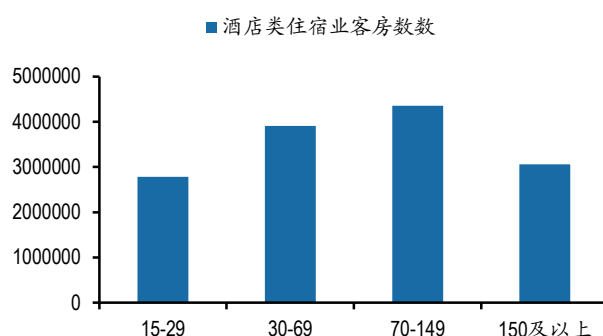
国内中端酒店市场空间广阔，得益于华住优秀的品牌塑造能力，华住旗下其他中端品牌有望复制全季的成长路径。国内中端酒店存在广阔市场空间，根据盈蝶咨询统计，国内适合改造的酒店物业（客房数在70间以上的物业）约5.8万家，其中客房数在150间以上的物业12699家，该类酒店较为适合改造为中端酒店，当前中端酒店合计约4000家左右，加上每年3-5%的新增物业，未来中端酒店的渗透率还有广阔提升空间。华住的品牌塑造能力优秀，加上华住强大的会员直销体系和完善的平台管理系统，未来华住其他中端品牌有望复制全季的成长路径，公司计划未来数年中端酒店将覆盖国内400个城市，数量超过2000家。

图 8：全国酒店类住宿业物业门店数量情况



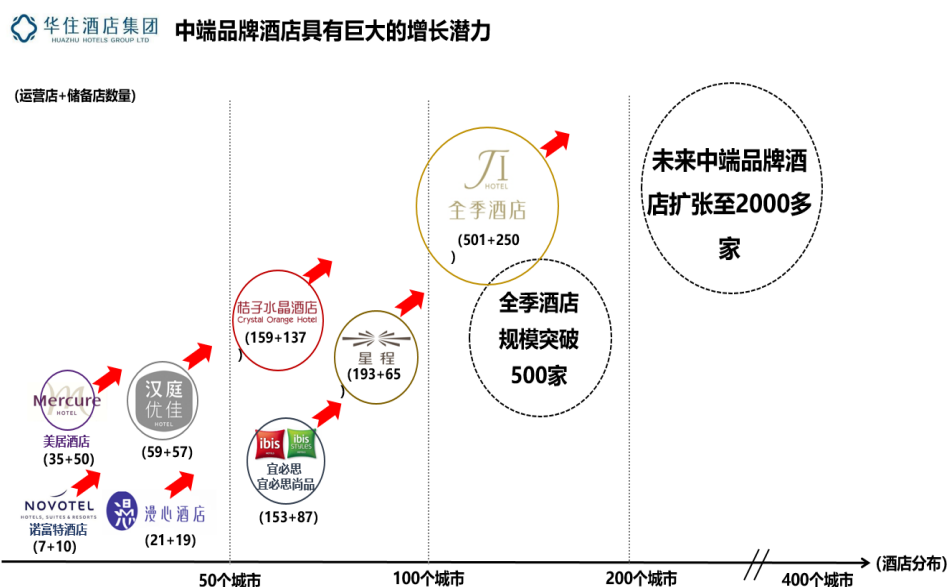
数据来源：盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

图 9：全国酒店类住宿业物业客房数量情况



数据来源：盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

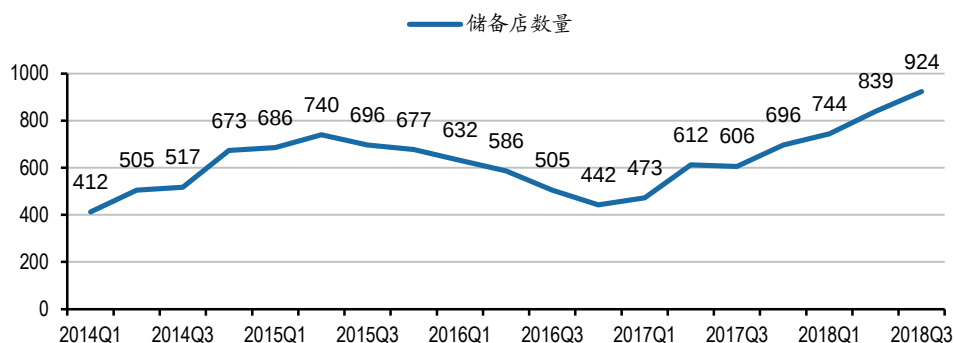
图 10：华住中端品牌未来有望复制全季发展路径，计划扩张至 2000 多家



数据来源：公司季报、广发证券发展研究中心

华住储备店数量逐季攀升，储备店中高端酒店占比达到80%。华住多层次的品牌结构和高效的直销体系对加盟商吸引力与日俱增，公司的扩张速度呈现加速态势。2018年9月30日华住签约储备店924家，达到14年以来最佳水平，储备店客房量较上年同期增长91%，储备店中端酒店占比从66%提升至80%。

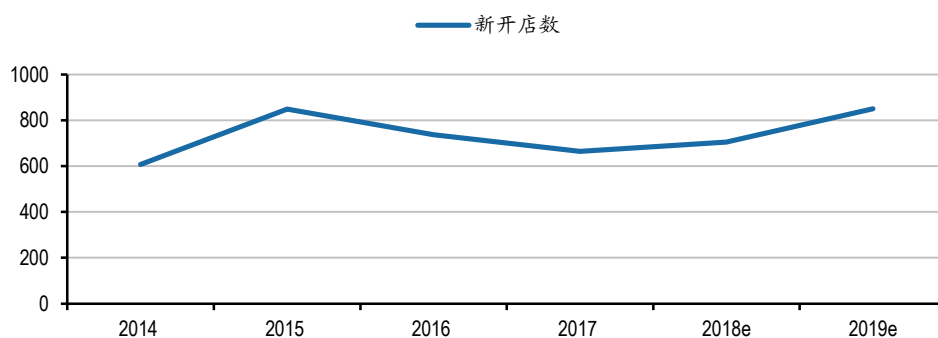
图 11：18 年 Q3 华住储备店数量达到历史峰值



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

华住新开店加速，计划2019年新开店800-900家，中高端酒店占比75-80%。18年前三季度华住新开店509家，公司预计全年开店数在680-730家左右，超过17年的665家，19年华住计划新开店800-900家，中高端酒店占比75-80%，并且关店150-200家左右。

图 12：华住历年新开店数及计划新开店数（家）

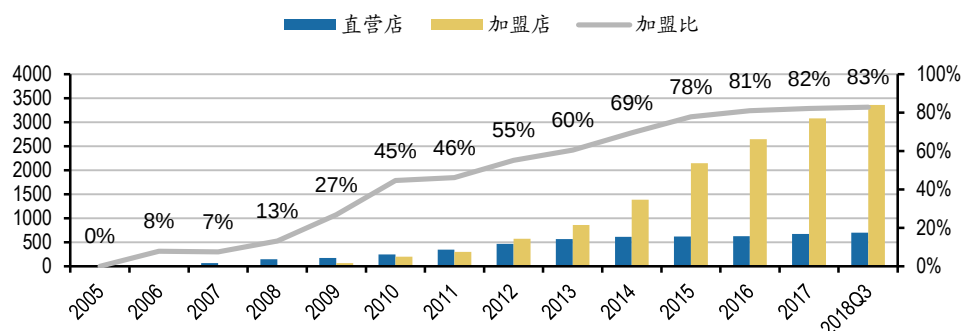


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

品牌定价优势显现，华住酒店经营数据领先同业

华住直营店重品质而非数量，门店扩张以加盟为主。2014年之前华住直营店以每年100家左右的净增速扩张，2014年后华住直营店数量基本稳定，门店扩张以加盟模式为主。2014至2018年三季度，华住的加盟店从1384家增长至3357家，而直营店从611家增长至697家，加盟占比提升至82.8%。

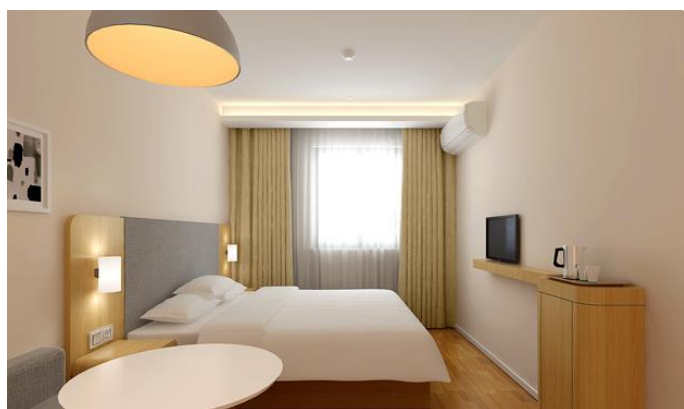
图 13：华住直营店和加盟店历年门店数量情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

华住通过“改造升级优质门店+淘汰经营不佳门店”方式，提升存量酒店盈利能力。经济型酒店汉庭是华住的基础品牌，华住为提升存量酒店盈利能力，开展汉庭2.0计划，引入全季装修元素改造汉庭，翻新后的新汉庭房价有10%以上的提升。同时，每年淘汰150-200家经营不佳门店，通过“改造升级优质门店+淘汰经营不佳门店”的方式，提升存量主力品牌汉庭的整体品牌档次，从而实现整个品牌体系的价值上升。

图 14：汉庭 2.0 酒店客房装修风格



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 15：全季酒店客房装修风格

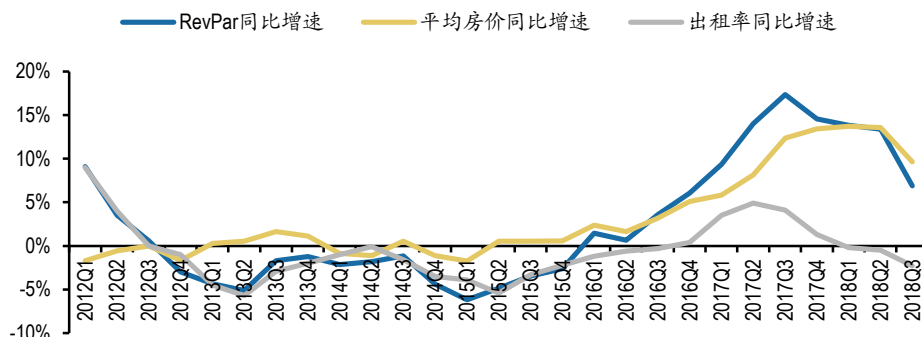


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

强大的品牌定价力使华住在17年周期上行中RevPar大幅增长，18年周期下行依然具备较强的增长韧性。华住17年在行业景气向好和自身产品升级的促进下RevPar大幅增长（+14.7%），18年后酒店受宏观经济放缓影响需求减弱，RevPar同比增

速逐季放缓，但在平均房价的高增长驱动下依然保持较高的增速，18Q1/Q2/Q3 RevPar 分别增长 13.8%/13.4%/6.9%。

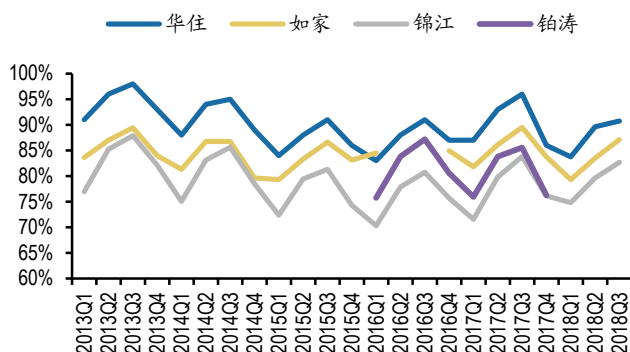
图 16：华住酒店经营指标同比增速情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

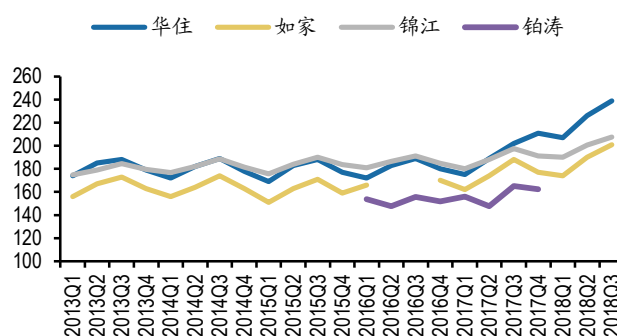
华住旗下酒店的经营水平处于同业领先水平，品牌优势给公司带来更强的定价权。与竞争对手相比，华住旗下酒店 RevPar 表现更好，品牌升级带来的定价优势使华住和竞争对手的平均房价逐渐拉开差距。华住 18 年三季度 RevPar 为 217 元，高于如家的 175 元和锦江的 172 元，华住的平均房价为 239 元，如家和锦江分别为 201 元和 208 元，出租率华住为 91%，同样高于如家的 87% 和锦江的 83%。

图 17：2013-2018Q3 三大酒店集团出租率对比



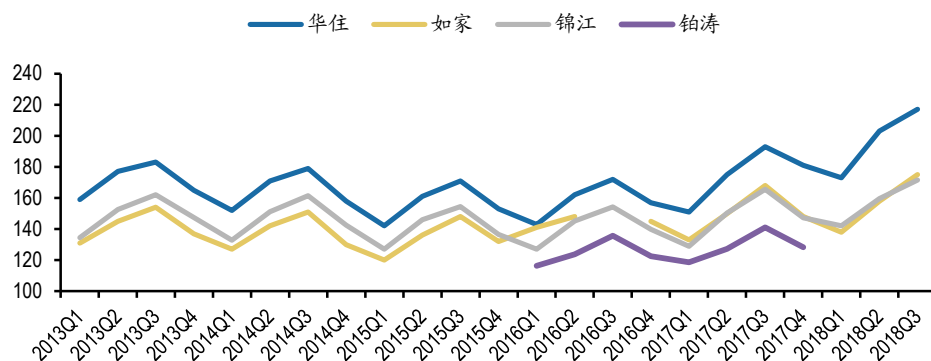
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 18：13-18Q3 三大酒店平均房价对比（元/晚）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 19: 2013-2018Q3 三大酒店集团 RevPar 对比 (元/晚) (货币单位: 人民币)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

与竞争对手相比, 华住的直营店经营优势更加突出。华住的直营店改造开始于2014年, 而锦江和如家的直营店改造计划开始于2017年, 华住直营店改造带来显著的效果, 2018年三季度华住经济型直营店RevPar为197元, 同比增长8.1%, 经营增速在公司各类型酒店中最佳, 同时RevPar表现和增速也远超锦江和如家的直营店。

表 5: 华住酒店集团 18 年三季度同店酒店经营数据 (货币单位: 人民币)

	同店 RevPar (元/晚)			同店平均房价 (元/晚)			同店出租率 (%)		
	2017Q3	2018Q3	同比增速	2017Q3	2018Q3	同比增速	2017Q3	2018Q3	同比增速
经济型酒店	178	185	4.1%	182	196	7.2%	98	95	-2.8%
直营模式	182	197	8.3%	192	208	8.5%	95	94	-0.2%
加盟模式	177	182	2.9%	180	192	6.7%	98	95	-3.5%
中高端酒店	272	284	4.3%	308	323	5%	88	88	-0.5%
直营模式	326	339	4.1%	356	374	5.1%	92	91	-0.9%
加盟模式	250	262	4.4%	288	302	4.9%	87	87	-0.4%
整体	199	207	4.2%	208	222	6.7%	96	93	-2.3%

数据来源: 华住季报, 广发证券发展研究中心

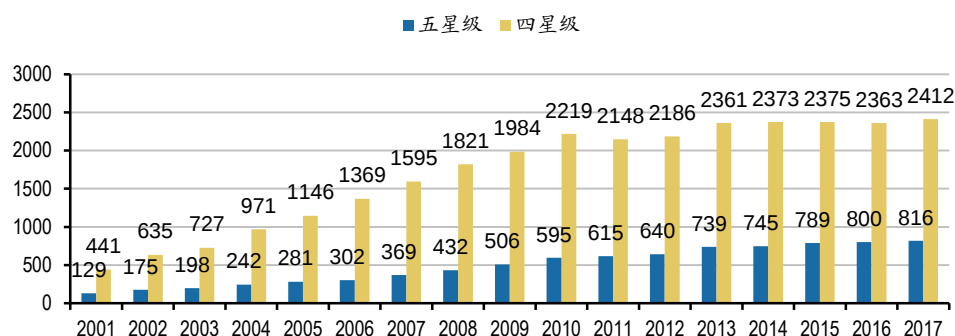
进军高端酒店市场, 布局新一轮品牌升级

高端酒店品牌定价更高, 具有更高的品牌溢价。高端品牌单房造价15万以上, 平均房价达到600-800元/晚, 高端产品的设计细节更多, 多为全服务型酒店, 除住房外还包括会议、餐饮、健身房等配套设施, 拥有更高的品牌溢价。

国内高端酒店大多在2001-2010年期间建造, 2013年后供给基本稳定。国内高星级酒店大多在2001-2010年期间建造, 是商业地产扩张时代的产物, 高端酒店过去和房地产深度捆绑, 酒店自身不是赢利点, 往往作为带动地产溢价、提升当地形象的配套项目出现。目前随着地产业的不景气, 来自地产开发商的酒店供给基本消失。2013年以来国内高星级酒店数量较为稳定, 2017年国内五星级酒店816家, 四星级

酒店2412家，合计3228家。

图 20: 全国高星级酒店历年数量



数据来源：中国统计局、广发证券发展研究中心

国内高端酒店市场以外资和地方国资为主，尚未形成寡头格局，市场格局相对分散。国内高端酒店市场由外资品牌和地方国资主导，从竞争格局看，国内高端星级酒店的头部集中度较低，国资品牌前十名市占率为17.7%，外资品牌前十名市占率为19.5%，规模最大的锦江酒店和皇冠假日市占率仅为3.95%和3.60%，市场尚未出现寡头集团，竞争格局相对分散。

表 6: 国内高星级酒店门店/客房数量及市占率

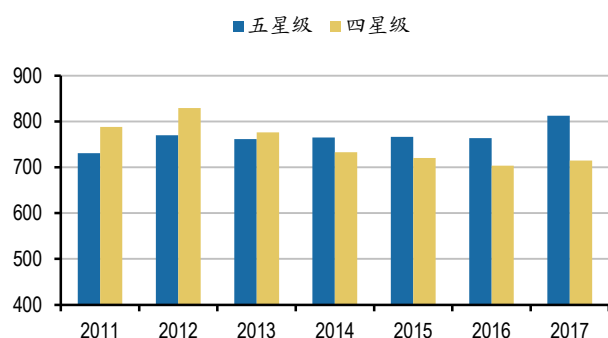
排名	国有酒店	门店数	客房数	品牌市占率	外资酒店	门店数	客房数	品牌市占率
1	锦江酒店	111	31213	3.95%	皇冠假日	79	28442	3.60%
2	首旅建国	68	19005	2.41%	喜来登酒店	73	26384	3.34%
3	维景国际	47	18861	2.39%	香格里拉	45	20035	2.54%
4	金陵连锁酒店	57	15307	1.94%	豪生大酒店	48	18346	2.32%
5	开元名都	36	12908	1.63%	洲际酒店	37	15377	1.95%
6	碧桂园凤凰	45	12355	1.56%	希尔顿酒店	28	11295	1.43%
7	世纪金源	19	9686	1.23%	万豪酒店	25	9028	1.14%
8	凯莱酒店	34	8168	1.03%	希尔顿逸林	24	8614	1.09%
9	粤海酒店	26	6989	0.88%	福朋喜来登酒店	29	8425	1.07%

10	君澜度假酒店	21	5321	0.67%	温德姆酒店	26	8127	1.03%
	合计	464	139813	17.70%	合计	414	154073	19.50%

数据来源：中国统计局、盈碟咨询、公司年报，广发证券发展研究中心

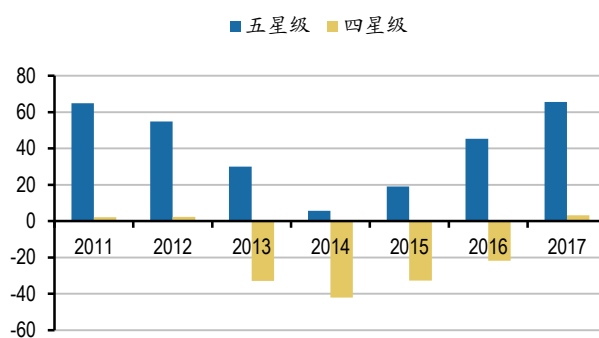
高端酒店整体回报率较低，利润集中在头部酒店中，四星级酒店利润率稀薄。2017年五星级酒店和四星级酒店的营业收入分别为812.71亿和714.91亿元，利润分别为65.57亿和3.20亿，利润率分别为8.1%和0.5%。高端酒店的整体利润率偏低，并且利润集中在头部酒店。

图 21: 五星级和四星级酒店历年营业收入 (亿元) (货币单位: 人民币)



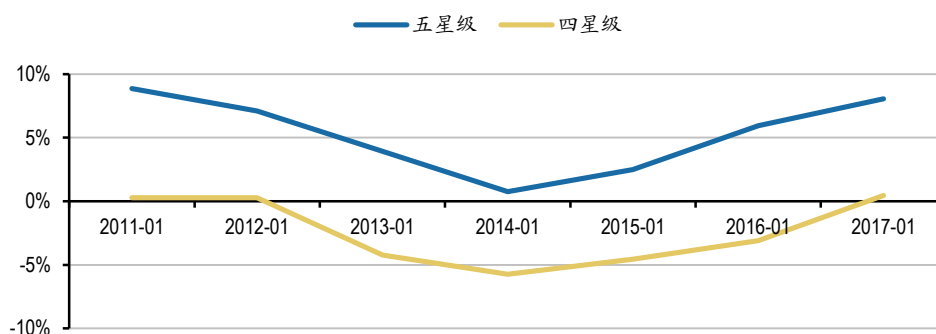
数据来源：中国统计局、广发证券发展研究中心

图 22: 五星级和四星级酒店历年利润总额 (亿元) (货币单位: 人民币)



数据来源：中国统计局、广发证券发展研究中心

图 23: 五星级酒店和四星级酒店利润率



数据来源：中国统计局、广发证券发展研究中心

华住通过内生培养和外部并购等布局高端酒店领域，借助会员导流和数年国内运营实践经验，其高端品牌盈利能力出色。高端酒店产品模型复杂，消费者对品牌的认可非短期可以塑造，华住采用内生培养、联合雅高、外部收购等方式探索布局高端酒店领域，通过各类方式的优势互补发展高端酒店品牌。借助华住的庞大会员体系，以及华住数年深耕国内酒店的产品经验和用户口碑，华住高端酒店盈利能力出色。

1、内生培育——代表为禧玥、漫心

华住内部培育禧玥、漫心等高端品牌。禧玥主打商务旅客，漫心主打度假休闲。内生培育可以积累高端酒店的产品设计和管理经验，对高端酒店运营各个环节均有把握，此方式培育品牌相对更加扎实，产品力和管理人员素质更强，禧玥酒店过去一年来RevPar达到363元，出租率82%，GOP%（总毛利率）为73%，EBIT%（税前利润率）达到34%，盈利能力远超同类酒店。缺点在于内生品牌的培育期较长，短时间无法让消费者给与品牌认同，在寻找加盟商时亦难以获得拥有黄金地段物业的加盟商。

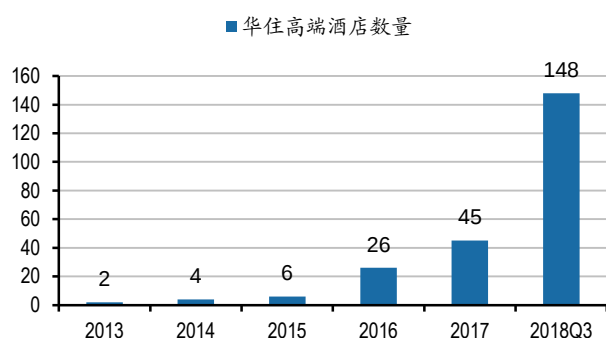
2、联合雅高——美居、美爵、诺富特

华住和雅高合作推广美居、美爵、诺富特等高端品牌。2015年华住获取雅高在中国5个品牌的经营权，雅高是欧洲第一大酒店集团，在高端酒店品牌的运营管理和品牌塑造方面具备优势，华住可以直接获得雅高成熟高端品牌，获得一二线城市核心CBD的优质物业。华住18年5月购买雅高4.5%股权，华住CEO张敏加入雅高董事会，未来双方合作空间广阔。

3、收购国内中高端品牌——桔子水晶、花间堂

收购桔子水晶、高端民宿花间堂。华住于2017年5月收购桔子水晶酒店集团，桔子水晶定位设计师酒店品牌，在产品设计方面优势较为突出。2018年8月华住收购花间堂70%股权，花间堂定位精品度假酒店，特色在于其融入当地人文特色的独特设计，目前有客栈和度假村两个系列。华住收购国内特色中高端酒店公司，进一步丰富旗下的品牌体系，通过自身的会员体系和IT系统优势，加速收购品牌的发展节奏。

图 24：华住旗下高端酒店数量



数据来源：公司季报、广发证券发展研究中心

图 25：华住的高端品牌禧玥经营表现出色



数据来源：公司季报、广发证券发展研究中心

表 7：华住酒店集团高端品牌梳理

	禧玥	漫心	美爵	美居	诺富特	桔子精选
品牌来源	内生培育		雅高品牌			收购
门店数	6	21	6	35	7	52
直营店	4	4	1	9	1	20
加盟店	2	17	5	26	6	32
单房成本 (万元)	18-20	15	60 以上	15-30	40-50	
单店客房 数(间)	180-230	50-150	120-500	125 以上	150 以上	
产品定位	高档朴适 酒店品牌	中高档 度假酒店	国际高端 品牌	国际中端 品牌	国际中高端 品牌	主打艺术 设计的中 高端酒店

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

华住进军高端酒店有利于进一步向上延伸品牌梯次，获得更强的定价权，成为内资酒店升级的领导者。高端品牌酒店的成功推广，将培养华住旗下会员对更高端产品的消费习惯，建立高端酒店的产品标准和定价权，对下游的中端品牌和经济型品牌的品牌溢价也有拉动作用。

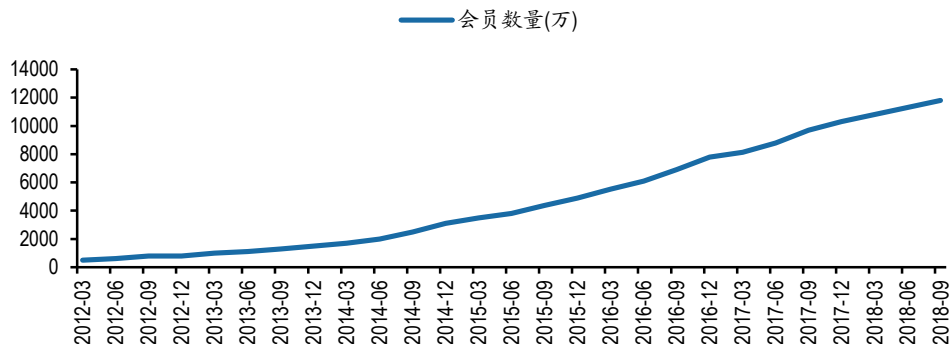
会员体系和运营平台为公司构建行业护城河

会员体系为华住构筑坚实护城河

国内酒店业高度竞争，会员体系成为决定出租率的关键因素。国内酒店市场竞争激烈，对客源的争夺在酒店之间的竞争中十分重要。单体和中小连锁酒店依赖OTA等分销渠道，OTA向酒店抽取佣金比例在12%-20%左右，获客成本高昂。而酒店集团的会员体系使用成本低廉，并且可以让酒店集团沉淀一批忠实的用户群体，充分对旗下酒店导流，获取稳定客源。

华住旗下会员达到1.18亿人次，为公司构建坚实护城河。华住会员体系近年来快速发展，2018年三季度达到1.18亿人次。会员体系具有规模效应，庞大的会员体系强化了对加盟商的吸引力，更多加盟商的加入也为华住会员提供更多的选择，使其增强对华住的粘性，而中小连锁酒店和单体酒店受限自身实力和覆盖范围，难以搭建同等规模的会员系统，因此会员体系是华住的核心竞争优势之一。

图 26：2012-2018 年 Q3 华住会员数量情况



数据来源：公司季报、广发证券发展研究中心

华住的会员体系导流高效，会员订单贡献率76%，自有渠道订单贡献率86%。华住自14年起坚持自有渠道价格最低战略，严禁出现分销渠道价格“倒挂”现象；华住采取会员积分一系列的激励措施，积累高度忠实的客户群体，并培育他们通过自有渠道订房习惯；华住旗下酒店智能化程度高，通过华住汇app可以办理智能前台、免押金入住、免查房等增值服务，客户使用华住app预定体验效果较好，有效提升客户黏性。

图 27：华住通过一系列会员权益加强会员忠诚度

会员特权

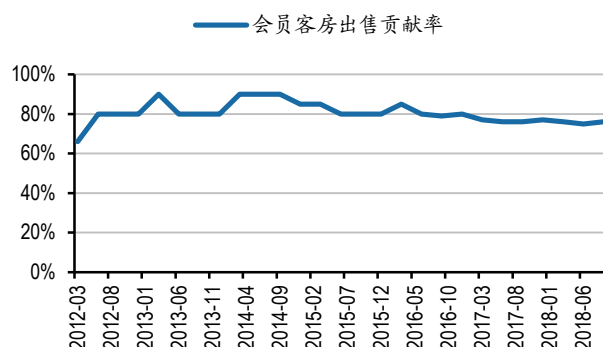


会员体系



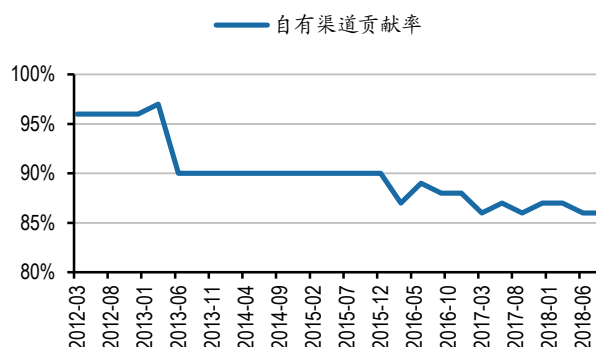
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图 28: 2012-2018Q3 华住会员客房订单出售贡献率



数据来源: 公司季度报告, 广发证券发展研究中心

图 29: 2012-2018Q3 华住自有渠道贡献率



数据来源: 公司季度报告, 广发证券发展研究中心

平台化运营降低酒店运营成本, 智慧酒店提升酒店服务品质

华住高效的平台化运营有效降低酒店人房比, 提升酒店经营利润。华住通过平台化运营有效降低酒店人房配比, 得益于统一财务系统、预订平台和管理系统, 华住旗下酒店无需安排专门的财务人员, 对后台人员和管理人员的需求也大幅降低, 华住的人房比通常控制在0.15-0.25左右。

移动互联网时代下, 华住手机APP可以使客户和酒店实时交互, 有效提升客户黏性。华住的信息化系统可以让用户和酒店之间实现实时交互, 用户的订单可以得到酒店的同步确认, 并且用户还能在手机上实现在线选房、免押入住等附加服务, 随着酒店进入体验营销时代, 酒店和用户进行深入互动能帮助酒店集团建立差异化优势。另外, 通过华住APP可以办理智能前台、免押金入住、免查房等增值服务, 客户使用华住app预定体验效果较好, 有效提升客户黏性。

图 30：华住推出“化掌柜”满足顾客入住酒店一站式服务



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

财务分析：利润率提升显著，净利润大幅提升

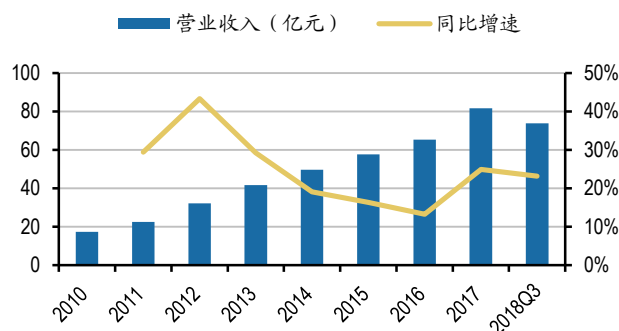
营收增长稳健，加盟收入占比逐年提升

华住的营业收入主要来自直营收入和加盟收入，2014年后直营收入趋缓，加盟收入成为主要营收增量。2010-2014年华住收入增长主要由直营店贡献，2014年之后华住经营模式从重资产模式转为轻资产模式，加盟收入成为主要的营收增量。2018年前三季度华住营业收入73.80亿元，同比增速23.2%，其中直营收入55.28亿，同比增速19.6%，加盟收入18.24亿元，同比增速36.1%，加盟收入占总营收24.7%。

2018年三季度公司营收增长16%，超出先前10.5%-12.5%预期，预计18全年收入达到先前预计区间（18%-22%）的上限。2018年三季度公司营业收入同比增长16%，超出此前10.5%-12.5%的业绩指引，主要系公司直营店的RevPar增长超预期以及中端酒店快速扩展。公司预计2018年四季度营收将增长17%-19%，全年营收增长达到

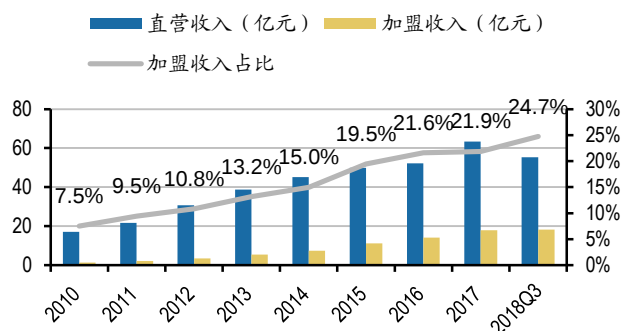
先前预测区间（18-22%）上限。

图 31：华住历年营业收入及同比增速（货币单位：人民币）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 32：华住直营收入和加盟收入及加盟收入占比（货币单位：人民币）

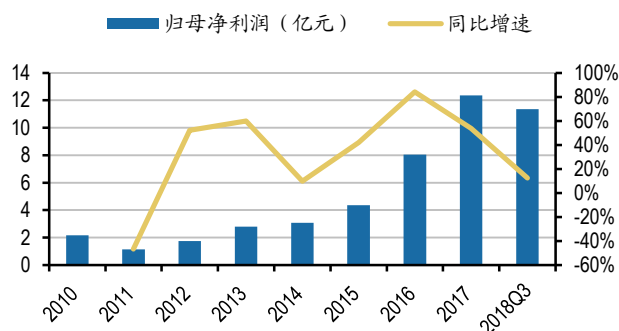


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

得益于经营结构调整和门店量价提升，15年后公司净利润快速增长

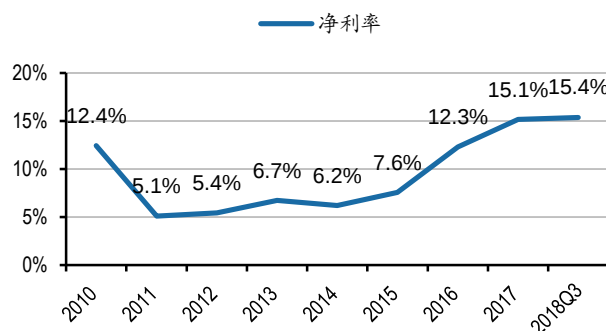
得益于经营结构调整和门店RevPar增长，华住在15年后净利润快速增长，净利率7.6%提升至15.1%。2015年后公司净利润大幅提升，得益于公司从直营模式向加盟模式转型的毛利率提升，以及公司酒店RevPar增长。15-17年公司净利润分别同比增长42.1%、84.3%、53.7%，净利率从7.6%提升至15.1%。

图 33：华住上市后归母净利润及同比增速（货币单位：人民币）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 34：华住上市后净利率情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

对华住的成本结构进行分拆，直营店成本占公司营收的60%以上，华住战略转型后，公司成本侧增速低于营收端，形成营收-成本增速“剪刀差”。华住的成本结构中固定成本占比较高，直营成本占营业收入比重超过60%，公司在2014年由重资产扩张转型轻资产扩张后，直营成本营收增速持续降低，2017年因收购桔子水晶集团增速有所回升，但占营收比重逐年下降。销售费用、管理费用和开业筹建费用合计占营

收比重12%-15%左右，17年后因公司布局高端酒店，公司加大了销售费用和管理投入，主要用于新品牌扩展的宣传费用和品牌地推人员的激励。整体看华住在2014年之后营收增速超过了成本增速，由于酒店利润率较低的原因，营收-成本增速“剪刀差”对利润的增长弹性影响显著。

表 8：华住营收及成本分拆（货币单位：人民币）

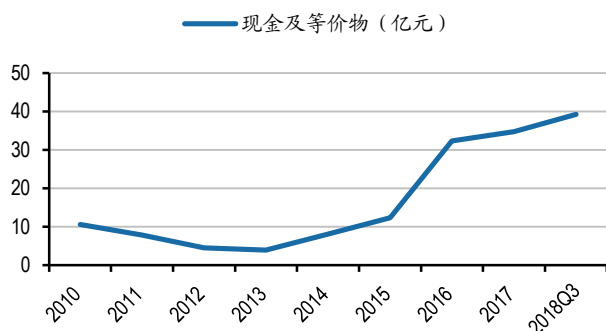
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
营业收入（万元）	173,849	224,960	322,453	416,863	496,473	577,462	653,863	817,020	738,007
yoy		29.4%	43.3%	29.3%	19.1%	16.3%	13.2%	25.0%	23.2%
直营收入（万元）	170,777	217,293	306,943	387,089	452,243	498,687	521,241	634,328	552,827
yoy		27.2%	41.3%	26.1%	16.8%	10.3%	4.5%	21.7%	19.6%
占营收比重	98.2%	96.6%	95.2%	92.9%	91.1%	86.4%	79.7%	77.6%	74.9%
加盟收入（万元）	13,058	21,264	34,985	54,996	74,280	112,398	141,116	178,666	182,399
yoy		62.8%	64.5%	57.2%	35.1%	51.3%	25.6%	26.6%	36.1%
占营收比重	7.5%	9.5%	10.8%	13.2%	15.0%	19.5%	21.6%	21.9%	24.7%
成本及费用（万元）	148,219	214,245	301,152	381,584	459,392	520,473	564,269	678,653	576,156
yoy		44.5%	40.6%	26.7%	20.4%	13.3%	8.4%	20.3%	19.7%
占营收比重	85.3%	95.2%	93.4%	91.5%	92.5%	90.1%	86.3%	83.1%	78.1%
直营成本（万元）	118,020	170,334	245,390	318,167	387,803	451,215	493,217	567,415	473,894
yoy		44.3%	44.1%	29.7%	21.9%	16.4%	9.3%	15.0%	17.0%
占营收比重	67.9%	75.7%	76.1%	76.3%	78.1%	78.1%	75.4%	69.4%	64.2%
市场及销售费用（万元）	7,079	9,475	10,281	13,813	18,744	17,957	14,653	21,496	24,024
yoy		33.9%	8.5%	34.3%	35.7%	-4.2%	-18.4%	46.7%	42.5%
占营收比重	4.1%	4.2%	3.2%	3.3%	3.8%	3.1%	2.2%	2.6%	3.3%
行政管理费用（万元）	11,999	16,006	22,411	28,476	34,213	40,301	49,214	69,097	58,162
yoy		33.4%	40.0%	27.1%	20.1%	17.8%	22.1%	40.4%	27.9%
占营收比重	6.9%	7.1%	7.0%	6.8%	6.9%	7.0%	7.5%	8.5%	7.9%
开业筹建费用（万元）	11,121	18,430	23,069	21,128	18,633	11,001	7,185	20,645	20,077
yoy		65.7%	25.2%	-8.4%	-11.8%	-41.0%	-34.7%	187.4%	48.9%
占营收比重	6.4%	8.2%	7.2%	5.1%	3.8%	1.9%	1.1%	2.5%	2.7%
经营利润（万元）	25,631	10,715	21,973	38,054	38,936	60,115	87,090	143,751	175,239
yoy		-58.2%	105.1%	73.2%	2.3%	54.4%	44.9%	65.1%	46.1%
占营收比重	14.7%	4.8%	6.8%	9.1%	7.8%	10.4%	13.3%	17.6%	23.7%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司充裕的现金流将有力支撑公司下一阶段的发展计划。由于公司重资产投入减少，

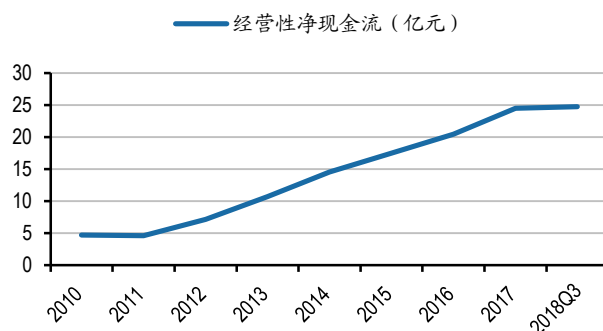
2015年后公司的现金快速增长，至2018年9月30日，公司账上现金达45.47亿元。公司的经营性现金流较好，2018年前三季度经营性现金流24.74亿元，同比增长30.3%。充裕的现金流将有效支撑公司未来酒店扩张和资本投资。

图 35: 公司现金及等价物情况 (货币单位: 人民币)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 36: 公司经营性净现金流情况 (货币单位: 人民币)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议

盈利预测与估值分析

华住未来业绩增长主要来自直营店的RevPar提升和加盟店的数量增长，考虑到国内酒店现状和公司发展计划，我们做出如下假设：

- 1) 根据华住品牌发展及门店扩张计划，预计华住未来三年直营店保持15家的扩张速度，单店平均客房数128间。
- 2) 考虑到华住门店改造进程及国内宏观经济预期，预计18-20年华住直营店RevPar分别同比增长12%、8%、6%。
- 3) 国内酒店竞争格局清晰，华住作为龙头公司预计未来保持较高的扩张速度。根据华住19年开店计划，预计华住未来三年加盟店每年开业800、750、700家，每年关店200家，净增门店数为600、550、500家，单店平均客房数96间。
- 4) 考虑到中端加盟店占比提升及国内宏观经济预期，预计18-20年华住加盟店RevPar分别同比增长8%、6%、4%。
- 5) 根据过往数据推算，公司的加盟费率(包含渠道费、设计费等费用)合计11.5%，预计未来保持不变。
- 6) 雅高股价下跌对华住18年产生2.2亿元的公允价值损失影响，19-20年暂不做考虑。

基于上述假设，我们预计18-20年华住归母净利润分别为16.02亿、21.20亿、26.74亿元，基于当前股价分别为35、26、21倍，EV/EBITDA分别为22、18、15倍。

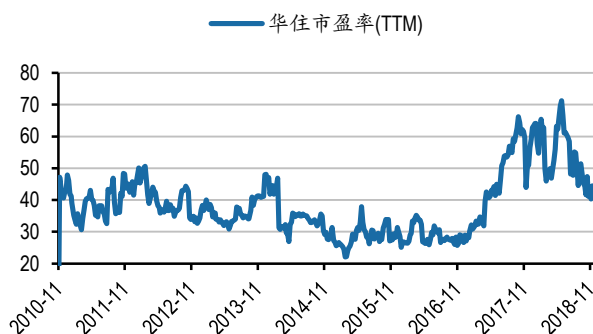
表9：华住盈利预测（截至2018年12月18日）（货币单位：人民币）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（万元）	653,863	817,020	1,007,759	1,152,759	1,283,206
YOY	13.2%	25.0%	23.3%	14.4%	11.3%
直营收入（万元）	521,241	634,328	744,069	825,904	896,825
YOY	4.5%	21.7%	17.3%	11.0%	8.6%
加盟收入（万元）	141,116	178,666	259,489	322,356	381,382
YOY	25.6%	26.6%	45.2%	24.2%	18.3%
归母净利润（万元）	80,462	123,720	160,207	211,977	267,412
净利率	12.3%	15.1%	15.9%	18.4%	20.8%
YOY	84.3%	53.8%	29.5%	32.3%	26.2%
EBITDA	156,579	222,677	316,490	383,891	453,427
YOY	24.0%	42.2%	42.1%	21.3%	18.1%
EPS（元/股）	2.89	4.45	5.76	7.62	9.61
PE	32.3	50.9	34.6	26.1	20.7
EV/EBITDA	12.7	25.2	22.0	17.9	14.9
ROE	14.9	19.1	25.7	25.8	25.4

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

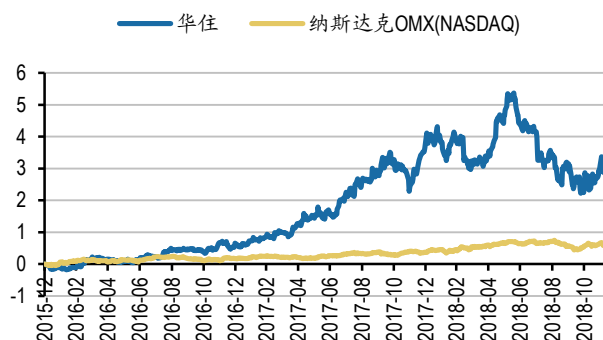
华住2010-2016年估值在25-35倍左右，2017年后华住估值走高。华住酒店集团自2010年美股上市至2016年平均动态PE约32倍，大部分时间估值稳定在25-40倍PE，16-17年华住业绩分别同比增长84%和54%，17年华住基于当年盈利的PE逐步提升，从年初约20倍提至年末近50倍，市盈率和业绩一起走高形成“戴维斯双击”。18年以来受酒店行业放缓影响，华住8月后股价有所回落，基于2018年预期的净利润PE也回落至目前的约34.6倍。

图37：华住近年来市盈率PE（TTM）走势



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图38：华住16年至今股价走势



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

与同业可比公司相比华住估值略高，但考虑到中国酒店市场的集中化趋势以及华住在业内的领头地位，美股市场给予华住估值溢价存在合理性。截止12月18日，华住动态市盈率为40.43倍，高于在美股上市的另一家中国酒店集团格林酒店，相较A股的同业对手锦江股份和首旅酒店估值差异较大，美股对具有成长性的服务业给予高估值，华住在美股具有稀缺性，因此相较A股同业公司估值更高。从EV/EBITDA角度看，华住与格林酒店估值相近，高于万豪、希尔顿和温德姆等美国酒店集团，主要原因为中国酒店市场的集中度提升和品牌升级空间广阔，华住是中国酒店升级的领头羊，成长性高于美国酒店集团。

表10：主要可比公司业绩及估值对比（货币单位：人民币）

	华住	格林酒店	万豪	希尔顿	温德姆	锦江股份	首旅酒店
营业收入（亿元）	73.80	6.95	1059.47	455.27	92.25	108.24	63.24
归母净利润（亿元）	11.35	3.40	102.57	37.15	8.12	8.72	8.01
总市值（亿元）	554	98	2,542	1,439	321	198	165
PE（17Q4-18Q3，TTM）	40.43	29.50	24.32	14.48	27.07	20.09	18.75
EV/EBITDA	22.79	21.32	16.34	16.07	17.62	10.43	8.74

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

注：营业收入和净利润为2018年前三季度业绩，估值时点为2018年12月18日

投资建议

中国酒店处于存量转型阶段，龙头的竞争优势逐步显现。华住作为国内酒店龙头中唯一的民营企业，在激励机制、管理效率、成本控制等方面优势显著，公司把握国内酒店品牌化机遇期，围绕品牌和渠道构筑护城河，通过扩张中端加盟店、改造升级直营店、布局高端品牌等方式进一步挖掘利润空间。我们认为公司在中国酒店转型浪潮中处于行业领导者，看好公司的业绩确定性和成长空间，我们按19年33倍PE给予合理价值36.48美元/股，给予“增持”评级。

风险提示

1) 宏观经济波动对酒店行业影响较大，经济下行或将影响行业复苏。2) 公司持股雅高股票，存在股价下跌公允价值减少风险。3) 公司中端酒店扩张速度及高端酒店培养进度不及预期。

表11：华住酒店集团利润表（单位：百万元）（货币单位：人民币）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
--	------	------	-------	-------	-------

营业收入	6539	8170	10078	11528	12832
营业成本	4932	5674	6507	7158	7699
营业税金及附加	116	0	0	0	0
销售费用	147	215	333	380	359
管理费用	492	691	857	957	1052
财务费用	-56	-25	171	111	48
资产减值损失	154	169	178	187	196
公允价值变动收益	0	0	-160	0	0
投资净收益	6	-12	0	0	0
营业利润	871	1438	2281	2917	3593
营业外收入	134	164	200	20	20
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1077	1608	2149	2826	3565
所得税	287	360	537	707	891
净利润	796	1237	1612	2120	2674
少数股东损益	8	1	10	15	20
归属母公司净利润	805	1237	1602	2120	2674
EBITDA	1566	2227	3165	3839	4534
EPS（元）	2.89	4.45	5.76	7.62	9.61

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表12：华住酒店集团资产负债表（单位：百万元）（货币单位：人民币）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4175	5761	5981	6715	7704
货币资金	3235	3475	3379	3899	4712
应收及预付	709	1452	1564	1758	1914
存货	22	24	39	28	30
其他流动资产	209	810	1038	1058	1078
非流动资产	5819	11666	17947	18609	19451
长期股权投资	1072	2404	6916	7261	7624
固定资产	3710	4523	4739	4817	5076
在建工程					
无形资产	514	3909	4422	4422	4422
其他长期资产	522	830	1871	2108	2328
资产总计	9993	17427	23928	25324	27154
流动负债	2966	3677	5408	5793	6268
短期借款	298	131	579	608	638
应付及预收	768	985	1240	1387	1557
其他流动负债	1900	2561	3589	3799	4073
非流动负债	1611	7277	12277	11327	10377
长期借款	0	4922	9422	8422	7422

其他非流动负债	1611	2355	2855	2905	2955
负债合计	4577	10953	17685	17120	16644
股本	278	278	278	278	278
资本公积	107	107	107	107	107
留存收益	5014	6053	5659	7619	9925
归属母公司股东权益	5400	6439	6045	8005	10311
少数股东权益	17	36	199	199	199
负债和股东权益	9993	17427	23928	25324	27154

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表13：华住酒店集团现金流量表（单位：百万元）（货币单位：人民币）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2048	2453	3096	3392	3962
净利润	805	1237	1602	2120	2674
折旧摊销	695	792	884	921	941
营运资金变动	341	189	270	136	172
其它	207	235	339	214	175
投资活动现金流	184	-6716	-8287	-1546	-1763
资本支出	-517	-827	-1770	-1200	-1400
投资变动	-369	-1982	-6517	-346	-363
其他	473	-4210	0	0	0
筹资活动现金流	-248	4536	5096	-1326	-1386
银行借款	282	6695	4948	-971	-970
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	12	9	0	0	0
其他	-541	-2168	148	-355	-416
现金净增加额	1997	240	-96	520	813
期初现金余额	1238	3235	3475	3379	3899
期末现金余额	3235	3475	3379	3899	4712

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

广发社会服务研究小组

安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 社会服务行业新财富入围。
沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 社会服务行业新财富入围。
张 雨露：分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 社会服务行业新财富入围。
康 凯：研究助理，北京大学应用数学硕士，2017 社会服务行业新财富入围。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。