

2020年09月24日

# 华住集团-S (01179.HK)

## 新股分析

所属一级行业名称

## 以成长穿越周期的中国酒店行业龙头

### 投资要点

- ◆ **仍处于成长期的中国酒店行业龙头：**华住集团是一家业务覆盖全球且尚处于快速发展期的中国连锁酒店集团，旗下拥有超过 20 个各具特色的酒店品牌组合，其中“汉庭”、“华住”分别为中国经济型连锁酒店、中档连锁酒店的领军品牌。截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有约 53.7 万间酒店客房，仅次于锦江酒店位居中国第二。而以 2017-2019 年的盈利规模来看，公司均位列中国连锁酒店行业第一。
- ◆ **连锁酒店渗透率持续上升，中档酒店顺势而起：**中国连锁酒店行业最重要的发展趋势是连锁化率的持续提升，2019 年中国连锁酒店渗透率仅为 24.9%，远低于美国的 71.8% 及世界平均的 41.1%。根据弗若斯特沙利文的预测，中国酒店业的连锁酒店渗透率将在 2024 年增长至 35.2%。另一方面，消费升级叠加成本倒逼，使得中档酒店顺势而起，根据弗若斯特沙利文，2020-2024 年中档酒店总数仍将保持 18.6% 的复合增长率，超过行业平均的 8.6%。
- ◆ **丰富的酒店品牌，强悍的运营能力：**除“汉庭”、“全季”等知名自创品牌，近年来公司在投资并购及整合提升方面已累积了丰富经验，目前旗下品牌总数超过 20 个，满足消费者差异化的酒店消费需求。此外，公司拥有强大的中后台运营能力，一方面公司拥有中国最大的酒店忠诚计划，2019 年约 76% 的过夜客属于华住会会员，领跑全球十大酒店集团，已摆脱对于高成本 OTA 渠道的依赖；另一方面，公司技术基础设施覆盖酒店运营的所有重点层面，经营效率高于同业。
- ◆ **扩张能力强悍，成长确定性高：**2018-2019 年，华住集团净增酒店 1872 家，净增长幅度为全球上市酒店集团之最。从发展战略上看，轻资产的加盟模式贡献了绝大部分增量，2019 年加盟酒店占比已提升至约 88%，轻资产模式有助于公司平抑酒店行业的周期波动。酒店规模迅速扩张的背后是加盟商对于华住旗下酒店品牌盈利能力的看好，根据弗若斯特沙利文，华住集团旗下加盟及特许经营酒店加盟商的投资回收周期约为 3 至 5 年。截止至 2020 年上半年，公司正在开发酒店总数为 2335 家，占正运营酒店总数的 37.7%，成长确定性高，其中 2298 家为加盟及特许经营酒店。
- ◆ **投资建议：**我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 -7.7、7.4 和 10.4 元。我们通过 DCF 估值法为公司进行估值，得到每股 350.82 港元。我们首次覆盖公司并给予“增持-A”评级。
- ◆ **风险提示：**1.宏观经济影响的风险；2.行业竞争加剧及供给过剩的风险；3.公司扩张成果不及预期；4.执行多品牌业务策略可能分散公司既有品牌的管理层注意力及资源；5.品牌价值或形象下降的风险；6.酒店并购整合风险。

分析师

高猷嘉

SAC 执业证书编号：S0910520060002

gaoyoujia@huajinsc.cn

021-20377166

相关报告

## 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,063	11,212	10,204	15,798	17,875
YoY(%)	17.9	3.3	-7.8	55.1	10.9
净利润(百万元)	716	1,769	-2,279	2,195	3,116
YoY(%)	-41.7	147.0	-228.8	-196.3	42.0
毛利率(%)	35.6	35.9	10.6	35.2	37.4
EPS(摊薄/元)	2.36	5.81	-7.69	7.35	10.37
ROE(%)	13.0	25.7	-20.7	17.1	19.6
P/E(倍)	115.5	46.9	-35.4	37.0	26.3
P/B(倍)	13.4	11.2	7.6	6.3	5.1
净利率(%)	7.1	15.8	-22.3	13.9	17.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、公司简介:	5
二、业务解析:	7
(一) 租赁及自有经营模式	8
(二) 轻资产模式	9
(三) 德意志酒店集团	10
三、公司看点:	12
(一) 行业层面	12
(二) 公司层面	14
四、财务及运营指标分析:	18
(一) 公司营收及净利润	18
(二) 运营分析	19
五、盈利预测及投资建议	21
(一) 盈利预测	21
(二) 估值	22
1、绝对估值	22
2、估值比较	22
(三) 投资建议	23
六、风险提示:	23

## 图表目录

图 1: 全球十大酒店集团客房数 (单位: 万间)	5
图 2: 公司发展历程	6
图 3: 公司经营的主要酒店品牌	6
图 4: 公司股权架构 (假设超额配股权未获行使)	7
图 5: 公司在营酒店数目	7
图 6: 连锁酒店经营模式	8
图 7: 公司租赁及自有酒店数量及占比	9
图 8: 公司租赁及自有酒店到期时间数量统计	9
图 9: 直营酒店成本拆分及利润率走势	9
图 10: 管理加盟酒店经营模式	10
图 11: 公司在营管理加盟酒店数量及占比	10
图 12: 公司在营特许经营酒店数量及占比	10
图 13: 德意志集团酒店分类 (截止至 2020 年 6 月 30 日)	11
图 14: 收购德意志集团后公司各档次酒店构成	12
图 15: 全球连锁酒店及独立酒店的酒店客房数量	12
图 16: 2019 年全球及各国连锁酒店渗透率	12
图 17: 中国连锁酒店及独立酒店的酒店数量细分	13
图 18: 中国连锁酒店及独立酒店的酒店客房数量细分	13
图 19: 中国按酒店分布划分的连锁酒店数量细分 (单位: 千家)	13
图 20: 中国按酒店分部划分的连锁酒店客房数量细分 (单位: 百万)	13
图 21: 经济型、中档酒店的连锁化率仍有较大提升空间	14
图 22: 公司不同档次酒店品牌的代表	15

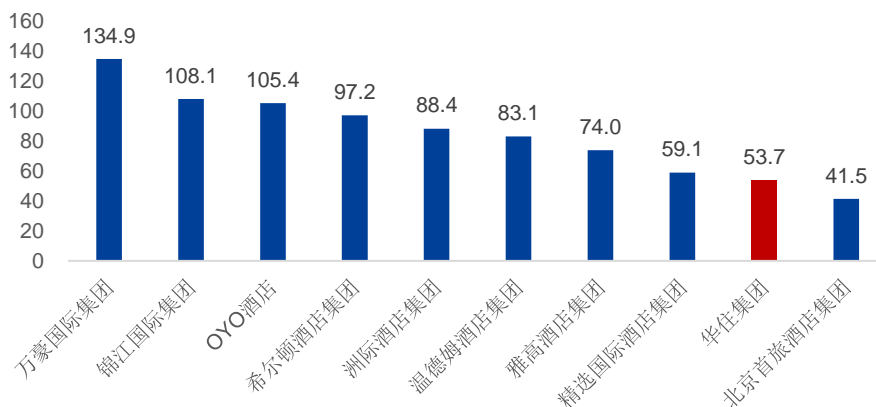
图 23: 华住会会员特权.....	16
图 24: 2018-2019 年华住集团酒店扩张数量在全球上市连锁酒店集团中最多 .....	17
图 25: 公司处于成熟阶段的酒店数量 .....	17
图 26: 公司开发中酒店数量.....	17
图 27: 公司 Pipeline 各线城市占比 (截至 2020/3/31) .....	17
图 28: 公司 Pipeline 品牌占比 (截至 2020/3/31) .....	17
图 29: 华住集团加盟优势 .....	18
图 30: 2015 年至 2020 年公司营业收入及构成 .....	18
图 31: 加盟模式抽成比率稳定 .....	18
图 32: 盈利能力对比: 华住、锦江、首旅 (华住为经调整净利润) .....	19
图 33: 2015 年至 2020 年公司经调整的 EBITDA.....	19
图 34: 2015 年至 2020 年公司经调整归母净利润 .....	19
图 35: 可比酒店 RevPAR 变化趋势.....	20
图 36: 整体 RevPAR 同比变化趋势.....	20
图 37: 2017 年至 2020 年公司资产负债率 .....	20
图 38: Legacy Huazhu 运营中酒店数量预测 .....	21
图 39: Legacy DH 运营中酒店数量预测.....	21
图 40: 公司 2017 年至 2024 (预测) 营收及管理加盟及特许经营酒店占营收比 (单位: 百万元) .....	21
图 41: 公司 2017 年至 2024 年 (预测) 调整归母净利润 (百万元) .....	22
图 42: 公司 2017 年至 2024 年 (预测) 调整 EBITDA (百万元) .....	22
图 43: 绝对估值法敏感性分析 .....	22
图 44: 华住集团与可比公司的估值情况 (2020 年 9 月 23 日) .....	23
表 1: 租赁及自有经营模式特点及具体内容 .....	8
表 2: 德意志集团旗下酒店品牌 .....	11
表 3: 并购后桔子水晶酒店的各项运营数据 .....	15

## 一、公司简介：

华住集团是一家业务覆盖全球且发展迅速的中国多品牌酒店集团，主营经济型及中高端酒店的经营与管理，旗下拥有超过 20 个各具特色的酒店品牌组合。

截至 2019 年 12 月 31 日，华住集团在管连锁酒店客房总数达到 53.7 万间，在全球连锁酒店行业市占率为 2.7%，在中国连锁酒店行业市占率为 11%，仅次于锦江酒店集团。

图 1：全球十大酒店集团客房数（单位：万间）



资料来源：《HOTELS》、华金证券研究所

连锁酒店行业市场集中度较高，全球市场 CR10 为 43.2%，而中国市场 CR10 达到 66.1%，龙头规模优势明显。

图 2：2019 年全球前十大连锁酒店集团市场份额

排名	酒店集团	客房总数 (百万)	市场份额 (%)
1	公司 A	1.4	7.5%
2	公司 B	1.0	5.3%
3	公司 C	1.0	5.3%
4	公司 D	0.9	4.8%
5	公司 E	0.8	4.3%
6	公司 F	0.8	4.3%
7	公司 G	0.7	3.7%
8	公司 H	0.6	3.2%
9	华住集团	0.5	2.7%
10	公司 I	0.4	2.1%
前十大		8.1	43.2%
其他		10.6	56.8%
连锁酒店客房总数		18.7	100.0%

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 3：2019 年中国前十大连锁酒店集团市场份额

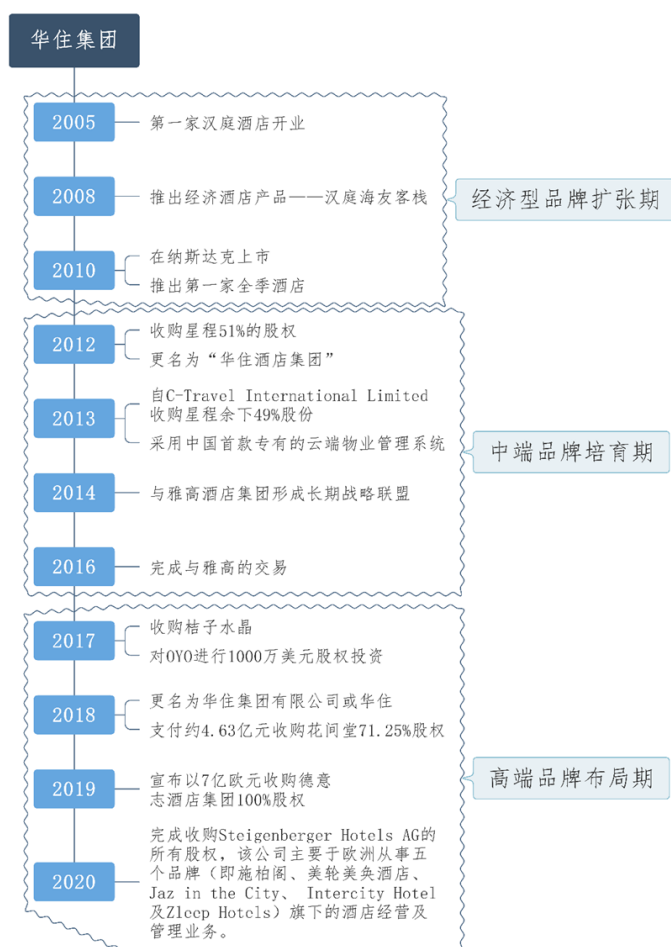
排名	酒店集团	客房总数 (千)	市场份额 (%)
1	公司 E	739.1	15.1%
2	华住集团	536.9	11.0%
3	公司 B	500.0	10.2%
4	公司 I	414.8	8.5%
5	公司 J	290.0	5.9%
6	公司 K	175.0	3.6%
7	公司 L	160.6	3.3%
8	公司 F	154.6	3.2%
9	公司 D	135.5	2.8%
10	公司 A	122.0	2.5%
前十大		3228.5	66.1%
其他		1671.5	33.9%
连锁酒店客房总数		4900.0	100.0%

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

公司发展历程可分为三个阶段，第一个阶段为经济型酒店的扩张期，起步于 2005 年创立经济型酒店品牌“汉庭”；2015 年以来，公司进一步夯实中后台根基，并通过自创“全季”品牌、并购“桔子水晶”大力拓展中档酒店市场，逐步发展成为行业领导者；自 2018 年开始，公司进入新一轮快速增长期，在继续发力中档酒店市场的同时，推出“软品牌”加盟模式进一步整合分散的单

体酒店，并于 2020 年初完成对于德国最大本土酒店集团德意志酒店（Deutsche Hospitality）的并购，着力于全球市场。

图 2：公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，华金证券研究所

华住集团自创立以来，已由一家单品牌经营的连锁酒店企业逐步发展为一家经营超过 20 个各具特色的酒店品牌的酒店集团，实现了对于不同消费人群及场景的业务覆盖。

图 3：公司经营的主要酒店品牌

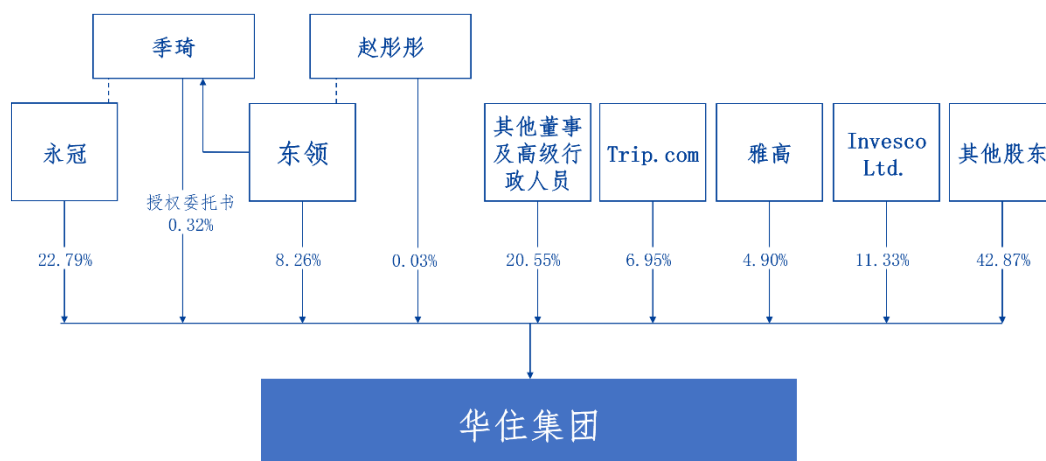


资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

公司创始人季琦先生本科、硕士均毕业于上海交通大学机械工程专业。作为主要创始人，季先生分别于 1999 年、2002 年创立携程旅行网（TCOM.O）及如家酒店集团（后被首旅酒店并购）。2005 年，季先生创立华住集团的前身 China Lodging Group，并于 2010 年完成美股上市，自此季先生成为了中国首位连续创立三家市值超过 10 亿美元公司的企业家。

公司其他重要股东包括赵彤彤（联合创始人）、雅高（战略投资者）、携程网（战略投资者）、景顺（机构投资者）等。

图 4：公司股权架构（假设超额配股权未获行使）

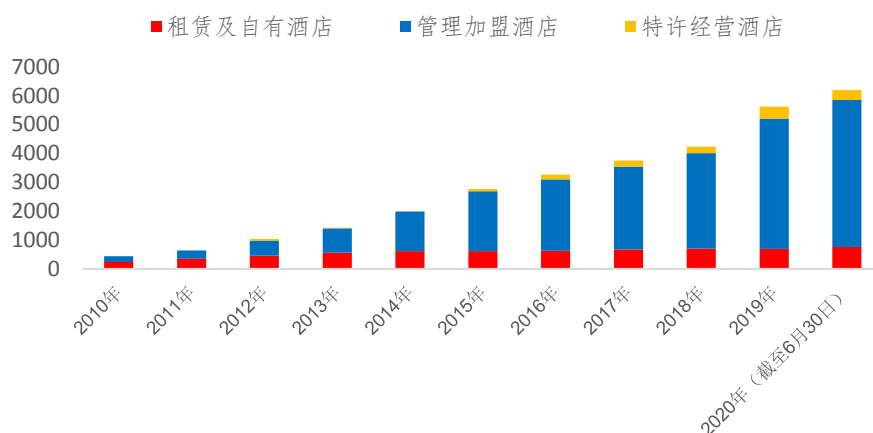


资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

## 二、业务解析：

截止至 2020 年 6 月 30 日，华住集团运营酒店总数为 6187 家（包含 116 家 DH 旗下酒店），近三年的复合增长率达到 22.4%。其中，过去三年公司租赁及自有酒店规模几乎保持不变（不包含 DH），而管理加盟及特许经营酒店贡献了绝大部分增量，由 2Q17 的 2855 家增长至 2Q20 的 5381 家（不包含 DH）。

图 5：公司在营酒店数目

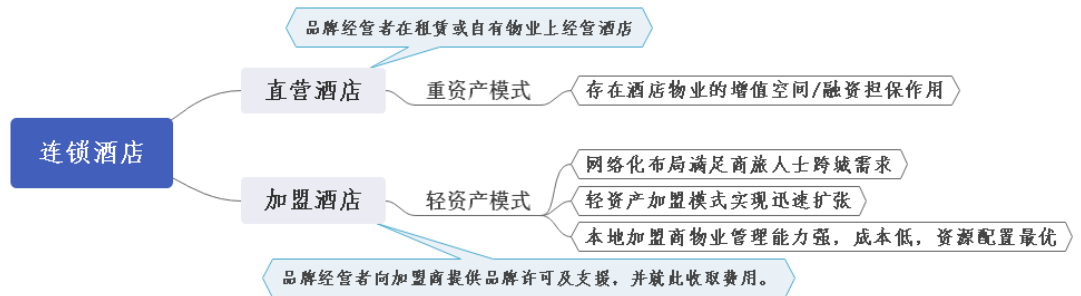


资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所



管理加盟及特许经营酒店的占比大幅提升清晰地表明近年以来华住集团的发展战略正在转向轻资产扩张模式。在该模式下，公司向加盟商提供品牌许可及经营支持并就此收取相关费用，公司无须承担酒店前期的资本支出，也不承担酒店的经营亏损或者获得经营分红，因此所收费用是具备高持续性的经营性现金流。连锁酒店作为标准化程度较高的产品，公司通过大量开设加盟及特许经营酒店摊薄了中后台成本及费用。

图 6：连锁酒店经营模式



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

## （一）租赁及自有经营模式

租赁及自有经营模式中，公司通过租赁或自持物业对酒店进行直营管理，公司承担所有相关开支，负责招聘、培训及监督酒店经理及雇员、支付租金以及建筑与装修该等酒店的相关费用，并购买所有供应品及其他所需设备。公司的租赁酒店位于租赁物业上，租赁期通常为 10 年至 30 年不等，并且享有最初 2 个至 6 个月的免租期。

表 1：租赁及自有经营模式特点及具体内容

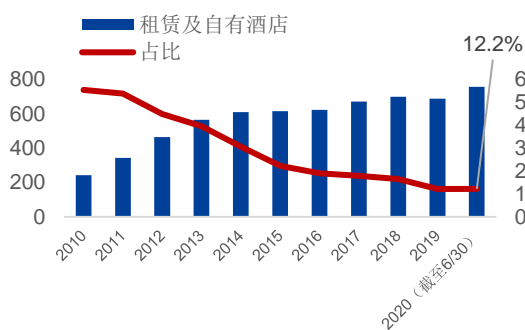
运营方式	管理及经营酒店的各个方面并承担所有相关开支
具体负责	招聘、培训及监督酒店经理及雇员、支付租金以及建筑与装修酒店的相关费用，并购买所有供应品及其他所需设备
租赁期	10 年至 30 年
免租期	2 个月至 6 个月
租金	在租赁期的首 3 年至 5 年内每月、每季或每半年支付固定租金，其后租金通常每三至五年增加 3% 至 5%

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

在公司发展早期阶段，公司选择以租赁及自有的经营模式为主，从而更有效地控制质量。随着公司不断扩张，直营酒店的模式占比逐年缩小。截至 2020 年 6 月 30 日，公司拥有 751 家租赁酒店及 7 家自有酒店，分别占公司在营酒店的约 12.1% 及 0.1%。

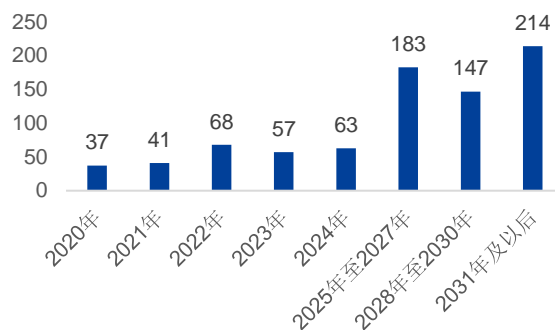


图 7：公司租赁及自有酒店数量及占比



资料来源：公司照顾说明书，华金证券研究所

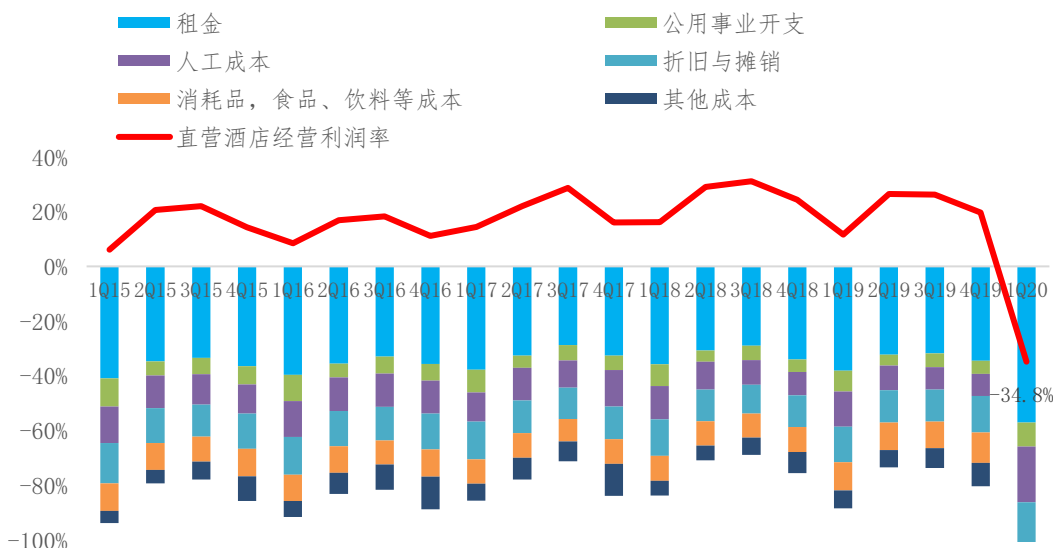
图 8：公司租赁及自有酒店到期时间数量统计



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

租赁及自有经营酒店的成本包括租金成本、人工成本、折旧与摊销等，成本结构偏刚性。2020 年第一季度，受到 Covid-19 的影响，公司旗下酒店的入住率（Occ）、已售客房平均房价（ADR）显著降低，经营负杠杆使得公司租赁及自有业务分部出现较大幅度的亏损。

图 9：直营酒店成本拆分及利润率走势



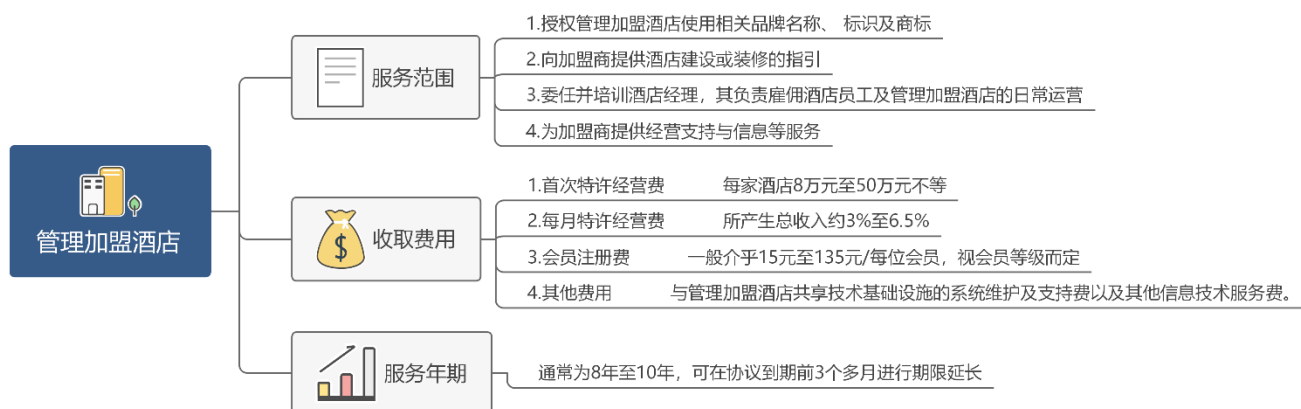
资料来源：公司资料，华金证券研究所

## （二）轻资产模式

### 1、管理加盟模式

在管理加盟模式下，公司授权管理加盟酒店使用公司的相关品牌名称、标识及商标，向加盟商提供酒店建设或装修的指引，并规定有关酒店于获准开始营运前达到公司的标准。加盟商负责酒店的建设、装修及维护，公司派驻酒店经理协助加盟商管理酒店日常经营。公司向加盟商收取的费用包括首次特许经营费以及与酒店产生收入相关的每月特许经营费等。

图 10：管理加盟酒店经营模式



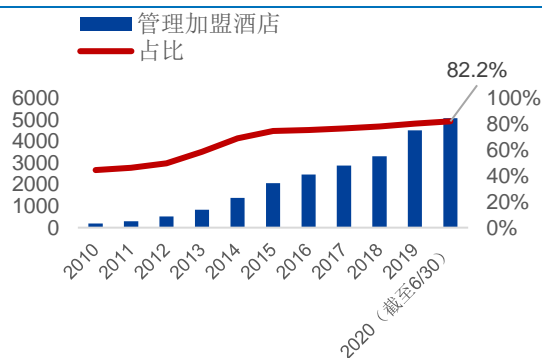
资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

管理加盟经营模式为公司的主要经营模式，截至 2020 年 6 月 30 日，公司拥有 5087 家管理加盟酒店，占公司在营酒店数量的 82.2%。

## 2、特许经营模式

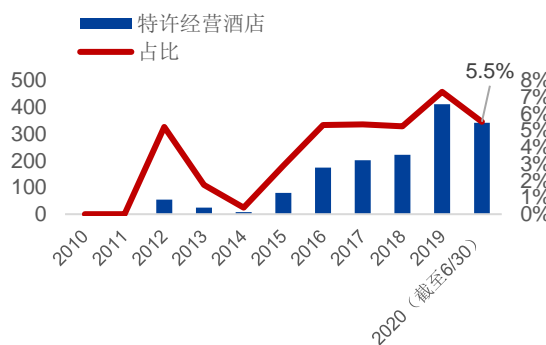
特许经营模式与管理加盟模式的主要区别在于，公司不会向特许经营加盟商委任酒店经理，也不会管理其日常经营。截至 2020 年 6 月 30 日，公司拥有 342 家特许经营酒店，占公司在营酒店约 5.5%。2020 年上半年特许经营酒店数量的减少主要由于疫情导致的关店，预期未来在“软品牌”的发展规划之下，华住集团旗下特许经营酒店的数量将显著提升。

图 11：公司在营管理加盟酒店数量及占比



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 12：公司在营特许经营酒店数量及占比



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

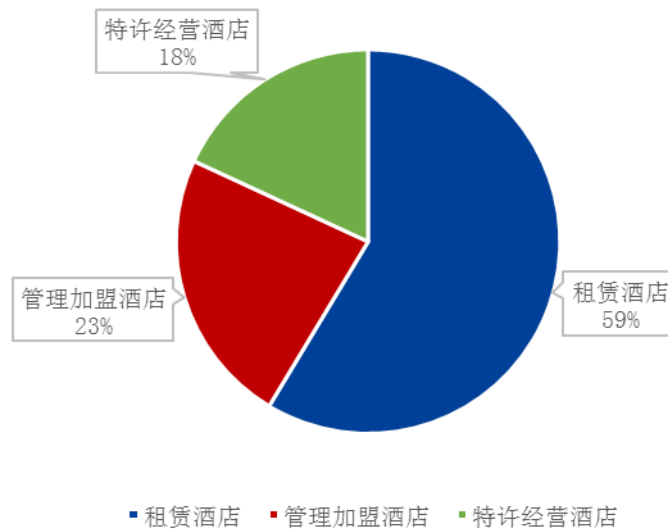
## （三）德意志酒店集团

华住酒店于 2020 年 1 月以 7.2 亿欧元完成收购德意志酒店 100% 的股权，将德意志集团旗下五大品牌酒店正式纳入公司品牌矩阵，公司于欧洲酒店市场的支点正式建立。

截止至 2020 年 6 月 30，德意志酒店共计经营 116 家酒店，其中 68 家为租赁酒店，27 家为管理加盟酒店，21 家为特许经营酒店。

2019 年，德意志酒店集团实现营业收入 4.84 亿欧元，EBITDA 为 4200 万欧元。

图 13：德意志集团酒店分类（截止至 2020 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

就德意志酒店旗下的管理加盟酒店而言，加盟商需向德意志酒店支付管理费，包括该酒店营业额 0.5%至 3.5%的基本费用以及该酒店经调整经营总利润 6%至 10%的激励费。就位于德国境外的管理加盟酒店而言，德意志酒店会进一步收取约其营业额 0.5%至 1%的许可费。

就德意志酒店旗下的特许经营酒店而言，加盟商需向德意志酒店支付酒店营业额的 0.5%-4.0%作为特许经营费（若干德国境外酒店收取每年 4000-100000 欧元固定特许经营费）、酒店营业额的 0.5-2.5%作为中央服务费及酒店营业额的 1.0-5.0%作为许可费。

公司正在逐步修改德意志酒店的管理加盟及特许经营条款，使其与其他管理酒店的条款相似。

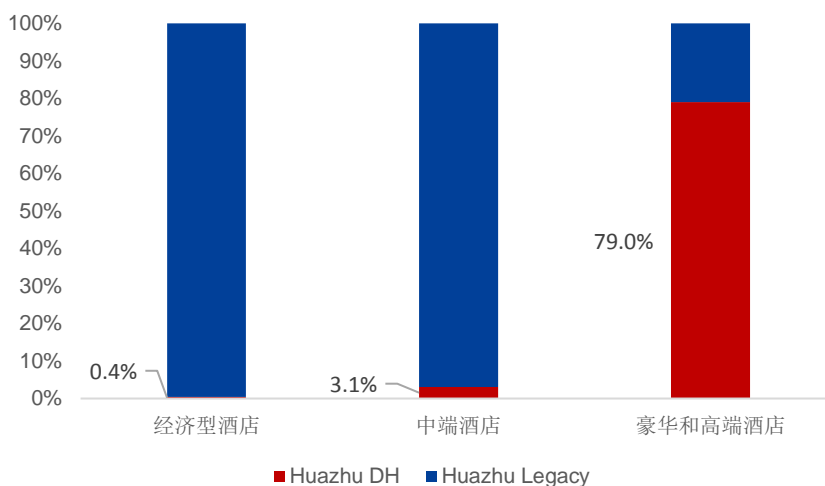
表 2：德意志集团旗下酒店品牌

酒店品牌	酒店档次	主要特色	在管酒店数量
Steigenberger	豪华型	针对富裕旅客的高档生活方式及度假村品牌	50 家+8 家开发中
MAXX by Steigenberger	高档	富含魅力的新概念，专注于所在地营造温暖舒适的氛围。	5 家+1 家开发中
Jaz in the city	高档	反映大都市生活方式，并借助当地的音乐及文化景观，彰显高档生活方式的品牌	2 家+2 家开发中
Intercity Hotel	中高档	针对商务旅客的中高档城市酒店品牌	42 家+19 家开发中
Zleep Hotels	经济型	斯堪的纳维亚地区著名而成功的酒店品牌。	13 家

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

德意志酒店主要经营中高档酒店品牌，在完成对于德意志酒店集团的并购之后，华住集团的中高档酒店品牌得到进一步丰富。

图 14：收购德意志集团后公司各档次酒店构成



资料来源：公司公告，华金证券研究所

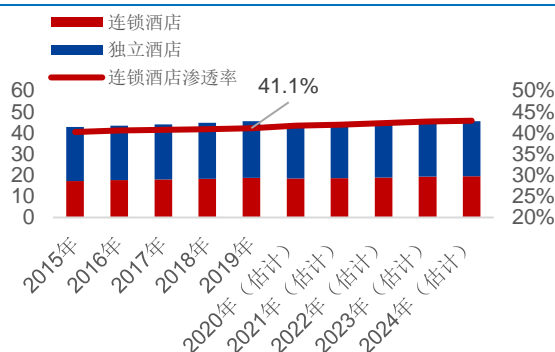
### 三、公司看点：

#### （一）行业层面

##### 1、酒店供应适度增长，连锁酒店渗透率上升

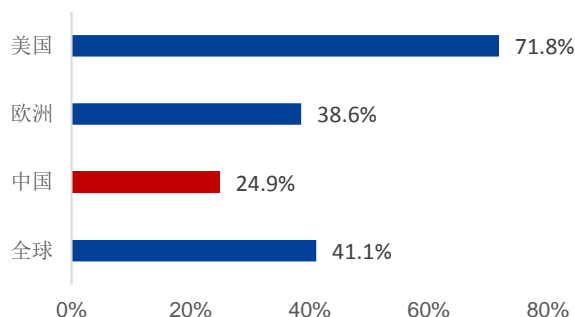
全球酒店行业呈现分散经营的特点，2019 年全球连锁酒店客房数占全球市场客房总数的比例为 41.1%，而同年中国连锁酒店渗透率仅为 24.9%，远低于美国的 71.8%。连锁化率的提升潜力是中国酒店行业的首要投资逻辑，尤其在三线及以下城市酒店行业连锁化率更低，发展空间更为广阔。

图 15：全球连锁酒店及独立酒店的酒店客房数量



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

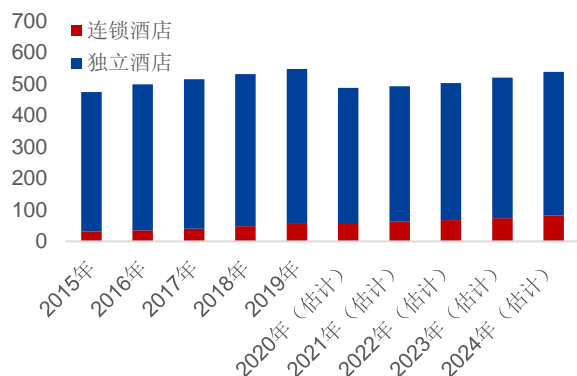
图 16：2019 年全球及各国连锁酒店渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

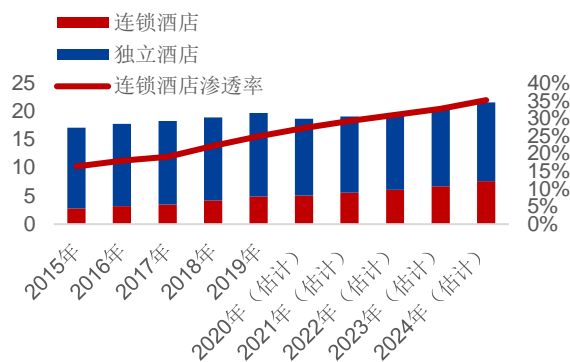
一方面，消费者在挑选出行酒店时对于安全便利、优质服务、品牌消费的追求不断提升，另一方面，连锁酒店集团拥有客户流量、品牌声誉及风险抵抗能力。可以预期的是，越来越多的独立酒店经营者将选择通过特许经营或管理加盟方式加入连锁酒店行业。根据弗若斯特沙利文的预测，中国酒店业的连锁酒店渗透率将在 2024 年增长至 35.2%。

图 17：中国连锁酒店及独立酒店的酒店数量细分



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 18：中国连锁酒店及独立酒店的酒店客房数量细分



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

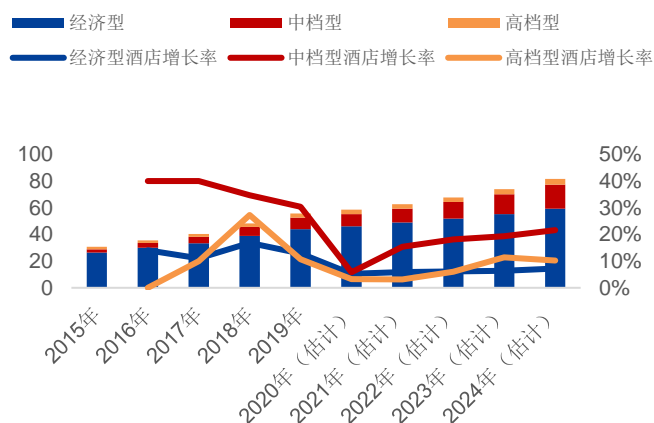
## 2、消费升级叠加成本倒逼，中档酒店顺势而起

我们认为，中国酒店行业的消费升级体现在两个方面。在一、二线及强三线城市，在居民可支配收入持续提升的背景之下，消费者对于出行品质愈发重视，中档酒店正逐渐成为出行首选，而在低线城市，酒店连锁化率尚有较大提升空间，消费升级使得消费者愿意选择安全便捷、服务良好、干净舒适的连锁酒店产品。

根据弗若斯特沙利文，2015 年至 2019 年间，位于中国一线及二线城市的平均租金分别以 4.2%及 6.4%的复合增长率增加。另一方面，中国酒店及餐饮行业服务人员的平均年薪也在稳步攀升，2015 年至 2019 年的复合增长率达到 5.1%。租金及人工成本是酒店经营者面临的主要经营成本，两项成本逐年攀升倒逼企业通过提升酒店档次以提高每间可售客房收入（RevPAR），从而抵御经营成本的增长。

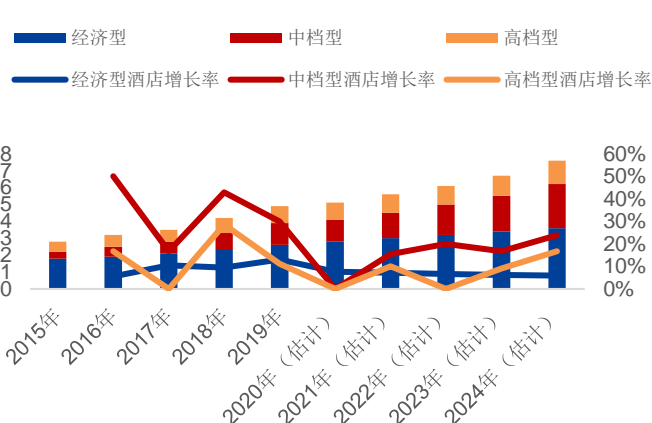
根据弗若斯特沙利文，2015-2019 年中档连锁酒店数量复合增长率高达 36.2%，高于连锁酒店整体的 15.9%，2020-2024 年仍将保持 18.6%的复合增长率。

图 19：中国按酒店分布划分的连锁酒店数量细分（单位：千家）



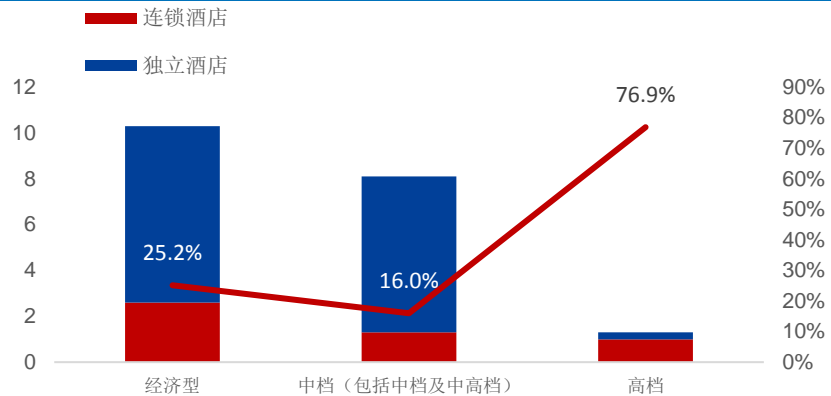
资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

图 20：中国按酒店分部划分的连锁酒店客房数量细分（单位：百万）



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

图 21：经济型、中档酒店的连锁化率仍有较大提升空间



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

## （二）公司层面

### 1、丰富的品牌体系满足多元化消费者需求

#### 1) 并购扩大品牌组合及酒店管理规模，整合与提升能力强

纵观万豪、雅高等国际酒店巨头的发展历史，通过并购扩大品牌组合及酒店管理规模，是成长为全球酒店巨头的必经之路。除自行创立“汉庭”、“全季”、“禧玥”等知名自有品牌，近年以来华住集团在投资并购及整合提升方面已累积了丰富经验，并成功地扩大了经营规模及市场占有率，满足消费者差异化的酒店消费需求。

自 2012 年开始，华住集团先后完成了对星程香港（星程）、桔子水晶（桔子水晶+桔子精选）、布洛斯酒店管理（花间堂）及德意志酒店（Steigenberger、Intercity 等）的收购，此外于 2014 年 12 月，公司与雅高达成战略合作协议，成为雅高在中国大陆、台湾和蒙古的独家总加盟商，负责雅高旗下美爵、诺富特、美居、宜必思尚品和宜必思等多个酒店品牌的经营与开发。

在外延发展的进程中，公司凭借强大的会员体系、中后台管理能力对并购或战略合作品牌进行了提升与赋能。例如，公司在 2017 年 5 月收购桔子水晶酒店，在一个季度内全面整合其业务，通过将桔子水晶的系统与华住会、客户关系管理系统及中央预定系统整合，桔子水晶可为其客户提供更方便操作及个性化的预订、房型选择及支付体验。凭借公司的业务开发能力及加盟商网络，桔子水晶酒店得以迅速成长。截止至 2020 年 6 月 30 日，桔子精选、桔子水晶酒店总数达到 364 家，较并购时的 140 家显著提升。



表 3：并购后桔子水晶酒店的各项运营数据

	2017 年 3 月	2017 年 8 月	2020 年 6 月
来自 CRS 的预定	1%-2%	18.60%	
在营至少六个月的桔子水晶酒店 平均的平均可出租客房收入	319 元	395 元	
员工与客房比例	0.35	0.21	
酒店数目	140 家		364 家

资料来源：华金证券研究所

## 2) 多元品牌组合、产品设计理念满足不同消费群体的需求。

华住集团目前拥有超过 20 个特色各异的酒店品牌，涵盖经济型品牌（如汉庭）、中档品牌（如全季）、高档品牌（如禧玥）、度假品牌（如花间堂），能够满足绝大部分旅客的出行需求。

酒店产品设计能力是华住集团的核心竞争优势之一，通过“花有限的钱把酒店设计得更更有美感”，在提升消费者住宿体验与舒适度的同时，也能有效控制酒店前期投资成本，缩短投资回报周期。此外，凭借一系列领先行业的数字化措施，华住集团旗下酒店通过推出智能化服务手段，为消费者提供便捷入住体验，同时有效控制人力成本。比如，“易”计划提升了消费者从预订、选房、入住、退房等全流程服务体验，同时大幅提升了酒店前台工作效率。

图 22：公司不同档次酒店品牌的代表



资料来源：公司官网，华金证券研究所

## 2、强运营管控能力加快投资回报周期

### 1) 中国最大酒店忠诚计划，提升直销比例、降低 OTA 抽成

会员忠诚计划能够最大程度地降低 OTA 及其他中间机构的抽成，直接提升酒店利润水平，培养消费习惯并增加复住率。截至 2019 年，华住集团会员俱乐部华住会已拥有 1.53 亿名会员，为中国最大的酒店忠诚计划，会员在“华住会”可享受全网最低价、入住礼遇、积分抵现和节日



礼券等特权。2019 年，约 76%的间夜售予华住会的个人或企业会员，该比例为全球十大酒店集团之最。

图 23：华住会会员特权



资料来源：公司官网，华金证券研究所

## 2) 公司的技术基础设施服务于酒店系统，降低酒店运营成本

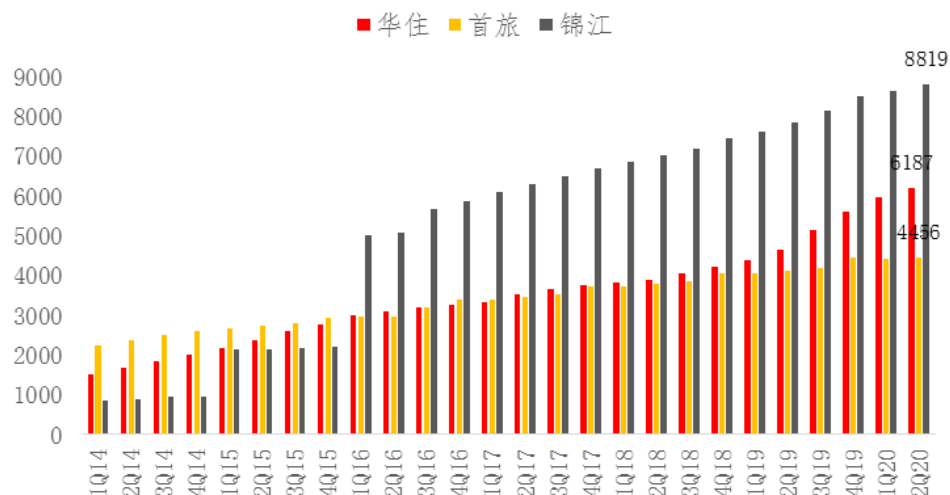
华住集团强大的中后台运营能力是其在中国连锁酒店行业后来者居上的重要原因。其中，公司的技术基础设施覆盖酒店运营的所有重点层面，使公司能够高效率地经营规模庞大的酒店组合。

比如，公司的收入管理系统为中国首个及唯一能自动调整房价的收入管理系统(RMS)，2019 年第四季度公司在营超过 18 个月的酒店约 58%的价格调整是由公司的收入管理系统自动做出的，该系统根据过往酒店经营表现、竞争对手房价、当地市场情况，在集团层面或业务单位层面以中央化方式自动调整酒店房价，有效地优化酒店的日均房价及入住率。

## 3、公司扩张确定性高

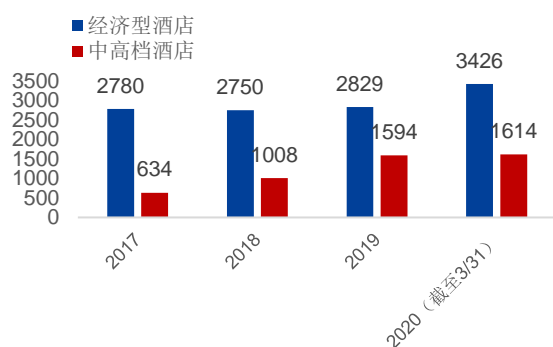
1) 公司目前已拥有超过 5000 家处于成熟阶段（连续运营时间达六个月以上）的酒店，且截至 2020 年 3 月 31 日，尚有 2234 家酒店正在开发中。

图 24：2018-2019 年华住集团酒店扩张数量在全球上市连锁酒店集团中最多



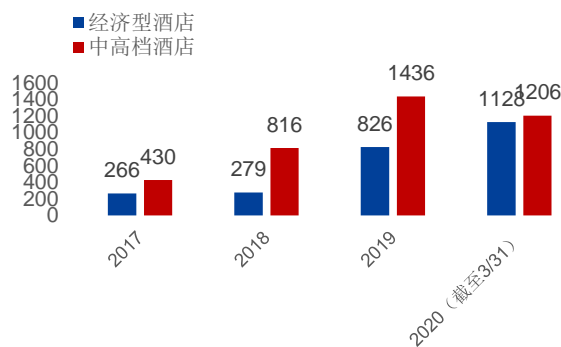
资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 25：公司处于成熟阶段的酒店数量



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

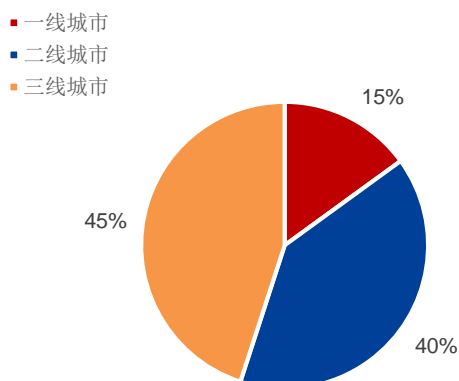
图 26：公司开发中酒店数量



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

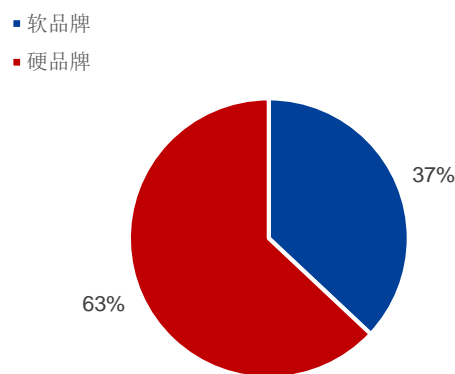
2) 公司计划通过在中国较低层级城市的高度分散和低渗透率的市场开设更多的酒店来巩固竞争优势。创始人兼 CEO 季琦先生在 2019 年 12 月举办的华住世界大会上明确提出未来 3 年公司酒店管理规模将突破 10000 家，从而实现早年提出的“万家灯火”计划。

图 27：公司 Pipeline 各线城市占比（截至 2020/3/31）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 28：公司 Pipeline 品牌占比（截至 2020/3/31）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

3) 酒店规模迅速扩张的背后是加盟商对于华住旗下品牌盈利能力的看好。根据弗若斯特沙利文的资料，华住集团旗下加盟及特许经营酒店加盟商的投资回收周期约为 3 至 5 年。

华住酒店的旗舰品牌拥有良好的单店模型及品牌认知度。比如，全季酒店作为中国中档酒店市场的领导品牌，盈利能力突出。根据官方品宣材料，全季成熟店综合 RevPAR 为 302 元，2019 年直营店整体 GOP 率 75%，翻牌店改造三个月后 RevPAR 平均提升 110 元，人房系数仅为 0.18。

图 29：华住集团加盟优势



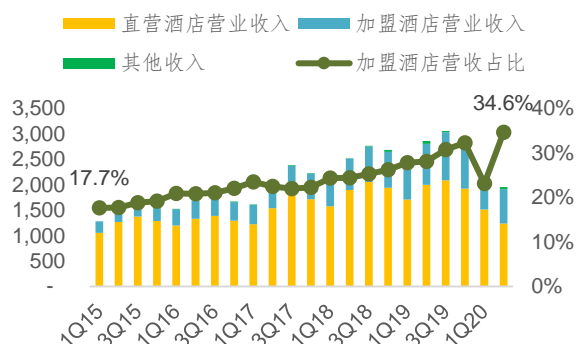
资料来源：华住微加盟，公司招股说明书，华金证券研究所

## 四、财务及运营指标分析：

### (一) 公司营收及净利润

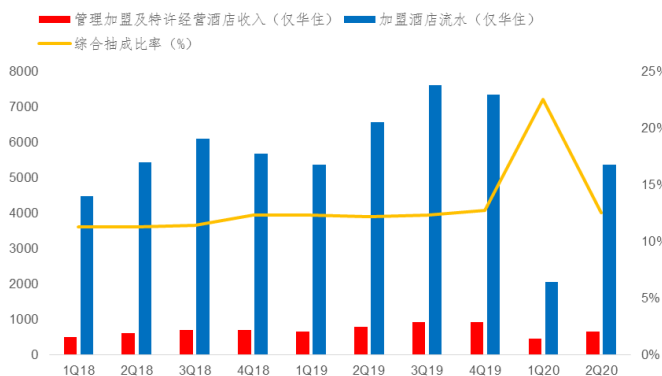
公司营收主要由直营酒店营业收入和加盟酒店营业收入构成，其中直营酒店营业收入占比较大，但加盟酒店营业收入占比逐年提升，已由 2015Q1 的 17.7% 提升至 2020Q2 的 34.6%，随着公司轻资产模式的发展，未来这一比例将持续提升。

图 30：2015 年至 2020 年公司营业收入及构成



资料来源：公司资料，华金证券研究所

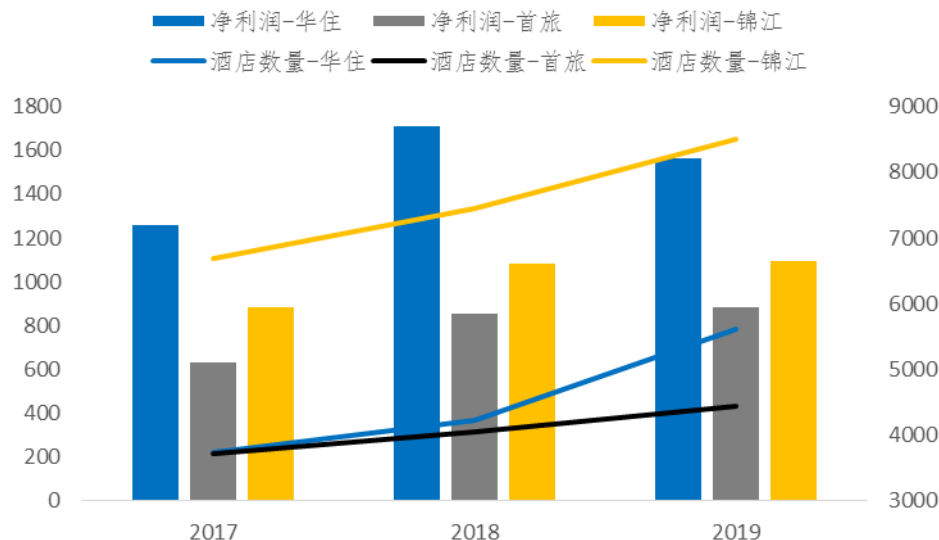
图 31：加盟模式抽成比率稳定



资料来源：公司资料，华金证券研究所

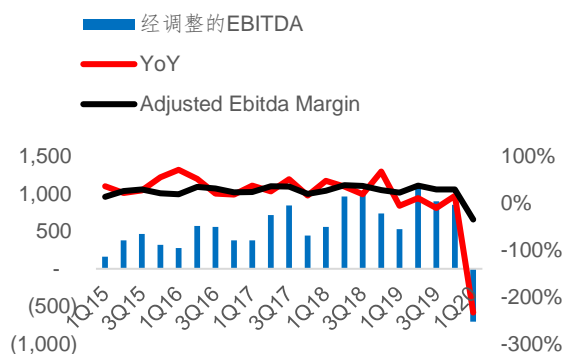
华住集团是中国盈利能力最强的酒店集团，2019 年实现经调整净利润 15.6 亿元，高于锦江酒店的 10.9 亿元及首旅酒店的 8.8 亿元。同年，公司实现经调整 EBITDA33.5 亿元，经调整 EBITDA 利润率为 29.9%。

图 32：盈利能力对比：华住、锦江、首旅（华住为经调整净利润）



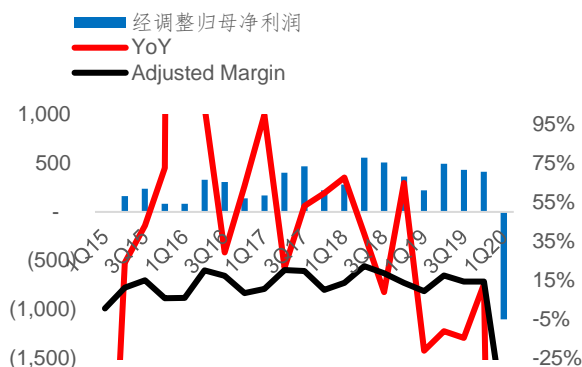
资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 33：2015 年至 2020 年公司经调整的 EBITDA



资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 34：2015 年至 2020 年公司经调整归母净利润



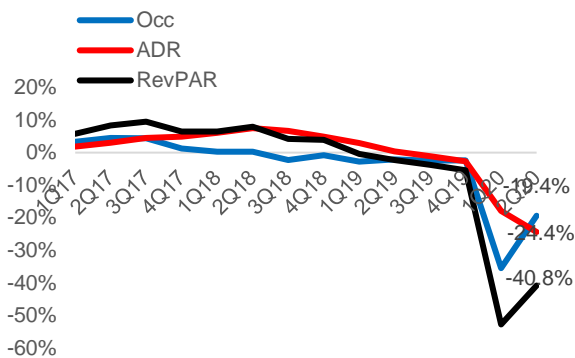
资料来源：公司资料，华金证券研究所

## （二）运营分析

### 1、核心经营指标好于行业平均水平

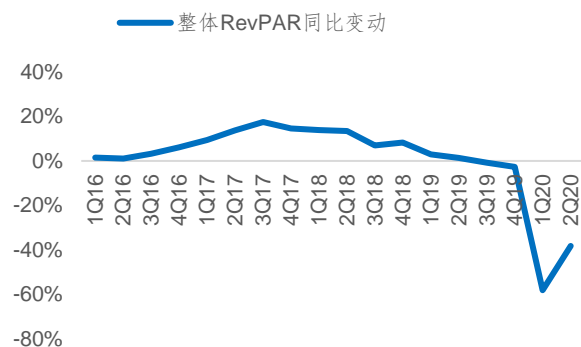
近年以来，公司 Occ、RevPAR 始终维持在行业较高水平。2020 年第一季度，受到新冠疫情的不利影响，公司的各项运营指标均大幅下滑。第二季度，随着全面复工复产的推进，Occ 及 ADR 见底回升，RevPAR 降幅收窄。

图 35：可比酒店 RevPAR 变化趋势



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 36：整体 RevPAR 同比变化趋势

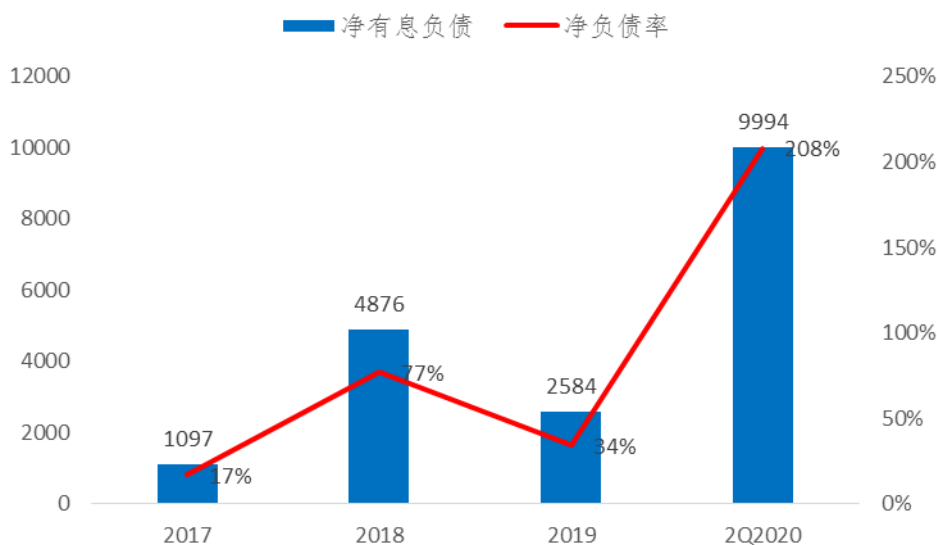


资料来源：Wind，华金证券研究所

## 2、净负债率将在二次上市后降低

由于收购德意志酒店及 Covid-19 对于全球酒旅行业的不利影响，2020 年上半年华住集团的净负债率高达 208%。我们认为，此次公司在港二次上市并募资近 60 亿港元，将很大程度上缓解公司的资金压力并大幅改善资产负债表的质量。

图 37：2017 年至 2020 年公司资产负债率



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

## 3、Covid-19 相关影响

因受 COVID-19 的影响，公司部分位于中国的酒店于 2020 年第一季度暂停营业，而在 Covid-19 升级为全球大流行之后，德意志酒店在欧洲的酒店经营也受到了重大不利影响。

随着疫情得到防控，商务出行需求增加，旅游业也开始复苏。截至 2020 年 6 月 30 日，约 96% 的华住体系酒店（不包括被政府征用的酒店）已恢复运营，极少数酒店因疫情永久关闭。随着中国复工复产全面推进，酒店行业开始复苏，2Q20 华住体系酒店入住率已提升至 68.8%（不包括被政府征用的酒店），远好于约 50% 的行业平均水平。RevPAR 方面，2Q20 华住体系酒店已回升至 127 元，较 1Q20 的 88 元大幅提升，并进一步回升至 7 月的 162 元及 8 月的 187 元。我们认为，疫情期间行业低端供给加速出清，预计疫情后行业连锁化率加速提升、市场集中度进一步提高。

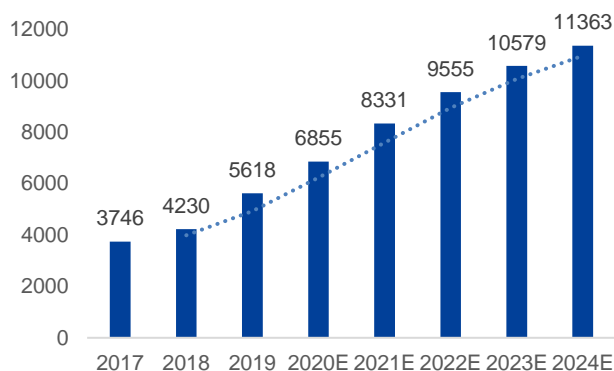
华住集团在疫情期间展现出了远高于行业平均的营运水准，以减免收费、提供经营贷款等方式帮助加盟商走出困境，有望在疫情后加速扩大市场份额。

## 五、盈利预测及投资建议

### （一）盈利预测

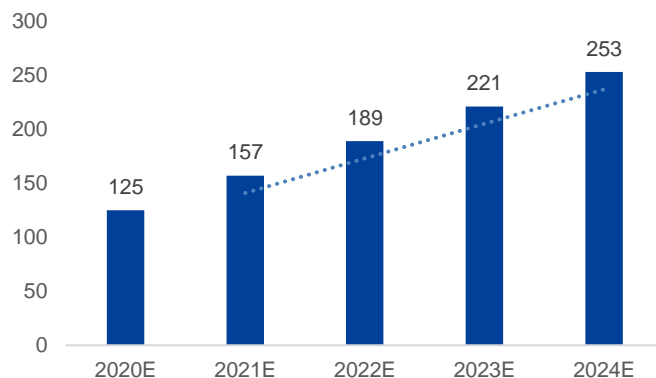
我们预测，华住集团将会加快酒店扩张及门店下沉的步伐，预计于 2023 年实现万家门店的网络布局。至 2024 年，公司酒店总数预计将达到 11616 家，其中原华住业务为 11363 家，德意志酒店业务为 253 家。

图 38: Legacy Huazhu 运营中酒店数量预测



资料来源：公司资料，华金证券研究所

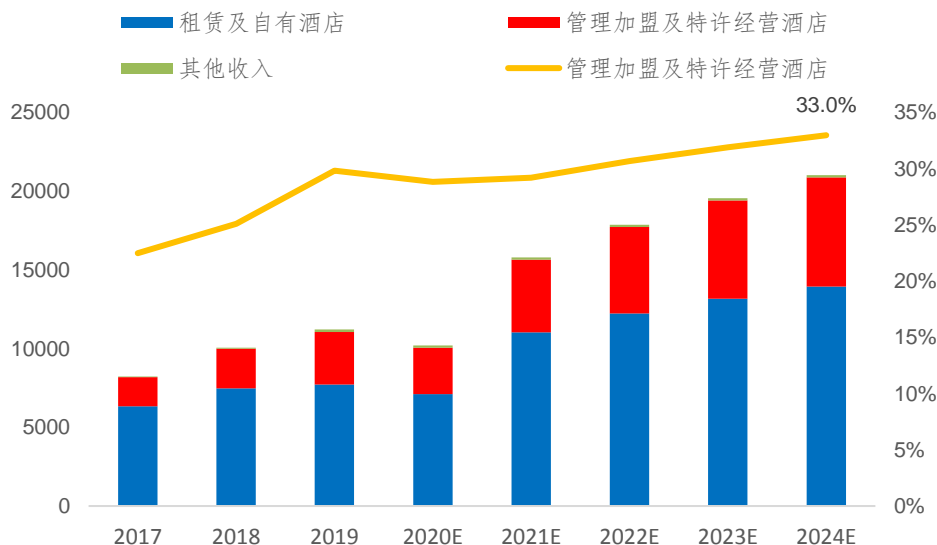
图 39: Legacy DH 运营中酒店数量预测



资料来源：华金证券研究所

我们预测 2020-2022 年公司营业收入分别为 102.0、158.0、178.8 亿元，同比变化分别为-9.0%、54.8%、13.1%。其中，随着管理加盟及特许经营酒店的快速增长，其收入占比预计不断提升至 2024 年的 33.0%，从而有助于公司平抑酒店行业面临的周期波动，并以成长穿越周期。

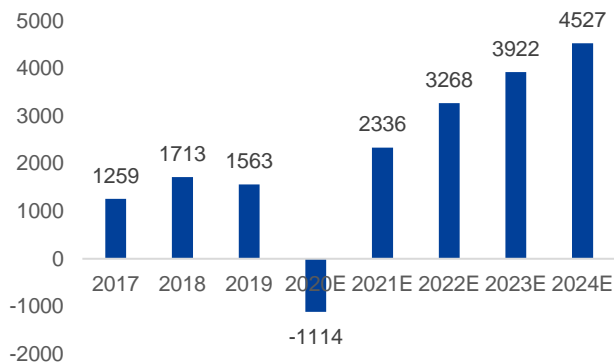
图 40: 公司 2017 年至 2024（预测）营收及管理加盟及特许经营酒店占营收比（单位：百万元）



资料来源：公司资料，华金证券研究所

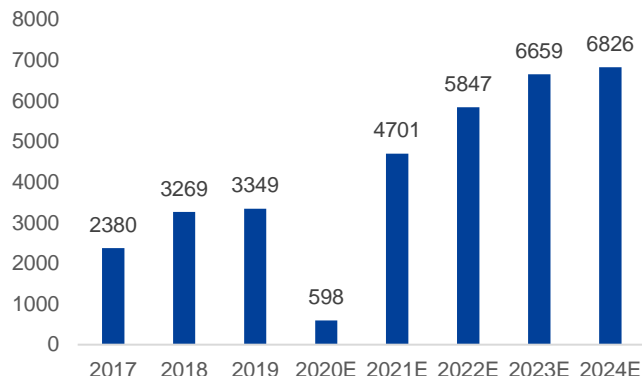
受到疫情的冲击，我们预计 2020 年华住集团将录得较大亏损，经调整净利润、经调整 EBITDA 分别为-11.1、6.0 亿元。在中国新冠疫情不会出现二次爆发的假设之下，我们认为 2021 年公司经营业绩将大幅反弹，经调整净利润、经调整 EBITDA 分别为 23.4、47.0 亿元。我们预计，公司 2024 年调整归母净利润可增长至 45.3 亿元，经调整 EBITDA 达到 68.3 亿元。

图 41：公司 2017 年至 2024 年（预测）调整归母净利润（百万元）



资料来源：华金证券研究所

图 42：公司 2017 年至 2024 年（预测）调整 EBITDA（百万元）



资料来源：华金证券研究所

## （二）估值

### 1、绝对估值

我们采用现金流折现法(DCF)对公司进行估值。假设在加权平均资本成本(WACC)为 8.5%、永续增长率(g)为 2.5%的参数设定下，华住集团的合理市值为 1127.6 亿港元，合每股 350.82 港元。

图 43：绝对估值法敏感性分析

WACC/g	敏感性分析				
350.82	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
7.50%	387.82	409.38	435.24	466.85	506.37
8.00%	351.64	368.83	389.15	413.53	443.32
8.50%	320.75	334.63	350.82	369.96	392.92
9.00%	294.33	305.68	318.78	334.06	352.12
10.00%	251.12	258.92	267.76	277.87	289.52

资料来源：华金证券研究所

### 2、估值比较

我们选取在 A 股上市的龙头企业锦江股份、首旅酒店和美股上市的酒店行业龙头万豪国际、凯悦酒店、希尔顿酒店作为可比公司。



华住集团 2021 年 EV/EBITDA 为 20.3 倍,为可比公司中次高水平,显著高于国内酒店同业,我们认为估值溢价是公司综合竞争力及未来成长性的体现。

图 44: 华住集团与可比公司的估值情况 (2020 年 9 月 23 日)

公司名称	代码	收盘价 (港元)	总市值 (亿港元)	EV/EBITDA		
				2019	2020E	2021E
华住集团-S	01179. HK	329. 00	1,057	28. 5	159. 4	20. 3
相关A股公司	代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EV/EBITDA		
				2019	2020E	2021E
锦江股份	600754. SH	40. 93	346	10. 8	31. 1	14. 9
首旅酒店	600258. SH	18. 38	182	9. 4	26. 4	9. 7
相关美股公司	代码	收盘价 (美元)	总市值 (亿美元)	EV/EBITDA		
				2019	2020E	2021E
万豪国际	MAR. O	95. 50	310	25. 1	36. 6	17. 3
凯悦酒店	H. N	53. 36	54	6. 8	负值	22. 4
希尔顿酒店	HLT. N	85. 24	236	19. 1	37. 2	18. 5

资料来源: Thomson One, 华金证券研究所

### (三) 投资建议

综合行业发展趋势、公司竞争优势及估值情况,我们给予华住集团“增持-A”评级。

## 六、风险提示:

1. 宏观经济影响的风险;
2. 行业竞争加剧及供给过剩的风险;
3. 公司扩张成果不及预期;
4. 执行多品牌业务策略可能分散公司既有品牌的管理层注意力及资源;
5. 品牌价值或形象下降的风险;
6. 酒店并购整合风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6974	18256	9461	10700	13320	<b>营业收入</b>	10063	11212	10204	15798	17875
现金	4884	13999	6376	7530	10106	营业成本	6476	7190	9125	10230	11193
应收票据及应收账款	194	218	240	312	348	营业税金及附加	0	0	0	0	0
预付账款	955	0	0	0	0	营业费用	348	426	506	584	658
存货	41	57	66	80	88	管理费用	851	1061	1072	1232	1376
其他流动资产	899	3982	2778	2778	2778	研发费用	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	17019	34727	52887	53152	52907	财务费用	167	360	191	141	-49
长期投资	6152	1929	1888	1888	1888	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	5018	5854	6511	6360	6140	公允价值变动收益	-914	316	-1037	0	0
无形资产	1834	1662	5915	5891	5866	投资净收益	-97	-164	-93	0	0
其他非流动资产	4015	25282	38573	39013	39013	<b>营业利润</b>	2344	2108	-716	3104	4122
<b>资产总计</b>	23993	52983	62348	63852	66227	营业外收入	203	331	-41	81	84
<b>流动负债</b>	5969	17287	11417	12111	12639	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	948	8499	2283	2422	2528	<b>利润总额</b>	1393	2565	-2183	2978	4188
应付票据及应付账款	890	1176	1455	1627	1753	所得税	569	640	35	760	1047
其他流动负债	4131	7612	7678	8062	8358	<b>税后利润</b>	824	1925	-2219	2219	3141
<b>非流动负债</b>	11704	28196	40217	38796	37552	少数股东损益	-11	8	33	-24	-25
长期借款	8812	8084	8240	6240	4240	<b>归属母公司净利润</b>	716	1769	-2279	2195	3116
其他非流动负债	2893	20112	31977	32556	33312	<b>EBITDA</b>	2272	3555	-566	4560	5695
<b>负债合计</b>	17674	45483	51633	50907	50191	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	145	121	74	50	25	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	<b>成长能力</b>					
资本公积	3713	3834	9401	9401	9401	营业收入(%)	17.9	3.3	-7.8	55.1	10.9
留存收益	2610	3701	1415	3670	6786	营业利润(%)	64.4	-10.1	-134.0	-533.6	32.8
归属母公司股东权益	6174	7379	10640	12895	16011	归属于母公司净利润(%)	-41.7	147.0	-228.8	-196.3	42.0
<b>负债和股东权益</b>	23993	52983	62348	63852	66227	<b>获利能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>						毛利率(%)	35.6	35.9	10.6	35.2	37.4
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	7.1	15.8	-22.3	13.9	17.4
<b>经营活动现金流</b>	3049	3293	240	4410	5783	ROE(%)	13.0	25.7	-20.7	17.1	19.6
净利润	727	1761	-2308	2255	3116	ROIC(%)	20.9	20.8	-13.8	16.7	20.1
折旧摊销	891	991	1354	1400	1515	<b>偿债能力</b>					
财务费用	167	360	191	141	-49	资产负债率(%)	73.7	85.8	82.8	79.7	75.8
投资损失	1011	-152	1130	0	0	流动比率	1.2	1.1	0.8	0.9	1.1
营运资金变动	60	-1554	-262	655	532	速动比率	0.9	0.8	0.6	0.6	0.8
其他经营现金流	192	1887	134	-41	668	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-6345	-285	-6106	-1224	-1271	总资产周转率	0.5	0.3	0.2	0.3	0.3
<b>筹资活动现金流</b>	4248	6045	-1719	-2031	-1937	应收账款周转率	56.3	54.4	44.5	57.2	54.1
						应付账款周转率	7.8	7.0	6.9	6.6	6.6
<b>每股指标 (元)</b>						<b>估值比率</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.36	5.81	-7.69	7.35	10.37	P/E	115.5	46.9	-35.4	37.0	26.3
每股经营现金流(最新摊薄)	10.04	10.82	0.81	14.78	19.24	P/B	13.4	11.2	7.6	6.3	5.1
每股净资产(最新摊薄)	20.34	24.25	35.91	43.21	53.28	EV/EBITDA	44.7	28.6	-179.2	22.3	17.8

资料来源：贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

高猷嘉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)