

**强烈推荐-A (首次)**

**首旅酒店 600258.SH**

目标估值: 35.44-38.24 元

当前股价: 27.59 元

2017年03月27日

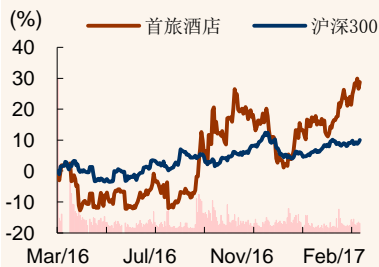
**经济型回暖中端发力, 如家归来再续传奇**

**基础数据**

上证综指	3269
总股本(万股)	67979
已上市流通股(万股)	23140
总市值(亿元)	188
流通市值(亿元)	64
每股净资产(MRQ)	1.8
ROE(TTM)	15.5
资产负债率	81.7%
主要股东	北京首都旅游集团有
主要股东持股比例	36.74%

**股价表现**

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	8	31
相对表现	10	1	22



资料来源: 贝格数据、招商证券

**相关报告**

**董广阳**

021-68407471

donggy1@cmschina.com.cn

S1090512070001

我们判断酒店业供需正在改善、景气度回升, 且中端市场潜力巨大, 首旅如家合并后竞争优势明显, 近期在经营数据和业绩上已率先强势反弹, 未来有望持续超市场预期, 目前公司估值明显低于行业水平, 给予“强烈推荐-A”投资评级。

- **国有综合性旅游公司, 110 亿元收购如家酒店集团。**公司主要从事酒店运营及管理及景区经营, 2016 年 4 月以 110 亿元收购国内酒店连锁巨头如家酒店集团, 使如家从美股退市回归 A 股, 首旅一跃成为国内前三大酒店集团。公司实际控制人为北京市国资委, 携程持股 15.4%, 是第二大股东。
- **酒店业供需改善, 中端酒店市场崛起, 景气度触底回升龙头受益。**短期内国内经济的回暖将有效提升酒店业需求, 长期经济增长和旅游消费升级带动中端酒店需求的爆发, 而供给端大量单体酒店退出市场, 去产能效果显著, 行业供需关系正在改善, 同时竞争格局日益明晰, 锦江、首旅、华住三大龙头将是此轮酒店业复苏与中端酒店市场崛起的最大受益者。
- **首旅如家在品牌、策略、会员、管理上优势显著, 具备长期价值。**首旅如家品牌成熟体系丰富, 覆盖从经济型到高档豪华; 公司实施多品牌策略, 切入不同细分市场, 吸引加盟商加盟, 并下调加盟费率, 未来加盟店扩张有望提速; 如家的会员数行业领先, 未来渠道优化将提升盈利能力; 新任董事会结构多元, 如家团队进入首旅管理层, 市场化机制将激发经营活力。
- **如家经济型率先复苏, 中端品牌开始发力, 长短期业绩亮点纷呈。**如家在 2016Q2 领先于行业率先反弹, 入住率/平均房价/RevPAR 同比增长 1.2pct/2.1%/3.6%, 2016Q2-Q3 净利润 3.3 亿元/增长 49.1%。长期看, 随着经济型酒店的回暖与中端酒店的扩张, 如家业绩有望持续超市场预期。
- **给予“强烈推荐-A”投资评级。**预计公司 16-18 年每股收益 0.50/0.96/1.40 元, 参照同行业公司, 给予 17 年 40 倍的 PE 估值和 16 倍的 EV/EBITDA 估值, 目标价 35.44~38.24 元, 目标空间 30%~40%。
- **风险提示: 国内经济增长低于预期、并购后如家经营低于预期。**

**财务数据与估值**

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	2791	1333	6892	8930	9626
同比增长	-6%	-52%	417%	30%	8%
营业利润(百万元)	169	133	546	859	1279
同比增长	-4%	-21%	309%	57%	49%
净利润(百万元)	112	100	241	649	954
同比增长	-2%	-16%	252%	70%	46%
每股收益(元)	0.49	0.43	0.50	0.96	1.40
PE	56.8	63.8	54.8	28.9	19.7
PB	4.8	4.5	2.4	1.9	1.8

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

<b>一、地方性旅游平台，收购如家跃居行业前三</b>	<b>5</b>
1、综合性旅游公司，110 亿元收购如家酒店集团	5
2、发展历程：不断并购夯实主业，第二大酒店集团扬帆起航	5
3、主营业务：酒店+景区，如家并表大幅增厚业绩	6
4、股权结构：北京市国资委实际控制，携程入股成二股东	6
<b>二、酒店业供需关系改善，景气度触底回升</b>	<b>7</b>
1、宏观经济周期扰动酒店业需求，商旅顾客支撑酒店消费	7
2、经济回暖+旅游消费增长，酒店业需求步入上升通道	8
3、星级酒店供给持续收缩，经济型分化，中端崛起	9
4、国内酒店业进入寡头竞争时代，存量整合+增量挖掘	10
<b>三、从竞争优势看首旅如家的长期价值</b>	<b>11</b>
1、品牌成熟体系丰富，覆盖从经济型到高档豪华	11
2、加盟政策优化，加盟店扩张有望提速	13
3、会员资源雄厚，渠道优化尚存潜力	14
4、新任董事高管就位，上市平台优势显现	15
<b>四、经营面强势反弹，长短期业绩亮点纷呈</b>	<b>16</b>
1、经营复苏：经济型反弹，中端发力	16
2、业绩边际改善明显，看好短期持续反弹	18
3、挖潜中端酒店市场，突破长期业绩天花板	19
<b>五、盈利预测及投资建议</b>	<b>20</b>
<b>六、风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1：首旅酒店的业务分布	5
图 2：首旅酒店及如家酒店集团的发展历程	6
图 3：2011-2016 年首旅酒店分业务收入情况	6
图 4：2011-2016 年首旅酒店的净利润情况	6
图 5：美国酒店业客房出租率与 GDP 增速高度相关	7
图 6：韩国酒店业客房出租率与 GDP 增速高度相关	7
图 7：国内客房出租率与 GDP 增速同步变化	8

图 8: 经济型酒店顾客出行目的.....	8
图 9: 经济型酒店商旅顾客所从事的行业分布.....	8
图 10: 如家酒店集团五大主要品牌酒店地域分布情况.....	8
图 11: 中国制造业采购经理指数 (PMI) 触底回升.....	9
图 12: 国内旅游人数持续稳步增长.....	9
图 13: 星级饭店季度平均出租率同比增减情况.....	9
图 14: 华住和锦江的酒店季度入住率同比增减情况.....	9
图 15: 各星级酒店家数变化.....	10
图 16: 限额以上住宿业企业从业人数变化.....	10
图 17: 全国有限服务连锁酒店增长情况.....	10
图 18: 经济型酒店龙头公司仍处于扩张期.....	10
图 19: 中国前 5 大酒店集团在连锁酒店市场的占有率 (截至 2015 年 1 月 1 日) ...	11
图 20: 中国酒店连锁化率远低于美国.....	11
图 21: 中端酒店的客房数远低于经济型酒店.....	11
图 22: 美国的中高端酒店数量与经济型酒店相当.....	11
图 23: 四大连锁酒店集团的经济型酒店开业数量.....	13
图 24: 四大连锁酒店集团的中高端酒店开业数量.....	13
图 25: 如家的会员数仅次于铂涛排名第二 (截至 2016 年 6 月底).....	15
图 26: 华住通过增加直销渠道占比来提升盈利能力.....	15
图 27: 四大连锁酒店整体入住率情况.....	17
图 28: 四大连锁酒店平均房价情况.....	17
图 29: 四大连锁酒店 RevPAR 情况.....	17
图 30: 2015Q4 以来如家的 RevPAR 持续反弹.....	17
图 31: 2016 年以来华住酒店的 RevPAR 持续提升.....	18
图 32: 2016 年锦江之星的 RevPAR 有所回升.....	18
图 33: 如家酒店集团 2016 年 4-9 月营收与上年持平.....	18
图 34: 如家酒店集团 2016 年 4-9 月净利润大增.....	18
图 35: 华住酒店集团的营业收入持续增长.....	19
图 36: 华住酒店集团 2016 年盈利大增.....	19
图 37: 华住和如家的营业收入增长情况.....	19
图 38: 华住和如家的经营利润增长情况.....	19

图 39: 如家比华住的直营店数量更多 .....	20
图 40: 华住的特许经营和管理费收入快速增长.....	20
图 41: 如家在中端酒店拓展上存在提升空间 .....	20
图 42: 如家在会员挖掘和渠道优化上存在空间.....	20
表 1: 公司前十大股东情况 (截至 2017 年 1 月 10 日) .....	7
表 2: 如家酒店集团旗下主要品牌.....	12
表 3: 首旅酒店集团旗下主要品牌.....	12
表 4: 三大酒店连锁集团经济型和中高档酒店品牌及开业酒店数(截至 2016 年 6 月底) .....	13
表 5: 四大酒店集团的加盟政策对比 .....	14
表 6: 如家各渠道销售占总体预订数量的比例.....	15
表 7: 首旅酒店新一届董事会与高管成员 .....	15
表 8: 如家酒店集团和华住酒店集团的经营指标变化情况对比 (2016 年第二季度)	17
表 9: 如家酒店集团的直营店和加盟店经营数据假设.....	20
表 10、公司营业收入结构预测 .....	21
表 11: 盈利预测简表.....	21
表 12: PE 估值对比表.....	22
表 13: EV/EBITDA 估值对比表.....	22
附: 财务预测表.....	24

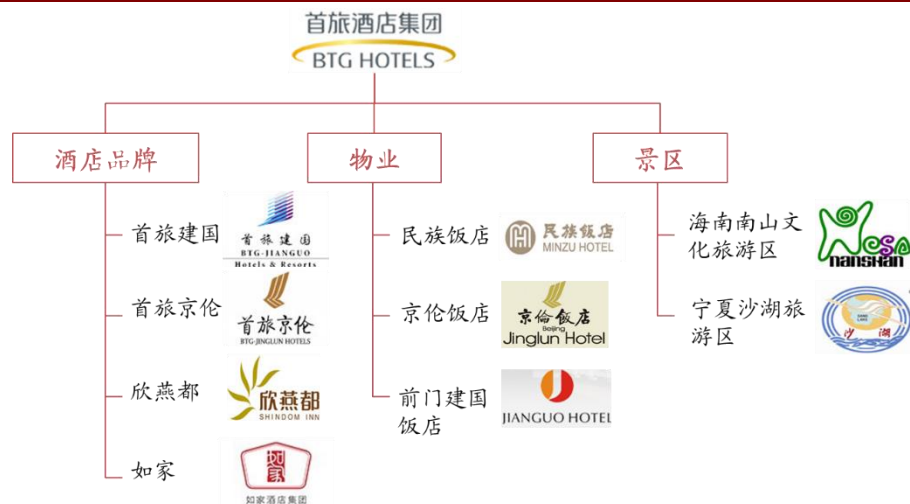
## 一、地方性旅游平台，收购如家跃居行业前三<sup>1</sup>

### 1、综合性旅游公司，110 亿元收购如家酒店集团

首旅酒店作为国内大型综合性旅游上市公司，主要从事酒店运营管理及景区经营。北京首旅酒店（集团）股份有限公司成立于 1999 年，2000 年在上交所挂牌上市，目前拥有 7 家自有产权酒店，旗下酒店品牌管理公司管理着首旅建国、首旅京伦、首旅寒舍、如家等酒店连锁品牌，此外公司还经营三亚南山文化旅游区。

公司以 110 亿元收购如家酒店集团全部股权。2016 年 4 月，首旅完成对如家酒店集团的私有化收购，如家从美股退市回归 A 股，方案包括向如家酒店集团非主要股东支付约合 71.8 亿元人民币现金对价，获得 65.13% 的股权，向首旅集团、携程等交易方发行股份购买剩余 34.87% 的股权，对价约合 38.7 亿元，最终实现全资控股，同时还募集配套资金 38 亿元，用于偿还收购所需的银行贷款。

图 1：首旅酒店的业务分布



资料来源：公司网站、招商证券

### 2、发展历程：不断并购夯实主业，第二大酒店集团扬帆起航

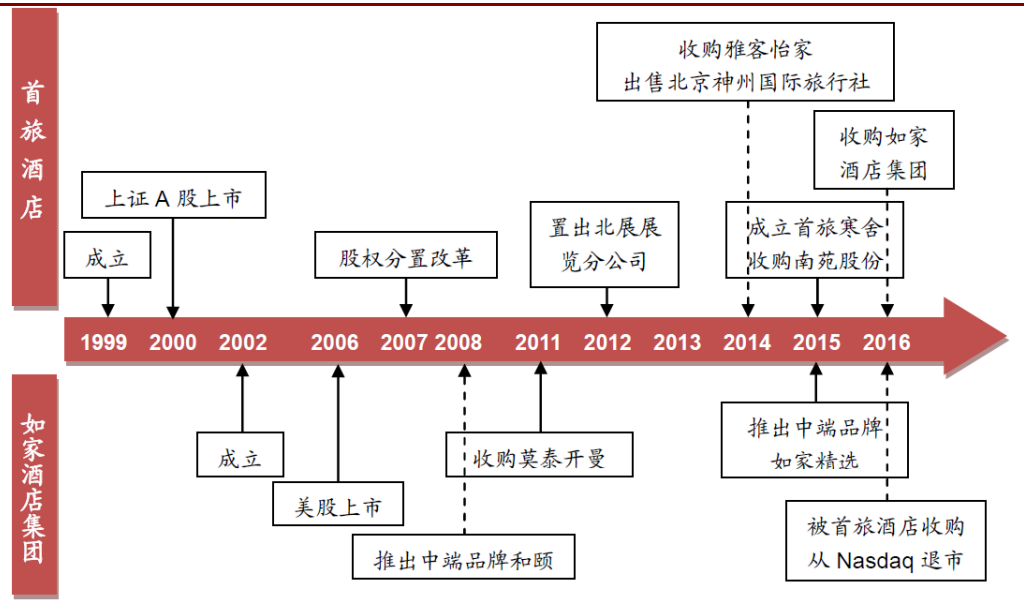
公司围绕酒店板块不断并购扩张，主业日渐清晰。首旅早期主业为酒店运营和管理、景区运营、旅游服务，2012 年后陆续剥离会展和旅行社业务，转而进行酒店业务的并购与规模扩张，在 2014-2015 年相继收购雅客怡家、南苑股份等酒店公司，布局京津冀和华东市场，2016 年 4 月又收购如家酒店集团，将酒店板块扩展至全国。

并购经济型连锁酒店龙头如家，首旅成为国内第二大酒店集团。如家在 2002 年开设了第一家经济型酒店，到 2006 年赴美国上市，此后拉开了快速发展的序幕，2011 年收购莫泰酒店，成为第一家门店超过 1000 家的连锁酒店，2016 年完成私有化回归 A 股，目前如家仍是经济型酒店的第一品牌，首旅合并如家后，成为仅次于锦江的国内第二大酒店管理集团。

<sup>1</sup> 感谢梅林对此文的重要贡献

敬请阅读末页的重要说明

图 2：首旅酒店及如家酒店集团的发展历程



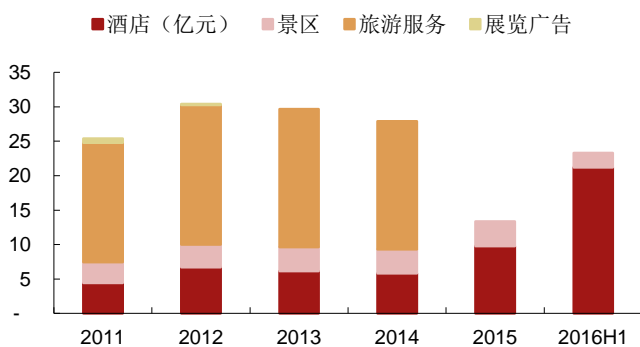
资料来源：公司公告、招商证券

### 3、主营业务：酒店+景区，如家并表大幅增厚业绩

首旅原有酒店和景区业务收入和利润规模都较小。2012年后，首旅的主业范围缩减为酒店和景区两大板块，2015年共实现营业收入13.3亿元，扣非后归母净利润3140万元。

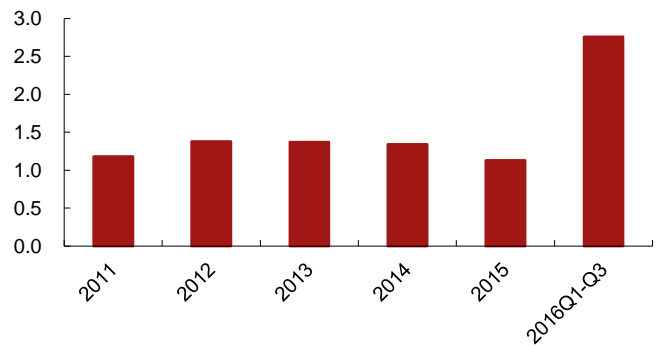
如家并表大幅提升首旅在酒店板块的收入和利润规模。如家酒店集团主要从事经济型连锁及中档酒店管理，2016年4月起如家开始并表，2016年前三季度，如家贡献营收35.4亿元，占首旅总营收的82%，贡献净利润约为1.2亿，占首旅净利润的75%。

图 3：2011-2016 年首旅酒店分业务收入情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：2011-2016 年首旅酒店的净利润情况



资料来源：公司公告、招商证券

### 4、股权结构：北京市国资委实际控制，携程入股成二股东

公司大股东为首旅集团，实际控制人为北京市国资委。收购如家及配套融资完成后，首旅集团仍为公司第一大股东，持股比例由 60.12% 下降至 36.74%。首旅集团是北京市国资委旗下旅游板块的平台型公司，集团所属食、宿、行、游、购、娱六大业务板块涵盖餐饮、酒店、交通、旅行社、商业、景区及其它业务，旗下拥有首旅酒店、全聚德、

首商股份等三家上市公司。

携程成为第二大股东，利于公司治理与渠道优化。收购如家后，携程成为公司二股东，持股比例 15.43%，作为国内 OTA 领域的绝对龙头，也是美股上市公司，携程的入股将对首旅的公司治理、渠道整合产生积极影响。

表 1: 公司前十大股东情况 (截至 2017 年 1 月 10 日)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	北京首都旅游集团有限责任公司	249,766,225	36.74
2	携程旅游信息技术(上海)有限公司	104,901,899	15.43
3	Smart Master International Limited	25,195,114	3.71
4	北信瑞丰基金-南京银行-长安国际信托-长安信托·瑞华上汽	20,811,654	3.06
5	安徽省铁路发展基金股份有限公司	20,291,363	2.98
6	中国工商银行股份有限公司-嘉实惠泽定增灵活配置混合型	13,021,435	1.92
7	光大保德信基金-宁波银行-上海诚鼎新扬子投资合伙企业(有	8,324,662	1.22
8	光大保德信-宁波银行-上海诚鼎新扬子投资合伙企业(有限合	7,284,079	1.07
9	全国社保基金五零四组合	6,617,856	0.97
10	财通基金-兴业银行-上海国鑫投资发展有限公司	5,202,914	0.77
	合计	461,417,201	67.87

资料来源: Wind、招商证券

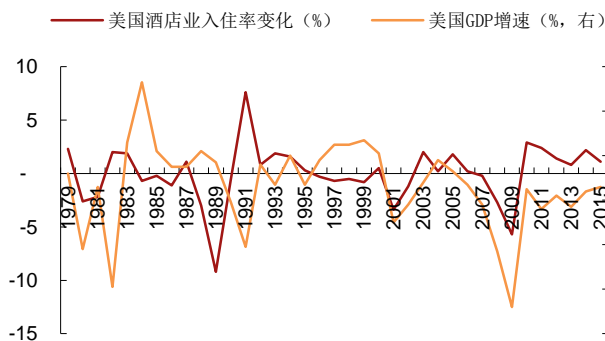
## 二、酒店业供需关系改善，景气度触底回升

### 1、宏观经济周期扰动酒店业需求，商旅顾客支撑酒店消费

宏观经济波动是造成酒店业景气度波动的主要原因。纵观海外成熟市场，酒店业需求与国内生产总值 (GDP) 增长之间高度相关。以美国和韩国为例，历次经济衰退都会导致酒店业出租率的快速下滑，而经济的复苏又会带来酒店业出租率的同步回升。

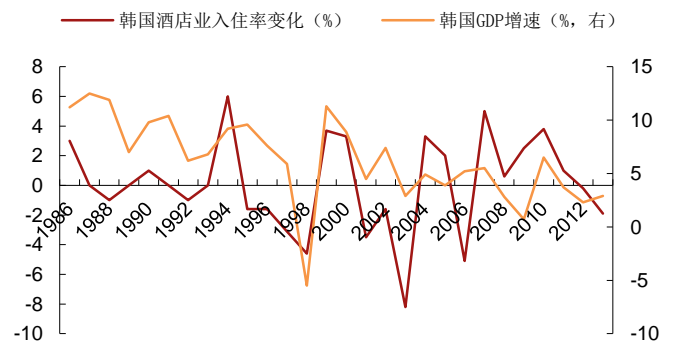
供给滞后加剧了酒店业周期性波动。酒店投资建造周期较长，一家中高档酒店从规划到开业一般需要 2-3 年的时间，当需求起来时，供给不足会导致酒店业量价齐升，反之则是量价齐跌。

图 5: 美国酒店业客房出租率与 GDP 增速高度相关



资料来源: CEIC、wind、招商证券

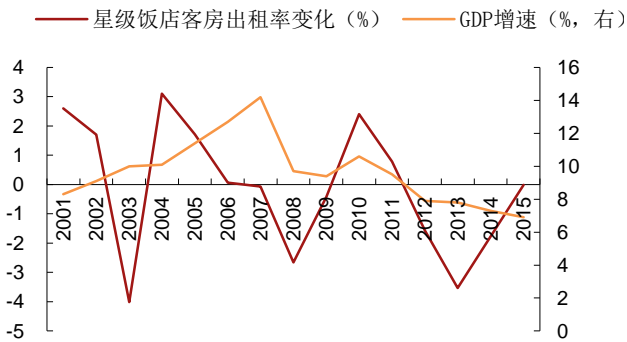
图 6: 韩国酒店业客房出租率与 GDP 增速高度相关



资料来源: CEIC、wind、招商证券

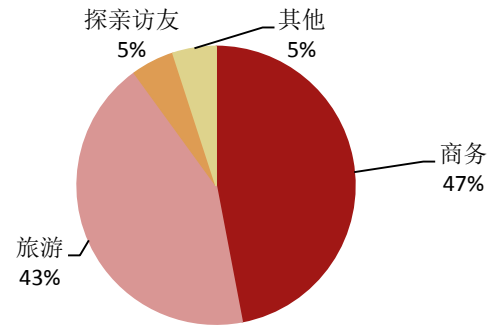
国内酒店业景气度同样呈现周期性变化，需求扰动是导致景气下降的动因。1998 年亚洲金融危机导致中国酒店业陷入低谷，2000 年后经济复苏又带动了酒店业的回升，并在 2007 年达到顶峰，之后在 2010-2011 年出现短暂反弹，2012 年后随着宏观经济增速放缓及反腐和限制三公消费政策的落实，酒店业出租率持续下滑。

图 7: 国内客房出租率与 GDP 增速同步变化



资料来源: 国家旅游局、国家统计局、招商证券

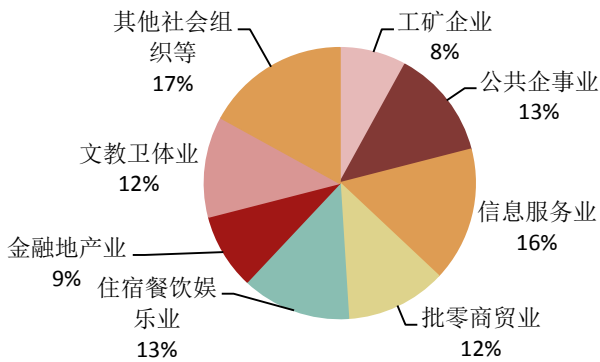
图 8: 经济型酒店顾客出行目的



资料来源: 《2009 经济型酒店顾客未来需求分析报告》、招商证券

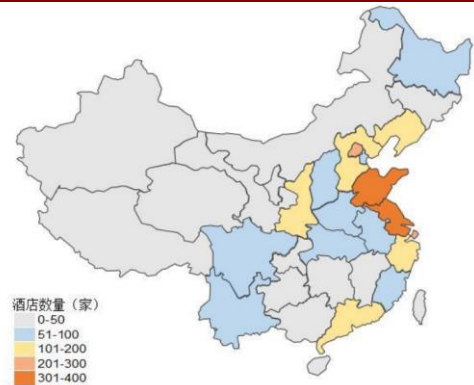
酒店的消费者主要来自商务旅客，商务活动越频繁，酒店客房出租率越高。整体而言，商务顾客占到了酒店顾客的一半左右，而在一些非旅游城市，或者是工作日，酒店的入住率主要依靠商旅顾客支撑，且顾客行业分布非常广泛和平均，酒店需求与当地的经济整体状况密切相关，因此连锁酒店主要分布在沿海发达地区。

图 9: 经济型酒店商旅顾客所从事的行业分布



资料来源: 《2009 经济型酒店顾客未来需求分析报告》、招商证券

图 10: 如家酒店集团主要品牌酒店地域分布情况



资料来源: 公司公告、招商证券

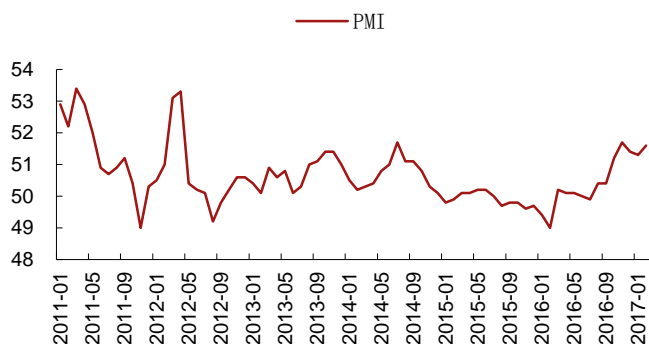
## 2、经济回暖+旅游消费增长，酒店业需求步入上升通道

**短期看，宏观经济回暖支撑商旅消费，酒店业需求改善。**宏观经济的主要先行指数 PMI 自 2016 年 2 月触底后持续反弹，制造业状况正在持续改善，而房地产热度从一二线城市转向三四线城市，在政府稳增长背景下，基建投资仍将维持高位。整体而言，国内经济运行回暖信号增强，短期内将对酒店业的商旅需求形成有力支撑。

**长期看，旅游业发展驱动酒店业需求稳定增长。**旅游作为可选消费，随着居民收入水平的提升和闲暇时间的增加，近年来增长稳健，对酒店业特别是中端酒店消费形成了良好支撑。相比发达国家，我国的旅游消费和出游率水平还很低，长远来看还有很大的发展空间。

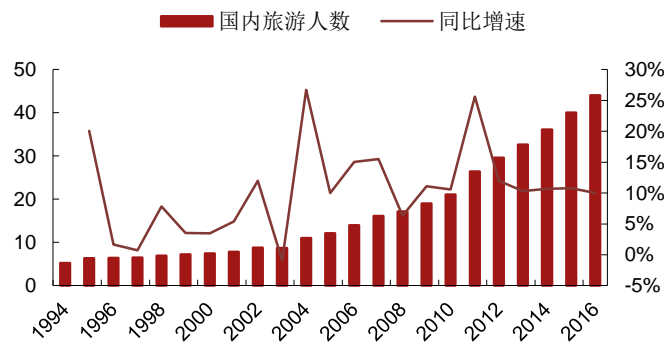


图 11: 中国制造业采购经理指数 (PMI) 触底回升



资料来源: Wind、招商证券

图 12: 国内旅游人数持续稳步增长

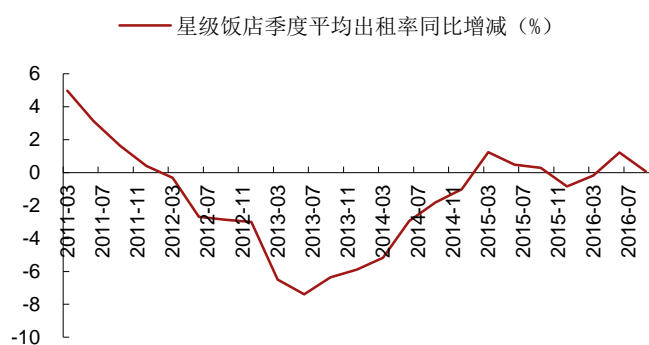


资料来源: 国家旅游局、招商证券

酒店的出租率是反映需求的最佳指标。当需求增加时, 首先反应在出租率的提高上, 当出租率达到酒店最佳收益点时, 酒店的运营商才会开始考虑提高房价, 否则提前涨价则会导致需求下降, 影响出租率。

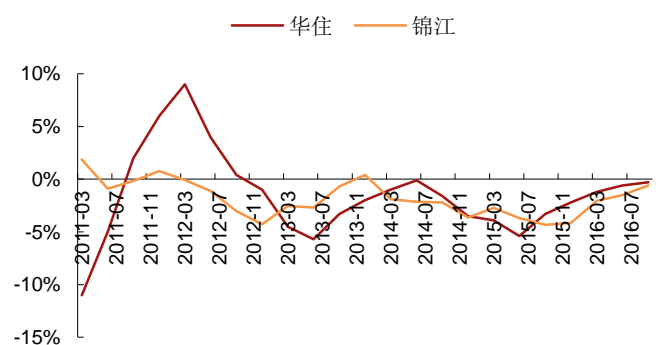
今年以来酒店出租率跌幅收窄, 未来三年有望进入上升通道。今年以来, 星级饭店及连锁酒店代表——锦江、华住的出租率同比跌幅持续收窄, 酒店的整体出租率正在企稳。我们预判, 在宏观经济回暖、旅游消费稳步增长的背景下, 未来三年酒店出租率将步入上升通道。

图 13: 星级饭店季度平均出租率同比增减情况



资料来源: 国家旅游局、招商证券

图 14: 华住和锦江的酒店季度入住率同比增减情况



资料来源: 公司公告、招商证券

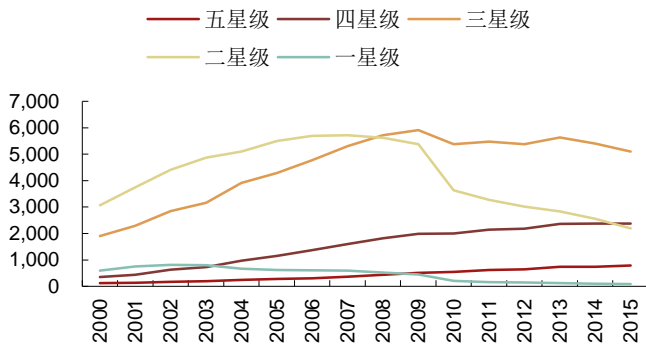
### 3、星级酒店供给持续收缩, 经济型分化, 中端崛起

星级酒店供给持续缩减。1998 年国家旅游局推出了饭店星级标准, 将中国酒店业带入标准化轨道, 成就了酒店业近十年的坦途, 2008 年后, 酒店业陷入了长期的下滑通道, 星级酒店数量和住宿业企业的从业人数连年递减, 星级酒店供给持续减少, 并呈现出两大趋势:

- 1) 2013 年至今, 高星级 (四星、五星) 酒店数量基本持平。这主要是因为 2010-2011 年国内经济复苏强劲, 带动了对高星级酒店的投资, 到 2013 年正值开业, 2011 年后经济增速放缓, 高星级酒店业投资基本停滞, 考虑酒店业的折旧, 中高星级酒店的有效供给在下降。
- 2) 2008 年后, 中低星级 (三星及以下) 的单体酒店逐步被经济型连锁酒店所取代。2005 年后, 经济型酒店在国内快速崛起, 由于市场定位重合, 经济型酒店对三星级以

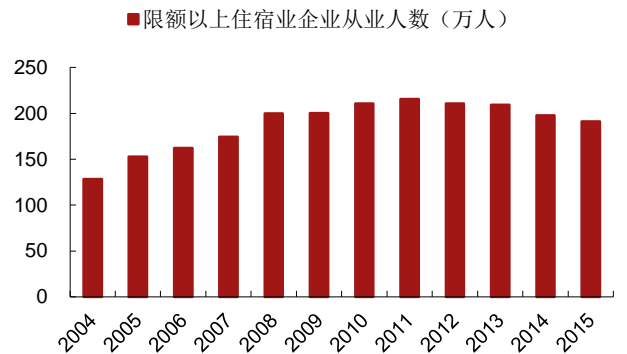
下的酒店形成了巨大的冲击，大批单体的中低星级酒店关门倒闭。

图 15: 各星级酒店家数变化



资料来源: 国家旅游局、招商证券

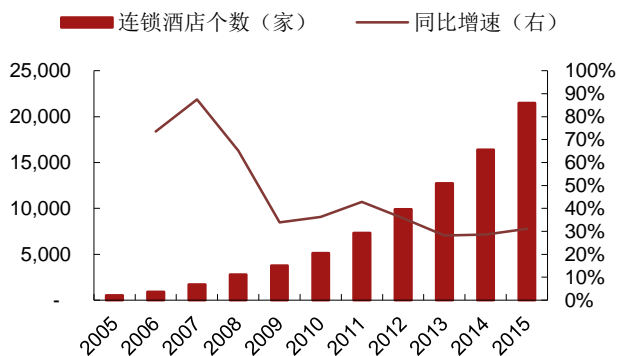
图 16: 限额以上住宿业企业从业人数变化



资料来源: 国家统计局、招商证券

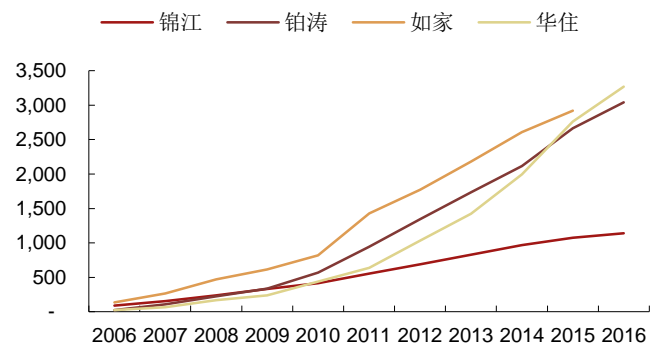
经济型酒店扩张开始分化，中端酒店新开店数大增。2015 年底，国内有限服务酒店总数达到 2.1 万家，其中中端酒店 1749 家，同比增长 86.86%，经济型酒店 1.9 万家，同比增长 27.81%。经济型酒店逐渐告别了过去全行业野蛮扩张的时代，但龙头品牌仍在通过加盟方式加速扩张，而中端酒店成为增长最快的细分领域。

图 17: 全国有限服务连锁酒店增长情况



资料来源: Inntie、招商证券

图 18: 经济型酒店龙头公司仍处于扩张期

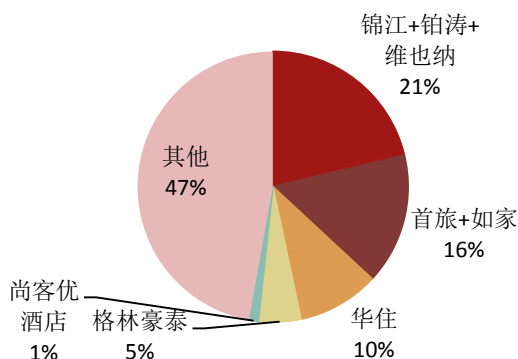


资料来源: 公司公告、招商证券

#### 4、国内酒店业进入寡头竞争时代，存量整合+增量挖掘

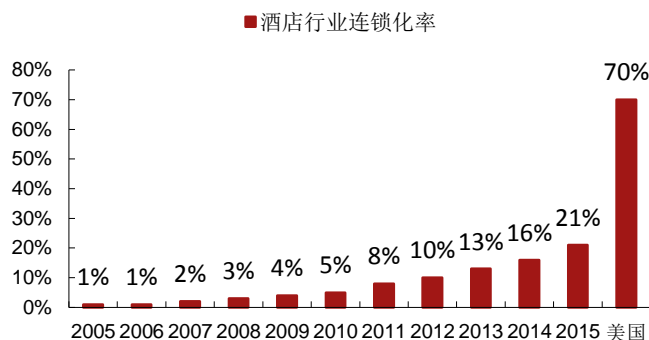
锦江、首旅、华住三巨头规模优势显著。2015 年后，酒店业开启并购整合之路，锦江在国内相继收购铂涛、维也纳，目前拥有开业酒店 4645 家，成为国内第一大酒店连锁集团，首旅在收购如家后酒店数也达到了 3187 家，华住近期收购桔子水晶酒店，开业酒店数将达到 3200 多家，前三大酒店集团的酒店数已经远远超过了其他连锁酒店。

图 19: 中国前 5 大酒店集团在连锁酒店市场的占有率(截至 2015 年 1 月 1 日)



资料来源: Inntie、招商证券

图 20: 中国酒店连锁化率远低于美国

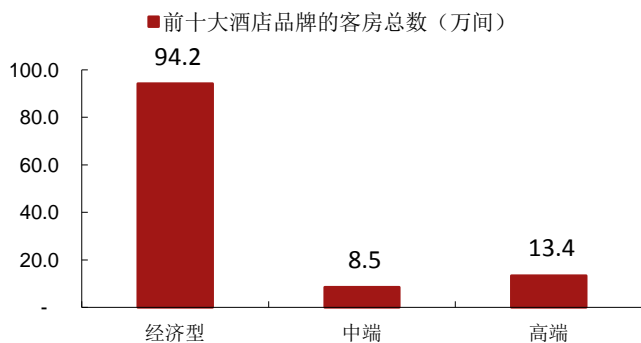


资料来源: 公司公告、招商证券

**中国酒店连锁化程度低, 存量整合空间有待挖掘。**目前, 中国酒店业还存在大量的单体酒店, 酒店行业的连锁化率不到 30%, 而美国等成熟市场, 70% 的酒店为连锁经营, 因此国内连锁酒店对单体酒店的存量整合空间还很大。

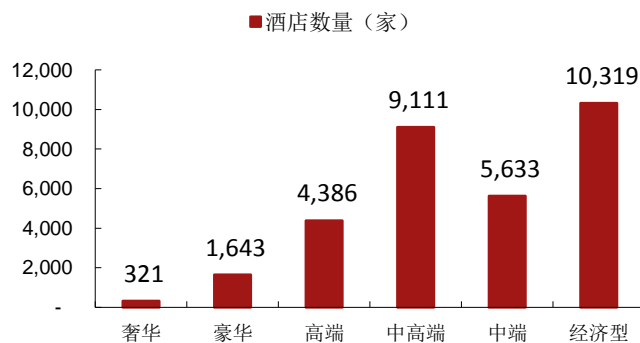
**未来的增量市场主要来自中端酒店。**国内经济型酒店经过数十年的发展, 在客房数上已经远超中端和高端酒店, 但随着经济发展和消费升级, 中端酒店的需求日益提升, 而在国外发达国家, 中档连锁品牌酒店构成了市场的竞争主体, 高端、中端、经济型酒店呈现出“橄榄型”的竞争格局。而目前我国酒店业就品牌化和连锁化经营程度而言则呈现“哑铃型”结构, 预计未来 5-10 年国内中端酒店市场将迎来爆发。

图 21: 中端酒店的客房数远低于经济型酒店



资料来源: Inntie、招商证券

图 22: 美国的中高端酒店数量与经济型酒店相当



资料来源: STR、招商证券

综上所述, 我们认为, 短期内国内经济的回暖将有效提升酒店业需求, 而未来经济稳步增长和旅游消费升级将带来中端酒店市场的爆发, 供给端大量单体酒店退出市场, 去产能效果显著, 供需关系正在改善, 目前行业正处于景气度向上的拐点, 而行业竞争格局日益清晰, 锦江、首旅、华住三大龙头将是此轮酒店业复苏的最大受益者。


### 三、从竞争优势看首旅如家的长期价值

#### 1、品牌成熟体系丰富, 覆盖从经济型到高档豪华

如家主打五大品牌, 定位经济型+中端酒店。如家酒店集团成立于 2002 年, 主营业务为直营酒店及特许加盟酒店的经营管理, 目前旗下现有十二大住宿品牌, 在中国 355 个城市共有近 3000 家酒店投入运营, 主要品牌为三大经济型品牌如家、莫泰、云上四

季和两大中端品牌和颐、如家精选。

表 2: 如家酒店集团旗下主要品牌

项目	如家酒店	莫泰酒店	云上四季	和颐酒店	如家精选
品牌标识	 如家酒店	 莫泰酒店	 云上四季酒店	 和颐酒店	 如家精选酒店
品牌定位	温馨舒适的商旅经济连锁酒店品牌	时尚简约的商旅型经济连锁酒店品牌	地域风情的商旅型连锁酒店品牌	中高端全感官人文商旅连锁酒店品牌	中端全感官创意商旅连锁酒店品牌
首店开业时间	2002 年	2011 年	2014 年	2008 年	2015 年
酒店数量 (个)	2,347	416	29	72	61
客房数量 (个)	249,942	51,797	2,859	10,352	6,875
区域分布	30 个省 349 个城市	27 个省 110 个城市	2 个省 11 个城市	18 个省 27 个城市	10 个省 20 个城市

注: 酒店数量和客房数量均为开业数, 截至 2016 年 6 月底。

资料来源: 公司公告、招商证券

**首旅酒店品牌定位中高端。**首旅的酒店业务包括酒店运营和酒店管理, 公司自有产权(已开业)酒店有 7 家, 在北京、三亚和宁波, 公司还通过品牌酒店管理公司管理旗下六个品牌, 包括定位中高端的首旅建国、首旅京伦、首旅南苑、首旅寒舍, 和两家区域性经济型连锁, 开业酒店数量共计 149 家。

**公司拥有从经济型到高端星级酒店的全方位、多元化、有影响力的品牌线。**首旅合并如家后, 在经济型、中高端以及星级酒店领域都拥有成熟运作的品牌, 品牌影响力覆盖全国, 未来在拓展加盟店、会员和订房共享等多方面存在协同。

表 3: 首旅酒店集团旗下主要品牌

项目	首旅建国	首旅京伦	首旅寒舍	欣燕都	雅客怡家
品牌定位	五星/四星	四星/三星	高端民宿	经济型	经济型
首店开业时间	1970s	2013 年	2015 年	2002 年	2009 年
酒店数量 (个)	106	25	16	25	36
客房数量 (个)	30,576	4,656	96/101 (院)	2,126	2,464
主要所在区域	20 个省市	北京	北京	北京	河北

注: 上表中首旅建国含筹建未开业酒店 35 家; 首旅京伦含筹建未开业酒店 6 家; 雅客怡家含筹建未开业酒店 5 家; 首旅寒舍含筹建未开业酒店 13 家, 截至 2016 年 6 月底。

资料来源: 公司公告、招商证券

**首旅如家在经济型和高端品牌上具备优势。**在国内连锁酒店领域, 锦江(含铂涛、维也纳)、华住、首旅如家已经占据了 50% 左右的市场份额, 远远领先于其他连锁酒店集团。从品牌数量来看, 如家酒店仍是经济型酒店领域的第一品牌, 首旅旗下的高端星级品牌将补足如家在高端领域的短板。

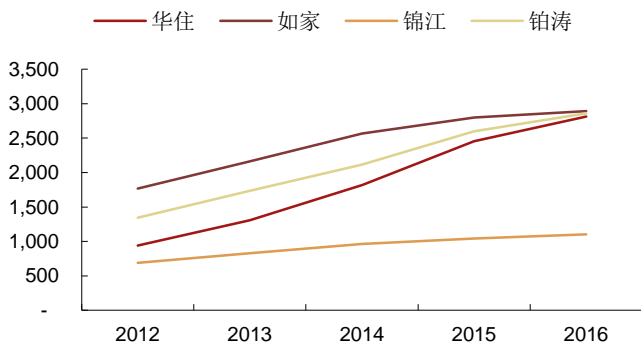
表 4: 三大酒店连锁集团经济型和中高档酒店品牌及开业酒店数(截至 2016 年 6 月底)

项目	经济型		中端及以上		开业酒店数合计
	主要品牌	开业数量	主要品牌	开业数量	
华住	汉庭	2,105	全季	229	3,114
	海友	358	星程	136	
	怡莱	180	其他品牌	23	
	ibis	83			
	合计	2,726	合计	388	
锦江	锦江之星	962	锦江都城	37	4,290
	七天	2,335	麗枫	121	
	IU	118	喆啡	49	
	派	112	维也纳	394	
	其他品牌	103	其他品牌	59	
	合计	3,630	合计	660	
首旅如家	如家	2,347	和颐	72	3,128
	莫泰	416	如家精选	61	
	其他品牌	186	首旅	102	
	合计	2,893	合计	235	

资料来源: 公司公告、招商证券

如家未来将大力拓展中高端品牌。近两年经济型酒店开店速度趋缓, 酒店集团纷纷将目标转向中高端市场, 华住由于投入早, 中端品牌一直保持优势, 锦江在收购铂涛和维也纳后迅速确立了龙头地位, 但各个中端品牌均处于开拓期, 品牌间差距并不大, 如家有望加速赶超。

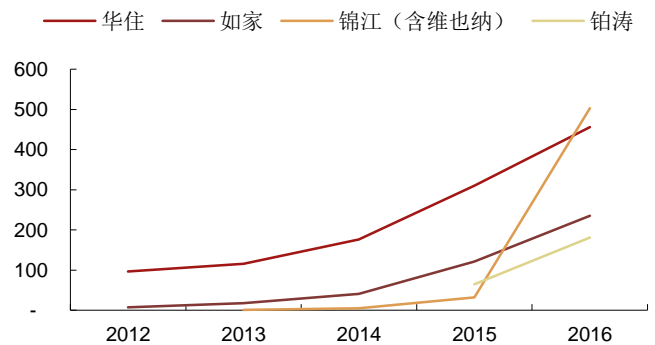
图 23: 四大连锁酒店集团的经济型酒店开业数量



注: 如家、铂涛 2016 年数据截至 6 月底, 华住、锦江 2016 年数据截至 12 月底。

资料来源: 公司公告、招商证券

图 24: 四大连锁酒店集团的中高端酒店开业数量



资料来源: 公司公告、招商证券

## 2、加盟政策优化, 加盟店扩张有望提速

根据市场定位的不同, 各品牌加盟政策略有差异。如和颐定位中高端, 其加盟条件就比全季更为苛刻, 单间的投资额也更高, 经济型品牌如家和汉庭单间的投资额大致相同, 但都比锦江之星要低。

实施多品牌策略, 切入不同细分市场, 吸引加盟商加盟。如家旗下现有十二大住宿品牌: 和颐至尊酒店、和颐酒店、如家精选酒店、素柏·云酒店、驿居酒店、如家商旅酒店、睿柏·云酒店、如家酒店、莫泰酒店、派柏·云酒店、云上四季酒店及云上四季民宿。多品牌的策略使得品牌的市场定位更加细分, 加盟政策上的差异也更加细化, 有利于满

足不同加盟商的需求。

如家下调加盟费率，未来加盟店扩张有望提速。2016年1月，如家把针对加盟商的管理费由6%降至4%，无论是经济型品牌还是中端品牌，都明显低于同行业公司5%-7%的收取标准。较低的管理费提成短期会损害利润率，但也会给如家争取到更多的加盟商，对公司大力发展加盟业务、扩大市场占有率带来帮助。

表 5: 四大酒店集团的加盟政策对比

主要加盟政策	如家酒店集团			华住酒店集团		锦江酒店集团	铂涛酒店集团
	经济型品牌: 如家、莫泰、云上四季	中档品牌: 和颐	中档品牌: 如家精选	经济型品牌: 汉庭	中档品牌: 全季	锦江之星	7天酒店
主要加盟条件	1.建筑面积要求: 3000-6000 m <sup>2</sup> ; 2.房间数要求: 80-130间; 3.租赁年限: 8年以上	1.建筑面积要求: 7000-20000 m <sup>2</sup> ; 2.房间数要求: 120-280间; 3.租赁年限: 10年以上	理想建筑物的建筑面积在 4000-5000 平方以内, 出房数量在 100-120间	1.建筑面积要求: 3000-6000 m <sup>2</sup> ; 大堂面积 ≥ 100 m <sup>2</sup> ; 暗房率 ≤ 5%; 2.房间数量要求: 最低 70 间	1.建筑面积要求: 占地面积 4000-10000 m <sup>2</sup> , 物业产权清晰, 无暗房。	1.建筑面积要求: 3000-6000 m <sup>2</sup> ; 2.物业年限: 项目房产产权清晰, 物业使用权年限在 8 年以上	1.建筑面积要求: 2500-5000 m <sup>2</sup> 以内; 2.房间数要求: 不少于 80 间
合同保证金	10 万元	20 万元	10 万元	10 万元	10 万元	10 万元	-
基本投资额	6 万元/单间	12 万元/单间	8.5 万元/单间	1.翻牌酒店单间改造费用: 3.5 万元; 2.框架物业单间营建成本: 6 万元	1.翻牌酒店单间改造费用: 4 万元; 2.框架物业单间营建成本: 10 万元	1.长期租赁房产或进行旧房改造: 人民币 2000-2500 元/m <sup>2</sup> ; 2.土地新建项目, 人民币 3500 元/m <sup>2</sup> ; 3.单间客房投资成本约 7-8 万元	-
加盟期限	10 年	10 年	10 年	10 年	10 年	8 年	8 年
特许加盟费(一次性)	3000 元/间, 总额不低于 15 万元	4000 元/间(北上广深), 其他 3000 元/间, 不低于 20 万元		2500 元/间	4000 元/间(北上广深), 3000 元/间(除前述城市外), 不低于 20 万元, 不高于 60 万元	20 万元固定费用+2500/客房浮动费用	3000 元/间
品牌使用、服务支持费	营业总收入的 4%	营业总收入的 4%	营业总收入的 4%	营业总收入的 5%	营业总收入的 6%	1.营业总收入的 5%; 2.按开业时的实际房间数计算: 10 元/间·月	营业总收入的 5%-7%

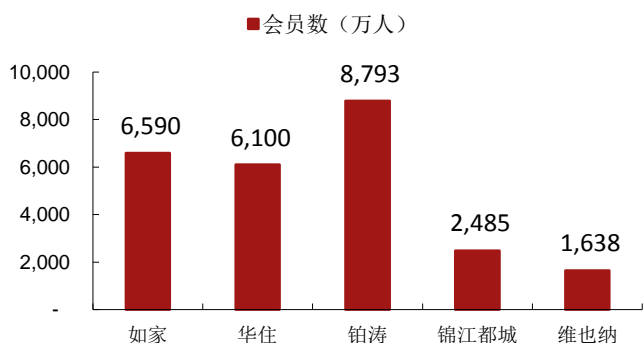
资料来源: 公司官网、招商证券

### 3、会员资源雄厚，渠道优化尚存潜力

如家的会员数行业领先。会员是酒店业的战略资源，如家采用线上线下丰富的营销手段积极拓展会员，截至去年6月底，如家会员数突破6590万，仅次于铂涛排名第二，目前如家的会员的预定已经占到总客源的61.6%。

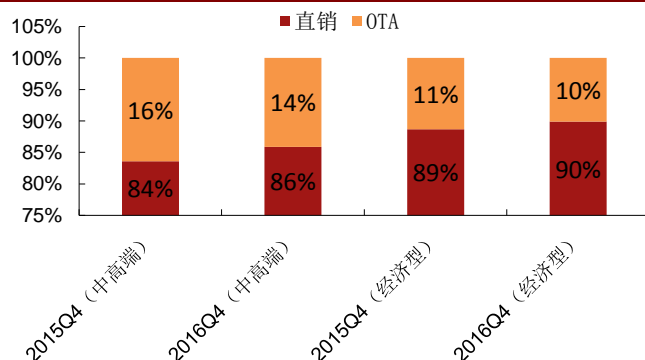
拟建立以会员消费为基础的变动收费体系，开始施行“会员积分货币化”。目前，如家酒店集团在向其会员提供客服服务的同时会根据会员计划授予会员奖励积分，且在满足一定条件后，奖励积分可以用来升级会员、换取免费入住和其他免费的服务或商品等。

图 25: 如家的会员数仅次于铂涛排名第二 (截至 2016 年 6 月底)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 26: 华住通过增加直销渠道占比来提升盈利能力



资料来源: 公司公告、招商证券

如家可通过优化渠道来进一步提升盈利能力。近几年来，如家的 OTA 渠道占比持续上升，实际上削弱了盈利能力，失去客户资源。华住则大力发展以会员为核心的自主渠道，通过降低 OTA 占比提升了盈利能力。因此，未来如家在优化销售渠道方面还有改进空间。

表 6: 如家各渠道销售占总体预订数量的比例

期间	上门直接入住会员	CRS 会员预定	协议客源	中介客源	上门直接入住非会员	CRS 非会员预定	其他
2013 年	43.20%	12.40%	12.80%	9.70%	5.90%	1.30%	14.70%
2014 年	32.80%	29.30%	13.00%	10.70%	3.70%	0.80%	9.70%
2015 年	26.80%	36.42%	9.58%	15.21%	2.94%	0.18%	8.88%

资料来源: 公司公告、招商证券

#### 4、新任董事高管就位，上市平台优势显现

新任董事会到位，多元化组合利于公司治理。今年 1 月，首旅董事会换届，增补 6 名非独立董事和 2 名独立董事，除了原如家 CEO 孙坚外，还有梁建章、沈南鹏等行业大佬，新董事会成员共 11 名，其中 7 名非独立董事中原如家关联方占 3 席、首旅占 4 席，这种多元混合的治理结构将有利于公司的长远发展。

如家团队进入首旅，市场化机制激发经营活力。在公司新任的管理层中，原如家 CEO 孙坚担任公司总经理，负责公司全面经营管理工作，6 位副总中有 2 位来自原如家管理团队。这既体现了如家在首旅未来发展中举足轻重的战略地位，也是引入市场化机制进行国企改革的重要举措。

我们认为，如家在登陆 A 股上市平台后，在品牌宣传、门店扩张、对外融资上具有相对优势，而分散且多元化的股权结构也为公司长远发展保驾护航，此外，大股东首旅集团及北京市国资委在国企改革方面也在不断探索，未来的管理层激励也值得期待。

表 7: 首旅酒店新一届董事会与高管成员

董事会	职务	任职日期	背景	高管	职务	任职日期	背景
-----	----	------	----	----	----	------	----

董事会	职务	任职日期	背景	高管	职务	任职日期	背景
刘毅	董事长, 董事	2017/1/20	首旅集团副董事长、总裁、党委副书记	孙坚	总经理	2016/9/8	自 2004 年开始担任如家酒店集团的董事兼首席执行官。现任公司总经理兼如家酒店集团董事长、首席执行官
张润钢	董事	2012/3/28	公司原董事长、总经理	袁首原	副总经理	2016/9/8	现任首旅酒店集团党委书记
白凡	董事	2017/1/20	首旅集团副总经理、党委常委	李向荣	副总经理, 财务总监	2016/9/8	自 2014 年 8 月加入如家酒店集团, 担任首席财务官
卢长才	董事	2017/1/20	首旅集团战略发展部总经理	杨军	副总经理	2016/9/8	曾任首旅酒店集团首席财务官
梁建章	董事	2017/1/20	携程旅行网董事局主席	段中鹏	副总经理	2016/9/8	现任首旅酒店集团董事, 党委委员, 总经理助理, 董事会秘书
沈南鹏	董事	2017/1/20	携程旅行网及如家酒店集团联合创始人。现任红杉资本中国基金创始及执行合伙人	宗翔新	副总经理	2016/9/8	自 2006 年 10 月加入如家酒店集团, 担任首席运营官
孙坚	董事	2017/1/20	自 2004 年开始担任如家酒店集团的董事兼首席执行官。现任公司总经理兼如家酒店集团董事长、首席执行官	蒋蓓蕾	副总经理	2016/9/8	曾任北京市民族饭店市场营销总监兼客务总监, 运营总监。现任首旅酒店集团首席市场官。
张保军	独立董事	2011/1/18	北京康达律师事务所合伙人, 律师				
韩青	独立董事	2015/8/4	中国国际税务咨询公司副总经理				
姚志斌	独立董事	2017/1/20	曾任职携程旅行网, 2012 年退休				
朱剑岷	独立董事	2017/1/20	2016 年至今任去哪儿开曼群岛有限公司独立董事				

资料来源: 公司公告、招商证券

## 四、经营面强势反弹，长短期业绩亮点纷呈

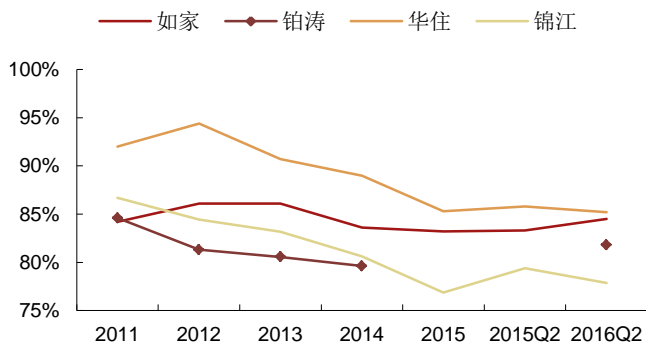
### 1、经营复苏：经济型反弹，中端发力

如家的入住率相对稳定，2016Q2 率先反弹。2011 年后，随着国内宏观经济增速放缓以及经济型酒店赴美上市后大举扩张，经济型酒店的入住率持续下滑，其中如家降幅相对较小。2016 年行业出现回暖迹象，Q2 如家的入住率上升 1.2pct，华住和锦江入住率的跌幅也有所收窄。



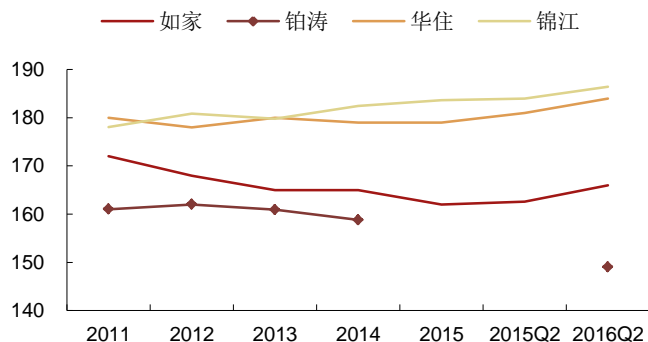
如家的平均房价和 RevPAR 同步反弹，复苏势头更强。2015 年如家经营承压，平均房价下跌 1.8%，而华住依靠对中端酒店的开拓，平均房价稳中有升，锦江放缓开店速度，平均房价持续增长。到 2016Q2，三家的平均房价均呈现正增长，如家增幅最大。事实上，如家从 2015Q4 开始恢复增长，2016Q2 的入住率/平均房价/RevPAR 增长 1.2pct/2.1%/3.6%，表现明显强于华住 (-0.6pct/1.8%/1.1%)。

图 27: 四大连锁酒店整体入住率情况



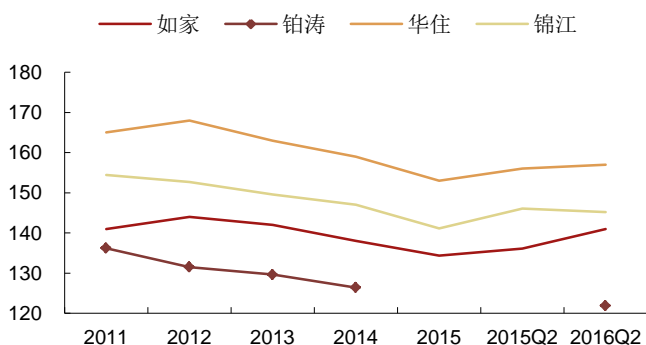
资料来源: 公司公告、招商证券

图 28: 四大连锁酒店平均房价情况



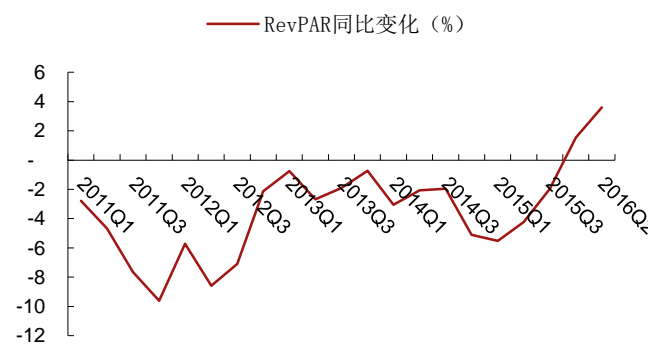
资料来源: 公司公告、招商证券

图 29: 四大连锁酒店 RevPAR 情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 30: 2015Q4 以来如家的 RevPAR 持续反弹



资料来源: 公司公告、招商证券

如家的经济型率先复苏，中端品牌开始发力。如家强势复苏，一方面是因为如家的经济型酒店 RevPAR 率先获得正增长（华住的汉庭到 2016Q4 也首次迎来正增长），另一方面，近期开业的和颐如家精选等中端酒店表现靓丽，RevPAR 提升幅度较大。

表 8: 如家酒店集团和华住酒店集团的经营指标变化情况对比 (2016 年第二季度)

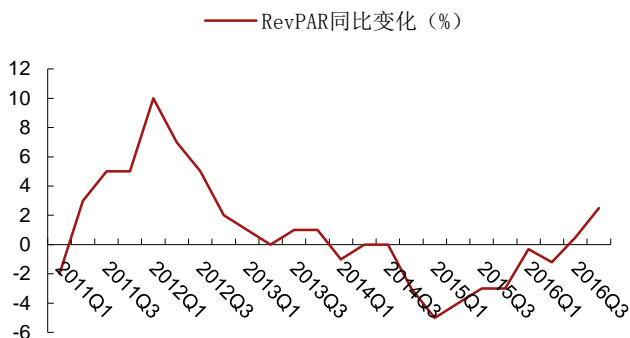
项目	如家酒店集团							华住酒店集团						
	经济型品牌		和颐		如家精选		合计	经济型品牌		中档及以上		合计		
	本期	同比增减	本期	同比增减	本期	同比增减	本期	同比增减	本期	同比增减	本期	同比增减		
入住率	85.0%	1.3pct	81.9%	7.4pct	75.9%	16.6pct	<b>84.5%</b>	<b>1.2pct</b>	88%	-1pct	86%	4.5pct	<b>85%</b>	<b>-0.6pct</b>
平均房价	159	-0.4%	311	3.9%	311	5.3%	<b>166</b>	<b>2.1%</b>	168	-1.9%	290	2.9%	<b>184</b>	<b>1.8%</b>
RevPAR	135	1.2%	255	14.3%	236	34.8%	<b>141</b>	<b>3.6%</b>	148	-3.0%	250	8.6%	<b>159</b>	<b>1.1%</b>

资料来源: 公司公告、招商证券

2016 年下半年以来，华住和锦江 RevPAR 的增长再次印证了经济型酒店行业的整体回

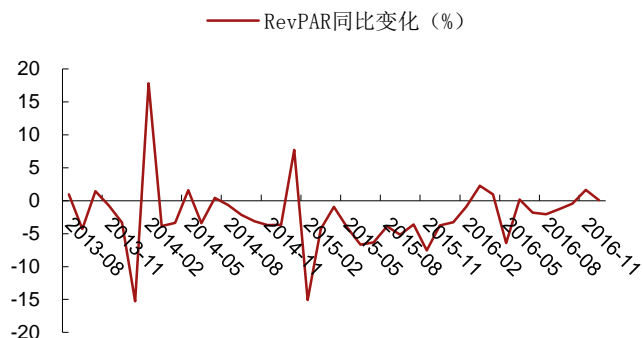
暖。华住和锦江的经营数据披露较早，我们可以看到华住在 2016Q3/Q4 的 RevPAR 分别增长 0.5% 和 2.5%，而锦江之星 2016 年的 RevPAR 跌幅明显收窄，考虑营改增对平均房价的影响，实际 RevPAR 也呈现正增长。

图 31: 2016 年以来华住酒店的 RevPAR 持续提升



资料来源: 公司公告、招商证券

图 32: 2016 年锦江之星的 RevPAR 有所回升

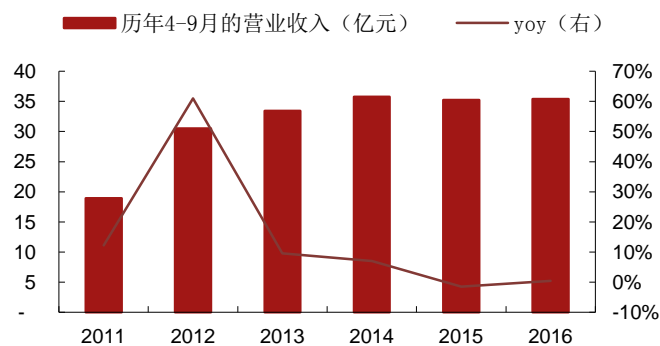


资料来源: 公司公告、招商证券

## 2、业绩边际改善明显，看好短期持续反弹

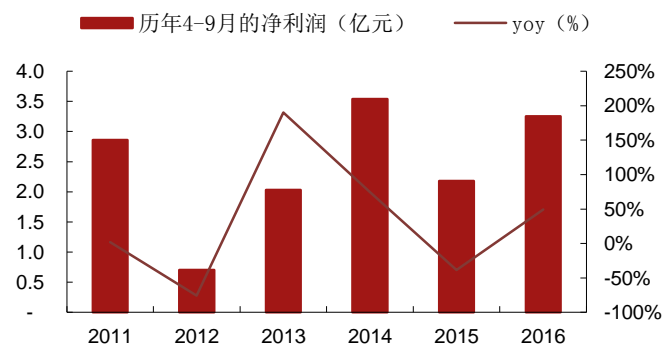
受经营面传导，如家并表后盈利大增。如家自 2016 年 4 月起开始并表，2016Q2-Q3，如家实现营收 35.4 亿元/增长 0.5%，增量来自加盟管理费，净利润 3.3 亿元/增长 49.1%。（注：上年基数为根据美国上市会计准则编制，对增速计算略有影响）

图 33: 如家酒店集团 2016 年 4-9 月营收与上年持平



资料来源: 公司公告、招商证券

图 34: 如家酒店集团 2016 年 4-9 月净利润大增

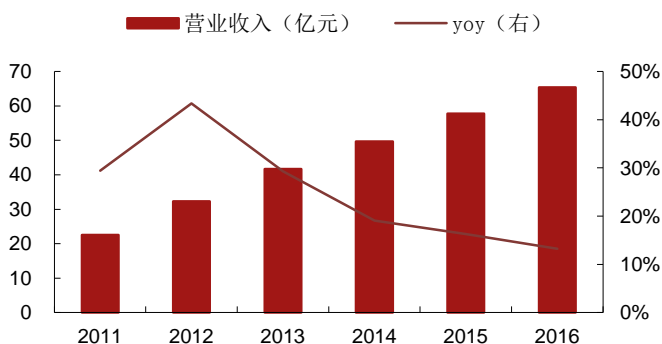


资料来源: 公司公告、招商证券

华住 2016 年业绩表现靓丽。3 月 15 日，华住公布 2016 年第四季度及全年财报，第四季度营收 16.7 亿元/增长 10.9%，净利润 1.3 亿元/增长 77.9%，全年营收 65.4 亿元/增长 13.2%，净利润 8.0 亿元/增长 84.3%。

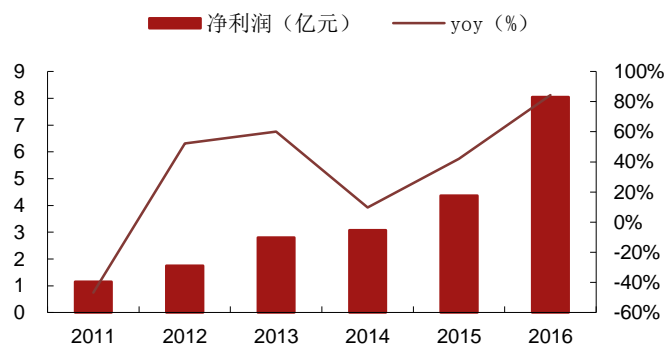
华住的高增长得益于行业回暖+品牌升级+中端发力+渠道优化。华住能获得惊艳表现，除了酒店行业整体回暖外，原因还在于其自身的：1) 对汉庭酒店持续的升级改造；2) 在全季、星程等中端酒店上的快速扩张逐渐收到效果；3) 增加直销渠道，降低 OTA 占比。

图 35: 华住酒店集团的营业收入持续增长



资料来源: 公司公告、招商证券

图 36: 华住酒店集团 2016 年盈利大增



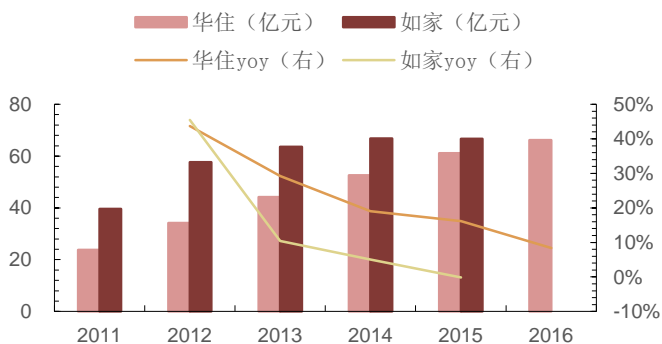
资料来源: 公司公告、招商证券

看好如家近期业绩持续释放。参照同行业华住和锦江的表现，我们预判如家的经营业绩也将持续好转，在完成私有化后，未来公司将把更多精力投入到品牌运营、中端市场开拓上，而酒店业供需改善带来的趋势性回暖将助力公司近期业绩持续反弹。

### 3、挖潜中端酒店市场，突破长期业绩天花板

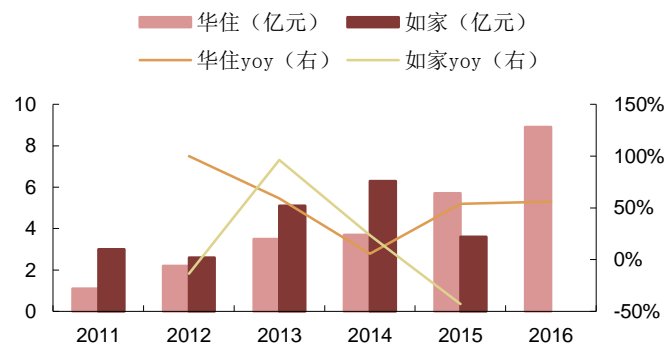
华住树立了酒店集团经营的标杆，增强市场信心。在经济型酒店集团中，如家最早在美国上市，门店数和营收规模一直保持领先，但在 2015 年后，盈利被华住赶超。2016 年华住全年净利润 8.0 亿元/增长 84.3%，展现出极佳的盈利能力。

图 37: 华住和如家的营业收入增长情况



资料来源: 公司公告、招商证券

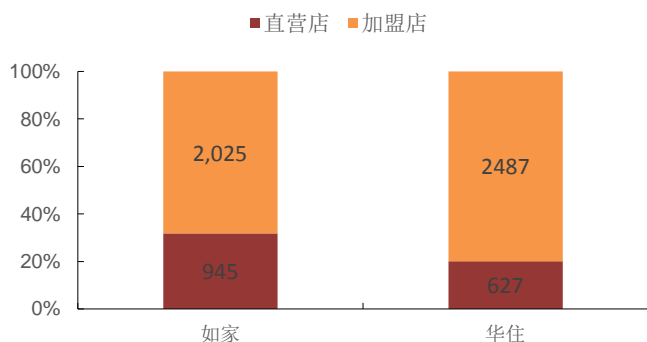
图 38: 华住和如家的经营利润增长情况



资料来源: 公司公告、招商证券

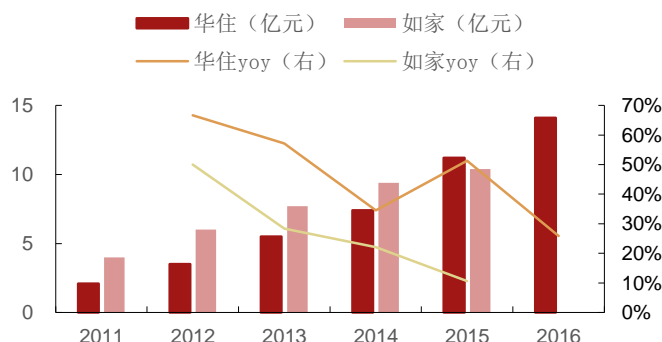
相比于华住，如家的盈利困境在于：1）前期经济型酒店扩张太快，直营店占比较高，当行业下行时经营压力更大；2）中端酒店扩张起步较晚，中端酒店客房数占比仅 5%（vs 华住 18%）；3）会员消费的转化率较低，OTA 渠道占比上升影响盈利。

图 39: 如家比华住的直营店数量更多



资料来源: 公司公告、招商证券

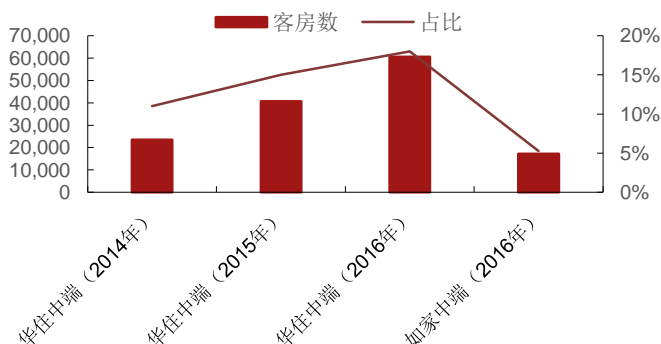
图 40: 华住的特许经营和管理费收入快速增长



资料来源: 公司公告、招商证券

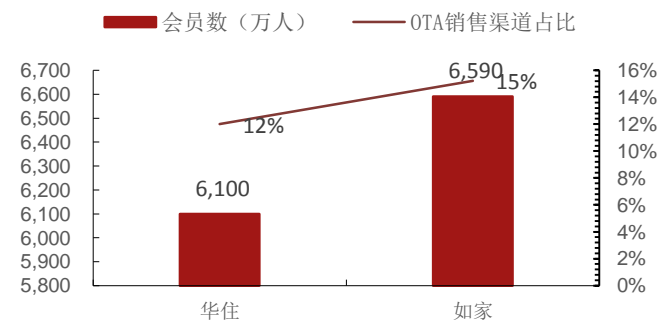
如家长期业绩改善空间还很大。一方面, 经济型酒店行业的回暖, 如家自营店多业绩弹性反而更大, 另一方面, 国内中端酒店市场潜力巨大, 如家已经开始发力, 2015 年新推出中端品牌如家精选的签约数已经达到 100 多家, 新开门店的 RevPAR 迅速攀升至盈利点, 此外会员和渠道也在不断改善优化中。

图 41: 如家在中端酒店拓展上存在提升空间



资料来源: 公司公告、招商证券

图 42: 如家在会员挖掘和渠道优化上存在空间



资料来源: 公司公告、招商证券

## 五、盈利预测及投资建议

基于上述分析, 我们认为, 国内酒店业供需正在改善、景气度回升, 中端酒店市场大有可为, 作为连锁酒店业巨头, 首旅如家拥有成熟的品牌体系, 加盟店扩张提速, 会员资源雄厚, 市场化管理, 近期经营上已经出现复苏迹象, 业绩上大概率会持续超预期。

我们对如家的经营假设如下:

表 9: 如家酒店集团的直营店和加盟店经营数据假设

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>直营店:</b>					
酒店数	914	929	938	957	976
yoy	42	15	9	19	19
入住率	81.0%	80.5%	81.3%	82.5%	83.3%
yoy	-2.2%	-0.5%	0.8%	1.2%	0.8%
平均房价	158	155	157	160	165
yoy	0.0%	-1.9%	1.5%	2.0%	3.0%
RevPAR	128.0	124.8	127.9	132.4	137.7

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
yoy	-2.6%	-2.5%	2.5%	3.5%	4.0%
<b>加盟店:</b>					
酒店数	1,695	1,993	2,192	2,521	2,899
yoy	387	298	199	329	378
入住率	85.5%	84.8%	85.6%	85.8%	86.0%
yoy	-3.0%	-0.7%	0.8%	0.2%	0.2%
平均房价	169	165	168	173	179
yoy	-1.2%	-2.4%	2.0%	3.0%	3.0%
RevPAR	144.5	139.9	144.1	148.7	153.6
yoy	-4.5%	-3.2%	3.0%	3.2%	3.2%

资料来源: 公司数据、招商证券

如家从 2016 年 4 月开始并表, 将是公司未来业绩增长的核心驱动力, 而首旅原有的酒店管理业务也将获得较快的增长, 其他业务如产权酒店运营、南山景区等将维持平稳增长。公司的收入结构预测如下:

表 10、公司营业收入结构预测

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	2,791	1,333	6,892	8,930	9,626
酒店运营及管理	584	977	6,507	8,511	9,181
——北京三家产权酒店	362	358	364	376	386
——宁波南苑		397	405	415	423
——首旅原有酒店管理业务	204	206	216	249	273
——如家酒店集团			5,522	7,471	8,099
——其他	18	17	18	19	20
南山景区	346	355	384	419	445
<b>收入增长率</b>	-5.9%	-52.2%	417.1%	29.6%	7.8%
酒店运营及管理	-5.0%	67.5%	565.7%	30.8%	7.9%
——北京三家产权酒店	-9.1%	-1.1%	1.9%	3.2%	2.7%
——宁波南苑			2.0%	2.5%	2.0%
——首旅原有酒店管理业务	2.6%	1.0%	5.0%	15.0%	10.0%
——如家酒店集团				35.3%	8.4%
——其他	1.2%	-4.6%	5.0%	5.0%	5.0%
南山景区	-0.5%	2.6%	8.2%	9.1%	6.1%

注: 如家酒店集团从 2016 年 4 月起并表

资料来源: 公司数据、招商证券

我们预测公司 2016-2018 年净利润为 2.4/6.5/9.5 亿元, 同比增长 252%/70%/46%, 主要由于如家并表后业绩快速增长所致。

表 11: 盈利预测简表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	2791	1333	6892	8930	9626
营业成本	1858	181	500	626	656
营业税金及附加	52	71	69	45	19
营业费用	345	475	3859	4911	5198
管理费用	371	451	1726	2239	2349
财务费用	31	118	365	249	123
资产减值损失	1	(1)	7	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0

投资收益	36	96	180	0	0
<b>营业利润</b>	<b>169</b>	<b>133</b>	<b>546</b>	<b>859</b>	<b>1279</b>
营业外收入	2	19	60	124	134
营业外支出	1	6	23	47	51
<b>利润总额</b>	<b>170</b>	<b>147</b>	<b>583</b>	<b>936</b>	<b>1363</b>
所得税	36	34	187	262	382
净利润	134	113	397	674	981
少数股东损益	21	13	156	25	28
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>112</b>	<b>100</b>	<b>241</b>	<b>649</b>	<b>954</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.49</b>	<b>0.43</b>	<b>0.50</b>	<b>0.96</b>	<b>1.40</b>

资料来源：公司数据、招商证券

国内三大酒店集团均为上市公司,其中华住在美股上市,锦江和首旅均在A股上市,可比性较强。由于锦江的净利润中包含有处置上市公司股权带来的投资收益,我们对其净利润和市值做了调整。

考虑公司短期业绩复苏和长期的增长动力,目前相对于锦江被低估,而且还略低于美股华住的估值,给予首旅2017年40倍的PE估值,目标市值260亿元,目标价38.24元。

表 12: PE 估值对比表

公司	代码	净利润 (亿元)			PE			市值 (亿元)
		2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	
华住酒店	HTHT	4.4	8.0	9.8	69.7	37.9	31.2	304.6
锦江股份	600754	3.1	4.7	6.1	90.1	58.4	44.9	275.3
首旅酒店	600258	1.0	2.4	6.5	187.5	78.0	28.9	187.8

注: 锦江股份盈利预测来自招商证券预测,并经过一定调整(市值中扣除所持股票市值,净利润中扣除处置股票的投资收益),2015/2016E/2017E 锦江股份全部净利润为 6.4/7.0/9.3 亿元;华住酒店盈利预测来自 Bloomberg。

资料来源: wind、Bloomberg、招商证券

EV/EBITDA (企业价值倍数) 常常用于酒店业估值,可剔除折旧摊销及资本结构(财务费用)的影响。首旅的 EV/EBITDA 估值同样低于锦江和华住,给予首旅2017年16倍的 EV/EBITDA 估值,目标市值241亿元,目标价35.44元。

综上,首次覆盖给予公司 35.44~38.24 元目标价以及“强烈推荐-A”评级。

表 13: EV/EBITDA 估值对比表

公司	代码	EBITDA (亿元)			EV/EBITDA			企业价值 EV (亿元)
		2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	
华住酒店	HTHT	12.6	15.7	20.5	21.8	17.6	13.5	275.4
锦江股份	600754	13.0	22.8	25.0	32.7	18.6	17.0	423.7
首旅酒店	600258	3.2	13.1	18.0	73.5	18.0	13.0	234.9

注: 锦江股份盈利预测来自招商证券预测,华住酒店盈利预测来自 Bloomberg。

资料来源: wind、Bloomberg、招商证券

## 六、风险提示

1、宏观经济增长低于预期,酒店复苏缓慢;

- 2、首旅为国有企业，如家为民营企业，双方在经营理念、管理体制、企业文化等方面存在一定的差异，未来面临一定的整合风险；
- 3、公司在收购如家过程中负债较多，面临偿债风险；
- 4、如家经营低于预期，未来面临资产减值风险；
- 5、直营店租金上涨或不能续租，加盟店由于市场不景气而扩张受限。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	528	378	1561	1511	1618
现金	248	167	1034	893	963
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	20	35	183	185	200
其它应收款	21	14	45	57	61
存货	16	23	50	63	66
其他	222	138	250	313	328
<b>非流动资产</b>	1701	3583	15086	15087	14963
长期股权投资	411	449	249	262	275
固定资产	642	1888	2380	2397	2396
无形资产	340	763	4187	4062	3940
其他	307	483	8270	8367	8353
<b>资产总计</b>	<b>2229</b>	<b>3961</b>	<b>16647</b>	<b>16599</b>	<b>16581</b>
<b>流动负债</b>	549	1713	8523	3905	3071
短期借款	360	1319	6184	2268	1346
应付账款	47	83	143	179	187
预收账款	16	83	138	179	193
其他	125	228	2058	1279	1346
<b>长期负债</b>	337	841	2536	2791	2848
长期借款	313	618	500	500	500
其他	24	223	2036	2291	2348
<b>负债合计</b>	<b>886</b>	<b>2555</b>	<b>11059</b>	<b>6696</b>	<b>5920</b>
股本	231	231	478	680	680
资本公积金	187	161	3774	7362	7352
留存收益	727	794	981	1500	2263
少数股东权益	197	220	356	361	367
归属于母公司所有者权益	1146	1186	5233	9542	10295
<b>负债及权益合计</b>	<b>2229</b>	<b>3961</b>	<b>16647</b>	<b>16599</b>	<b>16581</b>

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	246	364	4634	1080	1901
净利润	134	113	397	674	981
折旧摊销	84	165	577	695	687
财务费用	28	109	365	249	123
投资收益	(36)	(96)	(180)	0	0
营运资金变动	35	79	1657	(794)	52
其它	1	(7)	1819	256	58
<b>投资活动现金流</b>	(372)	(56)	(11900)	(696)	(563)
资本支出	(34)	(33)	(12080)	(696)	(563)
其他投资	(338)	(23)	180	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	75	(389)	8132	(525)	(1268)
借款变动	179	(221)	4712	(3916)	(923)
普通股增加	0	0	247	202	0
资本公积增加	22	(25)	3607	3588	(10)
股利分配	(55)	(30)	(46)	(130)	(191)
其他	(71)	(113)	(388)	(269)	(146)
<b>现金净增加额</b>	<b>(51)</b>	<b>(81)</b>	<b>867</b>	<b>(141)</b>	<b>70</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	2791	1333	6892	8930	9626
营业成本	1858	181	500	626	656
营业税金及附加	52	71	69	45	19
营业费用	345	475	3859	4911	5198
管理费用	371	451	1726	2239	2349
财务费用	31	118	365	249	123
资产减值损失	1	(1)	7	1	1
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	36	96	180	0	0
<b>营业利润</b>	169	133	546	859	1279
营业外收入	2	19	60	124	134
营业外支出	1	6	23	47	51
<b>利润总额</b>	170	147	583	936	1363
所得税	36	34	187	262	382
<b>净利润</b>	134	113	397	674	981
少数股东损益	21	13	156	25	28
<b>归属于母公司净利润</b>	112	100	241	649	954
<b>EPS (元)</b>	0.49	0.43	0.50	0.96	1.40

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-6%	-52%	417%	30%	8%
营业利润	-4%	-21%	309%	57%	49%
净利润	-2%	-16%	252%	70%	46%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.4%	86.4%	92.8%	93.0%	93.2%
净利率	4.8%	8.5%	5.8%	7.6%	10.2%
ROE	10.1%	8.2%	11.3%	8.7%	9.5%
ROIC	6.9%	4.4%	6.3%	6.4%	8.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.7%	64.5%	66.4%	40.3%	35.7%
净负债比率	30.2%	49.8%	40.2%	16.7%	11.1%
流动比率	1.0	0.2	0.2	0.4	0.5
速动比率	0.9	0.2	0.2	0.4	0.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1
存货周转率	26.5	2.3	3.4	2.8	2.6
应收帐款周转率	18.3	11.5	15.2	11.6	12.0
应付帐款周转率	5.7	0.7	1.1	1.0	0.9
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.49	0.43	0.50	0.96	1.40
每股经营现金	1.06	1.57	9.69	1.59	2.80
每股净资产	5.80	6.08	11.69	14.57	15.68
每股股利	0.15	0.15	0.10	0.19	0.28
<b>估值比率</b>					
PE	56.8	63.8	54.8	28.9	19.7
PB	4.8	4.5	2.4	1.9	1.8
EV/EBITDA	93.5	73.5	18.0	13.0	11.2



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**董广阳：**食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。