

投资评级: 买入 (调高评级)

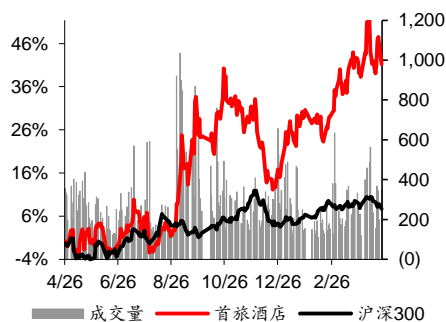
当前价格(元): 27.33  
合理价格区间(元): 31.92~33.60

梅昕 执业证书编号: S0570516080001  
研究员 021-28972080  
meixin@htsc.com

相关研究

- 1《首旅酒店(600258):主业提供安全边际,国企改革提供弹性》2015.03
- 2《首旅股份(600258):门票分成拖累 2011 年业绩、未来待看整合》2012.03

股价走势图



资料来源: Wind

# 首旅如家融合再生, 重塑品牌价值

## 首旅酒店(600258)

### 以产品和会员为两大重要抓手, 形成品牌力量

可选消费复苏预期持续发酵、酒店行业供求关系边际好转驱动行业回暖, RevPAR 企稳回升。首旅并购如家后, 与锦江、华住形成国内酒店集团三寡头; 酒店业竞争将回归产品, 品牌价值得到重塑, 中高端品牌有望顺势而起。公司管理层团队理顺后重心将回到主业, 以产品优化+会员升级为两大抓手, 首旅如家品牌力量将形成, 协同效应逐步显现, 业绩弹性较大。

### 酒店供需关系好转、现回暖迹象, 行业回归产品、重塑品牌价值

16Q4 以来可选消费数据靓丽推动景气修复发酵。需求端大众旅游消费稳增, “三公”消费挤出效应消化, 大众商务需求触底回升, 同时供给端新进入者增速放缓, 酒店供需结构优化, 景气度逐渐复苏。经过早期高端品牌和经济型酒店快速扩张后, 产业结构与消费需求结构出现错配, 中端酒店市场加速发力。未来酒店寡头竞争核心的本质是品牌价值重塑, 即产品端打造立体品牌结构、C 端培育客户粘性、B 端吸纳更多存量单体酒店。

### 加盟+改造优化酒店产品结构, 升级会员体系降成本、提高忠诚度

16 年 4-12 月如家中高端品牌 RevPAR 同比+11.5%, 平均房价同比+5.4%, 出租率同比+4.49pct, 中端酒店复苏强劲。未来重点在两个方面: 1) 优化产品结构: 发力中端, 18 年有望达 1000 家门店, 年新增比例超 50%; 加盟方式将助力公司成为单体酒店有力整合者; 以“大住宿”为核心, 打造立体化顾客价值生态圈, 逐步向社群平台演化, 融合酒店、自驾、户外等资源的如家小镇就是重要例证; 2) 升级会员体系: 首旅如家会员系统打通, 推出“嘉宾会员制”, 培育用户粘性, 提高直接预订比例、降低渠道成本。

### 混改完成带来体制机制改善预期, 首旅如家协同效应有望逐步显现

1) 混改完成, 引入二股东携程, 线上渠道端将明显得到强化; 2) 市场化聘任如家原管理层团队, 孙坚等高管持股, 利益得到绑定, 后续对如家和原首旅高管的激励、公司体制机制改善等值得期待; 3) 首旅+如家体系架构融合再生, 协同效应显现, 减少重复成本, 盈利能力将增强; 4) 随着具有“社群功能”的顾客价值生态圈逐步形成, 品牌效应强化, 如家小镇品牌等有望成为新动力; 5) 环球影城等开业带来利润提升机会。

### 首旅如家融合再生, 内生增长动力强劲, 上调至“买入”评级

受益于中端品牌强劲回暖, 业绩将反弹; 定增后财务结构将改善, 利于利润增长。并表如家, 调整 17/18/19 归母净利润至 6.85/8.28/9.80 亿元, 按并表后总股本计算, 摊薄后 EPS 分别为 0.84/1.01/1.20 元, 对应 PE 分别为 32.54/26.94/22.76。按可比公司华住酒店 17 年 PE 35.7, 考虑到公司是 A 股稀缺的中端酒店龙头标的, 混改完成市场化带来体制机制改善预期, 相对于美股华住酒店给予一定估值溢价, 按照 17 年 38-40 倍估值, 调整目标价至 31.92-33.60 元, 上调至“买入”级。

风险提示: 酒店行业竞争加剧风险; 首旅如家协同效应不及预期风险等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	679.79
流通 A 股 (百万股)	231.40
52 周内股价区间 (元)	18.88-29.29
总市值 (百万元)	18,579
总资产 (百万元)	17,293
每股净资产 (元)	9.89

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,333	6,523	8,868	9,801	10,841
+/-%	(52.24)	389.40	35.95	10.52	10.62
归属母公司净利润 (百万元)	100.13	210.94	685.13	827.45	979.61
+/-%	(10.97)	110.66	224.80	20.77	18.39
EPS (元, 最新摊薄)	0.12	0.26	0.84	1.01	1.20
PE (倍)	222.65	105.69	32.54	26.94	22.76

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 首旅如家：国企重组站上新起点

### 并购如家，跻身酒店集团寡头

首旅酒店是北京国资委旗下酒店上市平台，控股股东首旅集团酒店板块等资源丰富。公司主要从事酒店经营与管理业务，控股股东为首旅集团，实际控制人是北京市国资委。大股东首旅集团旅游资源丰富、产业链完整，业务覆盖旅游产业“吃住行游购娱”六大要素，主要包括酒店、餐饮、旅行社、旅游商业、景区景点和汽车服务等业务板块。公司作为酒店类上市平台，是首旅集团旗下酒店板块最核心的品牌，2012年公司将旗下“北展展览”与集团的首旅建国、首旅酒店、欣燕都等酒店资产进行了置换，通过资产置换等方式将集团旗下酒店资产置入公司，实现酒店类资源整合。同时，控股股东集团多元化旅游资源也与公司主营业务具有协同效应，实现共赢。

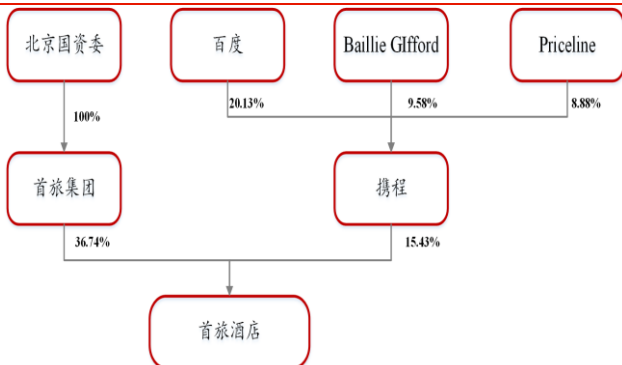
收购如家 100% 股权，交易完成后，上市公司酒店总量位列全国前三，跻身国内经济和\*\*中端连锁酒店寡头之一。公司以每股 ADR 35.80 美元共计现金 71.78 亿元收购如家非主要股东股权 65.13%，发行股份购买主要股东股权 34.87%，同时募集配套资金约 38.73 亿元，实现并购如家酒店 100% 股权。2015 年酒店集团规模 50 强排行榜中，锦江国际、如家、华住分别位列前三，客房数分别达 34.2 万间、32.2 万间、27.9 万间。收购如家后，2016 年公司拥有门店数量 3402 家（其中原首旅门店 155 家+如家门店 3247 家）、客房数量 37.36 万间（如家占 92.02%），与锦江（5868 家）、华住（3269 家）形成国内酒店集团三寡头。

从营收看，16 年公司实现营收 65.23 亿元，锦江营收 106.36 亿元，华住营收为 65.39 亿元。2016 年首旅、锦江、华住的营业利润分别为 4.67 亿元、8.58 亿元、8.88 亿元；净利润差距较大，分别为 3.33 亿元、7.19 亿元、8.05 亿元，主因公司并购如家导致管理费用大幅上升、营业外收支小于锦江和华住、少数股东损益明显高于其余两大公司所致。

交易后上市公司引入携程成为二股东，如家高管持有上市公司股份并成为上市公司新领导班子，管理机制改善显著，后续激励值得期待。根据最新股权结构（2017 年 1 月 10 日），首旅集团仍为大股东，持有股权 36.74%；携程成为公司二股东，占 15.43%。16 年 9 月，如家原管理团队 CEO 孙坚被聘任为首旅总经理、李向荣为副总经理/财务总监、宗翔新为副总经理，其中孙坚及其一致行动人持股 0.28%、宗翔新持股 0.09%，实现部分利益绑定。随着以上管理层变化，后续对于如家和原首旅高管的激励进一步改善值得期待。

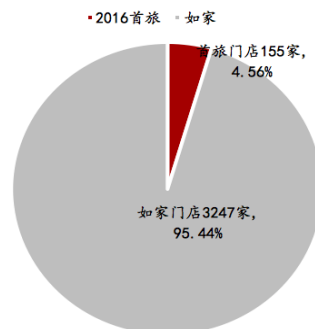
16 年 4 月起如家并表，公司业绩显著增厚。2016 年公司实现营收 65.23 亿元，同比增长 389.40%，其中酒店经营和管理业务实现营收 61.51 亿元，同比增长 529.28%。主因如家酒店 16 年 4 月并表，4-12 月如家营收 52.22 亿元，占公司酒店业务的 84.89%。实现利润总额 5.28 亿元，同比增长 259.97%，其中如家 4-12 月贡献 5.57 亿元导致公司酒店运营和管理业务利润总额提高至 6.54 亿元。

图表1：公司股权为首旅集团，携程为二股东（2017.01.10）



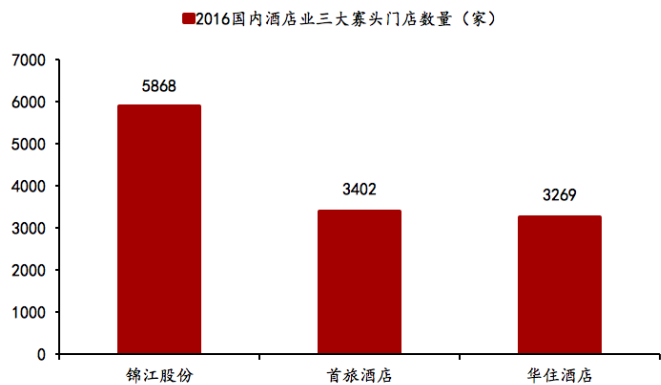
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：并购如家后，16 年公司拥有门店 3402 家，如家占 95.44%



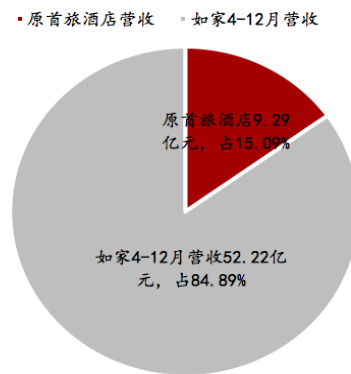
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3： 并购如家后，首旅酒店门店数量跻身全国前三



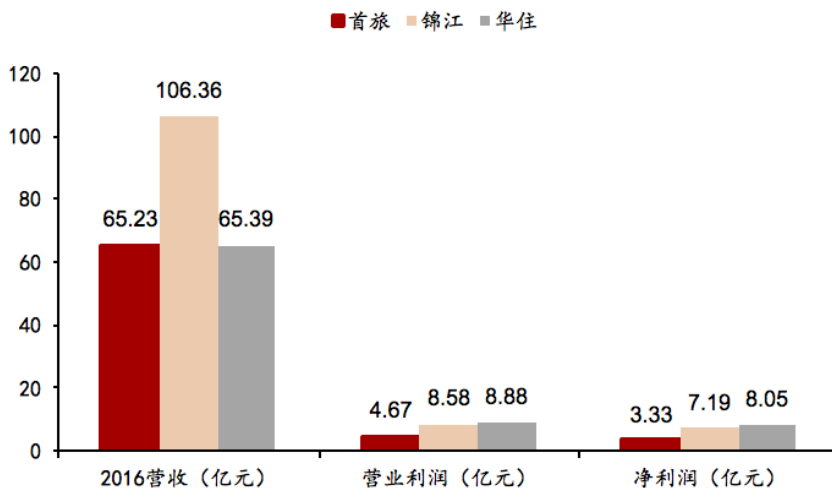
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4： 2016年4-12月，如家占酒店业务营收84.89%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5： 2016首旅营收65.23亿元，低于锦江（106.36亿元）、华住（65.39亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 原主业经营稳健，景区稳定增长

公司原主业经营平稳，酒店经营营收占比最高，酒店管理毛利最高。公司原主营主要包括酒店经营+酒店管理+景区三大块，2016年首旅原业务营收约13.01亿元（同比-2.37%），其中酒店业务营收约9.3亿元（同比-4.9%），景区业务3.72亿元（占39.98%）。2015年酒店经营业务营收7.72亿元，同比增长102.42%，占主营收入的57.90%，毛利率为82.38%，主因收购的南苑资产并表；酒店管理营收2.06亿元，同比增长1.71%，占15.44%，毛利率高达98.28%；景区业务3.55亿元，同比增长2.61%，占26.66%，毛利率为88.22%。

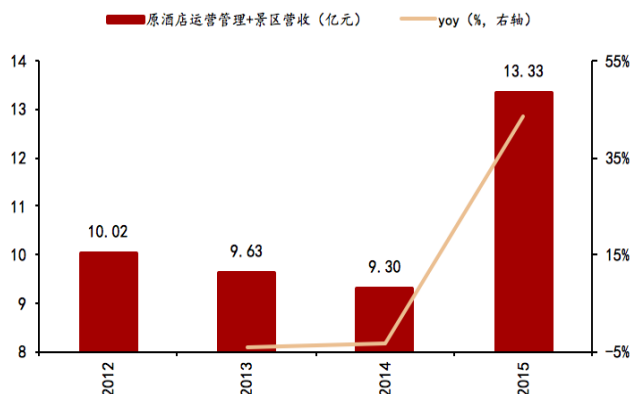
首旅原有酒店共运营155家门店。首旅品牌酒店中经济性酒店为欣燕都（100%）及其子公司雅客怡家，门店数量合计58家，客房数量4389间；中高端品牌包括首旅建国（100%）、首旅南苑（92.697%）、首旅京伦（100%）、首旅寒舍（100%）及京伦饭店（100%），门店共97家，客房数量2.54万间。2017年4月9日公告，公司拟以4亿元现金，按3.311元/股增资南苑，完成后持股比例将达95.4892%。

公司原酒店业务中高端品牌出租率和 RevPAR 回升。2016 年首旅原经济型酒店 RevPAR 为 107 元，同比下降-5.1%，主因平均房价下降 4.8%至 154 元/间，出租率 69.8%，同比微降 0.22pct；中高端品牌 RevPAR 为 259 元，同比增长 3.5%，出租率为 57.2%，同比增加 1.53pct。分直营和加盟看，直营店 RevPAR 为 199 元（同比+1.2%），主因平均房价提高 2.7%至 309 元/间；加盟店 RevPAR 为 236 元（同比+2.8%），主因出租率增加 1.85 个百分点至 58.3%。

原酒店业务经营平稳，中高端酒店营收保持增长。2016 年京伦饭店实现营收 1.17 亿元，同比下降 5.62%；首旅建国、首旅京伦营收分别为 4209 万元、2394 万元，同比增长 1.32%、6.15%；南苑（95.4892%）实现营收 3.82 亿元，同比下降 3.75%；欣燕都（100%）母公司实现营收 1.04 亿元，同比下降 19.84%，净利润 4.56 万元，同比下降 99.10%；旗下雅客怡家实现营收 1201 万元，同比增长 26.10%；净利润-33 万元，较 2015 年减亏 117 万元。

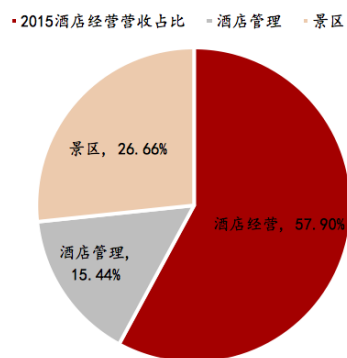
景区业务保持稳定增长，是原业务利润稳定来源。2016 年南山公司（74.805%）实现营业收入 3.72 亿元，同比增长 4.60%，净利润 7254 万元，同比增长 20.56%。2015 年接待游客 212.02 万人次，同比增长 4.82%，客单价 98.59 元/人，同比增加 0.41%。

图表6：南苑并表导致 15 年营收增长



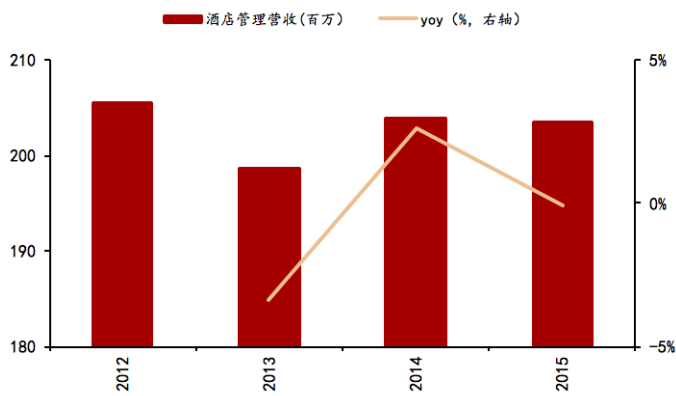
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7：公司原主业酒店经营业务占比最大，为 57.90%



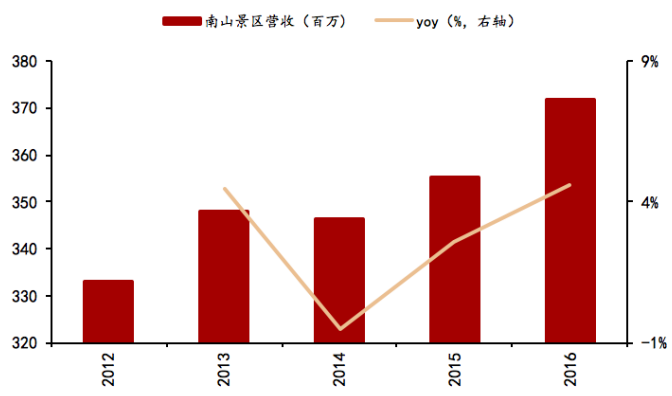
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8：公司原酒店管理业务营收保持稳健



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表9：公司南山景区营收保持稳健



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10: 2016年首旅原有酒店业务中高端品牌出租率和RevPAR增长

	RevPAR (元)	yoy (%)	平均房价 (元)	yoy (%)	出租率 (%)	yoy (pct)
<b>经济型</b>	107	-5.1	154	-4.8	69.8	-0.22
直营	132	-4.8	192	-1.2	69.1	-2.62
加盟	76	0.3	113	-5.5	67.6	3.94
<b>中高端</b>	259	3.5	453	0.8	57.2	1.53
直营	285	2.1	487	-1.5	58.5	2.09
加盟	257	3.7	450	1	57.1	1.48

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所



## 中端酒店：酒店集团的品牌之战

酒店业供需结构优化，景气度逐渐复苏。需求端大众旅游消费稳增，“三公”消费挤出效应消化，大众商务需求触底回升，同时供给端新进入者增速放缓，经过近几年的并购整合，锦江、首旅、华住三足鼎立格局初定，未来存量整合是大趋势。同时，酒店集团在经过早期高端奢侈品牌领域，和低端经济型酒店领域的快速扩张后，产业结构与消费者需求结构出现错配，产业结构进入调整期，中端酒店市场加速发力。

在中端领域，酒店龙头寡头竞争核心的本质是品牌价值重塑：1. 产品端打造立体品牌结构（中端品牌快速开店和原有经济型门店提质改造）；2. C端通过产品、增值服务圈住会员，提升客户粘性；3. B端通过人才输出、开店软硬件升级吸纳更多存量单体酒店。

图表11：酒店龙头寡头竞争的本质是品牌价值重塑



资料来源：华泰证券研究所

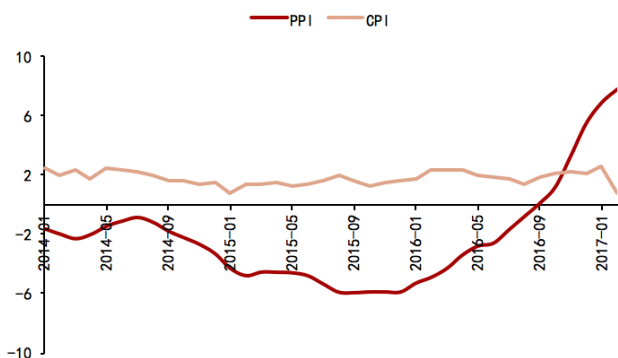
## 酒店行业回暖，中高端快速崛起

### 供求好转，RevPAR 持续企稳回升

16Q4 以来可选消费板块景气修复持续发酵，商务活动、大众旅游等外部环境好转带动酒店行业需求复苏，入住率提升有望带动 RevPAR 持续回升。

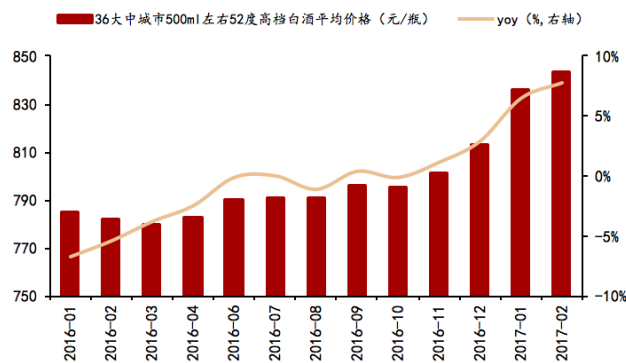
宏观经济复苏预期酝酿。2015年9月我国PPI开始探底回升，并于2016年9月由负转正，并持续保持高增长，2017年3月PPI当月同比高达7.6%；PPI持续增长有望传导至CPI，带来通胀预期，一定程度将刺激消费。从高端白酒、零售等可选消费数据上可看到可选消费已明显转暖：2016年9月以来，36大中城市高端白酒平均价格由796元/瓶提高至17年2月的843元/瓶；2016年9月全国50家重点大型零售企业零售额当月同比从2.3%，提高至17年1月的17.80%，增加15.50个百分点。

图表12：2016年9月以来，PPI开始由负转正



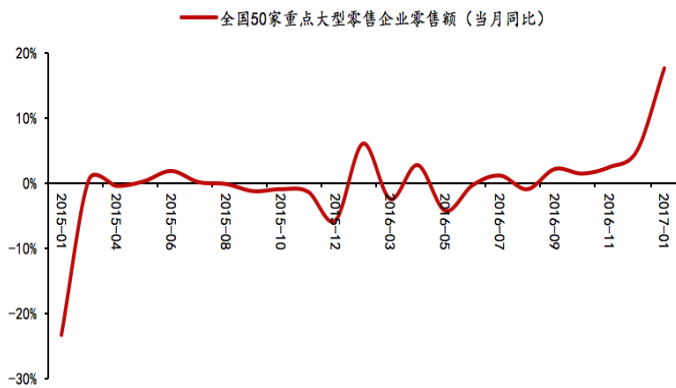
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13：2016Q4以来，高档白酒价格持续增长



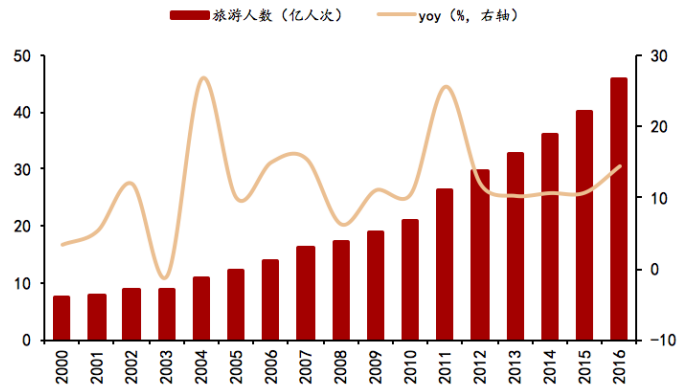
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表14： 2016Q4以来全国50家重点大型零售出现大幅反弹**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表15： 我国旅游人次保持高速增长**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

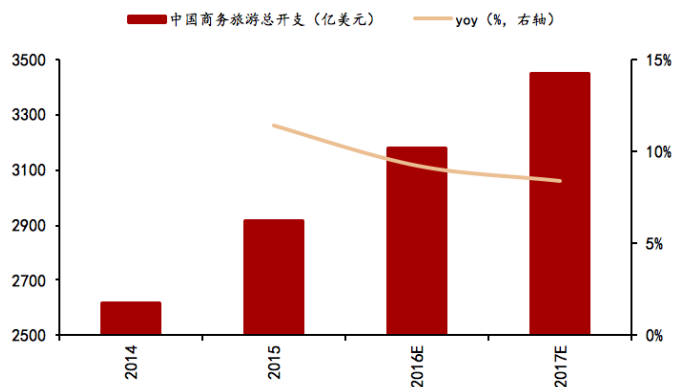
**商务需求回暖，大众旅游消费稳增长，带动酒店业需求回暖：**

各项数据显示商务需求处于触底回升中。根据 GBTA 预测，2016 年我国商旅总开支预计为 3180 亿美元，同比增长 9.2%，17 年预计将达到 3446 亿美元，同比增长 8.36%；中国航空客运市场指数自 16 年初以来一直维持同比正增长。

同时，伴随居民收入水平的提高，我国出游人次不断增长，2016 年我国旅游人数达到 45.78 亿人次，同比增长 14.46%。根据“十三五”旅游规划，2020 年国内游人数有望达 64 亿人次，2015-2020 CAGR 为 9.86%；出境游人数有望达 1.50 亿人次，2015-2020 CAGR 为 5.09%。

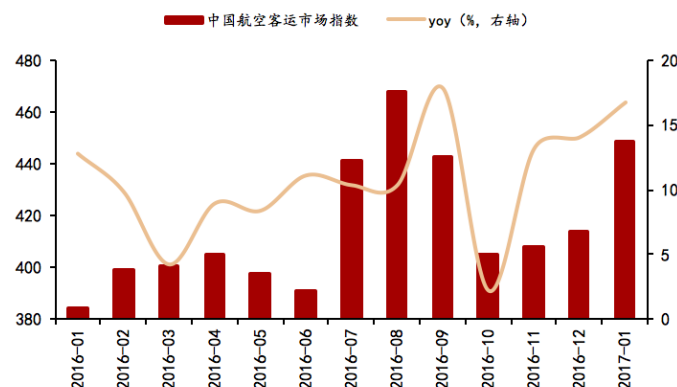
酒店行业需求端回暖推动入住率提高，并有望带动 RevPAR 持续弱回升。2012 年和 2013 年五星级酒店平均出租率同比一直为负，2014 年以来开始逐步回暖，2016Q4 五星级酒店平均出租率达 61.43%，同比提升 2.68pct。2016Q4 华住运营超过 18 个月酒店出租率和 RevPAR 近三年来也首次出现正增长；2013-2015 如家平均出租率连续下降，而 2016 年出现回升；2016Q4 以来锦江之星出租率也开始出现企稳迹象。

**图表16： 2016年中国商务旅游总开支预计增长9.2%**



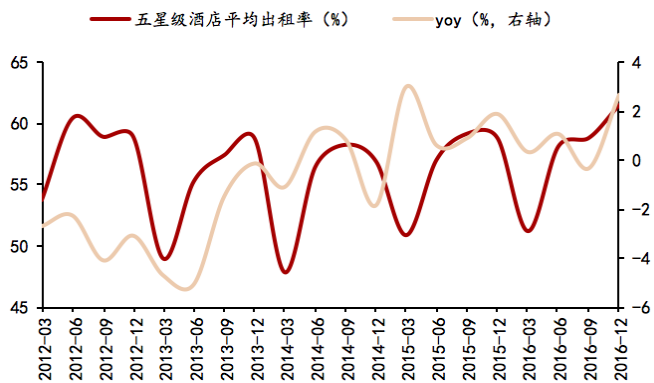
资料来源: GBTA, 华泰证券研究所

**图表17： 中国航空客运指数保持维持正增长**



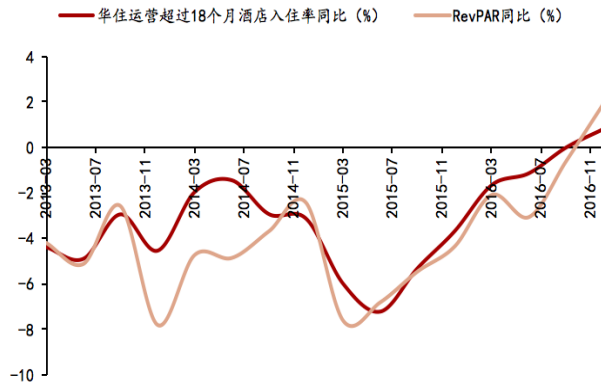
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 16Q4 五星级酒店入住率达 61.43%，创近五年新高



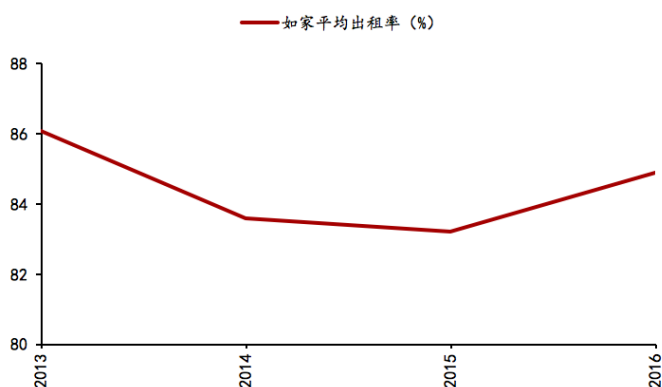
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 16Q4 华住运营超过18个月酒店入住率和 RevPAR 出现回升



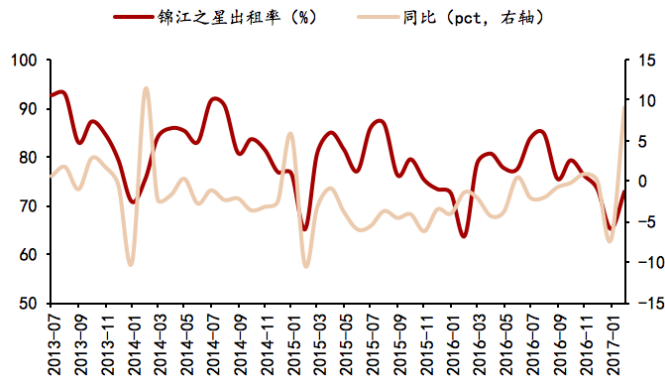
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 2016 年如家平均出租率现回升迹象



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

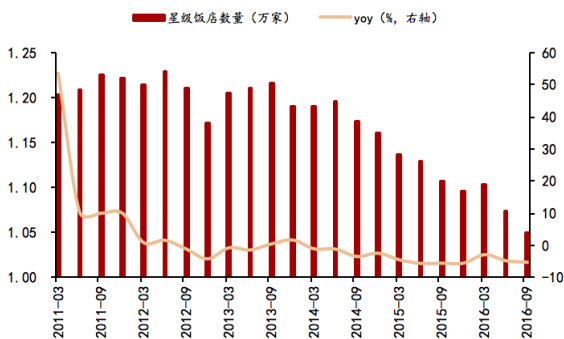
图表21: 16Q4 以来锦江之星也出现回升迹象



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

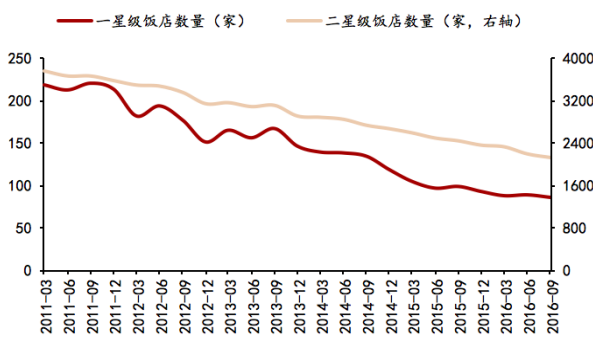
酒店业需求回暖同时, 经济型酒店在经历过无序扩张后, 行业供过于求, 同时获客、租金、人力成本的不断上涨, 使得企业盈利空间受到挤压, 新进入者数量大幅下滑。2000 年以来我国酒店供给出现无限扩张, 2000 年星级饭店客房数量仅 94.82 万套, 2009 年高峰时达到 159.14 万套。2014 年以来酒店供给开始收缩, 星级饭店数量一直处于同比负增长阶段 (分别为 -2.68%、-2.36%)。

图表22: 星级饭店数量自 2014 年以来一直保持负增长



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

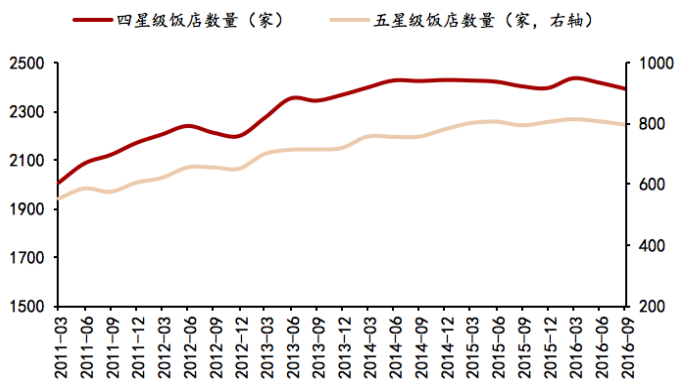
图表23: 一星级、二星级饭店数量持续下降



资料来源: Wind, 华泰证券研究所



图表24：四星级、五星级饭店数量近年来趋于稳定



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

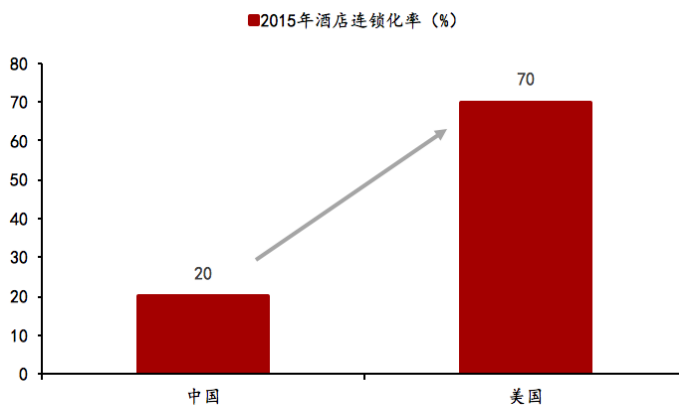
**存量整合，连锁加盟加速中端品牌扩张**

锦江+首旅+华住国内三大寡头集团形成，行业进入存量整合阶段，参考美国酒店连锁化情况，我国酒店连锁化率未来有望达70%。

行业品牌集中度方面，2015年我国酒店连锁化率仅20%，而美国1990年的连锁化率就已达到46%，25年后（2015）则高达70%。因此，我国酒店连锁化空间较大（高达50个百分点空间）；同时，国内三大寡头每年新增门店均在450家左右（90%以上为加盟店），以加盟方式扩张门店速度快，达到70%的时间也将比美国更快。

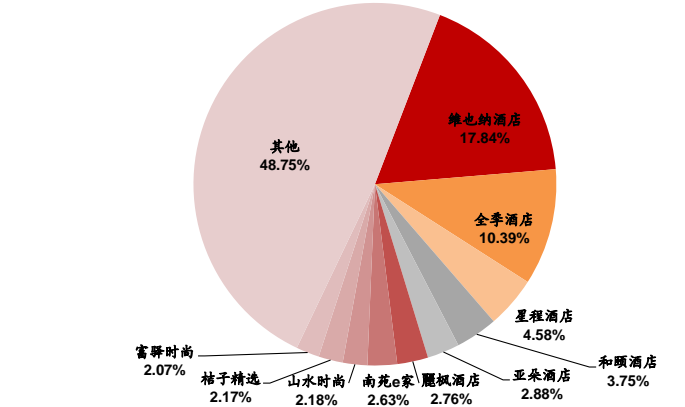
目前中端酒店市场集中度较低，品牌连锁快速扩张但渗透率仍较低，连锁加盟将是未来中端品牌扩张的主要形式。根据2015年中国饭店协会和盈碟咨询公布的数据，我国中端酒店市场CR5为39.44%（维也纳17.84%+全季10.39%+里程4.58%+和颐3.75%+亚朵2.88%，口径为客房数量）；锦江因拥有维也纳和麗枫两大品牌在中端市场份额上领先，华住（全季、星程、桔子水晶）市占率居第二。同时，我国中端品牌连锁化速度较快，过去五年增速达51%；但品牌连锁化渗透率依旧较低，2011年我国中端连锁品牌渗透率仅5%，2015年为20%，未来仍有较大上升空间。目前国内外酒店集团抢滩中国中端酒店市场，酒店翻新改造升级是主要手段，国际中高端品牌在华签约酒店翻新改造比例在10%以上。

图表25：2015年中国酒店连锁化率仅20%，远低于美国的70%



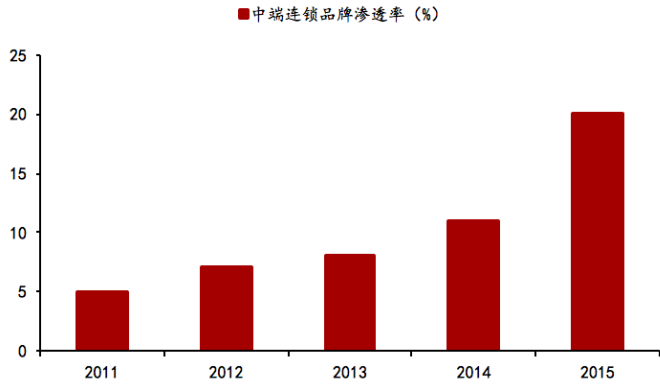
资料来源: 中国产业调研网, 华泰证券研究所

图表26：2015年，我国中端酒店市场CR5为39.44%



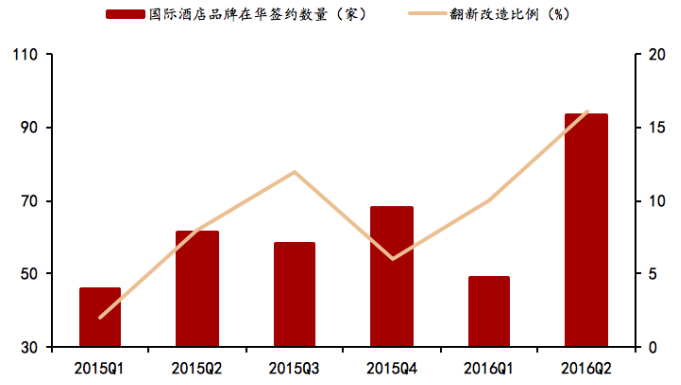
资料来源: 中国饭店协会, 上海盈碟酒店管理咨询, 华泰证券研究所

图表27: 2015年我国中端品牌连锁化渗透率为20%



资料来源: CHAT, 华泰证券研究所

图表28: 国际中端及以上品牌在华酒店主要以翻新改造为主

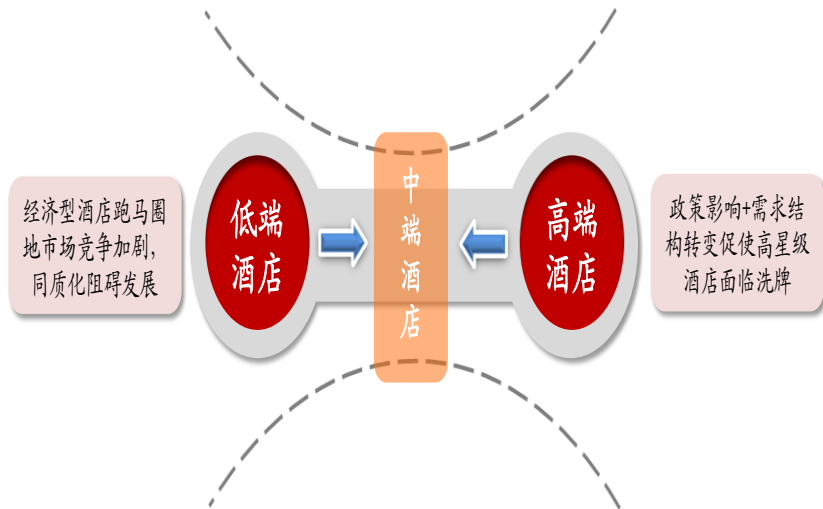


资料来源: CHAT, 华泰证券研究所

### 产业升级, 中端酒店市场顺势而起

我国中端酒店市场正在快速崛起, 随着中产阶级消费升级, 酒店市场结构有望向更符合消费结构的金字塔形调整。我国酒店业市场结构呈哑铃型, 经济连锁酒店与星级酒店市场份额较大, 正如前文中提到, 经济型酒店同质化严重, 高星级酒店受“限三公”等冲击, 与此同时, 大众商旅和旅游市场欣欣向荣, 消费升级带来个性化、碎片化需求, 对产品设计的主题、服务的差异化提出了更高要求, 为中端酒店发展提供了机遇。

图表29: 目前酒店结构呈哑铃型



资料来源: 劲旅咨询, 华泰证券研究所

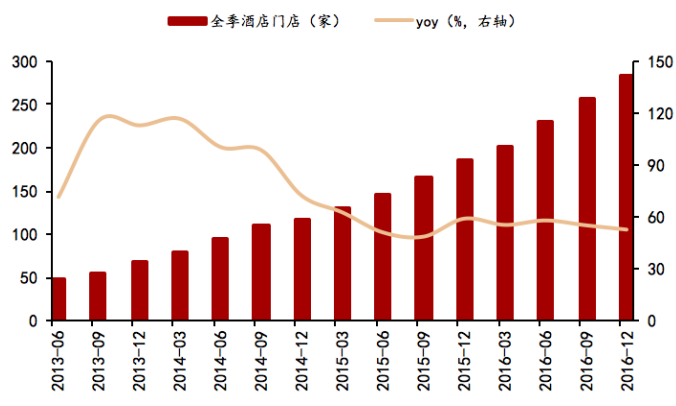
以全季、亚朵、桔子水晶等中高端酒店品牌为例, 三大品牌成功的核心在于以游客住宿体验为核心, 在加快全国布局的同时注重住宿产品研发设计, 追求满足用户多元化、个性化的体验, 形成了独特的酒店品牌特色:

**全季酒店:** 致力于服务精英型商旅客户, 年扩张速度超 50%。全季是华住旗下中端品牌酒店, 客房设计风格简约而富有品质, 致力于为精英型商旅客户提供最优质地段的选择。2013年6月门店数量仅 48 家, 而到 16 年 12 月门店数量则达到 284 家, 年均增幅超 50%。

**亚朵酒店:** 打造人文精品酒店品牌, 为客户提供“轻生活”、“人文”居住空间。亚朵以“阅读”和“人文摄影”两大主题吸引消费群体, 为中高端商旅人士提供超出酒店边界的高品质非标服务体验, 旗下拥有亚朵酒店、亚朵轻居、小型奢侈精品酒店、长租公寓等四类产品。全国开业 51 家, 签约筹备酒店 138 余家。

**桔子水晶：崇尚个性、自由，追求豪华、优雅，定位另类五星级。**桔子水晶每一家都有不同的设计风格，涵盖后现代、pop culture、复兴建筑等多种风格。旗下拥有桔子水晶酒店、桔子酒店精选、桔子酒店三个品牌，主要布局于一二线城市，超过100家门店。

**图表30： 全季酒店门店数量保持50%以上扩张速度**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表31： 亚朵酒店加速全国布局，即将开业数量大幅增长**



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**图表32： 各中端酒店主要主题定位**

酒店集团	酒店品牌	主题定位
铂涛酒店集团	麗枫酒店	天然薰衣草特色
	喆啡	咖啡文化
	希岸	瞄准女性市场
如家酒店集团	ZMAX 潮漫酒店	打造社交圈
	和颐酒店	全感官人商旅
	如家精选	全感官创意商旅
亚朵生活	亚朵酒店	人文主题
桔子酒店集团	桔子水晶	设计师酒店
华住酒店集团	全季酒店	倡导禅意美学

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

## 升级会员体系，提高用户忠诚度

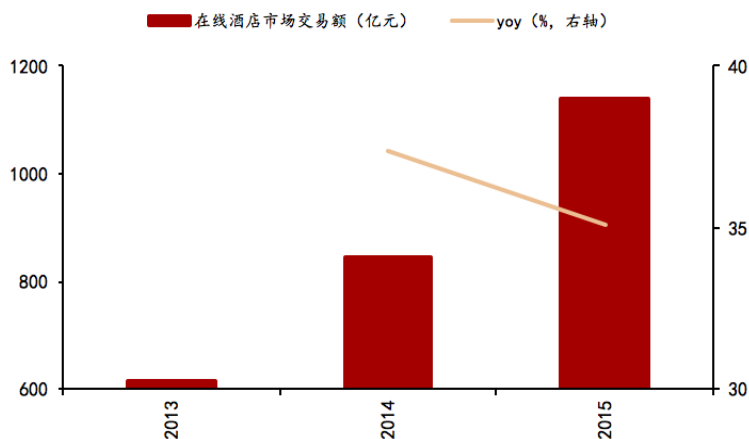
酒店集团不断升级会员体系主要出于两个目的：

一是对抗 OTA，提高会员直接预定比例，降低渠道分销费。目前携程、艺龙、去哪儿等酒店佣金率在 10%-18%左右，通过升级会员体系可以增强会员忠诚度，提高会员直接预订比重，并利于减少预订分销成本，增强盈利能力。

二是寡头竞争阶段，为会员提供差异化产品和增值服务是进一步提高市占率，提高用户忠诚度的主要方式。会员制度已从以往单一的储值功能向现在多场景通途（诸如健身、KTV、汗蒸等）转变，通过会员体系的不断升级提供更优质、等级化、个性化服务，改善住宿体验，培育会员并增强客户黏性、扩大品牌影响力。

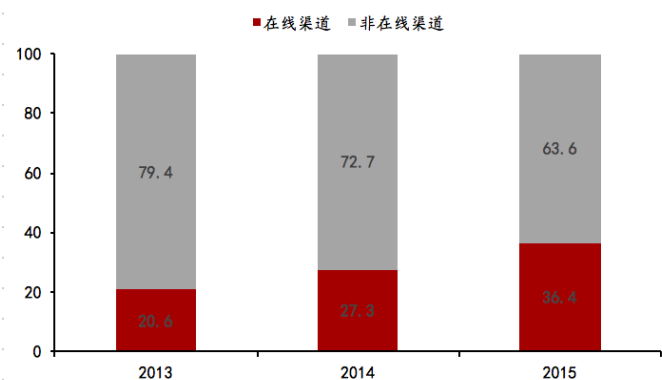
近年来，酒店行业在线预订渗透率逐步提高，OTA 在酒店预定领域的集中度在提升，把控 C 端渠道。根据劲旅咨询发布的报告，2013 我国酒店在线交易市场规模为 614.6 亿元，2015 年则达到 1141 亿元，两年平均增长率超 35%；13 年酒店在线预订渗透率为 20.6%，2015 年则提高至 36.4%，增加 15.8 个百分点，渗透率明显增强。从 OTA 集中度看，2015 年携程+艺龙+去哪儿在线酒店市场份额为 56.2%，较 2014 年提升 4.6 个百分点，OTA 集中度明显提升，对于酒店相对强势。

**图表33： 2013-2015 在线酒店市场交易额高速增长，平均增长率超 35%**



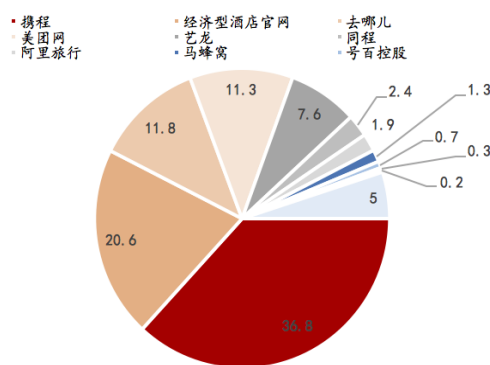
资料来源：劲旅咨询，华泰证券研究所

**图表34： 酒店在线预订渗透率有所提高**



资料来源：劲旅咨询，华泰证券研究所

**图表35： 2015 年携程+去哪儿+艺龙在线酒店预订市场份额 56.2%**

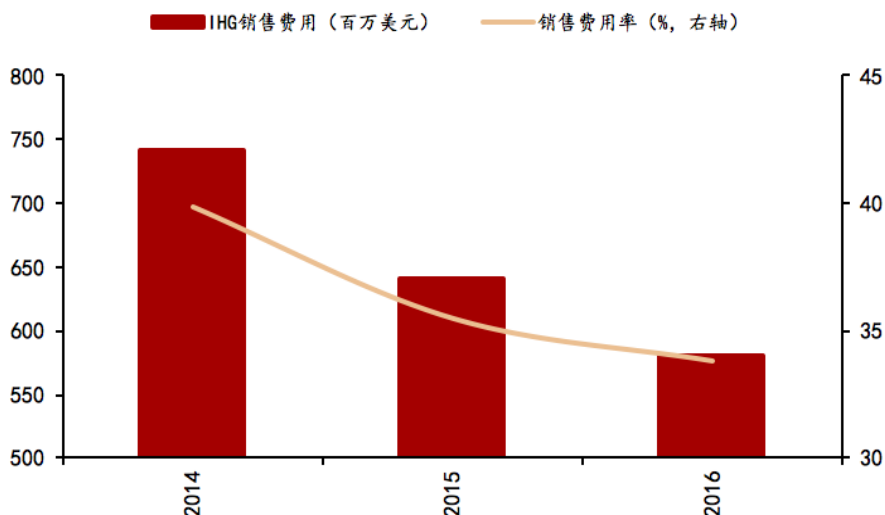


资料来源：劲旅咨询，华泰证券研究所

为应对 OTA 冲击，国际知名酒店集团大多通过架构有层级的会员体系，针对不同会员提供诸如客房升级、房价折扣等差异化的会员优惠和权益，以期通过提高直接预订比重降低成本、增强盈利能力。以洲际酒店集团 IHG Reward 优悦会为例，其下设四个级别的会员，从低级别的俱乐部会员到金卡精英会员到白金精英会员再到高级别的至悦精英会员。其中俱乐部会员享有会员特供价等服务，金卡精英会员除俱乐部会员拥有的权益外还享有延时退房、优先登记入住等服务，而至悦精英会员还享有客房升级、空房保证、基础积分上获得额外 100%积分等福利。

**IHG 推出 Your Rate 活动，会员数量、会员直接预订比例等皆有明显提高，销售费用率明显降低。**在英国市场，超 75%的用户是通过 OTA 预订，直接通过酒店官网预订的比例仅占一成。基于此，16 年 5 月，IHG 推出 Your Rate 活动，会员享有折扣、专享产品等福利，同时公司承诺会员直接预订将得到比 OTA 更好的价格。受此影响，公司会员贡献率明显提升，销售费用率明显下降：根据 IHG16 年年报，2016 年优悦会计划对 IHG 营收贡献率同比增长 2%，会员注册规模同比增加 16%，每年入住 IHG 酒店超过 6 次的会员同比上升 7%，直接预定量同比增长 5.3%；16 年年报显示相比 OTA 渠道，直接预订可帮助 IHG 减少 20%的销售成本；销售费用率从 2014 年的 39.88%下降至 33.82%。

图表36: 近三年 IHG 销售费用率持续下降



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表37: 洲际酒店拥有等级化的会员体系

	俱乐部会员	金卡精英会员	白金精英会员	至悦精英会员
赚取酒店积分或里程	✓	✓	✓	✓
IHG®悦会会员特价	✓	✓	✓	✓
延时退房		✓	✓	✓
专属客户服务热线	✓	✓	✓	✓
奖励房晚没有禁兑期	✓	✓	✓	✓
Reward Nights Count Towards Elite Status	✓	✓	✓	✓
免费上网	✓	✓	✓	✓
精英会员积分会不过期		✓	✓	✓
优先登记入住		✓	✓	✓
获得额外积分		10%	50%	100%
累积房晚数可顺延			✓	✓
客房升级			✓	✓
空房保证			✓	✓
优选奖赏				✓
升级五星金卡会籍				✓

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

国内最大的酒店集团锦江为提升客户体验, 也致力于升级会员体系, 实现会员跨界融合, 推出 WeHotel 新体系。2017年3月28日锦江礼享全面升级, 推出 WeHotel 体系, 通过加入该体系, 可享受超 20 个酒店品牌、近 5000 家酒店会员折扣、积分和权益。同时, 锦江礼享除了可以享受酒店折扣外, 还可享有锦江租车、相关旅游产品、4S 服务等优惠。



图表38: 锦江实现会员跨界融合

	活动	银卡	金卡	白金卡
锦江酒店	积分累计	✓	✓	✓
	折扣优惠	95折	95折	9折
	预定保留	-	20:00	20:00
	延迟退房	-	14:00	16:00
	客房免费升级	-	-	视情况
	欢迎水果	-	-	✓
	免费早餐	-	-	✓
旅游产品	积分累计	✓	✓	✓
	出境游折扣	-	99.5折	99折
	国内游折扣	-	99.75折	99.5折
锦江租车	积分累计	✓	积分折扣	✓
	折扣优惠	-	二选一	✓
锦江4S服务	积分累计	✓	积分折扣	✓
	折扣优惠	-	二选一	✓

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

华住会员体系主要分为4个层次, 不同会员级别享有不同的折扣、专属特权等。华住会员特权包括300多个城市7+X个品牌超6000家酒店官方渠道低价保证, 会员积分, 免费早餐、延迟退房、生日礼券等专属福利以及其他惊喜。四个会员级别为星会员、银会员、金会员和铂金会员, 在预定房间折扣方面, 分别享95折、92折、88折、85折。

图表39: 华住酒店会员体系分四个层级, 不同会员级别享有不同特权



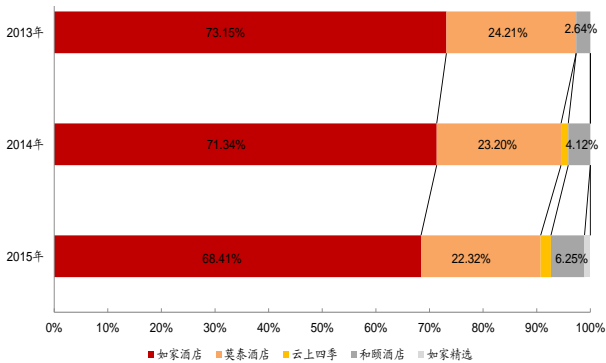
资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

## 融合再生：首旅如家重塑品牌价值

### 发力中端，构建全品牌产品体系

并购如家后，公司已拥有“经济+中端+高端”等多元化品牌，全品牌体系架构初步形成并完善；全品牌体系的建立满足了当前客户多元化、个性化住宿需求，助于提升用户体验，形成品牌力量，利于培育和增强客户黏性。收购如家后，公司拥有莫泰、睿柏云酒店、如家酒店、欣燕都等经济型品牌，如家精选、如家商旅、首旅京伦等中档酒店以及首旅建国、首旅寒舍等高端品牌，目前拥有中高端品牌数量 12 个。多品牌战略丰富集团品牌结构，可覆盖更多层次客户群体；未来双方有望将高端酒店实现连锁化，经济酒店进一步提升评级，中端市场品牌体系可以一起整合，从而减少重复成本，提高效率。

图表40：如家逐步向中高端酒店发展（营收占比情况）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表41：并购如家后，公司拥有多元化酒店品类



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

对于酒店经营者来说，酒店改造成本低，而中端酒店盈利能力更强，转型升级动力充足。以如家为例，原有的酒店升级每个房间成本约 1-2 万，一般是对墙纸等软装改造；向中端升级改造后的酒店营收可提升 1.5~1.8 倍，RevPAR 可从原有的 200 元左右提升至 400 元左右，平均业绩提高 30% 以上，部分超过 50%。2016 年共有 12 家经济型直营酒店进行了跨品牌改造，升级改造后的中端酒店 RevPAR 预计将提升 1.3 到 1.8 倍；同时，全面推进如家 2.0 产品，16 年完成了超 70 家酒店的同品牌迭代升级。

公司将大力布局中端酒店品牌，未来 3-5 年中端品牌收入占比将达 30%。2016 年 4-12 月，如家中高端品牌 RevPAR 同比增长 11.5%，达 258 元；其中平均房价为 318 元（同比增长 5.4%），出租率为 81.2%（同比+4.49pct）。2016 年，首旅如家中高端酒店共 317 家，占 9.32%。中高端品牌目前仍在推广期，入住率虽仍低于集团平均，但发展前景较好，将成为公司未来发展的主要方向。2018 年首旅如家中端市场会越过 1000 家，相当于 17-18 年平均每年开 300-390 家中端酒店，占新增酒店比重超过 50%。

**图表42：首旅酒店全品牌体系架构初步形成（截止 2016 年末）**

品牌	品牌类型	酒店数量（家）	客房数量（间）
首旅建国		65	19318
首旅南苑		5	1080
首旅京伦		20	4317
首旅寒舍		6	91
京伦饭店		1	601
和颐		85	11864
如家精选	中高端	100	10840
如家商旅		23	1773
璞隐		1	166
鹿缙		2	102
素柏云		2	200
金牌驿居		7	416
合计		317	50768
欣燕都		25	2140
雅客怡家		33	2249
如家		2385	251987
莫泰		411	50220
云上四季	经济型	33	3121
蓝牌驿居		14	510
派柏云		77	4498
睿柏云		27	1765
合计		3005	316490
公寓		33	2442
管理输出	其他	47	3860
合计		80	6302

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 培育会员，打造顾客价值生态圈

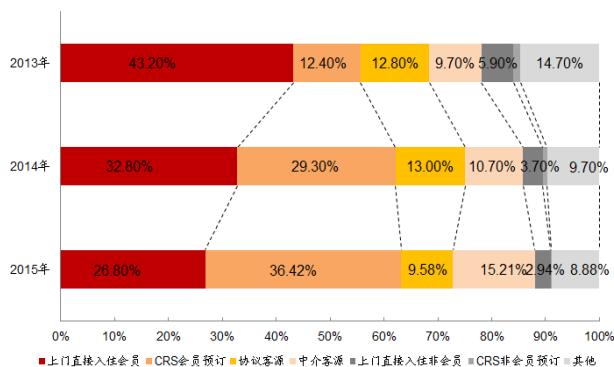
### 会员体系完善，直接预订比例提升

如家酒店集团通过向常住旅客提供免费住宿、房价折扣、优先预订及其他优惠实施会员奖励计划，实现会员数量的迅速壮大。2016H1，如家酒店会员达到 6590 万人，同比大幅增长 130.42%。

目前首旅如家系统打通、会员全流通，实现通住、通存、通兑，会员直接预定占比高。如家借助如家的 IT 团队，打造适合自己酒店集团的 PMS、CRS 系统，从而降低费用，提高效率，并且可以深度绑定加盟酒店的粘性。2016 年首旅如家全年接待服务约 1.5 亿人次，单个获客成本约 25 元/人（按销售费用/接待人次计算）；从销售渠道上来看，通过 CRS 预订的住客大幅增加，2015 年占比（会员+非会员）比 2013 年上升了 21.06pct 至 39.36%。当前首旅如家已完成会员系统联通，同时 2017 年推出“嘉宾会员制”全新顾客忠诚计划，会员预定比重将提高。从预订渠道占比看，目前自有渠道占 80%，OTA 是 15%，线下旅行社 5%；其中自有渠道有 60%多是会员。

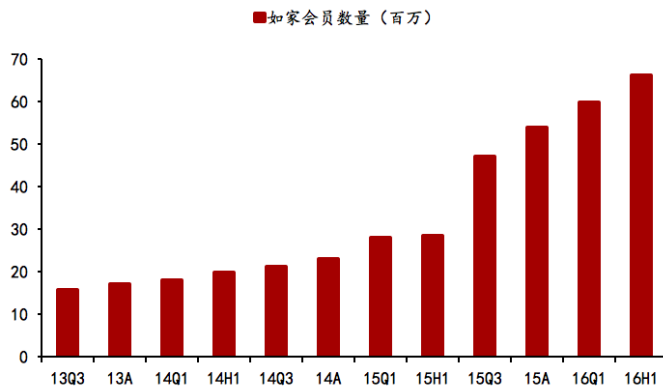
我们认为，公司会员体系的打造升级或将上升至集团层面，即集团酒店、餐饮、旅行、汽车等板块下属公司实现会员跨界融合、互联互通。而会员体系的升级完善在进一步扩大会员规模的同时，也将有助于提高首旅如家品牌吸引力、增强用户忠诚度和粘性，利于提高会员直接预定比例，降低 OTA 渠道分销费用成本；此外，通过利用大数据等手段挖掘庞大的客户价值，也将利于公司研发更满足用户需求和体验的住宿产品，实现平台价值变现。

图表43: 会员预定比例扩大



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表44: 如家会员数量持续增长



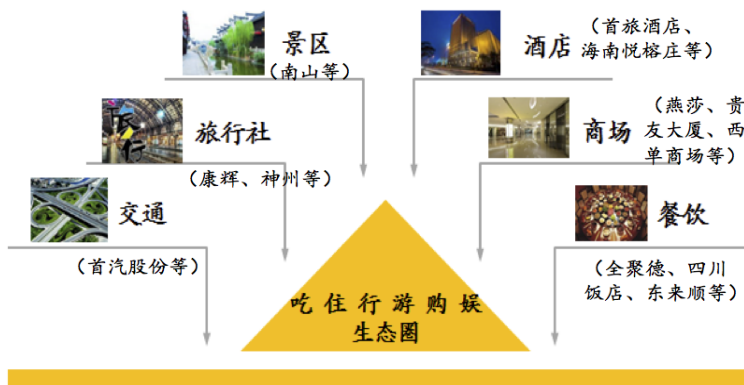
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**以“大住宿”为核心，向社群化转变**

以互联网技术为基础，逐步完善线上自由渠道，线上预定更加便捷。公司微信、官网、APP、WAP 工具都已完成，客户可以通过各个渠道进行预订。未来的 12 个月，公司将把这些工具从预订向社区、生活平台的功能去发展、转变，让客户不仅完成交易，还可以变成生活内容的提取，提供约车、找票等，甚至包含网红 IP。

以“大住宿”为核心，依靠首旅集团丰富的休闲旅游产业资源以及外部供应商资源，公司将通过主业“住”为入口，打造“吃住行游购娱”立体化顾客价值生态圈，公司通过与“吃住行游购娱”等其他五大旅游要素合作，比如“吃的方面”与全聚德、“景点”方面与驴妈妈合作、“行”与首汽合作等；不断创新研发非标类产品，满足多样化住宿需求，例如如家小镇、动漫主题酒店等。而生态圈建立可以实现与客户之间更多的价值链接，将不断丰富会员价值、大大提升用户体验感，客户粘性将显著增强，并将利于增厚业绩。

图表45: 以“大住宿”为核心，打造顾客价值生态圈



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

**如家小镇: 将打造专属 IP, 以住宿为入口, 打造城市近郊 2 小时车程的休闲度假目的地。** 2017 年 3 月 18 日, 第一个如家小镇“太湖如家音乐小镇”于江苏苏州七都镇举行了奠基仪式, 一期投资 5000 万, 占地约 800 亩, 并将于 17 年 6 月建成。该小镇项目是公司与迷笛音乐、爱驾等合作开发, 以住宿为基础, 结合社交、养生、户外活动, 并将自驾游、文化 IP、酒店等资源相融合, 打造 318 国道城市近郊 2 小时车程的休闲度假目的地。



以加盟模式为主要经营模式，主要包括标准化和特色化两种产品。如家小镇将主要以特许经营加盟为主，采用首旅如家酒店信息化管理系统，由加盟商自主管理。产品主要包括标准化和特色化两种：标准化产品包括住宿、健身、轰趴等基本娱乐活动；特色产品还将包含团建、CS、专业餐饮、亲子课堂等私人定制活动。

集装箱客房建设周期短，投资回报率高，逐步向社群功能转变。当前公司已获得集装箱客房专利，木屋、房车等都将运用于如家小镇中。建设一间集装箱客房仅需约45天，建造加装修成本大约15万元，而一个集装箱的寿命大概在15年。该模式还能解决淡旺季问题，日常基本容量为十间客房，旺季可提高到3倍。由于没有租金成本，并考虑到其社群定位，定价将比经济型酒店高，投资回报率将会比普通酒店（13%左右）要高。从功能看，未来营销更突出社交，包括符合现代人的农家乐或者家庭夏令营，从而更具社群社交功能。

图表46：如家小镇概念图



资料来源：如家酒店官网，华泰证券研究所

图表47：如家魔盒产品3D效果图



资料来源：环球旅讯，华泰证券研究所

### 整合单体，提供一站式管理服务

凭借首旅如家专业化的培训体系+强大的规模协同效应和品牌力+未来酒店成立+高投资回报率、短回报周期加盟模式，将助推公司成为单体酒店有力的整合者。而目前经营业绩较差的三星级四星级酒店将成为中端酒店连锁化的重点对象之一。

首旅和如家培训体系整合，酒店专业性人才培养将更加专业化。品牌结构纵向深化后对专业性酒店人才的需求也将加大。如家本身拥有“如家管理大学”，在中国连锁酒店产业上有专业的教学经验，而首旅建国针对高端酒店也拥有自己专门的培训体系，双方的整合将使得集团的培训更加多样化、完善化。

如家特许加盟占比逐年提升，公司以此迅速扩张版图。2015年如家直营酒店共929家，占比31.79%（14年为35.03%），特许加盟酒店共1,987家，占比68.00%（14年为64.97%）。特许加盟店由于占比进一步提升，2015年营收增长了10.52%，而直营酒店营收同比下降1.93%。特许加盟不占用公司资金，有利于迅速推广，提高市占率。

加盟店管理费约10%，投资回报率在13%以上，对单体店吸引力高。如家经济连锁酒店单个客房投资额6-6.5万元，总投资额600多万元，irr为13%，回收期5-6年；中端酒店单个客房投资额9万元左右，总投资额约1000万元，irr为15%，回收期约4-5年。费用方面：

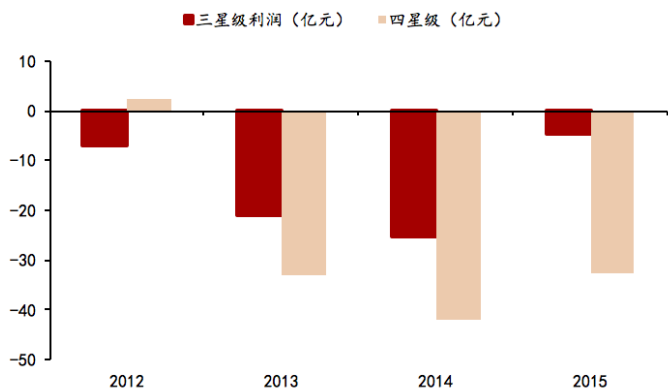
- 1) 初次加盟费：3000元/间，10万元保证金(期满后无息返还)，每店大约40万；
- 2) 管理费：营业额4.5%+1.5%会员积分货币化=6%(每年多支出约10万元)；
- 3) 系统使用费：1万元/套+5000元安装费+1万元/年维护费；
- 4) 输送客户佣金：20元/间夜（每年支出约11万元左右），保证金：20万（竣工验收合格后无息退还）；



5) 其他费用：(系统使用许可费：10000元/八年)。

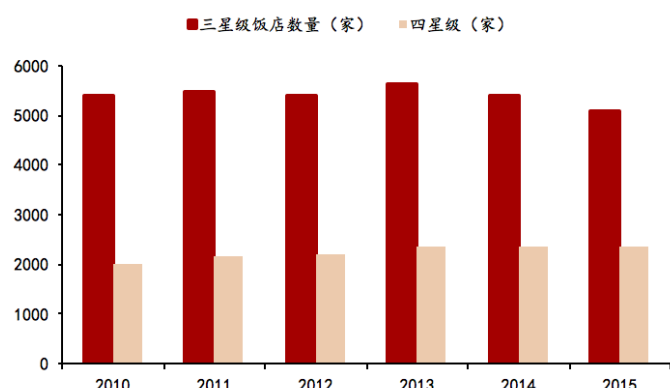
公司与阿里、石基信息合作打造“未来酒店”，服务单体助其经营效率提升，这将利于公司吸纳全国单体酒店加盟；而经营业绩较差的三星级四星级酒店(单体店居多)将成为中端酒店加盟连锁化重要对象之一，整合市场空间大。2012年以来，三星级、四星级酒店一直处于亏损状态，业绩较差。从规模上看，2015年三星级和四星级酒店合计超7000家，达7473家，未来单体酒店整合市场空间较大。

图表48：三星级、四星级酒店经营业绩较差



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表49：三星级、四星级酒店数量超7000家



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表50：如家酒店通过加盟模式加速拓展版图

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
门店数量(家)	1426	1772	2180	2609	2922	3247
新开店总量	-	346	408	429	313	325
自营	698	803	872	914	929	959
新开店	-	105	69	42	15	30
加盟	728	969	1308	1695	1993	2288
新开店	-	241	339	387	298	295

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 投资建议：内生动力强劲，推荐“买入”

### 盈利测算：中端品牌扩张注入新动能

#### 公司盈利预测核心假设：

- 1) 首旅原有业务稳定发展；
- 2) 如家每年新增酒店 500 家，其中中高端店占比达到 40%-50%，加盟店比例为 90%，加盟店和自营店平均客房数量保持稳定（分别为 122 间/家、99 间/家）；
- 3) 行业需求稳增，如家自营店平均房价（ADR）增速为 2%、加盟店 ADR 增速为 1.7%，自营/加盟店 OCC 同比增速约 1pct-2pct。

图表51：首旅如家盈利预测表

		2017E	2018E	2019E
首旅如家 (百万元)	营业收入	8,867.61	9,800.74	10,841.27
	yoy	35.95%	10.52%	10.62%
	毛利率	94.71%	94.72%	94.73%
	营业利润率	11.64%	12.71%	13.67%
	归母净利润	685.12	827.45	979.61
	yoy	-	20.77%	18.39%
首旅原业务 (百万元)	营业收入	1,338.42	1,396.98	1,479.29
	yoy	2.86%	4.37%	5.89%
	酒店业务收入	948.18	981.36	1,030.43
	yoy	2.00%	3.50%	5.00%
	景区业务收入	390.25	415.61	448.86
	yoy	5.00%	6.50%	8.00%
	归母净利润	99.96	110.71	114.31
	yoy	-	10.75%	3.25%
如家 (百万元)	营业收入	7,529.18	8,403.77	9,361.98
	yoy	8.15%	11.62%	11.40%
	自营营业收入	6,117.03	6,686.22	7,313.29
	yoy	5.69%	9.31%	9.38%
	加盟营业收入	1,412.15	1,717.55	2,048.69
	yoy	20.23%	21.63%	19.28%
	归母净利润	585.16	716.74	865.30
	yoy	-	22.49%	20.73%
	新开门店数量(家)	500.00	500.00	500.00
	自营ADR(元/间)	171.36	174.79	178.28
	yoy	2.00%	2.00%	2.00%
	加盟ADR(元/间)	174.92	177.90	180.92
	yoy	1.70%	1.70%	1.70%
自营OCC(%)	82.90%	84.40%	86.20%	
加盟OCC(%)	87.90%	89.50%	91.40%	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 对标华住：估值具有较强的吸引力

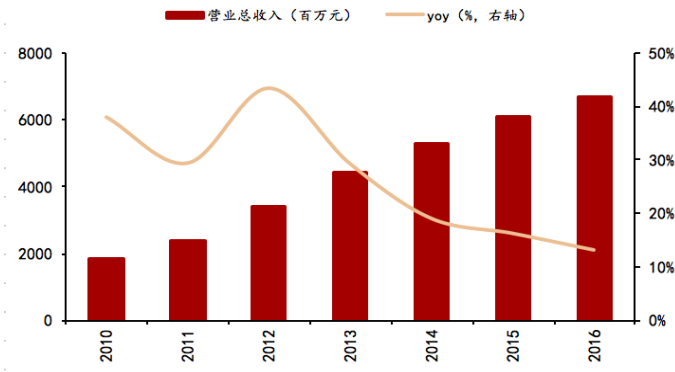
华住酒店实施多元化品牌战略，通过加盟模式提高中高端酒店比例+改造升级低端酒店品类+升级会员体系培育客户等方式，树立口碑品牌影响力。2010年3月，华住酒店集团在美国纳斯达克成功上市，当前总市值达45.9亿美元。

2016年华住加盟店数量为2645家，占总门店的80.91%，其中新增门店加盟比例高达98.42%；中高端酒店数量为456家，占29%，计划开业的中高端酒店约40%。同时，公司不断对经济型酒店进行改造升级，例如2016年对31%的汉庭酒店客房升级成汉庭2.0版，促使酒店产品结构得到优化。此外，华住还通过实施最低价保证承诺等加强会员培育。2016年拥有7800万会员，会员预定房间占比高达80%，且88%是通过自销渠道。

2016年华住酒店营业收入达到66.55亿元，同比增长13.23%；净利润8.05亿元，同比增长84.30%；毛利率为24.57%，较去年提高2.71pct，ROE为18.23%，较去年同期增加5.09pct。

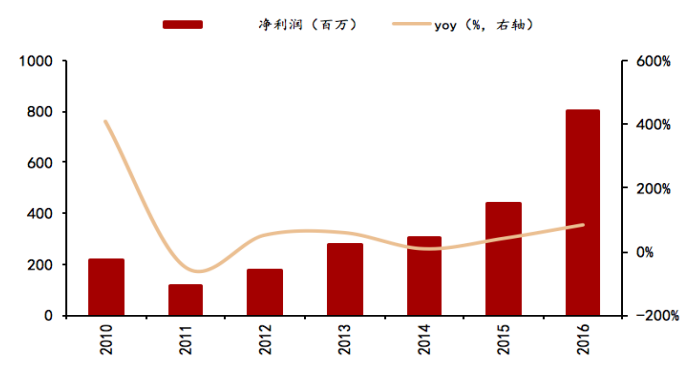
具体到酒店经营指标，华住酒店RevPAR回升，主要原因是中高端酒店平均房价持续提升。2016年中高端加盟店入住率为81%，较去年同期提高1.9pct，ADR为259元，同比增长5.8%，RevPAR为301元，同比增长9.3%；总体上，酒店RevPAR为157元，较去年提高2.5%。

**图表52： 华住2016年营收66.55亿元，同比增长13.23%**



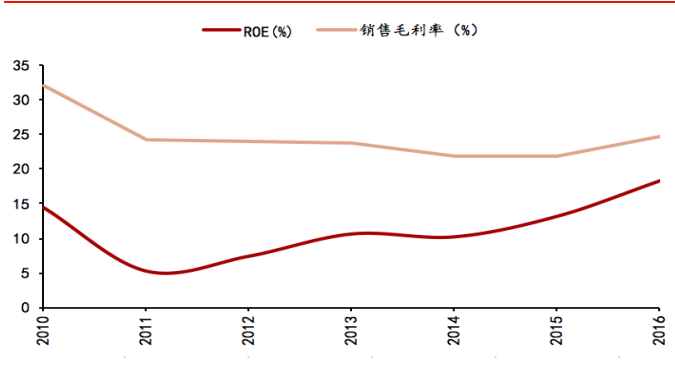
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表53： 2016年华住净利润8.05亿元，同比增长84.30%**



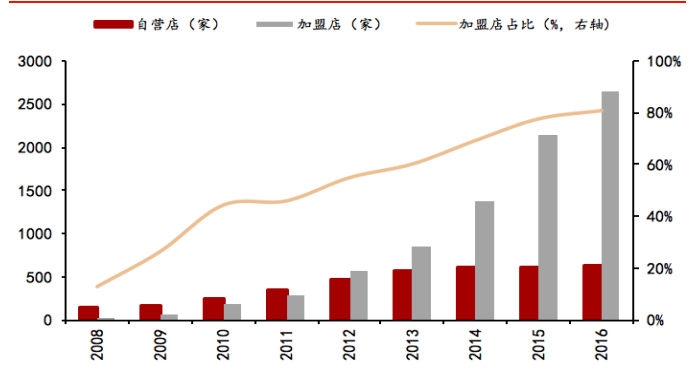
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表54： 2011年以来华住ROE、毛利率保持持续上升**



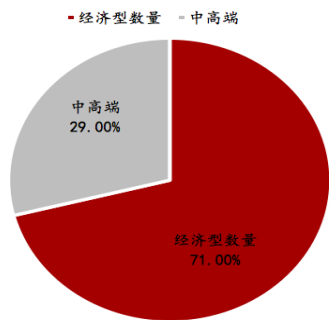
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表55： 华住加盟店占比持续提高，16年达80.91%**



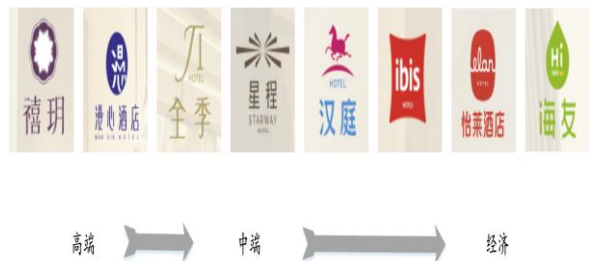
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表56： 2016华住酒店中高端酒店数量为29%**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表57： 华住酒店旗下拥有覆盖从平价到高端的多元化品牌**



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**图表58: 华住酒店 2016RevPAR 大幅上升的主要驱动力是平均房价大幅提高**

同一酒店运营对比	RevPAR (元/间)			ADR (元/间)			入住率		
	2015	2016	yoy	2015	2016	yoy	2015	2016	yoy
<b>经济型</b>									
直营	143	144	1.0%	165	165	0.2%	87%	87%	0.7pct
加盟	149	151	0.9%	175	175	0.3%	86%	86%	0.5pct
特许	140	141	1.1%	160	161	0.2%	87%	88%	0.8pct
<b>中高端</b>									
直营	231	251	8.9%	274	295	7.6%	84%	85%	1.0pct
加盟	276	301	9.3%	307	336	9.4%	90%	90%	-0.1pct
特许	195	211	8.2%	245	259	5.8%	79%	81%	1.9pct
<b>综合</b>	153	157	2.5%	177	180	1.6%	86%	87%	0.7pct

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

**图表59: 华住酒店历史财务情况 (2011-2016)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>自营(家)</b>	344	465	565	611	616	624
新开店	101	121	100	46	5	8
<b>加盟(家)</b>	295	570	860	1384	2147	2645
新开店	100	275	290	524	763	498
<b>租赁酒店-收入(百万元)</b>	2172.93	3069.43	3870.89	4522.43	4986.87	5212.41
yoy (%)	27.24%	41.26%	26.11%	16.83%	10.27%	4.52%
<b>经营与管理-收入(百万元)</b>	212.64	349.85	549.96	742.8	1123.98	1411.16
yoy (%)	62.84%	64.53%	57.20%	35.06%	51.32%	25.55%
<b>净利润(百万元)</b>	114.83	174.89	279.86	307.33	436.58	804.61
净利润率 (%)	4.81%	5.11%	6.33%	5.84%	7.14%	12.09%
yoy (%)	-46.77%	52.30%	60.02%	9.82%	42.06%	84.30%

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

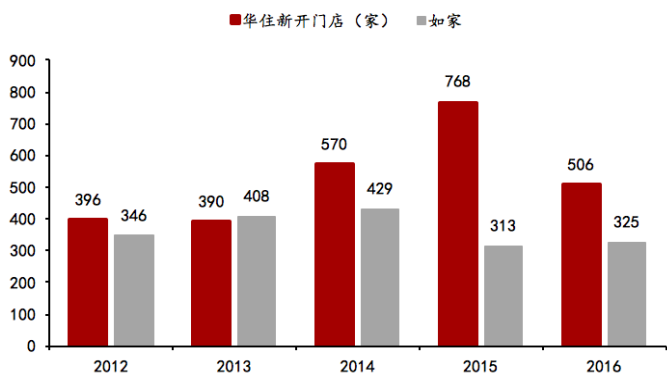
对比华住与如家,可以看到,华住酒店在新开门店总数、加盟店占比和中端店占比上暂时领先于如家,但随着如家中端店和加盟店开店加速,双方在中端市场的差距将逐渐缩窄。

总量上看,12-13年华住和如家每年新开门店数量差别不大,14年起华住开店加速,14-15年分别新开570家和768家门店,16年开店数量有所放缓。而如家近2年受到私有化回国等因素的影响,新开店数反而有所下降,15-16年新开门店数量分别为313家和325家。

从结构上来看,华住酒店集团中高端门店占比也高于如家,16年华住中高端门店为456家,占总门店数量的13.95%;而如家为220家(占6.78%);2012年以来华住加盟店占比一直高于如家,且2015年加盟店数量开始超过如家。

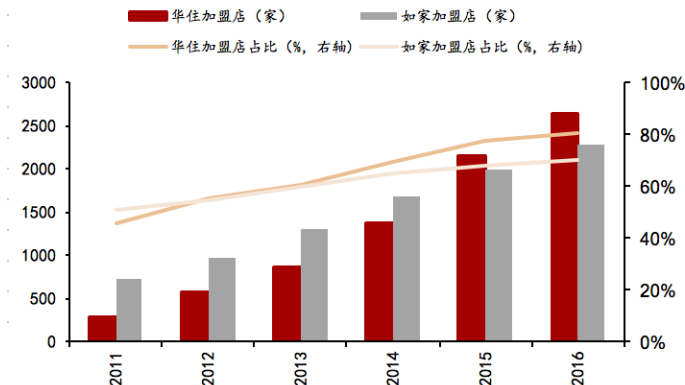
盈利方面,华住营业收入增速总体高于如家,2014-2016年华住营收增速分别为19.10%\16.31%\13.23%,而如家营收增速分别为5.19%\-0.17%\4.36%;华住毛利率一直高于如家,2014-2016年华住毛利率分别为21.89%\21.86%\24.57%,而如家毛利率则为16.7%\13.32%\18.21%;2015年以来ROE超越如家,15年华住ROE为12.73%,比如家高出9.54pct。但是,华住估值水平总体要高于如家,2012-2016年华住EV/EBITDA均值为14.52,而如家为12.06(2012-2014年均值)。

图表60: 华住每年新开门店多于如家



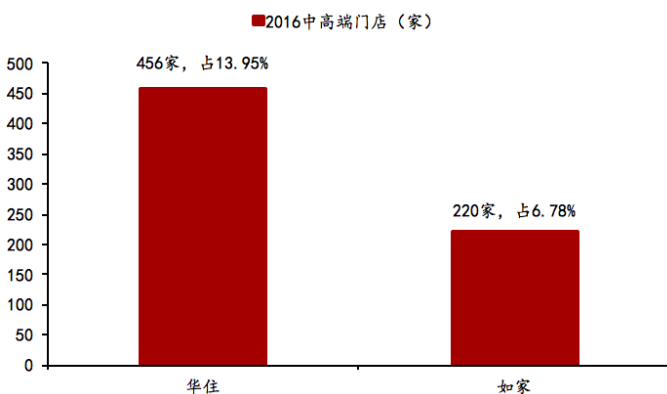
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表61: 2015年华住加盟店数量超过如家



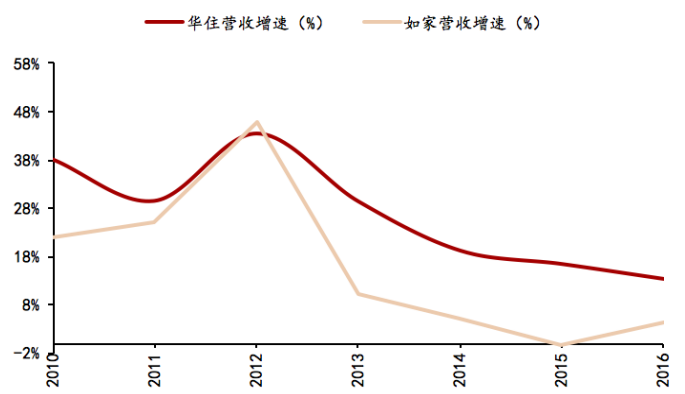
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表62: 2016年华住中高端门店数量及占比高于如家



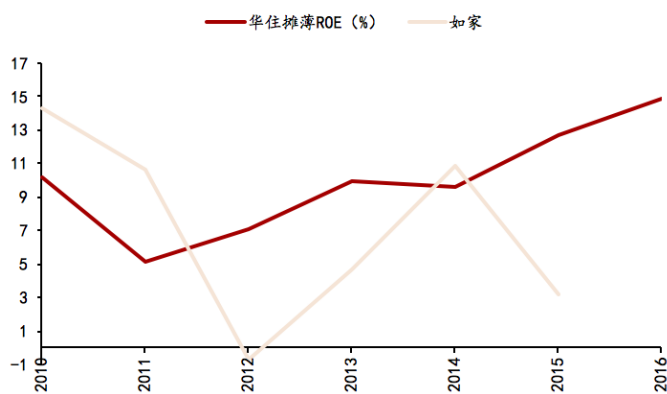
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表63: 2011年以来, 华住营收增速总体高于如家



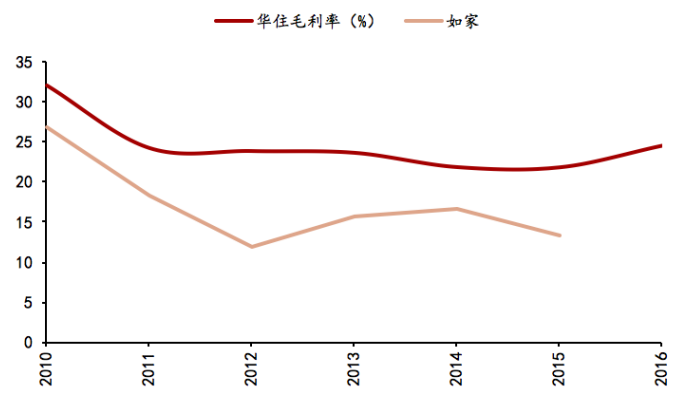
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表64: 2015年以来华住盈利能力超越如家



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

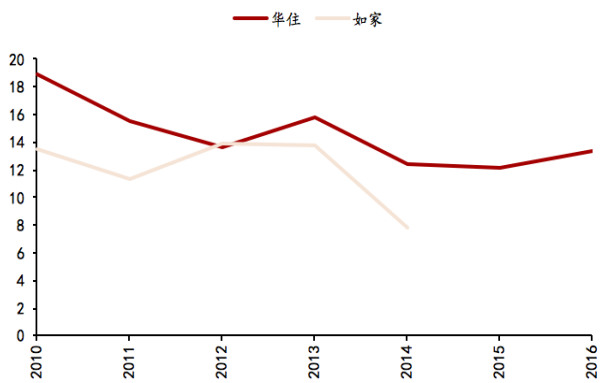
图表65: 华住毛利率一直高于如家



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

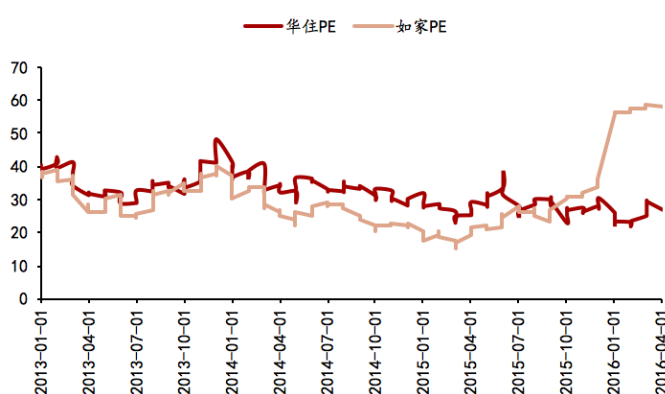


图表66: 如家 EV/EBITDA 估值水平总体低于华住



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表67: 13年以来, 华住 PE 总体高于如家



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

### 调整目标价至 31.92-33.60 元, 上调至“买入”评级

1) 公司收购如家 100%股权混改完成, 引入二股东携程以及沈南鹏、梁建章等多位重要股东, 线上渠道端将明显得到提升, 与线下资源形成整合互补效应; 2) 市场化聘任如家原管理层团队 CEO 等人, 孙坚等高管持股, 利益得到绑定, 未来重心将重归主业, 带来管理体制和机制改善预期; 3) 凭借控股股东首旅集团丰富的旅游资源, 首旅+如家将形成协同效应, 减少重复成本、提高效率; 4) 公司以产品和会员为两大重要抓手, 通过加盟和改造升级方式提高中高端品牌比例优化酒店产品结构, 并不断完善和升级会员体系培育会员, 盈利能力有望增强; 5) 环球影城将新增 1 万多床位, 或将于 2020 年开业, 并将给公司带来利润提升机会。

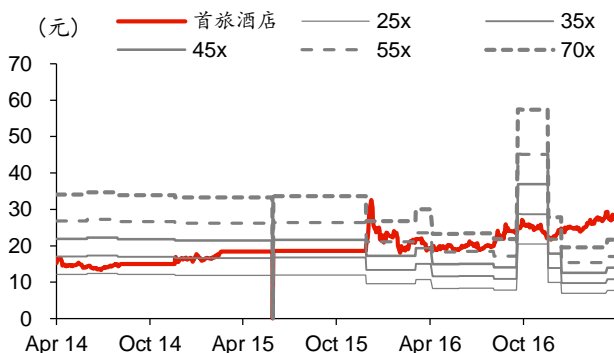
**目标价 31.92-33.60 元, 上调至“买入”评级:** 并表如家, 调整 2017/2018/2019 归母净利润至 6.85/8.28/9.80 亿元, 按并表后总股本计算, 摊薄后 EPS 分别为 0.84/1.01/1.20 元, 对应 PE 分别为 32.54/26.94/22.76。按可比公司华住酒店 17 年 PE 35.7, 考虑到公司是 A 股稀缺的中端酒店龙头标的, 混改完成市场化带来机制体制改善预期, 相对于美股华住酒店给予一定估值溢价, 按照 17 年 38-40 倍估值, 调整目标价至 31.92-33.60 元, 上调至“买入”评级。

### 风险提示

酒店行业竞争加剧风险; 首旅如家协同效应不及预期风险等。

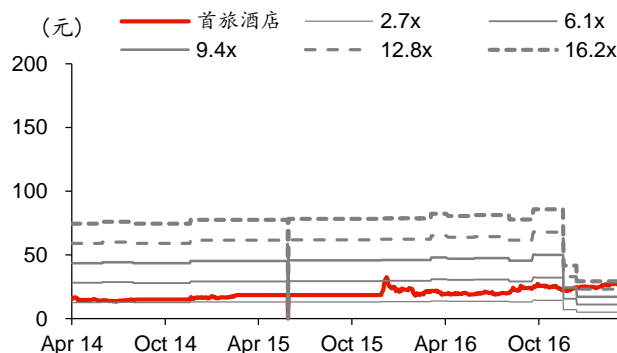
### PE/PB - Bands

图表68: 首旅酒店历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表69: 首旅酒店历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	377.54	1,870	1,627	1,742	1,870
现金	166.87	1,104	500.00	500.00	500.00
应收账款	35.45	177.00	246.88	272.86	301.82
其他应收账款	13.99	228.95	349.03	385.75	426.71
预付账款	138.43	276.73	361.11	398.32	440.07
存货	22.79	54.41	142.01	156.64	173.06
其他流动资产	0.01	28.30	28.28	28.28	28.28
非流动资产	3,583	15,424	20,433	25,453	30,446
长期投资	449.36	234.27	305.97	282.07	290.03
固定投资	1,888	2,657	2,487	2,272	2,034
无形资产	763.07	4,085	7,338	10,591	13,844
其他非流动资产	483.08	8,447	10,302	12,308	14,279
资产总计	3,961	17,293	22,060	27,195	32,316
流动负债	1,713	7,835	12,231	16,620	20,792
短期借款	1,319	4,920	9,359	13,723	17,869
应付账款	82.70	109.84	24.59	27.13	29.97
其他流动负债	311.68	2,805	2,848	2,869	2,893
非流动负债	841.32	2,455	2,133	2,036	1,991
长期借款	618.00	290.00	(110.00)	(210.00)	(260.00)
其他非流动负债	223.32	2,165	2,243	2,246	2,251
负债合计	2,555	10,290	14,364	18,656	22,783
少数股东权益	220.28	283.38	298.38	313.38	328.38
股本	231.40	679.79	815.74	815.74	815.74
资本公积	85.77	5,037	4,901	4,901	4,901
留存公积	788.32	964.55	1,681	2,509	3,488
归属母公司股	1,186	6,720	7,398	8,226	9,205
负债和股东权益	3,961	17,293	22,060	27,195	32,316

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	363.77	1,482	(737.78)	(333.82)	(153.77)
净利润	112.72	333.31	700.12	842.45	994.61
折旧摊销	165.46	780.49	748.00	753.51	756.27
财务费用	117.52	404.96	259.93	276.27	301.53
投资损失	(95.56)	(171.01)	(120.00)	(110.00)	(100.00)
营运资金变动	78.96	176.47	(2,316)	(2,100)	(2,111)
其他经营现金	(15.32)	(41.93)	(9.59)	3.84	4.51
投资活动现金	(56.21)	(6,602)	(3,628)	(3,655)	(3,640)
资本支出	36.76	407.08	0.00	0.00	0.00
长期投资	(30.22)	(143.22)	(3.08)	13.51	(10.75)
其他投资现金	(49.67)	(6,338)	(3,631)	(3,641)	(3,651)
筹资活动现金	(389.10)	6,120	3,762	3,989	3,794
短期借款	959.00	3,601	4,439	4,365	4,146
长期借款	305.00	(328.00)	(400.00)	(100.00)	(50.00)
普通股增加	0.00	448.39	135.96	0.00	0.00
资本公积增加	(31.11)	4,951	(135.96)	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,622)	(2,552)	(276.77)	(276.27)	(301.53)
现金净增加额	(81.49)	937.27	(604.15)	0.00	0.00

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,333	6,523	8,868	9,801	10,841
营业成本	181.34	359.21	468.75	517.05	571.24
营业税金及附加	71.15	106.35	144.58	159.80	176.76
营业费用	475.31	3,793	5,099	5,567	6,093
管理费用	450.60	1,498	1,951	2,107	2,277
财务费用	117.52	404.96	259.93	276.27	301.53
资产减值损失	(0.87)	65.45	32.62	37.98	40.78
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	95.56	171.01	120.00	110.00	100.00
营业利润	133.31	467.27	1,032	1,246	1,482
营业外收入	19.10	92.76	68.21	76.39	73.66
营业外支出	5.66	31.78	23.07	25.97	25.01
利润总额	146.75	528.25	1,077	1,296	1,530
所得税	34.03	194.94	376.99	453.63	535.56
净利润	112.72	333.31	700.12	842.45	994.61
少数股东损益	12.59	122.37	15.00	15.00	15.00
归属母公司净利润	100.13	210.94	685.13	827.45	979.61
EBITDA	416.29	1,653	2,040	2,275	2,539
EPS (元)	0.43	0.31	0.84	1.01	1.20

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(52.24)	389.40	35.95	10.52	10.62
营业利润	(21.13)	250.51	120.85	20.71	18.93
归属母公司净利润	(10.97)	110.66	224.80	20.77	18.39
获利能力 (%)					
毛利率	86.39	94.49	94.71	94.72	94.73
净利率	7.51	3.23	7.73	8.44	9.04
ROE	8.44	3.14	9.26	10.06	10.64
ROIC	6.67	3.72	3.78	3.37	3.18
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.50	59.50	65.11	68.60	70.50
净负债比率 (%)	77.21	54.14	66.90	74.37	78.88
流动比率	0.22	0.24	0.13	0.10	0.09
速动比率	0.21	0.22	0.12	0.10	0.08
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.61	0.45	0.40	0.36
应收账款周转率	46.12	59.73	41.39	37.71	37.73
应付账款周转率	2.79	3.73	6.97	19.99	20.01
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.26	0.84	1.01	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	1.82	(0.90)	(0.41)	(0.19)
每股净资产(最新摊薄)	1.45	8.24	9.07	10.08	11.28
估值比率					
PE (倍)	222.65	105.69	32.54	26.94	22.76
PB (倍)	18.80	3.32	3.01	2.71	2.42
EV_EBITDA (倍)	54.80	13.80	11.18	10.03	8.98

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com