

**谨慎推荐** (维持)

## 锦江股份 (600754) 深度报告

风险评级: 中风险

行业供需改善 中端扩展利好公司业绩增长

2017年8月7日

### 投资要点:

**魏红梅**

SAC 执业证书编号:

S0340513040002

电话: 0769-22110925

邮箱: whm2@dgzq.com.cn

**研究助理**
**卢立亭**

S0340116030094

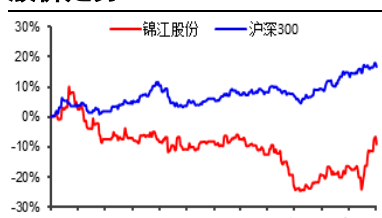
电话: 0769-22110619

邮箱: luliting@dgzq.com.cn

### 主要数据 2017年8月4日

收盘价(元)	29.30
总市值(亿元)	280.68
总股本(亿股)	9.58
流通股本(亿股)	4.47
ROE(TTM)	5.64%
12月最高价(元)	35.69
12月最低价(元)	24.08

### 股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

### 相关报告

■ **未来我国酒店市场的供需状况将继续改善, 龙头企业经营状况有望持续向好。**从需求的角度来看, 一方面, 在人均可支配收入增长、居民消费升级、交通改善等因素的带动下, 国内旅游市场将保持良好增长势头, 旅游住宿需求因而将保持较快增长; 另一方面, IMF等组织2017年以来多次上调对我国经济增长的预期, 我国宏观经济稳中向好的态势有望延续, 利好商务住宿需求的增长。从供给的角度来看, 经济型酒店新增供给增速将继续放缓, 中端酒店增速快但绝对增量相对小, 预计对酒店整体供给影响不大。综合来看, 我国酒店住宿市场的需求增长有望快于供给增加, 供需状况有望持续改善, 利好企业经营数据的提升。

■ **酒店市场面临结构调整, 中端酒店市场广阔。**从长远来看, 随着我国经济发展水平和居民可支配收入的不断提高, 居民消费持续升级, 追求生活品质的80后、90后日益成为住宿市场的主体, 我国经济型酒店具有升级换代的需求, 预计我国中端酒店占比将保持上升态势, 经济型酒店占比将逐渐下滑, 并从现在高中低档酒店1:3:6的构成向美国3:5:2的高中低档结构靠近。

■ **公司旗下各酒店品牌运营状况良好, 中端酒店品牌加盟扩张持续, 今年业绩有望实现较快增长。**公司各酒店品牌中, 维也纳酒店集团作为中端酒店行业的龙头, 今年新开业酒店增速有望达到50%, 有助于其巩固中端酒店龙头地位; 铂涛集团旗下的中端酒店品牌丽枫和喆啡今年以来经营指标表现优异, 且这两个品牌今年将保持快速的加盟扩张步伐, 利好业绩提升; 原锦江系列旗下的锦江之星和金广快捷两个经济型酒店品牌的RevPAR值近期改善明显, 为公司业绩向好奠定基础; 卢浮集团旗下各品牌的RevPAR值今年以来增长趋势明显, 预计卢浮集团将受益于今年欧洲游大幅增长, 业绩有望改善。

■ **维持谨慎推荐评级。**预计公司在2017、2018年的EPS为0.87元和0.98元, 对应PE分别为34和30倍, 维持谨慎推荐评级。**风险提示。**酒店市场复苏力度不及预期, 市场竞争加剧, 天灾人祸等不可抗力事件的发生。

### 主要财务指标预测表

单位(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	10,636	12,860	14,003	15,379
YOY (%)	91.19%	20.92%	8.89%	9.83%
归母公司净利润(百万)	695	837	942	1,063
YOY (%)	8.93%	20.54%	12.53%	12.86%
毛利率 (%)	90.55%	91.30%	91.30%	91.30%
ROE (%)	5.02%	6.03%	6.61%	7.26%
每股收益(元)	0.73	0.87	0.98	1.11
市盈率(倍)	40.41	33.52	29.79	26.40

资料来源: Wind 资讯, 东莞证券研究所

## 目 录

1. 公司业绩表现稳健，并购布局中端和海外市场.....	4
2. 行业供需改善结构调整，中端酒店发展势头良好.....	6
2.1 供需改善，有限服务型酒店龙头经营回暖.....	6
2.2 酒店市场面临结构调整，中端酒店市场广阔.....	8
2.3 中端酒店市场发展良好.....	9
2.4 中端酒店盈利能力较强.....	11
3. 各品牌系列发展状况.....	12
3.1 维也纳：中端酒店行业龙头，快速扩张持续.....	12
3.2 铂涛：中端品牌表现良好，加盟扩张利好业绩提升.....	13
3.3 原锦江系列：锦江之星和金广快捷 RevPAR 值改善明显.....	15
3.4 卢浮集团：欧洲游复苏利好业绩向好.....	17
4. 食品和餐饮业务：今年有望实现快速增长.....	18
5. 投资建议：维持谨慎推荐评级.....	20
6. 风险提示.....	21

## 插图目录

图 1：公司股权结构.....	4
图 2：2007-2016 年公司营业收入增长情况.....	4
图 3：2007-2016 年公司归母净利润增长情况.....	4
图 4：2007-2016 年公司毛利率和净利率变化情况.....	5
图 5：2007-2016 年公司期间费用率变化情况.....	5
图 6：2007-2016 年公司和行业资产负债率情况比较.....	5
图 7：2007-2016 年公司和行业流动比率情况比较.....	5
图 8：2010-2016 年公司各业务营收占比情况.....	6
图 9：2011-2016 年公司各业务净利润占比情况.....	6
图 10：2005-2016 年我国有限服务连锁酒店数量增长情况.....	7
图 11：2005-2016 年我国有限服务连锁酒店客房数量增长情况.....	7
图 12：2014 一季度-2017 年一季度华住酒店和如家酒店 RevPAR 值同比增速变动情况.....	7
图 13：2015 年 1 月-2017 年 6 月我国原锦江系下三个经济型酒店品牌 RevPAR 同比增速变动.....	7
图 14：2008 -2016 年我国国内游客增长情况.....	8
图 15：2016 年末我国十大酒店集团市占率情况.....	8
图 16：2014 年 1 月-2016 年 11 月各类酒店关注度变化情况（搜索量：千）.....	9
图 17：2016 年中国连锁酒店中端品牌市场占有率情况.....	10
图 18：2015 年 1 月-2017 年 6 月锦江都城 RevPAR 值同比增速变动情况.....	10
图 19：2017 年 3 月-2017 年 6 月丽枫 RevPAR 值同比增速变动情况.....	10
图 20：2017 年 3 月-2017 年 6 月喆啡 RevPAR 值同比增速变动情况.....	10
图 21：2016 年三个系列旗下经济型酒店和中端酒店占比情况.....	11
图 22：三个系列酒店净利率比较.....	11
图 23：维也纳酒店 2017 年上半年新增开业酒店和签约酒店和 2016 年存量的对比.....	12
图 24：2016 年 7 月-2017 年 6 月维也纳系列各品牌 RevPAR 值变动情况.....	12
图 25：维也纳品牌已开业酒店和新开业酒店直营和加盟店占比情况.....	13
图 26：维也纳品牌已签约酒店和新签约酒店直营和加盟店占比情况.....	13
图 27：2016 年铂涛旗下各品牌酒店数占比.....	13

图 28：2016 年铂涛旗下各品牌已开业酒店数和已签约酒店数情况	13
图 29：铂涛集团 2017 年上半年新增开业酒店和签约酒店和 2016 年存量的对比	14
图 30：2017 年 3 月-6 月铂涛旗下各品牌 RevPAR 值同比增速情况	14
图 31：铂涛集团已开业酒店和新开业酒店直营和加盟店占比情况	14
图 32：铂涛集团已签约酒店和新签约酒店直营和加盟店占比情况	14
图 33：2016 年原锦江系列各品牌酒店数占比	15
图 34：2016 年原锦江系列各品牌已开业酒店数和已签约酒店数情况	15
图 35：原锦江系列 2017 年上半年新增开业酒店和签约酒店和 2016 年存量的对比	16
图 36：2015 年 1 月-2017 年 6 月原锦江系列各品牌 RevPAR 值同比增速情况	16
图 37：原锦江系列已开业酒店和新开业酒店直营和加盟店占比情况	16
图 38：原锦江系列已签约酒店和新签约酒店直营和加盟店占比情况	16
图 39：2016 年卢浮酒店集团各品牌酒店数占比	17
图 40：2016 年卢浮酒店集团各品牌已开业酒店数和已签约酒店数情况	17
图 41：卢浮酒店集团 2017 年上半年新增开业酒店和签约酒店和 2016 年存量的对比	17
图 42：2016 年 3 月-2017 年 6 月卢浮酒店集团旗下各品牌 RevPAR 值同比增速情况	17
图 43：卢浮酒店集团已开业酒店和新开业酒店直营和加盟店占比情况	18
图 44：卢浮酒店集团已签约酒店和新签约酒店直营和加盟店占比情况	18
图 45：公司餐饮业务构成部分之一：上海锦江国际餐饮投资管理有限公司旗下参控股公司情况	19
图 46：公司餐饮业务构成部分之二：肯德基业务股权情况	19
图 47：公司餐饮业务构成部分之三：上海新亚富丽华餐饮股份有限公司股权机构	19
图 48：公司食品和餐饮业务实现营业收入和净利润变动情况	20
图 49：公司餐饮业务构成部分之一：上海锦江国际餐饮投资管理有限公司 2011-2016 年营收、净利润情况	20
图 50：2012-2016 年公司肯德基业务实现的投资收益变动情况	20
图 51：公司餐饮业务构成部分之三：上海新亚富丽华餐饮股份有限公司 2011-2016 年净利润增长情况	20

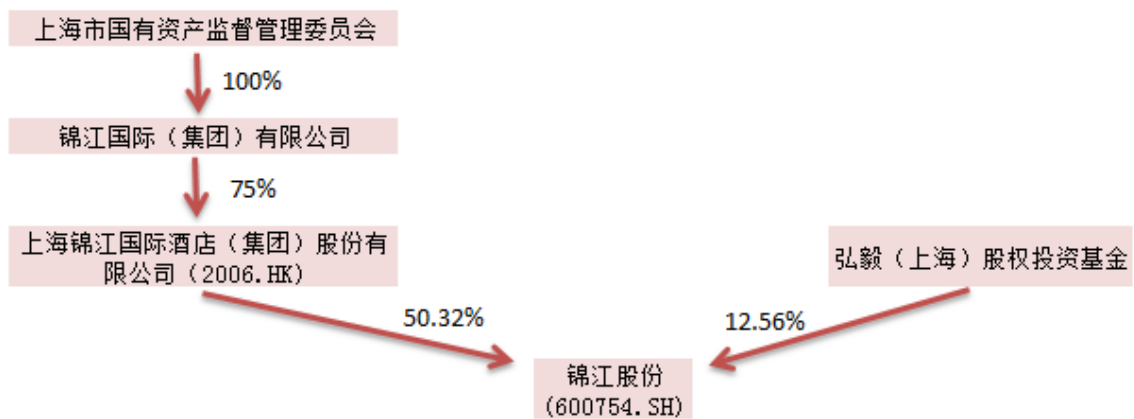
## 表格目录

表 1：公司盈利预测简表	22
--------------	----

## 1. 公司业绩表现稳健，并购布局中端和海外市场

公司（锦江股份 600754.SH）全称为上海锦江国际酒店发展股份有限公司，成立于 1993 年，于 1996 年上市。公司的控股股东是持股比例为 50.32% 的上海锦江国际酒店（集团）股份有限公司（锦江酒店 2006.HK），实际控制人是上海市国有资产监督管理委员会（持有上海锦江国际酒店（集团）股份有限公司 75% 的股份）。公司的第二大股东是弘毅（上海）股权投资基金，其持有的限售股份将于 2017 年 12 月解禁。

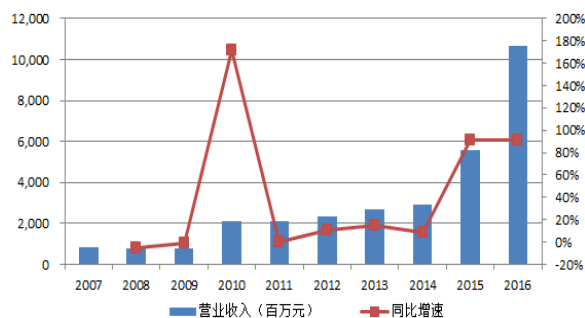
图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

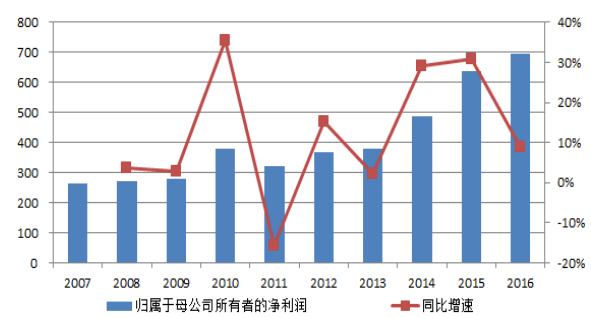
公司的主营业务包括酒店运营管理业务和餐饮食品业务。近年来，公司业绩保持了相对良好的增长势头。2007-2016 年，公司实现的营业收入从 8.34 亿元上升到 106.36 亿元，年均增速是 32.68%；公司实现的归母净利润从 2.63 亿元上升到 6.95 亿元，年均增速为 11.36%。2015、2016 年，公司营业收入的同比增速分别是 90.95% 和 91.19%，营收高增主要是外延并购带来的并表效应。具体来看，2015 年 2 月，公司成功收购了卢浮酒店集团 100% 的股份，并于 2015 年 2 月 28 日起开始并表；2016 年 2 月，公司成功收购了铂涛集团 81% 的股份，并于 2 月底实现了并表；2016 年 7 月 1 日，公司成功收购维也纳酒店和百岁村餐饮各 80% 的股权，并于当月起将二者纳入合并报表范围。

图 2：2007-2016 年公司营业收入增长情况



数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

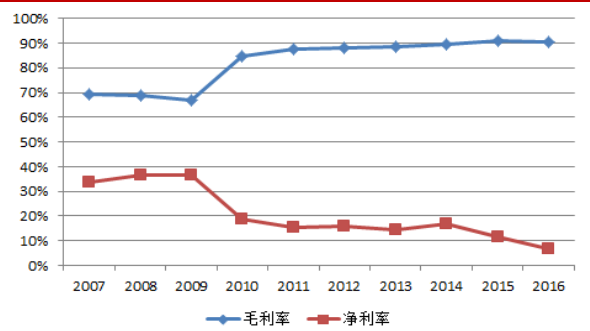
图 3：2007-2016 年公司归母净利润增长情况



数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

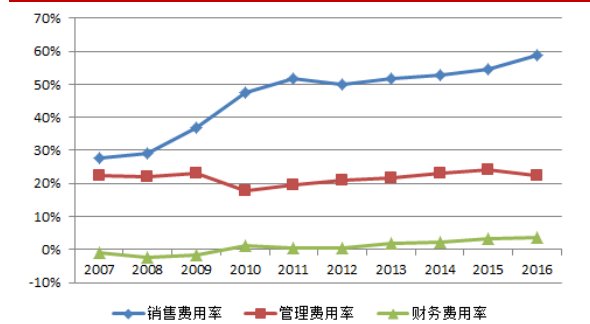
从盈利能力来看，公司近年来毛利率呈上升态势，净利率呈下降趋势。2007-2016 年，公司的毛利率从 69.52% 上升到 90.55%，净利率从 33.49% 下降到 6.76%。公司盈利能力显著变化的发生是在 2010 年。2010 年，公司实施了重大资产置换和关联交易。2010 年末，资产置换和关联交易完成后，公司分别拥有锦江之星、旅馆投资公司和锦江达华 100% 的股权。公司的主营业务也由“酒店投资营运、星级酒店管理和连锁餐饮投资”转变为“经济型酒店业务和连锁餐饮投资业务”。由于公司新增的经济型酒店业务具有毛利率高，净利率较低的特点，因此这次重大资产置换后，公司的毛利率较 2009 年大幅提高 17.51 个百分点至 84.5%，净利率较 2009 年大幅下滑 17.84 个百分点至 15.33%。此外，2015 年，公司净利率同比明显下滑 5.29 个百分点至 11.53%，主要原因是国内经济型酒店行业不景气，公司位于境内的经济型酒店业务经营业绩不佳，RevPAR 值出现下滑，销售费用明显增加。进入 2016 年，公司销售费用率继续增长；同时，公司收购铂涛集团、维也纳酒店和百岁村餐饮股权产生了 5397 万元的中介机构服务费用；此外，公司因收购融入银行借款而增加 2.19 亿元的利息；最后，公司取得的出售长江证券股票所得税前收益同比减少 1.2 亿元。以上因素导致公司 2016 年净利率同比下滑 4.77 个百分点至 6.76%。

图 4：2007-2016 年公司毛利率和净利率变化情况



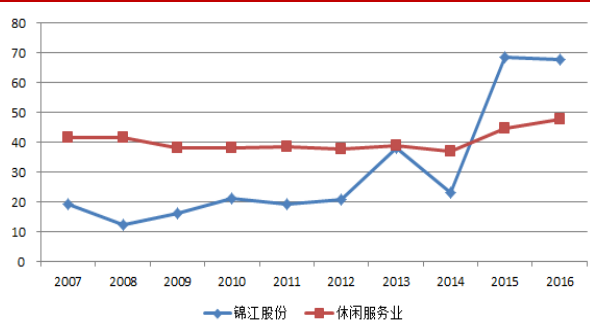
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 5：2007-2016 年公司期间费用率变化情况



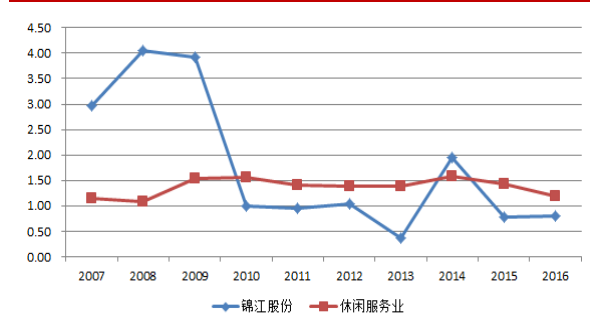
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 6：2007-2016 年公司和行业资产负债率情况比较



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 7：2007-2016 年公司和行业流动比率情况比较



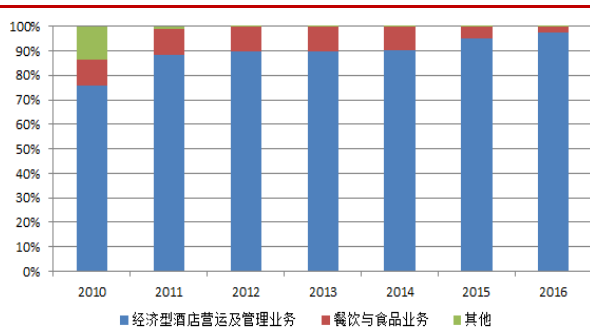
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

资本结构方面，公司 2007-2014 年的资产负债率均低于行业整体水平，进入 2015 年，收

购和并表卢浮酒店集团事项导致公司资产负债率大幅提高 45.45 个百分点至 68.64%。2016 年,公司的资产负债率仍维持在较高水平,同比仅下降 1.04 个百分点至 67.6%。2015、2016 年,公司的资产负债率高于行业整体的 44.52%和 47.9%。随着资产负债率的上升,公司的流动比率和速动比率也出现明显下降。2015-2016,公司的流动比率分别是 0.77 和 0.80, 低于行业整体的 1.43 和 1.2; 公司的速动比率分别是 0.77 和 0.80, 低于行业整体的 1.2 和 1.03。

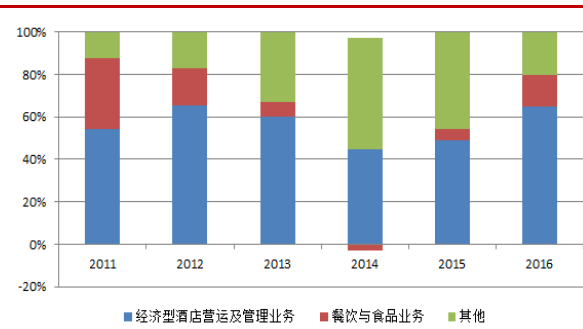
分业务来看,在营收构成方面,经济型酒店营运及管理业务在营业收入中的占比最大,且该比例从 2010 年以来大致呈上升趋势。2016 年,公司的经济型酒店营运及管理业务营收占比达到 97.64%。同时,餐饮和食品业务在营收中的占比呈下降趋势,2016 年占比仅为 2.36%。在毛利润构成方面,由于经济型酒店营运及管理业务的毛利率显著高于餐饮和食品业务,因此随着经济型酒店营运及管理业务营收占比的提升,该业务的毛利润占比也同样呈上升趋势,2016 年该比例达到 98.7%。而 2016 年餐饮和食品业务的毛利润占比仅为 1.3%。在净利润构成方面,经济型酒店营运及管理业务是公司净利润的主要贡献主体,2016 年贡献度为 64.84%; 而餐饮和食品业务的贡献度为 15.11%。

图 8: 2010-2016 年公司各业务营收占比情况



数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

图 9: 2011-2016 年公司各业务净利润占比情况



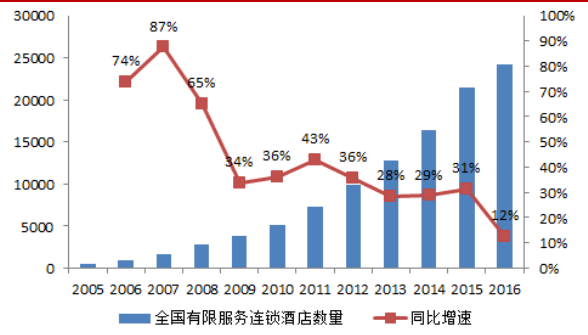
数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

## 2. 行业供需改善结构调整, 中端酒店发展势头良好

### 2.1 供需改善, 有限服务型酒店龙头经营回暖

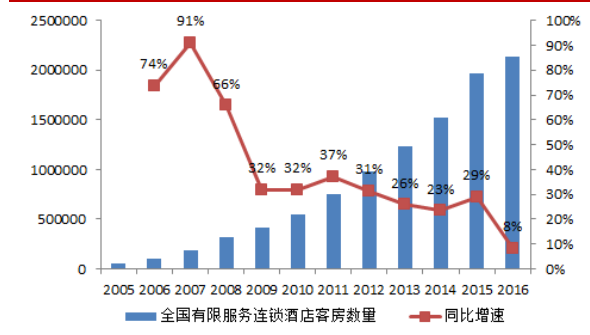
从供给端来看,STR Global 的数据显示,2017 年 1-4 月,我国内地酒店市场供给增长 3%,较 2016 年全年 3.9%的供给增速回落 0.9 个百分点。从需求端来看,STR Global 的数据显示,2017 年 1-4 月,我国内地酒店市场需求同比增长 8.1%,较 2016 年全年的 6.7%的需求增速上升 1.4 个百分点。由此可见,我国内地酒店市供给增速放缓,而需求增速加快,供给过剩局面改善。此外,从我国有限服务连锁酒店(包括经济型酒店和中端酒店)市场来看,2016 年的供给增速也出现明显放缓。2016 年,我国共有有限服务连锁酒店 24150 家,同比增长 12.42%,增速较 2015 年放缓 18.76 个百分点;我国共有有限服务连锁酒店客房 213.47 万间,同比增长 8.41%,增速较 2015 年下降 20.94 个百分点。

图 10：2005-2016 年我国有限服务连锁酒店数量增长情况



数据来源：盈蝶咨询，东莞证券研究所

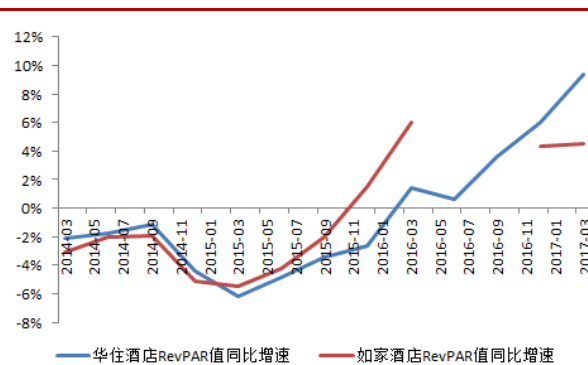
图 11：2005-2016 年我国有限服务连锁酒店客房数量增长情况



数据来源：盈蝶咨询，东莞证券研究所

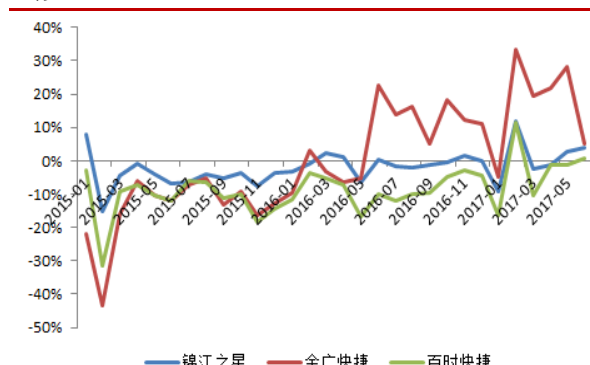
供需改善带来的是酒店业经营数据的好转。从有限服务型酒店行业龙头的经营数据来看，华住、如家和锦江三大集团的 RevPAR 值回升趋势明显。华住酒店的 RevPAR 值从 2016 年一季度开始出现同比提升。2016 年二季度以来，华住酒店 RevPAR 值的同比增速逐渐加快，2017 年一季度 RevPAR 值同比增长 9.35%，增速环比加快 3.31 个百分点，同比加快 7.89 个百分点。同时，如家酒店集团的 RevPAR 值也从 2015 年四季度开始企稳回升，公司 2016 年 4-12 月的 RevPAR 值同比增长 4.3%，2017 年一季度同比增长 4.5%。此外，锦江股份旗下原锦江系品牌的 RevPAR 值也出现同比增长的迹象，但增速不及华住和如家。

图 12：2014 年一季度-2017 年一季度华住酒店和如家酒店 RevPAR 值同比增速变动情况



数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 13：2015 年 1 月-2017 年 6 月我国原锦江系下三个经济型酒店品牌 RevPAR 同比增速变动

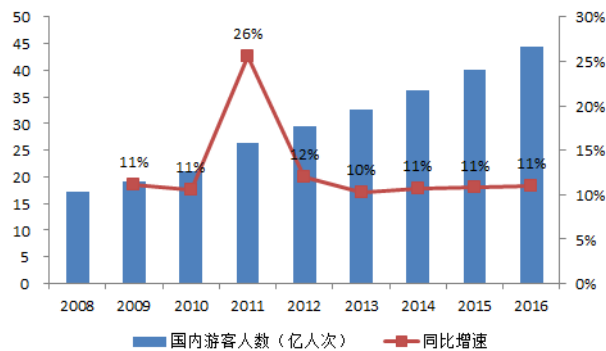


数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

我们认为未来我国酒店市场整体的供需状况将继续改善。从需求的角度来看，一方面，在人均可支配收入增长、居民消费升级、交通改善等因素的带动下，国内旅游市场将保持良好增长势头，旅游住宿需求因而将保持较快增长；另一方面，2017 年上半年 6.9% 的 GDP 增速超过市场预期，IMF 等组织 2017 年以来多次上调对我国经济增长的预期，我国宏观经济稳中向好的态势有望延续，利好商务住宿需求的增长。从供给的角度来看，

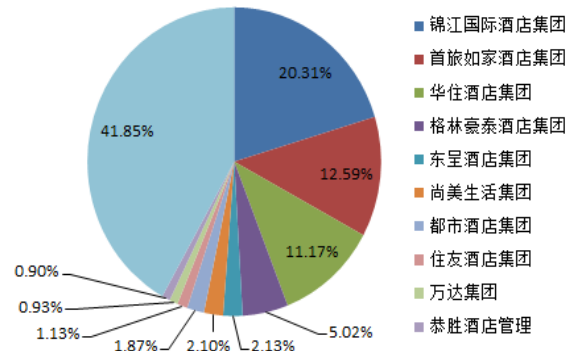
经济型酒店新增供给增速将继续放缓，中端酒店增速快但绝对增量相对小，预计对酒店整体供给影响不大。从三大酒店集团（三大酒店集团在有限服务型酒店市场中的市占率达到 44.07%）2017 年的开店计划来看，华住预计 2017 年净增加 170-200 家经济型酒店，少于 2015 年的 634 家和 2016 年的 360 家；如家预计净增加 150 家左右的经济型酒店，数量与 2016 年基本持平；锦江集团预计 2017 年将净增加少于 100 家的经济型酒店，大大少于 2016 年的 149 家。华住和首旅如家表示，未来的新开店计划中，中端酒店大约占比在四成左右，锦江表示中端酒店在未来新开业酒店中的占比将达到六成。考虑到部分经济型酒店由于店面老化面临升级改造，有望升级为中端酒店，反映在供给上是经济型酒店占比的下滑和中端酒店占比的提升。由于目前我国中端酒店的存量不大，因此中端酒店供给量的快速增长不会使得酒店市场整体供应出现大幅增长。综合来看，我国酒店住宿市场的需求增长有望快于供给增加，供需状况有望持续改善，利好企业经营数据的提升。

图 14：2008 -2016 年我国国内游客增长情况



数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 15：2016 年末我国十大酒店集团市占率情况



数据来源：盈蝶咨询，东莞证券研究所

## 2.2 酒店市场面临结构调整，中端酒店市场广阔

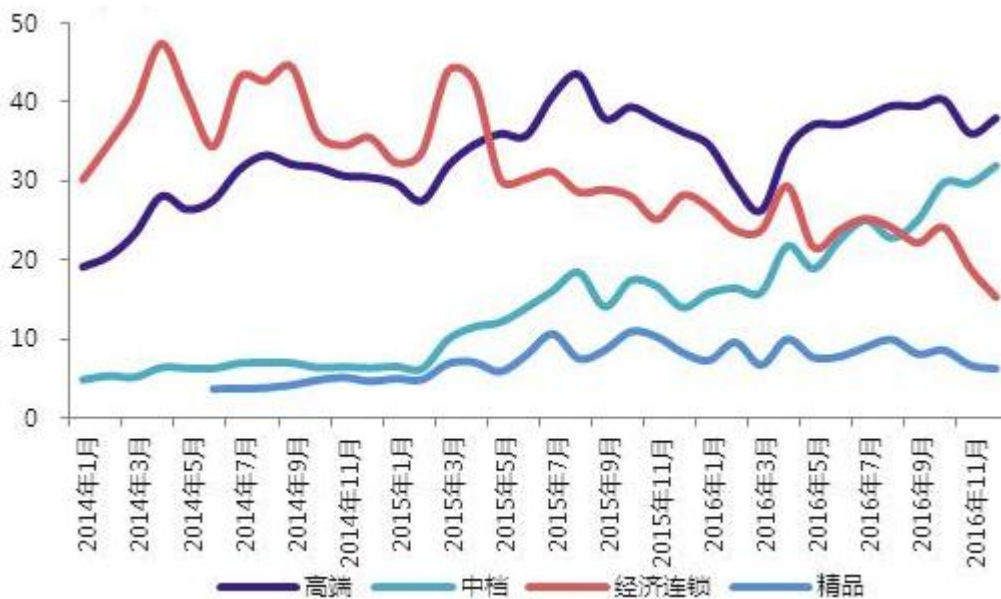
中端酒店属于有限服务型酒店范畴，一方面重点关注客人关于“住”的核心需求，另一方面提供比经济型酒店更舒适、更精致的居住环境，性价比高，较好地满足了居民消费升级的需求。迈点研究院发布的《2016 年度中国酒店品牌发展报告》显示，55 岁以上的 60 后和 26-35 岁之间的 80 后在中高端酒店上的消费明显高于平均水平。对于 60 后来说，他们消费能力较强，消费观念成熟，追求高性价比的住宿体验；对于 80 后来说，他们追求生活品质的提高，同样注重性价比。因此，随着 80 后逐渐成为酒店住宿市场的主体，中端酒店将成为他们的重要选择，市场成长空间较大。

从中端酒店关注度的角度来看，迈点研究院发布的《2016 年度中国酒店品牌发展报告》显示，近三年来，经济型酒店的关注度呈下降趋势，而中端酒店的关注度不断攀升，并于 2016 年 8 月份超越了经济型酒店，成为关注度仅次于高端酒店的酒店类型。这项调查从侧面反映中端酒店备受消费者或投资人的关注，是当前酒店市场中的一个极具潜力的细分领域。



随着我国经济发展水平的提高和居民消费升级的推进，预计我国经济型酒店占比将下降，中端酒店占比将提升。这主要是以美国酒店市场结构变化情况作为参考。根据 STR Global 的数据，2005 年-2015 年，美国酒店市场中的经济型酒店占比不断下降，从 40% 下滑到 10% 左右，而中高端酒店占比则不断提升。2015 年，美国酒店市场高中低档酒店格局大致为 3:5:2；我国高中低档酒店格局大致为 1:3:6。从长远来看，随着我国经济发展水平和居民可支配收入的不断提高，居民消费持续升级，追求生活品质的 80 后、90 后日益成为住宿市场的主体，我国经济型酒店具有升级换代的需求，预计我国中端酒店占比将保持上升态势，经济型酒店占比将逐渐下滑。因此，我国中端酒店市场空间广阔。

图 16：2014 年 1 月-2016 年 11 月各类酒店关注度变化情况（搜索量：千）

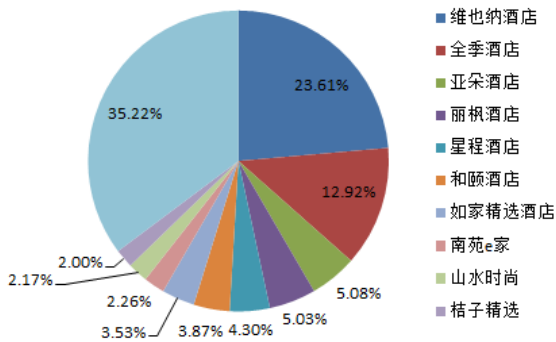


数据来源：迈点研究院（MTA），东莞证券研究所

### 2.3 中端酒店市场发展良好

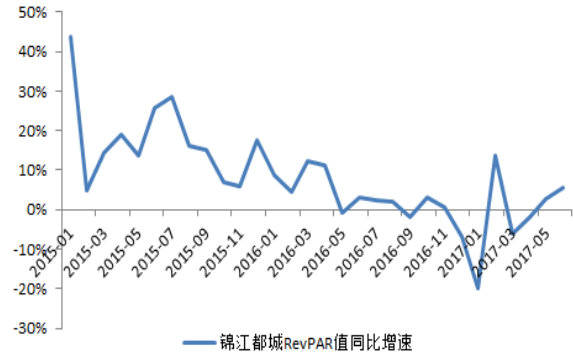
2016 年，我国共有中端酒店 2342 家，同比快速增长 33.91%。随着经济型酒店市场进入红海，有限服务型酒店中的中端酒店在消费升级等因素的带动下已成为市场新的投资热点。例如，外资品牌纷纷在我国投资开设中端酒店，试图分享市场增长带来的红利。外资涉足中端酒店市场往往采取和中国本地品牌合作的方式。如希尔顿和铂涛集团合作推出中端酒店品牌“欢朋”，万豪和东呈合作推出的“万枫”。目前，我国中端酒店品牌市占率 top 10 依次是维也纳酒店（23.61%）、华住旗下的全季酒店（12.92%）、亚朵酒店（5.08%）、锦江铂涛旗下的丽枫酒店（5.03%）、华住旗下的星程酒店（4.3%）、首旅如家旗下的和颐酒店（3.87%）、首旅如家旗下的如家精选酒店（3.53%）、青藤酒店集团旗下的南苑 e 家酒店（2.26%）、中青旅旗下的山水时尚酒店（2.17%）、桔子精选酒店（2%）。若按照酒店集团来划分，市占率排名前列的酒店集团依次是锦江国际酒店集团、华住酒店集团、首旅如家酒店集团和桔子酒店集团，合计市占率超过六成。

图 17：2016 年中国连锁酒店中端品牌市场占有率情况



数据来源：《2017中国酒店连锁发展与投资报告》，东莞证券研究所

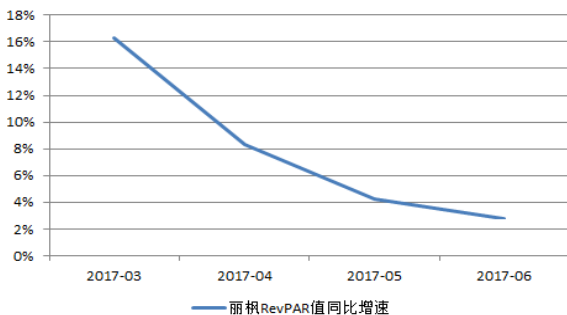
图 18：2015 年 1 月-2017 年 6 月锦江都城 RevPAR 值同比增速变动情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

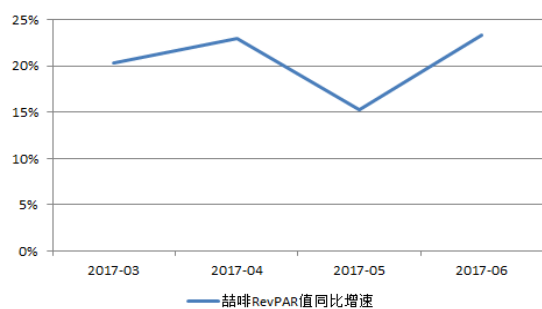
分品牌来看，首先，如家酒店旗下中高端酒店品牌 2016 年 4-12 月的出租率是 81.2%，同比提升 4.49 个百分点；平均房价是 318 元，同比增长 5.4%；RevPAR 值是 258 元，同比快速增长 11.5%。2017 年一季度，如家酒店旗下中高端酒店品牌的出租率同比提升 1.78 个百分点至 73.7%，平均房价同比增长 5.8%至 304 元，RevPAR 值同比较快增长 8.4%至 224 元，经营保持良好增长势头。其次，锦江国际酒店集团旗下的中端酒店品牌包括锦江都城、丽枫、喆啡和维也纳。其中，锦江都城的 RevPAR 值中枢自 2014 年以来呈平稳上升趋势。2015-2016 年锦江都城 RevPAR 同比增速基本为正值；进入 2017 年，虽然有三个月份 RevPAR 同比下降，但总体增长势头仍存。至于丽枫和喆啡，二者 3-6 月份的 RevPAR 值均出现同比增长。其中，丽枫 RevPAR 值增速有所放缓，喆啡 RevPAR 值增速在高位震荡（3-6 月份 RevPAR 值同比增速依次是 20%、23%、15%和 23%）。维也纳酒店同比数据欠缺，但出租率、平均房价和 RevPAR 均表现良好。总的来看，中端酒店市场中的领先品牌运营情况、增长势头良好。在消费升级的背景下，中端酒店市场需求将继续保持较快增长。

图 19：2017 年 3 月-2017 年 6 月丽枫 RevPAR 值同比增速变动情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 20：2017 年 3 月-2017 年 6 月喆啡 RevPAR 值同比增速变动情况



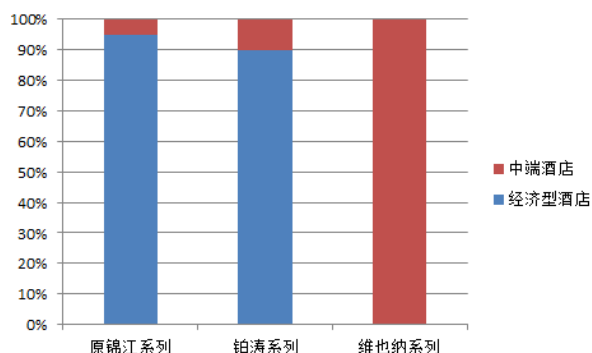
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

## 2.4 中端酒店盈利能力较强

除了需求广阔之外，中端酒店以其相对较高的盈利能力吸引众多投资人进入。酒店的成本构成主要是租金、人工、折旧、能耗等，前三者在公司营业成本中的占比在 80%左右。由于前三者属于固定成本，在固定成本占比高的情况下，收入的提升能够充分发挥固定成本的杠杆效应，盈利端的改善会非常明显。一般而言，由于中端酒店的平均房价是经济型酒店的 1.5-2 倍，其出租率在需求日益增长的情况下向经济型酒店出租率靠近，使得中端酒店的 RevPAR 值是经济型酒店 RevPAR 值的 1.5-2 倍，因此使得中端酒店的收入端明显好于经济型酒店的收入端，盈利端在高比例固定成本的情况下得到改善，即净利率得以提高。而盈利能力改善的情况在高端酒店方面并不明显，虽然高端酒店的平均房价高于中端酒店和经济型酒店，但高端酒店的需求释放不及中端酒店，导致高端酒店的出租率普遍不高，拖累了高端酒店 RevPAR 值的提升，阻碍了其盈利能力的改善。综合来看，中端酒店目前的盈利能力是最强的。

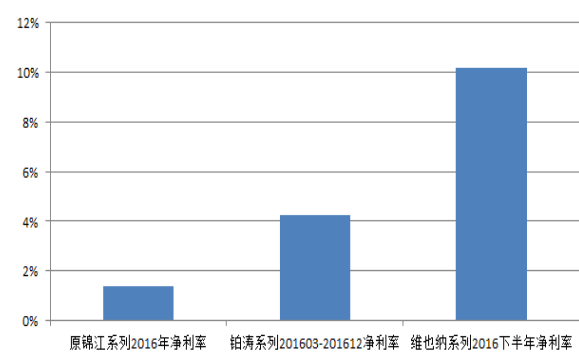
观察部分主流酒店品牌的净利率情况，以上结论也可以得到证实。锦江股份旗下的锦江品牌系列以经济型酒店为主，2016 年经济型酒店的数量占比超过 95%，锦江品牌系列 2016 年的净利率大约是 1.4%。而锦江股份旗下的铂涛系列酒店虽然也以经济型酒店为主，但中端酒店的占比较锦江系列高，占比在 10%左右，铂涛系列 2016 年 3 月-12 月的经营数据显示净利率为 4.25%。此外，公司旗下的维也纳酒店集团是纯粹的中端酒店集团，2016 年下半年的经营数据显示其净利率是 10.16%。因此，随着中端酒店比例的提高，公司旗下各酒店系列的净利率出现上升，可见中端酒店的净利率明显高于经济型酒店。由于中端酒店的盈利能力优于经济型酒店，大力发展中端酒店市场的酒店集团的业绩有望得到改善。

图 21：2016 年三个系列旗下经济型酒店和中端酒店占比情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 22：三个系列酒店净利率比较



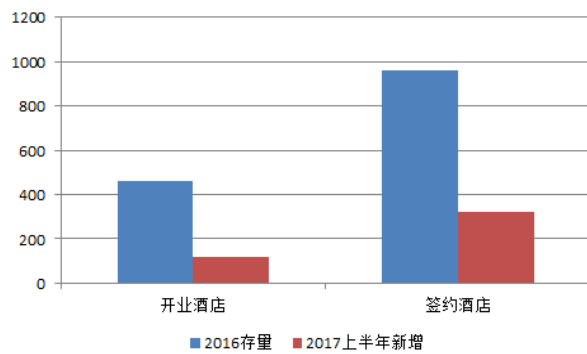
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

### 3. 各品牌系列发展状况

#### 3.1 维也纳：中端酒店行业龙头，快速扩张持续

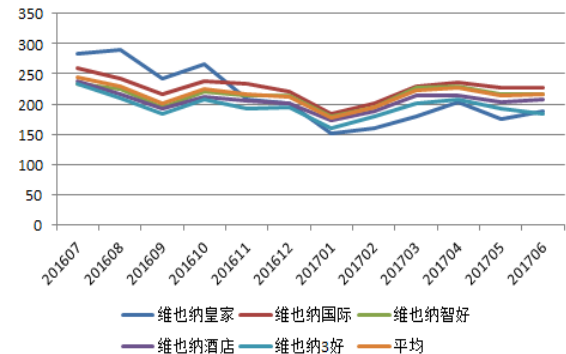
维也纳酒店集团是我国中端酒店行业的龙头，其 2016 年的市场占有率是 23.61%，位列全国第一。维也纳酒店集团旗下拥有维也纳皇家、维也纳国际、维也纳智好、维也纳 3 好等子品牌，定位均为中高端。2016 年，维也纳酒店拥有已开业酒店 464 家，已经签约的酒店 963 家。2017 年 1-6 月份，维也纳酒店集团新增开业酒店 117 家；新签约酒店 319 家。截止 2017 年 6 月，维也纳集团共有签约酒店 1282 家，是已开业酒店的 2.21 倍。由此可见，公司新签约酒店数量大，为未来门店扩张提供充足储备。

图 23: 维也纳酒店 2017 年上半年新增开业酒店和签约酒店和 2016 年存量的对比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 24: 2016 年 7 月-2017 年 6 月维也纳系列各品牌 RevPAR 值变动情况



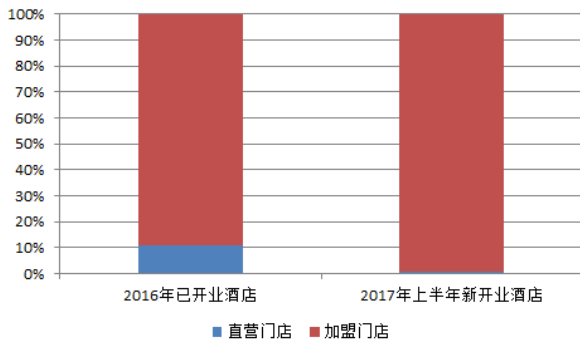
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

从维也纳各子品牌 2016 年的经营数据来看，维也纳皇家的 RevPAR 值是 246.11 元（平均房价是 337.93 元，出租率是 72.83%），维也纳国际的 RevPAR 值是 237.65 元（平均房价是 267.81 元，平均出租率是 88.74%），维也纳智好的 RevPAR 值是 223.03 元（平均房价是 249.67 元，平均出租率是 89.33%），维也纳酒店的 RevPAR 值是 213.36 元（平均房价是 238.36 元，平均出租率是 89.51%），维也纳 3 好的 RevPAR 值是 206.47 元（平均房价是 224.45 元，平均出租率是 91.99%），由此可见，2016 年维也纳各子品牌酒店的经营数据表现优异，出租率处于很高的水平。

综合来看，预计维也纳酒店集团 2017 年的扩张速度约为 50%，公司业绩增长值得期待。首先，快速扩张有利于公司分享中端酒店市场成长带来的红利，扩大市场占有率。其次，维也纳集团的扩张以轻资产的加盟店为主。2016 年，已开业酒店中加盟店占比 89.22%，已签约酒店中加盟店占比 94.29%；2017 年上半年，新开业酒店中加盟店占比 99.15%，新签约酒店中加盟店占比 99.37%。由此可见，维也纳品牌新开业和新签约的酒店基本都是加盟店，轻资产扩张趋势明显。轻资产扩张有利于公司加快品牌的扩张速度，加快提高市占率；同时，通过加盟店扩张，公司的收入来源主要是首次加盟费、持续加盟费和中央渠道费，加盟业务的净利率明显高于直营业务，有利于提高公司整体的盈利能力。

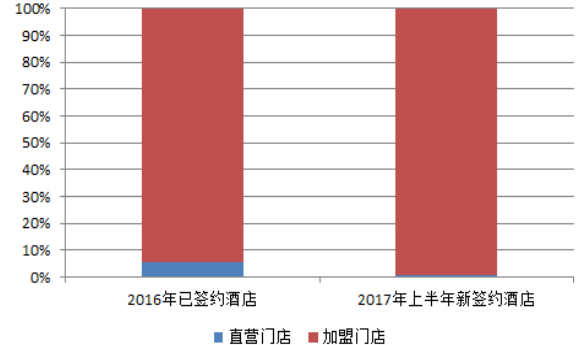
最后，由于 2017 年是维也纳集团的快速扩张期，新开业酒店多，处于客户培育期和业绩爬坡期，预计维也纳集团整体的 RevPAR 值增速将保持平稳增长，增速在 2% 左右。

图 25：维也纳品牌已开业酒店和新开业酒店直营和加盟店占比情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 26：维也纳品牌已签约酒店和新签约酒店直营和加盟店占比情况

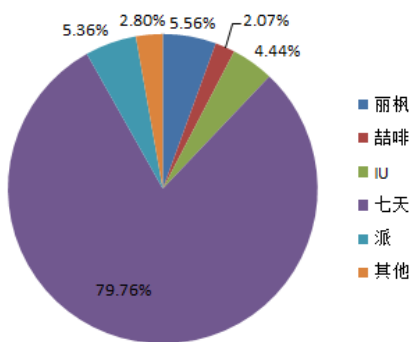


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

### 3.2 铂涛：中端品牌表现良好，加盟扩张利好业绩提升

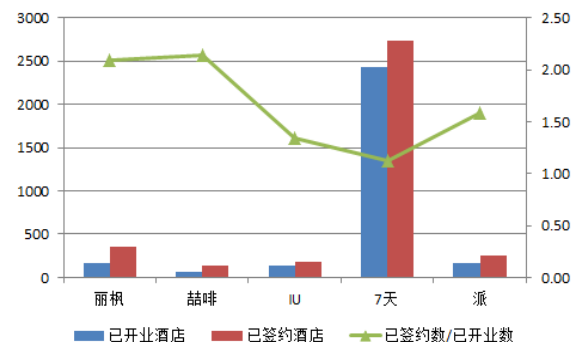
铂涛酒店集团旗下拥有不同档次的酒店品牌，其中 7 天、派、IU 均为经济型酒店品牌，丽枫和喆啡是中端酒店品牌。2016 年，铂涛集团的经济型酒店数量占比为 89.57%，中端酒店占比 10.43%。虽然目前铂涛集团以经济型酒店为主，但集团的发展方向是大力发展中端酒店业务。2016 年，丽枫品牌已开业酒店有 169 家，已签约的酒店有 354 家；喆啡品牌已开业酒店有 63 家，已签约的酒店有 135 家。这两个中端酒店品牌签约酒店数是已开业酒店数量的两倍多，储备资源充足。同时，IU、七天和派 2016 年已签约酒店数和已开业酒店数的比值分别 1.34、1.13 和 1.58。最新数据显示，2017 年上半年，铂涛集团新增开业酒店 219 家，新增签约酒店 582 家，保持快速扩张势头。

图 27：2016 年铂涛旗下各品牌酒店数占比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 28：2016 年铂涛旗下各品牌已开业酒店数和已签约酒店数情况

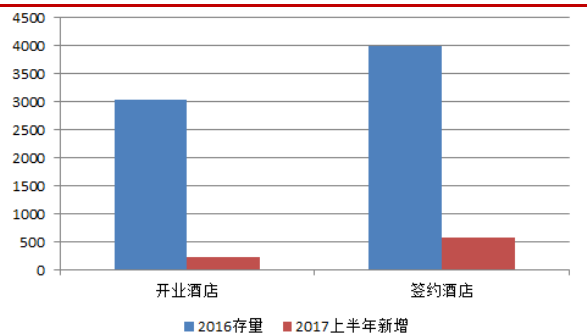


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

从铂涛集团旗下各品牌经营数据来看，2017 年 3-6 月份，丽枫品牌的 RevPAR 值分别同

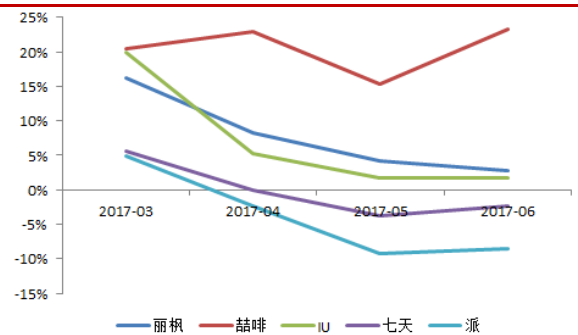
比增长 16.27%、8.3%、4.22%和 2.78%，喆啡品牌的 RevPAR 值分别同比增长 20.4%、22.96%、15.32%和 23.3%，IU 品牌的 RevPAR 值分别同比增长 19.97%、5.19%、1.69%和 1.73%，七天品牌的 RevPAR 值分别同比增长 5.53%、0.04%、-3.84%和-2.34%，派品牌的 RevPAR 值分别同比增长 4.91%、-2.43%、-9.28%和-8.51%。由此可见，铂涛集团旗下两个中端酒店品牌近期的经营状况向好，表现优于经济型酒店。铂涛集团的经济型酒店品牌主要是七天，其在我国经济型酒店市场中的占有率是 11.95%，在国内排名第三。但是，七天品牌的 RevPAR 值低于其主要竞争对手锦江之星和如家的 RevPAR 值。

图 29: 铂涛集团 2017 年上半年新增开业酒店和签约酒店和 2016 年存量的对比



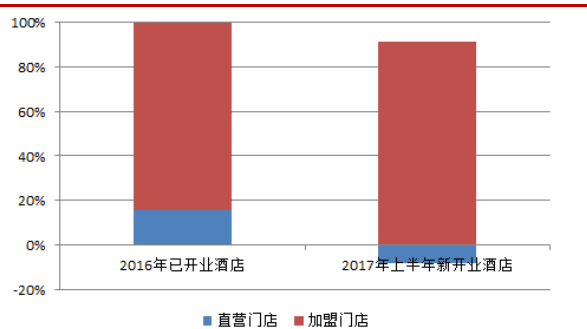
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 30: 2017 年 3 月-6 月铂涛旗下各品牌 RevPAR 值同比增速情况



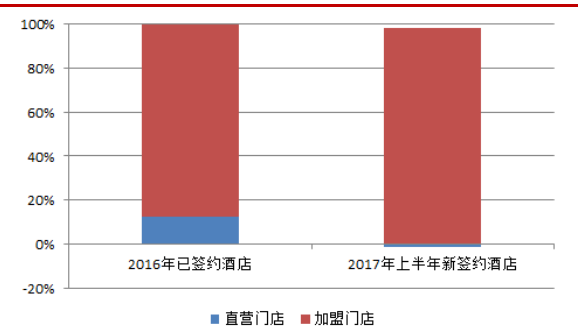
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 31: 铂涛集团已开业酒店和新开业酒店直营和加盟店占比情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 32: 铂涛集团已签约酒店和新签约酒店直营和加盟店占比情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

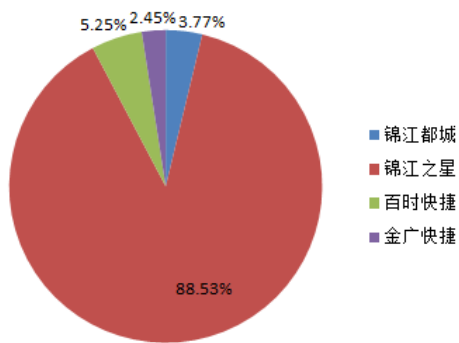
综合来看，预计铂涛酒店集团全年扩张将保持较快水平，其中中端酒店的扩张速度将明显快于经济型酒店，且仍以加盟扩张为主。首先，预计铂涛集团全年开业酒店数将同比增长 10%左右，预计中端酒店数量增速在 30%-50%之间，中端酒店数量占比有望进一步提升。其次，铂涛以加盟扩张为主的轻资产扩张模式尤为明显。在开业酒店方面，2016 年，已开业的酒店中加盟店占 84.34%；而 2017 年上半年，新开业的酒店中全部是加盟店，同时关闭直营店 22 家。签约酒店的情况类似，2016 年，已签约的酒店中加盟店占比 87.72%，新签约的酒店全部是加盟店，同时取消了 9 家签约直营店。最后，经济型酒店市场供需有所改善，预计铂涛集团旗下经济型酒店的 RevPAR 值下滑空间有限。由于

铂涛集团 2016 年仅 3-12 月份的业绩并入公司报表，2017 年相比 2016 年将增加两个月的业绩，且考虑到公司继续大力拓展中端酒店市场，预计铂涛集团 2017 年并入公司报表的业绩将有良好表现。

### 3.3 原锦江系列：锦江之星和金广快捷 RevPAR 值改善明显

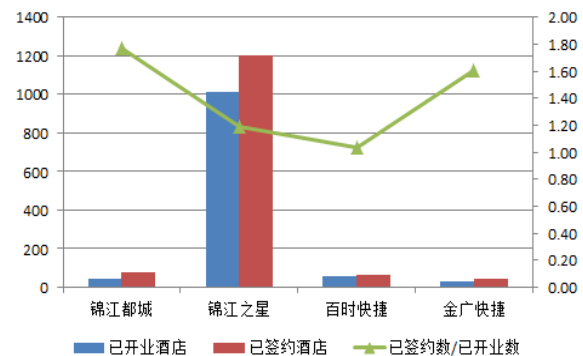
公司的原锦江系列包括锦江之星、锦江都城、百时快捷和金广快捷四个品牌。其中，1996 年推出的锦江之星是我国最早的经济型连锁酒店品牌之一。此外，百时快捷和金广快捷也是经济型酒店品牌，仅锦江都城是原锦江系列 2013 年推出的中端酒店品牌。截至 2016 年年末，原锦江系列已开业的锦江之星酒店有 1011 家，百时快捷酒店 60 家，金广快捷酒店 28 家，锦江都城 43 家，酒店数在原锦江系列中占比分别是 88.53%、5.25%、2.45% 和 3.77%。因此，经济型酒店品牌在原锦江系中占比达到 96.23%。从已签约酒店数量的角度来看，截止 2016 年年底，锦江之星已签约酒店 1205 家，百时快捷 62 家，金广快捷 45 家，锦江都城 76 家。可见，锦江都城已签约酒店数量相对于已开业酒店数量的比值（1.77）最高，新店储备资源丰富，有利于原锦江系列继续开拓中端酒店市场。从市占率的角度来看，锦江之星在我国经济型酒店市场中的市占率是 6.67%，排名第四，仅次于如家（13.79%）、汉庭（12.10%）、7 天（11.95%）。2017 年上半年，原锦江系列新开业酒店 40 家，新签约酒店 21 家。截止 2017 年 6 月份，原锦江系列已开业酒店有 1182 家，签约酒店 1409 家，扩张速度平稳，明显慢于公司旗下的其他中端酒店品牌。

图 33：2016 年原锦江系列各品牌酒店数占比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 34：2016 年原锦江系列各品牌已开业酒店数和已签约酒店数情况

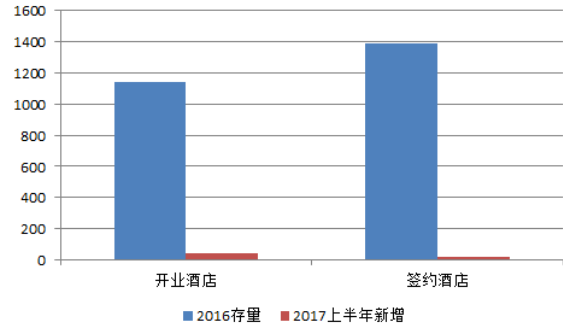


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

从原锦江系列旗下各品牌经营数据来看，锦江之星的 RevPAR 值在经历了 2015、2016 年的持续下降后，2017 年出现了复苏迹象。2017 年 1-6 月份，锦江之星的 RevPAR 值分别同比下降 9.18%、上升 12.07%、下降 2.62%、下降 1.14%、增长 2.59% 和增长 4.07%。六个月中有 3 个月出现同比增长。同是经济型酒店品牌的金广快捷经营改善状况则更为明显。2016 年 6 月份以来，几乎每个月都实现两位数的 RevPAR 值同比提升，仅 2017 年 1 月份有 5% 的下降。但是，原锦江系列旗下的百时快捷 RevPAR 值从 2015 年起就几乎连续每月同比下降。2017 年 1-6 月份，百时快捷 RevPAR 值只有 2 月份和 6 月份同比增长

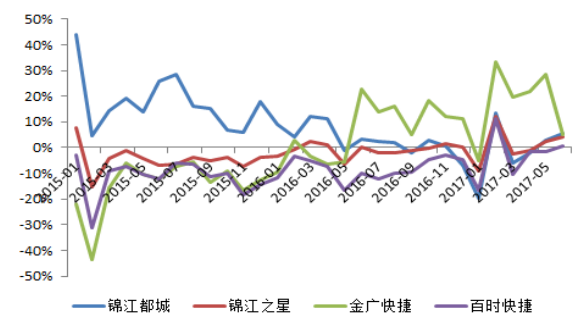
了 11.42%和 0.65%。锦江都城是原锦江系旗下唯一的中端酒店品牌，它的月 RevPAR 值增长状况在 2015-2016 年表现良好，进入 2017 年则表现略差。2017 年 1-6 月份，RevPAR 值的月同比增速分别是-19.86%、13.58%、-5.98%、-1.86%、2.84%和 5.41%，6 个月当中有三个月出现同比下滑。总的来看，原锦江系近期的经营数据相对良好，锦江之星和金广快捷改善明显。

图 35: 原锦江系列 2017 年上半年新增开业酒店和签约酒店和 2016 年存量的对比



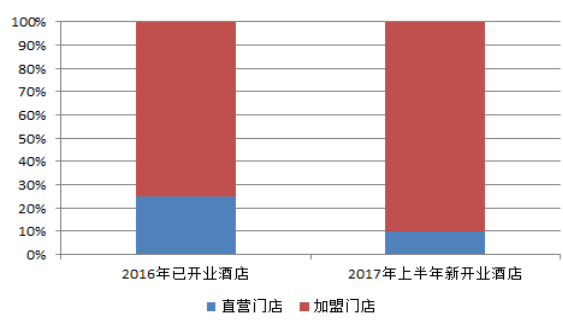
数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图 36: 2015 年 1 月-2017 年 6 月原锦江系列各品牌 RevPAR 值同比增速情况



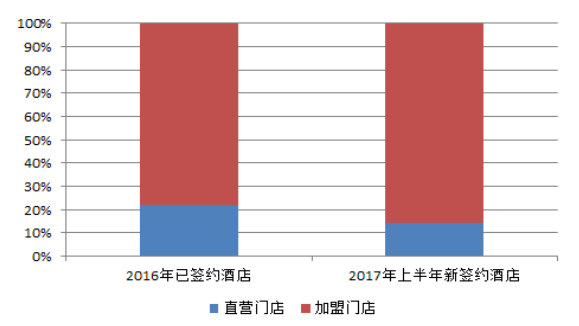
数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图 37: 原锦江系列已开业酒店和新开业酒店直营和加盟店占比情况



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图 38: 原锦江系列已签约酒店和新签约酒店直营和加盟店占比情况



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

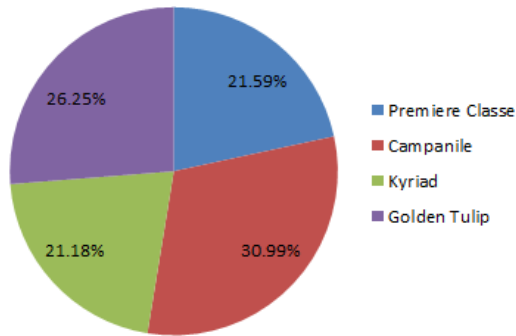
综合来看，原锦江系列各品牌经营数据大致呈向好趋势，扩张以中端加盟店为主。首先，酒店行业整体供需改善，经济型酒店新增供给下降，公司经济型酒店品牌经营数据下行空间有限。其次，锦江都城是原锦江系未来扩张的重要支点，有利于增加原锦江系中中端酒店数量占比，分享行业成长带来的红利，扩大市场占有率，增强原锦江系品牌的整体盈利能力。最后，公司 2017 年上半年新开业的酒店中有 90%是加盟店，该比例高于公司 2016 年已开业存量酒店中的加盟店占比；公司 2017 年上半年新签约的酒店中有 85.71%是加盟店，该比例高于公司 2016 年已签约存量酒店中加盟店的占比。可见，公司的扩张计划以加盟店为主，有利于公司通过轻资产快速扩张，抢占市场份额，强化品牌效应。



### 3.4 卢浮集团：欧洲游复苏利好业绩向好

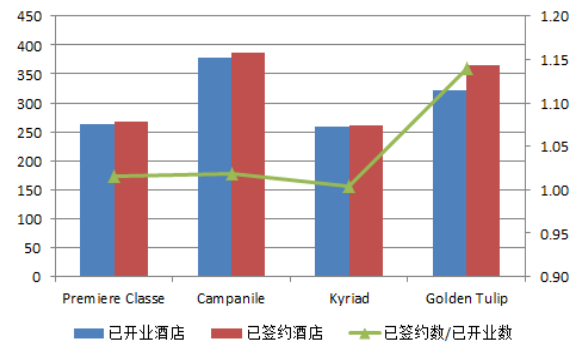
卢浮酒店集团在欧洲连锁酒店市场中处于领先地位，旗下拥有 Premiere Classe、Campanile、Kyriad、和 Golden Tulip 四个品牌。这四个品牌均定位中高端，酒店主要分布在法国，另外也已进入了英国、西班牙、比利时、波兰和俄罗斯等市场。2016 年，这四个品牌各自的酒店数量占比比较均衡，Campanile 占比最大，为 30.99%；其次是 Golden Tulip，占比 26.25%。公司方面表示，Campanile 和 Golden Tulip 将是未来扩张的重点品牌，进一步发展中端酒店市场。事实上，2016 年的数据显示，Campanile 和 Golden Tulip 已签约酒店数量最多，与已开业酒店的比值最大，表明这两个品牌储备最为充足。2017 年上半年，卢浮酒店集团新开业酒店 53 家，新签约酒店 60 家，保持较快增长。

图 39：2016 年卢浮酒店集团各品牌酒店数占比



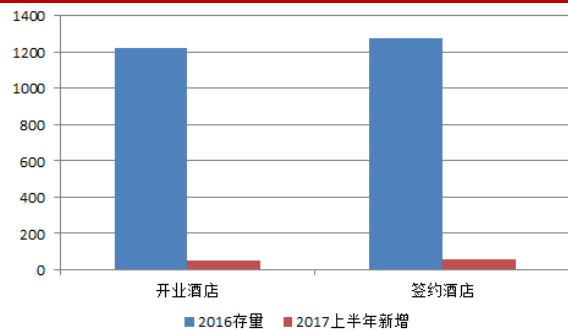
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 40：2016 年卢浮酒店集团各品牌已开业酒店数和已签约酒店数情况



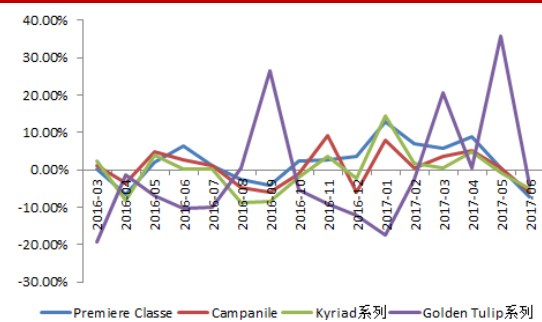
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 41：卢浮酒店集团 2017 年上半年新增开业酒店和签约酒店和 2016 年存量的对比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 42：2016 年 3 月-2017 年 6 月卢浮酒店集团旗下各品牌 RevPAR 值同比增速情况

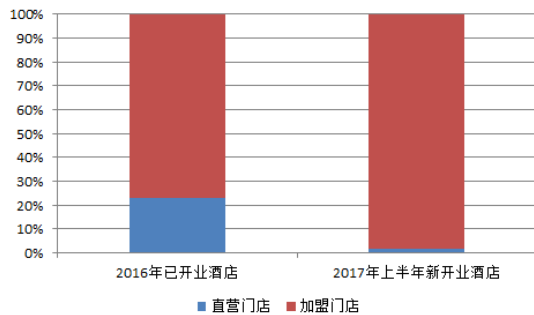


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

从卢浮旗下各品牌的经营数据来看，进入 2017 年，各品牌酒店的 RevPAR 值出现同比回升的趋势。Premiere Classe 的经营数据表现最为亮眼，它的 RevPAR 值从 2016 年 10 月-2017 年 5 月实现连续 8 个月同比增长。2016 年 6 月，Premiere Classe 的 RevPAR 值同比下降 7.38%。至于 Campanile 和 Kyriad，它们的 RevPAR 值进入 2017 年也表现出向好态势，但 6 月份出现同比下滑。Golden Tulip 品牌的经营数据则相对逊色，其 RevPAR 值在 2016 年

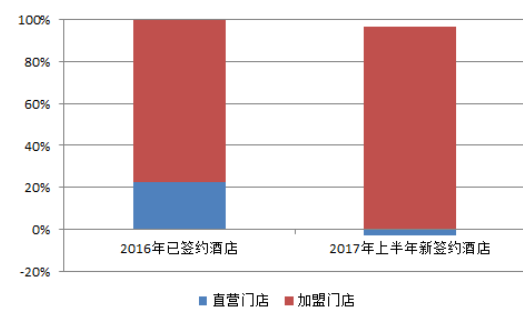
明显下滑，进入 2017 年虽有复苏迹象，但上半年的 1 月、2 月和 6 月仍录得 RevPAR 值的同比下降。总的来看，2017 年上半年，卢浮酒店集团仍表现出复苏迹象。从扩张模式来看，卢浮集团 2017 年上半年新开业的酒店中有 98.11% 位加盟店，该比例高于 2016 年已开业存量酒店中加盟店 77.02% 的占比；新签约酒店中加盟店占比 103.33%（因为取消了 2 个直营店签约项目），高于 2016 年已签约存量酒店中加盟店 77.73% 的占比。

图 43：卢浮酒店集团已开业酒店和新开业酒店直营和加盟店占比情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 44：卢浮酒店集团已签约酒店和新签约酒店直营和加盟店占比情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

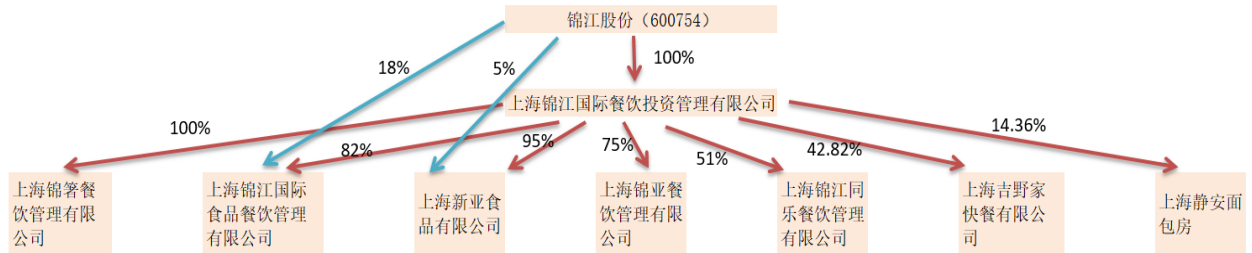
根据携程旅游、华远国旅共同发布的《上半年赴欧洲旅游趋势报告》，今年上半年，我国游客赴欧洲旅游人次同比增长 65%，其中，跟团游同比增长 81%，自由行游客同比增长 26%。我国欧洲游客大增的原因包括：（1）赴欧新航线得以持续开通（二三线城市欧洲开航及包机增多），运力增加，旅途时间节省；（2）欧洲国家增设在华签证中心，提升签证便利服务；（3）部分欧洲国家对公民签证政策逐步放宽（如塞尔维亚、黑山成为欧洲对华免签的首批国家。）从游客分布来看，欧洲游市场从一线的北上广深向二三线城市渗透发展。今年上半年，二、三、四线城市赴欧洲的游客增速分别是 80%、56% 和 77%，增速快于一线城市。其中，二、三线城市游客在我国赴欧洲游客中占比达到 50%。目前随着暑期的到来，欧洲游市场有望维持高景气。我国游客作为欧洲旅游客源的重要组成部分，上半年的大幅增长将繁荣欧洲旅游业，利好卢浮酒店集团的经营。预计欧洲游全年将保持高景气，卢浮酒店集团业绩有望平稳增长。

#### 4. 食品和餐饮业务：今年有望实现快速增长

公司的食品和餐饮业务主要分为三大部分，一是公司的子公司上海锦江国际餐饮投资管理有限公司经营的餐饮业务，其旗下又拥有 5 家子公司，分别是上海锦江国际食品餐饮管理有限公司、上海锦亚餐饮管理有限公司、上海新亚食品有限公司、上海锦箸餐饮管理有限公司、上海锦江同乐餐饮管理有限公司，另有两家联营企业，分别是上海吉野家快餐有限公司和上海静安面包房有限公司；二是肯德基餐饮业务，包括上海肯德基、杭州肯德基、无锡肯德基和苏州肯德基；三是公司的联营企业上海新亚富丽华餐饮股份有

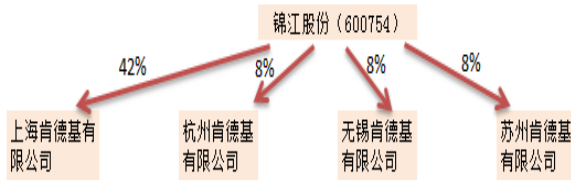
限公司经营的中式餐饮业务。

图 45：公司餐饮业务构成部分之一：上海锦江国际餐饮投资管理有限公司旗下参控股公司情况



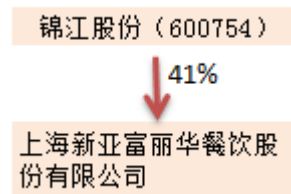
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 46：公司餐饮业务构成部分之二：肯德基业务股权情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

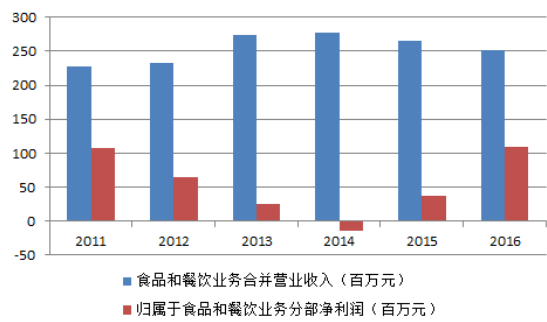
图 47：公司餐饮业务构成部分之三：上海新亚富丽华餐饮股份有限公司股权机构



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

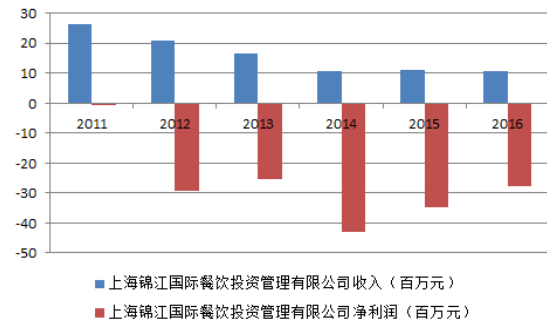
从业绩表现来看，公司 2011-2014 年归属于食品和餐饮业务分部净利润逐年下滑，2015 年开始止跌回升。2016 年，公司食品和餐饮业务实现净利润 1.09 亿元，同比大幅增长 1.96 倍。从细分业务来看，首先，公司餐饮业务构成之一的上海锦江国际餐饮投资管理有限公司的业绩表现最差，多年来持续亏损。亏损的主要来源是上海锦亚餐饮管理有限公司（原上海大家乐餐饮公司）、上海吉野家快餐有限公司和上海锦箸餐饮管理有限公司。公司餐饮业务构成之二是公司的肯德基业务，该业务近两年来业绩增长趋势良好。2013 年，受上海肯德基食品原料事件、人类感染 H7N9 禽流感疫情爆发、人工和门店租金成本上升等因素的负面影响，公司当年的肯德基业务盈利大幅下滑，但 2014 年以来这四地的业绩持续向好。2016 年，上海肯德基实现净利润 2.08 亿元，同比增长 1.49 倍；杭州肯德基实现净利润 4.87 亿元，同比增长 33.63%；无锡肯德基实现净利润 8909 万元，同比增长 51.88%；苏州肯德基实现净利润 1.93 亿元，同比增长 43.14%。由于杭州、苏州和无锡三地的肯德基业务采取成本法的会计处理办法，每年所得分红计入当年投资收益，而每年的分红则与上年盈利有关。因此，在已知这三地肯德基 2016 年盈利的基础上，可以预测出它们 2017 年贡献的投资收益是 6157 万元，同比增长 37.91%。公司餐饮业务构成之三是公司的联营企业上海新亚富丽华餐饮股份有限公司经营的中式餐饮业务。该公司近年来业绩实现较快增长，净利润从 2011 年的 275 万元增长至 2016 年的 1436 万元，年均增速达到 39.18%；同时，公司的净利率也有所改善。

图 48：公司食品和餐饮业务实现营业收入和净利润变动情况



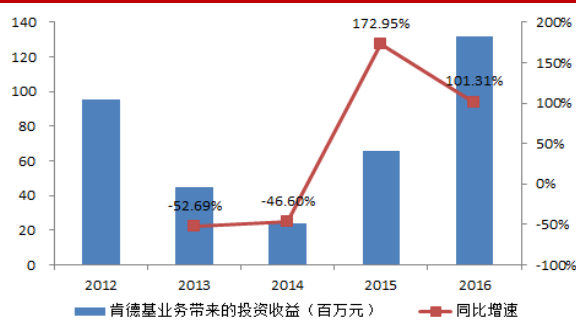
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 49：公司餐饮业务构成部分之一：上海锦江国际餐饮投资管理有限公司 2011-2016 年营收、净利情况



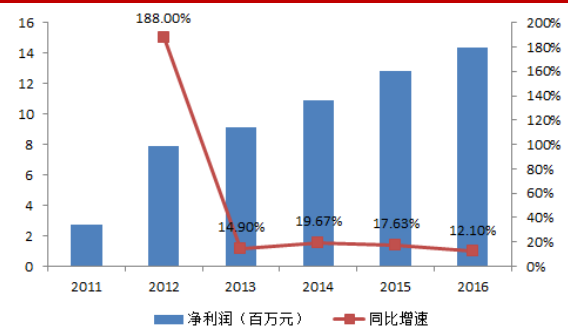
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 50：2012-2016 年公司肯德基业务实现的投资收益变动情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 51：公司餐饮业务构成部分之三：上海新亚富丽华餐饮股份有限公司 2011-2016 年净利润增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

综合来看，首先，保守估计公司餐饮业务之一的上海锦江国际餐饮投资管理有限公司今年继续亏损，亏损程度与 2016 年相当。其次，公司今年杭州、无锡和苏州三地的肯德基业务将实现分红收益 6157 万元，同比增长 37.91%；同时预计上海肯德基业绩实现较快增长。再者，公司餐饮业务之三的上海新亚富丽华餐饮股份有限公司经营的中式餐饮业务有望延续良好增长势头。因此，我们估计餐饮板块 2017 年实现的净利润将同比增长 25%-30%，大致在 1.36 亿元-1.41 亿元之间。

## 5. 投资建议：维持谨慎推荐评级

首先，我国酒店市场供需改善，有限服务型酒店龙头企业经营状况出现回暖。我们认为未来我国酒店市场整体的供需状况将继续改善。从需求的角度来看，一方面，在人均可支配收入增长、居民消费升级、交通改善等因素的带动下，国内旅游市场将保持良好增长势头，旅游住宿需求因而将保持较快增长；另一方面，2017 年上半年 6.9% 的 GDP 增速超过市场预期，IMF 等组织 2017 年以来多次上调对我国经济增长的预期，我国宏观经济稳中向好的态势有望延续，利好商务住宿需求的增长。从供给的角度来看，经济型酒

店新增供给增速将继续放缓，中端酒店增速快但绝对增量相对小，预计对酒店整体供给影响不大。综合来看，我国酒店住宿市场的需求增长有望快于供给增加，供需状况有望持续改善，利好企业经营数据的提升。

**其次，酒店市场面临结构调整，中端酒店市场广阔。**从长远来看，随着我国经济发展水平和居民可支配收入的不断提高，居民消费持续升级，追求生活品质的 80 后、90 后日益成为住宿市场的主体，我国经济型酒店具有升级换代的需求，预计我国中端酒店占比将保持上升态势，经济型酒店占比将逐渐下滑，并从现在高中低档酒店 1:3:6 的构成向美国 3:5:2 的高中低档结构靠近。

**再者，中端酒店经营数据良好，盈利能力较强。**分品牌来看，首先，2017 年一季度，如家酒店旗下中高端酒店品牌的出租率同比提升 1.78 个百分点至 73.7%，平均房价同比增长 5.8%至 304 元，RevPAR 值同比较快增长 8.4%至 224 元，经营保持良好增长势头。其次，锦江国际酒店集团旗下的中端酒店品牌丽枫和喆啡，2017 年 3-6 月份二者 RevPAR 值均出现同比增长。其中，丽枫 RevPAR 值增速有所放缓，喆啡 RevPAR 值增速在高位震荡（3-6 月份 RevPAR 值同比增速依次是 20%、23%、15%和 23%）。总的来看，中端酒店市场中的领先品牌运营情况、增长势头良好。在消费升级的背景下，中端酒店市场需求将继续增长，利好经营数据的提升。

**最后，公司旗下各酒店品牌运营状况良好，中端酒店品牌加盟扩张持续，今年业绩有望实现较快增长。**其中，维也纳酒店集团作为中端酒店行业的龙头，今年新开业酒店增速有望达到 50%，有助于其巩固中端酒店龙头地位；铂涛集团旗下的中端酒店品牌丽枫和喆啡今年以来经营指标表现优异，且这两个品牌今年将保持快速的加盟扩张步伐，利好业绩提升；原锦江系列旗下的锦江之星和金广快捷两个经济型酒店品牌的 RevPAR 值近期改善明显，为公司业绩向好奠定基础；卢浮集团旗下各品牌的 RevPAR 值今年以来增长趋势明显，预计卢浮集团将受益于今年欧洲游大幅增长，业绩有望回升。

## 6. 风险提示

酒店市场复苏力度不及预期，市场竞争加剧，天灾人祸等不可抗力事件的发生。

表 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业总收入</b>	<b>10636</b>	<b>12860</b>	<b>14003</b>	<b>15379</b>
<b>营业总成本</b>	<b>10253</b>	<b>12181</b>	<b>13195</b>	<b>14382</b>
营业成本	1005	1119	1218	1338
营业税金及附加	184	219	238	261
销售费用	6243	7433	8024	8805
管理费用	2366	2868	3123	3414
财务费用	387	440	480	487
<b>其他经营收益</b>	<b>475</b>	<b>475</b>	<b>475</b>	<b>475</b>
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	475	475	475	475
<b>营业利润</b>	<b>858</b>	<b>1154</b>	<b>1283</b>	<b>1473</b>
加 营业外收入	151	40	40	40
减 营业外支出	31	15	15	15
<b>利润总额</b>	<b>978</b>	<b>1179</b>	<b>1308</b>	<b>1498</b>
减 所得税	259	295	314	374
<b>净利润</b>	<b>719</b>	<b>884</b>	<b>994</b>	<b>1123</b>
减 少数股东损益	24	47	52	60
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>695</b>	<b>837</b>	<b>942</b>	<b>1063</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.73</b>	<b>0.87</b>	<b>0.98</b>	<b>1.11</b>
<b>PE（倍）</b>	<b>40</b>	<b>34</b>	<b>30</b>	<b>26</b>

数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn