

## 业绩符合预期, 期待龙头中端崛起

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2017年实现营业收入84.2亿元, 同比增长29.0%, 归母净利润6.3亿元, 同比大幅增长199.1%; 其中Q4单季度实现营收21.1亿元、归母净利润8047.4万元, 同比增速分别为4.3%、48.8%, 业绩符合市场预期。
- **首旅如家整合利好显现, 景区业务表现靓丽。** 1) 外在受益于住宿市场需求持续释放、内在受益于首旅如家系统打通利好显现, 加之如家合并范围及股权比例提升, 公司酒店业务表现优异, 如家、首旅全年综合RevPar分别提升6.9%/6.7% (+3.9pp), 带动公司酒店板块实现营收79.7亿元, 同比大幅增长29.6%。如家2017Q1/Q2/Q3/Q4单季RevPar同比提升4.2%/6.7%/8.0%/7.2%, 参照2016年可视数据4-12月RevPar同比增长4.4%, 整体盈利能力处于上升轨道。2) 海南旅游市场复苏利好景区业务增长, 南山公司2017年实现营收4.4亿元(+19.4%), 入园人数较上年同期实现30.8%增长, 受益于建岛30周年主题以及海南旅游市场推广力度的加大, 公司景区业务增长有望持续。
- **如家业绩继续亮眼, 经济型优势扩大, 中端布局加速。** 1) 如家在2017年贡献营收70.5亿元、归母净利润6.4亿元(+59.4%), 营收占公司酒店板块、总营收比例分别为88.5%、83.8%, 是公司核心利润增长点。2) 作为国内规模最大、品牌市占率最高(8.5%)的经济型连锁酒店龙头, 通过存量门店改造升级和经营管理改善, 如家经济型酒店RevPar2017年提升4.4%、Q4单季提升5.3%, 盈利能力持续提升, 经济连锁龙头优势继续扩大。3) 如家全年新开酒店495家(+17.9%), 开店速度较16年明显加快, 其中中高端全年新开194家, 占新开比例39.2% (+14.7pp), 中端布局加速趋势明朗, 由于多数新开门店处于爬坡经营期拖累如家中高端整体RevPar全年仅增长0.5%, 而其中成熟门店全年RevPar同比提升达7.6%, 根据我们估算公司2017年直营/加盟营收占比分别为77%/23%, 相较2016年约84%/16%收入分布, 中高端2017年收入贡献显著增加, 此外如家集团相对锦江、华住中端占比相对较低, 随着成熟门店占比增加公司中端门店或存在巨大盈利改善空间。总体来看, 预计如家未来将以450+家/年速度继续快速布局门店, 经济型在短期对业绩仍有所支撑, 中端占比提升或提供长期盈利改善弹性, 如家业绩有望再续高成长。
- **行业景气中端崛起, 连锁龙头持续受益。** 目前酒店行业整体新增供给有所减缓, 供给端新增压力减少利好龙头进行行业整合, 根据中国饭店协会《2017中国酒店连锁发展与投资报告》数据, 2017年前三大酒店集团锦江、首旅、华住行业CR3约44%(+6pp), 锦江10-12月锦江水RevPar同比增长4.3%/5.7%/6.1%, 华住Q4 RevPar增幅高达14.6%, 行业景气度不减, 锦江、首旅、华住三大集团中高端客房数占比分别约提升至35.6% (+5.2pp) /17.4% (+3.8pp) /26.4% (+8.1pp), 中端连锁品牌扩张势头强劲, 随着行业廉价存量物业资源的萎缩, 经营能力较差的单体酒店或难承成本压力, 龙头有望通过加盟为主方式, 加速开店抢占中小竞争者市场份额, 持续享受行业中端崛起红利。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为1.01元、1.26元、1.48元, 未来三年归母净利润将保持24.2%的复合增长率。考虑到集团酒店行业龙头地位, 以及如家集团有望为公司注入持续业绩增长动力, 参考华住集团、锦江股份及其他可比公司估值, 给予公司一定的估值溢价, 2018年35倍估值, 对应目标价35.4元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 中端加盟扩张进展或不及预期, 行业供给或存在过剩风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8416.65	9625.86	10965.24	12305.40
增长率	29.03%	14.37%	13.91%	12.22%
归属母公司净利润(百万元)	630.89	824.84	1029.02	1207.54
增长率	199.09%	30.74%	24.75%	17.35%
每股收益EPS(元)	0.77	1.01	1.26	1.48
净资产收益率ROE	8.64%	11.66%	12.84%	13.12%
PE	38	29	23	20
PB	3.27	3.00	2.70	2.43

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸  
执业证号: S1250517070001  
邮箱: zhuzh@swsc.com.cn  
联系人: 杭爱  
电话: 010-57631198  
邮箱: ha@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.16
流通A股(亿股)	5.21
52周内股价区间(元)	19.99-35.0
总市值(亿元)	239.67
总资产(亿元)	168.47
每股净资产(元)	9.00

### 相关研究

**关键假设：**

1) 开店假设：根据经营计划，假设公司每年开店速度维持 470 家，其中如家开店占比 90%以上，酒店平均客房数保持稳定；

2) 如家运营假设：如家 ADR、Occ 逐年稳定增长，中高端增速快于经济型，直营占比平均每年减少约 2.4pp；

3) 毛利率假设：各业务毛利率基本保持稳定；

4) 费用假设：公司运营管理效率提升，销售费用率管理费用率以约 0.5pp 速度逐年下降。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表，

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
酒店业务	收入	7972.7	9110.9	10383.4	11665.3
	增速	29.6%	14.3%	14.0%	12.3%
	毛利率	94.9%	95.0%	95.1%	95.1%
如家	收入	-	8110.5	9305.2	10511.3
	增速	-	15.0%	14.7%	13.0%
	毛利率	-	96.0%	96.0%	96.0%
首旅酒店运营	收入	-	777.7	847.7	915.5
	增速	-	10.0%	9.0%	8.0%
	毛利率	-	84.0%	84.5%	84.5%
首旅酒店管理	收入	-	222.7	230.5	238.6
	增速	-	4.0%	3.5%	3.5%
	毛利率	-	98.0%	98.0%	98.0%
景区业务	收入	443.9	514.9	581.9	640.1
	增速	19.4%	16.0%	13.0%	10.0%
	毛利率	89.1%	88.5%	88.5%	88.0%
合计	收入	8416.6	9625.9	10965.2	12305.4
	增速	29.0%	14.4%	13.9%	12.2%
	毛利率	94.7%	94.8%	94.9%	94.9%

数据来源：Wind，西南证券。注：我们按照如家、首旅酒店运营、首旅酒店管理对公司酒店业务进行拆分预测，因此“酒店业务”一项为“如家”、“首旅酒店运营”、“首旅酒店管理”之和。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8416.65	9625.86	10965.24	12305.40	净利润	659.22	984.87	1220.31	1403.63
营业成本	451.22	512.52	575.13	643.93	折旧与摊销	943.50	550.34	550.34	550.34
营业税金及附加	58.36	96.81	98.87	115.22	财务费用	222.52	74.71	68.83	83.33
销售费用	5719.19	6449.33	7127.41	7998.51	资产减值损失	60.26	20.00	15.00	10.00
管理费用	948.03	1087.72	1206.18	1292.07	经营营运资本变动	323.62	183.69	190.07	277.00
财务费用	222.52	74.71	68.83	83.33	其他	-144.57	-153.74	-7.09	-8.06
资产减值损失	60.26	20.00	15.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2064.54</b>	<b>1659.86</b>	<b>2037.44</b>	<b>2316.23</b>
投资收益	-3.19	133.29	0.27	0.27	资本支出	-3349.35	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	2812.20	133.29	0.27	0.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-537.15</b>	<b>133.29</b>	<b>0.27</b>	<b>0.27</b>
<b>营业利润</b>	<b>1035.93</b>	<b>1518.05</b>	<b>1874.11</b>	<b>2162.61</b>	短期借款	-4080.00	-840.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-34.55	-1.00	-3.14	-7.23	长期借款	2803.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1001.38</b>	<b>1517.06</b>	<b>1870.97</b>	<b>2155.38</b>	股权融资	-4.87	0.00	0.00	0.00
所得税	342.16	532.19	650.66	751.75	支付股利	0.00	-126.18	-164.97	-205.80
净利润	659.22	984.87	1220.31	1403.63	其他	108.41	-804.06	-68.83	-83.33
少数股东损益	28.33	160.02	191.29	196.09	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1173.46</b>	<b>-1770.24</b>	<b>-233.80</b>	<b>-289.13</b>
归属母公司股东净利润	630.89	824.84	1029.02	1207.54	<b>现金流量净额</b>	<b>346.12</b>	<b>22.91</b>	<b>1803.92</b>	<b>2027.37</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1450.12	1473.02	3276.94	5304.31	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	438.75	663.57	719.21	798.65	销售收入增长率	29.03%	14.37%	13.91%	12.22%
存货	45.51	51.70	56.01	63.95	营业利润增长率	121.70%	46.54%	23.45%	15.39%
其他流动资产	32.44	37.10	42.26	47.42	净利润增长率	97.78%	49.40%	23.91%	15.02%
长期股权投资	214.02	214.02	214.02	214.02	EBITDA 增长率	33.23%	-2.67%	16.34%	12.15%
投资性房地产	3.00	3.00	3.00	3.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2700.59	2512.36	2324.13	2135.90	毛利率	94.64%	94.68%	94.76%	94.77%
无形资产和开发支出	8756.82	8605.23	8453.65	8302.06	三费率	81.86%	79.08%	76.63%	76.18%
其他非流动资产	3205.94	2995.43	2784.91	2574.39	净利率	7.83%	10.23%	11.13%	11.41%
<b>资产总计</b>	<b>16847.20</b>	<b>16555.42</b>	<b>17874.12</b>	<b>19443.71</b>	ROE	8.64%	11.66%	12.84%	13.12%
短期借款	840.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.91%	5.95%	6.83%	7.22%
应付和预收款项	826.11	1046.57	1107.31	1256.36	ROIC	7.83%	10.21%	13.04%	15.77%
长期借款	3093.00	3093.00	3093.00	3093.00	EBITDA/销售收入	26.16%	22.26%	22.74%	22.72%
其他负债	4460.92	3968.29	4170.91	4393.62	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>9220.02</b>	<b>8107.86</b>	<b>8371.22</b>	<b>8742.98</b>	总资产周转率	0.49	0.58	0.64	0.66
股本	815.74	815.74	815.74	815.74	固定资产周转率	3.27	4.00	4.95	6.07
资本公积	4896.31	4896.31	4896.31	4896.31	应收账款周转率	43.83	42.60	42.11	41.95
留存收益	1588.64	2287.30	3151.35	4153.09	存货周转率	9.03	10.54	10.48	10.47
归属母公司股东权益	7338.99	7999.36	8863.40	9865.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.59%	—	—	—
少数股东权益	288.18	448.21	639.50	835.59	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7627.17</b>	<b>8447.56</b>	<b>9502.90</b>	<b>10700.73</b>	资产负债率	54.73%	48.97%	46.83%	44.97%
负债和股东权益合计	16847.20	16555.42	17874.12	19443.71	带息债务/总负债	42.66%	38.15%	36.95%	35.38%
					流动比率	0.52	0.82	1.38	1.86
					速动比率	0.50	0.80	1.36	1.84
					股利支付率	0.00%	15.30%	16.03%	17.04%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2201.94	2143.10	2493.27	2796.27	每股收益	0.77	1.01	1.26	1.48
PE	37.99	29.06	23.29	19.85	每股净资产	9.00	9.81	10.87	12.09
PB	3.27	3.00	2.70	2.43	每股经营现金	2.53	2.03	2.50	2.84
PS	2.85	2.49	2.19	1.95	每股股利	0.00	0.15	0.20	0.25
EV/EBITDA	11.82	11.42	9.09	7.38					
股息率	0.00%	0.53%	0.69%	0.86%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且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报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn