

2018年04月02日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangji@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	28.60
一年最低/最高价	19.74/35.39
市净率 (倍)	3.18
流通 A 股市值 (百万元)	14886.52

基础数据

每股净资产 (元)	9.00
资产负债率 (%)	54.73
总股本 (百万股)	815.74
流通 A 股 (百万股)	520.51

相关研究

- 1、《首旅酒店：旅游和住宿市场回暖+重组利好，中期业绩2.41亿超预期》2017-08-29
- 2、《首旅酒店：新首旅如家完成初步整合，中高端品牌是未来发展的重点》2017-04-10

业绩符合预期，看好龙头红利持续释放  
增持 (维持)

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	8,417	9,080	9,790	10,538
同比 (%)	29.0%	7.9%	7.8%	7.6%
净利润 (百万元)	631	821	1,009	1,158
同比 (%)	199.1%	30.2%	22.9%	14.7%
每股收益 (元/股)	0.77	1.01	1.24	1.42
P/E (倍)	36.98	28.40	23.11	20.15

事件：公司发布2017年年报，期内实现营收84.17亿元 (+29.0%)；归母净利润6.31亿元 (+199.1%)；扣非净利5.95亿 (+309.6%)。公司同时公告每10股转增2股派0.8元。

投资要点

- 全年收入稳步增长，如家与景区双驱动。在如家系列经营效益提升以及并表影响和景区业绩向好双驱动下，17年实现营业收入84.17亿元 (+29.0%)：1) 如家系酒店营收70.52亿元 (+35%)，占比83.8%；2) 首旅系酒店营收9.21亿元 (-1%)；3) 景区营收4.44亿元 (+19%)。17Q4单季营收21.05亿元 (YoY+4.2%)。
- 剔除并表因素销管费用基本平稳，财务费用回归常态。三大期间费用率81.86% (-5.46pct)。销售费用57.19亿元 (+27.9%)，管理费用9.48亿元 (+15.75%)，费用同比增长主要由于并表影响；仅看无并表影响的17Q2-Q4，销管费用同比下降0.58%，经营效益提升。财务费用2.23亿元 (-45.05%)，主要由于16年并购如家产生汇兑损失、贷款利息等，17年回归常态。
- 全年业绩符合预期，增速亮眼。17年归母净利润6.31亿元 (+199.1%)：(1) 如家利润6.46亿元 (+60%)，主要由于市场企稳回升背景下入住率、平均房价双升以及并表和持股比例提升影响 (16年10月持股比例从66.14%提升到100%)，(2) 景区归母净利0.82亿 (+50%)。扣非净利润5.95亿元 (+309.6%)。17Q4单季归母净利润0.80亿元 (+48.8%)，扣非归母净利0.50亿元 (+134.7%)。
- 渠道扩张发力中端，改造经济型，探索轻资产输出。17年末，集团酒店数3712家，中高端酒店占比13.6%，房间数38.5万间，中高端房间占比17.4%。
  - 全年新开店512家 (直营40家，加盟472家)，其中经济型200家，中高端205家，其他107家。
  - 全年净开店310家 (直营25家，加盟335家)，其中经济型30家，中高端186家，其他94家。Q4单季开店和老门店更新速度

显著提升，大力开拓中高端，单季净开酒店 169 家（直营-7 家，加盟 176 家），其中经济型 23 家，中高端 113 家，其他 33 家。

- 经济型品牌扩张以云系列为主，对如家实施翻新整合，如家新开业 52 家，**净关店 66 家**，派柏云和睿柏云合计新开业 87 家，**净开业 84 家**；中高端品牌扩张以和颐、如家精选和如家商旅为主，分别新开业 37、66 和 57 家，**净开业 34、64、57 家**。
- 2017 年末已签约未开业及正在签约酒店达 488 家，后续扩张动力充足。
- **酒店经营效益向好，中高端扩张爬坡奠定增长基础**：17 年 4 季度中高端酒店净开业 113 家，占全年净开店 38%，拓张速度明显加速，新酒店爬坡导致整体经营业绩增速略微放缓。
- **如家系**：全年 RevPAR 增速较高，主要受益于 OCC、ADR 双升以及中高端酒店占比提升带来的结构性改善；Q4 受新开中高端酒店爬坡期影响，增速较 Q3 环比有所下降，开业 18 个月的老店受门店扩张影响较小，保持良好增速。

#### ● 全年

**整体**：经济型效益提升显著，中高端受扩张爬坡影响，效益提升滞后。

- 【RevPAR】全年+6.9%，经济型+4.4%，中高端+0.5%；
- 【OCC】全年+1.35pct，经济型+1.44pct，中高端+0.27pct；
- 【ADR】全年+5.2%，经济型+2.7%，中高端+0.1%；

**同店**：老店受扩张竞争影响较小，门店整合提升同店增速。

- 【RevPAR】全年+5.1%，经济型+4.9%，中高端+7.6%；
- 【OCC】全年+1.50pct，经济型+1.53pct，中高端+0.94pct；
- 【ADR】全年+3.3%，经济型 3.0%，中高端+6.4%；

#### ● Q4 单季

**【RevPAR】整体**：受 Q4 淡季和扩张改造影响，增速环比略微下滑，中高端大力扩张，RevPAR 降幅较为明显。

- 平均：4 季度 yoy +7.2%，增速较 3 季度【环比-0.8pct】
- 经济型：4 季度 yoy +5.3%，增速较 3 季度【环比-0.8pct】
- 中高端：4 季度 yoy -3.4%，增速较 3 季度【环比-4.7pct】

**【RevPAR】同店**：关店改造提升同店效益，受淡季影响较小，增速环比基本持平。

- 平均：4 季度 yoy +6.5%，增速较 3 季度【环比+0.6pct】
- 经济型：4 季度 yoy +6.5%，增速较 3 季度【环比+0.7pct】
- 中高端：4 季度 yoy +5.8%，增速较 3 季度【环比-1.4pct】

**【OCC】整体**：出租率受淡季影响显著，增速环比均有所下降。

- 平均：4 季度 yoy +1.29 pct，OCC 变化率较 3 季度【环比-0.7pct】
- 经济型：4 季度 yoy +1.55 pct，OCC 变化率较 3 季度【环比-0.64pct】
- 中高端：4 季度 yoy -0.04 pct，OCC 变化率较 3 季度【环比-1.4pct】

**【OCC】同店**：中高端老店在扩张中增速仍保持提升，验证中高端崛起。

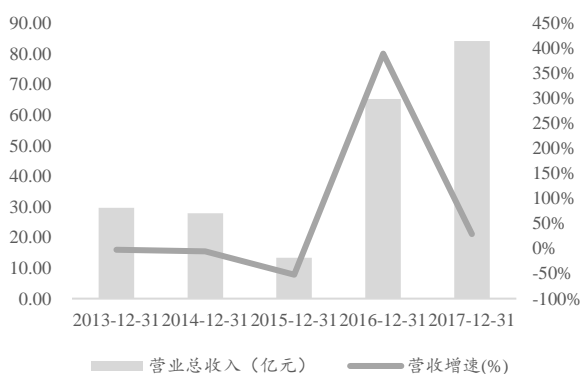
- 平均：4 季度 yoy +1.75 pct，OCC 变化率较 3 季度【环比-0.35pct】
- 经济型：4 季度 yoy +1.75 pct，OCC 变化率较 3 季度【环比-0.39pct】
- 中高端：4 季度 yoy +1.67 pct，OCC 变化率较 3 季度【环比+0.32pct】

**【ADR】整体**：受扩张影响，整体提价放缓，中高端价格下降。

- 平均：4 季度 yoy +5.5%，增速较 3 季度【环比-0.1pct】

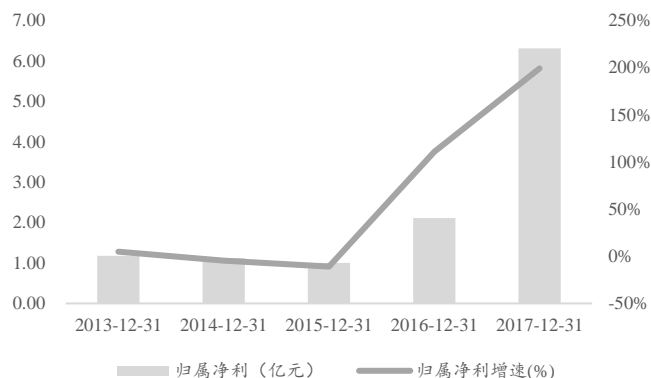
- 经济型: 4 季度 yoy +3.3%, 增速较 3 季度【环比-0.2pct】
- 中高端: 4 季度 yoy -3.3%, 增速较 3 季度【环比-3.0pct】
- 【ADR】**同店: 老店仍具备提价能力, 经济型提价速度仍有提升。**
- 平均: 4 季度 yoy +4.3%, 增速较 3 季度【环比+0.8pct】
- 经济型: 4 季度 yoy +4.3%, 增速较 3 季度【环比+1.0pct】
- 中高端: 4 季度 yoy +3.7%, 增速较 3 季度【环比-1.4pct】
- **首旅系:** 受益于管理整合, 经营绩效提升, 全年 RevPAR+6.7%, OCC+2.67pct, ADR+2.2%。
- **会员建设显成效, 推陈出新打造新动力。** 2017 年底公司会员近 1 亿, 全年公司自有渠道间夜数占 80%, 庞大顾客价值生态圈是公司核心竞争力所在。会员人数快速增长, 预收待摊销的会员费收入增加, 2017 年预收账款增长 51%。(1) 精准定位中高端市场, 打造亲子、文化休闲、商旅社交等产品, 满足个性化需求; (2) **不断创新产品**, 先后推出如家商旅酒店(金标)产品、如家酒店 3.0, YUNIK 产品已进入研发阶段; (3) **探索“酒店+”发展路径**, 拓展公共区域空间的衍生周边消费, 如合作共享办公室、定制私享影院等, 增加酒店收益。
- **酒店行业复苏, 结构升级、龙头集中:** 酒店行业保持高增长, 自 15 年 Q4 进入复苏周期, 由量价齐升逐步进入量稳价增阶段, 供给增速 3% (STR 数据)、航空需求增速 13.1%(18 年 2 月), 预计行业成长期仍有 2-3 年, 商务需求驱动中端酒店确定性提升, 低连锁化率 (20%+, 美国 70%+) 为龙头提供较大整合空间, 首旅有望凭借较高的市占率与直营占比带来的高业绩弹性持续受益。
- **南山景区受益于客流增加业绩出色, 18 年有望受益于海南建省 30 周年。** 控股 74.81% 的海南南山景区 17 年入园人数达 489.46 万人次 (+30.8%), 人均消费 91 元 (-9%), 入园人次驱动营收增长至 4.44 亿元 (+19.4%), 其中门票收入 2.32 亿元 (+30.8%), 18 年亚特兰蒂斯开业和海南建省 30 周年有望带来增量客流, 进一步提升入园人次。
- **升级改造、抢占区位, 预计 18 年业绩稳步增长。** 18 年公司计划加大酒店同品牌迭代升级和跨品牌升级改造的投入, 继续发力中端酒店市场, 预计至少完成 100 家如家、莫泰现有酒店的升级改造; 加快和颐、如家精选、如家商旅在一二线城市布局。公司预计 18 年全年新开店不少于 450 家, 中高端占 50% 以上, 全年实现营收 87-88 亿元 (+3.4% ~ +4.6%)。
- **盈利预测:** 看好酒店行业复苏、龙头红利, 预计 18-20 年归属净利分别为 8.21 亿 (+30%)、10.09 亿 (+23%)、11.58 亿 (+15%), EPS 分别为 1.01、1.24、1.42 元, 对应 PE 分别为 28、23、20 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 可能存在酒店行业增长不及预期, 宏观经济波动的风险。

图表 1: 历年营收及增速



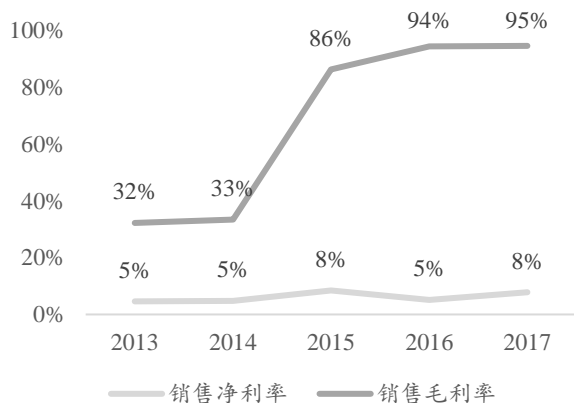
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 2: 历年归母净利润及增速



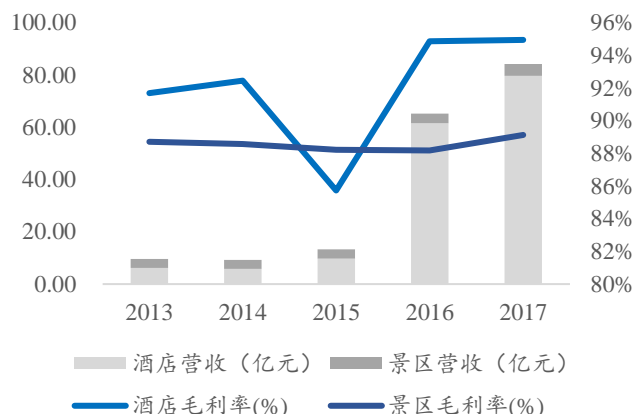
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 3: 2013-2017 年毛利率、净利率



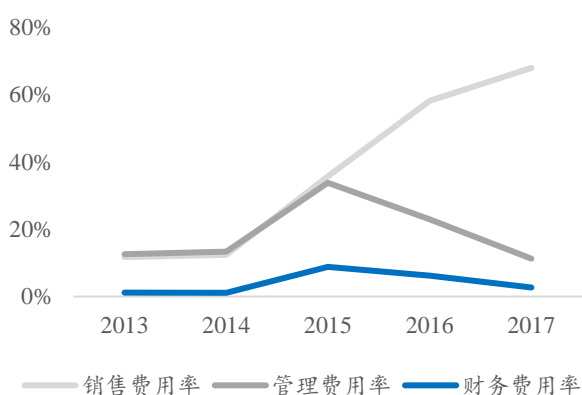
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 4: 2014-2017 年分部业绩及毛利率 (亿元)



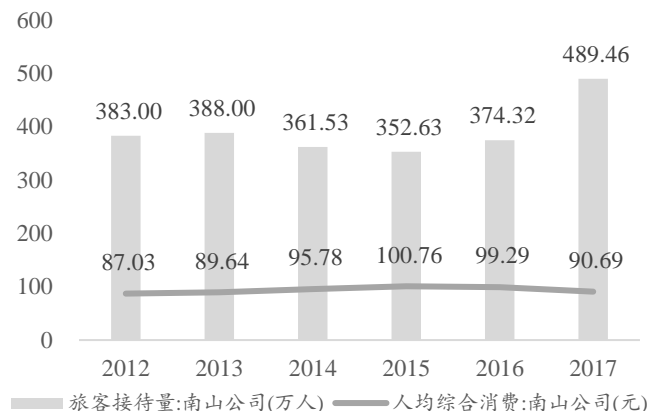
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 5: 2013-2017 年三大费用率



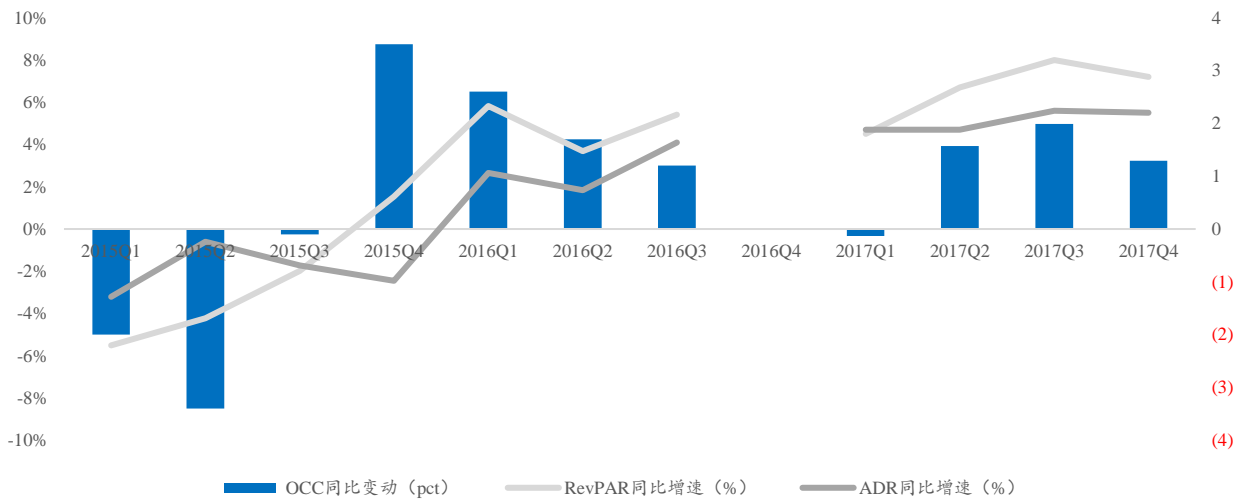
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 6: 南山景区运营情况



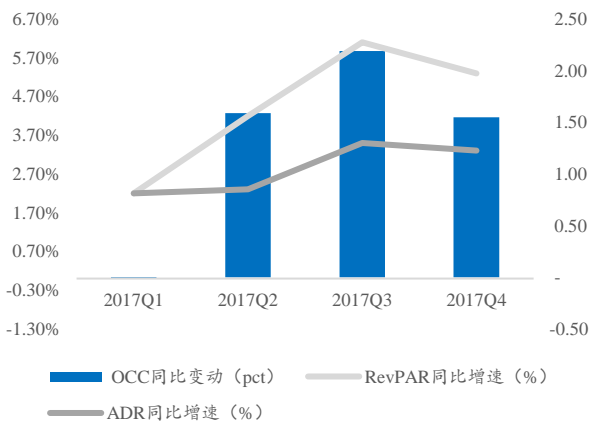
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 7: 如家系列三大指标变动 (整体)



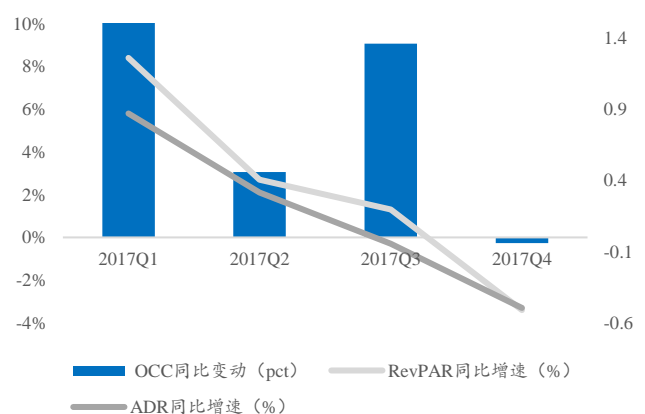
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 8: 如家系列三大指标变动 (经济型)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 9: 如家系列三大指标变动 (中高端)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 10: 2017 年末公司酒店数据统计表

品牌	酒店数量			客房间数		
	2017 年末			2017 年末		
	合计	直营	特许	合计	直营	特许
<b>经济型酒店</b>	3,035	795	2,240	306,416	93,583	212,833
如家	2,319	620	1,699	241,202	68,842	172,360
莫泰	371	134	237	44,200	20,668	23,532
云上四季	36	20	16	3,169	2,280	889
蓝牌驿居	59	-	59	2,610	-	2,610
派柏云	133	-	133	7,625	-	7,625
睿柏云	55	-	55	3,201	-	3,201
欣燕都	23	18	5	1,850	1,530	320
雅客怡家	39	3	36	2,559	263	2,296
<b>中高端酒店</b>	503	129	374	67,089	18,480	48,609

和颐	119	37	82	14,802	6,232	8,570
如家精选	164	51	113	16,831	6,355	10,476
如家商旅	80	20	60	6,813	2,063	4,750
璞隐	1	1	-	166	166	-
扉缦	2	2	-	244	244	-
素柏云	12	-	12	813	-	813
诗柏云	1	-	1	45	-	45
金牌驿居	28	11	17	1,794	931	863
首旅建国	68	2	66	19,005	922	18,083
首旅南苑	5	4	1	1,080	966	114

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

首旅酒店三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>1967</b>	<b>987</b>	<b>982</b>	<b>1111</b>	<b>营业收入</b>	<b>8417</b>	<b>9080</b>	<b>9790</b>	<b>10538</b>
现金	1450	137	363	155	减:营业成本	451	478	510	544
应收账款	200	161	244	187	营业税金及附加	58	63	62	64
存货	46	59	53	66	销售费用	5719	6074	6427	6871
其他流动资产	271	630	323	702	管理费用	948	1039	1110	1184
<b>非流动资产</b>	<b>14880</b>	<b>15364</b>	<b>15991</b>	<b>16724</b>	财务费用	223	238	247	249
长期股权投资	214	134	75	10	资产减值损失	60	60	55	45
固定资产	2498	2666	2845	3036	加:投资净收益	-3	7	7	7
在建工程	203	192	179	163	其他收益	0	0	0	0
无形资产	3989	4580	5293	6154	<b>营业利润</b>	<b>1036</b>	<b>1135</b>	<b>1385</b>	<b>1588</b>
其他非流动资产	7977	7793	7600	7361	加:营业外净收支	-35	-17	-12	-12
<b>资产总计</b>	<b>16847</b>	<b>16352</b>	<b>16973</b>	<b>17835</b>	<b>利润总额</b>	<b>1001</b>	<b>1118</b>	<b>1373</b>	<b>1576</b>
<b>流动负债</b>	<b>3818</b>	<b>3142</b>	<b>3321</b>	<b>3622</b>	减:所得税费用	342	279	343	394
短期借款	840	72	0	273	少数股东损益	28	17	21	24
应付账款	134	124	151	142	<b>归属母公司净利润</b>	<b>631</b>	<b>821</b>	<b>1009</b>	<b>1158</b>
其他流动负债	2844	2946	3170	3207	EBIT	1189	1206	1431	1624
<b>非流动负债</b>	<b>5402</b>	<b>4809</b>	<b>4287</b>	<b>3732</b>	EBITDA	2133	2191	2602	3015
长期借款	3093	2548	2010	1460					
其他非流动负债	2309	2261	2277	2272	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债合计</b>	<b>9220</b>	<b>7951</b>	<b>7608</b>	<b>7354</b>	每股收益(元)	0.77	1.01	1.24	1.42
少数股东权益	288	305	326	349	每股净资产(元)	9.00	9.92	11.08	12.42
归属母公司股东权益	7339	8095	9039	10132	发行在外股份(百万股)	816	816	816	816
<b>负债和股东权益</b>	<b>16847</b>	<b>16352</b>	<b>16973</b>	<b>17835</b>	ROIC(%)	5.9%	7.2%	8.3%	8.9%
					ROE(%)	8.6%	10.0%	11.0%	11.3%
					毛利率(%)	94.6%	94.7%	94.8%	94.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	销售净利率(%)	7.5%	9.0%	10.3%	11.0%
经营活动现金流	2065	1862	2900	2478	资产负债率(%)	54.7%	48.6%	44.8%	41.2%
投资活动现金流	-537	-1446	-1796	-2115	收入增长率(%)	29.0%	7.9%	7.8%	7.6%
筹资活动现金流	-1173	-1802	-805	-843	净利润增长率(%)	199.1%	30.2%	22.9%	14.7%
现金净增加额	346	-1385	298	-481	P/E	36.98	28.40	23.11	20.15
折旧和摊销	943	985	1171	1391	P/B	3.18	2.88	2.58	2.30
资本开支	539	629	664	806	EV/EBITDA	13.14	12.74	10.43	9.00
营运资本变动	232	-187	457	-336					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

