

2018年05月02日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

酒店效益稳步提升, Q1 业绩高增长 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	859	1,097	1,268
同比 (%)	199.1%	36.2%	27.7%	15.6%
每股收益 (元/股)	0.77	1.05	1.34	1.55
P/E (倍)	36.05	26.47	20.73	17.93

事件: 公司发布 18 年一季度公告, 实现营业收入 19.24 亿元, 同比增长 0.62%; 归母净利 0.75 亿元, 同比增长 116.56%; 扣非净利 0.58 亿元, 同比增长 53.47%。

投资要点

- **景区及酒店经营效益转好、盈利能力提升, 驱动业绩向好。** 18 年 Q1 公司营收 19.24 亿元 (+0.62%), 归母净利 0.75 亿元 (+116.56%), 主要受益于核心业务的良性发展与成本费用的有效管控; 公司在报告期内以 196 万元收购寒舍管理 49% 股权, 并表影响不大。扣非净利 0.58 亿元 (+53.47%), 非经常性损益主要是如家较去年更早收到政府补助 0.17 亿元及出售首汽 10% 股权产生投资收益 0.047 亿元。
- **行业景气叠加龙头红利, 酒店业务盈利超预期。** 酒店业务实现营业收入 17.62 亿元 (+0.65%), 利润总额 6,609 万元 (+245.82%), 利润增速突出主要由于加盟占比提升带来的利润率的提升。
 - 如家集团营收 15.55 亿元 (+0.36%), 以购买日可辨认资产、负债公允价值为基础进行后续计量实现利润总额 1.07 亿元 (+47.57%), 报表利润总额 1.17 亿元。
 - 首旅存量酒店营收 2.06 亿元 (+2.85%), 实现稳步增长。
- **景区业务稳步增长, 南山景区有望受益于海南建省 30 周年的客流、政策红利。** 18Q1 实现营收 1.63 亿元 (+0.32%), 利润总额 0.89 亿元 (+7.17%); 与三亚城投及观音苑共同设立三亚山海圆融公司, 持股 24% 主营景区、房地产开发等业务; 海南政策利好落地, 后续红利可期。
- **渠道建设与费用控制初见成效。** 追溯调整上年数据后, 销售费用率 71.0% (-1.32pct), 渠道建设和品牌效应成效凸显; 财务费用率 2.3% (-0.7pct), 主要由于收购完成后现金管理能力提升; 管理费用率 13.2% (+0.42pct)。
- **如家持续提价, 叠加扩店影响, 出租率有所下滑, RevPAR 仍有加速提升空间。** 酒店升级叠加消费升级, 加速提价趋势仍保持, Q1 同比提价 7.3% (+1.8pct), 门店扩张与提价双向影响导致出租率下滑 2.5pct, 提价驱动 RevPAR 同增 4.0%, 增速较 17Q4 有所下滑 (-3.2pct), 该增速下滑并不意味着行业出现景气度的拐点, 主要体现了门店扩张加速带来的短期影响。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.88
一年最低/最高价	19.74/35.39
市净率(倍)	3.07
流通 A 股市值(百万元)	14511.76

基础数据

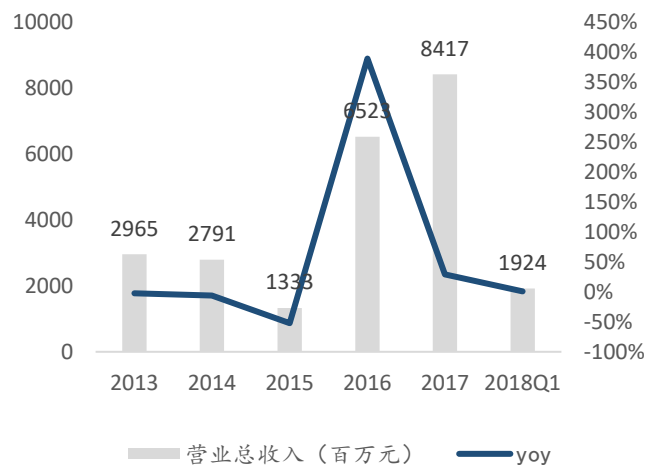
每股净资产(元)	9.09
资产负债率(%)	53.28
总股本(百万股)	815.74
流通 A 股(百万股)	520.51

相关研究

- 1、首旅酒店: 业绩符合预期, 看好龙头红利持续释放 -20180402

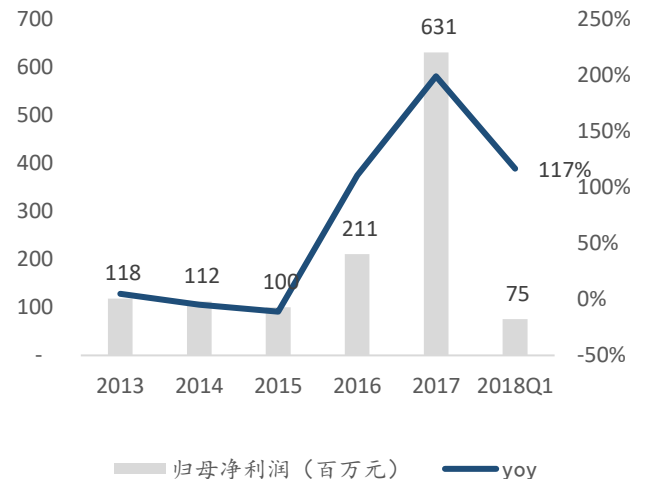
- 经济型：改造升级、管理向好驱动房价提升 4.7%，升级改造爬坡等因素影响下出租率下滑 2pct，提价效应驱动 RevPAR 同增 2.2%。
 - 中高端：因门店扩张导致平均房价（-2.5%）及出租率（-3.1pct）暂时下跌，RevPAR 同比降低 6.7%。
- **如家同店效益保持良性增长，增速下降主要受经济型酒店拖累。**如家同店 RevPAR 同增 2.9%（-3.6pct），主要由于出租率受加速提价（+5.4%）影响，出现小幅下滑（-2pct）。
- 经济型酒店增速放缓（RevPAR+2.6%，增速环比-3.9pct），主要由于升级改造重新开业以及扩张稀释的影响下出租率下滑 2.1pct，后续升级完成后有望加速好转。
 - 成熟中高端酒店表现良好，提价 4.2%（+0.5pct）、扩张加速背景下出租率同增 0.1pct（-1.57pct），双向驱动 RevPAR 同增 4.3%（-1.5pct）。中高端酒店市场仍有进一步拓展的空间。
- **首旅存量酒店房价高基数下效益波动（RevPAR -0.9%），看好后续整合中效益提升。**首旅存量中高端酒店出租率基本持平，房价在高基数下略微提价（+0.1%），RevPAR 同比增速放缓至 0.1%。经济型酒店整合、提效的基础上持续提升房价（+4.3%），出租率略微下降（-0.5pct），RevPAR 保持 3.6%的提升。
- **轻资产加盟推动门店铺设，中高端占比持续提升。**
- **渠道布局：**1）Q1 新开店 84 家，其中加盟店 81 家，加盟模式助力快速扩张的同时提升利润率。2）着力发展中高端，Q1 净开业酒店 21 家（中高端+24，经济型-17，其他+14），已开业酒店 3733 家，中高端酒店（527 家，Q1 净开业 24 家）占比 14.1%，房间占比 17.8%。3）扩张潜力仍大，已签约未开业和正在签约店为 545 家。4）管理输出提供新动力（Q1 新开 25 家）。
 - **品牌战略：**品牌战略持续进行，中高端重点打造和颐/如家精选/如家商旅等品牌，Q1 分别新开业 5/3/15 家，净开业 5/0/15 家，针对年轻群体的 Yunik Q1 开业 1 家；经济型酒店持续改造升级，关店 47 家，其中如家品牌 32 家，升级加速。
 - **公司 18 年计划开店不少于 450 家，中高端不少于 50%，渠道扩张和结构调整持续。**
- **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 8.59（+36%）、10.97（+28%）、12.68（+16%），EPS 分别为 1.05、1.34、1.55 元，对应 PE 分别为 26、21、18 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动、经营效益下滑等风险。

图 1: 公司营业收入及增速



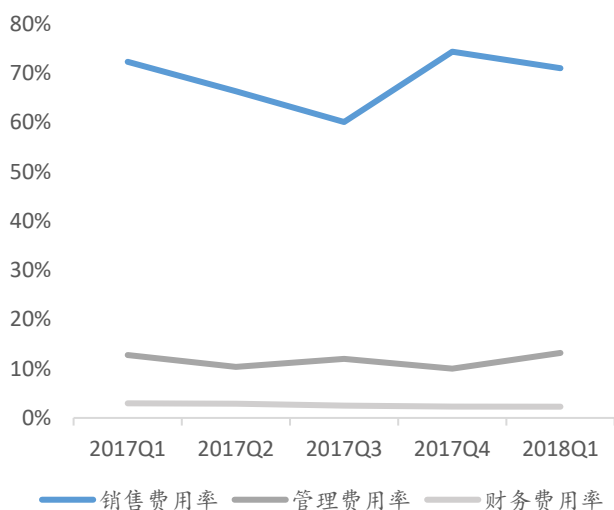
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 公司归母净利润及增速



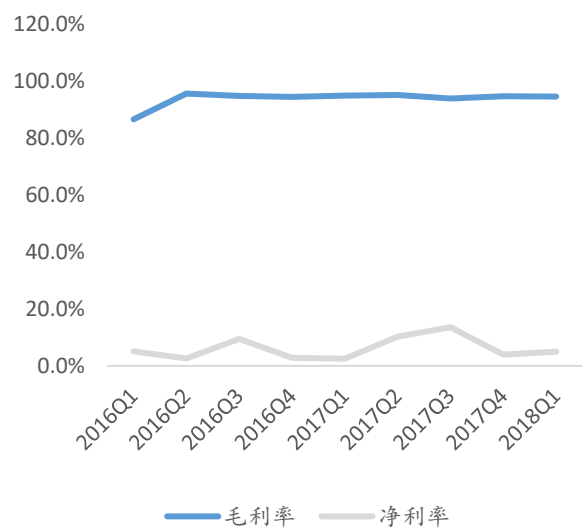
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 公司期间费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 公司毛利率、净利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 1: 如家酒店经营绩效及增速

如家	RevPAR (元/间)			均价 (元/间)			出租率		
	2018Q1	18Q1 同比变动	17Q4 同比变动	2018Q1	18Q1 同比变动	17Q4 同比变动	2018Q1	18Q1 同比变动 (pct)	17Q4 同比变动 (pct)
经济型酒店	129	2.20%	5.30%	160	4.70%	3.30%	0.804	-2.00	1.55
中高端酒店	209	-6.70%	-3.40%	296	-2.50%	-3.30%	0.706	-3.10	-0.04
小计	138	4.00%	7.20%	174	7.30%	5.50%	0.793	-2.50	1.29

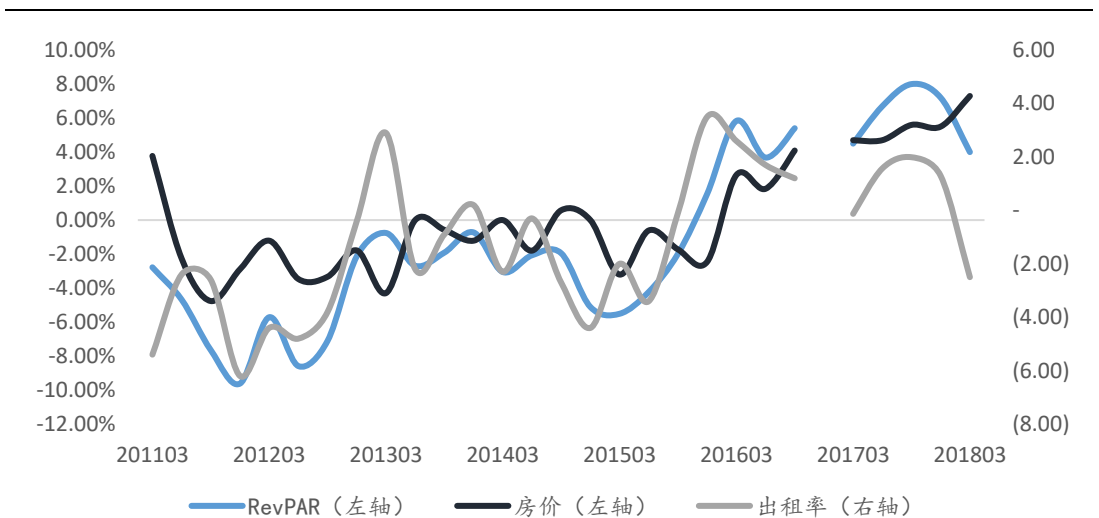
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 2: 如家成熟酒店经营绩效及增速

如家同店	RevPAR (元/间)			均价 (元/间)			出租率		
	18Q1	17Q4		18Q1	17Q4		18Q1 同	17Q4 同	
	2018Q1	同比	同比	2018Q1	同比	同比	比变动	比变动	
	变动	变动		变动	变动		(pct)	(pct)	
经济型酒店	130	2.60%	6.50%	160	5.30%	4.30%	0.811	-2.10	1.75
中高端酒店	253	4.30%	5.80%	327	4.20%	3.70%	0.775	0.10	1.67
小计	137	2.90%	6.50%	170	5.40%	4.30%	0.809	-2.00	1.75

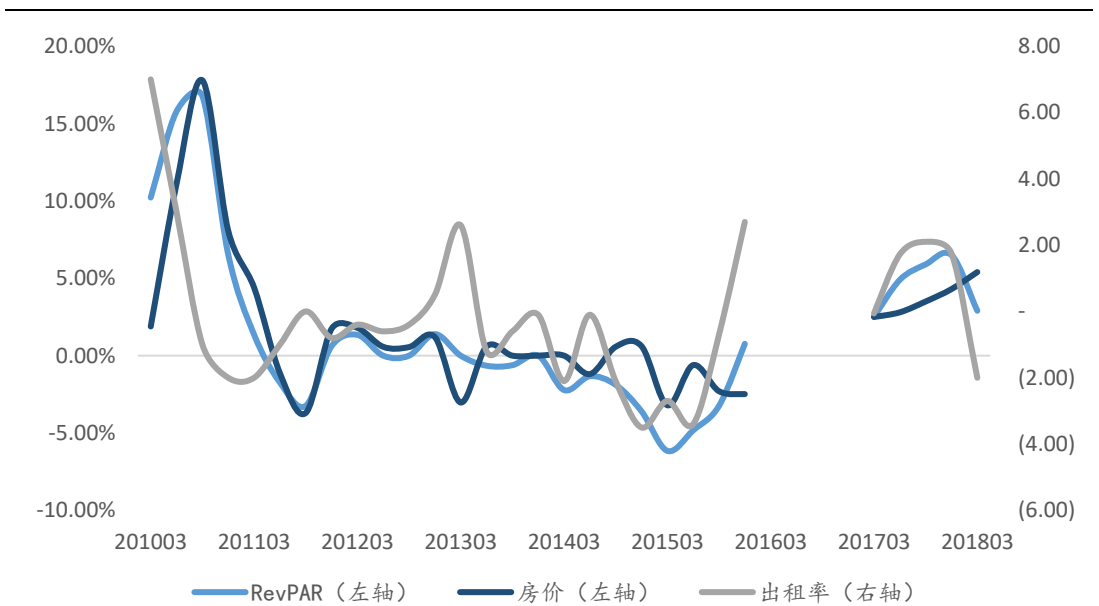
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 如家三大指标变动率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 如家同店三大指标变动率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 3: 2018Q1 新开店情况

品牌	新开店数量		
	2018 年 1-3 月		
	合计	直营	特许
经济型酒店	30	-	30
如家	9	-	9
莫泰	2	-	2
蓝牌驿居	1	-	1
派柏云	8	-	8
睿柏云	7	-	7
雅客怡家	3	-	3
中高端酒店	29	3	26
和颐	5	-	5
如家精选	3	1	2
如家商旅	15	-	15
素柏云	1	-	1
金牌驿居	2	1	1
Yunik	1	1	-
首旅建国	2	-	2
其他	25	-	25
管理输出	25	-	25
小计	84	3	81

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4: 2018Q1 已开店酒店情况

品牌	酒店数量			客房间数		
	合计	直营	特许	合计	直营	特许
经济型酒店	3,018	779	2,239	303,076	91,760	211,316
如家	2,296	609	1,687	238,430	67,554	170,876
莫泰	365	131	234	43,280	20,294	22,986
云上四季	36	20	16	3,153	2,264	889
蓝牌驿居	59	-	59	2,480	-	2,480
派柏云	140	-	140	7,958	-	7,958
睿柏云	60	-	60	3,394	-	3,394
欣燕都	21	17	4	1,755	1,465	290
雅客怡家	41	2	39	2,626	183	2,443
中高端酒店	527	132	395	68,411	18,687	49,724

和颐	124	37	87	15,368	6,234	9,134
如家精选	164	52	112	16,885	6,465	10,420
如家商旅	95	20	75	7,937	2,034	5,903
璞隐	1	1	-	166	166	-
扉缦	2	2	-	244	244	-
素柏云	13	-	13	834	-	834
诗柏云	1	-	1	24	-	24
金牌驿居	30	12	18	1,909	1,025	884
Yunik	1	1	-	35	35	-
首旅建国	69	2	67	18,841	922	17,919
首旅南苑	5	4	1	1,075	961	114
首旅京伦	22	1	21	5,093	601	4,492
其他	188	34	154	12,058	2,264	9,794
公寓	35	33	2	2,329	2,208	121
漫趣乐园	1	1	-	56	56	-
管理输出	152	-	152	9,673	-	9,673
小计	3,733	945	2,788	383,545	112,711	270,834

数据来源：公司公告，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>

