

# 联手凯悦打造新品牌，深耕中高端，估值低位迎利好

增持 (维持)

2019年03月03日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	8,417	8,763	9,350	10,028
同比 (%)	29.0%	4.1%	6.7%	7.3%
归母净利润 (百万元)	631	860	1,060	1,248
同比 (%)	199.1%	36.3%	23.2%	17.8%
每股收益 (元/股)	0.64	0.88	1.08	1.27
P/E (倍)	30.49	22.36	18.15	15.42

## 投资要点

■ **首旅联手凯悦，打造中高端品牌。**首旅酒店2月26日公告与凯悦成立合资公司，如家持股51%；合资公司投资总额为5亿元，计划推出全新酒店品牌：1) 预计新品牌未来房价将会在600-800元左右，定位将介于和颐至尊与凯悦嘉轩之间，房间数量在150-200间左右。2) 新品牌计划在星级产品基础上进行部分简化，同时植入更多流行概念，来满足年轻商务人士的需求。3) 有望丰富首旅品牌矩阵，提升中高端酒店占比，目前首旅中高端酒店15%，低于华住的32%和锦江的34%。

■ **借助高端经营经验，融合中国市场洞察。**1) 凯悦深耕高端酒店，专业知识具优势，拥有柏悦、君悦、凯悦等知名品牌共843家酒店，会员超1600万；已在大中华地区运营50年，将大中华区作为其全球发展计划的重要组成部分。2) 如家洞察中国市场，网络庞大，在400多个城市拥有约3900家酒店，熟悉业主资源，会员总数超一亿，新品牌推出后两家酒店集团的平台上均可预定到新品牌酒店。

■ **双方共同投入、用心打磨精品，长期助力国际化。**1) 新品牌由两大酒店管理公司共同投资、共同建立，结合双方的特长进行产品设计，并且合资公司还将全新组建独立的管理团队。2) 新品牌预计将以改造存量酒店资产或寻找新的项目为基础，将率先打开一线城市，预计首家酒店将在2020年开业；预计将以自营模式来打造样本，三到五年带动加盟，五年有望实现开业酒店超百家，预计加盟比例在70-80%。3) 长期实现国际化，长期有望进一步筹划新品牌的国际化落地；同时，首旅如家也有望根据市场需求开发其他新品牌，逐步打造国际化的酒店集团。

■ **行业有望逐步趋稳，龙头改造+扩张持续、优势凸显。**1) 受春节错位影响，酒店数据1月表现增速参考意义有限，截至12月数据看，酒店行业基本面初现趋稳迹象，新增供给放缓，供需关系有所缓解，经营指标未来有望企稳。2) 首旅加速扩张、持续改造，预计公司19年扩张速度将超过18年，且重点开拓中端市场；同时将持续推进经济型酒店的升级改造，预计19年将完成200家如家3.0的改造，年底再开始第3个100家的改造。3) 行业房价下降的背景下，锦江提价趋势仍维持且大幅受益于中端酒店占比的提升，预计首旅同样维持提价且持续受益于中端扩张和经济性改造。

■ **盈利预测：**预计公司18-20年归属净利8.60(+36.3%)、10.60(+23.2%)、12.48(+17.8%)亿元，对应PE为22、18、15倍。目前公司EV/EBITDA10倍，对比海外同行(15-18倍)有显著低估，有望受益于市场情绪上扬、风险偏好提升、普涨行情板块扩散，叠加作为中盘股被纳入MSCI的利好催化，建议关注估值修复的机会。

■ **风险提示：**宏观经济波动超预期，酒店扩张及经营业绩低于预期等风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	19.65
一年最低/最高价	13.73/29.41
市净率(倍)	2.38
流通A股市值(百万元)	12273.57

## 基础数据

每股净资产(元)	8.26
资产负债率(%)	50.59
总股本(百万股)	978.89
流通A股(百万股)	624.61

## 相关研究

1、《首旅酒店(600258): Q3业绩增长稳健，经济波动与假期错位导致RevPAR增速承压》

2018-10-31

2、《首旅酒店(600258): Q2同店增速提升，加盟提升盈利能力》

2018-08-31

3、《首旅酒店: 酒店效益稳步提升，Q1业绩高增长-20180502》

2018-05-02

## 1. 联手凯悦打造中高端品牌，丰富品牌矩阵

**首旅联手凯悦，打造中高端品牌。**首旅酒店2月26日公告与凯悦成立合资公司，该合资公司注册资本1.8亿，如家将分期出资现金9,180万元，占总股本的51%股权；凯悦将分期出资现金8,820万元，占总股本的49%。合资公司投资总额为5亿元，计划推出全新酒店品牌。

表 1：合资公司出资方式、出资额

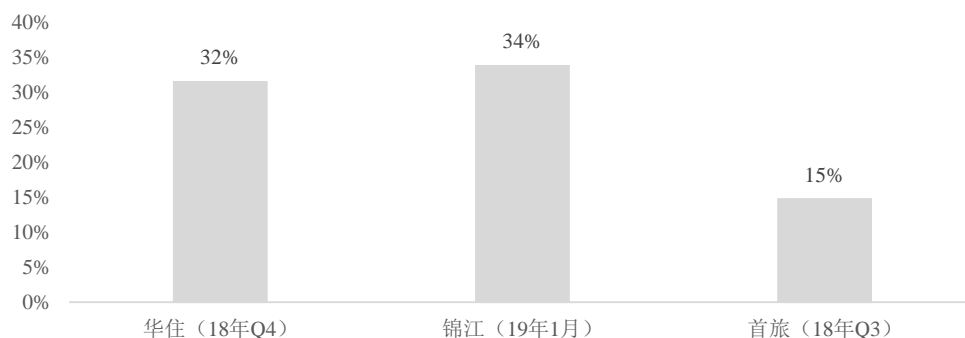
序号	股东	出资方式	金额（万元）	股权比例（%）
1	如家酒店连锁(中国)有限公司	现金	9,180	51
2	中国凯悦有限公司	现金	8,820	49
合计			18,000	100

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**新品牌定位中高端，满足商旅、出游多种需求。**预计新品牌未来房价将会在600-800元左右，品牌定位将介于和颐至尊与凯悦嘉轩之间，预计房间数量在150-200间左右。与目前中高端酒店在经济型酒店基础上做加法的模式不同，新品牌计划将现有四五星级中高端产品进行配套设施的部分简化，同时植入更多公共空间、社交、黑科技等流行趋势的概念，来满足年轻商务人士的需求。

**品牌矩阵清晰，新品牌有望扩充品牌丰富度，提升中端酒店占比。**首旅收购如家后，以三大事业部的形式管理旗下品牌，2018年要公司重点产品系列先从20多个收缩到重点的7-8个，高端品牌包括和颐至尚、和颐至尊、如家商旅、如家精选，经济型品牌包括如家NEO和莫泰酒店，此外开拓创新品牌，包括定位年轻社交的YUNIK和定位低线商务的柏丽艾尚。新品牌有望凭借多元风格与和颐、如家形成差异化定位，灵活覆盖多样化需求。并且，目前首旅集团中端酒店数量占比为15%，显著低于华住的32%和锦江的34%，中端布局具有提升空间，且在行业升级的趋势下深挖深耕中端酒店的需求能够实现较强的经济性。

图 1：三大酒店集团中端酒店占比（按酒店）



数据来源：首旅、锦江、华住公告，东吴证券研究所

图 2：首旅现有品牌矩阵



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 2. 借助高端经营经验，融合中国市场洞察

凯悦酒店集团深耕高端酒店，专业知识具优势，拥有会员超 1600 万。凯悦是高端酒店业的领导者，在全球拥有 843 家酒店，近 21 万间客房，旗下拥有全服务品牌柏悦 (Park Hyatt), Andaz, 君悦(Grand Hyatt), 凯悦(Hyatt Regency), Hyatt, Andaz, Hyatt Centric 和 The Unbound Collection by Hyatt 等，全包式度假品牌 Hyatt Ziva 和 Hyatt Zilara，高端酒店产品打造和运营管理的经验非常丰富。根据公司公告，截至 18 年底，凯悦拥有会员超过 1600 万。

图 3：凯悦酒店集团旗下品牌



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

凯悦拥有丰富的国际运营经验,重视大中华市场。凯悦已在大中华地区运营 50 年,在大中华区拥有 70 家已开业的酒店以及百余家尚未开业的酒店,将大中华区作为其全球发展计划的重要组成部分。根据凯悦的公告,亚太区域全服务酒店的 RevPAR 已达 155 美元,同增 4.7%,表现领先。

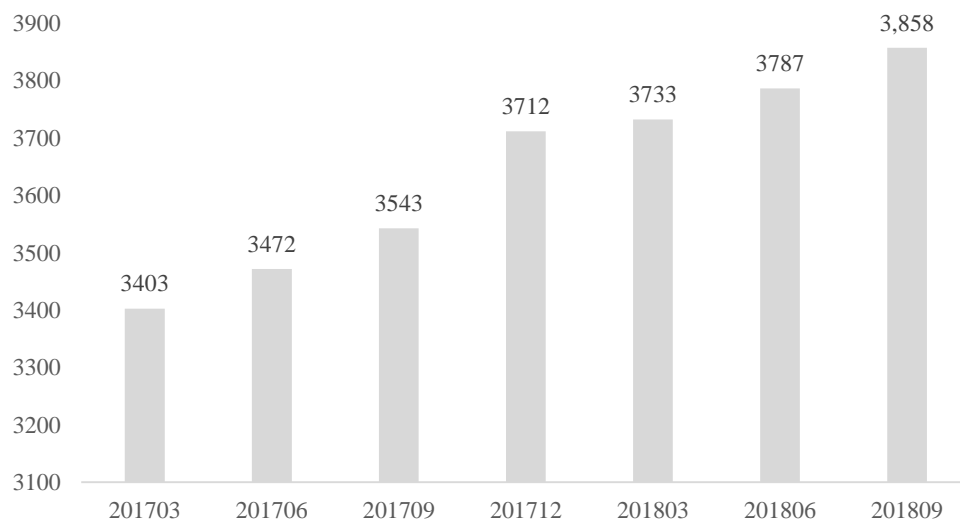
表 2: 凯悦各区域同店经营指标及增速

	RevPAR \$	YoY	Occupancy	±pts	ADR \$	YoY
Americas full service	159	2.90%	75.90%	0.50%	209	2.10%
Americas select service	108	0.40%	77.10%	-0.60%	140	1.20%
EAME/SW Asia full service	127	6.10%	67.60%	3.00%	188	1.40%
EAME/SW Asia select service	70	4.60%	75.20%	2.70%	93	0.90%
<i>ASPAC full service</i>	<i>155</i>	<i>4.70%</i>	<i>75.40%</i>	<i>2.10%</i>	<i>206</i>	<i>1.70%</i>
<i>ASPAC select service</i>	<i>61</i>	<i>7.10%</i>	<i>71.90%</i>	<i>0.30%</i>	<i>85</i>	<i>6.80%</i>

数据来源: 凯悦公告, 东吴证券研究所

如家洞察中国市场,网络庞大,会员基础助力为新品牌培育提供基础。首旅如家在 400 多个城市拥有约 3900 家酒店,熟悉业主资源,并且具有较强的当地成本效率管理能力。首旅如家会员总数超一亿,新品牌推出后两家酒店集团的平台上均可预定到新品牌酒店,为新品牌的培育提供坚实的客户基础和集团背书。

图 4: 首旅集团已开业酒店数



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 双方共同投入、用心打磨精品，长期助力国际化

中国酒店龙头与海外酒店集团强强联手是丰富品牌体系、拓展发展路径、集团全球化的重要战略。华住 2016 年与雅高酒店集团交叉持股、形成长期战略联盟，获得了在中国地区美居、宜必思的特许经营权，美爵酒店和诺富特酒店的共同开发权，并于 2018 年增持雅高至 4.6%。锦江酒店集团拥有雅高 12% 股权，此外锦江股份 2015 年全资并购卢浮，将其中高端品牌康铂、郁锦香、Kyriad 等引入中国，并在部分授权维也纳团队开发、运营。通过并购和战略投资等方式进行的品牌拓展目前已有较丰富的先例，但主要以引入现有品牌为主。

**如家联手凯悦合力打造新品牌，提升品牌打造能力。**新品牌由两大酒店管理公司共同投资、共同建立，结合双方的特长进行产品设计，并且合资公司还将全新组建独立的管理团队（面向全市场招聘 CEO 和高级管理人员，而不是双方各自委派），由独立团队进行运营。双方合力投入、同时拥有培育出来的新品牌，形成稳定正向的长期合作模式。

**发展路径清晰，从一线城市到规模化拓展，从中国市场走向全球化发展。**

**新品牌预计将率先打开一线城市。**根据发布会的新闻，新品牌名称尚在酝酿中，但产品研发和选址已接近尾声，新品牌将首先分布于北京、上海、广州、深圳等一线城市，并选择一两个二线城市做试点，预计首家酒店将在 2020 年开业。

**存量优质物业为基础，直营带动加盟，五年预计超百家。**新品牌预计将以改造存量酒店资产或寻找新的项目为基础，首先以自营模式来打造样本，三到五年将直营店发展好带动特许加盟店的发展，预计五年有望实现规模化、实现开业酒店超百家。预计未来新品牌的加盟比例在 70-80%，对于业主来说，预计其投资回报表现将不低于目前市场中五年左右回收期的平均水平。

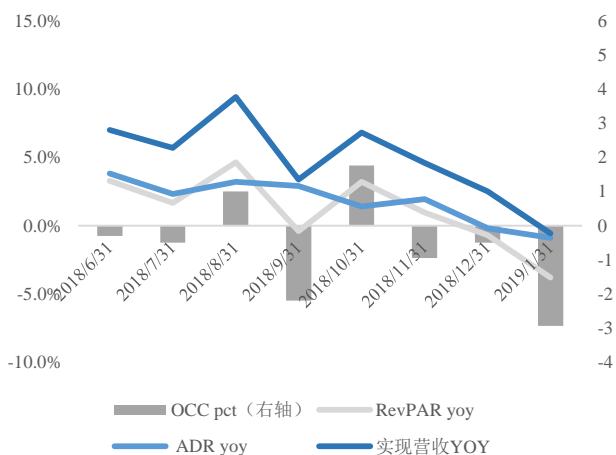
**长期实现国际化。**长期来看，品牌与集团有望协同实现国际化。在新品牌得到市场、客户及投资方的认可后，有望进一步筹划新品牌的国际化落地；同时，首旅如家也有望根据市场需求开发其他新品牌，逐步打造国际化的酒店集团。

### 4. 行业有望逐步趋稳，龙头改造+扩张持续、优势凸显

受春节错位影响，酒店数据 1 月表现增速参考意义有限，截至 12 月数据看，酒店行业基本面初现趋稳迹象，新增供给放缓，供需关系有所缓解，经营指标未来有望企稳。行业以及锦江 1 月数据均呈现表现下降，与春节错位有关，不具代表性。根据 STR 的数据，前期受景气周期影响下的供给高增速已呈现回落态势，12 月供给同增 3.3%，而需求增速略微提升至 2.8%，供需关系有所缓解；就后期供给来看，餐饮住宿行业固定资产投资完成额增速已于 10 月转负，全年投资完成额同比减少 3.4%，预计新增供给进一步

放缓有望缓解经营压力。反映到经营数据上，虽然截至 12 月 RevPAR 增速仍处于下行区间，但未来随着供需格局的持续改善，经营数据有望企稳。

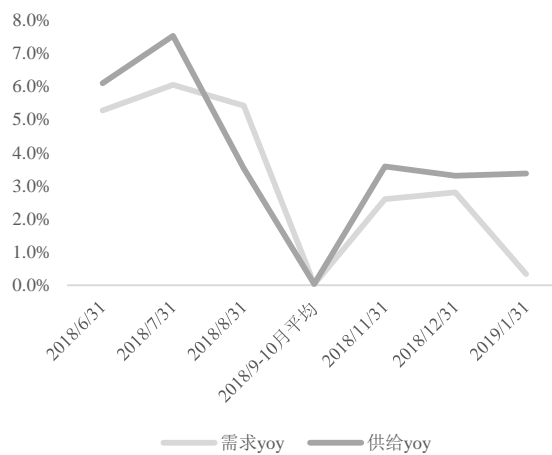
图 5：酒店行业经营指标增速



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

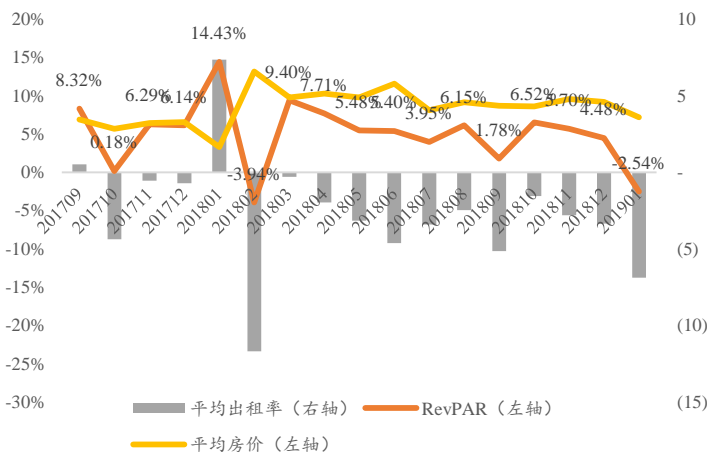
注：9-10 月增速受中秋错位影响

图 6：酒店行业需求和供给增速



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 7：锦江月度经营数据



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：餐饮住宿业固定资产投资完成额增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

**酒店龙头持续改造+扩张，中高端战略明确。**从 18 年下半年开始，首旅扩张加速，预计公司全职开发团队已超 100 人，19 年扩张速度将超过 18 年，且重点开拓中端市场，公司有望抓住升级的契机，深度把握中端需求，带动经营数据和效益的提升。同时公司持续推进经济型酒店的升级改造，预计 19 年将完成 200 家如家 3.0 的改造，年底再开始第 3 个 100 家的改造。此次与凯悦的合作虽然对 19 年业绩并没有直接贡献，但明确了公司发展中高端的酒店的战略方向和重心，彰显了公司把握市场变化、抓住市场契机的能力。

酒店龙头持续升级改造带来的定位升级以及品牌升级有望驱动效益的持续提升，弱化经济波动带来的影响。1) 从行业数据看，12月平均房价增速出现拐点，酒店行业平均房价11月提升1.9%，但于12月下降0.2%，1月有春节错位的影响，降价幅度扩大至0.9%。2) 但酒店龙头提价趋势维持，且受益于结构性提升，锦江1月的经济型和中高端酒店仍分别保持1%左右的提价，考虑中端结构性影响后平均房价提升7.19%。预计首旅如家旗下酒店预订同样保持提价，并且受益于结构性的改善。

## 5. 盈利预测

预计公司18-20年归属净利8.60(+36.3%)、10.60(+23.2%)、12.48(+17.8%)亿元，对应PE为18、15、12倍。目前公司EV/EBITDA10倍，对比海外同行(15-18倍)有显著低估，有望受益于市场情绪上扬、风险偏好提升、普涨行情板块扩散，叠加作为中盘股被纳入MSCI的利好催化，建议关注估值修复的机会。

表3：国内外酒店集团估值对比

证券简称		PE (ttm)	EV/EBITDA
国内酒店集团	锦江股份	23.17	10.85
	首旅酒店	21.70	10.15
	华住酒店	49.7	28.00
国外酒店集团	希尔顿	32.1	17.18
	温德姆	32.3	18.12
	万豪国际	22.3	15.14

数据来源：wind，东吴证券研究所

## 6. 风险提示

宏观经济波动超预期，对酒店行业经营造成负面影响的风险。

酒店龙头扩张及经营业绩低于预期等风险。

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>1,967</b>	<b>1,805</b>	<b>2,081</b>	<b>1,995</b>	<b>营业收入</b>	<b>8,417</b>	<b>8,763</b>	<b>9,350</b>	<b>10,028</b>
现金	1,450	1,000	1,479	1,094	减:营业成本	451	464	492	523
应收账款	200	149	238	172	营业税金及附加	58	61	58	62
存货	46	56	52	63	营业费用	5,719	5,794	5,918	6,267
其他流动资产	271	600	312	667	管理费用	948	1,067	1,105	1,169
<b>非流动资产</b>	<b>14,880</b>	<b>15,261</b>	<b>15,897</b>	<b>16,676</b>	财务费用	223	228	234	231
长期股权投资	214	129	65	-5	资产减值损失	60	60	55	45
固定资产	2,498	2,517	2,672	2,890	加:投资净收益	-3	132	2	2
在建工程	203	243	267	276	其他收益	0	20	20	20
无形资产	3,989	4,580	5,293	6,154	<b>营业利润</b>	<b>1,036</b>	<b>1,240</b>	<b>1,509</b>	<b>1,752</b>
其他非流动资产	7,977	7,793	7,600	7,361	加:营业外净收支	-35	-6	-10	-10
<b>资产总计</b>	<b>16,847</b>	<b>17,066</b>	<b>17,978</b>	<b>18,671</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,001</b>	<b>1,234</b>	<b>1,499</b>	<b>1,742</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,818</b>	<b>3,798</b>	<b>4,120</b>	<b>4,062</b>	减:所得税费用	342	333	390	436
短期借款	840	840	840	840	少数股东损益	28	41	50	59
应付账款	134	116	149	133	<b>归属母公司净利润</b>	<b>631</b>	<b>860</b>	<b>1,060</b>	<b>1,248</b>
其他流动负债	2,844	2,842	3,132	3,089	EBIT	1,213	1,341	1,588	1,812
<b>非流动负债</b>	<b>5,402</b>	<b>4,805</b>	<b>4,286</b>	<b>3,730</b>	EBITDA	2,156	2,276	2,689	3,118
长期借款	3,093	2,544	2,008	1,458					
其他非流动负债	2,309	2,261	2,277	2,272	<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>9,220</b>	<b>8,604</b>	<b>8,406</b>	<b>7,793</b>	每股收益(元)	0.64	0.88	1.08	1.27
少数股东权益	288	329	379	437	每股净资产(元)	7.50	8.31	9.39	10.67
归属母公司股东权益	7,339	8,134	9,193	10,441	发行在外股份(百万股)	816	979	979	979
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,847</b>	<b>17,066</b>	<b>17,978</b>	<b>18,671</b>	ROIC(%)	6.1%	7.3%	8.5%	9.3%
					ROE(%)	8.6%	10.6%	11.6%	12.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	毛利率(%)	94.6%	94.7%	94.7%	94.8%
经营活动现金流	2,065	1,654	2,924	2,436	销售净利率(%)	7.5%	9.8%	11.3%	12.4%
投资活动现金流	-537	-1,147	-1,720	-2,062	资产负债率(%)	54.7%	50.4%	46.8%	41.7%
筹资活动现金流	-1,173	-957	-724	-759	收入增长率(%)	29.0%	4.1%	6.7%	7.3%
现金净增加额	346	-450	480	-385	净利润增长率(%)	199.1%	36.3%	23.2%	17.8%
折旧和摊销	943	935	1,101	1,306	P/E	30.49	22.36	18.15	15.42
资本开支	539	531	678	857	P/B	2.62	2.36	2.09	1.84
营运资本变动	232	-253	500	-385	EV/EBITDA	11.10	10.44	8.49	7.29

数据来源: 贝格数据, 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>

