



上次评级: 买入, 2018.10.30

陶伊雪 行业分析师

执业编号: S1500517070002

联系电话: +86 10 83326790

邮箱: taoyixue@cindasc.com

范峻巍 研究助理

联系电话: +86 10 83326876

邮箱: fanjunwei@cindasc.com

相关研究

《首旅酒店 (600258) : 新首旅, 新一轮, 新发展》2018 年 02 月 02 日

《首旅酒店 (600258) : 成本费用率如期下降 注重中高端品牌发展》2018 年 05 月 02 日

《首旅酒店 (600258) : 费用率如期下降 利润总额大幅上升》2018 年 05 月 09 日

《首旅酒店 (600258) : 紧跟行业结构变化, 大力发展中高端业务》2018 年 05 月 25 日

《首旅酒店 (600258) : 利润总额大幅上升 继续发力中高端业务》2018 年 09 月 05 日

《首旅酒店 (600258) : 收入增速缓慢 费用率持续下降》2018 年 10 月 30 日

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编: 100031

升级因素为 RevPAR 增长主要驱动力

2019 年 05 月 22 日

➤ **成本费用率如期下降。**2018 年公司实际销售+管理费用率为 77.7%，较 17 年下降 1.5 个百分点，符合我们预期（信达预期下降 1.1 个百分点，与实际值仅差 0.4%）。2019Q1 公司销售管理费用率继续下降，2019Q1 公司 TTM 销售管理费用率为 77.5%，比 2018 年全年销售管理费用率低 0.2 个百分点，由于一季度为酒店行业淡季，Q1 收入增速低于全年平均值，导致销售管理费用率降幅较小。逐季来看，公司销售管理费用率从 17 年 Q2 开始下降，每个季度平均下降 0.7 个百分点。

➤ **升级因素为 RevPAR 增长主要驱动力。**我们引入对 RevPAR 变化因素的分析，2018 年以来由经济型向中高端升级的因素平均维持在同比 3.0% 左右，且从 18 年 2 季度开始升级因素对 RevPAR 的带动作用逐渐增强，18 年 4 季度达到 3.4%。而受经济波动等宏观因素影响，18 年全年单位收入变化因素平均维持在 0.3%，单位收入变化因素从 18 年 4 季度开始负增长，即若无公司持续发展中高端的战略，公司加权平均 RevPAR 从 18 年 4 季度就已开始负增长。2019 年 1 季度单位收入因素持续下降至 -3.2%，而同期升级因素为 2.8%，导致公司 2019 年 1 季度 RevPAR 出现负增长（-0.5%）。

公司自推行发展中高端战略以来，中高端房间数增长迅速，截止到 19 年 3 月 31 日，公司中高端房间数达到 8.9 万间，同比增长 31%，中高端房间数占比也由 18% 增长至 24%。中高端占比的不断提升对公司整体加权平均 RevPAR 的提升起到了愈加重要的作用，是当前首旅整体 RevPAR 提升的主要驱动力。且随着中高端占比的不断上升，该驱动力将继续增强。

➤ **盈利预测及评级：**公司完成大规模收购，对内部资源的整合将降低公司成本费用率，公司盈利能力将显著提升并逐步释放，我们预测公司 19/20/21 年将实现营业收入 91/100/99 亿元，实现归母净利润 14/16/15 亿元，对应摊薄 EPS1.39/1.60/1.50 元/股，对应当前股价 17.65 元/股的 PE 分别为 13x/11x/12x。维持公司“买入”评级。

➤ **风险因素：**宏观经济周期性波动与行业增速不达预期的风险（包括政策性风险）、通货膨胀风险、行业竞争风险、加盟店风险、汇率风险，以及不可抗力因素。



重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	8,416.65	8,538.81	9,107.74	10,014.45	9,895.42
增长率 YoY %	29.03%	1.45%	6.66%	9.96%	-1.19%
归属母公司净利润(百万元)	630.89	857.01	1,358.33	1,563.96	1,470.17
增长率 YoY%	199.09%	35.84%	58.50%	15.14%	-6.00%
毛利率%	94.64%	94.47%	94.92%	95.29%	95.21%
净资产收益率 ROE%	8.97%	11.06%	15.46%	15.42%	12.73%
EPS(摊薄)(元)	0.64	0.88	1.39	1.60	1.50
市盈率 P/E(倍)	27	20	13	11	12
市净率 P/B(倍)	2.35	2.12	1.84	1.59	1.41

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 5 月 21 日收盘价



升级因素为 RevPAR 增长主要驱动力

首旅酒店 2018 年年报关键数据梳理

首旅酒店 2018 年年报披露，公司 18 年营业收入 85.4 亿元，同比增长 1.5%。酒店业务收入为 80.9 亿元，同比增长 1.5%。其中加盟收入占比 17.7%，高于 17 年 2.1 个百分点，加盟占比持续上升。从房间数来看，加盟房间数上升至 28.9 万间，增速为 7.1%，而直营房间数下降至 10.8 万间，较去年下降 5.5%。加盟管理业务在公司业务发展中起着愈加重要的作用。

我们在公司深度报告《20180202 首旅酒店（600258）新首旅，新轮回，新发展》中提到的在酒店繁荣期中，酒店收入增速超过成本费用增速，成本费用率下降，利润大幅提升。总体来看 2018 年属于酒店繁荣期，2018 年公司实际销售+管理费用率为 77.7%，比 17 年降低 1.5 个百分点，符合我们预期（信达预期下降 1.1 个百分点，与实际值仅差 0.4%）；同时公司酒店业务实现利润总额 11.1 亿元，较去年同期增加 2.6 亿元，同比增长高达 30.1%。

表 1：首旅酒店年报数据对比汇总

首旅酒店年报数据对比	单位	2017 实际值	2018 实际值	YoY	2018 信达预测值	预期 YoY	实际-预期
公司营业收入	百万元	8,417	8,539	1.5%	9,914	17.8%	-13.9%
酒店业务收入	百万元	7,973	8,089	1.5%	9,441	18.4%	-14.3%
加盟收入占比	%	15.6%	17.7%	2.1%	15.0%	-0.6%	2.7%
加盟房间数	间	270,087	289,265	7.1%	294,302	9.0%	-1.7%
直营房间数	间	114,656	108,296	-5.5%	131,748	14.9%	-17.8%
直营业务折合 RevPAR	元	158	166	5.3%	181	14.5%	-8.1%
单间直营客房成本	元	151	157	4.3%	157	4.2%	0.0%
直营毛利率	%	6.0%	6.9%	0.9%	14.2%	8.2%	-7.3%
加盟毛利率	%	96.5%	95.1%	-1.4%	93.5%	-3.0%	1.6%
销售+管理费用率	%	79.2%	77.7%	-1.5%	78.1%	-1.1%	-0.4%
运营利润率	%	14.7%	16.0%	1.3%	16.7%	2.0%	-0.7%
运营利润	百万元	1,240	1,370	10.5%	1,657	33.7%	-17.3%
EBITDA	百万元	2,161	2,084	-3.6%	2,144	-0.8%	-2.8%
EV/EBITDA		8.9	9.0		9.3		

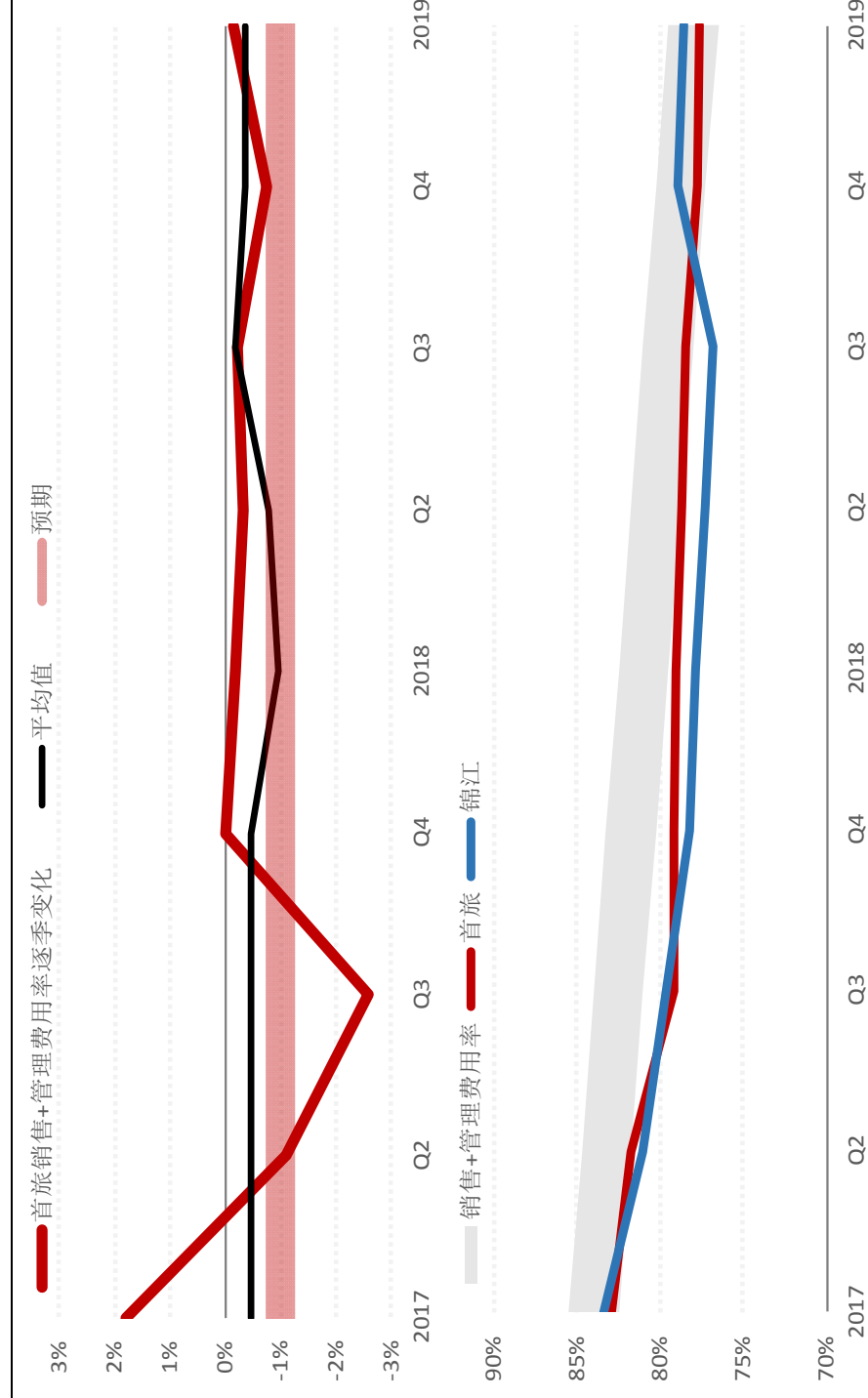
资料来源：公司公告，信达证券研发中心



成本费用率如期下降

2018年公司实际销售+管理费用率为77.7%，较17年下降1.5个百分点，符合我们预期（信达预期下降1.1个百分点，与实际值仅差0.4%）。2019Q1公司销售管理费用率继续下降，2019Q1公司TTM销售管理费用率为77.5%，比2018全年销售管理费用率低0.2个百分点，由于一季度为酒店行业淡季，Q1收入增速低于全年平均值，导致销售管理费用率降幅较小。逐季来看，公司销售管理费用率从17年Q2开始下降，每个季度平均下降0.7个百分点。锦江股份销售管理费用率在2018年4季度出现短暂上升之后，也重新回到下降通道。

图 1：首旅酒店 17-19Q1 逐季销售管理费用率变化（上图）；首旅酒店、锦江股份 17-19Q1 销售管理费用率（下图）



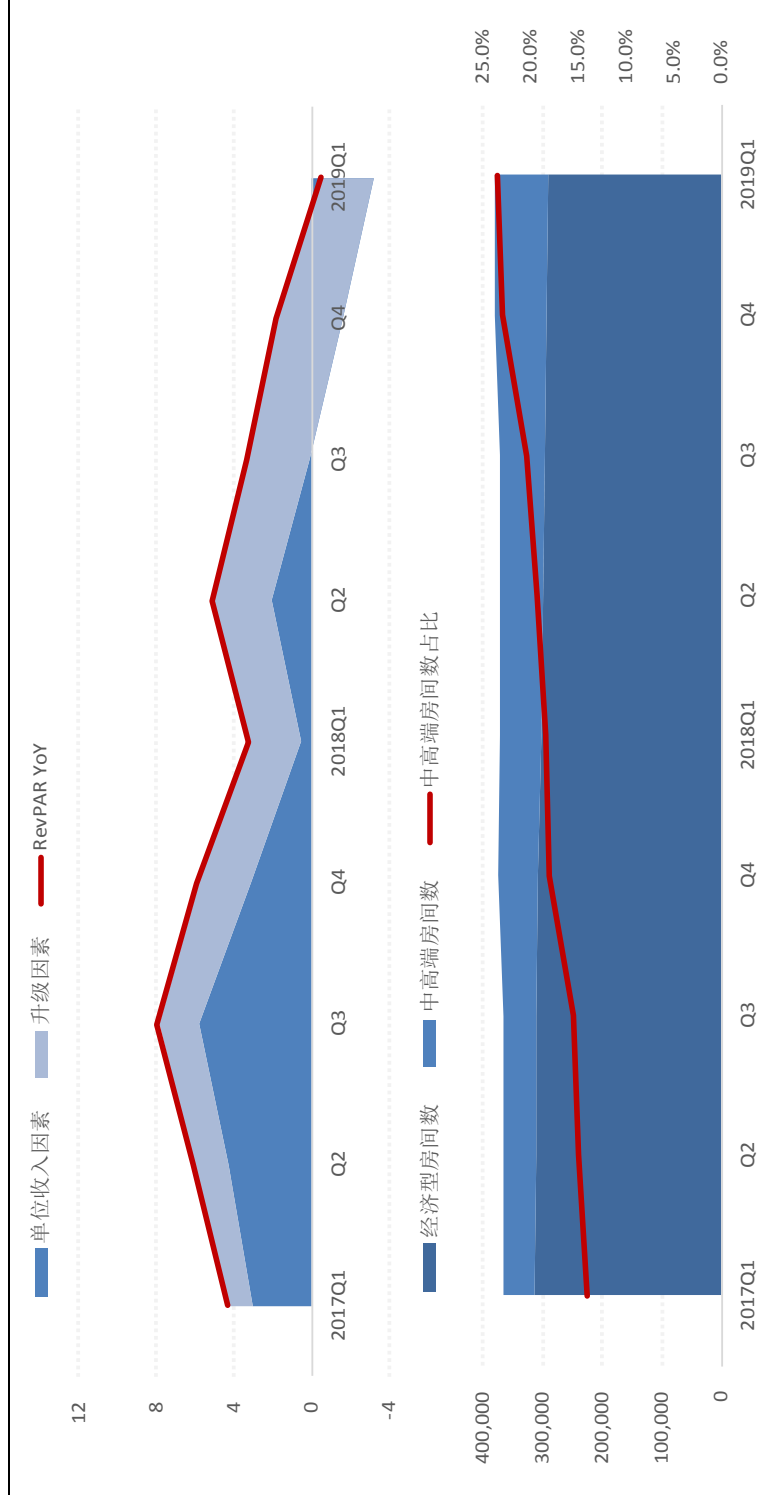
资料来源：首旅酒店公告，锦江股份公告，信达证券研发中心测算 注：2017年Q1-Q4平均值为2017年四个季度实际平均值，从2018年Q1起平均值为前四季度滚动平均值。



升级因素为 RevPAR 增长主要驱动力

我们引入对 RevPAR 变化因素的分析，2018 年以来由经济型向中高端升级的因素平均维持在同比 3.0% 左右，且从 18 年 2 季度开始升级因素对 RevPAR 的带动作用逐渐增强，18 年 4 季度达到 3.4%。而受经济波动等宏观因素影响，18 年全年单位收入变化因素平均维持在 0.3%，单位收入变化因素从 18 年 4 季度开始负增长，即若无公司持续发展中高端的战略，公司加权平均 RevPAR 从 18 年 4 季度就已开始负增长。2019 年 1 季度单位收入因素持续下降至 -3.2%，而同期升级因素为 2.8%，导致公司 2019 年 1 季度 RevPAR 出现负增长（-0.5%）。

图 2：首旅酒店 RevPAR 同比变化及因素分析（%）与中高端占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心测算

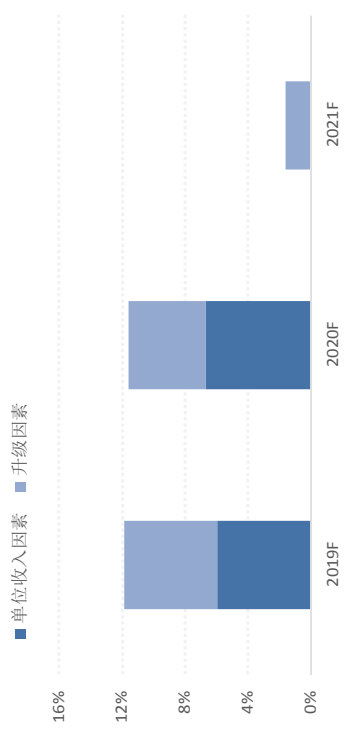
公司自推行发展中高端战略以来，中高端房间数增长迅速，截止到 19 年 3 月 31 日，公司中高端房间数达到 8.9 万间，同比增长 31%，中高端房间数占比也由 18% 增长至 24%。中高端占比的不断提升对公司整体加权平均 RevPAR 的提升起到了愈加重要的作用，是当前首旅整体 RevPAR 提升的主要驱动力。且随着中高端占比的不断上升，该驱动力将继续增强。



单间客房自营成本预测

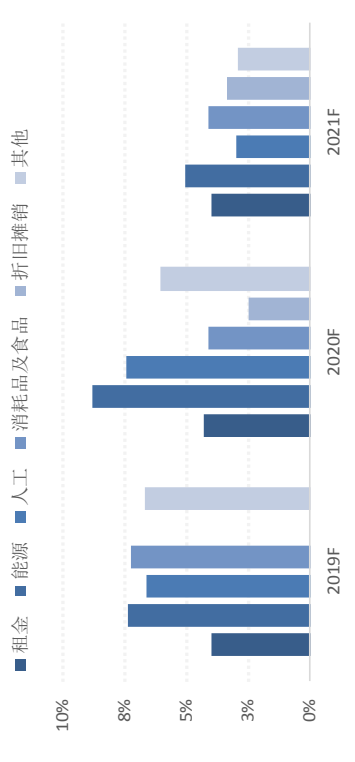
综合我们对首旅酒店旗下各类型酒店的增长预测，我们预计**2019~2021年升级因素**将保持在**2%~6%**之间，叠加**单位收入增长**，首旅酒店的**RevPAR**增长率在**2%~12%**之间。

图 3: 首旅酒店 RevPAR 增长率预测分析



资料来源: 信达证券研发中心预测

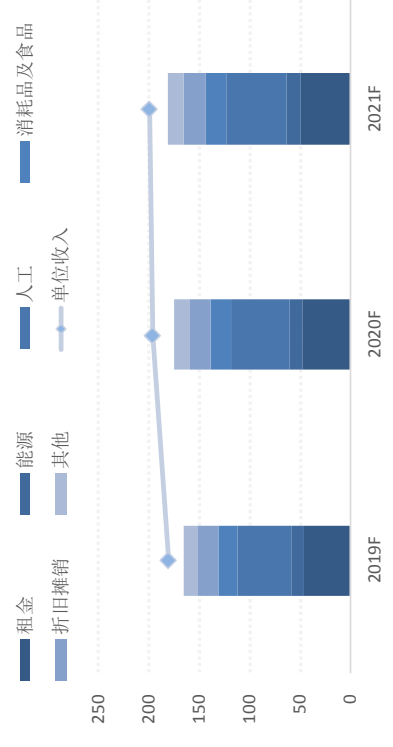
图 4: 单间自营客房成本增长率预测分析



资料来源: 信达证券研发中心预测

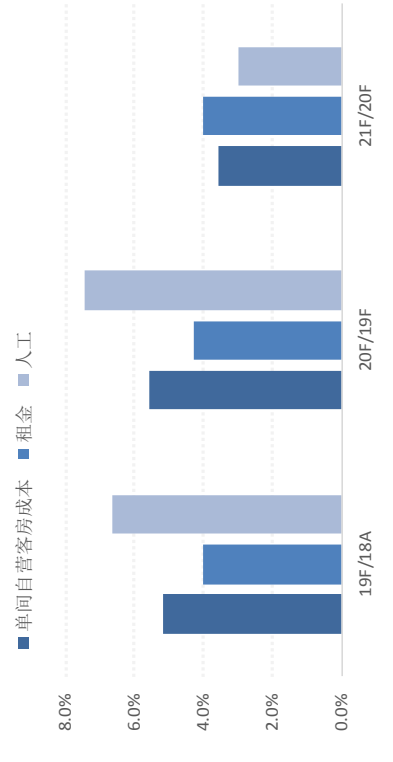
引入对升级因素的分析之后，我们预测**2019~2021年**，单间客房自营成本增长率**4%~6%**；单间客房成本中占比最大的租金（2019~2021约4%）和人工（2019~2021约8%）与2018年实际结果接近（租金2018年实际值增长率为3.2%，人工2018年增长率为7.8%）。

图 5: 单间自营客房 2019-2021 年 RevPAR 及成本构成



资料来源: 信达证券研发中心预测

图 6: 单间自营客房 2019-2021 年成本增长对比



资料来源: 信达证券研发中心测算



首旅酒店 2019 年业绩指引

根据公司年报披露，公司预计 2019 年营业收入为 86-88 亿元，增速 0.7%-3.1%，我们预期公司 19 年营业收入 91 亿元，同比增长 7%。公司年报披露，预计 19 年新增开业酒店 800 间，我们预期新开店 650-730 间。

表 2: 首旅酒店业绩指引对比

首旅酒店业绩指引对比	公司披露/预测	信达预测
2019年预计营业收入 亿元	86~88	91
2019年收入增长率 %	0.7%~3.1%	7%
计划新增开业酒店 间	800	650-730

资料来源: 首旅酒店 18 年年报, 信达证券研发中心预测

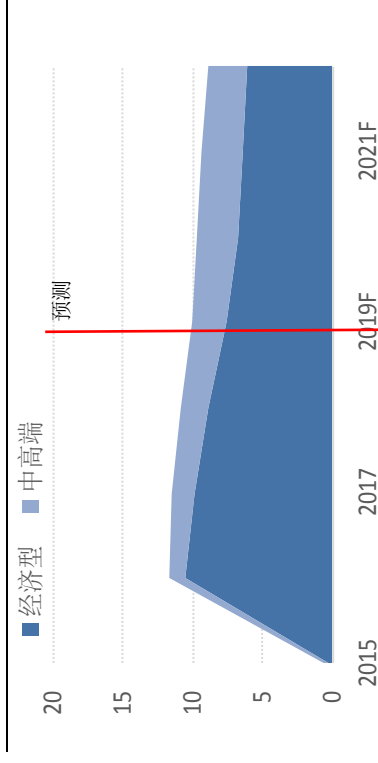


盈利预测及估值

收入预测——基于对房间数和 RevPAR 的预期增长

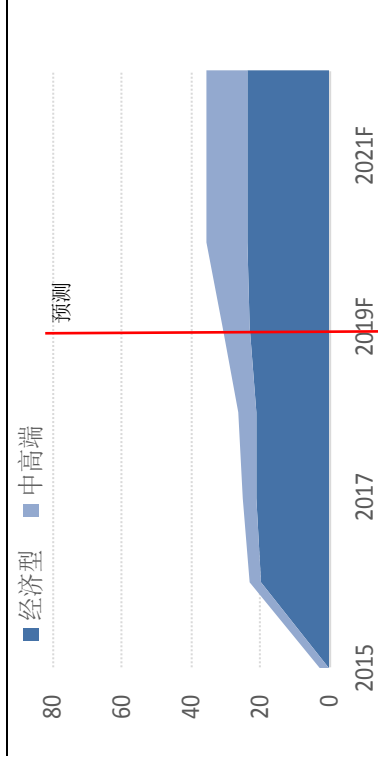
通过对首旅旗下各系列、各品牌直营酒店房间数和加盟酒店房间数的预测，我们预测到 2022 年首旅旗下的酒店房间总数将从现在的 37 万间上升至 45 万间。

图 7: 2015~2022 年首旅直营酒店房间数及预测(万间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

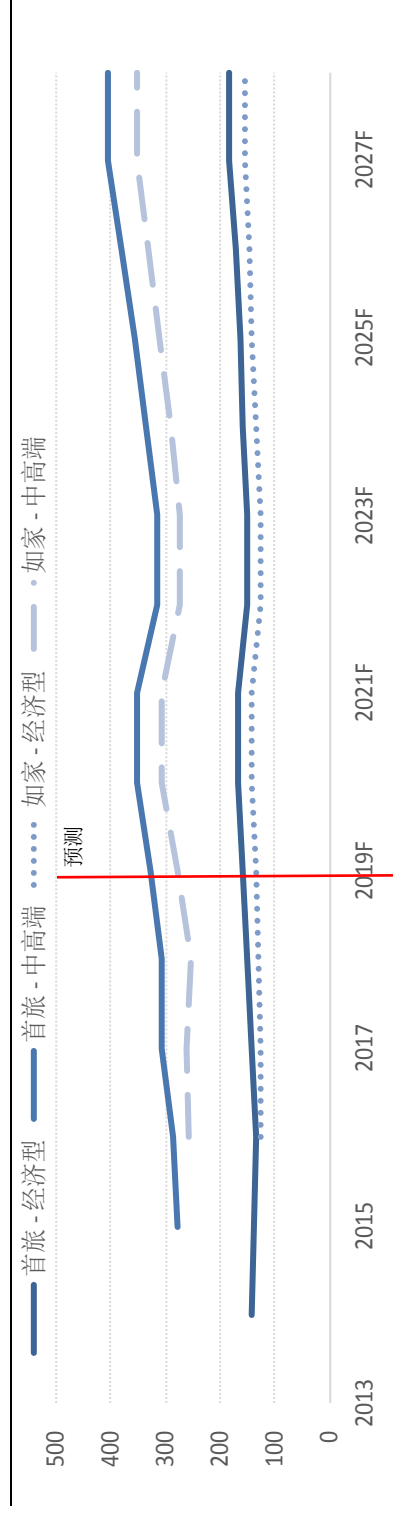
图 8: 2015~2022 年首旅加盟酒店房间数及预测(万间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

根据我们对行业的判断，我们预测了未来公司各类型 RevPAR 的变化。

图 9: 2013~2028 年首旅酒店 RevPAR 及预测(元/间夜)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测



基于房间数和 RevPAR 的预测，我们对首旅各类型酒店的收入预测如下：

图 10: 2015~2022 年首旅直营酒店收入及预测(亿元)

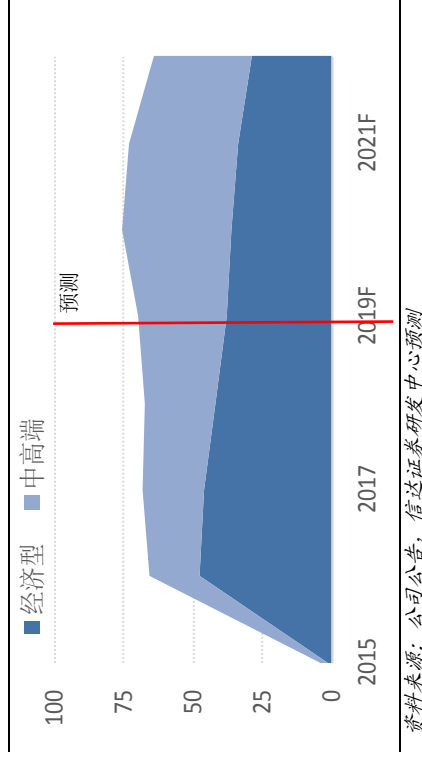
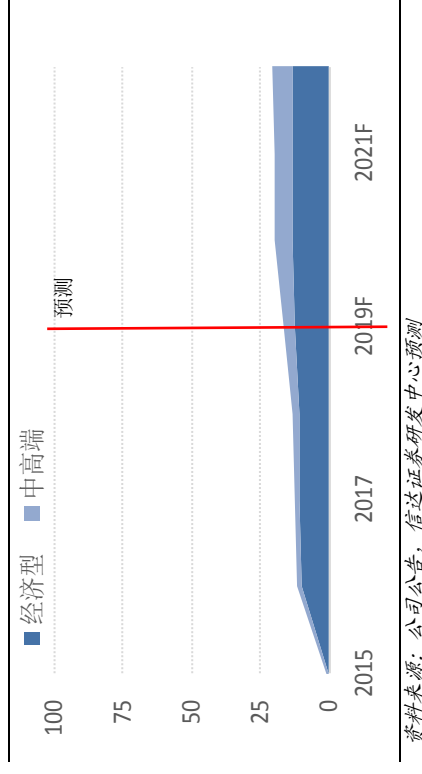


图 11: 2015~2022 年首旅加盟酒店收入及预测(亿元)



可以看到未来公司房间数增长方向主要是在加盟端，中高端收入增长成为收入增长的主要动力。

图 12: 2015~2022 年首旅酒店房间数及预测(万间)

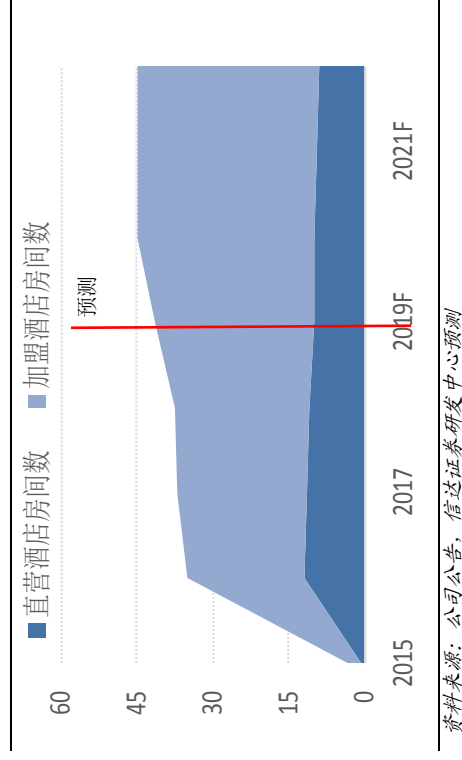
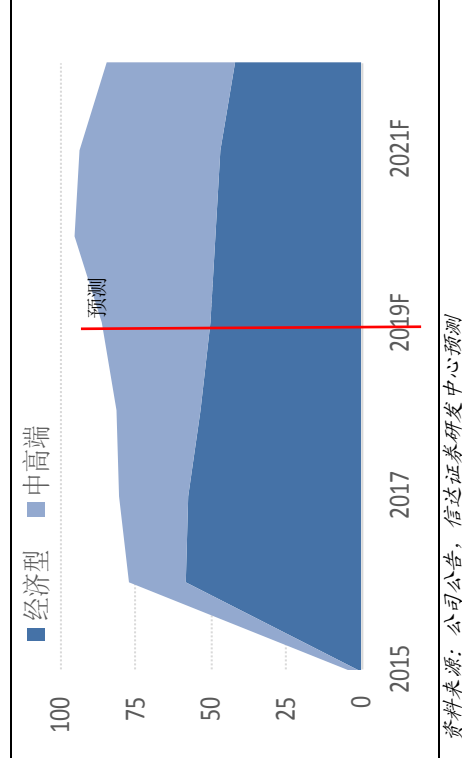


图 13: 2015~2022 年首旅酒店收入及预测(亿元)



到 2022 年，加盟酒店收入占比将在 23%~26%之间波动，中高端收入占比将从目前的约 34%上升到 50%。



图 14: 2015~2022 年首旅酒店加盟收入占比

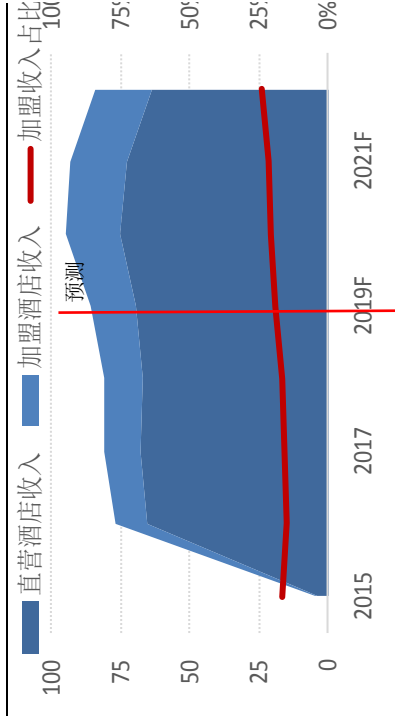
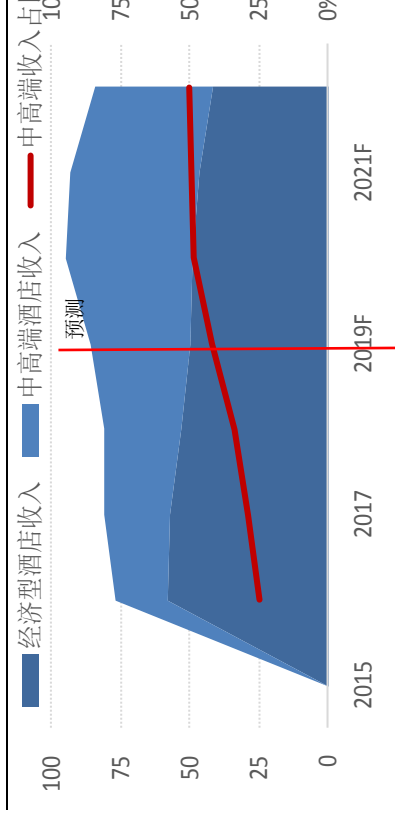


图 15: 2015~2022 年首旅酒店中高端酒店收入占比



成本费用预测

我们将成本费用拆分为租金、能源、人工等多个项目分别进行预测, 到 2022 年酒店业务收入将上升至 85 亿元(相对于 2018 年上升 4.7%, 我们预测 2021 年开始我国酒店行业进入下降周期), 成本费用将下降至 66 亿元。

图 16: 2015~2022 年首旅酒店直营和租赁酒店成本预测(万元)

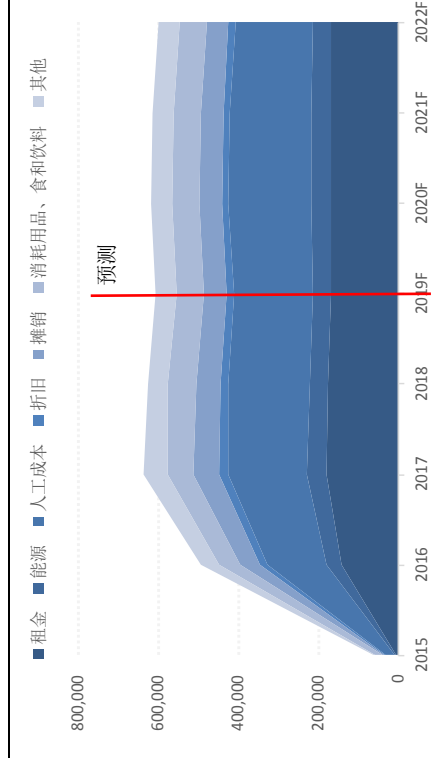
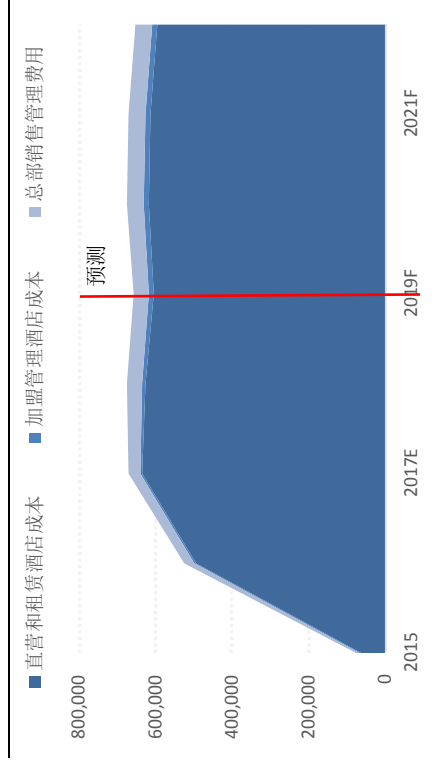


图 17: 2015~2022 年首旅酒店有限服务型酒店成本费用预测(万元)





盈利预测与投资评级

公司完成大规模收购，对内部资源的整合将降低公司成本费用率，公司盈利能力将显著提升并逐步释放，我们预测公司19/20/21年将实现营业收入91/100/99亿元，实现归母净利润14/16/15亿元，对应摊薄EPS1.39/1.60/1.50元/股，对应当前股价17.65元/股的PE分别为13x/11x/12x。维持公司“买入”评级。

风险因素

宏观经济周期性波动与行业增速不达预期的风险（包括政策性风险）、通货膨胀风险、行业竞争风险、加盟店风险、汇率风险，以及不可抗力因素。



单位:百万元

利润表

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8,416.65	8,538.81	9,107.74	10,014.45	9,895.42
营业成本	451.22	471.84	462.24	471.42	474.29
营业税金及附加	58.36	59.12	63.06	69.34	68.51
销售费用	5,719.19	5,609.76	5,563.86	6,117.77	6,045.05
管理费用	948.03	1,027.94	1,016.23	1,064.68	1,162.84
研发费用	0.00	29.98	31.98	35.17	34.75
财务费用	222.52	171.94	137.73	126.71	114.78
减值损失合计	60.26	116.69	3.32	0.20	2.47
投资净收益	-3.19	156.00	5.62	9.62	10.61
其他	82.04	73.26	65.29	69.28	67.29
营业利润	1,035.93	1,280.81	1,900.23	2,208.06	2,070.63
营业外收支	-34.55	4.81	-11.13	-14.11	-8.24
利润总额	1,001.38	1,285.62	1,889.09	2,193.95	2,062.39
所得税	342.16	393.28	472.27	548.49	515.60
净利润	659.22	892.34	1,416.82	1,645.47	1,546.79
少数股东损益	28.33	35.32	58.49	81.51	76.62
归属母公司净利润	630.89	857.01	1,358.33	1,563.96	1,470.17
EBITDA	2,161.23	2,332.28	2,603.82	2,951.30	2,862.95
EPS (当年)(元)	0.77	0.88	1.39	1.60	1.50

单位:百万元

现金流量表

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,064.54	1,923.04	2,145.62	2,408.93	2,333.15
净利润	659.22	892.34	1,416.82	1,645.47	1,546.79
折旧摊销	943.50	884.21	600.67	639.79	683.21
财务费用	216.36	162.45	114.05	117.56	117.35
投资损失	3.19	-156.00	-5.62	-9.62	-10.61
营运资金变动	232.42	49.93	10.00	15.59	-5.45
其它	9.86	90.11	9.70	0.15	1.85
投资活动现金流	-537.15	-907.29	-844.80	-843.29	-699.96
资本支出	-475.58	-541.33	-850.42	-852.91	-710.57
长期投资	-60.76	334.67	5.62	9.62	10.61
其他	-0.81	-700.63	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-1,173.46	-1,438.77	-71.73	-225.24	-225.03
吸收投资	0.00	8.50	0.00	0.00	0.00
借款	-913.00	-1,174.00	150.00	0.00	0.00
支付利息或股息	253.08	273.27	221.73	225.24	225.03
现金流净增加额	346.12	-418.61	1,229.09	1,340.40	1,408.16

单位:百万元

资产负债表

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,966.81	2,330.58	3,570.44	4,939.91	6,346.22
货币资金	1,450.12	1,031.51	2,260.60	3,601.00	5,009.16
应收票据	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	200.30	231.63	247.06	271.66	268.43
预付账款	178.71	178.76	175.12	178.60	179.68
存货	45.51	50.53	49.51	50.49	50.80
其他	92.14	838.15	838.15	838.15	838.15
非流动资产	14,880.38	14,493.60	14,736.97	14,950.15	14,978.13
长期股权投资	214.02	262.12	262.12	262.12	262.12
固定资产(合计)	2,497.85	2,443.55	2,156.12	2,120.73	2,060.80
无形资产	3,989.09	3,886.19	3,795.85	3,706.74	3,616.78
其他	8,179.42	7,901.74	8,522.88	8,860.57	9,038.43
资产总计	16,847.20	16,824.18	18,307.41	19,890.05	21,324.35
流动负债	3,817.61	3,531.07	3,555.15	3,600.01	3,595.19
短期借款	840.00	100.00	100.00	100.00	100.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	133.61	124.59	122.06	124.48	125.24
其他	2,844.00	3,306.47	3,333.09	3,375.52	3,369.95
非流动负债	5,402.41	4,840.25	4,990.25	4,990.25	4,990.25
长期借款	3,093.00	2,593.00	2,743.00	2,743.00	2,743.00
其他	2,309.41	2,247.25	2,247.25	2,247.25	2,247.25
负债合计	9,220.02	8,371.31	8,545.40	8,590.25	8,585.44
少数股东权益	288.18	290.43	348.92	430.43	507.05
归属母公司股东权益	7,338.99	8,162.43	9,413.09	10,869.37	12,231.86
负债和股东权益	16,847.20	16,824.18	18,307.41	19,890.05	21,324.35

单位:百万元

重要财务指标

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8,416.65	8,538.81	9,107.74	10,014.45	9,895.42
同比(%)	29.03%	1.45%	6.66%	9.96%	-1.19%
归属母公司净利润	630.89	857.01	1,358.33	1,563.96	1,470.17
同比(%)	199.09%	35.84%	58.50%	15.14%	-6.00%
毛利率(%)	94.64%	94.47%	94.92%	95.29%	95.21%
ROE%	8.97%	11.06%	15.46%	15.42%	12.73%
EPS (摊薄)(元)	0.64	0.88	1.39	1.60	1.50
P/E	26	19	12	10	11
P/B	2.24	2.01	1.74	1.51	1.34
EV/EBITDA	8.47	8.50	7.67	6.77	6.98



研究团队简介

陶伊雪，麦考瑞大学国际贸易与商法硕士，2014年12月正式加盟信达证券研究开发中心，从事消费行业、能源化工行业研究。

范峻巍，艾克赛特大学金融与投资硕士，2017年4月正式加盟信达证券研究开发中心，从事消费行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com



分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度、独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司提供任何形式的投资银行服务。本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。