

证券研究报告

公司研究——中报点评

首旅酒店 (600258.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.5.22

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

相关研究

《首旅酒店 (600258): 新首旅, 新轮回, 新发展》2018年02月02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

《首旅酒店 (600258): 升级因素为 RevPAR 增长主要驱动力》2019年5月22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

轻资产、高端化应对酒店行业波动

2019年09月05日

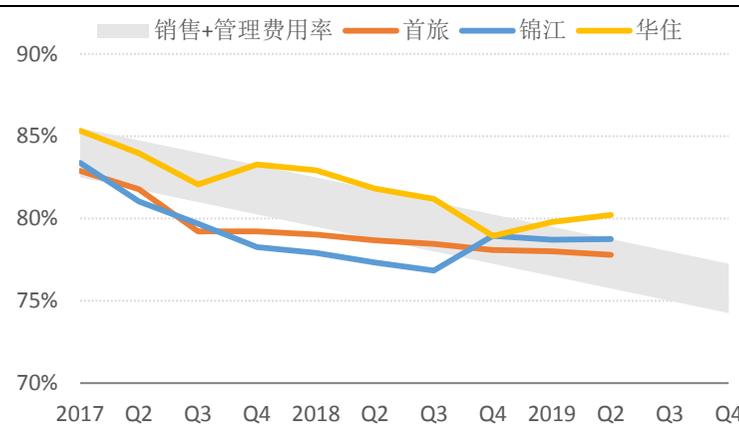
事件: 公司发布2019年上半年报告, 报告期内公司实现营收39.9亿元, 同比下降0.3%, 其中酒店业务实现营收37.4亿元, 同比下降0.5%, 景区运营业务实现营收2.5亿元, 同比增长2.6%。公司实现利润总额5.6亿元, 其中酒店业务利润总额4.4亿元, 同比增长5.7%, 景区业务实现利润总额1.2亿元, 同比上涨6.7%。公司实现归母净利润3.7亿元, 同比增长8.1%, 实现归母扣非净利润3.4亿元, 同比增长6.2%, EPS 0.37元/股。

点评:

➤ **销售+管理费用率下降。**2019年Q2公司的TTM销售+管理费用率为77.8%, 比Q1的TTM销售+管理费用率下降0.2%, 我们预测在酒店繁荣期内每个季度TTM销售+管理费用率逐渐下降, 每个季度降低0.7~1.2%, 公司费用率下降速度低于我们的预期。

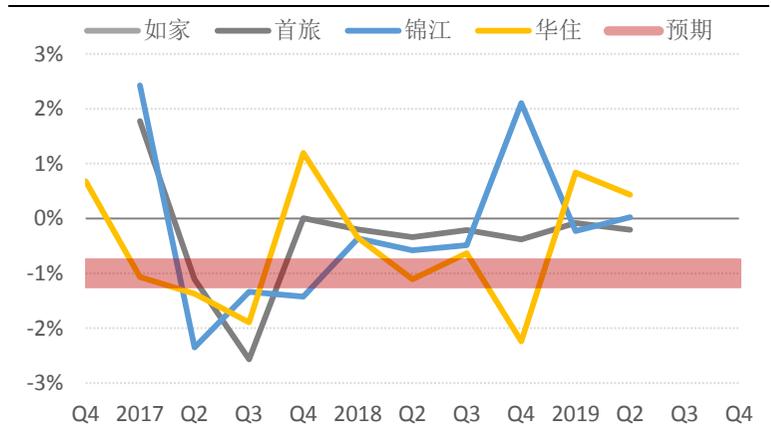
2019年Q2, 公司单间可用客房收入(RevPAR)同比下降1.5%, 经济型/中高端/云酒店分别下降3.9%/6.7%/9.6%。上半年公司实现营业利润5.57亿元, 同比去年同期上升2,251万元, 公司财务费用降低1,843万元, 其它收益增加1,377万元, 投资收益增加1,530万元, 合计影响约4,750万元。

图 1: 首旅、锦江、华住逐季的 TTM 销售+管理费用率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 首旅、锦江、华住销售+管理费用 TTM 变化量



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

- **直营酒店 RevPAR 同比上涨，结构性改善贡献力量。**公司 Q2 全部酒店 RevPAR 同比下降 1.5%，直营酒店 RevPAR 上涨 0.5%，特许管理酒店 RevPAR 下降 2.4%。直营酒店 RevPAR 同比上涨成亮点，酒店改造及品牌升级功不可没。

同店数据来看，公司 Q2 全部酒店 RevPAR 同比下降 3.6%，其中直营 RevPAR 下降 2.5%，特许管理 RevPAR 下降 1.3%。Q2 公司经济型酒店 RevPAR 同比下降 3.9%，中高端酒店 RevPAR 同比下降 3.2%。

STR 数据显示，19 年 7 月全国酒店入住率 OCC 同比上涨 0.5%，平均房价 ADR 同比下降 1.8%，RevPAR 同比下降 1.2%。受宏观经济影响，下半年酒店行业 RevPAR 仍将有波动，酒店结构性的改善将有助于公司 RevPAR 表现。
- **继续发展中高端业务，走轻资产路线。**公司 2019 年 Q2 新开酒店 159 家，其中特许加盟店 157 家，占比 98.7%，新开中高端酒店 43 家，占比达到 27%，中高端、特许经营业务持续发力。公司上半年合计新开酒店 234 家（Q1 新开业 75 家），从公司全年开业 800 家酒店的指引来看，上半年进展较慢，下半年将为酒店开业高峰期。

截至 2019 年 6 月 30 日，公司已开业酒店合计 4,117 家（境外 1 家），已开业客房总数 398,006 间，以房间数计算中高端比例达到 23.1%，同比提升 4.4 个百分点。
- **打造新产品，进行多维度合作。**如家酒店集团与凯悦酒店集团成立的合资公司推出新品牌“逸扉酒店 UrCove by HYATT”，定位中高端旅行市场，第一批位于北京及上海的直营酒店已经开始筹备建设，预计 2020 年上半年开业。公司与春秋集团联合打造的空港连锁酒店品牌“嘉虹”酒店，第一家旗舰店已于 6 月底在虹桥酒店正式开业。“Skybird Hotel Alliance 嘉虹酒店联盟”海内外门店也在同步落地。公司与其它品牌的多维度合作将适应不同的市场需求，产品的多元化发展也将极大助力公司品牌建设。
- **盈利预测及评级：**受宏观经济影响，酒店行业 RevPAR 高速增长期已经结束，因此我们调整了对行业未来 4 年 RevPAR 增速的预测，调整后 2019~2022 年分别为 0/-5%/0/0（原假设为 5%/5%/0/-10%）；同时调整了未来两年公司加盟房间数的预测。基于 RevPAR 和房间数的调整，我们下调了公司盈利预测，我们预计公司 19/20/21 年将实现营业收入 84/84/83 亿元，实现归母净利润 9.4/9.4/8.6 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.95/0.95/0.87 元/股，下调至“增持”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，以及其它不可抗力因素。

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	8,416.42	8,419.39	8,325.88
增长率 YoY %	29.03%	1.45%	-1.43%	0.04%	-1.11%
归属母公司净利润(百万元)	630.89	857.01	939.73	938.06	863.67
增长率 YoY%	199.09%	35.84%	9.65%	-0.18%	-7.93%
毛利率%	94.64%	94.47%	94.61%	94.56%	94.47%
净资产收益率 ROE%	8.97%	11.06%	10.91%	9.89%	8.40%
EPS(摊薄)(元)	0.64	0.87	0.95	0.95	0.87
市盈率 P/E(倍)	28	20	19	19	20
市净率 P/B(倍)	2.39	2.15	1.94	1.77	1.65

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 9 月 5 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,966.81	2,330.58	3,090.85	3,678.06	4,367.48
货币资金	1,450.12	1,031.51	1,803.92	2,388.98	3,079.63
应收票据	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	200.30	231.63	228.31	228.39	225.86
预付账款	178.71	178.76	171.88	173.49	174.51
存货	45.51	50.53	48.59	49.05	49.33
其他	92.14	838.15	838.15	838.15	838.15
非流动资产	14,880.38	14,493.60	14,819.80	15,112.15	15,219.10
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	2,239.02	2,280.27	2,298.14
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	8,522.82	8,863.03	9,042.06
资产总计	16,847.20	16,824.18	17,910.65	18,790.21	19,586.58
流动负债	3,817.61	3,531.07	3,520.54	3,521.81	3,518.14
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	119.80	120.92	121.63
其他	2,844.00	3,306.47	3,300.75	3,300.88	3,296.51
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	8,510.79	8,512.05	8,508.39
少数股东权益	288.18	290.43	330.90	379.78	424.80
归属母公司股东权益	7,338.99	8,162.43	9,068.97	9,898.37	10,653.39
负债和股东权益	16,847.20	16,824.18	17,910.65	18,790.21	19,586.58

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8,416.65	8,538.81	8,416.42	8,419.39	8,325.88
同比(%)	29.03%	1.45%	-1.43%	0.04%	-1.11%
归属母公司净利润	630.89	857.01	939.73	938.06	863.67
同比(%)	199.09%	35.84%	9.65%	-0.18%	-7.93%
毛利率(%)	94.64%	94.47%	94.61%	94.56%	94.47%
ROE%	8.97%	11.06%	10.91%	9.89%	8.40%
EPS(摊薄)(元)	0.64	0.87	0.95	0.95	0.87
P/E	28	20	19	19	20
P/B	2.39	2.15	1.94	1.77	1.65
EV/EBITDA	8.85	8.92	10.43	10.15	10.42

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8,416.65	8,538.81	8,416.42	8,419.39	8,325.88
营业成本	451.22	471.84	453.68	457.94	460.63
营业税金及附加	58.36	59.12	58.27	58.29	57.65
销售费用	5,719.19	5,609.76	5,495.93	5,497.87	5,436.81
管理费用	948.03	1,027.94	993.52	998.43	1,077.19
研发费用	0.00	29.98	29.55	29.56	29.24
财务费用	222.52	171.94	135.26	125.98	120.38
减值损失合计	60.26	116.69	3.07	0.17	2.08
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	1,318.05	1,330.04	1,219.81
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	1,306.92	1,315.93	1,211.57
所得税	342.16	393.28	326.73	328.98	302.89
净利润	659.22	892.34	980.19	986.95	908.68
少数股东损益	28.33	35.32	40.46	48.89	45.01
归属母公司净利润	630.89	857.01	939.73	938.06	863.67
EBITDA	2,161.23	2,332.28	2,024.45	2,081.71	2,026.27
EPS(当年)(元)	0.77	0.88	0.95	0.95	0.87

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,064.54	1,923.04	1,700.16	1,742.17	1,709.81
净利润	659.22	892.34	980.19	986.95	908.68
折旧摊销	943.50	884.21	603.48	648.22	697.35
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	-1.45	-1.06	-4.52
其它	9.86	90.11	9.51	0.13	1.56
投资活动现金流	-537.15	-907.29	-930.51	-930.90	-793.16
资本支出	-475.58	-541.33	-936.13	-940.52	-803.77
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	2.75	-226.21	-226.00
吸收投资	0.00	8.50	75.46	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	222.70	226.21	226.00
现金流净增加额	346.12	-418.61	772.41	585.06	690.65

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月就职于信达证券研究开发中心，从事消费行业研究，覆盖酒店、免税、景区、旅游服务等行业。曾获同花顺 iFinD 2018年休闲服务行业最佳分析师第一名。

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曾与，不与，也将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时提供辅助和参考，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正在提供或争取提供投资银行业务服务。

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了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。