

## “首旅+如家”管理层变动带来新气象

### ——首旅酒店（600258）调研简报

2016年09月13日

推荐/维持

首旅酒店

调研简报

#### 报告摘要:

**管理层换新，整合资源推动市场化。**公司聘任新一届管理层，原如家集团CEO、CFO分别出任集团公司总经理、财务总监。未来公司将以市场为导向，从核心业务重组、后台管理效率提升、会员体系建设、资源共享上引入更多的市场化运行机制。并从激励机制上深化市场薪酬体系及考核机制，并考虑引用多元化的方式。随着如家私有化完成，公司已形成覆盖“豪华”、“高档”、“中档”、“经济型”全系列的酒店业务，接下来将进一步整合双方的会员、平台、人力等资源，共同组建业内航母。

**借行业回暖东风，重推中端酒店品牌。**今年以来酒店行业显著回暖，各大酒店品牌RevPar均出现正向提升，其中如家业绩尤为亮眼，自去年Q4至16年8月均实现稳定正增长。鉴于经济型酒店市场的激烈竞争和利润空间压缩，如家近两年积极推动中端酒店品牌如家精选、和颐的建设，业绩良好。公司未来也将把中端酒店作为主要发展方向，深挖这一新兴市场，提升中端酒店业务在公司整体收入中的占比至25%-30%。

**创新经营转型特许加盟“轻资产”运营模式。**(1)公司积极运用IT技术提升运营效率，完善评价反馈体制。(2)打造“云系列”酒店，输出自身资源，增加特许收入，与加盟商合作共赢。(3)引入跨境体验型产品，通过共同投资或“空间换技术”方式打造VR、动漫等主题房间，吸引客户。鉴于门店直营模式的重资产、慢回报、高风险，公司未来将转型“特许加盟”的轻资产模式，扩充现金流，增强经营活力，提升竞争能力。

**定增项目有望九月获商务部批文。**公司预计九月内拿到商务部批文，年底完成定增，届时公司将用扣除发行重组费用后的募集资金来归还银行贷款，从而将负债率降到一个健康水平，公司财务压力得以缓解。

**公司盈利预测及投资评级。**公司依托国企背景，在收购如家后双方资源实现进一步整合，同时“主动求变”，顺应市场，积极调整经营策略与运营模式。考虑增发完成转增股本，我们预计公司16-18年EPS分别为0.40/0.66/0.82元，对应PE分别为50/30/24倍，维持公司“推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,790.62	1,332.80	6,516.09	8,706.26	10,333.9
增长率(%)	-5.87%	-52.24%	388.90%	33.61%	18.70%
净利润(百万元)	133.59	112.72	301.06	496.33	615.28
增长率(%)	-2.21%	-15.62%	167.08%	64.86%	23.97%
净资产收益率(%)	9.82%	8.44%	18.68%	33.85%	49.79%
每股收益(元)	0.49	0.43	0.40	0.66	0.82
PE	41.39	46.50	50.46	30.31	24.42
PB	4.06	3.93	9.43	10.26	12.16

#### 徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

#### 张凯琳

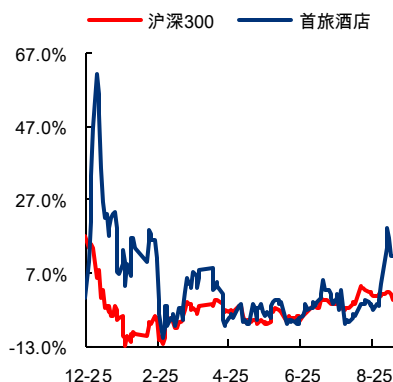
010-66554018

zhangkl@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52周股价区间(元)	22.65-18.55
总市值(亿元)	52.41
流通市值(亿元)	52.41
总股本/流通A股(万股)	23140/23140
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.52

#### 52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

#### 相关研究报告

1、《首旅酒店(600258)16年中报点评:扣非净利大幅增长,全品牌酒店布局助构业界龙头》2016-09-01

## 目 录

<b>1. 管理层换新，整合资源推动市场化</b> .....	<b>3</b>
1.1 管理层聘任制，彰显市场化导向决心 .....	3
1.2 定增积极推进，商务部批文最快月内取得 .....	3
<b>2. 借行业回暖东风，重推中端酒店品牌</b> .....	<b>4</b>
2.1 酒店行业逐步回暖复苏，如家表现亮眼行业 .....	4
2.2 主打中端酒店品牌，成果赫赫未来可期 .....	5
<b>3. 运用 IT 技术创新经营，积极引入跨境体验型产品</b> .....	<b>6</b>
3.1 运用 IT 技术创新经营，积极引入跨境体验型产品 .....	6
3.2 转型特许加盟轻资产运营商业模式 .....	7
<b>4. 盈利预测及估值</b> .....	<b>7</b>

## 表格目录

<b>表 1: 公司新任管理层人员一览表</b> .....	<b>3</b>
<b>表 2: 如家旗下酒店品牌加盟费情况</b> .....	<b>7</b>
<b>表 4: 公司盈利预测表</b> .....	<b>8</b>

## 插图目录

<b>图 1: 公司旗下各品牌酒店数目情况</b> .....	<b>4</b>
<b>图 2: 如家酒店旗下各品牌酒店数目情况</b> .....	<b>5</b>
<b>图 3: 全国经济型酒店数量情况</b> .....	<b>6</b>
<b>图 4: 如家集团云系列酒店</b> .....	<b>6</b>

## 1. 管理层换新，整合资源推动市场化

### 1.1 管理层聘任制，彰显市场化导向决心

北京首旅酒店（集团）股份有限公司第六届董事会第十九次会议提出并经过表决通过了聘任新管理层的相关决议。由如家集团 CEO 孙坚出任首旅酒店总经理，由如家 CFO 出任公司财务总监，并对其他高管进行了相应调整。

表 1:公司新任管理层人员一览表

职务	姓名
总经理	孙坚
常务副总经理	袁首原
副总经理、财务总监	李向荣
副总经理	杨军
副总经理	段中鹏
副总经理	宗翔新
副总经理	蒋蓓蕾

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

“高管聘任制”的实施充分表现了公司推进市场化改革的坚定决心。同时，新任管理层表态：公司将以市场为导向，从核心业务重组、后台管理效率提升、会员体系建设，资源共享上引入更多的市场化运行机制；激励机制上，公司会深入研究市场化的薪酬体系、考核机制，并考虑引用多元化的方式，如：期权、股权等，制定市场化的激励方案。在当前国企改革的大背景下，公司未来市场化改革前景广阔。

随着如家集团私有化的完成，首旅酒店和如家集团正快步进行相应的资源整合。首旅酒店收购如家酒店集团后，已在国内形成 300 余城市运营 3000 余家酒店，形成覆盖“豪华”、“高档”、“中档”、“经济型”全系列的酒店业务，公司的影响力将覆盖至全国，显著提升公司的整体市场竞争力。

公司未来将进一步整合自身与如家酒店集团的客户、平台资源，如家酒店集团会员数量多达 6,590 万，并且拥有线上业务平台如掌上如家 APP、“家联盟”平台及与国内众多 OTA 渠道合作的外部资源平台。此外，如家酒店集团拥有丰富的市场化经营管理经验和业内领先的人力资源管理及考核体系，在职业教育领域处于国内领先地位的如家管理大学，可以持续性地为公司培养人才。我们认为，资源整合的逐步完成将助推公司一举成为业内龙头，奠定领先地位。

### 1.2 定增积极推进，商务部批文最快月内取得

为提高本次重组效率，缓解后续上市公司偿债压力，首旅酒店拟采用询价发行方式向北京首都旅游集团有限责任公司、携程旅游信息技术(上海)有限公司、Wise Kingdom Group Limited 等不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金，总金额不超过 38.74 亿元。

公司目前已经取得证监会批文,正在按相关要求更改子公司经营范围,最快九月份取得商务部批文。公司正在积极与认购投资者沟通,适时进行路演和发行。公司表示,在募集资金到位扣除发行重组费用后,将用来归还银行贷款,公司的负债率会降到一个健康水平,我们认为这将有助于改善公司财务负担。

## 2. 借行业回暖东风,重推中端酒店品牌

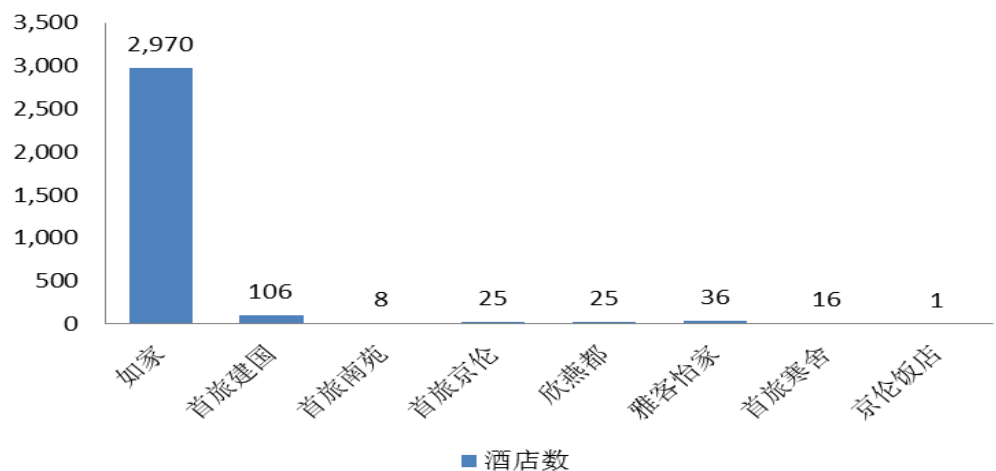
### 2.1 酒店行业逐步回暖复苏,如家表现亮眼行业

我国经济型酒店市场在高速增长后期进入行业存量消化状态之中,酒店行业整体处于低迷状态。对此,各大酒店品牌纷纷主动调整战略:(1)优化开店质量,在地址选取、客户流量预测、区域内供应数量等方面更严格地进行筛选。(2)关注存量酒店的改造与优化,提升酒店品质。如家在过去两年内对存量酒店进行了较大力度的升级优化,推出了如家精选、如家商旅、和颐三个中端酒店品牌,目前超过 130 多家开业规模,并且发展态势良好。尤其实现重组后公司将进一步加大经济型酒店体质改造的投入力度,目前为止签约酒店超过 200 家。

RevPar 作为衡量酒店经营状况的重要指标,当前各大酒店品牌的 RevPar 数据都显示出现了正向增长;如家更是在 2015 年 Q4 即实现了正增长,并且一直延续至今,其中经济型酒店的 RevPar 也保持正向增长。在如家退市进行私有化的 8 个月里,利润、营收等业绩指标显著提升,二季度 RevPar 同比增长 3.6%,开业满 18 个月的老店 RevPar 同比增长 0.7%,业绩表现在同业内更显亮眼。

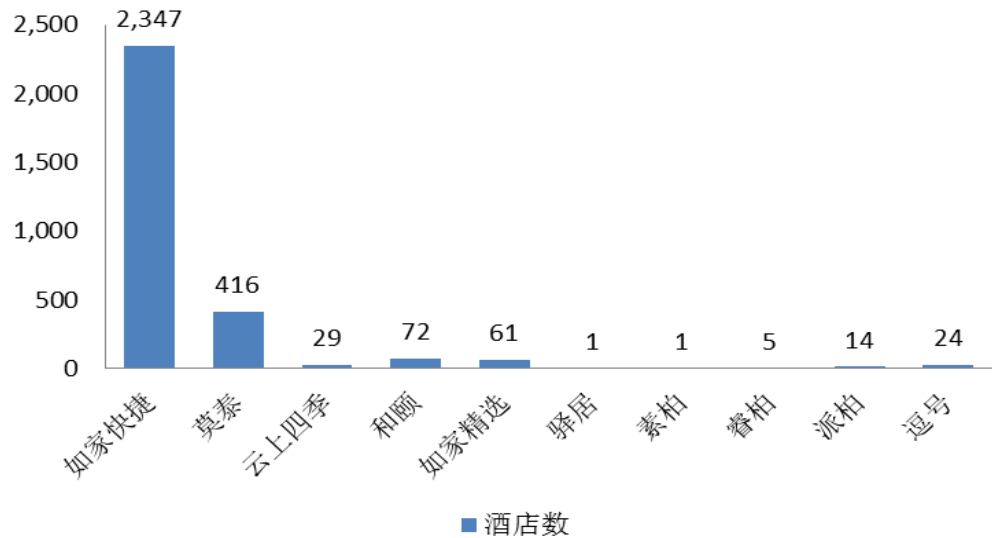
酒店行业的固定成本较高,如家注重成本控制,积极运用 IT 工具提升酒店工作效率。同时,如家的特许经营店数量在增加,这块业务毛利较高,也是利润增长的一重要因素。我们认为,公司旗下各品牌会积极借鉴如家的经营模式并从中受益,同时如家未来将成为公司业绩增长的有力推手。

图 1: 公司旗下各品牌酒店数目情况



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

图 2: 如家酒店旗下各品牌酒店数目情况

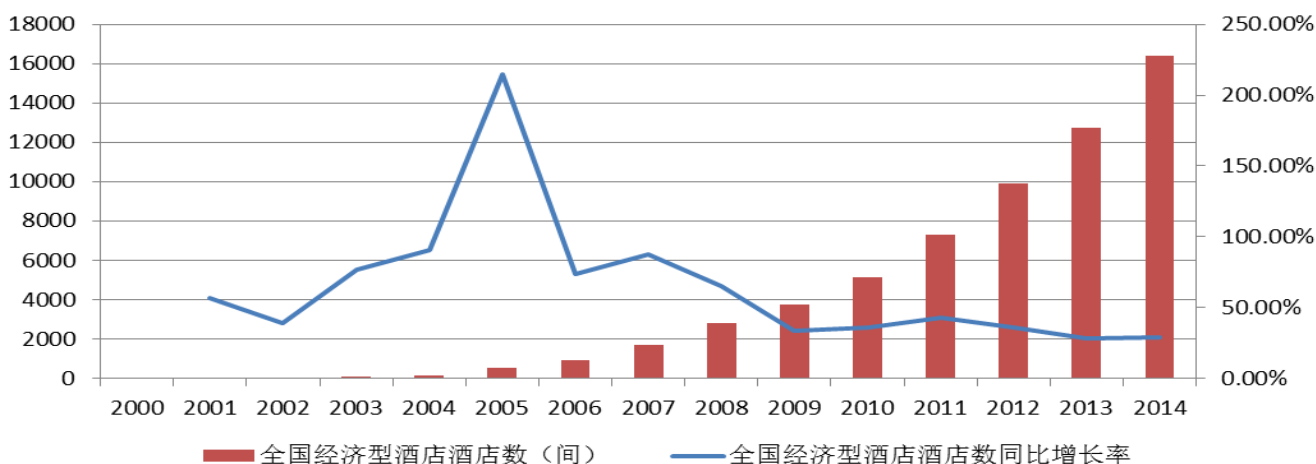


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2.2 主打中端酒店品牌，成果赫赫未来可期

如家在过去两年内对存量酒店进行了较大力度的升级优化，推出了如家精选、如家商旅、和颐三个中端酒店品牌，并且发展态势良好，公司也进一步加大投入力度，目前为止签约酒店超过 200 家，公司表示明年签约酒店数量会大幅增长。如家大力推动中端酒店品牌的原因如下：(1)经济型酒店从 2002 年开始发展，经历了多年的高速增长，市场竞争激烈，利润空间较小，而中端酒店市场空间则相对较大，竞争较小；(2)随着居民生活水平提高，对于比经济型酒店更高一个层次的酒店需求出现上涨，价位与住宿环境水平都相对更高的中端酒店则恰好满足了这部分需求；(3)酒店物业租金和人力成本上涨导致利润空间被极大压缩，经济型酒店的盈利能力不能满足经营需求，而同样位置的中端酒店的营业收入和利润是经济型酒店的 1.5-1.8 倍左右。目前公司中端品牌酒店收入占比超过 10%，在调研中公司明确表示未来 3 到 5 年计划将这一比例提升到 25—30%。我们认为，在未来较长一段时间里，中端酒店都将成为公司重要的发展方向。

图 3: 全国经济型酒店数量情况



资料来源: wind, 赢蝶资讯, 东兴证券研究所

### 3. 运用 IT 技术创新经营, 积极引入跨境体验型产品

#### 3.1 运用 IT 技术创新经营, 积极引入跨境体验型产品

公司通过“云酒店”模式开业及已签约和未签约店已近 100 家, 输出更多如家的资源价值, 与客户达到共赢目标。“云酒店”是特许模式的非标产品, 包括素柏、睿柏、派柏三个品牌。对于符合质量标准的单体酒店, 不需加盟业主太多投入, 做成非标产品, 通过管理工具、PMS、预订系统、会员积分, 会员引流等, 把原有单体酒店整合成如家品牌, 提高单店产出, 增加特许收入。

图 4: 如家集团云系列酒店



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

公司充分利用成熟的第三方测评机构,利用大量的客户反馈评价信息,提供有效的改善方案,不断优化产品。同时公司也利用智能机器人,完成在线的标准问题回复及会员注册等标准服务。在酒店、集团层面运用 IT 技术,提升管理效率。

公司积极引入跨境体验型产品,结合 VR、影视、动漫等小规模创意型产品打造主题房间,增加消费者空间、时间上的个性体验,已经取得较好的市场反应。在具体的操作方式上,采用共同投资或空间换技术方式,增加空间消费价值,并与合作伙伴分享收益。

### 3.2 转型特许加盟轻资产运营商业模式

普通连锁酒店一般采用直营店模式,固定成本较高,企业回收成本较慢,现金流压力严重,经营风险较大,制约了进一步发展。为此公司谋求转型“轻资产”运营,主推特许加盟模式。特许加盟模式投入较少,不必承担物业租金和店面人工费用,而可以收到加盟商缴纳的特许经营费,毛利润很高,有利于公司扩大经营规模,进一步发展。

如家至 6 月底有 2970 家开业店,近 70%为特许加盟店,30%的直营店租金签约时间一般为 15-20 年。租约到期的,公司按市场情况,与业主充分沟通,综合区域市场分析,位置好的升级产品。租金增长太高的不再续约,或转给业主做特许加盟。目前中端酒店的特许店占比为 50%左右,以后会逐步增加特许店的占比,计划未来 3-5 年特许店占比达到 70%以上。

表 2: 如家旗下酒店品牌加盟费情况

类目	经济型(如家、莫泰、云上四季)	如家商旅	如家精选	和颐
加盟期限		10 年		
基本投资额(不含房租)	6 万元/单间	7.5 万元/单间	8.5 万元/单间	12 万元/单间
特许加盟费(一次性)	3000 元/间 不低于 15 万元		北上广深: 4000 元/间; 其他 3000 元/间; 不低于 20 万元	
合同保证金		10 万元		20 万元
品牌使用、服务支持费		营业总收入的 4%		

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

公司收购如家酒店集团盈利能力实现大幅增长,未来公司将进一步整合双方客户、平台资源,并借力其人力资源优势,努力提升自身竞争力。这一收购完成使得公司实现“豪华”、“高档”、“中档”、“经济型”全系列的酒店业务布局,成功跻身行业龙头行列,未来业绩上涨可期。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 65.16 亿元、87.06 亿元和 103.34 亿元,考虑若增发完成股本增厚,预计公司每股收益分别为 0.40 元 0.66 元和 0.82 元,对应 PE 分别为 50、30 和 24 倍。维持公司“推荐”评级。

表 3: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	528	378	571	592	767	<b>营业收入</b>	2791	1333	6516	8706	10334
货币资金	248	167	684	926	1159	<b>营业成本</b>	1858	181	430	544	634
应收账款	20	35	112	148	209	营业税金及附加	52	71	456	609	723
其他应收款	21	14	68	91	108	营业费用	345	475	2867	3831	4547
预付款项	172	138	124	78	13	管理费用	371	451	2281	3004	3565
存货	16	23	21	33	50	财务费用	31	118	76	55	45
其他流动资产	50	0	-438	-685	-773	资产减值损失	1.13	-0.87	0.19	0.15	-0.18
<b>非流动资产合计</b>	1701	3583	3259	3057	2899	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	411	449	402	421	424	投资净收益	36.22	95.56	0.00	0.00	0.00
固定资产	642.3	1887.9	1289.4	764.3	357.1	<b>营业利润</b>	169	133	406	663	819
无形资产	340	763	687	610	534	营业外收入	2.26	19.10	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	82	0	8	30	13	营业外支出	1.27	5.66	15.00	18.00	20.00
<b>资产总计</b>	2229	3961	3831	3648	3666	<b>利润总额</b>	170	147	391	645	799
<b>流动负债合计</b>	549	1713	1381	1352	1611	所得税	36	34	90	148	184
短期借款	360	1319	919	758	665	<b>净利润</b>	134	113	301	496	615
应付账款	47	83	76	118	179	少数股东损益	21	13	12	15	18
预收款项	16	83	200	297	570	归属母公司净利润	112	100	289	481	597
一年内到期的非	0	35	35	24	32	EBITDA	604	1140	731	919	1048
<b>非流动负债合计</b>	337	841	687	644	607	<b>BPS(元)</b>	0.49	0.43	0.40	0.66	0.82
长期借款	313	618	618	618	618	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	886	2555	2068	1996	2218	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	197	220	232	247	265	营业收入增长	-5.87%	-52.24%	388.90%	33.61%	18.70%
实收资本(或股	231	231	725	725	725	营业利润增长	-4.03%	-21.13%	204.54%	63.20%	23.62%
资本公积	117	86	86	86	86	归属于母公司净利润	188.68%	66.52%	188.68%	66.52%	24.09%
未分配利润	545	601	29	-963	-2260	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1146	1186	1547	1422	1200	毛利率(%)	33.44%	86.39%	93.40%	93.75%	93.86%
<b>负债和所有者权</b>	2229	3961	3848	3665	3683	净利率(%)	4.79%	8.46%	4.62%	5.70%	5.95%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	5.05%	2.53%	7.55%	13.19%	16.29%
						ROE(%)	9.82%	8.44%	18.68%	33.85%	49.79%
<b>经营活动现金流</b>	246	364	763	1221	1262	<b>偿债能力</b>					
净利润	134	113	301	496	615	资产负债率(%)	40%	64%	54%	54%	60%
折旧摊销	404.45	888.81	0.00	201.45	183.45	流动比率	0.96	0.22	0.41	0.44	0.48
财务费用	31	118	76	55	45	速动比率	0.93	0.21	0.40	0.41	0.45
应收账款减少	0	0	-76	-36	-61	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	117	97	273	总资产周转率	1.27	0.43	1.67	2.32	2.81
<b>投资活动现金流</b>	-372	-56	196	-78	-13	应收账款周转率	77	48	88	67	58
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	34.24	20.47	81.98	89.46	69.60
长期股权投资减	0	0	72	-33	-2	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	36	96	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.43	0.40	0.66	0.82
<b>筹资活动现金流</b>	75	-389	-442	-901	-1016	每股净现金流(最新	-0.22	-0.35	0.71	0.33	0.32
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.95	5.13	2.13	1.96	1.65
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	494	0	0	P/E	41.39	46.50	50.46	30.31	24.42
资本公积增加	-48	-31	0	0	0	P/B	4.06	3.93	9.43	10.26	12.16
<b>现金净增加额</b>	-51	-82	517	242	233	EV/EBITDA	8.41	5.67	21.16	16.38	14.07

资料来源:东兴证券研究所



## 分析师简介

### 徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。

## 联系人简介

### 张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。