

休闲服务

2017年04月28日

首旅酒店 (600258)

——首旅如家协同效应逐步显现，大力发展中高端酒店扩大版图

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (上调)

市场数据：2017年04月27日

收盘价(元)	27
一年内最高/最低(元)	29.4/18.45
市净率	2.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	6248
上证指数/深证成指	3152.19 / 10229.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	9.89
资产负债率%	59.50
总股本/流通A股(百万)	680/231
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《首旅酒店(600258)点评：“资本+品牌”战略推进，110亿收下如家》 2015/12/24
《首旅酒店(600258)点评：通过外延式扩张，提升市场份额》 2015/10/30

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

联系人

张颖译
(8621)23297818x7434
zhanghy@swsresearch.com

投资要点：

- 公司公布 2017 年一季报，酒店业务盈利能力提升，整体符合预期。上年同期如家未并表，因此公司 2017 年 Q1 各项财务数据大幅增长：公司实现营业收入 19.53 亿元(+437.35%)；利润总额 1.02 亿元(+210.79%)，扣非归母净利润 3779 万元(+248.68%)。其中原首旅部分实现营业收入 4.03 亿元(+13.52%)，如家部分实现营业收入 15.50 亿元，为合并报表贡献增量利润总额 3718 万元。如家资产、负债的公允价值调整利润-914 万元和贷款利息影响利润总额-3517 万元是利润增速不及营收增速的主要原因。由于合并范围不同，公司期间费用率比上年同期增加 16.53pct 至 88.05%，其中主要因为如家原直营店营业成本中大部分转计销售费用，因此销售费用率较高为 61.10% (上升 34.43pct)。
- 各项经营指标回暖，中高端酒店的发展和特许加盟模式成为公司发展的主旋律。2017 年 Q1，如家全部酒店 RevPAR 为 133 元(+4.5%)，经济型酒店 126 元(+2.2%)，中高端 224 元(+8.4%)；首旅全部酒店 RevPAR 为 130 元(+2.5%)，经济型酒店 127 元(+1.9%)，中高端酒店 243 元(+12.1%)。一季度新开业酒店 36 家，其中 11 家为中高端酒店。截止 17 年 3 月底，公司共有酒店 3403 家，客房 371,279 间。公司未来 3-5 年大力发展中高端酒店，预计 19 年中高端酒店数量到达 1000 家。17 年 Q1 中端酒店的 RvePar 是经济型酒店的 1.78 倍，向中高端酒店的发展有助于公司规模的扩张。17 年预计新增 400-450 家酒店，其中 90% 左右是加盟店。加盟店不需要公司投资，虽然营收占比不高，但利润率在 75% 左右 (直营店 10% 不到)。未来加盟店将会成为公司利润的中流砥柱。
- 收购如家后的新首旅，展现战略、品牌、系统、业务、人才的协同效应。如家三位高管孙坚、李向荣、宗翔新成为新首旅的管理层，同时管理层引入市场化运营机制，为新首旅带来活力。会员方面，首旅如家总共拥有会员 8500 万人，通过会员体系公司可以大幅增加客户的黏性，增加自有客源率。目前公司自有客源占到 80% (线上 APP、电站、协议客户)。系统方面，公司已实现 CRS 与旗下所有酒店 PMS 实时对接的全覆盖，并通过互联网技术开通首旅如家 APP、微信公众号、官网平台开通自主预订系统，从而有望提高经营效率。
- 盈利预测与投资建议：考虑并表后上调盈利预测，预计 17-19 年 EPS 分别为 0.76/0.96/1.16 元，对应 PE 为 36/28/23 倍。(原模型如家未并表，17 年对应的原全面摊薄 EPS 为 0.14 元) 对标华住酒店 (与如家业务最为接近，锦江还包括餐饮等业务)，其 17 年预计 PE 约为 35 倍 (16 年为 41 倍，按照 Wind 一致预期 27% 的利润增速进行估计)，且公司作为 A 股酒店稀缺标的，可给予一定的估值溢价，公司股价仍有较大空间，上调评级至“增持”。
- 风险提示：酒店扩张不及预期、经济下行的压力、业内竞争的风险

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,523	1,913	8,291	8,585	8,880
同比增长率(%)	389.40	437.35	27.11	3.55	3.44
净利润(百万元)	211	35	515	656	786
同比增长率(%)	110.67	395.87	144.15	27.38	19.82
每股收益(元/股)	0.31	0.05	0.76	0.96	1.16
毛利率(%)	94.5	94.9	94.6	94.3	94.1
ROE(%)	3.1	0.5	7.1	8.3	9.1
市盈率	87		36	28	23

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

表 1: 盈利预测表

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	2,791	1,333	6,523	8,291	8,585	8,880
二、营业总成本	2,658	1,295	6,227	7,662	7,762	7,879
其中：营业成本	1,858	181	359	447	488	524
营业税金及附加	52	71	106	50	52	53
销售费用	396	475	3,793	5,305	5,360	5,427
管理费用	320	451	1,498	1,682	1,693	1,729
财务费用	31	118	405	178	169	146
资产减值损失	1	(1)	65	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	36	96	171	0	0	0
三、营业利润	169	133	467	629	823	1,001
加：营业外收入	2	19	93	70	60	50
减：营业外支出	1	6	32	10	5	0
四、利润总额	170	147	528	689	878	1,051
减：所得税	36	34	195	152	199	241
五、净利润	134	113	333	538	679	810
少数股东损益	21	13	122	23	23	24
归属于母公司所有者的净利润	112	100	211	515	656	786
六、基本每股收益	0.49	0.43	0.72	0.63	0.80	0.96
全面摊薄每股收益	0.17	0.15	0.31	0.76	0.96	1.16

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。