

证券研究报告

公司研究——季报点评

首旅酒店 (600258.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2019.9.5

陶伊雪 行业分析师

执业编号: S1500517070002

联系电话: +86 10 83326725

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2月2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

《首旅酒店 (600258): 轻资产、高端化应对酒店行业波动》2019年9月5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

严格管控成本费用, 应对行业风险加剧

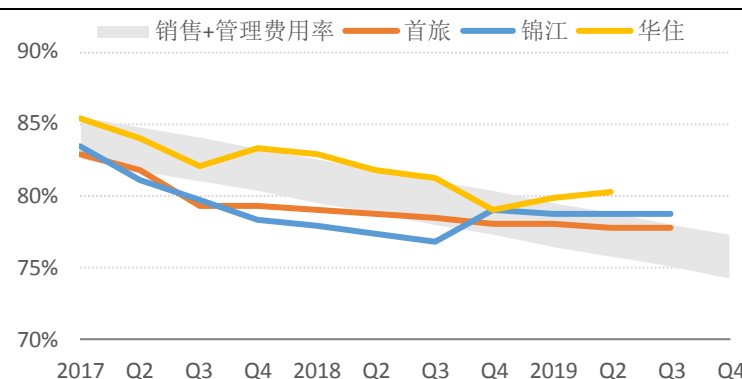
2019年10月31日

事件: 公司发布2019年三季报, 公司前三季度实现营收62.3亿元, 同比下降2.2%, 其中酒店运营业务实现营收47.5亿元, 同比下降4.8%, 酒店管理业务实现营收11.5亿元, 同比增长9.5%, 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10.4亿元, 同比减少10.3%, 其中酒店业务利润总额9.0亿元, 同比减少12.1%, 景区业务实现利润总额1.4亿元, 同比增长3.7%。公司前三季度实现归母净利润7.2亿元, 同比下降10.3%, 实现归母扣非净利润6.9亿元, 同比增长3.8%, EPS为0.73元/股。

点评:

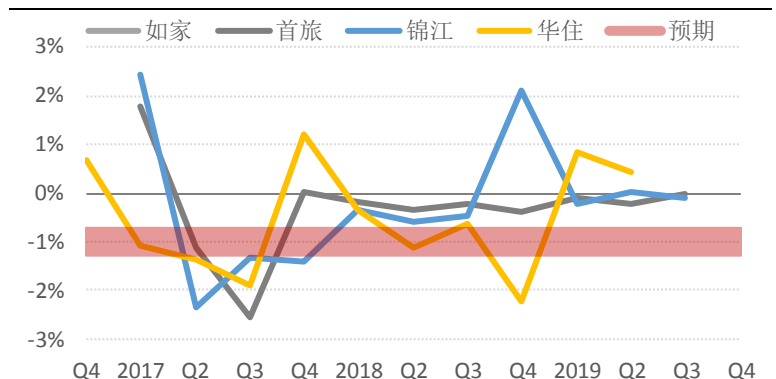
- **销售+管理费用率环比持平。**2019年Q3公司的销售管理费用率为TTM销售+管理费用率为77.8%, 与Q2的TTM销售+管理费用率持平。我们之前判断在酒店繁荣期内公司每季度TTM销售+管理费用率逐渐下降0.7%, 现在行业已度过繁荣期阶段, 收入增速放缓甚至出现下降。虽然公司通过一些方式控制成本费用, 如利用科技手段优化人房比、关店降低人工工资、节约能源成本开支等, 但在行业下行的环境中公司费用率能否继续下降有待观察。

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

- **公司整体 RevPAR 下滑, 期待结构性优化改善表现。**公司 Q3 全部酒店 RevPAR 同比下降 3.7%, 其中直营酒店 RevPAR

下降 2.7%，特许管理酒店 RevPAR 下降 4.2%。经济型酒店 RevPAR 同比下降 5.7%，中高端下降 9.0%，云酒店下降 10.3%。公司整体平均房价微幅上涨 (+0.2%)，出租率下降 3.4%。

成熟门店数据来看，公司 Q3 全部酒店 RevPAR 同比下降 6.1%，其中直营 RevPAR 下降 5.5%，特许管理 RevPAR 下降 6.3%。Q3 公司经济型酒店 RevPAR 同比下降 6.5%，中高端酒店 RevPAR 同比下降 5.2%。成熟门店平均房价整体下降 2.6%，出租率下降 3.1%。受宏观经济影响，我们判断未来一段时间酒店行业 RevPAR 仍将持续波动向下，酒店集团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 Q3 新开酒店 197 家，其中特许加盟店 190 家，占比 96.4%，新开中高端酒店 73 家，占比达到 37.1%，中高端、特许经营业务持续发力。公司前三季度合计新开酒店 431 家（Q1 新开业 75 家、Q2 新开 159 家），已签约未开业和正在签约店为 663 家，公司将基本完成全年新开 800 家酒店的指引。

截至 2019 年 9 月 30 日，公司酒店数量合计 4,174 家（境外 1 家），已开业客房总数 402,158 间，以房间数计算中高端占比达到 24.2%，特许经营占比达到 79.4%。

2019 年 7 月，公司参股公司逗号开曼完成了以逗号公寓资产置换上海瑞翎企业管理有限公司股权的交易，未来逗号公寓的 47 家门店将不再纳入公司酒店统计数量。

- **行业风险加剧。**2016 年开始，酒店行业供给端的收缩与需求端的上涨是推动本轮酒店周期上行的主要原因。目前酒店供给端保持相对稳定增长，需求端增速持续下滑，就全国酒店市场来看需求增速已经低于供给增速，行业从“供不应求”向“供大于求”状态靠近。我们判断我国酒店行业的需求增速低于供给增速的趋势已经形成，并将持续一段时间，加之酒店入住率、平均房价、RevPAR 三项运营指标均已呈现负增长，我国酒店行业已经处于下行周期。在行业下行周期中，提升加盟及特许经营比例将在一定程度上抵抗行业风险。公司目前特许经营房间数占比达到 79.4%。
- **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 -4%/-5%/0/0（原假设为 0/-5%/0/0）。我们预计公司 19/20/21 年将实现营业收入 81/81/80 亿元，实现归母净利润 7.8/7.8/7.1 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.79/0.79/0.72 元/股，维持“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	8,126.94	8,135.25	8,049.23
增长率 YoY %	29.03%	1.45%	-4.82%	0.10%	-1.06%
归属母公司净利润(百万元)	630.89	857.01	777.00	777.00	706.97
增长率 YoY%	199.09%	35.84%	-9.34%	0.00%	-9.01%
毛利率%	94.64%	94.47%	94.50%	94.46%	94.37%
净资产收益率 ROE%	8.97%	11.06%	9.14%	8.48%	7.21%
EPS(摊薄)(元)	0.64	0.88	0.79	0.79	0.72
市盈率 P/E(倍)	26	19	21	21	23
市净率 P/B(倍)	2.24	2.01	1.86	1.73	1.62

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2019年10月30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	2,914.20	3,412.34	4,017.27
货币资金	1,450.12	1,031.51	1,638.45	2,134.35	2,740.35
应收票据	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	200.30	231.63	220.46	220.68	218.35
预付账款	178.71	178.76	169.28	170.85	171.84
存货	45.51	50.53	47.86	48.30	48.58
其他	92.14	838.15	838.15	838.15	838.15
非流动资产	14,880.38	14,493.60	14,736.88	14,950.05	14,977.91
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	8,522.79	8,860.47	9,038.22
资产总计	16,847.20	16,824.18	17,651.08	18,362.39	18,995.18
流动负债	3,817.61	3,531.07	3,505.19	3,506.67	3,503.33
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	117.99	119.08	119.77
其他	2,844.00	3,306.47	3,287.20	3,287.59	3,283.56
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	8,495.44	8,496.92	8,493.58
少数股东权益	288.18	290.43	323.89	364.38	401.23
归属母公司股东权益	7,338.99	8,162.43	8,831.75	9,501.08	10,100.37
负债和股东权益	16,847.20	16,824.18	17,651.08	18,362.39	18,995.18

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	8,126.94	8,135.25	8,049.23
同比(%)	29.03%	1.45%	-4.82%	0.10%	-1.06%
归属母公司净利润	630.89	857.01	777.00	777.00	706.97
同比(%)	199.09%	35.84%	-9.34%	0.00%	-9.01%
毛利率(%)	94.64%	94.47%	94.50%	94.46%	94.37%
ROE%	8.97%	11.06%	9.14%	8.48%	7.21%
EPS(摊薄)(元)	0.64	0.88	0.79	0.79	0.72
P/E	26	19	21	21	23
P/B	2.24	2.01	1.86	1.73	1.62
EV/EBITDA	8.47	8.50	11.13	10.81	11.14

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	8,126.94	8,135.25	8,049.23
营业成本	451.22	471.84	446.83	450.98	453.57
营业税金及附加	58.36	59.12	56.27	56.33	55.73
销售费用	5,719.19	5,609.76	5,457.07	5,462.65	5,404.89
管理费用	948.03	1,027.94	980.22	984.87	1,060.97
研发费用	0.00	29.98	28.54	28.57	28.26
财务费用	222.52	171.94	134.22	126.49	121.70
减值损失合计	60.26	116.69	2.96	0.16	2.01
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	1,091.74	1,104.11	999.99
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	1,080.61	1,090.00	991.75
所得税	342.16	393.28	270.15	272.50	247.94
净利润	659.22	892.34	810.45	817.50	743.81
少数股东损益	28.33	35.32	33.46	40.50	36.85
归属母公司净利润	630.89	857.01	777.00	777.00	706.97
EBITDA	2,161.23	2,332.28	1,795.33	1,847.34	1,792.31
EPS(当年)(元)	0.77	0.88	0.79	0.79	0.72

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	1,523.47	1,564.43	1,530.99
净利润	659.22	892.34	810.45	817.50	743.81
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	-5.52	-0.92	-4.28
其它	9.86	90.11	9.43	0.12	1.51
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	606.94	495.90	606.00

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。