

2019年11月1日

首旅酒店 (600258.SH) 社会服务业



## 经营业绩仍旧低迷，行业回暖仍需等待

### ——首旅酒店 (600258.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆扣非净利微增，收入微降略低于预期：前三季度营收 62.31 亿/-2.16%；净利 7.20 亿元/-10.27%；扣非净利 6.89 亿/+3.75%。EPS0.73 元，略低预期。毛利率 93.77%/-0.79pct，因餐饮成本与商品成本增加所致。财务费率 1.58%/-0.34pct，因偿还部分银行借款利息支出减少；销售费率 63.92%/-0.56pct，主因直营酒店数量减少导致相关折旧摊销、能源费用减少以及今年以来 revpar 下滑导致职工薪酬计提奖金减少；管理费率 12.18%/+0.14pct；因技术投入增大，研发费用 1885 万/+26.77%。

Q3 单季度，营收 22.40 亿/-5.32%，降幅相比 Q2 (-1.50%) 进一步扩大，净利 3.52 亿/-23.83%，增速相比 Q2 (+11.00%) 转负，但扣非净利 3.54 亿/+1.50%，主因去年 Q3 确认出售燕京饭店 20% 股权产生的投资收益约 1.26 亿，影响归母净利润 0.9 亿。

前三季度收入分业务看，酒店运营业务收入 47.53 亿/-4.80%，主因关店和升级改造导致直营店房量减少，直营酒家 860 家/-8.51%。酒店管理业务收入 11.49 亿/+9.52%，主因特许经营管理酒店数量增加至 3314 家/+13.6%。景区业务收入 3.30 亿/+0.55%。

◆加盟占比不断提升，Q3Revpar 降幅进一步扩大：前三季度新开 431 家达 4174 家。Q3 新开 197 家，其中，经济型/中高端/云酒店/其他酒店开业数分别为 29/73/54/41 家，中高端占 37%；新开直营店 7 家，加盟店 190 家，加盟占比进一步提升。公司预计 19 年新开 >800 家，目标实现尚需努力。

经营数据：1) Q3Revpar175 元/-3.7%，平均房价 212 元/+0.2%，出租率 82.7%/-3.4pct。其中，经济型 Revpar 为 152 元/-5.7%，平均房价 177 元/-2.5%，出租率 85.5%/-2.8pct；中高端 Revpar 为 255 元/-9.0%，平均房价 331 元/-7.3%，出租率 77.0%/-1.4pct，出租率增速相比 Q2 (+0.1pct) 转负；云酒店 Revpar 为 123 元/-10.3%，平均房价 175 元/-2.7%，出租率 70.4%/-6.0pct。受宏观经济叠加新开店与直营店关店影响，Q3Revpar 下滑速度 (-3.7%) 相比 Q2(-1.5%) 和 Q1(-0.5%) 进一步扩大。2) 同店数据：Q2 整体 Revpar173 元/-6.1%，降幅相比 Q2(-3.6%) 与 Q1 (-3.0%) 扩大。

◆盈利预测与估值：宏观经济影响仍在持续，预计 19 年直营店仍将减少，我们下调 19-21 年 EPS 为 0.84/0.95/1.14 元，对应 19-21 年 PE 为 21/18/15，考虑目前估值相对较低，维持“增持”评级。

◆风险提示：经济活动下行、加盟扩张不及预期、12 月股票解禁风险。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,417	8,539	8,198	8,403	9,350
营业收入增长率	29.03%	1.45%	-3.99%	2.50%	11.28%
净利润 (百万元)	631	857	827	941	1,127
净利润增长率	199.09%	35.84%	-3.51%	13.74%	19.82%
EPS (元)	0.64	0.87	0.84	0.95	1.14
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.60%	10.50%	9.25%	9.64%	10.46%
P/E	27	20	21	18	15
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 31 日

## 增持 (维持)

### 分析师

谢宁铃 (执业证书编号：S0930512060002)  
021-52523873  
[xienl@ebsecn.com](mailto:xienl@ebsecn.com)

### 联系人

李泽楠  
021-52523875  
[lizn@ebsecn.com](mailto:lizn@ebsecn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：9.88  
总市值(亿元)：170.68  
一年最低/最高(元)：13.65/24.58  
近 3 月换手率：53.54%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.59	-4.50	-17.88
绝对	-1.70	-4.07	7.08

资料来源：Wind

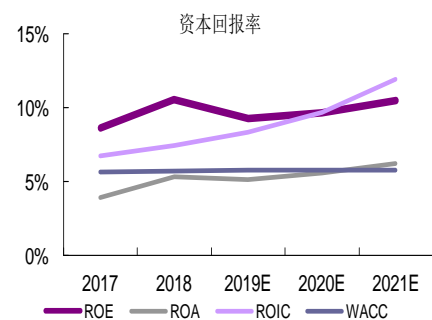
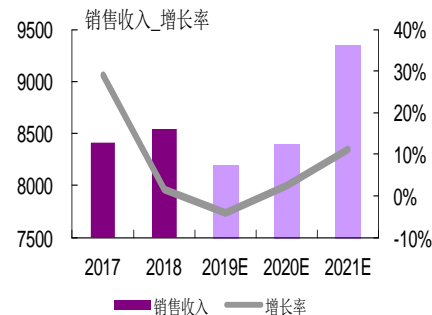
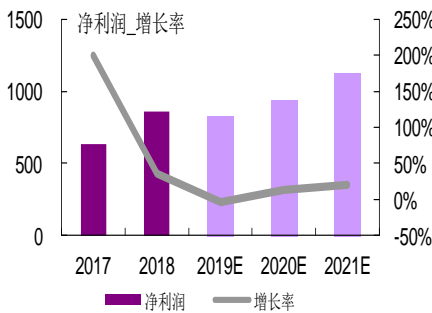
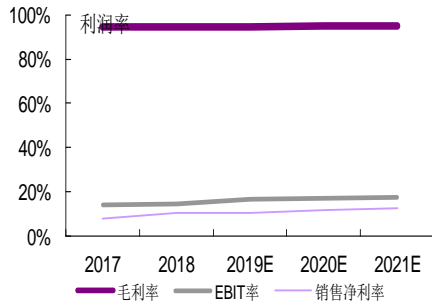
**开业数细节：**前三季度公司已开业酒店数量 4174 家,新开业 431 家,净增 125 家。Q3 单季度新开 197 家,相比 Q1 (75 家) 和 Q2 (159 家) 开店速度有所提升,考虑到下半年是开店高峰期,全年预计可以完成 800 间开店目标。Q3 净增 57 家,增速相比 Q2 (56 家) 持平。

其中, Q3 新开特许加盟店 190 家,直营店 7 家,加盟占比进一步提升达 79%/+3pct; 直营酒店净关店 51 家。其中经济型/中高端/云酒店/其他酒店开业数分别为 29/73/54/41 家,中高端占 37%,相比 Q2 (27%) 占比提升。

截至 19Q3,公司已签约未开业和正在签约店为 663 家,相比 19 上半年(689 家) 数量有所减少。公司预计 19 年新开酒店不低于 800 家,大幅高于 18 年新开店 622 家,其中 50%以上为中高端,95%以上为特许加盟店。

**经营数据细节：**从 19Q2 开始公司变更披露口径,由如家首旅分开披露变更为整体披露, 18Q1-19Q3 整体 Revpar (19Q1 为如家数据) +4.0%/+5.6%/+4.1%/+2.8%/-0.5%/-1.5%/-3.7%, 其中,经济型 RevPAR: +2.2%/+3.3%/+1.7%/持平/-2.3%/-3.9%/-5.7%, 中高端 RevPAR: +0.1%/+1.8%/+1.2%/-4.7%/-8.0%/-6.7%/-9.0%, Revpar 整体减速进一步扩大。

同店数据: Q3 经济型: Revpar151 元/-6.5%, 出租率 85.7%/-3.2pct, 平均房价 177 元/-3.0%; 中高端: Revpar279 元/-5.2%, 出租率 77.9%/-2.2pct, 平均房价 359 元/-2.5%。云酒店: Revpar137 元/-8.4%,出租率 76.0%/-5.4pct, 平均房价 181 元/-1.9%。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>8,417</b>	<b>8,539</b>	<b>8,198</b>	<b>8,403</b>	<b>9,350</b>
营业成本	451	472	451	420	468
折旧和摊销	943	884	789	807	825
营业税费	58	59	57	59	65
销售费用	5,719	5,610	5,386	5,521	6,143
管理费用	948	1,028	984	966	1,029
财务费用	223	172	162	113	57
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-3	156	50	50	50
<b>营业利润</b>	<b>1,036</b>	<b>1,281</b>	<b>1,249</b>	<b>1,374</b>	<b>1,639</b>
<b>利润总额</b>	<b>1,001</b>	<b>1,286</b>	<b>1,268</b>	<b>1,394</b>	<b>1,660</b>
少数股东损益	28	35	35	35	35
<b>归属母公司净利润</b>	<b>631</b>	<b>857</b>	<b>827</b>	<b>941</b>	<b>1,127</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>16,847</b>	<b>16,824</b>	<b>16,797</b>	<b>17,585</b>	<b>18,716</b>
流动资产	1,967	2,331	3,066	4,661	6,617
货币资金	1,450	1,032	2,058	3,650	5,598
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	200	232	121	124	138
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	60	74	57	59	65
存货	46	51	50	46	51
可供出售投资	284	89	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	214	262	262	262	262
固定资产	2,498	2,444	2,312	2,146	1,957
无形资产	3,989	3,886	3,692	3,507	3,332
<b>总负债</b>	<b>9,220</b>	<b>8,371</b>	<b>7,534</b>	<b>7,465</b>	<b>7,552</b>
无息负债	4,596	4,953	4,578	4,509	4,596
有息负债	4,624	3,418	2,956	2,956	2,956
<b>股东权益</b>	<b>7,627</b>	<b>8,453</b>	<b>9,262</b>	<b>10,120</b>	<b>11,164</b>
股本	816	979	988	988	988
公积金	5,088	4,946	5,075	5,138	5,230
未分配利润	1,397	2,188	2,824	3,585	4,501
少数股东权益	288	290	325	360	395

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,065</b>	<b>1,923</b>	<b>2,061</b>	<b>2,273</b>	<b>2,573</b>
净利润	631	857	827	941	1,127
折旧摊销	943	884	789	807	825
净营运资金增加	303	381	58	104	63
其他	187	-200	387	422	558
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-537</b>	<b>-907</b>	<b>-358</b>	<b>-450</b>	<b>-450</b>
净资本支出	-476	-541	-500	-500	-500
长期投资变化	214	262	0	0	0
其他资产变化	-276	-628	142	50	50
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,173</b>	<b>-1,439</b>	<b>-677</b>	<b>-231</b>	<b>-174</b>
股本变化	136	163	9	0	0
债务净变化	-947	-1,206	-462	0	0
无息负债变化	-123	357	-375	-69	87
<b>净现金流</b>	<b>346</b>	<b>-419</b>	<b>1,026</b>	<b>1,592</b>	<b>1,948</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	29.03%	1.45%	-3.99%	2.50%	11.28%
净利润增长率	199.09%	35.84%	-3.51%	13.74%	19.82%
EBITDA 增长率	43.29%	0.69%	0.57%	4.36%	10.11%
EBIT 增长率	68.22%	6.26%	8.54%	5.61%	14.52%
<b>估值指标</b>					
PE	27	20	21	18	15
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	9	10	9	8	7
EV/EBIT	16	17	14	13	10
EV/NOPLAT	24	24	21	18	14
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	94.64%	94.47%	94.50%	95.00%	95.00%
EBITDA 率	25.22%	25.03%	26.22%	26.70%	26.42%
EBIT 率	14.02%	14.68%	16.60%	17.10%	17.60%
税前净利润率	11.90%	15.06%	15.46%	16.58%	17.75%
税后净利润率 (归属母公司)	7.50%	10.04%	10.09%	11.19%	12.05%
ROA	3.91%	5.30%	5.13%	5.55%	6.21%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.60%	10.50%	9.25%	9.64%	10.46%
经营性 ROIC	6.72%	7.39%	8.31%	9.65%	11.92%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.52	0.66	1.15	1.79	2.46
速动比率	0.50	0.65	1.13	1.78	2.44
归属母公司权益/有息债务	1.59	2.39	3.02	3.30	3.64
有形资产/有息债务	1.14	1.58	2.02	2.52	3.13
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.64	0.87	0.84	0.95	1.14
每股红利	0.07	0.11	0.09	0.10	0.12
每股经营现金流	2.09	1.95	2.09	2.30	2.60
每股自由现金流(FCFF)	1.01	0.96	1.13	1.22	1.43
每股净资产	7.43	8.26	9.05	9.88	10.90
每股销售收入	8.52	8.64	8.30	8.51	9.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼