

RevPAR数据持续向好，发力中端+激励机制巩固龙头地位

——首旅酒店（600258）2017年半年报点评

2017年08月29日

推荐/维持

首旅酒店

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
张凯琳	联系人	
	zhangkl@dxzq.net.cn	010-66554087

事件:

公司发布2017年半年报: 2017年上半年公司实现营业收入39.88亿元, 同比增长71.33%; 归属上市公司股东的净利润2.41亿元, 同比增长1626.29%; 归属上市公司股东扣除非经常性损益的净利润2.39亿元, 同比增长662.96%; 基本每股收益0.3320元/股, 同比增长450.58%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入(百万元)	356.98	355.93	1971.92	2175.63	2019.3	1912.58	2075.67
增长率(%)	-52.35%	2.75%	578.98%	541.76%	465.67%	437.35%	5.26%
毛利率(%)	87.34%	86.59%	95.63%	94.76%	94.49%	94.90%	95.12%
期间费用率(%)	83.79%	71.52%	89.86%	86.06%	88.98%	88.05%	79.51%
营业利润率(%)	11.07%	9.24%	5.85%	11.85%	3.03%	5.56%	15.38%
净利润(百万元)	48.24	17.94	51.80	206.03	57.54	47.98	212.00
增长率(%)	82.54%	-36.97%	417.44%	692.30%	19.28%	167.39%	309.27%
每股盈利(季度, 元)	0.14	0.03	0.03	0.62	0.11	0.05	0.25
资产负债率(%)	64.50%	63.82%	82.77%	81.70%	59.50%	58.74%	57.62%
净资产收益率(%)	3.43%	1.29%	1.73%	6.51%	0.82%	0.68%	2.93%
总资产收益率(%)	1.22%	0.47%	0.30%	1.19%	0.33%	0.28%	1.24%

观点:

➤ 如家并表致业绩大幅增长, RevPAR数据全面向好, 南山景区业绩亮眼

2017年上半年公司营收和归母净利同比分别增长71.33%和1626.29%, 业绩大幅增长主要来自于16年4月如家并表以及16年11月收购如家少数股权。上半年如家酒店集团实现营收33.32亿元, 归母净利润2.45亿元, 整体RevPAR同比增长5.8%, 主要由平均房价(+4.8%)和出租率(+0.79pct.)双升带动, 其中经济型RevPAR+3.4%, 中高端RevPAR+5.4%。RevPAR数据全面向好, 且中高端增速超过经济型。上半年如家新增129家门店, 其中经济型89家(占比69%), 全部为特许经营; 中高端40家(占比31%), 其中有5家直营和35家特许。截止上半年, 公司旗下会员总数接近9012万人, 首旅旗下“首旅汇”和如家旗下“家宾会”已全面打通, 所有订单中会员订单已占2/3。受益三亚客流

增长, 南山景区表现亮眼, 上半年接待游客 264.63 万人次 (+24.8%), 实现净利润 7970 万元 (+48.23%)。

2017 年上半年公司整体毛利率 95.02% (+0.77pct.), 销售费用率 69.18% (+14.38pct.), 管理费用率 11.51% (-11.71pct.), 上述变动主要来自于如家并表。财务费用率 2.92% (-6.11pct.), 除如家并表因素外还有: 16 年上半年为实施收购用人民币贷款置换境外美元贷款产生汇兑损失 7786 万元, 以及产生银行承诺函费用 1115 万元。

➤ 发力抢占中端市场, 激励机制改革释放活力, 新PMS系统促进降本增效

① 2017年公司预计将新开店400-450家, 其中中高端占比约30-40%(120-180家)。在消费升级+限制“三公”的作用下, 原属于经济型和高端的需求向中端集中, 而目前我国中端酒店连锁化率仅20%, 远低于美国的70%, 公司有望通过增加开店数量发力抢占中端市场。② 17年6月公司董事会审议通过高管2017年薪酬和绩效激励方案, 将内部首旅+如家激励机制打通, 同时明确新市场化工具(RCA)在考核工具中的应用, 为后续全面实施员工持股和股权激励奠定基础。③ 公司研发的新一代PMS系统于17年6月上线, 在确保系统稳定和安全性的同时提供更加丰富的会员和前台管理功能, 有助于进一步降低成本费用、提高经营效率。

结论:

如家并表致报告期内业绩大增, RevPAR 数据全面向好, 印证酒店业整体复苏格局。在引入市场化激励机制的带领下, 公司精准发力抢占中端市场, 依托新 PMS 系统促进降本增效, 且今后员工持股/股权激励值得期待。我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 86.46 亿元、93.35 亿元和 99.76 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 4.82 亿元、6.36 亿元和 7.67 亿元, 每股收益分别为 0.71 元、0.94 元和 1.13 元, 对应 PE 分别为 41.16、31.20、25.88 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 行业复苏不能持续, 并购后协同效应低于预期, 激励机制实施不及预期

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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	378	1870	2004	2229	2451	营业收入	1333	6523	8646	9335	9976
货币资金	167	1104	1038	1120	1197	营业成本	181	359	449	483	515
应收账款	35	177	213	230	246	营业税金及附加	71	106	130	140	150
其他应收款	14	229	303	328	350	营业费用	475	3793	5188	5414	5587
预付款项	138	277	366	463	566	管理费用	451	1498	1902	2054	2295
存货	23	54	55	60	64	财务费用	118	405	294	285	254
其他流动资产	0	28	28	28	28	资产减值损失	-0.87	65.45	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	3583	15424	14910	14340	13735	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	449	234	234	234	234	投资净收益	95.56	171.01	30.00	30.00	30.00
固定资产	1887.9	2657.3	2536.0	2380.6	2199.0	营业利润	133	467	709	984	1202
无形资产	763	4085	3777	3479	3211	营业外收入	19.10	92.76	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	5.66	31.78	0.00	0.00	0.00
资产总计	3961	17293	16914	16569	16186	利润总额	147	528	709	984	1202
流动负债合计	1713	7835	8300	7573	6713	所得税	34	195	198	305	385
短期借款	1319	4920	5036	3926	2659	净利润	113	333	510	679	817
应付账款	83	110	123	132	141	少数股东损益	13	122	28	43	50
预收款项	83	148	494	867	1266	归属母公司净利润	100	211	482	636	767
一年内到期的非流	35	361	361	361	361	EBITDA	1140	5240	1662	1907	2067
非流动负债合计	841	2455	1438	1523	1605	BPS (元)	0.43	0.31	0.71	0.94	1.13
长期借款	618	290	290	340	390	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	2555	10290	9738	9095	8317	成长能力					
少数股东权益	220	283	311	354	404	营业收入增长	-52.24	389.40	32.56%	7.96%	6.87%
实收资本(或股本)	231	680	680	680	680	营业利润增长	-21.13	250.51	51.68%	38.90%	22.07%
资本公积	86	5037	5037	5037	5037	归属于母公司净利润	128.64	31.92%	128.64	31.92%	20.57%
未分配利润	601	774	533	342	227	获利能力					
归属母公司股东权	1186	6720	6826	7081	7426	毛利率(%)	86.39%	94.49%	94.81%	94.83%	94.84%
负债和所有者权	3961	17293	16914	16569	16186	净利率(%)	8.46%	5.11%	5.90%	7.28%	8.19%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金流	364	1482	741	2060	2153	偿债能力					
净利润	113	333	510	679	817	资产负债率(%)	64%	60%	58%	55%	
折旧摊销	888.81	4367.2	250.82	260.25	263.96	流动比率	0.22	0.24	0.24	0.29	
财务费用	118	405	294	285	254	速动比率	0.21	0.23	0.23	0.29	
应收账款减少	0	0	-36	-17	-16	营运能力					
预收帐款增加	0	0	346	373	399	总资产周转率	0.43	0.61	0.51	0.56	
投资活动现金流	-56	-6602	-367	-285	-215	应收账款周转率	48	61	44	42	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	20.47	67.75	74.28	73.14	
长期股权投资减少	0	0	8	0	0	每股指标(元)					
投资收益	96	171	30	30	30	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.31	0.71	0.94	
筹资活动现金流	-389	6120	-441	-1692	-1861	每股净现金流(最新)	-0.35	1.47	-0.10	0.12	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.13	9.89	10.04	10.42	
长期借款增加	0	0	0	50	50	估值比率					
普通股增加	0	448	0	0	0	P/E	67.48	94.19	41.16	31.20	
资本公积增加	-31	4951	0	0	0	P/B	5.70	2.95	2.91	2.80	
现金净增加额	-82	1001	-67	83	77	EV/EBITDA	7.51	4.64	14.74	12.25	

资料来源: 公司财报、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, 9 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。