



Research and
Development Center

利润总额大幅上升 继续发力中高端业务

—— 首旅酒店（600258.SH）点评报告

2018年09月05日

陶伊雪 行业分析师
范峻巍 研究助理

证券研究报告

公司研究——中报点评

首旅酒店 (600258.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2018.05.25

首旅酒店相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2018.09.04)

收盘价(元)	18.59
52周内股价波动区间(元)	17.93-29.42
最近一月涨跌幅(%)	-13.26%
总股本(亿股)	9.79
流通 A 股比例(%)	63.81
总市值(亿元)	180.51

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

陶伊雪 行业分析师

执业编号: S1500517070002

联系电话: +86 10 83326790

邮箱: taoyixue@cindasc.com

范峻巍 研究助理

联系电话: +86 10 83326876

邮箱: fanjunwei@cindasc.com

相关研究

《首旅酒店 (600258): 新首旅, 新轮回, 新发展》2018年02月02日

《首旅酒店 (600258): 成本费用率如期下降 注重中高端品牌发展》2018年05月02日

《首旅酒店 (600258): 费用率如期下降 利润总额大幅上升》2018年05月09日

《首旅酒店 (600258): 紧跟行业结构变化, 大力发展中高端业务》2018年05月25日

利润总额大幅上升 持续发力中高端业务

2018年09月05日

◆ **事件:** 8月30日, 公司发布2018年半年度报告。2018年上半年, 公司实现营业收入400,236万元 (+0.4%), 其中公司酒店业务实现营业收入176,160万元 (+0.7%), 景区运营业务实现营业收入16,286万元 (+0.3%)。公司上半年实现利润总额52,613万元 (+27.7%), 实现归属于上市公司股东的净利润33,996万元 (+41.2%), 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润31,600万元 (+32.1%)。

◆ 点评:

费用率继续下降。在酒店繁荣期中, 酒店收入增速超过成本费用增速, 成本费用率下降, 利润大幅提升。2018年Q2公司TTM销售+管理费用率为79.0%, 比2018Q1的销售+管理费用率降低0.3个百分点。我们在前期报告中预期公司2017年至2020年每个季度销售管理费用率约下降0.7~1.2个百分点, 公司实际2018年Q2下降0.3个百分点, 降幅低于平均值, 仍处在费用率下降通道内。2018年上半年直营业务单间可用客房收入(RevPAR)同比上升3.8%, 低于我们的预期; 单间可用客房平均成本同比上升3.6%, 同样低于我们的预期。RevPAR增幅高于平均成本增幅, 是成本费用比率下降的主要原因。

公司利润总额大幅上涨。公司上半年实现利润总额52,613万元(同比+27.7%), 上升11,412万元。利润总额上升一方面因为公司酒店及景区业务业绩的增长和盈利能力的提升, 主营业务增长贡献增量利润总额11,002万元。如家酒店上半年营业收入333,118万元, 与去年基本持平, 而报表利润总额上升9,443万元, 符合我们预期的酒店繁荣期当中, 酒店收入增速超过成本费用增速, 成本费用率下降, 利润大幅提升。

大力发展中高端酒店业务。公司二季度新开业酒店135家, 中高端酒店数量与经济型酒店数量的比值接近1:1, 然而在公司现有存量酒店中, 该比值约为1:6, 中高端酒店占比不断增加。

截至2018年6月30日, 公司已开业酒店合计3,788家, 已开业客房总数383,396间, 以房间数来算中高端比例达到18.7%。公司已签约未开业和正在签约店的酒店数量为612家。

Q2 如家酒店房价大幅增长, 入住率小幅降低。从经营数据来看公司旗下如家酒店集团Q2全部开业酒店平均房价有明显提升(ADR为190元/间, 同比+8.9%), 在大幅提价的前提下酒店的平均出租率仅有少量下降(OCC为83.5%, 同比下降2.6个百分点), 导致如家酒店的RevPAR仍有明显增长(RevPAR为158元/间, 同比+5.6%)。

公司在公告中披露了如家开业 18 个月以上成熟门店数据，其中 ADR 为 184 元/间（同比+7.0%），RevPAR157 元/间（同比+4.3%），略低于如家全部开业酒店平均值。首旅存量酒店平均出租率为 65.6%（同比上升 0.5 个百分点），ADR 为 395 元/间（同比+3.2%），RevPAR 为 259 元/间（同比+4.0%）。

盈利预测与投资评级：受益于酒店行业进入上行周期，RevPAR 的上涨将持续带动公司运营利润率的增长。公司完成大规模收购，对内部资源的整合将降低公司成本费用率，公司盈利能力将显著提升并逐步释放，我们预测公司 18/19/20 年将实现营业收入 99/123/131 亿元，实现归母净利润 9/17/21 亿元，按照最新的股本计算，对应 EPS 0.96/1.69/2.10 元/股，维持公司“买入”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，以及不可抗力因素。

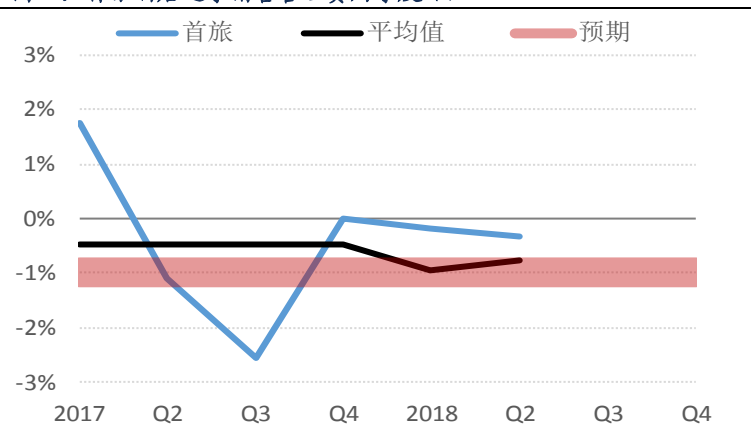
主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,523	8,417	9,914	12,325	13,115
同比(%)	389.4%	29.0%	17.8%	24.3%	6.4%
归属母公司净利润（百万元）	211	631	936	1,656	2,057
同比(%)	110.7%	199.1%	48.4%	76.8%	24.2%
毛利率(%)	94.5%	94.6%	95.5%	96.1%	96.3%
ROE(%)	5.3%	9.0%	12.0%	18.4%	19.1%
每股收益(摊薄，元)	0.22	0.64	0.96	1.69	2.10
P/E	72	29	19	11	9
P/B	1.9	2.1	2.2	1.9	1.5
EV/EBITDA	11	9	11	7	6

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 09 月 4 日收盘价

2018年二季度 TTM 销售+成本费用比率环比下降 0.3 个百分点，连续第 5 个季度下降。

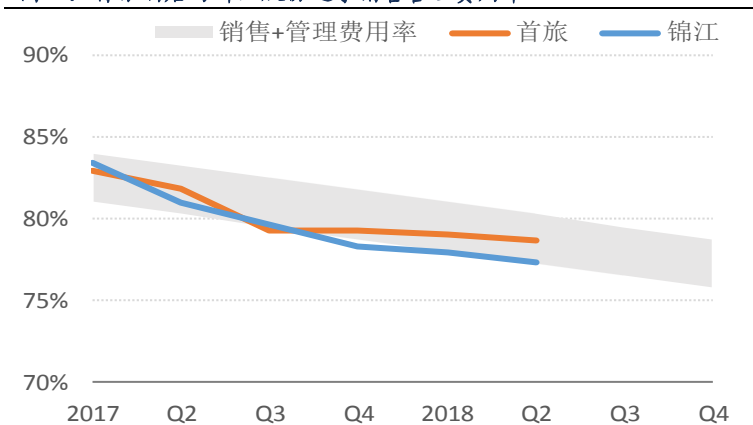
图 1：首旅酒店逐季销售管理费用季度环比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：2017 年 Q1~Q4 平均值为 2017 年四个季度实际平均值，从 2018 年 Q1 起平均值为前四季度滚动平均值。

图 2：首旅酒店与锦江股份逐季销售管理费用率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2018 年上半年直营业务单间可用客房收入(RevPAR) 同比上升 3.8%，低于我们的预期；单间可用客房平均成本同比上升 3.6%，同样低于我们的预期。RevPAR 增幅高于平均成本增幅，是成本费用比率下降的主要原因。

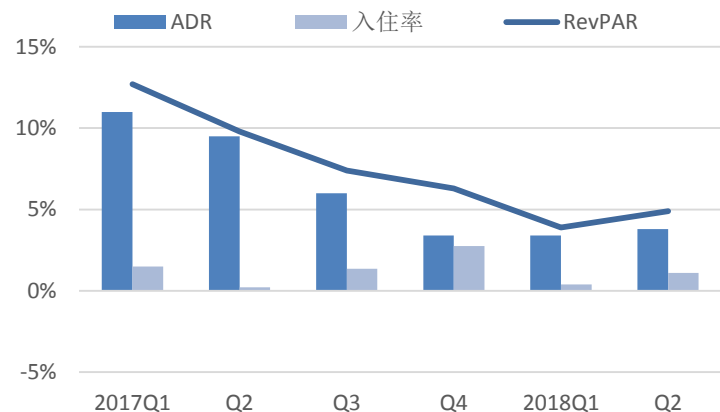
表 1：首旅酒店全部酒店经营情况

酒店类型	2017Q2	2018Q1	2018Q2	同比	环比
如家所有酒店					
入住率(%)	86.1	79.3	83.5	-2.6%	4.2%
平均房价(元/间)	174.5	174.0	190.0	8.9%	9.2%
RevPAR(元/间)	149.6	138.0	158.0	5.6%	14.5%
首旅存量酒店					
入住率(%)	65.1	54.4	65.6	0.5%	11.2%
平均房价(欧元/间)	382.8	383.0	395.0	3.2%	3.1%
RevPAR(欧元/间)	249.0	209.0	259.0	4.0%	23.9%
如家成熟门店					
入住率(%)	87.2	80.9	85.0	-2.2%	4.1%
平均房价(元/间)	172.0	170.0	184.0	7.0%	8.2%
RevPAR(元/间)	150.5	137.0	157.0	4.3%	14.6%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

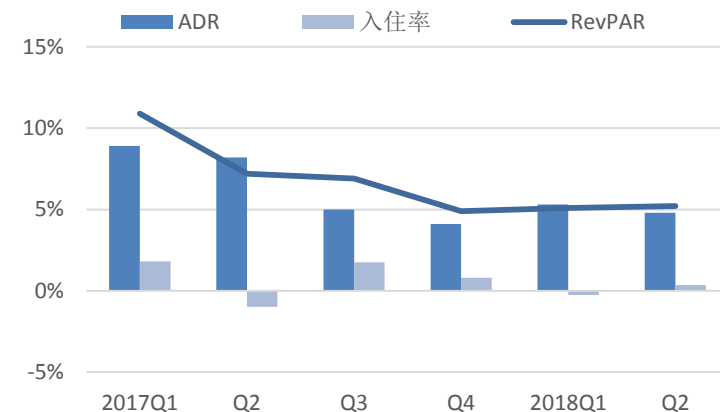
如家成熟酒店中，二季度中高端 RevPAR 均为正增长，同比涨幅扩大，ADR 和入住率均为正增长。

图 3: 如家成熟门店经营指标-直营中高端酒店



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

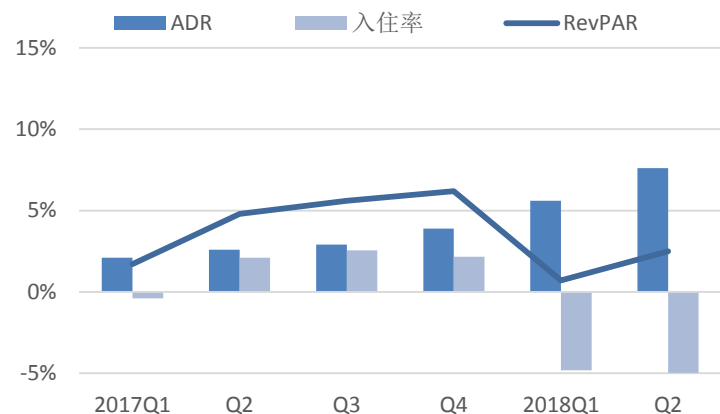
图 4: 如家成熟门店经营指标-加盟中高端酒店



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

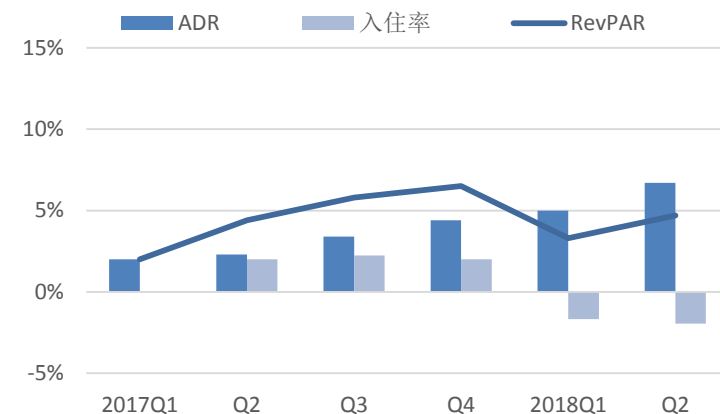
二季度经济型 RevPAR 均为正增长，同比涨幅扩大，ADR 均为正增长，但入住率仍然下滑。

图 5: 如家成熟门店经营指标-直营经济型酒店



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

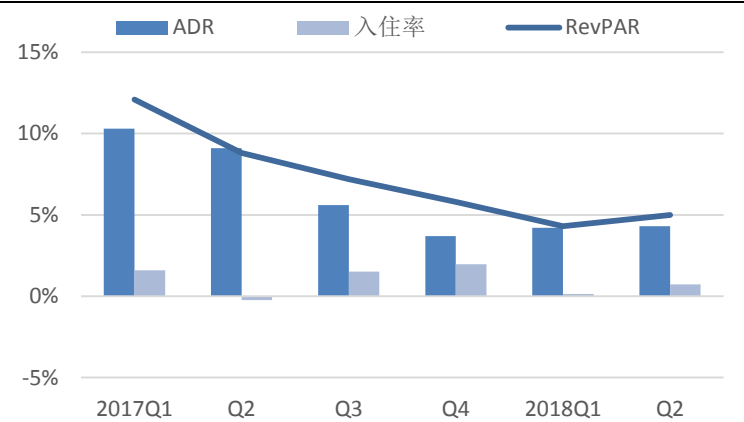
图 6: 如家成熟门店经营指标-加盟经济型酒店



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

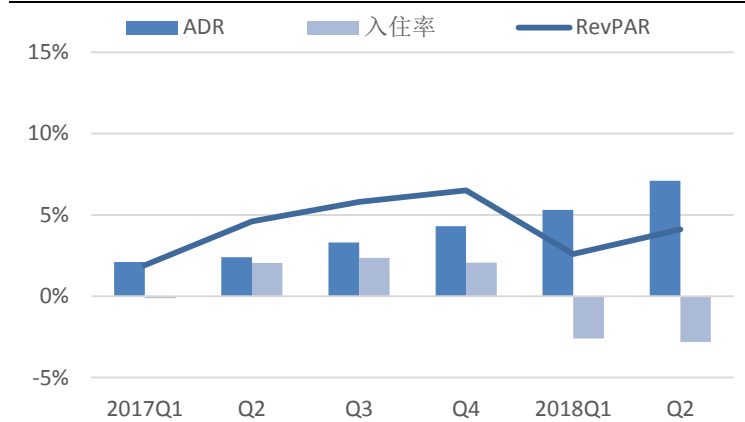
如家成熟酒店二季度平均 RevPAR 均为正增长，中高端酒店同比增长 5.0%（一季度+4.3%），二季度同比涨幅扩大，ADR 和入住率均为正增长（+4.3%/+0.6%，一季度为+4.2%/+0.1%）；经济型酒店同比增长 4.1%（一季度+2.6%），二季度同比涨幅扩大，ADR 增长 7.1%，入住率同比下降 2.4 个百分点（一季度为+5.3%/-2.1pct）。

图 7：如家成熟门店经营指标-中高端



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

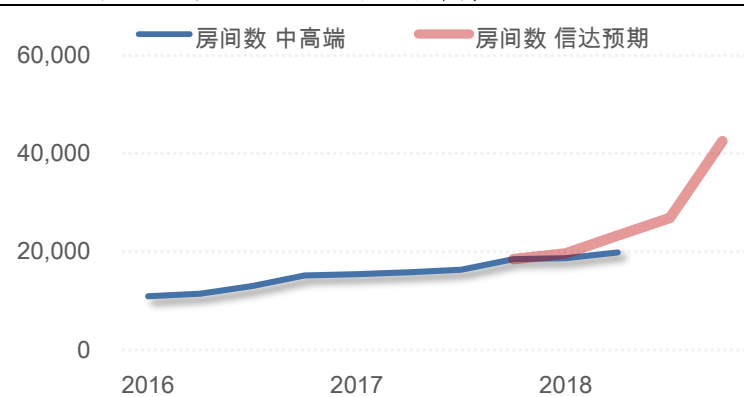
图 8：如家成熟门店经营指标-经济型



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

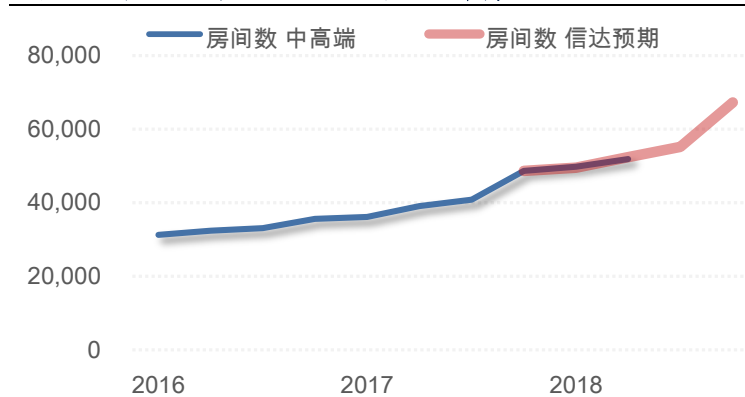
公司中高端酒店拓展方面，直营业务拓展低于我们的预期，加盟业务拓展符合我们的预期。

图 9：首旅酒店房间数与信达预期-直营中高端酒店



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

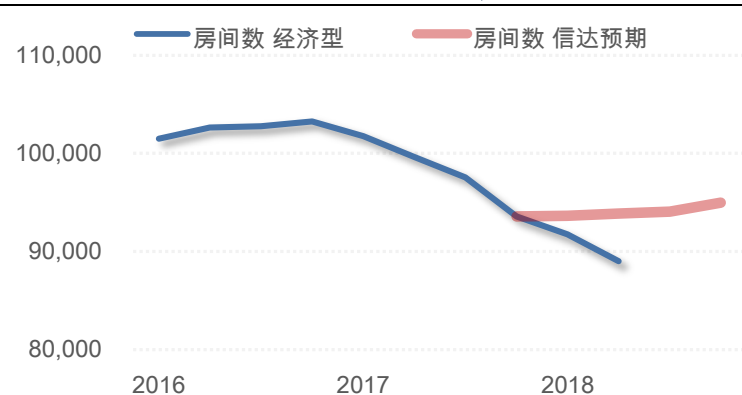
图 10：首旅酒店房间数与信达预期-加盟中高端酒店



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

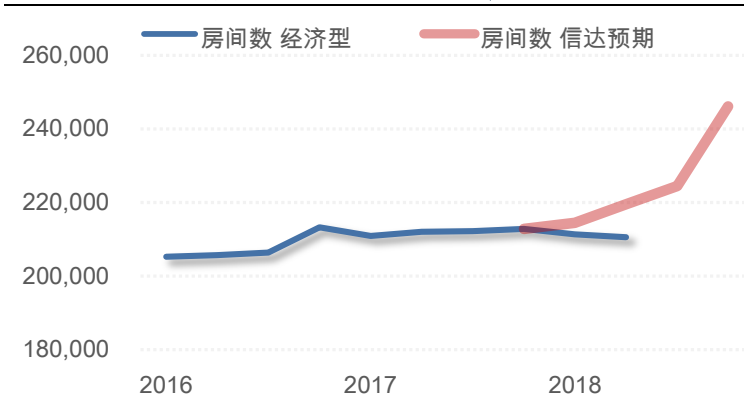
公司经济型酒店，直营业务收缩比我们的预期更快，加盟数量低于我们的预期。

图 11: 首旅酒店房间数与信达预期-直营经济型酒店



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

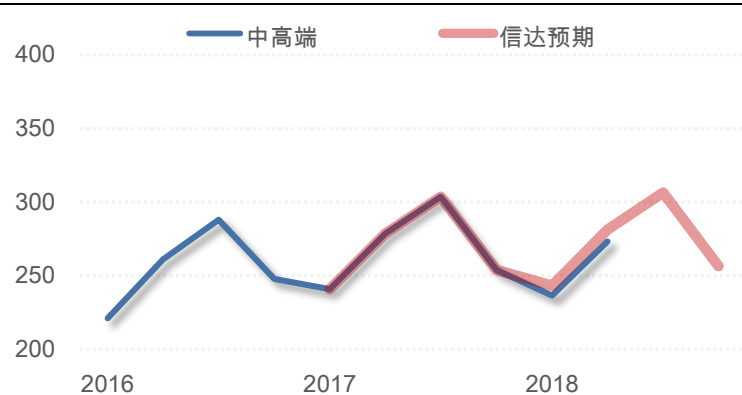
图 12: 首旅酒店房间数与信达预期-加盟经济型酒店



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

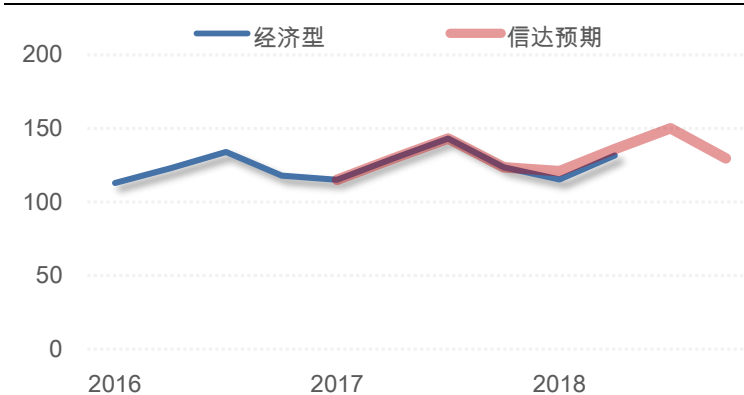
2018 年二季度中高端酒店 RevPAR 低于我们的预期 2.9%，经济型低于我们的预期 3.1%，基本符合我们的预期。

图 13: 首旅酒店中高端 RevPAR 与信达预期



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

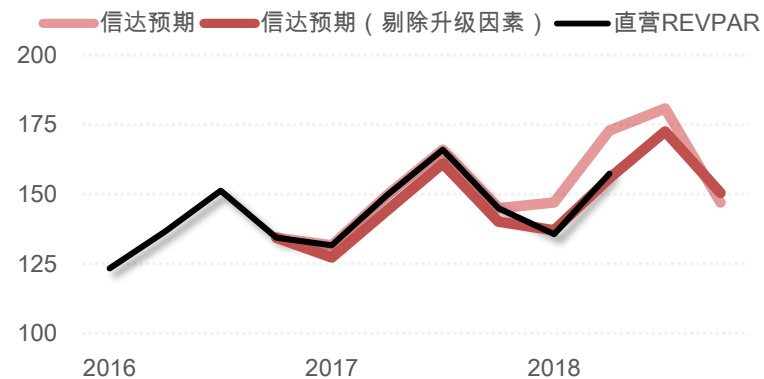
图 14: 首旅酒店经济型 RevPAR 与信达预期



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2018年二季度直营业务平均 RevPAR 低于我们的预期 9.0%，与剔除升级因素的平均值相比高 1.0%，即直营 RevPAR 增速低于预期的主要原因是直营中高端业务拓展比我们的预期慢。

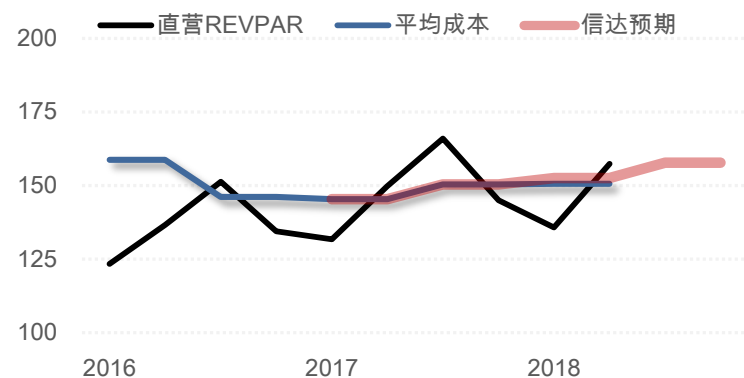
图 15: 直营业务 RevPAR 与信达预期



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

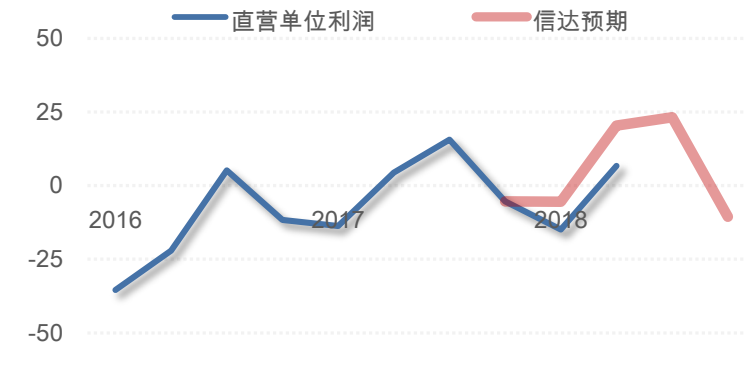
2018年二季度直营业务平均成本低于我们的预期 1.2%，二季度单位利润为正，但仍然低于我们的预期。

图 16: 首旅酒店直营业务 RevPAR、平均成本与信达预期



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 17: 首旅酒店直营单位利润与信达预期



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2018年上半年直营业务单间可用客房平均成本同比上升 3.6%，低于我们的预期。

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,870	1,967	3,241	5,322	7,669
货币资金	1,104	1,450	2,692	4,696	7,023
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	177	200	236	293	312
预付账款	277	179	176	191	192
存货	54	46	45	49	49
其他	257	92	92	92	92
非流动资产	15,424	14,880	14,833	14,763	14,533
长期投资	234	214	214	214	214
固定资产	2,657	2,498	2,365	2,372	2,321
无形资产	4,085	3,989	3,789	3,621	3,454
其他	8,447	8,179	8,465	8,556	8,544
资产总计	17,293	16,847	18,075	20,085	22,202
流动负债	7,835	3,818	3,835	3,917	3,992
短期借款	4,920	840	840	840	840
应付账款	110	134	132	143	144
其他	2,805	2,844	2,863	2,934	3,008
非流动负债	2,455	5,402	5,702	6,002	6,002
长期借款	290	3,093	3,393	3,693	3,693
其他	2,165	2,309	2,309	2,309	2,309
负债合计	10,290	9,220	9,537	9,919	9,994
少数股东权益	283	288	327	378	442
归属母公司股东权益	6,720	7,339	8,210	9,787	11,766
负债和股东权益	17,293	16,847	18,075	20,085	22,202

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,523	8,417	9,914	12,325	13,115
同比(%)	389.4%	29.0%	17.8%	24.3%	6.4%
归属母公司净利润	211	631	936	1,656	2,057
同比(%)	110.7%	199.1%	48.4%	76.8%	24.2%
毛利率(%)	94.5%	94.6%	95.5%	96.1%	96.3%
ROE(%)	5.3%	9.0%	12.0%	18.4%	19.1%
每股收益(摊薄, 元)	0.22	0.64	0.96	1.69	2.10
P/E	72	29	19	11	9
P/B	1.9	2.1	2.2	1.9	1.5
EV/EBITDA	11	9	11	7	6

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,523	8,417	9,914	12,325	13,115
营业成本	359	451	445	483	486
营业税金及附加	106	58	69	85	91
营业费用	3,793	5,719	6,627	7,864	8,096
管理费用	1,498	948	1,117	1,121	1,043
财务费用	405	223	182	187	173
资产减值损失	65	60	-6	-7	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	171	-3	-12	-13	-11
营业利润	467	1,036	1,468	2,579	3,223
营业外收入	93	9	40	47	32
营业外支出	32	43	27	34	35
利润总额	528	1,001	1,482	2,593	3,221
所得税	195	342	506	886	1,100
净利润	333	659	975	1,707	2,120
少数股东损益	122	28	39	51	64
归属母公司净利润	211	631	936	1,656	2,057
EBITDA	1,681	2,161	2,144	3,288	3,947
EPS	0.31	0.77	0.96	1.69	2.10

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,482	2,065	1,635	2,421	2,914
净利润	333	659	975	1,707	2,120
折旧摊销	780	943	488	509	534
财务费用	372	216	174	187	193
投资损失	-171	3	12	13	11
营运资金变动	176	232	-9	13	62
其它	-9	10	-5	-7	-6
投资活动现金流	-6,602	-537	-453	-452	-316
资本支出	-375	-476	-441	-438	-305
长期投资	-6,231	-61	-12	-13	-11
其他	4	-1	0	0	0
筹资活动现金流	6,120	-1,173	68	43	-263
吸收投资	3,804	0	0	0	0
借款	2,733	-913	300	300	0
支付利息或股息	357	253	232	257	263
现金净增加额	937	346	1,242	2,004	2,327

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月正式加盟信达证券研究开发中心，从事消费行业、能源化工行业研究。

范峻巍，艾克赛特大学金融与投资硕士，2017年4月正式加盟信达证券研究开发中心，从事消费行业研究。

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。