

Q1 业绩增速波动，长期看好酒店龙头 增持（维持）

2019 年 04 月 29 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8,539	8,710	8,940	9,185
同比（%）	1.5%	2.0%	2.6%	2.7%
归母净利润（百万元）	857	967	1,112	1,256
同比（%）	35.8%	12.9%	14.9%	13.0%
每股收益（元/股）	0.88	0.99	1.14	1.28
P/E（倍）	23.30	20.64	17.96	15.90

事件：公司发布 2019 年一季报，19 年 Q1 实现营收 19.44 亿元 (+0.99%)，归母净利 0.74 亿元 (-1.9%)，扣非净利 0.56 亿元 (-3.04%)。

投资要点

- **Q1 业绩受宏观经济波动影响**。19 年 Q1 实现营收 19.44 亿元 (+0.99%)，归母净利 0.74 亿元 (-1.9%)，非经常性损益包括公允价值变动损益和投资收益 1958 万（税前），扣非净利 0.56 亿元 (-3.04%)，业绩波动与酒店经营受宏观经济波动影响有关。
- **高基数叠加经营承压，酒店业绩有所下降**。酒店业务营收 17.73 亿元 (+0.67%)，其中（1）如家营收 15.62 亿元 (+0.42%)，主要由于加盟收入受加盟酒店数量增加驱动增加 3514 万元、直营收入受关店及升级改造影响减少 2864 万元。（2）首旅存量酒店实现营收 2.12 亿元 (+2.57%)。酒店业务实现利润总额 5913 万元 (-10.53%)，其中如家实现利润总额 9837 万元 (-7.85%)，主要由于经济型酒店和中高端酒店 RevPAR 都分别下降。
- **景区经营业绩良好，盈利能力持续提升**。景区业务营收 1.70 亿元 (+4.49%)，其中（1）南山门票收入同比增长 18.46%，购票入园人数 193.54 万人次 (+1.90%)，且从 18 年 8 月开始门票收入留存比例由 40% 提高至 50%，驱动人均收入达到 53.91 元 (+16.25%)。（2）商品销售业务模式部分由自营改为出租，导致商品销售收入减少 1066 万元、租赁收入增加 331 万元，同时毛利率实现提升。Q1 实现利润总额 9878 万元 (+10.66%)，维持稳健增长。
- **经营数据疲弱，RevPAR 显著承压**。19Q1 经营数据反映较大的市场环境压力。1) **如家 RevPAR**137 元 (-0.5%)，增速环比下降 3.3pct，由正转负，结构升级驱动平均房价提升效应 (+2.7%) 仍在，出租率降幅 (-2.5pct) 持平。其中**经济型 RevPAR** 同降 2.3% (-2.3pct)，主要由于出租率下降 1.9pct，平均房价基本持平 (+0.1%)，提价幅度显著降低 2.4pct 的同时出租率降幅收窄 0.1pct。**中高端 RevPAR** 同降 8%，降幅扩大 3.3pct，平均房价下降 5.2%，降幅扩大 4.3pct 隐含新店开业促销等因素的影响，出租率下降 2pct，降价、Q4 开业的新店爬坡基础上降幅收窄 1pct。2) **如家同店 RevPAR** 同降 3%，同样由正转负，主要由于出租率下降 2.5pct 的影响，平均房价基本持平。其中**经济型同店 RevPAR** 同降 2.4% (-3.9pct)，平均房价仍有 0.4% 的提升，提价幅度下降 3.3pct，出租率下降 2.3pct，降幅扩大 0.4pct。**中高端同店 RevPAR** 降低 6.8% (-7.1pct)，主要由于平均房价下降 0.9% (-4.1pct)，出租率下降 4.5pct (-2.1pct)。3) 首旅存量酒店 RevPAR 同增 1.6%，其中经济型酒店 RevPAR 提升 12.6%，中高端 RevPAR 下降 1.3%。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.40
一年最低/最高价	13.73/28.78
市净率(倍)	2.42
流通 A 股市值(百万元)	12742.03

基础数据

每股净资产(元)	8.41
资产负债率(%)	48.77
总股本(百万股)	978.89
流通 A 股(百万股)	624.61

相关研究

- 1、《首旅酒店 (600258)：18 年业绩符合预期，19 年计划加速扩张》2019-04-18
- 2、《首旅酒店 (600258)：联手凯悦打造新品牌，深耕中高端，估值低位迎利好》2019-03-03
- 3、《首旅酒店 (600258)：Q3 业绩增长稳健，经济波动与假期错位导致 RevPAR 增速承压》2018-10-31

- **加盟+中高端持续驱动。**19Q1 新开店数量 75 家（直营店 4 家、加盟 71 家），其中经济型新开 13 家、中高端新开 28 家、管理输出酒店 34 家；Q1 净开业酒店已开业酒店共 4061 家，客房间 39.84 万间，其中中高端酒店数量占比 18.2%，较 18 年底提升 0.4pct，房间数占比 22.4%，较 18 年底提升 0.5pct。截至 19 年 3 月底，已签约未开业和正在签约的酒店共 568 家，较 18 年底的 530 家进一步增加。目前公司 1727 家酒店（占 42.5%）、17.39 万间房间（占 43.7%）位于北京、上海、江苏、山东、浙江五个地区。
- **费用端基本平稳。**19 年 Q1 毛利率 93.92%(-0.61pct)，估计仍与直营酒店房量减少以及部分资产折旧摊销期满有关。直营占比下降持续驱动销售费用率进一步下降 0.44pct 至 70.55%。管理费用率 12.88%，同比基本持平(-0.03pct)。研发费用率 0.33%(+0.05pct)，研发投入驱动效益提升。财务费用率 1.94%(-0.34pct)，资产负债率 48.77%，维持健康水平。中国外运股票从可供出售金融资产重分类至交易性金融资产，从 19 年开始股价变动计入公允价值变动损益，影响当期损益，Q1 公允价值变动损益 573 万。如家 NEO3.0 的改造估计颇有成效，在建工程期末余额 1.14 亿元，较期初下降 39.94%。
- **经营提效，战略稳健，短期等待经济环境修复，酒店龙头维持向好发展。酒店龙头发展战略清晰：**存量酒店持续升级改造，加大如家酒店 NEO3.0 的更新改造力度。中高端+加盟店加速扩张，19 年计划新开门店超过 800 家，中高端占比 50% 以上，加盟店占比超过 95%。积极推进如家与凯悦合资酒店产品的快速落地。持续推动信息化建设。**卡位酒店中高端升级战略契机，巩固龙头地位，长期市占率有望持续提升。**
- **盈利预测：**根据经营情况跟踪，适当调整盈利预测，预计 19-21 年归母净利 9.67、11.12、12.56 亿元，增速为 12.9%、14.9%、13.0%，EPS 为 0.99、1.14、1.28 元，对应当前股价 PE 为 21、18、16 倍。
- **风险提示：**宏观经济波动、经营扩张情况不及预期、竞争加剧等风险。

表 1: 首旅酒店核心数据

单位: 百万元	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	2075.67	2323.35	2105.06	1924.46	2077.90	2366.15	2170.30	1943.58
yoy	5.3%	6.8%	4.2%	0.6%	0.1%	1.8%	3.1%	1.0%
归母净利润	205.91	309.70	80.47	75.39	264.57	461.54	55.52	73.96
yoy	2875.7%	116.7%	48.8%	116.6%	28.5%	49.0%	-31.0%	-1.9%
扣非净利	201.43	305.84	50.01	58.00	258.00	348.41	25.80	56.24
yoy	881.8%	230.2%	134.7%	53.5%	28.1%	13.9%	-48.4%	-3.0%
毛利率	95.12	93.90	94.74	94.53	95.17	94.06	94.21	93.92
期间费用率	79.51	74.53	86.64	86.46	77.09	73.11	83.58	85.70
其中: 销售费用率	76.61	60.06	74.34	70.99	63.78	59.80	69.26	70.55
管理费用率	0.01	11.99	10.00	13.19	11.47	11.61	12.03	13.21
财务费用率	2.88	2.48	2.30	2.28	1.83	1.70	2.29	1.94
归母净利率	9.92	13.33	3.82	3.92	12.73	19.51	2.56	3.81
ROE	3.00	4.36	1.10	1.02	3.52	5.88	0.68	0.90
pct	2.40	-7.85	-0.26	0.51	0.51	1.52	-0.42	-0.12
资产负债率	57.62	56.12	54.73	53.28	52.17	50.59	49.76	48.77
pct	-25.15	-25.58	-4.78	-5.46	-5.45	-5.53	-4.97	-4.50
存货	42.33	46.71	45.51	42.85	46.36	51.85	50.53	47.40
较上年同比增减	-6.12	-1.64	-8.90	-1.29	4.03	5.14	5.02	4.55
存货周转天数	43.79	40.08	39.86	37.76	40.21	37.96	36.64	37.31
较上年同比增减	-4.10	1.35	1.18	-7.68	-3.59	-2.13	-3.22	-0.45
应收账款	201.69	252.67	200.30	228.34	254.70	274.31	231.63	251.45
较上年同比增减	30.72	81.17	23.30	7.48	53.01	21.64	31.33	23.11
应收账款周转天数	8.55	9.19	8.07	10.02	10.23	10.06	9.11	11.18
较上年同比增减	0.57	2.99	2.21	0.66	1.69	0.87	1.04	1.16
应付账款及应付票据	111.06	144.22	133.61	129.99	133.57	159.60	124.59	125.00
较上年同比增减	4.77	13.48	23.77	27.05	22.51	15.37	-9.01	-4.98
预收账款	186.06	220.28	223.29	237.47	266.11	304.46	280.20	302.99
较上年同比增减	57.31	78.53	75.45	47.59	80.05	84.18	56.91	65.52
经营性现金流净额	821.39	1634.90	2064.54	222.15	769.11	1426.09	1923.04	158.06
较上年同比增减	72.9%	50.0%	39.3%	-5.9%	-6.4%	-12.8%	-6.9%	-28.8%
筹资性现金流净额	(256.49)	(750.50)	(1173.46)	(215.35)	(659.85)	(1018.54)	(1438.77)	(23.40)
较上年同比增减	-103.7%	-111.6%	-119.2%	1095.5%	157.3%	35.7%	22.6%	-89.1%
资本开支	85.19	135.15	95.64	222.88	128.59	157.11	138.44	249.88
较上年同比增减	-37.0%	-12.5%	-16.8%	0.0%	50.9%	16.3%	44.7%	12.1%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 2: 首旅酒店业绩拆分

单位: 亿元	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
营收	19.24	20.78	23.66	21.70	19.44
yoy	0.6%	0.1%	1.8%	3.1%	1.0%
酒店业务	17.62	19.97	22.83	20.48	17.73

	yoy	0.7%	-0.1%	2.0%	3.2%	0.7%
其中：如家		15.55	17.76	20.05	18.18	15.62
	yoy	0.4%	-0.4%	2.0%	3.7%	0.4%
景区业务		1.63	0.81	0.84	1.22	1.70
	yoy	0.3%	6.1%	-1.3%	1.7%	4.5%
利润总额		1.55	3.71	6.30	1.30	1.58
	yoy	51.7%	19.8%	41.6%	-10.5%	1.6%
酒店业务		0.66	3.49	6.06	0.88	0.59
	yoy	245.8%	22.1%	42.9%	-29.0%	-10.5%
其中：如家		1.07	3.65	4.66	2.04	0.98
	yoy	47.6%	19.7%	8.7%	33.6%	-7.9%
景区业务		0.89	0.22	0.24	0.42	0.99
	yoy	7.2%	-7.5%	16.2%	95.8%	10.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：如家酒店经营绩效及增速

如家	RevPAR			均价（元/间）			出租率（%）		
	2019Q1	19Q1同比变动	Q1增速环比变动 (pct)	2019Q1	19Q1同比变动	Q1增速环比变动 (pct)	2019Q1	19Q1同比变动	Q1增速环比变动 (pct)
中高端	193	-8.00%	-3.30	281	-5.20%	-4.30	68.50%	-2.00	1.00
经济型	126	-2.30%	-2.30	160	0.10%	-2.40	78.50%	-1.90	0.10
合计	137	-0.50%	-3.30	179	2.70%	-3.20	76.70%	-2.50	0.00

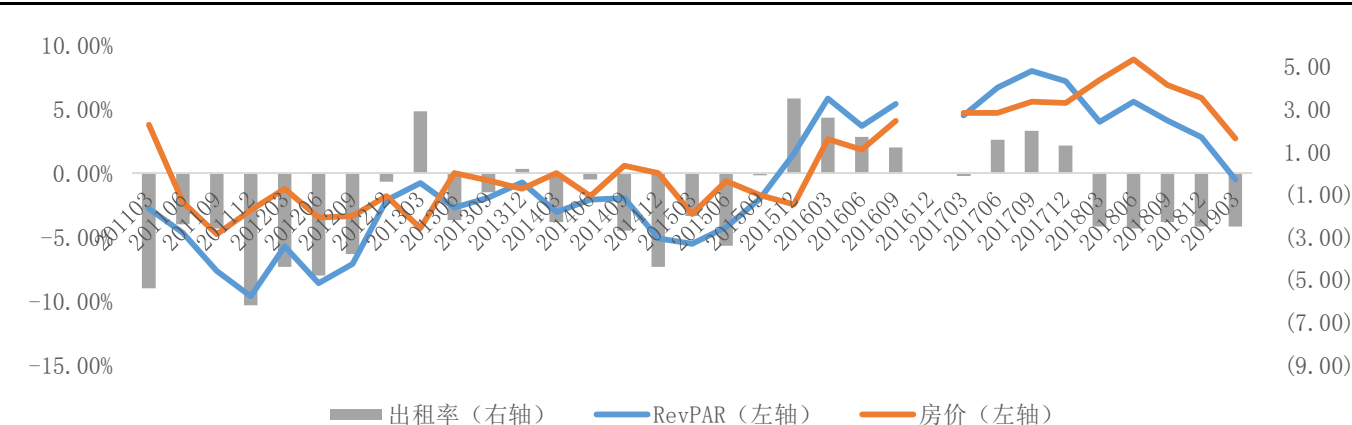
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：如家酒店同店经营绩效及增速

如家同店	RevPAR			均价（元/间）			出租率（%）		
	2019Q1	19Q1同比变动	Q1增速环比变动 (pct)	2019Q1	19Q1同比变动	Q1增速环比变动 (pct)	2019Q1	19Q1同比变动	Q1增速环比变动 (pct)
中高端	217	-6.80%	-7.10	303	-0.90%	-4.10	71.70%	-4.50	-2.10
经济型	127	-2.40%	-3.90	160	0.40%	-3.30	79.10%	-2.30	-0.40
合计	135	-3.00%	-4.40	173	0.10%	-3.60	78.40%	-2.50	-0.60

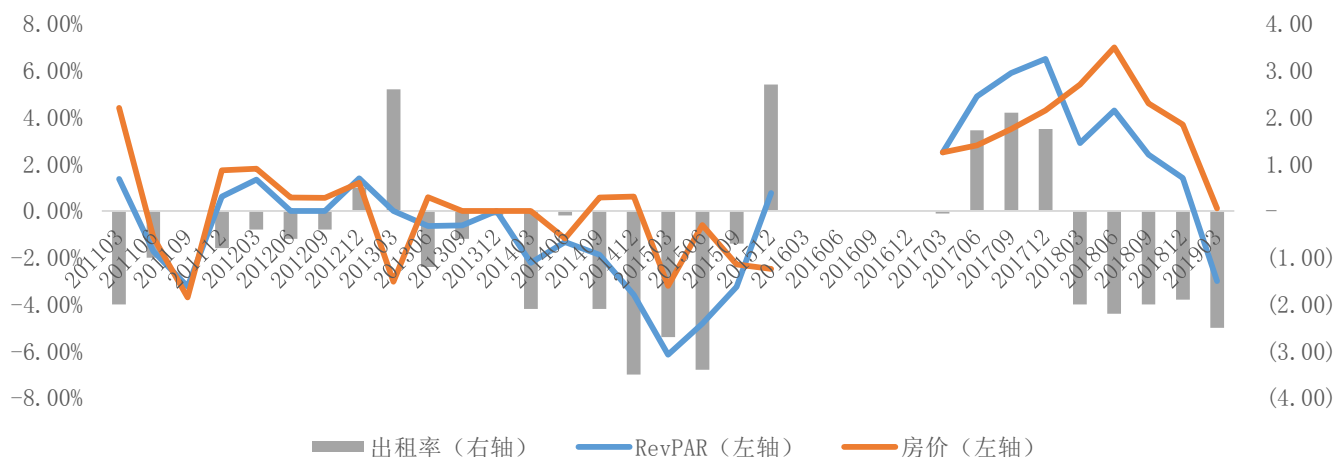
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：如家三大指标变动率（单季）



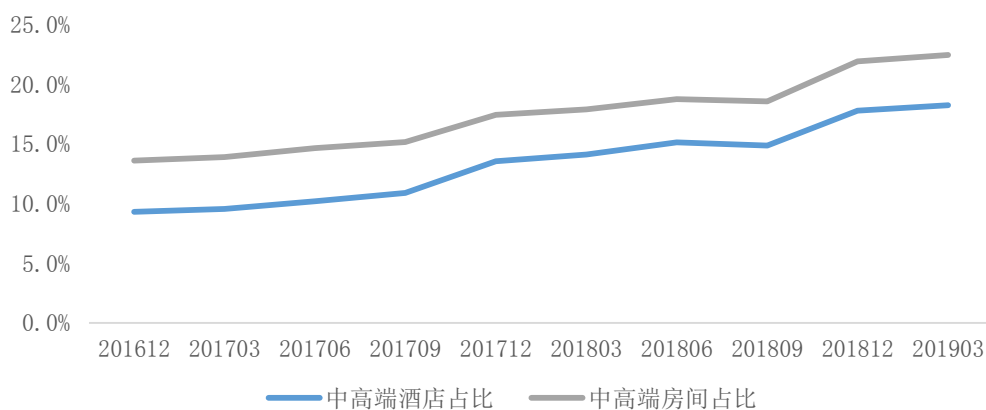
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：如家同店三大指标变动率（单季）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：中高端酒店/房间占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：截止 2019 年 3 月底酒店数据统计表

品牌	酒店数量			客房间数		
	2019 年 3 月末			2019 年 3 月末		
	合计	直营	特许	合计	直营	特许
经济型酒店	2,993	714	2,279	290,522	82,850	207,672
如家	2,217	565	1,652	227,150	62,643	164,507
莫泰	319	114	205	36,764	16,763	20,001
云上四季	34	16	18	2,856	1,803	1,053
蓝牌驿居	77	-	77	3,391	-	3,391
派柏云	184	-	184	10,156	-	10,156
睿柏云	98	-	98	5,646	-	5,646

欣燕都	22	17	5	1,919	1,458	461
雅客怡家	42	2	40	2,640	183	2,457
中高端酒店	741	161	580	89,404	22,627	66,777
和颐	171	39	132	20,292	6,305	13,987
如家精选	189	52	137	19,149	6,418	12,731
如家商旅	222	42	180	20,160	5,269	14,891
璞隐	3	2	1	455	309	146
扉缦	2	2	-	244	244	-
素柏云	15	-	15	946	-	946
诗柏云	2	-	2	64	-	64
金牌驿居	34	11	23	1,926	914	1,012
Yunik	2	2	-	167	167	-
柏丽艾尚	4	4	-	532	532	-
首旅建国	68	2	66	19,368	922	18,446
首旅南苑	7	4	3	1,291	946	345
首旅京伦	22	1	21	4,810	601	4,209
其他	327	47	280	18,431	3,025	15,406
公寓	48	45	3	3,049	2,893	156
管理输出	277	-	277	15,250	-	15,250
漫趣乐园	1	1	-	96	96	-
如家小镇	1	1	-	36	36	-
小计	4,061	922	3,139	398,357	108,502	289,855

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

首旅酒店三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,331	2,461	1,913	3,111	营业收入	8,539	8,710	8,940	9,185
现金	1,032	1,382	776	1,949	减:营业成本	472	336	339	341
应收账款	232	191	249	201	营业税金及附加	59	59	61	63
存货	51	20	51	20	营业费用	5,610	5,664	5,744	5,827
其他流动资产	1,017	868	838	940	管理费用	1,028	1,045	1,059	1,074
非流动资产	14,494	15,005	15,487	15,975	财务费用	172	157	143	129
长期股权投资	262	287	320	351	资产减值损失	117	60	50	35
固定资产	2,444	2,374	2,338	2,253	加:投资净收益	156	12	47	57
在建工程	189	217	230	226	其他收益	66	30	30	30
无形资产	3,886	4,468	5,173	5,938	营业利润	1,281	1,403	1,589	1,771
其他非流动资产	7,713	7,658	7,427	7,207	加:营业外净收支	5	-3	-3	-3
资产总计	16,824	17,466	17,400	19,086	利润总额	1,286	1,400	1,586	1,768
流动负债	3,531	3,712	2,965	3,832	减:所得税费用	393	392	428	460
短期借款	100	100	100	100	少数股东损益	35	40	46	52
应付账款	125	58	127	59	归属母公司净利润	857	967	1,112	1,256
其他流动负债	3,306	3,554	2,738	3,673	EBIT	1,432	1,447	1,623	1,780
非流动负债	4,840	4,401	3,925	3,435	EBITDA	2,316	2,376	2,705	3,043
长期借款	2,593	2,134	1,664	1,171					
其他非流动负债	2,247	2,268	2,261	2,263	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	8,371	8,113	6,889	7,266	每股收益(元)	0.88	0.99	1.14	1.28
少数股东权益	290	331	377	429	每股净资产(元)	8.34	9.22	10.35	11.64
归属母公司股东权益	8,162	9,022	10,134	11,390	发行在外股份(百万股)	979	979	979	979
负债和股东权益	16,824	17,466	17,400	19,086	ROIC(%)	7.8%	8.0%	8.7%	9.1%
					ROE(%)	10.6%	10.8%	11.0%	11.1%
					毛利率(%)	94.5%	96.1%	96.2%	96.3%
					销售净利率(%)	10.0%	11.1%	12.4%	13.7%
					资产负债率(%)	49.8%	46.5%	39.6%	38.1%
					收入增长率(%)	1.5%	2.0%	2.6%	2.7%
					净利润增长率(%)	35.8%	12.9%	14.9%	13.0%
					P/E	23.30	20.64	17.96	15.90
					P/B	2.45	2.21	1.97	1.75
					EV/EBITDA	10.30	9.64	8.54	7.07

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

