

西安饮食 (000721)

——主业继续承压，持续关注外延扩张进展

投资要点:

➤ 营业外收入增加带动业绩增长。

公司16H实现营收2.5亿/+5.07%，归母净利润2087.8万/+676.76%，业绩大幅增长主要系报告期内公司完成德发长酒店政府拆迁工作获得补偿收益所致；扣非后归母净利润为-1127.6万/-11.02%；EPS为0.04元。

➤ 内生增长阻力较大

分产品来看，16H餐饮服务实现营收1.98亿/+5.66%；商品实现营收1509.1万/-21.30%；客房服务实现营收613.36万/-13.56%。公司餐饮收入同比连续三年下滑，商品和客房连续四年下滑，内生增长受阻的情况短期内难以改善。

➤ 毛利率基本持平，费用率微增

16H公司综合毛利率37.89%，近年来已基本持平；其中餐饮为30.71%/-1.32 pct；商品业务为39.87%/-3.13 pct；客房业务为53.52%/-12.12 pct。公司期间费用率为38.85%/+2.22 pct；其中销售费用率为31.50%/+0.70 pct；管理费用率为6.40%/-0.78 pct；财务费用率为0.91%/+2.22 pct，较去年同期减少银行存款利息收入所致。

➤ 餐饮业老树新花，业绩承压亟待转型

公司是西安地区老字号餐饮企业，近年来受消费市场低迷态势影响，自身主营业务发展空间遇到瓶颈，短期内不具备较强的业绩支撑。① **掘金大众消费商品，跨界经营尝试多元化发展。**公司依托旗下11家“中华老字号”特色品牌名店的影响力和餐饮管理团队，全面推进小型连锁店、社区便利店等百姓消费品；② **尝试电商平台，布局餐饮O2O模式。**报告期间公司继续通过餐饮+互联网等有效途径提升服务质量及信息化水平，加强与电商平台合作，团购套餐+微商分销体系推动线上销售取得良好效果；③ **加速资本运作，外延扩张诉求强烈。**15年公司筹划定增收购嘉和一品100%股权的计划虽被迫中止，但仍然彰显公司为强化餐饮O2O布局，转型大众餐饮市场的决心，未来进一步通过资本运作实现外延式投资并购的预期依然存在。

➤ 首次覆盖，给予“增持”评级

主业经营持续承压之下，公司一方面积极向大众餐饮O2O转型，摆脱短期盈利困境；另一方面持续寻找外延式并购机会来拓展销售渠道，自下而上整合资源，完善全国性布局。国企改革、自贸区等主题将利好公司长期成长性。我们预计16-18年EPS分别为0.02元、0.03元、0.04元，给予“增持”评级。

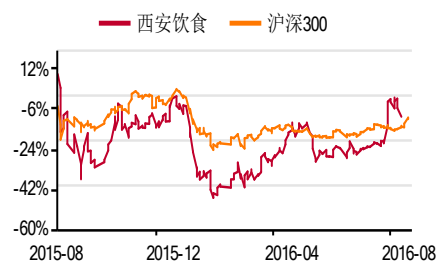
➤ 风险提示：消费市场低迷、餐饮行业竞争加剧

行业名称:	休闲服务
投资建议:	增持
当前价格:	8.98元
目标价格:	10.33元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	499/435
流通A股市值 (百万元)	3,908
每股净资产 (元)	1.37
资产负债率 (%)	38.26
一年内最高/最低 (元)	10.31/5.02

一年内股价相对走势



刘章明 分析师
执业证书编号: S1110516060001
电话:
邮箱: liuzm@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	54,577.61	49,900.16	53,495.17	59,196.19	66,633.81
增长率 (%)	-6.89%	-8.57%	7.20%	10.66%	12.56%
EBITDA (百万元)	1,350.55	-2,043.86	-860.71	1,026.06	1,937.46
净利润 (百万元)	1,106.06	-3,164.76	879.22	1,596.93	2,092.19
增长率 (%)	-25.24%	-386.13%	-127.78%	81.63%	31.01%
EPS (元/股)	0.02	-0.06	0.02	0.03	0.04
市盈率 (P/E)	405.18	-141.61	584.20	321.73	245.57
市净率 (P/B)	6.47	6.78	6.96	6.83	6.69
EV/EBITDA	202.12	-202.20	-555.79	456.90	240.74

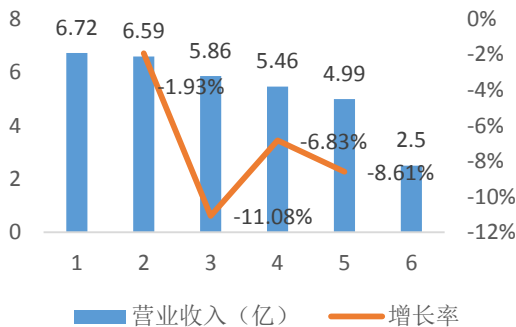
数据来源：公司公告，天风证券研究所



报告信息

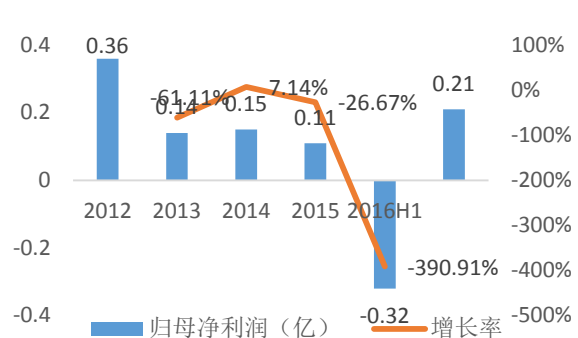
营业外收入增加带动业绩增长。公司 16H 实现营收 2.5 亿/+5.07%，归母净利润 2087.8 万/+676.76%，业绩大幅增长主要系报告期内公司完成德发长酒店政府拆迁工作获得补偿收益所致；扣非后归母净利润为-1127.6 万/-11.02%；EPS 为 0.04 元。

图表 1：近年公司营收和增长率



来源：wind，天风证券研究所

图表 2：近年公司归母净利润和增长率

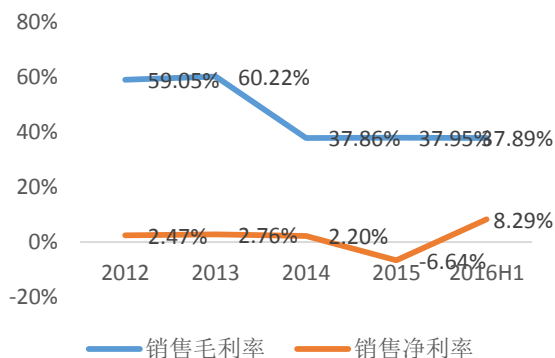


来源：wind，天风证券研究所

内生增长阻力较大。分产品来看，16H 餐饮服务实现营收 1.98 亿/+5.66%；商品实现营收 1509.1 万/-21.30%；客房服务实现营收 613.36 万/-13.56%。公司餐饮收入同比连续三年下滑，商品和客房连续四年下滑，内生增长受阻的情况短期内难以改善。

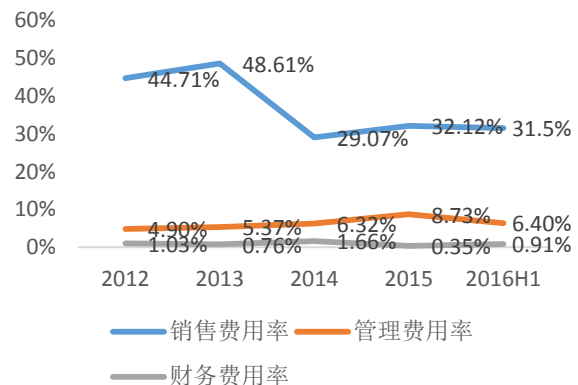
毛利率基本持平，费用率微增。16H 公司综合毛利率 37.89%，近年来已基本持平；其中餐饮毛利率为 30.71%/-1.32 pct；商品业务毛利率为 39.87%/-3.13 pct；客房业务毛利率为 53.52%/-12.12 pct。公司期间费用率为 38.85%/+2.22 pct；其中销售费用率为 31.50%/+0.70 pct；管理费用率为 6.40%/-0.78 pct；财务费用率为 0.91%/+2.22 pct，较去年同期减少银行存款利息收入所致。

图表 3：近年公司销售毛利率&销售净利率



来源：wind，天风证券研究所

图表 4：近年公司归母净利润和增长率



来源：wind，天风证券研究所

餐饮业老树新花，业绩承压亟待转型。公司是西安地区老字号餐饮企业，近年来受消费市场低迷态势影响，自身主营业务发展空间遇到瓶颈，短期内不具备较强的业绩支撑。① **掘金大众消费商品，跨界经营尝试多元化发展。**公司依托旗下 11 家“中华老字号”特色品牌名店的影响力和餐饮管理团队，全面推进小型连锁店、社区便利

店等百姓消费品。在产品端公司力求打造长线拳头产品，上半年节令产品收入同比增 24.94%。公司在深耕食品业务的同时积极涉足餐饮职业教育培训、月子会所、儿童体验中心等新业态模式，探索新的盈利增长点；②**尝试电商平台，布局餐饮 O2O 模式**。报告期间公司继续通过餐饮+互联网等有效途径提升服务质量及信息化水平，加强与大众点评、美团、百度等电商平台合作，团购套餐+微商分销体系推动线上销售取得良好效果；③**加速资本运作，外延扩张诉求强烈**。15 年公司筹划定增收购嘉和一品 100%股权的计划虽被迫中止，但仍然彰显公司为强化餐饮 O2O 布局，转型大众餐饮市场的决心，未来进一步通过资本运作实现外延式投资并购的预期依然存在。此外，公司与迪欧开展战略合作，后者拥有迪欧咖啡、欧索米萝咖啡和上岛咖啡 3 大知名餐饮品牌，在全国范围内共计 686 家门店。双方有望在业务、产品及渠道方面形成优势互补，提升公司长期盈利能力。

首次覆盖，给予“增持”评级。主业经营持续承压之下，公司一方面积极向大众餐饮 O2O 转型，摆脱短期盈利困境；另一方面持续寻找外延式并购机会来拓展销售渠道，自下而上整合资源，完善全国性布局。国企改革、自贸区等主题将利好公司长期成长性。我们预计 16-18 年 EPS 分别为 0.02 元、0.03 元、0.04 元，给予“增持”评级。

风险提示：消费市场低迷、餐饮行业竞争加剧

图表 5: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	34,586.88	32,268.61	15,630.11	27,361.60	31,842.13	营业收入	54,577.6	49,900.1	53,495.1	59,196.1	66,633.8
应收账款	2,194.46	2,372.50	1,670.16	732.60	916.69	营业成本	33,913.4	30,962.2	32,377.4	34,714.1	38,203.8
预付账款	2,386.80	1,852.04	4,045.75	1,406.12	4,656.99	营业税金及附加	2,790.61	2,536.28	2,745.41	3,024.51	3,403.67
存货	3,507.78	2,937.50	5,641.97	2,530.55	7,366.97	营业费用	15,866.3	16,029.4	17,653.4	18,586.4	21,438.5
其他	10.00	0.00	6,673.51	2,225.47	2,970.79	管理费用	3,446.86	4,354.18	3,639.06	3,551.77	3,331.69
流动资产合计	42,685.92	39,430.65	33,661.50	34,256.34	47,753.57	财务费用	907.24	174.61	226.99	192.94	164.00
长期股权投资	0.00	248.01	248.01	248.01	248.01	资产减值损失	324.58	137.78	161.16	207.84	168.93
固定资产	20,432.18	34,759.67	36,939.35	37,700.43	37,597.35	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	16,916.17	8,364.47	5,054.68	3,080.81	1,878.49	投资净收益	882.90	-286.62	911.22	502.50	375.70
无形资产	2,635.20	2,523.68	2,404.43	2,285.18	2,165.93	其他	-1,765.8	573.23	-1,822.4	-1,005.0	-751.40
其他	23,764.59	23,373.65	21,089.56	19,169.80	17,209.72	营业利润	-1,788.4	-4,580.9	-2,397.0	-578.92	298.80
非流动资产合计	63,748.15	69,269.47	65,736.03	62,484.23	59,099.49	营业外收入	5,643.51	1,089.22	4,287.20	3,673.31	3,016.58
资产总计	106,434.07	108,700.12	99,397.53	96,740.57	106,853.0	营业外支出	1,244.93	68.94	441.43	585.10	365.16
短期借款	15,000.00	21,000.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	2,610.09	-3,560.6	1,448.72	2,509.28	2,950.22
应付账款	12,467.03	12,381.89	17,896.39	11,367.60	21,496.96	所得税	1,398.19	-249.74	500.64	795.78	720.68
其他	5,948.79	5,264.55	4,486.21	6,635.75	4,838.33	净利润	1,211.90	-3,310.9	948.08	1,713.51	2,229.53
流动负债合计	33,415.81	38,646.44	22,382.60	18,003.35	26,335.29	少数股东损益	105.84	-146.14	68.86	116.58	137.34
长期借款	351.58	359.98	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利	1,106.06	-3,164.7	879.22	1,596.93	2,092.19
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益 (元)	0.02	-0.06	0.02	0.03	0.04
其他	1,974.20	2,215.25	1,719.00	1,969.48	1,967.91						
非流动负债合计	2,325.77	2,575.23	1,719.00	1,969.48	1,967.91	主要财务比率					
负债合计	35,741.58	41,221.67	24,101.61	19,972.83	28,303.20		2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	1,457.34	1,386.20	1,451.62	1,566.25	1,700.54	成长能力					
股本	49,905.59	49,905.59	57,198.59	57,213.22	57,213.22	营业收入	-6.89%	-8.57%	7.20%	10.66%	12.56%
资本公积	5,529.61	5,551.47	5,551.47	5,551.47	5,551.47	营业利润	-178.46%	156.13%	-47.67%	-75.85%	-151.61%
留存收益	19,329.56	16,186.65	16,645.72	17,988.27	19,636.10	归属于母公司净利	-25.24%	-386.13%	-127.78%	81.63%	31.01%
其他	-5,529.61	-5,551.47	-5,551.47	-5,551.47	-5,551.47	获利能力					
股东权益合计	70,692.49	67,478.44	75,295.93	76,767.74	78,549.86	毛利率	37.86%	37.95%	39.48%	41.36%	42.67%
负债和股东权益总	106,434.07	108,700.12	99,397.53	96,740.57	106,853.0	净利率	2.03%	-6.34%	1.64%	2.70%	3.14%
						ROE	1.60%	-4.79%	1.19%	2.12%	2.72%
						ROIC	-0.99%	-14.73%	-4.28%	-0.68%	1.16%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	33.58%	37.92%	24.25%	20.65%	26.49%
净利润	1,211.90	-3,310.90	879.22	1,596.93	2,092.19	净负债率	12.23%	-21.04%	-16.48%	11.04%	-9.41%
折旧摊销	4,475.32	4,495.69	1,309.35	1,412.04	1,474.66	流动比率	1.28	1.02	1.50	1.90	1.81
财务费用	738.57	253.76	226.99	192.94	164.00	速动比率	1.17	0.94	1.25	1.76	1.53
投资损失	-882.90	286.62	-911.22	-502.50	-375.70	营运能力					
营运资金变动	22,933.00	-2,038.37	-4,345.35	8,927.63	1,273.75	应收账款周转率	27.09	21.85	26.47	49.27	80.80
其它	-26,270.85	565.77	68.86	116.58	137.34	存货周转率	13.81	15.48	12.47	14.49	13.46
经营活动现金流	2,205.03	252.56	-2,772.14	11,743.62	4,766.24	总资产周转率	0.52	0.46	0.51	0.60	0.65
资本支出	9,223.84	7,916.10	556.25	-170.48	51.57	每股指标 (元)					
长期投资	-1,541.57	248.01	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.02	-0.06	0.02	0.03	0.04
其他	11,799.89	-16,504.58	294.97	592.98	274.13	每股经营现金流	0.04	0.01	-0.06	0.24	0.10
投资活动现金流	19,482.15	-8,340.47	851.22	422.50	325.70	每股净资产	1.39	1.32	1.29	1.31	1.34
债权融资	15,351.58	21,359.98	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	7,576.71	-152.75	7,066.01	-178.31	-164.00	市盈率	405.18	-141.61	584.20	321.73	245.57
其他	-21,245.93	-15,437.58	-21,783.58	-256.32	-447.41	市净率	6.47	6.78	6.96	6.83	6.69
筹资活动现金流	1,682.36	5,769.64	-14,717.57	-434.64	-611.41	EV/EBITDA	202.12	-202.20	-555.79	456.90	240.74
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	-309.76	-93.79	-220.44	-1,214.60	1,007.83
现金净增加额	23,369.5	-2,318.2	-16,638.4	11,731.4	4,480.5						

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼（430071）
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F（201204）