

Q3 业绩继续承压，开店环比再提速

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019前三季度实现营收62.3亿元,同比减少2.2%;实现归母净利润7.2亿元,同比下滑10.3%;实现扣非归母净利润6.9亿元,同比增长3.9%。其中Q3单季度营收为22.4亿元,同比下降5.3%,实现归母净利润3.5亿元,同比下滑23.8%,扣非净利润3.5亿元,同比增长1.5%,扣非波动较大主要由于2018Q3存在出售燕京饭店股权对应的1.2亿元投资收益。
- **直营店关店+改造拖累营收增长,加盟数量提升支撑酒店管理业务维持增长趋势:** 1) **酒店业务:** 2019年前三季度/Q3单季度公司酒店运营业务分别实现营收47.5亿元(yoy-4.8%)/17.4亿元(yoy-8.4%),主要受于直营店关店和升级改造影响。受益于加盟酒店数量的快速增长,公司酒店管理业务前三季度/Q3单季分别实现收入11.5亿元(yoy+9.5%)/4.2亿元(yoy+8.2%),主要受益于加盟门店数量的持续增长。2) **景区运营业务:** 受海南整体客流增长不佳影响,南山实现营业收入3.3亿元(yoy+0.6%),门票留存比例提升至50%(yoy+10pp)。
- **酒店运营相关成本费用持续下降,不考虑非经盈利水平小幅改善:** 毛利率方面,直营店减少拉动相关营业成本减少,整体毛利率同比小幅下降0.8pp至93.8%。**费用方面,**直营店人工成本减少以及计提奖金减少推动销售费用率下降至63.9%(yoy-0.6pp),此外贷款规模减少推动财务费用率同比下降至1.6%(yoy-0.3pp),管理费用率同比增长0.2pp至12.2%,费用端整体有所改善,酒店业务/景区业务分别实现利润总额9亿元(yoy-12.1%)/1.4亿元(yoy+3.7%),整体净利率12%(yoy-1.1pp)。
- **中高端布局加码开店再提速,整体RevPAR继续承压:** 1) **酒店数量:** 截止2019Q3,公司酒店数量达到4174家,客房间数40.2万间(yoy+3.8%)。其中,中高端酒店数量814家,占比提升至19.5%,客房数占比提升至24.2%。2) **开店节奏:** Q1/Q2/Q3开店数量分别为75/159/197家,其中中高端数量分别为28/43/73家,开店逐季加速,可见公司和业主端门店布局意愿仍较强。2) **经营数据:** 受制于宏观经济下行趋势影响,整体RevPAR下滑趋势略有加剧,2019Q3单季经济型酒店RevPAR/ADR/Occ分别同比变动-5.7%/-2.5%/-2.8pp;中高端酒店RevPAR/ADR/Occ分别同比变动-9%/-7.3%/-1.4pp。受中高端酒店占比提高且经营数据下滑加重影响,整体RevPAR/ADR/Occ分别下滑至175元(yoy-3.7%)/121元(yoy+0.2%)/82.7%(yoy-3.4%)。成熟门店Q3单季RevPAR/ADR/Occ同比分别下降-6.1%/-2.6%/-3.1pp,整体数据下滑趋势延续,且变动幅度略有增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为0.93元、1.16元、1.29元,对应PE分别为18X、14X、13X,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济或持续低迷,开店进度或不及预期。

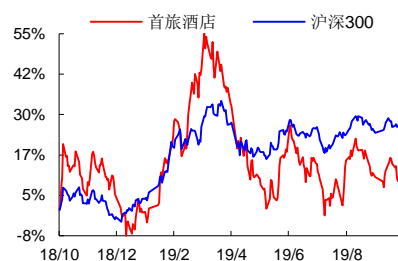
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8538.81	9118.22	9553.49	9907.67
增长率	1.45%	6.79%	4.77%	3.71%
归属母公司净利润(百万元)	857.01	921.07	1149.89	1272.79
增长率	35.84%	7.47%	24.84%	10.69%
每股收益EPS(元)	0.87	0.93	1.16	1.29
净资产收益率ROE	10.56%	11.01%	11.98%	11.99%
PE	19	18	14	13
PB	2.02	1.86	1.68	1.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
 执业证号: S1250517070001
 电话: 010-57758600
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.88
流通A股(亿股)	6.25
52周内股价区间(元)	14.1-23.7
总市值(亿元)	165.15
总资产(亿元)	170.73
每股净资产(元)	8.88

相关研究

1. 首旅酒店(600258): Q2表现环比略有改善,盈利能力有所提升 (2019-08-28)
2. 首旅酒店(600258): 开店提速亮眼,盈利提升可期 (2019-04-18)
3. 首旅酒店(600258): 业绩表现良好,酒店板块盈利能力持续提升 (2018-10-30)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8538.81	9118.22	9553.49	9907.67	净利润	892.34	1018.10	1233.81	1372.09
营业成本	471.84	522.39	507.55	486.24	折旧与摊销	884.21	709.41	709.41	709.41
营业税金及附加	59.12	63.16	66.17	68.63	财务费用	171.94	19.37	18.41	19.75
销售费用	5609.76	5926.84	6066.47	6241.83	资产减值损失	116.69	0.00	0.00	0.00
管理费用	1027.94	1098.75	1098.65	1089.84	经营营运资本变动	-430.00	125.47	-81.76	-119.47
财务费用	171.94	19.37	18.41	19.75	其他	287.86	2.26	2.45	-0.25
资产减值损失	116.69	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1923.04	1874.61	1882.32	1981.52
投资收益	156.00	0.27	0.27	0.27	资本支出	194.86	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1102.14	0.27	0.27	0.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-907.29	0.27	0.27	0.27
营业利润	1280.81	1487.97	1796.51	2001.65	短期借款	-740.00	-100.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.81	4.49	1.67	1.94	长期借款	-500.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1285.62	1492.46	1798.18	2003.59	股权融资	20.46	0.00	0.00	0.00
所得税	393.28	474.36	564.38	631.50	支付股利	-65.26	-171.40	-184.21	-229.98
净利润	892.34	1018.10	1233.81	1372.09	其他	-153.97	-794.07	-18.41	-19.75
少数股东损益	35.32	97.03	83.91	99.30	筹资活动现金流净额	-1438.77	-1065.47	-202.63	-249.73
归属母公司股东净利润	857.01	921.07	1149.89	1272.79	现金流量净额	-418.61	809.41	1679.96	1732.07
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1031.51	1840.91	3520.88	5252.94	成长能力				
应收和预付款项	484.02	548.27	542.51	550.51	销售收入增长率	1.45%	6.79%	4.77%	3.71%
存货	50.53	55.95	52.36	51.08	营业利润增长率	23.64%	16.17%	20.74%	11.42%
其他流动资产	764.52	816.40	855.37	887.08	净利润增长率	35.36%	14.09%	21.19%	11.21%
长期股权投资	262.12	262.12	262.12	262.12	EBITDA 增长率	6.13%	-5.14%	13.88%	8.18%
投资性房地产	2.60	2.60	2.60	2.60	获利能力				
固定资产和在建工程	2632.56	2311.15	1989.74	1668.32	毛利率	94.47%	94.27%	94.69%	95.09%
无形资产和开发支出	8576.73	8405.76	8234.79	8063.81	三费率	79.75%	77.26%	75.19%	74.20%
其他非流动资产	3019.59	2802.57	2585.55	2368.53	净利率	10.45%	11.17%	12.91%	13.85%
资产总计	16824.18	17045.72	18045.90	19106.99	ROE	10.56%	11.01%	11.98%	11.99%
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.30%	5.97%	6.84%	7.18%
应付和预收款项	889.98	944.93	952.64	953.62	ROIC	9.65%	9.98%	12.67%	14.60%
长期借款	2593.00	2593.00	2593.00	2593.00	EBITDA/销售收入	27.37%	24.31%	26.42%	27.56%
其他负债	4788.34	4257.75	4200.62	4118.62	营运能力				
负债合计	8371.31	7795.67	7746.26	7665.24	总资产周转率	0.51	0.54	0.54	0.53
股本	978.89	987.72	987.72	987.72	固定资产周转率	3.46	3.99	4.87	6.04
资本公积	4753.62	4753.62	4753.62	4753.62	应收账款周转率	38.23	37.60	37.75	37.39
留存收益	2380.39	3130.06	4095.74	5138.55	存货周转率	9.83	9.81	9.20	9.14
归属母公司股东权益	8162.43	8862.58	9828.26	10871.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.27%	—	—	—
少数股东权益	290.43	387.47	471.38	570.68	资本结构				
股东权益合计	8452.87	9250.04	10299.64	11441.75	资产负债率	49.76%	45.73%	42.93%	40.12%
负债和股东权益合计	16824.18	17045.72	18045.90	19106.99	带息债务/总负债	32.17%	33.26%	33.47%	33.83%
					流动比率	0.66	1.10	1.71	2.39
					速动比率	0.65	1.08	1.69	2.37
					股利支付率	7.61%	18.61%	16.02%	18.07%
					每股指标				
					每股收益	0.87	0.93	1.16	1.29
					每股净资产	8.26	8.97	9.95	11.01
					每股经营现金	1.95	1.90	1.91	2.01
					每股股利	0.07	0.17	0.19	0.23
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	2336.97	2216.75	2524.33	2730.80					
PE	19.27	17.93	14.36	12.98					
PB	2.02	1.86	1.68	1.52					
PS	1.93	1.81	1.73	1.67					
EV/EBITDA	7.66	7.34	5.78	4.71					
股息率	0.40%	1.04%	1.12%	1.39%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn