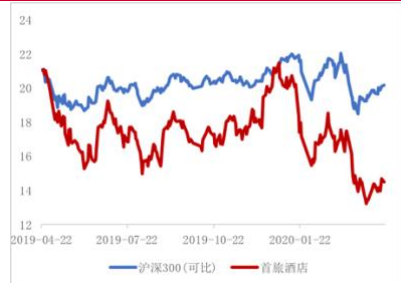


社服\酒店

报告原因：业绩公告

2020年4月21日

公司近一年市场表现



市场数据：2020年4月20日

收盘价(元):	14.48
年内最高/最低(元):	21.49/13.22
流通A股/总股本(亿):	9.79/9.88
流通A股市值(亿):	141.74
总市值(亿):	143.02

基础数据：2019年12月31日

基本每股收益	0.9031
每股净资产(元):	9.06
净资产收益率:	9.56%

分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

电话：010-83496387

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：张晓霖

电话：010-83496309

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

首旅酒店(600258.SH)

疫情下2020Q1业绩亏损明显，长线看好龙头酒店整合市场 增持

维持评级

公司研究/点评报告

事件点评

- 公司发布2019年度财务报告，期内营收、归母净利润增速均有所下滑。2019年公司实现营收83.11亿元(-2.67%)，增速下滑4.12pct；实现归母净利润8.85亿元(+3.26%)，增速下滑32.58pct；扣非归母净利润8.16亿元(+18.30%)，增速提升2.31pct。
- 酒店业务营收下滑拖累公司总体营收水平。公司营收下降系酒店业务营收78.62亿元(-2.82%)下滑，主要由于关店及停业升级改造使得直营店在营业平均房量下降5%，同时RevPAR有所下滑，导致酒店运营业务实现营业收入62.79亿元(-5.65%)。酒店管理业务持续增长，由于特许经营酒店数量由2018年末3124家增加到2019年末3599家，实现营业收入15.82亿元(+10.35%)；景区运营业务实现营业收入4.50亿元(+0.01%)与上年基本持平。
- 期内公司营业成本5.25亿元(11.25%)增长显著，使得毛利率93.68%(-0.79pct)较上年略有下降。营业成本变动主要由于：1、餐饮成本增加，酒店运营业务的送餐增加以及单份早餐成本增长；2、商品成本增加，系酒店运营业务中商品销售收入上升所致。整体费用65.59亿元(-4.1%)，费用率78.92%(-1.18pct)有所下降。其中销售费用率64.99%(-0.7pct)系职工薪酬减少，主要由于公司优化人员配置、降低酒店人房比、2019年奖金减少所致；同时本年直营酒店数量有所减少，折旧及摊销较上年减少3396.59万元，下降4.32%；以及公司节能技术改造提高能源系统运行效率，能源费用较上年减少4736.41万元，下降10.18%所致。管理费用率12.15%(+0.11pct)主要由于RevPAR下滑导致特许店总经理奖金减少所致。研发费用率0.32%(-0.03pct)主要由于公司提高研发效率，加强自主开发投入、减少外包服务费用。财务费用率1.47%(-0.55pct)主要系公司合理安排资金偿还贷款，贷款规模减少导致利息支出下降。投资收益3565.17万元(-77.15%)，比上年下降1.20亿元，主要系公司2018年出售燕京饭店20%股权增加投资收益。
- 期内公司超额完成上年开店任务，储备待开业酒店数量丰富。报告期末，公司酒店数量4450家，其中中高端酒店数量945家，占比21.2%。报告期内，公司新开店数量为829家，其中直营店27家，特许加盟店802家。其中经济型酒店新开店108家，中高端酒店新开店289家，云酒店

240 家，管理输出酒店 192 家。已签约未开业和正在签约店为 660 家。

- **2019Q4 及全年酒店经营三大指标全面下降。**19Q4：RevPAR 方面，首旅如家全部酒店 151 元（-4.2%），其中经济型酒店 130 元（-6.1%）/中高端酒店 220 元（-9.7%）/云酒店 99 元（-12.5%）；平均房价方面，首旅如家全部酒店 195 元（-1.3%），其中经济型酒店 161 元（-3.9%）/中高端酒店 302 元（-10.4%）/云酒店 159 元（-4%）；出租率方面，首旅如家全部酒店 77.6%（-2.4pct），其中经济型酒店 80.7%（-1.9pct）/中高端酒店 72.6%（-0.6pct）/云酒店 61.9%（-6pct）。2019 年全年：RevPAR 方面，首旅如家全部酒店 158 元（-2.4%），其中经济型酒店 137 元（+4.3%）/中高端酒店 230 元（-8.2%）/云酒店 109 元（-10.2%）；平均房价方面，首旅如家全部酒店 200 元（+0.9%），其中经济型酒店 167 元（-1.9%）/中高端酒店 319 元（-7.9%）/云酒店 165 元（-3.4%）；出租率方面，首旅如家全部酒店 79.1%（-2.6pct），其中经济型酒店 82.3%（-2.1pct）/中高端酒店 72.2%（-0.3pct）/云酒店 66.3%（-5pct）。
- **投资建议：**公司受新冠疫情影响业绩损失显著，预计 2020Q1 业绩由盈转亏，归属于上市公司股东净亏损 5.05 亿元-5.45 亿元，去年同期净利润为 7395.7 万元。目前公司所属酒店 90%以上恢复营业，其中如家复工开业店出租率达到 65%，公司配合疫情防控推出“安心住”等产品适应市场，预计 Q2 出租率有所回升。在疫情影响下公司今年仍计划新开店 800-1000 家，较上年新开店 800 家进一步提升。疫情之下国内酒店普遍承压，目前已经出现酒店宣布停业破产。作为国内龙头酒店集团，中长线有机会把握市场开展并购整合、持续提升产品质量+扩大加盟占比。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.28\0.91\1.04，对应公司 4 月 20 日收盘价 14.48 元，2020-2022 年 PE 分别为 50.98\15.89\13.93，维持评级给予“增持”评级。

存在风险

- 宏观经济增速放缓或出现剧烈波动风险；公司经营成本上升风险；居民消费需求不及预期风险；疫情持续扩散风险；景区客流下降风险。

表一：首旅酒店 2019 盈利变化分析

单位：万元

	2019	2018	同比增长率
营业收入	831,110.35	853,881.00	2.67%
营业成本	52,490.50	47,183.64	11.25%
毛利率	93.68%	94.47%	0.79%
销售费用	540,167.04	560,975.58	3.71%
管理费用	100,939.31	102,793.59	1.80%
研发费用	2,639.26	2,998.39	11.98%
财务费用	12,181.99	17,194.33	29.15%
投资净收益	3,565.17	15,600.40	77.15%

营业利润	127,434.15	128,080.96	0.51%
加：营业外收入	860.88	1,592.84	45.95%
减：营业外支出	601.95	1,112.24	45.88%
利润总额	127,693.07	128,561.56	0.68%
减：所得税	35,760.20	39,327.88	9.07%
净利润	91,932.87	89,233.68	3.02%
减：少数股东损益	3,435.52	3,532.37	2.74%
归母净利润	88,497.35	85,701.31	3.26%
扣非归母净利润	81,648.43	69,020.73	18.30%
EPS	0.9031	0.8755	3.15%

数据来源：wind，山西证券研究所

表二：首旅酒店 2019 主营业务情况

单位：万元

	营业收入	YOY	占比	YOY
酒店运营	627,925.05	5.65%	75.55%	2.39pct
酒店管理	158,228.51	10.35%	19.04%	2.25pct
景区运营	44,956.79	0.01%	5.41%	0.14pct

数据来源：wind，山西证券研究所

表三：首旅酒店 2019 费用率变化情况

	2019	2018	同比
销售费用率	64.99%	65.70%	0.70pct
管理费用率	12.15%	12.04%	0.11pct
研发费用率	0.32%	0.35%	0.03pct
财务费用率	1.47%	2.01%	0.55pct

数据来源：wind，山西证券研究所

表四：首旅酒店重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8331	8117	8569	8869
收入同比(%)	-3%	-63%	175%	3%
归母净利润	568	285	746	877
净利润同比(%)	3%	-68%	221%	14%
毛利率(%)	93.7%	92%	93.2%	93.5
ROE(%)	9.9%	3.2%	10.7%	10.6%



每股收益(元)	0.90	0.28	0.91	1.04
P/E	16.16	50.98	15.89	13.93
P/B	1.60	1.77	1.80	1.54
EV/EBITDA	11.04	18.10	8.84	7.86

数据来源：wind

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,542	3,229	3,641	4,369	营业收入	8,311	3,117	8,569	8,869
现金	1,777	1,955	2,346	3,050	营业成本	525	249	583	576
应收账款	318	461	463	461	营业税金及附加	56	22	60	62
其他应收款	142	260	260	260	销售费用	5,402	2,057	5,544	5,720
预付账款	175	177	181	186	管理费用	1,009	390	1,054	1,082
存货	48	49	49	50	财务费用	122	62	154	133
其他流动资产	81	327	342	362	资产减值损失	(24)	(1)	(1)	(1)
非流动资产	14,568	12,804	12,365	13,133	公允价值变动收	(16)	0	0	0
长期投资	446	357	321	418	投资净收益	36	20	20	70
固定资产	2,411	2,459	2,508	2,584	营业利润	1,274	358	1,195	1,366
无形资产	3,791	1,237	1,276	1,299	营业外收入	9	11	11	11
其他非流动	7,919	8,751	8,260	8,833	营业外支出	6	3	3	3
资产总计	17,110	16,033	16,006	17,502	利润总额	1,277	366	1,203	1,374
流动负债	3,869	4,985	5,013	5,035	所得税	358	95	313	357
短期借款	234	2,089	2,089	2,089	净利润	919	271	890	1,017
应付账款	129	1,225	1,225	1,237	少数股东损益	34	(10)	(10)	(10)
其他流动负	3,505	1,671	1,699	1,709	归属母公司净利	885	281	900	1,027
非流动负债	3,944	2,630	2,708	2,843	EBITDA	1,738	825	1,738	1,872
长期借款	1,793	2,619	2,697	2,832	EPS (元)	0.90	0.28	0.91	1.04
其他非流动	2,151	11	11	11					
负债合计	7,813	7,615	7,722	7,879					
少数股东权	350	353	330	320	主要财务比率				
股本	988	988	988	988	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
资本公积	4,834	4,946	3,329	2,476	成长能力				
留存收益	3,200	4,225	5,544	15,321	营业收入	-2.67%	-62.50%	174.93%	3.50%
归属母公司股东	8,947	8,064	7,954	9,304	营业利润	-0.51%	-71.94%	234.15%	14.30%
负债和股东权	17,110	16,033	16,006	17,502	归属于母公司净	3.26%	-68.30%	220.86%	14.05%
					获利能力				
					毛利率(%)	93.68%	92.00%	93.20%	93.50%
					净利率(%)	10.65%	9.00%	10.51%	11.58%
					ROE(%)	9.89%	3.21%	10.75%	10.56%
					ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	45.66%	41.00%	40.00%	38.00%
					净负债比率(%)	43.00%	44.00%	43.00%	42.00%
					流动比率	0.66	1.12	1.29	1.31
					速动比率	0.64	0.85	0.87	0.89
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	1.10	1.10	1.10
					应收账款周转率	10.80	10.30	10.30	10.30
					应付账款周转率	65.44	4.60	6.99	7.20
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.90	0.28	0.91	1.04
					每股经营现金流(最新摊)	1.83	1.90	2.48	2.14
					每股净资产(最新摊薄)	9.06	8.16	8.05	9.42
					估值比率				
					P/E	16.2	51.0	15.9	13.9
					P/B	1.6	1.8	1.8	1.5
					EV/EBITDA	11.04	18.10	8.84	7.86

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,804	1,879	2,451	2,114
净利润	919	1,480	1,568	1,752
折旧摊销	851	354	354	354
财务费用	128	(6)	(10)	(10)
投资损失	(36)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	(181)	81	570	48
其他经营现	122	(10)	(10)	(10)
投资活动现金	(264)	(1,323)	(1,145)	(1,150)
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	(184)	(250)	(250)	(250)
其他投资现	(80)	(173)	5	(0)
筹资活动现金	(798)	(1,233)	(603)	(583)
短期借款	134	(430)	(430)	(430)
长期借款	(800)	40	40	40
普通股增加	9	0	0	0
资本公积增	0	0	(50)	(50)
其他筹资现	(141)	(843)	(163)	(143)
现金净增加额	742	(677)	703	381

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

