

Q3业绩靓丽，如家持续高增长

——首旅酒店（600258）三季度财报点评

2017年11月01日

强烈推荐/维持

首旅酒店

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
张凯琳	研究助理	
	zhangkl@dxzq.net.cn	010-66554087

事件：

公司发布2017年三季报：2017年前三季度实现营业收入63.12亿元，同比增长40.15%；归属于上市公司股东的净利润5.50亿元，同比增长250.87%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润5.45亿元，同比增长339.69%；基本每股收益0.7287元，同比增长7.49%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	355.93	1971.92	2175.63	2019.3	1912.58	2075.67	2323.35
增长率（%）	2.75%	578.98%	541.76%	465.67%	437.35%	5.26%	6.79%
毛利率（%）	86.59%	95.63%	94.76%	94.49%	94.90%	95.12%	93.90%
期间费用率（%）	71.52%	89.86%	86.06%	88.98%	88.05%	79.51%	74.53%
营业利润率（%）	9.24%	5.85%	11.85%	3.03%	5.56%	15.38%	19.59%
净利润（百万元）	17.94	51.80	206.03	57.54	47.98	212.00	315.36
增长率（%）	-36.97%	417.44%	692.30%	19.28%	167.39%	309.27%	53.07%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.03	0.62	0.11	0.05	0.25	0.38
资产负债率（%）	63.82%	82.77%	81.70%	59.50%	58.74%	57.62%	56.12%
净资产收益率（%）	1.29%	1.73%	6.51%	0.82%	0.68%	2.93%	4.18%
总资产收益率（%）	0.47%	0.30%	1.19%	0.33%	0.28%	1.24%	1.83%

▶ 并表如家致业绩大幅增长，酒店RevPAR等数据持续向好，景区客流大增

2017年Q3公司实现营业收入23.23亿元、归母净利润3.10亿元，分别同比增长6.79%、116.69%。公司前三季度业绩大幅增长，主要由于(1)如家前三季度酒店业务实现归母净利润4.73亿元，是公司业绩增长的核心。前三季度客房入住率(+6.7%)和平均房价(+5.2%)实现双升。Q3如家RevPAR加速增长，同比增8%(Q2同比增6.7%)，主要由经济型酒店(+6.1%)贡献。Q3如家新开128家酒店，总计达到3390家，对比Q1(36家)和Q2(116家)品牌拓展不断加速。(2)南山景区业务入园人数同比大幅增长，主要受益于海南旅游的整体回暖。(3)收购如家酒店集团导致合并口径变化，合并范围(包含如家17年1-9月全部数据)及持有如家股权比例变化带来业绩大幅增长。

2017年前三季度公司毛利率94.60%，同比上升0.10pct.。受如家并表影响，各项费用率均呈下降趋势，

销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比下降0.18pct.、1.88pct.、4.25pct.。费用的变化主要是由于合并范围变化导致数据口径不可比, 同时由于上年的汇兑损失和银行承诺函费用和本年的贷款利息节约。

➤ 抢占中端市场提升空间巨大, 优化激励机制有望普及全员

①2017年公司预计将新开店400-450家(前三季度已实现280家), 其中中高端占比预计约30-40%。公司目前中端占比不足11%, 提升空间巨大, 有望通过增加开店数量发力抢占中端市场。公司目前3543家酒店中加盟占比72.6%, 与锦江、华住相比仍有较大提升空间。②17年6月公司董事会审议通过高管2017年薪酬和绩效激励方案, 利用“现金+股票期权”打通内部首旅+如家激励机制, 同时明确新市场化工具(RCA)在考核工具中的应用, 为后续全面员工持股和股权激励奠定基础。

结论:

如家并表致报告期内业绩大增, RevPAR数据全面向好, 印证酒店业整体复苏格局。在引入市场化激励机制的带领下, 公司精准发力抢占中端市场, 且今后员工持股/股权激励值得期待。我们预计2017-2019年公司营业收入分别为86.46、93.35和99.76亿元, 归属母公司净利润分别为4.82、6.36和7.67亿元, EPS分别为0.71、0.94和1.13, 对应PE分别为41.16、31.20和25.88倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 行业复苏不能持续、并购后协同效应低于预期、激励机制实施不及预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	378	1870	2004	2229	2451	营业收入	1333	6523	8646	9335	9976
货币资金	167	1104	1038	1120	1197	营业成本	181	359	449	483	515
应收账款	35	177	213	230	246	营业税金及附加	71	106	130	140	150
其他应收款	14	229	303	328	350	营业费用	475	3793	5188	5414	5587
预付款项	138	277	366	463	566	管理费用	451	1498	1902	2054	2295
存货	23	54	55	60	64	财务费用	118	405	294	285	254
其他流动资产	0	28	28	28	28	资产减值损失	-0.87	65.45	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	3583	15424	14910	14340	13735	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	449	234	234	234	234	投资净收益	95.56	171.01	30.00	30.00	30.00
固定资产	1887.9	2657.3	2536.0	2380.6	2199.0	营业利润	133	467	709	984	1202
无形资产	763	4085	3777	3479	3211	营业外收入	19.10	92.76	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	5.66	31.78	0.00	0.00	0.00
资产总计	3961	17293	16914	16569	16186	利润总额	147	528	709	984	1202
流动负债合计	1713	7835	8300	7573	6713	所得税	34	195	198	305	385
短期借款	1319	4920	5036	3926	2659	净利润	113	333	510	679	817
应付账款	83	110	123	132	141	少数股东损益	13	122	28	43	50
预收款项	83	148	494	867	1266	归属母公司净利润	100	211	482	636	767
一年内到期的非流	35	361	361	361	361	EBITDA	1140	5240	1662	1907	2067
非流动负债合计	841	2455	1438	1523	1605	BPS (元)	0.43	0.31	0.71	0.94	1.13
长期借款	618	290	290	340	390	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	2555	10290	9738	9095	8317	成长能力					
少数股东权益	220	283	311	354	404	营业收入增长	-52.24	389.40	32.56%	7.96%	6.87%
实收资本(或股本)	231	680	680	680	680	营业利润增长	-21.13	250.51	51.68%	38.90%	22.07%
资本公积	86	5037	5037	5037	5037	归属于母公司净利润	128.64	31.92%	128.64	31.92%	20.57%
未分配利润	601	774	533	342	227	获利能力					
归属母公司股东权	1186	6720	6826	7081	7426	毛利率(%)	86.39%	94.49%	94.81%	94.83%	94.84%
负债和所有者权	3961	17293	16914	16569	16186	净利率(%)	8.46%	5.11%	5.90%	7.28%	8.19%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E							
经营活动现金流	364	1482	741	2060	2153	偿债能力					
净利润	113	333	510	679	817	资产负债率(%)	64%	60%	58%	55%	
折旧摊销	888.81	4367.2	250.82	260.25	263.96	流动比率	0.22	0.24	0.24	0.29	0.37
财务费用	118	405	294	285	254	速动比率	0.21	0.23	0.23	0.29	0.36
应收账款减少	0	0	-36	-17	-16	营运能力					
预收帐款增加	0	0	346	373	399	总资产周转率	0.43	0.61	0.51	0.56	0.61
投资活动现金流	-56	-6602	-367	-285	-215	应收账款周转率	48	61	44	42	42
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	20.47	67.75	74.28	73.14	72.98
长期股权投资减少	0	0	8	0	0	每股指标(元)					
投资收益	96	171	30	30	30	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.31	0.71	0.94	1.13
筹资活动现金流	-389	6120	-441	-1692	-1861	每股净现金流(最新)	-0.35	1.47	-0.10	0.12	0.11
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.13	9.89	10.04	10.42	10.92
长期借款增加	0	0	0	50	50	估值比率					
普通股增加	0	448	0	0	0	P/E	67.48	94.19	41.16	31.20	25.88
资本公积增加	-31	4951	0	0	0	P/B	5.70	2.95	2.91	2.80	2.67
现金净增加额	-82	1001	-67	83	77	EV/EBITDA	7.51	4.64	14.74	12.25	10.67

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 9 年食品饮料行业研究经验。

研究助理简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士, 2016 年 1 月加盟东兴证券研究所, 从事社会服务行业研究, 重点专注于餐饮旅游领域研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。