

Q3 业绩增长稳健，经济波动与假期错位导致 RevPAR 增速承压 增持 (维持)

2018 年 10 月 31 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

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	8,417	8,763	9,350	10,028
同比 (%)	29.0%	4.1%	6.7%	7.3%
归母净利润 (百万元)	631	860	1,060	1,248
同比 (%)	199.1%	36.3%	23.2%	17.8%
每股收益 (元/股)	0.64	0.88	1.08	1.27
P/E (倍)	24.34	17.86	14.50	12.31

事件

公司发布 18 年三季报，前三季度营收 63.7 亿元，同比增长 0.9%，归属净利 8.0 亿元，同比增长 45.6%，扣非净利 6.6 亿元，同比增长 21.89%。

投资要点

- **业绩增速放缓，整体符合预期。**前三季度营收 63.7 亿元 (+0.9%)，归属净利 8.0 亿元 (+45.6%)，扣非净利 6.6 亿元 (+21.89%)。Q3 单季营收 23.7 亿元 (+1.84%)，归母净利润 4.6 亿元 (+49.0%)，扣非净利 3.5 亿元 (+13.9%)，非经常性损益主要包括出售燕京饭店 20% 股权投资收益 1.26 亿元以及出售上海碧邦的投资收益 0.15 亿。
- **酒店业务增长稳健，受经济波动影响增速有所放缓。**前三季度营收 60.41 亿元 (+0.88%)，利润总额 10.20 亿元 (+40.06%)；Q3 单季收入增速提升，利润增速略有放缓，营收 22.8 (+2%) 亿元，利润总额 6.06 亿元 (+43%)，扣除燕京饭店和上海碧邦的投资收益后增速约 9.6%。其中：如家 Q3 单季营收 20.05 亿 (+2%)，利润总额 4.66 亿 (+9%)。
- **Q3 RevPAR 增速有所下降。**如家 Q3 RevPAR 175 元，增速下降 1.5pct 至 4.1%，主要由于房价增速下降 2pct (+6.9%)，出租率下降幅度收窄 0.3pct 至 -2.3pct；如家经济型 RevPAR 同增 1.7%，增速下降 1.6pct；中高端 RevPAR 同降 4.6%，降幅收窄 0.2pct，主要受中端扩张较快的影响。首旅 RevPAR 增速下降至 0.9% (-3.1pct)，房价、出租率增速均有所下降。
- **如家同店增速受综合因素影响，经济型出租率降幅收窄。**如家同店 RevPAR 同增 2.4%，增速下降 1.9pct，主要由于：1) 7 月受世界杯影响，2) 中秋节位于国庆节前一周，影响出游意愿，3) 今年 29 日和 30 日对应去年的日期已在国庆假期内，拖累增速。房价增速下降 2.4pct (4.6%)，但出租率降幅有所收窄，旺季维持高位 (88.4%，-2pct)。从 10 月份看，RevPAR 同店估计与去年 Q4 类似，在 6% 左右的水平。同店经济型 RevPAR 同增 2.4% (-1.7pct)，房价提速节奏显著放缓 (+4.7%，-2.4pct)，出租率达到 88.6% (-2.0pct)；同店

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.69
一年最低/最高价	14.57/29.41
市净率(倍)	1.90
流通 A 股市值(百万元)	9800.12

基础数据

每股净资产(元)	8.26
资产负债率(%)	50.59
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): Q2 同店增速提升，加盟提升盈利能力》2018-08-31
- 2、《首旅酒店: 酒店效益稳步提升，Q1 业绩高增长》2018-05-02
- 3、《首旅酒店: 业绩符合预期，看好龙头红利持续释放》2018-04-03

中高端 RevPAR 同增 1.4% (-3.6pct)，调价节奏适度放缓 (3.2%，-1pct)，出租率 (86.7%) 由 Q2 的同比提升 0.6pct 转为同比下降 1.6pct，与经济波动以及旺季较高的出租率基数有关。

- **景区业务收入下降，盈利能力提升。**南山景区 Q3 营收 0.84 亿元 (-1.4%)，景区利润总额 0.24 亿 (+16%)，从国庆期间南山景区接待游客 (10.9 万人次) 下滑 6.9% 看，预计 Q3 营收下滑主要受客流影响。
- **加盟助力盈利能力提升，资金管理提效。**财务费用率 1.7% (-0.78pct)，Q3 偿还短期借款 3 亿元，资金管理效率提高；加盟店占比提升，带动销管费用率下降，销售费用率 59.8% (-0.26pct)，管理费用率 11.6% (-0.38pct)。
- **持续中高端战略，扩张动力足。**截止 Q3 酒店总数 3858 家，其中中高端房间占比 15.8%；18Q3 新开店 156 家 (直营 19 家，加盟 137 家)，中高端 46 家，管理输出 47 家；18Q3 净开业 71 家，其中经济型净关店 15 家，中高端净开店 38 家。年初至今新开业酒店 375 家，净开业酒店 146 家，扩张稳健；待开业酒店 608 家，具备持续扩张的动力。此外，酒店的更新改造也在持续推进，公司计划 11-12 月启动第二批 100 家如家 3.0 的改造，预计约 75% 有望在 19 年春节前完成改造。
- **盈利预测：**考虑到宏观经济波动对潜在需求的影响，适当调整盈利预测，预计公司 18-20 年归属净利 8.60 (+36.3%)、10.60 (+23.2%)、12.48 (+17.8%) 亿元，对应 PE 为 18、15、12 倍。
- **风险提示：**宏观经济波动、需求不及预期、扩张不及预期等风险。

图 1：三季度业绩拆分

单位：万元		酒店业务	其中：如家	景区业务
2018年Q1-3	营收	60.41	53.36	3.28
	yoy	0.88%	0.71%	2.20%
	利润总额	10.20	9.38	1.36
	yoy	40.06%	16.33%	5.91%
2018Q3单季	营收	22.83	20.05	0.84
	yoy	1.95%	1.97%	-1.35%
	利润总额	6.06	4.66	0.24
	yoy	42.91%	8.67%	16.22%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：如家酒店经营绩效及增速

如家	RevPAR			均价（元/间）			出租率（%）		
	2018Q3	18Q3同比变动	Q3增速变动 (pct)	2018Q3	18Q3同比变动	Q3增速变动 (pct)	2018Q3	18Q3同比变动	Q3增速变动 (pct)
中高端	263	-4.60%	0.20	319	-1.50%	0.40	82.50%	-2.70	-0.30
经济型	160	1.70%	-1.60	182	3.90%	-2.10	87.90%	-2.00	0.20
合计	175	4.10%	-1.50	201	6.90%	-2.00	87.10%	-2.30	0.30

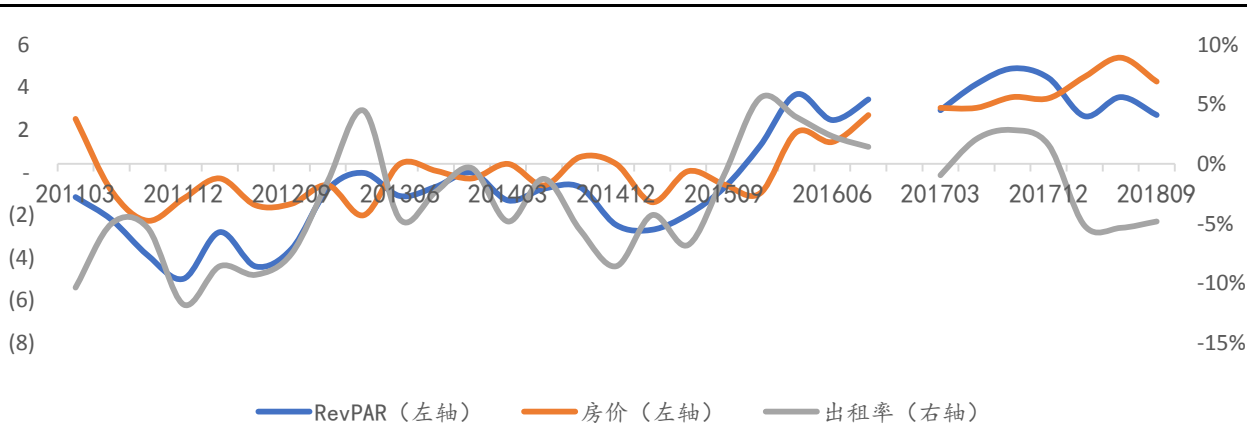
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：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（%）		
	2018Q3	18Q3同比变动	Q3增速变动 (pct)	2018Q3	18Q3同比变动	Q3增速变动 (pct)	2018Q3	18Q3同比变动	Q3增速变动 (pct)
中高端	300	1.40%	-3.60	346	3.20%	-1.10	86.70%	-1.60	-2.20
经济型	161	2.40%	-1.70	182	4.70%	-2.40	88.60%	-2.00	0.40
合计	172	2.40%	-1.90	195	4.60%	-2.40	88.40%	-2.00	0.20

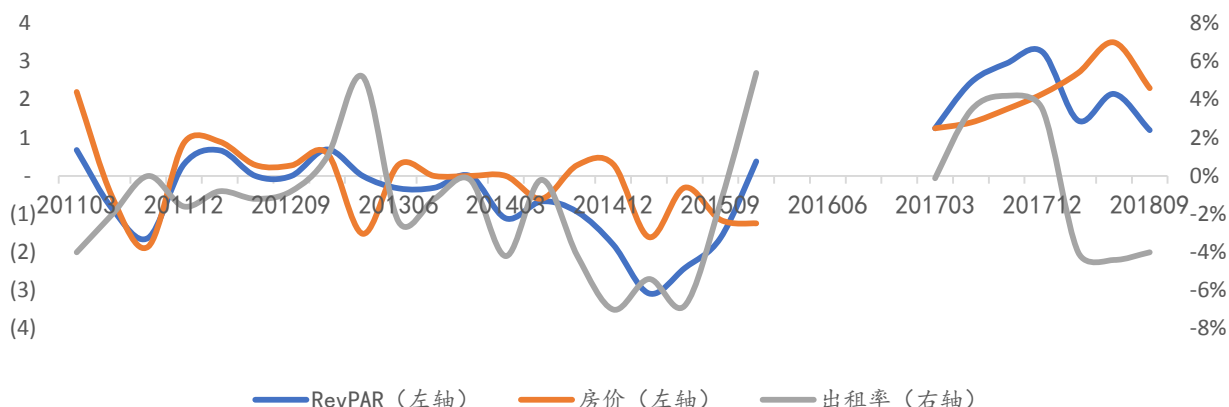
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：如家三大指标变动率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：如家同店三大指标变动率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：截止 2018 年 9 月底酒店数据统计表

品牌	酒店数量			客房间数		
	2018年9月末			2018年9月末		
	合计	直营	特许	合计	直营	特许
经济型酒店	3,001	744	2,257	296,593	87,433	209,160
如家	2,253	590	1,663	233,226	65,866	167,360
莫泰	339	119	220	39,579	18,064	21,515
云上四季	32	16	16	2,792	1,847	945
蓝牌驿居	67	-	67	2,770	-	2,770
派柏云	167	-	167	9,282	-	9,282
睿柏云	82	-	82	4,681	-	4,681
欣燕都	21	17	4	1,780	1,473	307
雅客怡家	40	2	38	2,483	183	2,300
中高端酒店	610	150	460	76,271	21,097	55,174
和颐	136	38	98	16,451	6,200	10,251
如家精选	175	52	123	18,035	6,463	11,572
如家商旅	150	36	114	13,540	4,256	9,284
璞隐	2	2	-	309	309	-
麻缙	2	2	-	244	244	-
素柏云	15	-	15	917	-	917
诗柏云	1	-	1	24	-	24
金牌驿居	33	11	22	2,007	966	1,041
Yunik	1	1	-	35	35	-
柏丽艾尚	1	1	-	149	149	-
首旅建国	66	2	64	18,429	922	17,507
首旅南苑	6	4	2	1,201	952	249
首旅京伦	22	1	21	4,930	601	4,329
其他	247	46	201	14,387	2,984	11,403
公寓	47	44	3	3,048	2,892	156
管理输出	198	-	198	11,247	-	11,247
漫趣乐园	1	1	-	56	56	-
如家小镇	1	1	-	36	36	-
小计	3,858	940	2,918	387,251	111,514	275,737

数据来源：公司公告，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>

