

# 首旅酒店 (600258.SH)

中高端品牌布局加速，全年拟开店 800-1000 家

## 核心观点：

- 2季度经营好转，收入和亏损降幅收窄。**受疫情影响上半年酒店行业冲击明显，公司营收同比下降 52.3%，归母净亏损 6.95 亿元。不过随着疫情缓解及公司积极的经营措施落实，Q2 收入降幅由 Q1 的 58.8% 收窄至 46.1%，亏损幅度也从 Q1 的 5.26 亿元降至 Q2 的 1.69 亿元，从利润角度看，上半年公司酒店和景区业务分别亏损 8.54 和 0.07 亿元。
- 2季度 RevPar 同降 49%，经济型好于中高端，开店速度明显加快，全年 800-1000 家店计划不变。**Q2 首旅如家整体 RevPAR/ADR/OCC 分别为 82 元/149 元/55.2%，YOY-49.3%/-26.2%/-25.0pct，相比 Q1 YOY -61.7%/-14.1%/-41.7pct 明显好转。20Q2 经济型/中高端/云酒店 RevPAR 同比分别-48.0%/-55.2%/-45.6%，其中经济型表现好于中高端主要由于 ADR 同比下降 25% 低于中高端 36% 的降幅。从开店看，20Q2 新开店 188 家，其中直营店 5 家，特许加盟店 183 家；经济型 23 家/中高端 56 家/云酒店 69 家/其他酒店 40 家，较 20Q1 明显加快，上半年总新开店 250 家 (Q1 和 Q2 净开店分别为 -38 家和 44 家)。从结构上看，公司中高端门店和客房分别占比 22.5% 和 27.7% (19 年末为 21.2% 和 26.1%)，公司坚定推动全年 800-1000 家开店计划。
- 中高端布局加快，经济型持续升级，看好公司估值修复。**今年以来公司继续加快中高端酒店的布局，除如家商旅、如家精选和和颐品牌保持较快开店外，逸扉、璞隐等品牌加速推进，其中逸扉酒店 4 季度将有上海、南京、成都三地 5 家酒店开业，未来 5 年计划签约 300 家酒店。璞隐酒店目前已开店 7 家，争取未来 5 年拓展至 100 家。此外公司持续推进如家 NEO 3.0 改造升级，至 Q2 已完成 412 家酒店改造。今年以来酒店业经营普遍受损，随着出行需求回升，以及中长期品牌连锁化率提升，公司凭借深厚的品牌、渠道和管理优势，有望充分受益。预计公司 20-22 年归母净利润分别为 0.53、9.52 和 10.98 亿元，给予公司 21 年 25 倍 P/E，对应合理价值为 24.1 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。**疫情存在不确定性；新店拓展不及预期；商誉减值风险等。

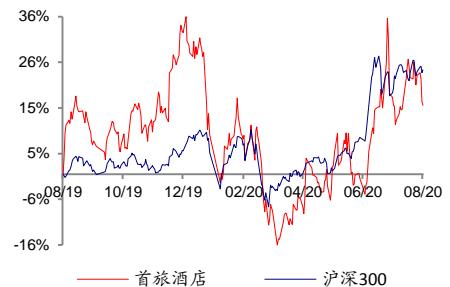
## 盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,539	8,311	5,551	8,243	8,386
增长率 (%)	1.5	-2.7	-33.2	48.5	1.7
EBITDA (百万元)	2,224	2,144	451	1,614	1,810
归母净利润 (百万元)	857	885	53	952	1,098
增长率 (%)	35.8	3.3	-94.0	7.6	15.3
EPS (元/股)	0.88	0.90	0.05	0.96	1.11
市盈率 (P/E)	18.23	23.00	344.29	19.18	16.63
ROE (%)	10.5	9.9	0.6	9.7	10.2
EV/EBITDA	8.10	9.97	42.91	11.39	9.55

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	18.48 元
合理价值	24.1 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-28

## 相对市场表现



分析师：安鹏



SAC 执证号: S0260512030008

SFC CE No. BNW176

021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：沈涛



SAC 执证号: S0260512030003

SFC CE No. AUS961

010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：宋炜



SAC 执证号: S0260518050002

SFC CE No. BMV636

021-60750610



songwei@gf.com.cn

## 相关研究：

首旅酒店 (600258.SH) :Q1 2020-04-29

经营压力较大，出行回暖有望带动入住率提升

## 目录索引

一、2季度经营好转，收入和亏损降幅收窄 .....	4
二、REVPAR 经济型好于中高端，全年 800-1000 家店计划不变.....	5
三、中高端布局加快，经济型持续升级，看好公司估值修复.....	8
四、风险提示 .....	8

## 图表索引

图 1: 首旅酒店 2020H1 营收同比下降 52.3% .....	4
图 2: 首旅酒店 2020H1 归母净亏损 6.95 亿元 .....	4
图 3: 首旅如家不同级别酒店 RevPAR 增速 .....	5
图 4: 首旅如家不同级别酒店 ADR 增速 .....	5
图 5: 首旅如家不同级别酒店出租率变动百分比 (pct) .....	6
图 6: 首旅如家 18 个月以上成熟酒店经营数据同比增速 .....	6
图 7: 首旅如家各级别酒店同店 RevPAR 增速对比 .....	6
图 8: 首旅如家直营和加盟店数量及同比增速 .....	6
图 9: 首旅酒店特许加盟店占比持续提升 .....	7
图 10: 首旅酒店储备门店数量及同比增速 .....	7
图 11: 首旅酒店单季度新开店关店和净开店情况 .....	7
表 1: 公司 2020 年上半年各板块业务收入变化情况 (单位: 万元) .....	5
表 2: 首旅酒店可比公司估值表 .....	8

## 一、2季度经营好转，收入和亏损降幅收窄

受疫情影响上半年酒店行业冲击明显，公司营收同比下降52.3%，归母净亏损6.95亿元。不过随着疫情缓解及公司积极的经营措施落实，Q2收入降幅由Q1的58.8%收窄至46.1%，亏损幅度也从Q1的5.26亿元降至Q2的1.69亿元，从利润角度看，上半年公司酒店和景区业务分别亏损8.54和0.07亿元。

**收入结构方面**，公司上半年酒店运营、酒店管理和景区业务收入同比分别下降54.7%、35.6%和71.7%，其中酒店管理收入降幅较小，收入占比提升至约25%。

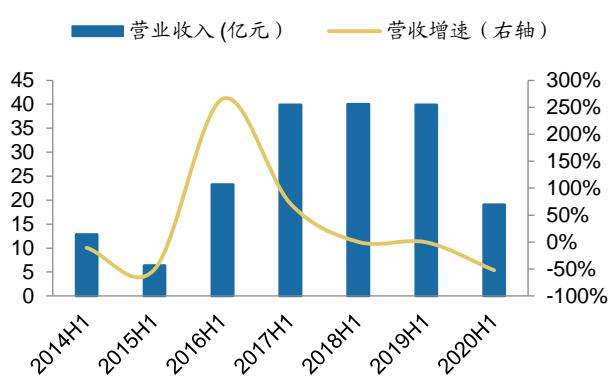
**费用管控方面**，受益于物业租金减免、社保费用减免等方面因素，不考虑会计科目重分类调整因素，公司上半年销售费用和管理费用同比下降20.5%和7.7%。同时，公司积极拓展融资渠道，不断降低融资成本，公司上半年财务费用同比下降45.4%。

**重点子公司方面**，

(1) **如家酒店集团**：上半年实现营业收入 16.67亿元，同比下降 49.67%。实现净利润-5.54亿元，去年同期盈利3.55亿元。

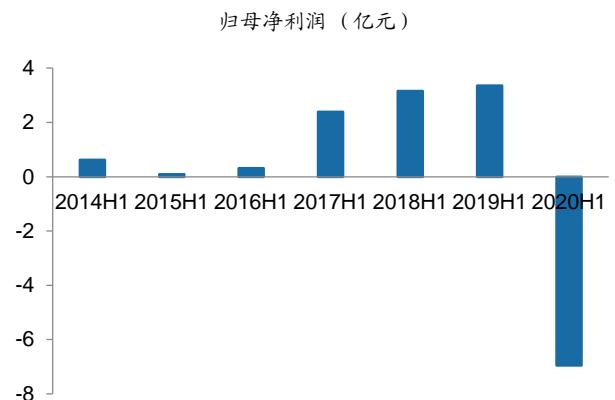
(2) **南山公司**：上半年实现营业收入 7,082.2万元，同比下降 71.71%。实现净利润-667.48 万元，去年同期实现净利润8,937万元。

图1：首旅酒店2020H1营收同比下降52.3%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：首旅酒店2020H1归母净亏损6.95亿元



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表1：公司2020年上半年各板块业务收入变化情况（单位：万元）

业务名称	2018H1	2019H1	2020H1	20H1 同比
酒店运营收入	309,767	301,353	136,592	-54.7%
酒店管理收入	66,056	72,648	46,772	-35.6%
景区业务收入	24,413	25,036	7,082	-71.7%
<b>合计</b>	<b>400,236</b>	<b>399,037</b>	<b>190,446</b>	<b>-52.3%</b>
酒店运营占比	77%	76%	72%	
酒店管理占比	17%	18%	25%	
景区业务占比	6%	6%	4%	

数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

## 二、RevPar 经济型好于中高端，全年 800-1000 家店计划不变

Q2首旅如家整体RevPAR/ADR/OCC分别为82元/149元/55.2%，YOY-49.3%/-26.2%/-25.0pct，相比Q1 YOY -61.7%/-14.1%/-41.7pct明显好转。

分级别来看，20Q2单季度经济型、中高端、云酒店RevPAR同比分别下降48.0%、55.2%和45.6%，同比降幅较1季度均有收窄，其中经济型和云酒店表现相对较好，中高端酒店RevPAR降幅更大，延续了1季度的结构化表现，主要是受疫情影响中高端平均房价下降空间更大。20Q2单季度经济型、中高端、云酒店ADR同比分别下降25.3%、35.6%、21.0%，而入住率同比分别下降25.3pct、22.3pct、21.4pct。

从同店经营情况来看，20Q2单季度全部酒店同店RevPAR/ADR/OCC同比分别下降50.9%、28.2%和26.0pct，而20Q1同比分别下降63.1%、16.1%和43.2pct。经济型、中高端、云酒店RevPAR同比分别下降49.0%、55.0%、45.3%，同比降幅较20Q1收窄10-13pct。

图3：首旅如家不同级别酒店RevPAR增速

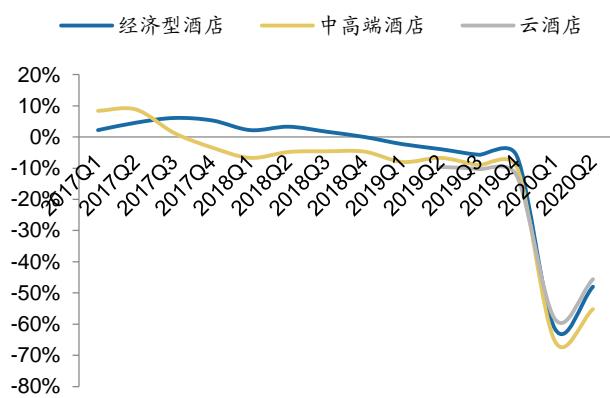
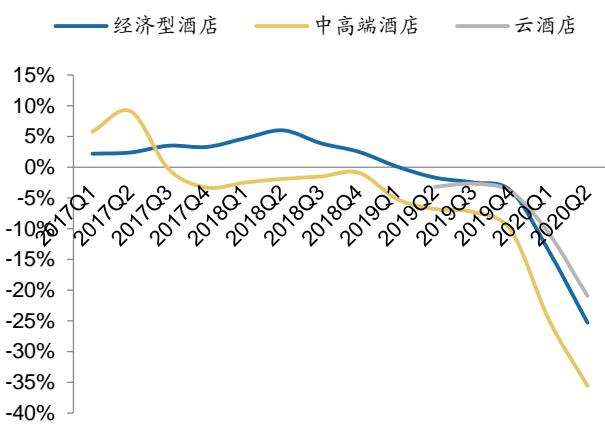


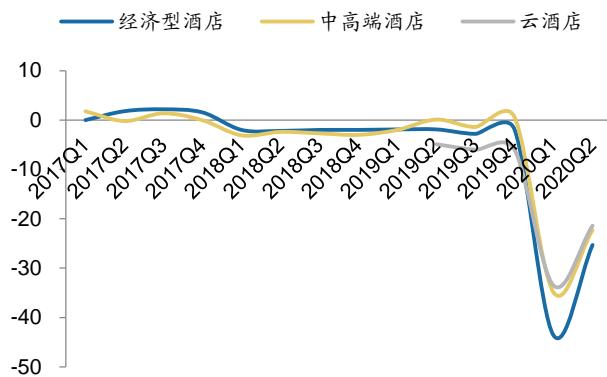
图4：首旅如家不同级别酒店ADR增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

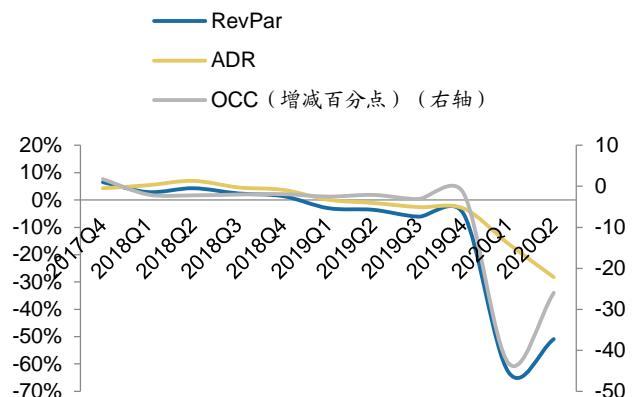
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图5: 首旅如家不同级别酒店出租率变动百分比 (pct)



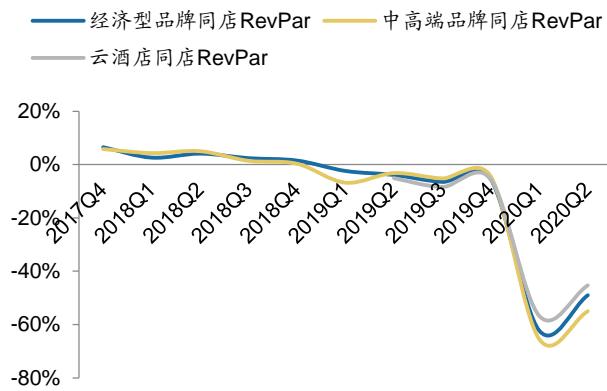
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图6: 首旅如家18个月以上成熟酒店经营数据同比增速



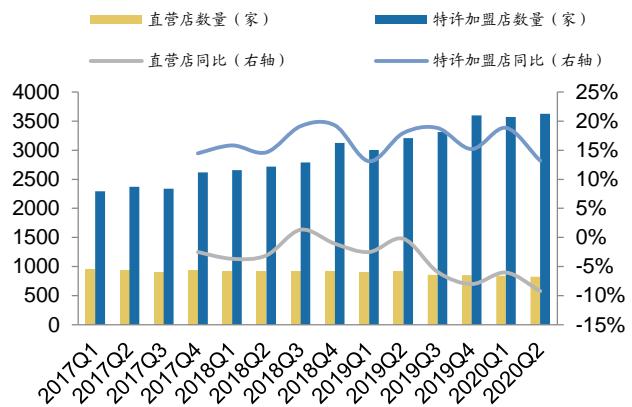
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图7: 首旅如家各级别酒店同店RevPAR增速对比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图8: 首旅如家直营和加盟店数量及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从开店情况来看，截止20Q2末，公司旗下共有4456家酒店，其中经济型和中高端酒店分别为2511家和1004家，中高端占比为22.5%，加盟店占比为81.4%。20Q2公司新开店188家，其中直营店5家，特许加盟店183家；经济型、中高端、云酒店和其他酒店分别新开23家、56家、69家和40家，开店速度较20Q1明显加快，基本恢复到正常节奏。20Q2关店144家，净开店数相比较20Q1增加44家。截止20Q2储备门店数为784家，较20Q末增加112家。

上半年公司总新开店250家，其中直营店8家，特许加盟店242家。经济型、中高端、云酒店和其他酒店分别新开33家、90家、80家和47家，其中管理输出酒店47家。尽管受到疫情严重冲击，公司仍坚定推动全年800-1000家开店计划，预计下半年新开

店有望延续高增长。

根据公司中报，中高端酒店的开发与运营一直是公司长期发展的重点。上半年，公司新开90家中高端酒店，占新开店比例36%。截止6月30日，公司中高端酒店客房间数114,120间，占总客房间数的27.7%，较2019年底提升1.6个百分点。中高端三大核心品牌如家商旅、如家精选和和颐三箭齐发，上半年新开店57家，保持较快的扩张速度。“逸扉酒店 UrCove by HYATT”是公司与凯悦酒店合作创建的新品牌，旨在于打造兼具美感、品质与实用性的归宿港湾，将于今年四季度迎来上海、南京、成都三地5家酒店的揭幕开业，未来5年计划签约300家酒店。有“中式禅意”、“大唐风格”特色的璞隐酒店，是公司拓展中高端酒店的另一重点品牌，截止2020年6月30日，已开店7家，争取未来5年拓展至100家。

图9：首旅酒店特许加盟店占比持续提升



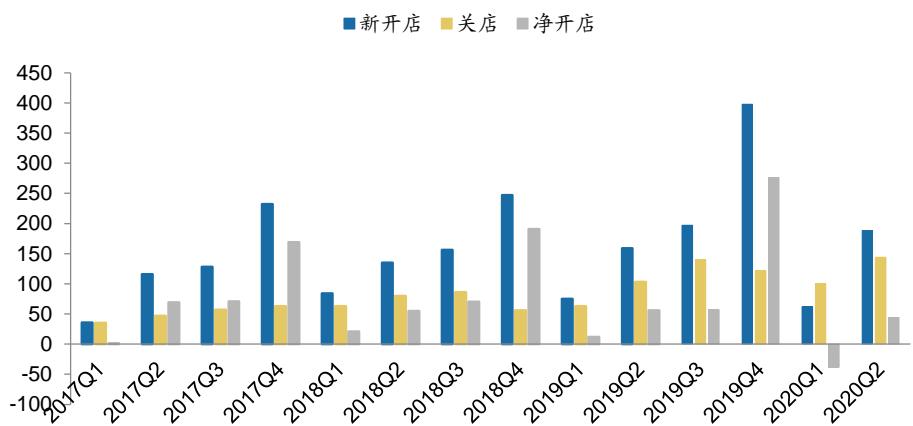
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图10：首旅酒店储备门店数量及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图11：首旅酒店单季度新开店、关店和净开店情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### 三、中高端布局加快，经济型持续升级，看好公司估值修复

今年以来公司继续加快中高端酒店的布局，除如家商旅、如家精选和和颐品牌保持较快开店外，逸扉、璞隐等品牌加速推进，其中逸扉酒店4季度将有上海、南京、成都三地5家酒店开业，未来5年计划签约300家酒店。璞隐酒店目前已开店7家，争取未来5年拓展至100家。此外公司持续推进如家NEO 3.0改造升级，至Q2已完成412家酒店改造。今年以来酒店业经营普遍受损，随着出行需求回升，以及中长期品牌连锁化率提升，公司凭借深厚的品牌、渠道和管理优势，有望充分受益。预计公司20-22年归母净利润分别为0.53、9.52和10.98亿元，给予公司21年25倍P/E，对应合理价值为24.1元/股，维持“买入”评级。

表2：首旅酒店可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新股价 (元/股)	EPS (元/股)			P/E			P/B (LF)
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600754.SH	锦江酒店	41.54	0.63	1.36	1.59	65.7	30.4	26.2	3.12
600258.SH	首旅酒店	18.48	0.05	0.96	1.11	342.2	19.2	16.6	2.18

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：首旅酒店 2020-2022 年以来预测来自广发证券，可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期，最新股价为 8 月 28 日收盘价。

### 四、风险提示

疫情存在不确定性；新店拓展不及预期；商誉减值风险等。

资产负债表		单位: 百万元			现金流量表		单位: 百万元					
至 12 月 31 日		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产		2,331	2,542	2,685	3,298	3,889	经营活动现金流	1,923	1,804	294	1,378	1,487
货币资金		1,032	1,777	1,997	2,455	3,043	净利润	892	919	55	990	1,142
应收及预付		410	365	347	456	465	折旧摊销	884	851	265	266	265
存货		51	48	51	50	50	营运资金变动	19	-40	-56	81	60
其他流动资产		838	352	290	337	331	其它	128	74	29	42	20
非流动资产		14,494	14,568	14,594	14,598	14,603	投资活动现金流	-907	-264	-228	-224	-224
长期股权投资		262	446	486	566	646	资本支出	-541	-770	-99	-96	-96
固定资产		2,444	2,390	2,335	2,281	2,227	投资变动	197	-153	-40	-80	-80
在建工程		189	169	153	135	117	其他	-563	659	-89	-49	-48
无形资产		3,886	3,791	3,698	3,604	3,511	筹资活动现金流	-1,439	-798	154	-696	-675
其他长期资产		7,713	7,771	7,921	8,011	8,101	银行借款	110	266	266	-500	-500
资产总计		16,824	17,110	17,279	17,896	18,492	股权融资	9	80	1	0	0
流动负债		3,531	3,869	3,502	3,738	3,801	其他	-1,557	-1,143	-112	-196	-175
短期借款		100	234	0	0	0	现金净增加额	-419	743	220	458	588
应付及预收		405	387	314	401	408	期初现金余额	1,450	1,032	1,777	1,997	2,455
其他流动负债		3,026	3,248	3,188	3,336	3,393	期末现金余额	1,032	1,774	1,997	2,455	3,043
非流动负债		4,840	3,944	4,444	3,944	3,444						
长期借款		2,593	1,793	2,293	1,793	1,293						
应付债券		0	0	0	0	0						
其他非流动负债		2,247	2,151	2,151	2,151	2,151						
负债合计		8,371	7,813	7,946	7,682	7,245						
股本		979	988	988	988	988						
资本公积		4,754	4,834	4,834	4,834	4,834						
留存收益		2,380	3,200	3,234	4,077	5,066						
归属母公司股东权益		8,162	8,947	8,981	9,824	10,813						
少数股东权益		290	350	352	389	433						
负债和股东权益		16,824	17,110	17,279	17,896	18,492						
利润表		单位: 百万元			主要财务比率							
至 12 月 31 日		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入		8,539	8,311	5,551	8,243	8,386	成长能力					
营业成本		472	525	4,163	5,193	5,199	营业收入增长	1.5%	-2.7%	-33.2%	48.5%	1.7%
营业税金及附加		59	56	38	56	57	营业利润增长	23.6%	-0.5%	-94.0%	172	1.7%
销售费用		5,610	5,402	381	566	570	归母净利润增长	35.8%	3.3%	-94.0%	7.6%	15.3%
管理费用		1,028	1,009	749	1,030	964	盈利能力					
研发费用		30	26	33	49	50	毛利率	94.5%	93.7%	25.0%	37.0%	38.0%
财务费用		172	122	78	70	44	净利润率	10.5%	11.1%	1.0%	12.0%	13.6%
资产减值损失		-117	-24	75	15	15	ROE	10.5%	9.9%	0.6%	9.7%	10.2%
公允价值变动收益		0	-16	-30	5	5	ROIC	7.8%	7.7%	1.1%	7.5%	8.2%
投资净收益		156	36	11	16	17	偿债能力					
营业利润		1,281	1,274	76	1,385	1,605	资产负债率	49.8%	45.7%	46.0%	42.9%	39.2%
营业外收支		5	3	2	2	2	净负债比率	99.0%	84.0%	85.1%	75.2%	64.4%
利润总额		1,286	1,277	78	1,387	1,607	流动比率	0.66	0.66	0.77	0.88	1.02
所得税		393	358	23	397	466	速动比率	0.60	0.60	0.69	0.80	0.94
净利润		892	919	55	990	1,142	营运能力					
少数股东损益		35	34	2	38	44	总资产周转率	0.51	0.49	0.32	0.46	0.45
归属母公司净利润		857	885	53	952	1,098	应收账款周转率	36.86	43.90	40.08	41.90	40.97
EBITDA		2,224	2,144	451	1,614	1,810	存货周转率	168.97	172.38	108.15	165.53	168.20
EPS (元)		0.88	0.90	0.05	0.96	1.11	每股指标(元)					
							每股收益	0.88	0.90	0.05	0.96	1.11
							每股经营现金流	1.96	1.83	0.30	1.39	1.50
							每股净资产	8.34	9.06	9.09	9.94	10.94
							估值比率					
							P/E	18.23	23.00	344.29	19.18	16.63
							P/B	1.91	2.28	2.03	1.86	1.69
							EV/EBITDA	8.10	9.97	42.91	11.39	9.55

## 广发社会服务行业研究小组

沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。  
安 鹏：联席首席分析师，上海交通大学金融学硕士。  
张 雨 露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士。  
宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。  
高 鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一期 16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。