

20Q1 业绩承压，期待疫情后加盟提速 增持（维持）

2020年04月28日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangji@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,311	6,168	8,513	9,028
同比 (%)	-2.7%	-25.8%	38.0%	6.0%
归母净利润 (百万元)	885	130	901	969
同比 (%)	3.3%	-85.3%	590.1%	7.6%
每股收益 (元/股)	0.90	0.13	0.91	0.98
P/E (倍)	16.02	108.61	15.74	14.63

事件：公司发布 20 年 1 季报，Q1 营收 8.0 亿 (-58.8%)，归母净利-5.3 亿 (-811.3%)，扣非归母-5.2 亿 (-1028.3%)。

投资要点

■ **20Q1 业绩承压显著，政府补助落地。**公司 2020Q1 营收 8.0 亿 (-58.8%)，归母净利-5.3 亿 (-811.3%)，扣非归母-5.2 亿 (-1028.3%)，符合此前预减公告预期。Q1 营业成本 11.5 亿 (+873.1%)，销售费用 0.41 亿 (-97.0%)，剔除新准则下营业成本与销售费用重分类影响后，Q1 营业成本较上年同期下降 2.8 亿，销售费用较上年同期下降 0.15 亿，主要是由于疫情下公司营业成本伴随营收而下降及市场营销投入减少。公司其他收益 0.33 亿 (+4401.3%)，主要是公司提前收到政府补助（预计约 3000 万）及新增加计扣除进项税额 291 万。公允价值变动损失 1015 万 (-277.2%)，主要是中国外运股价下跌所致。

■ **疫情下经营指标大幅下滑，中高端酒店 OCC 表现好于经济型。**1) 综合数据看，Q1 整体 RevPAR 为 54 元，同比-61.7% (19Q4 下降 4.2%)，ADR 为 162 元，同比-14.1% (19Q4 下降 1.3%)，OCC 为 33.5%，同比-41.7pct (19Q4 下降 2.4pct)；经济型和中高端酒店 RevPAR 分别下降 61.5%和 65.5%，中高端酒店 ADR-25%，降幅相对较大，OCC-34.9%，好于经济型酒店。2) 同店数据看，Q1 同店 RevPAR54 元，同比-63.1% (19Q4 下降 5.1%)。ADR -16.1%，降幅扩大 13.0pct，OCC 为 33.9%，同比-43.2pct。经济型和中高端同店 RevPAR 分别-62.3%和-65.5%，中高端/经济型酒店 OCC 分别-38pct / -45.1pct。

■ **新酒店逐步拓展，期待疫情后加速开店。**20Q1 年公司新开酒店 62 家，（其中：加盟 59 家；经济型 10 家、中高端 34 家、云酒店 11 家、其他 7 家），净开业-38 家，主要是由于部分经济型酒店关店/改造。截至 Q1 已签约未开业和正在签约店 672 家（较 19 年底+12 家）。截止 20Q1 公司旗下酒店总数达到 4412 家，中高端占比 21.8% (QOQ+0.61pct)，房间占比 26.9% (QOQ+0.72pct)。

■ **新冠疫情下 2020 展望：积极应对，持续推进轻加盟战略。**疫情发生以来公司通过：

- 通过减税降费减租政策、快速提升复工复产率、严控成本等方式增收节支，保障现金充裕。
- 加快轻加盟与产品改造战略推进，提升轻加盟酒店占比，预计全年计划新开酒店 800-1000 家（其中 50%将为中高端型酒店、300 家云酒店、100 家经济型酒店和 100 家管理输出酒店），并计划完成 300 家如家 NEO 改造。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.35
一年最低/最高价	12.93/21.72
市净率(倍)	1.58
流通 A 股市值(百万元)	14272.24

基础数据

每股净资产(元)	9.06
资产负债率(%)	45.66
总股本(百万股)	987.72
流通 A 股(百万股)	978.89

相关研究

- 1、《首旅酒店 (600258)：19 业绩稳健，加盟持续推进，期待疫情后景气度提升》2020-04-22
- 2、《首旅酒店 (600258)：整体业绩符合预期，Q3 增速环比疲弱，经营数据持续探底》2019-10-30
- 3、《首旅酒店 (600258)：19H1 业绩增长稳健，持续看好酒店龙头中线成长》2019-08-28

- 2019 年生态圈“一日游”项目在北京试点反响良好，预计 2020 年将新增 10 个城市，并促进线上线下业务融合。
- 通过拓展“现代学徒制”、“数字化经营”等战略完善内部构架，提高抗风险能力。公司经营指标随疫情缓和逐步恢复，截至 4 月 15 日公司 OCC 已达 65%+（主要是隔离房及本地商旅业务）。

- **盈利预测：**疫情将在短期内压制旅游需求，且中长期带来宏观经济冲击将使得商务出行需求下降，整体酒店行业或将低迷，进而对公司业绩产生影响。考虑到疫情及经济疲弱等情况，保守假设公司酒店、景区、饭店等业务需求将减少 30%以上，此外考虑公司降低加盟提点率、获得部分政府财政支持等可能情况，维持 20 年最新盈利预测。预计 20-22 年公司营收为 61.7、85.1、90.3 亿元，增速为-25.8%、38.0%、6.0%，预计 20-22 年归母净利 1.3、9.0、9.7 亿元，增速为-85.3%、590.1%、7.6%，EPS 为 0.13、0.91、0.98 元，对应当前股价 PE 为 109、16、15 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示：**疫情持续蔓延风险、宏观经济波动、经营扩张情况不及预期、竞争加剧等风险。

表 1：经营数据拆分

单位：亿元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	18H1	19H1	18Q1-3	19Q1-3	2018	2019
营收	19.44	20.47	22.40	20.80	40.02	39.90	63.69	62.31	85.39	83.11
yoy	1.0%	-1.5%	-5.3%	-4.1%		-0.3%		-2.2%		-2.7%
酒店业务	17.73	19.67	21.61	19.60	37.58	37.40	60.41	59.01	80.89	78.62
yoy	0.7%	-1.5%	-5.3%	-4.3%		-0.5%		-2.3%		-2.8%
其中：如家	15.62	17.50			33.31	33.12			71.54	
yoy	0.4%	-1.4%			-100.0%	-0.6%				
其中：直营			16.55	15.27	30.14	30.98	49.92	47.53	66.55	62.79
yoy			-16.4%			2.8%		-4.8%		-5.7%
加盟			4.22	4.34	6.61	7.26	10.49	11.49	14.34	15.82
yoy			8.7%			10.0%		9.5%		10.3%
景区业务	1.70	0.80	0.79	1.20	2.44	2.50	3.28	3.29	4.50	4.50
yoy	4.5%	-1.3%	-5.3%	-1.8%		2.6%		0.5%		0.01%
利润总额（剔除 18Q3 投资收益）	1.58	3.99	4.80	2.40	5.26	5.57	10.30	10.37	12.86	12.77
yoy	1.6%	7.6%	-4.7%	85.0%		5.9%		0.71%		-0.68%
酒店业务	0.59	3.79	4.58	2.06	4.15	4.38	8.94	8.97	11.08	11.03
yoy	-10.5%	8.7%	-4.4%	135.4%		5.7%		0.3%		-0.5%
其中：如家	0.98	4.00			4.72	4.98				
yoy	-7.9%	9.5%				5.5%				
景区业务	0.99	0.20	0.22	0.33	1.11	1.19	1.36	1.41	1.78	1.74
yoy	10.7%	-9.5%	-10.1%	-20.3%		6.7%		3.6%		-2.0%

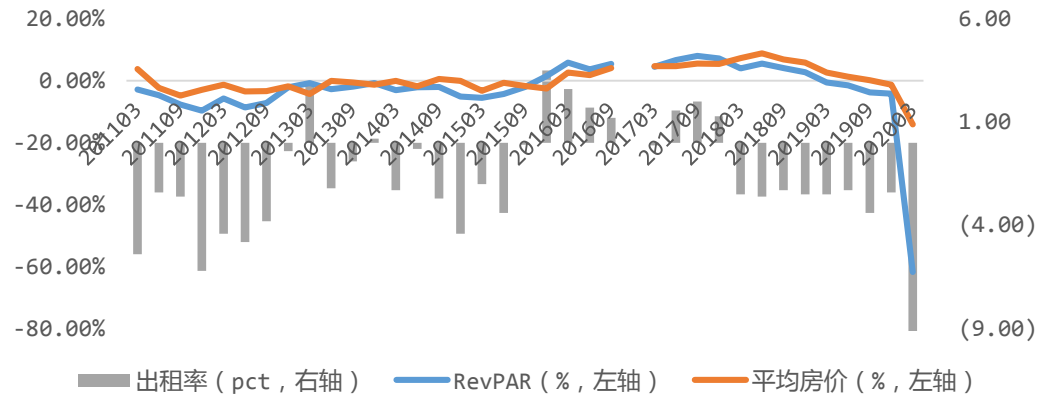
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：公司核心数据

单位:百万元	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业总收入	2077.90	2366.15	2170.30	1943.58	2046.79	2240.30	2080.43	800.74
yoy	0.1%	1.8%	3.1%	1.0%	-1.5%	-5.3%	-4.1%	-58.8%
归母净利润	264.57	461.54	55.52	73.96	293.67	351.56	165.78	(526.02)
yoy	28.5%	49.0%	-31.0%	-1.9%	11.0%	-23.8%	198.6%	-811.2%
毛利率	95.17	94.06	94.21	93.92	94.35	93.11	93.42	(43.53)
期间费用率	77.09	73.11	84.96	85.70	75.87	72.35	82.67	37.30
其中:销售费用率	63.78	59.80	69.26	70.55	62.45	59.50	68.21	5.10
管理费用率(含研发费用)	11.47	11.61	13.41	13.21	11.90	11.53	13.32	29.18
财务费用率	1.83	1.70	2.29	1.94	1.52	1.32	1.14	3.03
归母净利率	12.7%	19.5%	2.6%	3.8%	14.3%	15.7%	8.0%	-65.7%
ROE	3.52	5.88	0.68	0.90	3.52	4.09	1.87	(6.05)
pct	0.51	1.52	-0.42	-0.12	0.01	-1.79	1.19	-6.95
资产负债率	52.17	50.59	49.76	48.77	48.39	46.54	45.66	46.34
pct	-5.45	-5.53	-4.97	-4.50	-3.79	-4.06	-4.09	-2.44
存货	46.36	51.85	50.53	47.40	45.34	49.58	48.21	41.76
较上年同比增减	4.03	5.14	5.02	4.55	-1.02	-2.27	-2.32	-5.64
存货周转天数	40.21	37.96	36.64	37.31	36.92	34.83	33.86	3.52
较上年同比增减	-3.59	-2.13	-3.22	-0.45	-3.29	-3.12	-2.78	-33.74
应收账款	254.70	274.31	231.63	251.45	238.52	229.07	189.32	184.33
较上年同比增减	53.01	21.64	31.33	23.11	-16.18	-45.24	-42.31	-67.12
应收账款周转天数	10.23	10.06	9.11	11.18	10.60	9.98	9.12	21.00
较上年同比增减	1.69	0.87	1.04	1.16	0.37	-0.08	0.01	10.11
应付账款及应付票据	133.57	159.60	124.59	125.00	119.09	144.35	129.41	132.60
较上年同比增减	22.51	15.37	-9.01	-4.98	-14.49	-15.25	4.82	7.59
预收账款	266.11	304.46	280.20	302.99	296.86	303.21	257.23	261.68
较上年同比增减	80.05	84.18	56.91	65.52	30.75	-1.25	-22.97	-41.31
经营性现金流净额	769.11	1426.09	1923.04	158.06	673.65	1416.14	1804.33	(516.42)
较上年同比增减	-6%	-13%	-7%	-29%	-12%	-1%	-6%	-427%
筹资性现金流净额	(659.85)	(1018.54)	(1438.77)	(23.40)	(296.79)	(694.10)	(797.69)	1.34
较上年同比增减	157%	36%	23%	-89%	-55%	-32%	-45%	-106%
资本开支	128.59	157.11	138.44	249.88	171.77	194.86	181.02	184.53
较上年同比增减	51%	16%	45%	12%	34%	24%	31%	-26%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

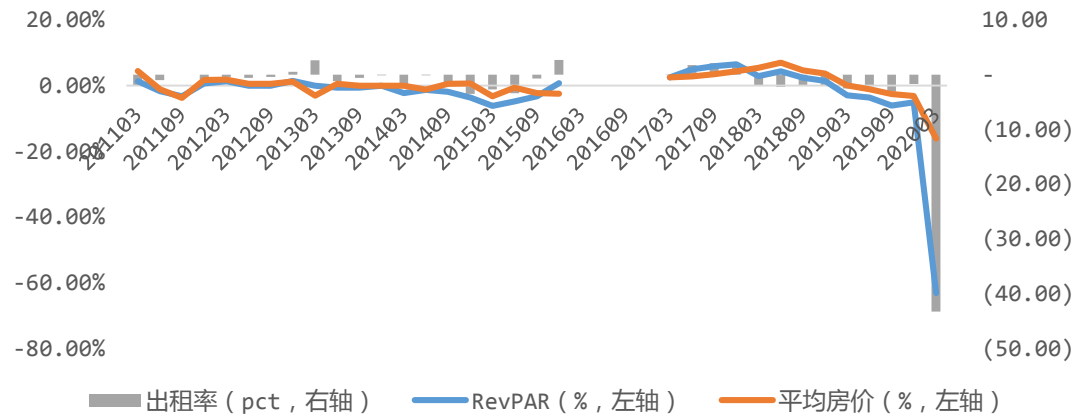
图 1: 综合经营数据 (指标变动率)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2019Q2 开始为首旅如家数据，此前为如家数据

图 2：同店经营数据（指标变动率）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：经营情况及增速

综合	RevPAR			均价 (元/间)			出租率 (%)		
	2020Q1	同比	增速环比 (pct)	2020Q1	同比	增速环比 (pct)	2020Q1	同比	增速环比 (pct)
中高端	70	-65.5%	-55.8	237	-25.0%	-14.6	29.6%	-34.9	-35.5
经济型	49	-61.5%	-55.4	138	-13.8%	-9.9	35.3%	-43.6	-41.7
合计	54	-61.7%	-57.5	162	-14.1%	-12.8	33.5%	-41.7	-39.3

同店	RevPAR			均价 (元/间)			出租率 (%)		
	2020Q1	同比	增速环比 (pct)	2020Q1	同比	增速环比 (pct)	2020Q1	同比	增速环比 (pct)
中高端	74	-65.5%	-61.0	260	-19.6%	-15.6	28.5%	-38.0	-37.6
经济型	49	-62.3%	-56.7	138	-14.3%	-10.9	35.4%	-45.1	-43.2
合计	54	-63.1%	-58.0	159	-16.1%	-13.0	33.9%	-43.2	-41.5

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4：开业酒店数量

品牌	酒店数量			客房间数		
	2020年3月末			2020年3月末		
	合计	直营	特许	合计	直营	特许
经济型酒店	2,564	656	1,908	254,852	75,650	179,202
如家	2,104	519	1,585	211,500	57,265	154,235
莫泰	278	103	175	31,660	15,008	16,652
蓝牌驿居	88	-	88	4,334	-	4,334
雅客怡家	39	1	38	2,455	80	2,375
云上四季	32	16	16	2,833	1,839	994
欣燕都	23	17	6	2,070	1,458	612
中高端酒店	964	184	780	110,619	25,963	84,656
如家商旅	410	61	349	37,492	7,697	29,795
如家精选	221	53	168	22,516	6,650	15,866
和颐	181	37	144	21,257	6,125	15,132
金牌驿居	41	11	30	2,396	914	1,482
璞隐	7	4	3	931	582	349
柏丽艾尚	6	4	2	689	532	157
扉缦	5	3	2	548	361	187
Yunik	2	2	-	242	242	-
嘉虹	1	1	-	275	275	-
建国铂萃	1	1	-	118	118	-
首旅建国	64	2	62	18,396	922	17,474
首旅南苑	8	4	4	1,342	944	398
首旅京伦	17	1	16	4,417	601	3,816
云酒店	505	-	505	26,636	-	26,636
其他	379	2	377	19,731	138	19,593
管理输出	377	-	377	19,593	-	19,593
漫趣乐园	1	1	-	96	96	-
如家小镇	1	1	-	42	42	-
小计	4,412	842	3,570	411,838	101,751	310,087

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

首旅酒店三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,542	1,399	1,679	2,400	营业收入	8,311	6,168	8,513	9,028
现金	1,777	508	419	1,518	减:营业成本	525	447	607	629
应收账款	189	123	308	149	营业税金及附加	56	57	61	62
存货	48	38	78	43	营业费用	5,402	4,758	5,486	5,819
其他流动资产	527	729	874	690	管理费用	1,009	765	1,028	1,081
非流动资产	14,568	15,014	15,622	15,221	财务费用	122	93	119	126
长期股权投资	446	585	738	887	资产减值损失	-24	10	10	10
固定资产	2,390	2,316	2,311	2,289	加:投资净收益	36	17	17	17
在建工程	169	128	182	180	其他收益	102	80	80	80
无形资产	3,791	4,368	4,979	5,068	营业利润	1,274	104	1,262	1,358
其他非流动资产	7,771	7,618	7,412	6,796	加:营业外净收支	3	82	2	2
资产总计	17,110	16,413	17,301	17,621	利润总额	1,277	186	1,264	1,360
流动负债	3,869	3,397	3,674	3,460	减:所得税费用	358	50	329	354
短期借款	234	234	234	234	少数股东损益	34	5	35	37
应付账款	129	96	206	108	归属母公司净利润	885	130	901	969
其他流动负债	3,505	3,067	3,234	3,118	EBIT	1,356	219	1,307	1,375
非流动负债	3,944	3,653	3,329	2,857	EBITDA	2,207	1,166	2,411	2,540
长期借款	1,793	1,470	1,157	681					
其他非流动负债	2,151	2,183	2,173	2,176	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	7,813	7,050	7,003	6,317	每股收益(元)	0.90	0.13	0.91	0.98
少数股东权益	350	355	389	427	每股净资产(元)	9.06	9.12	10.03	11.01
					发行在外股份(百万 股)	988	988	988	988
归属母公司股东权益	8,947	9,008	9,909	10,878	ROIC(%)	7.6%	1.3%	7.5%	7.6%
负债和股东权益	17,110	16,413	17,301	17,621	ROE(%)	9.9%	1.4%	9.1%	8.9%
					毛利率(%)	93.7%	92.8%	92.9%	93.0%
					销售净利率(%)	10.6%	2.1%	10.6%	10.7%
					资产负债率(%)	45.7%	43.0%	40.5%	35.8%
					收入增长率(%)	-2.7%	-25.8%	38.0%	6.0%
					净利润增长率(%)	3.3%	-85.3%	590.1%	7.6%
					P/E	16.02	108.61	15.74	14.63
					P/B	1.58	1.57	1.43	1.30
					EV/EBITDA	7.51	14.74	7.04	6.08

数据来源: 贝格数据, 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>