

## 社服\酒店

## 首旅酒店 (600258.SH)

## 维持评级

报告原因：业绩公告

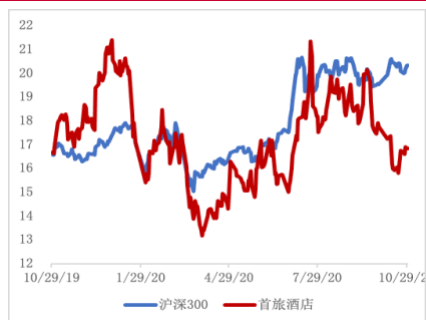
Q3 业绩实现扭亏为盈，新开店进程继续提速

增持

2020 年 10 月 30 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 10 月 29 日

收盘价(元):	16.86
年内最高/最低(元):	21.41/13.17
流通 A 股/总股本(亿):	9.79/9.88
流通 A 股市值(亿):	163.53
总市值(亿):	166.53

基础数据：2020 年 9 月 30 日

基本每股收益:	-0.5677
每股净资产(元):	10.82
净资产收益率:	2.37%

分析师：刘小勇

执业登记编码：S0760511010019

电话：010-83496387

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：张晓霖

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】首旅酒店(600258.SH)2020 中报点评：复工复产带动 Q2 亏损大幅收窄，新开店计划有序进行(2020-8-28)  
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

事件点评

- 公司发布 2020 年三季报，期内公司实现营收 35.76 亿元 (-42.60%)，归母业绩亏损 5.55 亿元，上年同期净利润 7.19 亿元，下滑 177.19%，扣非业绩亏损 5.73 亿元(-16.84%)，EPS-0.56 元。其中 Q3 实现营收 16.7 亿元 (-25.37%)，环比 Q1 增加 8.72 亿元、Q2 增加 5.68 亿元；归母业绩年内首次转正，净利润 1.4 亿元 (-60.16%)，环比 Q1 增加 6.66 亿元、Q2 增加 3.09 亿元。
- 受公司执行新收入准则以及疫情影响酒店收入，公司期内毛利率下滑显著至 3.45% (-90.32pct)，整体费用率下滑 56.42pct 至 21.25%。其中销售费用率 6.03% (-57.89pct)、管理费用率 12.7% (+0.83pct)、研发费用率 0.76% (+0.45pct)、财务费用率 1.76% (+0.19pct)。Q3 公司毛利率 27.9% (-65.42pct)，与去年同期相比仍然下滑明显，相比年内毛利率水平提升显著，净利率 8.11% (-7.55pct) 为年内首次转正。
- 三季度公司新开店步伐提速。三季度公司新开店 298 家，其中直营店 10 家，特许加盟店 288 家。经济型酒店新开店 33 家，中高端酒店新开 84 家，云酒店 141 家，管理输出酒店 40 家。截至三季度末，公司已签约未开业和正在签约店 1084 家，比二季度末增加 300 家。
- 三季度酒店市场继续回暖，三大酒店经营指标环比二季度回升 20 个百分点。20Q3 首旅如家全部酒店 RevPAR124 元 (-28.9%)，经营 18 个月以上成熟酒店三季度 RevPAR123 元 (-31.2%)，环比二季度回升 19.7pct。
- 投资建议：短期来看，公司储备物业较为丰富，年内新开店计划有望完成，中高端市场份额持续提升；中长期来看，疫情影响之下行业继续向品牌与龙头集中，公司作为国内龙头酒店集团之一，后续整合并购进程或将加快。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.25\1.00\1.19，对应公司 10 月 29 日收盘价 16.86 元，2020-2022 年 PE 分别为 67.6\16.9\14.1，维持“增持”评级。

存在风险

- 公司经营成本上升风险；疫情区域内反复风险；景区客流下降风险。

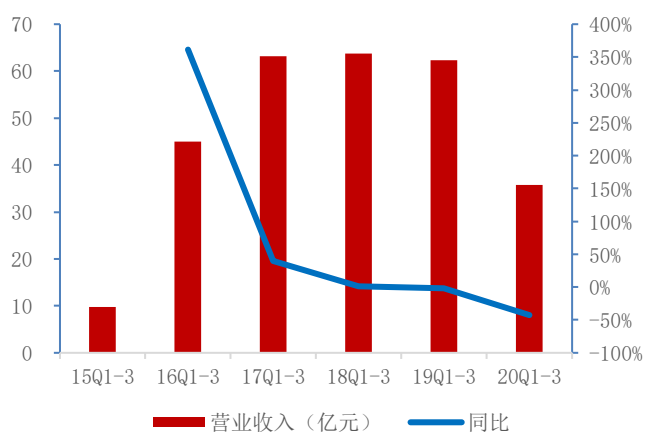
盈利预测和财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8311	4654	8285	8682
收入同比	-3%	-44%	78%	5%
归母净利润(百万元)	885	246	986	1178
净利润同比	3%	-72%	300%	19%
毛利率	93.7%	28.0%	82.0%	83.3%
ROE	9.9%	2.4%	8.5%	9.5%
EPS(元)	0.90	0.25	1.00	1.19
P/E	18.82	67.60	16.89	14.14
P/B	1.86	1.56	1.41	1.32
EV/EBITDA	11	18	8	7

资料来源：wind，山西证券研究所

## 1. 公司三季度业绩表现

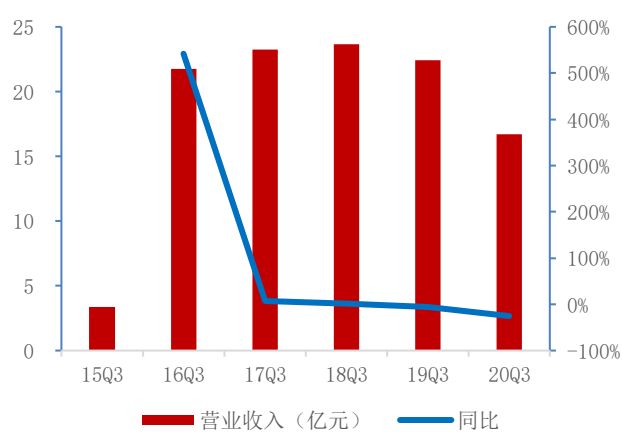
公司发布 2020 年三季报，期内公司实现营收 35.76 亿元（-42.60%），归母业绩亏损 5.55 亿元，上年同期净利润 7.19 亿元，下滑 177.19%，扣非业绩亏损 5.73 亿元（-16.84%），EPS-0.56 元。其中 Q3 实现营收 16.7 亿元（-25.37%），环比 Q1 增加 8.72 亿元、Q2 增加 5.68 亿元；归母业绩年内首次转正，净利润 1.4 亿元（-60.16%），环比 Q1 增加 6.66 亿元、Q2 增加 3.09 亿元。三季度随着酒店行业传统旺季到来以及市场得到有效恢复，叠加公司大力推进各种增收措施，收入降幅收窄至 25.37%。

图 1：首旅酒店 2020Q1-3 营收情况及增速



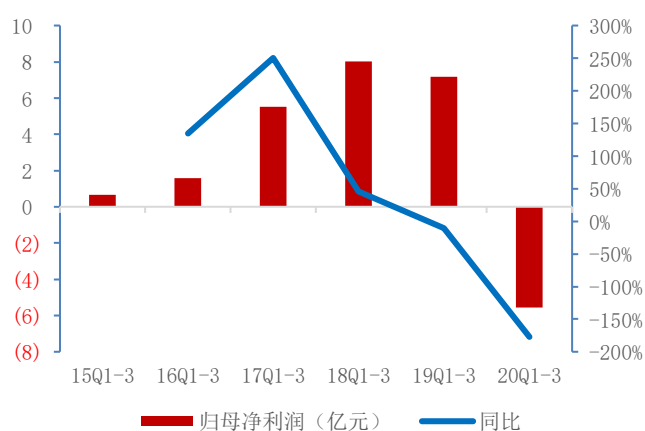
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：首旅酒店 Q3 营收情况及增速



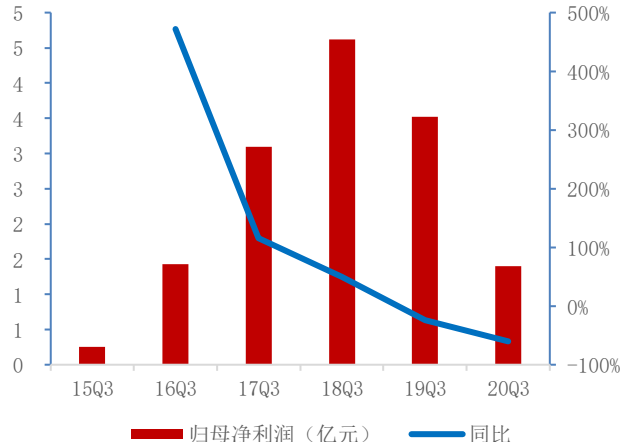
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：首旅酒店 2020Q1-3 归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：首旅酒店 Q3 归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

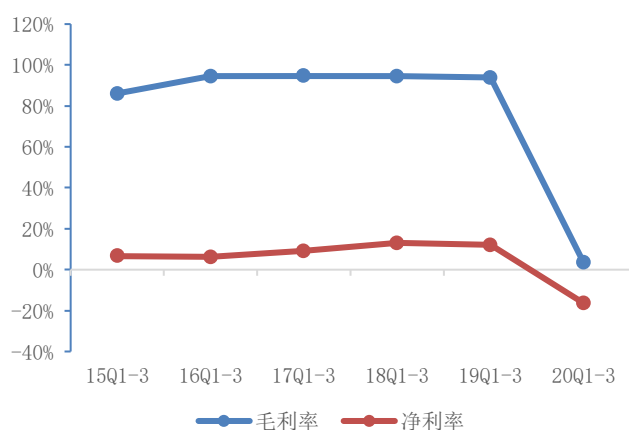
## 1.1 收入端

公司 Q1-3 营业收入下滑 42.6%，主要系受新冠肺炎疫情影响，酒店和景区运营收入下滑显著，Q3 营收环比 Q1、Q2 增加系三季度为酒店旺季，叠加市场恢复以及公司推进各种增收措施，将营收降幅收窄至 25.37%。营业成本大幅上涨 789.91%，主要系公司本年执行新收入准则，将营业成本与管理费用、销售费用进行重新分类，若按照去年同期分类，营业成本下滑 36.56%。

## 1.2 费用端

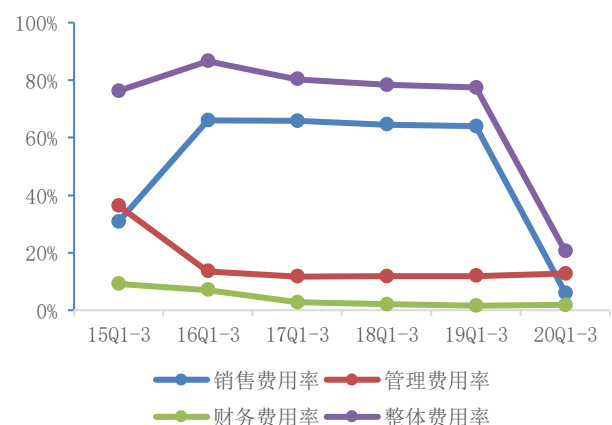
受公司执行新收入准则以及疫情影响酒店收入，公司期内毛利率下滑显著至 3.45% (-90.32pct)，整体费用率下滑 56.42pct 至 21.25%。其中销售费用率 6.03% (-57.89pct) 系疫情期间公司减免酒店租金、优化人力配置、落实社保费用减免，大幅降低人力成本，同时酒店出租率下降带来相关变动成本下降；管理费用率 12.7% (+0.83pct)；研发费用率 0.76% (+0.45pct) 系公司为提高酒店经营效率和酒店服务体验，加大研发投入，对智慧酒店的智能技术进行升级；财务费用率 1.76% (+0.19pct) 系贷款本金下降及新增贷款利率较低，以及酒店营业成本下降，银行 POS 机手续费有所减少。Q3 公司毛利率 27.9% (-65.42pct)，与去年同期相比仍然下滑明显，相比年内毛利率水平提升显著，净利率 8.11% (-7.55pct) 为年内首次转正。销售费用率 5.06% (-54.44pct)、管理费用率 9.34% (-1.91pct)、研发费用率 1.53% (+0.21pct)、财务费用率 15.92% (-56.14pct)。

图 5：首旅酒店 2020Q1-3 毛利率和净利率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：首旅酒店 Q3 各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

### 1.3 开店、改造情况

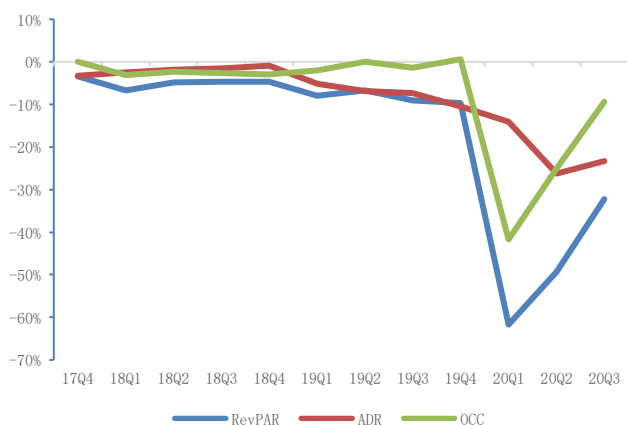
三季度公司新开店步伐提速。三季度公司新开店 298 家，其中直营店 10 家，特许加盟店 288 家。经济型酒店新开店 33 家，中高端酒店新开 84 家，云酒店 141 家，管理输出酒店 40 家。截至三季度末，公司已签约未开业和正在签约店 1084 家，比二季度末增加 300 家。前三季度新开店数量分别为 Q1 62 家、Q2 188 家、Q3 298 家，目前新开店 548 家，叠加已签约未开店，全年新开店 800-1000 家计划有望实现。

### 1.4 酒店经营数据情况

三季度酒店市场继续回暖，三大酒店经营指标环比二季度回升 20 个百分点。20Q3 首旅如家全部酒店 RevPAR124 元(-28.9%)，其中经济型酒店 RevPAR107 元(-29.7%)，ADR149 元(-15.82%)，OCC71.7%(-13.8pct)；中高端酒店 RevPAR172 元(-32.3%)，ADR254 元(-23.26%)，OCC67.7%(-9.3pct)；云酒店 RevPAR90 元(-26.5%)，ADR147 元(-16%)。OCC61.6%(-8.8pct)。

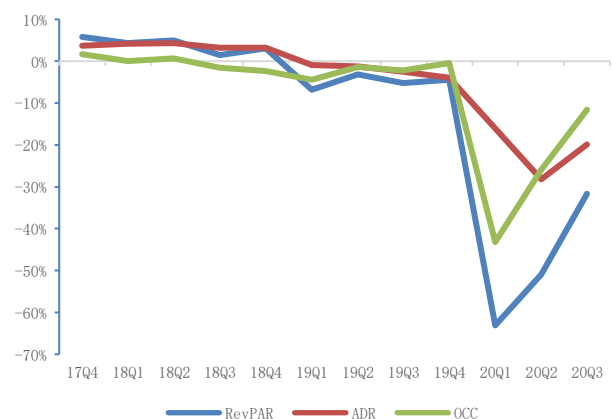
经营 18 个月以上的成熟酒店三季度 RevPAR123 元(-31.2%)，环比二季度回升 19.7pct。经济型酒店 RevPAR105 元(-31.8%)，ADR148 元(-16.85%)，OCC71.3%(-15.3pct)；中高端酒店 RevPAR183 元(-31.6%)，ADR270 元(-19.88%)，OCC67.8%(-11.6pct)；云酒店 RevPAR99 元(-18.7%)，ADR149 元(-9.6%)、OCC66.2%(-7.6pct)。

图 6：首旅酒店全部酒店 Q3 三大经营指标情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 7：首旅酒店成熟店 Q3 三大经营指标情况



数据来源：wind，山西证券研究所

## 2. 投资建议及盈利预测

短期来看，公司储备物业较为丰富，年内新开店计划有望完成，中高端市场份额持续提升；中长期来看，疫情影响之下部分单体中小型酒店或面临无法持续经营风险，行业继续向品牌与龙头集中，公司作为国内龙头酒店集团之一，后续整合并购进程或将加快。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.25\1.00\1.19，对应公司 10 月 29 日收盘价 16.86 元，2020-2022 年 PE 分别为 67.6\16.9\14.1，维持“增持”评级。

## 3. 风险提示

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；疫情区域内反复风险；景区客流下降风险。

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
<b>流动资产</b>	2,542	2,577	3,319	3,695	<b>营业收入</b>	8,311	4,654	8,285	8,682
现金	1,777	1,724	2,414	2,703	营业成本	525	3,351	1,491	1,450
应收账款	318	502	550	606	营业税金及附加	56	14	25	26
其他应收款	142	265	265	265	销售费用	5,402	372	4,391	4,515
预付账款	175	177	181	186	管理费用	1,009	559	994	1,042
存货	48	49	51	52	财务费用	122	(3)	(5)	(5)
其他流动资产	81	(141)	(141)	(118)	资产减值损失	(24)	(1)	(1)	(1)
<b>非流动资产</b>	14,56	16,018	16,129	16,606	公允价值变动收	(16)	0	0	0
长期投资	446	535	562	618	投资净收益	36	1	1	1
固定资产	2,706	2,976	3,036	3,127	<b>营业利润</b>	1,274	363	1,391	1,657
无形资产	3,791	3,829	3,868	3,906	营业外收入	9	0	0	0
其他非流动	7,625	8,677	8,664	8,955	营业外支出	6	1	1	1
<b>资产总计</b>	17,11	18,595	19,448	20,301	<b>利润总额</b>	1,277	363	1,390	1,657
<b>流动负债</b>	3,869	3,214	3,222	3,224	所得税	358	102	389	464
短期借款	234	239	243	248	<b>净利润</b>	919	261	1,001	1,193
应付账款	129	155	155	155	少数股东损益	34	15	15	15
其他流动负	3,505	2,821	2,824	2,821	<b>归属母公司净利</b>	885	246	986	1,178
<b>非流动负债</b>	3,944	4,339	4,382	4,470	EBITDA	1,738	785	1,793	2,044
长期借款	1,793	1,829	1,847	1,866	EPS (元)	0.90	0.25	1.00	1.19
其他非流动	2,151	2,510	2,535	2,604					
<b>负债合计</b>	7,813	7,553	7,604	7,694					
少数股东权益	350	350	350	350					
股本	988	988	988	988					
资本公积	4,834	437	437	437					
留存收益	3,200	3,230	3,261	3,291					
归属母公司股东	8,947	10,692	11,844	12,607					
<b>负债和股东权</b>	17,11	18,595	19,448	20,301					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金</b>	1,804	440	1,079	1,223
净利润	885	246	986	1,178
折旧摊销	851	105	105	105
财务费用	128	(6)	(10)	(10)
投资损失	(36)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(181)	81	(16)	(63)
其他经营现	156	15	15	15
<b>投资活动现金</b>	(264)	(1,364)	(1,149)	(1,171)
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	(184)	(250)	(250)	(250)
其他投资现	(80)	(214)	1	(21)
<b>筹资活动现金</b>	(798)	(1,168)	(445)	(447)
短期借款	134	(430)	(430)	(430)
长期借款	(800)	40	40	40

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-2.67%	-44.00%	78.00%	4.80%
营业利润	-0.51%	-71.48%	282.67%	19.15
归属于母公司净	3.26%	-72.16%	300.30%	19.45
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	93.68	28.00%	82.00%	83.30
净利率(%)	10.65	5.29%	11.90%	13.57
ROE(%)	9.89%	2.37%	8.45%	9.46%
ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	45.66	40.62%	39.10%	37.90
净负债比率(%)	34.16	29.74%	25.94%	22.29
流动比率	0.66	0.80	1.03	1.15
速动比率	0.64	0.79	1.01	1.13
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.49	0.26	0.44	0.44
应收账款周转率	38.01	21.41	31.76	27.74
应付账款周转率	65.44	32.73	53.45	56.01
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.25	1.00	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	1.83	0.45	1.09	1.24
每股净资产(最新摊薄)	9.06	10.82	11.99	12.76

普通股增加	9	0	0	0	估值比率				
资本公积增	0	0	(50)	(50)	P/E	18.8	67.6	16.9	14.1
其他筹资现	(141)	(778)	(5)	(7)	P/B	1.9	1.6	1.4	1.3
现金净增加额	742	(2,092)	(515)	(395)	EV/EBITDA	11.04	18.11	7.88	6.69

### 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。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 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

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

电话：010-83496336