

# 首旅酒店 (600258)

证券研究报告

2021年02月01日

## Q4 业绩环比显著改善, 中高端+云品牌推动加盟开店

公司发布 2020 年度业绩预减公告。受新冠疫情影响, 首旅酒店 2020 年度归母净利润同比下滑。公司预告 2020 年度归母净利润为-4.10 亿元~ -4.90 亿元, 同比下降 146.33%~ 155.37%; 扣非归母净利润为-5.20 亿元~ -5.90 亿元, 同比下降 163.72%~ 172.30%; 基本每股收益为 0.90 元/股。Q4 归母净利润预计为 1.45 亿元, 同比下降 12.65%, 降幅相比前三季度大幅改善。2020Q1/Q2/Q3/Q1-3 的归母净利润分别为-5.26 亿元/-1.69 亿元/1.40 亿元/-5.55 亿元, 同比增速分别为 -811.25%/-157.57%/-60.16%/-177.17%。20Q1/Q2/Q3 经济型酒店 Occ 分别为 35.3%、57.6%、71.7%, 中高端酒店分别为 29.6%, 51.3%, 67.7%; 20Q1/Q2/Q3 经济型 RevPAR 49、73、107 元/间, 中高端 RevPAR 70、108、172 元/间。

**加速开拓市场, 持续发力中高端, 推动云品牌模式。**疫情不改首旅酒店加盟扩张步伐, 截至 2020Q3, 首旅旗下拥有 4638 家酒店, 含境外 1 家, 其中加盟店占比 82.56%。发力中高端酒店开发, 重点发展首旅建国、南苑、逸扉等中高端品牌, 打造合适中产阶级的消费升级产品。截至 2020Q3, 中高端酒店数量达 1079 家, 占比 23.26%。2020 年下半年重点推行云品牌酒店轻管理模式为主, 推进在四五线市场下沉。

**集团资源丰富, 深度布局北京, 关注环球影城开业。**首旅酒店背靠首旅集团, 可形成酒店、餐饮、航空、景区等多板块联动, 资源优势显著。北京环球影城预计于 21 年 5 月开业, 将带动北京地区游客提升, 首旅酒店深耕北京市场, 有望受益于环球影城开业。

**投资建议:**首旅酒店积极探索新产品和新模式, 在中高端扩张的同时推进经济型酒店的调整升级提升创收能力。公司加大研发投入, 全力推进数字化建设全面降本增效, 线上线渠道融合发展助力品牌扩张。受局部疫情影响, 我们预计首旅 21-22 年净利润从 9.01 亿元/11.01 亿元下调为 8.9 亿元/ 11.0 亿元; 对应 PE 分别为 24X/ 20X, 维持“买入”评级。

**风险提示:**宏观经济下行风险; 疫情恢复不及预期; 连锁加盟开店进度不及预期; 业绩报告为初步测算, 以年报数据为准。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,538.81	8,311.10	5,934.54	8,117.76	8,835.60
增长率(%)	1.45	(2.67)	(28.59)	36.79	8.84
EBITDA(百万元)	1,793.49	1,738.23	(289.66)	1,583.35	1,841.80
净利润(百万元)	857.01	884.97	(455.22)	890.52	1,096.58
增长率(%)	35.84	3.26	(151.44)	(295.62)	23.14
EPS(元/股)	0.87	0.90	(0.46)	0.90	1.11
市盈率(P/E)	25.06	24.26	(47.17)	24.11	19.58
市净率(P/B)	2.63	2.40	2.51	2.29	2.07
市销率(P/S)	2.51	2.58	3.62	2.65	2.43
EV/EBITDA	8.52	10.65	(74.95)	13.18	10.66

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	休闲服务/酒店
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	21.74 元
目标价格	元

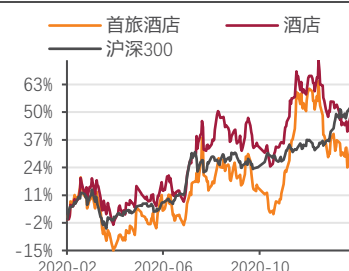
### 基本数据

A 股总股本(百万股)	987.72
流通 A 股股本(百万股)	978.89
A 股总市值(百万元)	21,472.93
流通 A 股市值(百万元)	21,281.10
每股净资产(元)	8.44
资产负债率(%)	47.91
一年内最高/最低(元)	26.10/12.93

### 作者

<b>刘章明</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
<b>李珍妮</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120002	
lizhenni@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

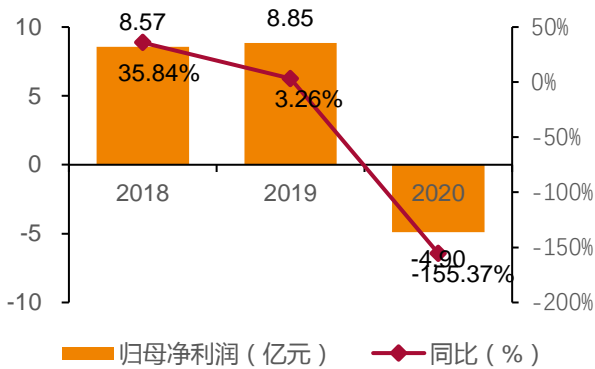
### 相关报告

- 《首旅酒店-季报点评:Q3 扭亏为盈, 稳步复苏、产品升级, 提升创收能力》  
2020-10-31
- 《首旅酒店-半年报点评:Q2 亏损幅度收窄, 开店计划不变, RevPAR 持续复苏》  
2020-08-29
- 《首旅酒店-季报点评:Q1 受疫情影响业绩亏损, 全力恢复经营降低损失》  
2020-04-29

## 公司公布 2020 年度业绩预减公告

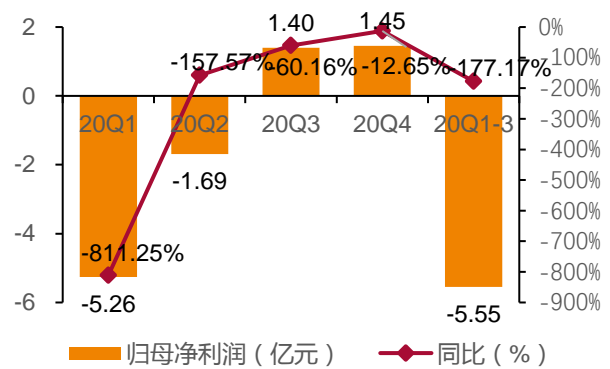
**经营业绩：** 受新冠疫情影响，首旅酒店 2020 年度归母净利润同比下滑。公司预告 2020 年度归母净利润为-4.10 亿元~ -4.90 亿元，同比下降 146.33%~ 155.37%；扣非归母净利润为-5.20 亿元~ -5.90 亿元，同比下降 163.72%~ 172.30%；基本每股收益为 0.90 元/股。Q4 归母净利润预计为 1.45 亿元，同比下降 12.65%，降幅相比前三季度大幅改善。2020Q1/Q2/Q3/Q1-3 的归母净利润分别为-5.26 亿元/-1.69 亿元/1.40 亿元/-5.55 亿元，同比增速分别为-811.25%/-157.57%/60.16%/ -177.17%。20Q1/Q2/Q3 经济型酒店 Occ 分别为 35.3%、57.6%、71.7%，中高端酒店分别为 29.6%、51.3%、67.7%；20Q1/Q2/Q3 经济型 RevPAR 49、73、107 元/间，中高端 RevPAR 70、108、172 元/间。

图 1：2020 归母净利润同比下降 155.37%



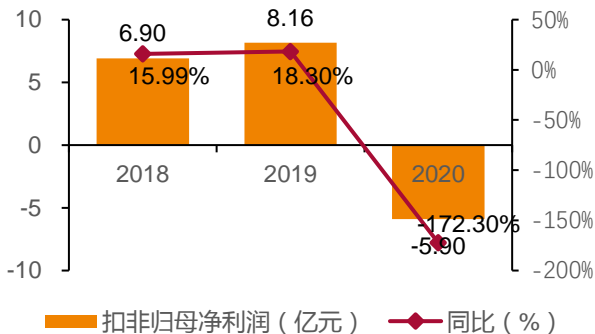
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2020 年 Q1-Q4 单季度归母净利润大幅增长



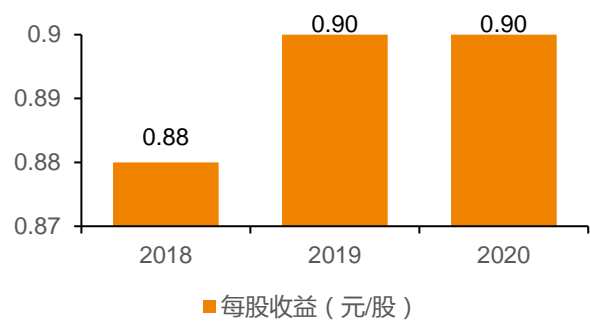
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2020 年扣非归母净利润同比下降 172.30%



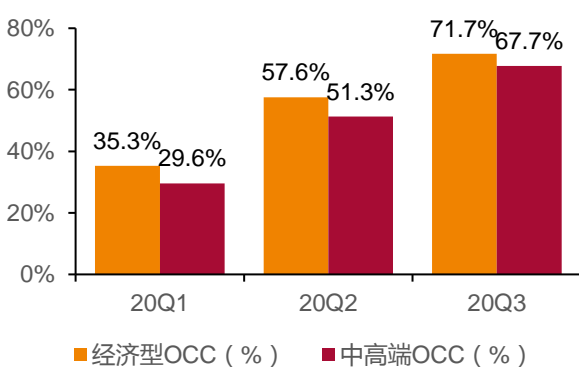
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2020 年每股收益 0.9031 元/股



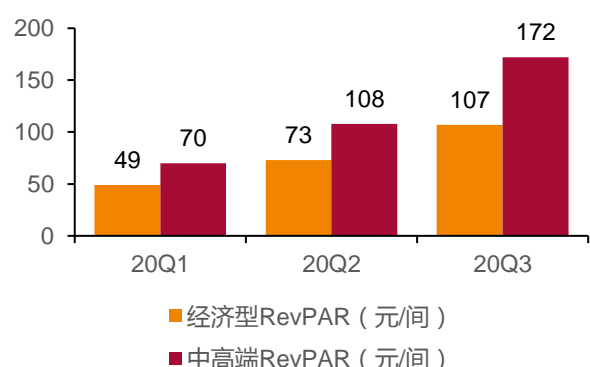
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：20Q1-3 经济型和中高端 OCC 稳步增长



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：20Q3 中高端酒店 RevPAR 较上半年大幅上涨

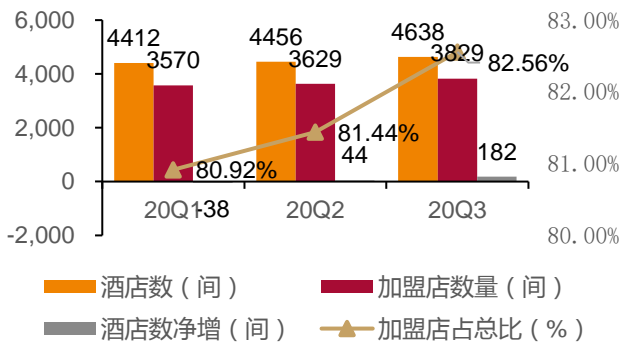


资料来源：wind，天风证券研究所

## 加速开拓市场，持续发力中高端，推动云品牌模式

疫情不改首旅酒店加盟扩张步伐，继续布局中高端酒店市场，发展云酒店模式。截至2020Q3，首旅旗下拥有4638家酒店，含境外1家，其中加盟店占比82.56%。发力中高端酒店开发，重点发展首旅建国、南苑、逸扉等中高端品牌，打造合适中产阶级的消费升级产品。截至2020Q3，中高端酒店数量达1079家，占比23.26%。2020下半年重点推行云品牌酒店轻管理模式为主，推进在四五线市场下沉。经济型酒店数量逐渐减少，中高端酒店和云酒店数量增多；以和首旅旗下的如家精选和如家商旅为首，中高端酒店数量在2020上半年疫情期间也稳定增长，而经济型酒店如家和莫泰的酒店数量稳定减少。首旅建国、首旅南苑等中高端酒店数量增长不明显，但未来首旅会发力发展这些品牌的酒店；云酒店也是重点发展目标之一，20Q1云酒店数量为505家，到20Q3云酒店数量已达651家，增长146家。

图 7：20Q3 加盟店占占比 83%



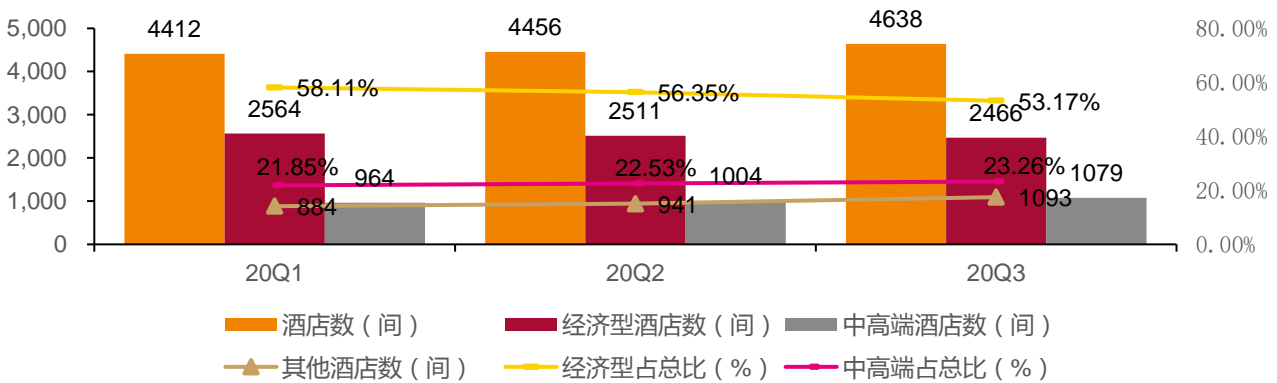
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：首旅高端酒店品牌内景图



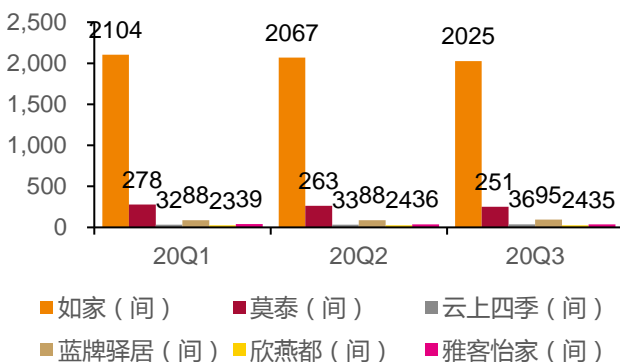
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 9：2020 年中高端酒店占比稳定增长，经济型占比稳定下降



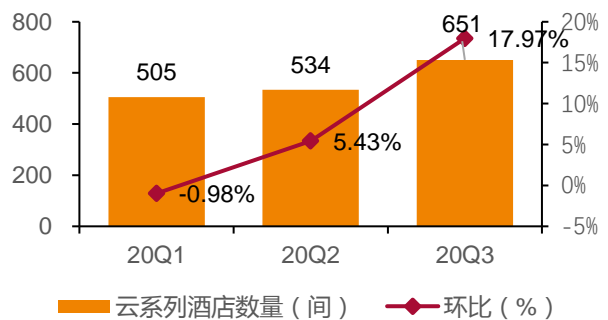
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：2020 年经济型酒店总数量持续下降



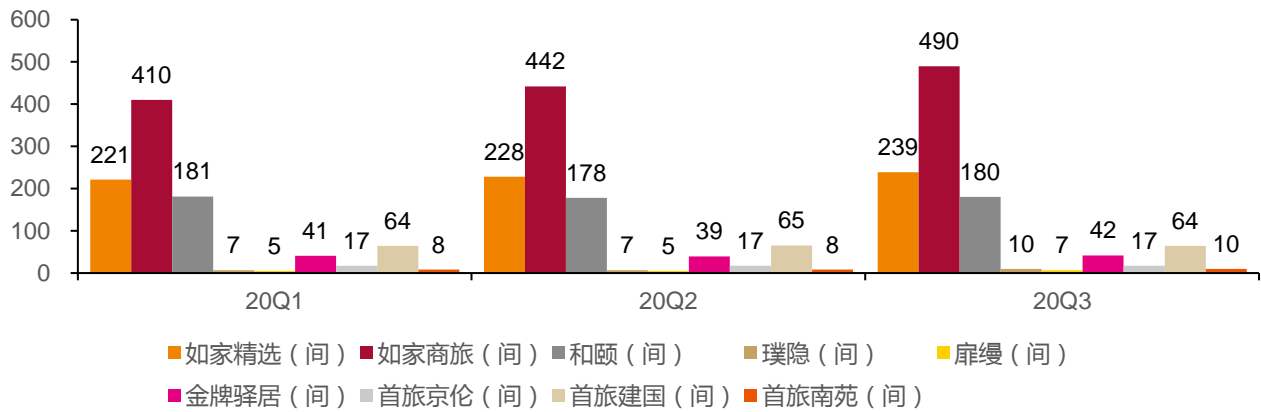
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：2020 年云系列酒店数量稳定上涨



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：2020 年中高端酒店总数量稳定上涨



资料来源：wind，天风证券研究所

### 集团资源丰富，深度布局北京，关注环球影城开业。

首旅酒店背靠首旅集团，可形成酒店、餐饮、航空、景区等多板块联动，资源优势显著。北京环球影城预计于 21 年 5 月开业，将带动北京地区游客提升，首旅酒店深耕北京市场，有望受益于环球影城开业。首旅在北京环球影城周边有很多酒店项目，可以满足异地游客的住宿需求。首旅集团，作为三大酒店集团之一，会员粘性强，环球影城的开发会给首旅带来更大收益。

图 13：北京环球影城实景图



资料来源：光明网，人民网，天风证券研究所

### 盈利预测

首旅酒店积极探索新产品和新模式，在中高端扩张的同时推进经济型酒店的调整升级提升创收能力。公司加大研发投入，全力推进数字化建设全面降本增效，线上线下渠道融合发展助力品牌扩张。受局部疫情影响，我们预计首旅 21-22 年净利润从 9.01 亿元/11.01 亿元下调为 8.9 亿元/ 11.0 亿元；对应 PE 分别为 24X/ 20X，维持“买入”评级。

## 风险提示

**宏观经济下行风险：**宏观经济的下行将影响旅游和商务旅行的住宿需求，直接削弱酒店需求端对行业的拉升力，影响酒店行业供需关系的改善。

**疫情恢复不及预期：**疫情反复影响旅游出行，疫情控制时间存在较大的不确定。疫情的反弹将导致商务旅行需求减少，影响酒店行业恢复。

**连锁加盟开店进度不及预期：**连锁店的拓展上依然存在吸引单店加盟、服务的标准化落地、管理效率的提升等问题，影响集团连锁化率的提升。

业绩报告为初步测算，以年报数据为准。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,031.51	1,777.38	1,186.91	1,623.55	3,310.02
应收票据及应收账款	231.63	189.32	107.41	298.48	143.30
预付账款	178.76	175.42	135.30	224.65	154.11
存货	50.53	48.21	47.05	60.23	55.24
其他	838.15	351.84	449.13	675.77	441.86
<b>流动资产合计</b>	<b>2,330.58</b>	<b>2,542.18</b>	<b>1,925.80</b>	<b>2,882.68</b>	<b>4,104.53</b>
长期股权投资	262.12	446.05	446.05	446.05	446.05
固定资产	2,443.55	2,389.61	2,354.61	2,310.55	2,248.05
在建工程	189.01	169.40	137.64	130.58	108.35
无形资产	3,886.19	3,791.31	3,689.18	3,587.05	3,484.92
其他	7,712.73	7,771.44	7,273.97	6,778.84	6,299.86
<b>非流动资产合计</b>	<b>14,493.60</b>	<b>14,567.82</b>	<b>13,901.46</b>	<b>13,253.07</b>	<b>12,587.23</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,824.18</b>	<b>17,110.00</b>	<b>15,827.25</b>	<b>16,135.76</b>	<b>16,691.76</b>
短期借款	100.00	234.00	1,097.17	334.85	250.00
应付票据及应付账款	124.59	129.41	19.42	16.57	21.30
其他	3,306.47	3,505.41	1,590.34	2,040.21	1,652.72
<b>流动负债合计</b>	<b>3,531.07</b>	<b>3,868.82</b>	<b>2,706.93</b>	<b>2,391.63</b>	<b>1,924.02</b>
长期借款	2,593.00	1,793.00	1,985.47	1,800.00	1,800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,247.25	2,151.35	2,236.00	2,211.53	2,199.63
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,840.25</b>	<b>3,944.35</b>	<b>4,221.48</b>	<b>4,011.53</b>	<b>3,999.63</b>
<b>负债合计</b>	<b>8,371.31</b>	<b>7,813.17</b>	<b>6,928.41</b>	<b>6,403.16</b>	<b>5,923.66</b>
少数股东权益	290.43	349.69	332.01	366.59	409.16
股本	978.89	987.72	987.72	987.72	987.72
资本公积	4,753.62	4,834.00	4,834.00	4,834.00	4,834.00
留存收益	7,134.02	8,034.33	7,579.11	8,378.28	9,371.22
其他	(4,704.10)	(4,908.91)	(4,834.00)	(4,834.00)	(4,834.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,452.87</b>	<b>9,296.83</b>	<b>8,898.85</b>	<b>9,732.59</b>	<b>10,768.10</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>16,824.18</b>	<b>17,110.00</b>	<b>15,827.25</b>	<b>16,135.76</b>	<b>16,691.76</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	892.34	919.33	(455.22)	890.52	1,096.58
折旧摊销	884.21	851.21	228.90	233.25	236.86
财务费用	162.45	128.14	121.42	125.30	84.26
投资损失	(156.00)	(35.65)	(91.01)	(90.10)	(73.91)
营运资金变动	(672.20)	449.65	(1,370.25)	383.96	542.34
其它	812.24	(508.35)	(17.67)	34.58	42.58
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,923.04</b>	<b>1,804.33</b>	<b>(1,583.83)</b>	<b>1,577.51</b>	<b>1,928.70</b>
资本支出	246.15	483.69	(24.65)	104.47	61.90
长期投资	48.09	183.94	0.00	0.00	0.00
其他	(1,201.53)	(932.00)	55.66	(94.37)	(37.99)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(907.29)</b>	<b>(264.38)</b>	<b>31.01</b>	<b>10.10</b>	<b>23.91</b>
债权融资	3,418.17	2,805.28	3,814.15	2,879.83	2,801.59
股权融资	(140.25)	(157.05)	(46.51)	(125.30)	(84.26)
其他	(4,716.69)	(3,445.92)	(2,805.28)	(3,905.49)	(2,983.47)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,438.77)</b>	<b>(797.69)</b>	<b>962.35</b>	<b>(1,150.96)</b>	<b>(266.14)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(423.02)</b>	<b>742.26</b>	<b>(590.47)</b>	<b>436.64</b>	<b>1,686.46</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>8,538.81</b>	<b>8,311.10</b>	<b>5,934.54</b>	<b>8,117.76</b>	<b>8,835.60</b>
营业成本	471.84	524.90	466.09	539.93	568.14
营业税金及附加	59.12	55.74	40.68	55.43	60.05
营业费用	5,609.76	5,401.67	4,747.64	5,276.54	5,654.79
管理费用	1,027.94	1,009.39	1,186.91	892.95	927.74
研发费用	29.98	26.39	59.35	40.59	44.18
财务费用	171.94	121.82	121.42	125.30	84.26
资产减值损失	116.69	(24.30)	43.45	52.31	49.68
公允价值变动收益	0.00	(16.44)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	156.00	35.65	91.01	90.10	73.91
其他	(385.27)	(98.08)	(182.01)	(180.19)	(147.82)
<b>营业利润</b>	<b>1,280.81</b>	<b>1,274.34</b>	<b>(639.98)</b>	<b>1,224.80</b>	<b>1,520.68</b>
营业外收入	15.93	8.61	29.05	31.04	18.69
营业外支出	11.12	6.02	19.59	22.38	20.50
<b>利润总额</b>	<b>1,285.62</b>	<b>1,276.93</b>	<b>(630.53)</b>	<b>1,233.46</b>	<b>1,518.87</b>
所得税	393.28	357.60	(157.63)	308.36	379.72
<b>净利润</b>	<b>892.34</b>	<b>919.33</b>	<b>(472.89)</b>	<b>925.09</b>	<b>1,139.15</b>
少数股东损益	35.32	34.36	(17.67)	34.58	42.58
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>857.01</b>	<b>884.97</b>	<b>(455.22)</b>	<b>890.52</b>	<b>1,096.58</b>
每股收益(元)	0.87	0.90	(0.46)	0.90	1.11

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	1.45%	-2.67%	-28.59%	36.79%	8.84%
营业利润	23.64%	-0.51%	-150.22%	-291.38%	24.16%
归属于母公司净利润	35.84%	3.26%	-151.44%	-295.62%	23.14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	94.47%	93.68%	92.15%	93.35%	93.57%
净利率	10.04%	10.65%	-7.67%	10.97%	12.41%
ROE	10.50%	9.89%	-5.31%	9.51%	10.59%
ROIC	13.28%	12.86%	-5.47%	11.50%	13.74%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.76%	45.66%	43.78%	39.68%	35.49%
净负债率	28.23%	11.06%	29.52%	12.91%	-4.72%
流动比率	0.66	0.66	0.71	1.21	2.13
速动比率	0.65	0.64	0.69	1.18	2.10
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	39.53	39.49	40.00	40.00	40.00
存货周转率	177.80	168.33	124.60	151.34	153.04
总资产周转率	0.51	0.49	0.36	0.51	0.54
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.87	0.90	-0.46	0.90	1.11
每股经营现金流	1.95	1.83	-1.60	1.60	1.95
每股净资产	8.26	9.06	8.67	9.48	10.49
<b>估值比率</b>					
市盈率	25.06	24.26	-47.17	24.11	19.58
市净率	2.63	2.40	2.51	2.29	2.07
EV/EBITDA	8.52	10.65	-74.95	13.18	10.66
EV/EBIT	10.84	13.58	-41.86	15.46	12.23

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com