

证券研究报告—动态报告

社会服务

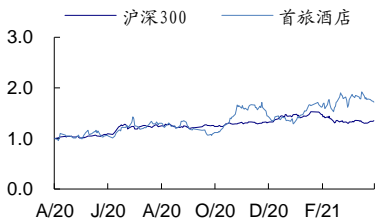
旅游综合 II

首旅酒店(600258)
买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 27 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	988/979
总市值/流通(百万元)	25,256/25,030
上证综指/深圳成指	3,474/14,352
12 个月最高/最低(元)	29.91/14.15

相关研究报告:

《首旅酒店-600258-深度报告: 低估值酒店龙头, 顺周期御风而行》——2020-11-17
 《首旅酒店-600258-2020 年三季报点评: Q3 盈利转正, 关注行业复苏弹性与环球影城概念》——2020-10-30
 《首旅酒店-600258-2020 年半年报点评: 环比趋势逐步复苏, 龙头有望逆势加速集中》——2020-08-28
 《首旅酒店-600258-2020 年一季报点评: 一季报承压, 关注龙头加速扩张与逆势整合》——2020-04-29
 《首旅酒店-600258-2019 年年报点评: 疫情下 Q1 预亏显著, 但龙头中线有望加速集中》——2020-04-21

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

证券分析师: 姜甜

电话: 0755-81981367
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评财报点评
20 年新开店达标 21 年关注同店恢复与开店加速
● 2020 年业绩亏损 4.96 亿元, 整体符合预期

2020 年, 公司实现营收 52.82 亿元/-36.45%, 归母业绩、扣非业绩亏损 4.96、5.27 亿元, 处于业绩预告区间内, EPS-0.51 元, 符合预期。Q4 收入同降 18%, 相对好于 Q3 (-25%), 扣非恢复程度与 Q3 相当。

● 疫情下 RevPAR 承压, Q4 加速展店完成目标, 签约创新高

2020Q4, 受疫情影响, 公司整体及同店 RevPAR 各降 13.7%/13.6%, 好于 Q3 (整体及同店 RevPAR 各降 28.9%、31.2%)。2020 年全年, 公司整体和同店 RevPAR 各降 37.7%、39.1%, 其中经济型/中高端/云酒店 RevPAR 各降 39.2%/39.9%/30.1%。2020Q4 公司新开店 361 家, 关店 104 家, 净增 257 家, 逐季加速 (Q1-Q3 新开店 62、188、298 家)。全年新开店 909 家, 完成全年开店目标, 净增门店 445 家。截至 2020 年底, 公司酒店总数 4895 家, 中高端酒店占比为 23.8%, 直营店占比 16.1%。2020 年底签约待开业酒店 1219 家, 创历史新高, 且较 19 年底 660 家明显增加, 为后续继续展店构筑支撑。

● 公司未来一看三年万店目标下展店提速, 二看行业复苏预期等

2021 年, 公司计划开店 1400-1600 家, 较此前 800-1000 家的开店目标明显提速, 现有签约门店提供支撑。中线来看, 参考腾讯网等媒体报道, 公司未来正积极向三年万店的中期目标稳步推进, 未来有望加速规模扩张。虽然今年 1-2 月疫情扰动或影响 Q1 表现, 但 3 月中旬行业逐步复苏。在国内酒店复苏背景下, 考虑公司酒店聚焦国内, 且直营占比三家龙头中相对最高, 其酒店主业盈利具有一定弹性。此外, 5 月环球影城有望开业, 也有望带来阶段看点。

● 风险提示

宏观及疫情等系统性风险, 收购整合或国企改革或低于预期等。

● 关注行业复苏与公司展店提速, 兼顾环球影城开业, 维持“买入”

预计 21-23 年 EPS 0.71/1.06/1.25 元, 对应 PE 估值 36/24/21x。公司明后年估值较低, 短期有望受益行业复苏, 21 年开店目标明显提速, 中线三年万店目标下有望加速成长, 兼顾环球影城开业, 维持“买入”。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,311.10	5,281.88	7,137.27	8,622.76	9,159.46
(+/-%)	-2.67%	-36.45%	35.13%	20.81%	6.22%
净利润(百万元)	884.97	-496.01	712.07	1,049.70	1,233.51
(+/-%)	3.26%	-156.05%	-243.56%	47.41%	17.51%
摊薄每股收益(元)	0.90	-0.50	0.72	1.06	1.25
EBIT Margin	15.9%	-6.54%	12.38%	19.26%	21.26%
净资产收益率(ROE)	9.9%	-5.92%	8.09%	11.12%	12.12%
市盈率(PE)	29.02	-51.77	36.06	24.46	20.82
EV/EBITDA	19.76	1150.09	27.48	17.09	14.90
市净率(PB)	2.87	3.06	2.92	2.72	2.52

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

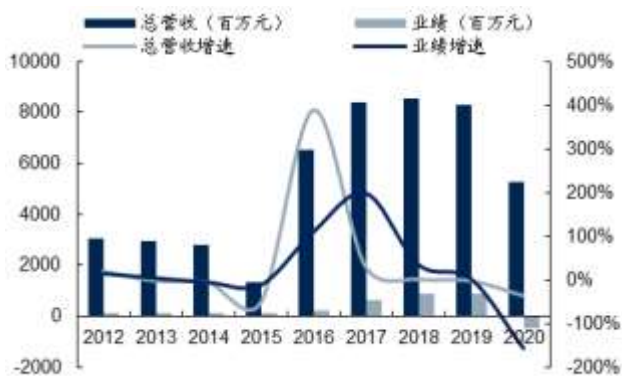
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 年业绩亏损 4.96 亿元，整体符合预期

受疫情影响，2020 年，公司实现营收 52.82 亿元，同比下滑 36.45%，归母业绩亏损 4.96 亿元，同比下滑 156.05%，扣非业绩亏损 5.27 亿元，同比下滑 164.61%；整体处于此前业绩预告区间内（业绩亏损 4.10~4.90 亿元，扣非业绩亏损 5.20~5.90 亿元），EPS-0.51 元，整体符合预期。

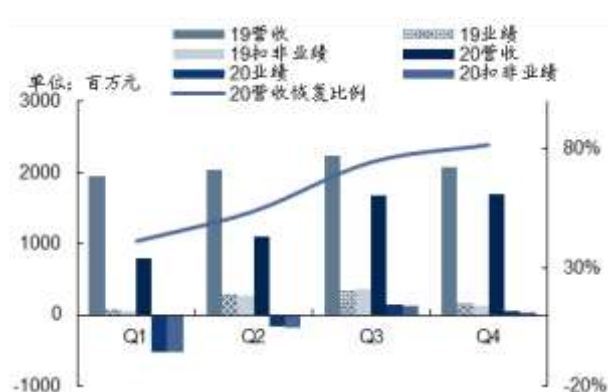
Q4 单季，公司收入 17.05 亿元，同比下滑 18.02%，收入恢复程度相对好于 Q3（2020Q3 公司收入下滑 25%），Q4 实现归母业绩盈利 5901 万元，同比下滑 64.40%，扣非业绩 4528 万元，同比下滑 64.39%，继 Q3 首次盈利转正后继续淡季实现盈利，且 Q4 扣非业绩同比 2019 年同期恢复程度与 Q3 基本相当，考虑淡季等刚性费用因素，上述表现仍较良好。

图 1：公司 2012-2020 年年度收入业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：2020 VS2019 年，收入、业绩季度恢复情况

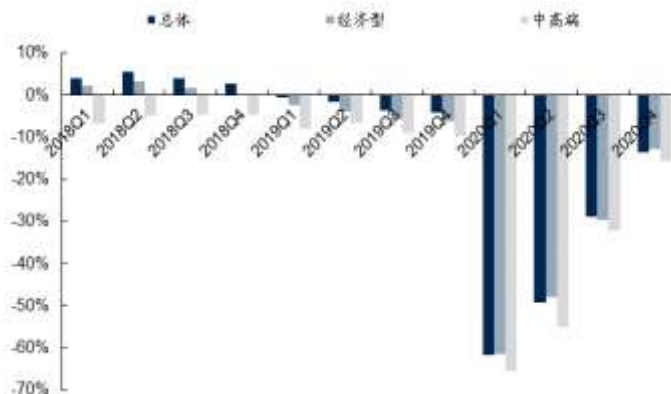


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情下 RevPAR 承压，Q4 加速展店完成目标，签约创新高

经营数据方面：2020Q4，受疫情影响，公司整体 RevPAR130 元/-13.7%（ADR-4.2%/OCC-7.7%），其中经济型/中高端/云酒店 RevPAR 各降 13.4%/18.1%/11.6%；同店 RevPAR 下滑 13.6%（ADR-4.4%/OCC-7.6%），量价均有承压，其中经济型/中高端/云酒店 RevPAR 各降 12.8%/15.6%/8.0%，云酒店同店降幅相对最低。整体来看，疫情影响下，公司 2020Q4 整体及同店 RevPAR 同比降幅相比 2020Q3（整体及同店 RevPAR 各降 28.9%、31.2%），环比进一步改善。

图 3：公司整体、经济型及中高端酒店季度 RevPAR 变动趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2020 年全年，公司整体 RevPAR 下滑 37.7%（ADR-14.2%/OCC-21.7%），其

中经济型/中高端/云酒店 RevPAR 各降 38.4%/41.2%/31.4%；同店 RevPAR 下滑 39.1%（ADR-15.4%/OCC-22.5%），量价均有承压，其中经济型/中高端/云酒店 RevPAR 各降 39.2%/39.9%/30.1%，疫情影响致公司经营显著承压。

开店方面：2020Q4 公司加速新开店 361 家（直营/加盟各 7/354 家，经济型/中高端/云酒店/管理输出各 84/94/133/50 家），关店 104 家，净增 257 家。逐季来看，公司 Q1-Q4 分别新开店 62、188、298、361 家，开店逐季度加速。在 Q4 快速展店支持下，公司全年新开店 909 家（直营/加盟各 25/884 家，经济型/中高端/云酒店/管理输出各 84/94/133/50 家），新开店完成全年 800-1000 家开店目标，全年净增门店 445 家。截至 2020 年底，公司酒店总数为 4895 家，中高端酒店占比为 23.8%，直营店占比 16.1%，中高端占比较 2020 年三季度报时的 23.3%进一步优化。**2020 年底签约待开业酒店 1219 家，创历史新高，且较 2019 年明显增加（2019 年底签约待开业酒店为 660 家），为后续继续展店构筑支撑。**

图 4：酒店龙头季度 RevPAR 增长趋势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

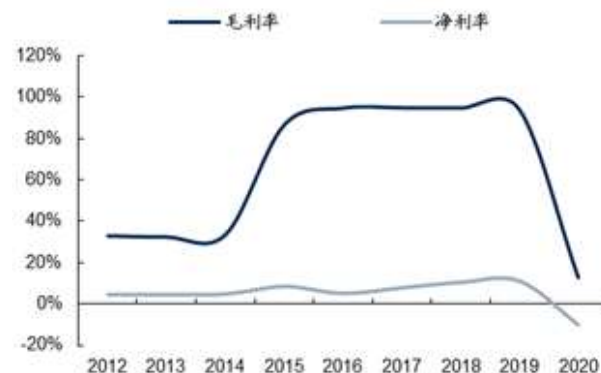
图 5：公司季度开店情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

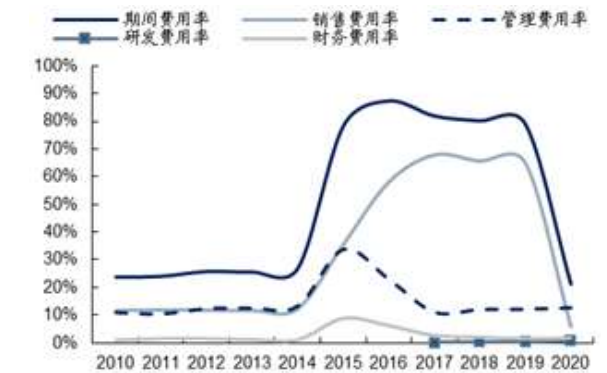
2020 年，受疫情影响，公司酒店和景区业务收入均大幅下降。公司酒店运营业务实现营收 38.68 亿元，同比下滑 38.41%；酒店管理业务实现营收 11.61 亿元，同比下滑 26.60%；酒店板块整体利润总额-65,566.36 万元，拖累显著，而景区业务实现营收 2.53 亿元，同比下滑 43.72%；实现利润总额 7,022.86 万元 /-59.65%，但景区 Q4 单季实现利润总额 4635 万元，同比增长 38.46%，恢复较明显。

图 6：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：公司期间费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

财务分析: 由于 2020 年开始, 公司按照新会计准则, 对营业成本与销售费用科目重分类, 将履约相关成本(租金、折摊等)从销售费用调整至营业成本科目, 从而导致公司毛利率和销售费用率均大幅下降。同时, 由于疫情期间, 公司收入大幅下滑, 较高刚性成本压力及上述会计准则调整影响, 导致期间费用较大增长。具体来看, 若剔除重分类影响, 按原口径计算毛利率仅微降 0.49pct。同样若按原口径计算, 公司销售和管理费率各增加 16.19、5.79pct, 主要系相对刚性的租金、折摊、人工等拖累。不过, 公司不断降低融资成本, 对外借款利率从 2019 年度的 3.92%-4.60% 降至本年的 2.05%-4.60%, 财务费用绝对额下滑 26.49%, 但因收入承压, 财务费率仍微增 0.23pct。

三年万店目标下, 展店有望明显提速, 行业复苏下公司有望直接受益

回顾 2020 年, 虽然疫情影响, 但公司开店逐季明显加速, 仍然完成其全年目标。2021 年, 公司预计继续充实开发队伍, 加速展店, 全年计划开店 1400-1600 家, 较 2020 年 800-1000 家的开店目标明显提速, 且截至 2020 年末储备店为 1,219 家(2019 年底仅 660 家), 创下公司历史最高水平。其中, 公司明确表示以大区及省为单位, 强化区域拓展、省域深耕, 加速三、四、五线下沉市场布局。中线来看, 参考腾讯网等媒体报道, 公司通过不断丰富自身的品牌矩阵, 未来正积极向三年万店的中期目标稳步推进。在疫情后酒店行业加速出清背景下, 公司作为行业龙头集中度有望进一步提升。

从行业复苏节奏来看, 虽然今年 1-2 月疫情扰动或影响公司 Q1 表现, 但 3 月中旬行业逐步复苏。结合国内疫情防控情况, 我们认为国内酒店行业复苏相对可期。而司目前酒店业务全部集中在国内, 且直营占比三家龙头中相对最高, 公司酒店主业盈利具有一定弹性。

与此同时, 公司此前公告调整限制性股票激励方案, 将 2020-2021 年的考核目标后移一年, 即 2021-2022 年公司扣非业绩分别要求不低于 7.74 亿元、8.33 亿元, 相对稳健。但考虑 2019 年公司激励考核要求 7.14 亿元, 实际 2019 年扣非业绩 8.16 亿元, 整体归母业绩 8.85 亿元, 均显著超出其考核要求。后续也对公司成长提供支撑。

此外, 结合网易等媒体报道, 北京环球影城预计有望今年 5 月开业, 考虑公司大股东首旅集团系环球影城项目的合作兼投资方, 且公司北京区域酒店客房占比 7%, 收入占比相对更高, 公司也有望受益。

图 8: 公司整体、经济型及中高端酒店季度 RevPAR 变动趋势



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

关注行业复苏与公司展店提速, 兼顾环球影城开业节奏, 维持“买入”

考虑今年年初疫情扰动影响及公司开店节奏，我们预计公司 21-23 年 EPS 0.71/1.06/1.25 元（此前 21-22 年预计 0.91/1.07 元，21 年主要考虑年初疫情扰动等），对应 21-23PE 估值 33/24/21 倍。公司明后年估值处于历史较底部（历史动态估值一般 17-38x）。公司 2021 年开店目标明显提速，中线三年万店目标下未来有望加速成长。同时，公司酒店业务目前聚焦国内，直营占比相对较高，国内酒店行业复苏下可直接受益，兼顾环球影城开业渐进预期，维持“买入”。

风险提示

宏观系统性风险；国内外大规模传染疫情等风险；收购标的经营业绩波动大；收购整合或国企改革进度可能低于预期；商誉减值风险等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 21-4-27	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601888	中国中免	买入	298.44	2.37	3.14	5.36	125.88	94.90	55.71	29.30
002607	中公教育	买入	26.25	0.29	0.39	0.52	89.69	68.11	50.39	47.18
300144	宋城演艺	买入	21.64	0.51	-0.67	0.36	42.23	-32.29	60.96	5.89
600754	锦江酒店	买入	60.28	1.02	0.10	1.04	59.07	586.38	57.95	4.87
600258	首旅酒店	买入	26.00	0.90	-0.50	0.72	29.02	-51.77	36.06	2.87
300662	科锐国际	增持	56.00	0.83	1.04	1.35	67.37	53.61	41.46	11.89
603043	广州酒家	买入	39.97	0.95	1.15	1.44	42.05	34.80	27.70	7.38
300010	豆神教育	买入	7.30	-2.56	0.30	0.51	-2.85	24.66	14.37	1.89
300192	科德教育	增持	13.42	0.27	0.61	0.76	49.21	21.90	17.64	4.88
603136	天目湖	增持	27.42	1.01	0.32	1.16	27.17	86.38	23.56	3.73
002159	三特索道	买入	12.60	0.06	0.40	0.34	203.09	31.46	36.62	2.10
000526	学大教育	增持	35.85	0.12	0.08	0.72	301.56	469.09	49.67	42.57
600138	中青旅	买入	12.13	0.78	-0.18	0.72	15.46	-66.02	16.85	1.33
000888	峨眉山 A	增持	6.57	0.43	-0.07	0.36	15.32	-88.76	18.22	1.37

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1375	1823	2233	2458	营业收入	5282	7137	8623	9159
应收款项	278	293	354	376	营业成本	4615	5269	6036	6311
存货净额	41	1107	1268	1321	营业税金及附加	34	46	55	59
其他流动资产	296	500	604	641	销售费用	310	307	259	256
流动资产合计	2357	4312	5401	6304	管理费用	668	632	612	586
固定资产	2429	2863	3154	3407	财务费用	90	(8)	171	170
无形资产及其他	3665	3518	3372	3225	投资收益	(9)	(20)	(20)	(20)
投资性房地产	7790	7790	7790	7790	资产减值及公允价值变动	172	0	0	0
长期股权投资	392	451	454	457	其他收入	(296)	0	0	0
资产总计	16633	18934	20170	21183	营业利润	(568)	871	1469	1758
短期借款及交易性金融负债	1587	2000	2000	2000	营业外净收支	(18)	30	30	30
应付款项	121	2769	3171	3303	利润总额	(585)	901	1499	1788
其他流动负债	3187	2046	2279	2354	所得税费用	(54)	135	360	447
流动负债合计	4894	6814	7450	7657	少数股东损益	(35)	54	90	107
长期借款及应付债券	1028	1028	1028	1028	归属于母公司净利润	(496)	712	1050	1234
其他长期负债	2075	1997	1913	1914					
长期负债合计	3103	3025	2941	2942					
负债合计	7997	9839	10391	10600					
少数股东权益	255	288	342	406					
股东权益	8380	8807	9437	10177					
负债和股东权益总计	16633	18934	20170	21183					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(496)	712	1050	1234
资产减值准备	138	(97)	5	6
折旧摊销	375	409	450	487
公允价值变动损失	(172)	0	0	0
财务费用	90	(8)	171	170
营运资本变动	508	46	232	101
其它	(188)	129	49	59
经营活动现金流	165	1199	1786	1887
资本开支	(439)	(600)	(600)	(600)
其它投资现金流	(231)	(221)	(353)	(565)
投资活动现金流	(616)	(880)	(956)	(1168)
权益性融资	3	0	0	0
负债净变化	(765)	0	0	0
支付股利、利息	(207)	(285)	(420)	(493)
其它融资现金流	1989	413	0	0
融资活动现金流	49	129	(420)	(493)
现金净变动	(403)	448	410	225
货币资金的期初余额	1777	1375	1823	2233
货币资金的期末余额	1375	1823	2233	2458
企业自由现金流	131	606	1344	1449
权益自由现金流	1355	1026	1214	1322

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	-0.50	0.72	1.06	1.25
每股红利	0.21	0.29	0.43	0.50
每股净资产	8.48	8.92	9.55	10.30
ROIC	-2%	8%	13%	15%
ROE	-6%	8%	11%	12%
毛利率	13%	26%	30%	31%
EBIT Margin	-7%	12%	19%	21%
EBITDA Margin	1%	18%	24%	27%
收入增长	-36%	35%	21%	6%
净利润增长率	-156%	-244%	47%	18%
资产负债率	50%	53%	53%	52%
息率	0.8%	1.1%	1.6%	1.9%
P/E	-51.8	36.1	24.5	20.8
P/B	3.1	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	1150.1	27.5	17.1	14.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032