

# 2020 年报点评：环比改善持续，轻加盟&中高端扩张渐进

## 增持（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,282	7,815	8,962	9,794
同比（%）	-36.4%	48.0%	14.7%	9.3%
归母净利润（百万元）	-496	804	1,081	1,315
同比（%）	-156.0%	262.2%	34.4%	21.6%
每股收益（元/股）	-0.50	0.81	1.09	1.33
P/E（倍）	-53.05	32.71	24.34	20.01

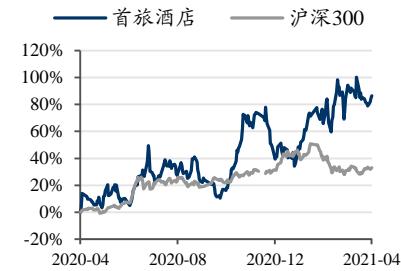
**事件：**公司发布 2020 年报，全年营收 52.82 亿元 (yoY-36.45%)，归母净利润录得亏损 4.96 亿元 (yoY-156.05%)，符合我们预期。

- 20 年业绩承压，Q4 经营复苏持续。**2020 年公司因疫情冲击，录得营收 52.8 亿元 (yoY-36.45%)，扣非归母净利为 -5.27 亿元 (yoY-164.6%)；**20Q4 营收 17.1 亿元 (yoY-18.0%，增速降幅环比 Q3 收窄 7.4pct)**，归母净利润 5901 万元 (yoY-64.4%，增速降幅环比 Q3 扩大 4.2pct)，预计主要系入冬后疫情反复、经营淡季致市场需求减弱，但成本相对固定有关。
- 直营关店、改造持续；加盟门店稳健增长。**20 年酒店运营实现营收 38.68 亿元 (yoY-38.4%)，直营酒店 789 家，净减 62 家 (yoY-9.3%)。**20 年酒店管理业务实现营收 11.61 亿元 (yoY-26.6%)，加盟酒店共 4106 家，同比增加 507 家 (yoY+14.1%)。**20 年酒店业务整体利润总额 -6.56 亿元。20 年景区运营实现营收 2.5 亿元 (yoY-43.7%)，利润总额 7023 万元。
- 整体 Revpar 走低，Q4 同店 Revpar、ADR、OCC 降幅环比收窄。**1) 综合数据看，公司 20 年 RevPAR 同比 -37.7%，ADR 同比 -14.2%，OCC 同比 -21.7pct。**20Q4 整体 RevPAR 130 元 (-13.7%，降幅环比 Q3 大幅收窄 15.2pct)**，ADR 同比下滑 4.2% (Q3 为 -16.0%)，OCC 同比下滑 7.7pct (Q3 为 -8.8pct)；经济型和中高端酒店 RevPAR 分别下降 13.4% 和 18.1%，降幅分别收窄 16.3pct、14.2pct，ADR、OCC 降幅环比均收窄。2) 同店数据看，20 年 RevPAR 同比 -39.1%，ADR 同比 -15.4%，OCC 同比 -22.5pct。**20Q4 同店 RevPAR 同比 -13.6%，降幅环比收窄 17.6pct**，ADR 同比 -4.4%，降幅环比收窄 10.6pct，OCC 同比 -7.6pct，降幅环比收窄 6.0pct。经济型和中高端同店 RevPAR 同比分别 -12.8% 和 -15.6%，ADR、OCC 降幅环比均收窄。
- 新开酒店数符合预期，持续发力中高端市场。**20 年公司新开酒店 909 家 (其中：加盟 884 家；经济型 146 家、中高端 247 家、云酒店 350 家、其他 141 家)，净开业 445 家，**已签约未开业和正在签约店为 1219 家 (较 19 年底大幅增加 559 家)**。截止 20 年底公司旗下酒店总数达到 4895 家 (含境外 1 家)，中高端占比 23.7%，房间占比 29.7%。
- 收入结构导致毛利率下降，费用率承压。**20 年公司整体毛利率 12.6% (同比 -81.06pct)，期间费用率 21.1% (同比 -57.87pct)，成本费用结构大幅波动主要系新收入准则影响下，合同履约成本从销售费用改计入营业成本所致，研发投入 4426 万元 (yoY+67.7%)。**单 4 季度公司毛利率 31.85% (环比 +3.94pct)**，销售费用率 5.55% (环比 +0.49pct)、管理费用率 12.5% (+3.2pct)，费用率提升主要系收入下行但费用支出刚性。

2021 年 04 月 28 日

证券分析师 汤军  
执业证号：S0600517050001  
021-60199793  
tangj@dwzq.com.cn  
研究助理 李昱哲  
liyzh@dwzq.com.cn  
研究助理 樊荣  
fanr@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	26.64
一年最低/最高价	14.10/29.91
市净率(倍)	3.14
流通 A 股市值(百万元)	26077.66

### 基础数据

每股净资产(元)	8.48
资产负债率(%)	48.08
总股本(百万股)	987.72
流通 A 股(百万股)	978.89

### 相关研究

- 《首旅酒店(600258)：20Q1 业绩承压，期待疫情后加盟提速》2020-04-28
- 《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

■ **后疫情时代展望：商旅、文旅需求复苏持续，轻加盟、中高端战略扩张加速。**

- 2021年初疫情反复对公司经营造成二次冲击，但伴随疫情防控持续稳健，阴霾逐步消散。据携程预计五一出游或将达到2亿人次，超19年同期水平。我们认为小长假及暑期等文旅旺季需求高增有望将持续利好公司经营复苏。
- 从消费者端来看，公司20年底会员总数已达1.25亿人次(+5.93%)，持续会员系统建设有望进一步提升复购与新会员数量。
- 中长期来看，在疫情造成单体酒店出清背景下，行业连锁化率、品牌集中度有望持续提升。公司20年底储备酒店数量已超过1200家，为后续扩张提供充足动力，公司计划三年万店目标有望加速落地。同时，中高端条线核心品牌如家商旅、如家精选、逸扉、璞隐、和颐持续升级(20年公司酒店改造项目资本支出合计达4亿元)，将继续发力中高端市场。

■ **盈利预测：**根据公司经营情况动态调整盈利预测，我们预计公司21-23年营收为78.15、89.62、97.94亿元，同比增速为48.0%、14.7%、9.3%；基于疫情仍在21Q1有所反复，我们将21年归母净利润9.0亿元下调至8.04亿元，同时伴随公司顺周期复苏及疫后加速扩张趋势，我们将22年归母净利9.7亿元上调至10.81亿元，并预计23年归母净利将达13.15亿元，同比增速为262.2%、34.4%、21.6%，当前股价对应动态PE为33、24、20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、经营扩张不及预期、竞争加剧等风险。

表1：经营数据拆分

单位：亿元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	19H1	20H1	19Q1-3	20Q1-3	2019	2020	
营收	8.01	11.04	16.72	17.06	39.9	19.04	62.31	35.76	83.11	52.82	
	<em>yoy</em>	-58.8%	-46.1%	-25.4%	-18.0%	-0.3%	-52.3%	-2.2%	-42.6%	-2.7%	-36.4%
酒店业务					37.4	18.34	59.01		78.62	50.29	
	<em>yoy</em>				-0.5%		-2.3%		-2.8%	-36.0%	
其中：如家					33.12	16.67					
	<em>yoy</em>				-0.6%	-49.7%					
其中：酒店运营(直营)					30.98		47.53		62.79	38.68	
	<em>yoy</em>				2.8%		-4.8%		-5.7%	-38.4%	
酒店管理(加盟)					7.26		11.49		15.82	11.61	
	<em>yoy</em>				10.0%		9.5%		10.3%	-26.6%	
景区业务					2.50	0.71	3.29		4.50	2.53	
	<em>yoy</em>				2.6%	-71.7%	0.5%		0.01%	-43.72%	
利润总额(剔除18Q3 投收)	-6.42	-2.19	1.84	0.91	5.57	-8.61	10.37	-6.77	12.77	-5.85	
	<em>yoy</em>	-506.7%	-154.9%	-61.6%	-61.9%	5.9%	-254.6%	0.71%	-165.26%	-0.68%	
酒店业务	-6.36	-2.18	1.53	0.45	4.38	-8.54	8.97	-7.01	11.03	-6.56	
	<em>yoy</em>	-1176.1%	-157.4%	-66.6%	-78.2%	5.7%	-294.8%	0.3%	-178.15%	-0.5%	-159.45%
其中：如家					4.98						
	<em>yoy</em>				5.5%						
景区业务	-0.06	-0.01	0.31	0.46	1.19	-0.07	1.41	0.24	1.74	0.70	
	<em>yoy</em>	-106.0%	-107.1%	43.1%	38.4%	6.7%	-106.2%	3.6%	-83.01%	-2.0%	-59.65%

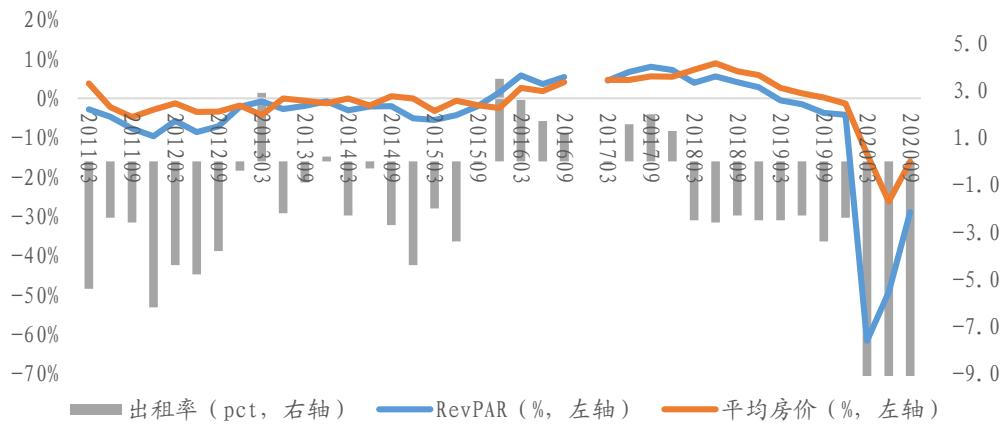
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：公司核心数据

单位：百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业收入	1943.58	2046.79	2240.30	2080.43	800.74	1103.73	1671.85	1705.56
<em>yoy</em>	<b>1.0%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-5.3%</b>	<b>-4.1%</b>	<b>-58.8%</b>	<b>-46.1%</b>	<b>-25.4%</b>	<b>-18.0%</b>
归母净利润	73.96	293.67	351.56	165.78	(526.02)	(169.05)	140.05	59.01
<em>yoy</em>	<b>-1.9%</b>	<b>11.0%</b>	<b>-23.8%</b>	<b>198.6%</b>	<b>-811.2%</b>	<b>-157.6%</b>	<b>-60.2%</b>	<b>-64.4%</b>
毛利率	93.92	94.35	93.11	93.42	(43.53)	0.51	27.90	31.85
期间费用率	85.70	75.87	72.35	82.31	37.30	17.05	16.33	20.65
其中：销售费用率	70.55	62.45	59.50	68.21	5.10	8.16	5.06	5.55
管理费用率(含研发)	13.21	11.90	11.53	12.96	29.18	7.68	9.74	13.55
财务费用率	1.94	1.52	1.32	1.14	3.03	1.20	1.53	1.55
归母净利率	<b>3.8%</b>	<b>14.3%</b>	<b>15.7%</b>	<b>8.0%</b>	<b>-65.7%</b>	<b>-15.3%</b>	<b>8.4%</b>	<b>3.5%</b>
<b>ROE</b>	0.90	3.52	4.09	1.87	(6.05)	(2.03)	1.69	0.71
<em>pct</em>	<b>-0.12</b>	<b>0.01</b>	<b>-1.79</b>	<b>1.19</b>	<b>-6.95</b>	<b>-5.56</b>	<b>-2.39</b>	<b>-1.17</b>
<b>资产负债率</b>	48.77	48.39	46.54	45.66	46.34	48.02	47.91	48.08
<em>pct</em>	<b>-4.50</b>	<b>-3.79</b>	<b>-4.06</b>	<b>-4.09</b>	<b>-2.44</b>	<b>-0.36</b>	<b>1.38</b>	<b>2.42</b>
存货	47.40	45.34	49.58	48.21	41.76	34.12	39.76	40.74
较上年同比增减	<b>4.55</b>	<b>-1.02</b>	<b>-2.27</b>	<b>-2.32</b>	<b>-5.64</b>	<b>-11.22</b>	<b>-9.82</b>	<b>-7.48</b>
存货周转天数	37.31	36.92	34.83	33.86	3.52	3.30	3.44	3.47
较上年同比增减	<b>-0.45</b>	<b>-3.29</b>	<b>-3.12</b>	<b>-2.32</b>	<b>-33.79</b>	<b>-33.62</b>	<b>-31.39</b>	<b>-30.39</b>
应收账款	251.45	238.52	229.07	189.32	184.33	188.10	230.11	186.67
较上年同比增减	<b>23.11</b>	<b>-16.18</b>	<b>-45.24</b>	<b>-42.31</b>	<b>-67.12</b>	<b>-50.41</b>	<b>1.05</b>	<b>-2.65</b>
应收账款周转天数	11.18	10.60	9.98	9.12	21.00	17.84	15.83	12.81
较上年同比增减	<b>1.16</b>	<b>0.37</b>	<b>-0.08</b>	<b>-0.10</b>	<b>9.81</b>	<b>7.23</b>	<b>5.85</b>	<b>3.70</b>
应付账款及票据	125.00	119.09	144.35	129.41	132.60	130.56	152.27	121.18
较上年同比增减	<b>-4.98</b>	<b>-14.49</b>	<b>-15.25</b>	<b>4.82</b>	<b>7.59</b>	<b>11.47</b>	<b>7.92</b>	<b>-8.22</b>
预收账款	302.99	296.86	303.21	257.23	261.68	11.38	14.04	15.99
较上年同比增减	<b>65.52</b>	<b>30.75</b>	<b>-1.25</b>	<b>-22.97</b>	<b>-41.31</b>	<b>-285.48</b>	<b>-289.17</b>	<b>-241.24</b>
经营性现金流净额	158.06	673.65	1416.14	1804.33	(516.42)	(252.42)	173.56	439.84
较上年同比增减	<b>-29%</b>	<b>-12%</b>	<b>-1%</b>	<b>-6%</b>	<b>-427%</b>	<b>-137%</b>	<b>-88%</b>	<b>-76%</b>
筹资性现金流净额	(23.40)	(296.79)	(694.10)	(797.69)	1.34	(62.26)	(237.88)	(173.17)
较上年同比增减	<b>-89%</b>	<b>-55%</b>	<b>-32%</b>	<b>-45%</b>	<b>-106%</b>	<b>-79%</b>	<b>-66%</b>	<b>-78%</b>
资本开支	249.88	171.77	194.86	181.02	184.53	100.81	135.21	156.01
较上年同比增减	<b>12%</b>	<b>34%</b>	<b>24%</b>	<b>31%</b>	<b>-26%</b>	<b>-41%</b>	<b>-31%</b>	<b>-14%</b>

数据来源：wind，东吴证券研究所

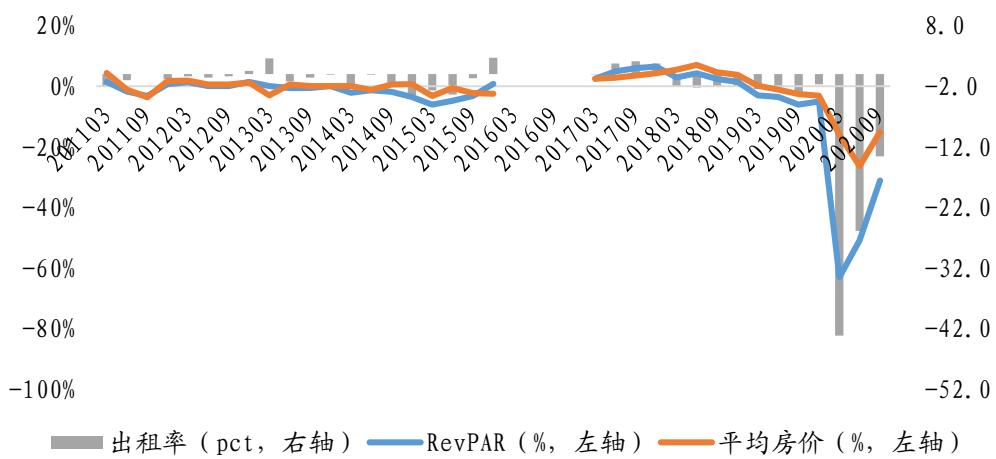
图 1：综合经营数据（指标变动率）



注：空缺系公司未披露 16 年部分数据；2019Q2 开始为首旅如家数据，此前为如家数据

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：同店经营数据（指标变动率）



注：空缺系公司未披露 16 年部分数据；

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(%)		
	2020Q4	20Q4 同比	Q4 增速环比 (pct)	2020Q4	20Q4 同比	Q4 增速环比 (pct)	2020Q4	20Q4 同比	Q4 增速环比 (pct)
中高端	180	-18.1%	14.2	266	-11.9%	11.3	67.7%	-4.9	4.4
经济型	112	-13.4%	16.3	155	-3.7%	12.1	72.6%	-8.1	5.7
合计	130	-13.7%	15.2	187	-4.2%	11.8	69.9%	-7.7	5.2
	RevPAR			均价(元/间)			出租率(%)		

同店	2020Q4	20Q4 同比	Q4 增速环比 (pct)	2020Q4	20Q4 同比	Q4 增速环比 (pct)	2020Q4	20Q4 同比	Q4 增速环比 (pct)
中高端	195	-15.6%	15.9	284	-8.2%	16.6	68.7%	-6.0	4.1
经济型	112	-12.8%	19.0	154	-2.6%	13.8	72.6%	-8.5	5.9
合计	131	-13.6%	17.6	184	-4.4%	10.6	71.4%	-7.6	6.0

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 12 月末			2020 年 12 月末		
	合计	直营	特许	合计	直营	特许
经济型酒店	2,463	584	1,879	236,692	66,257	170,435
如家	1,986	468	1,518	195,942	51,189	144,753
莫泰	240	90	150	26,525	12,702	13,823
蓝牌驿居	110	-	110	6,185	-	6,185
雅客怡家	34	1	33	2,047	80	1,967
云上四季	34	9	25	2,429	899	1,530
欣燕都	23	16	7	2,049	1,387	662
中高端酒店	1,165	203	962	128,224	28,067	100,157
如家商旅	537	75	462	49185	9378	39807
如家精选	247	50	197	24479	6290	18189
和颐	181	36	145	21158	5793	15365
金牌驿居	45	11	34	2624	914	1710
璞隐	11	4	7	1469	582	887
柏丽艾尚	12	4	8	1288	530	758
扉缦	7	3	4	763	361	402
Yunik	4	3	1	310	265	45
嘉虹	2	2	-	428	428	-
建国铂萃	2	1	1	128	118	10
艾扉	17	1	16	1387	150	1237
首旅建国	62	2	60	17797	922	16875
首旅南苑	10	3	7	1553	801	752
首旅京伦	17	1	16	4354	601	3753
云酒店	775	-	775	42364	-	42364
其他	492	2	490	25173	138	25035
管理输出	489	-	489	25003	-	25003
漫趣乐园	1	1	-	96	96	-
如家小镇	2	1	1	74	42	32
小计	4,895	789	4,106	432,453	94,462	337,991

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)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
						营业收入	7,815	8,962	9,794
流动资产	2,357	2,879	4,334	6,572	减: 营业成本	4,615	5,819	6,468	6,886
现金	1,375	1,653	3,179	5,212	营业税金及附加	34	61	62	64
应收账款	187	303	282	349	营业费用	310	451	505	547
存货	41	119	36	137	管理费用	668	213	245	267
其他流动资产	755	803	837	875	研发费用	90	109	125	137
非流动资产	14,275	14,071	13,509	12,824	财务费用	-163	10	10	10
长期股权投资	392	417	416	424	资产减值损失	-9	7	7	7
固定资产	2,230	2,373	2,527	2,540	加: 投资净收益	93	0	0	0
在建工程	198	235	229	210	其他收益	-568	1,143	1,537	1,870
无形资产	3,665	3,459	3,250	3,042	资产处置收益	-18	2	2	2
其他非流动资产	7,790	7,586	7,087	6,608	营业利润	-585	1,145	1,539	1,872
资产总计	16,633	16,949	17,843	19,396	加: 营业外净收支	-54	309	415	505
流动负债	4,894	4,582	4,649	5,127	利润总额	-35	31	42	51
短期借款	600	600	600	600	减: 所得税费用	-496	804	1,081	1,315
应付账款	121	328	110	376	归属母公司净利润	297	2,018	2,416	2,738
其他流动负债	4,173	3,655	3,939	4,151	少数股东损益	-522	1,166	1,524	1,794
非流动负债	3,103	2,896	2,599	2,308	EBIT	5,282	7,815	8,962	9,794
长期借款	1,028	795	508	214	EBITDA	4,615	5,819	6,468	6,886
其他非流动负债	2,075	2,100	2,092	2,095	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	7,997	7,478	7,248	7,436	每股收益(元)	-0.50	0.81	1.09	1.33
少数股东权益	255	287	329	380	每股净资产(元)	8.48	9.30	10.39	11.72
归属母公司股东权益	8,380	9,184	10,266	11,581	发行在外股份(百万股)	988	988	988	988
负债和股东权益	16,633	16,949	17,843	19,396	ROIC(%)	-3.9%	7.1%	8.8%	9.5%
					ROE(%)	-6.2%	8.8%	10.6%	11.4%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	12.6%	25.5%	27.8%	29.7%
经营活动现金流	440	1,987	2,268	2,702	销售净利率(%)	-9.4%	10.3%	12.1%	13.4%
投资活动现金流	-682	-595	-326	-239	资产负债率(%)	48.1%	44.1%	40.6%	38.3%
筹资活动现金流	-173	-1,114	-416	-430	收入增长率(%)	-36.4%	48.0%	14.7%	9.3%
现金净增加额	-421	278	1,526	2,033	净利润增长率(%)	-156.0%	262.2%	34.4%	21.6%
折旧和摊销	819	852	892	944	P/E	-53.05	32.71	24.34	20.01
资本开支	577	-170	-581	-686	P/B	3.14	2.86	2.56	2.27
营运资本变动	53	149	163	264	EV/EBITDA	96.24	13.58	10.60	8.52

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>