

首旅酒店 (600258)

高端布局稳定扩张，云品牌发展下沉市场

公司发布 2020 年报，全年实现营收 52.82 亿元，同比减少 36.45%；归母净利润-4.96 亿元，同比减少 156.05%；扣非后归母净利润为-5.27 亿元，同比减少 164.61%。EPS 为-0.51 元/股。分季度来看，2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现营收 8.01 亿元/ 11.04 亿元/ 16.72 亿元/ 17.06 亿元，同比-58.80%/ -46.08%/ -25.37%/ -18.02%；归母净利润-5.26 亿元/ -1.69 亿元/ 1.40 亿元/ 0.59 亿元，同比-811.25%/ -157.57%/ -60.16%/ -64.40%。

从产品端来看，酒店运营/酒店管理/景区业务分别实现营收 38.68 亿元/ 11.61 亿元/ 2.53 亿元。同比-38.40%/ -26.60%/ -43.72%。

2020 年整体毛利率为 12.62%，同比-81.06pct。主要新收入准则下部分销售费用与管理费用调整为营业成本所导致。调整口径后，2020 年公司整体毛利率为 93.22%，同比-0.46pct。公司的期间费用率产生较大波动。2020 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.87%/ 12.65%/ 0.83%/ 1.70%，同比变化-59.13pct/ +0.51pct/ +0.52pct/ +0.24pct。调整口径后，2020 年销售/管理费用率为 81.19%/ 17.93%，同比+16.19pct/ +5.79pct。

持续推进中高端布局，加盟规模稳定扩张。公司截至 2020 年底拥有酒店 4895 家，储备店 1219 家。其中加盟酒店 4106 家，占比 83.9%；中高端酒店 1165 家，占比 23.8%。2020 年全年公司新开店数量为 909 家，较 2019 年增加 80 家，其中直营店 25 家，特许加盟店 884 家，占新开店比例达 97%；中高端酒店 272 家，占新开店比例 30%。公司加速推进新运营模式发展，以“软品牌授权（云品牌）+菜单式在线运营教练模式”，为中国中小单体及小型连锁酒店赋能，2020 年公司新开 350 家云品牌酒店，占新开店总数比例 38.5%，同比增长 45.83%。截至 2020 年末，公司已累计将 279 家直营店及 224 家特许店升级改造为如家 NEO3.0。

中高端酒店受疫情冲击更重，经济型和云酒店品牌相对平稳，加盟酒店较直营酒店。首旅如家酒店全年实现 RevPAR 99 元 / ADR 172 元 / Occ 57.4% (同比-37.7%/ -14.2%/ -21.7pct)。

加大投入多维战略，积极摆脱疫情影响，继续保持加盟化和中高端化的发展趋势。首旅酒店融合吃、住、行、游、购、娱资源，构建全价值链旅行聚合平台，加大产品结构升级力度，强化区域拓展、省域深耕，加速三、四、五线下沉市场布局，加大中高端的拓展力度，加速推动如家 NEO3.0 改造和云品牌发展，促进产品和模式持续升级。鉴于疫情影响仍在持续，我们将公司 21-22 年净利润预期从 8.9 亿元/11.0 亿元下调到 6.3 亿元/ 10.6 亿元，对应 PE 分别为 41X/ 24X，维持“买入”评级。建议关注酒店中长期成长！

风险提示：宏观经济下行风险；疫情恢复不及预期；酒店集团并购整合风险；连锁加盟开店进度不及预期的风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,311.10	5,281.88	7,723.66	9,685.79	11,277.35
增长率(%)	(2.67)	(36.45)	46.23	25.40	16.43
EBITDA(百万元)	1,738.23	192.53	1,215.02	1,832.55	2,487.22
净利润(百万元)	884.97	(496.01)	630.81	1,064.43	1,547.28
增长率(%)	3.26	(156.05)	(227.18)	68.74	45.36
EPS(元/股)	0.90	(0.50)	0.64	1.08	1.57
市盈率(P/E)	29.42	(52.49)	41.27	24.46	16.83
市净率(P/B)	2.91	3.11	2.88	2.59	2.25
市销率(P/S)	3.13	4.93	3.37	2.69	2.31
EV/EBITDA	10.65	98.58	19.98	11.79	8.45

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	26.64 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)	26,312.74
流通 A 股市值(百万元)	26,077.66
每股净资产(元)	8.48
资产负债率(%)	48.08
一年内最高/最低(元)	29.91/14.15

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
李珍妮	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

- 1 《首旅酒店-公司点评：Q4 业绩环比显著改善，中高端+云品牌推动加盟开店》2021-02-01
- 2 《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
- 3 《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

1. 公司公布 2020 年年报

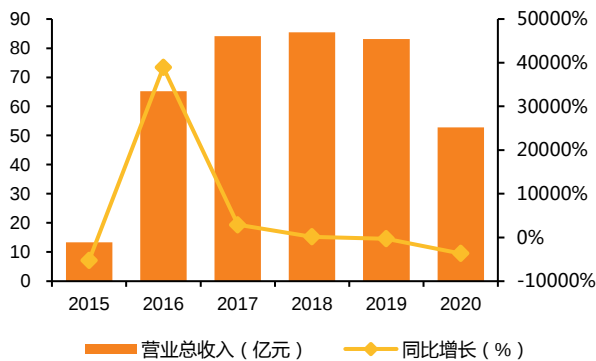
公司发布 2020 年报,全年实现营收 52.82 亿元,同比减少 36.45%;归母净利润-4.96 亿元,同比减少 156.05%;扣非后归母净利为-5.27 亿元,同比减少 164.61%。EPS 为-0.51 元/股。分季度来看,2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现营收 8.01 亿元/ 11.04 亿元/ 16.72 亿元/ 17.06 亿元,同比-58.80%/ -46.08%/ -25.37%/ -18.02%;归母净利润-5.26 亿元/ -1.69 亿元/ 1.40 亿元/ 0.59 亿元,同比-811.25%/ -157.57%/ -60.16%/ -64.40%。

2. 2020 年年报点评

收入端：营业收入大幅下降，主要系新冠肺炎疫情及相关防控措施的影响，全国范围延迟复工，且对人员流动和交通采取一定程度的控制，对于酒店住宿的需求大幅下降。

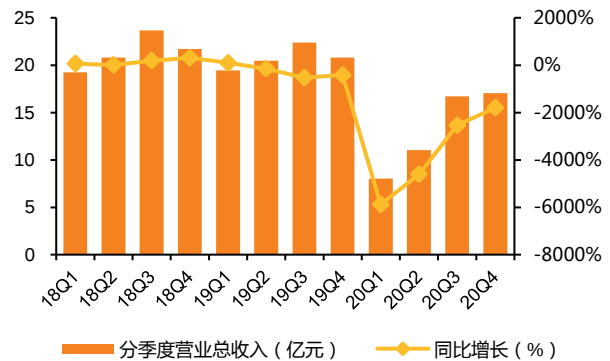
从产品端来看：酒店运营/酒店管理/景区业务分别实现营收 38.68 亿元/ 11.61 亿元/ 2.53 亿元。同比-38.40%/ -26.60%/ -43.72%。

图 1：2020 年营业收入同比减少 36.45%



资料来源：Wind，天风证券研究所

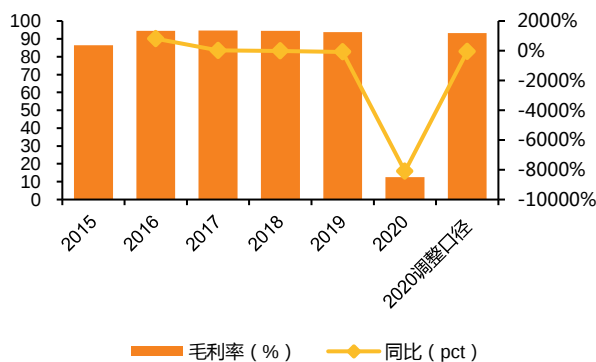
图 2：2020 年分季度营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

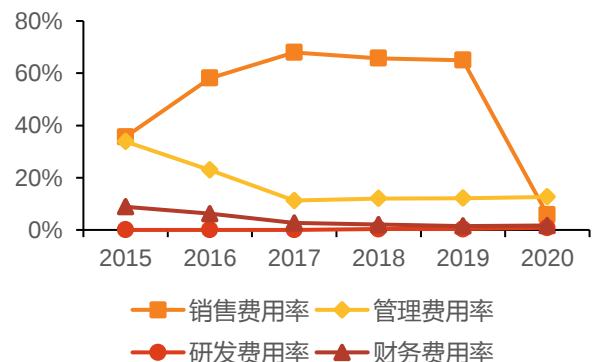
成本费用端：2020 年整体毛利率为 12.62%，同比-81.06pct。主要新收入准则下部分销售费用与管理费用调整为营业成本所导致。调整口径后，2020 年公司整体毛利率为 93.22%，同比-0.46pct。公司的期间费用率产生较大波动。2020 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.87%/ 12.65%/ 0.83%/ 1.70%，同比变化-59.13pct/ +0.51pct/ +0.52pct/ +0.24pct。调整口径后，2020 年销售/管理费用率为 81.19%/ 17.93%，同比+16.19pct/ +5.79pct。

图 3：2020 年毛利率及口径调整数据



资料来源：Wind，天风证券研究所

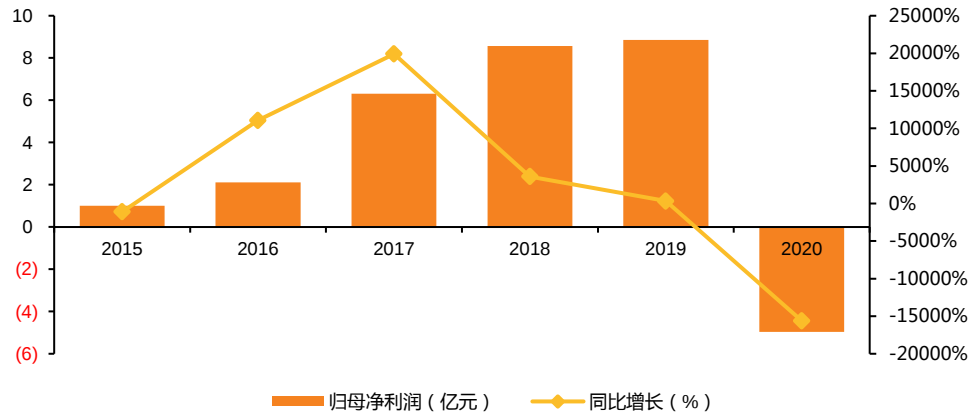
图 4：2020 年期间费用率产生波动



资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利端：受疫情影响，净利率大幅下降。2020 年归母净利润率-9.39%，同比-20.04pct。

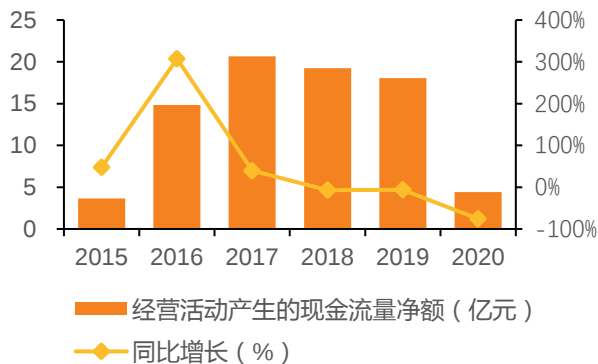
图 5：2020 年净利率大幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

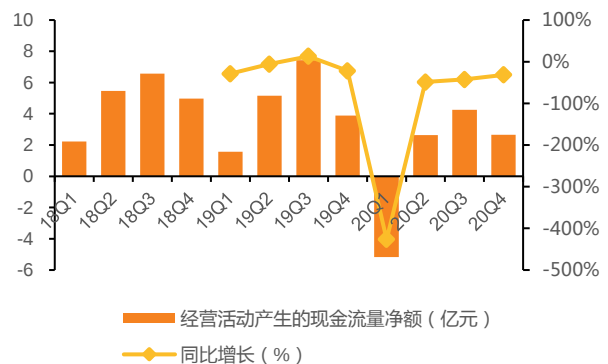
现金流：经营活动现金流量净额大幅下降。2020 年公司经营活动净现金流入 4.40 亿元，同比下降 75.61%，主要系疫情影响下营业收入大幅下降所致。分季度来看，经营活动现金流分别为-5.16 亿元/ 2.64 亿元/ 4.26 亿元/ 2.66 亿元，同比-426.58%/ -48.84%/ -42.59%/ -31.44%。

图 6：2020 年经营活动现金流量净额大幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2020 年各季度经营活动现金流



资料来源：Wind，天风证券研究所

持续推进中高端布局，加盟规模稳定扩张。公司截至 2020 年底拥有酒店 4895 家，储备店 1219 家。其中加盟酒店 4106 家，占比 83.9%；中高端酒店 1165 家，占比 23.8%。2020 年全年公司新开店数量为 909 家，较 2019 年增加 80 家，其中直营店 25 家，特许加盟店 884 家，占新开店比例达 97%；中高端酒店 272 家，占新开店比例 30%。**公司加速推进新运营模式发展。**以“软品牌授权（云品牌）+菜单式在线运营教练模式”，为中国中小单体及小型连锁酒店赋能，2020 年公司新开 350 家云品牌酒店，占新开店总数比例 38.5%，同比增长 45.83%。截至 2020 年末，公司已累计将 279 家直营店及 224 家特许店升级改造为如家 NEO3.0。

中高端酒店受疫情冲击更重，经济型和云酒店品牌相对平稳。首旅如家酒店全年实现 RevPAR 99 元 / ADR 172 元 / Occ 57.4% (同比-37.7%/ -14.2%/ -21.7pct)。中高端实现 RevPAR 135 元/ ADR 246 元/ Occ 55.1%(同比-41.2%/ -22.9%/ -17.2pct) 经济型实现 RevPAR 85 元/ ADR 143 元/ Occ 59.0% (同比-38.4%/ -14.1%/ -23.3pct)；云酒店实现 RevPAR 75 元/ ADR 145 元/ Occ 51.9% (同比-31.4%/ -12.3%/ -14.4pct)。直营酒店实现 RevPAR 94 元/ ADR 169 元/ Occ 55.5% (同比-39.4%/ -14.8%/ -22.6pct)。特许管理酒店实现 RevPAR 100 元/ ADR 173 元/ Occ 58.0% (同比-37.2%/ -14.0%/ -21.5pct)。

3. 盈利预测

加大投入多维战略，积极摆脱疫情影响，继续保持加盟化和中高端化的发展趋势。首旅酒店融合吃、住、行、游、购、娱资源，构建全价值链旅行聚合平台，加大产品结构升级力度，强化区域拓展、省域深耕，加速三、四、五线下沉市场布局，加大中高端的拓展力度，加速推动如家 NEO3.0 改造和云品牌发展，促进产品和模式持续升级。鉴于疫情影响仍在持续，我们将公司 21-22 年净利润预期从 8.9 亿元/11.0 亿元下调到 6.3 亿元/ 10.6 亿元，对应 PE 分别为 41X/ 24X，维持“买入”评级。建议关注酒店中长期成长！

4. 风险提示

宏观经济下行风险：宏观经济的下行同时影响消费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，甚至会引发行业周期轮动。

疫情恢复不及预期：受疫情影响，人员流动和出行受到限制，大大削减酒店住宿需求，如若疫情得不到控制，酒店经营情况难以得到改善。

酒店集团并购整合风险：各大酒店集团纷纷采取兼并收购的方式快速扩张版图。不同品牌之间的定位、服务标准、管理模式上依然存在差异，造成并购后存在整合协同的风险。

连锁加盟开店进度不及预期的风险：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。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,777.38	1,374.87	2,073.81	5,227.54	6,355.15
应收票据及应收账款	189.32	186.67	199.52	284.77	279.10
预付账款	175.42	150.38	3,318.44	798.88	3,739.92
存货	48.21	40.74	672.04	36.94	865.49
其他	351.84	604.46	819.18	737.58	783.63
流动资产合计	2,542.18	2,357.11	7,082.99	7,085.72	12,023.28
长期股权投资	446.05	392.10	392.10	392.10	392.10
固定资产	2,389.61	2,230.35	2,209.09	2,173.77	2,117.02
在建工程	169.40	198.47	155.08	141.05	114.63
无形资产	3,791.31	3,664.93	3,550.82	3,436.70	3,322.59
其他	7,771.44	7,789.62	7,184.03	6,801.27	6,416.80
非流动资产合计	14,567.82	14,275.47	13,491.11	12,944.89	12,363.14
资产总计	17,110.00	16,632.57	20,574.11	20,030.61	24,386.42
短期借款	234.00	600.00	250.00	250.00	250.00
应付票据及应付账款	129.41	121.18	312.42	99.31	354.57
其他	3,505.41	4,173.20	6,700.21	5,311.85	7,823.85
流动负债合计	3,868.82	4,894.38	7,262.63	5,661.16	8,428.41
长期借款	1,793.00	1,028.00	1,800.00	1,800.00	1,800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,151.35	2,074.78	2,157.79	2,127.98	2,120.18
非流动负债合计	3,944.35	3,102.78	3,957.79	3,927.98	3,920.18
负债合计	7,813.17	7,997.16	11,220.43	9,589.14	12,348.60
少数股东权益	349.69	255.41	300.05	375.37	484.87
股本	987.72	987.72	987.72	987.72	987.72
资本公积	4,834.00	4,831.09	4,831.09	4,831.09	4,831.09
留存收益	8,034.33	7,478.20	8,065.92	9,078.38	10,565.24
其他	(4,908.91)	(4,917.01)	(4,831.09)	(4,831.09)	(4,831.09)
股东权益合计	9,296.83	8,635.41	9,353.68	10,441.47	12,037.82
负债和股东权益总计	17,110.00	16,632.57	20,574.11	20,030.61	24,386.42

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	919.33	(531.11)	630.81	1,064.43	1,547.28
折旧摊销	851.21	819.33	238.76	243.47	247.29
财务费用	128.14	109.30	78.87	61.07	27.82
投资损失	(35.65)	9.24	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	449.65	39.63	(463.56)	1,867.54	(694.92)
其它	(508.35)	(6.55)	44.64	75.32	109.49
经营活动现金流	1,804.33	439.84	499.53	3,281.84	1,206.95
资本支出	483.69	136.02	(23.01)	109.82	57.79
长期投资	183.94	(53.95)	0.00	0.00	0.00
其他	(932.00)	(763.65)	(6.99)	(159.82)	(77.79)
投资活动现金流	(264.38)	(681.59)	(30.00)	(50.00)	(20.00)
债权融资	2,805.28	2,614.53	2,879.99	2,914.94	2,943.82
股权融资	(156.97)	(103.38)	7.13	(60.98)	(27.73)
其他	(3,446.01)	(2,684.32)	(2,657.71)	(2,932.05)	(2,975.44)
筹资活动现金流	(797.69)	(173.17)	229.41	(78.10)	(59.35)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	742.26	(414.92)	698.94	3,153.74	1,127.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,311.10	5,281.88	7,723.66	9,685.79	11,277.35
营业成本	524.90	4,615.19	5,203.23	6,175.98	6,808.21
营业税金及附加	55.74	33.77	49.38	61.93	72.10
营业费用	5,401.67	310.22	540.66	678.00	789.41
管理费用	1,009.39	668.09	926.84	1,162.29	1,353.28
研发费用	26.39	44.26	46.34	48.43	56.39
财务费用	121.82	89.55	78.87	61.07	27.82
资产减值损失	(24.30)	(163.31)	10.96	0.06	(11.98)
公允价值变动收益	(16.44)	9.18	0.00	0.00	0.00
投资净收益	35.65	(9.24)	30.00	30.00	30.00
其他	(98.08)	251.84	(60.00)	(60.00)	(60.00)
营业利润	1,274.34	(567.67)	897.38	1,528.02	2,212.12
营业外收入	8.61	19.90	29.21	16.50	18.03
营业外支出	6.02	37.66	25.99	24.83	21.13
利润总额	1,276.93	(585.44)	900.60	1,519.68	2,209.02
所得税	357.60	(54.33)	225.15	379.92	552.26
净利润	919.33	(531.11)	675.45	1,139.76	1,656.77
少数股东损益	34.36	(35.10)	44.64	75.32	109.49
归属于母公司净利润	884.97	(496.01)	630.81	1,064.43	1,547.28
每股收益（元）	0.90	(0.50)	0.64	1.08	1.57

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-2.67%	-36.45%	46.23%	25.40%	16.43%
营业利润	-0.51%	-144.55%	-258.08%	70.27%	44.77%
归属于母公司净利润	3.26%	-156.05%	-227.18%	68.74%	45.36%
获利能力					
毛利率	93.68%	12.62%	32.63%	36.24%	39.63%
净利率	10.65%	-9.39%	8.17%	10.99%	13.72%
ROE	9.89%	-5.92%	6.97%	10.57%	13.39%
ROIC	12.86%	-6.11%	11.44%	16.35%	29.77%
偿债能力					
资产负债率	45.66%	48.08%	54.54%	47.87%	50.64%
净负债率	11.06%	14.36%	8.62%	-22.15%	-28.34%
流动比率	0.66	0.48	0.98	1.25	1.43
速动比率	0.64	0.47	0.88	1.25	1.32
营运能力					
应收账款周转率	39.49	28.10	40.00	40.00	40.00
存货周转率	168.33	118.76	21.67	27.32	24.99
总资产周转率	0.49	0.31	0.42	0.48	0.51
每股指标（元）					
每股收益	0.90	-0.50	0.64	1.08	1.57
每股经营现金流	1.83	0.45	0.51	3.32	1.22
每股净资产	9.06	8.48	9.17	10.19	11.70
估值比率					
市盈率	29.42	-52.49	41.27	24.46	16.83
市净率	2.91	3.11	2.88	2.59	2.25
EV/EBITDA	10.65	98.58	19.98	11.79	8.45
EV/EBIT	13.58	-104.20	24.86	13.60	9.38

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