

# 首旅酒店（600258）加速展店+结构优化，看好复苏周期业绩反弹

2021 年 04 月 27 日

推荐/维持

首旅酒店

公司报告

**事件：**公司发布 2020 年年度报告，2020 年公司实现营业收入 52.82 亿元/-36.45%，归属于上市公司股东的净利润为-4.96 亿元/-156.05%。

**商务及旅游需求带动下，酒店市场加速回暖，看好今年持续向好。**2020Q4 同店 RevPAR/OCC/ADR 同比-13.6%/-4.4%/-7.6pct.，RevPAR 恢复至疫情前近九成。2021 年虽然 1-2 月受就地过年影响，酒店业经营受挫，但 3 月以来，国内商务和旅游需求全面复苏，清明五一节假日效应带动酒店行业景气度持续高涨。目前携程、去哪儿等在线预订平台五一国内酒店预订量均已超 2019 年同期四成左右，在 2019 相对较低基数数的情况下，我们预计公司整体 RevPAR 有望在 2021 年上半年恢复至 19 年同期水平，作为头部公司复苏节奏好于市场平均水平。**首旅当前直营门店占比相对较高，直营门店的高固定成本带来高经营杠杆，有望助力公司在复苏周期迎来显著的业绩反弹。**

**品牌矩阵趋于完善，加速打造中高端酒店产品集群。**目前公司已形成以逸扉、璞隐、和颐为主力产品的中高端酒店产品集群，分别聚焦实用商旅、静心商旅、人文商旅，瞄准差异化细分市场，重点助力公司布局中高端市场。日前，公司发布全新中高端品牌万信至格酒店，定位“多元化中高端精选服务酒店”，计划三年开至百店，公司中高端品牌矩阵进一步完善。此外，高端市场方，公司依托于大型物业规划管理、高端商务资源拓展、政务会议接待经验，有望形成“高端+商务政务”的商业模式，进一步打开利润空间。

**展店重上快车道，助力未来业绩增长。**2020 年全年公司新增/净增门店 909/445 家，其中直营/加盟净增-62/507 家，公司加盟占比持续提高，有利于提高未来业绩稳定性。从产品结构来看，截止 2020 年末，公司中高端门店占比 23.8%/+2.6pct.，品牌矩阵进一步优化。公司在销售端完善激励机制，提高开发人员加盟费提成比例，开发奖励与同行持平，整体收入增幅达 30%~40%，从行业中低水平提升至中等水平，完善的激励机制将提升公司开发能力，未来公司展店步伐有望进一步提速。截止 2020 年末，公司已签约未开业和正在约店达到 1219 家，创历史新高，有力支撑 2021 年 1400-1600 家计划开店。根据公司三年开店计划，2023 年公司开业门店将达 1 万家，较目前翻倍，对应净增 5000 家以上。从门店结构看，新增门店的 98%为轻资产加盟，将带动 3 年后加盟占比提升至 95%，收入结构进一步优化。从产品结构看，新增门店中中高端占 50%，带动万店时中端和中高端占比由当前的 23.8%提升至 40-45%，产品结构较目前有明显改善；中小单体酒店疫情下现金流紧张，云酒店是四五线城市有效合作模式，未来云酒店占比有望提升至 30%+。

**后疫情时代，行业连锁化率有望加速提升。**当前我国酒店行业连锁化率仅为 24.9%，相比美国（71.8%）和全球水平（41.1%）仍有较大提升空间。回顾 03 年非典和 08 年金融危机期间，酒店企业均面临获客困难，现金流紧张的困境，单体中小酒店则在约一年后经营难以为继，现金流断裂，逐渐退出市场，而龙头酒店市占率则加速提升。我们认为，疫情加速行业供

## 公司简介：

公司是一家领先的、市场规模突出的国内酒店集团龙头，2016 年收购如家酒店，专注于经济连锁型及中高端酒店的投资与运营管理，并兼有景区经营业务。

资料来源：wind，东兴证券研究所

## 交易数据

|                |               |
|----------------|---------------|
| 52 周股价区间（元）    | 28.63-14.3    |
| 总市值（亿元）        | 256.81        |
| 流通市值（亿元）       | 254.51        |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 98,772/97,889 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | /             |
| 52 周日均换手率      | 1.69          |

## 52 周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

## 分析师：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050002

## 研究助理：刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080007

给端出清，公司作为龙头有望受益于行业连锁化率的提升，后疫情时代开店目标有望顺利实现。

**公司盈利预测及投资评级：**酒店行业进入复苏周期，公司迎来业绩反弹，同时产品结构趋于完善，拓店能力持续改善，看好后疫情时代龙头集中度加速提升。我们预计 2021-2023 年营业收入分别为 75.9/81.7/89.1 亿元，归母净利润分别为 8.9/11.7/14.8 亿元，EPS 分别为 0.90/1.18 /1.50 元，当前股价对应 2021/2022 年 PE 分别为 28.8 /22.0/17.4 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**疫情发展超预期，新店扩张速度不及预期，加盟管理风险。

## 财务指标预测

| 指标         | 2019A    | 2020A    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）  | 8,311.10 | 5,281.88 | 7,588.85 | 8,170.60 | 8,907.73 |
| 增长率（%）     | -2.67%   | -36.45%  | 43.68%   | 7.67%    | 9.02%    |
| 归母净利润（百万元） | 884.97   | (496.01) | 891.32   | 1,166.95 | 1,477.30 |
| 增长率（%）     | 3.02%    | -157.77% | -279.70% | 30.92%   | 26.59%   |
| 净资产收益率（%）  | 9.89%    | -5.92%   | 9.69%    | 11.46%   | 12.92%   |
| 每股收益(元)    | 0.90     | (0.51)   | 0.90     | 1.18     | 1.50     |
| PE         | 28.79    | (51.24)  | 28.81    | 22.01    | 17.38    |
| PB         | 2.87     | 3.06     | 2.79     | 2.52     | 2.25     |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

| 资产负债表           |        |        | 单位:百万元 |        |        | 利润表            |        |          | 单位:百万元   |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|----------|----------|--------|--------|
|                 | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |                | 2019A  | 2020A    | 2021E    | 2022E  | 2023E  |
| <b>流动资产合计</b>   | 2542   | 2357   | 3606   | 5256   | 7372   | <b>营业收入</b>    | 8311   | 5282     | 7589     | 8171   | 8908   |
| 货币资金            | 1777   | 1375   | 1518   | 2928   | 4666   | <b>营业成本</b>    | 525    | 4615     | 5074     | 5280   | 5467   |
| 应收账款            | 189    | 187    | 221    | 237    | 259    | 营业税金及附加        | 56     | 34       | 53       | 57     | 62     |
| 其他应收款           | 128    | 91     | 131    | 141    | 153    | 营业费用           | 5402   | 310      | 417      | 449    | 490    |
| 预付款项            | 175    | 150    | 182    | 215    | 248    | 管理费用           | 1009   | 668      | 721      | 776    | 846    |
| 存货              | 48     | 41     | 487    | 434    | 449    | 财务费用           | 122    | 90       | 95       | 81     | 58     |
| 其他流动资产          | 86     | 146    | 1068   | 1301   | 1596   | 研发费用           | 26     | 44       | 50       | 70     | 90     |
| <b>非流动资产合计</b>  | 14568  | 14275  | 13482  | 12842  | 12252  | 资产减值损失         | -24.30 | -163.31  | -50.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资          | 446    | 392    | 392    | 392    | 392    | 公允价值变动收益       | -16.44 | 9.18     | 0.00     | 0.00   | 0.00   |
| 固定资产            | 2390   | 2230   | 2052   | 1873   | 1695   | 投资净收益          | 35.65  | -9.24    | 55.00    | 150.00 | 150.00 |
| 无形资产            | 3791   | 3665   | 3445   | 3238   | 3044   | 加:其他收益         | 102.49 | 92.85    | 65.00    | 123.49 | 148.19 |
| 其他非流动资产         | 19     | 95     | 0      | 0      | 0      | <b>营业利润</b>    | 1274   | -568     | 1341     | 1730   | 2192   |
| <b>资产总计</b>     | 17110  | 16633  | 17088  | 18097  | 19625  | 营业外收入          | 8.61   | 19.90    | 15.00    | 15.00  | 15.00  |
| <b>流动负债合计</b>   | 3869   | 4894   | 5678   | 5623   | 5799   | 营业外支出          | 6.02   | 37.66    | 30.00    | 10.00  | 10.00  |
| 短期借款            | 234    | 600    | 225    | 0      | 0      | <b>利润总额</b>    | 1277   | -585     | 1326     | 1735   | 2197   |
| 应付账款            | 129    | 121    | 1182   | 1230   | 1273   | 所得税            | 358    | -54      | 371      | 486    | 615    |
| 预收款项            | 257    | 16     | 129    | 251    | 384    | <b>净利润</b>     | 919    | -531     | 954      | 1250   | 1582   |
| 一年内到期的非流动负债     | 778    | 987    | 987    | 987    | 987    | 少数股东损益         | 34     | -35      | 63       | 83     | 105    |
| <b>非流动负债合计</b>  | 3944   | 3103   | 1889   | 1889   | 1889   | 归属母公司净利润       | 885    | -496     | 891      | 1167   | 1477   |
| 长期借款            | 1793   | 1028   | 1028   | 1028   | 1028   | <b>主要财务比率</b>  |        |          |          |        |        |
| 应付债券            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |                | 2019A  | 2020A    | 2021E    | 2022E  | 2023E  |
| <b>负债合计</b>     | 7813   | 7997   | 7567   | 7512   | 7688   | <b>成长能力</b>    |        |          |          |        |        |
| 少数股东权益          | 350    | 255    | 318    | 401    | 506    | 营业收入增长         | -2.67% | -36.45%  | 43.68%   | 7.67%  | 9.02%  |
| 实收资本(或股本)       | 988    | 988    | 988    | 988    | 988    | 营业利润增长         | -0.51% | -144.55% | -336.15% | 29.09% | 26.67% |
| 资本公积            | 4834   | 4831   | 4831   | 4831   | 4831   | 归属于母公司净利润增长    | 3.26%  | -156.05% | -279.70% | 30.92% | 26.59% |
| 未分配利润           | 3000   | 2447   | 3160   | 4094   | 5276   | <b>获利能力</b>    |        |          |          |        |        |
| 归属母公司股东权益合计     | 8947   | 8380   | 9202   | 10185  | 11431  | 毛利率(%)         | 93.68% | 12.62%   | 33.13%   | 35.38% | 38.63% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 17110  | 16633  | 17088  | 18097  | 19625  | 净利率(%)         | 11.06% | -10.06%  | 12.58%   | 15.29% | 17.76% |
| <b>现金流量表</b>    |        |        | 单位:百万元 |        |        | 总资产净利润(%)      | 5.17%  | -2.98%   | 5.22%    | 6.45%  | 7.53%  |
|                 | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  | ROE(%)         | 9.89%  | -5.92%   | 9.69%    | 11.46% | 12.92% |
| <b>经营活动现金流</b>  | 1804   | 440    | 406    | 1757   | 1885   | <b>偿债能力</b>    |        |          |          |        |        |
| 净利润             | 919    | -531   | 954    | 1250   | 1582   | 资产负债率(%)       | 46%    | 48%      | 44%      | 42%    | 39%    |
| 折旧摊销            | 851.21 | 819.33 | 705.20 | 647.03 | 596.39 | 流动比率           | 0.66   | 0.48     | 0.64     | 0.93   | 1.27   |
| 财务费用            | 122    | 90     | 95     | 81     | 58     | 速动比率           | 0.64   | 0.47     | 0.55     | 0.86   | 1.19   |
| 应收帐款减少          | 42     | 3      | -34    | -17    | -21    | <b>营运能力</b>    |        |          |          |        |        |
| 预收帐款增加          | -23    | -241   | 113    | 122    | 133    | 总资产周转率         | 0.49   | 0.31     | 0.45     | 0.46   | 0.47   |
| <b>投资活动现金流</b>  | -264   | -682   | 552    | 133    | 133    | 应收账款周转率        | 39     | 28       | 37       | 36     | 36     |
| 公允价值变动收益        | -16    | 9      | 0      | 0      | 0      | 应付账款周转率        | 65.44  | 42.16    | 11.65    | 6.78   | 7.12   |
| 长期投资减少          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>每股指标(元)</b> |        |          |          |        |        |
| 投资收益            | 36     | -9     | 55     | 150    | 150    | 每股收益(最新摊薄)     | 0.90   | -0.51    | 0.90     | 1.18   | 1.50   |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -798   | -173   | -815   | -481   | -280   | 每股净现金流(最新摊薄)   | 0.75   | -0.42    | 0.14     | 1.43   | 1.76   |
| 应付债券增加          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 每股净资产(最新摊薄)    | 9.06   | 8.48     | 9.32     | 10.31  | 11.57  |
| 长期借款增加          | -800   | -765   | 0      | 0      | 0      | <b>估值比率</b>    |        |          |          |        |        |
| 普通股增加           | 9      | 0      | 0      | 0      | 0      | P/E            | 28.79  | -51.24   | 28.81    | 22.01  | 17.38  |
| 资本公积增加          | 80     | -3     | 0      | 0      | 0      | P/B            | 2.87   | 3.06     | 2.79     | 2.52   | 2.25   |
| <b>现金净增加额</b>   | 742    | -415   | 143    | 1410   | 1738   | EV/EBITDA      | 15.08  | -260.23  | 14.40    | 11.28  | 8.78   |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

| 报告类型   | 标题                                 | 日期         |
|--------|------------------------------------|------------|
| 公司普通报告 | 首旅酒店（600258）：拓店能力持续改善，看好复苏周期业绩反弹   | 2021-02-01 |
| 公司普通报告 | 首旅酒店（600258）：Q3 扭亏为盈，开店提速，看好行业持续复苏 | 2020-10-30 |
| 公司普通报告 | 首旅酒店（600258）：拓店计划不变，看好龙头集中度逆势提升    | 2020-08-30 |
| 行业普通报告 | 商社行业：社零消费显著复苏，关注酒店、人服、高教业绩确定性      | 2021-04-18 |
| 行业普通报告 | 商社行业：清明已至五一将近，关注国内旅游市场复苏           | 2021-04-06 |
| 行业普通报告 | 商社行业：旅游业加速回暖，看好离岛免税持续高景气           | 2021-03-22 |
| 行业深度报告 | 酒店行业：高速扩张下，中高端酒店增长空间仍有几何？          | 2021-01-05 |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。2020年度Wind金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究今榜“最佳选股分析师”。

## 研究助理简介

### 刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，主要负责旅游酒店、教育培训等研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526