

# 储备店创历史新高，看好公司经营底部回暖的弹性

## ——首旅酒店 20 年年报及 21 年一季报点评

公司发布 20 年年报，全年实现营收 52.82 亿元/-36.45%，实现归母净利润-4.96 亿元/-156.05%，实现扣非归母净利润-5.27 亿元/-164.61%。

公司发布 21 年一季报，公司 21Q1 实现营收 12.71 亿元/+58.75%，实现归母净利润-1.82 亿元/+65.41%，实现扣非归母净利润-1.89 亿元/+63.66%。

### 核心观点

- **疫情影响下公司业绩承压。**（1）公司 20 年全年实现营收 52.82 亿元/-36.45%，其中酒店运营收入 38.68 亿元/-38.41%，酒店管理收入 11.61 亿元/-26.60%，景区业务 2.53 亿元/-43.72%。（2）以 19 年数据作为基准，公司 20Q1/Q2/Q3/Q4 及 21Q1 营收分别变动-58.80%/-46.08%/-25.37%/-18.02%及-34.62%，由于 21 年初零星疫情爆发以及就过年政策影响，公司业绩恢复受到扰动。（3）若不考虑收入准则调整因素，公司 20 全年毛利率 93.22%/-0.46pct，销售费用率 81.19%/+16.20pct，管理费用率 17.93%/+5.79pct，销管费用率上升主要系营收下滑而公司成本端偏刚性所致。从绝对值口径来看，销售费用率同比-20.61%，管理费用率同比-6.17%，费用得到适当管控。
- **中高端+轻资产拓店节奏延续。**（1）20 年公司新/净开酒店 909/445 家，其中经济型酒店 146/135 家，中高端 272/220 家，云酒店 350/265 家，其他 141/95 家；存量看，中高端门店数占比达到 23.80%/+2.56pct，中高端酒店房间数占比 29.65%/+3.51pct，中高端快速发展带来的结构性改善仍在继续；（2）20 年公司新/净开直营门店 25/-62 家，特许加盟店 884/507 家；存量看，加盟门店占比为 83.88%/+3.01pct，轻资产程度提升；（3）21 年中高端+轻资产拓店节奏延续，Q1 新开酒店中中高端及加盟占比分别为 25%和 96.20%，酒店结构继续优化。（4）截至 21 年 3 月底，公司已签约未开业和正在签约店为 1407 家，后续拓店确定性强。
- **疫情影响下 RevPAR 承压，21 年 4 月后预计有所改善。**（1）整体来看：20 年全年公司整体 RevPAR 为 99 元/-37.7%，其中房价 172 元/-14.2%，入住率 57.4%/-21.7pct。分等级看，经济型酒店 RevPAR 达到 85 元/-38.4%，中高端酒店 RevPAR 达到 135 元/-41.2%，云酒店 RevPAR 达到 75 元/-31.4%（2）同店数据看，公司酒店全年 RevPAR 达到 98 元/-39.1%，其中房价 169 元/-15.4%，入住率 58.0%/-22.5pct，分等级看，经济型酒店 RevPAR 达到 84 元/-39.2%，中高端酒店 RevPAR 达到 145 元/-39.9%，云酒店 RevPAR 达到 80 元/-30.1%。（3）20Q4 公司整体 RevPAR 为 130 元/-13.7%，相较于前三季度明显好转，但 21 年初受疫情反复及就地过年政策影响，公司经营恢复受阻，21Q1 RevPAR 为 94 元，相较于 2019 年下滑-33.9%。但 4 月后 RevPAR 预计进入修复回升期，预计至 4 月底恢复至 19 年同期 95%以上。
- **beta 端底部向上，看好公司经营底部回暖弹性。**此次疫情冲击下，行业基本面进一步筑底。一方面，伴随着国内疫情基本得到控制以及五一旅游小高峰的到来，酒店业 RevPAR 数据有望进一步改善，beta 底部改善逻辑有望兑现，而公司直营占比较高，回暖弹性更强；另一方面，公司在行业寒冬下实现逆势扩店，21 年 3 月底储备店创历史新高水平，公司作为头部连锁企业的品牌效应凸显，我们认为后疫情时代单体酒店加入连锁品牌的意愿将进一步增强，公司加盟市占率有望得到进一步提升。

### 财务预测与投资建议

- 由于 21Q1 疫情有所反复，我们调整公司 21-23 年 EPS 预测为 0.81/1.16/1.41 元（调整前 21-22 年为 0.93/1.17 元），使用可比公司估值法，给予公司 21 年 30 倍市盈率，对应目标价 24.3 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 疫情或大型自然灾害影响，经济增速不及预期，公司开店不及预期

### 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,311	5,282	7,548	8,973	9,971
同比增长(%)	-2.7%	-36.4%	42.9%	18.9%	11.1%
营业利润(百万元)	1,274	(568)	1,190	1,709	2,079
同比增长(%)	-0.5%	-144.5%	309.6%	43.6%	21.7%
归属母公司净利润(百万元)	885	(496)	798	1,146	1,393
同比增长(%)	3.3%	-156.0%	260.9%	43.5%	21.6%
每股收益(元)	0.90	(0.50)	0.81	1.16	1.41
毛利率(%)	93.7%	12.6%	34.2%	36.9%	38.4%
净利率(%)	10.6%	-9.4%	10.6%	12.8%	14.0%
净资产收益率(%)	10.3%	-5.7%	9.1%	11.7%	12.6%
市盈率	29.0	(51.8)	32.2	22.4	18.4
市净率	2.9	3.1	2.8	2.5	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年05月10日)	23.81 元
目标价格	24.3 元
52 周最高价/最低价	29.91/14.66 元
总股本/流通 A 股(万股)	98,772/97,889
A 股市值(百万元)	23,518
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2021 年 05 月 11 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-6.95	-16.84	-2.77	51.85
相对表现	-7.79	-16.48	2.03	33.83
沪深 300	0.84	-0.36	-4.8	18.02



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

### 相关报告

Q3 利润转正，储备店数首次突破 1000 家： 2020-11-05

——首旅酒店三季报解读

Q2 环比改善，看好行业底部向上+龙头集中 2020-08-31

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 投资建议

由于 21Q1 疫情有所反复，我们调整公司 21-23 年 EPS 预测为 0.81/1.16/1.41 元（调整前 21-22 年为 0.93/1.17 元），使用可比公司估值法，给予公司 21 年 30 倍市盈率，对应目标价 24.3 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
		2021/5/10								
锦江酒店	600754	59.72	1.02	0.10	1.12	1.66	58.49	579.81	53.54	35.99
岭南控股	000524	7.34	0.39	-0.36	0.41	0.46	18.98	-20.46	18.12	15.92
金陵饭店	601007	8.45	0.25	0.15	0.36	0.37	33.67	55.12	23.47	23.04
长白山	603099	7.87	0.28	-0.21	0.31	0.31	27.89	-37.62	25.29	25.29
中青旅	600138	11.55	0.78	-0.32	0.60	0.88	14.72	-36.03	19.14	13.12
华住	1179.HK	56.12	0.89	-1.15	0.77	1.44	63.05	-48.80	72.88	38.97
	调整后 平均						34.76	-9.75	30.36	25.06

数据来源：Wind, Capital IQ, 东方证券研究所

注：华住盈利预测数据单位为美元，将公司收盘价按 1 美元=7.7625 港元换算成美元

## 风险提示

疫情或大型自然灾害影响，经济增速不及预期，公司开店不及预期

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,777	1,375	3,463	5,020	7,164	营业收入	8,311	5,282	7,548	8,973	9,971
应收票据及应收账款	189	187	219	289	305	营业成本	525	4,615	4,968	5,662	6,140
预付账款	175	150	177	219	254	营业税金及附加	56	34	48	57	64
存货	48	41	250	168	245	营业费用	5,402	310	415	494	548
其他	352	604	804	695	744	管理费用及研发费用	1,036	712	868	1,014	1,127
<b>流动资产合计</b>	<b>2,542</b>	<b>2,357</b>	<b>4,913</b>	<b>6,390</b>	<b>8,713</b>	财务费用	122	90	139	121	103
长期股权投资	446	392	392	371	371	资产减值损失	25	167	7	10	2
固定资产	2,390	2,230	2,340	2,362	2,295	公允价值变动收益	(16)	9	0	0	0
在建工程	169	198	201	198	196	投资净收益	36	(9)	0	0	0
无形资产	3,791	3,665	3,554	3,443	3,332	其他	109	79	87	94	91
其他	7,771	7,790	6,286	5,841	5,397	<b>营业利润</b>	<b>1,274</b>	<b>(568)</b>	<b>1,190</b>	<b>1,709</b>	<b>2,079</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>14,568</b>	<b>14,275</b>	<b>12,774</b>	<b>12,214</b>	<b>11,591</b>	营业外收入	9	20	15	14	16
<b>资产总计</b>	<b>17,110</b>	<b>16,633</b>	<b>17,687</b>	<b>18,604</b>	<b>20,304</b>	营业外支出	6	38	18	21	26
短期借款	234	600	600	600	600	<b>利润总额</b>	<b>1,277</b>	<b>(585)</b>	<b>1,187</b>	<b>1,703</b>	<b>2,070</b>
应付票据及应付账款	129	121	678	461	668	所得税	358	(54)	356	511	621
其他	3,505	4,173	3,843	3,805	3,850	<b>净利润</b>	<b>919</b>	<b>(531)</b>	<b>831</b>	<b>1,192</b>	<b>1,449</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,869</b>	<b>4,894</b>	<b>5,121</b>	<b>4,865</b>	<b>5,118</b>	少数股东损益	34	(35)	32	46	57
长期借款	1,793	1,028	1,028	1,028	1,028	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>885</b>	<b>(496)</b>	<b>798</b>	<b>1,146</b>	<b>1,393</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.90	-0.50	0.81	1.16	1.41
其他	2,151	2,075	2,055	2,056	2,057						
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,944</b>	<b>3,103</b>	<b>3,083</b>	<b>3,084</b>	<b>3,085</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>7,813</b>	<b>7,997</b>	<b>8,204</b>	<b>7,949</b>	<b>8,203</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	350	255	288	334	391	<b>成长能力</b>					
股本	988	988	988	988	988	营业收入	-2.7%	-36.4%	42.9%	18.9%	11.1%
资本公积	4,759	4,757	4,831	4,831	4,831	营业利润	-0.5%	-144.5%	309.6%	43.6%	21.7%
留存收益	3,200	2,647	3,376	4,502	5,891	归属于母公司净利润	3.3%	-156.0%	260.9%	43.5%	21.6%
其他	0	(12)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>9,297</b>	<b>8,635</b>	<b>9,483</b>	<b>10,655</b>	<b>12,101</b>	毛利率	93.7%	12.6%	34.2%	36.9%	38.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17,110</b>	<b>16,633</b>	<b>17,687</b>	<b>18,604</b>	<b>20,304</b>	净利率	10.6%	-9.4%	10.6%	12.8%	14.0%
						ROE	10.3%	-5.7%	9.1%	11.7%	12.6%
						ROIC	8.4%	-3.7%	8.0%	10.1%	10.9%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	45.7%	48.1%	46.4%	42.7%	40.4%
						净负债率	11.1%	14.4%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	0.66	0.48	0.96	1.31	1.70
						速动比率	0.64	0.47	0.91	1.28	1.65
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	38.0	26.7	35.2	33.4	31.7
						存货周转率	10.6	103.8	34.2	27.1	29.7
						总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.5	0.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.90	-0.50	0.81	1.16	1.41
						每股经营现金流	1.83	0.45	2.79	2.23	2.81
						每股净资产	9.06	8.48	9.31	10.45	11.86
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	29.0	-51.8	32.2	22.4	18.4
						市净率	2.9	3.1	2.8	2.5	2.2
						EV/EBITDA	12.4	113.5	11.5	9.2	8.0
						EV/EBIT	19.0	-55.5	20.0	14.5	12.2

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)