

**600258.SH**
**买入**

市场价格：人民币 23.86

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	10.4	0.4	(7.9)	20.5
相对上证指数	8.7	(0.5)	(10.5)	13.2

发行股数(百万)	988
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	23,567
3个月日均交易额(人民币 百万)	375
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
北京首都旅游集团有限责任公司	34

资料来源：公司公告，聚源，中银证券  
以2021年7月21日收市价为标准

相关研究报告

- 《社会服务行业周报》20210719
- 《社会服务行业周报》20210712
- 《社会服务行业周报》20210705

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

休闲服务: 酒店

证券分析师: 孙昭杨

(8610)66229345

zhaoyang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100001

## 首旅酒店

### 瞄准并购机遇，加速布局中高端市场

民众休闲度假、商务出行需求受到长期压制，随着我国疫情防控良好，疫苗接种人群的增加，旅游业发展有望加速恢复，连带着与之紧密相关的酒店业一同恢复。首旅酒店不断根据市场需求进行布局，从标准住宿覆盖到非标准住宿，进行全系列多品牌的发展，整体规模化不断扩大，加速市场下沉，同时加强中高端的扩张力度有望进一步提高市占率。加之新开发的管理平台上线，有望通过“管家宝”和智慧酒店物联网总控平台持续降本增效，预计提升酒店业绩。首次覆盖，给予买入评级。

#### 支撑评级的要点

- **品牌矩阵扩张，核心品牌加速升级。**截止2020年底，公司酒店品牌全面覆盖经济型和中高端型，产品覆盖标准和非标准住宿，2020年公司继续积极推进核心品牌存量酒店更新改造计划，例如推出如家3.0NEO，升级改造YUNIK、璞隐、如家精选等核心品牌，有望提高公司主要经营数据。
- **加速开店步伐，酒店管理营收比重加大。**首旅酒店近年来公司主要战略是加速规模发展，2020全年开店数达909家创历史新高，2021年第一季度储备店数量达到1,407家，为后续扩张加速奠定基础。首旅酒店扩张以加盟管理店为主，转向轻资产扩张有利于加速扩张速度，降低债务杠杆。
- **发展酒店数字化，优化会员权益和提升宾客体验。**首旅酒店为酒店业务量身打造智慧酒店物联网总控平台(PIOS)和在线管理运行平台“管家宝”。PIOS帮助酒店为宾客提供差异化和个性化服务，“管家宝”提高酒店运营效率，有望提高公司的核心竞争力。

#### 估值

- 当前股本下，预计2021至2023年每股收益率分别为0.81元、1.16元、1.38元，市盈率分别为29.3倍、20.6倍、17.4倍。

#### 评级面临的主要风险

- 区域经济恢复的结构性差异，门店扩张规模不及预期，新冠疫情反复风险。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	8,311	5,282	7,537	8,912	9,991
变动(%)	(3)	(36)	43	18	12
净利润(人民币 百万)	885	(496)	804	1,142	1,358
全面摊薄每股收益(人民币)	0.896	(0.502)	0.814	1.156	1.375
变动(%)	2.3	(156.0)	-	42.1	18.9
全面摊薄市盈率(倍)	26.6	(47.5)	29.3	20.6	17.4
价格/每股现金流量(倍)	13.1	53.6	22.6	12.5	12.6
每股现金流量(人民币)	1.83	0.45	1.06	1.91	1.90
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	90.8	12.3	8.6	6.9
每股股息(人民币)	0.070	1.977	0.065	0.116	0.165
股息率(%)	0.3	8.3	0.3	0.5	0.7

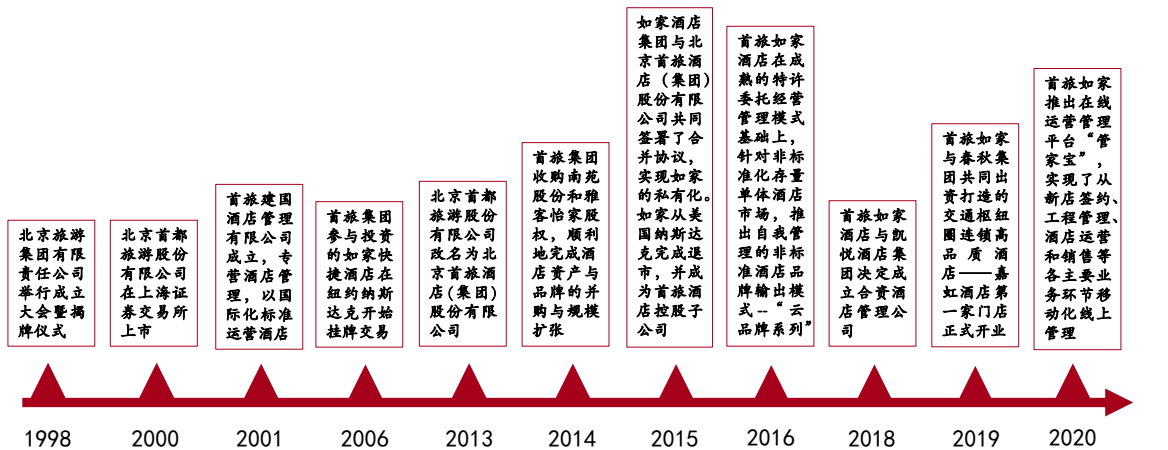
资料来源：公司公告，中银证券预测

## 首旅酒店：以旅行社起家的酒店集团，转型扩张成龙头企业

### 公司历史发展沿革

以旅行社起家，不断并购扩张成国内酒店龙头。1998年2月北京旅游集团有限责任公司成立。2000年北京首都旅游股份有限公司在上海证券交易所上市。2001年首旅建国酒店管理公司成立，成为以国际化标准运营酒店的酒店管理公司。2006年携程和首旅集团成立的合资公司“如家酒店”在美上市，成为第一家境外上市的中国酒店品牌。2013年北京首都旅游股份有限公司改名为北京首旅酒店集团股份有限公司，更加明确主力发展酒店业务。2014年公司通过收购南苑股份和雅客怡家股权，顺利完成酒店资产与品牌的并购与规模扩张，同时置出神舟国旅股权，通过剥离旅行社业务进一步增强酒店资产经营与管理的核心经营思路，促进公司集中资源发展酒店主业。2015年私有化如家酒店，进一步加强自身竞争力和市场占有率。在2016年完成收购后，首旅酒店在成熟的特许经营委托模式基础上，针对非标准化存量单体酒店市场，推出自行管理的非标准酒店品牌输出模式——“云品牌系列”。2019年，首旅酒店与春秋共同打造交通枢纽圈连锁高品质酒店——嘉虹酒店，再次激发交通枢纽圈的酒店住宿活力。2020年首旅如家推出在线运营管理平台“管家宝”，实现了从新店签约、工程管理、酒店运营和销售等各主要业务环节移动化线上管理，促进公司内部信息互通、数据共享和效率提升，数字化管理再次步上新台阶。

图表 62. 首旅酒店历史发展沿革



资料来源：公司公告，中银证券

资产重组增强酒店业务，引入携程战略投资推动线上线下融合。根据公司公告，首旅酒店集团2016年4月完成对如家酒店66.14%股权的收购，10月增持如家酒店33.86%的股权，至此共持有如家酒店100%的股权收购，属于重大资产重组。收购完成后如家酒店成为首旅酒店的全资控股公司，集团的经济型连锁酒店业务得到大幅度扩张。首旅与如家的优势互补、资源整合，为首旅酒店集团的整体业务带来升级，进一步增强酒店业务。同时在合并完成后，携程成为首旅酒店的重要战略投资者，结合携程资源逐步推动酒店服务业线上线下的融合，有助于提高首旅酒店市场竞争力。根据公司公告，2021年1月首旅酒店集团收到控股股东首旅集团通知，根据北京市人民政府划转部分国有资本充实社保基金实施方案的要求，北京市国资委将其持有的首旅酒店集团10%股权无偿划转至北京市财政局。本次国有股权划转后，北京市国资委和北京市财政局分别持有首旅集团90%股权和10%股权，此处股权划转不会导致公司控股股东、实际控制人发生变更。据公司公告，2021年7月20日携程旅游信息及时(上海)有限公司及一致行动人Wise Kingdom Group Limited通过大宗交易方式，合计减持公司股份10,880,000股，持股比例从15.63%下降至14.53%，首旅集团仍为公司控股股东，北京市国资委仍为公司实际控制人。

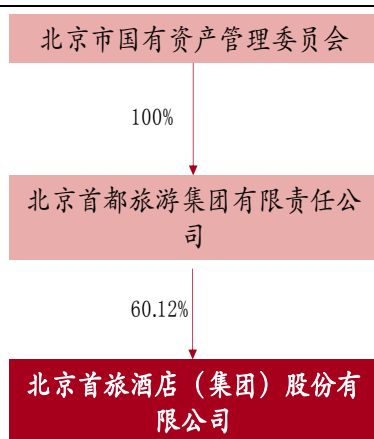
图表 63. 首旅酒店主要品牌图



资料来源：公司公告，中银证券

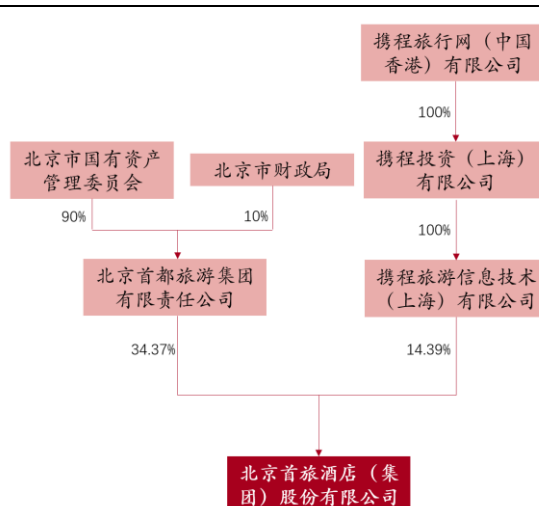
多品牌矩阵不断扩张，核心品牌产品升级迭代。截止 2020 年 12 月底，首旅酒店共运营和管理近 20 个核心品牌系列、近 40 个产品，全面覆盖了经济型、中高端和高端酒店品牌，产品覆盖了标准和非标准住宿，可以满足各类消费者的住宿需求。经济型酒店由于其庞大的体量，是公司酒店业务整体品牌升级的关键，2020 年公司积极推进现有酒店更新改造计划，这一年公司累计改造 503 家存量酒店更新为如家 3.0NEO，其中直营店 279 家（占经济型直营总店数的 47.8%）和特许加盟店 224 家。2021 年公司还将计划继续完成 300 家的改造。对于中高端酒店，公司对 YUNIK、璞隐、如家精选等品牌产品进行升级改造计划，有意打造个性化、年轻时尚化的新概念酒店。例如 YUNIK 是以潮玩、有趣为宗旨的潮流品牌酒店，突破了传统酒店模式，11 月在南京刚开业即成年轻消费者心中的网红酒店。而璞隐则是以其独特的茶艺活动和其倡导的静心生活代表了中高端酒店另一种独特品牌调性。

图表 64. 合并如家前的首旅酒店股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

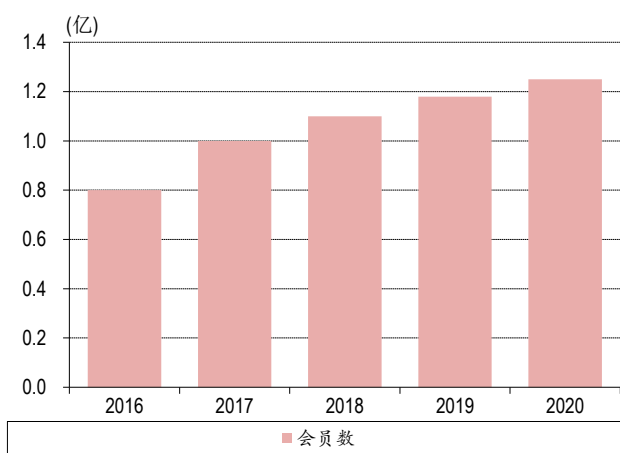
图表 65. 2021 年首旅酒店股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

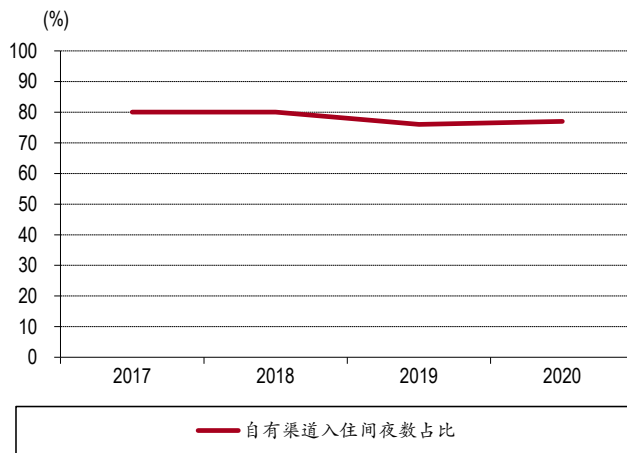
**通过酒店数字化发展优化会员权益和提升宾客体验。**公司会员数从 2016 年的 8,033 万人上涨到 2020 年 1.25 亿人，年均复合增速为 9.34%。且公司自有渠道入住间夜数占比维持 80% 左右。公司以庞大的会员基数为基础，通过整体权益优化以及基于大数据的敏捷 CRM 系统精准分析会员需求，推出个性化营销方案，给客户提供更加舒适的客户体验，提升公司会员的黏着度和复购率。酒店数字化是酒店未来发展的新趋势，为了进一步提升住客体验、酒店运行效率及酒店经营价值，公司为酒店业务量身打造出新一代酒店管理平台——智慧酒店物联网总控平台（PIOS），进一步向智慧酒店推进。目前，首旅酒店集团旗下 500 多家门店已经应用 PIOS，涉及功能包含房间智能客控、宾客住店服务反馈，酒店餐厅客流量实时展示，酒店能耗系统对接等等。它兼顾宾客住宿体验和酒店运营效率，为每位宾客提供差异化和个性化服务，从而形成公司最为突出的核心竞争力。除了总控平台的数字化转型，运营管理也正在朝着数字化转型发展，2020 年首旅如家推出在线运营管理平台“管家宝”，实现了从新店签约、工程管理、酒店运营和销售等各主要业务环节移动化线上管理，促进公司内部信息互通、数据共享和效率提升，数字化管理再次步上新台阶。

图表 66. 首旅酒店会员人数变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 67. 首旅酒店自有渠道入住间夜数占比



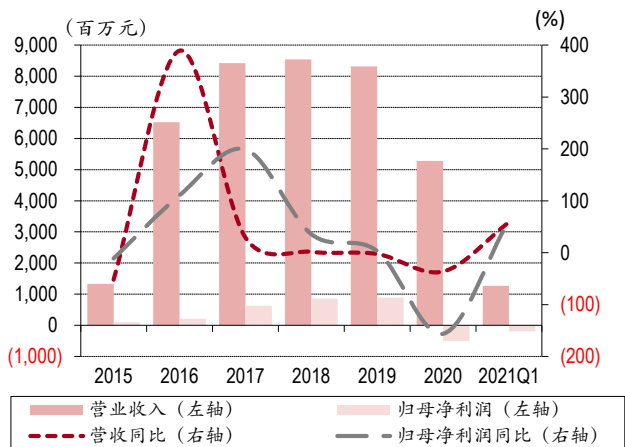
资料来源：公司公告，中银证券

## 公司经营数据分析

### 首旅酒店集团营业收入及净利润分析

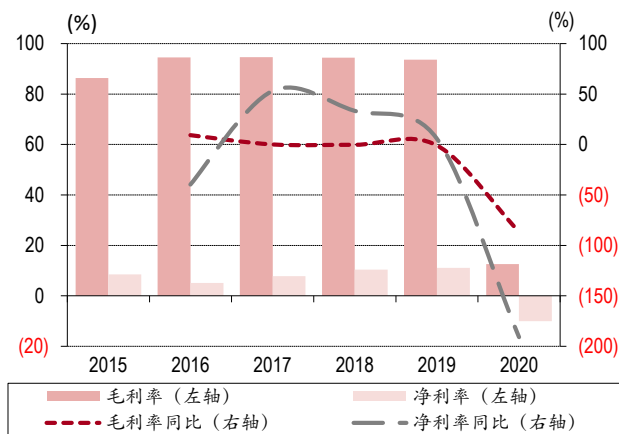
**疫情前营收总体呈现增长，毛利率因会计准则变动大幅下降。**首旅酒店 2016 年年度报表数据开始合并如家酒店集团 4 至 12 月的经营数据，导致 2016 年财务指标与上年相比有较大波动。2017 年全面合并如家酒店经营数据后，营业收入和净利润均大幅上涨，营业收入从 2015 年 13.32 亿增加到 2019 年的 83.16 亿元，年均复合增速为 44.24%；净利润从 1 亿元增加到 8.85 亿元，年均复合增速为 54.66%。2020 年由于疫情影响导致营收和净利大幅下降，营业收入为 52.82 亿元，同比下降 36.45%；净利润亏损 4.96 亿元，同比下降 156.05%。2021 年第一季度因受到疫情局部散发现象和就地过年政策，导致营收为 12.71 亿元，净利仍亏损 1.9 亿元，但同比增速均实现正增长分别为 58.75% 和 63.66%。在 2020 年之前，首旅酒店的毛利率一直维持在 94% 以上，2020 年毛利率为 12.62%，主要是由于公司执行新收入准则将营业成本与销售费用，管理费用重新分类调整，进而导致 2020 年营业成本为 46.15 亿元，同比增长 779.24%。若不考虑调整因素，其营业成本为 3.58 亿元，同比下降为 46.65%。

图表 68. 首旅酒店营业收入及归母净利变化



资料来源：公司公告，中银证券

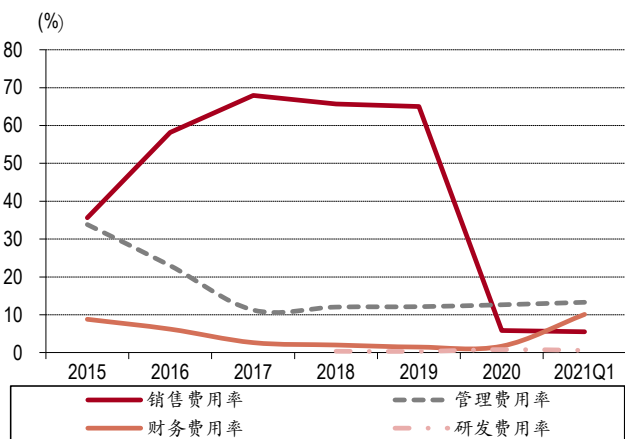
图表 69. 首旅酒店毛利率与净利率变化



资料来源：公司公告，中银证券

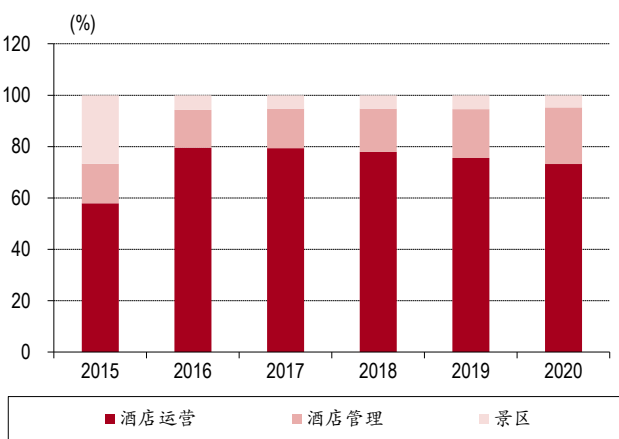
费用率波动受到疫情和新会计准则的影响，研发费用因数字化升级上涨。2016 年合并前后，销售费用率变动最大，其次是管理费用率。销售费用率从 2015 年的 35.55% 涨到 2017 年的 67.95%，之后开始略微小幅下降，在 2020 年因执行新收入准则从 2019 年的 64.99% 大幅下降至 5.87%，如不考虑调整因素，2020 年销售费用为 42.88 亿元，比 2019 年同期减少 11.13 亿元，主要是获得酒店租金减免，优化人力成本和能源、物料使用减少。管理费用率从 2015 年的 33.81% 下降至 2017 年 11.26%，之后缓慢上升，2020 年管理费用率为 12.65%。2021 年第一季度财务费用率波动最大，其原因为执行新租赁准则，导致利息支出较上年增加 1.05 亿元，财务费用率因此涨至 10.11%。2020 年，公司研发费用为 4,425.72 万元，同比增长 67.69%。研发费用主要是用于数字化升级，因此首旅酒店近年来研发费用逐步增加。

图表 70. 首旅酒店费用率变化



资料来源：公司公告，中银证券

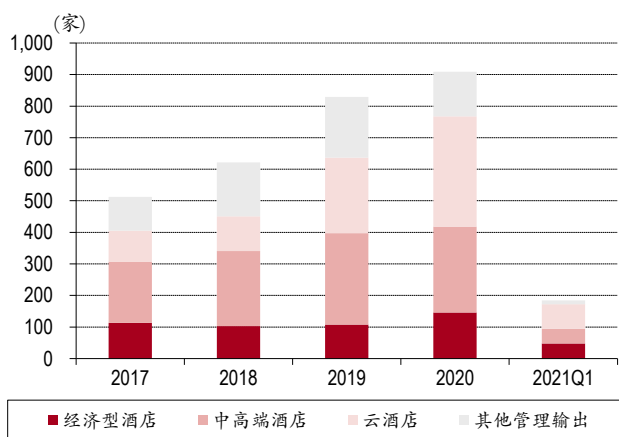
图表 71. 首旅酒店主要营收构成



资料来源：公司公告，中银证券

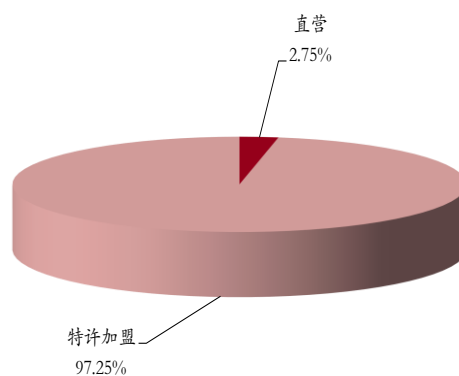
**加速开店步伐以加盟店为主，加强规模效应。**近年来公司的头等战略则是加速规模发展，从2017年开始总开店数和加盟特许开店数不断上涨，2020年每季度加速开店，第一季度开店数为62家，第二季度为188家，第三季度为298家，第四季度为361家，总计全年公司新开店数量为909家创历史新高，截至2020年末储备店为1,219家，也是公司储备量新高。在2015年，景区营收占比还有26.66%，当合并彻底完成后，2017年景区营收占比仅剩5.27%，2020年占比低于5%为4.79%。酒店运营营收占比从2015年的57.90%上升至2017年的79.34%，之后开始逐年小幅下降，2020年占比为73.22%。近年来公司的扩张策略是以加盟扩张为主，酒店管理带来的营收占比则是不断上升，不断实现首旅发展核心之一的“向存量要效益”。收取酒店加盟管理费带来的营收占比从2015年的15.44%上涨至2020年的21.99%。在新开店中直营店为25家全部是中高端酒店，特许加盟店为884家，占新开店比例达97.2%。其中作为教练模式的云酒店，因其经营提升明显、成长性较好、初始投入低、广受市场欢迎，是近几年公司轻资产管理模式扩张主力。2020年公司一共开了250家云酒店，占总新开店的38.5%，同比增长幅度达45.83%。2021年第一季度新开184家酒店，其中云酒店78家，占新开店总数比例的42.39%，公司提出2021年计划开店1,400-1,600家，进一步彰显酒店规模效应的作用。

图表 72. 首旅酒店新开店数变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 73. 2020 年首旅酒店直营和特许加盟新开店占比

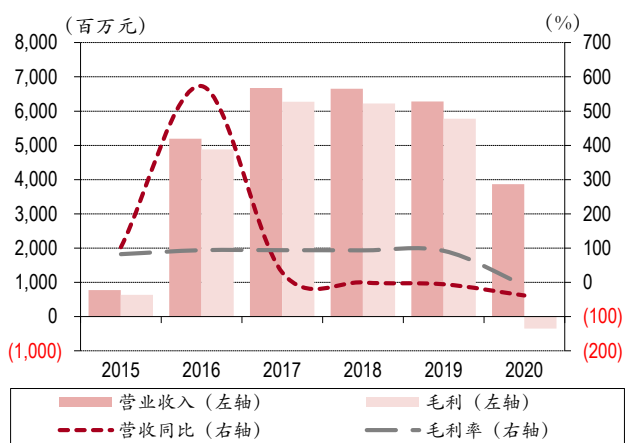


资料来源：公司公告，中银证券

## 酒店运营业务表现

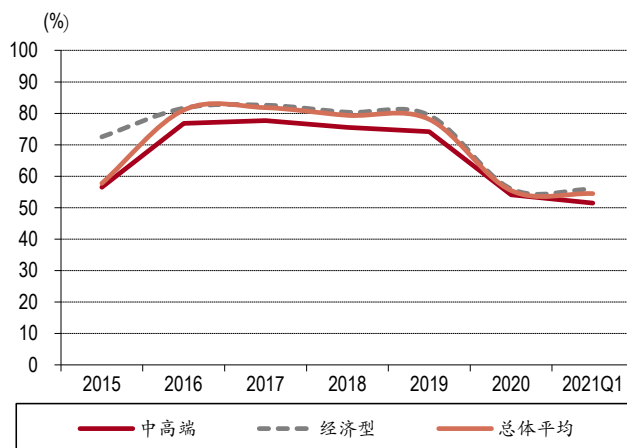
**直营酒店营收逐年下降。**直营酒店是指以自有物业或租赁物业，使用旗下品牌自行进行经营管理的酒店。在2016年合并如家前首旅酒店营收2016年仅为7.71亿元，合并完成后2017年营业收入增长至66.77亿元，之后几年接连受到2018年经济环境低迷、2019年疫情的影响营收逐年下降，至2020年营收仅为38.67亿元，同比下降38.41个百分点。毛利同营收发展走势一致，2015年毛利为6.35亿元，2017年是近年来的高点，为62.74亿元，2020年为亏损3.47亿元，同比下降106.02%，除去疫情影响的原因之外，执行新收入准则也是导致下降幅度大的原因之一。

图表 74. 首旅直营酒店营收及毛利变化



资料来源：公司公告，中银证券

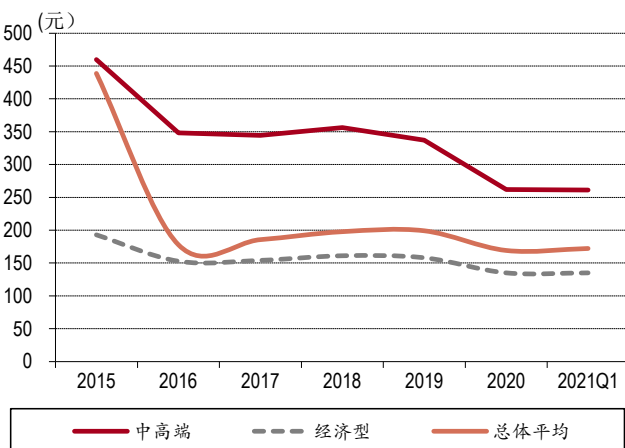
图表 75. 首旅直营酒店 OCC 变化



资料来源：公司公告，中银证券

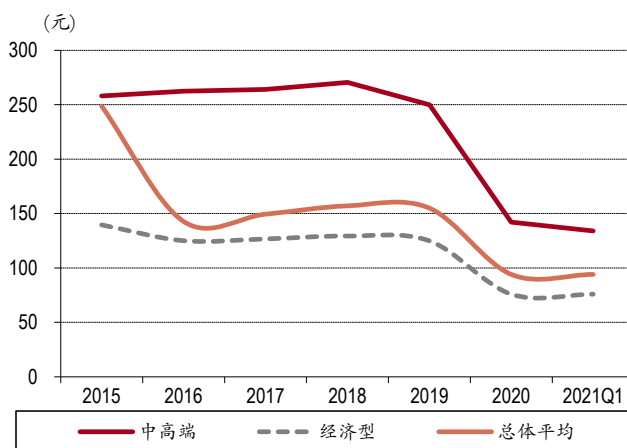
**直营酒店在受疫情影响前 OCC/ADR/RevPAR 呈逐步上升趋势。**相比合并之前，如家酒店合并之后拉动首旅酒店整体入住率的上涨，直营酒店中的经济型酒店入住率比中高端酒店入住率略高，中高端酒店入住率在 2020 之前均保持在 74% 以上，经济型酒店的入住率保持在 79% 以上，整体直营酒店平均入住率在 78% 以上，在 2017 年为入住率高峰，中高端酒店/经济型酒店/总直营酒店的入住率分别为 77.71%/82.61%/80.80%。随后受 2018 年经济危机后出现微小波动，受疫情影响后开始下降，在 2020 年中高端酒店/经济型酒店/总直营酒店的入住率分别 54.10%/56.00%/55.50%，总体下降幅度为 28.94%。由于在合并前首旅酒店以中高端酒店为主，因此 2015 年中高端酒店平均房价在 460 元，经济型酒店平均房价 193 元，直营酒店平均房价为 439 元。在整体并购完成后平均房价有所下降，再加之如家酒店的经济型酒店体量大，导致首旅直营酒店整体平均房价下降幅度大，总体平均 ADR 从 2015 年的 439 元跌至 2016 年的 178 元，之后价格波动不大。2020 年总体 ADR 从 2019 年 199 元下降至 169 元，下降幅度为 15.08%。直营酒店中的中高端酒店 RevPAR，没有受到收购影响从 2015 年开始一直在缓慢上涨，从 2015 年的 258 元涨至 2018 年高峰，其 RevPAR 为 271 元，后开始下降至 2019 年的 250 元，受到疫情打击后降至 142 元。2020 总体 RevPAR 从 2019 年的 155 元下降至 2020 的 94 元，下降幅度为 39.35%。2021 第一季度，由于受到局部疫情散发和就地过年政策影响，因此整体经营数据与 2020 年基本持平，OCC/ADR/RevPAR 分别为 54.5%/172 元/94 元，分别恢复至 2019 年的 70%/86%/60%。

图表 76. 首旅直营酒店 ADR 变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 77. 首旅直营酒店 RevPAR 变化

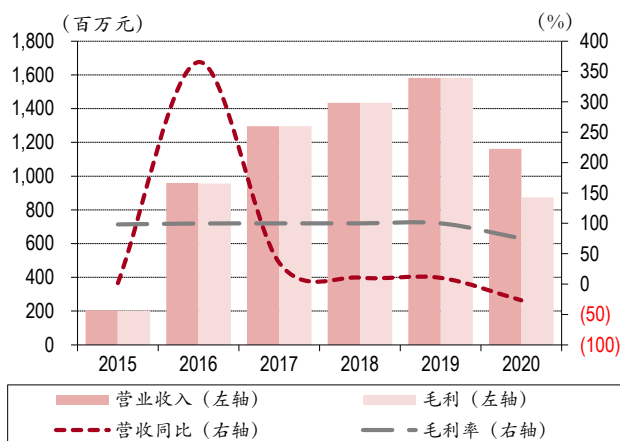


资料来源：公司公告，中银证券

## 酒店管理业务表现

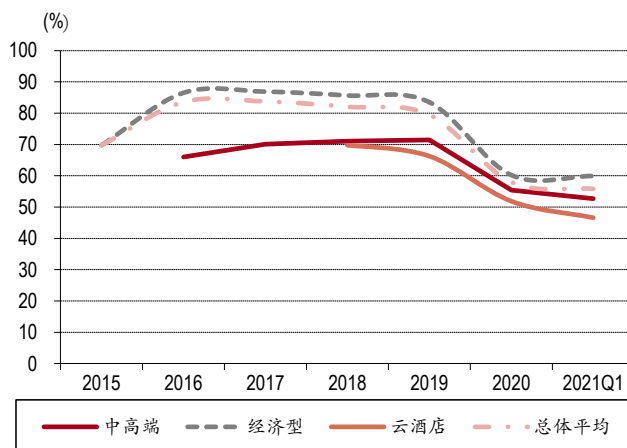
以加盟为主的扩张策略，加盟酒店营收逐年上升。公司始终坚持以加盟为主的扩张策略。在使用之前的会计准则下由于酒店管理模式几乎无成本付出，因此毛利率接近 100%，加盟酒店毛利率要高于直营酒店毛利率。在受疫情影响前，酒店管理业务一直是在不断上升，从 2016 年的 9.58 亿元上升至 2019 年的 15.82 亿元，年均复合增速为 10.55%。2020 年受疫情影响后，针对 4,000 多家加盟酒店推出加盟费减免政策，因此导致营收有所下降，下降至 11.61 亿元，同比下滑 26.6%。加之会计准则变动使得酒店管理成本上升，毛利及毛利率则同步下降，毛利下滑至 8.73 亿元，毛利率下滑至 75.23%。但是就整体来说，酒店管理业务营收同比下滑比酒店运营业务同比下滑受疫情影响小一些。

图表 78. 首旅加盟理酒店营收及毛利变化



资料来源：公司公告，中银证券

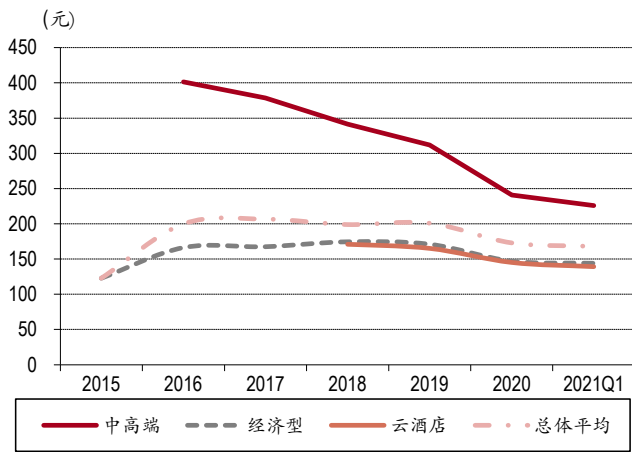
图表 79. 首旅加盟酒店 OCC 变化



资料来源：公司公告，中银证券

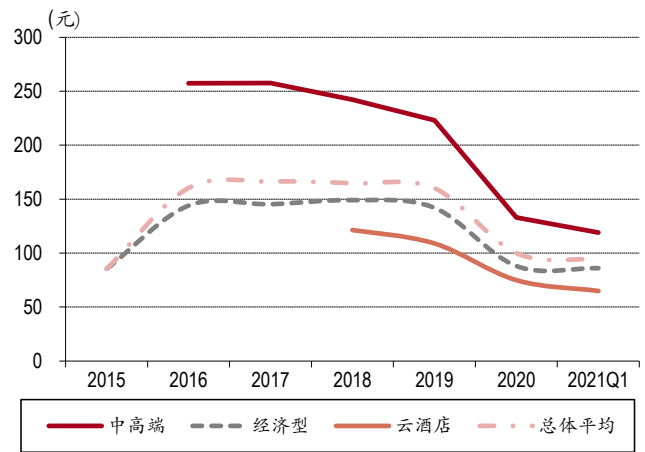
加盟酒店近几年经济型经营数据变动不大，中高端 OCC 小幅上升，ADR 和 RevPAR 大幅下降。在成功私有化如家酒店之后，2016 年整体平均入住率明显上升，入住率达 83.55%，其上升的主要原因为经济型酒店的入住率高达 86.48% 从而拉升总体入住率的提升。期间也出现了 ADR 和 RevPAR 同步上涨的状况。之后持续维持着良好的经营数据，直至受到疫情冲击从而开始下降。加盟经济型酒店 2020 三大经营数据 OCC/ADR/RevPAR 分别为 60.2%/147 元/88 元。中高端酒店平均房价从 2016 年以来不断下降的因素众多，其中不乏有内生的经济周期因素、行业供需不平因素，还有中高端酒店开店数不断增加的因素。虽然中高端酒店入住率在疫情前持续小幅上涨，但上涨幅度远远低于平均房价的下降幅度，进而使得 RevPAR 也是不断下降，2020 年因受到疫情影响更是大幅下滑。加盟型中高端酒店三大经营数据 OCC/ADR/RevPAR 分别从 2016 年 66.04%/402 元/257 元下降到 2020 年的 55.4%/241 元/133 元。云酒店三大经营数据 OCC/ADR/RevPAR 分别从 2018 年 69.79%/171 元/121 元下降到 2020 年的 51.9%/139 元/65 元。2021 年第一季度虽受到散发病例影响和酒店过年影响，但是三大经营数据跌幅均缩窄，加之第二季度有清明和五一两个小长假，其经营数据有望进一步上涨。

图表 80. 首旅加盟酒店 ADR 变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 81. 首旅加盟酒店 RevPAR 变化

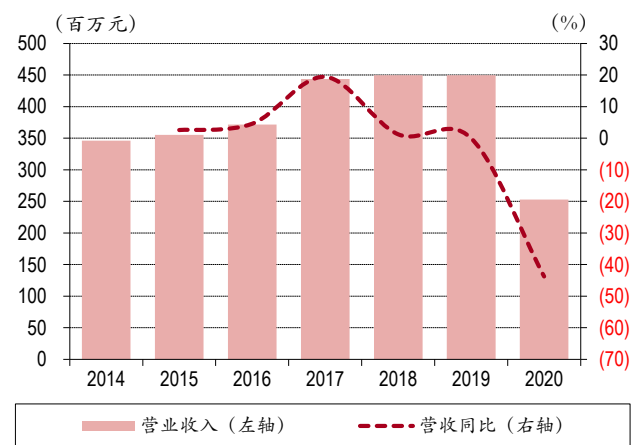


资料来源：公司公告，中银证券

### 景区业务表现

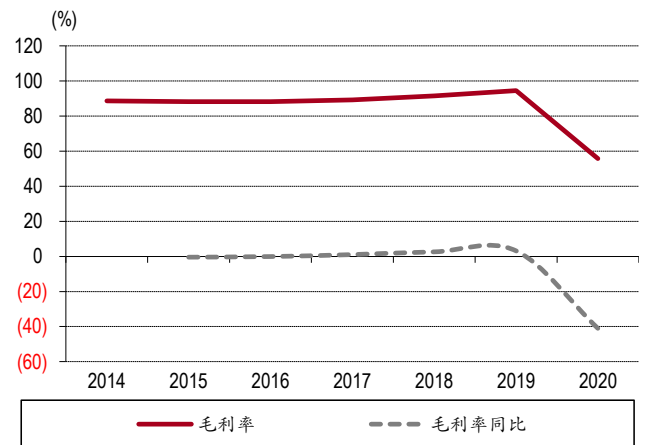
景区营收虽占比不高，但是营收相对比较稳定且毛利率相对较高。公司控股 74.81% 的海南南山景区为公司唯一经营的 5A 级景区。海南南山景区运营主要通过景区的门票、餐饮、商品、住宿、园区内交通等获得收入利润。景区营业收入在疫情前均是平稳增长，从 2014 年 3.46 亿上涨至 2019 年的 4.50 亿元，年均复合增速为 4.48%。2020 年营业收入为 2.53 亿元，同比下降 43.72%。毛利率在更新会计准则前均保持在 88% 以上，2019 年更是上涨至 94.43%。2020 年因收入准则变更对三费进行调整加之营收大幅下降，导致景区业务毛利率大幅下滑至 55.70%，同比下降 41.01%，但仍比酒店业务准则变更后的毛利率高。2020 第 4 季度景区运营业务实现利润总额 4,634.93 万元，比 2019 年增加 1,287.53 万元，同比上涨 38.46%，由此可知景区业务经营正随着疫情稳定、经济活动恢复正在逐渐好转。

图表 82. 首旅景区业务营业收入变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 83. 首旅景区业务毛利率变化



资料来源：公司公告，中银证券

## 盈利预测、相对估值及投资建议

图表 84. 首旅酒店营业收入与毛利率预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>酒店直营</b>					
收入 (百万元)	6,279.25	3,867.53	5,453.22	6,162.14	6,655.11
yoy	( 5.65% )	( 38.41% )	41.00%	13.00%	8.00%
成本 (百万元)	499.83	4,215.45	4,552.69	5,007.95	5,558.83
yoy	15.30%	743.38%	8.00%	10.00%	11.00%
毛利率	92.04%	( 9.00% )	16.51%	18.73%	16.47%
<b>酒店管理</b>					
收入 (百万元)	1,582.29	1,161.35	1,683.96	2,290.18	2,862.73
yoy	10.35%	( 26.60% )	45.00%	36.00%	25.00%
成本 (百万元)	0.02	287.66	310.67	329.31	342.49
yoy	( 60.00% )	1438200.00%	8.00%	6.00%	4.00%
毛利率	100.00%	75.23%	81.55%	85.62%	88.04%
<b>景区运营</b>					
收入 (百万元)	449.57	253.00	399.74	459.70	473.49
yoy	0.01%	( 43.72% )	58.00%	15.00%	3.00%
成本 (百万元)	25.05	112.08	106.48	95.83	86.25
yoy	( 34.60% )	347.43%	-5.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	94.43%	55.70%	73.36%	79.15%	81.79%
<b>营业收入合计 (百万元)</b>	<b>8,311.11</b>	<b>5,281.88</b>	<b>7,536.91</b>	<b>8,912.02</b>	<b>9,991.33</b>
yoy	( 2.67% )	( 36.45% )	42.69%	18.24%	12.11%
<b>综合毛利率</b>	<b>94%</b>	<b>13%</b>	<b>34%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>

资料来源：公司公告，中银证券

## 盈利预测与相对估值

我们预计首旅酒店 2021 年至 2023 年营收分别为 75.37 亿元、89.12 亿元、99.91 亿元，分别同比变化 42.69%、18.24%、12.11%；归母净利润在 2021 年预计扭亏盈利 8.04 亿元，同比变化 262.07%，2022 至 2023 年预计盈利 11.42 亿元、13.58 亿元，分别同比变化 42.06%、18.92%；当前股本下，预计每股收益率分别为 0.81 元、1.16 元、1.38 元，市盈率分别为 29.32 倍、20.64 倍、17.35 倍。

图表 85. 首旅酒店可比上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600258.SH	首旅酒店	买入	23.86	235.67	0.81	1.16	1.38	29.32	20.64	17.35
600754.SH	锦江酒店	增持	50.33	538.55	1.03	1.64	2.07	49.06	30.77	24.33
1179.HK	华住酒店	未有评级	37.90	1,033.03	0.55	0.98	1.22	57.61	32.37	25.89
可比公司均值								45.33	27.93	22.52
<b>600258.SH</b>	<b>首旅酒店</b>	<b>买入</b>	<b>23.86</b>	<b>235.67</b>	<b>0.81</b>	<b>1.16</b>	<b>1.38</b>	<b>29.32</b>	<b>20.64</b>	<b>17.35</b>

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 7 月 21 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

### 投资建议

民众休闲度假、商务出行需求受到长期压制，随着我国疫情防控良好，疫苗接种人群的增加，国内疫情再次大爆发的可能性降低。中国旅游发展有望持续恢复，连带着与之紧密相关的酒店业一同发展。首旅酒店不断在推进全系列多品牌的发展，从标准住宿覆盖到非标住宿，整体规模化不断扩大，加速市场下沉，同时加强中高端的扩张力度提高市占率。加之今年环球影城主题乐园的开业和明年冬奥会的开幕会对华北地区酒店入住率有所促进，有望提高公司营业收入。同时新开发的管理平台上线，有望通过“管家宝”和智慧酒店物联网总控平台持续降本增效，提高公司净利率。首次覆盖，给予**买入**评级。

### 风险提示

#### 区域经济恢复的结构性差异

因受疫情影响，可能不同区域经济受到疫情影响程度不同，进而恢复程度也会有不同。

#### 门店扩张规模不及预期

虽然公司加盟店扩张正在稳步推进，但其他龙头企业扩张意图也比较明显，酒店加盟竞争仍较为激烈，若酒店加盟不及预期可能会影响公司的整体营收规模。

#### 新冠疫情反复风险

国内疫情防控常态化，疫苗接种普及率高，但仍有可能局部散发病例和变异病毒造成疫情的反复。

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	8,311	5,282	7,537	8,912	9,991
销售成本	(581)	(4,649)	(5,019)	(5,495)	(6,055)
经营费用	(5,561)	(370)	(664)	(1,001)	(1,214)
息税折旧前利润	2,170	262	1,854	2,417	2,723
折旧及摊销	(851)	(819)	(789)	(819)	(837)
经营利润(息税前利润)	1,318	(557)	1,065	1,598	1,886
净利息收入/(费用)	(105)	(65)	0	75	172
其他收益/(损失)	131	61	107	82	91
税前利润	1,277	(585)	1,128	1,678	2,024
所得税	(358)	54	(282)	(470)	(587)
少数股东权益	34	(35)	42	66	79
净利润	885	(496)	804	1,142	1,358
核心净利润	886	(496)	801	1,139	1,354
每股收益(人民币)	0.896	(0.502)	0.814	1.156	1.375
核心每股收益(人民币)	0.897	(0.502)	0.811	1.153	1.371
每股股息(人民币)	0.070	1.977	0.065	0.116	0.165
收入增长(%)	(3)	(36)	43	18	12
息税前利润增长(%)	8	(142)	(291)	50	18
息税折旧前利润增长(%)	3	(88)	606	30	13
每股收益增长(%)	2	(156)	-	42	19
核心每股收益增长(%)	2	(156)	-	42	19

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,277	(585)	1,128	1,678	2,024
折旧与摊销	851	819	789	819	837
净利息费用	122	90	43	2	(47)
运营资本变动	(35)	46	(292)	43	(26)
税金	(323)	19	(282)	(470)	(587)
其他经营现金流	(88)	52	(342)	(185)	(324)
经营活动产生的现金流	1,804	440	1,045	1,887	1,877
购买固定资产净值	(168)	(257)	(165)	(132)	(133)
投资减少/增加	(145)	49	40	50	60
其他投资现金流	49	(474)	347	281	283
投资活动产生的现金流	(264)	(682)	222	199	210
净增权益	(69)	(1,953)	(64)	(114)	(163)
净增债务	(613)	(191)	(536)	(25)	(25)
支付股息	69	1,953	64	114	163
其他融资现金流	(185)	18	(21)	(116)	(116)
融资活动产生的现金流	(798)	(173)	(557)	(141)	(141)
现金变动	742	(415)	709	1,945	1,946
期初现金	1,032	1,777	1,375	2,084	4,029
公司自由现金流	1,540	(242)	1,267	2,086	2,086
权益自由现金流	1,049	(343)	773	2,062	2,014

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,777	1,375	2,084	4,029	5,975
应收帐款	189	187	353	290	434
库存	48	41	97	46	104
其他流动资产	175	150	1,644	1,374	2,618
流动资产总计	2,542	2,357	4,916	6,435	9,958
固定资产	2,559	2,429	2,096	1,797	1,497
无形资产	3,791	3,665	3,454	3,240	3,026
其他长期资产	1,252	1,453	1,333	1,483	1,593
长期资产总计	7,602	7,547	6,883	6,519	6,115
总资产	17,110	16,633	18,078	18,825	21,519
应付帐款	129	121	431	324	508
短期债务	234	600	300	275	250
其他流动负债	3,505	4,173	4,844	4,579	5,839
流动负债总计	3,869	4,894	5,575	5,178	6,597
长期借款	1,793	1,028	1,000	1,000	1,000
其他长期负债	2,151	2,075	2,000	2,050	2,050
股本	988	988	988	988	988
储备	8,034	7,478	8,218	9,246	10,441
股东权益	9,022	8,466	9,205	10,233	11,428
少数股东权益	350	255	298	364	443
总负债及权益	17,110	16,633	18,078	18,825	21,519
每股帐面价值(人民币)	9.13	8.57	9.32	10.36	11.57
每股有形资产(人民币)	5.30	4.86	5.82	7.08	8.51
每股净负债/(现金)(人民币)	0.25	0.26	(0.79)	(2.79)	(4.78)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	26.1	5.0	24.6	27.1	27.3
息税前利润率(%)	15.9	(10.5)	14.1	17.9	18.9
税前利润率(%)	15.4	(11.1)	15.0	18.8	20.3
净利率(%)	10.6	(9.4)	10.7	12.8	13.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.7	0.5	0.9	1.2	1.5
利息覆盖率(倍)	10.2	(5.3)	14.0	23.9	28.7
净权益负债率(%)	2.7	2.9	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.5	0.9	1.2	1.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	26.6	(47.5)	29.3	20.6	17.4
核心业务市盈率(倍)	26.6	(47.5)	29.4	20.7	17.4
市净率(倍)	2.6	2.8	2.6	2.3	2.1
价格/现金流(倍)	13.1	53.6	22.6	12.5	12.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	90.8	12.3	8.6	6.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	31.0	3.5	5.0	4.8	4.5
应收帐款周转天数	9.2	13.0	13.1	13.2	13.2
应付帐款周转天数	5.6	8.7	13.4	15.5	15.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	7.8	n.a.	8.0	10.0	12.0
净资产收益率(%)	10.3	(5.7)	9.1	11.7	12.5
资产收益率(%)	5.6	(3.3)	4.6	6.2	6.6
已运用资本收益率(%)	2.0	(1.1)	1.9	2.5	2.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测