

证券研究报告—动态报告

社会服务

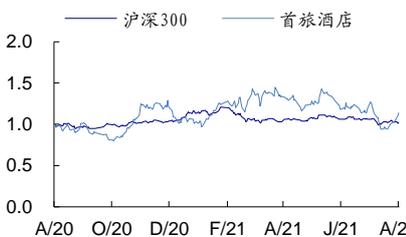
旅游综合 II

首旅酒店(600258)
买入

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 27 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	987/982
总市值/流通(百万元)	22,179/22,067
上证综指/深圳成指	3,485/14,454
12 个月最高/最低(元)	29.91/15.49

相关研究报告:

《首旅酒店-600258-2021 年一季报点评: 一季报减亏, 启动定增推动展店加速》——2021-05-01

《首旅酒店-600258-2020 年年报点评: 20 年新开店达标, 21 年关注同店恢复与开店加速》——2021-04-27

《首旅酒店-600258-深度报告: 低估值酒店龙头, 顺周期御风而行》——2020-11-17

《首旅酒店-600258-2020 年三季报点评: Q3 盈利转正, 关注行业复苏弹性与环球影城概念》——2020-10-30

《首旅酒店-600258-2020 年半年报点评: 环比趋势逐步复苏, 龙头有望逆势加速集中》——2020-08-28

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

证券分析师: 姜甜

电话: 0755-81981367
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
Q2 恢复约 9 成, 再融资积极推进中
● 中报业绩扭亏符合预期, Q2 营收恢复超 9 成

2020H1, 公司实现营收 31.44 亿元/+65.09%, 归母业绩亏 0.65 亿元/+109.38% (扣非业绩 0.49 亿元/+106.98%), EPS0.07 元, 符合预期。Q2 公司营收/业绩/扣非业绩分别恢复至 2019 年的 92%/84%/86%。

● Q2 经营逐步回暖, 轻管理门店快速扩张

2021Q2, 首旅如家 RevPAR+80.6% (ADR+38.5%/OCC+16.8pct, 其中经济型/中高端/轻管理酒店 RevPAR 各增 77.1%/86.3%/49.5%); 与 19Q2 相比, 公司整体 RevPAR 恢复 91.5% (ADR+1.9%/OCC-8.2pct); 同店 RevPAR 恢复 90.1%, ADR-0.6%, OCC-7.5pct。2021H1, 公司新开店数达到 508 家 (直营/加盟各 9/499 家, 经济型/中高端/轻管理/其他各 49/115/306/38 家), 开店加速, 净增 337 家, 轻管理净增 267 家。其中 Q2 公司新开/净增 324/240 家。截至 2021H1, 公司酒店数量 5,232 家, 客房间数 448,498 间, 储备门店达到 1599 家, 中高端酒店占比超 40%, 助力后续展店。在疫情相对好转下, 上半年公司毛利率增长至 28.03%, 不考虑新租赁准则影响, 费用率均同比下降。

● 暑期疫情预计影响 Q3 经营表现, 积极推进再融资助力中线发展

今年暑期疫情扰动预计影响公司 Q3 及全年经营表现。但与此同时, 过往经验显示每次疫情一旦企稳, 酒店龙头 RevPAR 基本能较快恢复至接近疫情前水平, 显示行业韧性仍存。近两年持续疫情反复下, 行业出清也持续助力连锁集中和龙头成长。公司去年明确三年万店目标, 今年展店明显提速, 疫情下仍预计全年 1400-1600 家开店目标不变。截止 2021 年 6 月 30 日, 公司拥有 1.29 亿会员, 同比增长 7%, 会员基础继续夯实。同时, 公司正在积极推进再融资, 拟非公开发股募资不超 30 亿元助力发展, 大股东拟积极参与彰显对公司后续发展的信心。

● 风险提示

宏观及疫情等系统性风险, 收购整合或国企改革或低于预期等。

● 环球影城开业临近, 再融资积极推进中, 维持“买入”

考虑疫情反复, 下调公司 21-23 年 EPS 至 0.34/1.00/1.24 元, 对应 PE 67/23/18 倍, 考虑增发摊薄 22 年 26x。酒店行业韧性仍存, 环球影城开业有望临近, 公司积极推进再融资, 中线成长仍有期待, 维持买入。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,311	5,282	6,869	8,804	9,790
(+/-%)	-2.7%	-36.4%	30.1%	28.2%	11.2%
净利润(百万元)	885	-496	337	988	1228
(+/-%)	3.3%	-156.0%	-168.0%	193.1%	24.3%
摊薄每股收益(元)	0.90	-0.50	0.34	1.00	1.24
EBIT Margin	15.9%	-6.5%	7.7%	16.2%	17.9%
净资产收益率(ROE)	9.9%	-5.9%	3.9%	10.8%	12.4%
市盈率(PE)	25.6	-45.6	67.1	22.9	18.4
EV/EBITDA	18.0	1045.9	32.4	16.4	13.9
市净率(PB)	2.53	2.70	2.64	2.47	2.28

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

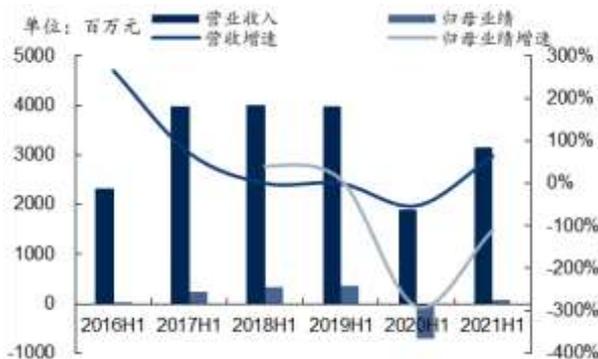
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2021H1 业绩扭亏，符合预期，Q2 营收恢复超 9 成

2021H1，公司实现营收 31.44 亿元/+65.09%，实现归母业绩 0.65 亿元/+109.38%（扣非业绩 0.49 亿元/+106.98%），EPS0.07 元，符合预期。与 2019H1 相比，公司收入恢复 79%，业绩恢复 18%，扣非业绩恢复 15%，上半年国内疫情阶段扰动仍部分影响公司整体业绩恢复。

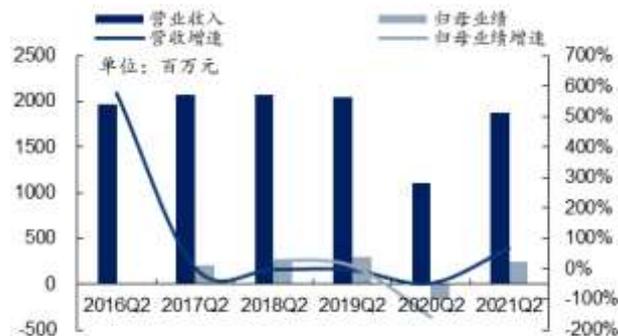
但聚焦 Q2 单季，公司实现营收 18.73 亿元/+69.69%，实现归母业绩/扣非业绩 2.47/2.39 亿元，同比扭亏。与 2019Q2 相比，公司营收恢复 92%，归母业绩和扣非业绩分别恢复 84%、86%，考虑 6 月尚有华南疫情扰动和北京客流调控影响，公司 Q2 盈利恢复仍可圈可点。

图 1：公司 2021H1 年收入和业绩表现



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 2021Q2 收入和业绩表现



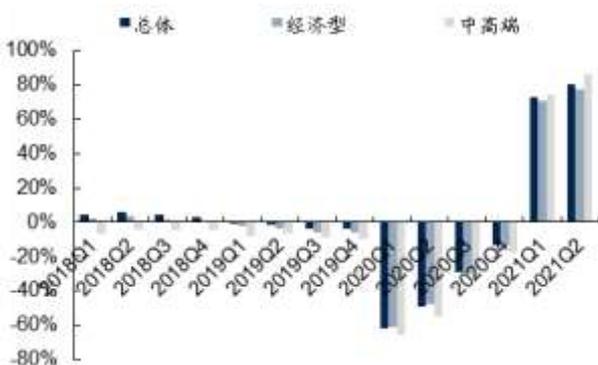
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

Q2 经营逐步回暖，轻管理门店快速扩张

经营数据: 2021Q2，首旅如家整体 RevPAR148 元/+80.6%，房价 206 元/+38.5%，出租率 71.9%/+16.8pct。与 19Q2 相比，公司 RevPAR 恢复 91.5%，ADR+1.9%，OCC-8.2pct。其中经济型/中高端/轻管理酒店 RevPAR 各增 77.1%/86.3%/49.5%，分别恢复至 2019 年的 92.1%/83.5%/81.3%。

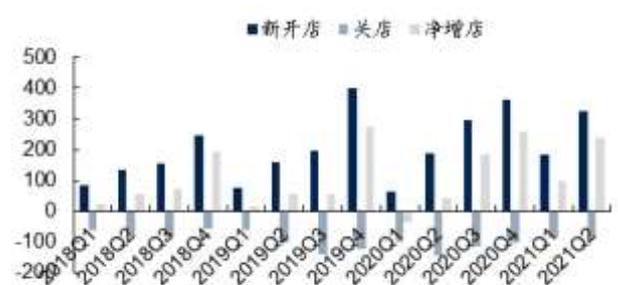
同店方面，2021Q2 公司成熟门店 RevPAR150 元/+74.9%，平均房价 204 元/+36.0%；出租率 73.6%/+16.4pct。与 2019Q2 相比，公司同店 RevPAR 恢复 90.1%，ADR-0.6%，OCC-7.5pct。其中经济型/中高端/轻管理酒店 RevPAR 各增 69.3%/85.9%/59.6%，分别恢复至 2019 年的 90.3%/86.5%/91.5%。

图 3：公司经济型及中高端酒店季度 RevPAR 变动趋势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：如家季度开店情况



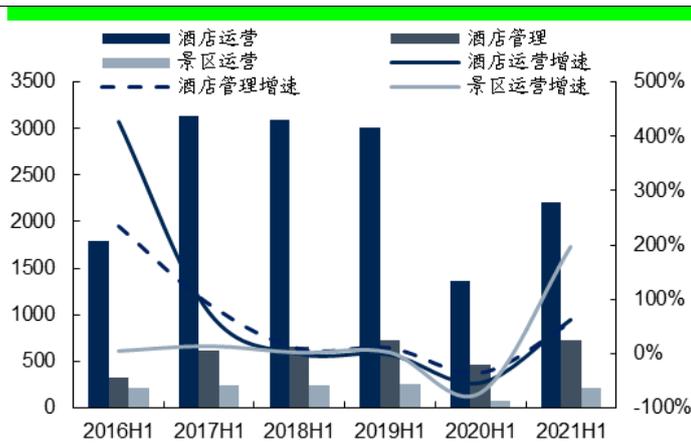
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

开店方面：轻管理品牌助力公司门店加速扩张。2021H1，公司新开店数达到508家/+103%（直营/加盟各9/499家，经济型/中高端/轻管理/其他各49/115/306/38家），开店加速，净增337家（其中轻管理系的云酒店+华驿酒店合计净增267家）。2021Q2，公司新开店数量为324家（直营2/加盟322家，经济型/中高端/轻管理/其他各29/69/200/26家），轻管理为主，门店净增240家。

截至2021H1，公司酒店数量5,232家（含境外1家），客房间数448,498间。公司中高端酒店数量1,260家，占比24.1%，客房间数137,690间，占总客房间数的30.7%，继续提升。截至6月底，公司已签约未开业和正在签约店达到1599家，其中中高端酒店占比超过40%，为后续开店奠定了坚实的基础。

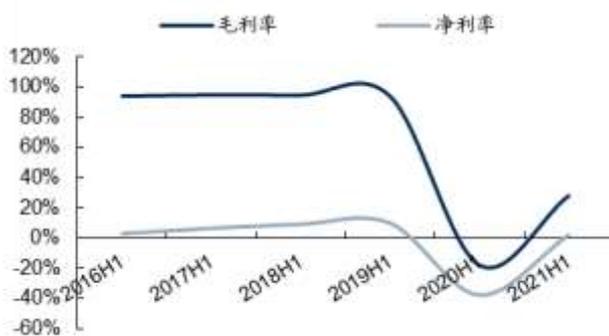
综合来看，2021年上半年，公司酒店运营收入22.03亿元/61.26%，恢复至2019年同期的73.09%；酒店管理收入7.32亿元/56.41%，较2019年同期+0.70%；酒店分部利润总额亏损625.50万元。此外三亚南山景区收入2.10亿元/196.21%，恢复至2019年同期的83.79%；利润总额1.04亿元，恢复至2019年的87.84%。

图5：公司分业务收入增长情况



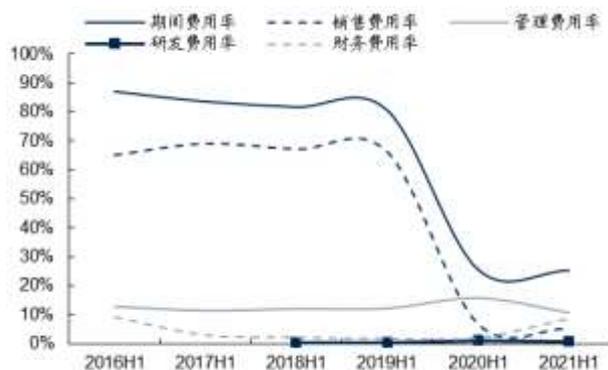
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司期间费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

财务分析：公司从2021年起实施新租赁准则，对到期日一年以上的租赁合同，确认相关使用权资产，并计提折旧6.52亿元计入折旧费用，即营业成本内部细

分科目发生调整，此外对相应确认的租赁负债，计提利息 2.12 亿元计入财务费用。2021H1 公司毛利率为 28.03%，同比增加 46.04pct，大幅增长主要系前期受疫情影响酒店业务的刚性成本压力得到缓解及毛利率较高的景区业务占比提升。期间费用率降低 0.37pct，其中销售/管理/财务/研发费率各同比 -1.73/-4.84/+6.54/-0.35pct，若剔除新租赁准则影响，财务费用率同比-0.2pct，主要系公司通过较低利率的超短期融资券，置换利率较高的银行贷款所致。公司上半年净利率实现 1.97%，同比扭亏，但较 2019 年低 7.96pct，疫情扰动。

暑期疫情预计影响 Q3 经营表现，积极推进再融资助力中线发展

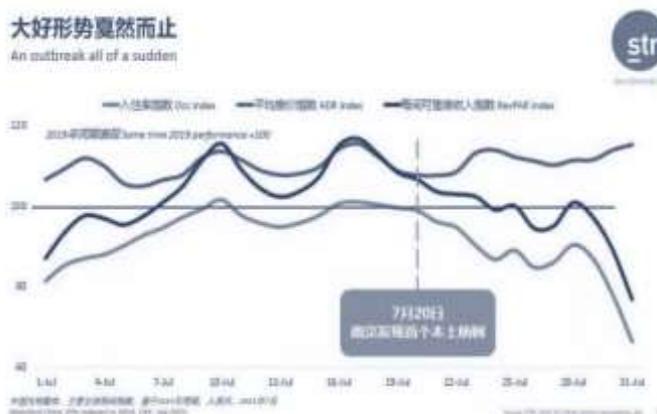
结合下图 STR 数据，酒店行业 7 月上半月经营数据持续改善，恢复到 2019 年同期水平甚至有望略超出，但 7 月下旬到 8 月酒店 RevPAR 受国内多地疫情反复影响明显承压，预计直接影响公司 Q3 及全年经营表现。

但与此同时，从疫情以来的酒店行业的变化来看，一旦疫情企稳，酒店龙头 RevPAR 基本能较快恢复至接近疫情前水平，显示行业韧性仍存。近两年持续疫情反复下，行业出清也持续助力连锁集中和龙头成长。

从公司来看，公司去年下半年明确三年万店目标，今年展店明显提速，且在疫情持续反复下中报仍明确全年 1400-1600 家开店目标不变，展示公司加速规模扩张的决心。考虑后疫情时代及酒店行业下沉市场特点，我们预计定位非标的轻管理品牌云系列+华驿酒店系公司阶段扩张主力。截止 2021 年 6 月 30 日，公司拥有 1.29 亿会员，同比增长 7%，会员基础继续夯实。

同时，公司正在积极推进再融资，拟非公开发股募资不超 30 亿元，发行价不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 80%，发股不超过 2 亿股，主要用于酒店扩张与装修升级、偿还银行贷款等，控股股东拟认购金额不超过 10.31 亿元。在行业低谷期，公司拟本次定增加速扩张，从行业发展趋势看在情理之中，未来有望更加积极主动内外优化谋发展。同时，公司控股股东大手笔认购也充分彰显对公司后续发展的信心与支持力度。

图 8: 国内酒店行业 RevPAR 变化趋势



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

环球影城开业临近，拟募资助力中线发展，维持中线“买入”

考虑今年疫情反复影响，但假设明后年国内疫情不出现大范围反复，我们下调公司 21-23 年 EPS 至 0.34/1.00/1.24 元（此前一季报时为 0.71/1.06/1.25 元，暑期旺季疫情对酒店盈利影响较大），对应 21-23PE 估值 67/23/18 倍。若考虑定增摊薄影响，假设按融资 30 亿及最新收盘价 9 折估算，则对应明后年估值

26/21x，但具体要看定增摊薄情况确定。

结合前文，酒店虽受疫情影响，但每次一旦疫情相对企稳，酒店经营恢复节奏较快，行业韧性仍存。短期来看，环球影城或有望 9 月试营业，同时伴随近期疫情逐步解封，后续经营有望回暖，公司目前积极推进再融资，加上疫情后的行业加速出清助力龙头扩张，公司中线成长仍有期待，暂维持中线买入评级。

风险提示

宏观系统性风险；国内外大规模传染疫情等风险；收购标的经营业绩波动大；收购整合或国企改革进度可能低于预期；商誉减值风险等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1375	800	1509	2512	营业收入	5282	6869	8804	9790
应收款项	278	282	362	402	营业成本	4615	5327	6376	7025
存货净额	41	70	84	93	营业税金及附加	34	44	56	63
其他流动资产	296	481	616	685	销售费用	310	319	363	378
流动资产合计	2357	2001	2946	4075	管理费用	668	652	587	572
固定资产	2429	2768	2969	3138	财务费用	90	105	87	77
无形资产及其他	3665	3518	3372	3225	投资收益	(9)	(20)	(20)	(20)
投资性房地产	7790	7790	7790	7790	资产减值及公允价值变动	172	0	0	0
长期股权投资	392	412	412	412	其他收入	(296)	0	0	0
资产总计	16633	16489	17488	18640	营业利润	(568)	402	1315	1655
短期借款及交易性金融负债	1587	1049	800	800	营业外净收支	(18)	30	30	30
应付款项	121	1400	1681	1852	利润总额	(585)	432	1345	1685
其他流动负债	3187	2078	2429	2648	所得税费用	(54)	65	323	421
流动负债合计	4894	4527	4910	5300	少数股东损益	(35)	30	34	36
长期借款及应付债券	1028	1028	1028	1028	归属于母公司净利润	(496)	337	988	1228
其他长期负债	2075	2075	2075	2075					
长期负债合计	3103	3103	3103	3103	现金流量表 (百万元)				
负债合计	7997	7630	8013	8403	净利润	(496)	337	988	1228
少数股东权益	255	276	300	325	资产减值准备	138	(99)	4	4
股东权益	8380	8582	9175	9912	折旧摊销	375	406	442	473
负债和股东权益总计	16633	16489	17488	18640	公允价值变动损失	(172)	0	0	0
					财务费用	90	105	87	77
关键财务与估值指标					营运资本变动	508	(147)	407	275
每股收益	-0.50	0.34	1.00	1.24	其它	(188)	120	20	21
每股红利	0.21	0.14	0.40	0.50	经营活动现金流	165	617	1861	2002
每股净资产	8.48	8.69	9.29	10.04	资本开支	(439)	(500)	(500)	(500)
ROIC	-2%	6%	12%	15%	其它投资现金流	(231)	0	(7)	(8)
ROE	-6%	4%	11%	12%	投资活动现金流	(616)	(520)	(507)	(508)
毛利率	13%	22%	28%	28%	权益性融资	3	0	0	0
EBIT Margin	-7%	8%	16%	18%	负债净变化	(765)	0	0	0
EBITDA Margin	1%	14%	21%	23%	支付股利、利息	(207)	(135)	(395)	(491)
收入增长	-36%	30%	28%	11%	其它融资现金流	1989	(537)	(249)	0
净利润增长率	-156%	-168%	193%	24%	融资活动现金流	49	(672)	(645)	(491)
资产负债率	50%	48%	48%	47%	现金净变动	(403)	(575)	709	1003
息率	0.9%	0.6%	1.7%	2.2%	货币资金的期初余额	1777	1375	800	1509
P/E	-45.6	67.1	22.9	18.4	货币资金的期末余额	1375	800	1509	2512
P/B	2.7	2.6	2.5	2.3	企业自由现金流	131	207	1430	1563
EV/EBITDA	1045.9	32.4	16.4	13.9	权益自由现金流	1355	(420)	1114	1505

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032