

首旅酒店 (600258)

证券研究报告

2021年09月01日

酒店复苏逐季改善，加速拓店创新高，增资扩股助成力

21H1 公司实现营收 31.44 亿元，同比+65.09%，较 19 年同期-21.21%。归母净利润 0.65 亿元，同比增加 109.38%，较 19 年同期-82.26%。扣非归母净利润 0.49 亿元，同比增加 106.98%，较 19 年同期-85.33%。

收入端：疫情防控得到，酒店复苏趋势逐季显现，环比提升。 21Q1/ 21Q2 分别实现营收 12.71 亿元/ 18.73 亿元，同比+58.75%/ +69.69%，较 19 年同期-34.60%/ -8.50%。分业务看，酒店业务营收为 29.34 亿元，利润总额亏损 625.50 万元，Q1/Q2 营收分别为 11.54 亿元/ 17.81 亿元，利润总额-2.78 亿元/ +2.72 亿元。景区运营业务营收为 2.10 亿元，利润总额 1.04 亿元，Q1/Q2 营收分别为 1.18 亿元/ 0.92 亿元，利润总额+0.61 亿元/ +0.43 亿元。

成本费用端：会计准则调整，成本费用项有所调整，但疫情向好，整体费用率持续改善。 21H1 毛利率为 28.03%，同比增长 46.04pct，新租赁准则影响下，2.12 亿元租赁负债计入财务费用。分业务看，酒店运营、酒店管理、景区业务毛利率分别为 7.9%/ 76.7%/ 69.9%，同比+58.90pct/ +7.10pct/ +29.70pct。期间费用率 25.19%，同比下降 0.37pct，较 19 年同期下降 55.47pct。销售/ 管理/ 研发/ 财务费用率分别为 5.14%/ 10.82%/ 0.72%/ 8.51%，同比-1.73pct/ -4.84pct/ -0.35pct/+6.54pct。财务费用增长主要系新租赁会计准则。

利润端：Q2 实现扭亏为盈，利润边际向好。 21Q1/ 21Q2 分别实现归母净利润-1.82 亿元/ 2.47 亿元，同比+65.41%/ +246.19%，较 19 年同期-345.98%/ -15.84%；归母净利率分别为-14.31%/ 13.20%，同比+51.36pct/ +28.51pct，较 19 年同期-18.12pct/ -1.15pct。

加速开店为头等战略，中高端化趋势仍为重点，Q2 改善明显，RevPAR 恢复到 19 年的 91.5%。 截至 21H1，酒店家数 5,232 家（含境外 1 家），新开店数 508 家，同比增长 103%。维持全年目标 1400-1600 家不变。Q1 RevPAR 94 元（同比+73.0%，较 19 年-33.9%），ADR 169 元（同比+4.6%，较 19 年-10.3%），Occ 55.5%（同比+22.0pct，较 19 年-19.8pct）。Q2 RevPAR 148 元（同比+80.6%，较 19 年-8.5%），ADR 206 元（同比+38.5%，较 19 年+1.9%），Occ 71.9%（同比+16.8pct，较 19 年-8.3pct）。

酒店行业中长期成长趋势确定，首旅酒店保持加速开店战略，积极摆脱疫情影响，持续加大中高端的拓展，云品牌拓展下沉市场，增资扩股进一步提升资本实力、强化品牌、助力扩张。疫情下酒店复苏仍存在不确定性，我们下调盈利预测，将 21/22 年净利润从 6.3 亿元/10.6 亿元下调为 5.6 亿元/10.6 亿元，对应 PE 分别为 41X/ 21X。

风险提示：宏观经济下行风险，疫情恢复不及预期，连锁加盟开店速度不及预期

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	1,108.24	1,832.55	2,487.22
净利润(百万元)	884.97	(496.01)	556.00	1,063.61	1,546.45
增长率(%)	3.26	(156.05)	(212.09)	91.30	45.40
EPS(元/股)	0.90	(0.50)	0.56	1.08	1.57
市盈率(P/E)	25.55	(45.59)	40.70	21.28	14.63
市净率(P/B)	2.53	2.70	2.52	2.26	1.97
市销率(P/S)	2.72	4.28	2.93	2.34	2.01
EV/EBITDA	10.65	98.58	18.83	10.01	7.08

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	24.67 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	987.03
流通 A 股股本(百万股)	982.08
A 股总市值(百万元)	24,350.15
流通 A 股市值(百万元)	24,227.93
每股净资产(元)	8.22
资产负债率(%)	66.52
一年内最高/最低(元)	29.91/15.49

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

张一帆 联系人
zhangyifana@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

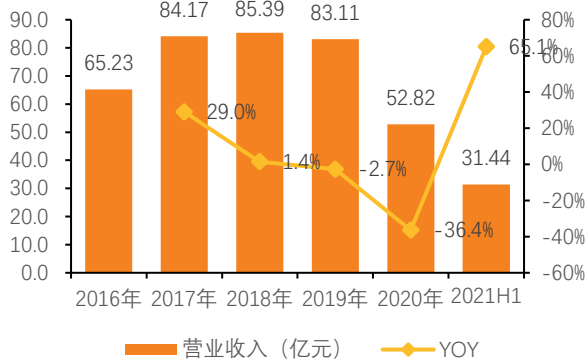
相关报告

- 《首旅酒店-季报点评:定增 30 亿助力规模扩张，中长期发展值得期待》 2021-05-02
- 《首旅酒店-年报点评报告:高端布局稳定扩张，云品牌发展下沉市场》 2021-04-28
- 《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

1. 公司发布 2021 年中期业绩报告

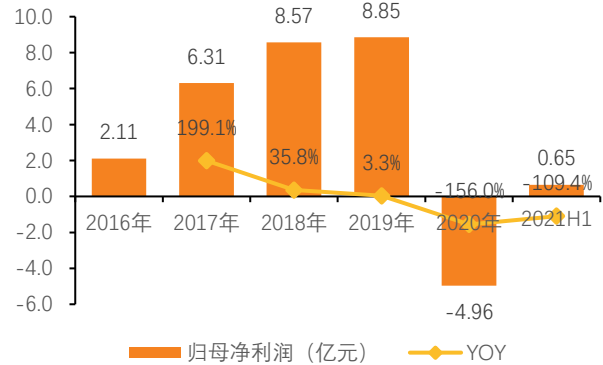
21H1 实现营收 31.44 亿元, 同比+65.09%, 较 19 年同期-21.21%。归母净利润 0.65 亿元, 同比增加 109.38%, 较 19 年同期-82.26%。扣非归母净利润 0.49 亿元, 同比增加 106.98%, 较 19 年同期-85.33%。

图 1: 2016-2020 年及 21H1 公司营业收入



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 2016-2020 年及 21H1 公司营业收入

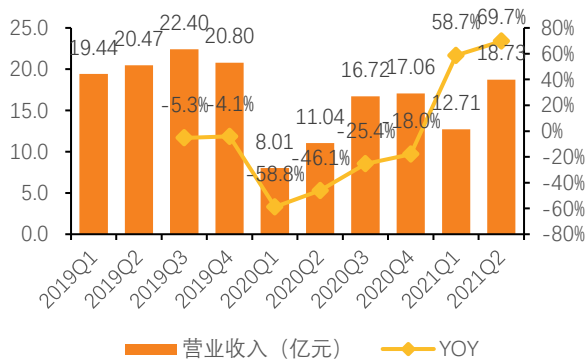


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 2021 年中报业绩点评

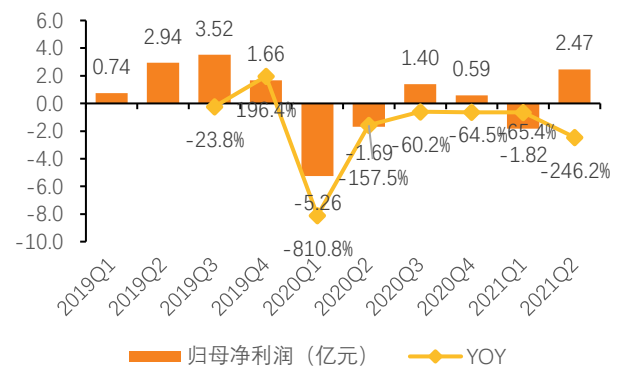
收入端: 疫情防控得到, 酒店复苏趋势逐季显现, 环比提升。21Q1/ 21Q2 分别实现营收 12.71 亿元/ 18.73 亿元, 同比+58.75%/ +69.69%, 较 19 年同期-34.60%/ -8.50%。分业务看, 酒店业务营收为 29.34 亿元, 利润总额亏损 625.50 万元, Q1/Q2 营收分别为 11.54 亿元/ 17.81 亿元, 利润总额-2.78 亿元/ 2.72 亿元。景区运营业务营收为 2.10 亿元, 利润总额 1.04 亿元, Q1/Q2 营收分别为 1.18 亿元/ 0.92 亿元, 利润总额+0.61 亿元/ +0.43 亿元。

图 3: 2019Q1-2021Q2 公司营业收入



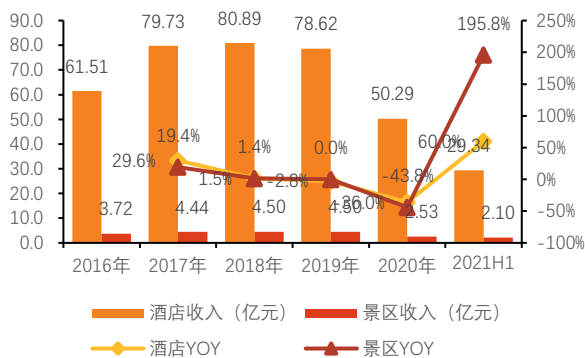
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 2019Q1-2021Q2 公司归母净利润



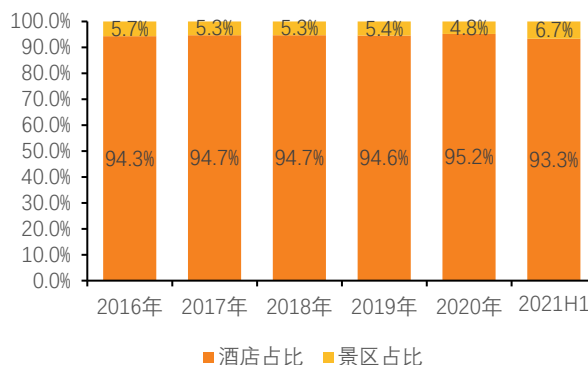
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5：景区收入增较快



资料来源：Wind，天风证券研究所

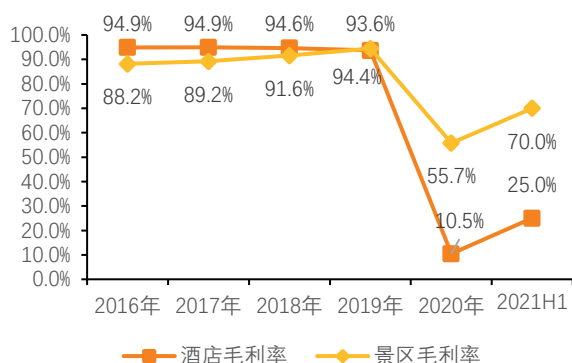
图 6：酒店业务为主收入来源



资料来源：Wind，天风证券研究所

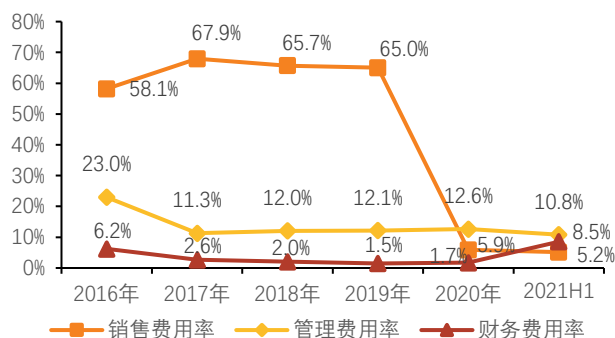
成本费用端：会计准则调整，成本费用项有所调整，但疫情向好，整体费用率持续改善。21H1 毛利率为 28.03%，同比增长 46.04pct，新租赁会计准则影响下，2.12 亿元租赁负债计入财务费用。分业务看，酒店运营、酒店管理、景区业务毛利率分别为 7.9%/ 76.7%/ 69.9%，同比+58.90pct/ +7.10pct/ +29.70pct。期间费用率 25.19%，同比下降 0.37pct，较 19 年同期下降 55.47pct。销售/ 管理/ 研发/ 财务费用率分别为 5.14%/ 10.82%/ 0.72%/ 8.51%，同比-1.73pct/ -4.84pct/ -0.35pct/+6.54pct。财务费用增长主要系新租赁会计准则。

图 7：21H1 毛利有所回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

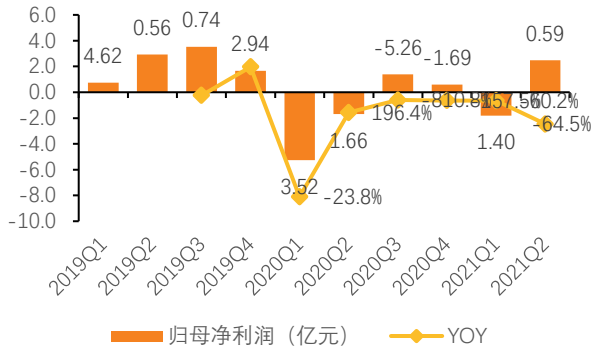
图 8：21H1 费用有所调整



资料来源：Wind，天风证券研究所

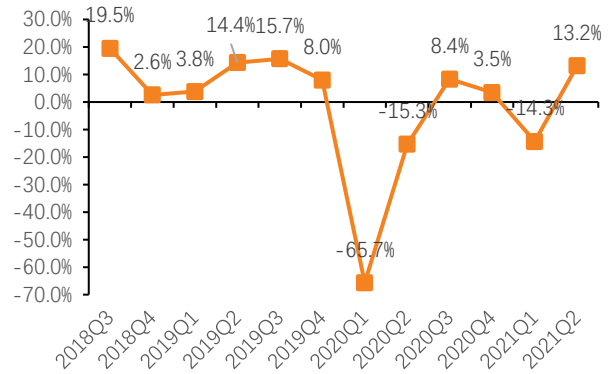
利润端：Q2 实现扭亏为盈，利润边际向好。21Q1/ 21Q2 分别实现归母净利润-1.82 亿元/ 2.47 亿元，同比+65.41%/ +246.19%，较 19 年同期-345.98%/ -15.84%；归母净利率分别为 -14.31%/ 13.20%，同比+51.36pct/ +28.51pct，较 19 年同期-18.12pct/ -1.15pct。

图 9：21Q2 实现扭亏为盈



资料来源：wind，天风证券研究所

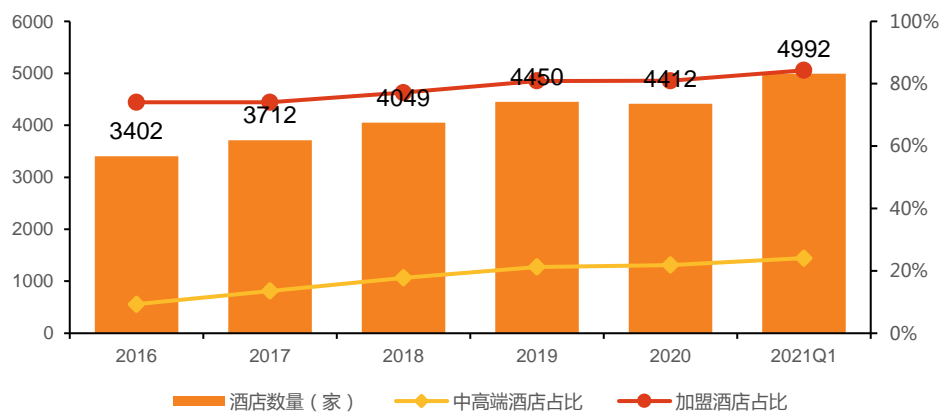
图 10：21Q2 归母净利率有所上升



资料来源：wind，天风证券研究所

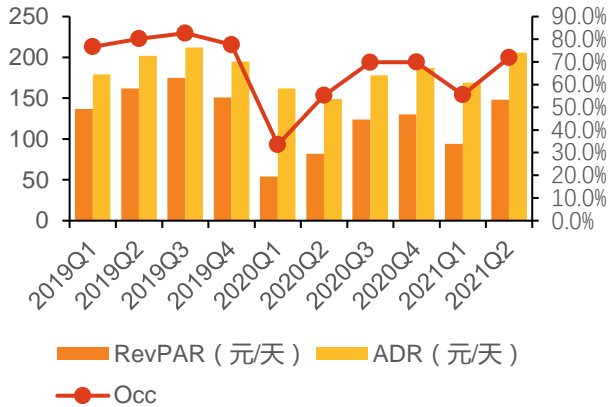
加速开店为头等战略,中高端化趋势仍为重点,Q2 改善明显,RevPAR 恢复到 19 年的 91.5%。截至 21H1,酒店家数 5,232 家(含境外 1 家),新开店数 508 家,同比增长 103%,储备店 1,599 家,其中中高端酒店占比超过 40%。维持全年目标 1400-1600 家不变。中高端/经济型/轻管理酒店/其他类型数量分别为 1260 家/2362 家/1078 家/532 家,新开店数分别为 115 家/49 家/306 家/38 家。直营/特许酒店新开店数分别为 9 家/499 家。上半年新开中高端酒店 115 家,比去年同期增长 28%;中高端酒店数占比提升至 24%,房间量占比提升至 31%,占酒店收入达到 46%。21H1 特许加盟方式新开店比例达 98.2%,加盟门店比例提升至 85.2%。上半年云品牌酒店新开 174 家,比去年同期增长 117.5%,并实现进一步下沉。Q1 RevPAR 94 元(同比+73.0%,较 19 年-33.9%),ADR 169 元(同比+4.6%,较 19 年-10.3%),Occ 55.5%(同比+22.0pct,较 19 年-19.8pct)。Q2 RevPAR 148 元(同比+80.6%,较 19 年-8.5%),ADR 206 元(同比+38.5%,较 19 年+1.9%),Occ 71.9%(同比+16.8pct,较 19 年-8.3pct)。

图 11：门店数不断增加



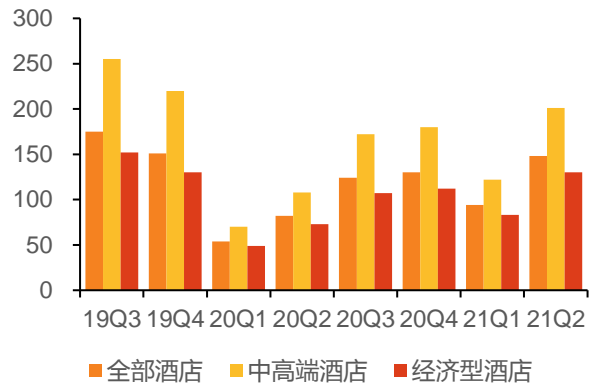
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：整体经营数据



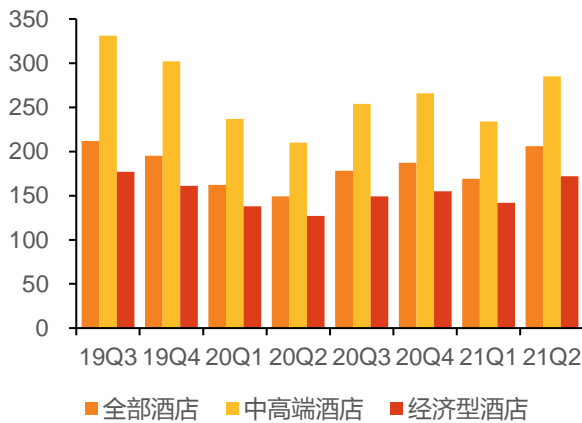
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：Q2 RevPAR 同比复苏 (元/天)



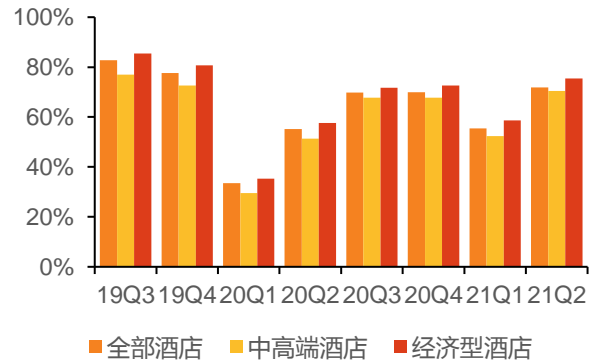
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：ADR 保持稳定 (元/天)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：Q2 OCC 恢复明显



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 盈利预测

酒店行业中长期成长趋势确定，首旅酒店保持加速开店战略，积极摆脱疫情影响，持续加大中高端的拓展，云品牌拓展下沉市场，增资扩股进一步提升资本实力、强化品牌、助力扩张。疫情下酒店复苏仍存在不确定性，我们下调盈利预测，将 21/22 年净利润从 6.3 亿元/10.6 亿元下调为 5.6 亿元/10.6 亿元，对应 PE 分别为 41X/ 21X。

4. 风险提示

宏观经济下行风险：宏观经济的下行将影响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。

疫情恢复不及预期：疫情反复影响旅游出行，疫情控制时间存在较大的不确定性。疫情的反弹将导致商务旅行需求减少，影响酒店行业恢复。

连锁加盟开店进度不及预期：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)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,777.38	1,374.87	2,070.20	5,080.32	6,349.85	营业收入	8,311.10	5,281.88	7,723.66	9,685.79	11,277.35
应收票据及应收账款	189.32	186.67	199.52	284.77	279.10	营业成本	524.90	4,615.19	5,310.01	6,175.98	6,808.21
预付账款	175.42	150.38	3,389.63	727.69	3,811.11	营业税金及附加	55.74	33.77	49.38	61.93	72.10
存货	48.21	40.74	686.67	22.31	880.11	营业费用	5,401.67	310.22	540.66	678.00	789.41
其他	351.84	604.46	819.18	737.58	783.63	管理费用	1,009.39	668.09	926.84	1,162.29	1,353.28
流动资产合计	2,542.18	2,357.11	7,165.20	6,852.68	12,103.79	研发费用	26.39	44.26	46.34	48.43	56.39
长期股权投资	446.05	392.10	392.10	392.10	392.10	财务费用	121.82	89.55	78.90	62.24	29.00
固定资产	2,389.61	2,230.35	2,209.09	2,173.77	2,117.02	资产减值损失	(24.30)	(163.31)	10.96	0.06	(11.98)
在建工程	169.40	198.47	155.08	141.05	114.63	公允价值变动收益	(16.44)	9.18	0.00	0.00	0.00
无形资产	3,791.31	3,664.93	3,550.82	3,436.70	3,322.59	投资净收益	35.65	(9.24)	30.00	30.00	30.00
其他	7,771.44	7,789.62	7,184.03	6,801.27	6,416.80	其他	(98.08)	251.84	(60.00)	(60.00)	(60.00)
非流动资产合计	14,567.82	14,275.47	13,491.11	12,944.89	12,363.14	营业利润	1,274.34	(567.67)	790.57	1,526.85	2,210.94
资产总计	17,110.00	16,632.57	20,656.32	19,797.57	24,466.93	营业外收入	8.61	19.90	29.21	16.50	18.03
短期借款	234.00	600.00	250.00	250.00	250.00	营业外支出	6.02	37.66	25.99	24.83	21.13
应付票据及应付账款	129.41	121.18	321.32	90.41	363.47	利润总额	1,276.93	(585.44)	793.79	1,518.51	2,207.84
其他	3,505.41	4,173.20	6,848.52	5,163.55	7,972.15	所得税	357.60	(54.33)	198.45	379.63	551.96
流动负债合计	3,868.82	4,894.38	7,419.84	5,503.96	8,585.62	净利润	919.33	(531.11)	595.34	1,138.88	1,655.88
长期借款	1,793.00	1,028.00	1,800.00	1,800.00	1,800.00	少数股东损益	34.36	(35.10)	39.34	75.27	109.43
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	884.97	(496.01)	556.00	1,063.61	1,546.45
其他	2,151.35	2,074.78	2,157.79	2,127.98	2,120.18	每股收益(元)	0.90	(0.50)	0.56	1.08	1.57
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	11,377.63	9,431.94	12,505.80	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	349.69	255.41	294.76	370.02	479.46	成长能力					
股本	987.72	987.72	987.72	987.72	987.72	营业收入	-2.67%	-36.45%	46.23%	25.40%	16.43%
资本公积	4,834.00	4,831.09	4,831.09	4,831.09	4,831.09	营业利润	-0.51%	-144.55%	-239.27%	93.13%	44.80%
留存收益	8,034.33	7,478.20	7,996.22	9,007.90	10,493.96	归属于母公司净利润	3.26%	-156.05%	-212.09%	91.30%	45.40%
其他	(4,908.91)	(4,917.01)	(4,831.09)	(4,831.09)	(4,831.09)	获利能力					
股东权益合计	9,296.83	8,635.41	9,278.69	10,365.63	11,961.13	毛利率	93.68%	12.62%	31.25%	36.24%	39.63%
负债和股东权益总计	17,110.00	16,632.57	20,656.32	19,797.57	24,466.93	净利率	10.65%	-9.39%	7.20%	10.98%	13.71%
						ROE	9.89%	-5.92%	6.19%	10.64%	13.47%
						ROIC	12.86%	-6.11%	10.19%	16.51%	29.40%
						偿债能力					
						资产负债率	45.66%	48.08%	55.08%	47.64%	51.11%
						净负债率	11.06%	14.36%	8.73%	-20.89%	-28.48%
						流动比率	0.66	0.48	0.97	1.25	1.41
						速动比率	0.64	0.47	0.87	1.24	1.31
						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	21.24	27.32	24.99
						总资产周转率	0.49	0.31	0.41	0.48	0.51
						每股指标(元)					
						每股收益	0.90	-0.50	0.56	1.08	1.57
						每股经营现金流	1.83	0.45	0.50	3.18	1.37
						每股净资产	9.06	8.49	9.10	10.12	11.62
						估值比率					
						市盈率	25.55	-45.59	40.70	21.28	14.63
						市净率	2.53	2.70	2.52	2.26	1.97
						EV/EBITDA	10.65	98.58	18.83	10.01	7.08
						EV/EBIT	13.58	-104.20	24.00	11.55	7.86

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	919.33	(531.11)	556.00	1,063.61	1,546.45
折旧摊销	851.21	819.33	238.76	243.47	247.29
财务费用	128.14	109.30	78.90	62.24	29.00
投资损失	(35.65)	9.24	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	449.65	39.63	(392.17)	1,724.76	(552.14)
其它	(508.35)	(6.55)	39.34	75.27	109.43
经营活动现金流	1,804.33	439.84	490.84	3,139.35	1,350.02
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)	7.10	(62.16)	(28.92)
其他	(3,446.01)	(2,684.32)	(2,652.60)	(2,932.01)	(2,975.40)
筹资活动现金流	(797.69)	(173.17)	234.50	(79.23)	(60.50)
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)	695.33	3,010.12	1,269.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com