证券研究报告—动态报告

社会服务

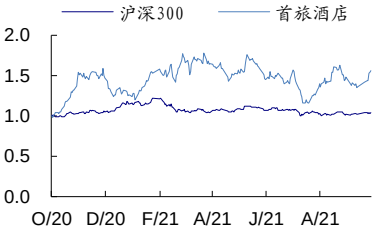
旅游综合Ⅱ

# 首旅酒店(600258) 买入

2021 年三季报点评 （维持评级）

2021 年 10 月 20 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) | 24,765/24,640 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,572/14,416 |
| 12 个月最高/最低(元) | 29.91/15.49 |

**相关研究报告:**

《首旅酒店-600258-2021 年半年报点评：Q2 恢复约 9 成，再融资积极推进中》 ——2021-08-28

《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

**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码：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码：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码：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

### 暑期疫情扰动 Q3 恢复节奏，推进再融资谋疫后发展

- **暑期疫情反复下，2021Q3 营收恢复 7 成，业绩恢复放缓**

前三季度，公司营收 47.26 亿元/+32.15%，业绩/扣非业绩各 1.25 /0.93 亿元，同比扭亏，EPS 0.13 元，基本符合预期。暑期疫情下，Q3 公司营收/业绩/扣非业绩仅恢复至 19 年的 71%/17%/13%，逊于 Q2(Q2 营收恢复 92%，扣非业绩恢复 86%)，成本费用刚性影响业绩恢复节奏。

- **疫情下 Q3 经营承压，轻管理门店仍系扩张主力**

21Q3VS20Q3，首旅如家 RevPAR-0.6%（ADR+12.4%/OCC-8.1pct），21Q3VS19Q3，整体 RevPAR 恢复 70.9%（ADR-5.2%/OCC-21pc t）；同店 RevPAR 恢复 72.8%，ADR-2.9%，OCC-21.0pct。2021 前三季度，公司新开店数达到 833 家（直营/加盟各 17/816 家，经济型/中高端/轻管理/其他各 117/185/484/47 家），净增 560 家，轻管理净增 489 家。其中 Q3 公司新开/净增 325/223 家。截至 2021Q3，公司酒店数量 5,455 家，客房间数 457,340 间，储备门店达到 1838 家，疫情下 Q3 净增 239 家，为全年 1400 家开店目标及明年新开店奠定基础。前三季度毛利率增至 28.16%，不考虑新租赁准则影响，费用率同比下降。

- **今年疫情反复中波折复苏，积极推进再融资助力中线发展**

今年酒店业在疫情反复中波折复苏，但过往经验显示每次疫情一旦企稳，酒店龙头 RevPAR 复苏仍较快，且近两年持续疫情反复下，行业出清加速龙头集中，未来若疫情企稳有望带来龙头成长弹性。公司全年 1400 家展店目标仍在积极推进，Q3 成立首旅安诺强化高端布局，全新升级如 LIFE 俱乐部，上线“首免全球购”多元发力。在行业低谷期同时也是连锁化加速发展契机，公司拟募资不超 30 亿助成长，9 月底非公开申请获批，未来有望更加积极主动内外优化谋发展。同时，公司控股股东积极认购也彰显对公司后续发展的信心与支持力度。

- **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。

- **再融资积极推进，行业出清下未来复苏弹性可期，维持“买入”**

略下调 21-23 年 EPS 至 0.21/0.97/1.24 元（此前 0.34/1.00/1.24 元），对应 PE 估值 110/24/18 倍，考虑增发或明后年估值 27/21x。公司积极推进再融资，疫情后行业加速出清助力龙头成长，维持买入评级。

## 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 | 6,605 | 8,610 | 9,863 |
| (+/-%) | -2.7% | -36.4% | 25.1% | 30.3% | 14.6% |
| 净利润(百万元) | 885 | -496 | 206 | 961 | 1227 |
| (+/-%) | 3.3% | -156.0% | -141.5% | 367.0% | 27.7% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.90 | -0.50 | 0.21 | 0.97 | 1.24 |
| EBIT Margin | 15.9% | -6.5% | 5.7% | 16.1% | 17.8% |
| 净资产收益率(ROE) | 9.9% | -5.9% | 2.4% | 10.6% | 12.5% |
| 市盈率(PE) | 25.6 | -45.6 | 110.0 | 23.5 | 18.4 |
| EV/EBITDA | 18.0 | 1045.9 | 38.8 | 16.7 | 14.0 |
| 市净率(PB) | 2.53 | 2.70 | 2.66 | 2.49 | 2.31 |

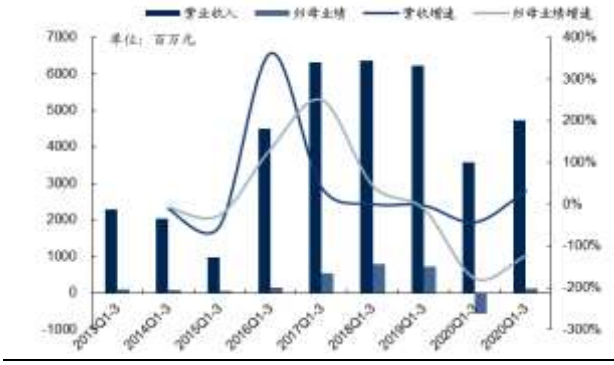
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**暑期疫情反复下，2021Q3 营收恢复 7 成，业绩恢复放缓**

2021 年前三季度，公司实现营收 47.26 亿元/+32.15%，实现归母业绩/扣非业绩 1.25 亿元/0.93 亿元，同比扭亏，EPS 0.13 元，基本符合预期。与 2019 同期相比，公司前三季度收入恢复 76%，业绩恢复 17%，扣非业绩恢复 14%，主要系年初疫情拖累及暑期以来疫情持续扰动影响，其中暑期本系旺季，疫情扰动直接影响全年业绩恢复节奏。

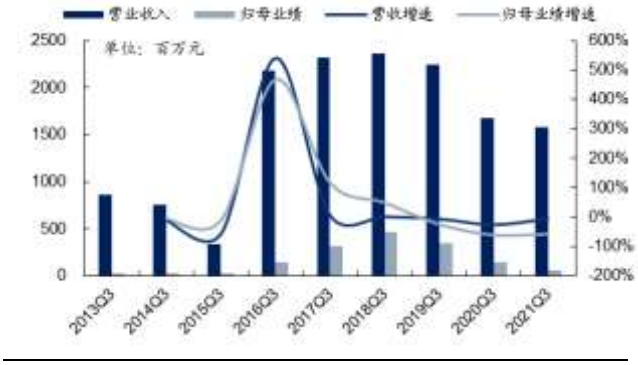
其中，Q3 单季，公司实现营收 15.82 亿元/-5.38%，实现业绩 0.60 亿元/-57.25%，实现扣非业绩 0.44 亿元/-66.66%。换言之，今年 Q3 表现尚不及去年同期。与 2019Q3 相比，公司营收恢复 71%，酒店运营及总部刚性成本等影响下，业绩和扣非业绩分别恢复 17%、13%，明显逊于 Q2（Q2 营收恢复 92%，扣非业绩恢复 86%），主要系暑期疫情及后续福建疫情反复影响。

**图 1：公司 2021 年前三季度收入和业绩表现**




资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

**图 2：公司 2021Q3 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

**疫情下 Q3 经营承压，轻管理门店仍系扩张主力**

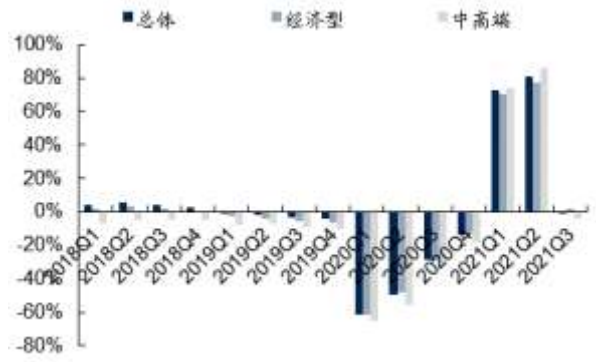
2021Q3，疫情影响公司酒店业务恢复节奏。其中 7 月南京疫情前，公司 RevPAR 本已超 2019 年同期，但此后多地疫情下 8 月 RevPAR 显著承压，9 月 RevPAR 环比明显改善，但福建疫情扰动下，预计较疫情前水平仍有一定差距。

**经营数据：**2021Q3VS2020Q3，首旅如家整体 RevPAR124 元/-0.6%，房价 201 元/+12.4%，出租率 61.7%/-8.1pct。与 19Q3 相比，公司 RevPAR 恢复 70.9%，ADR-5.2%，OCC-21pct（Q2 公司整体 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 各同比 +1.8%/-3.9%/-12.1%，分别恢复至 2019 年的 71.5%/65.0%/64.6%。

同店方面，2021Q3 公司成熟门店 RevPAR126 元/-3.6%，平均房价 200 元/+10.1%；出租率 63%/-9pct，也不及 2020Q3。与 2019Q3 相比，公司同店 RevPAR 恢复 72.8%，ADR-2.9%，OCC-21.0pct（Q2 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 各同比 -2.2%/-4.8%/ -7.0%，分别恢复至 2019 年的 68.4%/67.0%/73.2%。

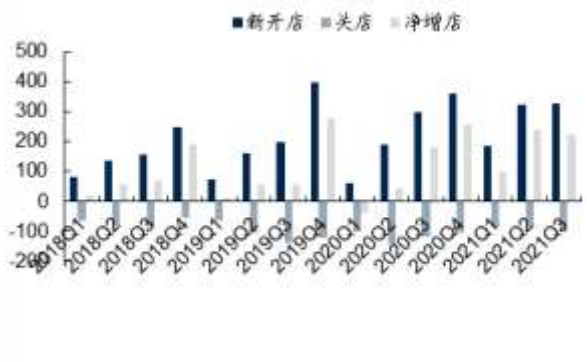
**开店方面：轻管理品牌助力公司门店加速扩张。**2021 前三季度，公司新开店数达到 833 家/+52%（直营/加盟各 17/816 家，经济型/中高端/轻管理/其他各 117/185/484/47 家），净增 560 家（其中轻管理系的云酒店+华驿酒店合计净增 489 家），轻资产系扩张主力。2021Q3，公司新开店数量为 325 家（直营 8/加盟 317 家，经济型/中高端/轻管理/其他各 40/70/206/9 家），轻管理为主，门店净增 223 家，环比 Q2 新开 324/净增 240 家略微放缓，与疫情扰动相关。

**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：首旅如家季度开店情况**

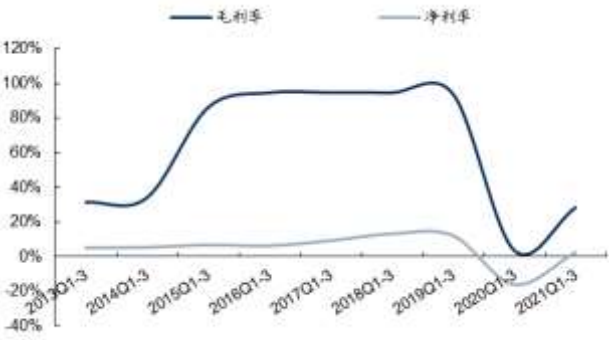



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

截至 2021Q3，公司酒店数量 5,455 家（含境外 1 家），客房间数 457,340 间。公司中高端酒店数量 1,312 家，占比 24.1%，客房间数 143,017 间，占总客房间数的 31.3%，继续提升。截至 9 月底，公司已签约未开业和正在签约店达到 1838 家，较 21Q2 增加 239 家，增速较快，预计为全年实现 1400 家开店目标及明年新开店奠定有利基础。

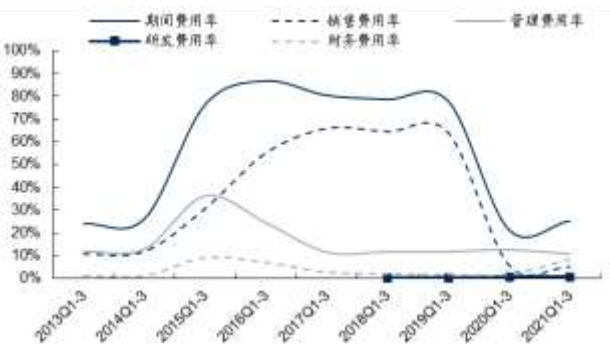
综合来看，2021 年第三季度公司实现利润总额 6728 万元，同比减少 63%。其中公司酒店业务利润总额为 6476 万元，同减 58%；公司景区运营业务利润总额为 253 万元，同减 92%，均受疫情反复影响。

**图 5：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 6：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：**2021 前三季度公司毛利率为 28.16%，同比增加 24.71pct，与上半年基本持平。期间费用率增加 4.01pct，主要系公司从 2021 年起实施新租赁准则，确认租赁负债融资费用，财务费用率同比提升 6.61pct。其他费率则均有所下降，其中，销售/管理/研发费率各同比-0.79/-1.79/-0.02pct，主要系经营较上年同期有所恢复。公司前三季度净利率实现 2.22%，同比扭亏，但较 2019 年低 9.77pct，仍受疫情扰动。

**疫情反复中波折复苏，中线受益行业出清，积极推进再融资助力中线发展**

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。同时，9 月环球影城已开业，预计对后续北京区域酒店住宿有良好提振，而 21Q4 上海进博会、北京冬奥会等大型活动，也有望阶段提振城市酒店景气度。中线来看，未来伴随疫苗加强针普及+

特效药等有利进展，明年国内旅游恢复仍值得期待。与此同时，酒店行业连续两年疫情承压下有望加速行业出清，从而给龙头公司疫后 RevPAR 复苏带来更大的弹性支持。

开店方面，虽然疫情扰动，公司三季报仍明确全年 1400 家开店目标。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。同时，公司成立首旅安诺酒店管理公司，意在强化高端布局。

在酒店业务延伸方面，公司 Q3 如 LIFE 俱乐部全新升级，围绕尊享酒店权益、精彩跨界权益、多元化本地生活、精准圈层运营四大版块，全面为会员美好生活赋能；同时上线“首免全球购”跨境电商平台，进一步提升会员体验，旗下 1.29 亿会员体系也为其发展提供支撑。

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。9 月 27 日，公司非公开发行股票申请获证监会审核通过。在酒店行业低谷期同时也是连锁化加速发展契机，公司拟本次定增加速扩张，未来有望更加积极主动内外优化谋发展，有助于巩固提升行业地位。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。

**拟募资助力中线发展，行业出清下龙头后续复苏弹性可期，维持中线“买入”**

考虑 9 月疫情扰动等影响，但假设明后年国内疫情不再大范围反复，我们略下调公司 21-23 年 EPS 至 0.21/0.97/1.24 元（此前中报 0.34/1.00/1.24 元，主要考虑疫情反复调低今年预测），对应 21-23PE 估值 110/24/18 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 27/21x，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。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，公司中线成长弹性仍有期待，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） | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 现金及现金等价物 | 1375 | 800 | 1341 | 2447 |
| 应收款项 | 278 | 271 | 354 | 405 |
| 存货净额 | 41 | 69 | 82 | 93 |
| 其他流动资产 | 296 | 462 | 603 | 690 |
| **流动资产合计** | **2357** | **1971** | **2755** | **4019** |
| 固定资产 | 2429 | 2768 | 2969 | 3138 |
| 无形资产及其他 | 3665 | 3518 | 3372 | 3225 |
| 投资性房地产 | 7790 | 7790 | 7790 | 7790 |
| 长期股权投资 | 392 | 412 | 412 | 412 |
| **资产总计** | **16633** | **16458** | **17298** | **18584** |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1587 | 1158 | 800 | 800 |
| 应付款项 | 121 | 1379 | 1642 | 1867 |
| 其他流动负债 | 3187 | 2038 | 2372 | 2673 |
| **流动负债合计** | **4894** | **4576** | **4814** | **5340** |
| 长期借款及应付债券 | 1028 | 1028 | 1028 | 1028 |
| 其他长期负债 | 2075 | 2075 | 2075 | 2075 |
| **长期负债合计** | **3103** | **3103** | **3103** | **3103** |
| **负债合计** | **7997** | **7678** | **7917** | **8443** |
| 少数股东权益 | 255 | 276 | 300 | 325 |
| 股东权益 | 8380 | 8503 | 9080 | 9816 |
| **负债和股东权益总计** | **16633** | **16458** | **17298** | **18584** |

| 关键财务与估值指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 每股收益 | -0.50 | 0.21 | 0.97 | 1.24 |
| 每股红利 | 0.21 | 0.08 | 0.39 | 0.50 |
| 每股净资产 | 8.48 | 8.61 | 9.19 | 9.94 |
| ROIC | -2% | 4% | 12% | 15% |
| ROE | -6% | 2% | 11% | 12% |
| 毛利率 | 13% | 21% | 28% | 28% |
| EBIT Margin | -7% | 6% | 16% | 18% |
| EBITDA Margin | 1% | 12% | 21% | 23% |
| 收入增长 | -36% | 25% | 30% | 15% |
| 净利润增长率 | -156% | -141% | 367% | 28% |
| 资产负债率 | 50% | 48% | 48% | 47% |
| 息率 | 0.9% | 0.4% | 1.7% | 2.2% |
| P/E | -45.6 | 110.0 | 23.5 | 18.4 |
| P/B | 2.7 | 2.7 | 2.5 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 1045.9 | 38.8 | 16.7 | 14.0 |

| 利润表（百万元） | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **5282** | **6605** | **8610** | **9863** |
| 营业成本 | 4615 | 5251 | 6233 | 7077 |
| 营业税金及附加 | 34 | 42 | 55 | 63 |
| 销售费用 | 310 | 301 | 355 | 381 |
| 管理费用 | 668 | 637 | 577 | 590 |
| 财务费用 | 90 | 108 | 90 | 78 |
| 投资收益 | (9) | (20) | (20) | (20) |
| 资产减值及公允价值变动 | 172 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收入 | (296) | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | (568) | 247 | 1279 | 1654 |
| 营业外净收支 | (18) | 30 | 30 | 30 |
| **利润总额** | **(585)** | **277** | **1309** | **1684** |
| 所得税费用 | (54) | 42 | 314 | 421 |
| 少数股东损益 | (35) | 30 | 34 | 36 |
| **归属于母公司净利润** | **(496)** | **206** | **961** | **1227** |

| 现金流量表（百万元） | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **净利润** | (496) | 206 | 961 | 1227 |
| 资产减值准备 | 138 | (99) | 4 | 4 |
| 折旧摊销 | 375 | 406 | 442 | 473 |
| 公允价值变动损失 | (172) | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 90 | 108 | 90 | 78 |
| 营运资本变动 | 508 | (178) | 365 | 379 |
| 其它 | (188) | 120 | 20 | 21 |
| **经营活动现金流** | **165** | **456** | **1792** | **2104** |
| 资本开支 | (439) | (500) | (500) | (500) |
| 其它投资现金流 | (231) | 0 | (7) | (8) |
| **投资活动现金流** | **(616)** | **(520)** | **(507)** | **(508)** |
| 权益性融资 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | (765) | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (207) | (82) | (384) | (491) |
| 其它融资现金流 | **1989** | **(428)** | **(358)** | **0** |
| **融资活动现金流** | 49 | (510) | (743) | (491) |
| **现金净变动** | (403) | (575) | 541 | 1106 |
| 货币资金的期初余额 | 1777 | 1375 | 800 | 1341 |
| 货币资金的期末余额 | 1375 | 800 | 1341 | 2447 |
| 企业自由现金流 | 131 | 48 | 1363 | 1666 |
| 权益自由现金流 | 1355 | (472) | 936 | 1608 |

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 ±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 ±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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，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