

2021年10月20日

证券研究报告·2021年三季度点评

首旅酒店(600258) 休闲服务

持有(维持)

当前价: 23.20元

目标价: 一元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

轻资产管理加速布局, 会员体系全面升级

投资要点

- **业绩总结:** 2021Q3公司实现营业收入15.8亿元, 同比下降5.4%, 恢复至2019年同期营收的70.6%; 归母净利润5987.3万元, 同比下降57.3%。1至9月公司累计实现营业收入47.3亿元, 同比增长32.2%, 恢复至2019年同期营收的75.8%; 实现归母净利润1.3亿元。得益于旅游业的快速复苏, 长途出行的人数显著提升, 公司三季度RevPAR已经恢复到2019年同期的70.7%, ADR恢复至94.8%, Occ恢复至79%。公司未来盈利能力有望恢复至疫情影响之前的水平。
- **轻资产管理加速布局, 中高端酒店数量占比持续提升。** 2021Q3公司新开店数325家, 比去年同期增长9.1%, 储备店达到1838家。新开店中高端酒店为70家, 同比下降16.7%, 其中核心品牌如逸扉、璞隐、和颐、如家商旅、如家精选共开店32家。期末公司总店数增至5455家, 其中特许占比86.0%, 直营占比14.0%。公司提速轻管理酒店开发, Q3轻资产新开店数206家, 同比增长46.1%, 期末轻管理店数增至1264家, 同比增长94.2%。公司产品结构持续优化, 2017H1-2021Q3中高端酒店数量占比从10.2%上升至24.1%, 中高端客房数占比从14.6%上升至31.3%。
- **多品牌构建行业壁垒, 会员体系全面升级。** 9月16日, 公司推出酒店行业首创的全球商品数字化贸易的服务平台——“首免全球购”, 拥有“全球正品”和“零关税到家”两大优势, 为会员提供住宿以外的新价值。公司大力发展如家商旅、如家精选等中端核心品牌, 打逸扉、璞隐等中高端产品集群, 利用募集资金加大酒店升级改造项目。10月, 首旅安诺酒店管理公司正式成立运行, 进一步布局发展高端及奢华系列酒店品牌。公司全面升级会员体系后全新成立如LIFE俱乐部, 为会员美好生活赋能, 增加会员粘性。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年公司归母净利润增速分别142.8%/326.6%/22.0%, 考虑公司轻资产管理拓展加速, 高端化酒店占比提升, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 酒店拓展不及预期; 疫情控制不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5281.88	6917.04	7870.25	8653.10
增长率	-36.45%	30.96%	13.78%	9.95%
归属母公司净利润(百万元)	-496.01	212.09	904.88	1103.63
增长率	-156.05%	142.76%	326.64%	21.96%
每股收益EPS(元)	-0.50	0.21	0.92	1.12
净资产收益率ROE	-6.15%	2.35%	9.01%	10.01%
PE	-47	109.1	25.6	21.0
PB	2.68	2.42	2.22	2.02

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛

执业证号: S1250519080004

电话: 021-58351679

邮箱: smg@swsc.com.cn

联系人: 池天惠

电话: 13003109597

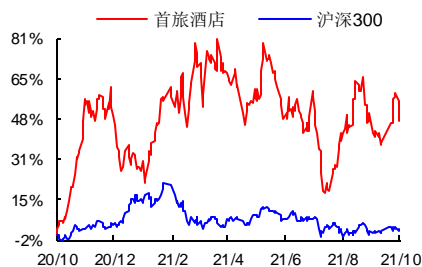
邮箱: cth@swsc.com.cn

联系人: 刘洋

电话: 18019200867

邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.87
流通A股(亿股)	9.82
52周内股价区间(元)	15.8-28.63
总市值(亿元)	231.36
总资产(亿元)	252.88
每股净资产(元)	8.29

相关研究

1. 首旅酒店(600258): 轻资产布局提速, 中高端占比提升 (2021-08-29)
2. 首旅酒店(600258): 产品结构加速优化, 轻资产模式推动量效齐升 (2021-04-26)

盈利预测

关键假设：

假设 1: 公司自营酒店订单金额 2021-2023 年营收增速分别为 30.0%/14.0%/10.0%，毛利率分别为 82.0%/92.0%/94.0%。

假设 2: 公司景区运营业务订单金额 2021-2023 年营收增速分别为 50.0%/10.0%/9.0%，毛利率分别为 70.0%/85.0%/95.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司业务预测

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
合计	营业收入	5281.88	6917.04	7870.25	8653.10
	增速	-36.4%	31.0%	13.8%	9.9%
	营业成本	4615.19	1290.61	658.84	514.64
	毛利率	12.6%	81.3%	91.6%	94.1%
酒店	收入	5028.88	6537.54	7452.80	8198.08
	增速	-36.0%	30.0%	14.0%	10.0%
	成本	4503.12	1176.76	596.22	491.88
	毛利率	10.5%	82.0%	92.0%	94.0%
景区运营	收入	253.00	379.50	417.45	455.02
	增速	-43.7%	50.0%	10.0%	9.0%
	成本	112.08	113.85	62.62	22.75
	毛利率	55.7%	70.0%	85.0%	95.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预测与评级：

预计 2021-2023 年公司归母净利润增速分别 142.8%/326.6%/22.0%，考虑公司连锁化及高端化快速拓展，维持“持有”评级。

风险提示：

酒店拓展不及预期；疫情控制不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5281.88	6917.04	7870.25	8653.10	净利润	-531.11	224.44	939.64	1146.03
营业成本	4615.19	1290.61	658.84	514.64	折旧与摊销	819.33	840.65	843.50	846.35
营业税金及附加	33.77	44.96	51.16	56.25	财务费用	89.55	103.27	117.38	129.31
销售费用	310.22	4288.57	4879.56	5364.92	资产减值损失	-163.31	0.00	0.00	0.00
管理费用	668.09	863.31	986.68	1047.03	经营营运资本变动	-2295.27	1806.38	-1734.01	-1072.35
财务费用	89.55	103.27	117.38	129.31	其他	2520.64	204.63	-297.14	-185.87
资产减值损失	-163.31	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	439.84	3179.38	-130.62	863.47
投资收益	-9.24	0.00	0.00	0.00	资本支出	136.01	80.00	170.00	170.00
公允价值变动损益	9.18	-3.63	2.77	-0.43	其他	-817.60	-3.81	2.58	-0.65
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-681.59	76.19	172.58	169.35
营业利润	-567.67	322.70	1179.41	1540.53	短期借款	366.00	200.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-17.76	-10.98	-13.24	-12.48	长期借款	-765.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-585.44	311.72	1166.17	1528.04	股权融资	-2.91	-0.68	0.00	0.00
所得税	-54.33	87.28	326.53	382.01	支付股利	-69.18	148.80	-63.63	-135.73
净利润	-531.11	224.44	939.64	1146.03	其他	297.92	516.38	-43.49	-50.25
少数股东损益	-35.10	12.34	34.77	42.40	筹资活动现金流净额	-173.17	864.50	-107.12	-185.98
归属母公司股东净利润	-496.01	212.09	904.88	1103.63	现金流量净额	-421.23	4120.06	-65.16	846.84
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1374.87	5494.93	5429.77	6276.62	成长能力				
应收和预付款项	428.01	383.62	422.50	458.40	销售收入增长率	-36.45%	30.96%	13.78%	9.95%
存货	40.74	-2704.09	-842.99	-144.38	营业利润增长率	-144.55%	156.85%	265.49%	30.62%
其他流动资产	513.50	558.56	584.83	606.40	净利润增长率	-157.77%	142.26%	318.66%	21.96%
长期股权投资	392.10	392.10	392.10	392.10	EBITDA 增长率	-84.82%	271.22%	68.98%	17.56%
投资性房地产	1.79	1.96	2.16	2.38	获利能力				
固定资产和在建工程	2428.82	2118.92	1709.01	1299.11	毛利率	12.62%	81.34%	91.63%	94.05%
无形资产和开发支出	8347.72	7741.56	7142.55	6540.69	三费率	20.22%	75.97%	76.03%	75.59%
其他非流动资产	3105.04	2900.45	2695.87	2491.28	净利率	-10.06%	3.24%	11.94%	13.24%
资产总计	16632.57	16888.01	17535.80	17922.59	ROE	-6.15%	2.35%	9.01%	10.01%
短期借款	600.00	800.00	800.00	800.00	ROA	-3.19%	1.33%	5.36%	6.39%
应付和预收款项	500.50	693.29	421.86	397.78	ROIC	-4.73%	4.20%	13.98%	16.48%
长期借款	1028.00	1028.00	1028.00	1028.00	EBITDA/销售收入	6.46%	18.31%	27.19%	29.08%
其他负债	5868.67	4808.16	4851.36	4251.93	营运能力				
负债合计	7997.16	7329.45	7101.22	6477.71	总资产周转率	0.31	0.41	0.46	0.49
股本	987.72	987.03	987.03	987.03	固定资产周转率	2.29	3.33	4.59	6.63
资本公积	4831.09	4831.09	4831.09	4831.09	应收账款周转率	26.75	30.36	28.49	28.04
留存收益	2647.11	3008.00	3849.25	4817.15	存货周转率	3.00	0.78	0.68	0.29
归属母公司股东权益	8380.00	9290.81	10132.06	11099.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.34%	—	—	—
少数股东权益	255.41	267.75	302.52	344.92	资本结构				
股东权益合计	8635.41	9558.56	10434.58	11444.88	资产负债率	48.08%	43.40%	40.50%	36.14%
负债和股东权益合计	16632.57	16888.01	17535.80	17922.59	带息债务/总负债	20.36%	24.94%	25.74%	28.22%
					流动比率	0.48	0.88	1.40	2.13
					速动比率	0.47	1.52	1.61	2.18
					股利支付率	-13.95%	-70.16%	7.03%	12.30%
					每股指标				
					每股收益	-0.50	0.21	0.92	1.12
					每股净资产	8.75	9.68	10.57	11.60
					每股经营现金	0.45	3.22	-0.13	0.87
					每股股利	0.07	-0.15	0.06	0.14
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	341.20	1266.62	2140.29	2516.20					
PE	-46.64	109.08	25.57	20.96					
PB	2.68	2.42	2.22	2.02					
PS	4.38	3.34	2.94	2.67					
EV/EBITDA	67.29	15.07	8.98	7.34					
股息率	0.30%	—	0.28%	0.59%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn