

# 首旅酒店 (600258)

证券研究报告

2021年10月23日

## 疫情扰动下仍保持盈利，轻管理开店迅速、pipeline 再创新高

10月19日公司发布21Q3财报。总体来看，疫情扰动下仍保持盈利，21Q1-3实现营收47.26亿元/+32.15%，归母净利润1.25亿元，归母扣非净利0.93亿元，同比扭亏；21Q3实现营收/归母净利润/归母扣非净利为15.82亿元/0.60亿元/0.44亿元，同比下降5.38%/57.25%/66.66%。分板块看，21Q1-3酒店/景区运营业务利润总额分别0.59/1.07亿元，上年同期分别为-7.01/0.24亿元；21Q3酒店/景区运营业务利润总额分别0.65/0.03亿元，分别同比下降58%/92%。

**RevPAR：受防疫升级影响，恢复度环比下滑。**对比20Q3，21Q3整体RevPAR同比20Q3下降0.6%（ADR+12.4%/Occ-8.1pct），其中经济型/中高端/轻管理酒店RevPAR同比20Q3增长1.8%/-3.9%/-12.1%；对比19Q3，21Q3整体RevPAR同比19Q3下降29.3%（ADR-5.2%/Occ-21.0pct），其中经济型/中高端/轻管理酒店RevPAR同比19Q3下降28.5%/35.0%/35.4%。相比21Q2约9成的恢复度，21Q3的恢复度下滑至7成左右，主要因防疫升级影响了入住率，7月20日南京疫情前一周其RevPAR已超越2019年同期水平，之后受多地疫情影响但9月RevPAR较8月环比显著提升。

**开店：轻管理开店迅速，pipeline 再创新高。**21Q3新开店325家（其中中高端70家）、关店102家，净开店223家（vs 21Q2新开324家、关店84家，净开240家），其中经济型/中高端/轻管理/其他新开店40/70/206/9家、净开店-23/52/186/8家，轻管理中华驿/云酒店净开店106/80家。截至21Q3公司酒店数量5,455家、中高端占24.1%，已签约未开业和正在签约的储备项目达到1,838家、环比21Q2增加239家，再创历史新高，为实现今年新开店1,400家及明年新开店目标打基础。

**成本费用：**21Q3销售毛利率为28.43%，同比增长1.88pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为5.42%/11.09%/0.78%/8.08%，同比上升0.36/1.76/0.38/+6.56pct。销售和管理费用率上升主要系收入有所下降影响；财务费用率显著提升主要系执行新租赁准则确认租赁负债融资费用、导致利息支出较上年同期增加3.21亿元。

2021年9月28日公司公告定增过会，将全力推进定增进程，力争早日改善资产结构，加快公司战略发展速度。2021年10月成立首旅安诺酒店管理公司，进一步布局发展高端及奢华系列酒店品牌。此外，公司如LIFE俱乐部全新升级，并上线“首免全球购”平台上线为会员提供住宿以外的新价值。

**盈利预测与投资建议：**RevPAR方面，伴随防疫逐步放宽、Q4有望持续修复；开店方面，21Q1-3净开店560家、考虑pipeline创新高，Q4开店具备强支撑。考虑Q3受疫情影响较大，我们下调盈利预测，将21/22年净利润从5.6亿元/10.6亿元下调至2.1亿元/10.1亿元，对应PE分别为107X/23X，短期关注后疫情之下酒店复苏进度、首旅高业绩弹性，中长期看好酒店集团加盟成长趋势、关注首旅潜在加速开店可能，给予“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；疫情恢复不及预期风险，开店不及预期风险

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	6,259.03	9,452.38	11,005.59
增长率(%)	(2.67)	(36.45)	18.50	51.02	16.43
EBITDA(百万元)	1,738.23	192.53	432.95	1,498.71	2,454.10
净利润(百万元)	884.97	(496.01)	214.01	1,013.69	1,678.22
增长率(%)	3.26	(156.05)	(143.15)	373.67	65.56
EPS(元/股)	0.90	(0.50)	0.22	1.03	1.70
市盈率(P/E)	25.81	(46.05)	106.73	22.53	13.61
市净率(P/B)	2.55	2.73	2.64	2.37	2.03
市销率(P/S)	2.75	4.32	3.65	2.42	2.08
EV/EBITDA	10.65	98.58	6.24	9.66	1.91

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	23.23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)	22,928.82
流通A股市值(百万元)	22,813.74
每股净资产(元)	8.29
资产负债率(%)	66.67
一年内最高/最低(元)	29.91/16.24

### 作者

刘章明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@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-半年报点评:酒店复苏逐季改善，加速拓店创新高，增资扩股助力成力》2021-09-01
- 《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

## 1. 公司公布 2021 年三季度报

公司发布 21Q3 财报，21Q1-3 实现营收 47.26 亿元/+32.15%，归母净利 1.25 亿元/+122.54%，归母扣非净利 0.93 亿元/+116.31%；21Q3 实现营收/归母净利/归母扣非净利为 15.82 亿元/ 0.60 亿元/ 0.44 亿元，同比下降 5.38%/ 57.25%/ 66.66%。

## 2. 2021 年三季度报点评

**收入端：**总体来看，疫情扰动下仍保持盈利，21Q1-3 实现营收 47.26 亿元/+32.15%，归母净利 1.25 亿元，扣非净利 0.93 亿元，同比扭亏；21Q3 实现营收/归母净利/归母扣非净利为 15.82 亿元/ 0.60 亿元/ 0.44 亿元，同比下降 5.38%/57.25%/66.66%。

**分板块看，**21Q1-3 酒店/景区运营业务利润总额分别 0.59/1.07 亿元，上年同期分别为 -7.01/0.24 亿元；21Q3 酒店/景区运营业务利润总额分别 0.65/0.03 亿元，分别同比下降 58%/92%。

图 1：2016-2020 年及 21Q1-3 公司营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2016-2020 年及 21Q1-3 公司归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2019Q1-2021Q3 公司营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2019Q1-2021Q3 公司归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

**RevPAR：**受防疫升级影响，恢复度环比下滑。对比 20Q3，21Q3 整体 RevPAR 同比 20Q3 下降 0.6%（ADR+12.4%/Occ-8.1pct），其中经济型/中高端/轻管理酒店 RevPAR 同比 20Q3 增长 1.8%/-3.9%/-12.1%；对比 19Q3，21Q3 整体 RevPAR 同比 19Q3 下降 29.3%（ADR-5.2%/Occ-21.0pct），其中经济型/中高端/轻管理酒店 RevPAR 同比 19Q3 下降 28.5%/35.0%/35.4%。相比 21Q2 约 9 成的恢复度，21Q3 的恢复度下滑至 7 成左右，主要因

防疫升级影响了入住率，7月20日南京疫情前一周其 RevPAR 已超越 2019 年同期水平，之后虽受多地疫情影响，9月 RevPAR 较8月环比显著提升。

**开店：**轻管理开店迅速，pipeline 再创新高。21Q3 新开店 325 家（其中中高端 70 家）、关店 102 家，净开店 223 家（vs 21Q2 新开 324 家、关店 84 家，净开 240 家），其中经济型/中高端/轻管理/其他新开店 40/70/206/9 家、净开店-23/52/186/8 家，轻管理中华驿/云酒店净开店 106/80 家。截至 21Q3 公司酒店数量 5,455 家、中高端占 24.1%，已签约未开业和正在签约的储备项目达到 1,838 家、环比 21Q2 增加 239 家，再创历史新高，为实现今年新开店 1,400 家及明年新开店目标打基础。

2021 年 9 月 28 日公司公告定增过会，将全力推进定增进程，力争早日改善资产结构，加快公司战略发展速度。2021 年 10 月成立首旅安诺酒店管理公司，进一步布局发展高端及奢华系列酒店品牌。此外，公司如 LIFE 俱乐部全新升级，并上线“首免全球购”平台上线为会员提供住宿以外的新价值。

图 5：2019Q3-2021Q3 公司旗下酒店经营数据



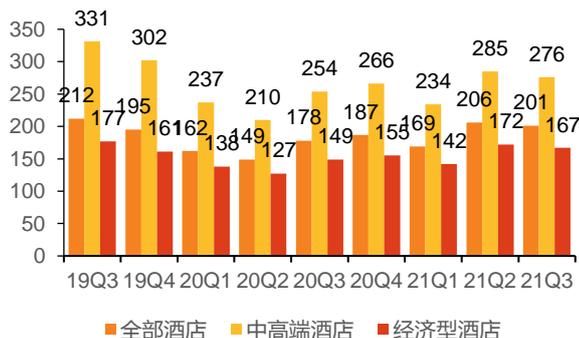
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2019Q3-2021Q3 公司旗下酒店 RevPAR (元/间/夜)



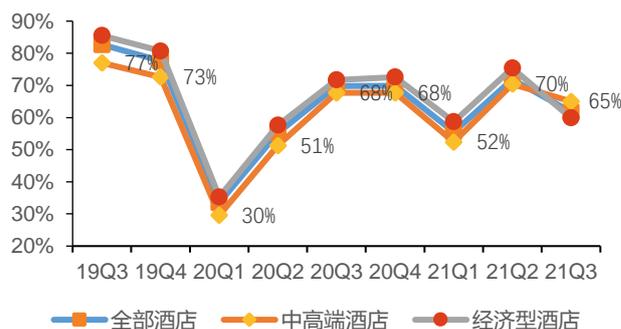
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：2019Q3-2021Q3 公司旗下酒店 ADR (元/间/夜)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

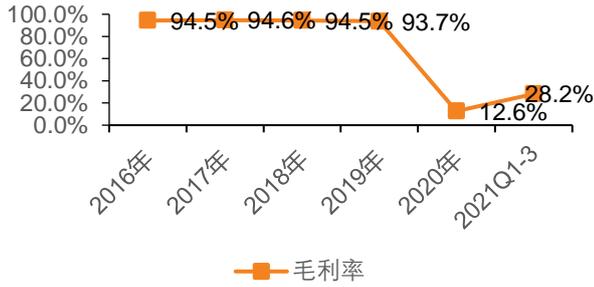
图 8：2019Q3-2021Q3 公司旗下酒店入住率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

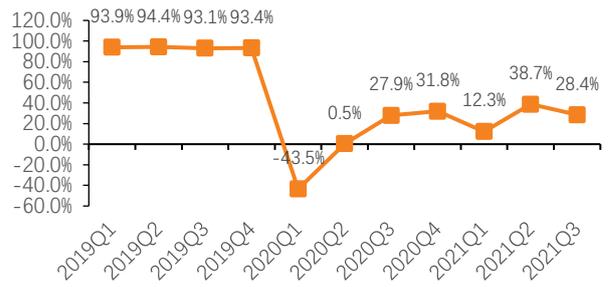
**成本费用：**21Q3 销售毛利率为 28.43%，同比增长 1.88pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.42%/ 11.09%/ 0.78%/ 8.08%，同比上升 0.36/1.76/0.38/+6.56pct。销售和管理费用率上升主要系收入有所下降影响；财务费用率显著提升主要系执行新租赁准则确认租赁负债融资费用、导致利息支出较上年同期增加 3.21 亿元。

图 9：2016-2020 年及 21Q1-3 公司毛利率



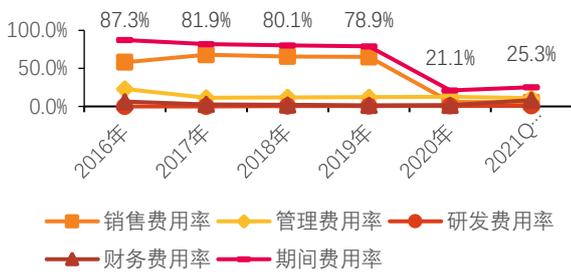
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2019Q1-2021Q3 公司毛利率



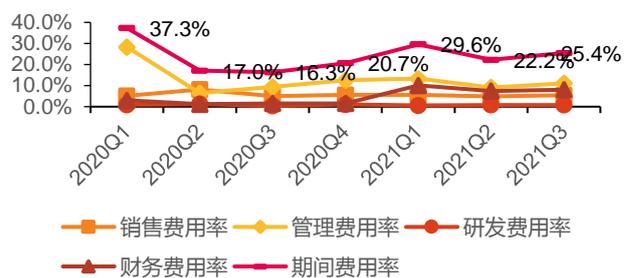
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2016-2020 年及 21Q1-3 公司费用率



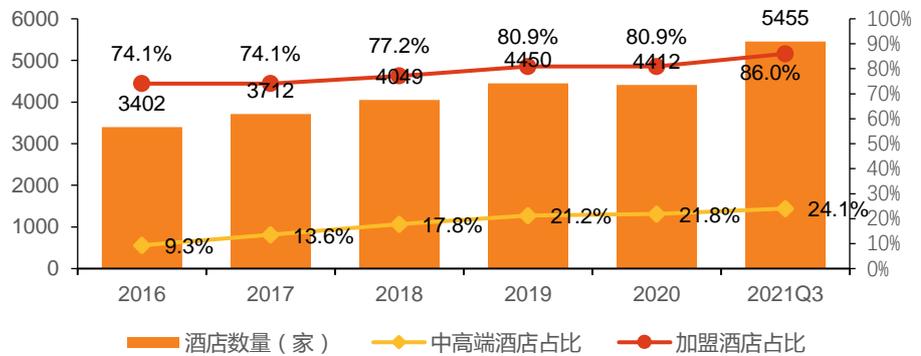
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2020Q1-2021Q3 公司费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2016 年末-2020 年末及 21Q3 公司酒店数量及中高端、加盟店占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 盈利预测

RevPAR 方面，伴随防疫逐步放宽、Q4 有望持续修复；开店方面，21Q1-3 净开店 560 家、考虑 pipeline 创新高，Q4 开店具备强支撑。考虑 Q3 受疫情影响较大，我们下调盈利预测，将 21/22 年净利润从 5.6 亿元/10.6 亿元下调至 2.1 亿元/10.1 亿元，对应 PE 分别为 107X/ 23X，短期关注后疫情之下酒店复苏进度、首旅高业绩弹性，中长期看好酒店集团加盟成长趋势、关注首旅潜在加速开店可能，给予“买入”评级。

### 4. 风险提示

宏观经济下行风险；疫情恢复不及预期风险，开店不及预期风险

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,777.38	1,374.87	18,568.35	7,223.12	17,530.16
应收票据及应收账款	189.32	186.67	173.06	19.91	26.46
预付账款	175.42	150.38	2,169.71	481.75	1,704.22
存货	48.21	40.74	593.66	139.00	741.68
其他	351.84	604.46	579.66	626.62	627.56
<b>流动资产合计</b>	<b>2,542.18</b>	<b>2,357.11</b>	<b>22,084.45</b>	<b>8,490.40</b>	<b>20,630.08</b>
长期股权投资	446.05	392.10	392.10	392.10	392.10
固定资产	2,389.61	2,230.35	2,209.09	2,173.77	2,117.02
在建工程	169.40	198.47	155.08	141.05	114.63
无形资产	3,791.31	3,664.93	3,550.82	3,436.70	3,322.59
其他	7,771.44	7,789.62	7,184.03	6,801.27	6,416.80
<b>非流动资产合计</b>	<b>14,567.82</b>	<b>14,275.47</b>	<b>13,491.11</b>	<b>12,944.89</b>	<b>12,363.14</b>
<b>资产总计</b>	<b>17,110.00</b>	<b>16,632.57</b>	<b>35,575.56</b>	<b>21,435.29</b>	<b>32,993.22</b>
短期借款	234.00	600.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	129.41	121.18	1,554.37	360.32	1,225.65
其他	3,505.41	4,173.20	22,928.23	8,975.90	17,944.83
<b>流动负债合计</b>	<b>3,868.82</b>	<b>4,894.38</b>	<b>24,482.59</b>	<b>9,336.22</b>	<b>19,170.48</b>
长期借款	1,793.00	1,028.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,151.35	2,074.78	2,157.79	2,127.98	2,120.18
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,944.35</b>	<b>3,102.78</b>	<b>2,157.79</b>	<b>2,127.98</b>	<b>2,120.18</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,813.17</b>	<b>7,997.16</b>	<b>26,640.39</b>	<b>11,464.19</b>	<b>21,290.66</b>
少数股东权益	349.69	255.41	270.55	342.29	461.05
股本	987.72	987.72	987.03	987.03	987.03
资本公积	4,834.00	4,831.09	4,831.09	4,831.09	4,831.09
留存收益	8,034.33	7,478.20	7,677.59	8,641.78	10,254.47
其他	(4,908.91)	(4,917.01)	(4,831.09)	(4,831.09)	(4,831.09)
<b>股东权益合计</b>	<b>9,296.83</b>	<b>8,635.41</b>	<b>8,935.17</b>	<b>9,971.10</b>	<b>11,702.55</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17,110.00</b>	<b>16,632.57</b>	<b>35,575.56</b>	<b>21,435.29</b>	<b>32,993.22</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	919.33	(531.11)	214.01	1,013.69	1,678.22
折旧摊销	851.21	819.33	238.76	243.47	247.29
财务费用	128.14	109.30	(108.13)	(200.33)	(192.26)
投资损失	(35.65)	9.24	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	449.65	39.63	18,299.83	(12,523.47)	8,378.57
其它	(508.35)	(6.55)	(184.52)	127.83	147.92
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,804.33</b>	<b>439.84</b>	<b>18,429.95</b>	<b>(11,368.82)</b>	<b>10,229.74</b>
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)	392.34	(272.00)	(136.11)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(264.38)</b>	<b>(681.59)</b>	<b>369.33</b>	<b>(162.18)</b>	<b>(78.32)</b>
债权融资	2,805.28	2,614.53	829.99	864.94	893.82
股权融资	(156.97)	(103.38)	193.45	200.41	192.35
其他	(3,446.01)	(2,684.32)	(2,629.24)	(879.57)	(930.55)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(797.69)</b>	<b>(173.17)</b>	<b>(1,605.79)</b>	<b>185.77</b>	<b>155.62</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>742.26</b>	<b>(414.92)</b>	<b>17,193.48</b>	<b>(11,345.23)</b>	<b>10,307.04</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>8,311.10</b>	<b>5,281.88</b>	<b>6,259.03</b>	<b>9,452.38</b>	<b>11,005.59</b>
营业成本	524.90	4,615.19	4,631.06	6,382.25	6,644.15
营业税金及附加	55.74	33.77	40.02	60.43	70.36
营业费用	5,401.67	310.22	438.13	661.67	770.39
管理费用	1,009.39	668.09	751.08	1,134.29	1,320.67
研发费用	26.39	44.26	37.55	47.26	55.03
财务费用	121.82	89.55	(108.13)	(200.33)	(192.26)
资产减值损失	(24.30)	(163.31)	(2.66)	(2.66)	(2.66)
公允价值变动收益	(16.44)	9.18	(199.66)	56.09	29.16
投资净收益	35.65	(9.24)	30.00	30.00	30.00
其他	(98.08)	251.84	339.33	(172.18)	(118.32)
<b>营业利润</b>	<b>1,274.34</b>	<b>(567.67)</b>	<b>302.32</b>	<b>1,455.57</b>	<b>2,399.08</b>
营业外收入	8.61	19.90	29.21	16.50	18.03
营业外支出	6.02	37.66	25.99	24.83	21.13
<b>利润总额</b>	<b>1,276.93</b>	<b>(585.44)</b>	<b>305.53</b>	<b>1,447.23</b>	<b>2,395.98</b>
所得税	357.60	(54.33)	76.38	361.81	598.99
<b>净利润</b>	<b>919.33</b>	<b>(531.11)</b>	<b>229.15</b>	<b>1,085.42</b>	<b>1,796.98</b>
少数股东损益	34.36	(35.10)	15.14	71.73	118.76
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>884.97</b>	<b>(496.01)</b>	<b>214.01</b>	<b>1,013.69</b>	<b>1,678.22</b>
每股收益(元)	0.90	(0.50)	0.22	1.03	1.70

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-2.67%	-36.45%	18.50%	51.02%	16.43%
营业利润	-0.51%	-144.55%	-153.26%	381.46%	64.82%
归属于母公司净利润	3.26%	-156.05%	-143.15%	373.67%	65.56%
<b>获利能力</b>					
毛利率	93.68%	12.62%	26.01%	32.48%	39.63%
净利率	10.65%	-9.39%	3.42%	10.72%	15.25%
ROE	9.89%	-5.92%	2.47%	10.53%	14.93%
ROIC	12.86%	-6.11%	2.28%	-8.21%	130.32%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.66%	48.08%	74.88%	53.48%	64.53%
净负债率	11.06%	14.36%	-198.52%	-63.77%	-142.16%
流动比率	0.66	0.48	0.90	0.91	1.08
速动比率	0.64	0.47	0.88	0.89	1.04
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	39.49	28.10	34.80	97.96	474.68
存货周转率	168.33	118.76	19.73	25.80	24.99
总资产周转率	0.49	0.31	0.24	0.33	0.40
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.90	-0.50	0.22	1.03	1.70
每股经营现金流	1.83	0.45	18.67	-11.52	10.36
每股净资产	9.06	8.49	8.78	9.76	11.39
<b>估值比率</b>					
市盈率	25.81	-46.05	106.73	22.53	13.61
市净率	2.55	2.73	2.64	2.37	2.03
EV/EBITDA	10.65	98.58	6.24	9.66	1.91
EV/EBIT	13.58	-104.20	13.92	11.54	2.12

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