

疫情影响符合预期，关注开店步伐

——首旅酒店 2021 年三季度报点评

事件：公司发布三季度报，21Q3 营收 15.82 亿元/-5.4% yoy，归母净利润 0.60 亿元/-57.3%。

核心观点

- 三季度经营受局部疫情影响，9 月以来持续复苏。受南京疫情影响，酒店行业 8 月 revpar 出现大幅下滑，拖累公司 Q3 整体 revpar 较 19 年同期下降 29%，营收同比下降 5.4%，由于成本费用端以固定开支为主导致业绩承压，单季度归母净利润 0.60 亿元/-57% yoy，其中酒店业务利润总额 0.65 亿元，景区业务利润总额 0.03 亿元。若环比来看，Q3 公司营业成本和三费环比 Q2 均小幅下降，体现成本控制能力和运营效率提升。
- 扩张步伐保持，开店高峰或出现在 Q4。公司 Q3 新开店 325 家，其中新开中高端酒店 70 家、轻管理酒店 206 家，储备门店环比增长 239 家至 1838 家再创历史新高；Q3 净新增门店 223 家较 Q2 略有下降，其中华驿品牌净新增 106 家。对比全年 1400 家新开店目标，1-9 月完成 833 家/完成率 59.5%（vs 18/19/20 年 1-9 月开店数占全年比例分别为 60%/52%/60%），考虑到 7-8 月局部疫情或对 Q3 营建开业节奏有影响，我们认为开店高峰期或出现在 Q4，建议密切跟踪。
- 中高端化稳步推进，成立首旅安诺进一步布局高端及奢华品牌。中高端品牌逸斐保持较快展店速度，门店数量 Q3 环比新增 9 家至 37 家。10 月首旅安诺酒店管理公司正式成立，定位高端和奢华，原雅高大中华区发展总经理刘晨军加盟任 CEO，并市场化激励机制独立运作，高端化进展值得期待。

财务预测与投资建议

- 我们认为近期酒店板块股价波动已反映市场对疫情反复的预期，未来主要矛盾仍将回到开店扩张、龙头份额提升的成长性逻辑上来，因此我们建议密切关注 Q4 开店进展及结构。公司不超过 30 亿元定增已获证监会核准通过，补充资金后公司开店扩张和发展中高端品牌有望提速，我们维持公司 2021-23 年 EPS 预测为 0.43/1.11/1.61 元（暂不考虑增发摊薄），考虑到疫情反复对今年业绩有较大扰动，我们采用可比公司 2022 年 24 倍估值对公司估值，维持目标价 26.74 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 局部疫情扰动；新开店进展不及预期；宏观经济下行影响加盟商投资信心

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,311	5,282	6,948	8,321	9,428
同比增长(%)	-2.7%	-36.4%	31.5%	19.8%	13.3%
营业利润(百万元)	1,274	(568)	635	1,590	2,291
同比增长(%)	-0.5%	-144.5%	211.9%	150.3%	44.1%
归属母公司净利润(百万元)	885	(496)	422	1,100	1,585
同比增长(%)	3.3%	-156.0%	185.1%	160.7%	44.1%
每股收益(元)	0.90	(0.50)	0.43	1.11	1.61
毛利率(%)	93.7%	12.6%	32.3%	39.9%	43.7%
净利率(%)	10.6%	-9.4%	6.1%	13.2%	16.8%
净资产收益率(%)	10.3%	-5.7%	4.9%	11.7%	14.8%
市盈率	25.9	(46.2)	54.3	20.8	14.5
市净率	2.6	2.7	2.6	2.3	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

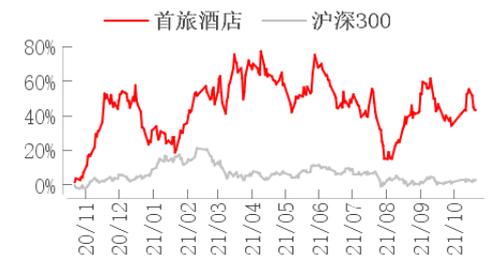


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月21日)	23.14 元
目标价格	26.74 元
52 周最高价/最低价	29.91/15.75 元
总股本/流通 A 股(万股)	98,703/98,208
A 股市值(百万元)	22,840
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2021 年 10 月 24 日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-6.5	-2.31	-3.01	43.27
相对表现	-10.73	-9.72	1.42	38.17
沪深 300	4.23	7.41	-4.43	5.1



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

联系人 彭博

pengbo3@orientsec.com.cn
张玉洁

联系人 朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

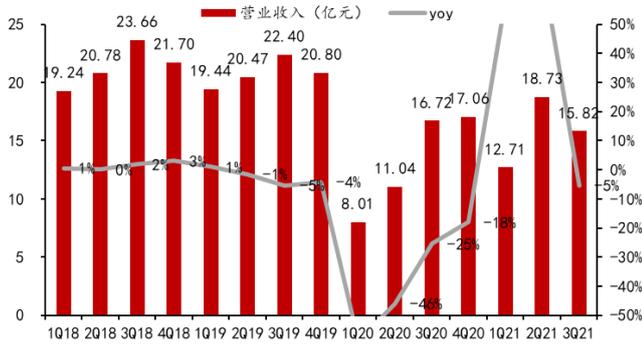
- 复苏稳健，开店步伐加速：——首旅酒店 2021-09-17 21H1 中报点评
- 储备店创历史新高，看好公司经营底部回暖 2021-05-10 的弹性：——首旅酒店 20 年年报及 21 年一季报点评
- Q3 利润转正，储备店数首次突破 1000 家：——首旅酒店三季报解读

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

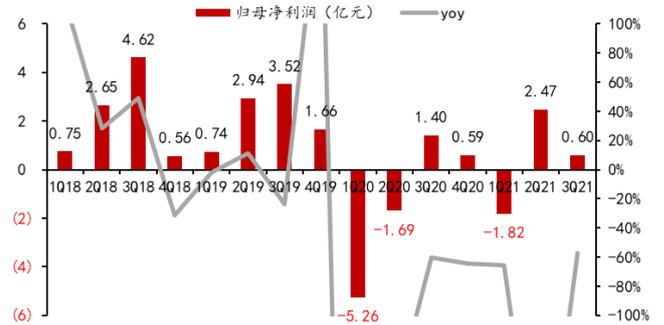
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 1：公司单季度营收及同比增速



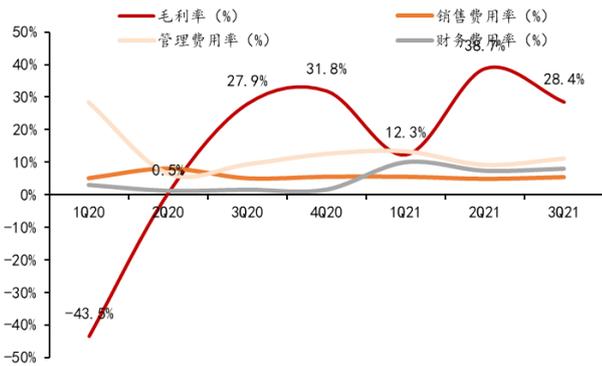
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及同比增速



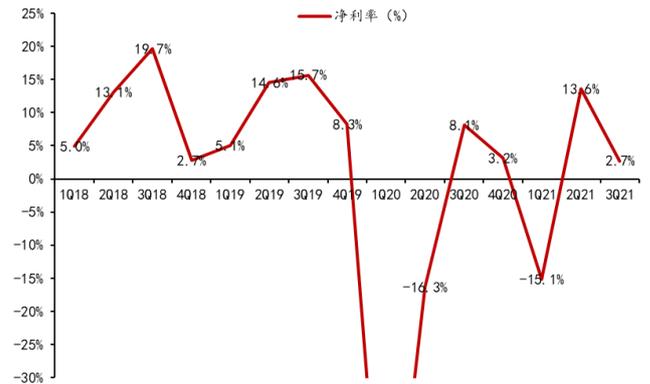
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：公司单季度毛利率和费用率变化



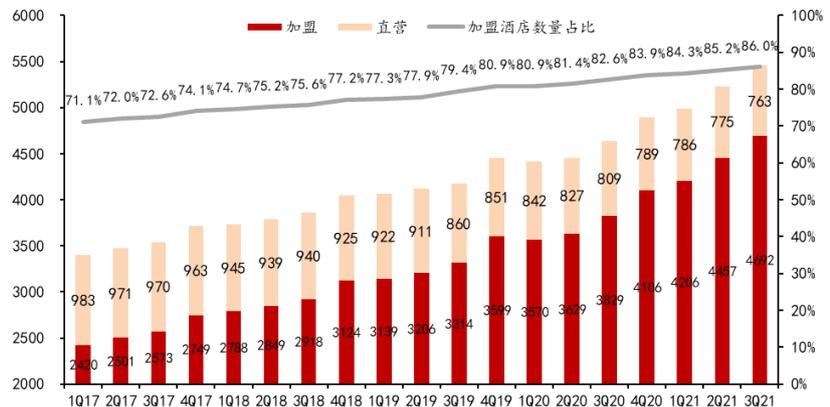
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：公司单季度净利率变化

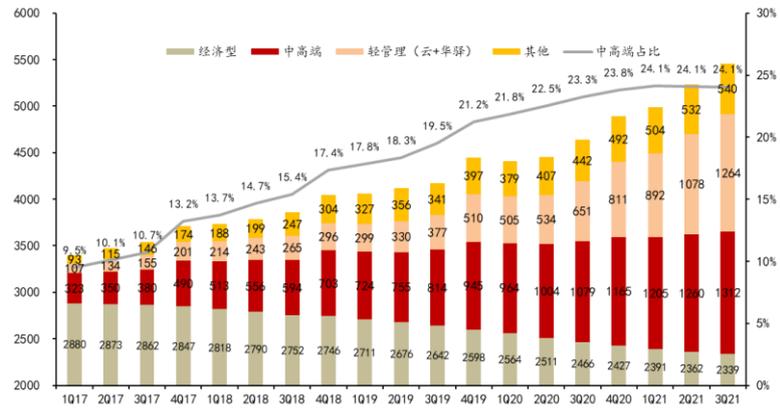


资料来源：公司公告、东方证券研究所

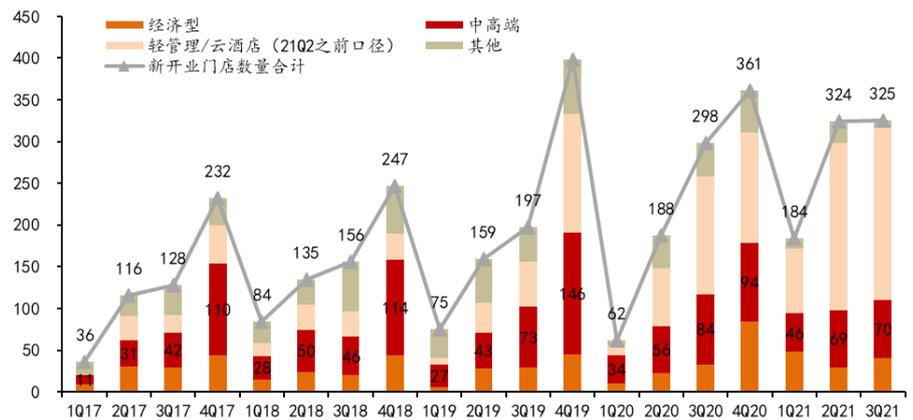
图 5：公司已开业加盟和直营酒店数量（单位：家）



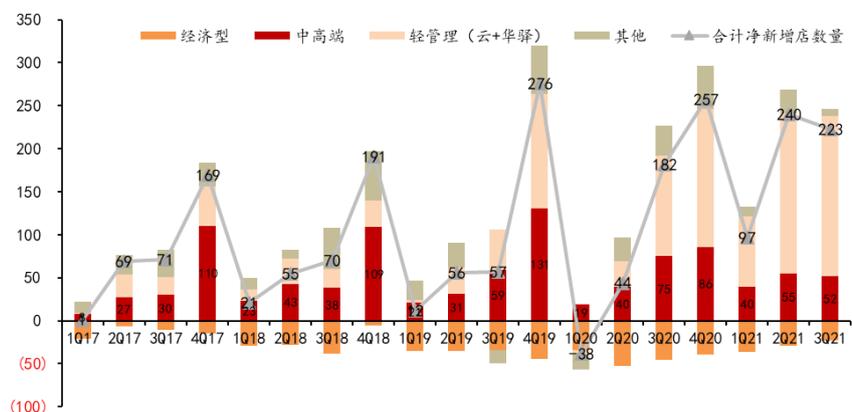
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 6：公司已开业的不同品牌酒店数量（单位：家）


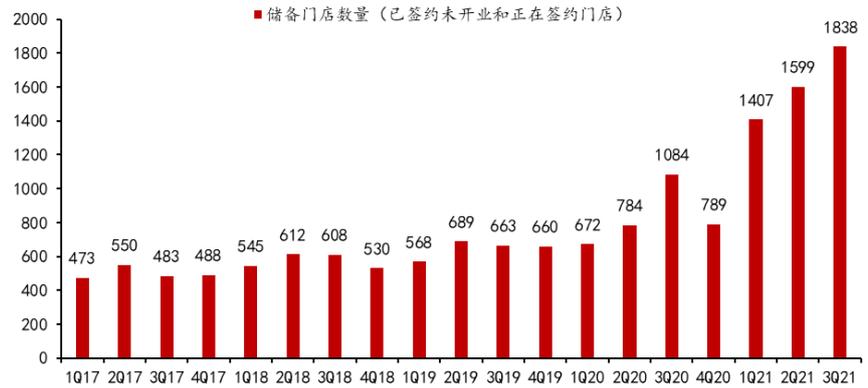
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 7：公司单季度新开业门店数量及结构


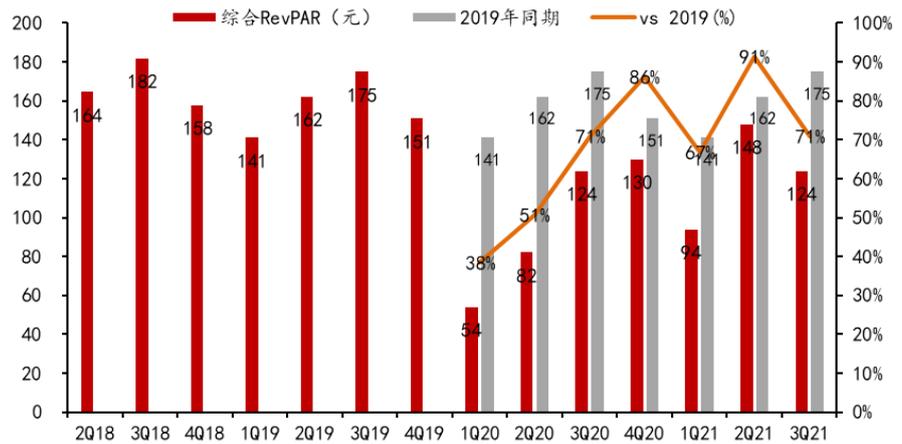
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 8：公司单季度净新增门店数量及结构


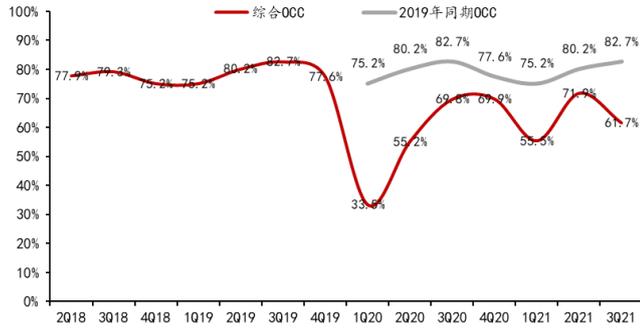
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 9：公司储备门店数量（单位：家）


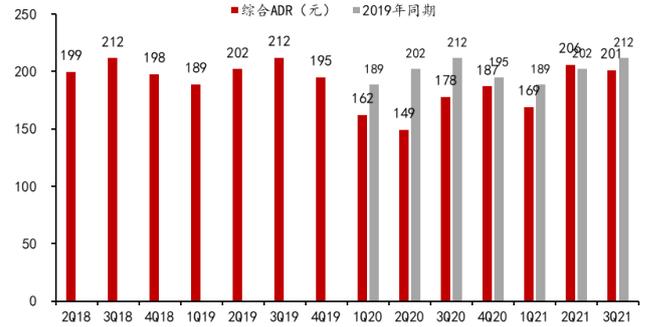
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 10：公司整体 RevPAR 以及与 2019 年同期对比


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 11：公司整体入住率以及与 2019 年同期对比


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 12：公司整体平均房价以及与 2019 年同期对比


资料来源：公司公告、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,777	1,375	2,755	3,339	5,710	营业收入	8,311	5,282	6,948	8,321	9,428
应收票据及应收账款	189	187	202	268	289	营业成本	525	4,615	4,703	5,004	5,307
预付账款	175	150	163	203	240	营业税金及附加	56	34	49	58	66
存货	48	41	237	148	212	营业费用	5,402	310	351	405	449
其他	352	604	796	685	736	管理费用及研发费用	1,036	712	763	843	913
流动资产合计	2,542	2,357	4,152	4,643	7,186	财务费用	122	90	526	517	511
长期股权投资	446	392	392	371	371	资产减值损失	25	167	38	46	52
固定资产	2,390	2,230	2,335	2,349	2,277	公允价值变动收益	(16)	9	7	8	9
在建工程	169	198	201	198	196	投资净收益	36	(9)	35	42	47
无形资产	3,791	3,665	3,554	3,443	3,332	其他	109	79	76	92	104
其他	7,771	7,790	16,316	15,726	15,187	营业利润	1,274	(568)	635	1,590	2,291
非流动资产合计	14,568	14,275	22,798	22,087	21,362	营业外收入	9	20	8	9	10
资产总计	17,110	16,633	26,950	26,730	28,549	营业外支出	6	38	6	7	8
短期借款	234	600	600	600	600	利润总额	1,277	(585)	637	1,592	2,293
应付票据及应付账款	129	121	642	407	578	所得税	358	(54)	198	446	642
其他	3,505	4,173	13,488	12,386	12,435	净利润	919	(531)	440	1,146	1,651
流动负债合计	3,869	4,894	14,729	13,393	13,612	少数股东损益	34	(35)	18	46	66
长期借款	1,793	1,028	1,028	1,028	1,028	归属于母公司净利润	885	(496)	422	1,100	1,585
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.90	-0.50	0.43	1.11	1.61
其他	2,151	2,075	2,080	2,081	2,082						
非流动负债合计	3,944	3,103	3,108	3,109	3,110	主要财务比率					
负债合计	7,813	7,997	17,837	16,502	16,723		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	350	255	273	319	385	成长能力					
股本	988	988	987	987	987	营业收入	-2.7%	-36.4%	31.5%	19.8%	13.3%
资本公积	4,759	4,757	4,784	4,781	4,781	营业利润	-0.5%	-144.5%	211.9%	150.3%	44.1%
留存收益	3,200	2,647	3,069	4,141	5,673	归属于母公司净利润	3.3%	-156.0%	185.1%	160.7%	44.1%
其他	0	(12)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	9,297	8,635	9,113	10,228	11,826	毛利率	93.7%	12.6%	32.3%	39.9%	43.7%
负债和股东权益总计	17,110	16,633	26,950	26,730	28,549	净利率	10.6%	-9.4%	6.1%	13.2%	16.8%
						ROE	10.3%	-5.7%	4.9%	11.7%	14.8%
						ROIC	8.4%	-3.7%	6.7%	12.0%	15.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	45.7%	48.1%	66.2%	61.7%	58.6%
净利润	919	(531)	440	1,146	1,651	净负债率	11.1%	14.4%	8.2%	0.0%	0.0%
折旧摊销	752	712	978	1,066	1,153	流动比率	0.66	0.48	0.28	0.35	0.53
财务费用	122	90	526	517	511	速动比率	0.64	0.47	0.27	0.34	0.51
投资损失	(36)	9	(35)	(42)	(47)	营运能力					
营运资金变动	823	462	(268)	(179)	43	应收账款周转率	38.0	26.7	33.8	33.5	32.0
其它	(776)	(302)	(157)	147	89	存货周转率	10.6	103.8	33.9	26.0	29.5
经营活动现金流	1,804	440	1,484	2,655	3,400	总资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
资本支出	(118)	320	(531)	(522)	(522)	每股指标(元)					
长期投资	(93)	54	(0)	22	0	每股收益	0.90	-0.50	0.43	1.11	1.61
其他	(54)	(1,056)	42	50	57	每股经营现金流	1.83	0.45	1.50	2.69	3.44
投资活动现金流	(264)	(682)	(490)	(450)	(465)	每股净资产	9.06	8.49	8.96	10.04	11.59
债权融资	(713)	(544)	886	(1,072)	(0)	估值比率					
股权融资	14	(2)	26	(3)	0	市盈率	25.9	-46.2	54.3	20.8	14.5
其他	(99)	373	(526)	(545)	(564)	市净率	2.6	2.7	2.6	2.3	2.0
筹资活动现金流	(798)	(173)	386	(1,620)	(564)	EV/EBITDA	11.6	106.4	11.6	7.8	6.3
汇率变动影响	1	(6)	-0	-0	-0	EV/EBIT	17.8	-52.0	21.4	11.8	8.9
现金净增加额	743	(421)	1,380	585	2,370						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn