

## 2021 三季报点评: 疫情反复致经营承压, 业绩基本符合市场预期

买入 (维持)

2021 年 10 月 26 日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 李昱哲

16620992730

liyzh@dwzq.com.cn

研究助理 宋小雯

songxw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,282	7,246	8,613	9,685
同比 (%)	-36.4%	37.2%	18.9%	12.4%
归母净利润 (百万元)	-496	418	1,115	1,378
同比 (%)	-156.0%	184.4%	166.4%	23.6%
每股收益 (元/股)	-0.50	0.42	1.13	1.39
P/E (倍)	-	57	22	17

### 投资要点

- **营收稳健, Q3 业绩因疫情反复而承压。**公司 2021Q1-Q3 营收 47.26 亿元 (yoy+32.15%), 归母净利润 1.25 亿元 (yoy+122.54%)。由于今年 7-9 月全国多地疫情反复, 文旅出行需求锐减下公司业务受到较大冲击, **2021Q3 单季营收 15.82 亿元 (yoy-5.38%), 归母净利润 0.60 亿元 (yoy-57.25%), 扣非归母净利润 0.44 亿元 (yoy-66.66%)**。分业务情况: 2021Q1-Q3 公司利润总额 1.65 亿元 (yoy+124.4%), 其中酒店业务利润总额 5850 万元 (yoy+108.4%), 景区运营业务利润总额 1.07 亿元 (yoy+347.4%); **2021Q3 单季度酒店利润总额 0.65 亿元, 景区运营利润总额 253 万元, 同比分别-57.7%/91.9%**。
- **RevPAR 约恢复至 2019 年同期 70%, 经济型酒店整体表现更优。**1) **整体口径: 2021Q3 首旅如家全部酒店 RevPAR 124 元 (yoy-0.6%, 较 2019 年同期-29.3%, 主要系疫情影响下 8 月 RevPAR 大幅下降)**。中高端/经济型酒店 RevPAR 分别为 166/108 元, 分别恢复到 2019 年的 65.1%/71.1%, 经济型酒店恢复状况较好。2021Q3 整体房间均价 (ADR) 201 元 (yoy+12.4%), 整体出租率 (OCC) 为 61.7% (yoy-8.1pct), 较 2019 年同期下行 21pct, 其中中高端/经济型酒店 OCC 分别为 59.9%/65.0%。2) **成熟店口径: 2021Q3 首旅如家成熟门店共 3,451 家 (开业 18 个月以上), RevPAR 为 126 元 (yoy-3.6%, 较 2019 年同期-31.9%)**, 其中中高端/经济型门店分别为 171/108 元; ADR 200 元 (yoy+10.1%), 其中经济型同比+11.1%; **成熟店整体 OCC 达 63.0% (yoy-9pct, 较 19 年同期-21.3pct)**。
- **新开店数创新高, 持续布局中高端市场。**截至 2021 年 9 月末, 公司酒店数量 5,455 家 (含境外 1 家), 其中中高端酒店数量 1,312 家, 占比 24.1%, 客房间数 14.3 万间, 占总客房间数的 31.3%。2021Q1-Q3 新开业门店 833 家, 其中第三季度新开店 325 家, 其中新开中高端/经济型/轻管理酒店分别为 70/40/206 家。截至 2021 年 9 月末, 公司已签约未开业和正在签约的储备项目达 1,838 家, 环比 2021Q2 增加 239 家。此外, 公司于 9 月推出首旅全球购平台, 10 月首旅诺安酒店管理公司成立, 多元化业务有望在中长期内增厚业绩。
- **前三季度整体费用率微降, 环比表现较弱。**2021Q1-Q3 公司销售费用率 5.2% (同比-0.8pct), 管理费用率 10.9% (同比-1.8pct), 费用率改善主要由于营收规模增长; 财务费用率 8.4% (同比+6.6%), 主要系执行新租赁准则确认租赁负债融资费用, 毛利率 28.2%。2021Q3 单季销售费用率 5.4% (环比+0.6pct), 管理费用率 11.1% (同比+2pct), 主要由疫情反复下营收回落所致。
- **盈利预测与投资评级:** 展望 2021Q4, 我们认为行业仍处持续复苏周期, 疫情稳健下公司业绩有望展现较大业绩弹性, 目前公司仍然维持全年新增 1400 家门店指引。我们维持此前盈利预测, 我们预计公司 2021-23 年归母净利润为 4.2/11.2/13.8 亿元, 2021-23 年归母净利润同比增速 184.4%、166.4%、23.6%, 当前股价对应动态 PE 57、22、17 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情反复致宏观经济波动, 行业竞争加剧风险, 酒店经营&扩张低于我们预期风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	24.29
一年最低/最高价	16.24/29.91
市净率(倍)	2.93
流通 A 股市值(百万元)	23854.74

### 基础数据

每股净资产(元)	8.29
资产负债率(%)	66.67
总股本(百万股)	987.03
流通 A 股(百万股)	982.08

### 相关研究

- 1、《首旅酒店 (600258): 2021 半年报点评: 业绩合市场预期, 中高端&下沉持续提速》  
2021-09-03
- 2、《首旅酒店 (600258): 2020 年报点评: 环比改善持续, 轻加盟&中高端扩张渐进》  
2021-04-28

表 1: 经营数据拆分

单位: 亿元	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2020Q1-3	2021Q1-3	2019	2020
营收	11.04	16.72	17.06	12.71	18.73	15.82	35.76	47.26	83.11	52.82
yoy	-46.1%	-25.4%	-18.0%	58.8%	69.7%	-5.4%	-42.6%	32.1%	-2.7%	-36.5%
酒店业务									78.62	50.29
yoy									-2.8%	-36.0%
其中: 如家										
yoy										
其中: 直营									62.79	38.68
yoy									-5.7%	-38.4%
加盟									15.82	11.61
yoy									10.3%	-26.6%
景区业务									4.50	2.53
yoy									0.0%	-43.7%
利润总额	-2.19	1.84	0.91	-2.17	3.15	0.67	-6.77	1.65	12.77	-5.85
yoy	-154.9%	-61.6%	-61.9%		244.0%	-63.5%	-165.3%	124.4%	-0.7%	
酒店业务	-2.18	1.53	0.45	-2.78	2.72	0.65	-7.01	0.59	11.03	-6.56
yoy	-157.4%	-66.6%	-78.2%		225.0%	-57.7%	-178.2%	108.3%	-0.5%	-159.4%
其中: 如家										
yoy										
景区业务	-0.01	0.31	0.46	0.61	0.43	0.03	0.24	1.07	1.74	0.70
yoy	-107.1%	43.1%	38.4%	1128.8%	3164.2%	-91.9%	-83.0%	347.4%	-2.0%	-59.6%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 2: 公司经营情况及增速

综合	RevPAR (元/间)			均价 (元/间)			出租率 (%)		
	2021Q3	21Q3 同比	21Q3 增速环比	2021Q3	21Q3 同比	21Q3 增速环比	2021Q3	21Q3 同比	21Q3 增速环比
中高端	166	-3.9%	-90.2pct	276	8.7%	-27.1pct	59.9%	-7.8 pct	-26.9pct
经济型	108	1.8%	-75.3pct	167	12.3%	-22.9pct	65.0%	-6.7 pct	-24.5pct
合计	124	-0.6%	-81.2pct	201	12.4%	-26.1pct	61.7%	-8.1 pct	-24.9pct
同店	RevPAR (元/间)			均价 (元/间)			出租率 (%)		
	2021Q3	21Q3 同比	21Q3 增速环比	2021Q3	21Q3 同比	21Q3 增速环比	2021Q3	21Q3 同比	21Q3 增速环比
中高端	171	-4.8%	-90.7pct	286	10.0%	-27.9pct	59.8%	-9.3 pct	-27.6pct
经济型	108	-2.2%	-71.5pct	166	11.1%	-23.0pct	64.8%	-8.8 pct	-24.5pct
合计	126	-3.6%	-78.5pct	200	10.1%	-25.9pct	63.0%	-9.0 pct	-25.4pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 3：公司核心数据

单位：百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
营业总收入	1943.58	2046.79	2240.30	2080.43	800.74	1103.73	1671.85	1705.56	1271.19	1872.88	1581.88
yoy	1.0%	-1.5%	-5.3%	-4.1%	-58.8%	-46.1%	-25.4%	-18.0%	58.8%	69.7%	-5.38%
归母净利润	73.96	293.67	351.56	165.78	(526.02)	(169.05)	140.05	59.01	(181.93)	247.14	59.87
yoy	-1.9%	11.0%	-23.8%	198.6%	-811.2%	-157.6%	-60.2%	-64.4%	-	246.2%	-57.25%
毛利率%	93.92	94.35	93.11	93.42	(43.53)	0.51	27.90	31.85	12.27	38.73	28.43
期间费用率%	85.70	75.87	72.35	82.31	37.30	17.05	16.33	20.65	29.56	22.23	25.38
其中：销售费用率%	70.55	62.45	59.50	68.21	5.10	8.16	5.06	5.55	5.54	4.87	5.42
管理费用率 (含研发)%	13.21	11.90	11.53	12.96	29.18	7.68	9.74	13.55	13.90	9.93	11.87
财务费用率%	1.94	1.52	1.32	1.14	3.03	1.20	1.53	1.55	10.11	7.43	8.08
归母净利率	3.8%	14.3%	15.7%	8.0%	-65.7%	-15.3%	8.4%	3.5%	-14.3%	13.2%	3.8%
ROE%	0.90	3.52	4.09	1.87	(6.05)	(2.03)	1.69	0.71	(2.24)	3.10	0.73
同比增减 pct	-0.12	0.01	-1.79	1.19	-6.95	-5.56	-2.39	-1.17	3.81	5.13	-0.96
资产负债率%	48.77	48.39	46.54	45.66	46.34	48.02	47.91	48.08	67.62	66.52	66.67
同比增减 pct	-4.50	-3.79	-4.06	-4.09	-2.44	-0.36	1.38	2.42	21.28	18.49	18.76
存货	47.40	45.34	49.58	48.21	41.76	34.12	39.76	40.74	36.92	39.85	47.52
较上年同比增减	4.55	-1.02	-2.27	-2.32	-5.64	-11.22	-9.82	-7.48	-4.83	5.73	7.75
存货周转天数	37.31	36.92	34.83	33.86	3.52	3.30	3.44	3.47	3.13	3.21	3.51
较上年同比增减	-0.45	-3.29	-3.12	-2.32	-33.79	-33.62	-31.39	-30.39	-0.39	-0.09	0.07
应收账款	251.45	238.52	229.07	189.32	184.33	188.10	230.11	186.67	231.39	250.30	256.75
较上年同比增减	23.11	-16.18	-45.24	-42.31	-67.12	-50.41	1.05	-2.65	47.06	62.19	26.64
应收账款周转天数	11.18	10.60	9.98	9.12	21.00	17.84	15.83	12.81	14.80	12.51	12.67
较上年同比增减	1.16	0.37	-0.08	-0.10	9.81	7.23	5.85	3.70	-6.20	-5.33	-3.17
应付账款及票据	125.00	119.09	144.35	129.41	132.60	130.56	152.27	121.18	116.14	110.16	122.86
较上年同比增减	-4.98	-14.49	-15.25	4.82	7.59	11.47	7.92	-8.22	-16.45	-20.39	-29.41
预收账款	302.99	296.86	303.21	257.23	261.68	11.38	14.04	15.99	14.88	9.26	11.13
较上年同比增减	65.52	30.75	-1.25	-22.97	-41.31	-285.48	-289.17	-241.24	-246.80	-2.13	-2.91
经营性现金流净额	158.06	673.65	1416.14	1804.33	(516.42)	(252.42)	173.56	439.84	200.20	1102.12	1803.57
较上年同比增减%	-29%	-12%	-1%	-6%	-427%	-137%	-88%	-76%	139%	537%	939%
筹资性现金流净额	(23.40)	(296.79)	(694.10)	(797.69)	1.34	(62.26)	(237.88)	(173.17)	(333.78)	(1132.72)	(1438.72)
较上年同比增减%					106%				-	-	-
资本开支	249.88	171.77	194.86	181.02	184.53	100.81	135.21	156.01	259.90	138.11	186.96
较上年同比增减%	12%	34%	24%	31%	-26%	-41%	-31%	-14%	41%	37%	38%

注：经营及筹资现金流为当年内累积值。

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

表 4: 公司开业酒店数量 (单位: 家)

品牌	酒店数量			客房间数		
	2021 年 9 月末			2021 年 9 月末		
	合计	直营	特许	合计	直营	特许
<b>经济型酒店</b>	<b>2,339</b>	<b>545</b>	<b>1,794</b>	<b>223,748</b>	<b>62,189</b>	<b>161,559</b>
如家	1,935	450	1,485	188,173	49,331	138,842
莫泰	208	74	134	23,282	10,919	12,363
蓝牌驿居	112	-	112	6,311	-	6,311
云上四季	32	6	26	2,261	651	1,610
雅客怡家	30	-	30	1,771	-	1,771
欣燕都	22	15	7	1,950	1,288	662
<b>中高端酒店</b>	<b>1,312</b>	<b>216</b>	<b>1,096</b>	<b>143,017</b>	<b>29,230</b>	<b>113,087</b>
如家商旅	612	87	525	56,365	10,776	45,589
如家精选	275	48	227	26,945	6,068	20,877
和颐	174	36	138	20,758	5,900	14,858
金牌驿居	42	10	32	2,405	803	1,602
艾扉	37	1	36	3,069	150	2,919
万信	12	-	12	1,639	-	1,639
柏丽艾尚	16	4	12	1,450	530	920
璞隐	16	5	11	2,097	720	1,377
扉缦	9	3	6	886	282	604
云上四季尚品	10	5	5	883	588	295
逸扉	5	4	1	1,012	808	204
Yunik	5	3	2	421	340	81
嘉虹	4	3	1	651	525	126
建国铂萃	3	1	2	259	118	141
首旅建国	65	2	63	18,580	922	17,658
首旅京伦	14	1	13	3,749	601	3,148
首旅南苑	13	3	10	1,848	799	1,049
<b>轻管理酒店</b>	<b>1,264</b>	<b>-</b>	<b>1,264</b>	<b>62,807</b>	<b>-</b>	<b>62,807</b>
华驿	272	-	272	9,933	-	9,933
云酒店	992	-	992	52,874	-	52,874
<b>其他</b>	<b>540</b>	<b>2</b>	<b>538</b>	<b>27,768</b>	<b>138</b>	<b>27,630</b>
管理输出	536	-	536	27,565	-	27,565
如家小镇	2	1	1	74	42	32
漫趣乐园	2	1	1	129	96	33
<b>小计</b>	<b>5,455</b>	<b>763</b>	<b>4,692</b>	<b>457,340</b>	<b>92,257</b>	<b>365,083</b>

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

首旅酒店三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>2,357</b>	<b>3,327</b>	<b>3,725</b>	<b>4,808</b>	<b>营业收入</b>	<b>5,282</b>	<b>7,246</b>	<b>8,613</b>	<b>9,685</b>
现金	1,375	2,208	2,544	3,517	减:营业成本	4,615	4,916	5,344	5,831
应收账款	187	268	295	329	营业税金及附加	34	49	59	66
存货	41	94	34	112	营业费用	310	418	454	511
其他流动资产	755	757	852	850	管理费用	668	890	1,023	1,151
<b>非流动资产</b>	<b>14,275</b>	<b>22,792</b>	<b>22,236</b>	<b>21,713</b>	财务费用	90	362	129	145
长期股权投资	392	417	416	424	资产减值损失	163	10	10	10
固定资产	2,230	2,742	3,300	3,890	加:投资净收益	-9	7	7	7
在建工程	198	238	262	261	其他收益	93	0	0	0
无形资产	3,665	3,466	3,265	3,063	<b>营业利润</b>	<b>-568</b>	<b>594</b>	<b>1,585</b>	<b>1,959</b>
其他非流动资产	7,790	15,929	14,993	14,075	加:营业外净收支	-18	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>16,633</b>	<b>26,119</b>	<b>25,962</b>	<b>26,521</b>	<b>利润总额</b>	<b>-585</b>	<b>596</b>	<b>1,587</b>	<b>1,961</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,894</b>	<b>4,694</b>	<b>4,780</b>	<b>5,201</b>	减:所得税费用	-54	161	428	529
短期借款	600	600	600	600	少数股东损益	-35	16	43	54
应付账款	121	258	103	308	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-496</b>	<b>418</b>	<b>1,115</b>	<b>1,378</b>
其他流动负债	4,173	3,836	4,076	4,293	EBIT	-522	627	1,606	1,942
<b>非流动负债</b>	<b>3,103</b>	<b>12,355</b>	<b>10,953</b>	<b>9,660</b>	EBITDA	297	2,622	3,649	4,104
长期借款	1,028	1,909	1,351	806	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
其他非流动负债	2,075	10,446	9,603	8,854	每股收益(元)	-0.50	0.42	1.13	1.40
<b>负债合计</b>	<b>7,997</b>	<b>17,049</b>	<b>15,733</b>	<b>14,861</b>	每股净资产(元)	8.49	8.91	10.04	11.44
少数股东权益	255	272	315	369	发行在外股份(百万股)	988	987	987	987
归属母公司股东权益	8,380	8,798	9,913	11,291	ROIC(%)	-3.9%	2.2%	5.6%	6.7%
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,633</b>	<b>26,119</b>	<b>25,962</b>	<b>26,521</b>	ROE(%)	-6.2%	4.8%	11.3%	12.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	12.6%	32.1%	38.0%	39.8%
经营活动现金流	440	2,929	3,345	4,032	销售净利率(%)	-9.4%	5.8%	12.9%	14.2%
投资活动现金流	-682	-10,459	-1,484	-1,619	资产负债率(%)	48.1%	65.3%	60.6%	56.0%
筹资活动现金流	-173	8,364	-1,525	-1,440	收入增长率(%)	-36.4%	37.2%	18.9%	12.4%
现金净增加额	-421	834	336	973	净利润增长率(%)	-156.0%	184.4%	166.4%	23.6%
折旧和摊销	819	1,995	2,044	2,162	P/E	-	57	22	17
资本开支	577	205	1,095	977	P/B	3	3	2	2
营运资本变动	53	95	49	303	EV/EBITDA	88	13	9	7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

