

## 社服\酒店

## 首旅酒店 (600258.SH)

## 维持评级

报告原因：业绩公告

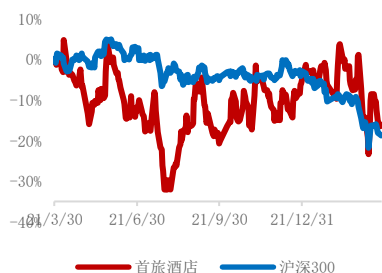
年内新开店计划完成，平均房价率先恢复

增持

2022年3月30日

公司研究/点评报告

### 公司近一年市场表现



### 市场数据：2022年3月30日

收盘价(元):	23.99
年内最高/最低(元):	28.63/18.57
流通A股/总股本(亿):	9.82/11.21
流通A股市值(亿):	269.02
总市值(亿):	269.02

### 基础数据：2021年12月31日

基本每股收益:	0.05
每股净资产(元):	9.90
净资产收益率:	0.67%

### 分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

### 相关报告：

【山证社服】首旅酒店(600258.SH)2021  
 三季报点评：疫情扰动 Q3 业绩有所承压，  
 储备店数量创历史新高(2021-10-19)

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层  
 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

### 事件点评

- 公司发布 2021 年财报，期内实现营收 61.53 亿元 (+16.49%)，恢复至 2019 年 74.03%；归母净利润 5567 万元，较上年扭亏为盈，业绩增加 5.52 亿元，恢复至 2019 年 6.20%；扣非归母净利润 1094 亿元，较上年增加 5.38 亿元；EPS0.05 元。盈利能力提升主要系酒店业务恢复增收，以及公司通过发行短期债券和非公开发行股票融资改善现金流。新开店 1418 家 (+56%)，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别新增 184 家/324 家/325 家/585 家。其中直营店 27 家、特许加盟店 1391 家；经济型酒店 133 家、中高端酒店 276 家、轻管理酒店 954 家、其他 55 家。三大酒店业绩指标，平均房价基本恢复至 2019 年同期水平，入住率恢复速度最慢。21Q4 首旅如家全部酒店 RevPAR108 元 (-17.4%，较 2019-28.7%) ADR186 元 (-0.4%，较 2019-4.5%) OCC57.9% (-11.9pct，较 2019-19.6pct)。
- 拓宽融资渠道，改善资本结构。公司于 2021 年 1 月、3 月、6 月分别发行超短期融资债券 4 亿、4 亿、5 亿，公司通过超短期融资券置换利率较高的银行贷款，有效降低财务费用。同时年内成功完成非公开发行，募集资金 30 亿，有效降低资产负债率，为中长期健康发展奠定基础。
- 毛利率提升 13.53pct 至 12.62%，整体费用率增加 4.97pct 至 25.18%。其中销售费用率 5.24% (-0.63pct)、管理费用率 11.46% (-1.19pct)、研发费用率 0.92% (+0.08pct)、财务费用率 8.48% (+6.79pct)。经营活动产生现金流净额 23.08 亿元 (+424.81%) 系年内公司业务回暖所致。
- 投资建议：从公司业绩来看，疫情好转后酒店商旅出行需求将率先反弹，22Q2 及暑假有望带动 RevPAR、入住率进一步提升。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.6\1.24\1.6，对应公司 3 月 30 日收盘价 23.99 元，2022-2024 年 PE 分别为 40.3\19.3\15，维持“增持”评级。

### 存在风险

- 公司经营成本上升风险；疫情区域内反复风险；景区客流下降风险。

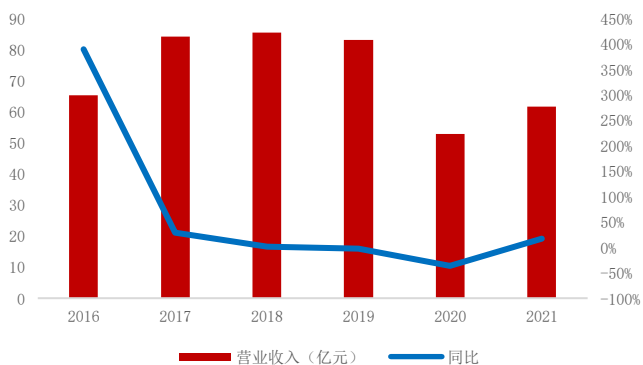
主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6153	8122	9422	10364
收入同比(%)	16%	32%	16%	10%
归属母公司净利润	56	589	1228	1576
净利润同比(%)	-111%	957%	109%	28%
毛利率(%)	26.1%	29.0%	37.0%	40.0%
ROE(%)	0.1%	4.5%	8.9%	10.6%
每股收益(元)	0.05	0.60	1.24	1.60
P/E	483.18	40.25	19.30	15.04
P/B	2.42	2.08	1.93	1.79
EV/EBITDA	20	15	9	8

资料来源：wind，山西证券研究所

## 1. 公司 2021 年业绩表现

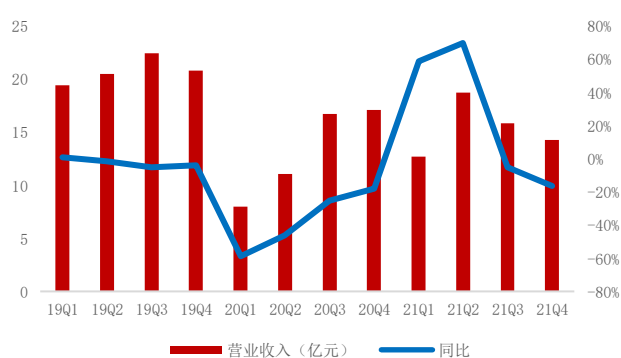
公司发布 2021 年财报，期内实现营收 61.53 亿元 (+16.49%)，恢复至 2019 年 74.03%；归母净利润 5567 万元，较上年扭亏为盈，业绩增加 5.52 亿元，恢复至 2019 年 6.20%；扣非归母净利润 1094 亿元，较上年增加 5.38 亿元；EPS0.05 元。盈利能力提升主要系酒店业务恢复增收，以及公司通过发行短期债券和非公开发行股票融资改善现金流。其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 12.71 亿元/18.73 亿元/15.82 亿元/14.27 亿元，同比增长 58.75%/69.69%/-5.38%/-16.32%；归母净利润-1.82 亿元/2.47 亿元/0.59 亿元/-0.69 亿元，同比增加 65.41%/246.19%/-57.25%/-217.61%。年内公司经营情况受疫情影响波动较大，Q2 疫情控制较好、出行人数大幅增加，公司经营得到明显改善；下半年疫情在多地反复，暑期、Q4 业绩表现回落。

图 1：首旅酒店营收情况及增速



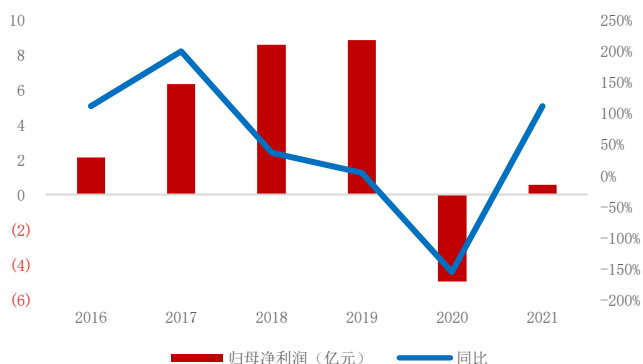
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：首旅酒店单季度营收情况及增速



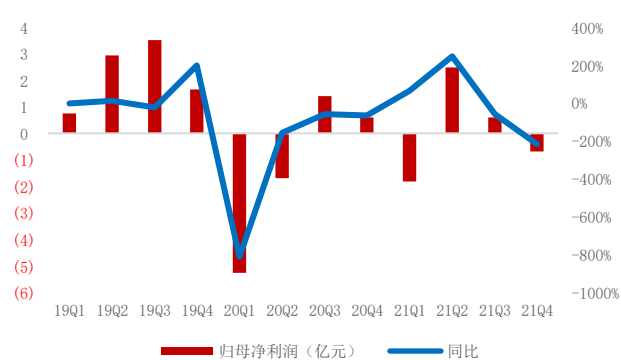
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：首旅酒店归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：首旅酒店单季度归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

## 1.1 收入端

酒店业务业绩波动较小。年内公司酒店营收 58.32 亿元 (+15.96%)，利润亏损 1 亿元，较上年亏损减少 5.55 亿元。其中酒店运营模式营收 43.58 亿元 (+12.69%) 系直营酒店点数减少部分掉 RevPAR 上升影响，占比 70.8% (-2.41pct)，目前门店数占比 12.7%；酒店管理模式营收 14.73 亿元 (+26.87%) 系特许酒店 RevPAR 上升以及特许酒店数量增加，占比 23.9% (+2pct)，目前门店数占比 87.3% (+3.4pct)。由于酒店管理业务收入占比较小、毛利率较高，叠加公司目前重点发展酒店管理业务，使得整体业绩呈现出收入变动小、利润变动大的特点。景区业务实现营收 3.2 亿元 (+26.86%) 系疫情缓解、门票等收入上升，盈利 1.06 亿元 (+51.12%)。年内会员总数达 1.33 亿 (+6.4%)，线上订单占比继续提升，Q4 自有渠道入住占比 75.7%。

拓宽融资渠道，改善资本结构。公司于 2021 年 1 月、3 月、6 月分别发行超短期融资债券 4 亿、4 亿、5 亿，累计规模 13 亿，发行利率分别为 2.9%、3.1%、3.09%。公司通过超短期融资券，置换利率较高的银行贷款，有效降低财务费用。同时年内成功完成非公开发行，募集资金 30 亿，有效降低资产负债率，为中长期健康发展奠定基础。

## 1.2 费用端

毛利率提升 13.53pct 至 12.62%，整体费用率增加 4.97pct 至 25.18%。其中销售费用率 5.24% (-0.63pct) 系年内会员卡相关销售费用下降；管理费用率 11.46% (-1.19pct) 系严格控制办公费用支出；研发费用率 0.92% (+0.08pct) 系公司运用 5G、云计算等推进数字化酒店建设，加大研发投入所致；财务费用率 8.48% (+6.79pct) 系公司年内执行新租赁准则确认租赁负债利息支出 4.34 亿元。经营活动产生现金流净额 23.08 亿元 (+424.81%) 系 2020 年低基数、年内公司业务回暖所致。

图 5：首旅酒店毛利率和净利率变化

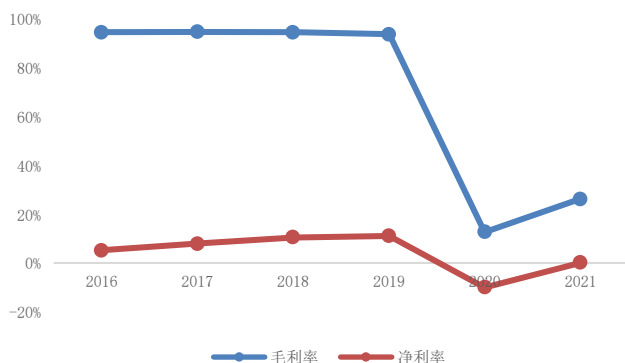
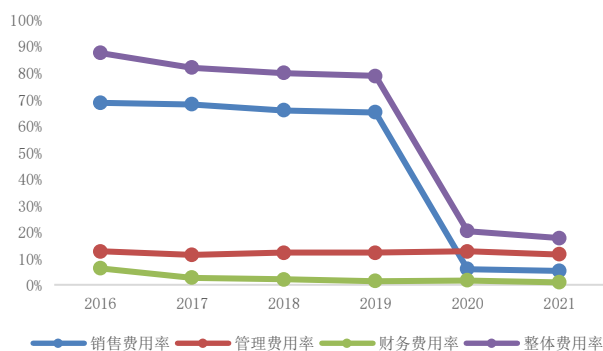


图 6：首旅酒店各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

### 1.3 开店、改造情况

公司新开店步伐持续提速，中高端酒店为未来持续发力方向。新开店方面，2021年新开店1418家（+56%），其中Q1/Q2/Q3/Q4分别新增184家/324家/325家/585家。其中直营店27家、特许加盟店1391家；经济型酒店133家、中高端酒店276家、轻管理酒店954家、其他55家。储备店方面，储备店与新店双轮驱动，21年末公司储备店达到1791家，为2022年新开店计划奠定基础。新开店酒店类型方面，年内新开中高端酒店276家，目前中高端酒店数占比23.4%、房间量占比提升至31.6%、中高端产品占酒店收入比例从2020年42.3%提升至2021年46.9%。扩张方式方面，公司以轻资产特许加盟作为主要发展方式，年内通过特许加盟新开店1391家，占比98.1%，目前通过特许加盟新开店比例提升至87.3%，酒店管理业务收入占比由2020年23.1%增长至2021年25.3%。

产品升级、加速迭代。公司在传统商旅出行酒店品牌基础上，持续将存量经济型产品升级改造成NEO3.0及如家商旅、如家精选等中端产品，NEO3.0酒店数量提升至810家，占比从上年32.2%提升至42.7%，有力提升如家酒店品牌整体形象。年内酒店升级改造资本性支出4.35亿元（+8.1%）。中高端品牌矩阵持续完善，和颐、逸扉、璞隐逐渐构建自有客户群。另外拓展电竞、咖啡、国风等风格与酒店空间结合，吸引年轻化、时尚化旅客。年内助力北京冬奥会住宿保障，成为首批官网签约接待饭店，承接北京周边冰雪旅游酒店消费，提升酒店冬季收益。

### 1.4 酒店经营数据情况

三大酒店业绩指标，平均房价基本恢复至2019年同期水平，入住率恢复速度最慢。21Q4首旅如家全部酒店RevPAR108元（-17.4%），较2019年下降28.7%；ADR186元（-0.4%），较2019年同期下降4.5%；OCC57.9%（-11.9pct），较2019年同期下滑19.6pct。其中经济型酒店RevPAR96元（-14.6%，较2019-26.1%）ADR156元（+0.6%，较2019-3.1%）OCC61.6%（-11pct，较2019-19.1pct）；中高端酒店RevPAR143元（-20.4%，较2019-34.8%）ADR252元（-5.3%，较2019-16.8%）OCC56.9%（-10.8pct，较2019-15.7pct）。

## 2. 投资建议及盈利预测

Q1 受局部地区疫情反弹影响酒店经营指标预计出现下滑。从公司近两年业绩情况来看，疫情好转后酒店商旅出行需求将率先反弹，22Q2 及暑假有望带动 RevPAR、入住率进一步提升。为避免同业竞争，年内首旅集团预计将诺金酒店（含环球影城大酒店）注入上市公司体内，注入后有望依托景区客流增厚公司业绩。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.6\1.24\1.6，对应公司 3 月 30 日收盘价 23.99 元，2022-2024 年 PE 分别为 40.3\19.3\15，维持“增持”评级。

## 3. 风险提示

宏观经济增速放缓或出现剧烈波动风险；公司经营成本上升风险；居民消费需求不及预期风险；疫情区域内反复风险；景区客流下降风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3,952	4,503	4,927	5,432	<b>营业收入</b>	6,153	8,122	9,422	10,364
现金	3,181	3,499	3,848	4,310	营业成本	4,544	5,767	5,936	6,218
应收账款	387	627	699	786	营业税金及附加	41	24	28	31
其他应收款	135	265	265	265	销售费用	323	422	490	539
预付账款	44	44	45	47	管理费用	705	934	1,083	1,192
存货	45	46	47	49	财务费用	522	138	160	176
其他流动资产	161	21	21	(25)	资产减值损失	(34)	(1)	(1)	(1)
<b>非流动资产</b>	23,05	14,347	14,506	14,986	公允价值变动	6	0	0	0
长期投资	382	459	482	530	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	2,496	2,746	2,801	2,885	<b>营业利润</b>	4	839	1,727	2,210
无形资产	3,524	3,559	3,595	3,631	营业外收入	20	0	0	0
其他非流动	16,65	7,583	7,629	7,940	营业外支出	18	1	1	1
<b>资产总计</b>	27,00	18,849	19,433	20,418	<b>利润总额</b>	6	838	1,726	2,209
<b>流动负债</b>	5,180	4,230	4,163	4,079	所得税	(4)	235	483	619
短期借款	501	511	521	531	<b>净利润</b>	10	604	1,243	1,591
应付账款	97	98	99	100	少数股东损益	(46)	15	15	15
其他流动负	4,582	3,621	3,543	3,448	<b>归属母公司净利</b>	56	589	1,228	1,576
<b>非流动负债</b>	10,50	1,342	1,332	1,335	EBITDA	872	1,370	2,264	2,749
长期借款	398	402	406	410	EPS (元)	0.05	0.60	1.24	1.60
其他非流动	10,10	940	927	925					
<b>负债合计</b>	15,68	5,571	5,495	5,414					
少数股东权	221	350	350	350					
股本	1,121	988	988	988					
资本公积	7,692	437	437	437					
留存收益	2,340	2,361	2,383	2,405					
归属母公司股	11,10	12,928	13,938	15,004					
<b>负债和股东权</b>	27,00	18,849	19,433	20,418					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	2,308	783	1,160	1,489
净利润	56	589	1,228	1,576
折旧摊销	696	105	105	105
财务费用	536	(6)	(10)	(10)
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(536)	81	(176)	(195)
其他经营现	1,557	15	15	15
<b>投资活动现金</b>	(454)	(1,554)	(1,149)	(1,103)
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	10	(250)	(250)	(250)
其他投资现	(464)	(404)	1	47
<b>筹资活动现金</b>	(41)	(1,968)	(612)	(632)
短期借款	(99)	(430)	(430)	(430)
长期借款	(630)	40	40	40
普通股增加	134	0	0	0
资本公积增	0	0	(50)	(50)
其他筹资现	555	(1,578)	(172)	(192)
<b>现金净增加额</b>	1,813	(2,740)	(601)	(245)

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	16.49%	32.00%	16.00%	10.00
营业利润	-100.71	20693.48	105.82	27.99
归属于母公司净	-111.23	957.22%	108.58	28.34
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	26.15%	29.00%	37.00%	40.00
净利率(%)	0.90%	7.25%	13.03%	15.20
ROE(%)	0.09%	4.55%	8.92%	10.60
ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	58.08%	29.56%	28.28%	26.52
净负债比率(%)	19.45%	74.21%	5.82%	1.72%
流动比率	0.76	1.06	1.18	1.33
速动比率	0.75	1.05	1.17	1.32
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.28	0.35	0.49	0.52
应收账款周转	24.66	24.47	23.66	21.69
应付账款周转	56.39	83.26	95.63	104.15
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.60	1.24	1.60
每股经营现金流(最新)	2.06	0.70	1.03	1.33
每股净资产(最新摊薄)	9.90	11.53	12.43	13.38
<b>估值比率</b>				
P/E	483.2	40.3	19.3	15.0
P/B	2.4	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	20.04	15.42	9.29	7.51

### 分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

