

证券研究报告—动态报告

社会服务

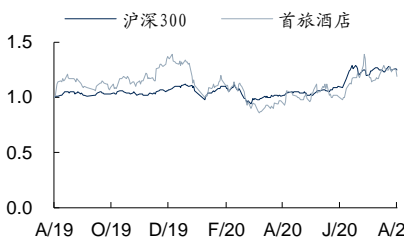
旅游综合 II

首旅酒店(600258)
买入

2020 年半年报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	988/979
总市值/流通(百万元)	18,134/17,963
上证综指/深圳成指	3,330/13,428
12 个月最高/最低(元)	21.72/12.93

相关研究报告:

《首旅酒店-600258-2020 年一季报点评: 一季报承压, 关注龙头加速扩张与逆势整合》——2020-04-29

《首旅酒店-600258-2019 年年报点评: 疫情下 Q1 预亏显著, 但龙头中线有望加速集中》——2020-04-21

《首旅酒店-600258-2019 年三季报点评: 三季报扣非平稳增长, 短看经济长看加盟扩张》——2019-10-30

《首旅酒店-600258-2019 年半年报点评: 业绩稳定增长, 酒店龙头中线成长仍值得期待》——2019-08-28

《首旅酒店-600258-2019 年一季报点评: 一季报逊于预期, 中线成长仍有支撑》——2019-04-30

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

证券分析师: 姜甜

电话: 0755-81981367
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
环比趋势逐步复苏, 龙头有望逆势加速集中
● 2020H1 业绩亏损, Q2 环比减亏, 整体符合预期

2020H1, 公司实现营收 19.04 亿元/-52.27%, 归母业绩亏 6.95 亿元/-289.07% (扣非-7.05 亿元/-310.14%), EPS-0.71 元, 符合预期。Q1 亏损 5.26 亿, Q2 亏损收窄为-1.69 亿/-157.57%, 经营现金流转正。

● 疫情下公司经营全面承压, 但 Q2 环比开始复苏

2020Q2, 首旅如家 RevPAR-49.30% (ADR-26.2%/OCC-25.0pct, 其中经济型/中高端/云酒店 RevPAR 各降 48%/55.2%/45.6%)。但与 Q1 下滑 61.7%相比, 环比有改善。20H1 公司新开店 250 家 (直营/加盟各 8/242 家, 经济型/中高端/云酒店/其他各 33/90/80/47 家), 净增 6 家。其中 Q2 公司新开/净增 188/44 家, 较 19Q2 提速。截至 2020H1, 公司酒店总数为 4456 家, 中高端占比为 22.5%, 继续优化。2020 年 6 月底, 公司签约待开业酒店 784 家, 较 20Q1+112 家, 助力后续展店。同时, 2020 年执行新会计准则, 将原与客户履约相关费用从销售费用调整至营业成本, 致毛利率、销售费率大幅下降。疫情下收入重挫+刚性成本压力, 使 H1 营业成本>营业收入, 期间费率亦扰动较大。

● 疫情大考下短跟经营复苏节奏, 长看龙头内外扩张与整合

疫情影响且公司直营占比相对较高, 故短期经营承压显著。但 8 月初, 公司出租率已恢复至疫情前 75%-80%, 预计 RevPAR 恢复约 70%, 环比复苏。同时, 公司中报强调全年展店 800-1000 家不变, 较 2019 年提速。作为行业 TOP3 龙头, 公司既有品牌及会员体系优势突出, 国资背景支持下反而有望化危为机加速内生外延整合, 助力龙头集中。综合来看, 国企激励机制逐步改善下主观动能强化+行业竞争格局相对稳定, 产品持续优化+加盟扩张模式对行业龙头成长仍有持续支撑。

● 风险提示

宏观及疫情等系统性风险, 收购整合或国企改革或低于预期等。

● 环比趋势逐步复苏, 中线龙头有望加速集中, 维持“买入”

考虑疫情影响, 下调公司 20-22 年 EPS-0.46/0.88/1.04 元 (此前 0.05/0.95/1.10 元), 对应 21-22PE 估值 21/18 倍。疫情下承压难免, 但环比正有望持续复苏, 且公司明后年估值处于较低水平, 中线来看, 国内酒店行业疫后有望加速洗牌与龙头集中, 维持中线“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8538.81	8311.10	5178.70	8031.05	8354.90
(+/-%)	1.45%	-2.67%	-37.69%	55.08%	4.03%
净利润(百万元)	857.01	884.97	-455.30	869.55	1026.31
(+/-%)	35.84%	3.26%	--	-290.98%	18.03%
摊薄每股收益(元)	0.88	0.90	-0.46	0.88	1.04
EBIT Margin	16.05%	15.88%	-11.21%	18.07%	19.94%
净资产收益率(ROE)	10.50%	9.89%	-5.36%	9.65%	10.66%
市盈率(PE)	20.80	20.33	-39.52	20.70	17.53
EV/EBITDA	14.93	15.23	-170.16	15.07	13.35
市净率(PB)	2.18	2.01	2.12	2.00	1.87

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

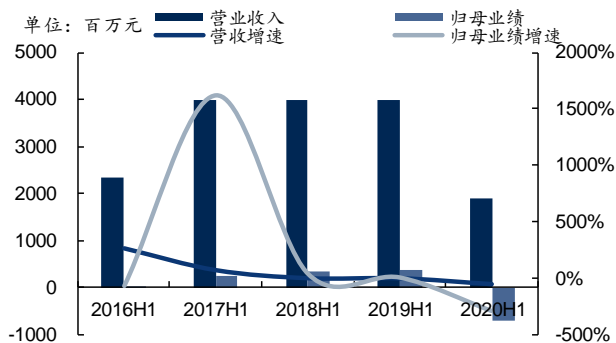
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020H1 业绩亏损，Q2 环比减亏，整体符合预期

2020H1, 公司实现营收 19.04 亿元/-52.27%, 归母业绩亏损 6.95 亿元/-289.07% (扣非后亏损 7.05 亿元/-310.14%), EPS-0.71 元, 整体符合预期。

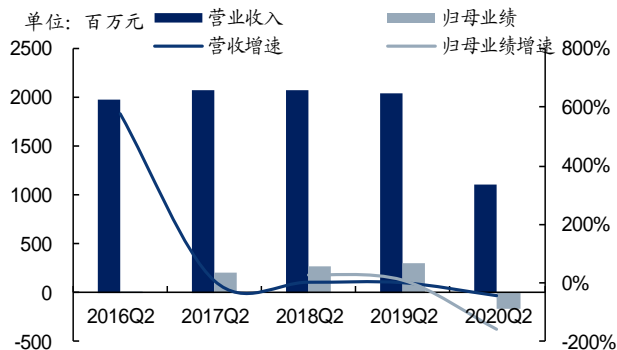
Q1 受疫情影响, 公司亏损达 5.26 亿, Q2 随着疫情平稳和公司各项积极经营措施的落实, 公司营收 11.03 亿元/-46.08%, 但环比增长 37.84%, 同时亏损大幅收窄, Q2 单季净亏损为 16,905.39 万元。与此同时, Q2 经营现金流转正 2.64 亿元, 也较 Q1 明显改善 (Q1 经营现金流为-5.16 亿元)。

图 1: 公司 2020H1 年收入和业绩表现



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司 2020Q2 收入和业绩表现



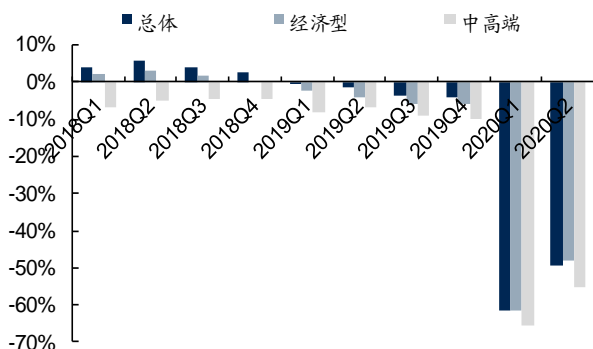
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

疫情影响下公司经营全面承压，但 Q2 环比开始复苏

疫情之下, 公司经营承压显著, 2 月曾阶段约 50% 酒店关店, 直至 6 月底有 98% 的酒店恢复开业。

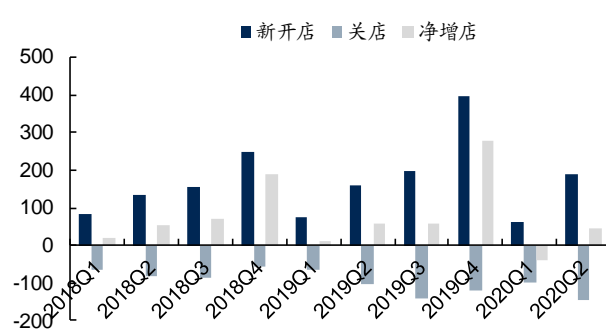
经营数据: 2020Q2, 首旅如家 RevPAR82 元/-49.3% (ADR-26.2%/OCC-25.0pct), 其中经济型/中高端/云酒店 RevPAR 各降 48.0%/55.2%/46.6%; 同店 RevPAR81 元/-50.9% (ADR-28.2%/OCC-26.0pct), 其中经济型/中高端/云酒店 RevPAR 各降 49.0%/55.0%/45.3%。疫情影响下继续承压显著。不过, 与 Q1 相比: 2020Q1, 首旅如家 RevPAR54 元/-61.7%, 同店 RevPAR54 元/-63.1%, 公司经营数据环比有所改善, 主要来自出租率有所回升。结合我们的持续跟踪, 疫情期公司酒店出租率仅 20-30%, 此后逐步增长至 4 月份的 65%, 5 月后甚至高达 70%; 6 月北京疫情有所扰动, 但此后继续呈现震荡上升趋势。

图 3: 公司经济型及中高端酒店季度 RevPAR 变动趋势



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 如家季度开店情况

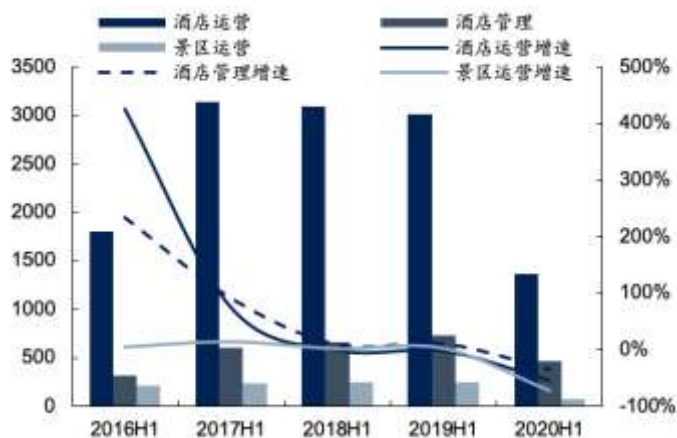


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

开店方面：2020H1 公司新开店 250 家（直营/加盟各 8/242 家，经济型/中高端/云酒店/其他各 33/90/80/47 家），关店 244 家，净增 6 家。其中 2020Q2 公司新开店 188 家（直营/加盟各 5/183 家，经济型/中高端/云酒店/其他各 23/56/69/40 家），净增 44 家。截至 2020H1，公司酒店总数为 4456 家，中高端占比为 22.53%，继续优化。2020 年 6 月底，公司签约待开业酒店 784 家，较 20Q1 增加 112 家，增势较快，为下半年的快速展店积蓄力量。

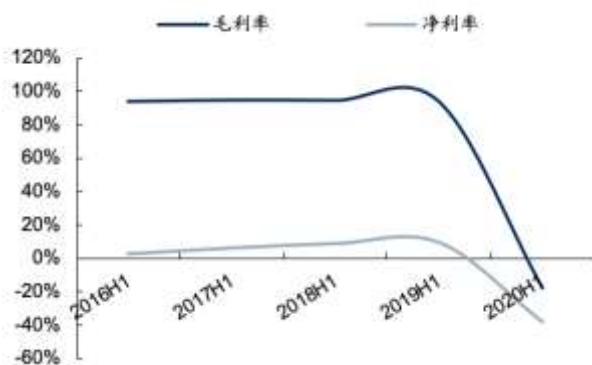
综合来看，上半年，公司酒店运营收入 13.66 亿元/-54.67%（自营酒店直接承压），酒店管理收入 4.68 亿元/-35.62%（疫情影响并减免部分加盟费），此外三亚南山景区收入 0.71 亿元/-71.71%，主要由于该景区 Q1 系全年最旺季，直接受疫情冲击较大，加之团队游全面承压，因此收入下滑较明显。

图 5：公司分业务收入增长情况



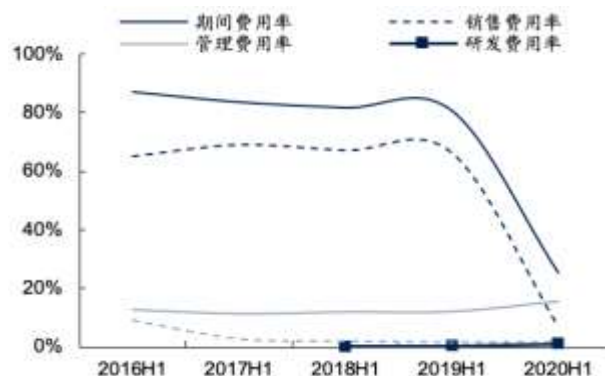
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：公司期间费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

财务分析：由于 2020 年开始，公司按照新会计准则，对营业成本与销售费用科目重分类，将履约相关成本（租金、折摊等）从销售费用调整至营业成本科目，从而导致公司毛利率和销售费用率均大幅下降。同时，由于疫情期间，公司收入大幅下滑，较高刚性成本压力及上述会计准则调整影响，公司按调整后口径计算 2020H1 营业成本甚至大于了营业收入，拖累显著，若剔除重分类影响，按原口径计算毛利率仅微增 0.41pct。与此同时，按原口径计算，公司期间费用率同比增加 57pct，其中销售/管理/财务/研发费率各增 44/11/0/1pct，主要来自租金等拖累。具体来看，公司上半年租金成本降 6.21%，人工成本降

31.43%，能源和物耗各降 33.51%和 46.48%，但由于收入下滑程度更大，因此成本费用拖累较大。

疫情大考下积极应对，短跟经营复苏节奏，长看龙头内外扩张与整合

疫情下酒店行业普遍承压，加之公司相对较高的直营店占比（2019 年底，公司直营店占比 19%，而锦江和华住均约 12%），以及前期北京及东北区域疫情阶段反复的因素，公司短期经营拖累难免。

短跟复苏趋势：伴随疫后酒店行业复苏，公司酒店业务也在积极恢复。结合澎湃新闻等媒体 8 月 4 日报道，公司酒店出租率已经恢复到疫情前的 75%到 80% 之间，其中上海入住率已恢复至 90-95%，北京虽阶段反复，但应急响应下调至 3 级后 2 天的时间入住率就回到 90%。从 RevPAR 来看，我们预计目前也逐步恢复到同期 70%+。虽然国内疫情未来不能完全排除局部阶段反复的可能，但依托国内快速筛查和防控能力，我们预计即使阶段反复也相对可控。同时，海外疫情持续反复以及国内积极探索“内循环”等背景下，国内酒店行业未来整体趋势仍有望向好，从而对公司后续投资情绪提供一定支撑。

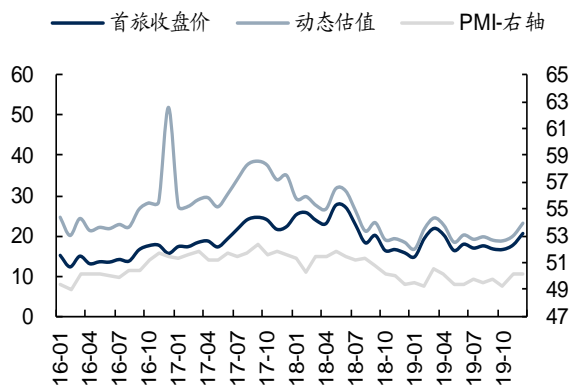
中长线成长，一看加盟展店步伐，二看行业外延整合，三看国企主观动能释放下内生改善。首先，上半年虽受疫情影响，但公司仍新开店 250 家，好于 2019 年同期 234 家，且公司中报仍坚定表示全年开店 800-1000 家目标不变，较 2019 年 800 家开店目标进一步提速（公司过往多集中在下半年尤其 Q4 展店）。其次，疫情下酒店行业承压，但过往经验来看反而有助于强化马太效应，加速行业龙头集中，换言之可能为公司这样国企背景的行业龙头提供良好的并购整合机会。综合来看，作为行业 TOP3 龙头，会员体系+国企支撑下，龙头有望借助行业洗牌机遇加速集中，且未来激励机制逐步改善下也有望持续激发国企主观动能。

图 8：国内酒店行业出租率恢复情况



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

图 9：公司 2016-2019 年动态估值变化情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

环比趋势逐步复苏，关注疫情下的龙头集中，维持中线“买入”

考虑疫情影响，下调公司 20-22 年 EPS-0.46/0.88/1.04 元（此前 0.05/0.95/1.10 元），对应 21-22PE 估值 21/18 倍。疫情下公司今年盈利预计显著承压，但环比来看，公司经营数据正有望逐步复苏，参考公司历史动态估值（2016 年以来，公司动态估值一般在 17-38x 之间波动），公司明后年估值处于较低水平，且参考如家 2019 年底资产评估估值达 162 亿元，对其市值仍形成一定支撑。中线来看，国内酒店行业疫后有望加速洗牌与龙头集中，国企改革持续深化下，公司后续成长仍有支撑，维持中线“买入”。

风险提示

宏观系统性风险；国内外大规模传染疫情等风险；收购标的经营业绩波动大；收购整合或国企改革进度可能低于预期；商誉减值风险等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 20-8-27	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国中免	买入	203.99	2.37	1.90	3.64	86.04	107.36	56.04	24.53
002607	中公教育	买入	35.05	0.29	0.38	0.51	119.79	92.87	69.34	73.18
300144	宋城演艺	买入	17.92	0.51	0.18	0.59	34.97	102.08	30.19	5.53
300010	豆神教育	买入	19.18	0.04	-0.04	0.41	493.49	-479.50	46.78	5.05
600754	锦江酒店	买入	40.83	1.14	0.85	1.32	35.80	47.96	30.84	3.10
600258	首旅酒店	买入	18.21	0.90	-0.46	0.88	20.32	-39.52	20.70	2.20
300662	科锐国际	增持	65.33	0.84	1.00	1.27	78.22	65.10	51.43	16.36
603043	广州酒家	买入	42.09	0.95	0.90	1.36	44.27	46.73	31.05	8.72
000796	凯撒旅业	买入	14.05	0.16	-0.10	0.18	89.79	-146.82	78.10	5.09
002707	众信旅游	增持	8.36	0.08	-0.10	0.21	107.12	-81.64	39.43	3.58
603136	天目湖	增持	29.60	1.07	0.59	1.22	27.66	50.31	24.34	4.16
600138	中青旅	买入	12.19	0.78	0.20	0.88	15.53	59.93	13.85	1.44
002621	美吉姆	增持	7.12	0.20	-0.18	0.23	35.60	-39.56	30.96	4.90
000888	峨眉山 A	增持	6.19	0.43	0.06	0.44	14.42	101.05	14.20	1.38
600054	黄山旅游	增持	8.95	0.47	-0.10	0.44	19.19	-88.40	20.29	1.60
002159	三特索道	买入	12.84	0.08	-0.12	0.39	160.50	-107.00	32.68	1.85
000978	桂林旅游	增持	5.17	0.15	-0.26	0.19	33.84	-19.78	27.50	1.19
002033	丽江股份	增持	6.78	0.37	0.08	0.37	18.31	85.48	18.34	1.53

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1777	2418	2738	2957	营业收入	8311	5179	8031	8355
应收款项	318	213	330	343	营业成本	525	4339	5198	5318
存货净额	48	901	1083	1102	营业税金及附加	56	36	48	50
其他流动资产	262	363	562	585	销售费用	5402	792	516	501
流动资产合计	2542	4113	5063	5547	管理费用	1009	592	818	820
固定资产	2559	2854	3145	3398	财务费用	122	(10)	207	205
无形资产及其他	3791	3640	3488	3336	投资收益	36	(20)	(20)	(20)
投资性房地产	7771	7771	7771	7771	资产减值及公允价值变动	8	0	0	0
长期股权投资	446	517	644	771	其他收入	33	0	0	0
资产总计	17110	18895	20111	20824	营业利润	1274	(590)	1225	1440
短期借款及交易性金融负债	1012	2000	2000	2000	营业外净收支	3	30	30	30
应付款项	129	2253	2708	2754	利润总额	1277	(560)	1255	1470
其他流动负债	2727	1870	2143	2169	所得税费用	358	(90)	351	404
流动负债合计	3869	6123	6851	6923	少数股东损益	34	(15)	34	40
长期借款及应付债券	1793	1793	1793	1793	归属于母公司净利润	885	(455)	870	1026
其他长期负债	2151	2147	2092	2094					
长期负债合计	3944	3940	3885	3887	现金流量表 (百万元)				
负债合计	7813	10063	10737	10810	净利润	885	(455)	870	1026
少数股东权益	350	341	361	385	资产减值准备	(91)	41	5	6
股东权益	8947	8492	9014	9629	折旧摊销	375	416	456	493
负债和股东权益总计	17110	18895	20111	20824	公允价值变动损失	(8)	0	0	0
					财务费用	122	(10)	207	205
					营运资本变动	576	454	181	25
					其它	115	(50)	15	18
					经营活动现金流	1852	406	1526	1567
					资本开支	(115)	(600)	(600)	(600)
					其它投资现金流	(137)	(82)	(131)	(210)
					投资活动现金流	(436)	(753)	(859)	(938)
					权益性融资	80	0	0	0
					负债净变化	(800)	0	0	0
					支付股利、利息	(279)	0	(348)	(411)
					其它融资现金流	1408	988	0	0
					融资活动现金流	(670)	988	(348)	(411)
					现金净变动	746	641	319	219
					货币资金的期初余额	1032	1777	2418	2738
					货币资金的期末余额	1777	2418	2738	2957
					企业自由现金流	1786	(218)	1081	1125
					权益自由现金流	2395	779	932	976

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.90	-0.46	0.88	1.04
每股红利	0.28	0.00	0.35	0.42
每股净资产	9.05	8.59	9.12	9.74
ROIC	9%	-3%	11%	13%
ROE	10%	-5%	10%	11%
毛利率	94%	16%	35%	36%
EBIT Margin	16%	-11%	18%	20%
EBITDA Margin	20%	-3%	24%	26%
收入增长	-3%	-38%	55%	4%
净利润增长率	3%	--	-291%	18%
资产负债率	48%	55%	55%	54%
息率	1.6%	0.0%	1.9%	2.3%
P/E	20.3	-39.5	20.7	17.5
P/B	2.0	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	15.2	-170.2	15.1	13.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032