

疫情下经营承压，布局高端业务徐图未来

2022 年 08 月 30 日

► **公司发布 2022 年中报：疫情影响下经营承压致亏。**①22H1 实现营收 23.31 亿元/YoY-25.88%(较 2019 年同期-41.58%)，归母净利润-3.84 亿元，同比转亏（去年同期盈利 6521 万元），扣非归母净利润-4.35 亿元，同比转亏（去年同期盈利 4924 万元）；22H1 经营活动产生的现金净流入为 4.58 亿元/YoY-58.48%。②22Q2 实现营收 11.18 亿元/YoY-40.3%（较 2019 年同期-45.36%），归母净利润-1.52 亿元，同比转亏（去年同期盈利 2.47 亿元），扣非归母净利润-1.76 亿元，同比转亏（去年同期为 2.39 亿元）。③分结构来看：酒店业务 22H1 实现营收 22.03 亿元/YoY-24.91%，实现利润总额-5.26 亿元，较上年同期亏损扩大 5.20 亿元；景区业务实现营收 1.27 亿元/YoY -39.38%，实现利润总额 3454 万元/YoY-61.0%。④从利润率&费用率来看：22Q2 毛利率为 13%/YoY-26pct，扣非归母净利润率为-16%/-29pct，盈利能力较去年同期下降明显。

► **受疫情扰动影响，经营显著承压。**全部门店：22Q2 平均 RevPAR 为 91 元/YoY-38.51%(较 19 年同期-43.83%)，平均房价为 181 元/YoY-12.14%（较 19 年同期-10.40%），入住率为 50.30%/yoy-21.60pct(较 19 年同期-37.28pct)。受疫情影响，公司经营数据同比增速/较 19 年同比均大幅下降；其中，经济型/中高端/轻管理酒店 RevPAR 分别为 80/120/56 元，同比下降 38.46%/-40.30%/-39.13%。同店来看：22H1 RevPAR 为 92 元/YoY-38.67%，平均房价为 179 元/YoY-12.25%，入住率为 51.60%/yoy-22.0pct。面对疫情挑战，公司积极参与抗疫，履行社会责任，22H1 公司在全国范围内累计被征用酒店达 1517 家，截至 2022 年 6 月末，475 家仍处于被征用状态。

► **疫情致 22Q2 净关，下调年内新开店计划。**22Q2 门店毛开 152 家/关店 203 家/净关 51 家；毛开店中经济型/中高端/轻管理分别新开 18/42/90 家，中高端/轻管理分别占毛开店铺的 27.63%/59.21%。轻管理模式下的华驿酒店净开 25 家，云酒店净开 5 家，中高端的如家商旅/如家精选分别净开 8/7 家，贡献了主要的中高端门店增长；如家/莫泰/雅客/怡家/欣燕都等品牌分别净关 47/8/12/9 家，构成了主要的闭店。截至 22Q2，公司门店数/客房数分别合计 5942 家/47.3 万间，其中中高端门店 1452 家，占 24.44%/yoy +0.64pct，加盟门店达 5223 家，占比 87.9%/yoy -1.4pct。截至 22Q2，公司储备店达到 1889 家，较 22Q1 增加 62 家，维持持续增长，为后续拓店提供充分支撑。鉴于 22H1 疫情影响下，公司将全年新开店计划调低至 1300-1400 家。

► **安诺首店动工，高端业务值得期待。**2021 年 10 月公司宣布成立首旅安诺酒店管理公司，聘请前温德姆酒店集团大中国区总裁作为 CEO，发力高端/奢华酒店业务。22 年 6 月安诺旗下首店于北京环球影城商圈动工，秉承“城市微度假中心”理念，打造北京国际消费中心新名片。此外，为避免同业竞争，母公司集团承诺于 2022 年底前将集团旗下的高端酒店管理业务注入上市公司，其中包含诺金酒店/环球影城中的诺金度假酒店，以及安麓/安岚等奢华型度假酒店品牌，该批资产注入将进一步丰富公司在高端/奢华领域的产品组合，强化公司竞争力，带来业绩增量。

► **投资建议：**考虑到 22 年初疫情的影响，我们下调公司盈利预测，预计 22/23/24 年实现归母净利润-1.0/8.7/11.1 亿元，23 年/24 年业绩对应 PE 分别为 27x/22x。中长期看，新冠疫情致酒店行业供给显著出清，后续随需求复苏新一轮景气周期有望开启。首旅酒店直营占比相对高，在上行周期中业绩弹性更强；看好公司在疫情平稳后重启拓店，实现逆势扩张，高端业务拓展带来新增量，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情反复风险，拓店不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	6,153	5,803	8,648	9,250
增长率 (%)	16.5	-5.7	49.0	7.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	56	-104	872	1,108
增长率 (%)	111.2	-287.3	936.4	27.0
每股收益 (元)	0.05	-0.09	0.78	0.99
PE	428	-	27	22
PB	2.1	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.24 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理 饶临风

执业证书：S0100121100024

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

相关研究

- 1.首旅酒店 (600258.SH) 2022 年半年报业绩预告点评：疫情影响上半年业绩显著承压，Q2 亏损环比收窄-2022/07/19
- 2.首旅酒店 (600258.SH) 2022 年一季报点评：疫情扰动业绩承压，房价韧性较强，拓店稳步推进-2022/04/29
- 3.首旅酒店 (600258) 2021 年年报点评：轻管理模式发力，拓店创新高-2022/04/07
- 4.首旅酒店 2021 业绩快报点评：经营修复，拓店创新高，全年实现扭亏-2022/03/07
- 5.首旅酒店(600258):受疫情影响业绩承压，开店持续放量-2021/11/01

目录

1 公司发布 2022 年中报	3
1.1 疫情影响下经营承压致亏	3
1.2 受疫情扰动影响，经营显著承压	4
1.3 疫情致 22Q2 净关，下调年内新开店计划	5
1.4 安诺首店动工，高端业务值得期待	6
2 投资建议	7
3 风险提示	8
插图目录	10
表格目录	10

1 公司发布 2022 年中报

1.1 疫情影响下经营承压致亏

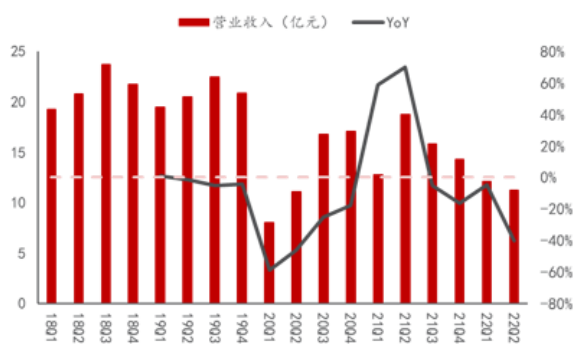
① 22H1 实现营收 23.31 亿元/YoY-25.88%(较 2019 年同期-41.58%), 归母净利润-3.84 亿元, 同比转亏(去年同期盈利 6521 万元), 扣非归母净利润-4.35 亿元, 同比转亏(去年同期盈利 4924 万元); 22H1 经营活动产生的现金净流入为 4.58 亿元/YoY-58.48%。

② 22Q2 实现营收 11.18 亿元/YoY-40.3% (较 2019 年同期-45.36%), 归母净利润-1.52 亿元, 同比转亏(去年同期盈利 2.47 亿元), 扣非归母净利润-1.76 亿元, 同比转亏(去年同期为 2.39 亿元)。

③ 分结构来看: 酒店业务 22H1 实现营收 22.03 亿元/YoY-24.91%, 实现利润总额-5.26 亿元, 较上年同期亏损扩大 5.20 亿元; 景区业务实现营收 1.27 亿元/YoY -39.38%, 实现利润总额 3454 万元/YoY-61.0%。

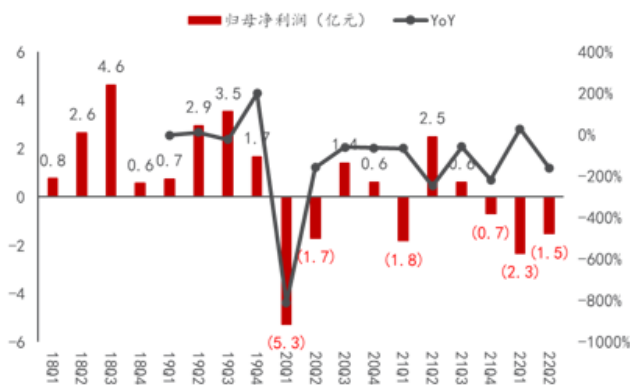
④ 从利润率&费用率来看: 22Q2 毛利率为 13%/YoY-26pct, 扣非归母净利润率为-16%/-29pct, 盈利能力较去年同期下降明显。22Q2 公司管理费用率为 12.8%/YoY+1.9pct, 主要系开发人员增加及合资公司人员配置逐步完备下职工薪酬有所上升。

图1: 首旅季度营收情况 (亿元)

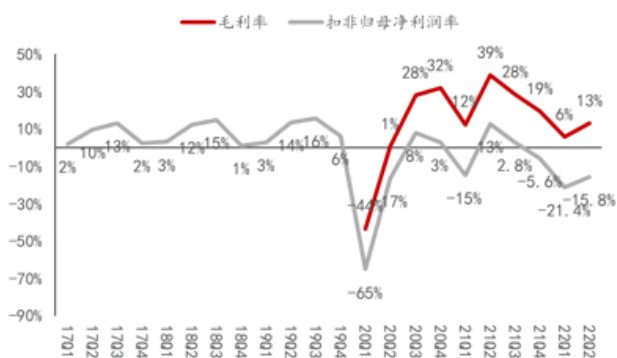


资料来源: wind, 民生证券研究院

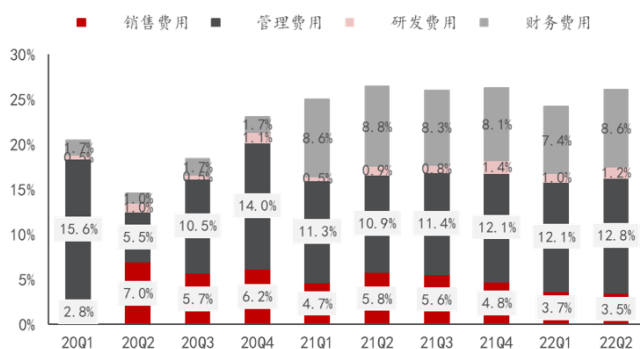
图2: 首旅季度归母净利润情况 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图3：首旅季度毛利率、扣费归母净利率情况（%）


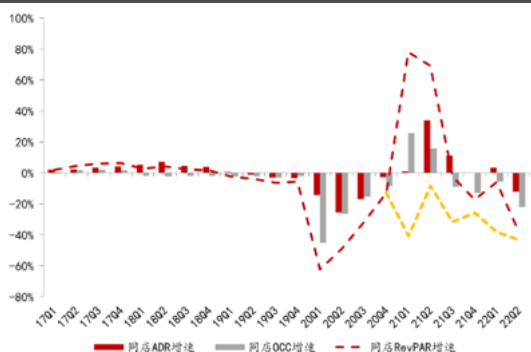
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：首旅季度费用率情况（%）


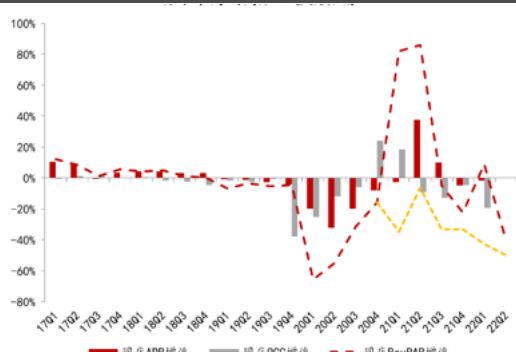
资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 受疫情扰动影响，经营显著承压

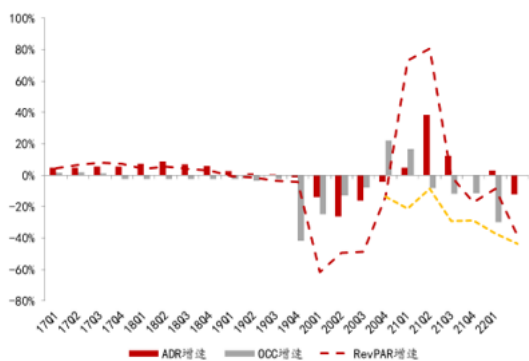
全部门店：22Q2 平均 RevPAR 为 91 元/YoY-38.51%(较 19 年同期-43.83%)，平均房价为 181 元/YoY-12.14% (较 19 年同期-10.40%)，入住率为 50.30%/yoy-21.60pct(较 19 年同期-37.28pct)。受疫情影响，公司经营数据同比增速/较 19 年同比均大幅下降；其中，经济型/中高端/轻管理酒店 RevPAR 分别为 80/120/56 元,同比下降 38.46%/-40.30%/-39.13%。**同店来看：**22H1 RevPAR 为 92 元/YoY-38.67%，平均房价为 179 元/YoY-12.25%，入住率为 51.60%/yoy-22.0pct。面对疫情挑战，公司积极参与抗疫，履行社会责任，22H1 公司在全国范围内累计被征用酒店达 1517 家，截至 2022 年 6 月末，475 家仍处于被征用状态。

图5：首旅经济型同店经营数据情况


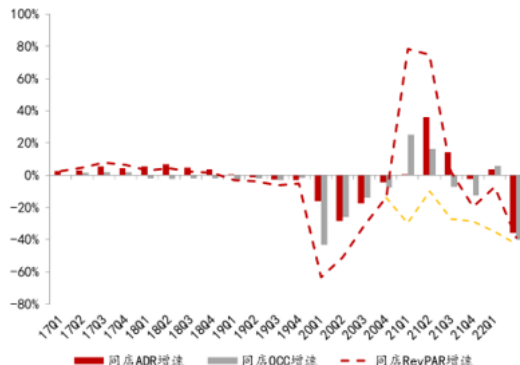
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：首旅中高端同店经营数据情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图7：首旅全部门店经营数据情况


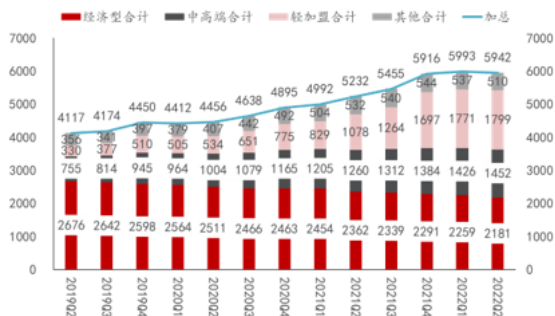
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：首旅同店经营数据情况


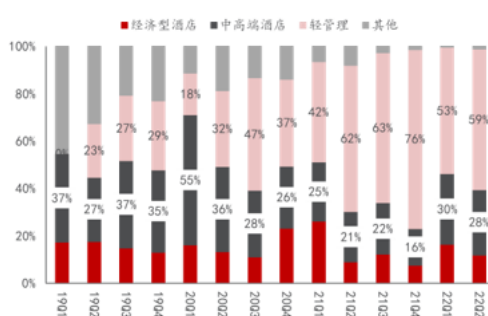
资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 疫情致 22Q2 净关，下调年内新开店计划

22Q2 门店毛开 152 家/关店 203 家/净关 51 家；毛开店中经济型/中高端/轻管理分别新开 18/42/90 家，中高端/轻管理分别占毛开店铺的 27.63%/59.21%。轻管理模式下的华驿酒店净开 25 家，云酒店净开 5 家，中高端的如家商旅/如家精选分别净开 8/7 家，贡献了主要的中高端门店增长；如家/莫泰/雅客怡家/欣燕都等品牌分别净关 47/8/12/9 家，构成了主要的闭店。截至 22Q2，公司门店数/客房数分别合计 5942 家/47.3 万间，其中中高端门店 1452 家，占 24.44%/yoy +0.64pct，加盟门店达 5223 家，占比 87.9%/ yoy -1.4pct。截至 22Q2，公司储备店达到 1889 家，其中经济型/中高端/轻管理/其他占比分别为 17.4%/29.4%/53.2%/0.1%，较 22Q1 增加 62 家，维持持续增长，为后续拓店提供充分支撑。鉴于 22H1 疫情影响下，公司新项目开发及签约、已签约项目的筹建筹开均受到影响，公司将全年新开店计划调低至 1300-1400 家。

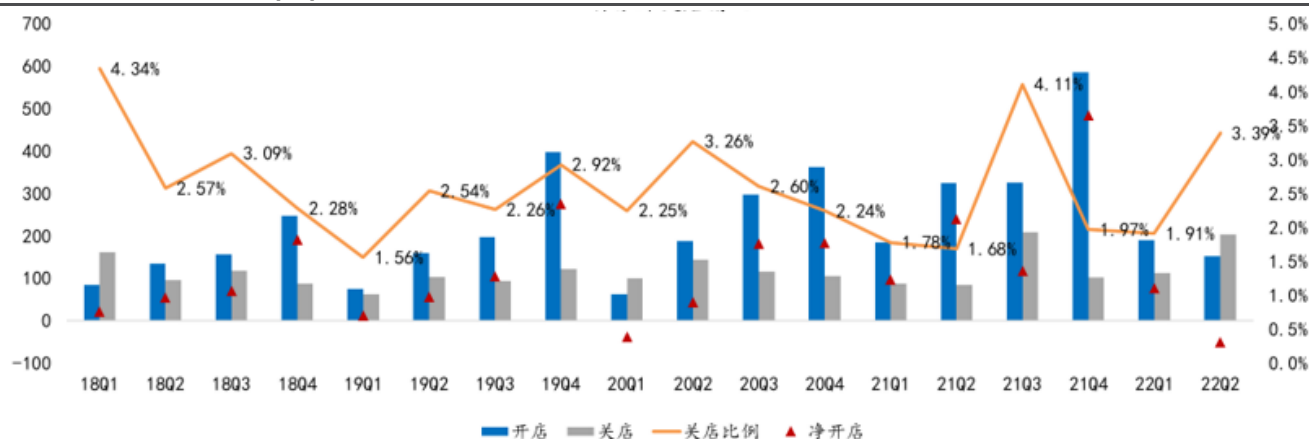
图9：首旅酒店门店数量及结构（个）


资料来源：wind，民生证券研究院

图10：首旅酒店新开店结构（个）


资料来源：wind，民生证券研究院

图11：首旅开关店情况（个）



资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 安诺首店动工，高端业务值得期待

2021年10月公司宣布成立首旅安诺酒店管理公司，聘请前温德姆酒店集团大中国区总裁作为CEO，发力高端/奢华酒店业务。22年6月安诺旗下首店于北京环球影城商圈动工，秉承“城市微度假中心”理念，打造北京国际消费中心新名片。此外，为避免同业竞争，母公司集团承诺于2022年底前将集团旗下的高端酒店管理业务注入上市公司，其中包含诺金酒店/环球影城中的诺金度假酒店，以及安麓/安岚等奢华型度假酒店品牌，该批资产注入将进一步丰富公司在高端/奢华领域的产品组合，强化公司竞争力，带来业绩增量。

2 投资建议

考虑到 22 年初疫情的影响，我们下调公司盈利预测，预计 22/23/24 年实现归母净利润-1.0/8.7/11.1 亿元，23 年/24 年业绩对应 PE 分别为 27x/21x。中长期看，新冠疫情致酒店行业供给显著出清，后续随需求复苏新一轮景气周期有望开启。首旅酒店直营占比相对高，在上行周期中业绩弹性更强；看好公司在疫情平稳后重启拓店，实现逆势扩张，高端业务拓展带来新增量，维持“推荐”评级。

3 风险提示

1) **疫情反复风险**：局部地区疫情再次出现反复，导致旅行政策收紧、长途旅行熔断、线下生产消费停摆的风险；

2) **拓店不及预期**：如后续疫情影响范围过大、影响时间过长，可能影响酒店业主投资意愿，公司拓店进程可能不达预期，影响公司未来的盈利预测。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,153	5,803	8,648	9,250
营业成本	4,544	4,485	5,166	5,265
营业税金及附加	41	33	32	32
销售费用	323	228	298	319
管理费用	705	739	951	1,017
研发费用	57	68	75	82
EBIT	541	310	2,172	2,580
财务费用	522	507	692	740
资产减值损失	-34	-41	-48	-58
投资收益	1	-5	10	10
营业利润	4	-240	1,442	1,792
营业外收支	2	3	0	0
利润总额	6	-237	1,442	1,792
所得税	-4	67	551	666
净利润	10	-304	891	1,126
归属于母公司净利润	56	-104	872	1,108
EBITDA	2,600	3,057	5,487	6,906

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,181	1,997	1,073	6,375
应收账款及票据	267	57	522	84
预付款项	44	563	289	335
存货	45	149	23	145
其他流动资产	415	323	560	319
流动资产合计	3,952	3,089	2,467	7,258
长期股权投资	382	510	531	577
固定资产	2,186	3,440	3,756	4,239
无形资产	3,524	4,699	5,001	5,447
非流动资产合计	23,054	30,098	28,203	25,790
资产合计	27,006	33,187	30,670	33,048
短期借款	501	634	767	823
应付账款及票据	97	424	6	429
其他流动负债	4,582	10,635	7,513	8,287
流动负债合计	5,180	11,694	8,286	9,538
长期借款	398	398	398	398
其他长期负债	10,107	10,107	10,107	10,107
非流动负债合计	10,505	10,505	10,505	10,505
负债合计	15,684	22,198	18,791	20,043
股本	1,121	1,121	1,121	1,121
少数股东权益	221	21	39	58
股东权益合计	11,322	10,988	11,879	13,005
负债和股东权益合计	27,006	33,187	30,670	33,048

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.49	-5.68	49.02	6.95
EBIT 增长率	279.76	-42.67	600.78	18.80
净利润增长率	111.23	-287.29	936.38	27.01
盈利能力 (%)				
毛利率	26.15	22.72	40.26	43.08
净利率	0.90	-1.80	10.08	11.98
总资产收益率 ROA	0.21	-0.31	2.84	3.35
净资产收益率 ROE	0.50	-0.95	7.37	8.56
偿债能力				
流动比率	0.76	0.26	0.30	0.76
速动比率	0.71	0.19	0.24	0.69
现金比率	0.61	0.17	0.13	0.67
资产负债率 (%)	58.08	66.89	61.27	60.65
经营效率				
应收账款周转天数	13.28	10.06	12.05	11.80
存货周转天数	3.40	7.80	6.00	5.73
总资产周转率	0.28	0.19	0.27	0.29
每股指标 (元)				
每股收益	0.05	-0.09	0.78	0.99
每股净资产	9.90	9.78	10.56	11.55
每股经营现金流	2.06	7.63	0.38	6.45
每股股利	0.03	0.01	0.02	0.06
估值分析				
PE	428	-	27	22
PB	2.1	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	12.19	10.80	6.21	4.17
股息收益率 (%)	0.12	0.05	0.09	0.28

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	10	-304	891	1,126
折旧和摊销	2,059	2,747	3,316	4,326
营运资金变动	-188	6,060	-3,843	1,707
经营活动现金流	2,308	8,560	423	7,232
资本开支	-699	-9,685	-1,434	-1,912
投资	-12	-141	-34	-60
投资活动现金流	-454	-9,831	-1,459	-1,962
股权募资	3,021	0	0	0
债务募资	-378	133	133	56
筹资活动现金流	-41	87	112	32
现金净流量	1,802	-1,184	-924	5,302

插图目录

图 1: 首旅季度营收情况 (亿元)	3
图 2: 首旅季度归母净利润情况 (亿元)	3
图 3: 首旅季度毛利率、扣费归母净利率情况 (%)	4
图 4: 首旅季度费用率情况 (%)	4
图 5: 首旅经济型同店经营数据情况	4
图 6: 首旅中高端同店经营数据情况	4
图 7: 首旅全部门店经营数据情况	5
图 8: 首旅同店经营数据情况	5
图 9: 首旅酒店门店数量及结构 (个)	5
图 10: 首旅酒店新开店结构 (个)	5
图 11: 首旅开店情况 (个)	6

表格目录

盈利预测与财务指标	1
公司财务报表数据预测汇总	9

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026