

研究所  
 证券分析师： 芦冠宇 S0350521110002  
 luyg@ghzq.com.cn  
 联系人： 周钰筠 S0350121110018  
 zhouyy02@ghzq.com.cn

# 一季度直营 RevPAR 恢复超疫前，开店节奏回到正轨

## ——首旅酒店（600258）2023Q1 点评报告

### 最近一年走势



### 相对沪深 300 表现

2023/04/28

表现	1M	3M	12M
首旅酒店	-5.6%	-10.9%	-5.7%
沪深 300	0.7%	-3.6%	2.8%

### 市场数据

2023/04/28

当前价格(元)	21.66
52 周价格区间(元)	19.21-26.68
总市值(百万)	24,234.48
流通市值(百万)	23,185.56
总股本(万股)	111,885.89
流通股本(万股)	107,043.21
日均成交额(百万)	536.24
近一月换手(%)	2.32

### 相关报告

《——首旅酒店（600258）2022 年年报点评：疫情冲击下收入业绩承压，2023 年拓店有望重回快车道（增持）\*酒店餐饮\*芦冠宇》——2023-04-02  
 《——首旅酒店（600258）2022 年三季报点评：疫情边际改善叠加暑期旺季，Q3 实现扭亏盈利（增持）\*酒店餐饮\*芦冠宇》——2022-10-30  
 《——首旅酒店（600258）2022 年中报点评：业绩承压开店放缓，静待疫后修复（增持）\*酒店餐饮\*芦冠宇》——2022-09-01  
 《——首旅酒店（600258）2022 年一季报点评：

### 事件：

**首旅酒店发布 2023 年一季度报：**2023Q1 实现营业收入 16.56 亿元/+36.57%，其中酒店营收 14.69 亿元/同比+32.66%，景区营收 1.86 亿元/同比+77.99%。利润总额 1.19 亿元（2022Q1 亏损 2.71 亿元），其中酒店利润总额 0.036 亿元（2022Q1 亏损 3.25 亿元），景区利润总额 1.15 亿元/同比+115.39%。归母净利润 0.77 亿元（2022Q1 亏损 2.32 亿元）；扣非归母净利润 0.48 亿元（2022Q1 亏损 2.59 亿元）。

### 投资要点：

■ **受益于疫后旅游出行复苏，Q1 收入业绩稳定恢复。**2023Q1 实现营业收入 16.56 亿元/+36.57%，其中酒店营收 14.69 亿元/同比+32.66%，景区营收 1.86 亿元/同比+77.99%。利润总额 1.19 亿元（2022Q1 亏损 2.71 亿元），其中酒店利润总额 0.036 亿元（2022Q1 亏损 3.25 亿元），景区利润总额 1.15 亿元/同比+115.39%。归母净利润 0.77 亿元（2022Q1 亏损 2.32 亿元）；扣非归母净利润 0.48 亿元（2022Q1 亏损 2.59 亿元）。

■ **酒店结构升级趋势明显，一季度直营 RevPAR 恢复超疫前。**

2023Q1 全部酒店 RevPAR 为 131 元，恢复度 92.20%（相较 2019 同期，下同），不含轻管理酒店的全部酒店 RevPAR 恢复度 99.5%；全部酒店 OCC 为 60.90%，恢复度 80.90%；ADR 为 214 元，恢复度 113.90%。其中，

1) 直营店 RevPAR 为 142 元，恢复度 106%；OCC 为 60.60%，恢复度 81%；ADR 为 235 元，恢复度 131%。直营 RevPAR 恢复超疫前主要是由于中高端酒店占比逐步提升，2023Q1 直营店中，中高端酒店占比 38.03%/同比+6.58%。

2) 经济型加盟 RevPAR 为 122 元，恢复度 94%；OCC 为 67.60%，恢复度 85%；ADR 为 180 元，恢复度 110%。

3) 中高端加盟 RevPAR 为 169 元，恢复度 92%，OCC 为 61.20%，

疫情反弹旅游出行大幅降温，公司业绩短期承压  
(增持)\*酒店\*芦冠宇》——2022-04-29

《——首旅酒店(600258)2021年报点评：  
2021Q4 华北疫情扰动延缓复苏，2022 年开店再提速  
(增持)\*酒店\*芦冠宇》——2022-03-31

恢复度 90.0%；ADR 为 277 元，恢复度 103%。

4) 轻管理 RevPAR 为 78 元，恢复度 77%，OCC 为 51.00%，恢复度 79%；ADR 为 152 元，恢复度 96%。

#### ■ 疫后市场回暖，开店速度逐步恢复。

1) 2023Q1，新开业酒店 210 家，同比+10.53%；开店速度(开店数量/上季度存量酒店数量)为 3.51%，同比 2021 年-0.25pct；2023 年计划新开 1500-1600 家店，Q1 完成情况约为 14% (2021 年同期为 13%)。Q1 净增加酒店 18 家，同比-76.62%；截至 2023 年 3 月 31 日，公司存量酒店 6001 家。

2) 扩张仍以加盟为主，持续发力轻管理开店。分渠道看，新开酒店中直营店 3 家，占比 1.43%/同比-2.78pct；加盟店 207 家，占比 98.57%/同比+2.78pct；分档次看，经济型 29 家，占比 13.81%/同比-2.51pct；中高端 44 家，占比 20.95%/同比-9.05pct；轻管理(华驿+云酒店) 137 家，占比 65.24%/同比+12.08pct；2023Q1 净开店 18 家，其中经济型-57 家，中高端 19 家，轻管理 60 家。

3) 截至 2023Q1 末，储备店 1907 家，环比-8.54%。

#### ■ 疫后收入复苏弹性较大，明显摊薄刚性成本费用。

1) 2023Q1 营业成本 11.48 亿元/同比+0.49%，占收比 69.34%/同比-24.90pct。

2) 公司加速推进酒店的数字化转型和应用，积极运用大数据等提升运营效率和管理效率。2023Q1 销售费用 9894.99 万元/同比+74.85%，销售费用率 5.98%/同比+1.31pct；管理费用 1.99 亿元/同比+8.02%，管理费用率 12.02%/同比-3.18pct；财务费用 1.07 亿元/同比-4.61%，财务费用率 6.49%/同比-2.80pct；三费率 24.49%/同比-4.67pct。

■ **盈利预测和投资评级：**预计 2023-2025 年公司实现营业收入 77.28/85.19/92.44 亿元，同比增长 52%/10%/9%；归母净利润 7.99/11.50/13.96 亿元，同比增长 237%/44%/21%；对应估值 30.32/21.08/17.36xPE。维持“增持”评级。

■ **风险提示：**国内疫情反复影响出行、拓店速度不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动、管理效率提升不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5089	7728	8519	9244
增长率 (%)	-17	52	10	9
归母净利润 (百万元)	-582	799	1150	1396
增长率 (%)	-1146	237	44	21
摊薄每股收益 (元)	-0.52	0.71	1.03	1.25
ROE (%)	-6	7	9	10
P/E	—	30.32	21.08	17.36
P/B	2.65	2.15	1.95	1.75
P/S	5.45	3.14	2.84	2.62
EV/EBITDA	18.64	17.50	12.72	10.19

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：首旅酒店盈利预测表

证券代码:	600258				股价:	21.66	投资评级:	增持		日期:	2023/04/28
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值		2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	-6%	7%	9%	10%	EPS		-0.52	0.71	1.03	1.25	
毛利率	16%	38%	43%	48%	BVPS		9.37	10.10	11.13	12.39	
期间费率	27%	22%	22%	23%	<b>估值</b>						
销售净利率	-11%	10%	13%	15%	P/E		—	30.32	21.08	17.36	
<b>成长能力</b>					P/B		2.65	2.15	1.95	1.75	
收入增长率	-17%	52%	10%	9%	P/S		5.45	3.14	2.84	2.62	
利润增长率	-1,146%	237%	44%	21%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>		<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	
总资产周转率	0.20	0.29	0.31	0.32	营业收入		5089	7728	8519	9244	
应收账款周转率	9.85	30.49	24.14	30.30	营业成本		4291	4784	4822	4846	
存货周转率	140.52	141.90	230.68	168.31	营业税金及附加		38	58	70	85	
<b>偿债能力</b>					销售费用		244	299	399	423	
资产负债率	58%	57%	54%	52%	管理费用		689	751	760	921	
流动比	0.63	0.81	1.04	1.31	财务费用		452	622	723	828	
速动比	0.58	0.76	0.99	1.26	其他费用/(-收入)		60	92	131	183	
<b>资产负债表 (百万元)</b>					<b>营业利润</b>		<b>-745</b>	<b>1122</b>	<b>1614</b>	<b>1959</b>	
现金及现金等价物	2452	3856	5095	6660	营业外净收支		17	0	0	0	
应收款项	517	253	353	305	利润总额		<b>-728</b>	<b>1122</b>	<b>1614</b>	<b>1959</b>	
存货净额	36	54	37	55	所得税费用		-53	280	403	490	
其他流动资产	352	397	384	423	净利润		-675	841	1210	1469	
<b>流动资产合计</b>	<b>3357</b>	<b>4562</b>	<b>5869</b>	<b>7443</b>	少数股东损益		-93	42	61	73	
固定资产	2130	2113	2097	2080	归属于母公司净利润		<b>-582</b>	<b>799</b>	<b>1150</b>	<b>1396</b>	
在建工程	140	140	140	140	<b>现金流量表 (百万元)</b>						
无形资产及其他	19478	19437	19392	19341	<b>经营活动现金流</b>		<b>1492</b>	<b>1483</b>	<b>1316</b>	<b>1643</b>	
长期股权投资	343	343	343	343	净利润		-582	799	1150	1396	
<b>资产总计</b>	<b>25448</b>	<b>26595</b>	<b>27840</b>	<b>29346</b>	少数股东权益		-93	42	61	73	
短期借款	948	948	948	948	折旧摊销		2176	107	112	118	
应付款项	115	121	117	123	公允价值变动		-52	0	0	0	
预收帐款	13	20	22	24	营运资金变动		-470	496	-44	18	
其他流动负债	4236	4518	4545	4565	<b>投资活动现金流</b>		<b>-1962</b>	<b>-40</b>	<b>-40</b>	<b>-40</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>5313</b>	<b>5608</b>	<b>5633</b>	<b>5660</b>	资本支出		-647	-40	-40	-40	
长期借款及应付债券	10	10	10	10	长期投资		-28	0	0	0	
其他长期负债	9516	9516	9516	9516	其他		-1288	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>9526</b>	<b>9526</b>	<b>9526</b>	<b>9526</b>	<b>筹资活动现金流</b>		<b>-1685</b>	<b>-38</b>	<b>-38</b>	<b>-38</b>	
<b>负债合计</b>	<b>14838</b>	<b>15134</b>	<b>15158</b>	<b>15186</b>	债务融资		1352	0	0	0	
股本	1119	1119	1119	1119	权益融资		10	0	0	0	
股东权益	10610	11461	12682	14161	其它		-3046	-38	-38	-38	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>25448</b>	<b>26595</b>	<b>27840</b>	<b>29346</b>	<b>现金净增加额</b>		<b>-2151</b>	<b>1405</b>	<b>1238</b>	<b>1565</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【商社小组介绍】

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员；2018年中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师餐饮旅游行业第二名核心成员。

邱武斌：北京大学硕士，四年多买方、卖方研究经验，主要覆盖电子烟、培育钻石、景区、餐饮等行业。

李宇宸：香港中文大学，主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

周钰筠：对外经济贸易大学金融本硕，主攻免税、酒店、黄金珠宝、电商代运营板块。

李昭璇：本科对外经贸大学投资学，硕士约翰霍普金斯大学金融学，主攻医美板块。

熊思雨：中山大学硕士，主要覆盖化妆品、人力资源板块。

## 【分析师承诺】

芦冠宇，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。