



买入（维持）

所属行业：休闲服务
当前价格(元)：21.66

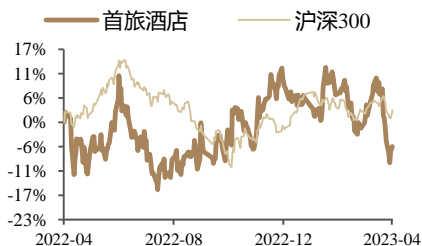
证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.21	-11.77	-10.86
相对涨幅(%)	-5.62	-11.41	-7.22

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《首旅酒店：23年 RevPAR 修复向好，高端酒店有望协同&增厚一定业绩》，2023.3.31
- 《首旅酒店：22Q4 基本符合预期，看好 23 年同店+成长持续修复》，2023.1.31
- 《首旅酒店：疫情扰动经营数据修复，单三季度业绩转盈》，2022.10.30
- 《首旅酒店：业绩+拓店短期承压，静待疫情可控后业绩修复》，2022.8.30
- 《首旅酒店：疫情扰动业绩短期承压，看好疫后弹性释放》，2022.7.15

首旅酒店：23Q1 revpar 恢复至 19Q1 92%，看好酒店同店经营+利润继续修复

投资要点

- **首旅酒店发布 23Q1 业绩报告**：一季度实现营业收入 16.56 亿元/+36.57%，归母净利润 0.77 亿元，22Q1 为亏损 2.3 亿元，19Q1 为 0.74 亿元；扣非归母净利润为 0.48 亿元，22Q1 为亏损 2.59 亿元，19Q1 为 0.56 亿元，符合预告指引。其中，景区业务实现营业收入 1.9 亿元/+78%，同比 19Q1 增长 9.4%；酒店运营业务实现营收 10.7 亿元/+33.7%，同比 19Q1 下滑 24.7%；酒店管理业务实现营业收入 4 亿元/+29.9%，同比 19Q1+13.4%。
- **23Q1 revpar 剔除轻管理恢复至 19 年同期的 99.5%，经济型/中高端 revpar 分别恢复至 19Q1 的 93%/90%。**
- **1) 整体数据**：①**公司整体**：公司 23Q1 整体 RevPAR(131 元)恢复至 19Q1 的 92.2%，其中 OCC(60.9%)恢复至 80.9%、ADR 为 214 元，恢复至 19Q1 的 113.9%；剔除轻管理酒店，整体 RevPAR 恢复至 19 年同期的 99.5%，ADR 恢复至 19 年同期的 118.2%。根据公司业绩交流会，23 年 1-3 月 revpar 分别恢复至 19 年同期的 77%/118%/100%，4 月截至 26 日恢复至 104%。
- **②经济型酒店**（与 19Q1 如家酒店经济型对比）：RevPAR/ADR 分别恢复至 19Q1 的 93%/111%，OCC 下滑 12.4pct（恢复度为 84%）。
- **③中高端**（与 19Q1 如家酒店中高端对比）：RevPAR/ADR 分别恢复至 19Q1 的 90.2%/102.5%，OCC 下滑 7.9pct（恢复度为 88.5%）。
- **2) 同店**（23 年开店满 18 个月酒店与 19 年如家成熟店对比手动计算得出）：整体同店 RevPAR/ADR 恢复至 19Q1 的 99%/124%，OCC 下滑 15.8pct（恢复度为 80%）。其中中高端酒店 RevPAR/ADR 恢复至 19Q1 的 82%/94%，occ 下滑 9.8pct（恢复度为 86%）。
【*注：2019 年云品牌均计入经济型酒店，未单独披露，因此手动计算数据存在一定偏差，仅供参考】
- **23Q1 新开店重拾增长，清理部分经营不佳酒店看好后续高质量成长**。公司 23Q1 新开店 210 家，其中经济型、中高端分别新开 29、44 家，轻管理新开店 137 家，占比 65%。23Q1 净开店 18 家，22Q1 为 77 家，23Q1 关店数较多，主要系关闭部分经营不佳的店面(占闭店的 61.5%)。截至 23Q1，公司在营酒店数量为 6001 家，其中中高端占比 25.6%、客房数量占比 36%；经济型和轻管理酒店数量分别占比 32.3%、42%。23Q1 中高端酒店收入占比为 55.6%，持续提升。23Q1 pipeline 数量为 1907 家，环比 22Q4 下滑 178 家，主要系 23Q1 清除一些短期无法履约的储备店，pipeline 中轻管理占比 57.8%，中高端占比 28%。
- **毛利率同比改善，酒店利润后续有望继续恢复**。23Q1 公司毛利率为 30.66%/+24.9pct，同比显著修复。利润总额方面，23Q1 景区业务利润总额为 1.15 亿元，已经恢复至疫情前同期(9878 万)；23Q1 酒店业务利润总额 363 万，19Q1 为 5913 万元，主要系部分品牌仍处于投入阶段(如逸扉)，以及集团层面对于线上等业务的培育，相应产生一定费用。费用率方面：整体费用情况比较平稳，23Q1 公司期间费用率为 25.25%/-5.13pct，其中，销售费率 5.98%/+1.31pct，管理费率为 12.02%/-3.18pct，研发费率 0.76%/-0.46pct，财务费率 6.49%/-2.8pct。
- **投资建议**：五一出行数据预计有较好的表现，后续酒店需求有望环比继续改善，此外过往公司关闭部分经营不佳的酒店，继续看好后续公司同店经营指标持续改善。加盟商开店信心逐步修复，公司中高端品牌拓店稳步推进，看好后续标准店开店

提升以及全年经营修复持续向好。

- **风险提示：**疫情反复，开店不及预期，RevPAR 不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,118.86	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流通 A 股(百万股):	1,070.43	营业收入(百万元)	6,153	5,089	8,231	9,535	10,800
52 周内股价区间(元):	19.32-25.92	(+/-)YOY(%)	16.5%	-17.3%	61.7%	15.8%	13.3%
总市值(百万元):	24,234.48	净利润(百万元)	56	-582	809	1,058	1,212
总资产(百万元):	25,498.71	(+/-)YOY(%)	111.2%	-1145.6%	238.9%	30.8%	14.6%
每股净资产(元):	9.44	全面摊薄 EPS(元)	0.06	-0.52	0.72	0.95	1.09
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	26.1%	15.7%	33.5%	33.5%	33.8%
		净资产收益率(%)	0.5%	-5.6%	7.2%	8.6%	8.9%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	-0.52	0.72	0.95	1.09
每股净资产	9.37	10.10	11.05	12.13
每股经营现金流	1.33	2.54	1.38	1.59
每股股利	0.03	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	29.90	22.86	19.96
P/B	2.65	2.14	1.96	1.79
P/S	5.26	3.24	2.80	2.47
EV/EBITDA	19.21	22.06	18.38	15.29
股息率%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	15.7%	33.5%	33.5%	33.8%
净利润率	-11.4%	9.8%	11.1%	11.2%
净资产收益率	-5.6%	7.2%	8.6%	8.9%
资产回报率	-2.3%	2.9%	3.7%	4.0%
投资回报率	-1.0%	5.0%	5.6%	6.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-17.3%	61.7%	15.8%	13.3%
EBIT 增长率	-143.2%	686.9%	17.9%	16.3%
净利润增长率	-1145.6%	238.9%	30.8%	14.6%
偿债能力指标				
资产负债率	58.3%	58.8%	56.6%	54.3%
流动比率	0.6	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.6	0.8	0.9	1.1
现金比率	0.2	0.4	0.5	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	37.1	11.0	10.0	9.6
存货周转天数	3.1	3.8	3.6	2.9
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4
固定资产周转率	2.4	4.0	4.5	5.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-582	809	1,058	1,212
少数股东损益	-93	21	27	37
非现金支出	2,356	75	82	91
非经营收益	281	456	412	432
营运资金变动	-470	1,472	-43	-2
经营活动现金流	1,492	2,832	1,536	1,770
资产	-647	-138	-198	-210
投资	-28	-162	-110	-144
其他	-1,288	-99	-131	121
投资活动现金流	-1,962	-399	-439	-233
债权募资	1,352	0	0	0
股权募资	10	-21	0	0
其他	-3,046	-465	-445	-455
融资活动现金流	-1,685	-486	-445	-455
现金净流量	-2,151	1,948	652	1,082

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,089	8,231	9,535	10,800
营业成本	4,291	5,473	6,341	7,150
毛利率%	15.7%	33.5%	33.5%	33.8%
营业税金及附加	38	53	62	76
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	244	387	439	497
营业费用率%	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%
管理费用	689	905	1,030	1,145
管理费用率%	13.5%	11.0%	10.8%	10.6%
研发费用	60	41	48	54
研发费用率%	1.2%	0.5%	0.5%	0.5%
EBIT	-233	1,370	1,616	1,879
财务费用	452	447	404	405
财务费用率%	8.9%	5.4%	4.2%	3.7%
资产减值损失	-171	-4	-4	-4
投资收益	-18	1	19	11
营业利润	-745	1,035	1,346	1,593
营业外收支	17	2	10	8
利润总额	-728	1,037	1,356	1,601
EBITDA	1,943	1,442	1,695	1,966
所得税	-53	207	271	352
有效所得税率%	7.3%	20.0%	20.0%	22.0%
少数股东损益	-93	21	27	37
归属母公司所有者净利润	-582	809	1,058	1,212

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,007	2,954	3,607	4,689
应收账款及应收票据	517	248	261	284
存货	36	57	63	57
其它流动资产	1,798	2,158	2,319	2,500
流动资产合计	3,357	5,418	6,250	7,530
长期股权投资	343	343	343	343
固定资产	2,130	2,078	2,099	2,132
在建工程	140	171	191	201
无形资产	3,493	3,585	3,677	3,770
非流动资产合计	22,091	22,270	22,539	22,561
资产总计	25,448	27,688	28,789	30,091
短期借款	948	948	948	948
应付票据及应付账款	115	150	148	139
预收账款	13	41	38	22
其它流动负债	4,236	5,607	5,628	5,706
流动负债合计	5,313	6,747	6,763	6,816
长期借款	10	10	10	10
其它长期负债	9,516	9,516	9,516	9,516
非流动负债合计	9,526	9,526	9,526	9,526
负债总计	14,838	16,273	16,288	16,341
实收资本	1,119	1,116	1,116	1,116
普通股股东权益	10,488	11,273	12,331	13,542
少数股东权益	122	143	170	207
负债和所有者权益合计	25,448	27,688	28,789	30,091

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	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。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。