

首旅酒店 (600258.SH)

一季度归母净利润超疫情前，景气向上与激励优化助力成长

买入

核心观点

2023年一季度收入恢复至疫前约85%，归母净利润较疫前实现正增长。 2023Q1，公司实现收入16.56亿元/+36.57%，实现归母净利润0.77亿元，扣非净利润0.48亿元，同比扭亏为盈，处于此前业绩预告区间；EPS0.07元。与2019Q1相比，收入/归母净利润/扣非净利润分别恢复85%/104%/86%。

景区利润创历史新高，酒店利润同比转正，但因新项目孵化和IT/开发加大投入淡季下仅微利。 Q1公司酒店收入14.69亿元/+32.66%，其中酒店运营收入10.7亿/+33.7%，较2019年-24.7%；酒店管理收入+29.9%，较2019年+13.4%；酒店利润0.04亿元，同比转正，但较2019Q1仅个位数恢复，主要系公司为加速中线成长，加大IT\开发投入，阶段先投入后产出，同时公司逸扉、全球购等孵化项目短期仍有拖累，Q1淡季下对盈利略有影响，但预计Q2开始酒店利润恢复程度有望明显改善；景区收入1.86亿元/+77.99%，较2019年+9.4%；利润总额1.15亿元/+115.80%，较2019年增长16.64%创历史新高，构筑公司一季度业绩主力。

Q1公司核心门店 RevPAR 恢复 99.5%，开店提速但关店增加。 2023Q1全部酒店 RevPAR131元/+52.5% (OCG+11.7pct, ADR+23.2%)；VS19Q1，RevPAR恢复92.2% (OCG-14.4pct, ADR+13.9%)，剔除轻管理，公司核心门店 RevPAR 恢复 99.5%。月度来看，1-4月 RevPAR 各恢复77%/118%/100%/104%，2023Q1公司同店 RevPAR134元/+48.7%，剔除轻管理 RevPAR+51.1%。Q1公司新开店210家 (经济型/中高端/轻管理各29/44/137家)，同比提速 (22Q1新开190家)，关店192家 (去年Q4部分门店关店手续延期影响)，净增18家。截至2023Q1，公司酒店数量6,001家，客房间数462,052间；其中，中高端酒店/客房/收入占比26%/36%/56%；直营店占比11%，客房占比17%。2023Q1末公司储备店达1907家 (经济型/中高端/轻管理/其他各269/534/1102/2家)，为全年开店目标1500-1600家提供支持。

Q2Q3 出行景气有望持续向上，激励优化助力成长。 展望Q2Q3，旅游旺季&商旅会展等支持，出行景气有望持续向上。在酒店行业供给出清与公司强化收益管理下，其 RevPAR 有望加速复苏。同时，国企改革强化做大做强下，公司一是有望扩容开发队伍加大开发激励，今年有望成为公司规模加速扩张的拐点；二是运营激励和收益管理强化下，有望加速盈利回升。同时，公司中高端逸扉模型有望逐步验证，高端酒店管理权注入等推动下，公司中高端及高端品牌矩阵和管理能力有望全面丰富。此外，在上轮股权激励方案到期基础下，公司未来也不排除新的激励计划。

风险提示：疫情反复、出行限制、门店扩张及国企改革低于预期等。

投资建议：Q2Q3 出行景气有望持续向上，国企改革强化下有望加速发展，维持“买入”。 维持公司2023-2025年EPS为0.71/1.05/1.23元，对应23-25年PE估值30/21/18x。一方面，今年Q2Q3出行景气有望持续向上，侧重收益管理考核下，其 RevPAR 有望加速复苏，构筑贝塔基础；另一方面，公司系国内TOP3酒店龙头，过往发展相对稳健，在今年国企改革强化做大做强背景下，公司经营和开发激励有望全面强化，进而有望加速公司规模扩张和盈利提升，维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003
 证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn S0980513100003
 证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002
 联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 买入(维持)
 合理估值
 收盘价 21.66元
 总市值/流通市值 24234/23186百万元
 52周最高价/最低价 26.68/19.21元
 近3个月日均成交额 327.73百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《首旅酒店 (600258.SH) - 2022年承压筑底，期待激励优化全新启航》——2023-03-31
- 《首旅酒店 (600258.SH) - 第三季度经营环比改善，未来看点仍多》——2022-10-30
- 《首旅酒店 (600258.SH) - 短期经营承压开店放缓 后市仍有看点》——2022-08-30
- 《首旅酒店 (600258.SH) - 一季报增亏，关注后续疫情与复苏预期变化》——2022-04-29
- 《首旅酒店 (600258.SH) - 2021年扭亏为盈，2022年开店目标提速》——2022-03-31

盈利预测和财务指标	2019	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,153	5,089	8,108	9,156	10,277
(+/-%)	16.5%	-17.3%	59.3%	12.9%	12.2%
净利润(百万元)	56	-582	801	1176	1374
(+/-%)	-111.2%	-1145.6%	-237.6%	46.9%	16.8%
每股收益(元)	0.05	-0.52	0.71	1.05	1.23
EBIT Margin	8.8%	-3.4%	12.5%	16.3%	17.7%
净资产收益率 (ROE)	0.5%	-5.6%	7.3%	10.1%	11.0%
市盈率 (PE)	436.3	-41.7	30.3	20.6	17.7
EV/EBITDA	48.1	283.8	28.4	20.9	17.8
市净率 (PB)	2.19	2.32	2.21	2.08	1.94

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

2023 年一季度收入恢复至疫前约 85%，归母净利润较疫前实现正增长。2023Q1，公司实现收入 16.56 亿元/+36.57%，实现归母净利润 0.77 亿元，扣非净利润 0.48 亿元，同比扭亏为盈，处于此前业绩预告区间；EPS0.07 元。与 2019Q1 相比，收入/归母净利润/扣非净利润分别恢复 85%/104%/86%。

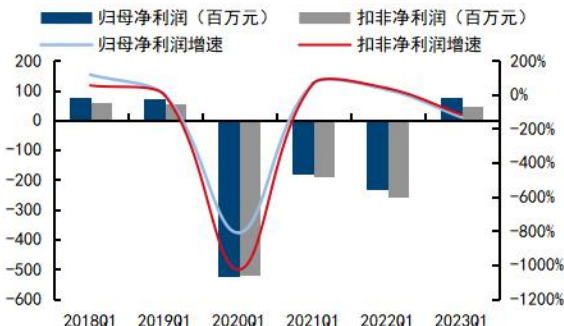
景区利润创历史新高，酒店利润同比转正，但因新项目孵化和 IT/开发加大投入淡季下仅微利。Q1 公司酒店收入 14.69 亿元/+32.66%，其中酒店运营收入 10.7 亿/+33.7%，较 2019 年-24.7%；酒店管理收入+29.9%，较 2019 年+13.4%；酒店利润 0.04 亿元，同比转正，但较 2019Q1 仅个位数恢复，主要系公司为加速中线成长，加大 IT\开发投入，阶段先投入后产出，同时公司逸扉、全球购等孵化项目短期仍有拖累，Q1 淡季下对盈利略有影响，但预计 Q2 开始酒店利润恢复程度有望明显改善；景区收入 1.86 亿元/+77.99%，较 2019 年+9.4%；利润总额 1.15 亿元/+ 115.80%，较 2019 年增长 16.64%创历史新高，构筑公司一季度业绩主力。

图1：首旅酒店 Q1 营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

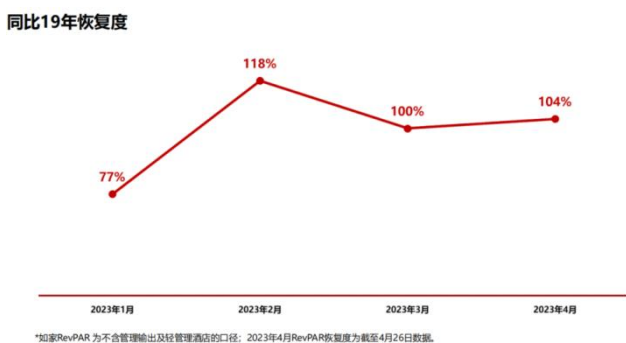
图2：首旅酒店 Q1 归母净利润、扣非净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营数据方面，中高端 RevPAR 增长弹性凸显。2023Q1，公司全部酒店 RevPAR 131 元/+52.50%（ADR 214 元/+23.20%；OCC 60.9%/+11.70pct），其中经济型/中高端/云酒店 RevPAR 各+50.00%/+57.80%/+44.60%。

图3：首旅酒店 RevPAR 恢复趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：首旅酒店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

与 2019Q1 相比，公司全部酒店恢复 92.20%，其中 OCC 恢复 80.90%，ADR 恢复 113.90%，剔除轻管理品牌影响 RevPAR 恢复 99.50%（ADR+18.2%，OCC-11.9pct）；经济型/中高端/轻管理 RevPAR 分别恢复 92.80%/85.70%/76.70%。月度来看，1-4

月 REVPAR 分别恢复 77%/118%/100%/104%。同店方面，2023Q1 首旅如家成熟酒店 RevPAR 134 元/+48.70% (ADR 214 元/+19.40%，OCC 62.60%/+12.30pct)，剔除轻管理 RevPAR 提升 51.10% (ADR+20.8%，OCC+12.9pct)。

2023Q1 底，会员总数已达 1.39 亿/+3.73%，持续提升。

开店方面：开店同比提速，但闭店同比增加。2023Q1，公司新开店 210 家（直营/加盟 3/207 家，经济型/中高端/轻管理各 29/44/137 家），同比提速（22Q1 新开 190 家），其中中高端占比 21%。2023Q1 净增店 18 家（22Q1 净增 77 家），关店 192 家（22Q1 关店 113 家）。总体来看，今年 Q1，公司轻管理系的云酒店+华驿酒店净增 60 家，中高端净增 19 家，经济型净减少 57 家。

截至 2023Q1，公司酒店数量 6,001 家（含境外 1 家），客房间数 462,052 间。公司中高端酒店数量 1,536 家，占比 25.60%，客房间数 166,310 间，占总客房间数的 36.00%；中高端收入占比已提升至 55.6%。直营店 660 家，占比 11.00%，直营客房 78,994 间，占比 17.10%。

截至 2023Q1，公司储备店达到 1,907 家（经济型/中高端/轻管理/其他各 269/534/1102/2 家），较 2022 年底 2,085 家减少 178 家。

图5：首旅酒店季度开店情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：2023Q1 首旅关店原因

关店原因	22'Q1		23'Q1	
	关店数	%	关店数	%
城市改造或物业原因	52	46.0%	62	32.3%
受疫情影响经营不佳或不符合管理标准	39	34.5%	118	61.5%
改造升级	22	19.5%	12	6.3%
合计	113	100.0%	192	100.0%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

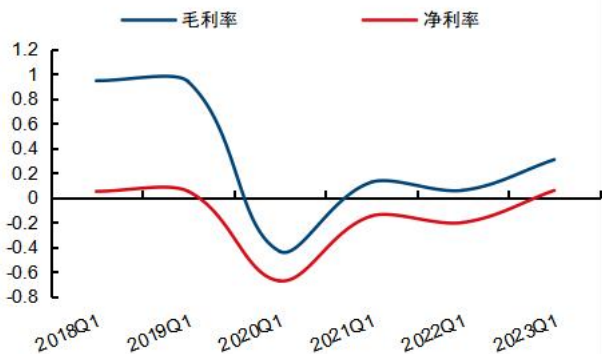
表1：截止 2023Q1 公司新增及在营酒店情况

	2023Q1 新开店家数		在营酒店家数		在营客房间数		截止 2023.03.31 储备店	
	酒店家数	占比	酒店家数	占比	客房间数	占比	酒店家数	占比
经济型酒店	29	13.81%	1,936	32.26%	176,236	38.14%	269	14.11%
中高端酒店	44	20.95%	1,536	25.60%	166,310	35.99%	534	28.00%
轻管理酒店	137	65.24%	2,511	41.84%	118,560	25.66%	1,102	57.79%
其他（含管理输出）	0	0.00%	18	0.30%	946	0.20%	2	0.10%
合计	210	100.00%	6,001	100.00%	462,052	100.00%	1,907	100.00%
直营	3	1.43%	660	11.00%	78,994	17.10%	1	0.05%
特许	207	98.57%	5,341	89.00%	383,058	82.90%	1,906	99.95%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

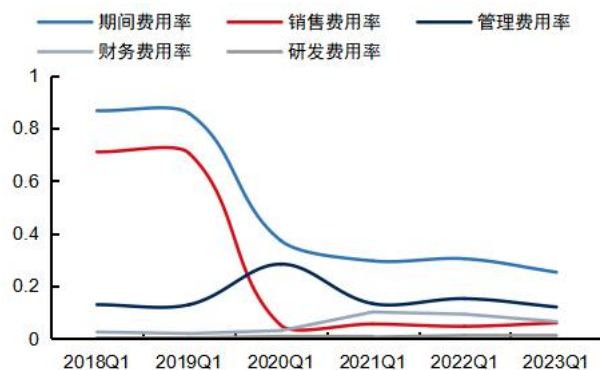
财务分析：毛利率与净利率同比提升。2023Q1，公司毛利率同比增加 24.90pct，主要系 期间费用率同比减 5.13pct，其中管理/销售/研发/财务费用率各同比 -3.18/+1.31/-0.46/-2.80pct。最终实现净利率为 5.71%，同比扭亏为盈。

图7: 首旅酒店毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

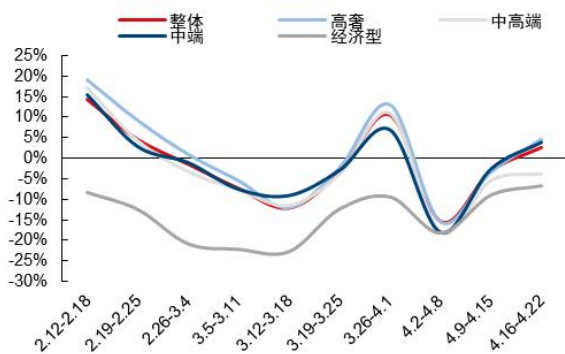
图8: 首旅酒店期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

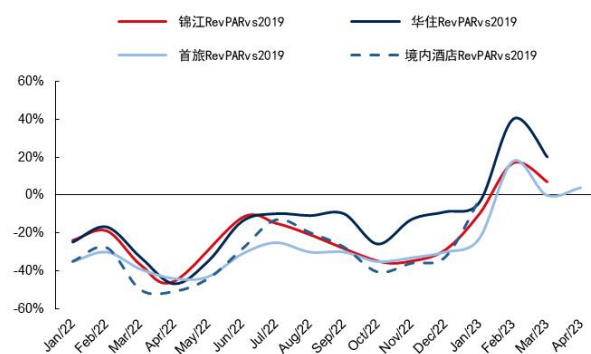
展望: Q2Q3 出行景气有望持续向上, 激励优化助力成长。展望 Q2Q3, 旅游旺季&商旅会展等支持, 出行景气有望持续向上。在酒店行业供给出清与公司强化收益管理下, 其 REVPAR 有望加速复苏。同时, 国企改革强化做大做强下, 公司一是有望扩容开发队伍加大开发激励, 今年有望成为公司规模加速扩张的拐点; 二是运营激励和收益管理强化下, 有望加速盈利回升。同时, 公司中高端逸扉模型有望逐步验证, 高端酒店管理权注入等推动下, 公司中高端及高端品牌矩阵和管理能力有望全面丰富。此外, 在上轮股权激励方案到期基础上, 公司未来也不排除新的激励计划。

图9: 酒店行业 RevPAR 恢复情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 三大酒店龙头 RevPAR 恢复情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 公司过去几年开店目标及完成情况

年份	计划新增开业	实际新开	实际净增	年底签约酒店
2018	不低于 450 家	622	337	530
2019	不低于 800 家	829	401	660
2020	800-100 家	909	445	1,219
2021	1400-1600 家	1,418	1,021	1,791
2022	1800-2000 家 后调至 1300-1400 家	879 (疫情影响)	67	2,085
2023	1500-1600 家			23Q1: 1,907

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注意: 2022 年主要是疫情影响持续 3 年后关店等影响较大, 同时公司对管理输出门店进行清理所致。

投资建议：期待复苏和激励变化，维持“买入”评级。考虑高端资产整合注入，但兼顾公司过往开店和恢复节奏差异，维持公司 2023-2025 年 EPS 为 0.71/1.05/1.23 元，对应 23-25 年 PE 估值 30/21/18x。但综合来看，公司未来一看直营店占比较高下，RevPAR 全面复苏下仍有一定的业绩弹性；二看公司三年承压后，在国企改革强化做大做强背景下，公司未来经营和开发激励有望全面强化，从而提振中线成长空间，维持“买入”评级。

风险提示

疫情反复或出行防控政策边际放松节奏低于预期；
 加速开店未达预期、国企改革进度低于预期；
 行业供给过剩及竞争格局加剧等风险。

表3: 可比公司相对估值表

代码	公司简称	股价 2023/4/28	总市值 亿元	EPS			PE				投资评 级	
				22A	23E	24E	22A	23E	24E	25E		
600258.SH	首旅酒店	21.66	242.34	-0.52	0.71	1.05	1.23	-	30	21	18	买入
600754.SH	锦江酒店	53.49	572.37	0.11	1.55	2.18	2.61	486	35	25	20	买入
301073.SZ	君亭酒店	58.59	75.95	0.25	0.86	1.29	1.78	238	68	46	33	增持
1179.HK	华住集团-S	36.00	1036.98	-0.43	0.80	1.14	1.38	-	40	28	23	增持

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3181	1007	1663	2434	3469	营业收入	6153	5089	8108	9156	10277
应收款项	387	631	333	376	422	营业成本	4544	4291	5765	6254	6906
存货净额	45	36	76	83	91	营业税金及附加	41	38	54	61	69
其他流动资产	231	191	568	641	719	销售费用	323	244	349	380	421
流动资产合计	3952	3357	4133	5056	6255	管理费用	705	689	930	973	1065
固定资产	2431	2270	2678	2938	3168	财务费用	522	452	95	80	76
无形资产及其他	3524	3493	3353	3214	3074	投资收益	1	(18)	(10)	10	10
投资性房地产	16716	15985	15985	15985	15985	资产减值及公允价值变动	41	224	48	48	48
长期股权投资	382	343	363	363	363	其他收入	(55)	(325)	0	0	0
资产总计	27006	25448	26512	27556	28844	营业利润	4	(745)	953	1466	1798
短期借款及交易性金融负债	1935	2482	2000	2000	2000	营业外净收支	2	17	2	10	10
应付款项	97	115	1526	1653	1825	利润总额	6	(728)	955	1476	1808
其他流动负债	3148	2715	2348	2536	2803	所得税费用	(4)	(53)	124	266	398
流动负债合计	5180	5313	5874	6189	6628	少数股东损益	(46)	(93)	30	34	36
长期借款及应付债券	398	10	10	10	10	归属于母公司净利润	56	(582)	801	1176	1374
其他长期负债	10107	9516	9516	9516	9516						
长期负债合计	10505	9526	9526	9526	9526	现金流量表（百万元）					
负债合计	15684	14838	15400	15714	16153	净利润	56	(582)	801	1176	1374
少数股东权益	221	122	143	167	192	资产减值准备	(129)	137	(109)	5	5
股东权益	11101	10488	10969	11674	12499	折旧摊销	291	311	389	422	453
负债和股东权益总计	27006	25448	26512	27556	28844	公允价值变动损失	(41)	(224)	(48)	(48)	(48)
						财务费用	522	452	95	80	76
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1135)	(333)	817	197	311
每股收益	0.05	(0.52)	0.71	1.05	1.23	其它	516	(300)	130	19	20
每股红利	0.47	0.40	0.29	0.42	0.49	经营活动现金流	(442)	(991)	1979	1771	2116
每股净资产	9.90	9.35	9.78	10.41	11.15	资本开支	0	(449)	(500)	(500)	(500)
ROIC	9%	-1%	9%	12%	14%	其它投资现金流	259	(1384)	0	(30)	(30)
ROE	1%	-6%	7%	10%	11%	投资活动现金流	269	(1793)	(520)	(530)	(530)
毛利率	26%	16%	29%	32%	33%	权益性融资	(11)	10	0	0	0
EBIT Margin	9%	-3%	12%	16%	18%	负债净变化	(630)	(388)	0	0	0
EBITDA Margin	14%	3%	17%	21%	22%	支付股利、利息	(528)	(445)	(320)	(471)	(550)
收入增长	16%	-17%	59%	13%	12%	其它融资现金流	4307	2267	(482)	0	0
净利润增长率	-111%	-1146%	-238%	47%	17%	融资活动现金流	1979	610	(802)	(471)	(550)
资产负债率	59%	59%	59%	58%	57%	现金净变动	1806	(2174)	657	770	1036
息率	2.2%	1.8%	1.3%	1.9%	2.3%	货币资金的期初余额	1375	3181	1007	1663	2434
P/E	436.3	(41.7)	30.3	20.6	17.7	货币资金的期末余额	3181	1007	1663	2434	3469
P/B	2.2	2.3	2.2	2.1	1.9	企业自由现金流	61	(631)	1584	1339	1681
EV/EBITDA	48.1	283.8	28.4	20.9	17.8	权益自由现金流	3738	1248	1019	1273	1622

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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