

# 首旅酒店 (600258.SH)

## Q1 显著改善，重启快速展店

**事件：**公司发布 2023Q1 业绩报告。2023Q1，公司实现营业收入 16.56 亿元/同比+36.57%，归母净利润 0.77 亿元/上年同期归母净亏损 2.32 亿元，扣非归母净利润 0.48 亿元/上年同期扣非归母净亏损 2.59 亿元。收入端恢复下，公司毛利率同比+24.90pct 至 30.66%，销售费用率同比+1.31pct 至 5.98%，管理费用率同比-3.18pct 至 12.02%。

**酒店及景区业务板块环比改善。**1) 2023Q1 公司酒店业务实现营业收入 14.69 亿元/同比+32.66%，景区运营业务营业收入 1.86 亿元/同比+77.99%；酒店业务利润总额 363.21 万元，景区业务利润总额 1.15 亿元。2) 公司收入端恢复下，公司毛利率同比+24.90pct 至 30.66%，销售费用率同比+1.31pct 至 5.98%，管理费用率同比-3.18pct 至 12.02%。

**不含轻管理酒店 RevPAR 恢复至 2019 年同期 99.5%。**1) 2023Q1，公司旗下酒店不含轻管理的全部酒店 RevPAR 恢复至 2019 年 99.5%。整体 Blended RevPAR 131 元/同比+52.5%、恢复至 2019 年 92.2%；OCC 60.9%/同比+11.7pct、恢复至 2019 年的 80.9%，ADR 214 元/同比+23.2%、相比 2019 年+13.9%。其中经济型/中高端/轻管理酒店 RevPAR 分别同比+50.0%/+57.8%/+44.6%。2) 营业 18 个月以上同店 RevPAR、OCC、ADR 分别为 134 元/62.6%/214 元，分别同比+48.7%/+12.3pct/+19.4%。经济型同店 RevPAR、OCC、ADR 分别为 117 元/66.0%/177 元，分别同比+44.4%/+12.2pct/+17.7%；中高端同店 RevPAR、OCC、ADR 分别为 177 元/61.9%/285 元；分别同比+57.2%/+13.7pct/+22.4%；轻管理 RevPAR、OCC、ADR 分别为 79 元/52.7%/150 元，分别同比+31.4%/+9.7pct/+7.1%。

**Q1 重拾展店速度，轻管理继续展店。**1) 2023Q1，公司共新开门店 258 家，关闭酒店 240 家，净增加 18 家。关闭门店仍较多主要系外部环境影响经营情况，其中部分门店为 2022Q4 未完成闭店门店。2) 分档次：2023Q1 经济型/中高端/其他（包含轻管理）分别新开酒店 24/39/195 家，关闭门店 81/20/139 家，净增加-57/19/56 家。截至 2023Q1，经济型/中高端/其他酒店分别为 1936/1536/2529 家，占比为 32.3%/25.6%/42.1%，分别-1.0/+0.2/+0.8pct，中高端及轻管理占比进一步提升。3) 分模式：2023Q1 直营/加盟模式分别新开酒店 5/253 家，关店 22/218 家，净增加-17/+35 家。截至 2023Q1，加盟/直营酒店占比分别为 11.0%/89.0%，分别-0.3/+0.3pct，加盟酒店数量占比进一步提升。4) 分品牌：2023Q1 如家酒店-45 家，如家精选/如家商旅+10/3 家，艾扉/璞隐分别+2/1 家，华驿及云酒店分别+35/25 家。5) Pipeline：2023Q1 公司 Pipeline1907，环比-178 家，其中经济型/中高端/轻管理/其他 Pipeline 分别为 269/534/1102/2 家，为后续展店提供支撑。

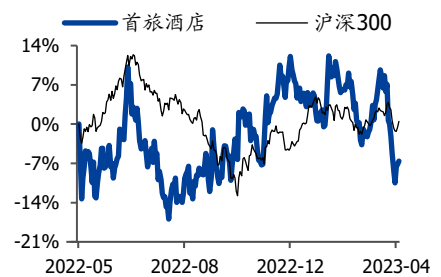
**高端酒店收购方案有所调整。**公司 3 月 30 日公告拟以 1.99 亿元收购诺金公司 100% 股权、5060.6 万元收购北京首旅日航国际酒店 50% 股权、

### 买入（维持）

#### 股票信息

|               |           |
|---------------|-----------|
| 行业            | 酒店餐饮      |
| 前次评级          | 买入        |
| 4月28日收盘价(元)   | 21.66     |
| 总市值(百万元)      | 24,234.48 |
| 总股本(百万股)      | 1,118.86  |
| 其中自由流通股(%)    | 95.67     |
| 30日日均成交量(百万股) | 16.76     |

#### 股价走势



#### 作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

分析师 毕筱璟

执业证书编号：S0680523040002

邮箱：bixiaojing@gszq.com

#### 相关研究

- 《首旅酒店 (600258.SH)：高端酒店资产完成注入，扩张重新提速》2023-04-06
- 《首旅酒店 (600258.SH)：三季度环比改善扭亏，储备店支撑轻管理扩张》2022-11-05
- 《首旅酒店 (600258.SH)：短期冲击承压，边际改善蓄力长期》2022-08-30

622.8 万元收购安麓酒店 40% 股权。其中首旅日航因外方股东协议到期后拟不再续约，公司终止对首旅日航收购；出于尽快完成资产交割需，公司收购诺金公司对价调整为 2.14 亿元，首旅置业已承诺不再对诺金公司未分配的 1459 万元利润进行分配。

**投资建议：** 1) 2023Q1，公司旗下不含轻管理酒店 RevPAR 恢复至 2019 年 99.5% 以上，恢复显著改善，预计公司受益于高线城市商旅恢复。全年来看，公司开店目标为 1500-1600 家，完成集团高端酒店资产注入，有望全面推进全系列多品牌发展。2) 向后看，酒店行业供给端出清、格局改善可见，需求端商务需求刚性、支撑修复，休闲需求亦逐步回补。后续成长性及抗压性兼具，待完全复苏，有望释放弹性。看好公司轻管理模式助力下展店提速，以及产品迭代升级、会员体系丰富、数字化体系建设的发展方向。我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 79.63/88.26/98.71 亿元，归母净利润 8.28/11.21/14.58 亿元，当前股价分别对应 29X/22X/17X，维持公司目标价 29 元，维持“买入”评级。

**风险提示：** 1) 外部环境扰动；2) 经济周期性波动风险；3) 拓店不及预期风险；4) 行业竞争加剧。

| 财务指标           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)     | 6,153 | 5,089 | 7,963 | 8,826 | 9,871 |
| 增长率 yoy (%)    | 16.5  | -17.3 | 56.5  | 10.8  | 11.8  |
| 归母净利润 (百万元)    | 56    | -582  | 828   | 1,121 | 1,458 |
| 增长率 yoy (%)    | -     | -     | -     | 35.3  | 30.1  |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 0.05  | -0.52 | 0.74  | 1.00  | 1.30  |
| 净资产收益率 (%)     | 0.1   | -6.4  | 7.2   | 8.9   | 10.4  |
| P/E (倍)        | 435   | -     | 29    | 22    | 17    |
| P/B (倍)        | 2.2   | 2.3   | 2.1   | 1.9   | 1.7   |

资料来源：Wind，国盛证券研究所注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**

| 资产负债表 (百万元)    |       |       |       |       |       | 利润表 (百万元)       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| <b>流动资产</b>    | 3952  | 3357  | 3438  | 4109  | 6808  | <b>营业收入</b>     | 6153  | 5089  | 7963  | 8826  | 9871  |
| 现金             | 3181  | 1007  | 685   | 1449  | 3816  | 营业成本            | 4544  | 4291  | 4795  | 5039  | 5357  |
| 应收票据及应收账款      | 267   | 517   | 727   | 662   | 892   | 营业税金及附加         | 41    | 38    | 53    | 59    | 66    |
| 其他应收款          | 120   | 114   | 257   | 158   | 306   | 营业费用            | 323   | 244   | 401   | 444   | 496   |
| 预付账款           | 44    | 35    | 90    | 50    | 107   | 管理费用            | 705   | 689   | 891   | 988   | 1104  |
| 存货             | 45    | 36    | 56    | 162   | 70    | 研发费用            | 57    | 60    | 70    | 78    | 87    |
| 其他流动资产         | 296   | 1648  | 1623  | 1628  | 1617  | 财务费用            | 522   | 452   | 643   | 712   | 799   |
| <b>非流动资产</b>   | 23054 | 22091 | 22497 | 21971 | 21469 | 资产减值损失          | -34   | -171  | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 382   | 343   | 303   | 264   | 225   | 其他收益            | 73    | 69    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 2186  | 2130  | 3154  | 3236  | 3325  | 公允价值变动收益        | 6     | 52    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 3524  | 3493  | 3413  | 3332  | 3252  | 投资净收益           | 1     | -18   | 25    | 30    | 35    |
| 其他非流动资产        | 16962 | 16125 | 15628 | 15139 | 14667 | 资产处置收益          | 13    | 18    | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 27006 | 25448 | 25936 | 26080 | 28277 | <b>营业利润</b>     | 4     | -745  | 1134  | 1535  | 1997  |
| <b>流动负债</b>    | 5180  | 5313  | 4974  | 4000  | 4741  | 营业外收入           | 20    | 23    | 0     | 0     | 0     |
| 短期借款           | 501   | 948   | 1465  | 948   | 948   | 营业外支出           | 18    | 7     | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款      | 97    | 115   | 126   | 127   | 142   | <b>利润总额</b>     | 6     | -728  | 1134  | 1535  | 1997  |
| 其他流动负债         | 4582  | 4249  | 3382  | 2924  | 3651  | 所得税             | -4    | -53   | 306   | 414   | 539   |
| <b>非流动负债</b>   | 10505 | 9526  | 9524  | 9522  | 9519  | <b>净利润</b>      | 10    | -675  | 828   | 1121  | 1458  |
| 长期借款           | 398   | 10    | 8     | 6     | 4     | 少数股东损益          | -46   | -93   | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 10107 | 9516  | 9516  | 9516  | 9516  | <b>归属母公司净利润</b> | 56    | -582  | 828   | 1121  | 1458  |
| <b>负债合计</b>    | 15684 | 14838 | 14497 | 13521 | 14261 | EBITDA          | 663   | 50    | 1947  | 2421  | 2863  |
| 少数股东权益         | 221   | 122   | 122   | 122   | 122   | EPS (元)         | 0.05  | -0.52 | 0.74  | 1.00  | 1.30  |
| 股本             | 1121  | 1119  | 1119  | 1119  | 1119  |                 |       |       |       |       |       |
| 资本公积           | 7692  | 7660  | 7660  | 7660  | 7660  |                 |       |       |       |       |       |
| 留存收益           | 2340  | 1728  | 2432  | 3364  | 4514  |                 |       |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 11101 | 10488 | 11316 | 12437 | 13894 |                 |       |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 27006 | 25448 | 25936 | 26080 | 28277 |                 |       |       |       |       |       |

| 现金流量表 (百万元)    |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| <b>经营活动现金流</b> | 2308  | 1492  | 2484  | 2283  | 3519  |
| 净利润            | 10    | -675  | 828   | 1121  | 1458  |
| 折旧摊销           | 696   | 750   | 764   | 845   | 888   |
| 财务费用           | 522   | 452   | 643   | 712   | 799   |
| 投资损失           | -1    | 18    | -25   | -30   | -35   |
| 营运资金变动         | -209  | -488  | 274   | -364  | 410   |
| 其他经营现金流        | 1289  | 1435  | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -454  | -1962 | -1146 | -289  | -350  |
| 资本支出           | 742   | 655   | 1479  | 482   | 496   |
| 长期投资           | -12   | -18   | 40    | 39    | 39    |
| 其他投资现金流        | 275   | -1325 | 373   | 233   | 185   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -41   | -1685 | -2176 | -715  | -801  |
| 短期借款           | -99   | 448   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | -630  | -388  | -2    | -2    | -2    |
| 普通股增加          | 134   | -3    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 2861  | -32   | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -2305 | -1710 | -2175 | -712  | -799  |
| <b>现金净增加额</b>  | 1802  | -2151 | -838  | 1280  | 2368  |

| 主要财务比率          |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 16.5  | -17.3 | 56.5  | 10.8  | 11.8  |
| 营业利润(%)         | -     | -     | -     | 35.3  | 30.1  |
| 归属于母公司净利润(%)    | -     | -     | -     | 35.3  | 30.1  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 26.1  | 15.7  | 39.8  | 42.9  | 45.7  |
| 净利率(%)          | 0.9   | -11.4 | 10.4  | 12.7  | 14.8  |
| ROE(%)          | 0.1   | -6.4  | 7.2   | 8.9   | 10.4  |
| ROIC(%)         | -0.2  | -3.0  | 4.0   | 5.2   | 6.1   |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 58.1  | 58.3  | 55.9  | 51.8  | 50.4  |
| 净负债比率(%)        | 73.8  | 95.2  | 82.2  | 64.7  | 41.0  |
| 流动比率            | 0.8   | 0.6   | 0.7   | 1.0   | 1.4   |
| 速动比率            | 0.7   | 0.6   | 0.6   | 0.9   | 1.4   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.3   | 0.2   | 0.3   | 0.3   | 0.4   |
| 应收账款周转率         | 27.1  | 13.0  | 13.0  | 13.0  | 13.0  |
| 应付账款周转率         | 41.6  | 40.5  | 40.5  | 40.5  | 40.5  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.05  | -0.52 | 0.74  | 1.00  | 1.30  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 2.06  | 1.33  | 2.22  | 2.04  | 3.15  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 9.92  | 9.37  | 10.11 | 11.12 | 12.42 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 435.3 | -     | 29.3  | 21.6  | 16.6  |
| P/B             | 2.2   | 2.3   | 2.1   | 1.9   | 1.7   |
| EV/EBITDA       | 49.3  | 663.9 | 16.6  | 12.8  | 10.0  |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级 | 说明                     |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com