



# 首旅酒店 (600258.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q2 签约、开店加快，看好旺季弹性

### 事件

8月30日公司披露1H23业绩，收入36.08/+54.8%，归母净利2.80亿元/扭亏，扣非归母净利2.33亿元/扭亏。单Q2收入19.53/+74.5%，归母净利2.0亿元/扭亏；扣非归母净利1.85亿元/扭亏。

### 点评

**Q2 经营数据继续回暖，开店、签约意愿增强。**2023首旅如家全部酒店RevPAR恢复至19年同期99.9%、环比Q1+7.7pct，其中OCC为84.2%、ADR118.8%，恢复主要由价升带动（提价、档次及产品升级），不含轻管理酒店口径RevPAR恢复度为19年同期109.1%、环比Q1+9.6pct；分层级经济型/中高档/轻管理RevPAR分别恢复至19年的103.1%/91.5%/82.8%。开店方面，Q2新开/净开316/160家（新收购诺金和凯宾斯基贡献24家），其中经济/中高档/轻管理/其他分别新开44/52/219/1家，主要由轻管理贡献，1H23累计新开518家、完成全年目标约33%，Pipeline2000家、环比1Q23+93家。

**收入恢复+费用管控，酒店盈利能力回升较明显。**分业务板块，Q2酒店业务营收18.5亿元/+69.3%，税前利润2.3亿元、税前利润率12.3%；景区运营业务营收1.0亿元/+332.7%，税前利润4165万、税前利润率42.6%。费用端看，Q2销售/管理费用率6.9%/11.4%、同比+2.8/-3.8pct，归母/扣非归母净利率10.4%/9.5%，扣非归母净利率距离19年同期存4.2pct提升空间。

**期待Q3暑期旺季经营弹性释放。**暑假开启以来休闲需求恢复强劲，根据STR数据，7月至8月中上旬周度经济型+中档+中高档样本酒店综合RevPAR较19年恢复度为基本维持在120%~135%；公司直营酒店占比为头部三家最高（22年直营酒店收入占比约71%、直营客房占比17.4%），预计经营和业绩弹性强。

### 盈利预测、估值与评级

继续看好公司Q3旺季业绩弹性，及高端资产注入增厚业绩，中长期逸扉品牌扩张+高端酒店资产注入、公司于高端市场竞争优势有望扩大，同时国企改革之下效率有望持续提升。我们维持23~25E归母净利8.1/11.4/13.6亿元预测，对应PE为25/17/15X，维持“买入”评级。

### 风险提示

出行恢复不及预期，开店速度不及预期等。

### 社会服务组

分析师：叶思嘉 (执业S1130523080001)  
yesijia@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.80元

### 相关报告：

- 《首旅酒店公司点评：Q2 平稳回暖，期待暑期弹性》，2023.7.15
- 《首旅酒店公司点评：Q1 扭亏，期待旺季业绩弹性》，2023.4.27
- 《首旅酒店公司点评：降本增效，高端资产注入逐步兑现》，2023.4.1



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,153	5,089	8,168	8,831	9,545
营业收入增长率	16.49%	-17.29%	60.49%	8.12%	8.08%
归母净利润(百万元)	56	-582	807	1,139	1,364
归母净利润增长率	N/A	N/A	N/A	41.15%	19.72%
摊薄每股收益(元)	0.050	-0.520	0.721	1.018	1.219
每股经营性现金流净额	2.06	1.33	3.06	3.46	3.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.50%	-5.55%	7.17%	9.21%	9.99%
P/E	526.28	N/A	24.68	17.48	14.60
P/B	2.64	2.65	1.77	1.61	1.46

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,282</b>	<b>6,153</b>	<b>5,089</b>	<b>8,168</b>	<b>8,831</b>	<b>9,545</b>
增长率	-36.4%	16.5%	-17.3%	60.5%	8.1%	8.1%
主营业务成本	-4,615	-4,544	-4,291	-5,337	-5,356	-5,660
%销售收入	87.4%	73.9%	84.3%	65.3%	60.6%	59.3%
毛利	667	1,609	798	2,831	3,475	3,886
%销售收入	12.6%	26.1%	15.7%	34.7%	39.4%	40.7%
营业税金及附加	-34	-41	-38	-55	-59	-64
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-310	-323	-244	-408	-424	-430
%销售收入	5.9%	5.2%	4.8%	5.0%	4.8%	4.5%
管理费用	-668	-705	-689	-965	-1,013	-1,074
%销售收入	12.6%	11.5%	13.5%	11.8%	11.5%	11.3%
研发费用	-44	-57	-60	-65	-71	-76
%销售收入	0.8%	0.9%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	-390	484	-233	1,338	1,908	2,242
%销售收入	n.a	7.9%	n.a	16.4%	21.6%	23.5%
财务费用	-90	-522	-452	-390	-412	-440
%销售收入	1.7%	8.5%	8.9%	4.8%	4.7%	4.6%
资产减值损失	-167	-50	-180	-80	-20	-20
公允价值变动收益	9	6	52	50	5	5
投资收益	-9	1	-18	0	0	0
%税前利润	n.a	9.8%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-568	4	-745	993	1,556	1,862
营业利润率	n.a	0.1%	n.a	12.2%	17.6%	19.5%
营业外收支	-18	2	17	3	3	3
税前利润	-585	6	-728	996	1,559	1,865
利润率	n.a	0.1%	n.a	12.2%	17.7%	19.5%
所得税	54	4	53	-249	-390	-466
所得税率	n.a	-67.5%	n.a	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-531	10	-675	747	1,169	1,399
少数股东损益	-35	-46	-93	-60	30	35
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-496</b>	<b>56</b>	<b>-582</b>	<b>807</b>	<b>1,139</b>	<b>1,364</b>
净利率	n.a	0.9%	n.a	9.9%	12.9%	14.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-531	10	-675	747	1,169	1,399
少数股东损益	-35	-46	-93	-60	30	35
非现金支出	987	2,110	2,356	1,459	1,543	1,714
非经营收益	-46	377	281	302	431	478
营运资金变动	30	-188	-470	921	730	175
<b>经营活动现金净流</b>	<b>440</b>	<b>2,308</b>	<b>1,492</b>	<b>3,428</b>	<b>3,872</b>	<b>3,765</b>
资本开支	-551	-699	-647	-1,026	-1,092	-1,122
投资	165	-12	-28	0	5	5
其他	-295	256	-1,287	-50	-50	-50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-682</b>	<b>-454</b>	<b>-1,961</b>	<b>-1,076</b>	<b>-1,137</b>	<b>-1,167</b>
股权募资	3	3,021	10	0	0	0
债权募资	55	-1,178	-48	-113	-1,325	49
其他	-231	-1,884	-1,646	-447	-487	-579
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-173</b>	<b>-41</b>	<b>-1,685</b>	<b>-559</b>	<b>-1,812</b>	<b>-530</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-421</b>	<b>1,802</b>	<b>-2,149</b>	<b>1,794</b>	<b>923</b>	<b>2,068</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,375	3,181	1,007	2,297	2,647	4,054
应收款项	278	387	631	526	484	523
存货	41	45	36	51	50	51
其他流动资产	664	340	1,683	1,792	1,802	1,818
流动资产	2,357	3,952	3,357	4,666	4,983	6,447
%总资产	14.2%	14.6%	13.2%	16.7%	16.7%	19.5%
长期投资	560	728	697	797	847	897
固定资产	2,429	2,431	2,270	2,345	2,554	2,763
%总资产	14.6%	9.0%	8.9%	8.4%	8.5%	8.4%
无形资产	10,394	10,197	10,107	10,487	10,788	11,063
非流动资产	14,275	23,054	22,091	23,326	24,934	26,600
%总资产	85.8%	85.4%	86.8%	83.3%	83.3%	80.5%
<b>资产总计</b>	<b>16,633</b>	<b>27,006</b>	<b>25,448</b>	<b>27,992</b>	<b>29,916</b>	<b>33,046</b>
短期借款	1,587	1,935	2,482	2,374	1,000	1,000
应付款项	2,486	2,026	1,796	2,706	2,672	2,746
其他流动负债	822	1,219	1,035	1,063	1,778	1,920
流动负债	4,894	5,180	5,313	6,142	5,450	5,666
长期贷款	1,028	398	10	9	8	7
其他长期负债	2,075	10,107	9,516	10,518	12,000	13,595
负债	7,997	15,684	14,838	16,669	17,457	19,267
<b>普通股股东权益</b>	<b>8,380</b>	<b>11,101</b>	<b>10,488</b>	<b>11,261</b>	<b>12,367</b>	<b>13,652</b>
其中：股本	988	1,121	1,119	1,119	1,119	1,119
未分配利润	2,447	2,140	1,528	2,302	3,407	4,693
少数股东权益	255	221	122	62	92	127
<b>负债股东权益合计</b>	<b>16,633</b>	<b>27,006</b>	<b>25,448</b>	<b>27,992</b>	<b>29,916</b>	<b>33,046</b>

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-0.502	0.050	-0.520	0.721	1.018	1.219
每股净资产	8.484	9.899	9.374	10.065	11.053	12.202
每股经营现金净流	0.445	2.058	1.334	3.064	3.461	3.365
每股股利	0.070	0.000	0.026	0.030	0.030	0.070
<b>回报率</b>						
净资产收益率	-5.92%	0.50%	-5.55%	7.17%	9.21%	9.99%
总资产收益率	-2.98%	0.21%	-2.29%	2.88%	3.81%	4.13%
投入资本收益率	-2.90%	5.56%	-1.55%	6.87%	9.96%	10.72%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-36.45%	16.49%	-17.29%	60.49%	8.12%	8.08%
EBIT增长率	N/A	-224.1%	-148.3%	672.89%	42.64%	17.49%
净利润增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	41.15%	19.72%
总资产增长率	-2.79%	62.37%	-5.77%	10.00%	6.87%	10.46%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	13.0	13.5	28.1	16.0	13.0	13.0
存货周转天数	3.5	3.4	3.5	3.5	3.4	3.3
应付账款周转天数	9.9	8.8	9.0	9.0	9.0	9.0
固定资产周转天数	154.1	129.6	152.7	93.1	85.7	78.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	10.09%	-8.31%	0.38%	-12.01%	-24.75%	-32.60%
EBIT利息保障倍数	-4.4	0.9	-0.5	3.4	4.6	5.1
资产负债率	48.08%	58.08%	58.31%	59.55%	58.35%	58.30%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-30	买入	20.91	26.36~26.36
2	2022-08-30	买入	21.13	26.03~26.03
3	2022-10-29	买入	22.18	N/A
4	2023-01-31	买入	23.67	N/A
5	2023-04-01	买入	23.34	N/A
6	2023-04-27	买入	21.44	N/A
7	2023-07-15	买入	20.50	N/A

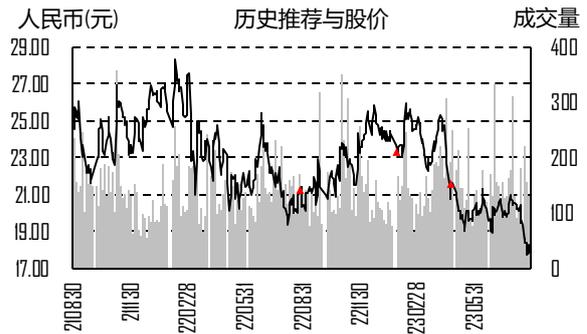
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究