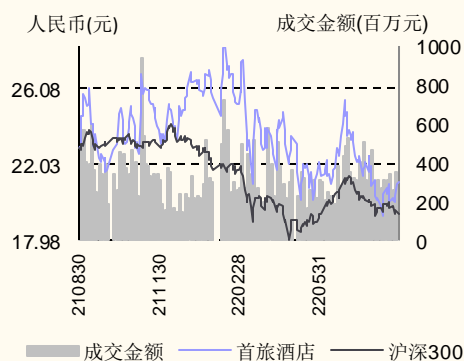


市场价格(人民币): 21.13元

目标价格(人民币): 26.03元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	11.21
已上市流通A股(亿股)	10.70
总市值(亿元)	236.95
年内股价最高最低(元)	28.33/19.32
沪深300指数	4090
上证指数	3241



Q2 环比减亏，下调开店目标静待触底反弹

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,282	6,153	5,911	8,618	9,775
营业收入增长率	-36.45%	16.49%	-3.93%	45.80%	13.42%
归母净利润(百万元)	-496	56	-44	973	1,330
归母净利润增长率	-156.05%	-111.23%	N/A	N/A	36.70%
摊薄每股收益(元)	-0.502	0.050	-0.039	0.867	1.186
每股经营性现金流净额	0.45	2.06	1.82	3.32	3.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	-5.92%	0.50%	-0.39%	8.11%	10.04%
P/E	N/A	526.28	N/A	24.36	17.82
P/B	2.50	2.64	2.14	1.98	1.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 1H22 营收 23.3 亿元/-25.9%，归母净利-3.8 亿元/-688.8%，扣非归母净利-4.4 亿元/-983.7%。其中 2Q22 营收 11.2 亿元/-40.3%；归母净利-1.5 亿元/-161.3%；扣非归母净利-1.8 亿元/-173.8%。

点评

- 2Q22 环比减亏，符合预期，短期关注疫后修复进展。**二季度公司核心战略地区北京、上海等高线城市疫情爆发，旅游出行大幅降温，对公司经营造成巨大冲击，2Q22 整体 RevPar 91 元/-38.7%，为 19 年同期 56.1%，主要受 OCC 下滑(-21.7pct)拖累，经济型/中高端/轻管理 RevPAR 为 19 年同期 57.2%/49.9%/49.2%，经济型韧性相对好。2Q22 酒店业务收入 11.0 亿元/-38.5% (直营 8.0 亿元/-38.2%，加盟 3.0 亿元/-39.1%)，景区收入 0.2 亿元/-75.5%。酒店利润-2.0 亿元/-174.0%，景区利润-0.2 亿元/-143.4%。由于租金、人力等固定支出较刚性，2Q22 毛利率/销售费率/管理费率/研发费率分别 13.0%/-25.7pct、4.1%/-0.8pct、15.2%/+6.1pct、1.4%/+0.6pct。Q2 亏损环比收窄主要系征用酒店一定程度回补需求以及租金减免，同时 6 月后高线城市疫情企稳，商旅出行+暑期旅游旺季带动酒店经营复苏。
- 下调全年开店目标，长期加速规模与下沉策略不变。**受疫情扰动，公司下调开店目标至 1300-1400 家(原 1800-2000 家)，2Q22 新开店 152 家净减 51 家达 5942 家，其中中高端/轻管理模式占新开店数的 27.6%/59.2%，为主要开店形式，经济型净减 78 家。上半年已完成全年开店目标的 17%-19%，截至 1H22 末储备店数量达 1889 家，下半年随疫情企稳，扩张环比或逐步提速。

投资建议

- 未来公司盈利能力及稳定性随加盟占比提升有望进一步优化，会员运营和数字化渗透利于降本增效，高端资产注入助力公司加码中高端品牌升级。短期内公司直营占比为国内酒店三强最高，疫后修复中业绩弹性相对更大。预计 22E-24E 归母净利润分别为-0.4/9.7/13.3 亿元，EPS 分别为-0.04/0.87/1.19 元，对应 23 年 PE 为 24.4X，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险，拓店速度不及预期，加盟商管理风险。

相关报告

- 《发展为先、结构优化，酒店龙头复苏可期-首旅酒店首次覆盖报告》，2022.7.30

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221

lijingl@gjzq.com.cn

叶思嘉

联系人
yesijia@gjzq.com.cn

鲍秋宇

联系人
baoqiuyu@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	8,311	5,282	6,153	5,911	8,618	9,775	货币资金	1,777	1,375	3,181	1,963	3,545	5,127
增长率		-36.4%	16.5%	-2.8%	44.1%	13.4%	应收款项	318	278	387	385	472	536
主营业务成本	-525	-4,615	-4,544	-4,598	-5,438	-5,883	存货	48	41	45	44	51	53
%销售收入	6.3%	87.4%	73.9%	76.9%	63.1%	60.2%	其他流动资产	398	664	340	424	451	470
毛利	7,786	667	1,609	1,330	3,180	3,892	流动资产	2,542	2,357	3,952	2,840	4,550	6,186
%销售收入	93.7%	12.6%	26.1%	23.1%	36.9%	39.8%	%总资产	14.9%	14.2%	14.6%	10.5%	15.0%	18.4%
营业税金及附加	-56	-34	-41	-40	-58	-65	长期投资	557	560	728	778	828	878
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	2,559	2,429	2,431	2,560	2,763	2,966
销售费用	-5,402	-310	-323	-274	-414	-469	%总资产	15.0%	14.6%	9.0%	9.4%	9.1%	8.8%
%销售收入	65.0%	5.9%	5.2%	4.6%	4.8%	4.8%	无形资产	10,757	10,394	10,197	10,519	10,813	11,082
管理费用	-1,009	-668	-705	-765	-974	-1,105	非流动资产	14,568	14,275	23,054	24,265	25,788	27,379
%销售收入	12.1%	12.6%	11.5%	12.8%	11.3%	11.3%	%总资产	85.1%	85.8%	85.4%	89.5%	85.0%	81.6%
研发费用	-26	-44	-57	-63	-78	-88	资产总计	17,110	16,633	27,006	27,104	30,338	33,565
%销售收入	0.3%	0.8%	0.9%	1.1%	0.9%	0.9%	短期借款	1,012	1,587	1,935	1,000	1,000	1,000
息税前利润 (EBIT)	1,293	-390	484	241	1,657	2,165	应付款项	2,172	2,486	2,026	2,279	2,688	2,861
%销售收入	15.6%	n.a	7.9%	4.0%	19.2%	22.1%	其他流动负债	685	822	1,219	1,382	1,748	1,946
财务费用	-122	-90	-522	-380	-415	-446	流动负债	3,869	4,894	5,180	4,662	5,436	5,808
%销售收入	1.5%	1.7%	8.5%	6.4%	4.8%	4.6%	长期贷款	1,793	1,028	398	58	108	128
资产减值损失	-25	-167	-50	-20	-20	-20	其他长期负债	2,151	2,075	10,107	11,110	12,560	14,123
公允价值变动收益	-16	9	6	5	5	5	负债	7,813	7,997	15,684	15,829	18,103	20,058
投资收益	36	-9	1	0	0	0	普通股股东权益	8,947	8,380	11,101	11,085	12,024	13,276
%税前利润	2.8%	n.a	9.8%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	988	988	1,121	1,121	1,121	1,121
营业利润	1,274	-568	4	-59	1,322	1,798	未分配利润	3,000	2,447	2,140	2,127	3,066	4,318
营业利润率	15.3%	n.a	0.1%	n.a	15.3%	18.4%	少数股东权益	350	255	221	191	211	231
营业外收支	3	-18	2	2	2	2	负债股东权益合计	17,110	16,633	27,006	27,104	30,338	33,565
税前利润	1,277	-585	6	-57	1,324	1,800	比率分析						
利润率	15.4%	n.a	0.1%	n.a	15.4%	18.4%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-358	54	4	14	-331	-450	每股指标						
所得税率	28.0%	n.a	-67.5%	n.a	25.0%	25.0%	每股收益	0.896	-0.502	0.050	-0.039	0.868	1.186
净利润	919	-531	10	-43	993	1,350	每股净资产	9.058	8.484	9.899	9.858	10.695	11.811
少数股东损益	34	-35	-46	-30	20	20	每股经营现金净流	1.827	0.445	2.058	1.837	3.328	3.522
归属于母公司的净利润	885	-496	56	-44	973	1,330	每股股利	0.070	0.000	0.026	0.000	0.030	0.070
净利率	10.6%	n.a	0.9%	n.a	11.3%	13.6%	回报率						
							净资产收益率	9.89%	-5.92%	0.50%	-0.39%	8.09%	10.02%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.17%	-2.98%	0.21%	-0.05%	3.21%	3.96%
							投入资本收益率	7.12%	-2.90%	5.56%	1.36%	8.73%	10.45%
净利润	919	-531	10	-43	993	1,350	增长率						
少数股东损益	34	-35	-46	-30	20	20	主营业务收入增长率	-2.67%	-36.45%	16.49%	-2.80%	44.10%	13.42%
非现金支出	877	987	2,110	1,492	1,626	1,790	EBIT增长率	-3.52%	-130.14%	-224.10%	-50.23%	588.61%	30.60%
非经营收益	49	-46	377	240	441	507	净利润增长率	3.26%	-156.05%	-111.23%	N/A	N/A	36.69%
营运资金变动	-40	30	-188	371	671	303	总资产增长率	1.70%	-2.79%	62.37%	0.37%	11.93%	10.64%
经营活动现金净流	1,804	440	2,308	2,060	3,732	3,950	资产管理能力						
资本开支	-770	-551	-699	-1,007	-1,093	-1,123	应收账款周转天数	9.2	13.0	13.5	16.0	13.0	13.0
投资	-148	165	-12	5	5	5	存货周转天数	34.3	3.5	3.4	3.5	3.4	3.3
其他	659	-295	256	-50	-50	-50	应付账款周转天数	88.3	9.9	8.8	9.0	9.0	9.0
投资活动现金净流	-259	-682	-454	-1,052	-1,138	-1,168	固定资产周转天数	104.9	154.1	129.6	130.2	89.7	78.4
股权募资	80	3	3,021	-3	0	0	偿债能力						
债权募资	-666	55	-1,178	-1,237	100	70	净负债/股东权益	9.58%	10.09%	-8.31%	-9.05%	-20.93%	-30.30%
其他	-211	-231	-1,884	-424	-497	-608	EBIT利息保障倍数	10.6	-4.4	0.9	0.6	4.0	4.8
筹资活动现金净流	-798	-173	-41	-1,664	-397	-538	资产负债率	45.66%	48.08%	58.08%	58.40%	59.67%	59.76%
现金净流量	748	-421	1,802	-656	2,197	2,244							

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
买入	1	7	33	45	137
增持	0	0	7	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.18	1.18	1.00

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

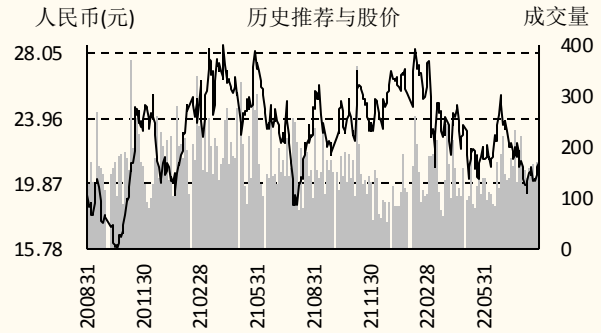
来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，而不应对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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402