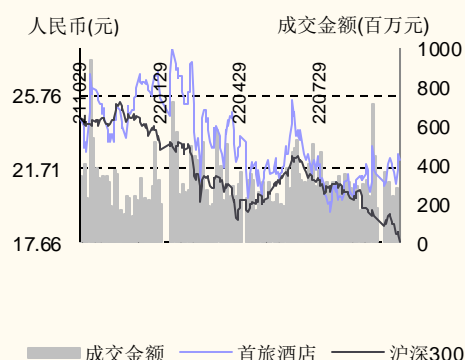


市场价格 (人民币): 22.18 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	11.19
已上市流通 A 股(亿股)	10.70
总市值(亿元)	248.16
年内股价最高最低(元)	28.33/19.32
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



相关报告

- 1.《Q2 环比减亏, 下调开店目标静待触底反弹-首旅酒店 1H22 业绩...》, 2022.8.30
- 2.《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

苏晨 分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
suchen@gjzq.com.cn

叶思嘉 联系人
yesijia@gjzq.com.cn

孙小宁 联系人
sunxiaoning@gjzq.com.cn

业绩环比转正, 门店质量优化蓄力长期发展

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	5,315	8,405	9,286
营业收入增长率	-36.45%	16.49%	-13.63%	58.14%	10.49%
归母净利润(百万元)	-496	56	-224	931	1,214
归母净利润增长率	-156.05%	-111.23%	N/A	N/A	30.39%
摊薄每股收益(元)	-0.502	0.050	-0.201	0.832	1.085
每股经营性现金流净额	0.45	2.06	1.62	3.22	3.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	-5.92%	0.50%	-2.06%	7.91%	9.41%
P/E	N/A	526.28	N/A	26.65	20.44
P/B	2.50	2.64	2.28	2.11	1.92

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 2022 年前三季度实现营收 38.4 亿元/-18.8%, 归母净利-3.3 亿元/-364.7%, 扣非归母净利-4.0 亿元/-524.1%。其中 3Q22 实现营收 15.1 亿元/-4.7%; 归母净利 0.5 亿元/-11.6%; 扣非归母净利 0.4 亿元/-12.1%。

点评

- 业绩符合预期, 三季度利润转正。7 月随疫情边际企稳, 国内旅游出行需求逐步恢复, 8、9 月受海南、新疆等热门旅游城市疫情散发影响, 酒店恢复程度再度回落, 整体来看公司 3Q22 RevPar 为 19 年同期 66.5%, 环比有所改善 (2Q22 为 56.1%), 经济型/中高端/轻管理 RevPAR 为 19 年同期 66.5%/62.6%/58.2%, 经济型韧性较好。3Q22 酒店业务收入 15.1 亿元/-4.7%, 利润 0.5 亿元/-24.6%; 景区业务因三亚疫情影响收入仅 0.2 亿元/-53.6%, 利润-0.1 亿元/-681.5%。公司 3Q22 毛利率/销售费率/管理费/研发费率分别 27.7%/-0.7pct、5.2%/-0.3pct、12.2%/+1.1pct、0.6%/-0.1pct。
- 龙头受益行业景气复苏, 公司以轻管理为主实现规模扩张。公司 3Q22 新开店 279 家, 净减 54 家至 5888 家, 中高端/轻管理模式占新开店数的 22.6%/69.2%, 轻管理净增 488 家, 剔除 363 家管理输出转入后净增 125 家。前三季度已完成全年开店目标 (1300-1400 家) 的 44.4%-47.8%, 预计全年目标达成压力较大。截至 3Q22 末公司储备店达 2046 家, 较二季度末增加 157 家。酒店行业经营修复逻辑清晰, 加盟商信心有回升趋势, 龙头有望持续受益竞争格局改善, 公司直营占比较高, 复苏期业绩向上弹性较强。
- 华驿品牌转入优质管理输出门店利于推动整体门店品质化提升。公司三季度将旗下 363 家满足华驿标准管理输出酒店转入轻管理下华驿品类, 并终止对其余 124 家管理输出酒店的服务, 此举有利于优化门店质量, 深化酒管企业赋能作用。

投资建议

- 公司发力轻管理模式, 结合行业景气度提升, 期待公司未来拓店提速、结构升级。预计 22E~24E 归母净利润分别为-2.2/9.3/12.1 亿元, EPS 分别为-0.20/0.83/1.09 元, 23/24 年 PE 分别为 26.7/20.4X, 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。

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	5,315	8,405	9,286	货币资金	1,777	1,375	3,181	1,774	3,235	4,601
增长率		-36.4%	16.5%	-13.6%	58.1%	10.5%	应收账款	318	278	387	342	461	509
主营业务成本	-525	-4,615	-4,544	-4,359	-5,280	-5,587	存货	48	41	45	42	49	51
%销售收入	6.3%	87.4%	73.9%	82.0%	62.8%	60.2%	其他流动资产	398	664	340	420	448	464
毛利	7,786	667	1,609	955	3,125	3,700	流动资产	2,542	2,357	3,952	2,577	4,193	5,625
%销售收入	93.7%	12.6%	26.1%	18.0%	37.2%	39.8%	%总资产	14.9%	14.2%	14.6%	9.6%	14.0%	17.1%
营业税金及附加	-56	-34	-41	-36	-56	-62	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	2,540	2,743	2,946
销售费用	-5,402	-310	-323	-250	-403	-446	%总资产	15.0%	14.6%	9.0%	9.5%	9.2%	8.9%
%销售收入	65.0%	5.9%	5.2%	4.7%	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	-693	-950	-1,049	非流动资产	14,568	14,275	23,054	24,245	25,768	27,359
%销售收入	12.1%	12.6%	11.5%	13.0%	11.3%	11.3%	%总资产	85.1%	85.8%	85.4%	90.4%	86.0%	82.9%
研发费用	-26	-44	-57	-52	-76	-84	资产总计	17,110	16,633	27,006	26,822	29,961	32,984
%销售收入	0.3%	0.8%	0.9%	1.0%	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	-75	1,640	2,059	应付款项	2,172	2,486	2,026	2,142	2,612	2,717
%销售收入	15.6%	n.a	7.9%	n.a	19.5%	22.2%	其他流动负债	685	822	1,219	1,479	1,720	1,883
财务费用	-122	-90	-522	-382	-421	-456	流动负债	3,869	4,894	5,180	4,621	5,332	5,601
%销售收入	1.5%	1.7%	8.5%	7.2%	5.0%	4.9%	长期贷款	1,793	1,028	398	58	108	128
资产减值损失	-25	-167	-50	-40	-20	-20	其他长期负债	2,151	2,075	10,107	11,109	12,559	14,123
公允价值变动收益	-16	9	6	50	5	5	负债	7,813	7,997	15,684	15,788	17,999	19,851
投资收益	36	-9	1	-10	0	0	普通股股东权益	8,947	8,380	11,101	10,873	11,771	12,907
%税前利润	2.8%	n.a	9.8%	n.a	0.0%	0.0%	其中：股本	988	988	1,121	1,119	1,119	1,119
营业利润	1,274	-568	4	-382	1,279	1,663	未分配利润	3,000	2,447	2,140	1,915	2,813	3,949
营业利润率	15.3%	n.a	0.1%	n.a	15.2%	17.9%	少数股东权益	350	255	221	161	191	226
营业外收支	3	-18	2	3	3	3	负债股东权益合计	17,110	16,633	27,006	26,822	29,961	32,984
税前利润	1,277	-585	6	-379	1,282	1,666	比率分析						
利润率	15.4%	n.a	0.1%	n.a	15.3%	17.9%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-358	54	4	95	-320	-416	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	-0.201	0.832	1.085
净利润	919	-531	10	-284	961	1,249	每股净资产	9.058	8.484	9.899	9.718	10.521	11.536
少数股东损益	34	-35	-46	-60	30	35	每股经营现金净流	1.827	0.445	2.058	1.619	3.220	3.364
归属于母公司的净利润	885	-496	56	-224	931	1,214	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	11.1%	13.1%	回报率						
							净资产收益率	9.89%	-5.92%	0.50%	-2.06%	7.91%	9.41%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.17%	-2.98%	0.21%	-0.84%	3.11%	3.68%
							投入资本收益率	7.12%	-2.90%	5.56%	-0.43%	8.81%	10.18%
净利润	919	-531	10	-284	961	1,249	增长率						
少数股东损益	34	-35	-46	-60	30	35	主营业务收入增长率	-2.67%	-36.45%	16.49%	-13.63%	58.14%	10.49%
非现金支出	877	987	2,110	1,512	1,626	1,790	EBIT增长率	-3.52%	-130.14%	-224.10%	-115.49%	2289.27%	25.52%
非经营收益	49	-46	377	204	440	506	净利润增长率	3.26%	-156.05%	-111.23%	N/A	N/A	30.39%
营运资金变动	-40	30	-188	380	575	218	总资产增长率	1.70%	-2.79%	62.37%	-0.68%	11.70%	10.09%
经营活动现金净流	1,804	440	2,308	1,812	3,603	3,764	资产管理能力						
资本开支	-770	-551	-699	-1,006	-1,092	-1,122	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	50	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	-60	-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	-1,016	-1,137	-1,167	固定资产周转天数	104.9	154.1	129.6	146.6	92.0	82.6
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%	-7.33%	-18.56%	-27.15%
其他	-211	-231	-1,884	-424	-497	-607	EBIT利息保障倍数	10.6	-4.4	0.9	-0.2	3.9	4.5
筹资活动现金净流	-798	-173	-41	-1,664	-397	-537	资产负债率	45.66%	48.08%	58.08%	58.86%	60.08%	60.18%
现金净流量	748	-421	1,802	-868	2,069	2,059							

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	3	10	48	55	127
增持	1	3	18	18	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.23	1.27	1.25	1.00

来源：聚源数据

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。

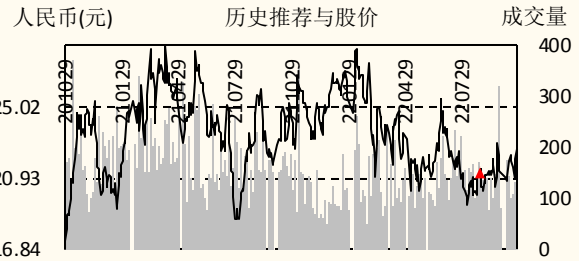
最终评分与平均投资建议对照：

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

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

来源：国金证券研究所



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