

首旅酒店 (600258)

2022 年报点评: 业绩低点已过, 有望逐季向好

买入 (维持)

2023 年 03 月 31 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	5,089	7,212	8,058	8,363
同比	-17%	42%	12%	4%
归属母公司净利润 (百万元)	-582	1,023	1,229	1,385
同比	-1146%	276%	20%	13%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-0.52	0.91	1.10	1.24
P/E (现价&最新股本摊薄)	-45.95	26.14	21.76	19.32

关键词: #困境反转

投资要点

- **事件:** 2023 年 3 月 30 日晚, 首旅酒店发布 2022 年年度报告。公司 2022 年全年实现收入 50.89 亿元, 同比-17.3%; 归母净利润-5.82 亿元; 扣非归母净利润-6.74 亿元。处于此前业绩预告中值偏下位置。2022 年 Q4 收入为 12.52 亿元, 同比-12.3%; 归母净利润为-2.51 亿元; 扣非归母净利润为-2.78 亿元。
- **受疫情影响, 2022 年 Q4 营收利润承压。**受 2022 年 Q4 全国疫情的影响, 居民出行意愿持续走低, 拖累多个出行相关细分行业。2022 年 Q4 全国公路/铁路/民航运送旅客量分别为 7.6/2.9/0.5 亿人次, 为 2019 年同期的 34%/24%/29%。低迷的出行状况对酒店行业造成较大负面影响。首旅酒店 2022 年 Q4 收入相应为 2019 年同期的 60%, 较出行状况相对较优, 但酒店行业营业成本较为刚性, 营收的大幅下滑带来实际亏损。
- **2022 年 Q4 首旅酒店 RevPar 仅为疫情前 63%, 系需求下滑所致。**2022 年 Q4 首旅酒店 OCC/ADR/RevPar 分别为 52.3%/182 元/96 元, 为 2019 年同期的 67%/93%/63%。即 RevPar 的承压主要原因是需求低迷。2022 年 Q1-Q4 的 RevPar 恢复程度分别为 63%/56%/66%/63%, 全年均处相对低位。根据相关出行数据跟踪, 居民出行意愿已有较好恢复, 预期 2023 年酒店行业 RevPar 恢复程度将有大幅回升。
- **2022 年期末储备店上升至 2085 家, 支持公司 2023 年新开 1500-1600 家酒店目标。**公司 2022 年开店为 879 家, 其中直营 29 家、特许加盟 850 家, 仍以轻资产扩店模式为主。年末储备店上升至 2085 家, 为公司 2023 年新开 1500-1600 家酒店目标提供支持。随着需求的快速修复, 开店有望在 2022 年基础上大幅提升, 同时关店数有望收窄, 形成净开店的触底回升。
- **盈利预测与投资评级:** 首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团, 背靠首旅集团协同整合资源, 在新冠疫情酒店行业整体承压的背景下, 龙头逆势扩张, 市场格局显著向好。基于更新的财务数据, 我们微调首旅酒店 2023/2024 年及新增 2025 年盈利预测, 预期 2023-2025 年归母净利润分别为 10.23/12.29/13.85 亿元 (前值 2023/2024 年为 10.38/12.77 亿元), 对应 2023-2025 年 PE 估值为 26/22/19 倍, 2023 年随着酒店行业进入 Q2、Q3 旺季, 有望持续兑现业绩逐季向好, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 居民消费意愿恢复不及预期、行业竞争加剧、门店扩张不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.91
一年最低/最高价	19.21/26.68
市净率(倍)	2.49
流通 A 股市值(百万元)	25,594.03
总市值(百万元)	26,751.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.61
资产负债率(% ,LF)	58.35
总股本(百万股)	1,118.86
流通 A 股(百万股)	1,070.43

相关研究

《首旅酒店(600258): 2022 年度业绩预亏点评: 疫情影响致 Q4 亏损, 居民出行意愿修复业绩弹性可期》

2023-01-31

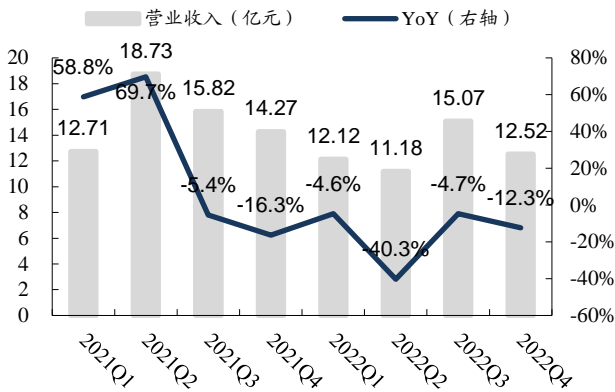
《首旅酒店(600258): 逆势拓店彰显争先决心, 曙光将至业绩弹性可期》

2022-12-01

投资要点

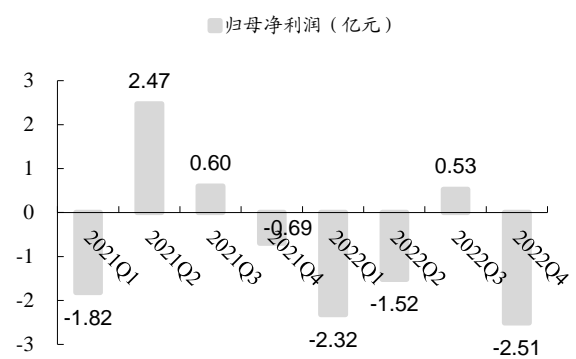
事件：2023年3月30日晚，首旅酒店发布2022年年度报告。公司2022年全年实现收入50.89亿元，同比-17.3%；归母净利润-5.82亿元；扣非归母净利润-6.74亿元。处于此前业绩预告中值偏下位置。2022年Q4收入为12.52亿元，同比-12.3%；归母净利润为-2.51亿元；扣非归母净利润为-2.78亿元。

图1：2021Q1-2022Q4 首旅酒店营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

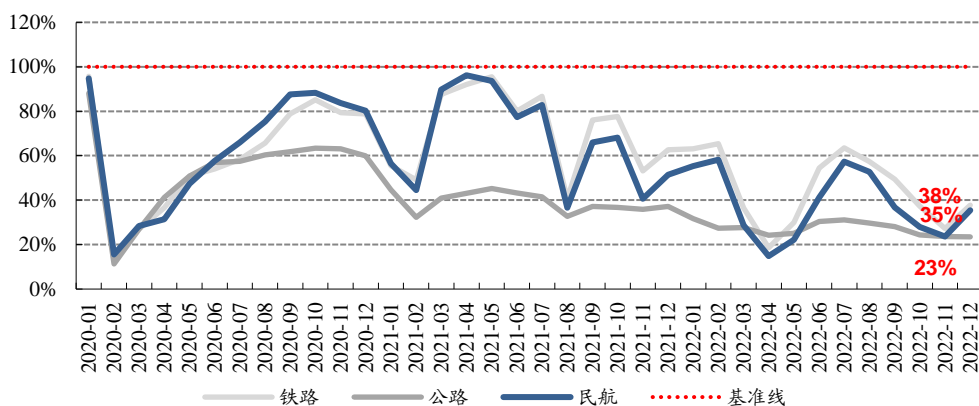
图2：2021Q1-2022Q4 首旅酒店归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

受疫情影响，2022年Q4营收利润承压。受2022年Q4全国疫情的影响，居民出行意愿持续走低，拖累多个出行相关细分行业。根据交通部披露数据，2022年Q4全国公路/铁路/民航运送旅客量分别为7.6/2.9/0.5亿人次，为2019年同期的34%/24%/29%。低迷的出行状况对酒店行业造成较大负面影响。首旅酒店2022年Q4收入相应为2019年同期的60%，较出行状况相对较优，但由于酒店行业营业成本较为刚性，营收的大幅下滑带来实际利润的亏损。

图3：跨省公共交通旅客运送量恢复程度（当月数据/2019年同期数值）在2022年Q4持续处于低位

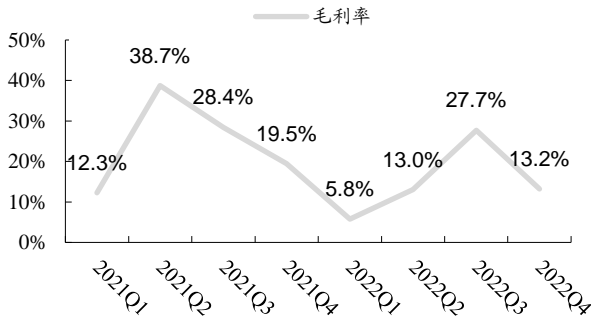


数据来源：Wind，东吴证券研究所

全年毛利率/费用率与收入波动分别呈现正向/反向变动趋势，亟待收入随需求恢复

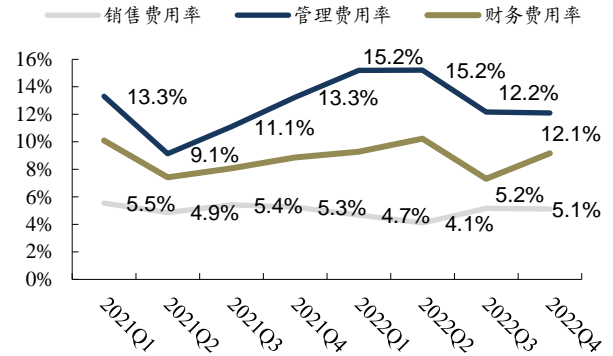
体现盈利弹性。2022 年公司毛利率为 15.7%，较去年同期下滑 10.5 个百分点。由于酒店行业呈现四季周期性，Q2、Q3 为相对旺季，在不受疫情影响的情况下比淡季毛利率可高出 20 多个百分点；相应销售、管理、财务费用率也在旺季体现规模效应，呈现出净利润的较大弹性。因而随着 2023 年居民出行及消费意愿逐步恢复，首旅酒店有望兑现较大利润弹性。

图4：2021Q1-2022Q4 公司毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2021Q1-2022Q4 公司三大费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022 年 Q4 首旅酒店 RevPar 仅为疫情前 63%，系需求下滑所致。2022 年 Q4 首旅酒店 OCC/ADR/RevPar 分别为 52.3%/182 元/96 元，为 2019 年同期的 67%/93%/63%。即 RevPar 的承压主要原因是需求低迷。2022 年 Q1-Q4 的 RevPar 恢复程度分别为 63%/56%/66%/63%，全年均处相对低位。根据相关出行数据跟踪，居民出行意愿已有较好恢复，预期 2023 年酒店行业 RevPar 恢复程度将有大幅回升。

2022 年期末储备店上升至 2085 家，支持公司 2023 年新开 1500-1600 家酒店目标。公司 2022 年开店为 879 家，其中直营 29 家、特许加盟 850 家，仍以轻资产扩店模式为主。截至年末共计直营及加盟酒店 5983 家，较 2021 年末提升 67 家；其中直营 677 家、加盟 5306 家，加盟店数占比为 89%，较去年期末的 87%有所提升。年末储备店上升至 2085 家，为公司 2023 年新开 1500-1600 家酒店目标提供支持。随着需求的快速修复，开店有望在 2022 年基础上大幅提升，同时关店数有望收窄，形成净开店的触底回升。

盈利预测与投资评级：首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团，背靠首旅集团协同整合资源，在新冠疫情酒店行业整体承压的背景下，龙头逆势扩张，市场格局显著向好。基于更新的财务数据，我们微调首旅酒店 2023/2024 年及新增 2025 年盈利预测，预期 2023-2025 年归母净利润分别为 10.23/12.29/13.85 亿元(前值 2023/2024 年为 10.38/12.77 亿元)，对应 2023-2025 年 PE 估值为 26/22/19 倍，2023 年随着酒店行业进入 Q2、Q3 旺季，有望持续兑现业绩逐季向好，维持“买入”评级。

风险提示：居民消费意愿恢复不及预期、行业竞争加剧、门店扩张不及预期等。

首旅酒店三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,357	5,261	6,844	8,135	营业总收入	5,089	7,212	8,058	8,363
货币资金及交易性金融资产	2,452	4,302	5,837	7,327	营业成本(含金融类)	4,291	4,570	4,902	4,993
经营性应收款项	552	526	673	330	税金及附加	38	48	53	55
存货	36	25	24	57	销售费用	244	257	267	270
合同资产	0	0	0	0	管理费用	689	710	746	755
其他流动资产	317	409	310	421	研发费用	60	62	69	67
非流动资产	22,091	21,625	21,248	21,171	财务费用	452	429	442	431
长期股权投资	343	343	343	343	加:其他收益	69	87	97	100
固定资产及使用权资产	10,021	9,721	9,403	9,374	投资净收益	-18	-11	-12	-13
在建工程	140	91	59	39	公允价值变动	52	6	6	6
无形资产	3,493	3,343	3,293	3,243	减值损失	-180	-65	-50	-45
商誉	4,701	4,701	4,701	4,701	资产处置收益	18	23	8	2
长期待摊费用	1,913	1,913	1,913	1,913	营业利润	-745	1,176	1,628	1,841
其他非流动资产	1,480	1,513	1,536	1,559	营业外净收支	17	8	9	5
资产总计	25,448	26,886	28,092	29,306	利润总额	-728	1,184	1,637	1,846
流动负债	5,313	5,777	5,755	5,585	减:所得税	-53	211	408	462
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,482	2,482	2,482	2,482	净利润	-675	973	1,229	1,385
经营性应付款项	129	153	204	162	减:少数股东损益	-93	-50	-1	0
合同负债	333	411	417	399	归属母公司净利润	-582	1,023	1,229	1,385
其他流动负债	2,369	2,731	2,652	2,542	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.52	0.91	1.10	1.24
非流动负债	9,526	9,526	9,526	9,526	EBIT	-156	1,657	2,128	2,337
长期借款	10	10	10	10	EBITDA	2,020	4,047	4,417	4,627
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.68	36.63	39.17	40.30
租赁负债	8,087	8,087	8,087	8,087	归母净利率(%)	-11.44	14.19	15.25	16.56
其他非流动负债	1,429	1,429	1,429	1,429	收入增长率(%)	-17.29	41.70	11.74	3.78
负债合计	14,838	15,303	15,281	15,110	归母净利润增长率(%)	-1,145.62	275.77	20.12	12.64
归属母公司股东权益	10,488	11,511	12,741	14,125					
少数股东权益	122	72	71	71					
所有者权益合计	10,610	11,583	12,812	14,196					
负债和股东权益	25,448	26,886	28,092	29,306					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,492	4,138	3,829	4,095	每股净资产(元)	9.37	10.29	11.39	12.62
投资活动现金流	-1,962	-1,723	-1,728	-2,039	最新发行在外股份(百万股)	1,119	1,119	1,119	1,119
筹资活动现金流	-1,685	-371	-371	-371	ROIC(%)	-0.66	6.28	7.01	7.28
现金净增加额	-2,151	2,044	1,729	1,684	ROE-摊薄(%)	-5.55	8.89	9.65	9.80
折旧和摊销	2,176	2,389	2,289	2,290	资产负债率(%)	58.31	56.92	54.39	51.56
资本开支	-647	-1,879	-1,893	-2,203	P/E(现价&最新股本摊薄)	-45.95	26.14	21.76	19.32
营运资本变动	-470	365	-100	4	P/B(现价)	2.55	2.32	2.10	1.89

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

