



2023年拓店提速，期待全年业绩弹性释放

——首旅酒店（600258.SH）2022年报点评

事件

2022年公司实现营业收入50.89亿元，同比下降17.29%；实现归母净利润-5.82亿元，同比转亏。2022Q4实现营业收入12.52亿元，同比下降12.3%，实现归母净利润-2.51亿元，同比增亏。

点评

疫情扰动下全年RevPAR修复受阻，恢复程度接近2020年水平。经营数据方面，2022Q4公司酒店RevPAR/ADR/OCC分别环比下滑18.10%/5.21%/8.2pct。2022全年酒店RevPAR为97元，同比-18.49%，ADR为183元，同比-4.69%，OCC为53.1%，同比-8.7pct；2022年RevPAR/ADR/OCC分别恢复至2019年的61.39%/91.50%/67.13%。其中经济型酒店RevPAR恢复程度最优，主要系ADR恢复程度较高所致。同店方面，公司成熟酒店2022年RevPAR/ADR分别恢复至2019年的59.3%/86.5%，OCC较2019年下滑25.1pct。2022全年受到疫情反复影响，商旅出行需求持续承压，公司RevPAR修复程度与2020年水平接近，符合我们此前预期，ADR恢复程度快于OCC，与全球复苏表现相符，2023年疫情防控进入新阶段，出行需求加快释放，OCC仍有较大修复空间。

酒店档次结构持续优化，储备店丰富迎接行业复苏。截至2022年底公司酒店数量5983家，中高端酒店占比升至25.36%，同比+1.96pct，中高端房间量占比提升至35.30%，同比+3.67pct，中高端酒店收入占比达到53.02%，同比+6.14pct，疫情不改公司酒店中高端升级趋势。2022Q4公司新开店258家，2022全年新开店879家，其中经济型/中高端/轻管理酒店分别新开97/200/582家，分别占比11.04%/22.75%/66.21%，轻管理酒店仍为公司拓店主力，中高端酒店占比稳步提升。储备店方面，截至2022年底，公司储备店上升至2085家，储备店数量丰富，为2023年开店计划提供充足支撑。

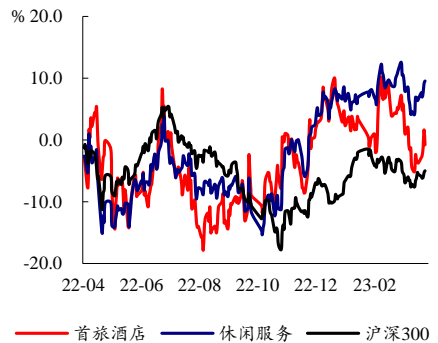
展望2023年，看好公司多重战略同步推进下的业绩弹性。1) 经营修复：根据2022年业绩交流会，2023年1/2/3月公司酒店RevPAR分别恢复至2019年的77%/118%/99%，预计2023Q1酒店RevPAR恢复至2019年的95%，春节过后酒店复苏势头不减。2) 开店：受疫情影响，公司2022Q2时提出的2022全年开店1300-1400家目标未能实现，符合我们此前预期，2023年公司计划新开酒店1500-1600家，考虑2023年随着疫情形势好转，加盟意愿修复，公司储备店数量充足，公司全年开店有望提速，根据2022年业绩交流会，公司开店预计集中在2023H2，同时中高端房量占比有望提高，我们将持续关注公司的拓店进展，以及酒店档次结构升级带来的利润弹性。3) 中高端升级：截至2022年底，公司中高端酒店品牌逸扉已达到21家，根据业绩交流会，逸扉酒店目前模型表现优异，公司计划2024年起每年新开25-30家，签约60-80家，未来五年目标开业超过300家。同时此前避免同业竞争承诺并入高端酒店品牌事项也在稳步推进，2023年3月29日，公司与首旅集团及相关子公司签订股权转让协议，收购诺金公司100%股权、安麓公司40%股权、首旅日航50%股权，3家酒管公司收购完成后将丰富公司中高端酒店品牌矩阵，提升在中高端板块的竞争力。4) 会员体系：截至2022年底，公司会员总数已达1.38亿，同比增长3.76%。根据业绩交流会，公司2022年线上中央渠道间夜占比提升至48.5%，同比上升5.5pct，自有渠道间夜占比达到76.2%，2023年公司还将推出面向高端奢华品牌的会员体系，以适应公司中高端升级趋势。随着会员体系升级有效提高会员

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn
联系人 贺晓涵
电子邮箱 hexh679@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1118.86
流通A股/B股(百万股)	1118.86/0.00
资产负债率(%)	58.31
每股净资产(元)	9.37
市净率(倍)	2.49
净资产收益率(加权)	-5.40
12个月内最高/最低价	25.92/19.32

相关研究

《【社服】首旅酒店（600258.SH）三季报点评：受Q3拓店速度恢复，RevPAR实现环比回升_20221031》2022.10.31
《【社服】首旅酒店（600258.SH）：拓店与升级并进，α与β共振_20220906》2022.09.06

渗透率，有望带动公司直销率的进一步提升。

投资建议

公司疫后扩店速度恢复，中高端品牌序列持续拓宽，看好轻管理模式酒店扩张，以及系列中高端酒店并入后带来的业绩提振。我们预计公司 2023/2024/2025 年分别实现营业收入 81.00/91.61/100.92 亿元，归母净利润 8.00/11.45/14.11 亿元。基于 3 月 31 日收盘价 23.34 元，对应 2023/2024/2025 年 PE 分别为 32.63X/22.81X/18.51X，维持“推荐”评级。

风险提示

展店进度不及预期；疫情反复风险；行业竞争加剧风险。

盈利预测

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5089.38	8100.45	9161.33	10091.90
增长率（%）	-17.29	59.16	13.10	10.16
归母净利润（百万元）	-582.17	800.37	1144.95	1410.63
增长率（%）	-1145.62	237.48	43.05	23.20
EPS（元/股）	-0.52	0.72	1.02	1.26
市盈率（P/E）	—	32.63	22.81	18.51
市净率（P/B）	2.65	2.28	2.04	1.81

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，基于 3 月 31 日收盘价 23.34 元预测

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5089.38	8100.45	9161.33	10091.90
%同比增速	-17.29%	59.16%	13.10%	10.16%
营业成本	4291.50	5238.38	5741.20	6223.45
毛利	797.88	2862.07	3420.13	3868.45
%营业收入	15.68%	35.33%	37.33%	38.33%
税金及附加	37.69	55.33	62.41	68.96
%营业收入	0.74%	0.68%	0.68%	0.68%
销售费用	244.31	366.20	422.55	452.09
%营业收入	4.80%	4.52%	4.61%	4.48%
管理费用	689.36	951.84	1079.54	1187.00
%营业收入	13.55%	11.75%	11.78%	11.76%
研发费用	60.02	58.42	72.85	89.90
%营业收入	1.18%	0.72%	0.80%	0.89%
财务费用	452.02	412.22	370.11	316.54
%营业收入	8.88%	5.09%	4.04%	3.14%
资产减值损失	-171.34	-123.57	-110.15	-135.19
信用减值损失	-8.83	-9.51	-11.38	-9.91
其他收益	68.60	115.81	120.96	137.85
投资收益	-17.97	0.78	0.88	0.97
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	52.44	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	17.90	8.06	20.27	22.62
营业利润	-744.71	1009.63	1433.26	1770.30
%营业收入	-14.63%	12.46%	15.64%	17.54%
营业外收支	16.68	-8.72	-1.44	-6.22
利润总额	-728.04	1000.91	1431.82	1764.07
%营业收入	-14.31%	12.36%	15.63%	17.48%
所得税费用	-53.16	73.08	104.55	128.81
净利润	-674.88	927.83	1327.28	1635.27
%营业收入	-13.26%	11.45%	14.49%	16.20%
归属于母公司的净利	-582.17	800.37	1144.95	1410.63
%同比增速	-1145.62%	237.48%	43.05%	23.20%
少数股东损益	-92.71	127.46	182.33	224.64
EPS (元/股)	-0.52	0.72	1.02	1.26

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	-0.52	0.72	1.02	1.26
BVPS	9.37	10.22	11.41	12.90
PE	—	32.63	22.81	18.51
PEG	—	0.14	0.53	0.80
PB	2.65	2.28	2.04	1.81
EV/EBITDA	18.48	16.16	12.75	10.38
ROE	-5.55%	7.00%	8.97%	9.78%
ROIC	-0.68%	6.67%	7.88%	8.65%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1006.69	1874.94	3305.01	5021.43
交易性金融资产	1445.12	1145.12	895.12	695.12
应收账款及应收票据	516.83	383.22	380.23	292.57
存货	36.22	62.91	45.73	72.04
预付账款	35.09	46.76	51.25	55.55
其他流动资产	317.30	376.06	396.30	435.73
流动资产合计	3357.26	3889.01	5073.64	6572.44
长期股权投资	342.81	303.29	263.77	224.25
投资性房地产	0.00	0.18	0.84	1.33
固定资产合计	2129.78	2174.28	2162.38	2157.05
无形资产	3493.16	3462.13	3431.10	3400.07
商誉	4701.34	4701.34	4701.34	4701.34
递延所得税资产	1056.45	1056.45	1056.45	1056.45
其他非流动资产	10367.38	10261.51	10165.71	10074.97
资产总计	25448.19	25848.19	26855.24	28187.90
短期借款	948.49	948.49	948.49	948.49
应付票据及应付账款	115.11	88.61	102.76	70.11
预收账款	13.42	16.05	18.15	20.00
应付职工薪酬	230.37	265.84	291.35	315.83
应交税费	47.64	106.60	99.47	112.28
其他流动负债	3957.56	3844.28	3926.52	4000.85
流动负债合计	5312.58	5269.87	5386.74	5467.55
长期借款	9.70	9.70	9.70	9.70
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	899.91	899.91	899.91	899.91
其他非流动负债	8615.92	7985.95	7355.98	6726.02
负债合计	14838.11	14165.43	13652.34	13103.18
归属于母公司的所有者权益	10488.07	11433.30	12771.10	14428.29
少数股东权益	122.01	249.46	431.80	656.44
股东权益	10610.08	11682.76	13202.90	15084.72
负债及股东权益	25448.19	25848.19	26855.24	28187.90

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	1492.26	2028.79	2529.68	2865.85
投资	-28.18	339.79	291.32	243.49
资本性支出	-646.50	-525.92	-456.42	-488.86
其他	-1287.61	78.02	78.13	78.21
投资活动现金流净额	-1962.29	-108.10	-86.98	-167.16
债权融资	-401.95	-629.97	-629.97	-629.97
股权融资	9.85	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	1753.63	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-445.13	-414.77	-384.53	-354.29
其他	-2601.03	-7.70	1.87	1.98
筹资活动现金流净额	-1684.63	-1052.44	-1012.63	-982.28
现金净流量	-2150.52	868.25	1430.07	1716.42

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>