

2023年09月02日

# 首旅酒店 (600258.SH)

## 公司快报

### RevPAR 恢复向好，业绩加速修复

**事件：**公司发布 2023 年半年报。根据公告，23H1 公司实现营业收入 36.08 亿元，同比增长 54.76%，恢复至 2019 年同期的 90.42%，实现归母净利润 2.80 亿元，扭亏为盈，恢复至 2019 年同期的 76.28%，实现扣非后归母净利润 2.33 亿元，扭亏为盈，恢复至 2019 年同期的 69.54%；单季度来看，23Q2 公司实现营业收入 19.53 亿元，同比增长 74.46%，恢复至 2019 年同期的 95.4%，实现归母净利润 2.03 亿元，同比增长 233.29%，扭亏为盈，恢复至 2019 年同期的 69.21%，实现扣非归母净利润 1.85 亿元，同比增长 205.06%，扭亏为盈，恢复至 2019 年同期的 66.3%。

#### 投资要点

- ◆ **商旅、休闲旅游需求回暖，公司 Q2 业绩恢复向好。**根据公告，23Q2 公司实现营收、归母净利润 19.53、2.03 亿元，同比增长 74.46%、233.29%，恢复至 19 年同期的 95%、69%。分业务来看，23H1 酒店业务实现营收 33.24 亿元，同比增长 50.81%，其中酒店运营业务实现营收 24.47 亿元，同比增长 51.14%，收入占比为 67.83%，同比下降 1.63pct；酒店管理业务实现营收 8.77 亿元，同比增长 49.90%，收入占比为 24.3%，同比下降 0.79pct。景区业务实现营收 2.84 亿元，同比增长 123.2%，收入占比为 7.87%，同比提升 2.41pct。酒店、景区业务营收增速较好主要系上半年商务出行及休闲旅游需求持续回暖，国内酒店、旅游出行市场复苏进一步向好。
- ◆ **ADR 恢复超 19 年同期，带动 RevPAR 加速修复。**2023Q2 公司全部酒店 RevPAR 为 162 元，同比增长 78.2%，恢复至 19 年同期的 99.9%，拆分量价来看，公司 Q2 出租率和平均房价为 67.5%、240 元，同比增长 17.2pct、32.8%，恢复至 19 年同期的 84%、118.8%。剔除轻管理后 RevPAR 为 181 元，同比增长 85.5%，恢复至 19 年同期的 109.1%，拆分量价来看，根据公司第二季度业绩交流会信息，公司 Q2 出租率和平均房价为 70.5%、257 元，同比增长 18.1pct、37.9%，恢复至 19 年同期的 89.13%、122.38%。公司 Q2 RevPAR 基本恢复至 19 年同期水平，平均房价提升驱动 RevPAR 加速修复。其中，Q2 经济型/中高端/轻管理 RevPAR 分别为 145 元/220 元/93 元，同比增长 80.3%/83.5%/67.3%，恢复至 19 年同期的 102.84%/91.67%/82.30%，拆分量价来看，平均房价分别为 201 元/320 元/164 元，同比增长 33.6%/36.1%/13.2%，出租率分别为 72%/68.8%/56.8%，同比提升 18.6pct/17.8pct/18.3pct，经济型酒店 RevPAR 恢复较快。
- ◆ **开店结构优化升级，中高端占比持续提升。**截至 23H1，公司酒店数量为 6161 家，其中直营/加盟分别为 659 家/5502 家，客房间数 48 万余间，其中直营/加盟 8.04 万余间/39.97 万余间。公司持续将存量经济型酒店升级焕新至如家 NEO3.0，23H1 如家 NEO3.0 酒店数量占如家品牌店数比例从 2022 年底的 49.47% 提升至 53.60%。公司对经济型酒店升级焕新有望提升 ADR 水平，带动 RevPAR 趋势向上。23H1 公司中高端酒店数量为 1595 家，占比达 25.9%，同比提升 1.5pct，客房间数 17.9 万余间，占总客房间数 37.4%，同比提升 4pct，中高端产品收入占酒店总收入比重为 57.01%，同比提升 6.31pct。公司 23H1 新开门店 526 家，Q1/Q2

消费者服务 | 酒店 III

投资评级

**增持-B(首次)**

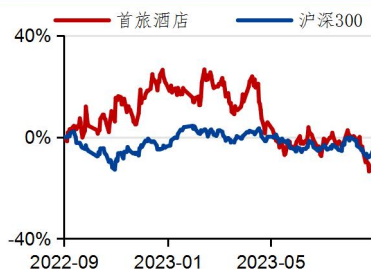
股价(2023-09-01)

17.53 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	19,574.05
流通市值(百万元)	19,574.05
总股本(百万股)	1,116.60
流通股本(百万股)	1,116.60
12个月价格区间	25.35/17.69

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.23	-12.3	-7.7
绝对收益	-15.4	-12.7	-13.94

分析师

吴东炬

 SAC 执业证书编号: S0910523070002  
 wudongju@huajinsec.cn

#### 相关报告



分别新开门店 210 家/316 家，其中经济型/中高端/轻管理酒店占比分别为 13.9%/18.3%/67.7%，已完成全年开店目标的 32%-35%。公司储备店充足，23H1 达到 2000 家，支撑未来加速拓店。

- ◆ **盈利能力提升，费用端管控较好。** 23H1/Q2 公司毛利率为 36.12%/40.75%，同比提升 26.87pct/27.73pct，Q2 环比提升 10.09pct。费用端，23H1/Q2 整体费用率为 24.88%/24.57%，同比下降 5.77pct/6.39pct，其中，公司 Q2 销售费用率为 6.91%，同比提升 2.8pct，主要系 OTA 订单较去年同期增长，以及公司加大营销推广活动；管理费用率为 11.43%，同比下降 3.79pct；研发费用率为 1.02%，同比下降 0.38pct；财务费用率为 5.21%，同比下降 5.02pct，主要系租赁负债产生的利息费用较去年同期减少所致。净利润端，23H1/23Q2 公司净利率为 8.32%/5.4%，同比提升 26.59pct/26.61pct，Q2 环比提升 4.83pct。

**投资建议：**短期来看，暑期旺季背景下商旅、休闲旅游需求回暖，有望带动公司 RevPAR 加速修复。中长期来看，公司通过轻管理赋能加速下沉市场、提升连锁化率，叠加门店结构优化升级，中高端酒店占比持续提升，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 78.07/87.17/93.63 亿元，同比增长 53.4%/11.6%/7.4%，归母净利润 7.71/10.62/13.45 亿元，同比增长 232.4%/37.8%/26.7%，对应 EPS 分别为 0.69/0.95/1.20 元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。

- ◆ **风险提示：**行业竞争加剧；拓店不及预期；居民消费意愿恢复不及预期等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,153	5,089	7,807	8,717	9,363
YoY(%)	16.5	-17.3	53.4	11.6	7.4
净利润(百万元)	56	-582	771	1,062	1,345
YoY(%)	111.2	-1145.6	232.4	37.8	26.7
毛利率(%)	26.1	15.7	36.4	37.6	38.5
EPS(摊薄/元)	0.05	-0.52	0.69	0.95	1.20
ROE(%)	0.1	-6.4	7.0	8.8	10.0
P/E(倍)	351.6	-33.6	25.4	18.4	14.5
P/B(倍)	1.8	1.9	1.7	1.6	1.4
净利率(%)	0.9	-11.4	9.9	12.2	14.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

## （一） 盈利预测

**开店数量：**基于旺盛的休闲旅游、商旅出行需求，公司加快开店节奏。截至2022年，公司门店数量共计5983家，新开/净开门店258/67。根据公司2023年开店指引为1500-1600家门店，上半年累计新开526家/净开178家，我们假设2023-2025年酒店数量分别为6840/7430/7870家，分别净开门店857/590/440家；假设2023-2025年房间数量分别为51.64/55.16/56.80万间，分别净增4.84/3.52/1.64万间。

**经营数据：**疫情加速行业出清，短期难以回到19年水平，需求端基于旺盛的休闲旅游、商旅出行需求，出租率和平均房价有望逐步修复，并超过19年同期水平。同时考虑到公司持续推进门店结构优化，以及将存量经济型酒店焕新升级至如家NEO3.0，ADR有望持续提升。我们假设2023-2025年直营RevPAR恢复至2019年同期的103%、113%、122%；假设2023-2025年特许管理RevPAR恢复至19年同期的90%、100%、106%。

**景区业务：**考虑到旺盛的休闲旅游出行需求，我们预计景区业务有望持续修复。假设2023-2025年景区业务营收增速分别为110%、5%、3%。

表 1：业务拆分（百万元）

（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入					
营业收入	6153	5089	7807	8717	9363
YoY	16.49%	-17.29%	53.41%	11.65%	7.41%
毛利率（%）	26%	16%	36.38%	37.65%	38.48%
门店总数	5916	5983	6840	7430	7870
客房总数	475124	467983	516360	551600	568020
酒店运营					
营业总收入	4359	3617	5219	5666	6038
YOY	13%	-17%	44%	9%	7%
门店总数	749	677	640	630	620
YOY	-5%	-10%	-5%	-2%	-2%
客房数量	89325	81382	76160	75600	75020
YOY	-5%	-9%	-6%	-1%	-1%
单店客房数	119	120	119	120	121
RevPAR	118	103	159.65	175.62	189.66
YOY	26%	-13%	55%	10%	8%
恢复至2019年同期	76%	66%	103%	113%	122%
毛利率（%）	7%	-6%	16%	16%	16.5%
酒店管理					
加盟门店收入	1473	1286	2198	2641	2902
YOY	27%	-13%	71%	20%	10%
门店总数	5167	5306	6200	6800	7250
YOY	26%	3%	17%	10%	7%
客房数量	385799	386601	440200	476000	493000
YOY	14.14%	0.21%	13.86%	8.13%	3.57%

(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
平均单间房间数	75	73	71	70	68
Revpar	119	96	144	159.84	169.43
YOY	19%	-19%	50%	11%	6%
恢复至 2019 年同期	74%	60%	90%	100%	106%
毛利率 (%)	77%	73%	77%	77.5%	78%
景区收入					
营业收入	321	186	391	410	423
YOY	27%	-42%	110%	5%	3%
恢复至 2019 年同期	71%	41%	87%	91%	94%
毛利率 (%)	60%	45%	80%	80%	81%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (二) 可比公司估值

公司为全国酒店行业领先企业, 专注于酒店运营与酒店管理, 并兼有景区经营业务。截至目前, 公司旗下拥有 27 个品牌, 40 多个产品, 覆盖从经济型、中高端到高端的酒店品牌, 可以满足商务出行及休闲旅游对住宿的需求。为便于对比分析, 我们选取业务内容相似的上市公司锦江酒店 (主要业务为有限服务型酒店运营及管理业务和食品及餐饮业务)、君亭酒店 (主要从事于中高端精选服务连锁酒店的运营及管理)、华住集团-S (主要业务为酒店品牌开发和运营, 分为租赁及自有、特许和管理加盟模式) 作为可比公司, 进行估值对比。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600754.SH	锦江酒店	417	1.13	14.13	20.16	25.28	29.15	20.68	16.62
301073.SZ	君亭酒店	71	0.30	1.08	1.79	2.52	65.60	39.72	28.20
1179.HK	华住集团-S	948	(18.21)	36.28	41.29	47.63	26.12	22.95	19.81
	平均	-	-	17.17	21.08	25.14	40.41	27.78	21.55
600258.SH	首旅酒店	196	(5.82)	7.71	10.62	13.45	25.4	18.4	14.5

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截至日期 2023 年 9 月 1 日)

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3952	3357	3554	4805	7903	<b>营业收入</b>	6153	5089	7807	8717	9363
现金	3181	1007	831	2250	5035	营业成本	4544	4291	4967	5435	5760
应收票据及应收账款	267	517	686	657	786	营业税金及附加	41	38	53	60	65
预付账款	44	35	86	49	96	营业费用	323	244	414	392	375
存货	45	36	58	45	64	管理费用	705	689	906	872	796
其他流动资产	415	1762	1893	1804	1922	研发费用	57	60	64	82	90
<b>非流动资产</b>	23054	22091	22186	21512	20680	财务费用	522	452	327	395	417
长期投资	382	343	286	227	169	资产减值损失	-50	-180	-39	-44	-47
固定资产	2186	2130	2880	2931	2861	公允价值变动收益	6	52	13	20	23
无形资产	3524	3493	3313	3135	2955	投资净收益	1	-18	2	-6	-5
其他非流动资产	16962	16125	15707	15220	14696	<b>营业利润</b>	4	-745	1053	1452	1831
<b>资产总计</b>	27006	25448	25741	26317	28583	营业外收入	20	23	18	20	21
<b>流动负债</b>	5180	5313	4806	4281	5153	营业外支出	18	7	17	20	16
短期借款	501	948	948	948	948	<b>利润总额</b>	6	-728	1054	1452	1836
应付票据及应付账款	97	115	130	138	147	所得税	-4	-53	253	349	441
其他流动负债	4582	4249	3727	3194	4058	<b>税后利润</b>	10	-675	801	1104	1396
<b>非流动负债</b>	10505	9526	9524	9522	9520	少数股东损益	-46	-93	30	42	50
长期借款	398	10	8	6	4	<b>归属母公司净利润</b>	56	-582	771	1062	1345
其他非流动负债	10107	9516	9516	9516	9516	EBITDA	663	50	1837	2283	2637
<b>负债合计</b>	15684	14838	14329	13802	14673	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	221	122	152	194	245	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	1121	1119	1119	1119	1119	<b>成长能力</b>					
资本公积	7692	7660	7660	7660	7660	营业收入(%)	16.5	-17.3	53.4	11.6	7.4
留存收益	2340	1728	2529	3633	5029	营业利润(%)	100.7	-18559.	241.4	37.8	26.1
归属母公司股东权益	11101	10488	11259	12320	13666	归属于母公司净利润(%)	111.2	-1145.6	232.4	37.8	26.7
<b>负债和股东权益</b>	27006	25448	25741	26317	28583	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	26.1	15.7	36.4	37.6	38.5
						净利率(%)	0.9	-11.4	9.9	12.2	14.4
						ROE(%)	0.1	-6.4	7.0	8.8	10.0
						ROIC(%)	-0.2	-3.0	4.0	5.1	5.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	58.1	58.3	55.7	52.4	51.3
						流动比率	0.8	0.6	0.7	1.1	1.5
						速动比率	0.7	0.6	0.7	1.1	1.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	27.1	13.0	13.0	13.0	13.0
						应付账款周转率	41.6	40.5	40.5	40.5	40.5
						<b>估值比率</b>					
						P/E	351.6	-33.6	25.4	18.4	14.5
						P/B	1.8	1.9	1.7	1.6	1.4
						EV/EBITDA	42.3	570.6	14.7	11.2	8.7

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

吴东炬声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)