

首旅酒店（600258.SH）

上半年开店质量提升，跟踪后续出行趋势变化

优于大市

核心观点

上半年收入同比持平，扣非净利润增 39%。2024H1，公司实现收入 37.33 亿元/+3.46%，归母净利润 3.58 亿元/+27.49%；扣非净利润 3.23 亿元/+38.50%。2024Q2，公司实现收入 18.88 亿元/-3.33%，归母净利润 2.37 亿元/+18.51%，扣非净利润 2.26 亿元/+21.94%，剔除减值等基数影响同比持平，加盟扩张的增长和管理优化对冲了 Q2RevPAR（每间房每间夜收入）下滑的不利影响。

上半年开店质量提升，加速核心品牌迭代升级。2024H1，公司新开店 567 家/+7.8%，其中标准店 271 家/+60.4%，新开店中标准店占比从去年底的 32% 增至 48%；同时中高端新开店 171 家/+78.1%，新开店质量明显提升。虽然上半年公司关店 355 家，但主要系公司积极优化轻管理及如家 3.0 以下版本所致，标准店关店仅 40 家，相应减少。公司上半年门店净增 212 家（Q2 净增 180 家），期末在营门店为 6475 家，客房 49.2 万间，其中中高端酒店客房占比 40.8%/+1.4pct。同时，公司加速产品迭代升级，上半年新推出如家 4.0 版本，6 月底如家 3.0 及以上门店占比为 64.5%/+6.0pct。综合来看，公司开店队伍经过近两年的扩容和优化，开店能力提升，且相较此前更重有质量的开店，加之未来关店也可能回归常态化水平，从而有助于规模持续增长。

受高基数和酒店行业供需变化影响，公司二季度 REVPAR 有所承压。上半年，公司剔除轻管理门店 REVPAR-2.1%，其中 Q1+2.0%/Q2-5.1%，主要与 Q2 高基数差异有关，同时也受行业供需变化影响（2023 年来酒店供给逐步复苏，但需求受宏观环境和出境分流影响，供需再平衡下 Q2 酒店行业大盘有所承压）。量价方面，不含轻管理门店影响，其 ADR-4.1%，OCC-0.8pct；相应成熟门店同店 REVPAR-7.6%，ADR-5.9%，OCC-1.4pct，价格承压相对更明显。

上半年酒店收入微增，多因素影响下酒店利润增长 41%。公司上半年收入 34.37 亿元/+3.39%，酒店分部利润总额 3.28 亿元/+41.03%，虽 RevPAR 承压，且高端和逸扉仍有拖累，但因持续加盟扩张和今年减值相对较去年减少 0.43 亿等影响，故酒店利润仍然保持良好增长。

景区收入和利润总额高基数同比持平。今年上半年，公司南山景区客流增长+7%，收入 2.96 亿元/+4.34%，景区利润总额 1.53 亿元，高基数下基本持平。

风险提示：宏观系统性风险；品牌迭代优化低于预期；国企改革低于预期。

投资建议：维持“优于大市”投资评级。今年二季度以来以来，国内酒店行业 RevPAR 持续承压。参考酒店之家等第三方数据，二季度行业 REVPAR 个位数下滑，暑期行业 RevPAR 阶段下滑 10%+，我们下修公司 2024-2026 年 RevPAR 假设至 149.9/150.2/150.8 元（此前为 151.8/153.0/154.9 元），维持门店扩张假设，但上修未来新开店中标准店占比（从 46%-49% 的占比提升至 49%-54%），对应下修收入增速假设为-1.9%/+3.1%/+3.4%（此前为+0.9%/+3.3%/+2.4%）；进而下修 2024-2026 年公司归母净利润至 8.31/9.42/10.70 亿元（此前 4 月底预计为 8.96/10.03/10.95 亿元），对应 PE 为 16/14/12x。短期出行预期仍相对谨慎，但公司估值已处历史相对低位。在国资考核全面强化下，公司积极提高开店质量和提高经营效率，未来可持续跟踪经营优化和激励提升节奏，维持“优于大市”投资评级。

公司研究·财报点评

社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiaoxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：杨玉莹

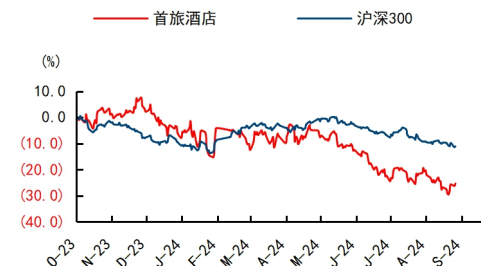
yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	11.82 元
总市值/流通市值	13198/13198 百万元
52 周最高价/最低价	18.59/11.04 元
近 3 个月日均成交额	118.62 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《首旅酒店（600258.SH）——一季度归母净利润增长 50%，新开店结构有所优化》——2024-04-29
- 《首旅酒店（600258.SH）——2023 年主业稳定复苏，关注品牌迭代与扩张效果》——2024-04-01
- 《首旅酒店（600258.SH）——暑期旺季经营亮眼，归母净利润恢复提速》——2023-10-18
- 《首旅酒店（600258.SH）——上半年主业稳步复苏，北京业务经营有望受益暑期高景气》——2023-09-03
- 《首旅酒店（600258.SH）——一季度归母净利润超预期前，景气向上与激励优化助力成长》——2023-04-30

盈利预测和财务指标

	2019	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,089	7,793	7,648	7,885	8,153
(+/-%)	-17.3%	53.1%	-1.9%	3.1%	3.4%
净利润(百万元)	-582	795	831	942	1070
(+/-%)	-1145.6%	-236.6%	4.6%	13.3%	13.6%
每股收益(元)	-0.52	0.71	0.74	0.84	0.95
EBIT Margin	-3.4%	19.9%	19.6%	20.8%	21.6%
净资产收益率(ROE)	-5.6%	7.1%	7.1%	7.6%	8.2%
市盈率(PE)	-22.7	16.7	15.9	14.1	12.4
EV/EBITDA	203.5	14.6	16.5	14.2	13.2
市净率(PB)	1.26	1.19	1.13	1.07	1.01

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

上半年收入同比持平，扣非净利润增 39%。2024H1，公司实现收入 37.33 亿元/+3.46%，归母净利润 3.58 亿元/+27.49%；扣非净利润 3.23 亿元/+38.50%。2024Q2，公司实现收入 18.88 亿元/-3.33%，归母净利润 2.37 亿元/+18.51%，扣非净利润 2.26 亿元/+21.94%，剔除减值等基数影响同比持平，加盟扩张的增长和管理优化对冲了 Q2 RevPAR 下滑的不利影响。

图1：首旅酒店季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：首旅酒店季度利润表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

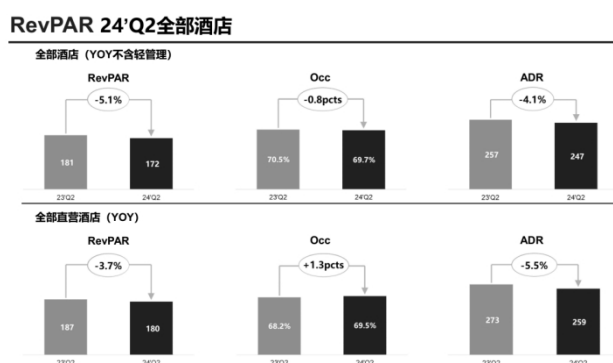
上半年开店质量明显提升，加速核心品牌迭代升级。2024H1，公司新开店 567 家/+7.8%，其中标准店 271 家/+60.4%，新开店中标准店占比从去年底的 32% 增至 48%；同时中高端新开店 171 家/+78.1%，新开店质量明显提升。虽然上半年公司关店 355 家，但主要系公司积极优化轻管理及如家 3.0 以下版本所致，标准店关店仅 40 家，相应减少。公司上半年门店净增 212 家（Q2 净增 180 家），期末在营门店为 6475 家，客房 49.2 万间，其中中高端酒店客房占比 40.8%/+1.4pct。同时，公司加速产品迭代升级，上半年新推出如家 4.0 版本，6 月底如家 3.0 及以上门店占比为 64.5%/+6.0pct。综合来看，公司开店队伍经过近两年的扩容和优化，开店能力提升，且相较此前更重有质量的开店，加之未来关店也可能回归常态化水平，从而有助于规模持续成长。

图3：首旅酒店新开店和净增店季度变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：首旅酒店二季度 revpar 趋势

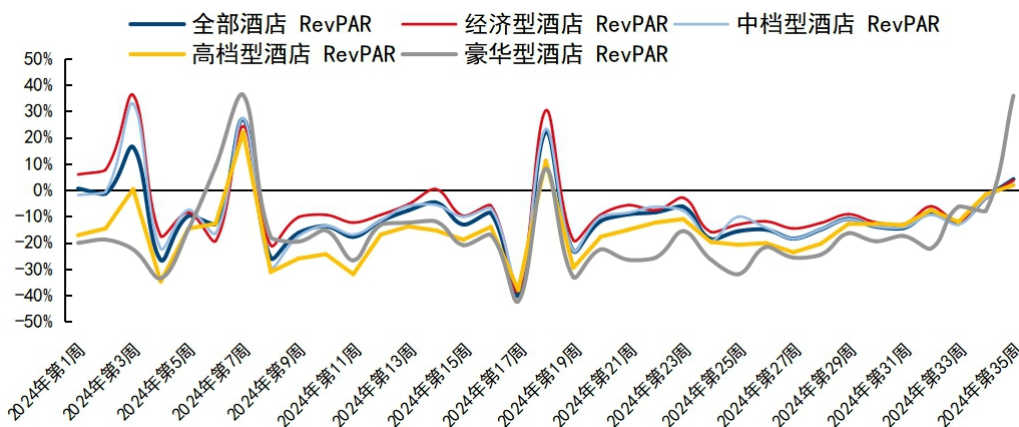


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

受高基数和酒店行业供需变化影响，公司二季度 REVPAR 有所承压。上半年，公司剔除轻管理门店 REVPAR-2.1%，其中 Q1+2.0%/Q2-5.1%，主要与 Q2 高基数差异有关，同时也受行业供需变化影响（2023 年来酒店供给逐步复苏，但需求受宏观环境和出境分流影响，供需再平衡下 Q2 酒店行业大盘有所承压）。量价方面，不含轻管理门店影响，其 ADR-4.1%，OCC-0.8pct；相应成熟门店同店 REVPAR-7.6%，ADR-5.9%，OCC-1.4pct，价

格承压相对更明显。

图5: 国内季度行业 RevPAR 变化趋势



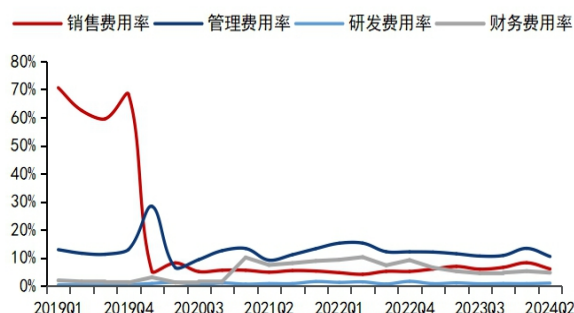
资料来源：酒店之家、国信证券经济研究所整理

图6: 首旅酒店毛利率和归母净利率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 首旅酒店期间费率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

上半年酒店收入微增，多因素影响下酒店利润增长 41%。公司上半年收入 34.37 亿元/+3.39%，酒店分部利润总额 3.28 亿元/+41.03%，虽 RevPAR 承压，且高端和逸扉仍有拖累，但因持续加盟扩张和今年减值相对较去年减少 0.43 亿等影响，故酒店利润仍然保持良好增长。

景区收入和利润总额高基数同比持平。今年上半年，公司南山景区客流增长+7%，收入 2.96 亿元/+4.34%，景区利润总额 1.53 亿元，高基数下基本持平。

风险提示：宏观系统性风险；品牌迭代优化低于预期；国企改革低于预期。

投资建议：维持“优于大市”投资评级。今年二季度以来以来，国内酒店行业 RevPAR 持续承压。参考酒店之家等第三方数据，二季度行业 RevPAR 个位数下滑，暑期行业 RevPAR 阶段下滑 10%+，我们下修公司 2024-2026 年 RevPAR 假设至 149.9/150.2/150.8 元（此前为 151.8/153.0/154.9 元），维持门店扩张假设，但上修未来新开店中标准店占比（从 46%-49% 的占比提升至 49%-54%），对应下修收入增速假设为 -1.9%/+3.1%/+3.4%（此前为+0.9%/+3.3%/+2.4%）；进而下修 2024-2026 年公司归母

净利润至 8.31/9.42//10.70 亿元（此前 4 月底预计为 8.96/10.03/10.95 亿元），对应 PE 为 16/14/12x。短期出行预期仍相对谨慎，但公司估值已处历史相对低位。在国资考核全面强化下，公司积极提高开店质量和提高经营效率，未来可持续跟踪经营优化和激励提升节奏，维持“优于大市”投资评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				投资评级
		2024/9/3	亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
600754.SH	锦江酒店	23.95	235.07	0.94	1.33	1.41	1.65	25	18	17	15	优于大市
1179.HK	华住集团-S	21.39	686.64	1.27	1.34	1.49	1.69	17	16	14	13	优于大市
600258.SH	首旅酒店	11.82	131.98	0.71	0.74	0.84	0.95	17	16	14	12	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 其中：华住集团-s2024-2026 年 EPS 采用经调整 EPS 数据。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1007	1187	5369	3941	4649	营业收入	5089	7793	7648	7885	8153
应收款项	631	434	314	324	335	营业成本	4291	4822	4692	4776	4895
存货净额	36	44	62	63	64	营业税金及附加	38	51	50	52	54
其他流动资产	191	195	176	181	188	销售费用	244	494	482	483	490
流动资产合计	3357	3031	7092	5703	6454	管理费用	689	870	923	934	952
固定资产	2270	2117	2419	2653	2856	财务费用	452	401	364	341	308
无形资产及其他	3493	3429	3292	3155	3017	投资收益	(18)	31	10	10	10
投资性房地产	15985	16265	16265	16265	16265	资产减值及公允价值变动	224	127	0	0	0
长期股权投资	343	399	419	419	419	其他收入	(325)	(225)	0	0	0
资产总计	25448	25240	29486	28194	29011	营业利润	(745)	1087	1147	1308	1464
短期借款及交易性金融负债	2482	1548	6000	4000	4000	营业外净收支	17	21	20	10	10
应付款项	115	122	124	125	128	利润总额	(728)	1107	1167	1318	1474
其他流动负债	2715	2825	2023	2046	2087	所得税费用	(53)	297	306	343	369
流动负债合计	5313	4495	8146	6171	6214	少数股东损益	(93)	16	30	34	36
长期借款及应付债券	10	9	9	9	9	归属于母公司净利润	(582)	795	831	942	1070
其他长期负债	9516	9464	9464	9464	9464						
长期负债合计	9526	9472	9472	9472	9472	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	14838	13967	17619	15644	15687	净利润	(582)	795	831	942	1070
少数股东权益	122	137	158	182	207	资产减值准备	137	(82)	(32)	4	4
股东权益	10488	11136	11709	12369	13117	折旧摊销	311	311	368	399	429
负债和股东权益总计	25448	25240	29486	28194	29011	公允价值变动损失	(224)	(127)	0	0	0
						财务费用	452	401	364	341	308
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(333)	(112)	(712)	13	29
每股收益	(0.52)	0.71	0.74	0.84	0.95	其它	(300)	90	53	20	21
每股红利	0.40	0.38	0.23	0.25	0.29	经营活动现金流	(991)	875	508	1378	1553
每股净资产	9.37	9.93	10.44	11.03	11.70	资本开支	0	(139)	(500)	(500)	(500)
ROIC	-1%	11%	10%	11%	12%	其它投资现金流	(1384)	321	0	(23)	(24)
ROE	-6%	7%	7%	8%	8%	投资活动现金流	(1344)	126	(520)	(523)	(524)
毛利率	16%	38%	39%	39%	40%	权益性融资	4	0	0	0	0
EBIT Margin	-3%	20%	20%	21%	22%	负债净变化	(388)	(1)	0	0	0
EBITDA Margin	3%	24%	24%	26%	27%	支付股利、利息	(445)	(421)	(258)	(283)	(321)
收入增长	-17%	53%	-2%	3%	3%	其它融资现金流	1823	23	4452	(2000)	0
净利润增长率	-1146%	-237%	5%	13%	14%	融资活动现金流	161	(821)	4194	(2283)	(321)
资产负债率	59%	56%	60%	56%	55%	现金净变动	(2174)	180	4182	(1428)	708
息率	3.4%	3.2%	1.9%	2.1%	2.4%	货币资金的期初余额	3181	1007	1187	5369	3941
P/E	(22.7)	16.7	15.9	14.1	12.4	货币资金的期末余额	1007	1187	5369	3941	4649
P/B	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	企业自由现金流	(182)	1198	263	1125	1280
EV/EBITDA	203.5	14.6	16.5	14.2	13.2	权益自由现金流	1253	1220	4447	(1127)	1049

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032