

首旅酒店 (600258. SH)

前三季度净利润同比微增，新开店质量持续提升

优于大市

核心观点

第三季度公司收入和净利润高基数下同比下滑，与我们业绩前瞻基本一致。

2024Q3，公司实现收入 21.56 亿元/-6.38%，实现归母净利润 3.66 亿元/-9.54%（扣非净利润 3.38 亿元/-13.75%），与我们业绩前瞻基本一致。前三季度，公司实现收入 58.89 亿元/-0.37%，实现归母净利润和扣非净利润各 7.23/6.61 亿元，同增 5.63%/5.77%，整体平稳增长。

新开店质量持续提升，未来 2-3 年门店规模增长有望提速。2024Q3，公司新开店 385 家，其中标准店 232 家，占比 60.3%/+18.4pct，较去年同期和今年上半年均提升（2023Q3 新开店/标准店各 337/141 家，标准店占 41.8%；2024H1 新开店/标准店各 567/271 家，标准店占 47.8%）。如家 4.0 推出后，经济型新开店 90 家/+91.5%，增长提速；中高端新开店 142 家/+51.1%。截至 Q3 末，中高端房量占比增至 41.4%。2024Q3，公司整体/标准店净增 273/158 家，新开店结构质量持续提升；Q3 末公司酒店数为 6748 家/签约储备 1876 家。据环球旅讯报道，公司预计今年底开业门店数将超 7000 家，2026 年年底前完成万店目标。开发团队强化和产品模型迭代下，公司门店规模增长有望提速。

第三季度 RevPAR 高基数下同比下滑，关注后续趋势变化。2024Q3，公司整体 RevPAR-7.8%（ADR-5.5%，OCC-1.8pct），不含轻管理门店 RevPAR-6.0%（ADR-4.7%，OCC-1.0pct），成熟门店 RevPAR-11.0%，在去年暑期高基数下同比均有所下滑（2023Q3 不含轻管理门店 RevPAR 较 2019 年同期增 17%，历史高点）。与今年 Q2 相比（整体/不含轻管理 RevPAR-6.0%/-5.1%），RevPAR 在高基数压力增加下降幅略有扩大。不过，国庆期间公司不含轻管理门店 RevPAR 同增 4.5%，后续酒店行业 Q4 趋势仍需密切跟踪。

前三季度公司酒店和景区分部收入和利润总额同比均保持平稳。今年前三季度，公司酒店分部收入 55.0/-0.4%，酒店分部利润总额为 8.0 亿元/+6.2%；景区收入 3.9 亿元/+0.9%，利润总额为 1.9 亿元/-9.1%，整体平稳。

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 2024-2026 年公司归母净利润 8.31/9.42/10.70 亿元，对应 PE 为 19/17/15x。酒店之家数据显示十一后行业 RevPAR 阶段降幅较 Q3 有所收窄；酒店行业供给在去年以来较快增长后，淡季影响下近期也有所放缓，未来行业 RevPAR 及供给趋势需密切跟踪。若后续出行趋势企稳向上，公司有一定顺周期向上弹性。同时，公司今年来开店质量逐步提升，在 2026 年底前开业万店目标下，我们预计公司未来几年门店规模增长有望提速；国企经营考核强化下，公司未来经营效率有望持续提升，维持“优于大市”评级。

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) | -27.2 | 20.0 | 19.1 | 16.9 | 14.8 |
| EV/EBITDA | 222.4 | 16.0 | 17.9 | 15.5 | 14.4 |
| 市净率(PB) | 1.51 | 1.42 | 1.36 | 1.28 | 1.21 |

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

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：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu@guosen.com.cn

S0980521120002

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

14.15 元

总市值/流通市值

15800/15800 百万元

52 周最高价/最低价

17.47/10.90 元

近 3 个月日均成交额

182.95 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) - 上半年开店质量提升，跟踪后续出行趋势变化》——2024-09-04

《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

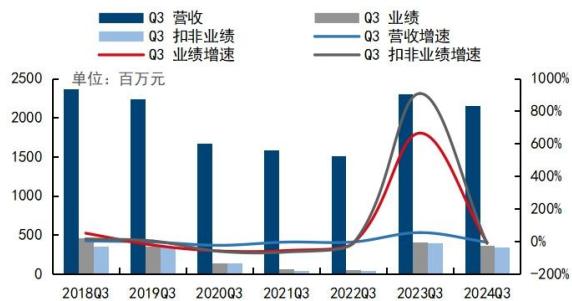
《首旅酒店 (600258.SH) - 暑期旺季经营亮眼，归母净利润恢复提速》——2023-10-18

《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

第三季度公司收入和净利润高基数下同比下滑，与我们业绩前瞻基本一致。

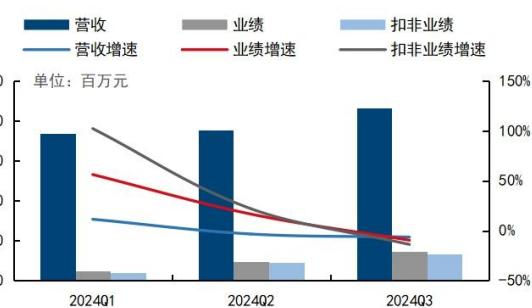
2024Q3，公司实现收入 21.56 亿元/-6.38%，实现归母净利润 3.66 亿元/-9.54%（扣非净利润 3.38 亿元/-13.75%），与我们业绩前瞻基本一致。前三季度，公司实现收入 58.89 亿元/-0.37%，实现归母净利润和扣非净利润各 7.23/6.61 亿元，同增 5.63%/5.77%，整体平稳增长。

图1：首旅酒店第三季度趋势变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：首旅酒店今年以来趋势变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新开店质量持续提升，未来 2-3 年门店规模增长有望提速。2024Q3，公司新开店 385 家，其中标准店 232 家，占比 60.3%/+18.4pct，较去年同期和今年上半年均提升（2023Q3 新开店/标准店各 337/141 家，标准店占 41.8%；2024H1 新开店/标准店各 567/271 家，标准店占 47.8%）。如家 4.0 推出后，经济型新开店 90 家/+91.5%，增长提速；中高端新开店 142 家/+51.1%。截至 Q3 末，中高端房量占比增至 41.4%。2024Q3，公司整体/标准店净增 273/158 家，新开店结构质量持续提升；Q3 末公司酒店数为 6748 家/签约储备 1876 家。据环球旅讯报道，公司预计今年底开业门店数将超 7000 家，2026 年年底完成万店目标。开发团队强化和产品模型迭代下，公司门店规模增长有望提速。

图3：公司季度新开店变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：首旅酒店新开店中标准店占比持续提升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

第三季度 RevPAR 高基数下同比下滑，关注后续趋势变化。2024Q3，公司整体 RevPAR-7.8% (ADR-5.5%, OCC-1.8pct)，不含轻管理门店 RevPAR-6.0% (ADR-4.7%, OCC-1.0pct)，成熟门店 REVPAR-11.0%，在去年暑期高基数下均有所下滑 (2023Q3 不含轻管理门店 REVPAR 较 2019 年同期增 17%，历史高点)。与今年 Q2 相比 (整体/不含轻管理 REVPAR-6.0%/-5.1%)，REVPAR 在高基数压力增加下降幅略有扩大。不过，国庆期间公司不含轻管理门店 RevPAR 同增 4.5%，酒店之家数据显示

十一后行业 RevPAR 阶段降幅较 Q3 有所收窄 (Q3 行业 RevPAR 下滑 10%+, 近几周下滑约 5-6%)，后续酒店行业 Q4 趋势仍需密切跟踪。

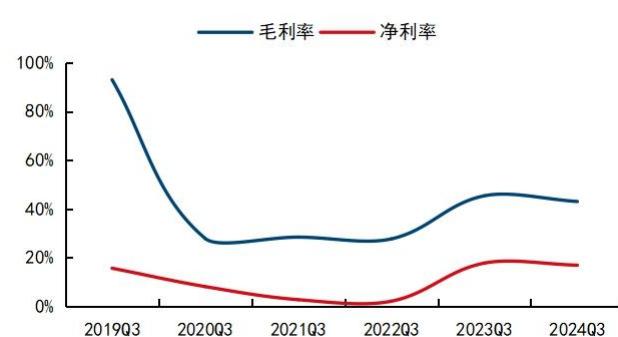
前三季度公司酒店和景区分部收入和利润总额同比均保持平稳。今年前三季度，公司酒店分部收入 55.0/-0.4%，酒店分部利润总额为 8.0 亿元/+6.2%；景区收入 3.9 亿元/+0.9%，利润总额为 1.9 亿元/-9.1%，整体平稳。

图5: 公司经营 RevPAR 季度同比变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司第三季度毛利率和净利率变化趋势



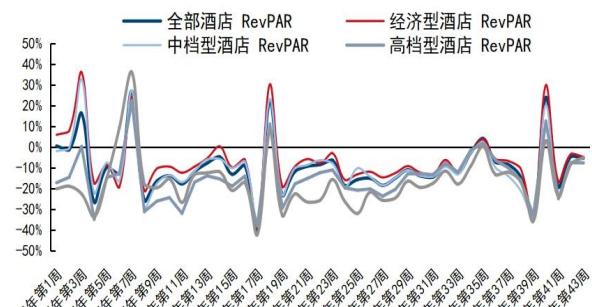
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

第三季度毛利率和净利率略有下滑。受 RevPAR 同比下滑影响，公司 2024Q3 毛利率同比下降 2.33%，净利率略有下降 0.83%，同比略承压。管理费用绝对额同比下降 20%，控制良好，但因收入下滑，管理费率基本持平。此外，资产处置收益 1331 万，对公司 Q3 净利润也有正贡献。

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。

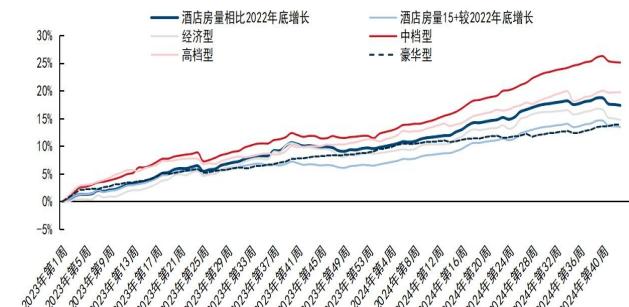
投资建议：维持 2024-2026 年公司归母净利润 8.31/9.42/10.70 亿元，对应 PE 为 19/17/15x。酒店之家数据显示十一后行业 RevPAR 阶段降幅较 Q3 有所收窄；酒店行业供给在去年以来较快增长后，淡季影响下近期也有所放缓，未来行业 RevPAR 及供给趋势需密切跟踪。若后续出行趋势企稳向上，公司有一定顺周期向上弹性。同时，公司今年来开店质量逐步提升，在 2026 年底前开业万店目标下，我们预计公司未来几年门店规模增长有望提速；国企经营考核强化下，公司未来经营效率有望持续提升，维持“优于大市”评级。

图7: 国内酒店行业 RevPAR 同比变化趋势



资料来源：酒店之家、国信证券经济研究所整理

图8: 国内酒店行业房量较 2022 年底增长情况



资料来源：酒店之家、国信证券经济研究所整理

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 |
|-----------|--------|------------|-----|------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|------|------|
| | | 2024/10/29 | 亿元 | 23E | 24E | 25E | 26E | 23E | 24E | 25E | 26E | | |
| 600258.SH | 首旅酒店 | 14.15 | 160 | 0.71 | 0.74 | 0.84 | 0.95 | 20 | 19 | 17 | 15 | 优于大市 | |
| 600754.SH | 锦江酒店 | 29.16 | 309 | 0.94 | 1.33 | 1.41 | 1.65 | 31 | 22 | 21 | 18 | 优于大市 | |
| 1179.HK | 华住集团-S | 27.60 | 889 | 1.28 | 1.34 | 1.49 | 1.69 | 22 | 20 | 18 | 16 | 优于大市 | |
| 301073.SZ | 君亭酒店 | 23.75 | 46 | 0.25 | 0.62 | 0.88 | 1.15 | 95 | 38 | 27 | 21 | 优于大市 | |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 其中：华住集团系经调整业绩

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 | 2.8% | 2.7% | 1.6% | 1.8% | 2.0% | 货币资金的期初余额 | 3181 | 1007 | 1187 | 5369 | 3941 |
| P/E | (27.2) | 20.0 | 19.1 | 16.9 | 14.8 | 货币资金的期末余额 | 1007 | 1187 | 5369 | 3941 | 4649 |
| P/B | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 企业自由现金流 | (182) | 1198 | 263 | 1125 | 1280 |
| EV/EBITDA | 222.4 | 16.0 | 17.9 | 15.5 | 14.4 | 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±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±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