



首旅酒店 (600258.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

管理提效，标准品牌开店占比提升

事件

2024年10月29日公司公告24年三季报，Q1-3收入58.9亿元/-0.4%，归母净利7.2亿元/+5.6%，扣非归母净利6.6亿元/+5.8%；单Q2收入21.6亿元/-6.4%，归母净利3.7亿元/-9.5%，扣非归母净利3.4亿元/-13.8%。

点评

Q3 高基数下 RevPAR 降幅环比 Q2 扩大，标准品牌开店占比提升明显。3Q24 首旅如家全部酒店 RevPAR 为 170 元/-8.1% (成熟店同比 -11.0%，不含轻管理整体 RevPAR195 元/-6.0%)，高基数下环比 Q2 (全部酒店-6.2%) 降幅略有扩大，拆分量价，OCC 为 69.7%/-1.8pct、ADR 为 244 元/-5.4%；分档次经济型/中高档/轻管理 RevPAR 分别同比-7.1%/-8.4%/-7.6%，轻管理、经济型下滑幅度相对小。开店方面，3Q24 新开/净开 385/273 家、前三季度完成年初新开目标约 79% (按下限 1200 家计算)，其中标准品牌新开/净开 232/158 家，占全部新开的 60.3%/+18.4pct，按模式分直营/特许加盟分别为 5/380 家，按档次分经济/中高档/轻管理分别新开 90/142/153 家，中高档占新开比重为 36.9%/+9.0pct，经济型酒店经营数据较中高端更有韧性背景下，公司已连续 2 个季度经济型特许加盟酒店数量维持净增长。

收入承压导致经营杠杆向下，管理费用率改善。分业务板块，3Q24 酒店业务营收 20.7 亿元/-2.1%，利润总额 4.8 亿元/-9.3%、对应利润率 23.0%/-0.8pct，主因 RevPAR 下滑；景区业务营收 0.9 亿元/-9.1%，利润总额 3210 万元/-31.8%、利润率 35.7%/-11.8pct，主因海南客流承压、经营杠杆向下。成本费用端看，3Q24 综合毛利率/销售费用率/管理费用率 43.1%/7.2%/9.0%、同比-2.3/+1.3/-1.6pct，归母/扣非归母净利率 17.0%/15.7%、同比-0.6/-1.3pct，其中管理费用率改善。

国庆 RevPAR 同比+4.5%，期待 Q4 低基数下有所改善。24 年国庆节假日期间 (10 月 1~7 日)，公司不含轻管理酒店的全部酒店 RevPAR 为 254 元，按可比口径同比增长 4.5%。考虑 Q4 RevPAR 同比基数下降较明显，期待改善迹象。

盈利预测、估值与评级

行业 RevPAR 降幅边际望收窄，公司优化门店组合、提升管理效率，利润率中长期改善空间较大。预计 24~26E 归母净利 8.5/9.4/10.8 亿元，对应 PE 为 18.6/16.9/14.7X，维持“买入”评级。

风险提示

行业价格战加剧，商旅恢复不及预期，经营效率提升不及预期等。

国金证券研究所

分析师：叶思嘉 (执业 S1130523080001)

yesijia@gjzq.com.cn

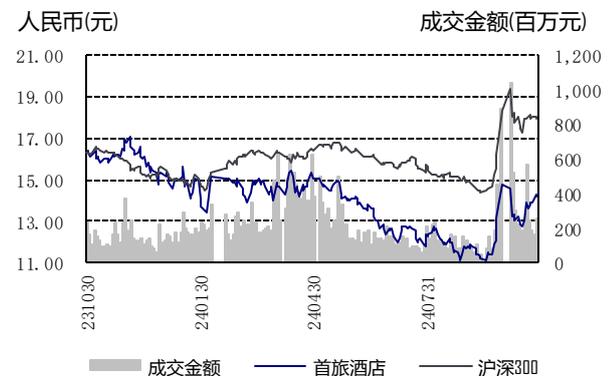
分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.15 元

相关报告：

- 《首旅酒店公司点评：利润率提升明显，中高端布局加快》，2024.9.2
- 《首旅酒店公司点评：Q1 盈利能力提升明显，期待全年表现》，2024.4.28
- 《首旅酒店公司点评：盈利能力稳步修复，拓店存在一定压力》，2024.3.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,089	7,793	7,684	7,829	8,070
营业收入增长率	-17.29%	53.12%	-1.40%	1.88%	3.09%
归母净利润(百万元)	-582	795	850	936	1,076
归母净利润增长率	N/A	N/A	6.91%	10.12%	15.00%
摊薄每股收益(元)	-0.520	0.712	0.761	0.838	0.964
每股经营性现金流净额	1.33	3.59	1.79	2.16	2.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	-5.55%	7.14%	7.11%	7.28%	7.77%
P/E	N/A	21.94	18.59	16.88	14.68
P/B	2.65	1.57	1.32	1.23	1.14

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	6,153	5,089	7,793	7,684	7,829	8,070
增长率	-36.4%	-17.3%	53.1%	-1.4%	1.9%	3.1%
主营业务成本	-4,544	-4,291	-4,822	-4,788	-4,776	-4,816
%销售收入	73.9%	84.3%	61.9%	62.3%	61.0%	59.7%
毛利	1,609	798	2,970	2,896	3,052	3,255
%销售收入	26.1%	15.7%	38.1%	37.7%	39.0%	40.3%
营业税金及附加	-41	-38	-51	-51	-52	-53
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-323	-244	-494	-549	-558	-566
%销售收入	5.2%	4.8%	6.3%	7.1%	7.1%	7.0%
管理费用	-705	-689	-870	-820	-823	-838
%销售收入	11.5%	13.5%	11.2%	10.7%	10.5%	10.4%
研发费用	-57	-60	-64	-61	-63	-65
%销售收入	0.9%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	484	-233	1,490	1,415	1,557	1,733
%销售收入	7.9%	n.a	19.1%	18.4%	19.9%	21.5%
财务费用	-522	-452	-401	-335	-330	-311
%销售收入	8.5%	8.9%	5.1%	4.4%	4.2%	3.9%
资产减值损失	-50	-180	-138	-34	0	0
公允价值变动收益	6	52	38	18	0	0
投资收益	1	-18	31	27	0	0
%税前利润	9.8%	n.a	2.8%	2.3%	0.0%	0.0%
营业利润	4	-745	1,087	1,167	1,285	1,479
营业利润率	0.1%	n.a	13.9%	15.2%	16.4%	18.3%
营业外收支	2	17	21	4	3	3
税前利润	6	-728	1,107	1,171	1,288	1,482
利润率	0.1%	n.a	14.2%	15.2%	16.5%	18.4%
所得税	4	53	-297	-314	-322	-370
所得税率	-67.5%	n.a	26.8%	26.8%	25.0%	25.0%
净利润	10	-675	811	858	966	1,111
少数股东损益	-46	-93	16	8	30	35
归属于母公司的净利润	56	-582	795	850	936	1,076
净利率	0.9%	n.a	10.2%	11.1%	12.0%	13.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	10	-675	811	858	966	1,111
少数股东损益	-46	-93	16	8	30	35
非现金支出	2,110	2,356	2,295	1,140	1,118	1,125
非经营收益	377	281	368	397	359	268
营运资金变动	-188	-470	540	-400	-34	27
经营活动现金净流	2,308	1,492	4,014	1,995	2,408	2,531
资本开支	-699	-647	-588	-529	-322	-282
投资	-12	-28	-14	18	0	0
其他	256	-1,287	-126	-23	-50	-50
投资活动现金净流	-454	-1,961	-728	-534	-372	-332
股权募资	3,021	10	0	0	0	0
债权募资	-1,178	-48	-921	-235	49	49
其他	-1,884	-1,646	-2,187	-394	-405	-459
筹资活动现金净流	-41	-1,685	-3,107	-629	-356	-410
现金净流量	1,802	-2,149	179	832	1,680	1,789

资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,181	1,007	1,187	1,544	2,733	4,020
应收款项	387	631	434	632	643	663
存货	45	36	44	46	46	46
其他流动资产	340	1,683	1,367	1,570	1,570	1,570
流动资产	3,952	3,357	3,031	3,791	4,992	6,300
%总资产	14.6%	13.2%	12.0%	14.6%	18.4%	22.2%
长期投资	728	697	751	801	851	901
固定资产	2,431	2,270	2,117	2,091	2,056	1,968
%总资产	9.0%	8.9%	8.4%	8.1%	7.6%	6.9%
无形资产	10,197	10,107	9,957	9,857	9,767	9,684
非流动资产	23,054	22,091	22,209	22,174	22,141	22,061
%总资产	85.4%	86.8%	88.0%	85.4%	81.6%	77.8%
资产总计	27,006	25,448	25,240	25,965	27,133	28,361
短期借款	1,935	2,482	1,548	1,400	1,400	1,400
应付款项	2,026	1,796	1,610	1,673	1,673	1,690
其他流动负债	1,219	1,035	1,337	1,074	1,074	1,105
流动负债	5,180	5,313	4,495	4,147	4,147	4,194
长期贷款	398	10	9	8	7	6
其他长期负债	10,107	9,516	9,464	9,714	9,950	10,098
负债	15,684	14,838	13,967	13,868	14,104	14,298
普通股股东权益	11,101	10,488	11,136	11,952	12,855	13,853
其中：股本	1,121	1,119	1,117	1,117	1,117	1,117
未分配利润	2,140	1,528	2,332	3,149	4,051	5,049
少数股东权益	221	122	137	145	175	210
负债股东权益合计	27,006	25,448	25,240	25,965	27,133	28,361

比率分析						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.050	-0.520	0.712	0.761	0.838	0.964
每股净资产	9.899	9.374	9.973	10.704	11.512	12.406
每股经营现金净流	2.058	1.334	3.595	1.787	2.157	2.267
每股股利	0.070	0.000	0.026	0.030	0.030	0.070
回报率						
净资产收益率	0.50%	-5.55%	7.14%	7.11%	7.28%	7.77%
总资产收益率	0.21%	-2.29%	3.15%	3.27%	3.45%	3.80%
投入资本收益率	5.56%	-1.55%	7.95%	7.19%	7.62%	7.99%
增长率						
主营业务收入增长率	16.49%	-17.29%	53.12%	-1.40%	1.88%	3.09%
EBIT增长率	N/A	-148.3%	-738.2%	5.02%	10.05%	11.27%
净利润增长率	N/A	N/A	N/A	7%	10.12%	15.00%
总资产增长率	62.37%	-5.77%	-0.82%	2.87%	4.50%	4.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.5	28.1	20.5	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	3.4	3.5	3.0	3.5	3.5	3.5
应付账款周转天数	8.8	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
固定资产周转天数	129.6	152.7	96.1	92.1	84.6	74.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.31%	0.38%	-6.71%	-10.44%	-18.83%	-26.60%
EBIT利息保障倍数	0.9	-0.5	3.7	4.2	4.7	5.6
资产负债率	58.08%	58.31%	55.34%	53.41%	51.98%	50.41%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	24	32	74
增持	0	0	7	8	3
中性	0	0	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.28	1.24	1.11

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-27	买入	21.44	N/A
2	2023-07-15	买入	20.50	N/A
3	2023-08-31	买入	17.80	N/A
4	2023-10-16	买入	16.00	N/A
5	2023-10-29	买入	16.46	N/A
6	2024-03-29	买入	14.90	N/A
7	2024-04-28	买入	15.08	N/A
8	2024-09-02	买入	11.77	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

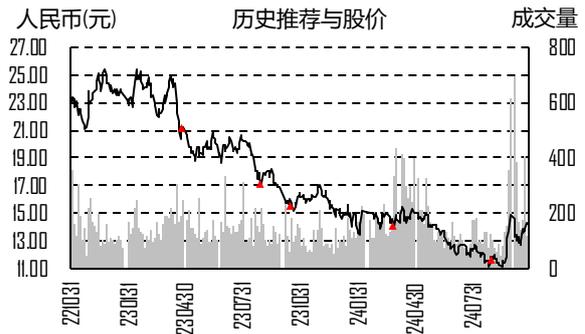
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持





特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究