



首旅酒店 (600258.CH): 开店加速与资产质量提升并行

- 4Q24 业绩略低于预期，维持“持有”评级：**4Q24 首旅酒店录得收入人民币 18.5 亿元，同比下降 1.1%，归母净利润为 8,300 万元，同比下降 24.7%，略低于我们的预期。其中，毛利率在结构改善的带动下，同比提升 1.4ppt 至 34.4%。同时，公司在行业下行周期加大销售费用，销售费用率同比提升 1.8ppt 至 8.4%，费用率同比有所提升。我们下调了 2025-2026E 盈利预测，并下调目标价至 14.8 元，维持“持有”评级。
- 4Q24 酒店经营仍旧承压：**4Q24 首旅酒店在高基数的影响下，RevPAR 同比下降 3%。其中 ADR 同比下降 0.6%，OCC 同比下降 1.5 个百分点。但如剔除轻管理酒店的影响，RevPAR 同比下降 1.2%，主要是 OCC 仅同比下降 0.3 个百分点。我们认为，随着整体行业走出高基数的困境，展望 2025 年首旅酒店 RevPAR 有望企稳。
- 开店速度持续增长，并将在 2025 年延续：**4Q24 公司新开店 401 家，开店数量创单季历史新高。同时，公司预计将继续在 2025 年加快开店步伐，新开约 1,500 家。但我们认为，在现有的门店升级计划下，关店将持续，公司为达成 2026 年的万店目标，需进一步加快开店节奏，或面临一定压力。
- 门店结构改善促利润率提升：**2024 年新开店门店以标准酒店、中高端酒店以为主，带动了整体门店结构的改善：(1) 中高端酒店占比同比提升 1.5ppt 至 29%；(2) 特许经营酒店占比同比提升 0.7ppt 至 91.5%；(3) 公司推动门店升级改造，如家 3.0 及以上的产品占如家品牌比例同比提升 13.3%。我们认为，上述酒店结构的优化举措将在 2025 年持续，并在提升酒店品牌形象的同时促进盈利能力的提升。
- 投资风险：**行业需求放缓；下沉市场拓展不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,793	7,751	7,874	8,219	8,614
同比变动 (%)	53.1%	-0.5%	1.6%	4.4%	4.8%
归母净利润	795	806	898	1,063	1,260
同比变动 (%)	n.m.	1.4%	11.4%	18.4%	18.5%
PE (X)	18.7	18.4	16.5	14.0	11.8
ROE (%)	7.3%	7.2%	7.4%	8.2%	9.2%

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

桑若楠, CFA

消费分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

林闻嘉

消费首席分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2025 年 3 月 31 日

评级

持有

目标价 (人民币)	14.8
潜在升幅/降幅	+11.3%
目前股价 (人民币)	13.3
52 周内股价区间 (人民币)	10.9-16.4
总市值 (百万人民币)	14,862
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	187.8

注：截至 2025 年 3 月 31 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 首旅酒店

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,793	7,751	7,874	8,219	8,614
同比	53.1%	-0.5%	1.6%	4.4%	4.8%
营业成本	-4,874	-4,837	-4,794	-4,775	-4,764
毛利润	2,919	2,914	3,081	3,445	3,850
毛利率	37.5%	37.6%	39.1%	41.9%	44.7%
销售费用	-494	-577	-651	-721	-780
管理费用	-870	-837	-841	-901	-965
研发费用	-64	-64	-66	-68	-72
经营利润	1,490	1,435	1,523	1,755	2,034
经营利润率	19.1%	18.5%	19.3%	21.4%	23.6%
财务费用	-401	-355	-304	-307	-313
其他营业收入	57	52	55	60	60
其他	-39	-12	-7	-11	-10
利润总额	1,107	1,120	1,267	1,497	1,771
所得税	-297	-300	-355	-419	-496
所得税率	26.8%	26.8%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	811	820	912	1,078	1,275
减：少数股东损益	16	14	14	15	15
归母净利润	795	806	898	1,063	1,260
归母净利率	10.2%	10.4%	11.4%	12.9%	14.6%
同比	-236.6%	1.4%	11.4%	18.4%	18.5%

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,187	1,303	1,326	1,286	1,056
短期投资	1,126	829	829	829	829
贸易及应收款项	392	302	463	546	634
预付租金	33	33	39	41	43
其他应收账款	74	215	215	215	215
存货	44	41	40	40	39
其他流动资产	175	376	376	376	376
流动资产合计	3,031	3,099	3,288	3,333	3,193
物业、厂房及设备	2,051	1,972	1,936	1,891	1,836
使用权资产	7,779	7,111	7,716	8,654	9,925
无形资产	3,429	3,386	3,341	3,296	3,251
合同资产	1,836	1,680	1,680	1,680	1,680
商誉	4,692	4,692	4,692	4,692	4,692
递延所得税资产	1,002	880	880	880	880
长期金融资产	437	447	447	447	447
贸易及应收款项	314	348	298	248	198
其他非流动资产	982	1,619	1,569	1,519	1,469
非流动资产合计	22,209	21,786	22,261	23,059	24,180
贸易及应付款项	122	131	78	75	74
合同负债	468	483	483	483	483
即期所得税负债	137	86	86	86	86
其他应付款项	1,488	1,468	1,468	1,468	1,468
短期借款	30	40	90	140	190
应付工资	311	297	297	297	297
其他	1,939	1,774	1,774	1,774	1,774
流动负债合计	4,495	4,279	4,276	4,323	4,371
租赁负债	7,945	7,270	7,270	7,270	7,270
递延收益	15	12	12	12	12
借款	9	8	8	8	8
应付款项	471	491	491	491	491
递延税款负债	887	876	876	876	876
其他非流动负债	146	129	129	129	129
非流动负债合计	9,472	8,786	8,786	8,786	8,786
股本	8,561	8,562	8,562	8,562	8,562
储备	2,574	3,136	3,796	4,576	5,493
少数股东权益	137	122	136	151	166
所有者权益合计	11,273	11,821	12,494	13,288	14,221

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	811	820	912	1,078	1,275
固定资产折旧	2,157	2,006	1,402	1,573	1,786
长期资产减值	138	93	125	130	130
存货减值	-10	-18	-30	-30	-30
财务支出	406	363	304	307	313
短期投资收益	-31	-29	-40	-40	-40
递延收益	39	111	-6	-2	-2
应收款项	163	-27	-111	-33	-38
存货的减少	-9	3	1	0	0
应付款项	358	77	-53	-3	-2
其他	-8	-26	-24	-24	-24
经营活动产生的现金流量净额	4,014	3,371	2,480	2,957	3,369
资本开支	-588	-533	-1,927	-2,421	-2,957
投资支付现金和收益	-140	-456	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-728	-989	-1,927	-2,421	-2,957
发行债券所得款项	-901	-541	0	0	0
借款所得款项	380	449	50	50	50
分配股利、利润或偿付利息支付的现	-421	-669	-574	-626	-691
其他	-2,165	-1,507	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-3,107	-2,268	-524	-576	-641
现金及现金等价物净增加额	179	113	29	-40	-230
期初现金及现金等价物余额	1,005	1,184	1,298	1,326	1,286
期末现金及现金等价物余额	1,184	1,297	1,326	1,286	1,056

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.71	0.72	0.80	0.95	1.13
每股销售额	6.98	6.94	7.05	7.36	7.72
每股股息	0.22	0.36	0.24	0.29	0.34
同比变动					
收入	53.1%	-0.5%	1.6%	4.4%	4.8%
经营溢利	n.m.	-3.7%	6.1%	15.2%	15.9%
归母净利润	n.m.	1.4%	11.4%	18.4%	18.5%
费用与利润率					
毛利率	37.5%	37.6%	39.1%	41.9%	44.7%
经营利润率	19.1%	18.5%	19.3%	21.4%	23.6%
归母净利率	10.2%	10.4%	11.4%	12.9%	14.6%
回报率					
平均股本回报率	7.3%	7.2%	7.4%	8.2%	9.2%
平均资产回报率	3.1%	3.2%	3.6%	4.1%	4.7%
资产效率					
应收账款周转天数	36.3	35.2	35.2	35.2	35.2
库存周转天数	2.9	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转天数	42.4	43.9	43.9	43.9	43.9
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7
速动比率 (x)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7
现金比率 (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
负债/权益	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
估值					
市盈率 (x)	18.7	18.4	16.5	14.0	11.8
市销率 (x)	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7
股息率	1.7%	2.7%	1.8%	2.1%	2.5%

图表 2：首旅酒店经营指标情况

人民币元	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
ADR								
经济型	178	201	220	182	182	193	208	182
中高端	288	320	339	290	282	295	313	276
轻管理	152	164	177	156	154	167	168	159
整体	214	240	258	220	217	231	244	219
OCC								
经济型	66.1%	72.0%	76.1%	67.3%	65.2%	70.6%	74.7%	66.5%
中高端	60.6%	68.8%	73.7%	64.9%	61.7%	68.9%	73.2%	65.1%
轻管理	51.0%	56.8%	59.6%	51.2%	49.4%	53.8%	57.5%	47.7%
整体	60.9%	67.5%	71.5%	62.6%	60.1%	65.9%	69.7%	61.1%
RevPAR								
经济型	117	145	168	122	119	137	156	121
中高端	174	220	250	188	174	203	229	180
轻管理	78	93	105	80	76	90	97	76
整体	131	162	185	138	131	152	170	134

资料来源：浦银国际

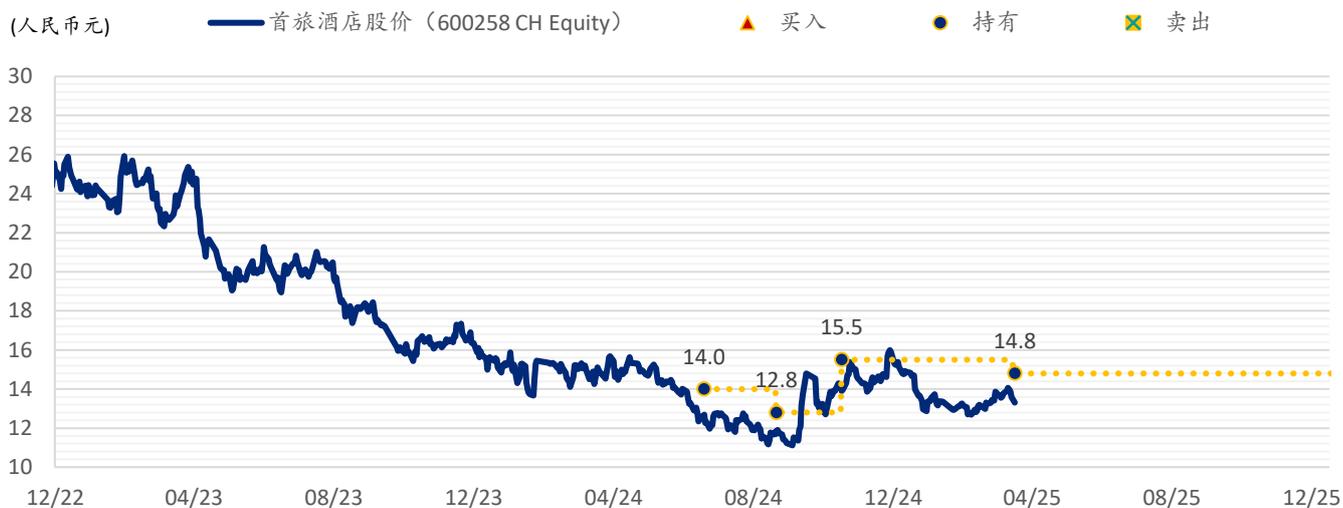
图表 3：SPDBI 财务预测变动：首旅酒店（600258.CH）

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
营业收入			
旧预测	8,261	8,879	n.a.
新预测	7,874	8,219	8,614
变动	-4.7%	-7.4%	n.a.
归母净利润			
旧预测	999	1,201	n.a.
新预测	898	1,063	1,260
变动	-10.1%	-11.5%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 首旅酒店 (600258.CH)



注: 截至 2025 年 3 月 31 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

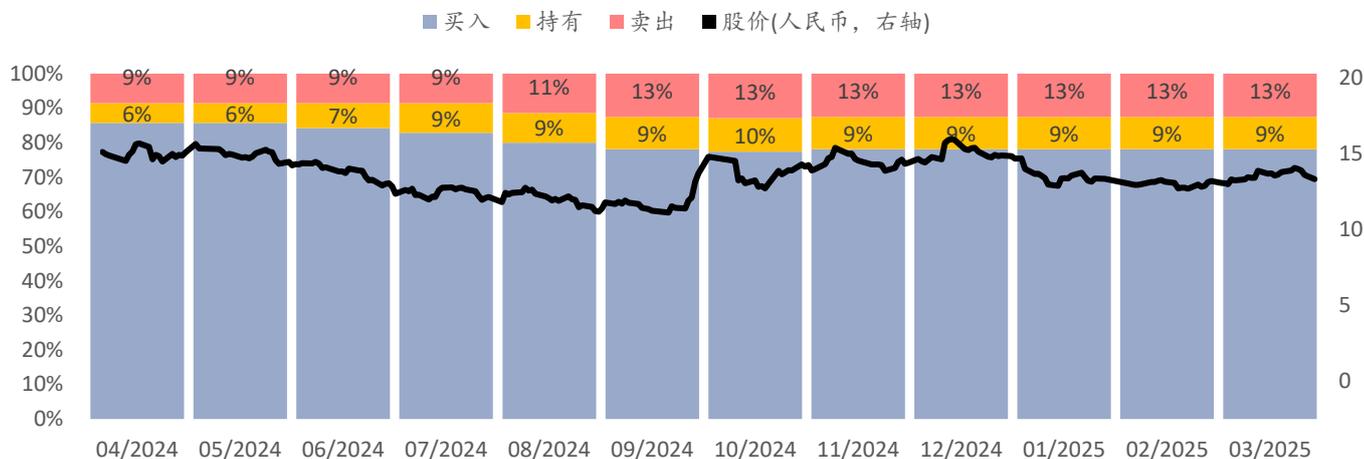
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	15.9	持有	17.66	2025年3月29日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	85.4	买入	118.8	2025年3月20日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.70	2025年3月13日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.4	买入	3.34	2025年1月20日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.0	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	51.9	买入	61.5	2025年2月10日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	405.0	买入	479.7	2025年2月10日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	17.6	买入	19.5	2024年10月14日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	17.7	买入	16.6	2024年9月2日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	23.2	买入	21.3	2024年9月2日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.9	持有	2.81	2024年8月26日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	34.4	买入	40.0	2025年2月25日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	28.1	买入	34.3	2025年3月18日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	58.5	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.4	持有	9.36	2025年2月26日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	56.0	持有	58.4	2024年10月30日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	76.3	持有	70.6	2024年10月30日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	12.3	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.1	持有	32.1	2024年10月31日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	19.2	买入	23.0	2025年3月27日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.3	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.9	买入	5.21	2024年9月3日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.0	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	23.6	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.4	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	4.0	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	156.5	买入	205.7	2025年3月26日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	82.7	买入	115.0	2024年10月25日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	70.5	买入	82.2	2025年3月27日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	47.5	买入	55.0	2025年3月23日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	48.4	持有	52.2	2025年2月4日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	43.2	持有	55.5	2024年10月25日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	28.5	买入	37.2	2025年3月26日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	28.6	买入	32.9	2024年11月27日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	36.8	买入	41.1	2024年11月27日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	26.7	持有	28.1	2024年11月3日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	13.3	持有	14.8	2025年3月31日	酒店

注: 美股截至 2025 年 3 月 28 日收盘价, 港股及 A 股截至 2025 年 3 月 31 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

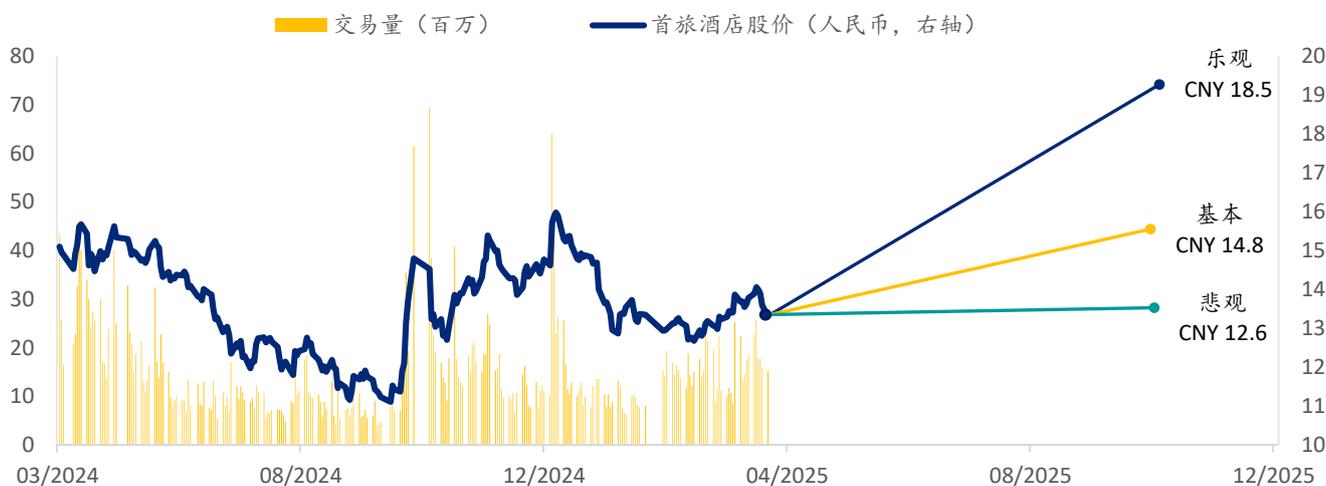
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 首旅酒店市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 首旅酒店 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 人民币 18.5 元

概率: 25%

- 2025 年新开店数量超 1600 家;
- RevPAR2025 年同比增长 5%;
- 集团毛利率 2025 年同比提升 200bps

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 人民币 12.6 元

概率: 20%

- 2025 年新开店数量不及 1000 家;
- RevPAR2025 年同比增长 1%;
- 集团毛利率 2025 年同比提升 100bps

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808-6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

