



# 首旅酒店 (600258.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q1 利润率提升，期待 RevPAR 改善

### 事件

2025 年 4 月 28 日公司公告 2025 年一季度业绩，收入 17.65 亿元 /-4.34%，归母净利 1.43 亿元/+18.37%，扣非归母净利 1.09 亿元 /+12.03%。

### 点评

**Q1 RevPAR 降幅环比有所扩大。**1Q25 首旅如家全部酒店 RevPAR 为 124 元/-5.3% (成熟店同比-8.5%，不含轻管理整体 RevPAR141 元 /-4.6%)，环比 Q4 (全部酒店-3.0%、不含轻管理-1.2%) 降幅扩大，拆分量价，OCC 为 58.3%/-1.8pct、ADR 为 212 元/-2.5%；分档次经济型/中高档/轻管理 RevPAR 分别同比-4.1%/-6.9%/-3.2%，经济型下滑幅度相对小。我们认为 Q1 经营数据降幅扩大或与基数相对偏高及商旅恢复度偏慢有关。

**Q1 新开 300 家、进度符合预期，标准店新开占比继续上升，看好全年开店目标达成。**开店方面，1Q25 新开/净开 300/80 家、完成年初新开目标 1500 家的 25%、进度符合预期。1Q25 标准管理酒店新开 192 家，占全部新开的 64.0%、较 24 年全年水平提升 11.5pct；按档次分，1Q25 年新开经济/中高档/轻管理酒店 102/90/108 家，经济型/中高端分别占新开比重 34.0%/30.1%、较 24 年 +12.0pct/-0.5pct，经济型占比上升。

**费用率改善，酒店、景区利润率均有改善。**分业务板块，1Q25 酒店业务营收 15.63 亿元/-4.65%，利润总额 7650 万元/+47.64%、对应利润率 4.9%/+1.7pct；景区运营业务营收 2.03 亿元/-1.83%，利润总额 1.26 亿元/+3.13%、对应利润率 61.9%/+3.0pct。成本费用端看，1Q25 综合毛利率/销售费用率/管理费用率 35.4%/7.9%/12.9%、同比-1.2/-0.4/-0.4pct，归母/扣非归母净利率 8.1%/12.0%、同比分别+1.6/+0.9pct，盈利能力提升主要得益于费用率改善。

### 盈利预测、估值与评级

直营店改造、标准店开店占比提升、利润率改善，公司运营效率持续优化，看好持续性；同时关注消费刺激政策带来弹性。预计 25E~27E 归母净利 8.8/10.3/10.9 亿元、同比 +8.8%/17.5%/5.9%，对应 PE 为 18.9/16.1/15.2X，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)：14.81 元

### 相关报告：

- 《首旅酒店公司点评：标准店占比提升，25 年新开目标积极》，2025.3.30
- 《首旅酒店公司点评：管理提效，标准品牌开店占比提升》，2024.10.29
- 《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



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,793	7,751	7,622	7,952	8,101
营业收入增长率	53.12%	-0.54%	-1.67%	4.33%	1.87%
归母净利润(百万元)	795	806	877	1,030	1,091
归母净利润增长率	N/A	1.41%	8.77%	17.49%	5.88%
摊薄每股收益(元)	0.712	0.722	0.785	0.923	0.977
每股经营性现金流净额	3.59	3.02	2.03	2.18	2.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.14%	6.89%	7.23%	8.14%	8.27%
P/E	N/A	20.32	18.86	16.05	15.16
P/B	1.57	1.40	1.36	1.31	1.25

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	5,089	7,793	7,751	7,622	7,952	8,101
增长率	(0)	53.1%	-0.5%	-1.7%	4.3%	1.9%
主营业务成本	-4,291	-4,822	-4,778	-4,712	-4,791	-4,846
%销售收入	84.3%	61.9%	61.6%	61.8%	60.2%	59.8%
毛利	798	2,970	2,973	2,911	3,161	3,255
%销售收入	15.7%	38.1%	38.4%	38.2%	39.8%	40.2%
营业税金及附加	-38	-51	-59	-58	-61	-62
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-244	-494	-577	-544	-561	-564
%销售收入	4.8%	6.3%	7.4%	7.1%	7.1%	7.0%
管理费用	-689	-870	-837	-797	-825	-837
%销售收入	13.5%	11.2%	10.8%	10.5%	10.4%	10.3%
研发费用	-60	-64	-64	-63	-66	-67
%销售收入	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	-233	1,490	1,435	1,448	1,649	1,725
%销售收入	n.a	19.1%	18.5%	19.0%	20.7%	21.3%
财务费用	-452	-401	-355	-286	-274	-265
%销售收入	8.9%	5.1%	4.6%	3.8%	3.4%	3.3%
资产减值损失	-180	-138	-93	0	0	0
公允价值变动收益	52	38	24	0	0	0
投资收益	-18	31	29	0	0	0
%税前利润	n.a	3%	3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-745	1,087	1,111	1,221	1,435	1,520
营业利润率	n.a	13.9%	14.3%	16.0%	18.0%	18.8%
营业外收支	17	21	9	5	5	5
税前利润	-728	1,107	1,120	1,226	1,440	1,525
利润率	n.a	14.2%	14.4%	16.1%	18.1%	18.8%
所得税	53	-297	-300	-328	-386	-408
所得税率	n.a	26.8%	26.8%	26.8%	26.8%	26.8%
净利润	-675	811	820	898	1,055	1,117
少数股东损益	-93	16	14	21	24	26
归属于母公司的净利润	-582	795	806	877	1,030	1,091
净利率	n.a	10.2%	10.4%	11.5%	13.0%	13.5%

### 现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-675	811	820	898	1,055	1,117
少数股东损益	-93	16	14	21	24	26
非现金支出	2,356	2,295	2,098	1,035	1,048	1,061
非经营收益	281	368	402	319	325	236
营运资金变动	-470	540	51	12	7	72
经营活动现金净流	1,492	4,014	3,371	2,264	2,434	2,485
资本开支	-647	-588	-533	313	-260	-250
投资	-28	-14	-14	0	0	0
其他	-1,287	-126	-442	-10	-10	-10
投资活动现金净流	-1,961	-728	-989	303	-270	-260
股权募资	10	0	17	0	0	0
债权募资	-48	-921	-92	-86	19	9
其他	-1,646	-2,187	-2,193	-768	-855	-896
筹资活动现金净流	-1,685	-3,107	-2,268	-854	-836	-887
现金净流量	-2,149	179	114	1,713	1,328	1,337

### 资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,007	1,187	1,303	2,582	3,461	4,336
应收款项	631	434	484	451	471	480
存货	36	44	41	42	42	43
其他流动资产	1,683	1,367	1,271	1,272	1,272	1,273
流动资产	3,357	3,031	3,099	4,347	5,247	6,131
%总资产	13.2%	12.0%	12.5%	17.0%	19.9%	22.6%
长期投资	697	751	795	805	815	825
固定资产	2,270	2,117	2,078	1,986	1,881	1,755
%总资产	8.9%	8.4%	8.4%	7.8%	7.1%	6.5%
无形资产	10,107	9,957	9,758	9,682	9,614	9,552
非流动资产	22,091	22,209	21,786	21,187	21,124	21,038
%总资产	86.8%	88.0%	87.5%	83.0%	80.1%	77.4%
资产总计	25,448	25,240	24,885	25,533	26,371	27,169
短期借款	2,482	1,548	1,499	1,400	1,400	1,400
应付款项	1,796	1,610	1,599	1,569	1,652	1,620
其他流动负债	1,035	1,337	1,181	1,195	1,139	1,253
流动负债	5,313	4,495	4,279	4,164	4,192	4,273
长期贷款	10	9	8	7	6	5
其他长期负债	9,516	9,464	8,778	9,083	9,354	9,501
负债	14,838	13,967	13,065	13,254	13,552	13,779
普通股股东权益	10,488	11,136	11,698	12,137	12,652	13,198
其中：股本	1,119	1,117	1,117	1,117	1,117	1,117
未分配利润	1,528	2,332	2,848	3,286	3,802	4,347
少数股东权益	122	137	122	143	167	193
负债股东权益合计	25,448	25,240	24,885	25,534	26,371	27,169

### 比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.520	0.712	0.722	0.785	0.923	0.977
每股净资产	9.374	9.973	10.477	10.869	11.331	11.819
每股经营现金净流	1.334	3.595	3.019	2.027	2.180	2.225
每股股利	0.070	0.000	0.026	0.393	0.461	0.489
回报率						
净资产收益率	-5.55%	7.14%	6.89%	7.23%	8.14%	8.27%
总资产收益率	-2.29%	3.15%	3.24%	3.43%	3.91%	4.02%
投入资本收益率	-1.55%	7.95%	7.40%	7.27%	7.98%	8.10%
增长率						
主营业务收入增长率	-17.29%	53.12%	-0.5%	-1.66%	4.33%	1.87%
EBIT 增长率	N/A	-738%	-4%	-1%	14%	5%
净利润增长率	N/A	N/A	1%	9%	17%	6%
总资产增长率	-5.8%	-0.82%	-1.41%	2.61%	3.28%	3.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.1	20.5	14.8	14.8	14.8	14.8
存货周转天数	3.5	3.0	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转天数	9.0	9.0	9.7	9.7	9.7	9.7
固定资产周转天数	152.7	96.1	92.8	87.6	76.9	67.9
偿债能力						
净负债/股东权益	0.38%	-6.71%	-5.29%	-16.32%	-22.50%	-28.08%
EBIT 利息保障倍数	-0.5	3.7	4.0	5.1	6.0	6.5
资产负债率	58.31%	55.34%	52.50%	51.91%	52.02%	50.49%

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	17	20	23	54
增持	0	4	4	4	9
中性	0	2	2	4	9
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.35	1.31	1.39	1.38

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	2023-08-31	买入	17.80	N/A
2	2023-10-16	买入	16.00	N/A
3	2023-10-29	买入	16.46	N/A
4	2024-03-29	买入	14.90	N/A
5	2024-04-28	买入	15.08	N/A
6	2024-09-02	买入	11.77	N/A
7	2024-10-29	买入	14.29	N/A
8	2025-03-30	买入	13.59	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%；

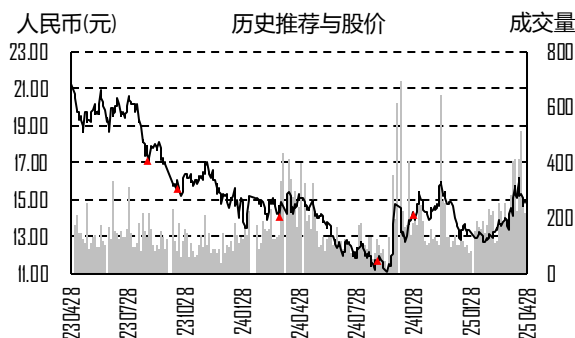
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

### 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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

### 北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

### 深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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