

## 首免零售板块增长，OTA 佣金战有利于酒店利润率提升

### 核心观点

- **首免全球购客户和销售额双增长，有助于增强会员粘性。**公司旗下“首免全球购”全球商品数字化贸易服务平台，今年以来持续展开线上商城与线下门店互动，实现了客户和销售额双增长。同时也通过会员日活动中积分换购、积分抽奖等活动，增强会员粘性。2024 年末“如 LIFE”俱乐部会员总数达 1.97 亿/同比增长 30.8%，未来有望通过该平台释放会员消费潜力，为零售板块带来增量贡献。
- **新设诺金国际，未来高端产品线有望加速。**6 月首旅酒店旗下新成立子公司诺金国际正式对外亮相，将负责重整首旅酒店旗下高端奢华酒店板块业务，涉及诺金、安麓等高端奢华品牌 200 多个酒店。接下来除了对老酒店装修改造，还准备布局度假型酒店产品线。另还会增加吸引年轻客群的新品牌如诺岚等，推动一些品牌出海。
- **京东入局 OTA 佣金战，有利于酒店公司利润率提升。**6 月京东发布《致全体酒店经营者的一封信》，推出“京东酒店 PLUS 会员计划”，提供最高三年 0 佣金的优惠。政策发布两天内，便吸引了 5 万家酒店商家提交入驻申请。2024 年末，首旅直营店在所有门店中占比为 8.51%，但在公司营收中占比为 65.37%，一旦新增京东预定渠道，有利于公司直营店降低整体 OTA 抽佣、进而提升利润率。
- **费用管控与门店结构优化初见成效，利润表现优于收入端。**2025Q1 公司营业收入 17.65 亿元，同比下降 4.34%，主要受 2024 年高基数影响、春节错峰及低线市场恢复偏慢拖累；归母净利润 1.43 亿元，同比增长 18.37%，得益于处置未来酒店 30% 股权带来约 1500 万元投资收益。期内公司新开门店 300 家（+46%），带动在营酒店数达到 7084 家（+12.5%），反映轻管理占比回调下，公司重新聚焦可控质量与品牌效能，开店结构明显优化。

### 盈利预测与投资建议

- 2025 年公司处于结构优化与收入承压的过渡期，我们下调了 RevPAR 修复节奏等关键假设，同时维持中长期品牌升级趋势判断不变。预计公司 25 - 27 年 EPS 分别为 0.76/0.96/1.06 元（前次预测 25/26 年 EPS 为 0.92/1.05 元）。考虑公司直营与加盟协同布局优化、标准化店铺盈利能力提升趋势明确，参考可比公司估值水平，给予公司 2025 年 22 倍 PE，对应目标价 16.72 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

居民消费力不及预期；行业竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,793	7,751	7,952	8,417	8,750
同比增长(%)	53.1%	-0.5%	2.6%	5.8%	4.0%
营业利润(百万元)	1,087	1,111	1,168	1,486	1,634
同比增长(%)	247.0%	2.2%	5.1%	27.2%	10.0%
归属母公司净利润(百万元)	795	806	847	1,075	1,182
同比增长(%)	237.8%	1.4%	5.0%	27.0%	9.9%
每股收益(元)	0.71	0.72	0.76	0.96	1.06
毛利率(%)	38.1%	38.4%	39.5%	41.2%	41.7%
净利率(%)	10.2%	10.4%	10.7%	12.8%	13.5%
净资产收益率(%)	7.3%	7.1%	7.1%	8.6%	8.8%
市盈率	19.8	19.5	18.6	14.6	13.3
市净率	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年07月30日）	14.1元
目标价格	16.72元
52周最高价/最低价	16.55/10.62元
总股本/流通A股（万股）	111,660/111,660
A股市值（百万元）	15,744
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2025年07月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	1.37	-0.21	1.08	22.67
相对表现%	0.61	-5.68	-9.02	-0.53
沪深300%	0.76	5.47	10.1	23.2



### 证券分析师

谢宁铃  
 xieningling@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860520070001

## 投资建议

- 2025 年公司处于结构优化与收入承压的过渡期，我们下调了 RevPAR 修复节奏等关键假设，同时维持中长期品牌升级趋势判断不变。预计公司 25 - 27 年 EPS 分别为 0.76/0.96/1.06 元（前次预测 25/26 年 EPS 为 0.92/1.05 元）。考虑公司直营与加盟协同布局优化、标准化店铺盈利能力提升趋势明确，参考可比公司估值水平，给予公司 2025 年 22 倍 PE，对应目标价 16.72 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/7/30	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
锦江酒店	600754	22.87	0.85	1.03	1.23	1.41	26.80	22.21	18.64	16.23
天目湖	603136	12.87	0.39	0.50	0.57	0.63	33.21	25.59	22.75	20.28
宋城演艺	300144	8.71	0.40	0.45	0.51	0.55	21.78	19.24	16.94	15.77
华住集团-S	01179	23.63	0.98	1.33	1.54	1.75	24.07	17.80	15.30	13.53
金陵饭店	601007	7.85	0.09	0.13	0.16	0.17	92.03	58.89	49.37	45.69
	<b>调整后平均</b>							<b>22.35</b>	<b>19.44</b>	<b>17.43</b>

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

居民消费力不及预期；行业竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,187	1,303	2,133	3,154	4,199	营业收入	7,793	7,751	7,952	8,417	8,750
应收票据、账款及款项融资	359	269	321	316	341	营业成本	4,822	4,778	4,807	4,953	5,105
预付账款	33	33	34	36	37	销售费用	494	577	586	602	613
存货	44	41	42	43	44	管理费用	870	837	875	929	968
其他	1,408	1,453	1,248	1,295	1,283	研发费用	64	64	66	70	73
<b>流动资产合计</b>	<b>3,031</b>	<b>3,099</b>	<b>3,778</b>	<b>4,843</b>	<b>5,905</b>	财务费用	401	355	404	335	309
长期股权投资	399	398	398	398	398	资产、信用减值损失	138	93	99	92	96
固定资产	2,051	1,972	2,316	2,596	2,849	公允价值变动收益	38	24	20	20	20
在建工程	66	107	51	40	38	投资净收益	31	29	30	30	30
无形资产	3,429	3,386	3,329	3,273	3,216	其他	16	11	4	1	(2)
其他	16,265	15,924	15,564	15,204	14,843	<b>营业利润</b>	<b>1,087</b>	<b>1,111</b>	<b>1,168</b>	<b>1,486</b>	<b>1,634</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>22,209</b>	<b>21,786</b>	<b>21,659</b>	<b>21,511</b>	<b>21,345</b>	营业外收入	31	13	15	15	15
<b>资产总计</b>	<b>25,240</b>	<b>24,885</b>	<b>25,436</b>	<b>26,355</b>	<b>27,249</b>	营业外支出	10	4	7	7	7
短期借款	30	40	40	40	40	<b>利润总额</b>	<b>1,107</b>	<b>1,120</b>	<b>1,176</b>	<b>1,494</b>	<b>1,642</b>
应付票据及应付账款	122	131	127	133	136	所得税	297	300	315	400	440
其他	4,342	4,108	4,221	4,254	4,272	<b>净利润</b>	<b>811</b>	<b>820</b>	<b>861</b>	<b>1,094</b>	<b>1,202</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,495</b>	<b>4,279</b>	<b>4,388</b>	<b>4,427</b>	<b>4,448</b>	少数股东损益	16	14	14	18	20
长期借款	9	8	8	8	8	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>795</b>	<b>806</b>	<b>847</b>	<b>1,075</b>	<b>1,182</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.71	0.72	0.76	0.96	1.06
其他	9,464	8,778	8,778	8,778	8,778						
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,472</b>	<b>8,786</b>	<b>8,786</b>	<b>8,786</b>	<b>8,786</b>						
<b>负债合计</b>	<b>13,967</b>	<b>13,065</b>	<b>13,173</b>	<b>13,213</b>	<b>13,234</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
少数股东权益	137	122	137	155	175	<b>成长能力</b>					
实收资本 (或股本)	1,117	1,117	1,117	1,117	1,117	营业收入	53.1%	-0.5%	2.6%	5.8%	4.0%
资本公积	7,445	7,445	7,445	7,445	7,445	营业利润	247.0%	2.2%	5.1%	27.2%	10.0%
留存收益	2,559	3,119	3,564	4,424	5,278	归属于母公司净利润	237.8%	1.4%	5.0%	27.0%	9.9%
其他	16	17	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>11,273</b>	<b>11,821</b>	<b>12,263</b>	<b>13,141</b>	<b>14,015</b>	毛利率	38.1%	38.4%	39.5%	41.2%	41.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>25,240</b>	<b>24,885</b>	<b>25,436</b>	<b>26,355</b>	<b>27,249</b>	净利率	10.2%	10.4%	10.7%	12.8%	13.5%
						ROE	7.3%	7.1%	7.1%	8.6%	8.8%
						ROIC	8.4%	8.2%	8.5%	9.4%	9.4%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	55.3%	52.5%	51.8%	50.1%	48.6%
						净负债率	3.3%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	0.67	0.72	0.86	1.09	1.33
						速动比率	0.66	0.71	0.85	1.08	1.32
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	15.8	19.8	21.1	20.7	20.9
						存货周转率	118.1	109.6	113.1	113.6	114.0
						总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益	0.71	0.72	0.76	0.96	1.06
						每股经营现金流	3.59	3.02	1.62	1.72	1.82
						每股净资产	9.97	10.48	10.86	11.63	12.39
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	19.8	19.5	18.6	14.6	13.3
						市净率	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
						EV/EBITDA	7.1	7.4	7.2	6.3	6.0
						EV/EBIT	10.1	10.2	9.5	8.2	7.7

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。