

轻管理助力拓店，高端品牌注入开启新篇章

2023 年 04 月 10 日

➤ **首旅酒店发布 2022 年年报:**①22 年公司实现营收 50.89 亿元/YoY-17.29% (较 19 年-38.76%)，归母净利润为-5.82 亿元。其中，酒店业务 22 年实现营收 49.03 亿元/YoY-15.93%，占比达 96.34%，实现亏损总额 6.58 亿元，2021 年亏损 1011 万元；景区业务 22 年实现营收 1.86 亿元/YoY-42.03%，实现亏损总额 955 万元，同比转亏。公司营业收入较上年同期下降，主要系受商旅需求下降影响。②22 年 Q4 实现营收 12.52 亿元/YoY-30.30% (较 19 年-34.84%)，归母净利润-2.51 亿元，21Q4 为-0.69 亿元，其中酒店业务 22Q4 实现营收 12.15 亿元/YoY-10.95%，利润总额-1.81 亿元，较上年同期亏损增加 0.23 亿元。

➤ **Q4 经营总体承压，23 年有望开启高弹性修复。**22 年 Q4 平均 RevPAR 为 93 元/YoY-13.3%，恢复至 19 年同期的 61%，ADR 为 182 元/YoY-2.0%，恢复至 19 年同期的 93.5%；OCC 为 52.3%/较 21 年同期-5.7pct，恢复至 19 年同期的 74.7%。STR 数据显示，春节后酒店行业的经营恢复趋势向好，2023 年 2 月 RevPAR 已超过 2019 年同期，看好公司后续经营数据高弹性修复。

➤ **轻管理支撑开店，结构优化持续，维持较高开店目标。**22 年全年首旅毛开店 879 家，其中直营店 29 家，特许加盟店 850 家；经济型酒店新开店 97 家，中高端酒店新开店 200 家，轻管理酒店 582 家，截至 2023 年，公司储备店数量为 2,085 家；公司新开业轻管理酒店 582 家，占新开店总数比例 66.21%，构成开店核心支撑。截至 22 年底，公司中高端酒店数占比提升至 25.36%特许加盟方式运营的门店比例提升至 88.68%，结构持续优化。23 年公司计划开店 1500-1600 家，维持了较高开店目标。

➤ **高端酒店资产注入，开启新篇章。**公司于 23 年 3 月 29 日与控股股东首旅集团签署股权转让协议，收购集团持有的安麓公司 40%股权、首旅集团全资子公司首旅置业旗下的诺金公司 100%股权、首旅日航 50%股权。本次收购一方面缓解了与控股股东首旅集团之间的同业竞争问题，同时极大地优化了公司在高端赛段的品牌储备和竞争能力，有望助力公司未来发展提速。

➤ **投资建议:**首旅酒店直营占比相对高，且疫情三年中进行了改造升级和结构优化，在上行周期中利润弹性更强；看好公司稳步拓店，实现逆势扩张，高端品牌注入带来新增量。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 8.55/10.74/13.98 亿元，对应 PE 分别为 33x/26x/20x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:**开店不及预期，旅游业恢复不及预期，新冠疫情反复影响。

推荐

维持评级

当前价格:

24.96 元



分析师 刘文正

执业证书: S0100521100009

电话: 13122831967

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书: S0100522120002

电话: 15951933859

邮箱: raolinfeng@mszq.com

相关研究

1. 首旅酒店 (600258.SH) 2022 年三季报点评: 三季度环比改善明显，静待集团高端酒店注入-2022/10/31

2. 首旅酒店 (600258.SH) 深度报告: 老牌酒店集团沉潜蓄力，静待利润弹性释放 -2022/10/26

3. 首旅酒店 (600258.SH) 2022 年中报点评: 疫情下经营承压，布局高端业务徐图未来-2022/08/30

4. 首旅酒店 (600258.SH) 2022 年半年报业绩预告点评: 疫情影响上半年业绩显著承压，Q2 亏损环比收窄-2022/07/19

5. 首旅酒店 (600258.SH) 2022 年一季报点评: 疫情扰动业绩承压，房价韧性较强，拓店稳步推进-2022/04/29

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5089	8726	9219	9534
增长率 (%)	-	71.5	5.7	3.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	-582	855	1074	1398
增长率 (%)	-	246.8	25.7	30.2
每股收益 (元)	-0.52	0.76	0.96	1.25
PE	-	33	26	20
PB	2.7	2.5	2.3	2.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 04 月 07 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5089	8726	9219	9534
营业成本	4291	5270	5394	5164
营业税金及附加	38	61	65	67
销售费用	244	299	316	327
管理费用	689	960	968	1001
研发费用	60	72	74	76
EBIT	-174	2138	2482	2980
财务费用	452	678	667	656
资产减值损失	-171	0	0	0
投资收益	-18	0	0	0
营业利润	-745	1460	1815	2325
营业外收支	17	0	0	0
利润总额	-728	1460	1815	2325
所得税	-53	529	625	781
净利润	-675	931	1190	1544
归属于母公司净利润	-582	855	1074	1398
EBITDA	2002	4302	4803	5486

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1007	2616	3550	4518
应收账款及票据	517	608	643	665
预付款项	35	67	69	66
存货	36	47	49	46
其他流动资产	1762	1828	1791	1797
流动资产合计	3357	5166	6101	7093
长期股权投资	343	343	343	343
固定资产	2130	2197	2261	2243
无形资产	3493	3495	3509	3540
非流动资产合计	22091	22200	22087	21951
资产合计	25448	27367	28188	29043
短期借款	948	948	948	948
应付账款及票据	115	131	134	129
其他流动负债	4249	5015	5090	4971
流动负债合计	5313	6095	6173	6048
长期借款	10	10	10	10
其他长期负债	9516	9721	9721	9721
非流动负债合计	9526	9730	9730	9730
负债合计	14838	15825	15904	15778
股本	1119	1119	1119	1119
少数股东权益	122	199	315	460
股东权益合计	10610	11541	12284	13265
负债和股东权益合计	25448	27367	28188	29043

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-17.29	71.45	5.66	3.41
EBIT 增长率	-132.14	1330.65	16.08	20.09
净利润增长率	-1145.62	246.80	25.71	30.16
盈利能力 (%)				
毛利率	15.68	39.60	41.50	45.84
净利率	-11.44	9.79	11.65	14.67
总资产收益率 ROA	-2.29	3.12	3.81	4.81
净资产收益率 ROE	-5.55	7.53	8.98	10.92
偿债能力				
流动比率	0.63	0.85	0.99	1.17
速动比率	0.58	0.80	0.94	1.13
现金比率	0.19	0.43	0.58	0.75
资产负债率 (%)	58.31	57.83	56.42	54.33
经营效率				
应收账款周转天数	37.07	25.97	25.97	25.97
存货周转天数	3.08	3.29	3.29	3.29
总资产周转率	0.19	0.33	0.33	0.33
每股指标 (元)				
每股收益	-0.52	0.76	0.96	1.25
每股净资产	9.37	10.14	10.70	11.44
每股经营现金流	1.33	3.90	3.79	4.11
每股股利	0.00	0.40	0.50	0.65
估值分析				
PE	/	33	26	20
PB	2.7	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	18.73	8.39	7.32	6.23
股息收益率 (%)	0.00	1.60	2.01	2.62

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-675	931	1190	1544
折旧和摊销	2176	2164	2322	2506
营运资金变动	-470	570	18	-163
经营活动现金流	1492	4368	4242	4599
资本开支	-647	-753	-893	-1054
投资	-28	0	0	0
投资活动现金流	-1962	-753	-846	-1054
股权募资	10	0	0	0
债务募资	1352	0	0	0
筹资活动现金流	-1685	-2005	-2461	-2576
现金净流量	-2151	1609	935	968

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026