

首旅酒店 (600258)

逆势拓店彰显争先决心，曙光将至业绩弹性可期

增持 (维持)

2022年12月01日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻璿

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 谭志千

执业证书: S0600120120018

tanzhq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	6,153	5,281	6,803	8,113
同比	16%	-14%	29%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	56	-297	831	1,205
同比	111%	-633%	380%	45%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.05	-0.27	0.74	1.08
P/E (现价&最新股本摊薄)	466.62	-	31.26	21.57

关键词: #困境反转 #市占率上升

投资要点

- **首旅酒店是中国第三大酒店集团:** 背靠北京国资委旗下首旅集团, 为住宿战略业务单元上市平台。2016年完成私有化如家后, 与如家实现了优势互补、资源整合, 为公司的整体业务带来升级。后通过兼并收购、资产置换、自主推出、合作推出等多种形式在酒店品牌上不断进行拓展, 截止到2022年9月, 公司旗下共有34个酒店品牌, 实现了高端、中高端、中端、经济型和休闲度假等全系列酒店产品的覆盖, 共计运营或管理全国5888家酒店, 客房数19.3万间, 是全国第三大酒店集团。
- **疫情加速酒店行业供给出清, 静待疫后需求复苏:** 2020年起酒店行业持续受到疫情影响, 门店/客房总数显著下滑, 2020年/2021年酒店住宿业门店总数分别为27.9万家/25.2万家, 同比下滑分别17%/10%。单体酒店抗风险能力差, 较难承担疫情反复带来的冲击, 选择暂时或永久退出, 或加盟连锁酒店集团强化管理和引流能力。相应带来的是在连锁化率提升的同时, 龙头酒店集团在连锁酒店市场占有率逆势提升。2019-2021年, 酒店行业连锁化率从26%提升至35%, 酒店数量CR3从5.5%提升至9.7%, 客房数量CR3从10.4%提升至16.9%。从三大酒店集团2022年经营数据来看, 在需求量仅恢复至2019年同期的70-80%区间情况下, 平均房价恢复至2019年同期的90-100%, 印证格局显著改善。预期后疫情时代随着需求的修复将释放房价弹性, 带动业绩显著超越疫情前。
- **首旅酒店直营占比较可比公司高, 业绩弹性可期, 战略目标三年万店持续扩张:** 首旅酒店直营门店占比达到11.9%, 在三大酒店集团中占比最高, 疫情下酒店运营收入占整体营收比例近七成, 业绩弹性更高。中高端酒店比例稳步提高, 产品结构不断优化。现有经济型酒店不断升级, 同时推出非标、轻管理等加盟形式, 快速抢占市场。公司于2020年提出“三年万店”的战略目标, 加速下沉渗透, 2021年新开店1418家, 同比+56%, 创造历史新高。截至2022三季度末, 公司储备店达到2046家, 同比+11%, 为后续的新店开拓打下了坚实的基础。
- **盈利预测与投资评级:** 首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团, 持续发力品牌和产品的升级迭代, 背靠首旅集团协同整合资源, 在新冠疫情酒店行业整体承压的背景下, 龙头逆势扩张, 市场格局显著向好。我们预测首旅酒店2022-2024年归母净利润分别为-2.97/8.31/12.05亿元, 对应2023/2024年PE估值为31/22倍, 有望在出行修复期间迎来业绩和估值的双升, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 疫情反复、行业竞争加剧、门店增长不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.22
一年最低/最高价	19.21/28.89
市净率(倍)	2.42
流通 A 股市值(百万元)	24,855.43
总市值(百万元)	25,979.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.61
资产负债率(% ,LF)	58.35
总股本(百万股)	1,118.86
流通 A 股(百万股)	1,070.43

相关研究

《首旅酒店(600258): 2022年一季报点评: 经营低于市场预期, 疫情反复或致业绩持续承压》

2022-04-29

内容目录

1. 公司概况：首旅集团所属企业，全国第三大连锁酒店	5
1.1. 发展历程：酒店行业龙头企业，整体规模位居第三	5
1.2. 主营业务：酒店投资运营和景区业务受疫情影响较大	6
1.3. 国资控股行稳致远，管理团队经验丰富	8
2. 酒店行业：疫情加速供给出清，静待需求疫后复苏	10
2.1. 短期：酒店行业疫情下需求不足，行业“产能”加速出清	10
2.2. 中期：参考美国酒店行业恢复情况，疫后恢复弹性可期	12
2.3. 长期：市场集中度阶段式持续上升，有周期更有成长	13
3. 首旅酒店：直营门店占比高，业绩弹性大，静待疫后复苏	15
3.1. 短期：直营门店占比高于同行，业绩弹性大	15
3.2. 中长期：中高端型酒店占比逐步提升，带动平均房价提升	17
3.3. 战略目标三年万店，轻管理模式加速拓店	19
3.4. 诺金公司注入在即，旗下环球影城两大酒店稳固首都基本盘	21
4. 财务分析：需求复苏带动净利率弹性释放	23
5. 盈利预测及投资建议	24
5.1. 盈利预测	24
5.2. 投资建议	26
6. 风险提示	26

图表目录

图 1:	2021 年全球前十大酒店集团规模.....	5
图 2:	2021 年末中国前十大酒店集团规模.....	5
图 3:	首旅酒店发展历程.....	6
图 4:	首旅如家品牌发展历程.....	6
图 5:	2016-2022Q1-Q3 公司营业收入及增速情况.....	7
图 6:	2016-2022Q1-Q3 公司归母净利润及增速情况.....	7
图 7:	2016-2022H1 酒店运营营业收入及增速情况.....	7
图 8:	2016-2022H1 酒店管理营业收入及增速情况.....	7
图 9:	2016-2022H1 景区运营营业收入及增速情况.....	8
图 10:	2016-2022H1 公司各业务收入占比情况.....	8
图 11:	海南南山景区景观.....	8
图 12:	南山景区地理位置.....	8
图 13:	首旅酒店股权结构（更新至 2022 年 12 月）.....	9
图 14:	国内酒店住宿业门店总数.....	10
图 15:	酒店住宿业客房总数.....	10
图 16:	疫情加速中国酒店市场连锁化率提升.....	11
图 17:	疫情带动连锁酒店集团龙头市占率逆势提升.....	11
图 18:	华住集团 ADR 同比增速+OCC 同比变动情况.....	11
图 19:	首旅如家 ADR 同比增速+OCC 同比变动情况.....	12
图 20:	美国酒店行业 RevPAR 和 ADR 情况.....	12
图 21:	美国酒店行业 OCC 情况.....	12
图 22:	首旅酒店主要经营指标恢复至 2019 年程度.....	13
图 23:	锦江酒店主要经营指标恢复至 2019 年程度.....	13
图 24:	华住集团主要经营指标恢复至 2019 年程度.....	13
图 25:	2021 年连锁酒店连锁化率.....	14
图 26:	国内酒店连锁化率呈现出上升趋势.....	14
图 27:	国内酒店门店数市场集中度情况.....	14
图 28:	国内酒店房间数市场集中度情况.....	14
图 29:	国内头部酒店集团门店数市场份额.....	15
图 30:	国内头部酒店集团房间数市场份额.....	15
图 31:	首旅酒店直营门店占比高于同行.....	17
图 32:	2016-2022H1 公司各业务毛利率情况.....	17
图 33:	公司酒店运营模式一览.....	17
图 34:	2016-2022H1 公司中高端酒店收入及占比.....	18
图 35:	2016-2022Q3 可比公司中高端酒店数占比.....	18
图 36:	2019-2021 公司如家 NEO 酒店数量及占比情况.....	18
图 37:	如家酒店升级改造对比.....	18
图 38:	2016-2022Q3 公司各类酒店数变化情况.....	19
图 39:	2016-2022 Q3 公司各类酒店数占比变化情况.....	19
图 40:	2016-2022Q1-Q3 公司新开店数量及增速情况.....	19
图 41:	2017-2022Q3 公司储备店数量及增速情况.....	20
图 42:	2020-2022Q3 公司储备店结构拆分.....	20

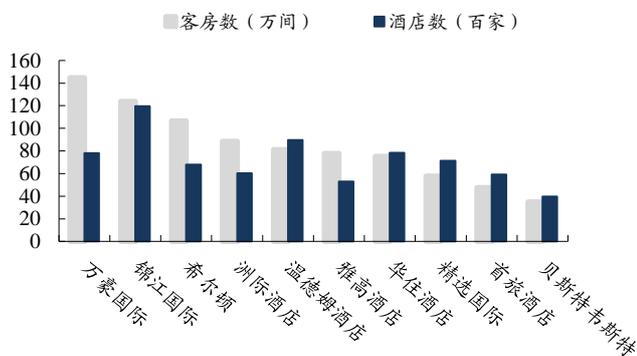
图 43:	2016-2022Q1-Q3 公司特许管理新开店数及占比	20
图 44:	2016-2022Q3 公司直营和特许管理酒店数占比	20
图 45:	中小城市酒店连锁化率低.....	21
图 46:	中小规模酒店连锁化率低.....	21
图 47:	2020-2022Q1-Q3 公司轻管理新开店数量及占比	21
图 48:	2019-2022Q3 公司轻管理酒店数量及增速情况	21
图 49:	诺金酒店公司股权图（数据截至 2022 年 10 月）	22
图 50:	北京环球度假区环球影城大酒店.....	22
图 51:	北京环球度假区诺金度假酒店.....	22
图 52:	2016-2022Q1-Q3 可比公司销售毛利率对比情况	23
图 53:	2016-2022 Q1-Q3 可比公司销售净利率对比情况	23
图 54:	2016-2022 Q1-Q3 可比公司销售费用率对比情况	24
图 55:	2016-2022 Q1-Q3 可比公司管理费用率对比情况	24
表 1:	公司管理层简介.....	9
表 2:	公司主要成本费用拆分.....	15
表 3:	经济型酒店直营门店单店模型拆分.....	16
表 4:	公司预计开店和实际开店情况.....	19
表 5:	北京环球度假区酒店房型及价格情况.....	22
表 6:	首旅酒店关键经营数据假设和营业收入拆分预测	24
表 7:	首旅酒店三费率预测	25
表 8:	首旅酒店收入及归母净利润预测（单位：亿元）	25
表 9:	首旅酒店可比公司估值.....	26

1. 公司概况：首旅集团所属企业，全国第三大连锁酒店

1.1. 发展历程：酒店行业龙头企业，整体规模位居第三

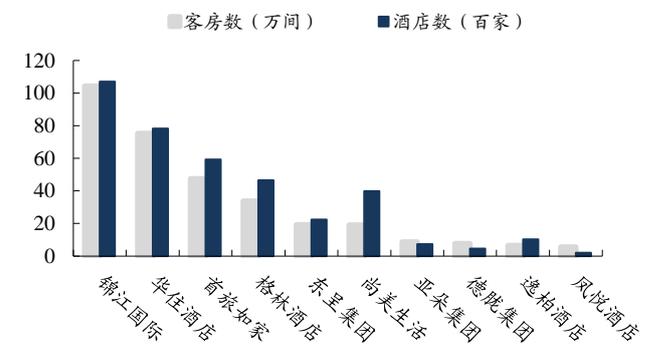
酒店行业龙头企业，整体规模位居第三。首旅酒店前身为北京首都旅游股份有限公司，成立于1999年，于2001年在上海证券交易所成功上市，于2013年正式更名为北京首旅酒店（集团）股份有限公司，并于2012年开始剥离展览业务和旅游业务，确立了酒店业务的主营地位。公司是国内酒店行业的龙头企业，涵盖了酒店投资、酒店运营及管理、景区经营等三项主营业务。据《HOTELS》公布的2021年度“全球酒店集团225强”排行显示，首旅酒店以5916酒店数、47.5万间客房数跻身全球第九。据中国饭店协会和盈蝶咨询公布的数据显示，首旅酒店整体规模位列中国酒店集团第三，仅次于锦江国际和华住酒店。

图1：2021年全球前十大酒店集团规模



数据来源：《HOTELS》，东吴证券研究所

图2：2021年末中国前十大酒店集团规模



数据来源：盈蝶咨询，东吴证券研究所

完成如家私有化，不断完善品牌矩阵。2016年在完成私有化如家后，公司酒店数和客房数在当年跃居行业第二，并与如家实现了优势互补、资源整合，为公司的整体业务带来了升级。同时，公司通过兼并收购、资产置换、自主推出、合作推出等多种形式在酒店品牌上不断进行拓展，截止到2022年10月，公司旗下共有34个酒店品牌，囊括了高端、中高端、中端、经济型和休闲度假等多个档次，实现了全系列的覆盖。

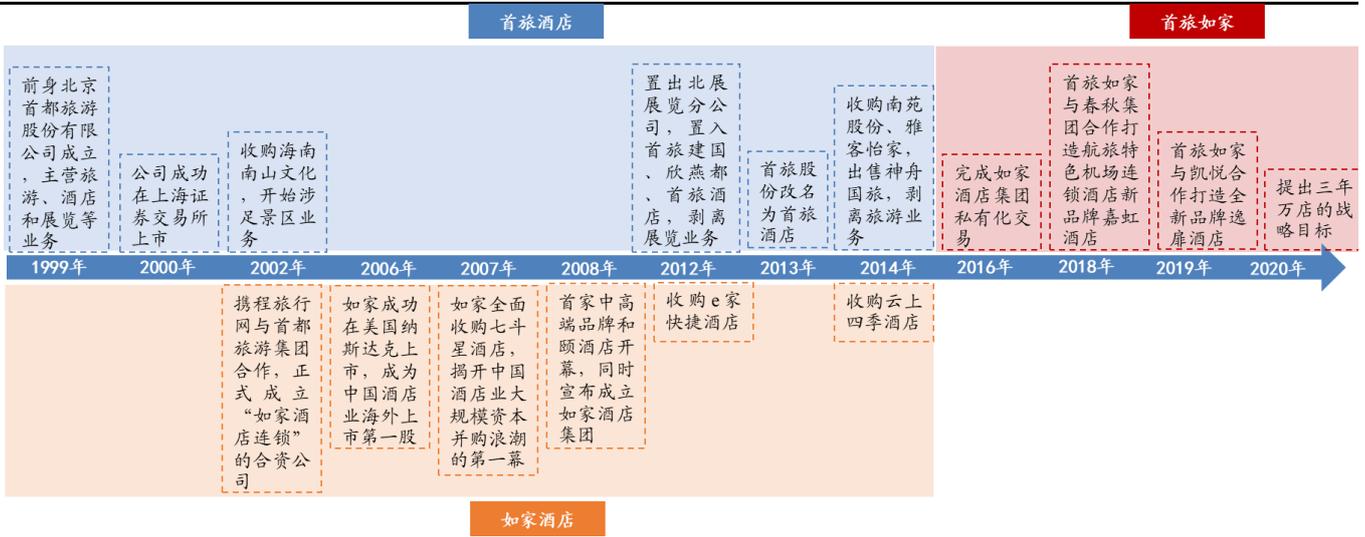
公司从成立至今可分为三个发展阶段：

第一阶段（1999年-2011年）：公司早期旅行，酒店，展览等多业务条线并行。公司成立时，并非专注于酒店业务，而是涵盖了旅行、酒店和展览等多种业务，2001年IPO上市，2002年收购海南南山文化，开始涉足景区运营业务。

第二阶段（2012年-2015年）：剥离展览旅游业务，确立酒店主营地位。公司于2012年通过资产置换剥离了展览业务、置入了首旅建国、欣燕都、首旅酒店等酒店管理公司，于2014年出售神舟国旅剥离旅游业务、收购了南苑股份和雅客怡家。通过业务剥离和品牌收购，确立了酒店业务的主营地位，并于2013年正式将“首旅股份”改名为“首旅酒店”。

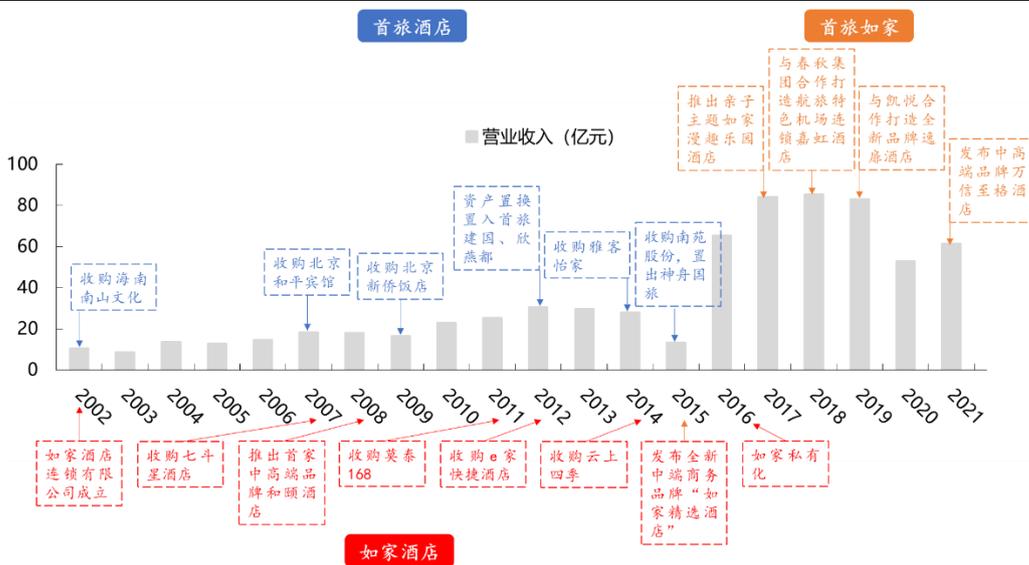
第三阶段（2016-现在）：如家私有化，加快品牌迭代升级。2016年公司完成如家私有化交易，整体业务规模得到较大提升。同时，公司不断完善中高端产品线，陆续推出了嘉虹、逸菲、万信至格等中高端品牌，并将现有经济型酒店升级改造为如家 NEO 3.0，有效地提升了公司品牌形象。此外，公司在2020年提出“三年万年”的战略目标，逆市开店不断提速。

图3：首旅酒店发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

图4：首旅如家品牌发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

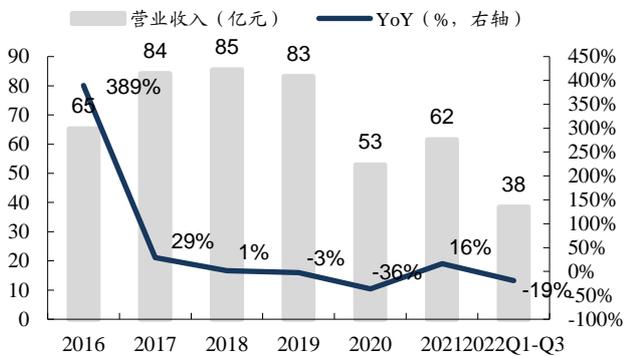
1.2. 主营业务：酒店投资运营和景区业务受疫情影响较大

公司主要运营中高端及经济型酒店和景区两大块业务。其中酒店板块品牌以经济型酒店头部品牌如家，中高端酒店如家商旅，如家精选，和颐为代表，运营模式分为直接

运营和酒店管理。2021 年酒店板块实现收入 58.3 亿元，同比增速+16%，截至 2022 年 6 月底公司总门店数 5942 家，2021 年净开 1021 家，景区板块实现收入 3.2 亿元，同比增速 26.9%。

受疫情影响，业绩暂时承压。自如家并表以来到疫情前，公司保持着较为稳健的增长，2020 年新冠开始后，公司酒店和景区业务均受到明显影响，之后多轮疫情复发对业务恢复也有一定扰动。2021 年实现营业收入 62 亿元，同比+16%；实现归母净利润 0.6 亿元，同比+111%。2022 上半年受到上海、深圳等大型城市的疫情冲击，营业收入和净利润下滑明显，2022H1 实现营业收入 23 亿元，同比-26%；归母净利润亏损 3.8 亿元。静待疫后复苏。

图5：2016-2022Q1-Q3 公司营业收入及增速情况



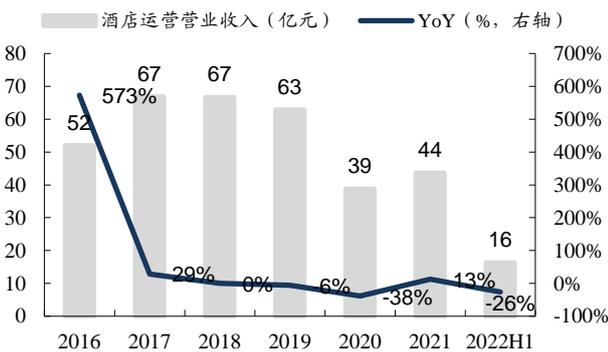
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2016-2022Q1-Q3 公司归母净利润及增速情况



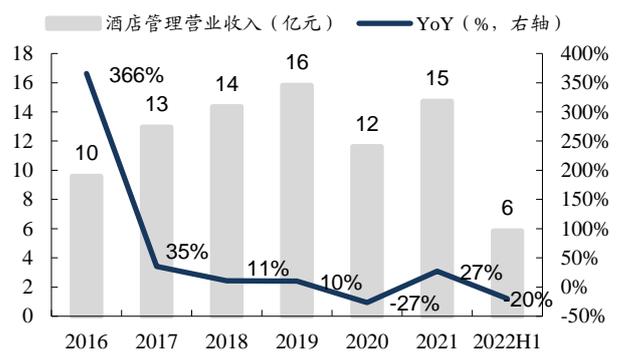
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：2016-2022H1 酒店运营营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：2016-2022H1 酒店管理营业收入及增速情况



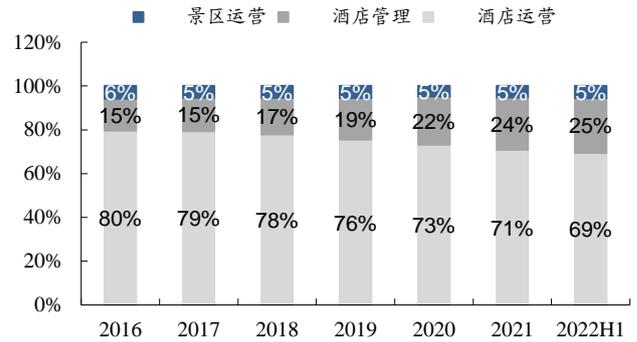
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2016-2022H1 景区运营营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：2016-2022H1 公司各业务收入占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

如家系酒店为公司核心资产，近年来加盟酒店加速发力。截至2022年9月底，公司共有酒店数5888家，其中直营门店702家，特许5186家。按酒店档次划分，公司旗下主要包括经济型和中高端连锁酒店，其中经济型酒店主要包括如家，莫泰和蓝牌驿居等品牌，公司经济型酒店数合计2078家，其中如家品牌酒店数1753家，莫泰和蓝牌驿居分别为153家和122家。中高端酒店合计酒店数1496家，其中如家商旅，如家精选和和颐分别为698家，317家和166家。轻管理模式下酒店合计2287家。疫情前的2019年，公司酒店运营收入63亿元，酒店管理收入16亿元，主要得益于加盟店的增长。

景区业务主要包括海南5A级景区南山景区。公司2002年收购了海南南山文化旅游开发有限公司74%的股权，现控股74.8%。南山文化旅游区位于海南省三亚市西南40公里处，主要景点有南山寺、海上观音、不二法门、观音文化苑、天竺圣迹、佛名胜景观苑、十方塔林与归根园等，是中国佛教名山胜地，2021年景区收入3.2亿元，同比+27%；2022年受全国多地疫情影响，上半年实现营收1.3亿元，同比-39%。

图11：海南南山景区景观



数据来源：南山文化旅游公众号，东吴证券研究所

图12：南山景区地理位置



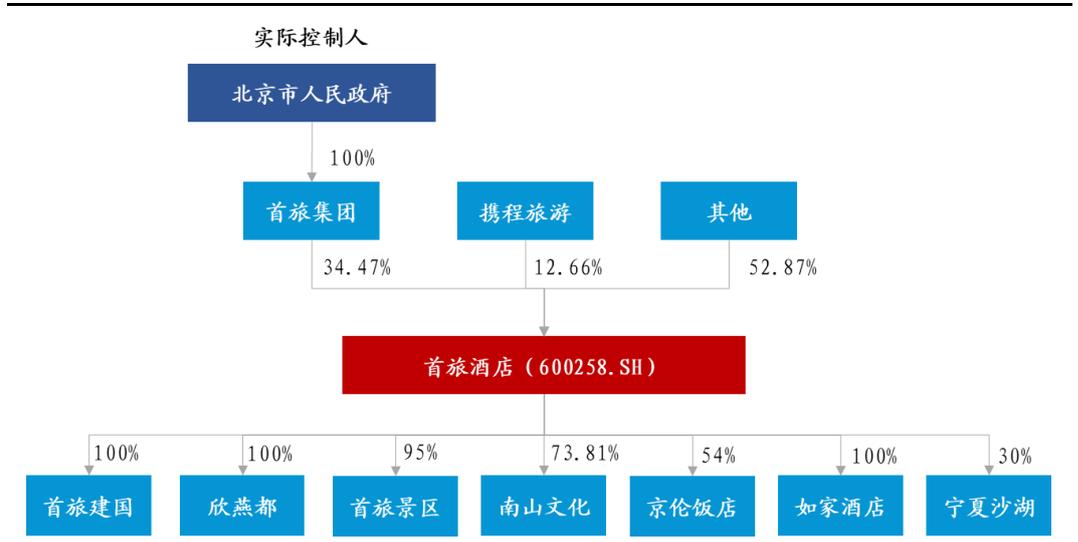
数据来源：百度地图，东吴证券研究所

1.3. 国资控股行稳致远，管理团队经验丰富

背靠北京国资委旗下首旅集团，为住宿战略业务单元上市平台。公司控股股东为首旅集团，持股34.39%，实际控制人为北京市国资委。首旅集团成立于1998年，为国有

资本运营公司，涵盖“文娱、商业、住宿、餐饮、出行”五大战略业务单元，旗下拥有“首旅酒店”“王府井”“全聚德”三家上市公司，各业务单元齐心不断拓展布局，深化内部协同效应。

图13: 首旅酒店股权结构 (更新至 2022 年 12 月)



数据来源: iFind 同花顺, 东吴证券研究所

保留原有如家管理团队，产业经验丰富。公司管理团队经验丰富，深耕酒店、旅游等行业，拥有多年的酒旅行业经验。公司在 2016 年私有化如家后，保留部分如家原有的管理团队，原如家酒店 CEO 孙坚担任首旅酒店的总经理，原如家酒店的 CFO 李向荣担任首旅酒店的财务总监。

表1: 公司管理层简介

姓名	职位	年龄	任职日期	简介
白凡	董事长	53	2020 年 4 月	工商管理硕士,正高级会计师。曾任北京首都旅游集团有限责任公司党委常委、财务总监、副总经理,现任首旅集团党委副书记、董事、总经理,全聚德(集团)董事长,首旅酒店(集团)董事长。
孙坚	总经理	58	2016 年 9 月	上海医科大学学士。自 2004 年起担任如家酒店集团的董事兼首席执行官,拥有逾十年的消费行业经验。
霍岩	常务副总经理	45	2020 年 11 月	经济学学士。曾任西苑饭店销售经理,上海京诺投资有限公司常务副总经理,首旅置业副总经理;北京首都旅游集团有限责任公司股权运营与管理中心总经理。
李向荣	副总经理、财务总监	49	2016 年 9 月	工商管理硕士,中国注册会计师,国际特许公认会计师公会(ACCA)资深会员。2014 年 8 月加入如家酒店集团,担任首席财务官。
姜晓明	副总经理	52	2022 年 10 月	研究生学历,曾任北京国际饭店销售部总监,客务部副总监,市场销售部总监;亮马河大厦党委委员,总经理助理,副总经理;西安建国饭店党委委员,总经理;首旅建国酒店管理公司常务副总裁,高端酒店事业部副总经理。现任首旅酒店集团党委委员,高端酒店事业部总经理;首旅建国首旅京伦联合党总支书记,总经理。
张淑娟	副总经理	47	2022 年 10 月	研究生学历,曾在联合利华,香港 Adsfax 广告公司,好又多管理顾问咨询有限公司等公司任职;曾任好又多全

国商品部杂货和自有品牌高级经理，品类管理高级经理；沃尔玛中国供应商发展与品类管理总监，市场部负责人高级总监，市场部副总裁，公共关系副总裁，首席市场官；沃尔玛市场部咨询顾问。现任如家酒店集团执行资深副总裁兼首席战略官。

段中鹏 副总经理、董 2004年3月任
事会秘书 55 董秘、2016年9
月任副总经理

经济学硕士，高级金融经济师。历任首旅集团董事长秘书兼证券部副经理、证券事务代表、证券部经理、董事会秘书、党委委员、总经理助理；首旅酒店(集团)董事、党委委员、董事会秘书、总经理助理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 酒店行业：疫情加速供给出清，静待需求疫后复苏

2.1. 短期：酒店行业疫情下需求不足，行业“产能”加速出清

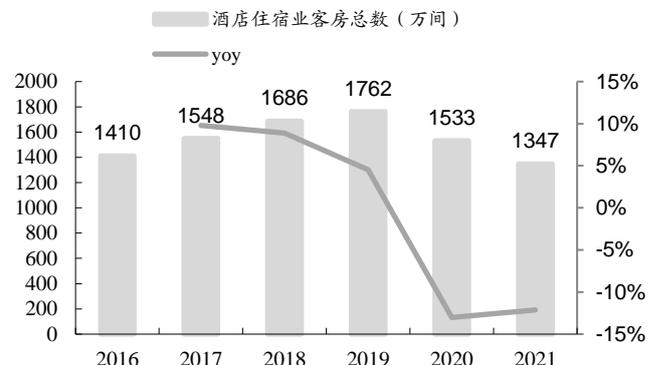
2019年之前，国内酒店住宿业整体处于扩张周期。随着城镇化的不断提升，疫情前酒店行业供给端整体处于逐年上升的状态。2018年酒店住宿业门店总数达到峰值34.4万家，2019年酒店住宿业总客房数达到了峰值1762万间。

图14：国内酒店住宿业门店总数



数据来源：盈蝶咨询，东吴证券研究所

图15：酒店住宿业客房总数



数据来源：盈蝶咨询，东吴证券研究所

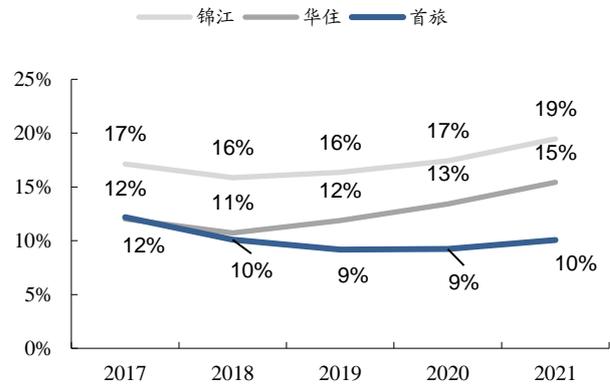
疫情下行业出清加速，单体酒店抗风险能力差，总数下滑明显。2020年开始受到疫情影响，酒店住宿业门店总数开始明显下滑，其中2020年/2021年酒店住宿业门店总数分别为27.9万家/25.2万家，同比下滑分别为17%/10%。其中关闭或歇业的主要为单体酒店，2020年和2021年连锁客房总数仍然呈现稳步增长，单体酒店客房总数的显著下滑，使得行业连锁化率呈现加速提升的趋势。主要由于疫情下单体酒店抗风险能力差，较难承担疫情反复带来的冲击，选择暂时或永久退出行业，或加盟连锁酒店集团强化管理和引流能力。因而相应带来的是在连锁化率提升的同时，龙头酒店集团在连锁酒店市场的占有率逆势提升。

图16: 疫情加速中国酒店市场连锁化率提升



数据来源: 盈蝶咨询、东吴证券研究所

图17: 疫情带动连锁酒店集团龙头市占率逆势提升

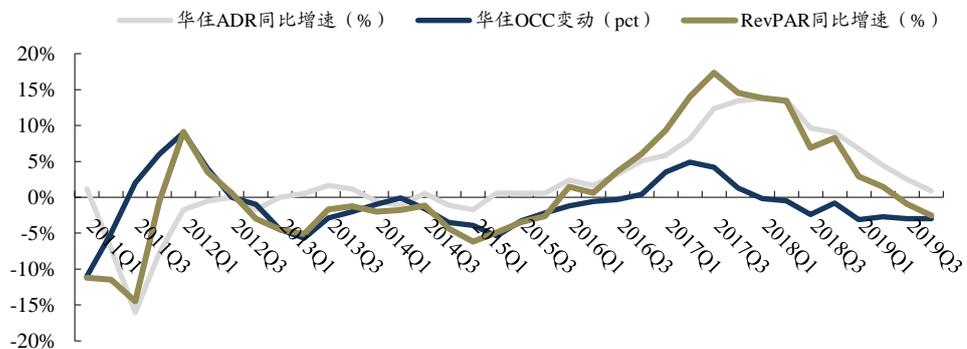


数据来源: 公司公告、盈蝶咨询、东吴证券研究所

酒店行业供需关系具有明显周期性。酒店行业供给与需求易出现周期性错配，主要由于行业投资意愿通常在经济萧条时萎靡，倾向于在经济景气时逐步释放，而酒店装修周期在半年到一年，因而产能投放相较酒店业景气程度反映滞后，呈现出周期性的供需错配。反映到市场各经营主体的业务数据上看，具有一定程度的同步性。

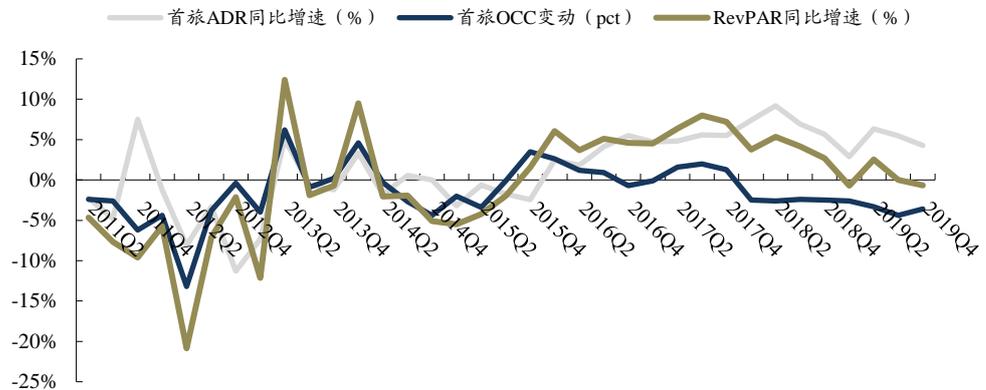
以华住和如家疫情前历年经营数据来看，入住率（OCC）和平均房价（ADR）呈现一定的周期共振。由于酒店入住率和房价均存在季节性因素影响，在此我们将OCC数据处理为变动值（当季数-去年同期数），ADR和RevPar（单房收入 $RevPar = OCC * ADR$ ）处理为同比增速（当季数/去年同期数-1）。以华住和如家疫情前历年经营数据为例，OCC变动转正后，即当年需求呈现出比往年需求相对提升时，平均房价ADR持续上涨带动RevPar上涨。OCC变动到顶时，即需求相对往年提升最大时，ADR增速上涨最快。RevPar受两个因素的综合作用，呈现出OCC变动从开始转正到见顶期间，RevPar处于持续提速的阶段。而当OCC变动转负时，说明整体需求开始较去年同期变弱，平均房价ADR增速见顶，增长动力逐步放缓。

图18: 华住集团ADR同比增速+OCC同比变动情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 首旅如家 ADR 同比增速+OCC 同比变动情况

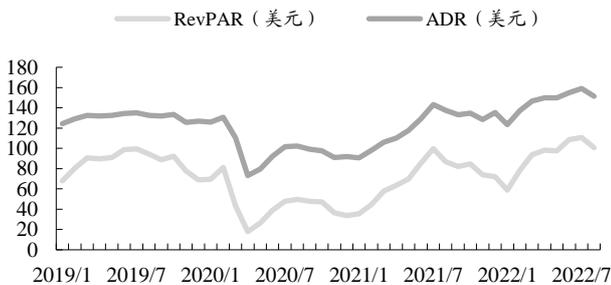


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 中期: 参考美国酒店行业恢复情况, 疫后恢复弹性可期

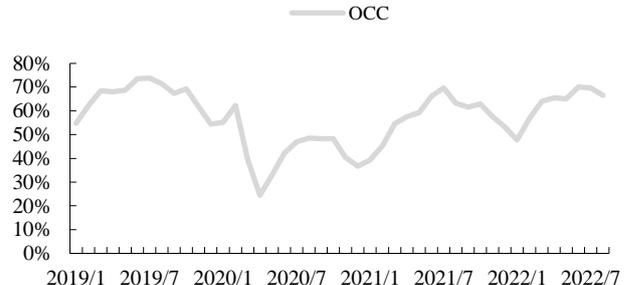
美国酒店行业疫后复苏弹性十足, 静待国内需求恢复。我们参考美国酒店行业的恢复情况, 2020 年疫情对美国酒店行业造成了较大的冲击, ADR 从 2019 年高点的 135 美元下滑到 2020 年 4 月最低的 73 美元, OCC 从 2019 年最高的 74% 下滑到 2020 年 4 月的 24.5%, 但很快随之美国经济活动的恢复, ADR 和 OCC 都有明显恢复, 且表现出较强的弹性, 虽然 2021-2022 年也有多轮疫情反复, 但酒店行业整体的 OCC 已经基本恢复到了疫情前的水平, 同时随着通胀上行, ADR 已经高于疫情前水平。

图20: 美国酒店行业 RevPAR 和 ADR 情况



数据来源: STR, 东吴证券研究所

图21: 美国酒店行业 OCC 情况

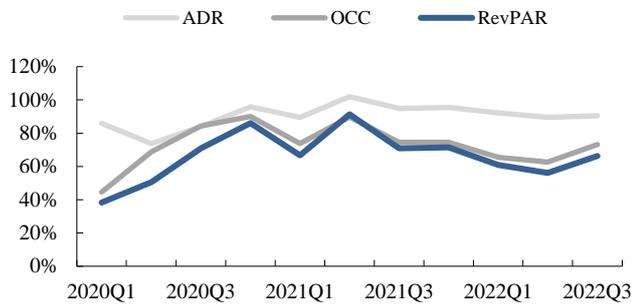


数据来源: STR, 东吴证券研究所

国内龙头企业在需求仍有较大恢复空间时, 平均房价已基本恢复至 2019 年水平, 静待需求恢复量价齐升。由于 2 年间各酒店集团产品结构持续升级, 2022 年 Q3, 华住/锦江/首旅三大龙头企业的 ADR 已经恢复到了 2019 年的 104%/100%/91%, OCC 恢复至 2019 年的 77%/82%/73%, RevPAR 已经恢复到了 2019 年的 80%/82%/66%, 可以看到, 平均房费已经基本恢复到了 2019 年水平, 但由于疫情反复导致酒店入住率较低, 对 RevPAR 有较大影响。未来随着疫情的恢复带动社会活动持续修复, 入住率的提升将

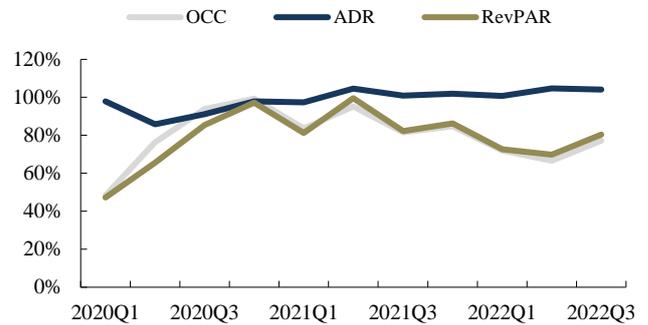
带动 RevPAR 出现较大向上弹性。

图22: 首旅酒店主要经营指标恢复至 2019 年程度



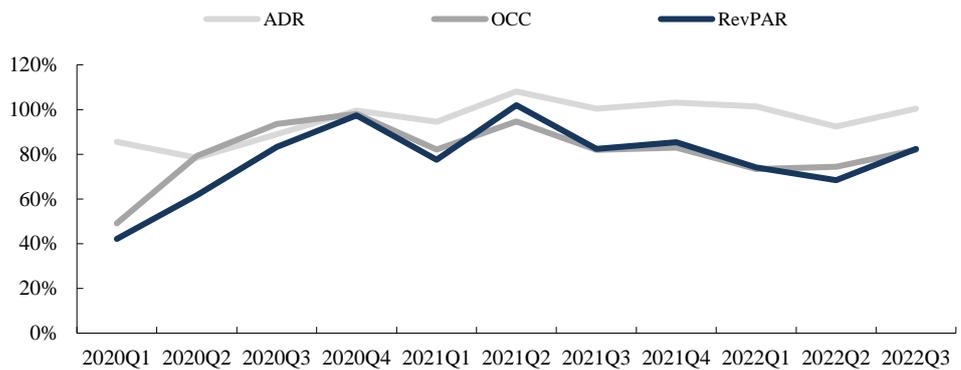
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图23: 锦江酒店主要经营指标恢复至 2019 年程度



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图24: 华住集团主要经营指标恢复至 2019 年程度

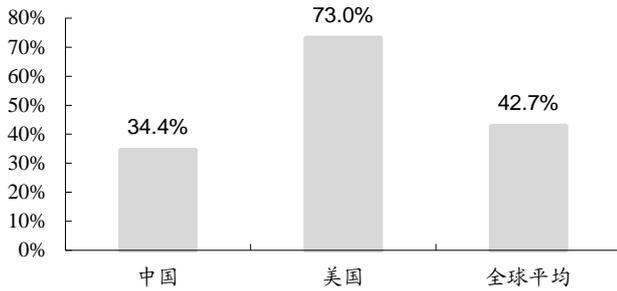


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.3. 长期: 市场集中度阶段式持续上升, 有周期更有成长

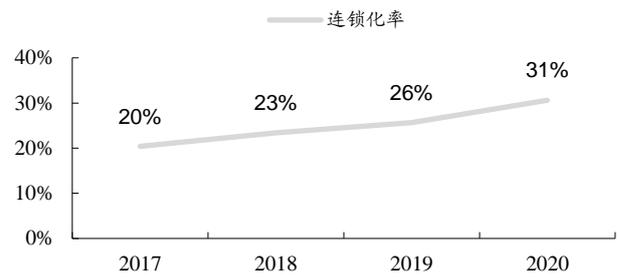
国内单体酒店占比高, 行业连锁化率还有提升空间。中国酒店行业格局相对分散, 从结构上来看, 单体酒店的总量占比仍然较高, 酒店行业连锁化率较低, 2021 年连锁化率约 34%, 而美国酒店连锁化率 2021 年达到了 70%以上, 全球酒店平均连锁化率也在 40%以上, 相比于发达国家我国酒店连锁化率还有提升空间。

图25: 2021年连锁酒店连锁化率



数据来源: 亚朵招股书, 东吴证券研究所

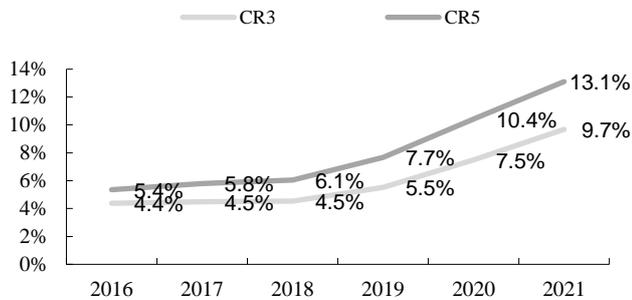
图26: 国内酒店连锁化率呈现出上升趋势



数据来源: 盈蝶咨询, 东吴证券研究所

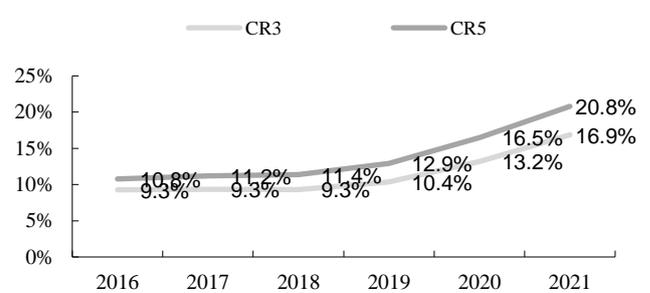
长期来看, 酒店行业集中度提升是大趋势。酒店行业龙头具有以下几大优势穿越周期持续提升市占率: 1) **新客引流**: 深耕多年实现的品牌认知, 自建及维护庞大的客户数据池, 为旗下酒店提供更强的引流作用; 2) **老客复购**: 更强的产品标准化能力, 给予客户稳定服务体验, 以实现较高的客户黏性; 3) **高效运营**: 更大的经营&采购规模对应的议价权, 使得单位成本产出更高, 或单位产出成本更低; 4) **持续扩张**: 成体系的管理经营能力和更优的单店模型, 跨区域发展能力更强; 5) **资本平台**: 主要酒店龙头均已上市, 具备更强的融资能力, 抵御风险和周期波动的能力更强。自疫情以来, 行业头部公司危中寻机、逆势扩张, 市场份额加速提升, 行业集中度也在快速提升。对比全球成熟市场的行业集中度, 长期来看国内市场酒店行业集中度还有进一步提升的空间。

图27: 国内酒店门店数市场集中度情况



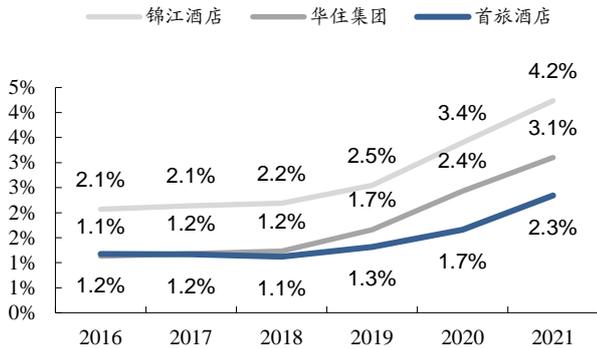
数据来源: 盈蝶咨询, 东吴证券研究所

图28: 国内酒店房间数市场集中度情况



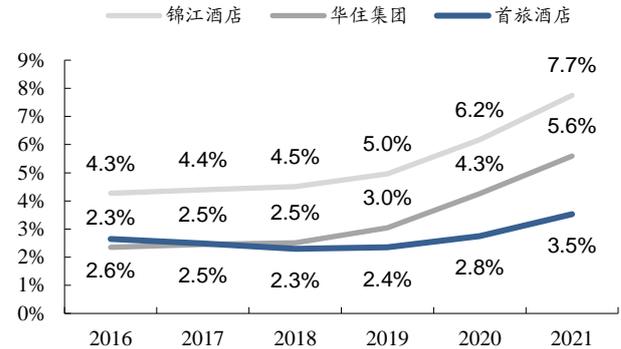
数据来源: 盈蝶咨询, 东吴证券研究所

图29: 国内头部酒店集团门店数市场份额



数据来源: 盈蝶咨询, 东吴证券研究所

图30: 国内头部酒店集团房间数市场份额



数据来源: 盈蝶咨询, 东吴证券研究所

3. 首旅酒店: 直营门店占比高, 业绩弹性大, 静待疫后复苏

3.1. 短期: 直营门店占比高于同行, 业绩弹性大

租金费用和人员薪酬是酒店公司最主要的成本开支。我们选取疫情前公司披露的酒店板块收入成本拆分, 在成本项租赁费和职工薪酬是最主要的成本费用开支, 其中租赁费用 2018 年/2019 年占收入比重均在 26%/28%。其次折旧摊销、能源费和物料消耗在 2019 年占收入比重分别为 11.6%/6.5%/4.2%。

表2: 公司主要成本费用拆分

	金额 (亿元)		占收入比重	
	2018	2019	2018	2019
酒店运营收入	66.55	62.79	100.0%	100.0%
酒店成本	4.33	2.00	6.5%	3.2%
租赁费	17.54	17.65	26.4%	28.1%
职工薪酬	14.08	12.88	21.2%	20.5%
折旧及摊销	7.65	7.28	11.5%	11.6%
能源费	4.57	4.09	6.9%	6.5%
物料消耗	2.63	2.64	4.0%	4.2%
其他	7.89	7.50	11.9%	11.9%
营业成本+销售费用合计	58.71	54.05	88.2%	86.1%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

直营模式下业绩弹性更高。我们以公司经济型(如家)的单店模型为例, 在疫情前正常经营情况下, 平均单店的年收入可达到 546 万元, 利润率约在 5%左右, 并且我们假设 ADR 提升 1%, 单店净利润可提升 12%, OCC 提升 1pct, 单店净利润可提升 11%, 如果 ADR 提升 5%, 单店净利润可提升 59%, OCC 提升 5pct, 单店净利润可提升 56%。在直营模式下, 单店由于经营杠杆较高, 因此对应的利润弹性也更高, 而在加盟模式,

集团的收入基本与加盟门店的总收入呈现出较为稳定的线性关系。

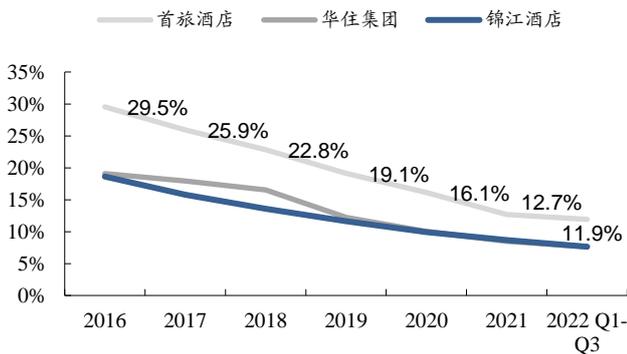
表3: 经济型酒店直营门店单店模型拆分

	原始状态	ADR 提升 1%	OCC 提升 1pct	ADR 提升 5%	OCC 提升 5pct	
单店装修成本 (万元/间)	6	6	6	6	6	
总成本 (万元)	660	660	660	660	660	
面积 (平方米)	3000	3000	3000	3000	3000	
房间数 (间)	110	110	110	110	110	
ADR (元)	170	171.7	170	178.5	170	
OCC	80%	80%	81%	80%	85%	
RevPAR	136.0	137.4	137.7	142.8	144.5	
天数 (天)	365	365	365	365	365	
收入 (万元)	546	552	553	573	580	
租金成本 (万元)	219	219	219	219	219	假设租金 2 块钱每平方米一天
折旧摊销 (万元)	66	66	66	66	66	总成本分 10 年摊销
人工成本 (万元)	100	100	101	100	106	假设 20 个人, 每人年成本 5 万元
水电能源开支 (万元)	38	39	39	40	41	假设为收入的 7%
物料消耗 (万元)	22	22	22	23	23	假设为收入的 4%
营业利润 (万元)	101	106	106	125	125	
总部管理费用分摊	66	66	66	69	70	假设分摊比例是 12%
税前利润 (万元)	35.5	39.7	39.5	56.5	55.5	
所得税	25%	25%	25%	25%	25%	
税后利润 (万元)	26.6	29.7	29.6	42.4	41.6	
税后利润变动幅度		12%	11%	59%	56%	
净利润率	4.9%	5.4%	5.4%	7.4%	7.2%	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

直营门店占比高, 首旅有望在疫后复苏阶段享有更高的业绩弹性。截至 2022 年 Q3, 首旅酒店直营门店占比达到 11.9%, 在三大酒店集团中占比最高, 2022 年 H1 酒店运营业务收入 16.2 亿元, 占总收入接近七成比例。直营模式下业绩弹性更高, 目前疫情对反复对公司实际经营会有一些扰动, 但我们预计随着未来疫情的逐步恢复, 首旅有望兑现业绩弹性。

图31: 首旅酒店直营门店占比高于同行



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图32: 2016-2022H1 公司各业务毛利率情况

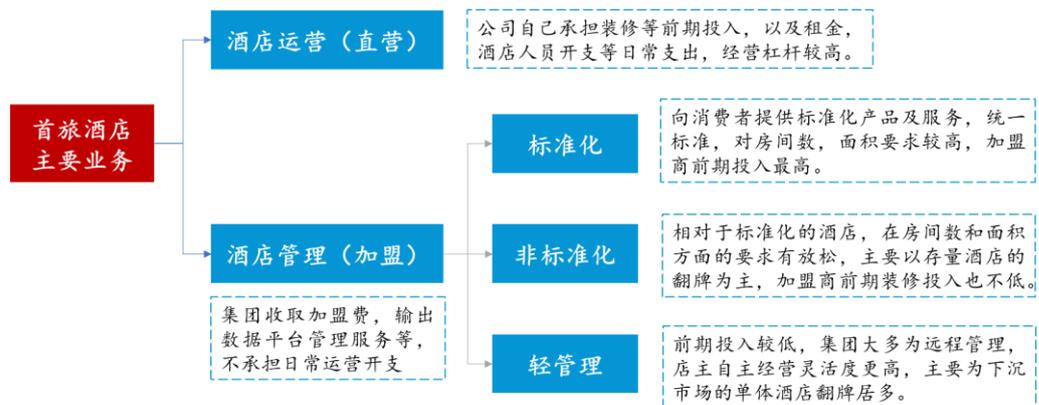


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 中长期: 中高端型酒店占比逐步提升, 带动平均房价提升

酒店业务直营与加盟并举, 兼有景区业务。公司收入主要来源于酒店业务和景区业务, 其中酒店业务主要包括酒店运营和酒店管理。酒店运营业务(直营)主要指通过租赁物业来经营酒店, 公司向顾客提供住宿及相关服务取得收入; 酒店管理业务(加盟)包括品牌加盟、输出管理和其他特许业务, 向酒店业主收取品牌及管理服务费取得收入。

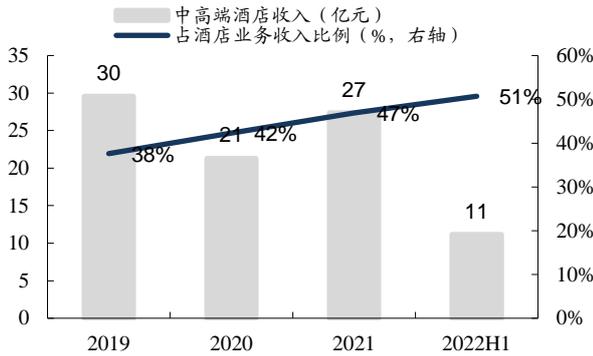
图33: 公司酒店运营模式一览



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

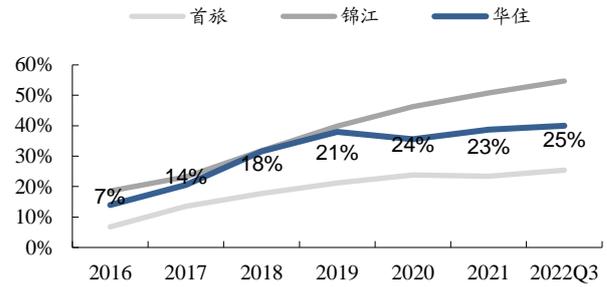
中高端酒店比例稳步提高, 产品结构不断优化。公司于2016年成立了中高端和高端酒店事业部, 从2018年开始陆续推出了嘉虹、逸扉、万信至格等新中高端酒店品牌, 进一步完善了公司在中高端酒店市场的布局。中高端酒店数量占比也从2016年的7%提升到2022H1的24%。中高端酒店收入和占酒店业务收入比例也不断上升, 2022H1中高端酒店收入为11亿元, 占酒店业务收入比例上升至51%。

图34: 2016-2022H1 公司中高端酒店收入及占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 中高端酒店收入为计算得出

图35: 2016-2022Q3 可比公司中高端酒店数占比

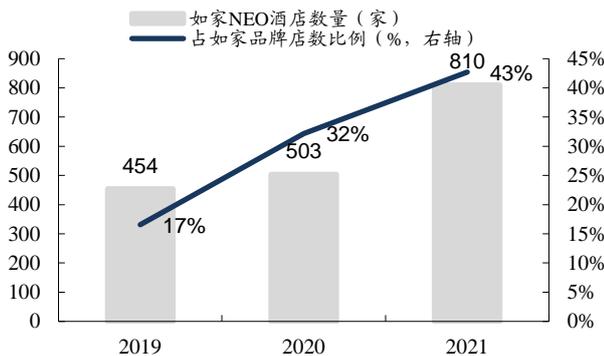


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 2022Q3 华住数据为 2022H1 (Q3 数据尚未披露)

对照可比公司, 中高端酒店拓展仍有上升空间。公司中高端酒店比例一直在稳步提升, 但对比锦江酒店 (2022H1 为 53%) 和华住集团 (2022H1 为 40%) 的数据, 仍有较大的上升空间。未来随着中高端酒店比例的不断提高, 公司的盈利能力有望实现进一步提升。

现有经济型酒店进行升级, 加速产品结构优化。公司积极挖掘存量潜力, 持续将存量的经济型产品升级改造至 NEO 3.0 及如家商旅、如家精选等中端产品。截至 2021 年底, 如家 NEO 3.0 酒店数量增至 810 家, 占如家品牌店数比例提升至 42.7%。酒店更新升级后有望带来房价和整体品牌调性的提升。

图36: 2019-2021 公司如家 NEO 酒店数量及占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

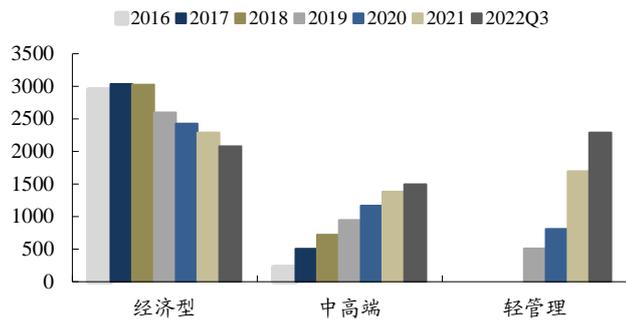
图37: 如家酒店升级改造对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

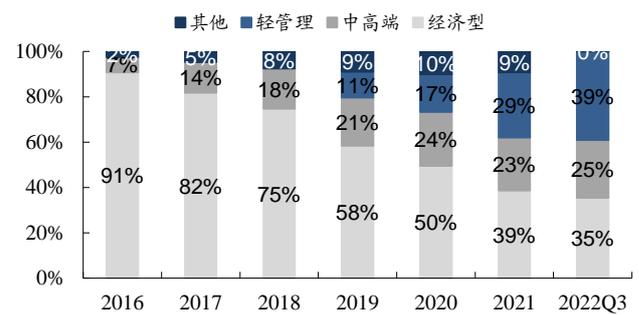
推出非标、轻管理等加盟形式, 快速抢占市场。在存量酒店和下沉市场的渗透中, 公司 2016 年公司推出新的品牌输出模式“云品牌系列” (派柏.云、睿柏.云、素柏.云), 相较于之前的标准化加盟酒店品牌, 轻管理的特点在于集团对潜在加盟物业的外形, 面积等方面条件更为宽松, 酒店业主前期投入较低, 筹备时间短, 需要承担的加盟费也更低, 该模式主打存量市场和下沉市场, 能够实现快速拓店。

图38: 2016-2022Q3 公司各类酒店数变化情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图39: 2016-2022 Q3 公司各类酒店数占比变化情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 战略目标三年万店, 轻管理模式加速拓店

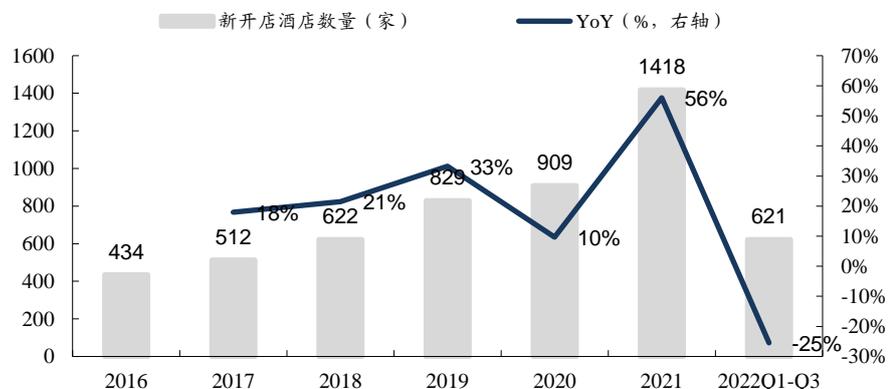
战略目标三年万店, 加速下沉渗透。公司于2020年提出“三年万店”的战略目标, 加速下沉渗透, 2021年新开店1418家, 同比+56%, 创造历史新高, 顺利完成了2021年的开店目标。2022前三季度全国受到疫情的影响较大, 开店速度有所下滑, 关店数增多, 公司对2022年的开店目标下调至1300-1400家。

表4: 公司预计开店和实际开店情况

	2018	2019	2020	2021	2022 三季度末
开店目标	不少于 450 家	不低于 800 家	800-1000 家	1400-1600 家	1800-2000 家
实际开店	622 家	829 家	909 家	1418 家	621 家
目标完成	完成	完成	完成	完成	-
净开店数	337 家	401 家	445 家	1021 家	-28 家
年末酒店数	4049 家	4450 家	4895 家	5916 家	5888 家
储备店数量	530 家	660 家	1219 家	1791 家	2046 家

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

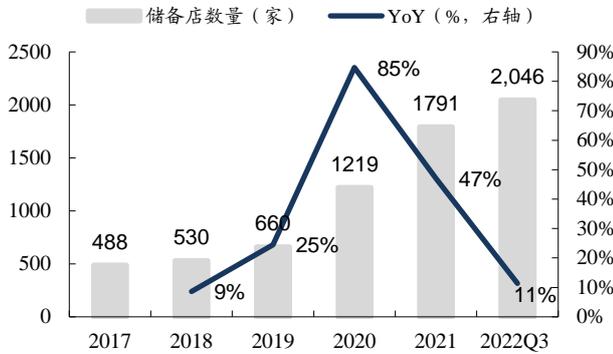
图40: 2016-2022Q1-Q3 公司新开店数量及增速情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

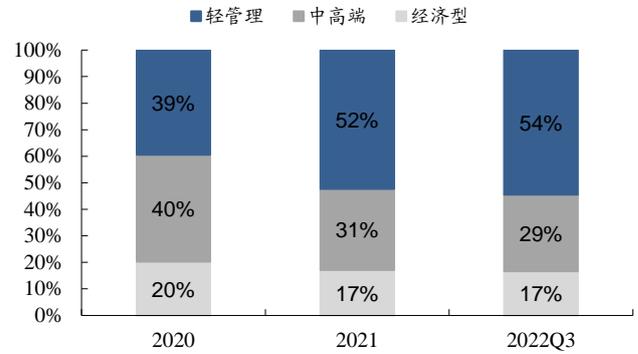
储备店数量充足，夯实拓店基础。截至 2022 三季度末，公司储备店达到 2046 家，同比+11%，为后续的新店开拓打下了坚实的基础。从储备店结构来看，轻管理酒店的占比在不断上升，未来轻管理模式仍将是公司扩张的主要形式。

图41: 2017-2022Q3 公司储备店数量及增速情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

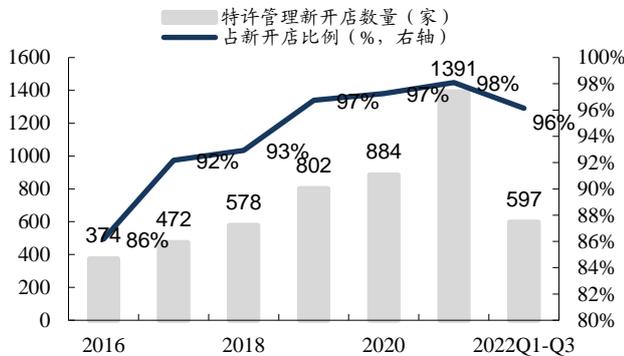
图42: 2020-2022Q3 公司储备店结构拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

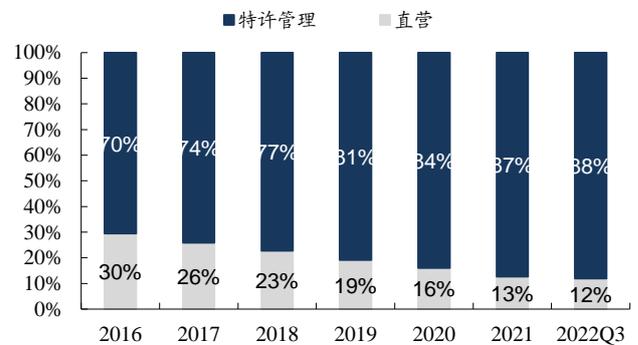
坚持以加盟为主的扩张策略，快速抢占市场份额。公司在扩张方式上主要选择了以轻资产的特许加盟作为主要发展方式，2021 年公司通过特许加盟方式开店 1391 家，占新开店比重 98.1%，截至 2022 三季度末，特许加盟方式运营的门店比例提升至 88%。

图43: 2016-2022Q1-Q3 公司特许管理新开店数及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

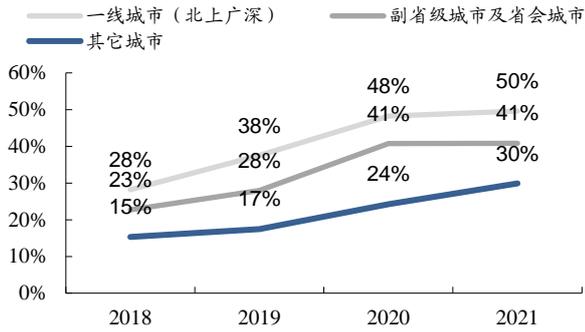
图44: 2016-2022Q3 公司直营和特许管理酒店数占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

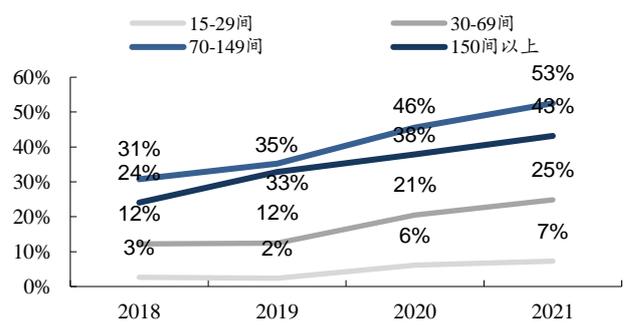
轻管理模式针对中小单体酒店，深度布局下沉市场。目前全国各低线城市仍存在大量规模相对较小的单体酒店，抗风险能力较差，在遭受多轮疫情冲击后，加入连锁品牌的意愿强烈。据盈蝶咨询数据显示，中小城市酒店和中小规模酒店连锁化率相对较低，下沉市场十分广阔。轻管理模式针对非标准化存量单体酒店市场，具备的“投资小、赋能高、回报快”的特点，能够对存量酒店进行快速的改造，帮助公司快速抢占下沉市场。2021 年公司轻管理新开店酒店数量为 954，占当年公司新开店酒店数比例的 67%；截止到 2022H1，公司共有轻管理酒店 1799 家，同比+67%。

图45: 中小城市酒店连锁化率低



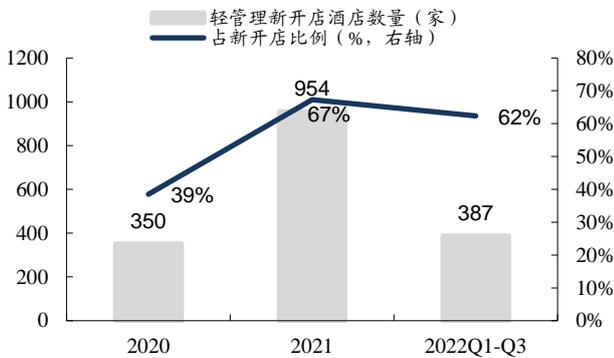
数据来源: 盈蝶咨询, 东吴证券研究所

图46: 中小规模酒店连锁化率低



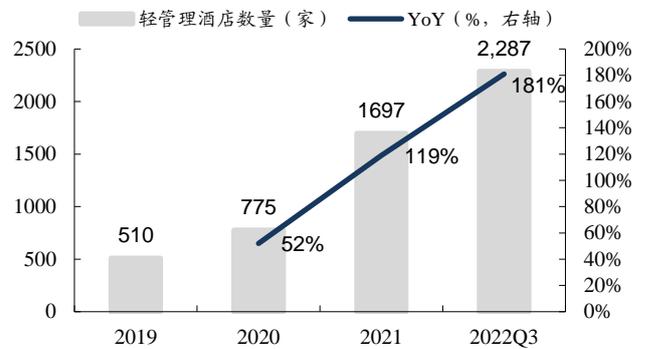
数据来源: 盈蝶咨询, 东吴证券研究所

图47: 2020-2022Q1-Q3 公司轻管理新开店数量及占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图48: 2019-2022Q3 公司轻管理酒店数量及增速情况

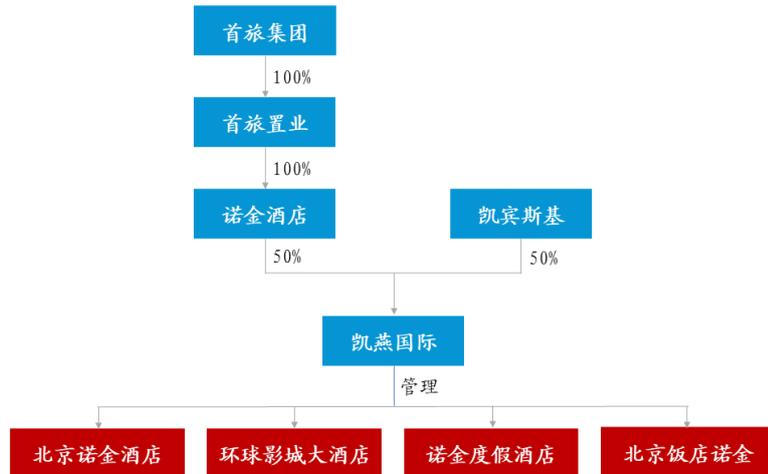


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.4. 诺金公司注入在即, 旗下环球影城两大酒店稳固首都基本盘

诺金公司注入在即, 旗下环球影城两大酒店有望给公司带来更多流量。据公司年报披露显示: 为解决同业竞争, 首旅集团承诺将于 2022 年 12 月 31 日之前将首旅置业持有的诺金公司 100%股权转让给首旅酒店或其下属公司。诺金公司为首旅集团旗下首旅置业的全资控股子公司, 并与凯宾斯基合资成立了凯燕国际, 凯燕国际拥有北京环球度假区的两大酒店—环球影城大酒店和诺金度假酒店的运营管理权。

图49: 诺金酒店公司股权图 (数据截至 2022 年 10 月)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

环球影城流量加持, 带来新增收入稳固首都基本盘。北京环球度假区于 2021 年 9 月 20 日正式开园, 园区内坐拥两大酒店—环球影城大酒店和诺金度假酒店, 两酒店定位高端, 环球影城酒店主打主题体验, 诺金度假酒店主打古朴典雅, 房价均在 1400 元以上, 两酒店共有 1200 间客房 (环球影城大酒店 800 间, 诺金度假大酒店 400 间)。按照年化 75%入住率、平均房价 1500-2000 元测算, 预计每年贡献增量营收在 4.9-6.6 亿元区间, 以公司 2021 年营收为基数带来 8.0%-10.7%的增量。

图50: 北京环球度假区环球影城大酒店



数据来源: 北京环球度假区官网, 东吴证券研究所

图51: 北京环球度假区诺金度假酒店



数据来源: 北京环球度假区官网, 东吴证券研究所

表5: 北京环球度假区酒店房型及价格情况

环球影城大酒店			诺金度假酒店		
房型	工作日房价	周末及节假日房价	房型	工作日房价	周末及节假日房价
豪华大床房	1484 元	1696 元	豪华大床房	1696 元	1908 元

豪华双大床房	1484 元	1696 元	豪华双大床房	1696 元	1908 元
小黄人大床房	1908 元	2226 元	花园景观大床房	1749 元	2014 元
小黄人双大床房	1908 元	2226 元	花园景观双大床房	1749 元	2014 元
城市大道景观大床房	1590 元	1802 元	行政豪华大床房	2544 元	2756 元
城市大道景观双大床房	1590 元	1802 元	行政双大床房	2332 元	2544 元
好莱坞大道景观大床房	1696 元	1908 元	豪华套房	3816 元	4028 元
好莱坞大道景观双大床房	1696 元	1908 元	诺金套房	15781.28 元	15781.28 元
高级豪华大床房	1590 元	1802 元			
功夫熊猫主题双大床房	2544 元	2756 元			
豪华套房	3074 元	3286 元			
功夫熊猫家庭套房	3392 元	3604 元			
尊享套房	4664 元	4876 元			
好莱坞套房	11541.28 元	11541.28 元			

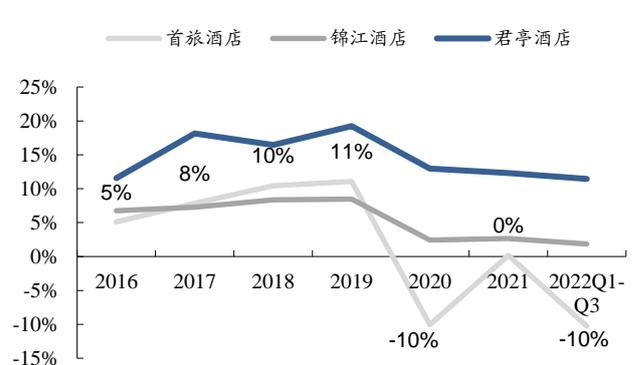
数据来源：北京环球度假区官方微信小程序，东吴证券研究所；注：工作日数据选取“2022年11月24日-25日”价格，周末及节假日数据选取“2022年11月22日-23日”价格

4. 财务分析：需求复苏带动净利率弹性释放

期待疫后复苏，销售毛利率和销售净利率改善。2020年会计政策调整之后，租金，人工，折旧等相关开支从销售费用计入营业成本，行业可比公司的毛利率回到25%-35%的区间范围内，首旅酒店由于直营门店占比较高，因此毛利率水平处于行业较低水平，同时由于疫情的影响，直营门店经营费用支出较为刚性，2020年以来出现明显亏损，未来随着疫后经营好转，以及产品结构的改善，公司毛利率整体还有较大改善空间。

图52：2016-2022Q1-Q3 可比公司销售毛利率对比情况

图53：2016-2022 Q1-Q3 可比公司销售净利率对比情况

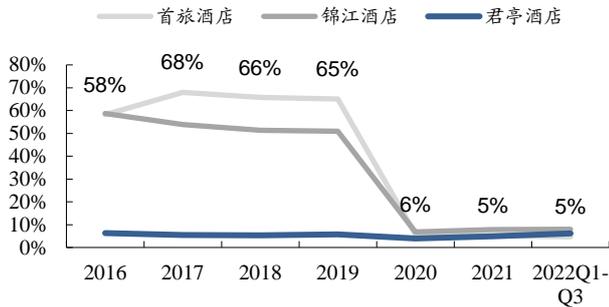


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

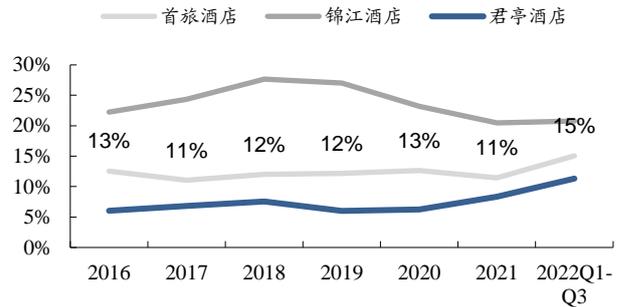
销售费用率和管理费用率保持稳定。2020年更改会计准则之后，公司销售费用率基本和同业保持在同一水平，管理费用率也处于行业中间水平。

图54: 2016-2022 Q1-Q3 可比公司销售费用率对比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图55: 2016-2022 Q1-Q3 可比公司管理费用率对比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

主要假设:

酒店和房间数: 基于国内疫情逐步可控, 出行管控政策的逐步优化, 出行需求恢复, 公司加速开店步伐, 轻管理模式稳步扩张, 预期公司酒店数 2022-2024 分别为 6108/6928/8038 家, 对应上一年同比变化 3%/13%/16%, 其中云酒店占比分别为 40%/42%/44%; 预期公司房间数 2022-2024 分别为 48.3/53.5/60.9 万间, 对应上一年同比变化 2%/11%/14%。

RevPar: 基于 2022 受疫情反复影响较大, 酒店入住率较低, 2023 国内出行逐步修复, 2024 出行基本恢复正常预期, 预测 2022-2024 年公司直营酒店 RevPar 分别为 107/141/164 元, 加盟酒店 RevPar 分别为 99/136/162 元, 其中云酒店 RevPar 分别为 63/88/106 元。

酒店业务: 基于行业集中度持续提升和国内出行需求的震荡恢复趋势, 预测 2022-2024 年分别实现营收 51.08/64.83/76.93 亿元, 同比变化分别为 -12%/27%/19%。

景区业务: 主要包括海南 5A 级景区南山景区运营, 基于海南疫情反复对旅游扰动影响, 预测景区业务 2022-2024 年分别实现营收 1.72/3.20/4.20 亿元, 同比变化 -46%/86%/31%。

表6: 首旅酒店关键经营数据假设和营业收入拆分预测

酒店经营数据	2020	2021	2022E	2023E	2024E
酒店数(家)	4450	4895	5916	6108	6928
直营	851	789	749	682	622
加盟	3599	4106	5167	5426	6306

其中云酒店	510	775	1697	2443	2910
云酒店占整体比	11.5%	15.8%	28.7%	40.0%	42.0%
房间数(间)	432453	475124	483364	534978	608832
直营	94462	89325	81840	74640	75240
加盟	337991	385799	401524	460338	533592
其中云酒店	42364	81178	117264	139680	166239
RevPar(元)					
直营	93	118	107	141	164
加盟	99	119	99	136	162
其中云酒店	71	75	63	88	106
RevPar 恢复程度(较 2019 年)					
直营	60%	76%	69%	91%	106%
加盟	62%	74%	62%	85%	101%
其中云酒店	65%	69%	58%	80%	98%
营业收入拆分(亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
酒店	50.29	58.32	51.08	64.83	76.93
Yoy	-36%	16%	-12%	27%	19%
景区	2.53	3.21	1.72	3.20	4.20
Yoy	-44%	27%	-46%	86%	31%
营收总计	52.83	61.53	52.81	68.03	81.13
Yoy	-36%	16%	-14%	29%	19%
整体毛利率	12.7%	26.2%	19.3%	35.1%	37.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：RevPar 恢复程度由各年份当年 RevPar 与 2019 年 RevPar 相比。

预计公司三费率随着营收恢复逐年降低。随着疫情好转，出行恢复，叠加产品结构改善，公司三费率稳中有降。

表7：首旅酒店三费率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	5.9%	5.2%	4.7%	3.5%	3.1%
管理费用率	12.6%	11.4%	13.7%	11.0%	9.7%
财务费用率	1.7%	8.5%	7.2%	5.6%	4.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

综上，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为-2.97/8.31/12.05 亿元。随着全国疫情边际企稳和出行需求逐步恢复，预计公司净利率状况持续改善，2022-2024 净利率分别为-5.6%/12.2%/14.8%。

表8：首旅酒店收入及归母净利润预测（单位：亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	52.83	61.53	52.81	68.03	81.13

YOY	-36.4%	16.5%	-14.2%	28.8%	19.3%
归母净利润	-4.96	0.56	-2.97	8.31	12.05
净利率	-9.4%	0.9%	-5.6%	12.2%	14.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团，持续发力品牌和产品的升级迭代，背靠首旅集团协同整合资源，围绕住宿核心提供“吃住行游购娱”多种产品。在新冠疫情酒店行业整体承压的背景下，龙头逆势扩张，市场格局显著向好。我们预测首旅酒店 2022-2024 年归母净利润分别为-2.97/8.31/12.05 亿元，对应 2023/2024 年 PE 估值为 31/22 倍，我们选取其他酒店行业头部公司锦江酒店和华住集团，以及弹性标的君亭酒店作为可比公司，可比公司 2024 年平均估值 28 倍，首旅酒店有望在出行修复期间迎来业绩和估值的双升，维持“增持”评级。

表9：首旅酒店可比公司估值

股票代码/简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E				投资评级
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
600754.SH/锦江酒店	515	1.0	2.0	18.6	24.4	512	255	28	21	增持
301073.SZ/君亭酒店	88	0.4	0.5	1.4	2.0	239	178	63	44	未评级
1179.HK/华住集团-S	996	-4.7	-9.5	21.0	30.4	-	-	43	30	未评级
三家可比公司按市值加权平均 PE								39	28	
600258.SH/首旅酒店	260	0.6	-3.0	8.3	12.0	467	-	31	22	增持

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：首旅酒店、锦江酒店估值由东吴证券研究所基于最新股价及盈利预测给出，君亭酒店、华住集团估值根据 Wind 一致预期给出，华住集团市场数据单位为港币，财务数据单位为人民币，其他可比公司所有数据单位均为人民币，数据截至 2022 年 12 月 1 日，2022 年 12 月 1 日港币兑人民币汇率为 0.9059

6. 风险提示

疫情反复：若未来疫情反复，出行管制措施收紧，消费者的差旅出游需求与住店需求可能不及预期，从而对公司业绩产生一定不利影响。

行业竞争加剧：疫情加速行业出清，各企业积极布局品牌转型。目前我国中端酒店

存在较大连锁化经营空间,各企业可能会加速抢占市场。若公司不能采取有效措施应对,或面临较大的竞争压力。

门店增长不及预期:疫情的不确定性是企业自身的经营管理等可能会导致品牌转型受阻、下沉市场速度不及预期,扩张进程不及预期。

首旅酒店三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,952	4,184	5,238	6,697	营业总收入	6,153	5,281	6,803	8,113
货币资金及交易性金融资产	3,273	3,353	4,343	5,816	营业成本(含金融类)	4,544	4,262	4,417	5,068
经营性应收款项	311	504	513	458	税金及附加	41	35	45	54
存货	45	10	29	54	销售费用	323	249	240	250
合同资产	0	0	0	0	管理费用	705	726	748	785
其他流动资产	323	318	353	369	研发费用	57	63	65	68
非流动资产	23,054	22,585	22,206	22,126	财务费用	522	378	384	378
长期股权投资	382	382	382	382	加:其他收益	73	53	68	81
固定资产及使用权资产	10,866	10,600	10,304	10,288	投资净收益	1	-11	-14	-16
在建工程	246	160	104	67	公允价值变动	6	6	6	6
无形资产	3,524	3,374	3,324	3,274	减值损失	-50	-65	-50	-45
商誉	4,683	4,683	4,683	4,683	资产处置收益	13	26	34	41
长期待摊费用	1,990	1,990	1,990	1,990	营业利润	4	-422	949	1,577
其他非流动资产	1,362	1,395	1,418	1,441	营业外净收支	2	8	10	10
资产总计	27,006	26,769	27,443	28,824	利润总额	6	-414	959	1,587
流动负债	5,180	5,346	5,235	5,416	减:所得税	-4	-61	174	387
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,935	1,935	1,935	1,935	净利润	10	-353	785	1,199
经营性应付款项	105	150	168	199	减:少数股东损益	-46	-56	-46	-5
合同负债	410	384	375	405	归属母公司净利润	56	-297	831	1,205
其他流动负债	2,730	2,877	2,756	2,876	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.05	-0.27	0.74	1.08
非流动负债	10,505	10,505	10,505	10,505	EBIT	541	4	1,367	1,984
长期借款	398	398	398	398	EBITDA	2,600	2,396	3,659	4,276
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.15	19.29	35.08	37.54
租赁负债	8,717	8,717	8,717	8,717	归母净利率(%)	0.90	-5.62	12.22	14.85
其他非流动负债	1,390	1,390	1,390	1,390	收入增长率(%)	16.49	-14.18	28.83	19.26
负债合计	15,684	15,851	15,739	15,920	归母净利润增长率(%)	111.23	-633.21	379.93	44.97
归属母公司股东权益	11,101	10,754	11,585	12,790					
少数股东权益	221	165	119	114					
所有者权益合计	11,322	10,918	11,704	12,903					
负债和股东权益	27,006	26,769	27,443	28,824					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,308	2,437	3,281	4,059	每股净资产(元)	9.90	9.61	10.35	11.43
投资活动现金流	-454	-3,219	-1,703	-1,999	最新发行在外股份(百万股)	1,119	1,119	1,119	1,119
筹资活动现金流	-41	-444	-394	-394	ROIC(%)	5.39	0.02	5.01	6.42
现金净增加额	1,802	-1,226	1,184	1,666	ROE-摊薄(%)	0.50	-2.76	7.17	9.42
折旧和摊销	2,059	2,392	2,292	2,292	资产负债率(%)	58.08	59.21	57.35	55.23
资本开支	-699	-1,876	-1,866	-2,159	P/E(现价&最新股本摊薄)	466.62	-	31.26	21.57
营运资本变动	-188	-31	-204	169	P/B(现价)	2.35	2.42	2.24	2.03

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

