



买入（维持）

所属行业：休闲服务
当前价格(元)：23.67

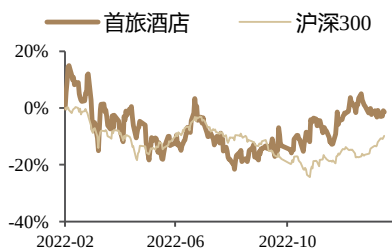
证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.56	0.81	6.72
相对涨幅(%)	-13.07	-8.36	-11.92

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《首旅酒店：疫情扰动经营数据修复，单三季度业绩转盈》，2022.10.30
- 2.《首旅酒店：业绩+拓店短期承压，静待疫情可控后业绩修复》，2022.8.30
- 3.《首旅酒店：疫情扰动业绩短期承压，看好疫后弹性释放》，2022.7.15
- 4.《首旅酒店：22Q1 业绩基本符合预期，中高端新开店占比环比+14pct》，2022.4.28
- 5.《首旅酒店 21 年报点评：22 年开店目标 1800-2000 家再创新高，成长+效率并行》，2022.3.31

首旅酒店：22Q4 基本符合预期，看好 23 年同店+成长持续修复

投资要点

- **事件：首旅酒店发布 22 年业绩预亏报告：1) 22Q4**：四季度归母净利润为-2.7~-1.9 亿元，去年同期为亏损 0.69 亿元；扣非归母净利润为-3.04~-2.24 亿元，去年同期为亏损 0.83 亿元，Q4 或受到一定减值影响，业绩符合此前预期。**2) 22 年全年**：公司全年预亏 5.2~6 亿元，21 年全年为盈利 5568 万元；22 全年扣非业绩为亏损 6.2~7 亿元，21 年为 1095 万元。
- **22Q4 RevPAR 恢复至疫情前同期 63%，疫情影响开店暂时承压。1) 经营情况**：22 年单四季度由于疫情反复影响叠加华北地区管控更加严格，商旅出行承压，公司 22Q4 RevPAR 为 95 元，同比下滑 12%，环比下滑 18%，恢复至疫情前的 63%(Q1-Q3 分别恢复至疫情前的 63%、56%、67%)。**2) 开店情况**：22 年疫情反复影响加盟商信心，行业开店短期承压，公司全年新开店 879 家，分季度来看，Q1-Q4 分别为 190/152/279/258 家。
- **春节期间经营数据表现超预期，继续看好 23 年同店经营+开店成长持续修复**。22 年由于疫情的反复影响，公司经营短期承压。12 月疫情放开以来，出行场景迅速复苏，我们认为，公司春节期间 RevPAR 恢复超过市场此前预期。与此同时，外出人员集中返乡带动酒店下沉市场表现更为强劲，春节数据的显著修复有望带动当地加盟商信心回暖，而公司深度布局下沉市场，看好后续经营与成长的持续性修复！
- **高端酒店管理公司股权注入有望于 3 月以前全部完成，中高端品牌有望加速展店**。集团旗下高端奢华酒店管理公司诺金 100%、首旅日航 50%、安麓 40%股权转让工作推进中，预计于 23 年 3 月全部完成，未来随高端奢华板块重组完成，有望再赋能于公司品牌和产品力的提升。此外中高端品牌逸扉酒店经过核心城市直营店的铺设，后续有望加速展店，未来 8 年签约不少于 500 家、开业不低于 200 家。看好未来公司经营强劲复苏、产品结构调整升级。
- **投资建议**：春节期间在外出人员返乡&出游带动酒店经营尤其是下沉市场的表现超出预期，未来节后商务活动逐步恢复，叠加疫情三年酒店供给持续出清，供需修复错配之下看好酒店同店经营的持续修复！目前首旅对应 24 年 PE 约 22X，继续重点推荐。
- **风险提示**：疫情影响超预期，宏观经济恢复不及预期，行业竞争加剧，开店不及预期

股票数据

总股本(百万股):	1,118.86
流通 A 股(百万股):	1,070.43
52 周内股价区间(元):	19.32-28.33
总市值(百万元):	26,483.39
总资产(百万元):	26,223.63
每股净资产(元):	9.61

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,282	6,153	4,922	8,077	9,278
(+/-)YOY(%)	-36.4%	16.5%	-20.0%	64.1%	14.9%
净利润(百万元)	-496	56	-567	910	1,197
(+/-)YOY(%)	-156.0%	111.2%	-1118.5%	260.5%	31.6%
全面摊薄 EPS(元)	-0.51	0.06	-0.51	0.81	1.07
毛利率(%)	12.6%	26.1%	13.4%	36.6%	37.8%
净资产收益率(%)	-5.9%	0.5%	-5.4%	8.0%	9.5%

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.06	-0.51	0.81	1.07
每股净资产	9.90	9.39	10.21	11.28
每股经营现金流	2.06	0.39	1.47	1.73
每股股利	0.03	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	466.61	—	29.11	22.12
P/B	2.64	2.52	2.32	2.10
P/S	3.85	4.80	2.93	2.55
EV/EBITDA	14.62	-222.06	18.95	15.01
股息率%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	26.1%	13.4%	36.6%	37.8%
净利润率	0.9%	-11.5%	11.3%	12.9%
净资产收益率	0.5%	-5.4%	8.0%	9.5%
资产回报率	0.2%	-2.1%	3.3%	4.1%
投资回报率	3.6%	-1.4%	5.1%	6.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	16.5%	-20.0%	64.1%	14.9%
EBIT 增长率	224.1%	-186.5%	466.0%	24.8%
净利润增长率	111.2%	-1118.5%	260.5%	31.6%
偿债能力指标				
资产负债率	58.1%	59.8%	58.0%	55.6%
流动比率	0.8	0.7	0.8	1.1
速动比率	0.7	0.6	0.8	1.0
现金比率	0.6	0.5	0.6	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	15.9	11.0	10.0	9.6
存货周转天数	3.6	3.8	3.6	2.9
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
固定资产周转率	2.8	2.3	3.7	4.2

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	56	-567	910	1,197
少数股东损益	-46	-22	23	43
非现金支出	2,110	266	272	281
非经营收益	377	493	430	436
营运资金变动	-188	263	9	-19
经营活动现金流	2,308	432	1,645	1,939
资产	-699	-139	-194	-210
投资	-12	-162	-110	-144
其他	256	-100	-110	156
投资活动现金流	-454	-400	-413	-198
债权募资	-378	0	0	0
股权募资	3,021	-21	0	0
其他	-2,684	-500	-489	-494
融资活动现金流	-41	-521	-489	-494
现金净流量	1,802	-490	743	1,247

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 30 日
资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,153	4,922	8,077	9,278
营业成本	4,544	4,263	5,121	5,771
毛利率%	26.1%	13.4%	36.6%	37.8%
营业税金及附加	41	34	52	65
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%
营业费用	323	271	420	464
营业费用率%	5.2%	5.5%	5.2%	5.0%
管理费用	705	729	913	1,021
管理费用率%	11.5%	14.8%	11.3%	11.0%
研发费用	57	44	40	46
研发费用率%	0.9%	0.9%	0.5%	0.5%
EBIT	484	-418	1,531	1,911
财务费用	522	450	451	446
财务费用率%	8.5%	9.1%	5.6%	4.8%
资产减值损失	-34	-4	-4	-4
投资收益	1	0	40	46
营业利润	4	-821	1,221	1,625
营业外收支	2	2	15	8
利润总额	6	-819	1,236	1,633
EBITDA	2,543	-157	1,800	2,188
所得税	-4	-229	303	392
有效所得税率%	-67.5%	28.0%	24.5%	24.0%
少数股东损益	-46	-22	23	43
归属母公司所有者净利润	56	-567	910	1,197

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,181	2,691	3,434	4,680
应收账款及应收票据	267	148	221	244
存货	45	44	51	46
其它流动资产	459	713	912	1,098
流动资产合计	3,952	3,597	4,618	6,068
长期股权投资	382	382	382	382
固定资产	2,186	2,144	2,166	2,199
在建工程	246	266	286	296
无形资产	3,524	3,426	3,328	3,230
非流动资产合计	23,054	23,043	23,122	22,954
资产总计	27,006	26,639	27,739	29,022
短期借款	501	501	501	501
应付票据及应付账款	97	117	119	112
预收账款	8	25	32	19
其它流动负债	4,574	4,784	4,941	5,003
流动负债合计	5,180	5,426	5,593	5,635
长期借款	398	398	398	398
其它长期负债	10,107	10,107	10,107	10,107
非流动负债合计	10,505	10,505	10,505	10,505
负债总计	15,684	15,931	16,098	16,139
实收资本	1,121	1,119	1,119	1,119
普通股股东权益	11,101	10,510	11,420	12,617
少数股东权益	221	198	221	265
负债和所有者权益合计	27,006	26,639	27,739	29,022

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。