

## 盈利能力有望修复，静待商旅需求改善

——首旅酒店 2023 年报点评

### 核心观点

事件：公司发布 2023 年报，2023 年实现营收 77.93 亿元/+53.1% yoy，归母净利润 7.95 亿元/同比大幅扭亏，扣非归母净利润 7.19 亿元/同比大幅扭亏，符合此前业绩预告预期。

- **全年盈利修复，Q4 淡季复苏力度如期回落。**23Q4 公司实现营收 18.82 亿元/+50.4% yoy，归母净利润 1.10 亿元/同比扭亏，扣非归母净利润 0.94 亿元/同比扭亏，分别为 19 年同期的 67%/74%，扣非业绩恢复度环比第三季度的 111% 有所回落，主要由于国庆后出行链进入传统淡季，报复性旅游需求在暑假得到集中释放，同时商旅需求受到宏观经济影响。收入利润拆分来看，2023 年酒店业务/景区业务收入分别为 72.77 亿元/5.16 亿元，分别恢复至 19 年同期的 93%/115%，利润总额分别为 8.63 亿元/2.44 亿元，分别恢复至 19 年同期的 78%/140%；单 23Q4 酒店业务/景区业务利润总额分别为 1.07/0.40 亿元，分别恢复至 19 年同期的 52%/121%（vs 23Q3 分别恢复至 19 年同期的 114%/216%）。
- **23Q4/23 全年标准店 RevPAR 恢复至 19 年同期的 100.3%/106.5%。**23Q4 公司全部酒店 RevPAR 为 138 元，恢复至 19 年同期的 91.2%，ADR/OCC 分别为 220 元/62.6%，23Q4 不含轻管理的全部酒店 RevPAR 为 155 元，恢复至 19 年同期的 100.3%（23Q3 为 116.6%），ADR/OCC 分别为 235 元/66.0%，2023 全年全部酒店/不含轻管理的全部酒店 RevPAR 分别为 154 元/173 元，分别恢复至 19 年同期的 97.3%/106.5%。开店方面，公司 23Q4 新开店 340 家（其中经济型/中高端/轻管理/其他分别为 54/93/182/1 家）/关店 319 家/净新开 21 家，2023 全年新开店 1203 家（其中经济型/中高端/轻管理/其他分别为 174/283/744/2 家）关店 947 家/净新开 256 家（不含 23H1 注入凯燕国际 24 家高端酒店），截至 2023 年底已开业 6263 家，储备店 2035 家环比 Q3 末减少 16 家，计划 2024 年新开店 1200-1400 家。
- **24Q1 休闲旅游需求韧性仍强，关注后续商旅改善节奏。**据 STR 数据，今年春节期间中国内地酒店整体 RevPAR 同比 23 年增长 25%，较 19 年同期增长 21%，旅游需求在可选消费中仍相对亮眼，而商旅需求仍随宏观经济有待进一步复苏，去年节后报复性出差、展会也导致基数较高，后续建议关注商旅改善节奏。

### 盈利预测与投资建议

- 考虑到商旅复苏节奏和中高端品牌投入，我们预测 2024-26 年 EPS 为 0.82/0.92/1.05 元（调整前 24E/25E 为 0.94/1.06 元），根据可比公司 24 年 21 倍 PE 估值对应目标价 17.22 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 商旅需求不及预期；供给出清不及预期；新开店不及预期；效率优化不及预期等。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,090	7,793	7,968	8,379	8,805
同比增长(%)	-17.3%	53.1%	2.2%	5.2%	5.1%
营业利润(百万元)	(739)	1,087	1,289	1,453	1,643
同比增长(%)	-18425.7%	247.0%	18.6%	12.7%	13.1%
归属母公司净利润(百万元)	(577)	795	917	1,032	1,169
同比增长(%)	-1136.0%	237.8%	15.3%	12.6%	13.3%
每股收益(元)	(0.52)	0.71	0.82	0.92	1.05
毛利率(%)	15.7%	38.1%	38.7%	38.7%	39.5%
净利率(%)	-11.3%	10.2%	11.5%	12.3%	13.3%
净资产收益率(%)	-5.3%	7.3%	7.9%	8.3%	8.7%
市盈率	(29.2)	21.2	18.4	16.3	14.4
市净率	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

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（2024年04月01日）	15.1元
目标价格	17.22元
52周最高价/最低价	25.88/13.21元
总股本/流通A股（万股）	111,660/111,660
A股市值（百万元）	16,861
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2024年04月03日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	4.14	-0.13	-3.33	-35.3
相对表现%	2.16	-1.76	-8.13	-24.06
沪深300%	1.98	1.63	4.8	-11.24



### 证券分析师

谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070001
彭博	pengbo3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522100001

### 相关报告

旺季业绩弹性释放，关注商旅复苏节奏：——首旅酒店 23Q3 季报点评	2023-11-16
旺季可期，静待业绩进一步恢复：——首旅酒店 23H1 中报点评	2023-09-04
业绩复苏向好，期待暑期弹性：——首旅酒店 23H1 中报预告点评	2023-07-17

## 盈利预测与投资建议

考虑到商旅复苏节奏和中高端品牌投入，我们预测 2024-26 年 EPS 为 0.82/0.92/1.05 元（调整前 24E/25E 为 0.94/1.06 元，主要是小幅下调收入和毛利率假设、上调管理费用率和销售费用率假设），根据可比公司 24 年 21 倍 PE 估值对应目标价 17.22 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	股价(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2024/4/1	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E
锦江酒店	28.02	0.11	1.07	1.59	1.95	264.09	26.19	17.65	14.36
天目湖	20.76	0.11	0.83	1.09	1.31	190.46	25.03	19.03	15.88
君亭酒店	23.39	0.15	0.25	0.74	1.18	152.88	95.00	31.67	19.86
宋城演艺	10.91	0.00	0.23	0.49	0.61	2948.65	47.98	22.12	18.02
华住集团-S	27.96	-0.56	1.25	1.32	1.51	-50.13	22.35	21.17	18.47
<b>调整后平均</b>							<b>33</b>	<b>21</b>	<b>17</b>

数据来源：wind，东方证券研究所 注：华住单位为港币

## 风险提示

商旅需求不及预期；供给出清不及预期；新开店不及预期；效率优化不及预期等。

**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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,007	1,187	2,568	3,917	5,177	营业收入	5,090	7,793	7,968	8,379	8,805
应收票据、账款及款项融资	521	359	591	504	592	营业成本	4,291	4,822	4,886	5,134	5,331
预付账款	35	33	44	41	46	销售费用	245	494	424	434	436
存货	36	44	43	46	47	管理费用	689	870	902	943	985
其他	1,789	1,408	1,483	1,452	1,478	研发费用	60	64	66	69	73
<b>流动资产合计</b>	<b>3,388</b>	<b>3,031</b>	<b>4,729</b>	<b>5,960</b>	<b>7,340</b>	财务费用	452	401	446	406	385
长期股权投资	371	399	399	399	399	资产、信用减值损失	180	138	36	18	26
固定资产	2,130	2,051	2,362	2,611	2,860	公允价值变动收益	52	38	30	30	30
在建工程	140	66	43	39	38	投资净收益	(14)	31	30	30	30
无形资产	3,493	3,429	3,359	3,289	3,219	其他	49	16	21	18	15
其他	15,985	16,265	15,848	15,432	15,016	<b>营业利润</b>	<b>(739)</b>	<b>1,087</b>	<b>1,289</b>	<b>1,453</b>	<b>1,643</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>22,120</b>	<b>22,209</b>	<b>22,011</b>	<b>21,770</b>	<b>21,531</b>	营业外收入	24	31	25	30	35
<b>资产总计</b>	<b>25,508</b>	<b>25,240</b>	<b>26,740</b>	<b>27,729</b>	<b>28,870</b>	营业外支出	7	10	10	15	15
短期借款	948	30	30	30	30	<b>利润总额</b>	<b>(722)</b>	<b>1,107</b>	<b>1,304</b>	<b>1,468</b>	<b>1,663</b>
应付票据及应付账款	115	122	127	132	138	所得税	(53)	297	349	393	445
其他	4,249	4,342	4,897	4,907	4,942	<b>净利润</b>	<b>(669)</b>	<b>811</b>	<b>955</b>	<b>1,075</b>	<b>1,218</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,313</b>	<b>4,495</b>	<b>5,055</b>	<b>5,069</b>	<b>5,110</b>	少数股东损益	(93)	16	38	43	49
长期借款	10	9	9	9	9	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(577)</b>	<b>795</b>	<b>917</b>	<b>1,032</b>	<b>1,169</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	-0.52	0.71	0.82	0.92	1.05
其他	9,516	9,464	9,464	9,464	9,464						
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,526</b>	<b>9,472</b>	<b>9,472</b>	<b>9,472</b>	<b>9,472</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>14,838</b>	<b>13,967</b>	<b>14,528</b>	<b>14,542</b>	<b>14,583</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	122	137	175	218	267	成长能力					
实收资本(或股本)	1,119	1,117	1,117	1,117	1,117	营业收入	-17.3%	53.1%	2.2%	5.2%	5.1%
资本公积	7,658	7,445	7,445	7,445	7,445	营业利润	-18425.7%	247.0%	18.6%	12.7%	13.1%
留存收益	1,771	2,559	3,475	4,408	5,459	归属于母公司净利润	-1136.0%	237.8%	15.3%	12.6%	13.3%
其他	(0)	16	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>10,670</b>	<b>11,273</b>	<b>12,212</b>	<b>13,188</b>	<b>14,287</b>	毛利率	15.7%	38.1%	38.7%	38.7%	39.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>25,508</b>	<b>25,240</b>	<b>26,740</b>	<b>27,729</b>	<b>28,870</b>	净利率	-11.3%	10.2%	11.5%	12.3%	13.3%
						ROE	-5.3%	7.3%	7.9%	8.3%	8.7%
						ROIC	-2.0%	8.4%	9.6%	9.5%	9.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	58.2%	55.3%	54.3%	52.4%	50.5%
净利润	(669)	811	955	1,075	1,218	净负债率	13.9%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	587	631	595	615	634	流动比率	0.64	0.67	0.94	1.18	1.44
财务费用	452	401	446	406	385	速动比率	0.63	0.66	0.93	1.17	1.43
投资损失	14	(31)	(30)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	(635)	283	211	142	(100)	应收账款周转率	12.0	15.8	14.0	12.9	13.5
其它	1,735	1,919	(9)	(12)	(4)	存货周转率	105.5	118.1	108.6	111.5	110.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,483</b>	<b>4,014</b>	<b>2,167</b>	<b>2,196</b>	<b>2,104</b>	总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
资本支出	186	142	(400)	(400)	(400)	每股指标(元)					
长期投资	(8)	(36)	0	(1)	0	每股收益	-0.52	0.71	0.82	0.92	1.05
其他	(2,116)	(834)	60	60	60	每股经营现金流	1.33	3.59	1.94	1.97	1.88
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,937)</b>	<b>(728)</b>	<b>(340)</b>	<b>(341)</b>	<b>(340)</b>	每股净资产	9.45	9.97	10.78	11.62	12.56
债权融资	(244)	42	0	(0)	0	估值比率					
股权融资	5	(215)	0	0	0	市盈率	-29.2	21.2	18.4	16.3	14.4
其他	(1,462)	(2,933)	(446)	(506)	(504)	市净率	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,701)</b>	<b>(3,107)</b>	<b>(445)</b>	<b>(506)</b>	<b>(504)</b>	EV/EBITDA	53.8	7.6	6.9	6.5	6.0
汇率变动影响	4	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	-56.0	10.8	9.3	8.7	7.9
<b>现金净增加额</b>	<b>(2,151)</b>	<b>179</b>	<b>1,381</b>	<b>1,349</b>	<b>1,260</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 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。