



# 华住 (HTHT.NASDAQ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q3 再超预期，看好持续性

### 事件

11月24日公司公告3Q23业绩，实现收入62.9亿/+53.6%，经调整EBITDA 21.9亿/+348.07%，经调整归母净利润13.3亿/扭亏。

### 点评

**Q3 旺季催化下收入、业绩再超预期。**3Q23收入增速较2Q23业绩公告指引上限47%高6.6pct，其中LH收入51.1亿元/+61.8%、较指引上限53%高8.8pct，DH收入11.8亿元/+26.1%，收入超预期主因境内RevPAR恢复超预期（LH、DH RevPAR恢复至19年同期129%、107%，环比Q2分别+8pct、-4pct）。成本费用端看，3Q23酒店经营成本占收入比57.5%/-16.9pct、环比Q2-5.5pct，主因旺季到来收入端大幅回暖；销售费用率4.6%/+0.2pct，管理费用率8.6%/-1.3pct、已回归至疫情前水平；经营利润率30.4%、较3Q19提升7.4pct，经调整EBITDA率34.8%/+22.8pct，LH、DH分别为41.7%、4.7%，其中LH较3Q19提升12.2pct、DH维持EBITDA层面盈利扭亏，经调整归母净利率22.1%、较3Q19提升7.9pct主因LH收入超预期及轻资产化。

**前三季度完成全年新开计划85%，速度领先同业。**3Q23LH新开/净开545/406家、同比+116/+181家、环比Q2+171/+253家，3Q23LH已开业酒店达9028家，中高端酒店占比44.7%、环比Q2提升1.0pct。待开业酒店LH 2935家/环比+127家，前三季度累计完成全年1400家新开目标的85%、进度领先同业。

**Q4 预计收入增长48%~52%，指引谨慎乐观。**公司预计4Q23收入同比增长41%~45%，其中LH增长48%~52%，我们推算对应LH RevPAR较19年恢复度约115%~120%（具体以公司为准）。短期考虑Q4休闲旅游需求仅国庆催化，商旅需求考虑企业年度预算进入尾声及宏观经济环境，我们预计行业表现较为平稳，我们认为目前公司对Q4指引水平谨慎乐观但仍好于行业。展望明年，我们认为行业层面休闲需求回归长期增长轨道、商旅需求较疫情前仍有较大修复空间，公司自身清退软品牌、升级产品矩阵、夯实会员体系后RevPAR具备长期上升支撑力。

### 盈利预测、估值与评级

公司Q3旺季继续超预期，结合公司公告预期，上调23E~25E预测至收入216.0/231.5/250.3亿元，经调整归母净利润41.8/43.2/49.9亿元，经调整EBITDA 69.9/73.0/80.5亿元，对应EV/EBITDA 12.6/11.5/9.8X，维持“买入”评级。

### 风险提示

短期RevPAR恢复度回落风险，消费意愿承压，开店不及预期。

### 社会服务组

分析师：叶思嘉 (执业S1130523080001)

yesijia@gjzq.com.cn

市价 (美元)：36.77元

### 相关报告：

- 《华住公司点评：Q2持续超预期，上调全年收入预期》，2023.8.25
- 《华住公司点评：Q1业绩超预期，期待复苏持续性》，2023.5.31
- 《华住公司点评：Q1经营恢复超预期，持续推荐》，2023.4.27



### 公司基本情况 (人民币)

项目	12/21	12/22	12/23E	12/24E	12/25E
营业收入 (百万元)	12,785	13,862	21,596	23,145	25,025
营业收入增长率	25.39%	8.42%	55.79%	7.17%	8.12%
经调整归母净利润 (百万元)	-260	-1,375	4,178	4,317	4,985
归母净利润增长率	85.60%	-428.85%	403.84%	3.32%	15.48%
摊薄每股盈利 (元)	-0.083	-4.098	12.450	12.864	14.855
经调整EBITDA (百万元)	1,571.00	610.00	6,991.86	7,301.73	8,053.82
经调整EBITDA增长率	743.85%	-61.17%	1046.21%	4.43%	10.30%
市盈率 (倍)	NA	NA	21.12	20.44	17.70
EV/EBITDA (倍)	51.16	163.80	12.61	11.46	9.76

来源：公司年报、国金证券研究所



图表1: 公司酒店经营数据预测

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E
<b>经营数据</b>																
<b>Legacy Huazhu (CNY)</b>																
综合RevPAR	197	197	149	172	157	240	243	247	132	141	193	159	210	250	278	228
%2019同期			76%	87%	80%	122%	123%	125%	74%	68%	90%	83%	118%	121%	129%	120%
综合OCC	87%	85%	71%	72%	67%	81%	83%	83%	59%	65%	76%	66%	76%	82%	86%	80%
%2019同期			84%	85%	79%	95%	98%	98%	73%	74%	87%	81%	94%	94%	98%	97%
综合ADR	226	233	210	238	236	297	292	299	223	218	254	240	278	306	324	286
%2019同期			90%	102%	101%	128%	126%	128%	101%	92%	104%	103%	126%	129%	132%	123%
<b>成熟酒店</b>																
<b>经济型: 租赁及自营</b>																
RevPAR	183	182	128	153	133	222	228	232	114	121	164	132	190	237	263	219
%2019同期			70%	84%	73%	122%	125%	127%	68%	63%	83%	72%	114%	124%	134%	119%
OCC	92%	90%	73%	75%	68%	83%	88%	88%	61.0%	68.4%	77.6%	66.2%	78.7%	85.5%	89.0%	81.6%
%2019同期			81%	83%	76%	93%	98%	98%	70%	74%	84%	75%	90%	92%	96%	93%
ADR	198	202	176	206	194	267	259	263	186	177	211	199	241	277	295	269
%2019同期			87%	102%	96%	132%	128%	130%	97%	86%	100%	95%	126%	134%	139%	128%
<b>经济型: 管理加盟及特许经营</b>																
RevPAR	166	160	118	135	121	178	184	185	104	110	145	122	155	186	209	168
%2019同期			74%	84%	75%	111%	115%	116%	70%	66%	83%	78%	105%	112%	119%	107%
OCC	92%	89%	75%	76%	70%	81%	87%	87%	63.2%	67.5%	78.7%	68.5%	76.9%	83.0%	87.1%	79.6%
%2019同期			84%	86%	78%	92%	98%	98%	74%	74%	85%	78%	90%	91%	95%	91%
ADR	180	180	159	177	173	218	211	212	164	163	184	178	202	224	240	211
%2019同期			88%	98%	96%	121%	117%	118%	95%	90%	97%	99%	117%	123%	126%	118%
<b>中高端: 租赁及自营</b>																
RevPAR	332	317	211	250	219	378	381	391	187	190	273	222	319	395	439	379
%2019同期			67%	79%	69%	119%	120%	123%	65%	57%	81%	68%	111%	118%	130%	116%
OCC	86%	85%	65%	66%	61%	81%	83%	83%	53.0%	57.3%	70.3%	61.5%	75.0%	82.6%	87.1%	79.2%
%2019同期			76%	78%	71%	96%	98%	98%	67%	66%	80%	74%	95%	95%	99%	95%
ADR	385	374	328	378	362	464	459	471	352	332	389	361	426	479	504	478
%2019同期			88%	101%	97%	124%	123%	126%	97%	87%	102%	92%	118%	125%	132%	122%
<b>中高端: 管理加盟及特许经营</b>																
RevPAR	245	239	194	214	191	288	276	275	160	169	236	192	254	295	329	273
%2019同期			81%	90%	80%	120%	115%	115%	74%	68%	92%	82%	118%	119%	128%	117%
OCC	82%	81%	70%	71%	66%	81%	79%	79%	57.7%	62.3%	75.8%	65.7%	76.5%	81.6%	86.0%	80.1%
%2019同期			87%	87%	81%	100%	98%	97%	77%	75%	89%	81%	102%	99%	102%	99%
ADR	298	294	276	301	291	354	347	347	277	272	311	292	330	362	383	341
%2019同期			94%	102%	99%	120%	118%	118%	97%	91%	103%	101%	115%	121%	126%	118%
<b>Huazhu DH (EUR)</b>																
综合RevPAR		69	31	32	61	71	77	77	33	66	75	72	55	78	79	73
%2019同期			45%	46%	88%	103%	112%	112%	57%	93%	102%	109%	93%	110%	107%	110%
综合OCC			35%	35%	56%	64%	69%	70%	38%	60%	66%	59%	54%	67%	69%	65%
综合ADR			88	90	109	112	111	111	88	110	114	122	104	117	114	112
<b>开店数据</b>																
<b>Legacy-Huazhu</b>																
合计	4,230	5,618	6,669	7,706	8,411	9,238	10,158	11,038	7,868	8,051	8,276	8,411	8,464	8,622	9,028	9,238
净增	484	1,388	1,051	1,037	705	827	920	880	162	183	225	135	53	158	406	210
经济型: 租赁及自营	446	416	438	397	353	326	306	286	387	381	363	353	348	345	334	326
经济型: 管理加盟及特许经营	2,446	3,069	3,924	4,375	4,577	4,701	4,971	5,229	4,423	4,478	4,535	4,577	4,532	4,511	4,658	4,701
中高端: 租赁及自营	253	272	243	265	270	279	319	359	266	265	268	270	272	271	274	279
中高端: 管理加盟及特许经营	1,085	1,861	2,064	2,669	3,211	3,932	4,562	5,164	2,792	2,927	3,110	3,211	3,312	3,495	3,762	3,932
加盟率	83%	88%	90%	91%	93%	93%	94%	94%	92%	92%	92%	93%	93%	93%	93%	93%
中高端化率	32%	38%	35%	38%	41%	46%	48%	50%	39%	40%	41%	41%	42%	44%	45%	46%
<b>Huazhu-DH</b>																
合计		110	120	124	132	130	138	146	120	125	126	132	128	128	129	130
净增			10	4	8	-2	8	8	-4	5	1	6	-4	0	1	1
租赁及自营		64	72	76	81	82	82	82	77	79	79	81	80	80	82	82
管理加盟及特许经营		46	48	48	51	48	56	64	43	46	47	51	48	48	47	48

来源: 华住公司财报, 国金证券研究所预测



图表2: 公司利润表预测

单位: 人民币百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净收入</b>	<b>11,212</b>	<b>10,196</b>	<b>12,785</b>	<b>13,862</b>	<b>21,596</b>	<b>23,145</b>	<b>25,025</b>
YOY	11.4%	-9.1%	25.4%	8.4%	55.8%	7.2%	8.1%
租赁及自有酒店	7,717	6,908	8,118	9,148	13,733	14,239	14,747
管理加盟及特许经营酒店	3,343	3,136	4,404	4,405	7,523	8,608	9,980
其他	152	152	263	309	340	298	298
<b>酒店经营成本</b>	<b>7190</b>	<b>9729</b>	<b>11282</b>	<b>12260</b>	<b>13917</b>	<b>14394</b>	<b>15286</b>
租金	2,624	3,485	3,900	3,927	4,354	4,466	4,700
水电费	404	478	507	603	727	787	811
人员成本	1,854	2,501	3,022	3,683	4,591	4,931	5,381
折旧与摊销	960	1,316	1,413	1,414	1,336	1,328	1,400
消费品、餐饮等	793	885	969	1,026	1,267	1,266	1,317
其他	555	1,064	1,471	1,607	1,642	1,616	1,676
<b>经营费用</b>	<b>2,046</b>	<b>2,196</b>	<b>2,325</b>	<b>2,445</b>	<b>3,037</b>	<b>3,289</b>	<b>3,525</b>
其他经营成本	57	52	58	62	34	105	114
销售及营销费用	426	597	641	613	1,007	973	1,042
一般及行政费用	1,061	1,259	1,545	1,675	1,950	2,119	2,269
开业前费用	502	288	81	95	45	91	100
商誉减值亏损	0	437	0	0	0	0	0
其他净经营利润 (开支)	132	480	986	549	303	263	263
<b>经营利润</b>	<b>2,108</b>	<b>-1,686</b>	<b>164</b>	<b>-294</b>	<b>4,945</b>	<b>5,725</b>	<b>6,476</b>
利息收入	160	119	89	87	207	28	125
利息费用	-315	-533	-405	-409	-394	-251	-240
其他净 (开支) 利润	331	-89	157	10	594	155	155
股本证券公允价值变动产生的未实现收益 (亏损)	316	-265	-96	-359	-15	0	0
外汇收益 (亏损)	-35	175	-317	-641	-59	0	0
<b>所得税前利润</b>	<b>2,565</b>	<b>-2,279</b>	<b>-408</b>	<b>-1,606</b>	<b>5,278</b>	<b>5,657</b>	<b>6,516</b>
所得税开支 (收益)	640	-215	12	207	1,163	1,388	1,573
权益法投资收益 (亏损)	-164	-140	-60	-36	-9	-10	-10
净利润	1,761	-2,204	-480	-1,849	4,106	4,260	4,934
归属于非控股权益的净 (利润) 亏损	-8	-12	-15	-28	43	43	49
<b>归母净利润</b>	<b>1,769</b>	<b>-2,192</b>	<b>-465</b>	<b>-1,821</b>	<b>4,063</b>	<b>4,217</b>	<b>4,885</b>
<b>经调整净利润</b>	<b>1,563</b>	<b>-1,805</b>	<b>-260</b>	<b>-1,375</b>	<b>4,178</b>	<b>4,317</b>	<b>4,985</b>
YOY		-215.5%	85.6%	-428.8%	403.8%	3.3%	15.5%
<b>经调整EBITDA</b>	<b>3,349</b>	<b>-244</b>	<b>1,571</b>	<b>610</b>	<b>6,992</b>	<b>7,302</b>	<b>8,054</b>
YOY		-107.3%	743.9%	-61.2%	1046.2%	4.4%	10.3%
Adj.EBITDA率	29.9%	-2.4%	12.3%	4.4%	32.4%	31.5%	32.2%
P/E	51	NA	NA	NA	21.1	20.4	17.7
EV/EBITDA	27	NA	51	164	12.6	11.5	9.8

来源: 华住公司财报, 国金证券研究所预测


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

**历史推荐和目标定价(美元)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-30	买入		48.09
2	2022-10-26	买入		N/A
3	2022-11-29	买入		N/A
4	2023-02-02	买入		N/A
5	2023-03-29	买入		N/A
6	2023-04-27	买入		N/A
7	2023-05-31	买入		N/A
8	2023-08-25	买入		N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究