



华住 (HTHT.NASDAQ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q4 收入继续超预期，开店计划积极

事件

3月20日公司公告4Q23业绩，收入55.9亿元/+50.7%，经调整净利6.6亿元/同比扭亏，经调整EBITDA 12.7亿元/+219%。

点评

Q4 淡季收入好于预期，业绩符合预期。4Q23收入增速较3Q23业绩公告指引上限45%高4.7pct，其中LH收入43.8亿元/+59.0%、较指引上限52%高7.0pct，DH收入12.0亿元/+26.6%。公司收入超预期主因境内RevPAR恢复较好(LH、DH RevPAR恢复至19年同期120%、111%)。成本费用端，4Q23酒店经营成本占收入比71.5%/-21.0pct，细分项中租金占收入比下降较多(18.5%/-7.3pct)；销售费用率5.8%/+1.3pct，费用投放力度同环比均有所加大，管理费用率11.5%/-0.3pct；经营利润率13.6%、较4Q19下降2.4pct，主因费用投放加大及DH盈利能力对公司整体存稀释影响。4Q23经调整EBITDA率22.7%/+12.0pct，LH、DH分别为29.0%、0.0%，其中LH较4Q19提升1.0pct、DH经调整EBITDA层面维持盈亏平衡。

Q1 预计收入增长12%~16%，全年收入增速指引8%~12%，谨慎乐观。根据公司公告，公司预计1Q24收入同比增长12%~16%，不含DH增长11%~15%；24全年收入指引同比+8%~12%（不含DH 8%~12%），Q1收入增速指引高于全年主因去年Q1基数相对偏低。根据STR数据，24年1月、2月中国内地酒店RevPAR同比+9.8%、-3.3%，1~2月累计同比+2.9%，在1月基数偏低及休闲需求维持强劲情况下取得正增长，公司产品持续升级（如23年汉庭2.7及以上版本占比71.2%、较20年+36.8pct），会员体系领先（23年会员数达2.3亿/+14.6%，CRS预定占比62.6%/+9.2pct）。

全年新开计划1800、目标积极，提出围绕卓越服务的精益增长策略。公司24全年计划新开1800家酒店，关闭650家，净开1150家，净开计划较23年实际净开数（851家）增长35%，目标积极。考虑截至23年末待开业酒店3098家、pipeline充足，预计完成难度较低。公司提出未来将继续执行精益增长策略及推进优质网络扩张同时，更注重提升服务品质和客户体验，体现公司产品、服务持续升级，抓住当前消费者对体验服务需求升级的结构性机会。

盈利预测、估值与评级

预计经调整净利45.6/54.8/61.7亿元，对应PE 20.5/17.0/15.1X，经调整EBITDA 77.0/88.5/96.9亿元，对应EV/EBITDA 11.3/9.2/7.7X，维持“买入”评级。

风险提示

短期RevPAR恢复度回落风险，商旅出行意愿承压。

社会服务组

分析师：叶思嘉（执业S1130523080001）

yesijia@gjzq.com.cn

市价(美元)：39.20元

相关报告：

- 《华住公司点评：Q4经营符合预期，全年开店超额达成》，2024.1.23
- 《华住公司点评：Q3再超预期，看好持续性》，2023.11.26
- 《华住公司点评：Q2持续超预期，上调全年收入预期》，2023.8.25



公司基本情况 (人民币)

项目	12/21	12/22	12/24E	12/25E	12/26E
营业收入(百万元)	13,862	21,882	24,468	26,624	28,441
营业收入增长率	8.42%	57.86%	11.82%	8.81%	6.82%
经调整归母净利润(百万元)	-1,375	4,119	4,559	5,482	6,167
归母净利润增长率	-428.9%	399.56%	10.69%	20.24%	12.49%
摊薄每股盈利(元)	-0.442	1.229	1.360	1.636	1.840
经调整EBITDA(百万元)	610	6,874	7,701	8,851	9,686
经调整EBITDA增长率	-61.17%	1026.89%	12.03%	14.93%	9.43%
市盈率(倍)	NA	19.16	20.47	17.03	15.14
EV/EBITDA(倍)	161.18	11.24	11.34	9.17	7.73

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

	2019	2020	2021	2022E	2023	2024E	2025E	2026E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
经营数据																
Legacy Huazhu (CNY)																
综合RevPAR	197	149	172	157	240	250	255	253	210	250	278	229	224	257	281	240
%2019同期		76%	87%	80%	122%	127%	129%	128%	118%	121%	129%	120%	126%	125%	131%	126%
综合OCC	85%	71%	72%	67%	81%	85%	84%	82%	76%	82%	86%	81%	80%	87%	88%	84%
%2019同期		84%	85%	79%	96%	100%	99%	97%	94%	94%	98%	98%	99%	100%	101%	102%
综合ADR	233	210	238	236	296	295	303	309	278	306	324	284	280	295	318	287
%2019同期		90%	102%	101%	127%	127%	130%	133%	126%	129%	132%	122%	127%	124%	130%	123%
成熟酒店																
经济型: 租赁及自营																
RevPAR	182	128	153	133	220	232	235	238	190	237	263	209	214	249	268	212
%2019同期		70%	84%	73%	121%	127%	129%	131%	114%	124%	134%	114%	128%	130%	136%	115%
OCC	90%	73%	75%	68%	84%	90%	90%	90%	78.7%	85.5%	89.0%	84.3%	86.8%	92.7%	92.9%	87.7%
%2019同期		81%	83%	76%	93%	100%	100%	100%	90%	92%	96%	96%	99%	100%	100%	100%
ADR	202	176	206	194	262	258	261	264	241	277	295	248	247	269	289	242
%2019同期		87%	102%	96%	129%	128%	129%	131%	126%	134%	139%	118%	129%	130%	136%	115%
经济型: 管理加盟及特许经营																
RevPAR	160	118	135	121	178	191	192	193	155	186	209	168	176	198	216	180
%2019同期		74%	84%	75%	111%	119%	120%	121%	105%	112%	119%	107%	119%	119%	123%	115%
OCC	89%	75%	76%	70%	81%	89%	89%	89%	76.9%	83.0%	87.1%	81.3%	84.7%	91.3%	92.1%	87.5%
%2019同期		84%	86%	78%	92%	100%	100%	100%	90%	91%	95%	91%	99%	100%	100%	100%
ADR	180	159	177	173	218	215	216	217	202	224	240	206	207	217	234	206
%2019同期		88%	98%	96%	121%	119%	120%	121%	117%	123%	126%	118%	120%	119%	123%	115%
中高端: 租赁及自营																
RevPAR	317	211	250	219	378	388	393	393	319	395	439	370	343	405	434	389
%2019同期		67%	79%	69%	119%	122%	124%	124%	111%	118%	130%	113%	120%	121%	129%	119%
OCC	85%	65%	66%	61%	81%	85%	85%	85%	75.0%	82.6%	87.1%	83.2%	78.5%	87.3%	88.1%	83.4%
%2019同期		76%	78%	71%	96%	100%	100%	100%	95%	95%	99%	95%	99%	100%	100%	100%
ADR	374	328	378	362	464	458	465	465	426	479	504	445	437	464	493	466
%2019同期		88%	101%	97%	124%	122%	124%	124%	118%	125%	132%	122%	121%	121%	129%	119%
中高端: 管理加盟及特许经营																
RevPAR	239	194	214	191	288	282	282	284	254	295	329	271	252	290	317	269
%2019同期		81%	90%	80%	120%	118%	118%	119%	118%	119%	128%	116%	117%	117%	123%	115%
OCC	81%	70%	71%	66%	81%	81%	81%	81%	76.5%	81.6%	86.0%	80.5%	74.5%	82.8%	84.7%	80.9%
%2019同期		87%	87%	81%	100%	100%	99%	99%	102%	99%	102%	99%	99%	100%	100%	100%
ADR	294	276	301	291	354	349	349	352	330	362	383	337	339	350	374	332
%2019同期		94%	102%	99%	120%	119%	119%	120%	115%	121%	126%	118%	118%	117%	123%	115%
Huazhu DH (EUR)																
综合RevPAR	69	31	32	61	71	74	74	75	55	78	79	73	59	79	82	75
%2019同期		45%	46%	88%	103%	107%	107%	108%	93%	110%	107%	111%	100%	112%	110%	114%
综合OCC		35%	35%	56%	63%	65%	65%	66%	54%	67%	69%	64%	57%	68%	71%	65%
综合ADR		88	90	109	112	113	113	114	104	117	114	115	105	117	115	116
开店数据																
Legacy-Huazhu																
合计	5,618	6,669	7,706	8,411	9,263	10,413	11,533	12,733	8,464	8,622	9,028	9,263	9,553	9,843	10,133	10,413
净增	1,388	1,051	1,037	705	852	1,150	1,120	1,200	53	158	406	235	290	290	290	280
经济型: 租赁及自营	416	438	397	353	329	317	305	293	348	345	334	329	326	323	320	317
经济型: 管理加盟及特许经营	3,069	3,924	4,375	4,577	4,639	4,982	5,315	5,673	4,532	4,511	4,658	4,639	4,725	4,812	4,898	4,982
中高端: 租赁及自营	272	243	265	270	278	298	318	338	272	271	274	278	283	288	293	298
中高端: 管理加盟及特许经营	1,861	2,064	2,669	3,211	4,017	4,816	5,595	6,429	3,312	3,495	3,762	4,017	4,219	4,420	4,622	4,816
加盟率		87.8%	89.8%	91.4%	92.6%	93.4%	94.1%	94.6%	92.7%	92.9%	93.3%	93.4%	93.6%	93.8%	94.0%	94.1%
中高端化率		38.0%	34.6%	38.1%	41.4%	46.4%	49.1%	51.3%	42.3%	43.7%	44.7%	46.4%	47.1%	47.8%	48.5%	49.1%
Huazhu-DH																
合计	110	120	124	132	131	139	147	155	128	128	129	131	133	135	137	139
净增		10	4	8	-1	8	8	8	-4	0	1	2	2	2	2	2
租赁及自营		64	72	76	81	84	84	84	80	80	82	84	84	84	84	84
管理加盟及特许经营		46	48	48	51	47	55	63	48	48	47	47	49	51	53	55

来源: 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	2023	2024E	2025E	2026E
净收入	11,212	10,196	12,785	13,862	21,882	24,468	26,624	28,441
YOY	11.4%	-9.1%	25.4%	8.4%	57.9%	11.8%	8.8%	6.8%
租赁及自有酒店	7,717	6,908	8,118	9,148	13,797	14,382	14,649	14,825
管理加盟及特许经营酒店	3,343	3,136	4,404	4,405	7,694	9,696	11,587	13,228
其他	152	152	263	309	392	389	388	388
酒店经营成本	7190	9729	11282	12260	14341	14959	15711	16493
租金	2,624	3,485	3,900	3,927	4,290	4,416	4,577	4,729
水电费	404	478	507	603	686	872	887	899
人员成本	1,854	2,501	3,022	3,683	4,684	5,224	5,750	6,343
折旧与摊销	960	1,316	1,413	1,414	1,328	1,309	1,299	1,288
消费品、餐饮等	793	885	969	1,026	1,327	1,366	1,393	1,408
其他	555	1,064	1,471	1,607	2,026	1,772	1,805	1,827
经营费用	2,046	2,196	2,325	2,445	3,227	3,668	3,905	4,088
其他经营成本	57	52	58	62	34	57	61	65
销售及营销费用	426	597	641	613	1,072	1,202	1,255	1,302
一般及行政费用	1,061	1,259	1,545	1,675	2,086	2,350	2,523	2,651
开业前费用	502	288	81	95	35	59	65	71
商誉减值亏损	0	-437	0	0	-4	0	0	0
其他净经营利润 (开支)	132	480	986	549	404	290	290	290
经营利润	2,108	-1,686	164	-294	4,714	6,130	7,299	8,150
利息收入	160	119	89	87	248	69	115	176
利息费用	-315	-533	-405	-409	-385	-262	-261	-260
其他净 (开支) 利润	331	-89	157	10	573	110	110	110
股本证券公允价值变动产生的未实现收益 (亏损)	316	-265	-96	-359	109	0	0	0
外汇收益 (亏损)	-35	175	-317	-641	91	0	0	0
所得税前利润	2,565	-2,279	-408	-1,606	5,350	6,048	7,262	8,176
所得税开支 (收益)	640	-215	12	207	1,204	1,571	1,855	2,078
权益法投资收益 (亏损)	-164	-140	-60	-36	-15	-10	-10	-10
净利润	1,761	-2,204	-480	-1,849	4,131	4,466	5,398	6,089
归属于非控股权益的净 (利润) 亏损	-8	-12	-15	-28	46	47	56	62
归母净利润	1,769	-2,192	-465	-1,821	4,085	4,419	5,342	6,026
经调整净利润	1,563	-1,805	-260	-1,375	4,119	4,559	5,482	6,167
YOY		-215.5%	85.6%	-428.8%	399.6%	10.7%	20.2%	12.5%
经调整净利率	13.9%	-17.7%	-2.0%	-9.9%	18.8%	18.6%	20.6%	21.7%
经调整EBITDA	3,349	-244	1,571	610	6,874	7,701	8,851	9,686
YOY		-107.3%	743.9%	-61.2%	1026.9%	12.0%	14.9%	9.4%
Adj.EBITDA率	29.9%	-2.4%	12.3%	4.4%	31.4%	31.5%	33.2%	34.1%
P/E	51	NA	NA	NA	19.2	20.5	17.0	15.1
EV/EBITDA	28	NA	50	161	11.2	11.3	9.2	7.7

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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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	2022-11-29	买入		N/A
2	2023-02-02	买入		N/A
3	2023-03-29	买入		N/A
4	2023-04-27	买入		N/A
5	2023-05-31	买入		N/A
6	2023-08-25	买入		N/A
7	2023-11-26	买入		N/A
8	2024-01-23	买入		N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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