

华住集团-S (01179.HK)

一季度经调整净利润翻倍，强品牌高效率助长期成长

买入

核心观点

2024年一季度收入增长超此前公司指引，经调整净利润增长翻倍。2024Q1，公司收入 52.78 亿元/+17.80%，超此前指引（+12-16%）；实现归母/经调整净利润 6.59/7.71 亿元，同比约-33%/+101%；归母净利润下滑主要系汇兑损益波动和 2023Q1 处置雅高股权带来投资收益 5.16 亿元影响，主业增长强劲。

国内酒店一季度整体 RevPAR 同增 3% 领先行业，开店迅猛加速其收入和经调整利润较快增长。2024Q1，国内酒店整体 RevPAR+3.1% (ADR+1%，OCC+1.6pct)，同店 RevPAR 同增 0.9% (ADR-0.6%，OCC+1.1pct)，**领先行业**（多数酒店龙头 2024Q1 同店同比略下滑），**且公司 2023Q1 基数并不低**（2023Q1 华住/亚朵/锦江/首旅 RevPAR 较 2019 年恢复 118%/118%/103%/96%），**核心系其产品更新迭代及时，运营管理高效，品牌优势再次验证。**2024Q1 国内新开/关店净增 569/148/421 家，单季度新开店创 Q1 历史新高，表现超预期，体现加盟商认可。2024Q1，公司国内酒店收入 42 亿元/+18.1%，超指引（+11-15%），其中直营/加盟收入各增 5%/33%；实现经调整 EBITDA 和经调整净利润 14.87/9.45 亿元，同增约 32%/72%；经调整净利率从 2023Q1 约 14% 增至 22%+。

海外酒店一季度整体 RevPAR 增长 4.5%，经调整 EBITDA 减亏。2024Q1，海外 DH 酒店整体 RevPAR 同增 4.5% (ADR+0.2%，OCC+2.3pct)，实现收入约 10 亿元 RMB/+16.6%，对应归母亏损 1.74 亿元，较 2023Q1 亏损 1.65 亿元微增亏（利息费用等影响）；经调整 EBITDA 亏损 0.66 亿元，同比减亏约 33%。

公司预计二季度收入增长 7-11%，品牌和效率优良有望支撑长期领先成长。因去年补偿需求释放影响，公司近期 RevPAR 在高基数下较去年可能有所波动；但公司仍预计 Q2 收入同增 7-11%（预计全年收入增速为 8-12%），高基数下稳定增长。我们认为：1、尽管酒店业短期趋势待跟踪，但公司过往产品升级、规模扩张等仍构筑成长基础（今年新开店提速至 1800 家，继续助力）；2、若后续周期企稳复苏，公司强品牌强流量高效率有望提升业绩增长弹性，而若行业 RevPAR 平稳，公司作为行业翘楚其表现仍有望领先行业；3、海外业务持续提质增效，聚焦轻资产，经营有望持续优化；4、长期来看，国际酒店龙头成熟期依托品牌流量变现仍录得稳定成长和现金回报，支撑龙头股价表现长期胜出（万豪酒店近股价 10 年上涨接近 6 倍，最新市值 679 亿美金），**赛道龙头具长期配置价值**，而公司作为中国酒店业的佼佼者，未来长期成长和资本回报均可期。

风险提示：经济恢复渐进，行业竞争加剧，新品牌或海外拓展不及预期等。

投资建议：维持“买入”评级。综合一季报表现和酒店行业跟踪，谨慎假设公司 2024-2026 年整体 RevPAR 增长 2.0-3.5% 之间，兼顾规模扩张提速和经营效率提升，略上调公司 2024-2026 年归母净利润至 43.39/50.46/58.35 亿元（此前为 42.72/48.62/54.76 亿元）；上修经调整净利润至 45.28/52.55/60.65 亿元（此前为 44.21/50.07/56.23 亿元），对应经调整 EPS 为 1.41/1.64/1.89 元，动态 PE 为 21/19/16x，估值处于历史低位。公司系国内酒店业翘楚，一季度靓丽表现再次验证公司实力，规模扩张和经营优化支撑成长中枢。未来若周期企稳复苏，公司卓越的经营能力有望继续支持其业绩进一步向上弹性。长期来看，公司强品牌强流量高效率仍支撑中线成长，对标国际酒店龙头中线成长和资金回报均可期，维持“买入”评级。

公司研究·海外公司财报点评

社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光 0755-82150809
zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

证券分析师：钟潇 0755-82132098
zhongxia@guosen.com.cn
S0980513100003

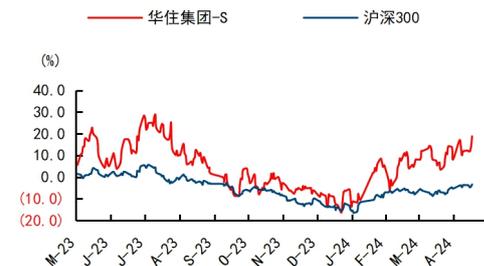
证券分析师：张鲁 010-88005377
zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

联系人：杨玉莹 0755-81982942
yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	33.30 港元
总市值/流通市值	106906/106906 百万港元
52 周最高价/最低价	37.28/23.25 港元
近 3 个月日均成交额	67.12 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华住集团-S(01179.HK)-国内净利润较 2019 年增长 149%，2024 年开店目标提速》——2024-03-22

《华住集团-S(01179.HK)-旺季经营业绩再创新高，行业翘楚品牌运营全面发力》——2023-11-27

《华住集团-S(01179.HK)-经营恢复持续领先行业，彰显酒店龙头运营实力》——2023-08-28

《华住集团-S(01179.HK)-一季度境内净利润显著超疫情前，行业翘楚复苏领衔》——2023-05-30

《华住集团-S(01179.HK)-2022 年业绩承压，2023 年开局良好期待新成长》——2023-03-29

盈利预测和财务指标

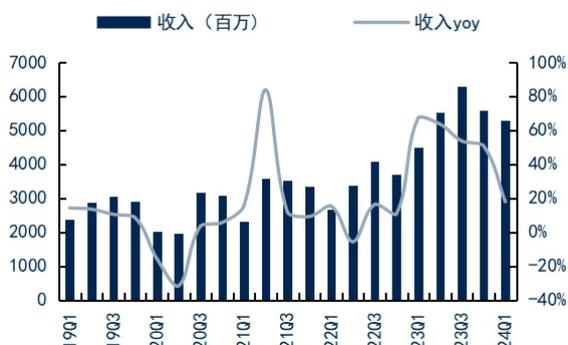
	2019	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,862	21,882	23,764	25,729	27,773
(+/-%)	8.4%	57.9%	8.6%	8.3%	7.9%
净利润(百万元)	-1821	4085	4339	5046	5835
(+/-%)	--	-324.3%	6.2%	16.3%	15.6%
每股收益(元)	-0.57	1.27	1.35	1.57	1.82
EBIT Margin	-9.0%	17.4%	20.2%	22.1%	24.1%
净资产收益率 (ROE)	-20.9%	33.7%	28.6%	27.0%	25.6%
市盈率 (PE)	-54.4	24.2	22.8	19.6	17.0
EV/EBITDA	786.3	30.2	26.3	22.9	20.0
市净率 (PB)	11.34	8.16	6.52	5.29	4.34

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2024年一季度收入增长超公司此前指引，经调整净利润增长翻倍。2024Q1，公司收入52.78亿元/+17.80%，超此前指引（+12-16%）；实现归母/经调整净利润6.59/7.71亿元，同比约-33%/+101%；归母净利润下滑主要系汇兑损益波动和2023Q1处置雅高股权带来投资收益5.16亿元影响，**经调整净利润同比翻倍显示公司经营主业增长强劲。**

图1：华住 2019 年以来季度收入变化趋势



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司 2019-2023 年季度归母净利润和经调业绩情况



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

国内酒店一季度整体 RevPAR 同增 3%领先行业，开店迅猛加速其收入和经调利润较快增长。2024Q1，国内酒店整体 RevPAR+3.1%（ADR+1%，OCC +1.6pct），**同店 RevPAR 同增 0.9%（ADR-0.6%，OCC+1.1pct），领先行业（多数酒店龙头 2024Q1 同店同比略下滑），且公司 2023Q1 基数并不低（2023Q1 华住/亚朵/锦江/首旅 RevPAR 较 2019 年恢复 118%/118%/103/96%），品牌优势和收益管理能力再次验证。2024Q1 国内新开 569 家，关闭 148 家，净增 421 家，单季度新开店创 Q1 历史新高，表现超预期。**2024Q1，公司国内酒店收入约 42 亿元/+18.1%，超指引（+11-15%），其中直营/加盟收入各增约 5%/33%，**规模扩张带来的加盟收入增长系核心；实现经调整 EBITDA 和经调整净利润 14.87/9.45 亿元，同增约 32%/72%，增长强劲，核心系过去一年多的快速规模扩张以及今年以来规模扩张助力公司加盟店收入较快增长。**同时，公司国内酒店业务经调整净利率从 2023Q1 的约 14%提升至 2024Q1 的 22%+，提升近 8pct，表现突出，**核心系国内酒店业务毛利率提升近 5pct 推动（加盟提升和规模提升）。**

图3：华住 REVPAR 季度变化及与同行对比



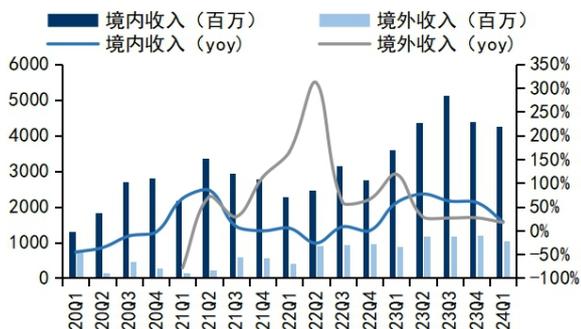
资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理
注意：2023 年各季度 REVPAR 系其较 2019 年增长情况

图4：公司季度新开店、关店和净增店趋势



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

图5: 公司国内外收入变化趋势



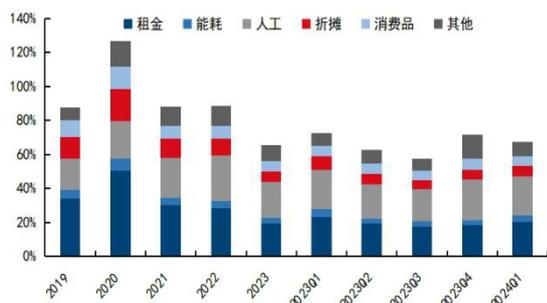
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司季度国内外经调整业绩变化趋势



资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司酒店业务季度成本费用拆分



资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费率季度变化趋势



资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

海外酒店一季度整体 RevPAR 增长 4.5%，经调整 EBITDA 减亏。 2024Q1，海外 DH 酒店整体 RevPAR 同增 4.5% (ADR+0.2%，OCC+2.3pct)，实现收入约 10 亿元 RMB/+16.6%，对应归母亏损 1.74 亿元，较 2023Q1 亏损 1.65 亿元微增亏(初步预计利息费用等影响)；经调整 EBITDA 亏损 0.66 亿元，同比减亏约 33%，显示主业经营仍在改善。

综合来看，门店方面，2024 年一季度末，公司共 9817 家酒店、955657 间客房（其中 DH 下包括 133 家酒店和 2.71 万间客房），按客房数直营/加盟占比分别为 11%/89%。DH 新开 5 家，关闭 3 家。2024Q1 末公司储备店共 3172 家，国内 3138 家、DH 34 家。

公司预计二季度收入增长 7-11%，品牌效率优良支持长期领先成长。 由于去年补偿需求释放带来的基数压力，公司近期 RevPAR 相比去年可能有所波动；但公司仍预计 Q2 整体收入同增 7-11% (预计全年收入增速为 8-12%)，高基数下仍保持稳定增长。我们认为：1、尽管酒店业短期可能基数和周期扰动，但公司持续产品升级和规模扩张仍助力其成长，公司预计今年新开店 1800 家，较 2023 年提速，2024Q1 末储备店 3172 家支撑扩店；2、若后续周期企稳复苏，公司强产品&会员流量&经营效率有望继续支持业绩增长弹性，而若行业 RevPAR 平稳，公司良好的经营能力仍有望支持其表现领先行业；3、海外业务持续提质增效，聚焦轻资产，经营有望持续优化；4、长期来看，对标国际酒店龙头，成熟期依托品牌流量变现仍录得稳定成长和现金回报，支撑龙头股价表现长期胜出（万豪酒店成熟期其股价 10 年上涨接近 6 倍，最新市值 679 亿美金），华

住作为中国酒店行业的佼佼者，其长期成长和资本回报均可期（2023 年公司派息约 3.0 亿元、回购约 1.2 亿元，未来不排除进一步提升）。

风险提示：经济恢复渐进，行业竞争加剧，新品牌或海外拓展不及预期等。

投资建议：维持“买入”评级。综合一季报表现和酒店行业跟踪，谨慎假设公司 2024-2026 年整体 REVPAR 增长 2.0-3.5% 之间，兼顾规模扩张提速和经营效率提升，略上调公司 2024-2026 年归母净利润至 43.39/50.46/58.35 亿元（此前为 42.72/48.62/54.76 亿元）；上修经调整净利润至 45.28/52.55/60.65 亿元（此前为 44.21/50.07/56.23 亿元），对应经调整 EPS 为 1.41/1.64/1.89 元，动态 PE 为 21/19/16x，估值处于历史低位。公司系国内酒店业翘楚，一季度靓丽表现再次验证公司实力，规模扩张和经营优化支撑成长中枢。未来若周期企稳复苏，公司卓越的经营能力有望继续支持其业绩进一步向上弹性。长期来看，公司强品牌强流量高效率仍支撑中线成长，对标国际酒店龙头中线成长和资金回报均可期，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2024/5/18	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
1179.HK	华住集团-S	30.32	973.47	1.27	1.41	1.64	1.89	23.88	21.49	18.52	16.05	买入
600754.SH	锦江酒店	30.00	291.61	0.94	1.55	1.63	1.85	31.91	19.35	18.40	16.22	买入
600258.SH	首旅酒店	15.03	167.83	0.71	0.80	0.89	0.98	21.20	18.82	18.82	15.39	买入
301073.SZ	君亭酒店	24.38	47.41	0.25	0.62	0.88	1.15	96.51	39.09	27.60	21.25	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 其中：华住集团-s2024-2026 年 EPS 采用经调整 EPS 数据，其收盘价和市值为人民币计价。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3583	6946	11881	15729	19654	营业收入	13862	21882	23764	25729	27773
应收款项	1291	965	1042	1128	1217	营业成本	12260	14341	15055	15911	16726
存货净额	70	59	63	67	70	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	2312	1133	1260	1364	1472	销售费用	613	1072	1122	1173	1233
流动资产合计	9178	12056	17198	21831	26666	管理费用	2242	2653	2797	2947	3112
固定资产	6784	6097	5462	4816	4165	财务费用	(322)	(137)	198	165	113
无形资产及其他	41490	40928	40743	40599	40498	投资收益	0	0	(10)	(10)	(10)
投资性房地产	1986	1887	1887	1887	1887	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	2069	2564	2569	2574	2579	其他收入	(711)	1386	1270	1283	1292
资产总计	61507	63532	67859	71707	75795	营业利润	(1642)	5339	5853	6806	7870
短期借款及交易性金融负债	3329	4049	4550	3976	3563	营业外净收支	0	(4)	0	0	0
应付款项	1905	1581	1575	1667	1756	利润总额	(1642)	5335	5853	6806	7870
其他流动负债	7912	11781	12525	13264	13994	所得税费用	207	1204	1463	1702	1968
流动负债合计	13146	17411	18650	18907	19312	少数股东损益	(28)	46	50	59	68
长期借款及应付债券	9148	1265	1265	1265	765	归属于母公司净利润	(1821)	4085	4339	5046	5835
其他长期负债	30410	32607	32607	32607	32637	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	39558	33872	33872	33872	33402	净利润	(1821)	4085	4339	5046	5835
负债合计	52704	51283	52522	52779	52714	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	74	114	164	223	291	折旧摊销	1456	1414	1270	1283	1292
股东权益	8729	12135	15172	18705	22789	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	61507	63532	67859	71707	75795	财务费用	(322)	(137)	198	165	113
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1602)	7357	531	637	647
每股收益	(0.57)	1.27	1.35	1.57	1.82	其它	(28)	46	50	59	68
每股红利	0.00	0.00	0.41	0.47	0.55	经营活动现金流	(1995)	12902	6190	7025	7841
每股净资产	2.72	3.78	4.73	5.83	7.10	资本开支	0	(160)	(450)	(493)	(539)
ROIC	-4%	20%	42%	129%	236%	其它投资现金流	885	(1031)	0	(591)	(709)
ROE	-21%	34%	29%	27%	26%	投资活动现金流	879	(1686)	(455)	(1088)	(1253)
毛利率	12%	34%	37%	38%	40%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-9%	17%	20%	22%	24%	负债净变化	2899	(7883)	0	0	(500)
EBITDA Margin	1%	24%	26%	27%	29%	支付股利、利息	0	0	(1302)	(1514)	(1750)
收入增长	8%	58%	9%	8%	8%	其它融资现金流	(6215)	7913	501	(574)	(413)
净利润增长率	—	-324%	6%	16%	16%	融资活动现金流	(417)	(7853)	(800)	(2088)	(2663)
资产负债率	86%	81%	78%	74%	70%	现金净变动	(1533)	3363	4935	3849	3925
息率	0.0%	0.0%	1.2%	1.4%	1.6%	货币资金的期初余额	5116	3583	6946	11881	15729
P/E	(54.4)	24.2	22.8	19.6	17.0	货币资金的期末余额	3583	6946	11881	15729	19654
P/B	11.3	8.2	6.5	5.3	4.3	企业自由现金流	0	11566	4944	5701	6425
EV/EBITDA	786	30	26	23	20	权益自由现金流	0	11702	5297	5004	5428

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032