



# 华住 (HTHT.NASDAQ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q1 开店超预期，持续看好精益增长

### 事件

5月17日公司公告1Q24业绩，收入52.8亿元/+17.8%，归母净利6.6亿元/-33.4%，经调整净利7.7亿元/+100.8%，经调整EBITDA 14.2亿元/+37.8%。

### 点评

**经营数据：Q1 境内行业压力加大情况下表现较好，境外量价同比均有提升。**LH 1Q24 RevPAR 216 元/+3.1%、为 19 年同期 121.3%，恢复度环比 Q4+1.5pct，行业淡季压力较大情况下表现持续领先；拆分量价，OCC 77.2%/+1.6pct、ADR216 元/+3.1%，分别为 19 年同期 95.8%、126.7%；拆分结构，Q1 成熟店整体/经济型/中高端 RevPAR 为 19 年的 123.9%/109.9%/111.4%。DH 1Q24 RevPAR 58 欧元/+4.5%、恢复至 19 年同期 98.3%；拆分看 OCC 55.8%/+2.3pct，ADR 104 欧元/+0.2%。

**Q1 收入增速好于指引，Q2 预期增长 7~11%。**1Q24 收入增速较 4Q23 业绩公告指引上限 16%高 1.8pct，其中 LH 收入 42.5 亿元/+18.1%、较指引上限 15%高 3.1pct，DH 收入 10.3 亿元/+16.6%，超预期主因境内 RevPAR 表现超预期。成本费用端，1Q24 酒店经营成本占收入比 67.5%/-5.0pct，细分项中租金占收入比下降较多 (20.6%/-2.9pct)；销售费用率 4.9%/+0.6pct，费用投放力度同比均有所加大，管理费用率 9.6%/+0.2pct；经营利润率 19.0%/+4.2pct，主因轻资产化下加盟店占比提升及直营经营提效。1Q23 经调整 EBITDA 率 26.9%/+3.9pct，LH、DH 分别为 35.0%/+3.6pct、-6.4%/+4.7pct。根据公司公告，预计 2Q24 收入同比增长 7~11%，不含 DH 增长 7~11%；Q2 增速指引环比 Q1 下降推测主因 Q2 开始基数相对高。

**坚持“围绕卓越服务的精益增长策略”，Q1 新开进度超预期。**1Q24 公司新开/净开 574/423 家，完成 1800 家新开计划的 32%、进度领先同业；分档次看，经济/中档/中高档/高档/奢华/其他酒店分别净开 134/244/43/2 家，其中中档仍为开店主力，经济型在主动清退软品牌、重视大众市场策略下再次进入较快增长。截至 23 年末 Pipeline 酒店 3172 家、环比+74 家，新签约情况维持较好趋势。

### 盈利预测、估值与评级

公司运营能力领先，预计 24E~26E 经调整净利 45.3/54.6/62.3 亿元，对应 PE 20.9/17.4/15.1X，经调整 EBITDA 76.9/89.0/99.0 亿元，对应 EV/EBITDA 11.5/9.3/7.7X，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)：41.33 元

### 相关报告：

- 《华住 4Q23 业绩点评：Q4 收入继续超预期，开店计划积极》，2024.3.21
- 《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



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13,862	21,882	24,779	26,946	28,902
营业收入增长率	8.42%	57.86%	13.24%	8.75%	7.26%
经调整归母净利润 (百万元)	-734	3,512	4,525	5,455	6,259
归母净利润增长率	%	578.47%	28.86%	20.55%	14.74%
摊薄经调整每份 ADR 盈利 (元)	-2.359	10.479	14.263	17.194	19.729
经调整 EBITDA (百万元)	1,251	6,267	7,689	8,895	9,897
经调整 EBITDA 增长率	-33.74%	400.96%	22.70%	15.68%	11.27%
市盈率 (倍)	NA	22.47	20.93	17.37	15.13
EV/EBITDA (倍)	78.59	12.33	11.54	9.29	7.70

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E
<b>经营数据</b>																
<b>Legacy Huazhu (CNY)</b>																
综合RevPAR	197	149	172	157	240	240	245	244	210	250	278	229	216	245	270	234
%2019同期		76%	87%	80%	122%	122%	124%	124%	118%	121%	129%	120%	121%	119%	126%	122%
综合OCC	85%	71%	72%	67%	81%	83%	83%	81%	76%	82%	86%	81%	77%	85%	87%	83%
%2019同期		84%	85%	79%	96%	98%	98%	96%	94%	94%	98%	98%	96%	97%	99%	101%
综合ADR	233	210	238	236	297	290	296	301	278	306	324	284	280	290	311	282
%2019同期		90%	102%	101%	127%	125%	127%	129%	126%	129%	132%	122%	127%	122%	127%	121%
<b>成熟酒店</b>																
<b>经济型: 租赁及自营</b>																
RevPAR	182	128	153	133	220	215	217	219	190	237	263	209	203	229	243	201
%2019同期		70%	84%	73%	121%	118%	119%	120%	114%	124%	134%	114%	122%	120%	123%	109%
OCC	90%	73%	75%	68%	84%	85%	86%	86%	78.7%	85.5%	89.0%	84.3%	82.9%	88.1%	88.3%	83.3%
%2019同期		81%	83%	76%	93%	95%	95%	95%	90%	92%	96%	96%	95%	95%	95%	95%
ADR	202	176	206	194	262	252	253	255	241	277	295	248	245	260	276	242
%2019同期		87%	102%	96%	129%	125%	125%	126%	126%	134%	139%	118%	128%	126%	130%	115%
<b>经济型: 管理加盟及特许经营</b>																
RevPAR	160	118	135	121	178	178	177	178	155	186	209	168	162	184	199	171
%2019同期		74%	84%	75%	111%	111%	111%	111%	105%	112%	119%	107%	109%	111%	114%	109%
OCC	89%	75%	76%	70%	81%	83%	84%	84%	76.9%	83.0%	87.1%	81.3%	79.1%	84.9%	87.5%	83.1%
%2019同期		84%	86%	78%	92%	94%	94%	94%	90%	91%	95%	91%	92%	93%	95%	95%
ADR	180	159	177	173	218	213	212	213	202	224	240	206	205	216	228	206
%2019同期		88%	98%	96%	121%	118%	118%	118%	117%	123%	126%	118%	119%	119%	120%	115%
<b>中高端: 租赁及自营</b>																
RevPAR	317	211	250	219	371	379	384	384	319	395	439	370	342	398	429	367
%2019同期		67%	79%	69%	117%	120%	121%	121%	111%	118%	130%	113%	119%	119%	127%	112%
OCC	85%	65%	66%	61%	81%	86%	86%	86%	75.0%	82.6%	87.1%	83.2%	79.8%	88.2%	89.9%	85.1%
%2019同期		76%	78%	71%	96%	101%	101%	101%	90%	95%	99%	95%	91%	101%	102%	95%
ADR	374	328	378	362	456	441	447	447	426	479	504	445	428	452	478	431
%2019同期		88%	101%	97%	122%	118%	120%	120%	118%	125%	132%	114%	118%	118%	125%	110%
<b>中高端: 管理加盟及特许经营</b>																
RevPAR	239	194	214	191	287	282	280	282	254	295	329	271	253	287	317	269
%2019同期		81%	90%	80%	120%	118%	117%	118%	118%	119%	128%	116%	117%	116%	123%	116%
OCC	81%	70%	71%	66%	81%	83%	82%	82%	76.5%	81.6%	86.0%	80.5%	76.5%	83.6%	86.4%	82.5%
%2019同期		87%	87%	81%	100%	102%	101%	101%	102%	99%	102%	100%	102%	101%	102%	102%
ADR	294	276	301	291	353	342	340	343	330	362	383	337	331	343	367	327
%2019同期		94%	102%	99%	120%	116%	116%	117%	115%	121%	126%	117%	116%	115%	121%	113%
<b>Huazhu DH (EUR)</b>																
综合RevPAR	69	31	32	61	71	72	72	73	55	78	79	73	58	76	81	75
%2019同期		45%	46%	88%	103%	105%	104%	106%	93%	110%	107%	111%	98%	107%	109%	114%
综合OCC		35%	35%	56%	63%	65%	65%	65%	54%	67%	69%	64%	56%	67%	70%	65%
综合ADR		88	90	109	112	112	111	112	104	117	114	115	104	113	115	116
<b>开店数据</b>																
<b>Legacy-Huazhu</b>																
合计	5,618	6,669	7,706	8,411	9,263	10,519	11,639	12,839	8,464	8,622	9,028	9,263	9,684	9,974	10,264	10,519
净增	1,388	1,051	1,037	705	852	1,256	1,120	1,200	53	158	406	235	421	290	290	255
经济型: 租赁及自营	416	438	397	353	329	312	300	288	348	345	334	329	321	318	315	312
经济型: 管理加盟及特许经营	3,069	3,924	4,375	4,577	4,639	5,030	5,363	5,721	4,532	4,511	4,658	4,639	4,781	4,867	4,954	5,030
中高端: 租赁及自营	272	243	265	270	278	292	312	332	272	271	274	278	277	282	287	292
中高端: 管理加盟及特许经营	1,861	2,064	2,669	3,211	4,017	4,885	5,664	6,498	3,312	3,495	3,762	4,017	4,305	4,507	4,708	4,885
加盟率		87.8%	89.8%	91.4%	92.6%	93.4%	94.3%	94.7%	92.7%	92.9%	93.3%	93.4%	93.8%	94.0%	94.1%	94.3%
中高端化率		38.0%	34.6%	38.1%	41.4%	46.4%	49.2%	51.3%	42.3%	43.7%	44.7%	46.4%	47.3%	48.0%	48.7%	49.2%
<b>Huazhu-DH</b>																
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	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	71	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	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>净收入</b>	<b>11,212</b>	<b>10,196</b>	<b>12,785</b>	<b>13,862</b>	<b>21,882</b>	<b>24,779</b>	<b>26,946</b>	<b>28,902</b>
YOY	11.4%	-9.1%	25.4%	8.4%	57.9%	13.2%	8.7%	7.3%
租赁及自有酒店	7,717	6,908	8,118	9,148	13,797	14,101	14,266	14,481
管理加盟及特许经营酒店	3,343	3,136	4,404	4,405	7,694	10,209	12,281	14,023
其他	152	152	263	309	392	469	399	399
<b>酒店经营成本</b>	<b>7190</b>	<b>9729</b>	<b>11282</b>	<b>12260</b>	<b>14341</b>	<b>15292</b>	<b>15952</b>	<b>16688</b>
租金	2,624	3,485	3,900	3,927	4,290	4,454	4,593	4,746
水电费	404	478	507	603	686	860	848	861
人员成本	1,854	2,501	3,022	3,683	4,684	5,302	5,807	6,336
折旧与摊销	960	1,316	1,413	1,414	1,328	1,274	1,262	1,252
消费品、餐饮等	793	885	969	1,026	1,327	1,321	1,340	1,359
其他	555	1,064	1,471	1,607	2,026	2,080	2,102	2,135
<b>经营费用</b>	<b>2,046</b>	<b>2,196</b>	<b>2,325</b>	<b>2,445</b>	<b>3,227</b>	<b>3,705</b>	<b>4,003</b>	<b>4,204</b>
其他经营成本	57	52	58	62	34	40	42	45
销售及营销费用	426	597	641	613	1,072	1,250	1,345	1,426
一般及行政费用	1,061	1,259	1,545	1,675	2,086	2,369	2,575	2,689
开业前费用	502	288	81	95	35	46	41	44
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	331	350	350
<b>经营利润</b>	<b>2,108</b>	<b>-1,686</b>	<b>164</b>	<b>-294</b>	<b>4,714</b>	<b>6,112</b>	<b>7,341</b>	<b>8,360</b>
利息收入	160	119	89	87	248	69	115	175
利息费用	-315	-533	-405	-409	-385	-262	-261	-260
其他净 (开支) 利润	331	-89	157	10	573	135	135	135
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
<b>所得税前利润</b>	<b>2,565</b>	<b>-2,279</b>	<b>-408</b>	<b>-1,606</b>	<b>5,350</b>	<b>6,055</b>	<b>7,330</b>	<b>8,410</b>
所得税开支 (收益)	640	-215	12	207	1,204	1,612	1,946	2,216
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	4,434	5,374	6,185
归属于非控股权益的净 (利润) 亏损	-8	-12	-15	-28	46	48	58	66
<b>归母净利润</b>	<b>1,769</b>	<b>-2,192</b>	<b>-465</b>	<b>-1,821</b>	<b>4,085</b>	<b>4,385</b>	<b>5,315</b>	<b>6,118</b>
<b>经调整净利润-新口径</b>	<b>1,598</b>	<b>-1,980</b>	<b>57</b>	<b>-734</b>	<b>3,512</b>	<b>4,525</b>	<b>5,455</b>	<b>6,259</b>
YOY	-13.9%	-223.9%	102.9%	1387.7%	578.5%	28.9%	20.6%	14.7%
经调整净利率	14.3%	-19.4%	0.4%	-5.3%	16.0%	18.3%	20.2%	21.7%
<b>经调整EBITDA-新口径</b>	<b>3,384</b>	<b>-419</b>	<b>1,888</b>	<b>1,251</b>	<b>6,267</b>	<b>7,689</b>	<b>8,895</b>	<b>9,897</b>
YOY	-1%	-112.4%	550.6%	-33.7%	401.0%	22.7%	15.7%	11.3%
Adj.EBITDA率	30.2%	-4.1%	14.8%	9.0%	28.6%	31.0%	33.0%	34.2%
P/E	50	NA	NA	NA	22.5	20.9	17.4	15.1
EV/EBITDA	27	NA	42	79	12.3	11.5	9.3	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

**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

**历史推荐和目标定价(美元)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-02-02	买入		N/A
2	2023-03-29	买入		N/A
3	2023-04-27	买入		N/A
4	2023-05-31	买入		N/A
5	2023-08-25	买入		N/A
6	2023-11-26	买入		N/A
7	2024-01-23	买入		N/A
8	2024-03-21	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。



**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