

港股公司 | 公司深度 | 华住集团-S (01179)

效率领先+卓越服务，酒店龙头夯实护城河



| 报告要点

公司秉承“用 IT 精神改造传统服务业”的初心，多年积淀形成了“品牌（产品力）+技术（创新力）+流量（回报力）”三位一体的竞争壁垒，打造了平台型企业基因。当下时点，领军企业仍有未尽之美，于国内，向下，华住仍有众多中小城市待覆盖；向上，通过外延并购和内部融合，中高端及以上品牌基因已具备，扩张潜力待释放；于全球，DH 盈利能力边际改善，向世界输出中国服务空间广阔，值得期待。

| 分析师及联系人



邓文慧

SAC: S0590522060001 SAC: S0590523080001



曹晶

华住集团-S (01179)

效率领先+卓越服务，酒店龙头夯实护城河

行业：社会服务/酒店餐饮
 投资评级：增持（首次）
 当前价格：24.40 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 3,137.94/3,137.94
 流通市值(百万港元) 76,565.81
 每股净资产(元) 4.32
 资产负债率(%) 79.82
 一年内最高/最低(港元) 38.30/23.25

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

华住集团：中国酒店行业领军者

公司始于2005年创立的汉庭酒店，在创始人的带领下，其成为全球发展最快的酒店集团之一。2013-2023年间，公司酒店数量CAGR为20.8%，收入CAGR为18.0%。横向对比同业，公司领先地位持续夯实。2019年前，公司的收入体量尚有可比肩的同业，归母净利润高出锦江、首旅在内的行业平均值52%。2023年，公司持续夯实自身壁垒，以客房数计，公司市占率为14%，仅次于锦江国际18%的水平，从境内业绩看，公司实现高出行业平均水平114%的归母净利润。

行业更新：供给回归，休闲需求延续

酒店行业具备周期性与成长性。周期演进节奏看，1)供给已基本恢复。2023年末，中国酒店数量恢复至疫情前96%。2)休闲需求延续，商务需求理性。2024年五一假期，国内出游人次按可比口径恢复至2019年同期的128.2%，休闲需求延续疫后强势。而商务需求在集中释放后恢复理性，2024Q2会议需求的景气指数转负。成长维度看，2023年末酒店连锁化率为41.0%，继续同比提升2.2pct；结构升级持续推进，ADR提升趋势未变。

核心看点：千城万店、挺进中高端、国际化

公司秉承“用IT精神改造传统服务业”的初心，多年积淀形成了“品牌（产品力）+技术（创新力）+流量（回报率）”三位一体的竞争壁垒，打造了平台型企业基因。当下时点，领军企业仍有未尽之美，于国内，向下，华住仍有众多中小城市待覆盖；向上，通过外延并购和内部融合，中高端及以上品牌基因已具备，扩张潜力待释放；于全球，DH盈利能力边际改善，向世界输出中国服务空间广阔，值得期待。

公司龙头地位稳定，给予“增持”评级

我们预计公司2024-2026年营收分别为242.4/261.2/281.1亿元，对应增速分别为10.8%/7.7%/7.6%，3年CAGR为8.7%；归母净利润分别为42.5/49.1/56.7亿元，3年CAGR为11.6%，对应PE分别为16x/14x/12x。鉴于公司龙头地位稳定，国内门店下沉与品牌向上仍有较大空间，全球化渐入佳境，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济增长放缓风险；扩张进展不及预期风险；竞争格局恶化风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,862	21,882	24,244	26,118	28,114
增长率(%)	8.4%	57.9%	10.8%	7.7%	7.6%
EBITDA(百万元)	870	6844	6249	7093	7967
归母净利润(百万元)	-1821	4085	4254	4906	5674
增长率(%)	-291.6%	324.3%	4.1%	15.3%	15.7%
EPS(元/股)	-0.58	1.30	1.36	1.56	1.81
市盈率(P/E)	-38	17	16	14	12
市净率(P/B)	8	6	4	3	3
EV/EBITDA	9	0	1	1	0

数据来源：公司公告、iFIND，国联证券研究所预测；股价为2024年07月26日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

需求非均衡式复苏+供给基本完成回补的背景下，酒店经营难度增大，酒店集团间差距扩大。公司凭借自身“品牌（产品力）+技术（创新力）+流量（回报力）”优势及对酒店行业精准的洞察力、优秀的执行能力持续领先同业，公司优势扩大的背景下，市占率有望持续提升。

核心假设

- 展店与结构：加盟商投资意愿延续的背景下，假设公司在 2024-2026 年分别净开店 1150/1250/1250 家。结构上，预计均为加盟门店。
- 经营增长：伴随休闲需求延续+商务需求理性修复，我们假设入住率将逐步改善并录得进一步增长，预计公司酒店业务 RevPAR 在 2024-2026 年分别同比增长 0%/2%/2%。
- 成本与费用：考虑到租金、人工、折旧摊销等成本较为刚性，预计毛利率将随着营收改善而稳步回升，假设毛利率在 2024-2026 年分别为 39.2%/40.5%/41.7%。伴随公司经营收入逐步增长，假设销售费用率在 2024/2025/2026 年分别为 4.9%/4.9%/4.9%，管理费用率在 2024/2025/2026 年分别为 9.5%/9.5%/9.5%。

盈利预测、估值与评级

- 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 242.4/261.2/281.1 亿元，对应增速分别为 10.8%/7.7%/7.6%，3 年 CAGR 为 8.7%；归母净利润分别为 42.5/49.1/56.7 亿元，3 年 CAGR 为 11.6%，对应 PE 分别为 16x/14x/12x。
- 鉴于公司龙头地位稳定，国内门店下沉与品牌向上仍有较大空间，全球化渐入佳境，首次覆盖，给予“增持”评级。

投资看点

当下时点，领军企业仍有未尽之美。短期来看，于国内，向下沉市场，华住仍有众多中小城市待覆盖；向品牌升级，通过外延并购和内部融合，中高端及以上品牌基因已具备，扩张潜力待释放。中长期来看，于全球，DH 盈利能力改善，公司向世界输出中国服务空间广阔，值得期待。

正文目录

1.	公司概况：中国酒店行业领军者	7
1.1	公司简介：持续领先的酒店优等生	7
1.2	发展历程：勇立潮头与未尽之美	10
1.3	股权架构：股权结构合理	11
1.4	经营概况：重回增长区间	13
2.	行业更新：供给回归，休闲需求延续	17
2.1	供给：连锁化加速推进	17
2.2	需求：休闲需求延续积极	19
3.	核心优势：品牌、技术、流量三位一体	22
3.1	品牌：穿越周期，向上发展	22
3.2	流量：会员主导，直连用户	27
3.3	技术：数字化赋能，效率领先行业	30
4.	核心看点：千城万店、挺进中高端、国际化	31
4.1	规模扩张：深耕中国，下沉千城万店	31
4.2	品牌向上：融合基因，抢滩中高端	34
4.3	海外 DH：继续全球化，盈利能力边际改善	35
5.	盈利预测与投资建议	37
5.1	盈利预测	37
5.2	投资建议	37
6.	风险提示	38

图表目录

图表 1:	2022 年末，华住房间数排名世界第 6	7
图表 2:	2023 年公司位列中国酒店集团规模 TOP 2	7
图表 3:	华住旗下酒店品牌覆盖经济型至奢华	7
图表 4:	2023 年华住收入以境内（80%）、租赁及自有酒店（63%）为主	8
图表 5:	加盟业务毛利率明显优于直营业务	8
图表 6:	2023 年华住境内酒店收入明显高出同业	9
图表 7:	2023 年华住境内净利润相对同业优势明显	9
图表 8:	华住境内归母净利率持续领先同业，且在 2023 年优势更明显	9
图表 9:	2023 年，华住境外酒店收入实现对锦江的超越	10
图表 10:	2023 年华住境外酒店净利润优于同业	10
图表 11:	筚路蓝缕启山林，华住集团已过十九载风雨	11
图表 12:	华住集团由高速扩张进入到高质量扩张阶段	11
图表 13:	截至 2024 年 3 月末，季琦先生及联合创始人合计持有公司 31% 的发行在外普通股	12
图表 14:	公司高管团队专业能力强且经验丰富	13
图表 15:	2023 年华住中国 RevPAR 呈现出强劲的恢复态势	14
图表 16:	华住 RevPAR 引领行业复苏	14
图表 17:	ADR 强势支撑 RevPAR 复苏	14
图表 18:	公司近年自营酒店数量负增长	14
图表 19:	公司管理加盟及特许经营酒店持续扩张	14
图表 20:	逆势投入大额资本支出支撑直营酒店仍能实现收入增长	15
图表 21:	2023 年来公司营收重拾增长	15
图表 22:	加盟/直营收入快速回暖，加盟增速高于直营	15
图表 23:	2023 年来公司毛利率上行	16
图表 24:	加盟收入占比动态抬升	16

图表 25:	2023 年来费用优化明显	16
图表 26:	盈利能力上行, 销售净利率回归	16
图表 27:	2023 年度公司分红额度大幅上行	17
图表 28:	截至 2024 年 2 月, 酒店供给与疫情前趋同	17
图表 29:	截至 2024 年 2 月, 酒店房间供给基本恢复	17
图表 30:	连锁客房更为抗压, 逆势扩张明显	18
图表 31:	经济型酒店房间数较疫情前仍有缺口	18
图表 32:	2023 年末酒店连锁化继续推进	18
图表 33:	2023 年末其他城市连锁化率为 33.4%	19
图表 34:	1-2 线城市之外, 中国仍有大量连锁化空间	19
图表 35:	品牌酒店在低线城市覆盖率仍有提升空间	19
图表 36:	2023 年来酒店业景气度波动下行	20
图表 37:	2023 年来休闲旅游需求延续景气	21
图表 38:	2024Q1 国内旅游收入同比增 16.9%	21
图表 39:	2024Q1 国内游总人次同比增 16.7%	21
图表 40:	2024Q2 会议需求信心不足	22
图表 41:	2019-2023 年, 酒店行业中高端占比提升	22
图表 42:	酒店集团中高端占比持续提升	22
图表 43:	华住集团旗下品牌布局多元, 覆盖全价格带	23
图表 44:	2023 年中档+经济型酒店房间数占比 76.7%	24
图表 45:	2023 年中国酒店前 10 品牌几乎均为经济型及中端	24
图表 46:	2023 年连锁中端酒店中全季+桔子合计占 16%	24
图表 47:	2023 年汉庭占据中国连锁经济型酒店首位	24
图表 48:	汉庭品牌不仅在数量上领先经济型同业, 速度上更是展现出自身 alpha	24
图表 49:	全季数量与速度并重, 桔子仍有较大扩张空间	24
图表 50:	汉庭持续迭代, 24Q1 汉庭 3.5 占比 33.2%	25
图表 51:	24Q1 全季 4.0 接受度高, 占比已达 69.0%	25
图表 52:	新一代桔子乐活在储备门店中占比 75.7%	25
图表 53:	横向比较, 华住系酒店开业时间更短, 加盟商更配合翻新升级	25
图表 54:	过往数据验证, 公司的产品迭代能够撬动 RevPAR 端更大的增长	26
图表 55:	从 2024Q1 同店数据看, 华住单店质量高于同业	26
图表 56:	2024Q1 华住同店 RevPAR 增速领先同业	26
图表 57:	2023 年连锁高端酒店中桔子水晶、漫心跻身前 10	27
图表 58:	2023 年连锁豪华品牌中施柏阁跻身前 10	27
图表 59:	公司中高端酒店品牌保持高扩店速度	27
图表 60:	公司不断发展中高档品牌	27
图表 61:	公司自成立以来一直致力于酒店会员系统的打造与完善	28
图表 62:	公司会员规模持续壮大, 2023 年人次超 2 亿	28
图表 63:	2023 年公司会员数量明显及增速优于同业	28
图表 64:	2024 年 4 月, 华住会月活跃用户规模居酒店服务类 APP 首位	29
图表 65:	公司中央预订占比高, 且不断提升	29
图表 66:	2023 年公司中央预订系统收费贡献 26 亿元	29
图表 67:	公司订房渠道费收入远高于同业	30
图表 68:	公司 CRS 收费率上行且持续高于同业	30
图表 69:	公司的销售费用率水平一直控制在较低水平	30
图表 70:	公司数字化举措居行业领先地位	31
图表 71:	公司人房比控制优异	31
图表 72:	2023 年公司管理费用率下行	31
图表 73:	2022 年华住建立六大区域分公司支撑未来精益增长	32
图表 74:	组织架构调整后, 公司此前渗透率较低的地区新签约数量显著增加	32
图表 75:	公司于下沉市场在营门店数逐步增长 (家)	33
图表 76:	公司于下沉市场储备门店增长支持未来扩张	33
图表 77:	公司在下沉市场的覆盖度仍有较大空间	33
图表 78:	横向比较看, 公司在薄弱地区及下沉市场仍有较大拓展空间	34
图表 79:	公司在中高端市场已布局多品牌	35
图表 80:	公司中高端产品竞争力并不弱, 门店仍有较大发展空间	35

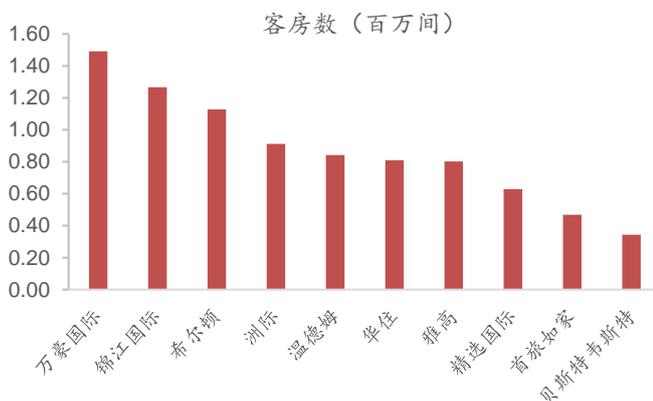
图表 81: 2023 年公司境外业务的 EBITDA 率转正.....	36
图表 82: 2023 年公司境外业务归母净利率仍待转正.....	36
图表 83: 2024 年 3 月末, 公司在营门店主要分布在德国.....	36
图表 84: 2024 年 3 月末, 公司储备门店主要分布在欧洲.....	36
图表 85: 公司营收测算汇总 (亿元)	37

1. 公司概况：中国酒店行业领军者

1.1 公司简介：持续领先的酒店优等生

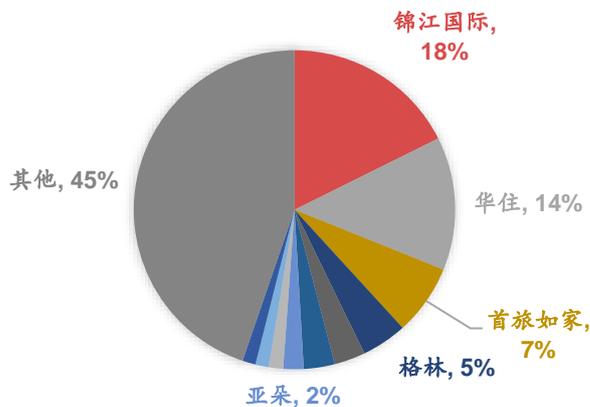
中国酒店行业领军者。华住集团于2005年创立，在创始人季琦的带领下，其成为全球发展最快的酒店集团之一。2013-2023年间，公司酒店数量CAGR为20.8%，收入CAGR为18.0%。目前，集团位列美国Hotels杂志公布的全球酒店集团排名第6位，在中国酒店集团市场占有率中排名第2。截至2024年3月末，华住共经营9,817家酒店/95.57万间在营客房，涵盖经济型至高端奢华共30余个品牌，遍布全球18个国家。

图表1：2022年末，华住房间数排名世界第6



资料来源：《HOTELS》，国联证券研究所

图表2：2023年公司位列中国酒店集团规模TOP 2



资料来源：盈蝶咨询，国联证券研究所

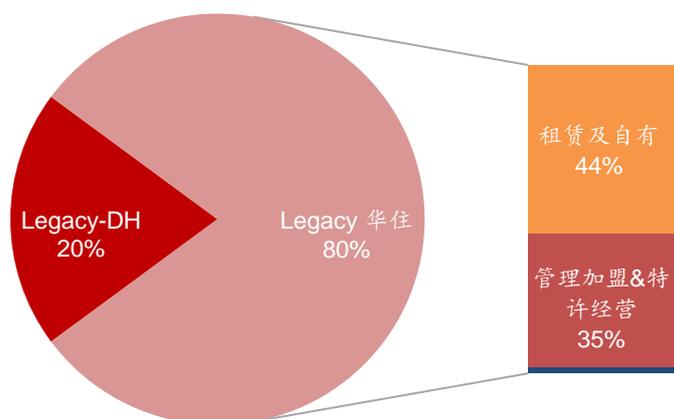
图表3：华住旗下酒店品牌覆盖经济型至奢华



资料来源：公司官网，国联证券研究所

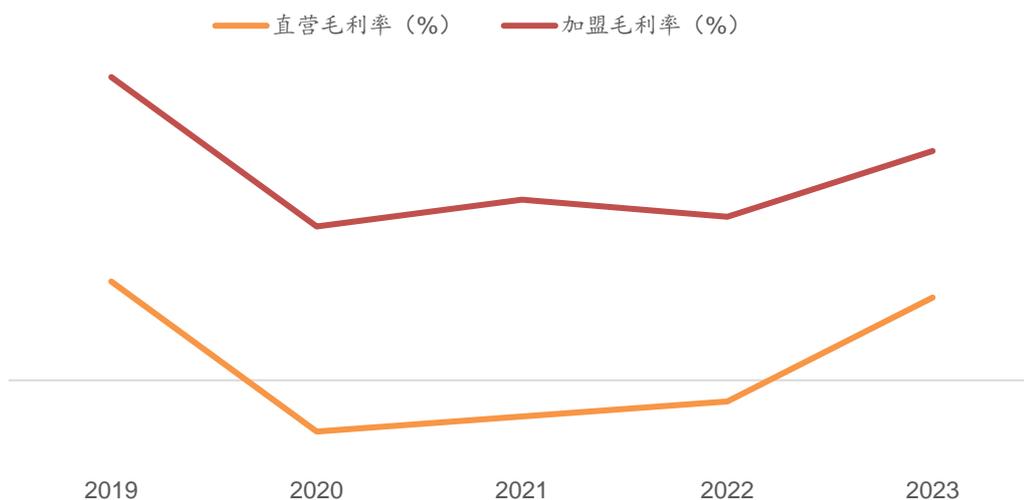
公司深耕酒店经营，以境内酒店的租赁和自有模式为主。按照酒店的经营区域，酒店业务可以分为境内及境外。目前公司核心业务仍在境内，境外酒店收入仅占 20%。分业务模式看，无疫情干扰的 2023 年，公司自营酒店业务收入占比 63%，其中境内自营酒店业务收入占比 44%，系公司营收主力军。分毛利率水平看，加盟业务毛利率明显高于自营模式，加盟及特许经营为公司贡献更高毛利水平。

图表4：2023 年华住收入以境内（80%）、租赁及自有酒店（63%）为主



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表5：加盟业务毛利率明显优于直营业务

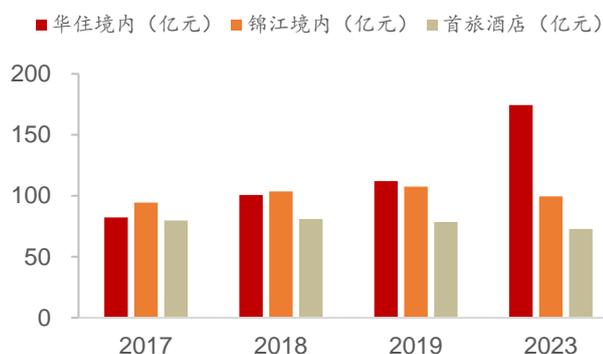


资料来源：公司公告，国联证券研究所

疫后优势被进一步放大。2019 年前，华住的收入体量尚有可比肩的同业，盈利能力虽高于同业但差距仍控制在可接受的水平内。以 2019 年数据为例，华住境内收入高于行业平均水平 13%，境内酒店的归母净利润高出行业平均水平 52%。3 年疫情给中国酒店业带来冲击，危机过后，产品、品牌、会员优势和逆势投资在疫后兑现，头部酒店企业的收入体量和盈利质量明显分化，从结

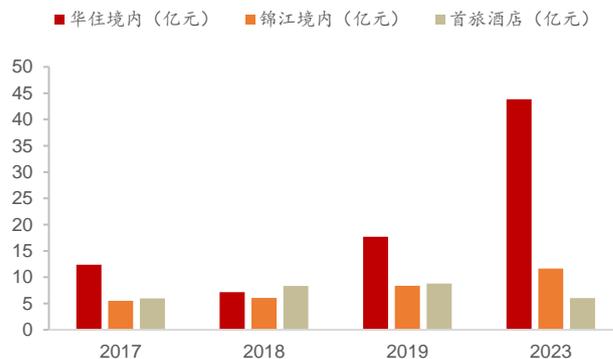
果看，华住较锦江、首旅等酒店同业取得各方面的明显优势。2023年，华住境内酒店业务收入高于行业平均水平51%，境内酒店业务归母净利润已高出行业平均水平114%。

图表6：2023年华住境内酒店收入明显高出同业



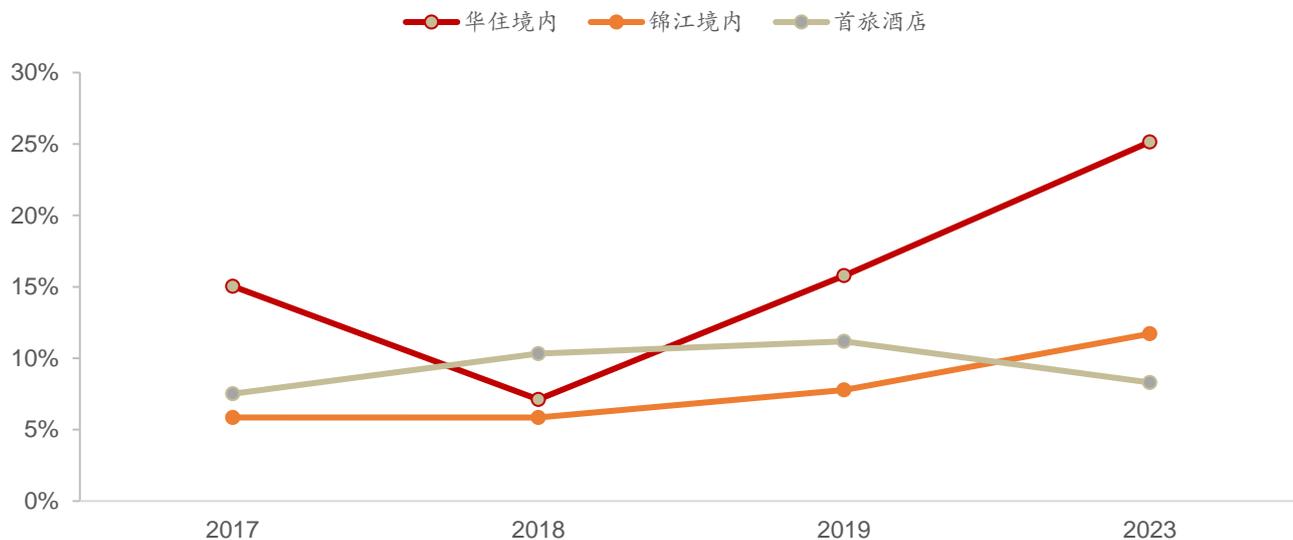
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表7：2023年华住境内净利润相对同业优势明显

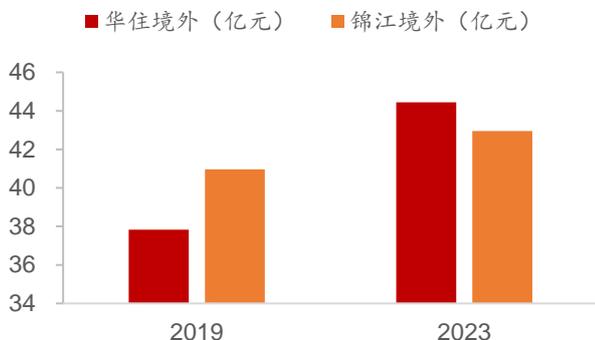


资料来源：公司公告，国联证券研究所

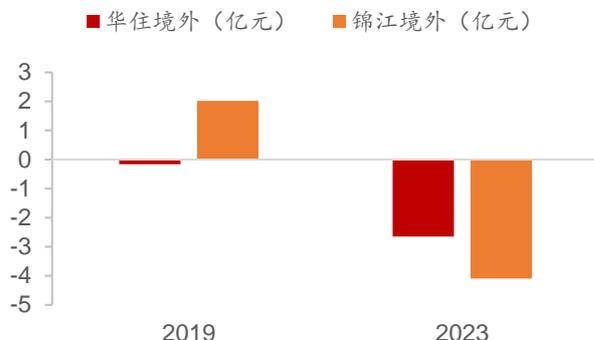
图表8：华住境内归母净利率持续领先同业，且在2023年优势更明显



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表9：2023年，华住境外酒店收入实现对锦江的超越


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表10：2023年华住境外酒店净利润优于同业


资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.2 发展历程：勇立潮头与未尽之美

深耕酒店行业。华住集团成立于2005年，前身为汉庭酒店集团，自成立以来持续扎根酒店行业，先后推出汉庭、全季、漫心等酒店品牌，完成外延收购花间堂、桔子水晶等品牌，逐步形成多品牌、多价格带布局的连锁酒店集团。公司2010年在美国纳斯达克成功上市，2020年在香港联交所主板二次上市。

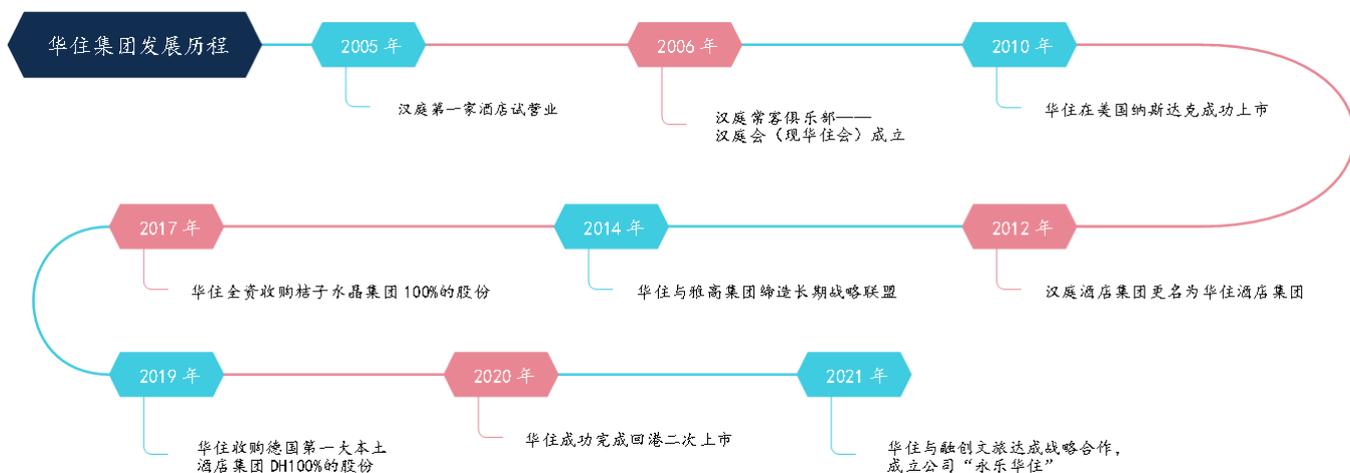
勇立潮头，快速扩张。华住集团的发展顺应了中国酒店业发展的时代潮流，并后来居上，成为勇立潮头的引领者。

1) 后来居上，夯实内功。公司在2005-2010年这一阶段后来居上，大力发展经济型品牌汉庭酒店，在酒店业发展的黄金阶段快速占据市场份额，形成了强劲的团队执行力，为以后进军中高端市场打下坚实的基础。

2) 消费升级，多品牌标准化扩张。2010年华住在上海推出第一家全季酒店，2012收购中档连锁酒店星程香港51%的股份，2014年与雅高订立协议形成合作，2017年收购桔子水晶的所有股份，2018年收购花间堂，逐渐形成了多元化的品牌矩阵。2019年华住收购DH酒店，开始全球化布局。

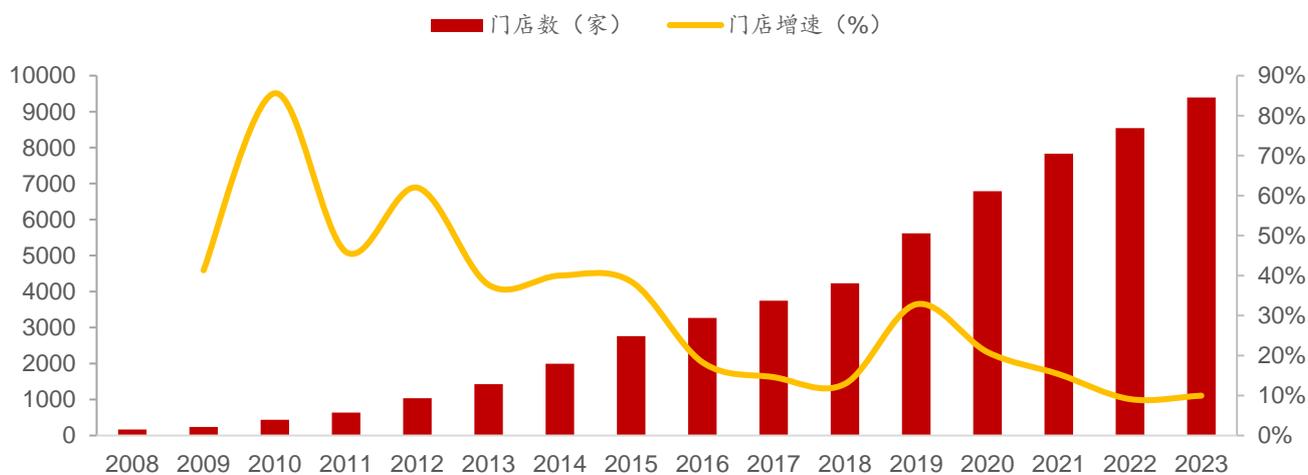
3) 深耕中国，走向全球。2022年7月，华住集团全面升级组织，正式成立六大区域公司，深耕本地管理，转向高质量运营。同年9月，华住集团正式发布全新品牌形象，英文名变更为“H WORLD”，华住集团全球总部正式投入使用。华住的千城万店，中高端突破及国际化进程仍在路上。

图表11: 筚路蓝缕启山林，华住集团已过十九载风雨



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表12: 华住集团由高速扩张进入到高质量扩张阶段



资料来源：公司官网，招股说明书，公司公告，国联证券研究所

1.3 股权架构：股权结构合理

股权结构合理，创始人为实控人。截至 2024 年 3 月末，公司实控人为创始人，创始人季琦先生以及公司联合创始人赵彤彤女士及吴炯先生按转换基准共同实际拥有公司约 31% 的发行在外普通股。

图表13: 截至 2024 年 3 月末, 季琦先生及联合创始人合计持有公司 31%的发行在外普通股



资料来源: 公司财报, 国联证券研究所

创始人系连续创业者, 高管层一路陪伴。公司创始人及董事长季琦先生是位连续创业者, 在其十余年的创业生涯中, 先后创办携程、如家、汉庭三家市值超过百亿的上市公司, 致力于用 IT/互联网思维改变传统服务业。从高管团队其他成员来看, 多数高管从业经验约 20 年, 且在公司平均任职时间超过 10 年, 核心人员结构稳定。

图表14：公司高管团队专业能力强且经验丰富

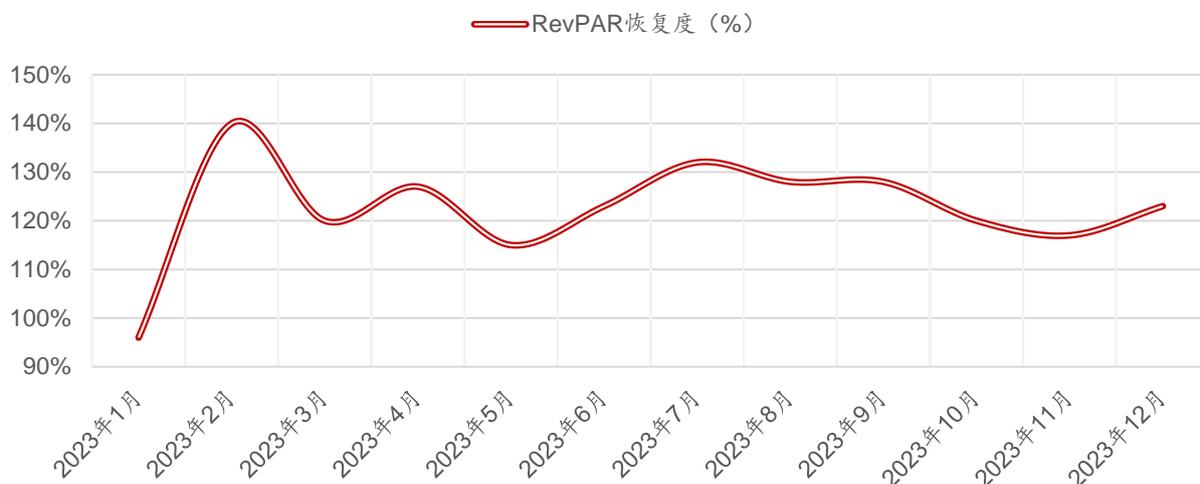
姓名	年龄	职务	加入集团日期	经历
季琦	57	董事长	2005年2月	创始人，于2007年2月获委任为董事。季先生自2009年8月起亦担任董事会执行董事。于担任现任职务之前，彼亦自2012年1月至2015年5月、自2007年至2009年8月及自2019年11月至2021年9月担任首席执行官。彼共同创立 Home Inns&Hotels Management Inc.，并于2002年至2005年1月担任首席执行官。彼亦于1999年共同创立携程，担任其首席执行官及总裁直至2001年，及现于携程董事会担任独立董事。季先生分别于1989年及1992年2月获得中国上海交通大学之机械工程学士学位及机械工程硕士学位。
金辉	46	首席执行官	2005年2月	于2005年加入集团并自2021年9月起担任首席执行官。彼亦曾先后担任集团开发部主管、副总裁、执行副总裁及总裁。自2004年3月至2004年12月期间，金先生担任 Shanghai Home Inns Hotels Management Limited 的区域开发经理。于2014年8月，金先生获得中国中欧国际工商学院的行政硕士学位，并于2000年7月获得中国华东师范大学的心理学学士学位。
邹钧	53	首席财务官	2023年	于2023年加入本集团并自2024年1月起担任首席财务官。邹先生在美国、欧洲及中国的财务管理及资本市场方面拥有逾30年经验。在加入华住之前，邹先生曾担任深圳市企企通科技有限公司(一家一站式数字化采购管理平台)的首席财务官。在此之前，邹先生曾于2006年至2022年担任多家公司的首席财务官，包括华为技术有限公司的全球技术服务业务部、Xunlei Limited、Dangdang Inc.、创梦天地科技控股有限公司、Autohome Inc. 及深圳市速腾聚创科技有限公司。于1999年至2006年，邹先生曾在美国及瑞典的爱立信公司担任多个职位，包括财务、客户融资、策略发展方面的管理职务及托管服务事业部的全球总监。邹先生于1993年7月获上海外国语大学颁授国际经贸和经济学学士学位及于1999年1月获德克萨斯大学颁授工商管理硕士学位。

资料来源：公司官网，招股说明书，国联证券研究所

1.4 经营概况：重回增长区间

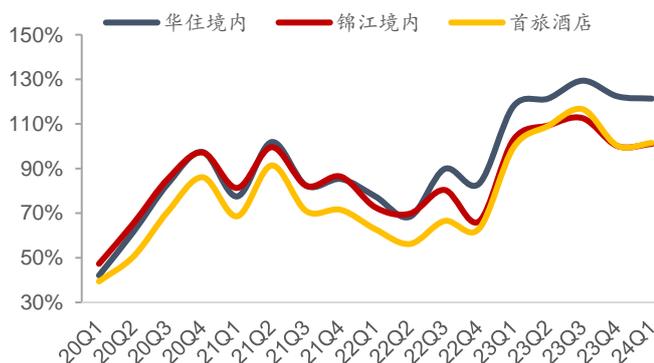
RevPAR 复苏+门店扩张助力公司营收重回增长。疫情期间，公司 RevPAR 受到严重冲击，复苏节奏多次被打乱，营业收入波动前行。2023 年来，商旅出行与休闲出行意愿强劲释放，公司依托门店升级+结构升级+收益管理实现较高的 ADR，并支撑起 RevPAR 的强势恢复。RevPAR 上行叠加门店持续扩张，公司营业收入重拾增长，2023 年公司营收同比增长 57.9%，2024Q1 公司营收同比增速为 17.8%。

图表15：2023年华住中国 RevPAR 呈现出强劲的恢复态势



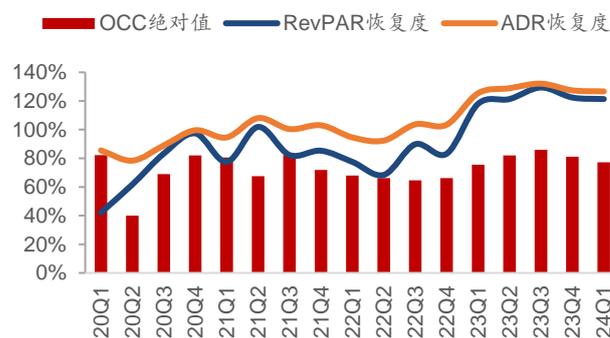
资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表16：华住 RevPAR 引领行业复苏



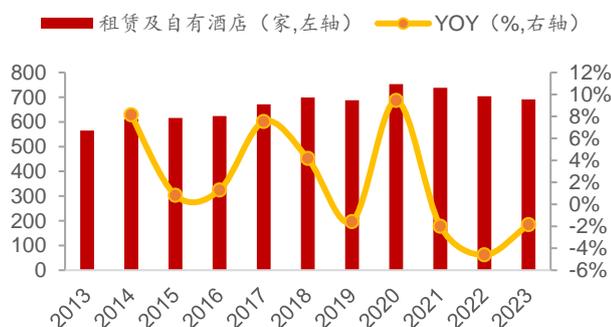
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表17：ADR 强势支撑 RevPAR 复苏



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表18：公司近年自营酒店数量负增长



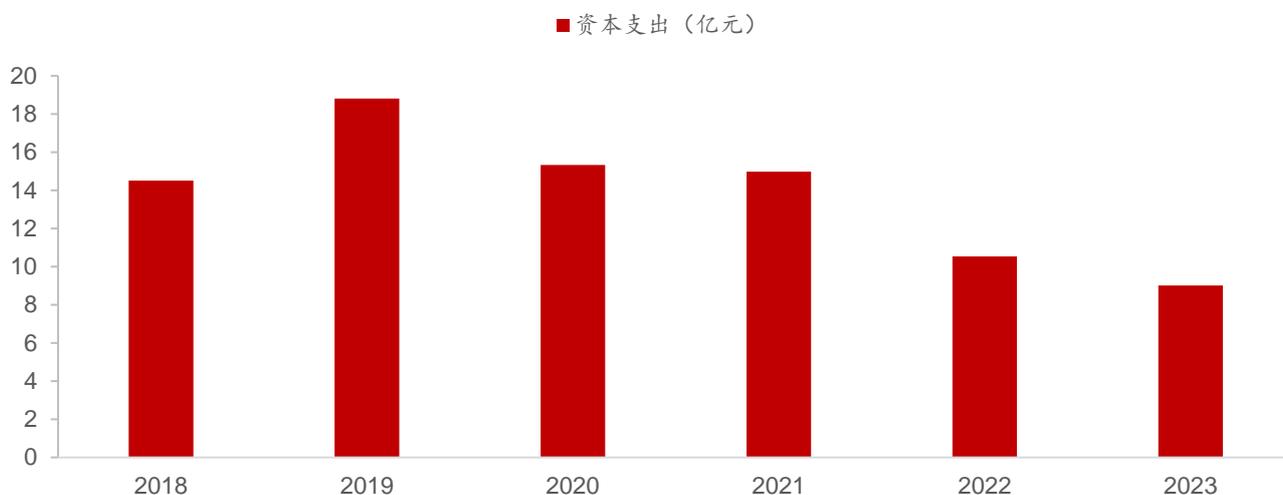
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表19：公司管理加盟及特许经营酒店持续扩张



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表20：逆势投入大额资本支出支撑直营酒店仍能实现收入增长



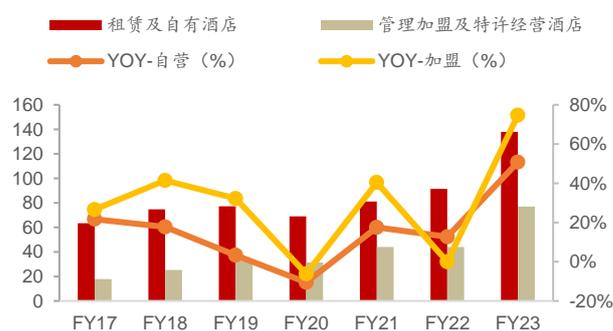
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表21：2023 年来公司营收重拾增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所

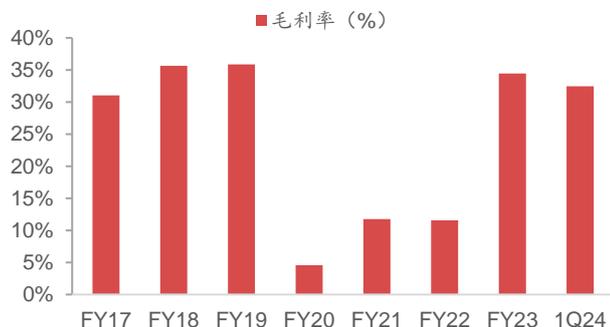
图表22：加盟/直营收入快速回暖，加盟增速高于直营



资料来源：公司公告，国联证券研究所

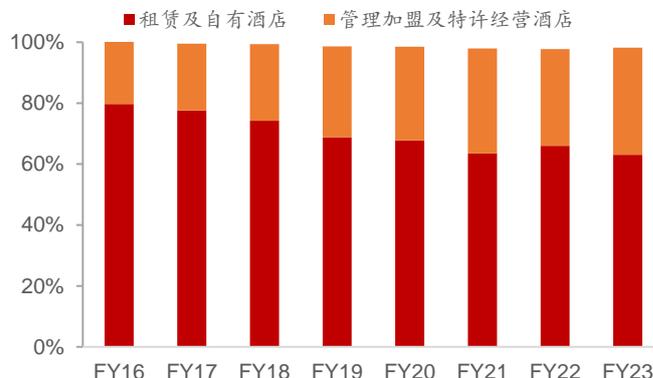
毛利率回暖但仍有修复空间。伴随收入端回暖，公司毛利率自 2023 年初回暖上行。2023 年毛利率为 34.5%，同比增长 22.9pct，较 2019 年仍有 1.4pct 的差距，2024Q1 的毛利率水平为 32.5%，同比上行 5.0pct。

图表23：2023 年来公司毛利率上行



资料来源：公司公告，国联证券研究所

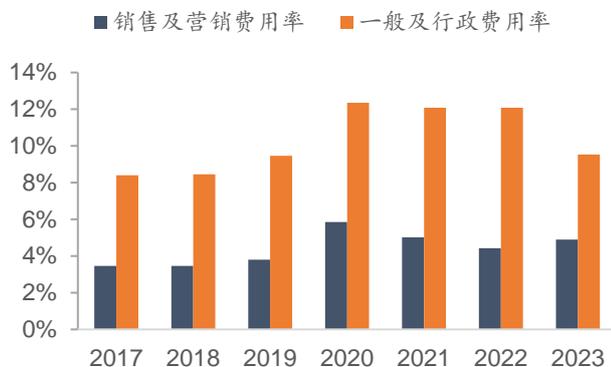
图表24：加盟收入占比动态抬升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

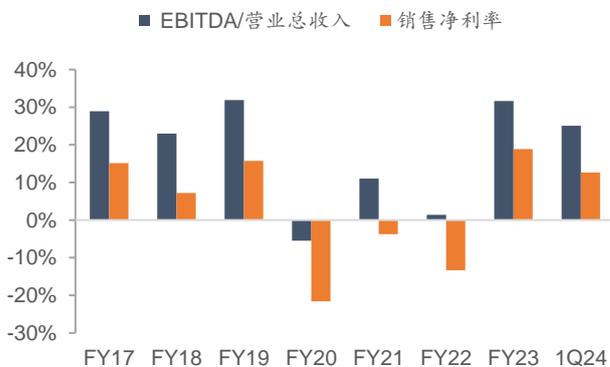
盈利能力提升。伴随国内外业务复苏，2023 年公司费用水平有所优化，但较疫情前仍有一定差距，2023 年公司销售费用和管理费用分别为 4.9%/9.5%，较 2019 年分别+1.1pct/+0.1pct。2023 年公司 EBITDA 率和销售净利率分别为 31.6%和 18.9%，较 2019 年的 15.7%的销售净利率提升明显，且境外部分亏损逐步减少，对公司业绩拖累有望逐步减弱。

图表25：2023 年来费用优化明显



资料来源：公司公告，国联证券研究所

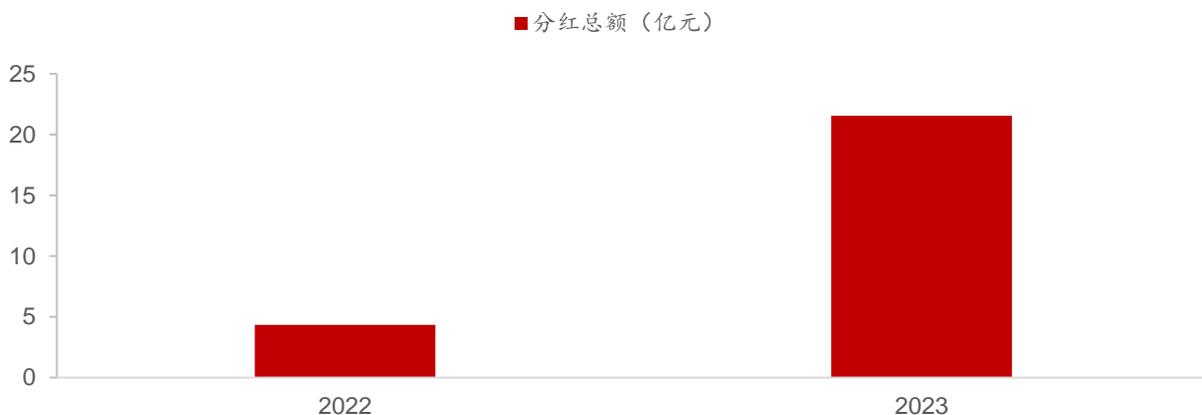
图表26：盈利能力上行，销售净利率回归



资料来源：公司公告，国联证券研究所

积极分红反哺股东。伴随公司经营重回增长区间，公司利润水平和现金流明显好转，得以反哺股东。从 2023 年公司对于股东回报举措看，2023 年公司大比例分红 21.5 亿元，对应股息率抬升到 3%附近，股东回报得以强化。

图表27：2023 年度公司分红额度大幅上行



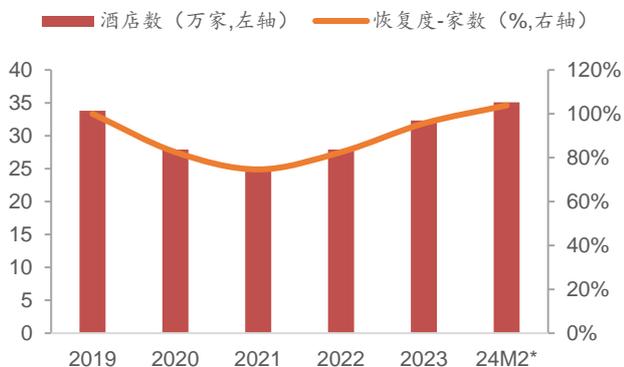
资料来源：公司公告，国联证券研究所

2. 行业更新：供给回归，休闲需求延续

2.1 供给：连锁化加速推进

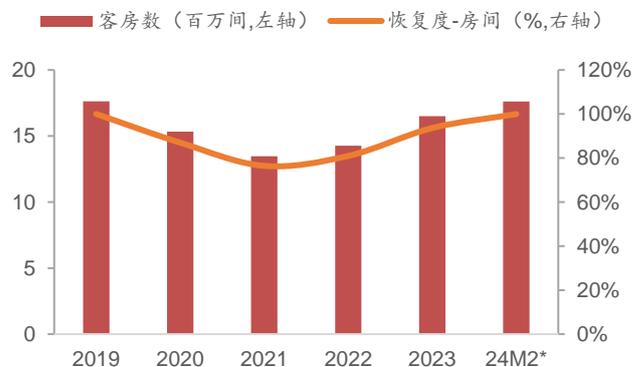
供给出清后回补，目前供给已基本恢复。疫情给酒店经营带来挑战，极限压力下，酒店行业出清明显，2022 年末中国酒店数量/客房数量分别为 27.9 万家/1426.4 万间，较 2019 年分别-17.5%/-19.0%。从 2023 年恢复节奏看，疫后的高景气催生了酒店业的快速回补，根据中饭协数据，截至 2023 年 12 月末，中国酒店数量/客房数量分别为 32.3 万家/1649.8 万间，恢复至疫情前 95.6%/93.6%。分价格带看，经济型酒店优化更为明显，截至 2023 年末，经济型酒店房间数仅恢复至 2019 年同期的 79%。

图表28：截至 2024 年 2 月，酒店供给与疫情前趋同



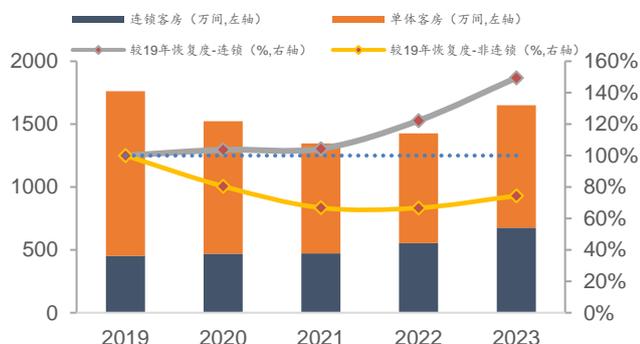
资料来源：中饭协，酒店之家，国联证券研究所
注：24M2*数据取自酒店之家

图表29：截至 2024 年 2 月，酒店房间供给基本恢复



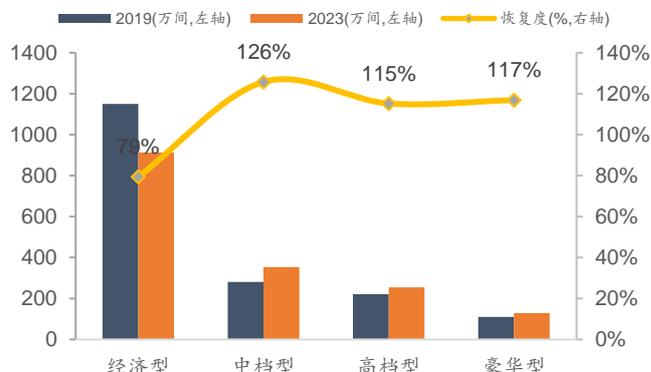
资料来源：中饭协，酒店之家，国联证券研究所
注：24M2*数据取自酒店之家

图表30：连锁客房更为抗压，逆势扩张明显



资料来源：中饭协，国联证券研究所

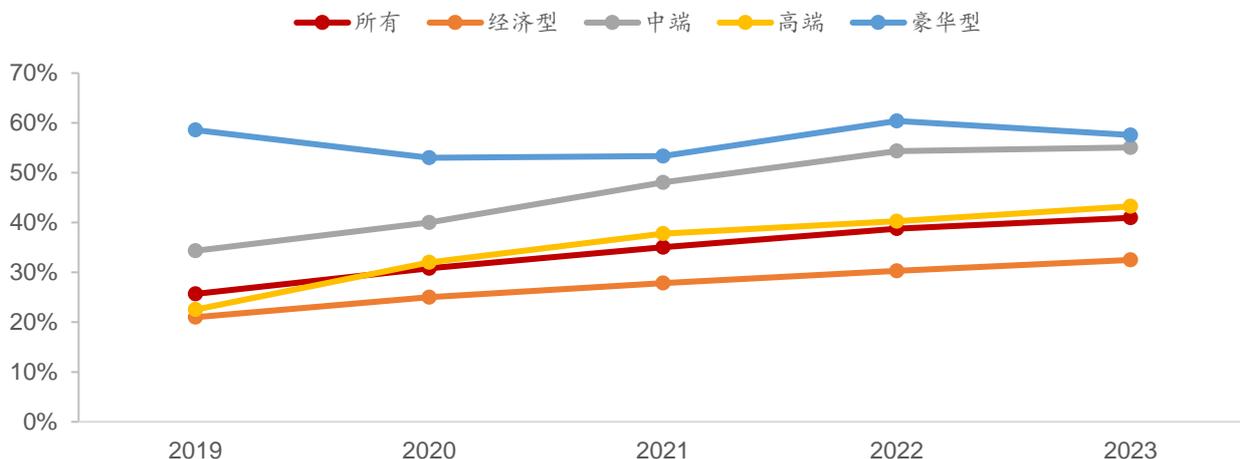
图表31：经济型酒店房间数较疫情前仍有缺口



资料来源：中饭协，国联证券研究所

大浪淘沙，连锁化加速推进。从结构看，非连锁单体酒店抗风险能力弱，出清更为剧烈，而连锁酒店凭借自身在资金、品牌、流量上的优势逆势扩张并推动连锁化率进一步提升。截至2023年末，连锁酒店客房数较2019年增长49.4%，酒店行业连锁化率达到41.0%，同比提升2.2pct，较2019年提升15.3pct。不同价格带酒店间连锁化率略显分化，2019-2023年间，经济型、中端、高端、豪华型酒店连锁化率分别+11.5pct、+20.7pct、+20.7pct和-1.0pct。从连锁化率提升速度看，经济型、高端酒店连锁化率持续向好，中端稍显波折。

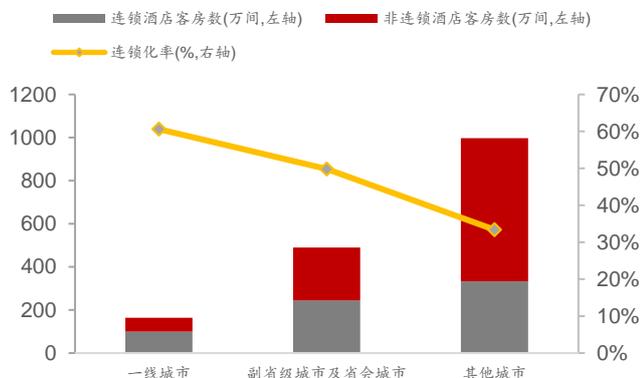
图表32：2023年末酒店连锁化继续推进



资料来源：中饭协，国联证券研究所

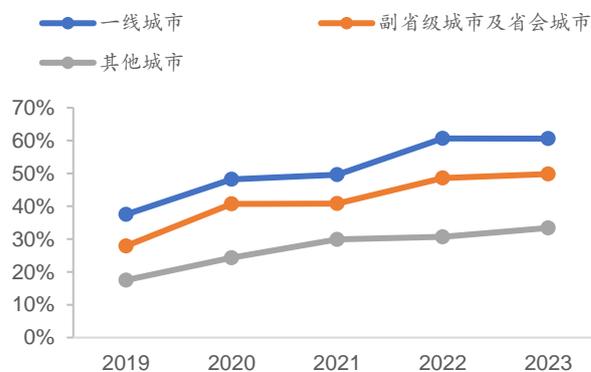
下沉市场空间广阔，酒店集团积极进行渠道下沉。受制于经济发展水平不同，我国不同线级城市的连锁化率并不相同，横向比较而言，一线城市连锁化率>二线城市>三线及以下城市，未来的连锁化提升空间或更依赖下沉市场。中饭协近年披露的数据验证下沉市场连锁化的空间，2023年末，国内一二线以外城市连锁化率为33.4%，同比提升2.7pct，但较二线城市仍有16.4pct的差距，预计未来中国低线城市酒店客房连锁化将为行业整体连锁化率提升贡献主要增量。而头部酒店集团纷纷推进经济型、中端酒店品牌下沉，当前对低线市场覆盖领先同业，先发优势明显。

图表33：2023 末其他城市连锁化率为 33.4%



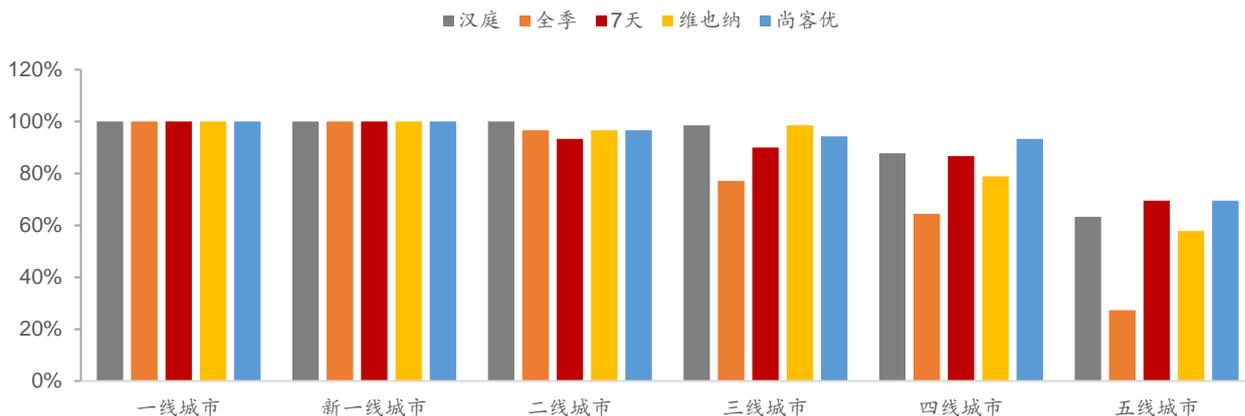
资料来源：中饭协，国联证券研究所

图表34：1-2 线城市之外，中国仍有大量连锁化空间



资料来源：中饭协，国联证券研究所

图表35：品牌酒店在低线城市覆盖率仍有提升空间



资料来源：数位观察，国联证券研究所

注：覆盖度 = 同线城市中有品牌门店的城市数量 / 同线城市数量 * 100%；数据更新至 2023 年 5 月

2.2 需求：休闲需求延续积极

景气指数回归常态，市场信心谨慎乐观。浩华报告显示，2023Q1 酒店市场综合景气指数达到 24，自 2019 年以来市场综合景气指数首次回正；2 季度酒店市场回暖延续，酒店综合景气指数达到 87，系历史最高值；3 季度之后景气指数回落，但市场信心仍维持高位；2024 年以来，市场景气指数回归至 2020 年以前的市场水平，整体信心指数处于谨慎乐观。从细分维度看，与去年同期相比，市场对需求增长的预期相对积极，但 ADR 增长动力相对不足。

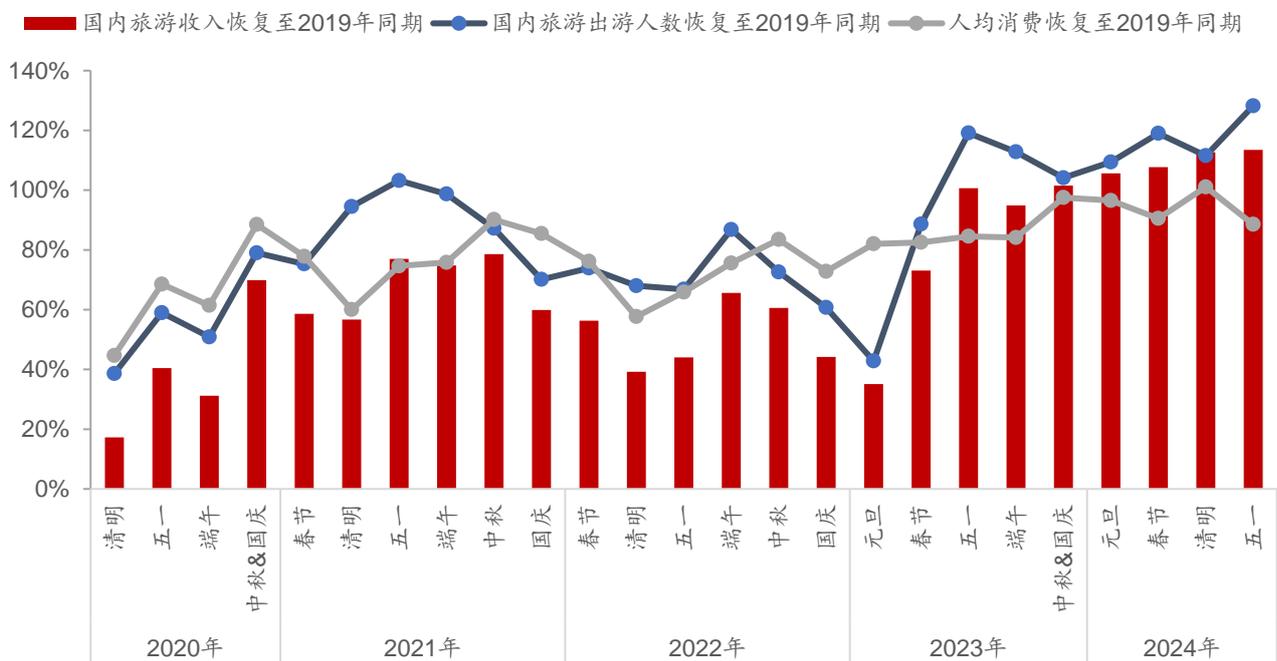
图表36：2023 年来酒店业景气度波动下行



资料来源：浩华咨询，国联证券研究所整理

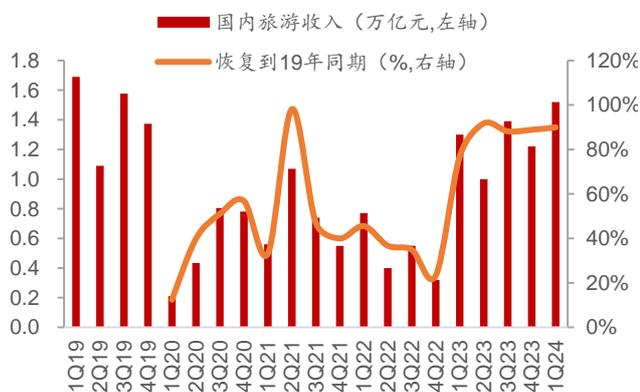
休闲需求延续积极。2023 年至今，旅游市场高开稳走，2023 年一季度/二季度/三季度/四季度/2024 年一季度国内旅游总人次为 12.16/11.68/12.90/12.17/14.19 亿，分别恢复至 2019 年同期的 68%/90%/85%/86%/80%。假期出行更是见证旅游市场持续强劲态势，2024 年五一假期，全国国内旅游出游人次按可比口径恢复至 2019 年同期的 128.2%，国内旅游收入按可比口径恢复至 2019 年同期的 113.5%，对应的，客单价按可比口径恢复至 2019 年 88.5%。商务需求在集中释放后恢复理性，2024Q2 会议需求的景气指数转负，指数下滑至-6，积攒的会议需求集中释放后，会议市场需求进入更为理性阶段。众多企业削减会议预算也给商务需求增长造成一定压力。

图表37：2023 年来休闲旅游需求延续景气



资料来源：浩华咨询，国联证券研究所整理

图表38：2024Q1 国内旅游收入同比增 16.9%



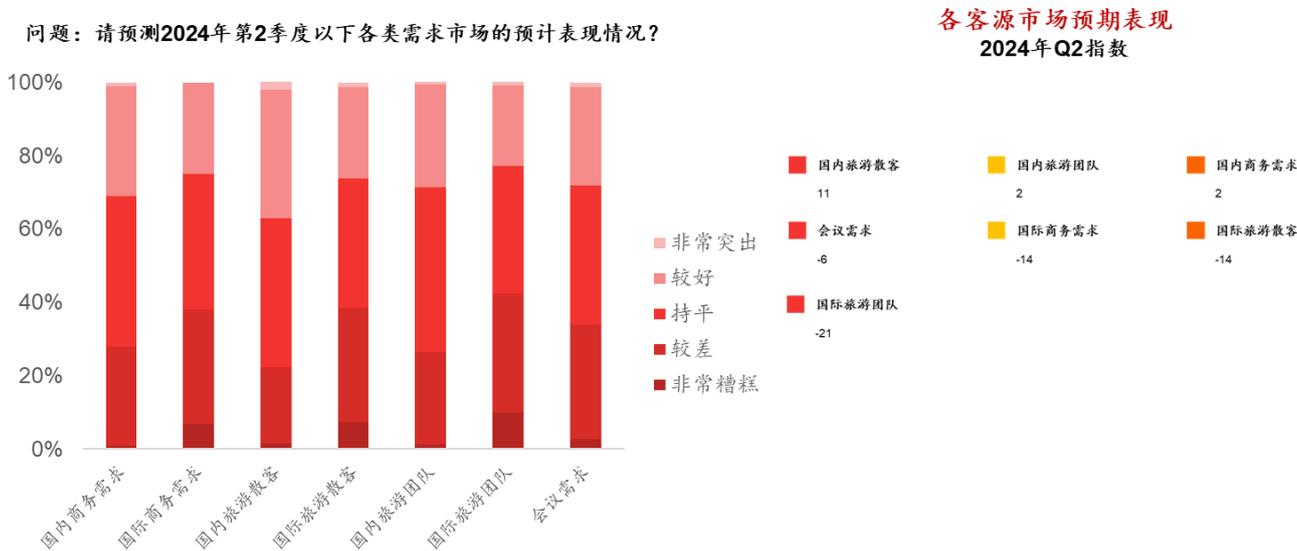
资料来源：文旅部，国联证券研究所

图表39：2024Q1 国内游总人次同比增 16.7%



资料来源：文旅部，国联证券研究所

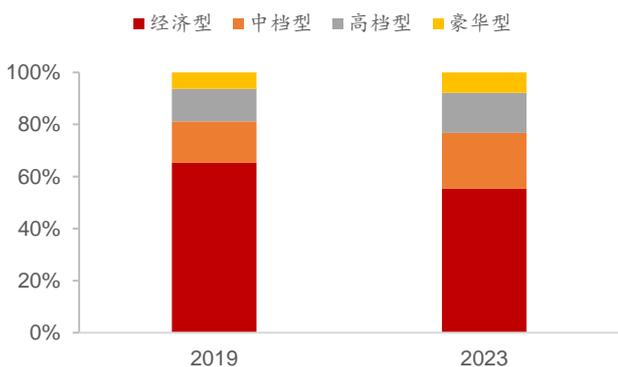
图表40：2024Q2 会议需求信心不足



资料来源：浩华咨询，国联证券研究所整理

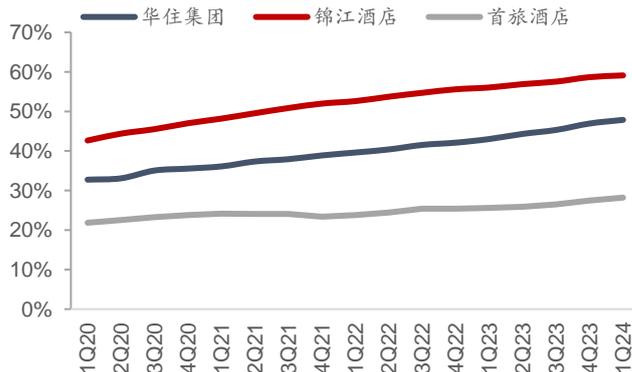
结构升级持续推进，ADR 提升趋势未变。从长期看，居民对于美好生活的向往依然是消费的主基调。从酒店行业结构演进看，2019年-2023年，经济型收缩，中高端产品仍在扩张，一收一放间，中高端占比提升趋势延续。从各家酒店集团中高端占比看，中高端战略持续落实，2023年12月末华住/锦江/首旅中高端占比环比提升1.6pct/1.1pct/1.0pct；且首旅、锦江稳步推进高端及奢华酒店建设，2023年注入诺金、安麓奢华经典品牌和全服务酒店，进一步完善品牌矩阵。

图表41：2019-2023年，酒店行业中高端占比提升



资料来源：中饭协，国联证券研究所

图表42：酒店集团中高端占比持续提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3. 核心优势：品牌、技术、流量三位一体

3.1 品牌：穿越周期，向上发展

多品牌布局，覆盖全价格带，品牌孵化能力优于同业。2005年，公司第一家汉庭酒店于昆山火车站建立，此后公司以内生孵化和外延并购优质品牌两种方式做大做强，以经济型酒店为根基逐步发展为多品牌酒店集团。当前，华住集团旗下共有31个品牌，业务范围涵盖了经济型、中档、中高档、高档以及豪华所有细分市场，丰富的品牌矩阵使得华住集团扩大用户基数，得以捕捉并满足来自不同加盟商的需求和消费者需求。从品牌来源看，公司对于酒店市场敏锐的洞察力和创新力使其得以不断孵化出优秀的自有品牌，汉庭、全季等拳头产品均为公司自行孵化，品牌打造能力在同业中处于领先地位。

图表43：华住集团旗下品牌布局多元，覆盖全价格带

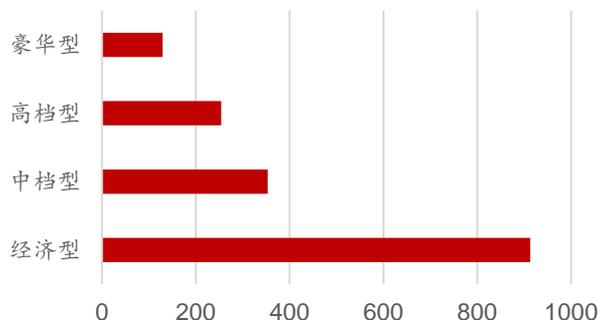
品牌定位	品牌名称	推出时间	发展方式	品牌调性	RevPAR (元)	单房投资
经济型	汉庭酒店	2005年	自创	亲和便利、好而不贵		7.5w
	你好酒店	2020年	自创	旅途上的快乐星球	188	6.8w
	海友酒店	2008年	自创	便利、绿色	170	5-5.5w
中档	全季酒店	2010年	自创	东方·适度·人文	312	11.83w
	桔子酒店	2017年	收购	乐活		12w
	星程酒店	2012年	收购	星光温暖旅程	302	7.5w
中高档	美居酒店	2016年	合作	法式浪漫	560	15-17w
	城际酒店	2019年	收购	德式基因、经典商务		20w
	欢阁酒店	2021年	收购	轻奢，有趣，时尚，社交		14w
	漫心酒店	2013年	自创	城市探索，属地特色	800	14w
	桔子水晶酒店	2017年	收购	水晶质感		16w
高档	禧玥酒店	2013年	自创	东方文化		结合项目实际定价
	花间堂	2018年	收购	花间美学		结合项目实际定价
	施柏阁	2019年	收购	专业匠心		结合项目实际定价
奢华	施柏阁大观	2019年	收购	寻求奢华的本质		结合项目实际定价
	宋品	2021年	自创	宋代美学雅致品味		结合项目实际定价

资料来源：公司官网，国联证券研究所

注：收购或者合作品牌由归入华住旗下时间计算

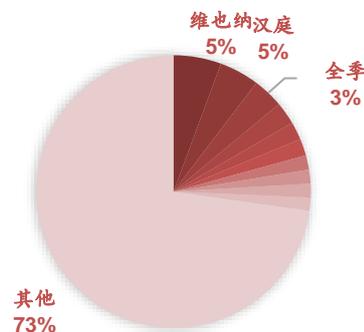
铁三角品牌夯实大众市场，发展速度及门店数量明显领先同业。经济型及中档酒店是中国酒店业的核心，从全国酒店数据看，中饭协数据表明，二者占据中国酒店房间总数的76.7%，中国前10大酒店品牌几乎均诞生自经济型及中端市场，这两个市场拥有中国最广袤的大众客群。经过多年的发展，华住集团在大众国民市场已形成“汉庭+全季+桔子”的铁三角品牌矩阵，品牌壁垒高筑。从门店数量看，2023年末，汉庭酒店数量达到3598家，继续占据中国连锁经济型酒店TOP1，更为重要的是，在经济型酒店式微的背景下，其仍逆势实现5年9.5%的年均门店复合增速；全季酒店作为公司中端酒店的拳头品牌，截至2023年末门店数量达2116家，在中端连锁市场占比12.6%，5年CAGR为30.8%；桔子酒店作为兼具“商务与休闲需求”的乐活产品，增长势头正劲，2023年末数量为652家，5年CAGR达到30.5%。

图表44：2023年中档+经济型酒店房间数占比76.7%



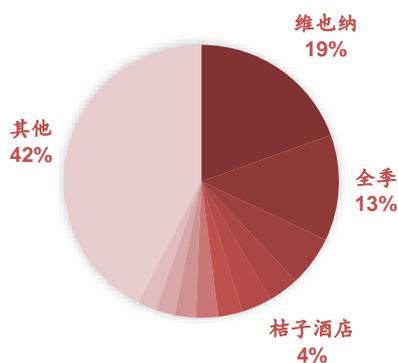
资料来源：中饭协，国联证券研究所

图表45：2023年中国酒店前10品牌几乎均为经济型及中端



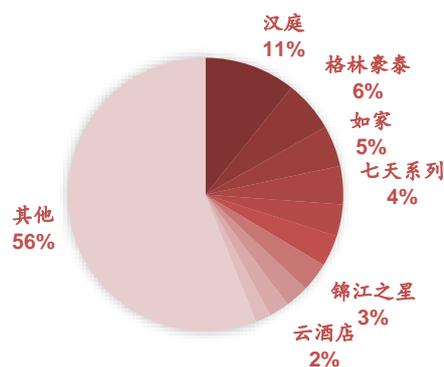
资料来源：中饭协，国联证券研究所

图表46：2023年连锁中端酒店中全季+桔子合计占16%



资料来源：中饭协，国联证券研究所

图表47：2023年汉庭占据中国连锁经济型酒店首位



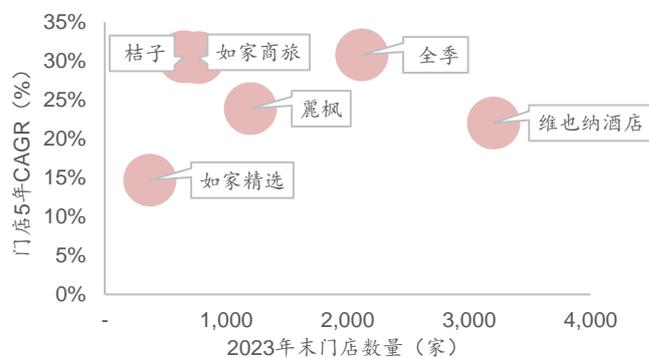
资料来源：中饭协，国联证券研究所

图表48：汉庭品牌不仅在数量上领先经济型同业，速度上更是展现出自身alpha



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表49：全季数量与速度并重，桔子仍有较大扩张空间

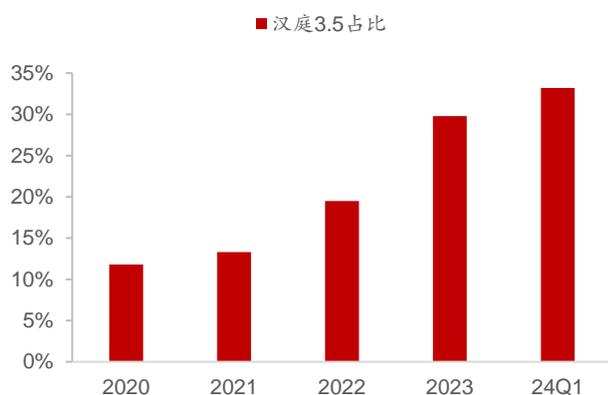


资料来源：公司公告，国联证券研究所

产品持续更新迭代以贴合消费需求，经营数据持续验证并深化品牌优势。如前所述，公司旗

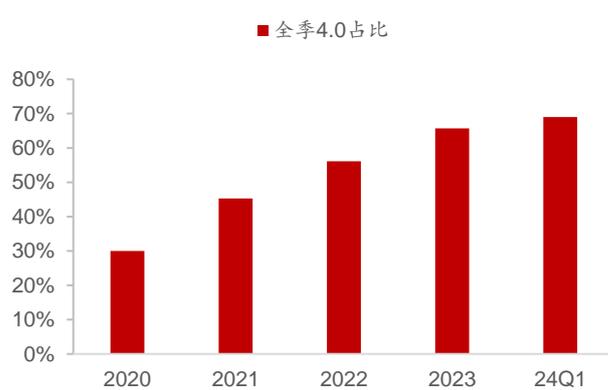
下铁三角品牌已经用其远超同业的扩张速度和门店数量验证品牌在加盟商心中的认可度。而产品新模型的高接受度是加盟商与公司持续巩固信赖度的表现，以全季 4.0 为例，2018 年底公司推出全季 4.0 产品，虽然中间遇到疫情阻挠，但 2024Q1 全季 4.0 产品在在在营全季酒店占比还是达到 69.0%，快速推进产品更迭的背后是华住产品的优秀、组织执行力的高效和切实的经营效益提升。公司在经济型及中端市场持续亮眼的经营数据和高质量有效的产品投入、产品迭代持续加深自身品牌护城河。

图表50：汉庭持续迭代，24Q1 汉庭 3.5 占比 33.2%



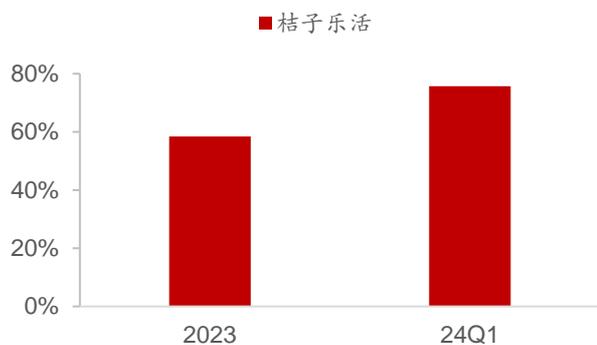
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表51：24Q1 全季 4.0 接受度高，占比已达 69.0%



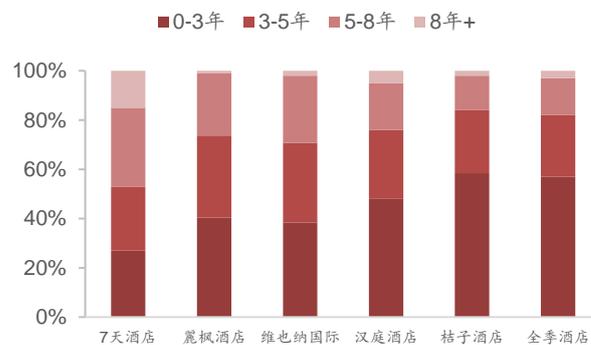
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表52：新一代桔子乐活在储备门店中占比 75.7%



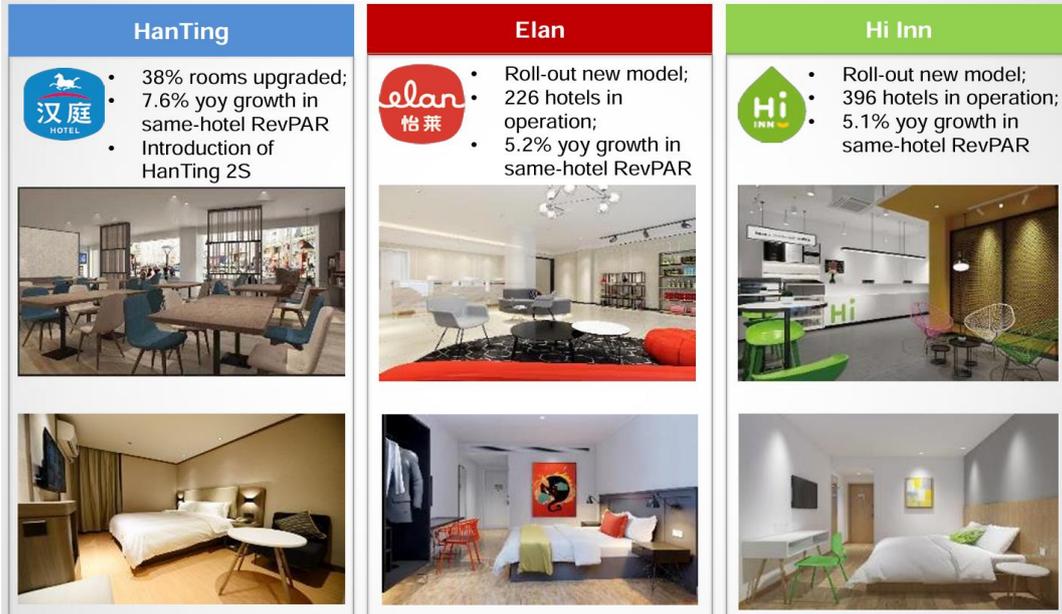
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表53：横向比较，华住系酒店开业时间更短，加盟商更配合翻新升级



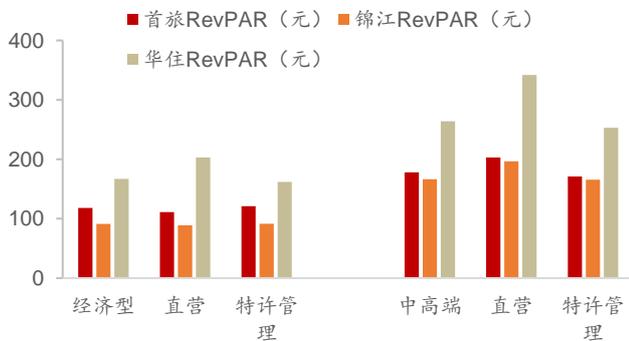
资料来源：携程数据，国联证券研究所

图表54：过往数据验证，公司的产品迭代能够撬动 RevPAR 端更大的增长



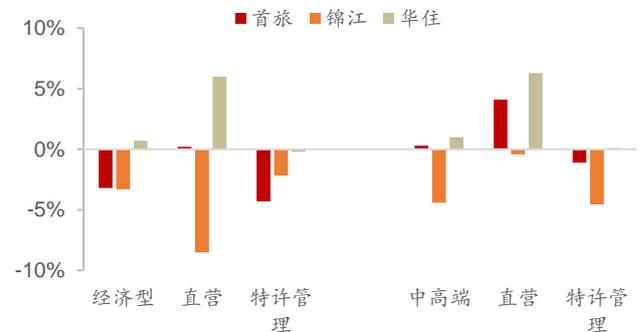
资料来源：公司官网，国联证券研究所
注：数据取自 2017 年

图表55：从 2024Q1 同店数据看，华住单店质量高于同业



资料来源：公司公告，国联证券研究所

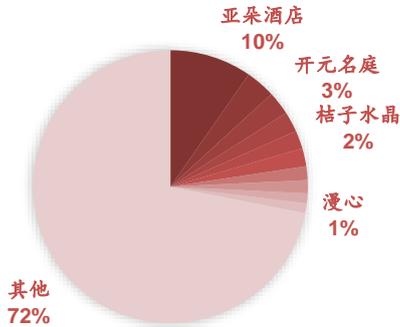
图表56：2024Q1 华住同店 RevPAR 增速领先同业



资料来源：公司公告，国联证券研究所

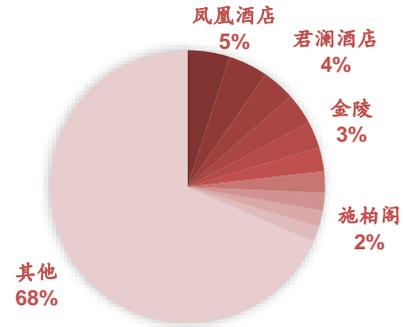
内生外延完善品牌布局，中高端品牌加速扩张。在经济型酒店市场趋近于饱和的背景下，加码中高端酒店市场成为酒店集团共识。发展中高端品牌也是公司重点战略，目前华住在中高端市场已形成包括桔子水晶、城际、漫心、美居在内的多元品牌布局，从品牌来源看，虽然有漫心这样的内部孵化品牌，但整体还是以外生收购为主。从品牌运营看，公司虽以标准化有限服务起家，但中高端市场格局分散，公司在中高端及以上市场的品牌力在强化。2023 年，公司旗下桔子水晶在连锁酒店高端品牌中排名第 5，市占率为 2.2%，公司的漫心品牌也跻身前 10，市占率为 1.2%。从扩张速度看，2017 年以来，漫心、美居、桔子水晶等中高端品牌门店年均复合增速均在 25% 以上，公司中高端占比持续提升。

图表57：2023年连锁高端酒店中桔子水晶、漫心跻身前10



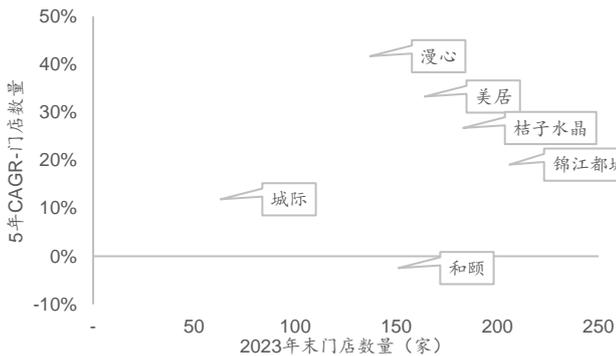
资料来源：中饭协，国联证券研究所

图表58：2023年连锁豪华品牌中施柏阁跻身前10



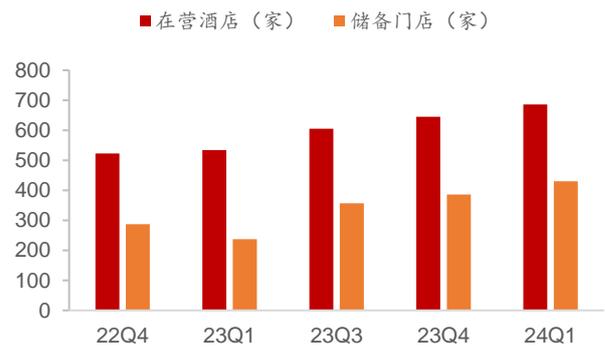
资料来源：中饭协，国联证券研究所

图表59：公司中高端酒店品牌保持高扩店速度



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表60：公司不断发展中高档品牌



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.2 流量：会员主导，直连用户

坚持打造会员系统，流量护城河优势明显。“流量”是酒店行业的生命线，基于会员形成的良好稳定的客流输送能力是酒店持续健康发展的基础。华住自成立以来一直非常注重自身会员系统的打造，将发展会员数、会员积分奖励的兑换等作绩效考核的重要指标。经过多年的运营，公司现已形成中国最具规模的忠诚计划——华住会，截至2023年12月末，公司拥有超过2.28亿名会员，同比增速为14.6%，会员规模已是全球第一，且增速好于万豪、锦江等同业。通过线上和线下多点互动，公司与会员培养了稳健长期的关系，会员品牌忠实度高，公司数据显示，截至2023Q1，华住会平均日活跃用户为101万人，其他酒店集团应用程序的日平均活跃用户仅有8万人，会员黏性极强。

图表61：公司自成立以来一直致力于酒店会员系统的打造与完善



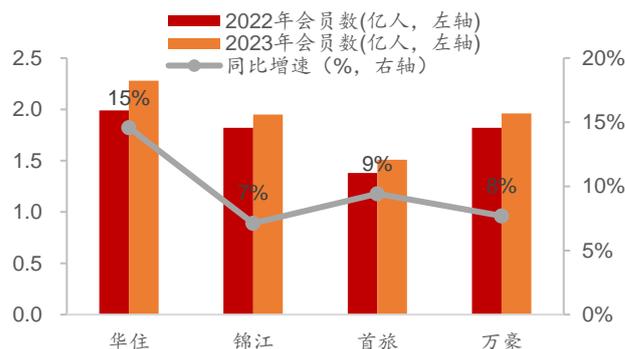
资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表62：公司会员规模持续壮大，2023年人次超2亿



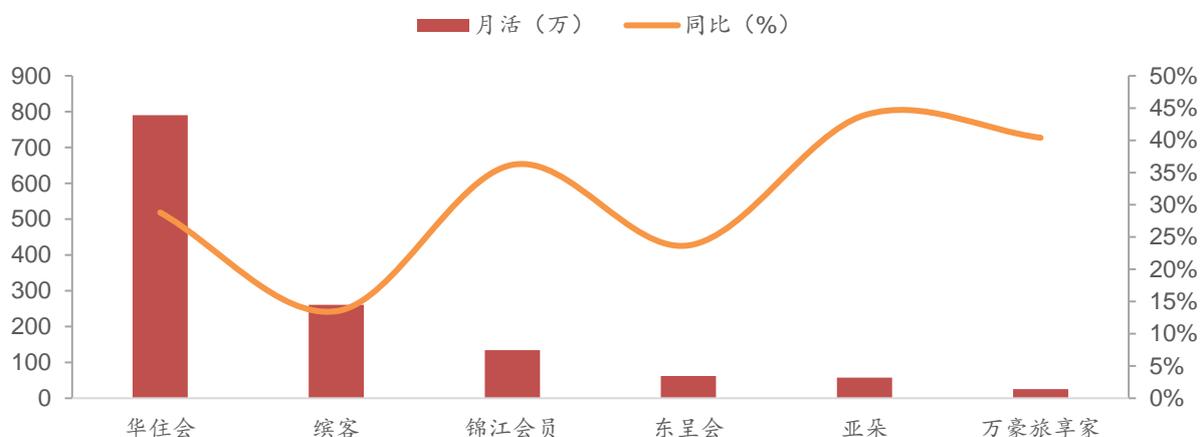
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表63：2023年公司会员数量明显及增速优于同业



资料来源：公司公告，国联证券研究所

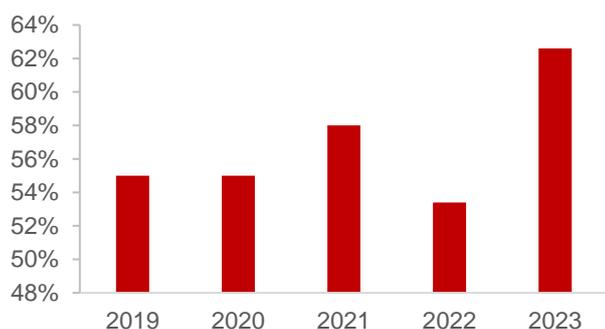
图表64：2024年4月，华住会月活跃用户规模居酒店服务类APP首位



资料来源：QuestMobile，国联证券研究所

流量规模优势明显，订房渠道收入占比高。随着会员体量的壮大、流量的积聚及粘性的增强，公司获客的规模优势愈发明显，2023年公司中央预订占比达到62.6%，同比提升9pct。中央预订能力的提升强化了公司前端收入水平，2023年公司中央预订系统使用费收入达到26.3亿元，同比提升108%。对标同业来看，锦江2023年公司订房渠道收入仅有7.6亿元，仅为华住的29%。根据我们测算，依托持续强化的会员基数和中央预订优势，华住旗下加盟酒店的订房渠道收费费率上行且持续高于同业。

图表65：公司中央预订占比高，且不断提升

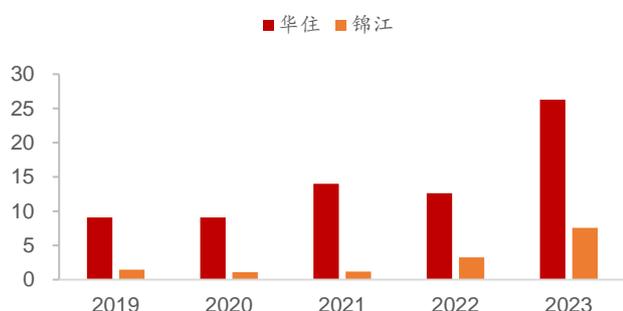


资料来源：公司公告，国联证券研究所

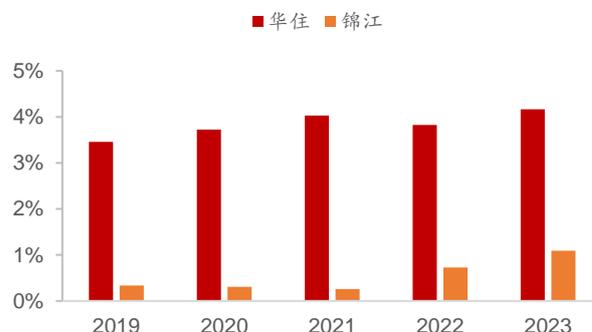
图表66：2023年公司中央预订系统收费贡献26亿元



资料来源：公司公告，国联证券研究所

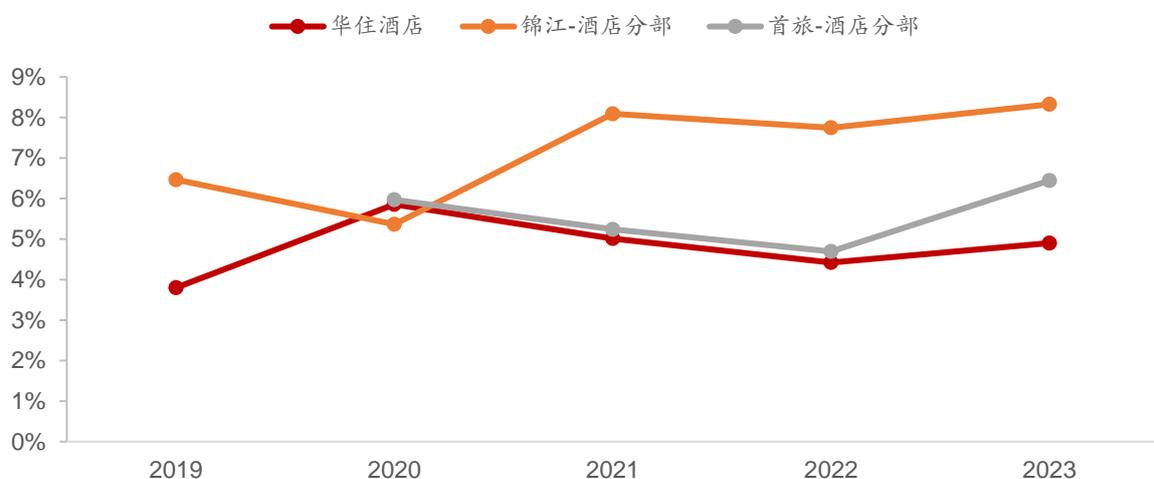
图表67：公司订房渠道费收入远高于同业


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表68：公司 CRS 收费率上行且持续高于同业


资料来源：公司公告，国联证券研究所测算

对 OTA 渠道依赖不高，销售费用率较同业更低。得益于庞大的会员流量和完善的直销体系，华住集团对于 OTA 平台的依赖度不算太高，其销售费用会低些。2023 年公司酒店业务的销售费用率为 4.9%，而首旅集团的酒店业务的销售费用率为 6.4%，锦江酒店业务的销售费用率会更高些，为 8.3%。

图表69：公司的销售费用率水平一直控制在较低水平


资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.3 技术：数字化赋能，效率领先行业

IT 赋能，实现“后台一体化，业务数字化”。作为 IT 出身的创业者，季琦怀着“用 IT 精神改造传统服务业”的初心入局酒店业，公司自创立以来也确实持续进行技术的投入和专注，形成如今技术领先的新型集团。具体看，华住集团通过算法、大数据、人工智能、机器学习等先进技术，覆盖了客房定价、预定、入住等各个环节，提供更加精确和更有竞争力的活动，不断提升用户的消费体验。

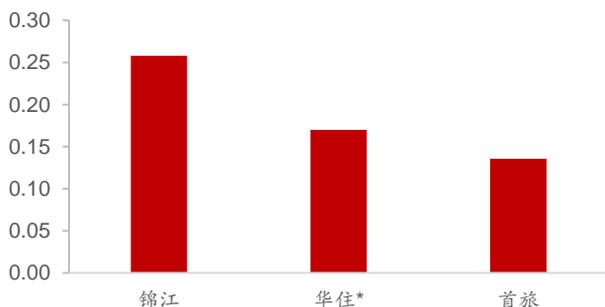
图表70：公司数字化举措居行业领先地位

基础建设措施	客户关系管理系统 (CRM)	系统维护会员信息，监控公司销售代表的表现
	中央预定系统 (CRS)	全天候、实时提供预定服务
	中央收入管理系统 (RMS)	根据当天业务状况和各地市场的供需状况，自动调整酒店的房价，最大限度的提高收入
数字化措施	中央采购系统 (CPS)	有效的为网络内的酒店批量提供酒店用品
	云端物业管理系统 (Cloud-PMS)	通过高效率和低成本来有效管理系统内酒店客房库存、价格等
	易系列 (easy)	数字化酒店的各种家政流程和退房流程等
	智能机器人	在酒店内运送零食、洗漱用品和其他设施，迎接并引导客人进入房间

资料来源：招股说明书，国联证券研究所

积极推进数字化，人房比和管理费用率有效降低。华住集团积极推进建设数字化，在 IT 系统中投入大量金额，大幅增加智能化设备。无论是华掌柜、送物机器人还是 30 秒入住都节省了人力成本，提高了运营效率，有效降低了人房比和管理费用率。

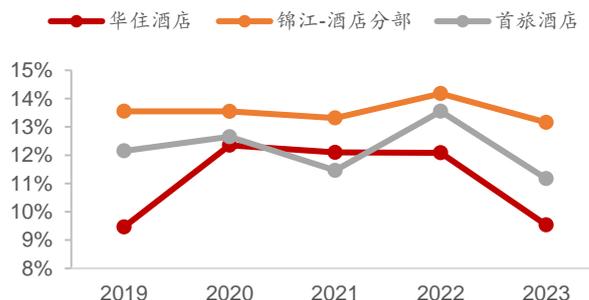
图表71：公司人房比控制优异



资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：锦江、首旅数据取自 2023 年，华住数据取自 2019 年

图表72：2023 年公司管理费用率下行



资料来源：公司公告，国联证券研究所测算

4. 核心看点：千城万店、挺进中高端、国际化

4.1 规模扩张：深耕中国，下沉千城万店

“精益增长”着眼长远。中国酒店行业正经历从规模化扩张到品质化提升的转型阶段，此背景下，华住集团谋定“精益增长”战略。2022 年初，公司正式提出将“超大规模增长”战略转型为基于合格门店的“精益增长”战略，通过转型升级实现可持续、高质量发展。同年，公司完成六大区域公司的布局，强化属地化生态建设。我们认为，公司“围绕卓越服务的精益增长战略”+组织架构的配套调整有望帮助公司在下沉市场或在存量市场竞争中取得更清晰的视野，有助于进一步实现高质量门店发展，从而获得更强的竞争优势，深化其穿越周期的能力。

图表73：2022年华住建立六大区域分公司支撑未来精益增长



资料来源：公司官网，国联证券研究所

注：公司中端及以下品牌改为区域管理模式，中高端及以上仍维持品牌事业部模式

薄弱地区强化取得初步成效，储备门店奠定未来发展。2022年，华住中国完成组织结构调整，成立区域分公司，属地化运营强化了华住在这些区域的开发和运营能力。目前来看，公司在原先相对薄弱的地区已经取得了阶段性的成果，2023年公司在华南、华西和华中市场的新签约酒店相较于2022年分别增长100%、80%和40%+；相较于2019年，公司新签约酒店数分别增长200%、130%和110%+。展望未来，以连锁化率为例，目前江苏连锁化率达到60%以上，仅华住一家已经实现1200家门店，而贵州的连锁化率仅是22%，华住含在建项目100家，未来公司在华南、华西和华中地区成长空间大。

图表74：组织架构调整后，公司此前渗透率较低的地区新签约数量显著增加



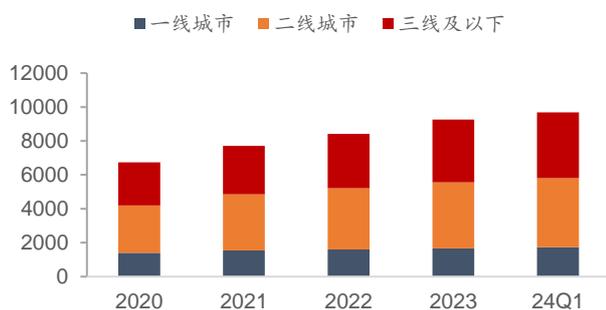
资料来源：公司官网，国联证券研究所

注：图表中酒店数不含软品牌

下沉发展，千城万店仍可期。我们之前在行业部分提及，未来中国酒店业连锁化发展空间在于下沉市场，预计未来中国低线城市酒店客房连锁化将为行业整体连锁化率提升贡献主要增量。聚焦华住，公司早在2019年就提出了“万家灯火”和“千城万店”的战略目标，从近年公司发展动作看，公司持续进行低线市场的渗透并取得成效。截至2024年3月末，公司在营酒店在三线及以

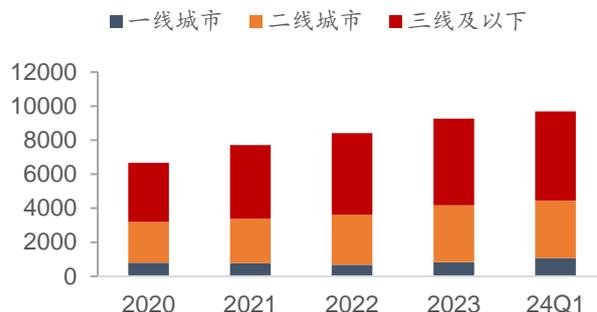
下城市占比为 40%，同比提升 1pct，三线及以下城市的储备酒店数量占比为 54%，实现绝对数量的明显上行。从城市覆盖数量看，2024 年 3 月末，公司已覆盖 1290 个城市，相较于 2023 年 3 月末新增覆盖 158 个城市。展望未来，中国还拥有约 200 个地级市，3000 个县城，三线及以下城市人口超 10 亿，随着下沉市场消费能力提升，酒店消费的重要性日益上行。伴随公司以经济型和中端品牌酒店布局三四线下沉市场，持续渗透低线城市，我们相信公司在下沉市场的规模有望持续增长。

图表75：公司于下沉市场在营门店数逐步增长（家）



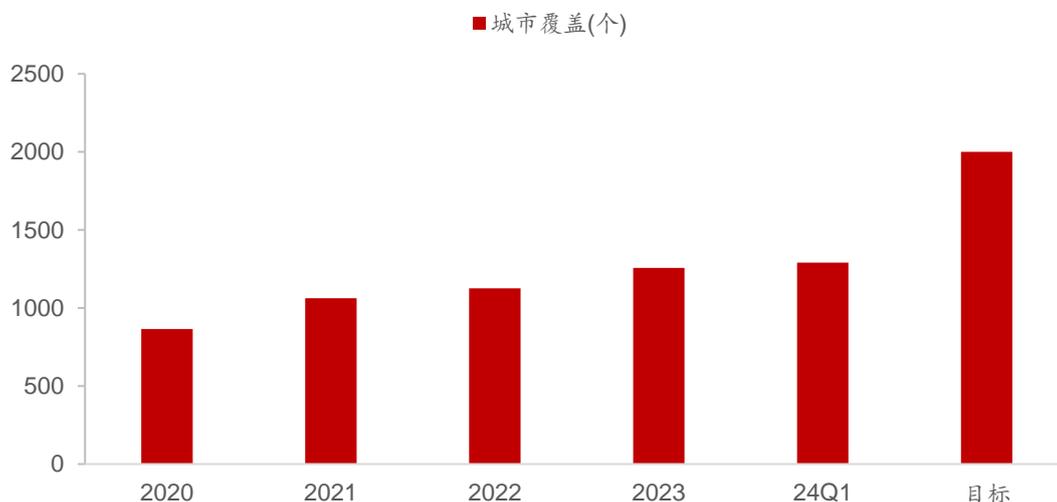
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表76：公司于下沉市场储备门店增长支持未来扩张



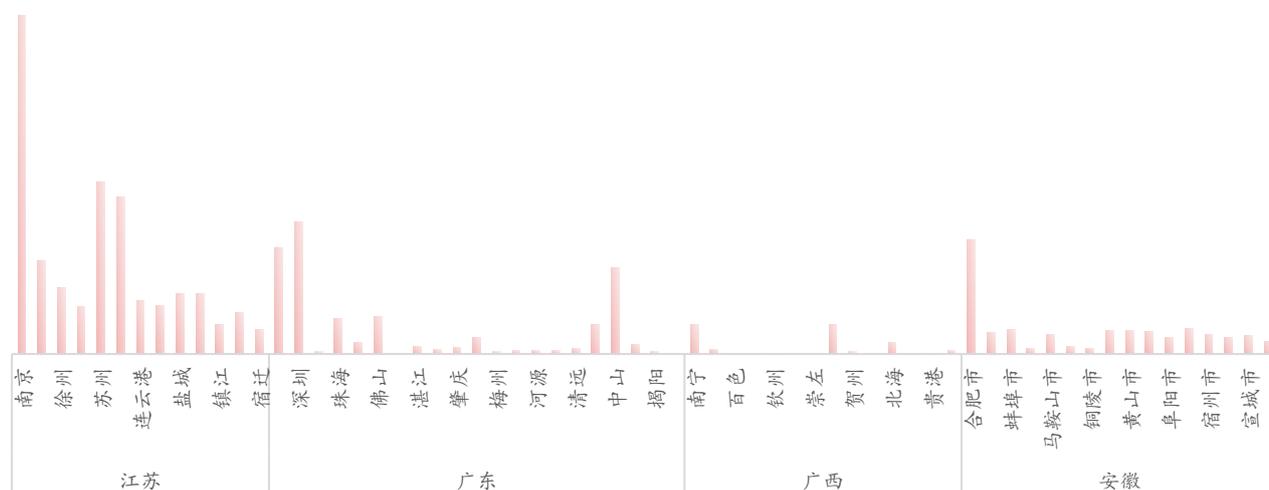
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表77：公司在下沉市场的覆盖度仍有较大空间



资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表78：横向比较看，公司在薄弱地区及下沉市场仍有较大拓展空间



资料来源：携程，国联证券研究所

4.2 品牌向上：融合基因，抢滩中高端

品牌布局多元，加速抢占中高端市场。截至 2021 年末，美国中高端酒店占比为 74.7%，中国中高端酒店占比为 33.15%，从未来方向看，在经济型酒店市场趋近于饱和的情况下，加码中高端酒店市场已经成了确定的趋势。从中国酒店行业发展看，伴随着亚朵的规模突破千家，头部集团的千店品牌之争也从经济型、中端品牌延伸到中高端酒店市场。在公司发展规划上，中高端品牌也一直是华住集团的核心战略，目前华住旗下已形成桔子水晶、城际、美仑美奂、漫心、欢阁、美居在内的多元品牌布局。依托公司持续巩固的加盟商关系和不断突破的产品理念、服务意识，公司中高端品牌不断发展，有序推进多品牌探索中高档市场战略。

图表79：公司在中高端市场已布局多品牌


资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表80：公司中高端产品竞争力并不弱，门店仍有较大发展空间

品牌	门店数量 (家)	储备门店 (家)	单房造价	综合 RevPAR	开业计划
桔子水晶	191	137	15 万元左右	400 元+	2025 年开到 750 家
城际酒店	68	77	20 万元	800 元	未来 3 年超过 100 家
漫心酒店	142	82	14-20 万	450 元左右	
美居酒店	175	55	15-17 万元	-	
亚朵酒店	979		14.5 万元	400 元	

资料来源：公司官网，亚朵官微，国联证券研究所

注：门店数量取自 2024 年 3 月末，华住系的单房造价为新房舍公区口径

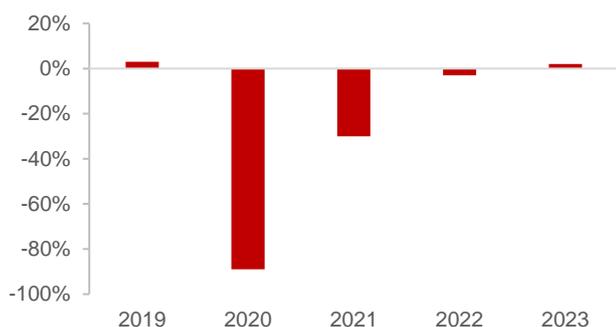
公司中高端产品品牌基因并不弱，门店扩张可期。从产品基因出发，以城际为例，城际本身是德系品牌，其定位于中高端枢纽酒店，与德国经济崛起同频发展。2020 年前后，公司在全资收购德意志酒店集团后，将 IntercityHotel 城际酒店引入中国，瞄准本土商旅精英诠释城际的德系基因。2023 年末，公司旗下城际酒店数量达到 63 家，过往 3 年复合增速为 11.9%，未来 3 年预计 CAGR 为 16.7%，进入加速扩张阶段。从产品模型看，桔子水晶的单房造价及综合 RevPAR 与亚朵相当，而 2023 年末，桔子水晶仅 183 家门店，过往 3 年复合增速为 17.1%，未来有望加速向亚朵的千店规模靠拢。

4.3 海外 DH：继续全球化，盈利能力边际改善

盈利压力边际缓解。海外 DH 作为国际化布局的重要一环，2019 年公司用 7 亿欧元收购了德意志酒店的全部股权，2020 年 1 月，顺利完成与德意志酒店的股权交割。疫情前的 2019 年，德

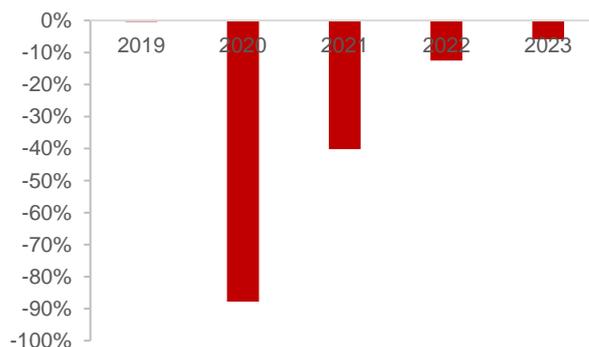
意志的 EBITDA 率为 3% 左右，疫情干扰下，德意志盈利能力不佳，疫后的 2023 年，公司 Legacy-DH 的 EBITDA 率重回正数区间。如从直接的利润贡献看，2023 年境外部分亏损逐步减少，伴随海外轻资产转型的推进、降本增效的实施和全球会员体系的赋能，海外业务有望持续发展，对公司的业绩拖累也有望逐步减弱。

图表81：2023 年公司境外业务的 EBITDA 率转正



资料来源：公司公告，国联证券研究所

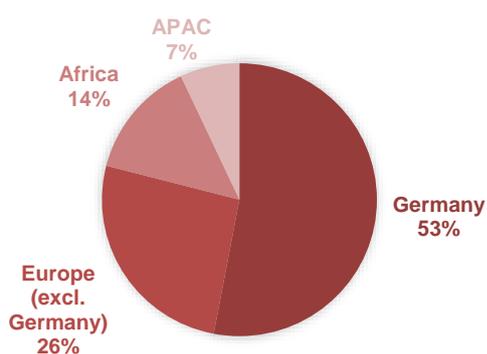
图表82：2023 年公司境外业务归母净利率仍待转正



资料来源：公司公告，国联证券研究所

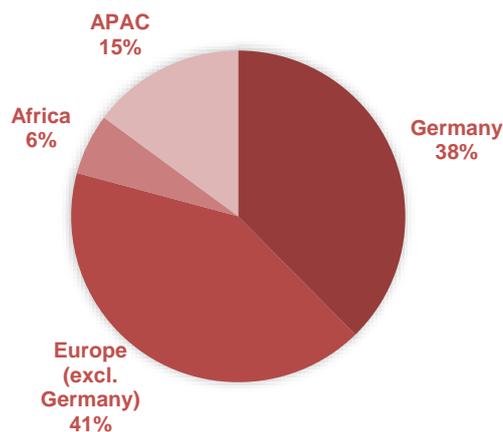
全球化扩张值得期待。2024 年 3 月末，公司境外门店仍以德国为主，其门店数量占比为 53%。除开德意志的传统优势地区外，公司也积极推进全球化扩张，探索其他欧洲国家、亚太地区的扩张机会，2024 年 3 月末，公司储备门店中德国以外的门店占比为 62%，明显上行，储备门店的增加也为公司后续扩张奠定基础。

图表83：2024 年 3 月末，公司在营门店主要分布在德国



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表84：2024 年 3 月末，公司储备门店主要分布在欧洲



资料来源：公司公告，国联证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

展店与结构：加盟商投资意愿延续的背景下，假设公司在 2024-2026 年分别净开店 1150/1250/1250 家。结构上，预计均为加盟门店。

经营增长：伴随休闲需求延续+商务需求理性修复，我们假设入住率将逐步改善并录得进一步增长，预计公司酒店业务 RevPAR 在 2024-2026 年分别同比增长 0%/2%/2%。

成本与费用：考虑到租金、人工、折旧摊销等成本较为刚性，预计毛利率将随着营收改善而稳步回升，假设毛利率在 2024-2026 年分别为 39.2%/40.5%/41.7%。伴随公司经营收入逐步增长，假设销售费用率在 2024/2025/2026 年分别为 4.9%/4.9%/4.9%，管理费用率在 2024/2025/2026 年分别为 9.5%/9.5%/9.5%。

图表85：公司营收测算汇总（亿元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	219	242	261	281
YOY	58%	11%	8%	8%
毛利率	34%	39%	41%	42%
其中：租赁及自有酒店				
收入	138	140	139	139
YOY	51%	1%	0%	-1%
管理加盟及特许经营酒店				
收入	77	98	116	135
YOY	75%	27%	19%	17%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

5.2 投资建议

公司系中国酒店行业领军者，疫后公司凭借“品牌+技术+流量”三位一体的竞争优势夯实龙头地位。展望未来，领军企业仍有未尽之美，于国内，向下，华住仍有大量中小城市待覆盖；向上，中高端及以上品牌基因已具备，扩张潜力待释放；于全球，DH 盈利能力边际改善，向世界输出中国服务空间广阔，值得期待。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 242.4/261.2/281.1 亿元，对应增速分别为 10.8%/7.7%/7.6%，归母净利润分别为 42.5/49.1/56.7 亿元，对应 PE 分别为 16x/14x/12x。首次覆盖，给予“增持”评级。

6. 风险提示

宏观经济增长放缓风险。酒店行业受宏观经济影响较大，经济繁荣程度与居民收入水平影响酒店经营，若宏观经济增长放缓，将影响酒店行业需求端的恢复。

扩张进展不及预期风险。外生环境影响加盟意愿及加盟能力，若出现黑天鹅事件，扩张计划若无法如期开展。

竞争格局恶化风险。近年，中小连锁酒店崛起，若竞争加剧，则会影响现有酒店品牌的扩张、盈利能力。

财务预测摘要

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
流动资产	9,178	12,056	23,776	25,958	27,550	营业收入	13,862	21,882	24,244	26,118	28,114
现金	5,086	7,710	19,395	20,894	22,911	营业成本	12,260	14,341	14,752	15,532	16,403
应收票据及应收账款合计	1,113	755	494	1,049	485	营业税金及附加	62	34	85	92	99
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	613	1,072	1,188	1,280	1,377
预付账款	312	394	559	603	649	管理费用	1,675	2,086	2,311	2,490	2,680
存货	70	59	87	91	96	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,597	3,138	3,240	3,322	3,408	财务费用	963	47	102	31	-184
非流动资产	52,329	51,476	52,035	52,566	53,054	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	信用减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	6,784	6,097	6,093	6,361	6,886	其他经营收益	0	0	0	0	0
无形资产	36,494	33,290	33,253	33,216	33,179	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	9,051	12,089	12,689	12,989	12,989	投资净收益	0	0	0	0	0
资产总计	61,507	63,532	75,811	78,524	80,603	营业利润	-1,711	4,302	5,807	6,693	7,739
流动负债	13,146	17,411	23,575	21,283	17,572	其他非经营损益	105	1,047	0	0	0
短期借款	3,288	4,049	8,290	4,894	0	利润总额	-1,606	5,349	5,807	6,693	7,739
应付票据及应付账款合计	1,171	1,019	1,241	1,307	1,380	所得税	243	1,218	1,466	1,687	1,949
其他流动负债	8,687	12,343	14,044	15,082	16,192	净利润	-1,849	4,131	4,341	5,006	5,790
非流动负债	39,558	33,872	35,646	35,646	35,646	少数股东损益	-28	46	87	100	116
长期借款	6,635	1,265	3,039	3,039	3,039	归属母公司净利润	-1,821	4,085	4,254	4,906	5,674
其他非流动负债	32,923	32,607	32,607	32,607	32,607	EBITDA	870	6,844	6,249	7,093	7,967
负债合计	52,704	51,283	59,221	56,929	53,218	EPS (元)	-1	1	1	2	2
股本	0	0	0	0	0	主要财务比率					
资本公积	8,497	11,749	11,749	11,749	11,749	单位: 百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	232	386	4,640	9,546	15,220	成长能力					
归属母公司股东权益	8,729	12,135	16,389	21,295	26,969	营业收入(%)	8.4	57.9	10.8	7.7	7.6
负债和股东权益	61,507	63,532	75,811	78,524	80,603	净利润(%)	-285.2	323.4	5.1	15.3	15.7
						获利能力					
						毛利率(%)	11.6	34.5	39.2	40.5	41.7
						净利率(%)	-13.3	18.9	17.9	19.2	20.6
						ROE(%)	-20.9	33.7	26.0	23.0	21.0
						ROIC(%)	-4.8	19.8	28.7	19.5	20.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	85.7	80.7	78.1	72.5	66.0
						净负债比率(%)	54.9	-19.6	-48.6	-60.0	-72.6
						流动比率	0.7	0.7	1.0	1.2	1.6
						速动比率	0.6	0.6	1.0	1.2	1.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	12.5	29.0	49.1	24.9	58.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	-0.6	1.3	1.4	1.6	1.8
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.5	2.4	2.1	1.9	2.4
						每股净资产(最新摊薄)	2.8	3.9	5.2	6.8	8.6
						估值比率					
						P/E	-38.4	17.1	16.4	14.3	12.3
						P/B	8.0	5.8	4.3	3.3	2.6
						EV/EBITDA	9.4	0.5	1.5	0.9	0.1

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 07 月 26 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号玖安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼