

华住集团-S (01179.HK)

高基数下营收平稳增长，国内开店提速国外加速整合

优于大市

核心观点

第三季度公司收入微增 2.4%，经调净利润高基数下同比有所下滑。 2024Q3，公司实现收入 64.4 亿元/+2.40%，处此前收入增速指引（增 2-5%）下限；实现经调整净利润 13.7 亿元/-10.8%，经调整 EBITDA 21.1 亿元/-9.50%，略逊于彭博一致预期 15.1/22.3 亿元，主要系去年同期高基数、今年 Q3 天气扰动及海外整合带来一次性重组成本 0.8 亿元 RMB 综合影响。

国内酒店：RevPAR 高基数下承压，但开店提速下全年展店目标有望超额完成。 2024Q3，公司国内酒店整体 RevPAR 256 元/-7.9%（ADR-7.0%，OCC-1.0%），高基数（2023Q3 RevPAR 较 2019Q3+29%）和天气影响；成熟门店同店 RevPAR 258 元/-10.3%（ADR-8.4%，OCC-1.8pct）。2024Q3，公司新签约超 800 家，新开 774 家/关店 217 家（剔除软品牌和汉庭 1.0 为 123 家）/净增 557 家，**预计 2024 年有望超额完成 2400 家的开店目标。**截止 2024Q3 末，国内酒店 10707 家，客房达 103 万间。2024Q3，公司实现国内收入 51.62 亿元/+1.0%，处收入指引增 1-4% 区间。其中直营/加盟收入-10.4%/14.7%，直营业务略拖累。2024Q3，公司实现经调整业绩 14.6 亿元/-6.2%，经调整 EBITDA 20.9 亿元/-7.5%，有所承压。

海外酒店收入稳定增长，积极重组和优化调整助力未来成长。 2024Q3，海外 DH 整体 RevPAR+3.7%（ADR+2.5%，OCC+0.8pct）；收入 12.8 亿元/+8.9%，经调归母业绩亏损 0.89 亿元，同比增亏。今年 Q3，公司对 DH 进行了优化调整：1、总部精简人员和成本费用优化，带来一次性重组成本 0.81 亿元 RMB；2、践行轻资产战略，退出了丹麦的 14 家自营酒店业务；3、全面接管 Zleep 品牌，上述优化预计将在 2025 年体现成效。

公司预计第四季度收入增 1-5%，明年 REVPAR 不低于今年，国内外积极优化助力未来成长。 公司预计 2024Q4 RevPAR 中个位数下滑，但同比降幅收窄；**预计 Q4 收入增 1-5%；预计明年整体 REVPAR 有望不低于今年。** 国内酒店继续强扩张提升综合竞争力：1、继续加速下沉；2、新发布桔子 2.5，并加速城际+水晶等中高端酒店布局；3、持续强化直销能力，提高以门店为中心的周边获客能力，加速商旅协议客户拓展，Q3 企业商旅用户间夜贡献同增约 41%，同时其中央预订比例达 64.2%/+2.2pct。同时，公司今年对海外业务加速轻资产优化和经营提升，助力未来改善。

风险提示：宏观系统性风险，行业竞争加剧，新品牌或海外拓展风险等。

投资建议：维持“优于大市”评级。 结合 Q2 以来 REVPAR 趋势和公司 Q4 指引，我们略下修公司 2024-2026 年 RevPAR 增速至-4.1%/0.6%/0.8%（此前为-2.1%/0.6%/0.8%），兼顾门店规模扩张提速和海外一次性重组成本等影响，略下修公司 2024-2026 年经调整归母净利润至 39.35/44.97/52.15 亿元（此前预计 43.05/47.93/54.15 亿元）；对应经调整 EPS 为 1.23/1.40/1.62（此前为 1.34/1.49/1.69 元），相应 PE 估值为 20/17/15x。公司系国内酒店翘楚，品牌势能和管理能力行业领先，短期受制于国内供需阶段性 REVPAR 承压。但公司加速推动国内品牌产品升级和渠道优化，有望持续助力中线成长和资本回报，且未来若周期复苏，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。此外，公司海外酒店加速调整，随着其轻资产提升和总部优化，2025 年海外改善相应可期。综合看维持公司“优于大市”评级。

公司研究·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：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	26.10 港元
总市值/流通市值	83791/83791 百万港元
52 周最高价/最低价	34.40/20.80 港元
近 3 个月日均成交额	71.19 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) - 二季度经调整净利润增长 17%，上修全年开店指引》——2024-08-22
- 《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》——2024-05-20
- 《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

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,862	21,882	23,305	24,377	25,944
(+/-%)	8.4%	57.9%	6.5%	4.6%	6.4%
经调整归母净利润	-1375	3512	3935	4497	5215
(+/-%)	--	-324.3%	-9.3%	15.3%	17.8%
经调整每股收益(元)	-0.43	1.09	1.23	1.40	1.62
EBIT Margin	-9.0%	17.4%	16.9%	19.1%	21.7%
净资产收益率(ROE)	-20.9%	33.7%	25.2%	24.1%	23.7%
市盈率(PE)	-56.8	22.2	19.8	17.4	15.0
EV/EBITDA	672.4	25.8	26.2	23.0	19.6
市净率(PB)	8.94	6.43	5.30	4.41	3.68

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,
2023 年经调整归母净利润按公司最新披露的数据口径调整, 剔除股权激励费用、处置收益、外汇损益等影响。

第三季度公司收入微增 2.4%，经调净利润高基数下同比有所下滑。2024Q3，公司实现收入 64.4 亿元/+2.40%，处此前收入增速指引（增 2-5%）偏下限；实现经调整净利润 13.7 亿元/-10.8%，经调整 EBITDA 21.1 亿元/-9.50%，略逊于彭博一致预期 15.1/22.3 亿元，主要系去年同期高基数、今年 Q3 天气扰动及海外整合带来一次性重组成本 0.8 亿元 RMB 综合影响。

图1：公司季度营业收入及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季归母业绩和经调整净利润增速（单位：百万、%）



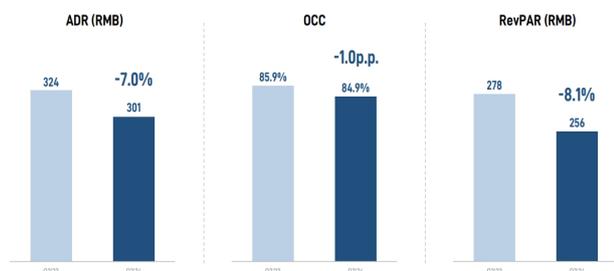
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内酒店：RevPAR 高基数下承压，但开店提速下全年展店目标有望超额完成。2024Q3，公司国内酒店整体 RevPAR 256 元/-7.9%（ADR-7.0%，OCC-1.0%），高基数（2023Q3RevPAR 较 2019Q3+29%）和天气影响；成熟门店同店 RevPAR 258 元/-10.3%（ADR-8.4%，OCC-1.8pct）。2024Q3，公司新签约超 800 家，新开 774 家/关店 217 家（剔除软品牌和汉庭 1.0 为 123 家）/净增 557 家，预计 2024 年有望超额完成 2400 家的开店目标。截止 2024Q3 末，国内酒店 10707 家，客房达 103 万间。2024Q3，公司实现国内收入 51.62 亿元/+1.0%，处收入指引增 1-4% 区间。其中直营/加盟收入-10.4%/14.7%，直营业务略拖累（国内直营门店占比 5%，客房占比约 8%）。2024Q3，公司实现经调整业绩 14.6 亿元/-6.2%，经调整 EBITDA 20.9 亿元/-7.5%，有所承压。

图3：公司 2024Q3 国内整体 REVPAR 承压

Legacy-Huazhu - Blended RevPAR Decreased 8.1% YoY

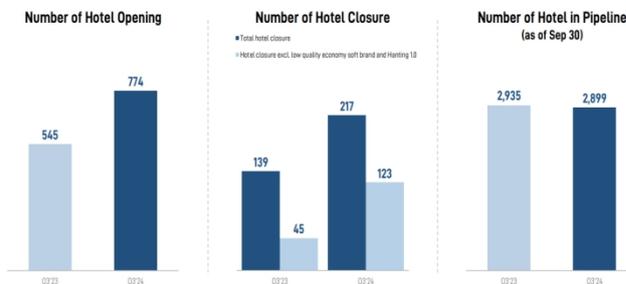
华住中国 - 2024 年三季度混合 RevPAR 同比下降 8.1%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司酒店网络加速扩张

酒店网络加速扩张



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司收入区域分布情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司国内外经调整业绩情况

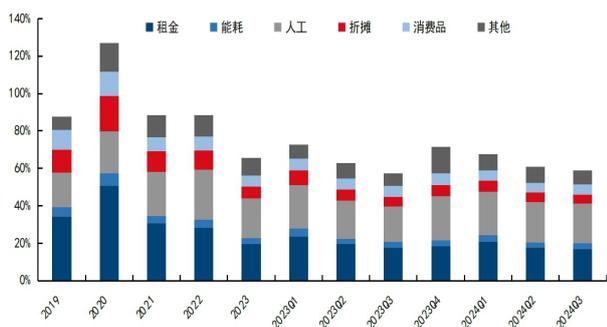


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海外酒店收入稳定增长，积极重组和优化调整助力未来成长。2024Q3，海外 DH 整体 RevPAR+3.7%（ADR+2.5%，OCC+0.8pct）；收入 12.8 亿元/+8.9%，经调归母业绩亏损 0.89 亿元，同比增亏。今年 Q3，公司对 DH 进行了优化调整：1、总部精简人员和成本费用优化，带来一次性重组成本 0.81 亿元 RMB；2、践行轻资产战略，退出了丹麦的 14 家自营酒店业务；3、全面接管 Zleep 品牌，上述优化预计将在 2025 年体现成效。

成本费用变化分析：2024Q3，公司成本占比同比提升 1.5pct，主要系人工成本占比提升影响。2024Q3，公司管理费率+1.9pct，主要系员工成本增加、股权激励费用增加以及海外重组一次性费用等影响；销售费率同比微增+0.1pct，预计与直营店 OTA 占比提升相关。

图7: 公司酒店各业务成本占收入构成变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费率变化趋势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

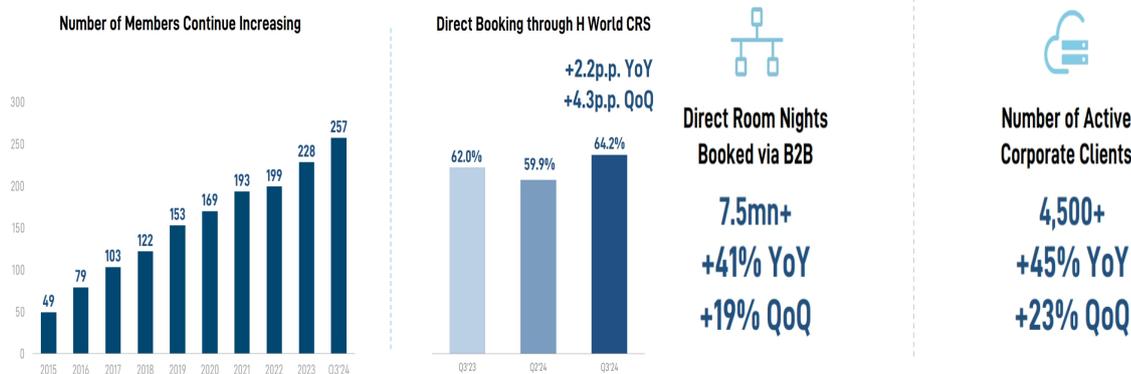
公司预计第四季度收入增 1-5%，明年 REVPAR 不低于今年，国内外积极优化助力未来成长。公司预计 2024Q4 RevPAR 中个位数下滑，但同比降幅收窄；预计 Q4 收入增 1-5%；预计明年整体 REVPAR 有望不低于今年。国内酒店继续强扩张提升综合竞争力：1、继续加速下沉；2、新发布桔子 2.5，并加速城际+水晶等中高端酒店布局；3、休闲强商旅弱，在线旅游平台相对优势下，公司本季度强化直销能力，提高以门店为中心的周边获客能力，加速商旅协议客户拓展，企业商旅协议用户间夜贡献同增 41%，Q3 中央预订比例达 64.2%/+2.2pct。同时，公司今年对海外业务加

速轻资产优化和经营提升，助力未来改善。

图9：公司会员规模、中央预订占比提升，企业商旅贡献同比增长 41%

Membership and CRS Contribution Rising

会员规模及中央预定占比提升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示：宏观系统性风险，行业竞争加剧，新品牌或海外拓展风险等。

投资建议：维持“优于大市”评级。结合 Q2 以来 REVPAR 趋势和公司 Q4 指引，我们略下修公司 2024-2026 年 RevPAR 增速至-4.1%/0.6%/0.8%（此前为-2.1%/0.6%/0.8%），兼顾门店规模扩张提速和海外一次性重组成本等影响，略下修公司 2024-2026 年经调整归母净利润至 39.35/44.97/52.15 亿元（此前预计 43.05/47.93/54.15 亿元）；对应经调整 EPS 为 1.23/1.40/1.62（此前为 1.34/1.49/1.69 元），相应 PE 估值为 20/17/15x。公司系国内酒店业翘楚，品牌势能和管理能力行业领先，短期受制于国内供需阶段性 REVPAR 承压。但公司加速推动国内品牌产品升级和渠道优化，有望持续助力中线成长和资本回报，且未来若周期尤其商旅复苏，公司卓越的经营能力有望继续支持其业绩良好向上弹性。此外，公司海外酒店加速调整，随着其轻资产提升和总部优化，2025 年海外改善相应可期。综合看维持“优于大市”评级。

表1：可比公司盈利预测及估值

股票代码	公司名称	总市值					EPS				PE				投资评级
		2024-11-27	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E					
1179.HK	华住集团-S	799	1.1	1.2	1.4	1.6	19	18	16	14	优于大市				
ATAT.O	亚朵	249	2.0	2.8	3.6		31	23	18		无评级				
600258.SH	首旅酒店	161	0.7	0.7	0.8	1.0	21	20	17	15	优于大市				
600754.SH	锦江酒店	278	0.9	1.1	1.2	1.5	28	23	21	17	优于大市				
301073.SZ	君亭酒店	44	0.3	0.2	0.3	0.5	90	151	73	50	优于大市				

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

注：华住、亚朵 EPS 均为经调整后口径；亚朵系彭博一致预期，单位为人民币。

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	11766	14598	17643	营业收入	13862	21882	23305	24377	25944
应收款项	1291	965	1022	1069	1137	营业成本	12260	14341	15234	15540	15957
存货净额	70	59	64	65	67	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	2312	1133	1235	1292	1375	销售费用	613	1072	1165	1182	1245
流动资产合计	9178	12056	17039	20568	24474	管理费用	2242	2653	2961	2998	3116
固定资产	6784	6097	5462	4816	4165	财务费用	(322)	(137)	198	168	121
无形资产及其他	41490	40928	40743	40599	40498	投资收益	0	0	(20)	(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	67701	70444	73603	营业利润	(1642)	5339	4997	5761	6786
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	1594	1627	1671	利润总额	(1642)	5335	4997	5761	6786
其他流动负债	7912	11781	12799	13044	13461	所得税费用	207	1204	1249	1440	1697
流动负债合计	13146	17411	18944	18647	18696	少数股东损益	(28)	46	43	50	59
长期借款及应付债券	9148	1265	1265	1265	765	经调整归母公司净利润	(1375)	3512	3935	4497	5215
其他长期负债	30410	32607	32607	32607	32637						
长期负债合计	39558	33872	33872	33872	33402	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	52704	51283	52816	52519	52098	净利润	(1375)	3512	3935	4497	5215
少数股东权益	74	114	157	207	265	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	8729	12135	14728	17718	21240	折旧摊销	1456	1414	1270	1283	1292
负债和股东权益总计	61507	63532	67701	70444	73603	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(322)	(137)	198	168	121
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1602)	7357	868	173	338
每股收益	(0.43)	1.09	1.23	1.40	1.62	其它	(474)	619	(187)	(176)	(126)
每股红利	0.00	0.00	0.35	0.40	0.47	经营活动现金流	(1995)	12902	5885	5776	6719
每股净资产	2.72	3.78	4.59	5.52	6.62	资本开支	0	(160)	(450)	(493)	(539)
ROIC	-4%	20%	36%	110%	179%	其它投资现金流	885	(1031)	0	(591)	(709)
ROE	-21%	34%	25%	24%	24%	投资活动现金流	879	(1686)	(455)	(1088)	(1253)
毛利率	12%	34%	35%	36%	38%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-9%	17%	17%	19%	22%	负债净变化	2899	(7883)	0	0	(500)
EBITDA Margin	1%	24%	22%	24%	27%	支付股利、利息	0	0	(1111)	(1281)	(1509)
收入增长	8%	58%	7%	5%	6%	其它融资现金流	(6215)	7913	501	(574)	(413)
净利润增长率	--	-324%	-9%	15%	18%	融资活动现金流	(417)	(7853)	(610)	(1856)	(2422)
资产负债率	86%	81%	78%	75%	71%	现金净变动	(1533)	3363	4820	2833	3044
息率	0.0%	0.0%	1.3%	1.5%	1.8%	货币资金的期初余额	5116	3583	6946	11766	14598
P/E	(56.8)	22.2	19.8	17.4	15.0	货币资金的期末余额	3583	6946	11766	14598	17643
P/B	8.9	6.4	5.3	4.4	3.7	企业自由现金流	0	11566	4646	4455	5310
EV/EBITDA	672	26	26	23	20	权益自由现金流	0	11702	4999	3755	4306

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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