



# 华住 (HTHT.NASDAQ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 开店继续加速，Q4 RevPAR 望改善

### 事件

11月26日公司公告3Q24业绩，64.4亿元/+2.4%，经调整EBITDA 21.3亿元/-2.7%、对应EBITDA利润率33.0%/-1.7pct，经调整净利13.7亿元/-10.8%、对应经调整净利率21.3%/-3.2%。

### 点评

**经营数据：Q3境内高基数下压力偏大，境外量价同比继续提升。**3Q24国内LH RevPAR为256元/-8.1%（前值-2.0%）、OCC-1.0pct（前值+0.7pct）、ADR-7.0%（前值-2.9%），其中房价压力较大为RevPAR增速扩大的主要原因；开业18个月以上成熟店分档次看，整体/经济型/中高端 RevPAR-10.3%/-11.0%/-9.9%，其中经济型压力略大于中高端。3Q24海外DH RevPAR为82欧元/+3.7%（前值+4.5%）、OCC+0.8pct（前值+1.2pct）、ADR+2.5%（前值+2.7%）。

**Q3收入增速位于靠近指引下限，Q4预期增长1~5%。**Q3收入增速靠近此前季报公告指引区间2%~5%的下限，其中LH收入51.6亿元/+1.0%，DH收入12.8亿元/+8.9%，RevPAR压力偏大情况下国内收入增速放缓。成本费用端，Q3酒店59.0%/+1.5pct，细分项中人力+2.4pct、上升最多，主因门店网络扩张增加人力开支；销售费用率/+0.1pct；管理费用率/+1.9pct，其中国内+0.7pct主因员工数增加，海外+6.4pct主因一次性重组成本约8100万，DH轻资产化措施下减少行政管理人员30%+、预期后续成本费用将有较好节约。Q3经调整EBITDA率33.0%/-1.7pct，其中LH经调整EBITDA为20.9亿元/-7.5%、对应EBITDA利润率40.5%/-3.7pct、DH则约2100万元/-71%、主因一次性重组影响。根据公司公告，预计4Q24收入同比增长1~5%，不含DH增速也为1~5%，预计Q4 RevPAR在同比高基数压力缓解+行业供给增速放缓情况下环比降幅收窄。

**季度新开继续维持高位，坚持高质量发展。**Q3公司新开/净开790/559家，维持较快开店水平Q1-3完成全年2200家新开计划的88%；品牌方面，发布桔子水晶2.5，未来在服务大众市场同时不断拓展中高端市场。

### 盈利预测、估值与评级

短期Q4 RevPAR压力望改善，长期看好精益增长、卓越服务策略对RevPAR温和增长、持续拓店的支撑。预计24E~26E经调整净利39.2/44.7/50.6亿元，对应PE 20.2/17.7/15.6X，维持“买入”评级。

### 风险提示

短期RevPAR恢复度回落风险，关店增多风险，商旅出行意愿承压。

国金证券研究所

分析师：叶思嘉 (执业S1130523080001)

yesijia@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价(美元)：33.10元

### 相关报告：

- 《华住公司点评：上调开店目标，Q3预计RevPAR高基数下承压》，2024.8.21
- 《华住公司点评：Q1开店超预期，持续看好精益增长》，2024.5.19
- 《华住4Q23业绩点评：Q4收入继续超预期，开店计划积极》，2024.3.21



### 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	23,529	24,958	26,764
营业收入增长率	8.42%	57.86%	7.53%	6.07%	7.24%
经调整归母净利润(百万元)	-734	3,512	3,917	4,469	5,064
归母净利润增长率	1387.72%	578.47%	11.52%	14.10%	13.31%
摊薄经调整每股ADR盈利(元)	-2.359	10.479	11.867	13.526	15.326
经调整EBITDA(百万元)	1,251	6,267	6,647	7,528	8,289
经调整EBITDA增长率	-33.74%	400.96%	6.07%	13.24%	10.11%
市盈率(倍)	NA	22.47	20.21	17.73	15.65
EV/EBITDA(倍)	78.59	12.33	11.19	9.26	7.80

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	2Q24	3Q24E	4Q24E
<b>经营数据</b>																
<b>Legacy Huazhu (CNY)</b>																
综合RevPAR	197	149	172	157	240	232	234	234	210	250	278	229	216	244	256	219
YOY		-24.4%	15.4%	-8.5%	52.5%	-3.2%	0.6%	0.2%	59.1%	77.3%	44.0%	44.0%	2.9%	-2.4%	-7.9%	-4.5%
%2019同期		76%	87%	80%	122%	118%	119%	119%	118%	121%	129%	120%	121%	118%	119%	115%
综合OCC	85%	71%	72%	67%	81%	81%	82%	82%	76%	82%	86%	81%	77%	83%	85%	81%
同比变动		-13.7%	1.2%	-5.5%	14.2%	0.4%	0.4%	-0.1%	16.4%	17.2%	9.9%	14.3%	1.6%	0.8%	-1.0%	0.5%
%2019同期		84%	85%	79%	96%	96%	97%	97%	94%	94%	98%	98%	96%	95%	97%	99%
综合ADR	233	210	238	236	297	286	286	287	278	306	324	284	280	295	302	270
YOY		-9.9%	13.5%	-0.9%	25.7%	-3.7%	0.1%	0.3%	24.6%	40.0%	27.4%	18.4%	0.7%	-3.3%	-6.8%	-5.1%
%2019同期		90%	102%	101%	127%	123%	123%	123%	126%	129%	132%	122%	127%	125%	123%	116%
<b>成熟酒店</b>																
<b>经济型: 租赁及自营</b>																
RevPAR	182	128	153	133	220	214	215	215	190	237	263	209	203	235	242	197
%2019同期		70%	84%	73%	121%	118%	118%	118%	114%	124%	134%	114%	122%	123%	123%	107%
OCC	90%	73%	75%	68%	84%	85%	86%	86%	78.7%	85.5%	89.0%	84.3%	82.9%	85.8%	89.4%	84.3%
%2019同期		81%	83%	76%	93%	95%	95%	95%	90%	92%	96%	96%	95%	93%	96%	96%
ADR	202	176	206	194	262	251	252	252	241	277	295	248	245	268	271	233
%2019同期		87%	102%	96%	129%	124%	125%	125%	126%	134%	139%	118%	128%	130%	128%	111%
<b>经济型: 管理加盟及特许经营</b>																
RevPAR	160	118	135	121	178	172	172	172	155	186	209	168	162	184	192	157
%2019同期		74%	84%	75%	111%	108%	107%	107%	105%	112%	119%	107%	109%	111%	110%	100%
OCC	89%	75%	76%	70%	82%	82%	83%	83%	76.9%	83.0%	87.1%	81.3%	79.1%	83.9%	86.0%	81.3%
%2019同期		84%	86%	78%	92%	93%	93%	93%	90%	91%	95%	93%	92%	92%	93%	93%
ADR	180	159	177	173	217	209	208	208	202	224	240	206	205	219	223	193
%2019同期		88%	98%	96%	121%	116%	116%	116%	117%	123%	126%	115%	119%	120%	117%	108%
<b>中高端: 租赁及自营</b>																
RevPAR	317	211	250	219	376	367	361	361	319	395	439	370	342	390	402	349
%2019同期		67%	79%	69%	119%	116%	114%	114%	111%	118%	130%	113%	119%	117%	119%	107%
OCC	85%	65%	66%	61%	82%	84%	84%	84%	75.0%	82.6%	87.1%	83.2%	79.8%	84.6%	86.4%	83.2%
%2019同期		76%	78%	71%	97%	99%	98%	98%	90%	95%	99%	100%	101%	97%	98%	100%
ADR	374	328	378	362	456	437	432	432	426	479	504	445	428	461	465	419
%2019同期		88%	101%	97%	122%	117%	116%	116%	118%	125%	132%	114%	118%	120%	122%	107%
<b>中高端: 管理加盟及特许经营</b>																
RevPAR	239	194	214	191	287	273	264	262	254	295	329	271	253	286	298	254
%2019同期		81%	90%	80%	120%	114%	111%	109%	118%	119%	128%	116%	117%	116%	116%	109%
OCC	81%	70%	71%	66%	81%	81%	81%	81%	76.5%	81.6%	86.0%	80.5%	76.5%	82.4%	84.7%	80.5%
%2019同期		87%	87%	81%	100%	100%	100%	100%	102%	99%	102%	100%	102%	100%	100%	100%
ADR	294	276	301	291	353	336	326	323	330	362	383	337	331	348	351	315
%2019同期		94%	102%	99%	120%	114%	111%	110%	115%	121%	126%	117%	116%	117%	116%	109%
<b>Huazhu DH (EUR)</b>																
综合RevPAR	69	31	32	61	71	74	74	74	55	78	79	73	58	82	82	76
%2019同期		45%	46%	88%	103%	107%	107%	108%	93%	110%	107%	111%	98%	115%	111%	115%
综合OCC		35%	35%	56%	63%	65%	65%	65%	54%	67%	69%	64%	56%	68%	70%	65%
综合ADR		88	90	109	112	114	114	115	104	117	114	115	104	120	117	118
<b>开店数据</b>																
<b>Legacy-Huazhu</b>																
合计	5,618	6,669	7,706	8,411	9,263	10,871	12,071	13,271	8,464	8,622	9,028	9,263	9,684	10,150	10,707	10,871
净增	1,388	1,051	1,037	705	852	1,608	1,200	1,200	53	158	406	235	421	466	557	164
<b>Huazhu-DH</b>																
合计	110	120	124	132	131	140	148	156	128	128	129	131	133	136	138	140
净增		10	4	8	-1	9	8	8	-4	0	1	2	2	3	2	2
租赁及自营	64	72	76	81	84	77	77	77	80	80	82	84	84	87	77	77
管理加盟及特许经营	46	48	48	51	47	63	71	79	48	48	47	47	49	49	61	63

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>23,529</b>	<b>24,958</b>	<b>26,764</b>
YOY	11.4%	-9.1%	25.4%	8.4%	57.9%	7.5%	6.1%	7.2%
租赁及自有酒店	7,717	6,908	8,118	9,148	13,797	13,594	12,893	13,188
管理加盟及特许经营酒店	3,343	3,136	4,404	4,405	7,694	9,407	11,686	13,198
其他	152	152	263	309	392	528	378	378
<b>酒店经营成本</b>	<b>7190</b>	<b>9729</b>	<b>11282</b>	<b>12260</b>	<b>14341</b>	<b>15108</b>	<b>15422</b>	<b>16222</b>
租金	2,624	3,485	3,900	3,927	4,290	4,308	4,320	4,490
水电费	404	478	507	603	686	679	642	657
人员成本	1,854	2,501	3,022	3,683	4,684	5,402	5,946	6,523
折旧与摊销	960	1,316	1,413	1,414	1,328	1,256	1,239	1,254
消费品、餐饮等	793	885	969	1,026	1,327	1,278	1,234	1,265
其他	555	1,064	1,471	1,607	2,026	2,184	2,040	2,033
<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>3,793</b>	<b>3,891</b>	<b>4,145</b>
其他经营成本	57	52	58	62	34	37	38	40
销售及营销费用	426	597	641	613	1,072	1,228	1,324	1,406
一般及行政费用	1,061	1,259	1,545	1,675	2,086	2,480	2,475	2,641
开业前费用	502	288	81	95	35	49	54	58
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	305	227	227
<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>4,932</b>	<b>5,872</b>	<b>6,625</b>
利息收入	160	119	89	87	248	201	102	150
利息费用	-315	-533	-405	-409	-385	-321	-261	-260
其他净 (开支) 利润	331	-89	157	10	573	67	67	67
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	-47	0	0
外汇收益 (亏损)	-35	175	-317	-641	91	-117	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>4,715</b>	<b>5,780</b>	<b>6,581</b>
所得税开支 (收益)	640	-215	12	207	1,204	1,235	1,546	1,746
权益法投资收益 (亏损)	-164	-140	-60	-36	-15	17	-10	-10
<b>净利润</b>	<b>1,761</b>	<b>-2,204</b>	<b>-480</b>	<b>-1,849</b>	<b>4,131</b>	<b>3,498</b>	<b>4,224</b>	<b>4,826</b>
归属于非控股权益的净利润	-8	-12	-15	-28	46	51	61	69
<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>3,447</b>	<b>4,163</b>	<b>4,757</b>
YOY		224%	79%	-292%	324%	-16%	21%	14%
NPM	15.8%	-21.5%	-3.6%	-13.1%	18.7%	14.6%	16.7%	17.8%
EBITDA	3,555	-631	1,366	164	6,840	6,178	7,222	7,982
<b>经调整净利润-旧口径</b>	<b>1,563</b>	<b>-1,805</b>	<b>-260</b>	<b>-1,375</b>	<b>4,119</b>	<b>3,815</b>	<b>4,484</b>	<b>5,079</b>
YOY		-215.5%	85.6%	-428.8%	399.6%	-7.4%	17.5%	13.3%
经调整净利率	13.9%	-17.7%	-2.0%	-9.9%	18.8%	16.2%	18.0%	19.0%
<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>3,917</b>	<b>4,469</b>	<b>5,064</b>
YOY	-13.9%	-223.9%	102.9%	1387.7%	578.5%	11.5%	14.1%	13.3%
经调整净利率	14.3%	-19.4%	0.4%	-5.3%	16.0%	16.6%	17.9%	18.9%
<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>6,647</b>	<b>7,528</b>	<b>8,289</b>
YOY	-1%	-112.4%	550.6%	-33.7%	401.0%	6.1%	13.2%	10.1%
Adj.EBITDA率	30.2%	-4.1%	14.8%	9.0%	28.6%	28.3%	30.2%	31.0%
P/E	50	NA	NA	NA	22.5	20.2	17.7	15.6
EV/EBITDA	27	NA	42	79	12.3	11.2	9.3	7.8

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(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-27	买入		N/A
2	2023-05-31	买入		N/A
3	2023-08-25	买入		N/A
4	2023-11-26	买入		N/A
5	2024-01-23	买入		N/A
6	2024-03-21	买入		N/A
7	2024-05-19	买入		N/A
8	2024-08-21	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