



华住 (HTHT.NASDAQ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q4 国内好于预期，持续高质量增长

事件

3 月 20 日公司公告 4Q24 业绩，收入 60 亿元/+7.8%，经调整 EBITDA 12.5 亿元/+10.3%、对应 EBITDA 利润率 20.7%/+0.5pct，经调整净利 3.2 亿元/-37.9%、对应经调整净利率 5.3%/-3.9pct。

点评

经营数据：Q4 境内好于预期，境外轻资产化下经营改善明显。4Q24 国内 LH RevPAR 222 元/-3.1% (前值-8.1%)、OCC-0.5pct (前值-1.0pct)、ADR-2.5% (前值-7.0%)，基数改善+结构升级+行业供给放缓，房价压力缓和，RevPAR 好于此前中个位数下滑预期；开业 18 个月以上成熟店分档次，整体/经济型/中高端 RevPAR-6.7%/-7.5%/-6.3% (前值-10.3%/-11.0%/-9.9%)。4Q24 海外 DH RevPAR 81 欧元/+10.7% (前值+3.7%)、OCC+6.7pct (前值+0.8pct)、ADR+0.2% (前值+2.5%) 轻资产化之下经营数据改善。

Q4 国内收入、利润超预期，DH 减值后望迎来盈利改善。Q4 收入增速高于此前季报公告指引区间 1%~5% 的上限，其中 LH 收入 47.9 亿元/+9.2%，海外 DH 收入 12.4 亿元/+2.9%，国内 RevPAR 表现好于预期为收入超预期主要原因。成本费用端，Q4 酒店经营成本收入占比 69.6%/-2.0pct，其中国内-8.9pct、改善明显；销售费用率 4.9%/-0.9pct，管理费用率 12.0%/+0.5pct。Q4 国内经调整 EBITDA 14.9 亿元/+31.4%、EBITDA 率 31.2%/+5.3pct，利润率提升明显，海外经调整 EBITDA 亏损 2.47 亿元 (主因 Q4 减值损失+一次性重组费用约 4.3 亿元)。剔除减值、一次性重组等影响，公司核心经调整 EBITDA 17.3 亿元/+15.5%，其中国内 15.5 亿元/+14.5%、海外 DH 1.86 亿元/+24.0%，我们预计人员精简、重组到位后 DH 盈利能力望迎来显著改善。

25 年新开门店较 24 年增加 100 家，收入指引谨慎乐观。公司 24 年全年新开 2456 家/净开 1753 家，新开数超过 24 年中 2200 家新开指引；25 年计划新开 2300 家、关闭 600 家酒店，新开计划超越 24 年，预计未来有限服务酒店将持续加强对低线城市、空白市场渗透，精选服务领域中加快高端品牌布局。公司预计 Q1 收入同比持平~+4%，剔除 DH 后同比+3%~7%；25 全年预计收入同比+2%~6%，剔除 DH 后同比+5%~9%，预计对应全年国内 RevPAR 同比持平~微增。

盈利预测、估值与评级

国内经营数据持续跑赢行业，海外 DH 减值后轻装上阵，24 年现金分红+回购约 7.7 亿美金，25E~26E 预计最高股东回报 12.3 亿美金，股东回报较高。预计 25E~27E 经调整净利 46.6/53.9/59.1 亿元，对应 PE 19.0/16.4/15.0X，维持“买入”评级。

风险提示

短期 RevPAR 恢复不及预期，商旅出行意愿承压，加盟意愿下降。

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)：37.71 元

相关报告：

- 《华住公司 3Q24 业绩点评：开店继续加速，Q4 RevPAR 望改...》，2024.11.28
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	21,882	23,891	24,937	27,169	29,308
营业收入增长率	57.86%	9.18%	4.38%	8.95%	7.87%
经调整归母净利润 (百万元)	3,512	3,718	4,658	5,394	5,907
归母净利润增长率	578.47%	5.87%	25.27%	15.80%	9.51%
摊薄经调整每股 ADR 盈利 (元)	10.479	11.341	14.207	16.452	18.018
经调整 EBITDA (百万元)	6,267	6,820	7,637	8,609	9,300
经调整 EBITDA 增长率	400.96%	8.82%	11.99%	12.72%	8.03%
市盈率 (倍)	22.47	20.74	19.03	16.44	15.01
EV/EBITDA (倍)	12.19	11.00	11.20	9.49	8.41

来源：公司年报、国金证券研究所



图表1：公司利润表预测

单位：人民币百万元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净收入	10,196	12,785	13,862	21,882	23,891	24,937	27,169	29,308
YOY	-9.1%	25.4%	8.4%	57.9%	9.2%	4.4%	9.0%	7.9%
租赁及自有酒店	6,908	8,118	9,148	13,797	13,843	12,626	12,489	13,038
管理加盟及特许经营酒店	3,136	4,404	4,405	7,694	9,498	11,751	14,105	15,734
其他	152	263	309	392	550	560	575	537
酒店经营成本	9729	11282	12260	14341	15285	14942	15865	17111
租金	3,485	3,900	3,927	4,290	4,365	4,258	4,355	4,546
水电费	478	507	603	686	690	631	623	663
人员成本	2,501	3,022	3,683	4,684	5,326	6,020	6,956	7,731
折旧与摊销	1,316	1,413	1,414	1,328	1,254	1,192	1,185	1,192
消费品、餐饮等	885	969	1,026	1,327	1,293	1,207	1,184	1,226
其他	1,064	1,471	1,607	2,026	2,357	1,634	1,562	1,753
经营费用	2,196	2,325	2,445	3,227	3,765	4,127	4,448	4,641
其他经营成本	52	58	62	34	31	32	34	37
销售及营销费用	597	641	613	1,072	1,176	1,304	1,390	1,425
一般及行政费用	1,259	1,545	1,675	2,086	2,508	2,738	2,964	3,116
开业前费用	288	81	95	35	50	53	59	64
商誉减值亏损	-437	0	0	-4	0	0	0	0
其他净经营利润（开支）	480	986	549	404	359	200	200	200
经营利润	-1,686	164	-294	4,714	5,200	6,068	7,056	7,756
利息收入	119	89	87	248	210	200	210	220
利息费用	-533	-405	-409	-385	-318	-290	-280	-270
其他净（开支）利润	-89	157	10	573	51	0	0	0
股本证券公允价值变动产生的未实现收益（亏损）	-265	-96	-359	109	-66	0	0	0
外汇收益（亏损）	175	-317	-641	91	-272	0	0	0
所得税前利润	-2,279	-408	-1,606	5,350	4,805	5,978	6,986	7,706
所得税开支（收益）	-215	12	207	1,204	1,662	1,584	1,847	2,047
权益法投资收益（亏损）	-140	-60	-36	-15	-41	-10	-10	-10
净利润	-2,204	-480	-1,849	4,131	3,102	4,384	5,129	5,649
归属于非控股权益的净利润	-12	-15	-28	46	54	58	68	76
归母净利润	-2,192	-465	-1,821	4,085	3,048	4,326	5,061	5,573
YOY	224%	79%	-292%	324%	-25%	42%	17%	10%
NPM	-21.5%	-3.6%	-13.1%	18.7%	12.8%	17.3%	18.6%	19.0%
EBITDA	-631	1,366	164	6,840	6,150	7,305	8,276	8,966
经调整净利润-旧口径	-1,805	-260	-1,375	4,119	3,436	4,648	5,384	5,897
YOY	-215.5%	85.6%	-428.8%	399.6%	-16.6%	35.3%	15.8%	9.5%
经调整净利率	-17.7%	-2.0%	-9.9%	18.8%	14.4%	18.6%	19.8%	20.1%
经调整净利润-新口径	-1,980	57	-734	3,512	3,718	4,658	5,394	5,907
YOY	-223.9%	102.9%	1387.7%	578.5%	5.9%	25.3%	15.8%	9.5%
经调整净利率	-19.4%	0.4%	-5.3%	16.0%	15.6%	18.7%	19.9%	20.2%
经调整EBITDA-新口径	-419	1,888	1,251	6,267	6,820	7,637	8,609	9,300
YOY	-112.4%	550.6%	-33.7%	401.0%	8.8%	12.0%	12.7%	8.0%
Adj.EBITDA率	-4.1%	14.8%	9.0%	28.6%	28.5%	30.6%	31.7%	31.7%
P/E	NA	NA	NA	22.5	20.7	19.0	16.4	15.0
EV/EBITDA	NA	41	76	12.2	11.0	11.2	9.5	8.4

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

历史推荐和目标定价(美元)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-05-31	买入		N/A
2	2023-08-25	买入		N/A
3	2023-11-26	买入		N/A
4	2024-01-23	买入		N/A
5	2024-03-21	买入		N/A
6	2024-05-19	买入		N/A
7	2024-08-21	买入		N/A
8	2024-11-28	买入		N/A

来源：国金证券研究所

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

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