

华住集团-S (01179.HK)

高质量扩张势能强劲，股东回报彰显龙头积极姿态

优于大市

核心观点

四季度收入增速超指引，2024年股东回报率突破120%。2024Q4公司实现收入60.23亿元/+7.8%，超过收入增速指引（增1-5%）；Q4经调整归母净利润3.21亿元/-37.9%，主要系与股息有关的预扣税、海外减值等影响，剔除一次性影响后核心经调整EBITDA 17.31亿元/+15.5%。2024年公司实现收入239亿元/+9.2%，归母净利润30.48亿元/-25.4%，经调整归母净利润37.18亿元/+5.8%，核心经调整EBITDA同比增长13.9%。2024年公司开展7.7亿美元股东回报（5亿现金分红+2.7亿回购），估算股东回报率（分红+回购）超120%，沿3年20亿美元股东回报计划展开。

国内酒店：四季度RevPAR降幅收窄，加盟扩张势能强劲。2024Q4国内酒店整体RevPAR为222元/-3.1%（ADR-2.5%，OCC-0.5%），随基数回落量价降幅环比Q3显著收窄；成熟门店可比同店RevPAR为222元/-6.7%。全年RevPAR为235元/-3%（ADR-3.2%，OCC+0.2pct）。年末国内门店在营11025家，全年新开2430/关闭677家，超过此前Q2上修后指引（新开1800-2200+/关闭650家）。全年国内收入190.22亿元/+9.1%，经调整EBITDA 69.81亿元/+12.6%，经调整净利润42.23亿元/+11.2%。

海外酒店：收入平稳增长，轻资产优化助力经营性盈利改善。全年DH收入48.69亿元/+9.6%，经调整EBITDA -1.61亿元（其中包括减值损失4.2亿元+一次性重组成本0.97亿元），剔除后为3.56亿元/+54.1%，经调整净亏损5.05亿元/-77.8%。2024年DH进行了系列成本削减与重组，总部人员减少30%、重组运营管理团队提高酒店效率，直营项目轻资产化（2024年14个、2025年2月11个）等有望推动盈利水平改善。

公司预计2025年国内酒店RevPAR稳定或提升，维持较高轻资产扩张目标。公司预计2025Q1收入增长0-4%（国内分部增长3-7%），其中加盟及特许经营收入增长18-22%；预计全年收入增长2-6%（国内分部增长5-9%），加盟及特许经营收入增长17-21%。经营层面，尽管Q1国内酒店RevPAR仍有波动，但结合跟踪目前商务市场已经出现触底信号，期待全年RevPAR保持同比稳定或有所增长；同时公司预计全年新开2300/关闭600家，保持高质量快速规模扩张：1、加强国内下沉与空白市场渗透，2024年末已布局1380个城市；2、继续严格推动拳头品牌产品的升级迭代，同时推进中高端酒店布局；3、持续强化会员直销，2024Q4中央预订比例达66.4%/+4.1pct；4、国内外轻资产战略推进，优化盈利水平。

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：考虑国内酒店供需关系已出现改善趋势，基于公司2025-2027年RevPAR同比分别+0.1%/+0.8%/+0.4%的中性假设，同时结合2025年强劲开店势能及海外优化良好进展，我们上修公司2025-2027年经调整净利润至46.6/53.7/61.3亿元（此前预计2025-2026年为45.0/52.2亿元，新增2027年），对应3年CAGR为18%，对应动态PE为19/17/15x。过往公司业绩已经充分验证自身经营 α ，近两年也处于加速获份额阶段，但RevPAR趋势不确定使得估值并无明显溢价。后续若伴随提振经济政策传导至商旅复苏，RevPAR趋势上行，则有望打开公司业绩与估值弹性；同时按照3年20亿美元股东回报计划估算股息率约5.5%彰显龙头积极姿态，维持“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 证券分析师：张鲁
0755-82150809 010-88005377
zengguang@guosen.com.cn zhanglu5@guosen.com.cn
S0980511040003 S0980521120002

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	29.70 港元
总市值/流通市值	95349/95349 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	63.79 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) -高基数下营收平稳增长，国内开店提速国外加速整合》——2024-11-28
《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

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,882	23,891	25,429	27,034	28,624
(+/-%)	57.9%	9.2%	6.4%	6.3%	5.9%
经调整归母净利润	3513	3719	4660	5373	6126
(+/-%)	355.5%	5.9%	25.3%	15.3%	14.0%
经调整每股收益(元)	1.09	1.16	1.45	1.67	1.91
EBIT Margin	17.1%	17.9%	22.0%	23.6%	26.2%
净资产收益率(ROE)	33.7%	25.5%	28.4%	26.6%	25.4%
市盈率(PE)	25.3	23.9	19.1	16.5	14.5
EV/EBITDA	28.2	26.1	21.3	19.2	16.6
市净率(PB)	7.32	7.32	5.87	4.78	3.93

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。

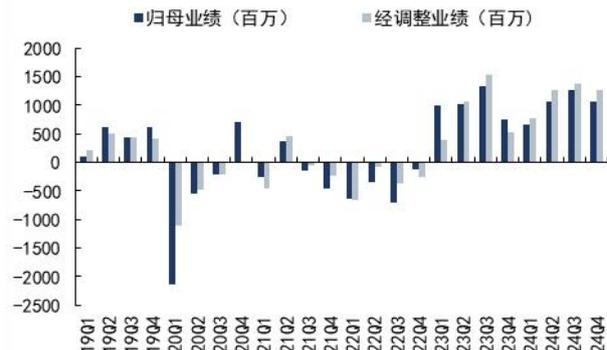
四季度收入增速超指引，2024 年股东回报率突破 120%。2024Q4 公司实现收入 60.23 亿元/+7.8%，超过收入增速指引(增 1-5%);Q4 经调整归母净利润 3.21 亿元/-37.9%，主要系与股息有关的预扣税、海外减值等影响，剔除一次性影响后核心经调整 EBITDA 17.31 亿元/+15.5%。2024 年公司实现收入 239 亿元/+9.2%，归母净利润 30.48 亿元/-25.4%，经调整归母净利润 37.18 亿元/+5.8%，核心经调整 EBITDA 同比增长 13.9%。2024 年公司开展 7.7 亿美元股东回报(5 亿现金分红+2.7 亿回购)，估算股东回报率(分红+回购)超 120%，沿 3 年 20 亿美元股东回报计划展开。

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

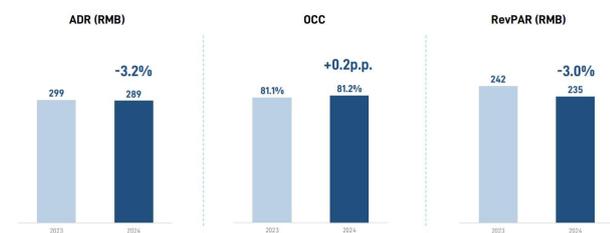
图2: 公司单季归母业绩和经调整净利润增速 (单位: 百万、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

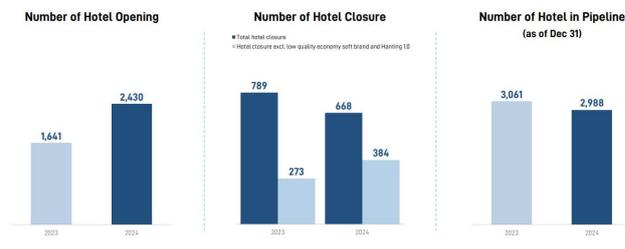
国内酒店: 四季度 RevPAR 降幅收窄, 加盟扩张势能强劲。2024Q4 国内酒店整体 RevPAR 为 222 元/-3.1% (ADR-2.5%, OCC-0.5%)，随基数回落量价降幅环比 Q3 显著收窄；成熟门店可比同店 RevPAR 为 222 元/-6.7%。全年 RevPAR 为 235 元/-3% (ADR-3.2%、OCC+0.2pct)。年末国内门店在营 11025 家，全年新开 2430/关闭 677 家，超过此前 Q2 上修后指引（新开 1800-2200+/关闭 650 家）。全年国内收入 190.22 亿元/+9.1%，经调整 EBITDA 69.81 亿元/+12.6%，经调整净利润 42.23 亿元/+11.2%。

图3: 公司 2024 国内整体 RevPAR



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



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

In million RMB	4Q24	4Q23	YoY	3Q24	QoQ	2024	2023	YoY
Revenue from Legacy - Huazhu	4,787	4,384	9.2%	5,162	-7.3%	19,022	17,438	9.1%
- Leased & Owned Hotels	2,178	2,288	-4.8%	2,461	-11.5%	9,146	9,522	-3.9%
- Manachised & Franchised Hotels	2,470	1,992	24.0%	2,568	-3.8%	9,385	7,596	23.6%
- Others	139	104	33.7%	133	4.5%	491	320	53.4%
Revenue from Legacy - DH	1,236	1,201	2.9%	1,280	-3.4%	4,869	4,444	9.6%
- Leased & Owned Hotels	1,195	1,165	2.6%	1,229	-2.8%	4,697	4,274	9.9%
- Manachised & Franchised Hotels	29	24	20.8%	34	-14.7%	113	98	15.3%
- Others	12	12	0.0%	17	-29.4%	59	72	-18.1%
Revenue	6,023	5,585	7.8%	6,442	-6.5%	23,891	21,882	9.2%

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

In million RMB	4Q24	4Q23	YoY	3Q24	QoQ	2024	2023	YoY
Adjusted EBITDA*	1,246	1,130	10.3%	2,113	-41.0%	6,820	6,268	8.8%
- Legacy-Huazhu	1,493	1,136	31.4%	2,092	-28.6%	6,981	6,200	12.6%
- Legacy-DH	(247)	(6)	-4,016.0%	21	Nm	(161)	68	Nm
Core Adjusted EBITDA**	1,731	1,499	15.5%	2,226	-22.2%	7,454	6,542	13.9%
- Legacy-Huazhu	1,545	1,349	14.5%	2,121	-27.2%	7,098	6,311	12.5%
- Legacy-DH	186	150	24.0%	105	77.1%	356	231	54.1%
Adjusted Net Income	321	517	-37.9%	1,372	-76.6%	3,718	3,513	5.8%
- Legacy-Huazhu	603	607	-0.7%	1,461	-58.7%	4,223	3,797	11.2%
- Legacy-DH	(282)	(90)	-213.3%	(89)	-216.9%	(505)	(284)	-77.8%
Operating Cash Inflow	2,704	2,411	12.2%	1,693	59.7%	7,518	7,674	-2.0%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海外酒店: 收入平稳增长, 轻资产优化助力经营性盈利改善。 全年 DH 收入 48.69 亿元/+9.6%, 经调整 EBITDA -1.61 亿元 (其中包括减值损失 4.2 亿元+一次性重组成本 0.97 亿元), 剔除后为 3.56 亿元/+54.1%, 经调整净亏损 5.05 亿元/-77.8%。2024 年 DH 进行了系列成本削减与重组, 总部人员减少 30%、重组运营管理团队提高酒店效率, 直营项目轻资产化 (2024 年 14 个、2025 年 2 月 11 个) 等有望推动盈利水平改善。

公司预计 2025 年国内酒店 RevPAR 有望稳定或提升, 维持较高水平开店目标。 公司预计 2025Q1 收入增长 0-4% (国内增长 3-7%), 其中加盟及特许经营收入增长 18-22%; 预计全年收入增长 2-6% (国内增长 5-9%), 加盟及特许经营收入增长 17-21%。经营层面, 尽管 Q1 国内酒店 RevPAR 仍有波动, 但结合我们跟踪目前商务市场已经出现触底信号, 期待全年 RevPAR 保持同比稳定或略有增长; 同时公司预计全年新开 2300/关闭 600 家, 保持高质量快速规模扩张: 1、加强国内下沉与空白市场渗透, 2024 年末已布局 1380 个城市; 2、继续严格推动拳头品牌产品的升级迭代, 同时推进中高端酒店布局; 3、持续强化会员直销, 2024Q4 中央预订比例达 66.4%/+4.1pct; 4、海外内轻资产战略推进, 优化盈利水平。

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: 考虑国内酒店供需关系已出现改善趋势, 基于公司 2025-2027 年 RevPAR 同比分别+0.1%/+0.8%/+0.4%的中性假设, 同时结合 2025 年强劲开店势能及海外优化良好进展, 我们上修公司 2025-2027 年经调整净利润至 46.6 /53.7/61.3 亿元 (此前预计 2025-2026 年为 45.0/52.2 亿元, 新增 2027 年), 对应 3 年 CAGR 为 18%, 对应动态 PE 为 19/17/15x。过往公司业绩已经充分验证自身经营 α , 近两年也处于加速获份额阶段, 但 RevPAR 趋势不确定使得估值并无明显溢价。后续若伴随提振经济政策传导至商旅复苏, RevPAR 趋势上行, 则有望打开公司业绩与估值弹性; 同时按照 3 年 20 亿美元股东回报计划估算股息率约 5.5%彰显龙头积极姿态, 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
		2025-3-22	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
1179. HK	华住集团-S	882	1.1	1.2	1.4	1.7	25	24	19	16	优于大市
ATAT. O	亚朵	302	2.0	2.71	3.5	4.4	38	23	19	15	优于大市
600258. SH	首旅酒店	154	0.7	0.7	0.8	1.0	19	19	16	15	优于大市
600754. SH	锦江酒店	292	0.9	1.1	1.2	1.5	29	24	22	18	优于大市
301073. SZ	君亭酒店	45	0.3	0.2	0.3	0.5	92	153	74	51	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。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6946	6946	9764	13240	15581	营业收入	21882	23891	25429	27034	28624
应收款项	965	965	1115	1185	1255	营业成本	14341	15285	15435	16178	16562
存货净额	59	59	65	68	69	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1713	1133	1348	1433	1517	销售费用	1072	1176	1241	1319	1403
流动资产合计	12056	12056	15244	19469	22674	管理费用	2722	3155	3153	3162	3165
固定资产	6097	6097	6153	6368	6586	财务费用	137	108	187	162	126
无形资产及其他	38427	40928	40743	40599	40498	投资收益	0	0	(20)	(20)	(20)
投资性房地产	4225	1887	1887	1887	1887	资产减值及公允价值变动	0	0	(150)	0	0
长期股权投资	2727	2564	2569	2574	2579	其他收入	1729	704	1278	1315	1359
资产总计	63532	63532	66597	70897	74224	营业利润	5339	4871	6521	7508	8709
短期借款及交易性金融负债	4094	4049	3824	3989	3361	营业外净收支	(4)	(66)	0	0	0
应付款项	1918	1581	1615	1693	1730	利润总额	5335	4805	6521	7508	8709
其他流动负债	11399	11781	11956	12467	12742	所得税费用	1204	1662	2152	2478	2874
流动负债合计	17411	17411	17396	18149	17833	少数股东损益	46	54	73	84	98
长期借款及应付债券	3962	1265	1265	1265	765	经调整归母公司净利润	3513	3719	4660	5373	6126
其他长期负债	29910	32607	32607	32607	32637						
长期负债合计	33872	33872	33872	33872	33402	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	51283	51283	51268	52021	51235	净利润	3513	3719	4660	5373	6126
少数股东权益	114	114	187	272	370	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	12135	12135	15142	18604	22620	折旧摊销	1448	1337	1278	1315	1359
负债和股东权益总计	63532	63532	66597	70897	74224	公允价值变动损失	0	0	150	0	0
						财务费用	137	108	187	162	126
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1697	5660	(160)	430	186
每股收益	1.09	1.16	1.45	1.67	1.91	其它	618	(576)	(291)	(342)	(292)
每股红利	0.00	0.00	0.40	0.46	0.54	经营活动现金流	7276	10140	5637	6775	7380
每股净资产	3.78	3.78	4.72	5.80	7.05	资本开支	0	(770)	(1300)	(1385)	(1476)
ROIC	28%	41%	45%	38%	42%	其它投资现金流	(451)	(580)	0	(591)	(709)
ROE	34%	25%	28%	27%	25%	投资活动现金流	(1109)	(1187)	(1305)	(1981)	(2190)
毛利率	34%	36%	39%	40%	42%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	18%	22%	24%	26%	负债净变化	(5186)	(2697)	0	0	(500)
EBITDA Margin	24%	23%	27%	28%	31%	支付股利、利息	0	0	(1289)	(1484)	(1721)
收入增长	58%	9%	6%	6%	6%	其它融资现金流	7568	(3559)	(225)	165	(628)
净利润增长率	-324%	-24%	39%	15%	16%	融资活动现金流	(2804)	(8953)	(1514)	(1319)	(2849)
资产负债率	81%	81%	77%	74%	70%	现金净变动	3363	0	2818	3476	2341
息率	0.0%	0.0%	1.4%	1.6%	1.8%	货币资金的期初余额	3583	6946	6946	9764	13240
P/E	25.3	23.9	19.1	16.5	14.5	货币资金的期末余额	6946	6946	9764	13240	15581
P/B	7.3	7.3	5.9	4.8	3.9	企业自由现金流	0	9023	3570	4632	5091
EV/EBITDA	28	26	21	19	17	权益自由现金流	0	2697	3219	4688	3878

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