

开店成长性有效对冲周期影响，DH 费用进入改善通道

核心观点

一季度公司收入 53.95 亿元，同比+2.2%，其中 Legacy-Huazhu 收入 44.81 亿元，+5.5%，经调整 EBITDA 为 14.96 亿元，同比+5.3%，其中 Legacy-Huazhu 15.73 亿元/+5.8%，国内部分在 RevPAR 下滑的情况下通过开店成长性及高效运营仍维持了盈利能力。DH25Q1 经调 EBITDA-0.77 亿，部分转出酒店业务周期扰动，从费用来看，DH 一季度 SG&A 下降 11%，预期后续 DH 盈利将逐步改善。25Q1 公司新开 704 家，关闭 166 家（其中 10 家为 DH 租赁转管理），净开 538 家，其中中高档净增 59 家加速；中档全季净增 238 家再创新高单品牌突破 3000 家，公司今年将在核心品牌持续迭代的基础上强化品牌建设。当前市场商务需求仍在修复，休闲需求具备韧性，华住在产品打造、营销渠道、运营能力上均表现突出，成长能力将有效减弱周期性。

事件

公司发布 2025Q1 财务业绩：一季度公司收入 53.95 亿元，同比+2.2%，其中 Legacy-Huazhu 收入 44.81 亿元，+5.5%。调整后净利润 7.75 亿，+0.5%。

简评

收入符合预期，DH 轻资产化发展

一季度公司整体收入增速落在此前指引的 0-4% 区间，其中管理加盟 24.99 亿/+21.1%，靠近指引的 18-22% 上限，开店带来的成长性得以释放。25Q1 公司经调整 EBITDA 为 14.96 亿元，同比+5.3%，其中 Legacy-Huazhu 15.73 亿元/+5.8%，DH 亏损 0.77 亿（24Q1 亏损 0.66 亿）。DH 亏损增大主要由于 Q1 转出的 10 家租赁酒店中包含达沃斯酒店，其主要业绩贡献集中在大会期间，转出对盈利产生影响。公司指引 25Q2 收入增长 1~5%，剔除 DH 为+3~7%，管理加盟酒店收入增长 18~22%。25Q1 公司 SG&A 费用为 7.55 亿元，同比下降 1.8%，其中 Legacy-Huazhu 同比增长 1.6%，主要由于股权激励（SBC）的增加，DH 得益于重组及成本优化努力，SG&A 费用同比下降 11.1%，公司将继续推进 DH 轻资产化的资产交易方案，同时去年公司对 DH 进行的整合和降本增效预计后续逐季也会有所体现。

华住集团-S (1179.HK)

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

于佳琪

yujiaqibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110003

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

发布日期：2025 年 05 月 22 日

当前股价：27.35 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.40/-7.96	11.33/-11.29	-7.47/-53.99
12 月最高/最低价 (港元)		33.30/21.00
总股本 (万股)		313,794.29
流通 H 股 (万股)		313,794.29
总市值 (亿港元)		894.31
流通市值 (亿港元)		894.31
近 3 月日均成交量 (万)		229.31
主要股东		
永冠控股有限公司		21.28%

股价表现



行业商务需求仍存压力，休闲需求表现出韧性

25Q1 公司整体 Occ/ADR/RevPAR 分别为 76.2%/272 元/208 元，同比-1.0pct/-2.6%/-3.9%，Q1 首旅标准店/锦江境内 RevPAR-4.6%/-5.31%，华住表现仍为最优。同店 Occ/ADR/RevPAR 分别同比-2.5pct/-5.3%/ -8.3%：其中同店 RevPAR 经济型/中高端-9.1%/-7.9%，首旅标准店/锦江境内同店 RevPAR-8.7%/-7.94%，同店三家差异不明显，总店由于同店更多反映了结构升级迭代的能力。从当前酒店行业趋势来看，五一行业 RevPAR 同比转正，休闲需求仍具备韧性，商务需求仍存一定扰动，公司预计 25Q2 RevPAR 低个位数下降，但降幅可以实现环比收窄。25Q1 公司会员数已达 2.77 亿人次，CRS 预定占比同比提升 5.44pct 至 65.1%，叠加商旅渠道的建设，公司有效减弱了宏观需求带来的波动。

一季度开店持续加速，中高端布局逐步展现

25Q1 公司新开 704 家，关闭 166 家（其中 10 家为 DH 租赁转管理），净开 538 家，其中 Legacy-Huazhu 净增 539 家（24Q1 为 421 家），加速开店。Q1 中高档净增 59 家加速，其中水晶 22 家，城际 14 家，截止 Q1 已有 933 家在营，管道内 523 家；中档全季净增 238 家再创新高单品牌突破 3000 家，经济型汉庭净增 130 家，怡莱净减 33 家，公司今年将在核心品牌持续迭代的基础上强化品牌建设。截止 25Q1，公司在营酒店数 11685 家，其中 Legacy-Huazhu 为 11564 家。Pipeline 2888 家，环比-125 家，开店加速下管道店略有下降，当前潜在加盟商对品牌和产品盈利能力要求更高，华住优势持续存在。公司 2024 年已经完成千城万店 1.0 计划，2.0 计划开始推进。

盈利预测与投资建议：我们预计 2025-2027 年公司实现调整后净利润 45.02/56.64/69.85 亿元，对应 PE 分别为 17.1/13.6/11.0 倍，维持增持评级。

图表 1： 盈利预测（人民币亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	218.82	238.91	247.13	266.04	288.74
同比增速	57.86%	9.18%	3.44%	7.65%	8.53%
归母净利润	40.85	30.48	41.80	53.42	66.63
同比增速	324.3%	-25.4%	37.1%	27.8%	24.7%
调整后净利润	41.19	37.18	45.02	56.64	69.85
同比增速	-399.35%	-9.74%	21.08%	25.82%	23.33%
调整后 EPS（元）	1.34	1.21	1.47	1.85	2.28
ROE	33.66%	25.03%	32.12%	37.94%	43.23%
调整后 PE	18.7	20.7	17.1	13.6	11.0

资料来源：Wind，中信建投 1 港币=0.9189 人民币

风险分析

- 1、宏观环境变化使得商旅需求受到一定影响：**酒店商旅需求与经济的繁荣程度直接相关，若宏观环境相对较弱，则商务出差需求也会下降，从而使得酒店行业入住率承压，进一步向房价传导；
- 2、加盟商开店信心恢复较慢造成影响开店不及预期：**由于前期酒店行业受到的冲击较为明显，可能使得短期内加盟商考虑谨慎，开店动力不足，进而导致公司扩张速度不及预期风险；
- 3、酒店市场中高端和下沉竞争趋势：**中高端酒店竞争区域激烈，下沉市场逐步提升酒店品质，若存在酒店定位风险则可能影响整体品牌认可度。

资产负债表 (百万)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,056.00	13,215.00	21,631.46	29,944.93	38,747.04
现金	7,710.00	7,524.00	16,678.23	24,617.50	32,969.80
应收票据及应收账款合计	755.00	817.00	1,227.35	1,321.24	1,433.99
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	394.00	411.00	475.45	511.82	555.50
存货	59.00	60.00	70.17	70.81	72.05
其他流动资产	3,138.00	4,403.00	3,180.27	3,423.56	3,715.70
非流动资产	51,476.00	49,337.00	43,077.82	36,818.64	30,559.46
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	6,097.00	5,682.00	4,791.82	3,901.64	3,011.46
无形资产	33,290.00	32,214.00	26,845.00	21,476.00	16,107.00
其他非流动资产	12,089.00	11,441.00	11,441.00	11,441.00	11,441.00
资产总计	63,532.00	62,552.00	64,709.28	66,763.57	69,306.50
流动负债	17,411.00	13,321.00	14,568.80	15,460.62	16,553.51
短期借款	4,049.00	880.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	1,019.00	983.00	1,178.27	1,189.01	1,209.83
其他流动负债	12,343.00	11,458.00	13,390.53	14,271.61	15,343.68
非流动负债	33,872.00	36,960.00	36,960.00	36,960.00	36,960.00
长期借款	1,265.00	4,546.00	4,546.00	4,546.00	4,546.00
其他非流动负债	32,607.00	32,414.00	32,414.00	32,414.00	32,414.00
负债合计	51,283.00	50,281.00	51,528.80	52,420.62	53,513.51
少数股东权益	114.00	94.00	167.54	261.62	379.03
股本	0.00	0.00	1,000.00	2,000.00	3,000.00
资本公积	11,749.00	11,795.00	10,795.00	9,795.00	8,795.00
留存收益	386.00	382.00	1,217.94	2,286.33	3,618.96
归属母公司股东权益	12,135.00	12,177.00	13,012.94	14,081.33	15,413.96
负债和股东权益	63,532.00	62,552.00	64,709.28	66,763.57	69,306.50

现金流量表 (百万)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7674	7518	13341.76309	12123.98245	13561.89005
净利润	4,131.00	3,102.00	4,253.23	5,436.03	6,780.58
折旧摊销	1,448.00	1,332.00	6,259.18	6,259.18	6,259.18
财务费用	47.00	380.00	222.27	173.22	144.71
其他经营现金流	2,048.00	2,704.00	2,607.09	255.56	377.42
投资活动现金流	-1,477.00	-2,239.00	258.48	262.07	265.66
资本支出	1,217.00	1,091.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2,694.00	-3,330.00	258.48	262.07	265.66
筹资活动现金流	-3,720.00	-5,504.00	-4,446.02	-4,446.78	-5,475.24
短期借款	761.00	-3,169.00	-880.00	0.00	0.00
长期借款	-5,370.00	3,281.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	889.00	-5,616.00	-3,566.02	-4,446.78	-5,475.24
现金净增加额	2,477.00	-225.00	9,154.23	7,939.27	8,352.31

利润表 (百万)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,882.00	23,891.00	24,713.13	26,603.69	28,873.88
营业成本	14,341.00	15,285.00	15,310.14	15,449.68	15,720.28
营业税金及附加	34.00	31.00	31.00	31.00	31.00
销售费用	1,072.00	1,176.00	1,181.38	1,273.81	1,385.46
管理费用	2,086.00	2,508.00	2,420.07	2,588.57	2,788.48
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	47.00	380.00	222.27	173.22	144.71
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,302.00	4,511.00	5,548.26	7,087.61	8,803.95
其他非经营损益	1,047.00	253.00	359.00	359.00	359.00
利润总额	5,349.00	4,764.00	5,907.26	7,446.61	9,162.95
所得税	1,218.00	1,662.00	1,654.03	2,010.59	2,382.37
净利润	4,131.00	3,102.00	4,253.23	5,436.03	6,780.58
少数股东损益	46.00	54.00	73.54	94.07	117.41
归属母公司净利润	4,085.00	3,048.00	4,179.68	5,341.95	6,663.17
EBITDA	6,844.00	6,476.00	12,388.71	13,879.01	15,566.84
EPS (元)	1.33	0.99	1.36	1.74	2.17

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	57.86	9.18	3.44	7.65	8.53
净利润(%)	323.42	-24.91	37.11	27.81	24.73
获利能力					
毛利率(%)	34.46	36.02	38.05	41.93	45.56
净利率(%)	18.88	12.98	17.21	20.43	23.48
ROE(%)	33.66	25.03	32.12	37.94	43.23
ROI(%)	22.95	22.38	27.79	88.47	-1623.77
偿债能力					
资产负债率(%)	80.72	80.38	79.63	78.52	77.21
净负债比率(%)	-19.56	-17.10	-92.05	-139.94	-179.98
流动比率	0.69	0.99	1.48	1.94	2.34
速动比率	0.51	0.66	1.26	1.71	2.11
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.38	0.38	0.40	0.42
应收账款周转率	28.98	29.24	20.14	20.14	20.14
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.33	0.99	1.36	1.74	2.17
每股经营现金流(最新摊薄)	2.50	2.45	4.35	3.95	4.42
每股净资产(最新摊薄)	3.95	3.97	4.24	4.59	5.02
估值比率					
P/E	18.88	25.31	18.46	14.44	11.58
P/B	6.36	6.33	5.93	5.48	5.00
EV/EBITDA	0.31	0.43	1.46	2.58	3.41

资料来源: iFind, 中信建投
 注: 该表净利润及PE均为调整前

分析师介绍

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师等评选。

于佳琪

上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018年加入中信建投证券研究发展部，曾有2年国有资本风险投资经验。目前专注于免税、餐饮、酒店、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020、2024年 Wind 金牌分析师团队成员，2019、2022、2024年新浪金麒麟最佳分析师团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk