

华住集团-S (01179.HK)

二季度业绩稳健增长，巩固轻资产战略与高质量扩张

优于大市

核心观点

二季度收入符合预期，利润稳健增长。2025Q2 公司酒店营业额约 269.2 亿元，同比增长 15.0%；其中华住中国同比增长 15.6%。Q2 公司营收 64.3 亿元，同比增长 4.5%（靠近此前指引 1-5% 上限）；归母净利润 15.4 亿元，同比增长 44.7%（欧元升值带来外汇收益同比增加 3.9 亿）；经调整净利润 13.5 亿元，同比增长 7.6%；经调整 EBITDA 同比增长 11.3%。其中，华住中国分部营收为 51.1 亿元，同比增长 5.7%（此前指引 3-7%）；DH 收入为 13.2 亿元，同比增长 0.1%，经调整 EBITDA 同比增长 37%。

门店扩张驱动加盟业务增势良好，直营店战略性收缩存在负向经营杠杆。公司本季度起披露直营与加盟业务利润拆分，Q2 开店驱动加盟收入同比增长 22.8%，Q2 末在营酒店 1.2 万家/118 万间客房，加盟客房数同比增长 20.0%；对应总营业利润同比增长 23.2%，贡献集团总体 64%，同比提升 7pct；对应利润率 66.2%，同比+0.3pct。直营店收入与总营业利润同比下滑 7.6%/13.4%，经营利润率 26.5%，同比下滑 1.8pct。加盟业务逐步成为发展核心并在总利润重逐步占据主导，公司每年战略性收缩直营门店规模同时通过协议减租与优化效率的方式稳定存量直营店利润率。

Q2 直营与加盟 RevPAR 趋势分化，老店改造推进，新品牌迎突破。Q2 华住中国混合 RevPAR235 元，同比-3.8%（Q1 为-3.9%）；同店 RevPAR233 元，同比减少 7.9%（Q1 为-8.3%），其中加盟店降幅环比收窄但直营店降幅环比放大，预计主要系高线城市新增供给对部分老店形成分流，公司对此积极应对，稳步迭代升级产品模型并对存量门店翻新改造，Q2 末汉庭 3.5+、全季 4.0+、桔子 2.0+ 产品各自占比升至 43%、80%、72%。同时，积极布局规划后续更高质量门店发展，Q2 末华住中高档在营+待开业酒店数量达到 1538 家，其中 Q2 城际品牌 RevPAR 约 370 元逆势增长。

公司下调全年 RevPAR 预期，持续修炼内功，新宣布半年度分红。公司预计三季度 RevPAR 同比降幅环比收窄，考虑下半年仍有不确定性，将全年预期从年初持平微增调整为同比下滑低个位数，收入端维持年初同比增长 2%-6% 的预期。行业逆风环境下公司持续修炼内功稳步获取份额，1) 三大拳头品牌新模型拥抱下沉市场，Q2 布局城市环比新增 88 个；2) 持续强化会员渠道，Q2 末华住会员 2.88 亿，同比增长 17.5%；会员贡献的间夜量同比增长 28.8%，中央预订占比达到 65.1%，同比提升 5.2pct；3) 提升供应链效能，缩短工期降低营建成本。此外，公司批准半年派息政策，总计 2.5 亿美元，加上上半年回购的 0.62 亿美元，合计占上半年归母净利润 92%。

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：考虑全年 RevPAR 趋势仍有不确定性，我们下调公司 2025-2027 年 RevPAR 至-2.5%/+0.1%/+0.5%，预计 2025-2027 年收入同比增长 3.7%/5.0%/5.5%，经调整净利润为 43.9/50.2/57.8 亿元（此前为 46.6/53.7/61.3 亿元），对应动态 PE 为 19/16/14x。行业逆风叠加自身直营老店转型阵痛期，公司稳步推进内功打磨和经营效能提升，短期报表端未能充分反映轻资产高质量扩张下的业绩潜力。伴随产品进一步迭代，后续行业供需拐点向上阶段有望展现较大弹性。此外高分红政策提供额外看点，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 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003
 证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002

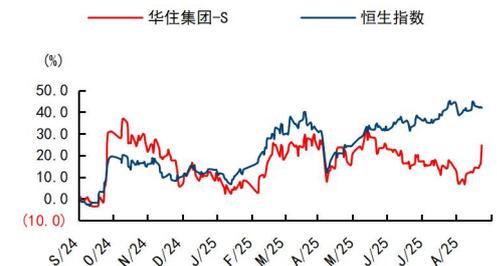
证券分析师：杨玉莹

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	28.22 港元
总市值/流通市值	87626/87626 百万港元
52 周最高价/最低价	33.51/20.94 港元
近 3 个月日均成交额	50.30 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

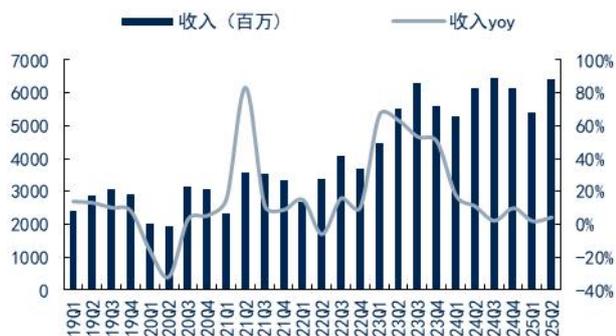
《华住集团-S (01179.HK) -短期受行业周期扰动，龙头兼顾高质量扩张与内功修炼》——2025-05-22
 《华住集团-S (01179.HK) -高质量扩张势能强劲，股东回报彰显龙头积极姿态》——2025-03-23
 《华住集团-S (01179.HK) -高基数下营收平稳增长，国内开店提速国外加速整合》——2024-11-28
 《华住集团-S (01179.HK) -二季度经调整净利润增长 17%，上调全年开店指引》——2024-08-22
 《华住集团-S (01179.HK) -一季度经调整净利润翻倍，强品牌高效率助长期成长》——2024-05-20

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	24,770	26,013	27,435
(+/-%)	57.9%	9.2%	3.7%	5.0%	5.5%
经调整归母净利润	3513	3719	4392	5022	5780
(+/-%)	355.5%	5.9%	18.1%	14.3%	15.1%
经调整每股收益(元)	1.13	1.20	1.41	1.62	1.86
EBIT Margin	17.1%	17.9%	23.9%	24.1%	26.7%
净资产收益率(ROE)	31.3%	30.6%	28.8%	25.6%	24.5%
市盈率(PE)	23.2	22.0	18.6	16.3	14.1
EV/EBITDA	25.4	23.5	17.9	16.6	14.1
市净率(PB)	6.73	6.73	5.37	4.41	3.66

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

二季度收入符合预期，利润稳健增长。2025Q2 公司酒店营业额约 269.2 亿元，同比增长 15.0%；其中华住中国同比增长 15.6%。Q2 公司营收 64.3 亿元，同比增长 4.5%（靠近此前指引 1-5% 上限）；归母净利润 15.4 亿元，同比增长 44.7%（欧元升值带来外汇收益同比增加 3.9 亿）；经调整净利润 13.5 亿元，同比增长 7.6%；经调整 EBITDA 同比增长 11.3%。其中，华住中国分部营收为 51.1 亿元，同比增长 5.7%（此前指引 3-7%）；DH 收入为 13.2 亿元，同比增长 0.1%，经调整 EBITDA 同比增长 37%。

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

门店扩张驱动加盟业务增势良好，直营店战略性收缩存在负向经营杠杆。公司本季度起披露直营与加盟业务利润拆分，Q2 开店驱动加盟收入同比增长 22.8%，Q2 末在营酒店 1.2 万家/118 万间客房，加盟客房数同比增长 20.0%；对应总营业利润同比增长 23.2%，贡献集团总体 64%，同比提升 7pct；对应利润率 66.2%，同比+0.3pct。直营店收入与总营业利润同比下滑 7.6%/13.4%，经营利润率 26.5%，同比下滑 1.8pct。加盟业务逐步成为发展核心并在总利润重逐步占据主导，公司每年战略性收缩直营门店规模同时通过协议减租与优化效率的方式稳定存量直营店利润率。

Q2 直营与加盟 RevPAR 趋势分化，老店改造推进，新品牌迎突破。Q2 华住中国混合 RevPAR235 元，同比-3.8%（Q1 为-3.9%）；同店 RevPAR233 元，同比减少 7.9%（Q1 为-8.3%），其中加盟店降幅环比收窄但直营店降幅环比放大，预计主要系高线城市新增供给对部分老店形成分流，公司对此积极应对，稳步迭代升级产品模型并对存量门店翻新改造，Q2 末汉庭 3.5+、全季 4.0+、桔子 2.0+产品各自占比升至 43%、80%、72%。同时，积极布局规划后续更高质量门店发展，Q2 末华住中高档在营+待开业酒店数量达到 1538 家，其中 Q2 城际品牌 RevPAR 约 370 元逆势增长。

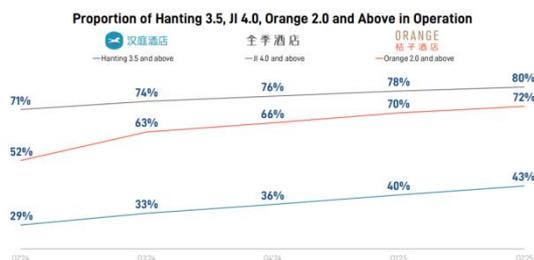
公司下调全年 RevPAR 预期，持续修炼内功，新宣布半年度分红。公司预计三季度 RevPAR 同比降幅环比收窄，考虑下半年仍有不确定性，将全年预期从年初持平微增调整为同比下滑低个位数，收入端维持年初同比增长 2%-6% 的预期。行业逆境环境下公司持续修炼内功稳步获取份额，1) 三大拳头品牌新模型拥抱下沉市场，Q2 布局城市环比新增 88 个；2) 持续强化会员渠道，Q2 末华住会员 2.88 亿，同比增长 17.5%；会员贡献的间夜量同比增长 28.8%，中央预订占比达到 65.1%，同比提升 5.2pct；3) 提升供应链效能，缩短工期降低营建成本。此外，公司批准半年派息政策，总计 2.5 亿美元，加上上半年回购的 0.62 亿美元，合计占上半年归母净利润 92%。

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：考虑全年 RevPAR 趋势仍有不确定性，我们下调公司 2025-2027 年 RevPAR

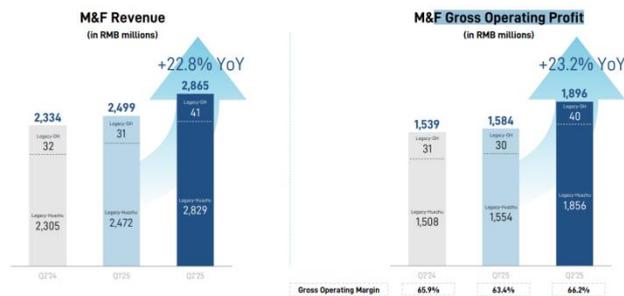
至-2.5%/+0.1%/+0.5%，预计 2025-2027 年收入同比增长 3.7%/ 5.0%/5.5%，经调整净利润为 43.9/ 50.2/57.8 亿元（此前为 46.6 /53.7/61.3 亿元），对应动态 PE 为 19/16/14x。行业逆风叠加自身直营老店转型阵痛期，公司稳步推进内功打磨和经营效能提升，短期报表端未能充分反映轻资产高质量扩张下的业绩潜力。伴随产品进一步迭代，后续行业供需拐点向上阶段有望展现较大弹性。此外高分红政策提供额外看点，维持“优于大市”评级。

图3：品牌持续升级



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：加盟业务强劲增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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	
			2025-8-21	24A	25E	26E	27E	24A	25E		26E
1179. HK	华住集团-S	817	1.2	1.41	1.62	1.86	22	19	16	14	优于大市
ATAT. O	亚朵	340	9.47	12.3	15.4	18.7	26	20	16	13	优于大市
600258. SH	首旅酒店	163	0.7	0.8	1.0	1.1	20	18	15	13	优于大市
600754. SH	锦江酒店	250	0.9	1.1	1.4	1.6	27	21	17	15	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	9585	13391	15932	营业收入	21882	23891	24770	26013	27435
应收款项	965	965	1086	1140	1203	营业成本	14341	15285	14847	15327	15471
存货净额	59	59	62	64	64	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1713	1133	1313	1379	1454	销售费用	1072	1176	1090	1301	1372
流动资产合计	12056	12056	14999	19518	22905	管理费用	2722	3155	2918	3124	3263
固定资产	6097	6097	6153	6368	6586	财务费用	137	108	188	162	124
无形资产及其他	38427	40928	40343	39759	39174	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	1448	1332	1278	1315	1359
资产总计	63532	63532	65952	70106	73132	营业利润	5058	5499	6835	7394	8544
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	1551	1600	1611	利润总额	5054	5433	6835	7394	8544
其他流动负债	11399	11781	11325	11880	12079	所得税费用	1204	1662	2392	2588	2990
流动负债合计	17411	17411	16700	17468	17051	少数股东损益	46	54	68	73	85
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	4392	5022	5780
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	50572	51340	50453	净利润	3513	3719	4392	5022	5780
少数股东权益	114	114	182	255	340	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	12135	12135	15198	18510	22339	折旧摊销	1448	1332	1278	1315	1359
负债和股东权益总计	63532	63532	65952	70106	73132	公允价值变动损失	0	0	150	0	0
						财务费用	137	108	188	162	124
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1697	5660	(789)	481	102
每股收益	1.13	1.20	1.41	1.62	1.86	其它	337	52	51	(215)	(226)
每股红利	0.00	0.00	0.42	0.46	0.53	经营活动现金流	6995	10763	5082	6602	7015
每股净资产	3.91	3.91	4.89	5.96	7.19	资本开支	0	(765)	(900)	(945)	(992)
ROIC	28%	44%	68%	74%	95%	其它投资现金流	(451)	(580)	0	(591)	(709)
ROE	31%	31%	29%	26%	24%	投资活动现金流	(1109)	(1182)	(905)	(1541)	(1706)
毛利率	34%	36%	40%	41%	44%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	18%	24%	24%	27%	负债净变化	(5186)	(2697)	0	0	(500)
EBITDA Margin	24%	23%	29%	29%	32%	支付股利、利息	0	0	(1313)	(1420)	(1641)
收入增长	58%	9%	4%	5%	5%	其它融资现金流	7849	(4187)	(225)	165	(628)
净利润增长率	-985%	-2%	18%	8%	16%	融资活动现金流	(2523)	(9581)	(1538)	(1255)	(2769)
资产负债率	81%	81%	77%	74%	69%	现金净变动	3363	0	2639	3806	2540
息率	0.0%	0.0%	1.5%	1.6%	1.9%	货币资金的期初余额	3583	6946	6946	9585	13391
P/E	23.2	22.0	18.6	16.3	14.1	货币资金的期末余额	6946	6946	9585	13391	15932
P/B	6.7	6.7	5.4	4.4	3.7	企业自由现金流	0	9194	3433	4920	5233
EV/EBITDA	25	24	18	17	14	权益自由现金流	0	2235	3086	4980	4024

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 ±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 ±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

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