

华住集团-S (01179.HK)

本土酒店领军者的价值重构进行时

核心观点

酒店行业具备供需飞轮效应，海内外均缔造千亿市值龙头。酒店行业具备供需飞轮效应（前端网络效应，后端规模效应），美国龙头依托全服务国际化品牌溢价价值领先，中国有限服务龙头背靠中国经济与创新模式快速跃升。

行业趋势：周期调整底部供需有望再平衡，供给结构性改革为成长主旋律。酒店行业正处两年调整底部，后续供需关系有望再平衡：休闲旅游稳健增长、商旅需求基数走低；龙头储备店较高位回落，经营策略从OCG优先转向最优RevPAR推动价格企稳。长周期看，中国服务消费占比46%仍处提升通道，对标美国1980年代住宿支出占比持续提升。供给端结构性机遇凸显：租金红利弱化下加盟商回归投资属性，估算连锁化率从40%（美国72%）提升至60-70%对应30-109%房量空间；其中龙头参考海外TOP5市占率存翻倍潜力。

华住模式：穿越周期二十年，“产品-流量-回报-规模”模型重新定义有限服务酒店业。华住上市15年门店与业绩CAGR均超20%，背靠创始人与管理层战略远见与数字化高效组织，公司开创出一条中国特色有限服务酒店业的成长飞轮：1) **强产品**：经济型到中高端多品牌高效迭代，汉庭逆势成长、全季中端领先、桔子错位发展，满足差异化客群需求；2) **强流量**：会员规模突破3亿居行业首位，中央预订占比超60%叠加大数据强化系统性收益管理；3) **强回报**：同店RevPAR领先同业30-80%，人房比0.17，供应链降本超20%，驱动加盟商投资意愿；4) **规模强势扩张**：加盟门店增速维持15-20%。

成长展望：价值重估三段式叙事。1) **门店扩张**：率先推行属地化组织改革，六大区赋能大众酒店成熟模型下沉，预测2030年经济型+中端门店达1.8万家，市占率领先；2) **品牌升级**：中高端正站在“管理-产品-会员”飞轮蓄力期，事业部CEO曾操盘桔子系转型从100家扩至千家，兼具效率与品牌锐度；多品牌战略桔子水晶、城际初显成效，全季大观给予期待；流量端企业直连、外部合作导流，权益分层有更多设计空间；估算中高端单店年收费140-210万（为中低端1.5-3倍），若突破则有望抬升盈利与估值中枢，预计2030年中高端近3000家，届时集团利润空间近80亿体量。3) **模式进阶**：对标海外酒店轻资产模型，长长期现金流支撑5%+股东回报，有望享估值溢价。

风险提示：需求复苏不及预期；行业竞争恶化；中高端培育不及预期等。

投资建议：维持2025-2026年经调整为净利润44.4/51.7亿元，考虑轻资产效益提升及中高端发展，略上修公司2027年净利润至58.6亿元（此前为57.8亿元）。综合绝对估值和相对估值，预计公司未来1年合理股价为43-45元港币（对应26年PE24-25x），较现价有15-20%的向上空间；若REVPAR随商旅变化，公司2026年业绩区间在50-54亿元，维持“优于大市”评级。

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	25,154	26,549	28,183
(+/-%)	57.9%	9.2%	5.3%	5.5%	6.2%
经调整归母净利润	3513	3719	4441	5171	5862
(+/-%)	355.5%	5.9%	19.4%	16.4%	13.4%
经调整每股收益(元)	1.13	1.20	1.43	1.67	1.89
EBIT Margin	17.1%	17.9%	22.5%	23.7%	25.0%
净资产收益率(ROE)	31.3%	30.5%	31.5%	27.3%	27.0%
市盈率(PE)	30.8	29.1	24.4	21.0	18.5
EV/EBITDA	30.5	27.9	22.4	20.2	17.9
市净率(PB)	8.93	8.90	7.49	6.47	5.60

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

公司研究·海外公司深度报告

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	43.00 - 45.00 港元
收盘价	37.44 港元
总市值/流通市值	116255/116255 百万港元
52周最高价/最低价	38.66/22.25 港元
近3个月日均成交额	54.88 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) -Q3 国内 RevPAR 拐点显现，看好龙头优势扩张与周期预期修复》——2025-11-24
- 《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》——2025-08-22
- 《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

内容目录

写在前面：国际视角，飞轮效应铸造大市值	6
行业趋势：周期底部，龙头供给结构性改革	7
周期：当前处周期调整底部，核心关注行业供需与龙头量价策略	7
成长：长周期需求渗透向上，行业供给结构性改革机遇	9
空间探讨：连锁房量有 30-109%空间，TOP3 市占率翻倍左右空间	12
公司复盘：管理层高瞻远瞩穿越二十年周期	14
估值复盘：周期波动扰动估值，中端成长逻辑验证期向上突破	14
基本面复盘：老将掌舵与组织高效，门店与业绩 20%+复合增速	15
华住模式：跑通产品-流量-回报-规模飞轮	16
强产品：高效产品迭代与高辨识度品牌矩阵	16
强流量：强大中央预订客源输送与系统性收益管理能力	18
强回报：从 RevPAR 最优到成本费用端的效率优化	19
强规模：门店增速相对领先，份额持续扩张	22
成长展望：三段式价值重估叙事	23
门店增量：率先搭建属地化组织，中低端成熟模型深耕下沉利器	23
品牌进阶：中高端何以突破？打造“体验-效率”最优平衡	25
模式重估：海外对标，长久期轻资产现金流模型享估值溢价	30
盈利预测	33
估值与投资建议	35
投资建议	37
风险提示	37
附表：财务预测与估值	39

图表目录

图 1: 酒店行业特点	6
图 2: 酒店行业规模效应	6
图 3: 2023 年以来酒店龙头较 2019 年恢复度情况	7
图 4: 酒店房间量供给较 2019 年增速	7
图 5: 固定资产投资额增速-住宿与餐饮行业	8
图 6: 国庆后规模以上房间量供给同比增速略有放缓	8
图 7: 酒店龙头储备店数量变化	8
图 8: 百城商品平均租金同比变化幅度	8
图 9: PMI 及 OCC 同比趋势	8
图 10: 各线城市 ADR 变化	8
图 11: 华住各省市市占率估算 (2024 年酒店数口径)	9
图 12: 龙头经营策略从 OCC 优先到最优 RevPAR	9
图 13: 美、日人均 GDP 突破 1 万美元后服务消费加速提升	9
图 14: 美国住宿支出 (十亿美元) 及其占比	9
图 15: OTA 酒店间夜量增速	10
图 16: 国内旅游人次增速	10
图 17: 中国酒店总房量领先但平均房量不高	11
图 18: 中国酒店结构上经济型占比更高但逐年降低	11
图 19: 中国规模以上酒店数比例不高	11
图 20: 中国境内酒店投资交易收购方类型	11
图 21: 高线城市酒店增速放缓	11
图 22: 中高端酒店数量增速更快	11
图 23: 下沉市场平均房间量更小	12
图 24: 不同房间数对应的连锁化率	12
图 25: 国际连锁化率对比	12
图 26: 全球待开业酒店中品牌酒店占比高于存量酒店品牌占比	12
图 27: 华住集团历史复盘	14
图 28: 华住酒店股权结构 (截止 2024 年末)	15
图 29: “强产品、强运营、强流量、高回报” 正循环	16
图 30: 经济型酒店迭代情况	17
图 31: 经济型酒店品牌门店增速	17
图 32: 中端酒店迭代情况	17
图 33: 中端酒店门店品牌增速	17
图 34: 34%翻牌或摘牌集中在酒店开业 4 至 6 年期间	17
图 35: 华住不同品牌产品迭代情况	17
图 36: 华住会员规模增长情况	18
图 37: 2025 年 6 月酒店服务 APP 月活跃用户规模 TOP5	18

图 38: 华住会低价承诺	19
图 39: 华住会安心订-贵即赔规则	19
图 40: 华住和其他酒店集团 CRS 占比	19
图 41: 华住持续加盟费构成 (单位: 百万元)	19
图 42: vs2019 年华住、锦江、首旅、亚朵同店 RevPAR 变化	20
图 43: 华住、锦江、首旅、亚朵同店 RevPAR 绝对值变化	20
图 44: vs2019 年华住、锦江、首旅、亚朵同店 OCC 变化	20
图 45: vs2019 年华住、锦江、首旅、亚朵同店 ADR 变化	20
图 46: 华住人房比远低于行业水平	21
图 47: 各酒店集团销售费率	21
图 48: 酒店龙头规模扩张: 华住加盟店增速领先	22
图 49: 酒店龙头门店同比增速	22
图 50: 华住在不同区域与不同等级城市每商圈平均数量	24
图 51: 华住在不同区域与不同等级城市每商圈最大数量	24
图 52: 经济型品牌市占率变化 (按房间量计算)	24
图 53: 中档品牌市占率变化 (按房间量计算)	24
图 54: 华住中端与经济型品牌矩阵	24
图 55: 美国不同档次连锁酒店中龙头集中度情况	24
图 56: 国内部分代表中高端酒店品牌单房造价情况估算一览	25
图 57: 不同档次酒店单房造价	25
图 58: 中高端品牌市占率变化	26
图 59: 华住中高端品牌矩阵	26
图 60: 来自亚朵中高端发展的启示-运营指标	26
图 61: 华住现任中高端事业群 CEO 曹娟履历	27
图 62: 桔子与桔子水晶开店数量与迭代情况	27
图 63: 滴滴与华住会等级匹配	29
图 64: 华住企业直连客户 CRS 占比	29
图 65: 直营/加盟店收入与 GOP	31
图 66: 海外酒店经调整 EBITDA 率	31
图 67: 华住直营店门店数量及占比	31
图 68: 国际酒店集团直营店占比	31
图 69: 华住经营现金流变化 (单位: 百万元)	31
图 70: 万豪、洲际、希尔顿现金流变化 (单位: 百万美元)	31

表1: 全球酒店上市公司按市值排序 (单位: 亿元人民币)	6
表2: 国内酒店行业发展复盘	7
表3: 酒店不同房间量下我国酒店连锁化空间展望	13
表4: 酒店不同房间量下我国酒店品牌集中度空间展望	13
表5: 华住酒店创始人季琦三次成功创业	15
表6: 华住集团董事与高管团队信息梳理 (截止 2024 年末)	15
表7: 华住经济型与中端品牌矩阵	18
表8: 华住经济型与中端单店模型测算及假设房价与入住率仅为基准值 90%的单店模型对比	21
表9: 华住经济型与中端品牌加盟收费情况	23
表10: 华住集团经济型与中端酒店预测	25
表11: 华住、亚朵中高端门店数量与市占率	26
表12: 华住中高端品牌矩阵	28
表13: 华住中高端品牌收费标准	28
表14: 华住与亚朵会员权益对比	29
表15: 华住中高端及以上酒店数量预测	29
表16: 华住不同档次酒店年均收入情况估算假设	30
表17: 华住远期利润空间估算 (仅供参考)	30
表18: 国内外酒店龙头股东回报率	32
表19: 华住集团业务拆分	33
表20: RevPAR 量价变动对于公司 2026 年业绩的敏感性分析 (亿元)	34
表21: 公司盈利预测假设条件 (%)	35
表22: 资本成本假设	35
表23: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元, 人民币)	35
表24: 可比公司相对估值表	36

写在前面：国际视角，飞轮效应铸造大市值

酒店行业具备供需规模效应，海内外龙头不乏千亿市值龙头，区域表现分化。酒店产品交付相对标准化，酒店集团通过前期门店扩张与持续经营在需求端沉淀粘性会员、供给端卡位核心物业，通过轻资产模式低成本扩张实现更大规模，行业龙头具备飞轮效应。海内外龙头不乏千亿市值龙头，不同区域龙头规模与市值表现有别，美国酒店龙头享全服务国际化品牌溢价市值居前，中国有限服务酒店龙头近两年规模快速跃升，欧洲区域分散休闲主导下龙头市值居中。

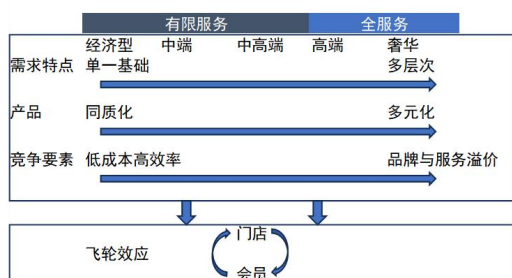
表1：全球酒店上市公司按市值排序（单位：亿元人民币）

证券简称	证券代码	总市值	总收入	经调整净利润	经调整净利率	EBITDA	EBITDA率	门店数（家）	房间数量（万间）
万豪国际	MAR. O	5,797	1,807	192	10.6%	359	19.8%	9361	170.6
希尔顿	HLT. N	4,691	805	128	15.9%	247	30.7%	8447	126.8
洲际酒店	IHG. N	1,499	354	50	14.2%	86	24.2%	6629	98.7
凯悦	H. N	1,091	479	27	5.6%	79	16.5%	1442	34.7
华住集团	HTHT. O	1,048	239	37	15.6%	68	28.5%	11147	108.8
雅高	OH59. L	968	436	45	10.3%	87	20.0%	5682	85.0
温德姆	WH. N	418	101	25	24.6%	50	49.3%	9286	90.3
亚朵	ATAT. O	400	72	13	18.0%	18	24.4%	1619	18.3
精选国际	CHH. N	303	114	24	21.0%	43	38.1%	7586	65.4
锦江酒店	600754. SH	264	141	5	3.8%	39	27.8%	13416	129.1
首旅酒店	600258. SH	178	78	7	9.5%	35	45.1%	7002	51.9

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理 注：总市值截止至 2025 年 12 月 16 日，其他财务指标均为 2024 年度。

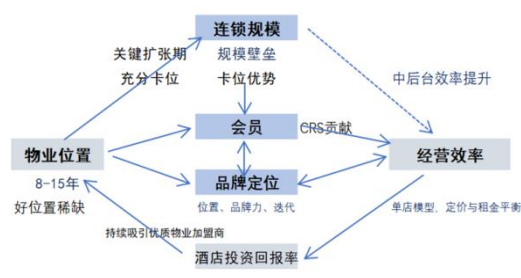
有限服务酒店竞争后半场本质上是效率与会员 PK。酒店按等级分为全服务与有限服务，国内龙头以后者为主导。竞争下半场已经从前期跑马圈地抢占核心位置演变为效率与会员的综合对比。一方面考验门店端收入与成本之间的极致效率，其中高收入=高 RevPAR=高平均房价×高出租率=好位置×优质产品×忠诚客户；成本低=营建/装修/租金成本低+运营成本低。通过前端门店网络与稳定产品交付（经济型到中高端产品从单一需求到多层次需求递进），吸引会员客群高复购，为门店奠定流量基本盘并降低获客成本，以品牌力积累一定品牌溢价，从而有利于加盟回报周期的缩短以及门店市占率进一步提升，带动供应链的规模效应，形成飞轮效应，推动集团收获长久期的稳定增长。另一方面考验组织的执行力。酒店从开发选址到后续运营环节存在一系列繁琐环节和步骤，是典型人力密集型行业。飞轮的转动需要人员传导顺畅，也因此对集团的管理效率有严格要求。而高效管理背后需要减少对人的依赖，背后需要敏捷的组织结构与强大的数字化系统支持。而穿越牛熊周期还需要高管团队在完全竞争市场中有高瞻远瞩的应变力。

图1：酒店行业特点



资料来源：国信证券经济研究所整理

图2：酒店行业规模效应



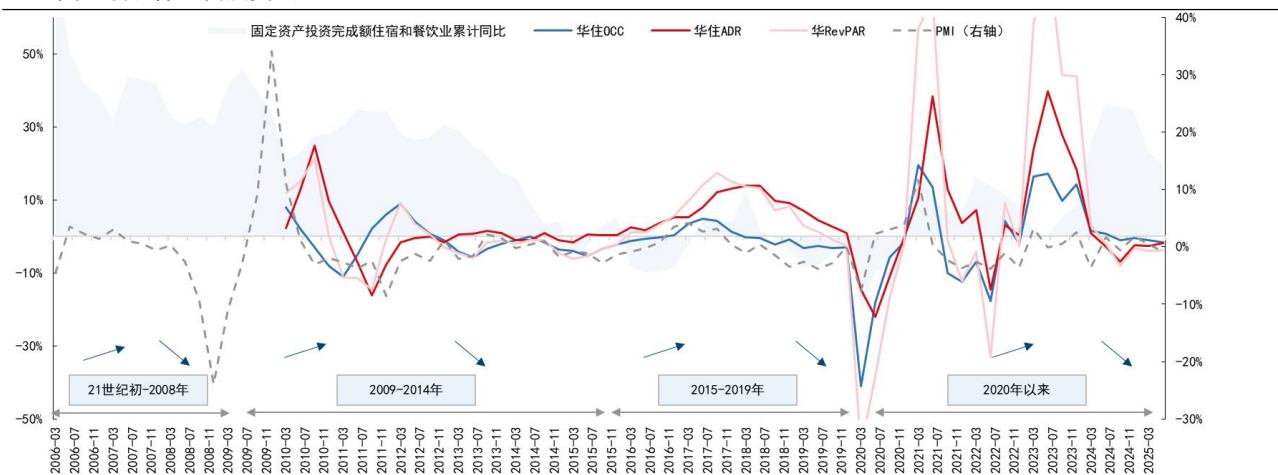
资料来源：国信证券经济研究所整理

行业趋势：周期底部，龙头供给结构性改革

周期：当前处周期调整底部，核心关注行业供需与龙头量价策略

疫前国内酒店行业供需错配对应三轮大周期，其中伴随供给结构性升级。21世纪以来，国内酒店行业的发展围绕“供需交替”逻辑展开，2000年至2019年期间已完整经历三轮周期性波动，其中又伴随着连锁化率提升以及行业从传统招待所主导到经济型爆发、中端崛起再到中高端发展的结构性成长主线。

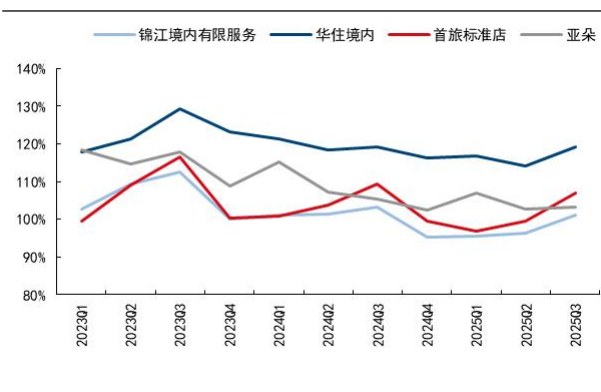
表2：国内酒店行业发展复盘



资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理

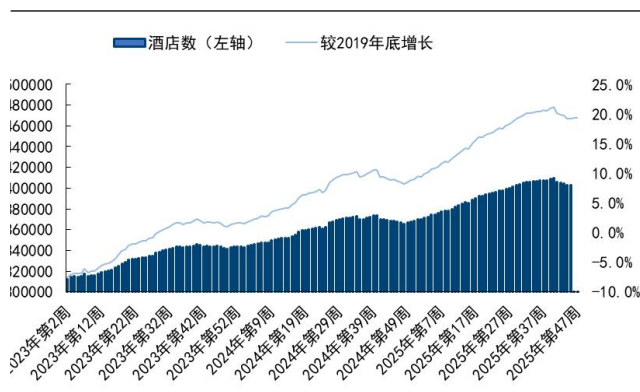
疫后供需再平衡过程中，从2023年高位回落2年。2023年以来酒店行业供需关系经历显著调整，整体从“需求反弹→供给回补”的供需边际失衡有望逐步向再平衡演进：2023年疫后需求集中释放，供给恢复滞后致短期供需缺口，市场阶段性呈现“供小于求”格局；2024年供给加速回补叠加需求分化，休闲旅游需求保持韧性，但商务出行复苏节奏偏缓，供需关系逐步呈现边际失衡特征；2025年供给扩张动能平缓，但仍高于需求，需求改善有望推动供需再平衡。

图3：2023年以来酒店龙头较2019年恢复度情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：酒店房间量供给较2019年增速



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

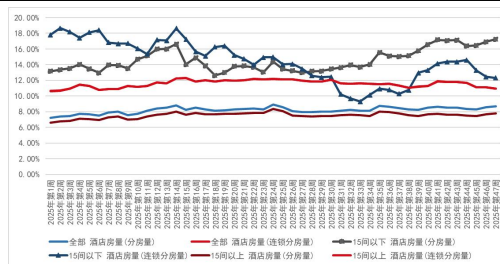
当下来看供给增速有所分化，大房量供给增速有所平缓。考虑到投资人进入成本降低（部分城市对酒店用地审批的优化、城市物业租金下行）以及酒店行业本身稳定的现金流属性，吸引多元投资人参与投资。但伴随行业 RevPAR 持续回落，根据次方点评，其统计的 2025 年酒店行业平均回本周期拉长至 5.4 年，51%项目需 5 年以上回本；结合龙头储备店较高峰期放缓，不排除行业供给增长有望逐步趋于合理性。根据酒店之家数据，15 间以上客房量同比增速自国庆后逐步放缓，而部分小房量酒店仍在向上加速。

图5: 固定资产投资额增速-住宿与餐饮业



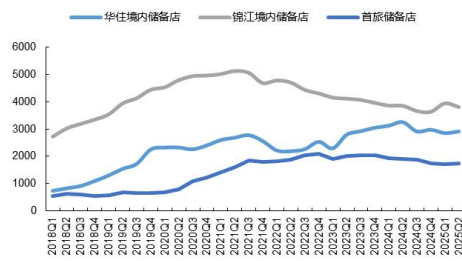
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 国庆后规模以上房间量供给同比增速略有放缓



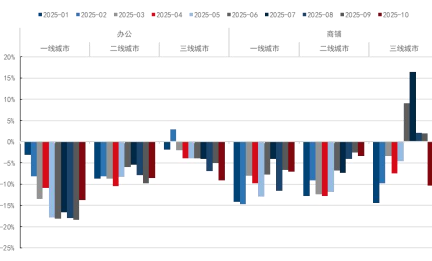
资料来源: 酒店之家, 国信证券经济研究所整理

图7: 酒店龙头储备店数量变化



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

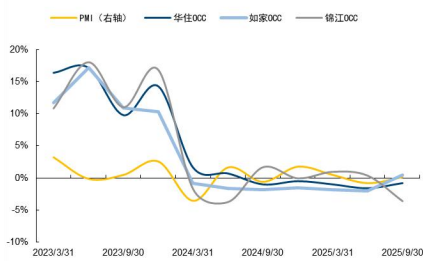
图8: 百城商品平均租金同比变化幅度



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

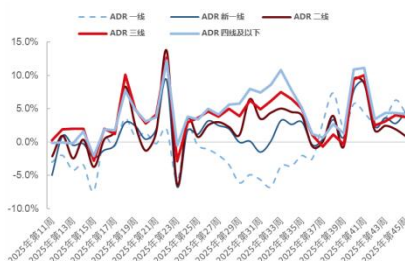
需求端而言，休闲旅游维持稳健增长，商旅需求边际波动中企稳。今年以来节假日期间提价能力带动 RevPAR 酒店龙头阶段转正，彰显假期出游依然景气度向好。进入 2025Q4，高线城市 ADR、中高端酒店 ADR 在低线城市、低星酒店转正之后阶段同比转正，基数走低背景下高线城市展会等带动商务活动阶段有所企稳。明年来看，商旅需求仍需跟踪经济走势（尤其 PMI），但在政策提振服务消费大方向与居民体验经济偏好下休闲需求韧性增长有望为总体酒店出行需求奠定基础。

图9: PMI 及 OCC 同比趋势



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 各线城市 ADR 变化

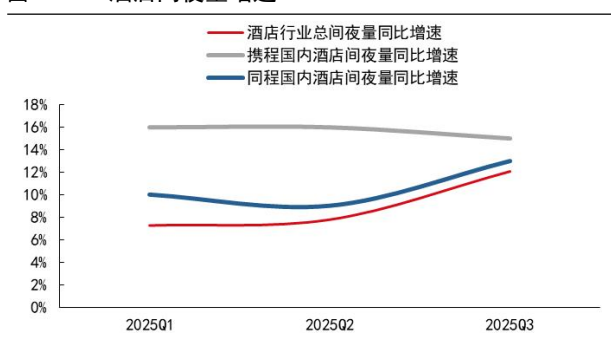


资料来源: 酒店之家, 国信证券经济研究所整理

其中，美国住宿花费占服务支出比重稳步提升。美国居民住宿支出除疫情扰动期间外始终保持良好的上涨势态，由1959年的10.78亿美元上涨至2024年的1981.92亿美元，CAGR=8.35%。美国住宿支出的占服务支出与总消费支出的比重不断提升，住宿占服务支出由0.75%增长至1.45%，占总消费支出从0.34%增长至1.00%。2024年中国人均GDP为13122美元，接近于美国1981年水平（13943美元），消费增长潜力依然较大（美国1981-2024年住宿支出CAGR=6.76%）。

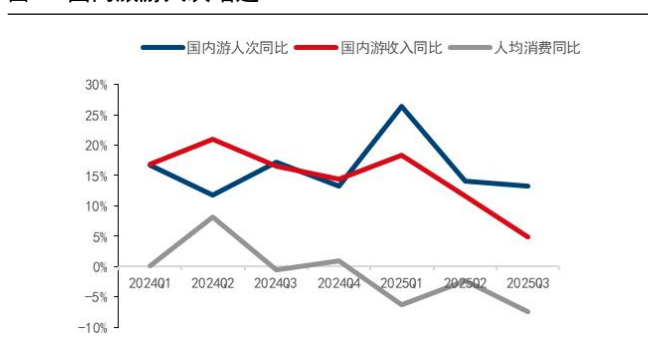
拆分来看，假期优化与消费观念转变，休闲旅游需求双位数增长，量增价减与体验升级共存。假期制度优化与消费观念转变形成共振，休闲旅游景气增长，2025年前三季度国内居民出游人次49.98亿，同比增长18.0%；国内居民出游花费4.85万亿元，同比增长11.5%。旅游消费呈现“量增价减”、“反向旅行”等结构性特征，结合我们跟踪携程平台人均GMV贡献多个季度同比持平，同程平台三星及以上间夜量占比提升，展现出高线城市客群与下沉大众人群在酒店端花费具备韧性且品质升级，总体上更理性的花费与追求品质体验是核心趋势。

图15: OTA酒店间夜量增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16: 国内旅游人次增速



资料来源：文化旅游部，国信证券经济研究所整理

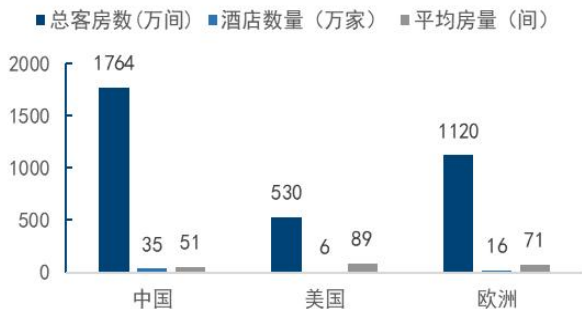
商旅需求则在企业降本增效的诉求下，为中央预订提供边际增量。当前企业对差旅成本管控意识强化，集中化差旅管理可降低20%-30%显性成本，这一需求推动差旅管理公司(TMC)渗透率从2019年的10%提升至当前的15%-25%，差旅直连作为高效管控工具，其市场需求持续升温。在供过于求背景下，优质酒店龙头积极拓展企业协议直签模式，成为中央预订会员渠道的有力补充。

◆ 供给端有望继续演绎连锁与集中

我国酒店体量大但结构分散。中国和美国相似，均为单一大市场，从酒店规模来看，根据中国饭店协会、AHLA、沙利文统计，2024年中国/美国/欧洲酒店总房量分别为1764/530/1120万间，平均房量分别为51/89/71间，中国小房量物业占比比较多。从连锁化率来看，2024年中国/美国/欧盟的酒店连锁化率分别为40%/72%/44%；从结构上看经济型酒店占比主导，但中端酒店占比逐年提升。

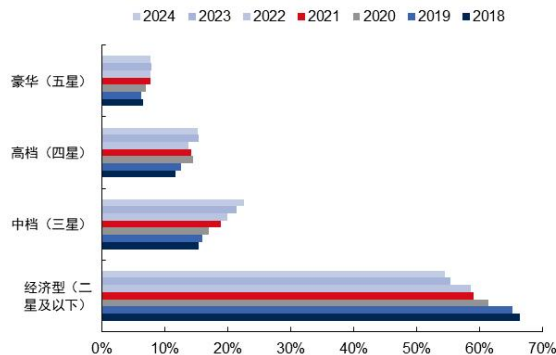
供给增多投资性加盟商注重收益，需求追求体验升级，供给结构性改革成发展主旋律。在地产上行期，业主方自持物业运营酒店，核心看物业升值收益，重高奢酒店品牌优势；租金持续上涨阶段，有限服务酒店加盟商提前锁定长期租约的租金及期间涨幅，相关租金弱于后续市场租金上涨，从而获得租金红利。伴随租金红利等弱化，且本身参与酒店投资的玩家更多元，加盟商越来越重视收益管理与酒店投资回报能力，对一是在日常经营管理上更加重视店长定价能力，相对也配合区域价格调控，二是在加盟选择新项目时也重点侧重品牌龙头相关运营能力。

图17: 中国酒店总房量领先但平均房量不高



资料来源: 中国饭店协会, AHLA, 沙利文, 国信证券经济研究所整理

图18: 中国酒店结构上经济型占比更高但逐年降低



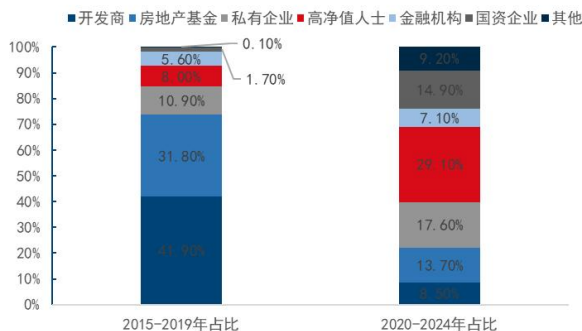
资料来源: 中国饭店协会, 国信证券经济研究所整理

图19: 中国规模以上酒店数比例不高



资料来源: 国信证券经济研究所整理

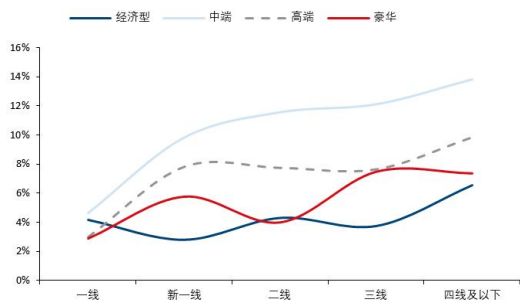
图20: 中国境内酒店投资交易收购方类型



资料来源: 仲量联行, 国信证券经济研究所整理

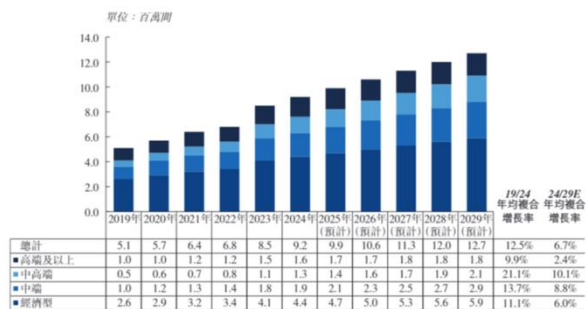
高线城市核心地段优质供给为中高端品牌发展提供环境。核心物业卡位构成未来5-10年竞争的重要环节, 龙头酒店公司在BD考核中把核心商圈也作为重点考核。基于相同的物业与租金条件, 中低端受制于价格天花板由此带来投资回报差异, 中高端酒店升级成为高线城市发展趋势。根据浩华统计, 2024年, 品牌变更中翻牌后选择引入国内品牌运营的酒店占比87%。相较于国际品牌, 国内品牌在本土化的会员渠道、供应链集采和数字化平台等方面具备明显优势。

图21: 高线城市酒店增速放缓



资料来源: 酒店之家, 国信证券经济研究所整理 注: 数据为2024年15+房间量增速

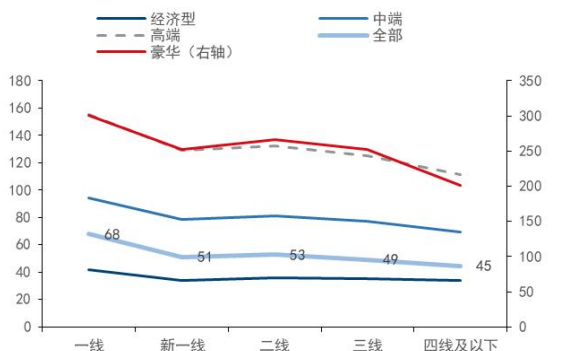
图22: 中高端酒店数量增速更快



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

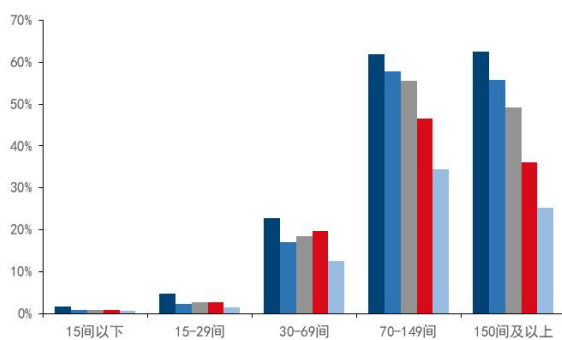
下沉市场连锁化率提升继续演绎。本身下沉市场平均房量更小，叠加需求更分散（不如高线城市集中的商旅需求），使得其连锁化率预计低于整体水平。但伴随下沉市场居民体验消费有所升级以及小镇青年返乡带动连锁品牌认知度提升、高线城市居民旅游需求下沉分散化发展，预计下沉市场连锁化率有望逐步提升。

图23: 下沉市场平均房间量更小



资料来源: 酒店之家, 国信证券经济研究所整理

图24: 不同房间数对应的连锁化率

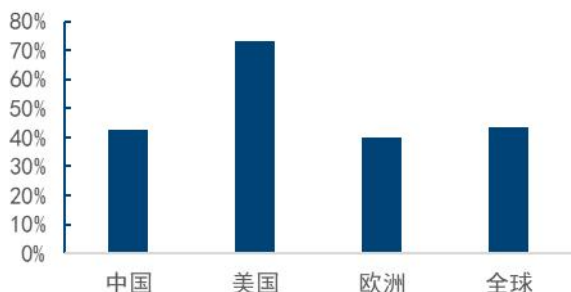


资料来源: 中国饭店协会, 国信证券经济研究所整理

空间探讨: 连锁房量有 30-109%空间, TOP3 市占率翻倍左右空间

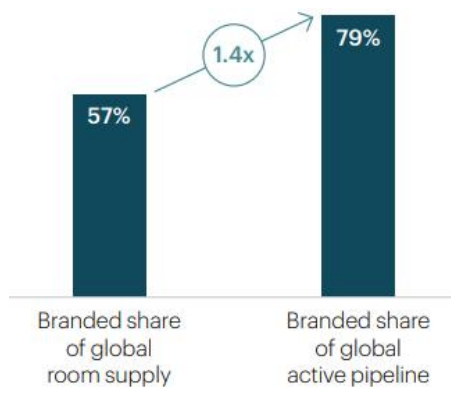
一是连锁化率视角: 2024 年底国内酒店连锁化率达 40%, 对比美国有提升空间。据中国饭店业协会, 国内 2024 年底酒店行业连锁化率达 40% (同一品牌 3 家酒店或以上即为连锁, 酒店房量在 15 间+); 考虑该统计 3 家以上较为宽泛, 若参考酒店集团 TOP60 房间量占比来看, 2024 年行业 CR60 为 33.5%, 可作为实际连锁化率参考。国际来看, 2024 年美国酒店连锁化率达 73%, 参考 STR 的数据, 待开业酒店中连锁酒店占比更高, 持续呈渐进提升趋势。我国酒店行业连锁化率水平相比美国更有提升空间, 考虑近几年酒店行业经营起伏, 连锁酒店相对优势更加凸显, 加之城市化的推进和下沉市场的连锁化率仍有提升空间, 我们预期国内酒店连锁化率中长线仍有一定提升潜力。

图25: 国际连锁化率对比



资料来源: 酒店之家, 沙利文, 国信证券经济研究所整理

图26: 全球待开业酒店中品牌酒店占比高于存量酒店品牌占比



资料来源: STR, 国信证券经济研究所整理

其中，考虑不同房量连锁难度有别，静态估算不同假设下对应 30-109%连锁房量空间。酒店物业对土地性质与物业消防条件等有一定要求，同时通常房量较大的酒店物业规范程度较高且空间容易分割，而房间数量较小的酒店物业复杂度高且改造成本较高。若连锁化率提升至 60-70%水平，静态估算 30 间以上及 TOP60 估算出的连锁化率情况下对应远期连锁酒店房间量空间较 2024 年底有 30-109%提升空间。

表3: 酒店不同房间量下我国酒店连锁化空间展望

不同房量	连锁化率						总/连锁房间（万间）		连锁增量空间探讨		
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024	2024	50%	60%	70%
TOP60/15 间以上房量	19%	26%	33%	33%	31%	34%	1764	592	49%	79%	109%
15 间以上房量	26%	31%	35%	39%	41%	40%	1764	707	25%	50%	75%
30 间以上房量	26%	35%	40%	45%	47%	46%	1454	671	8%	30%	52%
70 间以上房量	34%	43%	49%	54%	55%	55%	916	507	-10%	8%	26%

资料来源：中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

二是品牌集中度视角：在目前酒店经营更考验各酒店自身品牌力和运营水平的背景下，加盟商投资更理性，从而有助于品牌势能处于上升期，经营良好的优秀酒店品牌公司加速集中，其市场份额有望进一步提升。以 15+、30+房量基数下 CR3 与 CR5 测算角度，若远期集中度参考北美市场酒店 CR3 与 CR5 分别对应 39%、42%，则对应我国 TOP3 与 TOP5 空间有 0.9-1.7 倍增长空间。

表4: 酒店不同房间量下我国酒店品牌集中度空间展望

	集中度						龙头空间探讨	海外对标
	2019	2020	2021	2022	2023	2024		
CR3								北美 CR3
15 间以上房量	9%	12%	15%	15%	14%	15%	24%	39%
30 间以上房量	11%	14%	18%	19%	17%	18%	21%	39%
70 间以上房量	17%	21%	28%	30%	27%	28%	11%	39%
CR5								北美 CR5
15 间以上房量	12%	15%	19%	19%	17%	18%	24%	42%
30 间以上房量	14%	17%	22%	23%	21%	22%	20%	42%
70 间以上房量	22%	27%	35%	37%	33%	35%	8%	42%

资料来源：中国饭店协会，国信证券经济研究所整理测算

综合来看，酒店行业正处两年调整底部，后续供需关系有望再平衡：休闲旅游稳健增长、商旅需求基数走低；龙头储备店较高位回落，经营策略从 OCC 优先转向最优 RevPAR 推动价格企稳。长周期看，中国服务消费占比 46%仍处提升通道，对标美国 1980 年代住宿支出占比持续提升。供给端结构性机遇凸显：租金红利弱化下加盟商回归投资属性，估算连锁化率从 40%（美国 72%）提升至 60-70%对应 30-109%房量空间；其中龙头参考海外 TOP5 市占率存翻倍潜力。

公司复盘：管理层高瞻远瞩穿越二十年周期

二十年管理层高瞻远瞩下的稳扎稳打，华住业绩、市值居国内行业首位。华住集团起于2005年，成立之初先发优势并不明显，此后二十年时间在管理层高瞻远瞩的战略和组织高效率执行下，展现出较为清晰的发展脉络，从单一品牌到多品牌，从重资产到轻资产加盟发展，从经济型到中端、中高端升级，从规模扩张到精益增长高质量提升，最终录得国内酒店行业收入、利润、市值均为第一的行业地位。2024年公司收入、归母净利润、经调整净利润分别录得239、30、37亿元。

估值复盘：周期波动扰动估值，中端成长逻辑验证期向上突破

复盘公司的估值变化：酒店行业估值随经济及行业周期变化呈现波动，其中α增长逻辑验证阶段会推动估值中枢走高。2010-2015年，上市初期叠加上海世博会助力估值中枢走高至33x，此后去三公消费大背景下周期回落估值中枢回落至26x；2015-2019年，估值中枢从19x攀升至38x，行业上行期叠加公司率先跑通中端扩张逻辑；2020-2023年疫后酒店市场份额集中逐步演绎估值中枢抬高至29x，2024-2025年行业周期向下估值中枢回落至20x左右。

图27：华住集团历史复盘



资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理

基本面复盘：老将掌舵与组织高效，门店与业绩 20%+复合增速

复盘公司基本面变化：上市 15 年门店与业绩双位数 20%+复合增速。华住二十年发展历史中管理层关键时期的对于公司发展方向的正确引导与战略纠偏能力，使得公司在流量，技术、品牌上持续巩固发展，形成强会员与强效率的正向循环。从上市以来，2010-2024 年，公司门店由 438 家扩张至 11147 家，CAGR=26%；营业收入由 17 亿元增长至 239 亿元，CAGR=21%；经调净利润由 2 亿元增长至 37 亿元，CAGR=22%。

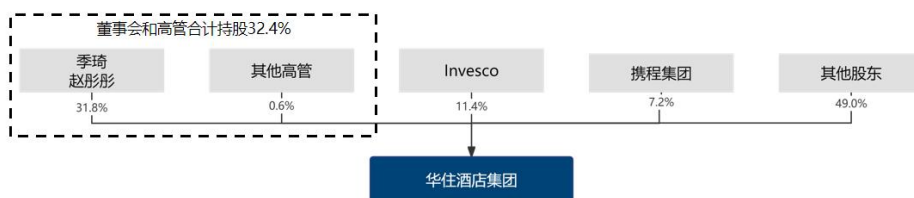
酒店重在把握关键机遇期做大做强，华住跃居龙头离不开老将掌舵与民企组织高效。酒店是充分市场竞争的行业，一方面需要管理层在关键战略布局上的正确指挥，同时需要全国员工执行到位，分别对企业高管与组织效率提出较高要求。华住创始人及公司高管深耕酒店行业，凭借专业眼光精准把握公司动向，截至 2024 年年报公司创始人兼公司董事长季琦持股比例 31.8%为公司实际控制人，董事会及管理层共持股 32.4%。季总三次成功敲钟纳斯达克，具有敏锐的商业洞察力和危机应对能力；2021 年辞去首席执行官担任董事长专注长期战略，由华住元老金辉总接任 CEO；其余管理层多数系公司元老，并形成金字塔型组织架构，在指令传达上执行高效。

表5: 华住酒店创始人季琦三次成功创业

公司名称	创立时间	上市时间	基本情况
携程	1999 年	2003 年 12 月	携程创始四君子之一，季琦曾任 CEO，前期主要侧重市场和销售（与酒店沟通入驻携程，扩大客户资源）
如家	2002 年	2006 年 12 月	季琦曾任担任 CEO，初期探索经济型酒店行业（包括盈利模式等），接洽加盟酒店；后与首旅谈判，合作发展以租赁直营+低价直销策略为主的经济型酒店；引入管理理念等
华住	2005 年	2010 年 3 月	季琦担任董事长，统筹公司管理和战略发展

资料来源：创始人手记，公司官网，国信证券经济研究所整理

图28: 华住酒店股权结构（截止 2024 年末）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

表6: 华住集团董事与高管团队信息梳理（截止 2024 年末）

姓名	职务	任职日期	年龄	履历
季琦	创始人兼董事会主席	2007年2月	58	携程四君子之一、如家创始人、华住创始人 现任华住集团董事长，曾任公司首席执行官
吴炯	联合创始人、独立董事	2007年1月	57	公司联合创始人、独立董事
赵彤彤	联合创始人、独立董事	2007年2月	58	公司联合创始人、独立董事
郑洁	执行董事	2024年7月	54	在中国及国际汽车及酒店行业拥有逾20年的领导经验 目前担任Peeli Ventures合伙人，为消费品及营销技术领域的投资组合公司提供管理咨询服务。
尚健	独立董事	2014年5月	57	自2013年7月起担任弘尚资产管理有限公司总经理
许廷芳	独立董事	2020年7月	70	新加坡资深律师，拥有超过40年的执业经验 现任华住集团、海底捞等多家上市公司独立董事
曹蕾	独立董事	2020年7月	50	曾任Philips Electronic Singapore Pte Ltd.大中华区的税务主管及德勤华永会计师事务所多个职位
金辉	首席执行官	2021年9月	47	初创团队核心成员之一，现任首席执行官，早期任如家区域开发经理，此后曾任本公司开发部门总、副总裁、执行副总裁及总裁等
陈慧	首席财务官	2024年9月	58	现任首席财务官，早期任如家集团首席财务官、携程集团财务总监等职，2014 年加入公司曾任财务执行副总裁、首席财务官、首席合规官等

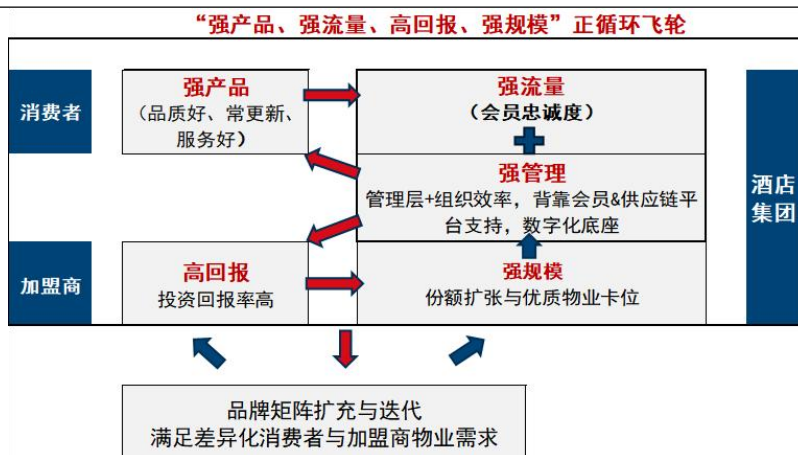
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

华住模式：跑通产品-流量-回报-规模飞轮

对于酒店集团而言，酒店行业竞争相对充分，需要产品维持标准化输出并且持续迭代更新，从而支撑会员粘性；而稳定的中央会员输送既代表更低的获客成本，也代表酒店在同区域会形成一定的溢价能力，对应加盟商更好的投资回报。

但对加盟商而言，产品持续升级意味着额外投入，强产品与高回报可能相对矛盾。从理性投资的角度，加盟商最终关注的是投资周期较短，投资回报率较高。如果需要让加盟商在一定期限重新投资更新，核心需要带给其足够好的投资回报。高回报要求强运营支撑：1、能抓住收益管理机会，缩短投资期；2、强供应链和产品设计能力，单房硬件投资更可控更有的放矢；3、单房人工及其他成本可控——成本优化能力较强。而华住关键在于“产品-流量-回报-规模”飞轮效应跑通。

图29：“强产品、强运营、强流量、高回报”正循环



资料来源：36kr，环球旅讯，公司官网，国信证券经济研究所整理

强产品：高效产品迭代与高辨识度品牌矩阵

一看高效产品迭代：酒店产品更新改造节奏影响品牌生命周期。酒店行业进入存量时代，新供给仍持续有增加，市场竞争日趋激烈。由于国内酒店门店日常运营维护差异较大，酒店门店产品的更新改造节奏，装修周期情况，直接影响消费者入住体验，进而影响消费者对品牌的认知。通过不同阶段推出同品牌的不同版本的升级产品或小更新改造，以同等或更少的装修投入，带来更好的硬件设施和消费者体验，从而持续保证产品顺应消费者需求变化，保持产品生命力。

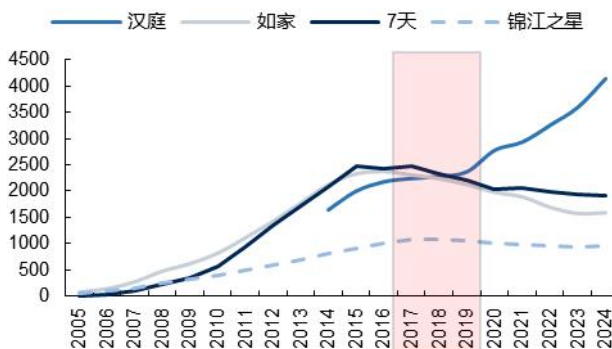
华住经济型的二次成长与中端品牌的持续领先背后依赖产品高效迭代，体现在集团版本推新与加盟门店改造落地两个维度。如下图所示经济型与中端酒店赛道，华住品牌迭代周期均维持良好节奏，同时集团强管理和强会员加持下加盟商投资回报计算相对可观，也因此行业其他品牌开店速度放缓甚至倒退机遇期逆势向上承接部分翻牌需求与新店加盟需求。根据浩华统计，34%翻牌或摘牌集中在酒店开业4至6年期间，在经济型向中端切换过程中，华住总体仍维持经济型品牌的焕新，2018年后逐步在规模上显现出头部领先地位，并在2019年后开启经济型的二次成长曲线。

图30: 经济型酒店迭代情况



资料来源: 36kr, 环球旅讯, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图31: 经济型酒店品牌门店增速



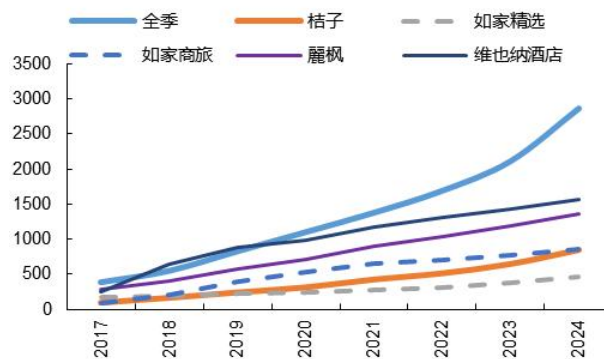
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图32: 中端酒店迭代情况



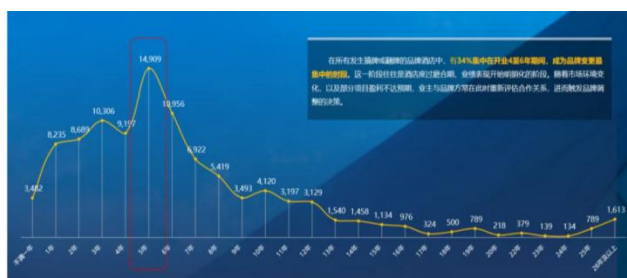
资料来源: 36kr, 环球旅讯, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图33: 中端酒店门店品牌增速



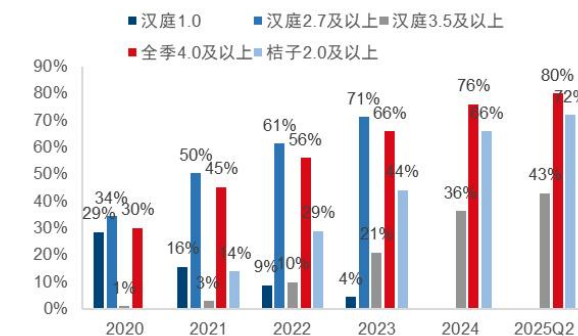
资料来源: 公司官网及公告, 国信证券经济研究所整理

图34: 34%翻牌或摘牌集中在酒店开业4至6年期间



资料来源: 浩华, 国信证券经济研究所整理

图35: 华住不同品牌产品迭代情况



资料来源: 公司官网及公告, 国信证券经济研究所整理

二看品牌矩阵丰富与升级，从汉庭到全季，从全季到桔子系列，到中高端多品牌布局，吸引不同客群，满足差异化物业需求。1) 从经济型到中端产品升级：华住从汉庭到全季的拓展，核心在于顺应部分会员需求变化和物业租金提升的背景，以更高的物业投入及产品服务标准满足消费升级的，实现消费者、加盟商和酒店集团三方新共赢；2) 从单一品牌到多个核心品牌，经济型从汉庭拓展你好、海友，中端从全季到桔子拓展，中高端更是多品牌矩阵对应不同风格，核心在于满足更广泛的消费者需求，在传统商务客群基础上吸引更多年轻活力或家庭旅游客群，

并满足差异化物业需求。

表7: 华住经济型与中端品牌矩阵

档次	品牌	门店数量(截止 2025Q3 末)	平均房量(截止 2025Q3 末)	单房造价	房间要求
经济型	汉庭	4531	86	6.99 万/间, 改造店 5.6 万/间	70 间以上
	你好	505	76	7 万/间	60 间以上
	宜必思	228	95	7.5 万/间, 改造店 3.5 万/间	80 间以上
	海友	686	53	5.65 万/间, 改造店 3.5 万/间	45 间以上
中端	全季	3476	113	新店 11.8 万/间, 改造店 2.5-5.5 万/间	80 间以上
	桔子	1028	106	10.8 万/间	80 间以上
	星程	732	84	9.5 万/间, 改造店 0.3-6 万元/间	80 间以上

资料来源: 公司公告, 华住加盟官网, 国信证券经济研究所整理

强流量: 强大中央预订客源输送与系统性收益管理能力

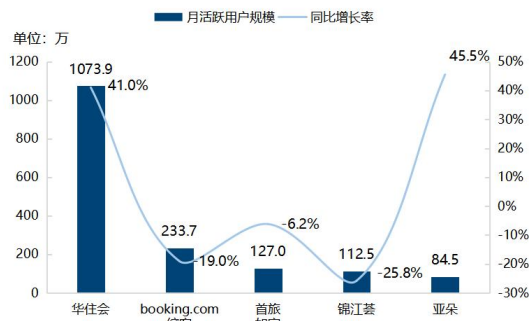
强会员: 华住总会员规模和有效会员均居行业第一, 构造强品牌会员生态。华住的创始人较早用互联网思维理解酒店品牌生意核心, 在酒店规模扩张很早意识到会员流量的关键作用, 发展中聚焦“品牌、流量、技术”三战略, 在发展中最早引入“会员流量+数字化布局”(2005 年首家汉庭开业即探索会员体系, 2010 年引入汉庭会并通过重金打造相关系统), 在品牌会员流量大数据的积累方面奠定了先发优势。公司总会员规模和有效会员数据均居国内酒店行业 TOP1, 其中 2025Q3 末会员规模突破 3 亿, 居国内酒店龙头 NO. 1, 2011-2024 年 CAGR 为 36%, 持续高增长; 同时月活跃会员数数倍于同行, 彰显品牌流量的高质量。

图36: 华住会员规模增长情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图37: 2025 年 6 月酒店服务 APP 月活跃用户规模 TOP5



资料来源: QuestMobileTRUTH 中国移动互联网数据库 2025 年 6 月; NEWMEDIA 新媒体数据库 2025 年 6 月, 国信证券经济研究所整理

官渠预订价格最优, 高中央预订占比与收费能力。华住会员体系核心特点在于官方渠道预订价格最优, 2025 年 3 月起更是执行“安心订、贵即赔”规则, 包括官渠预订降价自动赔付与第三方平台相比贵即赔, 对会员长期承诺; 同时积极拓展企业协议客户, 华住 B2B 企业直销客户间夜占比逐步提升至 10-15%。如下图, 华住中央预订占比超 60%, 在每家酒店龙头中官方渠道预订相对领先; 华住 CRS 收费为实际房价的 8% (加盟商当月流水的 3.5%封顶), 其 2024 年中央预订收入等合计 33 亿元, 占其持续加盟收入 (不含店长工资) 约 4 成, 是其核心盈利源之一。除此以外, 门店端以区域为中心, 积极线下周边或区域获客也是重要的获客方式。

图38: 华住会低价承诺

华住会低价承诺



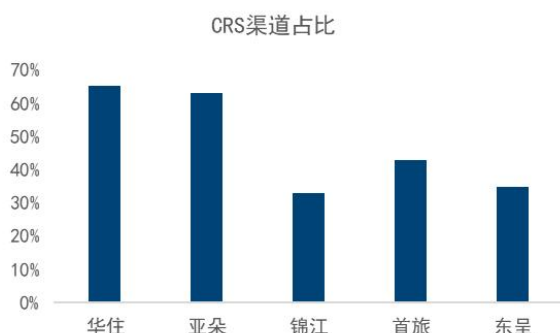
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图39: 华住会安心订-贵即赔规则

降价保障	会员在华住会官方渠道下单成功后, 直至离店日 6 点前, 若该订单中相同条件的价格出现降价, 将自动进行差价赔付 (以原支付方式或者积分形式)
订贵保障	会员通过华住会官方渠道下单成功后发现指定合作平台 (携程/同程/去哪儿/美团/安可达 Agoda) 上相同条件的官方房价低于华住会官方渠道订单价格, 在本人本卡办理入住前提交赔付申请, 在核实确认后赔付差价 2 倍价值的积分 (1 元=100 积分)。

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图40: 华住和其他酒店集团 CRS 占比



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图41: 华住持续加盟费构成 (单位: 百万元)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

系统性收益管理能力。一方面华住通过其 CRS 系统多年酒店定价相关大数据积累, 进而搭建属于自身的 RMS 系统进行酒店房价预测 (而非仅依赖店长个人判断), 酒店定价及收益管理能力的全方位提升。据环球旅讯报道, 华住 RMS 可以根据周围 3 公里的大数据自动调整房价, 减轻了酒店经理的工作量, 其 2019Q4 其华住运营超过 18 个月的酒店中, 约 58% 的价格调整是由其 RMS 自动完成的, 近几年预计进一步提升。另一方面, 存量老店在周边酒店物业改造及升级过程中可能面对分流, 进而对房价产生一定影响, 比如如果中高端新店爬坡期以一个相对低的价格, 那可能影响同商圈的同店收益; 华住通过收益管理的系统性定价, 实现区域新老店价格梯度更协调, 从而在门店加密过程中优化老店效益。

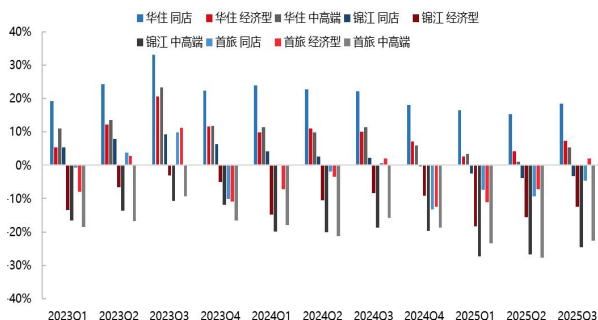
强回报: 从 RevPAR 最优到成本费用端的效率优化

加盟商重视投资回本周期。从加盟商角度, 酒店投资回本周期是影响其投资意愿的重要指标。而投资回本周期主要受收入端 (RevPAR、可售间夜)、成本费用端 (租金、间夜运营成本、渠道费用、加盟费用、税费), 其中酒店集团通过运营能力差异能够主导的部分体现在 RevPAR、间夜运营成本、渠道费用方面。

一是 RevPAR: RevPAR 是投资回本周期第一大重要假设, 华住同店 RevPAR 疫后与疫前长周期维持领先。投资回本周期的首要变量假设便是收入端 RevPAR 变化, 其中 10 年期加盟酒店伴随门店前期客流积累和后期门店装修逐步老旧, 通常会经历爬坡-成熟-衰退的过程, 而行业竞争加剧往往加速后期发展速度, 但通过产品迭代则会减缓后期衰退。我们对比各家酒店集团同店经营表现, 2025 年各季度华住同店/同店经济型/同店中高端 RevPAR 绝对值分别为锦江与首旅约 1.3-1.8 倍, 2025Q2vs2019Q2 华住同店整体/经济型/中高端同店 RevPAR 同比增长

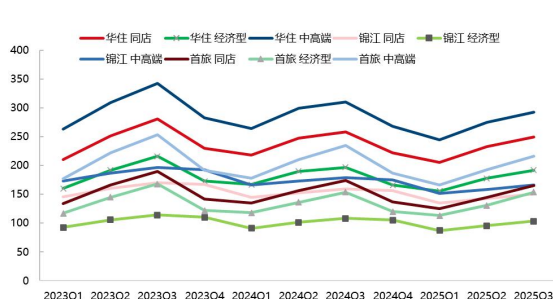
15.4%/4.1%/1.1%，门店迭代与会员流量领先背景下同店 RevPAR 表现长周期亦维持良好增长，2014Q2-2025Q2 华住同店整体/同店直营/同店加盟年均复合增长分别为 2.9%/0.7%/1.2%。

图42: vs2019 年华住、锦江、首旅、亚朵同店 RevPAR 变化



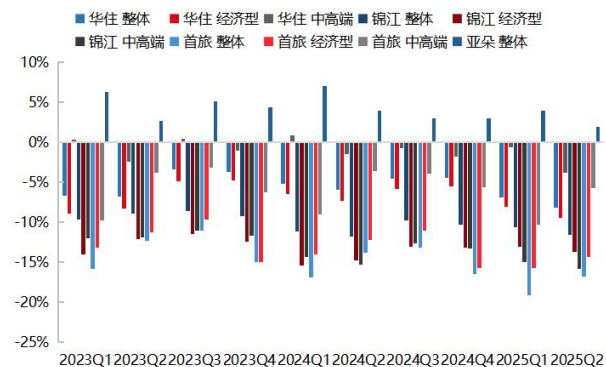
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图43: 华住、锦江、首旅、亚朵同店 RevPAR 绝对值变化



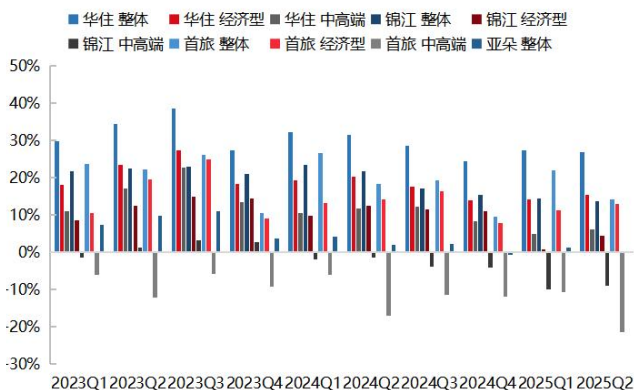
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图44: vs2019 年华住、锦江、首旅、亚朵同店 OCC 变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图45: vs2019 年华住、锦江、首旅、亚朵同店 ADR 变化

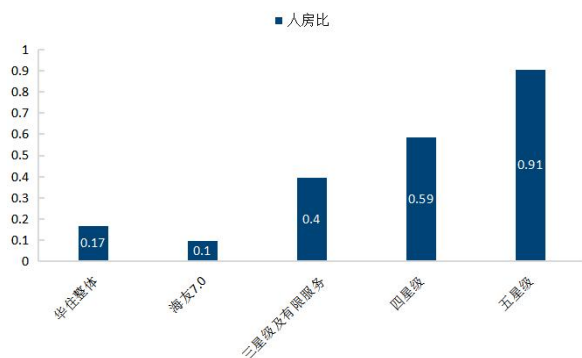


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

二是持续优化的间夜运营成本，体现为人房比、筹建与物资规模效应。一是充分提升人效。华住推出新前台模式与酒店全面 GOP 管理产品。服务端，新前台模式做到 10S 入住提升客户体验同时解放前台。运营端，酒店全面 GOP 管理产品对酒店全场景、全链条成本做数字化管控，酒店 GOP 水平行业领先。从人力方面来看，华住伙伴大会提出华住主力品牌人房比约 0.17，远低于行业水平（参考中国饭店业业务统计，2024 年中国三星级及有限服务/四星级/五星级的人房比分别为 0.40/0.59/0.91）。二是**供应链规模效应**。根据酒管财经报道，华住供应链平台“华住易购”，2024 年交易额达到 284 亿元，覆盖超过 3000 家供应商，和超过 5 万种酒店供应链产品，0 加价，2024 年以来加盟商平均成本降低超 20%。

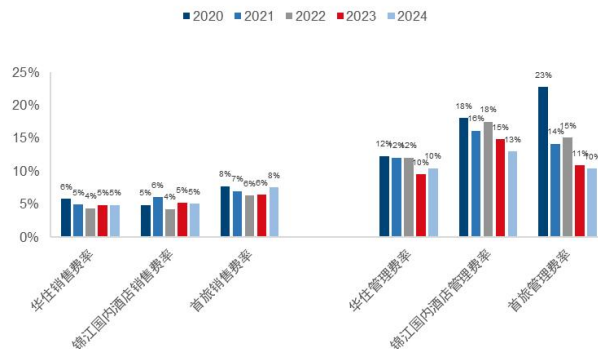
三是优化销售费用率。2019 年华住销售费率仅 4%，在行业中相对突出（2020 年后增加主要有海外影响，但剔除后估算国内仍然较低）；考虑直营店 OTA 渠道佣金主要反映在销售费用中，侧面也显示加盟店 OTA 依赖度相对更低。

图46: 华住人房比远低于行业水平



资料来源: 公司官网、厚海数据平台, 国信证券经济研究所整理
注: 三星及有限服务、四星及、五星级数据为 2024 年

图47: 各酒店集团销售费率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

估算公司经济型与中端平均回本周期平均在 4-5 年。总体而言, 下表我们以华住同店经营数据及结合财报等数据估算其经济型与中端品牌平均回本周期在 4-5 年, 其中需要说明的是酒店 RevPAR 在一个完整的投资回本周期过程中是动态变化的, 具体实际情况可能因加盟商物业所在位置等有所差异, 且租金情况也受谈判多重因素扰动, 此处仅供参考。另外若假设基准值打折, 在固定成本扰动项下对应投资回本周期明显延长(如下表所示), 因此行业门店加密过程中对老店会员流量与前端收益管理能力较为考验。

表8: 华住经济型与中端单店模型测算及假设房价与入住率仅为基准值 90%的单店模型对比

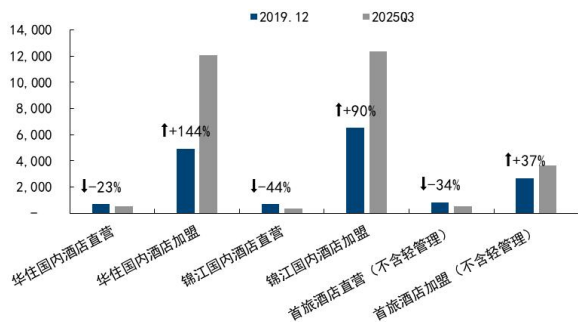
	以华住经济型与中端同店经营数据为例估算		假设左侧基准房价与入住率为下表的 110%	
	经济型	中档	经济型	中档
经营天数(天)	365	365	365	365
房价ADR(元/间夜)	217	351	197	319
入住率OCC(%)	83%	81%	75%	74%
RevPAR(元/间夜)	180	285	149	235
房间数(间)	80	100	80	100
收入总计(万元)	548	1,094	453	904
营业税金及附加	11	22	9	18
租金	175	307	175	307
人工	98	157	98	157
折旧摊销	61	123	61	123
可变运营成本	64	186	53	154
加盟费与渠道费用	64	131	54	109
税前利润	85	190	11	54
所得税	21	47	3	14
净利润	64	142	9	41
净现金流	125	266	70	164
前期一次性投入	612	1,235	612	1,235
回收期(年)	4.90	4.64	8.77	7.52

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理估算

强规模：门店增速相对领先，份额持续扩张

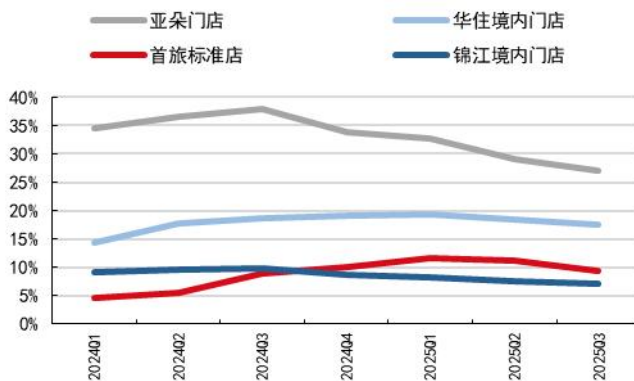
更快的开店速度：结合前文和下图，华住近几年持续保持较快规模扩张，2025Q3 其加盟酒店较 2019 年底增长 144%，在酒店龙头中仅次于亚朵（品牌发展阶段不同），领先其他龙头。

图48：酒店龙头规模扩张：华住加盟店增速领先



资料来源：公司官网及公告，国信证券经济研究所整理

图49：酒店龙头门店同比增速



资料来源：公司官网，环球旅讯，国信证券经济研究所整理

综合来看，华住自创立以来重新定义国内酒店行业，已跑通一条中国特色有限服务酒店创新飞轮：高效组织执行力→强产品，经济型到中高端高效迭代，汉庭逆势成长、全季中端领先、桔子错位发展，高辨识度品牌满足差异化客群需求→强流量，会员规模突破 3 亿居行业首位，中央预订占比超 60%叠加大数据强化系统性收益管理，部分高市占率区域拥有价格话语权→强回报，同店 RevPAR 领先同业 30-80%，中低端酒店人房比 0.17，供应链支撑降本提效，优良回本周期驱动加盟商投资意愿→最终形成强规模，2025 年以来加盟门店增速维持 15-20%，持续领跑行业。

成长展望：三段式价值重估叙事

展望后续，华住成长性一是来自供给结构性改革助推连锁化率提升，效率为先背景下经济型与中端成熟模型市占率稳步提升。二是中高端探索带来的单房收入成长空间以及由此形成的高中低全覆盖的龙头酒店管理集团盈利中枢向上；三是对标海外轻资产强现金流模型下的长周期稳定价值增长。我们认为华住正在从阶段一向阶段二三发展，而短期行业供需错配反而为行业向头部集中提供机遇，我们真正看好的是龙头在长期供给结构性改革及模式升级中的三段式价值重估演绎。

门店增量：率先搭建属地化组织，中低端成熟模型深耕下沉利器

中低定位的酒店，价格逻辑主导，故核心在于效率最优。大众消费者核心关注性价比，价格优先，会员流量的忠诚建立在足够的门店网络选择和相应的性价比持续匹配基础上。因此酒店品牌核心追求规模效率最优。

背靠强大组织：精益增长战略转型，华住率先推动属地化组织改革。2021年年度业绩会上，创始人表示华住将从‘超大规模增长’战略转型为基于合格门店的‘精益增长’战略。2022年起华住集团在借鉴2021年新设立的华南和华西总部经验基础上进一步深耕区域发展，因城制宜成立华北、华西、华南、华东、华中、东北六大区域公司，将管理架构由事业部垂直管理升级为区域公司管理，将经济型及中档品牌的组织架构由以品牌事业部为主导转变为以区域总部为主导；6个区域CEO直接向华住集团CEO金辉汇报。此后其他酒店龙头也相继调整为区域模式。

表9：华住经济型与中端品牌加盟收费情况

	经济型		中端	
	汉庭/你好/宜必思	海友	全季/桔子	星程
加盟期限	10年	10年	10年	10年
一次性首次加盟费	2800元/间（不低于18万）	2000元/间（不低于10万）	北上广深4000元/间，杭州南京成都厦门苏州3500元/间，其他3000元/间	2800元/间（不低于18万）
保证金	10万元	3万元	10万元	10万元
工程筹备保证金	2万元（正式营业后冲抵加盟管理费）	/	2万元（正式营业后冲抵加盟管理费）	2万元（正式营业后冲抵加盟管理费）
工程筹备费	2万元	2万元（翻牌项目1万）	5万元	2万元
PMS等安装费	初装费2000元，华掌柜2.5万元/台	/	初装费2000元（桔子5000），华掌柜2.5万元/台	初装费2000元，华掌柜2.5万元/台
设计费	新店筹建12-14万元	/	/	2万元
持续加盟费	/	/	/	/
加盟管理费	每月营业总收入*5%	每月营业总收入*5%	每月营业总收入*5%	每月营业总收入*5%
中央预订系统(CRS)费	8%，APP15分钟免收费，收费上限为总营收*3.5%	/	8%，APP15分钟免收费，收费上限为总营收*3.5%（桔子新增钟点房CRS8%）	8%，APP15分钟免收费，收费上限为总营收*3.5%
PMS等维护费	800/月	/	800/月	800/月
易系列收费	2500元/月	/	2500元/月	2500元/月
房间数量假设	80	60	100	80
初始加盟投资估算（万元）	52	17	55	41
装修投资估算（万元）	560	339	1180	760
初始开支估算（万元）	612	356	1235	801

资料来源：公司公告，华住加盟官网，国信证券经济研究所整理

华南布局初现成效，龙头平台赋能与属地化能力推动供给结构性改革。组织优化后的效果上来看，参考环球旅讯报道，2022年末，华住在广东深圳、广州与广西南宁合计在营门店不到200家（vs同期在上海有超700家酒店、北京超600家，杭州、南京近300家），2025年10月其在三大城市布局已超360家（携程网），增速快于整体。如下图所示，华住主力品牌在华南、西南及下沉市场均仍有提升空间，下沉市场与异地扩张比较考验龙头在地能力与平台赋能，华住数字化基因

打造超级平台形成较强执行力：持续打磨的产品、强大直销渠道（华住平均 CRS 占比达 65%，尽管相比于商旅集中的高线城市，下沉市场物业更分散，休闲旅游需求占比高于高线城市，预计对 CRS 有一定稀释作用，公司鼓励店长拓展周边企业签约）、规模效应下的供应链平台、属地化组织有望对运营与扩张形成支撑。

图50: 华住在不同区域与不同等级城市每商圈平均数量

每个商圈平均酒店数量	汉庭	海友	宜必思	你好	全季	桔子	宜必思尚品	星程
一线	4.8	1.7	0.2	0.2	5.1	1.7	0.0	0.3
新一线	2.6	0.5	0.2	0.3	2.6	0.8	0.1	0.4
二线	1.7	0.2	0.1	0.2	1.3	0.4	0.1	0.2
三线	1.5	0.2	0.1	0.2	1.1	0.3	0.0	0.3
四线	1.0	0.1	0.0	0.1	0.6	0.2	0.0	0.2
五线	1.0	0.1	0.1	0.1	0.6	0.1	0.0	0.3
华东地区	2.2	0.3	0.1	0.3	1.9	0.5	0.1	0.2
华南地区	0.5	0.0	0.0	0.0	0.8	0.2	0.0	0.1
华北地区	2.4	0.6	0.1	0.2	1.6	0.6	0.0	0.4
华中地区	2.4	0.3	0.1	0.5	1.8	0.5	0.0	0.5
东北地区	1.2	0.1	0.1	0.1	0.6	0.2	0.0	0.1
西南地区	0.8	0.1	0.1	0.1	0.9	0.2	0.0	0.1
西北地区	2.4	0.5	0.3	0.2	2.0	0.6	0.1	1.1

资料来源：携程网，第一财经，国信证券经济研究所整理

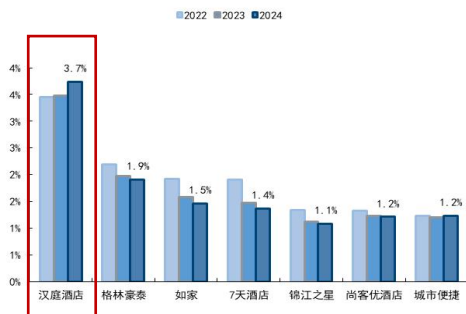
图51: 华住在不同区域与不同等级城市每商圈最大数量

每个商圈最大酒店数量	汉庭	海友	宜必思	你好	全季	桔子	宜必思尚品	星程
一线	8.8	3.3	0.3	0.4	9.3	3.9	0.1	0.6
新一线	4.9	1.1	0.5	1.7	4.5	1.6	0.2	1.3
二线	4.2	1.4	0.3	1.2	2.8	1.1	0.6	1.4
三线	8.0	1.0	1.0	1.0	4.0	1.5	0.5	2.0
四线	8.5	1.2	0.5	1.0	3.0	2.0	0.2	2.0
五线	7.0	2.0	2.0	1.0	2.3	1.3	1.0	3.0
华东地区	8.8	3.0	0.4	1.2	9.3	1.9	0.6	1.4
华南地区	1.6	0.3	0.1	0.3	2.9	1.5	0.1	0.3
华北地区	7.2	3.3	0.5	1.0	6.5	3.9	0.3	2.0
华中地区	8.0	1.4	0.5	1.7	4.2	1.3	0.2	2.0
东北地区	2.5	0.5	0.3	0.5	1.4	0.5	0.1	1.0
西南地区	2.1	0.5	0.5	0.6	3.2	0.9	1.0	1.0
西北地区	8.5	2.0	2.0	2.5	4.0	1.0	0.5	3.5

资料来源：携程网，第一财经，国信证券经济研究所整理

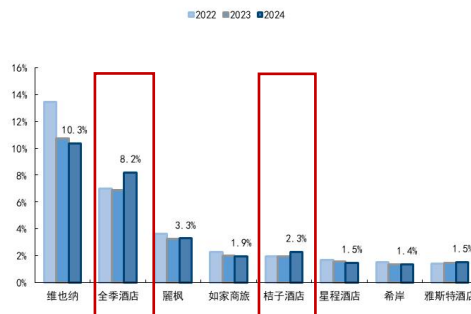
经济型与中端市效率为王，品牌组合辨识度提升满足差异化需求，华住占率与竞对逐步拉开差异。如下图所示，华住中端与经济型品牌市占率持续提升，如前文所提在“强产品、强流量、强回报、强规模”华住特色飞轮效应带动下华住大众酒店供给逐步与竞对拉开差距，且差异化品牌定位逐步明确，如汉庭主打 14 亿国民高性价比首选，桔子主打健康、活力、阳光面向年轻与家庭休闲游客群，你好主打中国新青年首选等，经济型中端通过更有辨识度的品牌差异实现协同发展。

图52: 经济型品牌市占率变化（按房间量计算）



资料来源：中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

图53: 中档品牌市占率变化（按房间量计算）



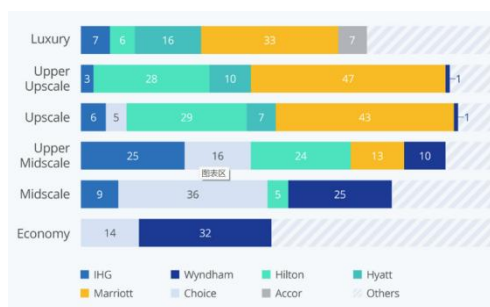
资料来源：中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

图54: 华住中端与经济型品牌矩阵



资料来源：携程网，第一财经，国信证券经济研究所整理

图55: 美国不同档次连锁酒店中龙头集中度情况



资料来源：Skift，国信证券经济研究所整理

长期参考海外头部集团更为集中，预期 2030 年华住中低端门店有望扩张至 1.8 万家。参考海外连锁酒店经济型与中端市占率情况，经济型一家独大、中端两家集团占据主导份额，效率为王有望支撑市占率提升，其中 TOP1 中端与经济型在连锁酒店中份额分别达到 32%、36%。基于华住飞轮效应跑通与多品牌扩张战略，我们假设公司市占率稳步提升，测算华住经济型与中端门店扩张如下，2030 年预计中端、经济型在连锁酒店市占率分别有望提升至 26%、17%，总计达到 1.8 万家。

表10: 华住集团经济型与中端酒店预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
经济型酒店									
门店	4948	4984	5489	6054	6623	7106	7600	7999	8287
yoy	3.4%	0.7%	10.1%	10.3%	9.4%	7.3%	6.9%	5.3%	3.6%
房量	38.9	40.8	45.0	49.2	53.5	57.1	60.7	63.5	65.3
yoy	0.4%	4.7%	10.3%	9.5%	8.7%	6.6%	6.3%	4.6%	2.9%
市占率	4.7%	4.5%	4.7%	4.9%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%	5.4%
连锁市占率	15.4%	13.7%	15.6%	16.0%	16.3%	16.5%	16.7%	16.8%	16.8%
中档酒店									
门店	2898	3543	4547	5564	6548	7527	8468	9313	10090
yoy	18.3%	22.3%	28.3%	22.4%	17.7%	15.0%	12.5%	10.0%	8.3%
房量	31.7	38.0	48.5	59.3	69.5	79.6	89.3	97.8	105.5
yoy	16.8%	19.7%	27.7%	22.4%	17.2%	14.5%	12.1%	9.6%	7.9%
市占率	11.1%	10.7%	12.2%	13.3%	14.2%	14.9%	15.5%	15.9%	16.2%
连锁市占率	20.5%	19.5%	22.0%	23.3%	24.2%	25.0%	25.6%	26.0%	26.3%

资料来源：公司公告，携程网，国信证券经济研究所整理（注：考虑 2024 年海外 DH 占经济型与中档不到 0.1%，此处未单独拆分）

品牌进阶：中高端何以突破？打造“体验-效率”最优平衡

中高端投资回报更注重差异化产品与体验溢价及效率的均衡。出行消费尤其中高端出行消费“二八”特征明显，需要通过差异化产品与服务强化消费粘性。不同于中低端成本效率为王，中高端酒店配套设施上投资规模更大、单房造价方差大，如下表所示各品牌单房造价一般在 13-20 万不等；因此如何打造产品与服务体验并平衡投资与运营成本，获得产品溢价，是实现良好回报效率的关键。

图56: 国内部分代表中高端酒店品牌单房造价情况估算一览

亚朵	亚朵 3.6	14 万/间
	亚朵 4.0	14.5 万/间
华住	城际	15-20 万/间
	桔子水晶	14.5-15.5 万/间
	美居	15-17 万/间
首旅	逸扉	18-22 万/间
	璞隐	12-14 万/间
锦江	希尔顿欢朋	15-20 万/间
	维也纳国际	12-17 万/间
	锦江都城	13.5 万/间

资料来源：各公司官网，环球旅讯，迈点，空间密探，次方点评，国信证券经济研究所整理

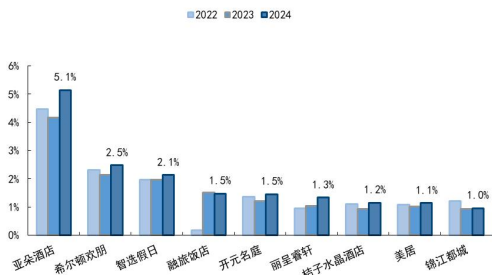
图57: 不同档次酒店单房造价



资料来源：次方点评，国信证券经济研究所整理

消费者需求细分下有望跑出多个头部中高端品牌。按照 2024 年末酒店房量排序的品牌情况：以亚朵酒店为代表的本土中高端品牌崛起，与国际品牌、中外合作运营品牌竞争共存。亚朵酒店已迈入“千店”行列，处于行业领先地位；桔子水晶、美居等本土品牌快速拓展。外资或中外合作的希尔顿欢朋、智选假日市占率稳定提升。结合图 55，美国连锁中高端 TOP 市占率最高但相比于经济型与中端单一集团市占率也更为分散，我们认为伴随档次越高对应消费者需求越细分，也给了不同玩家跑出来的机遇。

图 58: 中高端品牌市占率变化



资料来源：中国饭店业协会，国信证券经济研究所整理

图 59: 华住中高端品牌矩阵



资料来源：中国饭店业协会，国信证券经济研究所整理

来自亚朵的启示，围绕经营人群，从住宿到零售差异化体验成就中高端品牌集团。亚朵成立于 2013 年，早期通过与网易云音乐、知乎等 IP 合作，将酒店转化为生活方式载体，精准捕捉到新生代客群对情绪价值与身份认同的需求；后期以用户体验为核心，通过“峰终定律”设计 17 个触点将服务产品化，在牺牲部分效率（人房比更高）的前提下，构建 40-50 项分级服务体系（基础服务、会员个性化），实现更高的产品溢价，并从酒店延伸至深睡零售，持续强化品牌心智；组织上建立会员反馈-总部迭代-门店落地的闭环机制，巩固中高端龙头地位。

图 60: 来自亚朵中高端发展的启示-运营指标



资料来源：迈点研究院，国信证券经济研究所整理

表 11: 华住、亚朵中高端门店数量与市占率

	2021	2022	2023	2024	2025Q3
华住中高端					
门店 (家)	454	538	704	935	1,151
yoy		18.5%	30.9%	32.8%	32.9%
房量 (万间)	6.7	7.5	9.9	12.6	15
yoy		12.5%	30.5%	28.1%	26.7%
市占率	3.5%	3.9%	3.9%	4.7%	
连锁市占率	9.3%	9.6%	9.0%	10.5%	
储备店 (家)	264	286	397	526	530

亚朵					
门店（家）	745	932	1210	1619	1948
yoy	30.7%	25.1%	29.8%	33.8%	27.1%
房量（万间）	8.7	10.8	13.8	18.3	21.9
yoy	30.1%	24.6%	27.7%	32.8%	25.2%
市占率	4.5%	5.5%	5.4%	6.8%	
连锁市占率	12.2%	15.0%	17.5%	16.7%	
储备店（家）			617	741	754

资料来源：公司公告，中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

不同于亚朵品牌集团的发展思路，华住更多聚焦酒店管理集团龙头，从经济型到中端，当前中高端正在逐步蓄势阶段。华住在中高端领域属于后发者，2021年才报表首次单独拆分中高端门店（此前合并为中端及以上），当前初步形成多元产品矩阵，合计门店数与亚朵2023年水平相近，但单一品牌规模尚有限。参考前文我们对于华住在中低端领域一骑绝尘的成长逻辑论述，我们认为目前华住中高端布局正在逐步蓄势阶段，下文将从飞轮起点（管理→产品→会员）分别讨论：

管理层面：独立事业部主导，桔子系曾经负责人任中高端事业群 CEO，差异化能力与效率基因兼备。华住中高端业务目前仍维持品牌事业部独立运作模式，区别于中低端的区域分公司制，此举意在强化品牌调性塑造与垂直精细化管理。现任中高端事业群 CEO 曹娟从汉庭店长起步，后任漫心事业部 CEO，并成功操盘桔子与桔子水晶品牌，从起初一店一设计的设计师调性极具特色，到后续通过产品迭代在展现品牌风格的同时降低单房造价、优化人房比、中央预订提效提升产品效率实现规模化扩张，7年间将桔子+水晶规模从100多家扩张至上千家，验证其兼具经济型时代的极致效率基因与中高端转型所需的品牌锐度塑造能力。

图61：华住现任中高端事业群 CEO 曹娟履历



资料来源：21世纪经济报道，国信证券经济研究所整理

图62：桔子与桔子水晶开店数量与迭代情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

产品角度：品牌矩阵初步成型，风格互补满足差异化需求，新版城际与桔子水晶表现突出。如前所述，不同于亚朵的品牌集团发展方向，华住从经济性到中端再到中高端打造出差异化品牌矩阵，其中中高端伴随需求多元品牌相对更丰富。目前通过“自主孵化+品牌并购+国际合作”构建起多元品牌矩阵，如收购桔子水晶、引入DH旗下城际并本土化打造、通过与雅高合作引入美居、2025年推出聚焦东方美学的“全季大观”进一步补位，初步形成覆盖商务、生活方式、度假等多场景的品牌集群。截至2025Q3末华住中国在营中高档酒店达1151家，公司本身中高端资源投入的起步期更晚，各品牌仍处于规模积累的初级阶段，单一品牌门店数多则200-300家，少则百家左右。其中城际、桔子水晶市场认可度逐步提升，城际2025Q2RevPAR提升至约370元（亚朵同期为343），已经体现一定溢价能力。

表12: 华住中高端品牌矩阵

	门店数量 (截止 2025Q3 末)	平均房量 (截止 2025Q3 末)	待开业数量 (截止 2025Q3 末)	主打风格	单房造价	房间要求
城际	142 (境内 86 家)	164	116 (境内 111 家)	德系精英	15-20 万/间	150 间以上
桔子水晶	310	125	111	摩登都市	14.5-15.5 万/间	80 间以上
全季大观	暂无	暂无	1	中式雅韵	暂无	暂无
美居酒店	220	151	88	法式活力	15-17 万/间	125 间以上
漫心酒店	197	93	51	城市美学	13.8 万/间, 漫心府 16-20 万/间	100 间以上, 漫心府 60 间以上
美仑酒店	193	115	127	存量焕新	15-16 万/间, 改造店 1 万/间起	100 间以上
诺富特酒店	43	205	23	欧系风格	25-28 万/间	150 间以上
CitiGO 欢阁酒店	35	145	3	年轻生活方式	14 万/间	80 间以上

资料来源: 公司公告, 华住加盟官网, 国信证券经济研究所整理

表13: 华住中高端品牌收费标准

	桔子水晶	城际	美居	漫心	美仑	诺富特	citigo 欢阁
加盟期限	10 年	10 年	10 年	10 年	10 年	10 年	10 年
一次性首次加盟费	5000 元/间 (不低于 30 万)	50 万	50 万	4000 元/间 (不低于 20 万)	40 万	60 万	4000 元/间 (不低于 20 万)
保证金	10 万元	10 万元	10 万元	10 万元	10 万元	/	10 万元
工程筹备保证金	2 万元 (正式营业后冲抵加盟管理/理费)	/	/	2 万元 (正式营业后冲抵加盟管理/理费)	/	/	2 万元 (正式营业后冲抵加盟管理/理费)
工程筹备费	6 万元	/	/	5 万元	/	/	5 万元
PMS 等安装费	初装费 5000 元, 华掌柜 2.5 万元/台; pos 初装费 5000-10000 元; S&C 初装费 1 万	初装费 5000 元, 华掌柜 2.5 万元/台; pos 初装费 5000-10000 元; S&C 初装费 1 万	初装费 2 万元; pos 初装费 5000-10000 元	初装费 2000 元, 华掌柜 2.5 万元/台	初装费 2000 元, 华掌柜 2.5 万元/台	初装费 5000 元, 华掌柜 2.5 万元/台; pos 初装费 5000-10000 元; S&C 初装费 1 万	初装费 2000 元, 华掌柜 2.5 万元/台
培训支持费用	/	5 万	/	/	4 万	5.2 万	/
技术服务费	/	50 万, 改造 20-50 万	50 万, 改造 20-50 万	30 万	80 万, 改造 30-80 万	/	/
持续加盟费	每月营业总收入 *5%	每月营业总收入 *6.5%	每月营业总收入 *6.5%	每月营业总收入 *5%	客房与早餐收入 *5%, 其他 2%	每月营业总收入 *6.5%	/
加盟管理费	8%, APP15 分钟免收费, 收费上限为总营收 *3.5%	8%, APP15 分钟免收费, 收费上限为总营收 *3.5%	8%, APP15 分钟免收费, 收费上限为总营收 *3.5%; 海外 OTA 房价 *3.5%	8%, APP15 分钟免收费, 收费上限为总营收 *3.5%	8%, APP15 分钟免收费, 收费上限为总营收 *3.5%	8%, APP15 分钟免收费, 收费上限为总营收 *3.5%; 海外 OTA 房价 *3.5%	8%, APP15 分钟免收费, 收费上限为总营收 *3.5%
中央预订系统 (CRS) 费	/	800/月; pos5000-12000/年; S&c1.2 万/年	800/月; pos5000-12000/年	/	800/月	800/月; pos5000-12000/年; S&c1.2 万/年	800/月
PMS 等维护费	800/月	3500 元/月	3500 元/月	2500 元/月	2500 元/月	3500 元/月	2500 元/月
易系列收费	2500 元/月	/	1.75 万/年	/	/	1.75 万/年	/
审计和调查费用	/	/	/	/	/	/	/
VSSL/ANNIS 销售平台费	/	/	/	/	/	2 万/年	/
房间数量假设	120	150	150	100	120	200	150
初始加盟投资估算 (万元)	81	120	113	60	83	155	80
装修投资估算 (万元)	1800	2700	2400	1400	1800	5000	2100
初始开支估算 (万元)	1881	2820	2513	1460	1883	5155	2180

资料来源: 公司公告, 华住加盟官网, 国信证券经济研究所整理

流量角度: 中高端客群基础是支撑溢价关键, 内部升级外部导流获客, 差异化产品与权益留客。过往华住会员基本盘以大众消费客群为主, 会员权益体系以折扣为主导; 布局中高端一方面逐步承接原有升级的大众基础客群, 同时也在积极通过企业直签、外部导流 (比如与滴滴等级互换) 吸引客群。后续来看, 若进一步打通商旅用户消费场景的会员合作, 通过现有多产品承接, 同时针对这部分中高端用户精细化会员等级, 并采取更差异化特色化会员权益方式, 从获客实现留客。则有望助力产品在同商圈获得更进一步的产品溢价, 提升品牌投资回本效率。

图63: 滴滴与华住会等级匹配

权益对象	权益内容
V3	银会员
V4	银会员
V5	金会员
V6	金会员
V7	铂金会员+升房券1张
V8	铂金会员+升房券1张

一、活动时间
本活动自2025年1月22日12点开始-2025年12月31日23点59分结束。活动名额有限, 报完即止。

二、参与方式
活动期间, 华住会个人会员登录华住会客户端, 进入活动页面, 根据页面提示操作即可将会员注册成为滴滴出行会员。

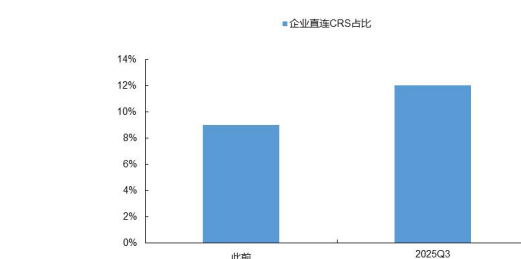
1. 匹配规则

- 华住会银会员可匹配领取滴滴出行V3会员, 活动期间发放不限量;
- 华住会金会员可匹配领取滴滴出行V6会员, 活动期间发放不限量;
- 华住会铂金会员可匹配领取滴滴出行V7会员, 活动期间每日限量1000张, 若限量V7会员发放完毕, 则符合领取该等级会员卡条件的会员可领取滴滴出行V6会员;

*请注意, 若V7会员发放完毕, 会员选择领取V6会员后, 需至V6会员有效期到期后才可再次领取

资料来源: 滴滴 APP, 华住会 APP, 国信证券经济研究所整理

图64: 华住企业直连客户 CRS 占比



资料来源: 华住会 APP, 国信证券经济研究所整理

表14: 华住与亚朵会员权益对比

亚朵	房价折扣	消费积分	优惠券	预订保留	延时退房	房型升级	早餐券	欢迎水果/夜宵	邀请特权	生日礼	洗衣取送	专属管家	亚朵锦囊	房间定制	专属拖鞋
-	折	1元积分	优惠/折扣/满赠券	入住当晚	张/年	张/年	张/年	-	金元宝	-	免费	-	份	次数	张/年
普卡	9.2折	1分	130元/-/-	19点	0	0	0	×	×	×	×	×	0	×	×
银卡	8.8折	1分	130元/1.5%/-	19点	8, 14点	0	0	×	×	×	×	×	1	×	×
金卡	8.8折	1分	390元/2.5%/-	20点	28, 14点	1	38	√	5银	优惠券	×	×	2	×	×
铂金	8.5折	1分	400元/3.5%/-	21点	120, 14点	40	80	√	3金	优惠券	√	×	3	1	40
黑金	8折	2分	680元/5%/500元	21点	130, 18点	50	90	√	7金	免房券	√	√	6	10	50

华住	房价折扣	消费积分/全积分兑房/积分加速	优惠券	预订保留	延时退房	房型升级	免费早餐	降价/订贵保障	邀请特权	生日礼	免费送洗	客服专线	充电宝
-	折	-	-	入住当晚	-	免费升房/超级升房	份/间夜	-	-	-	次/年	-	次/月
普卡	9.8折	1倍/-/-	0	18点	x	0	0	√/2倍	x	优惠券	0	x	1
银卡	9.2折	2倍/-/6倍	0	19点	13点	0	0	√/2倍	2银	优惠券	0	x	2
金卡	8.8折	2.5倍/7折起/9倍	50元	20点	14点	0	1	√/2倍	3银3金	优惠券	12	x	3
铂金	8.5折	2.5倍/5折起/12倍	110元	20点	14点	36/12次	2	√/3倍	6银6金	优惠券	24	优先接听	4

资料来源: 亚朵、华住 APP, 国信证券经济研究所整理

综合来看, 参考亚朵门店数量突破 1200 家后的良好扩张态势, 我们预计伴随华住在管理上倾斜、产品逐步验证, 以及流量飞轮蓄势期, 中高端市占率有望逐步提升, 2030 年接近 3000 家门店, 具体预测如下:

表15: 华住中高端及以上酒店数量预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中高端酒店									
门店	538	704	935	1207	1517	1845	2212	2572	2980
yoy	18.5%	30.9%	32.8%	29.1%	25.7%	21.6%	19.9%	16.3%	15.9%
房量	7.5	9.9	12.6	15.9	19.7	23.6	27.9	31.9	36.4
yoy	12.5%	30.5%	28.1%	26.3%	23.8%	19.7%	18.0%	14.4%	14.0%
市占率	3.9%	3.9%	4.7%	5.5%	6.4%	7.2%	8.0%	8.7%	9.4%
连锁市占率	9.6%	9.0%	10.5%	11.7%	12.9%	14.0%	15.0%	15.9%	16.8%
高档及以上酒店									
门店	159	163	176	183	190	198	204	210	216
yoy	13.6%	2.5%	8.0%	3.8%	4.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%
房量	2.8	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4
yoy	2.5%	-3.1%	3.4%	4.1%	4.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%
市占率	2.5%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
连锁市占率	4.1%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

中线若公司中高端酒店突破，则有望打开单房收入与盈利中枢。中高端对应更高的产品溢价，单店 RevPAR 更高，同时首次与持续加盟费率等收费水平更高，估算华住现有中高端产品单房对应年度加盟收入约 140-210 万元，相比经济型、中端分别约 54、98 万元约为 1.5-3 倍；更高的前端收费预计对应更高的盈利水平，因此若后续中高端进一步突破则公司单房收入与盈利中枢有望进一步打开；同时参考 2017-2019 年华住中端验证期估值跃升，尽管宏观环境今夕有别，但预计新模式验证仍有望对估值形成向上拉动。

表16: 华住不同档次酒店年均收入情况估算假设

	经济型	中档	中高端 1	中高端 2	中高端 3
每年经营天数	365	365	365	365	365
房价 ADR (元/间夜)	217	351	500	500	500
入住率 OCC (%)	83%	81%	70%	70%	70%
RevPAR (元/间夜)	180	285	350	350	350
房间数 (间)	80	100	120	150	150
单位: 万元					
总流水估算	526	1039	1533	1916	1916
基本加盟费估算	26	52	77	125	125
CRS 预定费估算	18	36	54	67	67
系统维护费等估算	4	4	4	7	6
持续加盟费用估算	49	92	134	198	197
首次加盟费分摊	5	5	8	12	11
每年收入贡献估算	54	98	142	210	209

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

估算 2030 年利润空间接近 80 亿元体量。我们根据上述公司 2030 年门店估算情况, 按照 2025 年各档次同店经营情况, 大体测算中线潜在加盟收入贡献与利润情况, 预计 70 亿+利润空间, 结合海外与直营店贡献预计接近 80 亿体量; 实际情况仍需结合行业供需发展趋势及公司执行力情况来判断, 此处测算仅供参考。

表17: 华住远期利润空间估算 (仅供参考)

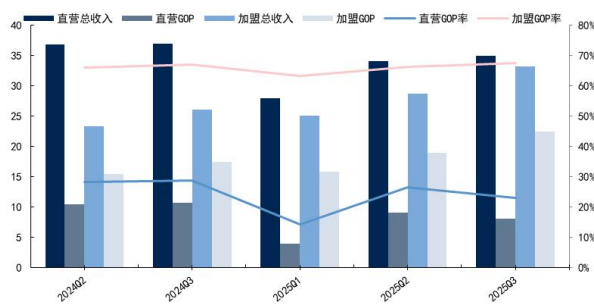
	经济型	中端	中高端	合计
远期酒店数量估算 (家)	8,287	10,090	2,980	
远期房间量估算 (万间)	65	106	36	
单房间年度加盟收入贡献	0.67	0.98	1.56	
加盟收入贡献估算 (亿元)	44	103	57	204
店长工资估算 (亿元)	18	22	7	47
加盟收入 (亿元)		251	加盟净利润 (亿元)	75

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

模式重估: 海外对标, 长久期轻资产现金流模型享估值溢价

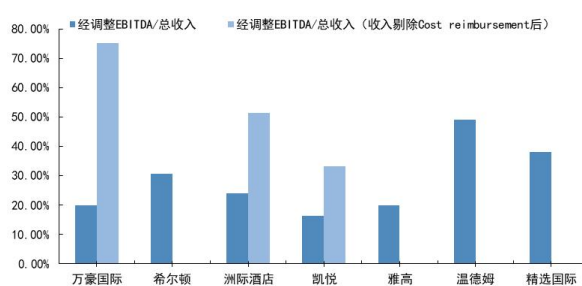
轻资产化逐步推进, 参考海外盈利中枢与现金流有望稳定增长。参考国际酒店集团发展路径, 万豪、希尔顿等全球巨头通过数十年轻资产化沉淀, 直营店占比已降至 1-2%水平, 对应经调整 EBITDA 长期维持在 20%-50%区间, 若剔除成本报销部分则万豪、洲际能达到 75%、51%的利润率水平。通过将固定资产转化为品牌、管理及流量输出能力, 实现更高经营杠杆与现金转化率。聚焦华住, 公司持续推进轻资产战略, 2025Q3 末境内管理加盟及特许经营酒店占比达 92%, 直营店占比仅 8%。其中 2025Q3 管理加盟及特许经营收入同比增长 27%, 经营性 GOP 率实现 67% (vs 直营收入同比下降 6%, 经营性 GOP 率为 23%), 后续盈利中枢有望持续改善。

图65: 直营/加盟店收入与GDP



资料来源: 公司公告、公司官网, 国信证券经济研究所整理

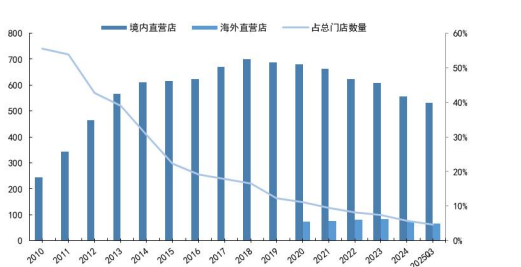
图66: 海外酒店经调整 EBITDA 率



资料来源: 公司公告、公司官网, 国信证券经济研究所整理

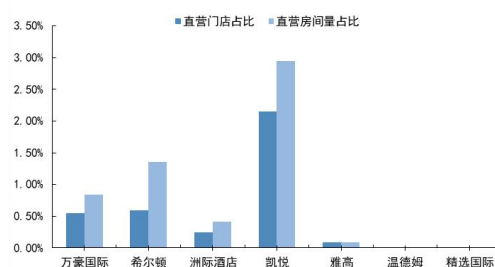
海外业务重组, 门店结构优化, 有望缓解业绩拖累。华住 2019 年末收购德意志酒店集团, 期间碰到疫情整合渐进; 2022-2024 年公司对 DH 品牌计提 1.67/1.60/3.91 亿元, 伴随通过物业出售回租、加盟转化等方式"由重转轻", 后续业绩拖累有望逐步缓解; 2020-2024 年 DH 分部经调净利润分别为 -13.5/-6.18/-4.01/-2.84/-5.05 亿元。

图67: 华住直营店门店数量及占比



资料来源: 公司公告、公司官网, 国信证券经济研究所整理

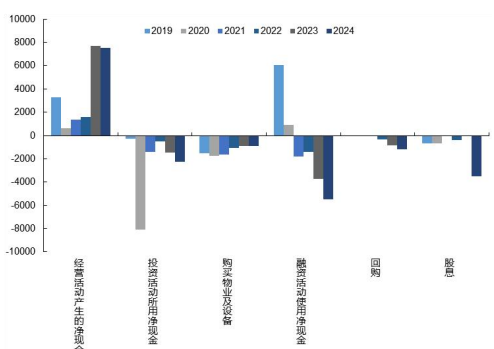
图68: 国际酒店集团直营店占比



资料来源: 公司公告、公司官网, 国信证券经济研究所整理

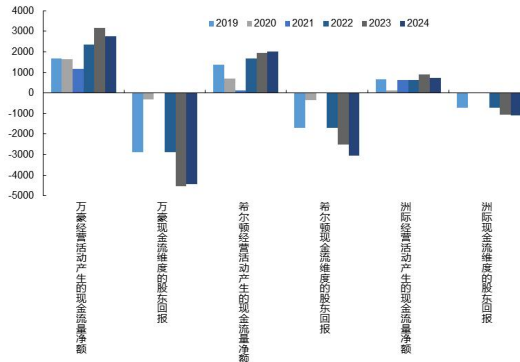
长周期稳定现金流下股东回报有望持续性增强。酒店行业龙头公司主要业绩增长来自轻资产门店扩张, 头部玩家龙头地位稳固; 由此也给予现金流稳定增长提供基础, 海外公司成熟期股东回报均相对积极, 股息率普遍在 5-6%; 华住集团 2024 年推出 3 年最高可达 20 亿美元的股东回报计划, 对应股息率(回购+分红)股权也提升至 5%+。

图69: 华住经营现金流变化(单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、公司官网, 国信证券经济研究所整理

图70: 万豪、洲际、希尔顿现金流变化(单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告、公司官网, 国信证券经济研究所整理

表18: 国内外酒店龙头股东回报率

名称公司	回购/股息计划	2024 股东回报 (百万美元)	总市值-20241231 (百万美元)	2024 年回报率
华住集团-S	3 年累计最高 20 亿美元股东回报	767	10,753	7.1%
亚朵	分红+回购以前一年度 GAAP 净利润 100% 为基准	/	3,700	/
万豪国际	约 40 亿美元回报计划, 目前已完成 12 亿美元+25Q1 每股普通股 0.67 美元的季度现金股息	4400	77,516	5.7%
希尔顿酒店	2025 年增加 35 亿美元的普通股回购计划, 总授权额度将近 48 亿美元	3043	60,253	5.1%
洲际酒店集团	11 亿美元回报额度 (8 亿回购+2.59 亿股息)	1059	19,796	5.3%

资料来源: 公司公告、公司官网, 国信证券经济研究所整理

总体而言, 我们认为华住代表国内酒店标杆正迎来价值重构进行时: 1) 门店扩张: 率先推行属地化组织改革, 六大区赋能大众酒店成熟模型下沉, 预测 2030 年经济型+中端门店达 1.8 万家, 市占率领先; 2) 品牌升级: 中高端正站在“管理-产品-会员”飞轮蓄力期, 事业部 CEO 曾操盘桔子系转型从 100 家扩至千家, 兼具效率与品牌锐度; 多品牌战略桔子水晶、城际初显成效, 全季大观给予期待; 流量端企业直连、外部合作导流, 权益分层有更多设计空间; 估算中高端单店年收费 140-210 万 (为中低端 1.5-3 倍), 若突破则有望抬升盈利与估值中枢, 预计 2030 年中高端近 3000 家, 届时集团利润空间近 80 亿体量。3) 模式进阶: 对标海外酒店轻资产模型, 长久期稳现金流支撑 5%+ 股东回报, 有望享估值溢价。

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

门店数量：结合上文测算，我们预计华住 2025-2027 年经济型、中端、中高端、高端及以上酒店规模分别为 6054/6623/7106 家、5564/6548/7527、1207/1517/1845 家、183/190/198 家，总体上来看预计华住酒店规模分别为 13008/14878/16676 家，对应门店增速分别为 16.7%/14.4%/12.1%。其中伴随轻资产战略推进，预计国内直营房量占比分别为 6%/5%/4%，DH 直营房量分别占比 52%/47%/43%。

RevPAR：结合前述，国内 RevPAR 受行业供需关系影响，伴随龙头逐步采取更平衡的定价策略以及本身供需再平衡整体趋势有望逐步向好；同时在公司中高端占比天恒预计 2025-2027 年公司国内 RevPAR 同比分别-1.2%/+0.5%/+0.9%。

收入：综合来看预计 2025-2027 年公司国内收入分别增长 8.5%/8.6%/8.4%，DH 收入分别-7.4%/-8.3%/-6.3%。

表19：华住集团业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
门店规模(家)	8543	9394	11147	13008	14878	16676
YOY	9.1%	10.0%	18.7%	16.7%	14.4%	12.1%
客房间量(万间)	81	91	109	127	146	163
YOY	7.5%	12.7%	19.3%	17.0%	14.5%	12.1%
Legacy-HUAZHU						
门店规模(家)	8411	9263	11025	12886	14754	16550
客房间量(万间)	78	89	106	125	143	161
直营占比	11%	10%	8%	6%	5%	4%
加盟占比	89%	90%	92%	94%	95%	96%
OCC	67%	81%	81%	81%	81%	81%
ADR(元/间)	236	299	289	287	287	289
RevPAR(元/间)	157	242	235	232	233	235
直营收入(亿元)	60.6	95.2	91.5	84.1	76.7	69.8
加盟收入(亿元)	43.2	76.0	93.9	116.7	140.9	165.9
其他收入(亿元)	2.7	3.2	4.9	5.6	6.5	7.3
总收入(亿元)	106.6	174.4	190.2	206.5	224.1	243.1
YOY	-5.3%	63.7%	9.1%	8.5%	8.6%	8.4%
DH						
门店规模(家)	132	131	122	122	124	126
客房间量(万间)	2.6	2.7	2.6	2.6	2.6	2.7
直营占比	58%	61%	60%	52%	47%	43%
加盟占比	42%	39%	40%	48%	53%	57%
OCC	56%	63%	66%	0%	0%	0%
ADR(欧元/间)	111	113	0	0	0	0
RevPAR(欧元/间)	62	71	76	82	84	86
直营收入(亿元)	30.9	42.7	47.0	43.4	39.3	36.5
加盟收入(亿元)	0.8	1.0	1.1	1.0	1.3	1.5
其他收入(亿元)	0.4	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
总收入(亿元)	32.1	44.4	48.7	45.1	41.3	38.8
YOY	108.5%	38.6%	9.6%	-7.4%	-8.3%	-6.3%
集团总体						
总收入(亿元)	138.6	218.8	238.9	251.5	265.5	281.8
YOY	8.4%	57.9%	9.2%	5.3%	5.5%	6.2%
酒店运营成本(亿元)	122.6	143.4	152.9	151.5	156.4	161.6
销售费用(亿元)	6.1	10.7	11.8	12.3	13.0	13.8
管理费用(亿元)	16.8	20.9	25.1	24.6	25.3	26.1

归母净利润 (亿元)	18.2	-40.9	-30.5	-47.2	-47.6	-54.1
经调整净利润 (亿元)	-13.8	35.1	37.2	44.4	51.7	58.6
%	-9.9%	16.1%	15.6%	17.7%	19.5%	20.8%
YOY	/	/	5.9%	19.4%	16.4%	13.4%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来 3 年营收 251.5 /265.5/281.8 亿元, 同比分别增长 5.3%/5.5%/6.2%, 经调整净利润 44.4/51.7/58.6 亿元, 同比分别增长 19.4%/16.4%/13.4%。

盈利预测的 2026 年敏感性分析

短期而言, RevPAR 量价变动对于公司 2026 年盈利影响较大, 我们对 OCC 与 ADR 弹性测算如下, 其中若 ADR 从-1%到 1%, OCC 从-0.6pct 到+1.4pct, 则对应经调整净利润范围为 49.6 到 53.8 亿元。

表20: RevPAR 量价变动对于公司 2026 年业绩的敏感性分析 (亿元)

经调整净利润		OCC 同比变化				
		-0.6%	-0.1%	0.4%	0.9%	1.4%
ADR 同 比变化	-2.0%	48.67	49.24	49.81	50.38	50.94
	-1.5%	49.14	49.71	50.28	50.85	51.43
	-1.0%	49.61	50.18	50.76	51.33	51.91
	-0.5%	50.08	50.66	51.23	51.81	52.39
	0.0%	50.55	51.13	51.71	52.29	52.87
	0.5%	51.02	51.60	52.19	52.77	53.35
	1.0%	51.49	52.08	52.66	53.25	53.83
	1.5%	51.96	52.55	53.14	53.73	54.32
	2.0%	52.43	53.02	53.61	54.21	54.80

资料来源: 国信证券经济研究所分析

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：40-45 元港币

未来 5 年估值假设条件见下表：

表21：公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	57.9%	9.2%	5.3%	5.5%	6.2%	6.4%	5.3%
营业成本/营业收入	65.5%	64.0%	60.8%	59.7%	58.7%	58.5%	58.3%
管理费用/营业收入	9.8%	10.8%	9.7%	9.7%	9.5%	9.5%	9.5%
销售费用/销售收入	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表22：资本成本假设

无杠杆 Beta	1	T	33.00%
无风险利率	1.50%	Ka	7.50%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.03
公司股价（元）	36.74	Ke	7.68%
发行在外股数（百万）	3105	E/(D+E)	95.73%
股票市值(E, 百万元)	114081	D/(D+E)	4.27%
债务总额(D, 百万元)	5089	WACC	7.44%
Kd	3.00%	永续增长率（10年后）	3.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，并进行敏感性分析如下，对应合理估值 43.6-48.3 元人民币，对应 40.58-45.0 元港币（汇率为 1 港币=0.932 元）。

表23：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元，人民币）

		WACC 变化				
		6.4%	6.9%	7.44%	7.9%	8.4%
永续增长率变化	4.0%	80.40	67.07	57.62	50.57	45.12
	3.5%	69.58	59.71	52.36	46.66	42.12
	3.0%	61.90	54.23	48.28	43.55	39.68
	2.5%	56.18	49.97	45.03	41.00	37.65
	2.0%	51.74	46.58	42.38	38.89	35.94

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：43-47 元港币

我们从 PEG 角度与可比公司平均估值角度对华住集团进行估值：1）华住是国内酒店领军者、中低端份额相对确定性增长，中高端逐步蓄势突破，预计未来 3 年公司盈利年复合增长 16%，叠加公司优厚股东回报（3 年 20 亿美元分红+回购），考虑到公司更快的成长性与轻资产高红利属性，PEG1.5-1.6 倍估值较合理，对应 2026 年估值约 24-26x；2）参考行业全球酒店公司情况，行业平均 PE=23 倍，考虑华住龙头地位和成长性给予其估值 24-26x 相对合理；综合上述预计公司合理市值区间为 1332-1443 亿港元，对应股价 42.9-46.5 元港币（汇率 1 港币=0.932 人民币）。

表24: 可比公司相对估值表

收入 (亿)	名称	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2024-2027CAGR	
HTHT.O	华住集团	239	252	265	282	5.3%	5.5%	6.2%	5.7%	
ATAT.O	亚朵	72	98	123	148	35.4%	25.2%	20.2%	26.8%	
600754.SH	锦江酒店	141	138	143	148	-1.8%	3.7%	3.4%	1.7%	
600258.SH	首旅酒店	78	79	82	86	1.7%	3.9%	4.3%	3.3%	
MAR.O	万豪国际	251	262	276	291	4.5%	5.1%	5.5%	5.0%	
HLT.N	希尔顿	112	120	129	140	7.0%	7.6%	8.6%	7.7%	
IHG.N	洲际酒店	49	41	43	47	-17.6%	5.3%	9.2%	-1.8%	
H.N	凯悦	66	71	74	79	7.1%	4.0%	6.5%	5.8%	
OH59.L	雅高	56	57	60	64	1.8%	5.6%	6.1%	4.5%	
WH.N	温德姆	14	14	15	16	1.8%	5.8%	6.1%	4.6%	
CHH.N	精选国际	16	16	16	17	-0.3%	1.9%	4.2%	1.9%	
经调整净利润 (亿)		2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2024-2027CAGR	
HTHT.O	华住集团	37	44	52	59	19.4%	16.4%	13.4%	16.4%	
ATAT.O	亚朵	13	17	21	26	28.4%	24.9%	21.8%	25.0%	
600754.SH	锦江酒店	9	8	11	13	-9.8%	35.0%	20.4%	13.6%	
600258.SH	首旅酒店	8	9	11	12	14.1%	15.7%	15.2%	15.0%	
MAR.O	万豪国际	27	28	30	32	4.5%	6.5%	8.1%	6.4%	
HLT.N	希尔顿	18	19	21	23	7.9%	8.3%	10.6%	8.9%	
IHG.N	洲际酒店	7	8	8	9	12.7%	7.9%	8.8%	9.8%	
H.N	凯悦	4	2	4	5	-55.2%	121.2%	22.4%	6.6%	
OH59.L	雅高	6	5	6	7	-4.5%	10.6%	13.2%	6.2%	
WH.N	温德姆	3	3	4	4	0.3%	9.1%	9.6%	6.2%	
CHH.N	精选国际	3	3	3	3	-2.5%	1.2%	3.5%	0.7%	
EPS		2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2024-2027CAGR	
HTHT.O	华住集团	1.2	1.4	1.7	1.9	19.4%	16.4%	13.4%	16.4%	
ATAT.O	亚朵	9.5	12.2	15.2	18.5	28.4%	24.9%	21.8%	25.0%	
600754.SH	锦江酒店	0.9	0.8	1.0	1.3	-9.4%	35.1%	20.2%	13.7%	
600258.SH	首旅酒店	0.7	0.8	1.0	1.1	13.9%	15.9%	15.8%	15.2%	
MAR.O	万豪国际	9.3	10.1	11.3	12.7	7.9%	12.6%	11.8%	10.8%	
HLT.N	希尔顿	7.1	8.1	9.1	10.5	13.3%	13.2%	15.2%	13.9%	
IHG.N	洲际酒店	4.3	5.0	5.7	6.4	15.8%	13.3%	12.8%	14.0%	
H.N	凯悦	3.7	1.5	3.7	4.6	-60.3%	152.4%	26.2%	8.1%	
OH59.L	雅高	2.3	2.2	2.6	2.9	-4.8%	16.6%	13.9%	8.1%	
WH.N	温德姆	4.3	4.5	5.1	5.7	5.1%	11.3%	13.0%	9.7%	
CHH.N	精选国际	6.9	7.0	7.0	7.6	1.4%	0.9%	8.5%	3.6%	
PE	总市值	2024	2025E	2026E	2027E					
HTHT.O	华住集团	1,077	29	24	21	18				
	均值		27	31	23	21				
ATAT.O	亚朵	411	31	24	20	16				
600754.SH	锦江酒店	264	29	32	24	20				
600258.SH	首旅酒店	178	22	19	17	15				
MAR.O	万豪国际	821	31	30	28	26				
HLT.N	希尔顿	664	37	35	32	29				
IHG.N	洲际酒店	212	30	27	25	23				
H.N	凯悦	154	41	92	42	34				
OH59.L	雅高	117	20	21	19	17				
WH.N	温德姆	59	17	17	16	14				
CHH.N	精选国际	43	13	13	13	13				

资料来源: Bloomberg, wind, 国信证券经济研究所整理预测估算 注: 其中: 万豪国际、希尔顿、洲际酒店、凯悦、雅高、温德姆、精选国际为 Bloomberg 一致预测, 单位为原始货币; 华住集团、亚朵、锦江酒店、首旅酒店单位为人民币。

投资建议

维持 2025–2026 年经调整为净利润 44.4/51.7 亿元，考虑轻资产效益提升及中高端发展，略上修公司 2027 年净利润至 58.6 亿元（此前为 57.8 亿元）。综合绝对估值和相对估值，预计公司未来 1 年合理股价为 43–45 元港币（对应 26 年 PE24–25x），较现价有 15–20% 的向上空间；若 REVPAR 随商旅变化，公司 2026 年业绩区间在 50–54 亿元，维持“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 43–35 港币之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.5%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 3%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的全球酒店龙头相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予一定溢价，给予公司 2026 年 24–26 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设 2026 年国内酒店行业逐步恢复，但具体仍待跟踪后续宏观经济周期情况与行业扩张速度变化，实际恢复程度可能低于与我们的预期；

我们假设公司未来 5 年年依托内生外延开店突破 2 万家目标，但实际可能不及预期；

我们假设未来几年公司国内经济型与中端品牌力维持当前主导地位，且下沉市场有进一步加密空间，但实际可能低于我们的预计；

我们假设公司中高端酒店逐步突破，但实际可能低于预期；

我们假设境外 DH 酒店逐步开始取得业绩正贡献，但实际恢复情况可能低于我们预期。

宏观经济风险

酒店行业和经济周期具有一定相关性，宏观经济波动或下行会对公司业绩产生较大的影响。

经营风险

直营酒店经营不当，中高端酒店摸索低于预期，同时对加盟商管理不当可能导致品牌和声誉带来影响。

公司如果客户等数据信息管控不当，后续再次数据泄露，对公司的品牌和经营也会产生不利影响。

财务风险

减值风险：公司过去几年并购较多、产生较多商誉；其中收购 DH 后处于整合调整阶段，可能存在减值风险。

公司资产负债率超 80%，2026 年可转债到期，关注流动性情况。

其它风险

政策风险，政策限制公务出差等；

大规模传染疫情等系统性风险；

收购标的经营业绩波动大，跨国整合难度较大导致整合低于预期，即收购整合风险；

估值受市场情绪影响波动较大等；

行业供给过剩及竞争格局加剧等风险。

附表：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	7474	11154	13325	14479	营业收入	21882	23891	25154	26549	28183
应收款项	965	1114	1103	1164	1235	营业成本	14341	15285	15296	15856	16554
存货净额	59	60	64	67	69	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1713	850	1333	1407	1494	销售费用	1072	1176	1233	1301	1381
流动资产合计	12056	13215	17371	20422	22630	管理费用	2722	3155	2970	3107	3210
固定资产	6097	5682	5785	5897	6163	财务费用	137	108	(244)	416	375
无形资产及其他	38427	37261	36729	36196	35664	投资收益	0	0	(20)	(20)	(20)
投资性房地产	4225	3888	3888	3888	3888	资产减值及公允价值变动	0	0	(150)	(150)	0
长期股权投资	2727	2506	2511	2516	2521	其他收入	1448	1332	1179	1215	1259
资产总计	63532	62552	66283	68920	70867	营业利润	5058	5499	6908	6914	7902
短期借款及交易性金融负债	4094	930	2784	2603	1790	营业外净收支	(4)	(66)	0	0	0
应付款项	1918	2097	1605	1663	1734	利润总额	5054	5433	6908	6914	7902
其他流动负债	11399	10294	10314	10725	11196	所得税费用	1204	1662	2280	2282	2608
流动负债合计	17411	13321	14704	14990	14720	少数股东损益	46	54	69	69	79
长期借款及应付债券	3962	7389	7389	7389	6889	经调整归母公司净利润	3513	3719	4441	5171	5862
其他长期负债	29910	29571	29571	29571	29601	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	33872	36960	36960	36960	36490	净利润	3513	3719	4441	5171	5862
负债合计	51283	50281	51664	51950	51210	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	114	94	163	231	310	折旧摊销	1448	1332	1179	1215	1259
股东权益	12135	12177	14457	16739	19347	折旧摊销	1448	1332	1179	1215	1259
负债和股东权益总计	63532	62552	66283	68920	70867	公允价值变动损失	0	0	150	150	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	137	108	(244)	416	375
每股收益	1.13	1.20	1.43	1.67	1.89	营运资本变动	1697	(215)	(948)	331	412
每股红利	0.00	0.00	0.73	0.73	0.84	其它	337	52	187	(538)	(568)
每股净资产	3.91	3.92	4.66	5.39	6.23	经营活动现金流	6995	4888	5010	6328	6965
ROIC	28%	39%	50%	56%	68%	资本开支	0	(350)	(900)	(945)	(992)
ROE	31%	31%	32%	27%	27%	其它投资现金流	(451)	(1344)	0	(743)	(892)
毛利率	34%	36%	39%	40%	41%	投资活动现金流	(1109)	(1473)	(905)	(1693)	(1889)
EBIT Margin	17%	18%	22%	24%	25%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	23%	27%	28%	29%	负债净变化	(5186)	3427	0	0	(500)
收入增长	58%	9%	5%	6%	6%	支付股利、利息	0	0	(2280)	(2282)	(2608)
净利润增长率	-985%	-2%	23%	0%	14%	其它融资现金流	7849	(9741)	1854	(182)	(813)
资产负债率	81%	81%	78%	76%	73%	融资活动现金流	(2523)	(2887)	(425)	(2463)	(3921)
息率	0.0%	0.0%	2.0%	2.0%	2.2%	现金净变动	3363	528	3680	2171	1155
P/E	30.8	29.1	24.4	21.0	18.5	货币资金的期初余额	3583	6946	7474	11154	13325
P/B	8.9	8.9	7.5	6.5	5.6	货币资金的期末余额	6946	7474	11154	13325	14479
EV/EBITDA	31	28	22	20	18	企业自由现金流	0	3734	3121	4812	5394
						权益自由现金流	0	(2655)	4703	4351	3830

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

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