

继续领跑复苏，龙头优势彰显

华泰研究

2023年7月26日 | 中国香港

公告点评

酒店

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

46.92

研究员

SAC No. S0570516080001
SFC No. BQE385

梅昕

meixin@htsc.com
+(86) 21 2897 2080

联系人

SAC No. S0570121120041
SFC No. BTM417

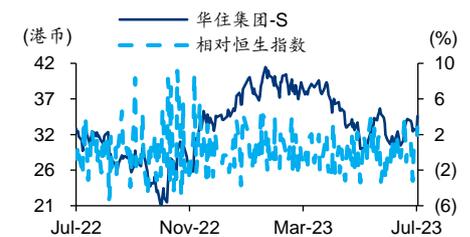
曾琚

zengjun@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	46.92
收盘价(港币 截至7月25日)	34.20
市值(港币百万)	111,678
6个月平均日均成交额(港币百万)	67.43
52周价格范围(港币)	20.10-42.25
BVPS(人民币)	3.60

股价走势图



资料来源: S&P

2Q23 复苏趋势延续，彰显龙头风范

华住发布 2Q23 经营数据公告，2Q23 华住境内 RevPAR (RP) 恢复至 19 年同期的 121% (1Q:118%)，DH RevPAR 恢复至 19 年同期的 111%(1Q:94%)，恢复度环比继续走高。截至 2Q23，华住全球门店 8750 家，净开 158 家，继续推进低质量门店优化，带动酒店产品结构升级。短期暑期旺季催化，RP 绝对值和恢复环比有望继续走高，长期看公司品牌/效率/流量优势突出。我们维持 23/24/25 年 EPS 预测 0.98/1.22/1.41 元，基于 35X 24E PE，给予目标价 46.92 港币，可比公司 24 年 Wind 和彭博一致预期 PE 均值为 21X (考虑公司流量/运营基础扎实，经营修复持续领先，给予溢价，考虑港股市场情绪因素，小幅缩减溢价率)。维持“买入”。

休闲旅游接棒商旅带动境内 RP 向上修复，海外复苏趋势延续

受益休闲旅游需求加速释放，2Q23 华住境内 RP 恢复至 19 年同期的 121%，环比提升 3pp，其中 4/5/6 月为 19 年同期的 127/115/123%，显著领先行业 (中国酒店业: 108/96/101%，STR)。房价复苏程度好于入住率，ADR/OCC 为 19 年同期的 128.9/94.1%。2Q23 同店 RP/ADR/OCC 为 251 元/304 元/82.5%，+71.8%/+37.9%/+16.3pp yoy，其中经济型 RP/ADR/OCC+63.1%/+37.3%/+13.2pp yoy，中高端 RP/ADR/OCC+75.6%/+33.4%/+19.6pp yoy，中高端复苏表现积极。DH 分部延续良好复苏趋势，2Q23RP 恢复至 19 年同期的 111%，环比提升 17pct，RP/ADR/OCC 同比+18.5%/+5.6%/+7.3 pp。

推进高质量精益增长战略，加速产品迭代和结构升级

华住贯彻精益发展战略，保持快速扩张，持续清理低质量门店。截至 2Q23，境内酒店数达 8624 家，2Q 新开/净开 374/158 家，环比+112/+105 家，其中经济型/中高端净开-24/182 家，DH 在营酒店 128 家，环比持平。1H23 完成全年新开店目标的 45%。加盟商信心不断提升，截至 1H23，国内待开业门店 2808 家，环比+504 家 (其中汉庭 700/全季 838 家/桔子 259 家/花间堂 46 家)，海外 37 家。分结构看，储备店中经济型/中端/中高端/高端以上占比达 38.4/47.6/11.6/2.4%，环比-0.8/+0.4/0.9/-0.1pct，或进一步助推结构升级。

维持“买入”评级；给予目标价 46.92 港币

据公司指引和出行复苏情况，我们预计 23/24/25 年 EPS 预测为 0.98/1.22/1.41 元。基于 35X 24E PE，给予目标价 46.92 港币 (可比公司 24 年 Wind 和彭博一致预期 PE 均值为 21X，考虑公司流量/运营基础扎实，经营修复持续领先，给予溢价，考虑港股市场情绪因素，小幅缩减溢价率)。

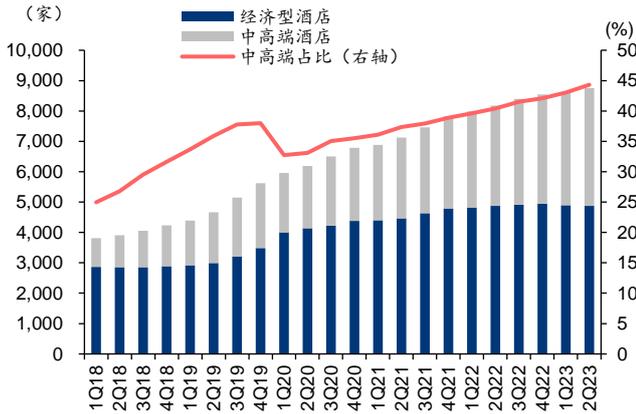
风险提示：疫情反复，需求不及预期，行业竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	12,787	13,862	20,430	21,669	22,819
+/-%	25.41	8.41	47.38	6.06	5.31
归属母公司净利润 (人民币百万)	(382.00)	(1,916)	3,156	3,919	4,528
+/-%	NA	NA	NA	24.15	15.54
EPS (人民币，最新摊薄)	(0.12)	(0.60)	0.98	1.22	1.41
ROE (%)	(3.42)	(19.49)	30.62	28.31	25.06
PE (倍)	(247.78)	(49.98)	31.73	25.56	22.12
PB (倍)	8.66	10.97	8.43	6.34	4.93
EV EBITDA (倍)	80.96	1,500	23.10	19.00	16.56

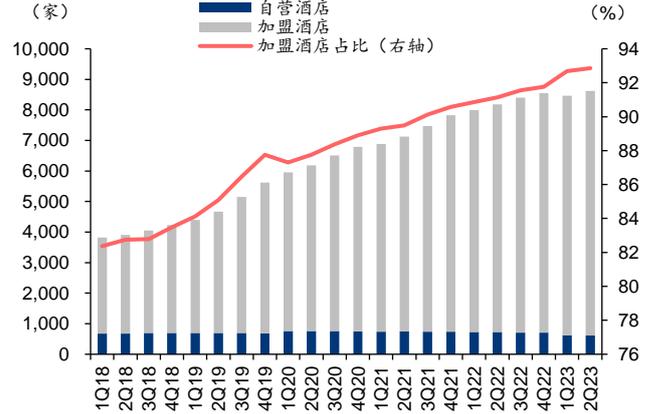
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：华住集团：1Q18-2Q23 酒店数量，按结构分类



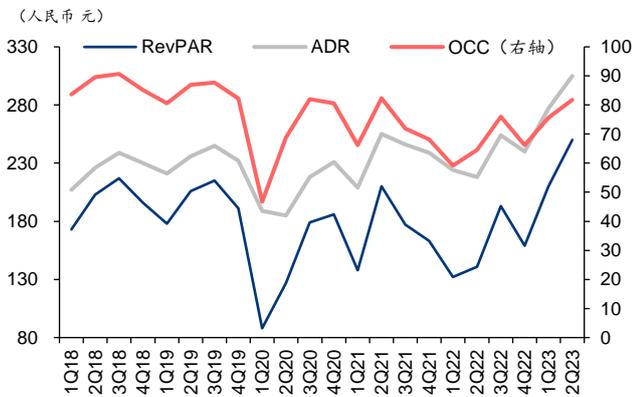
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：华住加盟酒店占比稳步提升



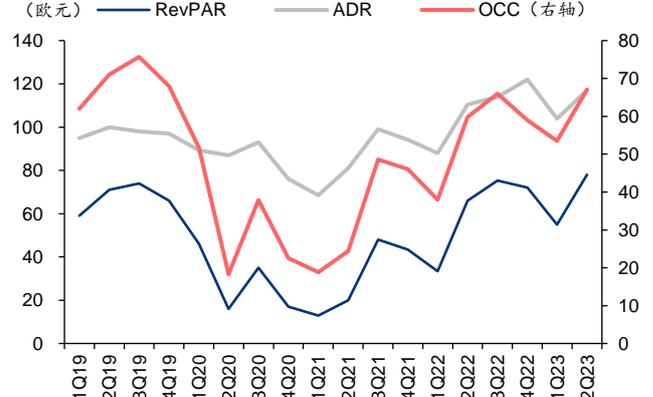
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：华住境内：RevPAR、ADR 和 OCC



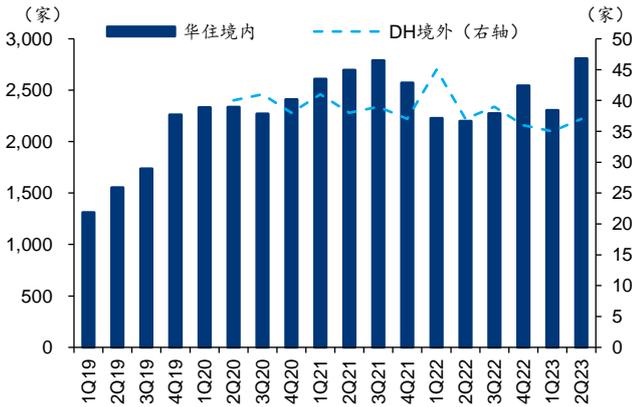
资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：华住境外 (DH)：RevPAR、ADR 和 OCC



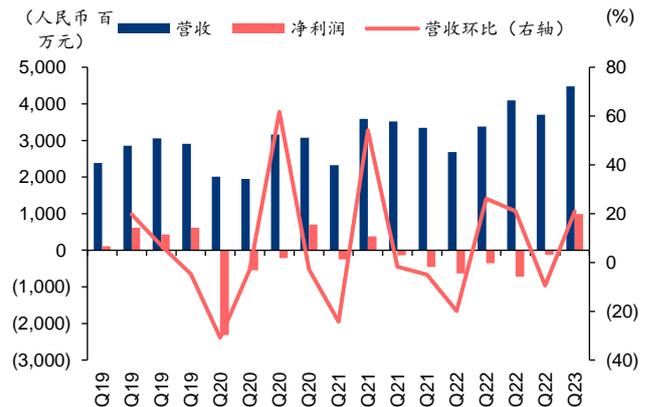
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：华住集团：储备酒店



资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：华住集团：收入及净利润



资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测与估值

我们维持盈利预测, 预计 23/24/25 年归母净利润为 31.56/39.19/45.28 亿, 23/24/25 年 EPS 预测至 0.98/1.22/1.41 元。基于 35X 24E PE, 给予目标价 46.92 港币(可比公司 24 年 Wind 和彭博一致预期 PE 均值为 21X, 考虑公司流量/运营基础扎实, 经营修复持续领先, 给予溢价, 考虑港股市场情绪因素, 小幅缩减溢价率)。维持“买入”。

图表7: 华住: 可比公司估值

股票名称	股票代码	市值 (2023/07/25) (当地货币 百万元)	收盘价 (当地货币 元)	EPS (当地货币 元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
境内酒店									
(当地货币 百万元)									
锦江酒店	600754 CH	49,950	46.68	1.37	1.99	2.49	34.15	23.44	18.75
首旅酒店	600258 CH	22,321	19.95	0.72	1.02	1.22	27.77	19.63	16.38
境内-平均				1.04	1.50	1.85	30.96	21.54	17.57
境外酒店									
(2023/07/24) (当地货币 元)									
万豪	MAR US	58,933	194.27	8.31	9.13	10.42	23.37	21.27	18.64
希尔顿	HLT US	39,816	150.46	5.89	6.62	7.63	25.55	22.74	19.71
洲际	IHG US	12,282	73.05	3.41	3.87	4.30	21.43	18.87	16.98
境外均值				5.87	6.54	7.45	23.45	20.96	18.45
整体均值				3.94	4.53	5.21	26.45	21.19	18.10

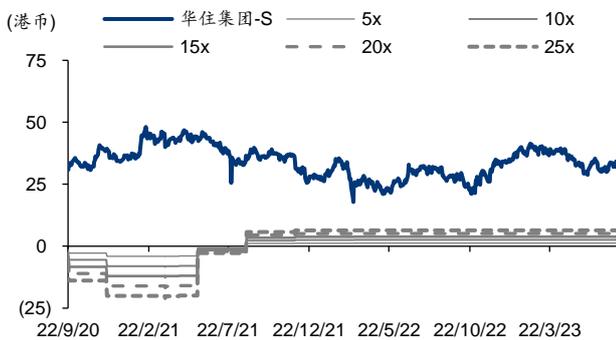
注: A 股数据基于 Wind 一致预测, 其余数据来自 Bloomberg 一致预测, A 股数据截至 23 年 7 月 25 日收盘, 美股数据截至 23 年 7 月 24 日收盘。

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

风险提示

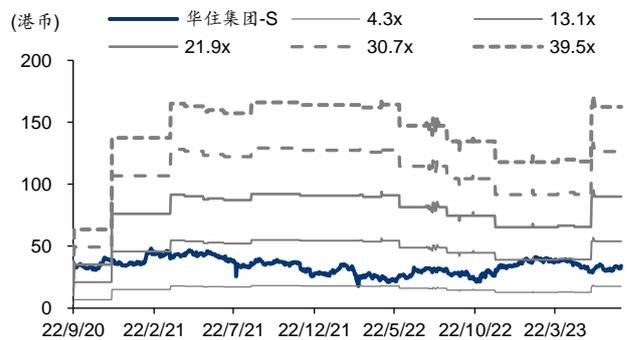
疫情反复, 需求不及预期, 行业竞争加剧。

图表8: 华住集团-SPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表9: 华住集团-SPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	12,787	13,862	20,430	21,669	22,819
销售成本	(11,344)	(12,322)	(12,836)	(12,927)	(13,147)
毛利润	1,443	1,540	7,593	8,742	9,672
销售及分销成本	(641.00)	(613.00)	(940.76)	(964.01)	(1,011)
管理费用	(1,545)	(1,770)	(1,969)	(2,070)	(2,166)
其他收入/支出	990.00	454.00	50.00	100.00	100.00
财务成本净额	(633.00)	(322.00)	(512.24)	(566.58)	(539.54)
应占联营公司利润及亏损	(156.00)	(1,036)	0.00	0.00	0.00
税前利润	(385.00)	(1,737)	4,221	5,241	6,055
税费开支	(12.00)	(207.00)	(1,055)	(1,310)	(1,514)
少数股东损益	(15.00)	(28.00)	9.50	11.79	13.62
净利润	(382.00)	(1,916)	3,156	3,919	4,528
折旧和摊销	(1,563)	(1,513)	(1,605)	(1,745)	(1,884)
EBITDA	1,811	98.00	6,339	7,553	8,479
EPS (人民币, 基本)	(0.12)	(0.60)	0.98	1.22	1.41

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
存货	88.00	70.00	94.60	71.16	97.41
应收账款和票据	521.00	1,113	1,295	1,259	1,431
现金及现金等价物	5,141	5,086	6,695	14,291	20,977
其他流动资产	3,803	2,909	3,304	3,207	3,331
总流动资产	9,553	9,178	11,389	18,829	25,837
固定资产	7,056	6,784	6,640	6,317	5,866
无形资产	5,385	5,385	5,362	5,598	5,833
其他长期资产	41,275	38,970	42,306	43,513	44,874
总长期资产	53,716	52,329	54,307	55,428	56,572
总资产	63,269	61,507	65,696	74,257	82,408
应付账款	1,165	1,242	1,265	1,260	1,308
短期借款	9,860	7,061	8,115	8,384	8,646
其他负债	4,254	4,843	0.00	0.00	0.00
总流动负债	15,279	13,146	9,380	9,644	9,955
长期债务	31,577	34,272	39,061	43,428	46,727
其他长期债务	5,369	5,286	5,286	5,286	5,286
总长期负债	36,946	39,558	44,347	48,714	52,013
股本	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
储备/其他项目	10,935	8,729	11,885	15,804	20,332
股东权益	10,935	8,729	11,885	15,804	20,332
少数股东权益	109.00	74.00	83.50	95.29	108.91
总权益	11,044	8,803	11,969	15,900	20,441

估值指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	(247.78)	(49.98)	31.73	25.56	22.12
PB	8.66	10.97	8.43	6.34	4.93
EV EBITDA	80.96	1,500	23.10	19.00	16.56
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	0.05	(1.64)	3.14	4.56	4.86

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	1,811	98.00	6,339	7,553	8,479
融资成本	633.00	322.00	512.24	566.58	539.54
营运资本变动	(92.00)	(526.00)	(309.24)	150.54	(273.15)
税费	(12.00)	(207.00)	(1,055)	(1,310)	(1,514)
其他	(998.00)	1,877	(2,008)	3,387	3,578
经营活动现金流	1,342	1,564	3,478	10,346	10,810
CAPEX	(1,675)	(1,053)	(1,684)	(1,660)	(1,667)
其他投资活动	273.00	531.00	(5,515)	(5,160)	(5,479)
投资活动现金流	(1,402)	(522.00)	(7,199)	(6,820)	(7,146)
债务增加量	(1,788)	(680.00)	5,842	4,636	3,562
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	(416.00)	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(13.00)	(298.00)	(512.24)	(566.58)	(539.54)
融资活动现金流	(1,801)	(1,394)	5,330	4,070	3,022
现金变动	(1,861)	(352.00)	1,609	7,596	6,686
年初现金	7,090	5,141	5,086	6,695	14,291
汇率波动影响	(88.00)	(55.00)	0.00	0.00	0.00
年末现金	5,141	5,086	6,695	14,291	20,977

业绩指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	25.41	8.41	47.38	6.06	5.31
毛利润	247.71	6.72	393.08	15.12	10.64
营业利润	NA	(257.49)	(1,317)	22.69	13.55
净利润	NA	NA	NA	24.15	15.54
EPS	NA	NA	NA	24.15	15.54
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	11.28	11.11	37.17	40.34	42.39
EBITDA	14.16	0.71	31.03	34.85	37.16
净利润率	(2.99)	(13.82)	15.45	18.09	19.84
ROE	(3.42)	(19.49)	30.62	28.31	25.06
ROA	(0.59)	(3.07)	4.96	5.60	5.78
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	331.93	415.25	340.59	237.41	169.17
流动比率	0.63	0.70	1.21	1.95	2.60
速动比率	0.62	0.69	1.20	1.95	2.59
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.20	0.22	0.32	0.31	0.29
应收账款周转天数	13.02	21.22	21.22	21.22	21.22
应付账款周转天数	40.27	35.16	35.16	35.16	35.16
存货周转天数	2.81	2.31	2.31	2.31	2.31
现金转换周期	(24.44)	(11.64)	(11.64)	(11.64)	(11.64)
每股指标 (人民币)					
EPS	(0.12)	(0.60)	0.98	1.22	1.41
每股净资产	3.36	2.71	3.69	4.91	6.32

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，梅昕，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师梅昕本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司