

2021年03月25日

华住集团-S (01179.HK)

公司快报

证券研究报告

华住 2020 年报点评: Q4 收入+5.5%好 于指引, 2021 年三月 RevPAR 持续恢 复

■华住发布 2020 年年报: 1) 2020 年: 实现营收 102 亿元/YoY-9.1%, 归母净利润-22 亿元/-224.4%; 剔除股权激励和权益变动影响, 经调整净利润-18 亿元/-212.5%, EBITDA (non-GAAP) 为 2.44 亿元/-92.6%; 2) 2020Q4: 实现营收 31 亿元/YoY+5.5%, 高于先前公布的 0~3% 的指引, 不计入 DH 则同比下降 3.1%, 好于此前公布的下降 4%~7% 的指引; 归母净利润为 7.03 亿元/ YoY+13.57%, 剔除股权激励和权益变动的的影响, 经调整净利润-0.08 亿元/ YoY-101.95%, EBITDA (non-GAAP) 为 3.75 亿元/ YoY-56.09%。

■2020Q4 境内酒店 RevPAR 增速-2.4%, 显著修复; 欧洲疫情反复, DH 表现短期承压。1) 2020 年: ①境内整体酒店: RevPAR 149 元/-24.5%、入住率 71.0%/-13.4pct、平均房价 210 元/-10.3%; ②境内成熟店: RevPAR 148 元/-27.9%、入住率 72.5%/-14.8pct、平均房价 204 元/-13.1%; ③DH: RevPAR 31 欧元/-54.6%、入住率 34.8/-34.3pct、平均房价 88 欧元/-9.9%; 2) 2020Q4: ①境内整体酒店: RevPAR 186 元/-2.4%、入住率 80.6%/-1.6pct、平均房价 231 元/-0.5%; ②境内成熟店: RevPAR 186 元/-7.6%、入住率 82.4%/-3.3pct、平均房价 225 元/-3.9%; ③DH: RevPAR 17 欧元/-74.0%、入住率 22.5%/-45.5pct、平均房价 76 欧元/-21.5%

■2020Q4 特许经营收入占比持续提升, 经营利润率显著修复。1) 收入端: ①2020 全年: 公司直营酒店业务收入 69.08 亿元/YoY-10.5%, 占整体营收比重下滑至 67.75%/YoY-1.08pct, 特许经营酒店业务实现收入 31.36 亿元/YoY-6.16%, 占整体营收比重提升至 30.76%/YoY+0.95pct; ②2020Q4: 公司直营酒店业务收入 20.24 亿元/YoY+5.36%, 占整体营收比重下滑至 65.91%/YoY-0.11pct, 特许经营酒店业务实现收入 9.99 亿元/YoY+6.50%, 占整体营收比重提升至 32.53%/YoY+0.30pct。2) 成本&费用端: ①2020 全年: 总经营成本占比 115.8%/+34.3pct, 经营利润率-15.4%/-35.1pct。分项来看, 酒店经营成本占比 95.0%/YoY+31.2pct (剔除股权激励成本); 销售和市场费率占比 5.9%/YoY+2.1pct; 管理费用率 11.6%/+2.7pct; 开业前费用率 2.8%/-1.7pct。②2020Q4: 经营利润率-5.4%/-22.8pct。酒店经营成本占比 77.8%/+13.4pct (剔除股权激励成本); 销售和市场费率 5.1%/+0.5pct; 管理费用率 10.3%/-0.5pct; 开业前费用率 1.3%/-3.8pct。

■轻资产扩张+中高端升级持续, 2020 年末 Pipeline 酒店数达 2411 家。1) 华住 2020Q4 新开 393 家酒店, 净增加 279 家。2020 年全年, 新开 1638 家, 净新增 1052 家至 6669 家。2) 酒店轻资产扩张延续。华住 2020Q4 直营店和加盟店净变动分别为-6 家和+285 家, 加盟酒店占比提升至 89.79%, 环比继续提升 0.54pct; 3) 产品结构: 2020Q4 经济型酒店净增 149 家至 4362 家, 占比 65.4%; 中高档酒店净增 130 家至 2307 家, 占比 34.6%, 环比提升 0.52pct, 产品结构升级继续; 4)

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价: 503.5 港元
股价 (2021-03-24) 402.8 港元

交易数据

总市值 (亿港元)	1291
流通市值 (亿港元)	1291
总股本 (亿股)	3.21
流通股本 (亿股)	3.21

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
-----	----	----	-----

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

相关报告

华住集团-S: 乘风破浪十

五载, 酒店龙头展翅飞/刘 2020-09-30

文正

截至 2020 年 12 月 31 日，华住 Pipeline 酒店数 2411 家，2020Q4 净增 139 家。

■**2021 年最新数据及指引：**1) 2021 年最新 RevPAR：受北京上海疫情反复及就地过年政策影响，2021 年 2 月 RevPAR 仅为 2019 年的 50%。但随着春节后国内疫情的良好控制以及旅游限制的放宽，2021 年 3 月 RevPAR 已恢复至 2019 年的 87%；2) 2020Q1 及全年指引：华住预期 2021Q1 净收入将较 2020Q1 增长 8~10%(较 19Q1 下降 7~9%)，若不计入 DH，增长 61~63%(较 19Q1 下降 12~14%)。2021 年全年预期净收入将增长 50%至 54%(较 19 年增长 36~40%)，若不计入 DH，增长 50%至 54%(较 19 年增长 15~19%)。若剔除 1、2 月受就地过年政策影响，公司 2021 Q1 收入较 2019Q1 预计增长 7~9% (倘不计入 DH，增长 1~3%)，2021 年全年较 2019 年预计增长 45~49% (倘不计入 DH，增长 36~40%)。

■**核心逻辑：**1) 行业层面：①短期看基本面修复：疫苗持续普及+宏观恢复下商旅及旅游需求修复+供给段中小单体酒店出清，看好品牌酒店同店经营的持续修复。②中长期看轻资产扩张：疫情期间单体酒店抗风险能力不足弊端凸显，酒店各行业向头部品牌连锁化、集中化的大趋势预计在 2021-23 年加速。2) 公司层面：经济型发力+中端放量+高端升维+软品牌下沉，国内酒店扩张空间可期。①四维度推动，国内成长有望加速：汉庭通过全方位对经济型酒店品质升级。根据华住酒店旗下各品牌官网及官方公众号，2022-23 年计划增至 5000 家门店。全季酒店计划 2025 年门店总数增至 3000 家以上。高端酒店品牌事业部成立，计划在 2019~2024 年开设 500 家高端酒店实现升维拓展。软品牌随着轻加盟模式在长尾端的验证，华住对中端软品牌酒店——星程再次发力。②国外成长：公司于 2019 年 10 月在开设第一间海外全季酒店；2020 年 1 月收购的德意志酒店，对标 20 世纪 90 年代万豪酒店发展路径，华住全球化的酒店标准输出同样具备潜力。

■**投资建议：**买入-A 投资评级。预计 2021~23 年华住主营业务收入 152.58/182.04/201.48 亿元，对应增速+49.6%/+19.3%/+10.7%，归母净利润 22.03/31.12/36.94 亿元，对应增速-199.9%/+41.3%/+18.7%。

■**风险提示：**经济不景气导致旅游酒店住宿需求不明显，中端酒店市场竞争加剧影响酒店经营等。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	11212	10196	15258	18204	20148
净利润	1769	-2204	2203	3112	3694
每股收益(元)	5.50	-6.86	6.85	9.68	11.49
每股净资产(元)	23.33	44.56	57.61	70.79	79.78
盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	65.87	-52.87	52.90	37.44	31.54
市净率(倍)	15.54	8.14	6.29	5.12	4.54
净利润率	15.7%	-21.6%	14.5%	17.1%	18.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

表 1: 华住的利润表及预测 (单位: 百万元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6538.63	8170.2	10063	11212	10196	15258	18204	20148	22073
主营业务收入	6538.63	8170.2	10063	11212	10196	15258	18204	20148	22073
YOY		25.0%	23.2%	11.4%	-9.1%	49.6%	19.3%	10.7%	9.6%
营业总支出	5650.29	6803.86	7945	9236	12225	12100	13908	15151	16268
运营成本	4932.17	5674.15	6476	7190	9729	9460	10977	12008	12979
租金	1871	2059	2406	2624	3485	3815	4223	4634	5011
占营业总收入比例	28.6%	25.2%	23.9%	23.4%	34.2%	25.0%	23.2%	23.0%	22.7%
设施	346	366	399	404	478	610.3	691.8	725.3	772.6
占营业总收入比例	5.3%	4.5%	4.0%	3.6%	4.7%	4.0%	3.8%	3.6%	3.5%
人工成本	1089	1388	1663	1854	2501	2365.0	2457.5	2619.2	2759.1
占营业总收入比例	16.7%	17.0%	16.5%	16.5%	24.5%	15.5%	13.5%	13.0%	12.5%
折旧摊销	677	773	869	960	1316	1144.4	1347.1	1470.8	1567.2
占营业总收入比例	10.4%	9.5%	8.6%	8.6%	12.9%	7.5%	7.4%	7.3%	7.1%
食品饮料	495	551	673	793	885	915.5	1347.1	1551.4	1765.8
占营业总收入比例	7.6%	6.7%	6.7%	7.1%	8.7%	6.0%	7.4%	7.7%	8.0%
其他	456	538	466	555	1064	610.3	910.2	1007.4	1103.7
占营业总收入比例	7.0%	6.6%	4.6%	5.0%	10.4%	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%
营业开支	718.12	1129.71	1469	2046	2496	2640	2931	3143	3289
其他运营成本	7.61	17.32	15	57	52	76.3	91.0	100.7	110.4
占营业总收入比例	0.1%	0.2%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营销费用	146.53	214.96	348	426	597	640.8	728.2	765.6	794.6
占营业总收入比例	2.2%	2.6%	3.5%	3.8%	5.9%	4.2%	4.0%	3.8%	3.6%
管理费用	492.14	690.97	851	1061	1259	1296.9	1456.3	1571.5	1677.6
占营业总收入比例	7.5%	8.5%	8.5%	9.5%	12.3%	8.5%	8.0%	7.8%	7.6%
开业前费用	71.85	206.45	255	502	588	625.6	655.3	705.2	706.3
占营业总收入比例	1.1%	2.5%	2.5%	4.5%	5.8%	4.1%	3.6%	3.5%	3.2%
营业利润	888.34	1366.34	2118	1976	-2029	3158	4296	4997	5805
加: 利息收入	67.37	112.65	148	160	119	150	165	185	195
减: 利息支出	11.06	87.32	244	315	533	300	250	200	150
加: 权益性投资损益	6.16	-11.78	-97	-164	-89	-65	-55	-50	-50
其他非经营性损益	132.8	216.73	-629	744	229	0	0	0	0
除税前利润	1083.6	1596.61	1296	2401	-2303	2943	4156	4932	5800
减: 所得税	287.12	359.96	569	640	-103.6	735.9	1039.0	1232.9	1450.1
税率	26.5%	22.5%	43.9%	26.7%	5%	25%	25%	25%	25%
净利润	796	1237	727	1761	-2199	2208	3117	3699	4350
YOY		55.3%	-41.2%	142.2%	-224.9%	-200.4%	41.2%	18.7%	17.6%
少数股东损益	-8.13	-0.56	11	-8	5	5	5	5	5
归母净利润	804.62	1237.2	716	1769	-2204	2203	3112	3694	4345
YOY		53.8%	-42.1%	147.1%	-224.6%	-199.9%	41.3%	18.7%	17.6%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心预测

表 2：华住的现金流量表及预测（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
将净利润调整为经营活动的现金流量：									
净利润	804.62	1237.2	716	1769	-2204	2203	3112	3694	4345
加：折旧与摊销	694.89	791.85	919	1019	1100	1200	1300	1400	1500
营运资本变动	341.49	188.54	60	482	243	261	328	277	288
其他非现金调整	206.66	235	1354	23	200	638	400	525	521
经营活动产生的现金流量净额	2047.66	2452.6	3049	3293	-661	4302	5140	5896	6654
投资活动：									
出售固定资产收到的现金									
减：资本性支出	516.69	827.38	1195	1535	2000	1500	1500	1500	1500
投资减少	596.46	303.69	610	2349	2000	2000	2000	2000	2000
减：投资增加	368.93	1982.41	5279	870	8000	1000	1000	1000	1000
其他投资活动产生的现金流量净额	472.93	-4210.16	-481	-229	-500	-200	-200	-200	-200
投资活动产生的现金流量净额	183.76	-6716.25	-6345	-285	-8500	-700	-700	-700	-700
筹资活动：									
债务增加	281.72	6694.87	5203	15392	7000	5000	5000	3000	3000
减：债务减少	332.56	1945.59	927	8682	2000	4000	6000	6000	6000
股本增加	12.21	9.07	14	14	14	14	14	14	14
减：股本减少									
支付的股利合计	276.26	306.34		658		500	500	500	500
其他筹资活动产生的现金流量净额	67.34	84.1	-42	-21	-50	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-247.55	4536.1	4248	6045	4964	514	-1486	-3486	-3486
现金净流量：									
汇率变动影响	13.3	-32.73	-24	62	0	0	0	0	0
其他现金流量调整									
现金及现金等价物净增加额	1997.17	239.71	928	9115	-4197	4116	2954	1710	2468
现金及现金等价物期初余额	1237.84	3235.01	3956	4884	13999	9802	13918	16872	18581
现金及现金等价物期末余额	3235.01	3474.72	4884	13999	9802	13918	16872	18581	21050

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

表 3: 华住的资产负债表及预测 (单位: 百万元)

单位: 百万元, CNY	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
流动资产:									
货币资金&受限制现金	3,235.5	3,956.1	4,884.0	13,999.0	9802	13918	16872	18581	21050
货币资金	3,235.0	3,474.7	4,262.0	3,234.0	3000	10918	14872	16581	19050
受限制现金	0.5	481.4	622.0	10,765.0	6802	3000	2000	2000	2000
短期投资		129.91	89.00	2,908.00	2000	2000	1700	1500	1200
贷款应收款-流动资产	22.41	380.58	94.00	193.00	250	250	250	250	250
应收款项合计	686.23	941.42	1326	400					
应收账款及票据	141.65	162.91	195	218	250	300	350	400	450
其他应收款	544.58	778.51	1131	182	200	200	200	200	200
存货	21.61	24.01	41	57	50	50	50	50	50
其他流动资产	208.93	329.14	540.00	699.00					
流动资产合计	4174.68	5761.12	6974	18,256	12,102	16,218	18,872	20,381	22,550
非流动资产:									
固定资产净值	3710.47	4522.88	5018	5854	8000	9000	9500	10000	10500
权益性投资	644.67	752.47	1631						
持有至到期投资									
可供出售投资	247.09	1253.79	320						
其他长期投资	179.84	398.05	4390	2209	2500	2500	2500	2500	2500
商誉及无形资产	514.2	3908.73	4464	25194	27000	27000	27000	27000	27000
土地使用权	145.52	140.11	220	215	220	220	220	220	220
其他非流动资产	376.91	690.3	976	1255	10000	10000	10000	10000	10000
非流动资产合计	5818.68	11666.32	17019	34727	47720	48720	49220	49720	50220
总资产	9993.36	17427.44	23993	52983	59822	64938	68092	70101	72770
流动负债:									
应付账款及票据	584.73	766.57	890	1176	1300	1500	1700	1900	2100
应交税金	183.29	218.24	265	231	200	220	240	260	280
交易性金融负债									
短期借贷及长期借贷当期到期部分	298.29	130.82	948	8499	8000	8500	8500	8500	8500
其他流动负债	1899.77	2560.88	3866	7381	7500	8000	8100	8300	8500
流动负债合计	2966.08	3676.5	5969	17287	17000	18220	18540	18960	19380
非流动负债:									
长期借贷		4921.77	8812	8084	6500	7200	6800	6500	6300
其他非流动负债	1611.13	2354.89	2893	20112	22000	21000	20000	19000	18000
非流动负债合计	1611.13	7276.66	11705	28196	28500	28200	26800	25500	24300
总负债	4577.21	10953.16	17674	45483	45500	46420	45340	44460	43680
股东权益:									
优先股									
普通股股本	0.2	0.21	0	0	0	0	0	0	0
储备	5511.23	6377.85	6323	7535	14279	18445	22649	25508	28927
库存股	107.33	107.33	107	107	107	107	107	107	107
其他综合性收益	-4.5	167.97	-42	-49	0	0	0	0	0
普通股权益总额	5399.6	6438.7	6174	7379	14172.04	18337.62	22541.74	25401.47	28819.63
归属母公司股东权益	5399.6	6438.7	6174	7379	14172.04	18337.62	22541.74	25401.47	28819.63
少数股东权益	16.56	35.58	145	121	150	180	210	240	270
股东权益合计	5416.16	6474.28	6319	7500	14322.04	18517.62	22751.74	25641.47	29089.63
总负债及总权益	9993.36	17427.44	23993	52983	59822.04	64937.62	68091.74	70101.47	72769.63

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034