证券研究报告—动态报告

社会服务

酒店

华住集团-S(01179)

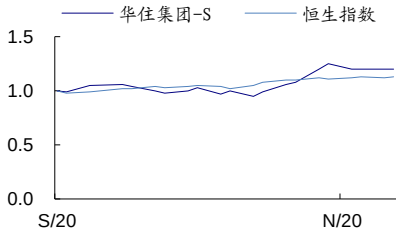
增持

2020 年年报点评

维持评级

2021 年 03 月 26 日

一年该股与恒生指数走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	320/320
总市值/流通(百万港币)	126923/126923
上证综指/深圳成指	3,445/14,027
12 个月最高/最低(港币)	410/309

相关研究报告:
《华住酒店-S-01179.hk-2020 年三季报点评: Q3 境内复苏显著好于境外，万店计划稳步推进》
《社会服务 2021 年投资策略: 三条主线: 复苏次序，龙头集中，消费变迁》 ——2020-11-23
《首旅酒店-600258-深度报告: 低估值酒店龙头，顺周期御风而行》 ——2020-11-17
《华住酒店-华住酒店-HTHT-酒店翘楚引领变革，赴港二次上市再次启航》 ——2020-09-22

证券分析师: 曾光
电话: 0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003
证券分析师: 钟潇
电话: 0755-82132098
E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003
证券分析师: 姜甜
电话: 0755-81981367
E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080005

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

海外公司财报点评

20Q4 境内持续改善 21 全年展望良好 开店再提速

- **2020 年，疫情影响下业绩承压，整体符合预期**

2020 年，受国内外疫情及并表 DH 影响，公司实现营收 101.2 亿元/-9.1%，归母业绩亏损 22.0 亿元，经调整业绩亏损 18.1 亿元，业绩承压符合预期。剔除 DH 并表及其商誉减值影响，2020 年公司实现营收 86.6 亿元/-22.7%，亏损 8.5 亿元，经调整业绩亏损 4.6 亿元

- **Q4 境内酒店净收入恢复 97%，经调业绩估算恢复 73%**

20Q4，公司实现营收 30.7 亿元/+5.5%（境内酒店收入恢复约 97%），高于公司此前收入指引；实现归母业绩 7.0 亿元/+13.6%，经调整业绩-800 万元，境外 DH 亏损被境内酒店盈利对冲。Q4 境内主业经调整净利润 3.08 亿元，同比 19 年恢复 73%，境外 DH 则环比 Q3 略增亏。

- **Q4 境内酒店 RevPAR 持续复苏，开店保持较快步伐**

公司境内酒店 Q4 RevPAR186/-2.4%，其中 ADR-0.5%，OCC-1.6pct，环比 Q3 RevPAR-16.9%持续改善，Q4 同店 RevPAR -7.6%。全年 RevPAR-24.7%，同店 RevPAR-24.9%。境外酒店 Q4RevPAR-74.2%，仍承压。Q4 华住新开店 396 家，关店 114 家，净增 282 家。2020 年，公司新开店 1649 家，关店 597 家，净增 1052 家，逆势保持强劲开店步伐。2020 年底，华住在 16 个国家经营 6789 家酒店，拥有 652,162 间在营客房，储备签约店 2411 家，继续支撑后续成长。

- **预计今年境内 RevPAR 复苏，收入展望积极，开店继续加速**

虽然 1-2 月 RevPAR 恢复相对受制，但 3.1-3.23 公司境内 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 87%，若后续国内疫情不再反复，公司预计 3-12 月境内酒店整体 RevPAR 或有望恢复至 19 年同期的 95-100%。与 2019 年相比，公司预计 2021Q1 净收入下降 7%至 9%（不计入 DH 预计或下降 12%至 14%），而 2021 年全年将增长 36%至 40%（不计 DH 或增长 15%至 19%）。若剔除 1-2 月扰动并剔除 DH，公司预计 21Q1 收入增 1%~3%，全年收入增 36%至 40%。同时，公司预计 2021 年新开店 1800-2000 家，关店 500-550 家，相比 2020 年新开店 1649/净增 1052 家，开店继续提速。未来公司有望通过加速下沉、高端布局、存量加密等，进一步助力成长。

- **风险提示**

宏观经济、疫情等系统性风险，财务风险，收购整合及商誉减值风险。

- **投资建议：2021 年国内复苏可期，开店预计加速，维持“增持”**

预计公司 21-23 年 EPS 5.32/8.80/11.33 元，对应 21-23 年 PE 64/39/30x。展望 2021 年，公司境外酒店恢复情况仍待跟踪，但今年 3 月后公司境内酒店逐步复苏值得期待。并且，公司系国内酒店行业优质龙头，以“品牌+流量+IT”构筑护城河，经营效率系行业标杆，后疫情时代有望加速集中，2022 年“千城万店”目标落地可期，长线来看依托低线下沉，高中低品牌多元扩张仍有支撑。我们看好公司长线成长，短期结合横向估值对比及 DH 拖累等，暂维持“增持”评级。

2020 年盈利承压符合预期，Q4 境内主业明显改善

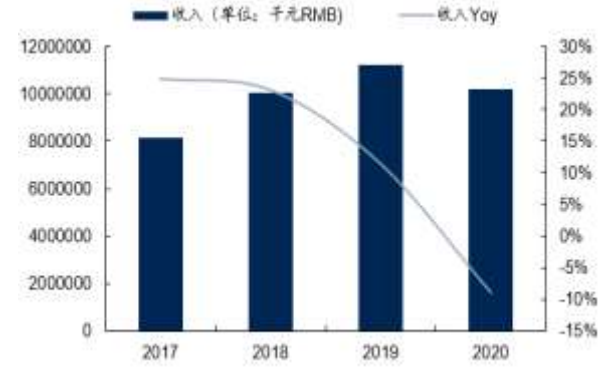
2020 年，受国内外疫情及并表 DH 影响，公司实现营业收入 101.2 亿元/-9.1%（人民币，下同），归母业绩亏损 22.0 亿元（2019 年同期盈利 17.7 亿），不计股权激励费用及公允价值变动损益，公司 2020 年全年的经调整业绩亏损 18.1 亿元（2019 年同期为 15.6 亿元），承压显著，整体符合预期。

剔除 DH 并表及其商誉减值影响，2020 年公司实现营收 86.6 亿元/-22.7%，实现归母业绩亏损 8.5 亿元，经调整业绩为亏损 4.6 亿元，主要系疫情拖累。

2020Q4，公司实现净收入 30.7 亿元/+5.5%，高于此前收入增 0%至 3%的指引；不计入 DH 并表，公司 Q4 净收入同比下降 3.1%，好于此前预计的下降 4-7%。

2020Q4，公司实现归母业绩 7.0 亿元/+13.6%，剔除 DH 影响盈利约 10 亿元，其中由 7.1 亿元的证券投入收益贡献。2020Q4，公司经调整净利润-800 万元，剔除 DH 影响 Q4 公司经调整净利润 3.08 亿元，即境内酒店盈利与境外亏损基本对冲，境内主业同比 2019 年恢复 73%，境外 DH 亏损约 3 亿元，环比 Q3 有所增亏（Q3DH 有商誉减值影响，剔除减值预计亏损 2 亿元+）。

图 1：公司 2017-2020 年度收入变化趋势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

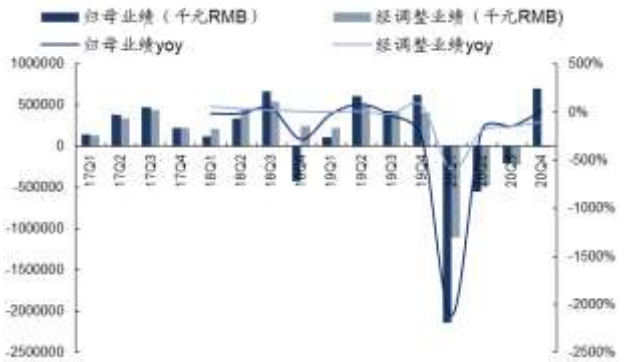
图 2：公司 2017-2020 年度业绩和经调业绩增长情况

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：公司 2017-2020 年季度收入变化趋势

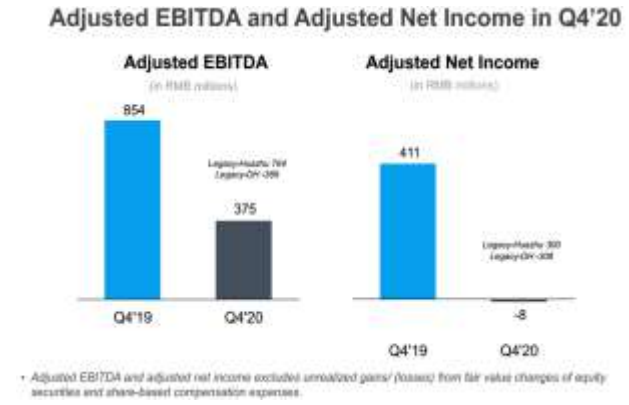
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司 2017-2020 年季度收入和业绩增长情况



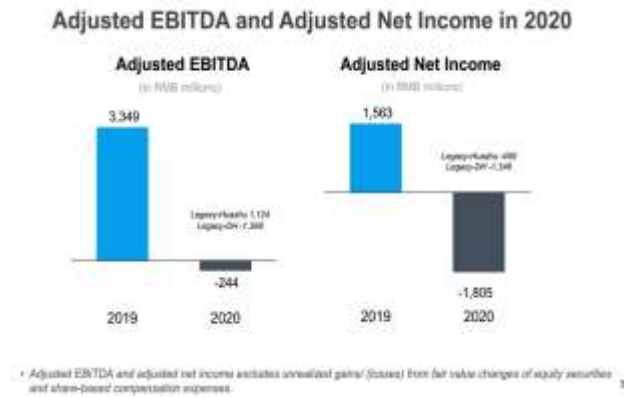
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：公司 2020Q4 经调整 EBITDA 和经调业绩表现



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：公司 2020 年经调整 EBITDA 和经调业绩表现



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

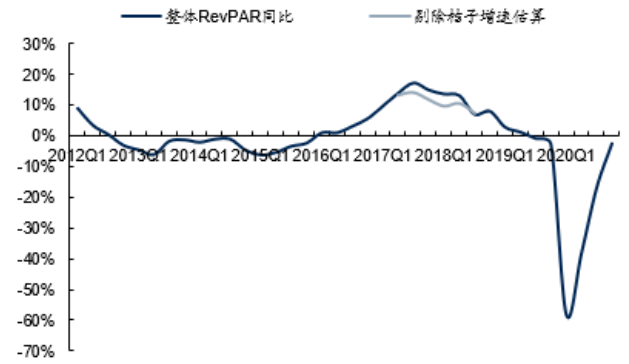
Q4 境内酒店 RevPAR 持续复苏，境外酒店仍然承压

Q4RevPAR 趋势：境内酒店 Q4 RevPAR186/-2.4%，其中 ADR231 元/-0.5%，OCC80.6%/-1.6pct，环比 Q3 持续改善（Q3RevPAR 下滑 16.9%，其中 OCC-5.7pct，ADR218/-11.1%）。Q4 同店 RevPAR 下滑-7.6%，其中同店 ADR 下滑-3.9%，出租率-3.3pct，环比 Q3 持续改善（Q3 同店 RevPAR 下滑-19.8%，其中同店 ADR 下滑-13.5%，出租率-6.5pct）。

境外酒店 Q4RevPAR 为 17 欧元/-74.2%，其中 ADR76 欧元/-21.6%，OCC22.5%/-66.9pct，较 Q3 进一步承压（Q3RevPAR74 欧元/-52.2%，其中 ADR-4.7%，OCC-49.9pct）。

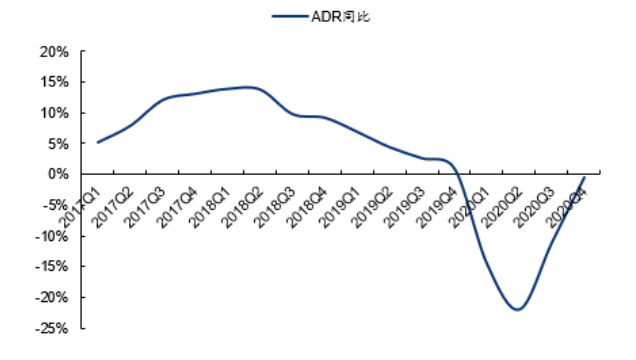
2020 年全年，公司境内酒店 ADR210 元，同比下滑 10.3%；OCC 为 71.0%，下滑 13.4%；平均 RevPAR149 元，同比下滑 24.7%，同店 RevPAR 下滑 24.9%，均承压。

图 7：华住 RevPAR 恢复情况（境内）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：华住境内平均房价变化趋势

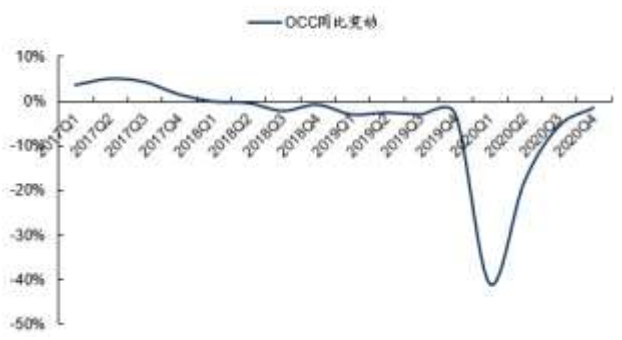


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

门店情况：2020 年底，华住在 16 个国家经营 6789 家酒店，拥有 652,162 间在营客房，包括 120 家 DH 酒店。其中，公司境内酒店 6669 家（经济型 4362 家/中高端 2307 家；自营 681 家/加盟 5988 家），客房 628,135 间，同时**储备签约店 2411 家（经济型 1183 家/中高端 1228 家），继续支撑后续成长。**

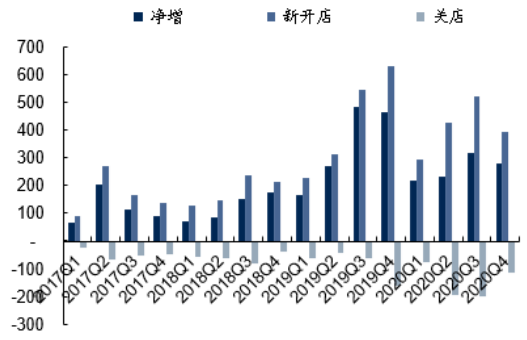
开店情况，2020Q4 华住新开店 396 家（6 家直营/393 家加盟，其中 DH 开店 3 家），关店 114 家，净增 282 家（Q3 新开/关店分别为 520/201 家，净增 319 家）。2020 年全年，公司新开店 1649 家（直营 40/1609 家），关店 597 家（直营 41/加盟 556 家），净增 1052 家，逆势保持强劲开店步伐。

图 9：华住出租率恢复情况（境内）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 10：华住酒店开关店情况（不考虑 DH）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

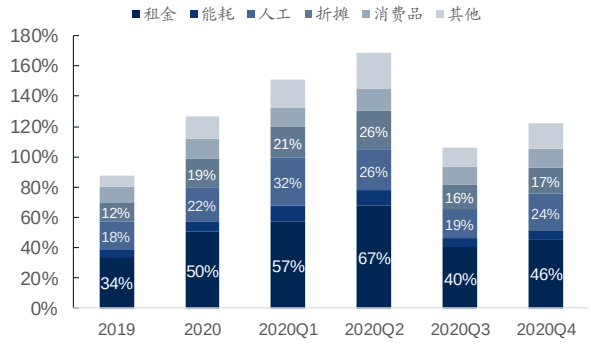
同时，2020Q4，华住的酒店营业额同比增长 17.5%至 110 亿元 RMB。不计入 DH，酒店营业额上升 13.2%，整体呈现较快复苏势头。其中，2020Q4，公司自营业务净收入 20 亿元/+5.4%，管理加盟净收入 9.99 亿元/+6.5%；剔除 DH 影响，则公司自营收入 18 亿元/-6.8%，管理加盟净收入 9.9 亿元/+5.5%，境内加盟业务收入增速转正。

疫情下收入承压，导致租金、人工等刚性成本高企，总部费率提升

从与酒店经营直接相关的费用来看，如下图所示，疫情影响及收购 DH 影响，公司成本费用中占比较大，且相对刚性的费用如租金、人工、折摊成本占比明显提升，如租金占比直接从 2019 年的增加至 2020 年的 50%，人工成本占比增加 4pct，折摊成本占比增 7pct，直接影响盈利，这与酒店本身商业模式相关。

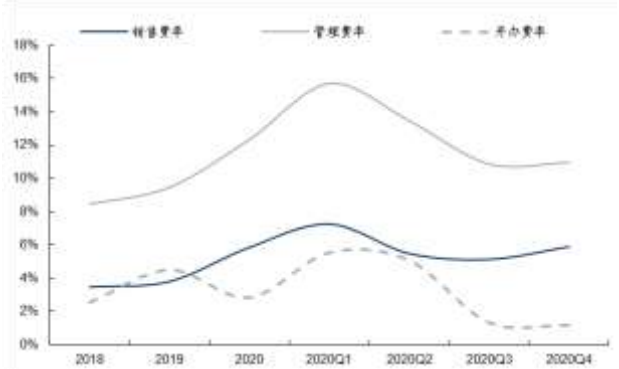
从总部费率来看，疫情影响叠加收购 DH 影响，公司 2020 年销售费率和管理费率分别提升 2pct、3pct，相应有所提升。

图 11：公司各项费用率变化趋势（与酒店直接相关）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 12：公司总部费率变化趋势

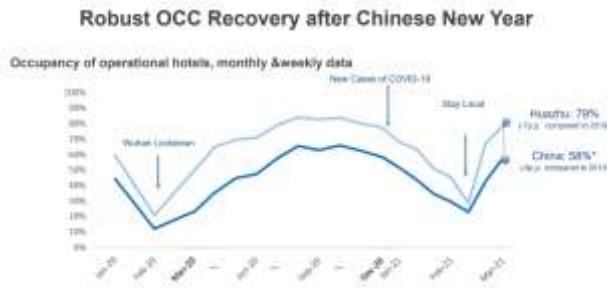


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

预计今年境内酒店 RevPAR 复苏，收入展望积极，开店继续加速

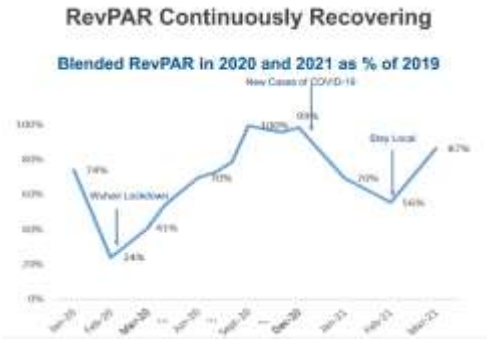
境内酒店 1-2 月 RevPAR 恢复受制，3 月以来恢复较快，3 月截至 3 月 23 日已恢复至 2019 年的 87%。由于就地过年政策影响，公司 2021 年 1-2 月份境内酒店 OCC 持续下降，RevPAR 水平同比 2019 年恢复 70%和 56%，但 3 月以来 OCC 恢复迅速，3 月 13 日华住 OCC 达 79%，相较疫情前 2019 年同期水平仅下降 7pct，RevPAR 已恢复至 2019 年同期水平的 87%。若后续国内疫情不再反复，**公司预计 2021 年 3-12 月境内酒店整体 RevPAR 或有望恢复至 2019 年同期的 95-100%。**

图 13：华住出租率恢复情况（境内）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 14：华住酒店 RevPAR 情况（境内）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

2021 年收入展望较为积极。展望 2021Q1，公司预计收入有望同比增 8-10%，不计 DH 或增长 61-63%。2020 年全年，公司预计净收入增 50-54%。与 2019 年 Q1 相比，2021Q1 净收入将下降 7%至 9%（不计入 DH 预计或下降 12%至 14%），而 2021 年全年将增长 36%至 40%（或增长 15%至 19%，倘不计入 DH）。**剔除 1-2 月扰动，则估算 2021Q1 收入同比 2019Q1 增 7-9%**（若不计 DH 则预计增 1%~3%），即 3 月公司境内主业收入有望同比转正。而 2021 年全年与 2019 年比较，公司预计收入增长 45%至 49%（或 36%至 40%，倘不计入 DH）。

图 15：华住 2021Q1 未来收入展望

2021 Q1	
净收入同比	净收入同比（剔除DH）
增长8%-10%	增长61%-63%
净收入同比2019Q1	净收入同比2019Q1（剔除DH）
下降7%-9%	下降12%-14%
净收入同比2019Q1（剔除1月和2月扰动）	净收入同比2019Q1（剔除1月和2月扰动）（剔除DH）
增长7%-9%	增长1%-3%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

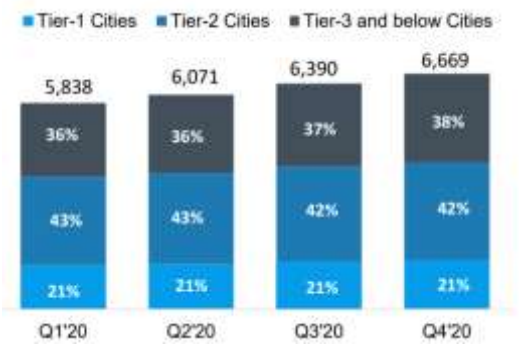
图 16：华住酒店 2021 未来收入展望

2021	
净收入同比	净收入同比（剔除DH）
增长50%-54%	增长50%-54%
净收入同比2019	净收入同比2019（剔除DH）
增长36%-40%	增长15%-19%
净收入同比2019（剔除1月和2月扰动）	净收入同比2019（剔除1月和2月扰动）（剔除DH）
增长45%-59%	增长36-40%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

2021 年展店有望提速，并加速下沉扩张。公司预计 2021 年新开店 1800-2000 家，关店 500-550 家，相比 2020 年新开店 1649/净增 1052 家，开店继续提速。公司一是有望加速城市下沉计划，公司在营酒店三线及以下城市占比从 2020Q1 的 36%提升至 2020Q4 的 38%，储备酒店三线及以下城市占比从 2020Q1 的 45%提升至 2020Q4 的 52%，从而有望助力公司持续成长。二是有望持续一二线中高端加密布局。三是在高端方面， 3 月 22 日，公司与国内地产龙头融创文旅集团宣布双方成立合资公司——永乐华住酒店管理有限公司，重点打造五星级酒店。合资公司未来预计在 3 年内签约 200 家酒店，其中开业数量将超过 100 家。结合公司此前收购花间堂、DH 等收购，未来高端领域布局有望加快。综合来看，公司作为国内酒店的优秀管理龙头，正多元发力积极争取 2022 年实现千城万店目标，未来有望通过高中低端酒店品牌协同发力，技术+会员流量持续支撑，下沉多元城市发力，有望持续助力成长。

图 17：华住在营酒店城市分等级分布



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 18：华住储备酒店城市分等级分布

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：2021 年国内复苏可期，开店预计加速，维持“增持”

考虑境外 DH 酒店 2021 年不排除仍承压，我们预计公司 21-23 年 EPS 5.32/8.80/11.33 元，对应 21-23 年 PE 64/39/30x。展望 2021 年，公司境外酒店恢复情况仍待跟踪，但今年 3 月后公司境内酒店逐步复苏值得期待。并且，公司系国内酒店行业优质龙头，以“品牌+流量+IT”构筑护城河，经营效率系行业标杆，后疫情时代有望加速集中，2022 年“千城万店”目标落地可期，长线来看依托低线下沉，高中低品牌多元扩张仍有支撑。我们看好公司长线成长，短期结合横向估值对比及 DH 拖累等，暂维持“增持”评级。

风险提示

宏观经济风险、大规模传染疫情、自然灾害等系统性风险。

财务风险：公司过往并购较多，可能存在商誉减值风险，且公司资产负债率相对较高，若财务管理不当，也可能存在流动性的风险。

管理不当致信息泄露风险；新开门店低于预期；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）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	7026	18283	33177	33178
应收款项	582	2130	2585	2903
存货净额	89	436	523	579
其他流动资产	978	1352	1642	1060
流动资产合计	**12882**	**26408**	**44657**	**48490**
固定资产	6682	7915	9226	10409
无形资产及其他	41954	40276	38598	36920
投资性房地产	2009	2009	2009	2009
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**63527**	**76608**	**94489**	**97827**
短期借款及交易性金融负债	1173	3540	4404	3039
应付款项	1580	1292	1549	1717
其他流动负债	7776	6901	8237	9114
流动负债合计	**10529**	**11733**	**14190**	**13871**
长期借款及应付债券	13353	13353	13353	13353
其他长期负债	30484	40645	53229	53231
长期负债合计	**43837**	**53998**	**66582**	**66584**
负债合计	**54366**	**65731**	**80772**	**80455**
少数股东权益	102	114	132	156
股东权益	11330	13034	15856	19487
负债和股东权益总计	**65798**	**78879**	**96760**	**100098**

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	-6.84	5.32	8.80	11.33
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	35.35	40.67	49.47	60.80
ROIC	-8%	32%	-2189%	-64%
ROE	-19%	13%	18%	19%
毛利率	5%	44%	45%	46%
EBIT Margin	-13%	18%	22%	23%
EBITDA Margin	-14%	34%	35%	36%
收入增长	-9%	52%	21%	12%
净利润增长率	--	-178%	66%	29%
资产负债率	83%	83%	84%	81%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	-50.1	64.4	38.9	30.2
P/B	9.7	8.4	6.9	5.6
EV/EBITDA	-118.2	33.3	28.9	25.0

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**10196**	**15546**	**18869**	**21193**
营业成本	9729	8682	10378	11546
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	597	630	745	820
管理费用	1246	3373	3669	3861
财务费用	652	497	243	46
投资收益	0	(50)	(50)	(50)
资产减值及公允价值变动	0	5	3	4
其他收入	46	0	0	0
营业利润	(1982)	2319	3787	4874
营业外净收支	(437)	0	0	0
利润总额	**(2419)**	**2319**	**3787**	**4874**
所得税费用	(215)	603	947	1219
少数股东损益	(12)	12	19	24
归属于母公司净利润	**(2192)**	**1704**	**2821**	**3632**

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(2192)	1704	2821	3632
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(13)	2403	2520	2648
公允价值变动损失	0	(5)	(3)	(4)
财务费用	652	497	243	46
营运资本变动	20458	6729	13346	1254
其它	(12)	12	19	24
经营活动现金流	**18241**	**10844**	**18703**	**7554**
资本开支	(828)	(1954)	(2149)	(2149)
其它投资现金流	(1106)	0	(2524)	(4039)
投资活动现金流	**(1934)**	**(1954)**	**(4673)**	**(6188)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	5269	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	**(23053)**	**2367**	**864**	**(1365)**
融资活动现金流	(12515)	2367	864	(1365)
现金净变动	3792	11257	14894	1
货币资金的期初余额	3234	7026	18283	33177
货币资金的期末余额	7026	18283	33177	33178
企业自由现金流	18363	9296	16775	5478
权益自由现金流	(14)	11295	17456	4078

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。

2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。

3.本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任; 如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但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，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

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头寸并进行交易，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。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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　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 楼
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