

华住集团-S (01179.HK)

厚积薄发 23 年业绩靓丽，看好酒店龙头长期价值

华住酒店公告 2023 年实现营收 219 亿元/同比增长 58%，归母净利润 40.9 亿元/上年亏损 18.2 亿元，经调整 EBITDA68.7 亿元/上年仅 6.1 亿元，经营数据和业绩均领跑行业。2024 年春节出游火热，休闲需求有望延续，上半年会展支撑商旅需求，且疫情后酒店行业供给加速出清，连锁化率与集中度持续提升，龙头有望持续受益于格局优化。长期来看，门店扩张以及品牌升级仍是华住未来业绩增长的核心驱动力，公司在品牌、会员、技术赋能运营上有足长的竞争优势，有望穿越酒店牛熊周期，获得长期稳定增长，建议投资者积极关注。

□ 2023 年运营数据领跑同业，营收利润表现靓丽。2023 年华住 RevPAR 恢复至 2019 年同期的 122%，在存量经济翻新和中高档结构升级上落实得更加出色，RevPAR 恢复度较同行领先 10%-15%，2023 年全年公司新开酒店 1641 家，关店 789 家，净开业 852 家。2023 年实现营收 219 亿元/同比增长 58%，归母净利润 40.9 亿元/上年同期亏损 18.2 亿元，经调整 EBITDA68.7 亿元/上年同期仅 6.1 亿元，利润的体量和增速均领跑行业。

□ 行业集中度和渗透率提升，休闲支撑 2024 年出行需求。受疫情影响，酒店行业供给端加速出清，酒店行业集中度较高，锦江、华住、首旅为业界三大龙头，19-21 年间 CR3 逐年提升，华住稳居行业第二。2023 年国内休闲旅游全面复苏以及商旅需求的稳步修复，各龙头数据大幅反弹，2024 年酒店行业供需错配有望于明年得到缓解，但各连锁酒店集团结构性升级驱动房价增长。

□ 多元品牌&会员体系&数字技术构筑核心竞争力。公司目前构建了丰富品牌矩阵以全面覆盖各档次市场，以全季、桔子酒店为代表的中高端酒店占比逐年提升，品牌布局日益完善。此外，通过搭建了丰富且完善的会员体系，公司会员规模位列业界榜首，并贡献超 7 成间夜，配合技术赋能下日益完善的基础设施，运营效率及客户体验有望持续优化。

□ 投资建议及盈利预测：公司预计 2024 年新开酒店 1800 家，关店约 650 家，净开业约 1150 家，较 2023 年大幅提速，并预计 2024 年全年收入同比增长 8%-12%。我们预计公司 2024-2025 年将实现营业收入 243/260 亿元，同比增长 11.1%/7.0%；预计 2024-2025 年公司归母净利润为 43.2/49.4 亿元，对应估值水平为 20.0x/17.5x，低于同业公司，首次覆盖给予“强烈推荐”评级，建议投资者积极关注。

□ 风险提示：疫情反复影响酒店正常经营，拓店进度不及预期，宏观经济下行，行业竞争加剧；海外酒店承压。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	13,862	21,882	24,310	26,002	27,737
同比增长	8.4%	57.9%	11.1%	7.0%	6.7%
营业利润(百万元)	-843	4,314	5,374	6,254	7,152
同比增长	-2.55%	611.74%	24.56%	16.38%	14.36%
归母净利润(百万元)	-1821	4085	4322	4941	5632
同比增长	-291.6%	324.3%	5.8%	14.3%	14.0%
每股收益(元)	-0.59	1.28	1.32	1.51	1.72
PE	-45.3	20.7	20.0	17.5	15.4

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（首次）

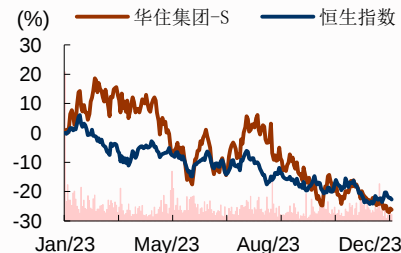
当前股价： 29.15 元

基础数据

总股本（百万股）	258
香港股（百万股）	258
总市值（十亿港元）	7.5
香港股市值（十亿港元）	7.5
每股净资产（港元）	52.4
ROE（TTM）	33.7
资产负债率	80.7%
主要股东	永冠控股有限
主要股东持股比例	21.55%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3.0	-22.4	-21.4
相对表现	-1.0	-1.5	-2.4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

丁浙川	S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn	
李秀敏	S1090520070003
lixiumin1@cmschina.com.cn	
潘威全	研究助理
panweiquan@cmschina.com.cn	

正文目录

一、 经营近况：2023 年运营数据领跑同业，营收利润表现靓丽	4
1.1 博观取约厚积薄发，华住疫后数据领跑	4
1.2 筚路蓝缕十六载，内生外延成就连锁酒店龙头	5
二、 行业概况：行业集中度和渗透率提升，休闲支撑 2024 年出行需求	9
2.1 休闲旅游需求释放推动行业景气度，结构性升级驱动长期增长	9
2.2 疫情时代酒店供给加速出清，连锁渗透率和集中度双提升	11
三、 竞争优势：多元品牌&会员体系&数字技术构筑核心竞争力	12
3.1 丰富品牌矩阵覆盖各档次市场，中高端品牌逐渐发力	12
3.2 会员规模持续扩张，丰富会员体系提升会员黏性	15
3.3 技术赋能提高运营效率，数字化转型优化客户体验	17
四、 投资建议及盈利预测	18
五、 风险提示	19

图表目录

图 1 锦江、华住、首旅 2022 年-2023 年整体酒店 RevPAR 相比 2019 年恢复度	4
图 2 华住酒店分季度开业与关闭门店数量	4
图 3 华住经济型和中高端净开业门店数量	4
图 4 汉庭品牌持续优化存量酒店	6
图 5 华住、锦江、首旅中高端酒店数量及增速	6
图 6 华住会 APP 和小程序 DAU 人数	7
图 7 华住 CRS 渠道直销占比达到 63%	7
图 8 公司酒店地域分布及增速	7
图 9 公司酒店地域分布占比情况	7
图 10 华住、首旅、锦江净资产收益率	8
图 11 华住、首旅、锦江投入资本回报率	8
图 12 公司国内门店数量情况	8
图 13 公司客房数量情况	8
图 14 公司细分酒店品牌加盟政策	9
图 15 历年节假日人次和收入对 2019 年恢复度	9

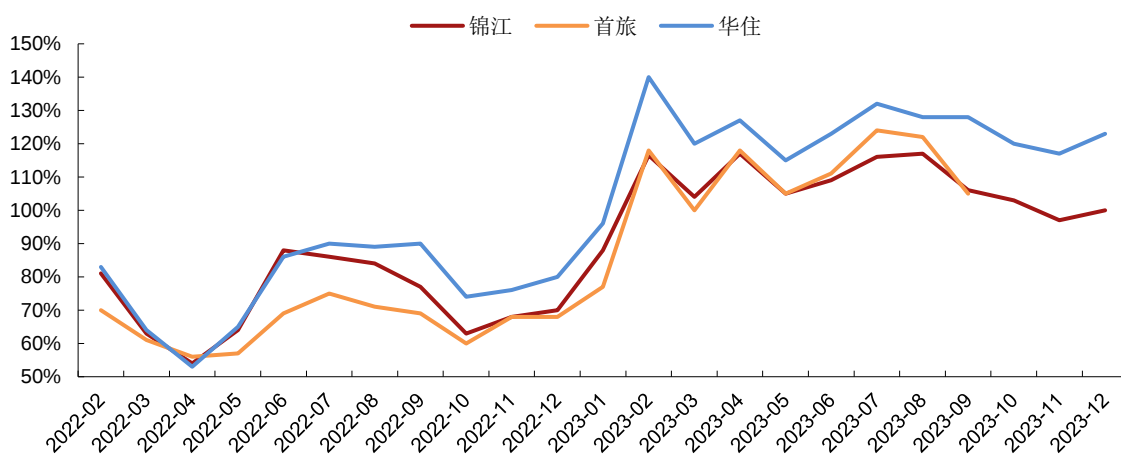
图 16: 中国展会数量与展出面积	10
图 17: 连锁酒店集团中高端酒店占比	10
图 18: 2017-2022 年中国酒店数量及增速	11
图 19: 2017-2022 年中国酒店客房数量及增速	11
图 20: 2017-2022 年中国酒店连锁化率	12
图 21: 2022 年中国各星级酒店连锁化率	12
图 22: 三大酒店集团规模占比	12
图 23: 2022 年酒店集团市场份额	12
图 24 公司品牌矩阵	13
图 25 公司中高端酒店数量及增速变化	13
图 26 公司中高端酒店数及房间数占比变化	13
图 27 公司中档细分品牌酒店数量	14
图 28 公司中高档酒店细分品牌酒店数量	14
图 29 国内连锁中档酒店品牌客房数市占率	14
图 30 国内连锁中高档酒店品牌客房数市占率	14
图 31 公司高档酒店细分品牌酒店数量	15
图 32 公司高档酒店细分品牌房间数量	15
图 33 公司华住会会员数量	15
图 34 2019-2021 华住、锦江、首旅会员数量（亿人）	15
图 35 公司会员加入与升级标准	16
图 36 公司会员权益体系	16
图 37 公司直销渠道占比 87%	17
图 38 公司华住会会员预定间夜量贡献占比	17
图 39 公司技术基础设施四大系统	17
图 40“30 秒入住”服务覆盖酒店数达到 4516 家	18
图 41 使用“30 秒入住”服务订单占比达到 55%	18
表 1: 华住、首旅、锦江 2023 年财务指标对比5	
表 2: 华住 2012-2023 年度主要战略焦点	5
表 3: 锦江、华住、首旅直营和加盟酒店数量对比（截至 2023 年 9 月底）	10
表 4 华住集团盈利预测	18
附：财务预测表	20

一、经营近况：2023 年运营数据领跑同业，营收利润表现靓丽

1.1 博观取约厚积薄发，华住疫后数据领跑

存量翻新结构升级，华住经营数据靓丽。2023 年是疫情后酒店业恢复的第一年，行业经过三年的供给优化，叠加休闲商旅活动的爆发，各家龙头的 RevPAR 较 2019 年同期均有大幅增长。但华住在存量经济翻新和中高档结构升级上落实得更加出色，2023 全年 RevPAR 恢复至 2019 年同期的 122%，其中入住率恢复 97%，房价恢复 127%，2023Q4 淡季 RevPAR 依旧有 120% 的恢复度，较同行领先 10%-15% 的增速。

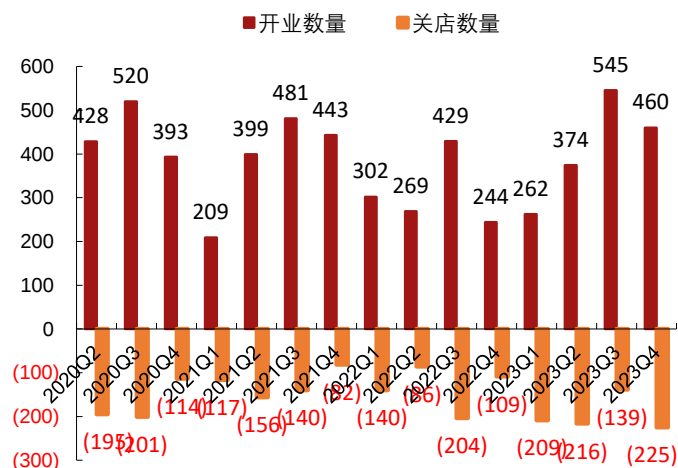
图 1 锦江、华住、首旅 2022 年-2023 年整体酒店 RevPAR 相比 2019 年恢复度



资料来源：招股说明书，招商证券

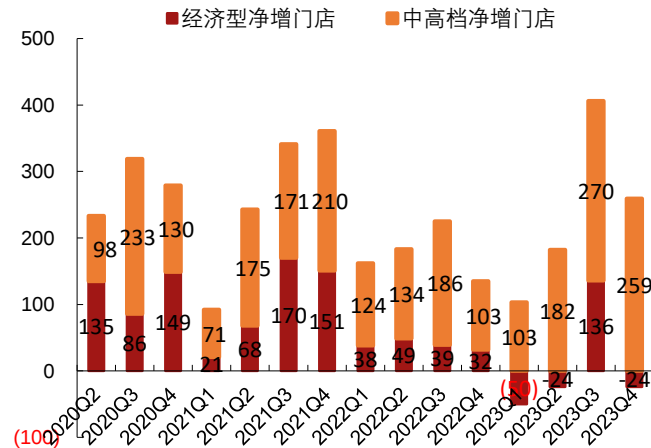
华住在开业和签约的数据表现更佳，2023 年全年公司新开酒店 1641 家，关店 789 家，净开业 852 家，其中经济型酒店净开业 38 家，中高端酒店净开业 814 家。截止 2023 年底，公司有储备未开业的酒店 3061 家，由此公司预计 2024 年新开酒店 1800 家，关店约 650 家，净开业约 1150 家，较 2023 年大幅提速。

图 2 华住酒店分季度开业与关闭门店数量



资料来源：公司公告，招商证券

图 3 华住经济型和中高端净开业门店数量



资料来源：公司公告，招商证券

此外，公司在财务数据的表现上也同样出色，2023 年实现营收 219 亿元/同比增长 58%，归母净利润 40.9 亿元/上年同期亏损 18.2 亿元，经调整 EBITDA 68.7 亿元/上年同期仅 6.1 亿元，利润的体量和增速均领跑行业。其中 2023Q4 收入 56 亿元/+50.7%，高于指引+41%-45%；经调整 EBITDA 为 12.7 亿元/+219.1%；归母净利润 7.4 亿元（高于彭博一致预期 7 亿），其中华住分部盈利 8.3 亿元，德意志亏损 0.9 亿元；实现经调整净利润 6.6 亿元/上年同期亏损 2.6 亿元。

表 1：华住、首旅、锦江 2023 年财务指标对比

	华住酒店	首旅酒店	锦江酒店
营业收入（亿元）	218.82	-	-
yoy	57.86%	-	-
归属净利润（亿元）	40.85	8.0	10
上年同期（亿元）	-18.21	-5.82	1.13
销售净利率	18.67%	-	-

资料来源：公司公告、招商证券 注：首旅、锦江的业绩为业绩预告中值。

1.2 筚路蓝缕十六载，内生外延成就连锁酒店龙头

华住在疫情期间持续高质量开业，优化运营修炼内功，带来可持续的 RevPAR 增长和靓丽的财务表现。纵观华住最近几年的发展战略，我们认为前瞻性结构升级、高线城市布局、轻资产商业模式是华住的成功之道：

（1）**前瞻战略，布局消费升级。**公司发展有三大核心前瞻性战略：汉庭 2.0-4.0 系列持续引领行业经济型升级；提早布局中端，精准定位消费转型；会员体系建设，拓宽直销渠道。公司前瞻性战略也使得公司 RevPAR 在疫情后恢复程度明显领先于锦江、首旅，恢复进度明显优于市场。

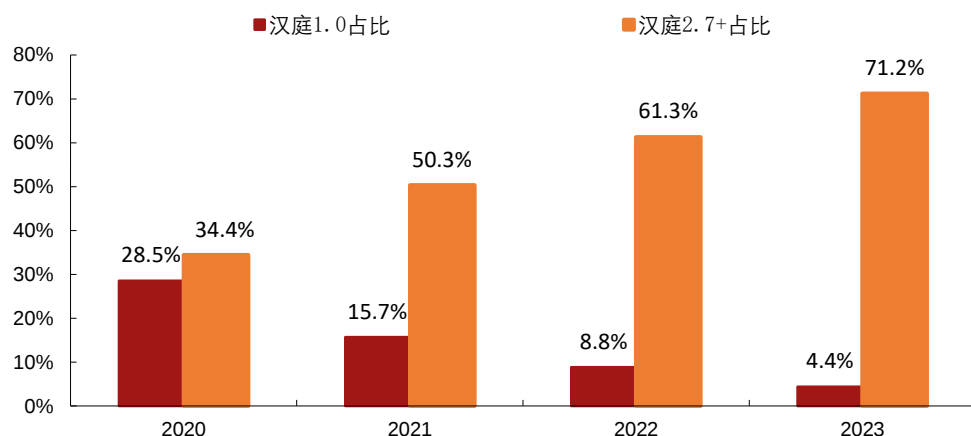
表 2：华住 2012-2023 年度主要战略焦点

	年度主要战略焦点		
2012	多品牌战略，主打经济型		
2013	创新产品以满足升级趋势，开拓中端市场	线上渠道直接接触客户	
2014	多品牌战略高速增长，中端市场份额第一		
2015	快速扩张品牌组合	扩展酒店网络	推进华住-雅高战略联盟
2016	加强和区分汉庭品牌（汉庭 2.0）	继续快速扩张	进一步促进直销渠道
2017	经济型酒店升级	多品牌战略-快速扩张中档酒店	提升 RevPAR
2018	快速扩张中档酒店	质量改进提升 RevPAR	高端品牌创新
2019	挖掘下沉市场	实现全球化布局	全季 4.0
2020	“万家灯火”目标，继续下沉	“重仓中国”	
2021	门店“精益增长”战略	全面数字化	旗舰店打造，品牌差异化
2022	门店“精益增长”战略	低线城市渗透	
2023	持续提升集团酒店质量	不断发展中高端品牌	加速下沉，重塑华住会

资料来源：公司公告、招商证券

➤ **汉庭新版本引领行业经济型升级：**公司在发展前期主打经济型酒店，拥有较多存量酒店，2014 年公司正式发布汉庭 2.0，定义经济型酒店全新标准，提前布局消费升级，带动汉庭同店 RevPAR 转为正增长。之后在 2017-2022 年不断推出汉庭 2.7、3.0 和 3.5 版本，持续高频地进行产品的更新迭代，除了自有直营店外，对加盟商的话语权较强，政策执行到位，使得品牌走出老化困境。而 2017 年、2018 年如家、锦江酒店才开启经济型改造，部分品牌改造进展缓慢导致 2023 年疫情后恢复较弱，华住的经济型升级战略领先于行业。

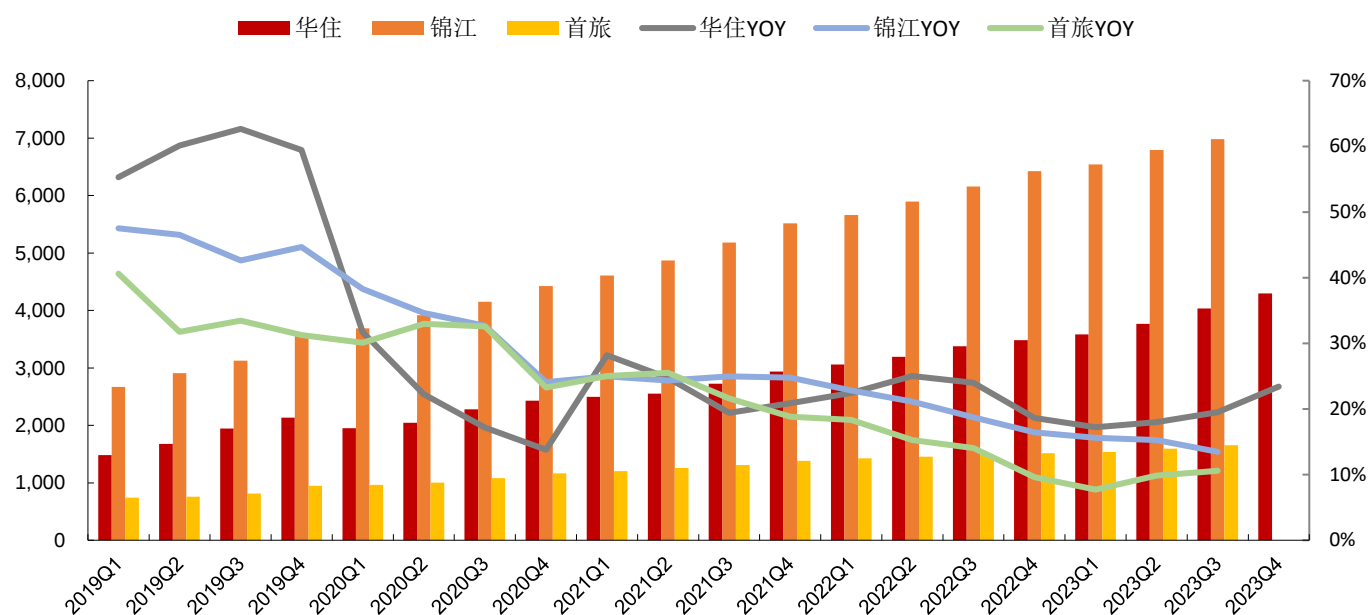
图 4 汉庭品牌持续优化存量酒店



资料来源：公司公告、招商证券

- **提早布局中端，精准定位消费转型；**公司抓住酒店结构升级的浪潮，较早开始布局中端酒店市场。2010 年华住尝试以全季品牌打造培育中端酒店，相继推出全季 2.0-4.0 等版本，目前更是更新了全季 5.0 版本，不断迭代升级中端产品，全季逐渐发展为国内中端酒店的代表品牌，其市占率位列国内中端连锁酒店第二。同时，公司以并购合作方式加速布局中档市场，2017 年收购桔子水晶酒店集团，进一步强化中档酒店市场，完善中端酒店品牌矩阵，以满足消费升级后消费者对中端酒店的需求，同时助推公司平均房价、RevPAR 持续增长。

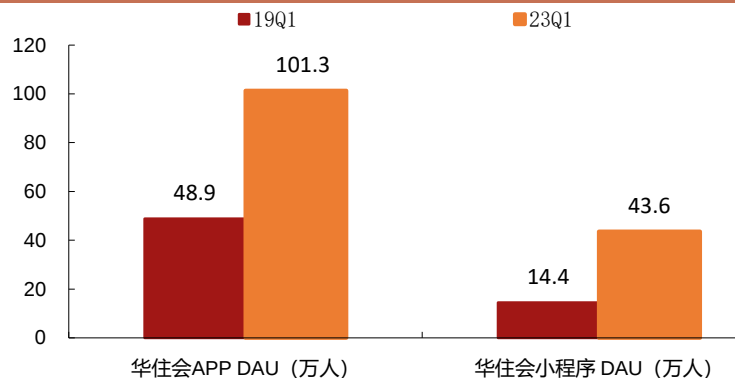
图 5 华住、锦江、首旅中高端酒店数量及增速



资料来源：公司公告、招商证券

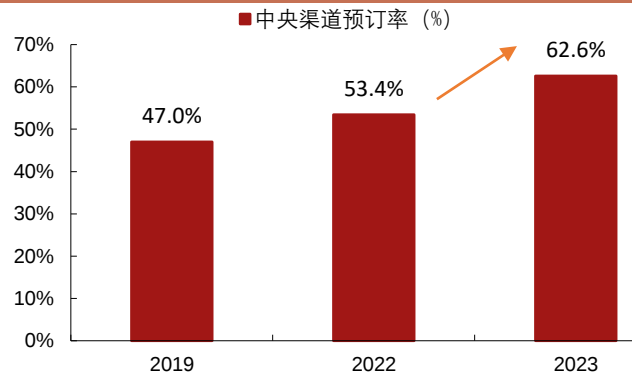
- **会员体系建设，拓宽直销渠道；**公司是行业内较早一批发展会员体系，2006 年以会员卡形式建设自有流量体系，2013 年公司主推以线上渠道直接接触客户。目前公司会员体系“华住会”是中国首个实现会员在线自由选房的客户忠诚计划，2023 年其会员数量超过 2 亿人，高于锦江、首旅酒店会员人数，华住是国内酒店集团会员数第一名。同时，华住的会员体系聚集了忠诚且活跃的庞大客户群，“华住会”也是公司强大的直销平台，2023 年公司 APP 和小程序日活较 2022 年同期大幅增长，公司 CRS 渠道直销占比达到 62.6%。

图 6 华住会 APP 和小程序 DAU 人数



资料来源：公司公告、招商证券

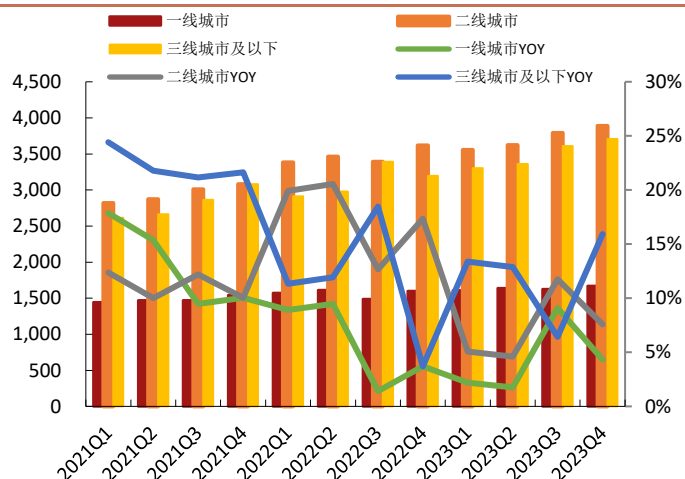
图 7 华住 CRS 渠道直销占比达到 63%



资料来源：公司公告、招商证券

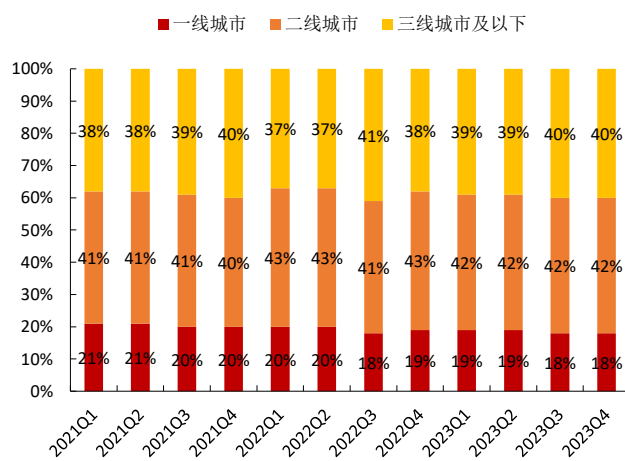
- **(2) 先发优势，把握高线城市物业。**华住集团酒店多布局一二线高线城市，截至 2023Q4 华住旗下酒店分布在一、二线、三线城市分别为 1667/3890/3705 家，占比 18%/42%/40%。其中三线城市酒店数量扩张速度较快，2023Q4 同比增长 15.9%。公司早年提前发力高线城市，而由于酒店行业物业签约通常为 10-15 年，高线城市商业地价的上涨远超于租金的增速，故其租金合同的溢价成为公司一部分的利润来源。目前一二线城市相对饱和，公司也在积极拓展下沉市场，签约待开业酒店中 55% 位于下沉市场，未来计划覆盖 2000 个城市。

图 8 公司酒店地域分布及增速



资料来源：公司公告、招商证券

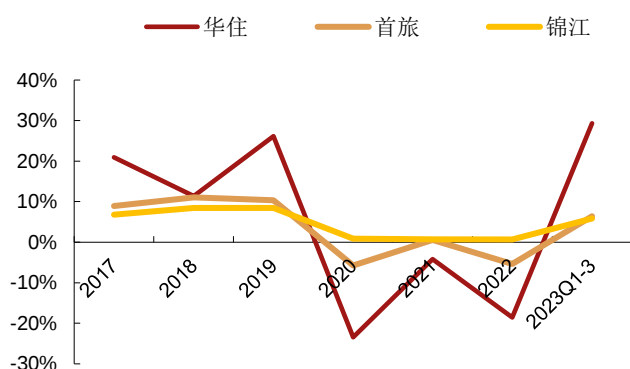
图 9 公司酒店地域分布占比情况



资料来源：公司公告、招商证券

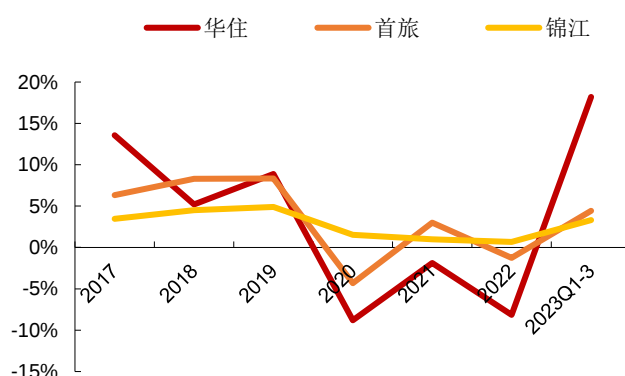
- **(3) 轻资产加盟运作，运营效率领跑行业。**华住以轻资产加盟为主，在 2014 年后大力发展加盟模式，显著降低直营比例，加盟管理费收入随之大涨。由于较早地开启经济型升级，公司通过开设加盟店和成本控制不断降低经营成本，释放盈利能力，2017-2019 年华住净资产收益率高于首旅、锦江。2021 年受疫情反复冲击，业绩持续承压导致华住净资产收益率、投入资本回报率有所下滑。2023 年华住在入住率、平均房价、RevPAR、开业指标等经营方面相对于首旅、锦江酒店表现占优。

图 10 华住、首旅、锦江净资产收益率



资料来源：公司公告、招商证券

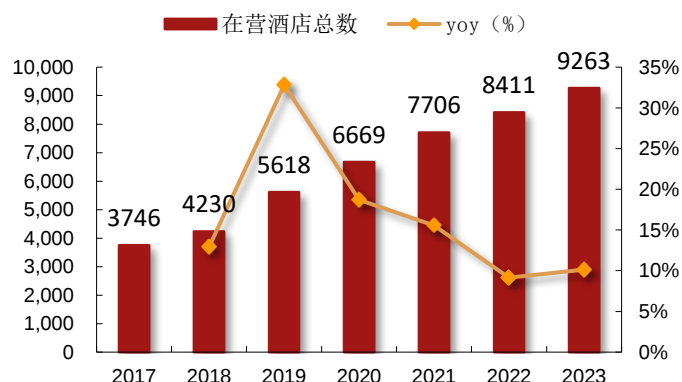
图 11 华住、首旅、锦江投入资本回报率



资料来源：公司公告、招商证券

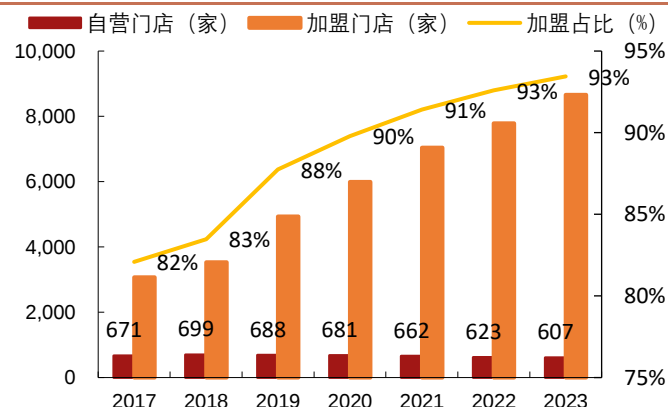
长期保持高速拓店趋势,加盟店占比持续提升。截至 2023 年 12 月底,华住集团国内酒店数量已经达到 9263 家/+10%,疫情期间门店依旧保持了较快的扩张速度;客房数量则是达到 88.6 万家/+14%,过去几年时间内,公司直营店数量缓慢下降,从 2019 年的 688 家下降至 2023 年的 607 家,而加盟店数量从 4930 家增加到 8656 家,占门店数量的比重也是从 88%提升至 93%。

图 12 公司国内门店数量情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 13 公司客房数量情况



资料来源：公司公告、招商证券

公司的门店扩张主要有直营及加盟两大模式,加盟模式下不同档次品牌具有差异化的收费标准。直营模式下,酒店依托自有或租赁物业进行经营,并承担相应的租金/折摊、人工、能耗等成本费用。加盟模式下,公司授权加盟商使用酒店品牌,并为其提供开业选址、装修设计、人员培训等指导和中央预订系统、营销和技术支持,同时向加盟商收取加盟费和管理服务费,租金/折摊、人工、能耗等成本费用由加盟商承担,各档次品牌酒店具体加盟政策如下:

图 14 公司细分酒店品牌加盟政策

品牌	名称	加盟期限	标准加盟费	保证金	加盟管理费	合计单房投资
经济型品牌	汉庭酒店	10年	2500元/间	10万元	每月营业总收入*5%	新店7.5万/间 改造5.6万/间
	宜必思	10年	2500元/间	10万元	每月营业总收入*5%	新店7.5万/间 改造2.5-3万/间
	海友酒店	10年	1500元/间	3万元	每月营业总收入*5%	新店5.5万/间 改造2-2.6万/间
	你致酒店	10年	2500元/间	10万元	每月营业总收入*5%	新店6.8万/间 改造1-3万/间
	怡莱酒店	标准8年，不低于5年	5万	5万	每月营业总收入*5%	新店2.8万/间 改造2000-12000元/间
中档品牌	全季酒店	10年	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	10万元	每月营业总收入*5%	新店12万/间 改造2.5-5.5万/间
	桔子酒店	10年	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	10万元	每月营业总收入*5%	新店12万/间
	星程	10年	2500元/间	10万	每月营业总收入*5%	新店7.5万起/间 改造3500起/间
中高档品牌	美居酒店	10年	50万	10万	总营业收入6.5%	新店15-17万/间
	CitiGO欢阁酒店	10年	4000元/间，不低于20万	10万	每月营业总收入*5%	新店14万/间
	桔子水晶酒店	10年	5000元/间，不低于30万	10万	每月营业总收入*5%	新店16万/间
	诺富特	10年	60万	10万	总营业收入6.5%	新店25-28万/间
	城郊酒店	15年以上	50万	10万	总营业收入6.5%	新店20万/间
高档品牌	禧玥酒店	15年以上	200间房以下收取200万，超过按比例递增	10万	基础管理费为总营收2%；奖励管理费毛利GOP8%	
	美仑美奂酒店	10年	60万	10万	客房和早餐收入5%，其他非客房部分收入2%	
	花间堂	15年以上	200间房以下收取200万，超过按比例递增	10万元	总营业收入6.5-5.5%	
	美仑国际酒店	10年	50万	10万元	客房和早餐收入5%，其他非客房部分收入2%	
	美爵	10年	70万	10万元	总营业收入6.5%	新店35-40万/间

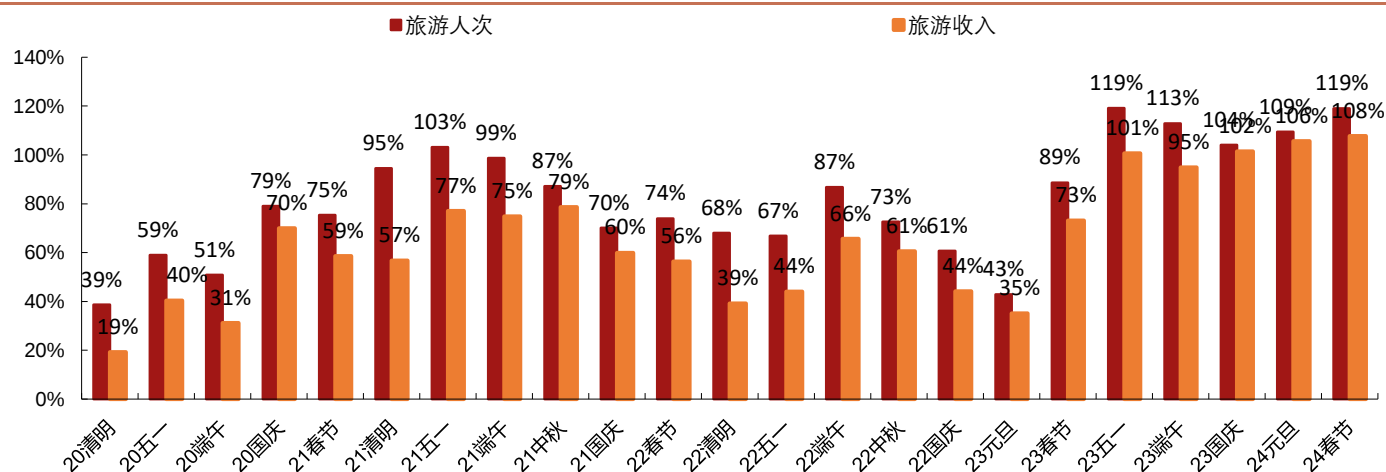
资料来源：公司公告、招商证券

二、行业概况：行业集中度和渗透率提升，休闲支撑 2024 年出行需求

2.1 休闲旅游需求释放推动行业景气度，结构性升级驱动长期增长

春节旅游恢复强劲，2024 年休闲需求有望延续。今年春节假期，全国国内旅游出游人数达 4.74 亿/+34.3%，较 2019 年同期+19.0%；实现国内旅游收入 6326.87 亿元/+47.3%，较 2019 年同期+7.7%，今年春节出游热度较高，人次恢复度达到去年五一峰值。2023 年酒店数据强劲恢复，其中出游、展会、演唱会、赛事等休闲和商旅活动的恢复至关重要，展望 2024 年，居民对体验型消费的热度依旧较高，并非简单的报复性消费，休闲消费有望保持增长。

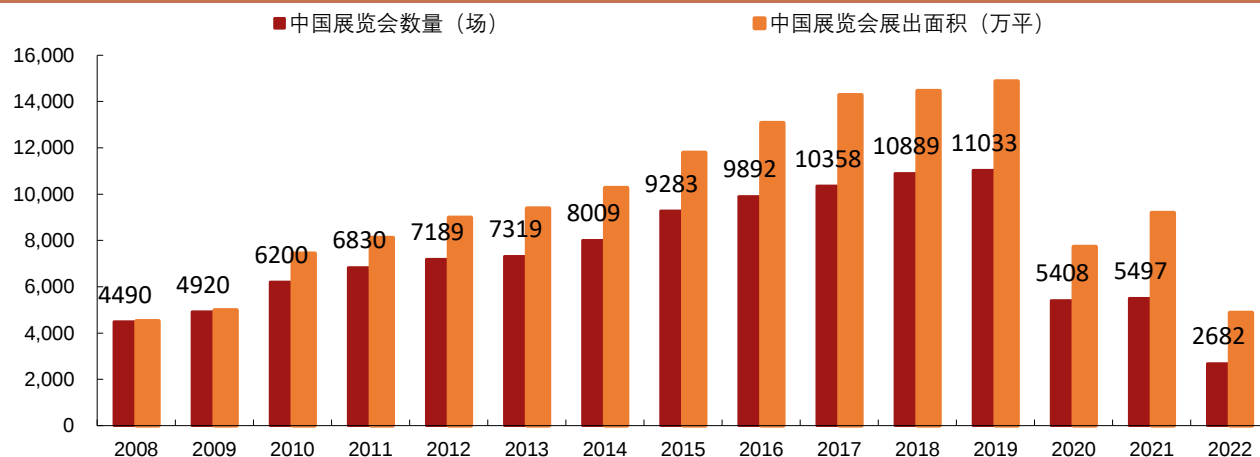
图 15 历年节假日人次和收入对 2019 年恢复度



资料来源：公司公告、招商证券

从商旅需求角度看，根据中国促贸会调研，2023 年中国共举办经贸类展会 3923 项，比 2022 年增加 2116 项，同比增长 117%；比 2019 年增加 376 项，超越疫情前水平。并且由于 2023 年初放开疫情管制，部分大型展会推迟至年中及下半年，2024 上半年部分展会将如期举办，预计上半年的展会数量和面积都将好于 2023 年同期。

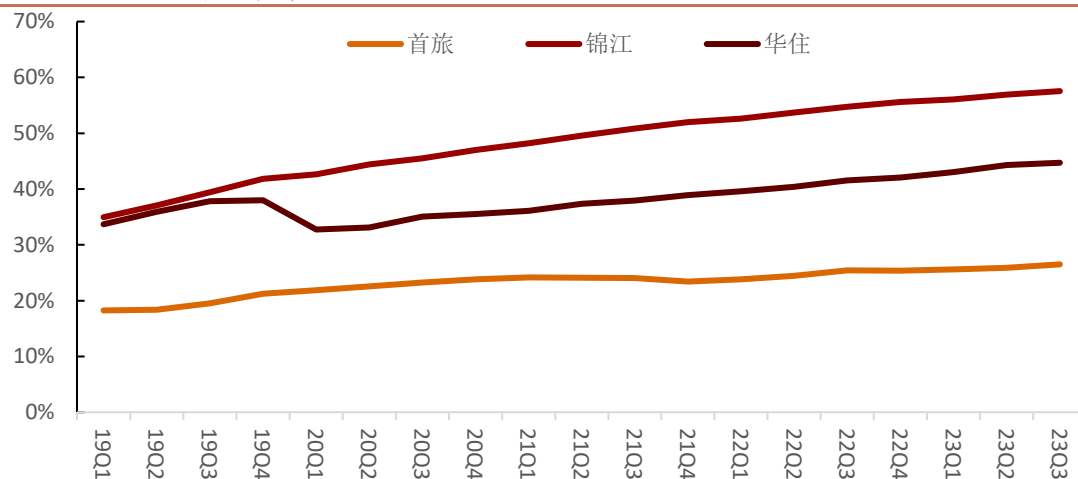
图 16：中国展会数量与展出面积



资料来源：商务部，招商证券

中高端占比持续提升，结构性升级有望长期驱动 ADR 增长。酒店的业绩增长可以拆分为内生驱动和外延驱动，外延驱动来自于新开门店的扩张，内生驱动主要来自于入住率的提升和房价的上涨，近年来随着存量连锁酒店数量持续增长，开业对收入增长的贡献边际下滑，单店模型优化将未来推动成为酒店业绩增长的中枢。目前各大连锁酒店酒店集团中高端酒店占比均呈现稳步提升趋势，随着酒店龙头品牌改造翻新以及消费升级驱动，看好长期国内酒店平均房价稳步实现增长。

图 17：连锁酒店集团中高端酒店占比



资料来源：公司公告，招商证券

整体来看，受益于国内休闲旅游全面复苏以及商旅需求的稳步修复，酒店行业景气度处于阶段性高点。展望 2024 年，随着今年下半年以来酒店需求高涨，各家连锁酒店集团待开业数量均处于历史相对高位，酒店行业供需错配有希望于明年得到缓解，经济型/单体酒店回补相较于今年或将放缓，中高端酒店随商旅及休闲需求复苏有望持续发力。考虑到连锁酒店集团结构性改善升级驱动，2024 年国内酒店龙头的房价依旧有支撑。

表 3：锦江、华住、首旅直营和加盟酒店数量对比（截至 2023 年 9 月底）

酒店数量（家）								
首旅			华住			锦江		
直营	加盟	合计	直营	加盟	合计	直营	加盟	合计

酒店数量（家）

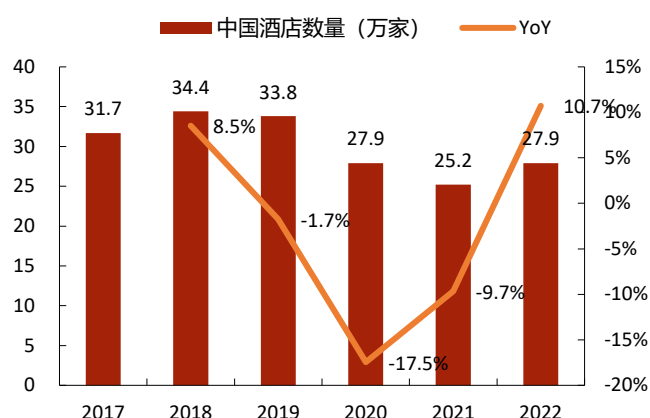
经济型	391	1515	1906	经济型	334	4658	4992	经济型	-	-	5154
中高档	257	1397	1654	中高档	274	3762	4036	中高档	-	-	6984
合计	648	2912	3560	合计	608	8420	9028	合计	768	11370	12138
占比（%）											
首旅			华住			锦江					
	直营	加盟	合计		直营	加盟	合计		直营	加盟	合计
经济型	21%	79%	54%	经济型	7%	93%	55%	经济型	-	-	42%
中高档	16%	84%	46%	中高档	7%	93%	45%	中高档	-	-	58%
合计	18%	82%	100%	合计	7%	93%	100%	合计	6%	94%	100%

资料来源：公司公告、招商证券

2.2 疫情时代酒店供给加速出清，连锁渗透率和集中度双提升

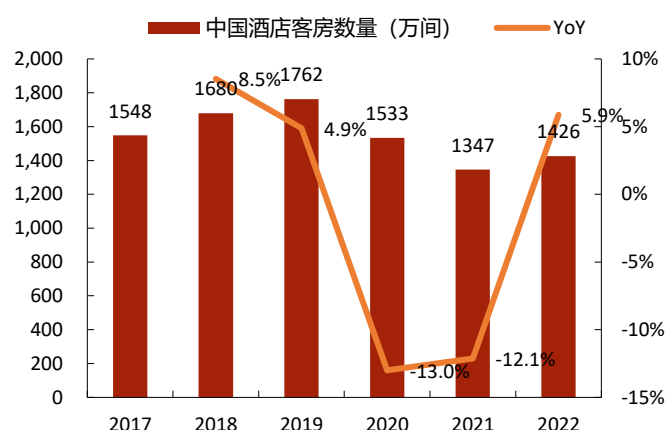
酒店供给规模持续缩减，连锁渗透率逐步提升。据盈蝶咨询数据显示，2016-2019年间，中国酒店数量由 28.9 万家增长至 33.8 万家，其中 2016-2019 年中国酒店存量 CAGR 为 5.4%。2020 年，在疫情负向冲击下酒店门店、客房数显著下滑，同比下降 19.2%/17.9%。截至 2022 年末，中国酒店规模为 27.9 万家，客房数量为 1426 万间，同比 2019 年分别下降 17.5%/19%。

图 18：2017-2022 年中国酒店数量及增速



资料来源：盈蝶咨询、招商证券

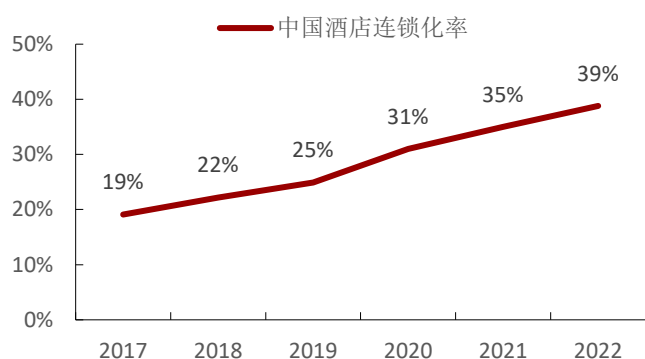
图 19：2017-2022 年中国酒店客房数量及增速



资料来源：盈蝶咨询、招商证券

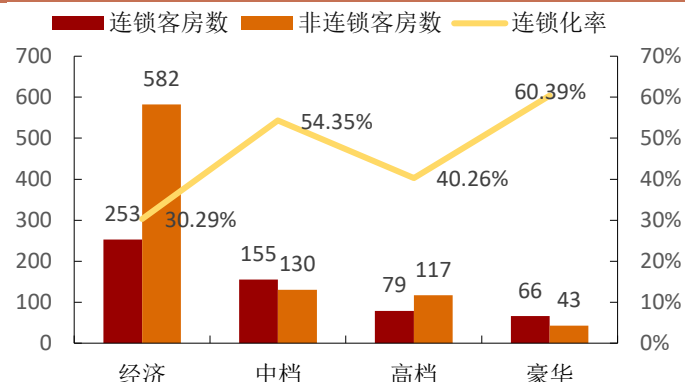
相较于单体酒店，疫情冲击下连锁酒店在品牌影响力、标准化服务和用户忠诚度方面优势凸显，且面对疫情等不确定性环境具有更强的抗风险能力，因而近年来酒店行业连锁化率和集中度呈现持续提升的趋势。此外，单体酒店迫于生存压力，往往也会更倾向于加入连锁品牌，进而推动行业连锁化进程。根据盈蝶数据，2017-2022 年国内酒店连锁化率从 20% 提高到 39%，CAGR 为 15.2%。

图 20: 2017-2022 年中国酒店连锁化率



资料来源: 盈蝶咨询、招商证券

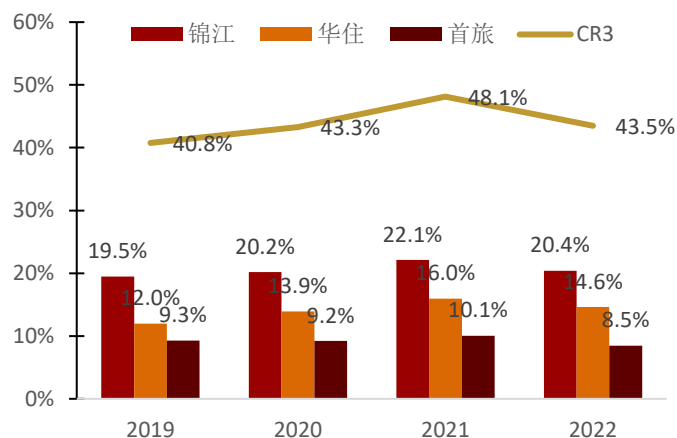
图 21: 2022 年中国各星级酒店连锁化率



资料来源: 盈蝶咨询、招商证券

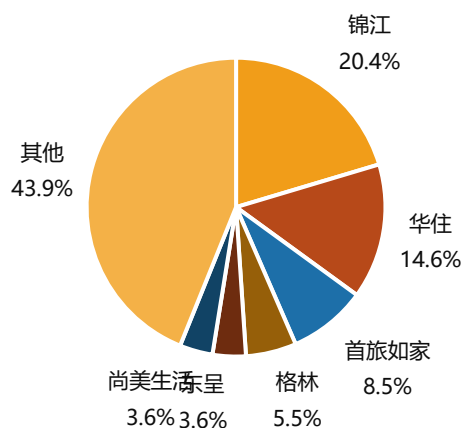
连锁酒店市场集中度高, 华住稳居行业第二。国内酒店业整体较为分散, 单体酒店、宾馆和其他住宿设施提供了超过 60% 的客房。酒店集团凭借其规模优势、管理优势持续扩张, 在连锁酒店赛道占据较高的市场份额。2019-2021 年, 疫情压力加速酒店业出清, 三大酒店集团在连锁酒店市场的规模占比从 40.8% 迅速提升至 48.1%, 2022 年因疫情的原因有所下降。华住的市场份额提升速度快于锦江和首旅, 与首旅逐渐拉开差距, 稳居行业第二。

图 22: 三大酒店集团规模占比



资料来源: 盈蝶咨询、招商证券

图 23: 2022 年酒店集团市场份额



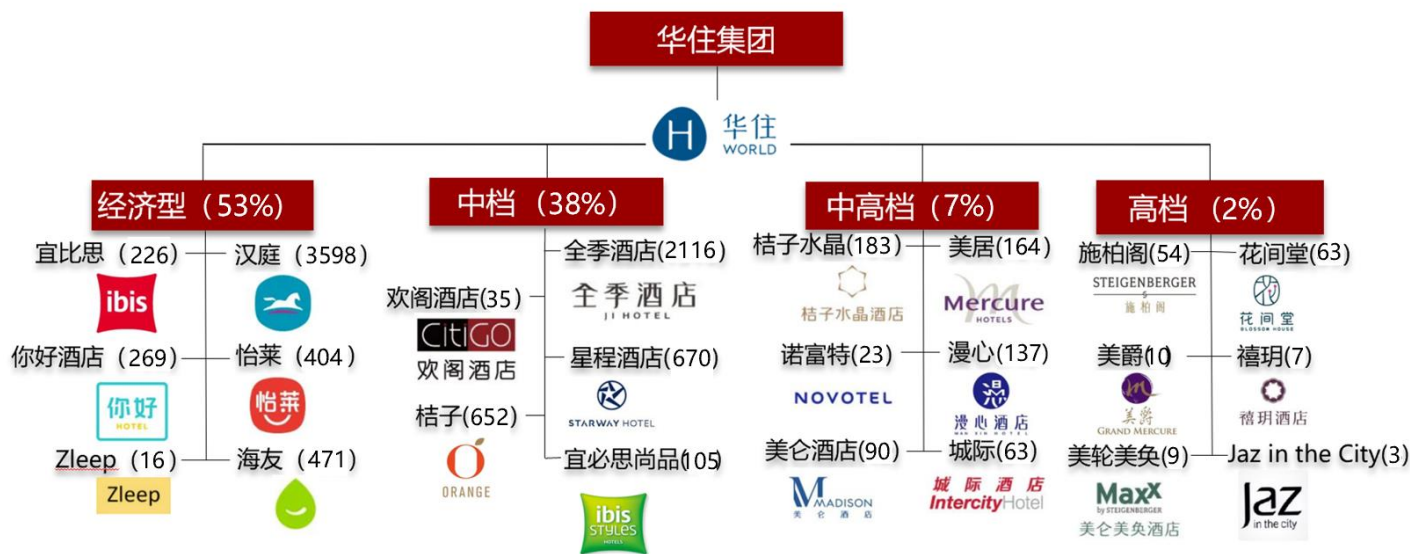
资料来源: 盈蝶咨询、招商证券

三、竞争优势: 多元品牌&会员体系&数字技术构筑核心竞争力

3.1 丰富品牌矩阵覆盖各档次市场, 中高端品牌逐渐发力

丰富的品牌矩阵, 全面覆盖各档次市场。公司以“全品类+多品牌”进行发展布局, 依托内生孵化品牌和外部合作并购进行扩张, 公司已经形成经济型、中档、中高档、高档全线覆盖的强大品牌矩阵。其中, 经济型品牌以汉庭为代表, 中档品牌以全季为代表。截至 2023Q4, 公司拥有酒店 9394 家, 其中经济型酒店占比 53%、中档酒店占比 38%、中高档酒店占比 7%、高档酒店占比 2%。

图 24 公司品牌矩阵

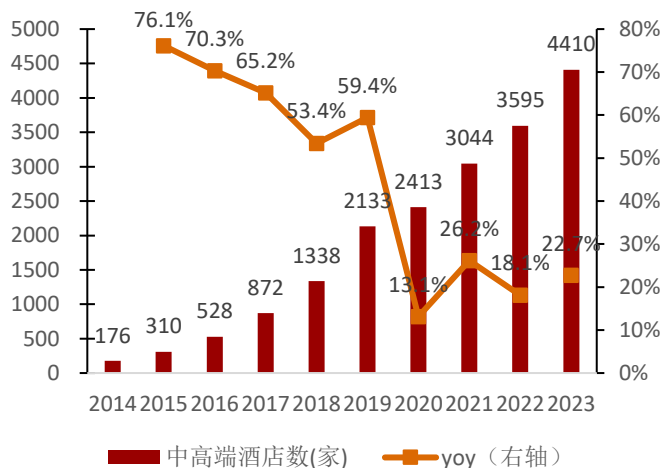


资料来源：公司公告、招商证券

注：括号内为截至 2023 年 6 月 30 日各类别门店占比及各品牌门店数

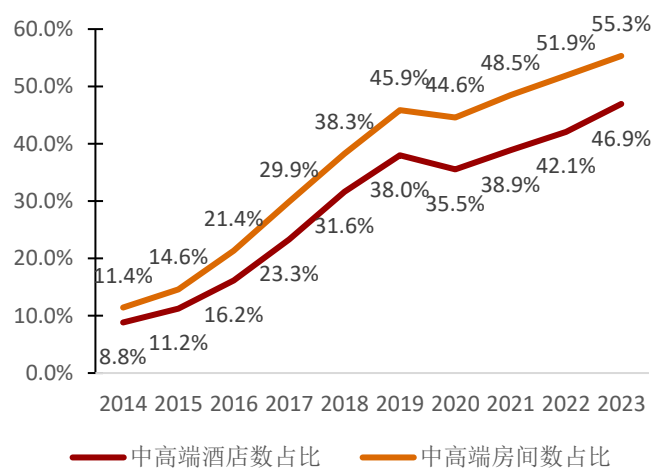
中高端酒店加速增加，占比持续提升，以加盟为主。公司 2012 年重点开拓中高端市场，加快中高端品牌的品牌布局，逐渐形成中档、中高档、高档等细分品牌矩阵。公司中高端酒店数和房间数加速扩张，门店数由 2013 年 116 家增长至 2023 年的 4410 家，复合年均增长率高达 43%，房间数由 1.4 万间增长至 2023 年的 50.5 万间，复合年均增长率为 40%。公司中高端酒店门店数及房间数占比持续提升，中高端酒店数占比由 2013 年的 8.1% 提升至 2023 年的 46.9%，房间数占比由 2013 年的 9.4% 提升至 2023 年的 55.3%。

图 25 公司中高端酒店数量及增速变化



资料来源：公司公告、招商证券

图 26 公司中高端酒店数及房间数占比变化



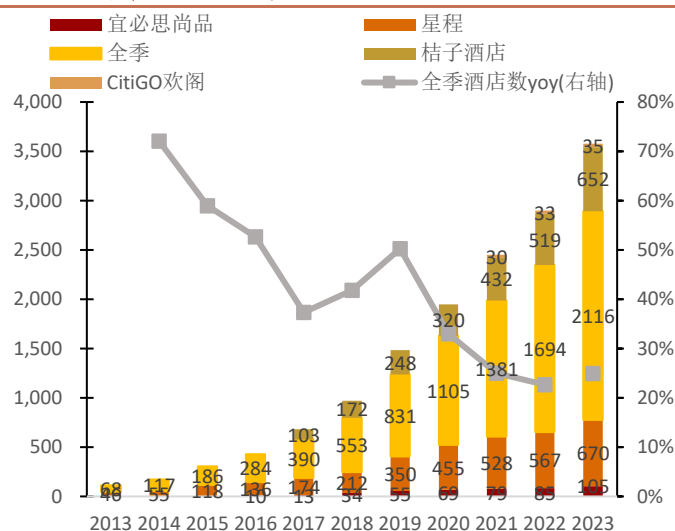
资料来源：公司公告、招商证券

全季为中档主推品牌，其他品牌持续发力。公司中档品牌包括全季、星程、桔子、宜必思尚品和欢阁，其中全季是公司中档品牌中的主打品牌。全季是华住推出的首个中端酒店品牌，经过多次迭代升级，优化产品品质和服务体验，已成为国内中端酒店的代表品牌，截止 2023 年底，全季酒店数量为 2116 家，同比增长 24.9%。根据盈蝶咨询，截止 2022 年底，全季在国内连锁中档品牌中居于第二位，客房数市占率为 13%。另外，星程酒店、桔子酒店等其他中档品牌持续发力。星程、桔子酒店数量不断增加，市占率分别位于第五位、第六位。星程酒店重视多样化产品体验，桔子酒店主打乐活的品牌理念，中档品牌满足不同消费需求，形成多品牌互补的发展态势。

中高档品牌日益增多，中高档品牌布局加速完善。公司通过内外结合的方式加速完善中高档品牌，一方面，公司内部孵化漫心品牌；另一方面，外部收购桔子水晶，进一步完善公司中高档品牌矩阵。桔子水晶是公司于 2017 年进行的收购，2022 年底桔子水晶客房数市占率达到 3%，居于第五位，截止 2023 年底桔子水晶已有 183 家门店，2.4 万间

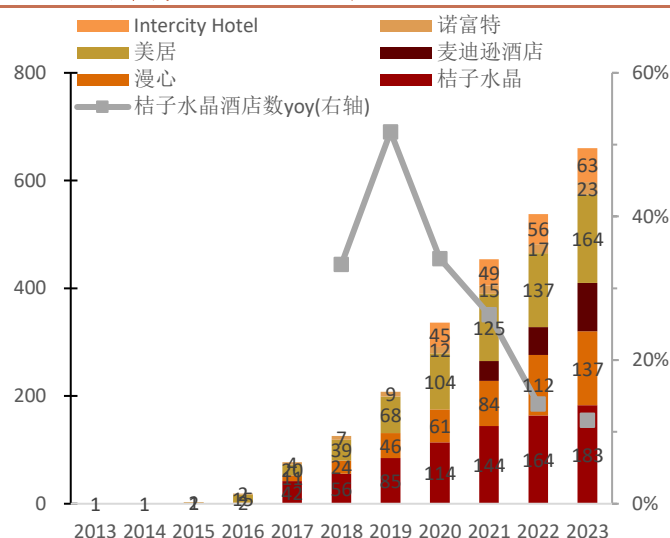
客房，成为公司旗下增长最快的中高端品牌。漫心酒店公司内部孵化的中高档品牌，兼具商务与旅行属性，目前拥有137家门店，主要位于旅游景点及大型商业中心附近。美居品牌起源于欧洲法国，提供纯正法式体验和国际水平服务，目前已入驻各大核心商圈和交通地标处，2023年底美居酒店数164家，客房数2.6万间。

图 27 公司中档细分品牌酒店数量



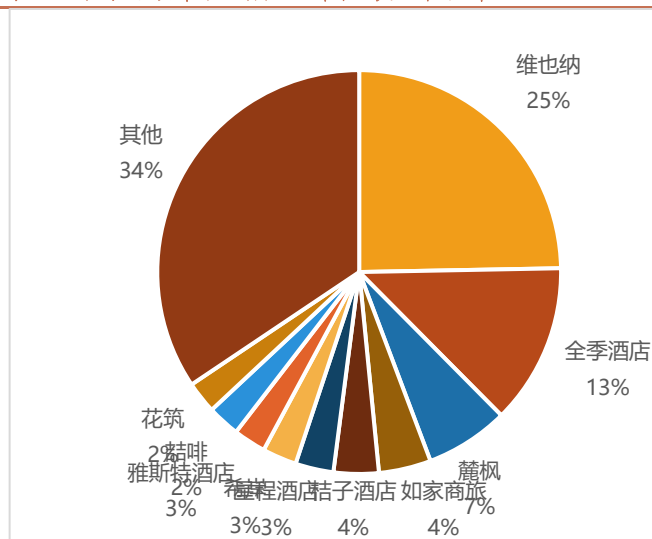
资料来源：公司公告、招商证券

图 28 公司中高档酒店细分品牌酒店数量



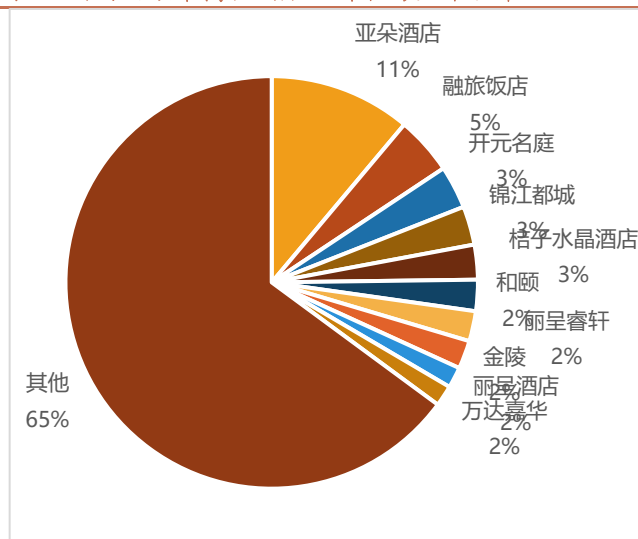
资料来源：公司公告、招商证券

图 29 国内连锁中档酒店品牌客房数市占率



资料来源：盈蝶咨询、招商证券

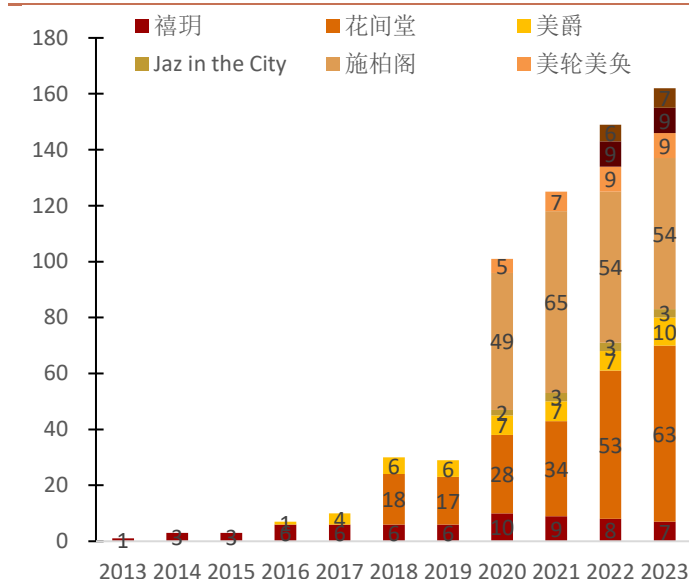
图 30 国内连锁中高档酒店品牌客房数市占率



资料来源：盈蝶咨询、招商证券

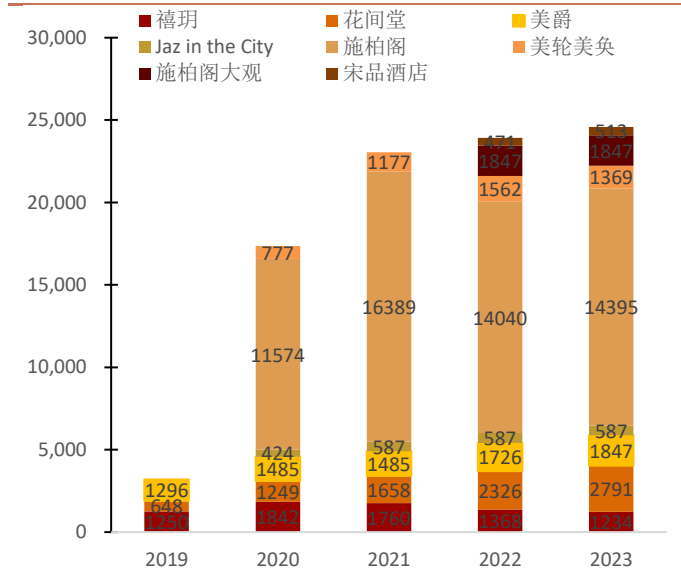
外延并购发展高档酒店，改良国际品牌发力国内。公司主要通过外延收购推进布局高档酒店战略，2018 年战略收购花间堂，2019 年收购德意志酒店集团，对国际品牌进行本土化，逐渐强化高档酒店品牌矩阵，从而向国内发力扩张。花间堂重点打造高端精品度假酒店，主要位于特色旅游景点附近，截至 2023 年底花间堂酒店数 63 家，房间数达到 2791 间。施柏阁、美爵、美仑美奂、Jaz in the city 四个品牌属于德意志酒店集团旗下，其中施柏阁同时提供会议、休闲度假及高质餐宴服务，截至 2023 年底施柏阁酒店数 54 家，房间数 1.4 万间。另外，施柏阁大观及宋品酒店定位于奢华国际酒店品牌。公司旗下禧玥酒店是 2013 年推出的第一家高端品牌，风格为东方文化风雅空间，立足于一二线城市核心区域，截至 2023 年底禧玥酒店数 7 家，房间数 1234 间。

图 31 公司高档酒店细分品牌酒店数量



资料来源：公司公告、招商证券

图 32 公司高档酒店细分品牌房间数量

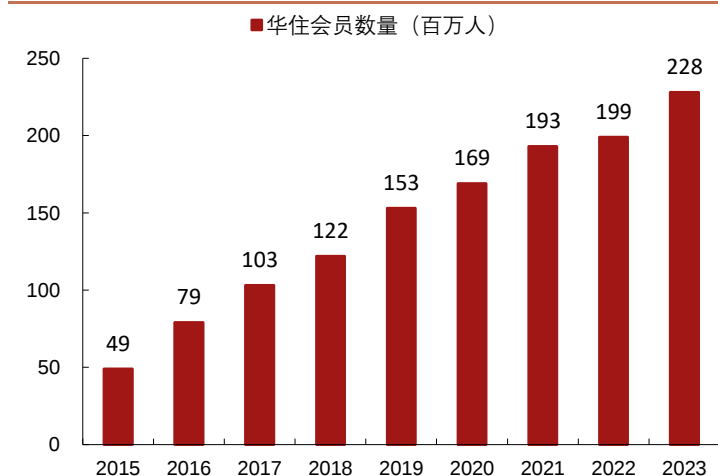


资料来源：公司公告、招商证券

3.2 会员规模持续扩张，丰富会员体系提升会员黏性

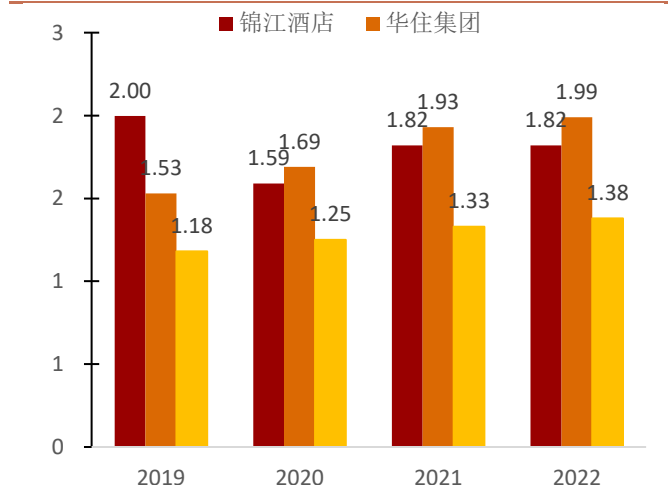
会员规模持续扩张，会员数位列国内第一。公司会员体系涵盖旗下所有品牌，聚集了忠诚且活跃的庞大客户群，是中国首个实现会员在线自由选房的客户忠诚计划，目前已发展为中国最大的酒店忠诚计划。华住会会员持续增长，由2011年的510万人增加至2023年的2.28亿人。2020年华住集团会员数量首次超过锦江酒店，成为国内酒店集团会员数第一名。

图 33 公司华住会会员数量



资料来源：公司公告、招商证券

图 34 2019-2021 华住、锦江、首旅会员数量 (亿人)



资料来源：公司公告、招商证券

会员体系丰富且完善，会员黏性、忠诚度高。公司建立了一套从会员入会、升级到权益享有的完整会员体系。会员等级层次分明，包括星会员、银会员、金会员、铂金会员，入会条件可选择现金购买，活动激活等，并根据定级间夜进行升级、保级。同时，根据不同的会员等级，享有不同程度的权益，其权益包括价格权益、入住权益、积分累计等。另外，其累计的积分可以抵消房费、兑换优惠券、预定交通车票等。公司依靠丰富完善的会员体系，提高服务质量和客户体验，从而提高客户复购率，增强会员黏性。

图 35 公司会员加入与升级标准

会员级别	加入方式	会员有效期	升级条件	保级条件
星会员	免费注册	永久	累计3个定级间夜升级为银会员	
银会员	非会员/星会员49元购买; 活动激活; 满足条件升级;	1年	累计10个定级间夜升级为金会员	累计3个定级间夜, 保级为银会员
金会员	非会员/星会员219元购买; 银会员170元购买升级; 活动激活; 满足条件升级;	1年	累计40个定级间夜且Noshows≤3, 升级为铂金会员	累计5个定级间夜, 保级为金会员
铂金会员	满足条件升级	1年		累计30个定级间夜且Noshows≤3, 保级为铂金会员

资料来源: 公司公告、招商证券

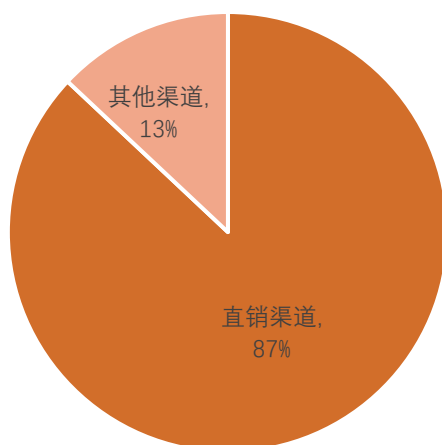
图 36 公司会员权益体系

会员权益	星会员	银会员	金会员	铂金会员
价格权益	房费折扣	9.8折	9.2折	8.8折
	时租折扣			8.5折
入住权益	免费早餐			减20元起
	预定保留	1份	2份	
	延迟退房	18:00	19:00	20:00
	免费WIFI	12:00	13:00	14:00
	提前入住	√	√	√
	客房升级			√
	客服热线优先接听			√
	移动端提前预定	1倍	2倍	2.5倍
积分累计	会员价入住			
	移动端提前预定		1倍	1.5倍
	门市价入住	移动端预定	6倍	9倍
				12倍

资料来源: 公司公告、招商证券

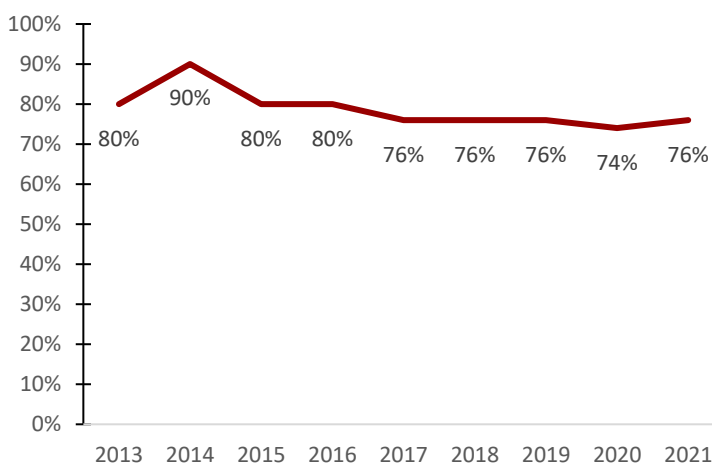
直销能力强大, 会员贡献占比七成。公司始终坚持“中央渠道最低价, 自有会员最惠, 酒店 App 最便利”三个底线, 以保持直销渠道的核心竞争力, 降低对 OTA 渠道的依赖。截至到 2022Q2, 公司直销渠道占比约 87%, 直销能力强大。公司直销渠道分为线上直销和线下直销, 线上直销包括华住会 APP、微信小程序等中央预定系统, 线下直销包括公司销售团队拓展客户。其中, 华住会是公司强大的直销平台, 其会员预定间夜量占比达到 70%以上, 能够低成本、精准营销活动, 并维持较高的客户直销比率。

图 37 公司直销渠道占比 87%



资料来源：公司公告、招商证券

图 38 公司华住会会员预定间夜量贡献占比



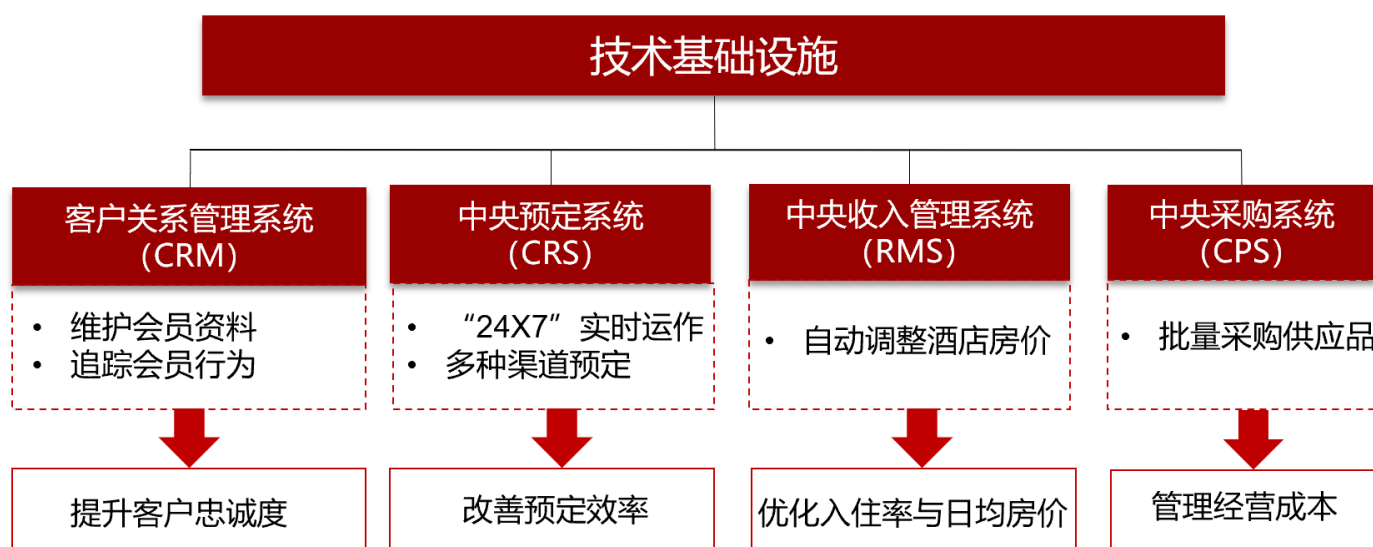
资料来源：公司公告、招商证券

3.3 技术赋能提高运营效率，数字化转型优化客户体验

技术基础设施完善，提高酒店运营效率。公司成功开发并实行了一套先进的专有兼可扩展集团层面技术基础设施，包括客户关系管理系统（CRM）、中央预定系统（CRS）、中央收入管理系统（RMS）、中央采购系统（CPS）：

- **客户关系管理系统（CRM）：**维护华住会会员资料，密切追踪及监察会员的信息及行为，并提供针对性的促销活动以提升客户的忠诚度，也有助于监控企业客户销售代表的绩效。
- **中央预定系统（CRS）：**该系统“24X7”实时运作，可以通过 APP、呼叫中心、第三方旅行社等多种渠道进行预定。同时，系统的实时库存管理功能可改善预定效率，提高客户满意度，极大提升盈利能力。
- **中央收入管理系统（RMS）：**该系统是中国酒店业首个内部开发大型全自动收入系统，可以在数分钟内根据每家酒店的历史经营数据、竞争对手情况以及当地市场情况，以中央化的方式自动调整酒店房价，有效优化酒店的日均房价及入住率。
- **中央采购系统（CPS）：**该系统是中国住宿业首批，同时是中国住宿业最大的中央采购系统之一，能够有效管理经营成本，尤其是在大量使用供应品方面，且能够允许所有酒店同时批量购买酒店供应品。

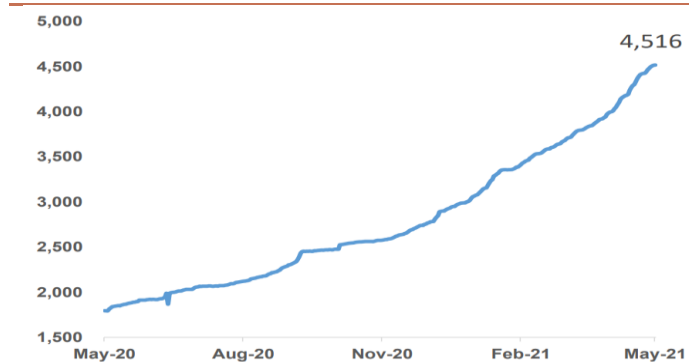
图 39 公司技术基础设施四大系统



资料来源：公司公告、招商证券

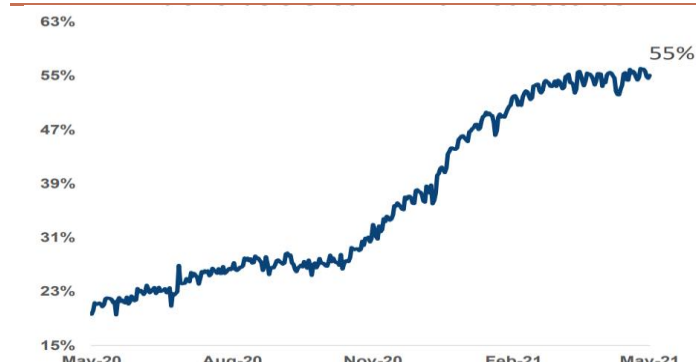
构建智能化消费场景，持续优化客户体验。公司进行全套酒店层面数字化转型，推出了云端物业管理系统、智能机器人、“30秒入住，0秒退房”自助入住退房终端机、房间智能语音客控等数字化举措，不仅让客人入住方便快捷且体验感增强，也提升了酒店的基础服务端运营效率。另外，公司推出了“易”系列产品，包括前台服务“易掌柜”、发票软件“易发票”、房务管理“易客房”，实现了全业务场景的数字化，简化业务流程，提高酒店客房的周转效率，进一步提升了单店运营的效率和管理质量。

图 40 “30 秒入住”服务覆盖酒店数达到 4516 家



资料来源：公司公告、招商证券

图 41 使用“30 秒入住”服务订单占比达到 55%



资料来源：公司公告、招商证券

四、投资建议及盈利预测

华住酒店公告，预计公司 2024 全年收入同比增长 8%-12%，其中国内酒店收入增长 8%-12%，其中公司称 2024 年预计净开业 1150 家，预计开业带来的增量为 13%，同时可能被部分直营店闭店所抵消，测算同店 RevPAR 为持平略增趋势。此外公司估计 2024Q1 收入同比增长 12%-16%，其中国内酒店收入增长 11%-15%（预计包括 10%的门店增长与个位数的 RevPAR 增长）。

华住集团是国内连锁酒店龙头企业，近年来公司采用轻资产运营实现了门店加速扩张，并通过多元品牌&会员体系&数字技术构筑了核心竞争力，竞争优势稳固。随着疫情反复下酒店行业供给加速出清，连锁化率与集中度持续提升，龙头有望持续受益于格局优化。长期来看，门店扩张以及品牌升级仍是华住未来业绩增长的核心驱动力，随着疫情复苏带动需求恢复，考虑到公司较高的门店增速，我们预计公司 2024-2025 年将实现营业收入 243/260 亿元，同比增长 11.1%/7.0%；预计 2024-2025 年公司归母净利润为 43.2/49.4 亿元，对应估值水平为 20.0x/17.5x，首次覆盖给予“强烈推荐”评级，建议投资者积极关注。

表 1 华住集团盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E
酒店数量（家）	7,830	8,411	9,263	10,411	11,609
直营酒店数	738	623	607	604	601
加盟酒店数	7,092	7,788	8,656	9,807	11,008
营业收入合计（百万元）	12,785	13,862	21,882	24,310	26,002
yoy	25.4%	8.4%	57.9%	11.1%	7.0%
直营酒店收入	8,118	9,148	13,796	14,639	14,989
加盟酒店收入	4,404	4,405	7,694	9,130	10,404
其他业务收入	263	309	392	541	609
酒店经营成本（百万元）	11,282	12,260	14,341	15,361	15,924
yoy	16.0%	8.7%	17.0%	7.1%	3.7%
租金	3,900	3,927	4,290	4,553	4,647

水电费	507	603	685	732	749
人力成本	3,022	3,683	4,684	5,143	5,476
折旧及摊销	1,413	1,414	1,329	1,405	1,439
消费品、餐饮	969	1,026	1,327	1,405	1,439
其他	1,471	1,607	2,026	2,123	2,173
销售费用	641	613	1,072	1,191	1,261
管理费用	1,545	1,675	2,086	2,309	2,483
开业前费用	81	95	35	38	40
其他费用	58	62	34	37	39
营业利润	164	-294	4,714	5,804	6,715
归母净利润（百万元）	-465	-1,821	4,085	4,322	4,941
yoy	78.8%	-291.6%	324.3%	5.8%	14.3%

资料来源：招商证券预测

五、风险提示

- 1、疫情反复或有可能影响居民出行意愿，进而影响酒店正常经营
- 2、一二线城市酒店连锁化率较高，可能导致拓店进度不及预期
- 3、宏观经济下行，酒店中商旅需求占大头，经济活动放缓或影响酒店入住率
- 4、各大连锁酒店集团都在加速开业，或导致行业竞争加剧
- 5、德国商旅需求较弱，海外酒店经营持续承压

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	9178	14369	18370	22508	27169
现金及现金等价	3583	6946	10389	14139	18402
交易性投资	0	0	0	0	0
其他短期投资	1922	2373	2373	2373	2373
应收账款票据	1113	755	839	897	957
其它应收款	178	210	233	250	266
存货	70	59	63	66	68
其他	2312	4026	4473	4784	5103
非流动资产	52329	49163	47977	47048	46320
长期投资	2069	2727	2727	2727	2727
固定资产	6784	6097	4911	3982	3254
无形资产	41689	38608	38608	38608	38608
其他	1787	1731	1731	1731	1731
资产总计	61507	63532	66347	69556	73489
流动负债	13146	17411	18224	18725	19255
应付账款	1171	1019	1091	1131	1174
应交税金	734	562	562	562	562
短期借款	3329	4094	4000	4000	4000
其他	7912	11736	12571	13031	13519
长期负债	39558	33872	33872	33872	33872
长期借款	9148	3962	3962	3962	3962
其他	30410	29910	29910	29910	29910
负债合计	52704	51283	52096	52597	53127
股本	0	0	0	0	0
储备	11149	9611	13947	15899	18555
少数股东权益	74	114	164	217	273
归属于母公司所有者权	8729	12135	14087	16743	20089
负债及权益合计	61507	63532	66347	69556	73489

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1564	7674	5580	5716	6225
净利润	(1821)	4085	4322	4941	5632
折旧与摊销	1513	1448	1247	1026	849
营运资本变动	(1442)	2508	349	112	132
其他非现金调	3314	(367)	(339)	(363)	(387)
投资活动现金流	(522)	(1477)	654	710	768
资本性支出	(1053)	(901)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产	0	0	0	0	0
投资增减	1744	6890	0	0	0
其它	(47)	76	804	860	918
筹资活动现金流	(1394)	(3720)	(2821)	(2730)	(2760)
债务增减	(693)	(4693)	(94)	0	0
股本增减	(334)	1125	0	0	0
股利支付	416	0	2311	2286	2286
其它筹资	49	(152)	(416)	(445)	(474)
其它调整	(832)	0	(4622)	(4571)	(4571)
现金净增加额	(55)	2624	3414	3697	4233

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	13862	21882	24310	26002	27737
主营收入	13862	21882	24310	26002	27737
营业成本	12260	14341	15361	15924	16520
毛利	1602	7541	8949	10078	11217
营业支出	2445	3227	3575	3824	4065
营业利润	613	1072	1072	1072	1191
利息支出	409	385	416	445	474
利息收入	87	248	268	286	305
权益性投资损益	(36)	(14)	(16)	(17)	(18)
其他非经营性损益	(441)	1176	553	591	631
非经常项目损益	0	(4)	(4)	(5)	(5)
除税前利润	(1642)	5335	5758	6665	7591
所得税	207	1204	1386	1671	1902
少数股东损益	(28)	46	50	53	57
归属普通股股东净利	(1821)	4085	4322	4941	5632
经调整净利润	(1375)	4119	4359	4981	5674
EPS (元)	(0.59)	1.28	1.32	1.51	1.72

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	8%	58%	11%	7%	7%
营业利润	3%	-612%	25%	16%	14%
归母净利润	292%	-324%	6%	14%	14%
获利能力					
毛利率	11.6%	34.5%	36.8%	38.8%	40.4%
净利率	-13.1%	18.7%	17.8%	19.0%	20.3%
ROE	-20.9%	33.7%	30.6%	29.4%	28.0%
ROIC	-6.5%	21.8%	21.1%	21.4%	21.3%
偿债能力					
资产负债率	85.7%	80.7%	78.5%	75.6%	72.2%
净负债比率	20.3%	12.7%	12.0%	11.4%	10.8%
流动比率	0.7	0.8	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.7	0.8	1.0	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	155.2	222.3	251.4	247.4	247.5
应收账款周转率	14.1	19.4	23.9	23.4	23.4
应付账款周转率	11.5	13.1	14.6	14.3	14.3
每股资料(元)					
EPS	-0.59	1.28	1.32	1.51	1.72
每股经营净现金	0.50	2.41	1.70	1.75	1.90
每股净资产	2.81	3.81	4.33	5.15	6.17
每股股利	0.02	0.73	0.70	0.70	0.70
估值比率					
PE	-45.3	20.7	20.0	17.5	15.4
PB	9.5	7.0	6.1	5.2	4.3
EV/EBITDA	560.6	12.7	12.1	10.5	9.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。