

# 华住酒店 (HTHT)

## Q1 门店扩张加速, RevPar 增速略有放缓

### ● 事件: 公司披露 1 季度数据, RevPar 同比增长 2.9%

4 月 18 日, 华住酒店集团披露 19 年一季度经营数据, 华住酒店整体 RevPar 为 178 元, 同比增长 2.9%, 出租率 80.6%, 同比下降 3.1 个百分点, 平均房价 221 元, 同比增长 6.9%。同店方面, RevPar 为 176 元, 同比下降 0.4%, 出租率 83.4%, 同比下降 2.8 个百分点, 平均房价 211 元, 同比增长 2.9%。Q1 季度开店 226 家, 关店 60 家, 净增加 166 家, 门店数 4396 家。

### ● 一季度出租率跌幅扩宽, RevPar 增速放缓

19 年一季度华住酒店 RevPar 同比增长 2.9%, 相较 18 年全年有所放缓 (18 年 Q1-Q4 RevPar 分别同比增长 13.7%/13.2%/7.1%/8.1%, 主要系出租率跌幅增加 (18Q4、19Q1 出租率分别同比下降 0.9pct 和 3.1pct))。分品牌看, 经济型同店表现好于中端, RevPar 同比分别增长 0.1% 和 -1.1%, 而中端同店和经济型同店的出租率和平均房价分别增长 -1.9pct/-3.1pct 和 1.3%/3.7%。其中, 经济型直营店 RevPar 同比增长 4.0%, 门店改造升级的效果显著。

### ● 门店扩张提速, 中端酒店贡献主要增量

公司自 18 年下半年起门店扩张提速, 从之前的单季净增 90 家左右提升至单季净增 160 家左右的规模。其中 18Q3/18Q4/19Q1 分别净增 152/175/166 家, 19Q1 中端酒店净增 142 家, 贡献新增酒店的主要增量, 19Q1 的储备店数量达到 1311 家, 储备店数量创新高, 呈现后续门店扩张增长将进一步提速的势头。截止 2019Q1, 华住中端酒店合计 1480 家, 占比提升至 33.7% (上季度为 31.5%), 加盟占比提升至 84.1% (上季度为 83.5%)。

### ● 盈利预测与投资建议

1 季度酒店行业数据同比增速普遍明显回落, 一方面受行业周期影响, 另一方面也与去年同期高基数有关。下半年, 受宏观经济企稳回升及酒店行业基数影响, RevPar 及出租率同比有望回升。华住酒店 1 季度数据显示, 在经历 3 年回升后, 以华住酒店为代表的龙头酒店 1 季度及 19 年全年开店仍在加速, 继续看好公司规模和盈利增长。公司预计 19 年新开店规模 800-900 家, 中高端占比 75% 以上, 19 年收入预计增长 15-17%。我们预计 19-21 年 EPS 为 1.21、1.56、1.84 美元/ADS, 对应 PE 为 38/29/25 倍。参照历史估值, 按 19 年 40 倍 PE 测算出合理价值 48.40 美元/ADS, 维持“增持”评级。

### ● 风险提示:

1) 宏观经济波动对酒店行业影响较大, 经济下行或将影响行业复苏。2) 公司持股雅高股票, 存在股价下跌公允价值减少风险。3) 公司中端酒店扩张速度及高端酒店培养进度不及预期。

注: 若无特别标注, 本文统一选用人民币为货币单位。

## 盈利预测: (货币单位: 人民币)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8170	10063	11548	12830	13958
增长率 (%)	24.95%	23.17%	14.76%	11.10%	8.79%
EBITDA (百万元)	2227	3214	4105	4910	5621
净利润 (百万元)	1237	716	2252	2906	3433
增长率 (%)	53.76%	-42.12%	214.44%	29.04%	18.14%
EPS (美元/ADS)	0.65	0.37	1.21	1.56	1.84
市盈率 (P/E)	59.0	40	37.9	29.4	24.9
市净率 (P/B)	10.6	8	13.2	13.5	8.6
EV/EBITDA	25.2	30.7	23.6	19.3	16.5

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

## 公司评级 增持

当前价格	44.51 美元/ADS
合理价值	48.40 美元/ADS
前次评级	增持
报告日期	2019-04-24

分析师:	安鹏
	SAC 执证号: S0260512030008
	SFC CE No. BNW176
	021-60750610
	anpeng@gf.com.cn
分析师:	沈涛
	SAC 执证号: S0260512030003
	SFC CE No. AUS961
	010-59136693
	shentao@gf.com.cn
分析师:	胡翔宇
	SAC 执证号: S0260517080001
	SFC CE No. BNG229
	010-59136632
	huxiangyu@gf.com.cn
分析师:	张雨露
	SAC 执证号: S0260518110003
	SFC CE No. BNU523
	021-60750610
	zhangyulu@gf.com.cn

## 相关研究:

华住酒店 (HTHT.O): 主业经营出色, 费用控制良好, 经营业绩超预期

华住酒店 (HTHT.O): Q4 RevPar 增速企稳, 门店扩张再提速

联系人: 康凯 010-5913-6630  
kangkai@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

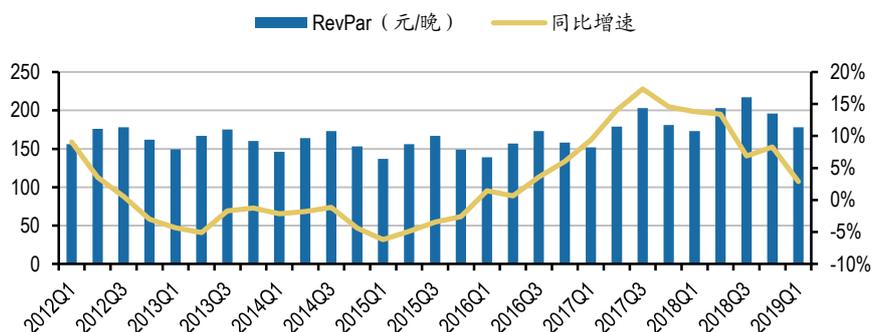
## 事件：华住披露 19 年一季度经营数据，RevPar 同比增长 2.9%

4月18日，公司披露19年一季度经营数据，华住酒店整体RevPar为178元，同比增长2.9%，出租率80.6%，同比下降3.1个百分点，平均房价221元，同比增长6.9%。到店RevPar为176元，同比下降0.4%，出租率83.4%，同比下降2.8个百分点，平均房价211元，同比增长2.9%。Q1季度开店226家，关店60家，门店数4396家。

## 受宏观环境和上年高基数影响，公司一季度经营数据增长持续放缓

19年一季度公司RevPar同比增长2.9%，相较18年全年有所放缓，主要系出租率跌幅增大。公司19年一季度整体酒店RevPar178元，同比增长2.9%，18年Q1、Q2、Q3、Q4RevPar分别同比增长13.7%/13.2%/7.1%/8.1%，出租率80.6%，同比下降3.1个百分点，平均房价221元/晚，同比增长6.9%，18Q4出租率/平均房价分别下降0.9pct、同比增长9.2%。

图 1：华住酒店 RevPar（左轴）及同比增速（右轴）（货币单位：人民币）



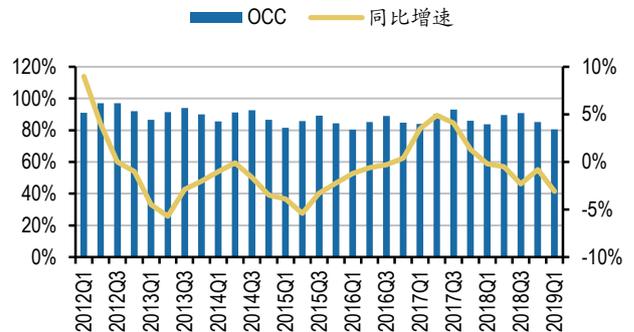
数据来源：华住酒店季度经营公告、广发证券发展研究中心

图2: 华住酒店平均房价 (左轴) 及同比增速 (右轴)  
(货币单位: 人民币)



数据来源: 华住酒店季度经营公告, 广发证券发展研究中心

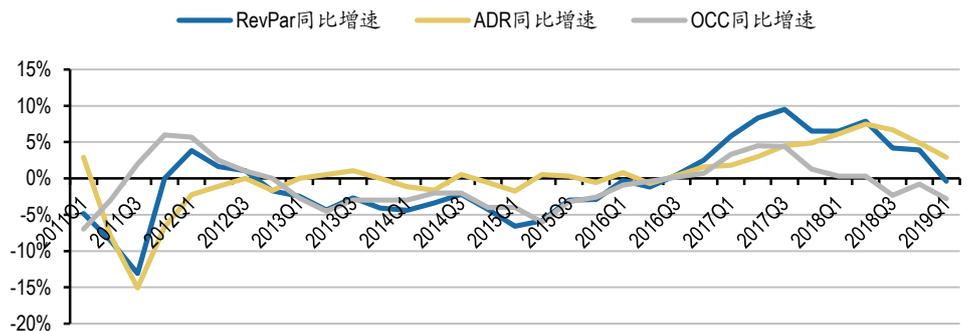
图3: 华住酒店出租率 (左轴) 及同比增速 (右轴)



数据来源: 华住酒店季度经营公告, 广发证券发展研究中心

同店方面, 一季度RevPar同比降低0.4%, 出租率跌幅扩张, 平均房价增速回落。公司Q1同店RevPar为176元, 同比下降0.4%, 增速较18年Q4的3.9%由正转负, 下滑明显。出租率跌幅扩张, 平均房价增速回落, 公司Q1同店出租率为83.4%, 同比下降2.8pct, 18Q4同比下降0.8pct, 公司Q1同店平均房价211元, 同比增长4.9%, 18年Q4同比增长4.9%。

图4: 华住酒店集团同店经营表现同比增速



数据来源: 华住酒店季度经营公告, 广发证券发展研究中心

分品牌看, 经济型品牌同店的提价策略更加激进, 门店改造升级效果仍在发酵, 经济型直营店经营保持高增速。公司Q1中端品牌同店RevPar同比下降1.1%, 经济型品牌同店RevPar同比增长0.1%, 经济型品牌同店整体表现略优。其中中端品牌同店的出租率和平均房价分别增长-1.9pct和1.3%, 而经济型品牌同店的出租率和平均房价分别增长-3.1pct和3.7%, 体现出经济型品牌的提价策略相较中端品牌更加激进。经济型直营店RevPar同比增长4.0%, 公司对存量直营店门店改造升级的效果显现。

表 1: 华住酒店集团 19 年一季度同店酒店经营数据 (货币单位: 人民币)

	同店 RevPar (元/晚)			同店平均房价 (元/晚)			同店出租率 (%)		
	2018Q1	2019Q1	同比增速	2018Q1	2019Q1	同比增速	2018Q1	2019Q1	同比增速
经济型酒店	152	152	0.1%	170	176	3.7%	89	86	-3.1%
直营模式	161	167	4.0%	181	191	5.4%	89	88	-1.1%
加盟模式	149	148	-1.1%	167	172	3.1%	89	86	-3.6%
中高端酒店	240	237	-1.1%	306	310	1.3%	78	76	-1.9%
直营模式	295	287	-2.8%	360	362	0.4%	82	79	-2.6%
加盟模式	216	216	-0.1%	281	286	2.0%	77	75	-1.6%
整体	176	176	-0.4%	205	211	2.9%	86	83	-2.8%

数据来源: 华住酒店季度经营公告、广发证券发展研究中心

图 5: 公司经济型、中高端同店 RevPar 同比增速

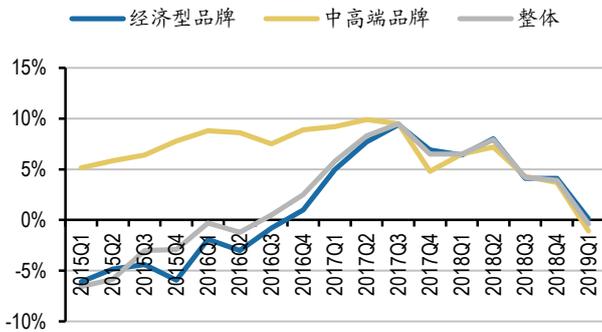
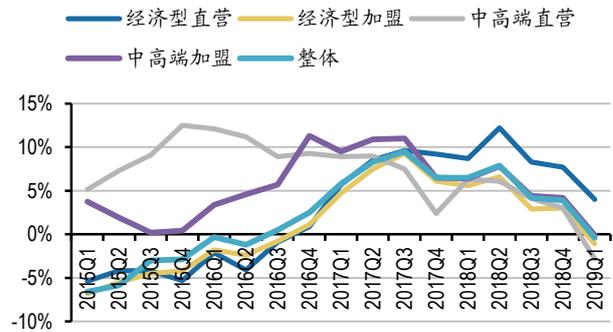


图 6: 公司各类型同店 RevPar 同比增速



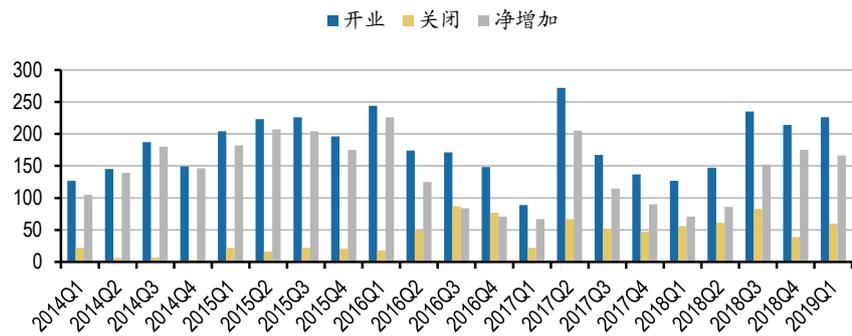
数据来源: 华住酒店季度经营公告、广发证券发展研究中心

数据来源: 华住酒店季度经营公告、广发证券发展研究中心

## 门店扩张放缓, 中端酒店贡献绝大多数增量

19年四季度公司开店扩张放缓, Q1净增门店166家。公司一季度开店226家, 关店60家, 净增166家, 18年四季度开店214家, 关店39家, 净增175家, 开店扩张略有放缓。高开店数和高关店数反映出华住旗下酒店换代进程加速, 整体酒店梯次正在逐步转好。

图 7：华住季度门店开关业情况（单位：家）

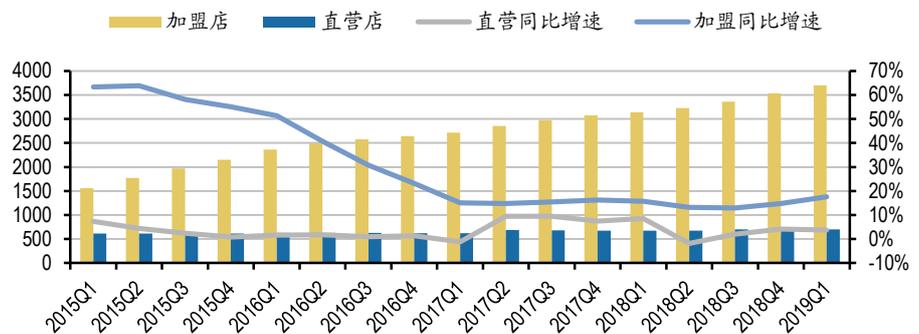


数据来源：华住酒店季度经营公告、广发证券发展研究中心

分品牌看，19Q1公司中端品牌净增142家，经济型酒店净增24家，中端酒店是主要增量。其中全季（58家）、星程（18家）、汉庭优佳（18家）等品牌开店较好，高端品牌桔子精选（17家）也有较好增长。截止2019年3月31日，公司中端酒店合计1480家，占比提升至33.7%。

分经营模式看，19Q1公司加盟酒店店数量为3698家，同比增长14.8%，占比提升至84.1%。公司19年一季度直营酒店有698家，同比增长4.2%，占比15.9%。加盟酒店有3698家，同比增长17.6%，相较于18年Q4增速14.8%有所上升，加盟酒店占比提升至84.1%。

图 8：公司不同经营模式开店情况（左轴，单位：家）及同比增速（右轴）



数据来源：华住酒店季度经营公告、广发证券发展研究中心

19年一季度公司签约酒店数量达到了1311家，为14年以来最高增速。其中直营店50家，加盟店1261家，签约酒店以加盟店为主。一季度公司签约酒店同比增长76.2%，相较于18Q4的58.8%的增速和Q3的52.5%的增速有所增加。

图9：华住储备酒店情况（左轴，单位：家）及同比增速（右轴）



数据来源：华住酒店季度经营公告、广发证券发展研究中心

## 加盟门店扩张提速，酒店行业加速整合，龙头成长逻辑不变

1季度酒店行业数据同比增速普遍明显回落，一方面受行业周期影响，另一方面也与去年同期高基数有关。下半年，受宏观经济企稳回升及酒店行业基数影响，RevPar及出租率同比有望回升。公司1季度数据显示，在经历3年回升后，以华住酒店集团为代表的龙头酒店1季度及19年全年开店仍在加速，继续看好公司规模和盈利增长。公司预计19年新开店规模800-900家，中高端占比75%以上，19年收入预计增长15-17%。我们预计19-21年EPS为1.21、1.56、1.84美元/ADS，对应PE为38/29/25倍。参照历史估值，按19年40倍PE测算出合理价值48.40美元/ADS，维持“增持”评级。

## 风险提示

1) 宏观经济波动对酒店行业影响较大，经济下行或将影响行业复苏。2) 公司持股雅高股票，存在股价下跌公允价值减少风险。3) 公司中端酒店扩张速度及高端酒店培养进度不及预期。

**资产负债表** 单位: 人民币百万元

至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>5761</b>	<b>6974</b>	<b>8606</b>	<b>10340</b>	<b>12038</b>
货币资金	3475	4262	5755	7152	8767
应收及预付	1452	1509	1669	1986	2088
存货	24	41	29	31	34
其他流动资产	810	1162	1182	1202	1182
<b>非流动资产</b>	<b>11666</b>	<b>17019</b>	<b>18527</b>	<b>19281</b>	<b>20041</b>
长期股权投资	2404	6152	6460	6783	7122
固定资产	4523	5018	5049	5271	5449
在建工程					
无形资产	3909	4464	4464	4464	4464
其他长期资产	830	1385	2554	2764	3007
<b>资产总计</b>	<b>17427</b>	<b>23993</b>	<b>27133</b>	<b>29621</b>	<b>32079</b>
<b>流动负债</b>	<b>3677</b>	<b>5969</b>	<b>6423</b>	<b>6998</b>	<b>7538</b>
短期借款	131	948	995	1045	1097
应付及预收	985	1156	1358	1510	1629
其他流动负债	2561	3866	4070	4443	4812
<b>非流动负债</b>	<b>7277</b>	<b>11704</b>	<b>10754</b>	<b>9804</b>	<b>8854</b>
长期借款	4922	8812	7812	6812	5812
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2355	2893	2943	2993	3043
<b>负债合计</b>	<b>10953</b>	<b>17674</b>	<b>17178</b>	<b>16802</b>	<b>16393</b>
股本	278	278	278	278	278
资本公积	107	107	107	107	107
留存收益	6053	5789	9371	12234	15102
归属母公司股东权益	6439	6174	9756	12620	15488
少数股东权益	36	199	199	199	199
<b>负债和股东权益</b>	<b>17427</b>	<b>23993</b>	<b>27133</b>	<b>29621</b>	<b>32079</b>

**利润表** 单位: 人民币百万元

至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>8170</b>	<b>10063</b>	<b>11548</b>	<b>12830</b>	<b>13958</b>
营业成本	5674	6476	6957	7359	7684
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	215	348	381	359	391
管理费用	691	851	959	1052	1145
<b>营业利润</b>	<b>1438</b>	<b>2344</b>	<b>3137</b>	<b>3932</b>	<b>4599</b>
财务费用	-25	96	106	43	16
公允价值变动收益	0	-914	0	0	0
投资净收益	-12	-97	0	0	0
营业外收入	164	203	20	20	20
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1608</b>	<b>1393</b>	<b>3051</b>	<b>3909</b>	<b>4603</b>
所得税	-360	-569	-784	-983	-1150
<b>净利润</b>	<b>1237</b>	<b>727</b>	<b>2267</b>	<b>2926</b>	<b>3453</b>
少数股东损益	1	-11	-15	-20	-20
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1237</b>	<b>716</b>	<b>2252</b>	<b>2906</b>	<b>3433</b>
EBITDA	2227	3214	4105	4910	5621
EPS (美元/ADS)	0.65	0.37	1.21	1.56	1.84

**现金流量表** 单位: 人民币百万元

至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2453</b>	<b>3049</b>	<b>3581</b>	<b>4365</b>	<b>4649</b>
净利润	1237	727	2252	2906	3433
折旧摊销	792	891	969	979	1021
营运资金变动	189	58	190	154	122
其它	235	1372	170	327	73
<b>投资活动现金流</b>	<b>-6716</b>	<b>-6345</b>	<b>-1508</b>	<b>-1723</b>	<b>-1739</b>
资本支出	-827	-1195	-1200	-1400	-1400
投资变动	-1982	-5280	-308	-323	-339
其他	-4210	-481	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4536</b>	<b>4248</b>	<b>-1203</b>	<b>-1245</b>	<b>-1295</b>
银行借款	6695	5203	-953	-950	-948
股权融资	9	0	0	0	0
其他	-2168	-955	-250	-295	-347
<b>现金净增加额</b>	<b>240</b>	<b>928</b>	<b>871</b>	<b>1397</b>	<b>1615</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>3235</b>	<b>3956</b>	<b>4884</b>	<b>5755</b>	<b>7152</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>3475</b>	<b>4884</b>	<b>5755</b>	<b>7152</b>	<b>8767</b>

**主要财务比率**

至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	25.0	23.2	14.8	11.1	8.8
营业利润增长	42.2	44.3	27.7	19.6	14.5
归母净利润增长	53.8	(42.1)	214.4	29.0	18.1
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.6	35.6	39.8	42.6	44.9
净利率	15.1	7.1	19.5	22.6	24.6
ROE	19.1	11.3	22.6	22.7	21.9
ROIC	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	62.9	73.7	63.3	56.7	51.1
净负债比率	1.2	2.1	1.1	0.8	0.5
流动比率	1.6	1.2	1.3	1.5	1.6
速动比率	1.6	1.2	1.3	1.5	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	5.6	6.7	6.9	6.5	6.7
存货周转率	9.0	8.6	13.3	11.5	11.7
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
每股收益 (美元/ADS)	0.65	0.37	1.21	1.56	1.84
每股经营现金流	8.8	11.0	12.9	15.7	16.7
每股净资产	23.3	22.7	35.8	46.1	56.4
<b>估值比率</b>					
P/E	59.0	40.4	37.9	29.4	24.9
P/B	10.6	7.7	13.2	13.5	8.6
EV/EBITDA	25.2	30.7	23.6	19.3	16.5

## 广发社会服务行业研究小组

- 安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 社会服务行业新财富入围。
- 沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 社会服务行业新财富入围。
- 张 雨露：分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 社会服务行业新财富入围。
- 康 凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017 社会服务行业新财富入围。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。