

君亭酒店 (301073.SZ)

增持

核心门店改造影响一季报表现，塑品牌扩规模轻重结合扩张

核心观点

2022年业绩承压，疫情&新店爬坡拖累。2022年，公司实现收入3.42亿元/+23.22%，恢复至2019年约90%；归母净利润0.30亿元/-19.43%，恢复至2019年的41%；扣非净利润0.25亿元/-18.26%，主要系疫情影响及新开成都Pagoda店培育期拖累。Q4单季，公司实现营收0.94亿元/+43.98%，恢复99%，归母净利润382.32万元/+19.24%，君澜系并表助力。此外，公司拟每10股派现2元并转赠5股。

2022年RevPAR恢复76%，年末酒店规模达到338家。2022年酒店RevPAR为216.95元/-6.14%，恢复至2019年75.56%（ADR和OCC各恢复94%、80%）。2022年，公司收购“君澜”和“景澜”两家管理公司，酒店规模增至338家，客房数量超过7万间。

一季度直营店RevPAR恢复108%，业绩表现平稳。2023Q1，公司收入9572万元/+56%，归母净利润409万元/+4%，扣非净利润306万元/+7%。一季度上海两家核心门店翻新改造影响业绩表现（疫情前单店年净利润1000万左右，系疫情前最高的两个门店，但4月已重新投入市场）。Q1公司在营直营店RevPAR/+34%，较2019年同期上升近8%，复苏突出。其中，成都Pagoda店RevPAR 600+元，Q1净利润129万，实现扭亏为盈，开始进入盈利释放周期；此外，君澜品牌Q1营收同比增长28.5%，恢复到2019年的81.6%。

君亭系加速全国直营扩张，君澜系提速度度假市场布局。一方面，在原有成熟君亭品牌基础上，成都Pagoda模型初步验证彰显公司塑造中高端精品酒店品牌能力，提振其直营扩张信心，今年君亭系品牌直营扩张显著提速，Q1君亭系签约2家直营店（北京与成都）、客房数近350间，新开业深圳Pagoda门店，年内预计再新开5家直营店（杭州/深圳/北京3/1/1家）。另一方面，君澜系巩固和深化高端度假酒店龙头优势，继续委托管理扩张，Q1君澜新签约9家，新增客房数2300间；新开4家酒店、13家入场筹备；景澜新签约4家，客房数近400间。此外，今年2月公司与中国旅游集团签订合作协议加速酒店领域合作；同时新设立上海君达公司，争取年内启动资产管理业务，将其酒店管理核心能力与Pre-REITs、产业并购基金相结合。

直营店加速扩张短有扰动但中线可期，暑期旺季及杭州亚运会仍有期待。因直营店有一定培育期，其快速扩张期对短期业绩有一定影响，但核心城市优势卡位直营布局本身中线盈利贡献可观，并可以点带面助推全国核心城市布局，以旗舰店带动轻资产扩张，助力中线成长。展望下半年，公司依托长三角卡位优势及君澜度假品牌布局，旺季暑期和9月杭州亚运会经营弹性可期。

风险提示：疫情等系统性风险，门店扩张不及预期，外延整合低于预期等。

投资建议：考虑近两年直营店加速扩张期的短期拖累，下调公司23-25年EPS至0.86/1.29/1.78元（此前23-24年为1.04/1.46元），对应PE 67/45/32x。公司立足中高端精品酒店君亭系和高端度假酒店君澜系扩张成长：前者短期侧重直营扩张卡位核心城市，以君亭+Pagoda品牌快速突破，成都pagoda的初步验证进一步提振公司直营扩张信心，短有培育期但中线规模盈利可观，且可以点带面加速全国布局；君澜系继续加码度假，委托管理扩张下，签约开店加速及经营门店GOP改善助业绩弹性。综合来看，我们中线看好公司中高端精品酒店品牌塑造与扩张及公司高端度假潜力释放，维持“增持”。

公司研究·财报点评

社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn
 证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn
 S0980511040003 S0980513100003
 证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn
 联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn
 S0980521120002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	57.45元
总市值/流通市值	7447/2755百万元
52周最高价/最低价	87.25/46.75元
近3个月日均成交额	150.52百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《君亭酒店(301073.SZ)-三季度保持良好增长，再融资加速跨区域扩张》——2022-10-26
- 《君亭酒店(301073.SZ)-二季度维持盈利 资本助力逆势扩张》——2022-08-28
- 《君亭酒店(301073.SZ)-再融资助力直营扩张，逆势积极卡位加速成长》——2022-06-07
- 《君亭酒店(301073.SZ)-疫情下经营相对稳健，未来规模扩张有望提速》——2022-04-26
- 《君亭酒店(301073.SZ)-小而美企龙头，中高端酒店生力军》——2022-03-20

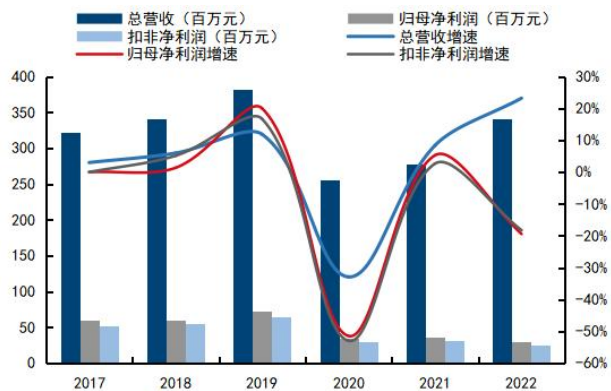
盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	278	342	609	794	995
(+/-%)	8.4%	23.2%	78.1%	30.3%	25.3%
净利润(百万元)	37	30	103	155	216
(+/-%)	5.3%	-19.4%	247.4%	50.4%	38.7%
每股收益(元)	0.31	0.25	0.86	1.29	1.78
EBIT Margin	19.9%	17.5%	26.0%	28.8%	31.7%
净资产收益率 (ROE)	7.6%	3.1%	9.9%	13.5%	16.5%
市盈率 (PE)	188.0	233.3	67.2	44.7	32.2
EV/EBITDA	135.5	126.5	53.1	37.5	27.6
市净率 (PB)	14.28	7.13	6.64	6.01	5.32

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

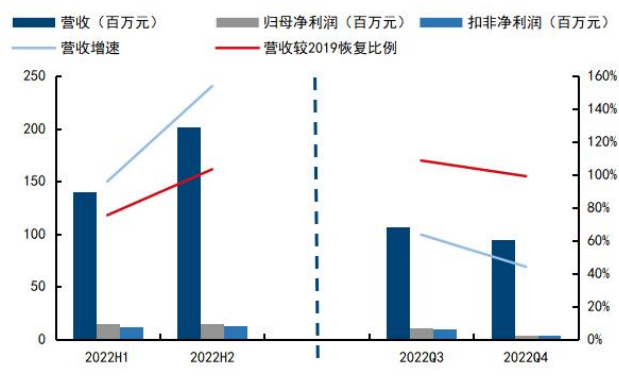
2022年业绩承压,疫情&新店爬坡拖累。2022年,公司实现收入3.42亿元/+23.22%,恢复至2019年约90%;归母净利润0.30亿元/-19.43%,恢复至2019年的41%;扣非净利润0.25亿元/-18.26%,主要系疫情影响及成都 Pagoda 店培育期拖累。Q4单季,公司实现营收0.94亿元/+43.98%,恢复99%,归母净利润382.32万元/+19.24%,君澜系并表助力。此外,公司拟每10股派现2元并转赠5股。

图1: 2017-2022年公司收入、归母净利润及扣非净利表现情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

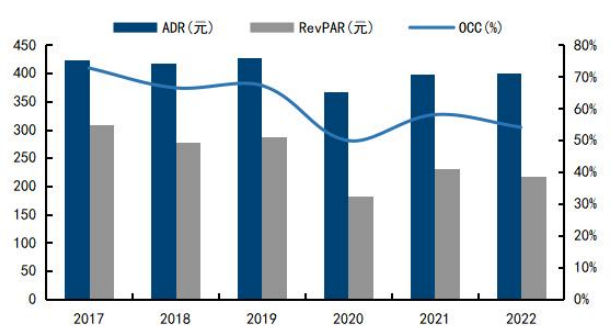
图2: 2022年公司收入、归母净利润及扣非净利恢复程度情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

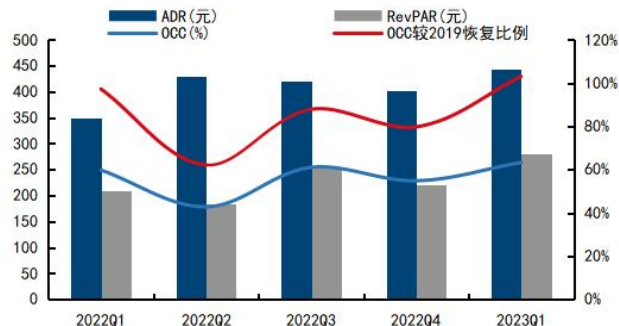
2022年RevPAR恢复76%,年末酒店规模达到338家。2022年酒店RevPAR为216.95元/-6.14%,恢复至2019年75.56% (ADR和出租率各恢复94%、80%)。2022年,公司收购“君澜”和“景澜”两家管理公司,酒店规模增至338家,客房数量超过7万间。

图3: 2017-2022年公司经营综合指标变化趋势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2022年各季度及2023Q1公司经营综合指标表现情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

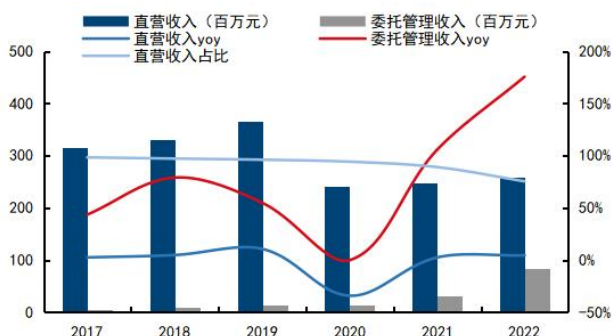
表1: 截至2022年酒店开业情况统计表

	开业酒店		待开业酒店		合计		
	酒店数	客房数	酒店数	客房数	酒店数	占比	客房数
君澜	99	24,388	114	29,252	213	63.02%	53,640
君亭	54	7,579	22	3,512	76	22.49%	11,091
景澜	30	3,686	19	2,348	49	14.50%	60,134
总计	183	35,653	155	35,112	338	100.00%	70,765

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

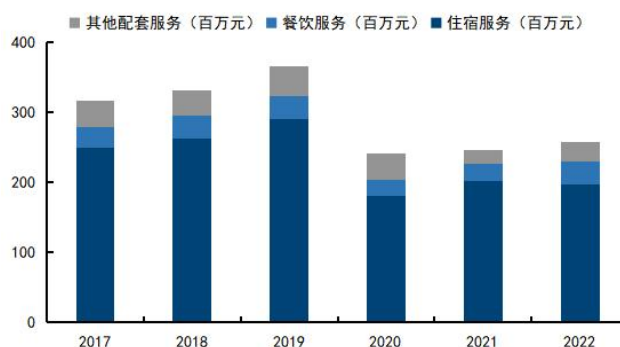
直营收入继续主导，委托管理并表后提速增长。2022 年酒店直营收入达 2.58 亿元/+4.39%，恢复至 2019 年 70.30%，占公司收入的比例为 75.41%；委托管理收入 0.84 亿元/+175.61%，同比 2019 年增长 465.79%，主要系并表助力。具体看酒店直营收入，其中住宿服务收入 1.97 亿元/-2.75%，餐饮服务 0.33 亿元/+36.30%，其他配套服务 0.28 亿元/+37.32%，分别恢复至 2019 年 67.86%/98.98%/64.42%。分地区来看，浙江省收入 1.77 亿元/+33.50%，占比 51.86%；上海市收入 0.87 亿元/-15.87%，占比 25.32%。

图5：2017-2022 年公司分业务收入变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

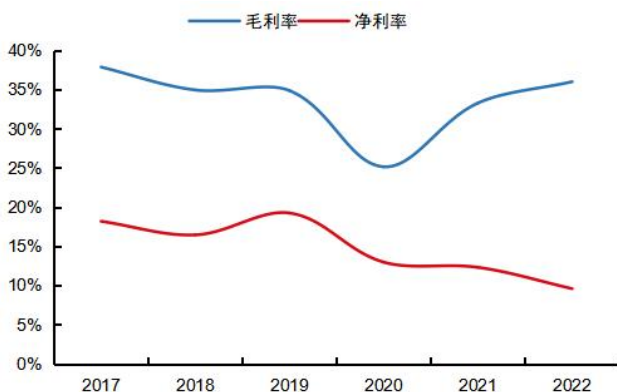
图6：2022 年直营分产品收入情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

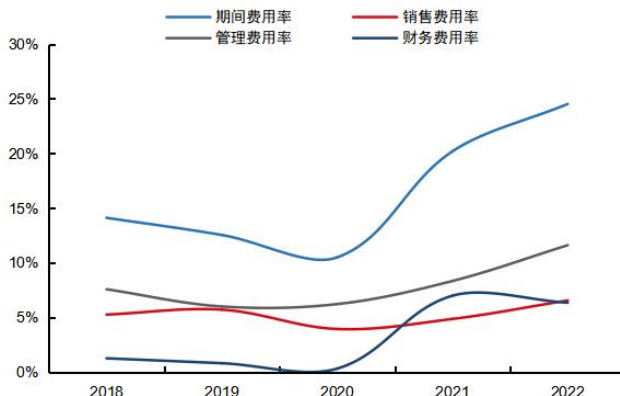
君澜、景澜并表影响下，毛利率与期间费用率同比提升。2022 年公司毛利率为 36.00%，同比增加 2.72pct，主要系收购君澜、景澜带来公司毛利率改善（君澜、景澜以轻资产管理为主毛利率预计较高），且租金减免带来租赁成本下降等影响。公司期间费用率 24.52%，同比增加 4.33pct，其中管理/销售费用率各 +3.27/+1.69pct（主要系君澜、景澜并表影响），财务费用率-0.64pct。

图7：公司毛利率及净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

一季度直营店 RevPAR 恢复 108%，业绩表现平稳。2023Q1，公司收入 9572 万元/+56%，归母净利润 409 万元/+4%，扣非净利润 306 万元/+7%。Q1 公司上海两家核心门店翻新改造影响业绩表现（疫情前单店年净利润 1000 万左右，贡献疫情前盈利主力，但 4 月已重新投入市场）。Q1 公司在营直营店 RevPAR/+34%，较 2019 年同期上升近 8%。其中，成都 Pagoda RevPAR 600+元，Q1 净利润 129 万，实现扭亏为盈，开始进入盈利释放周期；君澜品牌 Q1 营收同比 2022 年增长 28.5%，

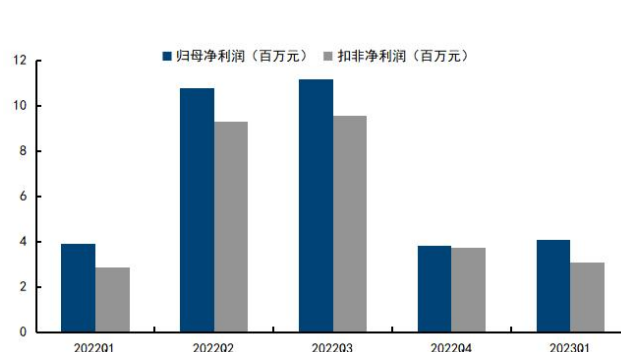
恢复到 2019 年的 81.6%。

图9：2022-2023Q1 逐季度营收及净利润表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：2022-2023Q1 归母净利及扣非净利表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

君亭系加速全国直营扩张，君澜系提速度假市场布局。一方面，在原有成熟君亭品牌基础上，成都 Pagoda 模型初步验证彰显公司塑造中高端精品酒店品牌能力，提振其直营扩张信心，今年君亭系品牌直营扩张显著提速，Q1 君亭系签约 2 家直营店（北京与成都）、客房数近 350 间，新开业深圳 Pagoda 门店，年内预计再新开 5 家直营店（杭州/深圳/北京 3/1/1 家）。另一方面，君澜系继续深耕度假市场，Q1 君澜新签约 9 家，新增客房数 2300 间；新开 4 家酒店、13 家入场筹备；景澜新签约 4 家，客房数近 400 间。此外，今年 2 月公司与中国旅游集团签订合作协议加速酒店领域合作；同时新设立上海君达公司，争取年内启动资产管理业务，将其酒店管理核心能力与 Pre-REITs、产业并购基金相结合。

直营店扩张短期扰动业绩，建议关注下半年暑期旺季及杭州亚运会机遇。短期来看，因直营店培育期因素，直营扩张提速对业绩有一定影响，但未来公司有望借此抢夺优势卡位，并以点带面助推全国核心城市布局，以旗舰店带动轻资产扩张，助力中线成长。展望下半年，公司依托度假酒店布局和杭州卡位优势，暑期旺季和杭州亚运会仍有期待。

投资建议：考虑到直营店加速扩张期的拖累，下调公司 23-25 年 EPS 至 0.86/1.29/1.78 元（此前 23-24 年为 1.04/1.46 元），对应 PE 67/45/32x。公司立足中高端精品酒店君亭系和高端度假酒店君澜系扩张成长：前者短期侧重直营扩张卡位核心城市，以君亭+Pagoda 品牌快速突破，成都 pagoda 的初步验证进一步提振公司直营扩张信心，短有培育期但中线规模盈利可观，且可以点带面加速全国布局；君澜系继续加码度假，委托管理扩张下，签约开店加速及经营门店 GOP 改善助业绩弹性。综合来看，我们中线看好公司中高端精品酒店品牌塑造与扩张及公司高端度假潜力释放，维持“增持”评级。

风险提示：疫情等系统性风险，门店扩张不及预期，外延整合低于预期；费用等增长过快。

表2：可比公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
301073.SZ	君亭酒店	57.45	74.47	0.25	0.86	1.29	1.78	233.3	67.2	44.7	32.2	增持
600754.SH	锦江酒店	52.36	560.28	0.11	1.55	2.18	2.61	476.0	33.8	24.0	20.1	买入
600258.SH	首旅酒店	21.44	239.88	-0.52	0.76	1.12	1.31	-	28.1	19.2	16.4	买入
1179.HK	华住集团-S	36.15	1026.14	-0.43	0.80	1.14	1.38	-	39.8	27.9	23.0	增持

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	222	678	1401	1457	1760	营业收入	278	342	609	794	995
应收款项	58	100	110	144	25	营业成本	185	219	379	488	598
存货净额	1	1	2	2	142	营业税金及附加	1	1	2	3	3
其他流动资产	23	22	38	50	6	销售费用	14	22	24	25	29
流动资产合计	396	824	1575	1676	1956	管理费用	23	40	45	50	49
固定资产	34	23	37	62	83	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	2	62	61	59	58	财务费用	19	22	13	9	10
投资性房地产	941	1107	1107	1107	1107	投资收益	2	3	1	2	2
长期股权投资	0	6	6	146	146	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	1373	2022	2786	3051	3350	其他收入	3	1	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	77	90	68	50	100	营业利润	41	42	147	221	307
应付款项	14	28	40	52	44	营业外净收支	4	1	1	1	1
其他流动负债	67	121	125	156	188	利润总额	45	43	148	222	308
流动负债合计	158	239	233	258	331	所得税费用	11	10	34	51	71
长期借款及应付债券	0	0	690	810	870	少数股东损益	(3)	3	10	16	22
其他长期负债	746	823	823	823	823	归属于母公司净利润	37	30	103	155	216
长期负债合计	746	823	1513	1633	1693	现金流量表 (百万元)					
负债合计	904	1062	1746	1891	2025	净利润	37	30	103	155	216
少数股东权益	(18)	(13)	(6)	5	20	资产减值准备	1	4	13	10	11
股东权益	486	973	1046	1154	1305	折旧摊销	3	3	5	7	10
负债和股东权益总计	1373	2022	2786	3051	3350	公允价值变动损失	(0)	(0)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	19	22	13	9	10
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(25)	(58)	2	8	58
每股收益	0.31	0.25	0.86	1.29	1.78	其它	(4)	(5)	(6)	0	4
每股红利	0.00	0.34	0.26	0.39	0.54	经营活动现金流	12	(26)	117	181	298
每股净资产	4.02	8.06	8.66	9.56	10.81	资本开支	0	5	(31)	(41)	(41)
ROIC	12%	6%	16%	33%	42%	其它投资现金流	(92)	69	0	0	0
ROE	8%	3%	10%	13%	17%	投资活动现金流	(92)	67	(31)	(181)	(41)
毛利率	33%	36%	38%	39%	40%	权益性融资	0	505	0	0	0
EBIT Margin	20%	17%	26%	29%	32%	负债净变化	0	0	690	120	60
EBITDA Margin	21%	19%	27%	30%	33%	支付股利、利息	(1)	(41)	(31)	(47)	(65)
收入增长	8%	23%	78%	30%	25%	其它融资现金流	198	(8)	(22)	(18)	50
净利润增长率	5%	-19%	247%	50%	39%	融资活动现金流	197	414	637	55	45
资产负债率	65%	52%	62%	62%	61%	现金净变动	117	456	723	56	302
息率	0.0%	0.6%	0.4%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	106	222	678	1401	1457
P/E	188.0	233.3	67.2	44.7	32.2	货币资金的期末余额	222	678	1401	1457	1760
P/B	14.3	7.1	6.6	6.0	5.3	企业自由现金流	0	(4)	98	150	269
EV/EBITDA	135.5	126.5	53.1	37.5	27.6	权益自由现金流	0	(12)	755	245	371

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司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，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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所提及的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。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。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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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