

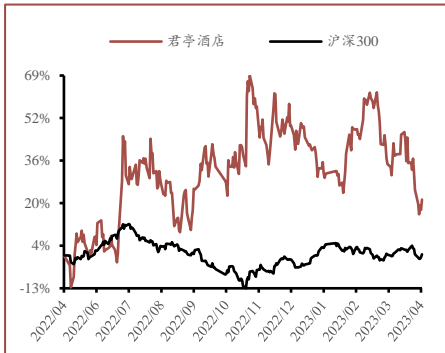
门店改造阶段性影响业绩，直营店加速落地

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-28
收盘价(元)	58.59
流通股本(亿股)	0.48
每股净资产(元)	7.54
总股本(亿股)	1.30

最近 12 月市场表现


分析师 刘洋

 SAC 证书编号: S0160521120001
 liuyang01@ctsec.com

分析师 李跃博

 SAC 证书编号: S0160521120003
 liyb@ctsec.com

相关报告

- 《与中旅酒店签署合作协议，发力中高端酒店市场》 2023-02-19
- 《三季度 RevPAR 逆势改善，全国扩张稳步推进》 2022-10-26
- 《生命周期红利、品牌势能加持、赛道定位溢价》 2022-09-29

核心观点

- ❖ **事件：公司发布 2022 年报及 2023 年一季度报。**2022 年公司实现营收 3.42 亿元，同比+23.22%；实现归母净利润 2975 万元，同比-19.43%。23Q1 公司实现营收 9572 万元，同比增长 55.63%；实现归母净利润 409 万元，同比增长 4.21%。
- ❖ **23Q1 RevPAR 修复至 108%，成都 Pagoda 单店模型初步验证：**2022 全年直营店 OCC 为 54.08%（较 19 年-13.1pct），ADR 为 401.15 元（较 19 年-6.1%），RevPAR 为 216.95 元（较 19 年-24.4%）。23Q1 直营店 OCC 为 63.27%（较 19 年+1.8pct），ADR 为 443.28 元（较 19 年+4.7%），RevPAR 为 280.46 元（较 19 年+7.8%）。其中杭州、成都区域 RevPAR 大超疫前同期，23Q1 千越君亭/芯君亭/西溪谷君亭/杭州文华景澜/杭州 Pagoda 的 RevPAR 分别较 19 年+62%/+60%/+10%/+34%/+30%。23Q1 由于上海两家直营店停业翻修对利润造成一定影响，23Q1 成都 Pagoda 直营店 RevPAR 保持 600+元，GOP762 万元，净利润 129 万元。23Q1 受益于海南、云南、广西、珠三角等旅游度假市场的需求反弹，23Q1 君澜营收较 22 年增长 28.5%，恢复至 19 年的 81.6%。
- ❖ **门店签约稳步推进，直营店加速筹建：**2022 全年新签约 52 家、新开业 21 家。截止 2022 年底，公司开业签约数达 338 家，开业 183 家（君澜/君亭/景澜分别为 99/54/30 家），待开业酒店 155 家（君澜/君亭/景澜分别为 114/22/19 家）。23Q1 君澜新开 4 家、新签 9 家、13 家处于筹备开业期；景澜 23Q1 新签 4 家；君亭新签 2 家直营（北京和成都）。直营店落地方面：1）深圳宝安店已于 3 月开业，开业一个月内，OCC、ADR 和 RevPAR 分别达 33.34%、587.67 元和 195.93 元；2）深圳罗湖店预计 6 月初开业；3）杭州滨江、西湖区项目预计 Q2 完工，杭州学院酒店预计年内完工、北京华侨饭店 Q1 已入驻施工。
- ❖ **战略合作中旅集团，年内启动资产管理项目，或加速门店扩张步伐：**公司于 2 月与中旅集团签订战略合作框架协议，双方在合作北京华侨饭店基础上，进一步拓展在品牌共创、会员建设、资源互通等方面的合作。2023 年公司新设立上海君达城商业发展有限责任公司，结合 Pre-REITS、产业并购基金等，利用资本杠杆加速直营店拓展和物业资产增值、完善酒店物业投融资管退环节、降低爬坡期租金折摊等对公司净利润的影响。
- ❖ **投资建议：**公司为小而美的中高端酒店龙头，短期看直营店加速落地、疫后修复、杭州亚运会催化下的复苏成长，中长期看单店模型持续验证和君澜品牌发展。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 1.10/1.66/2.16 亿元，对应 PE 分别为 84.5/55.7/42.8 倍，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**直营店开业不及预期；新开直营店培育不及预期；产业基金孵化不及预期

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	278	342	623	902	1185
收入增长率(%)	8.39	23.22	82.26	44.76	31.35
归母净利润(百万元)	37	30	110	166	216
净利润增长率(%)	5.28	-19.43	268.37	51.67	30.04
EPS(元/股)	0.38	0.25	0.68	1.03	1.34
PE	90.32	280.40	84.45	55.68	42.82
ROE(%)	7.59	3.06	9.76	12.89	14.35
PB	5.69	8.70	8.24	7.18	6.15

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	277.51	341.94	623.21	902.16	1184.95	成长性					
减:营业成本	185.18	218.85	385.77	545.58	712.73	营业收入增长率	8.4%	23.2%	82.3%	44.8%	31.3%
营业税费	0.54	1.13	1.78	2.57	3.47	营业利润增长率	5.7%	2.2%	266.2%	50.2%	29.7%
销售费用	13.50	22.43	21.85	34.97	49.84	净利润增长率	5.3%	-19.4%	268.4%	51.7%	30.0%
管理费用	23.14	39.70	55.36	85.88	121.78	EBITDA 增长率	96.4%	2.7%	8.9%	48.1%	28.5%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	50.8%	4.8%	159.6%	47.2%	27.4%
财务费用	19.39	21.72	17.80	22.30	23.89	NOPLAT 增长率	44.5%	5.6%	152.9%	47.2%	27.4%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	346.9%	45.7%	19.1%	21.4%	19.5%
加:公允价值变动收益	0.10	0.01	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	64.4%	104.8%	16.2%	15.5%	17.4%
投资和汇兑收益	2.45	2.62	4.70	7.04	9.12	利润率					
营业利润	41.07	41.95	153.65	230.83	299.36	毛利率	33.3%	36.0%	38.1%	39.5%	39.9%
加:营业外净收支	3.61	0.57	0.00	0.00	0.00	营业利润率	14.8%	12.3%	24.7%	25.6%	25.3%
利润总额	44.68	42.52	153.65	230.83	299.36	净利润率	12.3%	9.6%	18.5%	19.2%	18.9%
减:所得税	10.56	9.79	38.41	57.71	74.84	EBITDA/营业收入	55.1%	46.0%	27.5%	28.1%	27.5%
净利润	36.92	29.75	109.57	166.19	216.11	EBIT/营业收入	21.0%	17.9%	25.4%	25.8%	25.1%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	222.36	678.10	669.80	1015.14	1378.96	固定资产周转天数	8	8	64	98	122
交易性金融资产	76.70	2.01	2.01	2.01	2.01	流动营业资本周转天数	20	-99	-44	-42	-36
应收账款	28.56	64.34	117.26	156.93	214.54	流动资产周转天数	520	880	532	536	549
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	38	69	69	63	66
预付帐款	3.08	4.62	14.92	15.90	22.08	存货周转天数	2	1	1	2	1
存货	0.93	0.89	1.58	2.73	2.91	总资产周转天数	1806	2159	1413	1208	1114
其他流动资产	19.53	16.99	16.99	16.99	16.99	投资资本周转天数	1676	1982	1296	1087	989
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	7.6%	3.1%	9.8%	12.9%	14.4%
长期股权投资	0.19	6.40	6.40	6.40	6.40	ROA	2.7%	1.5%	4.5%	5.6%	6.0%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	3.5%	2.5%	5.4%	6.5%	6.9%
固定资产	6.44	7.67	109.53	241.57	396.34	费用率					
在建工程	27.46	15.02	76.01	100.40	120.16	销售费用率	4.9%	6.6%	3.5%	3.9%	4.2%
无形资产	1.55	62.38	128.18	128.18	128.18	管理费用率	8.3%	11.6%	8.9%	9.5%	10.3%
其他非流动资产	31.76	1.77	1.77	1.77	1.77	财务费用率	7.0%	6.4%	2.9%	2.5%	2.0%
资产总额	1372.76	2022.22	2412.90	2985.83	3617.67	三费/营业收入	20.2%	24.5%	15.2%	15.9%	16.5%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	14.22	28.40	50.07	65.99	89.35	资产负债率	65.9%	52.5%	55.4%	58.2%	59.3%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	192.9%	110.7%	119.9%	134.9%	141.8%
其他流动负债	0.00	0.69	0.69	0.69	0.69	流动比率	2.50	3.45	2.89	3.20	3.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.38	3.33	2.77	3.10	3.33
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	2.14	1.91	5.82	6.72	6.80
负债总额	904.12	1062.35	1337.80	1737.60	2144.92	分红指标					
少数股东权益	-17.57	-13.48	-7.82	-0.88	7.52	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	80.54	129.63	169.90	169.90	169.90	分红比率					
留存收益	218.35	207.83	317.40	483.59	699.70	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	468.63	959.87	1115.37	1288.50	1513.01	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.38	0.25	0.68	1.03	1.34
净利润	34.12	32.73	115.23	173.12	224.52	BVPS(元)	6.04	8.06	6.97	8.00	9.35
加:折旧和摊销	94.76	96.13	12.65	20.25	28.52	PE(X)	90.3	280.4	84.5	55.7	42.8
资产减值准备	0.88	4.43	0.00	0.00	0.00	PB(X)	5.7	8.7	8.2	7.2	6.1
公允价值变动损失	-0.10	-0.01	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	20.12	22.96	27.21	34.71	43.71	P/S	10.0	26.6	15.7	10.8	8.2
投资收益	-2.45	-2.62	-4.70	-7.04	-9.12	EV/EBITDA	21.9	55.3	56.6	38.0	29.4
少数股东损益	0.00	0.00	5.66	6.93	8.41	CAGR(%)					
营运资金的变动	-12.04	-27.00	-17.88	28.65	13.84	PEG	17.1	—	0.3	1.1	1.4
经营活动产生现金流量	134.51	120.09	132.83	250.11	301.95	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-118.45	-27.18	-313.92	-170.06	-194.41	REP					
融资活动产生现金流量	100.69	362.82	172.79	265.29	256.29						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。