

业绩环比改善，持续推进结构升级

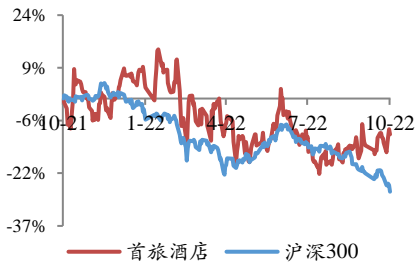
投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-29

主要观点：

收盘价 (元)	22.18
近 12 个月最高/最低 (元)	28.33/19.32
总股本 (百万股)	1,119
流通股本 (百万股)	1,070
流通股比例 (%)	95.67
总市值 (亿元)	248
流通市值 (亿元)	237

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

● 事件

公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营收 38.38 亿元 (-18.79%)，归母净利润-3.31 亿元 (-364.65%)，扣非后归母净利润-3.96 亿元 (-524.09%)；2022Q3 实现营收 15.07 亿元 (-4.72%)，归母净利润 0.53 亿元 (-11.64%)，扣非后归母净利润 0.39 亿元 (-12.10%)。

● 疫情反复打断复苏进程，经营短暂承压

2022Q3 营收下降主要因为 8 月以来，海南、新疆、西藏等地区局部疫情散发，打断了 7 月份以来旅游、商务出行需求的复苏进程。**分业务来看**，2022Q3 酒店业务实现营收 14.85 亿元 (-3.16%)，景区业务实现营收 0.23 亿元 (-53.64%)。公司 2022Q3 毛利率为 27.70% (-0.73 pct)，或因持续拓店及改造升级导致折旧及摊销费用上升。2022Q3 管理费用率为 5.16% (-0.27pct)，或因开发人员及合资公司人员配置增加带动管理费用率提升，2022H1 销售费用率为 12.16% (+1.07pct)，或因疫情影响下 OTA 订单大幅减少带动销售佣金下降，2022Q3 净利率为 2.09% (-0.63 pct)。

● RevPAR 环比提升，经济型酒店更具韧性

整体口径：2022Q3 公司整体 RevPAR 116 元 (-5.9%)，为 2019 年 Q3 的 66.5% (2022Q2RevPAR 恢复至 2019Q2 的 57.2%)，其中经济型酒店/中高端酒店/轻管理酒店 RevPAR 分别为 2019 Q3 的 66.5%/62.6%/58.2%；ADR 为 192 元 (-4.0%)；OCC 为 60.5% (-1.2pct)。**同店口径：**2022Q3 同店 (开业 18 个月以上) RevPAR 为 118 元 (-8.6%)，为 2019 年的 63.3% (2022Q2RevPAR 恢复至 2019Q2 的 53.2%)，ADR 为 190 元 (-6.7%)，OCC 为 62.1% (-1.3pct)。

● 轻管理模式稳步扩张，中高端酒店持续升级

2022Q3 公司新开店 279 家，其中直营店 10 家，加盟店 269 家，加盟店占比 96.4%；新开经济型酒店/中高端酒店/轻管理酒店分布为 23/63/193 家，占比分别为 8.2%/22.6%/69.2%；截至 2022Q3，公司已签约未开业和正在签约的储备项目达到 2046 家，经济型/中高端/轻管理酒店分别为 341/590/1113 家，比二季度末增加 157 家。公司持续升级中高端品牌矩阵，深度布局下沉市场，并及时洞察具有国际品质和本土化特色酒店的市场需求，战略布局高端及奢华酒店。

● 投资建议

疫情影响下连锁化率提升，酒店龙头优势凸显。公司加速拓店，布局中高端酒店，同时推出云酒店深耕下沉市场，发力中小单体酒店，随着疫情影响转淡，需求有望全面复苏，公司直营占比较高，业绩弹性恢复可期。我们预计公司 2023~2024 年 EPS 分别为 0.89、1.02 元/股，对应当前股价 PE 分别为 25、22 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

疫情反复影响需求回暖，拓店速度不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6153	5926	8113	9217
收入同比 (%)	16.5%	-3.7%	36.9%	13.6%
归属母公司净利润	56	-102	994	1136
净利润同比 (%)	111.2%	-283.3%	1073.9%	14.3%
毛利率 (%)	26.1%	21.9%	39.8%	40.0%
ROE (%)	0.5%	-0.9%	8.3%	8.7%
每股收益 (元)	0.06	-0.09	0.89	1.02
P/E	466.61	—	24.97	21.84

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3952	3698	4590	5760	营业收入	6153	5926	8113	9217
现金	3181	3006	3803	4927	营业成本	4544	4630	4880	5531
应收账款	267	211	267	253	营业税金及附加	41	41	54	60
其他应收款	120	52	60	71	销售费用	323	296	389	461
预付账款	44	69	98	138	管理费用	705	676	779	922
存货	45	63	67	76	财务费用	522	468	455	442
其他流动资产	296	296	296	296	资产减值损失	-34	0	0	0
非流动资产	23054	22898	22908	22921	公允价值变动收益	6	0	0	0
长期投资	382	382	382	382	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	2186	2119	2061	1999	营业利润	4	-154	1575	1801
无形资产	3524	3524	3524	3524	营业外收入	20	0	0	0
其他非流动资产	16962	16873	16940	17015	营业外支出	18	0	0	0
资产总计	27006	26596	27497	28681	利润总额	6	-154	1575	1801
流动负债	5180	5143	5279	5550	所得税	-4	-55	559	639
短期借款	501	501	501	501	净利润	10	-100	1016	1162
应付账款	97	114	94	91	少数股东损益	-46	2	22	26
其他流动负债	4582	4529	4685	4959	归属母公司净利润	56	-102	994	1136
非流动负债	10505	10255	10005	9755	EBITDA	2600	309	2007	2232
长期借款	398	348	298	248	EPS (元)	0.06	-0.09	0.89	1.02
其他非流动负债	10107	9907	9707	9507					
负债合计	15684	15398	15283	15305					
少数股东权益	221	223	245	271					
股本	1121	1119	1119	1119					
资本公积	7692	7673	7673	7673					
留存收益	2288	2183	3177	4313					
归属母公司股东权	11101	10975	11969	13105					
负债和股东权益	27006	26596	27497	28681					

现金流量表				
会计年度	2021	2022	2023	2024
经营活动现金流	2308	479	1569	1892
净利润	56	-102	994	1136
折旧摊销	2059	66	58	62
财务费用	536	468	455	442
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-188	44	40	225
其他经营现金流	89	-144	976	936
投资活动现金流	-454	89	-67	-75
资本支出	-699	0	0	0
长期投资	-12	0	0	0
其他投资现金流	256	89	-67	-75
筹资活动现金流	-41	-742	-705	-692
短期借款	-99	0	0	0
长期借款	-630	-50	-50	-50
普通股增加	134	-3	0	0
资本公积增加	2861	-19	0	0
其他筹资现金流	-2305	-671	-655	-642
现金净增加额	1802	-174	797	1124

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	16.5%	-3.7%	36.9%	13.6%
营业利润	100.7%	-	1120.3%	14.3%
归属母公司净利润	111.2%	-283.3%	1073.9%	14.3%
获利能力				
毛利率 (%)	26.1%	21.9%	39.8%	40.0%
净利率 (%)	0.9%	-1.7%	12.2%	12.3%
ROE (%)	0.5%	-0.9%	8.3%	8.7%
ROIC (%)	4.0%	0.7%	5.5%	5.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	58.1%	57.9%	55.6%	53.4%
净负债比率 (%)	138.5%	137.5%	125.1%	114.4%
流动比率	0.76	0.72	0.87	1.04
速动比率	0.74	0.69	0.84	1.00
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.22	0.30	0.32
应收账款周转率	23.02	28.08	30.42	36.50
应付账款周转率	46.81	40.56	52.14	60.83
每股指标 (元)				
每股收益	0.06	-0.09	0.89	1.02
每股经营现金流	2.06	0.43	1.40	1.69
每股净资产	9.90	9.81	10.70	11.71
估值比率				
P/E	466.61	—	24.97	21.84
P/B	2.64	2.26	2.07	1.89
EV/EBITDA	14.30	105.48	15.73	13.53

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。