

2021年10月08日

证券研究报告·公司研究报告

君亭酒店(301073) 休闲服务

持有(首次)

当前价: 31.01元

目标价: 34.59元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

逆市而上的中高端精选酒店引领者

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司定位中高端精选有限服务酒店,在长三角乃至全国有一定知名度,目标客群为有较高消费能力的商务人士,专注精细化经营;2) 公司直营收入占比超90%,未来直营店仍是主要发展方向,在行业恢复周期,业绩向上修复弹性较大,且酒店布局在核心城市黄金地段,价格带基础稳定向上;3) 酒店行业尾部出清+头部升级背景下,君亭作为有特色的精品酒店,区别于标准化的连锁酒店,有望提升细分市场占比。
- **国内中高端精选酒店引领者:错位竞争,逆势而上。**君亭酒店定位中高端精选酒店,旗下有4大品牌,深耕长三角城市群。截至2021H1,公司已开业47家酒店,签约待开业酒店19家,其中已开业酒店直营店15家,合资酒店1家和受托管理酒店31家。公司直营店贡献收入超9成,OCC中枢为66%,ADR高于400元。①坚持走“直营+加盟”,有序扩张,盈利主要来自直营单店;②直销收入占比逐年提升,已超50%,辅助多元化营销,树立企业良好形象,提高直销比例以及增强会员粘性;③精耕细作,精准细分客户群体,独具品牌特色,以委托管理实现差异化竞争,用产品和服务打动消费者;④布局一二线城市核心区域,进行特色化设计与改造,投资回报高。
- **募资聚焦直营店开发和酒店数字化转型。**公司IPO发行不超过2,013.50万股A股股票,将用于(1)中高端酒店设计开发项目和(2)综合管理平台建设项目。其中,公司拟在未来两年内,在上海、杭州、南京三大城市分三批次建设9家酒店,其中上海、杭州、南京各三家,均为公司直营中高端精选服务酒店。
- **酒店行业迎来新变革,疫情加速出清,未来增长点在中高端。**疫情期间,经济型酒店规模下降,高端酒店逆势而上,从总量上看,2020年住宿业酒店规模减至45万座(-26%);从经营模式上看,轻资产模式先行,国内头部酒店集团的酒店加盟数占比逐渐逼近90%;从档次上来看,消费升级和流量竞争倒逼高端化升级,中高端集中度低,龙头效应不明显,收入和核心指标稳步增长。
- **盈利预测与评级:**我们预测到2023年公司盈利可达1.08亿元人民币,给予30倍目标PE,对应市值32.4亿人民币,按8%折现率计算到2021年目标市值为27.8亿人民币,对应目标价为34.59元,首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:**宏观经济下滑、疫情反复、租赁物业续期风险、项目建设或不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	256.0	263.3	389.3	504.5
增长率	-32.9%	2.8%	47.9%	29.6%
归属母公司净利润(百万元)	35.1	34.5	61.2	108.3
增长率	-51.5%	-1.6%	77.5%	76.8%
每股收益EPS(元)	0.44	0.43	0.76	1.34
净资产收益率ROE	11.6%	5.0%	8.2%	12.9%
PE	71.2	72.4	40.8	23.1
PB	8.44	3.74	3.46	3.06

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林

执业证号: S1250518110001

电话: 13916801840

邮箱: chzhl@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.81
流通A股(亿股)	0.19
52周内股价区间(元)	28.64-58.0
总市值(亿元)	24.98
总资产(亿元)	10.70
每股净资产(元)	4.88

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 君亭酒店：国内中高端精选酒店引领者	1
2 错位竞争，逆市而上	4
2.1 有序扩张，直营为主，加盟为辅	4
2.2 直销占比高，多元化营销提高客户粘性	6
2.3 深耕中高端，走精细化经营，用产品和服务打动消费者	8
2.4 布局一二线城市核心地段，投资回报高	10
3 募资聚焦直营店开发和酒店数字化转型	12
4 酒店市场变革：换挡调速，模式升级	13
4.1 进入新一轮变革：增量市场转存量市场	13
4.2 疫情加速出清：连锁化大幅上升，头部公司逆势扩张	15
4.3 去周期化：轻资产模式先行，加速头部集中速度	17
4.4 中高端：集中度有望提升，下一个酒店盈利增长点	18
4.5 多元化旅游需求引导酒店打造优质休闲体验	20
5 盈利预测与估值	22
5.1 盈利预测	22
5.2 相对估值	22
6 风险提示	23

图 目 录

图 1: 君亭酒店股权架构图	1
图 2: 截至 2020 年君亭酒店分布	2
图 3: 上海柏阳君亭酒店客房	2
图 4: 武汉君亭酒店	2
图 5: 君亭酒店规模 (分模式: 座)	3
图 6: 君亭酒店经营指标 (OCC、ADR、PevPAR)	3
图 7: 君亭酒店营收情况 (分模式)	3
图 8: 君亭酒店毛利	3
图 9: 君亭酒店毛利 (分模式)	4
图 10: 君亭酒店净利润	4
图 11: 国内 TOP 酒店开业 14 年酒店数量增速情况 (座)	4
图 12: 国内 TOP 酒店直营店数量占比	4
图 13: 君亭酒店营收情况 (分模式)	5
图 14: 国内 TOP 酒店直营店收入占比	5
图 15: 君亭酒店直营和管理的 OCC 贡献度	5
图 16: 君亭酒店直营和管理的 ADR 贡献度	5
图 17: 君亭酒店直营和管理的 RevPAR 贡献度	5
图 18: 国内 TOP 酒店 OCC 对比	5
图 19: 国内 TOP 酒店 ADR 对比	6
图 20: 国内 TOP 酒店 RevPAR 对比	6
图 21: 公司直销和分销占收入比	6
图 22: 公司直销和分销占收入比 (细分)	6
图 23: 主要协议公司交易金额占比	7
图 24: 主要 OTA 公司交易金额占比	7
图 25: 网页预定界面	7
图 26: 微信公众号预定界面	8
图 27: 南京夜泊秦淮君亭酒店 (大戏院)	8
图 28: 上海五角场 Pagoda 君亭设计酒店	8
图 29: 南京夜泊秦淮君亭酒店 (大戏院) 客房图	9
图 30: 上海五角场 Pagoda 君亭设计酒店客房图	9
图 31: 杭州艺联君亭酒店餐厅	10
图 32: 上海 Pagoda Hotel Mr JUN 花园餐厅	10
图 33: 国内 TOP 酒店 ROE (%)	10
图 34: 国内 TOP 酒店 ROA (%)	10
图 35: 国内 TOP 酒店 ROIC (%)	11
图 36: 国内 TOP 酒店人房比	11
图 37: 2020 年国内 TOP 酒店销售费用率 (%)	11
图 38: 国内 TOP 酒店管理费用率 (%)	11
图 39: 国内 TOP 财务费用率 (%)	11

图 40: 国内 TOP 酒店经调整后毛利率 (%)	11
图 41: 城镇固定资产投资完成额: 新建住宿业 (亿元)	13
图 42: 城镇固定资产投资完成额: 扩建住宿业 (亿元)	13
图 43: 有效供给 (星级+有限服务型酒店) 数量	13
图 44: 星级酒店数量	13
图 45: 有限服务型酒店数量	14
图 46: 城镇固定资产投资完成额: 改建住宿业 (亿元)	14
图 47: 2010 年有限服务客房规模超越三星级酒店	14
图 48: 2013 有限服务酒店规模超过星级酒店	15
图 49: 分档次连锁酒店数量 (千座)	15
图 50: 分档次连锁酒店客房数量 (百万间)	15
图 51: 中高端、中档酒店增速高于经济型酒店	15
图 52: 大住宿业规模按酒店数计 (座)	16
图 53: 大住宿业规模按客房数计 (间)	16
图 54: 分档次酒店规模 (座)	16
图 55: 分档次酒店客房数量 (间)	16
图 56: 分档次连锁酒店客房数量 (百万间)	16
图 57: 中高端、中档酒店增速高于经济型酒店	16
图 58: 分档次连锁酒店客房数量 (百万间)	17
图 59: 中高端、中档酒店增速高于经济型酒店	17
图 60: 开业门店数-三大头部集团依然维持扩张节奏 (单位: 座)	17
图 61: 头部酒店加盟占比与净利润比较 (2020)	18
图 62: 中高端、中档酒店增速高于经济型酒店	18
图 63: 锦江、华住加盟收入占比	18
图 64: 2020 年分档次酒店前 10 的市占率情况	19
图 65: 前 10 中高端酒店市场占有率	19
图 66: 前 10 中高端酒店情况	19
图 67: 中高端酒店收入情况 (百万元)	19
图 68: 中高端酒店核心指标情况	19
图 69: 旅游业发展路径	20
图 70: 2021 年国内旅游业发展预测 —— 从全面复苏走向高质量发展, 全年预期相对乐观	20
图 71: 2021 年用户出游目的地计划情况	21
图 72: 2020-2021 年用户跟团旅游计划情况	21
图 73: 2021 年假期出游人次 (亿人次)	21
图 74: 2021 年国庆期间国内旅游收入 (亿元)	21

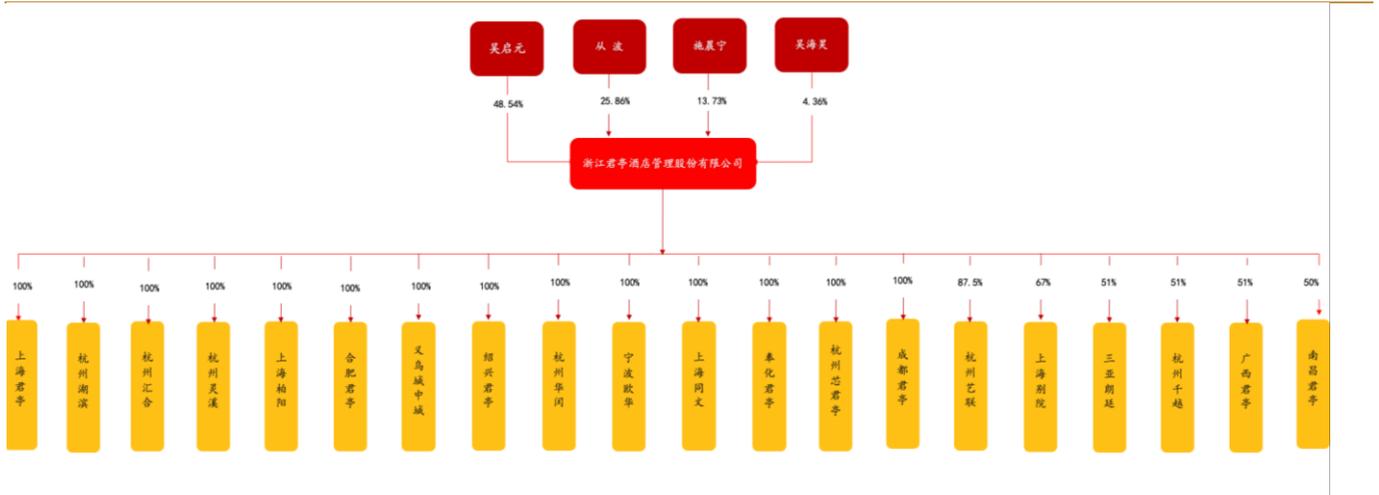
表 目 录

表 1: 创始人吴启元履历 (1944 年生)	1
表 2: 君亭酒店品牌详情	2
表 3: 君亭酒店各品牌定位	9
表 4: 募资用途情况	12
表 5: 项目开发投入和产出情况	12
表 6: 2021 年国庆部分航线机票均价 (元)	21
表 7: 君亭酒店盈利预测	22
表 8: 可比公司估值	23
附表: 财务预测与估值	24

1 君亭酒店：国内中高端精选酒店引领者

定位中高端精选酒店，深耕长三角城市群。君亭酒店主打中高端精选酒店品牌，由创始人吴启元以“BAS”理念创立。公司旗下有4大品牌，分别为“君亭酒店”、“寓君亭”、“夜泊君亭”和“Pagoda 君亭”，主要分布于长三角城市群，并辐射全国一二线城市。截至2021H1，公司已开业47家酒店，签约待开业酒店19家，其中已开业酒店直营店15家，合资酒店1家和受托管理酒店31家。

图 1：君亭酒店股权架构图



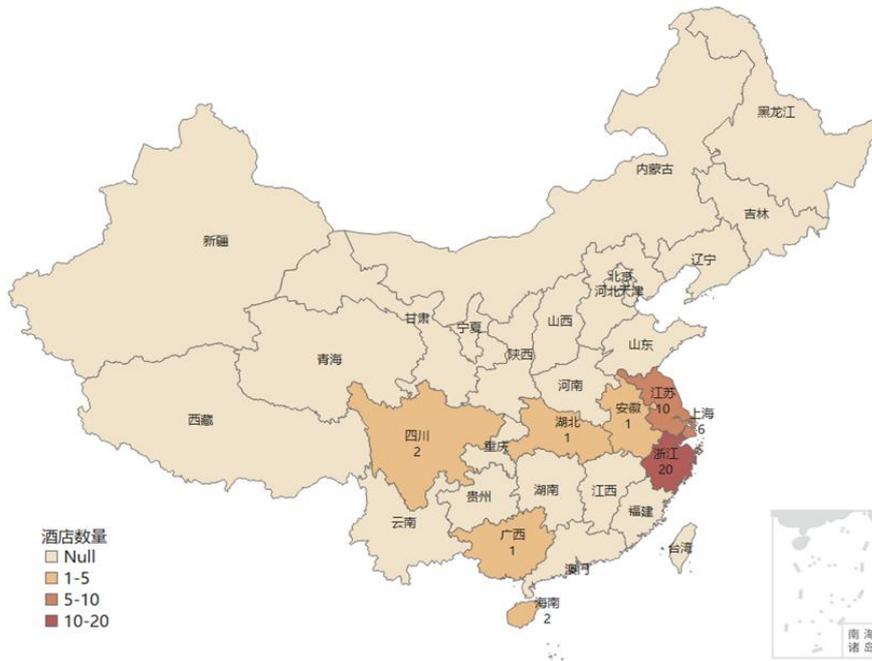
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：创始人吴启元履历（1944 年生）

时间	任职
1968 年	浙江大学化工系毕业
1968-1970 年	上海警备区农场劳动锻炼
1970-1985 年	杭州中美华东制药厂工程师
1986 年 9 月-1995 年	杭州中日友好饭店总经理
1995-1997 年	杭州五洲大酒店总经理
1997-2010 年	浙江世贸君澜大饭店总经理
2001-2015 年	君澜管理董事长、总经理
2015 年-至今	君亭酒店董事长

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：截至 2020 年君亭酒店分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：君亭酒店品牌详情

品牌	定位	目标消费人群
君亭酒店	东方艺术特色的中档精选服务酒店	大众消费群体
寓君亭	中档公寓酒店	城市白领群体
夜泊君亭	高档历史文化旅游目的地酒店	具有文化艺术消费特征的中高产消费群体
Pagoda 君亭	高档艺术设计酒店	追求时尚、创新生活方式的中高产消费群体

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：上海柏阳君亭酒店客房



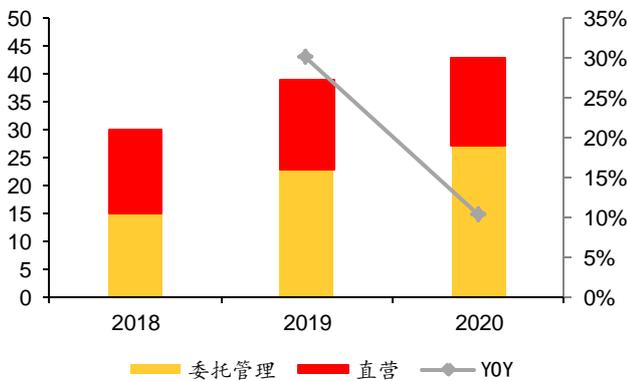
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：武汉君亭酒店

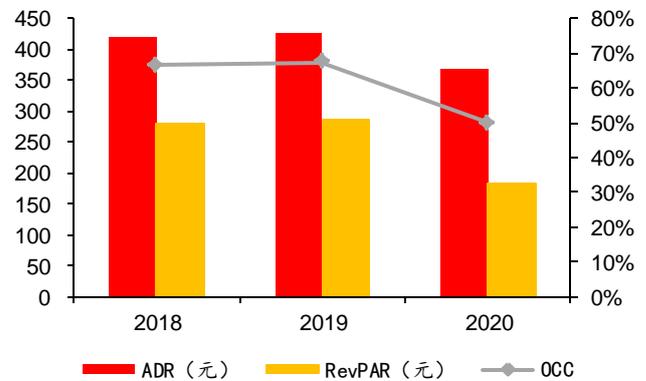


数据来源：公司公告，西南证券整理

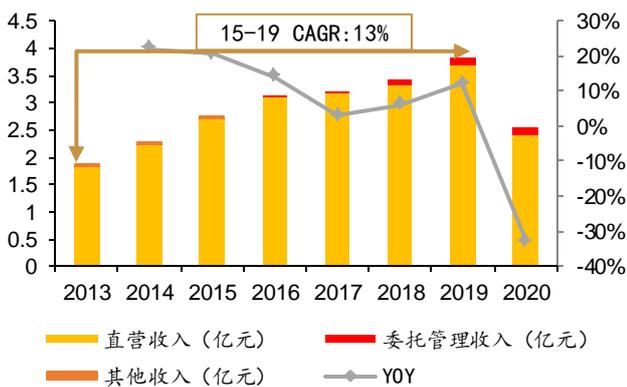
净利润复合增长近 50%，直营贡献九成收入。君亭酒店发展模式以直营为主，委托管理为辅。从酒店规模来看，委托管理酒店数量超直营店。2018、2019、2020 年酒店数量分别为 30、39 (+30%)、43 (+10%) (单位：座)。其中直营店数量保持在 16 座，委托管理酒店从 2018 年的 15 家以 22% 的 CAGR 增长至 2020 年 27 家。从经营指标来看，受疫情影响，**OCC 下降 17pp，RevPAR 下滑 36%**。疫情前，OCC 在 66% 上下浮动，ADR 高于 400 元，相对应 RevPAR 近 300 元；受疫情影响，各指标均下降 (OCC: -17.3pp; ADR: -14.1%; RevPAR: -36.1%)。从经营业绩来看，**直营店贡献收入超 9 成**。公司 2020 年实现营收 2.56 亿元，同比下降 33.0%，其中，直营收入为 2.41 亿元，占总营收 94.22%；实现毛利 0.64 亿元，同比下滑 51.6%，其中，直营店贡献 82% 的毛利；实现净利润 0.33 亿元，同比下跌 54.8%，近 6 年 (2013-2019) 的 CAGR 高达 43%。

图 5：君亭酒店规模 (分模式：座)


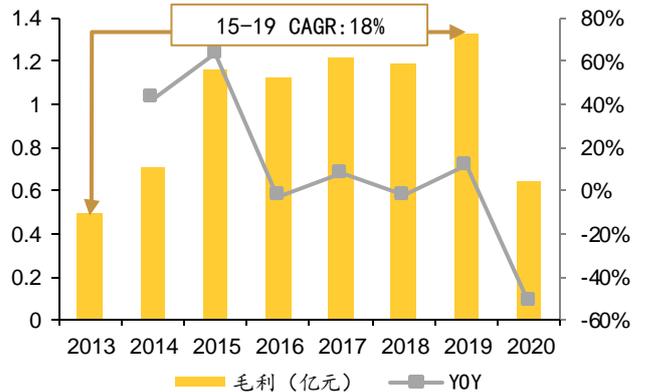
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：君亭酒店经营指标 (OCC、ADR、RevPAR)


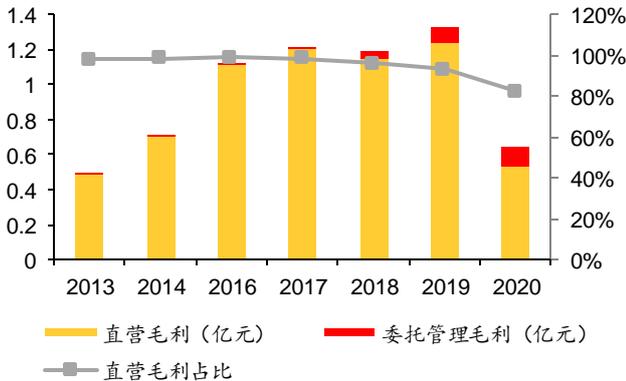
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：君亭酒店营收情况 (分模式)


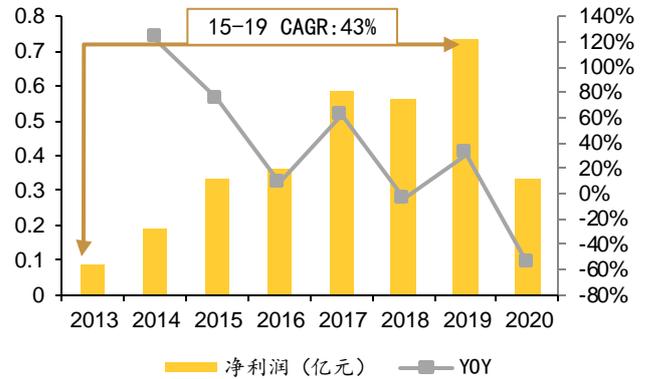
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：君亭酒店毛利


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：君亭酒店毛利（分模式）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：君亭酒店净利润


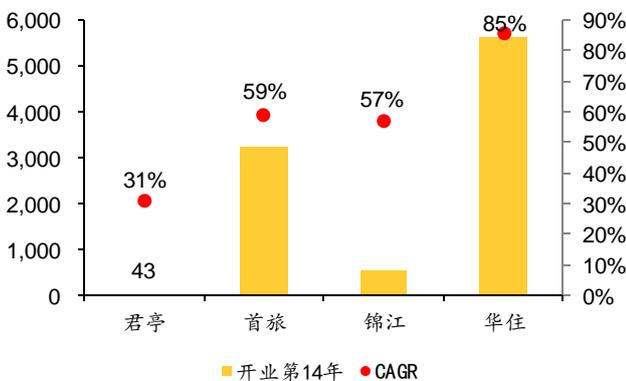
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 错位竞争，逆市而上

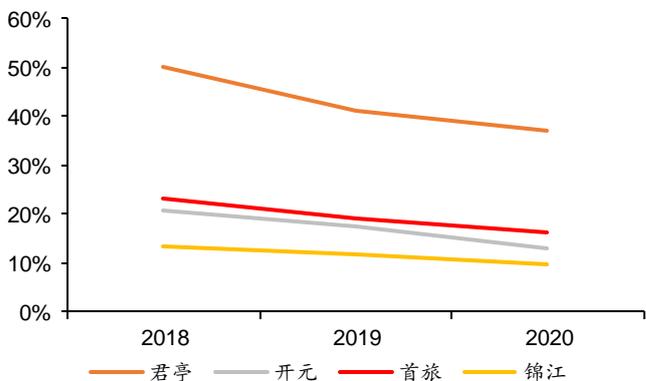
2.1 有序扩张，直营为主，加盟为辅

坚持走“直营+加盟”，有序扩张。君亭与同行区别有 3：①扩张速度慢；②直营为主；③盈利点在单店。

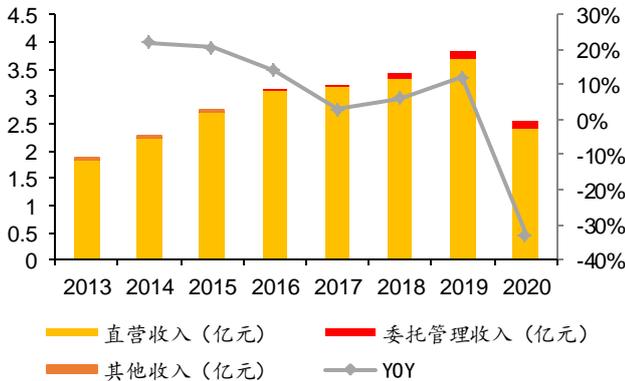
- ① 扩张速度相对较慢：君亭酒店成立于 2007 年，14 年经营下仅开业 43 家酒店，14 年的 CAGR 仅为 31%，相比于同行“跑马圈地”式的扩张（14 年的 CAGR，首旅：59%；锦江：57%；华住：85%），其开店速度缓慢。
- ② 模式上以直营为主：2020 年君亭直营店占比为 37.21%，份额呈下降趋势，但从整个行业维度上看，君亭直营店数量占比高于同行（开元：12.86%；首旅：16.12%；锦江：9.93%），来自直营店的营收也超行业平均水平，占比逾 90%（开元：88.10%；首旅：76.91%；锦江：55.90%）。

图 11：国内 TOP 酒店开业 14 年酒店数量增速情况（座）


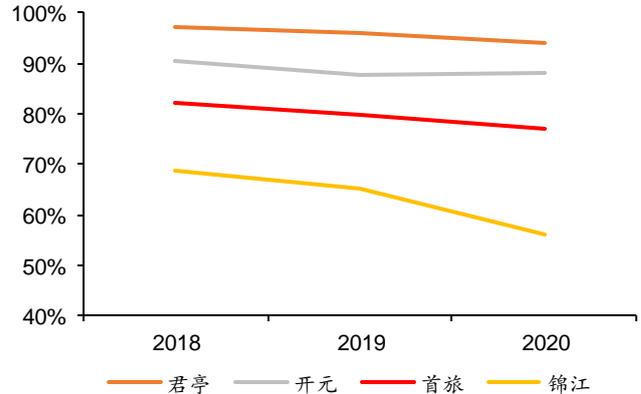
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：国内 TOP 酒店直营店数量占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

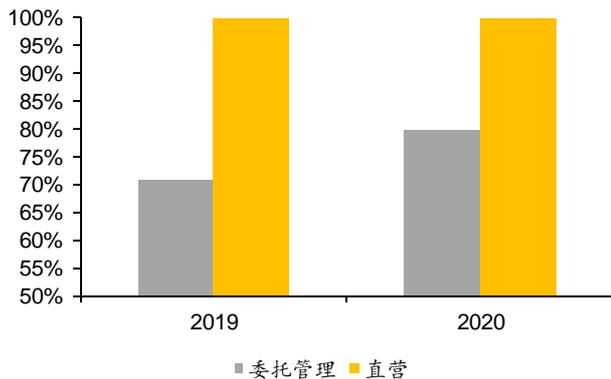
图 13: 君亭酒店营收情况 (分模式)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

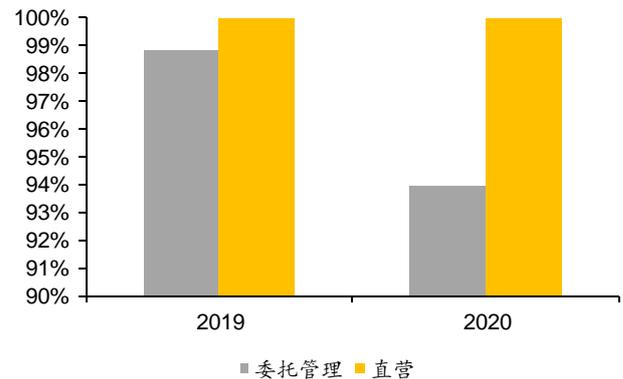
图 14: 国内 TOP 酒店直营店收入占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

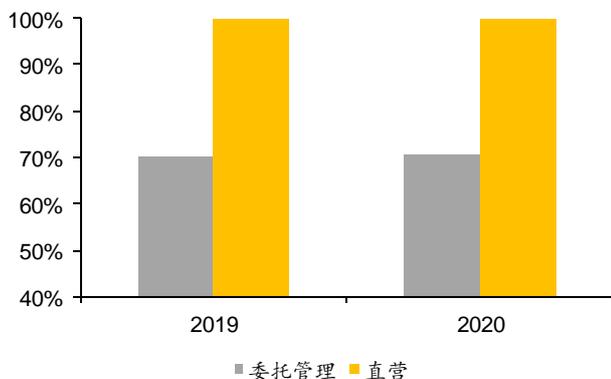
③ **盈利看点在单店:** 从前面分析我们可以推断出, 与纯粹的酒管集团不同, 君亭盈利不靠规模而靠单店。具体来看, 剖析公司自身, 直营店贡献了整体的 OCC、ADR 和 RevPAR, 均为 100%; 与同行相比, 君亭酒店的 OCC 处于中游水平, 而 ADR 和 RevPAR 显然高于首旅、锦江等, 这也进一步佐证了公司盈利点在单店而非规模。

图 15: 君亭酒店直营和管理的 OCC 贡献度


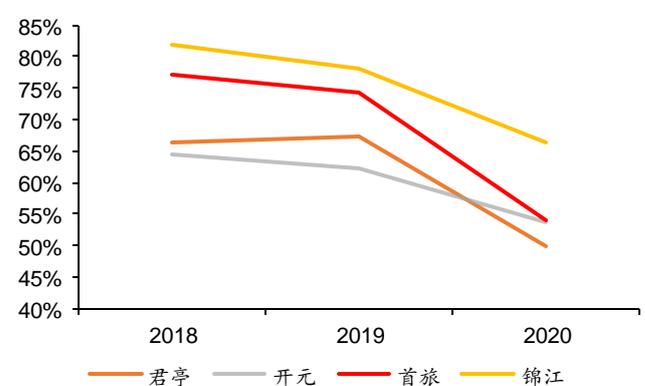
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 16: 君亭酒店直营和管理的 ADR 贡献度


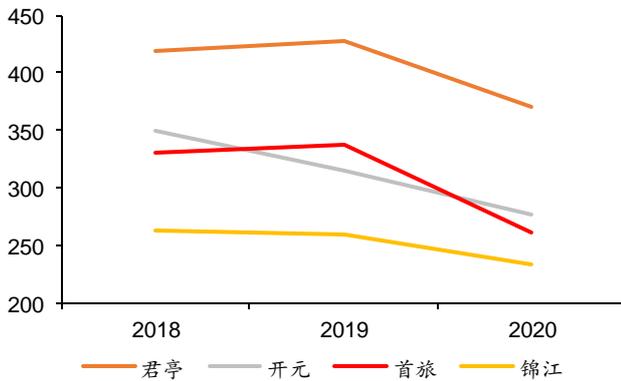
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 17: 君亭酒店直营和管理的 RevPAR 贡献度


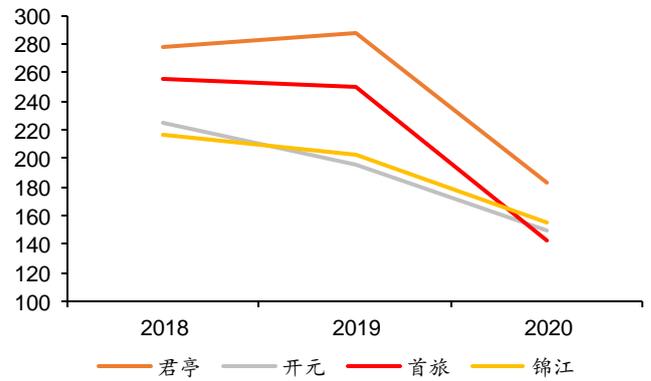
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 国内 TOP 酒店 OCC 对比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 19: 国内 TOP 酒店 ADR 对比


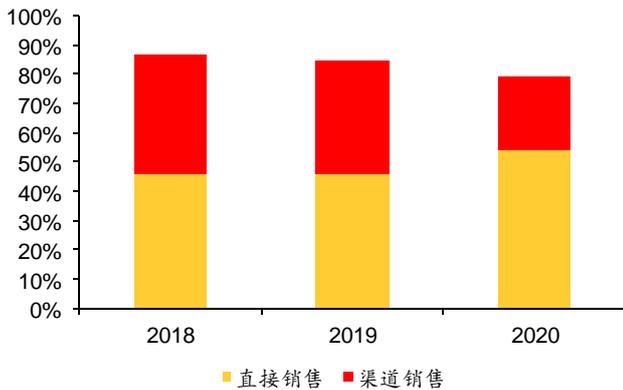
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 国内 TOP 酒店 RevPAR 对比


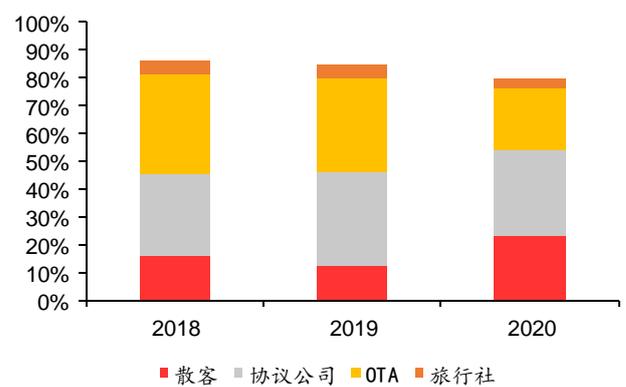
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2 直销占比高, 多元化营销提高客户粘性

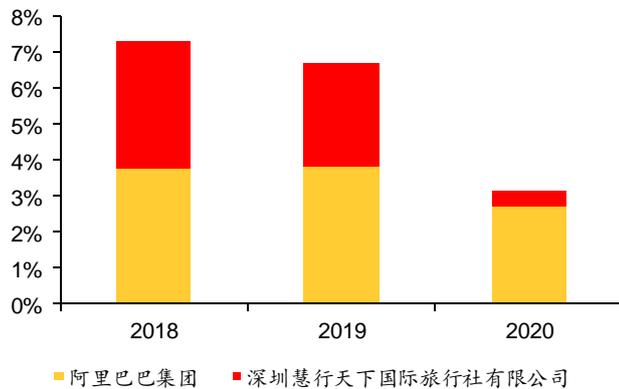
直销收入占比逐年提升, 已超 50%, 散客、协议公司和 OTA 收入占比较为持平。从客户来源来看, 2020 年公司直销渠道和分销渠道占收入比分别为 53.77% 和 25.60%, 且直销比例逐年上升。细分直销和分销渠道来看, 疫情前, 公司主要收入来自 OTA (预付+现付) 渠道, 其次为协议公司; 受疫情影响下, 协议公司占比最大, 为 30.93%, 其次散客收入, 为 22.84%, 而 OTA 为 22.37%。其中, 散客收入同比增速最大, 为 10.26pp, 主要是疫情隔离酒店接待隔离客人所致; 协议公司主要客户为阿里巴巴集团和深圳慧行天下国际旅行社; OTA 客户主要为携程、BOOKING 和 Expedia, 携程占比最高。

图 21: 公司直销和分销占收入比


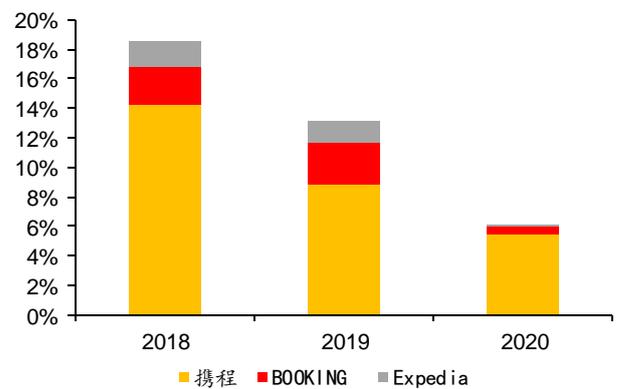
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 22: 公司直销和分销占收入比 (细分)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 23：主要协议公司交易金额占比


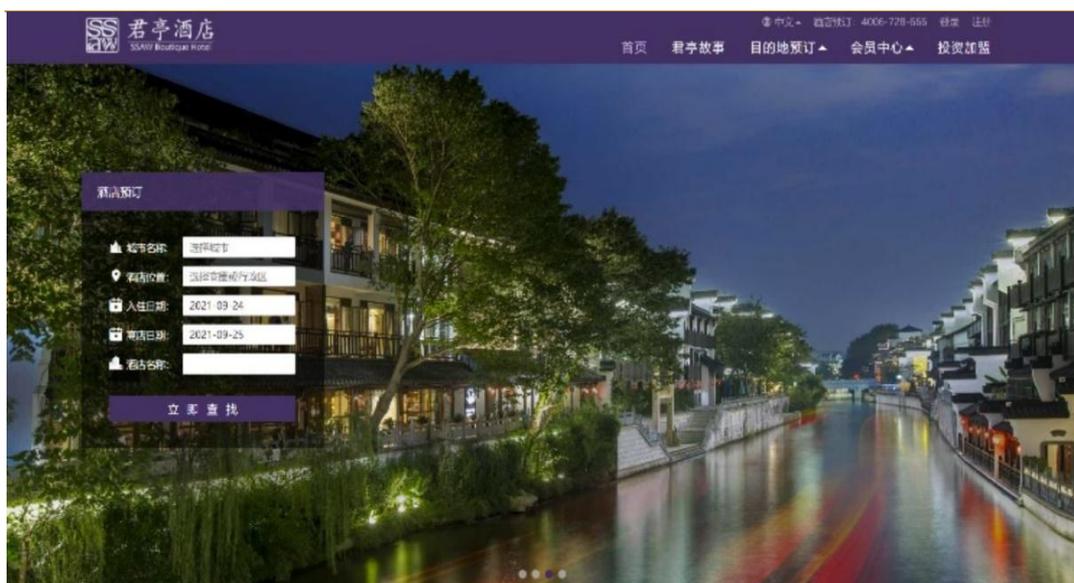
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 24：主要 OTA 公司交易金额占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

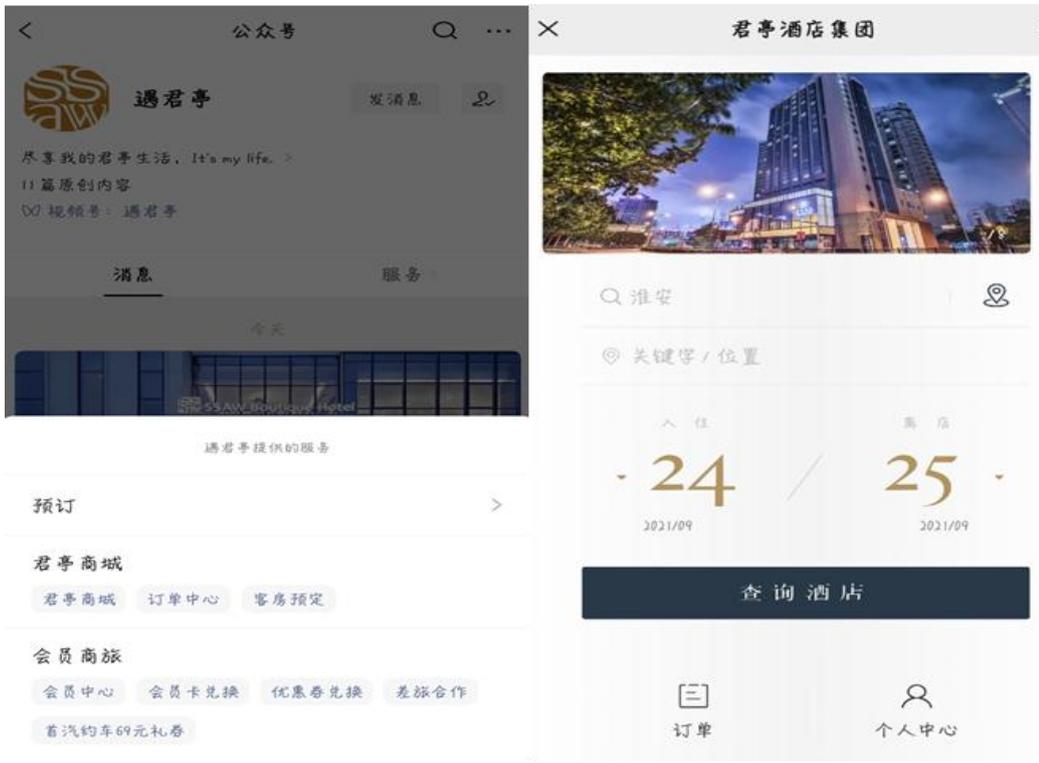
辅助互联网和大数据进行多元化营销增强会员粘性。截至 2020 年，君亭忠实会员计划会员数量为 48.74 万人。目前公司基于互联网搭建了网页预定、微信预定、第三方 OTA 预定等全方位预定系统，同时，结合大数据分析系统，分析用户消费习惯、特征、年龄、职业等行为特征刻画用户画像，总结客户消费偏好特征，来进行针对性精准营销，服务体系和产品体系开发与改进。

创新线上营销，树立企业良好形象，吸引新客户，提高直销比例。公司旗下酒店开展了共享食堂服务，对周边 5 公里的公司开通了外卖服务，以支持周边企业复工复产。此外，公司率先在业内开展“直播+预售”，例如 2020 年 5 月 23 日 14:00 携程旅行君亭酒店专场线上直播推广中，直播累计总关注数 72.3 万，直播时 1 小时 40 分钟，总销量 573 万元，总订单数 8,134 单，全方位介绍夜泊系列君亭酒店的产品及特色，来提升君亭酒店的品牌影响力。通过创新线上营销，一是获得好感，维护好关系、提前布局，二是主动刺激消费，吸引新客户、提高直销比例，增加忠诚会员。

图 25：网页预定界面


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 26：微信公众号预定界面



数据来源：遇君亭微信公众号，西南证券整理

2.3 深耕中高端，走精细化经营，用产品和服务打动消费者

精耕细作，独具品牌特色。从品牌线来看，“君亭”系列主打东方文化特色，也是公司盈利点和规模化核心品牌；“夜泊”系列更是结合当地历史文化、建筑，进行传统再生，美学等创作，将酒店身份转化为文化内容运营者，创造温度不失质感的文旅生活，难以迅速铺面式复制；而“Pagoda 君亭”品牌则注重“东西方美学的融合”，灵动的功能空间、年轻的色彩美学，体现了其设计上的国际品质基因与中国城市文化结合的特点。

图 27：南京夜泊秦淮君亭酒店（大戏院）



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 28：上海五角场 Pagoda 君亭设计酒店



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：南京夜泊秦淮君亭酒店（大戏院）客房图


数据来源：携程，西南证券整理

图 30：上海五角场 Pagoda 君亭设计酒店客房图


数据来源：公司官网，西南证券整理

精准细分客户群体，疫情恢复优势尽显。与同行相比，君亭服务人群更细分。公司客户定位聚焦于 35-45 岁有较好教育文化艺术涵养的白领圈层和相对精准细分的目标市场，形成独特的消费结构。行业内，亚朵定位为 35 岁以下的年轻群体；维也纳酒店涵盖了经济型到中端，范围更大；锦江都城目标客户为更加成熟的商务阶层，接近高端商务酒店，而君亭更聚焦于中产阶层。随着疫情逐步受到控制，商务旅游出行的需求端逐渐恢复，以服务商务人士为主的君亭有较大的恢复优势。

表 3：君亭酒店各品牌定位

品牌	定位	目标消费人群
君亭酒店	东方艺术特色的中档精选服务酒店	大众消费群体
寓君亭	中档公寓酒店	城市白领群体
夜泊君亭	高档历史文化旅游目的地酒店	具有文化艺术消费特征的中高产消费群体
Pagoda 君亭	高档艺术设计酒店	追求时尚、创新生活方式的中高产消费群体

数据来源：公司公告，西南证券整理

采用委托管理实现差异化竞争，精细化经营，贴心化服务。与传统加盟方式不同，君亭酒店管理业务采用了委托管理模式，其差异在于酒管集团能参与酒店日常的营运与管理，把控酒店的装修、管理、服务与质量。采用该模式原因在于：君亭处于中高端精选服务酒店市场，差异化竞争为核心趋势，且消费者对酒店服务质量如卫生、安全、个性化等要求越来越高，公司采用直营+委托管理，正契合了中高端精选酒店行业“服务至上”的关键特征，既能管控酒店特色的服务质量，又能根据酒店各自特色进行差异化、个性化产品竞争，避免加盟连锁方式下酒店产品千篇一律和服务质量不可控的缺陷。

此外，公司注重服务至上理念，形成了“产品精选、文化精选及内容精选”的君亭式服务体系，赢得顾客高好评率。除了住宿餐饮服务外，公司也为住客提供细节贴心服务，来提升客户入住的附加价值，实现良好的客户体验，如为入住较晚的客人提供免费暖心粥；针对女宾客配备暖宝宝与红糖姜茶；为错过早餐的客人提供免费延时简餐；为路面停车客人提供汽车遮阳板；提供定制早餐、定制旅行计划等个性化服务。

图 31: 杭州艺联君亭酒店餐厅



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 32: 上海 Pagoda Hotel Mr JUN 花园餐厅



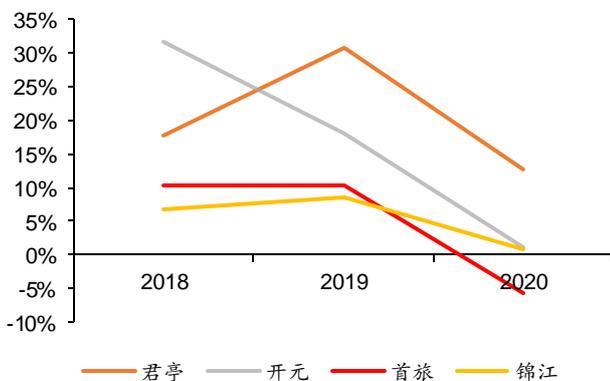
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.4 布局一二线城市核心地段, 投资回报高

布局一二线城市核心区域, 采取地域特色差异化设计与改造。公司通过租赁一、二线城市商务中心、经济中心和旅游目的地中心的现有传统酒店存量物业、城市商业综合体及社区商业配套酒店增量物业、文化街区及特色小镇配套酒店创新物业, 对其进行开发改造, 建设特色君亭酒店。

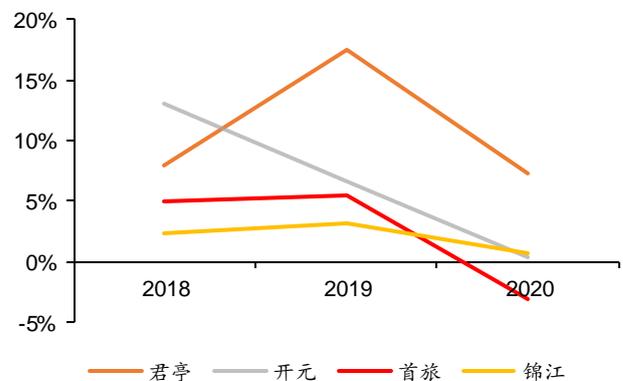
投资回报高, 三费率低, 人房成本接近于同行。从资本投入收益角度来看, 君亭投资回报收益显著优于同行。其中, ROE: 君亭 (12.60%) > 开元 (1.28%) > 锦江 (0.85%) > 首旅 (-5.73%); ROA: 君亭 (7.31%) > 锦江 (0.62%) > 开元 (0.43%) > 首旅 (-3.15%); ROIC: 君亭 (12.49%) > 开元 (0.42%) > 锦江 (0.37%) > 首旅 (-4.28%); 从人房成本来看, 目前中端有限服务酒店人房比约为 0.52, 君亭人房比为 0.19 显著优于平均水平。与国内酒店龙头相比, 君亭人房比与首旅 (0.13) 较为接近, 低于锦江 (0.29)。但由于锦江业务包含连锁餐饮和食品销售等业务, 无法单独从“生产人员”中拆分出, 故而实际锦江人房比更低, 约为 0.22。此外, 君亭的三费率远低于锦江和首旅, 和开元较为接近; 调整后的毛利率波动较小, 稳定在 30% 左右, 高于业内平均水平。

图 33: 国内 TOP 酒店 ROE (%)



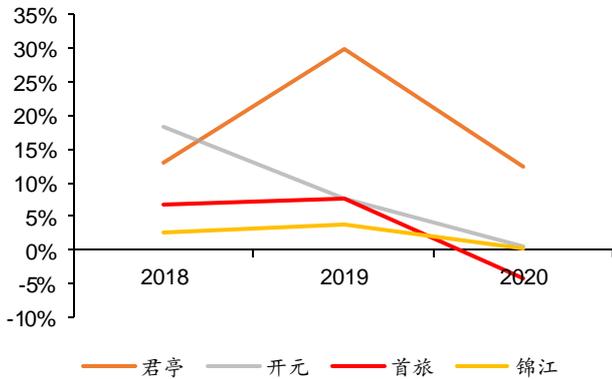
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 34: 国内 TOP 酒店 ROA (%)



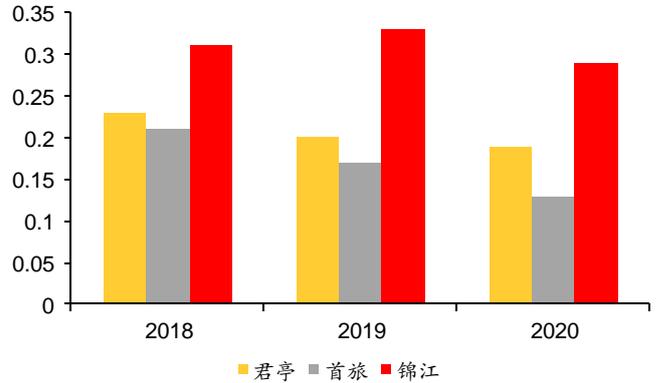
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 35: 国内 TOP 酒店 ROIC (%)



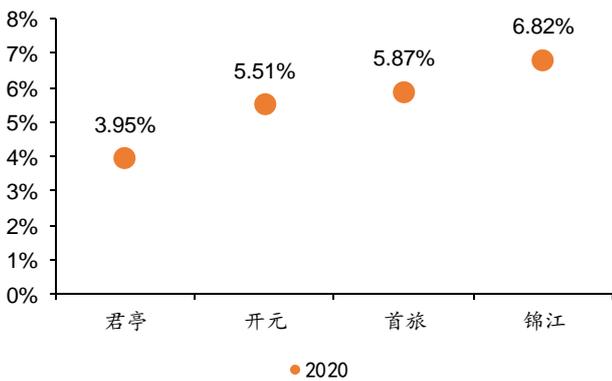
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 36: 国内 TOP 酒店人房比



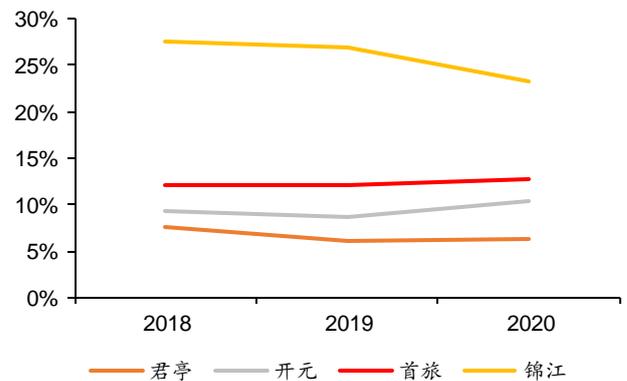
数据来源: 公司公告, 西南证券整理。(注: 由于锦江生产人员无法剔除与酒店无关的部分, 因而锦江实际人房比应更低)

图 37: 2020 年国内 TOP 酒店销售费用率 (%)



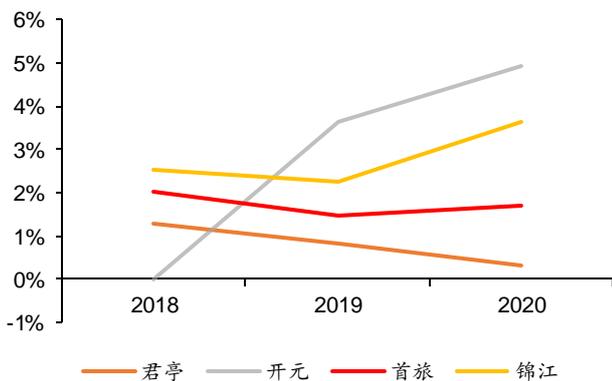
数据来源: 公司公告, 西南证券整理。

图 38: 国内 TOP 酒店管理费用率 (%)



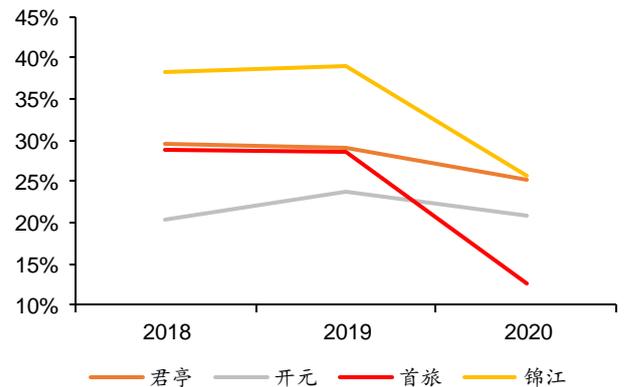
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 39: 国内 TOP 财务费用率 (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理。

图 40: 国内 TOP 酒店经调整后毛利率 (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理。(注: 经调整后毛利率 = (营业收入 - 营业成本 - 销售费用) / 营业收入)

3 募资聚焦直营店开发和酒店数字化转型

公司 IPO 发行不超过 2,013.50 万股 A 股股票，将用于（1）中高端酒店设计开发项目和（2）综合管理平台建设项目。

表 4：募资金用途情况

项目	形式	拟投入资金 (万元)	项目主要内容
中高端酒店设计开发项目	拟设立子公司	32,352.00	在上海、杭州、南京分三批次建设 9 家直营酒店，每个地区均 3 家
综合管理平台建设项目	公司	2,038.00	建设酒店样板展示中心、设计中心和信息化中心等
合计	-	34,390.00	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

（1）中高端酒店设计开发项目

公司计划在未来两年内，于上海、杭州、南京三大城市分三批次建设 9 家酒店，其中上海、杭州、南京各三家，均为公司直营中高端精选服务酒店。项目拟建设酒店均为租赁物业酒店，租赁适合经营的酒店物业升级改造，根据所在地周围自然环境与人文环境特点进行个性化设计，建设具有市场竞争力的君亭特色酒店。

项目建成后，公司旗下将新增 9 家直营酒店，新增客房 1,620 间，全部达产后剩余测算期内（项目全部建成达产后 8 年）**新增年均收入 25,083 万元、新增年均净利润 3,323 万元**。公司经营规模将显著增加，进一步巩固公司长三角区域和中高端酒店行业的市场地位，提升核心竞争力，推动公司快速发展。

（2）综合管理平台建设项目

该项目将建设公司的综合管理平台，建立以“规范、高效、智能的酒店业务全过程管理”为核心的信息化综合管理平台。综合管理平台具体包括酒店样板展示中心、设计中心和信息化中心。公司的设计、施工、酒店管理、品牌推广、财务、行政等各业务环节将实现智能化、科学化和集约化。该项目建成后，公司将实现酒店设计集成、智能化管理集成和品牌推广资源集成的统一管理平台。

表 5：项目开发投入和产出情况

项目	拟投入金额 (万元)	项目建设期	达产后新增年均收入 (万元)	达产后新增年均净利润 (万元)
中高端酒店设计开发项	32,352.00	2 年	25,083.00	3,323 .00
综合管理平台建设项目	2,038.00	-	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

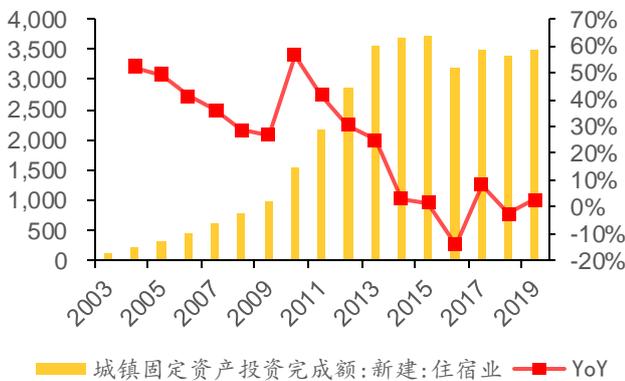
4 酒店市场变革：换挡调速，模式升级

4.1 进入新一轮变革：增量市场转存量市场

2010年后，供给规模增速放缓，结构转型加速。

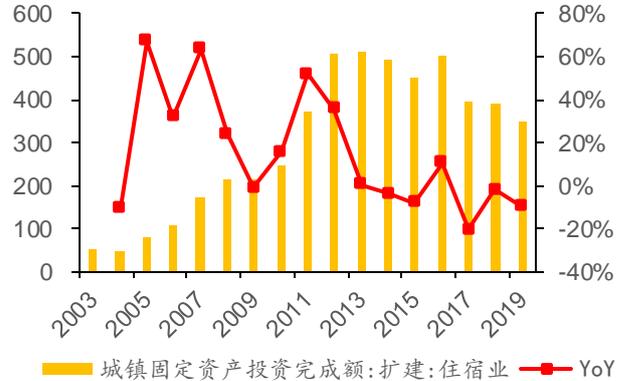
总量上：①从基础供给上看，住宿业固定资产投资额下滑明显。用于新建住宿业的全国城镇固定资产投资完成额自2010年起增速骤降，近几年投资总额维持在3500亿元左右；用于扩建住宿业的全国城镇固定资产投资完成额同样在2010年后开始下滑，2019年增速为-9.76%；②从核心供给上看，星级酒店与有限服务型酒店（核心供给）规模增速放缓。核心供给从2010年1.6万座增长到2020年5.6万座，期间复合增长率为13%。期间增速两次大幅下滑，其中18年下滑的原因在于星级酒店退星率高且有限服务型酒店增速大幅放缓。

图 41：城镇固定资产投资完成额：新建住宿业（亿元）



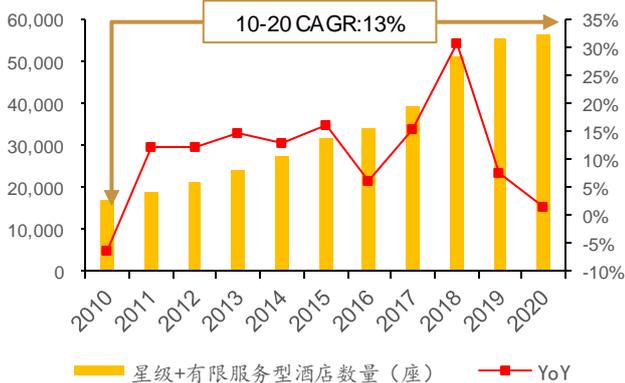
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 42：城镇固定资产投资完成额：扩建住宿业（亿元）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 43：有效供给（星级+有限服务型酒店）数量



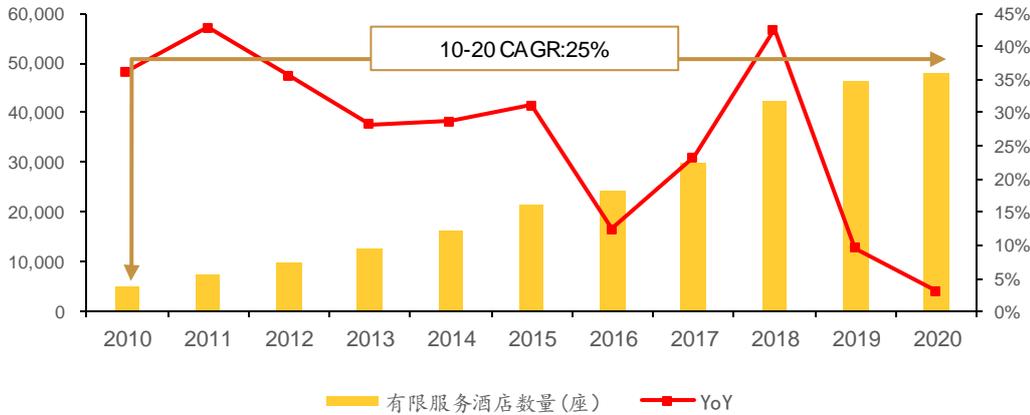
数据来源：盈蝶，西南证券整理

图 44：星级酒店数量



数据来源：盈蝶，西南证券整理

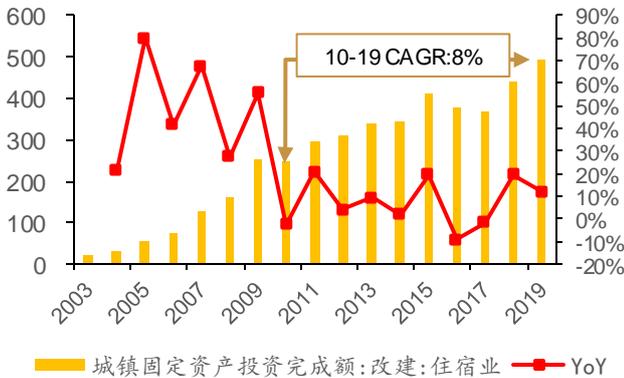
图 45：有限服务型酒店数量



数据来源：盈蝶，西南证券整理

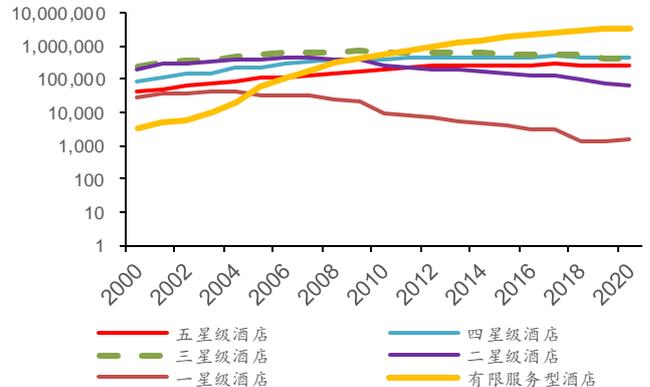
结构上，改造步履不停，有限服务逐步取代星级酒店，中高端快于经济型。①改建投资额持续上升。用于改建住宿业的城镇固定资产投资完成额仍呈上升趋势，2010-2019 年期间年复合增长率为 8%，2019 年增速达 11.84%；②星级酒店持续缩减。2010 年之后星级酒店规模走入下行区间，2011 年按客房数计规模，有限服务酒店超越三星级酒店，2013 年有限服务酒店按酒店数计规模超越星级酒店整体。③中高端增速高于经济型。2015-2020 期间，中高端酒店数量年复合增长率为 38.59%，高于中档酒店的 35.27%，经济型酒店的 11.29%；中高端酒店客房数以 24.57% 的年复合增长率高于经济型酒店的 10.01%；中高端酒店的年增长率也同样高于经济型酒店，至少 10pp。

图 46：城镇固定资产投资完成额：改建住宿业（亿元）

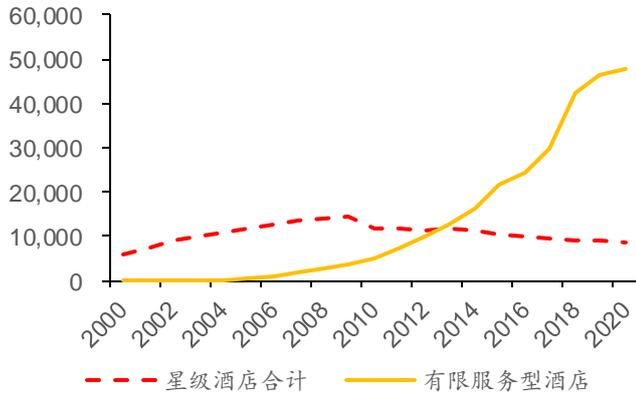


数据来源：国家统计局，西南证券整理

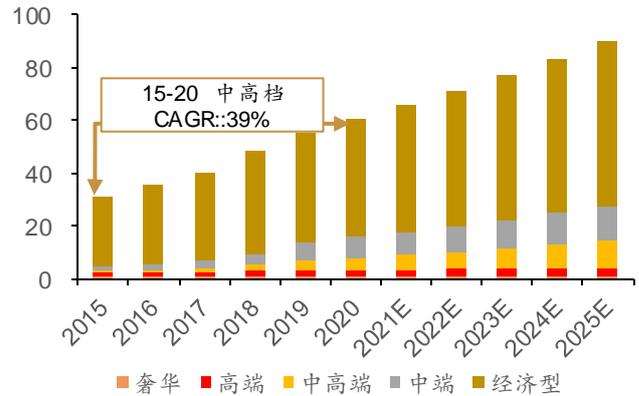
图 47：2010 年有限服务客房规模超越三星级酒店



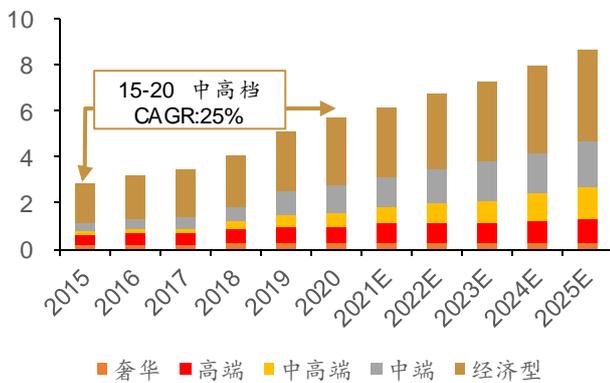
数据来源：盈蝶，西南证券整理

图 48：2013 有限服务酒店规模超过星级酒店


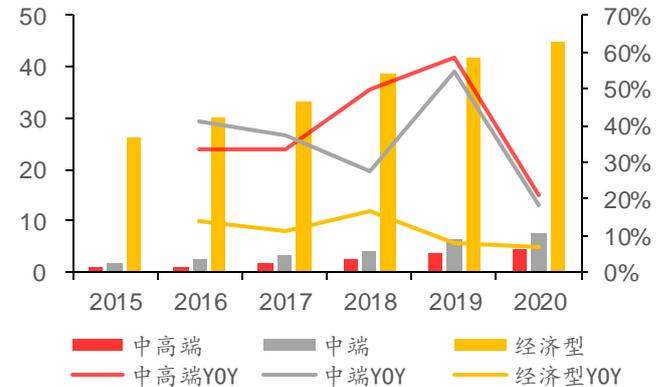
数据来源：盈蝶，西南证券整理

图 49：分档次连锁酒店数量 (千座)


数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

图 50：分档次连锁酒店客房数量 (百万间)


数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

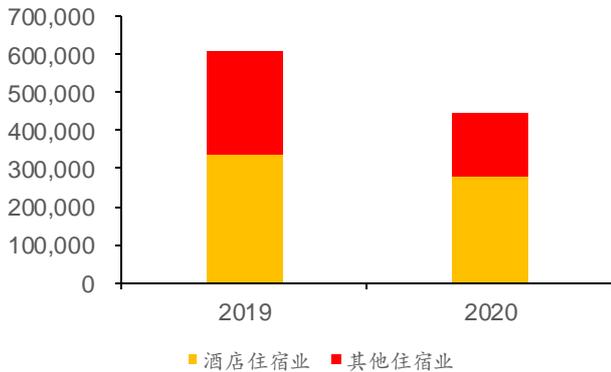
图 51：中高端、中档酒店增速高于经济型酒店


数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

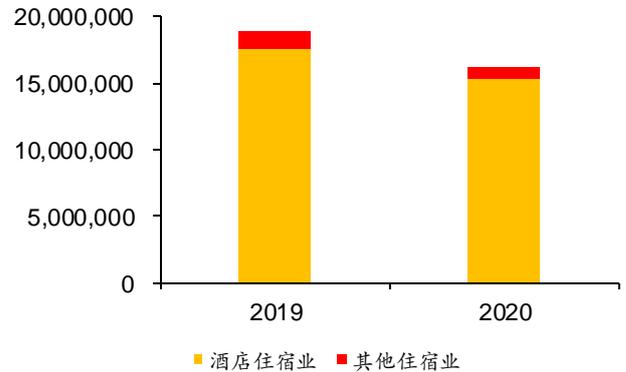
4.2 疫情加速出清：连锁化大幅上升，头部公司逆势扩张

疫情助推大住宿业结构优化，单体出清加速连锁化提升，龙头正逢扩张时机。

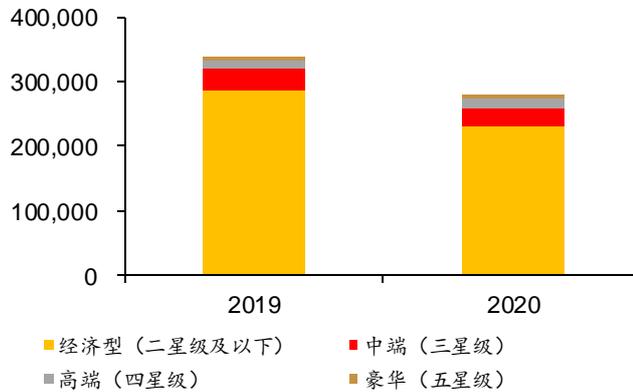
疫情助推大住宿业结构优化：经济型酒店规模下降，高端酒店逆势而上。从总量上看，住宿业酒店规模从 2019 年的 61 万座锐减至 2020 年 45 万座(-26%)，按客房计算，规模从 19 年的 1892 万间缩减至 20 年 1620 万间 (-14%)。从酒店数来看，减少最多的为 15 间以下客房的小微设施，2020 年减少 10.2 万家；从客房数来看，减少最多的为经济型酒店，合计减少 207.2 万间，而高端酒店客房增长 2.3 万间。

图 52: 大住宿业规模按酒店数计 (座)


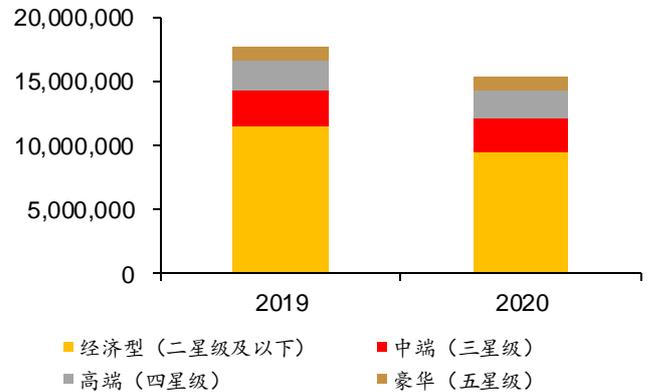
数据来源: 盈蝶, 西南证券整理

图 53: 大住宿业规模按客房数计 (间)


数据来源: 盈蝶, 西南证券整理

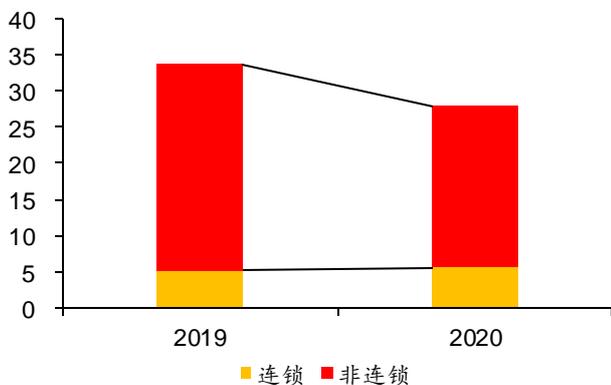
图 54: 分档次酒店规模 (座)


数据来源: 盈蝶, 西南证券整理

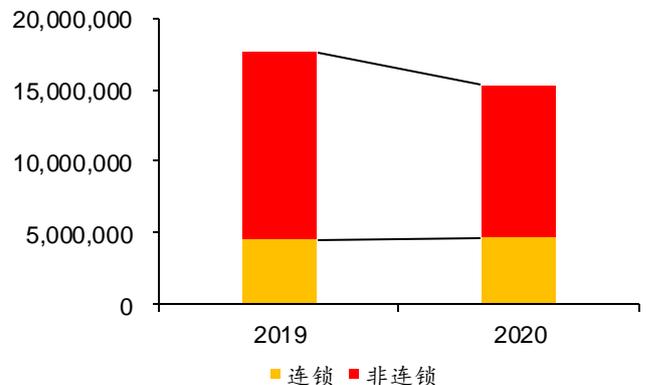
图 55: 分档次酒店客房数量 (间)


数据来源: 盈蝶, 西南证券整理

疫情加速单体酒店出清, 连锁化率进一步提升, 未来看点在低线城市。以客房计连锁化率从 2019 年 26% 提升到 31%, 大量出清的小微住宿设施与疫情期间逆势扩张的连锁酒店共同作用提升连锁化渗透率。2020 年一线城市连锁化率达到 51% 的历史高水平, 依然低于美国 70% 以上的连锁化率; 二线以下城市连锁化率 24%, 未来酒店行业渗透率提升依赖于连锁酒店集团在低线城市的下沉。

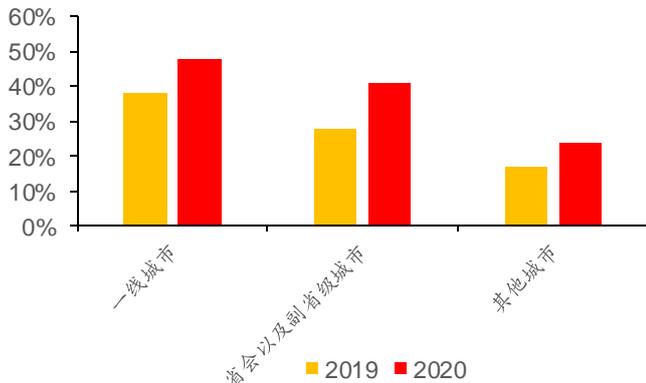
图 56: 分档次连锁酒店客房数量 (百万间)


数据来源: 盈蝶, 西南证券整理

图 57: 中高端、中档酒店增速高于经济型酒店


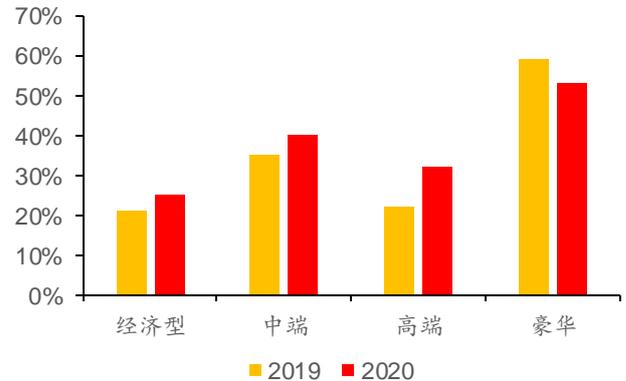
数据来源: 盈蝶, 西南证券整理

图 58：分档次连锁酒店客房数量（百万间）



数据来源：盈蝶，西南证券整理

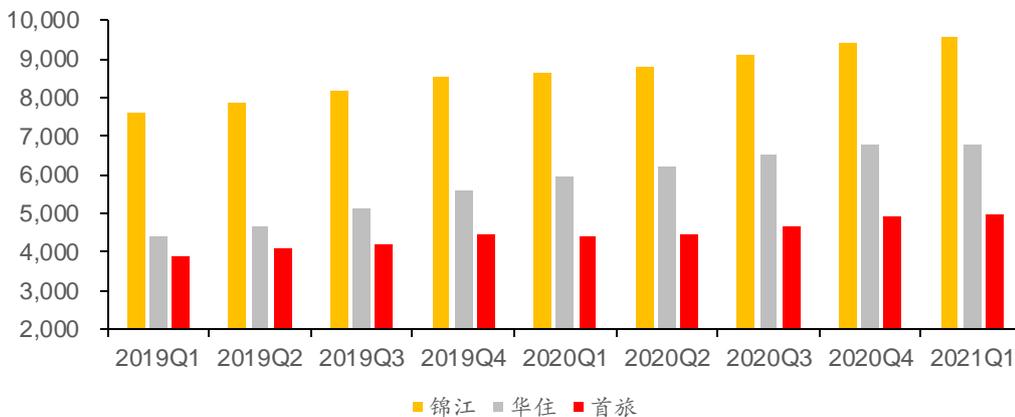
图 59：中高端、中档酒店增速高于经济型酒店



数据来源：盈蝶，西南证券整理

连锁化率提升的逻辑在于下沉市场消费升级与酒店品牌核心价值塑造。最终决定我国酒店连锁化率水平的，从地理空间上看在于连锁品牌在二线以下城市的渗透，这是由规模决定的。但是复盘全球酒店连锁化进程，我们总结高连锁化率的国家有如下特征：①高人均收入②自身酒店品牌力较强，有品牌输出或者出海的强劲实力③是出行与观光大国。从如上特征来看，渗透率提升是长周期逻辑，当然我们也看到即使这种长逻辑也能被诸如疫情这样的黑天鹅所加速推动。所以危机是酒店业或者说酒店龙头企业最好的成长机会，如同雅高在海湾战争期间加速扩张，同期四季收购丽晶一样。

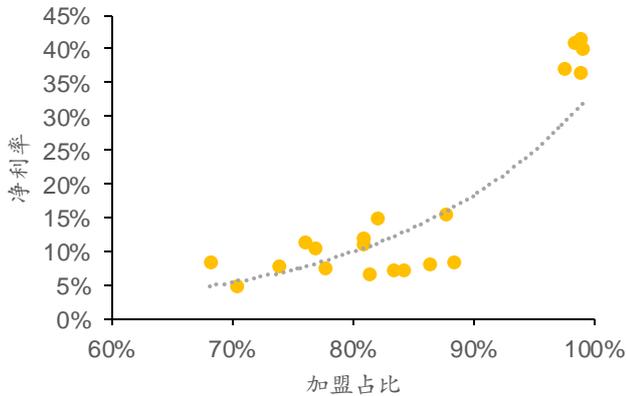
图 60：开业门店数-三大头部集团依然维持扩张节奏（单位：座）



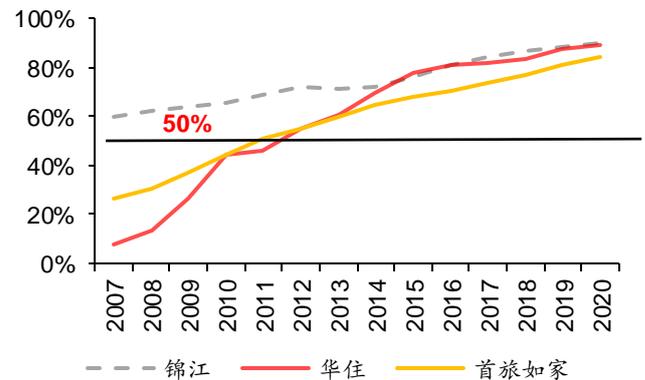
数据来源：公司公告，西南证券整理

4.3 去周期化：轻资产模式先行，加速头部集中速度

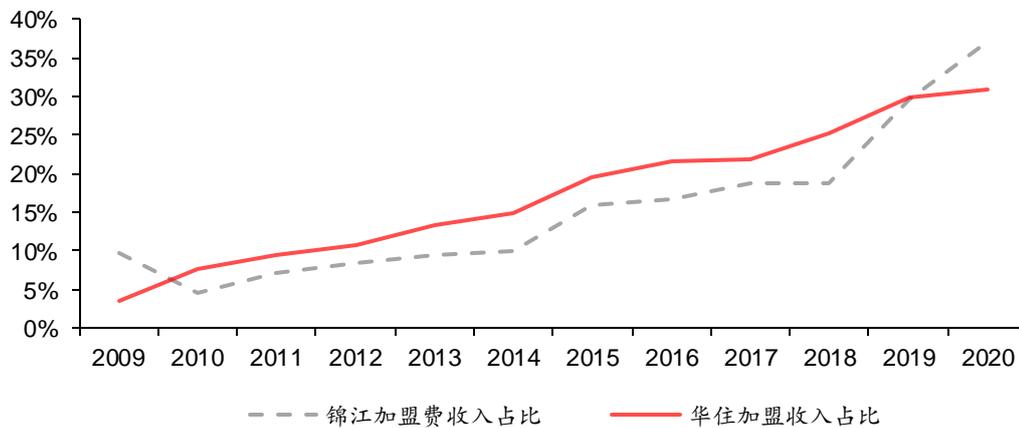
加盟式带来“旱涝保收”。国际酒店龙头万豪集团正是采取加盟式战略遍布全球。相对于直营模式，加盟模式一能够弱化盈利的周期性，具有稳定性；二是其不考虑租金、折旧、摊销等，能够实现快速的扩张，实现规模经济效应。目前国内头部酒店集团的酒店加盟数占比逐渐逼近 90%，同时加盟收入占比也呈爬山式增长。未来随加盟比例的进一步提升，尤其是头部加盟扩张速度会加快，会进一步提高头部公司的集中度。

图 61：头部酒店加盟占比与净利润比较（2020）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 62：中高端、中档酒店增速高于经济型酒店


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 63：锦江、华住加盟收入占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

4.4 中高端：集中度有望提升，下一个酒店盈利增长点

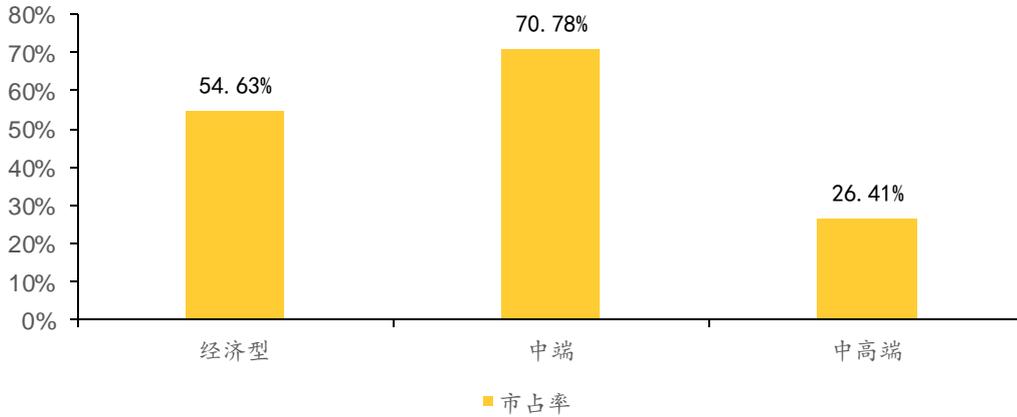
消费升级协同高速增长速度将抬高中高端市占率，核心指标稳步增长带来新的盈利点。

消费升级和流量竞争倒逼酒店高端化升级。现阶段，国民收入提升带来消费力的提高以及消费认知的提升驱使消费升级，消费者需求的个性化、多样化发展，对酒店环境、居住体验感、安全等有了更高的要求。酒店通过推新品牌、产品升级改造、跨界营销等手段来吸引新客户、防止客户流失，其背后是为了提高入住率和 ADR 进而增加每间客房收入。

中高端集中度低，龙头效应不明显。与经济型（54.63%）、中端酒店（70.78%）相比，2020 年中高端酒店前 10 的市占率仅为 26.41%，集中度低，其中亚朵酒店市占率为 9.38%，排名第一；不难想象，未来各大酒店集团对中高端酒店市场发力趋势将明显，头部公司市占率将进一步提升。

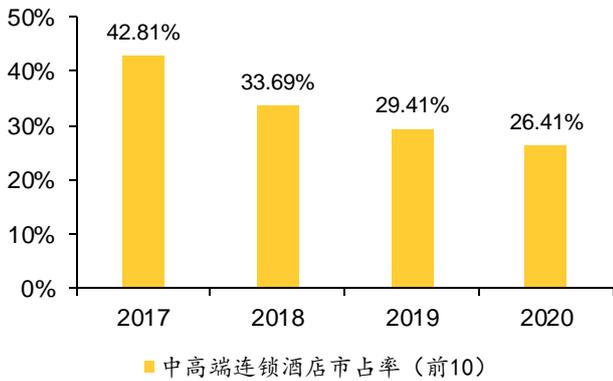
中高端的收入和核心指标稳步增长。刨除 2020 年受疫情的影响，从收入端来看，中高端收入从 2015 年的 1400 万增长至 2019 年的 5300 万，期间年复合增长率为 39%；从核心指标来看，中高端酒店入住率稳步增长，维持在 65% 左右，ADR 在 2019 年突破 400 元。

图 64：2020 年分档次酒店前 10 的市占率情况



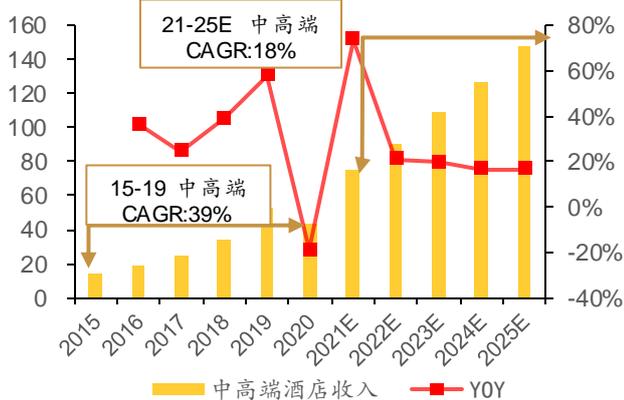
数据来源：盈蝶，西南证券整理

图 65：前 10 中高端酒店市场占有率



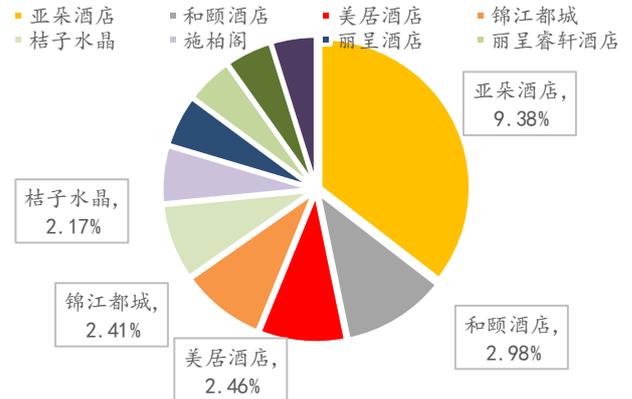
数据来源：盈蝶，西南证券整理

图 67：中高端酒店收入情况 (百万元)



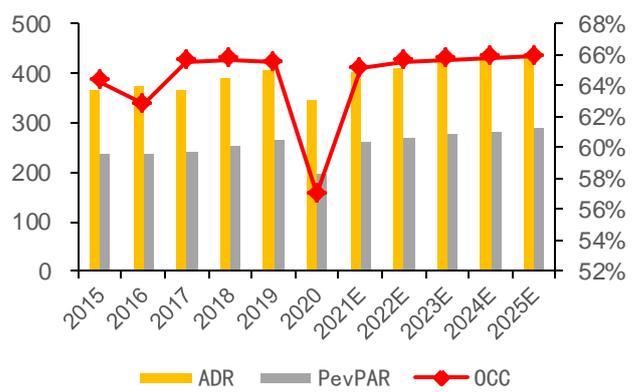
数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

图 66：前 10 中高端酒店情况



数据来源：盈蝶，西南证券整理

图 68：中高端酒店核心指标情况

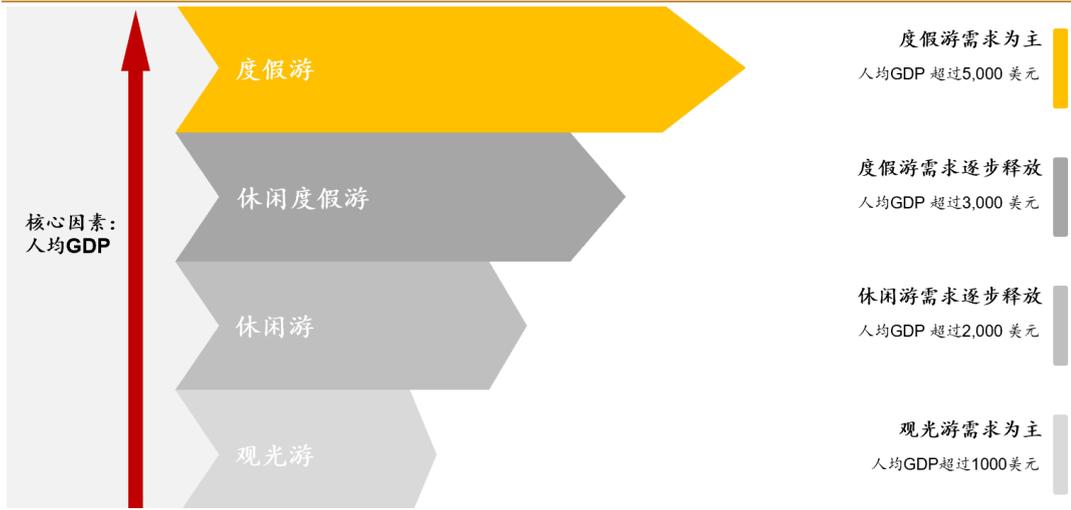


数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

4.5 多元化旅游需求引导酒店打造优质休闲体验

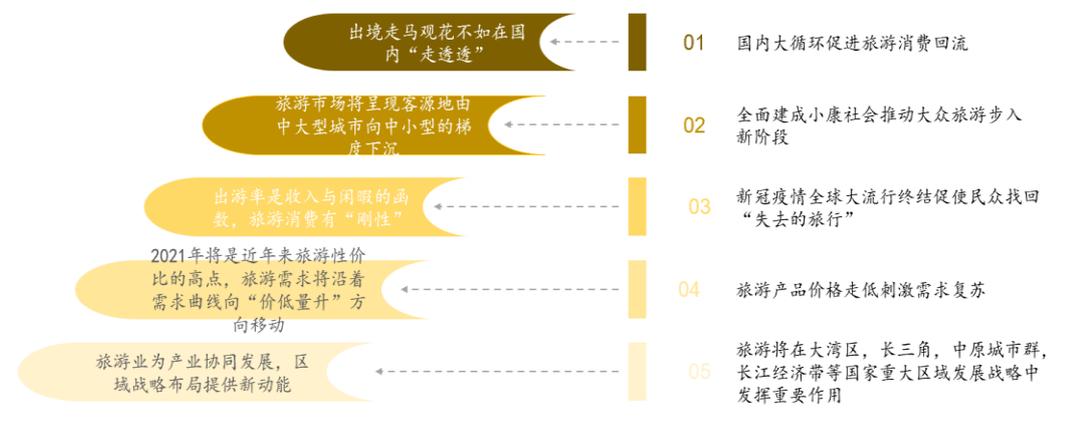
旅游业一般要经历观光游、休闲游、度假游、体验高端游 4 个发展阶段。伴随着人均 GDP 上升，居民消费水平的提高，国内旅游业早已从观光游过渡到休闲游、度假游。受疫情影响下，短距离、高频次、亲自然、重家庭、微定制、小团游等成为国内旅游消费的显著特征。

图 69：旅游业发展路径

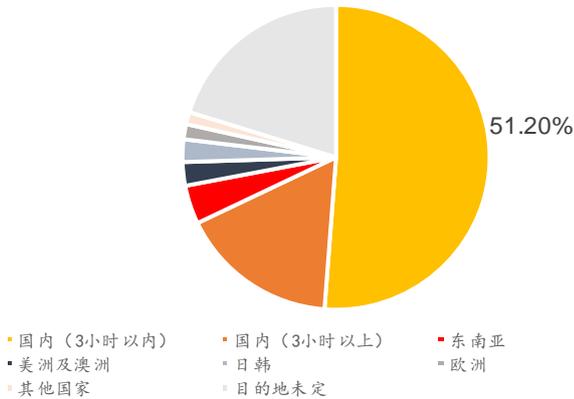


数据来源：中国旅游研究院，西南证券整理

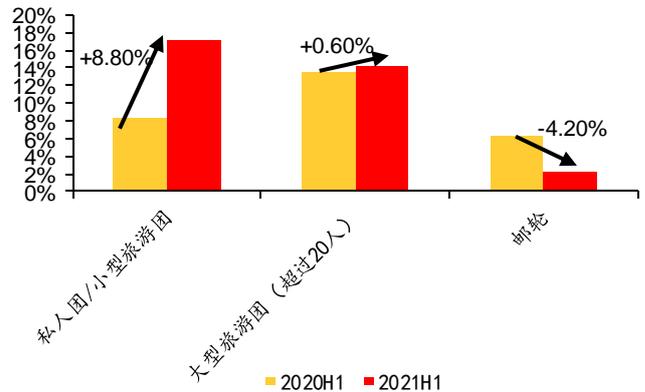
图 70：2021 年国内旅游业发展预测——从全面复苏走向高质量发展，全年预期相对乐观



数据来源：中国旅游研究院，西南证券整理

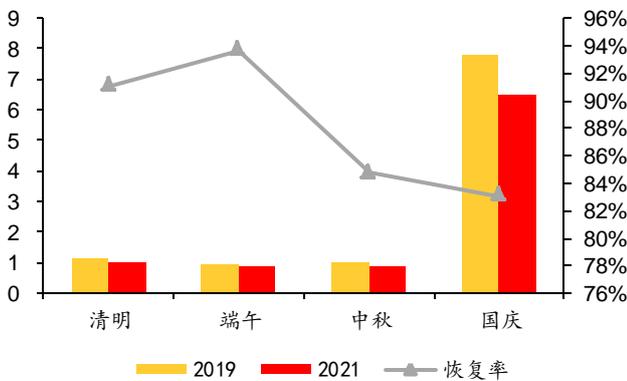
图 71：2021 年用户出游目的地计划情况


数据来源: Fastdata, 西南证券整理

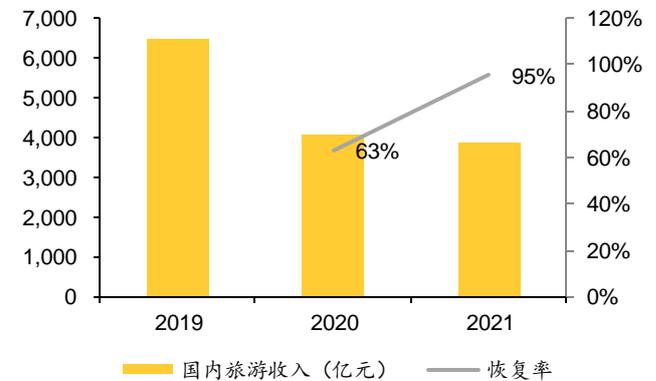
图 72：2020-2021 年用户跟团旅游计划情况


数据来源: Fastdata, 西南证券整理

国庆现补偿式旅游热潮, 周边游仍为热点, 高星级酒店延续火热态势。据文旅部测算, 2021 年国庆, 全国国内出游人次超 5 亿人次, 恢复至疫情同期的 70%; 国内旅游收入达 3890 亿元, 恢复率为 60%。据携程统计, 国庆出游总体呈现周边、长线两开花的局面, 城市微度假、周边深度游、省内与跨省长线游等玩法多样。航空方面, 全国机票单程均价为 821 元, 较去年同期 768 元增长 7%, 游客平均飞行里程也并未减少。酒店方面, 相比于 2019 年, 高星级酒店预订间夜量增长率超 25%; 酒店均价达到 945 元, 环比节前一周提升超 80%, 可以预见未来酒店竞争点在中高端和高端市场。

图 73：2021 年假期出游人次 (亿人次)


数据来源: 同程旅行, 西南证券整理

图 74：2021 年国庆期间国内旅游收入 (亿元)


数据来源: 国家文旅部, 西南证券整理

表 6：2021 年国庆部分航线机票均价 (元)

航线	2020	2021	YOY
长沙-西安	692	408	-41%
北京-三亚	1681	1076	-36%
上海-三亚	1236	816	-34%
成都-乌鲁木齐	1230	1033	-16%

数据来源: 携程, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

- 1) 2021-2023 开业酒店数量分别为 47 (+9%)、54 (+15%)、64 (+19%) (单位：座)；
- 2) 2021-2023 直营店 RevPAR 为 198、273、292，委托管理店 RevPAR 为 151、200、231 (单位：元)；
- 3) 2021 年 11 月投入新项目建设，平均每批建设期客房数为 540 间，于 2022 年 7 月第一批酒店投入运营，2023 年 5 月，第二批酒店投入运营，2024 年 1 月，第三批酒店投入运营。

表 7：君亭酒店盈利预测

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营收合计	256	263	389	504
YoY	-33%	3%	48%	30%
直营收入	241	249	370	484
YoY	-34%	3%	49%	31%
委托管理收入	15	14	19	20
YoY	-0.1%	-2%	34%	4%
成本合计	192	195	274	317
YoY	12%	-23%	2%	40%
毛利	64	68	115	187
YoY	-52%	5%	70%	63%
毛利率	20.5%	21.4%	25.9%	34.5%

数据来源：西南证券

5.2 相对估值

我们选取华住酒店、锦江酒店、首旅酒店作为可比公司。公司看点如下：1) 公司定位中高端精选服务酒店，目标客群为有较高消费能力的商务人士，精细化经营；2) 营收主要来自直营，占比超 90%，未来发展仍以直营为主，同时布局一二线城市核心地段，单店贡献利润高；3) 区别加盟模式，辅助经营的委托管理能把控酒店的装修、管理、服务于质量，培养好口碑，稳固酒店经营。

我们预测到 2023 年公司盈利可达 1.08 亿元人民币，给予 30 倍目标 PE，对应市值 32.4 亿元人民币，按 8% 折现率计算到 2021 年目标市值为 27.8 亿人民币，对应目标价为 34.59 元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 8：可比公司估值

代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率 PE		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
HTHT.O	华住酒店	46.98*	-7.5	0.42	0.93	-43	71	32
600754.SH	锦江酒店	41.79	0.12	0.73	1.5	448	58	28
600258.SH	首旅酒店	23.2	-0.51	0.6	1.1	-42	39	21

数据来源：Wind，西南证券整理（*：华住酒店收盘价为美元，锦江酒店与首旅酒店为人民币）

6 风险提示

- 1) 宏观经济下滑
- 2) 疫情反复
- 3) 租赁物业续期风险
- 4) 项目建设或不及预期

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	256.03	263.26	389.30	504.47	净利润	33.17	32.64	57.93	102.41
营业成本	191.68	195.46	274.04	316.99	折旧与摊销	39.30	27.64	43.62	54.90
营业税金及附加	0.86	0.95	1.37	1.78	财务费用	0.83	-3.15	-4.29	-3.57
销售费用	10.10	11.94	16.89	22.22	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	15.94	16.20	24.05	31.12	经营营运资本变动	-18.62	5.24	-12.85	-17.74
财务费用	0.83	-3.15	-4.29	-3.57	其他	-5.35	-0.73	1.00	1.04
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	49.32	61.64	85.41	137.04
投资收益	1.18	0.50	0.50	0.50	资本支出	10.81	-185.00	-155.00	-85.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-43.18	0.50	0.50	0.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-32.38	-184.50	-154.50	-84.50
营业利润	38.85	42.35	77.74	136.43	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.79	-1.05	-4.62	-7.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	41.64	41.30	73.12	129.36	股权融资	0.00	343.90	0.00	0.00
所得税	8.46	8.67	15.18	26.95	支付股利	0.00	-7.01	-6.90	-12.25
净利润	33.17	32.64	57.93	102.41	其他	-5.63	3.15	4.29	3.57
少数股东损益	-1.90	-1.87	-3.31	-5.85	筹资活动现金流净额	-5.63	340.03	-2.61	-8.68
归属母公司股东净利润	35.07	34.50	61.25	108.26	现金流量净额	11.31	217.17	-71.70	43.86
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	105.61	322.79	251.09	294.94	成长能力				
应收和预付款项	72.83	68.61	99.60	125.86	销售收入增长率	-32.91%	2.82%	47.88%	29.58%
存货	0.85	0.87	1.22	1.41	营业利润增长率	-57.99%	9.03%	83.54%	75.50%
其他流动资产	24.82	25.52	37.74	48.90	净利润增长率	-54.80%	-1.60%	77.50%	76.77%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-42.83%	-15.36%	75.13%	60.38%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8.12	180.09	306.08	350.79	毛利率	25.14%	25.75%	29.61%	37.16%
无形资产和开发支出	33.71	33.36	33.01	32.66	三费率	10.50%	9.49%	9.42%	9.87%
其他非流动资产	205.71	191.46	177.20	162.95	净利率	12.96%	12.40%	14.88%	20.30%
资产总计	451.65	822.69	905.94	1017.51	ROE	11.63%	4.99%	8.21%	12.87%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.34%	3.97%	6.40%	10.06%
应付和预收款项	40.34	46.04	63.92	77.50	ROIC	22.83%	13.73%	15.15%	21.25%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.84%	25.39%	30.07%	37.22%
其他负债	126.21	122.02	136.35	144.18	营运能力				
负债合计	166.55	168.06	200.28	221.69	总资产周转率	0.56	0.41	0.45	0.52
股本	60.41	80.54	80.54	80.54	固定资产周转率	31.25	2.82	1.61	1.54
资本公积	18.69	342.46	342.46	342.46	应收账款周转率	9.55	10.83	13.47	12.55
留存收益	216.68	244.17	298.51	394.53	存货周转率	228.88	227.70	263.23	241.88
归属母公司股东权益	295.77	667.16	721.51	817.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.61%	—	—	—
少数股东权益	-10.67	-12.54	-15.85	-21.70	资本结构				
股东权益合计	285.10	654.63	705.66	795.82	资产负债率	36.88%	20.43%	22.11%	21.79%
负债和股东权益合计	451.65	822.69	905.94	1017.51	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.55	5.11	3.42	3.48
					速动比率	2.53	5.10	3.41	3.47
					股利支付率	0.00%	20.33%	11.27%	11.31%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	78.97	66.84	117.06	187.75	每股收益	0.44	0.43	0.76	1.34
PE	71.22	72.38	40.78	23.07	每股净资产	3.67	8.28	8.96	10.15
PB	8.44	3.74	3.46	3.06	每股经营现金	0.61	0.77	1.06	1.70
PS	9.75	9.49	6.42	4.95	每股股利	0.00	0.09	0.09	0.15
EV/EBITDA	21.58	31.59	18.65	11.39					
股息率	0.00%	0.28%	0.28%	0.49%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	朱晓玲	高级销售经理	18516182077	18516182077	zxl@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn