

► **公司为国内中高端精选服务型酒店代表，上市后迈向跨越式发展，从区域走向全国。**公司聚焦中高端精选服务连锁酒店的运营及管理，以长三角城市群为核心发展区域；当前旗下品牌包括分别定位中档/高档的精选服务品牌“君亭”、“Pagoda”以及定位历史文化旅游目的地度假品牌“夜泊君亭”；截至 2021Q3，门店数达 43 家。公司此前坚持精益化发展战略，拓店较为节制，聚焦于产品/品牌打磨；上市后公司现金相对充裕，并看到了疫情后行业供给端洗牌叠加消费升级带来的行业机遇，后续有望依托内生扩张+外延并购实现高增；此外，公司上市后亦聘请了酒店行业中颇具影响力/履历丰富的职业经理人加盟，彰显了公司开启跨越式发展的决心。

► **酒店行业：升级进入快车道，时代呼唤优质品牌。**我国酒店供给档次由低到高呈现典型的“金字塔型”，与以美国为代表的成熟市场的“橄榄型”相比，中高端酒店产品供给显著不足。当前，一方面，收入水平提高下居民对住宿产品品质/体验要求亦不断提高；另一方面，随着租金/人力成本压力增大，酒店业主也必须通过升级酒店品质/品牌来提高客房单价以实现投资回报的最大化；在这一背景下，兼具性价比和品质服务体验的中高端精选服务型酒店受到消费者和投资人青睐。目前国内酒店龙头均开始在这一赛道积极布局，我们看好具备高服务水平的品牌将脱颖而出。

► **强产品力打造优异单店模型，坚持品牌发展路线锻造核心竞争力。**君亭酒店管理层普遍出身于高端酒店背景，沿正统的高端酒店发展路径，沿袭高端服务理念，潜心打磨产品模型，并逐渐形成管理能力/品牌壁垒，通过“高端服务&硬件+品质餐饮+特色空间+品牌调性”实现差异化；单店模型在经营数据/门店端盈利方面优势明显，并具备一定品牌溢价，直营店 RevPAR 较国内 top3 龙头均值高出约 20%。此外，公司主要通过委托管理模式进行轻资产化扩张，对标国际酒店龙头标准：管理费收入稳定性高，基于酒店 GOP 抽成的收费模式亦有利于公司聚焦管理能力的打磨，并有望在后续通过提高运营管理能力/行业景气度改善，提高管理费收入水平。

► **门店扩张提速+行业景气修复带来高业绩弹性，数字化平台建设夯实基础。**疫后物业点位空出/部分连锁酒店经营承压，公司上市后有望通过内生及外延方式加速扩张；同时投入数字化平台建设，发力降本增效，提升跨区域管理能力，业绩成长空间大。此外，疫情冲击下国内酒店业供给历史性出清，后续随需求端复苏，行业将进入周期景气上行阶段，公司直营占比高，有望在行业景气期兑现业绩弹性。

► **投资建议：**公司为国内纯粹的中高端酒店管理公司标的，沿正统的高端酒店发展路径，稳扎稳打，逐渐形成管理能力壁垒，并兑现为品牌溢价以及经营优势，看好公司乘行业升级之风实现跨越式发展，通过内生及外延发力拓店，从区域走向全国，业绩实现高增。我们预计公司 2021-2023 年分别实现归母净利润 4533 万/9858 万/1.16 亿元，对应 PE 分别为 69x/32x/27x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情反复风险，疫苗接种/特效药进展不及预期，拓店不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	256	286	463	595
增长率 (%)	-32.9%	11.5%	62.0%	28.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	35	45	99	116
增长率 (%)	-51.5%	29.3%	117.5%	17.9%
每股收益 (元)	0.58	0.56	1.22	1.44
PE	67	69	32	27
PB	7.9	5.3	4.6	3.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2021 年 1 月 5 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

38.14 元

目标价：

47.01 元



分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理：饶临风

执业证号：S0100121100024

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

相关研究

目录

1 公司概况：国内中高端酒店标杆，十年磨剑蓄势待发	3
1.1 业务概览：聚焦中高端定位，君亭&Pagoda 为核心品牌	3
1.2 经营概况：业绩高速增长，2020 年受疫情影响短期承压	4
1.3 股权结构&发展历程：创始人持股较集中，上市后有望实现跨越式发展	5
2 酒店行业：升级进入快车道，时代呼唤优质品牌	6
2.1 供需两端助推升级提速，中高端化/服务精选化为核心趋势	6
2.2 国内酒店品牌加速向上突围，本土中高端品牌有望孕育	11
3 竞争优势：强产品力打造优异单店模型，坚持品牌发展路线锻造核心竞争力	15
3.1 强产品力构筑壁垒，经营优势/品牌溢价初现，单店模型优异	15
3.2 核心高管团队出身于高端酒店背景，经验丰富，沿袭高端服务基因	24
3.3 委托管理模式&特色化开发经验沉淀核心竞争力	27
3.4 协议客户根基深厚，直销占比高	29
4 成长看点：重点关注门店内生外延扩张/数字化平台建设	31
4.1 直营酒店立势能，轻模式加速扩张，由区域迈向全国	31
4.2 发力数字化平台建设：降本增效，提升跨区域经营能力	33
4.3 酒店业景气复苏有望带来高业绩弹性	34
5 盈利预测&公司估值：	38
5.1 盈利预测：	38
5.2 公司估值：	40
5.3 投资建议：	40
6 风险提示	41
插图目录	43
表格目录	44

1 公司概况：国内中高端酒店标杆，十年磨剑蓄势待发

1.1 业务概览：聚焦中高端定位，君亭&Pagoda 为核心品牌

公司聚焦中高端精选服务连锁酒店的运营及管理，旗下拥有三大品牌，以长三角城市群为核心发展区域，并向全国拓展。公司建立了成熟的多层次的中高端酒店品牌，其中“君亭酒店”品牌定位为东方艺术特色的中档精选服务酒店；“夜泊君亭”品牌定位为高档历史文化旅游目的地酒店；“Pagoda 君亭”定位为高档艺术设计酒店。截至 2021 年 9 月 24 日，公司已开业酒店 47 家、已签约待开业酒店 19 家，其中已开业酒店中直营酒店 15 家、合资酒店 1 家和受托管理酒店 31 家。

图 1：君亭旗下品牌组合及门店分布



资料来源：君亭公众号，民生证券研究院

图 2：君亭旗下品牌精准定位中端-中高端赛段

STR 美国价格等级	STR Global 酒店等级	国家旅游局等级 (中国饭店协会)	STR 服务类型	君亭定位
领先的15%	奢华和超高端	五星级 (豪华)	全服务型	Pagoda 君亭
随后的15%	奢华和超高端	五星级 (豪华)	全服务型	夜泊君亭
居中的30%	高端及中端偏上	四星级 (高端)	有限服务型	君亭酒店
靠后的20%	中端及经济型	三星级 (中端)	有限服务型	君亭酒店
最低的20%	经济型连锁	二、一星级 (经济型)	有限服务型	君亭酒店

资料来源：君亭招股书，民生证券研究院

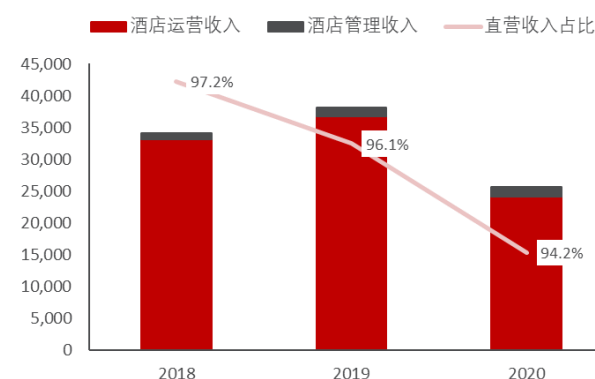
图 3：公司门店主要集中于长三角地区



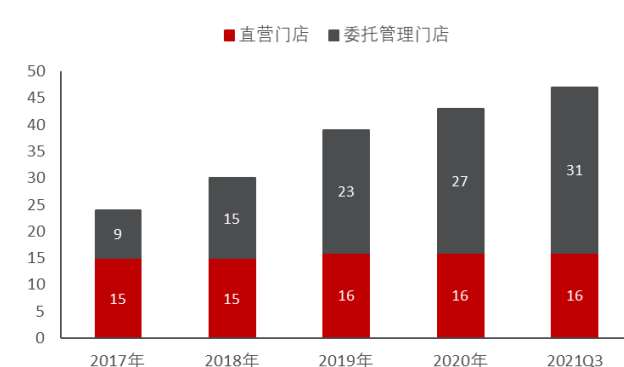
资料来源：君亭招股书，民生证券研究院

公司分为直营/委托管理模式，截至 2021Q3，直营/委托管理门店数分别为 31/16 家；直营模式下营收主要来源于客房住宿服务，酒店管理模式收入主要包括技术服务费、基本管理费和

奖励管理费。1) 酒店运营：即直营酒店运营，是指通过酒店运营项目子公司直接投资、建设并运营酒店，获取酒店运营产生的各项经营收入并承担运营产生的成本费用获取收益的盈利模式。酒店运营服务主要包括客房住宿服务、餐饮服务及其他配套服务(会议、宴会及酒店物业出租等)，收入主要来源于客房住宿服务。2) 酒店管理：公司通过与酒店业主签署委托管理合同，公司委派或协助管理酒店招聘及培训管理专业的酒店运营关键管理人员，对托管酒店进行受托管理，并授权委托方使用公司的品牌经营，以确保公司能以自己的装修标准、管理系统、服务规范、质量标准等各项运营标准来向委托方的酒店输出酒店管理服务。公司向委托方收取技术服务费、基本管理费和奖励管理费。

图 4：酒店运营收入构成公司主要营收（万元）


资料来源：君亭招股书，民生证券研究院

图 5：近年来公司主要依托委托管理发力扩张


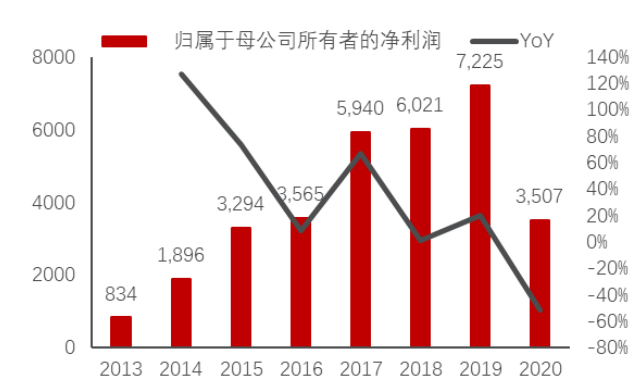
资料来源：君亭招股书，民生证券研究院

1.2 经营概况：业绩高速增长，2020 年受疫情影响短期承压

公司经营业绩在疫情前持续提升，疫情冲击下承压，疫后复苏可期。2013-2019 年营收由 1.86 亿元增长至 3.82 亿元，营收年化增速为 13%；2013-2019 年归母净利润由 834 万元增长至 7225 万元，归母净利润年化增速为 43%。公司盈利能力实现高速增长主要得益于公司直营门店的扩张/进入经营稳态，以及品牌消费者认知不断加深公司品牌溢价的彰显。2020 年受疫情影响，公司营收/利润均有所下滑。同期归母净利润分别为 0.59/0.60/0.72 亿元，同比增长 66.63%/1.35%/20.01%。

图 6：公司 2013-2020 年营收情况（万元）


资料来源：Wind，民生证券研究院

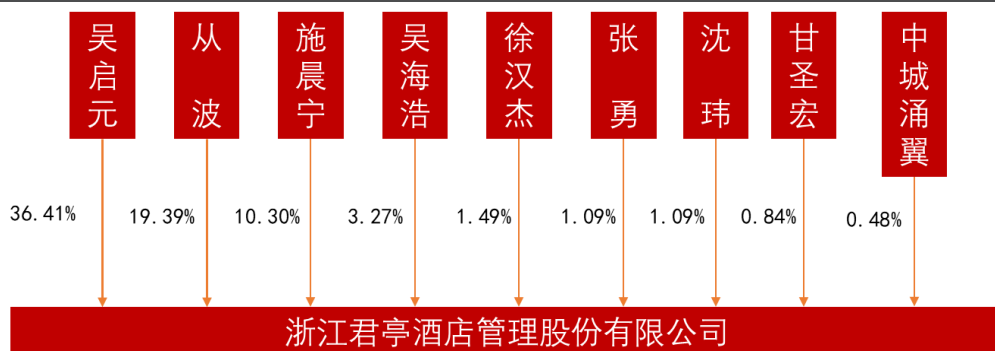
图 7：公司 2013-2020 年归母净利润情况（万元）


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 股权结构&发展历程：创始人持股较集中，上市后有望实现跨越式发展

创始人吴启元深耕酒店行业 35 年，创始人夫妻为公司共同实际控制人，持股合计约 36.41%。公司创始人为吴启元，持公司总股份的 36.41%，为公司的控股股东，担任公司的董事长兼法定代表人。吴启元、丁禾系夫妻，丁禾担任公司董事，对公司的经营管理能够产生重大影响，两人为公司的共同实际控制人。吴启元、丁禾系夫妻，丁禾担任公司董事，对公司的经营管理能够产生重大影响，两人为公司的共同实际控制人。创始人吴启元于 1968 年从浙江大学化工系毕业，从事生物工程领域的相关工作。1986 年，吴启元受政府主管部门的委派，从工业系统转行酒店业，并担任浙江省第一家中外合资饭店（杭州中日友好饭店）的中方总经理。随后吴启元还在五洲大酒店（杭州首家五星级酒店）、浙江世贸中心大饭店任职。2006 年成为浙江世贸君澜酒店集团有限公司的董事。2007 年，吴启元在君澜体系内工作期间，凭借自身对中国酒店市场的理解和判断，创立了“君亭”和“君澜”两个酒店品牌。

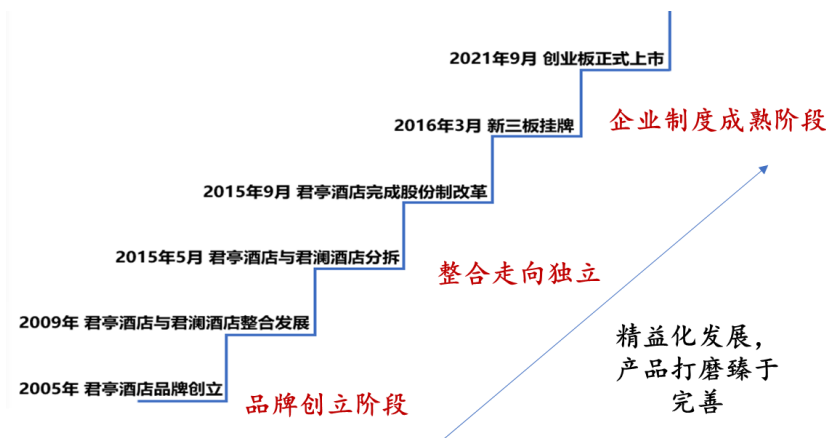
图 8：君亭酒店股权结构，截至 2021 年 Q3



资料来源：Wind，民生证券研究院

上市前，公司发展主要分为三个阶段，主要聚焦产品/品牌打磨，内部机制梳理，实现精益化发展：1) 2005-2008 年为品牌创立阶段，君亭酒店创始人吴启元于 2005 年以业内全新的精选服务模式创立君亭酒店品牌。2) 2009-2015 年为君亭由整合走向独立的阶段，这一阶段君亭酒店经历了和君澜酒店整合发展又拆分的过程。2009 年起，君亭酒店和由吴启元创建并由南都集团控股的君澜酒店整合发展，2015 年 5 月，吴启元及其核心团队以管理层收购（MBO）的方式完成君亭酒店和君澜酒店的拆分，拆分后，君亭酒店聚焦于中高端精选服务的市场定位，而君澜酒店则将继续深耕度假酒店及高星级酒店管理服务。3) 2015 年至 2021 年，公司进行股份制改造，引入现代企业制度，实现规模化发展，并最终实现新三板上市。

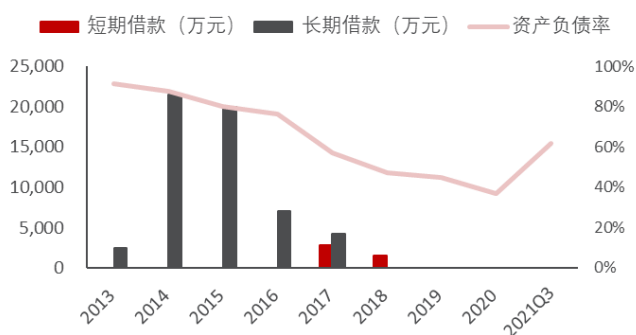
图 9：上市前公司发展分为三个阶段，主要聚焦产品/品牌打磨，内部机制梳理



资料来源：君亭招股书，民生证券研究院

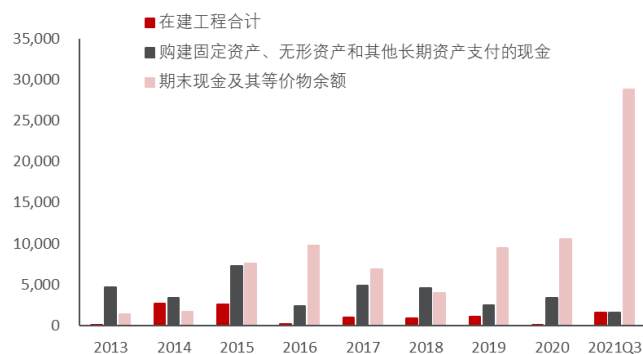
十年磨剑精益化发展，上市后弹药充足开启跨越发展新征程。上市前公司一直遵循着精益化发展的思路，开店较为克制，聚焦于产品/品牌打磨，在这个过程中公司产品/品牌臻于完善，并逐渐形成了运作成熟的项目开发能力，为后续的跨越式发展奠定基础。2020 年来，新冠疫情反复，行业经营承压，供给持续出清，优质物业/品牌资产的并购机会呈现；同时随着酒店行业升级，中高端-高端赛段受到消费者和投资市场的高度关注，公司迎来绝佳的发展机遇。当前公司上市所募资金加上此前结余现金近 3 亿，且尚无任何贷款，后续有较大空间依托内生扩张+外延并购实现增长；公司上市后亦聘请了酒店行业中颇具影响力/履历丰富的职业经理人加盟，充分彰显了公司开启跨越发展新征程的决心。

图 10：公司前期资产负债率不断优化，21 年后有所回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：公司 2013-2020 年现金流情况（万元）



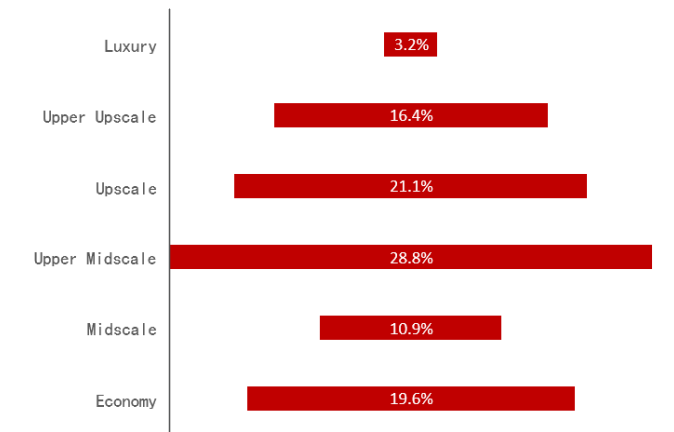
资料来源：Wind，民生证券研究院

2 酒店行业：升级进入快车道，时代呼唤优质品牌

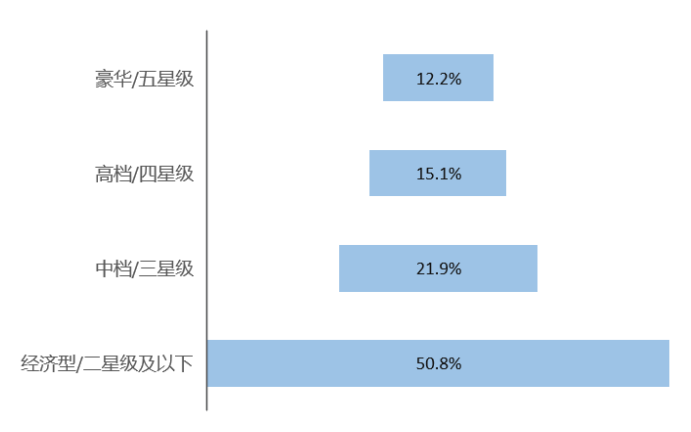
2.1 供需两端助推升级提速，中高端化/服务精选化为核心趋势

供给结构来看，中国当前供给结构呈金字塔型，中高端-高端产品供给显著不足。国内平价&经济型酒店供给占据了绝对多数，而中高端客房供给则显著不足，而成熟市场如美国，供给结构整体呈橄榄型，中高端至高端产品占总供给占连锁酒店供给的接近 50%；而我国酒店供给呈

金字塔形，经济型酒店供给占比达 50%，中档至高档产品总供给约 35%，远落后于美国成熟市场水平。

图 12：美国连锁酒店供给呈橄榄型（2019 年）


资料来源：IHG，民生证券研究院

图 13：国内连锁酒店供给呈金字塔型（2020 年）


资料来源：盈蝶咨询，民生证券研究院

对标美国，我国当前中端-高端相对短缺，经济型&豪华型供给过剩。根据瑞信财富报告披露的中国/美国不同财富人群数量数据，和盈蝶咨询/IHG 披露的中国/美国不同档次酒店数量数据，计算各个档次酒店对应消费人群每万人的房间数量。结果显示，我国中端-高端产品相对短缺，2020 年中国中档酒店每万人仅有房量 28 间，而美国该数值为 188 间；高档酒店每万人仅有客房 114 间，而美国为 180 间。假设未来针对我国财富水平在 1-10 万美元的消费者的中端酒店供给密度将达 100 间/万人，中端酒店平均单店客房数达 100 间，根据我们测算，我国未来的潜在中端酒店增量有望高达 6.76 万座，（计算方式为（100*9.4 万-28*9.4 万）/100）。假设未来针对我国财富水平 10-100 万美元的消费者的高端酒店供给密度达 180 间/万人，高端酒店平均单店客房数达 150 间，根据我们测算，我国未来潜在高端酒店增量有望高达（计算方式为（180*1.9 万-114*1.9 万）/150）达 8360 座。而我国经济型/豪华型酒店供给显著过剩，主要为低水平经济型供给过剩，以及配合地产开发/城市开发而建设的豪华酒店无效供给显著超出市场需求。

图 14：疫情对酒店入住率的冲击不断减弱

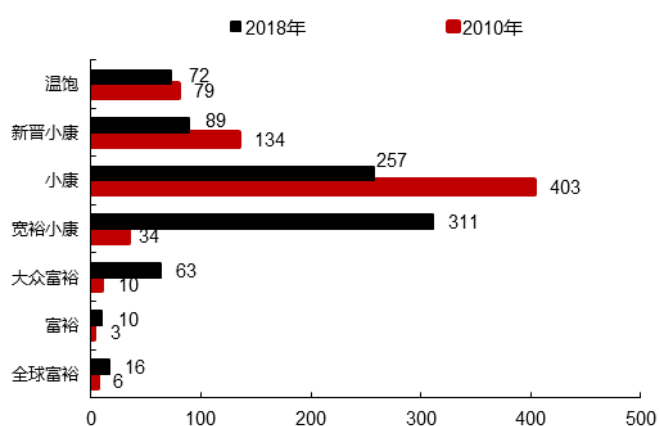
中国大陆财富分布	人数（万）	占比	房量/万人	备注
小于1万美元	26,824	19.0%	351	对应经济型/二星及以下
1万-10万美元	94,025	66.6%	28	对应中档/三星级
10万-100万美元	19,483	13.8%	114	对应高档/四星级
大于100万美元	706	0.5%	1528	对应豪华/五星级
大于10万美元	20,188	14.3%	164	对应高档和豪华

美国财富分布	人数（万）	占比	房量/万人	备注
小于1万美元	8,834	27.0%	114	对应经济型
1万-10万美元	10,142	31.0%	188	对应中档
10万-100万美元	11,451	35.0%	180	对应高档
大于100万美元	2,617	8.0%	121	对应豪华
大于10万美元	14,068	43.0%	169	对应高档和豪华

资料来源：盈蝶咨询，瑞信财富报告，民生证券研究院

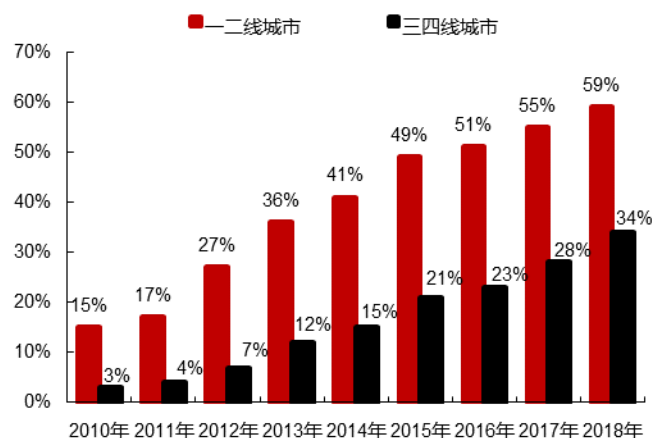
中产阶级群体持续扩大，对消费品和服务质量的要求提高，中高端酒店需求增长。居民收入水平的结构同样会深刻影响当地对不同层次酒店的需求，中产阶级在总人口中所占比重在一定程度上也反映出中高端酒店的潜在消费市场空间的大小。根据麦肯锡 2019 年发布的《中国消费者调查报告》，我国城镇人口中达到中产阶级及以上收入水平的人口从 2010 年的 7.92% 上升到 2018 年的 48.90%，不同收入阶层的居民结构已经从金字塔形逐渐转变为橄榄球形，开始向发达国家靠拢。此外，三四线城市受益于经济增长生活水平也在不断提高，近八年中产家庭数量年均复合增速达 38%，较城镇中产家庭数量 CAGR 高出 15pct，未来三四线城市的消费升级空间同样可期。因此从下游的顾客需求端来看，我国酒店行业的中高端升级条件成熟。

图 15：城镇人口中产阶级占比已增至近一半（百万人）



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

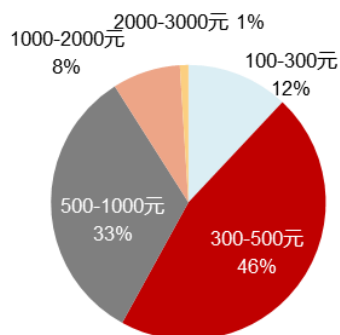
图 16：我国中产阶级人口占比不断扩张



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

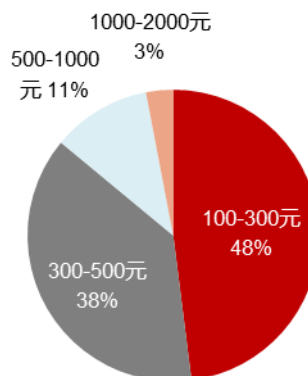
差旅标准提高，中高端酒店成为商务出差住宿的可选项。我国整体差旅住宿标准随着经济发展不断提升，客观上使得商旅住宿的消费能力从过去廉价的经济型酒店提升至中端乃至中高端酒店。以中央机关普通职员差旅标准为例，根据 2016 年起实行的中央和国家机关工作人员赴地方差旅住宿标准，赴一线城市的差旅住宿平均标准约为 475 元/人·天，赴二线城市的差旅住宿平均标准约为 370 元/人·天，而司局级、部级人员对应标准更高，随着差旅住宿标准的提高，国内中高端酒店成为越来越多人的差旅住宿选择。根据携程对企业差旅负责人调研的数据，同样可以发现一二线城市酒店差旅标准主要集中在 300-500 元以及 500-1000 元档次，进一步证明商旅住宿中中档乃至中高端酒店的接受度日渐提高。

图 17：一二线城市商旅人均预定标准



资料来源：携程商旅，民生证券研究院

图 18：三四线城市商旅人均标准



资料来源：携程商旅，民生证券研究院

中高端定位：偏高档中端，偏低档高端，消费升级的下一站。酒店行业分级并无放之四海皆准的指标体系，STR 指标下的“中档偏上”最接近约定俗成的“中高端”赛段。以国内较为通行的盈蝶咨询的档次划分指标来看，中高端涵盖了相当大部分的高端酒店和小部分的中端酒店，如亚朵/锦江都城/桔子水晶/美居等中高端品牌在盈蝶咨询体系中划入高端，维也纳国际等品牌在盈蝶体系中则划入中端。在此我们定义中高端酒店为单房造价在 15-20 万以上，在一线城市的平均房价通常在做到 500-800 元的酒店品牌。

图 19：中高端涵盖了偏高档的中端和偏低档的高端酒店

价格区间	STR Global酒店等级		中国酒店等级	盈蝶咨询	
>2,000	奢华及超高端酒店	豪华酒店连锁	大部分为五星级酒店	奢华	中高端
1,000-2,000		超高端连锁			
600-1,000	高档及中档偏上酒店	高端连锁	三、四星级酒店为主	高端	
400-600		中档偏上连锁			
300-400	中档及经济型酒店	中档连锁	地方性一、二星级酒店	中端	
100-300		经济型连锁		经济型	
>100	低等级旅行社				

资料来源：盈蝶咨询，STR，民生证券研究院

图 20：不同赛段代表品牌一览

房价	国内品牌	国际品牌	单房造价
1000元以上		奢华 SHANGRI-LA THE RITZ-CARLTON ST REGIS JW MARRIOTT WILDFORD ASTORIA	50万以上
800-1000元	GINCO RED PARKPLAZA GOLDEN TULIP	MARRIOTT Hilton DAILYMEE	20-50万
400-800元	ATOUR 10 Pagoda Hampton	Holiday Inn	15-20万
250-400元	JI 维也纳酒店 LAVANDE 如家酒店		10-15万
150-250元	汉庭酒店 7天连锁酒店 如家酒店 锦江之星		5-8万
		2000年代 2010年代 2020年代	

资料来源：民生证券研究院整理

中高端酒店（Upper Middle Scale）兼具性价比和品质服务体验，精选式服务受到消费者青睐。高端酒店长期发展中形成了对于设施/配套的固定规范，以五星级酒店为例，中西餐厅/大型会议室/游泳池/SPA/宴会厅等设施均为标配，而对于城市中商旅客为主的高端酒店而言，上述功能区使用频次较低，反而构成了酒店高投资/运营成本，并以高房价转嫁至消费者。而以全季为代表的中端酒店，则主要聚焦 B&B（早餐 Breakfast 和 Bed 床）提供了高度标准化的住宿设

施，但在服务上实现了较大程度的简化，无法满足中高收入群体对住宿体验/服务品质的需求。中高端酒店则对高端酒店的服务进行精选，在保障高端化的服务品质和体验的基础上，聚焦至核心服务和设施类别，并定位在 500-800 价格区段，在差旅标准及中产阶级日常出游相对可承受的范围内提供了较为优质的住宿体验，同时对物业的要求较低，能够充分适配中小体量的物业，针对当前中端及以上酒店开发主流的 150-300 间物业，中高端精选服务型酒店能够最大程度地对物业进行增值。

图 21：精选服务型酒店在基础设施外提供了附加服务



资料来源：浩华咨询，民生证券研究院

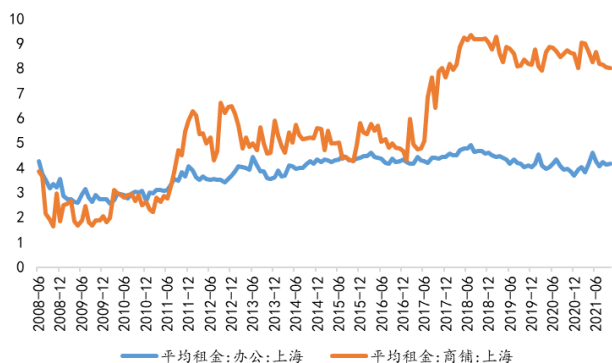
图 22：2020 年上半年中档及以上酒店签约房量结构



资料来源：浩华咨询，民生证券研究院

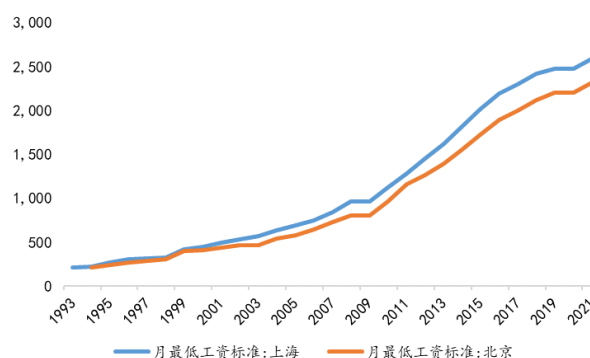
高端&中高端酒店品牌凭借较强的溢价能力和经营灵活性，疫情后展现出较强的回报率。根据 STR 的样本数据，尽管 TrePAR（包含非客房收入）仅恢复至 2019 年同期的 75%，2021 年高端&中档偏上的酒店产品的 GOPPAR（单间可售房经营利润）达到了 2019 年同期的 112%，这主要得益于高端&中高端赛段品牌的定价能力和经营灵活性：一方面，该赛段产品具备优良的装修/设施，给予客户优质的体验，因此能够维持较高的售价；另一方面，相比于奢华和超高端赛段产品，高端&中高端通常不含游泳池/SPA/高档餐饮/宴会厅等服务，同时疫情下甚至能够进一步削减其餐饮/会务等服务内容以降低人员及运营成本，实现精简运营，通过节流的方式优化其运营利润率。由于模型展现出了较强的竞争力，中高端及高端产品亦受到酒店投资人青睐，根据 STR 的在建酒店样本数据（仅含中端及以上），2022/2023/2024 及以后开业的酒店中，中高端/高端产品占据了大部分。

图 23：城市物业租金水平不断提高（元/平米/日）



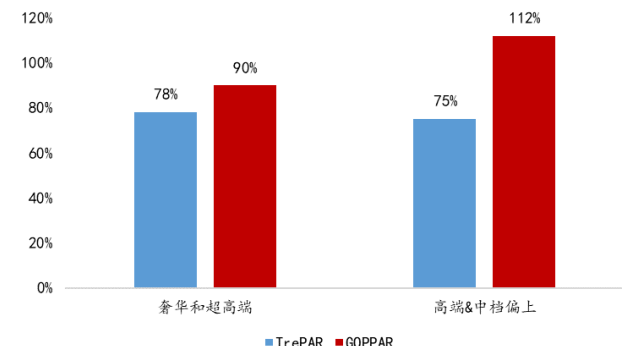
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 24：最低工资水平不断提高（元/月）



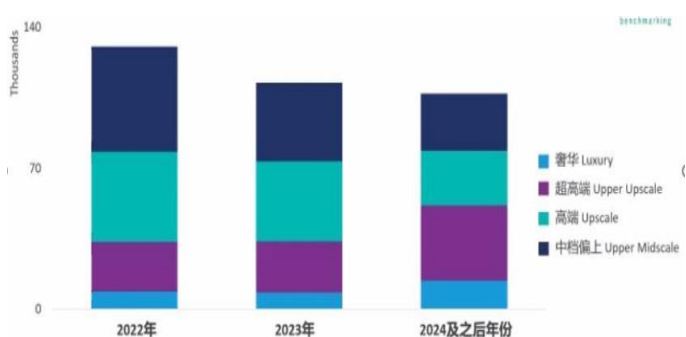
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 25：疫情后高端&中档偏上酒店恢复率良好



资料来源：STR，民生证券研究院

图 26：中高端及高端产品亦受到酒店投资人青睐



资料来源：STR，民生证券研究院

图 27：行业供给加速出清的背景下，高档四星级酒店规模不降反增



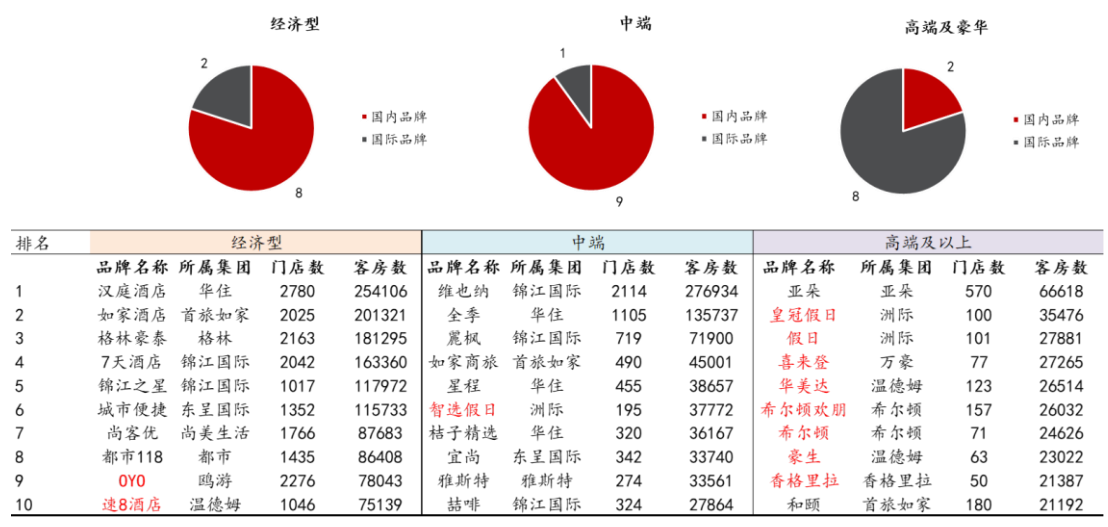
数据截止时间分别为2020年1月和2021年1月，数据来源：中国饭店协会

资料来源：中国饭店业协会，民生证券研究院

2.2 国内酒店品牌加速向上突围，本土中高端品牌有望孕育

酒店国内品牌领衔中端及以下市场，开始发力中高端赛段，高端市场仍以国际品牌为主。国内中低端酒店市场由国内品牌主导，前十大经济型品牌国内酒店占据 8 席，TOP8 国内品牌在中国连锁酒店市场中的份额达到 50.1%。前五大品牌均为国内品牌。前十大中端品牌国内酒店占据 9 席，仅智选假日为洲际旗下的国际品牌。介于中端和高端之间的中高端赛段，当前亦有国内品牌发展迅猛，相比之下，高端及以上酒店市场国际品牌份额较大。前十大高端及以上品牌国际酒店占据 8 席，国内品牌仅有亚朵和和颐占据 2 席，且均为入门级高端品牌。

图 28：中低端品牌由国内主导，高端及以上品牌由国际品牌主导



资料来源：盈蝶咨询，民生证券研究院

图 29：介于中端和高端之间的中高端赛段，国内品牌与国际品牌分庭抗礼

排名	品牌名称	搜索指数	点评指数	媒体指数	新媒体指数	投资人指数	ABN指数
1	希尔顿欢朋酒店	227.43	183.15	162.89	120.94	78.36	772.77
2	维也纳国际酒店	179.76	175.57	146.57	99.57	69.78	671.25
3	锦江都城酒店	126.47	179.26	100.58	152.31	59.05	617.67
4	希尔顿花园酒店	145.78	161.62	99.78	107.66	65.98	580.82
5	美居酒店	133.55	156.26	112.49	99.12	52.69	554.11
6	福朋喜来登酒店	128.24	129.05	135.43	96.18	61.48	550.38
7	智选假日酒店	125.7	166.43	100.46	95.3	51.69	539.58
8	万怡酒店	126.12	166.54	100.38	87.46	52.24	532.74
9	诺富特酒店	132.37	152.81	104.36	94.61	47.21	531.36
10	诺富特酒店	119.47	160.66	103.6	90.45	51.87	526.05

资料来源：亚洲旅宿大数据研究院，民生证券研究院

酒店集团纷纷自建/并购中高端品牌，发力品牌向上突围。国内中高端酒店品牌如雨后春笋般涌现，包括亚朵/君亭等依靠聚焦中高端打入市场的酒店品牌，也有锦江/华住/首旅等头部酒店集团通过并购或合作的方式获得丽亭/丽芮/希尔顿欢朋/康铂/美居/逸扉等有国际血统的品牌，以及华住/锦江/首旅自主开发设计的桔子水晶/漫心/锦江都城/璞隐等中高端品牌。这些品牌大多瞄准一线城市 500-800 元价格带或二线城市 400-600 元价格带，根据自身优势和品牌定位为住客提供差异化的特色服务。

图 30：亚朵酒店定位中高端商旅品牌



资料来源：亚朵酒店官网，民生证券研究院

图 31：锦江酒店通过集团收购获得丽笙旗下品牌

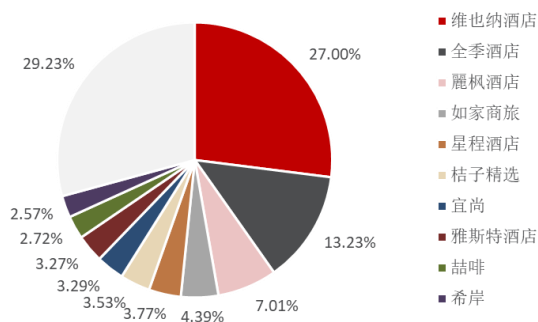


资料来源：丽笙酒店官网，民生证券研究院

中高端至高端“赛道”已开启新一轮跑马圈地，市场格局尚未尘埃落定，潜力品牌有望突围。

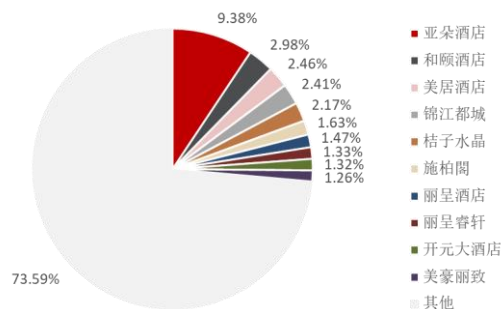
2013 年至疫情前的 2019 年是中端酒店品牌扩张的黄金期，国内连锁酒店集团开始大量扩张中端酒店数量，以客房数为口径，2017/2018/2019 年同比增速分别为 31.4%/57.2%/52.2%，持续维持高速增长，即使 2020 年在疫情冲击下客房数也依然实现 6.3% 的增幅，在这个过程中走出了一批以全季/维也纳/丽枫/如家商旅为代表的中高端品牌，当前 CR3 已近 40%，市场格局较为稳固。类似于经济型酒店向中端酒店的发展，我们认为未来 5 年将会是中高端至高端品牌的高速发展期。中高端赛段方面：国内亚朵/和颐/美居/锦江都城目前为头部品牌，但并未形成压倒性优势，君亭等品牌能够在其强势区域获得较高的溢价。高端赛段方面：根据亚洲旅宿大数据研究院的统计数据，仅 2021 年全国新增 197 家高端酒店，分地区看，消费能力较强的华东和华南地区新开业最多，分别为 83 和 35 家。在新开高端酒店品牌前十名中，国际/国内品牌分别占 7/3 个。总结来看，中高端至高端市场格局仍未稳固，潜力品牌有望突出重围。

图 32：中端赛道 CR3 近 40%，市场格局已较稳固



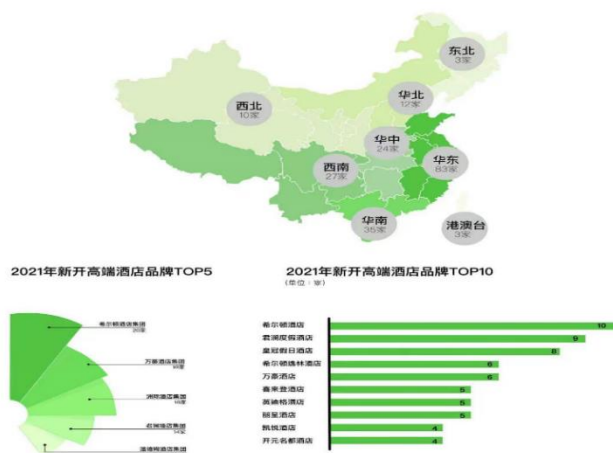
资料来源：盈蝶咨询，民生证券研究院

图 33：高端赛道 CR3 约 15%



资料来源：盈蝶咨询，民生证券研究院

图 34：2021 年各地区新增高端酒店分布情况



资料来源：亚洲旅宿大数据研究院，民生证券研究院

图 35：2021 年新酒店品牌主要集中在中高端赛段

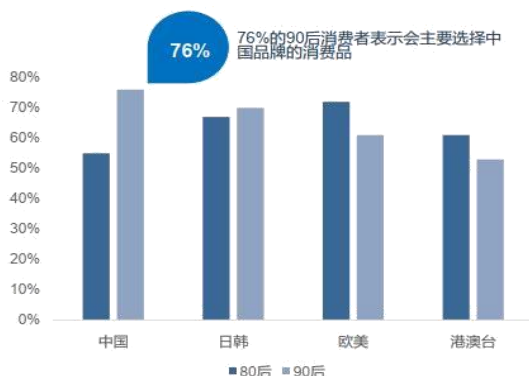
2021 年度新酒店品牌	
品牌名称	所属集团
顶级电竞酒店	花界酒店集团
橡树林	格林酒店集团和悦酒店集团
MUSTEL	木莲庄酒店集团
雅斯菲尔	雅斯特酒店集团
万信至格酒店	首旅如家酒店集团
美高梅美蓉	钓鱼台美高梅酒店集团
Registry Collection Hotels	温德姆酒店及度假村
清源酒店	鑫耀里酒店集团
卡缪家 KAMIL+	高星酒店集团
洲至香选 (Vignette Collection)	洲际酒店集团
斯南格爾套房酒店	港城集团
斯南格爾艺术精品酒店	
斯南酒店	雅高集团
铂瑞汇臻选 (EMBLEMS Collection)	
Steigenberger Icons	德意志酒店集团
House of Beats	
君御酒店	悦行家生活服务集团
格集曼酒店	中南控股集团
柯澜酒店	丽呈集团/君御集团
优范酒店	华夏铭集团
The Meliá Collection	美利亚酒店集团

数据来源：亚洲旅宿大数据研究院

资料来源：中国饭店业协会，次方点评公众号，民生证券研究院

国内酒店行业进入真正的品牌时代，年轻消费者话语权不断加大将为国内酒店品牌突围创造条件。中国的 Z 时代具备自主选择品牌的信息基础/文化环境，并具备较强的民族自信心，对本土品牌偏爱有加，而其中的大多数人口将逐渐具备独立的消费决策权，上述消费者的代际更迭将构成消费品牌格局变迁的社会基础。根据飞猪/途家等 OTA 端旅游数据，2022 年的元旦假期，95 后和 00 后异军突起占据主流地位，其中 00 后年轻客群占据总人数的 47%，95 后客群占 20% 以上。而年轻人的审美偏好亦将塑造着住宿业的生态，今年元旦期间京郊民宿均价上涨七成，民宿预定住客中 95 后和 00 后占比约 67%，其中装修风格较为年轻新潮的网红民宿预订量占年轻用户订单总量的 10%，体验型民宿占年轻用户民宿订单总量的 19%。

图 36：90 后消费者更倾向于选择本土消费品牌



资料来源：新茶饮白皮书，民生证券研究院

图 37：河南卫视国风表演引发社会各界关注



资料来源：百度图片，民生证券研究院

3 竞争优势：强产品力打造优异单店模型，坚持品牌发展路线锻造核心竞争力

不同于经济型及中端，中高端及以上品牌为基于产品和服务能力的品牌竞争。由于经济型/中端酒店价格水平较低，且提价空间较小；因此人工等可变成成本项目占营收比重较高，针对经济型/中端标类酒店产品，成本把控为优化门店模型的关键，因此华住强中后台支撑下的优质品牌模型能够凭借极高的标准化水平和成本把控能力，受到加盟商青睐，实现快速扩张。而中高端酒店产品提价空间较大，同时针对该赛段，消费者不再满足于标准化的/极致简化的服务，而更倾向于获得更丰富的体验。因此，提供高水平/有特色的旅宿产品和服务，为客户创造丰富舒适的体验，并最终形成品牌溢价为中高端酒店品牌的核心竞争力。因此，我们高度看好，由出身于高端酒店集团的团队打造，潜心打磨产品/注重品牌调性的君亭酒店，在中高端赛段的竞争中具备优势。

图 38：中高端及以上酒店开始真正注重品牌，而非性价比

优质服务、独特体验、品牌力下的溢价能力为关键



资料来源：民生证券研究院整理

3.1 强产品力构筑壁垒，经营优势/品牌溢价初现，单店模型优异

3.1.1 产品：依托“高端服务&设施+品质餐饮+特色空间+文化调性”打造品牌壁垒

核心思路：沿袭高端基因，自上而下、精选服务打造中高端酒店产品。不同于国内其他酒店集团普遍依托经济型连锁品牌发展壮大，而后逐步向上升级，从“基于经济型酒店做加法”的思路出发，推出更加高端的酒店品牌；君亭酒店核心团队出身自高端酒店背景，从一开始就沿袭了高端酒店基因，自上而下，以“基于高端酒店做减法”的思路打磨产品，在保持“服务高水平+设施高品质+品牌调性精准”的基础上，对服务内容/硬件设施进行精选，如君亭品牌减少了五星级酒店标配的游泳池、西餐厅、SPA、大型宴会厅等，但保留了高品质的中餐服务、小型会议室等场景/设施，缩小客房面积，保留核心功能，因而能够在中高端赛段提供差异化的高品质旅居体验，实现品牌溢价。

图 39：公司沿袭高端基因，自上而下打造中高端酒店产品



资料来源：民生证券研究院整理

服务&硬件：高端服务&硬件品质，精选服务内容，切实地迎合中高端酒店住客的需求。首先是服务品质上，公司通过多年的沉淀和打磨，贯彻高端酒店的 SOP 和服务标准，渗透至公司服务的各个细节，为宾客提供细致/周到/体贴的服务体验。根据携程平台上的客户点评：“打扫卫生前电话提前通知到住客”、“快速地反馈客房各种需求”、“赠送吉祥物公仔给亲子客”“首次入住赠送纪念品”“主动考虑顾客备考需求赠送热牛奶”等均构成给客户带来惊喜/超预期的服务亮点。服务内容方面，除了常规的住宿和餐饮服务外，公司还为目标消费群体客人提供诸多细节服务，例如：为入住时间较晚的客人提供免费暖心粥；酒店大堂设自助欢迎茶点；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。得益于服务的高水平，公司旗下各酒店在顾客好评率、客户投诉率和第三方平台客户评分等指标上均表现良好；而持续的/标准化的高水平服务，乃至形成的服务文化，亦将构成公司在与同价位酒店竞争中的核心优势。硬件设施方面，君亭酒店选用具有较高品质和档次的硬件产品，例如在客房核心产品上公司主要选取“金可儿”床垫、“科勒”卫浴和“康乃馨”棉织品等五星级酒店档次的配套设施为客户提供舒适体面的入住体验。

图 40：公司各项服务均具备较为完善的流程管理



资料来源：君亭酒店招股书，民生证券研究院整理

图 41：针对首次入住宾客赠送果盘/养生茶和文创产品



资料来源：携程，民生证券研究院

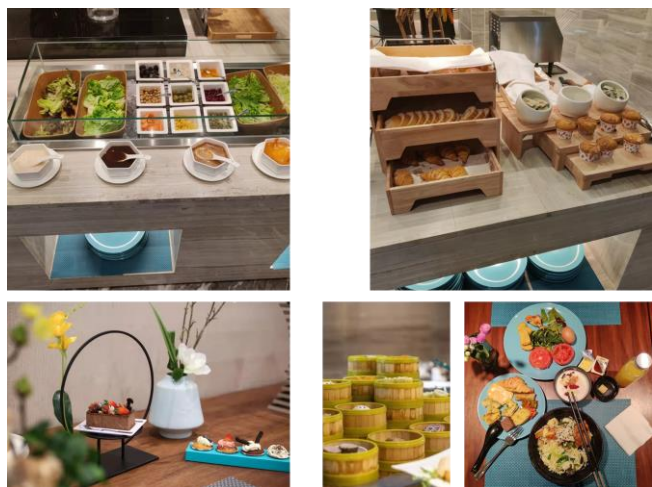
图 42：公司采用“金可儿”床垫，提供品质睡眠体验



资料来源：携程，民生证券研究院

餐饮：公司提供高水平的餐饮、丰富的早餐 SKU，形成全时段的餐饮服务；商旅之外亦能充分适配休闲客群需求。君亭酒店提供以江浙菜/杭帮菜为主基调、独具特色的餐饮服务（需要额外付费点单），并对外营业，能够满足客户中餐/晚餐的需求，乃至进行小规模商务宴请；高水平的餐饮服务使得酒店不仅能够覆盖关注 B&B (breakfast & bedding) 的商务客群，还能够充分关注到驻店时间更长的休闲客群的需求；同时餐饮能够对外营业，摊薄经营成本，并通过餐饮这一较为高频的消费需求，聚拢社区人气/树立品牌形象。此外，公司提供了 108 个种早餐 SKU，涵盖中式/西式不同风格，在早餐的品类和品质上直接对标高端酒店水平；同时提供了夜宵档口，提供粥、面类简餐，满足客户夜间到店后的临时用餐需求，给予客户超预期体验，并使得餐饮团队功能得以最大化。此外，由于具备较为完备的餐饮功能，疫情期间公司旗下部分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，增强了品牌认知。

图 43：公司提供了丰富的早餐 SKU



资料来源：携程，民生证券研究院

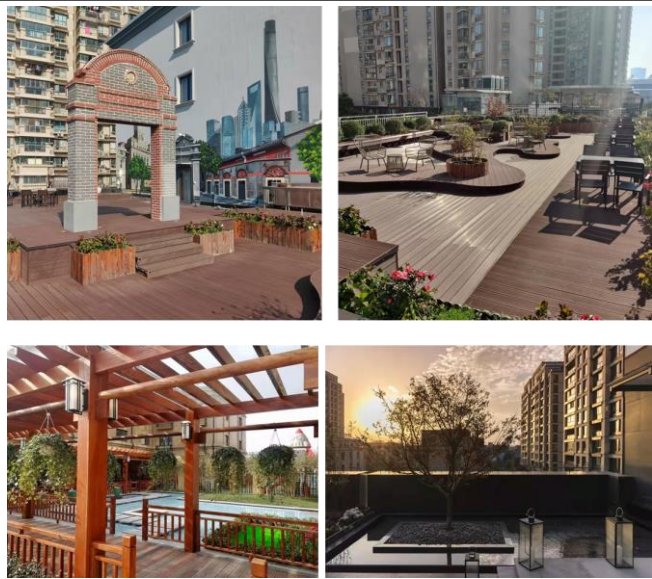
图 44：公司餐饮以江浙菜为基础，涵纳多种地方风味



资料来源：草根调研，民生证券研究院

特色化空间营造, 丰富客群体验。公司在打造酒店模型时保留了一些多样化/个性化的元素, 根据物业本身特征, 开发特色化的空间元素, 实现物业属性的最大化利用, 创造更多的市场附加值。如君亭品牌, 公司要求在物业能够支持的情况下, 如依托屋顶或物业周边空间, 在酒店内部打造特色化的花园露台/庭院空间, 丰富客户入住体验, 拓宽使用场景。如上海成曼君亭的花园露台能够一览黄浦江景观, 构成该酒店的亮点之一, 对休闲客群体具备较高吸引力; 露台亦能够发挥“第三空间”的作用, 除对周边住客外, 亦可举办各种活动, 强化本地客群粘性。此外, Pagoda 酒店餐厅在早餐结束后, 可切换成开放式商务办公空间, 成为创客空间; 君亭酒店会议室在无预订时能够切换为餐厅包厢, 均体现了其空间的多样化属性。

图 45：君亭酒店大多数配备了露台/庭院



资料来源：携程，君亭公众号，民生证券研究院

图 46：兼具多用性的空间特性



资料来源：携程，民生证券研究院

文化调性：通过考究的细节，营造较为完整的品牌文化概念。2007 年，创始人吴启元创新性提出“BAS”精选服务模式创立君亭酒店品牌，“BAS”即 Bed(住宿)、Art(文化艺术)、Service

(服务),即在提供高品质客房这一核心住宿服务前提下,在客房、公共空间均融入鲜明的文化艺术主题元素,并为客人提供专属设计的贴衍生服务。基于上述理念,公司给不同的品牌系列注入不同的文化元素,旗下“君亭酒店”、“夜泊君亭”及“寓君亭”等品牌产品在整体设计上融入了中国书画、佛禅石像、巴厘岛雕塑等主题鲜明的东方文化元素,并结合酒店所在地的历史人文背景和风俗习惯进行差异化设计;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。公司品牌的营造深入至服务和硬件设施的各个环节,如君亭果盘为古铜色的棕榈叶造型,香皂托盘/香皂的古雅造型等均呼应中式古典审美,客房的佛手装饰/随处可见的佛禅元素,经典的杭帮菜与君亭浓缩的精致化东方文化概念形成呼应,营造了较为完整的品牌文化概念。在酒店产品同质化现象严重的背景下,公司在文化特色主题的运用上形成了自身的差异化、个性化特征,这种文化符号已成为公司一种极具市场特征的标签,同时也是公司核心竞争力的重要方面。

图 47：公司通过考究的细节营造较为完整的品牌文化概念

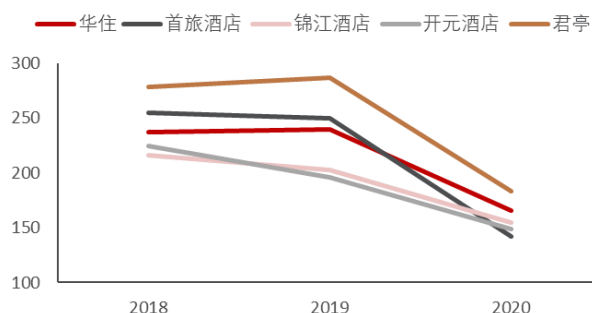


资料来源：携程，君亭公众号，民生证券研究院

3.1.2 经营数据：高房价支撑高 RevPAR，近似区位条件下房价优势明显

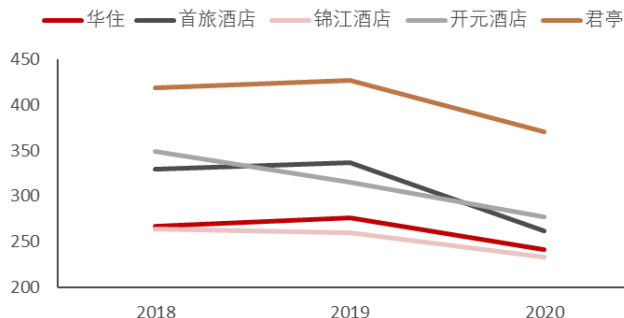
公司通过产品力/品牌力实现较高溢价，支撑高 RevPAR 水平。公司高举高打，潜心打磨产品/服务，以比竞品更高的定位和品质要求自身，最终兑现为相同单房造价的同档次品牌中更高的溢价能力，进而支撑起公司的高 RevPAR 水平。以公司直营门店对比锦江（取国内中高端酒店数据）/首旅（取中高端直营酒店经营数据）/华住（取直营酒店经营数据）/开元（取中端精选服务酒店经营数据）等竞争对手来看，发行人旗下君亭酒店的平均入住率略低于锦江/首旅/华住，但公司的 ADR 通常高出 30%-40%，并最终实现较高的 RevPAR 水平。根据权威酒店研究机构浩华以及开元酒店招股说明书中公布数据，我国高端酒店的平均出租率从 2015 年的 58%增长至 2017 年的 63%，中端酒店的平均出租率则介于 64%-66%之间。开元酒店和发行人相对类似，主要经营酒店业务集中于华东区域，两者出租率指标相对接近。另一方面，由于君亭直营门店仅 15 家，远低于竞争对手在上述口径下的可比酒店数目，在基数较小的情况下，其入住率受到新开的/爬坡中的低线城市门店严重拖累，如剔除该部分门店影响，君亭整体入住率亦明显回升，接近锦江/首旅水平。

图 48：公司直营门店 RevPAR 高于竞争对手



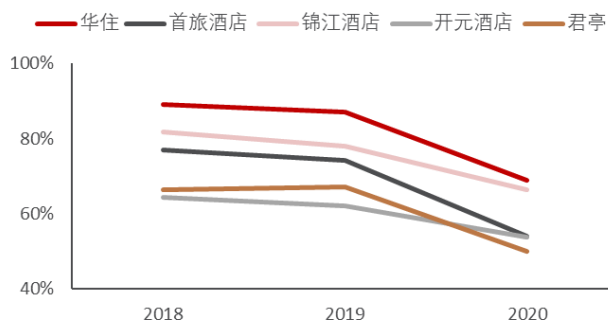
资料来源：君亭招股书，各公司公告，民生证券研究院

图 49：公司直营门店 ADR 优势明显



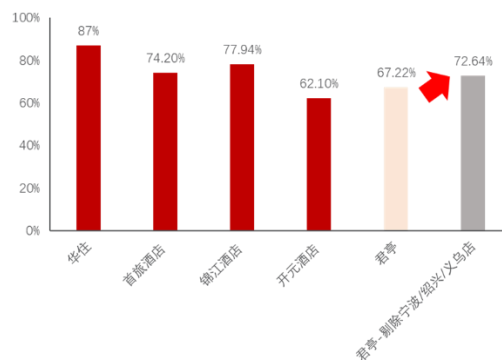
资料来源：君亭招股书，各公司公告，民生证券研究院

图 50：公司入住率低于锦江/首旅/华住，与开元接近



资料来源：君亭招股书，各公司公告，民生证券研究院

图 51：剔除新开低线城市门店，公司入住率提升明显

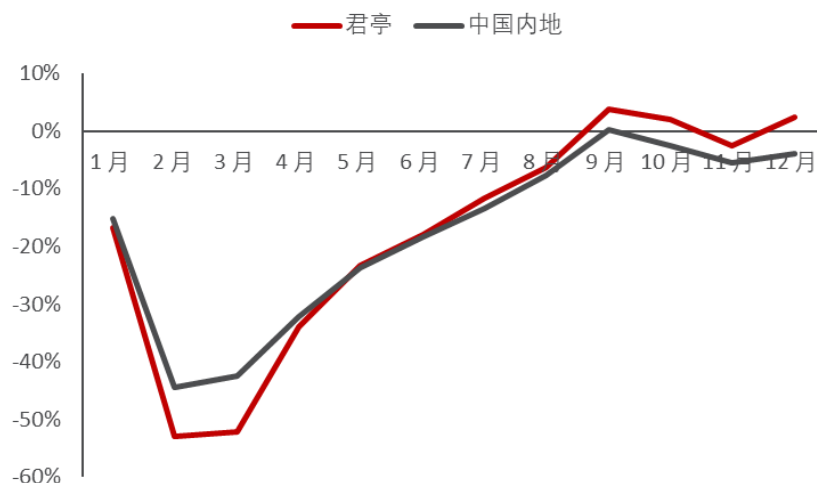


资料来源：君亭招股书，各公司公告，民生证券研究院

表 1：公司 2019 年直营门店入住率详细情况

酒店名称	ADR (元)	OCC (%)	RevPAR (元)
杭州 Pagoda 君亭酒店	485.39	67.1	325.67
杭州汇和君亭酒店	400.21	72.4	289.77
杭州艺联君亭酒店	399.55	64.8	259.09
杭州西溪谷君亭酒店	467.11	75.6	353.03
杭州湖滨君亭酒店	288.52	57.3	165.27
杭州千越君亭酒店	432.32	62.8	271.45
杭州芯君亭酒店	444.92	60.8	270.63
宁波欧华君亭酒店	283.12	39.6	112.11
绍兴君亭酒店	285.03	49.8	141.8
义乌城中城君亭酒店	236.63	37.3	88.17
上海中星君亭酒店	664.46	95.4	633.83
上海柏阳君亭酒店	409.42	75.5	309.15
上海同文君亭酒店	491.86	84.0	413.15
上海 Pagoda 君亭酒店	646.9	73.4	474.66
合肥银泰君亭酒店	408.88	88.4	361.39
三亚大东海君亭酒店	261.15	61.3	160.19

资料来源：君亭招股书，民生证券研究院

图 52：君亭 2020 年入住率恢复情况强于中国内地整体水平（较 19 年同比，pct）


资料来源：君亭招股书，STR，民生证券研究院

基于相同区位下竞品的比较视角来看，君亭酒店产品亦展现出较强的溢价能力。君亭高 RevPAR 水平存在小门店基数下，公司精选优质物业点位带来的影响，但基于同区位竞品的比较视角，君亭酒店产品溢价优势同样明显，1) 以五角场君亭 Pagoda 为例，Pagoda 为公司打造的四星级高端酒店产品，单房造价在 15-20 万，对标希尔顿欢朋/亚朵 S/桔子水晶等产品，以五

角场的案例来看，君亭在同档次酒店产品中房价仅次于凯悦，考虑到其单房造价低于凯悦，整体的投资回报大概率远高于凯悦，展现出良好的品牌模型竞争力。2）以杭州干越君亭为例，君亭为单房造价 14-16 万的中高端酒店产品，产品档次略高于全季，大致对标亚朵/美居等品牌，而杭州干越君亭单房售价在周边区域售价亦高于上述对标品牌。基于上述案例比较，可见君亭基于产品力已获得较强的品牌溢价。

图 53：上海五角场 Pagoda 较同区域竞品溢价能力突出



资料来源：携程，民生证券研究院；注：数据为 2021 年 12 月 31 日携程平台售价

图 54：杭州干越君亭较同区域竞品溢价能力突出



资料来源：携程，民生证券研究院；注：数据为 2022 年 1 月 3 日携程平台售价

3.1.3 门店模型：门店经营利润率显著高于其他品牌，投资回报稳健

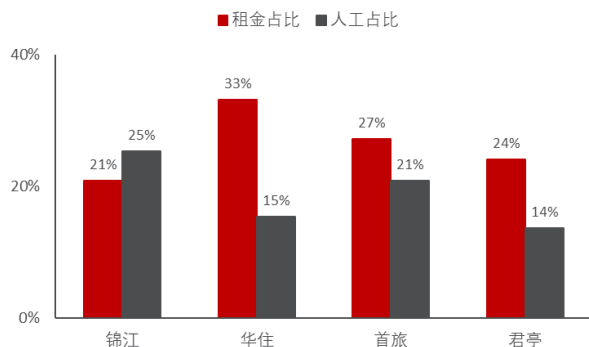
从公司的直营店模型来看，公司的核心竞争力表现为强产品力/品牌力下的高溢价对运营成本的摊薄能力。对比锦江/华住/首旅/君亭四家上市公司直营店的利润表(均取 18/19 两年平均，并计算出单店水平)：由于君亭的高定位，其投资额相对较高，且选择了较优质的物业点位；因此其单房租金、折摊的绝对值显著高于锦江/首旅/华住，但由于君亭具备较强的溢价能力，能够实现更高的单房收入，即 RevPAR，公司直营店成本项占收入比重总体并未高出竞争对手，反而实现了充分摊薄，能源/人工/折摊/其他等成本项目占收入比重为四家中最低，最终实现了 34% 的经营利润率，充分彰显了强产品力/品牌力加持下盈利能力上的优势。

表 2：酒店集团旗下直营门店利润表拆分（万元/年）

	锦江	华住	首旅	君亭
直营门店数	1001	691	879	16
收入（万元）	911	1052	735	2288
单房/天（元）	273	236	153	356
租金（万元）	190	349	200	551
单房/天（元）	50	76	45	83.2
% of 收入	21%	33%	27%	24%
能源（万元）	67	56	49	52
单间夜/天（元）	26	14	11	20.4
% of 收入	7%	5%	7%	4%
人工（万元）	231	162	153	313
单房/天（元）	61	35	35	47.3
% of 收入	25%	15%	21%	14%
折摊（万元）	118	127	85	106
单房/天（元）	31	28	19	38.1
% of 收入	13%	12%	12%	11%
物耗（万元）	95	102	30	66
单间夜/天（元）	36	25	7	28.2
% of 收入	10%	10%	4%	8%
其他（万元）	91	71	56	63
单房/天（元）	35	17	13	17.2
% of 收入	10%	7%	8%	5%
直营店经营利润（万元）	119	186	108	781
% of 收入	13%	18%	15%	34%

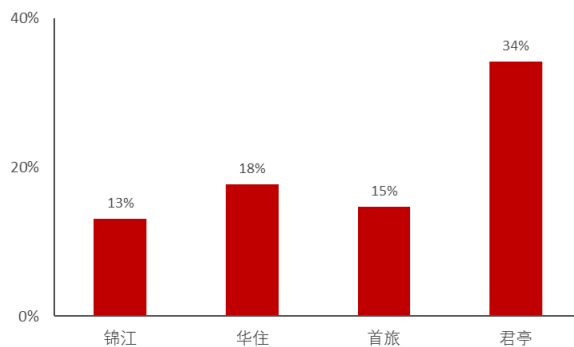
资料来源：君亭招股书，各公司公告，民生证券研究院；注：上述数据为 18/19 年平均

图 55：四家酒店集团直营门店主要成本项目占比



资料来源：君亭招股书，各公司公告，民生证券研究院

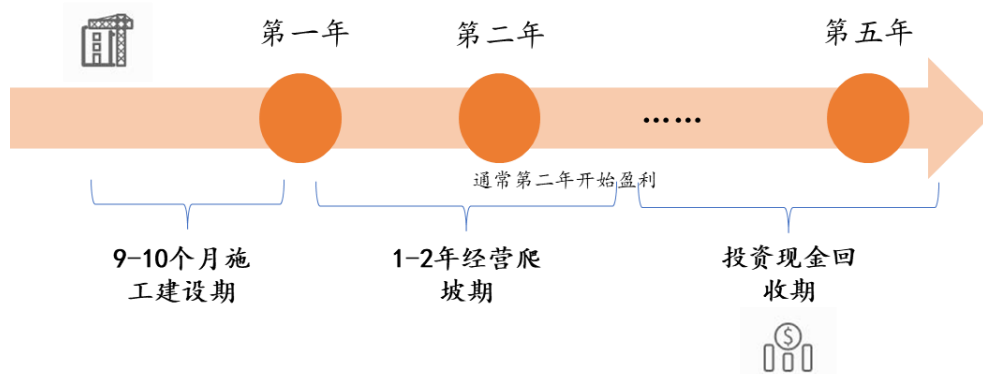
图 56：君亭直营门店经营利润率优势明显



资料来源：君亭招股书，各公司公告，民生证券研究院

投资回报稳健，2 年盈亏平衡，经测算，现金回收期在 5 年左右。根据招股书，公司新开业酒店一般选择 100-200 间客房的规模，公司 2018/2019 年平均单店客房均为 173 间，2020 年降至 169 间，在此以单店客房 170 间计；单间客房的平均投资金额在 14-18 万元左右，在此以单房投资 16 万计；我们估算一家君亭酒店总投资额为 2720 万元，结合上一段对君亭直营店利润表的拆分，公司每年能够实现经营利润 781 万、现金收入 887 万（成本中剔除折摊项目），公司开业后约 3.1 年能够实现现金回收，考虑 8-10 个月的建设期，以及爬坡阶段盈利能力较弱（，一般情况下发行人旗下新开业酒店会在开业后第 2 年以内实现盈亏平衡），我们估算单个君亭酒店项目投资现金回收期在 5 年左右。根据产业调研，当前中端酒店投资回报周期一般为 4 年左右，高端酒店投资回报周期通常在 10 年以上，甚至经常能够达到数十年，对比之下，君亭酒店在中高端的定位之下，基于其运营优势，能够实现较为稳健的投资回报。

图 57：据我们测算，公司酒店大约 5 年能够实现投资现金回收



资料来源：君亭招股书，民生证券研究院

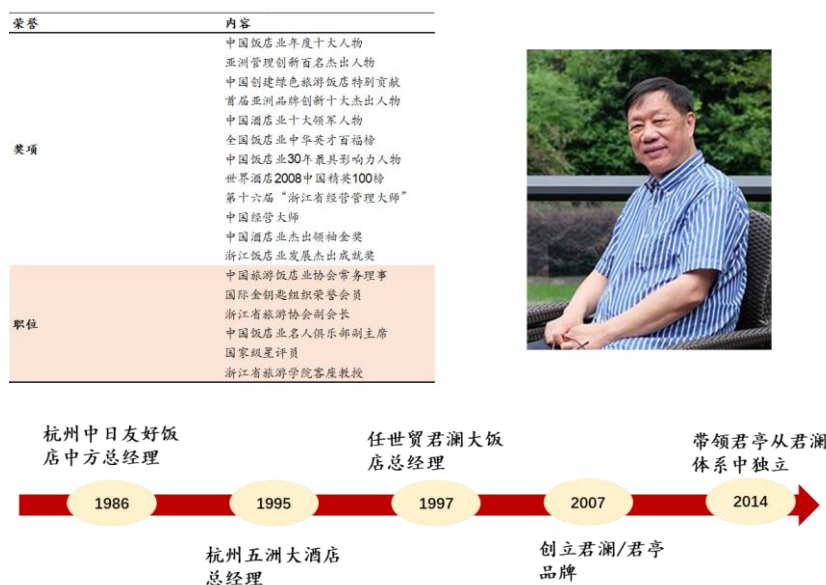
3.2 核心高管团队出身于高端酒店背景，经验丰富，沿袭高端服务基

因

创始人中国酒店业资深领军人物，回归酒店管理本源，树立品牌理念。公司创始人吴启元 1967 年毕业于浙江大学，在进入酒店业前主要从事生物基因工程工作。1986 年改革开放初期，

杭州市规划合资酒店建设，由于缺乏酒店管理相关人才，吴启元作为优秀管理者代表，被跨行业委派至浙江省第一家中外合资饭店杭州中日友好饭店，担任中方总经理，正式进入酒店业；在之后的从业经历中吴启元先后担任杭州首家五星级酒店总经理、组建了浙江世贸酒店管理公司，并先后创立了君澜度假酒店、君亭酒店、Pagoda、夜泊君亭等本土酒店品牌，亲自参与/把关了各品牌模型的设计和打磨，并以创建中国民族高端酒店品牌为终身事业。创始人坚持高定位、回归酒店管理本源的理念充分支持了君亭在产品力/服务水平上维持高水准。

图 58：君亭创始人吴启元所获奖项/社会职务/从业历程



资料来源：君亭招股书，君亭公众号，民生证券研究院

核心管理团队主要出自君澜体系，经验丰富，沿袭高端酒店服务基因。公司董事丁禾、前总经理从波、副总经理施晨宁/甘圣宏/张戈泉、财务总监甘勇等均出身于君澜体系，具有多年中高端酒店设计、开发、运营、投资方面的经验，在中国酒店业具备良好的口碑形象，且团队经历了长时间的磨合发展，相互间合作高效。团队成员对中高端酒店的深耕使得君亭的产品设计、服务设计、平面功能布局一直是业内极高水平。管理团队对中高端酒店住客需求有着长期的观察，对于中高端酒店这一细分赛道的运营和开发有着深刻而独到的见解，有望打造独一无二的君亭式中高端酒店发展模式。

表 3：公司核心管理层履历

姓名	任职	背景
吴启元	董事长	1986 年进入酒店业，2006 年成为浙江世贸君澜酒店集团有限公司的董事。2007 年，吴启元在君澜体系内工作期间，凭借自身对中国酒店市场的理解和判断，创立了“君亭”和“君澜”两个酒店品牌，“君亭”品牌主打有限精选商务市场，“君澜”品牌主打休闲度假，两个品牌有着各自的特色辨识度和差异性。
丁禾	董事	1988 年 8 月至 1994 年 6 月于杭州友好饭店任公关销售部经理；1994 年 7 月至 1995 年 6 月于香港银通投资有限公司杭州办事处任首席代表；1995 年 7 月至 1997 年 4 月于杭州五洲大酒店任营销部经理；1997 年 5 月至 2000 年 3 月在浙江世贸君澜大饭店（原浙江世贸中心大饭店）任营销部经理；2000 年 3 月至 2005 年 7 月在君澜管理任营销总监；2005 年 7 月至今于杭州西湖四季投资管理有限公司任执行董事、总经理。
从波	董事、 总经理	2006 年 10 月至 2015 年 5 月于君澜酒店集团有限公司兼任董事、总裁；2006 年 12 月至 2015 年 5 月于浙江世界贸易中心有限公司兼任董事、总经理；2008 年 6 月至 2015 年 7 月于浙江世贸君澜酒店管理有限公司兼任董事、副董事长；2015 年 8 月至今任君亭酒店董事、总经理。
施晨宁	董事、 副总经理、董 秘	2007 年 1 月起至 2015 年 4 月于君澜酒店集团有限公司任总裁助理、总裁办主任、投资发展部总经理；2015 年 4 月至 2015 年 8 月任有限公司副总经理；2015 年 8 月至今任君亭酒店董事、副总经理、董事会秘书。
甘圣宏	董事、 副总经理	1996 年 4 月至 1999 年 9 月于宁波象山新光大宾馆从事前厅、客房、办公室工作；1999 年 10 月至 2000 年 9 月于北仑新光大酒店从事前厅工作；2000 年 10 月至 2010 年 1 月于开元酒店集团历任管理公司总经理助理、北京区域总经理；2010 年 2 月至 2015 年 8 月于有限公司历任副总裁、执行总裁，另兼任宁波城市学院兼职教授；2015 年 8 月至今任君亭酒店董事、副总经理。
张勇	董事、 财务总监	2003 年 6 月毕业于浙江大学并取得工商管理专业本科学历。1997 年 12 月至 2005 年 7 月于浙江世贸君澜饭店（原浙江世贸中心大饭店）任财务；2005 年 7 月至 2007 年 8 月于杭州西湖四季都市酒店管理有限公司任财务负责人；2007 年 8 月至 2015 年 8 月于有限公司任财务总监；2015 年 8 月至今任君亭酒店财务总监，2018 年 9 月至今任君亭酒店董事。另兼任三亚朗廷董事、广西君亭董事等职务。

资料来源：君亭招股书，民生证券研究院

引进行业资深经理人朱晓东，新任 CEO 具备丰富的高端酒店公司高管经验，以及极强的行业内知名度/号召力。2021 年 12 月 4 日公司发布变更公司总经理公告，原公司董事、总经理从波提交书面辞呈，辞去总经理职务，仍担任董事。而后公司通过决议，宣布聘任朱晓东女士为公司新人 CEO。朱晓东于 1997-2000 年在浙江世贸中心大饭店行政办主任、副总经理；并在之后的职业经历中先后于北京银泰置业/银泰投资/凯悦中国区等知名酒店开发/管理企业担任高管，另兼任第四届三亚市政协委员等社会职务。新 CEO 上任将为公司带来接轨国际一线酒店龙头的管理经验、更高的行业知名度，以及更加充分的社会资源。

图 59：朱晓东受邀参加中国企业家论坛



资料来源：搜狐网，民生证券研究院

图 60：朱晓东在酒店业履历辉煌



从业经历

浙江世贸中心大饭店行政办主任、副总经理
 三亚银泰度假、三亚金棕榈度假酒店总经理
 银泰投资 总裁
 银泰集团 总裁
 凯悦中国区 副总裁

社会职务

第四届三亚市政协委员
 三亚市首届旅游饭店协会会长
 海南省旅游饭店协会副会长
 中国旅游饭店协会国家级评审员
 中国企业家木兰汇常务理事
 清华大学经管学院 EMBA 北京 10 级校友会会长

资料来源：君亨公告，民生证券研究院

3.3 委托管理模式&特色化开发经验沉淀核心竞争力

针对中高端及以上酒店，品牌管理能力。与境内酒店龙头主要采取加盟方式不同，君亨酒店管理业务采用了对标国际酒店龙头的委托管理模式，该模式与传统加盟模式主要有两大差异：1）一般而言，委托管理模式下，酒店管理公司控制力更强，较少存在加盟商干预运营管理的情况，万豪等国际品牌通过委托管理合约，能够对酒店装修/经营的诸多环节形成把控，万豪财报内，自持物业（leased）委托管理（Manchised）均记作 Company-Operated；2）委托管理模式除了固定管理费之外，针对 GOPR 提供了阶梯式的提成激励。

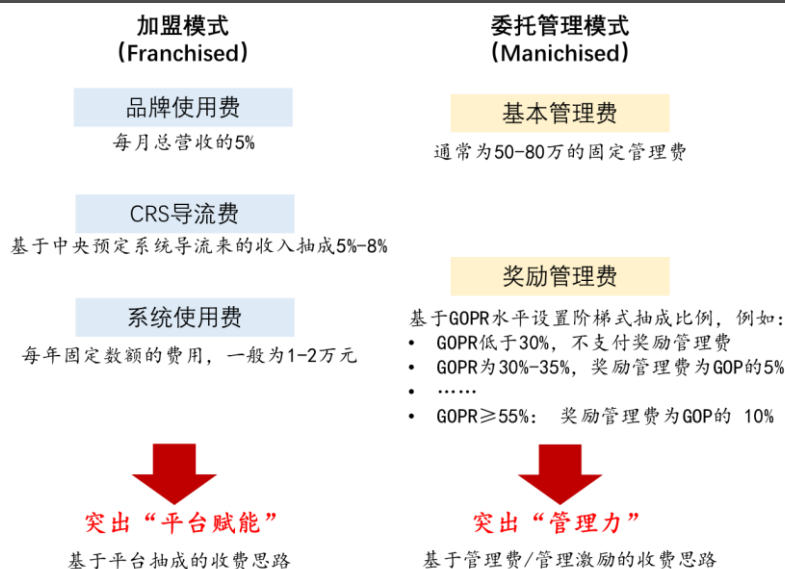
根据招股书，多数情况下，公司一般与业主签署 8-10 年的委托管理协议，针对委托管理酒店收取每年固定额度的 50 万或 60 万、乃至 70 万固定额度的基本管理费，此外针对 GORR 达到的范围，公司会给予 GOP 的 5%-10% 作为奖励管理费。加盟模式与委托管理模式并无优劣之分，但整体的设计思路分别侧重于酒店集团的平台赋能和酒店集团管理能力，加盟模式下集团的收费思路接近于平台抽佣，而委托管理模式下则为管理服务费和激励费：一方面，委托管理模式基本管理费保证了收入的稳健性；另一方面，酒店集团如能够通过品牌/管理能力实现超出同区位中竞品的 GOPR 水平，或随着行业景气度提升，公司管理收入水平有望大幅提高。更重要的是，针对中高端及以上赛段产品，随着更多服务的纳入，需要更高的管理水平，委托管理模式对公司管理水平进行了激励，聚焦中高端赛段的核心竞争力，是通向高端品牌，沉淀管理能力壁垒的必经之路。当前，公司的综合 take rate 在 7%-8%，而得益于公司的高定位，每家委托管理店每年大约为公司贡献达 60-80 万的年收入，在于锦江/首旅/华住加盟收入对比下处于较高水平；剔除人员成本后委托管理店的毛利润接近 50 万元，毛利润亦呈现出较高的稳定性，2020 年居于四家酒店集团中最高。

采用委托管理模式，聚焦中高端赛段核心竞争力，发挥公司酒店管理能力上的优势。与境内酒店龙头主要采取加盟方式不同，君亨酒店管理业务采用了对标国际酒店龙头的委托管理模式，该模式与传统加盟模式主要有两大差异：1）一般而言，委托管理模式下，酒店管理公司控制力更强，较少存在加盟商干预运营管理的情况，万豪等国际品牌通过委托管理合约，能够对酒店装修/经营的诸多环节形成把控，万豪财报内，自持物业（leased）委托管理（Manchised）均记作 Company-Operated；2）委托管理模式除了固定管理费之外，针对 GOPR 提供了阶梯式的提成激励。

根据招股书，多数情况下，公司一般与业主签署 8-10 年的委托管理协议，针对委托管理酒

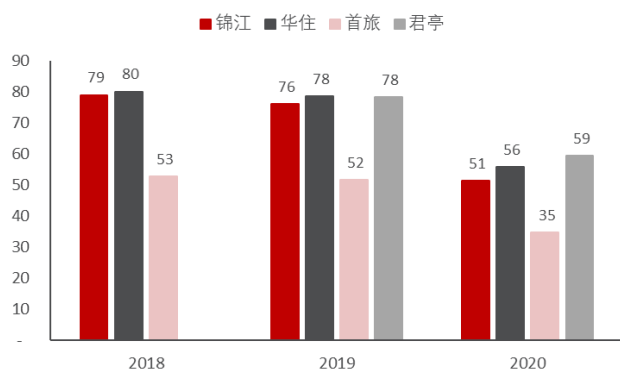
店收取每年固定额度的 50 万或 60 万、乃至 70 万固定额度的基本管理费，此外针对 GORR 达到的范围，公司会给予 GOP 的 5%-10% 作为奖励管理费。加盟模式与委托管理模式并无优劣之分，但整体的设计思路分别侧重于酒店集团的平台赋能和酒店集团管理能力，加盟模式下集团的收费思路接近于平台抽佣，而委托管理模式下则为管理服务费和激励费：一方面，委托管理模式基本管理费保证了收入的稳健性；另一方面，酒店集团如能够通过品牌/管理能力实现超出同区位中竞品的 GOPR 水平，或随着行业景气度提升，公司管理收入水平有望大幅提高。更重要的是，针对中高端及以上赛段产品，随着更多服务的纳入，需要更高的管理水平，委托管理模式对公司管理水平进行了激励，聚焦中高端赛段的核心竞争力，是通向高端品牌，沉淀管理能力壁垒的必经之路。当前，公司的综合 take rate 在 7%-8%，而得益于公司的高定位，每家委托管理店每年大约为公司贡献达 60-80 万的年收入，在于锦江/首旅/华住加盟收入对比下处于较高水平；剔除人员成本后委托管理店的毛利润接近 50 万元，毛利润亦呈现出较高的稳定性，2020 年居于四家酒店集团中最高。

图 61：加盟模式和委托管理模式背后本质上是



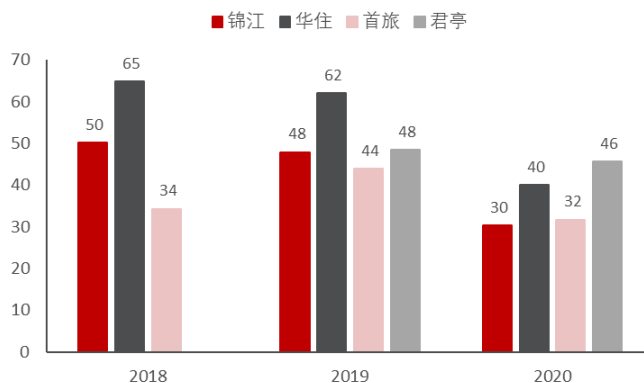
资料来源：君亭招股书，君亭公众号，民生证券研究院

图 62：君亭委托管理模式下单店收入较高



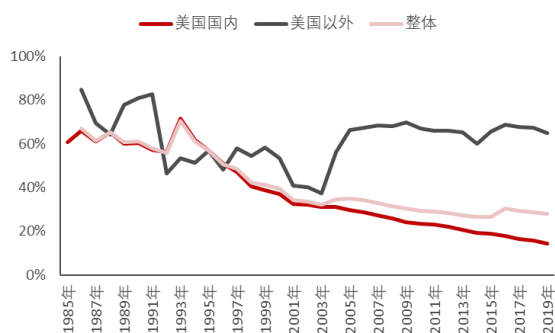
资料来源：君亭招股书，各公司公告，民生证券研究院

图 63：君亭委托管理模式下单店毛利稳健



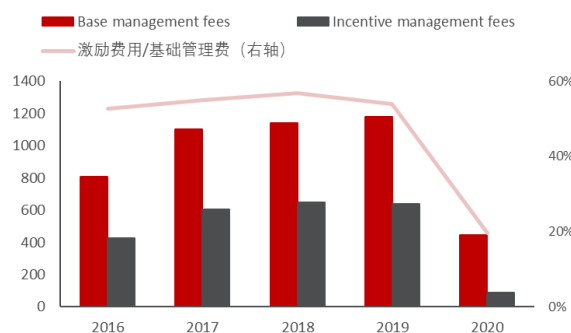
资料来源：君亭招股书，各公司公告，民生证券研究院

图 64：万豪酒店发展初期以委托管理模式为主



资料来源：万豪年报，各公司公告，民生证券研究院

图 65：常态下万豪激励费可以达基础管理费的 50%以上



资料来源：君亭招股书，各公司公告，民生证券研究院

中高端酒店特色开发方案成熟，具备定制化/多样化开发能力，适应中高端及以上酒店项目需求。公司深耕中高端精选酒店领域多年，目前已经形成了“传统星级酒店改造”、“城市高端商业综合体及社区商业配套酒店”、“城市文化街区及特色小镇配套酒店”等酒店开发技术，具备定制化的项目设计/开发能力，符合中高端赛道充分提高物业投资回报的需要。公司在酒店项目开发过程中，创新性的推行酒店品牌溢出、高坪效设计、传统物业整体升级改造、目标消费者需求定制设计等理念，得到酒店业主、同业和消费者的较高认可。从具体情况出发，瞄准中高端精选服务酒店，坚守“产品内容精选、文化精选及服务内容精选”理念，目前公司拥有例如上海柏阳君亭酒店（传统星级酒店改造）、合肥银泰君亭酒店（城市高端商业综合体及社区商业配套酒店）及南京夜泊秦淮君亭酒店（城市文化街区及特色小镇配套酒店）等业界知名的案例。

图 66：夜泊秦淮君亭酒店为城市文化街区项目



资料来源：搜狐网，民生证券研究院

图 67：合肥银泰君亭酒店为城市高端商业综合体项目

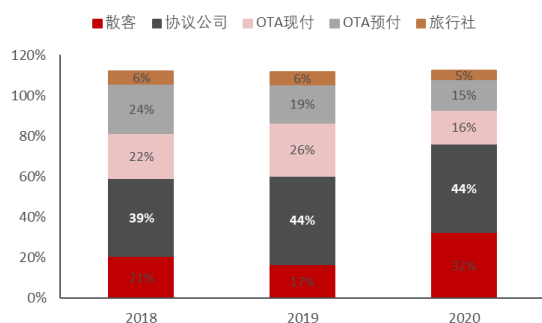


资料来源：君亭招股书，各公司公告，民生证券研究院

3.4 协议客户根基深厚，直销占比高

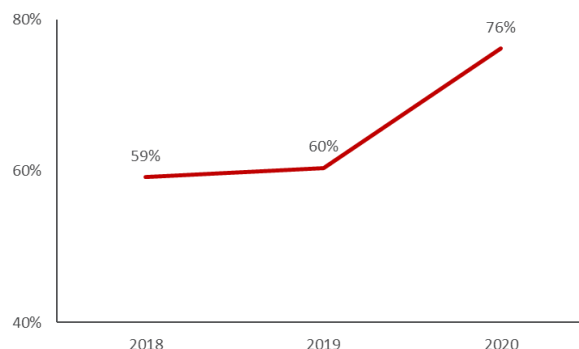
协议公司贡献最高营收占比，已获得头部企业客户认可。公司凭借君亭酒店品牌优势和“产品精选、文化精选及服务内容精选”的君亭式服务体系已经积累了大量的客户资源。2018 年至 2020 年，公司直接销售收入占酒店运营收入比分别为 59%，60%，76%，除 2020 年外各年直接销售占比均稳定；其中协议公司收入占酒店运营收入比例分别为 39%，44%，44%，亦维持在稳定的高水平。公司主要的协议客户为阿里巴巴集团和深圳慧行天下国际旅行社有限公司，深圳慧行天下国际旅行社有限公司是华为集团旗下为其成员企业提供商旅服务的公司，产品受到核心客户的充分认可。

图 68：协议客户贡献酒店运营收入可达 44%



资料来源：搜狐网，民生证券研究院

图 69：公司直销占比不断提高



资料来源：君亭招股书，各公司公告，民生证券研究院

持续发力自有会员体系，巩固消费者粘性。在自有会员客户方面，公司自建的“君亭四季会”会员体系已经开始为公司快速积累忠诚度客户，截至 2020 年 12 月 31 日，发行人会员数量为 48.74 万人。“君亭四季会”会员包括普通会员、金会员、铂金会员和钻石会员等。面向该等会员，发行人会分会员级别提供预订房费折扣、入住权益（如送早餐、预订保留时间、餐饮折扣、免费洗衣、mini 吧台畅饮等）、延时退房权益、生日礼遇、积分兑换权益等。公司积极与广发银行、滴滴、春秋航空、英孚、南航、万达等进行会员推广合作，后续将快速扩大会员覆盖，培育更广泛的粘性客户群体。

图 70：君亭酒店会员权益体系

购买价值		免费领取	80元	218元	铂金一年入住20晚升级
君亭会员礼遇		普通会员	金会员	铂金会员	钻石会员
预定权益	住房折扣	/	9.5折	9折	8.5折
	管家代订服务	√	√	√	√
入住权益	预订保留时间	18:00	19:00	20:00	20:00
	早餐折扣	/	9.5折	9折	8.5折
	欢迎茶水及水果	√	√	√	√
	客房mini吧免费软饮	√	√	√	√
	下午茶折扣	/	8折	8折	6折
	免费夜宵	√	√	√	√
	免押金入住	/	√	√	√
	免费wifi	√	√	√	√
	享受免费洗涤一件衬衣或睡衣一套西服，视酒店情况（本人入住）	/	√	√	√
	免费A4打印、复印	/	10张	15张	20张
抵用券权益（限君亭官方渠道预订）	客房抵用券	2张20元抵用券	4张20元抵用券	3张30元抵用券，4张20元抵用券	8张30元抵用券
	早餐券	/	5张双早餐	10张双早餐	15张双早餐
	升级房型券	1张免费升房券	3张免费升房券	5张免费升房券	5张免费升房券
退房权益	退房免检查	√	√	√	√
	延时退房	13:00	14:00	15:00	15:00
生日礼遇	四季会生日礼物	√	√	√	√
	生日主题房	/	/	/	需至少入住日前一天提前联系酒店咨询费用
儿童权益	儿童免费早餐（1.3m以下）	/	1份	1份	2份
会议室	免费10人会议室（视酒店情况）	/	/	1小时	2小时
达标房晚（每个日历年度）					20间夜
积分权益（限君亭官方渠道预订）	住房得积分	√	√	√	√
	（1元=1积分，非整数向上取整，本人入住期间享有，每笔积分有效期1年）	1倍	1.3倍	1.5倍	1.8倍
	积分汇率：100积分=1元	√	√	√	√

资料来源：君亭官网，民生证券研究院

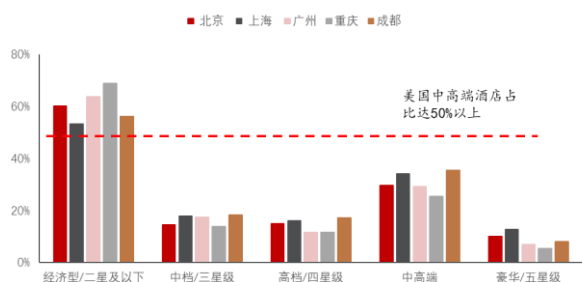
4 成长看点：重点关注门店内生外延扩张/数字化平台建设

4.1 直营酒店立势能，轻模式加速扩张，由区域迈向全国

4.1.1 门店扩张：一线/新一线及省会城市为重点，长三角地区市场亦有待加密

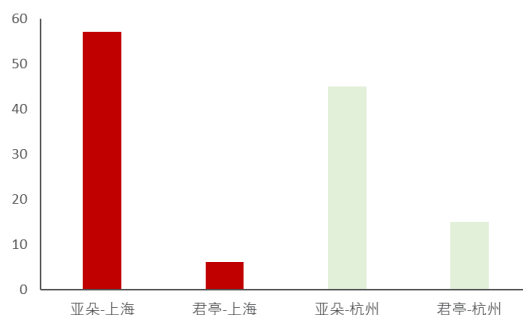
一线/新一线及省会城市、长三角地区为重点布局区域，以核心城市为桥头堡进军全国市场。公司当前的核心品牌君亭、君亭 Pagoda 均为中高端价位的精选服务型酒店，价位分别在 400-600 元，700-1000 元价位，更加符合中高收入地区居民的消费水平，同时一线/新一线及省会城市对下沉市场的生活方式具备较强的引领性，君亭当前仍在品牌影响力加速扩张时期，后续大概率以一线/新一线城市以及省会城市作为核心布局区域，依托优质物业点位打造旗舰店，以核心城市为桥头堡实现品牌势能的全国渗透。此外长三角地区为公司多年深耕的优势市场，尤其是杭州/上海两地，公司旗下酒店品牌溢价明显，但较其他中高端品牌，公司门店数空间仍然很大，后续仍可进行加密。

图 71：我国核心城市中高端酒店占比仍有提升空间



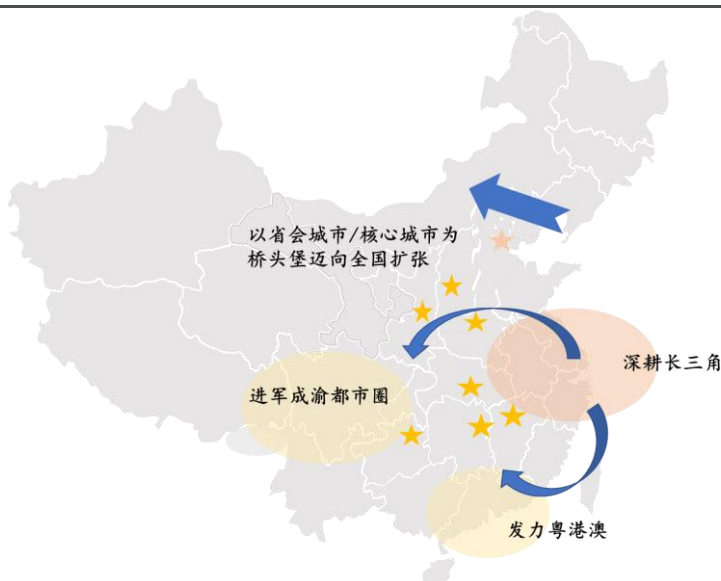
资料来源：搜狐网，民生证券研究院

图 72：与亚朵对标，公司在杭州/上海后续空间仍大



资料来源：君亭招股书，各公司公告，民生证券研究院

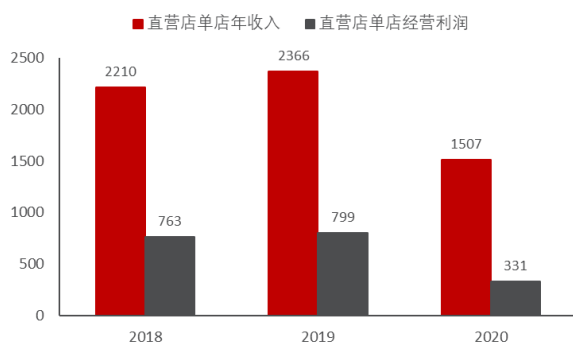
图 73：以五大城市群核心城市/省会城市为桥头堡进军全国市场



资料来源：民生证券研究院整理

直营模式发力标杆项目，树立强品牌势能。直营门店贡献了公司当前主要的营收和利润，公司后续仍将维持一定数量的直营店开业，其中包括长三角的上海、杭州、南京等核心城市，也包括成都等新一线城市。公司将通过在国内核心城市打造高水平的直营旗舰店增加公司曝光，树立品牌势能。参照 2018-2019 年情况，一家直营店有望为公司带来超过 2000 万的年营收，以及 750-800 万的年经营利润。

图 74：君亭直营酒店单店收入利润情况（万元）



资料来源：君亭公司公告，民生证券研究院

图 75：公司旗下 Pagoda 品牌将于成都建立西部旗舰店

Pagoda西部旗舰店落址西部文化产业中心

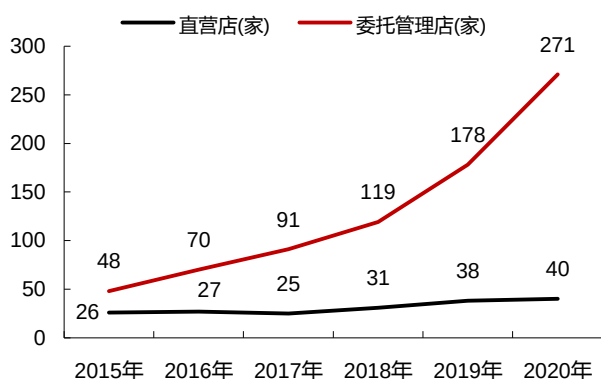


西部文化产业中心

资料来源：华西都市报，民生证券研究院

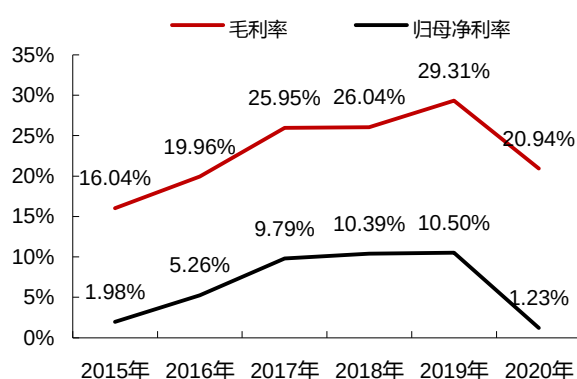
参照开元酒店集团经验，依托管理输出模式可实现快速扩张/盈利优化。开元酒店依托委托管理模式在 2015-2020 年间实现规模的快速扩张，5 年间公司直营店净增加 14 家而委托管理门店净增加高达 223 家，2015-2019 年期间开元酒店的营收和归母净利润 CAGR 分别 6.07%和 61.09%，可以看出公司规模快速扩张亦带来经营业绩高增。轻资产化也提高了公司的盈利能力，开元酒店的毛利率/归母净利率分别从 2015 年的 16.04%/1.98%提升至 2019 年的 29.31%/10.50%，公司盈利能力显著优化；即使在受创严重的 2020 年，公司毛利率依然保持 20.94%，高于 2015 和 2016 年的同期水平。

图 76：2015-20 年开元酒店依靠管理输出规模高增



资料来源：开元酒店招股书及历年财报，民生证券研究院

图 77：开元酒店盈利能力在疫情前持续提高

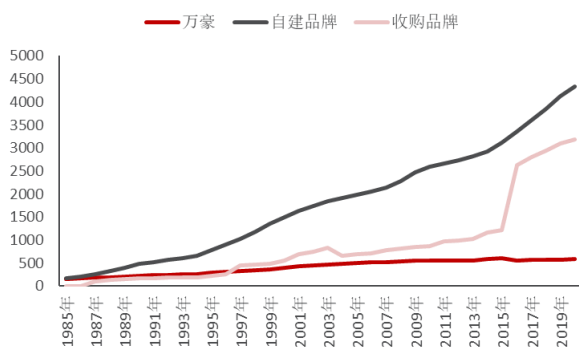


资料来源：开元酒店招股书及历年财报，民生证券研究院

4.1.2 主品牌发力过渡至多品牌矩阵扩张带来想象空间

复盘酒店龙头发展路径，前期沉淀品牌，后期依托多品牌矩阵爆发增长。以万豪为例，公司自1957年起开辟酒店业务；1981年第100家万豪酒店于1981年在夏威夷开业，拥有超40000间高标准客房；1989年成为拥有539家酒店和134000间客房的大型酒店集团；1995年第1000间酒店在夏威夷Kauai开业；扩张期间，万豪通过收购Residence Inn（旅居酒店）、Ritz-Carlton（丽兹卡尔顿酒店）；自主创立Fairfield Inn（费尔菲尔德酒店）、Marriott Suites（万豪套房酒店），逐渐完善了集团从经济型至高端豪华酒店的多品牌矩阵，门店数量快速增加。以此来看君亭酒店，公司当前初步完成了核心品牌的打磨，君亭/Pagoda等品牌已经出具品牌势能，后续依托主品牌扩张外，或将仿效万豪，通过并购构建更加完善的品牌矩阵，依托品牌矩阵发力扩张。

图 78：前期主品牌发力，中后期依托品牌矩阵



资料来源：万豪历年财报，民生证券研究院

图 79：内生孵化+外延并购，万豪已拥有超过 30 个品牌



资料来源：万豪财报，民生证券研究院

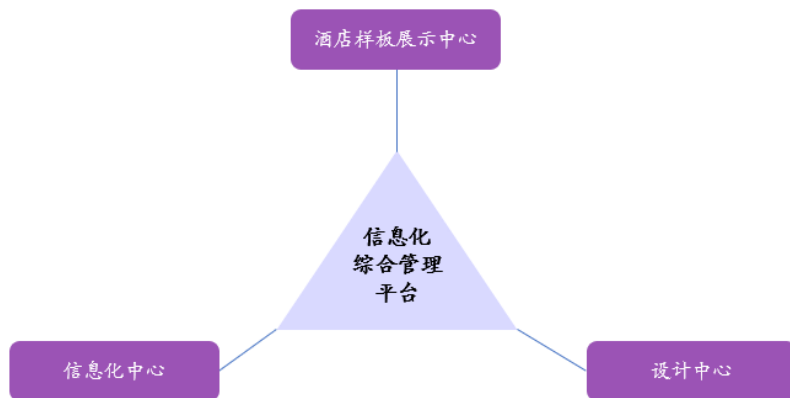
君亭未来发展规划方向：巩固区域长三角区域优势，扩大直营及受托管理业务规模，并有望通过并购实现外延扩张。公司未来三年的具体发展策略为：**1）扩规模**：公司在未来三年中计划通过募集资金扩大直营门店数量规模，实现规模化经营的发展策略。**2）深耕长三角核心一二线城市**：在未来三年内，公司的客户群体定位仍为快速增长的中产消费群体，区域定位的主要对应区域仍为长三角核心区域经济发达城市。公司目前已经在上述区域成功实践并积累了一定的品牌影响力与市场占有率，但从市场竞争来看，公司在上述区域仍有很大的提升空间。**3）优化管理与服务**：公司在未来三年内将通过信息化、互联网服务、内部管理结构优化、人力资源等多重手段优化内部管理水平，通过开发新产品、个性化服务、优化服务流程与质量管理等方式提高客户服务水平，全面提升公司的核心竞争力水平。**4）不排除通过多样化融资、投资并购加速发展**：在业务发展的方式上，公司希望以上市募集资金投资项目为契机，充分借助资本市场，创造新的资本平台机会，与更多合作方合作，通过多样化融资、投资并购等多种方式加快公司在中高端精选服务酒店领域内的发展速度。**面对疫情后酒店行业洗牌，供给出清的格局，君亭酒店具备通过并购获得优质物业，而后翻牌原酒店实现直营门店快速扩张的极佳市场机遇。**

4.2 发力数字化平台建设：降本增效，提升跨区域经营能力

着手信息系统建设，降低运营成本。公司拟投入2,038万元，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，具体包括酒店样板展示中心、设计中心和信息化中心。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，该平台可助力公司对旗下自营酒店、委托管理项目进行高效管控，提升管理效率，

大大的降低公司运营成本。

图 80：公司发力打造信息化综合管理平台



资料来源：君亭招股书，民生证券研究院

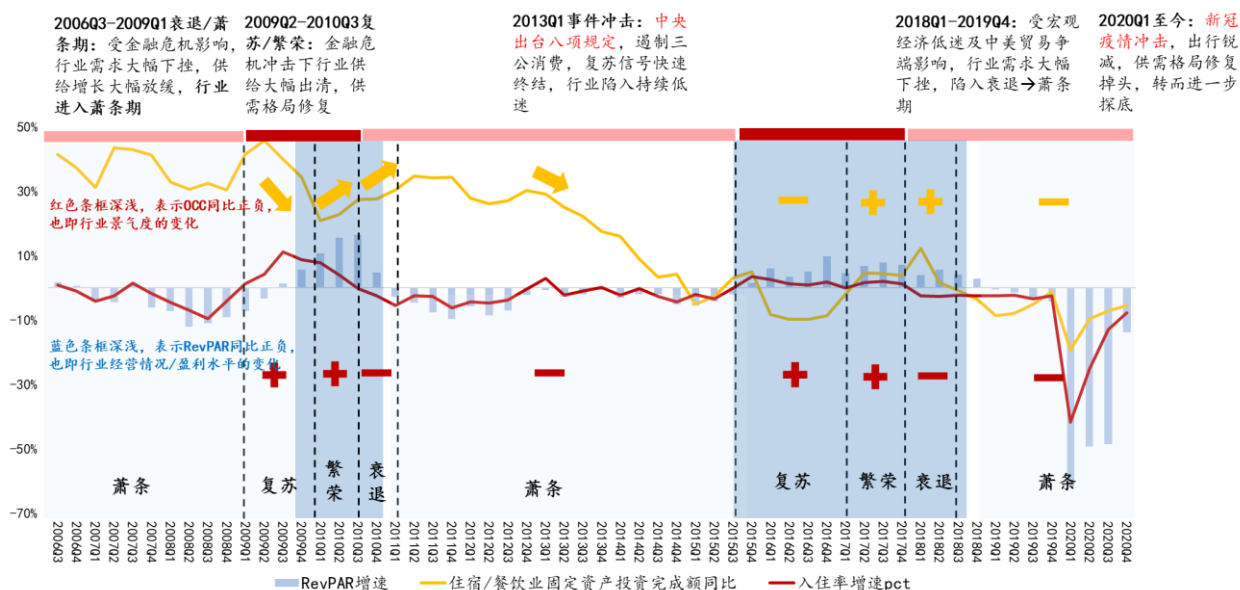
快速获取住客信息与市场需求变化。公司现存的销售系统在获取住客信息与市场需求变化上，存在效率较低、成本较高的情况，以致营销策略、市场开拓跟不上市场发展；销售系统中对客户档案、信息管理的管理能力有待提高；各酒店间资源共享较差，信息流不畅通，客户反馈信息不能得到有效收集与处理。项目实施后公司可以通过信息化综合管理平台快速获取住客信息和市场需求变化，以便对营销管理和销售流程进行全面、及时的分析，及时改变公司的营销政策。

完善公司各机构、酒店间信息流的畅通，提高公司跨区域经营能力。目前公司直营酒店分布于上海、杭州、义乌、绍兴、合肥等城市，加之广泛分布于长三角各地受托管理酒店项目，这种跨区域、多品类的特点在管理方法和管理工具上都给公司带来了巨大挑战。项目实施后，通过综合管理平台，可以完善公司各机构、酒店间信息流的畅通，实现协同工作，在公司总部即可感知各地门店的经营状况和市场变化，实现动态监管，协调各项业务的开展，把控服务质量与效率，提高公司服务能力。

4.3 酒店业景气复苏有望带来高业绩弹性

2006Q3 以来国内酒店业经历了两轮完整周期，当前处于疫情冲击下的萧条底部。我们将酒店周期划分为四个阶段：1) 复苏期：需求止跌回升，供给复苏滞后，仍处于下跌区间下跌；2) 繁荣期：需求拉动下，供给开始恢复，供给/需求双升；3) 衰退期：需求已然见顶转降的情况下，酒店供给由于存在刚性，仍维持上升，行业入住率开始下降；4) 萧条期：供给开始出清，供需双跌。从本轮周期情况来看，酒店行业自 2018Q4 季度以来已经处于周期萧条磨底阶段，已经呈现行业周期下的供给自然出清，2020 年以来的新冠疫情对行业的冲击无疑是雪上加霜，将加速供给出清的进程，行业供需双双探底。

图 81：新冠疫情冲击下行业陷入深度萧条



资料来源：首旅/如家公司公告，Wind，民生证券研究；注：上图中经营数据同颜色色块较深的表示同比增加，较浅的表示同比下滑

供需结构：新冠疫情造成供给历史性去化，需求端震荡中现复苏曙光。供给端方面：2020 年新冠疫情下酒店业经营显著承压，大批酒店因现金流断裂而倒闭，其中主要以 RevPAR 水平较低/经营能力较弱/且缺乏集团支持的单体酒店和中小酒管集团旗下的连锁酒店为主；而 2021 年随着疫情反复震荡，部分此前尚可勉力支撑的酒店企业现金流状况日益恶化，供给去化持续。根据盈蝶咨询数据，2020 年国内酒店存量出现历史性下滑，客房总数同比分别下滑 13.0%；从供给增量上看，年内酒店投资情绪依然显著承压，餐饮酒店固定资产投资完成额仍未修复至 2019 年水平。需求端方面，疫情反复下防疫政策的影响构成及酒店需求的直接遏制因素，但随着国内防疫体系不断成熟，疫情对出行需求及酒店入住率的冲击程度有所减弱，整体呈复苏趋势。

图 82：2020 年酒店客房总量同比-13%



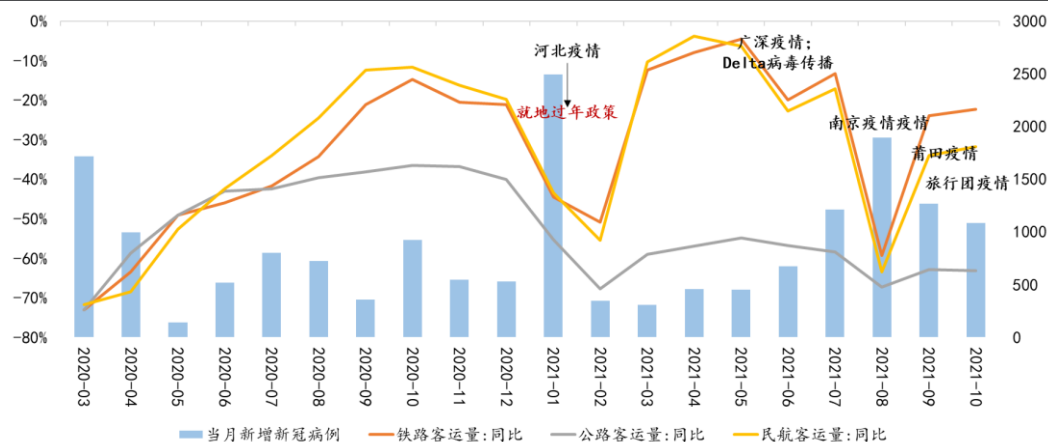
资料来源：盈蝶咨询，民生证券研究院

图 83：餐饮住宿固定资产投资完成额仍未修复



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 84：疫情反复下出行管控加强对旅游出行造成直接影响



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 85：疫情对酒店入住率的冲击不断减弱



资料来源：Wind，民生证券研究院

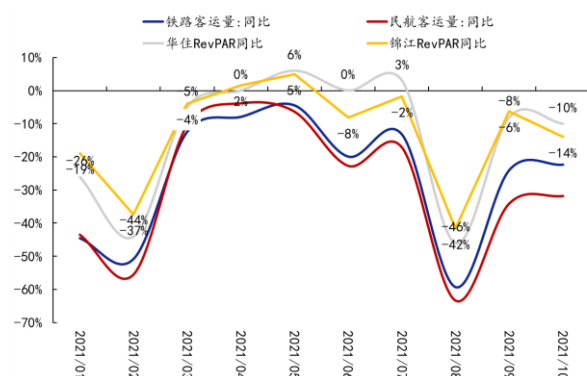
参照往年情况及美国，后续行业 RevPAR 复苏可期。参照往年情况，酒店行业周期景气阶段，RevPAR 有望维持 5%以上的同比增长。而本轮周期在新冠疫情冲击下供给端的历史性去化，有望在需求复苏后形成较大的供需矛盾，通过涨价推动 RevPAR 超预期增长。以美国情况为例，由于美国需求随疫苗接种呈线行复苏，在需求偏刚性的情况下，行业已出现了阶段性/结构性的供需矛盾，7 月后 ADR 持续维持同比正增长，亚洲旅宿研究员亦对 2022 年酒店行业的涨价给予了较高预期；如后续行业周期反转下的涨价逻辑得以演绎，公司业绩有望得到大幅提振。

图 86：参照往年周期景气期，RevPAR 增幅可达 8%



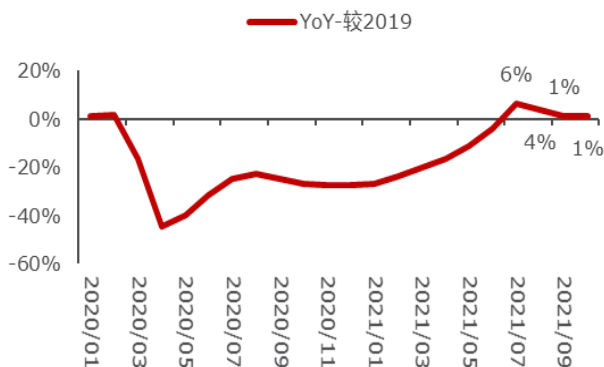
资料来源：STR，民生证券研究院

图 87：国内酒店龙头 2021 年 RevPAR 增速情况



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

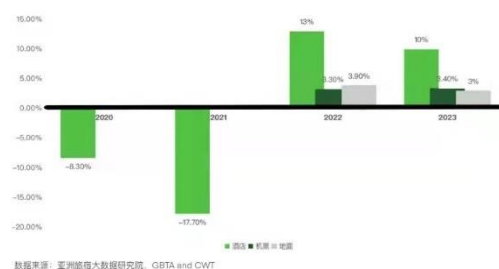
图 88：美国酒店业今年 7 月后 ADR 持续转正



资料来源：Statista，民生证券研究院

图 89：第三方机构预计 2022 年酒店价格将大幅上涨

2022年全球酒店价格将持续上涨



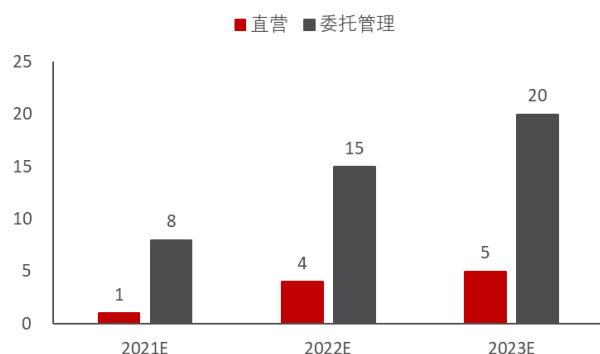
资料来源：亚洲旅宿大数据研究院，民生证券研究院

5 盈利预测&公司估值：

5.1 盈利预测：

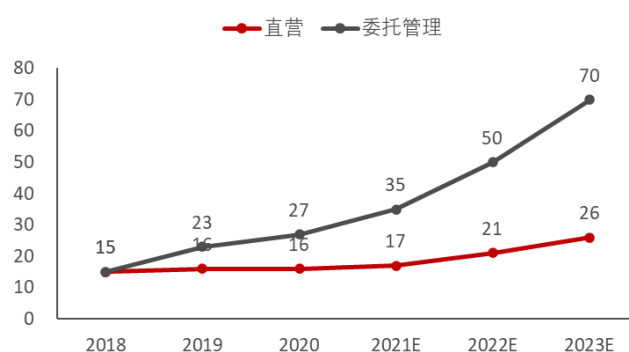
开店假设：公司上市后将发力扩张，开店步伐有望提速；预计公司 2021/2022/2023 年分别开设直营店 1/4/5 家，委托管理店 4/15/20 家。

图 90：君亭酒店开店数假设



资料来源：民生证券研究院整理

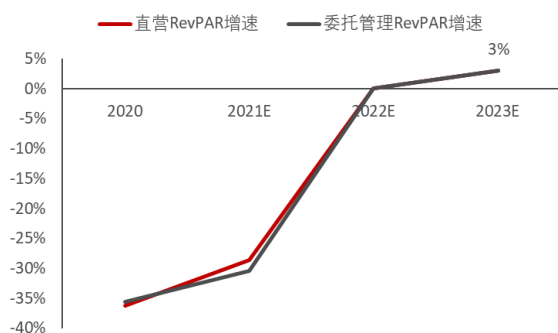
图 91：君亭酒店历史及未来预计门店数情况



资料来源：君亭公告，民生证券研究院

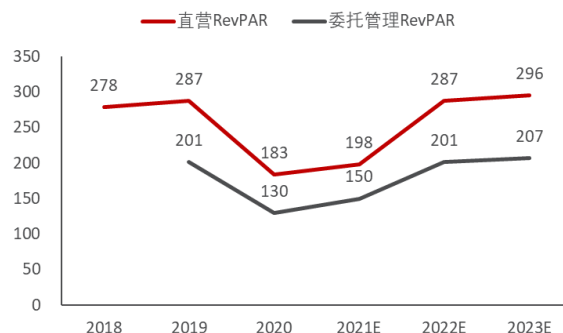
经营数据假设：随着国内防疫体系趋于成熟/新冠疫苗铺开/特效药推出，叠加酒店供给出清带来的潜在提价空间，君亭酒店 2022 年 RevPAR 有望实现明显修复；预计公司 2021/2022/2023 年直营 RevPAR 分别较 2019 年同比-28.6%/0%/+3%，委托管理 RevPAR 分别较 2019 年同比-30.4%/0%/3%。

图 92：君亭酒店 RevPAR 恢复率假设



资料来源：民生证券研究院整理

图 93：君亭酒店历史及未来预计 RevPAR 情况



资料来源：君亭公告，民生证券研究院

测算结果：根据上述测算，我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 2.85/4.63/5.95 亿元，YoY 分别为 12%/62%/29%；公司归母净利润分别为 4533 万/9858 万/1.16 亿元，YoY 分别为 29%/117%/18%。

图 94：君亭酒店盈利预测及费用项假设

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	34,116	38,164	25,603	28,556	46,271	59,537
YoY		12%	-33%	12%	62%	29%
酒店运营收入	33,155	36,677	24,119	26,655	42,993	54,771
YoY		11%	-34%	11%	61%	27%
酒店管理收入	960	1,486	1,484	1,901	3,277	4,766
YoY		55%	0%	28%	72%	45%
营业成本	22,196	24,860	19,168	19,693	27,863	37,153
% 营业收入	65%	65%	75%	69%	60%	62%
税金及附加	156	134	86	86	185	238
% 营业收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
销售费用	1,797	2,181	1,010	1,142	2,545	3,275
% 营业收入	5.3%	5.7%	3.9%	4.0%	5.5%	5.5%
管理费用	2,586	2,292	1,594	1,856	2,776	3,572
% 营业收入	7.6%	6.0%	6.2%	6.5%	6.0%	6.0%
研发费用	0	0	0	0	0	0
财务费用	432	313	83	1,428	463	595
% 营业收入	1.3%	0.8%	0.3%	5.0%	1.0%	1.0%
利润总额	7,459	9,442	4,164	4,632	13,101	15,499
减：所得税费用	1,851	2,104	846	956	2,780	3,279
% 利润总额	24.8%	22.3%	20.3%	22.0%	22.0%	22.0%
归母净利润	6,021	7,225	3,507	4,533	9,858	11,625
YoY		20%	-51%	29%	117%	18%
% 营业收入	17.6%	18.9%	13.7%	15.9%	21.3%	19.5%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

敏感性分析：根据我们对公司的分析，直营店开店数和 RevPAR 恢复情况构成影响公司业绩的两个核心变量：据测算，1) 新增一家直营店，大致给公司增加 200 万的归母净利润；2) RevPAR 恢复率每提升 1%，公司业绩将提升约 3%。公司拓店超预期或行业景气度修复超预期均将给公司业绩带来想象空间。

图 95：君亭 2022 年归母净利润敏感性分析

		2022年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅																
2022年直 营门店净 增数量		-16%	-14%	-12%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%
	1	5664	6104	6545	6986	7426	7867	8308	8748	9189	9630	10070	10511	10952	11392	11833	12274	12714
	2	5792	6244	6697	7149	7602	8054	8507	8959	9412	9864	10317	10770	11222	11675	12127	12580	13032
	3	5919	6384	6848	7313	7777	8242	8706	9170	9635	10099	10564	11028	11493	11957	12421	12886	13350
	4	6047	6524	7000	7476	7953	8429	8905	9382	9858	10334	10810	11287	11763	12239	12716	13192	13668
	5	6175	6663	7152	7640	8128	8616	9104	9593	10081	10569	11057	11545	12034	12522	13010	13498	13986
	6	6303	6803	7303	7803	8303	8803	9304	9804	10304	10804	11304	11804	12304	12804	13304	13804	14305
	7	6431	6943	7455	7967	8479	8991	9503	10015	10527	11039	11551	12063	12575	13087	13599	14111	14623
	8	6559	7083	7606	8130	8654	9178	9702	10226	10750	11274	11797	12321	12845	13369	13893	14417	14941
	9	6687	7222	7758	8294	8830	9365	9901	10437	10973	11508	12044	12580	13116	13651	14187	14723	15259
	10	6814	7362	7910	8457	9005	9553	10100	10648	11196	11743	12291	12839	13386	13934	14481	15029	15577

资料来源：Wind，民生证券研究院

图 96：君亭 2023 年归母净利润敏感性分析

		2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅																
2023年直营门店净增数量		-16%	-14%	-12%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	2%	3%	5%	7%	9%	11%	13%	15%
	1	5635	6179	6723	7267	7810	8354	8898	9441	9985	10529	10801	11345	11888	12432	12976	13519	14063
	2	5729	6284	6840	7396	7951	8507	9062	9618	10173	10729	11007	11562	12118	12673	13229	13785	14340
	3	5822	6390	6957	7525	8092	8659	9227	9794	10362	10929	11213	11780	12348	12915	13482	14050	14617
	4	5916	6495	7074	7654	8233	8812	9391	9971	10550	11129	11419	11998	12577	13156	13736	14315	14894
	5	6009	6600	7192	7783	8374	8965	9556	10147	10738	11329	11625	12216	12807	13398	13989	14580	15171
	6	6103	6706	7309	7912	8515	9118	9720	10323	10926	11529	11831	12434	13036	13639	14242	14845	15448
	7	6196	6811	7426	8041	8655	9270	9885	10500	11114	11729	12037	12651	13266	13881	14496	15110	15725
	8	6290	6917	7543	8170	8796	9423	10050	10676	11303	11929	12243	12869	13496	14122	14749	15376	16002
	9	6383	7022	7660	8299	8937	9576	10214	10852	11491	12129	12449	13087	13725	14364	15002	15641	16279
	10	6477	7127	7778	8428	9078	9728	10379	11029	11679	12329	12655	13305	13955	14605	15256	15906	16556

资料来源：Wind，民生证券研究院

5.2 公司估值：

P/E 估值：公司主营业务为酒店业务，酒店行业可比上市公司为锦江酒店/首旅酒店，二者 PE-2022 平均值为 34.7，考虑到君亭酒店 2019-2022 年 CAGR 高于首旅和锦江的均值，因此取 PE-2022=38x 进行估值，根据计算，公司目标市值为 37 亿元，目标价为 47.0 元。

图 97：可比公司估值情况

单位：百万元									
	收盘价(元)	市值（亿元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	19-22年CAGR	PE-2022
锦江酒店	57.9	619	1,092.5	110.2	281.0	1,529.3	2,047.3	23.29%	40
首旅酒店	26.5	297	885.0	-496.0	209.0	1,025.9	1,192.9	10.46%	29
平均								16.88%	35
君亭酒店	38.9	31	72.3	35.1	45.3	98.6	116.2	17.18%	32
君亭酒店-目标	46.4	37							38

资料来源：Wind，民生证券研究院，基于 2022 年 1 月 5 日数据

5.3 投资建议：

公司为国内纯粹的中高端酒店管理公司标的，沿正统的高端酒店发展路径，稳扎稳打，并逐渐形成管理能力壁垒，并兑现为品牌溢价以及经营优势，看好公司乘行业升级之风实现跨越式发展，通过内生及外延发力拓店，业绩在未来两年实现高增。我们预计公司 2021-2023 年分别实现归母净利润 4533 万/9858 万/1.16 亿元，对应 PE 分别为 69x/32x/27x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 疫情反复风险：局部地区疫情再次出现反复，导致旅行政策收紧、长途旅行熔断、线下生产消费停摆的风险；

2) 疫苗接种/特效药进展不及预期：疫苗是抗击疫情长期的解决方案，也是后续政府能够柔化防疫政策/放松出行管制的重要前提条件；疫苗接种/特效药进展如不及预期，将拖慢后续行业复苏节奏。

3) 拓店不及预期：如公司后续战略规划未能落地，拓店进程可能不达预期，影响公司未来的盈利预测。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	256	286	463	595
营业成本	192	197	279	372
营业税金及附加	1	1	2	2
销售费用	10	11	25	33
管理费用	16	19	28	36
研发费用	0	0	0	0
EBIT	37	58	129	153
财务费用	1	14	5	6
资产减值损失	0	1	0	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	39	45	126	149
营业外收支	3	3	5	6
利润总额	42	48	131	155
所得税	8	10	28	33
净利润	33	38	103	122
归属于母公司净利润	35	45	99	116
EBITDA	77	72	165	211

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	106	354	421	561
应收账款及票据	24	21	36	47
预付款项	26	25	37	48
存货	1	1	1	2
其他流动资产	25	25	25	25
流动资产合计	204	454	572	730
长期股权投资	0	0	1	2
固定资产	7	67	127	187
无形资产	2	2	2	2
非流动资产合计	248	291	317	317
资产合计	452	745	889	1047
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	20	23	30	39
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	80	89	130	166
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	86	86	86	86
非流动负债合计	86	86	86	86
负债合计	167	175	216	252
股本	60	81	81	81
少数股东权益	11	18	13	7
股东权益合计	285	569	673	795
负债和股东权益合计	452	745	889	1047

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-32.9%	11.5%	62.0%	28.7%
EBIT 增长率	-56.9%	54.3%	123.2%	18.6%
净利润增长率	-51.5%	29.3%	117.5%	17.9%
盈利能力 (%)				
毛利率	25.1%	31.0%	39.8%	37.6%
净利润率	13.7%	15.9%	21.3%	19.5%
总资产收益率 ROA	7.8%	6.1%	11.1%	11.1%
净资产收益率 ROE	11.9%	7.7%	14.4%	14.5%
偿债能力				
流动比率	2.5	5.1	4.4	4.4
速动比率	2.5	5.1	4.4	4.4
现金比率	1.3	4.0	3.2	3.4
资产负债率 (%)	0.4	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	35.7	26.0	27.4	28.4
存货周转天数	1.6	1.8	1.6	1.5
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.6	1.2	1.4
每股净资产	4.9	7.3	8.5	10.0
每股经营现金流	0.8	0.7	1.5	2.4
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	67.1	69.1	31.8	27.0
PB	7.9	5.3	4.6	3.9
EV/EBITDA	39.4	38.7	16.4	12.2
股息收益率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	33	38	103	122
折旧和摊销	39	15	36	58
营运资金变动	(23)	8	(11)	19
经营活动现金流	49	57	122	192
资本开支	34	55	56	52
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(32)	(55)	(56)	(52)
股权募资	0	246	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(6)	246	0	0
现金净流量	11	248	67	141

插图目录

图 1：君亭旗下品牌组合及门店分布	3
图 2：君亭旗下品牌精准定位中端-中高端赛段	3
图 3：公司门店主要集中于长三角地区	3
图 4：酒店运营收入构成公司主要营收（万元）	4
图 5：近年来公司主要依托委托管理发力扩张	4
图 6：公司 2013-2020 年营收情况（万元）	4
图 7：公司 2013-2020 年归母净利润情况（万元）	4
图 8：君亭酒店股权结构，截至 2021 年 Q3	5
图 9：上市前公司发展分为三个阶段，主要聚焦产品/品牌打磨，内部机制梳理	6
图 10：公司前期资产负债率不断优化，21 年后有所回升	6
图 11：公司 2013-2020 年现金流情况（万元）	6
图 12：美国连锁酒店供给呈橄榄型（2019 年）	7
图 13：国内连锁酒店供给呈金字塔型（2020 年）	7
图 14：疫情对酒店入住率的冲击不断减弱	7
图 15：城镇人口中产阶级占比已增至近一半（百万人）	8
图 16：我国中产阶级人口占比不断扩张	8
图 17：一二线城市差旅人均预定标准	8
图 18：三四线城市差旅人均标准	8
图 19：中高端涵盖了偏高档的中端和偏低档的高端酒店	9
图 20：不同赛段代表品牌一览	9
图 21：精选服务型酒店在基础设施外提供了附加服务	10
图 22：2020 年上半年中档及以上酒店签约房量结构	10
图 23：城市物业租金水平不断提高（元/平米/日）	10
图 24：最低工资水平不断提高（元/月）	10
图 25：疫情后高端&中档偏上酒店恢复率良好	11
图 26：中高端及高端产品亦受到酒店投资人青睐	11
图 27：行业供给加速出清的背景下，高档四星级酒店规模不降反增	11
图 28：中低端品牌由国内主导，高端及以上品牌由国际品牌主导	12
图 29：介于中端和高端之间的中高端赛段，国内品牌与国际品牌分庭抗礼	12
图 30：亚朵酒店定位中高端商旅品牌	13
图 31：锦江酒店通过集团收购获得丽笙旗下品牌	13
图 32：中端赛道 CR3 近 40%，市场格局已较稳固	13
图 33：高端赛道 CR3 约 15%	13
图 34：2021 年各地区新增高端酒店分布情况	14
图 35：2021 年新酒店品牌主要集中在中高端赛段	14
图 36：90 后消费者更倾向于选择本土消费品牌	14
图 37：河南卫视国风表演引发社会各界关注	14
图 38：中高端及以上酒店开始真正注重品牌，而非性价比	15
图 39：公司沿袭高端基因，自上而下打造中高端酒店产品	16
图 40：公司各项服务均具备较为完善的流程管理	17
图 41：针对首次入住宾客赠送果盘/养生茶和文创产品	17
图 42：公司采用“金可儿”床垫，提供品质睡眠体验	17
图 43：公司提供了丰富的早餐 SKU	18
图 44：公司餐饮以江浙菜为基础，涵纳多种地方风味	18
图 45：君亭酒店大多数配备了露台/庭院	18
图 46：兼具多用性的空间特性	18
图 47：公司通过考究的细节营造较为完整的品牌文化概念	19
图 48：公司直营门店 RevPAR 高于竞争对手	20
图 49：公司直营门店 ADR 优势明显	20
图 50：公司入住率低于锦江/首旅/华住，与开元接近	20
图 51：剔除新开低线城市门店，公司入住率提升明显	20
图 52：君亭 2020 年入住率恢复情况强于中国内地整体水平（较 19 年同比，pct）	21
图 53：上海五角场 Pagoda 较同区域竞品溢价能力突出	22
图 54：杭州干越君亭较同区域竞品溢价能力突出	22

图 55：四家酒店集团直营门店主要成本项目占比	24
图 56：君亭直营门店经营利润率优势明显	24
图 57：据我们测算，公司酒店大约 5 年能够实现投资现金回收	24
图 58：君亭创始人吴启元所获奖项/社会职务/从业历程	25
图 59：朱晓东受邀参加中国企业家论坛	27
图 60：朱晓东在酒店业履历辉煌	27
图 61：加盟模式和委托管理模式背后本质上是	28
图 62：君亭委托管理模式下单店收入较高	28
图 63：君亭委托管理模式下单店毛利稳健	28
图 64：万豪酒店发展初期以委托管理模式为主	29
图 65：常态下万豪激励费可以达基础管理费的 50%以上	29
图 66：夜泊秦淮君亭酒店为城市文化街区项目	29
图 67：合肥银泰君亭酒店为城市高端商业综合体项目	29
图 68：协议客户贡献酒店运营收入可达 44%	30
图 69：公司直销占比不断提高	30
图 70：君亭酒店会员权益体系	30
图 71：我国核心城市中高端酒店占比仍有提升空间	31
图 72：与亚朵对标，公司在杭州/上海后续空间仍大	31
图 73：以五大城市群核心城市/省会城市为桥头堡进军全国市场	31
图 74：君亭直营酒店单店收入利润情况（万元）	32
图 75：公司旗下 Pagoda 品牌将于成都建立西部旗舰店	32
图 76：2015-20 年开元酒店依靠管理输出规模高增	32
图 77：开元酒店盈利能力在疫情前持续提高	32
图 78：前期主品牌发力，中后期依托品牌矩阵	33
图 79：内生孵化+外延并购，万豪已拥有超过 30 个品牌	33
图 80：公司发力打造信息化综合管理平台	34
图 81：新冠疫情冲击下行业陷入深度萧条	35
图 82：2020 年酒店客房总量同比-13%	35
图 83：餐饮住宿固定资产投资完成额仍未修复	35
图 84：疫情反复下出行管控加强对旅游出行造成直接影响	36
图 85：疫情对酒店入住率的冲击不断减弱	36
图 86：参照往年周期景气期，RevPAR 增幅可达 8%	37
图 87：国内酒店龙头 2021 年 RevPAR 增速情况	37
图 88：美国酒店业今年 7 月后 ADR 持续转正	37
图 89：第三方机构预计 2022 年酒店价格将大幅上涨	37
图 90：君亭酒店开店数假设	38
图 91：君亭酒店历史及未来预计门店数情况	38
图 92：君亭酒店 RevPAR 恢复率假设	38
图 93：君亭酒店历史及未来预计 RevPAR 情况	38
图 94：君亭酒店盈利预测及费用项假设	39
图 95：君亭 2022 年业绩敏感性分析	39
图 96：君亭 2023 年业绩敏感性分析	40
图 97：可比公司估值情况	40

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司 2019 年直营门店入住率详细情况	21
表 2：酒店集团旗下直营门店利润表拆分（万元/年）	23
公司财务报表数据预测汇总	42

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001