

君亭酒店 (301073.SZ)

小而美民企龙头，中高端酒店生力军

增持

核心观点

不同定位酒店龙头差异化成长，后疫情时代分化。经济型酒店注重极致性价比，高度标准化下规模效率为先；**中端酒店**前端风格略分化，但规模与效率仍为内核，疫情后龙头加速集中趋势明显。**中高端酒店**，侧重品质与效率平衡，差异化个性化溢价，目前格局未定，模式差异，路径多元，不同细分定位下存有差异化发展机遇，疫情反复中危与机并存。**高端及奢华酒店**，品牌为先，外资主导，但地产热褪去后，品牌溢价下兼顾效率，疫情加速考验，国内本土高端酒店迎新机遇。其中高端度假酒店因季节性+区域差异，较商务酒店管理难度更大，但疫情后核心城市周边度假项目迎新机遇。

“小而美”的中高端酒店佼佼者。君亭酒店成立于2007年，中高端定位，深耕长三角，核心管理团队持股近70%，酒店运营经验丰富。公司过往直营主导（疫情前直营收入业绩占比80-90%），辅以委托管理扩张，规模体量不大，2021年底开业+签约酒店近70家，其中9月底已开业47家。但精耕细作下，公司直营店经营优良，成熟项目净利率20%上下，2019年盈利的直营店占比80%+。2021年9月，公司成功创业板上市；2022年1月，公司公告拟收购同源系高端本土酒店品牌君澜集团（拟打造本土高端度假酒店第一品牌），助力规模扩容，品牌定位和轻重模式互补。

成长看点：存量直营业务奠基，厚积薄发+上市平台有望助力规模扩张提速。公司存量直营业务稳健优良，构筑基本盘，收购君澜后，公司客房规模排名有望从此前第49名提升至13名。未来一看君亭+君澜整合后，品牌厚积薄发与上市平台支持，公司未来规模扩张尤其轻资产扩张有望提速；二是行业复苏后，君澜系开业酒店占比有望提升，进而助力营收和业绩增长；三是立足上市平台支持，公司未来中长线仍不排除潜在进一步外延收购预期；四是伴随公司轻资产项目占比提升和规模效应加速，其中线盈利中枢有望提升，且行业复苏时，奖励管理费（GOP提成）也有望带来一定弹性。

盈利预测与估值：并购整合+上市助力下，公司有望迎加速扩张拐点，调整公司21-23年EPS至0.44/0.95/1.66元（此前为0.45/1.05/1.55元，22年考虑疫情反复下修，23年考虑君澜等潜力略上修），对应PE132/62/36x。综合绝对和相对估值，我们认为股票合理估值区间在62.7-67.9元之间，较现价有6.8%-15.6%溢价空间，维持“增持”评级。

风险提示：疫情等系统性风险，门店扩张不及预期，外延整合低于预期。

盈利预测和财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	382	256	284	435	655
(+/-%)	11.9%	-32.9%	11.0%	53.1%	50.5%
净利润(百万元)	72	35	36	76	133
(+/-%)	20.0%	-51.5%	2.0%	113.1%	73.9%
每股收益(元)	1.20	0.44	0.44	0.95	1.65
EBIT Margin	22.8%	14.6%	19.7%	25.0%	27.4%
净资产收益率(ROE)	27.7%	11.9%	7.0%	13.5%	20.2%
市盈率(PE)	49.1	134.8	132.2	62.0	35.7
EV/EBITDA	41.3	119.1	98.3	51.5	32.0
市净率(PB)	13.60	15.99	9.27	8.40	7.21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

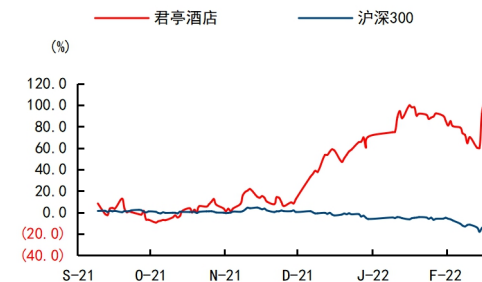
zhongxiaoxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	62.70 - 67.90 元
收盘价	58.71 元
总市值/流通市值	4756/1115 百万元
52 周最高价/最低价	64.88/25.15 元
近 3 个月日均成交额	82.09 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《君亭酒店-301073-重大事件快评：收购君澜助力高端整合，未来规模扩张有望提速》——2022-01-24

内容目录

后疫情时代，中高端酒店突围升级新思考	5
酒店行业总览：疫情下行业出清，复苏中弹性可期	5
后疫情时代：不同规模&定位酒店差异化成长，上市平台助力	5
中高端酒店：结构差异，路径多元，品牌多样	7
高端酒店：外资酒店热度减弱，本土品牌崭露头角	9
公司概况：“小而美”的中高端酒店佼佼者	11
公司沿革：背靠高端基因，聚焦中高端酒店领域，深耕长三角	11
股权结构：核心创始团队主导，共谋发展	12
经营概况：收入业绩稳健增长，RevPAR 疫情前保持稳定	13
业务模式：传统业务直营为主，稳健优良，辅以委托管理扩张	13
成长：存量奠基，模式多元，迎加速扩张拐点	16
君亭系：直营店构筑盈利基本盘，上市后规模扩张有望提速	16
君澜系：积极打造中国高端度假第一品牌，疫后复苏弹性可期	17
新君亭：品牌丰富，模式多元，酒店规模有望迎加速扩张拐点	19
财务分析：资本结构良好，小而美下 ROE 较高	23
资产负债：资本结构良好，偿债能力有保障	23
盈利能力：费用控制有效，ROE 优于同业	23
本次收购预计带来部分商誉，但预计相对可控	24
盈利预测	25
假设前提	25
未来 3 年业绩预测简表	26
盈利预测的敏感性分析	26
估值与投资建议	27
绝对估值：63.8-67.9 元	27
相对估值：62.7-65.9 元	28
投资建议	30
风险提示	31
附表：财务预测与估值	33
免责声明	34

图表目录

图 1: 疫情前酒店供给平稳增长, 疫后缩量	5
图 2: 国内疫情后酒店连锁化率显著提升	5
图 3: 酒店龙头 2021 前三季度 RevPAR 较疫情前恢复情况	5
图 4: 2021Q2 酒店龙头收入和业绩恢复情况	5
图 5: 2020 年国内酒店龙头竞争格局 (按客房数)	6
图 6: 后疫情时代, 龙头加速集中	6
图 7: 不同定位酒店发展路径及格局差异	6
图 8: 2020 年我国连锁酒店市场结构 (按房量)	7
图 9: 亚太、欧洲连锁酒店市场结构 (按房量)	7
图 10: 2018-2020 年国内中端、中高端酒店连锁化率	8
图 11: 2020 年国内中高端酒店品牌市场占有率 (按客房数)	8
图 12: 国内中高端酒店市场的探索路径	9
图 13: 2018-2021 年国内新开业高端酒店本土品牌占比	10
图 14: 2021 年新开高端酒店集团 TOP10	10
图 15: 2021 年新开高端酒店主题定位分布	10
图 16: 2022 年筹建高端酒店主题分布	10
图 17: 君亭旗下中高端品牌体系	11
图 18: 2018-2020 年公司酒店市场份额变化	11
图 19: 君亭酒店发展历程	11
图 20: 君亭酒店上市后股权结构	12
图 21: 2016-2020 年公司营收及业绩稳健增长	13
图 22: 2016-2020 年公司各项经营指标	13
图 23: 公司直营门店和委托管理门店规模	14
图 24: 公司业务收入构成	14
图 27: 君亭酒店直营店收入业绩表现及未来预测	16
图 28: 君亭系酒店未来全国布局规划	16
图 29: 2014-2021 君澜系投资管理酒店数及客房数变化情况	17
图 30: 2020 年中国连锁高端酒店品牌市场份额 (按客房数)	17
图 31: 君澜系三大品牌酒店数目 (含已签约)	18
图 32: 君澜度假核心优势	18
图 33: 2021 年各地区新增高端酒店分布情况	18
图 34: 君澜和景澜的门店拓展、开业及储备情况	18
图 35: 君澜/景澜已签约项目和未来拓展情况展望	19
图 36: 公司对君澜和景澜 2021-2023 年初步收入和盈利预计	19
图 37: 收购后, 君亭形成覆盖高端、中高端的多品牌矩阵	20
图 38: 整合后新君亭未来成长看点	20
图 39: 公司资产负债规模	23

图 40: 公司资产负债率同业对比.....	23
图 41: 公司流动比率同业对比.....	23
图 42: 公司经营活动产生的现金流情况.....	23
图 43: 公司三大费用率.....	24
图 44: 公司 ROE 同业对比.....	24
图 45: 锦江酒店股价和估值复盘.....	29
图 46: 首旅酒店股价和估值复盘.....	29
图 47: 华住酒店早期估值情况 (2011-2012)	29
表 1: 疫情后酒店行业融资事件.....	7
表 2: 酒店管理公司运营模式.....	8
表 3: 国内高端酒店的发展历程.....	9
表 4: 国内和国际酒店龙头加盟费对比.....	9
表 5: 君亭酒店核心团队成员履历.....	12
表 6: 君亭酒店业务模式对比.....	13
表 7: 2018-2020 年公司各直营门店经营状况.....	14
表 8: 君亭委托管理模式与加盟管理模式收费标准对比.....	15
表 9: 君亭系单店贡献测算.....	16
表 10: 君澜/景澜委托管理项目收入贡献测算 (单店)	19
表 11: 君澜酒店过往收入拆解情况以及 2023-2024 年可能展望 (不含景澜)	21
表 12: 君亭业务拆分.....	25
表 13: 未来 3 年盈利预测表.....	26
表 14: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	26
表 15: 公司盈利预测假设条件 (%)	27
表 16: 资本成本假设.....	27
表 17: 君亭酒店 FCFF 估值表.....	27
表 18: FCFF 相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	28
表 19: EVA 相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	28
表 20: 可比公司规模与盈利.....	28
表 21: 同类公司估值比较.....	29

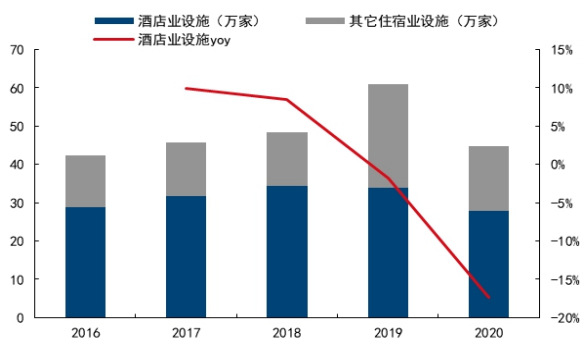
后疫情时代，中高端酒店突围升级新思考

酒店行业总览：疫情下行业出清，复苏中弹性可期

疫情下酒店业出清，单体酒店显著承压。2020 年底，国内运营酒店 28 万家、客房 1533 万间，同比各下降 17%、13%。2020.1-2020.11 注销酒店中，注册资本<1000 万的酒店公司占到 93.8%，单体酒店为主要出清对象。

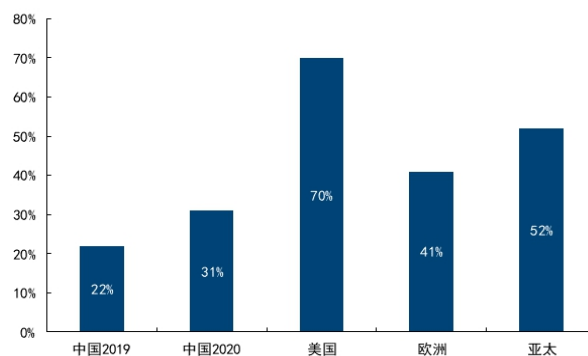
疫情后国内酒店连锁化率明显提升，但对标欧美仍有提升空间。我国酒店 2019/2020 年按客房计算连锁化率分别为 22%/31%，疫情后连锁化率显著提升。参考 STR 数据，2017 年欧洲、美国、亚太地区的酒店连锁化率分别约在 41%、70%、52%左右（按房量计）。故 PK 欧美等区域，我国酒店连锁化率仍有较大提升空间。**综上，单体酒店加速出清，连锁扩张下，酒店行业整合提升可期。**

图1：疫情前酒店供给平稳增长，疫后缩量



资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

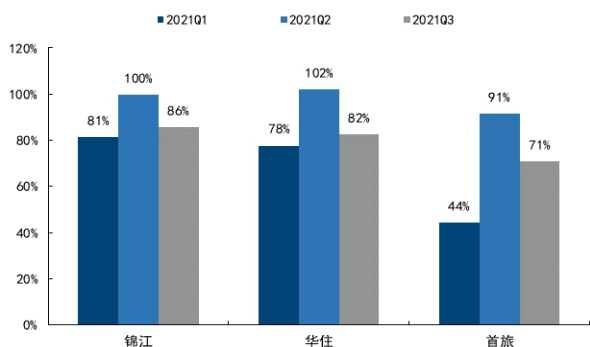
图2：国内疫情后酒店连锁化率显著提升



资料来源：盈蝶网、STR 等，国信证券经济研究所整理

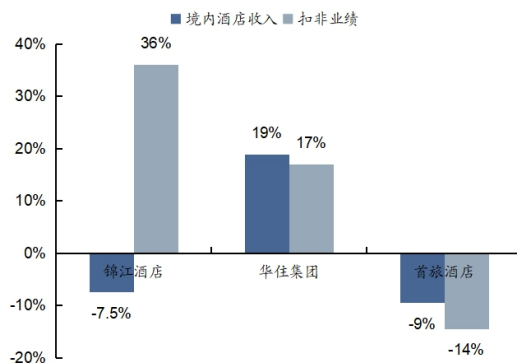
疫情反复下酒店经营承压明显，但只要阶段企稳可迅速反弹。以 2021Q2 为例，虽然 6 月华南疫情和北京进京管控等影响，但酒店龙头 Q2RevPAR 仍然持续复苏。华住、锦江、首旅境内酒店整体 RevPAR 先后恢复到 2019Q2 的 102%、100%、92%，收入和业绩也较快恢复到疫情前或接近疫情前的水平。鉴于此，若后续疫情逐步企稳，我们预计酒店龙头收入和业绩有望呈现良好的复苏弹性。

图3：酒店龙头 2021 前三季度 RevPAR 较疫情前恢复情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2021Q2 酒店龙头收入和业绩恢复情况

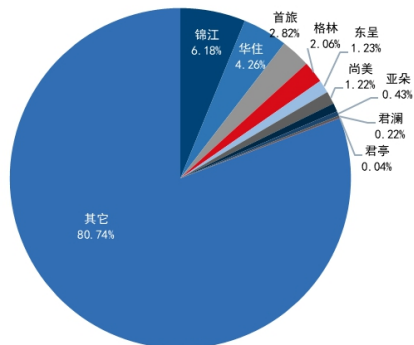


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

后疫情时代：不同规模&定位酒店差异化成长，上市平台助力

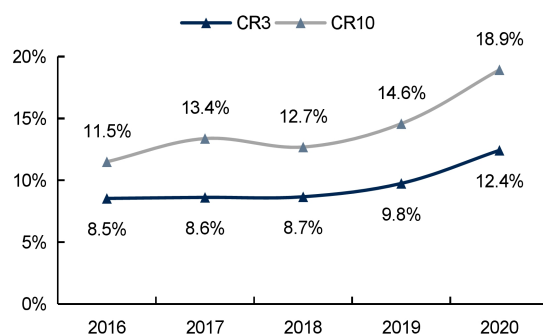
后疫情时代的行业出清，不同定位酒店相对分化。定位中低端，规模主导的头部酒店集团龙头集中相对更显著，而定位中高端及高端等品牌则积极寻求差异化发展机会。国内 TOP3 酒店龙头锦江、华住、首旅三强垄断地位凸显，尤其在经济型+中端领域，后疫情时代规模优势加速集中。而国内其他本土品牌发展路径则相对各有差异。开元主要侧重高端全面服务酒店的经营管理，近几年开始加速中档精选酒店布局；亚朵偏中高端定位，以有限服务酒店轻资产扩张，以标准化的酒店模型+IP 为特色，格林、尚美、东呈侧重有限服务酒店下沉扩张；君亭+君澜偏中高端&高端精品酒店定位。这些龙头发展阶段和资本支持不同，各自差异化谋发展。

图5：2020 年国内酒店龙头竞争格局（按客房数）



资料来源：中国饭店业协会、盈蝶网，国信证券经济研究所整理
注：客房数据截至 2021 年 1 月 1 日

图6：后疫情时代，龙头加速集中



资料来源：盈蝶网，STR 等，国信证券经济研究所整理

不同定位酒店：规模平台差异，对标准化、效率及品牌个性化侧重不同。经济型酒店和中端酒店，重标准化扩张，单一品牌规模可达数千家或 1000 家以上，规模和效率为核心，本土酒店品牌在这个领域占据主导，疫情后加速集中。**中高端酒店领域**，在兼顾效率的同时，对品牌个性化提出更多要求，单一品牌规模可达百家或数百家量级，参与者相对多元。**高端及奢华酒店**，外资目前占主导，品牌、体验、个性等更为关键。其中国内高端酒店经过多年沉淀也出现部分本土品牌。在地产热退潮后，我们也关注后续国内高端酒店领域本土酒店的机遇挑战。

图7：不同定位酒店发展路径及格局差异

定位	品质与效率	单品牌规模	运营主体	标准化 & 效率侧重	品牌与个性化
奢华	品牌、体验、个性是核心	稀缺	外资主导，少量本土个性化品牌	侧重	品牌与个性化
高端	品牌与体验核心，兼顾效率	单一品牌可几十~100家	外资主导，开元、君澜及锦江、首旅建国等部分本土品牌		
中高端	酒店+个性化及管理差异赋能，兼顾品质与效率	单一品牌可数百家量级	本土品牌与外资品牌兼有，品牌相对分散		
中端	规模相对次之，标准化和效率仍是基础，但品牌个性开始分化	单一品牌规模可1000家+	本土酒店龙头主导		
经济型	规模最大，高性价比，标准化和效率是关键，核心在于打造大单品	单一品牌规模可2000-3000家以上	本土酒店龙头绝对主导		

资料来源：盈蝶网，STR，空间秘探等，国信证券经济研究所整理与思考

鉴于此，定位中低端的酒店对标准化和效率的追求相对更加极致，对规模、平台依赖更加明显，疫情后规模集中显著，且疫情倒逼平台内部纵深，加速内部效率提升，规模和效率壁垒进一步强化；中高端及高端领域，疫情下危与机并存，部分本土腰部品牌通过差异化定位和管理赋能，通过在细分领域谋求一定的卡位优势等，积极谋求差异化成长机遇。后面两节将分开阐释。

与此同时，两年多疫情反复下，酒店经营承压，现金流成为酒店企业度过难关重要生命线，上市平台有望助力。结合我们对行业跟踪，华住、锦江、首旅疫情后先后融资助力扩张，逆势下融资为其后续扩张提供了有利的资金支撑。而君亭前期规模扩张因融资渠道单一受限，2021 年上市也为其后续发展打开资金通道，未来也不排除通过并购等资本运作方式扩大运营规模及品牌影响力，提升竞争力。

表1：疫情后酒店行业融资事件

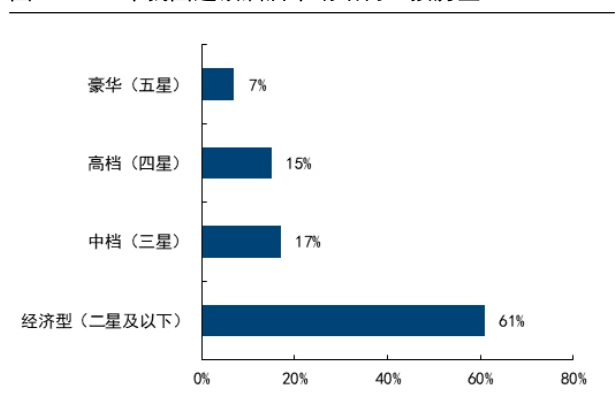
公司	时间	融资事件
华住集团	2020. 9	赴港二次上市，募集约 60 亿港元，其中 40% 的金额用于支持公司的资本支出以加强其酒店网络
锦江集团	2021. 3	50 亿定增落地，募集资金用于酒店装修升级项目及偿还金融机构贷款等
首旅如家	2021. 11	30 亿定增落地，其中 9 亿元用于偿还金融机构贷款、21 亿元用于酒店扩张和装修升级项目
君亭酒店	2021. 9	成功登陆 A 股，募集资金约 3.44 亿元，将用于中高端酒店设计开发项目、综合管理平台建设项目

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

中高端酒店：结构差异，路径多元，品牌多样

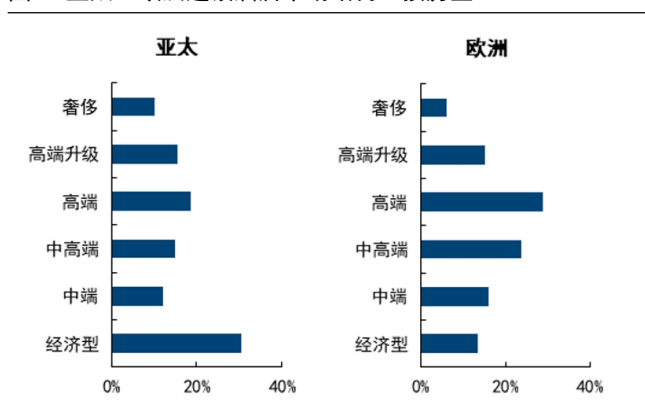
结构对比：长线来看，对标国际酒店结构分布，国内中高端酒店仍有一定加密提升空间。虽然近几年国内中高端酒店持续加速扩张，但结构上仍有差异。横向对比看，相比亚太整体或欧洲酒店结构，国内酒店中端和中高端酒店占比还处于较低水平，未来有望直接受益结构持续升级带来的总量扩容。

图8：2020 年我国连锁酒店市场结构（按房量）



资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

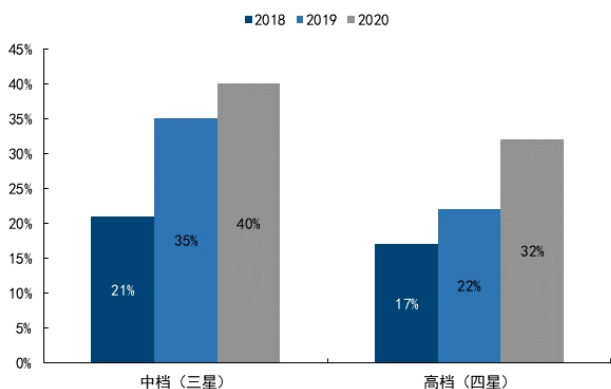
图9：亚太、欧洲连锁酒店市场结构（按房量）



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

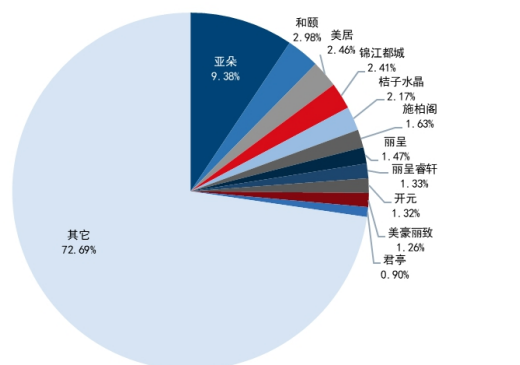
从竞争格局来看，中高端市场目前品牌更加多元，竞争格局尚未完全确定。据盈蝶网数据，2021 年初我国中高端酒店品牌 CR10 为 26.4%，TOP3 为亚朵、和颐、美居，但总体竞争格局尚未完全确定，君亭在中高端酒店领域尤其长三角等区域具有一定先发优势，发展机遇仍存。

图 10: 2018–2020 年国内中端、中高端酒店连锁化率



资料来源: 盈蝶网, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2020 年国内中高端酒店品牌市场占有率 (按客房数)



资料来源: 中国饭店业协会、盈蝶网, 国信证券经济研究所整理
注: 客房数据截至 2021 年 1 月 1 日

管理模式: 从高度标准化和效率优先, 到品牌更多个性化, 管理模式更趋多元。国际来看, 酒店管理通常包括直营、委托管理和特许经营三种模式, 并以特许经营为主, 但特许加盟依赖与其酒店分工高度专业化和成熟的酒店第三方管理公司市场。在国内, 由于发展阶段差异, 没有成熟的第三方酒店管理市场, 其模式又有所区别。经济型酒店, 核心在于追求极致的性价比, 效率是核心, 因此需要依赖高度的标准化打造规模经济, 在国内没有成熟的第三方酒店管理市场背景下, 其核心品牌加盟扩张通常需要派驻店长进行管理, 本质也类似委托管理的一种, 但依赖高度精简标准化流程后, 对店长管理要求较低 (有时一个店长可管理多个门店)。甚至, 部分经济型酒店品牌可不派驻店长, 进行管理输出 (类似国外特许经营, 但其中部分甚至不涉及品牌授权, 仅系统技术支持, 也有一定差异)。中端酒店基本沿袭经济型酒店的管理模式。而国内中高端酒店, 管理方式更加多元: 1) 与中端酒店管理模式一致进行委托管理, 但仅派驻店长; 2) 定位更高, 品牌个性化服务, 则委托管理介入层面更多元, 派驻总经理后, 还需要一定的团队支持; 3) 仅管理输出, 相对更加非标, 三种模式兼有。

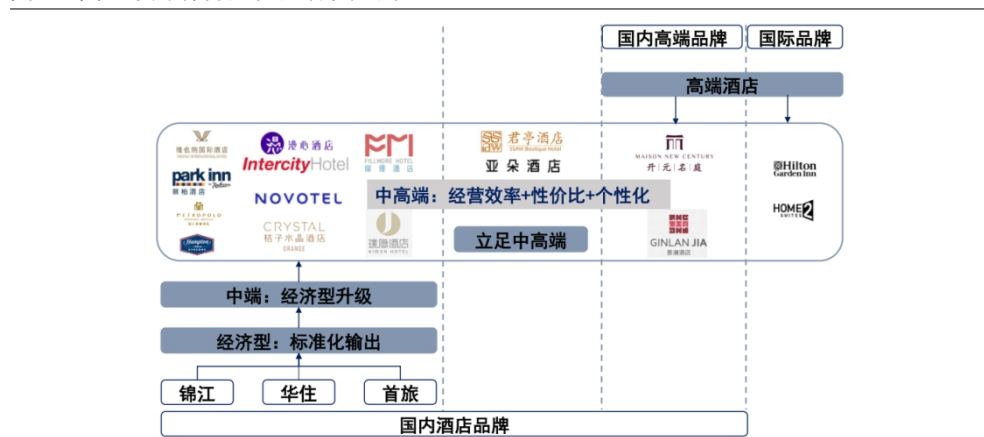
表 2: 酒店管理公司运营模式

经营模式	说明
直营	依托自有或租赁的物业进行连锁酒店经营, 承担租金/折摊、人工、能耗等成本费用, 受周期影响最大
委托管理	酒店品牌集团直接进行酒店管理, 委派总经理及部分核心经营团队, 属于轻资产模式, 酒店经营的租金、折摊、人工、能耗等成本由业主方承担, 通常租约 8–10 年或 10 年以上, 时间较长
特许经营	酒店品牌集团授权后, 业主方聘请第三方酒店管理公司或自组团队进行管理, 租约也在 8–10 年, 轻资产模式
管理输出	酒店管理方通过输出管理服务或仅提供有限的 IT 系统支持及服务, 对酒店要求和租约较为灵活, 非标准, 收取比例相对更低, 租约更短, 甚至不涉及品牌授权, 在国内与特许经营模式区别。

资料来源: 公司公告等, 国信证券经济研究所整理

具体来看, 国内中高端酒店领域包括三类玩家: 一是以华住、锦江和首旅为主的酒店龙头, 基于其中低端酒店庞大平台和基础上, 积极向上探索, 通过标准化+部分前端个性化, 也尝试多品牌布局中高端; 二是亚朵、君亭等专注于中高端赛道的公司。其中亚朵侧重探索酒店+IP 或零售模式, 在有限服务酒店模型基础上通过额外赋能提升定位, 而君亭则以东方文化特色为主, 并在管理上承袭了一定的中高端酒店基因; 三是国内本土高端品牌在中高端领域的尝试 (开元和君澜), 以及部分国际品牌也尝试其子品牌布局国内中高端酒店市场。总体而言, 相对传统中端酒店标准化模型, 中高端酒店定位更高, 更高的价格定位下对服务和体验要求更多元, 需求更加个性化和细分化, 因此也有更多差异化方向。在疫情后的危与机并存中, 本土品牌通过差异化定位也有望获得自身一定的成长机遇。

图 12: 国内中高端酒店市场的探索路径



资料来源：空间秘探、盈蝶网等，国信证券经济研究所整理

高端酒店：外资酒店热度减弱，本土品牌崭露头角

地产热褪去后，业主方兼顾品牌和效率诉求下，本土高端酒店机遇开始有所显现。国内高端酒店的发展始于改革开始初期，在房地产热潮中爆发，早期主要侧重品牌升值效应，相对酒店本身经营效率关注有限，由此形成外资高端酒店品牌主导的格局。但因外资高端酒店经营成本费用较高，近几年地产热逐步褪去尤其疫情后，业主诉求开始日趋多元化。由于“地产+国际品牌”的模式难以承担高昂的加盟费用和人工成本，投资回报不足；而国内本土品牌更低的经营成本，且更加顺应本土化需求，长线为本土酒店集团的扩张提供新的发展机遇。参考迈点数据，2021年国内新开业高端酒店中本土品牌占比 35.8%，相较于 2020 年有大幅提升，而国际品牌占比有所下降，其中新开酒店 Top10 中本土高端酒店集团有 5 家。

表 3: 国内高端酒店的发展历程

时期	发展背景	发展特点
1980-2000	经济高速增长，对外开放水平提高	星级标准引入，国际品牌进入中国市场，政府牵头中外合作
2000 后	房地产行业市场化，消费升级	国际品牌强势扩张，本土高端成长中，市场趋于饱和
2020-至今	疫情洗礼	存量整合，本土高端新机遇

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

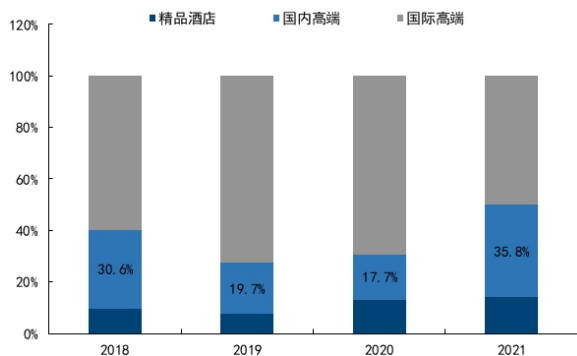
客观来看，国内高端酒店的新机遇下挑战并存。国际高端酒店的管理优势显著、品牌效应突出，且近年来随着特许经营权的开放，越来越多子品牌进入中国市场，并尝试更多本土化探索；而对于本土酒店来说，品牌力仍然需要进一步巩固和强化，但其中部分品牌在多年沉淀中也逐步摸索出其一定的差异化优势。

表 4: 国内和国际酒店龙头加盟费对比

	国内酒店龙头		国际酒店龙头
首次加盟费	每间客房 2000-4000 元不等，一次性	首次加盟费	9-10 多万美元的初始加盟费及其它技术系统、培训等费用几十万美元不等
持续加盟费	按加盟店总流水的 4%-6%	持续加盟费	客房收入 3%-6% 的特许权使用费，部分全服务酒店 2%-3% 的餐饮酒水收入；广告营销费用等 1%-2%
中央预定收费	按中央预定房价的 5%-9%，都有分仅 2 元/次或有封顶条款	GOP 提成	不同酒店不同，4%-9% 或不等
其它	技术服务费等	中央预定费用	中央预定的 8%-10%，个别还需要总收入的 1%
		其它	技术支持费用、门店总经理费用等

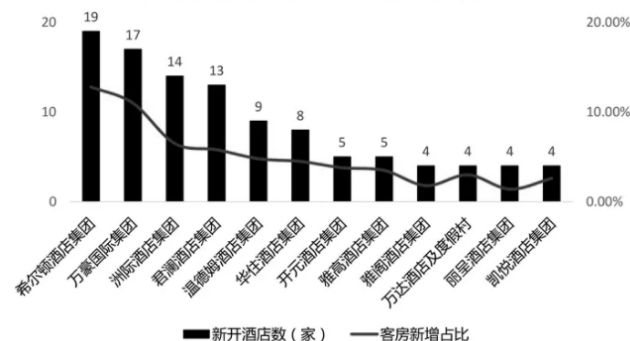
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 2018-2021 年国内新开业高端酒店本土品牌占比



资料来源：迈点研究院，国信证券经济研究所整理

图 14: 2021 年新开高端酒店集团 TOP10

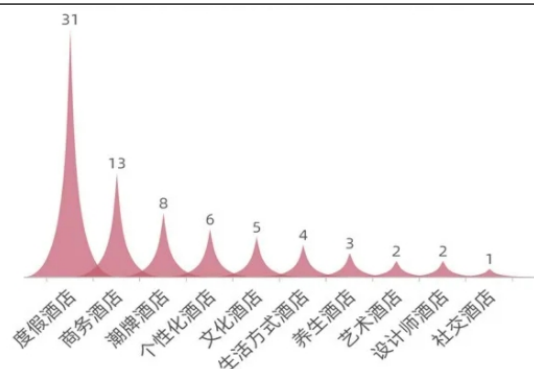


资料来源：迈点研究院、STR 等，国信证券经济研究所整理

并且，高端酒店可进一步分商务型与度假型，不同定位对应的管理模式分化。高端商务型酒店集住宿、餐饮、会议、健身等多功能设施于一体，满足商务办公、社交宴请、休闲度假等需求。度假型酒店依托自然环境或多元配套设施，为旅客提供深度的沉浸式体验，依据客源差异细分为远程目的地型产品与近郊型产品，季节性更高，产品非标属性更加明显（不同区域旅游特色差异），管理要求更高。一方面，不同于商务型酒店对交通便利的选址要求，度假酒店立足于独特旅游资源形成卡位优势。另一方面，度假型酒店受气候、节假日影响存在明显季节性特征，通过酒店+餐饮、亲子、自然、康养等板块或组织特色活动形成产品差异化。

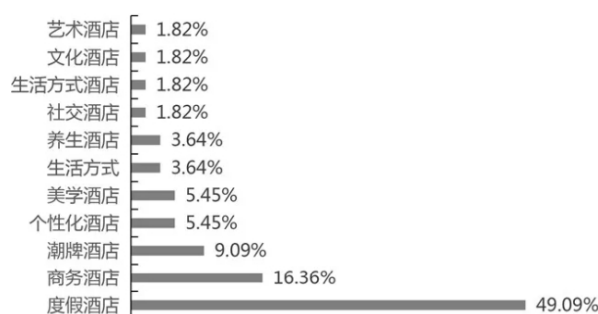
核心区域、近郊型高端度假酒店在疫情下迎来发展机遇。疫情后出境游受限，国内旅游市场消费回流，尤其是带动以周边游、短途游为主的“微度假”需求，据马蜂窝数据，2021 年周边游的热度同比增长 251%。该消费趋势下，国内高端目的型度假酒店和核心城市周边的近郊度假酒店受到一定程度刺激，据迈点研究院，2021 年国内新开业高端酒店和 2022 年筹建高端酒店中度假类型的占比均接近 50%。而本土高端度假酒店因其更贴合国内特色的服务和产品均有所受益，其中开元集团旗下芳草度假酒店和观堂在 2021 国庆期间平均出租率高达 95%，平均 RevPAR 超 1600 元；君澜集团旗下的香水湾君澜度假酒店、七仙岭君澜度假酒店在 2022 年春节期间总营收分别超过去年同期 168%和 90%。鉴于此，侧重度假特色的本土酒店品牌，通过不断夯实管理内功，强化卡位布局，也有其发展机遇。

图 15: 2021 年新开业高端酒店主题定位分布



资料来源：迈点研究院，国信证券经济研究所整理

图 16: 2022 年筹建高端酒店主题分布



资料来源：迈点研究院，国信证券经济研究所整理

公司概况：“小而美”的中高端酒店佼佼者

公司沿革：背靠高端基因，聚焦中高端酒店领域，深耕长三角

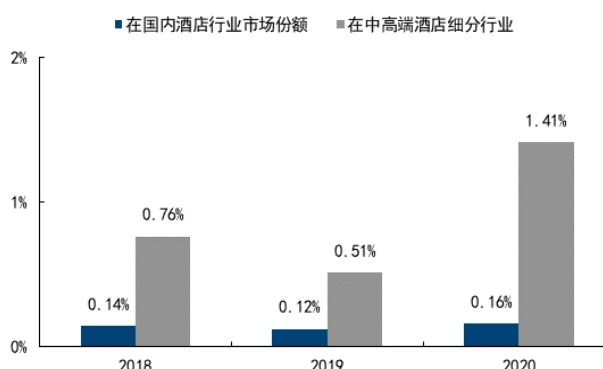
君亭酒店成立于2007年，定位中高端，立足有限服务酒店管理，侧重城市休闲，深耕长三角城市群，颇具东方特色。公司最早以君亭直营为主，2016年开启委托管理扩张；2018年推出高端品牌Pagoda（高档文化设计酒店）和夜泊君亭（定位高档历史文化旅游目的地酒店）品牌，此后还推出“寓君亭”（公寓品牌）进一步丰富了品牌体系。截至2021年底，公司已开业和签约酒店近70家，其中截至2021年9月底已开业酒店47家，规模相对不大。但发展至今，公司在中高端酒店市场打下了良好的口碑，连续多年位列中国最具规模的50家酒店集团之一。参考盈蝶网，君亭品牌2020年在国内中高端酒店品牌中排名第8，“小而美”特点较鲜明。

图17：君亭旗下中高端品牌体系



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

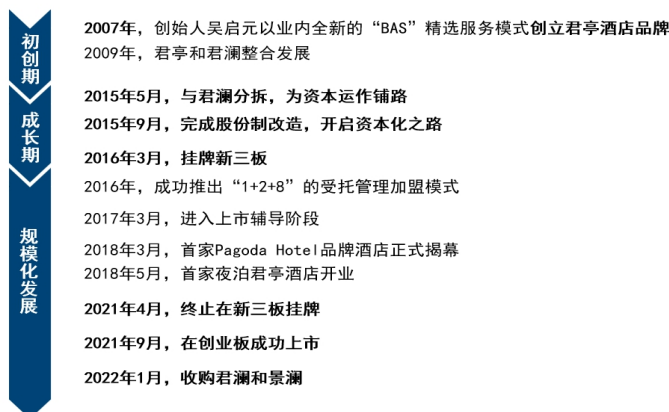
图18：2018-2020年公司酒店市场份额变化



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

发展历程：2007年，吴启元先生创立君亭酒店品牌，2009年与同一创始人创立的君澜品牌整合发展（君澜创立于1997年，后由南都集团控股）。2015年，公司核心团队通过管理层收购（MBO）的方式和君澜酒店分拆，君亭酒店独立，同年9月完成股份制改造正式开启资本化之路。

图19：君亭酒店发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

2016 年，公司挂牌新三板，但此后受制于新三板流动性等因素，融资扩张仍然受制，发展仍然。2019 年，公司申请终止新三板挂牌，并于 2021 年 9 月底成功在创业板上市。2022 年 1 月，公司公告拟 6600 万元收购君澜 79% 股权，1400 万元收购景澜 70% 股权，6000 万元收购“君澜”系列商标，合计 1.4 亿元，君澜和君亭系再度整合，进而开启新的发展阶段。

产品特色：“BAS”精选模式打造高品质住宿和个性化体验。中高端酒店市场，品质住宿是基础，住宿之上特色化的服务、个性化的空间打造、文化融合是亮点。相较于中档品牌的标准化设计，君亭更侧重基因统一上的个性化打造，东方美学的基础上融合当地特色；相较于其它中高端品牌，君亭的细致服务、深厚的文化底蕴、艺术特色是附加价值所在，聚焦目标客群做深度耕耘。相比亚朵、桔子水晶等，其不同项目相对更差异化，客单价也相对领先。但未来从规模扩张的角度，公司产品模型未来也需要进一步标准化，以进一步优化单店投入。

股权结构：核心创始团队主导，共谋发展

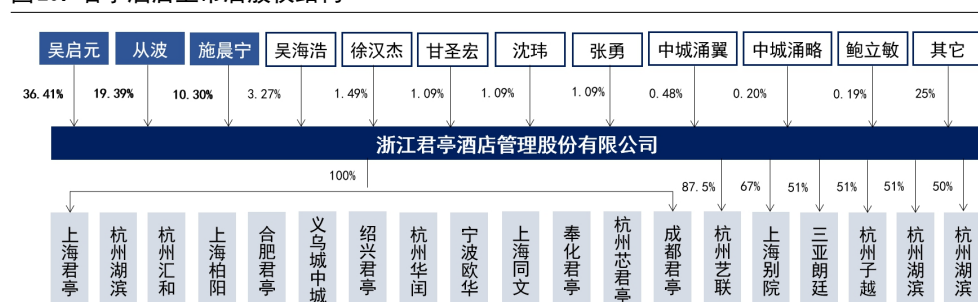
公司核心团队成员稳定且从业经验丰富，具备良好的中高端酒店运营优势。创始人吴启元 35 年中高端酒店从业经验，奠定君亭中高端基因。公司团队核心人员多深耕于中高端酒店领域，平均从业时间超过 20 年，均具有丰富的中高端酒店设计、开发、运营、投资方面的经验，且核心团队成员稳定，可有效协同谋发展。此外，2021 年 12 月初，公司引进酒店行业高端人才朱晓东作为新一任的总经理（曾任凯悦国际酒店集团中国区副总裁），注入新活力，且与君亭君澜渊源深厚，从而有助与收购后的团队快速融合，以推进旗下各品牌酒店整合。

表5：君亭酒店核心团队成员履历

姓名	职位	履历
吴启元	董事长	中国酒店行业资深的领军人物，拥有 35 年的酒店从业经历。1986 年，吴启元出任杭州中日友好饭店副总经理，以此开启酒店行业从业生涯，先后打造了中国休闲度假酒店领军品牌“君澜度假酒店”和中国中高端精选酒店品牌“君亭酒店”等多个本土酒店品牌
从波	董事	2008 年至 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；2021 年 12 月辞去总经理一职
朱晓东	总经理	2021 年 12 月加入君亭酒店，长达 30 多年的中国高星级酒店从业经验，曾于君澜工作近 10 年，参与世贸大饭店的筹建；后深度主导北京银泰中心、凯悦国际酒店集团中国区业务的运营
施晨宁	董事、副总经理、董事会秘书	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	2010 年加入君亭酒店，2015 年至今担任君亭酒店董事、副总经理，从事酒店行业超过 20 年

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 20：君亭酒店上市后股权结构



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

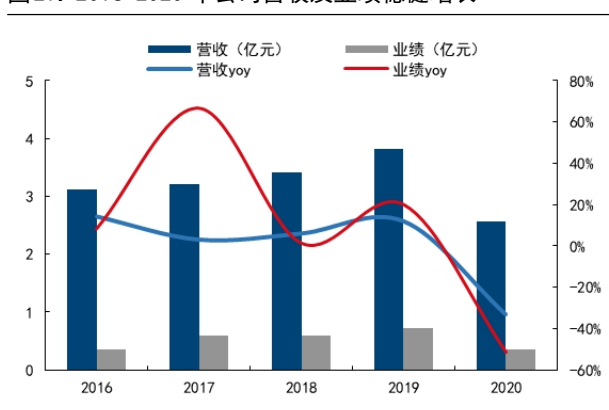
公司股权结构清晰，核心创始团队持股近 70%。创始人吴启元持股 36.41%，董事从波和董事兼副总经理施晨宁分别持有君亭酒店 19.39%、10.30% 股份，股东和管

理层利益绑定，共谋发展。中城涌翼、中城勇略等为新三板增发引入外部投资人。

经营概况：收入业绩稳健增长，RevPAR 疫情前保持稳定

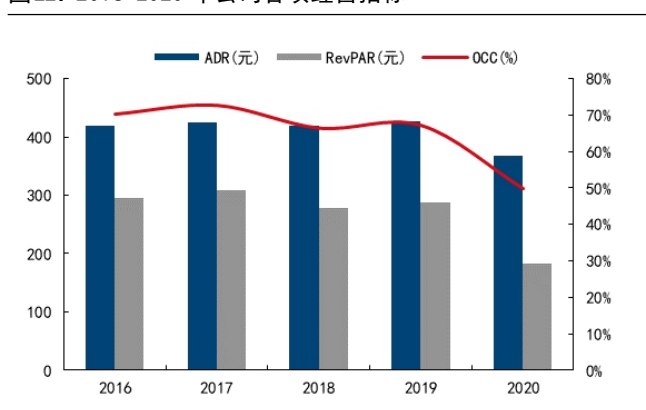
疫情前公司收入业绩稳定增长。2014-2019 年收入/业绩均保持稳健增长，CAGR 达 11%/31%，2019 年公司实现收入/归母业绩分别为 3.82 亿元/0.72 亿元。2020 年受疫情影响公司经营承压，收入/归母业绩为 2.56 亿/0.35 亿元，同比下降 33%/55%。从经营指标来看，2016-2019 年公司的出租率在 70%上下浮动，ADR 和 RevPAR 分别维持在 420 元/300 元上下，疫情前保持稳定。

图 21：2016-2020 年公司营收及业绩稳健增长



资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

图 22：2016-2020 年公司各项经营指标



资料来源：盈蝶网、STR 等，国信证券经济研究所整理

业务模式：传统业务直营为主，稳健优良，辅以委托管理扩张

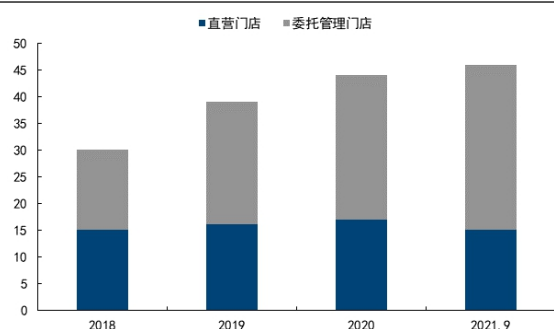
公司传统业务君亭系品牌以直营扩张为主，委托管理扩张为辅，侧重精耕细作。公司君亭酒店定位中高端，为有效保障项目品质和服务质量，公司之前主要通过直营模式全面把控酒店运营。同时，在直营门店良好的盈利模式支撑下，公司于 2016 年开始有序拓展委托管理项目，也是为了在轻资产扩张的同时，可以有效保证项目品质。在两种模式的协同发展下，公司在统一执行君亭酒店特色的服务质量标准基础上，又可以根据各酒店的特点进行差异化和个性化的产品竞争。

表 6：君亭酒店业务模式对比

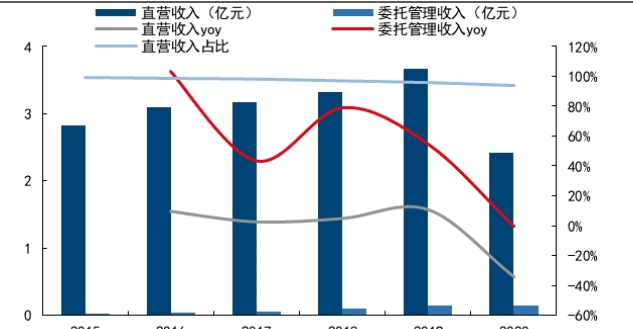
主要业务	收入来源
酒店运营（直营酒店运营）	通过酒店运营子公司对投资酒店进行直接运营的业务，收入来自包括酒店的住宿、餐饮及其他配套服务（会议、宴会及酒店物业出租等）等酒店运营业务
酒店管理（委托管理）	接受酒店业主方的委托对受托管理酒店提供君亭酒店标准及特色的酒店管理服务，收入来自技术服务费、基本管理费、和奖励管理费

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

过往直营扩张主导，规模体量不大。近两年委托管理门店规模有一定的增长。截至 2021 年 9 月，公司已开业酒店中直营酒店 15 家、合资酒店 1 家和受托管理 31 家。规模体量不大。从收入构成来看，直营门店收入增长稳定且贡献大。2016-2020 年直营收入均维持在 90% 以上，剔除疫情的影响，公司酒店直营收入 2016-2019 年 CAGR 达 5.9%，增长稳定。委托管理门店收入贡献不足 10%，但占比逐年上升，从 2016 年的 0.65% 增长到 2020 年的 5.8%。

图 23: 公司直营门店和委托管理门店规模


资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图 24: 公司业务收入构成


资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

直营店综合盈利能力突出, 成熟项目+培育期项目梯队分布。2018-2020 年公司共拥有 15/16/17 家直营门店, 规模虽小, 但是盈利能力较突出, 直营店整体平均净利率分别达到 15.7%/15.9%/10.0%, 业绩贡献高达 92.2%/79.0%/70.9%, 是公司此前收入和盈利的最核心支撑。并且, **公司直营店初步形成了成熟项目主导, 培育成长项目接续发展的良好梯队**, 疫情前, 公司培育成熟的直营店净利率水平基本保持在 20%上下, 2019 年盈利的直营店项目占比超过 80%, 其中 2019 年绍兴君亭/上海柏阳的净利率均接近 30%, 上海中星突破 30%, 在酒店行业表现非常突出。而上海 Pagoda、杭州 Pagoda、奉化夜泊、杭州千越则处于培育成长期, 未来疫情企稳后业绩弹性也有望逐步体现。并且, 2020 年虽然疫情影响, 但公司仍有超过 70% 的直营门店单店层面盈利 (部分有隔离酒店等带动), 但整体仍难能可贵, 充分说明公司精耕细作下酒店经营能力出众, 并为公司后续品牌扩张提供了坚实的基础。这一良好成绩的取得, 也侧面印证公司经营管理团队的专业性。

表 7: 2018-2020 年公司各直营门店经营状况

酒店名称	开业时间	2018			2019			2020		
		营业收入 (万元)	净利润 (万元)	净利率	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	净利率	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	净利率
杭州艺联	2007.4	1757.8	464.7	26.40%	1618.1	383.8	23.70%	963.1	199.8	18.70%
绍兴君亭	2008.1	1101	356.2	32.30%	970.4	263.5	27.20%	454.3	42.6	10.00%
上海中星	2012.4	4335.6	1291.2	29.80%	4280.9	1342.3	31.40%	2206.8	713.8	24.10%
合肥银泰	2013.6	4170.8	798.8	19.20%	3754.7	767.5	20.40%	2637.4	288	9.10%
上海柏阳	2013.12	3287.4	1060.1	32.20%	3072.5	913.8	29.70%	2525.4	1083	32.10%
杭州西溪谷	2015.2	2875	602.6	21.00%	2840.6	555.1	19.50%	1905.4	289.9	12.40%
杭州汇和	2015.6	4491.3	907.5	20.20%	4203.8	755.6	18.00%	3080.5	410.7	11.30%
宁波欧华	2017.11	813.4	-551.4	-67.80%	933.4	-485.8	-52.00%	1349.4	13.8	0.80%
三亚大东海	2017.12	1314.8	-83.3	-6.30%	1452.4	-141.6	-9.70%	773.7	-402.8	-36.50%
上海 Pagoda	2018.1	1600.2	-300.9	-18.80%	3537	337.5	9.50%	2402.3	-113.2	-3.60%
杭州千越	2018.6	932.1	-877.9	-94.20%	2356.7	47.5	2.00%	1902.6	-121.6	-4.90%
杭州芯君亭	2019.3				819.1	77.2	9.40%	667	32.6	4.40%
杭州 Pagoda	2019				2364.9	-70.3	-3.00%	1819.8	-339.6	-13.60%
奉化夜泊	2020.4							224	-268.7	-90.00%
上海同文徐汇	2020.6	3132.9	597.8	19.10%	2215.6	941.3	42.50%	552.5	801.8	108.60%
杭州湖滨	2005.1	1634.7	312.1	19.10%	1216	56.2	4.60%	1033.6	225.7	20.00%
义乌城中城	2009.3	875	58.6	6.70%	755.3	49	6.50%	180.1	23.2	13.10%
义乌华丰	2009.1	686.6	535	77.90%						
总计		33008.5	5171	15.67%	36391.4	5792.6	15.90%	24677.8	2353.3	10.00%
公司整体		34115.64	6020.69	17.65%	38163.62	7225.38	18.93%	25603.39	3506.6	13.91%
直营公司占比		94.00%	85.89%		95.36%	80.17%		96.38%	66.09%	

资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

委托管理模式以基础管理费+GOP 提成等为主，行业复苏时弹性较突出。公司委托管理模式与国内其他酒店龙头加盟管理（加盟商流水固定提成+中央预订贡献提成等）的收费模式不同（见下表），更类似高端酒店管理模式，以基础管理费+GOP 提成为主，其中奖励管理费多采用按 GOPR 阶梯式的收取模式，与酒店经营效益深度捆绑，激励效果明显。酒店 GOP 一般系酒店收入减去成本、人工费、营运部门的直接费用、后台部门的间接费用后的余额（不考虑开办费用、装修折摊、租金等固定费用），即酒店经营者可以左右的毛利部分。同时，由于 GOP 的波动一般大于收入的波动幅度，尤其近两年疫情下，很多委托管理的酒店也很难实现奖励管理费回报，因此未来若行业复苏，则这部分有望给公司成长带来额外业绩弹性。

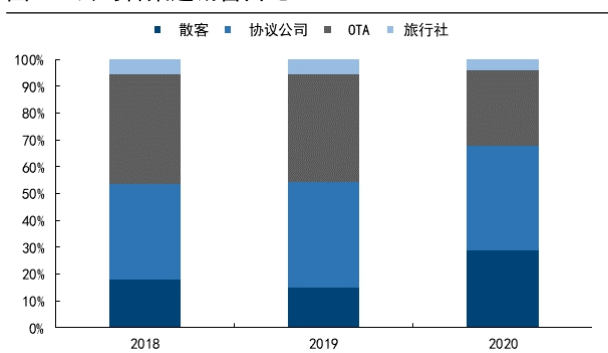
表8：君亭委托管理模式与加盟管理模式收费标准对比

酒店 业务模式 租约年限	君亭整体	三亚海棠湾君亭店 委托管理模式	南京夜泊君亭	锦江中高端	华住中端
	5/8/10 年，以 10 年为主			10 年起	10 年
技术服务费	（开业前收取，50-100 万元不等	78 万	260 万	首次加盟费 商务版固定 40 万，浮动 3500 元/间；经典版固定 55 万，浮动 5000 元/间	4000-5000 元/间，最低 20-30 万元
基本管理费	每年固定收取，50-60 万元/年或根据 5%营业收入收取	年营业额≤1000 万元，按 2.5%提取；年营业额>1000 万，按 50 万提取	70 万/年	加盟管理费 5%营业收入	5%每月流水
奖励管理费	4%-6%GOP	GOPR<35%，不支付；付；40<GOPR≤50，按 5%GOP 提取；GOPR>50，按 15%GOP 提取	GOPR<40%，不支付；40<GOPR≤45%，按 15%GOP 提取；GOPR>45%，按 20%提取	系统维护费 10 元/间/月	800 元/月
				CRS 预定费 实际成交价的 5%/间/夜	8%，部分品牌上限不超过总营收*3.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

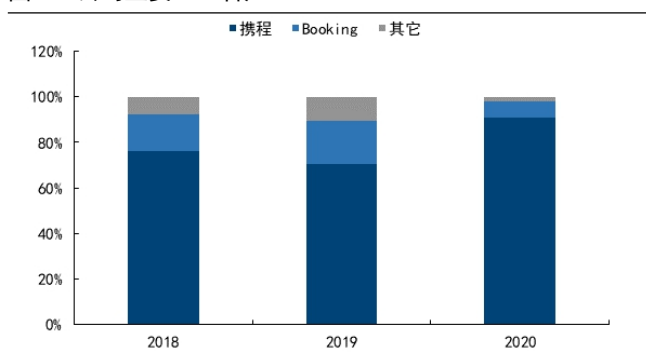
销售模式：“直接销售+渠道销售”。直接销售主要针对大客户，2018-2020 年公司直接销售达 1.56/1.75/1.38 亿元，其中协议公司占比 31%/33%/30%；渠道销售主要通过在线旅游渠道和旅行社针对个人客户进行销售，2018-2019 年公司渠道销售达 1.39/1.48 /0.66 亿元，其中携程、BOOKING 和 Expedia 为公司主要的 OTA 渠道，2020 年携程和 BOOKING 占渠道收入的 90.03%/7.25%，携程占比较高。此外，在会员客户方面，君亭通过自建的“君亭四季会”会员体系已经积累了一定的忠诚度客户。截至 2020 年 12 月 31 日，公司会员数量已达到 48.74 万人。凭借已累积的大量客户资源，公司旗下各酒店年均对外提供服务达到 60 万人次以上。后续，伴随公司与君澜的整合，考虑君澜酒店规模明显高于君亭，未来整合后公司整体会员规模或有望进一步快速增长，或有望达到数百万量级。

图 25：公司各渠道销售占比



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图 26：公司主要 OTA 客户



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

成长：存量奠基，模式多元，迎加速扩张拐点

君亭系：直营店构筑盈利基本盘，上市后规模扩张有望提速

单店贡献分析：直营模式下，公司单店一般在 1-2 年内可以实现盈亏平衡，但疫情扰动下亏损期有所延长，此后开始贡献盈利，成熟期单店收入年贡献 1000-4000 多万量级；而委托管理模式，各项目发展差异化明显，且收费方式灵活多变，具体如下表所示，一般情况下在开业当年主要贡献技术服务费，基本管理费待经营稳定后可以达到 45-55 万元，绩效管理费方差较大，视具体情况而定，核心城市的成熟项目可达到 20 万元左右，疫情下这部分可忽略。

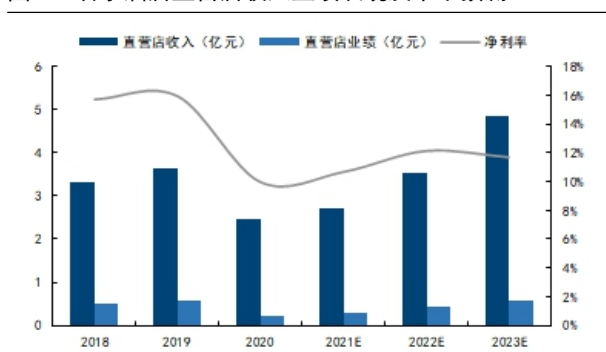
表9：君亭系单店贡献测算

分类	成熟期直营店	委托管理项目
收入	根据区域、客房规模不等，年收入可能 1000-4000 多万量级	开业首年，设计、技术服务等前期费用 70-90 万+ 基本管理费 20-25 万元 开业后，基本管理费 45-55 万，奖励管理费根据 GOP 提成，0-30 万不等
业绩	净利润可能 300-1000 多万不等	除前期一次性收益 40-70 万不等外，每年需看经营情况。
净利率	15-20%+	毛利率通常较高，70-90%，净利率需兼顾平台费用。

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理估算

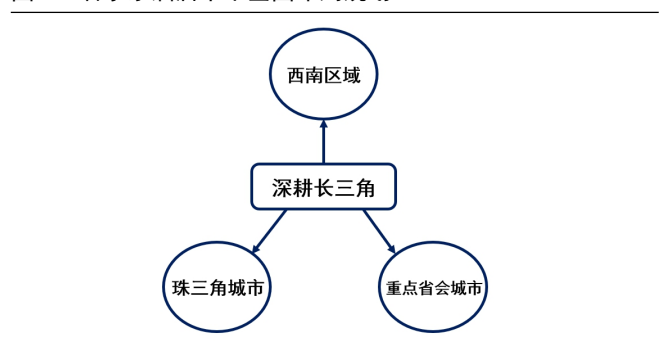
直营业务过往经营良好，构筑基本盘。结合前文，公司原有君亭酒店虽体量不大，但稳扎稳打下，公司直营门店经营绝大多数表现优良，其核心直营店多位于长三角良好区域，经营良好，疫情下仍表现一定的抗压性。未来伴随疫情企稳，加上其中 5-6 个培育成长期项目盈利的逐步释放，我们预计其未来有望继续贡献良好的收入和业绩表现（2023 年假设疫情不再反复，整体预计有望超过 2019 年），从而构筑公司盈利基本盘。

图 27：君亭酒店直营店收入业绩表现及未来预测



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

图 28：君亭系酒店未来全国布局规划



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

轻重结合，上市成功后君亭连锁扩张有望显著提速。君亭前期聚焦酒店直营业务，单店盈利突出，但重资产模式和融资渠道单一使其规模扩张发展严重受阻。疫情之下，公司成功逆势融资，品牌知名度进一步提升，为后续发展奠定良好基础。2018-2020 君亭系每年仅有 1 家直营酒店新开业，但结合 Wind 公司公开投资者交流日志资料，公司预计未来几年将保持每年 3-5 家直营店的新开店速度，有助于继续扩大公司成长基本盘（虽短期可能有一定开办费用影响）。同时上市后，公司依托君亭系品牌效应扩大，其委托管理扩张有望显著加速。公司未来将采取区

域矩阵式向全国范围扩张，深耕长三角，现已拓展至西南区域，同时也积极寻求珠三角、重点省会城市的发展机遇。依托多年品牌沉淀和上市后效应，结合轻资产扩张特点，我们预计公司未来委托管理扩张速度正常有望明显超过直营店扩张速度，为公司成长提供支撑。

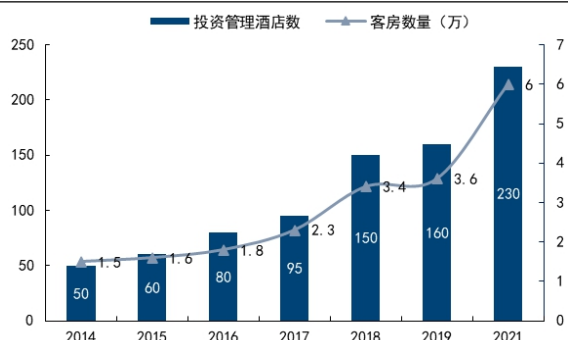
品牌矩阵持续丰富，有助于多元化扩张。公司除了经典君亭产品以外，还包括 Pagoda 和夜泊品牌。Pagoda 定位较君亭更加高端，是公司异地扩张的旗舰项目，也是后续为君亭酒店进一步升级提前布局（应对核心区域租金上涨压力），并可进一步丰富产品，多元扩张。夜泊产品更偏休闲度假，相对更加非标，客房量可较多元，未来不排除进一步与文旅项目合作或景区周边拓展发展。

借鉴华住、锦江等加盟模式，公司轻资产扩张不排除未来有进一步加速的可能，但有赖模型进一步标准化和平台支持。在既有委托管理扩张下（允许产品一定的差异化个性化，但对管理团队提出较高要求），公司依托君亭品牌多年沉淀和口碑积累，未来依托模型的标准化，平台会员体系的完善，还可能进一步推广加盟模式扩张（收费模式更接近现有中端品牌），从而规模扩张有望进一步提速。结合我们此前对酒店行业的跟踪，厚积薄发、管理优良的品牌，在其加速轻资产扩张中，多年沉淀的品牌通常可能迎来阶段良好的势能释放。但考虑此前君亭品牌的定位和管理差异，这对其模型标准化和会员、系统等平台支持也提出较高要求，同时疫情反复也可能影响上述探索节奏。因此具体公司上述这方面的潜在布局仍待进一步跟踪观察和明确。

君澜系：积极打造中国高端度假第一品牌，疫后复苏弹性可期

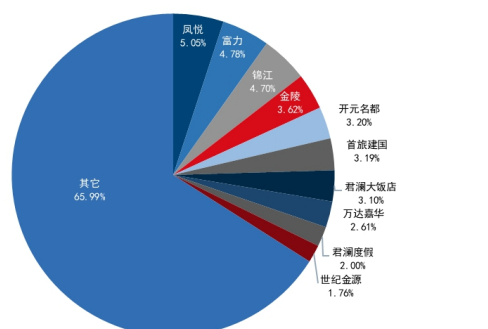
君澜集团立足高端，全国扩张，系本土高端酒店领军者之一。君澜成立于 2007 年，扎根长三角，后全国发展，以轻资产酒店委托管理模式扩张，旗下高端品牌君澜度假定位奢华休闲度假，君澜大饭店定位五星级休闲商务，按盈蝶数据 2020 年两大品牌分别排名国内本土高端酒店品牌第 6 名和第 9 名。2015 年推出中高端品牌景澜，侧重非标生活方式酒店，三大品牌各自定位各有差异。截至 2021 年底，君澜已于全国 23 个省市累计管理超 230 家，客房总数逾 60000 间，据 HOTELS 杂志，其全球排名从 2019 年的 46 位上升至 2020 年的 33 位；度假品牌全球第 4 位，国内第 2 位。根据中国饭店业协会数据，2020 年君澜集团在国内酒店集团排名第 14（参考 2021.1.1 开业客房规模排名）。

图 29：2014-2021 君澜系投资管理酒店数及客房数变化情况



资料来源：君澜资讯，国信证券经济研究所整理

图 30：2020 年中国连锁高端酒店品牌市场份额（按客房数）

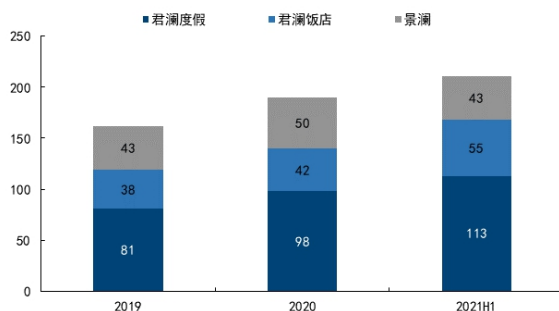


资料来源：中国饭店业协会，盈蝶网，国信证券经济研究所整理
注：客房数据截至 2021 年 1 月 1 日

君澜品牌：致力于打造中国高端度假酒店第一品牌，卡位+产品+流量核心竞争初显。截止 2021 年底，君澜品牌合计管理酒店 180 家左右，以度假酒店为核心特色。结合前文，相对于商务型酒店，度假酒店的季节性突出，不同地域旅游资源和特

点差异，更偏非标，发展相对更依托于点位资源和管理势能。君澜于 2015 年起重点布局国内高端酒店，占据全国度假相关黄金点位，其中包括海南三亚、云南丽江、广西桂林等具有自然禀赋的旅游目的地，同时开拓北上广深、杭州、成都等核心城市周边的优质项目，目前已形成海南、江南、西南、华南和北方优质度假资源的度假板块，在国内度假领域内初步形成了一定的区域卡位优势。未来通过基于度假酒店的一站式度假酒店综合打造，全国范围内多元卡位+会员体系的巩固强化+运营能力的提升，有望带来成长新看点。

图 31：君澜系三大品牌酒店数目（含已签约）



资料来源：君澜资讯，国信证券经济研究所整理

图 32：君澜度假核心优势



资料来源：空间密探、公司官网，国信证券经济研究所整理

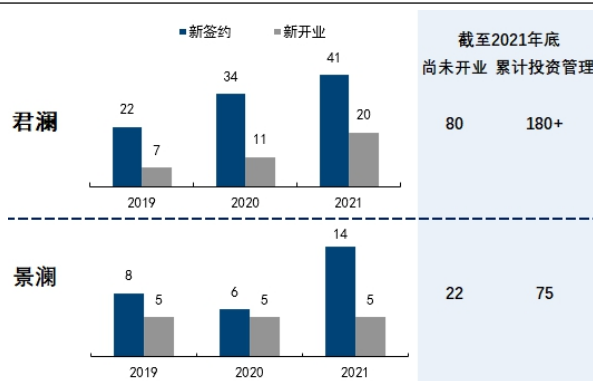
景澜：定位城市生活方式，更偏非标，与君澜和君亭品牌有望差异化发展。景澜酒店投资管理有限公司管理业绩遍及浙江、海南、吉林、福建、四川、河北、山东、贵州、江西、湖南、江苏等 13 个省市，累计投资管理酒店 75 家。

图 33：2021 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，空间秘探等，国信证券经济研究所整理与思考

图 34：君澜和景澜的门店拓展、开业及储备情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

君澜系未来成长，一看并购整合和疫情企稳后规模扩张提速。2019/2020/2021 年君澜+景澜合计新签约酒店 30/40/55 家，新开业酒店 12/16/25 家，签约和开店速度逐步加速，以君澜品牌为主。具体来看，君澜品牌 2019/2020/2021 年新签约委托管理酒店项目 22/34/41 家，新开业酒店 7/11/20 家，截止 2021 年底尚未开业酒店 80 家。景澜品牌 2019/2020/2021 年新签约委托管理酒店项目 8/6/14 家，新开业酒店各 5 家，截止 2021 年底尚未开业的酒店项目合计 22 个。2021 年，君澜新开高端酒店居全国第 4，本土高端酒店第一。2022 年 1 月新签约 7 家，扩张态势强劲。未来伴随君澜系注入君亭，我们预计君澜系未来扩张有望加速。参考公司公告（关注函回复中对未来的预测说明），其预计 2022-2024 年君澜、景澜酒店合计拓展酒店 62/68/74 家。

君澜系未来疫后成长，二看疫情企稳行业复苏后开业酒店占比提升。目前君澜集团 260 家酒店项目中，营业项目占比约 1/3（据公司投资者交流日志），剩余酒店部分因疫情原因暂时停业，或因疫情原因开业节奏延后，且高端酒店本身开业筹备期较长。总体来看，君澜系现有储备项目数量丰富。未来伴随疫情逐步企稳，上述储备酒店逐步恢复营业或新开业，则君澜系本身收入和业绩成长较为可观。

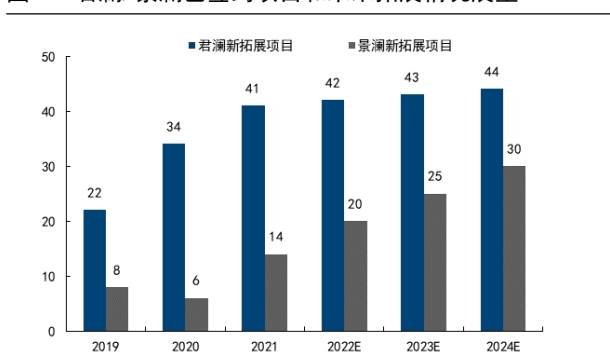
君澜系未来疫后成长，三看行业复苏下管理收费弹性及规模效应提升。君澜系委托管理模式，收费来自品牌使用费+绩效管理费。近两年疫情反复下，酒店经营承压，绩效管理费贡献预计基本可忽略，未来随着疫情企稳酒店经营逐步进入盈利阶段，则绩效管理费有望进一步贡献阶段弹性。此外，在一定阶段，若不考虑其他大额投入的情况下，其总部费用相对稳定，则规模效应下盈利能力或有望进一步提升。

表 10：君澜/景澜委托管理项目收入贡献测算（单店）

阶段	收入来源	君澜（万元）	景澜（万元）
开业当年	技术服务费	50-100	40-80
	基本管理费	40-60	20-30
开业后每年	品牌使用费	按 GOP 提成（2%-3%左右）	
	绩效管理费	10-15	5-10

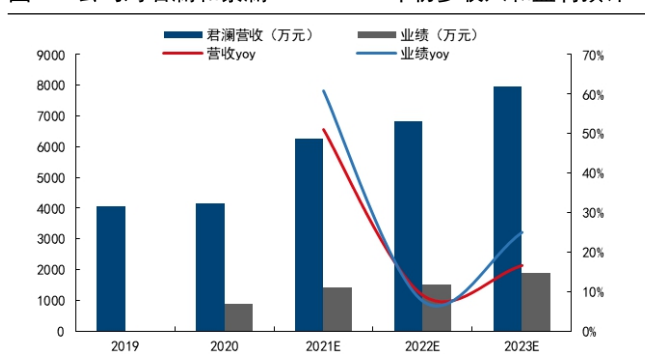
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 35：君澜/景澜已签约项目和未来拓展情况展望



资料来源：公司公告及关注函回复中对后续预测，国信证券经济研究所整理

图 36：公司对君澜和景澜 2021-2023 年初步收入和盈利预计



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新君亭：品牌丰富，模式多元，酒店规模有望迎加速扩张拐点

收购整合助力规模跃升：此前按中国饭店业协会，按 2021 年 1 月 1 日客房规模计算，君亭集团仅排名国内酒店 49 家（主要系直营扩张特点及融资受制），未来收购整合君澜集团后，公司整体客房排名有望提升至国内酒店集团第 13 名，规模较此前提升明显。同时，考虑君澜的规模大于君亭，二者整合后，二者会员体系有望进一步打通，预计或有望达到数百万量级，且上述会员带来 1+1>2 的成效。

品牌矩阵丰富：收购君澜完善产品矩阵，多品牌成长助力规模提速。未来，伴随君澜并购正式落地，新君亭有望形成全面的中高端及高端品牌集群，形成涵盖度假与商旅，全服务和有限服务的中高端多品牌矩阵，其中中高端品牌君亭酒店侧重商旅，景澜打造非标生活，两者定位差异化，共同发展；高端以君澜度假和君澜大饭店为主，Pagoda 君亭是君亭向上，夜泊君亭小而精（房量要求不高），定位休闲非标。品牌矩阵的全面丰富为公司后续规模扩张提速奠定有效的产品基础。

图 37：收购后，君亭形成覆盖高端、中高端的多品牌矩阵



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

我们认为，公司存量直营业务稳健优良，构筑基本盘。未来成长，一看规模扩张尤其轻资产扩张有望提速；二是行业复苏后，君澜系开业酒店占比提升，有望助力营收和业绩增长；三是立足上市平台支持，公司未来中长线仍不排除潜在进一步外延收购预期；四是轻资产扩张提升、规模效应加速有望带来中线盈利中枢提升，且行业复苏时，GOP 提成带来奖励绩效弹性也有望有一定体现。

图 38：整合后新君亭未来成长看点

并购整合后新君亭未来成长看点	
规模扩张	君亭系
	直营店扩张每年3-5家
	委托管理扩张
	模型标准化后，加盟扩张（或有）
君澜系	多品牌扩张
	预计22-34年每年60-70多家签约
	疫情企稳开业酒店占比增加
其他	上市后其他进一步或有外延预期
业绩提升	规模效应
	规模扩张尤其轻资产加速后，中线盈利能力中枢有望提升
	收费模式
	绩效管理费来自GOP提成，行业景气较高时有一定弹性

资料来源：公司公告，空间秘探等，国信证券经济研究所整理

一是厚积薄发+上市助力下，公司有望迎规模加速扩张拐点，轻资产扩张有望提速。公司君亭和君澜品牌均发展多年，在行业形成了良好的口碑优势，管理团队深谙酒店专业管理，过往君亭直营店优良表现也验证管理团队实力。过往因直营扩张模式和融资受限制约发展速度。去年 9 月公司顺利上市后，公司今年初即公告收购君澜，品牌矩阵有望互补，规模扩容，立足上市平台支持，加之未来有望轻重结合扩张，公司未来规模扩张有望提速。

具体来看，君亭预计每年新拓展直营 3-5 家店，其委托管理轻资产扩张有望更高；

君澜系参考此前关注函中对未来业绩的预测说明，预计未来3年每年有望展店60-70多家，再兼顾Pagoda、夜泊等品牌扩张贡献，我们预计公司未来整体或有望达到每年新签约门店100家上下的水平（实际需兼顾疫情影响）。**综合来看，基于2021年底假设合并后门店规模，考虑疫情今年Q2后逐步企稳恢复，公司未来2-3年酒店门店总规模（含签约）有望实现20-30%+的复合增速。**需要说明的是，考虑从签约到实际开业存有时滞，中高端和高端酒店筹备其可能高于中低端酒店，疫情反复还可能影响开业节奏，因此实际开业节奏一般可能滞后，且需要兼顾疫情及区域情况。

二是结合前文，由于目前君澜系仅开业不及1/3（疫情下暂停营业、开业节奏推迟等因素影响），未来伴随疫情企稳，开业节奏预计有望加速，有望助力收入和业绩提升。如下表所示，近两年因疫情反复君澜虽项目扩张但收入受制。如果2023年或2024年君澜在手130个合同全部开业推出（具体需要看近两年疫情恢复节奏及项目进展），参考接近2019年的单体基本管理费贡献及效率管理费占比假设，则其收入乐观可以到1.41亿，有望较2021年增125%，在无其他额外较大投入下对应业绩可达0.41-0.56亿元，较2021年有望增2-3倍。

表11：君澜酒店过往收入拆解情况以及2023-2024年可能展望（不含景澜）

	2019	2020	2021	2023-2024 估计
新开业项目	7	11	20	40
基本管理费项目	34	36	57	130
前期技术服务收入	548	825	1609	1300
基本管理收入	2132	1879	2631	7800
单体项目贡献	62.71	52.21	46.16	60.00
品牌使用收入	156.98	126.87	183.97	546
占基本管理费%	7%	7%	7%	7%
效益管理收入	453.88	125.77	115.17	1638
占基本管理费%	21%	7%	4%	21%
项目人员收入	271.76	312.94	544.27	1014
占基本管理费%	13%	17%	21%	13%
电商服务收入	105.99	62.52	187.56	390
占基本管理费%	5%	3%	7%	5%
君澜主营业务收入合计	3668.92	3333.04	5271.66	12688
君澜收入合计	4050.87	4151.45	6265.12	14098

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

此外，公司未来若推出新的更标准模板，或加速君亭等成熟品牌单店模型标准化，开启类似华住、锦江等加盟扩张模式，依托公司多年沉淀的口碑效应，其规模也可能阶段进一步加速，但上述扩张有赖于公司整体综合平台打造，受制于疫情等，目前节奏仍待明确。

三是依托上市平台支持，借助疫情两年多持续反复后可能的行业整合机会，君亭未来还不排除进一步进行并购外延扩张，以实现区域品牌更多元化互补和规模进一步约束，当然具体仍需跟踪相关节奏。

四看轻资产+规模效应提升助力盈利中枢提升，兼顾收费模式弹性。一方面，君澜系以轻资产扩张为主，而原君亭系未来轻资产扩张也有望提速，未来伴随轻资产扩张占比提高，以及规模效应开始有所显现，有望带来公司中线盈利中枢提升。另一方面，结合公司业务模式特点，奖励管理收费在行业景气较高时有望带来一定业绩弹性。君亭的委托管理模式，门店后续的收入贡献来自品牌使用费用+根据GOP提成的奖励管理费，当门店经营逐步成熟进入盈利周期时。其业绩弹性更可观。尤其考虑近两年疫情影响，公司委托管理门店多数经营难免承压，可能

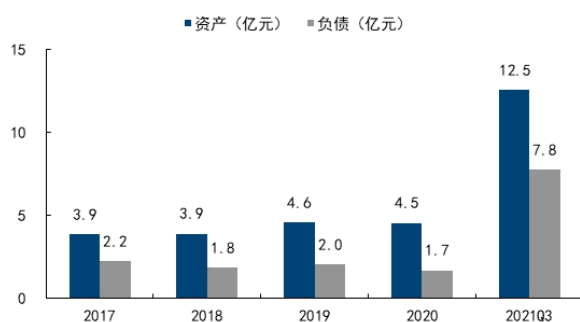
较难达到奖励管理收费标准。随着疫情的恢复以及门店培育成熟盈利开始释放，在成本可控的情况下，奖励管理费也可带来一定的业绩弹性。

财务分析：资本结构良好，小而美下 ROE 较高

资产负债：资本结构良好，偿债能力有保障

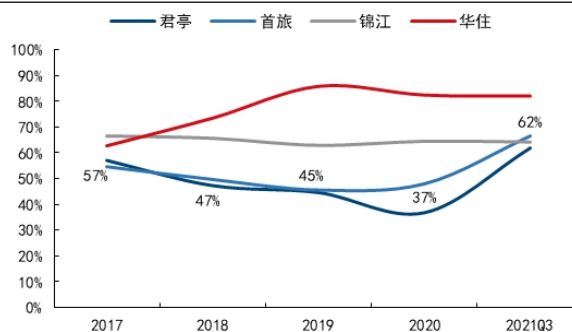
2017-2020 年公司资产规模有所上升，主要系 2019 年上海别院合并交易新增商誉，总体保持平稳；负债规模由于还款及时和新开店速度稳健逐步缩小，且以经营性负债为主，无有息负债；资产负债率持续下降，2020 年资产负债率为 37%，低于国内酒店龙头，资本结构良好。同时，公司流动比率均大于 1，保持较高水平，且经营活动现金流保持为正，疫情前有增长，截至 2021Q3 现金储备近 3 亿，短期偿债能力有保障。2021 年公司上市融资，并执行新租赁准则，导致 Q3 资产和负债规模显著提升。

图 39：公司资产负债规模



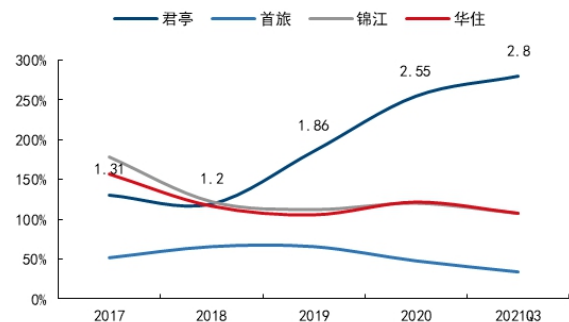
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 40：公司资产负债率同业对比



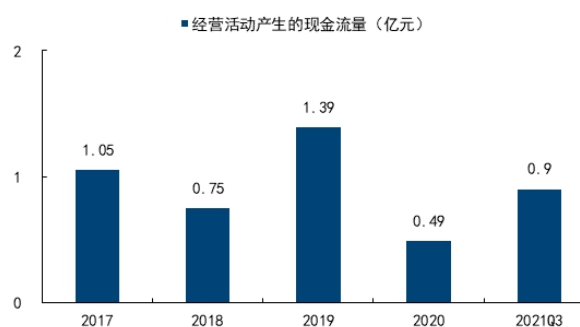
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 41：公司流动比率同业对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 42：公司经营活动产生的现金流情况

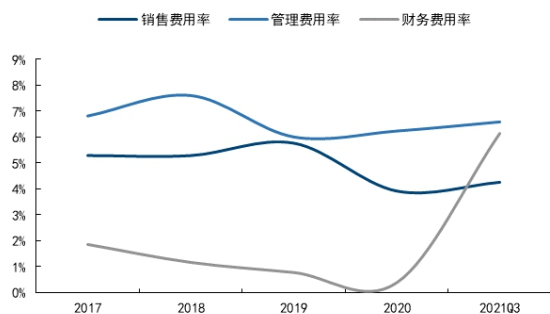


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

盈利能力：费用控制有效，ROE 优于同业

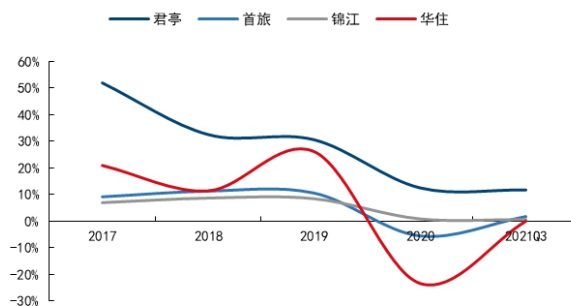
2017-2020 年公司三大费用均得以有效控制，其中销售费用率下降至 4% 左右，管理费用控制在 6%-8% 之间，财务费用逐年下降。同时，疫情前（2017-2019 年）公司 ROE 达 51.82%/32.51%/30.58%，远高于国内酒店龙头，盈利水平良好。

图 43: 公司三大费用率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 44: 公司 ROE 同业对比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

本次收购预计带来部分商誉，但预计相对可控

公司本次收购君澜集团预计会形成一定商誉。根据 2021 年 9 月 30 日数据测算，公司预计本次收购产生商誉 7,945.28 万元，占上市公司模拟合并报表总资产的比例为 6.00%，该测算尚未对浙江君澜和景澜酒店的客户关系进行评估，未考虑过渡期损益，收购完成时实际形成的商誉预计低于该金额，总体来看我们预计相对可控。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

原君亭系：开店假设：考虑到上市后君亭系品牌效应的强化助力扩张提速，我们假设 2021-2023 年直营门店分别新增 0、4、5 家，委托管理酒店分别新增 6、21、36 家；**RevPAR 假设：**结合精准科学的防疫政策及新版诊疗方案对防控压力的缓解，预计随疫情逐步企稳出行限制有望渐进放开，我们假设 2021-2023 年 RevPAR 分别恢复至 2019 年的 72%、81%、96%。在此基础上，初步预计 21-23 年原居亭分部将实现营业收入 2.84、3.66、5.31 亿元，分别同比增长 11%、29%、45%。**成本费用假设：**考虑到租金、折摊、人工等相对刚性，毛利率随收入端改善而有望提升，假设 21-23 年分别为 31%、35%、36%。综合来看，我们预计 21-23 年原居亭归母净利润有望实现 3573.74、6091.99、9994.59 万元，同比增长 2%、70%、64%。

君澜系：我们假设收购君澜系今年上半年完成并表。结合疫后国内高端度假市场迎来新发展机遇、君澜致力打造中国度假第一品牌的目标、以及其丰富的轻资产项目储备，我们假设君澜 21-23 年分别新开业 20、31、45 家，景澜分别新开业 5、23、36 家，对应收入假设如下。

表 12：君亭业务拆分

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
原君亭						
直营门店（家）	15	16	17	17	21	26
委托管理门店（家）	15	23	27	33	54	90
RevPAR（元）	278	287	183	206	234	275
较 2019 年恢复				72%	81%	96%
住宿服务	263.1	290.0	180.8	204.3	264.7	380.7
餐饮服务	31.8	33.6	22.4	25.5	32.6	44.1
其它配套服务	36.6	43.2	38.0	40.9	43.9	57.1
直营收入（百万元）	331.6	366.8	241.2	270.7	341.2	482.0
委托管理收入（百万元）	9.6	14.9	14.8	13.4	24.9	48.7
营业收入（百万元）	341.2	381.6	256.0	284.1	366.1	530.7
增速/yoy	6%	12%	-33%	11%	29%	45%
毛利率	35%	35%	25%	31%	35%	36%
归母业绩（百万元）	60.2	72.3	35.1	35.7	60.9	99.9
增速/yoy	1%	20%	-51%	2%	70%	64%
君澜系						
君澜已签约项目		119	153	194	245	320
君澜开业门店（家）		24	35	55	86	126
景澜已签约项目		43	49	63	89	134
景澜开业门店（家）		10	15	20	43	79
并表营业收入（百万元）					68.8	124.0
合计						
门店（家）		73	94	125	204	321
营业收入（百万元）	341.2	381.6	256.0	284.1	434.9	654.7
增速/yoy	6%	12%	-33%	11%	53%	51%
归母业绩（百万元）	60.2	72.3	35.1	35.8	76.2	132.6
增速/yoy	1%	20%	-52%	2%	113%	74%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测 注：截止 2022 年 3 月，公司正在办理君澜系股权交割及商标过户手续，假设君澜 2022 年上半年完成并表。

未来 3 年业绩预测简表

表13: 未来 3 年盈利预测表

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	256	284	435	655
营业成本	192	203	289	422
销售费用	10	9	13	20
管理费用	16	15	22	32
财务费用	1	16	20	23
营业利润	39	42	91	159
利润总额	42	43	92	160
归属于母公司净利润	35	36	76	133
EPS	0.44	0.44	0.95	1.65
ROE	12%	7%	14%	20%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 21-23 年收入分别为 284.1、434.9、654.7 百万元, 营收年增速分别为 11.0%、53.1%、50.5%; 归属母公司净利润 35.8、76.2、132.6 百万元, 利润年增速分别为 2.0%、113.1%、73.9%; 每股收益 21-23 年分别为 0.44、0.95、1.66 元。此前原预计 2021-2023EPS 为 0.45/1.05/1.55 元, 最新盈利预测对 2021 和 2022 年下修, 主要疫情影响尤其今年一季度疫情反复影响, REVPAR 假设下修, 2023 年则结合最新跟踪, 略上修公司 2023 年开店计划和君澜业绩贡献。

盈利预测的敏感性分析

乐观假设: 2022、2023 年 RevPAR 恢复至 2019 年的 87%、105%, 原君亭系开店开店 41、60 家, 君澜系净增开业门店 60、88 家, 基本费用接近 2019 年水平, 不进行额外较大投入; 悲观假设: 2022、2023 年 RevPAR 恢复至 2019 年的 76%、92%, 原君亭系新开业开店 25、38 家, 君澜系净增开业门店 41、58 家等, 费用率稳定。

表14: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
乐观预测					
营业收入(百万元)	382	256	287	454	707
(+/-%)	11.9%	-32.9%	12.1%	58.4%	55.6%
净利润(百万元)	72	35	45	109	188
(+/-%)	20.0%	-51.5%	28.6%	142.2%	72.8%
摊薄 EPS	1.20	0.44	0.56	1.35	2.33
中性预测					
营业收入(百万元)	382	256	284	435	655
(+/-%)	11.9%	-32.9%	11.0%	53.1%	50.5%
净利润(百万元)	72	35	36	76	133
(+/-%)	20.0%	-51.5%	2.0%	113.1%	73.9%
摊薄 EPS(元)	1.20	0.44	0.44	0.95	1.65
悲观的预测					
营业收入(百万元)	382	256	281	416	605
(+/-%)	11.9%	-32.9%	9.9%	47.8%	45.5%
净利润(百万元)	72	35	16	46	84
(+/-%)	20.0%	-51.5%	-53.1%	181.3%	81.9%
摊薄 EPS	1.20	0.44	0.20	0.57	1.04
总股本(百万股)	60	81	81	81	81

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：63.8-67.9 元

结合前述，随上市后品牌效应强化、疫情逐步企稳，预计原君亭系直营店、委托管理项目及君澜系轻资产项目的开业节奏有望加速，且随新店逐步爬坡，单店盈利弹性有望显现，未来 5 年估值假设条件见下表：

表 15：公司盈利预测假设条件（%）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	5.97%	11.87%	-32.91%	10.96%	53.10%	50.53%	30.00%	26.00%
营业成本/营业收入	65.06%	65.14%	74.86%	71.50%	66.40%	64.40%	64.00%	64.00%
管理费用/营业收入	7.53%	5.92%	6.01%	5.25%	5.10%	4.80%	4.10%	4.00%
销售费用/销售收入	5.27%	5.72%	3.95%	3.20%	3.10%	3.00%	2.90%	2.90%
营业税及附加/营业收入	0.46%	0.35%	0.34%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
所得税税率	24.82%	22.28%	20.33%	20.70%	21.50%	21.50%	22.00%	23.00%
股利分配比率	31.93%	31.71%	3.02%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所预测

表 16：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.94	T	25.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.61%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.06
公司股价（元）	58.71	Ke	9.39%
发行在外股数（百万）	81	E/(D+E)	86.18%
股票市值（E，百万元）	4729	D/(D+E)	13.82%
债务总额（D，百万元）	758	WACC	8.64%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE、EVA 估值方法，我们得出公司绝对估值价值区间为 63.8-67.9 元。

表 17：君亭酒店 FCFE 估值表

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
FCFF	9.8	26.4	193.2	167.9	220.8
(利息费用-利息收入)*(1-t)	-12.4	-15.4	-18.0	-17.6	-15.8
长期贷款的增加/(减少)	690.0	120.0	60.0	0.0	0.0
循环贷款的增加(减少)	68.0	-18.0	50.0	0.0	100.0
FCFE	755.4	112.9	285.2	150.3	304.9
PV(FCFE)	690.5	94.4	217.9	105.0	194.7
股票价值	5,469.0				
每股价值	67.90				

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表18: FCFF 相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.0%	9.2%	9.39%	9.6%	9.8%
永续 增长 率变 化	2.4%	75.05	72.62	70.33	68.18	66.15
	2.2%	73.60	71.28	69.09	67.02	65.06
	2.0%	72.24	70.01	67.90	65.92	64.04
	1.8%	70.95	68.81	66.79	64.87	63.06
	1.6%	69.72	67.67	65.72	63.88	62.13

资料来源：国信证券经济研究所分析

表19: EVA 相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.2%	8.4%	8.64%	8.8%	9.0%
永续 增长 率变 化	2.4%	72.65	69.63	66.82	64.19	61.72
	2.2%	70.83	67.97	65.29	62.77	60.41
	2.0%	69.13	66.40	63.84	61.44	59.18
	1.8%	67.54	64.93	62.48	60.18	58.01
	1.6%	66.04	63.55	61.20	58.99	56.91

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：62.7-65.9 元

以布局中高端市场的三大集团锦江酒店、华住集团、首旅酒店作为可比公司，2022、2023 年 PE 均值分别为 44x、26x，公司目前 2023 年估值相对不低。但公司在规模、所处发展阶段及模式等方面与上述均有差异：

- 1) 此前直营为主的发展模式及融资渠道单一，制约发展速度，公司规模体量不大，与轻资产为主、经济型及中端为基本盘的三大集团不在一个规模量级，但稳扎稳打下存量直营业务盈利优良；
- 2) 立足当下，公司依托上市平台支持，并购助力，规模扩张有望迎来拐点，公司未来总门店规模有望实现 20-30%+的复合增速，轻资产扩张主导下收入和业绩增长或有望更高。同时，直营与委托管理店的盈利弹性随行业复苏也有望逐步体现。

表20: 可比公司规模与盈利

公司	截止 2021Q3 门店数	19 年酒店归母净利润率
君亭酒店	47	18.9%
锦江酒店	10195	7.0%
华住	7466	13.9%
首旅酒店	5455	11.2%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

3) 具体到估值，从 PEG 看公司低于 1.5x 行业均值；从 PE 看参考 A 股其他酒店龙头历史动态估值区间大约为 20-45x，周期复苏拐点向上时的上行期估值 35-45x。此外，从华住上市成长期的估值来看（剔除 2010 年上市第一年及世博会影响），其 2011-2012 年 PE（TTM）估值在 30-50x 之间，中值 40x 左右，早期基于其成长也会给予一定的估值溢价考虑。

4) 考虑到小而美中高端龙头所处细分行业机遇及自身的高成长性，以 2023 年假

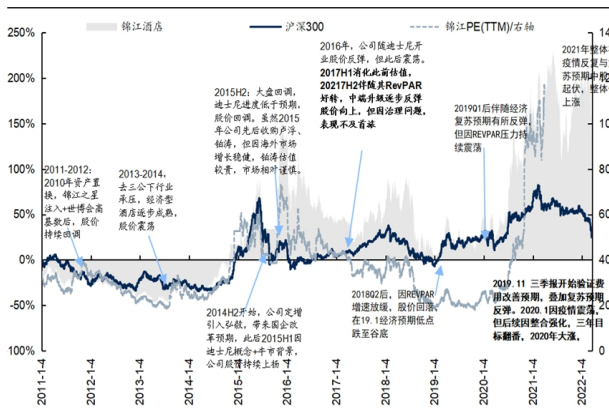
设相对不受疫情扰动下的业绩为基础, 给予其 2023 年 38-40 倍 PE 估值, 对应合理价格在 62.70-65.86 元。

表 21: 同类公司估值比较

公司代码	公司名称	收盘价 3月18日	总市值 (百万元)	EPS 2021E	EPS 2022E	EPS 2023E	PE 2021E	PE 2022E	PE 2023E	PEG 2021
301073.SZ	君亭酒店	58.71	4,729	0.44	0.95	1.65	132	62	36	1.4
同类公司:										
600754.SH	锦江酒店	51.81	55,439	0.06	1.17	1.93	839	44	27	1.8
HTHT.O	华住	32.65	67,957	0.11	0.42	0.73	186	49	28	1.2
600258.SH	首旅酒店	24.99	28,023	0.05	0.67	1.04	521	37	24	1.4
均值							515	44	26	1.5

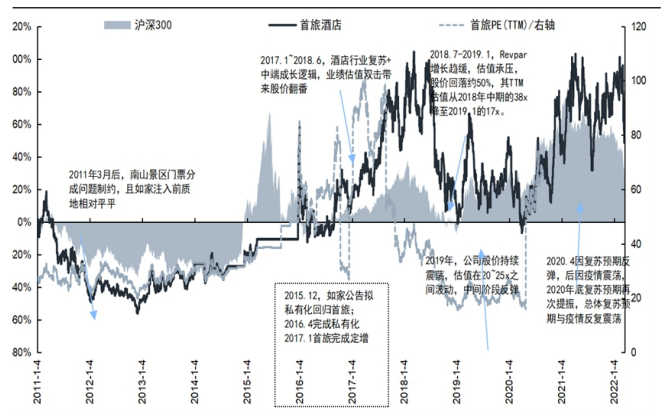
资料来源: WIND, Bloomberg, 国信证券经济研究所预测 (华住收盘价单位为 USD, 其余单位均为人民币; 可比公司预期 EPS 来自业绩快报公告或国信证券经济研究所预测)

图 45: 锦江酒店股价和估值复盘



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 46: 首旅酒店股价和估值复盘



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 47: 华住酒店早期估值情况 (2011-2012)



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 62.7-67.9 元之间,相对于公司目前股价有 6.8%-15.6%溢价空间。作为小而美的中高端酒店龙头,公司立足上市平台、协同君澜多元模式并进,随疫情企稳规模有望迎加速扩张拐点,未来五年内生外延皆有看点,维持“增持”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在63.8-67.9元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.5%、风险溢价6.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来10年后公司TV增长率为2%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取三大酒店集团作为可比公司,参考行业不同阶段对应PE区间及2021年PEG,同时考虑公司基于小而美的多成长看点,最终给予公司21年38-40倍PE估值,可能存在估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 结合开店规划与疫情企稳假设,我们预计公司未来3年收入增长11%/58%/48%,可能对公司内生外延门店扩张及经营恢复偏乐观、进而高估未来3年业绩。
- ◆ 基于部分成本刚性,我们预计随客流逐步恢复,公司未来3年毛利分别为28%/34%/35%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 如果公司未来平台和系统建设投入节奏过快,可能导致期间费率高于我们此前预计。
- ◆ 公司拟收购浙江君澜与景澜,我们预计在今年上半年内完成并表,若并购重组进度不及预期,存在未来几年业绩高估的风险;也存在标的公司盈利不及预期,从而存在高估未来3年业绩的风险。

经营风险

展店风险:若疫情企稳节奏低于预期,存在签约项目流失或继续推迟开业,以及未如期扩张门店的风险;优质物业资源获取难度加大风险

门店运营风险:新店爬坡期进一步延长,抗风险能力不足等;优质人才储备不足、品质把控不及预期、项目选址失误等风险;直营酒店租约到期风险;新品牌打造不及预期;部分直营门店经营期限长但尚未进行二次装修改造。

外延扩张风险:收购完成后的资源整合进展与效果不及预期,上市公司和标的公司的协同效应未能充分发挥;后续外延扩张节奏可能低于预期;系统平台建设及管理能力和扩张可能低于预期,落后规模扩张速度;

竞争加剧风险：国内中高端、高端酒店竞争格局未完全确定，随国内外大小集团入局高端酒店市场，存在行业竞争加剧、区域品牌发展可能受制的风险。

高管变动风险：创始人等核心高管团队因退休等原因发生变动的风险。

财务风险

商誉减值风险：公司公告预计收购君澜系将形成 7945.28 万元的商誉，可能存在一定的减值风险。

其它风险

大规模传染疫情持续、宏观经济波动或下行会对公司业绩产生较大的影响。

估值受市场情绪影响波动较大等风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	94	106	1042	995	1245	营业收入	382	256	284	435	655
应收款项	48	47	51	79	17	营业成本	249	192	203	289	422
存货净额	1	1	1	1	100	营业税金及附加	1	1	1	2	2
其他流动资产	52	51	56	86	4	销售费用	22	10	9	13	20
流动资产合计	196	204	1150	1161	1365	管理费用	23	16	15	22	32
固定资产	19	8	37	73	107	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	2	2	3	4	5	财务费用	3	1	16	20	23
投资性房地产	239	238	238	238	238	投资收益	5	1	1	2	2
长期股权投资	0	0	0	140	140	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	456	452	1427	1616	1855	其他收入	4	1	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	0	0	68	50	100	营业利润	92	39	42	91	159
应付款项	23	20	22	31	31	营业外净收支	2	3	1	1	1
其他流动负债	82	60	63	90	131	利润总额	94	42	43	92	160
流动负债合计	105	80	153	171	262	所得税费用	21	8	9	20	34
长期借款及应付债券	0	0	690	810	870	少数股东损益	1	(2)	(2)	(4)	(7)
其他长期负债	98	86	86	86	86	归属于母公司净利润	72	35	36	76	133
长期负债合计	98	86	776	896	956	现金流量表（百万元）					
负债合计	204	167	929	1067	1219	净利润	72	35	36	76	133
少数股东权益	(8)	(11)	(12)	(15)	(20)	资产减值准备	(2)	0	0	0	0
股东权益	261	296	510	563	656	折旧摊销	4	4	2	4	6
负债和股东权益总计	456	452	1427	1616	1855	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	3	1	16	20	23
每股收益	1.20	0.44	0.44	0.95	1.65	营运资本变动	18	(33)	(5)	(22)	87
每股红利	0.38	0.01	0.13	0.28	0.49	其它	3	(2)	(1)	(3)	(5)
每股净资产	4.32	3.67	6.33	6.99	8.15	经营活动现金流	95	4	31	55	221
ROIC	29%	11%	14%	22%	32%	资本开支	0	8	(31)	(41)	(41)
ROE	28%	12%	7%	14%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	35%	25%	29%	34%	36%	投资活动现金流	0	8	(31)	(181)	(41)
EBIT Margin	23%	15%	20%	25%	27%	权益性融资	0	0	189	0	0
EBITDA Margin	24%	16%	20%	26%	28%	负债净变化	0	0	690	120	60
收入增长	12%	-33%	11%	53%	51%	支付股利、利息	(23)	(1)	(11)	(23)	(40)
净利润增长率	20%	-51%	2%	113%	74%	其它融资现金流	5	1	68	(18)	50
资产负债率	43%	35%	64%	65%	65%	融资活动现金流	(41)	(1)	936	79	70
息率	0.5%	0.0%	0.2%	0.5%	0.8%	现金净变动	55	11	936	(47)	250
P/E	49.1	134.8	132.2	62.0	35.7	货币资金的期初余额	40	94	106	1042	995
P/B	13.6	16.0	9.3	8.4	7.2	货币资金的期末余额	94	106	1042	995	1245
EV/EBITDA	41.3	119.1	98.3	51.5	32.0	企业自由现金流	0	9	10	26	193
						权益自由现金流	0	10	755	113	285

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032