

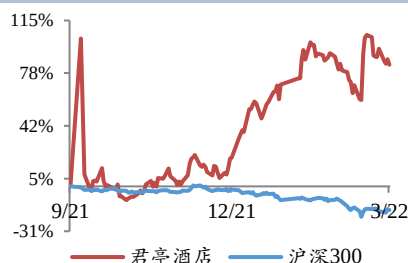
深耕中高端精选酒店，并购君澜实现跨越式发展

投资评级：增持（首次）

报告日期：2022-04-01

收盘价（元）	52.80
近 12 个月最高/最低（元）	58.71/25.91
总股本（百万股）	81
流通股本（百万股）	20
流通股比例（%）	25.00
总市值（亿元）	43
流通市值（亿元）	11

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 短期：疫情催化行业整合，本土品牌发展迎来新契机

疫情加速行业格局分化：（1）连锁化进程加快：受疫情影响，单体酒店由于缺乏成熟的管理体系、会员流量和集约化运营支持面临经营危机，进而寻求连锁化。截至 2020 年末，我国连锁化率为 31.5%（+6.6pct，2016~2019 连锁化率平均年增长 2.3pct），对标全球平均连锁化率（41.9%）和美国连锁化率（72.9%），还有提升空间。**（2）本土品牌迎来发展新机遇：**疫情导致国际客流被切断，内循环背景下，国内消费者文化自信增强，地产进入存量时代（2015~2021 房地产投资完成额 CAGR 为 8.1%，2000~2015CAGR 为 23.7%），国外品牌拿地优势淡化，叠加本土品牌不断优化产品模型，有望得到快速发展。

● 中长期：供需双向推动结构升级，需求细化催生中高端多元化

（1）中高端酒店数量：从需求端来看，旅游需求和商务需求是酒店业的主要需求，由于消费升级和出行频率增加（2014-2019 年旅游人数 CAGR 为 10.71%，国内人均单次旅游花费从 2014 年的 839.7 元提升到 2019 年的 953.3 元），旅游消费者对中高端酒店需求增加；由于差旅费用调整，商务消费者对中高端酒店偏好增加，2020 年选择中高端型酒店的商旅消费者占比 61.1%（+3.4pct）；从供给端看，酒店方为了缓解经济型酒店房价上涨不及成本而带来利润收窄的压力，加速经济型向中高端转型升级。从中长期来看，酒店档次结构和人口收入结构相匹配，截至 2020 年末，中国中端酒店占比（32%）低于中国中产阶级占比（46%），中端酒店仍有较大的发展空间。**（2）中高端酒店类型：**在消费升级、新兴消费群体崛起、疫情影响等多重因素共同作用下，消费需求分化，酒店集团精准定位核心消费者推出个性化酒店，增强品牌黏性。截至 2020 年末，多元化主题酒店占比达 66.3%。

● 君亭：BAS 模式打造核心优势，以长三角为中心向全国拓展

公司以直营为主，深耕长三角地区一、二线城市核心商区和度假区，打造中高端 BAS 精选服务模式，通过差异化产品和高附加值服务，获得更高的产品溢价能力，带动公司 RevPAR 高于其他中高端酒店 20%~30%，提高单店盈利能力，提升品牌竞争力，并借助委托管理模式进行轻资产扩张。公司在垒高长三角地区护城河的同时，进行模式复制，向西南市场、珠三角市场以及其他省会城市进行拓展。

● 君澜：并购融合发挥协同效应，把握高端度假机遇加速扩张

（1）协同效应：根据盈蝶咨询数据，公司收购君澜、景澜后，客房数量从 2020 年末的 6345 间迅速提升至 39760 间，酒店数量从 2020 年年末的 45 家提升至 170 家，规模排名有望从 49 名上升至 13 名。君亭和君澜品牌同根同源，整合有望顺利进行，品牌矩阵进一步完善，借助君澜酒店在全国的品牌优势，君亭品牌加速拓展可期。**（2）深耕度假酒店：**

疫情影响下，高端度假消费回流，短时短途、高频、日常化旅游成为中高收入阶层的主流选择。君澜集团深耕高端度假市场，布局黄金景区以及核心城市近郊旅游区，打造“四南一北”度假板块，形成卡位优势，并通过具有独特基因的产品满足消费者的需求，积累品牌势能，进行快速扩张。截至 2021H1，君澜度假品牌 113 家，占君澜集团酒店数量 53.6%。预计 2022~2024，君澜、景澜新签署酒店数量分别为 42、43、44，20、25、30。

● 投资建议

公司定位中高端精选酒店，深耕长三角核心区域，通过差异化产品和高附加值服务提升盈利能力，塑造品牌影响力，进而利用委托管理模式进行轻资产扩张。从短期来看，公司以直营为主，行业复苏周期，能够释放较大的业绩弹性；君澜集团以高端度假酒店为主，疫情影响转淡后，修复弹性更大。从长期看，在行业连锁化率提升，中高端酒店升级、多样化，本土高端品牌迎来发展契机的背景下，公司有望借助君亭、君澜品牌影响力，进一步拓展，提升市场份额。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.46、0.80、1.24 元/股，对应当前股价 PE 分别为 116、66、43 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

局部地区疫情反复；拓店速度不及预期；并购整合不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	256	291	431	619
收入同比 (%)	-32.9%	13.7%	48.0%	43.6%
归属母公司净利润	35	37	64	100
净利润同比 (%)	-51.5%	4.6%	75.1%	55.5%
毛利率 (%)	25.1%	32.2%	34.9%	36.4%
ROE (%)	11.9%	7.0%	11.0%	14.6%
每股收益 (元)	0.58	0.46	0.80	1.24
P/E	91.03	115.98	66.23	42.58
P/B	10.78	8.16	7.26	6.20
EV/EBITDA	39.65	67.26	40.10	27.07

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 聚焦中高端精选服务酒店，优化管理结构.....	6
2 结构升级业态分化，本土品牌有望崛起	9
2.1 供需双向协同共振，中高端酒店成为新趋势	9
2.2 需求分化催生多元业态，精选服务优势凸显	12
2.3 外部催化叠加内涵发展，本土品牌价值显现	14
2.4 疫情加速酒店连锁化，防疫升级提振复苏预期	15
3 差异化经营，凸显竞争优势	19
3.1 位置+产品+服务，筑造品牌竞争力	19
3.2 单店模型+委托管理，盈利能力突出	23
3.3 协议客户+会员体系，客源持续稳定	27
4 内延扩张+外延并购，实现跨越式发展	28
4.1 直营+委托管理，区域矩阵式向全国拓展	29
4.2 并购君澜+景澜，充分发挥协同作用	30
4.3 深耕高端度假，疫情下迎来发展新机遇	33
盈利预测及投资建议：	35
盈利预测	35
投资建议	36
风险提示：	36

图表目录

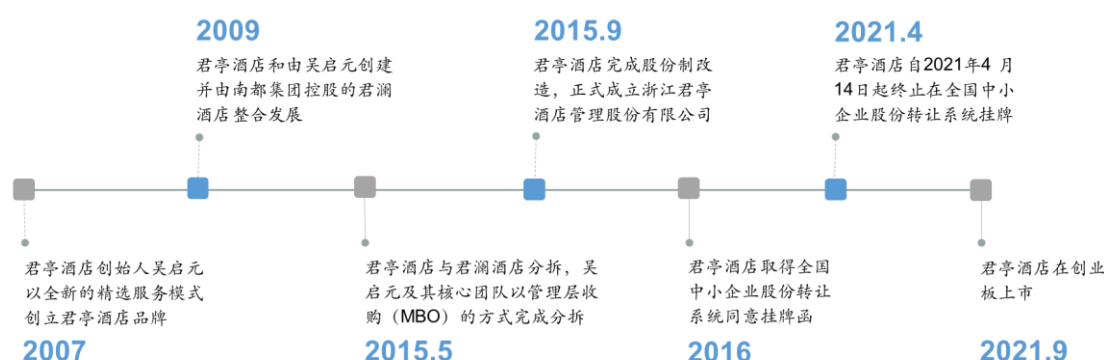
图表 1 公司发展历程	6
图表 2 酒店分布情况 (截至 2021 年末)	6
图表 3 公司股权结构 (截至 2021Q3)	7
图表 4 高管介绍	7
图表 5 职工薪酬体系	8
图表 6 营收及其增速	9
图表 7 归母净利润及其增速	9
图表 8 经济连锁酒店数量	9
图表 9 中高端连锁酒店数量	9
图表 10 国内旅游人数和旅游收入增加	10
图表 11 国内人均单次旅游花费	10
图表 12 中高端酒店预订占比超过一半	10
图表 13 中国商旅支出呈上升趋势	11
图表 14 商旅消费者酒店类型偏好	11
图表 15 酒店成本费用占比	11
图表 16 房价增速不及租金及薪酬增速	11
图表 17 中国收入结构&酒店结构	12
图表 18 中国酒店业消费人群细化	12
图表 19 需求分化驱动酒店多元化	13
图表 20 各酒店开拓多元化品牌	13
图表 21 2020 年主题酒店分布占比	14
图表 22 酒店按提供服务与设施分类	14
图表 23 房地产投资增速放缓	15
图表 24 2021 年酒店开业三大主要途径	15
图表 25 酒店龙头规模不断扩张	16
图表 26 中国酒店连锁化率远低于美国 (2020 年)	16
图表 27 中国连锁酒店客房数量持续增加 (万间)	16
图表 28 连锁化率持续提升	17
图表 29 华住国内酒店 REVPAR 恢复情况 (相比于 2019 年)	17
图表 30 锦江、首旅 REVPAR 恢复情况 (相比于 2019 年)	18
图表 31 我国每百人新冠疫苗接种量	18
图表 32 酒店等级分类	19
图表 33 多层次定位的中高端酒店品牌	19
图表 34 部分酒店地理位置	20
图表 35“PAGODA 君亭”品牌空间设计	20
图表 36 夜泊秦淮君亭酒店部落	21
图表 37 多元化场景	22
图表 38 酒店集团旗下中高端酒店 REVPAR 对比	23
图表 39 酒店集团旗下中高端酒店 ADR 对比	23
图表 40 酒店集团旗下中高端酒店 OCC	23

图表 41 截至 2020 年末酒店集团会员数量对比 (万人)	23
图表 42 委托管理模式营收占比不断提升	24
图表 43 2019 年主要酒店集团直营门店 RevPAR 对比	24
图表 44 2019 年酒店集团直营门店成本占比对比	24
图表 45 2019 年主要酒店集团直营门店毛利率对比	25
图表 46 管理模式对比	25
图表 47 部分君亭酒店收费	26
图表 48 净利率对比	26
图表 49 2020 年直销占比大幅提升	27
图表 50 协议公司占酒店运营收入 39%	27
图表 51 会员权益	28
图表 52 募集资金变更用途	29
图表 53 成都 PAGODA 君亭设计酒店	29
图表 54 门店数量不断增长	29
图表 55 区域矩阵式扩张	30
图表 56 品牌渊源	30
图表 57 收购后公司酒店、客房数量变化	31
图表 58 君澜酒店数量快速增长	31
图表 59 君澜、景澜新签署门店数量	31
图表 60 君澜、景澜新开业门店数量	31
图表 61 国内高端酒店 ABN 指数排名	31
图表 62 酒店布局	32
图表 63 酒店定位	32
图表 64 高端品牌 2021 年新开酒店数量 TOP10	33
图表 65 品牌结构	33
图表 66 君澜度假圈	33
图表 67 “四南一北”度假板块	34
图表 68 中国旅游客群结构	35
图表 69 公司盈利预测	36

1 聚焦中高端精选服务酒店，优化管理结构

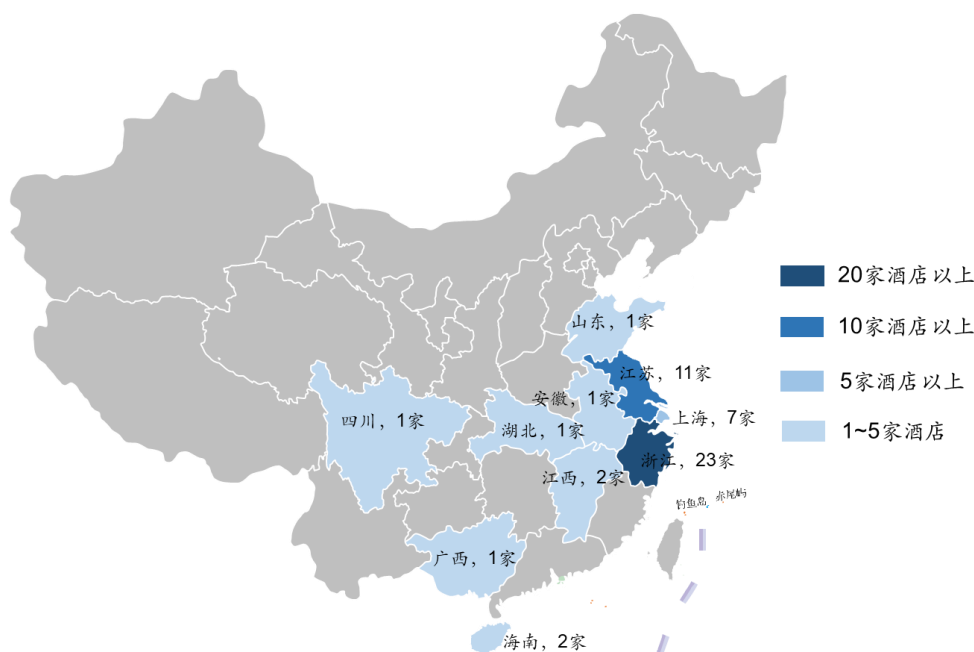
打造中高端BAS精选服务模式，深耕长三角核心城市，逐步向全国重点城市有序拓展。君亭酒店成立于2007年，品牌创立之初，创始人吴启元提出了业内领先的“BAS” (Bed 住宿+ Art 文化艺术+ Service 服务) 定位理念，致力于打造具有东方气质和情景体验感的中高端精选服务品牌。十几年发展历程中，公司不断探寻精选服务模式，通过差异化的产品、高附加值的服务深耕长三角区域核心城市，并逐步向湖北、安徽、江西等中心城市有序拓展。截至2021Q3，公司已开业酒店47家，其中直营模式15家、合资模式1家，受托管理模式31家。此外，公司已签约待开业酒店储备19家。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

图表 2 酒店分布情况 (截至 2021 年末)

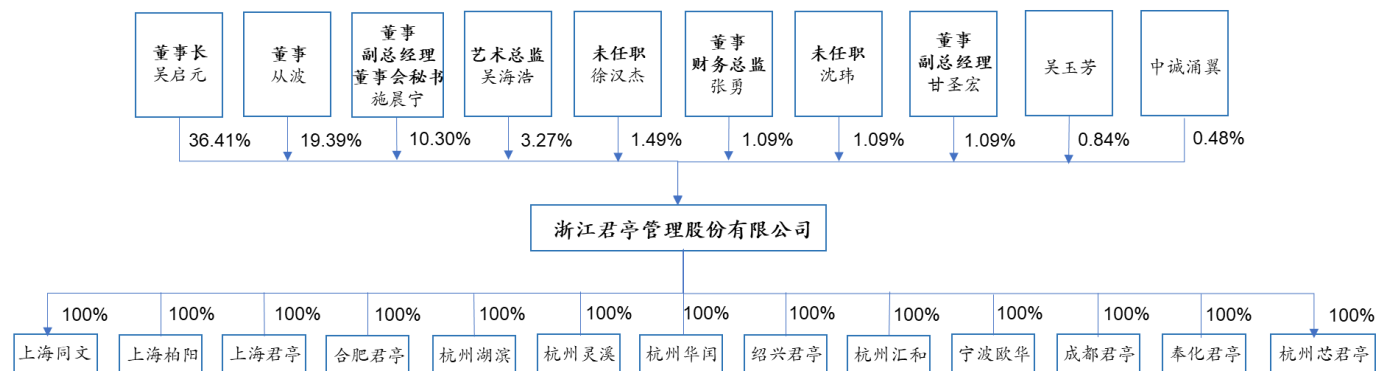


资料来源：公司官网，华安证券研究所

注：2021 新增杭州之江印象君亭酒店、青岛创智君亭酒店、上海成曼君亭酒店、杭州盈阳君亭酒店等

股权集中决策高效，管理层持股绑定核心利益。公司创始人及控股股东吴启元持股 36.41%，股权集中度较高，有利于决策高效。管理层核心人员副总经理兼董秘施晨宁持股 10.30%，副总经理甘圣宏、财务总监张勇、艺术总监吴海浩分别持股 1.09%、1.09%、3.27%，将管理层利益与公司发展深度绑定，增强动力的同时，共享企业成长带来的收益。

图表 3 公司股权结构（截至 2021Q3）



资料来源：wind，华安证券研究所

注：从波 2021.12.3 离任总经理职务

创始人深耕酒店行业经验丰富、见解独到，核心管理团队专业高效。创始人吴启元 1986 年进入酒店行业，先后担任多家酒店总经理、创立了“君澜”、“君亭”等酒店品牌，经验丰富；同时具有独特的市场洞察力和艺术审美，致力于打造有辨识度 and 差异性的中高端酒店品牌。公司核心管理层成员均具有多年中高端酒店设计、开发、运营、投资方面的经验，且管理团队经历了长时间的磨合，合作高效。

图表 4 高管介绍

高管	职务	任职时间	背景
吴起元	董事长	2015-8	1986 年 1 月至 1986 年 9 月于杭州六通宾馆任副经理，1986 年 9 月至 1995 年 3 月于杭州中日友好饭店任总经理，1995 年 3 月至 1997 年 4 月于杭州五洲大酒店任总经理，1997 年 5 月至 2010 年 5 月于浙江世贸君澜大饭店任总经理，2001 年 6 月至 2015 年 7 月于世贸君澜任董事长，总经理，2006 年 10 月至 2015 年 5 月于世贸酒店任董事，2006 年 12 月至 2015 年 5 月，于世贸中心任董事，2007 年 8 月至 2015 年 8 月于有限公司任董事长。2015 年 8 月至今任浙江君亭酒店管理股份有限公司董事长
施晨宁	副总经理 董事会秘书	2015-8	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	副总经理	2015-8	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 28 日起担任公司董事，副总经理
张戈泉	副总经理	2015-8	1997 年 7 月至 2006 年 5 月于浙江世贸君澜大饭店(原浙江世贸中心大饭店)任安全消防主管，2006 年 5 月至 2011 年 10 月于富阳国际贸易中心大饭店任总经理助理，2011 年 10 月至 2016 年 10 月任上海中星君亭酒店，上海柏阳君亭酒店，上海同文君亭酒店，上海宜林君亭酒店总经理，2016 年 10 月起，任君亭上海区域总经理，2018 年 8 月至今任浙江君亭酒店管理股份有限公司副总经理
张勇	财务负责人	2015-8	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

资料来源：wind，华安证券研究所

引进高端职业经理人，为公司发展注入新活力。2021 年 12 月，公司聘任朱晓东为总经理。朱晓东曾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，参与银泰文旅集团景区和旅游目的地的投资、规划、开发和运营，具有丰富的酒店管理和旅游景区规划运营经验。公司首次在以创始股东为主的管理层团队中引入职业经理人，有助于优化管理结构，拓展视野，为公司并购整合实现跨越式发展奠定了基础。

实施激励性薪酬体系，维持核心员工稳定性和积极性。酒店业在我国的兴起和发展与西方发达国家比相对滞后，对于酒店管理专业人才的重视和引进、培养方面比较欠缺，酒店专业人才具有一定稀缺性。公司实施“按岗按级”定薪制，职位等级越高，对公司战略目标实现的相对价值越大，薪酬等级越高；同时对一线服务人员、销售人员、中高级管理人员实施不同程度的绩效奖金，在保留核心人才的同时，充分激发积极性。

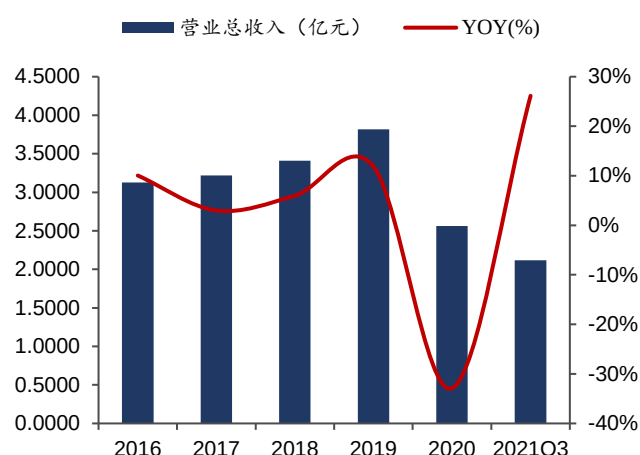
图表 5 职工薪酬体系

岗位分类	薪酬结构
一线服务员工（前厅、餐饮、客房等）	工资+绩效奖金+福利或工资+计件+福利
销售人员	工资+绩效提成+福利
专业技术人员（工程、厨师、财务等）	工资+福利
中高级管理人员	工资+绩效考核奖金+福利或工资+年薪考核+福利

资料来源：wind，华安证券研究所

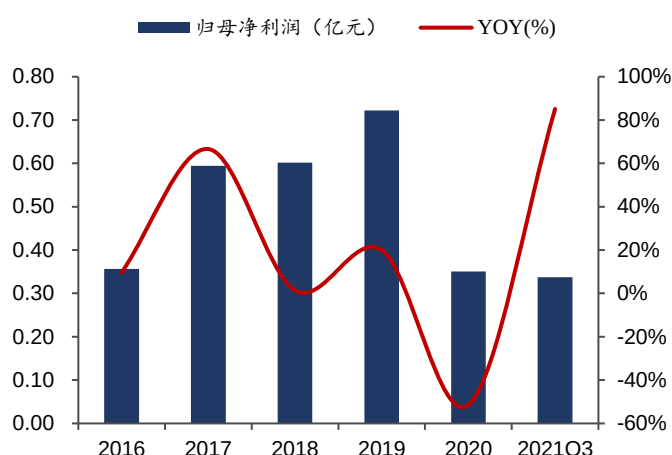
疫情前业绩稳定增长，疫情好转弹性复苏。2016~2019 年，公司营业收入 CAGR 为 6.9%，归母净利润 CAGR 达 26.5%（高于营收约 19.6pct）。2020 年受疫情影响，营收、归母净利润增速分别为-32.9%、-51.5%，2021Q1-3 实现营业收入 2.1 亿元（+26.1%），归母净利润 0.34 亿元（+85.1%），业绩弹性复苏。

图表 6 营收及其增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 归母净利润及其增速



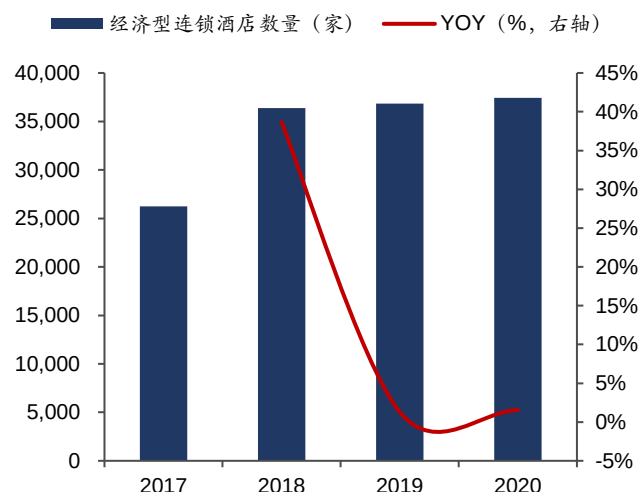
资料来源: wind, 华安证券研究所

2 结构升级业态分化, 本土品牌有望崛起

2.1 供需双向协同共振, 中高端酒店成为新趋势

消费需求高速增长, 叠加经济型需求转移、供给增速放缓, 中高端酒店保持快速发展态势。截至 2020 年末, 中国中高端连锁酒店数量达到 15454 家, 2017-2020CAGR 为 45.0%, 远高于经济型酒店 (2017-2020CAGR 为 12.6%), 预计未来中高端酒店仍会保持较高增速, 主要驱动因素如下:

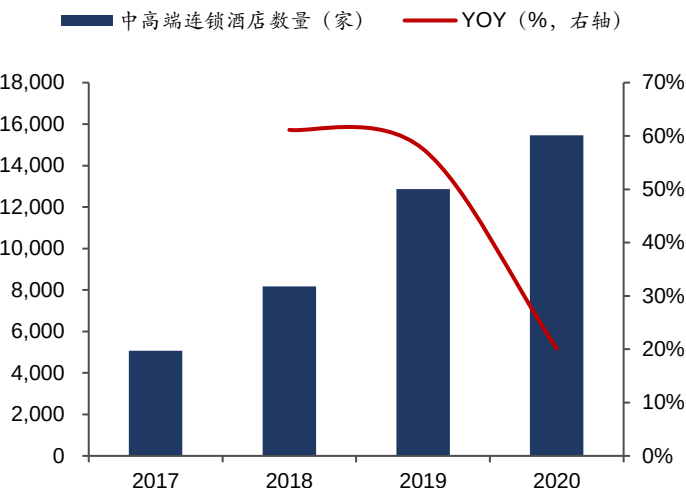
图表 8 经济连锁酒店数量



资料来源: 盈蝶, 华安证券研究所

注: 一、二星级酒店划分为经济型

图表 9 中高端连锁酒店数量



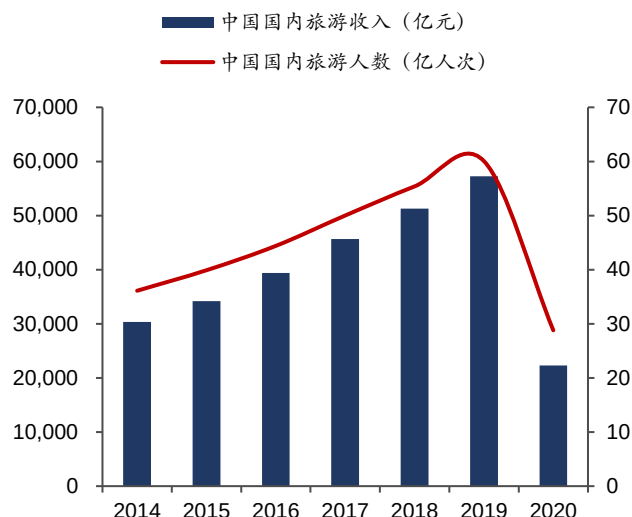
资料来源: 盈蝶, 华安证券研究所

注: 三、四星级酒店划分为中高端

从需求端来看, (1) 居民出行频率增加叠加消费升级, 驱动中高端酒店发展。随着经济发展和生活观念的转变, 居民外出旅行频率增加, 参考疫情前数据, 截至 2019 年末, 中国旅游人次达到 60.1 亿人, 2014-2019 年 CAGR 为 10.7%。消费升

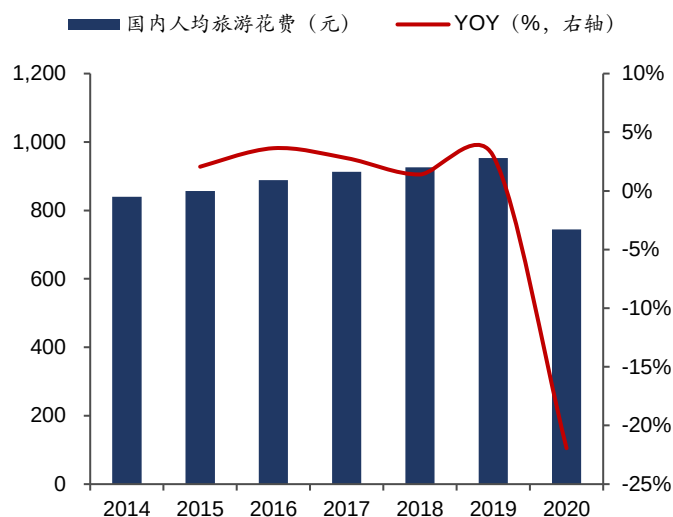
级带动下,国内人均单次旅游花费从2014年的839.7元提升到2019年的953.3元。根据马蜂窝旅游网发布的《全球旅游消费报告 2019》,旅游出行酒店预订中,中高端酒店占比达56%。旅行消费者更加注重消费体验性,中高端酒店需求量的增加,促进经济型酒店向中高端酒店升级转型。

图表 10 国内旅游人数和旅游收入增加



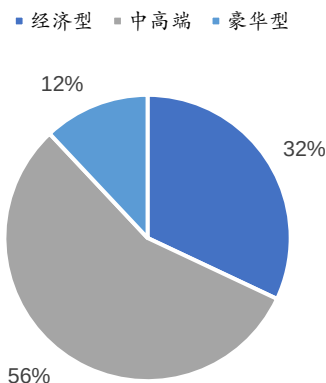
资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

图表 11 国内人均单次旅游花费



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

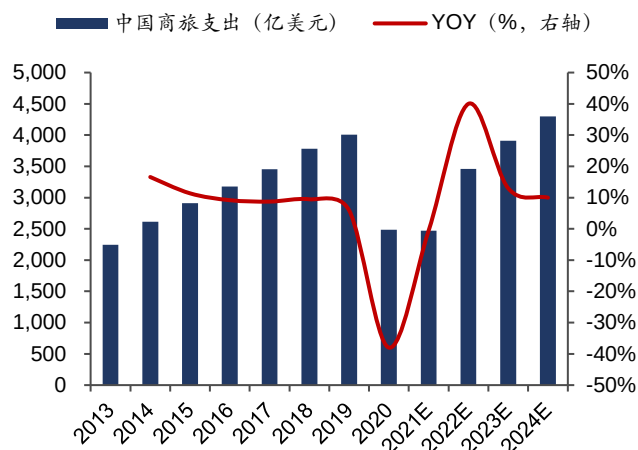
图表 12 中高端酒店预订占比超过一半



资料来源: 马蜂窝旅游网《旅游账单 2.0: 全球旅游消费报告 2019》, 华安证券研究所
注: 中高端包括舒适型和高端

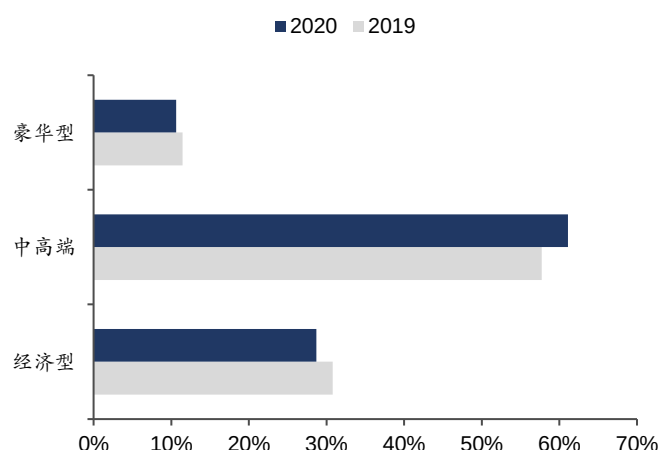
(2) 商旅市场扩张叠加差旅费用标准调整, 带动需求提升。根据携程商旅数据, 2014~2019 商旅支出 CAGR 为 8.9%, 预计随着疫情好转, 商旅支出逐步恢复 2020~2024CAGR 将达到 14.7%。2016 年财政部调整中央和国家机关工作人员差旅住宿标准, 主要集中在 350~650 元价格带, 促进了消费需求从经济型酒店向中端酒店转换。2020 年选择中高端型酒店的商旅消费者占比 61.1% (+3.4pct), 商旅市场扩张为中高端酒店带来发展空间和机遇。

图表 13 中国商旅支出呈上升趋势



资料来源：携程商旅《2020-2021 中国商旅管理市场白皮书》，华安证券研究所

图表 14 商旅消费者酒店类型偏好

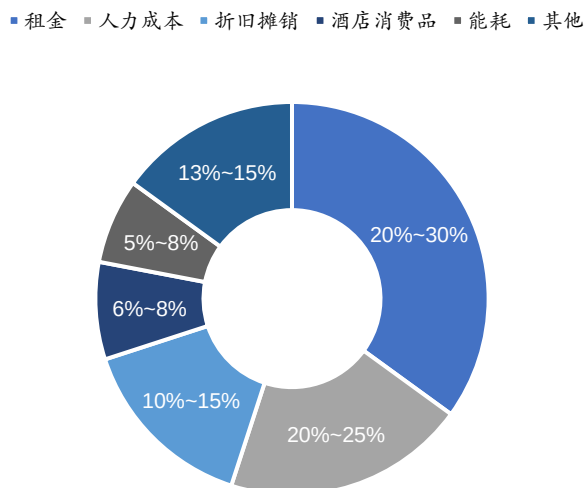


资料来源：携程商旅《2020-2021 中国商旅管理市场白皮书》，华安证券研究所

注：一、二星级酒店划分为经济型；三、四星级酒店划分为中高端、五星级酒店划分为豪华型

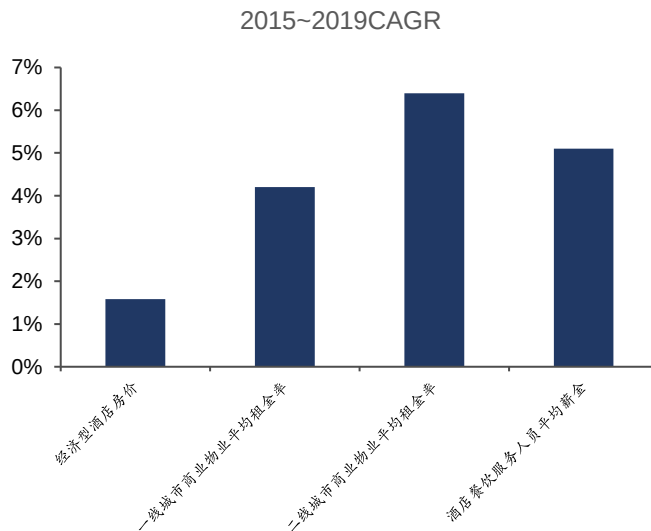
从供给端来看，经济型酒店房价增速不及成本增速，迫使经济型酒店转型升级。酒店租金、人工成本费用是酒店主要成本，占比分别约为 20%~30%、20%~25%。2015~2019 年，经济型酒店房价 CAGR 为 1.58%，不及一线及二线城市的平均租金率、酒店及餐饮行业的服务人员平均年薪的复合增速（4.20%、6.40%、5.10%）。经济型酒店利润率的降低迫使其向中端酒店转型升级。

图表 15 酒店成本费用占比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 房价增速不及租金及薪酬增速

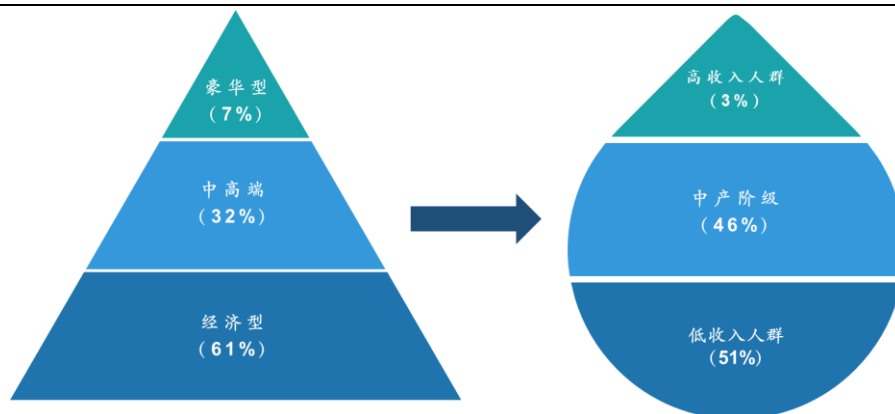


资料来源：弗若斯特沙利文，文旅部，华安证券研究所

酒店结构和收入结构类似，中高端酒店具有发展潜力。不同收入阶层的人对酒店价格敏感性不同，酒店结构和收入结构具有一定相关性，欧美国家的酒店结构和收入结构印证了这一点。欧美国家的酒店结构呈现“橄榄型”，高端、中端、经济型酒

店占比为 2:5:3，和欧美国家 2:5:3 的高等、中等、低等收入结构类似。根据盈蝶咨询数据，2020 年中国中端酒店占比为 32%，而根据麦肯锡咨询数据，2018 年中国中产阶级占比约为 46%，随着经济发展，中产阶级比例将进一步提升，社会收入结构逐步向“橄榄型”转变，带动中端酒店进一步发展。

图表 17 中国收入结构&酒店结构



资料来源：麦肯锡《2020 年中国消费者调查报告》，盈蝶，华安证券研究所

注：一、二星级酒店划分为经济型；三、四星级酒店划分为中高端、五星级酒店划分为豪华型

2.2 需求分化催生多元业态，精选服务优势凸显

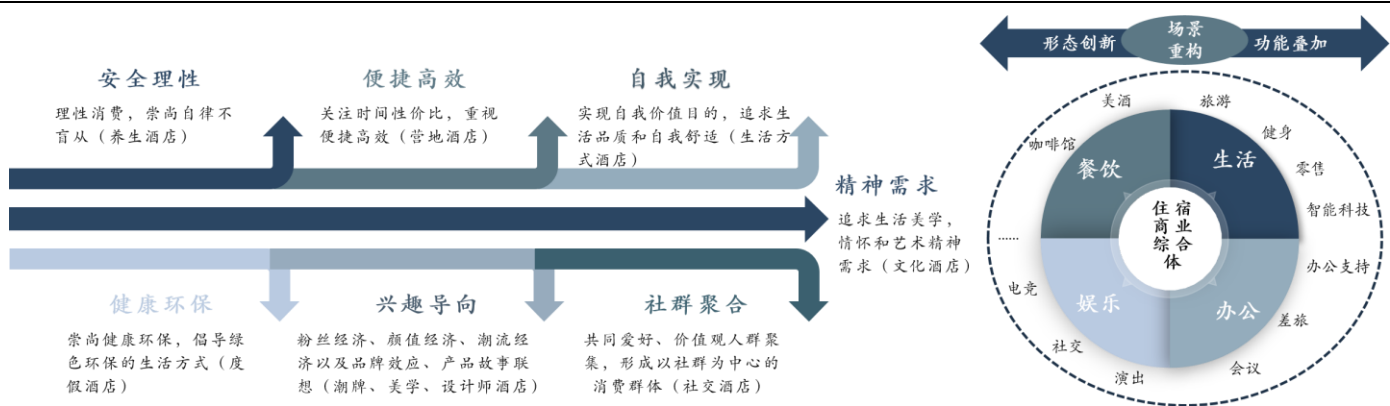
消费需求细化，推动酒店多样化发展。在消费升级、新兴消费群体崛起、疫情影响等多重因素共同作用下，消费需求分化，消费者更加注重消费体验，对酒店的品质、文化内涵、设计和服务提出更高要求，因此中高端酒店为满足消费需求转变，逐步向“个性化”、“多样化”方向发展，通过形态创新、功能叠加等方式进行场景重构，打造具有个性化设计和服务、多元化配套设施的酒店产品，促进酒店业态的多元化。

图表 18 中国酒店业消费人群细化



资料来源：《消费升级趋势下的中国旅游住宿业品牌发展格局》，华安证券研究所

图表 19 需求分化推动酒店多元化



资料来源：《中国旅游住宿业十年回顾与展望》，华安证券研究所

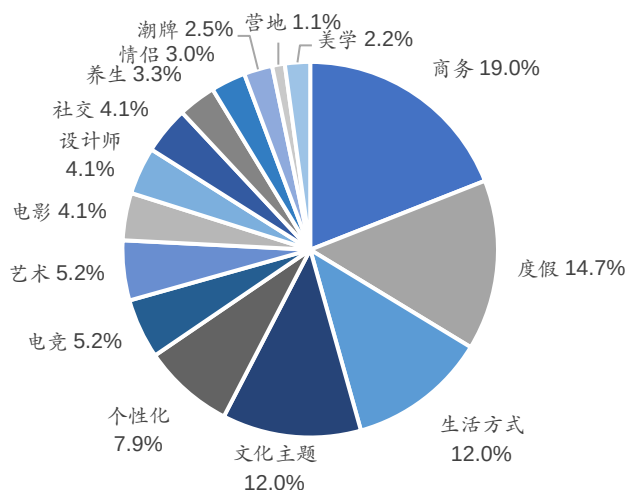
酒店集团精准定位核心消费者推出个性化酒店，增强品牌黏性。酒店集团通过解析目标消费群体对酒店体验的独特认知，推出满足其特定体验需求的酒店品牌，并通过产品迭代更新和提供差异化服务，不断为消费者创造较为长效的“情感性满足”，增强消费者忠诚度和品牌黏性，提高竞争力。酒店集团主要通过收购、跨界合作、自主升级改造等途径，推出个性化酒店品牌：（1）收购途径：锦江集团收购铂涛集团后，从此拥有希岸、喆啡、ZMAX 等多个主题或精品酒店品牌；（2）跨界合作途径：东呈集团与锋小雷 IP 推出锋态度酒店品牌；亚朵酒店通过与网易云跨界合作，推出网易云亚朵酒店品牌；（3）自主升级改造途径：首旅如家集团将旗下如家、莫泰等经济型酒店改造升级，推出年轻个性化中端酒店品牌 YUNIK。截至 2020 年末，多元化主题酒店占比达 66.3%。

图表 20 各酒店开拓多元化品牌

收购途径	收购途径	跨界合作途径	跨界合作途径	自主升级改造途径
 希岸酒店 锦江集团旗下定位为时尚轻奢跨界精品酒店品牌，通过轻奢设计风格体现时尚生活品味，为繁忙差旅客户提供	 喆啡酒店 锦江集团旗下咖啡主题酒店品牌，融合咖啡厅、文化书吧、艺术品长廊、自助餐厅为一体的多功能配套设施，为商旅顾客营造“旅途中的非凡存在”体验	 锋态度酒店 东呈集团旗下的IP潮牌态度酒店品牌，现代工业风装潢设计，在大堂配置桌上足球，迷你K房等娱乐设施，推出mini影院房、轰趴房等主题客房	 网易云亚朵酒店 亚朵酒店与网易云联合打造的IP酒店，以黑胶唱片墙、涂鸦画和网易云音乐的IP衍生品等音乐相关元素作为设计风格，推出爵士、电音、古典音乐主题房	 YUNIK酒店 首旅如家集团旗下年轻个性化酒店品牌，配置VR动感单车、mini酒吧、电竞区、智能飞镖等娱乐设施，打造充满创意的社交空间

资料来源：各公司官网，华安证券研究所

图表 21 2020 年主题酒店分布占比



资料来源：《中国旅游住宿业十年回顾与展望》，华安证券研究所

精选服务模式整合核心功能，兼备高性价比和服务体验。消费需求多样化背景下，经济型酒店和标准化中端酒店难以满足消费者对品质和服务的多元化要求，而全服务的奢华酒店价格过高，性价比较差。中高端精选服务酒店根据目标消费群体特定的消费需求，选择最契合的功能与服务，再进行整合改造，对一些必要但利用率较低的功能，通过独特设计实现精简或整合，还可将前台、餐厅、酒吧、休闲区、商务中心进行整合成集实用、休闲、商务、社交、餐饮于一体的跨界空间，进而使精选服务酒店同时兼备经济型酒店的效率和高星级酒店的服务体验。

图表 22 酒店按提供服务与设施分类



资料来源：公司公告，华安证券研究所

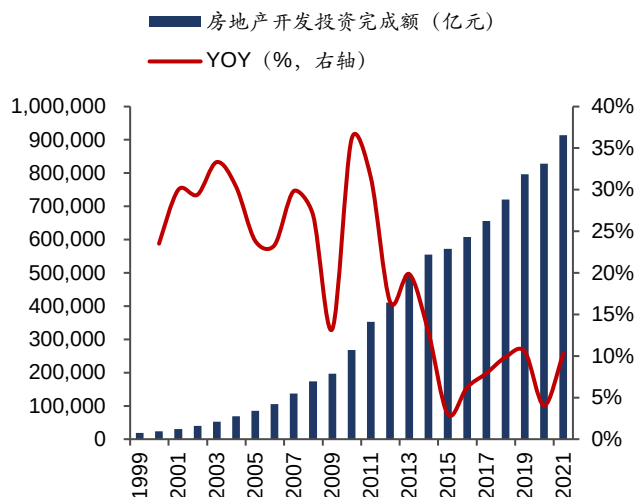
2.3 外部催化叠加内涵发展，本土品牌价值显现

疫情中断国际外循环，文化自信增强，本土品牌迎来发展机遇。2020 年疫情影响下，中高端客流中的国际客流和商旅客流呈现断崖式下跌，国际外循环被切断，对国际品牌的优势领域——完善的客源系统和供应链系统形成冲击，同时在国内经济内循环的大背景下，新兴的客源体系逐步形成，给本土酒店品牌发展带来机遇。长期来看，随着消费代际转换以及国内消费者审美自信、文化自信逐渐提高，“国潮”

获取新一代消费者的认同，有望带动本土酒店品牌发展。

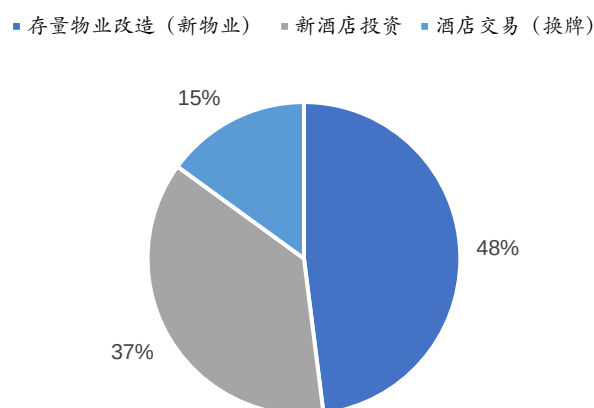
存量地产时代，国外品牌优势淡化。在地产增量时代，政府拿地需要配备高级的国际酒店品牌，地产商偏好高星级国际酒店品牌作为配套项目，借助其品牌力提升整个楼盘周边住宅和商业整体的物业溢价空间。2015年之后，房地开发放缓，2015~2021CAGR为8.1%（2000~2015CAGR为23.7%），进入存量地产时代。根据《2021-2022 亚洲（中国）酒店业发展报告发布》数据，2021年48%开店业来自存量物业改造，国外品牌优势淡化。

图表 23 房地产投资增速放缓



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 2021 年酒店开业三大主要途径



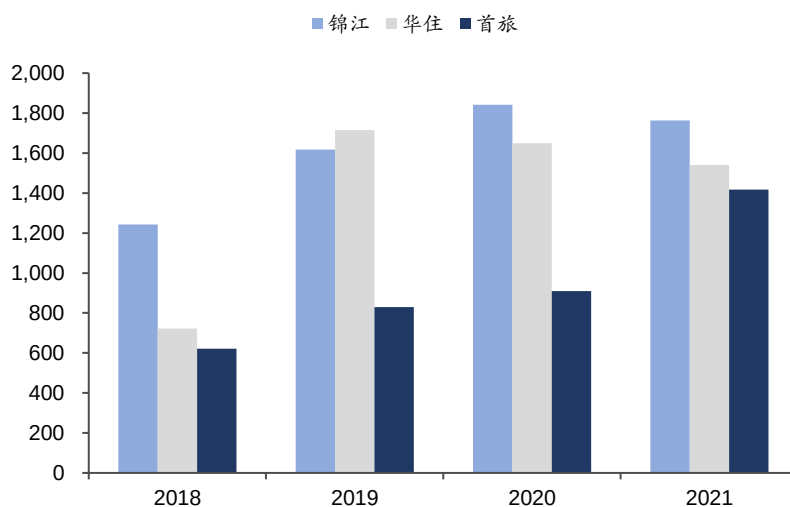
资料来源：《2021-2022 亚洲（中国）酒店业发展报告》，华安证券研究所

本土品牌敏锐捕捉需求变化叠加会员优势，竞争力提升。（1）本土品牌深耕中国市场，更加适应中国消费者的需求变化，通过深度挖掘品牌基因，能更有针对性地推出匹配消费需求的酒店产品。（2）国外品牌“由上向下”发展，从奢华酒店向中高端酒店下沉，奢华酒店积累的会员群体具有刚性，很难向中高端酒店转化。本土品牌“由下向上”发展，从经济型向中高端过渡。本土品牌通过发展经济型酒店积累的庞大会员群体在消费升级背景下，顺势转换为中高端酒店消费群体。

2.4 疫情加速酒店连锁化，防疫升级提振复苏预期

疫情加速单体酒店出清或翻牌，连锁酒店龙头逆势扩张。疫情之下，抗风险能力更强的连锁酒店龙头优势进一步凸显，尤其是下沉市场的中小型单体酒店由于缺乏成熟的管理体系、会员流量和集约化运营支持，在疫情中遭受多重压力，后疫情时代加入连锁品牌的意愿更强。连锁酒店龙头趁势扩张，2021年锦江酒店、华住酒店、首旅酒店新开酒店数量分别为1763、1540、1418家。

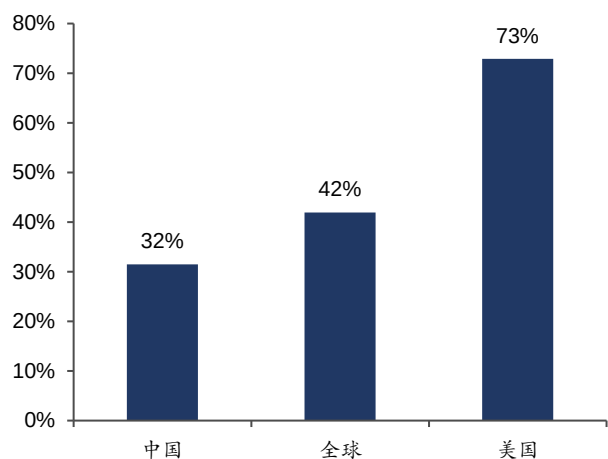
图表 25 酒店龙头规模不断扩张



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

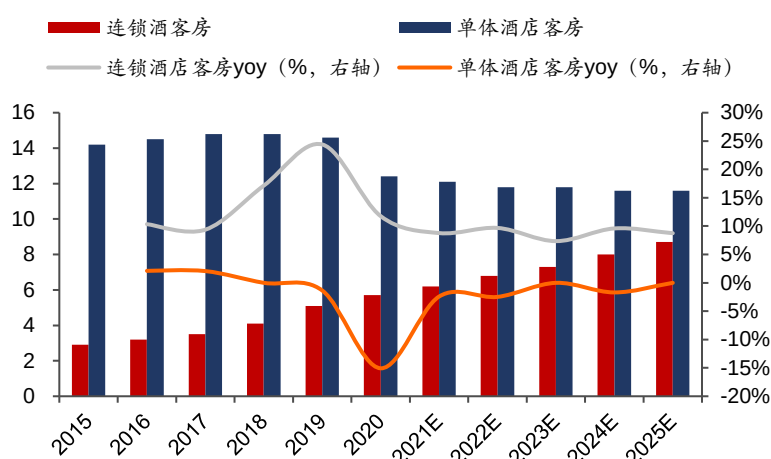
连锁客房增速高于总客房增速，连锁化率有望进一步提升。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年末我国单体酒店客房数量同比下降 15.07%，但连锁酒店数量同比增长 11.76%。截至 2020 年末，中国酒店连锁化率为 31.5%，远低于全球平均连锁化率(41.9%)和美国连锁化率(72.9%)，未来仍有较大的提升空间。预计 2021~2025 年酒店客房总数 CAGR 为 2.6%，其中连锁客房总数 CAGR 为 8.8%，2025 年中国酒店连锁化率有望增长至 42.9%。

图表 26 中国酒店连锁化率远低于美国 (2020 年)



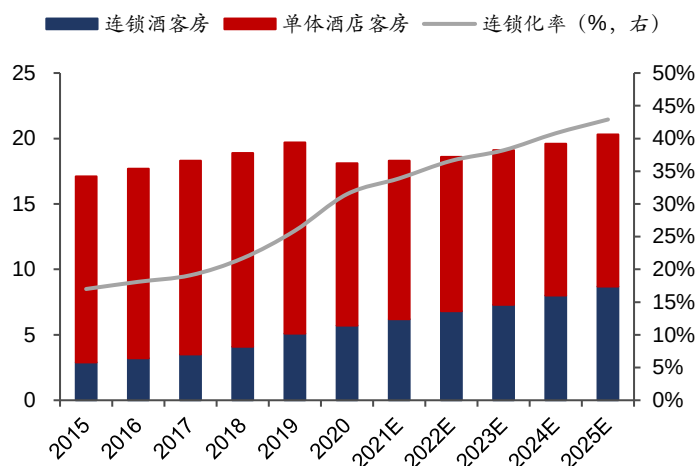
资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 27 中国连锁酒店客房数量持续增加 (万间)



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 28 连锁化率持续提升



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

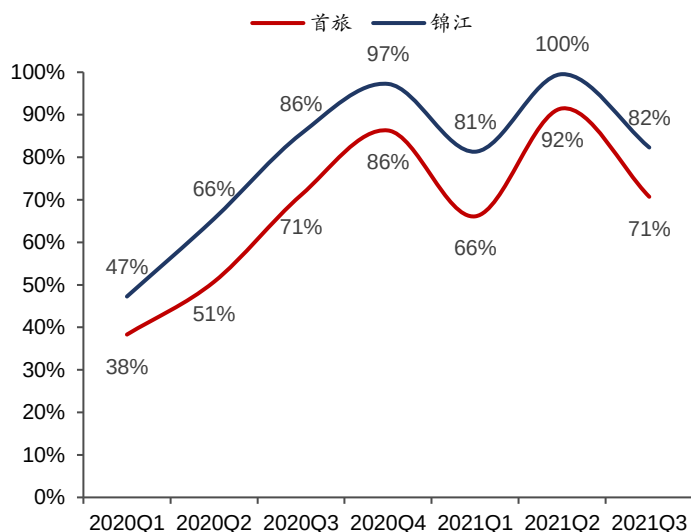
疫情反复经营承压，局部疫情不改复苏趋势。2020 年武汉疫情得到控制后，整体呈现复苏趋势，2021 年春节受北京、河北等地局部疫情影响，经营承压，但疫情好转之后，经营迅速反弹。2021 年之后的几轮疫情企稳之后，酒店龙头 RevPAR 也较快恢复到接近疫情前水平，2022.2 奥密克戎在国内大范围传播，大部分地区已经实现动态清零，预计后续随着上海疫情拐点出现，经营有望进一步复苏。

图表 29 华住国内酒店 RevPAR 恢复情况（相比于 2019 年）



资料来源：华住公司公告，华安证券研究所

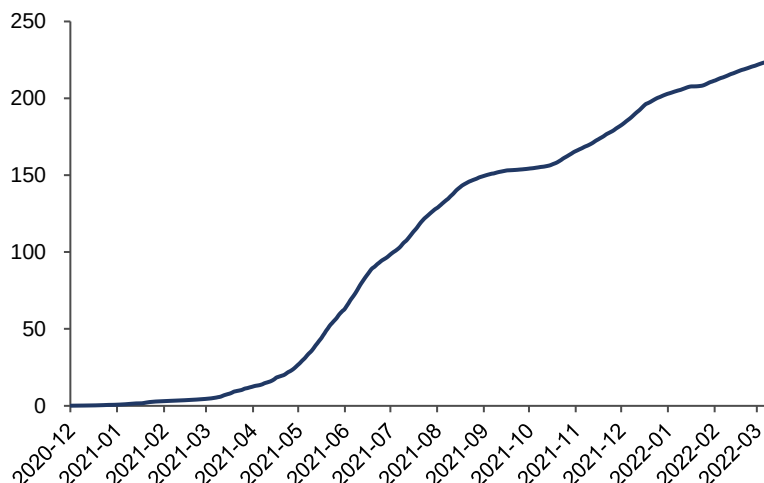
图表 30 锦江、首旅 RevPAR 恢复情况（相比于 2019 年）



资料来源：锦江、首旅公司公告，华安证券研究所

疫苗接种率提升叠加特效药获批，需求有望快速复苏。截至 2022.3.25，我国每百人新冠疫苗接种率为 225 剂，疫苗接种率超过 87%，实现理论上的群体免疫需要 83% 的疫苗接种率，我国具备群体免疫的基础。2021 年 12 月 8 日，国家药监局紧急批准“新冠单克隆中和抗体安巴韦单抗/罗米司韦单抗”联合疗法上市，临床实验显示，这款药物能降低 80% 的新冠重症和死亡率，同时能够提升免疫力。2022 年 2 月 11 日，国家药监局应急附条件批准辉瑞公司新冠病毒治疗药物奈玛特韦片/利托那韦片组合包装（即 Paxlovid）进口注册，目前这款药物已经被写入诊疗方案。大范围的疫苗集中叠加特效药阻断局部疫情传播，进一步提振复苏预期。

图表 31 我国每百人新冠疫苗接种量



资料来源：wind，华安证券研究所

3 差异化经营，凸显竞争优势

3.1 位置+产品+服务，筑造品牌竞争力

君亭品牌自诞生便聚焦中产消费人群的需求和体验，定位中高端精选酒店，随着消费升级和消费需求多样化，公司进一步细化目标人群，针对性推出了高档艺术酒店 Pagoda 品牌、高档历史文化旅游目的地品牌夜泊君亭，向上进行品牌拓展延伸，提升产品溢价。公司通过差异化的空间文化和高附加值的产品体验，不断塑造品牌基因，提升品牌竞争力。

图表 32 酒店等级分类

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	奢华连锁	五星级（豪华）	全 服 务 型	
随后的15%		超高端连锁			
居中的30%	高端及中 端偏上	高端连锁	四星级（高端）	有 限 服 务 型	Pagoda君亭
		中端偏上连锁			夜泊君亭
靠后的20%	中端及经 济型	中端连锁	三星级（中端）		君亭酒店
最低的20%		经济型连锁	二、一星级 （经济型）		寓君亭

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 33 多层次定位的中高端酒店品牌

 Pagoda 君亭 定位：高档艺术设计酒店 目标消费者：追求时尚、创新生活方式的中高产消费群体 价格带：800+	 夜泊君亭 定位：高档历史文化旅游目的地酒店 目标消费者：具有文化艺术消费特征的中高产消费群体 价格带：1000+	 君亭酒店 定位：东方艺术特色的中档精选服务酒店 目标消费者：大众消费群体 价格带：500+	 寓君亭 定位：中档公寓酒店 目标消费者：城市白领群体
---	---	---	---

资料来源：招股说明书，携程，华安证券研究所

注：寓君亭品牌酒店于 2020 年 8 月停止合作

地理位置优越，先天条件突出。选取优质地段是酒店业的黄金法则，选址主要考虑因素：人流量大的商圈、交通便利区域、具有风土民情或自然景观的区域。公

司在选址时充分考虑酒店定位和目标人群，主要布局经济发达的一线城市核心区域，二线历史文化名城和历史性建筑，核心旅游目的地景区及度假区。

图表 34 部分酒店地理位置

酒店品牌	位置	周边	交通
Pagoda	杭州 Pagoda 君亭设计酒店	武林广场	银泰百货、杭州大厦、杭州百货大楼
	上海五角场 Pagoda 君亭设计酒店	五角场商圈	复旦、同济、上财
	成都 Pagoda 君亭设计酒店	春熙商圈	王府井百货、国金中心 IFS、远洋太古里购物中心
夜泊君亭	南京夜泊秦淮君亭酒店棋峰试馆	钞库街	夫子庙、老门东、瓮城景区
	南京夜泊秦淮君亭酒店桃叶渡客栈	大石坝街	夫子庙、老门东、瓮城景区
	德清升华湖畔夜泊君亭酒店	德清大道	下渚湖国家湿地公园
君亭	上海徐汇同文君亭酒店	徐家汇商圈	上海植物园、锦江乐园
	杭州西溪谷君亭酒店	西溪路	灵隐寺、黄龙商圈、西溪国家湿地公园、阿里巴巴支付宝总部

资料来源：公司官网，携程，华安证券研究所

公司坚持“BAS” (Bed 住宿+ Art 文化艺术+ Service 服务)定位理念，打造中高端 BAS 精选服务模式，通过差异化产品和高附加值服务，满足消费者多样化的需求。

以简驭繁，灵动舒适。“Pagoda 君亭”品牌定位高档艺术设计酒店，起源于澳大利亚珀斯，坚持克制有度的设计理念和“Less is more”的价值主张，追求轻盈的、舒适的、无压的“零帕生活”，注重东西方美学融合，通过空间设计、艺术人文、生活美学实现品牌 icon 力，强化品牌基因。“Pagoda 君亭”品牌在客房中打造“光合空间”，以光线和色彩营造舒适光景，有机规划睡眠、起居、洗漱等功能；在公共区域打造 Go-to-place 复合生活空间，Go-to-place 由餐区、下沉式商务社交区、小酒吧、户外花园组成，融合了美食、移动办公、社交生活的功能。“Pagoda 君亭”品牌整体风格注重平衡性和包容性，增强消费者的代入感和归属感。

图表 35“Pagoda 君亭”品牌空间设计



资料来源：公司官网，华安证券研究所

挖掘历史人文底蕴，打造文化主题酒店。夜泊君亭品牌定位高档历史文化旅游目的地酒店，其中夜泊秦淮君亭酒店部落依历史悠久的秦淮河畔而建，毗邻夫子庙。公司深入挖掘部落每一幢建筑历史底蕴和文化内核，结合夫子庙特定的历史文化街区 and 消费区域，打造独立主题的文化酒店，又以十里秦淮为轴，通过文化元素贯通成酒店群落。夜泊秦淮系列聚焦文化高附加值消费者，通过打造差异化沉浸式文化主题酒店，提升产品溢价。

图表 36 夜泊秦淮君亭酒店部落

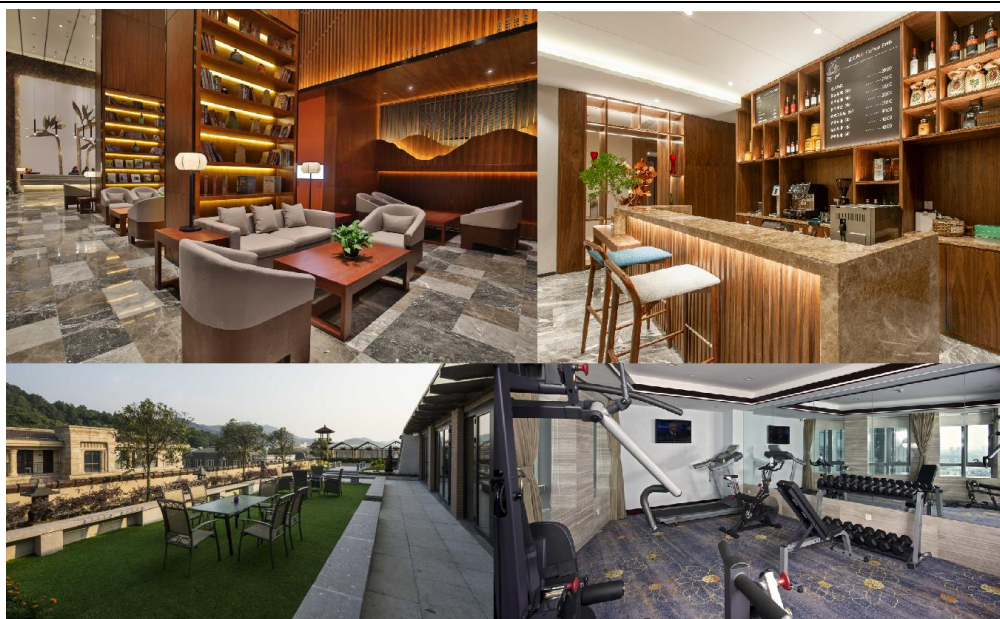


资料来源：公司官网，华安证券研究所

因地制宜，融入东方文化元素。君亭酒店品牌定位东方艺术特色的中档精选酒店品牌，主要分布于一二线城市核心商圈，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，既强调了“大东方”文化氛围，又突出了地方文化特色，区别于其他标准化的中端酒店品牌，加深消费者品牌认知。

整合上下游生态，满足多样化消费需求。随着消费者行为日益模糊，工作、生活、商务、休闲的界限逐步被打破，公司顺应这种融合趋势，在酒店内部打造咖啡厅、书吧、露天花园、健身房等多元化场景，或利用物业剩余空间引入餐厅、零售店、儿童乐园等品牌商家，打造社区综合体，满足顾客差异化需求，增加客户黏性。

图表 37 多元化场景

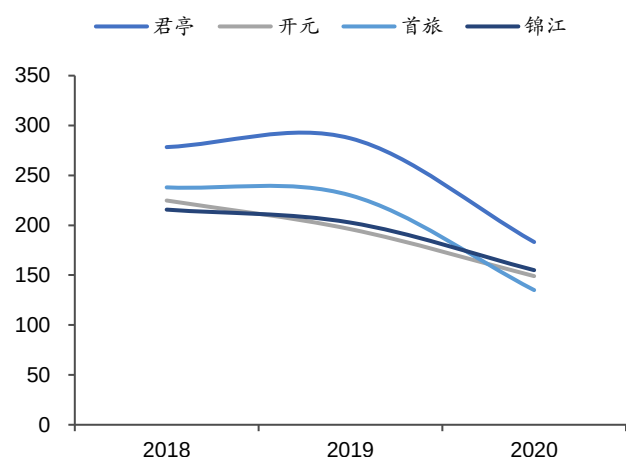


资料来源：公司官网，华安证券研究所

细节化服务，提升消费体验。公司除了为客人提供住宿和餐饮这一核心服务内容，还为目标消费群体客人提供相应的细节贴心服务。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、定制旅行计划等个性化服务。通过细腻体贴的服务来提升客户入住的附加价值，以实现良好的客户体验。

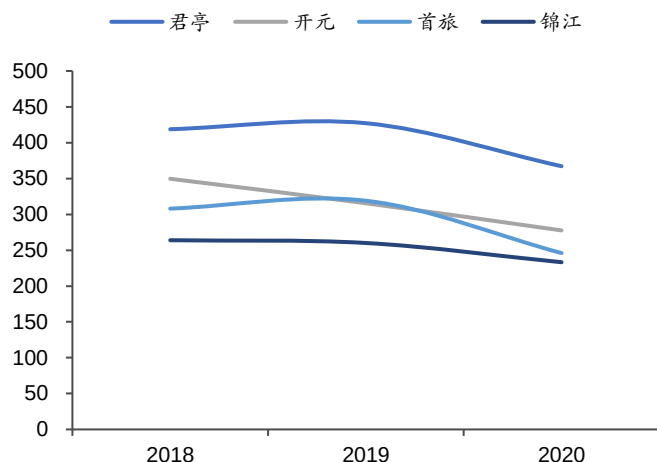
品质支撑价值，OCC 仍有提升空间。公司凭借优越的地理位置、差异化的产品、高附加值的服务提升品牌价值，从而获得更高的产品溢价能力，带动公司 RevPAR 高于其他中高端酒店 20%~30%。根据浩华以及开元酒店招股说明书中公布数据，我国中端酒店的平均出租率则介于 64%-66%之间。公司入住率与开元近似处于平均水平，但是略低于首旅、锦江。主要是因为酒店龙头公司凭借规模效应，扩大了消费者的选择范围，积累了庞大的会员数量以及提升了品牌知名度，导流能力更强。随着公司展店数量增加以及并购君澜、景澜，规模有望实现突破，带动 OCC 提升。

图表 38 酒店集团旗下中高端酒店 RevPAR 对比



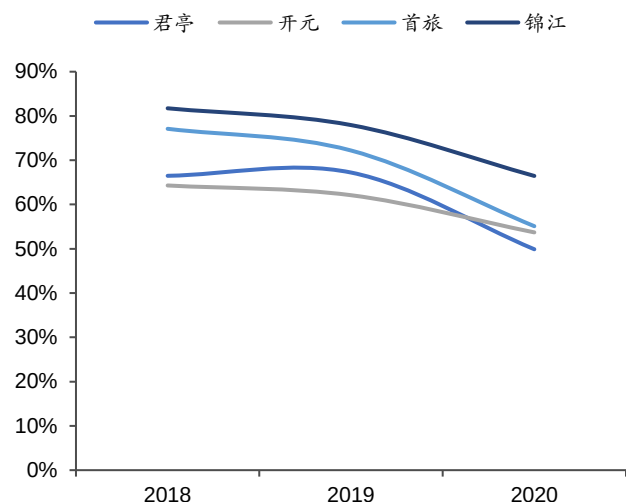
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 39 酒店集团旗下中高端酒店 ADR 对比



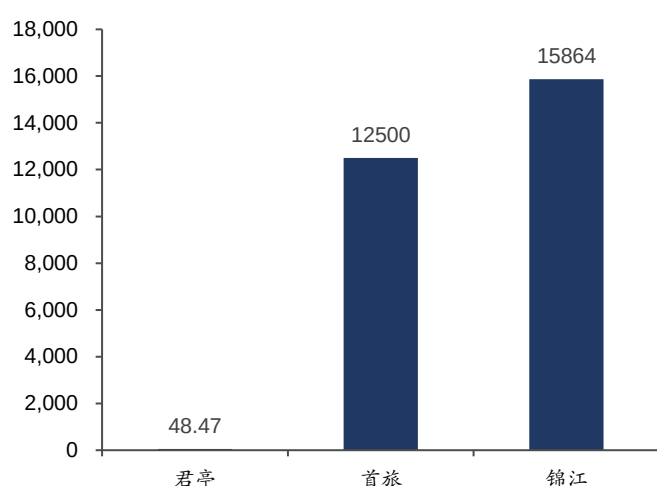
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 40 酒店集团旗下中高端酒店 OCC 对比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 41 截至 2020 年末酒店集团会员数量对比 (万人)

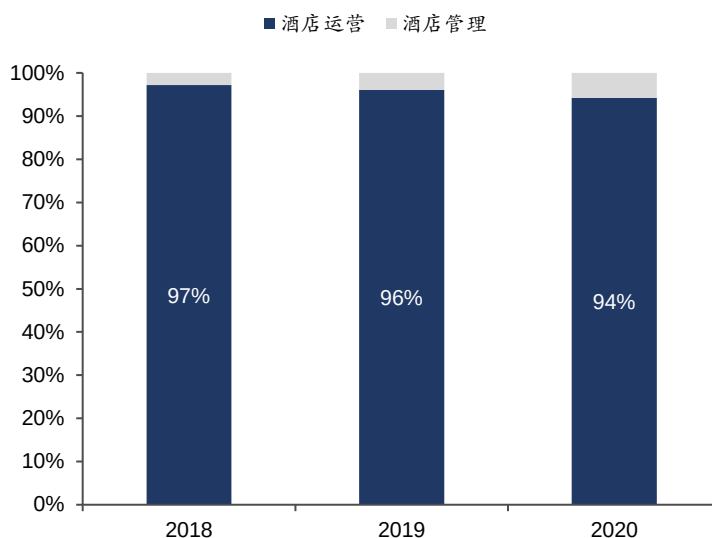


资料来源：招股说明书，首旅、锦江公司公告、华安证券研究所

3.2 单店模型+委托管理，盈利能力突出

直营模式为主，委托管理模式收入占比提升。公司主要以直营模式为主，2020 年直营模式收入占比为 94.20%，公司借助委托管理模式向轻资产转型，委托管理模式收入占比不断提高，从 2018 年的 2.81% 提升至 2020 年的 5.80%。

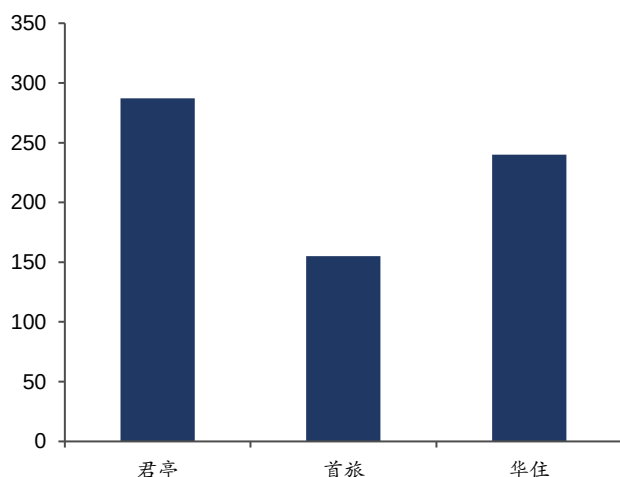
图表 42 委托管理模式营收占比不断提升



资料来源：公司官网，华安证券研究所

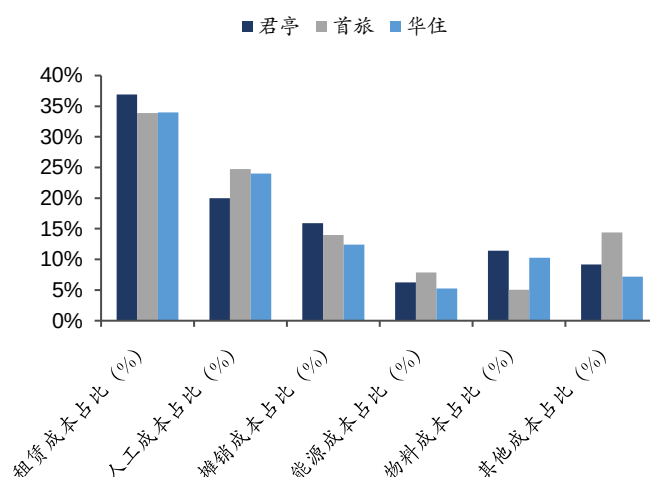
精细化运营，打造单店模型。不同于首旅、华住加速拓展，通过规模效应实现盈利，公司规模较小，通过聚焦打造产品模型、提供附加值服务，提升单店盈利能力。2019 年公司直营门店 RevPAR 明显高于首旅和华住，成本方面，只有租金、摊销和物料成本占比高于首旅和华住，主要因为公司主要布局一二线城市核心商圈或度假区，并且根据地理位置进行差异化产品设计、提供多样化服务。2019 年公司直营门店毛利率约 34%，明显高于首旅、华住。

图表 43 2019 年主要酒店集团直营门店 RevPAR 对比



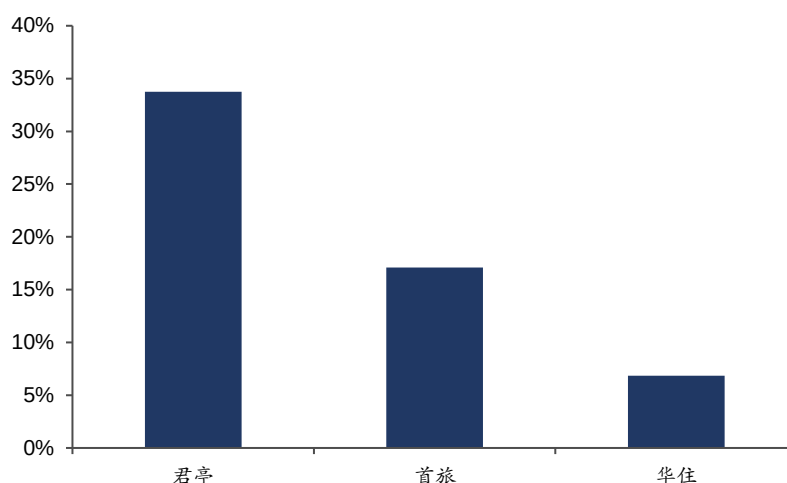
资料来源：招股说明书，公司公告，华安证券研究所

图表 44 2019 年酒店集团直营门店成本占比对比



资料来源：招股说明书，公司公告，华安证券研究所

图表 45 2019 年主要酒店集团直营门店毛利率对比



资料来源：公司公告，招股说明书，华安证券研究所

管理赋能，阶梯式收费模式激发管理积极性。传统连锁酒店一般采取加盟模式实现轻资产化，收取加盟费以及品牌、平台使用费，不参与酒店的经营管理。公司主要采用委托管理模式，对酒店进行管理赋能，收费标准分为前期技术使用费（固定）、基本管理费（固定或与收入挂钩）以及绩效管理费（与毛利挂钩，分等级收费），保证收入稳定性的同时，能够进一步激发管理积极性，提高盈利能力。

图表 46 管理模式对比

管理模式	含义	收费标准
委托管理	业主方将酒店经营权充分授予酒店公司，不干涉酒店的经营管理	前期技术服务费一般为 50-200 万元不等 基本管理费一般为 50-60 万元/年不等或根据受托管理酒店年营业收入的 5%左右收取 绩效管理费根据酒店 GOP 的 4%-6%左右收取
加盟	酒店管理公司将品牌、运营手册等授予业主方，由业主自主经营或委托由酒店管理公司认可的第三方管理团队经营管理，酒店管理方对酒店运作和管理进行监督	首次加盟费 20-60 万不等 品牌使用费一般为收入的 5% PMS 使用费一般 1-2 万/年 CRS 使用费一般为导流收入的 9%

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 47 部分君亭酒店收费

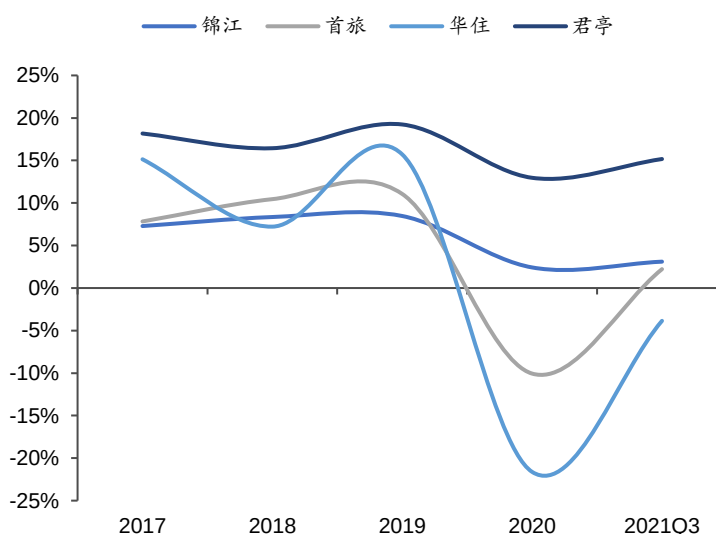
酒店	开业前 技术费	基本管理费	奖励管理费
上海白厦 Pagoda Hotel	/	60 万元/年	第一个会计年, GOPR 低于 30%: 不支付奖励管理费; $30\% \leq \text{GOPR} < 35\%$: 奖励管理费为 GOP 的 2%; $35\% \leq \text{GOPR} < 40\%$: 奖励管理费为 GOP 的 3%; $40\% \leq \text{GOPR} < 45\%$: 奖励管理费为 GOP 的 4%; $45\% \leq \text{GOPR}$: 奖励管理费为 GOP 的 5%; 第二个会计年起, GOPR 低于 35%: 不支付奖励管理费; $35\% \leq \text{GOPR} < 40\%$: 奖励管理费为 GOP 的 2%; $40\% \leq \text{GOPR} < 45\%$: 奖励管理费为 GOP 的 3%; $45\% \leq \text{GOPR} < 50\%$: 奖励管理费为 GOP 的 4%; $50\% \leq \text{GOPR}$: 奖励管理费为 GOP 的 5%;
南京夜泊秦淮 君亭酒店	260 万元	70 万元/年	$\text{GOPR} < 40\%$: 不支付奖励管理费; $\text{GOPR} \geq 40\%$ 时, 45% 及其以下部分奖励管理费按该部分经营毛利的 15% 计提, 45% 以上部分奖励管理费按该部分经营毛利的 20% 计提
三亚海棠湾君 亭酒店	78 万元	年营业额 ≤ 10 万元, 按 2.5% 提取; 年营 业额 > 10 万元, 按 50 万元收取	GOPR 低于 35%: 不支付奖励管理费; $\text{GOPR} \geq 35\%$: 奖励管理费为 GOP 的 5%

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

注: GOP 为营业毛利, GOPR 为营业毛利率

盈利能力稳定、高效。公司通过差异化产品模型和高附加值的服务打造高盈利的单店模型, 叠加委托管理模式赋能酒店, 收费标准激发管理积极性, 进一步提升盈利能力, 2021Q3 公司净利率 15.17%, 远高于连锁酒店龙头。

图表 48 净利率对比

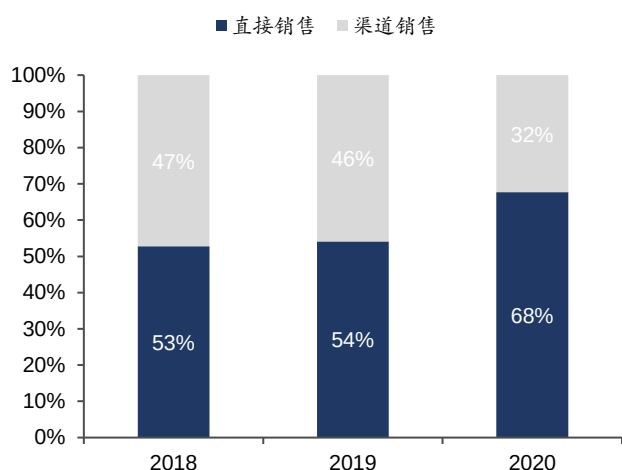


资料来源: 各公司公告, 招股说明书, 华安证券研究所

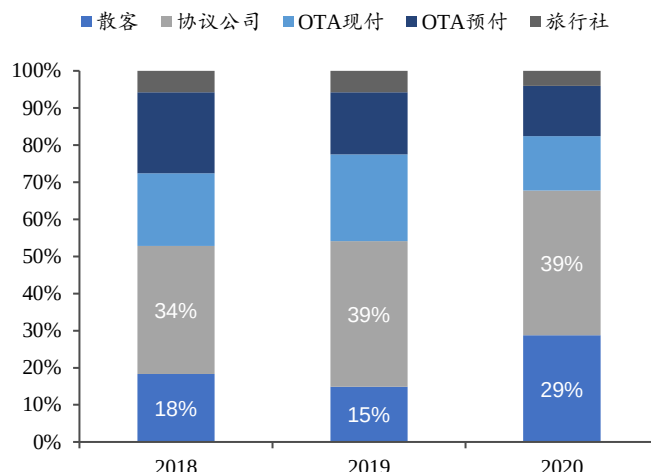
3.3 协议客户+会员体系，客源持续稳定

直销为主，协议客户为贡献主力。公司凭借“产品精选、文化精选及服务内容精选”服务体系建立了品牌优势，积累了大量的客户资源。2020 年直销在酒店运营业务中占比达 68%（相比 2018 增加 15pct），其中协议客户占比 39%，是公司酒店运营业务收入贡献主力，协议客户黏性较高，有利于获得稳定现金流。协议客户的房价通过协商确定，在合同有效期内（一般 12 个月）保持不变，且节假日等特殊时间段会调整价格，抗风险性高，ADR 稳定性更强。

图表 49 2020 年直销占比大幅提升



图表 50 协议公司占酒店运营收入 39%



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

注：直接销售：散客、协议公司；渠道销售：OTA 现付、OTA 预付、旅行社

拓展直销预订方式，提供会员增值服务。除了 OTA 预订方式，公司基于互联网平台推出了网页预订、微信、君亭管家 APP 等预订方式，率先在业内开展“直播+预售”。多种直销模式拓展消费者覆盖范围，帮助公司通过更加丰富的客户评价与建议信息优化产品与服务。公司建立了“君亭四季会”会员体系，为会员提供消费折扣、积分奖励等消费权益，基于会员体系创新建立了君亭商城、君亭外卖等增值服务，进一步提高消费者黏性，增加消费者转换成本。截至 2020 年 12 月 31 日，发行人会员数量为 48.74 万人。

图表 51 会员权益

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熨烫一套西服, 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张双早券	10张双早券	15张双早券
	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)	住房得分	√	√	√	√
	(1元=1积分, 非整数向上取整, 本人入住房间享有, 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：公司官网，华安证券研究所

4 内延扩张+外延并购，实现跨越式发展

2021年9月，公司通过IPO实际募集资金1.89亿元（扣除发行费用），用于“中高端酒店设计开发项目”以及“综合管理平台建设”。由于“中高端酒店设计开发项目”建设与回报周期相对较长，为了适应行业发展趋势，快速扩大公司规模，提升全国化布局，公司2022年1月变更募集资金用途，用于收购浙江君澜酒店管理有限公司79%股权、景澜酒店投资管理有限公司70%股权以及“君澜”系列商标，后续使用自筹资金实施原募投项目。

图表 52 募集资金变更用途

项目名称	项目总投资额	变更前拟使用募集资金金额	变更后拟使用募集资金金额
中高端酒店设计开发项目	32,352.00	18,458.26	4,458.26
综合管理平台建设	2,038.00	417.08	417.08
收购浙江君澜酒店管理有限公司 79% 股权、景澜酒店投资管理有限公司 70% 股权以及“君澜”系列商标项目	-	-	14,000.00
合计	34390.00	18,875.34	18,875.34

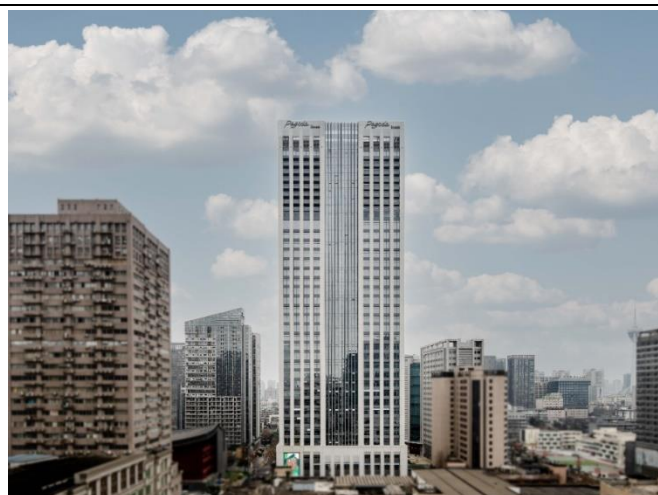
资料来源：招股说明书，公司公告，华安证券研究所

4.1 直营+委托管理，区域矩阵式向全国拓展

开发模式成熟，打造前端护城河。公司主要选址一二线城市和省会城市的商业中心、交通枢纽核心位置，采取模块化方式，在品质标准统一的前提下，对传统酒店存量物业、城市综合体及社区商业配套酒店增量物业、文化街区及特色小镇配套酒店创新物业做地域特色差异化设计，并进行施工建设，创造更高附加值。公司通过实现物业获取、产品设计、施工技术、供应链技术一体化，打造前端护城河。

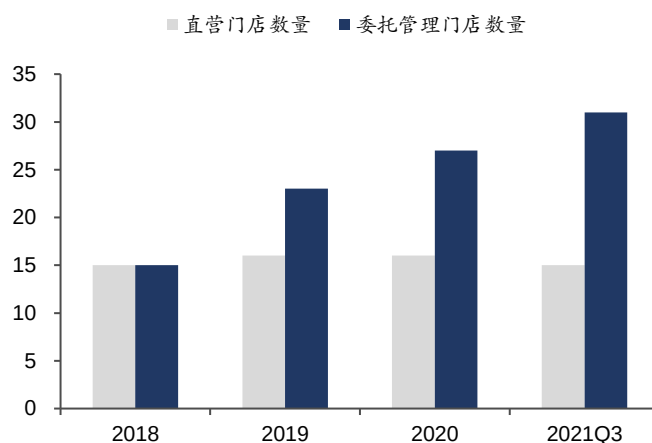
直营塑造品牌影响力，委托管理助力区域矩阵式扩张。公司通过直营酒店塑造品牌影响力，利用委托管理方式进行轻资产扩张。截至 2021Q3，委托管理酒店数量达到 31 家（相比 2018 年增加 16 家）。未来两年内，公司拟在上海、杭州、南京分批次建设 9 家直营店，预计委托管理酒店数量将有更快增长。公司在深耕长三角地区，垒高护城河的同时，向西南市场、珠三角市场以及其他省会城市进行布局。2022 年 2 月成都 Pagoda 君亭酒店落户成都春熙太古商圈，公司有望以该酒店为核心，提升品牌形象，重点突破西南三角地区。

图表 53 成都 Pagoda 君亭设计酒店



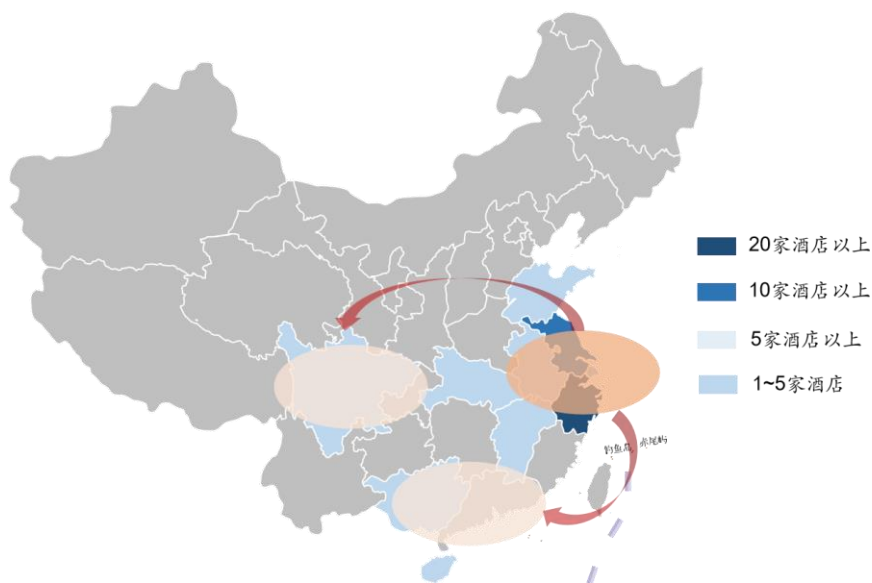
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 54 门店数量不断增长



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 55 区域矩阵式扩张

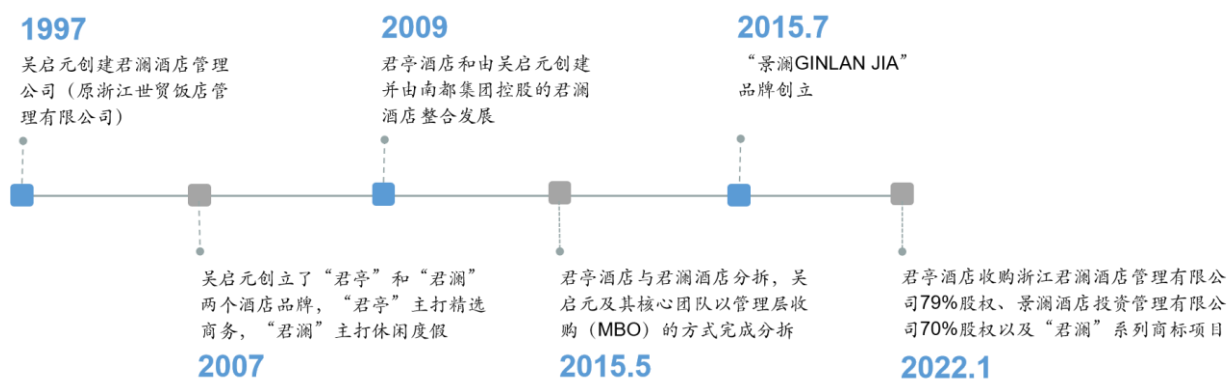


资料来源：招股说明书，公司公告，华安证券研究所

4.2 并购君澜+景澜，充分发挥协同作用

品牌同源同宗，有利于并购融合发展。吴启元 1997 年创建了浙江世贸饭店管理有限公司（君澜酒店管理公司前身），2007 年推出了君澜、君亭品牌，2015 年带领核心管理层将君亭分拆独立发展。创始人及目前的主要管理团队对君澜酒店有着充分的理解，公司并购之后的整合有望顺利进行。

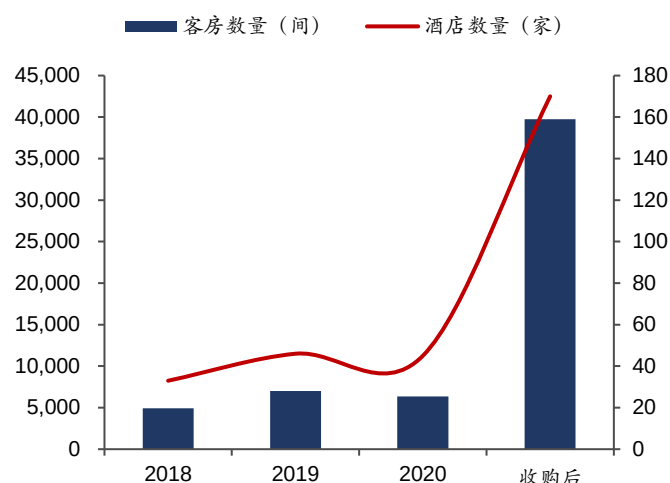
图表 56 品牌渊源



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

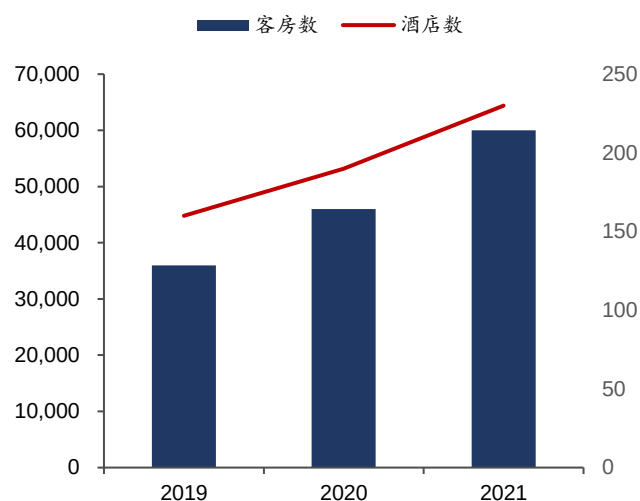
并购实现规模提升，君澜酒店处于加速扩张期。根据盈蝶咨询数据，公司收购君澜、景澜后，客房数量从 2020 年末的 6345 间迅速提升至 39760 间，酒店数量从 2020 年年末的 45 家提升至 170 家，规模排名有望从 49 名上升至 13 名。经过多年深耕，君澜酒店积累了品牌势能，目前正处于快速扩张期，预计 2022~2024，君澜、景澜新签署酒店数量分别为 42、43、44，20、25、30。截至 2021 年底，君澜已于全国 23 个省市累计管理超 230 家，客房总数逾 600 间。

图表 57 收购后公司酒店、客房数量变化



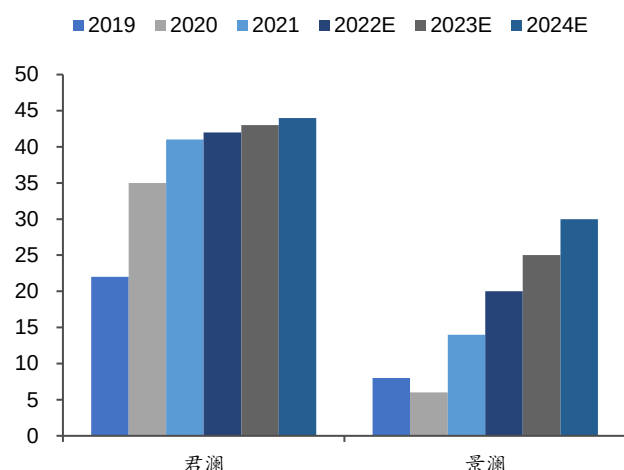
资料来源：公司公告，盈蝶，华安证券研究所

图表 58 君澜酒店数量快速增长



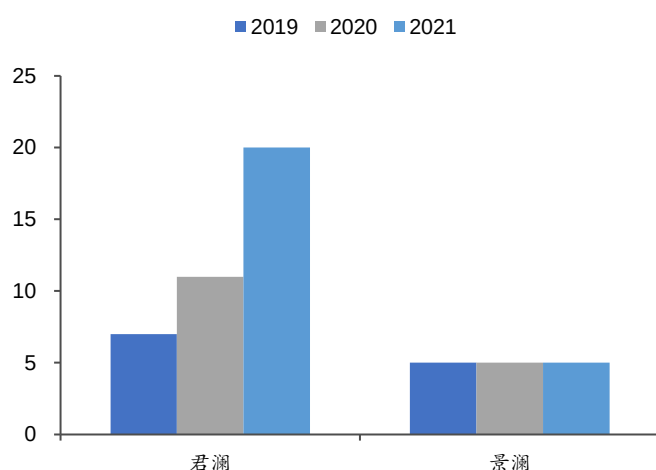
资料来源：君澜公众号，华安证券研究所

图表 59 君澜、景澜新签署门店数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 60 君澜、景澜新开业门店数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

增强区域优势，完善全国布局。浙江君澜集团是 HOTELS 225 榜单中国酒店集团 10 强和全球酒店集团 50 强；“君澜”酒店在国内高端酒店品牌排名第 5 位，度假品牌得到了较好的社会评价和业内认可，在 2021ABN 指数国内高端酒店品牌榜单中位居榜首。君澜集团业务覆盖区域包括长三角、珠三角、西南地区、北方地区等全国 23 个省市，借助君澜的品牌影响力，公司可以进一步夯实在长三角的竞争优势，加速全国区域拓展。

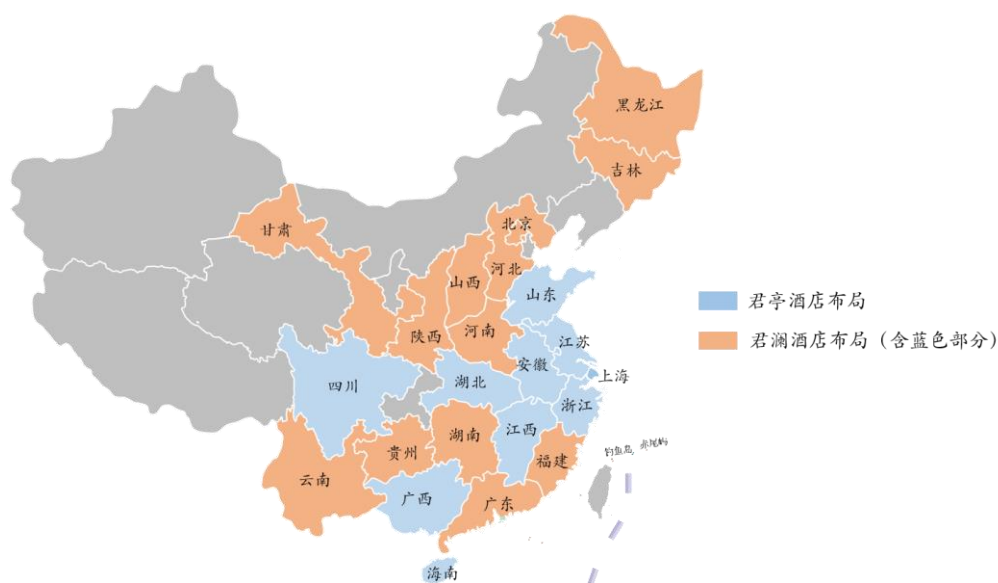
图表 61 国内高端酒店 ABN 指数排名

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	君澜度假酒店	179.88	198.72	104.43	154.22	65.62	702.87
2	开元大酒店	128.44	196.69	147.65	154.04	51.96	678.78
3	建国饭店	124.44	172.34	133.89	97.22	57.49	585.18

4	锦江大酒店	157.9	146.54	92.93	97.47	54.01	548.85
5	开元名都	139.23	146.75	90.2	118.13	54.43	548.74
6	碧桂园凤凰酒店	124.91	142.55	92.37	108.34	59.56	527.73
7	亚朵 S 酒店	126.81	143.7	89.96	101.1	55.87	517.44
8	白天鹅宾馆	121.15	139.59	101.55	100.77	53.24	516.3
9	尼依格罗酒店	122.81	141.27	90.54	110.57	49.22	514.41
10	万达嘉华酒店	126.62	141.3	109.51	95.61	40.08	513.12

资料来源：2021-2022 亚洲（中国）酒店业发展报告，华安证券研究所

图表 62 酒店布局



资料来源：招股说明书，公司公告，华安证券研究所

完善高端品牌布局，优势融合协同发展。公司原有品牌主要定位中高端商务客户群体，君澜度假酒店、君澜大饭店、景澜分别定位高端度假、高端商务和城市休闲生活。收购完成后，公司进一步完善中、高端品牌布局，为现有客户消费升级以及休闲度假提供了新的选择。公司可以借助原有的精选服务成本管控优势及利用君澜、景澜品牌的全服务增值优势互相融合，协同发展，实现品牌外延。新任总经理朱晓东着手打造君亭新品牌，未来有望推出年轻时尚品牌、野奢品牌，呈现多元化品牌布局。

图表 63 酒店定位

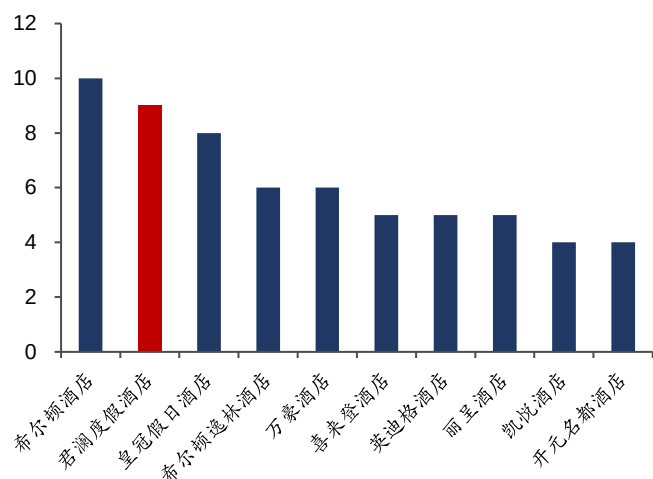
档次	品牌	原君亭		原君澜	
		品牌	定位	品牌	定位
高档	夜泊君亭		高档历史文化旅游目的地酒店	君澜度假酒店	高端度假
	Pagoda 君亭		高档艺术设计酒店	君澜大饭店	高端商务
中高档	君亭酒店		东方特色中档精选服务酒店	景澜	城市生活方式

资料来源：招股说明书，公司公告，华安证券研究所

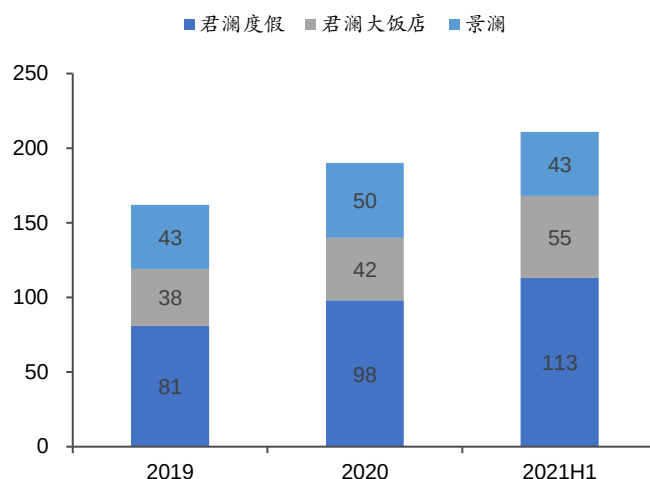
4.3 深耕高端度假，疫情下迎来发展新机遇

重点发力君澜度假品牌，规模持续扩张。君澜酒店集团以君澜度假为主力品牌，深耕高端度假领域，根据 2021-2022 亚洲酒店业发展报告，2021 年君澜度假新开店数量居高端酒店品牌 TOP2。截至 2021H1，君澜度假品牌 113 家，占君澜集团酒店数量 53.6%。

图表 64 高端品牌 2021 年新开店数量 TOP10



图表 65 品牌结构



资料来源：2021-2022 亚洲酒店业发展报告，华安证券研究所

资料来源：君澜公众号，华安证券研究所

细分高端度假市场，打造“四南一北”度假板块。君澜度假酒店重点布局海南、丽江、西双版纳、桂林等黄金旅游景点，以及北上广深等核心城市近郊旅游区域，打造“四南一北”度假板块，形成卡位优势。为了避免产品单一化，君澜酒店以南宋文化作为品牌基因，融入“食、聚、动、乐”+“X”产品生态，根据地域与文化特色形成独特品牌内涵，塑造既有君澜的基因又有当地特点的度假酒店，突出产品优势。度假酒店的类别丰富，覆盖温泉、海边、山地、滑雪、古城等，形成君澜度假圈，满足不同消费者多元化消费需求。

图表 66 君澜度假圈



资料来源：君澜酒店官网，华安证券研究所

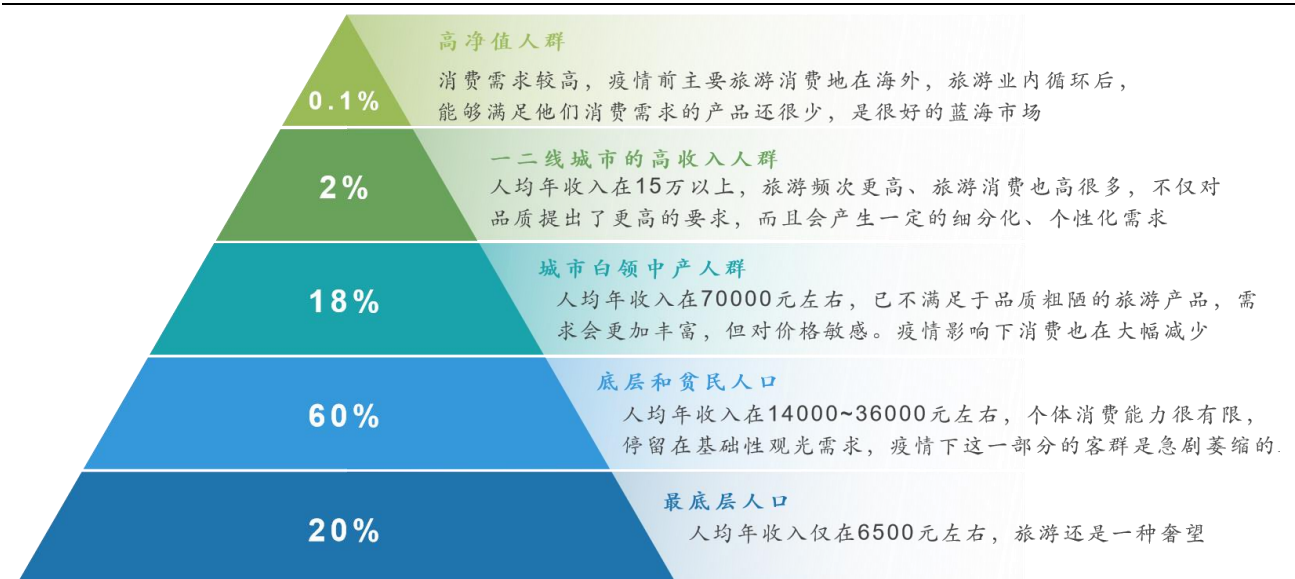
图表 67 “四南一北”度假板块



资料来源：君澜酒店官网，华安证券研究所

受疫情影响，高端旅游度假消费回流、近郊度假兴起。疫情影响下，中低收入阶层消费者的旅游需求在下降，但是真正具有消费能力的高收入阶层的消费需求仍然较高，出境游受限的情况下，这部分消费需求回流，黄金旅游区的高端度假项目成为主要替代品。复星旅文旗下的三亚·亚特兰蒂斯，2020Q2 客房入住率为 61.3%，高于 2019 年同期的入住率。2020 年 7 月，营收 1.47 亿元，同比增加 18%，客房入住率 88.1%（增加 6.7pct）。疫情常态化后，短时短途、高频、日常化旅游成为中高收入阶层的主流选择，这部分旅游需求淡旺季相对平稳，能提供较佳的度假体验的产品，有望实现可持续发展。君澜度假酒店布局海南、丽江、西双版纳、桂林等黄金旅游景点，以及北上广深等核心城市近郊旅游区域，有望迎来发展新机遇。

图表 68 中国旅游客群结构



资料来源：景鉴智库，华安证券研究所

盈利预测及投资建议：

盈利预测

关键假设：

(1) 君亭品牌：

开店情况：假设 2021~2023 年每年新增直营门店数量分别为 0、4、5 家，新增委托管理酒店数量为 7、16、25 家。

RevPAR：考虑到局部疫情反复对需求复苏的影响减弱，需求有望回升，我们预计 2021~2023 年 RevPAR 分别恢复至 2019 年的 78%、85%、95%。

成本端：考虑到公司直营门店增加会带动成本端变化，我们预计 2021~2023 年成本增长率分别为 3%、42%、40%。

(2) 君澜、景澜品牌：

疫情催化高端度假消费回流以及经过多年深耕，君澜酒店积累了品牌势能，目前正处于快速扩张期，我们预计 2022~2023 年，君澜、景澜新签署酒店数量分别为 42、43、20、25。

图表 69 公司盈利预测

	2020	2021E	2022E	2023E
收入 (百万元)	256.03	291.15	430.87	618.61
YOY (%)		13.72%	47.99%	43.57%
成本 (百万元)	191.68	197.43	280.35	393.33
YOY (%)		3%	42%	40%
毛利率 (%)	25.13%	32.19%	34.93%	36.42%
直营门店收入 (百万元)	241.19	290.87	382.72	563.18
门店数量	16	16	20	25
RevPAR (元/间夜)	183.18	215.36	155.70	204.59
RevPAR (相较于 2019 的恢复比例%)	63.79%	78.00%	85.00%	95.00%
原有门店收入 (百万元)	180.80	221.06	294.54	438.61
原有门店餐饮收入 (百万元)	22.43	27.34	36.34	53.98
原有门店配套服务收入 (百万元)	37.96	42.47	51.64	69.73
新开门店收入 (百万元)		0.00	20.00	85.00
委托管理门店收入 (百万元)	14.84	0.29	0.44	0.60
门店数量	27	27	27	27
原有门店单店收入 (百万元)	0.55	0.67	0.74	0.84
原有门店单店管理费 (百万元)	14.84	18.14	19.91	22.57
新增门店数量		7	16	25
新增门店单店管理费 (百万元)		1.5	1.5	1.5
新增门店收入 (百万元)		10.5	24	37.5
君澜收入 (百万元)			68.28	79.56
景澜收入 (百万元)			27.14	30.11

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：假设君澜、景澜从 2022 年下半年开始并表

投资建议

公司定位中高端精选酒店，深耕长三角核心区域，通过差异化产品和高附加值服务提升盈利能力，塑造品牌影响力，进而利用委托管理模式进行轻资产扩张。从短期来看，公司以直营为主，行业复苏周期，能够释放较大的业绩弹性；君澜集团以高端度假酒店为主，疫情影响转淡后，修复弹性更大。从长期看，在行业连锁化率提升，中高端酒店升级、多样化，本土高端品牌迎来发展契机的背景下，公司有望借助君亭、君澜品牌影响力，进一步拓展，提升市场份额。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.46、0.80、1.24 元/股，对应当前股价 PE 分别为 116、66、43 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：

局部地区疫情反复：公司目前主要布局长三角地区核心商区，若重点地区疫情反复，会降低客流量，影响经营。

拓店速度不及预期：公司在深耕长三角地区进行门店扩张的同时，进一步布局西南地区、珠三角和省会城市，若拓店速度不及预期会影响营收增速。

并购整合不及预期：若并购整合不及预期，不能充分发挥协同效应。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	204	438	452	503	营业收入	256	291	431	619
现金	106	333	319	331	营业成本	192	197	280	393
应收账款	24	28	35	42	营业税金及附加	1	1	1	2
其他应收款	23	26	35	51	销售费用	10	12	19	31
预付账款	26	26	36	51	管理费用	16	18	28	43
存货	1	1	1	2	财务费用	1	21	18	18
其他流动资产	25	25	25	25	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	248	844	904	978	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	2	0	0
固定资产	7	24	93	178	营业利润	39	45	83	132
无形资产	2	2	2	2	营业外收入	15	0	0	0
其他非流动资产	238	818	808	798	营业外支出	12	0	0	0
资产总计	452	1281	1356	1481	利润总额	42	45	83	132
流动负债	80	106	139	177	所得税	8	10	19	30
短期借款	0	0	0	0	净利润	33	35	64	101
应付账款	20	17	26	38	少数股东损益	-2	-1	0	2
其他流动负债	60	88	113	140	归属母公司净利润	35	37	64	100
非流动负债	86	666	643	628	EBITDA	78	67	112	165
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.58	0.46	0.80	1.24
其他非流动负债	86	666	643	628					
负债合计	167	772	782	806					
少数股东权益	-11	-12	-12	-10					
股本	60	81	81	81					
资本公积	19	188	188	188					
留存收益	217	253	318	417					
归属母公司股东权益	296	521	586	685					
负债和股东权益	452	1281	1356	1481					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2023E
经营活动现金流	49	79	101	138	成长能力				
净利润	35	37	64	100	营业收入	-32.9%	13.7%	48.0%	43.6%
折旧摊销	39	4	10	15	营业利润	-58.0%	16.4%	84.7%	57.9%
财务费用	1	22	22	21	归属母公司净利润	-51.5%	4.6%	75.1%	55.5%
投资损失	-1	-2	0	0	获利能力				
营运资金变动	-23	19	4	1	毛利率 (%)	25.1%	32.2%	34.9%	36.4%
其他经营现金流	56	16	60	101	净利率 (%)	13.7%	12.6%	14.9%	16.1%
投资活动现金流	-32	-598	-70	-90	ROE (%)	11.9%	7.0%	11.0%	14.6%
资本支出	-34	-375	-75	-95	ROIC (%)	10.8%	4.5%	6.9%	9.5%
长期投资	0	-225	5	5	偿债能力				
其他投资现金流	1	2	0	0	资产负债率 (%)	36.9%	60.3%	57.7%	54.4%
筹资活动现金流	-6	747	-45	-36	净负债比率 (%)	58.4%	151.6%	136.4%	119.4%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.55	4.14	3.25	2.83
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.21	3.89	2.98	2.53
普通股增加	0	20	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	169	0	0	总资产周转率	0.57	0.23	0.32	0.42
其他筹资现金流	-6	558	-45	-36	应收账款周转率	10.58	10.43	12.17	14.60
现金净增加额	11	227	-14	12	应付账款周转率	9.44	11.41	10.74	10.43
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.58	0.46	0.80	1.24
					每股经营现金流薄)	0.82	0.98	1.25	1.72
					每股净资产	4.90	6.47	7.27	8.51
					估值比率				
					P/E	91.03	115.98	66.23	42.58
					P/B	10.78	8.16	7.26	6.20
					EV/EBITDA	39.65	67.26	40.10	27.07

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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

免责声明

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

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

投资评级说明

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

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

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