



深耕中高端，高速扩张未来可期

——君亭酒店（301073.SZ）首次覆盖报告

事件点评

深耕中高端，从长三角向全国拓展。公司成立于2007年，致力于打造具有东方艺术特色的中高端精选服务酒店，主营业务包括有限服务型酒店运营及酒店管理业务。目前公司旗下共有51家酒店，长三角地区一共41家门店，客房总数逾7500间。随着对君澜、景澜酒店的并购完成，全国市场拓展步伐将大大加快。

疫情推动连锁化率提升，高端化势在必行。连锁化避免了高额刚性成本和费用的产生，提升了企业费控能力，降低经营风险。疫情影响下单体酒店加速出清，连锁酒店依靠母公司雄厚资金实力以及强大品牌力具备较强的抗风险能力，行业连锁化率提升。我国酒店供给结构呈现“金字塔型”，与美国的“橄榄型”相比，中高端酒店供给不足。当前，一方面，消费升级大背景下消费者对酒店品质和住宿体验的要求不断提高；另一方面，随着租金和人力成本压力增大，酒店业主也必须通过升级酒店品质来提高客房单价以实现盈利。

创新服务模式带来高溢价。公司在行业中创新性地提出了“BAS”精选服务模式，表现出强劲的产品力。公司提供良好的硬件设施和入住体验，挖掘东方特色文化氛围，从而形成了“产品精选、文化精选及服务内容精选”的君亭式服务体系创新。相比中高端其他产品，公司具有突出的溢价能力。公司深耕直营，直营店数占比34%，远超国内三大龙头。不同于国内龙头采取的传统加盟模式，公司借助委托管理模式实现“由重转轻”，委托管理门店占比达到66%。“直营+委托管理”模式既可以统一执行公司特色的严格的服务质量标准，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。

投资建议

我们认为当下酒店行业复苏拐点来临，随着疫情形势的不断转好，出行出游客流有望强力复苏，带动酒店行业整体景气度快速回升。公司发力新店扩张，收购君澜、景澜加快推进规模扩张以及高端化进程，未来有望在行业景气回升环境中展现亮眼业绩弹性。预计公司2022-2024年营业收入分别为4.6/6.0/7.0亿元，归母净利润分别为0.68/1.23/1.53亿元；EPS分别为0.84/1.53/1.90元/股，基于2022/04/26收盘价75.47元/股，对应PE为89/49/40，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示

疫情影响反复；委托管理门店扩张不及预期；行业竞争加剧。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	277.51	464.47	603.68	704.44
增长率(%)	8.39	67.37	29.97	16.69
归母净利润	36.92	67.96	123.36	152.74
增长率(%)	5.28	84.09	81.53	23.81
EPS(元/股)	0.56	0.84	1.53	1.90
市盈率(P/E)	61.29	89.44	49.27	39.80
市净率(P/B)	5.69	10.97	8.97	7.32

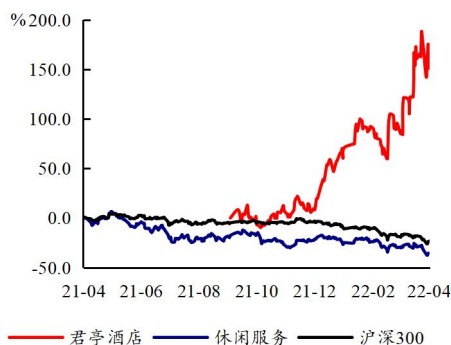
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所（参考价为2022/04/26收盘价75.47元/股）

评级 强烈推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn
联系人 李昭璇
电子邮箱 lizx647@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	60.41
流通A股/B股(百万股)	0.00/0.00
资产负债率(%)	66.76
每股净资产(元)	4.56
市净率(倍)	15.77
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	82.52/25.91

相关研究

《蓄势待发，只待春来》2022.04.18
《静待春来，生机盎然加速复苏》2022.04.12
《苦寒不减梅花香，柳暗花明终有时》2022.04.12
《疫情冲击影响严峻，静待困境反转加速复苏》2022.04.11
《疫情冲击3月离岛免税表现，静待困境过后行业加速复苏》2022.04.06

正文目录

1. 公司简介：深耕中高端市场，高速扩张正当时	4
1.1. 公司简介	4
1.2. 历史沿革	4
1.3. 股权结构	5
1.4. 财务分析：疫情前业绩持续增长，受疫情短暂影响后快速恢复	8
2. 行业分析：高端化连锁化时代来临	9
2.1. 单体酒店大量出清，酒店连锁化率不断攀升	9
2.2. 高端化浪潮起，中高端市场成为发力重点	11
3. 公司分析：中高端为发力核心，直营+委托管理沉淀强竞争力	14
3.1. 定位中高端，品牌溢价凸显	14
3.1.1. 君亭酒店专注于中高端酒店业务发展	14
3.1.2. 君亭酒店融合传统艺术主题，发展中高端酒店服务	16
3.2. 深耕直营，委托管理模式独树一帜	18
3.3. 协议客户根基深厚，会员体系增强粘性	20
4. 盈利预测	23
5. 投资建议	24
6. 风险提示	24

图表目录

图表 1. 西溪谷君亭酒店外观	4
图表 2. 君亭酒店发展十五年历程	5
图表 3. 管理层股权集中度高	6
图表 4. 管理层酒店管理经验丰富	7
图表 5. 营业收入疫情后恢复迅速	8
图表 6. 归母净利润疫情后恢复迅速	8
图表 7. 费用率不断降低，费控能力良好	9
图表 8. 净利率及毛利率增长趋势良好	9
图表 9. 杜邦分析：受疫情影响短期内下降，疫情后有望迅速恢复	9
图表 10. 连锁酒店集团相较单体酒店优势明显	10
图表 11. 连锁酒店总集团出台疫情扶持政策	11
图表 12. 一二线城市商业物业平均租金率逐年上升	12
图表 13. 酒店及餐饮行业服务人员薪金逐年上升	12
图表 14. 我国酒店供给结构呈金字塔型	12
图表 15. 美国酒店供给结构呈橄榄型	12
图表 16. 我国收入结构呈橄榄型	13
图表 17. 美国收入结构呈橄榄型	13
图表 18. 我国中高端酒店数量持续上升	13
图表 19. 疫情下高端酒店同比增速依然强劲	13
图表 20. 君亭酒店品牌矩阵创建过程	14
图表 21. 君亭酒店致力于中高端酒店运营	15
图表 22. 君亭酒店以长三角城市群作为核心区域	15
图表 23. 君亭酒店在全国重点城市有序扩张	16
图表 24. 君亭酒店健身房配备整齐的设施	17
图表 25. 君亭酒店房间内饰丰富	17
图表 26. 南京夜泊秦淮君亭酒店古色古香	17
图表 27. 杭州 Pagoda 酒店将传统风格融入现代设计	17

图表 28. 君亭酒店客户服务流程覆盖从预定到离店的每一个细节.....	18
图表 29. 君亭酒店委托管理模式独树一帜.....	19
图表 30. 委托管理模式与加盟管理模式的不同.....	19
图表 31. 君亭酒店以直销为主.....	20
图表 32. 2020 年协议公司营收占比最高.....	20
图表 33. 携程是最大的 OTA 客户.....	21
图表 34. 君亭酒店官网预订系统.....	21
图表 35. 君亭酒店会员体系.....	22
图表 36. 君亭酒店智能化客房.....	22
图表 37. 盈利预测拆分.....	23
图表 38. 可比公司估值情况.....	24

1. 公司简介：深耕中高端市场，高速扩张正当时

1.1. 公司简介

君亭酒店深耕酒店行业中高端市场，从长三角逐步向全国拓展。君亭酒店成立于2007年，位列中国酒店集团规模50强，品牌创立之初以“BAS”（Bed住宿+Art文化艺术+Service服务）的业内创新精选服务模式，致力于打造具有东方艺术特色的中高端精选服务酒店。主营业务包括有限服务型酒店运营及酒店管理业务，其中酒店运营即酒店直营业务，酒店管理业务主要为酒店受托管理服务。自成立以来，通过结合历史人文背景和东方文化元素的差异化产品设计、细腻浓情的江南文化高附加值的服务，深耕长三角区域核心城市，并逐步向武汉、南昌、三亚等全国一、二线城市拓展覆盖。君亭酒店建立了成熟的中高端品牌矩阵，其中高端定位的酒店代表为夜泊君亭和Pagoda。随着酒店的规模的逐渐扩大，目前公司旗下共有51家酒店，客房总数逾7500间，其中Pagoda君亭5家，夜泊君亭8家，长三角地区一共41家门店。随着对君澜、景澜酒店的并购完成，酒店品牌拓宽，其全国市场拓展步伐将大大加快。

图表 1. 西溪谷君亭酒店外观



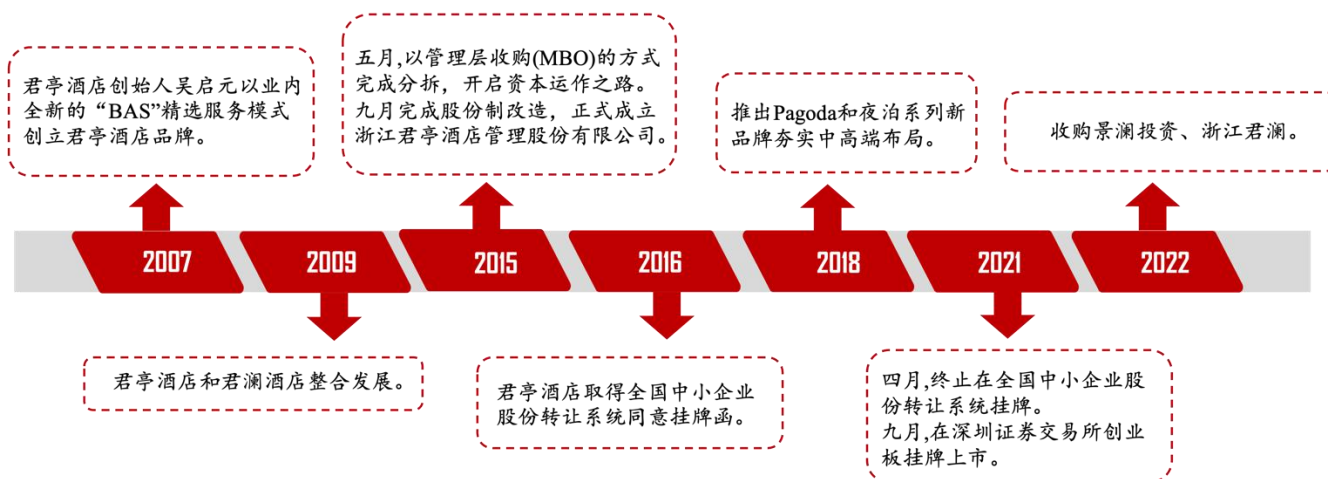
资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

1.2. 历史沿革

君亭与君澜再续前缘，规模化发展势头大。公司发展主要经历了三大阶段。第一阶段为品牌创立和整合阶段：2007年，创始人吴启元以业内全新的“BAS”精选服务模式创立君亭酒店品牌；2009年，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，由于酒店行业竞争激烈，为了解决同行竞争问题，君亭开始步入独立发展的第二阶段：5月，

君亭以管理层收购的方式完成与君澜的分拆,南都集团控股退出君亭;9月,君亭完成股份制改造开始独立发展,正式成立浙江君亭酒店管理股份有限公司,并于2016年取得新三板挂牌。为完善多层次的中高端品牌矩阵,2018年君亭推出针对中高消费群体的Pagoda和夜泊系列新品牌,为高端布局注入新活力;经过股权制改造、引入现代企业管理方法等改变,受酒店业规模竞争化及中高端市场机遇涌现的大环境影响,2021年9月30日,君亭正式在深圳证券交易所创业板上市。目前,君亭正处于规模化发展的第三阶段,2022年收购景澜酒店投资管理有限公司70%股权、浙江君澜酒店管理有限公司79%股权及君澜系列商标,与君澜再续前缘有助于完善君亭酒店的品牌矩阵,丰富品牌广度,快速提升市场规模和竞争力。

图表 2. 君亭酒店发展十五年历程

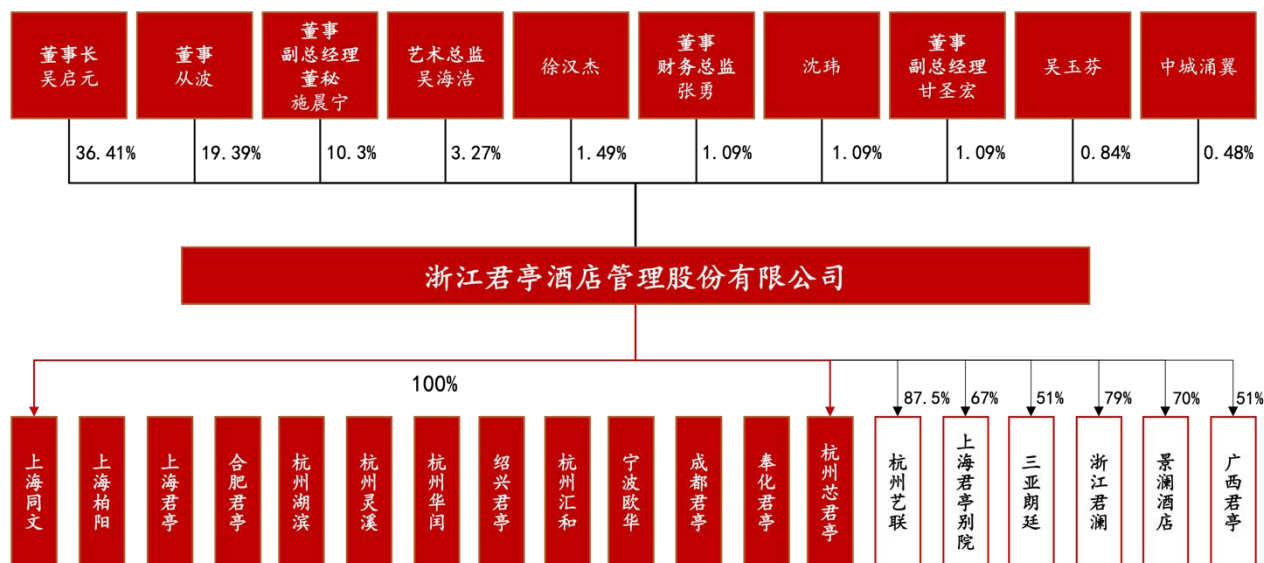


资料来源:公司招股说明书,公司官网,东亚前海证券研究所

1.3. 股权结构

公司管理层股权集中度高,提升经营效率。创始人及董事长吴启元持股 36.41%,股权集中度较高,为公司实际控制人,利于经营管理决策的高效运行。除董事长以外,公司核心管理层人员也各有持股。公司董事从波持股 19.30%,公司董事、副总经理、董事长秘书施晨宁持股 10.3%,艺术总监吴海浩持股 3.27%,财务总监张勇持股、副总经理甘圣宏各持股 1.09%。自股份公司成立以来,公司管理层持股较为稳定,主要高管合计持股 71.55%,管理层和股东利益深度绑定,使股东和管理者的利益保持一致,促进建立背靠背的相互信任,提升公司整体经营效率和对更大规模化的管控能力。中城涌翼为新三板增发引入的外部投资人。

图表 3. 管理层股权集中度高



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所（股权结构统计截止至 2022/04/26）

酒店创始人经验丰富，市场洞察力强，想法独特。吴启元有 35 年的酒店行业工作经验，入行一开始在中日友好饭店担任中方总经理，之后在杭州首家五星级酒店-五洲大酒店首任总经理，在酒店行业初露锋芒便受到认可，之后得到组建浙江世贸酒店管理公司的机会，并在其带领下，所管理的酒店都给予了很好的反馈。经过一次次项目的打磨，吴启元开始意识到当时国内酒店行业的现状，即国际品牌还未全方位进入度假市场，同时消费观念的转变使得中端酒店市场可开拓，酒店品牌的建设和发展很重要。于是在 2007 年，他创立了君澜和君亭两个品牌，通过赋予两个品牌不同的艺术和文化内涵来打造品牌的辨识度，从选址、装修、服务方面都精心设计，有所区分。君澜定位为顶级休闲度假酒店品牌，所以大多数选址靠近自然景区。而君亭品牌瞄准中高端市场，大多位于城市中心，为游客打造兼具品质、内涵及商旅环境的酒店。在品牌拆分时，吴启元选择了君亭品牌，通过不断发展，成立了今天的君亭酒店。君亭酒店的辨识度来源于吴启元在酒店设计方面注重运用设计元素，营造浓厚的泛东方文化艺术氛围。君亭酒店旗下的 Pagoda 和夜泊系列的成功打造都离不开创始人对艺术人文的极致追求。

公司高管团队经验丰富，团队合作融洽。公司核心团队成员平均从业年限超过 20 年，均在中高端酒店设计、开发、运营、管理上积累了深厚的经验。公司核心团队的成员也很稳定，团队经历长时间的磨合足以实现融洽合作、高效合作，可有效协同共谋酒店快速发展。为注入新活力，2021 年公司引进高端职业经理人，聘任朱晓东作为新一任的总经理。这一举措

不仅优化了管理层结构，也为公司未来发展奠定了更好地基础。朱晓东曾任全球知名的凯悦国际大酒店集团中国区副总裁，还拥有度假酒店和资管公司的工作经历，因此在投资、旅游景区规划、旅游目的地开发等方面具有丰富的经验，其拥有的专业经验、国际视野和行业资源可更好地助力公司并购整合。

图表 4. 管理层酒店管理经验丰富

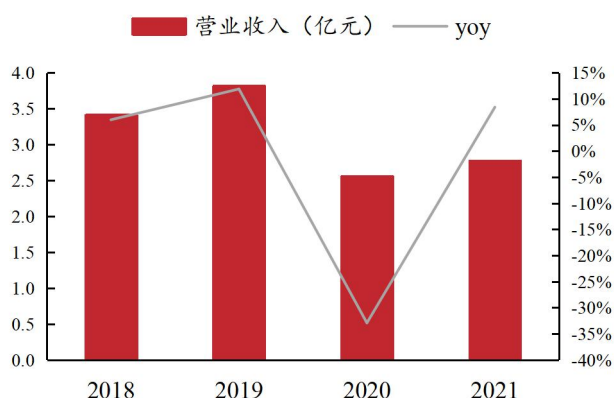
管理层	职位	学历	酒店行业从业年限	主要经历
吴启元	董事长 董事	本科	36	1986-1995:杭州中日友好饭店中方总经理 1995-1997:杭州首家五星级酒店五洲大酒店总经理 1997-2001:浙江世贸君澜大饭店总经理 2001-2015.07:君澜管理董事长、总经理 2003-2017:海南君澜酒店管理有限公司董事长 2006-2015:君澜集团董事 2006-2015:浙江世界贸易中心有限公司董事 2007-2015:世界贸易中心有限公司董事长 2015.08至今:君亭酒店董事长
朱晓东	总经理	硕士	25	1997-2000:浙江世贸中心大饭店行政办主任、副总经理 2000-2003:三亚金棕榈度假酒店总经理 2003-2006:三亚银泰度假酒店总经理 2006-2013:北京银泰置业有限公司副总经理、总经理 2013-2015:中国银泰投资有限公司副总裁 2015-2017:凯悦国际酒店集团中国区副总裁 2017-2020:浙江银泰文化旅游发展有限公司首席执行官 2020-2021:北京上东资管科技有限公司董事长 2021.12至今:君亭酒店总经理
施晨宁	副总经理 董事会秘书 董事	硕士	15	2007-2015:君澜酒店集团有限公司总裁助理、总裁办主任、投资发展部总经理 2015.04-2015.08:君亭有限公司副总经理 2015.08至今:君亭酒店董事、副总经理、董事会秘书
甘圣宏	副总经理 董事	硕士	26	1996-1999:宁波象山新光大宾馆从事前厅、客房、办公室工作 1999-2000:北仑新光大酒店从事前厅工作 2000-2010:开元酒店集团管理公司总经理助理、北京区域总经理 2010-2015:君亭酒店有限公司副总裁、执行总裁 2015至今:君亭酒店董事、副总经理
张戈泉	副总经理	本科	25	1997-2006:浙江世贸君澜大饭店安全消防主管 2006-2011:富阳国际贸易中心大饭店总经理助理 2011-2016:上海中星君亭酒店、上海柏阳君亭酒店、上海同文君亭酒店、上海宜和君亭酒店总经理 2016至今:君亭酒店上海区域总经理 2018至今:君亭酒店副总经理
张勇	财务总监 董事	本科	17	2005-2007:杭州西湖四季都市酒店管理有限公司财务负责人 2007-2015:君亭酒店有限公司财务负责人 2015.08至今:君亭酒店总监 2015.09至今:君亭酒店董事
从波	董事 (前总经理)	硕士	27	1995-2015:上海南都集团有限公司总裁助理、副总裁 2006-2015:君澜酒店集团有限公司总裁、董事 2006-2015:浙江世界贸易中心有限公司董事、总经理 2008-2015:浙江世贸君澜酒店管理有限公司副董事长、董事 2015-2021:浙江君亭酒店管理有限公司总经理 2015.08至今:君亭酒店董事

资料来源：公司招股说明书，公司公告，东亚前海证券研究所

1.4. 财务分析：疫情前业绩持续增长，受疫情短暂影响后快速恢复

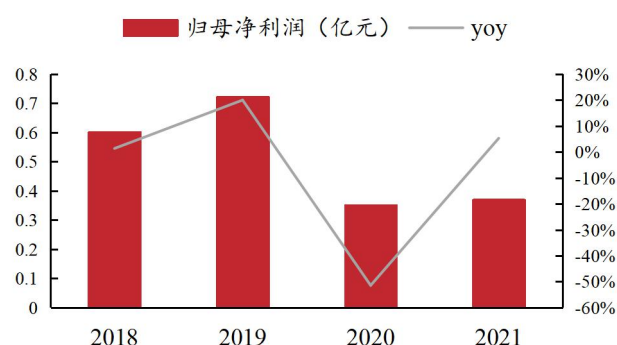
疫情前公司业绩表现持续向好，受疫情冲击后恢复迅速。疫情前，一方面公司持续扩大规模、各门店运营水平良好，另一方面公司加大直销渠道客源的拓展力度，2013年-2019年公司营业收入从1.86亿元增长到3.82亿元，年复合增长率为13%，归母净利润从0.083亿元增长至0.72亿元，年复合增长率高达43%。2016年公司挂牌新三板，2018年设立全资子公司杭州芯君亭酒店有限公司及宁波奉化夜泊君亭酒店有限公司、持股51%设立广西君亭酒店管理有限公司。2020年公司受疫情影响，公司营收及归母净利润下滑，这主要是因为上半年疫情的突然爆发所导致的短期巨大冲击，预计疫情后将逐渐复苏。2020年下半年公司经营逐步恢复正常，据公司招股说明书，2020年第四季度公司营业收入已恢复至2019年同期的92.31%。2021年，公司营业收入恢复至2.77亿元，同比增长率达到8%，归母净利润达到0.37亿元，同比增长率为5%，公司业务恢复速度亮眼，有望在未来持续向好。

图表 5. 营业收入疫情后恢复迅速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 6. 归母净利润疫情后恢复迅速

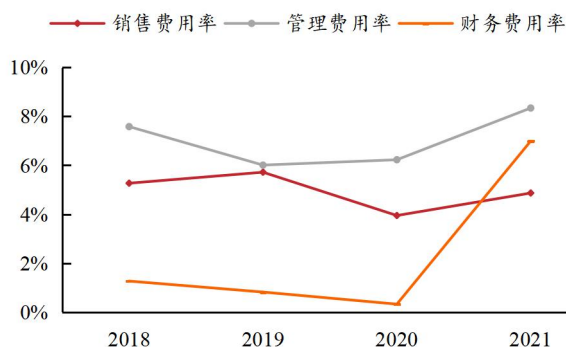


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

品牌效应提升使得销售费用率大幅下降，费控能力持续上升，利率稳步提升。销售费用率从2013年的9.30%下降至2019年的5.72%，下降了3.58个pct，这主要得益于规模效应的不断提升。2020年后，受疫情冲击销售费用率下降在4pct左右，预计未来销售费用率会进一步优化。从2013年至2019年管理费用率相对平稳，2020年及2021年由于营收受疫情冲击较大，导致管理费用率有所微升。截至2020年，君亭酒店财务费用率低至0.33%，但2021年财务费用率出现上涨，源于2021年君亭酒店在A股上市所涉及到的财务费用，预计2021年之后，公司财务费用将会恢复至正常水平。自2013年起，随着公司业务规模的扩大和盈利能力的增强，除2020年受疫情冲击短暂下降外，销售毛利率水平稳中有升，销售净利率逐年攀升。2021年公司销售毛利率和净利率分别为33%和12%，随着公司高端化

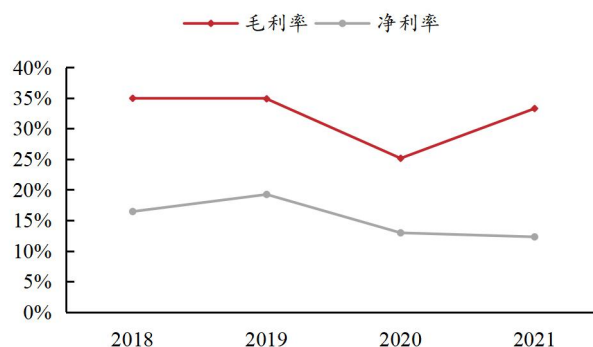
的推进、规模的扩大以及管理运营上的优化，费用率优化空间广阔。

图表 7. 费用率不断降低，费控能力良好



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 8. 净利率及毛利率增长趋势良好



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

资产周转率和权益乘数使得 ROE 值总体下降，但销售净利率提升显著。通过杜邦分析可知，2013 年-2019 年，资产周转率从 0.8 上升至 0.91，2020 年-2021 年由 0.56 下降至 0.30，为 ROE 值下降的原因之一。另一方面，权益乘数 2013 年-2016 年连年下降，2017 后在 1.63-2.98 区间内小幅波动，成为 ROE 值下降的另一个原因。此外，自 2013 年起销售净利率总体提升，由 2013 年的 4.48% 上升到了 2021 年的 13.30%。原因在于公司近些年持续扩张直营门店数量、对门店固定资产设施及装修费用等大量追加投入。随着公司经营战略的不断优化，提升经营管理能力与效率，盈利能力有望进一步改善，助推 ROE 的回复提升。

图表 9. 杜邦分析：受疫情影响短期内下降，疫情后有望迅速恢复

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
销售净利率 (%)	4.48	8.35	12.02	11.41	18.45	17.65	18.93	13.7	13.30
资产周转率 (次)	0.8	0.84	0.87	0.92	0.87	0.88	0.91	0.56	0.30
权益乘数	11.95	9.42	6.24	4.6	2.98	2.07	1.8	1.63	2.33
ROE (%)	43.01	65.82	65.42	48.49	47.65	32.27	30.8	12.6	9.44

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2. 行业分析：高端化连锁化时代来临

2.1. 单体酒店大量出清，酒店连锁化率不断攀升

固有优势+疫情冲击，连锁酒店优势不断凸显。从连锁酒店自身来看，其具备众多天然优势：由于连锁化的经营模式可以为总公司规避掉租金、折旧摊销、人力等高昂成本，其扩张的边际成本及费用较低；此外，人员

培训、系统维护、人员管理等方面的成本具备天然刚性，随着加盟数量的提升摊薄效应会愈加明显；连锁化运营下收入来源为向加盟商按照一定比例收取的加盟费，这样的模式避免了高额刚性成本和费用的产生，提升了企业费控能力，有助于总公司形成“旱涝保收”的良好收入模式，降低经营风险，更有利于形成穿越周期的良好利润表现；最后，加盟合同通常期限为 10-15 年，加盟费用带来的收入将形成长期稳定的现金流。当下，世界范围内及我国酒店行业龙头均积极推进自身连锁化、加盟占比的提升，大力发展数字化建设赋能公司运营及供应链管理等，助力酒店行业连锁化率不断提升。

图表 10. 连锁酒店集团相较单体酒店优势明显



资料来源：华住集团招股说明书，华住集团官网，中国饭店协会，东亚前海证券研究所

此外，新冠疫情带来的冲击严重损害了酒店行业消费场景，连锁化酒店借力强大的母公司的财力、物力、人力等，具备较强的抵抗风险能力。疫情催化下酒店行业形成了单体酒店加速出清，行业整体连锁化率不断提升的情况。2020 年新冠疫情以来出行限制带来的冲击造成酒店行业景气度下滑，连锁酒店依靠母公司雄厚资金实力以及强大品牌力，在整体运营、管理、人工成本控制等方面抱团取暖，而单体酒店在盈利不景气的情况下成本负担能力弱、风险管控能力差，多数面临倒闭等不利情形。此外，疫情中许多连锁酒店集团总公司为加盟酒店出台了一系列的扶持政策，例如华住推出了《2022 年全国中高风险城市加盟店扶持政策》，针对特定地区采取加盟费减免、管理费延收等政策，首旅如家酒店集团、亚朵酒店也纷纷推出了相应的疫情纾困措施，助力加盟酒店度过难关。

图表 11. 连锁酒店总集团出台疫情扶持政策

公司	政策内容	发布时间
首旅如家酒店集团	管理费减免、延收；流量扶持	2022 年 3 月 22 日
华住集团	管理费递延收取；一次性加盟费延迟缴纳；加盟费折扣	2022 年 3 月 18 日
锦江酒店集团	品牌使用及管理费免收或折扣；运营物资采购授信额度；疫情内开业奖励金	2022 年 3 月 23 日
亚朵酒店集团	管理费减免、缓交；采购物资授信额度；交易服务平台产权交易手续费免除	2022 年 3 月 28 日

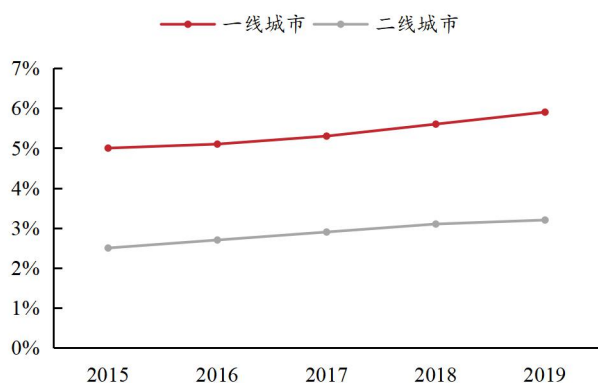
资料来源：中国饭店协会，锦江酒店集团公告，东亚前海证券研究所

2.2. 高端化浪潮起，中高端市场成为发力重点

我国酒店一般以星级进行划分，具体可划分为四种类型，分别是经济型（两星及以下，日均房价 300 元以下）、中端型（三星级，日均房价 300-500 元）、高端型（四星级，日均房价 500-1000 元）、豪华型（五星级，日均房价 1000 元以上）。

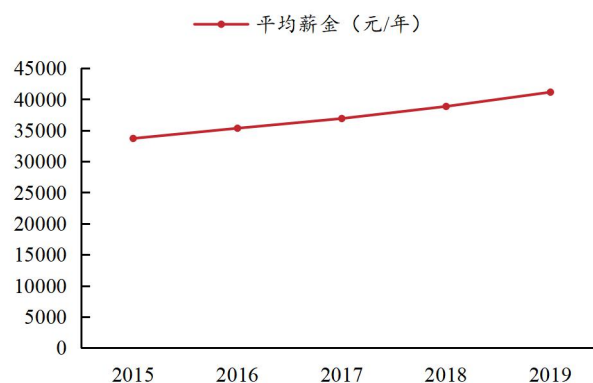
供给端成本上升形成压力，需求端逐步多元叠加价格带不断提升，我国酒店中高端化势在必行。从供给端来看，经济型酒店逐步向中高端酒店转型。经济型酒店房价优惠、性价比高，同时成本低，但随着一、二线城市土地红利逐渐退去，市场趋于饱和，经济型酒店受制于其服务的单一性，房价无法顺利提升，而日常运营和人工成本上升，导致经济型酒店盈利能力下降，甚至出现亏损情况。因此，经济型酒店主动走向中高端化的道路。从需求端看，随着经济的不断发展，在消费升级的大背景下，消费者不再仅满足于功能性需求，更注重品质生活、精神文化消费等方面，对酒店的品质、多样性、个性化提出更高要求。因此，中高端化是消费升级下的必然选择。

图表 12. 一二线城市商业物业平均租金率逐年上升



资料来源：华住集团招股说明书，东亚前海证券研究所

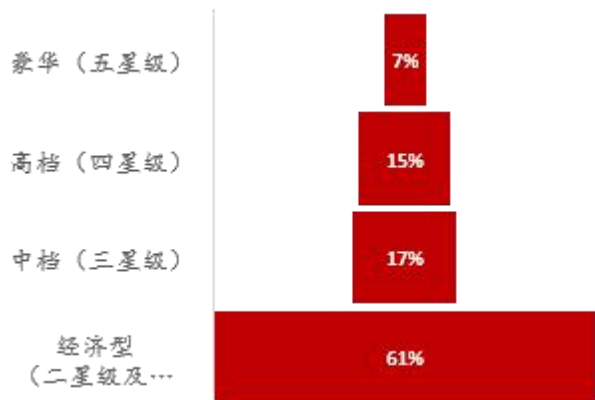
图表 13. 酒店及餐饮行业服务人员薪金逐年上升



资料来源：华住集团招股说明书，东亚前海证券研究所

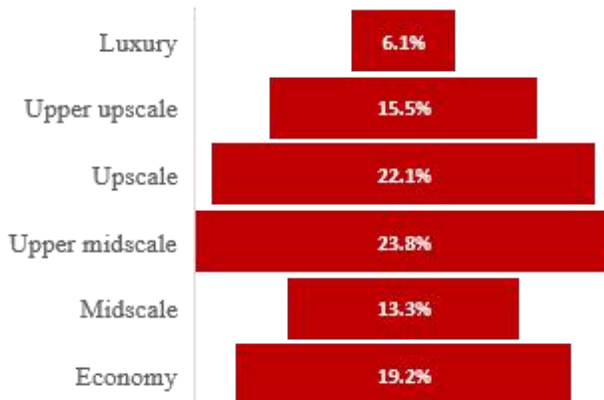
中国酒店当前供给结构呈金字塔形，对标国际来看中高端供给不足，提升空间广阔。2021 年我国经济型、中端、高端、豪华型酒店客房占比分别为 61%、17%、15%、7%，经济型酒店占比超过了一半，呈现出“长尾”特征，整个酒店供给结构呈现出“金字塔型”。而在欧美等发达国家成熟的酒店市场中，以美国为例，中高端占比接近 75%，呈现出“橄榄型”的供给结构。这主要是因为欧美国家的社会收入结构呈现“橄榄型”，中产阶级是社会核心群体，其住宿需求对标舒适、价格中等的中端酒店，带动了中端酒店的崛起。目前，我国居民收入也呈现出“橄榄型”的结构，收入 1 万-10 万美元的人群占比高达 66.6%，这部分人群需求对应中端酒店。因此，通过酒店供给结构与收入结构的比较，我国中高端酒店供给明显不足。随着我国经济持续良好快速发展，我国的酒店结构布局将向欧美国家酒店结构靠拢，中高端化的程度将凭借广阔的提升空间以及需求端日益提升的消费能力及消费需求而不断提高。

图表 14. 我国酒店供给结构呈金字塔型



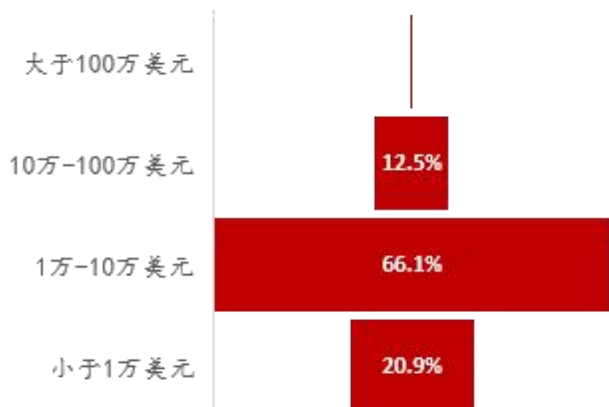
资料来源：《2021 年中国酒店业发展报告》，东亚前海证券研究所

图表 15. 美国酒店供给结构呈橄榄型



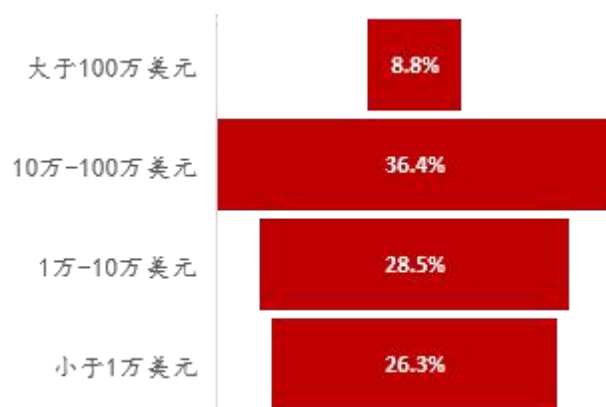
资料来源：洲际酒店 2021 年年度报告，东亚前海证券研究所

图表 16. 我国收入结构呈橄榄型



资料来源：Credit Suisse Global Wealth Databook 2021，东亚前海证券研究所

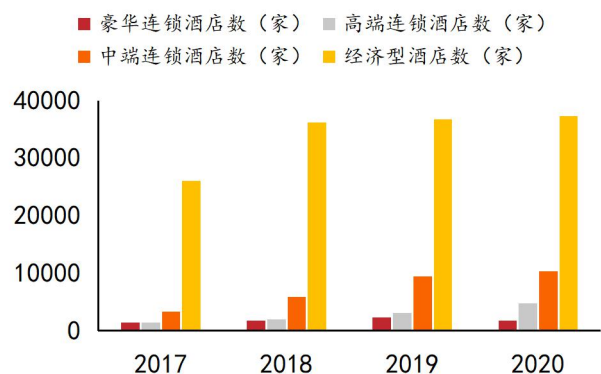
图表 17. 美国收入结构呈橄榄型



资料来源：Credit Suisse Global Wealth Databook 2021，东亚前海证券研究所

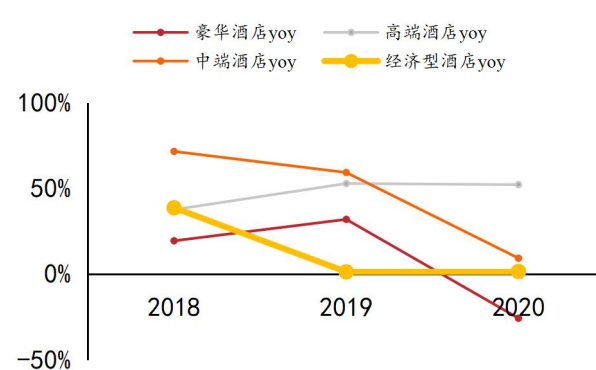
近年来，我国酒店行业呈现经济型、豪华型收缩的态势，中高端化趋势明显。2017-2020 年，我国中高端型酒店数量不断攀升，截至 2020 年 12 月 31 日，我国中端型酒店数量为 10500 家，同比增长 9.25%。高端型酒店数量为 4954 家，在 2020 年受到疫情的极大影响下，增速依然强劲，同比增长 52.15%。而经济型酒店近两年酒店数量基本持平发展，增速下滑严重，同比增速不足 2%。豪华型酒店数量由于国家地产政策紧缩以及疫情影响也进一步下滑，截至 2020 年 12 月 31 日，我国豪华型酒店数量为 1869 家，同比减少 25.77%。疫情后，随着旅游景气度恢复和居民旅游住宿需求上升，预计酒店行业中高端化的趋势将更加显著。

图表 18. 我国中高端酒店数量持续上升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 19. 疫情下高端酒店同比增速依然强劲



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

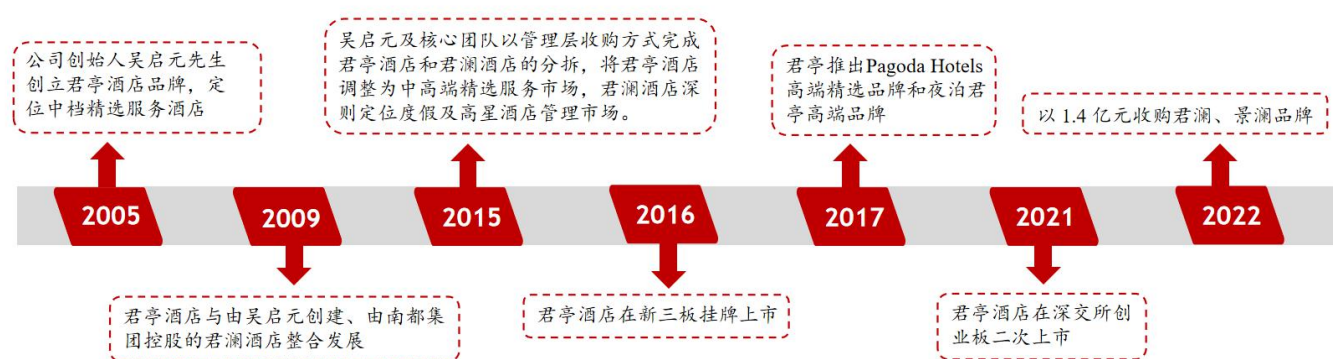
3. 公司分析：中高端为发力核心，直营+委托管理沉淀强竞争力

3.1. 定位中高端，品牌溢价凸显

3.1.1. 君亭酒店专注于中高端酒店业务发展

君亭酒店自 2005 年创立以来多年深耕中高端酒店领域。2005 年，公司创始人吴启元先生创立君亭酒店品牌并定位中端酒店。2009 年，君亭酒店与由吴启元创建、由南都集团控股的君澜酒店整合发展。2015 年 5 月以管理层收购方式完成君亭酒店和君澜酒店的分拆后，君亭酒店定位调整为中高端精选服务市场，君澜酒店则定位于度假及高星酒店管理市场。2016 年 3 月，君亭酒店在新三板挂牌上市。2017 年，君亭丰富品牌矩阵，推出 Pagoda Hotels 高端精选品牌和夜泊君亭高端品牌，提升品牌调性。2021 年 9 月，君亭酒店在深圳证券交易所创业板二次上市。2022 年 1 月 21 日，君亭酒店以 1.4 亿收购君澜 79% 股权和景澜 70% 股权，持续推进高端化布局。

图表 20. 君亭酒店品牌矩阵创建过程



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

君亭酒店自成立以来一直致力于中高端精选服务连锁酒店的运营及管理，旗下拥有多个中高端品牌。目前，君亭已经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；新收购的君澜为高端休闲商务模式酒店，景澜定位为高端度假酒店。根据君亭提供的服务类型和产品定位，君亭酒店的行业定位为中高档精选服务酒店。

图表 21. 君亭酒店致力于中高端酒店运营

酒店名称	品牌定位	目标客户
君亭酒店	东方艺术特色的中档精选服务酒店	大众
寓君亭	中档公寓酒店	城市白领
夜泊君亭	高档历史文化旅游目的地酒店	中高产群体
Pagoda 君亭	高档艺术设计酒店	中高产群体

资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

君亭酒店将长三角城市群作为核心发展区域，并逐步向全国范围重点城市有序拓展。根据 2021 年 9 月君亭酒店招股说明书，发行人已开业酒店 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。2022 年 4 月，君亭酒店官网在上海、浙江、江苏、江西、安徽、湖北、广西、海南、四川、山东 10 个省份共 51 家酒店开放预定服务，其中长三角城市店面数量占比超 80%。

图表 22. 君亭酒店以长三角城市群作为核心区域



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

在选址方面，君亭酒店重视经济发达的一、二线城市，商务中心和经济中心和核心区域。关于具体的地理位置挑选，在新开酒店决策时会重点考虑同城市同区域的现有酒店，避开竞争范围。君亭酒店将良好的视觉可见性、核心地理位置和交通便利性纳入考虑中。充分对比分析后确定酒店最终选址。例如南京夜泊秦淮酒店·金陵书画院依秦淮河畔而建，毗邻夫子庙景区，充分吸引景区游客；且距离地铁口约 200 米，交通便利，方便

旅客前来入住以及出行出游。针对现有酒店竞争范围内竞争不足但是出租率提升空间有限的区域，君亭酒店将设立新酒店通过新老酒店协同提升君亭酒店在当地的整体市场份额。在江苏南京区域共有 5 家门店分布于夫子庙景区附近，抓住景区客流机遇，实现君亭品牌规模效应。得益于君亭酒店严格谨慎的选址流程，一般情况下新开业酒店会在开业后 2 年以内实现盈亏平衡。

图表 23. 君亭酒店在全国重点城市有序扩张

地区	酒店数	例子
浙江	23	杭州 Pagoda 君亭设计酒店、杭州良韵君亭酒店、杭州汇和君亭酒店、杭州未来科技城盈阳君亭酒店、杭州芯君亭酒店等等
江苏	11	南京夜泊秦淮君亭酒店·棋峰试馆、南京夜泊秦淮君亭酒店·秦淮书舍、南京夜泊秦淮君亭酒店·桃叶渡客栈、南京夜泊秦淮君亭酒店·大戏院、南京夜泊秦淮君亭酒店·金陵书画院等等
上海	7	上海徐汇同文君亭酒店、上海宜林君亭酒店、上海五角场 pagoda 君亭设计酒店、上海柏阳君亭酒店、上海中星君亭酒店等等
江西	2	南昌红牛君亭酒店、南昌梅岭夜泊君亭酒店
海南	2	三亚海棠湾联投君亭酒店、三亚大东海君亭酒店
四川	2	成都 Pagoda 君亭设计酒店、坦孚国际酒店
安徽	1	合肥银泰君亭酒店
湖北	1	武汉君亭酒店
广西	1	柳州院子君亭酒店
山东	1	青岛创智君亭酒店
总计	51	

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

3.1.2. 君亭酒店融合传统艺术主题，发展中高端酒店服务

君亭酒店在酒店行业创新性地提出了“BAS”精选服务模式，“BAS”即 Bed（住宿）、Art（文化艺术）和 Service（服务）。意思是在提供高品质客房这一核心住宿服务前提下，在客房、公共空间均融入了鲜明的文化艺术主题元素，并为客人提供专属设计的贴心衍生服务。

在住宿方面，公司提供了良好的硬件设施，为客户提供舒适体面的入住体验。根据招股说明书强调，在产品方面酒店设施选用具有较高品质和档次的硬件产品。例如君亭酒店主要选取“金可儿”床垫、“科勒”卫浴和“康乃馨”棉织品等超过现酒店档次的配套设施，因此在入住舒适度和消费体验方面超过同定位的其他品牌。另外，部分酒店还提供豪华健身房、泳池、会议室等场地。

图表 24. 君亭酒店健身房配备整齐的设施



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 25. 君亭酒店房间内饰丰富



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

在文化方面，君亭酒店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”等品牌产品在客房装修和产品服务设计上融入了中国书画、佛禅石像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、传统故事和风俗习惯进行差异化设计。每一家店不仅共同营造东方文化整体氛围，而且分别突出了地方文化特色，给人耳目一新的感觉。例如南京夜泊秦淮君亭酒店以东晋书法家王献之与爱妾桃叶的浪漫爱情故事为背景，隔岸就是金陵四十八景之一的“古桃叶渡”，从踏入酒店扑面而来就是满满的浪漫色彩。而“Pagoda 君亭”品牌则注重“东西方美学的融合”，灵动的功能空间、年轻的色彩美学，体现了其设计上的国际品质基因与中国城市文化结合的特点。

图表 26. 南京夜泊秦淮君亭酒店古色古香



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 27. 杭州 Pagoda 酒店将传统风格融入现代设计

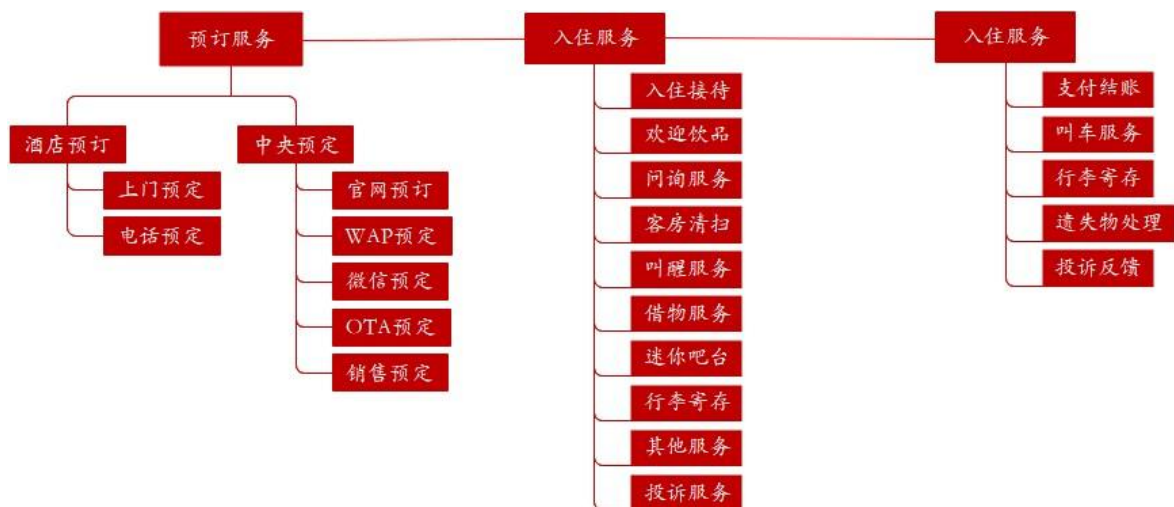


资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

在服务方面，君亭的优质服务主要体现在客房住宿服务、餐饮服务和其他配套服务的细节上。君亭酒店坚持为客户提供优质服务，积极把握中高端精选酒店行业“服务至上”的关键特征，形成了“产品 精选、文化精

选及服务内容精选”的君亭式服务体系创新。且相比其他由经济型酒店升级至中高端酒店的品牌，君亭由中高端品牌运营起家，积累更加丰富的运营经验，在其服务流程中细致入微。例如：针对女性顾客提供暖宝宝与红糖姜茶；酒店大堂设自助欢迎茶点，营造宾至如归的氛围；为错过早餐的客人提供免费延时简餐，在服务中彰显人性化；为路面停车客人提供汽车遮阳板。通过差异化的细腻体贴服务，君亭酒店提升客户入住的附加价值，实现良好的消费体验，有利于形成客户粘性。

图表 28. 君亭酒店客户服务流程覆盖从预定到离店的每一个细节



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

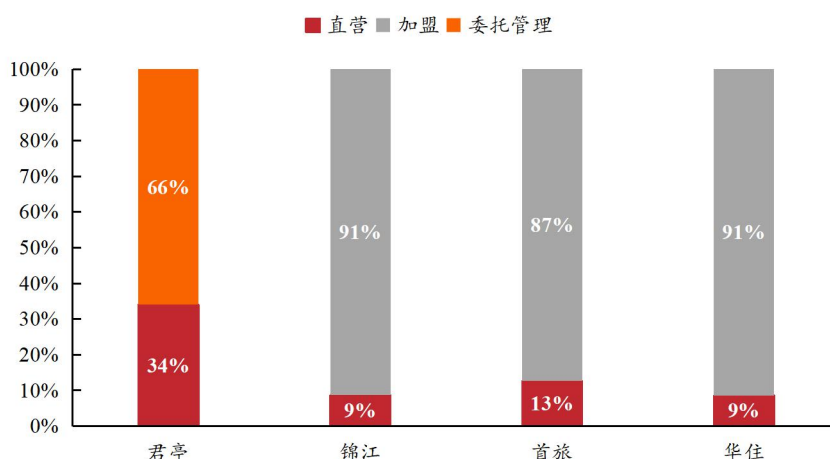
基于君亭酒店出色的住宿条件，文化氛围和优质服务，相比同档次的其他品牌产品，君亭拥有突出的溢价能力。君亭酒店在产品的设计上充分挖掘历史文化元素、打造特色主题酒店是产品走差异化发展的有效途径，也是酒店企业形成核心竞争力的关键，也是君亭能够在激烈的市场中高端进程中获得溢价空间的原因。选取杭州武林广场附近高端酒店大床房进行对比，杭州 Pagoda 君亭酒店 409 元/晚，塘路亚朵酒店 340/晚，首旅和颐至尊酒店 293/晚，君亭价格具有明显的溢价。

3.2. 深耕直营，委托管理模式独树一帜

深耕直营，借助委托管理模式由重转轻。君亭酒店采取“直营+委托管理”的经营模式。区别于大多数连锁酒店的传统加盟模式，“直营+委托管理”模式满足中高端精选服务酒店差异化竞争的核心发展趋势，既可以统一执行君亭酒店特色的严格的服务质量标准，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，避免了加盟连锁方式下的酒店产品千篇一律和服务质量不可控的缺陷。与国内三大酒店龙头相比，君亭酒店深耕直营，直营店数占比达到 34%，远超三大龙头，同时其不采用加盟模式，而

是借助委托管理模式实现由重资产向轻资产的转型，委托管理门店占比达到 66%。三大龙头的转型模式则以加盟为主，锦江/首旅/华住加盟模式占比分别达到了 91%/87%/91%。君亭酒店的经营模式在中国酒店业中独树一帜。

图表 29. 君亭酒店委托管理模式独树一帜



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

委托管理模式控制力强，侧重管理能力。加盟模式与委托管理模式不同，但并无优劣之分，分别侧重于平台赋能和管理能力，加盟模式下集团的收费思路接近于平台抽佣，委托管理模式下则为管理服务费和激励费。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。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服务费、基本管理费以及绩效管理费，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 30. 委托管理模式与加盟管理模式的不同

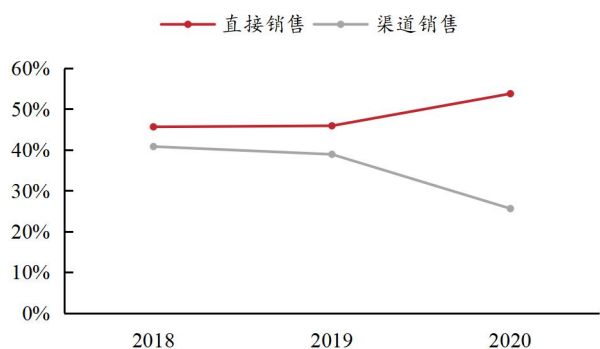
特点		收费形式
加盟 (Franchised)	突出“平台赋能” 基于平台抽成的收费思路	品牌使用费：每月总营收的 5% CRS 导流费：导流收入抽成 5%-8% 系统使用费：每年固定 1-2 万元
委托管理 (Manchised)	突出“管理力” 基于管理费/管理激励的收费思路	前期技术服务费：50-200 万元 基本管理费：50-60 万元/年或年营业收入的 5%左右 绩效管理费：酒店 GOP 的 4%-6%

资料来源：君亭酒店招股说明书，东亚前海证券研究所

3.3. 协议客户根基深厚，会员体系增强粘性

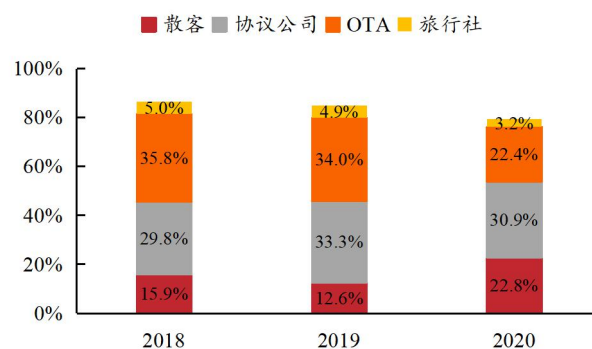
直销为主，协议公司营收占比最高。酒店运营客户大部分按照来源可分为直销渠道（直接销售）和分销渠道（渠道销售）。2018-2020 年，公司直销营收始终高于分销渠道，且直销收入处于上升趋势，分销收入下降。2020 年，直销收入达到 1.38 亿，占比超过一半，达到 53.77%，分销占比仅有 25.60%。直销渠道可进一步细分为散客和协议公司。2020 年受疫情影响，部分酒店被用作隔离，导致散客占比大幅提升至 22.8%。协议公司 2020 年在各细分渠道中占比最高，首次超过了 OTA，达到了 30.9%。君亭酒店的协议公司主要包括阿里巴巴集团和深圳慧行天下国际旅行社有限公司，分别对应为阿里和华为的成员企业提供住宿服务，这说明君亭酒店的品质与服务已经得到了大型企业的认可。

图表 31. 君亭酒店以直销为主



资料来源：君亭酒店招股说明书，东亚前海证券研究所

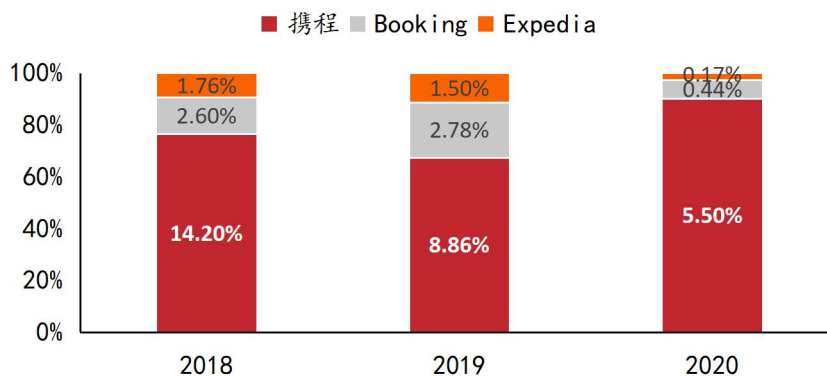
图表 32. 2020 年协议公司营收占比最高



资料来源：君亭酒店招股说明书，东亚前海证券研究所

分销丰富客源，增加营收渠道多样性。分销主要针对个人客户，可进一步细分为 OTA 和旅行社。2018-2020 年，OTA 营收占比从 35.8% 下降至 22.4%，在疫情前 OTA 营收在各细分渠道中最高，2020 年受疫情影响，OTA 渠道营收占比较低，低于协议公司（30.9%）和散客（22.8%）。OTA 的三大客户是携程、Booking 和 Expedia，在 2020 年占比分别为 5.50%/0.44%/0.17%。旅行社则是分销渠道中占比较小的一部分，疫情下占比由 5% 进一步缩水至 3.2%。分销为公司提供了更为广泛的客源，多样化的销售模式有利于覆盖更多受众群体。

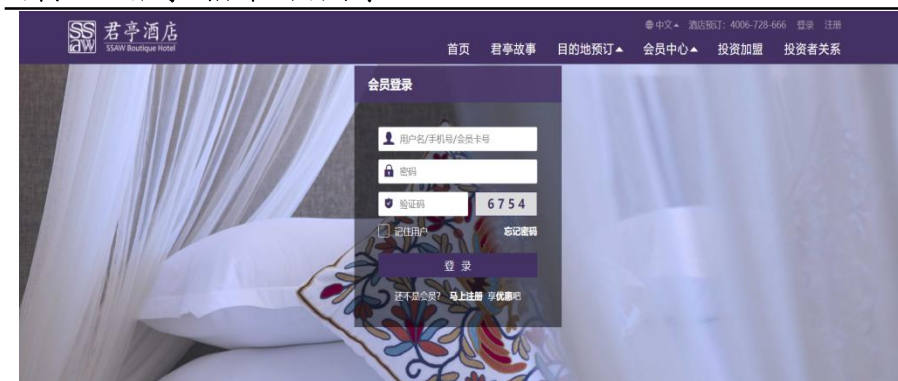
图表 33. 携程是最大的 OTA 客户



资料来源：君亭酒店招股说明书，东亚前海证券研究所

会员体系提高忠诚度。君亭酒店已经建立了“君亭四季会”会员体系，主要面向常客提供消费折扣、积分奖励等消费权益以提高其忠诚度从而吸引其再次消费。目前“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，君亭酒店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。“君亭四季会”忠诚度会员计划已经成为君亭酒店服务的亮点之一，截至 2020 年 12 月 31 日，君亭酒店会员数量已经达到 48.74 万人。

图表 34. 君亭酒店官网预订系统



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 35. 君亭酒店会员体系

	加入会员	房价折扣	成为新会员的途径
君亭四季卡	价格等同于网络价，可享受君亭积分，并获得 15 元全国通用抵扣券 2 张及 1 张免费升房券	与官网同价	通过分销二维码、400 中心、前台系统录入、官微注册、官网注册方式
君亭四季金卡	在公众号支付 80 元入会费，享受价格 9.5 折优惠，并获得 80 元全国通用抵扣券礼包	9.5 折	支付入会费，本人一年内入住 5 个房晚自动升级
君亭四季铂金卡	在公众号支付 218 元入会费，享受价格 9 折优惠，并获得 4 张 30 元全国通用房费抵扣券	9 折	支付入会费，本人一年内入住 10 个房晚自动升级
君亭四季钻石卡	享受价格 8.5 折优惠，仅限铂金卡会员本人入住后升级，并获得 3 张 30 元全国通用房费抵扣券	8.5 折	铂金卡会员本人一年内入住 20 个房晚自动升级

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

融合新技术，提升顾客体验。君亭酒店主要面向的消费群体是商旅客户，其对酒店住宿的便捷性、隐私性和安全性要求较高。因此，近年来君亭酒店加大对智慧酒店的建设投入，致力于提供优质服务体验、降低人力与能耗成本，通过智能化设施，提高信息化体验，营造人本化环境，形成投资合理、安全节能、高效舒适的新一代智慧酒店。君亭充分融合物联网技术对酒店客房的家电、家具、灯光、公共区域视频监控等实现智能控制，目前旗下部分酒店已率先实现智慧酒店场景建设，例如住宿客人可以根据喜好智能调节客房灯光、温度、窗帘开关、多媒体设备操作等，与阿里未来酒店合作在部分酒店加装智能电子感应门锁，注重于客户的互动方式与个性化体验的提升。

图表 36. 君亭酒店智能化客房



资料来源：公司公众号，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

收入端：我们预计 2022-2024 年公司直营酒店数量将维持在 16 家；委托管理酒店数量将分别达到 87/156/180 家；平均创收方面，预计直营酒店 2022-2024 年创收将分别达到 2316/2663/3062 万元/家，委托管理酒店创收将分别达到 108/114/119 万元/家。预计 2022-2024 年公司将分别实现营业收入 4.64/6.04/7.04 亿元。

利润端：预计 2022-2024 年公司直营酒店毛利率将分别达到 29%/29%/30%，委托管理酒店毛利率将分别达到 85%/85%/85%。预计 2022-2024 年公司将分别实现归母净利润 0.68/1.23/1.53 亿元。预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.84/1.53/1.90 元/股。

图表 37. 盈利预测拆分

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
酒店数量 (家)	30	39	43	47	103	172	196
yoy		30.00%	10.26%	9.30%	119%	68%	14%
直营	15	16	16	16	16	16	16
yoy		6.67%	0.00%	0.00%	0%	0%	0%
委托管理	15	23	27	31	87	156	180
yoy		53.33%	17.39%	14.81%	180%	80%	15%
平均创收 (万/家)	1137	979	595	590	452	350	360
yoy		-13.95%	-39.15%	-0.84%	-23%	-22%	3%
直营	2210.33	2292.31	1507.44	1543.76	2316	2663	3062
yoy		3.71%	-34.24%	2.41%	50%	15%	15%
委托管理	64.00	64.61	54.96	98.42	108	114	119
yoy		0.95%	-14.93%	79.06%	10%	5%	5%
营业收入 (亿)	3.41	3.82	2.56	2.78	4.64	6.04	7.04
yoy		11.87%	-32.91%	8.39%	67%	30%	17%
直营	3.32	3.67	2.41	2.47	3.71	4.26	4.90
yoy		10.62%	-34.24%	2.41%	50%	15%	15%
委托管理	0.10	0.15	0.15	0.31	0.94	1.78	2.14
yoy		54.79%	-0.13%	105.59%	208%	89%	21%
君澜、景澜					0.80	0.88	0.97
yoy					10%	10%	
毛利率	34.94%	34.86%	25.14%	33.27%	28.27%	35.27%	36.91%
直营	34.54%	33.76%	21.96%	27.00%	29%	29%	30%
委托管理	48.93%	61.96%	76.83%	84.03%	85%	85%	85%
君澜、景澜					30%	30%	31%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

考虑到随着疫情形势转好，出行出游将得到强力复苏，酒店行业景气度有望快速回升。同时公司发力规模扩张，完成君澜、景澜收购后有望呈现更快的业绩增长以及盈利能力提升，参考同行业估值水平，给予公司 2022 年 70 倍估值。

图表 38. 可比公司估值情况

公司名称	证券代码	总市值（亿元）	2022/04/26 收盘价	PE (2022/04/26)
锦江酒店	600754. SH	490	51.40	547
华住集团-S	1179. HK	769	23.55	-135
首旅酒店	600258. SH	251	22.41	451
君亭酒店	301073. SZ	61	75.47	180

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

5. 投资建议

我们认为当下酒店行业复苏拐点来临，随着疫情形势的不断转好，出行出游客流有望强力复苏，带动酒店行业整体景气度快速回升。公司发力新店扩张，收购君澜、景澜加快推进规模扩张以及高端化进程，未来有望在行业景气回升环境中展现亮眼业绩弹性。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 4.6/6.0/7.0 亿元，归母净利润分别为 0.68/1.23/1.53 亿元；EPS 分别为 0.84/1.53/1.90 元/股，基于 2022/04/26 收盘价 75.47 元/股，对应 PE 为 89/49/40，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

提示一：疫情影响反复。疫情影响若发生反复，其形成的出游限制将对酒店行业消费场景形成严重冲击。

提示二：委托管理门店扩张不及预期。委托管理门店如若无法按照预期速度扩张，可能造成业绩增长不及预期。

提示三：行业竞争加剧。当前市场集中度逐步提升，龙头企业发力布局门店扩张，积极推进高端化进程及连锁化率提升，行业竞争或加剧，为公司整体运营带来压力。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	278	464	604	704
%同比增速	8%	67%	30%	17%
营业成本	185	333	391	444
毛利	92	131	213	260
%营业收入	33%	28%	35%	37%
税金及附加	1	1	1	1
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	14	22	28	33
%营业收入	5%	5%	5%	5%
管理费用	23	34	45	53
%营业收入	8%	7%	7%	8%
研发费用	0	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	19	0	0	0
%营业收入	7%	0%	0%	0%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	4	4	6	8
投资收益	2	4	5	6
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	-1	-1
营业利润	41	83	149	185
%营业收入	15%	18%	25%	26%
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	45	83	149	185
%营业收入	16%	18%	25%	26%
所得税费用	11	18	33	42
净利润	34	64	116	143
%营业收入	12%	14%	19%	20%
归属于母公司的净利润	37	68	123	153
%同比增速	5%	84%	82%	24%
少数股东损益	-3	-4	-8	-9
EPS (元/股)	0.56	0.84	1.53	1.90

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.56	0.84	1.53	1.90
BVPS	6.04	6.88	8.41	10.31
PE	61.29	85.22	49.27	39.80
PEG	11.61	1.01	0.60	1.67
PB	5.69	10.45	8.97	7.32
EV/EBITDA	21.87	27.75	19.65	16.17
ROE	8%	12%	18%	18%
ROIC	3%	5%	8%	9%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	222	423	684	989
交易性金融资产	77	77	77	77
应收账款及应收票据	29	44	59	69
存货	1	2	2	2
预付账款	3	25	25	27
其他流动资产	64	77	93	102
流动资产合计	396	647	939	1265
长期股权投资	0	0	0	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	6	5	4	3
无形资产	2	1	1	1
商誉	32	32	32	32
递延所得税资产	41	41	41	41
其他非流动资产	896	771	624	468
资产总计	1373	1497	1642	1810
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	14	30	34	38
预收账款	6	12	14	17
应付职工薪酬	4	9	9	11
应交税费	12	19	25	30
其他流动负债	122	149	165	177
流动负债合计	158	219	248	272
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	746	746	746	746
负债合计	904	965	994	1018
归属于母公司的所有者权益	486	554	678	830
少数股东权益	-18	-21	-29	-38
股东权益	469	533	649	792
负债及股东权益	1373	1497	1642	1810

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	135	207	268	312
投资	0	0	0	0
资本性支出	-35	-13	-13	-15
其他	-84	4	5	6
投资活动现金流净额	-118	-9	-8	-10
债权融资	0	0	0	0
股权融资	218	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-1	0	0	0
其他	-117	0	0	0
筹资活动现金流净额	101	0	0	0
现金净流量	117	197	260	303

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>