

君亭酒店 (301073.SZ)

商旅度假并举，迈入新发展阶段

核心观点:

- **收购君澜、景澜后，公司实现跨越式发展。**(1) 门店数量和布局取得突破性进展，君澜加入后公司规模排名从42位上升至约第9名。(2) 完善品牌矩阵，商旅与度假并举，完整覆盖高端出行场景。(3) 君澜、君亭同根同源，看好品牌、运营、服务与管理能力的整合与相互赋能。
- **中高端酒店增速领跑，格局未定。**在商旅、旅游需求升级的大背景下，中高端酒店行业规模15-19年CAGR为25.7%，贡献主要增量。但中高端酒店差异化程度高，品牌集中度较低，21年CR10仅为26.4%，整体格局未定，兼具品牌力和运营管理能力的公司/品牌能够实现突围。
- **君亭：品牌+服务+管理，成就优秀单店模型。**公司核心团队高端酒店管理经营丰富，通过具有东方美学特征的产品与品牌、兼顾空间坪效与服务品质的精选服务，以及对标国际酒店集团的管理模式，打造优异的单店模型。直营门店经营利润率超30%，远高于国内Top3龙头的10%-15%。预计定增落地后，未来3年公司门店扩张加速，直营门店数量增加，新开门店定位更高，支撑RevPAR上行，积蓄品牌势能。
- **君澜：供需双侧驱动，高端度假龙头有望加速成长。**君澜精准定位高端度假，为这一细分赛道龙头。**在需求侧**，消费升级和高端消费回流驱动高端度假需求增长，同时周边游进一步带动一站式度假目的地流行。**在供给侧**，疫情影响及地产集团自身经营受困下，行业由追求高端的粗放式发展，转向追求品牌与坪效的平衡。在供需双侧驱动下，君澜以多元化布局，接管酒店业绩提升显著，有望实现加速成长。
- **盈利预测与投资建议。**预计22-24年实现营收4.11、7.10、9.06亿元，归母净利润0.59、1.47、2.0亿元。参考可比公司，给予公司23年60倍PE，对应PEG为0.67，合理价值73.21元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**疫情影响超预期；开店不及预期；租金、人工成本上升等。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	256	278	411	710	906
增长率(%)	-32.9	8.4	48.2	72.6	27.6
EBITDA(百万元)	78	153	178	299	377
归母净利润(百万元)	35	37	59	147	200
增长率(%)	-51.5	5.3	60.1	148.8	36.1
EPS(元/股)	0.58	0.46	0.49	1.22	1.66
市盈率(P/E)	-	74.87	134.06	53.89	39.58
ROE(%)	11.9	7.6	10.1	20.1	21.5
EV/EBITDA	-	21.87	47.96	28.33	21.88

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

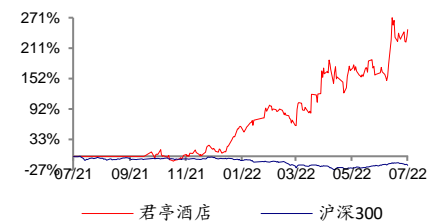
买入

当前价格	65.84元
合理价值	73.21元
报告日期	2022-07-16

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	120.81/30.20
总市值/流通市值(百万元)	7954/1989
一年内最高/最低(元)	82.52/25.91
30日日均成交量/成交额(百万)	2.3/141.3
近3个月/6个月涨跌幅(%)	32.95/136.05

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

请注意，嵇文欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、东方美学中高端酒店，从区域迈向全国.....	5
（一）深耕长三角，打造具有鲜明东方美学特征的中高端酒店.....	5
（二）收购君澜、景澜，实现跨越式发展.....	6
（三）实控人为公司创始人，高端酒店管理经验丰富.....	8
二、中高端酒店增速领跑，格局未定.....	9
（一）消费升级大趋势下，中高端酒店增速领跑.....	9
（二）中高端酒店市场格局未定，品牌与管理能力成为突围关键.....	13
（三）疫情之下，供给出清加速短期复苏，连锁化率提升助力长期成长.....	15
三、君亭：品牌+服务+运营，成就优秀单店模型.....	19
（一）品牌：核心团队传承高端酒店基因，打造中式精选服务酒店品牌.....	19
（二）运营：协议公司合作稳固，打造优质单店模型.....	23
（三）拓店：布局一二线城市核心商圈，再融资助力直营门店扩张.....	26
四、君澜：高端酒店换牌火热，多元化布局加速成长.....	28
（一）国内高端酒店换牌火热，消费回流引领需求回暖.....	28
（二）君澜引领高端度假，多元业态打开市场.....	34
（三）品牌溢价能力初显，接管酒店业绩提升显著.....	37
五、盈利预测与投资建议.....	39
六、风险提示.....	41

图表索引

图 1: 君亭酒店品牌矩阵.....	5
图 2: 2018-2021 年公司营业收入构成.....	6
图 3: 2018-2021 年公司毛利润构成.....	6
图 4: 君亭酒店发展历程.....	7
图 5: 收购君澜、景澜后, 公司门店遍及 28 个省(直辖市、自治区).....	8
图 6: 君亭酒店董事长及总经理任职经历.....	9
图 7: 君亭酒店股权结构.....	9
图 8: 高星级酒店占比逐渐提升(单位: 间).....	10
图 9: 中端酒店客房增速高于经济型.....	10
图 10: 中国各级别连锁酒店客房数增速对比.....	10
图 11: 中国连锁酒店客房数结构.....	10
图 12: 全国居民人均可支配收入(元).....	11
图 13: 中国中产阶级比例(%).....	11
图 14: 2015-2025E 中国商旅支出及增速.....	12
图 15: 2019-2020 年国内酒店预订均价.....	12
图 16: 国内旅游收入及增速.....	12
图 17: 国内旅游人均消费及增速.....	12
图 18: 锦江酒店集中发力中高端酒店.....	13
图 19: 三大酒店集团中高端门店占比持续提升.....	13
图 20: 三大酒店集团中高端品牌布局及门店数量.....	14
图 21: 2016-2021 国内酒店门店数及增速.....	15
图 22: 2016-2021 国内酒店客房数及增速.....	15
图 23: 中性预期下, 预计供给收缩带来的入住率提升为 16.35pct.....	16
图 24: 2015-2019 年全球连锁及独立酒店数量.....	17
图 25: 2015-2019 年全球连锁及独立酒店客房数量.....	17
图 26: 2018 年各国酒店连锁化率.....	18
图 27: 2020 中国酒店集团 CR10(按客房数).....	18
图 28: 2000-2021 年酒店行业连锁化率.....	18
图 29: 君亭系品牌具有典型的东方美学特征.....	19
图 30: 南京夜泊秦淮系列酒店.....	21
图 31: 君亭酒店独创“BAS”有限精选服务模式.....	21
图 32: 2018-2020 年君亭酒店收入渠道构成.....	23
图 33: 君亭酒店前两大协议公司为阿里、华为.....	23
图 34: 委托管理模式下, 对盈利能力要求更高.....	24
图 35: 四家酒店集团中高端酒店 ADR 对比(元/间).....	25
图 36: 四家酒店集团中高端酒店 OCC 对比.....	25
图 37: 四家酒店集团中高端酒店 RevPAR(元/间).....	25
图 38: 四家酒店集团净利率对比(%).....	25
图 39: 君亭酒店投资合作物业要求.....	27

图 40: 白天鹅酒店品牌矩阵.....	29
图 41: 金陵饭店品牌矩阵.....	29
图 42: 浙江衢州智慧新城酒店品牌要求.....	30
图 43: 国内 TOP100 房企酒店业务布局 (单位: 家)	30
图 44: 全国挂牌五、四、三星级酒店营业收入总额.....	31
图 45: 全国挂牌五、四、三星级酒店利润总额.....	31
图 46: 中国国内旅游市场恢复迅速, 但国际旅游恢复仍处于休眠期.....	33
图 47: 2021 年新开高端酒店公司 TOP5.....	33
图 48: 2021 年新开高端酒店品牌 TOP10.....	33
图 49: 2019-2021 年君澜门店数及客房数情况.....	35
图 50: 君澜优势区位为长三角 (单位: 家)	35
图 51: 君澜度假酒店以城市度假/养心度假等低景区资源依赖度的产品为主(单位: 家)	35
图 52: 君澜度假酒店充分融合当地特色, 开发特色餐饮旅游项目.....	36
图 53: 君澜度假酒店迈点 MBI 排名趋势 (单位: 名)	36
图 54: 君澜度假酒店好评率达 96.51%.....	36
图 55: 君澜接管次年营业收入提升 (单位: 万元)	38
图 56: 君澜营业收入预测.....	40
图 57: 君澜净利润预测	40
图 58: 景澜营业收入预测.....	41
图 59: 景澜净利润预测 (单位: 百万元)	41
表 1: 君亭系酒店品牌及区域分布 (单位: 家)	5
表 2: 2022 年国内连锁酒店集团 TOP10.....	7
表 3: 中央和国家机关工作人员赴地方差旅住宿费标准 (单位: 元/间)	11
表 4: 2018-2021 年中国中端连锁酒店品牌 10 强排行榜.....	14
表 5: 2018-2021 年中国中高端连锁酒店品牌 10 强排行榜	15
表 6: 国内酒店需求量测算.....	16
表 7: 君亭酒店产品线更接近万豪、希尔顿等国际酒店集团	20
表 8: 精选服务酒店与全服务酒店设施对比.....	22
表 9: 2019 年各家酒店集团单店模型对比	26
表 10: 君亭酒店单店营收与利润对 RevPAR 弹性测算.....	26
表 11: 君亭酒店第一批新开酒店项目选址特点	27
表 12: 君亭酒店新开门店与原有门店经营数据对比.....	28
表 13: 国内十大房企酒店运营状况	29
表 14: 2020 年以来, 国内高端酒店换牌统计.....	32
表 15: 2018-2021 年国内豪华酒店 TOP10.....	34
表 16: 迈点度假酒店品牌指数排行榜	37
表 17: 海南三亚度假酒店对比	37
表 18: 核心假设与盈利预测 (单位: 百万元)	39
表 19: 可比公司估值 (截至 2022.7.15)	40

一、东方美学中高端酒店，从区域迈向全国

（一）深耕长三角，打造具有鲜明东方美学特征的中高端酒店

君亭酒店扎根长三角区域，打造具有鲜明中式特色的中高端酒店品牌。公司旗下共有三条产品线，君亭、君澜、景澜，包括9个酒店品牌，横跨中高端至超高端。在品牌矩阵方面，公司以中高端的君亭酒店（直营为主）和全服务的君澜大饭店、君澜度假酒店（委托加盟）作为两条主线，覆盖商务和度假两大场景。

图 1：君亭酒店品牌矩阵



数据来源：公司2021年度ESG报告，广发证券发展研究中心

表 1：君亭系酒店品牌及区域分布（单位：家）

	君亭	夜泊	Pagoda	共计	占比
浙江	20	2	1	23	45%
上海	5		2	7	14%
江苏	5	5	1	11	22%
江浙沪	30	7	4	41	80%
江西	1	1		2	4%
安徽	1			1	2%
湖北	1			1	2%
广西	1			1	2%
海南	2			2	4%
四川			1	2	4%
山东	1			1	2%
合计	37	8	5	51	100%

数据来源：君亭酒店官网，广发证券发展研究中心（注：四川一家坦孚国际酒店由公司管理）

公司业务可以分为中高端酒店运营（直营店）和酒店管理业务（委托管理店），其中直营门店贡献主要营收。2018-2019年，公司直营店贡献收入和利润均在95%左右，其中住宿服务收入占比76%，餐饮服务占比9%，其他配套服务（场地租赁等）占比11%。2020年以来，疫情对直营业收入的影响更大，酒店运营收入占比降至90%左右。

图 2：2018-2021年公司营业收入构成

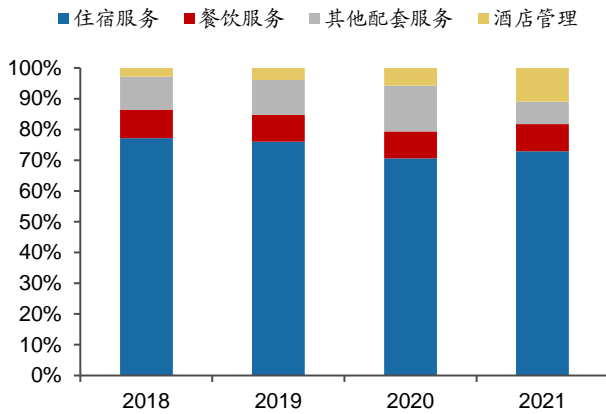
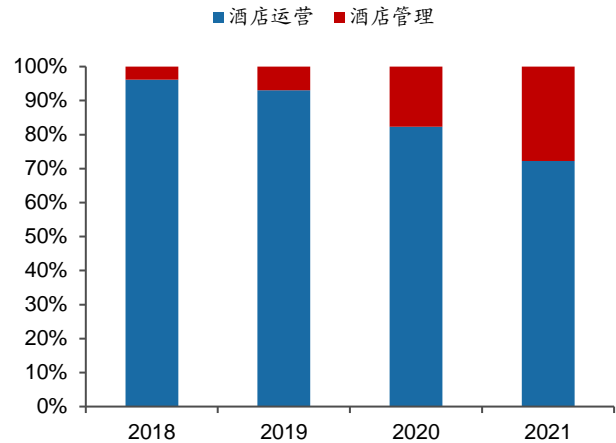


图 3：2018-2021年公司毛利润构成



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

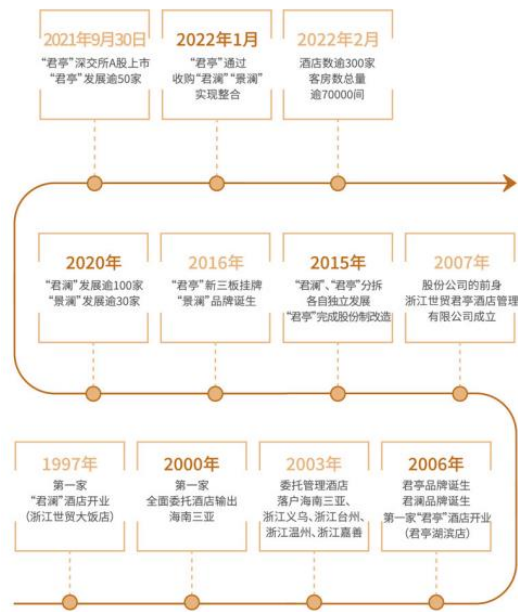
（二）收购君澜、景澜，实现跨越式发展

君亭、君澜同根同源，收购整合后实现跨越式发展。公司的发展历程可以分为：

（1）创立阶段：公司品牌历史追溯自1997年第一家“君澜”酒店开业（浙江世贸大饭店）。直至2006年“君亭”、“君澜”两大品牌诞生，第一家君亭酒店开业。次年公司前身浙江世贸君亭酒店管理有限公司成立。**（2）独立发展阶段：**2015年君亭、君澜完成分拆各自独立发展，次年君亭酒店于新三板挂牌。2020年君澜旗下酒店逾100家，景澜酒店超30家。2021年君亭酒店于A股上市，发展逾50家。**（3）收购整合，开启新发展阶段：**2022年1月君亭收购“君澜”、“景澜”实现整合，公司酒店数超300家，客房数总量逾7万间。2022年6月，公司发布定增预案，拟增发不超过2416.2万股，拟募集金额为5.17亿元。募集资金主要用于新开15家直营门店，并对现有酒店进行装修升级。

收购君澜、景澜后，公司开启新发展阶段。主要体现在以下三点：**（1）收购整合完成后，公司旗下酒店数量和布局取得突破性进展。****（2）完善品牌矩阵，商旅与度假并举。**君亭主打中高端精选商务酒店，君澜定位高端全服务度假酒店。商旅与度假并举，完整覆盖高端出行场景。**（3）君澜、君亭同根同源，看好品牌、运营、服务与管理能力的整合与相互赋能。**君亭、君澜分别定位中高端和高端，具备相互引流的空间。而高端酒店对人才、服务、管理的要求远高于中低端酒店，君亭、君澜耕耘高端酒店市场十余年，建立起完善的内部人才培养机制，为后续的扩张打下坚实基础。

图 4: 君亭酒店发展历程



数据来源: 公司2021年度ESG报告, 广发证券发展研究中心

根据君亭酒店官网,截至2022年6月君亭旗下共有51家门店(不含君澜、景澜)。按品牌分,君亭、夜泊君亭、Pagoda君亭三大品牌分别开设门店37、8、5家,剩余一家为委托管理的坦孚国际酒店(四川)。按经营模式分,2020年底公司共有17家直营门店,其中浙江10家、上海4家。

公司2021年报显示,2021年底公司管理和投资70余家酒店,2022年一季度收购君澜、景澜后,投资和管理酒店规模超过300家。客房数超7万间。根据盈蝶咨询公布的《2022中国酒店集团及品牌发展报告》,预计收购完成后公司酒店规模排名从42位上升至约第9名,正式跻身中国酒店集团TOP10,世界酒店集团TOP50。

表 2: 2022 年国内连锁酒店集团 TOP10

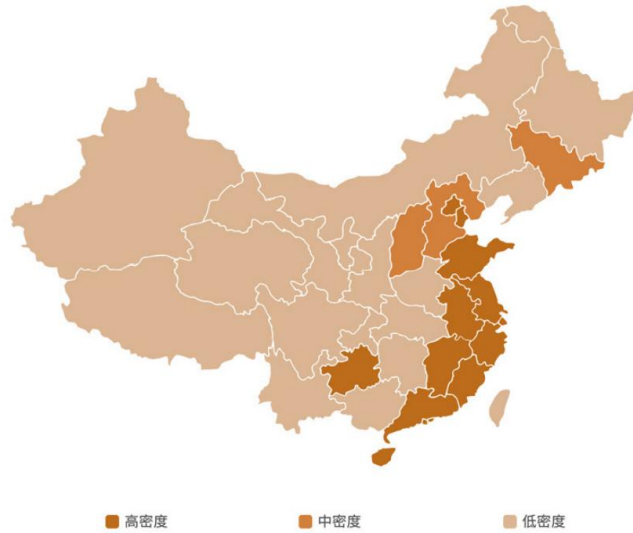
排名	公司名称	客房数(万间)	门店数(家)
1	锦江国际集团	104.37	10694
2	华住	75.32	7830
3	首旅如家	47.51	5916
4	格林	33.71	4659
5	东呈	19.22	2235
6	尚美生活	19.12	3979
7	亚朵	8.67	745
8	德胧	7.81	466
9	君亭酒店	7+	300+
10	逸柏	6.53	1024

数据来源: 盈蝶咨询, 中国饭店业协会, 公司 2021 年 ESG 报告, 广发证券发展研究中心(注: 数据截至 2022 年 1 月 1 日, 君亭酒店数据截至 2022 年 2 月)

从门店布局来看,君亭系门店主要布局在长三角地区,浙江、江苏、上海门

店数分别为23、7、11家，江浙沪区域合计拥有41家门店，占君亭品牌的80%。收购完成后，公司门店布局遍及全国28个省、直辖市及自治区。公司形成了以长三角为核心发展区域，并向“西部地区”、“珠三角”中心城市布局的发展模式。公司对君澜、景澜品牌的收购标志着公司门店布局正式从区域走向全国。

图 5: 收购君澜、景澜后，公司门店遍及28个省（直辖市、自治区）



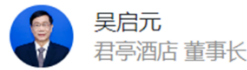
数据来源：公司2021年度ESG报告，广发证券发展研究中心

（三）实控人为公司创始人，高端酒店管理经验丰富

公司实控人为吴启元先生，即君亭、君澜品牌创始人。吴启元先生为国内酒店行业的领军人物，曾先后荣获“中国饭店业年度十大人物”、“亚洲管理创新百名杰出人物”、“中国创建绿色旅游饭店特别贡献”奖等多项殊荣。并且在行业组织、相关院校担任多项重要职务，例如中国旅游饭店业协会常务理事、国际金钥匙组织荣誉会员、浙江省旅游协会副会长、中国饭店业名人俱乐部副主席、国家级星评员、浙江省旅游学院客座教授等。公司核心团队同样具备多年的中高端酒店运营管理经验，在行业内具有较高的认可度和知名度。

公司新聘任CEO朱晓东女士，高端酒店投资与管理经验丰富。2021年12月，原公司总经理从波先生辞任，仍担任公司董事，公司宣布新聘任总经理朱晓东女士。新任CEO朱晓东女士深耕酒店投资与管理20余年，在行业内享有较高的知名度和认可度，其任职经历横跨酒店、地产、文旅三大行业。第一，新聘CEO曾任凯悦中国区运营副总裁，曾筹备开业了18家凯悦、君悦等高端五星级酒店，具备精细化运营高端酒店的优势。第二，曾任银泰文旅CEO，曾主持五家5A景区的规划，为君澜度假酒店与景区的联动赋能。第三，曾担任银泰集团副总裁，分管房地产业务，从业经历横跨酒店、地产、文旅，为复合型酒店人才。

图 6: 君亭酒店董事长及总经理任职经历



吴启元
君亭酒店 董事长

任职经历

中国旅游饭店业协会常务理事
国际金钥匙组织荣誉会员
浙江省旅游协会副会长、
中国饭店业名人俱乐部副主席
国家级星评员
浙江省旅游学院客座教授



朱晓东
君亭酒店 总经理

任职经历

浙江世贸中心大饭店 行政办主任、副总经理
三亚金棕榈度假酒店 总经理
三亚银泰度假酒店 任总经理
北京银泰置业有限公司 副总经理、总经理
中国银泰投资有限公司 副总裁
凯悦国际酒店集团 中国区副总裁
浙江银泰文化旅游发展有限公司 首席执行官
北京上东资管科技有限公司 董事长

数据来源: 招股说明书, 公司变更总经理公告, 广发证券发展研究中心

图 7: 君亭酒店股权结构



数据来源: 公司2021年度ESG报告, 广发证券发展研究中心 (注: 数据截至2022.04.26)

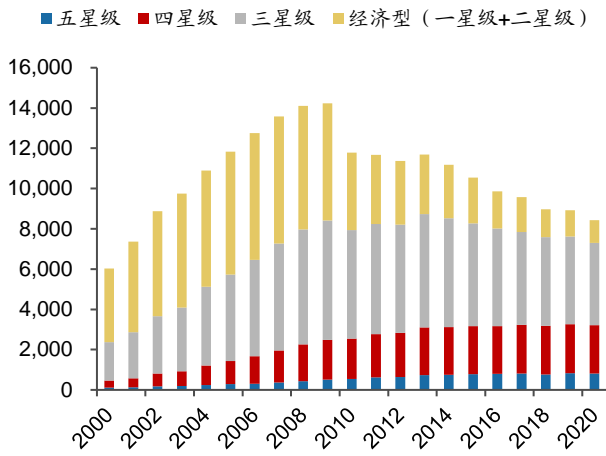
二、中高端酒店增速领跑，格局未定

(一) 消费升级大趋势下，中高端酒店增速领跑

酒店行业转入存量替换时代后，中高端酒店市场逐渐发力。2014年以来，经济型酒店数量逐渐接近饱和，酒店行业从扩大规模转向结构升级，中高端市场逐渐发力。根据国家旅游局，2010年全国经济型酒店数量达到峰值，之后逐渐回落。根据亚朵招股说明书中援引的Frost Sullivan数据，中端和中高端酒店增速领跑，15-19年CAGR分别为35.1%和25.7%，预计21-25年CAGR可达18.90%和11.40%。连锁酒店结构也在逐渐改变，15-20年经济型酒店客房数占比下降11pct至51%，中端酒店

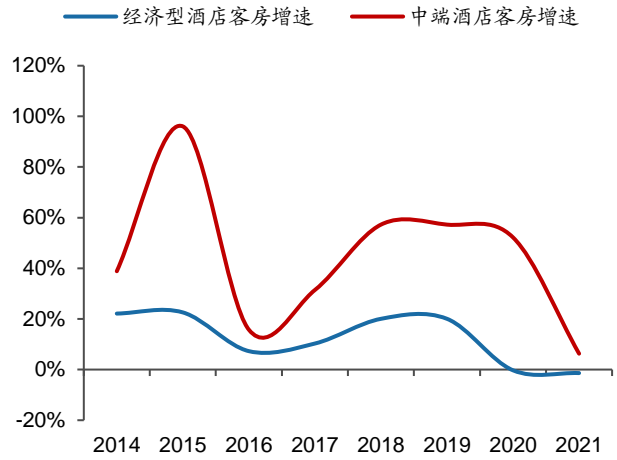
占比提升11pct至21%，中高端占比提升4pct至11%。

图 8：高星级酒店占比逐渐提升（单位：家）



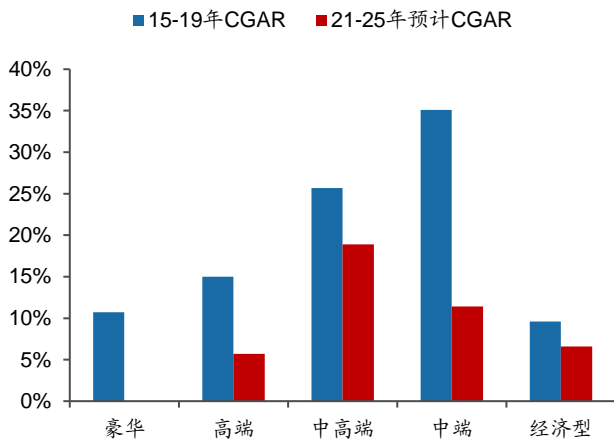
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 9：中端酒店客房增速高于经济型



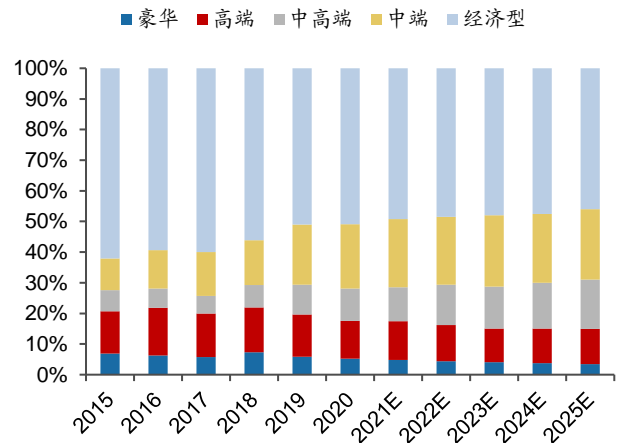
数据来源：盈蝶咨询，中国饭店业协会，广发证券发展研究中心

图 10：中国各级别连锁酒店客房数增速对比



数据来源：Frost Sullivan，亚朵招股书，广发证券发展研究中心

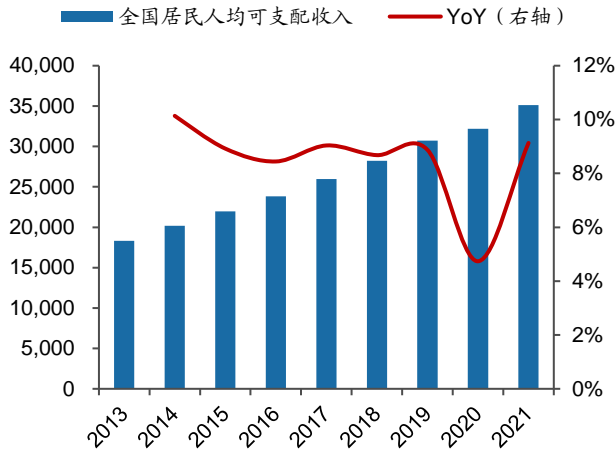
图 11：中国连锁酒店客房数结构



数据来源：Frost Sullivan，亚朵招股书，广发证券发展研究中心

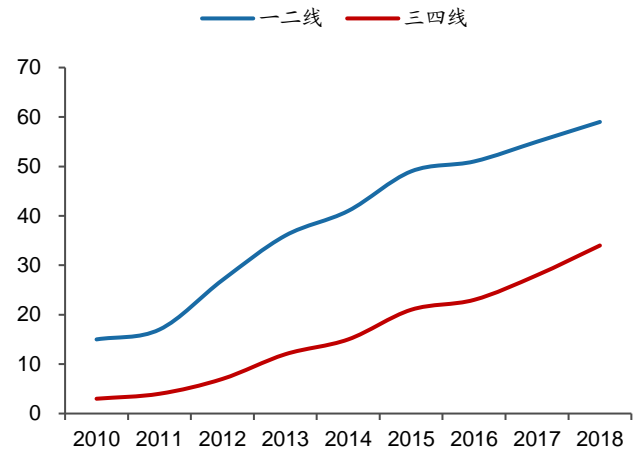
消费升级是酒店结构升级的最大动力。随着居民人均可支配收入的稳步提升，我国中产阶级比例快速增长。麦肯锡发布的《2020年中国消费报告》显示，从2010-2018年我国中产阶级比例从8%跃升至49%，其中一二线城市的中产阶级比例已经达到59%。在消费升级的大背景下，人们对酒店产品提出更多的体验性要求：更优质的客房装修及设施，更多元化的服务性设施及更细致的酒店服务。对于中产阶级而言，出行住宿的核心诉求并非奢华档次，而是追求高体验下的性价比，因此中高端酒店产品投资热度持续走高。

图 12: 全国居民人均可支配收入 (元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 中国中产阶级比例 (%)



数据来源: 麦肯锡, 广发证券发展研究中心

商旅标准提升, 住宿限额对标中高端产品。 商旅与旅游共同组成了酒店需求的核心场景。2016年财政部更新了中央和国家机关工作人员赴地方差旅住宿费标准, 此项标准为各地方单位与机制指定住宿标准的指引。差旅住宿费标准, 以目的地和职级区分。以普通职员为例, 一线城市的住宿标准为每晚450-500元, 二线城市的住宿标准为每晚350-400元, 其他地区住宿标准在每晚300元左右。司局级人员上调100-150元/晚, 部级干部的住宿标准在最高可达1100元/晚, 一般在800元/晚左右。不难看出, 财政部制定的差旅标准大致为, 普通职员可选择中端酒店及部分中高端酒店, 司局级人员对标中高端酒店。

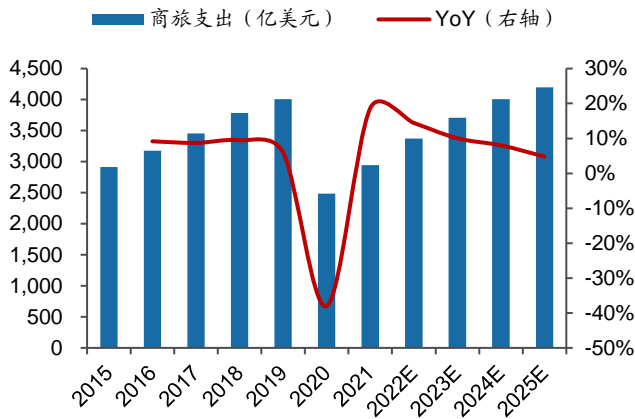
表 3: 中央和国家机关工作人员赴地方差旅住宿费标准 (单位: 元/间)

	城市	部级	司局级	其他人员
一线城市	北京、上海	1100	650、600	500
	深圳、广州	900	550	450
二线城市	省会城市/新一线城市 (以杭州为例)	900	500	400
	二线城市 (以浙江其他城市为例)	800	490	340
三线及以下城市		600-800	350-450	270-320

数据来源: 财政部, 广发证券发展研究中心

商旅出行偏刚需, 住宿标准以中端/中高端为主。 根据携程商旅, 2021年中国商旅支出为2947亿美元, 高于预期的2470亿美元, 同比增长18.6%, 恢复至19年同期的73.5%。无论从财政部的住宿标准或是从企业预订均价来看, 中端/中高端房型都是商旅需求的主力军。一二线城市预定均价以300-500元/晚为主, 占比约50%, 500-1000元/晚位列第二, 占比约30%。而在三四线城市, 酒店预订均价以100-300元为主, 占比约50%, 300-500元/晚次之, 占比约40%。相较于19年, 2020年疫情以来预订均价整体有所下移, 主要系疫情之下酒店房价有所调整。

图 14: 2015-2025E中国商旅支出及增速



数据来源: 携程商旅, 广发证券发展研究中心

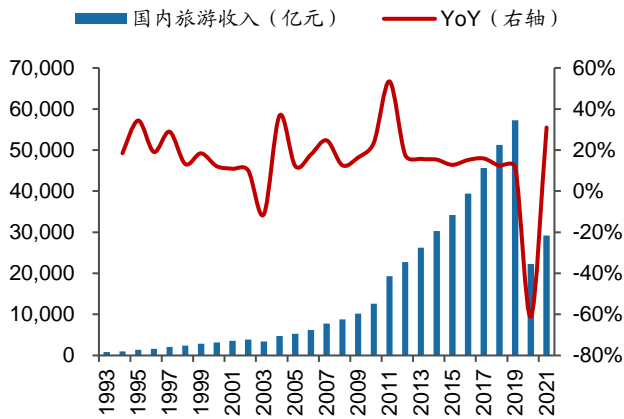
图 15: 2019-2020年国内酒店预订均价



数据来源: 携程商旅, 广发证券发展研究中心

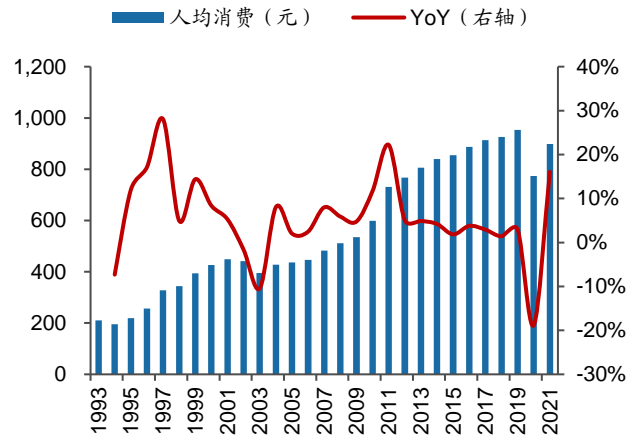
疫情前旅游市场维持高增，人均消费高增暗示酒店需求升级。 旅游是酒店需求的另一大场景，国家旅游局数据显示2010-2019年间国内旅游收入CAGR为18.3%。消费升级趋势下，旅游人次和人均消费均维持高速增长。从旅游人次来看，2019年国内旅游人次为60.06亿人次，2010-2019年CAGR为12.4%；从人均消费来看，2019年国内旅游人均消费为953元，较10年前接近翻倍。酒店消费是旅游消费的重头，人均消费高增长暗示着旅游酒店需求升级。假设酒店支出占比为25%，人均酒店支出从2010年的150元，上升至2019年的238元，从经济型走向中端。

图 16: 国内旅游收入及增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 国内旅游人均消费及增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

（二）中高端酒店市场格局未定，品牌与管理能力成为突围关键

中高端酒店赛道的主要玩家分为两类：一类是正在加速中高端酒店布局的连锁酒店头部企业，如华住、锦江、首旅等；另一类则是亚朵、君亭、开元等专注于中高端酒店赛道的连锁品牌。

中高端酒店成为国内龙头酒店集团的主要发力方向。以经济型酒店起家的三大酒店集团（锦江、首旅、华住），以收购和孵化新品牌的方式打开中端/中高端市场。

（1）锦江：于2015-2018年相继收购卢浮、铂涛、维也纳、丽笙，扩充中高端品牌矩阵，截至2021年底，公司共有20个门店数超百家的品牌，其中中端/中高端酒店品牌12个，包括锦江都城、希尔顿欢朋、维也纳国际等。从17年至今，中高端门店占比提升34%至1Q22的53%。

（2）首旅：于2017年推出如家商旅，随后相继推出如家精选、和颐等中高端品牌；2021年成立首旅安诺酒店管理公司，专注于高端和奢华型酒店开发和管理。截至1Q22首旅共有1426家中高端酒店，门店占比24%。

（3）华住：于2017年收购桔子水晶集团，随后收购德意志集团，高端品牌施柏阁加入，扩充品牌矩阵。截至1Q22华住中国共有1289家中高端酒店，门店占比39%。

图 18: 锦江酒店集中发力中高端酒店

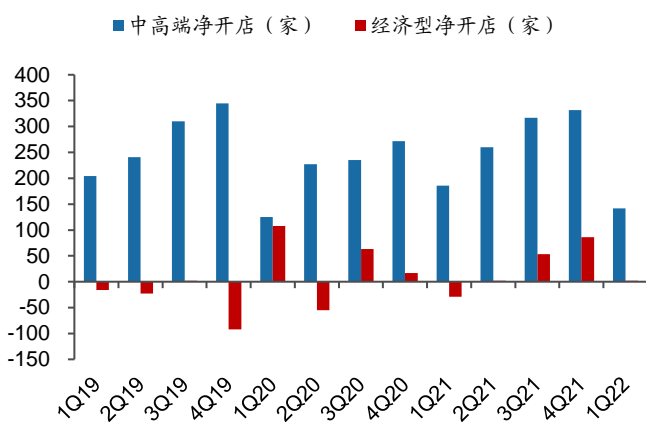
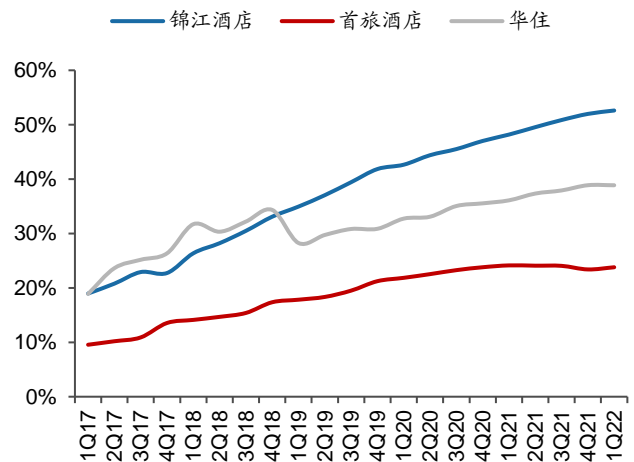


图 19: 三大酒店集团中高端门店占比持续提升



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

中端酒店为三大酒店集团的优势赛道。由于酒店层次分类标准不一，国内三大酒店集团一般将ADR在200元以上的酒店统称为中高端酒店。按照Frost Sullivan的分类标准，三大酒店集团的主要优势赛道在中端酒店（ADR在200-350元）。根据盈蝶咨询，2018-2021年以来，中国中端连锁酒店CR10在60%以上。头部品牌格局较为稳定，维也纳、全季、麗枫包揽前三。三大酒店集团凭借品牌、资金、运营优势，已经在中端市场展现出较强的竞争优势。

行业龙头品牌布局持续向上突围，延伸至中高端乃至高端酒店。以华住为例，2020年华住完成了对德意志酒店集团的全资收购，施柏阁的加入丰富了华住在豪华和高端酒店领域的产品线。2021年华住联手融创文旅打造合资资管公司，将施柏阁

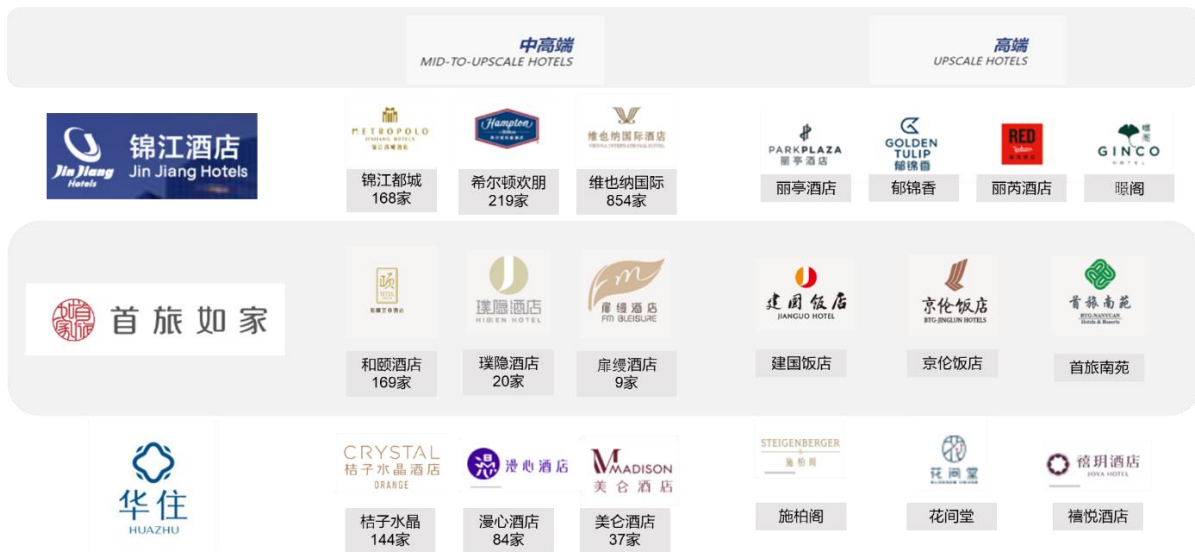
投入中国市场。截至21年末，施柏阁在中国已有11家在营酒店及5家待开业酒店，高端度假品牌花间堂已有34家在营酒店和39家开发中酒店。

表 4: 2018-2021 年中国中端连锁酒店品牌 10 强排行榜

品牌排名	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年	
	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率
1	维也纳	28.14%	维也纳	28.27%	维也纳	27.30%	维也纳	27.00%
2	全季酒店	13.15%	全季酒店	11.41%	全季酒店	10.83%	全季酒店	13.23%
3	麗枫酒店	6.37%	麗枫酒店	6.01%	麗枫酒店	5.48%	麗枫酒店	7.01%
4	星程酒店	4.19%	桔子精选	3.13%	如家商旅	3.68%	如家商旅	4.39%
5	如家精选酒店	4.17%	星程酒店	2.98%	宜尚酒店	3.36%	星程酒店	3.77%
6	桔子精选	3.14%	如家精选酒店	2.84%	星程酒店	3.15%	桔子酒店	3.53%
7	山水时尚	2.14%	雅思特酒店	2.71%	桔子精选	2.99%	宜尚酒店	3.29%
8	喆啡酒店	2.03%	宜必思	2.61%	雅思特酒店	2.62%	雅思特酒店	3.27%
9	雅思特酒店	1.86%	喆啡酒店	2.24%	如家精选酒店	2.33%	喆啡酒店	2.72%
10	如家商旅	1.69%	宜尚酒店	2.22%	喆啡酒店	2.18%	希岸	2.57%
	CR10	66.88%	CR10	64.42%	CR10	63.92%	CR10	70.78%

数据来源：盈蝶咨询，中国饭店业协会，广发证券发展研究中心（注：灰底为锦江旗下品牌，棕底为华住，蓝底为首旅）

图 20: 三大酒店集团中高端品牌布局及门店数量



数据来源：各公司官网，各公司财报，广发证券发展研究中心（注：门店数据截至2021年末）

中高端酒店格局未定，亚朵抢占蓝海。中高端酒店品牌集中度较低，根据盈蝶咨询，2021年中高端酒店连锁品牌CR10仅为26.41%，远低于中端酒店的70.78%。随着酒店等级的上升，住客对酒店产品的差异化需求更高。亚朵精准定位年轻一代的需求快速抢占市场，2018-2021年以9%以上的市占率稳居中高端酒店榜首。但是，中高端酒店整体品牌格局未定，我们认为，中高端酒店的客房需求差异化显著，服务与体验需求远高于中低端酒店，兼具品牌力与运营管理能力公司与品牌能够实现突围。

表 5: 2018-2021 年中国中高端连锁酒店品牌 10 强排行榜

2018 年			2019 年			2020 年			2021 年		
品牌排名	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率			
1	亚朵酒店	9.43%	亚朵酒店	9.38%	亚朵酒店	9.76%	亚朵酒店	9.38%			
2	和颐酒店	7.57%	和颐酒店	4.89%	和颐酒店	4.30%	和颐酒店	2.98%			
3	华天大酒店	4.92%	锦江都城	3.40%	锦江都城	2.87%	美居酒店	2.46%			
4	锦江都城	3.96%	华天大酒店	3.08%	美居酒店	2.52%	锦江都城	2.41%			
5	开元大酒店	3.77%	蓝海大饭店	2.97%	华天大酒店	2.29%	桔子水晶	2.17%			
6	蓝海大饭店	3.03%	美居酒店	2.53%	桔子水晶	2.25%	施柏阁	1.63%			
7	碧桂园假日	2.88%	桔子水晶	2.12%	开元大酒店	1.47%	丽呈酒店	1.47%			
8	桔子水晶	2.50%	开元大酒店	1.96%	君亭酒店	1.41%	丽呈睿轩酒店	1.33%			
9	首旅京伦	2.39%	开元曼居	1.72%	美豪丽致	1.30%	开元大酒店	1.32%			
10	美居酒店	2.36%	白金汉爵	1.64%	白金汉爵	1.24%	美豪丽致	1.26%			
CR10		42.81%	CR10		33.69%	CR10		29.41%	CR10		26.41%

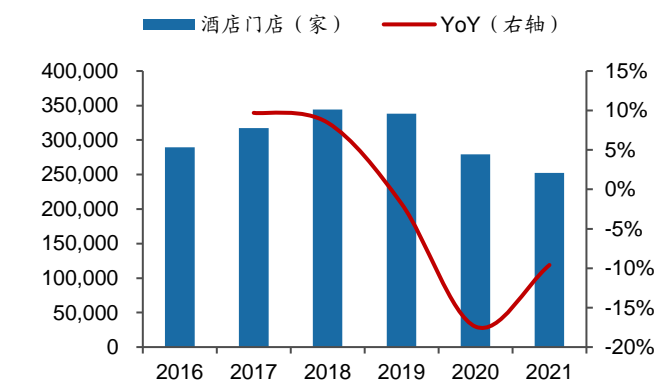
数据来源: 盈蝶咨询, 中国饭店业协会, 广发证券发展研究中心 (注: 数据统计时间为每年的 1 月 1 日; 市占率仅统计连锁酒店, 不含单体酒店; 灰底为锦江旗下品牌, 棕底为华住, 蓝底为首旅)

(三) 疫情之下, 供给出清加速短期复苏, 连锁化率提升助力长期成长

1. 单体酒店出清, 供给快速收缩, 短期复苏弹性可期

2020年新冠疫情以来, 酒店行业面对着前所未有的压力测试。单体酒店由于产品老化及抗风险能力弱, 出现了关停倒闭潮。(1) 2020年疫情冲击下, 客房数减少13%: 根据盈蝶咨询, 2020年中国大陆酒店门店数为27.91万家, 同比减少17.4%, 2020年净减少酒店门店高达5.89万家, 客房数为1532万间, 同比减少13%。(2) 2021年疫情反复, 供给出清持续, 客房数较19年减少24%。截至2022年1月1日, 中国大陆酒店门店数为25.35万家, 同比减少9.6%, 较19年底净减少8.56万家; 客房数1347万间, 同比减少12.1%, 较19年减少23.6%。疫情快速冲击酒店行业供给侧, 客房数减幅低于门店数, 表明平均客房数较少的单体酒店深度出清。需求缓慢释放叠加供给侧深度出清, 疫情缓和后酒店行业有望迎来更强有力的复苏行情。

图 21: 2016-2021 国内酒店门店数及增速



数据来源: 盈蝶咨询, 中国饭店业协会, 广发证券发展研究中心

图 22: 2016-2021 国内酒店客房数及增速



数据来源: 盈蝶咨询, 中国饭店业协会, 广发证券发展研究中心

中性预计，疫情平稳后国内酒店需求量将达**34.5亿间夜**。国内酒店需求量（间夜）=客房数（间）×入住率×365。客房数方面，根据盈蝶咨询和中国饭店业协会，2017-2019年酒店客房数分别为15.48、16.86、17.62百万间；入住率方面，根据国家旅游局，2017-2019年星级饭店平均入住率为55%、56%、55%，因此我们得到2017-2019年国内酒店间夜量为30.96、33.16、34.72亿间夜。按平均值，国内酒店正常需求量在32.95亿间夜；按增长趋势，国内酒店需求量呈现稳步增长，疫情平稳后需求量应大于34.72亿间夜，预计为36亿间夜。两者取平均，疫情企稳后国内酒店需求约为34.5亿间次。

表 6: 国内酒店需求量测算

	2017	2018	2019	2020	2021
酒店客房数（百万间）	15.48	16.86	17.62	15.33	13.47
行业平均入住率	55%	56%	55%	39%	43%
酒店间夜量（亿间夜）	30.96	33.16	34.72	23.44	22.51

国内酒店需求量（间夜）=平均客房数（间）×入住率×365

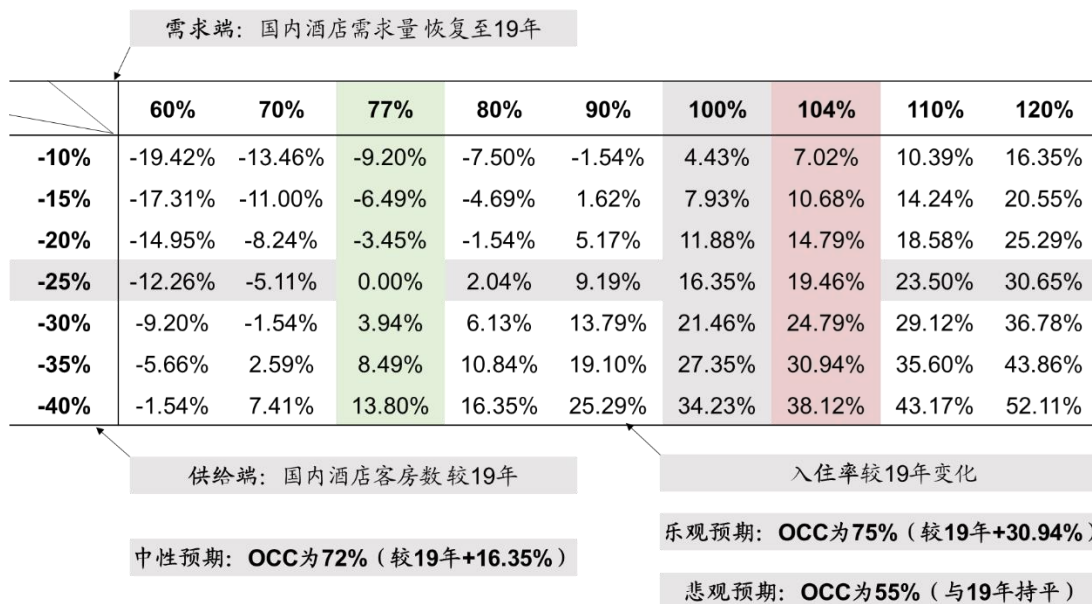
按平均值，国内酒店正常需求量为 32.95 亿间夜

按增长趋势，预计国内酒店疫后需求量为 36 亿间夜

数据来源：wind，盈蝶咨询，广发证券发展研究中心

中性预期下，预计供给收缩带来的入住率提升为**16.35pct**。（1）中性预期下，假设国内酒店需求量恢复至19年水平，供给端维持21年末的客房数情况，入住率较19年提升16.35pct至63%。（2）乐观预期下，假设前期需求释放，国内酒店需求量达36亿间夜，供给端受22年新一轮疫情影响再次收缩，客房数较19年末减少35%，行业入住率将较19年大幅提升30.94pct至86%。（3）悲观预期下，假设疫情缓和后需求恢复不及预期，但供给收缩为入住率恢复提供了充足的安全边际，需求达到19年的77%左右，行业入住率即可恢复至19年水平。

图 23: 中性预期下，预计供给收缩带来的入住率提升为16.35pct



数据来源：wind，国家旅游局，盈蝶咨询，中国饭店业协会，广发证券发展研究中心

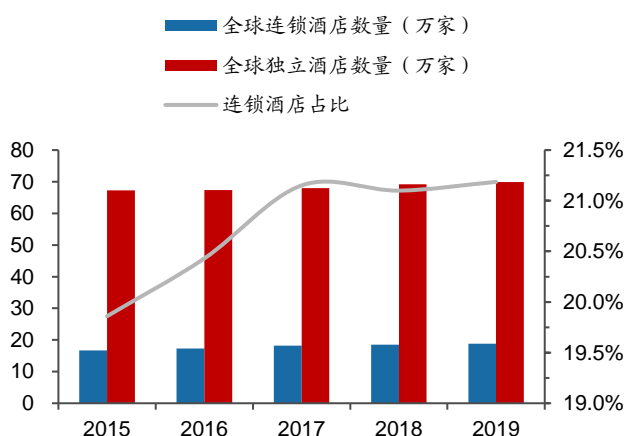
我们认为，本轮疫情下的供给收缩将会给酒店行业带来短期快速复苏的机遇，行业龙头业绩复苏弹性可期。短期内需求的逐渐回暖（蛋糕做大），供给的快速收缩（分蛋糕的人减少），传导至行业层面表现为入住率的恢复。疫情平稳后，供给尚未完成补充，酒店公司的入住率恢复或将超过19年同期，而行业龙头的恢复能力显著强于市场，叠加连锁化率的提升（行业龙头的份额更高），龙头公司充分受益。

2. 疫情后连锁化率取得突破性提升，打造长期成长性

对比海外，中国连锁化率提升空间广阔。根据Frost Sullivan，2019年全球酒店行业连锁化率为41.1%，而2019年美国酒店连锁化率达到71.8%，欧洲地区酒店连锁化率达38.6%，而同期中国连锁化率仅为24.9%，提升空间广阔。看重个性化服务的国家和地区往往连锁化率较低，例如瑞士、意大利，而我国连锁化率较低的主要原因是国内酒店集团起步较晚，在2000-2010年酒店行业的高速扩张时期，以单体酒店为主。酒店的经营周期较长，经营稳定后，基本不需追加投资，因此只要酒店能维持盈利就会维持经营。而疫情冲击着单体酒店盈利能力，产品老化的酒店退出，为酒店集团抢占市场、提升连锁化率提供了一个宝贵的时机。

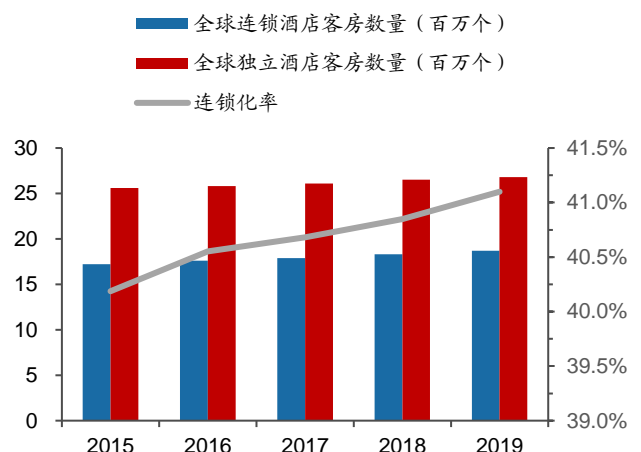
危机加速供给侧集中，连锁化率显著提升。复盘历史，03年非典后、08年金融危机后、12年经济危机后酒店行业的连锁化率提升明显加速。一方面，危机冲击单体酒店的盈利能力，由于疫情之下需求快速收缩，酒店经营大幅下降，根据国家旅游局和各公司财报，20年Q1全国星级酒店和各酒店集团RevPAR同比大幅下降50%以上。而酒店成本较为刚性，租金、人力、水电等费用难以大幅削减，部分单体酒店就此退出，供给端收缩。另一方面，凭借着品牌、资金、渠道优势，酒店集团在危机中展现出强大的经营韧性，部分单体酒店寻求加盟。

图 24：2015-2019年全球连锁及独立酒店数量



数据来源：Frost Sullivan，广发证券发展研究中心

图 25：2015-2019年全球连锁及独立酒店客房数量



数据来源：Frost Sullivan，广发证券发展研究中心

图 26: 2018年各国酒店连锁化率

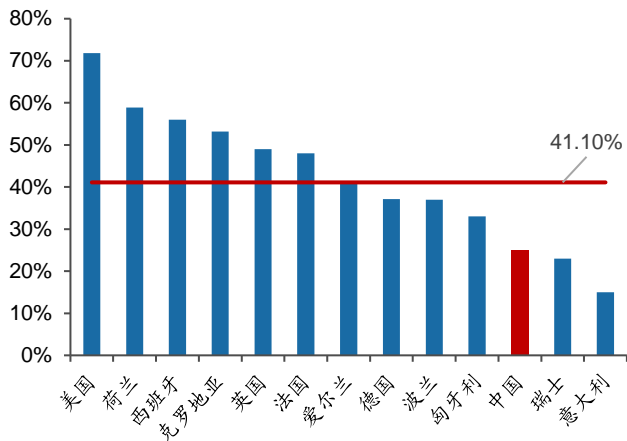
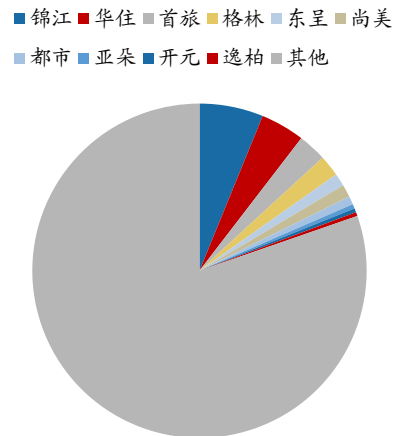


图 27: 2020中国酒店集团CR10 (按客房数)

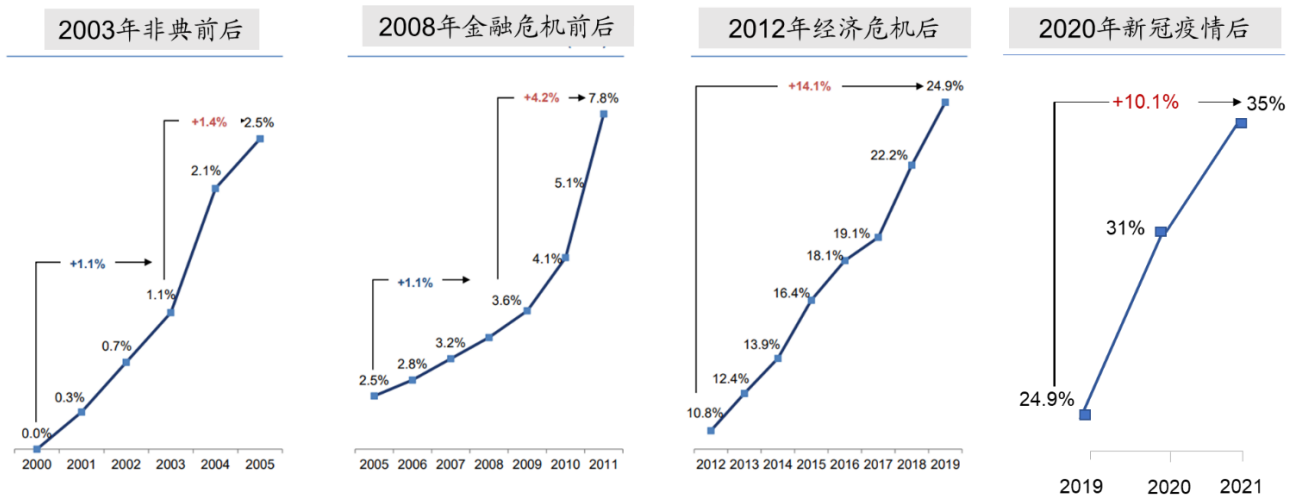


数据来源: Frost Sullivan, 浩华咨询, 广发证券发展研究中心(注: 美国、中国、全球数据为 2019 年)

数据来源: 盈蝶咨询, 广发证券发展研究中心(注: 数据统计时间为 2021 年 1 月 1 日)

本次疫情长达两年, 对酒店业的冲击更深, 供给侧收缩的同时酒店集团纷纷加速拓店, 使得2020年后中国酒店行业连锁化率取得突破性进展, 增速创二十年内新高。根据盈蝶咨询, 2020年酒店连锁化率达31%, 同比增长6.1pct, 远高于2000-2019年的平均增速1.31%, 远超历史最高增速2.7% (2010-2011年)。2021年行业持续出清下, 国内酒店连锁化率再提升4pct至35%。

图 28: 2000-2021年酒店行业连锁化率



数据来源: 华住2020Q3电话会材料, 盈蝶咨询, 中国饭店业协会, 广发证券发展研究中心(注: 2020-2021年数据来自盈蝶咨询)

三、君亭：品牌+服务+运营，成就优秀单店模型

（一）品牌：核心团队传承高端酒店基因，打造中式精选服务酒店品牌

不同档次的酒店对于品牌和产品的诉求各有侧重，中低端酒店与高端酒店的打造思路差距甚远。中低端品牌注重高频、廉价、规模，而高端/奢华酒店以高附加值、强服务溢价驱动低频消费。度假酒店的差异性最为显著，需融合当地气候、环境、文化等因素进行产品打造。

当下，本土酒店品牌并不稀缺，仅锦江、首旅、华住三家酒店集团旗下就有超百个酒店品牌。近年来，以经济型起家的三大酒店集团，都在试水中高端市场，但是强势产品无一例外包含收购、合作而来的品牌，可见经济型基因在中高端市场上难免有些“水土不服”。2020年，锦江再度与希尔顿达成合作，延续品牌“希尔顿欢朋”在国内的运营许可；同年华住完成对德意志集团的收购，品牌“施柏阁”被纳入公司麾下，成为华住中高端市场的主力军之一；而首旅于19年与凯悦达成合作，共同开拓国内中高端市场，并推出了合作品牌“逸扉”。

“酒店人做酒店”，君亭核心团队深耕中高端酒店数十载。君亭创始人吴启元先生是国内第一批高端酒店管理人，于1986年投身中高端酒店经营和管理，至今已三十余年。公司核心团队丁禾女士、朱晓东女士、甘圣宏先生、施晨宁先生均在业内有十余年的从业经营，对中高端酒店需求理解深刻。两大核心品牌君亭、君澜精准对标商旅、度假需求，兼具品牌定位的差异化和品牌联想力。

图 29：君亭系品牌具有典型的东方美学特征



数据来源：君亭酒店官网，广发证券发展研究中心

君亭已经构建起以“东方美学”为主线的品牌矩阵。2007年，公司创始人吴启元先生提出以“BAS”精选模式开发君亭酒店品牌，及Bed（住宿）、Art（文化）、Service（服务）。因此，君亭系酒店品牌具有典型的东方美学文化特征，定位始终围绕着“聚焦写意东方，沉浸都市谧园”的核心主线，由此衍生出三大酒店品牌——君亭、夜泊君亭、Pagoda君亭。其中，“君亭”结合城市休闲和东方文化特色；“夜泊君亭”以城市历史文化为基石，创作具有鲜明文化特征的酒店建筑；“Pagoda

君亭”融合东西方美学，兼具国际品质基因和中国城市文化。

公司酒店品牌矩阵打造内核统一，且高度集中，布局更靠近国际酒店集团的核心系列。万豪、希尔顿等国际酒店集团的核心产品线均具有两大特征：（1）横跨奢华到中高端，奢华酒店品牌向下为中高端品牌赋能，拉升品牌整体调性。高端、奢华酒店自带高热度属性，以其独特且高端的建筑设计成为当地地标。例如，2003年开业的上海明天广场JW万豪酒店，为当时上海浦西最高酒店。（2）品牌命名高度统一，利于品牌力的传导，提升品牌粘性。虽然国际酒店历经兼并收购后，品牌矩阵非常宽广，但是其核心矩阵仍旧长青。万豪旗下的JW万豪、万豪、万枫等，希尔顿旗下的希尔顿、希尔顿花园、希尔顿欢朋等，均将公司名称融入品牌线中。集约化的命名方式，不仅便于品牌力的传导，并且使品牌群在消费者心中形成天然的联系，提升品牌粘性。

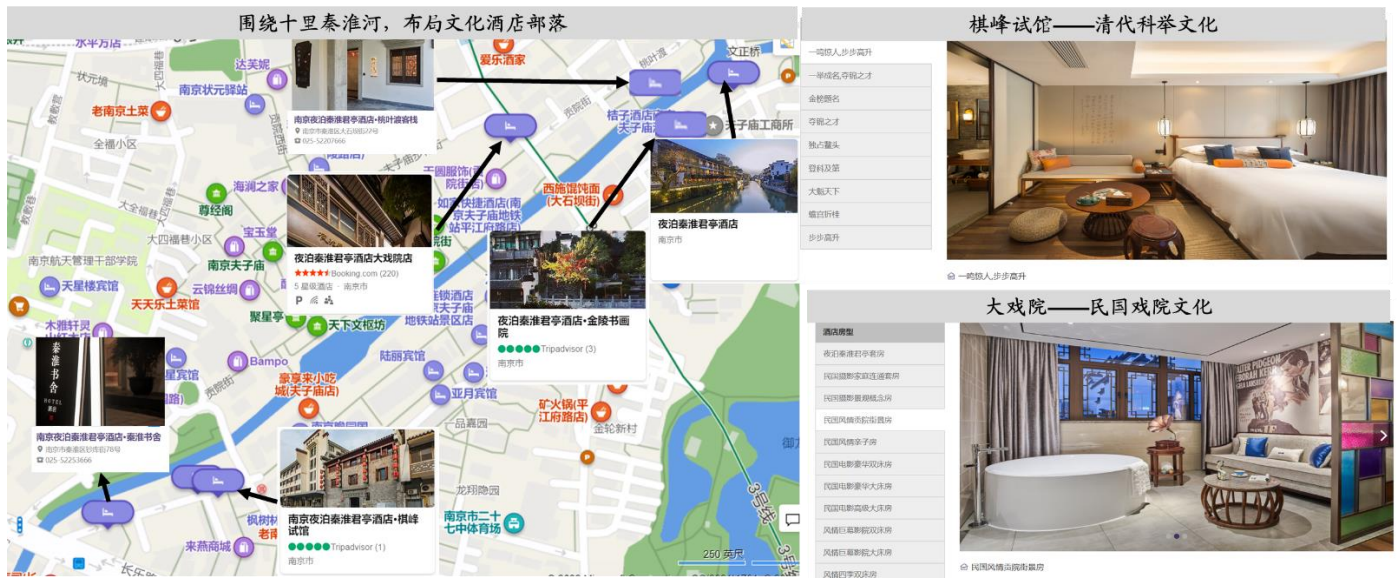
表 7：君亭酒店产品线更靠近万豪、希尔顿等国际酒店集团

	万豪	希尔顿	君亭酒店	锦江酒店	首旅酒店
奢华	 JW 万豪	 希尔顿酒店	 夜泊君亭、君澜度假酒店	-	-
高端	 万豪酒店、万豪度假会	 希尔顿逸林、希尔顿花园	 Pagoda 君亭	-	-
中高端	 万枫酒店	 希尔顿惠庭、希尔顿欢朋	 君亭酒店	 维也纳国际	-
中端	-	-	-	 维也纳酒店、维也纳三好	 如家商旅、如家精选
经济型	-	-	-	-	 如家酒店

数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心（注：图中仅显示公司旗下的核心品牌系列）

夜泊秦淮君亭系列，凸显住宿与城市文化的融合，成就中式高端酒店范本。夜泊君亭品牌是公司布局高端的重要抓手，区别于国际酒店品牌的“高楼竞赛”和“建筑竞赛”，南京夜泊君亭系列酒店着眼于融合秦淮历史文化脉络，将住宿酒店与文化历史有效串联。以棋峰试馆为例，建筑原身为两百多年前清嘉庆年间专贡科举考生投宿所建，公司借鉴了这段历史，开创性地将科举文化融入酒店住宿之中。客房以“一鸣惊人，步步高升”、“金榜题名”、“夺锦之才”等科举考试下的祝福词为名，客房风格以古朴典雅为主，将书法、屏风等科举元素融合进现代化客房设施中。放眼国内高端城市酒店，君亭以东方文化为核心，塑造出强大的品牌壁垒。

图 30: 南京夜泊秦淮系列酒店



数据来源：君亭酒店官网，谷歌地图，广发证券发展研究中心

精选服务是兼顾空间效率与服务品质的选择，而非简单的由全服务做减法，或由有限服务做加法。按酒店所提供的设施和服务分类，酒店可以分为全服务酒店、精选服务酒店、有限服务酒店。全服务酒店，大多为高星级酒店，除基础住宿服务外，包含餐饮、宴会、会议、SPA等全方位服务项目。而有限服务酒店的典型为“B&B”模式（住宿+早餐），更注重效率而非体验。精选服务酒店介于二者之间，针对客群精选和整合服务设施，尽可能满足住客需求的同时，剔除或整合使用率低的设施和服务，从而达到空间效率与服务品质的平衡。

图 31: 君亭酒店独创“BAS”有限精选服务模式



数据来源：公司2021年ESG报告，广发证券发展研究中心

君亭锁定中高端商务出行需求，精选并整合服务设施。在相似的定位中，君亭抓住中高端商务出行客户的核心需求，整合精选服务设施。在最大化满足住客多元化需求的同时，坚持选取“金可儿”床垫、“科勒”卫浴和“康乃馨”棉织品等五星级酒店档次的客房设施，同时剔除使用频率不高或盈利能力不强的高端餐饮、婚礼、大型会议室等服务设施，并且以外租的方式开设健身房，最大限度地利用酒店空间。

以上海五角场相距2公里内的两家酒店为例，精选服务的Pagoda君亭酒店与全服务的凯悦酒店在基础客房的房价上较为接近，服务设施均覆盖餐饮、健身、会议三个方面。从餐饮来看，君亭仅设有一个自助餐厅，自助早餐定价158元/位，对应商务出行需求；而凯悦下设三大餐厅覆盖多种菜系，对应商务宴请等高端餐饮需求。此外，在君亭的高价房型中，自助早餐、正餐和夜宵多作为附赠，而凯悦仅能通过会员积分兑换早餐。从健身来看，君亭与外部健身房合作，既对健身房会员开放，住客也能免费体验；凯悦的健身、游泳场所以酒店住客为主，注重住客的私密空间。从会议宴会来看，君亭为满足小型会议需求，免费提供小型会议室；而凯悦拥有容纳10人至700人不等的沙龙室及会议室，并且设有婚礼场地。

表 8: 精选服务酒店与全服务酒店设施对比

	上海五角场 Pagoda 君亭设计酒店	上海五角场凯悦酒店
酒店展示		
定位	高端精选服务酒店	高端全服务酒店
房价区间 (元/晚)	631~1199	747~1689 (行政套房 9319)
客房面积 (m ²)	25-50	40-65
客房产品	五星级标准	五星级标准
餐饮	一家餐厅 (中西自助早餐、夜宵等)	两家餐厅及大堂餐厅 (提供本地江南特色菜和全球美食)
游泳池	室内泳池	室内泳池
健身中心	威尔士健身房(住客免费)	独立健身房(对住客开放)
会议	一层会议室(小型会议室对住客免费开放)	两层会议场所(10人至700人)
宴会	-	婚礼场地包括一座婚礼小教堂和自然采光并且带室外露台的无支柱凯悦宴会厅

数据来源：君亭酒店官网，凯悦官网，携程，广发证券发展研究中心

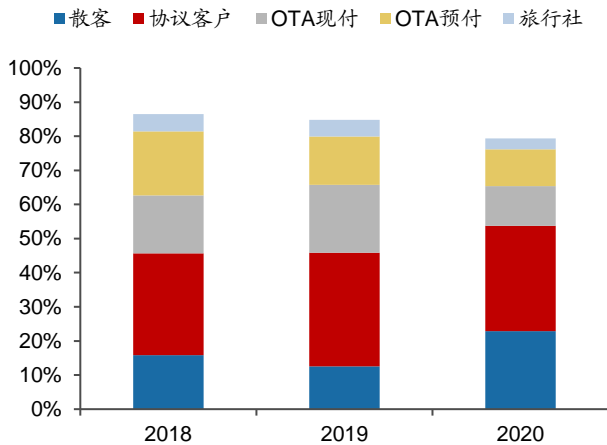
君亭秉持“服务至上”的理念，进一步深化服务内容。除了为客人提供住宿和餐饮这一核心服务内容，君亭还为目标消费群体客人提供相应的细节贴心服务。例

如：为入住时间较晚的客人提供免费暖心粥；针对女宾客配备暖宝宝与红糖姜茶；为错过早餐的客人提供免费延时简餐；为路面停车客人提供汽车遮阳板；提供定制早餐、定制旅行计划等个性化服务。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。更具个性化和颗粒度的服务，使得公司旗下各酒店在顾客好评率、客户投诉率和第三方平台客户评分等指标上均表现良好。

（二）运营：协议公司合作稳固，打造优质单店模型

公司直销占比较高，产品受协议公司认可。2018-2020年公司直销收入有所提升，直销占比分别为45.64%、45.90%、53.77%，主要是来自于协议客户销售提升较快，期间协议客户销售占比分别为29.79%、33.31%、30.93%，为公司第一大销售收入来源。公司两大协议客户分别为阿里巴巴集团和深圳慧行天下国际旅行社有限公司，后者为华为旗下的差旅管理公司，为华为集团提供商旅出行服务。

图 32：2018-2020年君亭酒店收入渠道构成



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 33：君亭酒店前两大协议公司为阿里、华为



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

协议客户对中高端酒店重要性凸显。协议客户为酒店带来大量且稳定的客源，虽然整体房价低于市场价，但是商旅出行往往与旅行度假、节假日等需求形成错峰，有助于提升酒店整体的入住率。此外，通过会员体系能增强商旅客户的品牌粘性，带动后续度假休闲需求。

在与华为、阿里巴巴、携程等大客户强化合作的基础上，公司还积极与广发银行、滴滴、春秋航空、英孚、南航、万达等进行会员推广合作。公司自建的“君亭四季会”会员体系已经开始为公司快速积累忠诚度客户，根据招股书，截至2020年底，公司会员数量为48.74万人。

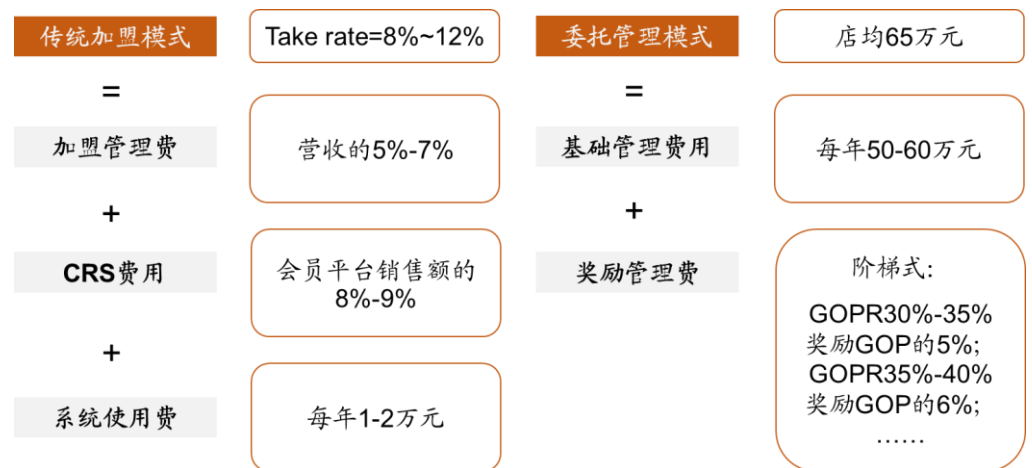
对标国际酒管公司，采用委托管理模式输出品牌。国内的传统加盟收费模式是以营收抽成+CRS费用+系统使用费（通常为1-2万元）构成，而国际酒店集团的委托管理收费模式通常是以基础管理费用+激励管理费用构成，万豪在大中华区实行的激励管理费用为毛利润（GOP）抽成。委托管理模式有两大好处：（1）在经营中，酒管公司占据更大的主动性，有利于管理团队的培养，GOP激励机制下，经理人与加盟商目标一致，提升管理团队积极性。（2）公司通过受托管理模式既可以统一执

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。

根据招股说明书，公司对受托管理酒店的前期技术服务费一般为50-200万元，基本管理费一般为50-60万元/年，绩效管理费一般从GOP大于30%起收，费用大约为酒店GOP的4%-6%左右。以2019年计算，公司委托管理的24家门店店均管理费收入为65万元，2020年受疫情影响，降至55万元。

委托管理模式彰显公司管理自信。传统加盟模式加盟商主要从酒店集团获取品牌、会员渠道优势，正因如此，传统加盟模式下的收费的两大来源为加盟管理费（约为营收的5-8%）和CRS费用（CRS销售额的8%-9%，直销比例一般为50%-70%，对应营收的4%-6%）。而委托管理模式下，更注重精细化运营能力，不仅需要重视入住率，也需要加强成本控制，从而在业主的超额盈利中获益。2018-2019年，参考直营门店的毛利率水平（在35%以上），公司普遍能享受到5%-6%的GOP分成。

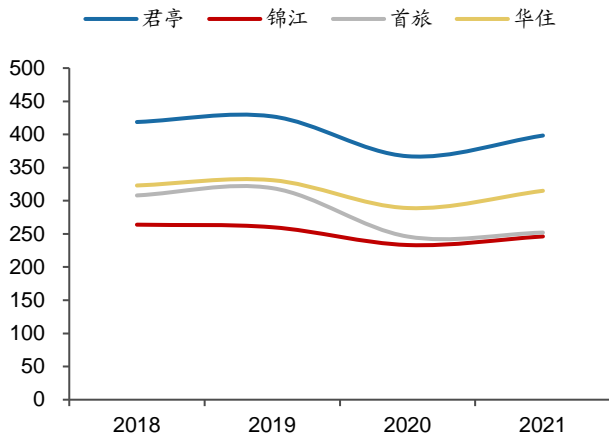
图 34: 委托管理模式下，对盈利能力要求更高



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

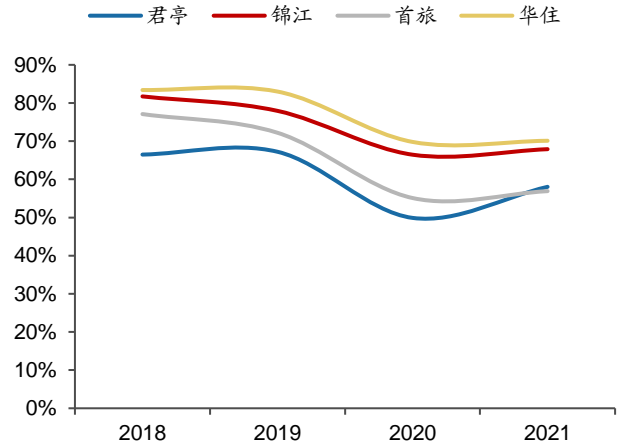
公司在品牌、服务、运营上的优势，集中转化为经营端的高溢价。横向对比，锦江、首旅、华住的中高端酒店房型，君亭酒店产品的高定位使得ADR、RevPAR远超同业公司。从ADR来看，君亭酒店的平均房价高出锦江、首旅、华住的中高端房型30%~60%；而从OCC来看，君亭酒店与三大酒店集团存在5pct~15pct的差距，这一方面来自于高端定位下入住率表现较中端酒店弱势；另一方面，公司直营店体量不足20家，受新开业处于爬坡期的酒店影响较大，拖累入住率水平。综合来看，凭借品牌、服务、管理带来的高溢价，君亭酒店的RevPAR水平领先于行业中高端门店。在门店造价接近的情况下，高溢价转化为高利润，2019年君亭酒店的销售净利率高达19.29%，远高于国内三大酒店集团的8%-15%。

图 35: 四家酒店集团中高端酒店ADR对比 (元/间)



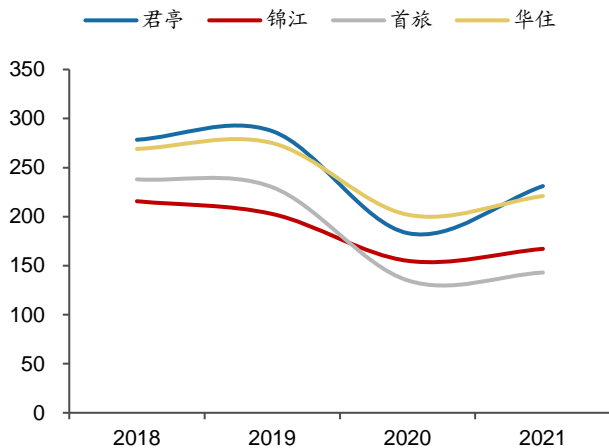
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 36: 四家酒店集团中高端酒店OCC对比



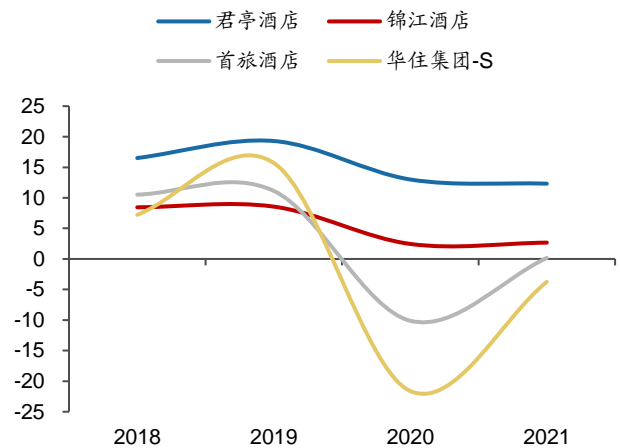
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 37: 四家酒店集团中高端酒店RevPAR (元/间)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 38: 四家酒店集团净利率对比 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

品牌力+精选服务+精细管理, 打造优质单店模型。拆分锦江、首旅、华住的直营门店单店模型, 君亭在收入和利润端均具有显著优势。在收入端, 得益于高RevPAR君亭单店年收入超2000万, 为可比公司的两倍; 在利润端, 高收入对租金、人工、折旧等固定费用的摊薄作用明显, 经营利润率超30%, 而锦江、首旅、华住的经营利润率在10%~15%左右。

投资回收期较短, 盈利能力优异。根据招股说明书, 君亭酒店新开业酒店一般选择100-200间客房的单体酒店规模, 已开业店均客房数为170间左右。公司单间客房的平均投资金额在 14-18万元左右, 因此单家新开业酒店的建设投资金额一般在1400万元-3600万元范围内。假设公司单店投资金额为2500万元, 经测算投资回收期在3.38年, 考虑到新店存在爬坡期, 需求1-2年时间达到盈亏平衡, 实际投资回收期在5年左右。

表 9: 2019 年各家酒店集团单店模型对比

	君亭酒店		锦江酒店		首旅酒店		华住	
	金额 (万元)	占营收比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
单房收入	2292	100%	1284	100%	738	100%	1122	100%
租金	565	25%	273	21%	207	28%	381	34%
人工	326	14%	334	26%	157	21%	180	16%
能源	94	4%	98	8%	56	8%	59	5%
消耗品	91	4%	137	11%	83	11%	115	10%
折旧与摊销	262	11%	171	13%	101	14%	140	12%
其他	214	9%	133	10%	48	7%	81	7%
经营利润	739	32%	138	11%	85	12%	167	15%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 (注: 根据锦江职工薪酬分布, 假设首旅、华住直营人工成本为加盟人工成本的两倍)

表 10: 君亭酒店单店营收与利润对 RevPAR 弹性测算

RevPAR 恢复至 19 年的	52%	70%	77%	84%	91%	98%	100%	105%	122%
RevPAR (元/间)	150	200	220	240	260	280	287	300	350
房价 (元/间)	350	380	380	400	400	420	427	430	450
入住率	43%	53%	58%	60%	65%	67%	67%	70%	78%
客房营收 (万元)	947	1263	1389	1515	1642	1768	1812	1894	2210
单店营收 (万元)	1184	1579	1736	1894	2052	2210	2292	2368	2763
单店成本 (万元)	1463	1495	1507	1520	1533	1545	1553	1558	1589
经营利润 (万元)	-279	84	229	374	520	665	739	810	1173
经营利润率	-24%	5%	13%	20%	25%	30%	32%	34%	42%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(三) 拓店: 布局一二线城市核心商圈, 再融资助力直营门店扩张

公司直营、委托管理门店有望实现加速扩张。在直营店方面, 由于直营店前期投入较大, 前期公司直营门店扩张速度较缓。2018-2020年, 公司旗下直营店数量分别为15、16、16家。2022年6月, 公司拟通过定增募集资金, 助力优质的直营门店扩张, 预计3年内新增直营门店15家。在委托管理门店方面, 君亭委托管理门店体量较小, 2018-2020年君亭委托管理门店数量分别为15、23、27家。公司完成对君澜和景澜的收购后, 截至2022年2月公司委托管理门店约为300家。随着君亭、君澜的品牌知名度提升, 叠加会员体系及数字化的不断完善, 预计未来君亭、君澜委托管理门店的扩张将显著提速。

从门店选址和物业要求来看, 公司门店主要布局于一二线城市核心商圈、经济中心和旅游度假目的地, 并且通过传统存量物业改造、新建商圈增量物业及文化街区、特色小镇配套创新物业三种方式开发新店。根据公司增发预案的可行性公告, 拟建设的第一批6家酒店分别位于杭州西湖(云城科技中心)、杭州滨江(成熟商圈)、杭州国际文化旅游学院(产学研结合试点)、无锡(历史文化街区)、北京(首发项目)、深圳(商圈首发项目)。公司直营店选址考究, 并且在不同区位选取适合

的品牌入驻，君亭对标成熟商圈，Pagoda君亭塑造区域旗舰店，夜泊君亭系列积极融合城市文化，已经形成了覆盖多元场景的选址布局策略。

图 39: 君亭酒店投资合作物业要求

<p>城市布局</p> <p>经济发达的一、二线城市，商务中心和经济中心；二线城市的核心区域和核心物业；旅游目的地景区</p>		<p>地理位置</p> <p>良好的视觉可见性；城市CBD、商业中心、会展中心、交通枢纽、开发区的核心位置；交通便利，能较为便捷的到达机场、火车站、汽车站</p>	
	<p>物业性质</p> <p>改建经营不佳的低星级酒店（尤其是老三星、二星级酒店），城市社区商业综合体主楼配套酒店；旅游目的地景区的度假配套酒店；物业性质为商业或可变更，产权清晰；物业具备消防建筑审核意见书</p>		<p>物业要求</p> <p>单店要求100间客房及以上，建议不超过200间；平均建设分摊面积建议不超过50平方米/间；特别设计和城市（庭院）景观要求的早餐厅（咖啡厅）环境；出入交通通道；酒店专用停车位</p>

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

表 11: 君亭酒店第一批新开酒店项目选址特点

序号	项目名称	项目选址特点	拟设立酒店基本情况
1	杭州西湖项目	科技中心	该项目坐落于杭州西部区域云城科技的中心，周边产业发展、交通能级、生态环境等布局完善，不仅有良好的商业环境，同时也具有交流客源支撑，十分符合杭州地区发展方向。未来，该项目将成为“Pagoda君亭”在杭州的旗舰店，成为接待考察和展示君亭品牌形象的重要项目。
2	杭州滨江项目	成熟商圈	该项目坐落于杭州市滨江区成熟商圈，周边上市公司众多，商务差旅住宿需求较大，具备较强的盈利前景。通过该酒店建设，公司能够充分填补在滨江区市场的空白，辐射当地商务等重大客户。
3	国际文化旅游学院项目	产学研结合试点	该项目将借助高校学术氛围、资源开展市场化运营以及酒店人才实践培训，与当地知名高校开展深度合作，为公司人才引进、规范化培养等提供重要帮助。项目建成后，该酒店将作为公司国际文化旅游学院式酒店旗舰项目，是具备特色的中高端商务酒店，亦是产品研发、技术创新、科技运用的前沿基地。
4	无锡项目	历史文化街区	该项目位于无锡历史文化街区，酒店设计融合当地历史文化和江南风情，是具有主题特色的文化酒店。该项目是公司从存量市场上积极挖掘到的优质资源。整体来看，本项目具有较高性价比，酒店整体参照日本度假酒店式设计，公司后续仅需完成适度改造便可将其升级为君亭夜泊系列旗舰店。
5	北京项目	首发项目	该项目是公司进入北京的首发项目，有助于公司打开京津冀及北方区域市场。酒店整体属庭院式酒店，建筑设计风格古朴自然。该酒店的成功设立具有重大意义：一是树立品牌形象，酒店的成功打造，将为后续公司在北京地区委托管理店的开拓提供重大帮助；二是客源优势，该项目地理位置优越，有望带来较大的市场流量，预计消费群体除了传统 OTA 客户外，还存在大量非传统商务客户等
6	深圳项目	首发项目	该项目坐落于深圳市，是公司进入粤港澳大湾区，打开大湾区区域市场的首发项目。该酒店整体参照国外一流酒店水平设计，未来公司将把该酒店打造成深圳地区的核心旗舰店。此外，酒店周边金融机构密集，是当地新的商务、休闲地标，具备显著客源优势。

数据来源：公司募集资金使用可行性报告，广发证券发展研究中心

再融资助力直营门店扩张，旗舰店提升整体品牌调性。2022年6月，公司发布定增预案，拟增发不超过2416.2万股，拟募集金额为5.17亿元。募集资金主要用于：

(1) 拟使用4.64亿元新开直营门店，在未来三年内，公司计划在杭州、北京、深圳、无锡等全国核心城市分三批次建设15家直营门店。(2) 拟使用0.53亿元对现有酒店进行装修升级。

第一批建设的6家直营店为公司旗舰店，品牌定位较高，包含超高端的夜泊及高端Pagoda君亭，并且装修设计高端、服务内容完善。公司公告显示，三批项目建成后，公司新增客房2384间，新增年均收入4.02亿元，年均净利润0.77亿元。预计总投资利润率为16.64%（税后）、IRR为19.55%（税后）、税后静态投资回收期为5.92年（含建设期）。总体来看，平均净利率约为19.15%，与原有直营酒店相近。

经测算，新开直营店定位较高，RevPAR较原有酒店提升超60%。根据公司披露数据反推，新开酒店的RevPAR将达462元，较19年的287元提升61%。假设平均入住率为70%，预计新开酒店ADR将达660元/晚，较19年的平均房价上涨233元/晚。综合考虑门店旗舰店的定位及一线/新一线城市核心区位的布局，并且公司目前体量较小，我们认为新开门店将有效提升公司整体的RevPAR水平，进一步强化品牌效应，品牌力持续向上突围，充分发挥单店模型优势，打开业绩与利润的上升空间。

表 12: 君亭酒店新开门店与原有门店经营数据对比

	原有酒店	新开酒店	新开门店/原有门店-1
RevPAR (元/间)	287	462	61%
OCC	66.72%	70%	5%
ADR (元/间)	427	660	55%
单店收入 (万元)	2292	2680	17%
单店净利润 (万元)	442	515	16%
净利率	19.29%	19.22%	0%

数据来源：公司募集资金使用可行性报告，广发证券发展研究中心

四、君澜：高端酒店换牌火热，多元化布局加速成长

(一) 国内高端酒店换牌火热，消费回流引领需求回暖

高端酒店重资产属性较强，物业持有人大多为国资企业或地产集团。前者一般发展成为传统高星级酒店，而地产集团更多寻求与酒管公司的合作，特别是国际品牌。根据酒店产权网统计，2018年国内高端酒店中国际品牌与国内品牌的分布大致为7: 3，可见国内高端酒店市场是由国际品牌主导。

传统高星级酒店，往往以高端餐饮为主要竞争力，在创立之初往往兼顾着招待外宾的职责，成为中国餐饮住宿文化走向世界的一扇窗。1990年中国第一次评定五星级酒店，首批五星级酒店有三家，分别为广州白天鹅宾馆、广州中国大酒店、广州花园酒店。随后十年间，锦江饭店、金陵饭店、和平饭店等知名酒店相继被评选为五星级酒店。广州白天鹅宾馆以粤菜早茶为特色，下设的玉堂春暖餐厅自2018年起连续5年获得黑珍珠三钻餐厅与米其林一星餐厅荣誉，成为高端粤菜标杆。自开业以来，白天鹅宾馆共接待了40多个国家元首和政府首脑，英国女王伊丽莎白二世、

美国总统布什、德国总理科尔均曾下榻白天鹅宾馆。

图 40: 白天鹅酒店品牌矩阵



图 41: 金陵饭店品牌矩阵



数据来源: 白天鹅酒管公司公众号, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报, 迈点指数, 广发证券发展研究中心

传统星级酒店扩张难度大, 转向拓展中高端子品牌。由于高端餐饮的复制难度较高, 菜品的区域特色显著, 传统高星级酒店的发展扩张受制。白天鹅酒店集团、金陵饭店纷纷开始探寻酒店品牌拓展之路。白天鹅酒店集团以“白天鹅”为中心, 外延出白天鹅采奕、白天鹅迎宾、白天鹅君锦品牌, 向下覆盖中端和中高端市场。金陵饭店于2018年推出了金陵嘉珺、金陵文璟、金陵精选、金陵山水、金陵嘉珺五大子品牌, 开启外延扩张之路。

乘房地产发展之热潮, 地产集团入局高端酒店业。2002年中国实行土地招拍挂制度之后, 中国房地产行业进入金融红利时代, 酒店开始受到地产集团的关注。一方面, 高端酒店能为商业、住宅赋能, 抬升物业的地价和房价, 实现物业的升值; 另一方面, 布局高端酒店成为拿地的必要条件, 例如2021年6月浙江省衢州市智慧新城土地出让条件中明确要求土地竞得人建设高标准五星级酒店, 并引入外资知名酒店品牌进行运营管理。

引入国际知名酒店品牌, 是地产酒店的主要运营方式。截至2021年底, 国内Top100房企中已有85家涉足酒店业务。地产集团酒店运营模式可以分为合作模式(引入万豪、洲际、希尔顿等国际酒店品牌)、自营模式(自主创立酒店品牌, 例如碧桂园凤凰)、自营合作相结合。据克而瑞地产研究中心统计, 合作模式为地产酒店的主流, Top100房企中有47家采取合作模式, 21家采取自营合作结合的模式。

表 13: 国内十大房企酒店运营状况

房地产商	酒店运营 板块主体	酒店运营数量	酒店营运收入	自营品牌	合作品牌
	保利酒店管理有限 公司	20家	近7亿元 (仅含年报统计的 10家酒店)	诺雅 雅途 郡雅等	洲际 万豪 希尔顿等

	世茂喜达酒店集团 世茂酒店及度假村	163 家 (含筹建)	14.47 亿元	御榕 茂御 世御等	凯悦 洲际 万豪等
	金茂酒店	近 30 家 (含计划开业)	12.57 亿元	嘉悦 诚悦 璞修等	洲际 万豪 希尔顿
	华侨城国际 酒店管理公司	24 家	431.75 亿元(包含华 侨城旅游综合业务)	睿途 嘉途 城市客栈等	洲际 万豪
	酒店旅游与 健康事业部	13 家	10.9 亿元	木棉花酒店	凯悦 万豪
	融创文旅	近 150 家 (含计划开业)	38.8 亿元(包含融创 文旅其他项目收入)	董山 董悦	洲际 希尔顿
	凤悦酒店及度假村 凤悦美诺酒店管理 有限公司	近 260 家 (含筹建)	42.1 亿元	凤悦 凤颐 凤悦轻尚等	希尔顿
	绿地酒店旅游集团	44 家	16.6 亿元	铂锐 铂骊 铂派等	洲际 万豪 美利亚
	恒大旅游运营管理 有限公司	20 家	未披露	恒大酒店	-
	广州富港酒店管理 有限公司	135 家 (含筹建)	44.62 亿元	-	洲际 凯悦 万豪等

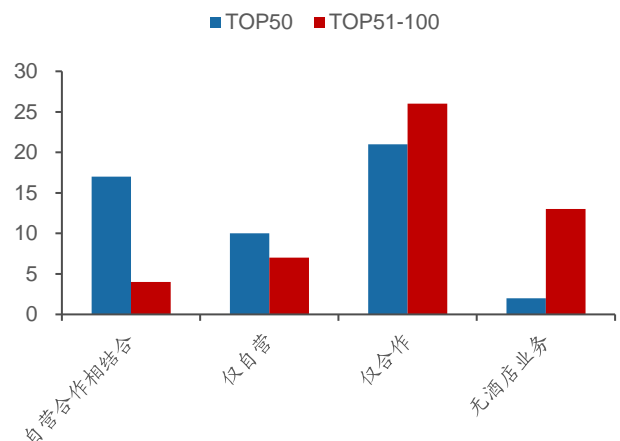
数据来源：各公司财报，环球旅讯，广发证券发展研究中心

图 42：浙江衢州智慧新城酒店品牌要求



数据来源：衢州市公共资源交易中心，广发证券发展研究中心
识别风险，发现价值

图 43：国内TOP100房企酒店业务布局（单位：家）



数据来源：克而瑞地产研究中心，广发证券发展研究中心

请务必阅读末页的免责声明

长期以来，高端酒店的投资回报率处于低位，地产酒店普遍盈利困难。根据华美顾问机构首席知识官赵焕焱测算，2010-2018年中国五星级酒店的投资回报率在0.3%至4%之间徘徊。地产酒店为求带动房价上涨，重投入轻运营的作风，使得地产企业的酒店业务长期处于亏损的边缘。以富力地产为例，2015-2020年间，排除出售酒店物业影响后，公司酒店运营业务从未盈利，亏损从2015年的1.7亿逐渐加深至2019年的10.1亿元。而在疫情的压力测试下，公司酒店业务亏损再加深至14.3亿元。

高端酒店换牌火热，疫情加速管理能力升级。根据环球旅讯，2000-2018年，国际品牌换牌事件每年平均2-3起，而根据亚洲旅宿大数据研究院数据，2020年高端酒店换牌事件高达8起，2021年换牌事件超12起。一方面，近年来在“房住不炒”、“三道红线”等政策压力下，地产集团融资受限，盈利困难的高端酒店业务亟待升级。地产集团对酒店业务的核心诉求，从拉动周边房价逐渐过渡到追求高端与盈利的平衡。另一方面，疫情击穿了高端酒店脆弱的盈利能力，文旅部《全国星级饭店统计调查报告》显示，2021年全国挂牌五星级酒店总亏损达23亿元。疫情对高端酒店的精细化管理能力提出了更高的要求，加速了高端酒店从“追求奢华”到“追求坪效与价值提升”的转变。

图 44: 全国挂牌五、四、三星级酒店营业收入总额

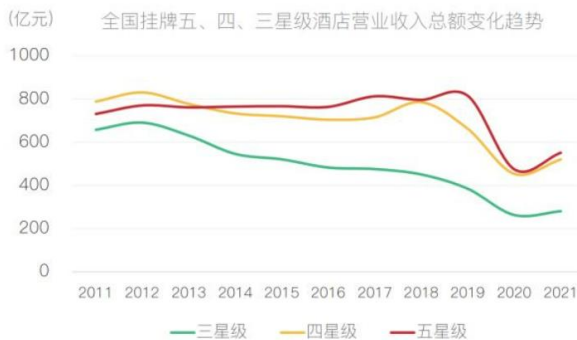
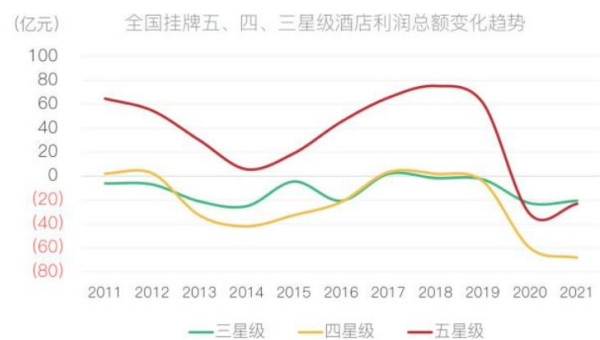


图 45: 全国挂牌五、四、三星级酒店利润总额



数据来源：华美酒店顾问，文旅部，广发证券发展研究中心

数据来源：华美酒店顾问，文旅部，广发证券发展研究中心

本土酒管公司在成本上低于国际品牌，“有知名度+强运营能力”的本土品牌备受业主青睐。据不完全统计，2020至今已有超5家国际高端酒店品牌换牌至国内酒店集团旗下品牌。2020年杭州萧山中赢希尔顿酒店（希尔顿）翻牌成为杭州博奥开元名都酒店（开元集团），2021年北京人济万怡酒店（万豪）翻牌成为北京金陵饭店（金陵饭店），2022年5月君澜（君亭酒店）正式接管舟山三盛铂尔曼酒店（雅高）。换牌火热的背后，是国内酒管公司管理运营能力的综合表现，开元、金陵、君澜等品牌背后的核心团队均在国内已有数十年的高端酒店管理经验。

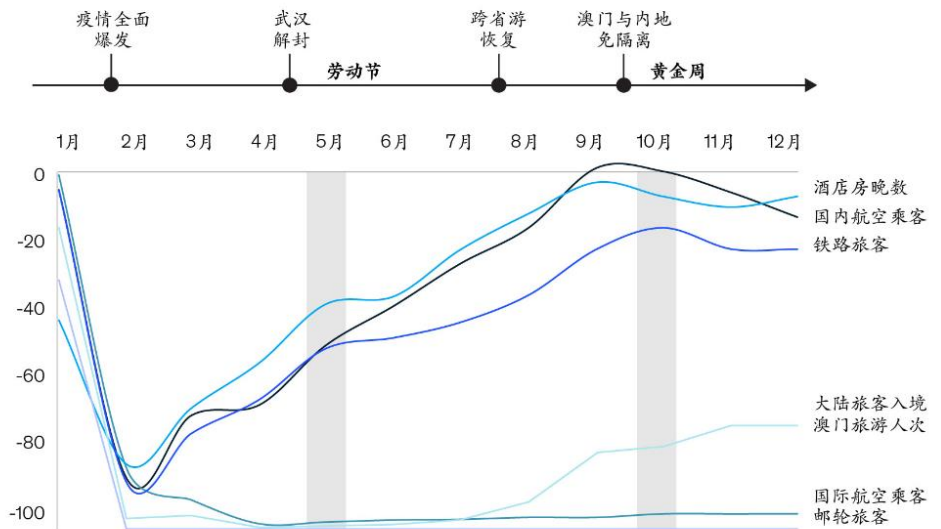
表 14: 2020 年以来, 国内高端酒店换牌统计

时间	换牌前	所属公司	换牌后	所属公司
2020	上海浦东四季	四季	上海丽晶	洲际
2020	上海衡山路十二号豪华精选	豪生	上海衡山路十二号华邑	洲际
2020	上海富豪环球东亚酒店	富豪	上海久事衡山大酒店	富豪
2020	深圳大梅沙京基喜来登度假酒店	喜来登	深圳大梅沙京基洲际度假酒店	洲际
2020	深圳马哥孛罗好日子酒店	马哥孛罗	深圳好日子皇冠假日酒店	洲际
2020	杭州萧山中赢希尔顿酒店	希尔顿	杭州博奥开元名都酒店	开元
2020	三亚海棠湾开维万达文华	万达	三亚海棠湾费尔蒙酒店	费尔蒙
2020	西双版纳希尔顿逸林酒店	希尔顿	西双版纳融创铂尔曼度假酒店	雅高
2021	上海四季酒店	四季	上海阿丽拉	凯悦
2021	无锡锦江大酒店	锦江	无锡万达颐华酒店	万达
2021	北京人济万怡酒店	万豪	北京金陵饭店	金陵
2021	上海扬子江万丽大酒店	万豪	上海扬子江丽笙精选酒店	锦江
2021	上海索菲特海仑宾馆	雅高	上海丽笙精选海仑宾馆	锦江
2021	上海兴国宾馆	-	上海兴国宾馆丽笙精选	锦江
2021	古象大酒店	-	假日酒店、艺龙酒店和古象杉丽	洲际等
2021	杭州景澜·云台印象酒店	君亭	杭州诗莉莉漫戈塔·天地酒店	诗莉莉
2021	南新雅大酒店	-	南新雅皇冠假日酒店	洲际
2021	南京东方珍珠饭店	-	南京东方珍珠 voco 饭店	洲际
2021	千岛湖阳光大酒店	-	voco 千岛湖阳光大酒店	洲际
2021	杭州千岛湖润和建国度假酒店	首旅	杭州千岛湖伊敦度假酒店	招商蛇口
2021	东方饭店	-	东方·美仑美奂酒店	华住
2021	彬州华天大酒店	华天	瑞际酒店	-
2021	西宁富力万达嘉华酒店	万达	西宁富力万达文华酒店	万达
2021	新华诺富特大饭店	华住	武汉新华 voco 酒店	洲际
2022	舟山三盛铂尔曼酒店	雅高	舟山君澜大饭店	君亭

数据来源: 亚洲旅宿大数据研究院, 环球旅讯, 广发证券发展研究中心

而在短期疫情防控形势下, 出境游复苏承压, 消费回流催生国内高端度假项目需求回暖。在高端消费回流的趋势下, 滑雪、潜水等高端旅游项目在国内的渗透率逐步增长。据携程发布的《2022年春节旅游总结报告》, 虎年春节期间滑雪主题酒店预订量同比增长54%, 冰雪、滑雪景区门票订单同比增长近40%。同程旅行数据显示, 2022年春节假期, 全国冰雪类景区订单量较去年春节同期上涨68%; 滑冰场、滑雪场、冰雪主题乐园等体验类冰雪运动的目的地, 比冰雪观光类景区更受游客喜爱。高端度假项目与高端度假酒店深度绑定, 而与度假资源相结合形成多元化业态则是高端度假酒店的发展引擎。

图 46: 中国国内旅游市场恢复迅速, 但国际旅游恢复仍处于休眠期



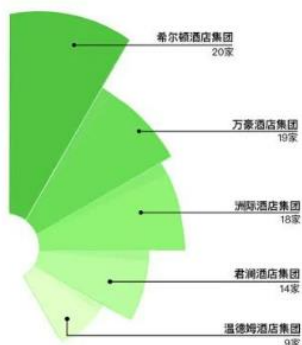
数据来源: 麦肯锡, 广发证券发展研究中心 (注: 数据为2020年, 纵轴为同比增长率, 单位: %)

周边游带动下, 城市、近郊度假需求凸显。在周边游趋势的带动下, 带有自然及人文互动、亲子玩乐体验、温泉、水乐园及特色餐饮的度假酒店热度持续走高。环球旅讯显示, 2021年十一黄金周期间高端度假酒店满房率超过90%, 如开元酒店旗下近200家酒店满房, 其中2021年10月1-5号64家酒店创下了连续满房5天的记录。单店最高RevPAR超4800元, 高端度假酒店平均出租率近90%。其中奢华及高端度假品牌方外、芳草地度假酒店、观堂平均出租率高达95%, 平均RevPAR超1600元。

高端消费回流下, 高端度假酒店迎来发展新机遇。亚洲旅宿大数据显示, 2021年度国内高端酒店新开业200家, 创国内历史新高。新开高端酒店品牌TOP中, 国内高端品牌君澜度假酒店、丽呈酒店、开元名都酒店分别位列第2、8、10名, 其余为国际品牌。君澜酒店集团新开业以14家的成绩, 位列新开高端酒店第4名。

图 47: 2021年新开高端酒店公司TOP5

2021年新开高端酒店品牌TOP5

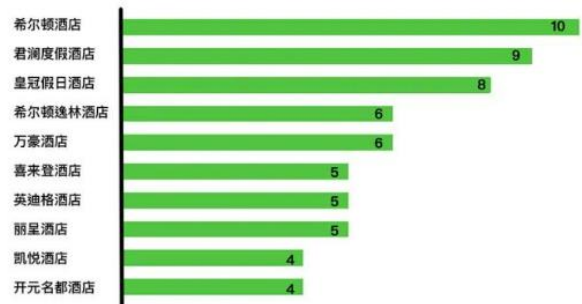


数据来源: 亚洲旅宿大数据研究院, 广发证券发展研究中心

图 48: 2021年新开高端酒店品牌TOP10

2021年新开高端酒店品牌TOP10

(单位: 家)



数据来源: 亚洲旅宿大数据研究院, 广发证券发展研究中心

（二）君澜引领高端度假，多元业态打开市场

君澜为国内高端度假酒店引领者，与传统商旅酒店差异化定位。君澜旗下有三大品牌，君澜度假酒店（各得其所的休闲生活模式酒店）、君澜大饭店（极具时代特征的休闲商务模式酒店）、景澜酒店（极具时代特征的多为社区生活模式酒店）。君澜以休闲度假为核心，而在高端酒店中国际酒店品牌占据了商旅需求的心智，君澜与其形成差异化定位。根据酒店产权网统计，截至2018年底国内高端酒店以国际酒店品牌领导，国际品牌占比大致为70%，并且以传统商旅为主。盈蝶咨询显示，2021年国内奢华连锁品牌CR10为34.01%，以自持物业的地产酒店为主，君澜度假酒店以2%的市占率排名第9。

表 15：2018-2021 年国内豪华酒店 TOP10

排名	2018		2019		2020		2021		
	序号	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率
1	1	锦江酒店	14.25%	锦江酒店	5.27%	碧桂园凤凰	4.33%	碧桂园凤凰	5.05%
2	2	首旅建国	9.03%	碧桂园酒店	4.42%	锦江酒店	4.32%	富力酒店	4.78%
3	3	维景国际	8.96%	首旅建国	3.35%	首旅建国	2.71%	锦江酒店	4.70%
4	4	金陵连锁酒店	7.27%	金陵连锁酒店	3.08%	金陵连锁酒店	2.69%	金陵连锁酒店	3.62%
5	5	开元名都	6.13%	开元名都	2.95%	开元名都	2.67%	开元名都	3.20%
6	6	碧桂园凤凰	5.87%	万达嘉华	2.62%	君澜度假酒店	2.47%	首旅建国	3.19%
7	7	世纪金源	4.60%	世纪金源	1.78%	万达嘉华	2.17%	君澜大饭店	3.10%
8	8	凯莱酒店	3.88%	粤海酒店	1.66%	世纪金源	1.59%	万达嘉华	2.61%
9	9	粤海酒店	3.32%	维景国际	1.27%	君澜大饭店	1.58%	君澜度假酒店	2.00%
10	10	君澜度假酒店	2.53%	万达文华	1.06%	维景国际	1.38%	世纪金源	1.76%

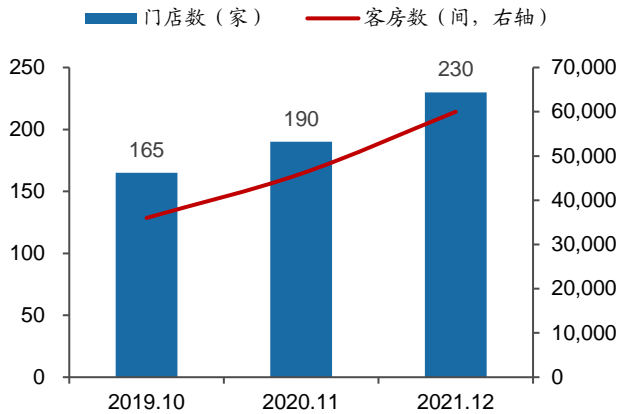
数据来源：盈蝶咨询，广发证券发展研究中心（注：仅统计国内品牌）

委托管理模式下，君澜高品牌势能助力门店加速扩张。君澜和景澜的经营模式均为轻资产委托管理模式。得益于优秀的运营能力以及不断攀升的品牌势能，君澜旗下管理的门店数加速扩张。根据君澜官网，2020-2021年君澜新增门店数约为25、40家，新增客房数约为1w、1.4w家。截至21年底，君澜酒店遍及国内23个省市，覆盖100多处优质自然资源及景区，投资管理超230家酒店，客房数近6w家。

多元化场景，满足差异化度假需求。度假酒店与传统酒店的差异，主要在于度假酒店拥有更多的附加服务，与周边旅游资源充分融合互动，由此衍生出温泉酒店、亲子酒店、冰雪酒店等多种类型。**按场景分**，君澜旗下的酒店产品已覆盖10大度假场景，并且以城市度假、养心度假等低景区资源依赖度的产品为主。**按区位分**，公司将度假产品划分为5大度假圈，包括北方度假圈、江南度假圈、华南度假圈、西南度假圈及海南度假圈。长三角地区依旧为君澜的优势区位，目前已开业酒店数为46家，筹建中酒店达59家。

图 49: 2019-2021年君澜门店数及客房数情况

图 50: 君澜优势区位为长三角 (单位: 家)



数据来源: 君澜公众号, 广发证券发展研究中心

数据来源: 君澜官网, 广发证券发展研究中心

因地制宜, 打造一站式度假目的地。君澜度假酒店设施完善, 除餐饮、健身、会议等基础需求外, 度假酒店充分结合当地的文化、景区特色, 开发特色餐饮旅游项目, 打造一站式度假目的地。例如, 千岛湖梅地亚君澜度假酒店以千岛湖鱼头作为特色餐饮, 融合千岛湖自然风光开发亲子旅游项目, 酒店拥有当地最大的户外儿童乐园, 室内引入陶艺、蛋糕体验馆等亲子项目。而位于广西桂林的三千漓君澜度假酒店, 充分融合桂林山水风情, 引入竹筏漂流、山林户外运动等体验项目, 同时积极开发演艺表演, 进一步提升住客在度假酒店的停留时长及度假产品的附加值。特色的餐饮旅游项目, 将度假酒店升级成为一站式度假目的地。一方面, 通过特色餐饮旅游项目营造旅游打卡点, 提升度假酒店热度及知名度, 另一方面, 充分提升游客在度假酒店内的停留时长, 通过非客房项目提升收入, 取得流量与质量的双赢。

图 51: 君澜度假酒店以城市度假/养心度假等低景区资源依赖度的产品为主 (单位: 家)



数据来源: 君澜官网, 广发证券发展研究中心

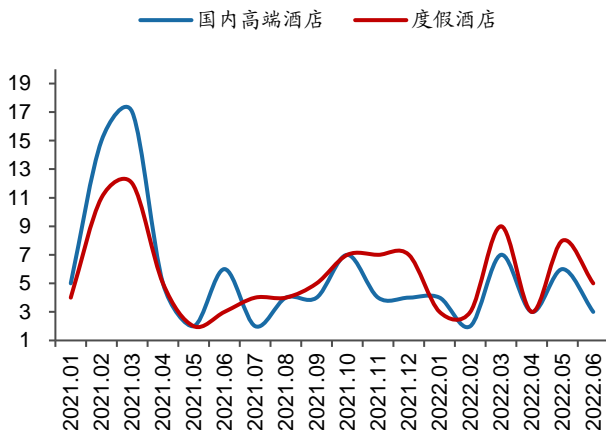
图 52: 君澜度假酒店充分融合当地特色, 开发特色餐饮旅游项目



数据来源: 君澜官网, 广发证券发展研究中心

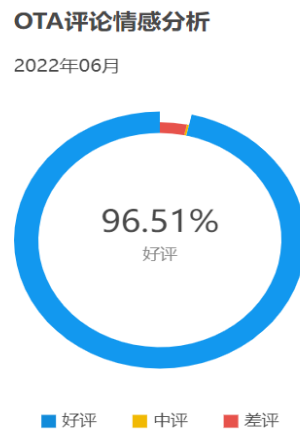
凭借多元化产品及细致服务, 君澜度假品牌热度与口碑居前。根据迈点MBI指数, 君澜度假酒店近一年来均位列度假酒店榜单TOP10。该项榜单从媒体、点评、运营三个角度进行综合打分, 君澜度假酒店最新点评评分位列度假酒店第五名, 凭借细致贴心的服务和多元化的产品赢得住客的广泛好评, OTA平台综合好评率达96.51%。

图 53: 君澜度假酒店迈点MBI排名趋势 (单位: 名)



数据来源: 迈点指数, 广发证券发展研究中心

图 54: 君澜度假酒店好评率达96.51%



数据来源: 迈点指数, 广发证券发展研究中心

表 16: 迈点度假酒店品牌指数排行榜

排名	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06
1	Club Med	Club Med	Club Med	Club Med	悦榕庄	悦榕庄	Club Med	Club Med	悦榕庄	Club Med	Club Med	Club Med
2	悦榕庄	悦榕庄	悦榕庄	悦榕庄	Club Med	Club Med	悦榕庄	悦榕庄	Club Med	悦榕庄	悦榕庄	悦榕庄
3	花筑民宿	亚特兰蒂斯	花间堂	花间堂	花筑民宿	亚特兰蒂斯	君澜度假	君澜度假	花间堂	君澜度假	花间堂	花间堂
4	君澜度假	君澜度假	亚特兰蒂斯	花筑民宿	假日度假	花筑民宿	花间堂	花筑民宿	亚特兰蒂斯	花筑民宿	花筑民宿	亚特兰蒂斯
5	亚特兰蒂斯	花筑民宿	君澜度假	亚特兰蒂斯	花间堂	花间堂	花筑民宿	亚特兰蒂斯	花筑民宿	花间堂	亚特兰蒂斯	君澜度假
6	长隆酒店	途客中国	花筑民宿	涵碧楼	途客中国	假日度假	亚特兰蒂斯	涵碧楼	涵碧楼	亚特兰蒂斯	涵碧楼	涵碧楼
7	花间堂	涵碧楼	安缇酒店	君澜度假	君澜度假	君澜度假	涵碧楼	花间堂	大乐之野	大乐之野	安缇酒店	花筑民宿
8	涵碧楼	兰博基尼	涵碧楼	大乐之野	涵碧楼	涵碧楼	假日度假	长隆酒店	长隆酒店	长隆酒店	君澜度假	迪士尼酒店
9	安缇酒店	长隆酒店	兰博基尼	途客中国	亚特兰蒂斯	途客中国	长隆酒店	澳门银河	君澜度假	安缇酒店	大乐之野	安缇酒店
10	开元度假村	凯莱度假	凯莱度假	长隆酒店	安缇酒店	安缇酒店	安缇酒店	安缇酒店	安缇酒店	澳门银河	美豪丽致	雅阁酒店

数据来源: 迈点指数, 广发证券发展研究中心

(三) 品牌溢价能力初显, 接管酒店业绩提升显著

君澜品牌溢价能力初显, 价格带接轨国际酒店品牌。以海南三亚为例, 三亚作为国内最大的高端度假目的地, 引来各大国际酒店品牌纷纷入驻, 使其成为国内高端酒店最密集的区域之一。君澜在三亚已开业三家酒店, 整体品牌价格带、服务设施与国际品牌接轨。从价格带来看, 君澜官网显示君澜在海南度假圈平均房价达1600元, 而海南度假板块的中高端酒店平均房价为632元。从经营表现来看, 海南香水湾君澜度假酒店为君澜在海南度假圈的旗舰产品, 2020年十一黄金周期间连续4天RevPAR破3000元, 8天节假日平均房价达到3465.7元, 香水湾度假酒店的产品定位积极对标JW万豪、希尔顿等国际高奢品牌。

表 17: 海南三亚度假酒店对比

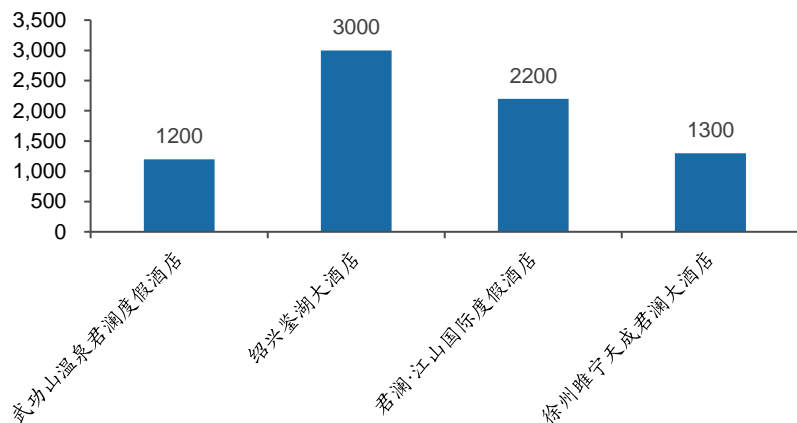
酒店集团	酒店名称	酒店展示	价格带	装修时间	房间数	设施	周边景点
君澜系	海旅·君澜三亚湾迎宾馆		客房: 353-855 套房: 993-6505	2018年	432	SPA、室内外网球场、羽毛球、健身房、亲子乐园、室外泳池、烧烤等	三亚湾椰梦长廊、天涯海角
	海旅·君澜三亚鹿回头国宾馆		客房: 465-1051 套房: 1784	2018年	178	专属海滩、海上栈桥海钓、高尔夫球场、潜水、健身房、室外泳池、儿童乐园等	大东海、鹿回头风景区
	海南香水湾君澜度假酒店		别墅 2494-5469	2011年	91	蒂芙尼西餐厅、冲浪课程、求婚婚礼场地、健身房、SPA、会议室、儿童乐园	香水湾旅游度假区
万豪系	三亚福朋喜来登酒店		客房: 571-741 套房: 1387	2012年	370	网红海景下午茶、室外泳池、网球场、足球场、健身房、儿童乐园等	三亚湾椰梦长廊
	三亚亚龙湾万豪度假酒店		1794-2004	2020年	452	室外泳池、秋千、儿童俱乐部、卡丁车、SPA、健身房等	亚龙湾、热带天堂森林公园

	三亚山海天 JW 万豪酒店		1783-2646	2018 年	435	水景景观、儿童俱乐部、酒吧、健身房、室外泳池等	大东海、鹿回头风景区
	三亚湾希尔顿欢朋酒店		客房: 419-589 套房: 825-1029	2018 年	285	健身房、会议室、儿童乐园、泳池等	三亚湾椰梦长廊
希尔顿	三亚希尔顿花园酒店		客房: 524-646 套房: 1387	2019 年	280	健身中心、自助洗衣、室外恒温泳池、儿童乐园等	三亚湾椰梦长廊
	金茂三亚亚龙湾希尔顿大酒店		客房 1499-2301 套房 2700-4416	2017 年	492	儿童乐园、酒吧、健身房、会议室等	亚龙湾、热带天堂森林公园

数据来源：携程，广发证券发展研究中心（注：房价取 2022.7.15-7.16 价格）

强劲的品牌力+运营能力，君澜接管酒店业绩增长显著。根据美通社报道，在君澜接管后多家酒店业绩呈现高增长。（1）**武功山温泉君澜度假酒店**：2016年酒店在自营的情况下，全年营收约2800万元。2017年君澜酒店集团接管后，2018年全年营收突破4000万元，2017年和2018年分别实现GOP1060万元和1600万元。（2）**绍兴鉴湖大酒店**：2016年君澜接管，2018年酒店营业额达到7000万元，较接管前提升3000万元。（3）**君澜·江山国际度假酒店**：开业十五年来，营业额从未突破2800万元，2017年君澜接管，2018年营业额突破5000万元。（4）**徐州睢宁天成君澜大酒店**：2018年接管后，第一年营业额提升1300万元，创造GOP620万元。

图 55：君澜接管次年营业收入提升（单位：万元）



数据来源：美通社官网，广发证券发展研究中心

在供需双侧驱动下，君澜以多元化布局度假酒店，运营实力强劲，有望实现加速成长。在需求侧，伴随着消费升级和高端消费回流，高端酒店将迎来发展红利期。疫情以来冰雪、海滨等高端度假需求的热度攀升，同时周边游、本地游带动一站式度假目的地的流行，君澜作为国内第一大度假品牌将充分受益。在供给侧，疫情高压及地产集团自身经营受困下，高端酒店由追求奢华的粗放式发展，转向追求高端与坪效的平衡。君澜作为兼具品牌知名度及管理运营能力的品牌，有望加速成长。

五、盈利预测与投资建议

我们将公司的业务拆分为君亭、君澜和景澜三大板块。君澜、景澜的盈利预测参考公司收购公告披露的预测值。根据公司收购公告，预计君澜2022-2024年营业收入分别为68.28、79.56、90.56百万元，净利润分别为15.22、19.03、23.64百万元；预计景澜2022-2024年营业收入分别为27.14、30.11、33.63百万元，净利润分别为-0.02、0.84、2.03百万元。公司所持有的君澜、景澜股份占比分别为79%、70%。

君亭酒店业务可以进一步拆分为直营店与委托管理门店。（1）直营店：开店假设方面，根据公司公告，未来三年内拟新开15家直营店，预计22-24年新开直营店分别为4、5、6家。RevPAR方面，根据前文测算新开门店的RevPAR约为462元，较19年提升60%，主要系新开门店定位更高端，且布局在一线/新一线核心地段。因此，我们预计2022-2024年公司RevPAR同比分别增长10%、26%、11%。（2）委托管理门店：预计2022-2024年新增委托加盟门店分别为20、25、20家，店均加盟收入逐渐回归至19年水平，预计店均加盟收入分别为55、60、65万元。

表 18: 核心假设与盈利预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	256	278	411	710	906
YoY		8.39%	48.20%	72.58%	27.64%
君亭					
君亭营收	256	278	392	700	903
YoY		8.39%	41.35%	78.54%	28.88%
其中：					
直营酒店客房收入	181	202	297	566	733
YoY		11.93%	46.79%	90.47%	29.47%
餐饮收入	22	24	26	32	37
YoY		8.68%	5.00%	25.00%	15.00%
其他配套收入	38	20	28	43	55
YoY		-46.66%	40.00%	50.00%	30.00%
委托管理收入	15	31	41	60	78
YoY		105.58%	35.20%	45.45%	30.00%
君澜&景澜					
君澜收入	-	-	54	63	72
YoY			10.70%	16.53%	14.32%
景澜收入	-	-	19	21	24
YoY			43.00%	10.94%	11.70%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心（注：君澜、君亭收入已按公司股权占比折算）

公司完成对君澜、景澜品牌收购后，打破了规模和布局瓶颈，跻身国内酒店集团TOP10，开启全国扩张之路。同时，君澜的加入进一步完善品牌矩阵，商旅+度假完整覆盖中高端出行需求，看好君亭、君澜后续的品牌、服务、管理整合赋能。此外，定增将助力直营门店扩张，进一步放大由品牌、服务、管理带来的单店模型优

势，预计未来三年新增直营门店15家。伴随着行业复苏启动、高端旅游度假需求回流，公司业绩有望强力反弹。预计22-24年公司实现营收4.11、7.10、9.06亿元，归母净利润0.59、1.47、2.0亿元，当前市值对应的PE为134、54、40倍。

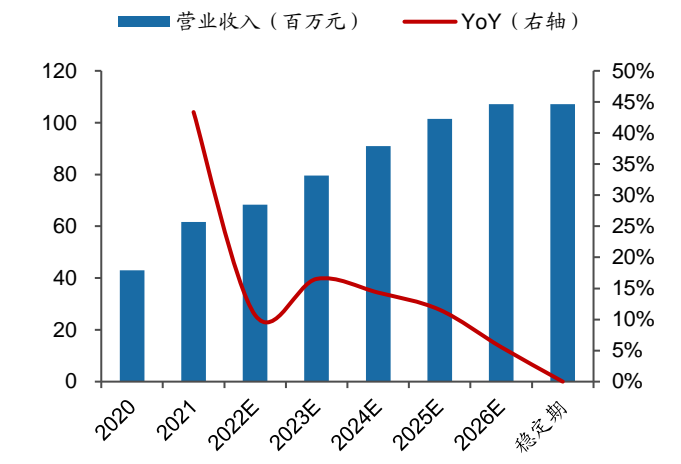
考虑到公司业绩的高成长性，我们采用PEG估值法。由于酒店行业成本相对刚性，疫情影响下酒店行业利润端承压，21年利润基数较低，所以19-24年归母净利润复合增长率（疫情前后的对比）更能代表公司的成长能力。与可比公司相比，公司门店体量较小，并且直营店扩张加速，成长性更加显著，预计19-24年CAGR为22.59%，远高于可比公司的平均值13.00%。考虑到酒店公司在高速成长时期具有更高的估值溢价，而疫情影响酒店短期业绩，给予公司23年60倍PE，对应23年PEG为0.67（利润增速取22-24年CAGR），合理价值为73.21元/股，给予“买入”评级。

表 19: 可比公司估值 (截至 2022.7.15)

股票代码	公司名称	归母净利润增速						PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	19-23CAGR	19-24CAGR	2021A	2022E	2023E	2024E
600258.SH	首旅酒店	111.23%	512.57%	197.16%	29.60%	3.47%	8.19%	526.28	78.42	25.03	19.37
600754.SH	锦江酒店	-8.70%	428.99%	227.66%	38.29%	12.40%	17.16%	623.18	129.29	38.12	27.51
01179.HK	华住集团-S	78.79%	160.90%	735.90%	41.68%	7.55%	13.65%	-	295.15	35.31	24.92
	平均值	-	-	-	-	7.81%	13.00%	-	167.62	32.82	23.93
301073.SZ	君亭酒店	5.3%	60.1%	148.8%	36.1%	19.43%	22.59%	74.87	134.06	53.89	39.58

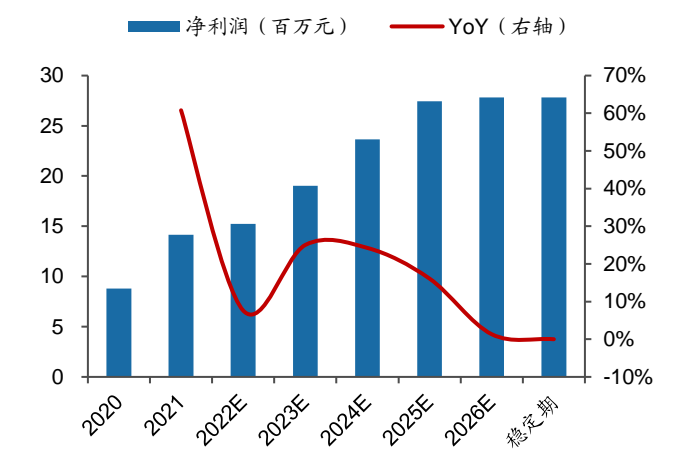
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (注: 可比公司估值选用万德一致预期, 君亭酒店采用公司预测)

图 56: 君澜营业收入预测



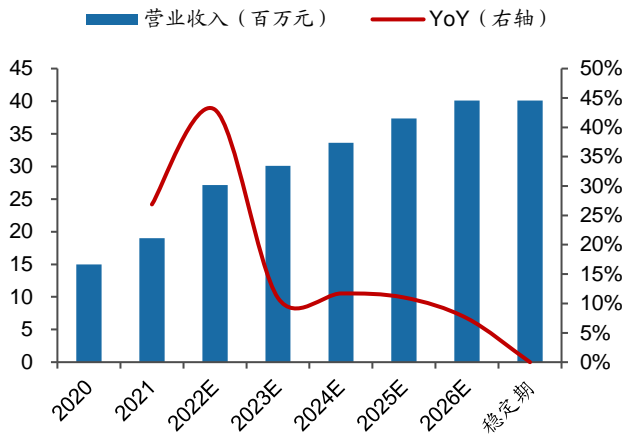
数据来源: 收购公告, 广发证券发展研究中心

图 57: 君澜净利润预测



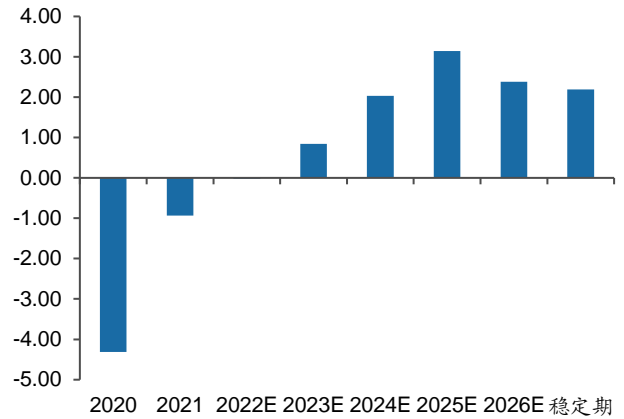
数据来源: 收购公告, 广发证券发展研究中心

图 58: 景澜营业收入预测



数据来源: 收购公告, 广发证券发展研究中心

图 59: 景澜净利润预测 (单位: 百万元)



数据来源: 收购公告, 广发证券发展研究中心

六、风险提示

(一) 疫情影响超预期, 对宏观经济的负面影响加大

公司从事酒店业务, 酒店出租率与宏观经济周期具有相关性。若疫情影响加剧, 商旅、度假旅游出行需求受到抑制, 将对公司经营产生不良影响。

(二) 公司开店不及预期

公司业绩增长主要来源于酒店门店数量扩张, 包括直营门店和加盟店。若公司直营门店开拓速度不及预期, 或加盟商合作意愿降低使得门店扩张速度放缓, 将影响公司未来业绩增长。

(三) 人工、租金等成本上升

公司主要营收来源于直营酒店, 人工、租金成本合计占比在40%左右, 且较为刚性, 难以大幅削减。若人工、租金等成本上升, 将对公司利润端产生负面影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	204	396	398	508	770
货币资金	106	222	191	250	484
应收及预付	50	32	66	106	127
存货	1	1	1	2	2
其他流动资产	47	141	140	150	156
非流动资产	248	977	1,107	1,206	1,192
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	7	6	81	174	269
在建工程	1	27	89	119	135
无形资产	2	2	1	1	1
其他长期资产	238	941	936	911	786
资产总计	452	1,373	1,505	1,714	1,961
流动负债	80	158	191	251	296
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	27	20	33	57	76
其他流动负债	53	138	158	195	220
非流动负债	86	746	746	746	746
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	86	746	746	746	746
负债合计	167	904	937	997	1,042
股本	60	81	120	120	120
资本公积	19	187	187	187	187
留存收益	217	218	277	425	625
归属母公司股东权益	296	486	585	732	932
少数股东权益	-11	-18	-17	-15	-13
负债和股东权益	452	1,373	1,505	1,714	1,961

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	256	278	411	710	906
营业成本	192	185	269	433	544
营业税金及附加	1	1	1	2	3
销售费用	10	14	20	32	41
管理费用	16	23	31	43	54
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1	19	21	21	18
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	2	4	7	9
营业利润	39	41	74	187	257
营业外收支	3	4	3	3	3
利润总额	42	45	77	190	260
所得税	8	11	17	42	58
净利润	33	34	60	149	202
少数股东损益	-2	-3	1	1	2
归属母公司净利润	35	37	59	147	200
EBITDA	78	153	178	299	377
EPS (元)	0.58	0.46	0.49	1.22	1.66

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	49	135	166	273	347
净利润	33	34	60	149	202
折旧摊销	39	95	88	100	113
营运资金变动	-23	-12	-1	8	17
其它	-1	18	19	17	15
投资活动现金流	-32	-118	-211	-189	-87
资本支出	-34	-35	-265	-246	-146
投资变动	0	0	20	20	20
其他	1	-84	34	37	39
筹资活动现金流	-6	101	14	-26	-26
银行借款	60	0	0	0	0
股权融资	0	218	40	0	0
其他	-66	-117	-26	-26	-26
现金净增加额	11	117	-31	59	234
期初现金余额	94	106	222	191	250
期末现金余额	106	222	191	250	484

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-32.9%	8.4%	48.2%	72.6%	27.6%
营业利润增长	-58.0%	5.7%	79.1%	154.9%	37.2%
归母净利润增长	-51.5%	5.3%	60.1%	148.8%	36.1%
获利能力					
毛利率	25.1%	33.3%	34.5%	39.0%	40.0%
净利率	13.0%	12.3%	14.5%	20.9%	22.3%
ROE	11.9%	7.6%	10.1%	20.1%	21.5%
ROIC	10.8%	3.5%	5.1%	10.2%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	36.9%	65.9%	62.2%	58.2%	53.1%
净负债比率	58.4%	192.9%	164.9%	139.2%	113.4%
流动比率	2.55	2.50	2.09	2.02	2.60
速动比率	2.21	2.38	1.83	1.75	2.32
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.20	0.27	0.41	0.46
应收账款周转率	10.58	9.72	12.35	13.16	14.72
存货周转率	301.21	299.07	371.50	398.91	405.56
每股指标 (元)					
每股收益	0.58	0.46	0.49	1.22	1.66
每股经营现金流	1	2	1	2	3
每股净资产	4.90	6.04	4.86	6.08	7.75
估值比率					
P/E	-	74.87	134.06	53.89	39.58
P/B	-	5.69	13.54	10.82	8.50
EV/EBITDA	-	21.87	47.96	28.33	21.88

广发批零与社会服务行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李旭东：高级分析师，复旦大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：高级分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王薇：高级研究员，武汉大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。