

301073.SZ

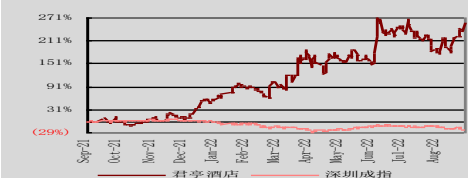
增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 68.2

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	78.8	27.0	35.9	0.0
相对深证成指	103.1	36.3	45.0	22.0

发行股数(百万)	121
流通股(%)	25
总市值(人民币 百万)	8,239
3 个月日均交易额(人民币 百万)	118
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
吴启元	36

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 9 月 19 日收市价为标准

相关研究报告

《社服与消费视角点评 8 月国内宏观数据: 消费延续恢复, 数据好于预期》20220918

《社会服务行业周报: 国庆出行谨慎乐观, 行业有望见底回升》20220918

《2022 年中秋旅游数据点评: 中秋旅游表现平淡, 本地游利好民宿、露营、主题公园等发展》20220914

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务: 酒店餐饮

证券分析师: 李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522090001

君亭酒店

轻重资产并驾齐驱, 品牌版图扩大延伸

我国酒店中高端化趋势延续, 存量酒店改造升级以提升收入能力, 若不考虑疫情的短期干扰, 城镇及乡村人均旅游花费呈持续增长态势, 且高端酒店较经济型酒店更显著的业绩弹性也有望在疫后集中释放, 长期看酒店中高端化可持续。公司深耕中高端酒店领域, 坚持直营与委托管理结合的运营模式, 精细化打磨自身差异化产品, 通过收购君澜、景澜进一步完善产品矩阵, 由精选服务型酒店向全服务型酒店过渡, 并通过轻重资产并驾齐驱, 开启由华东辐射至全国范围的规模化布局。首次覆盖, 给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **集中深耕长三角地区, 经营模式体现战略前瞻。**公司酒店集中分布在华东地区的一、二线经济发达和热门旅游目的地城市, 长三角区域开店数合计占 80%。2021 年上海、浙江、安徽地区收入合计占比超 94%, 布局经济发达地区有助于公司维持高入住率和房价水平。此外, 公司直营模式占比高于同行, 坚持直营+委托管理的发展模式, 并计划择机开启加盟模式并布局全国重点区域, 较为符合中高端酒店集团的发展规律。
- **收购后拓宽产品矩阵, 精选服务向高端纵深发展。**公司旗下“君亭酒店”“夜泊君亭”“Pagoda 君亭”三大品牌兼并融合城市休闲和文化特色, 注重小而美差异化发展。我国度假酒店行业已迈入快速发展阶段, 且国内品牌地位渐显。君澜旗下度假酒店的较高占比是公司向高端以及度假市场纵深借助的一大优势。君澜、景澜收购完成后, 公司品牌矩阵跨入高端度假酒店、全服务酒店领域。
- **借力合并突破规模瓶颈, 由深耕华东转向全国。**公司专注直营模式因此开店进程缓慢, 19-21 年规模始终在第 45-50 名徘徊, 君澜、景澜专注于受托管理模式, 自身开店速度可观, 21 年君澜规模排名第 14。公司完成对这两家酒店的收购后, 开业酒店数从 47 家直接跃增至超 300 家, 有望快速跻身国内酒店集团规模前列, 并将辐射范围由长三角扩大至全国。

估值

- 公司不断完善产品矩阵深耕中高端市场, 收购助力规模发展, 扩张布局量、质兼顾, 当前股本下, 我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 0.46/1.08/1.61 元, 对应 PE 分别为 149.5/63.2/42.4 倍, 首次覆盖, 给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 门店扩张数量不及预期的风险、市场竞争加剧风险、新冠疫情反复风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	256	278	395	651	881
变动(%)	(33)	8	42	65	35
净利润(人民币 百万)	35	37	55	130	194
全面摊薄每股收益(人民币)	0.290	0.306	0.456	1.079	1.609
变动(%)	(75.7)	5.3	49.3	136.3	49.2
全面摊薄市盈率(倍)	235.0	223.2	149.5	63.2	42.4
价格/每股现金流量(倍)	167.0	61.3	131.3	87.1	44.1
每股现金流量(人民币)	0.41	1.11	0.52	0.78	1.54
企业价值/息税折旧前利润(倍)	106.0	87.3	50.8	28.1	19.8
每股股息(人民币)	0.000	0.333	0.137	0.334	0.515
股息率(%)	n.a.	0.5	0.2	0.5	0.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1 君亭酒店：引领中高端酒店领域，并购加速品牌扩张.....	5
1.1 公司概况与历史发展沿革.....	5
1.2 公司股权结构及管理团队概况.....	5
2 原有特色：瞄准区域集中深耕，经营模式背后战略得当	8
2.1 深耕长三角地区城市，稳固区域优势把握市场地位	8
2.2“直营”和“委托管理”并驾齐驱，高点定位契合发展规律	10
2.4 客户资源量质兼优，会员体系完整粘性提升	12
3 未来蓝图：收购后完善高端产品矩阵，向全国规模化发展	15
3.1 酒店类型格局渐变，三大催化因素支撑酒店行业中高端化可持续	15
3.2 自身品牌辨识度强，并购拓宽产品矩阵	18
3.3 直营为主受托管理补充之模式，重心转向管理品牌运营	21
3.4 辐射范围由长三角扩大至全域，规模跃升并延续动量效益	22
4 财务分析：利润稳健增长，疫情后恢复速度可观.....	25
5 盈利预测与估值建议	27
6 风险提示	29

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司历史沿革.....	5
图表 2. 公司股权结构.....	6
图表 3. 公司核心管理层背景.....	7
图表 4. 公司长三角地区门店分布较为集中.....	8
图表 5. 公司长三角地区收入占比情况.....	8
图表 6. 长三角大部分地区人均 GDP 超全国水平.....	9
图表 7. 长三角地区 GDP 占比为全国近 1/4 水平.....	9
图表 8. 2021 年底星级饭店数量前十省市.....	9
图表 9. 2021 年星级饭店营业收入前十省市.....	9
图表 10. 华东地区 21 年周边游热度位居第一.....	10
图表 11. 四大酒店集团直营店数量及占比.....	10
图表 12. 公司大部分营收贡献来自直营模式.....	10
图表 13. 酒店集团主要经营模式.....	11
图表 14. 公司盈利恢复情况优于同行.....	12
图表 15. 公司 RevPAR 高于行业平均以及龙头集团.....	12
图表 16. 受托管理与加盟模式收费对比（中高端品牌）.....	12
图表 17. 公司各销售方式收入情况.....	13
图表 18. 公司各销售方式收入占比变化情况.....	13
图表 19. OTA 客户平均房价高于公司整体.....	13
图表 20. 公司酒店会员权益概览.....	14
图表 21. 我国酒店结构类型逐渐向中高端化发展.....	15
图表 22. 存量物业改造为 2021 年酒店开业主要方式.....	16
图表 23. 我国中高端酒店连锁化率低但经济型高于全球.....	16
图表 24. 近年来国内旅游人数及消费情况.....	16
图表 25. 疫前城镇、农村居民单次人均旅游花费持续增长.....	16
图表 26. 疫情前后不同星级酒店 RevPAR 波动情况.....	17
图表 27. 五星级酒店疫情前后三大指标波动范围最大.....	17
图表 28. 中国 2022Q1 新开酒店中本土品牌占多数.....	17
图表 29. 中国 2022Q1 新开酒店主要分布在浙江/江苏/四川.....	17
图表 30. 2020 年中国酒店集团及不同等级品牌 CR10.....	18

图表 31. 2020 年中国豪华酒店品牌市占率情况.....	18
图表 32. 酒店行业及君亭服务模式概览.....	18
图表 33. 旅游中文化消费的主要内容.....	19
图表 34. 文化消费市场所处发展阶段仍偏早期.....	19
图表 35. 君亭酒店完成收购后拓宽品牌矩阵.....	20
图表 36. 度假酒店行业发展沿革.....	20
图表 37. 2020 年中国市内酒店与度假酒店设施对比.....	20
图表 38. 君澜酒店集团下度假酒店占比较高（2021H1）.....	21
图表 39. 君澜度假酒店地域辐射范围广.....	21
图表 40. 2021 年君亭/君澜/景澜主营收入构成对比.....	22
图表 41. 君亭自身的毛利率主要随酒店运营业务变动.....	22
图表 42. 君澜/景澜历史毛利率情况.....	22
图表 43. 合并口径下君澜/景澜 22-26 年毛利率预测.....	22
图表 44. 君亭酒店完成收购后规模排名跃升空间大.....	23
图表 45. 君澜/景澜近三年新开及新签约家数增长.....	23
图表 46. 君澜度假品牌 21 年新开店数位居高端酒店第二.....	23
图表 47. 龙头酒店集团通过并购拓展规模及品牌矩阵.....	24
图表 48. 锦江、华住、首旅集团规模持续增长.....	24
图表 49. 锦江、华住、首旅集团管理加盟占比均升高.....	24
图表 50. 营收增速疫情稳定，疫后恢复明显.....	25
图表 51. 归母净利润疫情增速稳定，疫后恢复亮眼.....	25
图表 52. 酒店运营稳占主要营收榜首，酒店管理规模逐步提升.....	25
图表 53. 酒店管理业务毛利率提升.....	26
图表 54. 公司费用率疫前逐年下降，管控能力良好.....	26
图表 55. ROE 水平处于行业前列.....	26
图表 56. 君亭酒店营业收入与毛利率预测.....	27
图表 57. 可比上市公司估值.....	28
损益表(人民币 百万).....	30
资产负债表(人民币 百万).....	30
现金流量表(人民币 百万).....	30
主要比率 (%).....	30

1 君亭酒店：引领中高端酒店领域，并购加速品牌扩张

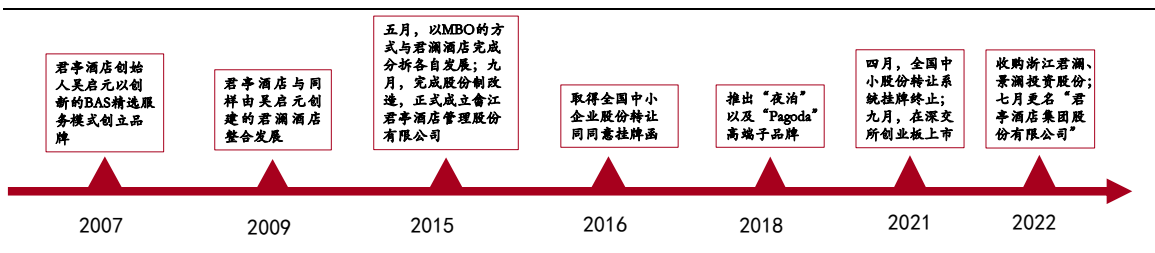
1.1 公司概况与历史发展沿革

聚焦中高端连锁，融入东方艺术特色氛围。浙江君亭酒店管理股份有限公司成立于2007年，位列中国饭店协会发布的《2021年中国酒店集团 TOP50》中第50位，于2021年9月30日在深圳证券交易所创业板上市，服务区域主要覆盖长三角城市群，近年来逐步向全国重点城市拓展。公司自成立以来深耕中高端精选服务连锁酒店领域运营及管理多年，致力打造东方艺术化特色传统服务酒店。公司创立之初创新提出“BAS (Bed、Art、Service)”精选服务模式，在客房及公共空间融入鲜明东方文化艺术主题韵味、生活美学氛围等个性化元素强化产品核心品质个性。主营业务包括直营酒店运营及酒店管理，其中直营业务包括客房住宿、餐饮服务以及其余配套服务，营收主要来源于客房服务；管理业务为酒店受托管理，营收主要由基本管理与技术服务费用构成。

三大品牌保驾护航，专注分化目标客群。公司作为中高端酒店龙头企业之一，通过文化创意、设计创造、服务创新等特征深化品牌矩阵，致力于探索旗下三大品牌的迭代升级，定位优化，分别为：1) “君亭”中档精选服务酒店品牌，强化城市休闲特色，目标消费人群为大众白领群体；2) “夜泊”高档历史文化旅游目的地酒店品牌，倚靠城市建筑人文环境等艺术特征打造质感文旅生活，专注中高产消费群体；3) “Pagoda”高档艺术设计酒店，结合东西方色彩美学，目标客群为拥有高端商旅住宿需求的顾客。

多元化布局品牌矩阵，统筹三司优化结构。为实现品牌扩张开启多元发展阶段，2022年1月公司调整募集资金用途，宣布收购浙江君澜酒店及景澜酒店股权。收购前君澜酒店投资管理累计超180家酒店，是国内度假酒店领域的领军品牌；景澜酒店投资管理75家酒店，两家体量之和为君亭酒店5倍。并购后公司宣布坚持以“直营+委托管理”为主要发展模式，并计划择机开展加盟业务，公司拟实现商旅度假双赛道协同拓展，丰富产品结构；持续深化中高端酒店领域发展，从小而美的中高端服务酒店逐步转型为高端精选酒店品牌，公司体量及市场份额有望持续扩张。

图表 1. 公司历史发展沿革



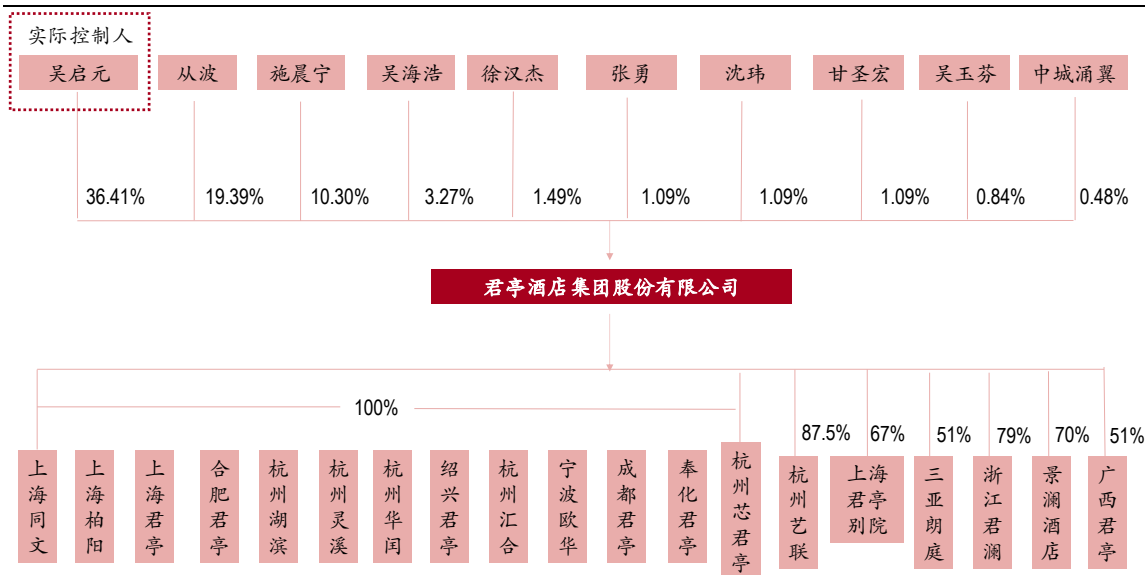
资料来源：公司官网，招股说明书，中银证券

1.2 公司股权结构及管理团队概况

核心股权结构稳定，经营效率稳步上行。公司实际控制人为君亭创始人兼董事长、法定代表人吴启元，截至2022年上半年持股比例达36.41%，吴启元妻子丁禾担任公司董事，两人为公司共同实际控制人。公司股权结构稳定集中度高，主要高管合计持股71.55%，董事从波、秘书长施晨宁以及艺术总监吴海浩分别持股19.39%、10.30%和3.27%，董事徐汉杰持股1.49%，财务总监张勇、董事甘圣宏各持股1.09%，股东中城涌翼为新三板挂牌后引入的外部投资人。公司旗下拥有13家全资控股子公司，6家控股公司。核心管理层控股比例较高且稳定，管理层与股东利益同步共行，有效促进公司建设内部信任壁垒，加强公司策略执行速率及管控能力，助推运营规模化效率稳步提升。

高管团队酒店管理经验丰富，新聘经理驱动运营效率增长。公司董事长吴启元于1986年至开启酒店管理生涯，在中高端酒店行业从业经验长达35年，于各大酒店团队体系管理中敏锐观察到酒店市场的转型期。彼时国内中端度假酒店市场尚处空白期，海外品牌中国市场开拓规划尚未落地，吴启元定下君亭发展基调，于2007年创立“君亭”及“君澜”品牌，进军国内中高端商旅度假酒店蓝海。在“君澜”体系中及国内高端休闲度假市场沉浸多年后，于2015年专注经营“君亭”品牌，经验丰富。核心高管群体在中高端酒店管理领域的平均从业时间超20年，在酒店开发、运营、服务、装修、设计等领域皆有成就。2021年从波辞去总经理职务，公司聘请曾任凯悦国际酒店集团中国区副总裁的朱晓东女士为新任总经理，引进酒店业高端管理人才，进一步优化团队结构，酌机发展全球化度假酒店扩张战略。

图表 2. 公司股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 公司核心管理层背景

姓名	担任职务	酒店行业工作年限	主要经历
吴启元先生	董事长	36	1968年毕业于浙江大学。 1986-1995: 杭州中日友好饭店中方总经理 1995-1997: 五洲大酒店总经理 1997-2001: 浙江世贸君澜大饭店总经理 2001-2015: 君澜管理董事长、总经理 2003-2017: 海南君澜酒店董事长 2006-2015: 君澜集团董事、浙江世界贸易中心董事 2007: 创立“君亭”和“君澜”双酒店品牌 2015.8-至今: 离开君澜团队体系, 任君亭酒店董事长
朱晓东女士	总经理	25	1991-2000: 浙江中心大饭店副总经理、行政办主任 2000-2003: 三亚金棕榈度假酒店总经理 2015-2017: 凯悦国际酒店集团中国区副总裁 2021.12-至今: 君亭酒店总经理
从波先生	前总经理、现董事	27	1991年毕业于浙江大学 1995-2015: 南都集团总裁助理、副总裁 2006-2015: 君澜酒店董事、总裁 2008-2015: 浙江世贸君澜酒店兼任董事、副董事 2015.8-至今: 君亭酒店董事
施晨宁先生	董秘、副总经理、董事	15	1995年毕业于东南大学 1998年毕业于南京大学 2007-2015: 君澜酒店集团总裁助理、总裁办主任、投资发展部总经理 2015.4-2015.8: 君亭酒店副总裁 2015.8-至今: 君亭酒店董秘、副总经理、董事
甘圣宏先生	副总经理、董事	26	1996-2000: 从事酒店前厅工作 2000-2010: 开元酒店总经理助理、北京区域总经理 2010-2015: 君亭酒店副总裁、执行总裁 2015.8-至今: 君亭酒店副总尽力、董事
张戈泉	副总经理	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: 君亭集团4家下属子公司总经理 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	17	2005-2007: 杭州西湖四季都市酒店财务负责人 2007-2015: 君亭酒店财务负责人 2015.8-至今: 君亭酒店财务总监、董事

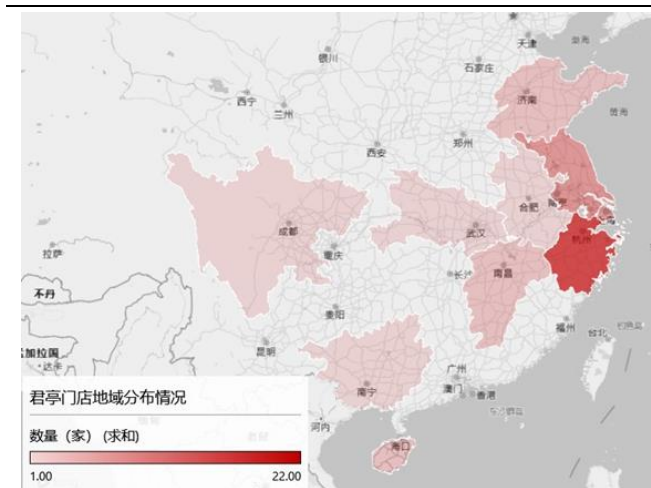
资料来源: 公司公告, 中银证券

2 原有特色：瞄准区域集中深耕，经营模式背后战略得当

2.1 深耕长三角地区城市，稳固区域优势把握市场地位

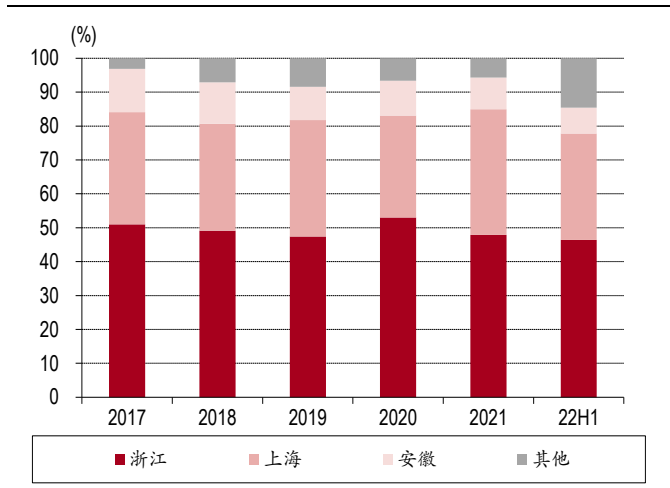
业务主要覆盖长三角城市群，集中性布局望巩固地域市场地位。公司酒店点位的地域性特征较为显著，门店集中分布在华东地区的一、二线经济发达和热门旅游目的地城市，截至 2022 年 7 月，公司在浙江省、江苏省、上海市、安徽省的开业酒店数分别为 22 家、9 家、7 家、1 家，合计占总数超 80%。2021 年收入分地区情况来看，来自长三角地区的上海市、浙江省、安徽省的收入分别为 1.03 亿元、1.33 亿元、0.26 亿元、合计占比超过 94%，其中浙江地区占比为 47.86%。长三角城市群区域是公司最核心的发展区域。虽然 22H1 公司长三角区域营收占比有所下降，主要系疫情在 22H1 对华东地区的影响时间较长，规模较大所致，但长三角目前仍是公司经营主阵地。根据亚洲旅宿大数据研究院数据显示，2021 年国内新开业的高端酒店中，华东地区增量最多，达 83 家。因此，在该区域酒店开业较为频繁的情况下，公司的早期布局已建立起一定的区域优势。

图表 4. 公司长三角地区门店分布较为集中



资料来源：公司官网，中银证券

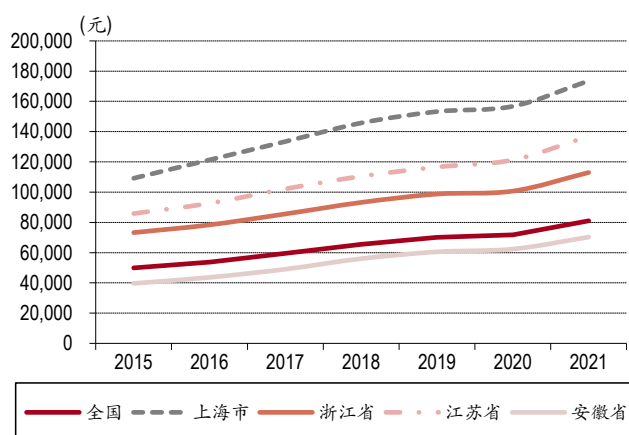
图表 5. 公司长三角地区收入占比情况



资料来源：公司公告，中银证券

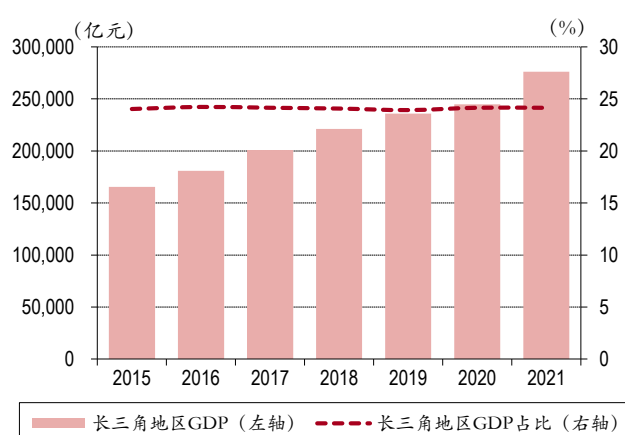
长三角地区经济水平发达，星级饭店规模与收入均领先。长三角地区经济较为活跃且增长强劲，是我国的消费水平高地，具备较大市场潜力，其中上海市、江苏省、浙江省地区历年来的人均 GDP 水平均超全国水平，2021 年人均 GDP 分别为全国水平的 214%、169%、140%。从 GDP 总量来看，2015-2021 年间长三角地区 GDP 维持在全国近 1/4 的水平，体现出较强大的经济实力。根据文旅部数据统计，截至 2021 年末，我国星级饭店数量前五位地区为广东、浙江、山东、江苏、云南。由于国内疫情具有散发性特征，各地区星级饭店收入产生波动而不具备可比性，因此我们根据 2021 年星级饭店营业收入数据进行排名，前五位地区为广东、北京、上海、浙江、江苏。无论从星级饭店规模还是营收能力来看，长三角地区都较为领先，具有热度高、消费能力强的特征，在长三角酒店住宿业务的提前布局，有利于公司整体入住率和房价水平的提升。

图表 6. 长三角大部分地区人均 GDP 超全国水平



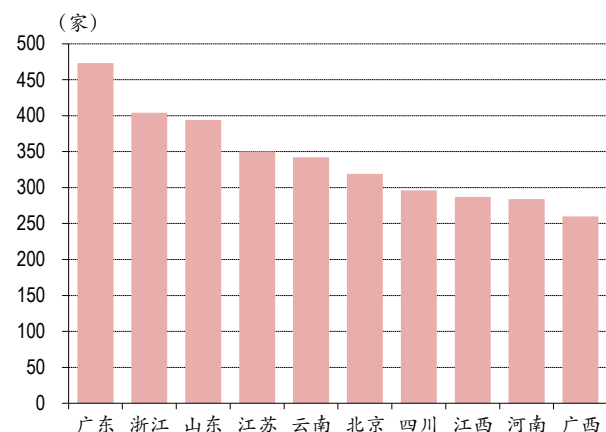
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 7. 长三角地区 GDP 占比为全国近 1/4 水平



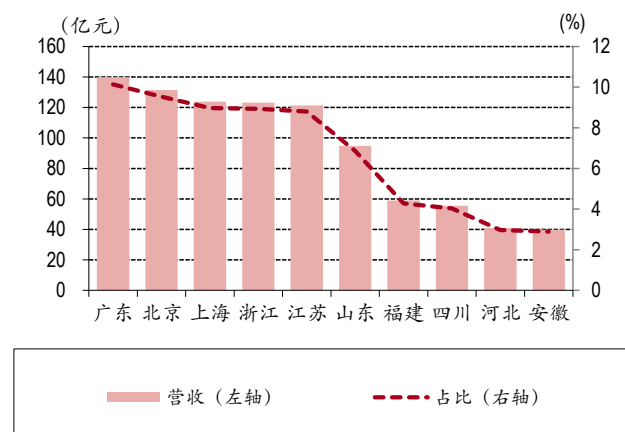
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 8. 2021 年底星级饭店数量前十省市



资料来源：文旅部，中银证券

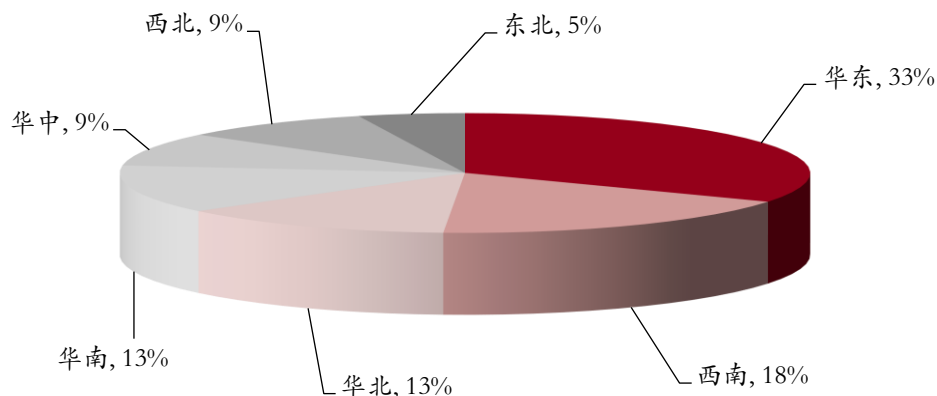
图表 9. 2021 年星级饭店营业收入前十省市



资料来源：文旅部，中银证券

疫情导致周边游热度升温，华东地区城市群为重要选择对象。疫情带来了从传统旅游需求到短途游新需求的改变，是旅游业发展的新机遇和挑战。我们认为，长三角地区本身即具备丰富的旅游资源，5A 级旅游景区占比超过全国的五分之一，在疫情前对境内外游客吸引力强，旅游业整体发展较为蓬勃。根据《2018-2019 年长三角地区旅游业发展报告》，2018 年长三角地区四省市接待旅游人数均超过 3.3 亿人次，旅游总人次达到 25.84 亿人次，同比增长 10.14%，占全国旅游总人次的 45.49%；旅游收入均超过 4,600 亿元，旅游总收入为 3.52 万亿元人民币，同比增长 11.01%，占全国旅游总收入的 58.94%。而在疫情改变出行习惯后，短途游又以大中城市向周边辐射方式居多，热度高的目的地通常具有交通便捷、城市特色突出的特征。根据马蜂窝旅游发布的《2021 年周边游数据报告》，热度最高的是包含传统旅游强省的华东、西南地区，占比分别为 33%、18%，因此公司集中在华东地区城市群的点位也是周边游成为流行休闲方式下的重要选择对象。

图表 10. 华东地区 21 年周边游热度位居第一

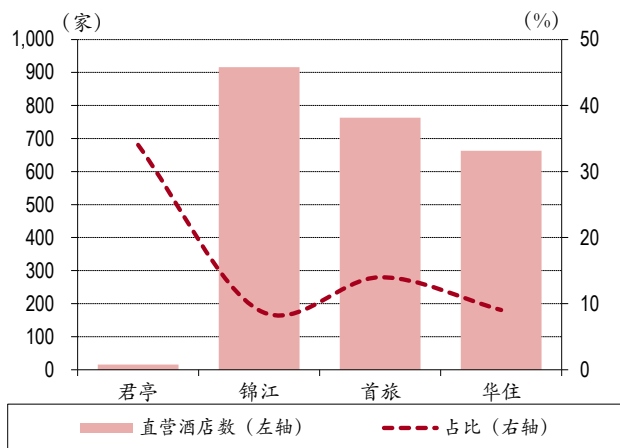


资料来源：马蜂窝《2021 年周边游数据报告》，中银证券

2.2 “直营”和“委托管理”并驾齐驱，高点定位契合发展规律

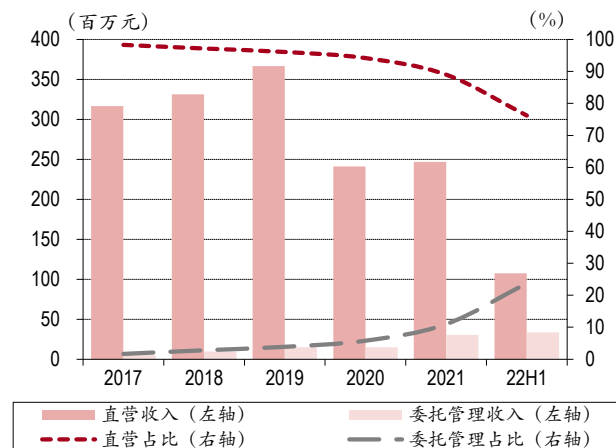
直营模式占比高于酒店同行，委托管理模式逐渐发力。公司坚持以直营+委托管理相结合的发展模式，截至 2021 年 9 月，公司已开业直营店 16 家，占比酒店总数 34%，同期锦江、首旅、华住的直营店占比分别为 9%、14%、9%。收入构成来看，直营店收入占比在九成以上，随着委托管理酒店加速开店，2021 年直营收入占比降低至 89%。公司受托管理酒店数量由 2018 年的 15 家增至 2021 年 9 月的 31 家，同时收入占比逐步增加至 2021 年的 11%，目前占比仍较低，但增长趋势较为显著且疫情期间仍取得正增长，2017-2021 年 CAGR 为 54.39%。整体来看，公司的直营和委托管理发展模式配比较为稳定，呈现以直营为主导，并逐步加强推进委托管理模式的趋势。

图表 11. 四大酒店集团直营店数量及占比



资料来源：招股说明书，公司公告，中银证券
注：各集团酒店数为截至 2021 年 9 月数据

图表 12. 公司大部分营收贡献来自直营模式



资料来源：公司公告，中银证券

借鉴国际品牌发展印记，前期积累管理经验及建立品牌辨识度尤为重要，适时择机开展加盟业务为中期战略。酒店经营模式中，直营到委托管理到特许经营模式，呈现出投资时间和资金与管理话语权逐步减弱、规模化能力和业务自主性逐步增强的递进关系，不同模式各自存在优劣，酒店集团往往根据自身不同发展阶段考虑合适度后进行选择 and 配比。以国际龙头酒店集团万豪为例，其于 1957 年便正式进军酒店界，以直营为主稳定自身品牌标准，直至 1970 年才开始采用新的商业模式，即委托管理和特许经营模式，并于 90 年代开始收购其他酒店品牌加快布局速度。万豪酒店先重后轻的发展逻辑有效实现了质和量的平衡，规避了过早开启加盟而带来的质量不一的风险。此外，外资酒店进入中国市场的早期也主要通过委托管理模式，待市场成熟以及品牌辨识度稳定后才开启特许经营模式，如洲际酒店集团作为较早进入中国市场的国际酒店管理集团，其于 1984 年开业的北京丽都假日饭店为委托管理模式，并在后续的布局中坚持该模式，直至 2016 年在中国开放中端精选服务品牌智选假日酒店的特许经营权，2017 年将特许经营权模式推广至中高端全服务品牌假日酒店和皇冠假日酒店。可见在执行特许经营模式前，品质的打造是前提条件，而这恰需要公司在管理方面的严格质量把控，君亭在体量较小的初期坚持直营+委托管理的发展模式，并计划下一阶段择机开启加盟模式，较为符合中高端酒店的发展规律。

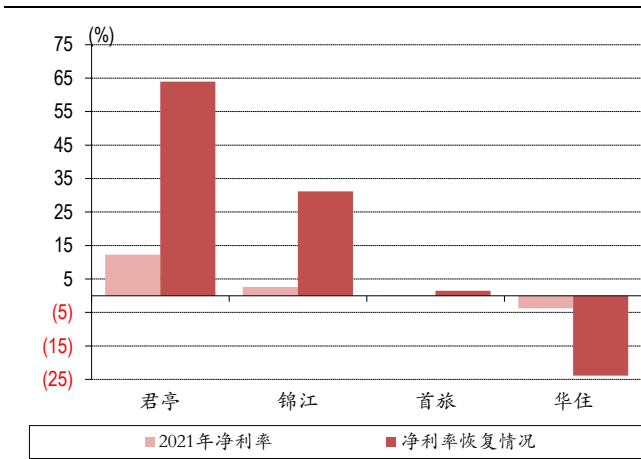
图表 13. 酒店集团主要经营模式

模式类别	具体形式	特点
直营	以自有物业或租赁物业，使用旗下特定的品牌自行进行经营管理的经营形式。	酒店集团直接负责酒店管理及运营， 执行效率高，管理稳定性强 ，但该模式下由于经营成本高扩张速度较缓慢。
受托管理	酒店管理集团通过与酒店业主签署委托管理合同， 向其委派或协助招聘及培训管理专业的酒店运营关键管理人员，并授权委托方使用酒店管理集团的品牌 ，以确保酒店管理集团能以自己的装修标准、管理系统、服务规范、质量标准等各项运营标准来向委托方的酒店输出酒店管理服务。合同期限一般为 5、8、10 年，以 10 年期限为主。	既可以统一执行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 。
加盟/特许经营	酒店集团通过与酒店业主签署特许经营合同，将酒店管理集团所拥有的具有知识产权性质的品牌名称、注册商标、定型技术、经营方式、操作程序、预订系统及采购网络等经营资源在 约定期限内许可给受许酒店使用 ，并一次性收取特许经营权转让费或初始费，以及每月根据营业收入而浮动的特许经营服务费的管理方式。	酒店集团 不直接参与 酒店的日常营运与管理，其目的是帮助各个独立酒店通过国际酒店品牌的市场渗透力和广泛的传播能力，减少独立酒店在市场推广以及预订系统的开发方面的投资时间和资金。

资料来源：招股说明书，公司公告，中银证券

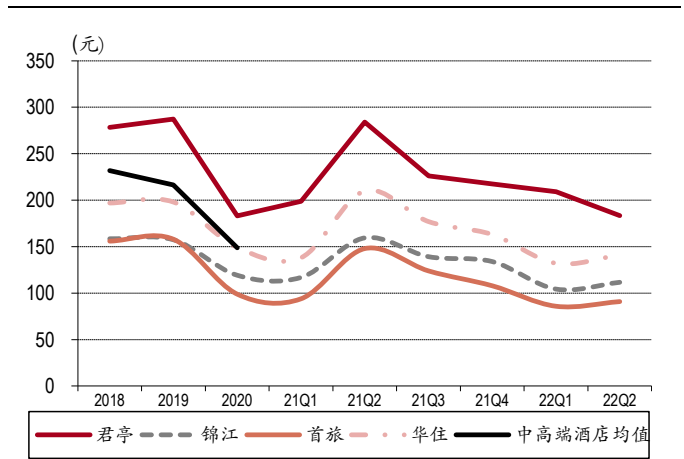
直营店业绩弹性大，疫后有望迎来快速恢复周期。直营店由于需要承担较高和较固定的运营成本，经营利润弹性较大。公司 2021 年净利率为 12.29%，较疫情前恢复情况恢复 64%，呈现强于同行的盈利能力和恢复能力。此外，公司的 RevPAR 维持在 180-300 元区间，由于入住率略低于同行但平均房价高于同行，公司 RevPAR 维持在高于中高端可比公司均值和三大酒店集团的水平。在 RevPAR 保持一定优势的情况下，公司疫情后直营店利润的恢复弹性可期，有望加快整体业绩的恢复释放。

图表 14. 公司盈利恢复情况优于同行



资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 公司 RevPAR 高于行业平均以及龙头集团



资料来源：招股说明书，公司公告，中银证券

受托管理收费模式包含激励作用，挖掘营收边际增长潜力。公司的酒店管理业务向委托方收取三大费用，包含技术服务费、基本管理费和奖励管理费：技术服务费为开业前一次性收取，一般为 50-200 万元不等；基本管理费用开业后每年固定收取，为 50-80 万元不等或根据受托管理酒店营业收入的 5%-8% 左右收取；奖励管理费按照年度营业毛利（GOP）的一定比例提取。公司受托管理模式的前二项费用与加盟模式的一次性加盟费和按照营收提取一定比例的运营管理费较为相似，而奖励管理费则与业绩质量挂钩，在符合条件的情况下阶梯式收取，于管理方具有一定激励作用。

图表 16. 受托管理与加盟模式收费对比（中高端品牌）

经营模式	受托管理模式		加盟模式	
酒店集团	君亭酒店		首旅酒店	锦江酒店
酒店名称	柳州院子君亭酒店		如家精选	非繁·城品
合同期限	一般为 5、8、10 年，以 10 年期限为主		10 年	10 年
具体收费项目	技术服务费：120 万元 基本管理费：50 万元/年 奖励管理费：GOPR 低于 40%：不支付奖励管理费；支付：GOPR≥40% 时，45% 及其为营业毛利（GOP）的 4%		加盟费：北上广深 4,000 元/间；其他 3,000 元/间；不低于 20 万元 运营管理费：营收 5% CRS 系统：9% PMS 系统：初装费 5,000 元+使用费 1 万元/年 筹备期维护费：1 万元 会员发展费：每 1 积分结算 0.01 元	加盟费：40 万元 运营管理费：月度营收 5% 系统：初装费 3 万元+维护费 2 千元/月 会员输送费：会员客单总额的 5%
	技术服务费：260 万元 基本管理费：70 万元/年 奖励管理费：GOPR < 40%：不支付；GOPR ≥ 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			

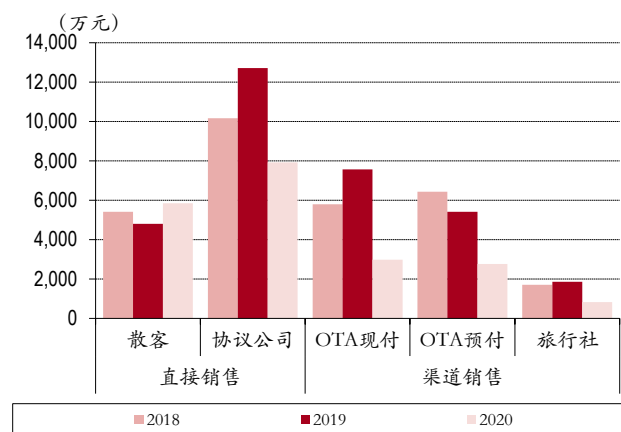
资料来源：招股说明书，锦江、首旅加盟网站，中银证券

注：GOP 为营业毛利，GOPR 为营业毛利率；如家精选和非繁城品同样为中高端品牌

2.4 客户资源量质兼优，会员体系完整粘性提升

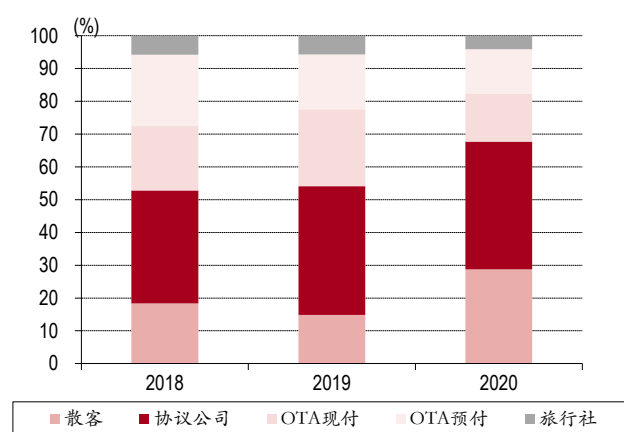
公司客源丰富结构稳定，“直接”与“渠道”销售模式协同共生。公司的酒店运营业务采用直接销售+渠道销售相结合的销售方式，其中直接销售主要面向散客、企业客户等，渠道销售指通过第三方渠道代理销售，主要对象为 OTA 平台及线下旅行社，如携程、去哪儿、雅高达、飞猪等。从公司 2018-2020 年客户结构情况来看，由于公司不断拓展直接销售的渠道，增加企业客户数量、不断推广微信订房、官网订房等各种订房渠道，直接销售比例稳中有升，分别为 53%、54%、68%，自身获客能力较强。直接销售方式中协议公司客户占比最高，由 2018 年的 34% 升至 2020 年的 39%。2020 年直接销售比例的大幅提升主要来自于散客部分收入提升了 14pct，原因系疫情影响下公司部分酒店作为防疫隔离点，原渠道销售模式中 OTA 平台的收入转移，即原本通过 Booking、Expedia 等 OTA 平台消费的外国商旅客源切换为了入住隔离酒店的散客客源。整体来看，公司的客源结构较为多样且保持稳定。

图表 17. 公司各销售方式收入情况



资料来源：招股说明书，中银证券

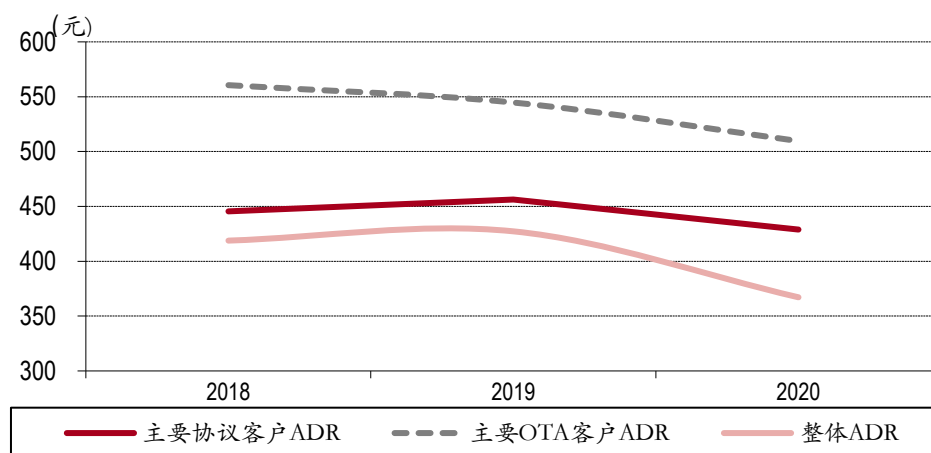
图表 18. 公司各销售方式收入占比变化情况



资料来源：招股说明书，中银证券

协议客户确保客房收入稳定性，OTA 客户提升收入增长边际。对于公司和协议客户而言，直接销售减少了中间成本且提升了订房效率。目前公司主要协议客户为阿里巴巴集团和华为集团成员企业深圳慧行天下，公司与二者的合作历史均较为长久，在此基础上，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。协议公司规模较大且需求稳定，加之订房合同每12个月更新一次，协议价在合同有效期内保持不变，因此公司较高的协议客户收入占比是维稳整体收入的一大重要支撑。相较之下，渠道销售模式的主要对象 OTA 客户的定价机制是依据市场情况动态定价，根据招股书披露的主要 OTA 客户携程、Booking、Expedia 的平均房价来看，三者的均值维持在高于公司整体平均房价的水平，我们认为 OTA 渠道中，国内外 C 端客户对于溢价较高的接受度不仅有休闲消费水平提高的原因，也是公司产品品质被认可的体现，且较高的房价对于公司收入的整体提升有较好的拉动作用。整体来看，两种销售模式均为公司带来了不同优势价值，有望助力公司实现收入稳定性以及增长性的平衡。

图表 19. OTA 客户平均房价高于公司整体



资料来源：招股说明书，中银证券

注：主要协议客户 ADR 均值为阿里巴巴、深圳慧行天下的 ADR 算术平均值；主要 OTA 客户 ADR 均值为携程、Booking、Expedia 的 ADR 算术平均值

加快融合会员体系，构建广阔私域流量池。公司建立了“君亭四季会”会员体系，包括普通会员、金会员、铂金会员和钻石会员，根据招股说明书显示，截至2020年12月31日公司的忠实会员计划会员数量为48.74万人，会员消费权益包括向常客提供不同级别的消费折扣、积分奖励、退房权益、生日礼遇等。同时，公司将会员体系与大数据深度融合，通过年均百万频次的客户数据量，分析用户消费习惯与特征，以及年龄、职业、地域分布情况等，升级服务和产品体系以更契合消费者偏好。公司还基于自有会员体系创新建立了君亭商城、君亭外卖等增值服务，融合了本地生活及线上商城等新兴业态。此外，根据公司对深交所“申请向特定对象发行股票的审核问询函的回复”公告显示，在收购浙江君澜及景澜酒店的基础上，公司已与国内外知名OTA建立长期稳定合作关系，同时也与协议大客户等推广会员合作机制；截至2022年9月6日前，公司自有会员体系在册会员已近400万人，直营酒店年均对外服务50万人次以上，客源基础得到进一步夯实。根据公司2022年4月的投资者关系活动记录，公司计划在未来2-3年突破千万级别会员规模，并打通度假类和商务类酒店会员的完整链条，有望将会员价值最大化。

图表 20. 公司酒店会员权益概览

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	√	√	√	√
	免费金入住	/	√	√	√
	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）	住房得积分	√	√	√	√
	（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	√	√	√	√

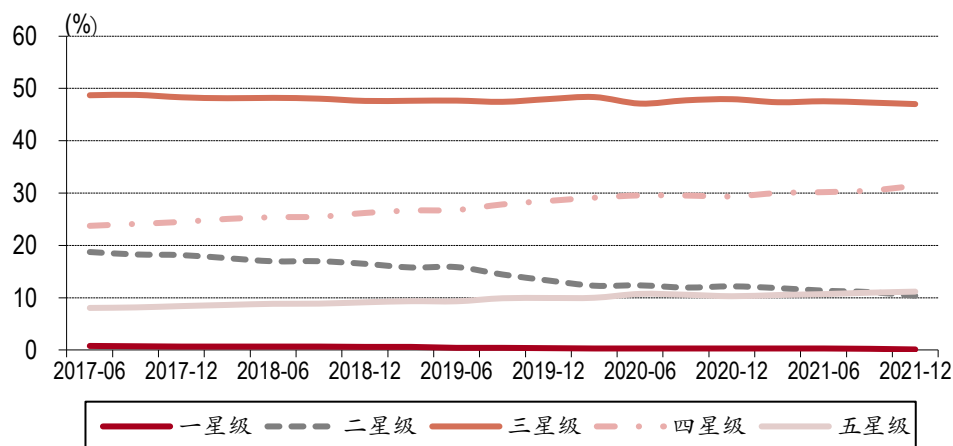
资料来源：公司官网，中银证券

3 未来蓝图：收购后完善高端产品矩阵，向全国规模化发展

3.1 酒店类型格局渐变，三大催化因素支撑酒店行业中高端化可持续

中国酒店类型呈高端化发展趋势，五星级与二星级酒店占比出现交叉。根据文旅部统计的星级饭店数量数据，2017年6月占比排序情况为三星级（49%）>四星级（24%）>二星级（19%）>五星级（8%）>一星级（0.78%）。值得注意的是，2021年12月五星级占比首次超越二星级，各类型占比情况演变为三星级（47%）>四星级（31%）>五星级（11%）>二星级（10%）>一星级（0.15%），其中四星级与五星级酒店占比均出现增长，其余类型下降，整体呈现高端化演变的趋势。

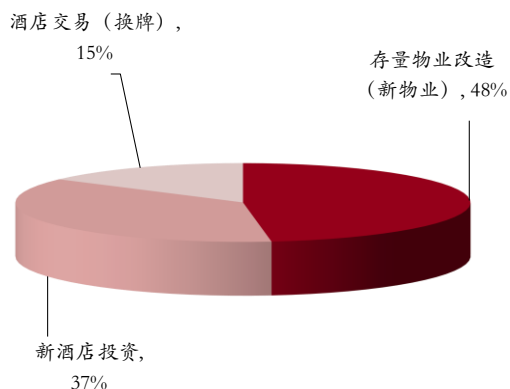
图表 21. 我国酒店结构类型逐渐向中高端化发展



资料来源：文旅部，中银证券

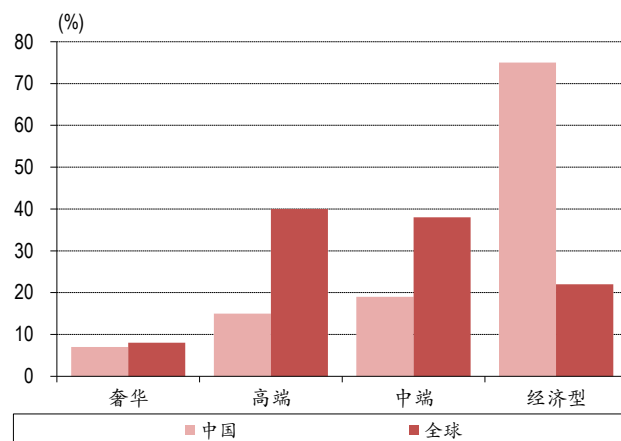
支撑要素 1：存量酒店改造升级以提升收入能力。据根据亚洲旅宿大数据研究院，2016-2021 年高端、中端、经济型酒店品牌分别增加了 37 个、69 个、15 个。其中一部分原因系中端和经济型酒店市场迈入存量竞争阶段，尤其经济型赛道已逐渐饱和，随行业集中度不断提升，以如家、汉庭、7 天、格林豪泰、锦江之星等为代表的细分品牌龙头已经具备较高的垄断地位，亚洲旅宿大数据研究院数据显示，我国中端、高端、奢华连锁酒店渗透率均低于全球，而经济型连锁酒店渗透率却较全球高 53pct。此外，2021 年存量物业改造在酒店开业方式中占比 48%，存量酒店升级迭代改造焕新为从竞争中脱颖而出的一大路径，带动了行业中高端化的趋势。另据产业信息网，欧美等发达国家成熟酒店市场豪华、中高端、经济型的比例约为 2: 5: 3，参考该比例，我国酒店市场走向成熟的过程中以中高端为主体的趋势有望持续。

图表 22. 存量物业改造为 2021 年酒店开业主要方式



资料来源：亚洲旅宿大数据研究院，中银证券

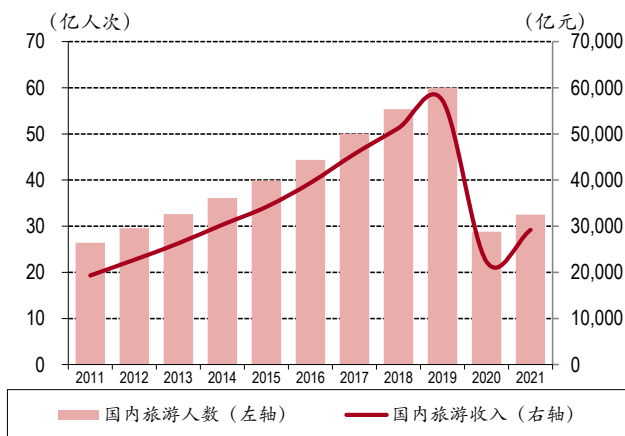
图表 23. 我国中高端酒店连锁化率低但经济型高于全球



资料来源：亚洲旅宿大数据研究院，中银证券

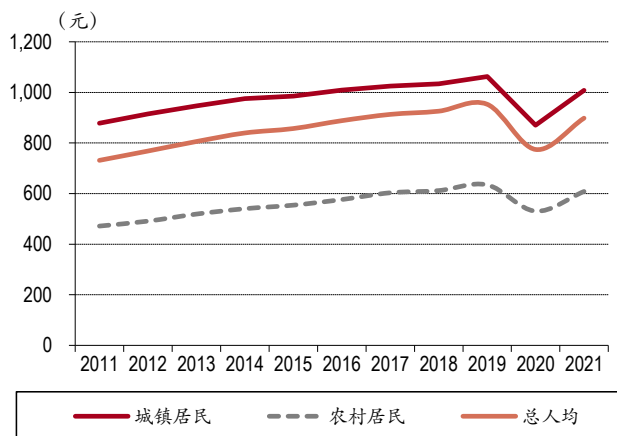
支撑要素 2：旅游消费持续增长，拉动酒店业消费。据国家统计局数据，我国 2011-2019 年（疫情前）国内旅游人次、收入 CAGR 分别为 10.82%、14.55%，旅游收入增速大于旅游人数增速，体现国人旅游消费意愿度的提升，且城镇居民和农村居民单独看，单次人均旅游花费呈现同步增加态势，可排除高净值消费者带来的离群值拉动效应。长远来看，疫情导致的旅游人次及收入阶段性走低为客观影响而非主观因素，旅游消费走高的趋势仍有望延续。住宿业作为旅游业的一大支柱，有望同样受益于旅游消费增加的趋势。

图表 24. 近年来国内旅游人数及消费情况



资料来源：国家统计局，中银证券

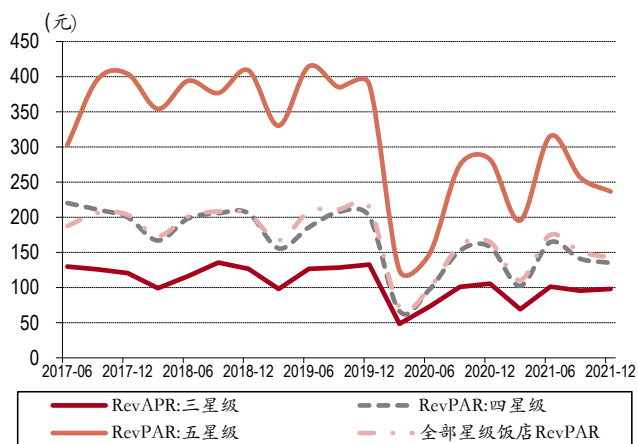
图表 25. 疫前城镇、农村居民单次人均旅游花费持续增长



资料来源：国家统计局，中银证券

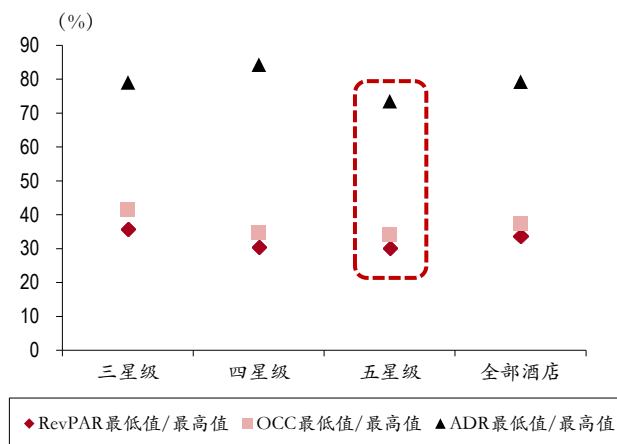
支撑要素 3：高端酒店恢复弹性大，多家酒店集团已纷纷布局。从疫情前至 2021 年底酒店的 RevPAR 波动情况来看，不同星级酒店的波动情况基本一致，其中五星级波动幅度较大。分别计算不同星级酒店三大指标疫情后的最低值/疫情前最高值后，我们发现，五星级酒店 OCC、ADR、RevPAR 的占比情况均为最小，分别为 30.10%、34.08%、73.53%，高端酒店相较中端或经济型酒店具有收入波动更大的特征，因此疫后的反弹情况预计较为可观。据迈点研究院统计，2022Q1 新开业高端酒店共 31 家，涉及 21 家酒店集团和 27 个酒店品牌。新开店中为国内酒店的有 21 家，占比为 67.74%，新增客房数 4,762 间，占比为 65.3%，国内酒店集团为中国市场新开高端店主力，并在逐渐打断国际品牌在高端市场的垄断地位。

图表 26. 疫情前后不同星级酒店 RevPAR 波动情况



资料来源：文旅部，中银证券

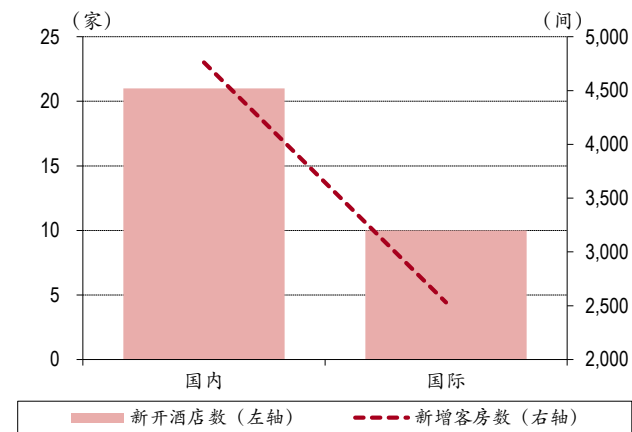
图表 27. 五星级酒店疫情前后三大指标波动范围最大



资料来源：文旅部，中银证券

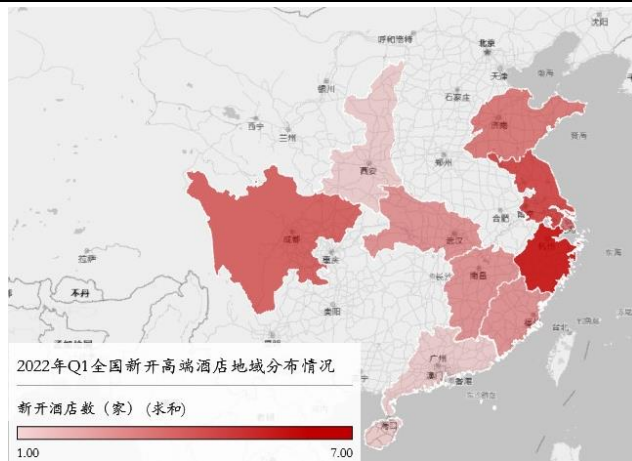
注：样本区间为 2017 年 6 月-2021 年 12 月

图表 28. 中国 2022Q1 新开酒店中本土品牌占多数



资料来源：迈点研究院，中银证券

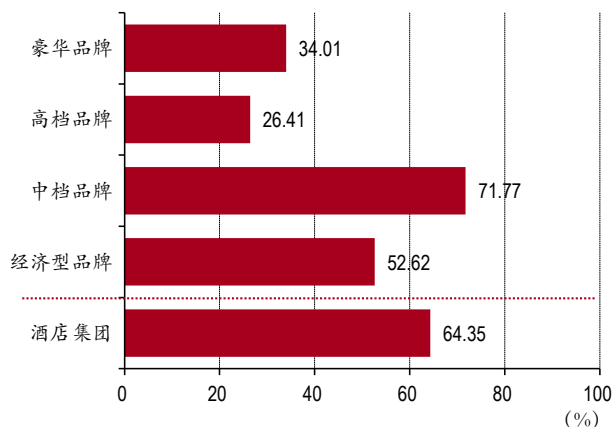
图表 29. 中国 2022Q1 新开酒店主要分布在浙江/江苏/四川



资料来源：迈点研究院，中银证券

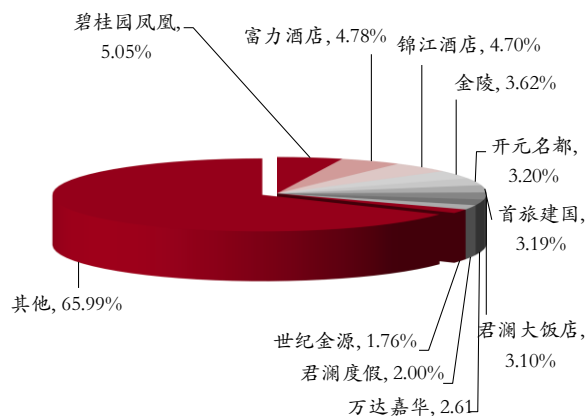
国内高端酒店品牌市场竞争格局较分散，其中豪华品牌集中度高于高档品牌。根据前瞻产业研究院，以 2020 年客房数量来看，国内酒店市场较为集中，三大酒店集团锦江、华住、首旅合计占比为 43.31%，前十大酒店集团占比为 64.35%。CR10 集中度按酒店品牌分等级来看，中档(71.77%)>经济型(52.62%)>豪华(34.01%)>高档(26.41%)，呈现高端品牌集中度较低，中低端品牌集中度较高的特征。值得注意的是，在高端大类下，由于投入、管理能力壁垒较高，豪华品牌集中度高于高档品牌。

图表 30. 2020 年中国酒店集团及不同等级品牌 CR10



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

图表 31. 2020 年中国豪华酒店品牌市占率情况

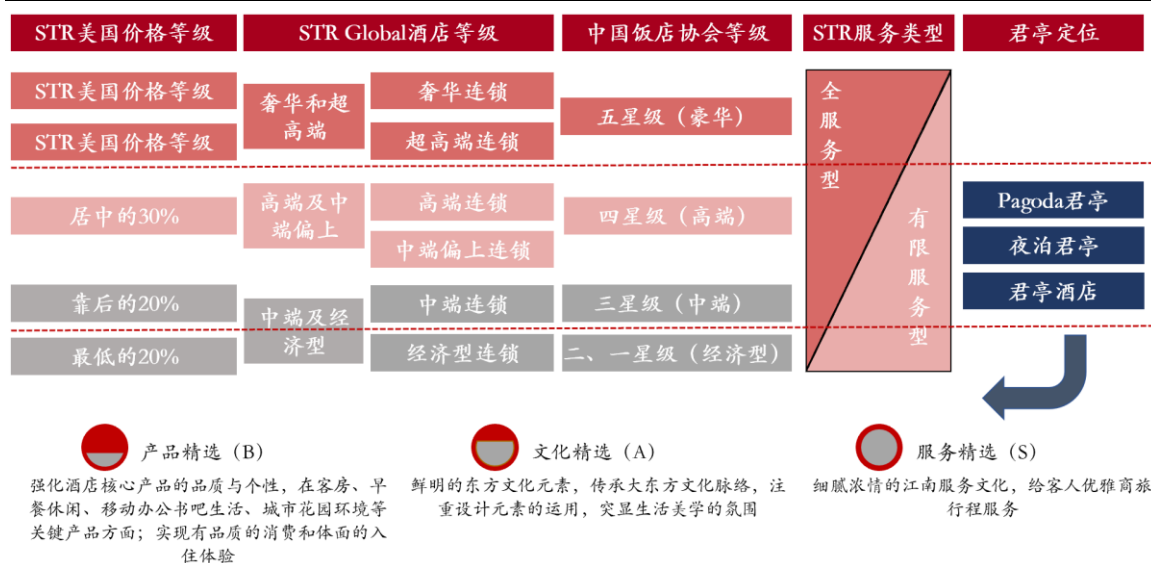


资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

3.2 自身品牌辨识度强，并购拓宽产品矩阵

服务类型完善且具创新，品牌质量与内容优势突显。酒店业在发展过程中，在有限服务和全服务型的基础上又衍生出精选服务或精品酒店，公司的行业定位为中高档精选服务酒店，在业内提出较为创新的“BAS”精选服务模式，在提供高品质客房（Bed）的核心前提下融入鲜明的文化艺术主题元素（Art），并衍生专属设计的贴心服务（Service），形成了产品精选、文化精选、服务内容精选的服务体系。公司自身旗下三大中高端品牌各具特色，1) “君亭酒店”为强调城市休闲和东方文化特色的中档精选服务酒店，目标消费者为大众群体；2) “夜泊君亭”立足城市故事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，为高档历史文化旅游目的地酒店，目标消费者为中高消费人群；3) “Pagoda 君亭”为注重东西方美学的融合的高档艺术设计酒店，目标消费者为追求时尚、创新生活方式的中高消费人群。公司通过打造具有辨识度的酒店品牌规避产品同质化和服务刻板化，具备“小而美”的差异化特征优势。

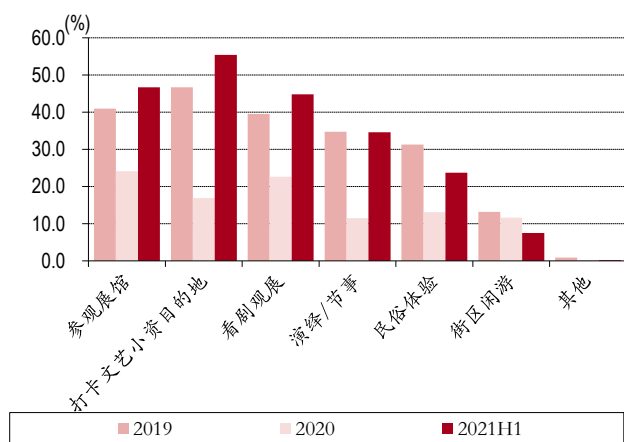
图表 32. 酒店行业及君亭服务模式概览



资料来源：公司招股说明书，公司官网，中银证券

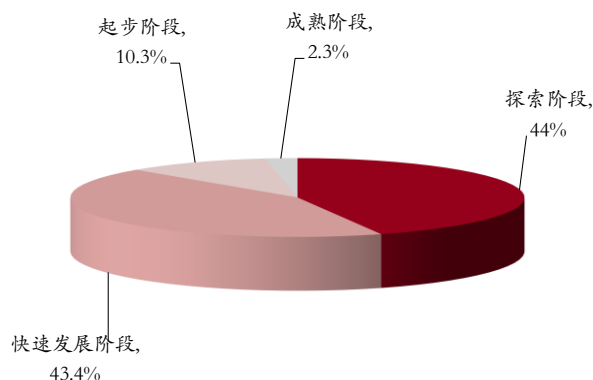
文化自信增强与文化消费需求增加背景下，公司东方美学的特色布局具备前瞻性。根据公司品牌定位描述，产品主题性、内容性、个性化特征较为显著。以“夜泊”系列为例，旗下秦淮书社酒店致力于提供精品住宿服务的同时梳理秦淮历史人文脉络，将酒店与现代图书室打造成交流、分享、品质生活的文化共享空间，同时展现都市人的生活美学场景；以“Pagoda”品牌为例，其将现代时尚与中国传统文化融合，有效营造了中式旅居生活方式。文旅部于2021年5月发布《“十四五”文化产业发展规划》，明确推进文化产业创新发展，促进供需两端结构优化升级。中国旅游研究院调查显示，2021年上半年国人文化深度体验消费需求增长，九成旅游者会进行文化消费活动，且打卡文艺小资目的地为主要内容的人数占比最高达55.4%。该调查还显示，有44%的企业认为中国文化消费市场仍处于探索阶段，可见未来该消费赛道开发空间较广阔，公司较早的文化布局具有前瞻意义，有望捕捉更多发展红利，且由于中高端品牌的消费重心在于品质而非价格，其产品理念也较具可持续性和接纳度。

图表 33. 旅游中文化消费的主要内容



资料来源：中国旅游研究院，中银证券

图表 34. 文化消费市场所处发展阶段仍偏早期



资料来源：中国旅游研究院，中银证券

收购君澜、景澜丰富产品矩阵，从中高档精选服务向高端酒店领域纵深发展。公司于2022年1月22日发布变更“中高端酒店设计开发项目”资金用途的公告，以1.4亿元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，2022Q1起二者纳入合并报表范围。君澜酒店集团旗下三大品牌分别为“君澜度假酒店”、“君澜大饭店”、“景澜酒店”，主要聚焦于高端度假客户群体。收购完成后，公司品牌矩阵有望进一步完善并跨入高端度假酒店、全服务酒店领域。

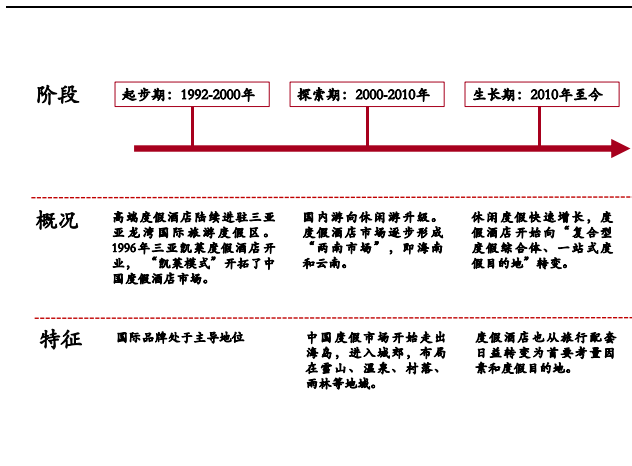
图表 35. 君亭酒店完成收购后拓宽品牌矩阵



资料来源：君亭官网，君澜官网，公司公告，中银证券

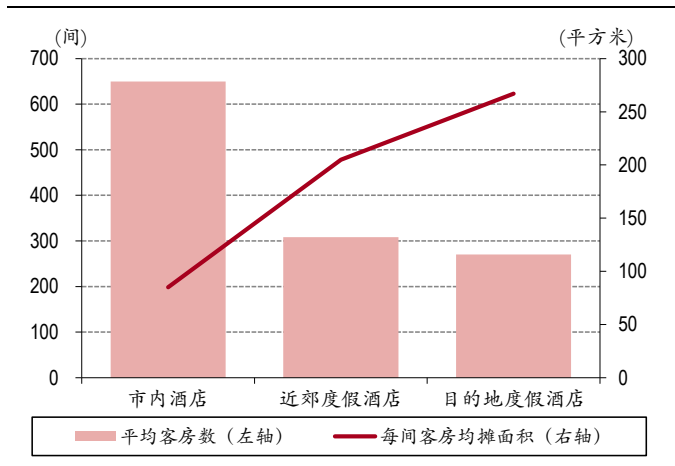
高端休闲游消费需求增长，我国度假酒店行业处于快速发展阶段。携程数据显示，2021 年上半年查询定制豪华游的每日数量较 2019 年同期增长 140%，度假酒店作为高端休闲消费的落地形式之一预计前景乐观。据深圳市饭店业协会，目前，我国度假酒店行业已经过了起步与探索阶段，处于快速发展阶段，国内品牌地位逐渐显现，且度假酒店逐渐向“复合型度假综合体”、“一站式度假目的地”转变，不再是单一的旅游配套项目。根据观研天下数据，市内酒店、近郊度假酒店、目的地度假酒店的客房数和均摊面积呈现相反的特征，2020 年，目的地度假酒店平均房量在 270 间，较市内酒店少 380 间，但均摊面积较大，为 267 平方米，较市内酒店多 182 平方米，我们认为较为绵余的活动范围可以提供更久的游憩时长，以及餐饮、娱乐其他额外消费的更高增长潜力，从而有望拉高度假酒店收入的提升空间。

图表 36. 度假酒店行业发展沿革



资料来源：深圳市饭店业协会，中银证券

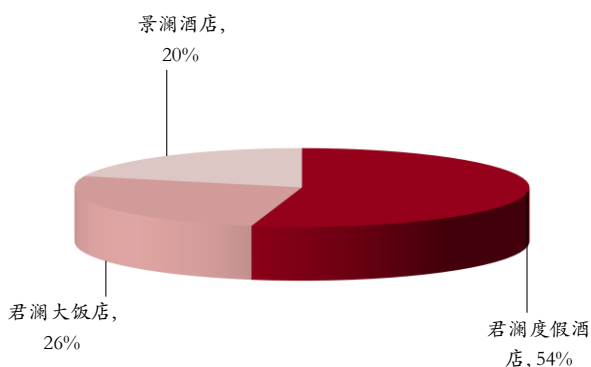
图表 37. 2020 年中国市内酒店与度假酒店设施对比



资料来源：观研天下，中银证券

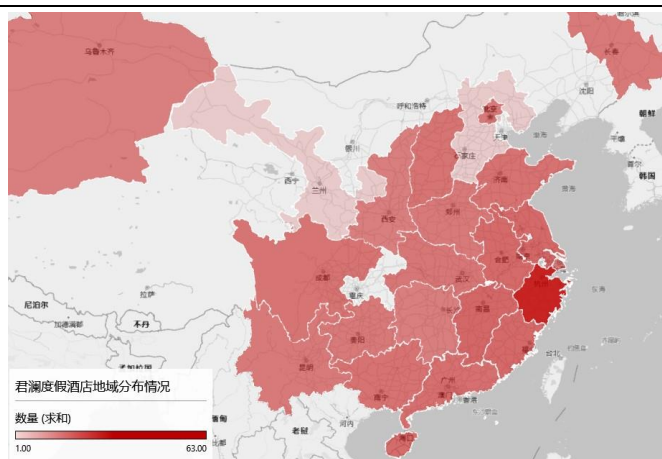
君澜集团主打度假酒店，地域辐射范围广且卡位优势明显。根据君澜公布的截至2021H1酒店数量，君澜度假品牌总数达113家，占集团总酒店数超过50%。度假酒店多数建在滨海、林地、温泉、峡谷、湖泊等自然风景区附近，是旅游度假区的重要组成部分，且由于我国民族文化丰富，地域色彩浓厚，度假酒店具有分布范围较广的特征。由于对自然资源存在硬性要求，度假酒店的卡位能力较为关键。君澜度假酒店的地域辐射范围较广，北方、西南、江南、华南各度假板块均有覆盖，且在太湖、千岛湖、武功山、九华山等较多五A景区均有布局，在度假酒店逐渐流行背景下，具备较强的市场资源竞争优势。

图表 38. 君澜酒店集团下度假酒店占比较高（2021H1）



资料来源：君澜公众号，中银证券

图表 39. 君澜度假酒店地域辐射范围广



资料来源：君澜酒店官网，中银证券

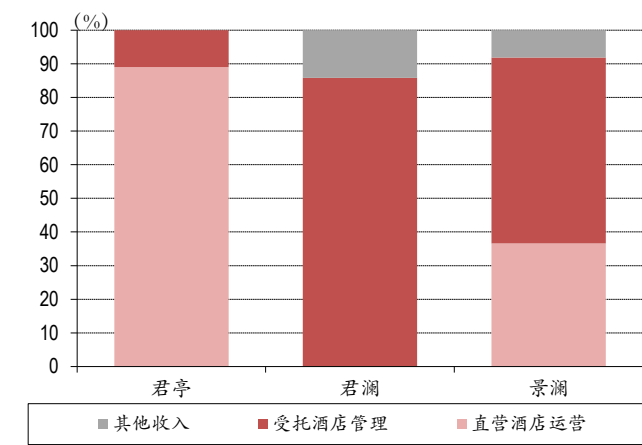
注：截至2022年7月，包含已开业和筹建中的酒店

3.3 直营为主受托管理补充之模式，重心转向管理品牌运营

君澜、景澜主攻受托管理模式，与公司直营模式形成差异协同互补。公司主要营业收入来自于直营酒店运营，2021年直营酒店收入占比为89.01%。相比之下，根据2021年1-9月经营情况，君澜的酒店业务为100%采取酒店受托管理模式；景澜酒店受托管理模式和直营模式均有涉及，但酒店受托管理模式占比较高，为55.22%。总体来看，君澜和景澜的运营模式主要为酒店受托管理模式，契合公司近年来酒店管理收入占比逐步升高的趋势，有望与公司业务结构交叉互补。

受托管理毛利率较高，有望拉升公司整体盈利能力。从公司自身综合毛利率情况来看，其变化主要随酒店运营业务而变动。酒店管理毛利率由2017年的34.02%增至2021年的84.03%，其中一部分原因系拓店带来的规模效应，但从该模式本身来看，由于授权委托方分担了经营成本，因此酒店管理具备毛利率较高的特征。2021年1-9月，君澜、景澜毛利率分别为73.12%、34.16%，高于疫前水平，由于受托管理的酒店收入增长并不会等比例增加营业成本，公司预测随年营业收入增加，成本占收入比例降低，至2026年除去商标使用费用成本的毛利率分别升至73.89%、43.05%。目前公司酒店管理业务的体量占比仍较小，与以受托管理的运营模式为主的君澜与景澜合并后，有望与公司当下的直营模式形成互补，进一步优化业务结构并提升盈利能力。

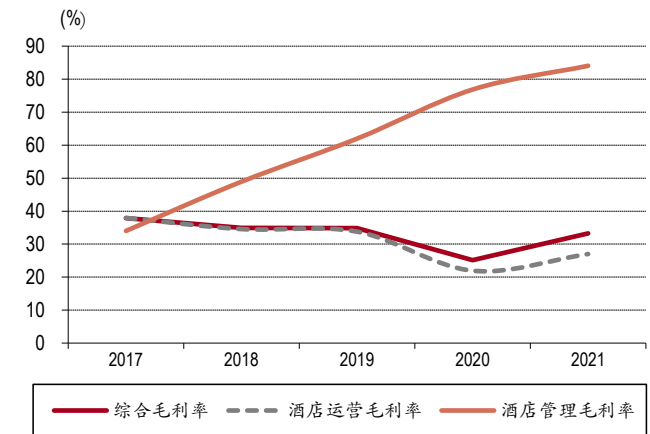
图表 40. 2021 年君亭/君澜/景澜主营收入构成对比



资料来源：公司公告，中银证券

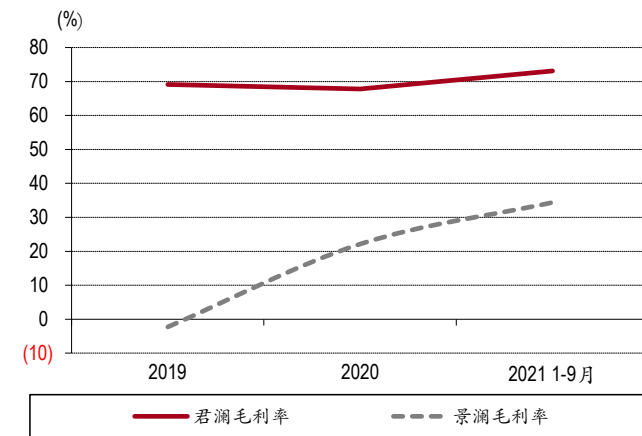
注：君澜、景澜为 2021 年 1-9 月收入构成情况

图表 41. 君亭自身的毛利率主要随酒店运营业务变动



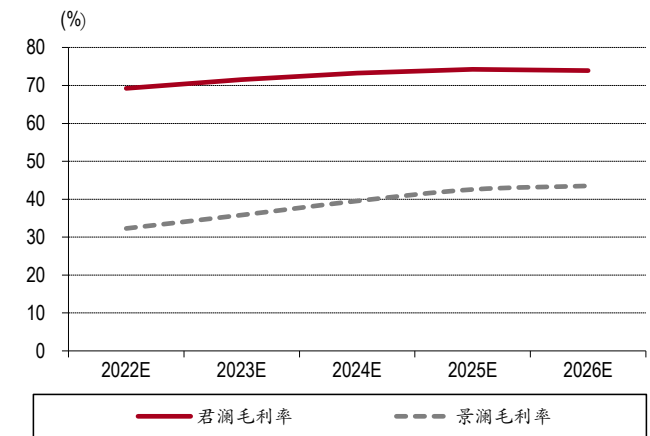
资料来源：公司公告，中银证券

图表 42. 君澜/景澜历史毛利率情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 43. 合并口径下君澜/景澜 22-26 年毛利率预测



资料来源：公司公告，中银证券

注：君澜毛利率预测中除去了商标使用费用成本

3.4 辐射范围由长三角扩大至全域，规模跃升并延续动量效益

专注“小而美”体量较小，收购后助力全国范围发展。由于专注于中高端酒店细分领域且规模相对较小，公司相对传统酒店集团龙头企业的排名较靠后。根据中国饭店业协会统计的中国酒店集团规模 TOP50 排行榜，2019-2021 年期间公司规模排名始终在第 45-50 名左右，君澜酒店集团 2021 年规模排名位列第 14，本次收购完成后，公司有望快速跻身国内酒店集团规模前列（按 21 年中国酒店集团规模计算位列 13 位），并将辐射范围由长三角扩大至全域。君澜、景澜酒店品牌本身具有一定知名度，且由于酒店在拓店的过程中，重资产模式会导致酒店成本过高，以管理输出为主的轻资产化扩张模式更具有可持续性。且酒店行业内的品牌并购是加快扩张的关键方式，因此君澜、景澜主打的管理输出模式恰是助公司快速规模化扩张的可行方式，有利于提升公司品牌影响力和市场竞争地位。

图表 44. 君亭酒店完成收购后规模排名跃升空间大

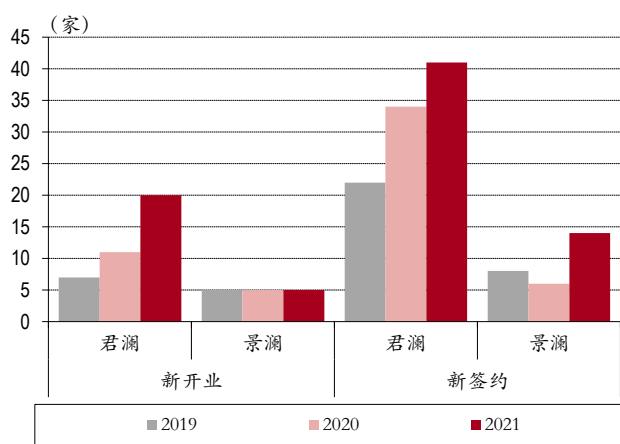
	君亭酒店	君澜酒店集团	君亭酒店
2021年规模排名	50 (2020年排名为45) (2019年排名为48)	14	13
客房间数	6,345	33,415	39,760
酒店家数	45	125	170
区域覆盖	浙江、江苏、海南、陕西、北京、甘肃、黑龙江等 23 个省市	浙江、江苏、上海、安徽、广西、山东等省市，以长三角城市群为主	由长三角城市群为主的区域型品牌发展成为全国范围内合理布局的全国性酒店集团
	收购前		收购后

资料来源：公司公告，中国饭店协会，中银证券

注：客房间数和酒店家数为中国饭店协会统计的截至 2021/1/1 数据；君澜酒店集团包含浙江君澜及景澜酒店

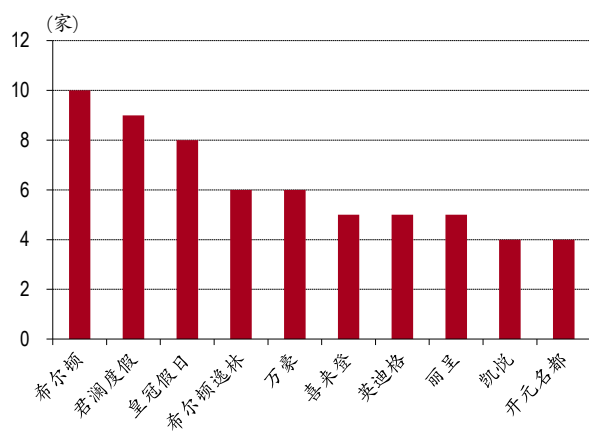
君澜、景澜自身规模发展速度可观，开店节奏位居国内品牌前列。从历年新签约酒店数来看，君澜新项目数量逐年稳步增长，而景澜受疫情影响，2020 年新签约项目较少，随品牌建设逐步提升，2021 年新签约项目增长较显著。截至 2021 年 12 月 31 日，君澜、景澜尚未开业的酒店项目合计分别为 80 个、22 个。根据亚洲旅宿大数据研究院统计的 2021 年国内高端酒店品牌开店数，“君澜度假”品牌位列第二。前十位中国内高端酒店品牌仅有三席，分别为“君澜度假”、“丽呈”、“开元名都”，君澜的展店速度在同行中较为突出。此外，根据迈点研究院统计的 2022 年 Q1 酒店集团新开高端酒店数，君澜酒店集团位列第二。公司 2022 年 Q1 完成收购君澜、景澜后，实现规模瓶颈的突破，投资和管理酒店规模超过 300 家，客房数量突破 70,000 家。君澜 2022Q1 新签 13 家高端酒店项目，并在一季度末实现投资管理项目总数突破 200 家。公司计划 2022 年全年实现新签约 100 家，基于当前拓店节奏该目标有较大希望实现。

图表 45. 君澜/景澜近三年新开及新签约家数增长



资料来源：公司公告，中银证券

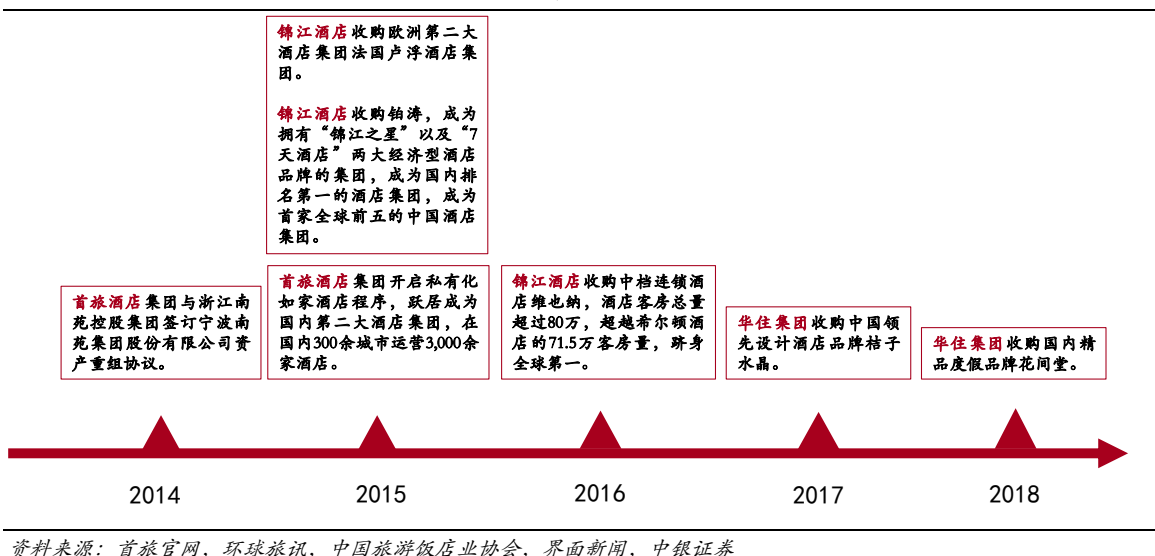
图表 46. 君澜度假品牌 21 年新开店数位居高端酒店第二



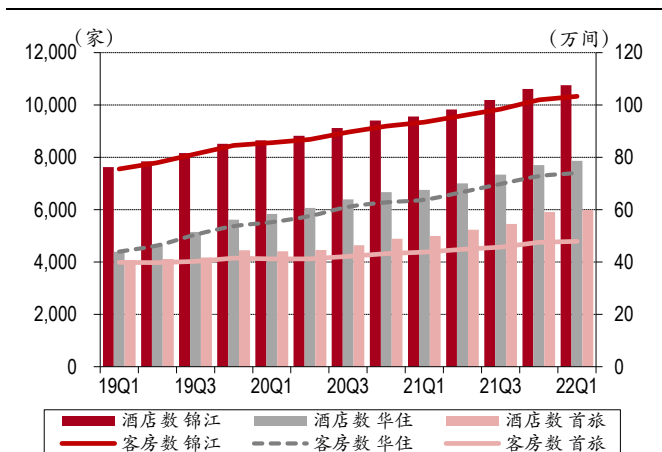
资料来源：亚洲旅宿大数据研究院，中银证券

龙头酒店扩张之路具有参考意义，收购助力品牌丰富并取得规模化动量效益。以国内酒店集团规模之首的锦江酒店为例，其在 2015-2016 年收购了卢浮、铂涛、维也纳集团后，成为世界前五的中国酒店集团，并在客房总量上超过希尔顿酒店，跻身全球第一；华住集团通过收购设计酒店品牌桔子水晶、精品度假品牌花间堂丰富了自身品牌阵容；首旅酒店也在 2014 年收购南苑酒店，并在 2015 年私有化如家酒店后，酒店数跃居至 3,000 余家。近三年三大酒店集团拓店速度不减，截至 2021 年 Q1，锦江、华住、首旅客房数分别达 103.27、74.05、47.88 万间，酒店数分别达 10,757、7,868、5,993 家，同时向轻资产化结构演变的趋势较为明显，管理加盟酒店数分别升至 91.48%、91.70%、87.59%。由此看，并购知名品牌为龙头品牌快速发展的关键路径之一，有利于酒店集团规模的直接跃升，同时品牌效应也会附加未来自身拓展的能力。公司此次收购不仅得以使酒店数从低于 50 家直接跃增至超 300 家，长远来看，还有望在统筹“君亭”、“君澜”、“景澜”的拓展团队后继续实现规模的突破。此外，公司计划适时开展加盟模式，这也与龙头集团的扩张方式较为贴近，但又同时异于完全通过快捷经济型规模化的方式，可见公司对于平衡“质”与“量”的辩证战略思维。

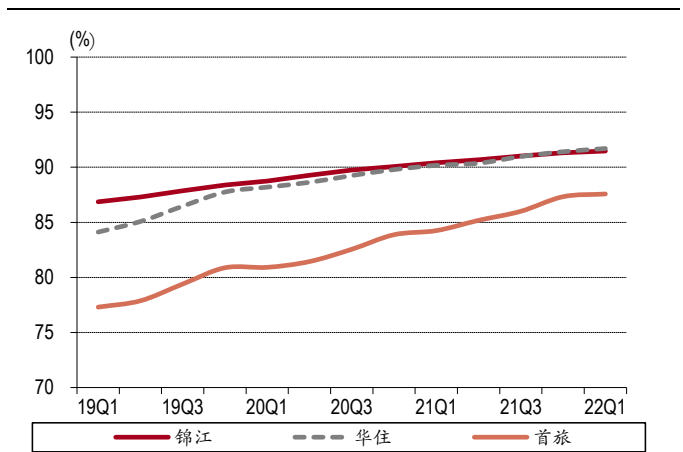
图表 47. 龙头酒店集团通过并购拓展规模及品牌矩阵



图表 48. 锦江、华住、首旅集团规模持续增长



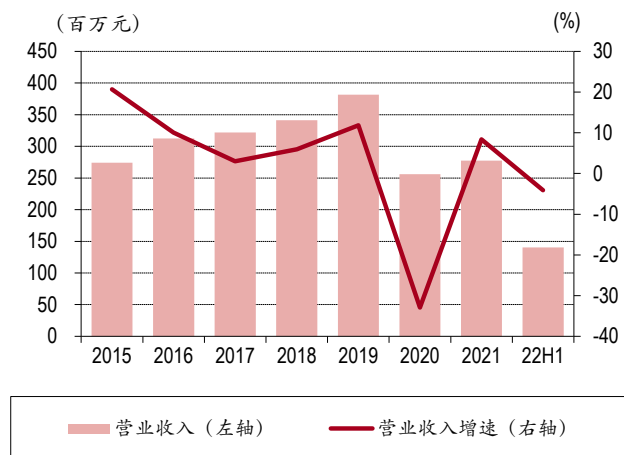
图表 49. 锦江、华住、首旅集团管理加盟占比均升高



4 财务分析：利润稳健增长，疫情后恢复速度可观

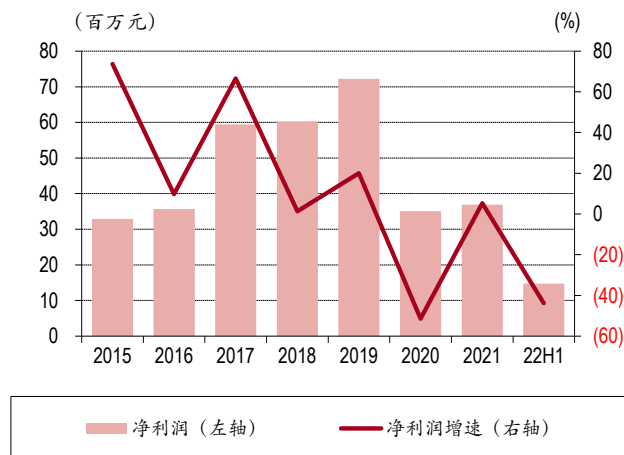
疫情前业绩稳步上行，疫后调整及时恢复可观。公司疫情爆发前业绩表现稳健，营收增速向好，归母净利润亦呈稳步上行趋势，2015-2019 年营业收入自 2.74 亿元增长至 3.82 亿元，CAGR 为 8.64%；归母净利润自 0.33 亿元增长至 0.72 亿元，CAGR 达到 21.70%。2020 年后受疫情冲击影响公司业绩短暂承压，营收及净利润皆有所下滑，2020 年公司营收同比下跌 32.91%，净利润同比下滑 51.47%，2021 年公司恢复情况良好，营收恢复至 2.78 亿元，归母净利润恢复至 0.37 亿元，同比分别增长 8.39%、5.28%。公司疫情承压下恢复态势良好，预计疫情形势稳定后有望维持业绩上行表现。

图表 50. 营收增速疫情稳定，疫后恢复明显



资料来源：公司公告，中银证券

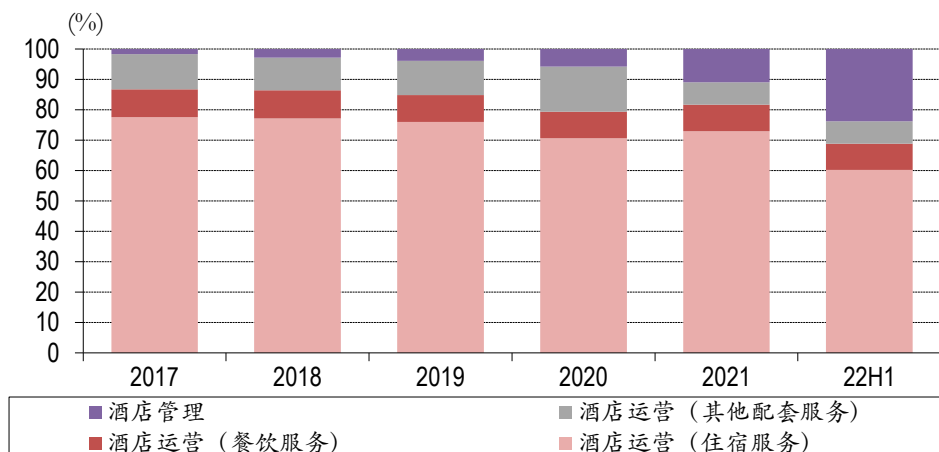
图表 51. 归母净利润疫情增速稳定，疫后恢复亮眼



资料来源：公司公告，中银证券

深化酒店经营业务，扩建酒店管理规模。公司的酒店运营业务收入贡献最大，2017-2019 年酒店运营业务收入占比稳居 90%以上，2021 年酒店运营收入占比为 89.01%，略有下滑，主要系疫情管控影响酒店直营客流下滑。酒店运营中住宿服务占比最大，近 5 年均维持在 70%以上，2017-2019 年住宿服务营收 CAGR 为 7.79%。2017-2021 年，委托管理门店营收占比分别为 1.67%/2.81%/3.89%/5.80%/10.99%。公司上市后进一步提升委托管理酒店签约量以扩张市场份额，叠加疫情影响酒店直营业务营收，酒店委托管理业务收入规模占比逐年提升。

图表 52. 酒店运营稳占主要营收榜首，酒店管理规模逐步提升

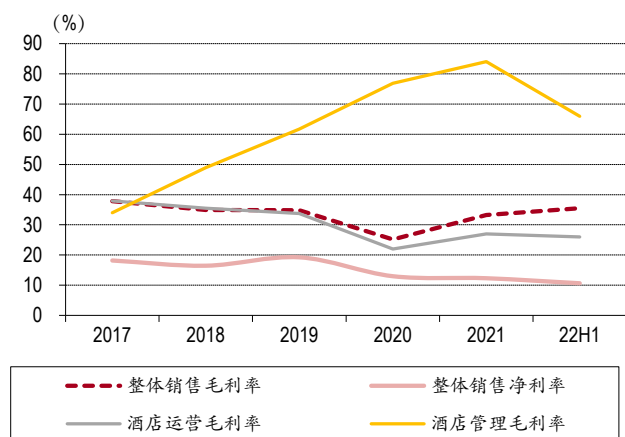


资料来源：公司公告，中银证券

总体毛利水平趋稳，酒店管理毛利率持续提升。疫前公司整体毛利率呈小幅下滑趋势，2017-2019年由37.87%降至34.86%，2020年受疫情冲击较大而固定成本刚性，毛利下滑至25.14%，2021年恢复较佳反弹至33.27%，22Q1为28.85%，同比增1.34pct。其中酒店运营毛利率走势与整体基本相同；酒店管理业务毛利率则逐年走高，伴随着管理门店拓店提速，规模效应渐显，2017-2021年，该板块业务毛利率从34.02%大幅提升至84.03%。

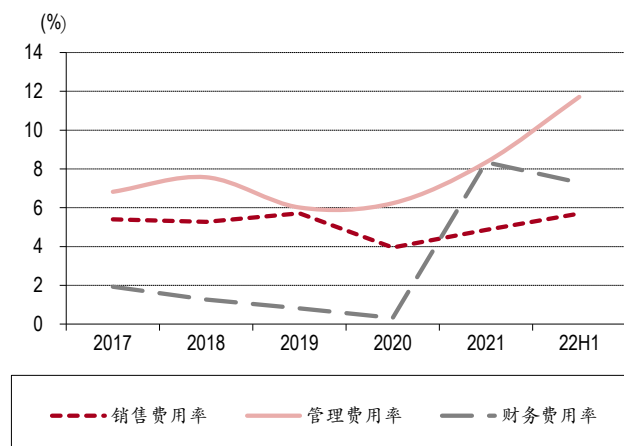
疫前期间费用逐年改善，新租赁准则叠加疫情冲击致费用波动较大。疫前公司控费能力持续提升，各项期间费用总体出现小幅下滑。2020年之后，期间费用率出现较大波动，主要系疫情冲击以及新租赁准则的执行。2021年公司佣金上浮推高销售费用，成都新店装修引起管理费用上升，执行新租赁准则致使利息支出同比大幅增加，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为4.86%/8.34%/8.34%。

图表 53. 酒店管理业务毛利率提升



资料来源：公司公告，中银证券

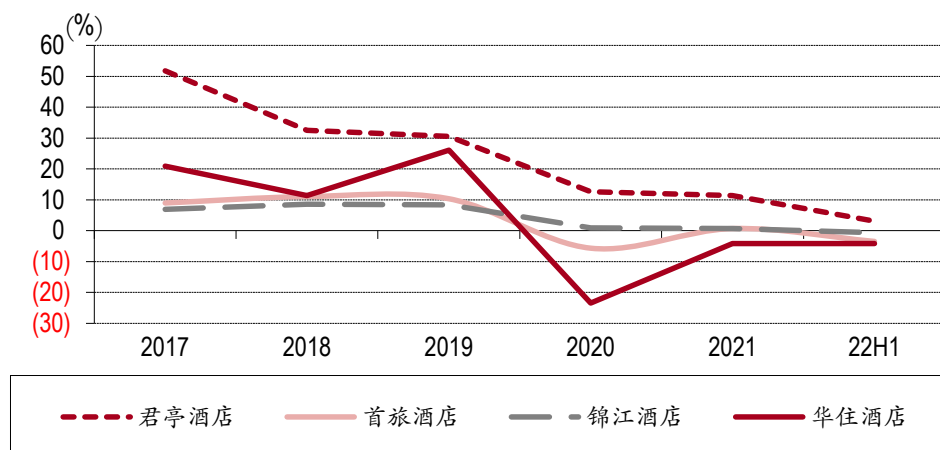
图表 54. 公司费用率疫前逐年下降，管控能力良好



资料来源：公司公告，中银证券

ROE 领先行业龙头，疫下数值短暂承压。公司疫情前 ROE 稳居行业前列水平，高于其余龙头公司，2017-2019 年 ROE 分别为 51.82%/32.51%/30.58%，2020 年公司 ROE 下跌至 12.60%，通过杜邦分析可以得知主要原因来自因近年门店数量持续扩张，运营成本的增长叠加疫情影响下直营业务受限，公司销售净利率同比 2019 年下滑了 5.23pct，销售能力下行也致公司资产周转率从 2019 年的 0.91 下降至 2020 年的 0.56，此外公司近年专注偿还借款债务，权益乘数逐年下滑。2021 年公司持续优化战略结构，ROE 跌幅有所趋缓，预计 2022 年疫情步入平稳期后公司有望改善经营效率，加速 ROE 恢复进程。

图表 55. ROE 水平处于行业前列



资料来源：公司公告，中银证券

5 盈利预测与估值建议

主营业务收入预测

假设：1) 预计公司直营酒店于 2022-2024 年将达到 16、20、27 家，数量维持一定增长；2) 收购君澜、景澜品牌后品牌矩阵成型，委托管理酒店数量将迎来激增，达到 90、170、220 家，规模扩大后受托管理酒店数量增速显著；3) 公司多中高端及度假酒店品牌直营、委托、加盟服务质量及单店模型差异较小。

基于上述假设，我们预计公司 2022-2024 年酒店平均创收预计分别将达到 372.94 万元、342.84 万元、356.61 万元。公司除 2020 年受疫情影响外综合毛利率表现稳定，待疫情回归平稳后未来或将保持该趋势，我们预计 2022-2024 年直营酒店毛利将达 26.04%、31.76%、34.25%，委托管理酒店毛利率将达 77.00%、80.00%、81.00%。

图表 56. 君亭酒店营业收入与毛利率预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
酒店数量 (家)	43.00	47.00	106.00	190.00	247.00
Yoy(%)	10.26	9.30	125.53	79.25	30.00
直营酒店数量	16.00	16.00	16.00	20.00	27.00
yoy(%)	0.00	0.00	0.00	25.00	35.00
委托管理酒店数量	27.00	31.00	90.00	170.00	220.00
yoy(%)	17.39	27.00	190.32	88.89	29.41
平均创收 (万元/家)	595.00	590.00	372.94	342.84	356.61
yoy(%)	(39.15)	(0.84)	(36.79)	(8.07)	4.02
直营酒店	1,507.44	1,543.76	1,740.39	2,201.24	2,131.06
yoy(%)	(34.24)	2.41	12.74	26.48	(3.19)
委托管理酒店	54.96	98.42	49.83	60.68	75.02
yoy(%)	(14.93)	79.06	(49.37)	21.76	23.64
营业收入 (百万元)	256.03	277.51	395.31	651.40	880.83
yoy(%)	(32.91)	8.39	42.45	64.78	35.22
直营酒店	241.19	247.00	278.46	440.25	575.39
yoy(%)	(34.24)	2.41	12.74	58.10	30.70
委托管理酒店	14.84	30.51	44.85	103.15	165.05
yoy(%)	(0.13)	105.59	47.00	130.00	60.00
君澜、景澜酒店			72.00	108.00	140.40
yoy(%)				50.00	30.00
综合毛利率(%)	25.14	33.27	35.68	42.42	45.52
直营酒店毛利率(%)	21.96	27.00	26.04	31.76	34.25
委托管理酒店业务毛利率(%)	76.83	84.03	77.00	80.00	81.00
君澜、景澜酒店毛利率(%)			47.22	50.00	50.00

资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测

基于当前国内疫情仍处于较为严格管控，但预计 22H2 在出行政策可能出现边际放宽，叠加公司收购君澜、景澜后主营业务将囊括高端豪华休闲度假酒店业务，并且将开启“直营+委托管理+加盟”多元拓店模式，预计公司将步入高速发展阶段。我们预计 2022-2024 年公司总营业收入将达到 3.95 亿元、6.51 亿元、8.81 亿元，同比增加 42.45%、64.78%、35.22%。预计公司 2022-2024 年将分别实现归母净利润 0.55 亿元、1.30 亿元、1.94 亿元，同比分别提升 49.32%、136.34%、49.22%。当前股本下，我们预计公司 2022-2024 年每股收益率分别为 0.46/1.08/1.61 元，对应 PE 分别为 149.5/63.2/42.4 倍。虽然公司估值相对不低，但我国旅游及酒店行业在国内疫情受控后逐步回暖，国家及地方部门不断出台刺激恢复政策，公司中高端发展定位符合中国酒店行业趋势，主营业务仍具快速增长动力。

图表 57. 可比上市公司估值

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	每股收益(元/股)				市盈率(x)		
			2022E	2023E	2024E	TTM	2022E	2023E	2024E
600754.SH	锦江酒店	558.93	0.33	1.45	2.23	(2,860.00)	179.51	40.47	21.68
600258.SH	首旅酒店	240.14	0.26	0.88	1.12	(61.00)	82.55	24.32	19.18
1179.HK	华住集团-S	796.68	0.02	0.74	1.04	(48.90)	1,411.11	33.34	23.83
	可比公司均值	419.53	0.27	1.04	1.50	(661.48)	455.66	40.34	26.77
301073.SZ	君亭酒店	82.39	0.46	1.08	1.61	324.00	149.45	63.23	42.38

资料来源：万得，中银证券

注：截至 2022/9/19；华住集团未有评级，盈利预测来自万得一致预期

投资建议

公司深耕中高端商旅酒店领域多年，已经形成较强管理优势及品牌效应，在历史经营中展现出良好稳定的业绩扩张及费用管控能力。后于 2022 年 1 月收购国内高端度假酒店品牌龙头君澜、景澜酒店，积极探索深挖高端豪华度假酒店细分赛道。目前国内疫情影响正逐步消退，酒店行业景气度有望加速回升，国务院从 1 月发布“十四五文旅发展规划”，文旅部近期也频繁联合其他部委发布政策通知支持文旅恢复，政策导向彰显国家层面对旅游酒店等行业的恢复抱有充足的信心，预计未来酒店行业将处于规律性上升期。多元经营模式不断深入有望使公司保持高效、高质发展，产品差异化、品牌盈利及影响力提升有望继续保持公司良好基本面。首次覆盖，给予**增持**评级。

6 风险提示

门店扩张数量不及预期的风险

集团专注于中高端化酒店连锁扩张，若存在经济形势、环境因素、公司内部治理等问题致签约项目流失或扩张进度不如预期，业绩增长趋缓，品牌竞争力下滑。

市场竞争加剧的风险

中高端酒店行业竞争格局仍未明朗，叠加近年海外酒店集团入驻国内高端酒店业展店发展，市场集中度逐步上升，行业竞争加剧，龙头企业加速扩张，公司整体运营或将受到冲击。

新冠疫情反复的风险

目前新冠疫情影响仍反复发生，国内多地出台紧急防控熔断政策，出行限制或将对酒店消费行业造成冲击，公司主营业务可能会受到一定程度影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	256	278	395	651	881
销售成本	(193)	(186)	(256)	(378)	(485)
经营费用	13	0	20	13	5
息税折旧前利润	77	92	159	286	401
折旧及摊销	(39)	(38)	(84)	(110)	(137)
经营利润(息税前利润)	37	54	74	176	264
净利息收入/(费用)	(0)	(18)	3	2	5
其他收益/(损失)	5	10	5	7	8
税前利润	42	45	77	180	271
所得税	(8)	(11)	(20)	(47)	(70)
少数股东权益	(2)	(3)	2	3	6
净利润	35	37	55	130	194
核心净利润	36	38	55	131	195
每股收益(人民币)	0.290	0.306	0.456	1.079	1.609
核心每股收益(人民币)	0.295	0.313	0.459	1.085	1.617
每股股息(人民币)	0.000	0.333	0.137	0.334	0.515
收入增长(%)	(33)	8	42	65	35
息税前利润增长(%)	(56)	45	37	136	50
息税折旧前利润增长(%)	(40)	20	73	80	40
每股收益增长(%)	(76)	5	49	136	49
核心每股收益增长(%)	(75)	6	47	136	49

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	42	45	77	180	271
折旧与摊销	39	38	84	110	137
净利息费用	1	19	2	3	1
运营资本变动	(23)	(12)	(30)	(31)	(28)
税金	(10)	(13)	(20)	(47)	(70)
其他经营现金流	0	58	(50)	(121)	(123)
经营活动产生的现金流	49	135	63	95	187
购买固定资产净值	(8)	30	96	22	21
投资减少/增加	1	2	2	3	3
其他投资现金流	(25)	(151)	(192)	(43)	(42)
投资活动产生的现金流	(32)	(118)	(94)	(19)	(18)
净增权益	0	(40)	(17)	(40)	(62)
净增债务	0	77	64	(48)	(23)
支付股息	0	40	17	40	62
其他融资现金流	(6)	24	22	(43)	(63)
融资活动产生的现金流	(6)	101	86	(92)	(86)
现金变动	11	117	54	(16)	83
期初现金	94	106	222	277	261
公司自由现金流	17	16	(31)	76	169
权益自由现金流	18	112	35	30	147

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	106	222	277	261	343
应收帐款	24	29	48	78	93
库存	1	1	1	2	2
其他流动资产	26	3	39	27	82
流动资产总计	204	396	531	590	749
固定资产	8	34	60	65	66
无形资产	2	2	40	19	0
其他长期资产	63	796	800	821	851
长期资产总计	73	832	900	905	917
总资产	452	1,373	1,603	1,669	1,832
应付帐款	20	14	35	38	56
短期债务	0	0	107	63	40
其他流动负债	60	144	158	177	206
流动负债总计	80	158	300	277	302
长期借款	0	0	4	0	0
其他长期负债	86	746	750	750	750
股本	60	81	121	121	121
储备	235	406	444	534	666
股东权益	356	526	565	655	787
少数股东权益	(11)	(18)	(16)	(13)	(7)
总负债及权益	452	1,373	1,603	1,669	1,832
每股帐面价值(人民币)	2.95	4.36	4.68	5.42	6.52
每股有形资产(人民币)	2.93	4.35	4.34	5.27	6.52
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.87)	(1.84)	(1.37)	(1.64)	(2.51)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	30.0	33.1	40.2	43.9	45.5
息税前利润率(%)	14.6	19.6	18.8	27.0	29.9
税前利润率(%)	16.3	16.1	19.4	27.6	30.8
净利率(%)	13.7	13.3	13.9	20.0	22.1
流动性					
流动比率(倍)	2.5	2.5	1.8	2.1	2.5
利息覆盖率(倍)	70.2	2.7	32.9	50.0	128.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.5	2.5	1.8	2.1	2.5
估值					
市盈率(倍)	235.0	223.2	149.5	63.2	42.4
核心业务市盈率(倍)	231.2	218.1	148.5	62.8	42.2
市净率(倍)	23.1	15.6	14.6	12.6	10.5
价格/现金流(倍)	167.0	61.3	131.3	87.1	44.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	106.0	87.3	50.8	28.1	19.8
周转率					
存货周转天数	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
应收帐款周转天数	36.2	34.7	35.5	35.5	35.5
应付帐款周转天数	30.8	22.7	22.8	20.4	19.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	109.1	30.0	31.0	32.0
净资产收益率(%)	11.4	8.4	10.1	21.4	27.0
资产收益率(%)	6.6	4.5	3.7	7.9	11.2
已运用资本收益率(%)	3.3	2.4	2.4	4.8	6.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371