



君亭酒店(301073)

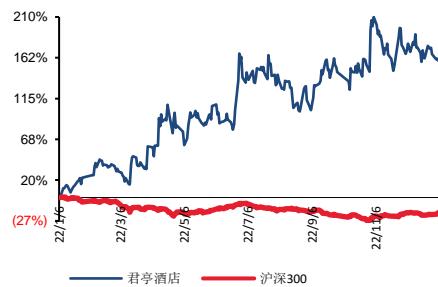
目标价: 78

昨收盘: 68.18

社会服务 酒店餐饮

君亭酒店深度报告：以质取胜加速拓展 铸就中高端酒店龙头

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	130/42
总市值/流通(百万元)	8,838/2,870
12个月最高/最低(元)	82.52/39.42

相关研究报告：

证券分析师：王湛

电话：010-88321716

E-MAIL：wangzhan@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517100003

报告摘要

内增外延同步拓展，深耕中高端市场。君亭系中高端精选酒店与高星级全服务度假酒店领域的领先者。从发展历程上看，君亭在保证酒店品质的前提下稳步发展，后于22年收购分拆的君澜、景澜，并募资筹备新开直营店，疫情期间加速扩张。从酒店类型上看，君亭深耕中高端，覆盖度假与商旅两大品类，以长三角为核心向全国扩张。从管理上看，管理层控股股权稳定，新聘总经理引入国际管理经验。从财务上看，22前三季度营收已恢复至疫前水平的86.83%，归母净利润疫情期间均为正体现韧性。运营业务为公司主要收入来源，托管业务毛利率较高提升公司综合毛利率。

市场新变化孕育行业增长点。从经营方式上看，直营、托管、加盟与轻管理各有特色，适用于不同的从业者。供需变化带来发展机遇，中高端市场广阔。需求端：消费升级+消费者看重服务质量+商旅支出提高，刺激中高端需求提升。供给端：市场集中度低+一二线城市租金上涨+加大数字化培育+国际品牌撤牌释放优质物业，国内酒店品牌抓住机遇，内提品牌质量，外延加速扩张。从休闲度假酒店上看，受疫情影响，长线出游受阻，远途目的地酒店经营承压；近郊出游火热，城市度假酒店乘风而起。此外，各大酒店集团纷纷探索文旅结合之路。

“小而美”酒店特点突出，定增落地加速发展。22下半年，君亭定增5.17亿元用于三年新开15家直营店与6家直营店的装修升级，加速直营扩张步伐。托管业务相对抗压，收购君澜、景澜丰富品牌矩阵，托管业务有望进一步增长。单店盈利能力高，直营单店/单房毛利率高达27%，选址优秀与管控能力强为高盈利关键，有限精选服务量体裁衣更重服务质量。君澜、景澜度假品类多样，君亭艺术文化特点突出。重视直销，协议客户资源优质，提高数字化能力降本提效，进一步培育会员体系。

估值及投资建议：预计2022-2024年君亭酒店将实现归母净利润0.47亿元/1.26亿元/1.91亿元，同比增速28.12%/166.64%/51.82%。预计2022-2024年EPS分别为0.36/0.97/1.48元/股，2022-2024年PE分别为189X/71X/47X。

风险提示：君亭酒店存在宏观经济增速放缓，居民入住需求受影响的风险；存在疫情反复，居民旅游出行受限风险；存在疫后从业者增加，市场竞争加剧风险等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	277.51	340.74	646.31	866.91
(+/-%)	8.39%	22.79%	89.67%	34.13%
净利润(百万元)	36.92	47.30	126.11	191.47
(+/-%)	5.28%	28.12%	166.64%	51.82%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.36	0.97	1.48
市盈率(PE)	61.29	188.84	70.82	46.65

资料来源：*Wind*, 太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 君亭酒店：注重质量，“小而美”酒店的发展之路.....	6
(一) 收购君澜景澜，募资布局直营业务	6
(二) 旗下品牌差异发展，长三角为重点向全国延展	7
(三) 创始人控股股权稳定，新聘总经理引入国际经验	10
(四) 业绩指标体现韧性，管理较强内控优秀	12
二、 行业发展：经营模式多元，市场变化带来新的发展点	15
(一) 经营方式多样，不同模式各有市场	15
(二) 中高端市场广阔，供需变化孕育新机	18
(三) 远途受阻近郊火热，文旅融合不断涌现	24
三、 公司特点：单店盈利强，文旅结合优	25
(一) 定增项目落地，加速直营布局	25
(二) 托管业务经营良好，收购君澜、景澜丰富布局	27
(三) 单店模型优异，精耕细作提升盈利能力	29
(四) 度假产品丰富多样，文化艺术特点突出	32
(五) 重视直销客户优质，利用数字化培育会员体系	34
四、 盈利预测与投资建议	36
(一) 盈利预测	36
(二) 估值及投资建议	37
五、 风险提示	37

图表目录

图表 1: 君亭酒店发展历程	6
图表 2: 君亭酒店更改募集资金用途	7
图表 3: 君亭酒店品牌布局	8
图表 4: 君亭酒店数目构成	8
图表 5: 君亭收购君澜后市场排名上升	8
图表 6: 君亭酒店所获荣誉（节选）	9
图表 7: 君亭以长三角为优势区域	9
图表 8: 三亚海棠湾联投君亭酒店	9
图表 9: 君亭酒店股权结构	10
图表 10: 君亭酒店高级管理层	11
图表 11: 君亭营业收入（亿元）及同比	13
图表 12: 君亭归母净利润（亿元）及同比	13
图表 13: 君亭营收结构（亿元）	13
图表 14: 君亭毛利结构（亿元）	13
图表 15: 受托管理业务提振君亭综合毛利率	14
图表 16: 君亭费用率较为稳定	14
图表 17: 君亭期间费用率优于同业	14
图表 18: 君亭货币资金充足（亿元）	15
图表 19: 君亭偿债能力优秀	15
图表 20: 行业现有经营方式	16
图表 21: 受托管理与特许经营收费对比	16
图表 22: 洲际酒店大中华经营模式先托管后加盟	17
图表 23: 中国酒店业金字塔型结构	18
图表 24: 美国酒店业橄榄球型结构	18
图表 25: 收入结构正向升级	18
图表 26: 中国居民人均可支配收入不断提高	19
图表 27: 中国中产阶级占比提高	19
图表 28: 2021 年全国酒店住宿业慧评得分达到历年最高点	19
图表 29: 中国商旅支出疫后恢复良好（亿美元）	20
图表 30: 机关工作人员赴地方差旅住宿费标准提高	20
图表 31: 差旅标准对应酒店房价（以锦江为例）	20
图表 32: 近三年高端及以上酒店市场集中度较低	21
图表 33: 国内巨头发力高端酒店市场	21
图表 34: 物业租金不断上涨	22
图表 35: 上海中心大厦的锦江 J 酒店	22
图表 36: 近年商品房成交金额增速放缓	22
图表 37: 2022H1 许多房地产巨头业绩表现不佳	22
图表 38: 近年来国际品牌连连撤牌（节选）	23
图表 39: 目的地度假酒店抢占“地利”	24
图表 40: 受疫情影响酒店“天时”不利	24
图表 41: 22 年筹建高端酒店主题分布	24
图表 42: 城市度假酒店溢价能力较高	24
图表 43: 首批 6 家直营店建设项目	26
图表 44: 新增直营店预计入住率	26
图表 45: 君亭新增直营店预计房价	26
图表 46: 新增直营店将提升单店营收水平(万元)	27

图表 47: 新开直营店毛利率较高	27
图表 48: 2020 年公司托管酒店经营情况	28
图表 49: 君亭管理业务营收高速增长	28
图表 50: 君澜以长三角为中心向全国扩张	29
图表 51: 君澜筹备酒店节选	29
图表 52: 君澜营收及净利润表现（万元）	29
图表 53: 景澜营收及净利润表现（万元）	29
图表 54: 2021 年君亭单店/单房模型	30
图表 55: 君亭直营酒店 OCC 与同业基本可比	30
图表 56: 君亭直营酒店 ADR 优于同业	30
图表 57: 君亭直营酒店 REVPAR 高于同业	31
图表 58: 君亭直营酒店人房比不断下降	31
图表 59: 君澜十大度假圈	32
图表 60: 景澜“疗修养”酒店产品（节选）	33
图表 61: 景澜“六合先生”伴手礼	33
图表 62: 夜泊秦淮君亭酒店	33
图表 63: 成都 PAGODA 设计酒店大堂互动影像作品《鎏瑩》	34
图表 64: 君亭直销占比不断提高	35
图表 65: 君亭细分销售收入情况（万元）	35
图表 66: 君亭“四季澜嘉会”会员体系	35
图表 67: 酒店业务预测	36
图表 68: 君亭酒店营收预测（亿元）	37

一、君亭酒店：注重质量，“小而美”酒店的发展之路

(一) 收购君澜景澜，募资布局直营业务

君亭酒店集团股份有限公司（后简称君亭酒店）的发展可以追溯到 1997 年成立的浙江世贸大饭店，后经历品牌调整与挂牌上市，现已成为中高端精选酒店与高星级全服务度假酒店领域的领先者。

品牌成立。1997 年，浙江世贸中心大饭店成立，第一家君澜酒店品牌由此开业，该酒店许多管理者在后来成为了君亭酒店的高层管理人员。2007 年，“君亭”与“君澜”酒店品牌成立，二者实行差异化定位，前者面向有限精选商务市场，后者主打休闲度假。

分拆独立。2015 年，君亭酒店从君澜集团中分拆独立，君亭品牌创始人吴启元先生及部分管理人员成立浙江君亭酒店管理股份有限公司，深耕中高端精选酒店市场。

上市发展。2016 年，君亭酒店在中小板挂牌上市，积极拓宽融资渠道，公司于 2018 年推出结合历史文化的“夜泊君亭”品牌以及具备高档艺术气息的“Pagoda”品牌。2021 年，公司更进一步，在创业板上市，融资渠道进一步扩宽。

重新整合。2022 年，君亭酒店收购君澜酒店管理有限公司（以下简称君澜）79%股权、景澜酒店投资与管理有限公司（以下简称景澜）70%股权以及“君澜”系列商标，更名为“君亭酒店集团股份有限公司”，交易价格 1.4 亿元。公司通过收购重新纳入高端度假酒店，业务类型扩宽为全服务类型的高端度假商务酒店管理业务和有限服务类型的中高端酒店运营及酒店管理业务。

图表 1：君亭酒店发展历程

品牌成立	分拆独立	上市发展	重新整合
1997	2007	2015	2021
1997，第一家君澜酒店品牌成立 2007，“君澜”与“酒店”品牌成立，差异化发展	2015，君亭从君澜系中独立	2016，君亭在中小板上市 2018，推出“夜泊君亭”与“Pagoda” 2021，君亭在创业板上市	2022，收购君澜酒店79%股权、景澜酒店70%股权以及“君澜”系列商标，更名为“君亭酒店集团股份有限公司”

资料来源：公司公告，公司官网，太平洋证券整理

更改募资用途，收购君澜、景澜重新布局度假酒店。2022 年 1 月，君亭酒店发布公告，更改募集资金用途，将原用于“中高端酒店设计开发项目”中的 1.4 亿元用于收购君澜 79% 股权、景澜 70% 股权以及“君澜”系列商标。截至 2022H1，君亭酒店已完成对君澜以及景澜的收购，“君澜”系列商标收购进展已达 90%。收购完成后，君亭酒店将重新纳入 2015 年分拆出的度假酒店业务，

进一步扩展业务范围。

图表 2：君亭酒店更改募集资金用途

	项目名称	拟使用募集资金金额(万元)		项目名称	拟使用募集资金金额(万元)	累计投入金额/进度
	变更前	中高端酒店设计开发项目		变更后	收购浙江君澜酒店管理有限公司 79%股权、景澜酒店投资管理有限公司 70%股权以及“君澜”系列商标项目	4,458.26
	综合管理平台建设项目	417.08		综合管理平台建设项目	417.08	163.91/39.30%
	合计	18,875.34		合计	18,875.34	17,251.37/91.40%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理
注：累计投入金额及进度统计截止 22 年 6 月 30 日

再次募资，新开业与升级并举，重视直营业务发展。2022 年 10 月，公司拟向不超过 35 名对象发行 A 股股票，拟募集资金总额不超过 5.17 亿元。本次募资用途为：(1) 使用 4.64 亿元用于新增 15 家直营酒店的投资开发项目；(2) 使用 0.53 亿元用于现有 6 家直营酒店的装修升级项目。

在新开直营店上，君亭将围绕杭州、北京、深圳、无锡等全国各大核心城市，分三批次建设 6 家 /4 家 /5 家中高端精选直营酒店。在酒店升级上，君亭将对旗下 6 家直营酒店的家居设备、公共区域等进行升级改造，提升酒店形象与服务，提高客户体验。此次募资投入均为直营酒店的新开业与升级，体现公司重视直营业务的发展及其对直营酒店管理的信心。22 年 12 月 23 日，定增募资完成，共发行股数为 882.40 万股，募资总额 5.17 亿元，净额 4.98 亿元。

(二) 旗下品牌差异发展，长三角为重点向全国延展

深耕中高端市场，三大品牌差异化发展。目前君亭酒店旗下品牌覆盖度假与商旅两大品类，涉及全服务型以及有限服务型酒店两大类型，拥有“Pagoda 君亭”、“夜泊君亭”以及“君亭酒店”等品牌。其中，“Pagoda 君亭”定位为高档艺术设计酒店，坚持以“艺术为芯”的品牌模式，将现代建筑与当代艺术相融合，在居住中为顾客提供艺术氛围。“夜泊君亭”则定位高档历史文化旅游目的地酒店，于南京夫子庙、南昌梅岭以及宁波溪口等历史文化景区开店，酒店的复古装饰与当地的历史氛围呼应，丰富顾客入住体验。“君亭酒店”定位东方艺术特色的中档精选服务酒店，

为公司主力品牌，主要面向大众客户。

图表 3：君亭酒店品牌布局

价格区间	STR Global酒店等级	中国酒店等级	服务类型
领先的15%	奢华和超高端	奢华连锁	全服务型酒店
随后的15%		超高端连锁	
居中的30%	高端及中端偏上	高端连锁	有限服务型酒店
		中端偏上连锁	
靠后的20%	中端及经济型	中端连锁	君亭酒店
最低的20%		经济型连锁	

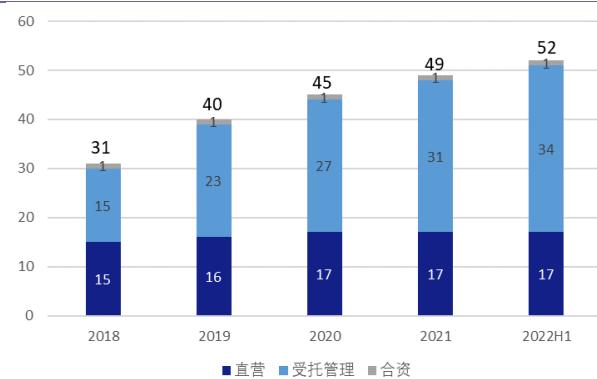
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

直营酒店加速拓展，委托管理继续丰富。近年来君亭酒店在保持单店运营质量的前提下，维持稳健的开店节奏。截至 2022H1，君亭系开业酒店数达 52 家。细分酒店类型来看，近年来君亭直营酒店数目较为稳定，受托管理酒店数目增长明显，并购君澜和景澜酒店所带来的 63 家/20 家管理酒店进一步丰富管理酒店队伍。2022 年下半年募资计划中拟新开的 15 家直营店将加速直营扩张步伐。

品牌声誉卓越，收购君澜后市场排名上升。按中国饭店业协会公布数据，收购前，君亭酒店市场排名一直维持在 40 名开外，君澜酒店近三年则保持在前 20 名，收购后，君亭酒店客房数实现大规模提升，以 2021 年客房规模测算，收购后君亭市场排名将攀升至 13 名。此外，公司声誉卓越，获得业内认可。18 年新推出的 Pagoda 品牌一经面世就获得市场追捧，于 20 年获得“中国最佳生活方式酒店品牌”，公司创始人吴启元先生因其坚持酒店与文化艺术相结合，荣获第十七届中国酒店星光奖终身成就奖。

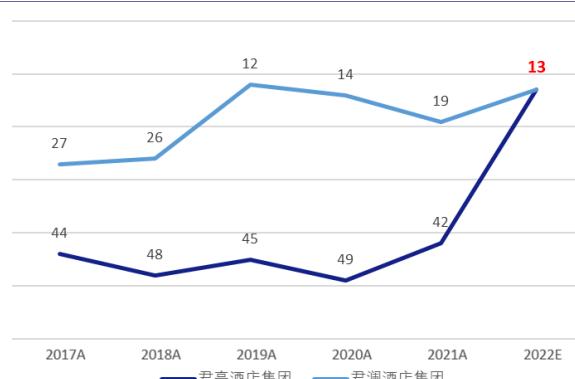
图表 4：君亭酒店数目构成

图表 5：君亭收购君澜后市场排名上升



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

注：2022H1 数据不包括君澜与景澜管理酒店



资料来源：中国饭店业协会，太平洋研究院整理

图表 6: 君亭酒店所获荣誉 (节选)

时间	获奖荣誉
2014	“2014 年世界酒店•五洲钻石奖——最具发展价值品牌酒店集团”
2015	“2015 年中国旅游产业发展年会中国特色主题酒店 TOP10”
2016	“2016 年亚洲酒店论坛中国酒店星光奖——中国最佳酒店管理集团”
2017	“君亭”酒店商标被浙江省工商行政管理局认定为“浙江省著名商标”
2018-2020	“2018 年、2019 年及 2020 年中国旅游饭店协会中国饭店集团规模 60 强”
2020	Pagoda Hotels 品牌获得“2020 中国最佳生活方式酒店品牌”
2021	吴启元先生荣获“第十七届中国酒店星光奖终身成就奖”

资料来源：公司公告，公司官网，太平洋证券整理

以长三角为优势区域，利用景点扩展版图。自首家企业世贸中心大酒店于浙江开业以来，长三角地区就成为君亭酒店的优势区域。君亭系酒店主要分布在长三角地区。在保持长三角地区优势的同时，君亭还积极拓展版图，利用各地景区特点，推出相应的特色门店，目前酒店足迹已遍布全国 10 个省市。

图表 7: 君亭以长三角为优势区域

图表 8: 三亚海棠湾联投君亭酒店



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

注：以上酒店数目不含君澜、景澜



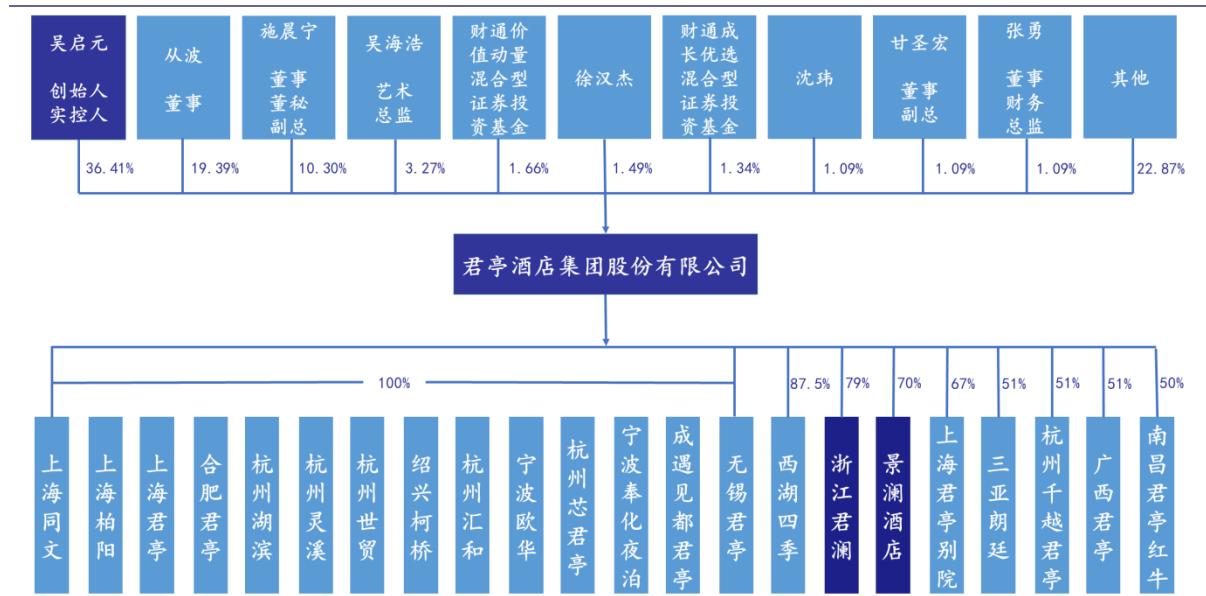
资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

(三) 创始人控股股权稳定，新聘总经理引入国际经验

创始人控股，股权结构稳定。君亭酒店创始人吴启元先生及公司董事丁禾女士系夫妻关系，以22年定增前数据计算，合计持有公司36.41%的股权，为公司共同实际控制人。公司高管从波、施晨宁、吴海浩、甘圣宏及张勇先生多为君亭创始团队成员，持有公司较多股权。君亭高级管理层持股比例合计71.55%，管理目标的一致性使得君亭有效避免尾大不掉情况的出现，更好带领旗下14家全资子公司与8家合资公司发展。

多年从业经验塑造品牌意识，新聘总经理引入国际管理经验。创始人吴启元先生自1986年担任浙江省第一家中外合资饭店——杭州中日友好饭店副总经理以来，一直深耕酒店行业，至今已有36年行业经验，其余高管也多为2005年跟随吴启元先生离开君澜，创立君亭的团队成员，经验丰富。较早入局使得公司管理层对于中国酒店行业的变化把握精准。在20世纪初期，国内中高端酒店仍以国际品牌为主，民族品牌缺失，吴启元先生抓住时机率先提出打造本土酒店品牌，并在君亭酒店的发展历程中始终坚持这一主张。后新聘朱晓东女士为总经理，其任职经历中的凯悦国际酒店集团同样经营中高端酒店与度假酒店业务，与目前君亭集团业务相吻合，国际管理经验有望进一步助推品牌发展。

图表 9：君亭酒店股权结构



资料来源：公司公告，Wind，太平洋证券整理
注：数据统计截止 22 年 11 月 18 日

图表 10：君亭酒店高级管理层

姓名	职务	经历
吴启元	董事长 (创始人)	1986.09-1995.03, 于杭州中日友好饭店任总经理 1995.03-1997.04, 于杭州五洲大酒店任总经理 1997.05-2010.05, 于浙江世贸君澜大饭店（原浙江世贸中心大饭店）任总经理 2001.06-2015.07, 于君澜管理任董事长、总经理 2006.10-2015.05, 于君澜集团任董事 2007.08-2015.08, 于君亭前身浙江世贸君亭酒店管理有限公司任董事长 2007, 成立“君亭”与“君澜”品牌 2015.08-至今, 离开君澜, 于君亭酒店任董事长
从波	董事 (前总经理)	1995.01-2015.05, 于上海南都集团有限公司历任总裁助理、副总裁 2006.10-2015.05, 于君澜酒店集团有限公司兼任董事、总裁 2006.12-2015.05, 于浙江世界贸易中心有限公司兼任董事、总经理 2008.06-2015.07, 于浙江世贸君澜酒店管理有限公司兼任董事、副董事长 2015.08-至今, 离开君澜, 于君亭酒店任董事、总经理
朱晓东	总经理	1997.10-2000.06, 于浙江世贸中心大饭店任行政办主任、副总经理 2000.07-2003.06, 于三亚金棕榈度假酒店任总经理 2003.07-2006.06, 于三亚银泰度假酒店任总经理 2015.03-2017.02, 于凯悦国际酒店集团任中国区副总裁 2021.12-至今, 于君亭酒店任总经理
施晨宁	董事 董事会秘书 副总经理	2007.01-2015.04, 于君澜酒店任总裁助理、总裁办主任、投资发展部总经理 2015.04-2015.08, 于君亭前身浙江世贸君亭酒店管理有限公司任有限公司副总经理 2015.08-至今, 离开君澜, 于君亭酒店任董事、副总经理、董事会秘书
甘圣宏	董事 副总经理	1996.04-2000.09, 先后于宁波象山新光大酒店、北仑新光大酒店从事前厅工作 2000.10-2010.01, 于开元酒店集团历任管理公司总经理助理、北京区域总经理 2010.02-2015.08, 于君亭前身浙江世贸君亭酒店管理有限公司历任副总裁、执行总裁 2015.08-至今, 离开君澜, 于君亭酒店任董事、副总经理
张勇	董事 财务总监	1997.12-2005.07, 于浙江世贸君澜饭店（原浙江世贸中心大饭店）任财务 2005.07-2007.08, 于杭州西湖四季都市酒店管理有限公司任财务负责人 2007.08-2015.08, 于君亭前身浙江世贸君亭酒店管理有限公司任财务总监 2015.08-至今, 离开君澜, 于君亭酒店任财务总监 2018.09-至今, 于君亭酒店任董事
张戈泉	副总经理	1997.07-2006.05, 于浙江世贸君澜大饭店（原浙江世贸中心大饭店）任安全消防主管 2006.05-2011.10, 于富阳国际贸易中心大酒店任总经理助理 2011.10-2016.10, 任上海中星君亭酒店、上海柏阳君亭酒店、上海同文君亭酒店、上海宜林君亭酒店总经理 2016.10-2018.08, 任君亭酒店上海区域总经理 2016.10, 任君亭酒店副总经理

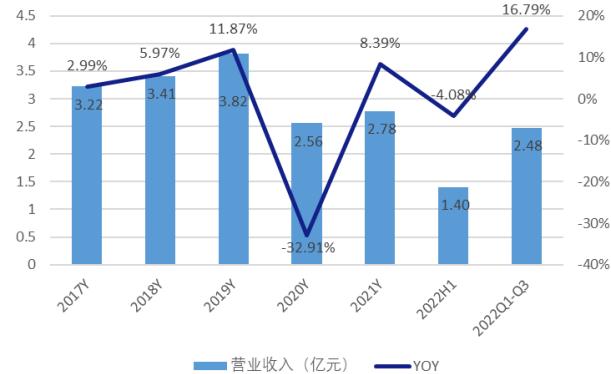
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（四）业绩指标体现韧性，管理较强内控优秀

营收恢复良好，归母净利展韧性。疫情前，君亭酒店的营收与归母净利润稳步增长，2017-2019年CAGR为8.88%/10.29%。疫情期间，居民出行受限，酒店行业受挫，2020年公司营收/归母净利润同比下降32.91%/51.47%。2021年随着疫情有所平稳，营收与归母净利润均有所回暖。2022年

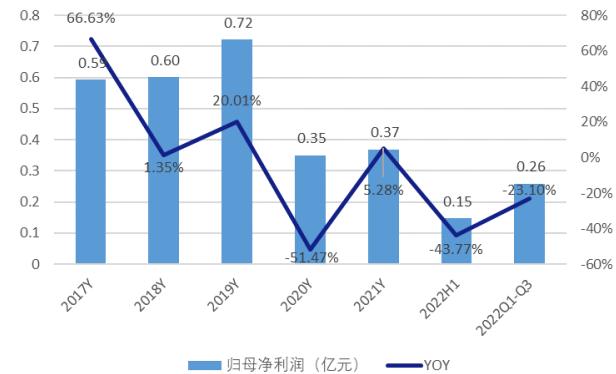
以来虽局部疫情仍有所反复，但公司前三季度实现营收 2.48 亿元，恢复至疫情前水平的 86.83%。归母净利润虽波动较大，但疫情以来均保持盈利，展现较大韧性。

图表 11：君亭营业收入（亿元）及同比



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

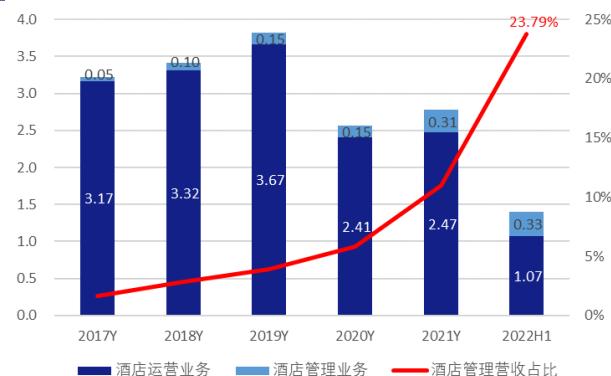
图表 12：君亭归母净利润（亿元）及同比



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

酒店运营业务仍为公司主要营收与利润来源，但酒店管理业务占比逐年攀升。君亭酒店的酒店运营业务指直营业务，公司从其投资酒店的客房、餐饮及会议等配套服务中获得收入，并承担物业租赁等成本；而君亭的酒店管理业务主要指的是受托管理业务，即君亭为受托酒店提供酒店设计及装修咨询、委派酒店管理人员、授权使用商标及管理和服务体系等酒店管理服务，并从中获得收入，所要承担的成本主要是管理人员薪酬。分业务来看，君亭的酒店运营业务仍为公司主要营收与利润来源，但近年来公司加快受托管理酒店开业步伐，酒店管理业务营收与毛利逐年增加。2022H1，公司酒店管理业务营收及占比为 0.33 亿元 /23.79%，毛利及占比为 0.22 亿元 /44.22%。

图表 13：君亭营收结构（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 14：君亭毛利结构（亿元）

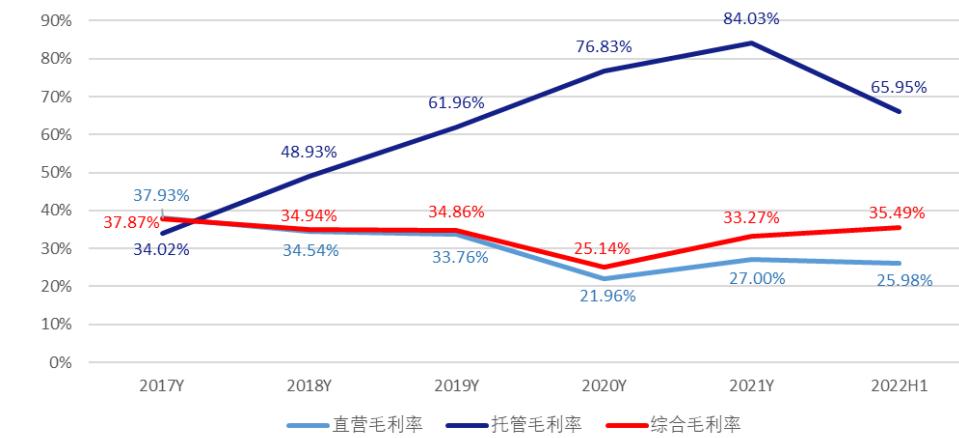


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

受托管理业务毛利率较高，疫情期间提振公司综合毛利率。分业务看，君亭直营酒店毛利率

相对较低，且较疫情前下降，主要系疫情期间酒店营收承压叠加高昂的物业租金成本，压低直营业务毛利率；而受托管理业务毛利率除 2022H1 因公司给予受疫情影响的托管酒店予以服务费减免而有所下降外，逐年上升，于 2021 年达到 84.03%，主要系受托管理酒店数目增多所带来的规模效应所致。疫情前，公司综合毛利率与直营业务毛利率较为接近，疫情以来，随着受托管理业务收入占比和毛利率的提高，二者差距逐渐拉开，2022H1，公司综合毛利率为 35.49%。预期随着疫情企稳，君亭减少对管理酒店的服务费减免，重新攀升的受托管理酒店毛利率将继续拉升公司综合毛利率。

图表 15：受托管理业务提振君亭综合毛利率

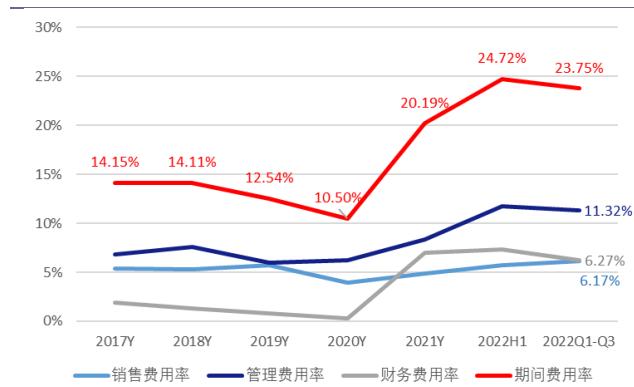


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

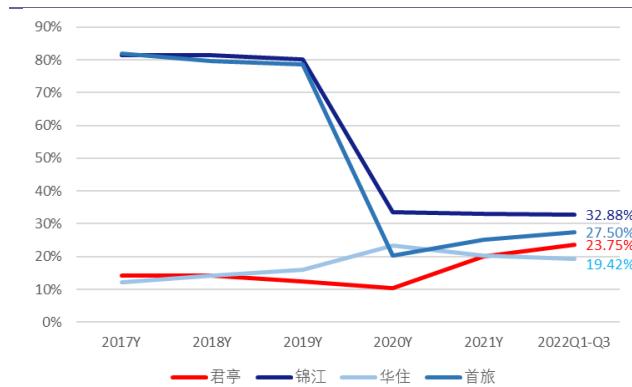
费用率处于行业低位，表现优异。君亭管理水平优秀，销售费用率较为稳定，管理费用率于 2021 年出现较大增幅主要系该年成都酒店的装修计入管理费用，财务费用率于 2021 年陡增主要系实行新租赁准则所致。同业对比，君亭受益于较小的管理半径与较高的管理能力，期间费用率保持在行业低位水平，2022 前三季度仅为 23.75%。

图表 16：君亭费用率较为稳定

图表 17：君亭期间费用率优于同业



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

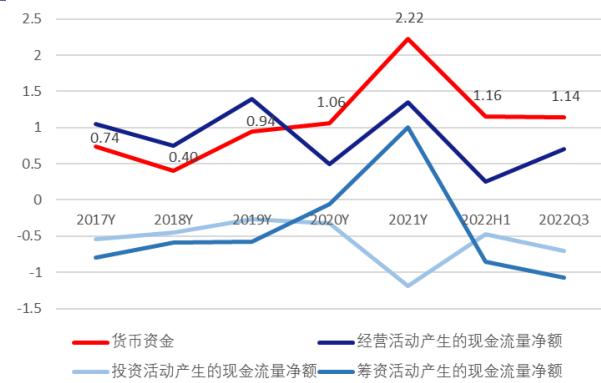


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

货币资金充足，助推业务开展。君亭经营活动产生的现金流量净额波动较大，主要系疫情影响，随疫波动；筹资活动于2021年有较大金额的流入，主要系公司上市筹资所致；投资活动现金流量净额2021年降幅明显，主要系该年还有理财产品尚未赎回。综合来看，公司货币资金充足，截至2022Q3，公司拥有货币资金1.14亿元，有利助推业务经营与拓展。

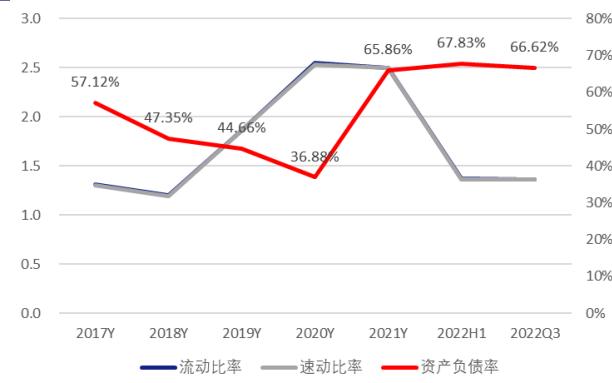
资产负债情况受新准则影响，偿债指标表现优异。2017-2020年，君亭的资产负债率逐年下降，2021年资产负债率陡增主要系新准则下租赁负债调整，调整后仍保持平稳趋势，资产负债情况无较大波动。流动比率与速动比率多年来均大于1，偿债能力优秀。

图表 18：君亭货币资金充足（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 19：君亭偿债能力优秀



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

二、行业发展：经营模式多元，市场变化带来新的发展点

(一) 经营方式多样，不同模式各有市场

酒店管理方式多样化，差异化合作满足不同业主需求。目前，国内酒店行业的经营模式分为

酒店运营与酒店管理，酒店运营主要以直营模式为主，而酒店管理模式则按照经营形式的区别分为受托管理、特许经营以及轻管理三种，业主拥有的自主权依次提高。受托管理模式以君亭酒店为代表，酒店管理公司为业主提供管理标准与服务规范，对酒店的经营具有较大的控制权与管理权，适用于业主管理能力欠缺而公司具有较高管理能力的情形。特许经营也称加盟模式，在酒店行业较为普遍，酒店加盟方向酒店品牌方缴纳加盟费、管理费等费用以获取一定时间段内的商标使用权、技术、管理体系、设计参考、会员共享、品牌推广等资源，业主拥有的自主权较高。轻管理模式则在保留业主酒店自身特色的同时，给予其经营管理与会员系统支持，自主性最高，目前以首旅的云酒店以及华驿为代表。

图表 20：行业现有经营方式

模式类别	经营模式	经营管理权	选派经理	年度计划	预订系统	自主性
直营模式	通过独资、控股等直接或间接方式获取酒店经营管理权并对酒店实行相同品牌标识、相同预定网络、相同组织结构等较为全面的管理	—	—	—	—	—
受托管理	酒店管理方接受委托，授权业主方使用品牌商标，按照受托方管理标准、服务规范等对业主方的酒店实行经营管理	管理方所有	管理方派出经理对酒店经营负责	管理方制定业主审核	提供	较低
特许经营	业主投资并根据品牌方要求完成酒店的设计装修。品牌方提供名称、商标、销售渠道、管理标准等帮助，并对其经营给予管理上的培训支持，并收取加盟费	业主经营 品牌方支持	品牌方派出经理 提供管理支持	业主制定 品牌方不过问	提供	较高
轻管理	实际上是一种非标加盟方式，业主方在原有酒店的基础上经过小幅改造加入连锁品牌，获得酒店管理方在会员、采购、中后台系统上的支持，特点是投资小、个性化、回报快	自主经营	业主自主招聘经理	业主制定 品牌方不过问	提供	最高

资料来源：公司公告，酒店圈儿公众号，太平洋证券整理

受托管理重品质，特许经营重规模。细拆特许经营与受托管理的收费模式，酒店管理公司托管业务的营收主要是来自技术服务费、基本管理费与奖励管理费，其中技术服务费/基本管理费与特许经营中的首次加盟费/持续加盟费基本可比。此外，因酒店管理公司派出的管理团队对酒店的经营业绩直接负责，奖励管理费能够激发管理团队的积极性。而特许经营酒店相对而言对于品牌方的管理能力要求不高，业主自主性较强。品牌方的盈利方式主要通过大规模推广加盟模式，通过量的扩大来获取首次加盟费以及持续加盟费收入的提高。

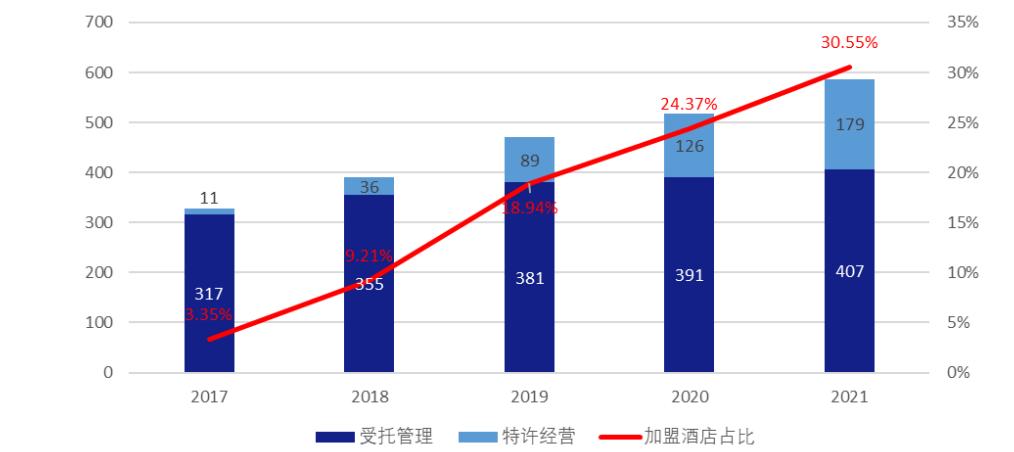
图表 21：受托管理与特许经营收费对比

受托管理		特许经营		
收费类目	君亭系	收费类目	锦江系（维也纳、希岸等）	首旅系（和颐、如家精选等）
技术服务费	一般为 50-200 万元不等	首次加盟费	3000 元/间-4000 元/间	3000 元/间-4000 元/间
基本管理费	一般为 50-60 万元/年不等或根据受托管理酒店年营业收入的 5% 左右收取	持续加盟费	月营收的 6%	月营收的 4%
奖励管理费	根据酒店 GOP 的 4%-6% 左右收取，具体收费参考受托管理酒店规模、管理内容和市场费率等各种因素经双方协商确定	PMS 维护费	1000 元/月	1 万元/年-2 万元/年
合同期限	一般为 5、8、10 年，以 10 年期限为主	合同期限	8-15 年	10-15 年

资料来源：公司公告，迈点公众号，太平洋证券整理

管理模式选择需权衡市场环境与自身特点。从市场因素上看，酒店从业者素质是重要因素。国际酒店巨头在中国市场的经营，是以先受托管理，后特许经营的模式来开展的。以洲际酒店集团为例，1984 年，洲际酒店集团就已进入中国，但当时酒店从业者们管理意识与管理能力普遍薄弱，洲际选择受托管理模式进行扩张，用自身管理能力带动酒店发展，后随着从业者管理水平有所提升，洲际开始放权，2016 年全面放开特许经营，加盟扩张加速。从酒店管理公司自身特点上看，单店管控能力与酒店规模扩张存在一定的矛盾，受托管理对于公司的管控能力要求更高，更适用于体量小而管理能力强的酒店管理公司；而特许经营则重视扩张的规模，更适用于追求市场规模的公司。

图表 22：洲际酒店大中华经营模式先托管后加盟

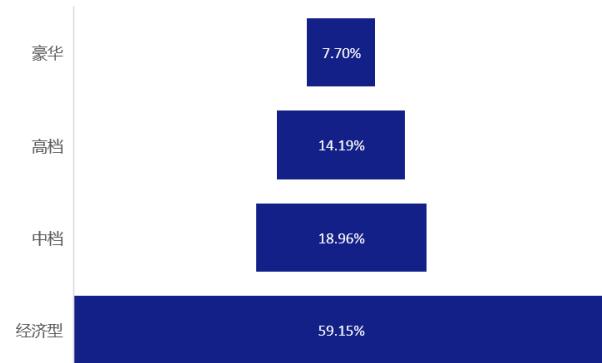


资料来源：洲际酒店公司公告，太平洋证券整理

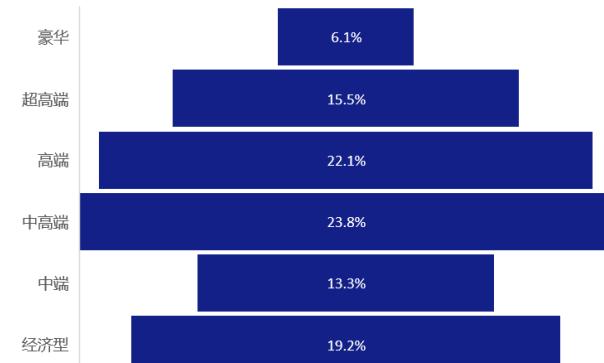
(二) 中高端市场广阔，供需变化孕育新机

对比美国，我国中高端酒店市场尚有发展空间。截止 2021 年末，美国豪华型/中高端（含超高端、高端、中高端及中端）/经济型酒店占比分别为 6.1%/74.7%/19.2%，整体呈现橄榄球型结构，而中国酒店市场豪华型/中高端（含高档与中档）/经济型占比分别为 7.70%/33.15%/59.15%，呈现以经济型酒店为主的金字塔型结构，中高端市场还有较大发展空间。

图表 23：中国酒店业金字塔型结构



图表 24：美国酒店业橄榄球型结构

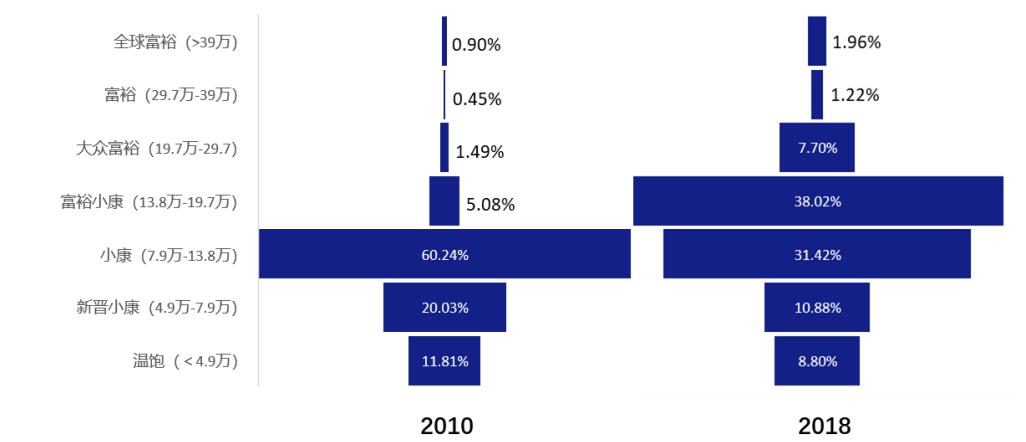


资料来源：盈蝶咨询，太平洋研究院整理

资料来源：洲际酒店公司公告，太平洋研究院整理

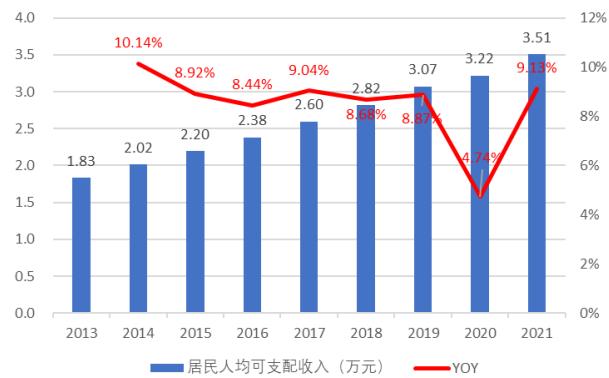
需求端变化一：居民收入提高带动消费升级。随着中国经济发展，居民人均可支配收入不断提高，截至 2021 年已达 3.51 万元，居民消费水平整体提升。**细拆收入结构**，麦肯锡《2020 年中国消费报告》指出：2018 年，中国富裕小康及以上家庭占比为 49%，相比 2010 年提高 41pct，中高收入人群数目不断增加，需求端的增厚将带来中高端酒店市场的扩大。**细拆地区分布**，2018 年，一二线城市/三四线城市的中产阶级占比为 59%/34%，因此，中高端酒店应仍以一二线城市为主战场，关注已初具一定需求规模的三四线下沉市场。

图表 25：收入结构正向升级



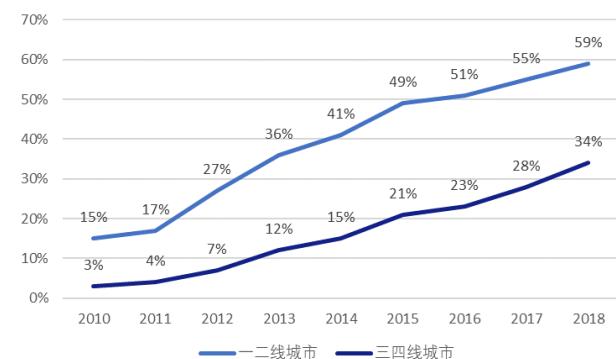
资料来源：麦肯锡，太平洋证券整理

图表 26：中国居民人均可支配收入不断提高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

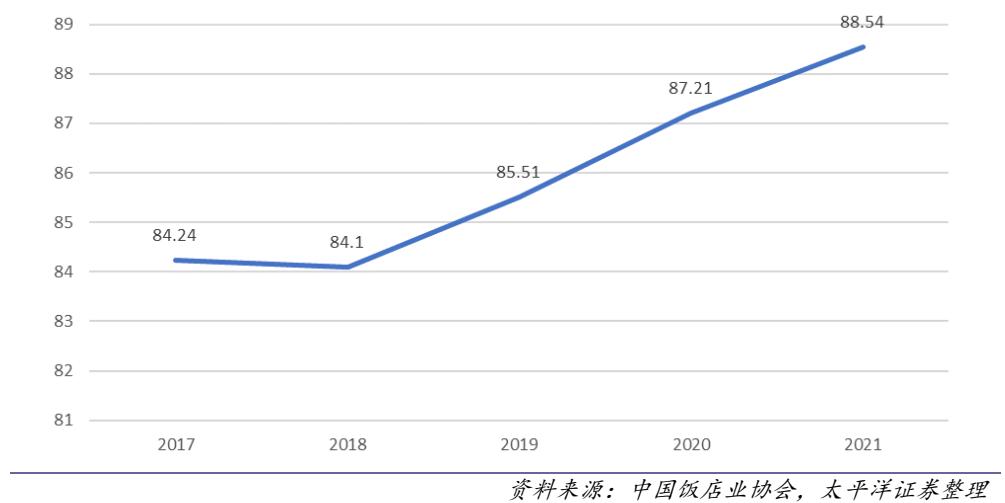
图表 27：中国中产阶级占比提高



资料来源：麦肯锡，太平洋研究院整理

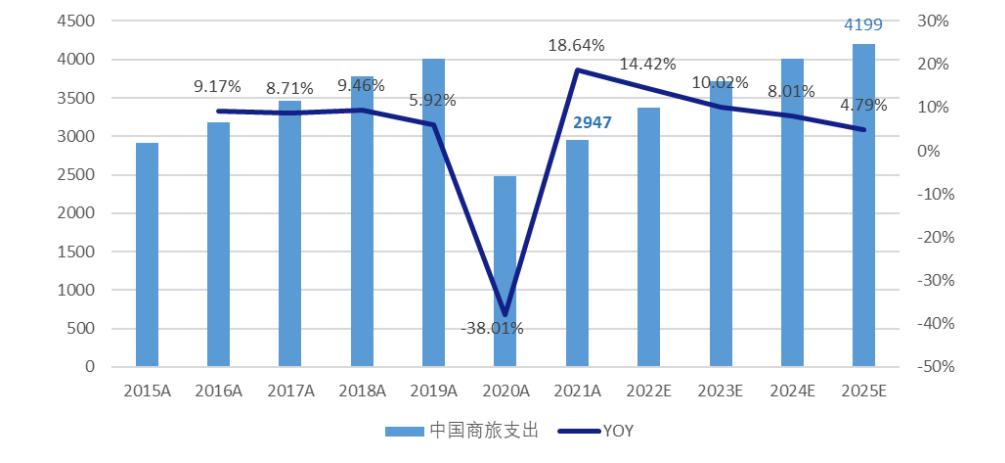
需求端变化二：个性化消费突出，服务质量愈发关注。随着居民生活水平的提高，酒店客户的需求也愈发多元。银发一族偏好健康养生，亲子家庭倾向于选择布置温馨的客房，而 Z 世代（1995-2009 年出生）则更偏好个性化体验。因此，能够将旗下品牌差异化，为客户提供个性化服务的酒店，将满足不同人群的需要，赢得 Z 世代青睐。此外，客户对于酒店服务的质量愈发看重。据中国饭店业协会数据，2021 年全国酒店住宿业慧评得分为 88.84 分，达到历年最高点，说明各大酒店集团不断提高服务质量以赢得消费者的选择。因此，一味的降价并不是赢得客户的最佳方法，打造差异化品牌、提高服务质量才是重中之重。

图表 28：2021 年全国酒店住宿业慧评得分达到历年最高点



需求端变化三：商旅支出增加，差旅标准提高。携程商旅指出，疫情前中国商旅支出逐年增加，2015-2019CAGR为8.31%，2020年因疫情影响有所下降，但次年马上回升，截止2021年商旅支出已达2947亿美元，预计未来仍将以较高速度增长。2016年财政部提高中央和国家机关工作人员赴地方差旅住宿标准，结合不同地区的酒店价格可知，部级干部可以选择中高端及部分高端酒店入住，司局级干部可以选择中端及部分中高端酒店入住，而其他工作人员可以选择中端及经济型酒店入住。商务出行标准的提高有助于中高端酒店市场需求的扩大。

图表 29：中国商旅支出疫后恢复良好（亿美元）



图表 30：机关工作人员赴地方差旅住宿费标准提高

图表 31：差旅标准对应酒店房价（以锦江为例）

城市	部级	司局级	其他人员
北京、上海	1100	600-650	500
广州、深圳	900	550	450
二线城市	800-900	450-500	350-400
三线及以下城市	600-800	300-450	200-300

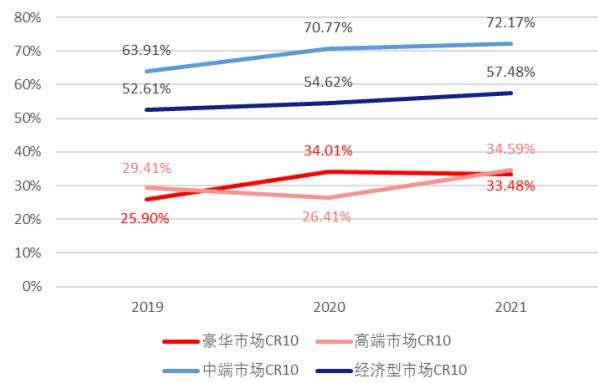
城市	中高端 (维也纳 国际酒店)	中端 (维也纳酒店)	经济型 (7天)
	北京、上海	600-900	400-600
广州、深圳	500-800	300-500	200-350
二线城市	500-800	350-550	200-300
三线及以下城市	400-700	250-350	150-250

资料来源：财政部，太平洋研究院整理

资料来源：锦江酒店官网，太平洋研究院整理

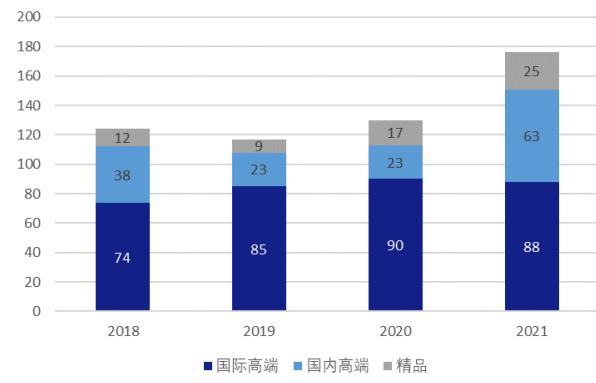
供给端变化一：高端及以上市场集中度低，国内品牌开始发力。中国饭店业协会指出，近三年中国高端酒店品牌市场与豪华酒店品牌市场集中度较低，2021年CR10分别为34.59%/33.48%，对于酒店巨头而言还有进一步整合空间。从新开业酒店类型上看，新开业的高端酒店中，国际高端酒店占比仍为最高，但国内酒店集团不断加大高端品牌培育，21年新开酒店数目增长明显，同比增加40家。预期在国内的高端酒店市场中，本土品牌将占有越来越大的市场份额。

图表 32：近三年高端及以上酒店市场集中度较低



资料来源：中国饭店业协会，太平洋研究院整理

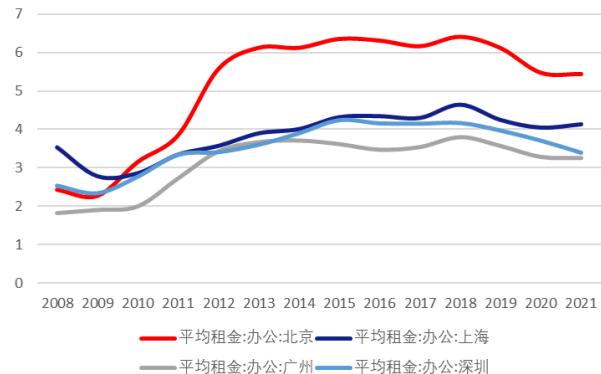
图表 33：国内巨头发力高端酒店市场



资料来源：迈点公众号，太平洋研究院整理

供给端变化二：一二线城市租金上涨，差异化品牌与优质物业成为破局关键。考虑到面向客群的购买力，中高端酒店的分布仍以一二线城市为主。2008年以来，中国一二线城市物业租金不断上涨，酒店经营成本不断上升，从业者们开始寻找破局之路。**一靠品牌差异化。**相对而言，中高端酒店的客群更加注重入住体验，酒店集团通过细分品牌，采取差异化的设计装修打造不同的风格，满足不同客户需求，增加客户粘性，增厚收入。**二靠优质物业资源。**在物业租金普遍上涨的环境下，酒店更应该抓住核心物业资源，核心区的地理位置能够带来入住率与房价的双升，更能够打造品牌效应。位于上海中心大厦的J酒店无疑是利用地标建筑进行锦江品牌宣传的案例。

图表 34：物业租金不断上涨



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 35：上海中心大厦的锦江 J 酒店



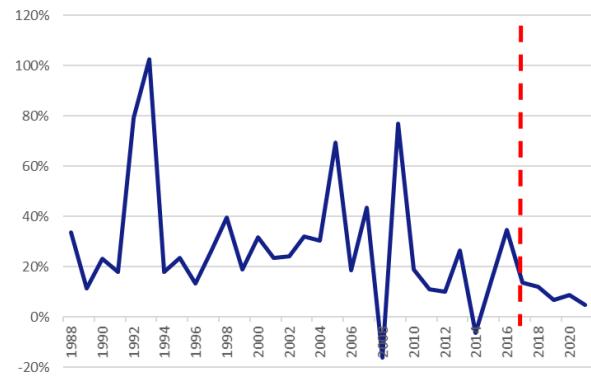
资料来源：上观新闻公众号，太平洋研究院整理

供给端变化三：数字化培育提高对客服务能力，优化内部管理流程。近年来，以锦江为首的各大酒店集团加大力度进行数字化培育，为业务流程降本提效。在对客服务上，自动入住设备以及送物机器人的使用极大缩短了顾客的入住流程，提高酒店服务效率，数字技术的运用更是减少了冗余人员，进一步降低酒店成本。在内部管理上，酒店集团利用AI算法与大数据模型进行客流预测，完善的会员画像使得酒店可以更精准地进行产品服务推广，而对于管理酒店众多的集团而言，数字技术可以帮助公司对旗下众多管理酒店进行收益管理，为酒店经营赋能。

供给端变化四：疫情冲击下国际品牌撤牌，优质物业释放。上个世纪九十年代起，中国房地产行业火热，1988年至2007年期间，大多数年份的商品房成交额同比都超过20%，由此诞生了万达、绿地、世茂等房地产巨头。届时洲际等国际酒店希望进入中国市场的迫切需求与国内房地产巨头们欲借用国际高端品牌酒店提升地产溢价之心一拍即合，内资房地产+外资酒店托管的运营模式迅速席卷，成为国际品牌酒店在中国扩张的重要方式。后房地产红利逐渐衰退，特别是2017年以来商品房成交金额增速连年放缓，2022H1许多房地产巨头销售额更是骤降，行业已不再是野蛮生长时期。这时，托管费用较高而盈利能力有限的国际品牌酒店对房地产巨头而言已成为一种桎梏，恰逢20年酒店管理合同到期高峰，许多房地产开发商选择终止与国际酒店合作，国际酒店的撤牌将带来一批优质物业入市，给国内中高端品牌的拓展带来了机遇。

图表 36：近年商品房成交金额增速放缓

图表 37：2022H1许多房地产巨头业绩表现不佳



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

企业名称	22H1 销售金额（亿元）	同比
碧桂园	2469.9	-42.08%
保利发展	2102	-26.25%
万科地产	2095.1	-40.92%
中海地产	1375.1	-33.05%
华润置地	1210	-26.58%
招商蛇口	1188.3	-32.85%
融创中国	1127	-64.87%
金地集团	1006	-38.09%
龙湖集团	858.5	-39.81%

资料来源：亚洲旅宿大数据研究院，太平洋研究院整理

图表 38：近年来国际品牌连连撤牌（节选）

年份	被撤品牌	原管理方	更换品牌	现管理方
2016	昆山花桥希尔顿逸林酒店	希尔顿集团	昆山维景国际大酒店	港中旅酒店（直营）
2017	珠海东澳岛度假村	地中海俱乐部	格力东澳大酒店	粤海酒店（直营）
2017	上海虹桥喜来登酒店	万豪国际集团	虹桥锦江大酒店	锦江酒店（直营）
2018	北京万达索菲特大酒店	雅高集团	北京万达文华酒店	万达集团（直营）
2018	上海希尔顿酒店	希尔顿集团	上海静安昆仑大酒店	锦江酒店（直营）
2019	北京长安街 W 酒店	喜达屋集团	北京索菲特大酒店	雅高集团 (业主方天府融德)
2020	杭州萧山中瀛希尔顿酒店	希尔顿集团	杭州博奥开元名都酒店	开元酒店（直营）
2021	北京人济万怡酒店	万豪国际集团	北京金陵饭店	金陵饭店（直营）
2021	上海扬子江万丽大酒店	万豪国际集团	上海扬子江丽笙精选酒店	丽笙酒店 (业主方锦江国际)
2021	上海索菲特海仑宾馆	雅高集团	上海丽笙精选海仑宾馆	丽笙酒店 (业主方锦江国际)

资料来源：迈点公众号，亚洲旅宿大数据研究院，太平洋证券整理

本土中高端品牌凭借自身优势逐渐占领市场。管理能力提高取得业主信任。早期中国酒店从业者的管理能力较低，酒店的经营管理依赖于国际酒店集团，但随着我国酒店业的发展，本土管理酒店的从业者不断积累经验，提高管理能力，吸引越来越多的业主与其合作。优惠政策支持拉近与业主距离。疫情期间，酒店经营受挫，首旅、君亭等本土品牌纷纷对其加盟/托管的酒店予以一定的加盟费/管理费减免，与业主共度难关，拉近与业主的情感距离，赢得业主支持。敏锐洞察力有助开拓市场。本土品牌的管理人员往往具备多年国内酒店管理经验，与中国酒店业共发展。丰富的从业经历使其对市场变化把握精准，特别是随着近年休闲旅游出行的人群增长以及三四线城市的消费升级，各大国内酒店集团抓紧布局，采取相应战略，高灵活性助推其开拓市场。

(三) 远途受阻近郊火热，文旅融合不断涌现

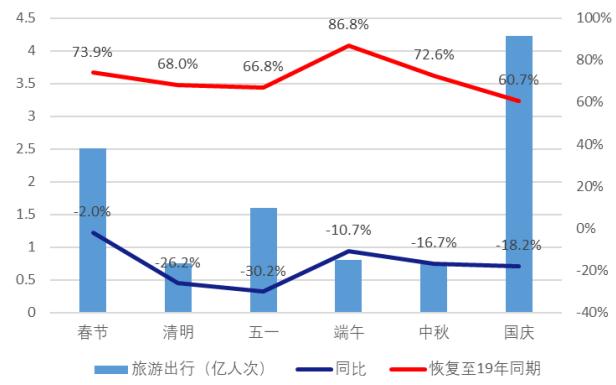
长线出行：目的地度假酒店卡位自然资源，受疫情影响长线客源受阻。目的地酒店主要依托的是山川、湖泊、海滨等自然资源，以优美的自然风光为酒店引流，其特点是地理位置一般远离城市，酒店整体的风格与所依托的自然景色相匹配。各大酒店集团争抢“地利”。近年来，酒店巨头们于海南三亚、云南西双版纳、浙江千岛湖等地围绕旅游景点部署目的地酒店，结合当地自然风光为顾客提供特色的入住体验。酒店运营易受“天时”影响。整体出行仍受疫情影响，长线出游严格受限，目的地酒店客源受阻。今年国内疫情局势仍有所波动，几个小长假的旅游出行人次仍未恢复至19年同期水平，整体出游人数的减少使得酒店经营欠佳。细分出游类型，文旅部数据指出，今年国庆假期期间选择跨省游/省内跨市游的游客比例同比减少14.4%/9.5%，这使得有相当一部分客源来自长线出游人群的目的地酒店经营受挫。

图表 39：目的地度假酒店抢占“地利”



资料来源：各公司公众号，各公司官网，太平洋研究院整理

图表 40：受疫情影响酒店“天时”不利

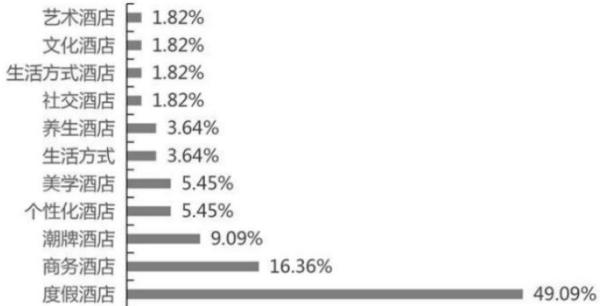


资料来源：文旅部，太平洋研究院整理

周边休闲：城市度假酒店注重品质服务，短途出游热度带动发展。受疫情影响，居民旅行出游半径有所缩短，以22年国庆假期为例，据旅游研究院数据，游客出游半径为118.7公里，同比下降16.0%，短途周边游更受欢迎。受到短途周边游的刺激，位于城郊的城市度假酒店热度也随之抬升。城市度假酒店主要是为了在周末或小长假给予平日忙于工作的上班族一个放松身心的休憩之地，更注重舒适与放松氛围的营造。此外，个性化服务、美学元素、养生生活以及艺术气息也成为城市度假酒店考虑结合的方向，2022年筹建的高端酒店分布中，这几类酒店的分布亦不少。在酒店溢价能力上，城市度假酒店凭借其优质的服务，主要面向一二线城市的中产阶级群体，酒店价格一般在1000元以上，ADR较高提升酒店业绩。

图表 41：22年筹建高端酒店主题分布

图表 42：城市度假酒店溢价能力较高



资料来源：迈点研究院，太平洋研究院整理



资料来源：各公司官网，携程App，太平洋研究院整理

文旅结合：以文化赋能酒店入住空间。近年来，各大国内酒店集团越来越重视打造中国酒店品牌，而在品牌塑造上，文旅结合无疑深化品牌形象，丰富顾客入住体验。2021年锦江旗下郁锦香、康铂、维也纳国际、丽怡以及7天五大品牌入住上海花博会，以不同等级的酒店服务顾客，也为锦江的文旅结合之路提供发展契机。融创与华住联手，打造文旅生态圈。21年3月，华住与融创文旅成立合资公司永乐华住，结合融创旗下雪世界、海世界等主题乐园及关键物业资源，打造“主题乐园+酒店”的商业模式，丰富华住的文旅融合尝试。

三、公司特点：单店盈利强，文旅结合优

(一) 定增项目落地，加速直营布局

直营店数目稳定，募资计划加速直营扩张。2018年以来，君亭直营店数目保持稳定。截止22Q3，君亭已开业的直营店数为17家，直营店数目虽小但占比（不含君澜、景澜酒店）高达32.69%。2022年下半年，君亭拟通过向特定对象增发股票的方式募资5.17亿元，其中4.64亿元用于在未来内三年新开15家直营酒店。随着项目的推进，公司直营酒店数目将进一步丰富。

建设标杆旗舰店，提升品牌价值。君亭募资计划中首批建设的6家直营店为公司的旗舰店项目，品牌定位较高，包含“夜泊君亭”以及“Pagoda君亭”等品牌。其中，北京项目以及深圳项目均为公司于该地区的首发项目，旗舰店的落成有望帮助公司扩展区域市场。国际文化旅游学院项目将成为公司与院校合作的典范，有助于君亭的品牌宣传与人才引进。第二批建设的4家酒店均为高端Pagoda品牌，丰富公司高端艺术酒店布局；第三批中的4家酒店为中高端君亭品牌，进一步扩大直营酒店数目。公司直营项目前两批次多为高端、旗舰店项目，先通过高端酒店提高品牌影响力与品牌价值，后通过第三批中高端酒店的开业增厚整体直营店数目。

图表 43：首批 6 家直营店建设项目

酒店名称	品牌定位	酒店介绍
杭州西湖区项目	高端	项目位于杭州西部区域云城科技的中心，地理位置优异，有充足客流支持。该项目将成为“Pagoda 君亭”在杭州的旗舰店，大力助推公司品牌提升。
杭州滨江区项目	高端	项目坐落于杭州市滨江区成熟商圈，周围上市公司多，商务差旅需求大。该项目有助于填补滨江区市场空白，加强公司传统优势区域的渗透。
无锡项目	高端	项目位于无锡历史文化街区，是公司于存量市场上挖到的优质资源，拟将其日本度假式酒店改造为“夜泊君亭”系列旗舰店，丰富大运河沿线市场
国际文化旅游学院项目	中高端	项目作为公司国际文化旅游学院式酒店旗舰项目，有助于公司形成良好的品牌展示窗口，也为公司人才引进、规范化培养等提供重要帮助。
北京项目	中高端	项目坐落于北京市，是公司进入北京的首发项目，是对现有庭院式酒店进行调整升级。项目建成有助于①打开京津冀及北方市场；②充足客流提升业绩。
深圳项目	中高端	项目坐落于深圳市，是打开大湾区区域市场的首发项目。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。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

新增直营项目溢价高，盈利能力强、回报率高。直营店项目建设期为 3 年，新增年均收入/利润 4.02 亿元/0.77 亿元，ROI 为 16.64%（税后），IRR 为 19.55%（税后），税后静态投资回收期为 5.92 年。预计新增直营店爬坡期与成熟期入住率均较高，且高溢价能力提升整体业绩。按公司预估数据测算，新增直营店单店营收达到 2680 万元，将有力提升公司整体营收水平。据公司估算，直营项目毛利率将达到 38.73%，考虑到 21 年公司采用新租赁准则，按同比口径调整后，模拟毛利率为 33.88%，略高于疫情前 19 年酒店运营业务毛利率，盈利能力较强。预计新增直营项目建成后将为公司带来 2384 间客房，进一步扩大公司市场影响力，推动公司发展。

图表 44：新增直营店预计入住率

		爬坡期		成熟期	
2019 年		59.40%		70.55%	
第一批酒店	55%	60%	68%	75%	
第二批及第三批酒店	60%	68%	75%		

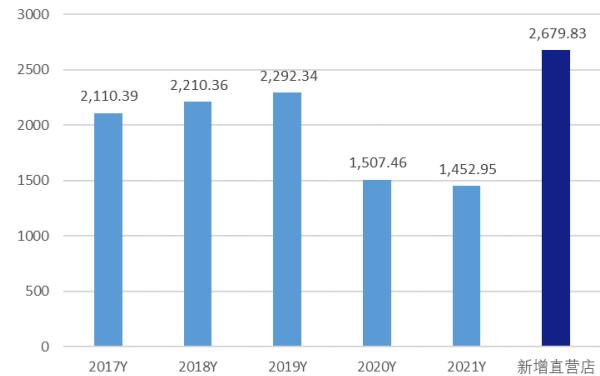
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 45：君亭新增直营店预计房价

第一批	T1	T2	T3-T10
杭州西湖、滨江项目	510	530	550
北京、深圳宝安项目	630	640	660
无锡项目	550	600	650
杭州国际旅游学院项目	460	480	500
第二批	T2	T3	T4-T11
Pagoda 品牌	480	500	520
第三批	T3	T4	T5-T12
君亭品牌	390	400	420

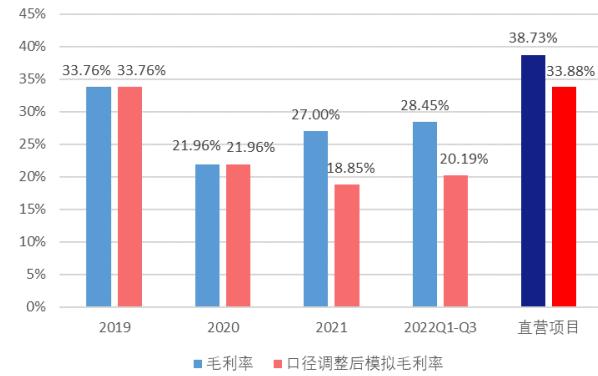
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 46：新增直营店将提升单店营收水平(万元)



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 47：新开直营店毛利率较高



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

装修项目进展良好。君亭将分三年三批次对 6 家直营店进行装修升级，单间客房装修投资约 4.76 万元，且采取轮作升级模式以减少对经营的影响。首批的两家上海中星君亭酒店与合肥君亭酒店分别于 2011 年与 2013 年开业，开业时间较久，设施老旧，酒店升级需求较为迫切，其余 4 家升级酒店尚在选择论证中。

逆势布局把握良机。行业出清+房地产物业释放，行业 β 效应凸显。疫情期间，单体酒店经营不佳退出市场，市场出清利好抗压的行业龙头；近年来房地产物业的释放也从供给端带来优质物业，为从业者带来良机。君亭酒店新开直营店与装修升级项目的推行，有利于抓住行业机遇，夯实公司实力，随着疫情恢复需求提升，强化后的公司 α 效应凸显。

(二) 托管业务经营良好，收购君澜、景澜丰富布局

托管酒店相对抗压，经营情况良好。与同业的特许经营模式所不同的是，君亭采用的是受托管理模式，符合公司管理半径小、管理能力强的特点。疫情期间，在君亭的管理赋能下，旗下管理酒店相对抗压，甚至有不少管理酒店的出租率与营收出现逆势增长。公司管理酒店经营呈现较高韧性，一方面系许多酒店于 19 年刚开业，还处于快速增长期；另一方面公司管理能力强，能及时应对疫情作出管理调整。

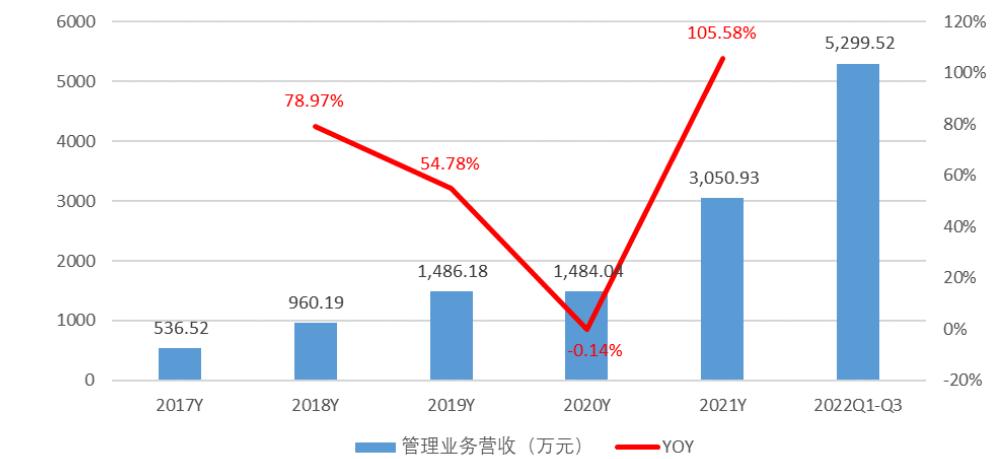
管理业务营收高速增长。2017-2021 年，公司管理业务营收高速增长，CAGR 为 54.42%，主要系新开托管酒店带来的技术服务费与基本管理费的推动，2022 前三季度，管理业务继续加速发展，实现营收 0.53 亿元。奖励管理费按托管酒店 GOP 的一定比例收取，目前多数酒店还处于开业爬坡期，叠加疫情使得托管酒店 GOP 受影响，公司所收奖励管理费较少，预计随着疫情恢复与托管酒店运营成熟，公司所收奖励管理费将大幅增长。

图表 48：2020 年公司托管酒店经营情况

酒店名称	开业时间	出租率 (%)			营业收入 (万元)			奖励管理费 (万元)		
		2019	2020	变化 (pct)	2019	2020	变化 (%)	2019	2020	变化 (%)
云和嘉瑞君亭酒店	2019.01.01	28.42	39.64	11.22	1247.09	1402.28	12.44	—	—	—
南京夜泊秦淮酒店——南都会	2019.04.17	24.84	38.85	14.01	588.16	854.97	45.36	—	—	—
启东天盛君亭酒店	2019.06.17	17.17	31.98	14.81	123.24	591.30	379.80	—	—	—
杭州千岛湖峰泰君亭酒店	2016.12.21	49.20	36.13	-13.07	946.39	607.28	-35.83	—	—	—
嘉善罗星阁君亭酒店	2019.01.01	54.91	48.78	-6.13	2188.95	1776.29	-18.85	—	—	—
杭州野风君亭酒店	2016.01.01	68.37	46.66	-21.71	1028.60	738.58	-28.20	18.78	6.51	-65.34%
三亚联投君亭酒店	2018.07.08	53.06	64.27	11.21	850.11	1099.31	29.31	—	—	—
淮安朵悦君亭酒店	2019.10.01	11.46	27.99	16.53	106.14	487.82	359.60	—	—	—

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 49：君亭管理业务营收高速增长



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

并购君澜、景澜进一步丰富公司托管酒店布局。君澜与景澜旗下酒店多采用受托管理模式经营，少部分酒店采用合作管理。君澜定位是高端度假酒店，自 2007 年正式成立品牌以来，就一直以长三角地区为发展重心，在不断巩固长三角地区优势的同时，利用全国自然资源，开启全国扩张步伐。迄今为止，君澜投资管理酒店超 200 家，覆盖全国 23 个省市的 100 多处自然资源及景区，预计随着筹备酒店的逐步开业，君澜酒店数目及地区分布将进一步丰富。景澜酒店则定位中高端，充分结合当地文化，打造具备文化特色的生活美学酒店，截止目前，景澜累计投资管理酒店超 80 家，覆盖全国 13 个省市。

图表 50：君澜以长三角为中心向全国扩张



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

注：图中酒店数包含筹备酒店

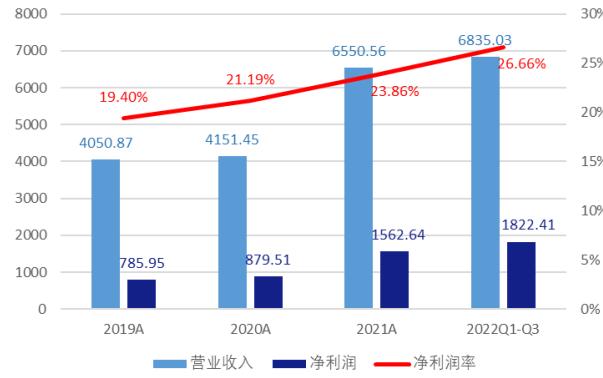
图表 51：君澜筹备酒店节选



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

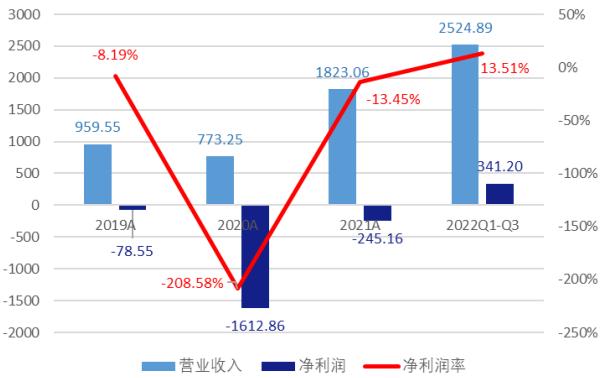
君澜景澜疫情期间业绩表现良好，托管业务有望继续增长。君澜与景澜业绩受疫情影响较小，主要系业务类型为受托管理业务，技术服务费与基本管理费主要与酒店开业节奏有关，疫情对受托管理业务影响有限。君澜酒店疫情期间营收与净利润均未出现降幅，22 年前三季度实现营收/净利润 6835 万元/1822 万元。景澜系在 2020 年营收与净利润出现降幅，但逐步恢复，22 年前三季度净利润扭亏为盈，实现净利润率 13.51%。预计随着疫情逐步恢复，托管酒店开业节奏加快与盈利能力提高带来的奖励管理费提升带动托管业务营收继续攀升。

图表 52：君澜营收及净利润表现（万元）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 53：景澜营收及净利润表现（万元）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(三) 单店模型优异，精耕细作提升盈利能力

单店盈利能力高，“小而美”特点突出。君亭酒店 21 年直营门店数/客房数为 17 家/2808 间，但拆分单店/单房模型可得，君亭盈利能力在同业中较高，直营单店/单房毛利率高达 27%，完美

诠释“小而美”特点。

图表 54: 2021 年君亭单店/单房模型

	单店模型	单房模型
直营业务营收合计 (万元)		24,700.12
直营业务成本合计 (万元)		18,030.70
直营门店/客房数目	17	2,808
直营单店/单房营收 (万元)	1,452.95	8.80
直营单店/单房成本 (万元)	1,060.63	6.42
单店/单房租金	313.06	1.90
单店/单房人工	226.30	1.37
单店/单房能源	74.70	0.45
单店/单房物料+洗涤	151.06	0.91
单店/单房折旧+摊销	217.04	1.31
单店/单房维修保养	12.95	0.08
单店/单房其他成本	65.52	0.40
直营单店/单房毛利 (万元)	392.32	2.38
直营单店/单房毛利率		27.00%

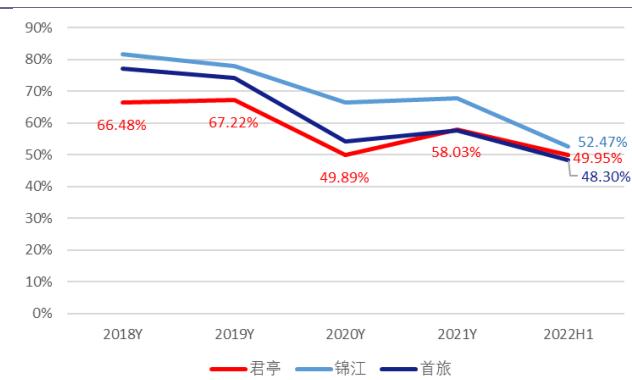
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

细拆单店盈利能力之收入端：选址优秀，单店 ADR 拉升酒店 RevPAR 水平。2018 年以来，君亭的 RevPAR 一直优于同业（选取锦江酒店和首旅酒店的中高端酒店业务作为对比），而 OCC 水平同业对比不占优势，因此，高水平的 RevPAR 主要系君亭优于同业的 ADR 拉动。进一步探究君亭高 ADR 水平的成因，一方面系君亭坚持一店一品，以个性化、差异化的服务提高客户入住体验，酒店的文化氛围与艺术气息也提高酒店溢价能力；另一方面君亭酒店选址优异，主要为一、二线城市和省会城市的商务中心和经济中心，交通便利，优质物业资源使得酒店更有能力提高溢价率。

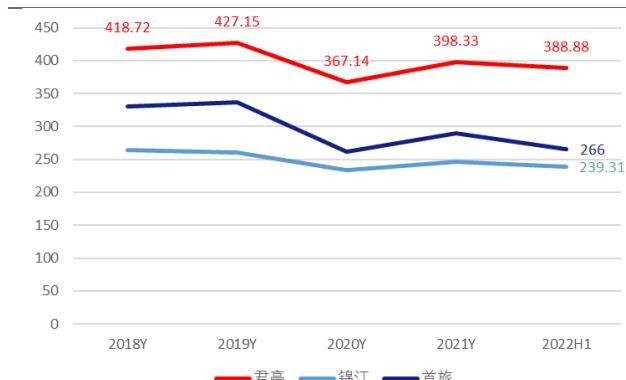
细拆单店盈利能力之成本端：租金较高系选址优异，管控能力提高人房比下降。从上述拆分的单店模型可知，君亭单店租金较高，达到 313 万元/店，再次验证君亭选址多为城市中心地区，位置优秀。在成本管控上，君亭管理能力不断加强，加强数字化建设降本增效，人房比横向看在同业中具有一定优势，纵向看不断下降，体现公司人员管控能力提高。

图表 55：君亭直营酒店 OCC 与同业基本可比

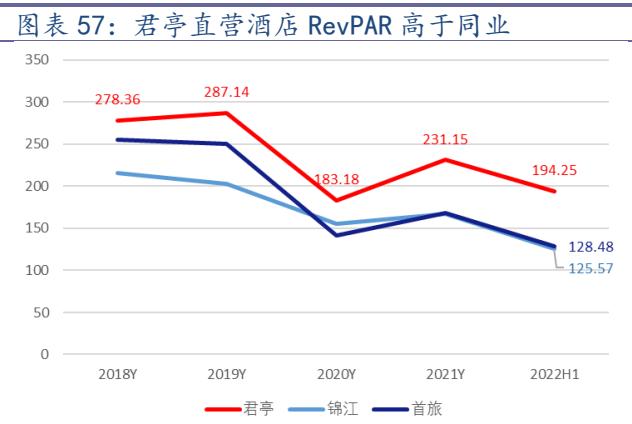
图表 56：君亭直营酒店 ADR 优于同业



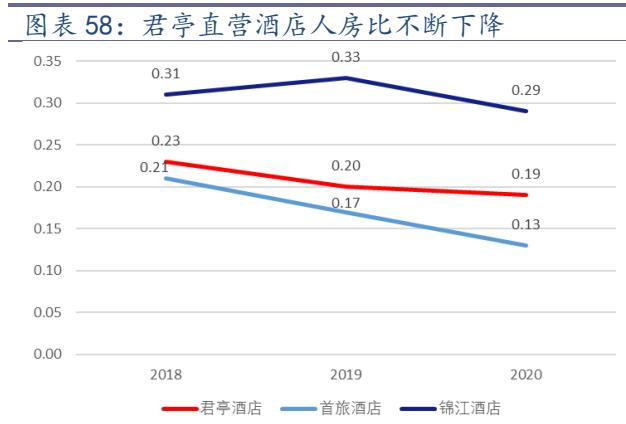
资料来源：各公司公告，太平洋研究院整理



资料来源：各公司公告，太平洋研究院整理



资料来源：各公司公告，太平洋研究院整理



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

另辟蹊径，采用“BAS”精选服务。目前国内酒店业市场上的业务类型主要分为全服务型酒店业务以及有限服务型酒店业务。其中全服务型酒店不仅为顾客提供客房服务，还提供一系列如会议室、健身房、游泳池、宴会厅等配套服务，配套设施体量一般较大且全面；而有限服务型酒店一般配套设施较少，典型的有限服务型酒店只提供客房服务与早餐服务。君澜、景澜采用的是全服务型度假业务，而君亭系列则是另辟蹊径，采用“BAS”有限精选服务类型，隶属有限服务但又超脱有限服务类型，将“Bed”（客房）、“Art”（文化艺术）与“Service”（服务）相结合，提高顾客入住体验。

高端客房设施+艺术空间+贴心服务，量体裁衣成为君亭盈利关键。客房设施上，君亭酒店采用的是较为高端的硬件产品，如“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产品，为客户的入住提供高质量的硬件保障。艺术文化上，君亭一店一品，除了加入中国书画、佛禅石像等“大东方”元素，还结合当地特色进行酒店空间的布置成列。服务上，一方面提供贴心服务，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等个性化暖心服务；另一方面还针对不同酒店的定位选择性

地提供一些配套服务，如青岛西海岸 Pagoda 君亭设计酒店配有中小型会议室，上海 Pagoda INNO Hotel 配有容纳 10 人的 Open Table 社交区域，杭州良韵君亭酒店配有容纳 12 人的小型会议室与休闲放松的村民餐吧。君亭配套设施与全服务型酒店不同，体量一般较小，且适合酒店定位与文化特色。

(四) 度假产品丰富多样，文化艺术特点突出

君澜三大品牌差异发展，十大度假圈丰富顾客选择。目前，君澜旗下共有三大度假品牌：定位休闲生活酒店的“君澜度假酒店”、定位休闲商务酒店的“君澜大饭店”以及侧重通过外部合作打造高端融合品牌的“君澜理”。在休闲度假上，君澜系主要以“君澜度假酒店”为主，依托三亚滨海、太湖温泉、丽江古城等优质资源，目前已形成十个休闲度假圈，类别多样，满足顾客不同需求。“君澜理”于 22 年 4 月首次亮相，更侧重与外部伙伴的合作，如“云澜”是广开控股与君澜共同打造的高端酒店管理品牌，正在筹备中的广州中新知识城国际创新驱动中心云澜酒店项目、粤港澳大湾区（广州）科技金融中心酒店云澜项目以及北京百万庄园君澜理酒店项目预示着“君澜理”品牌的加速发展。

图表 59：君澜十大度假圈



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

景澜美美与共传递生活美学，特色伴手礼加深顾客认知。景澜旗下共有景澜酒店（城市生活美学酒店）、景澜度假（至美微度假目的地酒店）以及景澜青棠（城市艺宿酒店）三大品牌。与君澜稍有差异的是，景澜更注重在顾客度假时传递休闲的生活方式。以神仙居景澜酒店为例，酒店以永安溪绿道为设计核心，以品读、运动、休闲为特色主题，为顾客的度假旅程添加运动与读书元素，传递休闲疗养的生活理念。此外，景澜还推出 IP 伴手礼“六合先生”，中秋佳节的“六合景月”月饼礼盒精致用心，既通过伴手礼获得一定收入，更利用 IP 形象深化顾客认知，扩大品牌宣传力度。

图表 60：景澜“疗修养”酒店产品（节选）



资料来源：景澜酒店公众号，太平洋研究院整理

图表 61：景澜“六合先生”伴手礼



资料来源：景澜酒店公众号，太平洋研究院整理

夜泊君亭以中式文化为特色，**Pagoda** 酒店塑造艺术氛围。君亭酒店的文化结合以夜泊君亭（秦淮）系列酒店最为突出。南京的夜泊秦淮君亭酒店，以秦淮河与夫子庙传统文化为基底，抽丝剥茧般进行文化归纳与整合，最终凝练出五个主题：爱情主题、科举主题、现代图书馆主题、民国电影主题以及书画主题，并以这些主题的故事为蓝本，结合酒店地理位置、装修布局等塑造文化印记，成为中华文化与酒店空间相结合的典范。而在艺术融合上，**Pagoda** 酒店坚持“艺术为芯”，旗下的成都 **Pagoda** 设计酒店更是联合艺术家林俊廷于酒店大堂设计互动影像作品《鎏瑩》，以新媒体数字艺术赋能酒店艺术旅居，让艺术走近顾客身边。

图表 62：夜泊秦淮君亭酒店

酒店名称	酒店介绍
 夜泊秦淮君亭·桃叶渡	爱情主题。 以王献之与爱妾桃叶的爱情故事为蓝本，利用淡雅配色、桃花灯饰等设计营造浪漫诗意空间。
 夜泊秦淮君亭·棋峰试馆	科举主题。 依托江南贡院“棋峰试馆”而打造，具有徽派风格，客房名称具有巧思，“独占鳌头”、“一举成名”、“金榜题名”等符合主题。
 夜泊秦淮君亭·秦淮书舍	现代图书馆主题。 依秦淮河畔而建，别有特色的下沉书吧打造“书海”，图书馆主题的客房塑造书卷气息，适合亲子出行。
 夜泊秦淮君亭·大戏院	民国电影主题。 以民国电影、民国风情、民国摄影为风格，主基调为复古，还设立复古电影室不定期放映老电影。
 夜泊秦淮君亭·金陵书画院	书画主题。 以东晋时代为背景，王献之书画为主题，梨木家具、书画挂饰将历史故事娓娓道来。

资料来源：美栈旅行公众号，太平洋证券整理

图表 63：成都 Pagoda 设计酒店大堂互动影像作品《鎏瑩》

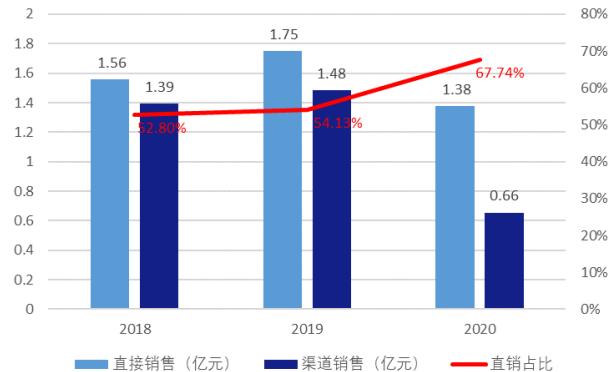


资料来源：君亭公众号，太平洋证券整理

(五) 重视直销客户优质，利用数字化培育会员体系

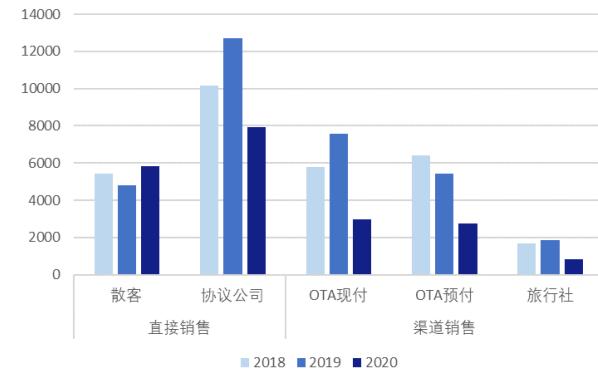
直销占比不断提高，散客收入较为稳定。君亭的直接销售指通过其线下的酒店前台以及线上的会员系统、官方网站及官方微信等销售网络向大众客户、协议客户等直接销售；而渠道销售则是通过第三方渠道代理销售。2018年至2020年，君亭的直销占比不断提高，2020年公司直销营收为1.38亿元/占比67.74%。细拆各销售方式，20年受疫情影响，通过协议公司、OTA及旅行社产生的营收均有不同程度的下降，但散客收入出现小幅增长，主要系公司旗下部分酒店被征作隔离酒店，产生营收。

图表 64：君亭直销占比不断提高



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 65：君亭细分销售收入情况（万元）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

协议客户资源优质，会员体系不断完善。在公司各销售方式中，协议客户产生的营收占比最高，2020 年达到 38.97%，主要系君亭客户资源优质，公司主要协议客户及合作期限为阿里巴巴集团/15 年、深圳慧行天下国际旅行社有限公司/6 年，合作关系稳定。此外，君亭还积极扩展合作客户，与广发银行、滴滴、春秋航空、英孚、南航、万达等公司进行会员推广合作。君亭直销方式的不断加强还与其会员体系的完善密不可分。目前君亭已建成“四季澜嘉会”会员体系，设立银卡、金卡、白金卡及钻石卡四种会员等级，不同等级的会员在住房折扣、预定保留及退房权益方面享有不同的优惠。

图表 66：君亭“四季澜嘉会”会员体系

会员等级	入会条件	住房、早餐、 下午茶折扣	预定保留时间	延迟退房	免费会议室 (视酒店情况)
银卡	免费领取	95 折	18: 00	14: 00	/
金卡	80 元	9 折	19: 00	15: 00	1 小时
白金卡	218 元	85 折	20: 00	15: 00	2 小时
钻石卡	每年白金卡消费 金额前 10%	8 折	21: 00	15: 00	2 小时

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

数字化平台降本提效，提升跨区域经营能力。公司持续完善信息系统建设，利用募集资金建立以“规范、高效、智能的酒店业务全过程管理”为核心的信息化综合管理平台，项目包含酒店样板展示中心、设计中心和信息化中心，建成之后将使得君亭能够把酒店设计、运营管理和品牌推广统一管理，从而促使一店一品、具有高管理要求的君亭降本提效。此外，君亭还将借助数字技

术推动旗下君亭与君澜两系会员的整合，实现集团内部的数据共享与业务的互联，继续完善会员体系的建设。

四、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

1. 酒店业务预测

从开业节奏上看，2022 年君亭定增项目落地，加速直营门店扩张步伐，预计 23、24 年君亭系直营门店数将显著增长，加盟店仍保持稳步增长。22 年收购的君澜、景澜亦乘休闲度假之风加速开店，进一步丰富公司门店数目。从经营情况上看，预计 22 年君亭系直营店 RevPAR 因疫情波动小幅下降，但来年随着疫情防控放开继续攀升，于 24 年将达到 295.46 元，超过疫前水平。

图表 67：酒店业务预测

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
君亭门店	直营	15	15	17	25	30
	加盟	27	31	35	40	45
	合营	1	1	1	1	1
	君亭合计	43	47	53	66	76
君澜门店				75	100	125
景澜门店				21	31	43
全部门店合计				149	197	244
君亭直营	RevPAR	183.17	231.15	211.90	253.25	295.46
	恢复到 19 年	63.79%	80.50%	73.80%	88.20%	102.90%
	ADR	367.14	398.33	384.44	418.61	448.51
	恢复到 19 年	85.95%	93.25%	90.00%	98.00%	105.00%
	OCC	49.89%	58.03%	55.12%	60.50%	65.88%
	恢复到 19 年	74.22%	86.33%	82.00%	90.00%	98.00%

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

2. 营业收入预测

从君亭整体情况上看，随着疫情恢复，预计 23 年君亭整体营收同比增长近九成，公司盈利能力不断提高，预计综合毛利率于 24 年达到 45.50%。分经营类型，22 年收购君澜、景澜丰富管理

业务，直营收入占比相对小幅下降，但随着募资项目的开展，直营营收及占比将迅速提升，为公司营收主要来源；酒店管理业务毛利率较高，随着公司经营管理能力的改善还将有小幅提升空间。

图表 68：君亭酒店营收预测（亿元）

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
酒店运营	营业收入	241.19	247.00	260.71	523.26	719.31
	收入增速	-34.24%	2.41%	5.55%	100.70%	37.47%
	营收占比	94.20%	89.01%	76.51%	80.96%	82.97%
	毛利率	21.96%	27.00%	28.77%	36.11%	39.58%
酒店管理	营业收入	14.84	30.51	80.03	123.05	147.60
	收入增速	-0.14%	105.58%	162.32%	53.75%	19.95%
	营收占比	5.80%	10.99%	23.49%	19.04%	17.03%
	毛利率	76.83%	84.03%	70.78%	74.34%	74.33%
君亭酒店	营业收入	256.03	277.51	340.74	646.31	866.91
	收入增速	-32.91%	8.39%	22.79%	89.67%	34.13%
	毛利率	25.14%	33.27%	38.63%	43.39%	45.50%

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

（二）估值及投资建议

君亭酒店作为中高端精选酒店，“小而美”特点突出，在保证质的前提下不断加快发展步伐，以长三角为核心向全国扩张。目前君亭旗下酒店覆盖度假与商旅两大品类，22 年收购的君澜与景澜酒店将进一步丰富公司休闲度假矩阵。

未来，君亭酒店业绩将受益于：(1) 定增募资完成，直营项目逐步开业与装修升级，君亭影响力进一步扩大；(2) 收购并入的君澜、景澜丰富度假业务，随着疫情放开，休闲度假业务迅速回暖；(3) 数字化能力提高，会员体系愈发完善，巩固优质客户资源。

预计 2022-2024 年君亭酒店将实现归母净利润 0.47 亿元/1.26 亿元/1.91 亿元，同比增速 28.12%/166.64%/51.82%。预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.36/0.97/1.48 元/股，2022-2024 年 PE 分别为 188.84/70.82/46.65 倍。看好公司发展，给予“增持”评级。

五、风险提示

风险提示：君亭酒店存在宏观经济经济增长放缓，居民入住需求受影响的风险；存在疫情反复，居民旅游出行受限风险；存在疫后从业者增加，市场竞争加剧风险等。

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	106	222	764	866	1093	营业收入	256	278	341	646	867
应收和预付款项	50	32	73	119	127	营业成本	192	185	209	366	472
存货	1	1	1	2	2	营业税金及附加	1	1	1	2	2
其他流动资产	47	141	126	183	181	销售费用	10	14	20	37	46
流动资产合计	204	396	964	1170	1402	管理费用	16	23	39	71	91
长期股权投资	0	0	6	6	6	财务费用	1	19	19	24	28
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	7	6	9	11	12	投资收益	1	2	3	6	9
在建工程	1	27	47	67	87	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	2	2	62	62	62	营业利润	39	41	61	166	253
长期待摊费用	143	113	143	143	143	其他非经营损益	3	4	2	2	2
其他非流动资产	95	828	859	869	879	利润总额	42	45	63	168	255
资产总计	452	1373	2091	2329	2592	所得税	8	11	16	42	64
短期借款	0	0	200	200	200	净利润	33	34	47	126	191
应付和预收款项	27	20	37	57	66	少数股东损益	-2	-3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	35	37	47	126	191
其他负债	139	884	881	972	1034						
负债合计	167	904	1118	1229	1301						
股本	60	81	130	130	130	预测指标					
资本公积	19	187	636	636	636		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	217	218	225	351	543	毛利率	25.14%	33.27%	38.63%	43.39%	45.50%
归母公司股东权益	296	486	991	1117	1308	销售净利率	13.70%	13.30%	13.88%	19.51%	22.09%
少数股东权益	-11	-18	-18	-18	-18	销售收入增长率	-32.9%	8.39%	22.79%	89.67%	34.13%
股东权益合计	285	469	973	1099	1291	EBIT 增长率	-57.3%	50.81%	32.07%	139%	48.31%
负债和股东权益	452	1373	2091	2329	2592	净利润增长率	-0.51	0.05	0.28	1.67	0.52
现金流量表(百万)						ROE	11.86%	7.59%	4.77%	11.29%	14.63%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROA	7.76%	2.69%	2.26%	5.42%	7.39%
经营性现金流	49	135	116	149	275	ROIC	10.80%	3.49%	3.01%	6.75%	9.15%
投资性现金流	-32	-118	-151	-24	-20	EPS(X)	0.58	0.56	0.36	0.97	1.48
融资性现金流	-6	101	577	-24	-28	PE(X)	0.00	61.29	188.84	70.82	46.65
现金增加额	11	117	542	101	227	PB(X)	0.00	5.69	9.01	8.00	6.83
						PS(X)	0.00	9.96	26.21	13.82	10.30
						EV/EBITDA(X)	-1.36	21.87	75.17	48.95	32.20

资料来源：WIND，太平洋证券



投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩贊阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。