

君亭酒店 (301073.SZ)

西南再下一城，关注暑期及杭州亚运机遇

增持

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 社会服务 · 酒店餐饮

◆ 投资评级: 增持(维持评级)

证券分析师:	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码: S0980511040003
证券分析师:	钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	执证编码: S0980513100003
证券分析师:	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码: S0980521120002
联系人:	杨玉莹	0755-81982942	yangyuying@guosen.com.cn	

事项:

公司公告: 君亭酒店近期公告与重庆渝中区文旅签订合作协议，拟投资 2.1 亿元在重庆分批次开设多家高品质酒店。2023-2024 年，首批项目投资重庆陆海国际中心及原大世界酒店，总客房规模约 500 间；并在渝中区设立君亭酒店西南总部。

国信社服观点:

- 君亭旗舰项目拟落子重庆，再次彰显公司大型项目获取能力与运营信心。**项目主要看点：①西南市场潜力大，西南地区连锁化率低于全国平均水平，但旅游、商务客源丰富，为近年来酒店集团重点布局区域。②项目规模大，首批两个项目客房规模达 500 间，相比其他有限服务酒店单店约 100 间+客房，再次体现公司对自身运营大房量项目的信心。③项目卡位佳，首批项目包含 1 家君亭酒店（约 300 间，翻牌大世界酒店，年内有望开业）、1 家 Pagoda 酒店（约 200 间，陆海国际中心），卡位重庆地标性建筑，临近重点旅游景区，对标成都 Pagoda（206 间，春熙路太古里商区），有望打造公司全国核心旗舰项目。④招商政策好，重庆积极引进国际国内知名酒店品牌落地，该项目系渝中区招商引资项目，**租金优势明显**（预计显著低于公司在营及在建直营项目约 1.5 元/天/㎡的平均租金水平）、财政补贴可观。合作协议约定，君亭酒店承诺 2024-2026 年西南总部公司营收分别达到 5000/7000/9000 万元，区级主要经济贡献达到 50/70/90 万元，差额补足；若贡献兑现，将享受地方政府约定比例的财政补贴（自 2024 年 1 月 1 日起 3 年内，根据公司西南区域总部区级主要经济贡献实得部分每年给予 80% 的政策扶持、给予经认定的西南总部公司高管（不超过 5 人）以其薪资所得部分的区本级经济贡献 50% 扶持）。若假设经济贡献主要为企业所得税，按 25% 税率及重庆市主城九区企业所得税区级留成比例 16%，估算 2024-2026 年 50/70/90 万元经济贡献分别对应税前利润约 1250/1750/2250 万元（考虑其他税收贡献及区留成比例变化，或存在差异）。此外，参考成都 pagoda，兼顾租金优惠等，我们预计重庆首批两家酒店自经营起约 2 年爬坡后有望贡献超 1 亿收入，税前利润有望不低于 2000-2500 万元，业绩承诺达成度相对较高；后续分批次再增加 2-3 家，若体量相当，则总计 4-5 家酒店全面建成后成熟期年收入有望贡献 2 亿+收入，税前利润有望不低于 4000-5000 万元。
- 今年自建直营项目扩张有望提速，体外基金投资进一步提供加速度。**此前定增项目规划 3 年内分三批次建设 15 家酒店（6/4/5 家）；结合最新跟踪，第一批正如期推进，原第二批深圳罗湖晚舟与新签约重庆项目或有望今年开业，整体看年内直营店开业有望提速至 7-8 家；截止 2023Q1 末，公司在手现金共 6.1 亿元，提供良好现金流支撑。此外，公司此前与南京悦凡投资合资设立君达城，预计可通过与 Pre-REITs、产业并购基金合作，吸引社会资本投资核心物业，上市公司前期以委托管理模式介入、后期待门店爬坡后收回相关股权，从而进一步加速全国直营店扩张步伐，年内有望落地项目。
- 暑期旺季君澜度假酒店有望受益，亚运会有望提升杭州及周边区域经营表现。**①暑期旺季可期：据中国民航报，预计今年暑运期间，国内航班和国内旅客有望较 2019 年分别增长 11%、7%，出游人次有望全面复苏。公司旗下君澜酒店系本土度假酒店 NO.1，2023Q1 末签约+开业门店共 222 家，暑期旺季度假品牌有望直接受益（估算 Q3 贡献约 3-4 成收入），助力管理费贡献弹性。②亚运会核心受益：第 19 届亚运会和第 4 届亚残

运会拟于 2023 年 9 月、10 月在杭州举办，客流带动预计不低于 500 万人次。公司旗下三品牌重点布局杭州及周边协办城市（宁波、温州、金华、绍兴、和湖州），在营约 80 家酒店、约 1 万间客房，且亚运会前当地直营店布局有望达 11 家（杭州 8 家、宁波 2 家、绍兴 1 家）；同时，旗下 5 家酒店（金华君澜/世贸君澜大饭店、金华国贸景澜大饭店、杭州富阳富春新天地景澜酒店、杭州 Pagoda）指定为官方接待酒店。总体而言，**短期百万客流增量有望带动 RevPAR 提升、助力管理费用弹性，并缩短新店爬坡**。若以直营店 RevPAR 恢复及君澜酒店单店综合管理费用为变量进行敏感性分析，参考公司公开投资者调研交流，目前预计 2023 年 RevPAR 同比 19 年增长 20-30%，我们假设增长区间为 16-30%；同时考虑君澜管理费弹性，假设区间为 78（2019 年平均水平）-86 万元（成熟门店比例提升），**按照敏感性测算 2023 年公司归母业绩有望实现 1.1-1.5 亿元**。中线看，亚运会有望提升杭州城市影响力，当地旅游行业有望持续受益。

4) **投资建议：关注暑期旺季与亚运会主题催化，阶段估值弹性有望显现，维持“增持”评级。**结合暑期展望及当前新店良好爬坡节奏，上调公司 23-25 年归母业绩为 1.23/1.96/2.83 亿元（此前为 1.03/1.55/2.16 亿元），同比分别+312%/+60%/+45%；EPS 为 0.63/1.01/1.46 元（此前为 0.86/1.29/1.78 元，公司于 2023.6.9 每 10 股转增 5 股摊薄影响），对应 PE63/39/27x；今年归母业绩乐观可看至 1.4-1.5 亿元，对应 EPS 0.72-0.77 元。公司立足中高端精品酒店君亭系和高端君澜系扩张成长：前者短期侧重直营扩张卡位核心城市，以君亭+Pagoda 品牌快速突破，成都 pagoda 的初步验证、深圳 pagoda 预计有望较快爬坡，进一步提振公司直营扩张信心；尽管直营店培育期固定成本拖累，但中线规模盈利可观，且可以点带面加速全国布局；君澜系一方面继续加码度假，委托管理扩张下，签约开店加速及经营门店 GOP 改善助业绩弹性；另一方面以君澜大饭店把握高端商务国产替代趋势扩张。**短期看好暑期旺季、杭州亚运会主题催化，阶段估值弹性有望显现**，中线看好公司中高端精品酒店品牌塑造与扩张成长及高端度假与商务潜力释放，维持“增持”评级。

5) 风险提示：直营店扩张不及预期，单店爬坡低于预期，单店收费提升不及预期，股东解禁减持风险等。

评论：

◆ 君亭旗舰项目拟落子重庆，再次彰显公司自身大型项目获取能力与运营信心

君亭酒店于 2023 年 6 月 16 日与重庆市渝中区文化和旅游发展委员会签订了《君亭酒店西南总部项目合作协议》，经协商拟投资 2.1 亿元在重庆分批次开设多家高品质酒店。2023-2024 年，**首批项目投资重庆陆海国际中心及原大世界酒店，总客房规模约 500 间**，并在渝中区设立君亭酒店西南总部。

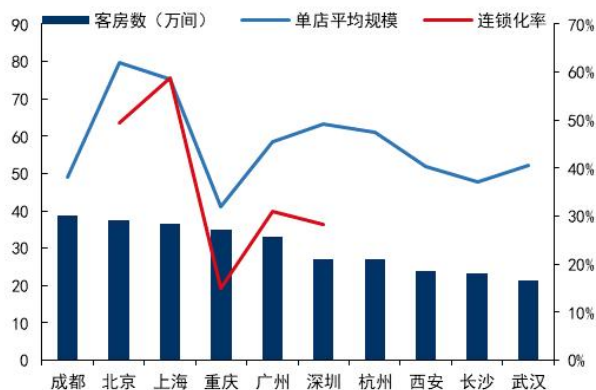
其中，渝中区文旅将为公司提供相关政务服务，在工商注册、税务登记办理等方面协调快捷高效的绿色通道，在项目落地、规范运营管理等方面提供支持；并自 2024 年 1 月 1 日起 3 年内，**根据区域总部主要经济贡献实得部分每年给予 80%的政策扶持、给予经认定的西南总部公司高管（不超过 5 人）以其薪资所得部分的区本级经济贡献 50%扶持**。

君亭酒店承诺 2024-2026 年西南总部公司营收分别达到 5000/7000/9000 万元，区级主要经济贡献达到 50/70/90 万元，差额补足。若贡献兑现，将享受上述约定比例的财政补贴。

我们认为该项目看点如下：

- 1、**市场潜力大**：西南地区连锁化率相对不高，疫后市场景气向上，为酒店集团重点布局区域。2022 年底，我国整体连锁化率为 39%，区域分化，其中西南地区相对更低（根据酒店之家，重庆连锁化率仅约 15%），预计旅游单体特色住宿占比更高。从需求端看，**重庆、成都商务、旅游居各城市前列（二者展会面积分别位居全国 3、7 名，旅游收入分别为第 2、4 名）**，大量商务与游客给予连锁酒店较大拓展潜力，近年来各大集团先后在西南设立区域运营中心或分公司。疫后恢复力领先，以 2023Q1 为例，浩华发布的西南酒店市场综合景气指数高于全国平均水平。总体而言，**当前酒店西南市场开发潜力较大**。
- 2、**项目规模大**：首批两个项目客房规模达到 500 间，相比其他有限服务酒店单店约 100 间+客房，体现公司对自身运营大房量项目的信心。

图1：2022年底境内酒店客房数TOP10城市情况



资料来源：盈蝶咨询，国信证券经济研究所整理

图2：2023Q1 酒店市场综合景气指数

2023年Q1 酒店市场综合景气指数				
	平均指数	住宿率	平均房价	总收入
华北	97	113	62	107
东北	70	65	55	80
华东	85	94	56	100
华中/华南	96	105	61	110
西南	99	112	69	113
西北	104	104	54	132
海南	99	113	42	120
全国平均水平	92	102	59	107

资料来源：浩华咨询，国信证券经济研究所整理

3、区位佳：首批项目卡位重庆地标性建筑，临近重点旅游景区，核心项目获取能力再验证。根据合作协议，首批项目包含君亭酒店（约300间，翻牌大世界酒店）、Pagoda酒店（约200间，陆海国际中心）各一家（成都pagoda为206间），均卡位地标性建筑。其中，陆海国际中心系重庆第一高楼，含23万平方米超甲级写字楼、10万平方米主题购物中心（已签约老佛爷百货西南首店、蔦屋重庆首店、blt精品超市等品牌，预计今年9月开业）及城市天际酒店，与轨道9号线（化龙桥站）无缝衔接，步行数分钟即可到达“渝中之眼”天地湖；大世界酒店位于解放碑步行街入口，门口即是地铁2号线临江门站，步行至洪崖洞10分钟、长江索道15分钟，旅游购物较为便利。本次项目再次验证公司对高投资核心卡位项目的获取能力，且考虑到此前成都和深圳Pagoda定价明显高于区域同类有限服务酒店水平，后续伴随重庆项目落地，君亭系全国品牌口碑有望进一步提升，全国复制扩张可期。

图3：重庆陆海国际中心酒店位置图示



资料来源：铭腾机构微信公众号，国信证券经济研究所整理

图4：重庆大世界酒店位置图示



资料来源：高德地图，国信证券经济研究所整理

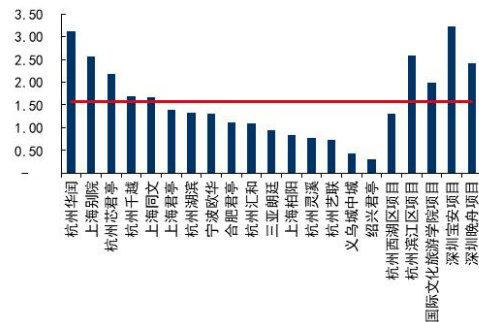
4、政策好：重庆招商引资政策全国领先，项目系当地招商引资项目，租金优势明显。2022年7月，重庆市出台《关于推动住宿业规范发展的意见》，力争到“十四五”末，全市住宿从业单位达到2.5万家；同时，积极引进国际国内知名酒店品牌落地重庆布局运营，在土地出让、税费减免、信贷扶持、社会保障等方面，研究出台和实施一批促进住宿业发展的扶持政策。本项目即与渝中区文旅合作，租金红利显著（预计显著低于公司直营项目约1.5元/天/㎡的平均租金水平），兼顾财政补贴，盈利进一步提升。结合前述业绩承诺，若假设经济贡献主要为企业所得税，按25%税率及重庆市主城九区企业所得税区级留成比例16%，估算2024-2026年50/70/90万元经济贡献分别对应税前利润约1250/1750/2250万元；考虑增值税等其他税收贡献及区留成比例变化，或存在差异。

图5：重庆市《关于推动住宿业规范发展的意见》

指标	内容
发展目标	力争到“十四五”末，全市住宿从业单位达到2.5万家，实现入境过夜游客人次及增幅、国内过夜游客人次及增幅双提升，各类住宿从业单位的规范化管理水平进一步提高。
大力发展品牌特色酒店	积极引进国际国内知名通店品牌落地重庆布局运营。建设经营具有巴渝历史文化、地域特色的主题酒店、商务酒店、度假酒店、星级农家乐（乡村酒店）等。发展经济型酒店，推动住宿业连锁化经营。
落实惠企政策	在土地出让、税费减免、信贷扶持、社会保障等方面，研究出台和实施一批促进住宿业发展的扶持政策。

资料来源：重庆市人民政府官网，国信证券经济研究所整理

图6：公司各直营店及整体租金水平（元/平方米/天）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

总体而言，参考成都 pagoda 模型表现，兼顾租金及财政补贴，重庆项目不排除盈利能力更胜一筹。参考公司年报，2023Q1 成都 pagodaRevPAR 超 600 元，估算收入超 1100 万元、净利率约 12%；考虑 2022 年 2 月开业后正常运营时间不足 2 个月及 Q1 本系酒店淡季，我们预计其 2023 年营收有望达 5000-6000 万元，税前利润有望达 1300-2000 万元，在公司既有直营项目中领先。参考成都 pagoda，考虑到重庆项目卡位优势，我们预计重庆首批两家酒店自经营起 2 年爬坡后有望贡献超 1 亿收入，税前利润有望不低于 2000-2500 万元；后续分批次有望拓展至共计 4-5 家，若体量相当，则总计 4-5 家酒店全面建成后成熟期年收入有望贡献 2 亿+收入，税前利润有望不低于 4000-5000 万元。

表1：疫前公司各直营门店收入及业绩表现

酒店名称	开业时间	2018			2019		
		营业收入	净利润	净利率	营业收入	净利润	净利率
杭州艺联	2007. 4	1757. 8	464. 7	26. 40%	1618. 1	383. 8	23. 70%
绍兴君亭	2008. 1	1101	356. 2	32. 30%	970. 4	263. 5	27. 20%
上海中星	2012. 4	4335. 6	1291. 2	29. 80%	4280. 9	1342. 3	31. 40%
合肥银泰	2013. 6	4170. 8	798. 8	19. 20%	3754. 7	767. 5	20. 40%
上海柏阳	2013. 12	3287. 4	1060. 1	32. 20%	3072. 5	913. 8	29. 70%
杭州西溪谷	2015. 2	2875	602. 6	21. 00%	2840. 6	555. 1	19. 50%
杭州汇和	2015. 6	4491. 3	907. 5	20. 20%	4203. 8	755. 6	18. 00%
宁波欧华	2017. 11	813. 4	-551. 4	-67. 80%	933. 4	-485. 8	-52. 00%
三亚大东海	2017. 12	1314. 8	-83. 3	-6. 30%	1452. 4	-141. 6	-9. 70%
上海 Pagoda	2018. 1	1600. 2	-300. 9	-18. 80%	3537	337. 5	9. 50%
杭州千越	2018. 6	932. 1	-877. 9	-94. 20%	2356. 7	47. 5	2. 00%
杭州芯君亭	2019. 3				819. 1	77. 2	9. 40%
杭州 Pagoda	2019				2364. 9	-70. 3	-3. 00%
奉化夜泊	2020. 4						
上海同文徐汇	2020. 6	3132. 9	597. 8	19. 10%	2215. 6	941. 3	42. 50%
杭州湖滨	2005. 1	1634. 7	312. 1	19. 10%	1216	56. 2	4. 60%
义乌城中城	2009. 3	875	58. 6	6. 70%	755. 3	49	6. 50%
义乌华丰	2009. 1	686. 6	535	77. 90%			
总计		33008. 5	5171	15. 70%	36391. 4	5792. 6	15. 90%
公司整体		34, 115. 64	6020. 69	17. 65%	38, 163. 62	7225. 38	18. 93%
直营贡献占比		97%	86%	89%	95%	80%	84%

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理 注：2018 年 11 月，义乌华丰君亭酒店因征地拆迁关闭；2020 年 5 月，义乌城中城君亭酒店因租约到期关闭；2021 年 4 月，杭州湖滨君亭酒店因租约到期关闭；此外，2019 年 9 月，上海同文君亭酒店（上海虹口区）关闭，同城迁建上海同文君亭徐汇分店（上海徐汇区）于 2020 年 6 月开业，因当期享受政府拆迁补偿实现盈利。

此外，前定增项目规划 3 年内分三批次建设 15 家酒店（6/4/5），结合最新跟踪，第一批正如期推进，原第二批深圳罗湖晚舟项目与新签约重庆项目或有望今年开业，整体看年内直营店开业有望提速至 7-8 家；截止 2023Q1 末，公司在手现金共 6.1 亿元，提供良好现金流支撑。考虑公司过往直营店及新增成都、深圳 pagoda 良好经营表现，我们预计上述直营扩张有助于进一步夯实公司基本盘，扩大规模，进一步巩固

公司在行业的市场地位，助力进一步全国扩张。

表2：拟设立酒店基本情况介绍

	项目名称	项目基本情况	进展
第一批	杭州西湖区项目	区位： 位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，有良好的商业环境，同时也具有交流客源支撑，符合杭州地区发展方向。 定位： 拟打造为“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。	预计 7-8 月开业
	杭州滨江区项目	区位： 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，通过该酒店建设，公司能够充分填补在滨江区市场的空白。	预计 6 月底开业
	国际文化旅游学院项目	定位： 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，并作为君亭酒店与院校之间合作的典范。	预计 10 月开业
	无锡项目	区位： 位于无锡历史文化街区，是存量酒店，该项目建成后将进一步补齐公司地域发展短板。 定位： 酒店设计融合当地历史文化和江南风情，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。	-
	北京项目	区位： 坐落于北京市，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。 定位： 酒店整体属庭院式酒店，建筑设计风格古朴自然，后续公司将积极盘活该目标酒店，进行小范围调整，开展市场化经营。	预计年底开业
	深圳项目	区位： 广东省深圳市宝安区，是公司打开 大湾区区域市场的首发项目 ，符合君亭酒店区域直营加矩阵式发展的前端战略定位。 定位： 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。	已开业
第二批	深圳晚舟项目	区位： 广东省深圳市罗湖区	执照报批阶段

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 积极孵化体外基金，加速直营卡位，海外喜达屋资本有借鉴

公司此前与南京悦凡投资合资设立君达城，助推直营加速卡位并进一步打开中线空间。君亭酒店于 2023 年 3 月 1 日与南京悦凡投资共同出资，设立上海君达城，注册资本共 7000 万元（公司出资 6300 万元，悦凡投资出资 700 万元，各占 90%、10%）。预计君达城可通过设立体外产业并购基金（预计合资公司前期持股较低）吸引社会资本投资核心物业、上市公司前期以委托管理模式介入、后期待门店爬坡后收回相关股权，从而加速全国直营店扩张步伐。

图7：上海君达城股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

海外借鉴：酒店高度专业化分工背景下，喜达屋资本在喜达屋酒店集团扩张中发挥关键作用。喜达屋酒店管理集团最初可以溯源到 1993 年，喜达屋资本集团（专业地产基金管理公司，2015 年 PERETOP50 中排名第二仅次于黑石集团）二号基金（SOF II）成立后，通过收购酒店类 REITS 公司 HQT 大部分不良债务、并获得 HQT 公司 75% 的股权，重组后 HQT 共持有 47 家酒店权益，即喜达屋酒店管理集团前身。喜达屋资本先后收购多家酒店物业所有权，而喜达屋酒店管理集团则拥有品牌和管理合同，助推其较快完善自身品牌矩阵，跻身国际前列。我们认为，借鉴海外相关经验，君亭酒店这次体外基金设立有助于其撬动社会资本，加速直营扩张。

◆ 君澜系：度假酒店先发卡位、单店管理费弹性助力业绩贡献，商务饭店顺应国产替代规模有望突破

君澜度假先发卡位，单店贡献有望提升。君澜系国内高端品牌 TOP1，旗下包括君澜度假、君澜大饭店、君澜理等系列产品。截至目前，君澜已开业及筹建中门店覆盖 100 多处优质自然资源及景区，投资管理超 200 家酒店，客房总数近 60000 间；今年君澜规划开业 20 家酒店，包括 10 家君澜度假酒店、8 家君澜大饭店以及 2 家全新品牌君澜理，其中度假系列继续深耕以江苏、浙江、安徽、江西为主的江南度假圈，以福建为原点拓展华南度假圈，同时积极抢占四川、云南等西南度假圈，持续扩容。伴随出游人次恢复，预计单店管理费弹性有望显现。

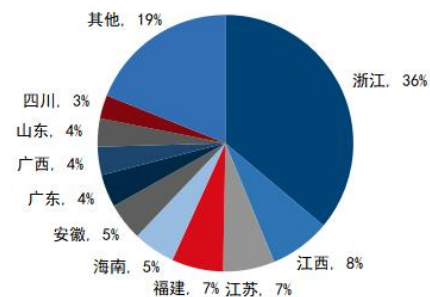
君澜大饭店把握国产替代趋势，有望实现新突破。在国内高端酒店领域，过往地产投资浪潮下主要以外资国际酒店龙头为主，核心在于品牌溢价支持，但经营分化较大。随着国内高端酒店市场逐步由增量供给转为存量供给，地产商本身经营压力下，也倒逼其酒店运营更追求经营改善，为本土高端酒店管理集团扩张带来一定的机遇。针对外资酒店换牌、本土酒店换牌或是自营经营不善的存量酒店，君澜目前已形成了一系列平稳过渡的方法与指导办法，贯穿酒店接管的全生命周期，预计后续有望进一步实现规模突破。

图8：国内连锁酒店豪华品牌 TOP10 市占率（房量口径）

品牌名称	所属集团	门店数	客房数
君澜酒店	君亭酒店集团	99	24388
开元名都	德胧集团	93	29339
富力酒店	富力集团	92	28455
雷迪森酒店	雷迪森酒店集团	89	19591
锦江酒店	锦江国际集团	81	24328
凤凰酒店	凤悦酒店及度假村	75	31346
首旅建国	首旅如家酒店集团	71	21649
施柏阁	华住酒店集团	54	14040
世纪金源	世纪金源酒店	23	11265
恒大酒店	恒大酒店管理集团	17	10633

资料来源：盈蝶咨询，国信证券经济研究所整理

图9：君澜酒店区域分布情况（含筹建中门店）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 后续展望：暑期旺季君澜度假酒店有望受益，亚运会有望提升杭州区域经营表现

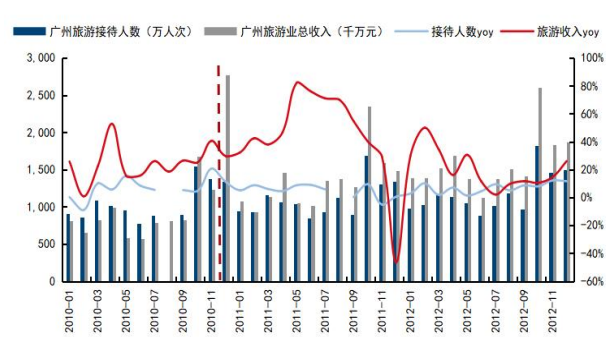
暑期旺季休闲出游可期，君澜作为国内度假酒店龙头有望直接受益。据中国民航报，预计今年暑运期间，国内航班和国内旅客有望较 2019 年分别增长 11%、7%，出游人次有望全面复苏。公司旗下君澜酒店系本土度假酒店 NO. 1，暑期旺季度假品牌有望直接受益（Q3 有望贡献 3-4 成收入），考虑君澜系收费主要来自基础管理费与奖励管理费，经营改善 GOP 增加有望带来奖励管理费弹性，进而有望助力君澜系业绩贡献。

图10：北京冬奥会签约酒店入住率领先优势维持 4 周



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

图11：广州亚运会前后广州旅游接待人数及旅游收入变化



资料来源：广州市文化广电旅游局，国信证券经济研究所整理

亚运会有望提振杭州城市名片，有望带来持续客流增量，公司有望直接受益。第 19 届亚运会和第 4 届亚残运会分别将于 2023 年 9 月、10 月在杭州举办。根据组委会，本次杭州亚运会预计有 12000 多名运动员、

5000 名随队官员、4700 名技术官员、12000 多名媒体记者以及数百万（预计不低于 500 万人次）观众参与。君亭酒店重点布局杭州及周边协办城市（宁波、温州、金华、绍兴、和湖州），三个品牌在营约 80 家酒店、约 1 万间客房，亚运会前公司当地直营店布局有望达 11 家（杭州 8 家、宁波 2 家、绍兴 1 家）；且旗下金华君澜大饭店、世贸君澜大饭店，金华国贸景澜大饭店，杭州富阳富春新天地景澜酒店、杭州 Pagoda 君亭 5 家酒店成为官方接待酒店，短期有望直接受益于百万量级客流增量。中线看，亚运会可带来杭州城市影响力的提升，当地旅游行业将持续受益，例如 2010 年广州亚运会后，当地接待人数与旅游收入在 2 年内持续增长，旅游收入从 2010 年 1255 亿元提升 50%+至 2012 年的 1911 亿元。

业绩测算：2023 年公司归母业绩有望实现 1.1-1.5 亿元。参考公司公开投资者调研交流，目前公司对整体的市场前景持乐观态度，预计 2023 年 RevPAR 同比 19 年增长 20-30%，我们假设增长区间为 16-30%；同时考虑君澜管理费弹性，假设区间为 78（2019 年平均水平）-86 万元（成熟门店比例提升），综合预计 2023 年公司归母业绩有望实现 1.1-1.5 亿元，其中若暑期旺季及亚运会客流带动良好，则全年业绩有望达到甚至超区间上限。

表3：2023 年君亭酒店业绩弹性

		直营店 RevPAR 较 2019 年增长							
		16%	18%	20%	22%	24%	26%	28%	30%
君澜 单店 合计 管理费 收入 /万元	78	112.2	116.5	120.9	125.2	129.5	133.8	138.1	142.4
	80	113.1	117.4	121.7	126.0	130.4	134.7	139.0	143.3
	82	114.0	118.3	122.6	126.9	131.2	135.5	139.9	144.2
	84	114.8	119.1	123.5	127.8	132.1	136.4	140.7	145.0
	86	115.7	120.0	124.3	128.6	133.0	137.3	141.6	145.9

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

◆ 投资建议：关注暑期旺季与亚运会主题催化，阶段估值弹性有望显现，维持“增持”评级

结合暑期展望及当前新店良好爬坡节奏，上调公司 23-25 年归母业绩为 1.23/1.96/2.83 亿元（此前为 1.03/1.55/2.16 亿元），同比分别+312%/+60%/+45%；EPS 为 0.63/1.01/1.46 元（此前为 0.86/1.29/1.78 元，公司于 2023.6.9 每 10 股转增 5 股摊薄影响），对应 PE63/39/27x；今年归母业绩乐观可看至 1.4-1.5 亿元，对应 EPS 0.72-0.77 元。公司立足中高端精品酒店君亭系和高端君澜系扩张成长：前者短期侧重直营扩张卡位核心城市，以君亭+Pagoda 品牌快速突破，成都 pagoda 的初步验证、深圳 pagoda 预计有望较快爬坡，进一步提振公司直营扩张信心；尽管直营店培育期固定成本拖累，但中线规模盈利可观，且可以点带面加速全国布局；君澜系一方面继续加码度假，委托管理扩张下，签约开店加速及经营门店 GOP 改善助业绩弹性；另一方面以君澜大饭店把握高端商务国产替代趋势扩张。**短期看好暑期旺季、杭州亚运会主题催化，阶段估值弹性有望显现**，中线看好公司中高端精品酒店品牌塑造与扩张成长及高端度假与商务潜力释放，维持“增持”评级。

◆ 风险提示

直营店扩张不及预期，单店爬坡低于预期，单店收费提升不及预期，股东解禁减持风险等。

表4: 可比公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 6.19	总市值 亿元 RMB	EPS				PE				投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
301073. SZ	君亭酒店	39.45	76.71	0.25	0.63	1.01	1.46	160	63	39	27	增持
600754. SH	锦江酒店	48.55	519.51	0.11	1.44	2.10	2.59	441	34	23	19	买入
1179. HK	华住集团-S	34.00	1011.24	-0.43	1.07	1.24	1.53	-	29	25	20	买入
600258. SH	首旅酒店	20.64	230.93	-0.52	0.71	1.05	1.23	-	29	20	17	买入

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《君亭酒店(301073. SZ)-核心门店改造影响一季报表现, 塑品牌扩规模轻重结合扩张》——2023-04-27
- 《君亭酒店(301073. SZ)-三季度保持良好增长, 再融资加速跨区域扩张》——2022-10-26
- 《君亭酒店(301073. SZ)-二季度维持盈利 资本助力逆势扩张》——2022-08-28
- 《君亭酒店(301073. SZ)-再融资助力直营扩张, 逆势积极卡位加速成长》——2022-06-07
- 《君亭酒店(301073. SZ)-疫情下经营相对稳健, 未来规模扩张有望提速》——2022-04-26

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	222	678	1409	1496	1877	营业收入	278	342	635	909	1276
应收款项	58	100	115	164	32	营业成本	185	219	380	534	745
存货净额	1	1	2	2	177	营业税金及附加	1	1	2	3	4
其他流动资产	23	22	40	57	8	销售费用	14	22	25	28	37
流动资产合计	396	824	1589	1744	2117	管理费用	23	40	42	57	79
固定资产	34	23	37	62	83	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	2	62	61	59	58	财务费用	19	22	13	8	8
投资性房地产	941	1107	1107	1107	1107	投资收益	2	3	1	2	2
长期股权投资	0	6	6	146	146	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	1373	2022	2800	3118	3511	其他收入	3	1	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	77	90	68	50	100	营业利润	41	42	174	279	404
应付款项	14	28	41	57	55	营业外净收支	4	1	1	1	1
其他流动负债	67	121	124	172	240	利润总额	45	43	175	280	405
流动负债合计	158	239	233	279	394	所得税费用	11	10	40	64	93
长期借款及应付债券	0	0	690	810	870	少数股东损益	(3)	3	12	20	28
其他长期负债	746	823	823	823	823	归属于母公司净利润	37	30	123	196	283
长期负债合计	746	823	1513	1633	1693	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	904	1062	1746	1912	2088	净利润	37	30	123	196	283
少数股东权益	(18)	(13)	(5)	9	29	资产减值准备	1	4	13	10	11
股东权益	486	973	1059	1196	1395	折旧摊销	3	3	5	7	10
负债和股东权益总计	1373	2022	2800	3118	3511	公允价值变动损失	(0)	(0)	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	19	22	13	8	8
每股收益	0.31	0.25	0.63	1.01	1.46	营运资本变动	(25)	(58)	(5)	7	84
每股红利	0.00	0.34	0.19	0.30	0.44	其它	(4)	(5)	(5)	3	8
每股净资产	4.02	8.06	5.45	6.15	7.17	经营活动现金流	12	(26)	131	224	396
ROIC	12%	6%	19%	41%	55%	资本开支	0	5	(31)	(41)	(41)
ROE	8%	3%	12%	16%	20%	其它投资现金流	(92)	69	0	0	0
毛利率	33%	36%	40%	41%	42%	投资活动现金流	(92)	67	(31)	(181)	(41)
EBIT Margin	20%	17%	29%	31%	32%	权益性融资	0	505	0	0	0
EBITDA Margin	21%	19%	30%	32%	33%	负债净变化	0	0	690	120	60
收入增长	8%	23%	86%	43%	40%	支付股利、利息	(1)	(41)	(37)	(59)	(85)
净利润增长率	5%	-19%	312%	60%	44%	其它融资现金流	198	(8)	(22)	(18)	50
资产负债率	65%	52%	62%	62%	60%	融资活动现金流	197	414	631	43	25
息率	0.0%	0.9%	0.8%	1.2%	1.8%	现金净变动	117	456	731	87	381
P/E	129.1	160.2	62.5	39.2	27.1	货币资金的期初余额	106	222	678	1409	1496
P/B	9.8	4.9	7.2	6.4	5.5	货币资金的期末余额	222	678	1409	1496	1877
EV/EBITDA	97.9	92.1	49.3	32.7	23.3	企业自由现金流	0	(4)	112	194	368
						权益自由现金流	0	(12)	770	289	472

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032