

买入（维持）

深耕不辍结硕果，风云际会迎机遇

君亭酒店（301073）深度报告

2023年7月28日

投资要点：

分析师：邓升亮

SAC 执业证书编号：

S0340523050001

电话：0769-22119410

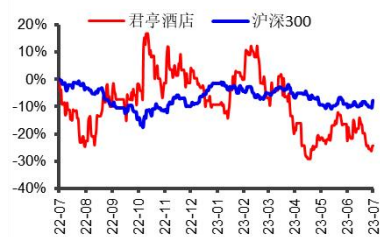
邮箱：

dengshengliang@dgzq.com.cn

主要数据 2023年7月27日

收盘价(元)	36.64
总市值(亿元)	71.25
总股本(亿股)	1.94
流通股本(亿股)	0.85
ROE(TTM)	3.06%
12月最高价(元)	54.15
12月最低价(元)	32.55

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **下半年酒店业供需错配或加剧，酒店业绩可期。**酒店行业在疫情期间出现供给大幅出清，2021年全国住宿业设施数为36.1万家，较疫情前峰值的60.8万家下降约40.72%。2022年底国内住宿业设施数小幅回升，主要系新十条后隔离酒店供给释放及部分单体酒店恢复营业，但整体供给仅相当于2017年初水平。2023年以来国内旅游出现爆发式增长，带动酒店平均房价先行复苏，Q1龙头酒店集团RevPAR已恢复至疫情前水平。下半年暑期旺季迎来高消费的亲子游需求释放和毕业游，并将有大运会、杭州亚运会、中秋国庆黄金周等密集接棒，或将加剧旺季供需错配，看好下半年酒店业经营业绩增长。公司深耕长三角地区，君澜品牌布局全国多省市，预计公司将充分享受旺季需求上涨利好和亚运会等溢出效应。
- **酒店业结构性升级提升平均房价。**对消费者而言，居民消费水平的提升带动对住宿体验要求的提高，拉动酒店供给结构性向中高端升级。2005年以来的数据显示，中国星级饭店占比中，中高星级饭店占比快速扩大，取代一、二星级饭店成为主流。对酒店而言，休闲旅游与差旅游客平均消费水平已提升至中高端酒店房价区间，传统经济型酒店提价困难，扩大中高端酒店占比有利于酒店集团提升平均房价。公司创始人早早抓住消费升级机遇，君亭品牌在中高端市场已形成较高的知名度和品牌力，旗下以中高端酒店为主且直营占比较大，料君亭将拥有较强的业绩弹性，下半年业绩验证可期。
- **后疫情时代酒店连锁化率提升，强者愈强。**疫情期间减少的供给主要集中在中小单体酒店，而锦江、华住等连锁酒店龙头选择逆势扩张，保持了较高的开店速度，导致酒店连锁化率快速提升至2022年末的38.8%，连锁酒店市场呈现强者愈强趋势。公司上市后并购君澜、景澜品牌，旗下运营管理酒店规模快速跃升至国内酒店集团第十八位，在中高端市场品牌影响力快速扩大，并以区域旗舰首店模式快速打开其余地区市场，以西南首店、北京首店、深圳首店为基础，向北京、深圳、成都、上海等重点城市发展。
- **投资建议：**公司在中高端市场耕耘多年顺应行业发展趋势，疫情期间保持逆势扩张，上市并购君澜、景澜后规模快速扩大，区域首店旗舰店模式效果显著，有望逐渐打开全国市场。看好公司长期发展提速，下半年暑期旺季、中秋国庆黄金周与杭州亚运会有望提升公司经营指标，业绩验证或成为催化剂，预计公司2023-2024年EPS分别为0.63元和1.06元，对应估值分别为58.35倍和34.66倍，维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示。**行业竞争加剧、自然灾害、宏观经济波动、OTA议价能力下降、下半年出行消费增长不及预期等风险。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 深耕不辍结硕果	4
1.1 专注中高端市场	4
1.2 疫情冲击韧性显	5
1.3 业绩有望进入快速恢复阶段	6
1.4 创始团队持股比例高，管理层理念一致	7
2. 酒店供给收紧 下半年有望成为黄金窗口期	8
3. 风云际会迎机遇	10
3.1 中高端化正当时	10
3.2 强者愈强 中高端连锁化率有望持续提高	15
3.3 深耕中高端市场十余载 上市并购开启全国性扩张步伐	17
4. 投资策略	20
5. 风险提示	21

插图目录

图 1：君亭酒店品牌矩阵	4
图 2：君亭酒店发展历程	4
图 3：疫情期间公司经营净现金流为正	5
图 4：公司资产负债率处于健康水平	5
图 5：公司上市后加快扩张速度	6
图 6：公司营收及同比增速（亿元，%）	6
图 7：公司归母净利润及同比增速（亿元，%）	6
图 8：公司毛利率稳定（%）	7
图 9：公司净利率受疫情影响承压（%）	7
图 10：君亭酒店十大股东（截至 2023 年一季报）	7
图 11：近年来城镇新增住宿业固投规模放缓	8
图 12：住宿和餐饮业固投（不含农户）完成额增速下降	8
图 13：全国住宿业设施数（万家）	8
图 14：全国住宿业客房规模（万间）	8
图 15：酒店业设施数及占比（万家，%）	9
图 16：酒店业客房数及占比（万间，%）	9
图 17：2022 年中国酒店集团前 30 名（按客房规模计算）	9
图 18：高星级饭店占比逐步提升	11
图 19：中高端连锁酒店总收入（十亿元）	11
图 20：按档次分内地酒店数（万家）	11
图 21：按档次分内地酒店客房数（万间）	11
图 22：中国饭店集团近三年各层级品牌占比	12
图 23：2023 年筹开饭店按档次划分占比	12
图 24：2021 年国内一二线城市酒店预订均价分布	12
图 25：2021 年国内三四线城市酒店预订均价分布	12
图 26：2023 年企业差旅预算相对 2022 年变化情况	13
图 27：锦江酒店 2023Q1 开业酒店及客房分布（家，间）	13
图 28：华住酒店集团 2023Q1 酒店结构（家）	13
图 29：锦江酒店经营指标	14
图 30：首旅酒店经营指标	14

图 31：华住集团经营指标	15
图 32：君亭酒店经营指标	15
图 33：中国酒店连锁化率（%，按客房数计算）	15
图 34：中国连锁酒店品牌数量（个）	15
图 35：三大连锁酒店龙头疫情期间保持较快开店速度	16
图 36：三大连锁酒店龙头 pipeline（家）	16
图 37：2022 年末内地酒店连锁化率（按档次划分）	16
图 38：中国连锁酒店渗透率有望持续增长	16
图 39：上海 Pagoda 君亭设计酒店融入大量东方艺术文化元素	17
图 40：迈点中高端酒店品牌指数排名前十（2023 年 6 月）	17
图 41：迈点高端酒店品牌指数排名（2023 年 6 月）	18
图 42：公司不同运营模式收入（亿元）	20
图 43：公司分地区收入（亿元）	20

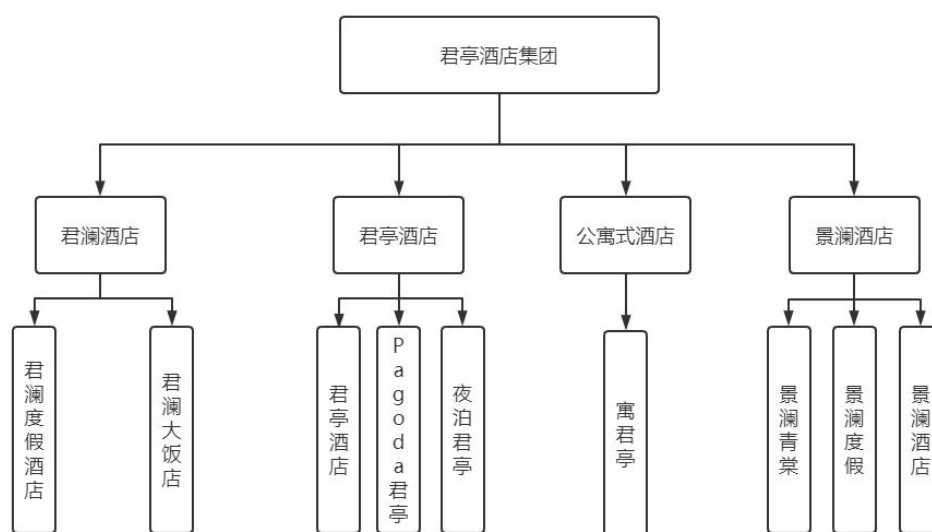
表格目录

表 1：公司盈利预测简表（2023/7/27）	20
-------------------------------	----

1. 深耕不辍结硕果

国内中高端酒店龙头集团之一，收购君澜、景澜构筑中高端品牌矩阵。君亭品牌起始于创始团队在印尼的一次采风之旅，团队以城市休闲生活理念为核心，融合东南亚历史文化、中外元素结合等艺术设计营造独特的休闲美学氛围，打造具有东方意境和休闲美学的旅居之所。君亭酒店是我国中高端酒店龙头企业之一，旗下拥有君亭酒店、Pagoda 君亭和夜泊君亭等酒店品牌，2022 年公司收购高端度假品牌君澜酒店和高端社区生活酒店品牌景澜酒店，形成了三大体系近十个品牌，构筑中高端酒店品牌矩阵。

图 1：君亭酒店品牌矩阵

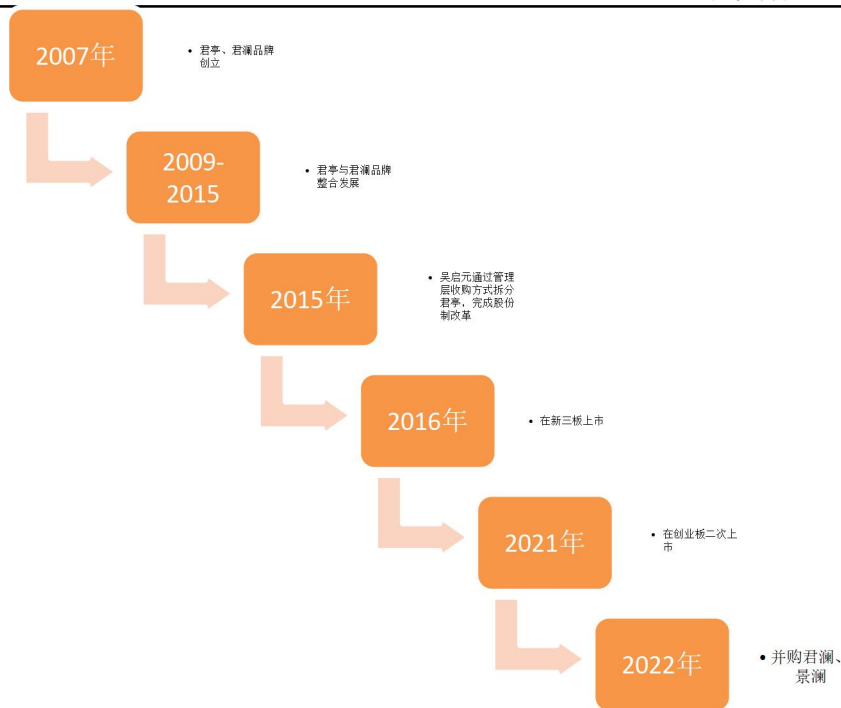


资料来源：公司官网，公司公告，东莞证券研究所

1.1 专注中高端市场

专注中高端精选酒店细分赛道，二次上市开启高速扩张阶段。在经济型酒店发展黄金时代后半程，公司创始人吴启元凭借自身对中国酒店市场的理解和判断，于 2007 年创立“君亭”和“君澜”两个酒店品牌，“君亭”品牌主打有限精选商务市场，“君澜”品牌主打休闲度假，填补中高端及度假市场空白。此后，君亭与君澜品牌整合发展，规模快速扩大。至 2015 年，由于君亭、君澜品牌持续深耕各自的细分赛道，吴启元及创始团队选择以管理层收购方式将君亭品牌从君澜体系中分拆，让二者得以聚焦各自市场。2015 年 9 月，君亭酒店完成股份制改革，并于次年成功在新三板上市，开启快速扩张阶段。2021 年，公司成功在创业板二次上市，并于 2022 年 1 月收购君澜和景澜品牌，推动公司规模快速扩张，从长三角走向全国。

图 2：君亭酒店发展历程

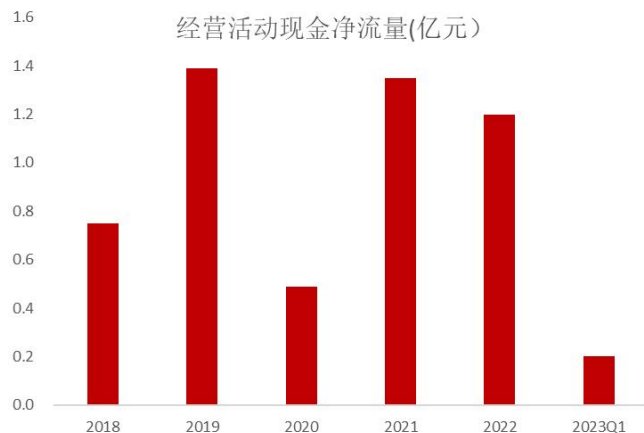


资料来源：公司官网，公司公告，东莞证券研究所

1.2 疫情冲击韧性显

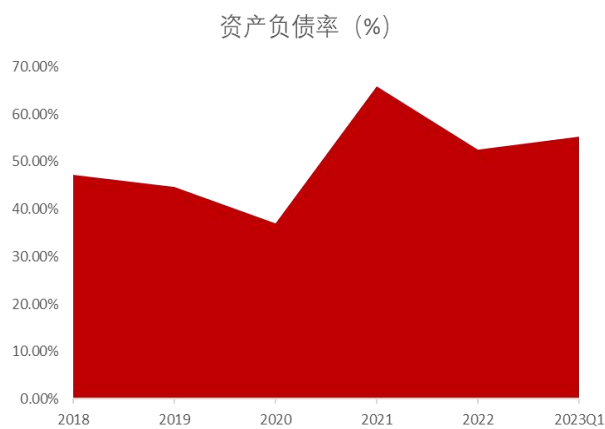
现金流强劲，疫情凸显公司经营韧性。公司经营现金流强劲，2018年至2023年一季度，公司经营活动现金净流量分别为0.75亿元、1.39亿元、0.49亿元、1.35亿元、1.20亿元、0.20亿元。公司现金流长期为正，2020年受疫情冲击大幅下滑，但公司及时调整开店节奏，2021年经营现金流已快速修复。2018年至2020年，公司资产负债率从47.35%下降至36.88%，2021年上升至65.86%主要系公司完成公开发行A股股票以及执行“新租赁准则”所致。截至2023年一季度，公司资产负债率为55.32%，债务比率健康。

图 3：疫情期间公司经营净现金流为正



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 4：公司资产负债率处于健康水平

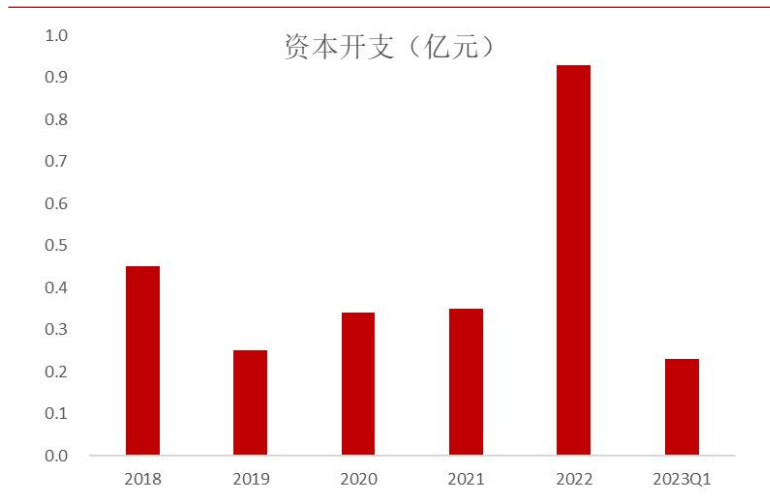


资料来源：wind，东莞证券研究所

资本支出提速，加快扩张步伐。公司2018年至2023年一季度资本开支分别为0.45亿元、0.25亿元、0.34亿元、0.35亿元、0.93亿元、0.23亿元。上市后公司资本支出大幅提升，收购君澜、景澜品牌加速全国化布局。2023年一季度君亭品牌新签约2家直营

酒店，君澜、景澜分别新签约 9 家和 2 家项目，预计公司业绩将进入快速增长阶段。

图 5：公司上市后加快扩张速度



资料来源：wind，东莞证券研究所

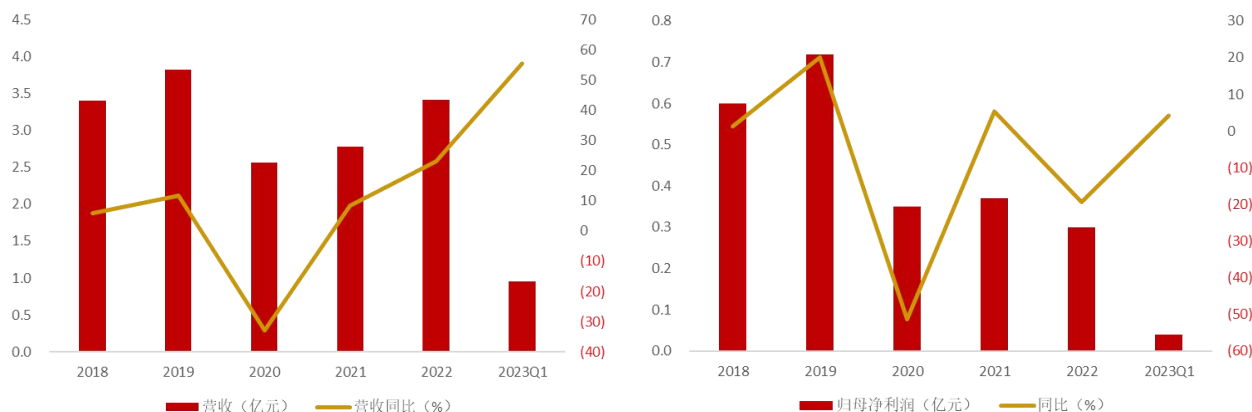
1.3 业绩有望进入快速恢复阶段

疫情期间公司业绩承压。2018-2022 年，公司分别实现营业总收入 3.41 亿元、3.82 亿元、2.56 亿元、2.78 亿元、3.42 亿元，2020 年新冠疫情爆发，防疫要求阻断了公司核心的跨省客流来源，中断公司快速增长趋势。疫情期间公司业绩出现逆势增长，一是公司旗下开业酒店数量持续增长，二是公司 2022 年完成对君澜、景澜的收购，业务规模迅速扩大，三是公司加大疫情隔离酒店供给，2022 年上半年公司上海市全域酒店、江苏省全域酒店及浙江省部分酒店均从事隔离酒店业务，陆续有 25 家君亭酒店、36 家君澜酒店、4 家景澜酒店参与隔离保障工作，旗下所有酒店均未停工停产。隔离酒店确保疫情蔓延期间公司入住率稳定，疫情受控后公司旗下酒店迅速恢复正常运行，承接复苏客流，灵活应对疫情使得公司在疫情期间维持一定的盈利水平。2020 年至 2022 年公司归母净利润分别为 0.35 亿元、0.37 亿元、0.30 亿元，受疫情影响较小。

疫情结束后业绩有望进入快速恢复阶段。2023 年一季度，公司在乙类乙管后首个经营季度实现营业收入 0.96 亿元和归母净利润 0.04 亿元，同比分别增长 55.63%、4.21%。一季度君亭酒店集团旗下直营酒店 RevPAR 为 280.46 元每间，同比提升 34%，较 2019 年同期提高近 8%，经营指标快速反弹。我们预计随着二季度上海两家核心直营酒店翻新完成重新投入运营，公司净利润将快速修复。

图 6：公司营收及同比增速（亿元，%）

图 7：公司归母净利润及同比增速（亿元，%）



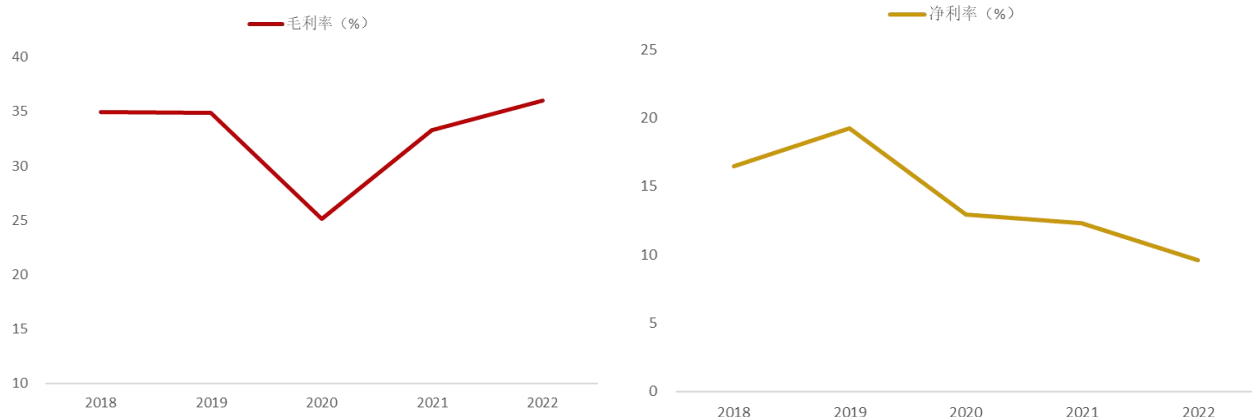
资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

毛利率平稳，净利率有望修复。疫情期间公司毛利率表现平稳，2019年至2022年毛利率分别为34.86%、25.14%、33.27%、36.0%。2019年至2022年，公司净利率分别为19.23%、12.96%、12.29%、9.57%，净利率有所下滑。公司旗下酒店在疫情期间大量转为隔离酒店，因而整体保持了稳定的毛利率，但净利率受开支增加影响略有下滑。2022年公司合并君澜、景澜，导致毛利率进一步提升但净利率下降，预计2023年旅游住宿需求反弹将带动公司净利率快速修复。

图 8：公司毛利率稳定（%）

图 9：公司净利率受疫情影响承压（%）



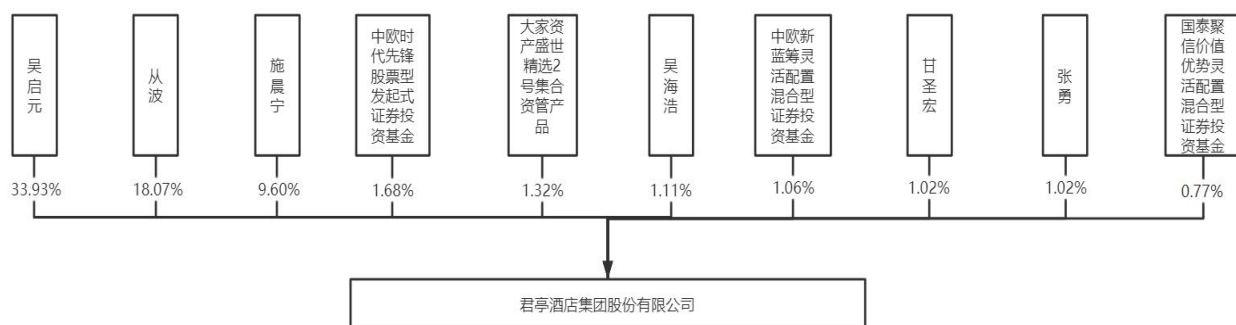
资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

1.4 创始团队持股比例高，管理层理念一致

公司创始团队持股比例较高，管理层经验丰富。公司控股股东及实际控制人为吴启元先生，同时担任公司的董事长，与公司董事丁禾女士为夫妻关系。除实控人外，持股比例较高的从波、施晨宁、吴海浩、甘圣宏、张勇等股东均为公司创始团队成员，创始团队理念一致且持股比例合计超64%，股权结构稳定。公司新任总经理朱晓东女士曾与实控人在浙江世贸君澜大饭店（原浙江世贸中心大饭店）分别担任副总经理和总经理，并曾担任中国银泰投资副总裁、凯悦国际酒店集团中国区副总裁等职位，管理经验丰富、认同公司文化。公司股东与管理层理念一致，齐心聚力提升管理运营效率。

图 10：君亭酒店十大股东（截至 2023 年一季报）



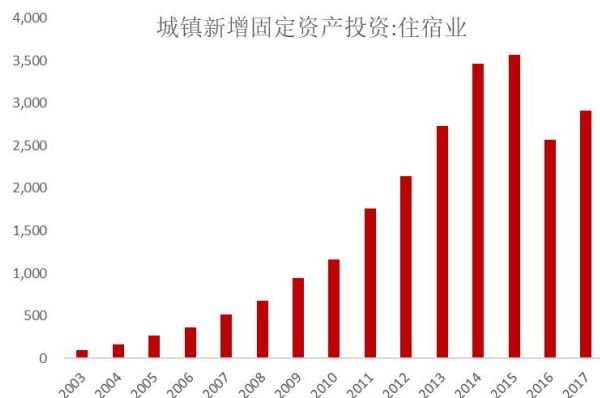
资料来源：iFind，公司公告，天眼查，东莞证券研究所

注：公司股东甘圣宏、张勇拟分别减持不超过公司总股本 0.25% 的股份，实际持股比例以公司披露为准

2.酒店供给收紧 下半年有望成为黄金窗口期

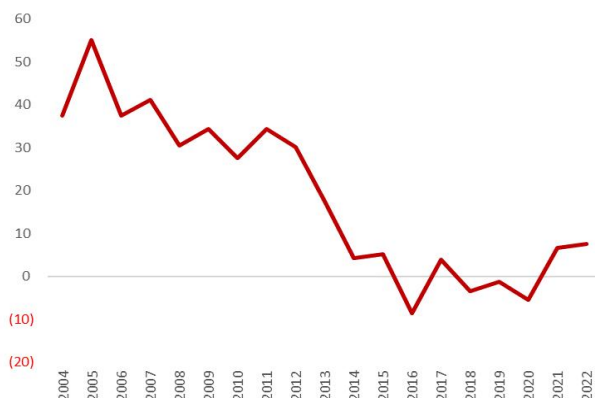
酒店业供给增速逐步放缓，经济型酒店周期已步入尾声。自 2001 年中国入世后，国内经济腾飞，商业贸易活动快速发展，差旅需求也随之飞速增长，满足差旅需求的经济型酒店进入黄金时代，住宿业供给长期保持快速增长。2003 年至 2015 年，国内城镇新增住宿业固定资产投资规模 CAGR 达 32.21%，但 2005 年后住宿及餐饮业固定资产投资完成额增速逐渐放缓，至 2016 年，住宿和餐饮业固投完成额增速转负，意味着酒店投资吸引力下降，酒店供给将进入逐步出清阶段，由传统的经济型酒店开启的周期已进入尾声。

图 11：近年来城镇新增住宿业固投规模放缓



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 12：住宿和餐饮业固投(不含农户)完成额增速下降

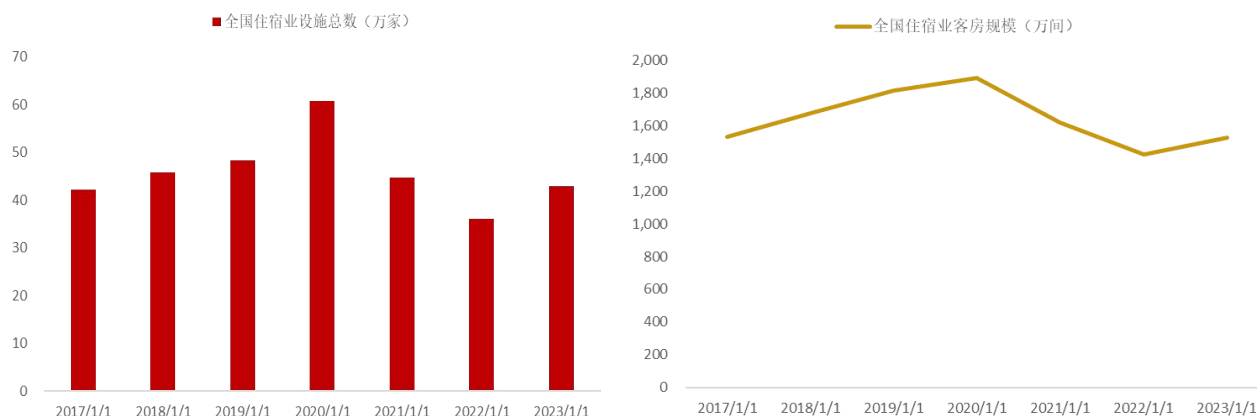


资料来源：iFind，东莞证券研究所

疫情加速酒店供给出清。新冠疫情爆发前，国内住宿业设施总数达 60.8 万家、客房规模达 1891.7 万间，酒店业供给于 2019 年末创下新高。疫情爆发后，国内客流受阻导致大量住宿业供给出清，2021 年全国住宿业设施数为 36.1 万家，客房规模为 1423.7 万间，供给较疫情前大幅下降。至 2022 年底，国内住宿业设施数小幅回升，主要系新十条后隔离酒店供给释放及部分单体酒店恢复营业，但整体供给仅相当于 2017 年初水平。

图 13：全国住宿业设施数（万家）

图 14：全国住宿业客房规模（万间）

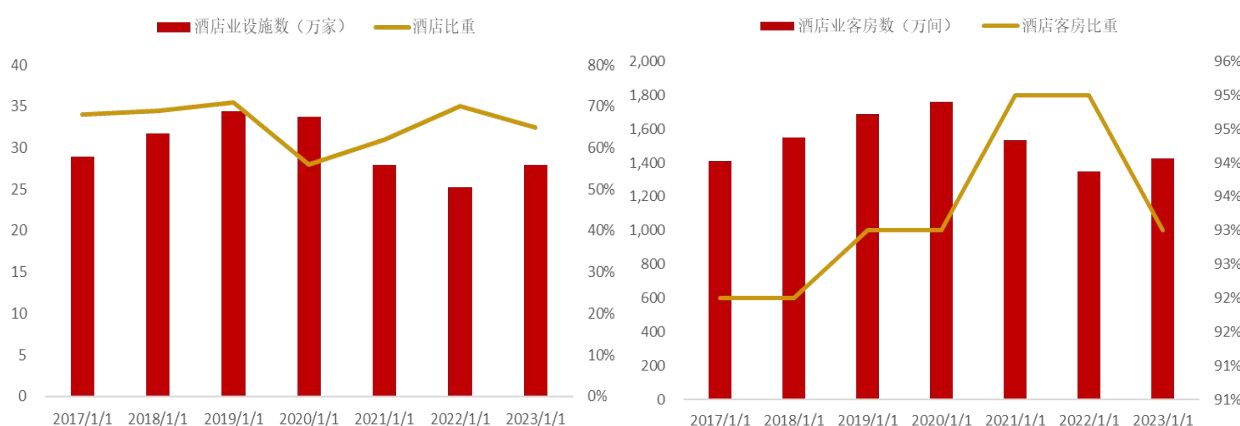


资料来源：中国饭店协会，盈蝶咨询，东莞证券研究所

资料来源：中国饭店协会，盈蝶咨询，东莞证券研究所

图 15：酒店业设施数及占比（万家，%）

图 16：酒店业客房数及占比（万间，%）



资料来源：中国饭店协会，盈蝶咨询，东莞证券研究所

资料来源：中国饭店协会，盈蝶咨询，东莞证券研究所

公司规模逆势扩张，市占率提升。直营模式与投入隔离酒店市场让公司在疫情期间现金流稳定，得以在疫情期间让公司保持扩张。随着公司完成对君澜、景澜的收购，2022 年君亭酒店集团开业酒店数达 183 家，客房规模合计达 3.57 万间，位列中国酒店集团第 18 名，规模排名较 2021 年提升 24 名。此外，公司截至 2022 年末待开业酒店数达 155 家，其中包括 114 家君澜酒店和 22 家君亭酒店，预计将使公司酒店规模达到 338 家以上，客房规模有望超 7 万间，公司按客房规模计算的排名有望继续提高。上市以来公司规模扩张势头强劲，西南地区落子后旗舰效应显著，看好后续北京、深圳首店实现以点破面，带动公司品牌快速扩张，市占率有望持续提升。

图 17：2022 年中国酒店集团前 30 名（按客房规模计算）

序号 Number	集团名称 GROUP	总部所在地 HEADQUARTERS	客房数 ROOMS	门店数 HOTELS
1	锦江国际集团	上海	1127524	11641
2	华住酒店集团	上海	809478	8543
3	首旅如家酒店集团	北京	467983	5983
4	格林酒店集团	上海	302497	4059
5	东呈集团	广州	199015	2372
6	尚美数智科技集团	青岛	198159	4145
7	亚朵集团	上海	107998	932
8	德胧集团	杭州	88444	549
9	逸柏酒店集团	上海	75112	1187
10	都市酒店集团	青岛	73890	1468
11	凤悦酒店及度假村	佛山	66745	259
12	轻住集团	北京	52258	931
13	住友酒店集团	杭州	50213	821
14	旅悦集团	天津	47732	2210
15	雅里数字科技集团	深圳	40668	350
16	丽呈集团	上海	37116	294
17	中国融通旅业发展集团有限公司	北京	35886	205
18	君亭酒店集团	杭州	35653	183
19	雷迪森酒店集团	杭州	35232	201
20	恭胜酒店集团	上海	34743	772
21	万达酒店及度假村	北京	33863	142
22	上海美豪商业管理有限公司	上海	31537	200
23	南京金陵酒店管理公司	南京	31429	153
24	湖南珀林酒店管理有限公司	长沙	29946	314
25	山东文旅酒店管理集团	济南	28858	311
26	富力集团	广州	28455	92
27	瑞景商旅集团	合肥	23142	296
28	荣盛酒店集团	廊坊	23045	77
29	广州岭南国际酒店管理有限公司	广州	22720	63
30	绿地酒店旅游集团	上海	19823	84

资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东莞证券研究所

暑期旺季黄金窗口有望催动业绩上涨，下半年业绩可期。暑期旺季迎来高消费的亲子游需求释放和毕业游，9月23日杭州亚运会开幕、9月底中秋国庆8天黄金周接棒，下半年旅游热度有望维持较高水平，或将加剧旺季供需错配，看好下半年酒店业经营业绩增长。公司酒店大量布局长三角地区，君澜度假品牌全国多省市，预计公司将充分享受旺季需求上涨利好和亚运会等溢出效应，下半年业绩可期。

3. 风云际会迎机遇

3.1 中高端化正当时

受消费升级大趋势驱动，市场和消费者对住宿体验的要求提高，中高端酒店快速发展。随着经济的发展，居民生活消费水平的提高带动对服务消费和精神文化体验要求的提高。供给与需求相互影响，消费者已不再满足于基础的住宿设施，对酒店住宿体验要求提升，并更愿意为体验付费，中高端酒店需求得以快速增长。2005年以来，国内高档星级饭店占比持续扩大，一星级、二星级旅游饭店占比迅速缩小，至2022年，三星级、四星级饭店已成为星级饭店主流档次，占星级饭店比重分别为47.5%、31.1%。中高端酒店收入大幅增长，根据弗若斯特沙利文预测，中高端连锁酒店收入从2016年至2021年CAGR

为 27.6%，未来五年 CAGR 有望保持在 18.7%，中高端酒店处于快速发展阶段。

图 18：高星级饭店占比逐步提升

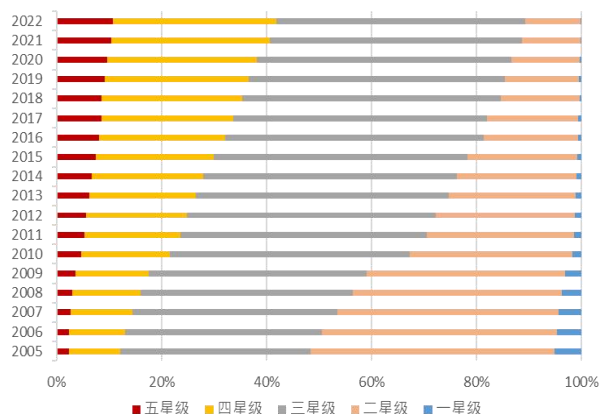
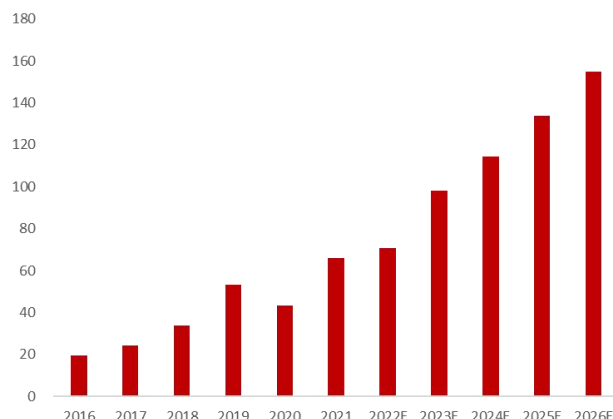


图 19：中高端连锁酒店总收入（十亿元）



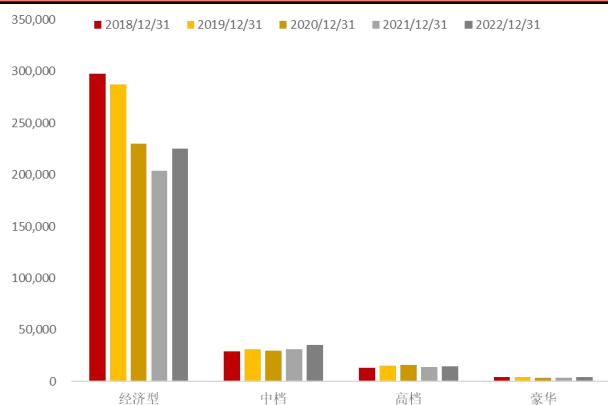
资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：亚朵招股书，弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

疫情加速经济型酒店供给出清，中高端酒店更受青睐。疫情期间淘汰大量经济型低收入和老旧单体酒店，2022 年末经济型酒店数为 22.49 万家，相对 2018 年末下降 24.46%，而中档、高档酒店数分别为 3.53 万家、1.38 万家，分别较 2018 年末增长 21.89%、9.0%。经济型酒店的低利润和弱提价能力在疫情后报复式出游阶段显得缺乏吸引力，而中高端酒店入住率稳定、具备长期提价空间，后疫情时代投资者或更青睐中高端酒店。中国饭店管理集团表示，三年疫情期间经济型饭店占比持续下滑，高端饭店占比小幅下滑，仅中端饭店占比保持持续增长，2023 年筹开饭店中，豪华、高端、中端、经济型占比分别为 5.7%、10.8%、45.9%、37.6%，中端酒店占比有望进一步扩大。

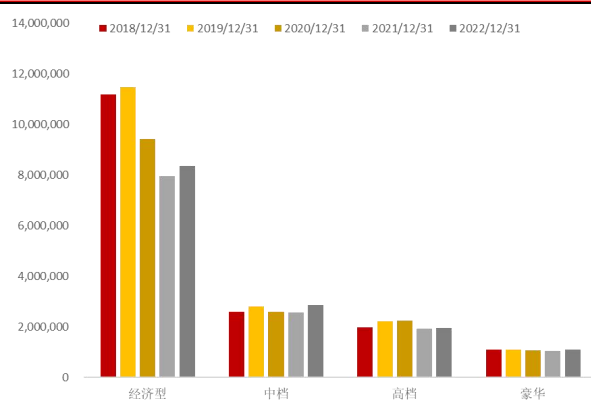
图 20：按档次分内地酒店数（万家）

图 21：按档次分内地酒店客房数（万间）



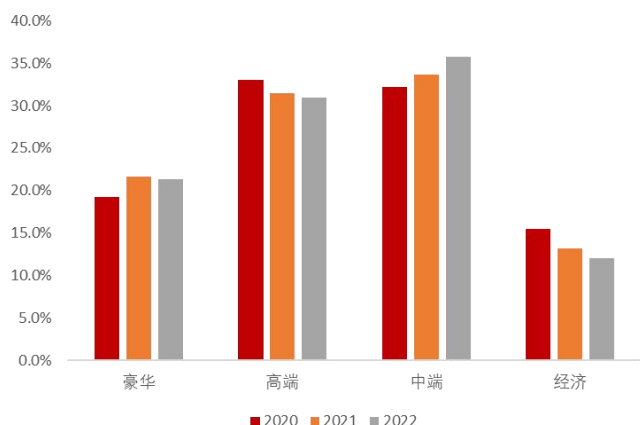
资料来源：中国饭店协会，盈蝶咨询，东莞证券研究所

图 22：中国饭店集团近三年各层级品牌占比



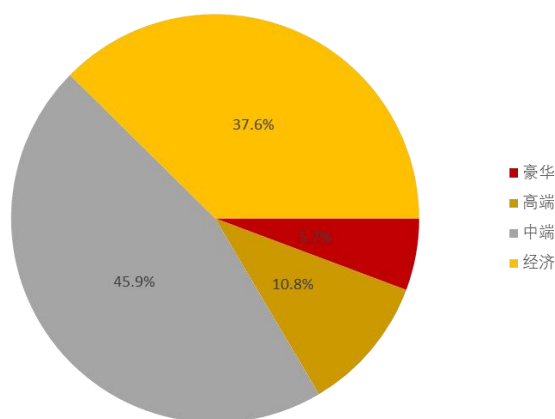
资料来源：中国饭店协会，盈蝶咨询，东莞证券研究所

图 23：2023 年筹开饭店按档次划分占比



资料来源：中国饭店管理集团，酒店评论，东莞证券研究所

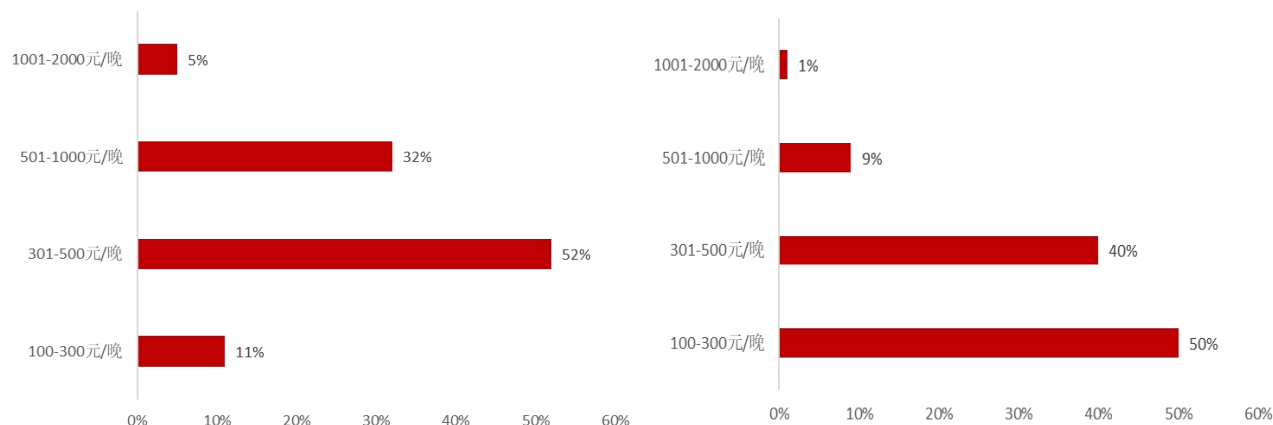
图 24：2021 年国内一二线城市酒店预订均价分布



资料来源：中国饭店管理集团，酒店评论，东莞证券研究所

图 25：2021 年国内三四线城市酒店预订均价分布

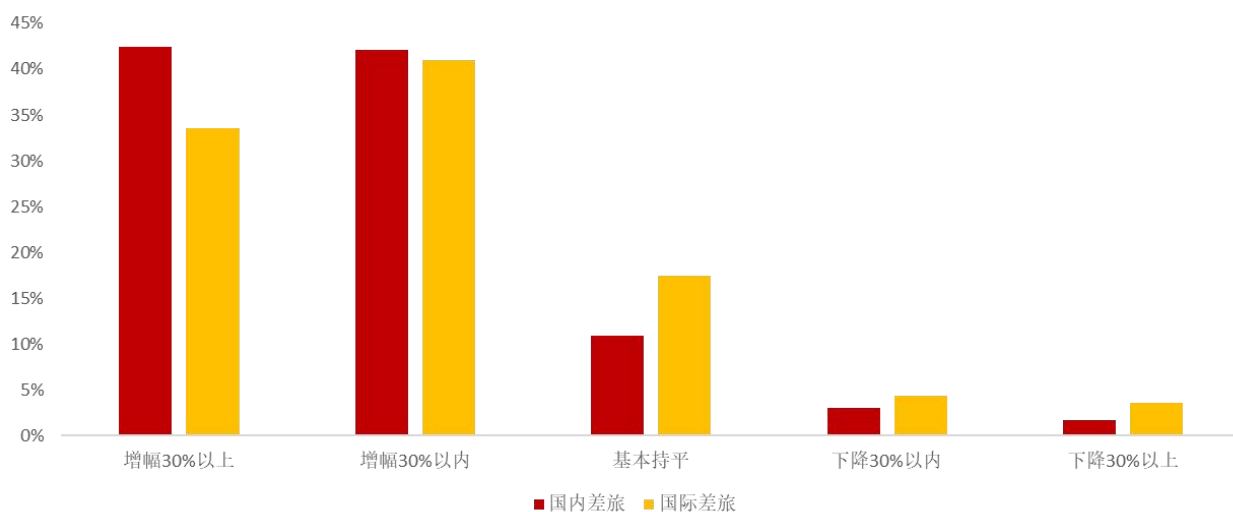
差旅标准提升，中高端酒店成为主要住宿选择。根据携程商旅报告，2021 年国内一二线城市酒店预订均价中，约 52%分布在 300-500 元每晚区间，近 32%分布在 500-1000 元每晚区间，一二线城市酒店均价以中高档为主。三、四线城市酒店预订均价则主要分布在 100-300 元每晚区间和 300-500 元每晚区间，占总数的比重分别约为 50%、40%。三四线城市中中高档区间占比已达到较高水平，且在低房租加持下，部分三四线城市高档酒店房价可低至 300 元以下，考虑到今年企业差旅多数上涨，实际上中高端酒店已成为国内差旅住宿的主要选择。



资料来源：携程商旅管理白皮书，东莞证券研究所

资料来源：携程商旅管理白皮书，东莞证券研究所

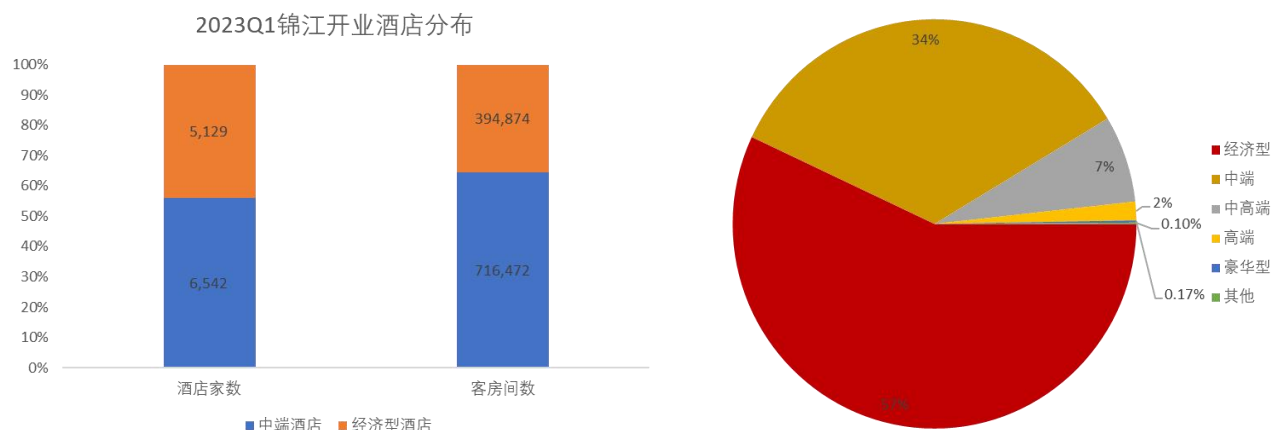
图 26：2023 年企业差旅预算相对 2022 年变化情况



资料来源：携程商旅，东莞证券研究所

国内龙头集团正加速中高端化步伐，结构升级已是大势所趋。近年来，国内连锁酒店龙头均在加快中高端酒店布局。锦江酒店集团通过收购铂涛集团、维也纳酒店和丽笙酒店集团快速扩大旗下中高端酒店品牌矩阵，拥有锦江都城、丽枫、维也纳、希尔顿欢朋等知名品牌，并设立全球创新中心 GIC，负责推动存量酒店升级改造和研发孵化创新品牌。华住酒店集团则先后收购了桔子水晶酒店、精选度假品牌花间堂和德意志酒店集团，加码中高端酒店市场。从开业酒店结构来看，2023 年一季度，锦江酒店开业酒店数达 1.17 万家，其中中端酒店比重达 56.05%、开业中端酒店客房数占比达 64.47%，已超越经济型酒店；华住酒店集团截至 2023 年一季度开业酒店中，经济型酒店达 4896 家，约占总开业酒店数的 56.98%，经济型酒店客房数为 38.77 万间，约占总开业客房数的 47.27%，经济型客房规模已降至一半以下。受龙头布局和消费升级影响，我们认为其余酒店集团亦将加快中高端市场布局，中高端化已是大势所趋。

图 27：锦江酒店 2023Q1 开业酒店及客房分布（家，间）图 28：华住酒店集团 2023Q1 酒店结构（家）



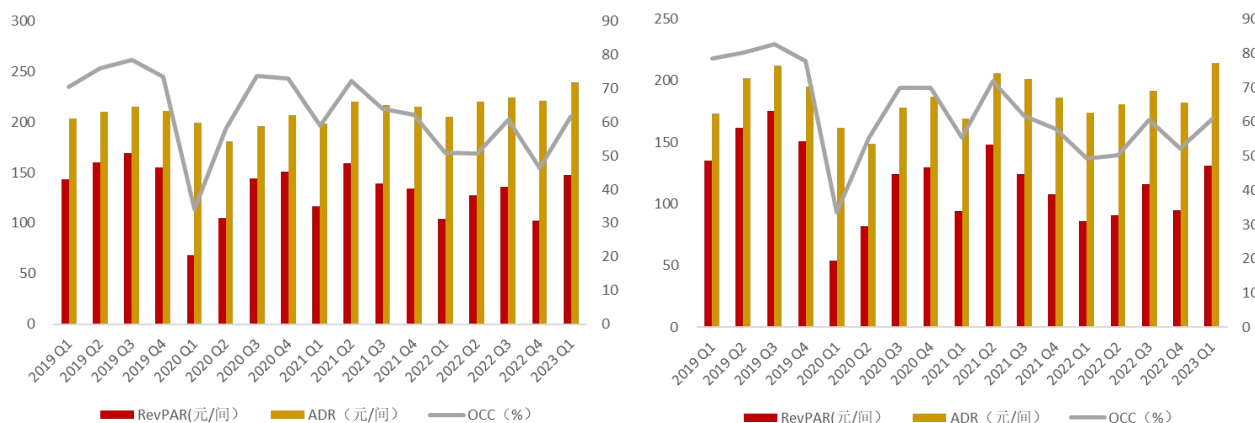
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

疫后服务消费率先复苏，酒店平均房价上涨带动 RevPAR 修复。三大酒店集团龙头及公司均出现平均房价 (ADR) 先于入住率 (OCC) 修复的情况。2023 年上半年平均房价先于入住率恢复，带动 RevPAR 超越 2019 年同期，意味着尽管客流并未完全修复，但消费者更愿意为住宿体验埋单，主要原因一是积压三年的出游需求释放，二是疫情期间高储蓄下居民保有较高的消费能力，三是口红效应下消费者更注重个人体验获得，三者综合产生的补偿性消费心理推动酒店旅游等服务性消费率先复苏。相比经济型酒店，中高端酒店拥有更强的提价能力，在疫后报复式复苏阶段带动酒店 RevPAR 修复。

图 29：锦江酒店经营指标

图 30：首旅酒店经营指标

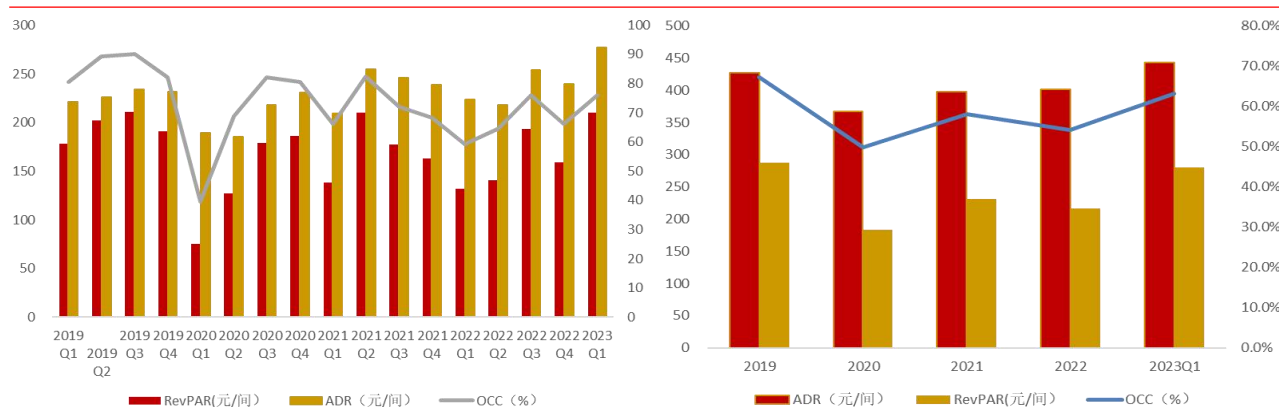


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 31：华住集团经营指标

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 32：君亭酒店经营指标



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

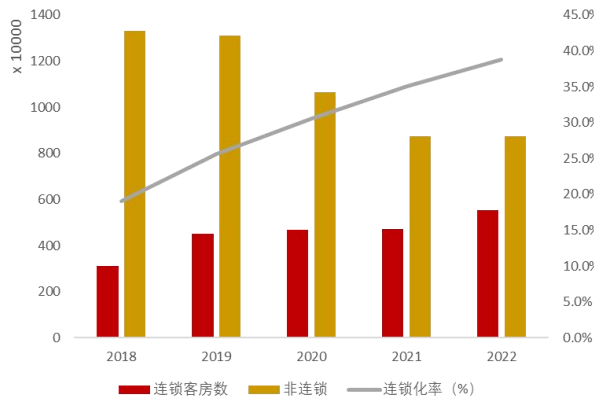
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.2 强者愈强 中高端连锁化率有望持续提高

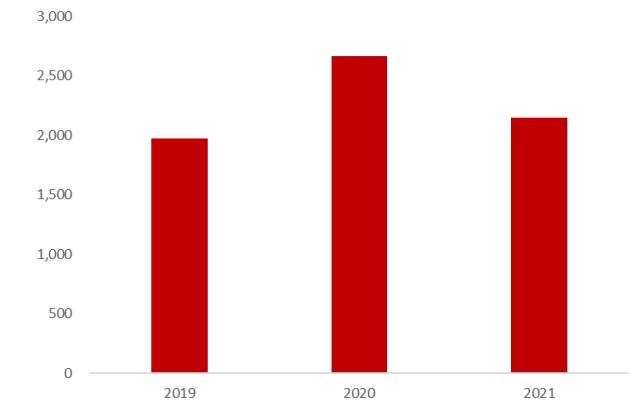
疫情推动国内酒店业连锁化率快速提升，料后疫情时代酒店业主投资者将更青睐龙头连锁品牌。近年来国内单体酒店数量大幅下降，而连锁酒店数量逆势增长，推动我国酒店连锁化率快速提高。截至 2022 年末，我国酒店连锁化率达 38.8%，较 2018 年末提高 19.7 个百分点，新冠疫情大幅加快我国酒店业连锁化进程。尽管连锁酒店数量大幅增长，但连锁酒店品牌数量同样掉头向下。2021 年我国连锁酒店品牌数量为 2147 个，而 2020 年为 2668 个，同比减少 19.53%，小型连锁酒店或同样受到疫情冲击。连锁酒店规模增长主要系锦江、华住、首旅等连锁酒店龙头集团保持逆势扩张，紧抓疫情期间供给出清机会扩大市占率。考虑到 2023 年酒店需求爆发存在黄金窗口期，酒店投资者或更青睐能够快速翻牌改造、品牌力强、会员体系庞大的龙头品牌，而游客经历了疫情亦将更加重视酒店品牌力和卫生环境等因素，料后疫情时代连锁酒店市场将呈现强者愈强趋势。

图 33：中国酒店连锁化率（%，按客房数计算）

图 34：中国连锁酒店品牌数量（个）



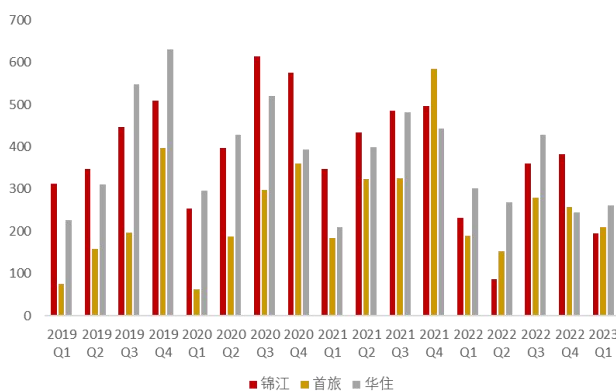
资料来源：中国饭店协会，盈蝶咨询，东莞证券研究所
注：数据均取自当年年末



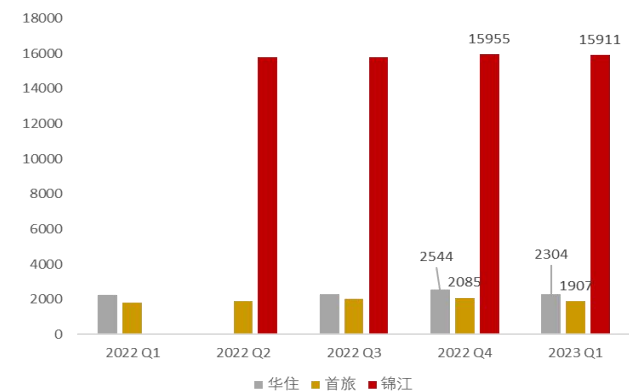
资料来源：中国饭店协会，智研咨询，东莞证券研究所

图 35：三大连锁酒店龙头疫情期间保持较快开店速度

图 36：三大连锁酒店龙头 pipeline (家)



资料来源：公司公告，东莞证券研究所



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

中国酒店连锁化率仍有较大提升空间。与传统经济型酒店较低的门槛不同，中高端星级酒店的投资门槛和管理要求较高，因此连锁化程度相对较高。中高端酒店涉及酒店物业开发、酒店设计、酒店建设等多个专业要求较高的环节，在运营管理中，消费者服务体验、服务流程标准化、个性化平衡和成本控制也持续考验管理团队能力。截至2022年末，我国经济型、中档、高档、豪华型酒店连锁化率分别为30.29%、54.35%、40.26%、60.39%，中高端酒店连锁化率显著高于经济型酒店，但较发达国家60%以上的连锁化率仍有较大提升空间。根据弗若斯特沙利文预测，至2026年我国连锁酒店渗透率有望持续增长，考虑到酒店市场整体呈现中高端结构性升级，预计中高端酒店连锁化率将持续提高，中高端连锁酒店龙头市占率有望快速提升。

图 37：2022 年末内地酒店连锁化率（按档次划分）

图 38：中国连锁酒店渗透率有望持续增长



资料来源：中国饭店协会，盈蝶咨询，东莞证券研究所

资料来源：亚朵招股书，弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

3.3 深耕中高端市场十余载 上市并购开启全国性扩张步伐

十余载耕耘打造中高端市场知名品牌。公司君亭品牌自 2007 年创立以来实现快速发展，创始团队以东方艺术风格为基础，精选 BAS “Bed（住宿）、Art（文化艺术）、Service（服务）” 酒店设计经营理念，在建筑装饰中融入大量文化艺术元素，为客户提供贴心的服务，三位一体丰富游客住宿体验。在君亭酒店的基础上，公司建立了成熟的多层次定位的中高端酒店品牌。其中，“君亭酒店”为东方艺术特色的中档精选服务酒店，“Pagoda 君亭”定位为高档艺术设计酒店，“夜泊君亭”品牌定位为高档历史文化旅游目的地酒店。经过十余载耕耘，公司君亭酒店品牌已形成了一定的市场知名度和认可度，通过“四季澜嘉会”会员模式积累了大量客户，位列迈点 2023 年 6 月中高端酒店品牌指数排名第八位。

图 39：上海 Pagoda 君亭设计酒店融入大量东方艺术文化元素



资料来源：Expedia，东莞证券研究所

图 40：迈点中高端酒店品牌指数排名前十（2023 年 6 月）

中高端酒店品牌指数排行榜							
		日期 2023-06		生成分享海报			
排名	旅游住宿	搜索指数	媒体指数	点评指数	运营指数	MBI指数	排名升降
1	 希尔顿欢朋酒店	131.86	112.16	276.47	51.88	572.37	1 ↑
2	 亚朵酒店	82.02	60.13	303.50	92.71	538.36	-1 ↓
3	 万达美华酒店	62.61	268.64	158.04	27.18	516.47	1 ↑
4	 智选假日酒店	15.66	83.97	264.20	108.00	471.83	2 ↑
5	 维也纳国际酒店	53.99	46.24	293.62	63.35	457.20	-2 ↓
6	 假日酒店	8.51	111.79	210.10	41.36	371.76	-1 ↓
7	 ZMAX HOTELS	140.16	41.02	164.90	18.64	364.72	4 ↑
8	 君亭酒店	15.58	98.96	167.24	69.06	350.84	5 ↑
9	 华美达酒店	19.73	14.24	191.42	93.14	318.53	—
10	 万信至悦酒店	118.37	26.72	151.07	17.39	313.55	—

资料来源：迈点网，东莞证券研究所

公司收购君澜、景澜完善自身产品系列，扩大品牌影响力。君澜度假酒店作为高端度假酒店品牌，在迈点 2023 年 6 月高端酒店品牌指数中排名靠前，仅次于老牌的锦江酒店和资金实力雄厚的万达酒管。君澜大饭店品牌亦位列 2023 年 6 月迈点高端酒店品牌指数排名第十三位，君澜品牌整体在高端酒店市场知名度较高。

图 41：迈点高端酒店品牌指数排名（2023 年 6 月）

国内高端酒店品牌指数排行榜

日期 2023-06

生成分享

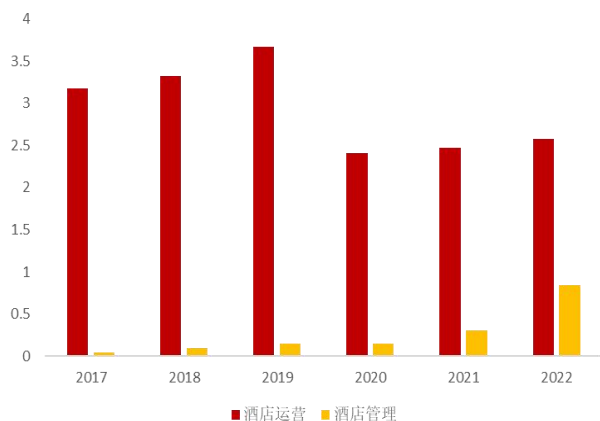
排名	旅游住宿	搜索指数	媒体指数	点评指数	运营指数	MBI指数	排名升降	专
1	 锦江酒店	154.49	238.62	174.02	40.95	608.08	—	
2	 万达颐华酒店	29.50	252.29	151.74	2.76	436.29	1 ↑	
3	 万达嘉华酒店	31.86	145.38	180.18	27.29	384.71	-1 ↓	
4	 万达文华酒店	34.28	138.41	170.22	17.46	360.37	—	
5	 万达锦华酒店	28.81	130.18	152.79	2.92	314.70	1 ↑	
6	 君澜度假酒店	0	50.14	169.14	79.96	299.24	1 ↑	
7	 花间堂	0.54	77.61	164.92	13.51	256.58	1 ↑	
8	 悦华酒店	8.32	70.68	162.97	5.69	247.66	4 ↑	
9	 建国饭店	11.91	33.67	178.83	20.91	245.32	-4 ↓	
10	 碧桂园凤凰酒店	6.20	11.64	181.20	43.32	242.36	1 ↑	
11	 澳门银河酒店	12.32	4.39	157.72	60.06	234.49	4 ↑	
12	 开元名都酒店	0	11.64	195.55	25.94	233.13	-2 ↓	
13	 君澜大饭店	0.70	52.13	158.61	21.66	233.10	7 ↑	

资料来源：迈点网，东莞证券研究所

并购君澜、景澜，酒店管理模式开启快速扩张。君亭品牌以直营酒店运营为主，受托管理模式逐渐帮助公司扩大品牌影响力。2017年至2022年，公司酒店运营模式收入分别为3.17亿元、3.32亿元、3.67亿元、2.41亿元、2.47亿元、2.58亿元，而酒店管理模式占总收入比重从1.6%提升至24.6%，主要系收购酒店管理品牌君澜、景澜后旗下委托管理模式酒店数量大幅增长。君澜、景澜品牌分别布局精选度假酒店市场和商务酒店市场，以高端和中高端非标酒店为主，收购君澜、景澜使得公司品牌层次进一步完善。浙江君澜和景澜酒店先后管理了海南香水湾君澜度假酒店、海南七仙岭君澜度假酒店、君澜鹿回头国宾馆、浙江世贸君澜大饭店等知名标杆酒店，君澜、景澜成熟的品牌力加持下，公司有望凭借委托管理模式发力，开启快速扩张阶段。

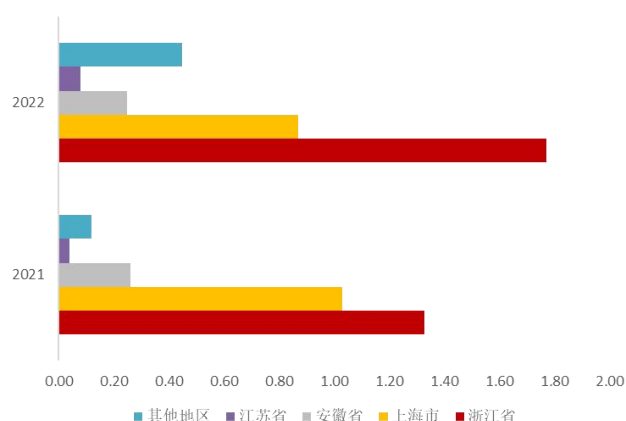
立足长三角，稳扎稳打走向全国。公司深耕长三角地区，浙江、上海贡献核心业绩。2021年，公司浙江、上海、安徽、江苏及其他地区收入分别占公司营业收入的 47.86%、37.08%、9.35%、1.50%、4.21%，旗下君亭品牌酒店主要分布在长三角地区。2022 年公司完成收购君澜、景澜后，其他地区收入快速增长。公司聚焦核心城市核心项目，通过打造区域核心旗舰店打开其余地区市场，以西南首店、北京首店、深圳首店为基础，向北京、深圳、成都、上海等重点城市发展。

图 42：公司不同运营模式收入（亿元）



资料来源：wind，公司公告，东莞证券研究所

图 43：公司分地区收入（亿元）



资料来源：wind，公司公告，东莞证券研究所

4. 投资策略

维持对公司的“买入”评级。疫情以来酒店行业结构持续调整优化，收购君澜、景澜加快中高端布局，以点破面有望开启快速扩张阶段。公司顺应行业结构性带来的 β 机会，同时自身上市后取得大量资金解决直营酒店最关键的扩张速度问题，高成长性下自身兼具 α 优势，看好公司长期发展提速，下半年暑期旺季、中秋国庆黄金周与杭州亚运会有望提升公司经营指标，业绩验证或成为催化剂。预计公司 2023-2024 年每股收益分别为 0.63 元和 1.06 元，对应估值分别为 58.35 倍和 34.66 倍，维持对公司的“买入”评级。

表 1：公司盈利预测简表（2023/7/27）

科目（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	342	595	888	1122
营业总成本	304	434	616	753
营业成本	219	339	490	609
营业税金及附加	1	2	3	3
销售费用	22	27	35	40
管理费用	40	36	44	45
财务费用	22	30	44	56
研发费用	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0

营业利润	42	162	272	369
加：营业外收入	1	0	0	0
减：营业外支出	1	0	0	0
利润总额	43	162	272	369
减：所得税	10	37	63	85
净利润	33	125	210	284
减：少数股东损益	3	2	4	6
归母公司所有者的净利润	30	122	206	278
摊薄每股收益(元)	0.15	0.63	1.06	1.43
PE（倍）	239.52	58.35	34.66	25.62

数据来源：iFind，东莞证券研究所

5. 风险提示

- （1）**宏观经济波动风险。**宏观经济波动可能影响游客出行及住宿的意愿及选择。
- （2）**消费者意愿变化风险。**中高端酒店价格较高，消费者消费习惯变化可能导致对中高端酒店住宿需求变化。
- （3）**OTA 议价风险。**OTA 平台占酒店业订单来源比重较大，若单个酒店自有会员体系预定不足，对 OTA 平台客源形成依赖，可能导致 OTA 平台议价能力上升。
- （4）**市场竞争加剧。**2023 年以来酒店业供给呈回升趋势，区域酒店加密或导致市场竞争加剧，影响平均房价和入住率。
- （5）**自然灾害风险。**厄尔尼诺现象等自然灾害可能影响游客出游目的地选择。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn