

君亭酒店 (301073)

直营&委管重运营，打造本土酒店高端化品牌阿尔法

增持 (维持)

2024年01月24日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻璜

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	342	542	763	1,016
同比	23%	58%	41%	33%
归属母公司净利润 (百万元)	30	41	136	216
同比	-19%	38%	231%	59%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.15	0.21	0.70	1.11
P/E (现价&最新股本摊薄)	146.56	106.14	32.11	20.15

关键词: #产品价格上涨

投资要点

- **君亭酒店是国内稀缺中高端精选服务酒店集团，高端酒店阿尔法潜力凸显：**君亭酒店成立于2007年，是国内领先的中高端精选服务酒店集团，2022年整体规模位列中国酒店集团第18位。公司拥有君亭、君澜和景澜三大品牌线，实现中高端和高端商务休闲全覆盖。截至2023年9月，君亭旗下已开业213家酒店，覆盖28个省市，未来将持续加码高端市场，通过直营和委管模式实现全国化扩张。
- **酒店行业：成长与周期共振，在优势周期中寻找成长性：**1) **酒店行业成长与周期同频共振。**2022年末中国酒店行业连锁化率39%，连锁酒店市场CR3为43%，对标欧美仍有较大提升空间。客源、产品、管理优势推动酒店行业品牌化、集团化发展；供需增速差异带来行业经营数据周期化变动；疫情期间产能出清，疫后恢复带动业绩快速转盈。2) **寻万豪国际成长之路，国内高端酒店存在结构性机会。**万豪国际作为全球规模最大的酒店集团，持续并购实现品牌奢华-精选全覆盖，轻资产模式持续扩张，股价持续上行。2022年末国内高端+豪华品牌房量占比21.4%，高端供给较少，竞争格局分散，本土品牌有结构性机会。3) **度假酒店行业现状：**度假酒店多依托核心景区与重点城市，为游客提供高品质服务。我国度假酒店行业集中度较低，旅游市场复苏带动行业发展。
- **直营&委管打造稀缺品牌力，全国市场屡建标杆酒店彰显实力：**1) **产品：“君亭”，“君澜”等实现中高端&高端品牌全覆盖。**2023Q3末君亭/君澜/景澜开业酒店数为113/63/37家，君亭首创“BAS”模式，提供差异化精选服务；君澜深耕高端度假领域，打造优质度假圈。2) **运营：“一店一品”差异化运营，直营单店模式成熟。**直营单店盈利能力高于可比公司水平，“一店一品”铸造品牌差异化竞争优势，测算成都Pagoda成熟期年净利润可达0.2亿元。3) **扩张：直营门店高质量扩张打造稀缺品牌力，盈利能力突出。**直营聚焦核心城市与项目，站稳标杆地位，直营门店ADR带动RevPAR领先行业，盈利能力持续提升。委托管理为辅拓展全国市场。成立产业基金孵化新项目，平滑开店爬坡对财务影响。
- **盈利预测与投资评级：**君亭酒店作为中高端精选服务酒店龙头，实现中高端和高端商务、度假品牌全覆盖，直营模式为主，差异化运营打造稀缺品牌优势。随着新项目业绩爬坡和直营&委管全国化扩张，公司盈利能力有望持续修复。我们预测君亭酒店2023-2025年归母净利润分别为0.4/1.4/2.2亿元，对应PE估值为106/32/20倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、需求下行造成直营店业绩承压、直营新项目爬坡期拖累业绩，扩店进度不及预期等风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.42
一年最低/最高价	20.83/81.06
市净率(倍)	4.49
流通 A 股市值(百万元)	1,909.31
总市值(百万元)	4,359.59

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.00
资产负债率(%，LF)	60.18
总股本(百万股)	194.45
流通 A 股(百万股)	85.16

相关研究

内容目录

1. 君亭酒店：国内稀缺中高端精选服务酒店集团，高端酒店阿尔法潜力凸显	5
1.1. 发展历程：积淀 16 年打造东方式中高端酒店品牌	5
1.2. 经营模式：直营模式&委托管理，品牌力不断加码	6
1.3. 管理团队：高管持股利益绑定，深耕高端酒店行业经验丰富	8
2. 酒店行业：成长与周期共振，在优势周期中寻找成长性	10
2.1. 酒店行业成长与周期同频共振	10
2.2. 寻万豪国际成长之路，国内高端酒店存在结构性机会	13
2.3. 度假酒店行业现状	18
3. 直营&委管打造稀缺品牌力，全国市场屡建标杆酒店彰显实力	20
3.1. 产品：“君亭”，“君澜”等实现中高端&高端品牌全覆盖	20
3.2. 运营：“一店一品”差异化运营，直营单店模式成熟。	23
3.3. 扩张：直营门店高质量扩张打造稀缺品牌力，盈利能力突出	25
4. 财务分析	28
5. 盈利预测及投资建议	29
5.1. 盈利预测	29
5.2. 投资建议	31
6. 风险提示	32

图表目录

图 1:	2022 年中国酒店集团规模.....	5
图 2:	君亭酒店发展历程.....	6
图 3:	2018-2023 年公司各业务收入情况 (单位: 亿元)	7
图 4:	2018-2023 年公司各业务占比情况	7
图 5:	2018-2020 住宿及餐饮业务占比情况 (按渠道划分)	7
图 6:	2019-2022 及 2023Q3 酒店门店数量 (间)	8
图 7:	2019-2022 年及 2023 年 Q1-Q3 公司归母净利润及净利率情况	8
图 8:	2020Q1-2023Q3 直营酒店量价恢复程度 (相较 2019 年同期)	8
图 9:	公司股权结构 (截至 2023 年 9 月 30 日)	9
图 10:	中国酒店行业连锁化率持续提升.....	10
图 11:	中国酒店龙头连锁酒店市场占有率.....	10
图 12:	2017-2022 酒店业龙头会员人数	10
图 13:	连锁酒店品牌从两方面多角度帮助加盟商改善投入产出比.....	11
图 14:	2022 年酒店集团入住率与行业对比.....	11
图 15:	2022 年酒店集团房价 (元/间夜) 与行业对比	11
图 16:	三大酒店集团大陆业务间夜数 (估算) 及长途出行旅客人次季频上在正相关性.....	12
图 17:	酒店行业供需增速观察.....	12
图 18:	2017-2019 年三大酒店的综合 RevPAR 同比增速	12
图 19:	2017-2022 年行业整体房量持续降低, 连锁客房数逆势提升	13
图 20:	锦江/华住/首旅/君亭 OCC 较 19 年同期恢复程度.....	13
图 21:	锦江/华住/首旅/君亭 ADR 较 19 年同期恢复程度.....	13
图 22:	万豪酒店数量与客房数量.....	14
图 23:	2022 年全球 Top10 酒店集团规模排名	14
图 24:	万豪旗下品牌.....	14
图 25:	万豪发展历程图.....	15
图 26:	万豪酒店经营方式变化情况.....	16
图 27:	万豪国际股价复盘.....	17
图 28:	2022 年中国酒店市场结构.....	18
图 29:	2020 年欧美国家酒店市场结构.....	18
图 30:	2022 年前十大豪华连锁酒店市占率.....	18
图 31:	2022 年前十大高端连锁酒店市占率.....	18
图 32:	国内旅游收入与人次.....	20
图 33:	2022 年各类主题酒店品牌占比.....	20
图 34:	君亭酒店品牌矩阵.....	20
图 35:	2023Q3 末三大品牌酒店数 (家)	21
图 36:	2023Q3 末三大品牌房间量 (间)	21
图 37:	“BAS”差异化精选服务模型	21
图 38:	上海五角场 Pagoda 君亭设计酒店	21
图 39:	君澜度假圈布局.....	22
图 40:	海南香水湾君澜酒店.....	22
图 41:	浙江君澜营收与净利润 (亿元)	22
图 42:	南京夜泊秦淮君亭酒店.....	23

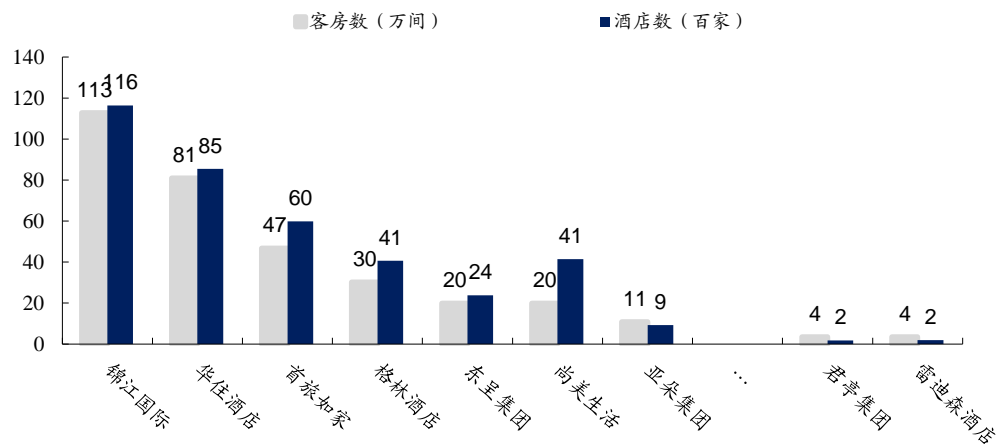
图 43:	杭州滨江 Pagoda 君亭设计酒店	23
图 44:	成都 Pagoda 君亭设计酒店地理位置	24
图 45:	成都 Pagoda 君亭设计酒店大堂	24
图 46:	成都 Pagoda 君亭设计酒店房价	24
图 47:	成都 Pagoda 君亭设计酒店盈利能力测算	24
图 48:	同行业公司直营门店 OCC 对比	27
图 49:	同行业公司直营门店 ADR 对比 (元)	27
图 50:	同行业公司直营门店 RevPAR 对比 (元)	27
图 51:	2018-2022 及 2023Q1-Q3 营业收入及毛利率	28
图 52:	2018-2023Q3 君亭酒店三费率	29
图 53:	2020-2023Q3 君亭酒店归母净利润 (亿元) 及归母净利率	29
表 1:	公司主要管理层介绍	9
表 2:	万豪旗下酒店品牌分类	15
表 3:	度假酒店分类与代表酒店	19
表 4:	2023H1 直营店单店盈利能力对比	23
表 5:	君亭“四季澜嘉会”会员体系	25
表 6:	酒店品牌集团经营模式对比	25
表 7:	近期开业/拟开业重点项目	26
表 8:	君亭酒店委托管理收费模式	27
表 9:	君亭酒店营业收入拆分预测	30
表 10:	君亭酒店毛利率及三费率预测	30
表 11:	君亭酒店收入及归母净利润预测 (单位: 亿元)	31
表 12:	君亭与可比公司市场定位、产品结构、运营和扩张模式情况	31
表 13:	君亭酒店可比公司估值 (截至 2024 年 1 月 23 日)	32

1. 君亭酒店：国内稀缺中高端精选服务酒店集团，高端酒店阿尔法潜力凸显

1.1. 发展历程：积淀 16 年打造东方式中高端酒店品牌

深耕住宿业务，打造中国原创酒店品牌。君亭酒店是中国领先的高端商务和度假酒店运营商，以“东方文化和生活方式的中国趣味”为核心理念，成为中高端精选和生活方式酒店的先驱。集团总部位于杭州，以长三角城市群为主要发展区域，逐步向全国主要城市扩张，体现东方特色的同时注入时代特征。目前，君亭酒店集团已构建了涵盖度假和商旅两大品类的多品牌矩阵，包括“夜泊君亭”、“PAGODA 君亭设计酒店”等 10 个品牌。根据中国饭店协会数据，2022 年君亭酒店整体规模位列中国酒店集团第 18 位。

图1：2022 年中国酒店集团规模



数据来源：中国饭店协会，东吴证券研究所

公司自成立以来分为三个发展阶段。

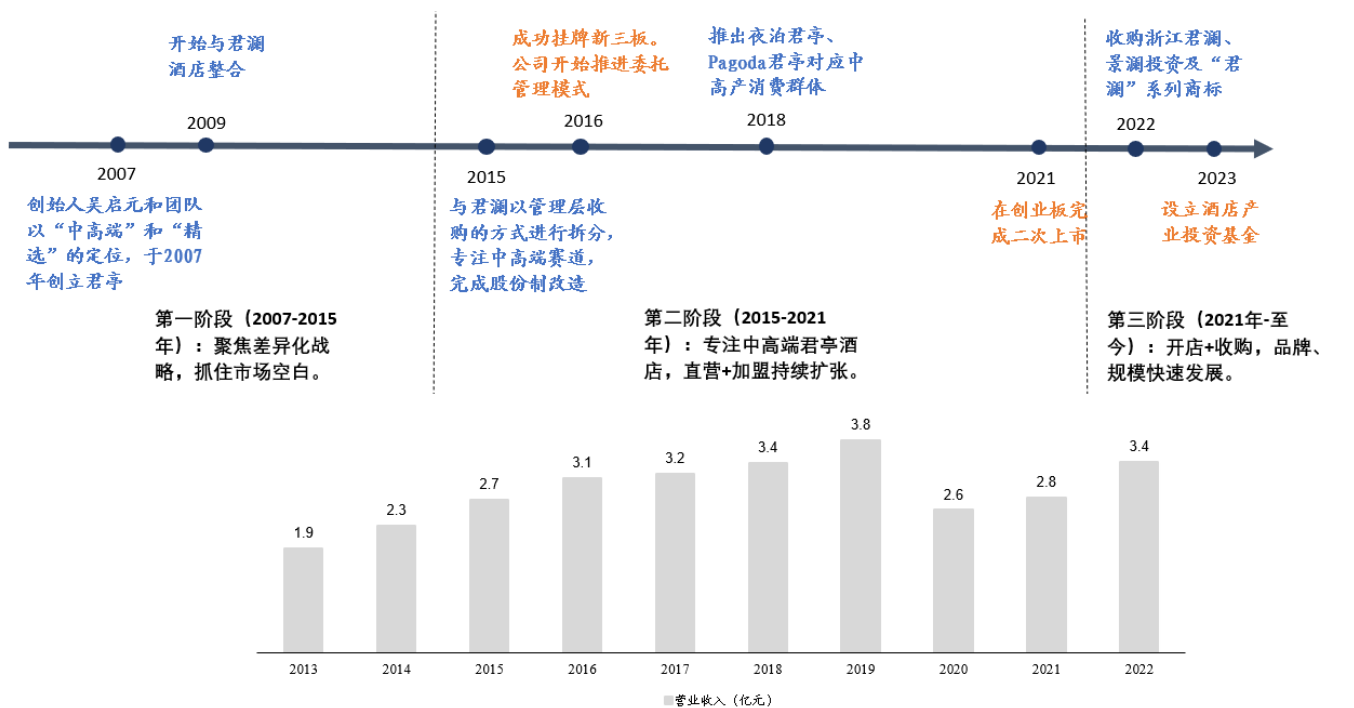
第一阶段（2007-2015 年）：聚焦差异化战略，抓住市场空白。在此阶段中，中国经济型酒店处于高速扩张阶段，但市场中多为经济型酒店，中高端酒店相对较少。由此，创始人吴启元和团队基于当前市场环境做出判断，决定采用差异化战略进行经营，并以“中高端”和“精选”作为其服务定位，于 2007 年成功创立君亭酒店品牌。2009 年，君亭酒店为后续其独立发展以及资本化奠定基础，开始逐步与由南都集团控股、主打休闲旅游度假的君澜酒店进行整合。2015 年 5 月，君亭酒店进行管理层收购，正式完成和君澜酒店的分拆。在此之后，君亭酒店深耕中高端，专注于细分赛道的发展，在 2015 年营业收入达到 2.7 亿元。

第二阶段（2015-2021 年）：专注中高端君亭酒店，直营为主持续扩张。在与君澜酒店进行拆分后，君亭以直营为主，布局一二线核心地段，投资回报较高。凭借着直营收入高占比，在 2015 年 9 月，君亭酒店完成股份制改造，成立浙江君亭酒店管理股份有限公司，并于 2016 年成功挂牌新三板。在此基础上，君亭继续积极进行业务扩张和品

牌建设，2019 年实现营业收入 3.8 亿元，归母净利润 0.72 亿元。2021 年 8 月 18 日君亭酒店成功在创业板完成二次上市。

第三阶段（2021 年-至今）：收购品牌+持续开店，全国化扩张。2022 年 1 月，君亭酒店以 1.4 亿元收购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，整合品牌资源，实现商务、度假酒店全覆盖，立足长三角开启全国化扩张。截至 2023 年 6 月底，君亭酒店集团的业务涵盖 28 个省市，投资和管理酒店超过 338 家。

图2：君亭酒店发展历程

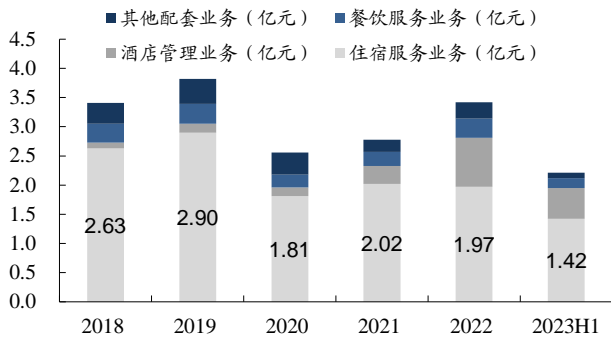


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

1.2. 经营模式：直营模式&委托管理，品牌力不断加码

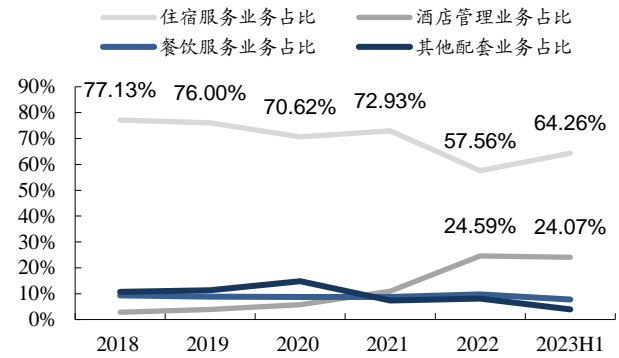
直营为主、委管为辅，住宿服务为主要收入来源。君亭的业务模式分为直营和委托管理两种模式。直营模式下，公司通过直接投资，全面建设运营酒店，获取各项营收并承担一定运营成本费用，从而获取收益。直营营收主要来源于住宿服务，2022 年/2023 年 H1 酒店运营业务实现收入 2.58/1.68 亿元，同比+ 4.39%/56.56%；其中住宿服务收入为 1.97/1.42 亿元，占总营收的 57.56%/64.26%，餐饮服务和会议、宴会及酒店物业出租等服务收入占比较疫情前有所提高。在委托管理模式，公司通过向委托方收取技术服务费（50-200 万）、基本管理费（50-80 万或营收的 5%-8%）和奖励管理费（GOP 一定比例）的方式获取收益，酒店管理营收占比逐年上升，从 2018 年的 2.81% 增长到 2023H1 的 24.07%。

图3: 2018-2023 年公司各业务收入情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

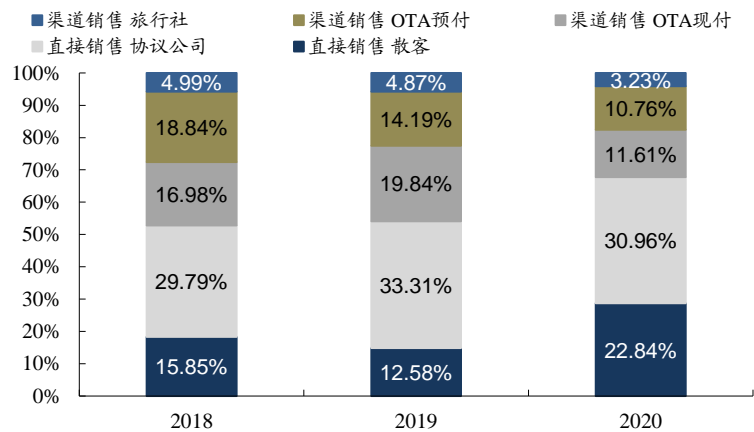
图4: 2018-2023 年公司各业务占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

酒店住宿及餐饮业务直销渠道占比较高。公司加大直销渠道客源的拓展力度, 叠加疫情期间旅行社业务供应链影响渠道销售, 直销收入占比从 2018 年的 45.64% 提升至 2020 年的 53.77%。公司不断拓展直接销售的渠道, 包括增加企业客户数量、不断推广微信订房、官网订房等各种方式来稳定直销渠道, 保持业务规模。

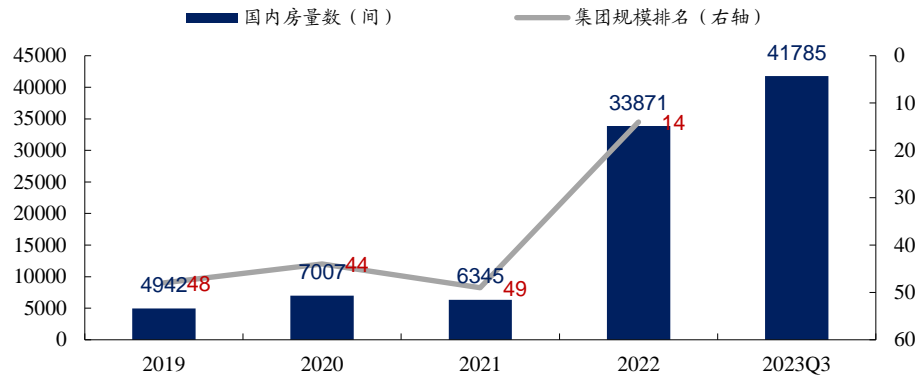
图5: 2018-2020 住宿及餐饮业务占比情况 (按渠道划分)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

疫情期间逆势扩张。疫情期间大量中小型单体酒店出清, 君亭逆势扩张, 截止 2023 年 Q3 末公司开业酒店数/房间量分别为 213 家/41785 间, 其中君亭品牌酒店数/房量为 63 家/9278 间。根据中国饭店协会数据, 君亭酒店在中国连锁酒店集团中规模排名 14 位, 得益于收购君澜和景澜品牌和规模扩张。

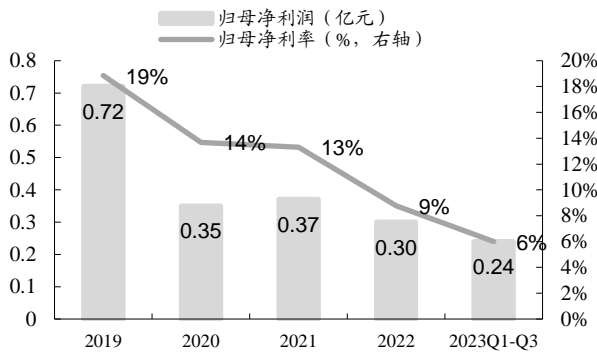
图6: 2019-2022 及 2023Q3 酒店门店数量 (间)



数据来源: 中国饭店协会, 公司公告, 东吴证券研究所

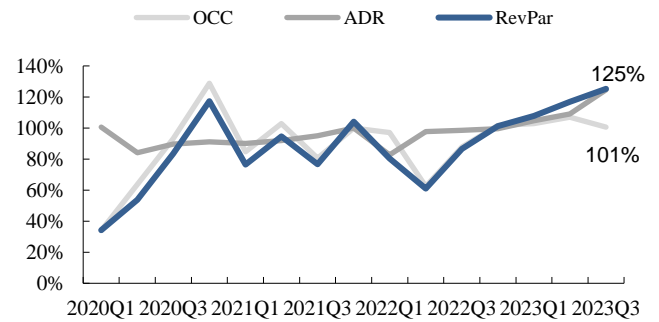
疫情阶段性影响营收利润, 直营酒店量价恢复弹性。 疫情期间出行需求影响公司营收利润, 2019-2022 年归母净利润 CAGR 为-19.66%。2023 年随着居民商务和休闲出行的快速恢复, 盈利能力大幅修复, 2023 年 Q1-Q3 公司实现归母净利润 0.24 亿元, 同比-7.54%, 归母净利率为 6.28%。目前君亭系的扩张仍以直营为基础, 重点突破核心城市, 高端市场的持续扩张使得酒店房价呈现结构性提升。2023Q3 君亭直营酒店 OCC / ADR / Revpar 已分别恢复至 2019 年同期水平的 101%/125%/125%。

图7: 2019-2022 年及 2023 年 Q1-Q3 公司归母净利润及净利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 2020Q1-2023Q3 直营酒店量价恢复程度 (相较于 2019 年同期)

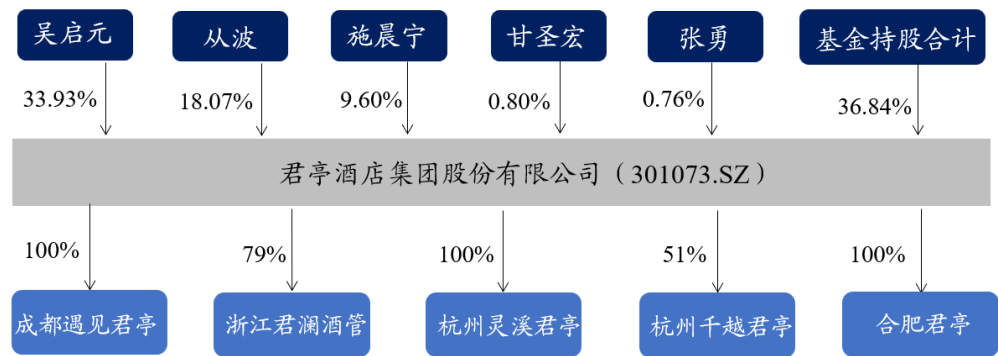


数据来源: 中国饭店协会, 东吴证券研究所

1.3. 管理团队: 高管持股利益绑定, 深耕高端酒店行业经验丰富

创始人控股, 高管持股 63.16%, 利益深度绑定。 截止 2023 年 Q3, 君亭酒店创始人吴启元先生持股 6597.7 万, 占公司总股份的 33.93%, 为公司的控股股东, 担任公司的董事长兼法定代表人。公司高管从波、施晨宁、甘圣宏及张勇先生多为君亭创始团队成员, 分别持 18.07%、9.6%、0.8%、0.76%。2023 年 11 月 29 日, 君亭为完善治理结构, 推动公司的规范运作, 制定《独立董事工作制度》, 进一步促进公司长远稳定发展。

图9：公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

管理层经验丰富。君亭酒店的高管大多由原创始团队组成，具备丰富的酒店业从业经验，具备应对市变化的沉稳和能力。创始人吴启元具有 36 年的酒店管理经验，新上任的总经理朱晓东在中国高星级酒店有长达三十多年的从业经验，曾深度主导北京银泰中心、凯悦国际酒店集团中国区业务的运营。

表1：公司主要管理层介绍

姓名	职位	工作经历
吴启元	董事长、董事	2015 年起任君亭酒店董事长。此前曾任杭州中日友好饭店总经理，杭州五洲大酒店总经理，浙江世贸君澜大酒店总经理，君澜管理董事长、总经理，海南君澜酒店管理董事长，君澜集团董事，浙江世界贸易中心有限公司董事、董事长。
朱晓东	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。
甘圣宏	副总经理	2010 年 2 月至 2015 年 8 月于有限公司历任副总裁、执行总裁，另兼任宁波城市学院兼职教授；2015 年 8 月至今任君亭酒店董事、副总经理。
施晨宁	副总经理；董事会秘书	2007 年 1 月起至 2015 年 4 月于君澜酒店集团有限公司任总裁助理、总裁办主任、投资发展部总经理；2015 年 4 月至 2015 年 8 月任有限公司副总经理；2015 年 8 月至今任君亭酒店董事、副总经理、董事会秘书。
张戈泉	副总经理	曾任富阳国际贸易中心大饭店任总经理助理，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 年 10 月至今任君亭上海区域总经理，现任公司副总经理。
张勇	财务总监	2015 年 8 月至今任君亭酒店财务总监，2018 年 9 月至今任君亭酒店董事。另兼任三亚朗廷董事、广西君亭董事等职务。
吴海浩	艺术总监	曾任杭州市室内装饰中心任业务部主任、浙江省商业厅晶工装饰任业务部主任、杭州五洲大酒店任装饰总监、君澜酒店任艺术总监；2015 年 5 月至今任君亭酒店艺术总监。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 酒店行业：成长与周期共振，在优势周期中寻找成长性

2.1. 酒店行业成长与周期同频共振

连锁率提升空间大，龙头酒店集团领先地位持续提升。截至 2022 年末，全行业 1426 万间客房中连锁客房规模为 553 万间，连锁化率为 39%，较 2019 年提升 13pcts；在连锁酒店市场中，CR3 为 43%，较 2019 年提升 2.71pcts。实际放到整体酒店行业来看，CR3 为接近 17%。根据弗若斯特沙利文数据，截至 2020 年底，美国酒店连锁化率为 73%，对标美国连锁化率中国酒店市场仍有较大空间。

图10：中国酒店行业连锁化率持续提升

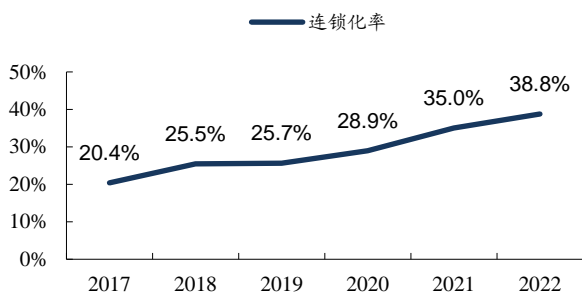
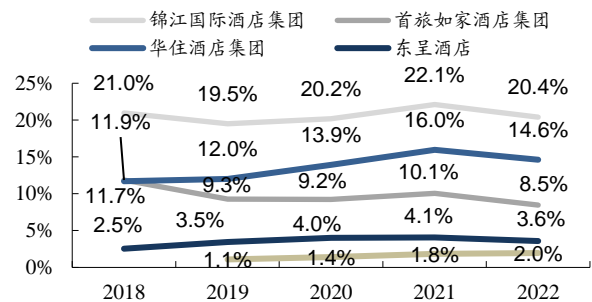


图11：中国酒店龙头连锁酒店市场占有率

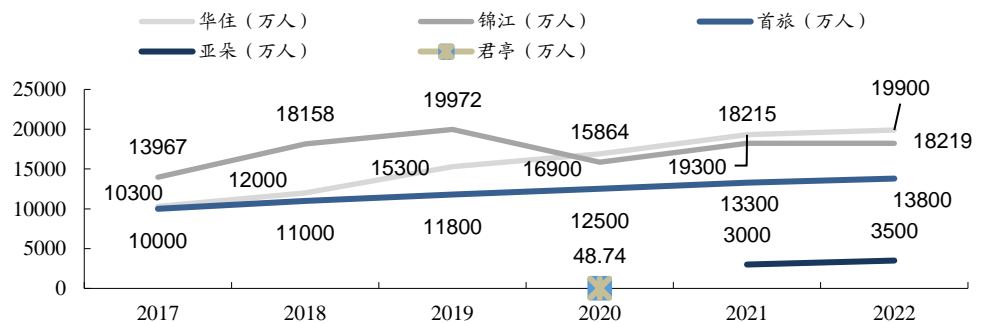


数据来源：中国饭店业协会，东吴证券研究所

数据来源：中国饭店业协会，东吴证券研究所

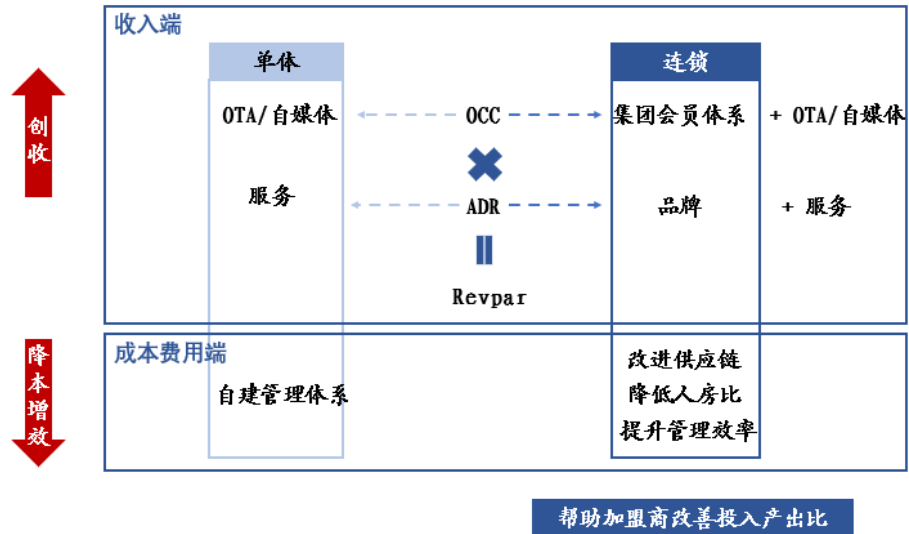
成长维度：客源、产品、管理优势推动酒店行业品牌化、集团化发展：（1）酒店集团通过共享会员池发挥大网络效应、设计标准化形成品牌感，共同实现单房增收。除锦江会员体系在 2020 年进行整合，其他年份下各龙头公司会员人数均随着自身酒店品牌网络的扩张持续提升；（2）酒店集团通过输出引流平台及品牌管理体系，帮助加盟商创收及降本增效，显著改善酒店加盟商的投入产出比。（3）酒店龙头企业各项经营指标领先行业。在后疫情时代，以锦江、首旅、华住为代表的酒店龙头入住率、平均房价等经营表现优于行业均值。

图12：2017-2022 酒店业龙头会员人数



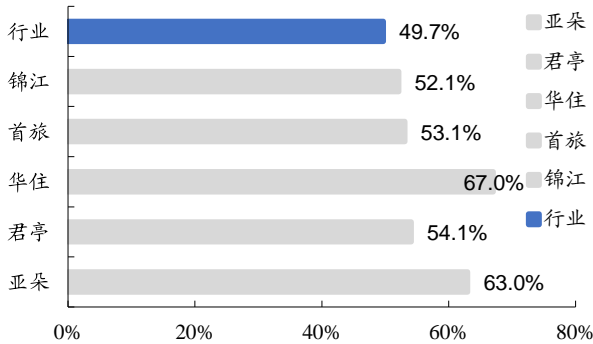
数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

图13: 连锁酒店品牌从两方面多角度帮助加盟商改善投入产出比



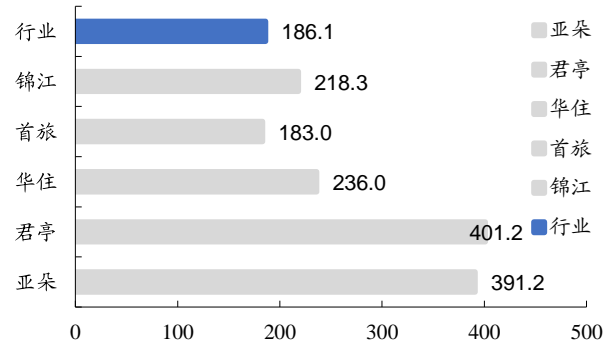
数据来源: 东吴证券研究所绘制

图14: 2022年酒店集团入住率与行业对比



数据来源: 旅智科技, 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 2022年酒店集团房价(元/间夜)与行业对比

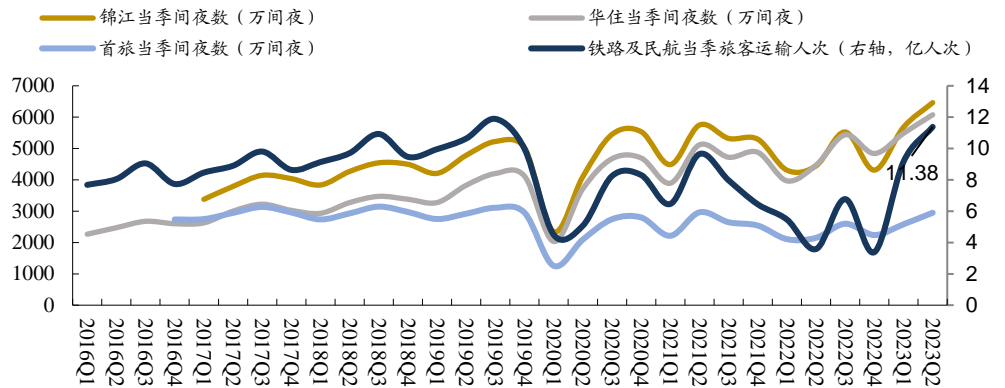


数据来源: 旅智科技, 公司公告, 东吴证券研究所

酒店行业的周期体现在两方面: 一是一年长度的季度需求周期, 二是3-6年不等长度的行业供需周期。季度需求周期的驱动因素是居民出行需求的季度变化, 通常Q3是酒店行业最旺季, Q1是最淡季。酒店/住宿业需求从客群辐射范围角度可分为本地需求及长途需求, 其中本地客需求相对刚性, 长途客需求带来增量波动, 从三大酒店集团大陆业务季频间夜数和长途出行旅客人次数据对比来看, 二者具有相关性。另一方面, 酒店供给端的主要驱动因素是商业营业用房的可用面积, 及社会投资意愿, 我们在此简化用商业地产可用面积来刻画其供给量的增速。相应的需求端用国内旅游人数增速来刻画居民出行消费量的增速。可以看到过去15年, 尤其是2018年以前, 仍处在城镇化率快速提升, 房地产业持续景气的阶段, 酒店行业的基础物业基本为新投入市场的商业营业

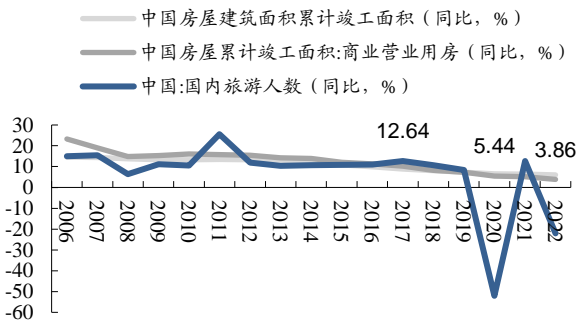
用房。当时的商业营业用房累计竣工面积同比增速每年都在 10% 以上。到 2019 年受宏观调控及产业本身发展阶段影响，供给端持续降速，2018-2022 年中国商业营业用房累计竣工面积同比增速分别为 8.25%/7.32%/5.44%/5.21%/3.86%。需求端来看，疫情前需求端仅有两个阶段增速超过供给侧，一是 2011 年的经济恢复年，二是 2017-2019 年的旅游景气阶段。回顾同期酒店行业经营数据，在 2017-2019 年经营数据兑现出了持续景气，RevPAR 持续上涨，直到 2019 年下半年转为负增长。

图16：三大酒店集团大陆业务间夜数（估算）及长途出行旅客人次季频上在正相关性



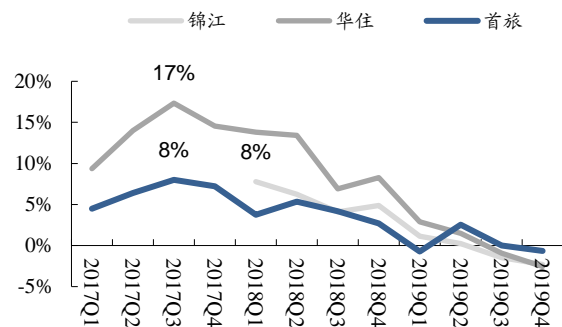
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所；注：各公司当季间夜数由当季平均房量*当季平均入住率*当季运营天数估算得出。

图17：酒店行业供需增速观察



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：2017-2019 年三大酒店的综合 RevPAR 同比增速

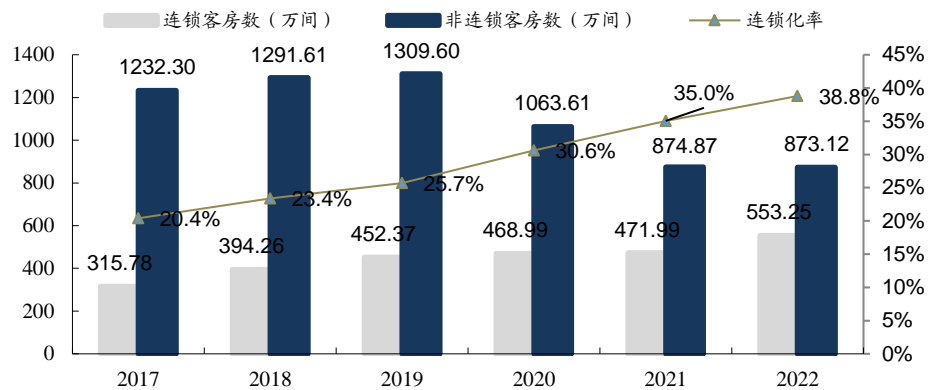


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

疫情下行业出清加速，单体酒店抗风险能力差，总数下滑明显。2020 年开始受到疫情影响，酒店住宿业门店总数开始明显下滑，2019-2022 年酒店住宿业门店数 CAGR 为 -6.2%。其中关闭或歇业的主要为单体酒店，2019-2022 非连锁酒店客房数 CAGR 为 -12.6%；与此同时，连锁客房总数仍然呈现稳步增长，2019-2022 连锁客房数 CAGR 为 6.9%。行业产能的整体出清及连锁房量的逆势提升，使得行业连锁化率呈现加速提升的趋势。这是由于疫情下单体酒店抗风险能力差，较难承担疫情反复带来的冲击，选择暂

时或永久退出行业，或加盟连锁酒店集团强化管理和引流能力。

图19: 2017-2022年行业整体房量持续降低，连锁客房数逆势提升

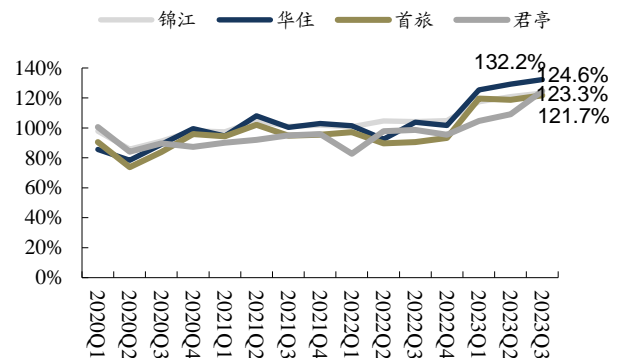
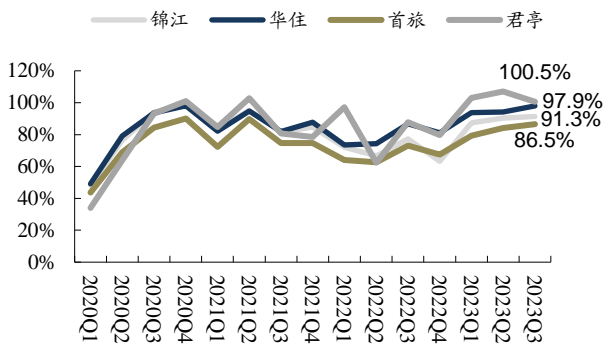


数据来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 东吴证券研究所

居民出行意愿恢复带动酒店经营数据反弹。2023年Q3, 龙头酒店企业锦江酒店/华住酒店/首旅酒店/君亭酒店 RevPAR 分别为 190.36/278/185/369.89, 较 19 年同比增长 12.64%/29.30%/5.71%/25.2%。RevPAR 的增长部分得益于酒店房价增长, 锦江酒店/华住酒店/首旅酒店/君亭酒店 ADR 为 265.5/324/258/530, 较 19 年同比增长均超 20%。四家酒店 2023 年 Q3 的 OCC 分别为 71.67%/85.9%/71.5%/69.8%, 恢复至 19 年同期 91.3%/97.9%/86.5%/100.5%, 以上市公司为代表的酒店逐步复苏。

图20: 锦江/华住/首旅/君亭 OCC 较 19 年同期恢复程度

图21: 锦江/华住/首旅/君亭 ADR 较 19 年同期恢复程度



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

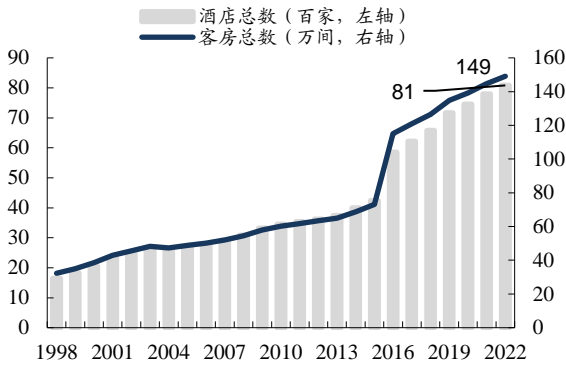
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 寻万豪国际成长之路，国内高端酒店存在结构性机会

万豪国际为美国龙头酒店企业，现居全球规模最大的酒店集团。万豪国际集团是全球最大的酒店集团，总部位于美国华盛顿，截至 2023 年 Q3 末，万豪旗下拥有酒店品牌超 30 个，全球共有 8675 家酒店，客房数超 158 万间，业务遍及北美、欧洲、亚太、非洲等地，集团规模位居全球第一。2023 年 Q1-Q3 万豪国际实现营业收入 176.18 亿美元，

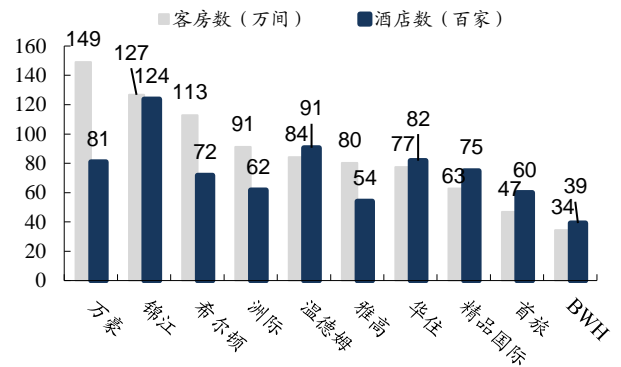
GAAP 净利润 22.35 亿美元，2017-2022 年 GAAP 净利润 CAGR 为 11.44%。

图22: 万豪酒店数量与客房数量



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 所统计的酒店总数不包含住宅与分时度假。

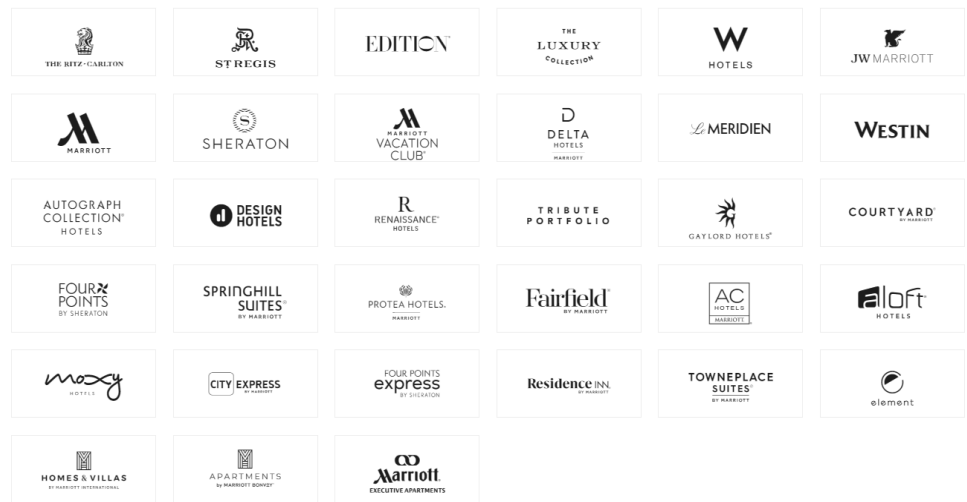
图23: 2022 年全球 Top10 酒店集团规模排名



数据来源: 《Hotels》, 东吴证券研究所

品牌覆盖奢华-精选系列, 业务布局较为综合。万豪旗下奢华品牌包括丽思卡尔顿、宝格丽和 JW 万豪等, 旨在为高净值消费者提供奢华的个性化服务; 高端品牌包括喜来登酒店、万豪酒店、威斯汀酒店等, 主打精致周到的服务, 为住客提供全方位的品牌体验; 精选品牌包括万怡酒店、万枫酒店等, 将为住客提供智能便捷的服务; 长住品牌包括万豪行政公寓、Residence Inn 等。不同档次品牌服务内容差异化, 形成较为综合的业务布局。

图24: 万豪旗下品牌



数据来源: 万豪官网, 东吴证券研究所

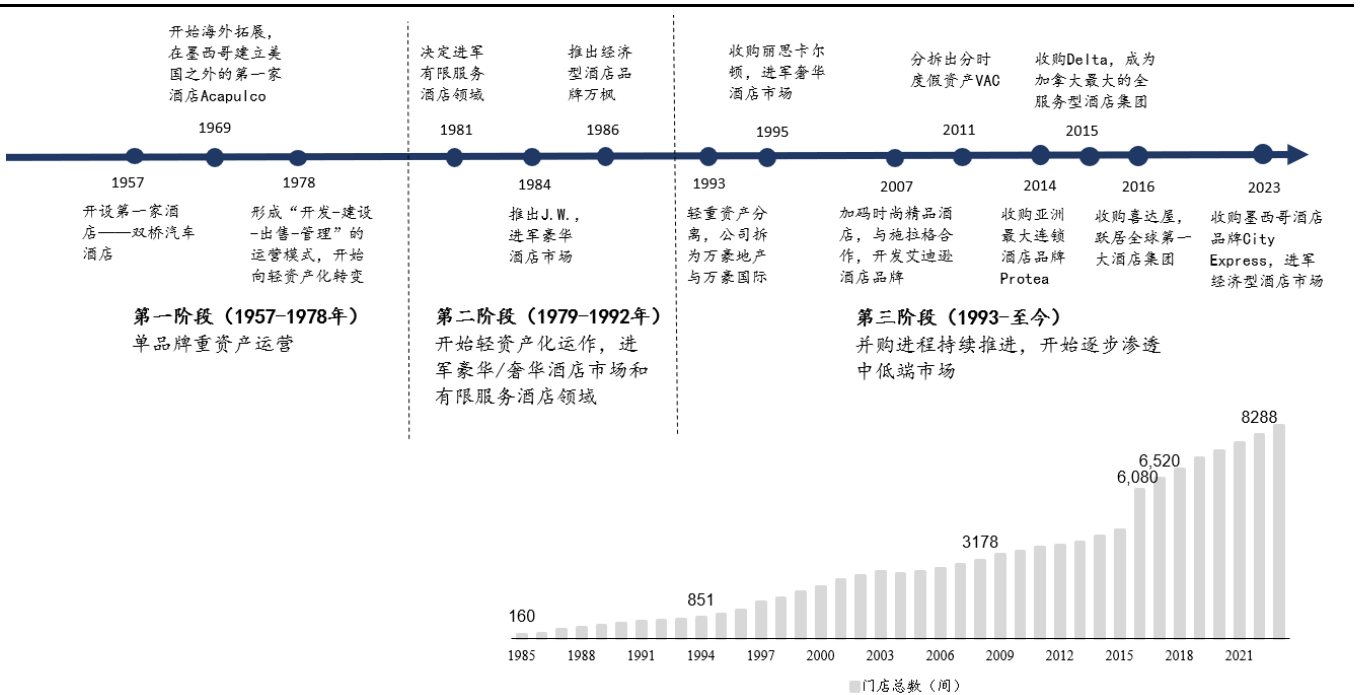
表2: 万豪旗下酒店品牌分类

等级类型	服务内容	风格类型	代表品牌
奢华	提供定制和一流的服务与设施	经典	丽思卡尔顿酒店、JW 万豪酒店等
		独特	W 酒店、宝格丽等
高端	提供精致周到的设施和服务	经典	万豪酒店、喜来登酒店等
		独特	威斯汀酒店、万丽酒店等
精选	提供智能便捷的设施和服务	经典	万怡酒店、万枫酒店等
		独特	AC 酒店、雅乐轩酒店等

数据来源: 万豪官网, 东吴证券研究所

持续并购丰富品牌矩阵。万豪酒店于 1957 年开设第一家酒店——双桥汽车酒店。1979-1992 年, 万豪先后推出 J.W.、万怡、万枫等品牌, 进军有限服务酒店领域和豪华酒店市场。1995 年, 万豪收购丽思卡尔顿, 进入奢华酒店市场; 1997 年, 万豪收购万丽, 在高端和奢华领域影响力进一步增强。2016 年, 万豪收购喜达屋, 跃居全球第一大酒店集团。随着万豪运营模式渐趋成熟, 品牌输出能力不断升级, 万豪通过并购 Protea、Delta、City Express 等经济型品牌丰富品牌矩阵, 实现全类型覆盖。

图25: 万豪发展历程图

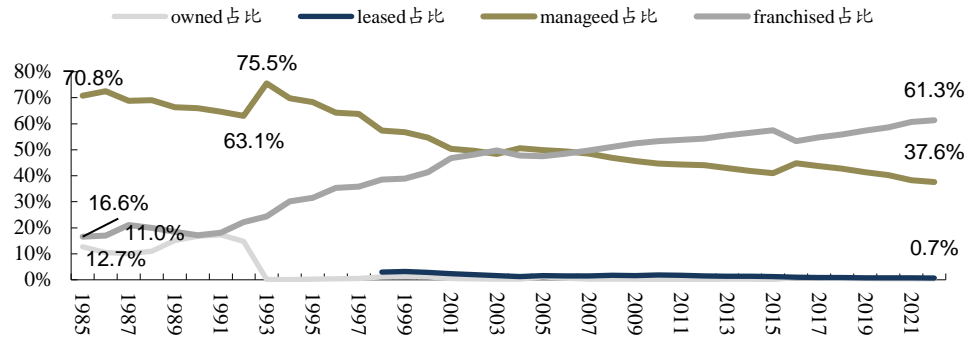


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

单品牌重资产自营起家, 轻资产化运作助力品牌化扩张。发展初期以物业自持的重资产运营模式扩张; 1978 年形成“开发-建设-出售-管理”模式后开始向轻资产化转变, 委托管理模式下, 业主方委托万豪国际负责酒店的经营和管理, 万豪派驻管理人员, 收取基本管理费、奖励管理费、费用返还等, 1985 年万豪委托管理酒店数量占比达 70.8%。1993 年万豪原公司拆分为万豪地产与万豪国际, 实现轻重资产分离, 负债与酒店物业分至万豪地产 REITs, 万豪国际专营酒店经营管理, 此后万豪国际通过与万豪地产协同发

展，加速全球扩张。万豪 REITs 利用资产证券化回笼现金流，并持续收购有升值潜力的高端、奢华酒店物业，并投入资本开支提升物业价值，由万豪国际负责运营管理，获得稳定回报；同时出售非核心资产，获得资金回流，用于收购更有价值的物业，不断优化资产组合。特许经营模式下，万豪国际授权业主方使用酒店品牌和运营系统等，万豪不负责酒店日常管理运营，收取特许加盟费和费用返还。截至 2022 年，特许经营酒店客房数占总数 61.3%，以委托管理与特许经营为主的轻资产经营模式占比 98.9%。

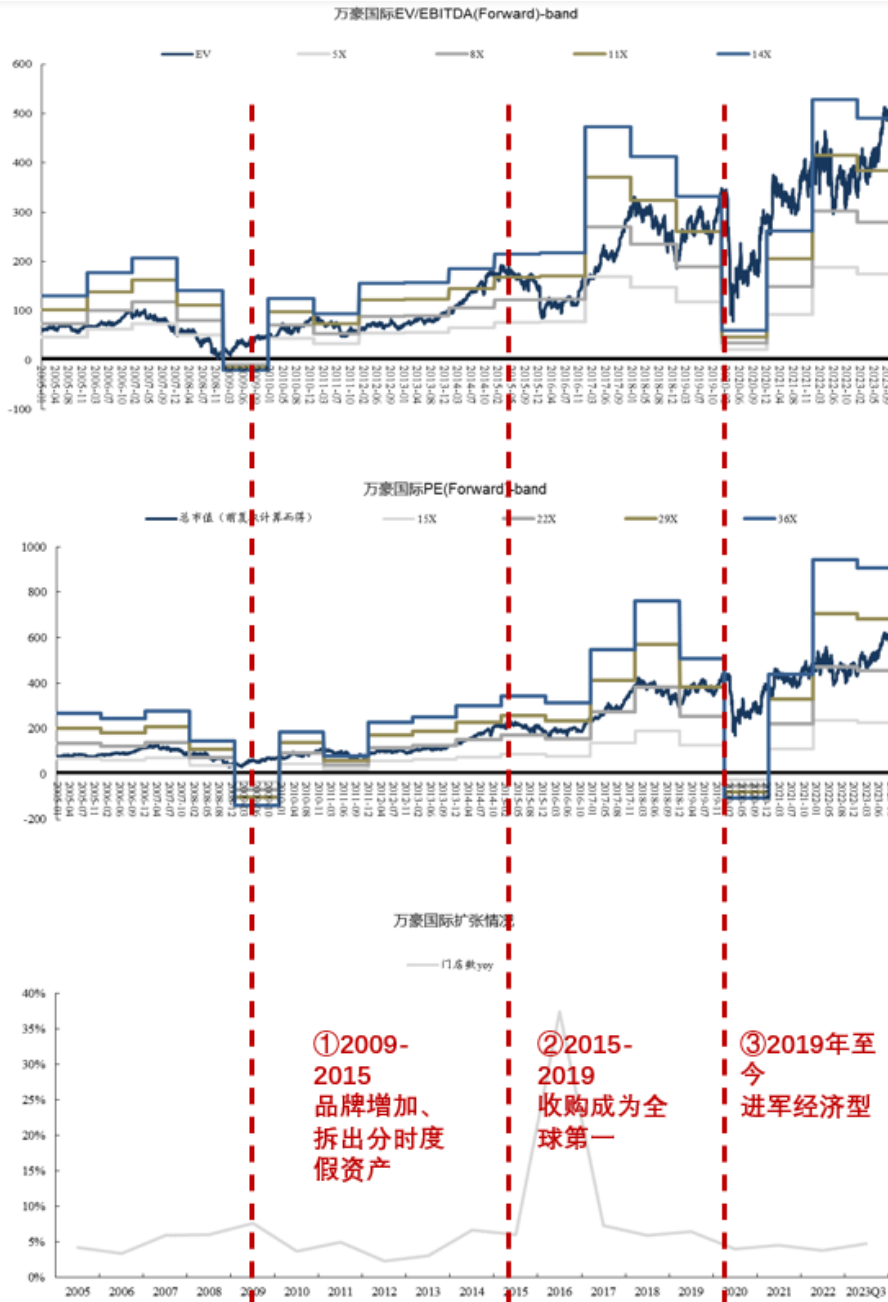
图26：万豪酒店经营方式变化情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：所统计的客房总数不包含住宅与分时度假，1985-1997 年管理酒店客房数量与租赁酒店客房数量合并。

我们在此结合万豪国际的历史 EV/EBITDA-band、PE-band、和经营数据，复盘 2008 年金融危机后股价的三个阶段：随着品牌完善、规模扩张和资本运作，万豪国际分别经历了戴维斯双击、利润兑现驱动股价上涨和后疫情利润重回增长通道。

图27: 万豪国际股价复盘

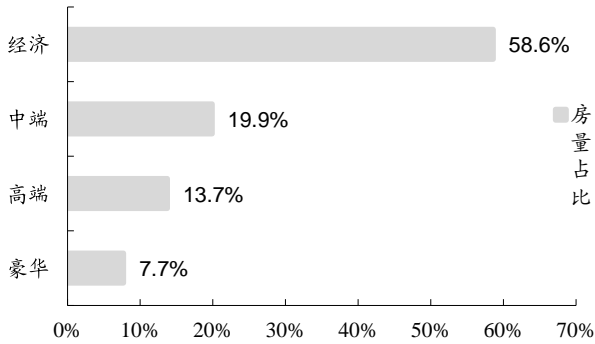


数据来源: Wind, 东吴证券研究所绘制

注: EV、总市值单位为亿美元

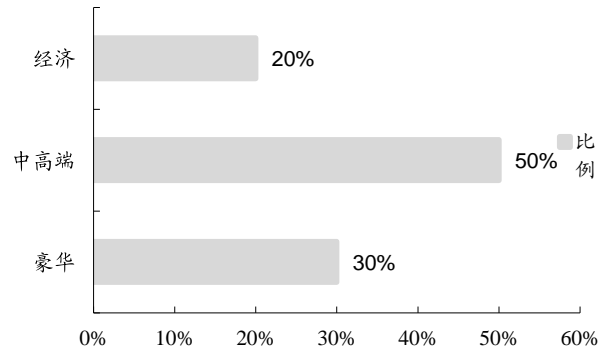
国内高端酒店行业供给少, 存在结构性机会。按客房数计, 截至 2022 年末, 经济型酒店仍在我国酒店行业中占据主导地位, 经济型占比 58.6%, 高端+豪华品牌房量仅占 21.4%, 高端酒店供给较少。与欧美国家酒店市场结构相比, 我国高端酒店市场仍处于发展期, 存在结构性机会。

图28: 2022年中国酒店市场结构



数据来源: 中国饭店协会, 东吴证券研究所

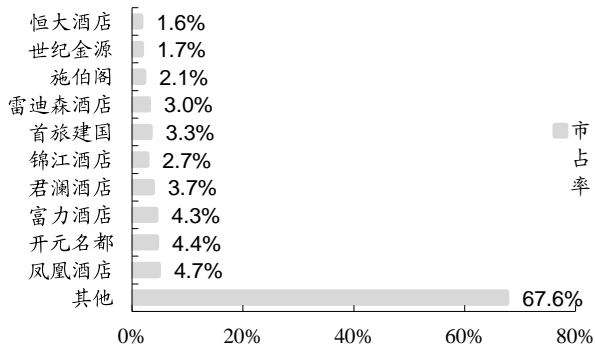
图29: 2020年欧美国酒店市场结构



数据来源: 盈蝶咨询, 东吴证券研究所

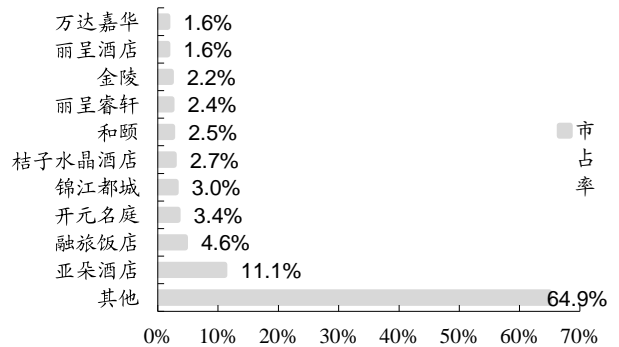
国内高端连锁酒店市场竞争格局分散。截至2022年末,国内前十豪华连锁酒店品牌门店数总计694家,CR10为31.5%。国内前十高端连锁酒店品牌拥有门店1979家,CR10为35.1%。高端以上连锁酒店市场集中度较低。高端品牌和运营能力较为稀缺。

图30: 2022年前十大豪华连锁酒店市占率



数据来源: 中国饭店协会, 东吴证券研究所

图31: 2022年前十大高端连锁酒店市占率



数据来源: 中国饭店协会, 东吴证券研究所

2.3. 度假酒店行业现状

度假酒店客群以休闲度假游客为主,多依托于核心景区与重点城市,建立完善的客房设施,为游客提供高品质服务。度假酒店可以细分为目的地度假酒店、康养类度假酒店、城市度假酒店以及主题度假酒店。截至2022年10月,全国度假酒店总数在1万家以内(不包括港澳台)。其中,目的地度假酒店在我国度假酒店市场占绝对主流,而依托于我国丰富的温泉疗养资源及康业服务的康养类度假酒店位居第二;疫情以来,城市度假酒店势头正猛,发展较快;而设计、定位独树一帜的主题度假酒店在我国仍处于探索发展阶段。

表3: 度假酒店分类与代表酒店

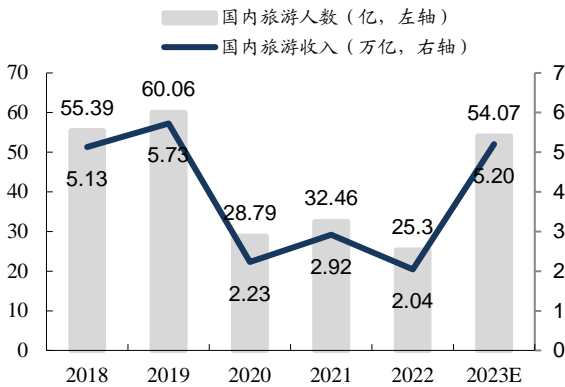
细分类型	典型特征	代表酒店	酒店实景图
目的地度假酒店	多分布在东部沿海及旅游城市，以独特的自然或人文风光吸引游客。酒店以全服务型为主。消费者平均停留时间在5天及以上。	三亚亚特兰蒂斯酒店 	
康养类度假酒店	以酒店为载体，通过康养、温泉疗养等服务改善消费者的生活方式及健康的酒店。消费者平均停留时间往往更长。	博鳌乐城逸和康养度假酒店 	
城市度假酒店	依赖于城市业态，多坐落于核心城市，集城市观光、城市文化、出行娱乐等为一体，多为一线城市高端奢华酒店。	J酒店上海中心 	
主题度假酒店	建筑风格、装饰、服务带有特定主题，更具个性化。	上海迪士尼乐园酒店 	

数据来源：携程数智酒店《2022 中国度假酒店行业分析报告》，公司官网，东吴证券研究所

我国度假酒店行业集中度较低。2021 年，我国度假酒店的 CR3 超过中国酒店行业整体，但仍远不及美国酒店行业整体的 53% (STR)；从集团度假酒店的竞争格局来看，我国集团度假酒店的 CR3 相较于我国集团酒店的 CR3 仍有一定差距。庞大的度假酒店市场能容纳众多酒店集团共同存在，众多独立集团度假酒店有各自生存空间，满足了度假休闲消费者天然的多元化需求。

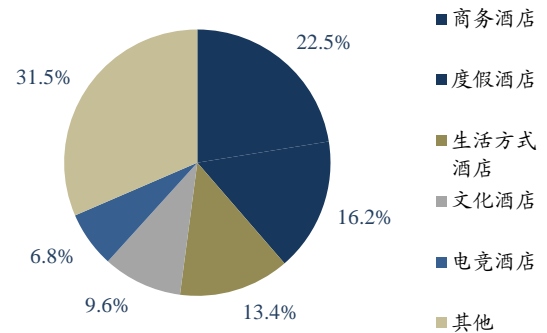
旅游市场复苏，度假酒店发展势头强劲。据中国旅游研究院预测，2023 年国内旅游收入预计为 5.2 万亿元，国内旅游人数将达到 54.07 亿，同比增长 154.4%/113.7%，分别恢复至 19 年的 91%/90%，旅游市场复苏凸显，为度假酒店发展提供机遇。2022 年，度假酒店在主题酒店品牌分类占比达 16.2%，2023 年 Q1，新开业的高端酒店中，度假酒店占比 23.73%。随着生态体验、城市旅行、康养旅居等旅游主题热度暴涨，度假酒店发展可期。

图32: 国内旅游收入与人次



数据来源: 文旅部, 东吴证券研究所

图33: 2022年各类主题酒店品牌占比



数据来源: 迈点研究院, 东吴证券研究所

3. 直营&委管打造稀缺品牌力, 全国市场屡建标杆酒店彰显实力

3.1. 产品: “君亭”, “君澜”等实现中高端&高端品牌全覆盖

中高端&高端商务、休闲品牌全覆盖。君亭品牌诞生于2007年, 深耕中高端精选服务酒店行业。2022年, 君亭收购浙江君澜酒店管理有限公司、景澜酒店投资管理有限公司以及君澜系列商标, 吸纳君澜、景澜的品牌体系以及高端酒店客户资源, 拓展高端度假业务。截至2022年2月, 君澜品牌布局浙江、江苏、海南等超23个省市, 累计投资管理超过180家酒店, 景澜布局遍及浙江、海南、吉林等13个省市, 累计投资管理酒店75家。收购完成后, 君亭实现规模跃迁, 正式跻身于国内民族酒店集团前列, 至此, 君亭的品牌矩阵进一步完善, 完成对中高端和高端商务以及休闲品牌的全覆盖。

图34: 君亭酒店品牌矩阵

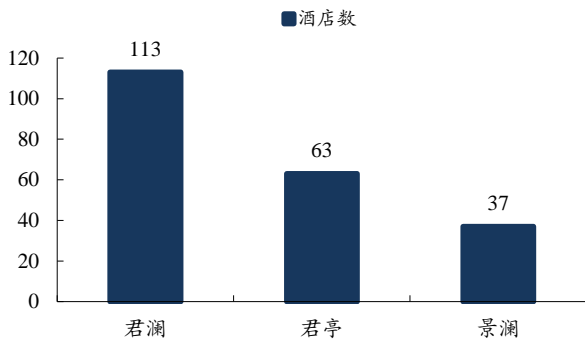


数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

三大品牌定位互补, 深耕高端度假与商旅酒店行业。君亭酒店品牌体系涵盖全服务和精选服务, 旗下有“君亭酒店”、“夜泊君亭”以及“Pagoda 君亭”。“君亭酒店”强调

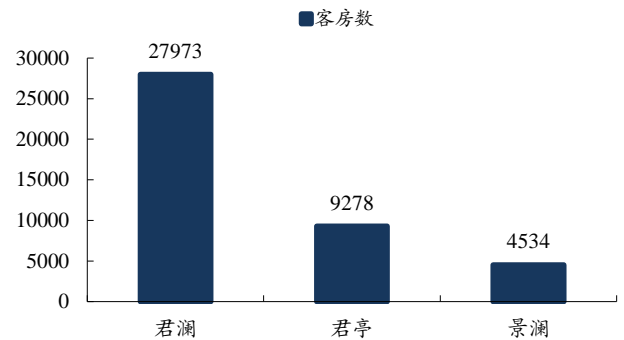
产品的休闲元素；“夜泊君亭”将城市文化融入旅行生活；“Pagoda 君亭”结合国际设计品质基因与中国城市文化，实现东西方美学融合。君澜旗下包含“君澜大饭店”、“君澜度假酒店”以及“君澜理”，领衔高端度假、商旅酒店行业。景澜源于君澜，定位中高端社区生活酒店，发展出“景澜酒店”、“景澜度假”以及“景澜青棠”。截至 2023 年 Q3 末，君澜、君亭与景澜开业酒店数分别为 113/63/37 家，房间数分别为 27973/9278/4534 间。三大品牌定位互补，深耕高端度假与商旅酒店市场。

图35: 2023Q3 末三大品牌酒店数(家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

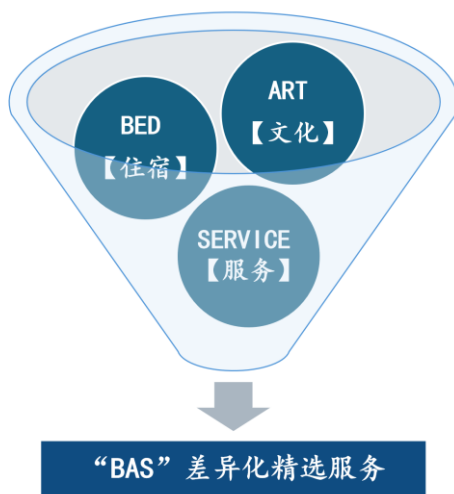
图36: 2023Q3 末三大品牌房间量(间)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

君亭首创“BAS”模式，提供差异化精选服务。“BAS”模型即“Bed 住宿+Art 文化艺术+Service 服务”三位一体，以产品为基础，不断提升品牌及体验。君亭立足于“BAS”模式，形成“产品精选、文化精选及服务内容精选”的君亭特色服务体系。“Bed”方面，君亭注重核心产品品质，酒店设施选取高档次、高品质的硬件产品，为顾客提供舒适体面的入住体验。“Art”方面，君亭针对不同品牌调性注入不同东方文化元素，强调差异化文化设计，运用设计元素赋能核心产品。“Service”方面，君亭针对目标消费群体需求提供差异化精选服务，以细腻的服务风格为核心产品附加价值提升持续注入新动力。

图37: “BAS”差异化精选服务模式



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

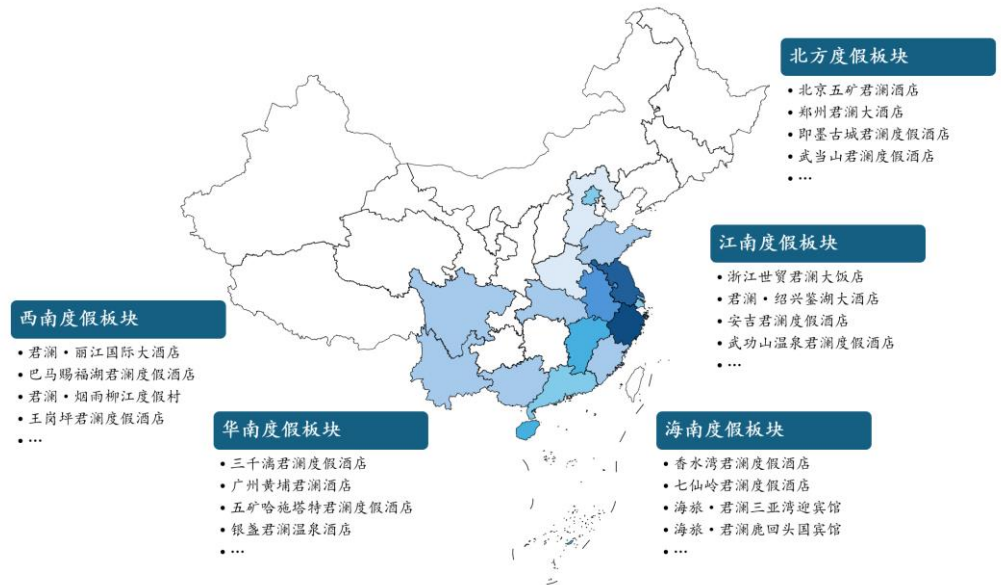
图38: 上海五角场 Pagoda 君亭设计酒店



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

君澜：深耕高端度假领域，打造优质度假圈。君澜依托滨海、温泉、古城古镇等优质旅游目的地，整合景区和物业资源，打造“四南一北”全国度假圈布局，有机结合中国各地地域文化、民族文化以及特色文化，为消费者提供类别丰富的高端休闲度假产品。得益于中式文化融合服务和优质旅游资源整合，君澜已形成国内规模最大、门类最齐全的大型度假酒店运营商，在新增项目数量、资源性项目占领上具备领先优势，引领高端度假行业发展。

图39：君澜度假圈布局



数据来源：公司官网，高德地图，东吴证券研究所

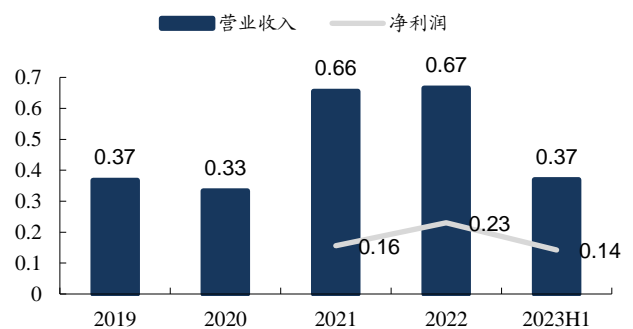
疫情期间逆势扩张。疫情期间君澜逆势扩张，业绩表现亮眼，2022 年营业收入达 0.67 亿元，净利润达 0.23 亿元。得益于暑期亲子游趋势火热上升，君澜品牌旗下成熟酒店 2023H1 营收同比增长 157%，其中广西、海南度假市场表现良好，广西巴马君澜度假酒店营收较 2019 年同期+109%，海南香水湾君澜度假酒店营收较 2019 年同期+43%，七仙岭君澜度假酒店营收超 19 年同期 28%。

图40：海南香水湾君澜酒店



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图41：浙江君澜营收与净利润（亿元）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 运营：“一店一品”差异化运营，直营单店模式成熟。

深耕中高端酒店特色开发，“一店一品”铸造品牌差异化竞争优势。君亭酒店深耕中高端精选酒店领域多年，基于“一店一品”核心理念，形成“传统星级酒店改造”、“城市高端商业综合体及社区商业配套酒店”、“城市文化街区及特色小镇配套酒店”等酒店开发技术。君亭依托区域文化特色差异，针对目标消费者需求，创新性推出酒店品牌溢出、高坪效设计等理念，形成强劲排他的品牌影响力，充分实现良好的投资回报。如与南京夫子庙文化旅游集团联手打造的夜泊秦淮系列，依托秦淮河文化，探索“城人事美”，对当地建筑历史文化、人文美学再创作，由酒店服务提供者转变为文化故事讲述者，以文化元素强势赋能品牌竞争力。

图42: 南京夜泊秦淮君亭酒店



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图43: 杭州滨江 Pagoda 君亭设计酒店



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

直营单店模式成熟，盈利能力强势。以 2023 年 H1 各酒店集团财务数据为例，拆分直营门店单店毛利，直营门店收入主要包含酒店客房、餐饮服务和其他相关收入。君亭酒店整体体量较小，2023H1 实现酒店运营收入 1.68 亿元，拆分到单店水平，君亭单店平均年化收入达 1341 万元，单店年化毛利润为 416 万元，收入和利润体量均显著高于同行业公司。2023H1 君亭酒店运营业务毛利率达 31.0%，君亭单店模式成熟，盈利能力显著高于可比公司。

表4: 2023H1 直营店单店盈利能力对比

	君亭	锦江	首旅
直营酒店运营收入(亿元)	1.68	34.50	24.47
直营酒店数量(家)	25	794	659
单店平均年化收入(万元)	1341	869	743
成本合计(亿元)	1.16	26.89	20.35
毛利(亿元)	0.52	7.61	4.13
单店平均年化毛利(万元)	416	192	125
毛利率	31.0%	22.1%	16.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：年化收入和年化毛利为 2023H1 数值*2 计算所得，君亭直营店数量为估计值

以成都 Pagoda 君亭设计酒店为例：

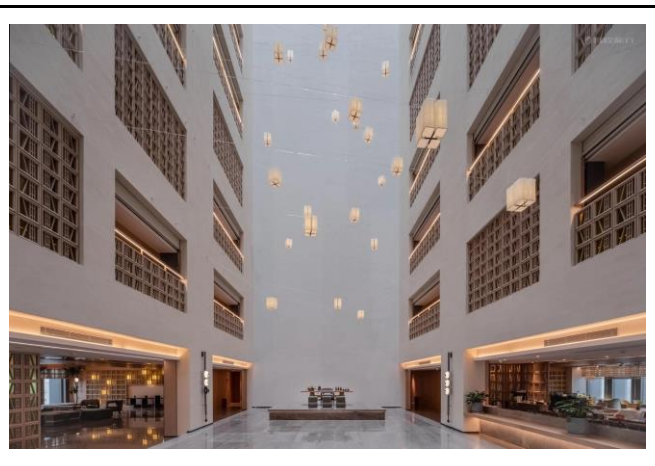
1) 现代与传统完美结合，“一城一定”契合成都品味。成都 Pagoda 于 2022 年 3 月开业，属“Pagoda 君亭”品牌西南布局首店，成都 Pagoda 作为首批为城市度假代言的中高端品牌，创新融合现代时尚与中国传统艺术，打造成成都品味高端精选酒店。地理位置及酒店内部设计颇有巧思。酒店位于西部文化产业中心高层，处于春熙路商圈，距离成都时尚中心——太古里仅 5 分钟步程。成都 Pagoda 大堂结合现代 AR 交互技术，展示林俊廷先生作品《鎏莹》，中庭采用独特孔明灯设计，营造中式设计氛围。软硬件配置方面，成都 Pagoda 提倡精选模式，室内陈设最大程度契合奢侈氛围；房间内部均配有熊猫玩偶，高度契合成都文创文化；酒店配有高端会议厅、精品餐厅、健身房等设施，打造兼并社交与办公的成都悠闲氛围复合生活空间。

图44：成都 Pagoda 君亭设计酒店地理位置



数据来源：公司官网，携程网，东吴证券研究所

图45：成都 Pagoda 君亭设计酒店大堂



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2) 差异化定位提高溢价能力。成都 Pagoda 开业以来独特的设计风格吸引大量顾客打卡，小红书上成都 Pagoda 酒店 tag 热度达 17 万次浏览。2023 年 H1，成都 Pagoda 实现营业收入 2596.24 万元，RevPAR 为 702 元，同比+108%，净利润为 515.04 万元，净利率为 19.8%，我们预计未来成都 Pagoda 业绩将继续爬坡，盈利能力体现品牌溢价力。

图46：成都 Pagoda 君亭设计酒店房价

房型	房价（元）
豪华大床	854
豪华标间	854
太古春熙夜景大床房	949
太古春熙夜景双床房	949
亲子房	1102
四季大床	1055
四季星空套房	2527

数据来源：遇君亭微信公众号，东吴证券研究所

图47：成都 Pagoda 君亭设计酒店盈利能力测算

	2022H1	2023H1	2025E
OCC	55.8%	70.2%	75.0%
ADR（元）	606	1000	1300
RevPar（元）	338	702	975
营收（万元）	357.92	2596.24	7331.03
净利润（万元）	-594.83	515.04	1832.76
净利率	-	19.8%	25.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

数字化转型助力降本增效，会员体系不断完善。君亭酒店利用募集资金，持续信息化改造，完善信息系统建设，以“规范、高效、智能的酒店业务全过程管理”为核心建

立信息化综合管理平台，实现酒店设计、智能化和品牌推广资源的统一集成管理，提升管理效率，降低运营成本。会员体系方面，君亭酒店“四季澜嘉会”会员体系已基本建成，会员等级分为银卡、金卡、白金卡以及钻石卡，在预定、退房以及折扣权益方面给予不同优惠。凭借完善的会员体系，为公司积累大量忠诚客户，截至2023年11月，会员总数已达570万。2023年2月，君亭酒店与中旅集团会员签订战略合作协议，同年11月，两家公司会员系统正式完成互通。会员体系不断完善，构建可持续生长会员生态。

表5: 君亭“四季澜嘉会”会员体系

会员等级	入会门槛	预订保留时间	延时退房	住房、早餐、下午茶折扣	免费会议室	积分权益
银卡	免费领取	18:00	14:00	95折	/	1%
金卡	80元	19:00	15:00	9折	1小时	2%
白金卡	218元	20:00	15:00	85折	2小时	3%
钻石卡	每年白金卡 消费金额前10%	21:00	15:00	8折	2小时	3%

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3.3. 扩张: 直营门店高质量扩张打造稀缺品牌力, 盈利能力突出

酒店连锁集团主要通过直营、委托管理和特许加盟模式进行扩张。直营模式下，公司拥有门店的所有权和经营权，对自有或租赁物业装修完成后，独立负责酒店的经营管理，承担酒店运营风险。委托管理模式，酒店的所有权和经营权分离，业主拥有酒店所有权；受委托的品牌集团派驻店长、进行日常运营，收取基本管理费、奖励管理费等。加盟模式下，酒店品牌不直接负责酒店的管理和运营，授权业主方使用品牌、管理体系、数字化平台等，业主方掌握所有权和经营权，承担相应风险，酒店集团收取首次加盟费、持续加盟费、品牌费用等。

表6: 酒店品牌集团经营模式对比

项目	直营	委托管理	加盟
门店所有权	酒店集团	业主	业主
门店经营权	酒店集团	酒店集团	业主
装修改造费用	酒店集团	业主	业主
员工安排	酒店集团	品牌方仅向门店派驻关键管理人员	业主方选派店长，但需经过品牌方培训
酒店集团收入	门店客房+餐饮收入	基本管理费、奖励管理费等	首次加盟费、持续性加盟费、品牌费用等
酒店集团成本	消耗、水电、人力、租金或固定资产折摊、装修或设备折旧、餐饮成本	平台成本、劳务派遣成本、拓展费用	平台成本、拓展费用等

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

直营聚焦核心城市与项目，站稳标杆地位。君亭聚焦核心城市，开设直营门店，通过高质量扩张，站稳行业标杆地位。2023 年公司计划新开 7 家直营门店，其中君亭品牌旗下杭州滨江、杭州紫金港、深圳 3 家 pagoda 君亭设计酒店等项目已开业；君澜品牌旗下的安吉竹仙湖君澜庄园店等成为所在区域的标杆项目；景澜品牌新开业福州城鼓岭景澜酒店等项目。2023 年君亭分别与中国中旅集团、重庆市渝中区签署合作协议，开始北京区域、深圳区域和西南区域的拓展，迅速推进全国直营店布局。

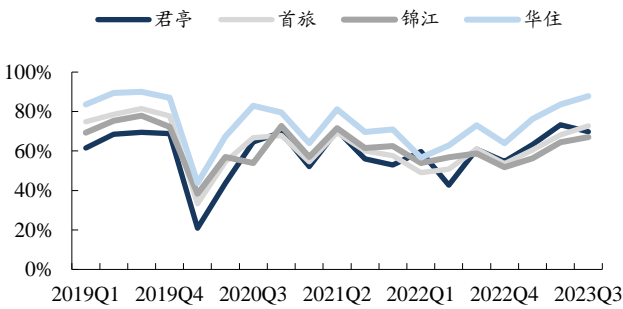
表7：近期开业/拟开业重点项目

项目名称	开业时间	品牌	定位	酒店基本情况
杭州西湖区项目	2023.8	Pagoda 君亭	高端	项目坐落于杭州西部区域云城科技的中心，拥有良好的商业环境以及交流客源支撑。项目在未来将作为“Pagoda 君亭”的杭州旗舰店，助力公司品牌形象提升。
杭州滨江区项目	2023.7	Pagoda 君亭	高端	项目位于杭州市滨江区成熟商圈，周边上市公司数量众多，商务差旅住宿需求较大，盈利前景乐观。该项目可填补在滨江区市场的空白，进一步提升公司品牌形象。
国际文化旅游学院项目	待定	待定	高端	项目与当地知名高校开展深入合作，建成后项目将作为公司国际文化旅游学院式酒店期间项目，同时作为特色中高端商务酒店与研发基地。项目有助于公司形成良好的品牌展示窗口，提供更优质的服务体验。
无锡项目	待定	待定	中高端	项目位于无锡历史文化街区，属于存量市场的优质资源，整体具有较高性价比，后续可直接升级成“夜泊君亭”系列旗舰店。项目将进一步补齐公司地域发展短板。
北京项目	待定	待定	中高端	项目位于北京市，属于公司进入北京首发项目，酒店整体属庭院式酒店。项目有助于树立品牌形象，为拓展北京地区奠定基础，带来充足市场流量。
深圳项目	2023.3	Pagoda 君亭	中高端	项目位于深圳市，属于打开大湾区区域市场的首发项目。酒店参照国外一流酒店水平设计，打造成深圳地区核心旗舰店。酒店周边金融机构密集，具备显著客源优势。

数据来源：公司公告，携程网，东吴证券研究所

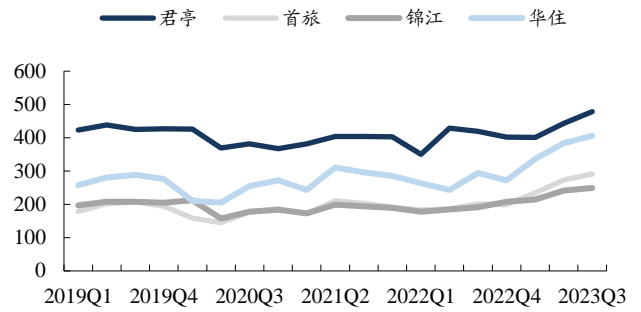
重点打造直营项目，高质量扩张持续提升盈利能力。公司直营项目盈利能力强劲，回报率可观。君亭新增直营店爬坡期缩短，仅需约 2 年，且爬坡期与成熟期入住率高，分别为 68%/75%，新增直营项目有望为公司收入贡献增量。由于君亭酒店体量较小、酒店定位偏高端，直营店 OCC 略低于同行业公司，2023Q3 君亭直营店 OCC 为 69.8%。由于君亭产品高端化，ADR 显著领先行业，拉动作用 RevPAR 表现高于同行业水平，2023Q3 君亭酒店直营门店 ADR 达 478.48 元，RevPAR 达 369.89 元，直营项目盈利能力领先同行业公司，实现高质量扩张。

图48: 同行业公司直营门店 OCC 对比



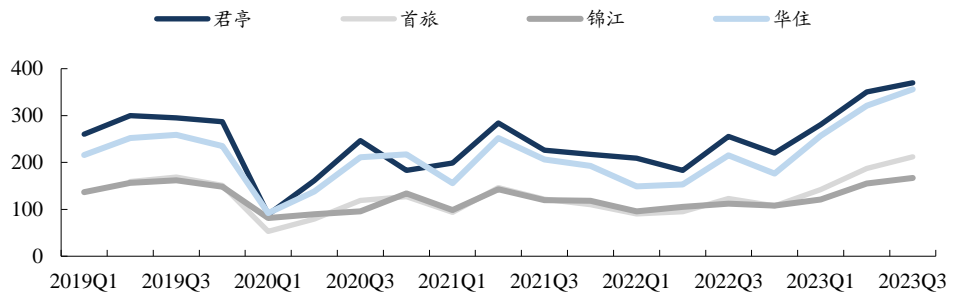
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图49: 同行业公司直营门店 ADR 对比 (元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图50: 同行业公司直营门店 RevPAR 对比 (元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

委管为辅拓展全国市场。君亭酒店利用委托管理模式进行全国化扩张。君亭酒店委托管理采取“基本管理费+奖励管理费”收费模式,基本管理费一般为 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,奖励管理费根据酒店 GOP 一定比例收取,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。基本管理费奠定收费基础,阶梯式奖励收费模式与酒店经营业绩绑定,有更高的抗压能力应对行业波动。

表8: 君亭酒店委托管理收费模式

项目	管理模式
酒店产权归属	酒店产权归属于受托管理酒店业主
装修改造费用	装修改造费用受托管理酒店公司自行承担
酒店品牌和商标、商号使用	合同期限内,酒店品牌、商标和商号由君亭有偿授权给受托管理酒店使用
合同期限	5-10 年,以 10 年期限为主
员工安排	除君亭向受托管理酒店派驻的关键管理人员外,其他人员由受托管

	理酒店直接聘用
技术服务费	50-200 万元
基本管理费	一般为 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	根据酒店 GOP 一定比例收取，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
违约责任	违约方开业前按 60 万元/年支付违约金，开业后另行约定违约金
终止条款	合同期满、不可抗力、政府行为影响经营、协商一致、单方无理由停止营业连续 90 天可以解除合同，终止后受托管理酒店停止使用君亭酒店相关商号商标等各项授权使用的资产

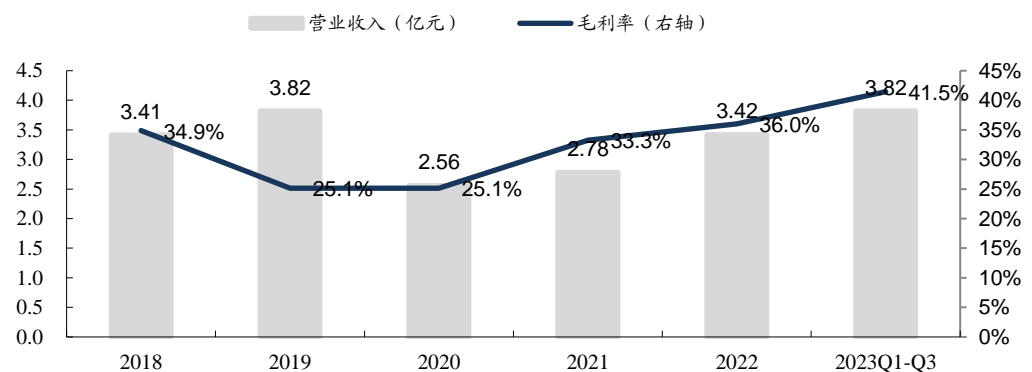
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

成立产业基金，持续孵化潜力新项目。2023 年 12 月 18 日公司公告，公司控股二级子公司君荟投资拟设立多支酒店产业私募投资基金，总规模不超过 5 亿元，其中君荟投资参与基金投资总额不超过 5000 万元，存续期限自基金成立日起 5 年，前 1 年为投资期，投资期届满后不再新增对外投资，后 4 年为退出期。主要通过对商业/酒店管理公司进行股权投资及其他投资，并开展对酒店物业项目的运营管理，物业项目应位于直辖市、重点省会城市以及强二线城市。公司通过产业基金在体外进行新门店培育，加快中高端精选服务酒店的扩张步伐，同时避免直营门店爬坡期拖累公司业绩的风险，提高公司盈利能力。

4. 财务分析

居民出行意愿恢复带动收入修复，成本相对刚性，毛利率提升。疫情期间居民出行影响酒店收入，收入大幅下滑，毛利率随之下滑。2023 年以来，居民出行意愿显著修复，叠加并购扩张酒店数增加，营收大幅修复，2023 年 Q1-Q3 公司实现营收 3.82 亿元，同比+54.1%。直营酒店成本相对刚性，毛利率大幅修复，酒店管理业务占比提升，拉动整体毛利率水平，2023Q1-Q3 毛利率为 41.5%。未来随着直营新项目业绩持续爬坡，毛利率有望持续提升。

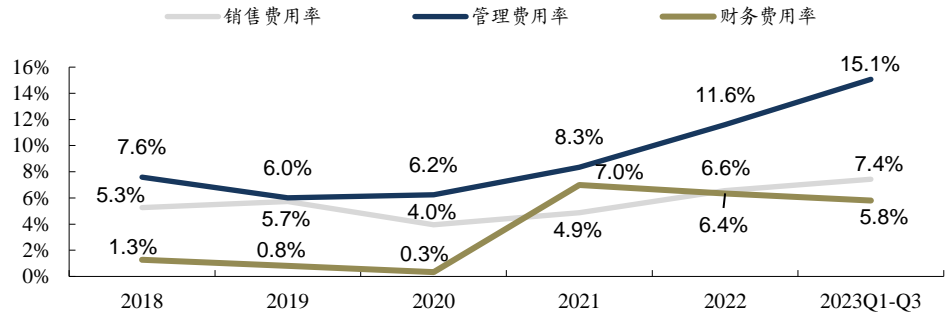
图51：2018-2022 及 2023Q1-Q3 营业收入及毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新租赁准则实施，管理费用率上行。各渠道恢复，佣金大幅提升，销售费用率上行；新租赁准则执行后，筹建项目租金于租赁日开始即计入管理费用，2023 年公司直营扩张加速，管理费用率上行；财务费用率与稳中有降。未来随着直营店体外培养，费用率有望持续下行。

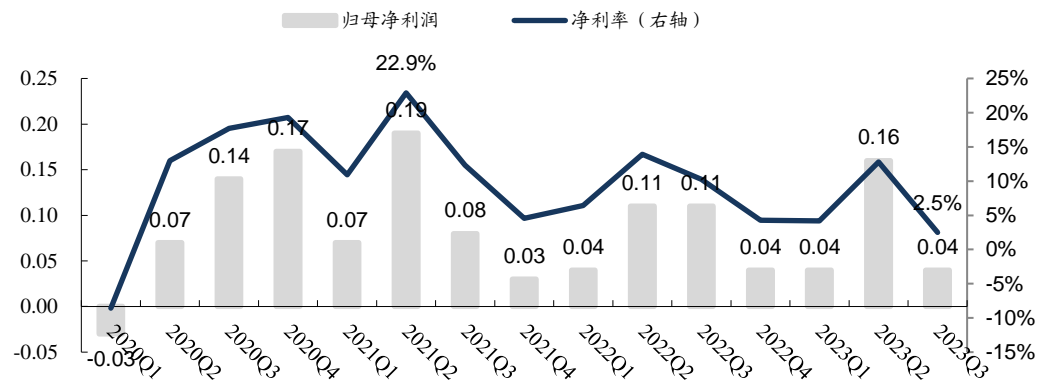
图52：2018-2023Q3 君亭酒店三费率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新开直营店拖累盈利水平，未来有望释放业绩弹性。疫情期间归母净利润大幅下滑，2021 年由于集团旗下酒店运营状况改善，归母净利润同比增长 5.28%。直营店爬坡期显著影响公司利润水平。2022 年新开业的成都 Pagoda 君亭设计酒店出现较大亏损，归母净利润同比下滑 18.3%。2023 年居民出行需求显著恢复，盈利能力大幅修复，由于新增直营店爬坡期和资产处置损益拖累，Q3 归母净利润和净利率承压。未来随着直营店业绩持续爬坡，有望释放业绩弹性。

图53：2020-2023Q3 君亭酒店归母净利润（亿元）及归母净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

主要假设:

酒店和房间数: 轻重资产结合稳步扩张, 预期公司直营酒店数 2023-2025 分别为 27/31/35 家, 加盟酒店数为 191/231/293 家, 合计酒店数为 218/262/328 家, 总房量为 41791/50571/63710 间。

RevPar: 居民商务和休闲出行需求持续恢复, 预测 2023-2025 年公司直营酒店 RevPar 分别为 336/350/359 元, 较 2019 年恢复程度分别为 117%/122%/125%。

酒店运营业务: 随着新项目业绩爬坡和商旅需求持续修复, 预测 2023-2025 年分别实现营收 4.2/5.8/7.7 亿元, 同比分别+62%/40%/32%。

酒店管理业务: 随着轻资产化持续扩张, 预测 2023-2025 年分别实现营收 1.2/1.8/2.5 亿元, 同比分别+48%/45%/38%。

表9: 君亭酒店营业收入拆分预测

营业收入拆分 (亿元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
酒店运营业务	2.47	2.58	4.18	5.83	7.67
Yoy	2.4%	4.4%	62.0%	39.7%	31.5%
酒店管理业务	0.31	0.84	1.24	1.80	2.49
Yoy	105.6%	175.6%	47.6%	45.1%	38.2%
营收总计	2.78	3.42	5.42	7.63	10.16
Yoy	8.4%	23.2%	58.4%	40.9%	33.1%
整体毛利率	33.3%	36.0%	39.9%	44.0%	47.4%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

预计公司三费率有望逐年降低。随着出行恢复、产品结构优化, 销售费用率、财务费用率稳中有降; 2023 年新租赁准则导致管理费用率上行, 未来随着直营项目体外培育, 管理费用率有望回落。

表10: 君亭酒店毛利率及三费率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	33.3%	36.0%	39.9%	44.0%	47.4%
销售费用率	4.9%	6.6%	6.8%	6.3%	5.9%
管理费用率	8.3%	11.6%	14.9%	13.5%	12.6%
财务费用率	7.0%	6.4%	6.7%	3.1%	2.3%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

综上, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.41/1.36/2.16 亿元。随着全国出行需求持续恢复和新项目业绩爬坡, 预计公司净利率状况将持续改善, 2023-2025 归母净利润率分别为 7.6%/17.8%/21.3%。

表11: 君亭酒店收入及归母净利润预测 (单位: 亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2.78	3.42	5.42	7.63	10.16
<i>YOY</i>	8.4%	23.2%	58.4%	40.9%	33.1%
归母净利润	0.37	0.30	0.41	1.36	2.16
<i>净利率</i>	13.3%	8.7%	7.6%	17.8%	21.3%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5.2. 投资建议

君亭酒店作为中高端精选服务酒店龙头, 实现中高端和高端商务、度假品牌全覆盖, 直营模式为主, 差异化运营打造稀缺品牌优势。疫情期间龙头逆势扩张, 市场格局显著向好, 出行复苏带动公司盈利能力快速恢复。我们预测君亭酒店 2023-2025 年归母净利润分别为 0.4/1.4/2.2 亿元, 对应 PE 估值为 106/32/20 倍。

我们选取酒店行业其他头部集团锦江酒店、华住集团和首旅酒店作为可比公司, 2025 年可比公司平均估值为 15 倍; 君亭酒店作为弹性标的, 定位高端市场, 直营门店占比高, 盈利能力突出, 随着新项目业绩爬坡、直营&委管全国化扩张, 公司业绩有望持续修复, 维持“增持”评级。

表12: 君亭与可比公司市场定位、产品结构、运营和扩张模式情况

	酒店市场定位	主力品牌	酒店规模	产品结构	直营门店经营数据 (2023Q3)	运营特点	扩张模式
君亭酒店	定位高端市场, 中高端 & 高端商务、休闲全覆盖	君亭、君澜	酒店数 213 家, 房量 41785 间	均为中高端及以上, 2023H1 直营模式收入占比为 76%	OCC 为 69.8%, ADR 为 478 元, RevPAR 为 370 元	“一店一品”差异化运营, 单店模式成熟; 不断推动数字化转型	直营为主, 委管为辅, 产业基金平滑新项目爬坡影响
锦江酒店	经济型、中高端和高端酒店全覆盖	维也纳、七天、麓枫	酒店数 12138 家, 房量 115.2 万间	2023Q3 末中高端房量占比 66.1%, 2023H1 直营收入占比 52.7%	OCC 为 67.0%, ADR 为 249 元, RevPAR 为 167 元	“一中心三平台”推进赋能体系建设	加盟模式为主
华住集团	经济型至高端奢华全面布局	汉庭、全季、桔子	酒店数 9157 家, 房量 88.6 万间	2023Q3 末中高端房量占比 54%, 2023H1 直营收入占比 65%	OCC 为 87.8%, ADR 为 406 元, RevPAR 为 356 元	会员主导、全流程数字化, 助力酒店运营降本增效; 创始人凝聚管理团队, 组织架构和公司文化提升管理效率	加盟模式为主
首旅酒店	主要覆盖经济型和中高端	如家、如家商旅、如家精选	酒店数 6242 家, 房量 48.5 万间	2023Q3 末中高端房量占比 38%, 2023H1 直营收入占比 68%	OCC 为 72.8%, ADR 为 291 元, RevPAR 为 212 元	不断升级会员体系, 持续进项数字化建设	加盟模式、轻管理模式

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 酒店规模为截至 2023 年 Q3 末数据

表13: 君亭酒店可比公司估值 (截至 2024 年 1 月 23 日)

股票代码/简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/B				投资评级
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600754.SH/ 锦江酒店	261	1.1	12.1	18.1	22.0	230	22	14	12	买入
1179.HK/ 华住集团-S	742	-18.2	39.8	40.2	44.4	-	19	18	17	买入
600258.SH/ 首旅酒店	161	-5.8	8.3	10.1	12.0	-	20	16	13	买入
三家可比公司按市值加权平均 PE							19	17	15	
301073.SZ/ 君亭酒店	44	0.3	0.4	1.4	2.2	147	106	32	20	增持

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 估值由东吴证券研究所基于最新股价及盈利预测给出; 华住集团总市值单位为亿元, 取 2024 年 1 月 23 日港元兑人民币汇率 0.92

6. 风险提示

行业竞争加剧: 酒店行业供给逐渐恢复, 同时我国高端酒店存在较大连锁化经营空间, 各企业可能会加速抢占市场。公司或面临较大的竞争压力。

需求下行造成直营店业绩承压: 若宏观经济波动影响居民消费意愿, 出行需求下行会造成直营店业绩承压。

直营新项目爬坡期拖累业绩: 公司直营门店占比较高, 新项目爬坡期成本刚性, 可能拖累公司整体业绩。

扩店进度不及预期: 行业需求恢复的不确定性是企业自身的经营管理等可能会导致下沉市场速度不及预期, 扩张进程不及预期。

君亭酒店三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	824	878	1,060	1,316	营业总收入	342	542	763	1,016
货币资金及交易性金融资产	680	730	877	1,101	营业成本(含金融类)	219	326	428	535
经营性应收款项	69	74	93	110	税金及附加	1	1	1	2
存货	1	1	1	2	销售费用	22	37	48	60
合同资产	0	0	0	0	管理费用	40	81	103	128
其他流动资产	74	72	88	104	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	1,198	1,210	1,209	1,201	财务费用	22	36	24	24
长期股权投资	6	6	6	6	加:其他收益	6	5	9	9
固定资产及使用权资产	599	597	593	590	投资净收益	3	3	5	4
在建工程	15	15	15	15	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	62	68	70	71	减值损失	(4)	0	0	0
商誉	109	119	129	134	资产处置收益	0	(13)	10	5
长期待摊费用	135	135	135	135	营业利润	42	56	182	286
其他非流动资产	272	271	261	251	营业外净收支	1	0	0	0
资产总计	2,022	2,088	2,268	2,517	利润总额	43	56	182	286
流动负债	239	269	293	309	减:所得税	10	13	41	63
短期借款及一年内到期的非流动负债	90	113	113	113	净利润	33	43	141	223
经营性应付款项	35	46	54	60	减:少数股东损益	3	2	6	7
合同负债	40	11	11	11	归属母公司净利润	30	41	136	216
其他流动负债	74	99	115	125	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.15	0.21	0.70	1.11
非流动负债	823	841	856	866	EBIT	61	92	206	310
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	157	96	211	314
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.00	39.92	43.98	47.36
租赁负债	807	827	842	852	归母净利率(%)	8.70	7.58	17.78	21.28
其他非流动负债	16	14	14	14	收入增长率(%)	23.22	58.44	40.92	33.11
负债合计	1,062	1,111	1,150	1,176	归母净利润增长率(%)	(19.43)	38.08	230.52	59.33
归属母公司股东权益	973	988	1,124	1,341					
少数股东权益	(13)	(11)	(6)	1					
所有者权益合计	960	977	1,119	1,342					
负债和股东权益	2,022	2,088	2,268	2,517					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	120	50	137	218	每股净资产(元)	8.06	5.08	5.78	6.89
投资活动现金流	(27)	1	12	12	最新发行在外股份(百万股)	194	194	194	194
筹资活动现金流	363	(1)	(2)	(7)	ROIC(%)	3.00	3.77	8.01	11.03
现金净增加额	456	50	147	223	ROE-摊薄(%)	3.06	4.16	12.08	16.14
折旧和摊销	96	4	5	4	资产负债率(%)	52.53	53.20	50.69	46.70
资本开支	(93)	(30)	(3)	(2)	P/E(现价&最新股本摊薄)	146.56	106.14	32.11	20.15
营运资本变动	(27)	(15)	(11)	(17)	P/B(现价)	2.78	4.41	3.88	3.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>