

君亭酒店(301073)

报告日期: 2025 年 03 月 12 日

一店一品打造溢价模型，委管加盟开疆拓土 ——君亭酒店首次覆盖报告

投资要点

- 区别于市场：中高端酒店竞争激烈，国际龙头和本土竞争对手快速布局，君亭体量相对较小，市场担心公司的标准化竞争能力。我们认为酒店休闲需求占比接近 40%，旅游 beta 下，公司通过定位中高端商旅+度假需求，一店一品差异化设计酒店产品，差异化的产品竞争路线形成高于竞对的 RevPAR 水平，从而实现更强的单店盈利能力。管理机制上，公司民营体制激励充分，属地化组织改革后提升效率。门店扩张角度，公司在直营标杆店基础上，创新性发展委管、加盟、体外基金等多种方式，最大限度撬动社会资本，降低开店风险，有望实现小体量下规模的非线性增长。
- 国内中高端酒店格局生变，本土龙头突围在即
年轻消费者愿意为高端酒店支付溢价，供给端成本上升推动更高的 RevPAR 要求，存量经济型客房进入改造周期，中高端酒店处于供需两旺的趋势，RevPAR 仅反映了供需之间的差值，供给增速有望回归理性。对于中高端及以上酒店而言，连锁化率并非主要矛盾，存量整合竞争成为关键。度假酒店因为休闲需求产生结构性增量。在消费分层与体验升级的双重驱动下，具备差异化定位能力、敏捷产品迭代体系、私域运营效率新品牌，有望在离散市场中实现弯道超车。
- 君亭酒店：一店一品，增量直营+体外杠杆+加盟业务贡献成长
公司直营店贡献主要收入和毛利，经营杠杆较高。一店一品的理念形成 RevPAR 溢价，直营店毛利端优异。存量直营店持续改造+增量直营店爬坡贡献利润。
2025 年公司正式启动加盟业务，成立君亭尚品、君亭酒店、观澜酒店三大品牌，目标三年达到千店规模。加盟帮助公司提升轻资产变现能力，引入头部管理人复刻希岸成功经验。样板店罗湖店落地，瞄准新世代差旅消费市场。
利用体外杠杆，落地产业基金。2023 年君达城子公司君荟投资设立多支酒店产业私募基金，该模式是通过市场化融资的方式降低直营店开店风险。2023 年首个酒店项目广东佛山千灯湖君亭酒店落地，按照君亭酒店单店投资约 2000-5000 万不等，则 5 亿元基金有望培育 10+酒店项目，支撑公司中线成长。公司先后与中旅、建发、希尔顿进行合作，会员版图扩大，未来联合品牌有望落地。
- 盈利预测与估值
预计公司 2024-2026 年实现营业收入 6.27/7.90/10.31 亿元，yoy+17.42%/+26.05%/+30.42%，归母净利润 0.29/0.65/1.44 亿元，yoy -4.86%/+124.41%/+120.97%，对应 147X/66X/30X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示
周期波动风险，加盟扩张不及预期风险，体外基金发展不及预期风险

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	533.98	626.99	790.34	1030.79
(+/-) (%)	56.16%	17.42%	26.05%	30.42%
归母净利润	30.52	29.04	65.16	143.99
(+/-) (%)	-20.94%	-4.86%	124.41%	120.97%
每股收益(元)	0.16	0.15	0.34	0.74
P/E	140.23	147.39	65.68	29.72

资料来源：浙商证券研究所

<http://www.stocke.com.cn>

1/27

投资评级：买入(首次)

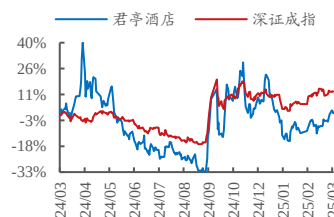
分析师：宁浮洁
执业证书号：S1230522060002
ningfujie@stocke.com.cn

研究助理：卢子宸
luzichen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 22.01
总市值(百万元)	4,279.87
总股本(百万股)	194.45

股票走势图



相关报告

- 1 《三季度 RevPAR 同比+13%，盈利 1119 万元——君亭酒店 2022 年三季报点评》 2022.10.25
- 2 《并表君澜景澜，核心城市及度假资源双线发展——君亭酒店 22H1 业绩点评报告》 2022.08.26
- 3 《君亭酒店点评：拟定增募资强化品牌效应，助推酒店规模化发展》 2022.06.07

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 6.27/7.90/10.31 亿元，yoy+17.42%/+26.05%/+30.42%，归母净利润 0.29/0.65/1.44 亿元，yoy -4.86%/+124.41%/+120.97%，对应 147X/66X/30X。
- 2) 参考可比公司，君亭估值水平相对较高，但是从体量来看君亭相较可比酒店公司更小，其高水平的 RevPAR 溢价和直营店盈利能力已经充分得到市场认可，未来直营+委托管理+加盟+体外杠杆下成长性较强，有望实现成长突围，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

我们预计随着公司直营店稳步扩张，预计 2024/2025/2026 年直营门店数达到 27/29/34 家，君亭、君澜、景澜合计委托管理酒店达到 219/242/265 家。同时。加盟酒店成为未来千店拓店主力，于 2025 年启动，预计 2026 年实现快速扩张，我们预计 2026 年加盟酒店将达到 300 家。

RevPAR 层面，2024 年行业供给复苏较快，高基数下有所回落，预计 2024 年公司 RevPAR 下滑 5%左右，2025 年后随着新的高端品牌落地提振 ADR，与中旅、希尔顿等会员互通提升 OCC，RevPAR 将恢复稳定增长。单店餐饮收入和单店其他收入预计保持稳定。

● 我们与市场的观点的差异

中高端酒店竞争激烈，国际龙头和本土竞争对手快速布局，君亭还处于体量较小的区域性酒店定位，市场担心公司的标准化竞争能力。我们认为酒店休闲需求占比接近 40%，旅游 beta 下，公司通过定位高端商旅+度假需求，一店一品差异化设计酒店产品，差异化的产品竞争路线形成高于竞对的 RevPAR 水平，从而实现更强的单店盈利能力。管理机制上，公司民营体制激励充分，属地化组织改革后提升效率。门店扩张角度，公司在直营标杆店基础上，创新性发展委管、加盟、体外基金等多种方式，最大限度撬动社会资本，降低开店风险，有望实现小体量下规模的非线性增长。

● 股价上涨的催化因素

门店开店速度超预期，加盟业务开店超预期，体验基金发展超预期，REITS 政策推进

● 风险提示

周期波动风险，加盟扩张不及预期风险，体外基金发展不及预期风险；

正文目录

1 君亭酒店：国内中高端休闲酒店龙头	6
1.1 发展历程：注重中高端精选酒店服务，完善品牌矩阵	6
1.2 管理团队：股权结构稳定，管理层经验丰富	7
2 国内中高端酒店格局生变，本土龙头突围在即	8
2.1 中高端市场开阔，供需错配问题将逐渐减弱	8
2.2 中高端龙头竞合，本土品牌有望崛起	10
2.3 休闲需求强于商旅需求，度假酒店热度提升	11
3 君亭酒店：一店一品，增量直营+体外杠杆+加盟业务贡献成长	12
3.1 直营店为体，差异化定位+强门店运营能力奠定产品溢价	12
3.2 增量直营店逐步落地，优质项目突围	15
3.3 首次启动加盟模式加码轻资产扩张	16
3.4 创新 Pre-Reits 模式进阶资产管理型公司	20
3.5 会员版图不断扩大，携手希尔顿进军高端	21
4 盈利预测	23
5 风险提示	24

图表目录

图 1: 君亭酒店发展历程.....	6
图 2: 君亭酒店品牌矩阵.....	7
图 3: 君亭 2017-2023 营业收入与归母净利润情况 (亿元)	7
图 4: 同行业公司 2017-2023 营业收入 yoy 比较 (%)	7
图 5: 股权集中于高管 (截至 2024Q1)	8
图 6: 中国酒店客房结构 (万间)	9
图 7: 中国酒店经营数据.....	9
图 8: 中国酒店客房结构同比 2019 年.....	9
图 9: 中国酒店 GMV 同比 2019 年.....	9
图 10: 不同等级酒店品牌集中度变化.....	10
图 11: 不同等级酒店连锁化率差异	10
图 12: 各大节假日客流和收入恢复度.....	11
图 13: 商务旅行支出规模 (亿美元)	11
图 14: 2024 年新开业酒店结构.....	12
图 15: 度假酒店品牌梯队.....	12
图 16: 君亭直营模式收入和毛利占比	13
图 17: 公司直营店收入构成 (百万元)	13
图 18: 可比公司 RevPAR 相较 2019 年恢复程度	14
图 19: 可比公司 RevPAR 水平	14
图 20: 君亭 2019 年前直营门店贡献收入和利润	14
图 21: 君亭酒店 RevPAR 和门店净利润之间的关系	14
图 22: 君亭运营和管理毛利率.....	15
图 23: 君亭酒店费用率情况.....	15
图 24: 君亭加盟费拆分 (百万元)	18
图 25: 亚朵加盟制度.....	18
图 26: 希岸酒店历史门店数 (家)	19
图 27: 希岸酒店业绩.....	19
图 28: 君亭尚品罗湖店.....	19
图 29: 君亭尚品罗湖店.....	19
图 30: 全球 REITS 情况.....	20
图 31: 日本 J-REIT 分行业占比	20
图 32: 君达城业务模式.....	21
图 33: 佛山千灯湖君亭酒店	21
图 34: 希尔顿欢朋国内门店数.....	23
图 35: 希尔顿亚太区 RevPAR 情况	23
表 1: 核心管理团队工作经历.....	8
表 2: 2021 年中美财富水平和酒店结构对比	10
表 3: 不同类型酒店竞争要素	11
表 4: 龙头酒店 2023 年直营店经营数据对比	12
表 5: 存量直营店改造升级效果.....	15
表 6: 成都 Pagoda 盈利模型估算	16

表 7： 公司新增直营店盈利测算.....	16
表 8： 酒店三种经营模式对比.....	17
表 9： 君亭三大加盟品牌.....	17
表 10： 君亭加盟业务测算.....	20
表 11： 君亭会员权益对比.....	22
表 12： 君亭酒店盈利预测.....	24
表 13： 可比公司 PE 估值表.....	24
表附录： 三大报表预测值.....	26

1 君亭酒店：国内中高端休闲酒店龙头

1.1 发展历程：注重中高端精选酒店服务，完善品牌矩阵

君亭酒店集团是中国领先的中高端商务酒店和度假酒店运营商。集团专注住宿业务 27 年，将“东方文化和生活方式的中国趣处”作为立足之本，精于运营“东方文化特色”，把握中高端酒店行业“服务至上”的核心特征，形成“设计精选、文化精选及生活方式精选”的服务体系。集团总部位于杭州，以长三角城市群为核心发展区域，逐渐向全国拓展。

公司自成立以来分为四个阶段：

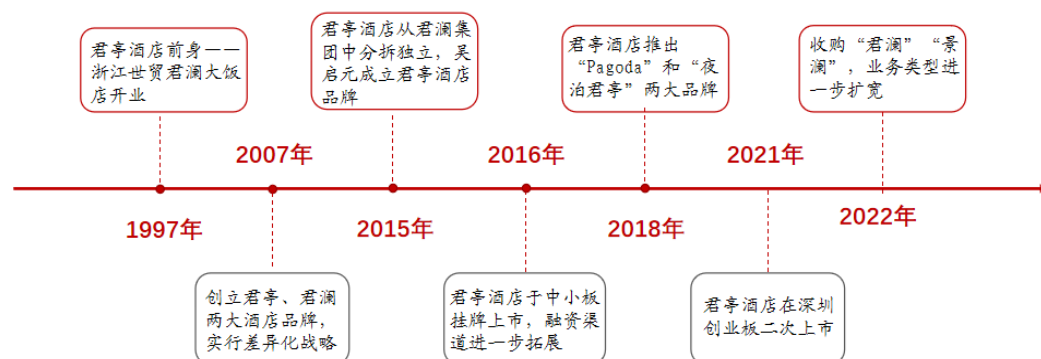
1) 君亭酒店的创立和前身（1997-2007 年）：君亭酒店的历史源于 1997 年吴启元成立的君澜酒店管理公司，第一家君澜酒店浙江世贸大饭店开业。

2) 品牌整合优化，深耕中高端酒店市场（2007-2015 年）：2009 年成立“君亭”、“君澜”两大酒店品牌，两大品牌整合发展；2015 年，由于酒店行业竞争激烈，在 5 月君亭以管理层收购的方式完成和君澜的拆分。此后君亭酒店聚焦中高端精选服务市场，君澜酒店则专注于高端度假市场，二者相对独立，但君亭管理人员多脱胎与君澜，管理能力得以迁移。

3) 集团成功上市，融资渠道拓宽（2015-2021 年）：2015 年 9 月，君亭完成股份制改造开始独立发展，正式成立浙江君亭酒店管理股份有限公司，并且在 2016 年成功在新三板挂牌。2018 年，为了完善多层次的中高端品牌矩阵，君亭推出了结合历史文化的“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，经过股权改制、引入现代化管理方法，在 9 月 30 日正式在深圳证券交易所创业板上市，融资渠道进一步拓宽。

4) 重新整合，步入高速发展阶段（2021-至今）：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。通过收购重新纳入高端度假酒店，进军高端度假商务酒店，业务类型进一步扩宽，完善君亭酒店品牌矩阵、丰富品牌广度，快速提升市场规模和竞争力。

图1：君亭酒店发展历程



资料来源：公司公告，Wind，金融界，环球旅讯，搜狐新闻，36kr，浙商证券研究所

君亭酒店以长三角区域为核心，辐射式扩张发展，目前已打造其独具东方特色的中高端酒店品牌。集团总部位于杭州，旗下目前共设三条产品线，分别是君亭、君澜、景澜，

共有 9 个酒店品牌，横跨中高端至超高端四个维度，形成自身品牌矩阵。目前，君亭已形成横跨度假和商旅两大品类，形成商务和度假的中高端多品牌矩阵，拥有“君澜大饭店”、“夜泊君亭”等十大品牌。

其中：1)“君亭酒店”强化城市休闲特色，明晰产品的休闲元素，强调东方文化特色；2)“夜泊君亭”通过“城人事美”的探索，立足当地城文化进行再创作，再生城市历史文化建筑，酒店身份转化为文化内容运营者，创造温度不失质感的文旅生活；3)“Pagoda 君亭”品牌注重“东西方美学的融合”，灵动的功能空间、年轻的色彩美学，体现设计上的国际品质基因与中国城市文化结合的特点。

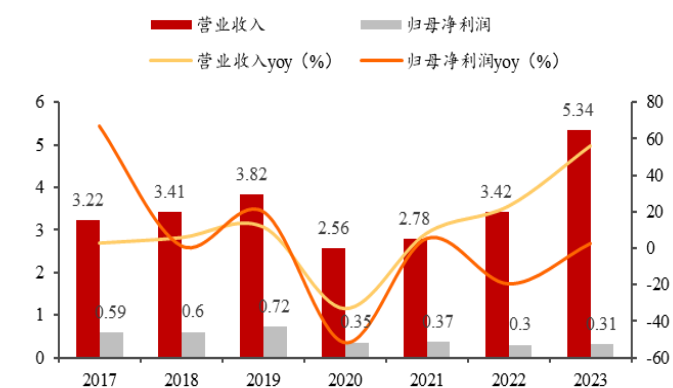
图2：君亭酒店品牌矩阵



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

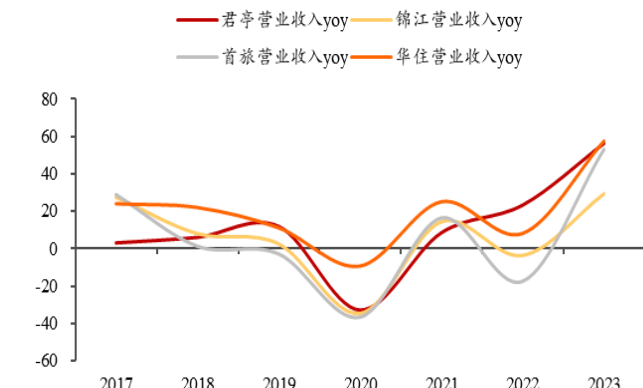
直营同店经营稳健，并表君澜、景澜后收入高增。宏观经济波动后公司营收逐渐恢复，2022 年营业收入回到 3.42 亿元，恢复至 2019 年前水平，2023 年收入达到 5.34 亿元，同比增长 56.16%。与锦江、首旅等相比，公司收入增速领先。

图3：君亭 2017-2023 营业收入与归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，wind、浙商证券研究所

图4：同行业公司 2017-2023 营业收入 yoy 比较 (%)

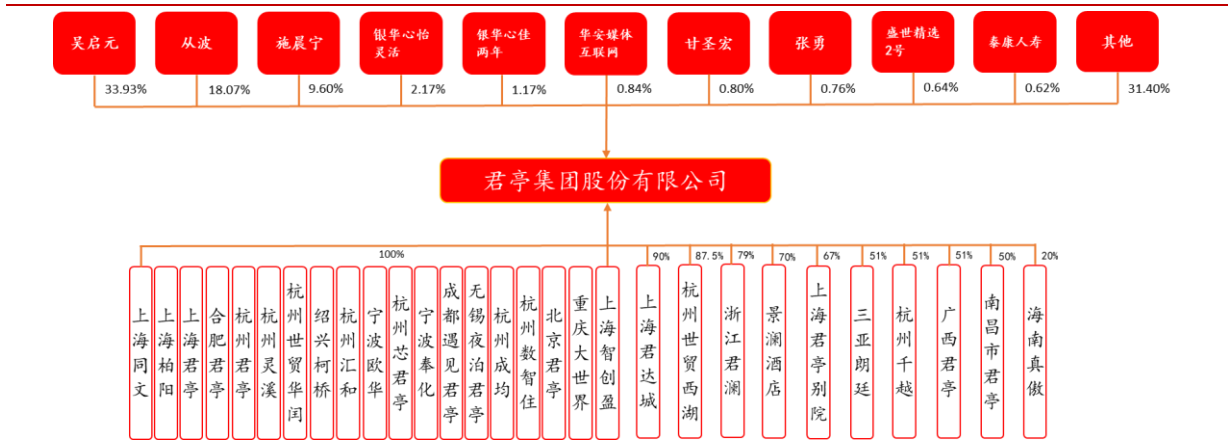


资料来源：公司公告，wind、浙商证券研究所

1.2 管理团队：股权结构稳定，管理层经验丰富

民营控股，核心股权结构稳定。公司实际控制人为君亭创始人兼董事长、法定代表人吴启元，截至 2024Q1 持股比例为 33.93%，吴启元妻子丁禾担任公司董事，两人为公司共同实际控制人。公司股权结构稳定集中度高，主要高管合计持股 62.62%，董事从波、秘书长施晨宁分别持股 18.07%、9.60%，董事甘圣宏、财务总监张勇各持股 0.8%、0.76%。

图5：股权集中于高管（截至 2024Q1）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

管理层经验丰富，深耕行业数十载。董事长吴启元先生于 1986 开始酒店管理生涯，至今已有 38 年经验，是国内酒店行业的领军人物。其余核心管理团队在中高端酒店管理领域平均从业年限超 20 年，组织架构扁平化，在长时间的合作和磨合中实现效率提升。2021 年，公司聘任朱晓东作为新一任总经理，并在 2022 年开始担任董事，2024 年 5 月升任董事长。朱晓东曾是全球知名的凯悦国际大酒店集团中国区副总裁，进一步优化团队结构，为集团的全球化发展奠定基础。

表1：核心管理团队工作经历

姓名	职务	工作经历
吴启元	前任董事长	1986-1995 年，任职杭州中友好饭店总经理 1995-1997 年，任职五洲大酒店总经理 1997-2001 年，任职浙江世贸大饭店总经理 2001-2015 年，任职君澜酒店管理公司董事长、总经理 2007 年，创立君亭、君澜品牌 2015 年至 2024 年，任职君亭酒店董事长
朱晓东	现任董事长、总经理	1991-2000 年，任职浙江中心大饭店副总经理 2000-2003 年，任职三亚金棕榈度假酒店总经理 2015-2017 年，任职凯悦国际酒店集团中国区副总裁 2021 年至今，任职君亭酒店总经理 2022-2024，任职君亭酒店董事 2024 年至今，君亭酒店董事长、总经理
施晨宁	董事、董事会秘书、副总经理	2007-2015 年，任职君澜酒店集团总裁助理、总裁办主任、投资发展部总经理 2015-2015 年，任职君亭酒店副总裁 2015 年至今，任职君亭酒店董事、董秘、副总经理
甘圣宏	董事	2000-2010 年，任职开元酒店总经理助理、北京区域总经理 2010-2015 年，任职君亭酒店副总裁、执行总裁 2015-2024 年，任职君亭酒店董事、副总经理 2024 年至今，任职君亭酒店董事
张勇	董事、副总经理、财务总监	2005-2007 年，任职杭州西湖四季都市酒店财务负责人 2007-2015 年，任职君亭酒店财务负责人 2015 年 8 月至今，任职君亭酒店财务总监 2018 年 9 月至今，任职君亭酒店董事

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

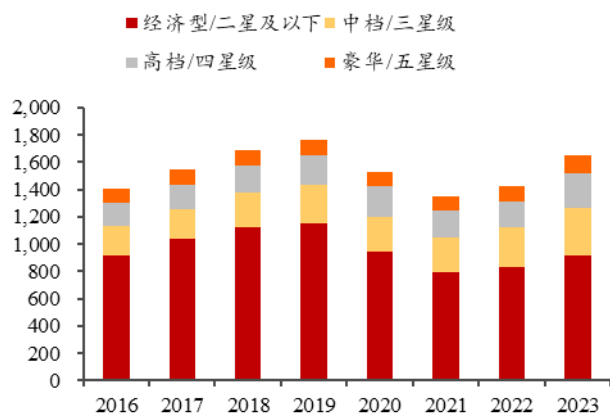
2 国内中高端酒店格局生变，本土龙头突围在即

2.1 中高端市场开阔，供需错配问题将逐渐减弱

中高端发展进行时，酒店产品持续升级。根据盈蝶咨询，虽然中国酒店仍以经济型为主导，但2023年中端+高端酒店客房合计已经达到600万间，合计占比36%，对比2016年27%提升明显。随着需求端从功能性住宿向体验消费升级，年轻消费者愿意为高端酒店支付溢价，供给端成本上升推动更高的RevPAR要求，存量经济型客房进入改造周期，这一进程仍在提速。

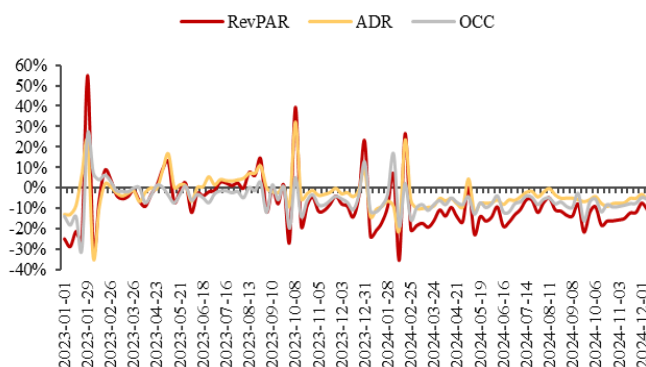
市场担心2024年酒店RevPAR阶段性下滑影响消费升级的进度，但我们认为中高端酒店处于供需两旺的趋势，RevPAR仅反映了供需之间的差值，供给增速有望回归理性。根据我们测算，需求端2024年中档型酒店GMV（ADR*OCC*客房数*运营天数）同比2019年增长20%以上，相对其他类型酒店增长最为明显；而从供给端来看2024年中档型酒店客房数同比2019年增长超过30%，供给增速在所有类型酒店中增长最快。我们认为主要系社会平均投资回收期下降，以及2023年后消费复苏、ADR高涨下，导致酒店投资相对性价比提升，阶段性供给错配所致。中期维度而言，随着核心地区适合中高端酒店的物业逐渐减少，酒店回报周期延长，供给增速将趋于向需求增速收敛。

图6：中国酒店客房结构（万间）



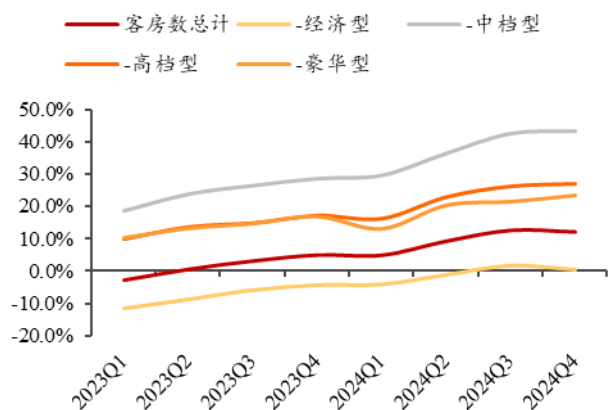
资料来源：盈蝶咨询，浙商证券研究所

图7：中国酒店经营数据



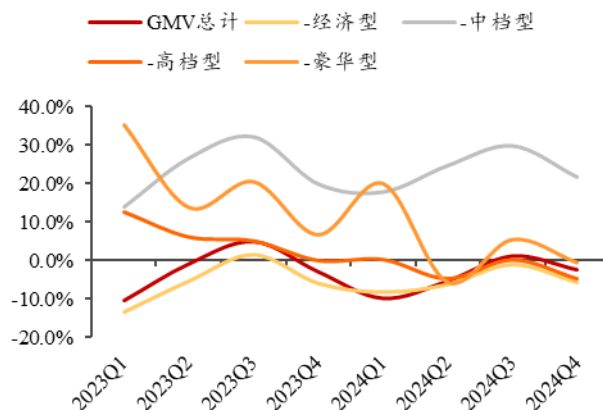
资料来源：酒店之家，浙商证券研究所

图8：中国酒店客房结构同比2019年



资料来源：盈蝶咨询，浙商证券研究所

图9：中国酒店GMV同比2019年



资料来源：酒店之家，浙商证券研究所

相较于美国，国内中高端酒店仍具有较大发展空间。相比美国酒店的橄榄型结构，中国酒店呈金字塔型结构，中高端客房占比仍较低。从消费水平和酒店住宿的匹配程度来看，由于经济型酒店跑马圈地以及外资超高端酒店注入，中国在豪华酒店和经济型酒店两个维

度相对过剩。而中端酒店中国每万人 35.5 间对比美国每万人近 220 间，仍具备数倍提升空间。

表2：2021 年中美财富水平和酒店结构对比

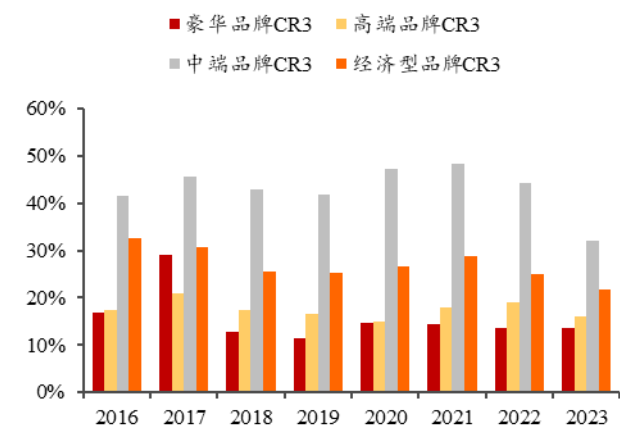
财富水平 (USD)	对应级别	中国			美国		
		人数 (%)	客房数 (%)	每万人客房数 (间)	人数 (%)	客房数 (%)	每万人客房数 (间)
>1M	奢华	0.50%	7.00%	1951.8	8.80%	2.10%	51.6
100000-1M	高端 & 超高端	12.50%	14.60%	161.5	36.40%	26.40%	153.5
10000-100000	中端 & 中高端	66.10%	16.90%	35.5	28.50%	29.50%	218.8
<10000	经济型 & 无品牌	20.90%	61.50%	408.1	26.30%	42.00%	337.3
合计		100.00%	100.00%	138.7	100.00%	100.00%	211.5

数据来源：观研天下，浙商证券研究所

2.2 中高端龙头竞合，本土品牌有望崛起

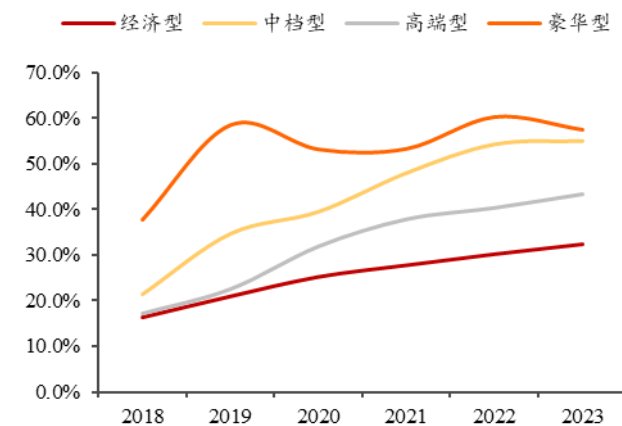
对于中高端及以上酒店而言，连锁化率并非主要矛盾，存量整合竞争成为关键。中国酒店历经经济型酒店的跑马圈地，从而快速提升了行业连锁化率。然而中高端酒店由于更高的进入壁垒和运营难度，参与者已经普遍从单体经营升级到国际巨头或本土集团的子品牌运营团队。2023 年豪华型酒店连锁化率 57.6%，相比 2022 年有所下降，已经进入相对稳态的格局，中档型/高端型连锁化率增长斜率也有所放缓。

图10：不同等级酒店品牌集中度变化



资料来源：盈蝶咨询，浙商证券研究所

图11：不同等级酒店连锁化率差异



资料来源：盈蝶咨询，浙商证券研究所

以往经济型酒店运营标准化，产品相对同质，拼的是规模经济下的成本降低以及集团化管理的效率提升，催生了首旅、锦江、华住三大巨头，和如家、汉庭等标杆性经济型品牌。

然而中高端酒店时代，人群的需求多元化，竞争要素在差异化的服务、体验和品牌溢价。ADR 越高，单品牌上限更低。同时，连锁化率更高意味着竞争对手从集团层面实力更加强劲，传统比拼规模和效率的拓店模式遇到瓶颈。在消费分层与体验升级的双重驱动下，具备差异化定位能力、敏捷产品迭代体系、私域流量运营效率的新品牌，有望在离散市场中实现非线性增长。

表3：不同类型酒店竞争要素

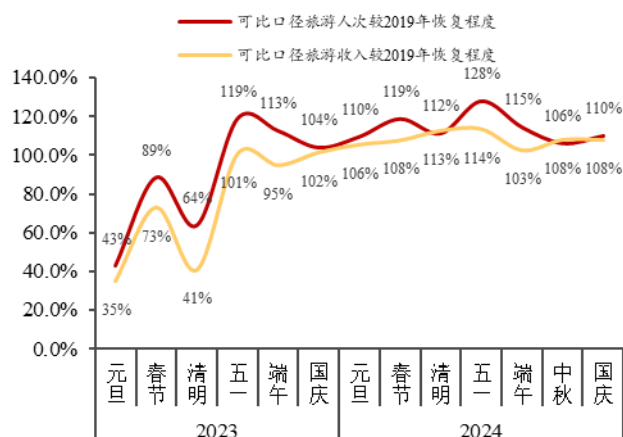
竞争维度	经济型酒店	中端酒店	高端酒店	奢华酒店
核心客群	价格敏感型消费者 (学生、背包客、基层商旅)	性价比追求者 (年轻白领、家庭客、中小企业差旅)	品质导向客群 (企业中高管、高净值家庭、会议需求)	超高净值人群 (富豪、政要、顶级商务客、度假客)
代表品牌	如家、汉庭	维也纳、全季	亚朵、桔子水晶	铂悦、威斯汀
价格区间 (元/晚)	200 元以下	200-300	300-500	500+
单房造价	5-7 万	10-15 万	15-20 万	20 万以上
核心竞争要素	1. 极致成本控制 2. 标准化复制能力 3. 高密度布点 (交通枢纽/商圈)	1. 性价比平衡 (设计感+基础服务) 2. 细分场景体验 (咖啡吧/书吧) 3. 会员体系粘性	1. 品牌溢价能力 2. 全服务链覆盖 (餐饮/会议/SPA) 3. 空间设计美学	1. 稀缺性资源占有 (地标/景观) 2. 定制化服务 (管家/私人行程) 3. 文化 IP 融合 (艺术/历史)
运营模式	加盟为主 - 人房比 0.12-0.15 (低人力依赖)	轻资产加盟 - 人房比 0.2-0.3 (适度服务)	直营+委托管理 - 人房比 0.5-0.8 (高服务密度)	- 重资产持有/长期租赁 - 人房比>1.0 (专属服务团队)

数据来源：迈点网，各品牌加盟网，酒店交易网，浙商证券研究所

2.3 休闲需求强于商旅需求，度假酒店热度提升

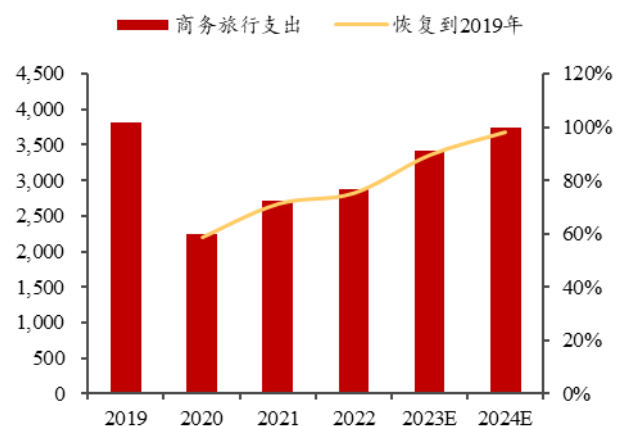
休闲需求增长韧性强于商旅，旅游需求补充酒店 OCC。商旅需求约占酒店收入的 60% 左右，其余主力为休闲需求。商旅需求方面，根据奥维云网，预计 2024 年商旅出行支出 3739 亿美元，同比+9.6%，恢复到 2019 年的 98%。休闲需求方面，根据文旅部，2024 年旅游人次 56.15 亿，同比+14.8%，总花费 5.75 亿元，同比+17.1%，旅游花费已经完全恢复 2019 年。节假日数据层面，2024 年春节到国庆，节假日旅游人次和旅游收入已经全面超过 2019 年，出行需求全面释放，景气度回归。

图12：各大节假日客流和收入恢复度



资料来源：文旅部，浙商证券研究所

图13：商务旅行支出规模（亿美元）



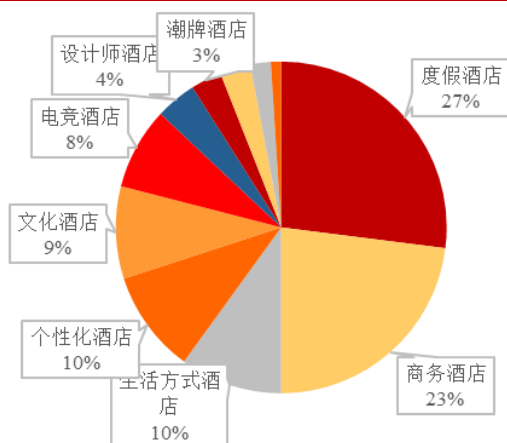
资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

旅游政策接力出台，催化文旅消费。国内旅行方面，2023 年 9 月国务院办公厅发布《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》，2024 年 5 月习总书记提出旅游强国，8 月国务院进一步提出《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》，9 月配

合国庆发放5亿文旅消费券；跨境游方面，免签“朋友圈”不断扩大。截至24年8月，144小时过境免签政策，适用范围已增至37个口岸、54个国家。

供需重构与价值升级下，度假酒店趋势上行。需求端，随着旅游客单价提升，度假游需求释放，根据艾瑞咨询，60%的用户以体验式旅游融入当地，深度探索目的地。更多消费者更倾向于通过深度体验来了解和感受当地的文化、生活方式等，而不是仅仅进行走马观花式的观光，催生了高品质住宿的刚性需求。供给端，度假酒店过去受限于资源禀赋（如三亚海滨酒店）到如今开发出城市度假、城郊度假、目的地度假等多种类型，国产度假酒店品牌崛起后更了解本土人情和需求特征，诞生花间堂、君澜等优质产品。根据迈点网，2024年新开业的酒店结构中，度假酒店以27%的占比位列榜首。

图14: 2024年新开业酒店结构



资料来源：迈点网，浙商证券研究所

图15: 度假酒店品牌梯队



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

3 君亭酒店：一店一品，增量直营+体外杠杆+加盟业务贡献成长

3.1 直营店为体，差异化定位+强门店运营能力奠定产品溢价

公司直营店贡献主要收入和毛利，经营杠杆较高。2021 年前公司收入和利润基本由直营店贡献，自 2022 年并表君澜和景澜之后，公司直营占比有所下降，2024H1 公司直营收入占比 84%，毛利占比 60%。相比锦江、首旅等经营杠杆更高，顺周期+直营门店扩张下利润弹性较大。

RevPAR 溢价下，直营店毛利端优异。横向对比其他酒店龙头，君亭虽然直营店体量较小，但运营质量和利润水平表现优异。我们测算 2023 年君亭直营店实现 29% 的经营利润率，领先同行。其中主要的影响因素是 RevPAR，君亭单间 RevPAR 达到 333 元，是首旅锦江的接近 2 倍，也超过华住的直营店水平。较高的 RevPAR 有效摊薄了固定成本，君亭客房物料、租金+折旧占比明显低于可比公司。

表4: 龙头酒店 2023 年直营店经营数据对比

	君亭酒店	锦江酒店	首旅酒店	华住酒店
经营数据				
直营店 RevPAR	332.78	145.83	176.00	308.00
直营店门店数（家）	23	761	641	607
直营店客房数（间）	3481	85185	77597	86691
直营门店收入（亿元）	4.17	72.51	53.34	137.96

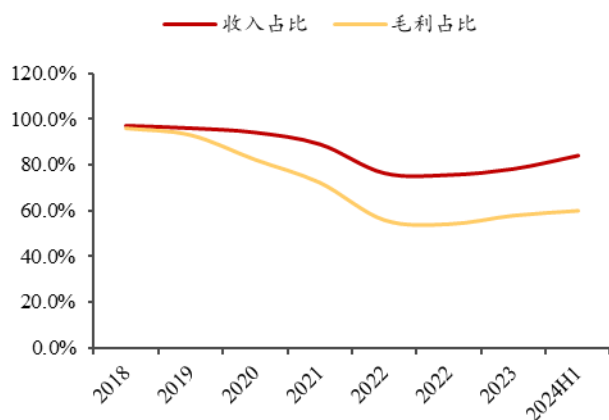
成本项					
人工成本		0.42	23.97	14.67	20.00
	占比	10%	33%	27%	14%
能源成本		0.21	6.02	3.09	6.85
	占比	5%	8%	6%	5%
客房物料成本		0.19	7.09	6.13	13.27
	占比	5%	10%	11%	10%
租金成本		0.76	17.46	-0.11	42.90
	占比	18%	24%	0%	31%
折旧+摊销+维修成本		0.46	8.41	21.11	13.29
	占比	11%	12%	40%	10%
其他成本		0.14	4.42	1.72	20.26
	占比	3%	6%	3%	15%
餐饮服务		0.77			
	占比	18%	0%	0%	0%
直营店总成本		2.94	67.37	46.61	116.57
	占比	71%	93%	87%	84%
利润项					
直营店经营利润		1.23	5.14	6.73	21.39
	经营利润率	29%	7%	13%	16%

数据来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

注：1) 酒店运营收入为境内+境外收入合计；RevPAR 采用境内直营店 RevPAR；成本项为酒店经营成本合并

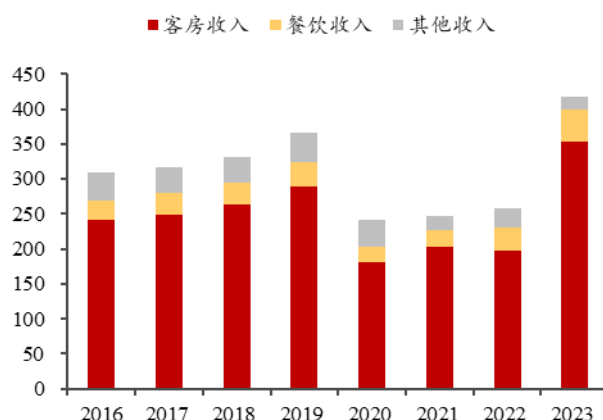
2) 华住没有拆分直营/加盟成本，因此人工成本为假设值

图16：君亭直营模式收入和毛利占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图17：公司直营店收入构成 (百万元)

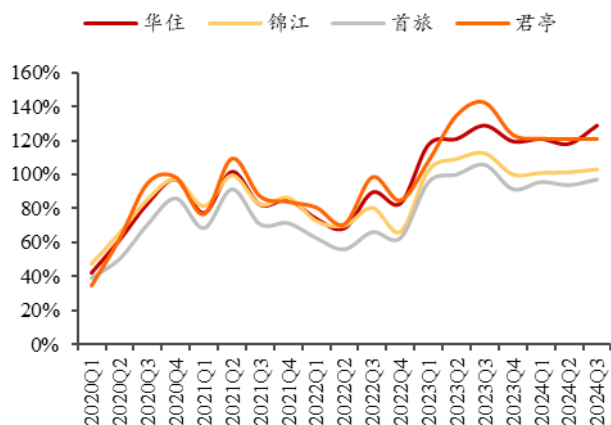


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

“一店一品”，凸显产品差异化，公司的中高端酒店开发方案成熟。相比希尔顿欢朋、丽枫等行业前辈，君亭在体量上并无优势，在激烈的中高端酒店赛道上，只有依赖差异化进行突围。君亭在酒店开发和设计时做到核心品牌形象不变，每家单店融入当地文化元素，根据项目需求进行定制化设计和开发，以提高物业的投资回报。例如南京夜泊情怀君亭酒店挖掘秦淮河历史文化，融合夫子庙街区特色，打造文化主题酒店；北京华侨夜泊酒店利用梁思成亲手设计的华侨饭店为基础，融入了现代化设计和设施，形成高附加值的定制化开发能力。

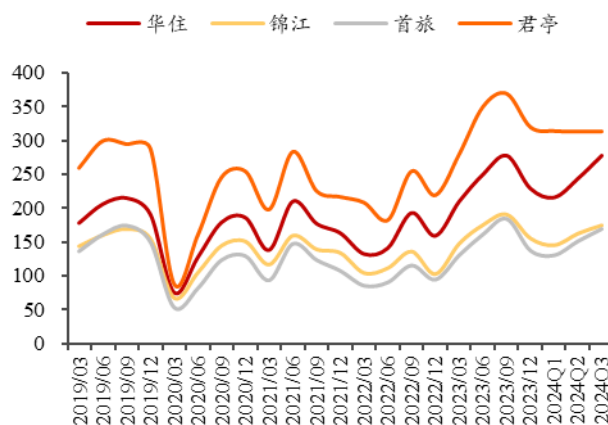
君亭酒店首创“BAS”模式，即“Bed 住宿+Art 文化艺术+Service 服务”三位一体，以产品为基础，形成品牌溢价。君亭酒店在“Bed”方面注重核心产品品质，选用高档次、高品质的硬件设施，为顾客提供舒适体面的入住体验；在“Art”方面，根据不同品牌调性注入东方文化元素，强调差异化文化设计，运用设计元素赋能核心产品；在“Service”方面，针对目标消费群体需求提供差异化精选服务，以细腻的服务风格为核心产品附加价值提升持续注入新动力。通过“BAS”精选服务体系，君亭酒店布局度假+商旅多产品体系，采用“互联网+”酒店模式深度融合住宿消费场景，形成品牌溢价，2023 年后君亭无论是 RevPAR 绝对值还是恢复度都强于可比公司。

图18：可比公司 RevPAR 相较 2019 年恢复程度



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

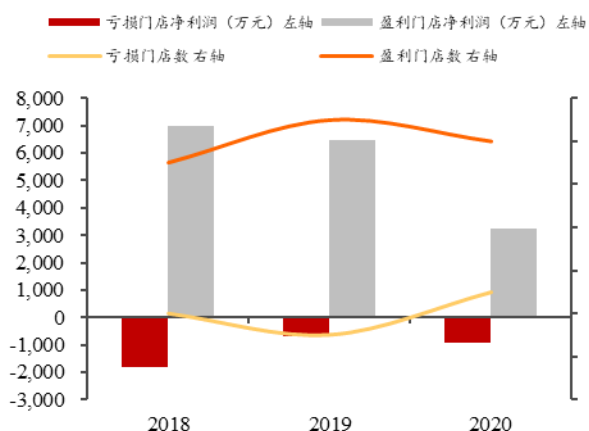
图19：可比公司 RevPAR 水平



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

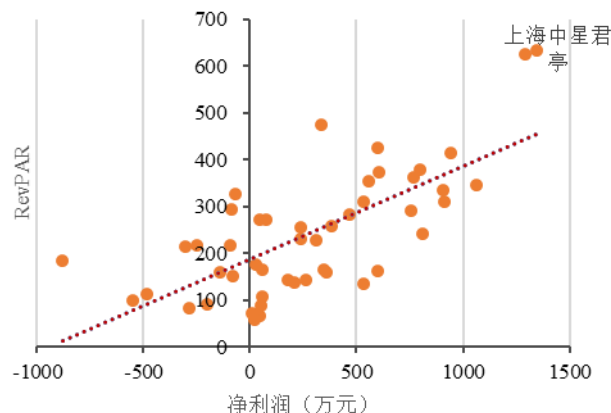
2019 年前存量门店盈利能力较强，盈利弹性有望释放。2019 年君亭 17 家直营店中 12 家门店盈利，盈利门店合计贡献 6490 万利润。盈利水平较高的项目如上海中星君亭酒店 2019 年 160 间客房实现 RevPAR 634 元，净利润超过 1300 万元。从 2017-2019 年的门店净利润/RevPAR 散点图来观察，RevPAR 达到 200 元左右基本可以实现盈亏平衡，而 2023 年后君亭直营店 RevPAR 稳定在 300 元以上，在 20%-30% 的净利率假设下有望实现 3-5 年的健康回本周期。

图20：君亭 2019 年前直营门店贡献收入和利润



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图21：君亭酒店 RevPAR 和门店净利润之间的关系



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

持续升级改造，存量门店效益提升。消费偏好变迁较快，酒店产品迭代周期决定客户留存和粘性。公司 2022 年底定增 5.17 亿元中 5300 万用于装修改造项目。公司计划三年三

批升级 6 家酒店，单房装修投入 4.76 万元，采取轮流升级模式。首批酒店上海中星君亭和上海柏阳君亭于 2023 年一季度进行停业翻新，在 23Q2 已重新投入市场。2024 年上半年作为第一个完整检验周期，上海中星君亭酒店 OCC 90%以上，ADR 同比 19 年上升 12.98%，大幅超过原有测算预期。

表5：存量直营店改造升级效果

上海中星君亭酒店经营数据	2019 年	2021 年	测算期			2024H1
			T1	T2	T3-T10	
客房平均出租率	95.39%	93.00%	85%	88%	90%	90%
平均净房价 (ADR)	664.46	413.24	500.00	550.00	550.00	750.71
平均每间可供出租客房收入 (RevPAR)	633.83	384.31	425.00	484.00	495.00	675.64
增量 RevPAR				99.69	110.69	291.33

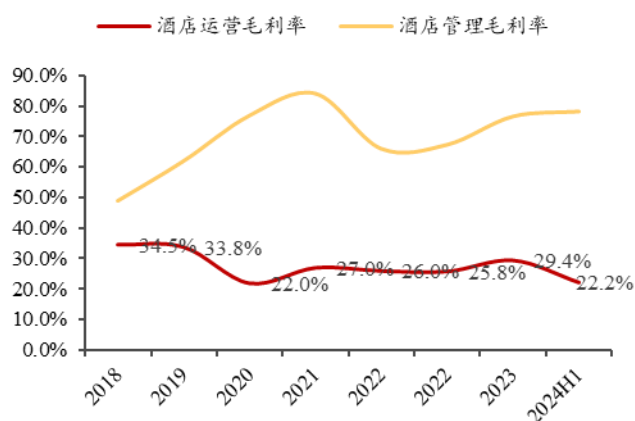
数据来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2 增量直营店逐步落地，优质项目突围

回顾公司历史上的成本和费用率波动，部分是由于会计准则变化和收并购导致的影响，比如由于执行新租赁准则确认租赁负债的融资租赁费用，2021 年公司财务费用率增至 6.99%；2022 年期间费用率提升主要系由于报告期内合并范围增加君澜、景澜所致。

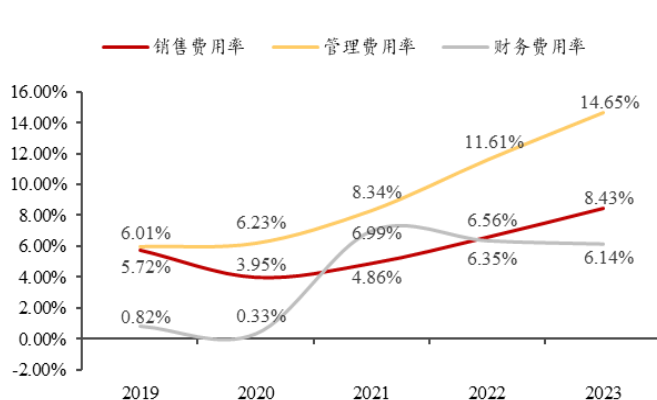
未来公司报表受到增量直营店爬坡的影响更大，从费用端传导至毛利端。新增门店对成本端传导机制分为两个部分：第一部分是门店开业前，筹建部分的租金计入管理费用；第二部分是门店开业后爬坡阶段，受到经营杠杆影响经营毛利率。因此 2023 年公司新增 6 家直营店，导致管理费用率提升到 14.7%的高点。2024 年门店开业后，管理费用率虽然回落到 11.3%，但酒店管理毛利率因为门店爬坡下降到 22.2%。因此门店未来爬坡的速度和稳态盈利水平将是公司业绩的主要驱动因素。

图22：君亭运营和管理毛利率



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图23：君亭酒店费用率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

复盘成都 Pagoda 的成功，独特的定位和设计，属地化创新奠定新店范本。成都 Pagoda 在 2022 年 3 月开业，位于春熙路太古里商圈核心，步行可达 IFS 等地标。相比以往注重商旅的君亭酒店，Pagoda 兼具商旅与休闲需求，环境设计独树一帜：

酒店设计方面，酒店以新媒体互动装置为核心亮点，如入口处的《鑒莹》AR 艺术作品，通过虚拟金鱼与观众互动，将传统吉祥意象与现代科技结合，营造“虚实交融”的感官体验；将成都“慢生活”理念融入设计，大堂茶香香氛、本地民谣背景音乐、与阿来书房合作的书籍陈设等细节，传递出悠闲的茶文化和市井人文气息。运营效率方面，客房配备 IoT 智能客控系统，通过语音助手“小君”实现灯光、窗帘、服务呼叫等操作；机器人送餐、自助办理入住等无接触服务提升了便捷性和安全性。

2024H1 出租率稳定在 90%以上，RevPAR 超 730 元，远超公司整体 RevPAR 水平。24H1 成都君亭子公司实现 521 万利润，19%的净利率水平。按照 5200 万左右的前期投资测算，成都 Pagoda 投资回报期仅为 5 年左右，为后续增量直营店稳态利润打造典型范本。

表6：成都 Pagoda 盈利模型估算

	2022	2023	2024H1
RevPAR——估算	337	702	730
营业收入（万元）	1133	5681	2712
净利润（万元）	-1280	1255	521
净利率	-113%	22%	19%
前期投入（万元）	5255.71		
ROE	-24.4%	23.9%	9.9%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所测算

后续直营店落地爬坡，利润弹性可期。我们假设君亭新增直营店平均稳态利润率达到 15%（基本对应君亭 2019 年直营店平均净利率），RevPAR 参考预定房价和公司平均 OCC 进行假设，测算得 2023-2024 年新增直营店有望稳态贡献 4700 万增量利润。

表7：公司新增直营店盈利测算

	成都 Pagoda	深圳宝安前海 Pagoda	深圳罗湖东门君亭尚品	杭州滨江 Pagoda	杭州紫金港 Pagoda	杭州成均君亭酒店	重庆大世界君亭酒店	北京华侨夜泊君亭酒店	重庆陆海国际 Pagoda	合计
开业时间	2022/2	2023/3	2023/8	2023/8	2023/9	2024/1	2024/2	2024/2	2024/7	
客房数	206	144	136	180	185	150	291	176	167	1635
RevPAR 估算	750	400	300	400	350	250	250	700	450	421
酒店客房收入（万元）	5562	2074	1469	2592	2331	1350	2619	4435	2705	25137
酒店非房收入（万元）	1391	518	367	648	583	338	655	1109	676	6284
酒店收入合计（万元）	6953	2592	1836	3240	2914	1688	3274	5544	3382	31421
净利润（万元）	1043	389	275	486	437	253	491	832	507	4713
净利率假设	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%

数据来源：公司公告，携程，公司公众号，天眼查，空间密探，深圳门户，浙商证券研究所测算

注：RevPAR =携程房价*估算入住率；净利率参考公司整体直营店净利率；可能与实际有一定偏差

3.3 首次启动加盟模式加码轻资产扩张

以往君亭的轻资产模式更多采用委托管理模式而非加盟模式。委托管理和加盟模式的主要差别在于加盟模式下，酒店管理集团对酒店的日常管理经营掌控程度较弱，加盟商通过集团品牌力和会员体系提高获客能力，管理集团利用加盟商体系实现低风险下的整体规模扩张；而委托管理模式下酒店集团委派的总经理实行正常的酒店管理职能，并且可以通过管理效率的提升，从超额 GOP 对业主方进行抽成。

君亭以往采取委托管理模式的重要原因在于其所处中高端酒店赛道高度非标，消费者需求多元化且质量要求较高，公司一店一品模式下，需要一套可以践行的服务质量标准，

并且可以根据酒店自身的特色进行差异化的产品设计和运营，因此采取委托管理的强管控模式。

表8：酒店三种经营模式对比

维度	直营模式	加盟模式	委托管理模式
所有权	酒店集团全资持有物业资产	加盟商（第三方投资者）拥有物业所有权	业主（物业持有方）保留所有权，酒店集团仅负责运营管理
投资主体	酒店集团承担全部投资（开发、装修、运营）	加盟商承担物业购置/租赁、装修等前期投资，并向品牌方支付加盟费	业主承担物业投资，酒店集团按协议收取管理费（通常为营收分成+激励管理费）
管理控制权	集团全权管控（人员、定价、服务标准）	品牌方制定运营标准，加盟商自主管理日常运营	品牌方全面负责运营管理（人员、营销、服务），业主保留财务监督权
品牌控制力	100%标准化执行，确保品牌一致性	依赖加盟商执行力，存在标准执行偏差风险	高度标准化，但需平衡业主诉求（如成本控制）
利润分配	集团获取全部经营利润	品牌方收取加盟费（前期）及持续特许权使用费（通常为营收的5%-8%），加盟商获取剩余利润	品牌方收取基础管理费（约营收的3%-5%）+奖励管理费（利润分成），业主获取剩余利润
风险承担	集团承担全部经营风险（如爬坡期亏损）	加盟商承担投资和运营风险，品牌方风险较低	业主承担物业投资风险，品牌方承担运营风险（若未达业绩目标可能影响管理费）
扩张速度	重资产模式扩张慢（依赖集团资金）	轻资产快速扩张（如君亭2025年加盟战略计划3年千店）	中等速度，依赖业主合作意愿（需匹配物业条件）
适用场景	核心城市标杆项目	下沉市场规模化覆盖	高价值物业合作和专业运营

数据来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

2025年公司正式启动加盟业务。2024年12月30日，公司宣布成立合资公司——君行酒店管理（深圳）有限公司，标志着君亭酒店集团在二十多年发展历程中首次全面进军加盟市场，实现规模化战略布局。加盟业务主要围绕一纵一横两条重要线路展开：一条是京广高铁沿线贯穿南北，另一条是成昆接沿江通道贯穿西东。并且设立君亭尚品、君亭酒店、观润酒店三大加盟品牌，满足不同投资者和消费者需求。

表9：君亭三大加盟品牌

加盟品牌	定位	单房造价	布局城市	ADR 目标	特点
君亭尚品酒店	轻中高端产品	10 万元	一线到四线	320-380	为时尚年轻客人通过中端造价模型打造中高端体验
君亭酒店	中高端城市度假,主打商务加休闲度假模式	14 万元	有旅游资源的新一线及二线省会城市	360-420	主打商务+休闲度假，匹配现代商务人士出行需求，品牌市场影响力大
观润酒店	高端精选服务产品，客房对标五星级标准	单房造价在 14-15 万元	在商业发达的一线及新一线城市的商务区域布局	400-450	对高端酒店传统的综合服务功能用现代手法做减法来降低造价

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

为何君亭现在启动加盟业务？

从行业端来看，中高端酒店的竞争进入关键时期。随着地产后周期的到来，租金的下降、物业空置率的提高，写字楼、商场等业主方离场给了酒店新进入者投资的机会。在结构上，中高端酒店比经济型酒店需求增速更快，且单品牌的规模上限也让中高端酒店行业没有出现垄断型的玩家。在锦江，首旅等玩家加快发力中高端赛道的背景下，抢占一个好的物业地段所形成的竞争优势将持续 10 年甚至以上。公司应当利用加盟商杠杆，在这一轮酒店升级浪潮中夺得先机，形成规模和品牌向头部玩家趋近的成长路径。

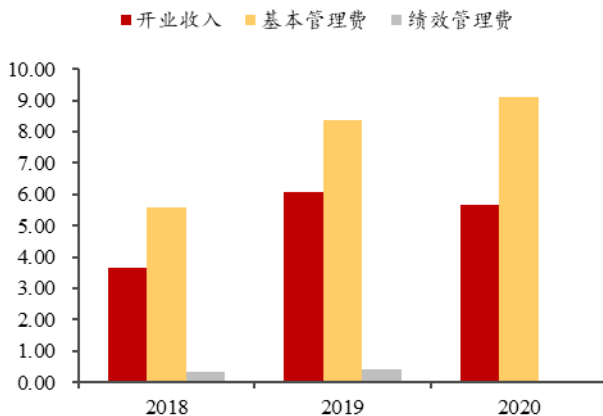
并且对于君亭而言，发起加盟的条件和诉求均已具备。

1) 加强轻资产业务的变现能力。

以往的委托管理模式以基础管理费+GOP 提成为主，其中奖励管理费多采用按 GOPR 阶梯式的收取模式，与酒店经营效益绑定，激励效果更强。但在实际操作过程中，由于经济的波动以及与业主之间的谈判博弈，绩效管理费实际获取较少。公司 2019 年 27 家受托管理酒店中只从两家收取了绩效管理费。

而加盟模式下通常管理费和收入挂钩而不是 GOP 挂钩，起到一定旱涝保收的作用。华住、亚朵等头部品牌综合 take rate（包括首次加盟费、管理费、CRS 使用费等）都可以接近 10%。因此加盟的变现能力有望强于现有君亭委托管理模式下约 5%-6%左右的基本管理费。

图24：君亭加盟费拆分（百万元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图25：亚朵加盟制度

加盟期限	10年
体系加入服务费	按实际房间数收取 8,000元/间
履约保证金	一次性收取100,000元 合同期满后无息返还
工程指导费	80,000元/店
技术系统安装费	10,000元/店
流动图书馆筹建费	50,000元/店
加盟管理费	营业总收入*8%=品牌使用费2%+管理费6%
酒店总经理费	30,000元/月（首年）
总经理助理费	15,000元/月（首年）
财务指导费	1,200元/月
系统维护服务费	3,300元/月
CRS系统维护服务费	CRS收入*6%，收费上限为全部收入*3.5%
积分技术服务费	每积分0.01元

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

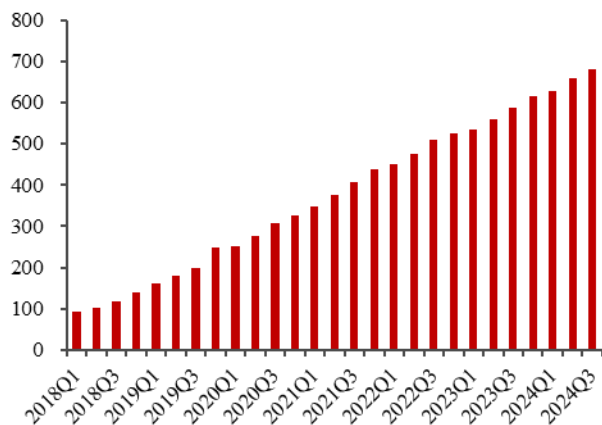
2) 优质团队引进，主理人经验丰富

希岸创始团队加码，资源雄厚。此次合资公司君亭持有 51%股权，花开一行持有 49% 股权，后者法定代表人为莫鑫亨，此前是锦江希岸酒店的联合创始人。其带领团队创立宪己理念，用中端的投资获得轻奢风格，希岸品牌实现快速发展。并且成功发展希岸 Deluxe、舒与子品牌。截至 2024Q3，希岸酒店中国开业数已经达到 680 家。2023 年希岸实现收入 2.8 亿，利润 0.82 亿，净利率 29%。

希岸与君亭定位和格调相近，且无论从规模、净利润和盈利能力上都强于现有君亭。莫总有望复刻差异化的成功品牌打造经验，赋能君亭加盟业务。并且其团队成员均为该品牌的核心团队，拥有从 0 到 1 打造品牌的经验。不仅如此，团队还拥有超过 1250 名加盟商资源。

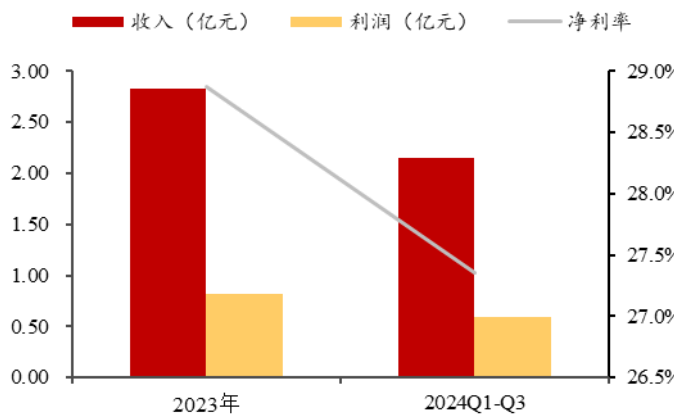
公司也已做好了相应的人才储备。与其他加盟模式类似，虽然对门店端掌控力度没有委托管理下强制性高，但是店长等关键岗位依然会由公司来统筹安排。公司已经在内部建立“未来营”培训机制，梯队化培养门店未来总经理；公司外部与浙大城市学院、北京中瑞酒店管理学院合作，从本科阶段开始制定店长的培养计划。

图26：希岸酒店历史门店数（家）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图27：希岸酒店业绩

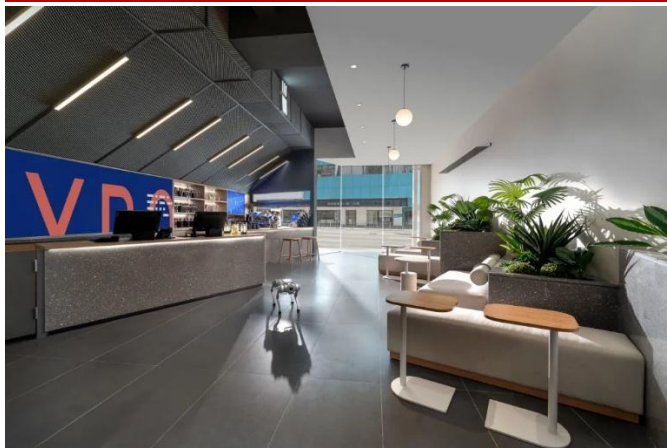


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3）样板店打磨充分，强化投资人品牌认知

此次君亭开放加盟的三个子品牌中，“君亭酒店”已经具备全国化数十家门店的品牌基础，且在直营+委管模式下总部对运营理解深刻，Know-How 能力提高加盟商开店成功率。直营店的成功对加盟商的品牌认可度影响较大。

图28：君亭尚品罗湖店



资料来源：agoda，浙商证券研究所

图29：君亭尚品罗湖店



资料来源：华商网，浙商证券研究所

“君亭尚品”也已成功打造罗湖样板店，24H1 出租率稳定在 80%以上。罗湖定位精选赛博酒店，瞄准新世代差旅消费市场。酒店的设计和空间塑造较为前卫，大堂设计裸眼 3D、CYBob 机器狗、CYBar 尚咖啡，帮助人们摆脱出行在外的不安感，增强对生活的掌控力；加强对情感交互“界面”，包括 CYBread 品餐厅石材溯源信息可视化，CYBoxing 健身房中客人可以和教练在线训练，提升客户体验，也提高待客服务效率。

公司目标通过加盟业务实现三年千店，按照 24Q3 现有门店 236 家+Pipeline 187 家测算，则加盟业务需要贡献约 600 家增量门店。我们按照君亭、君亭尚品、观澜平均分配门店数，

按照各品牌目标 ADR 水平进行测算。我们假设公司 tr 8%左右，加盟业务净利率 40%左右，则 600 家新增加盟店有望为公司贡献 2.7 个亿的增量利润。

表10：君亭加盟业务测算

	君亭尚品酒店	君亭酒店	观润酒店	合计
ADR	350	380	420	385
OCC	70%	70%	70%	70%
RevPAR	245	266	294	269
门店数	200	200	200	600
单店客房数	130	150	150	143
门店端 GMV（亿元）	23	29	32	85
公司 take rate	8%	8%	8%	8%
加盟业务增量收入（亿元）	1.86	2.33	2.58	6.77
加盟业务净利润（亿元）	0.74	0.93	1.03	2.71
加盟业务净利率	40%	40%	40%	40%

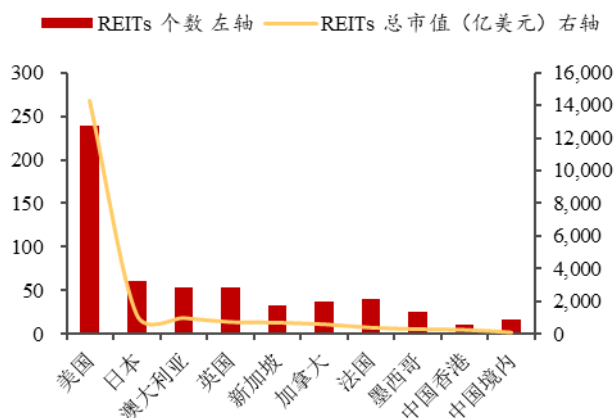
数据来源：公司公告，浙商证券研究所测算

3.4 创新 Pre-Reits 模式进阶资产管理型公司

REITS 首次纳入酒店类基础设施。2023 年 3 月，发改委发布《关于规范高效做好基础设施领域 REITs 项目申报推荐工作的通知》，提出研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行 REITs。2024 年 7 月国家发展改革委发布了《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》，允许景区内的配套旅游酒店、消费基础设施不可分割的酒店和商业办公、园区的单体建筑不可分割的酒店和配套底商等一并纳入底层资产范围。

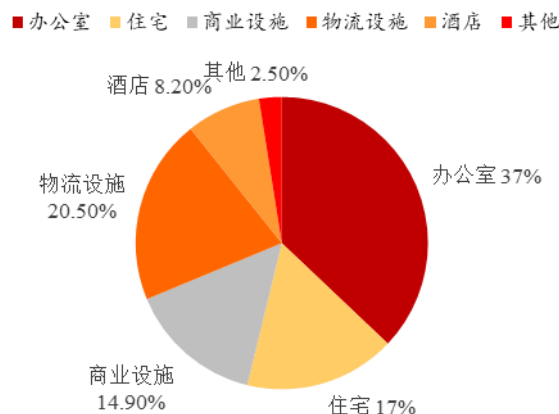
对比海外，我国 REITS 机遇巨大，酒店将占据核心资产类别。根截至 2022 年 8 月，美国是全球最大的 REITS 国家，REITS 市值高达 1.4 万亿美元，而中国境内同期市值规模为 94.5 亿美元。分结构来看，同样较为成熟的日本 REITS 市场中，酒店资产占据其 8.2%的比例。

图30：全球 REITS 情况



资料来源：彭博，REITS 速达，浙商证券研究所

图31：日本 J-REIT 分行业占比



资料来源：J-REITS，浙商证券研究所

公司设立君达城，进军资产管理业务。君亭酒店集团旗下的君达城是其核心资产管理平台，业务模式主要围绕“投、融、建、管、退”全生命周期的酒店资产管理和资本运作

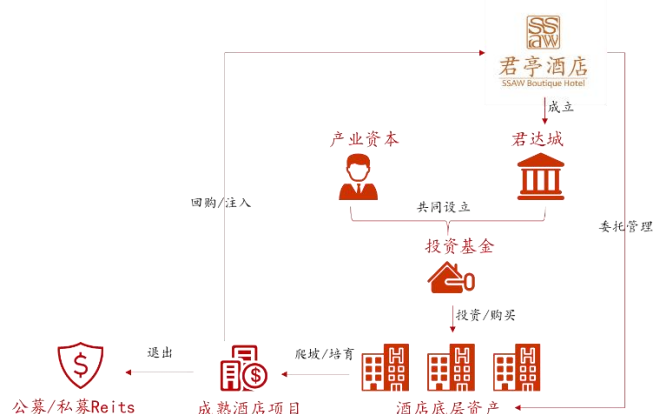
展开，旨在提升资产价值并加速集团扩张，助力集团实现从酒店管理业务到酒店资产管理业务的战略升级。

利用体外杠杆，落地产业基金。君达城的模式包括直营店投资基金、重资产投资基金两种，其中直营店投资基金落地较快。2023年君达城子公司君荟投资设立多支酒店产业私募投资基金，总规模不超过5亿元，君荟投资参与不超过5000万元。

该模式是通过市场化融资的方式，投资高线城市的优质物业，再交由上市公司来进行管理，既通过参股的方式获得投资收益，同时引入社会资本降低直营店开店风险，减小爬坡期对报表端的影响。项目成熟以后，有望通过未来的公募REITs等方式退出。产业私募投资基金之一，广东中保嘉运股权投资合伙企业已于2023年12月在中国证券投资基金业协会完成备案手续。

体外基金首批酒店项目成功落地。2023年广东佛山千灯湖君亭酒店盛大开幕，既是君亭品牌在佛山的第一家门店，也是中保产业基金的首个合作项目，佛山君亭设有各类客房102间，四季花园餐厅可满足80位客人同时用餐的需求，并且还配备一间180平米的会议室。按照君亭酒店单店投资约2000-5000万不等，则5亿元基金有望培育10+酒店落地，项目成熟后有望增厚公司业绩。

图32：君达城业务模式



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图33：佛山千灯湖君亭酒店



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.5 会员版图不断扩大，携手希尔顿进军高端

会员体系与门店运营相匹配，互通体系不断扩大。公司“四季澜嘉会”体系分为银卡、金卡、白金卡和钻石卡，折扣力度和权益不断加大，会员粘性提升。2023年公司实现与中旅酒店会员系统的互通对接，中旅的“心享会”和君亭的“四季澜嘉会”完成了会员等级和权益的互通升级，使得双方会员总数增至近1300万。2024年进一步和建发实现会员互通，享受覆盖超30个省市、数百家成员酒店的丰富会员礼遇。

深度整合内外部资源，持续扩充和深挖拉新渠道。公司与支付宝合作通过首页人群卡片拉新转化来提升整体拉新收益，利用微信公众号引流拉新，以及与体量大的异业大客户（如滴滴、抖音、四大航空公司等）合作，以扩容会员池，形成住前住后一体化服务生态。积极践行ESG理念，将环保理念植入会员权益中，形成会员权益PLUS，结合碳交易所的碳账户，目标实现会员减排触点联动，鼓励会员通过环保行为累积碳积分。

表11: 君亭会员权益对比

	银卡	金卡	白金卡	钻石卡
购买价值	免费领取	80 元	218 元	每年定向邀约白金卡消费金额前 10%
住房折扣	95 折	9 折	85 折	8 折
升级政策	/	银卡入住满 5 间夜	金卡入住满 10 间夜	/
预订权益	管家代订服务	√	√	√
	预订保留时间	18: 00	19: 00	20: 00
	早餐折扣	95 折	9 折	85 折
	欢迎茶水或水果	√	√	√
	客房 mini 吧免费软饮	√	√	√
入住权益	下午茶折扣	95 折	9 折	85 折
	免费夜宵	√	√	√
	免押金入住	/	√	√
	免费 WIFI	√	√	√
	享受免费熨烫一套服装, 视酒店情况(本人入住)	/	√	√
抵用券权益(限君亭官方渠道预订)	免费 A4 打印、复印	10 张	15 张	20 张
	客房抵用券	1 张 20 元抵用券	2 张 20 元抵用券	2 张 20 元抵用券
	早餐券	1 张双早券	2 张双早券	3 张双早券
	升级房型券	/	/	1 张免费升房券
退房权益	退房免检查	√	√	√
	延时退房(依酒店客情为准)	14: 00	15: 00	15: 00
生日礼遇	四季会生日礼物	√	√	√
	生日主题房	/	/	需至少入住日前一天提前联系酒店咨询费用
儿童权益	儿童免费早餐(1.4 米以下)	1 份	1 份	2 份
会议室	免费 10 人会议室(视酒店情况)	/	1 小时	2 小时
保级规则(消费金额)	/	/	/	一个会员周期内消费 8000 元(含代人预订)
积分权益	住房得积分(本人入住房间享有, 自产生之日起1年有效)	2%	3%	3%
	积分汇率:1 积分=1 元	√	√	√

资料来源: 公司公众号, 浙商证券研究所

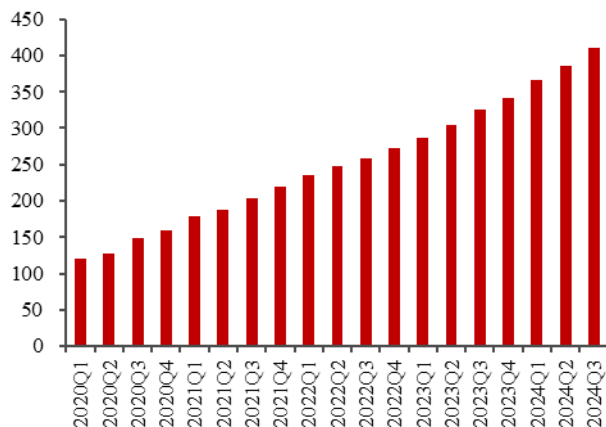
2024 年 11 月 6 日, 公司与希尔顿集团宣布签订战略合作意向书, 将建立全面长期的合作伙伴关系, 推动中国大陆高端酒店和目的地度假村发展, 为客户提供更丰富会员权益。

君亭的会员版图和权益有望得到大幅扩张。希尔顿作为国际酒店龙头, 拥有 24 个子品牌和全球 138 个国家的影响渗透, 其希尔顿荣誉会员覆盖超过 2 亿, 积分兑换、直定连通房等有望进一步丰富君亭的会员权益和用户触达。对于高端酒店会员方面, 希尔顿推出了 Hilton for Luxury 计划, 为消费者提供包括升级专属网站的连接和访问、希尔顿集团旗下奢华品牌专享优惠、专属酒店团队大使服务, 以及开通有福布斯认证的 Hilton For Luxury 礼宾服务台等专享体验服务。希尔顿会员的“广”和君亭中高端布局的“精”有望实现优势互补。

希尔顿欢朋经验在前, 高端酒店联合品牌有望落地。2014 年 10 月, 希尔顿和铂涛达成战略伙伴协议。此后欢朋依托希尔顿的国际影响力和锦江的本土化运营优势实现良性融

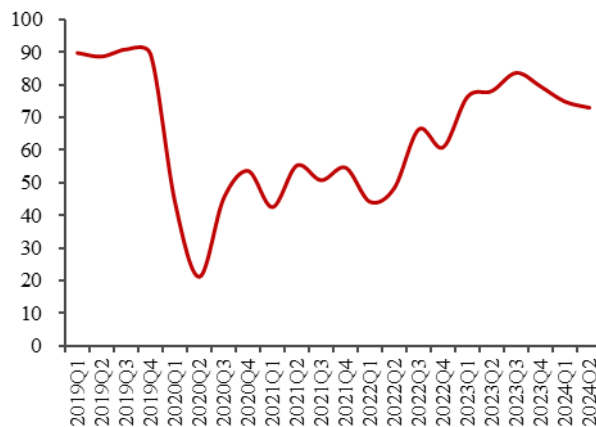
合。2024Q3 欢朋已在国内布局 410 家门店。希尔顿欢朋瞄准中高端商旅市场，迭代 5 代产品，产品细节不断优化。运营方面，希尔顿欢朋中国运营团队充分授权，总部实行扁平化组织架构设计，形成“区域+业务线”的双线垂直管控机制，使得组织架构可以紧跟消费者和投资人的诉求变化。此次君亭和希尔顿布局合作高端酒店，与君亭旗下“君澜理”、“夜泊君亭”等高端品牌的定位高度契合，也有望加强希尔顿国内的高端酒店布局。

图34: 希尔顿欢朋国内门店数



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图35: 希尔顿亚太区 RevPAR 情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4 盈利预测

我们预计随着公司直营店稳步扩张，预计 2024/2025/2026 年直营门店数达到 27/29/34 家，君亭、君澜、景澜合计委托管理酒店达到 219/242/265 家。同时。加盟酒店成为未来千店拓店主力，于 2025 年启动，预计 2026 年实现快速扩张，我们预计 2026 年加盟酒店将达到 300 家。

RevPAR 层面，2024 年行业供给复苏较快，高基数下有所回落，预计 2024 年公司 RevPAR 下滑 5% 左右，2025 年后随着新的高端品牌落地提振 ADR，与中旅、希尔顿等会员互通提升 OCC，RevPAR 将恢复稳定增长。单店餐饮收入和单店其他收入预计保持稳定。

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 6.27/7.90/10.31 亿元，yoy+17.42%/+26.05%/+30.42%，归母净利润 0.29/0.65/1.44 亿元，yoy -4.86%/+124.41%/+120.97%，对应 147X/66X/30X。

参考可比公司，君亭估值水平相对较高，但是从体量来看君亭相较可比酒店公司更小，其高水平的 RevPAR 溢价和直营店盈利能力已经充分得到市场认可，未来直营+委托管理+加盟+体外杠杆下成长性较强，根据前文测算所得加盟业务和直营店落地将带来较大利润弹性，有望实现非线性的成长突围，应给予一定成长性溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：君亭酒店盈利预测

(百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	277.51	341.94	533.98	626.99	790.34	1030.79
yoy	8.39%	23.22%	56.16%	17.42%	26.05%	30.42%
1、直营业务总收入	247.00	257.85	417.04	500	588	679
yoy	2.41%	4.39%	61.74%	19.95%	17.47%	15.60%
客房收入	202.38	196.82	352.68	410.93	475.92	550.72
yoy	11.93%	-2.75%	79.19%	16.52%	15.82%	15.72%
餐饮收入	24.38	33.22	47.23	69.53	86.52	100.26
yoy	8.68%	36.30%	42.14%	47.22%	24.44%	15.88%
其他收入	20.25	27.81	17.13	19.78	25.18	28.33
yoy	-46.66%	37.32%	-38.40%	15.50%	27.27%	12.50%
2、委托管理业务总收入	30.51	84.09	116.94	127	148	169
yoy	105.59%	175.60%	39.07%	8.39%	16.67%	14.51%
3、特许经营收入				0.0	54.8	182.1
yoy						232.14%
经营状况						
直营						
OCC	58.0%	54.1%	68.0%	63.0%	64.0%	65.0%
同比	8.14%	-3.95%	13.87%	-5.00%	1.00%	1.00%
ADR	398	401	490	481	485	490
同比	8.50%	0.71%	22.26%	-2.00%	1.00%	1.00%
RevPAR	231	217	333	303	310	318
同比	26.2%	-6.1%	53.6%	-9.2%	2.6%	2.6%
RevPAR 同比 19	-19.50%	-24.44%	16.07%	5.38%	8.12%	10.91%

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

表13：可比公司 PE 估值表

公司	现价	净利润 (亿元人民币)					PE				PEG	总市值 (亿元)
	3月5日	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E		
君亭酒店	22.01	0.31	0.29	0.65	1.44		140	147	66	30	2.2	43
行业均值							27	22	19	16	1.7	
华住集团-S	28.75	40.85	37.24	44.06	50.15		21	23	19	17	3.2	852
锦江酒店	26.62	10.02	12.29	13.70	16.07		28	23	21	18	1.4	285
首旅酒店	13.40	7.95	8.36	9.50	10.84		19	18	16	14	1.6	150
亚朵	30.30	7.37	12.40	16.35	20.30		41	24	18	15	0.6	299

资料来源：wind，浙商证券研究所

注：除君亭酒店外其他公司采用 Wind 一致预期，统一改为人民币，汇率采用 Wind 测算

5 风险提示

周期波动风险：公司直营占比依然较高，固定成本占比刚性，在周期下行时业绩受损可能性更大。

加盟扩张不及预期风险：加盟需要的是标准化输出的管理能力，管理失当会影响集团和品牌的集体声誉，导致新加盟商加盟意愿不足。

体外基金发展不及预期风险：公司通过资产证券化撬动社会杠杆，模式具有高度不确定性，可能会对公司成长性和业绩造成影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	650	729	806	887
现金	487	501	543	574
交易性金融资产	0	26	9	12
应收账款	76	93	131	161
其它应收款	30	56	66	78
预付账款	8	9	11	13
存货	7	4	6	8
其他	43	39	40	41
非流动资产	1775	1498	1657	1826
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	7	5	6	6
固定资产	17	39	62	88
无形资产	62	81	107	122
在建工程	79	84	88	101
其他	1610	1290	1394	1509
资产总计	2425	2227	2463	2712
流动负债	306	307	400	405
短期借款	0	0	36	0
应付款项	58	58	76	89
预收账款	2	9	9	10
其他	246	240	279	306
非流动负债	1143	904	957	1001
长期借款	0	0	0	0
其他	1143	904	957	1001
负债合计	1449	1211	1357	1406
少数股东权益	(2)	9	34	90
归属母公司股东权	978	1007	1072	1216
负债和股东权益	2425	2227	2463	2712

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	245	128	99	160
净利润	42	40	90	200
折旧摊销	47	42	44	46
财务费用	33	(0)	0	0
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	150	(101)	21	12
其它	(26)	148	(56)	(97)
投资活动现金流	(174)	(95)	(98)	(96)
资本支出	(73)	(29)	(30)	(44)
长期投资	(1)	2	(1)	0
其他	(101)	(69)	(66)	(52)
筹资活动现金流	(261)	(18)	40	(33)
短期借款	0	0	36	(36)
长期借款	0	0	0	0
其他	(261)	(18)	5	3
现金净增加额	(191)	14	41	31

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	534	627	790	1031
营业成本	322	448	520	585
营业税金及附加	1	2	2	2
营业费用	45	50	63	77
管理费用	78	78	95	119
研发费用	0	0	0	0
财务费用	33	(0)	0	0
资产减值损失	2	(3)	(4)	(2)
公允价值变动损益	(0)	(0)	(0)	(0)
投资净收益	1	1	1	1
其他经营收益	(2)	(3)	(2)	(2)
营业利润	52	50	112	248
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	52	51	112	248
所得税	10	10	22	49
净利润	42	40	90	200
少数股东损益	12	11	25	56
归属母公司净利润	31	29	65	144
EBITDA	92	91	156	294
EPS（最新摊薄）	0.16	0.15	0.34	0.74

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	56.16%	17.42%	26.05%	30.42%
营业利润	1.91%	-3.46%	123.42%	121.94%
归属母公司净利润	-20.94%	-4.86%	124.41%	120.97%
获利能力				
毛利率	39.74%	28.56%	34.17%	43.25%
净利率	7.92%	6.42%	11.43%	19.37%
ROE	3.15%	2.92%	6.14%	11.94%
ROIC	1.64%	1.99%	4.20%	8.64%
偿债能力				
资产负债率	59.76%	54.37%	55.08%	51.85%
净负债比率	7.65%	7.64%	9.83%	7.14%
流动比率	2.13	2.38	2.02	2.19
速动比率	2.10	2.36	2.00	2.17
营运能力				
总资产周转率	0.24	0.27	0.34	0.40
应收账款周转率	7.61	7.53	7.33	7.42
应付账款周转率	7.45	7.74	7.78	7.10
每股指标(元)				
每股收益	0.16	0.15	0.34	0.74
每股经营现金	1.26	0.66	0.51	0.82
每股净资产	5.03	5.18	5.51	6.25
估值比率				
P/E	140.23	147.39	65.68	29.72
P/B	4.38	4.25	3.99	3.52
EV/EBITDA	56.34	51.95	30.93	16.57

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>