

2025 年 06 月 20 日

加盟扩张+国际酒店合作，强组合拳打破传统成长框架

君亭酒店(301073.SZ)深度报告

► **君亭酒店：中高端酒店运营管理方向佼佼者，依托强运营能力打造商务/度假业务矩阵。**

君亭酒店是国内中高端酒店运营管理方向上的佼佼者，以“一店一品”及东方文化特色为基底打造酒店项目，21 年自创业板上市，22 年通过募集资金分别收购君澜/景澜的 79%/70%股权，当前旗下拥有君亭/君澜/景澜三大品牌。

► **国际巨头合作：打开入境游渠道补充商旅需求弱项，合作门店扩张有望带来新增长曲线。**

君亭酒店于 24 年 11 月与希尔顿签署合作意向书，25 年 5 月与精选国际签订合作协议，希尔顿酒店为全球中高端酒店龙头，精选国际酒店是全球最大的加盟酒店集团之一。国内商旅需求相对萎靡、政策引导下入境游热度逐步拔高，此背景下，与希尔顿/精选国际合作是需求端提振优选：1) 希尔顿合作方面，君亭有望获希尔顿会员体系多方位赋能，强化入境游获客能力；2) 精选国际合作方面，君亭酒店将获精选国际分销系统加持提振入境游客流，且有望通过精选国际 COMFORT、QUALITY 品牌门店扩张构筑新业绩增长曲线。

► **加盟业务：打破传统成长框架，多渠道补充加盟业务短板。**

24 年 12 月，君亭酒店宣布成立合资公司“君行酒店管理（深圳）有限公司”，发力加盟业务，其中君亭集团持股 51%， “一横一纵”覆盖京津冀、长三角、粤港澳大湾区等国内核心城市圈及成渝/长沙/武汉等旅游城市，目标三年千店规模。君亭酒店过往以直营/委托管理模式为主，加盟业务展开面临三大短板：导流能力不足、加盟系统搭建时间过短、加盟团队经验不足。而在当前业务逻辑体系下，三大短板均得到有效解决：1) 导流能力上，君亭与希尔顿/精选国际合作过程通过服务能力展现与适当营销活动或将实现会员导流，且精选国际分销系统导流范围后续可能囊括加盟酒店。2) 加盟系统搭建上，与精选国际合作协作扩张 Comfort、Quality 品牌门店过程中，君亭有望学习到全球领先的加盟系统搭建经验，依此加速完善自身加盟系统架构。3) 加盟团队经验上，君亭聘请千店连锁酒店品牌联合创始人及其核心团队，拥有超 1250 家加盟商资源，补充经验短板；此外，加盟业务计划布局省份/城市中多地有君亭直营/委托管理布局，进行人才培养/临店指导的便捷度高，有利于加盟店运营能力维稳。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	22.68
股票代码：	301073
52 周最高价/最低价：	29.98/14.52
总市值(亿)	44.10
自由流通市值(亿)	40.41
自由流通股数(百万)	178.18



分析师：刘文正
邮箱：liuwz1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120524120007
联系电话：

分析师：邓奕辰
邮箱：dengyc@hx168.com.cn
SAC NO: S1120525020001
联系电话：

相关研究

► **君达城：合资公司资产管理模式扩充直营门店，解决爬坡期表内业绩拖累问题。**

君亭集团旗下二级子公司君荟已分别与山东信托、华能信托成立私募投资基金。我们认为，君达城投资体系优势包括三项：1) 挖掘潜力目的地，解决爬坡期业绩拖累问题，可将君亭品牌门店体外孵化、待成熟后回购；2) 品牌力强化/酒店运营经验积累；3) 更加高效/灵活的投资选项与退出机制以吸引投资。

投资建议

君亭酒店通过加盟扩张+国际巨头合作形式打破传统成长框架，公司定位逐步向酒店管理平台方向转换。从当前逻辑体系来看：1) **业绩释放/入境引流**：君亭新直营门店逐步渡过爬坡期，利润步入释放阶段，且加入精选国际分销体系入境游客流获客能力增强；后续或通过君达城渠道拓展门店，酒店项目成熟后可通过回购将其纳入直营体系，解决直营扩张表内业绩拖累问题。2) **酒店管理**：除君达城管理模式以外，**A. 现有品牌门店扩张**，君澜/景澜通过委托管理模式持续扩张，当前仍有高数量签约待开业酒店，随酒店开业利润贡献增量将持续增加。**B. 新委托管理/特许经营业务展开**，打造新增长曲线。以君亭尚品/君亭/观澜三大品牌为核心的加盟战略目标三年千店；与精选国际合作获得主特许经营权后开设精选国际特许经营酒店可能获得管理费分成；后续与希尔顿合作洽谈中若有新品牌合作、第三方品牌管理等业务展开，也将获得管理费分成。综上，公司后续发展过程中将有多部分收入贡献，新增长曲线有望逐步成型。我们预计公司 25-27 年收入 8.06/10.62/14.37 亿元，同比 +19.2%/31.8%/35.3%，对应归母净利润 0.64/1.28/2.30 亿元，对应 EPS 为 0.33/0.66/1.18 元，基于公司 25 年 6 月 18 日收盘价 22.60 元，对应 PE 为 69/34/19 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

合作落地不及预期风险，拓店不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	534	676	806	1,062	1,437
YoY (%)	56.2%	26.6%	19.2%	31.8%	35.3%
归母净利润(百万元)	31	25	64	128	230
YoY (%)	2.6%	-17.4%	152.9%	101.5%	79.0%
毛利率 (%)	39.7%	32.7%	36.5%	42.5%	48.5%
每股收益 (元)	0.16	0.13	0.33	0.66	1.18
ROE	3.1%	2.6%	6.6%	13.6%	25.3%
市盈率	141.25	173.85	68.94	34.22	19.12

资料来源：Wind，华西证券研究所（基于 2025 年 6 月 18 日收盘价测算，当日收盘价为 22.60 元）

正文目录

1. 公司概况：中高端酒店运营管理方向佼佼者，依托强运营能力打造商务/度假业务矩阵	5
1.1. 基本经营情况	5
1.2. 股权结构及管理层情况	7
2. 财务情况：多因素影响导致利润率近年承压，体外孵化/委托管理/加盟多线运营战略框架下利润率有望持续优化	8
3. 酒店行业：进入存量竞争阶段，高端/豪华酒店连锁化率增长承压	10
4. 国际酒店合作：打开入境游渠道补充商旅需求弱项，合作门店扩张有望带来新增长曲线	12
4.1. 入境旅游行业：多项政策下快速步入上行轨道，入境游便利性持续提升	12
4.2. 入境旅游与酒店行业：商旅高性价比诉求日益增强，当前格局下入境旅游有望成为高端酒店需求重要填补项	14
4.3. 国际巨头合作引流：与希尔顿/精选国际两大国际巨头在会员/分销系统方面合作，强化入境引流打造特许经营品牌	15
5. 业务拓展：君达城基金扩充直营门店解决账表业绩拖累，加盟业务拓展带来新路线	23
5.1. 加盟业务：新品牌矩阵一横一纵展开，满足酒店投资者需求提振品牌力	23
5.2. 君达城：合资公司资产管理模式扩充直营门店，解决爬坡期内业绩拖累问题	25
6. 出海逻辑规划：出境团队游国家开放/免签政策落地背景下国内出境游景气度持续攀高，希尔顿合作或将带来想象空间	26
7. 盈利预测与投资建议	29
8. 风险提示	32

图表目录

图 1 君亭酒店品牌矩阵	6
图 2 君亭酒店-旗下品牌每年年末酒店数	7
图 3 君亭酒店-旗下品牌每年新签约酒店数量	7
图 4 君亭酒店 19 年至今营收（单位：万元）	9
图 5 君亭酒店 19 年以来归母净利润（单位：万元）	9
图 6 君亭酒店 2019 年至今各项费用率情况	9
图 7 君亭酒店 2019 年至今毛利率/净利率情况	9
图 8 君亭酒店 2018-2024 年部分财务项情况（单位：万元）	10
图 9 国内各档次酒店客房数量（万间）	11
图 10 国内酒店连锁化率（%）	11
图 11 2015 年至今入境旅游人数（单位：万人）	13
图 12 入境游人次中外国人/中国港澳台同胞人次	13
图 13 同程调研-企业商旅主要诉求	14
图 14 同程调研-企业商旅主要痛点	14
图 15 截至 2024 年年末我国各类型酒店数量（家）	15
图 16 2023/2024 年我国连锁酒店占比情况	15
图 17 君亭酒店营收结构分地区-浙江/上海/海南位列前三	16
图 18 宁波市君亭/君澜酒店分布图-酒店位居城区中心或周边高知名度景区旁易于吸引入境客流	16
图 19 希尔顿品牌-各地区酒店房间数占比情况（截至 2024 年末）	17
图 20 希尔顿欢朋在华酒店数量突破情况-2014 年开业第一家，2021 年开始进入快增阶段	18
图 21 希尔顿集团与君亭酒店集团战略合作意向书签署仪式现场	18
图 22 希尔顿全球/亚洲酒店入住率（19-24 年）	19
图 23 希尔顿全球/亚洲酒店 ADR 情况（19-24 年）	19
图 24 希尔顿全球/亚洲酒店 RevPAR 情况（19-24 年）	19
图 25 希尔顿全球会员数量变动情况（19-24 年）	20
图 26 COMFORT/QUALITY INN 各大区酒店数量情况（家）	22

图 27	COMFORT/QUALITY INN 各大区酒店平均客房数	22
图 28	2017-2024 年中国公民出境游旅游人次（单位：亿人次）	27
图 29	恢复旅行社经营中国公民出境团队游业务三批次区域国家数	27
图 30	不同收入层级游客一年内选择出境游 2 次以上的人数占比	28
图 31	2024 年 1-9 月中国及周边国家接待国际游客人次较 19 年同期恢复度	28
图 32	日本入境旅游人数情况-2024 年达新高（单位：人）	29
表 1	君亭酒店品牌定位	6
表 2	君亭酒店直营酒店经营情况	7
表 3	君亭酒店前十大股东持股情况（截至 2025 年一季度末）	8
表 4	2023 年以来入境游相关政策一览	13
表 5	希尔顿酒店各地区业务布局（房间数量）（截至 2024 年末）	17
表 6	精选国际酒店 2019-2024 年 ADR/OCC/REVPAR 情况	22
表 7	君亭酒店加盟业务计划使用品牌	23
表 8	出境游目的地人次前十国家（2024 年 1-11 月）	27
表 9	旅行社组织出境游目的地人数情况（2023 年/2024 年上半年对比）	27
表 10	君亭酒店收入/毛利率预测	31
表 11	可比公司估值表	32

1. 公司概况：中高端酒店运营管理方向佼佼者，依托强运营能力打造商务/度假业务矩阵

1.1. 基本经营情况

君亭酒店：中高端酒店运营管理方向佼佼者，依托强运营能力打造商务/度假业务矩阵。君亭酒店为国内中高端酒店运营管理方向上的佼佼者，以“一店一品”及东方文化特色为基底打造酒店项目，2021 年自创业板上市。**业务覆盖面来看**，当前业务包括酒店运营、酒店管理（委托管理）、酒店资产管理（合资公司创立私募投资基金）及酒店加盟四大板块；公司在酒店运营/酒店管理方面已积累了丰富的酒店管理经验，酒店资产管理/酒店加盟业务处起步阶段，其中酒店资产管理业务方面公司于 23 年 3 月创立君达城公司着手布局，君达城旗下控股子公司君荟于 23 年 12 月/25 年 2 月由公司二级子公司君荟与两大信托公司合资建立私募投资基金进入投资运营阶段，其中与华能信托合资企业“华君鑫运”已在 25 年 3 月完成对成都春熙路太古里核心商圈项目-成都融御项目的首期投资；酒店加盟业务方面由公司 24 年 12 月成立君行公司专项负责，25Q1 公司已签约加盟店 8 家，分布于广州/成都/长沙/济南/贵阳等地。**品牌矩阵来看**，君亭集团旗下主要有君亭、君澜、景澜三大品牌，君澜/景澜两大品牌为公司 2022 年 1 月 22 日通过募集资金收购，收购股权比例分别为 79.0%/70.0%，对应投资金额为 6600 万元/1.4 亿元。君亭酒店整体定位为“休闲+商务”根据酒店差异化方向具体可分为君亭/夜泊君亭/Pagoda 君亭三个细分品牌；君澜酒店为公司超高端/奢华类酒店主要发力点，根据品牌/分布位置不同分为商务/度假两大类；景澜酒店则是与当地文化特征结合的个性化酒店，非标属性强，面向中端市场有相对高性价比的“景澜青棠”品牌酒店；上述三大品牌下细分品牌多数为直营/委托管理门店。除三大品牌外，公司针对加盟投资者新设观澜/君亭尚品两大品牌，分别为高端/轻中高端定位。战略布局来看，君亭酒店主营长三角区域门店多位处城市内商务区周边，君澜酒店以浙江为基础向全国进行门店战略铺设且度假酒店为主，景澜酒店以长三角地带为主要布局点，山东/宁夏/福建等省份有散点布局。

图 1 君亭酒店品牌矩阵

	商务	度假	精选商务	城市生活
奢华				君澜 
超高端	 君澜大饭店 NARADA	 君澜度假酒店 NARADA	 Pagoda 君亭设计酒店	 夜泊君亭 night garden hotel
高端		 GINLAN JIA 景澜度假	 GWEN JANE 观澜酒店	 GINLAN JIA 景澜酒店
中高端			 NEOLAB 棠梨褐	 君亭酒店 Juntian Boutique Hotel
中端			 CYBO 君亭精品酒店	 GINLAN SONG 景澜尚景酒店

资料来源：君亭酒店 2024 年年报，华西证券研究所

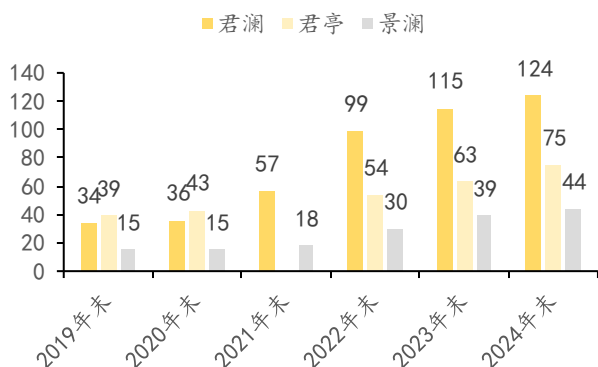
表 1 君亭酒店品牌定位

品牌名	品牌定位
君亭酒店	东方艺术特色中高端精选服务酒店
夜泊君亭酒店	高档历史文化旅游目的地酒店
Pagoda 君亭酒店	高档艺术设计酒店
君澜大饭店	高端商务酒店
君澜度假酒店	高端度假酒店
景澜酒店	拥有在地文化特征的生活美学酒店，举杯非标性质

资料来源：君亭酒店年报，华西证券研究所

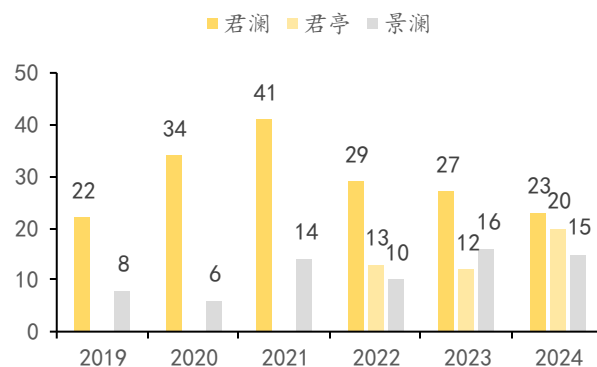
拆解酒店业务体系，君澜/景澜两大品牌被收购前均通过委托管理形式展开酒店矩阵，主要收入来源为依据受托管理酒店经营情况收取的基本管理收入，其中景澜酒店 2019-2021 年基本管理收入 341.22/312.60/406.38 万元，对应单酒店平均基本管理收入 22.75/20.84/22.58 万元；君澜酒店 2019-2021 年基本管理收入 2132.20/1879.47/2631.26 万元，对应单酒店平均基本管理收入 62.71/52.21/46.61 万元，基本管理收入上的差距我们认为是酒店布点/客房量/品牌定位导致的总收入差距所致；聚焦 2022 年并表后君澜/景澜品牌发展情况，君澜 22 年新签约酒店数量同比承压，23-24 年呈逐年下滑趋势；景澜 22 年新签约酒店数量略有承压，23-24 年略超 21 年同期水平；落地情况来看，君澜/景澜均在 22 年开启门店快扩阶段，22 年为两大品牌签约酒店实际落地开业高峰时点，随后落地酒店数量逐年下滑；签约酒店模式来看，两大品牌多通过委托管理形式签约门店，特许经营模式过往处试点阶段，君澜酒店 24 年开始尝试特许经营模式，当年度签约酒店 4 家；景澜酒店则于 22-23 年分别签约特许经营门店 1 家。若以 2019 年单酒店基本管理收入计算，2024 年君澜/景澜酒店基本管理收入占公司营业收入比例应在 10%-15%左右。

图 2 君亭酒店-旗下品牌每年年末酒店数



资料来源：公司公告及年报，华西证券研究所（注：君亭酒店 2021 年末新签约酒店数据未获得来源，因此未展示在图表中）

图 3 君亭酒店-旗下品牌每年新签约酒店数量



资料来源：公司公告及年报，华西证券研究所（注：君亭酒店 2019-2021 年新签约酒店数据未获得来源，因此未展示在图表中）

聚焦君亭主品牌情况，截至 2019 年末君亭主品牌直营/委托管理门店分别为 16 家/23 家；2022-2024 年新签约直营门店 5/6/1 家，新签约委托管理门店 8/6/14 家，拓店方向上整体仍以委托管理模式为主，2024 年开始尝试特许经营模式，当年度新签约特许经营酒店数量 5 家。直营门店数据披露情况来看，2023 年公共卫生事件后报复性消费为酒店行业带来直接催化，公司酒店整体经营数据同样受益，超越 19 年同期水平；2024 年商旅需求萎靡导致酒店各项数据下滑，但得益于君亭酒店强品牌力、差异化酒店运营能力与入境游酒店业务开拓赋能，2024 年直营酒店客房 RevPAR 同比下滑 7.5% 情况下 ADR 仅下滑 1.4%。

表 2 君亭酒店直营酒店经营情况

直营酒店经营情况	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
OCC (%)	66.48%	67.22%	49.89%	58.03%	54.08%	67.85%	63.68%
ADR (元)	418.72	427.15	367.14	398.33	401.15	490.46	483.49
RevPAR (元)	278.36	287.14	183.18	231.15	216.95	332.78	307.89

资料来源：君亭酒店年报，华西证券研究所

1.2. 股权结构及管理层情况

公司实际控制人兼第一大股东为吴启元先生，持股比例为 33.93%，自 2007 年 8 月起担任君亭集团董事长职务，主导公司战略方向，2024 年 5 月 20 日任期届满后离任，由朱晓东女士接任董事长职位；前五大股东中，从波先生 2022 年作为公司董事届满后离职，施晨宁先生、甘圣宏先生、张勇先生均在集团内长期担任董事职位，其中施晨宁先生兼任副总经理及董事会秘书，张勇先生兼任副总经理级财务总监；结合集团过往持股情况及管理层履历来，集团当前五大股东均为现任/往届公司管理层核心成员且均有 20 年以上的丰富酒店行业从业经验，集团管理权利集中、管理层经验丰富、股东投资信心充足，为集团酒店运营/酒店管理能力长期强盛奠定坚实基础。

表 3 君亭酒店前十大股东持股情况（截至 2025 年一季度末）

股东名称	持股数量	占总股本比例
吴启元	65,977,030	33.93%
从波	35,143,875	18.07%
施晨宁	18,657,845	9.60%
甘圣宏	1,554,975	0.80%
张勇	1,482,575	0.76%
万能	1,215,475	0.63%
富国中证旅游主题交易型开放式指数证券投资基金	1,096,751	0.56%
徐元贵	1,085,550	0.56%
华夏回报证券投资基金	893,400	0.46%
平安沪深 300 指数增强股票型养老金产品	883,900	0.45%
合计	127,991,376	65.82%

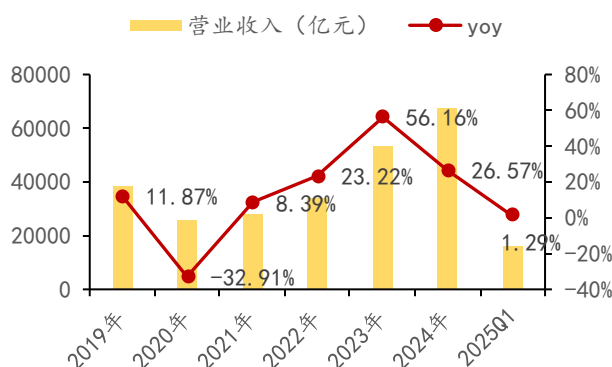
资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 财务情况：多因素影响导致利润率近年承压，体外孵化/委托管理/加盟多线运营战略框架下利润率有望持续优化

2022 年以来君澜景澜合并/门店扩张促营业收入逐年上行，多因素影响导致净利率呈持续下滑趋势。聚焦营业收入过往表现，公司疫情前以君亭酒店为业务主导，2020 年因疫情因素影响业务表现受挫，2021 年通过公开发售/定向增发形式募集资金后，于 2022Q1 收购君澜酒店管理公司、景澜酒店投资管理有限公司后三大酒店业务一齐并入报表，2023 年疫后复苏阶段乘酒店行业需求提振、ADR/OCC 快速恢复之机门店快步扩张，2024 年延续门店扩张态势，2023/2024 年营收同比增速分别为 23.22%/56.16%，均超越 19 年同期水平。利润表现结合利润率情况来看，2022-2023 年间，因 2022 年与君澜/景澜合并报表，2023 年 1) 销售费用方面自营酒店数量增加所对应的销售部门的人力成本、订房服务费等增加；2) 管理费用方面筹建项目对应的租金费用计入管理费用导致管理费用增加；公司 2022-2023 年销售/管理费用率同比上行趋势明显，虽期间营业成本把控力度良好带来毛利率持续上升，但因销售/管理费用率提升幅度较大，净利率整体处下滑趋势，使 2022-2023 年间营收上升情况下归母净利润绝对值分别呈现同比下滑/微增态势；2024 年/2025Q1 门店扩张持续推进促营收进一步上行，销售费用率/管理费用率得到有效把控，但因门店开业初期前期

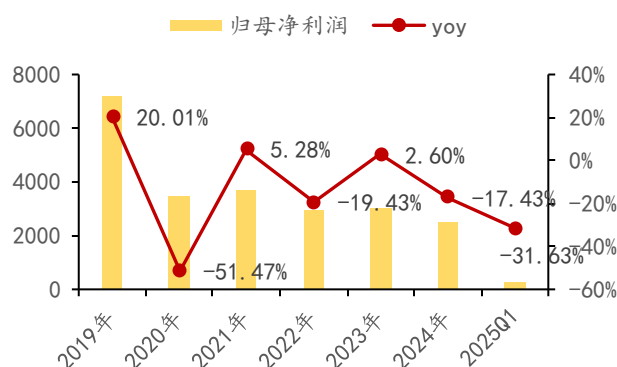
铺设费用较高、爬坡期较长，毛利率受影响幅度较大，导致 2024 年净利率较 2023 年同期下滑。

图 4 君亭酒店 19 年至今营收（单位：万元）



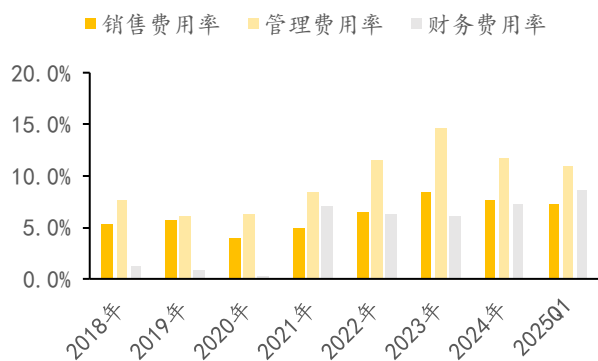
资料来源：君亭酒店年报/一季报，华西证券研究所

图 5 君亭酒店 19 年以来归母净利润（单位：万元）



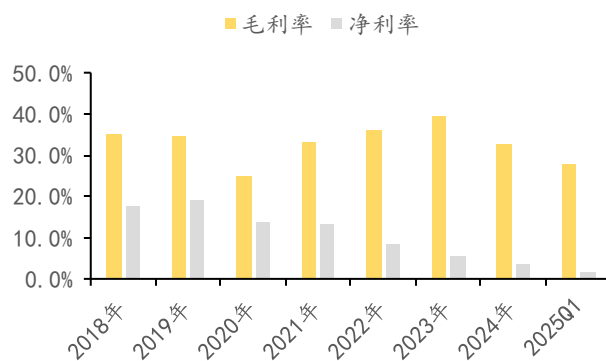
资料来源：君亭酒店年报/一季报，华西证券研究所

图 6 君亭酒店 2019 年至今各项费用率情况



资料来源：君亭酒店年报/一季报，华西证券研究所

图 7 君亭酒店 2019 年至今毛利率/净利率情况



资料来源：君亭酒店年报/一季报，华西证券研究所

公司经营活动产生的现金流量净额与净利润之间存在较大差值，使用权资产折旧/长期待摊费用摊销/财务费用为主要影响项，后续差值有望缩小。根据公司现金流量表补充资料-间接法计算经营活动产生的现金流量净额情况来看：

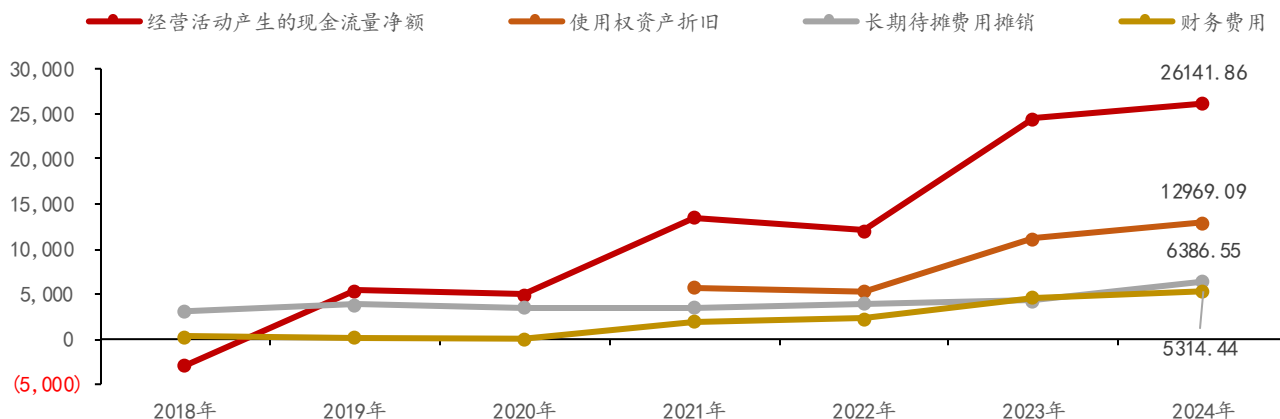
1) 使用权资产折旧远高于固定资产折旧，我们认为主要是公司直营项目多以租赁模式经营所致，租赁期内可使用租赁资产的权利确认为使用权资产，无法确定租赁期满获得租赁资产所有权的，在租赁期与租赁资产剩余使用寿命两者孰短的期间内计提折旧；

2) 24 年长期待摊费用摊销抬头明显，主要是门店高速扩张带来的多年度装修费用摊销周期堆叠所致，从招股书来看装修费摊销周期一般为 8 年；

3) 23-24 年财务费用提升，我们认为主要是租赁资产增加导致的租赁负债的利息支出增加所致。

我们认为，在君达城公司合资建设多支私募投资基金投资君亭品牌酒店的背景下，君亭拥有“君达城孵化君亭品牌项目-成熟后回购并入上市公司直营门店体系”的投资转化路径，直接开设君亭品牌直营门店的意愿将有所削减，使用权资产增长势头或将大幅放缓。在此假设下，使用权资产折旧/租赁负债利息支出预计短中期内绝对值变化幅度较小，而周期为 8 年的“长期待摊费用-酒店装修费”每年费用支出也将逐步下行。在直营店爬坡期逐步渡过、收入增长预期下，单直营门店来看净利率将迎来增长长期，结合委托管理/特许经营等高毛利业务加入，公司有望迎来长期收入/利润率双增阶段。

图 8 君亭酒店 2018-2024 年部分财务项情况（单位：万元）



资料来源：君亭酒店 2024 年年报，华西证券研究所

3. 酒店行业：进入存量竞争阶段，高端/豪华酒店连锁化率增长承压

拆分行业结构来看，酒店行业近年处结构化转型阶段，四大趋势显现：

1) **需求端**：根据中国饭店协会，与 19 年相比，24 年经济型酒店客房占全国总客房比例较 19 年同期减少（24 年为 54.55%，较 19 年-10.87pcts），中档/高档/豪华型酒店占全国总客房比例均有增加（24 年中档/高档/豪华酒店占比分别为 22.62%/15.16%/7.68%，同比+6.84pcts/+2.63pcts/+1.40pcts）我们认为酒店需求端在性价比为基础的架构下对服务体验的需求偏好程度逐步增加所致，为实现供需两端匹配，中档/高档/豪华型酒店占比增加；

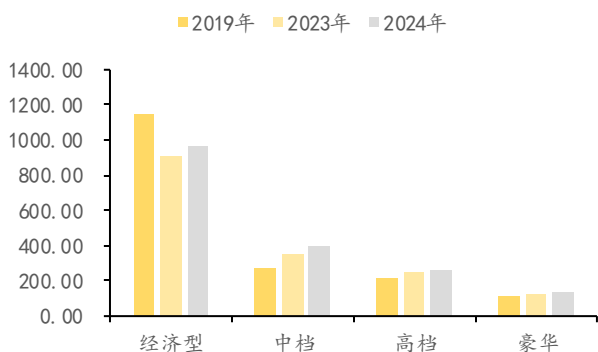
2) **客房总供给量略高于疫情前同期**：2019/2023/2024 年国内酒店业客房总数分别为 1761.97/1649.80/1762.22 万间，2024 年客房总数仅略高于 19 年同期水平。

3) **经济型/中档/高档酒店疫情期间连锁化率提升，豪华型酒店连锁化率减少**：疫情期间行业出清加快、连锁酒店品牌借机扩张，促经济型/中档/高档酒店连锁化率大幅提升，截至 23 年末经济型/中档/高档酒店连锁化率分别为 67.5%/44.9%/56.8%，同比+46.6pcts/+10.2pcts/+34.3pcts；与此三类酒店相对，豪华型酒店连锁化率

20-23 年期间不升反降；与前文供给端结构改变中观点一定程度对应，近年消费者对服务体验的偏好建立在性价比基础上，豪华型酒店因而受到冲击，大型连锁品牌洞察行业风向减少豪华型酒店布局，因而豪华型客房总数增加但连锁化率减少。

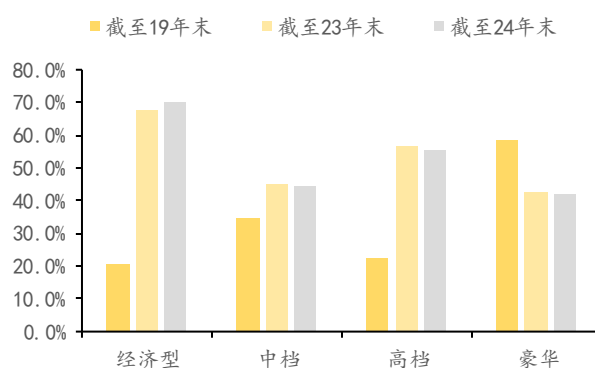
4) 2024 年各档次酒店数量同比增长，但经济型/中档酒店连锁化率同比略升、高档/豪华酒店连锁化率同比下降，我们认为酒店行业内各档次酒店规避风险、适应需求端变革的结果，经济型酒店为强化性价比服务能力与风险承受能力提高连锁化率、中档/高档酒店直面服务型酒店转型停滞问题降低连锁化率、豪华型酒店在性价比为基础的酒店选品逻辑下持续承压因而降低连锁化率。

图 9 国内各档次酒店客房数量（万间）



资料来源：中国饭店协会《中国酒店业发展报告》，华西证券研究所

图 10 国内酒店连锁化率（%）



资料来源：中国饭店协会《中国酒店业发展报告》，华西证券研究所

综上，从供给端宏观数据表现整理来看，可得酒店行业近年发展及当前情况：

2020-2023 年，疫情扰动叠加互联网行业社媒平台信息传播能力提升，使酒店行业 20-22 年期间供需双端均迎来剧变，23 年行业整体复苏后与 19 年相比呈现结构性变化，需求端因疫情因素影响对供给端赋能力度不足、在社媒平台影响下对服务体验的需求逐步提升、在宏观因素影响愈发注重高性价比，后两大因素使消费者以性价比为基础/对服务体验重视度逐步提升的消费习惯形成；供给端因需求端萎靡迎来行业出清、经济型/中档/高档酒店连锁品牌借此大幅提升连锁化率，其中服务体验需求提升与本身资金面较为丰厚承压能力相对较强等性质使中档/高档酒店客房数量在 23 年超越 19 年同期水平，而高性价比为主的需求端底色使豪华型酒店连锁化率降低。

2024 年至今，行业需求端增长瓶颈问题逐步显露（需求端强势程度会由供给端客房数量直接反映，而 24 年客房总数仅与 19 年持平），整体已步入存量竞争阶段，中档/高档酒店客房总量增加/连锁化率降低系连锁品牌与非连锁品牌短期认知相悖的体现，存量市场下性价比为底色的服务体验需求转型进度或已停滞，连锁品牌开始控制连锁门店扩张进度；变换角度来看，服务体验需求转型进度停滞可能是两方面因素所致，一是居民消费习惯更加趋于保守，性价比诉求压制服务需求释放；二是企业/机构端的支出节流把控导致商旅需求萎靡，对较高溢价的服务型酒店选择倾向减少；三是酒店行业竞争已进入白热化阶段，通过差异化实现细分赛道优势、通过价值超越实现价格增长的经营模式在竞争格局下被逐步追平，溢价能力降低。我们认为，上述两大因素均与居民消费能力/企业支出意愿直接关联，从过往酒店行业发展历史来看酒店行业也存在明显的顺周期属性，因而促消费政策、宏观环境向好将是酒店行业走出当前困境的重要转折点。

4. 国际酒店合作：打开入境游渠道补充商旅需求弱项，合作门店扩张有望带来新增长曲线

4.1. 入境旅游行业：多项政策下快速步入上行轨道，入境游便利性持续提升

2023 年以来，入境游行业受多方面因素催化，行业快速步入恢复/上行轨道：

1) 入境免签“朋友圈”持续扩容：截至 25 年 1 月，我国已同 26 个国家实现全面互免签证，对 38 个国家试行单方面免签政策，对 54 个国家实施过境免签政策，同 157 个国家和地区缔结各类互免签证协定；25 年 5 月 15 日将自 25 年 6 月 1 日起 1 年内对巴西、阿根廷等五国试行免签政策，入境免签政策范围将进一步扩大。

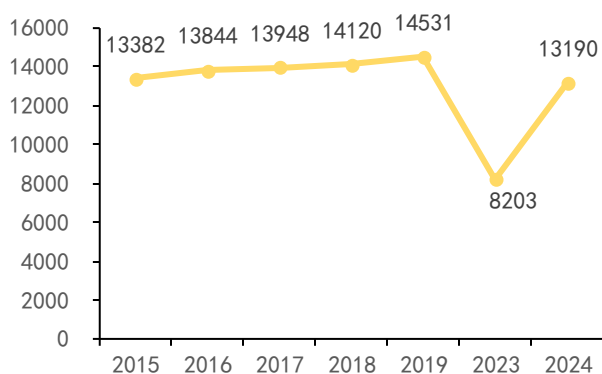
2) 过境可停留时间/入境口岸增加：过境免签外国人在境内停留时间由原 72 小时和 144 小时均延长为 240 小时、新增 21 个口岸至 60 个为过境免签人员出入境口岸；此外对外国旅游团游轮入境实行免签政策，根据央广网，政策实施一年以来天津口岸出入境游轮近 200 艘/同比+67%，出入境游轮游客数量超 35 万人次/同比+93%，包含外籍旅客 1.1 万余人次，同比增长 37.5%。

3) 强调入境游整体发展的系列政策快速出台：《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》、《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》、《提振消费专项行动方案》落地，均对入境游发展有具体细致要求。

4) 针对入境游方方面面的疏解政策出台：支付便利方面，一方面 24 年 3 月国务院办公厅《关于进一步优化支付服务提升支付便利性的意见》出台后，各地通过安装外卡 POS 机、提升支持外卡取现 ATM 覆盖率、提升数字支付单笔交易/年累计交易限额、支付宝/微信支付与境外机构钱包打通等方式提升入境支付便利，整体成效显著，根据中国旅游研究院《2024 年入境游发展报告》，据主要银行卡组织统计，24 年 10 月超 293 万入境人员使用移动支付，交易规模为 24 年 2 月的 3 倍，境外银行卡线下交易笔数、交易金额分别较 2 月增长 184%/150%。另一方面、25 年 4 月《离境退税“即买即退”》、《关于进一步优化离境退税政策扩大入境消费的通知》提升入境游购物便利性与优惠力度，强化入境游吸引力。住宿方面，24 年 7 月商务部《关于服务高水平对外开放便利境外人员住宿若干措施的通知》明确相关方不应以资质要求等为门槛限制住宿业经营者接待境外人员，从住宿角度为入境旅游住宿提供便利。

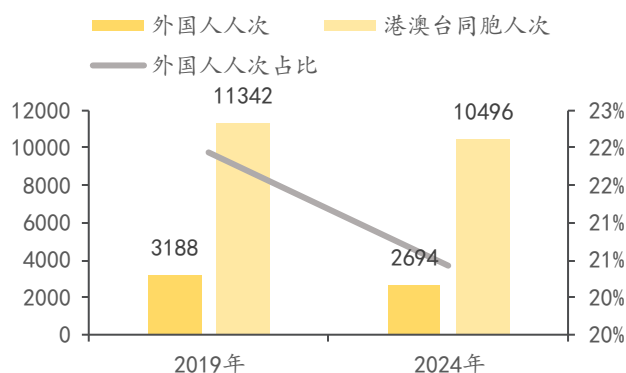
政策赋能促进下，24 年全年入境旅游人次已达 1.32 亿人次/恢复至 19 年 90.77%，其中外国人游客占比 20.42%；2025Q1 外国人入境 921.5 万人次/同比+40.2%。

图 11 2015 年至今入境旅游人数（单位：万人）



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 12 入境游人次中外国人/中国港澳台同胞人次



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

表 4 2023 年以来入境游相关政策一览

时间	发布机关单位	政策名称	与入境旅游相关政策内容
2023 年 9 月	国务院办公厅	《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》	加强入境旅游工作，在签证、支付、住宿、交通、宣传、语言等方面实施入境旅游促进措施
2024 年 3 月	国务院办公厅	《关于进一步优化支付服务提升支付便利性的意见》	改善银行卡受理环境、持续优化现金使用环境、提升移动支付便利性等方面做出部署，提升入境游客支付便利度
2024 年 7 月	商务部等 7 部门	《关于服务高水平对外开放便利境外人员住宿若干措施的通知》	明确相关方不应以资质要求等为门槛限制住宿业经营者接待境外人员，便利境外人员住宿登记，改善境外人员的住宿体验。
2024 年 8 月	国务院办公厅	《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	优化入境政策和消费环境，加快恢复航班班次，提供多样化支付服务，研究扩大免签国家范围，深化文化旅游年活动。
2025 年 3 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《提振消费专项行动方案》	有序扩大单方面免签国家范围，优化完善区域性入境免签政策。推出更多优质入境旅游线路和服务，提高境外旅客在华旅游便利化水平，培育面向国际的医疗、会展等市场。
2025 年 4 月	国家税务总局	离境退税“即买即退”服务措施	将离境退税“即买即退”服务措施从试点推广至全国。这意味着境外游客在全国范围内可享受到离境购物的当场退税服务，并可将退税款继续用于境内消费。
2025 年 4 月	商务部等 6 部门	《关于进一步优化离境退税政策扩大入境消费的通知》	推动离境退税商店增量扩容、丰富离境退税商品供给、提升离境退税服务水平

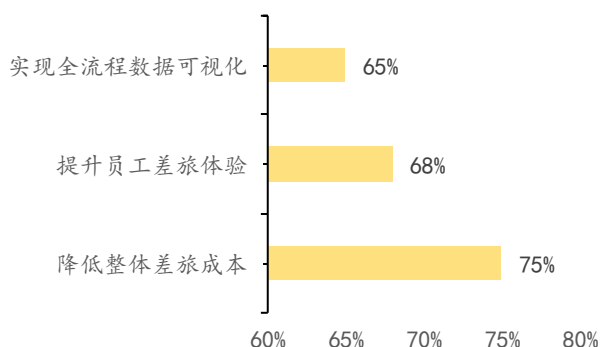
资料来源：中共中央办公厅、国务院办公厅、文化和旅游部、商务部等，华西证券研究所

4.2.入境旅游与酒店行业：商旅高性价比诉求日益增强，当前格局下入境旅游有望成为高端酒店需求重要填补项

政策东风引导下入境游的热度拔高同样为酒店行业带来高景气催化，聚焦入境游影响下的酒店景气情况：1) 25 年以来东盟国家游客赴西双版纳旅游订单同比增长 2.5 倍，使沿线酒店入住率稳定在 85%以上；2) 携程报告显示，入境游在海外博主现象级传播效应下迎来爆发增长，25 年五一期间入境酒店搜索指数同比+200%；3) 华住集团 25 年五一假期累计接待外宾人次超 4.3 万/为 24 年同期 1.75 倍。

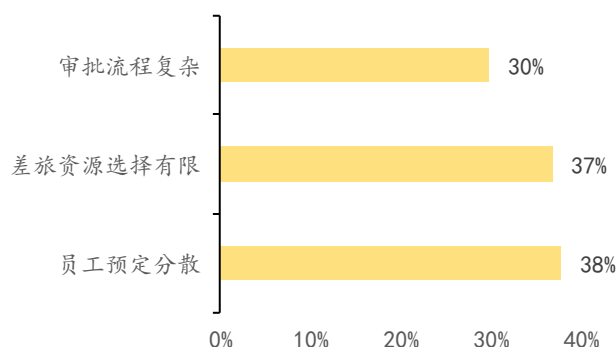
商旅高性价比诉求日益增强，高端酒店行业需要入境旅游填补空缺。聚焦当前酒店行业需求端格局，酒店需求端客源一般可分为 OTA 平台导流、会员渠道导流、商旅平台专项需求三类，其中商旅需求基于与各大厂/各机构间协议，为酒店最稳定的入住率贡献项；但根据同程《2024-2025 中国商旅管理白皮书》调研数据显示，75% 企业将“降低整体差旅成本”列为首要诉求，其次是 68%企业选择的“提升员工差旅体验”，商旅需求面上对高性价比的诉求日益增强，商旅需求成本降低/体验需求要求增加可能成为未来酒店商旅发展的主要趋势，而商旅酒店需求端整体规模体量或将处下行趋势，高端酒店行业急需新的需求填补项，而当前在政策东风引导下日益旺盛、年接待外国游客人次接近 2700 万人次的入境游自然成为酒店需求端一大主要填充项。

图 13 同程调研-企业商旅主要诉求



资料来源：同程旅行《2024-2025 中国商旅管理白皮书》，华西证券研究所

图 14 同程调研-企业商旅主要痛点

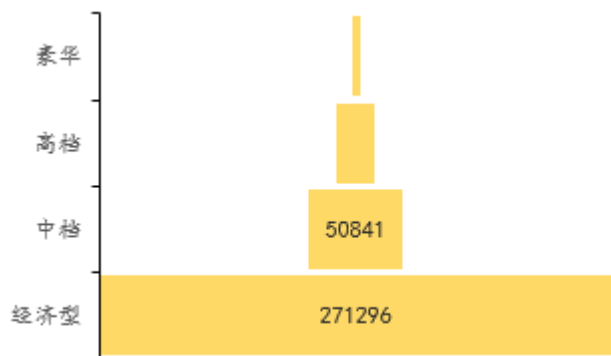


资料来源：同程旅行《2024-2025 中国商旅管理白皮书》，华西证券研究所

根据《2024 年中国酒店业发展报告》，截至 2024 年末国内豪华型/高端酒店数量分别为 5408/21172 家，对应客房数为 130.31 万间/269.26 万间；豪华型/高端酒店中连锁酒店数量占比分别为 42.0%/55.3%，以 2024 年为基础进行乐观假设，受汇率因素及消费习惯影响，假设外国旅游游客均选择高端及豪华型酒店入住，单人次平均入住天数 3 天，单客房平均入住人数 2 人，每日各酒店计划划分给外国游客的房量约为房量总数的 20%，以 2024 年外国游客游客量计算，可在一年内填补所有高端/豪华型酒店 98 天左右的 20%整体房量空缺，且外国游客对高价格带酒店接受能力能力更强，入境游方面接待游客或存在溢价空间，入境游客在 OCC/ADR 方面均对酒店有强需求填补能力；此外，1) 从入境旅游本身发展潜力来看，2025Q1 外国人入境 921.5 万人次/同比+40.2%，入境游外国人游客规模在 2024 年较高基数基础上仍处高速增长状态，全年外国人游客量有望较 19 年同期实现双位数增长；2) 从国内酒店行业格局来看，2024 年豪华型/高端连锁酒店数量分别为 56.86 万家/146.79 万家，较 23 年同期分别

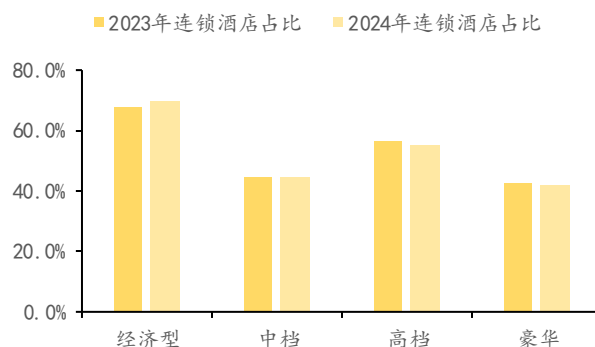
增长 3.60%/1.73%，整体数量变动相对较少，且作为豪华型/高端酒店增长主要条件的商务地产面积增速逐步减缓，更多只能通过旧改翻新渠道进行豪华型/高端酒店扩店；2024 年国内酒店整体 OCC/ADR 略有降低，需求端景气度一般情况下高端/豪华型酒店拓店积极性可能相对不佳；两相结合，客观层面上门店增长速度相对受限。在入境游需求端高速增长、酒店供给端拓展速度受限情况下，入境游有望成为存量豪华型/高端酒店需求端强力补充项。

图 15 截至 2024 年年末我国各类型酒店数量（家）



资料来源：中国饭店协会，华西证券研究所

图 16 2023/2024 年我国连锁酒店占比情况



资料来源：中国饭店协会，华西证券研究所

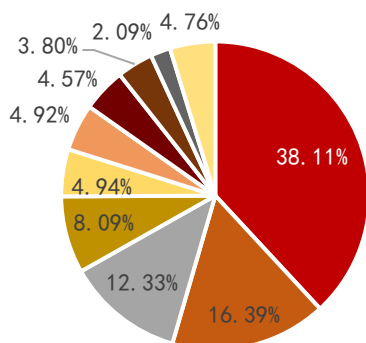
4.3.国际巨头合作引流：与希尔顿/精选国际两大国际巨头在会员/分销系统方面合作，强化入境引流打造特许经营品牌

4.3.1.酒店交通位置适宜，入境游客流红利有望直接受益

酒店布局：长三角、北京、珠三角等直营业务布局中心均为高入流量出入境口岸点，入境旅游业务有望获商旅需求直接催化。君亭酒店旗下君亭品牌以长三角为主阵地向北京/珠三角/西南市场拓展，君澜品牌则主要发力北京/上海/深圳/天津等地，营收表现来看浙江省/上海市/海南省为公司营业收入前三，其中浙江省/上海市对应毛利率为 30.23%/40.21%。从君亭旗下品牌重点分布区域酒店情况与出入境口岸分布契合度来看，以浙江省宁波市为例，君亭酒店分布情况所示，其中鄞州区君亭酒店毗邻罗蒙环球乐园/鄞州高铁客运总站/宁波博物馆，奉化溪口夜泊君亭/东钱湖山水君澜酒店则分别位处宁波周边“溪口-滕头旅游景区”、“东钱湖旅游景区”且溪口酒店旁有高铁站分布，均卡位交通/旅游便利景点；浙江省内有杭州萧山、宁波栎社、温州龙湾、金华义乌国际机场，温州、舟山海港口岸共六个口岸，相应城市均有君亭/君澜酒店分布且分布位置与城市核心城区/重要周边景点相近；除浙江外，上海市/海南省等各省及直辖市的君亭/君澜/景澜酒店均有类似分布特点，优秀的地理位置分布使其易于成为入境游客高端酒店选择项。

图 17 君亭酒店营收结构分地区-浙江/上海/海南位列前三

■ 浙江省 ■ 上海市 ■ 海南省 ■ 四川省 ■ 广东省 ■ 重庆市 ■ 安徽省 ■ 北京市 ■ 江苏省 ■ 其他地区



资料来源：君亭酒店 2024 年年报，华西证券研究所

图 18 宁波市君亭/君澜酒店分布图-酒店位居城区中心或周边高知名度景区旁易于吸引入境客流



资料来源：百度地图，华西证券研究所绘制

4.3.2. 希尔顿合作下的双向互惠：希尔顿寻求强运营能力合作伙伴提振品牌力，君亭借道高端会员体系实现入境游客流引流

2024 年 11 月 6 日，君亭酒店集团与希尔顿集团签署战略合作意向书，共同探索中国酒店市场活力发展新机遇。我们认为，君亭与希尔顿双方在各自优势领域均具备较强的不可替代性，拥有较大的互补空间，因而具备紧密合作基础，双方可能在未来通过新品牌发力、会员系统有条件共享等形式展开合作。聚焦希尔顿/君亭现状与所需互惠点：

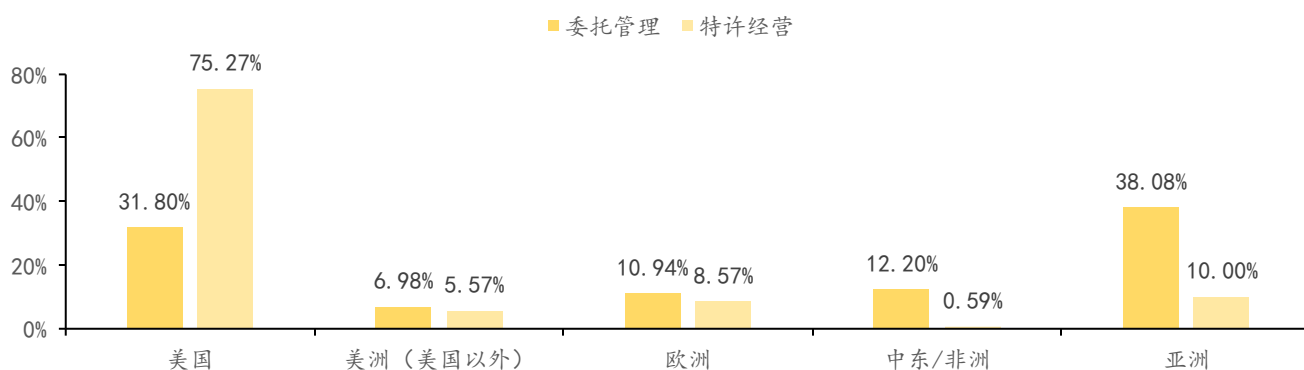
希尔顿角度剖析：亚洲地区酒店业务经营承压，需强经营能力酒店企业破局提振。聚焦希尔顿全球酒店架构，截至 2024 年年末，希尔顿全球酒店房间总量共 124.98 万间，地域分布上美国为客房主分布地，亚洲占比 15.85%位居第二。从门店开设模式来看，希尔顿门店布局中特许经营模式为主导、其次为委托管理，特许经营/委托管理模式中亚洲地区门店数占比分别为 10.0%/38.1%，占比分别位居对应模式中第二/第一位，亚洲地区已成为希尔顿除美国外第二大市场。

表 5 希尔顿酒店各地区业务布局（房间数量）（截至 2024 年末）

地区	自有/租赁	委托管理	特许经营	总数
美国	-	81173	735705	816878
美国以外	405	17819	54446	72670
欧洲	11579	27920	83727	123226
中东/非洲	1991	31153	5796	38940
亚洲	3163	97226	97711	198100

资料来源：希尔顿集团年报，华西证券研究所

图 19 希尔顿品牌-各地区酒店房间数占比情况（截至 2024 年末）

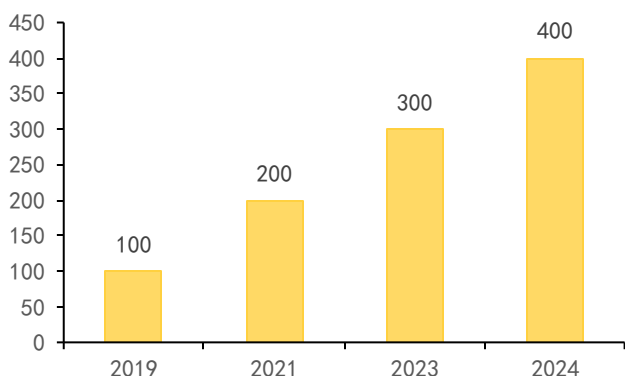


资料来源：希尔顿集团年报，华西证券研究所

从希尔顿集团过往在我国的合作案例来看，主要合作品牌包括 2014 年进入中国市场并与锦江酒店合作运营的中高端商务品牌“希尔顿欢朋”、2020 年 6 月进入中国市场由凤悦酒店及度假村全权管理的中高端旅居品牌“希尔顿惠庭”，分别于 2021 年

/2023 年开放特许经营模式的中高端精选服务酒店品牌“希尔顿花园”及高档酒店及度假村品牌“希尔顿逸林”，产品矩阵以中高端酒店为主，专项战略合作品牌上已有“希尔顿欢朋”和“希尔顿逸林”两大范例，截至 24 年 7 月 30 日在华签约项目数超 800 个/开业酒店超 390 家，累计接待宾客数量超 4000 万人（22 年 9 月 16 日在华宾客数量超 2000 万），24H1 全国 391 家酒店平均网评分 4.89 分。希尔顿欢朋品牌酒店在国内的成功我们认为是店型迭代、品牌效应与会员体系共享共同作用的结果，会员体系来看 2024 年末希尔顿全球会员已达 2.11 亿人。

图 20 希尔顿欢朋在华酒店数量突破情况-2014 年开业第一家，2021 年开始进入快增阶段



资料来源：酒店观察网，华西证券研究所

图 21 希尔顿集团与君亭酒店集团战略合作意向书签署仪式现场



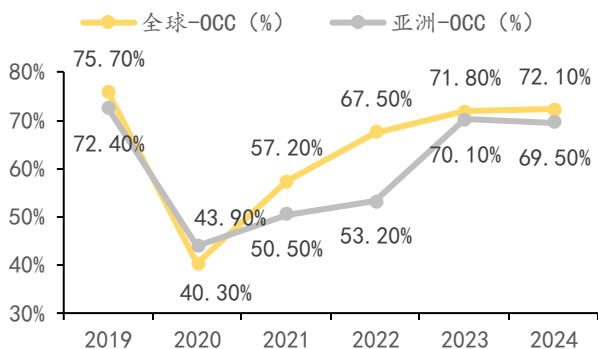
资料来源：全联旅游业商会，华西证券研究所

从希尔顿酒店亚洲经营数据来看，聚焦希尔顿亚洲酒店 OCC/ADR/RevPAR 表现，2024 年，希尔顿酒店亚洲地区 OCC 为 69.5%/同比-0.60pcts，较 19 年同期-2.90pcts，与希尔顿全球 OCC 相比少 2.60pcts；希尔顿酒店亚洲地区 ADR 为 110.03 美元/同比-3.09%，较 19 年同期-11.07%，与希尔顿全球 ADR 相比-31.04%；希尔顿酒店亚洲地区 RevPAR 为 76.49 美元/同比-3.92%，较 19 年同期-14.61%，与希尔顿全球 RevPAR 相比-31.04%。2024 年希尔顿亚洲酒店 OCC/ADR/RevPAR 较 19 年同期下滑、略低于 23 年同期水平，与希尔顿全球相比，希尔顿亚洲 OCC 下滑幅度相对较小、但 ADR/RevPAR 在希尔顿全球酒店数据较 19 年同期上行情况下同比下滑；OCC 下滑幅度较小，我们认为这是希尔顿强品牌力与会员/分销系统持续赋能带来的经营韧性所致，ADR 下滑则是品牌矩阵拓展、中高端酒店数量占比增加所致。整体来看，得益于会员/分销等系统支撑，希尔顿亚洲酒店在中国市场现有品牌矩阵扩张情况下维持 OCC 稳定，但 23-24 年 ADR/RevPAR 与 19 年同期/全球数据相比的显著下行趋势明显，虽有宏观因素影响，但也一定程度反映希尔顿在亚洲地区服务体系/品牌溢价能力存在挑战。我们认为，此经营背景下，希尔顿也需寻求在中国酒店业具备强运营能力的合作伙伴，借助合作伙伴在中国本土市场强运营能力打造新品牌、获得经验为其余品牌赋能。

会员体系角度来看，希尔顿与君亭也存在合作基础。聚焦会员体系对酒店行业实现供能的逻辑链条，稳定获客是会员体系的最终目标，提升复购率与会员基数是会员体系实现稳定获客目标的直接方式，频繁推出且适用性广的活动与优惠/丰富的酒店品牌矩阵/广阔的酒店铺设范围/满足需求的酒店产品服务是会员体系能够提升复购率与会员基数的必要基础。由于拥有强供能能力的会员体系在基础层面对酒店品牌矩阵/铺设广度/产品服务标准有要求，因而对于希尔顿这类全球性酒店集团而言，在酒店分布仍有增加密集度空间、会员基础较为薄弱的市场，与拥有一定酒店经营

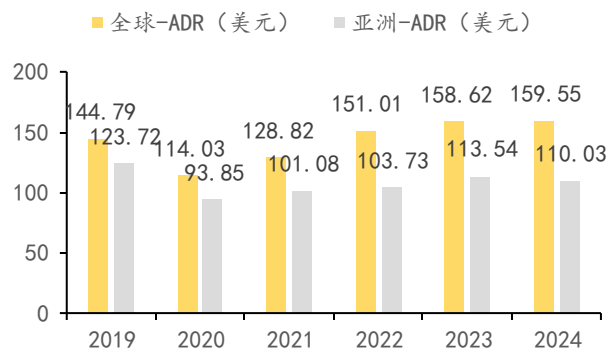
规模的本土高质量品牌门店实现会员体系共享，是在此市场强化获客能力直接方式。此逻辑下，叠加对运营能力、酒店品牌定位、竞争格局、现有会员质量等因素的考量，君亭成为希尔顿在中国大陆合作伙伴的极优选。

图 22 希尔顿全球/亚洲酒店入住率（19-24 年）



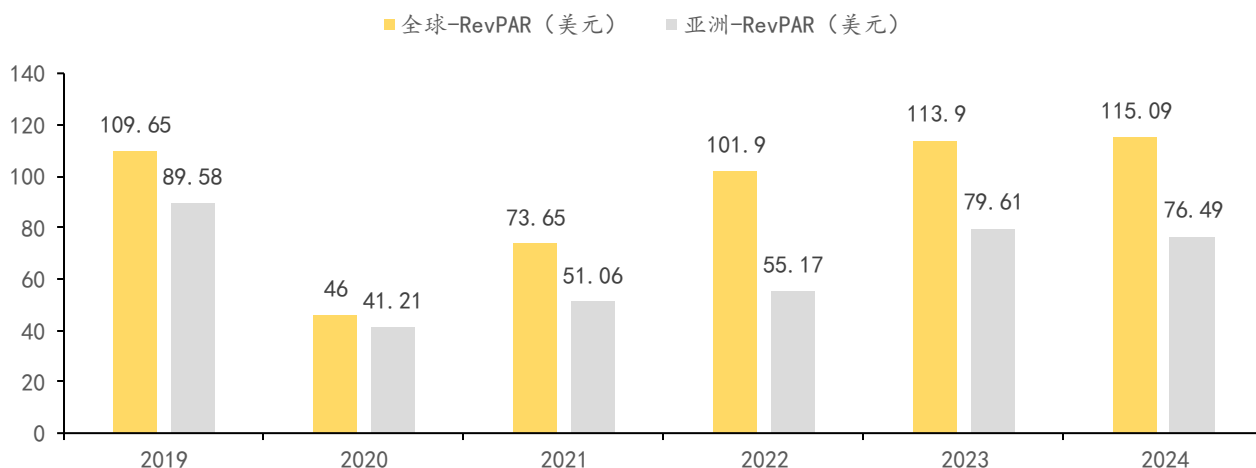
资料来源：希尔顿公司年报，华西证券研究所

图 23 希尔顿全球/亚洲酒店 ADR 情况（19-24 年）



资料来源：希尔顿公司年报，华西证券研究所

图 24 希尔顿全球/亚洲酒店 RevPAR 情况（19-24 年）



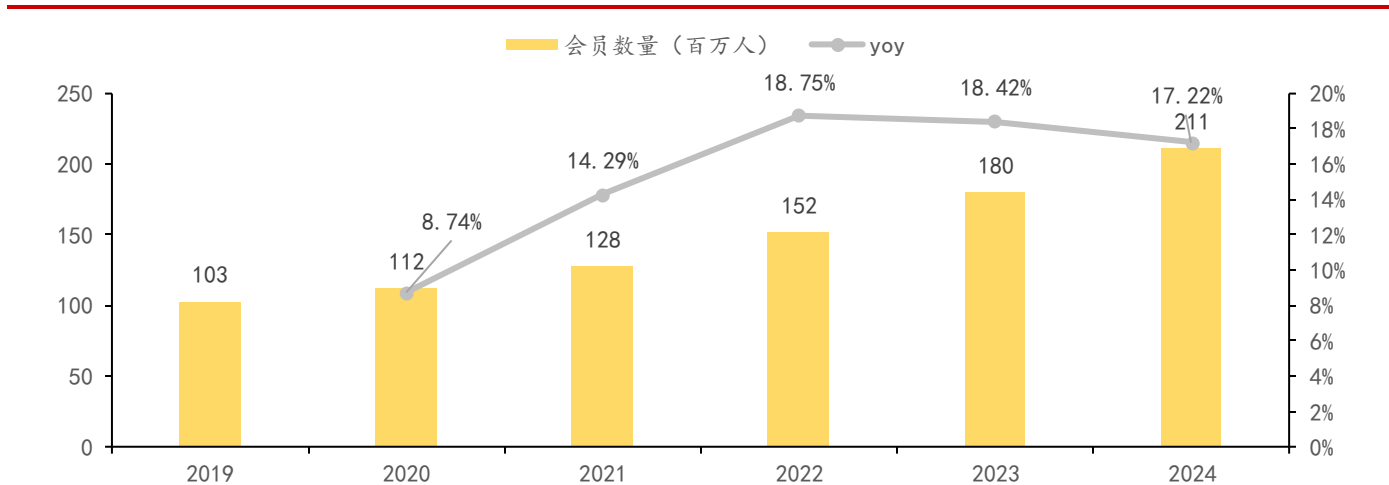
资料来源：君亭酒店 2024 年年报，华西证券研究所

君亭角度剖析：会员体系相较行业龙头存在短板，接入希尔顿会员体系借入境游景气提升成长空间。从君亭角度来看，聚焦过往发展情况，因酒店业务起步相对较晚、坚持直营为主打磨运营能力，与同中端/高端酒店定位的华住酒店/亚朵酒店相比，君亭酒店旗下品牌会员总数量相对较少。按华住/亚朵过往发展模式来看，酒店会员体系发展，需在行业景气度上行、渠道可发力空间大的情况下，通过特许经营快速铺店逐步累积客户；而从国内酒店业当前及未来形势来看，当前行业成长遭遇阻力、OTA 平台对消费者线上酒店预订渠道有强把控能力，此背景下君亭会员体系按传统路线成长需要更长的时间周期，外部嫁接会员体系是当前环境下有力的破局选项。

于君亭而言，希尔顿的全球会员体系极为完善、会员体系赋能能力在过往经营中已得到直接验证、旗下会员因长期海外酒店消费经验对高价格酒店接受能力强且对性价比判定标准更为宽松、会员体系引流自国外不存在与国内会员重叠问题，且海外游客整体偏好较早预订，综上所述是会员体系合作的最佳选择。从时间窗口来看，嫁接国际酒店会员体系进行客流导流，主要限制因素是入境客流量；过往入境游行业受多因素影响未得到良好发展，如今在我国对外免签国家朋友圈范围逐步扩大、入境游便利度逐步增加、国际地位与国际形象持续提高的宏观背景下，入境游景气度高速攀升，海外客流导流逻辑逐步通畅，希尔顿的海外会员体系导流能力也藉此逐步增强，正是展开会员合作把握入境游景气度上升窗口的最佳时点，会员体系合作将为君亭获客能力提升、整体客房价格提升带来直接赋能。

此外，从会员由于国外酒店行业发展较早，酒店发展及并购整合阶段均在 OTA 平台出现之前，通过会员渠道进行稳定客流导流与客户忠诚度培育的酒店运营逻辑通顺，万豪/希尔顿等酒店的会员体系得以快速发展壮大，如今已形成完整的引流体系；且因会员体系布局全球，对国外客流引流能力尤为强力。

图 25 希尔顿全球会员数量变动情况（19-24 年）



资料来源：君亭酒店 2024 年年报，华西证券研究所

4.3.3. 精选国际合作下的双向互惠：精选国际入局中国市场寻求强运营能力合作伙伴，君亭借精选国际分销系统实现主品牌客源结构优化

精选国际酒店特许经营与分销相关合作协议：25 年 5 月 27 日君亭集团发布公告，与精选国际酒店集团全资子公司 Choice Hotels Licensing, B.V（后简称为“Choice”）签署总特许经营及分销相关合作协议，合作内容分为两块：

- 1) 君亭酒店获主特许经营权限，可在授权区域内使用 Choice 旗下两大品牌系列。集团取得 Choice 旗下 COMFORT（凯富）和 QUALITY（凯艺）两大酒店品牌系列在中国大陆地区的独占品牌使用及特许经营权，授权范围包括两大品牌下多个细分品牌，可直接通过特许经营模式开设两大品牌酒店，也可通过签订子特许经营协议/区域酒店管理协议形式将品牌授权给符合条件的相关酒店，

品牌下酒店开发期限为合同生效日至2045年12月31日，若公司自6个协议年起每年结束未实现酒店开业经营数量目标，Choice有权缩减权利范围/许可区域或终止独占权。

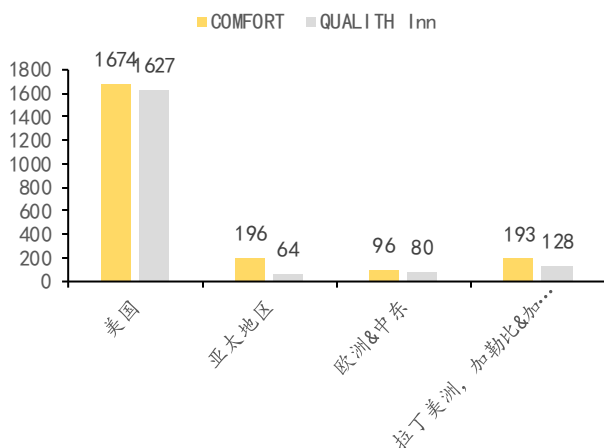
- 2) **君亭酒店接入Choice全球分销渠道。**集团旗下首批68家酒店接入Choice全球分销渠道（包括Choice网站及移动应用程序），并接受Choice提供的分销服务，Choice则将根据协议通过其专有渠道（官网、App、呼叫中心等）展示并推广参与酒店，并通过Choice中央预订系统处理客房销售。

COMFORT/QUALITY为精选国际两大旗舰品牌，美国本土扎根品牌力较强、亚太地区酒店数量相对较少。聚焦精选国际酒店品牌架构及过往酒店布局情况，COMFORT/QUALITY为集团旗下中高端/中端酒店定位旗舰品牌，美国为两大品牌酒店矩阵主要布局点，亚太地区COMFORT品牌酒店数量远高于欧洲&中东、与拉丁美洲、加勒比&加拿大接近，QUALITY Inn品牌酒店数量在公司四个划分区域中数量最少。从平均客房数量观察各区域酒店布局架构，COMFORT酒店在亚太地区平均客房为91.44间，平均客房数高于美国、低于欧洲&中东，可能是COMFORT在亚洲地区以中等规模酒店模型扩张的体现；QUALITY Inn平均客房数量为57.19间；在四个划分区域中客房数量最少，意味着QUALITY主要通过小而精的酒店在亚太地区扩张；因20年后未列示单个酒店品牌经营数据，聚焦19年COMFORT/QUALITY品牌酒店经营数据情况，COMFORT酒店平均OCC/ADR/REVPAR分别为62.20%/95.84美元/59.66美元，平均定价/入住率在美国中高端酒店中处中等偏上水平；QUALITY酒店平均OCC/ADR/REVPAR分别为54.10%/80.11美元/43.33美元，入住率水平处中等水平，房价中等偏上；两大品牌均以特许经营形式扩张，以此标准来看，其在美国主市场品牌力/竞争力较强，门店模型已经过市场验证。

精选国际角度剖析：借强运营力补充其在中国的中高端/中端酒店品牌方向布局空缺，创造新市场入场机会。过往精选国际酒店中端/中高端定位酒店未进入国内市场，本土运营经验不足；若与国内超大型龙头酒店集团合作步入国内市场，虽可借用龙头酒店集团品牌力/分销渠道/会员体系等为酒店拓展保驾护航，但发展受限较大，自身品牌竞争力较难实现有效搭建。我们认为，此形式下，精选国际开拓中国市场，从长期发展的出发点考虑，其合作对象需满足以下条件：1) 在中国本土的酒店运营能力强且过往有成功经验，以酒店运营闻名；2) 品牌力仍在持续增长状态，合作情况下对精选国际品牌力独立成长干扰较小；3) 精选国际能够一定程度享受到合作对象的会员体系红利；而在中国市场中，君亭酒店是极少可满足的上述条件的酒店集团。此外，合作方向也有创立新品牌、将现有品牌托付运营两种选项，给予旗舰品牌主特许经营权无疑是深度合作的信号，反映精选国际对此次合作的极强信心。

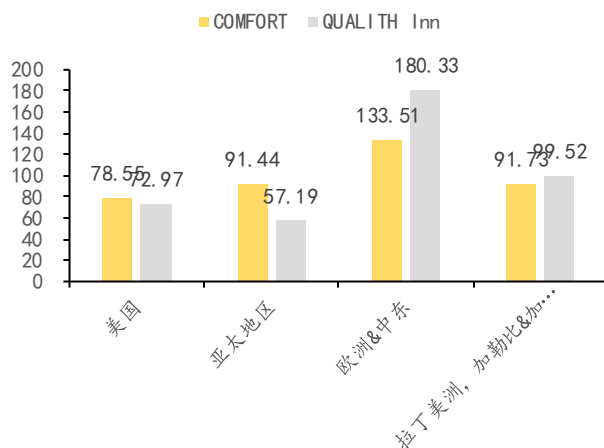
互惠共赢强化入境游导流，客源结构迎来长期优化。与国内OTA预订渠道占据主导的格局不尽相同，因历史发展路径不同，海外高知名度全球性酒店品牌往往拥有成熟的全球会员体系与强客户忠诚度，本身具备较强的线上引流能力；此背景下，君亭酒店接入精选国际酒店分销渠道将使其在海外游客入境游导流层面受益，且君亭酒店获得特许经营权的COMFORT/QUALITY品牌分别为中高端/中型酒店定位，与使用精选国际酒店集团分销渠道的君亭酒店定位冲突小，可为海外渠道用户提供更全面的酒店矩阵选项，在精选国际酒店中国大陆产品供应层面提供有效补充。

图 26 COMFORT/QUALITY INN 各大区酒店数量情况 (家)



资料来源：精选国际酒店公司年报，华西证券研究所

图 27 COMFORT/QUALITY INN 各大区酒店平均客房数



资料来源：精选国际酒店公司年报，华西证券研究所

表 6 精选国际酒店 2019-2024 年 ADR/OCC/REVPAR 情况

酒店指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
平均房价 ADR (美元)	81.86	71.67	84.06	95.13	96.92	96.67
平均出租率	57.60%	45.60%	57.20%	58%	56.90%	56.40%
RevPAR (美元)	47.18	32.69	48.1	55.16	55.19	54.54

资料来源：精选国际酒店公司年报，华西证券研究所

君亭酒店角度剖析-对接 CRS 系统强化全球分销能力，补全特许经营模式上经验短板。从分销能力强化角度来看，精选国际酒店集团 CRS（中央预订系统，下同）极为成熟，通过呼叫中心、专有网站/移动网站、SABRE/Amadeus 等全球头部 GDS（全球分销系统，下同）、OTA 平台、互联网推荐/预订服务等五大渠道链接特许经营加盟商与终端消费者，而根据协议，君亭旗下首批酒店（68 家）可使用精选国际酒店呼叫中心和专有网站/移动网站两方面专有渠道进行推广。精选国际酒店发展历史已超百年，多年品牌积累下专有分销渠道强势、消费者应用比例较高、与旅行社叠加精选国际 7000 万人以上的多年海外会员体系积累，将在入境客流层面对君亭起到强引流效果。**从特许经营模式来看**，君亭旗下君亭和君澜/景澜品牌在直营模式和委托管理模式上涉猎极深，但在特许经营模式方向上品牌经营实践较少，又因特许经营与委托管理/直营模式所面向的合作客群、经营合作模式、主要诉求均有所不同，除考验酒店的直接运营能力外，也对合作细节有方方面面的要求，而精选国际是全球头部的老牌特许经营酒店运营商，我们认为君亭酒店获得精选国际旗下品牌主特许经营权的同时，特许经营能力及经验也将快速积累。

5. 业务拓展：君达城基金扩充直营门店解决账表业绩拖累，

加盟业务拓展带来新路线

5.1. 加盟业务：新品牌矩阵一横一纵展开，满足酒店投资者需求

提振品牌力

2024 年 12 月，君亭酒店宣布成立合资公司“君行酒店管理（深圳）有限公司”，正式布局酒店管理业务，其中君亭集团持股 51%，从加盟业务展店方向、品牌布局、投资回报、合作方向来看业务架构：

展店方向：一横一纵覆盖国内核心城市圈及热门旅游城市。君亭酒店加盟业务围绕“一横一纵”高铁线路展开，横为我国“八横八纵”高铁主通道中“京哈-京港澳通道”的“北京-广州”部分，线路自北京出发，串联石家庄、郑州、武汉、长沙、广州五大省会城市；纵为成昆接沿江通道，即串联“昆明-成都-重庆-武汉-合肥-南京-上海”七大省会城市/直辖市的高铁线路；从“一横一纵”为基础的酒店加盟业务布局规划来看，两大线路覆盖京津冀、长三角、粤港澳大湾区、河南等国内重要人口聚集地及成渝/长沙/武汉/昆明等长期高热度旅游城市，加盟门店布点目标清晰、所面向客户群体广阔。

品牌矩阵：加盟业务当前计划使用品牌包括君亭尚品、君亭及观润三类，从酒店属性及定位来看，三大品牌分别对应通用轻奢属性中高端酒店模型、休闲商务属性中高端酒店模型及商务属性中高端酒店模型，其中通用轻奢属性中高端酒店模型-君亭尚品酒店单房造价低、各层级市场适应性强；休闲商务属性酒店模型单房造价高、品牌力强劲、主营新一线/二线省会城市，对旅游资源禀赋要求较高；商务属性中高端酒店模型以相对五星级酒店较低的单房造价实现对标，主要布局商务区域；三大类加盟酒店造价不同、ADR 价格带不同，理论回本周期均为 4 年左右。

表 7 君亭酒店加盟业务计划使用品牌

品牌名	品牌定位	具体酒店运营方式	城市落点规划	单房造价	预计 ADR
君亭尚品酒店	轻中高端产品	通过工艺更新/服务，用中端造价模型为时尚年轻住客带来中高端体验	一线、新一线、三四线城市均可，投资模型宽容度大	10 万元	320-380 元
君亭酒店	中高端城市度假产品	“商务+休闲度假”模式，匹配现代商务人士出行需求	有旅游资源的新一线/二线省会城市	14 万元	360-420 元
观润酒店	高端精选服务产品	客房对标五星级标准，对高端酒店传统综合服务功能用现代手法做减法降低造价，匹配商务出行需求	一线/新一线城市商务区域	15 万元	400-460 元

资料来源：君亭酒店投资者关系活动记录表，华西证券研究所

地理布局：根据 25 年 1 月投资者交流会资料，1) 成渝到长三角线路（即成昆接沿江通道）方向君亭将利用成熟品牌/市场占有优势进行拓展。从营收比例视角观察公司当前门店布局架构，浙江省/上海市/四川省/重庆市/安徽省/江苏省营收占比分别为 38.11%/16.39%/8.09%/4.92%/4.57%/2.09%，过往三年均位列公司省份/直辖市营收占比前九位，意味着公司在上海市及长三角/成渝地区已有一定市场渗透，品牌

竞争力方面已初具雏形，成熟品牌扩张将有助于加盟合作方更快渡过爬坡阶段/有效共享本地会员体系，也有助于君亭集团快速加密门店分布网络、强化其在相应城市品牌力，推动集团中高端酒店市占率提升。2) 京津冀及大湾区使用“观澜”品牌为主打，也会考虑引入新品牌满足新投资人/新业务需求。京津冀/大湾区地区人口密集、消费水平与全国其他地区相比相对处于高位，高端酒店市场潜在体量大；因公司过往以直营为主、稳扎稳打的扩张模式及相关地域中高端酒店市场已处于红海等因素影响，君亭/君澜/景澜等品牌在此部分区域覆盖力度较低；此基础上，通过新品牌、新定位、新竞争模式开拓此部分市场具备一定可行性。

聚焦君亭酒店旗下品牌过往扩张步伐，君亭品牌以直营+委托管理模式拓店，君澜/景澜以委托管理拓店模式为主，各品牌在加盟模式上少有涉猎，原因除直营/委托管理模式可最大限度发挥君亭酒店酒店运营优势外，也因加盟业务过往存在三大短板难以得到解决：

导流能力：君亭在“直营+委托管理模式”下，强运营优势的维持需人才体系支持，因而君亭整体门店数量相对其他头部中高端酒店品牌较少，铺设广度也有所不及，品牌认知度影响导流能力，会在加盟商议价、异地加盟扩张、经营获客等环节造成一定阻碍。

加盟系统构建：加盟酒店集团拥有囊括加盟商对接、加盟条款细节拟定、分销系统逻辑、供应链配合等多方面要素为一体的加盟系统，系统搭建并非一蹴而就，而需在经营实践中不断通过摸索/试错实现改进和完善，优秀的加盟系统对加盟业务将有直接赋能效果。若君亭酒店从零开始搭建加盟业务框架，需经历漫长的积累周期，加盟业务早期拓展门店也易承压。

加盟团队经验：加盟业务方面君亭摸索较少，新增团队存在经验不足问题。

依照酒店传统成长路径，上述三大短板均需在漫长的时间积累中逐步解决；在酒店行业房价增势疲软、供给大于需求、行业龙头经营架构已逐步成型的当下，循传统成长路径所面临的不确定性大幅增加，因而需另辟蹊径解决成长限制问题。我们认为，君亭现有业务体系已有便捷方式解决三大短板：

导流能力补充：海外品牌合作与会员体系深化构建，逐步补充品牌认知度问题。君亭与希尔顿/精选国际的合作，除前文所提及的直接利好因素外，我们认为还可能带来部分侧面催化，即合作过程中带来的会员转化与导流；君亭可在合作过程中通过服务凸显其强运营能力，结合线下营销活动实现会员转换，加速会员体系搭建与品牌认知强化，进而强化君亭对加盟商的客流导流能力。此外，与精选国际的合作中提到君亭品牌下首批酒店并入精选国际分销系统，后续加盟品牌门店也有望并入其分销系统中，获入境游客流引流。

加盟系统快速搭建：协助精选国际拓展特许经营门店，吸收加盟体系搭建经验。精选国际是以加盟酒店矩阵闻名的全球酒店行业龙头品牌，在与精选国际协作搭建COMFORT/QUALITY 两大品牌特许经营门店体系的过程中，君亭有望学习到全球领先的加盟系统搭建经验，并依此加速完善自身加盟系统。

加盟团队搭建：总负责人及加盟团队经验丰富，布局规划中过往直营/委托管理门店人才可为加盟店运营能力赋能。根据君亭过往投资者交流记录表，公司加盟业务总负责人由中国内地头部千店连锁酒店品牌的联合创始人莫鑫亨先生担任，加盟业务团队成员则为该千店连锁品牌核心团队，拥有超 1250 家加盟商资源；强加盟团队一定程度补充公司加盟业务经验短板。此外，加盟业务“一纵一横”布局架构中，多数城市/省份有君亭旗下直营/委托管理酒店布局，在酒店运营方面人才培养、临店指导便捷度高，有利于加盟店运营能力提升。

5.2. 君达城：合资公司资产管理模式扩充直营门店，解决爬坡期表内业绩拖累问题

追溯君达城公司发展脉络，聚焦公司初建设情况，君亭集团于 2023 年 3 月与南京悦凡投资合伙企业签订《关于合作设立合资公司之股东协议》，约定共设上海君达城商业发展有限责任公司（以下简称为“君达城”），拟注册资本 7000 万元整，公司现金出资 6300 万元，占合资注册资本 90%。君达城公司于 23 年 3 月 16 日正式成立，纳入 2023 年年报合并范围中。

从君达城公司核心目标与动作来看，23 年 3 月 24 日，君达城下、君亭集团控股二级子公司“南京君荟投资管理有限责任公司”（以下简称为“君荟”）成立，经营方向为酒店资产管理；23 年 12 月 18 日，公司发布关于与专业投资机构共同设立产业私募投资基金的公告，公告中强调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 5,000 万元，并展开第一项产业私募投资基金成立动作，即与西藏中平信私募基金、山东省国际信托股份有限公司共同签署《广东中保嘉运股权投资合伙企业（有限合伙）有限合伙协议》，其中西藏中平信私募基金为管理人、华夏银行股份有限公司为托管人，投资方式为“通过对商业/酒店管理公司进行股权投资及适用法律允许的其他投资（目标底层物业项目位于直辖市、重点省会或强二线城市），并通过该等公司及/或其下设项目公司开展对酒店物业项目的运营管理”，收益分成分为三阶段：一是返还各合伙人的实缴出资，二是再分配各合伙人的门槛收益，最后超额收益分成。

25 年 2 月，君荟与深圳领汇实业、专业投资机构华能贵诚信托共同签署《广东华君鑫运企业管理合伙企业（有限合伙）有限合伙协议》，并共同投资设立合伙企业广东华君鑫运企业管理合伙企业（有限合伙），其中合作企业认缴出资总额为 1.088 亿元，君荟投资认缴出资 1848 万元，自此公司君达城公司私募基金投资业务版图已初步完善，山东信托、华能信托两大信托计划为公司私募投资基金展业主导。

聚焦君达城过往年报中的逻辑表述与业务优势区间，我们认为君达城主要优势可分为三项：

- 1. 私募基金投资模式挖掘潜力目的地并解决爬坡期业绩拖累问题：**集团旗下二级子公司君荟通过与信托合作成立私募投资基金形式进行外部投资且基金投资总额所占比例低，意味着公司在低投资比例前提下可通过私募投资基金形式挖掘金融不良资产/存量酒店改造机会，并通过自身酒店运营管理经验将相关酒店培育至成熟，期间酒店前期改造装修的成本铺设对母公司账表影响较小，以 24 年业绩为例，持股君荟的君达城公司 24 年利润为-378.58 万元。
- 2. 品牌力强化/酒店运营经验积累：**通过君达城公司进行酒店规模快速扩张以稳固中高端酒店行业品牌强势地位，实现品牌力强化；此外君亭旗下品牌“一店一品”战略与君澜、景澜部分品牌结合当地文化风格的酒店定位意味着其在各省前期拓店可能存在试错成本，低比例投资私募投资基金可帮助公司减少运营试错、加速平稳渡过爬坡阶段。
- 3. 更加高效/灵活的投资选项与退出机制以吸引投资：**因产品通过私募基金投资形式展开，对于酒店行业有投资意愿、希望借助品牌效应的投资者而言，通过私募基金形式投资酒店行业均具备一定灵活性，可通过基金份额转让形式退出，与一般酒店委托管理形式的投资相比更为灵活；此外，相关投资酒店成熟且体量足够大的情况下，合作方（如信托机构）也可寻求通过 ABS/REITS 等形式退出。

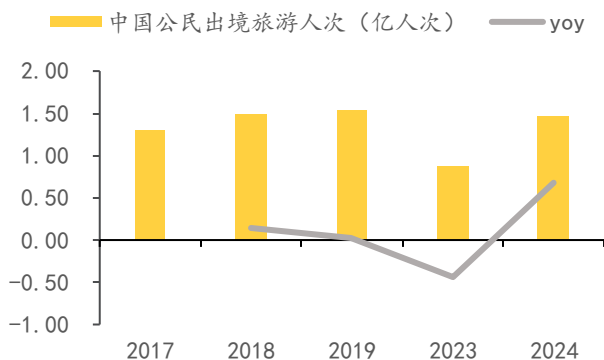
我们认为，君达城公司是君亭集团“酒店管理公司”向“酒店资产管理公司”战略升级的一大举措，叠加公司加盟业务展开，君亭集团当前服务体系已包括酒店运营、酒店委托管理、酒店加盟和酒店资产管理四项，除酒店运营（直营）外，其余三项本质上都是通过自身酒店管理能力/品牌优势为酒店行业投资者赋能的选项，投资者可根据自身实际情况选择酒店产品对接（如资产充足且希望较长期投资产业的、拥有闲置物业资产待开发运营的、希望寻找可便利退出的短中期金融产品的），公司此部分业务的实质服务对象也由终端消费者变为合作投资者，以酒店运营能力为轴心串联的服务体系逐步成型；在酒店运营能力与品牌力支撑下，合作投资者通常关注的酒店长期回报、现金流能力、社交名片作用、资产升值能力均有强兑现预期，即新体系下公司所积累的酒店运营能力与品牌力重要性超越单年度盈利能力，使公司在面对行业下行趋势/短期宏观因素冲击时将具备一定抗风险能力。

6. 出海逻辑规划：出境团队游国家开放/免签政策落地背景下国内出境游景气度持续攀高，希尔顿合作或将带来想象空间

酒店“出海”概念本质上是在国内市场竞争压力较大、供给端趋于饱和情况下契合国内游客海外旅游需求的选项，通过我国本土特色的酒店设计与服务对接国内出境游游客、吸引海外本地游客，因此于酒店“出海”逻辑而言，需考虑三大逻辑：本国游客为入住率基本盘、海外本地游客为入住率主要增长点、品牌力为引流的核心考量要素。

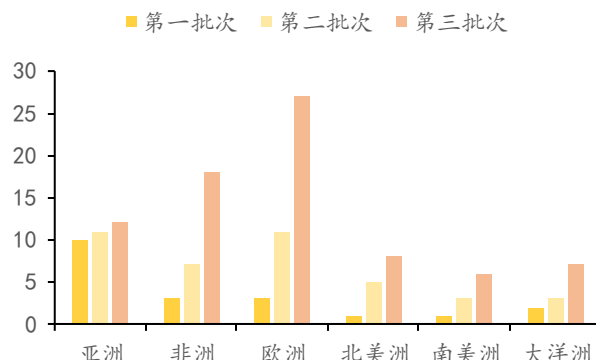
出境游情况：国内出境旅游恢复度高，出境方向仍以东南亚国家为主，中高收入群体出境旅游意愿强。出境游行业在 2020-2022 年公共卫生事件期间发展处停滞状态，2023 年随出境游放开、出境团队游经营国家数量分批次恢复，逐步步入上行轨道，2024 年我国公民出境旅游总人次 1.46 亿人次/同比+67.8%，恢复至 2019 年同期 94.2%的水平，出境旅游人次恢复度高于出境航班恢复度。

图 28 2017-2024 年中国公民出境游旅游人次（单位：亿人次）



资料来源：文化和旅游部，华西证券研究所（注：2020-2022 年因公共卫生事件影响出境游基本停滞，相关数据未列示；2023 年出境游人次增速为 2023 年与 2019 年同期对比所得）

图 29 恢复旅行社经营中国公民出境团队游业务三批次区域国家数



资料来源：文化和旅游部，北晚在线，华西证券研究所

出境旅游目的地来看，2024 年 1-11 月，新加坡、美国、日本、韩国、泰国、缅甸、越南为出境游外国目的地前七，除美国外均为东亚/东南亚国家；旅行社组织出境游方向中前十出行国家中包含俄罗斯/意大利两国，但大部分国家仍位处东亚/东南亚，国内居民出境游倾向仍以周边国家为主，假期时间或是出境游范围的核心制约因素，当前政策推进下居民节假日休假时间/年假时间正在逐步扩充/落实，出境游目的地丰富度有望进一步提升，但短期趋势仍将以东南亚国家为主；此外，多频次出行意愿与收入呈正相关，根据同程旅行，年收入 10 万元以下游客选择一年 2 次以上短途/长途出境旅游的人数占比均为 5%，年收入越高高频次旅游意愿游客占比越高，年收入 50 万元以上游客选择一年 2 次以上短途/长途出境旅游的游客占比分别为 29%/35%。

表 8 出境游目的地人次前十国家（2024 年 1-11 月）

年份	出境游目的地流向情况（2024 年 1-11 月）									
2024	中国香港	新加坡	美国	日本	中国澳门	韩国	泰国	中国台湾	缅甸	越南

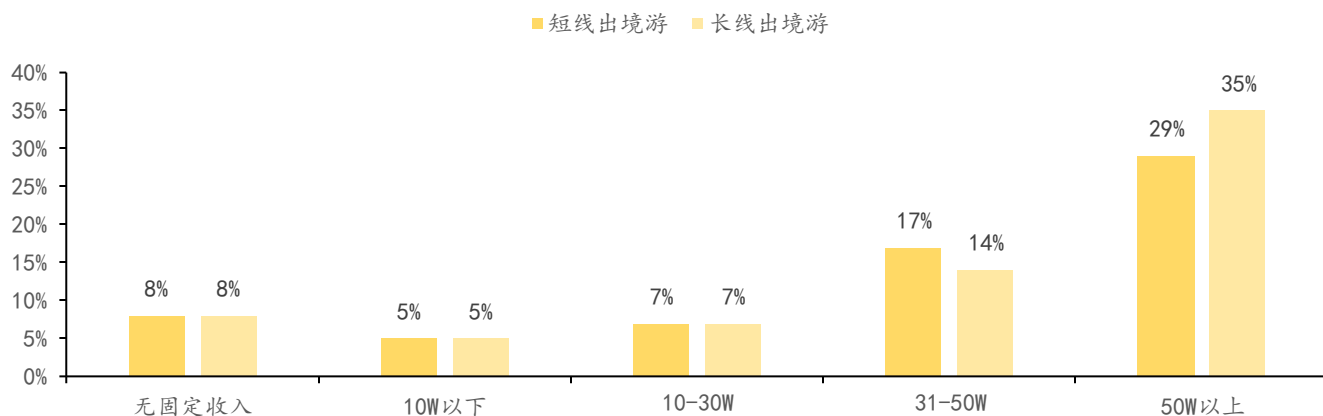
资料来源：中国旅游研究院《中国出境旅游发展报告 2024》，华西证券研究所

表 9 旅行社组织出境游目的地人数情况（2023 年/2024 年上半年对比）

年份	旅行社组织的出境游目的地流向情况（2023H1/2024H1）									
2023H1	泰国	中国香港	中国澳门	越南	新加坡	马来西亚	印度尼西亚	法国	埃及	意大利
2024H1	泰国	中国香港	日本	中国澳门	韩国	越南	新加坡	马来西亚	俄罗斯	意大利

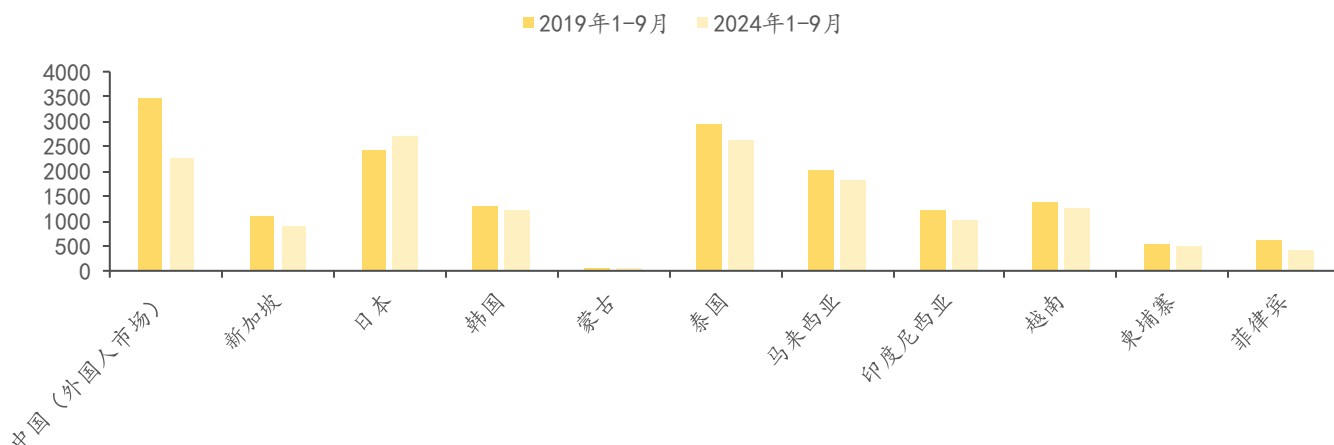
资料来源：中国旅游研究院《中国出境旅游发展报告 2024》，华西证券研究所

图 30 不同收入层级游客一年内选择出境游 2 次以上的人数占比



资料来源：同程旅行、Eternity《中国居民出境游需求趋势前瞻》，华西证券研究所

图 31 2024 年 1-9 月中国及周边国家接待国际游客人次较 19 年同期恢复度

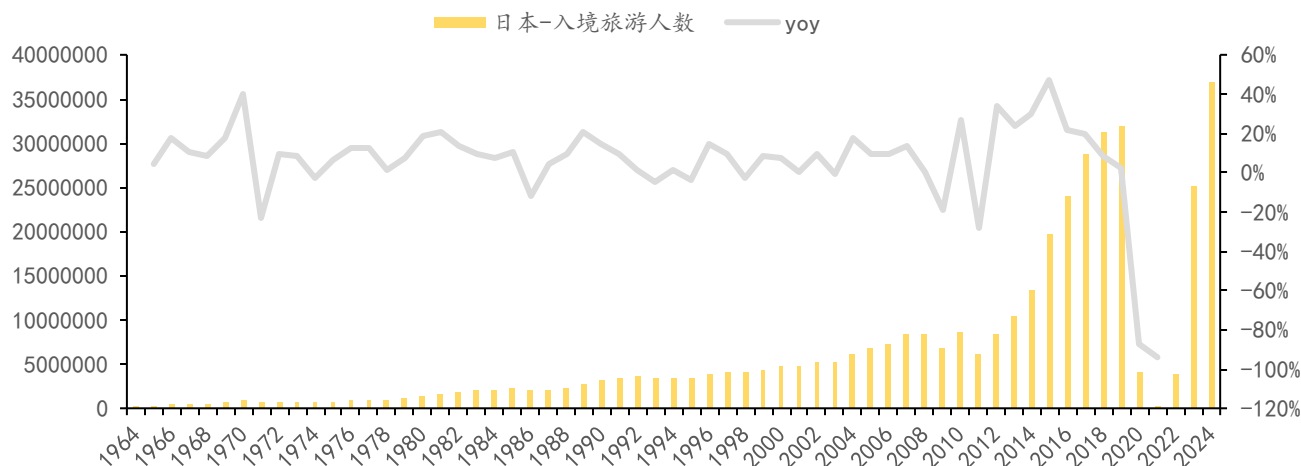


资料来源：联合国旅游组织、中国国家移民管理局，中国旅游研究院《中国入境旅游发展年度报告 2024》，华西证券研究所整理

从海外酒店格局来看，国内酒店出海具备基础逻辑。以日本为例，海外酒店日本入境旅游发展史可分为起步期、泡沫经济前发展期和泡沫破灭后发展期三阶段，中间主要事件节点包括 1967-1970 年“基础交通设施建设+奥运会/世博会催化”、1996-2000 年的“欢迎计划 21”、2003 年的“访问日本”运动、2012 年获 2020 年东京奥运会/残奥会举办权展开的系列入境引流活动，各事件节点均带动入境游客流大幅提升，可见日本政府常以提升国际地位/多渠道带动经济增长为目标推动入境旅游发展，入境旅游发展速度与政府支持力度息息相关。此基础下，入境旅游的发展为日本中高端酒店带来直接催化，出境游。从日本国内酒店格局来看，与国际品牌合作、对入境旅游需求量大的东京/大阪/京都酒店疫情后呈现高景气趋势，历史新高

的入境游人数下京都酒店甚至迎来住宿费上涨，中高端酒店住宿费最高税额涨至每人每晚 1 万日元（480 元人民币）；各国际酒店集团迅速布局日本市场以求把握入境游客流，凯悦酒店集团在日本已拥有 9 个品牌共 21 家酒店，其中 80% 属于豪华型/高端酒店，主面向入境游游客；春秋集团旗下上海春秋投资管理有限公司于日本布局的春秋阳光酒店 24 年 1-10 月日本酒店市场应收同比+88%。

图 32 日本入境旅游人数情况-2024 年达新高（单位：人）



资料来源：联合国旅游组织、中国国家移民管理局，中国旅游研究院《中国入境旅游发展年度报告 2024》，华西证券研究所整理

综上，显而易见，国内出境游恢复速度快、东南亚国家为主、中高收入群体出游意愿强；东南亚国家中高端酒店依托入境游拉动营收增长。此趋势下，于中高端酒店佼佼者君亭酒店而言，1) 由于中国是亚洲最大的出境游市场，出海情况下与国内游客对接能力较强，入住率基本盘较为稳定；2) 从品牌力角度来看，君亭酒店与希尔顿已签署战略合作协议，出海酒店可能通过希尔顿新品牌挂牌/君亭酒店管理，双方会员体系在新品牌下共享的模式展开，此模式下君亭酒店出海逻辑可直接跨过品牌力积累阶段快速渡过爬坡期，结合希尔顿经营管理经验强化酒店在地特色架构，且得益于希尔顿的全球会员体系及东南亚各国基本与 2019 年同期持平的国际游客恢复度，入住率水平有望在短期冲向高位。

7. 盈利预测与投资建议

公司当前业务按经营属性分类可分为直营业务、委托管理业务、特许经营业务三部分，其中**直营业务**反映为君亭集团旗下君亭品牌直营门店经营情况；**委托管理业务**为君亭/君澜/景澜三品牌通过委托管理形式所开门店的经营情况，主要收入来源为管理费用，具体包括基础管理费、效益管理费、品牌使用费等；**特许经营业务**为公司新发力方向，将通过君亭、观澜、君亭尚品三大品牌运营，另根据 CHOICE 合作模式推断，也可能包含负责 CHOICE 特许经营相关事项带来的额外收入。基于集团经营方向与过往数据分类情况，此处将公司业务按销售模式划分为酒店运营、酒店管理两部分，酒店运营代表君亭品牌直营门店经营情况，酒店管理代表委托管理、特许经营业务经营情况，以下为核心假设：

核心假设-酒店运营：根据公司过往年报数据推断，22年君亭酒店直营门店数量为18家，23-24年新投资直营门店11家/开业10家，即截至24年末总门店数为28家，23-24年新开门店占24年总直营门店数量的35.71%。1)公司新开门店一般有半年及以上爬坡期，需通过客群/收入逐步稳定步入成熟阶段，新开门店前期投入较大导致单店毛利率/净利率短期承压甚至带来利润亏损；2)在行业需求端增速减缓、供给端步入存量竞争阶段的当下，直营酒店迈入成熟阶段所需时间更长；综合上述两点，我们认为23-24年君亭酒店运营业务的收入/毛利率均处承压状态，虽公司强运营能力一定程度解决收入承压问题，但毛利率仍受到冲击，24年酒店运营收入5.57亿元/同比+33.6%，对应毛利率26.7%/同比-8.2pcts。25-27年，直营业务方面有两方面逻辑变化：一是公司君达城业务逐步成型，24年以来积极接洽重资产业务，23年12月/25年2月分别与山东信托、华能信托签订成立私募投资基金，通过“1+1+1”（孵化器+受托资产管理+加盟商融资顾问）进行展业，结合加盟业务拓展及过往直营门店业务拖累情况来看，我们认为公司当前经营方向已在逐步转向轻资产为主的经营模式，后续君亭主品牌重资产项目可能都将通过君达城合资建立的私募基金投资形势展开，以减少君亭直营门店新店成本带来的干扰，待通过此渠道培养的品牌酒店成熟后通过多种形式将酒店收入/利润并入报表；二是与希尔顿/CHOICE的合作可能带来会员系统/分销系统两方面入境游引流，商旅需求萎靡情况得到直接改善；君达城模式培育酒店并表需较长时间催化，而君达城对合资企业间接持股仅10%，合资投资的酒店收益将计入投资收益中。综上，1)假设公司后续通过君达城渠道拓展重资产门店，24年后不再有新的重资产门店投资计入表端，收入增速将在25年爬坡门店成熟后逐年放缓；2)上述第二大因素叠加存量门店逐步渡过爬坡期进入利润释放阶段，现有门店25年开始得到毛利率/收入长期改善；因此，我们预计25-27年公司酒店运营收入6.18/7.28/8.38亿元，同比+11.0%/+17.7%/+15.1%，对应毛利率为25.0%/28.5%/30.8%。

核心假设-酒店管理：我们将委托管理业务/特许经营业务经营表现统一划分在酒店管理业务中，现有委托管理业务来看，君亭、君澜、景澜三大品牌均有委托管理业务，从数据表现来看，截至2024年末君亭/君澜/景澜委托管理类酒店数分别为45家/124家/40家；君亭/君澜/景澜均存在大量已签约未开业酒店（截至25年Q1，33/138/42家），因此按照过往每年“新开业门店/签约总门店数”比例假设未来每年开店数，结合君亭酒店招股书及君亭酒店收购君澜/景澜酒店股权时所收到的回复函，按以下条目判断各品牌收入结构：1)前期技术服务费：为酒店开业前收取，模型假设一次性收入；2)基本管理费收入：根据行业内委托管理酒店通常标准判断，应为酒店营业收入按比例收取；过往数据来看，由于收取基本管理费门店数与已开业总门店数不匹配，结合公司每年开店情况，我们认为基础管理费存在收取条件，门店达成熟期时基本满足该条件；3)品牌使用费：假设按比例收取，与营业收入直接关联；4)效益管理收入：根据君亭集团收购君澜/景澜股权时的回复函，判断按GOP比例收取。成本结构方面则按照营业成本/销售费用/管理费用项拆解，根据毛利率/费用率过往情况预测未来表现。新增特许经营/委托管理业务方面，我们综合考虑君亭加盟业务、希尔顿/精选国际合作业务未来展业情况，对公司后续各加盟门店模型进行假设，预测收入/毛利率表现，其中协助精选国际开设酒店均为特许经营模式，此部分业务有精选国际结合赋能，预计门店架构铺设较快、毛利率水平整体较高，促25年毛利率整体上行；26-27年君亭三大加盟品牌酒店及可能与希尔顿合作形式展开的品牌酒店将迎集中发力期，促收入水平快速拔高，但无国际品牌支撑情况下加盟店开店前期或将面临短期承压问题，导致毛利率下滑。综上，预计公司25-27年酒店管理收入1.87/3.34/5.99亿元，同比+58.0%/78.2%/79.3%，对应毛利率为74.7%/73.1%/73.2%。

君亭酒店通过加盟扩张+国际巨头合作形式打破传统成长框架，公司定位逐步向酒店管理平台方向转换。从当前逻辑体系来看：1)业绩释放/入境引流：君亭新直

营门店逐步渡过爬坡期，利润步入释放阶段，且加入精选国际分销体系入境游客流获客能力增强；后续或通过君达城渠道拓展门店，酒店项目成熟后可通过回购将其纳入直营体系，解决直营扩张表内业绩拖累问题。2) 酒店管理：除君达城管理模式以外，**A. 现有品牌门店扩张**，君澜/景澜通过委托管理模式持续扩张，当前仍有高数量签约待开业酒店，随酒店开业利润贡献增量将持续增加。**B. 新委托管理/特许经营业务展开**，打造新增长曲线。以君亭尚品/君亭/观澜三大品牌为核心的加盟战略目标三年千店；与精选国际合作获得主特许经营权后开设精选国际特许经营酒店可能获得管理费分成；后续与希尔顿合作洽谈中若有新品牌合作、第三方品牌管理等业务展开，也将获得管理费分成。综上，公司后续发展过程中将有多部分收入贡献，新增长曲线有望逐步成型。我们预计公司 25-27 年收入 8.06/10.62/14.37 亿元，同比 +19.2%/31.8%/35.3%，对应归母净利润 0.64/1.28/2.30 亿元，对应 EPS 为 0.33/0.66/1.18 元，基于公司 25 年 6 月 18 日收盘价 22.60 元，对应 PE 为 69/34/19 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10 君亭酒店收入/毛利率预测

酒店指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
酒店运营收入	25785	41704	55722	61,849	72,820	83,780
yoy	4.4%	61.7%	33.6%	11.0%	17.7%	15.1%
毛利率	25.8%	29.4%	23.9%	25.0%	28.5%	30.8%
酒店管理收入	8,409	11,694	11,863	18,740	33,398	59,896
yoy	175.6%	39.1%	1.4%	58.0%	78.2%	79.3%
毛利率	67.3%	76.6%	73.8%	74.7%	73.1%	73.2%
总收入	34,194	53,398	67,585	80,589	106,218	143,676
yoy	23.2%	56.2%	26.6%	19.2%	31.8%	35.3%
毛利率	36.0%	39.7%	32.7%	36.5%	42.5%	48.5%

资料来源：华西证券研究所测算

君亭酒店直营/委托管理酒店模式以中高端为主，直营为业务收入主贡献项、资产负债表中使用权资产占比较高。综合上述因素考虑，我们挑选同为中高端酒店领域领先品牌的港股上市公司华住集团-S、使用权资产同样占比较高的首旅酒店/锦江酒店作为可比公司进行估值分析。从可比公司估值表现来看，因整体经营规模较小、23-24 年新开直营门店较多，折旧和摊销压力下公司归母净利润承压，导致君亭酒店 24 年 PE 估值高于可比公司水平；随直营店爬坡期渡过/加盟业务扩张/国际酒店特许经营合作门店扩张/君澜景澜酒店铺设落地，君亭酒店业绩将逐步迎来释放，PE 倍数可比性将增强。

表 11 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)			PE (倍)		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
301073. SZ	君亭酒店	22.60	0.13	0.33	0.66	174	69	34
1179. HK	华住集团-S	24.24	1.15	0.88	1.22	25	18	16
600258. SH	首旅酒店	13.84	0.72	0.82	0.94	19	17	15
600754. SH	锦江酒店	22.51	0.85	1.07	1.28	26	21	18

资料来源：华西证券研究所测算（收盘价为 2025 年 6 月 18 日，可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期，港币兑人民币汇率取当日汇率 1:0.92）

8. 风险提示

合作落地不及预期风险：公司 24 年与希尔顿酒店签署战略合作意向，具体合作条款仍在洽谈中，可能存在合作推进状况不及预期风险。

拓店不及预期风险：公司酒店运营能力极强，但本年度起自身加盟业务、精选国际特许经营业务、君达城相关业务等方向均需公司酒店运营赋能，此外各方加盟商加盟均需洽谈，可能因可用相关人手不足导致拓店速度不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	676	806	1,062	1,437	净利润	32	82	166	302
YoY (%)	26.6%	19.2%	31.8%	35.3%	折旧和摊销	201	176	194	208
营业成本	455	512	611	741	营运资金变动	-18	3	5	14
营业税金及附加	1	2	2	3	经营活动现金流	261	290	398	555
销售费用	52	61	79	105	资本开支	-106	-97	-82	-65
管理费用	79	93	121	162	投资	-20	0	0	0
财务费用	49	39	39	40	投资活动现金流	-135	-147	-112	-82
研发费用	0	0	0	0	股权募资	1	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	40	11	5
投资收益	1	1	2	4	筹资活动现金流	-217	-73	-177	-300
营业利润	40	107	221	404	现金净流量	-90	69	109	172
营业外收支	3	3	3	4	主要财务指标				
利润总额	43	110	225	408	成长能力				
所得税	11	29	58	106	营业收入增长率	26.6%	19.2%	31.8%	35.3%
净利润	32	82	166	302	净利润增长率	-17.4%	152.9%	101.5%	79.0%
归属于母公司净利润	25	64	128	230	盈利能力				
YoY (%)	-17.4%	152.9%	101.5%	79.0%	毛利率	32.7%	36.5%	42.5%	48.5%
每股收益	0.13	0.33	0.66	1.18	净利率	3.7%	7.9%	12.1%	16.0%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	1.3%	3.2%	6.3%	11.1%
货币资金	397	467	576	747	净资产收益率 ROE	2.6%	6.6%	13.6%	25.3%
预付款项	7	7	7	7	偿债能力				
存货	5	5	6	7	流动比率	2.01	2.11	2.31	2.56
其他流动资产	160	173	199	231	速动比率	1.83	1.94	2.15	2.42
流动资产合计	569	652	788	993	现金比率	1.40	1.51	1.69	1.93
长期股权投资	5	5	5	5	资产负债率	61.8%	62.4%	62.6%	62.5%
固定资产	22	22	22	22	经营效率				
无形资产	62	62	62	62	总资产周转率	0.27	0.31	0.40	0.53
非流动资产合计	1,978	1,958	1,883	1,766	每股指标 (元)				
资产合计	2,547	2,610	2,671	2,759	每股收益	0.13	0.33	0.66	1.18
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.01	4.96	4.85	4.67
应付账款及票据	55	58	67	78	每股经营现金流	1.34	1.49	2.05	2.85
其他流动负债	228	250	274	309	每股股利	0.15	0.38	0.76	1.37
流动负债合计	283	309	341	387	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	173.85	68.94	34.22	19.12
其他长期负债	1,291	1,321	1,332	1,337	PB	4.17	4.56	4.66	4.84
非流动负债合计	1,291	1,321	1,332	1,337					
负债合计	1,575	1,630	1,672	1,725					
股本	194	194	194	194					
少数股东权益	-1	17	55	127					
股东权益合计	973	981	998	1,034					
负债和股东权益合计	2,547	2,610	2,671	2,759					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。