

社会服务业/社会服务

君亭酒店(301073)

新店进入盈利期，君达城带来增量空间

——君亭酒店公司更新报告

刘越男(分析师) 于清泰(分析师)
021-38677706 021-38022689
liuyuenan@gtjas.com yuqingtai@gtjas.com
证书编号 S0880516030003 S0880519100001

本报告导读：

增量直营店如期落地，快速爬坡后贡献增量业绩将驱动基本面明显改善。将借助社会化资金体外孵化项目，实现高效扩张。

投资要点：

- 直营落地贡献增量业绩，借社会资本加速扩张，增持。维持 2023 年 EPS 预测 0.23 元，上调公司 2024/25 年 EPS 至 0.77/1.04(+0.14/+0.10) 元，公司处于快速成长期，且具备高端度假品牌心智优势，给予公司高于行业平均 38xPE 估值，维持 2024 年目标价 29.14 元。
- 度假心智+运营资源禀赋独特，差异化竞争。①君亭集团旗下品牌具备占据消费者高端度假品类心智的能力，作为本土品牌相对稀缺。②君亭直营门店运营能力强，数据绝对值与恢复度均处于第一梯队。③君亭新产品兼顾商旅和度假客群，需求稳定性高于纯商旅。君亭旗下约 400 家酒店中，度假酒店有 250 家左右，数量超过商旅酒店。
- 增量直营店如期落地，将显著增厚业绩。①直营门店的拓店节奏以及运营质量，始终是公司业绩释放的决定性因素。②7 家新增直营店增量业绩敏感性测算：中性假设下，稳态净利润贡献增量 5,217 万元；乐观情景 7,788 万元，保守假设 2,391 万元。③存量直营店有望受益 ADR 提升以及运营效率提高，利润贡献相比 19 年进一步提升。
- 运营与资本双轮驱动，潜在增量空间大。①高端酒店发展是运营+资本驱动的非线性增长，君亭正逐步从酒店运营发展成为酒店资产管理公司。②君亭探索业主投资端的金融产品化，本质上是购买金融产品，底层资产和收益为多个门店运营回报。能够降低投资门槛，并分散单一项目风险。③后续体外孵化项目存在注入可能性，将带来增量。
- 风险提示：金融产品化的监管风险、体外项目注入不确定、竞争风险。

财务摘要(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	278	342	563	827	1,047
(+/-)%	8%	23%	65%	47%	26%
经营利润(EBIT)	58	61	94	220	290
(+/-)%	51%	5%	54%	134%	32%
净利润(归母)	37	30	45	149	203
(+/-)%	5%	-19%	53%	228%	36%
每股净收益(元)	0.19	0.15	0.23	0.77	1.04
每股股利(元)	0.00	0.33	0.19	0.66	0.83

利润率和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营利润率(%)	21.0%	17.9%	16.7%	26.6%	27.7%
净资产收益率(%)	7.6%	3.1%	4.6%	14.0%	17.4%
投入资本回报率(%)	3.5%	2.5%	4.1%	8.5%	10.6%
EV/EBITDA	21.87	55.27	7.39	5.22	4.57
市盈率	119.51	148.33	97.18	29.60	21.72
股息率(%)	0.0%	1.5%	0.8%	2.9%	3.6%

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：29.14

上次预测：29.14

当前价格：22.69

2024.03.20

交易数据

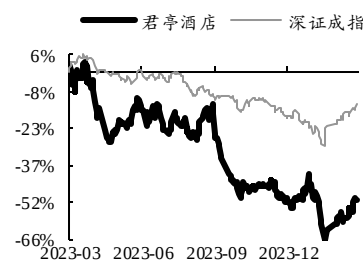
52 周内股价区间(元)	15.44-71.10
总市值(百万元)	4,412
总股本/流通 A 股(百万股)	194/85
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	44%
日均成交量(百万股)	5.96
日均成交值(百万元)	129.76

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	971
每股净资产	5.00
市净率	4.5
净负债率	-42.70%

EPS(元)	2022A	2023E
Q1	0.02	0.03
Q2	0.06	0.08
Q3	0.06	0.02
Q4	0.02	0.10
全年	0.15	0.23

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	25%	3%	-50%
相对指数	16%	-4%	-37%

相关报告

投入期业绩波动，练内功待厚积薄发
2023.10.28

行业景气快速恢复，租金确认影响利润率
2023.08.31

拟在重庆开设酒店，深化西南地区布局
2023.06.20

短期因素影响业绩释放，回暖势头明确
2023.05.02

牵手中旅酒店，资产整合加速落地
2023.02.17

模型更新时间：2024.03.20

股票研究

社会服务

社会服务业

君亭酒店(301073)

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**29.14**

上次预测：**29.14**

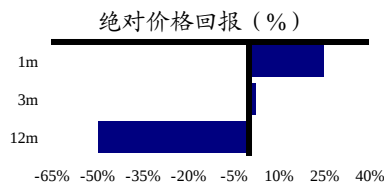
当前价格：**22.69**

公司网址

www.ssawhotels.com

公司简介

公司主要从事于中高端精选服务连锁酒店的运营及管理。公司自成立以来以长三角城市群为核心发展区域，并逐步向全国范围重点城市有序拓展。

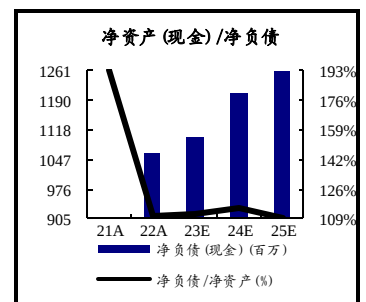
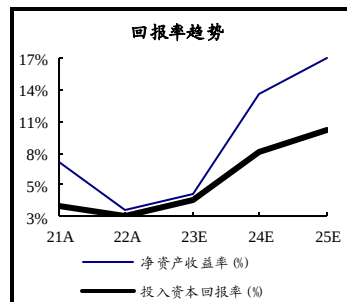
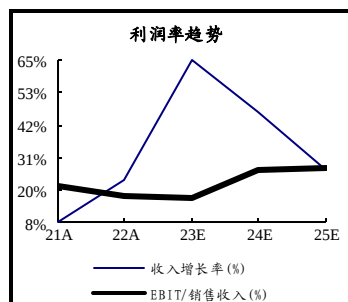
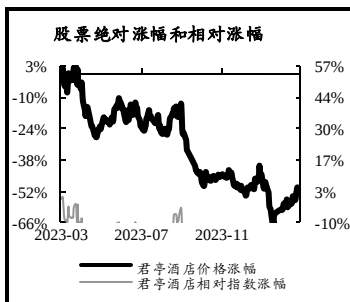


52 周内价格范围 15.44-71.10

市值 (百万元) 4,412

财务预测 (单位: 百万元)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
损益表					
营业总收入	278	342	563	827	1,047
营业成本	185	219	324	465	577
税金及附加	1	1	1	2	2
销售费用	14	22	45	54	68
管理费用	23	40	99	87	110
EBIT	58	61	94	220	290
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	2	2	2
财务费用	19	22	24	23	21
营业利润	41	42	60	199	271
所得税	11	10	11	50	68
少数股东损益	-3	3	5	0	0
净利润	37	30	45	149	203
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	299	680	637	752	840
其他流动资产	20	17	17	17	17
长期投资	0	6	10	14	18
固定资产合计	6	8	9	10	10
无形及其他资产	33	64	94	140	178
资产合计	1,373	2,022	2,086	2,263	2,421
流动负债	158	239	276	383	438
非流动负债	746	823	823	823	823
股东权益	469	960	987	1,056	1,159
投入资本(IC)	1,274	1,857	1,884	1,953	2,056
现金流量表					
NOPLAT	44	47	77	165	217
折旧与摊销	95	96	312	333	323
流动资金增量	3	108	-6	20	4
资本支出	-35	-93	-383	-302	-338
自由现金流	107	158	0	215	207
经营现金流	135	120	405	540	569
投资现金流	-118	-27	-384	-305	-340
融资现金流	101	363	-63	-120	-140
现金流净增加额	117	456	-43	115	88
财务指标					
成长性					
收入增长率	8.4%	23.2%	64.7%	46.9%	26.5%
EBIT 增长率	50.8%	4.8%	54.2%	133.9%	31.6%
净利润增长率	5.3%	-19.4%	52.6%	228.3%	36.3%
利润率					
毛利率	33.3%	36.0%	42.4%	43.8%	44.9%
EBIT 率	21.0%	17.9%	16.7%	26.6%	27.7%
净利润率	13.3%	8.7%	8.1%	18.0%	19.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	7.6%	3.1%	4.6%	14.0%	17.4%
总资产收益率(ROA)	2.5%	1.6%	2.4%	6.6%	8.4%
投入资本回报率(ROIC)	3.5%	2.5%	4.1%	8.5%	10.6%
运营能力					
存货周转天数	1.8	1.5	1.7	1.6	1.6
应收账款周转天数	37.6	68.7	53.1	60.9	57.0
总资产周转天数	1,805.5	2,158.6	1,351.7	998.0	844.2
净利润现金含量	3.6	4.0	8.9	3.6	2.8
资本支出/收入	12.6%	27.3%	68.0%	36.5%	32.3%
偿债能力					
资产负债率	65.9%	52.5%	52.7%	53.3%	52.1%
净负债率	192.9%	110.7%	111.4%	114.3%	108.8%
估值比率					
PE	119.51	148.33	97.18	29.60	21.72
PB	5.69	8.70	2.75	2.57	2.35
EV/EBITDA	21.87	55.27	7.39	5.22	4.57
P/S	6.59	8.60	5.22	3.55	2.81
股息率	0.0%	1.5%	0.8%	2.9%	3.6%



目录

1. 差异化战略，品牌运营独具特色	5
1.1. 度假品牌心智是差异化优势	5
1.2. 门店运营能力处于第一梯队	6
1.3. 度假商旅兼顾，需求稳定性强	8
2. 增量直营店脱胎换骨，业绩有望明显改善	10
2.1. 直营店如期落地，爬坡后业绩贡献大	10
2.2. 直营开店期结束，开办费有望改善	12
2.3. 存量门店翻新，盈利能力提升	12
3. 运营资本双轮驱动，潜在增量空间大	13
3.1. 高端发展规律：从运营到资产管理	13
3.2. 撬动社会资本，体外高效孵化	15
3.3. 体外项目将贡献潜在增量	18
4. 投资建议	18
5. 风险提示	19

图目录

图 1: 君亭酒店集团已经在中高端及以上形成品牌矩阵	6
图 2: 数量少且位置好，君亭直营店 RP 与华住接近	7
图 3: 君亭直营店 RevPAR 恢复度与龙头持平	7
图 4: 运营和结构升级，君亭直营 ADR 较高	7
图 5: 君亭受益 23Q3 旅游旺季 ADR 恢复度快速提升	7
图 6: 产品较高端，君亭 OCC 绝对值并未高于龙头	7
图 7: 君亭更受益旅游需求，因而 OCC 恢复度更高	7
图 8: 恢复度看，2023 年假日窗口期恢复度好于商旅	8
图 9: 绝对值看，旅游旺季数据绝对值超过 19 年水平	8
图 10: 24 年春节后商旅绝对值仍未恢复至节前	8
图 11: 恢复度看 24 年节后第二周恢复度逐步企稳	8
图 12: 节假日窗口期旅游需求恢复较为稳定	9
图 13: 君亭直营业务收入体量依然很大	11
图 14: 并表君澜景澜后管理业务收入占比逐步达 25%	11
图 15: 开办费及物业租赁费导致管理费用率提升	12
图 16: 君亭经营现金流利润率好于净利润率	12
图 17: 万豪酒店的扩张历程与地产周期和 REITs 发展有很大关联	14
图 18: 1989 年美国房地产危机推动了低价酒店物业的集中，连锁化率 4 年提升 8.4pct	14
图 19: 君亭的酒店资产管理模式推动跃迁式发展	16

表目录

表 1: 君澜跻身国内前十大度假酒店品牌	5
表 2: 截止 2023 年底下运营门店及待开业门店合计接近 400 家 ..	6
表 3: 君亭成都 Pagoda 旗舰店的回报率水平很高	9
表 4: 公司增量直营门店稳态下中性测算利润贡献增量约为 5,217 万 ..	11
表 5: 公司直营门店运营效率有望超越 2019 年水平	13

表 6: REITs 分类与主要受益来源.....	17
表 7: 酒店同行业可比估值（2024.3.18）	19

1. 差异化战略，品牌运营独具特色

1.1. 度假品牌心智是差异化优势

品牌占据细分赛道品类消费者心智是重要的竞争优势。酒店行业比拼规模、效率、品牌，三者相互促进形成正循环，将在运营数据、门店效率和物业以及加盟商获取维度有明显优势。

复盘自 2003 年以来酒店行业品牌和产品发展：

- 经济型酒店如家品牌占据消费者心智，因此在行业早期规模大、效率高。
- 中端酒店时代，全季品牌成为中端酒店产品的代表，结合华住高效的运营能力、行业底部果断的逆势扩张和物业获取政策，实现了规模和利润的快速提升。
- 中高端酒店时代，亚朵提出服务作为可感知的差异化，在中高端细分品类的心智争夺中占据一定领先优势，中高端门店数量保持领先。

君亭集团基于自身资源能力禀赋，差异化战略清晰：不拼规模，拼品牌、品质、运营。

君亭集团旗下品牌具备占据消费者高端度假品类心智的能力，作为本土品牌相对稀缺。君澜品牌打造君澜度假圈概念，多次跻身中国十大度假酒店品牌榜单，努力与悦榕庄、ClubMed、安缦等国际品牌形成差异化竞争。

表 1：君澜跻身国内前十大度假酒店品牌

品牌名称	所属集团	产品特色	经营特色	品牌定位	客群定位
悦榕庄	悦榕酒店和度假村	全泳池别墅/悦榕 SPA	悦榕阁(精品零售店)	地方化度假酒店	中产富裕阶层
Club Med	复星旅文集团	MiniClub(儿童托管服务) G.O	一价全包	远途度假	亲子家庭
亚特兰蒂斯	柯兹纳集团 (Kerzner)	亚特兰蒂斯水世界和水族馆，丰富娱乐业态	售后返租、多元化的产品组合	顶级度假综合体	亲子家庭
君澜度假酒店	君澜酒店集团	休闲化、社交化、本地化和娱乐化的度假模型	君澜度假圈	各得其所的休闲生活模式酒店	中产阶级
长隆	广州长隆集团有限公司	特色主题房	依托长隆旅游度假区布局经营	大型会议休闲度假酒店	亲子家庭
涵碧楼	台湾乡林集团	深海温泉	SOP 管理模式	高端文化创意度假酒店	金字塔尖的消费族群
开元度假村	开元酒店集团	集会议、宴会、休闲度假于一体	委托管理/特许经营/第三方管理	五星级豪华度假酒店	高端休闲度假散客和旅游团队

花间堂	华住酒店集团	城市酒店、民宿、度假村	直营带动加盟	文化精品度假酒店	中高端商务人士
安缦	安缦居集团	小型隐秘，隐士文化	专营模式	城市度假村	金字塔尖端的小众人群
开元芳草地乡村酒店	开元酒店集团	木屋、草屋、帐篷等创意体验	委托管理/特许经营/第三方管理	近郊创意度假酒店	亲子家庭

数据来源：迈点网、国泰君安证券研究

表 2：截止 2023Q3 公司旗下运营门店及待开业门店合计接近 400 家

酒店品牌	开业酒店			待开业酒店		
	酒店数	客房数	平均房间数	酒店数	客房数	平均房间数
君澜	113	27,973	248	123	31,030	252
君亭	63	9,278	147	24	4,036	168
景澜	37	4,534	123	28	3,303	118
合计	213	41,785	196	175	38,369	219

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 1：君亭酒店集团已经在中高端及以上形成品牌矩阵



数据来源：君亭酒店集团官网

1.2. 门店运营能力处于第一梯队

君亭直营门店运营能力强，数据绝对值与恢复度均处于第一梯队。君亭直营门店处于快速成长期，新旧门店差异大，且与龙头门店体量存在区别，因此本文采用中高端直营店同店经营数据作为对比，以减少数据差异。

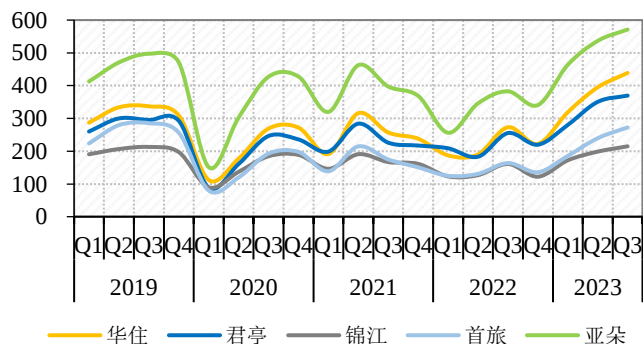
自 2019 年以来君亭直营门店的运营数据绝对值与头部四家连锁酒店集团（华住、亚朵、锦江、首旅）中处于领先水平，这主要与君亭直营门店数量少，且定位中高端和高端有关。

进一步观察经营数据恢复度情况，其恢复至 19 年水平和幅度在第一梯队中仍然领先。恢复度一方面与直营门店升级、度假/商旅需求结构有

关，但与运营能力关联度更高。君亭领先的恢复度侧面证明了其门店运营能力。

图 2：数量少且位置好，君亭直营店 RP 与华住接近

主要酒店集团RevPAR绝对值（元）

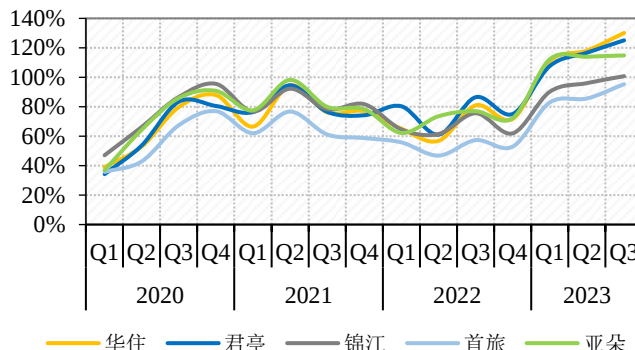


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：图中君亭为直营店数据，其他为中高端直营店同店

图 3：君亭直营店 RevPAR 恢复度与龙头持平

主要酒店集团RevPAR恢复至19年水平（%）

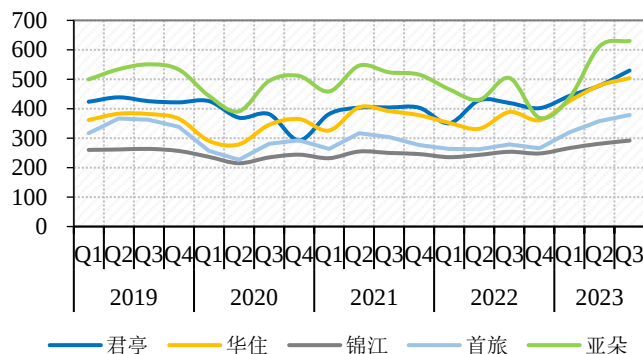


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：图中君亭为直营店数据，其他为中高端直营店同店

图 4：运营和结构升级，君亭直营 ADR 较高

主要酒店集团ADR绝对值（元）

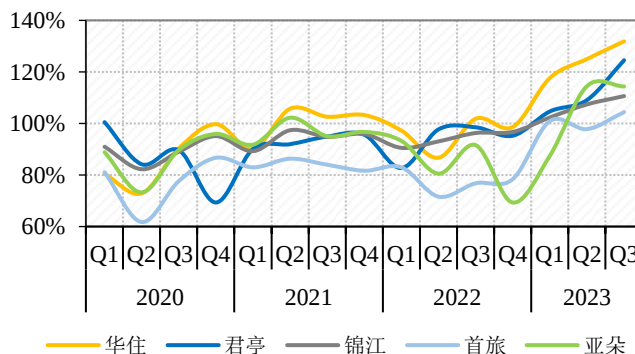


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：图中君亭为直营店数据，其他为中高端直营店同店

图 5：君亭受益 23Q3 旅游旺季 ADR 恢复度快速提升

主要酒店集团ADR恢复至19年水平（%）

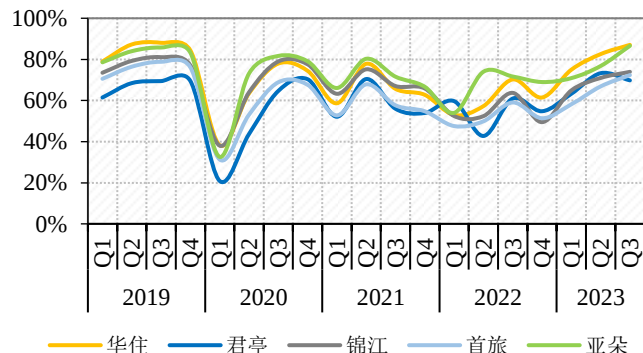


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：图中君亭为直营店数据，其他为中高端直营店同店

图 6：产品较高端，君亭 OCC 绝对值并未高于龙头

主要酒店集团OCC水平（%）

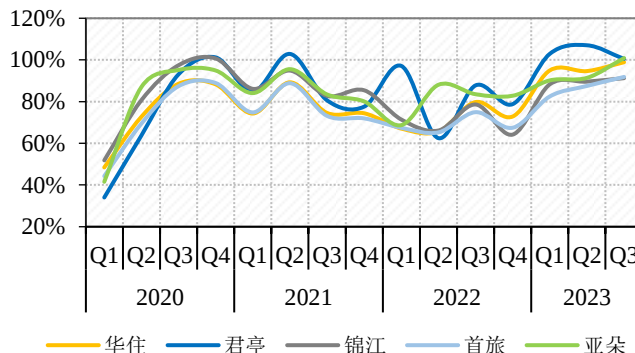


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：图中君亭为直营店数据，其他为中高端直营店同店

图 7：君亭更受益旅游需求，因而 OCC 恢复度更高

主要酒店集团OCC恢复至19年水平（%）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：图中君亭为直营店数据，其他为中高端直营店同店

1.3. 度假商旅兼顾，需求稳定性强

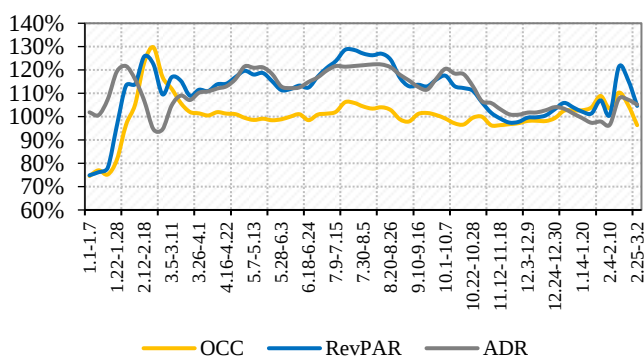
君亭新产品兼顾商旅和度假客群，需求稳定性高于纯商旅。

市场对 2024 年商旅预期处于底部位置。但旅游需求受益服务消费渗透率提升以及情绪价值消费趋势，在各个节假日窗口期需求稳定性更高，预期更为乐观。

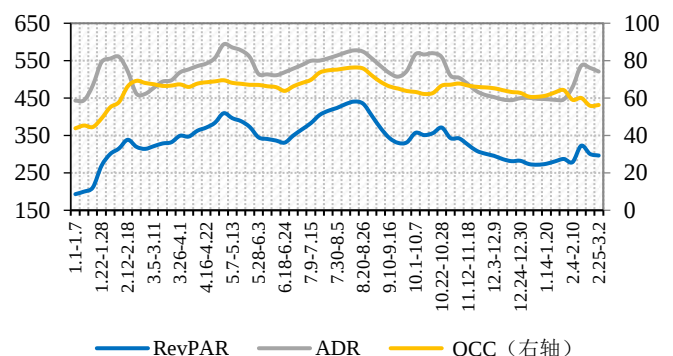
图 8：恢复度看，2023 年假日窗口期恢复度好于商旅

图 9：绝对值看，旅游旺季数据绝对值超过 19 年水平

中国整体恢复至19年水平（4周移动平均，%）



中国酒店整体数据绝对值（4周移动平均，元）



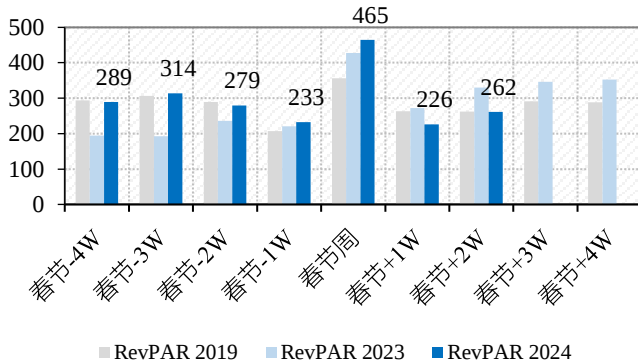
数据来源：STR Global、国泰君安证券研究

数据来源：STR Global、国泰君安证券研究

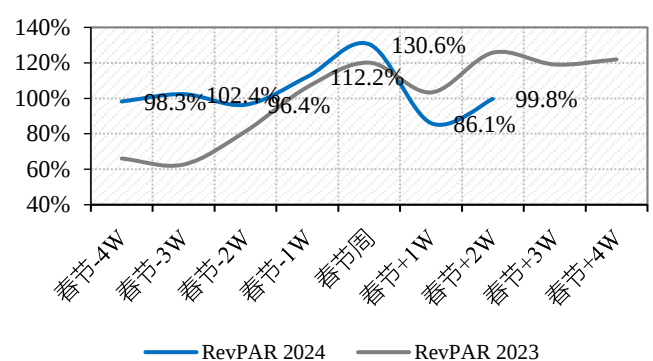
图 10：24 年春节后商旅绝对值仍未恢复至节前

图 11：恢复度看 24 年春节后第二周恢复度逐步企稳

2019/23/24农历周样本酒店RevPAR（元）



2023/24年农历周RevPAR恢复至19年水平（%）



数据来源：STR Global、国泰君安证券研究

数据来源：STR Global、国泰君安证券研究

新品 Pagoda 客源结构中，旅游度假占比高。

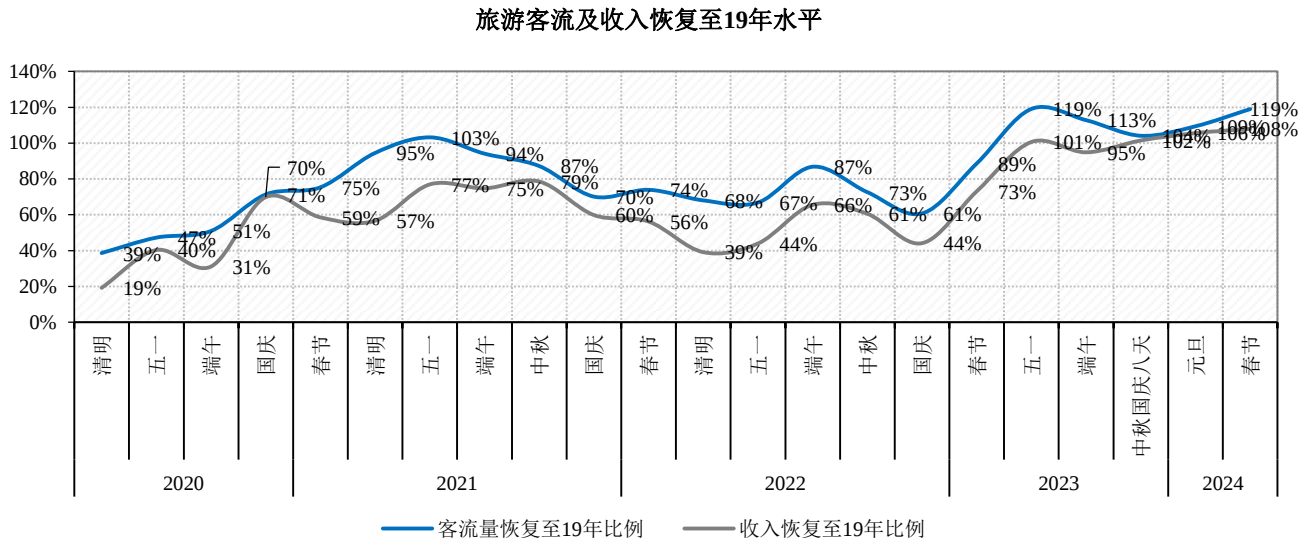
君亭旗下约 400 家酒店中，度假酒店有 250 家左右，数量超过商旅酒店。

而在新增直营门店中，君亭深圳 Pagoda 以及成都 Pagoda 门店分别承接港澳北上消费客源，以及成都地区春熙路游客需求。上述产品设计和

选址思路体现出君亭新直营门店商旅和度假兼备的思路。

Pagoda 目前的直营门店客源结构中，旅游休闲客源占比超过 50%，普遍高于龙头集团纯商旅酒店（30-40%旅游，60-70%商旅），因此受经济波动影响更小。

图 12：节假日窗口期旅游需求恢复较为稳定



数据来源：国家旅游局、国泰君安证券研究

表 3：君亭成都 Pagoda 旗舰店的回报率水平很高

	成都 Pagoda	亚朵 S	亚朵标准店	禧悦	桔子水晶	欢朋	逸扉
经营数据							
房价 ADR（元/间夜）	900	700	471	750	520	650	600
入住率 OCC（%）	75%	70%	77%	65%	80%	75%	70%
RevPAR	675	490	363	488	416	488	420
房间数（间）	206	150	120	150	120	150	150
收入总计（万元）							
收入总计（万元）	6,674	3,308	1,843	3,510	2,246	3,291	2,835
其中：客房收入	5,006	2,646	1,567	2,633	1,797	2,633	2,268
客房收入占比（%）	75%	80%	85%	75%	80%	80%	80%
其中：非房收入（餐饮、零售等）	1,669	662	276	878	449	658	567
非房收入占比（%）	25%	20%	15%	25%	20%	20%	20%
成本&费用总计（万元）							
成本&费用总计（万元）	4,771	3,114	1,655	3,182	1,916	2,986	2,458
客房收入占比（%）	71%	94%	90%	91%	85%	91%	87%
营业税金及附加							
营业税金及附加	133.49	66.15	36.86	70.20	44.93	65.81	56.70
占比（%）	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%

三大成本：租金/人工/折旧							
租金（万元）	1,269	924	420	924	526	821	719
占收入比例（%）	19%	28%	23%	26%	23%	25%	25%
人工（万元）	445	351	234	351	225	410	234
占收入比例（%）	7%	11%	13%	10%	10%	12%	8%
折旧摊销（万元）	371	280	168	308	175	308	278
占收入比例（%）	6%	8%	9%	9%	8%	9%	10%
GOP 计算（Gross Operating Profit）							
收入总计（a）	6,674	3,308	1,843	3,510	2,246	3,291	2,835
酒店成本（b）	1,018	450	220	535	306	448	386
变动费用（c）	2,114	1,464	850	1,417	912	1,411	1,077
GOP(d=a-b-c)	3,543	1,394	773	1,558	1,029	1,433	1,372
GOP Margin(%)	53.1%	42.1%	41.9%	44.4%	45.8%	43.5%	48.4%
固定费用（管理方无法控制）（e）	1,640	1,204	588	1,232	701	1,130	997
其中：折旧摊销	371	280	168	308	175	308	278
其中：租金	1,269	924	420	924	526	821	719
税前利润（f=d-e）	1,903	190	185	326	329	303	375
所得税	476	47	46	81	82	76	94
净利润	1,428	142	139	244	247	227	281
净利润率（%）	21.4%	4.3%	7.5%	7.0%	11.0%	6.9%	9.9%
回收期（年）	2.06	6.63	5.47	5.58	4.15	5.76	4.97

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

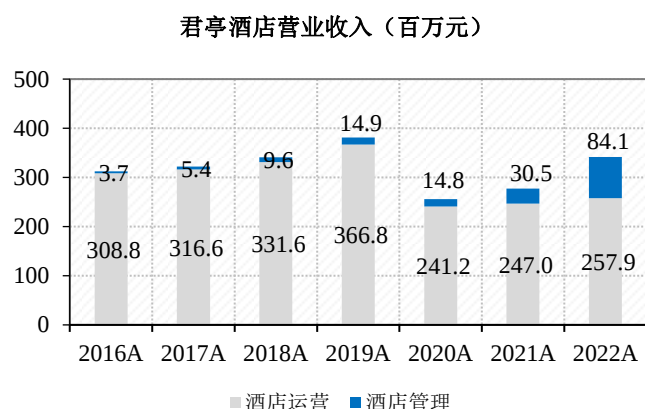
注：部分成本数据为参考行业平均水平估算。

2. 增量直营店脱胎换骨，业绩有望明显改善

2.1. 直营店如期落地，爬坡后业绩贡献大

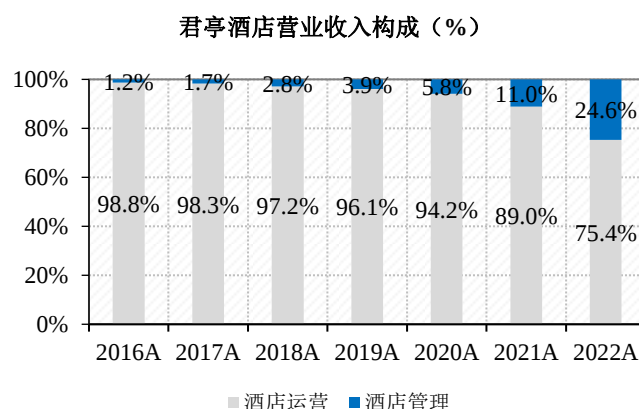
直营门店将成为 1-3 年内业绩增长的核心驱动力。自 2016-2020 年公司直营业务收入占比始终保持 90%以上，并表君澜景澜后直营占比仍有 75%，直营门店的拓店节奏以及运营质量，始终是公司业绩释放的决定性因素。

图 13：君亭直营业务收入体量依然很大



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 14：并表君澜景澜后管理业务收入占比逐步达 25%



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

增量直营门店如期落地，快速爬坡后最高有望贡献超超 5,200 万业绩。公司自 2023 年以来陆续有 7 家直营门店按计划开业。我们根据客房数和房价区间对 7 家新增直营门店增量业绩进行敏感性测算：中性假设下，7 家直营门店稳态净利润贡献增量约为 5,217 万元；乐观情景下可达 7,788 万元，保守假设下增量业绩为 2,391 万元。

表 4：公司增量直营门店稳态下中性测算利润贡献增量约为 5,217 万

酒店品牌	开业时间	房间数 (间)	平均 ADR (元)	出租率 (%)	收入体量 (万元)	稳态净利率 (%)	稳态净利润 (万元)
中性假设							
深圳宝安前海 Pagoda	2023 年 3 月	148	600	68%	2,826	25%	706
深圳罗湖东门君亭尚品	2023 年 8 月	136	450	70%	2,005	25%	501
杭州滨江 Pagoda	2023 年 8 月	180	600	68%	3,437	25%	859
杭州紫金港 Pagoda	2023 年 9 月	185	525	68%	3,091	25%	773
杭州成均君亭酒店	2024 年 1 月	150	500	68%	2,387	25%	597
重庆大世界君亭酒店	2024 年 2 月	291	500	60%	4,085	20%	817
北京华侨夜泊君亭酒店	2024 年 2 月	176	900	65%	4,818	20%	964
中性假设合计					22,647		5,217
乐观假设							
深圳宝安前海 Pagoda	2023 年 3 月	148	700	70%	3,394	30%	1,018
深圳罗湖东门君亭尚品	2023 年 8 月	136	550	75%	2,625	30%	788
杭州滨江 Pagoda	2023 年 8 月	180	700	70%	4,127	30%	1,238
杭州紫金港 Pagoda	2023 年 9 月	185	600	70%	3,636	30%	1,091
杭州成均君亭酒店	2024 年 1 月	150	600	70%	2,948	30%	884
重庆大世界君亭酒店	2024 年 2 月	291	600	65%	5,311	25%	1,328
北京华侨夜泊君亭酒店	2024 年 2 月	176	1000	70%	5,765	25%	1,441
乐观假设合计					27,806		7,788

保守假设							
深圳宝安前海 Pagoda	2023 年 3 月	148	500	65%	2,251	15%	338
深圳罗湖东门君亭尚品	2023 年 8 月	136	350	70%	1,559	15%	234
杭州滨江 Pagoda	2023 年 8 月	180	500	65%	2,738	15%	411
杭州紫金港 Pagoda	2023 年 9 月	185	450	65%	2,532	15%	380
杭州成均君亭酒店	2024 年 1 月	150	400	65%	1,825	15%	274
重庆大世界君亭酒店	2024 年 2 月	291	400	60%	3,268	10%	327
北京华侨夜泊君亭酒店	2024 年 2 月	176	800	65%	4,283	10%	428
保守假设合计					18,456		2,391

数据来源：公司公告、携程、国泰君安证券研究

注：¹ 门店收入体量已经考虑餐饮业务收入，参考公司 2017-2022 年报数据，客房收入占直营收入比例平均为 78%，因此对单店收入测算以客房收入/0.78 计算。

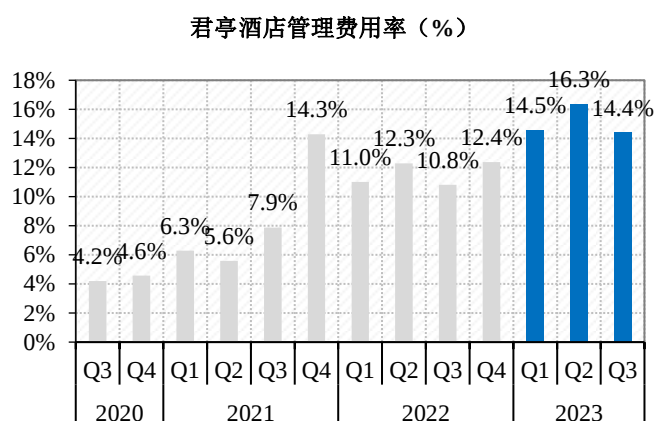
² 直营门店净利率，本文主要参考君亭招股书披露 16 家门店 2019 年剔除亏损门店的净利率均值为 19%。

2.2. 直营开店期结束，开办费有望改善

开办费用及租赁费用拖累明显，拓店期结束后费用率将明显改善。新增直营店筹建项目在租赁日开始即确认租金，计入管理费用，导致公司 2023 年管理费用率快速上升。

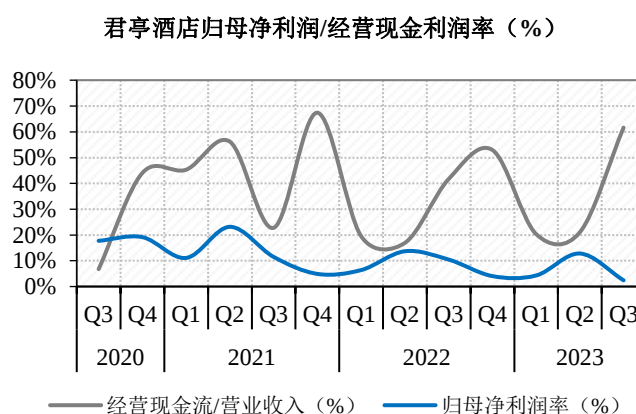
同时，新开直营门店一次性开办费用对当期盈利也构成影响，上述两项对 2023 年业绩的影响约为 5,000 万元，其中开办费用店均 400 万元，因此一次性开办费整体约 3,000 万元后续将有大幅优化。

图 15：开办费及物业租赁费导致管理费用率提升



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 16：君亭经营现金流利润率好于净利率



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2.3. 存量门店翻新，盈利能力提升

存量直营店有望受益 ADR 提升以及运营效率提高，利润贡献相比 19 年进一步提升。

君亭旗下存量直营店运营差异较大。部分选址和较新门店收入和利润体量以及利润率很高。其中上海中星君亭、柏阳君亭、同文君亭在正常经营的 2019 年净利润贡献分别达到 1,342/914/941 万元，净利润率分别高达 31.36%/29.74%/42.48%。

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 已重新投入市场恢复正常经营水平。考虑到酒店普遍进行了运营效率提升，行业整体 ADR 相比 19 年提价超 20%，以及物业租金的下降，我们认为上述核心存量直营店利润率水平有进一步提升空间。

表 5：公司直营门店运营效率有望超越 2019 年水平

2019 年数据	房间体量	营业收入 (万元)	利润总额 (万元)	净利润 (万元)	净利润率 (%)	ADR (元)	OCC (%)	RevPAR (元)
杭州 Pagoda 君亭酒店	182	2,364.85	-97.93	-70.26	-2.97%	485.39	67.1	325.67
杭州汇和君亭酒店	179	4,203.78	1,006.56	755.60	17.97%	400.21	72.40	289.77
杭州艺联君亭酒店	144	1,618.12	512.40	383.78	23.72%	399.55	64.84	259.09
杭州西溪谷君亭酒店	166	2,840.61	743.82	555.11	19.54%	467.11	75.58	353.03
杭州湖滨君亭酒店	187	1,215.96	63.06	56.23	4.62%	288.52	57.28	163.27
杭州千越君亭酒店	199	2,356.74	68.79	47.48	2.01%	432.32	62.79	271.45
杭州芯君亭酒店	81	819.09	78.13	77.18	9.42%	444.92	60.83	270.63
宁波欧华君亭酒店	170	933.42	-647.22	-485.78	-52.04%	283.12	39.60	112.11
绍兴君亭酒店	166	970.44	261.72	263.50	27.15%	285.03	49.75	141.80
义乌城中城君亭酒店	159	755.25	45.55	49.04	6.49%	236.63	37.26	88.17
上海中星君亭酒店	165	4,280.94	1,793.39	1,342.29	31.36%	664.46	95.39	633.83
上海柏阳君亭酒店	201	3,072.52	1,218.19	913.79	29.74%	409.42	75.51	309.15
上海同文君亭酒店	132	2,215.62	1,252.39	941.26	42.48%	491.86	84.00	413.15
上海 Pagoda 君亭酒店	154	3,536.97	389.44	337.49	9.54%	646.90	73.37	474.66
合肥银泰君亭酒店	260	3,754.74	1,020.62	767.49	20.44%	408.88	88.38	361.39
三亚大东海君亭酒店	221	1,452.39	-148.56	-141.56	20.44%	261.15	61.34	160.19

数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

注：图中房间体量为根据可售间夜数倒算值。

3. 运营资本双轮驱动，潜在增量空间大

3.1. 高端发展规律：从运营到资产管理

在《三因素共振，酒店行业迎资产整合浪潮》一文中我们提出：

- 从美国酒店行业发展经验看，高端酒店发展是运营+资本驱动的非线性增长，资产下行与 REITs 是重要催化。
- 历次重大经济波动和疫情冲击后的 3-5 年，行业均进入资产整合与并购驱动的非线性增长阶段。地产下行周期低价优质物业向头部集中，幸存的龙头酒店集中度更高。

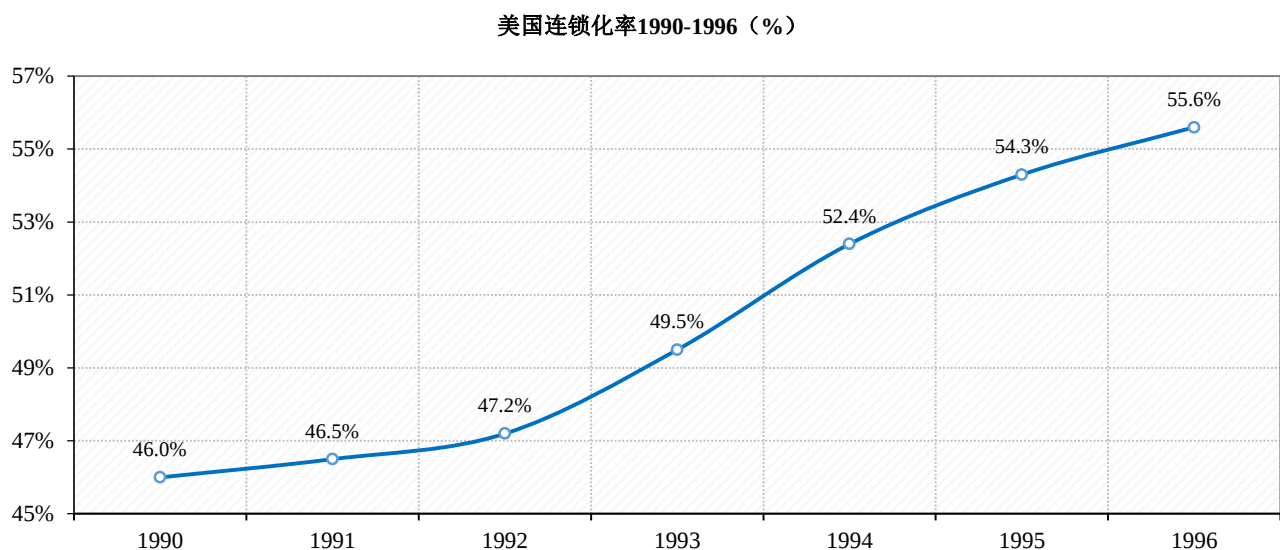
- REITs 作为补充融资工具，其发展和繁荣带动稀缺物业的加速集中，委托给头部酒店集团管理，进一步推升连锁化率和龙头份额。
- 酒店集团的并购，并不主要是为了份额的扩张，更多是完善品牌矩阵，以承接不同类型物业和满足业主需求，万豪并购充分体现上述结论。

图 17：万豪酒店的扩张历程与地产周期和 REITs 发展有很大关联



数据来源：万豪酒店财报、国泰君安证券研究

图 18：1989 年美国房地产危机推动了低价酒店物业的集中，连锁化率 4 年提升 8.4pct



数据来源：STR、Bloomberg、国泰君安证券研究

存量酒店物业时代，酒店集团的竞争已经从酒店运营，升级为酒店资产管理。

酒店集团需要具备从融资、投资、管理、到退出的全过程。品牌的运营能力是决定资产价值的基础，但融资、物业管理、物业退出的资产管理能力，是目前很多酒店集团尚不具备或尚未建设的能力。

君达城将推动君亭从酒店运营公司，向酒店资产管理公司的转型。

高端酒店的发展不仅需要运营能力，更需要资产管理能力。中国酒店行业伴随地产周期已经进入到存量时代，存量酒店物业的交易将逐步繁荣。君亭将基于门店运营能力，并充分利用金融工具，实现公司规模的发展。

3.2. 撬动社会资本，体外高效孵化

君达城目前业务分为两部分：轻资产的直营店（相对购买物业），和重资产的 Pre-REITs。

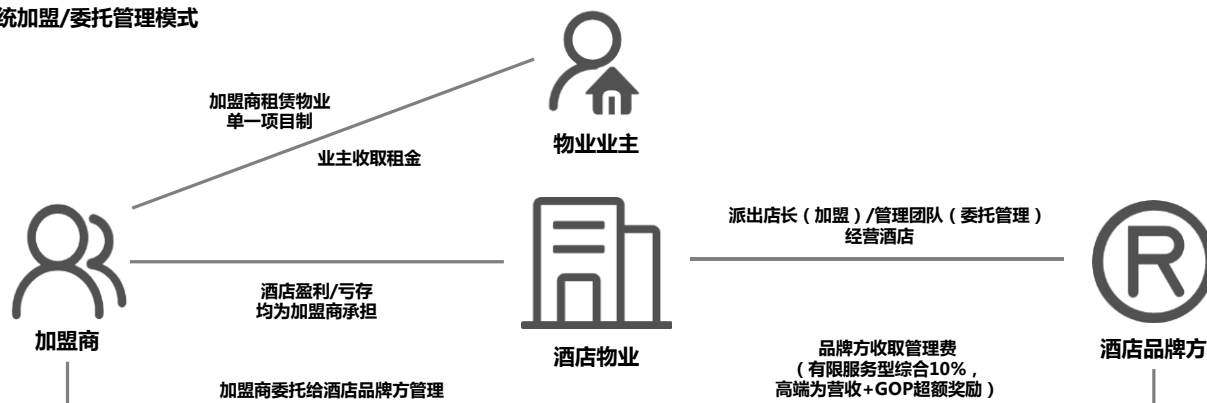
直营店业务是利用市场化融资方式成立投资基金，对租赁的物业（不是自己收购）进行装修投入和改造，并交给君亭公司/其他合适品牌进行委托管理。

上市公司报表维度属于委托管理店，不是直营店，收入利润不并表，但对投资基金而言是租赁物业的直营店。投资人本质上是对物业的股权投资，因此基金并没有保本兑付承诺，自负盈亏。

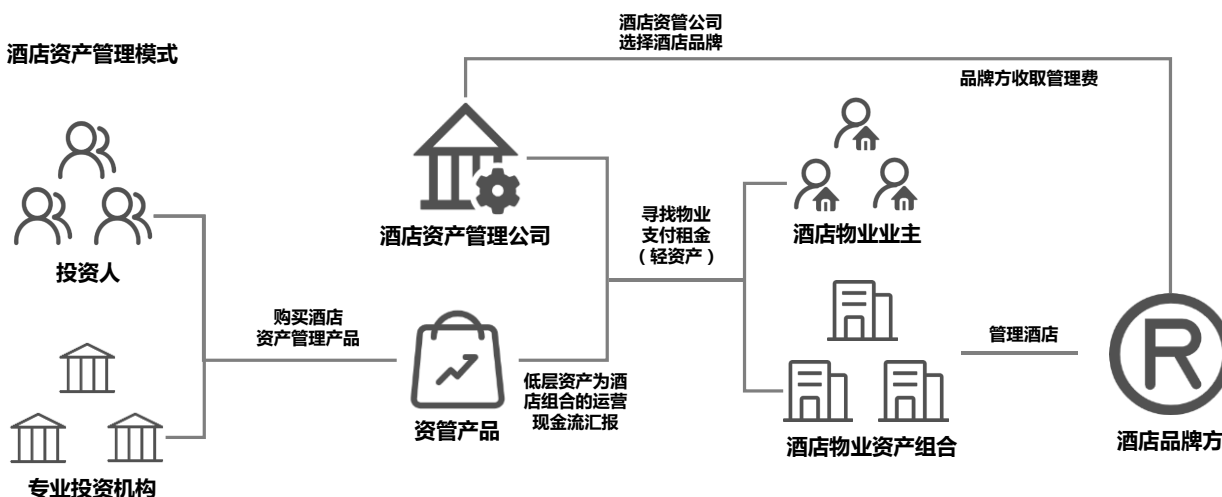
投资基金的资金来源，主要来自高净值个人投资者、专业化酒店投资机构、其他金融机构。将对投资者进行门槛筛选，目前个人投资者门槛为1,000 万人民币，有足够的风险识别和风险承担能力。

图 19：君亭的酒店资产管理模式推动跃迁式发展

传统加盟/委托管理模式



酒店资产管理模式



数据来源：国泰君安证券研究

直营店业务模式分析：

投资端投资的金融产品化，探索差异化扩张模式。君亭相比综合性龙头，在体量、股东背景、物业资源、信贷与融资能力这四个关键维度并没有明显优势。

高端度假酒店重资产、高投入的特征决定了，若仅依靠自有资金和开发团队，资金体量小，容错率低，发展速度慢，无法与国际酒店品牌或龙头酒店集团缩小差距。

投资端的金融产品化是对相对传统项目制投资的一种创新尝试。

- 委托管理/特许经营模式本质都是借助投资人的社会资金体外加杠杆。门店扩张阶段即是体外加杠杆驱动品牌管理方 ROE 提升的过程。

- 但传统加盟制度是项目制，投资人所有资金投资于同一个项目。有较高资金、物业门槛（高端更高）。且单一项目受选址、运营影响很大，投资风险较为集中。
- 而金融产品化的方式，区别于单一项目制，投资人本质上是在购买金融产品，其底层资产和收益来自于多个门店稳定运营的现金流产品。这种投资方式能够一定程度降低投资门槛，提高社会资本的融资效率；同时底层酒店现金流的分散也有助于分散单一项目下的运营风险。

这种模式与美国相对成熟的权益型酒店 REITs 模式接近：美国权益型 REITs 直接投资酒店物业，主要收入为经营性收入和地产升值资本利得。

表 6：REITs 分类与主要受益来源

分类	特征	收入来源	波动率	利率敏感性
权益型	收购并持有物业，通过经营收益型房地产，可自行经营或委托第三方经营	租金收入、房地产增值	高	小
抵押型	实际上为融资工具：向开发商或房地产持有人提供直接或者间接融资	抵押贷款利息及手续费	低	大
混合型	兼具权益与抵押型特征	两种收入来源	中间	中间

数据来源：NAREIT、国泰君安证券研究

但为何传统酒店龙头未采用这种模式？

- 我们认为一方面，传统酒店企业自身酒店运营基因较重，对金融化产品的理解和尝试非常谨慎。考虑到其庞大的规模，上述金融化产品的探索步伐相对谨慎，且对公司自身弹性贡献较小。
- 另一方面，传统加盟体系中，品牌方并非仅仅需要投资人的社会资本，更需要业主方或投资人自身在物业获取端的资源禀赋。加盟体系中最终能够长期留存的，其实是具备低于社会成本获取好物业的投资人。

为何君亭可以进行产品金融化尝试？

君亭本身所处的高端和度假赛道，物业选址要求高，因此其主要物业获取来自业主方，而非中低端酒店的二房东。物业选址往往更依赖公司自身团队对物业的评估，原本作为业主+投资人的角色，可以通过进一步拆分为业主方和投资人，投资人作为社会资本的体外杠杆作用更大。

此外，君亭对自身资源能力禀赋理解充分，差异化竞争逻辑清晰。且在酒店资本运作领域储备有专业人才，敢于尝试，且对相关业务理解在业内处于领先地位，因此不会被传统运营观念束缚。

重资产的 Pre-REITs 业务：

目标为酒店物业资产 REITs 上市前投融资做准备，通过直接购买收购一部分酒店物业资产股权，通过投资、改造实现资产升值，预期回报率做到 6-7% 水平，并最后寻找退出方式。由于这种业务模式更重，投资回报期更长，因此需要与更久期资金合作，保险、银行等机构长久期配置资金为主。

3.3. 体外项目将贡献潜在增量

控股子公司君达城将成为资产整合与融资创新载体。2023 年 3 月，公司公告与南京悦凡股权投资合伙企业共同出资，于上海设立上海君达城商业发展有限责任公司。其中公司以现金出资人民币 6300 万元，占注册资本 90%，悦凡投资出资 700 万元，占注册资本 10%。

酒店投资基金融资加速，体外项目投资稳步推进。

公司在 2023 年 12 月 18 日公告，拟与专业机构共同设立多支酒店产业私募投资基金，总规模不超过 5 亿元，其中公司控股子公司君达城的全资子公司君荟投资总额不超过 5,000 万元。

投资方为西藏中平信私募股权投资基金管理有限公司（系深圳市前海中保产业私募股权投资基金管理有限公司之全资子公司）、山东省国际信托股份有限公司。

后续体外孵化项目存在转为租赁经营注入体内的可能性。参考目前君亭直营门店模型，公司目前直营店投资基金投资项目普遍做到 3-5 年现金回报，开始盈利，因此将逐步具备转让和退出的成熟条件。君达城目前投资基金的退出时间也为 5 年。考虑到基金在体量具备批量孵化项目的的能力，注入将有望跃迁式提升公司门店、收入以及业绩体量。

以 5 亿人民币体量计算，单家直营店投资成本约为 3,000-4,000 万元，单基金可投资约 12-13 家门店。但具体拓展节奏需要配合君亭集团品牌管理能力和发展节奏。

4. 投资建议

考虑公司 2023 年-24 年共计 7 家直营门店落地贡献增量业绩，且存量门店受益旅游需求景气度回暖。预计公司 2023/24/25 年实现营业收入 5.63/8.27/10.47 亿元，收入增速为 +65%/+47%/+26%，归母净利润 0.45/1.49/2.03 亿元，业绩增速为 53%/+228%/+36%，维持 2023 年 EPS 为 0.23 元，上调 2024/25 年 EPS 至 0.77/1.04 (+0.14/+0.10) 元。

考虑公司具备高端度假酒店差异化品牌心智，且处于直营店快速扩张的成长期，给予公司高于行业平均的 38xPE 估值，维持 2024 年目标价为

29.14 元，增持。

表 7：酒店同行业可比估值 (2024.3.18)

标的名称	股票代码	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
首旅酒店	600258.SH	15.31	171	8.00	9.57	11.57	21	18	15
锦江酒店	600754.SH	30.00	292	10.00	17.09	20.20	29	17	14
华住集团-S	1179.HK	31.10	921	40.29	43.40	53.53	23	21	17
金陵饭店	601007.SH	7.08	28	0.75	0.92	1.90	37	30	15
亚朵	ATAT.O	19.68	192	7.95	10.48	13.20	24	18	15
							27	21	15

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：亚朵盈利预测为 Bloomberg 一致预期。华住和亚朵股价分别为港币及美元

5. 风险提示

加盟端产品金融化相关风险

公司在加盟投资端尝试产品金融化，撬动社会化资金驱动公司体外孵化项目。上述业务在酒店行业内为全新尝试，监管、回报率、兑付等维度仍然存在风险。

体外孵化项目注入上市公司的节奏和规模不确定性大

由于体外基金投资项目在运营方面存在较大不确定性，因此其产品到期后，运营情况，投资回报率，以及是否注入上市公司体内作为业绩增厚均有较为明显的不确定性。因此对收入和业绩的增量贡献幅度存在风险。

行业竞争加剧

酒店行业为完全竞争行业，需求回暖以及租金的下降可能带来新增供给的增加，并由此导致后续提价的持续性和幅度低于预期。同时，龙头酒店集团在此前均大幅加速拓店以寻求份额提升，若经济波动带动的需求不振持续，行业竞争可能加剧。

公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
股票投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		