

2023年03月08日
亚朵(ATAT.O)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

美股

中高端酒店龙头，定义生活方式酒店品牌

连锁化提升、中高端升级趋势不改，差异化是突围关键。2021年我国酒店数量达48.7万家，其中连锁酒店7.3万家，按客房计连锁化率仅有34.4%，远低于美国等成熟市场。疫情加速供给侧结构调整，酒店连锁化率加速提升，中高端酒店持续扩张，是细分市场增速最快的赛道。而中高端酒店消费者对于住宿品质、优质服务、个性化体验的要求较大众经济型酒店消费群体更高，因此要向立足快速发展的中高端市场中，品牌需要更加精细地打造优质个性化服务，营造出具有差异化的品牌形象。

中高端连锁品牌龙头，扩张与修复共驱高增长。1) 市占率第一的中高端连锁品牌。成立仅十年的亚朵，切中生活方式酒店细分赛道，成为以房量计算标准的中国最大的中高端连锁酒店，2021年在中高端市场市占率达45.5%。2019-2021年，公司逆势增长，营业收入从15.67亿元增长到21.48亿元，净利润从0.65亿元增长到1.45亿元；2) 重会员、强运营、新零售共筑亚朵品牌力。亚朵通过格调装修、打造体验、联名IP等方式打造了丰富、个性的品牌内涵，切合对个性化、差异化要求更高的中高端市场需求。亚朵目前拥有会员3200万，会员体量不及其他头部品牌但会员粘性高，2021年会员留存率和会员复购率高达21.7%，52.8%，自有渠道销售占比达到77%，高于锦江、首旅，略低于华住。3) 加盟商认可度高，开店空间可达1200~2200家：截至2022H1，亚朵拥有门店共计834家，其中直营店33家，加盟店801家，加盟占比达到96%。2021年亚朵RevPAR恢复程度处于行业领先水平，加盟签约中有31.2%为老加盟商，反映出消费者和加盟商的双重认可。我们以全季门店密度作为对照测算标准，认为亚朵开店空间在1200至2200家。

投资建议：增持-A 投资评级，6个月目标价27.8美元。考虑到疫情后酒店行业连锁化有望继续提升，中高端酒店住宿需求修复领先，亚朵品牌客户粘性好，预计加盟门店仍能保持较快速度扩张，同时单店经营修复，疫后公司业绩修复弹性大。预计公司2023-2024年公司营业收入同比+46.7%/+21.7%至34.7/42.2亿元，归母净利润同比+250.3%/+31.3%至5.7/7.4亿元。

风险提示：新冠疫情超预期的风险、宏观经济波动的风险、扩张速度不及预期的风险、假设不及预期的风险。

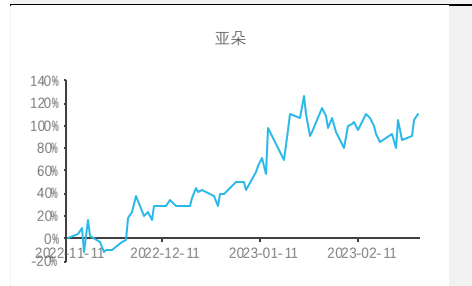
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	1,566.6	2,147.6	2,366.2	3,470.5	4,224.4
净利润	42.1	145.1	161.9	567.1	744.6
每股收益(元)	0.32	1.12	1.25	4.36	5.73
市盈率(倍)	557	162	145	41	32

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	增持-A 首次评级
6个月目标价	27.8美元
股价(2023/3/8)	26.75美元

交易数据	
总市值(亿美元)	35
流通市值(亿美元)	35
总股本(亿股)	1.30
流通股本(亿股)	1.30
12个月价格区间	11.02/29.40美元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

王朔 分析师
SAC 执业证书编号：S1450522030005
wangshuo2@essence.com.cn
万雨萌 联系人
wanym@essence.com.cn

相关报告

目 录

1. 中高端连锁酒店龙头，引领生活方式新风尚.....	5
1.1. 十年黄金发展，构建多元品牌矩阵.....	5
1.2. 创始人为实际控制人，管理层酒店管理经验丰富.....	6
1.3. 业绩逆势增长，盈利能力表现突出.....	7
2. 连锁化趋势势不可挡，中高端酒店风头正盛.....	10
2.1. 疫情推动酒店行业竞争格局优化，连锁化率持续提升.....	10
2.2. 中高端细分市场增速最快，沉浸式体验提升酒店附加值.....	12
2.3. 中高端连锁化率处于高位，下沉市场开拓空间广阔.....	15
3. 品牌力、重会员、强运营、新零售共筑护城河.....	17
3.1. 品牌内涵别具匠心，品牌格调彰显个性.....	17
3.2. 深度绑定客户，会员高粘度、高质量.....	19
3.3. 数字化技术赋能，实现强运营强服务.....	21
3.4. 酒店新零售引领者，贡献第二增长曲线.....	22
3.5. 运营能力强+品牌认可度高，RevPAR 表现领先同业.....	23
4. 加盟店持续拓店，开店空间约 1500~2200 家.....	25
4.1. 单店模型优异，加盟门店快速扩张.....	25
4.2. 以一二线城市为中心，逐渐发力低线城市.....	26
5. 盈利预测与估值.....	28
6. 风险提示.....	29

目 录

图 1. 公司发展历程.....	5
图 2. 亚朵直营与加盟门店数量（单位：家）.....	6
图 3. 亚朵客房数量（单位：间）.....	6
图 4. 公司股权架构.....	6
图 5. 亚朵门店分业务收入（单位：百万元）.....	7
图 6. 亚朵分业务收入占比.....	7
图 7. 亚朵收入及增速.....	8
图 8. 亚朵净利润及增速.....	8
图 9. 亚朵及可比公司门店数量.....	8
图 10. 亚朵及可比公司加盟门店数量占比.....	8
图 11. 亚朵及可比公司毛利率.....	9
图 12. 亚朵及可比公司净利率.....	9
图 13. 亚朵销售、研发、管理费用率.....	9
图 14. 亚朵现金流情况（单位：百万元）.....	9
图 15. 按连锁和单体酒店细分的中国酒店数量（单位：万家）.....	10
图 16. 按连锁和单体酒店细分的中国酒店客房数量（单位：百万间）.....	10
图 17. 中国与美国酒店连锁化率比较.....	11
图 18. 按客房计中国酒店连锁化率.....	11
图 19. 连锁酒店与个体酒店对比.....	11
图 20. 2019、2021 年单体与连锁酒店数量（万家）.....	12
图 21. 2019、2021 年单体与连锁酒店客房数（万间）.....	12
图 22. 酒店行业发展历程.....	12

图 23. 中国商旅客户分档次酒店入住占比	13
图 24. 2019-2021 年中国商旅酒店预订均价变化	13
图 25. 按酒店档次细分的连锁酒店数量 (单位: 千家)	13
图 26. 按酒店档次细分的连锁酒店数量增速	13
图 27. 按酒店档次细分的连锁酒店客房数量 (单位: 百万间)	13
图 28. 按酒店档次细分的连锁酒店客房数量增速	13
图 29. 中国中高端连锁酒店总收入及增速	14
图 30. 中国中高端连锁酒店经营数据	14
图 31. 按门店数量计中国中高端酒店市场份额	15
图 32. 按客房数量计中国中高端酒店市场份额	15
图 33. 按城市级别分全国酒店数量、客房数量	16
图 34. 按城市级别分全国酒店数量占比	16
图 35. 按城市级别分全国酒店客房数量占比	16
图 36. 按城市级别分全国酒店连锁化率	16
图 37. 按酒店星级分全国酒店连锁化率	16
图 38. 亚朵六大品牌酒店示意图	18
图 39. 亚朵品牌竞争力	19
图 40. 亚朵与可比公司会员数量 (单位: 亿人)	19
图 41. 亚朵与可比公司会员酒店比	19
图 42. 亚朵会员年龄群体结构	20
图 43. 亚朵会员留存率	20
图 44. 亚朵会员复购率	20
图 45. 亚朵与可比公司自有渠道销售比例	21
图 46. 公司客户满意度调查	22
图 47. 亚朵的数字化技术应用	22
图 48. 亚朵购买酒店内零售产品的手机程序示意图	23
图 49. 亚朵与可比公司 RevPAR (单位: 元)	24
图 50. 2021 年亚朵与可比公司 RevPAR 恢复率	24
图 51. 亚朵与可比公司 ADR (单位: 元)	24
图 52. 2021 年亚朵与可比公司 ADR 恢复率	24
图 53. 亚朵与可比公司 Occ	24
图 54. 2021 年亚朵与可比公司 Occ 恢复率	24
图 55. 2019-2022H1 亚朵直营与加盟门店数量变化 (单位: 家)	25
图 56. 亚朵与可比公司加盟店数量占比	25
图 57. 2022H1 亚朵分线城市酒店数量 (单位: 家)	26
图 58. 2022H1 亚朵分线城市正在开发中的酒店占比	26
图 59. 2022H1 亚朵分线城市酒店数/商圈数	27
图 60. 2022 全季分线城市酒店数/商圈数	27
表 1: 亚朵旗下酒店品牌	5
表 2: 公司董事及高管履历	6
表 3: 亚朵主题酒店类别	17
表 4: 亚朵酒店加盟店单店模型 (以亚朵旗舰为例)	25
表 5: 亚朵酒店目标开店数	27

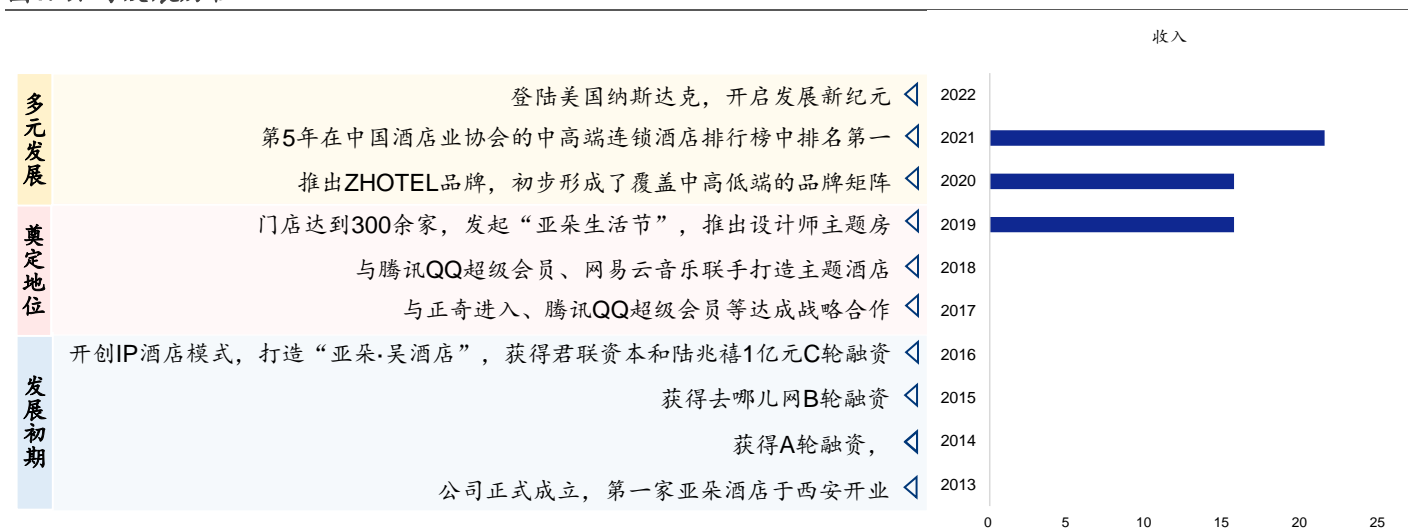
表 6: 关键经营指标历史与预测	28
表 7: 收入分拆历史与预测 (单位:百万元)	28
表 8: 可比公司估值表	29
表 9: 2019 年~2024 年利润表历史与预测 (单位:百万元)	30
表 10: 2019 年~2024 年资产负债表历史与预测 (单位:百万元)	31
表 11: 2019 年~2024 年现金流量表历史与预测 (单位:百万元)	32

1. 中高端连锁酒店龙头，引领生活方式新风尚

1.1. 十年黄金发展，构建多元品牌矩阵

亚朵是中高端连锁酒店行业龙头，树立品质生活新旗帜。亚朵成立于 2013 年，历经十年黄金发展，已经成长为一家拥有多个品牌、业务横跨住宿零售的中高端连锁酒店集团。它从住宿出发，向追求品质生活的消费者，传递人文、温暖、有趣的生活方式，并以持续改进的优质产品、服务与体验，已经成为酒旅行业的新旗帜。根据 Frost & Sullivan 的数据，按截至 2021 年年底的客房数量计算，亚朵酒店是中国最大的中高档连锁酒店。并且，2017 年至 2021 年，亚朵连续 5 年在中国酒店业协会的中高端连锁酒店排行榜中排名第一。

图1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，安信证券研究中心

亚朵始于住宿，拓展场景化生活零售。亚朵旗下拥有 A. T. HOUSE、亚朵 S 酒店、ZHOTEL、亚朵酒店、亚朵 X 酒店、轻居六大住宿品牌，横跨中端、中高端、高端和豪华四个细分市场。此外，亚朵集团还打造了“a TOUR PLANET 亚朵星球”、“SAVHE 萨和”、“Z2GO&CO.”三大场景零售品牌，覆盖睡眠、香氛个护及出行等领域。

表1：亚朵旗下酒店品牌

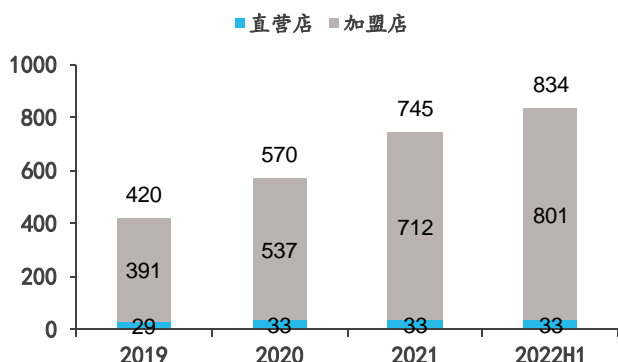
类别	品牌	定位	城市	直营店	加盟店	客房数	房间占比
酒店	A. T. House	豪华	1	1	0	214	0.2%
	亚朵 S 酒店	高端	20	11	36	7540	7.8%
	ZHOTEL	高端	2	0	3	280	0.3%
	亚朵酒店（旗舰）	中高端	149	20	666	79541	82.0%
	亚朵 X 酒店	中高端	18	0	29	3054	3.1%
	轻居	中端	29	1	67	6340	6.5%
零售	a TOUR PLANET	-	-	-	-	-	-
	SAVHE 萨和	-	-	-	-	-	-

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

注：截至 2022/6/30

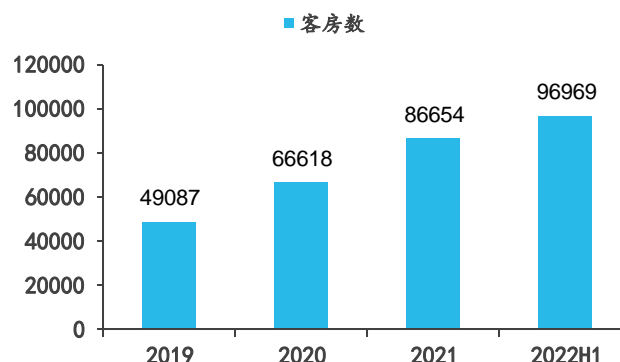
加盟模式为主，门店数量快速增长。亚朵覆盖全国 151 个城市，门店主要集中在一线、新一线、二线城市及中线城市高档商业区。2019-2022H1 亚朵酒店数量快速增长，酒店数量接近翻倍。截至 2022H1，亚朵共有酒店数量 834 家，其中直营店 33 家、加盟店 801 家；客房数共计 9.7 万间。

图2. 亚朵直营与加盟门店数量（单位：家）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图3. 亚朵客房数量（单位：间）

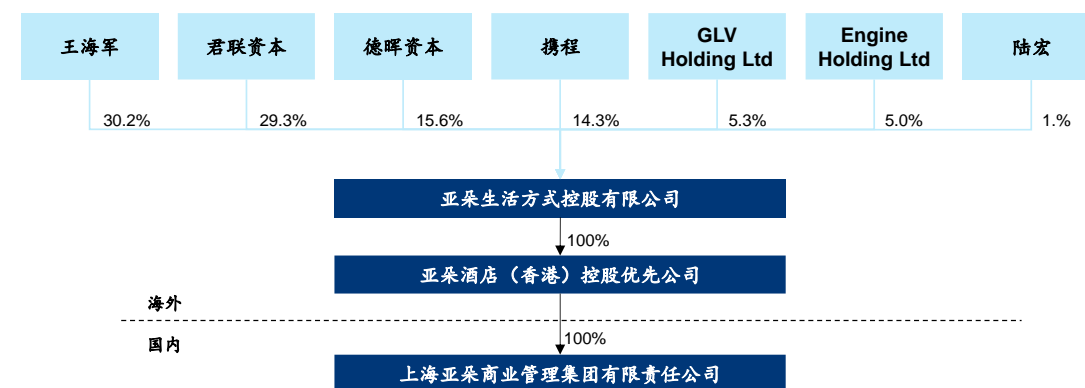


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 创始人为实际控制人，管理层酒店管理经验丰富

股权集中且稳定，获得多家战略投资青睐。公司 IPO 后，实际控制人为创始人耶律胤（原名王海军），持股 30.2%，拥有 74.1% 的投票权。另外，Hong Lu 持股为 1.0%，Legend Capital（君联资本）持股 29.3%，Diviner Limited（德晖资本）持股 15.6%，携程持股 14.3%，GLV Holding Limited 持股 5.3%，Engine Holdings Limited 持股 5.0%。创始人的核心股权地位为公司的平稳发展奠定基础，携程等战略投资为公司业务发展与合作创造可能性。

图4. 公司股权架构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司创始人及高管拥有酒店业运营管理的丰富经验。公司每位高级管理人员在酒店业或相关领域都拥有超过十年的经验，其中创始人兼 CEO 耶律胤（原名王海军）曾任华住集团执行副总裁，在中国酒店业享有领导地位，曾荣获中国酒店星光奖“致敬改革开放 40 年中国酒店 40 人”及中国旅游业最具创新力人物奖等。公司管理层凝聚一心，培养了重视创新和专业的企业文化，不断推动公司前进。

表2：公司董事及高管履历

姓名	职务	年龄	履历
王海军	董事长、首席执行官	45	毕业于燕山大学，获得中欧国际工商学院 EMBA 学位；曾任职于如家酒店、锦江酒店等，曾担任华住集团执行副总裁，2013 年加入亚朵
赵睿	联席首席财务官	39	获得清华大学工商管理硕士学位；曾担任去哪儿网战略投资部主管、上海涌铎投资副总裁，2016 年加入亚朵
王寿东	联席首席财务官	45	获得复旦大学工商管理硕士学位；曾任职于百思买商业财务部、大众运输财务部，担任上海小南国控股董事会秘书和联合公司秘书、首席财务官，2021 年加入亚朵

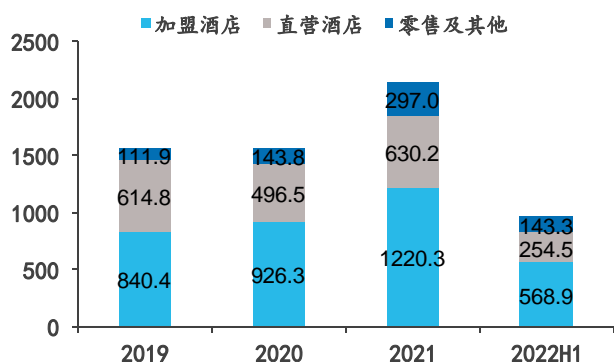
陆宏	董事、高级副总裁	47	毕业于福州大学，获得纽约理工学院工商管理硕士学位；曾担任厦门三五互联科技副总裁兼董事会秘书、山东中基电气设备副总裁兼董事会秘书、广州格瑞德节能科技董事会秘书，2019年加入亚朵
陈刚	联席首席运营官	42	毕业于浙江工商大学；曾担任南京优住酒店管理优先公司的副总裁
张迅	联席首席运营官	51	毕业于重庆理工大学；曾担任华住集团的酒店经理和区域经理，2018年加入亚朵
赵奕松	首席人力官	48	毕业于武汉大学，获得凯斯西储大学工商管理硕士学位；曾担任微软营销总监、京东集团副总裁，2021年加入亚朵
高丽君	董事、副总裁	38	毕业于上海师范大学；在法律方面拥有超十年经验，2015年加入亚朵
周世伟	董事	47	毕业于同济大学，获得哥伦比亚大学结构工程理学硕士学位、南加州大学工商管理硕士学位；担任 Luxuriant Holdings Ltd、Teamsport Topco Ltd、途牛公司董事，以及 Trip.com Group Ltd 副总裁
卞丹阳	董事	44	毕业于厦门大学，获得中欧国际工商学院工商管理硕士学位，担任德晖资本合伙人
周宏斌	董事	49	毕业于武汉大学，获得复旦大学工商管理博士学位，担任江苏立华牧业、北京科美诊断技术、米尔威化工供应链服务、北京康龙科技、江苏瑞克生物科技董事，以及君联资本董事总经理
张超	独立董事	46	毕业于燕山大学，获得北京大学区域经济学博士学位，自2015年起担任北京第二外国语学院教授
林聪	独立董事	61	毕业于北京联合大学，曾担任万豪中国区高级副总裁
王灿	独立董事	43	毕业于安徽大学，获得中欧工商学院工商管理硕士学位，曾任担任复星国际首席财务官、首席增长官和执行董事，现担任新希望集团首席财务官

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.3. 业绩逆势增长，盈利能力表现突出

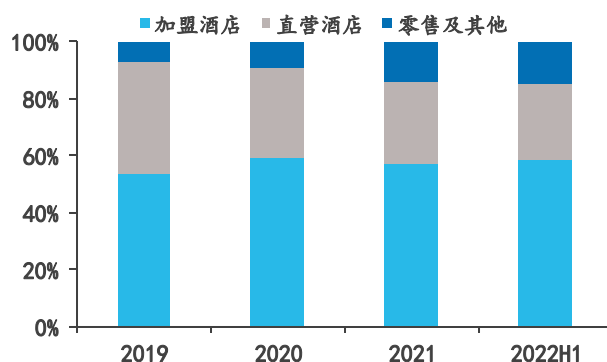
收入及利润表现靓丽，2021年已经完全恢复至疫情前水平。收入端，加盟业务是公司收入增长的最大贡献。2019-2021年，公司加盟业务增长迅速，收入占比从52.6%提升到56.8%，从而促进公司营业收入从15.67亿元增长到21.48亿元。利润端，2019-2021年，公司净利润从0.65亿元增长到1.45亿元，2021年利润增速高达245%，展现出出色的盈利能力。

图5. 亚朵门店分业务收入（单位：百万元）



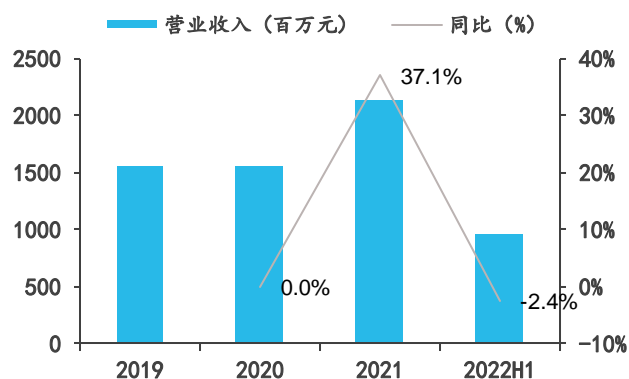
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图6. 亚朵分业务收入占比



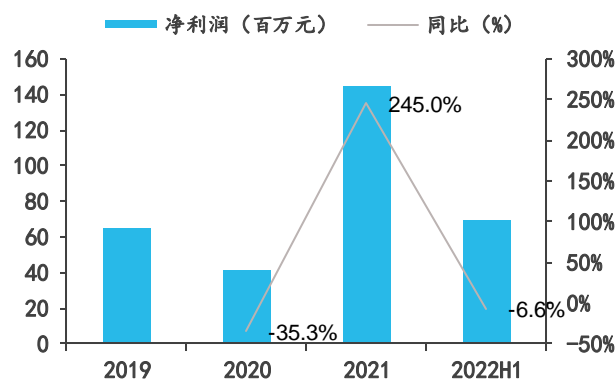
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图7. 亚朵收入及增速



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图8. 亚朵净利润及增速

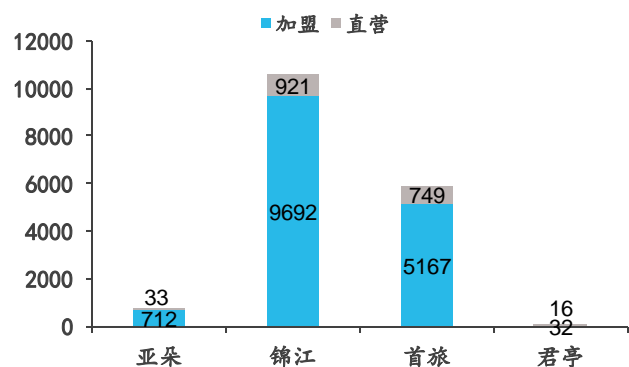


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

费用管控突出，疫情下净利率逆势提升。2019-2021年，得益于高端化与个性化品牌建设，亚朵毛利率从24.8%提升至26.3%。相比于可比公司，亚朵毛利率低于君亭、锦江，高于首旅。净利率从3.9%提升至6.5%，其中研发费用率提升明显，体现了公司对于产品和系统研发的投入。相比于可比公司，亚朵净利率仅次于君亭，盈利能力显著高于产生亏损的锦江、首旅。疫情下亚朵业绩仍能保持正值，主要系加盟占比高，亚朵的加盟门店数量占比达到96.0%，高于锦江91.3%/首旅87.3%。

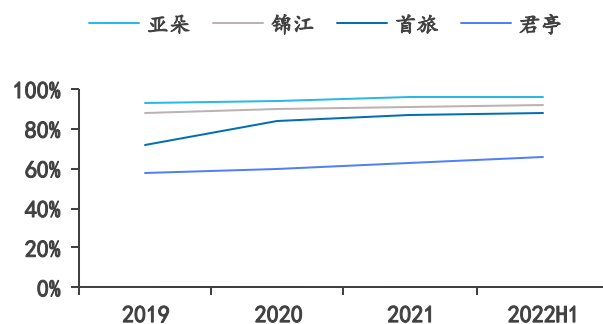
整体现金流较为稳健，偿债风险较低。2021年，公司经营活动现金流量净额4.18亿元，投资活动现金流量净额-0.41亿元，筹资活动现金流量净额-1.61亿元，现金流比较健康。另外，2021年公司资产负债率、流动比率、速动比率分别为74.9%、1.35、1.29，体现出较低的偿债风险。

图9. 亚朵及可比公司门店数量



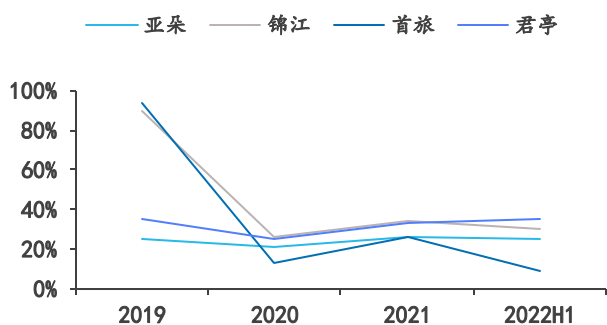
资料来源：Wind，招股说明书，安信证券研究中心

图10. 亚朵及可比公司加盟门店数量占比



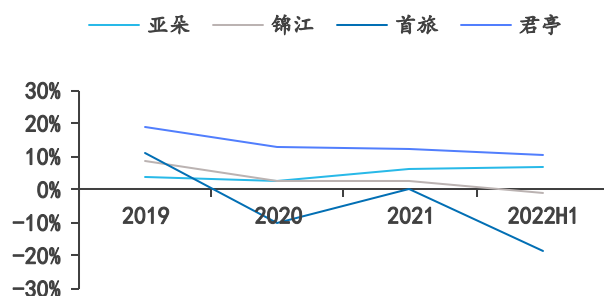
资料来源：Wind，招股说明书，安信证券研究中心

图11. 亚朵及可比公司毛利率



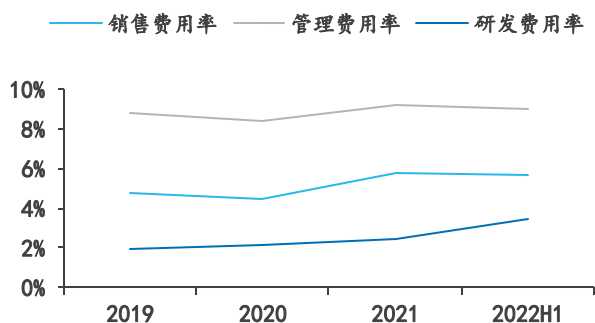
资料来源: Wind, 招股说明书, 安信证券研究中心

图12. 亚朵及可比公司净利率



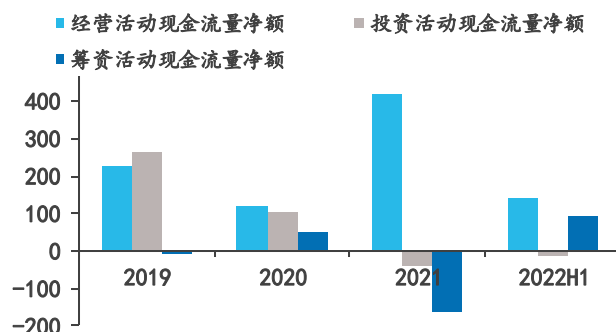
资料来源: Wind, 招股说明书, 安信证券研究中心

图13. 亚朵销售、研发、管理费用率



资料来源: Wind, 招股说明书, 安信证券研究中心

图14. 亚朵现金流情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 招股说明书, 安信证券研究中心

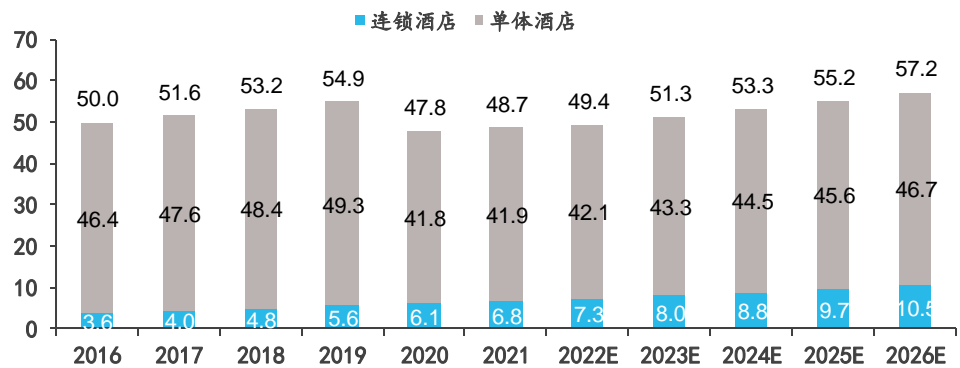
2. 连锁化趋势势不可挡，中高端酒店风头正盛

2.1. 疫情推动酒店行业竞争格局优化，连锁化率持续提升

疫情防控政策优化后酒店行业在商务旅行、休闲度假、交通完善三大驱动力下逐步修复。酒店行业疫情爆发三年来酒店行业进入存量优化阶段，优胜劣汰下优质酒店品牌崭露头角，大型连锁酒店品牌进一步受益。具体来说，未来酒店行业增长驱动力主要有三：1) 商务旅行需求旺盛，中国市场经济持续增长，商业活动保持活跃，中国的商务旅行市场预计 2021-2026 年将以 24.9% 的复合年增长率继续增长，商务旅行市场旺盛推动酒店特别是中高端酒店市场扩张；2) 休闲度假需求增长，中国家庭可支配收入不断增加，休闲旅游成为居民的主要娱乐活动之一，中国休闲旅游总收入预计 2021-2026 年的复合年增长率高达 25.9%，从而推动酒店业的发展；3) 交通基础设施不断完善，中国城镇化进程加快，铁路、公路、机场等主要交通基础设施建设不断完善，为居民出行提供便利，客运周转量显著增加，从而促进酒店行业增长。

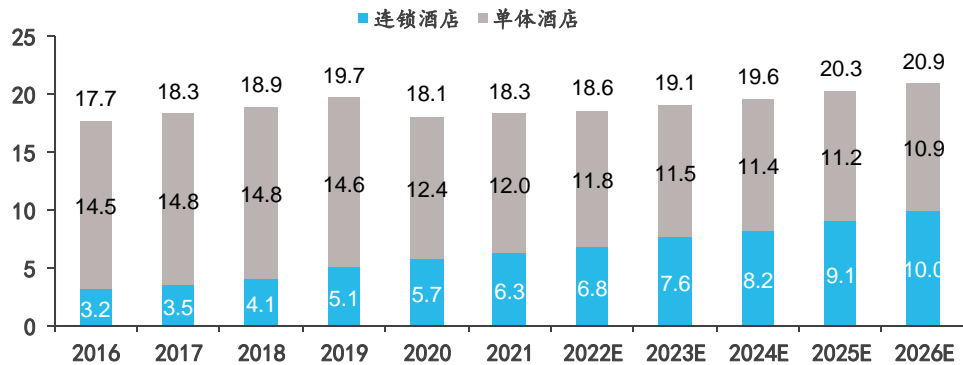
疫情期间单体酒店出清，供需格局优化，疫后的连锁化率进一步提升，中国酒店数量及客房数预计未来五年内以低个位数平稳增长。根据 Frost & Sullivan 的数据，中国酒店数量预计 2021-2026 年以 3.3% 的复合年增长率增长到 57.2 万家；中国酒店客房数量预计 2021-2026 年以 2.7% 的复合年增长率增长到 2090 万间。

图15. 按连锁和单体酒店细分的中国酒店数量（单位：万家）



资料来源：Frost & Sullivan, 招股说明书, 安信证券研究中心

图16. 按连锁和单体酒店细分的中国酒店客房数量（单位：百万间）

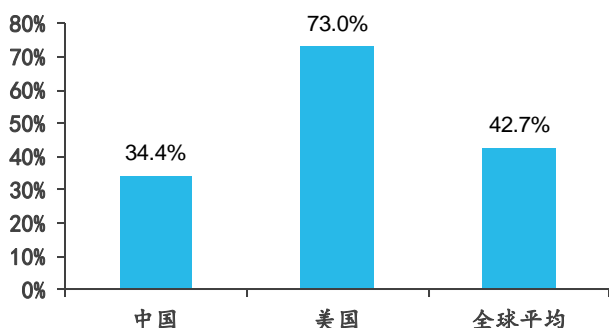


资料来源：Frost & Sullivan, 招股说明书, 安信证券研究中心

中国酒店业高度分散，连锁化率远低于美国。中国酒店业呈现高度分散状态，存在大量的单体酒店。根据 Frost & Sullivan 数据，截至 2021 年 12 月 31 日，按照客房数计，连锁酒店客房仅占中国酒店客房总数的 34.4%，远低于全球平均水平 42.7% 和美国的 73.0%，中国酒店连锁化率有望持续提升。

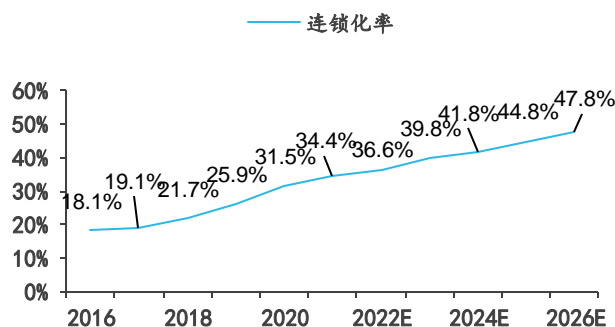
中国酒店连锁化率有望在 2026 年达到 47.8%。根据 Frost & Sullivan 数据，中国连锁酒店数量 2016-2021 年间的复合年增长率为 13.7%，远超过个体酒店的-2.0%，预计 2021-2026 年能够以 9.3% 复合年增长率保持高速增长；中国连锁酒店客房数量 2016-2021 年间的复合年增长率为 14.5%，表现优于个体酒店的-3.7%，预计 2021-2026 年能够以 9.7% 复合年增长率迅猛增长。随着连锁酒店经营实力的不断增强，中国酒店连锁化率预计 2026 年达到 47.8%。

图17. 中国与美国酒店连锁化率比较



资料来源: Frost & Sullivan, 招股说明书, 安信证券研究中心

图18. 按客房计中国酒店连锁化率



资料来源: Frost & Sullivan, 招股说明书, 安信证券研究中心

连锁酒店优势逐渐凸显，行业有望走向整合。中国酒店连锁化动力主要来源于连锁酒店拥有更大的客户流量、更优的品牌声誉及更强的风险承受能力。一方面，个体酒店可能在跟连锁酒店的比拼中失去优势，逐渐被淘汰，或者越来越多的个体酒店运营商可能会选择通过特许经营或加盟的形式加入连锁酒店；另一方面，连锁酒店通过并购扩大经营规模，行业整合的趋势可能会出现。

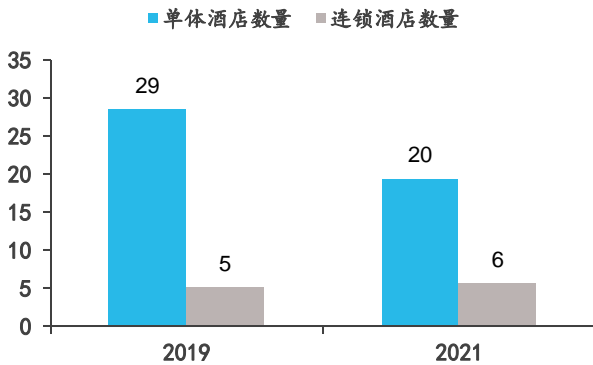
疫情加速单体酒店出清，大型连锁酒店往往比个体酒店更具韧性。连锁酒店拥有更高的品牌认知度、更强的供应链实力、更高的管理效率、更雄厚的资金。因此，三年疫情期间，酒店行业大洗牌，更具韧性的大型连锁酒店得以生存，并在困境下不断夯实实力，寻求革新以迎合新趋势。与 2019 年相比，2021 年单体酒店数量下降了 32%，而连锁酒店的数量则增长了 10%；单体酒店客房数下降了 33%，连锁酒店客房数增长了 4%。

图19. 连锁酒店与个体酒店对比

	连锁酒店	个体酒店
品牌	声誉较高	声誉较低
供应链	较强	较弱
客流量	较大	较小
服务	标准化，较优质	参差不齐
成本	形成规模效应，较低	不具规模效应，较高
价格	同类对比更高，有下降趋势	同类对比更低

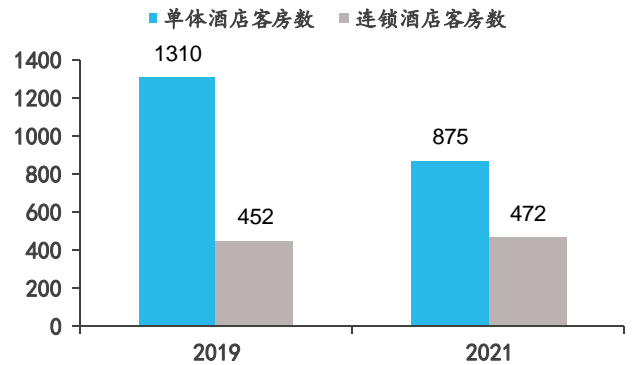
资料来源: 安信证券研究中心

图20. 2019、2021年单体与连锁酒店数量（万家）



资料来源：盈蝶咨询，安信证券研究中心

图21. 2019、2021年单体与连锁酒店客房数（万间）

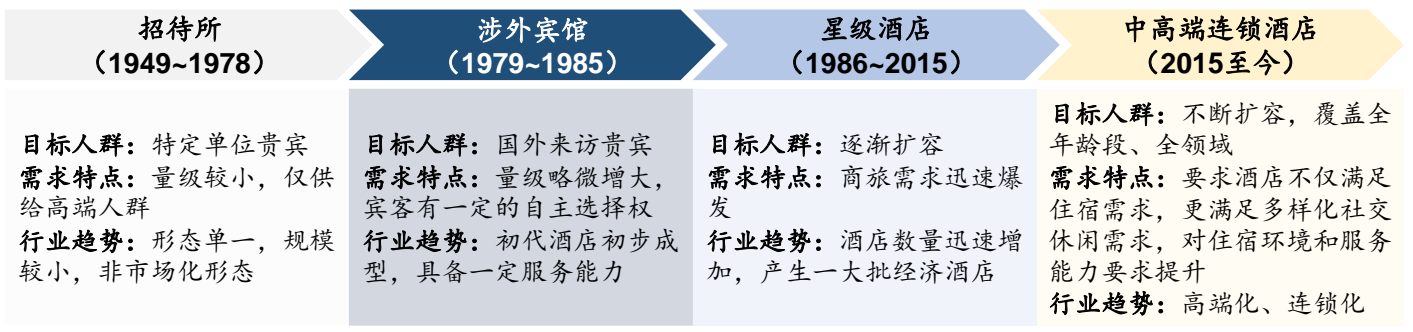


资料来源：盈蝶咨询，安信证券研究中心

2.2. 中高端细分市场增速最快，沉浸式体验提升酒店附加值

酒店行业进入高端连锁阶段，客户对酒店环境与服务能力要求提升。我国酒店行业经历了四个发展历程，早期招待所、涉外宾馆阶段酒店暂无市场化形态，服务能力不足，仅供给特点的高端客户。而后随着改革开放，我国市场经济繁荣，地区间、企业间走访频繁，居民差旅、休闲需求逐渐旺盛，酒店需求全面爆发。在此背景下，诞生了一大批经济型酒店。2015年至今，酒店需求特点再次迎来拐点，居民消费能力增强，酒店客户对酒店环境和服务能力要求不断提升，具备较强服务能力、干净舒适环境、多样社交功能的中高端酒店逐渐受到青睐。

图22. 酒店行业发展历程

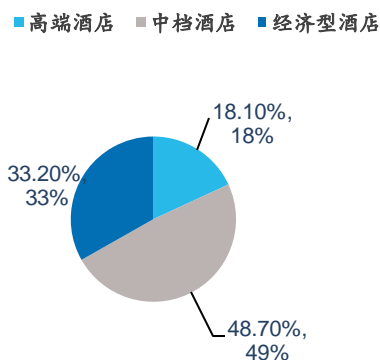


资料来源：安信证券研究中心

居民收入增长、城镇化水平提高，居民消费能力提升。2013-2021年，我国居民人均可支配收入以8.5%的复合年增长率增长到3.5万元，城镇化率（城镇人口占总人口的比例）从54.5%增长到64.7%。随着居民购买力的增强，消费不断升级，中高端酒店市场需求扩容。

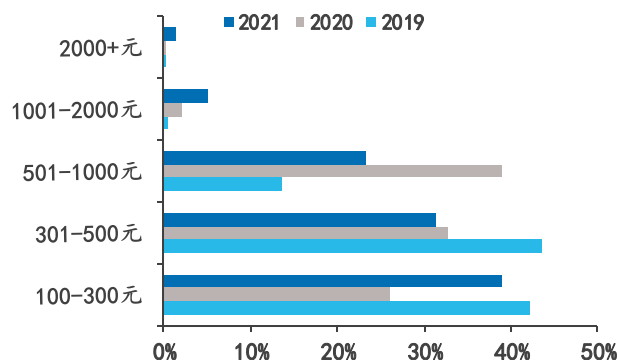
商旅人士对酒店品质要求有所提升，中高端酒店预订占比不断提升。2020年我国82%的商旅客户在出差时选择入住高端和中档酒店，在经济繁荣、商旅活动愈加频繁的背景下，我国500元以上均价的商旅酒店占比从2019年的14.3%增长到2021年的29.7%。

图23. 中国商旅客户分档次酒店入住占比



资料来源：盈蝶咨询，安信证券研究中心

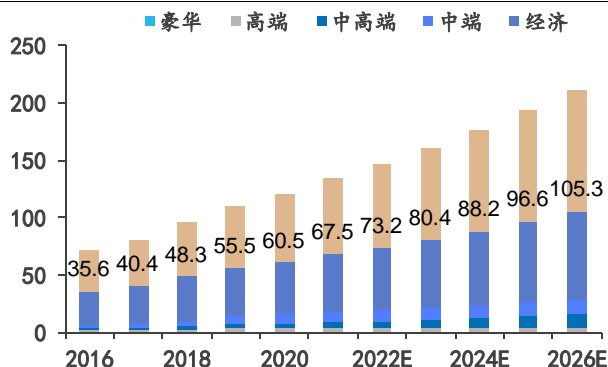
图24. 2019-2021年中国商旅酒店预订均价变化



资料来源：同程商旅，比达咨询，安信证券研究中心

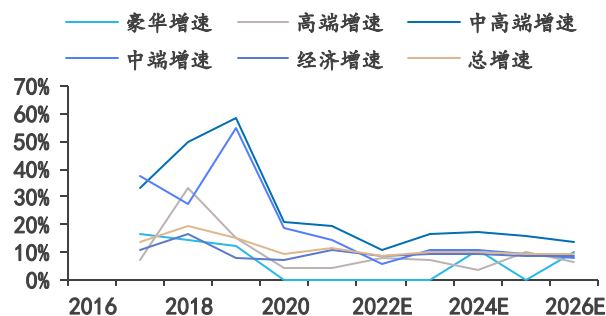
中高端酒店成为增速最快的细分市场。中国的酒店根据质量和价格范围可分为五类：经济型、中端、中高端、高端和豪华型。2016-2021年，中端和中高端酒店细分市场酒店数量的复合年增长率分别为26.6%和28.5%，在所有类别中增长最快。

图25. 按酒店档次细分的连锁酒店数量（单位：千家）



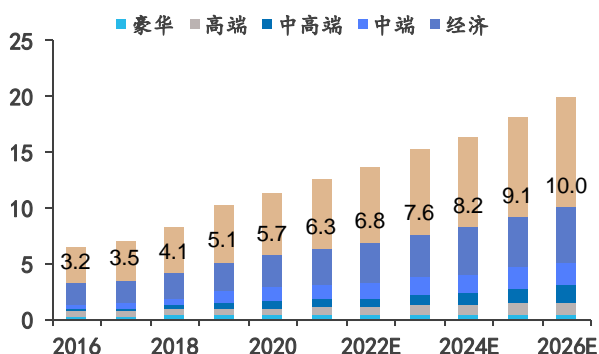
资料来源：Frost & Sullivan，招股说明书，安信证券研究中心
注：经济型酒店主要指通常只提供基本住宿，几乎没有增值服务的酒店；中端酒店主要指由CNSRS系统评定的三星级酒店；中高端酒店主要指CNSRS中的四星级酒店；高端酒店主要指CNSRS中的五星级酒店；豪华酒店主要是指CNSRS中的高档五星级酒店

图26. 按酒店档次细分的连锁酒店数量增速



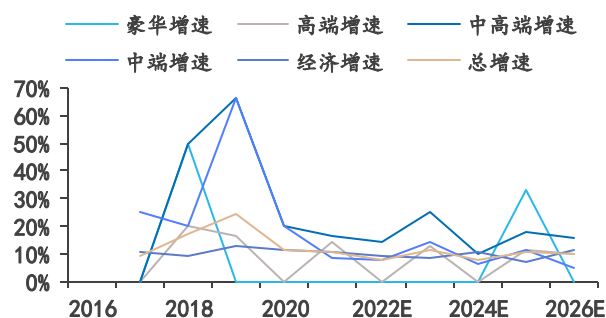
资料来源：Frost & Sullivan，招股说明书，安信证券研究中心

图27. 按酒店档次细分的连锁酒店客房数量（单位：百万间）



资料来源：Frost & Sullivan，招股说明书，安信证券研究中心

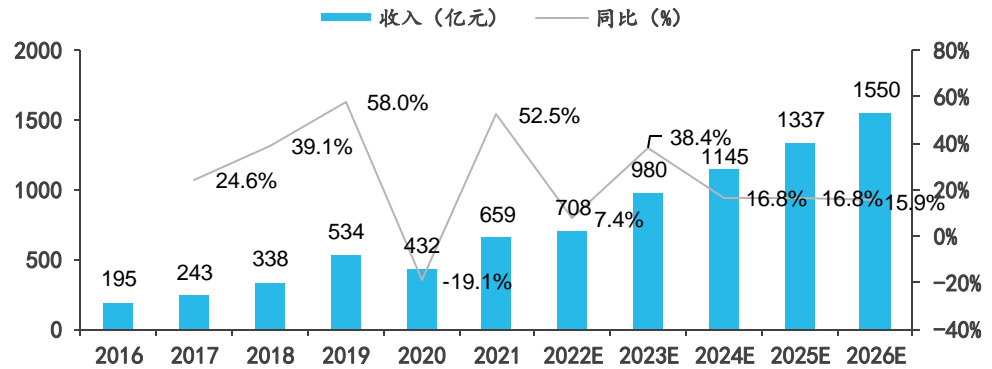
图28. 按酒店档次细分的连锁酒店客房数量增速



资料来源：Frost & Sullivan，招股说明书，安信证券研究中心

中高端酒店细分市场快速增长，消费者对优质服务的需求增加。中国中高端连锁酒店的总收入从2016年的人民币195亿元快速增长至2021年的人民币659亿元，复合年增长率为27.6%。这主要是由于市场对中高端酒店品牌的接受度不断提高。2020年中国中高端连锁酒店的收入同比下降19.1%，主要原因是新冠疫情的爆发，但下降幅度小于中国整体连锁酒店的总收入下降的36.8%。随着2021年疫情形势的改善，中国中高端连锁酒店的收入从2020年的432亿元人民币回升至2021年的659亿元人民币，已经完全恢复至2019年疫情前水平。

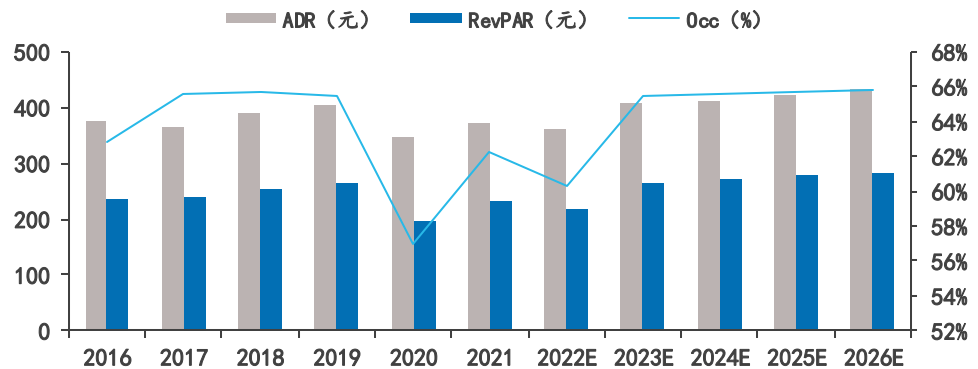
图29. 中国中高端连锁酒店总收入及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 招股说明书, 安信证券研究中心

中高端酒店逐渐复苏，经营数据向好。随着中国中高端酒店品牌的稳步发展，中国中高端酒店市场的ADR和RevPAR有所上升。2016-2021年期间，中国中高端酒店的OCC稳定在约63.1%。早在2020年四季度，中高端酒店细分市场就从新冠疫情中大幅复苏，入住率达66.6%，RevPAR为248.0元。2021年，中国中高端酒店市场的OCC反弹至62.2%，ADR达371.2元，RevPAR约231.0元。

图30. 中国中高端连锁酒店经营数据



资料来源: Frost & Sullivan, 招股说明书, 安信证券研究中心

酒店在旅途中的地位提升，酒店从配套设施转为目的地，从“度假住酒店”转到“住酒店度假”。近年来，居民消费偏好转变，更加注重体验式旅行。“假日旅游近程化”、“酒店沉浸式度假”、“酒店即目的地”等新型观念在年轻群体中深入人心，驱动酒店正从旅行配套设施向旅行目的地转变，旅游者正从过去的早出晚归式旅行转变为宅酒店式旅行，酒店停留时间不断增加。

中国酒店业出现消费升级及消费者偏好转变趋势。随着消费者消费能力的增强和消费群体结构的变化，消费者对酒店的偏好已经逐渐从预算友好转向重视个性化旅游住宿体验的价

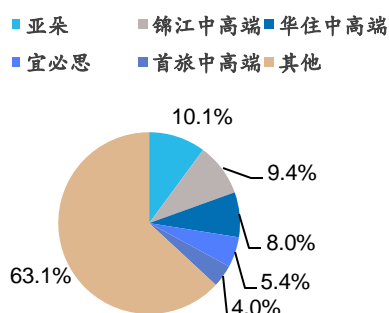
值。酒店，尤其是中高端酒店，不再只是睡眠休息的住宿空间，更是休闲社交的生活空间。消费者对酒店偏好的变化预计将继续推动中国酒店业的消费升级和结构演变，其中中高端酒店预计将在未来几年获得更多的市场份额。

同时，年轻群体成为酒店消费主力，个性化、创意酒店成为新时尚。千禧一代的年轻群体追求个性、标新，在酒店逐渐成为旅行目的地的背景下，个性化酒店受到追捧，越来越多的客户希望选择能够满足其场景化购物、娱乐、文化、美食和其他生活方式领域的多样化需求的酒店品牌。

生活方式酒店成为未来行业趋势。消费者希望酒店采用不同寻常的或当地风格的设计和建筑以及高质量的服务为其提供体验式的入住体验。并且，消费者更加注重酒店的社交功能，希望让其可以在酒店房间外与其他客人进行互动。生活方式酒店为消费者提供更加个性化的辅助服务，使其享受沉浸式的旅居体验。根据 Frost & Sullivan 数据，截至 2021 年底，中国约有 17.86 万间生活方式酒店客房，2021-2026 年，中国生活方式酒店市场的客房总数预计将实现超过 20% 的复合年增长率。

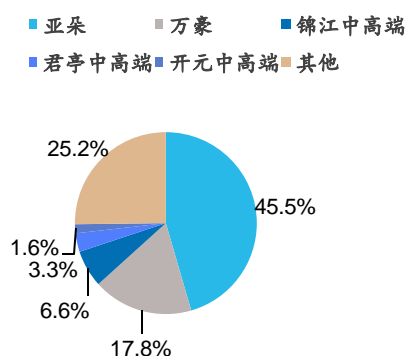
中高端酒店品牌集中度有望持续提升。根据 Frost & Sullivan 数据，2021 年，中国前五大酒店集团的中高端酒店数量约占中高端酒店总数的 36.9%，其中亚朵市占率最高占比达 10.1%；前五大酒店集团的生活方式酒店客房数量占总客房总数的 74.8%，其中亚朵拥有 8.12 万间客房，市占率高达 45.5%。

图31. 按客房数量计中国中高端酒店市场份额



资料来源: Frost & Sullivan, 招股说明书, 安信证券研究中心

图32. 按客房数量计中国生活方式酒店市场份额

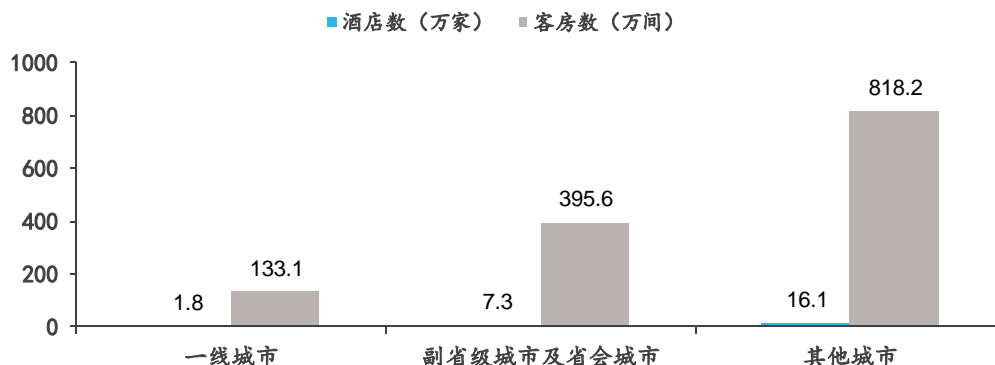


资料来源: Frost & Sullivan, 招股说明书, 安信证券研究中心

2.3. 中高端连锁化率处于高位，下沉市场开拓空间广阔

下沉市场酒店规模庞大，占比达到 6 成。根据盈蝶咨询，分城市级别来看，一线城市酒店、副省级城市及省会城市酒店、其它城市酒店三大区域的酒店数量分别是 1.8 万家、7.3 万家、16.1 万家，所占比重分别是 7%、29%、64%。

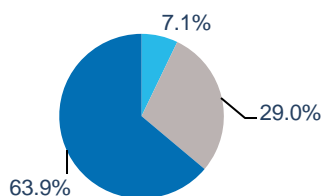
图33. 按城市级别分全国酒店数量、客房数量



资料来源：盈蝶咨询，招股说明书，安信证券研究中心

图34. 按城市级别分全国酒店数量占比

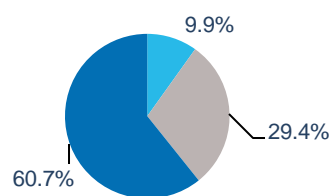
■ 一线城市 ■ 副省级城市及省会城市 ■ 其他城市



资料来源：盈蝶咨询，安信证券研究中心

图35. 按城市级别分全国酒店客房数量占比

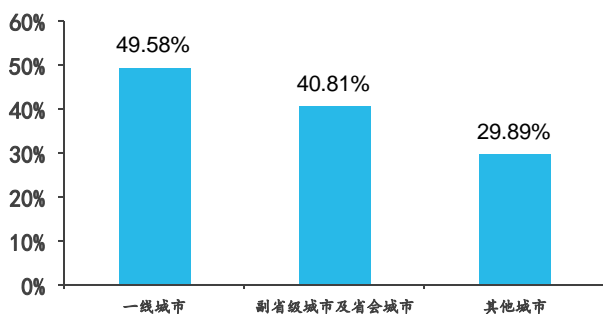
■ 一线城市 ■ 副省级城市及省会城市 ■ 其他城市



资料来源：盈蝶咨询，安信证券研究中心

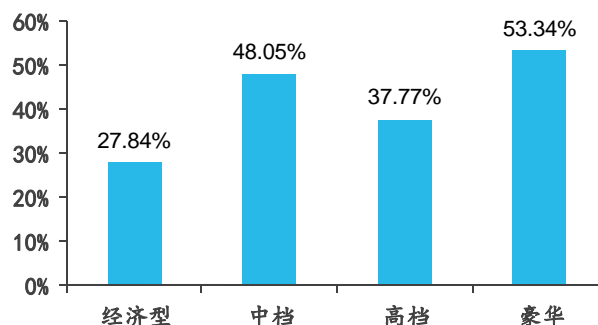
下沉市场的酒店连锁化率尚有较大提升空间。根据盈蝶咨询，分城市级别来看，一线城市酒店、副省级城市及省会城市酒店、其它城市酒店三大区域的酒店连锁化率为 50%、41%、30%。经济型（二星级及以下）、中档（三星级）、高档（四星级）、豪华（五星级）酒店连锁化率分别为 28%、48%、38%、53%。由此可见，非一线、省会城市地区以及经济型、高档（四星级）酒店的连锁化率均存在较大提升空间。

图36. 按城市级别分全国酒店连锁化率



资料来源：盈蝶咨询，安信证券研究中心

图37. 按酒店星级分全国酒店连锁化率



资料来源：盈蝶咨询，安信证券研究中心

3. 品牌力、重会员、强运营、新零售共筑护城河

3.1. 品牌内涵别具匠心，品牌格调彰显个性

品牌故事引人入胜，品牌哲学深入人心。“亚朵”品牌名起源于云南怒江中缅边境的小村庄，代表着自然、静谧、温暖、朴实，那里虽然物质上不富足，但是精神上幸福和谐。亚朵从这一品牌故事出发，向追求品质生活的消费者灌输人文、温暖、有趣的品牌哲学，倡导“让人与人有温度地连接”，与时下都市年轻人逃离喧嚣、在旅途中寻求悠闲的观念不谋而合。

创新生活方式酒店模式，提供多元化增值服务。亚朵顺应“酒店目的地”趋势，创新生活方式酒店新业态。亚朵为消费者提供满足其社交需求的服务，让其可以在酒店房间外与其他客人进行互动，为其更加个性化的辅助服务，使其享受沉浸式的旅居体验。同时，亚朵品牌注重客户体验和品牌营销，提供增值服务和设施，例如推出电子竞技等主题酒店、与其他品牌跨界合作、推出酒店生活方式产品零售在线平台、在酒店提供品牌餐饮服务等。

IP 酒店先驱者，通过主题 IP 酒店获取溢价。作为行业先驱，亚朵是中国第一家通过合作联名方式提供主题酒店的连锁酒店品牌。截至 2022 年 6 月 30 日，公司共有 17 家主题酒店，涵盖音乐、篮球、文学等领域的潮流主题。这些主题酒店享有较高的溢价。根据招股书，2021 年，亚朵的主题酒店的平均房价达人民币 484.8 元，较同业务领域同类酒店的平均房价高约 15.8%。

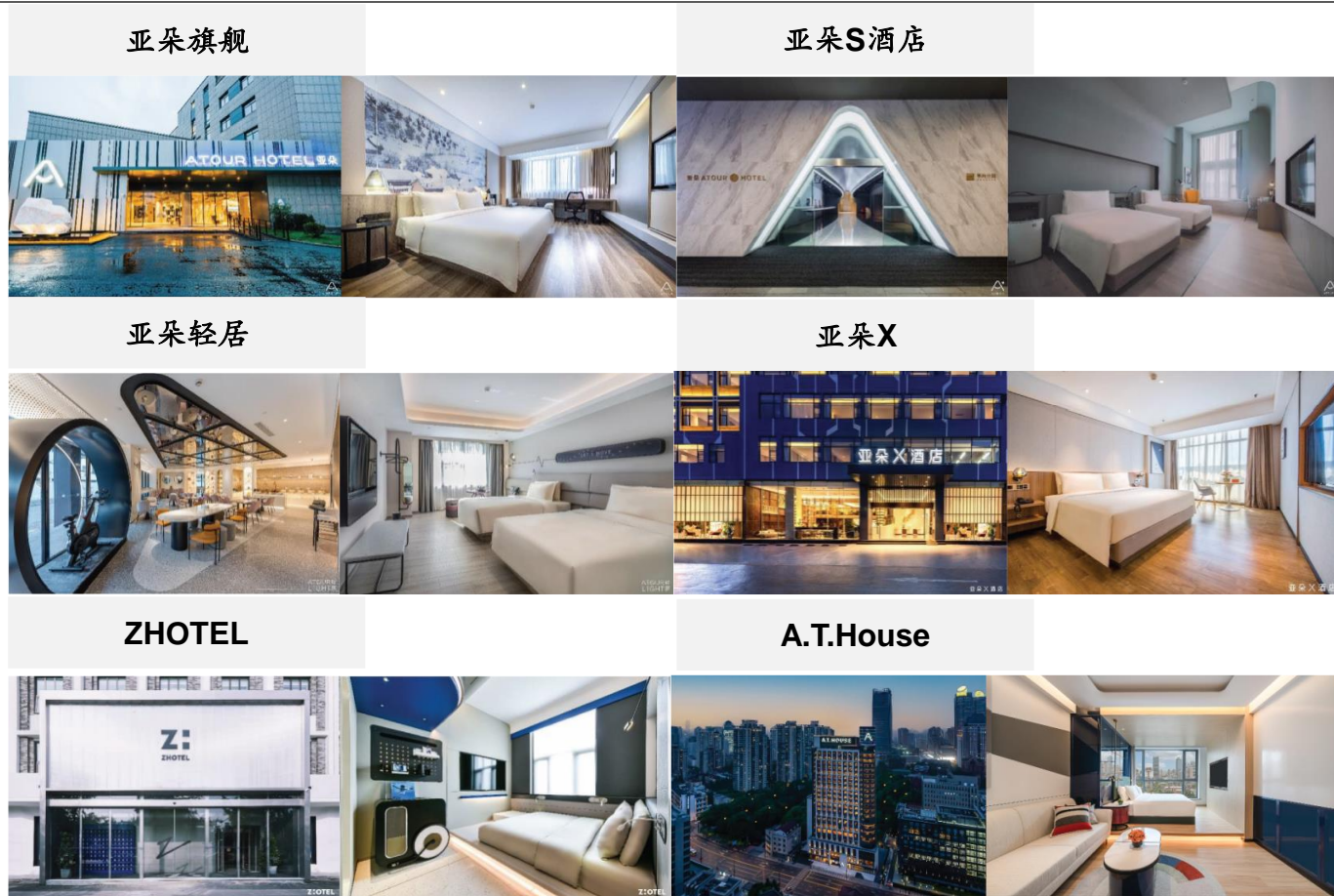
表3：亚朵主题酒店类别

名称	主题	门店数	客房数	ADR	特点
音乐酒店	音乐和娱乐	7	686	447.9 元	2018 年与网易云音乐合作开设第一家音乐酒店。这是音乐家和听众提供住宿、创作、聚会和享受的地方，当客人进入房间时会自动播放音乐，酒店大堂则是可以收听黑胶唱片或观看现场表演的地方。
篮球酒店	体育社区	4	542	472.6 元	最初以亚朵 S 品牌与虎扑合作开设第一家店。酒店为篮球迷提供了一个交流和聚会的新空间，酒店大堂被建造为室内篮球场，设置“篮球博物馆”，展示球星亲笔签名的篮球衫和鞋子。酒店还不时举行比赛和粉丝聚会。
文学酒店	文化社区	1	194	703.0 元	2020 年以亚朵 S 品牌与连锁书店 Owspace 合作开设了第一家店。酒店拥有超过 1600 平方米的公共区域，在其中建造了 31 米高的图书馆，拥有 8000 多本书籍。公共区域还可用于为客人举办每周活动兴趣，包括文学沙龙、电影之夜、现场音乐表演、插花工作坊。

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

亚朵拥有六大品牌矩阵，提供多元化生活方式体验。亚朵为客人提供多元化的生活方式酒店品牌，每个品牌在包容、人性的统一精神下都具有独特的个性。酒店品牌矩阵包括亚朵、亚朵 S、亚朵 X、轻居、ZHOTEL 和 A. T. House，涵盖了从中端到豪华，可满足商务、休闲及中年、年轻等不同的细分市场需求。

图38. 亚朵六大品牌酒店示意图



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

我们认为，亚朵的品牌吸引力主要有四方面：

- 1) **品牌文化小资，彰显优雅格调。**亚朵从品牌定位到品牌营销，均主打小资生活、优雅旅居，比如为酒店配备精致且气派的咖啡厅、酒吧、游泳池等。
- 2) **装修风格简洁时尚，空间设计富有艺术氛围。**亚朵装修风格整体以时下流行的简洁风格为主，同时为了引领客人领略当地人文魅力，精心打造酒店空间，融合当地风格的设计，营造温馨宜人的氛围，用当地艺术家创作的艺术品和其他细节来反映该地区的特点。
- 3) **个性化空间，迎合年轻人喜好。**亚朵品追求年轻、创意，与中国年轻一代青睐的知名生活方式、科技和文化品牌合作，经营迎合多元化兴趣和品味的独立主题酒店，例如与网易严选合作经营的三家零售主题酒店，与上海美术电影制片厂合作经营的动画主题酒店，与易车合作经营的汽车主题酒店。并且，亚朵强调酒店的社交属性，通过社区活动、流动图书馆等方式聚集个性青年。
- 4) **房间内放置优质自有产品，提升住宿舒适度。**亚朵房间内的所有床品均为自有产品，严控产品质量，最大化顾客睡眠舒适度。如裸棉四件套、强支撑力的记忆棉枕头、可根据需求调节硬度的床垫。

图39. 亚朵品牌竞争力



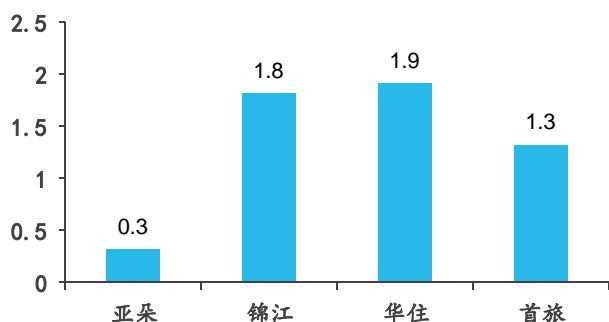
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

3.2. 深度绑定客户，会员高粘度、高质量

公司旗下拥有完善的会员制度，会员人数超 3200 万。通过建立“亚朵 A 卡”忠诚度计划，公司增强其与客人的互动，并为客人提供独特和个性化的体验。根据招股书，截至 2022 年 6 月 30 日，亚朵的 A 卡忠诚度计划已积累了大约 3200 万注册会员。2016-2021 年，亚朵 A 卡会员注册人数的复合年增长率为 48.7%。

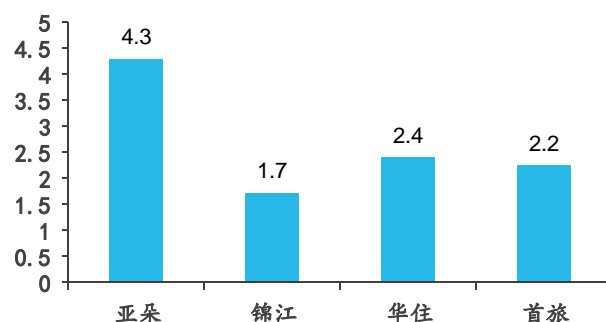
亚朵会员体量虽然较少，但会员/酒店比例显著高于可比公司。锦江、华住、首旅三大酒店集团的会员数量达到 1~2 亿水平，远高于亚朵的 3200 万。但是，亚朵的会员酒店比（会员数量除以酒店数量）达到 4.3，远高于其他酒店。

图40. 亚朵与可比公司会员数量（单位：亿人）



资料来源：Wind，招股说明书，安信证券研究中心

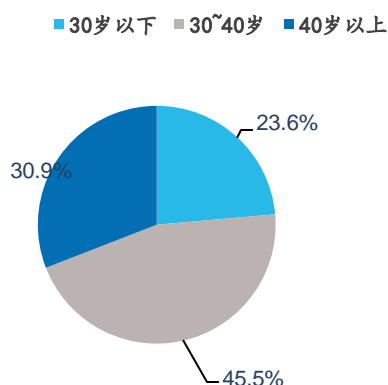
图41. 亚朵与可比公司会员酒店比



资料来源：Wind，招股说明书，安信证券研究中心
注：会员酒店比=会员数量/酒店数量

年轻客户群体占比大，愿意为品质、个性化支付溢价。2021 年，亚朵 30 岁以下及 30-40 岁的客户群体比例分别为 23.6%及 45.5%。这部分年轻客户具有强大的购买力和高质量的服务要求。2021 年，30 岁以下的客户交易额占总交易额的 33.9%。2016-2021 年，亚朵 A 卡新注册会员中，年轻会员成为增长主力，30 岁以下注册会员的复合年增长率为 83.9%。在未来中国的年轻一代将继续成为未来酒店和其他生活方式产品消费的主要驱动力的大趋势下，亚朵将持续受益。

图42. 亚朵会员年龄群体结构



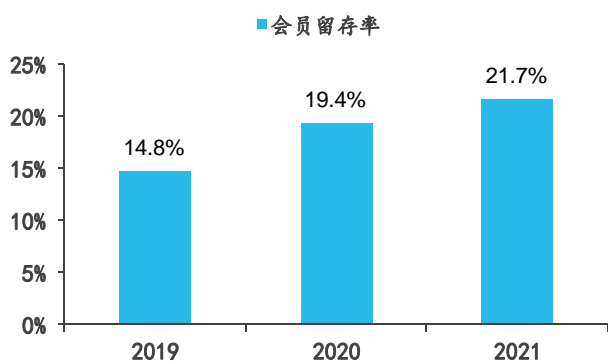
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

亚朵会员忠诚度高，复购率高达 52.8%。2019 年、2020 年和 2021 年，亚朵会员的留存率（即上一年至少预订过一次客房的会员比例）分别为 14.8%、19.4%和 21.7%。2020、2021 年，会员复购率（在同一年预订第二间客房的会员比例）为 48.7%、52.8%。

高质量、个性化的会员服务使亚朵会员具有较高的品牌忠诚度。A 卡会员制度实现完全数字化，通过数据分析深入了解客户偏好。并且，A 卡可将亚朵旗下所有品牌联合起来，集团内部共享会员，从而帮助亚朵充分服务会员并提高客户忠诚度。会员每次入住酒店和每次购买产品都会赚取积分，积分可用于兑换优惠券或产品奖励。除此之外，亚朵建立会员等级制度，给予五个级别的会员对应不同的会员福利，包括房价折扣、免费早餐、旅行支持等。同时，积分兑奖允许赠送，从而进一步有利于品牌新客推广。

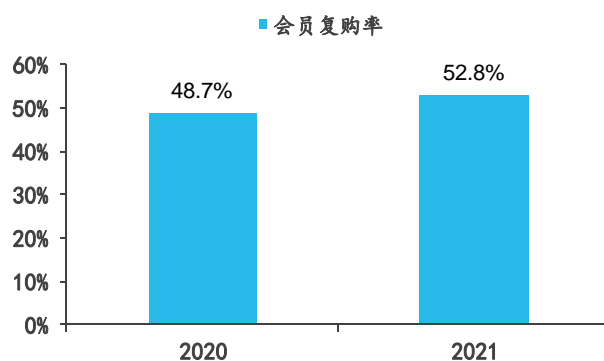
亚朵推出 A-plus 客户服务计划，为客人提供个性化服务。加入 A-plus 计划后，客人可以在抵达酒店前设置他们的要求和偏好，共包括 19 项 A-plus 定制服务，包括预设室温、预设香薰、瑜伽垫或运动器材。根据招股书，截至 2022 年 6 月 30 日，已有超过 18 万名 A 卡会员注册了 A-plus 计划。

图43. 亚朵会员留存率



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

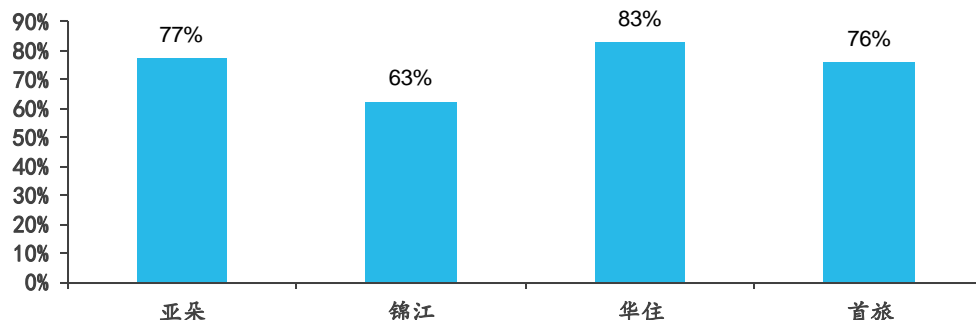
图44. 亚朵会员复购率



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

A 卡计划帮助亚朵建立客户忠诚度，并减少对第三方 OTA 的依赖。2021 年，亚朵约 77.4% 的客房是通过自有渠道销售的，约有 39.7% 的客房出售给 A 卡会员。OTA 平台抽佣率普遍为营业额的 10%-15%，较高的直销渠道比例意味着较低的 OTA 渠道依赖度，以及较高的客房利润。

图45. 亚朵与可比公司自有渠道销售比例



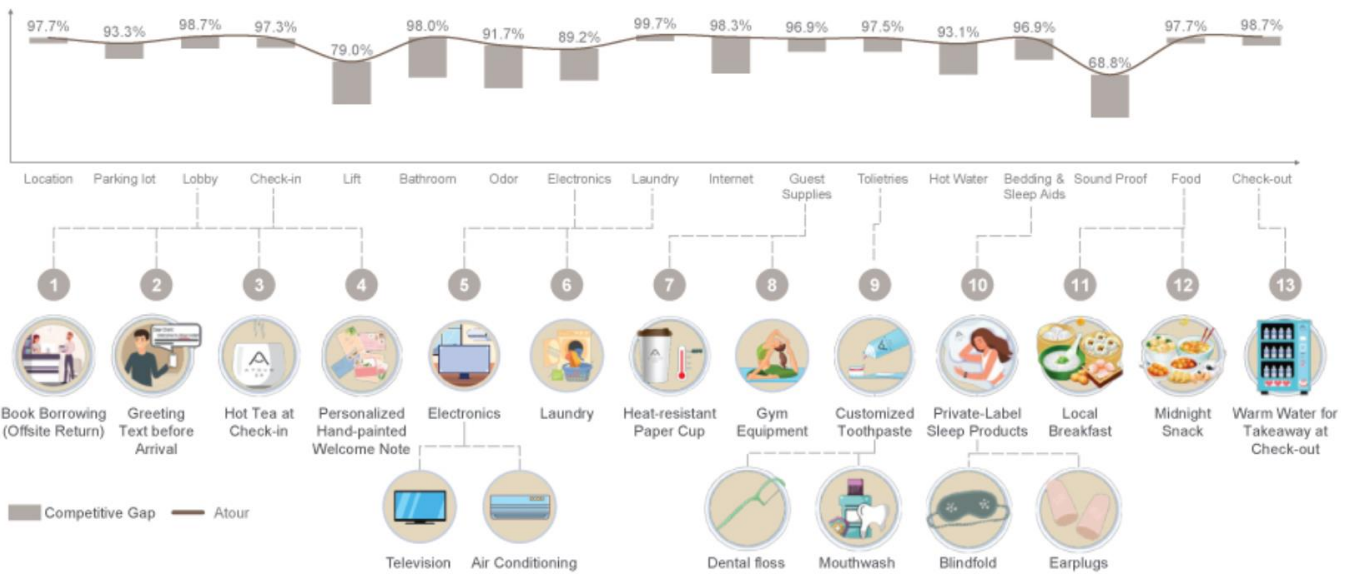
资料来源: Wind, 招股说明书, 安信证券研究中心

3.3. 数字化技术赋能，实现强运营强服务

四点标准化和个性化的策略组合为公司赢得极高的客户满意度。根据“品牌智慧”进行的客户调查，2017年以来，亚朵的整体客户满意度评级的17个维度均在六大中高端酒店品牌中名列前茅。具体四点策略如下：

- 1) **提供个性化的服务，满足客户差异化需求。** 凭借先进的数字化技术和强大的产品服务开发能力，公司能够在每个关键的客户服务触点提供个性化服务。亚朵A卡会员可以定制他们的住宿，除了在A-plus中定制服务外，客人还可以上传照片并提交评论。
- 2) **建立快速响应客户需求的供应链管理系统。** 为了加强对客户体验质量的控制，亚朵建立了一个标准化的供应链管理系统，以响应不断变化的客户品味和需求。根据客人和客户服务人员的直接反馈，公司经常改进酒店内部使用或购买的零售产品，以确保客人最愉快的体验，例如耐热纸杯、软毛牙刷和记忆海绵枕头。
- 3) **运营中贯彻以客户为导向的品牌文化，同时确保客户服务的灵活性和一致性。** 一方面，亚朵采用了一套精简而有效的程序，为前线员工提供适当的自由度，以识别和满足客人的需求，并根据具体情况提供定制服务。另一方面，酒店经理负责确保在当地提供的服务符合公司统一标准和程序。酒店管理人员必须每天举行会议，讨论最新的客人反馈并现场解决运营问题。
- 4) **提供高度人性化的贴心客户服务。** 公司深入了解客户需求，提炼出17个接触点，从酒店预定到办理入住，从致电客房服务到住宿结束送行，为客户提供无微不至的贴心服务。例如，为等等入住或退房的客户提供热茶，前台早上准备外带早餐方便客人外带。

图46. 公司客户满意度调查

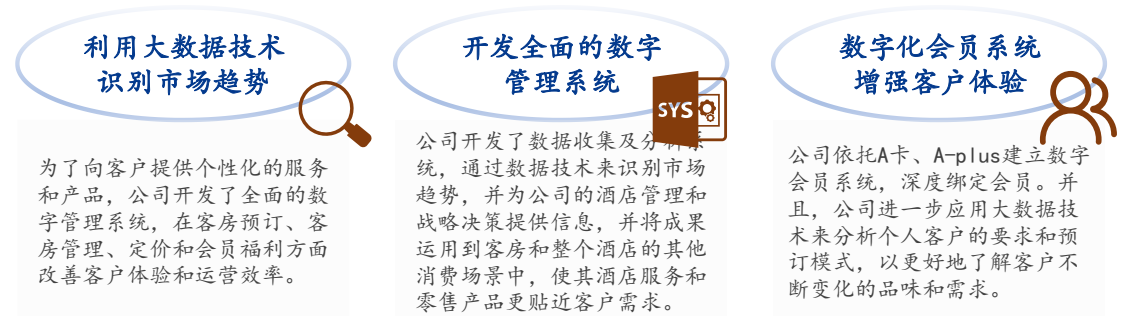


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

亚朵是中国酒店业首批采用完全基于云的数字管理系统的酒店运营商之一。以互联网思维为指导，利用先进的云和大数据技术，公司开发了全面的数字化管理系统，从客房预订、客房管理、定价和会员福利等方面提升客户体验和运营效率。亚朵的集成技术基础设施包括：

- 收入管理系统 (RMS)：公司的全自动 RMS 根据历史数据、同一地理区域内竞争对手的房价、季节性趋势和其他因素预测未来 30 天内酒店的入住率。同时，系统还会自动优化 ADR，而无需不断手动调整，以最大限度地提高净收入。
- 中央预订系统 (CRS)：公司采用了基于云的实时 CRS，可全天候使用。公司的 CRS 与其所有的预订渠道完全集成，包括亚朵移动应用程序、微信小程序、第三方平台和在线预订合作伙伴。CRS 系统有效地使公司能够实现即时管理库存、价格，以此大大提高的运营效率。
- 物业管理系统 (PMS)。公司的 PMS 使每家酒店都能准确、经济高效地实时管理其客房库存和预订，从而优化每家酒店的入住率、ADR 和 RevPAR。

图47. 亚朵的数字化技术应用



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.4. 酒店新零售引领者，贡献第二增长曲线

酒店成为新零售业务新战场，新零售与传统住宿业务相互赋能。随着新零售渗透率的提高和个性化零售体验的升级，连锁酒店也开始利用其酒店空间氛围、品牌声誉和体验购物优势，通过线下商品店和线上商城等渠道售卖产品。品牌酒店产品零售业务正在成为酒店品

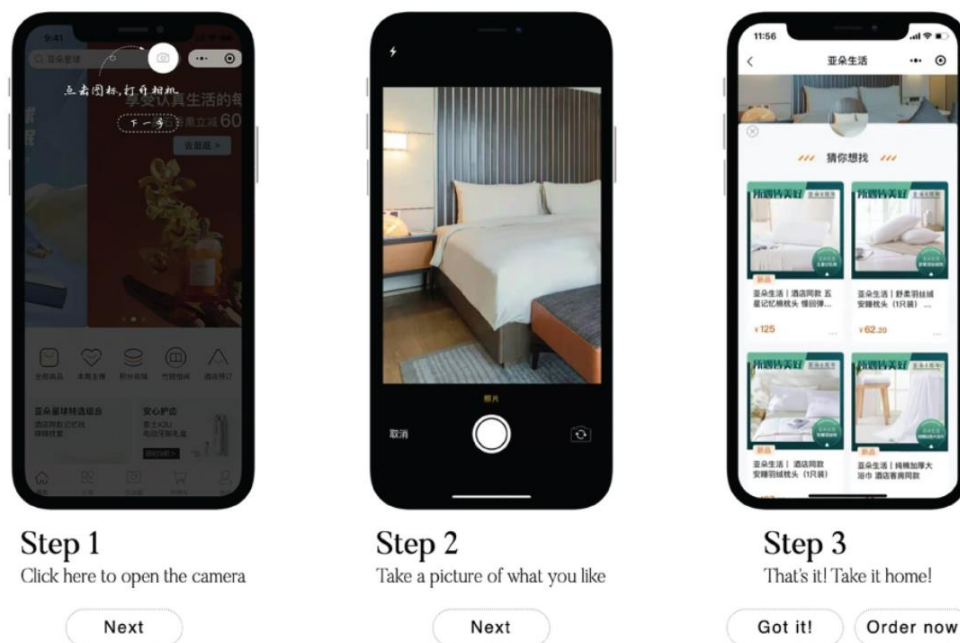
牌与其客户之间的重要纽带，传统酒店业务为零售业务提供购物场景，零售业务也为品牌提供给消费者一些住宿之外的链接机会。

亚朵拥有三大零售品牌，零售产品线不断丰富。根据 Frost & Sullivan，亚朵是中国第一家开发场景化零售业务的连锁酒店。亚朵通过与制造商合作方式，提供酒店客房内部优质的产品，并展示相关零售产品，使每间客房都包含一个购物点。客人在整个住宿期间都可以亲身体验酒店产品，并且只需在手机上扫描产品即可购买。亚朵共拥有三个品牌产品线— α TOUR PLANET，SAVHE 和 Z2GO&CO，涵盖从睡眠相关产品、个人护理、旅行必需品等产品。根据招股书，截至 2022 年 6 月 30 日，亚朵零售产品 SKU 达 1967 个，其中 62.8%是亚朵自有设计的产品。

亚朵零售业务快速增长，已成为酒店新零售引领者。2016-2021 年，亚朵场景化零售业务的 GMV 快速增长，复合年增长率达 134.5%，2020 年以增速 29.5%增长到 1.07 亿元，并于 2021 年进一步大幅增长 112.9%至 2.28 亿元。2021 年，亚朵场景化零售业务产生的收入占总收入的 8.9%，高于中国其他连锁酒店的零售业务收入，未来增长潜力强劲。

零售业务拓展线上电商平台，大促期间表现优异。2021 年 6 月“天猫 618 购物节”首日， α TOUR PLANET 枕头产品成交额位列品类第二，床垫产品在 618 大促第二天品类排名第三。零售品牌逐渐能够独立拉新，在 2021 年“天猫 618 购物节”期间，亚朵场景化零售业务的 GMV 中有 65.8%是由之前没有入住过亚朵酒店的新客贡献的。

图48. 亚朵购买酒店内零售产品的手机程序示意图

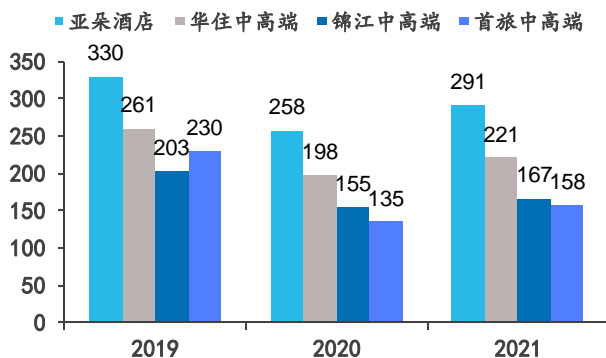


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.5. 运营能力强+品牌认可度高, RevPAR 表现领先同业

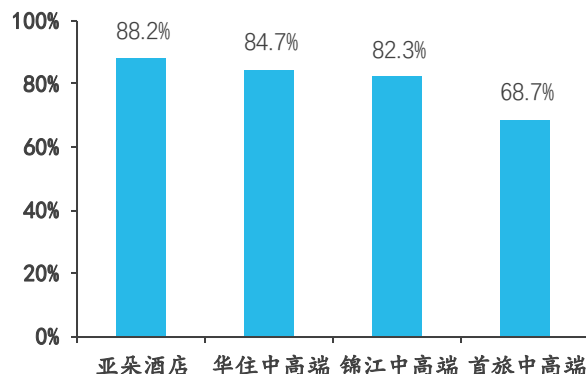
亚朵 RevPAR 较高，且 21 年恢复率领先同业。2021 年亚朵 RevPAR 高达 291 元/间，显著高于华住中高端、锦江中高端、首旅中高端。从恢复率来看，与 2019 年相比，亚朵 2021 年 RevPAR 恢复率高达 88.2%，在可比公司中领先。

图49. 亚朵与可比公司 RevPAR (单位: 元)



资料来源: Wind, 招股说明书, 安信证券研究中心

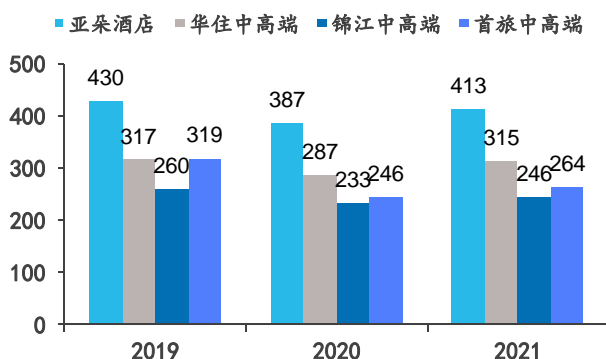
图50. 2021年亚朵与可比公司 RevPAR 恢复率



资料来源: Wind, 招股说明书, 安信证券研究中心

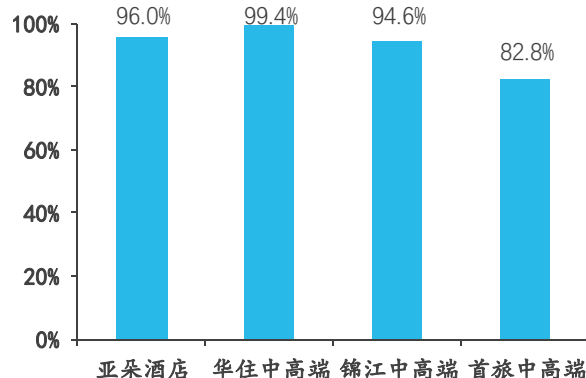
亚朵 ADR 显著高于可比公司, 2021 年恢复至 2019 年 96%。2021 年亚朵 ADR 高达 413 元/间, 远高于华住中高端、锦江中高端、首旅中高端。从恢复率来看, 与 2019 年相比, 亚朵 2021 年 ADR 恢复率高达 96.0%, 已经基本恢复至疫情前水平。

图51. 亚朵与可比公司 ADR (单位: 元)



资料来源: Wind, 招股说明书, 安信证券研究中心

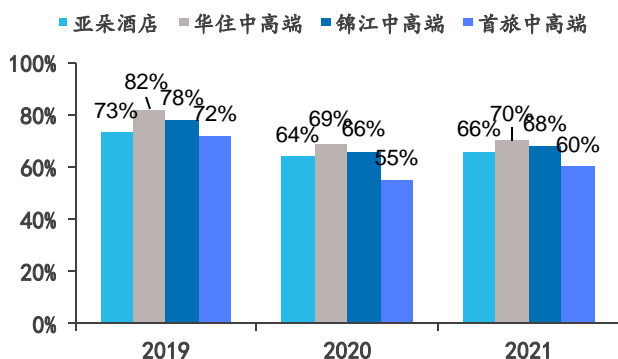
图52. 2021年亚朵与可比公司 ADR 恢复率



资料来源: Wind, 招股说明书, 安信证券研究中心

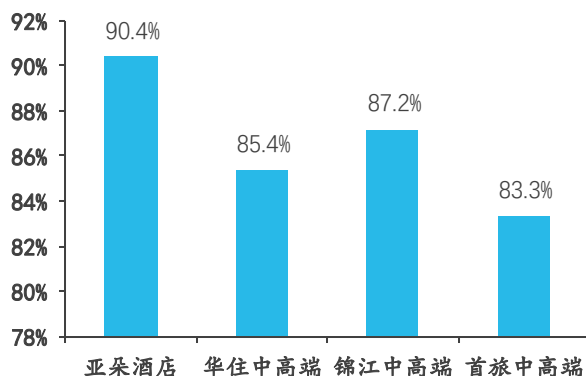
亚朵 Occ 基本恢复至疫情前九成水平。2021 年亚朵 Occ 达 66%, 处于可比公司中位水平。从恢复率来看, 与 2019 年相比, 亚朵 2021 年 Occ 恢复率已经达到 90.4%, 相比于可比公司恢复较快。

图53. 亚朵与可比公司 Occ



资料来源: Wind, 招股说明书, 安信证券研究中心

图54. 2021年亚朵与可比公司 Occ 恢复率



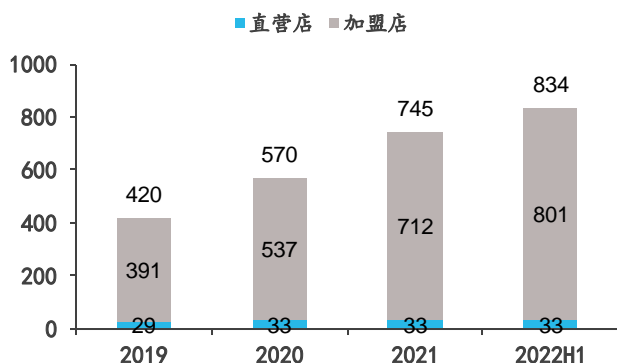
资料来源: Wind, 招股说明书, 安信证券研究中心

4. 加盟店持续拓店，开店空间约 1200~2200 家

4.1. 单店模型优异，加盟门店快速扩张

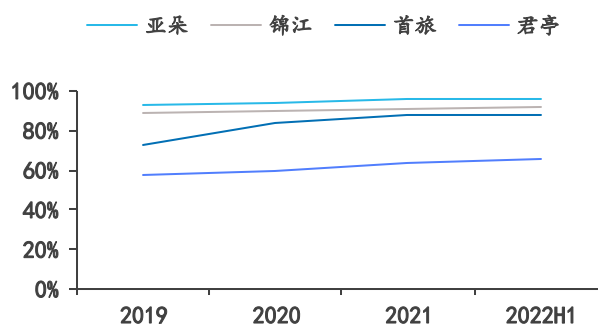
近年直营店数量基本不变，加盟店数量快速增加。2021 年加盟店收入占总收入的比例为 56.8%，直营店收入占比为 29.3%。截至 2022 年 6 月 30 日，亚朵拥有 33 家直营酒店和 801 家加盟酒店，直营店数量近几年无较大变化，加盟店数量快速增加，2016-2021 年间，加盟店数量以 62.9% 的复合年增长率增长。

图55. 2019-2022H1 亚朵直营与加盟门店数量变化（单位：家）



资料来源：Wind，招股说明书，安信证券研究中心

图56. 亚朵与可比公司加盟店数量占比



资料来源：Wind，招股说明书，安信证券研究中心

单店模型优异，加盟店回收期仅有 3~5 年，31.2% 都是曾加盟过亚朵的老加盟商。亚朵加盟商的回收期一般在 3~5 年之间，优异的单店模型也持续吸引老加盟商再次加盟，根据招股书，2021 年与公司签订了新的特许经营和管理协议的加盟商中，有 31.2% 都是曾加盟过亚朵的老加盟商。

表4：亚朵酒店加盟店单店模型（以亚朵旗舰为例）

前期投入		数据来源
加盟费	5000 元/间*115 间=57.5 万	根据招股书公布的总加盟客房数/加盟店数量=115 间
工程指导费	8 万	官网公布
技术系统安装费	1 万	官网公布
流动图书馆筹建费	5 万	官网公布
履约保证金	10 万	官网公布
建设投入及其他	1725 万	中高端品牌单房造价 15-17 万，按照 15 万一间房计算，15 万/间*115 间
总计	1806.5 万	
持续经营（1-10 年）		
营业收入	1209.3 万	按照招股书公布的 2021 年加盟店 RevPAR288.1 元*单加盟店客房数 115 间*365 天=1209.3 万
租金	276 万	以新一线城市核心商圈为例，假设平均房间租金 2000 元/间
耗材成本	63 万	假设每个房间每天 15 元
水电费	42 万	假设每个房间每天 10 元
餐饮及其他	84 万	假设每个房间每天 20 元
人力成本（除管理）	189.8 万	假设人房比 0.25，115 间房共需 29 人，平均工资 5500 元/月
加盟管理费	营业收入*6%=72.6 万	官网公布
酒店总经理费+总经理助理费	42 万	官网公布

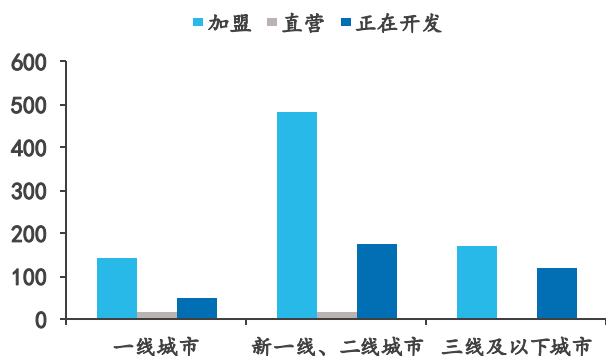
财务指导费	1.4 万	官网公布
系统维护服务费	4 万	官网公布
CRS 系统维护服务费	CRS 收入*6%，约 10 万	官网公布
积分技术服务费	每积分 0.01 元，约 1 万	官网公布
总计	423.5	
IRR	19%	
回收期	4.3 年	

资料来源：公司官网，安信证券研究中心测算

4.2. 以一二线城市为中心，逐渐发力低线城市，开店空间预计 1200~2200 家

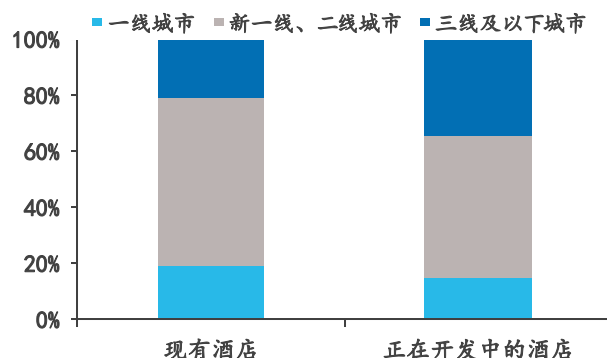
目前亚朵酒店主要位于一线、新一线及二线城市，下沉市场仍有拓展空间。亚朵目前酒店主要分布在一二线城市、新一线及二线城市，截至 2022 年 6 月 30 日，亚朵共有 78.5% 的加盟酒店位于一二线城市、新一线及二线城市，三线及以下城市占比不足 21.5%；直营酒店则全部位于一二线城市、新一线及二线城市。截至 2022 年 6 月 30 日，亚朵共有 343 家酒店、共计 37795 间客房正在开发中，其中位于三线及以下城市的酒店比例明显高于已开业酒店中的比例，占比高达 34.4%。

图57. 2022H1 亚朵分线城市级城市酒店数量（单位：家）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图58. 2022H1 亚朵分线城市级城市正在开发中的酒店占比



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

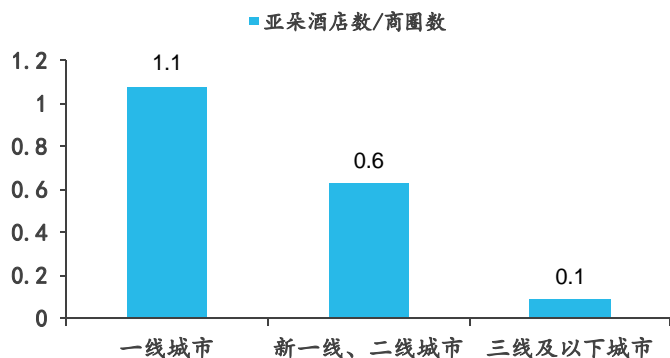
亚朵酒店数与商圈数之比仍有较大上行空间，预计未来开店空间在 1232 至 2252 家。根据携程公布的 2021 我国不同线城市级城市商圈数，我国一线城市、新一线城市、二线城市、三线及以下城市的商圈数分别为 149/373/426/2020。

考虑到全季作为中高端酒店市场中发展较为成熟的代表性品牌，通过对照其开店情况，我们可以对亚朵作为单一品牌的开店空间进行测算。

核心假设：

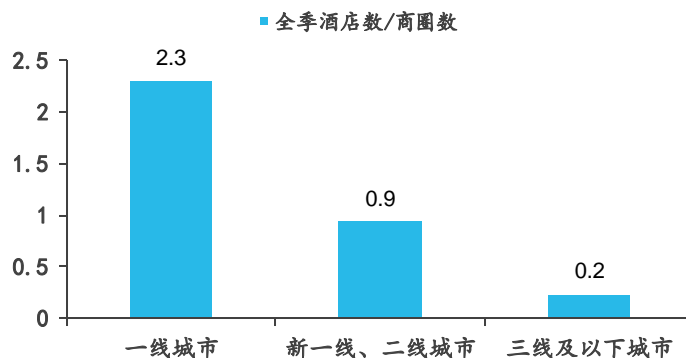
- 1) 悲观假设：假设亚朵酒店的在各城线城市中商圈覆盖程度不及全季，设置亚朵酒店数/商圈数在一二线城市、新一线&二线、三线及以下城市的系数略低于全季当前的商圈覆盖数据，分别为 1.8、0.7、0.2。预计亚朵全国开店空间可达 1232 家。
- 2) 中性假设：假设亚朵酒店的在各城线城市中商圈覆盖程度与全季一致，设置亚朵酒店数/商圈数在一二线城市、新一线&二线、三线及以下城市的系数等于全季当前的商圈覆盖数据，分别为 2.3、0.9、0.2。预计亚朵全国开店空间可达 1466 家。
- 3) 乐观假设：假设亚朵酒店的在各城线城市中商圈覆盖程度不及全季，设置亚朵酒店数/商圈数在一二线城市、新一线&二线、三线及以下城市的系数略高于全季当前的商圈覆盖数据，分别为 3、1.5、0.3。预计亚朵全国开店空间可达 2252 家。

图59. 2022H1 亚朵分线城市酒店数/商圈数



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图60. 2022 全季分线城市酒店数/商圈数



资料来源：携程，安信证券研究中心

表5: 亚朵酒店开店空间测算

		一线城市	新一线	二线	三线及以下城市
悲观假设	商圈数	149	373	426	2020
	酒店数/商圈	1.8	0.7	0.7	0.2
	亚朵酒店数	268	261	298	404
总计		1232			
中性假设	商圈数	149	373	426	2020
	酒店数/商圈	2.3	0.9	0.9	0.2
	亚朵酒店数	343	336	383	404
总计		1466			
乐观假设	商圈数	149	373	426	2020
	酒店数/商圈	3	1.5	1.5	0.3
	亚朵酒店数	447	560	639	606
总计		2252			

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心预测

5. 盈利预测与估值

假设 1: 假设 2022-2024 年加盟店数量达到 902/1192/1482 家，直营店数量维持在 33 家。

假设 2: 假设 2022-2024 年直营店 RevPAR 分别恢复至疫情前 2019 年水平的 72%/101%/107%。

假设 3: 假设 2022-2024 年加盟店 RevPAR 分别恢复至疫情前 2019 年水平的 83%/101%/107%。

我们预计 2022-2024 年公司营业收入同比+10.2%/+46.7%/+21.7%至 12.7/34.7/42.2 亿元，归母净利润同比+11.6%/+250.3%/+31.3%至 1.6/5.7/7.4 亿元。

表6: 关键经营指标历史与预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
加盟酒店						
新开店数	178	156	188	200	300	300
净新增门店数		146	175	190	290	290
门店数	391	537	712	2019	2020	2021
客房数	44983	61782	81594	103730	137080	170430
单店客房数	115	115	115	115	115	115
入住率	72.3%	66.9%	67.4%	65.1%	70.9%	73.7%
恢复至 19 年程度		92.5%	93.2%	90.0%	98.0%	102.0%
ADR	415.9	382.2	407.4	382.6	428.4	436.7
恢复至 19 年程度		91.9%	98.0%	92.0%	103.0%	105.0%
RevPAR	313.7	268.9	288.1	261.4	318.7	338.1
直营酒店						
门店数	29	33	33	33	33	33
客房数	4104	4836	5060	5049	5049	5049
单店客房数	142	147	153	153	153	153
入住率	83.0%	68.6%	70.8%	66%	81%	85%
恢复至 19 年程度		82.7%	85.3%	80.0%	98.0%	102.0%
ADR	530.1	467.7	517.0	477.1	546.0	556.6
恢复至 19 年程度		88.2%	97.5%	90.0%	103.0%	105.0%
RevPAR	463.7	339.4	388.1	335.8	470.8	499.5

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心预测

表7: 收入分拆历史与预测 (单位:百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
加盟酒店收入						
持续的特许经营费	275.33	351.93	554.23	621.1	982.3	1,331.0
前期特许经营费	27.17	29.84	32.36	34.0	51.0	51.0
销售酒店用品及其他产品	458.02	421.22	514.56	583.5	853.3	973.2
与加盟商的其他交易	79.88	123.32	119.16	155.3	245.6	332.7
直营酒店收入	614.8	496.5	630.2	557.4	778.0	825.0
食品和饮料	40.33	36.24	43.64	38.4	53.8	57.1
客房	571.57	457.17	579.95	512.4	717.6	761.3
其他酒店租赁收入	2.93	3.05	6.65	6.6	6.6	6.6
零售及其他						
零售	63.59	70.88	191.60	270.6	357.6	444.6
其他产品	48.27	72.90	105.44	144.3	202.6	266.8

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心预测

参考中高端酒店行业美股上市公司 Marriott/Hilton/Hyatt/Choice, 给予公司 2024 年 35X PE, 目标价 27.8 美元, 给予“增持-A”评级。相比于可比公司给予一定溢价主要是因为 1) 亚朵主要业务在中国, 中国酒店修复节奏滞后美国; 2) 公司处于快速扩张成长期, 给予一定的估值溢价。

表8: 可比公司估值表 (数据日期: 2023/3/8)

公司名称	证券代码	股价 (美元)	市值 (亿美元)	净利润 (可比公司单位亿美元, 亚朵单位亿元人民币)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
Marriott	MAR.O	173.6	535	11.0	22.3	25.7	29.1	48	24	21	18
Hilton	HLT.N	147.0	392	4.1	12.9	16.2	18.7	96	30	24	21
Hyatt	H.N	121.4	129	-2.2	1.5	3.1	4.0	-59	87	42	33
Choice	CHH.N	123.4	64	2.9	3.0	3.3	3.6	22	21	19	18
平均									41	27	22
亚朵	ATAT.O	26.7	35	1.5	1.6	5.7	7.4	162	145	41	32

资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心预测

注: 海外酒店集团净利润数据为 Bloomberg 预测数据

6. 风险提示

1) 新冠疫情超预期的风险

若新冠疫情持续反复或出现大规模的传染, 可能对居民出行造成较大限制, 从而对酒店的经营造成不利影响。

2) 宏观经济波动的风险

酒店经营景气度与宏观经济的波动呈正相关的关系。若居民实际收入预期下降, 旅游出行需求降低, 同时企业经营遭遇较大压力, 导致雇员商务出行及其消费也会相应缩减, 从而对酒店的经营造成不利影响。

3) 扩张速度不及预期的风险

若加盟商的加盟意愿受经营低迷的影响未显著恢复, 又或中小连锁酒店加速扩张, 加剧酒店集团的竞争激烈程度, 从而对龙头酒店集团的经营成果造成不利影响。

4) 假设不及预期的风险

本报告在开店空间、业绩弹性测算时对多项数据进行了预测假设, 若实际市场表现不及我们预测假设, 会导致最终预测结果与实际情况出现偏差。

表9：2019年~2024年利润表历史与预测（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,567.1	1,566.6	2,147.6	2,366.2	3,470.5	4,224.4
	yoy	0.0%	37.1%	10.2%	46.7%	21.7%
加盟酒店收入	840.4	926.3	1,220.3	1,393.9	2,132.3	2,688.0
持续的特许经营费	275.33	351.93	554.23	621.1	982.3	1,331.0
前期特许经营费	27.17	29.84	32.36	34.0	51.0	51.0
销售酒店用品及其他产品	458.02	421.22	514.56	583.5	853.3	973.2
与加盟商的其他交易	79.88	123.32	119.16	155.3	245.6	332.7
直营酒店收入	614.8	496.5	630.2	557.4	778.0	825.0
食品和饮料	40.33	36.24	43.64	38.4	53.8	57.1
客房	571.57	457.17	579.95	512.4	717.6	761.3
其他酒店租赁收入	2.93	3.05	6.65	6.6	6.6	6.6
零售及其他	111.9	143.8	297.0	414.9	560.2	711.4
零售	63.59	70.88	191.60	270.6	357.6	444.6
平均每家店	0.16	0.13	0.27	0.30	0.30	0.30
其他产品	48.27	72.90	105.44	144.3	202.6	266.8
平均每家店	0.12	0.14	0.15	0.16	0.17	0.18
酒店经营成本	1097.4	1150.1	1419.6	1,502.5	1,747.4	2,037.4
加盟	597.3	616.7	795.7	947.1	1,192.0	1,482.0
平均每家店	1.53	1.15	1.12	1.05	1.00	1.00
直营	500.1	533.4	623.9	555.4	555.4	555.4
平均每间房	0.12	0.11	0.12	0.11	0.11	0.11
其他业务成本	81.3	78.7	163.3	228.2	308.1	391.2
of 零售收入	73%	55%	55%	55%	55%	55%
销售和市场营销费用	75.7	71	124.2	130.7	195.0	235.4
of 酒店收入	5.2%	5.0%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
管理费用-一般及行政费用	138.2	131.4	197.1	208.8	311.4	375.9
of 酒店收入	9.5%	9.2%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
技术与开发费用	29.4	33.6	52.1	67.7	77.9	89.6
yoy		14.3%	55.1%	30%	15%	15%
开业前费用	68.2	61.9	17.6	16.9	16.7	16.5
租金费用	64.58	56.28	11.899	12	12	12
人员成本费用	2.1	3.9	3.6	3.7	3.7	3.7
其他	1.5	1.7	0.3	1.2	1.1	0.8
营业支出	1,490.2	1,526.7	1,973.9	2,154.9	2,656.5	3,146.0
其他业务净收益	14.6	23.4	22.4	22.9	22.7	22.8
营业利润	91.4	63.3	196.1	234.2	836.6	1,101.1
利息收入	0.2	0.7	6.7	3.7	5.2	4.5
短期投资的收益/(损失)	22.2	11.0	8.7	9.9	9.3	9.6
利息支出	-4.3	-1.5	-7.9	-8.0	-8.0	-8.0
其他收益/(支出)净额-非经营	-1.2	1.9	0.3	1.1	0.7	0.9
除税前溢利	108.3	75.4	203.9	240.9	843.8	1,108.1
所得税	47.5	37.6	64.2	72.3	253.1	332.4
少数股东损益	4.1	4.2	5.4	6.7	23.6	31.0
净利润(不含少数股东权益)	65.0	42.1	145.1	161.9	567.1	744.6
yoy		-35.2%	244.7%	11.6%	250.3%	31.3%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

表10: 2019年~2024年资产负债表历史与预测 (单位: 百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产:						
现金及现金等价物	763.2	824.5	1,038.6	1305.1	1985.7	2837.4
交易性金融资产						
其他短期投资	12.4	15.0				
应收款项合计	162.4	289.4	305.0	366.8	406.8	461.8
应收账款及票据	76.8	136.7	96.8	116.8	106.8	111.8
其他应收款	85.5	152.7	208.1	250.0	300.0	350.0
存货	14.6	30.3	58.6	60.0	70.0	80.0
其他流动资产	10.4	10.6	14.1	15.0	15.0	15.0
流动资产合计	963.0	1,169.9	1,416.2	1746.8	2477.5	3394.2
非流动资产:						
固定资产净值	414.2	467.5	439.0	453.3	446.1	449.7
权益性投资						
持有至到期投资						
可供出售投资						
其他长期投资						
商誉及无形资产	20.5	20.8	21.3	21.1	21.2	21.1
土地使用权						
其他非流动资产	250.8	327.6	368.6	400.0	420.0	440.0
非流动资产合计	685.5	815.8	828.9	874.3	887.3	910.8
总资产	1,648.5	1,985.7	2,245.1	2621.1	3364.8	4305.0
流动负债:						
应付账款及票据	80.9	85.8	161.3	180.0	200.0	250.0
应交税金	45.0	84.6	68.3	80.0	100.0	120.0
交易性金融负债						
短期借贷及长期借贷当期到期部分	44.3	90.3	65.8	78.1	71.9	75.0
其他流动负债	506.4	637.9	756.0	800.0	820.0	850.0
流动负债合计	676.7	898.5	1,051.4	1138.1	1191.9	1295.0
非流动负债:						
长期借贷	28.3	31.2	43.6			
其他非流动负债	414.8	490.3	585.5	620.0	640.0	660.0
非流动负债合计	443.1	521.4	629.1	620.0	640.0	660.0
总负债	1,119.8	1,419.9	1,680.5	1758.1	1831.9	1955.0
股东权益:						
优先股						
普通股股本	828.7	881.6	0.3			
储备	-295.5	-306.3	588.1	883	1563	2390
库存股						
其他综合性收益			-8.9			
普通股权益总额	533.2	575.2	579.4	883.1	1562.8	2390.0
归属母公司股东权益	533.2	575.2	579.4	883.1	1562.8	2390.0
少数股东权益	-4.4	-9.4	-14.8	-20.0	-30.0	-40.0
股东权益合计	528.8	565.8	564.6	863.1	1532.8	2350.0
总负债及总权益	1,648.5	1,985.7	2,245.1	2621.1	3364.8	4305.0

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心预测

表11: 2019年~2024年现金流量表历史与预测(单位:百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
将净利润调整为经营活动的现金流量:						
净利润	65.0	42.1	145.1	161.9	567.1	744.6
加: 折旧与摊销	70.1	85.0	93.9	600.0	600.0	600.0
营运资本变动	109.6	38.1	197.3	-100.0	-100.0	-100.0
其他非现金调整	-20.6	-46.4	-18.4	-32.4	-25.4	-28.9
经营活动产生的现金流量净额	224.1	118.7	417.9	629.5	1041.7	1215.7
投资活动:						
出售固定资产收到的现金						
减: 资本性支出	137.9	114.0	66.0	100.0	101.0	102.0
投资减少	4,106.8	3,419.3	4,327.7	3873.5	4100.6	3987.1
减: 投资增加	3,704.0	3,410.9	4,303.9	3857.4	4080.7	3969.0
其他投资活动产生的现金流量净额						
投资活动产生的现金流量净额	264.9	-105.5	-42.2	-83.9	-81.0	-84.0
筹资活动:						
债务增加	35.0	127.5	218.4			
减: 债务减少	45.1	78.7	230.4	240.0	240.0	240.0
股本增加						
减: 股本减少			128.4			
支付的股利合计			20.6	40.0	40.0	40.0
其他筹资活动产生的现金流量净额		-0.8				
筹资活动产生的现金流量净额	-10.1	48.0	-161.1	-280.0	-280.0	-280.0
现金净流量:						
汇率变动影响			-8.2			
其他现金流量调整						
现金及现金等价物净增加额	478.9	61.2	206.4	265.6	680.6	851.7
现金及现金等价物期初余额	293.1	772.0	833.1	1039.5	1305.1	1985.7
现金及现金等价物期末余额	772.0	833.1	1,039.5	1305.1	1985.7	2837.4

资料来源:公司公告,安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先标普 500 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先标普 500 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与标普 500 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后标普 500 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后标普 500 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于标普 500 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于标普 500 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034