

(报告出品方/分析师：东北证券 李慧 李昊臻)

1. 公司简介：领先的生活方式品牌集团，中高端酒店龙头

1.1. 中高端酒店龙头，始于住宿的生活方式品牌集团

中高端酒店龙头，引领生活方式品牌新潮流。亚朵创始于 2012 年，公司创始人王海军以在中国云南亚朵村旅行期间获得的灵感为基础在开曼群岛成立亚朵生活控股有限公司，并于 2013 年实现第一家亚朵门店的开业；

图 1：亚朵发展历程



数据来源：公司招股书、IT 桔子、东北证券

头条@远瞻智库

多元化酒店品牌矩阵行业领先，场景零售拓宽酒店业务范围。

公司旗下 6 大酒店品牌涵盖中端（亚朵轻居）、中高端（亚朵、亚朵 X）、高端（亚朵 S、ZHOTEL）和豪华（A.T.HOUSE）不同档次，基于差异化定位覆盖商务旅客到高端商务人士的广泛客群，截至 2022Q3 公司旗下在营酒店数达 880 家，客房数 10.27 万间，根据弗若斯特沙利文数据，截至 2021 年底亚朵已成为中国最大的中高端酒店品牌；

创新性提出在酒店内建立场景零售业务、拓宽酒店业务范围，亚朵百货旗下拥有睡眠场景品牌 αTOUR PLANET、气味美学品牌 SAVHE 和全方位在途出行品牌 Z2GO&CO.三大原创生活方式品牌，截至 2022 年 6 月 30 日，公司共有 1967 个 SKU，其中 62.8% 为公司设计的自有品牌。

图 3: 亚朵股权结构 (截至 2022/11/10)



管理团队深耕酒店行业多年，从业经验丰富。

公司创始人王海军在酒店行业具有较高知名度，曾在如家酒店、锦江酒店及其他知名酒店集团任职，曾担任华住集团执行副总裁，融合多年从业经验创立“亚朵”品牌；

联席首席财务官赵睿曾在去哪儿网担任战略投资部主管，联席首席财务官赵睿上海小南国首席财务官，拥有丰富的财务经验；

联席首席运营官陈刚、张迅加入亚朵前曾分别担任南京优住酒店管理有限公司副总裁、华住集团酒店经理和区域经理，深耕酒店行业多年。

图 4: 2019 年-2022Q3 公司门店规模及加盟占比



图 5: 2019 年-2022Q3 公司客房规模及加盟占比



聚焦中高端，高线城市布局为主。

从门店结构来看，公司聚焦中高端赛道，中高端门店占比稳定在 85%以上，同时加

强中端、高端和豪华品牌领域渗透，实现差异化覆盖，截至2022Q2公司旗下中端/中高端/高端/豪华品牌门店分别达68/715/50/1家；

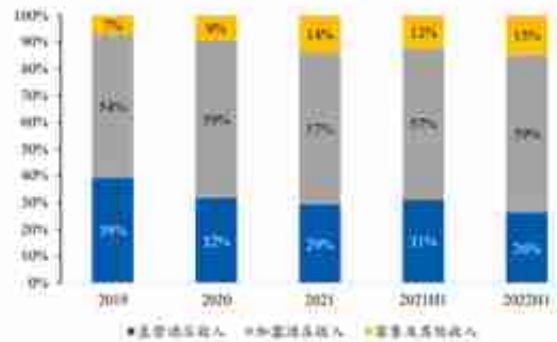
从城市分布来看，公司门店布局以一线、新一线和二线等高线城市为主，门店高线城市占比在 79%以上，截至 2022Q2 公司在一线/新一线和二线/其他城市门店规模分别达 161/501/172 家。

图 8: 2019-2022H1 公司营收 (百万元) 及增速



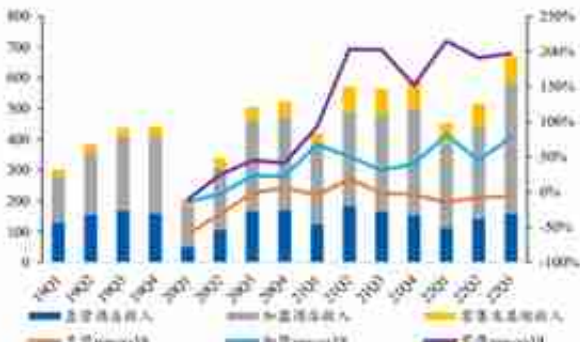
数据来源: 公司招股书, 东北证券

图 9: 2019-2022H1 公司营收结构



数据来源: 公司招股书, 东北证券

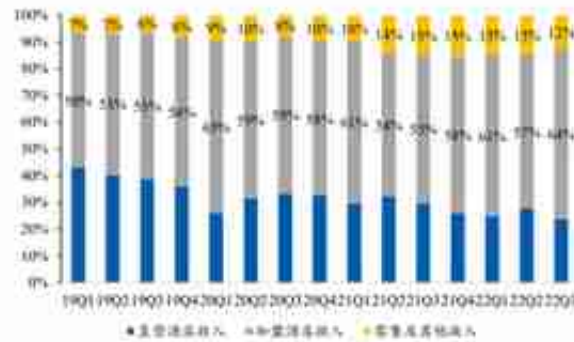
图 10: 2019Q1-2022Q3 公司营收 (百万元) 及增速



数据来源: 公司招股书, 东北证券

注: 2022Q3 为未经审计的数据

图 11: 2019Q1-2022Q3 公司营收结构



数据来源: 公司招股书, 东北证券

注: 2022Q3 为未经审计的数据

头条 @ 远瞻智库

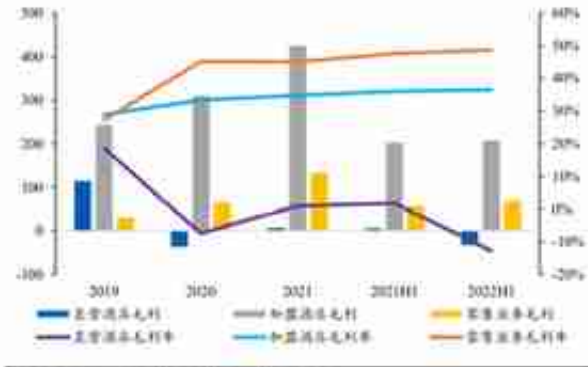
归母净利润大幅增长，盈利能力持续提升。

分年度来看，2019-2021 年公司经营利润由 0.91 亿元增至 1.96 亿元/CAGR 为 46%，归母净利润由 0.65 亿元增至 1.45 亿元/CAGR 为 49%；受加盟酒店收入和零售业务收入占比提升驱动公司归母净利润率由 4.1%提升至 6.8%/+2.7pct。

分季度来看，2019Q1-2022Q3 公司单季经营利润由 0.04 亿元增至 1.48 亿元，归母净利润由 0.03 亿元增至 1.11 亿元；2020Q1

受疫情爆发影响单季归母净利润率下跌至-36.6%，随后快速回暖并超越 2019 年同期水平，截至 2022Q3 公司归母净利润率达 16.6%，创疫情以来新高。

图 14: 2019-2022H1 公司分业务毛利 (百万元)



数据来源: 公司招股书, 东北证券

图 15: 2019Q1-2022Q3 公司分业务毛利 (百万元)



数据来源: 公司招股书, 东北证券

注: 2022Q3 为未经审计的数据

头条 @远瞻智库

期间费用率略有增长，管理费用为主要支出。

分年度来看，2019-2021 年公司销售费用由 0.76 亿元增至 1.24 亿元/CAGR 为 28%/销售费用率由 4.8%增至 5.8%，研发费用由 0.29 亿元增至 0.52 亿元/CAGR 为 33%/销售费用率由 1.9%增至 2.4%，管理费用由 1.38 亿元增至 1.97 亿元/CAGR 为 19%/销售费用率由 8.8%增至 9.2%；期间费用结构中管理费用为主要支出，2019-2021 年管理费用占比由 57%下降至 53%。

分季度来看，管理费用率波动较大，位于 3.4%-7.0%区间内，中枢为 9.0%，销售费用率和研发费用率相对平稳，中枢分别为 5.1%/2.4%。

图 20: 2019-2022H1 公司现金及现金等价物



数据来源: 公司招股书, 东北证券

图 21: 2019-2022H1 公司偿债能力略有下降



数据来源: 公司招股书, 东北证券

头条 @远瞻智库

1.5. 纳斯达克上市募资，助力集团战略持续推进

纳斯达克上市募资 5225 万美元，主要用于门店网络扩张和产品与服务开发。

公司本次赴美上市，总计发行 475 万股美国存托股份（ADS），发行价为每股 ADS 11 美元，共募集资金 5225 万美元。

本次募集资金约

30%用于门店网络的扩张与强化，约30%用于多元化酒店产品与服务的开发，约20%用于 IT

基础设施及技术的加强，约10%用于战略交易，剩余约10%用于公司运营资金。



后疫情时代，相对单体酒店，酒店龙头集团旗下门店往往经营数据更佳，酒店龙头依托自身品牌效应、会员体系、管理体系等优势往往能够为加盟商带来更优秀稳定的经营回报，吸引大量业主放弃“单体”拥抱“加盟”，根据弗若斯特沙利文数据，预计 2021-2026 年中国连锁酒店门店数/客房数 CAGR 分别达 9.3%/9.7%，同期单体酒店店数/客房数 CAGR 分别为 2.2%/-1.9%，推动中国酒店连锁化率持续提升，预计 2026 年中国酒店连锁化率将达 47.8%。

在全球范围对比，中国酒店连锁化率仍处于较低水平，2021年中国/全球/美国连锁化率分别为34.4%/42.7%/73.0%，中国酒店连锁化率提升空间依然广阔。

图 25: 中美酒店行业集中度对比



数据来源: 盈蝶咨询, 东北证券

头条 @远瞻智库

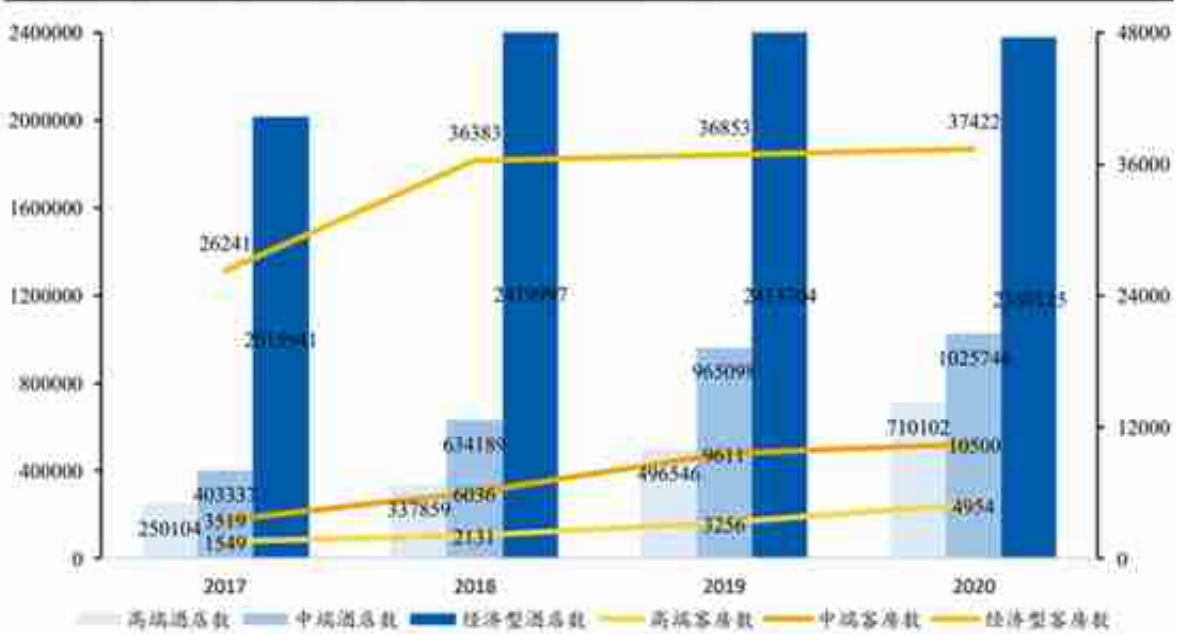
2.2. 消费升级驱动中高端酒店市场扩张，收入增长空间广阔

我国连锁酒店供给结构呈金字塔型，中高端拓店提速推动供给结构改善。

受制于过去我国经济发展水平相对落后、居民消费水平相对低等历史因素，我国连锁酒店形成以经济型酒店为绝对主体的供给结构，而更加成熟的美国市场则呈现出橄榄型的连锁酒店供给结构，根据盈蝶咨询数据，2020年我国经济型/中端/高端/奢华酒店占比分别为50.8%/21.9%/15.1%/12.2%，中高端供给远远落后于美国成熟市场水平。

近年来门店结构升级逐渐成为行业共识，相较增长空间有限而竞争激烈的经济型酒店赛道而言，中高端酒店赛道仍是蓝海市场、有较大发展空间，2020年经济型/中端/高端酒店数分别同比变化-1.4%/+6.3%/+43.0%，中高端拓店明显提速，推动酒店行业供给结构持续改善。

图 28: 2017-2020 年中国不同类型连锁酒店规模增长



数据来源: 盈蝶咨询, 东北证券

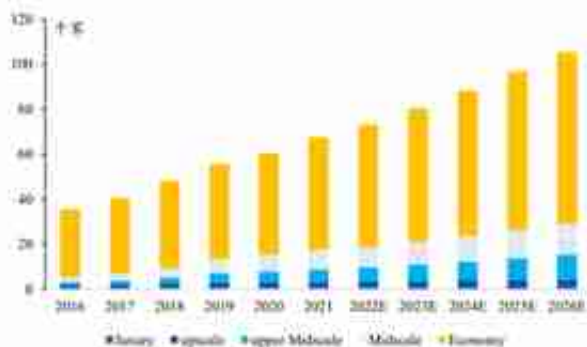
头条 @ 远瞻智库

人口收入结构改善推动消费升级，中高端成为连锁酒店增速最快的细分市场。

人口收入结构深刻影响人民消费水平与结构，根据人口收入结构理论，中等收入群体占比越高居民消费水平也越高，酒店作为可选消费重要组成部分直接受益于我国中产阶级群体的扩大，根据麦肯锡数据，2010-2018 年我国人口收入结构逐渐由金字塔型向更为合理的橄榄型转变，一二线/三四线中产阶级占比分别提升至 59%/34%；由于不同收入群体对酒店价格敏感性不同，酒店结构往往与人口收入结构具有关联性，中产阶级群体的扩大将带动中高端酒店消费需求的上升。

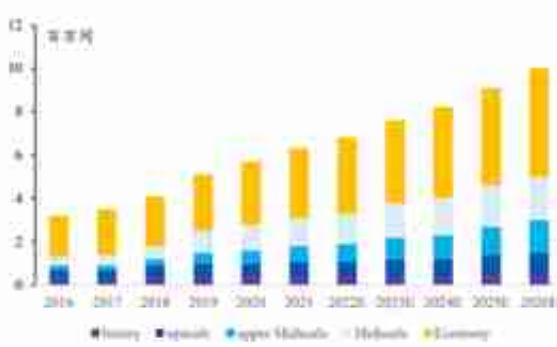
根据弗若斯特沙利文数据，2016-2021 年中高端酒店门店数/客房数 CAGR 分别达 35.6%/28.5%，成为连锁酒店中增速最快的细分市场。

图 31: 2016-2026E 中国连锁酒店门店数划分



数据来源: 弗若斯特沙利文, 东北证券

图 32: 2016-2026E 中国连锁酒店客房数划分



数据来源: 弗若斯特沙利文, 东北证券 [头条@远瞻智库](#)

中高端酒店收入增长空间广阔，经营指标稳步提升。

根据弗若斯特沙利文数据，2016- 2021 年我国中高端连锁酒店收入由 195 亿元增至 659 亿元/CAGR 为 27.6%，其中 2020 年疫情冲击下中高端酒店收入同比下滑 19.1%，同期连锁酒店整体收入下滑 36.8%，中高端酒店营收增速韧性明显强于行业整体；预计 2021-2026 年中高端连锁酒店收入将由 659 亿元增至 1550 亿元/CAGR 为 18.7%，增长空间仍然广阔。

经营指标方面，2016-2019 年中高端酒店 ADR 和 RevPAR 伴随中国中高端酒店品牌的稳步发展而提升，预计未来伴随 OCC 反弹至疫情前水平，ADR 伴随消费升级稳步提升，2022-2026 年 RevPAR 仍有 30% 增长空间。

图 35: 2013-2024E 中国商旅支出变化



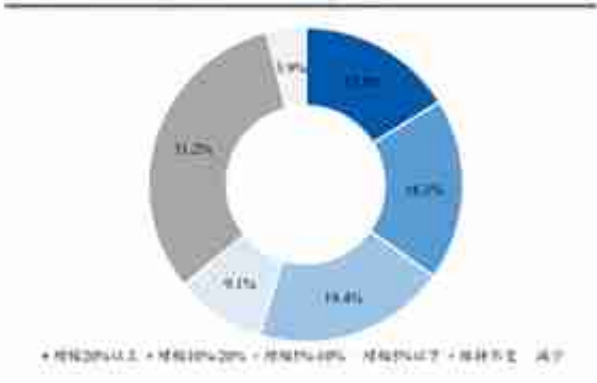
数据来源: GBTA, 东北证券

图 36: 一二线/三四线差旅人均标准



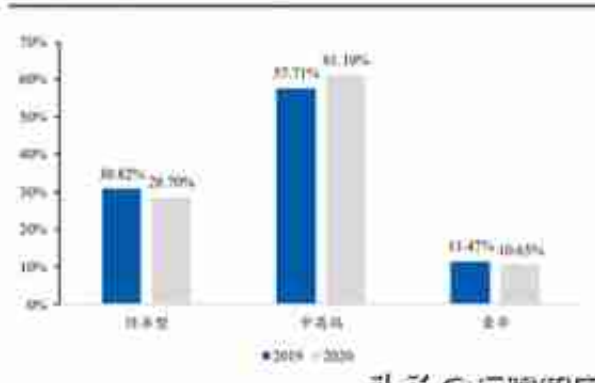
数据来源: 携程商旅, 东北证券

图 37: 2021 年企业差旅预算变化



数据来源: 携程商旅, 东北证券

图 38: 差旅住宿酒店类型偏好



数据来源: 携程商旅, 东北证券

头条@远瞻智库

2.3. 酒店集团处于产业链中游，品牌&运营&技术&资金构成竞争壁垒

酒店集团位于产业链中游，承接上游资源供给赋能下游终端消费。

酒店产业链上游主要为商业地产开发商和业主、用品和设备供应公司，产业链下游为中端消费者，包括商务和旅游的个人客户以及企业客户；酒店集团处于产业链中游，以酒店运营和服务提供为基础，延伸至预订端，基于自身会员体系提升直销水平，实现对下游终端消费者黏性的培育。

图 40: 酒店行业竞争壁垒



数据来源：弗若斯特沙利文，东北证券

头条@远瞻智库

3.

竞争优势：多元品牌矩阵聚焦中高端，场景零售丰富业态

3.1. 多元品牌矩阵差异化覆盖，中高端酒店规模行业领先

基于个性化酒店空间理念打造品牌，差异化覆盖中端至豪华赛道。

消费升级浪潮下消费者对于酒店的需求除基础的住宿及服务外延伸至个性化领域，亚朵基于包容和人文的统一理念差异化赋予各个子品牌以独特个性：核心品牌亚朵酒店是能够为商旅用户提供的安心产品、体验和有温度的舒心服务，以流动阅读与属地摄影为独特风格的中高端酒店品牌；

图 41: 亚朵酒店品牌矩阵



数据来源：公司招股书，东北证券

头条@远瞻智库

不同档次品牌加盟标准差异化，强化目标市场渗透。

目前公司已详细披露亚朵 S、亚朵、亚朵 X 和亚朵轻居四大品牌的加盟标准，从加盟物业条件来看，亚朵 S>亚朵~亚朵 X>亚朵轻居，城市及地段要求方面，亚朵 S 作为高端品牌主要布局于一线和新一线城市核心商圈和次核心商圈以及二线城市核心商圈，亚朵、亚朵 X 和亚朵轻居标准相对较低，利于向下沉市场进行渗透；

建筑及各功能区面积方面，亚朵 S 建筑面积、套内客房面积、公共区域面积和独立大堂面积标准下限明显高于其他三个品牌，亚朵轻居作为中端品牌则要求相对较低。

从收费标准来看，亚朵 S 收费标准明显更高，体系加入服务费按实际房间数收取 8,000 元/间，其他三个品牌则为 5,000 元/间；加盟管理费方面，亚朵 S 以营业总收入的 8%（品牌使用费 2%+管理费 6%）抽取，其他三个品牌加盟管理费则以营业总收入的 6%抽取。

表 3: 亚朵酒店品牌细分

档次	品牌	覆盖城市	门店规模	2020 年 ADR	2021 年 ADR
中端	亚朵轻居	29	68	375	398
	亚朵	149	686	380	403
中高端	亚朵 X	18	29	420	422
	亚朵 S	20	47	517	561
高端	ZHOTEL	2	3	578	556
豪华	A.T.HOUSE	1	1	/	955

数据来源：公司招股书，东北证券

注：门店数据截至 2022/6/30

图 42: 2021 年中国中高端酒店客房数 TOP5 酒店集团

Ranking	Hotel Group	Background and Identity	Total Number of Hotel Rooms in China (2021)	
			Thousands Unit	Market Share (%)
1	The Company	N/A	74.2	10.1%
2	Company A	Established in 1993 in Shanghai, China. Company A is a domestic hotel group on Shanghai Stock Exchange.	69.2	9.4%
3	Company B	Established in 2005 in Shanghai, China. Company B is a listed domestic hotel group on NASDAQ and HKEX.	58.7	8.0%
4	Company C	Established in 1974 in the U.S., Company C is a listed international hotel group on NYSE.	39.7	5.4%
5	Company D	Established in 1999 in Beijing, China. Company D is a listed domestic hotel group on Shanghai Stock Exchange.	29.7	4.0%
Top 5			271.5	36.9%
Others			466.5	63.1%
Total Upper Midscale Hotel Rooms			738.0	100.0%

数据来源：弗若斯特沙利文，东北证券

贝壳@远瞻智库

图 44: 亚朵四大核心产品力



数据来源: 公司官网, 东北证券

头茶@远瞻智库

个性化服务&标准化方法提升用户体验，进一步提升酒店服务品质。

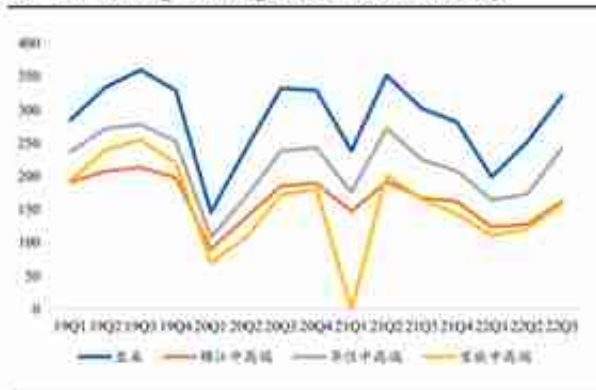
亚朵凭借先进的服务数字化技术和强大的产品服务开发能力在每个关键的客户服务触点提供个性化服务，将线下场景与数字化技术相结合，追踪客户需求，向 A-Card 会员提供定制化住宿服务；

基于标准化的供应链管理系统，根据客户和服务人员反馈设计和改进枕头、牙刷、耐热纸杯等酒店产品，提升客户体验；

将以客户为中心的文化融入酒店运营和管理政策中，采用精简有效的程序给予一线员工适当的自由裁量权以识别和满足客户的个性化需求，同时由酒店经理负责确保酒店服务符合公司的标准和流程，实现个性化和标准化的统一。

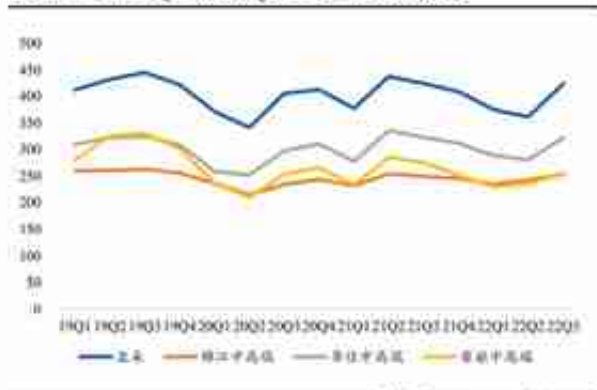
基于优质的客户体验和满意度，亚朵形成较强的客户黏性，2021年二次预订的会员比例达 52.8%。

图 46: 2019Q1-2022Q3 亚朵 RevPAR 领先



数据来源: 公司招股书, 各酒店集团财报, 东北证券

图 47: 2019Q1-2022Q3 亚朵 ADR 领先



数据来源: 公司招股书, 各酒店集团财报, 头豹@远瞻智库

图 50: 亚朵服务方法论的核心理念



数据来源: 公司招股书, 东北证券

头豹@远瞻智库

3.3. 培育私域流量蓄水池，强化直销能力

A-Card 会员基数快速增长，会员留存率&复购率齐升。

亚朵客户群体相对年轻化，2021 年亚朵 30 岁以下/30-40 岁客户占比分别为 23.6%/45.5%，30 岁以下客户交易额占比达 33.9%；亚朵通过 A-Card 会员计划培养客户忠诚度和粘性，会员基数快速增长，2016-2021 年个人会员复合增速为 48.7%，30 岁以下注册会员复合增速为 83.9%，截至 2022Q2 公司注册个人会员数达 3200 万。

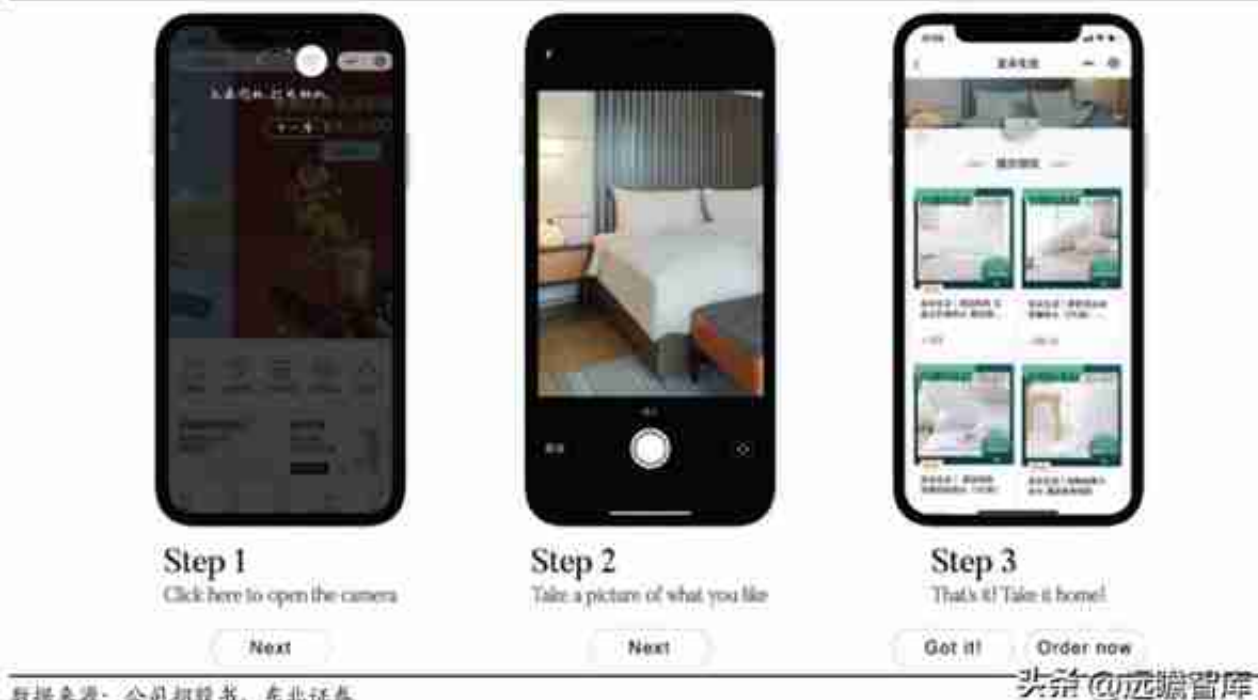
2019-2021 年公司会员留存率分别为 14.8%/19.4%/21.7%，复购率分别为 44.6%/48.7%/52.8%，会员黏性持续提升，打造私域流量蓄水池。

图 53: 亚朵场景零售三大产品线



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 54: 亚朵场景零售产品数字化购买流程



数据来源: 公司招股书, 东北证券

场景零售 SKU 持续丰富，GMV 高速增长。

基于亚朵强大的市场研究、产品开发和供应链管理能力，旗下场景零售产品持续丰富，2020 年至 2022H1 亚朵场景零售 SKU 由 1074 个增至 1967 个/+83%，其中 62.8%由亚朵自主设计。

优质的产品力加持下，亚朵零售业务 GMV 保持高速增长，2019-2021 年 GMV 由 8280 万元增至 2.282 亿元/CAGR 为 66%，其中 2021

年零售业务订单平均交易金额达 403 元；2022 年亚朵零售业务维持高增，2022H1 零售业务GMV达1.181亿元/+34%，同时亚朵的品牌影响力持续扩大，公司开设的天猫旗舰店在 2022 年“618”期间 65.8%的场景零售 GMV 由从未入住亚朵酒店的客户消费产生。