

2021年06月14日

餐饮旅游

周专题：中端连锁酒店龙头亚朵拟赴美上市，看点几何？

■国内国模最大中高端连锁酒店递交美股招股书。6月8日晚，亚朵酒店向美国证券交易委员会递交招股说明书，拟在纳斯达克上市。**概况：**截至2021Q1末，亚朵旗下拥有6大酒店品牌，覆盖从中端至豪华的4个细分市场，在营酒店总数达608家，分布在131个城市，房间数超过7万间，是中国规模最大的中高端连锁酒店品牌。**财务数据：**2019/2020年，亚朵分别实现收入15.67亿元/15.67亿元，净利润分别为0.61亿元/0.38亿元。2021Q1，亚朵实现收入4.20亿元/+107.7%，相比2019Q1+37%，实现净利润0.11亿元，2020年同期净利润为-0.76亿元，扭亏为盈。分板块来看，2020年公司管理加盟/租赁直营/场景零售收入分别为9.26亿/4.96亿/1.44亿元。2019年/2020年/2021Q1，公司销售毛利率分别为29.97%/26.58%/26.78%，销售净利率分别为3.88%/2.41%/2.73%，疫情中公司盈利能力有所下滑，但仍相对稳健。成本费用中，酒店经营成本为最大支出项（包括管理加盟模式下的对加盟酒店的管理成本以及在租赁直营模式下的租赁成本）。2020年公司酒店经营成本、其他业务成本、销售及市场费用、一般行政管理费用、技术和开发费用以及开业前费用占比分别为75.3%、5.2%、4.6%、8.6%、2.2%、4.1%。**经营数据：**ADR：2019/2020年分别为429.5元/389.8元，2021Q1公司ADR环比下滑主要因为“就地过年”政策导致酒旅需求受到抑制，公司预计2021Q2/Q3随着疫情趋缓，ADR将逐渐提升。入住率：2019-2020年，亚朵入住率分别为73.4%和67.1%；2021Q1，亚朵入住率为60.0%/+22.8pct。RevPAR：2020年，公司所有酒店的RevPAR为275.1元人民币，而国内中高端酒店行业平均RevPAR为197.8元人民币。2021年4月、5月亚朵集团旗下所有酒店（政府征用中或临时关闭的酒店除外）的RevPAR恢复至2019年同期的108.0%、109.2%。

■国内连锁酒店细分市场中，中高档酒店发展最快，亚朵国内市占率第一。根据弗若斯特沙利文，2020年国内连锁酒店客房数量中，经济性、中档、中高档、高档及豪华酒店客房数量分别为290万、120万、60万、70万、30万间，2015-2019年中高档酒店客房数量复合平均增速为25.7%，同期连锁酒店行业整体为15.2%。预计2021-25年中高档连锁酒店客房数量复合平均增速为18.9%，高于行业整体8.8%的增速。而中高档酒店客房的渗透率也将从2020年的10.5%提升至16.1%。国内前五大酒店集团的中高档客房数量合计为19.7万间，占比31.8%，中高档酒店行业集中度较低。其中亚朵拥有5.8万家中高档客房，占比达9.5%，市占率位居行业第一。

■多品牌矩阵满足不同细分需求，轻资产加盟模式扩大酒店网络，发力场景零售打造生活方式品牌。亚朵旗下拥有亚朵（旗舰）、亚朵S、亚朵轻居、亚朵X、ZHOTEL等品牌，不同品牌定位于不同消费群体与场景，通过多样化满足客户差异需求。亚朵酒店采用轻资产加盟管理模式与租赁直营模式并行推动门店扩张，截至2021年3月末，管理加盟酒店575家（客房66267间），租赁直营酒店33家（4854间），公司主要通过管理加盟模式实现酒店数量扩张，处于开发阶段的酒店合计299家。**管理加盟模式下，**亚朵会向加盟商按每间房4000元至6000元收取首期加盟费用及有关的开张前服务有关费用。加盟酒店开始经营后，亚朵每月按加盟酒店总收入收取5%至6%不等的加盟管理费，并就派驻酒店经

行业周报

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票	目标价	评级
600754	锦江酒店	买入-A
600258	首旅酒店	买入-A
01179	华住集团-S	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.98	-7.27	3.10
绝对收益	1.14	-3.88	36.03

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

相关报告

- 中免5月海南省市占率90%+，“太二前传”再探川菜大赛道 2021-06-06
- 美团2021Q1经营持续恢复，加码社区团购，新业务亏损有所扩大；华住4月RevPAR已恢复至19年同期 2021-05-30
- 酒店4月环比继续改善，海口国际免税城预计明年6月营业 2021-05-23
- 民促法靴子落地，高教板块政策风险估值压制有望解除 2021-05-16
- 2020&21Q1业绩综述：涤荡旧相，振作新机 2021-05-05

理、提供的酒店供应品及其他相关服务收费。在一般酒店管理业务之外，公司发力场景零售打造生活方式品牌，覆盖衣、食、住、行、娱乐等品类，截至 2021Q1 共有 1136 个场景零售 SKU，消费者可以在入住期间亲身体验亚朵的产品，如果他们对产品感到满意，只需在手机上对产品进行简单的扫描，就可以跳转到电子商店进行购买。2019 年/2020 年/2021Q1 零售业务产生的 GMV 分别为 0.83 亿元/1.07 亿元/0.33 亿，每间客房零售预订平均交易金额达到 517.5 元。

■**核心竞争优势：高效管理模式赋能下加盟商回报率高，以用户体验为核心理念下打造生活方式品牌，用户满意度高。**加盟商端：根据招股书，亚朵加盟商的投资回报期通常是 3-5 年，是我国中高端连锁酒店中投资回报最快的酒店之一，2020 年签订新协议的加盟商中有 31.8%是现有的加盟商。同时亚朵运用云技术和大数据技术开发了包括收入管理系统(RMS)、中央预订系统(CRS)、物业管理系统(PMS)在内的一体化数字管理系统，能够根据历史数据预测酒店入住率、跨渠道管理预订库存和价格，从客房管理、定价、会员福利等多方面提高运营效率，赋能加盟商。用户端：亚朵以用户体验为核心，强调“标准的个性化”服务。根据 Brandwisdom 的客户调查显示，从 2017 年开始，亚朵的整体客户满意度在六大中高档酒店中位列第一，在针对 17 个客户好评率也居榜首，2020 年的复购率高达 48.7%。亚朵注重场景设计，聘请设计师结合当地文化对酒店进行装饰设计；重视客户体验，利用数字技术优化服务，实时跟踪客户需求，通过 App 收集客户评论，并为 A-Card 会员提供定制服务。亚朵通过推出 A-Card 制度提高用户忠诚度，截至 2021 年 3 月 31 日，A-Card 会员累计超过 2500 万，2020 年间夜消费占比 44.7%，回购率为 19.4%。2020 年亚朵通过 OTA 预定的房间占总预定数的 19.9%，自有渠道占比较高。

上市募资净收益将用于：①扩大酒店网络，包括为亚朵旗下不同品牌开设新酒店及现有酒店设施的持续升级；②为旗下酒店开发新产品和服务，加强会员计划和品牌推广；③加大 IT 基础设施和技术，包括数字操作系统和数据分析；④进行酒店行业的并购、合作与投资；⑤营运资金。

■**投资建议：**国内疫苗接种普及+宏观经济修复+供给端中小单体酒店出清，看好国内品牌酒店同店经营继续修复；叠加龙头轻资产加盟扩张在 2021~23 年或有望迎来加速，锦江酒店国企改革和一中心三平台持续推进，华住经济型&中高端加速发力，首旅受益 2021 年 7 月环球影城开业&开发团队激励机制改善，继续重点推荐锦江+华住+首旅，建议关注亚朵。

■**风险提示：**疫情影响（国内&海外）超预期，宏观经济下行，开店数量不及预期，同店 RevPAR 不及预期，中端酒店竞争加剧，整合效果不及预期等。

内容目录

1. 亚朵酒店赴美提交招股书，为国内规模最大中高端连锁酒店品牌.....	5
2. 酒店行业：国内连锁酒店渗透率持续提升，中高端酒店增速更快.....	7
2.1. 国内酒店行业单体酒店众多，行业渗透率有望持续提升.....	7
2.2. 连锁酒店行业细分市场中，中高档酒店增速最快.....	8
3. 亚朵酒店：多品牌矩阵布局，轻资产加盟模式扩大酒店网络，加盟商回报率高+用户粘性强.....	10
3.1. 多品牌矩阵满足不同细分需求.....	10
3.2. 轻资产加盟模式扩大酒店网络，发力场景零售打造生活方式品牌.....	13
3.3. 核心竞争优势：高效管理模式赋能下加盟商回报率高，以用户体验为核心理念下打造生活方式品牌，用户满意度高.....	14
3.4. 上市募资用途.....	16
4. 投资建议.....	16
5. 风险提示.....	17

图表目录

图 1：亚朵酒店外观.....	5
图 2：2021Q1 公司实现营收 4.20 亿元.....	5
图 3：2021Q1 公司实现净利润 0.11 亿.....	5
图 4：公司分季度 ADR、入住率、RevPAR.....	6
图 5：业务分类收入.....	6
图 6：业务分类收入占比.....	6
图 7：公司销售毛利率、净利率.....	7
图 8：公司成本及费用情况(亿元).....	7
图 9：国内单体酒店与连锁酒店数量（万）.....	7
图 10：国内单体酒店与连锁酒店客房数（万）.....	7
图 11：中国连锁酒店渗透率较低.....	8
图 12：国内连锁酒店渗透率.....	8
图 13：国内按酒店规模划分的连锁酒店数量.....	8
图 14：国内按酒店规模划分的连锁酒店客房数量.....	8
图 15：国内中高档酒店在连锁酒店行业中渗透率.....	9
图 16：2015-2025E 国内中高端连锁酒店总收入.....	9
图 17：国内中高档酒店经营业绩.....	10
图 18：亚朵（旗舰）品牌.....	11
图 19：亚朵 S 酒店外观.....	11
图 20：亚朵酒店客房.....	11
图 21：亚朵轻居酒店外观.....	12
图 22：亚朵轻居客房.....	12
图 23：ZHOTEL 外观.....	12
图 24：ZHOTEL 客房.....	12
图 25：亚朵管理加盟、租赁酒店数量.....	13
图 26：亚朵管理加盟、租赁客房数量.....	13
图 27：截至 2021Q1，公司开发阶段酒店为 299 家.....	13
图 28：亚朵生活体验馆.....	14

图 29: 亚朵严选酒店.....	14
图 30: 便捷的在线预订和服务系统.....	15
图 31: 亚朵小程序内的场景零售产品.....	15
图 32: 亚朵加速布局 IP 空间.....	15
图 33: 2019、2020 年 A-Card 会员间夜预订占比及回购率.....	16
表 1: 2020 年国内中高档酒店房间数排名前五的酒店集团.....	10
表 2: 亚朵酒店品牌矩阵.....	12
表 3: 重点公司盈利预测及估值 (截至 2021/06/11)	16

1. 亚朵酒店赴美提交招股书，为国内规模最大中高端连锁酒店品牌

北京时间6月8日晚，亚朵生活控股有限公司向美国证券交易委员会（SEC）递交招股说明书，拟在纳斯达克上市，股票代码为“ATAT”，发行的美国存托股票数量以及发行价格有待确认，中金、美银和花旗为联席保荐人。据CNBC，亚朵酒店的估值达到了20亿美元。亚朵酒店成立于2013年，市场定位于中高端连锁酒店。截至2021年3月31日，亚朵旗下拥有6大酒店品牌，覆盖从中端至豪华的4个细分市场，在营酒店总数达608家（租赁/管理加盟分别为33家/575家），分布在131个城市，房间数超过7万间，是中国规模最大的中高端连锁酒店品牌。

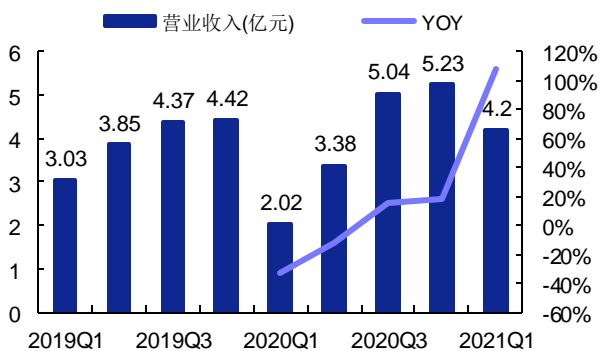
图1：亚朵酒店外观



资料来源：网易财经，安信证券研究中心

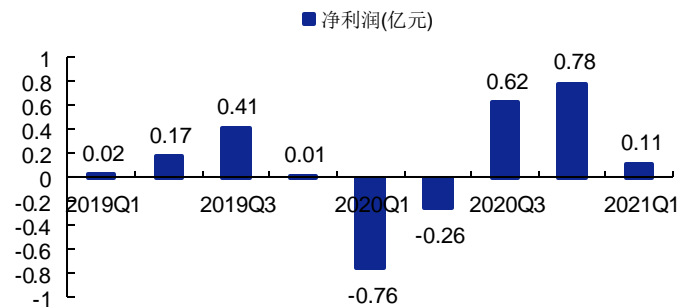
疫情后公司收入快速恢复，利润同比扭亏为盈。2019/2020年，亚朵分别实现收入15.67亿元/15.67亿元，净利润分别为0.61亿元/0.38亿元。受疫情影响，2020Q1/Q2公司收入同比分别下滑33%/12%，随着疫情恢复，公司收入在2020Q3实现同比+15%。2021Q1，亚朵实现收入4.20亿元，同比增长107.7%，相比2019Q1+37%，实现净利润0.11亿元，2020年同期净利润为-0.76亿元，扭亏为盈。

图2：2021Q1公司实现营收4.20亿元



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

图3：2021Q1公司实现净利润0.11亿

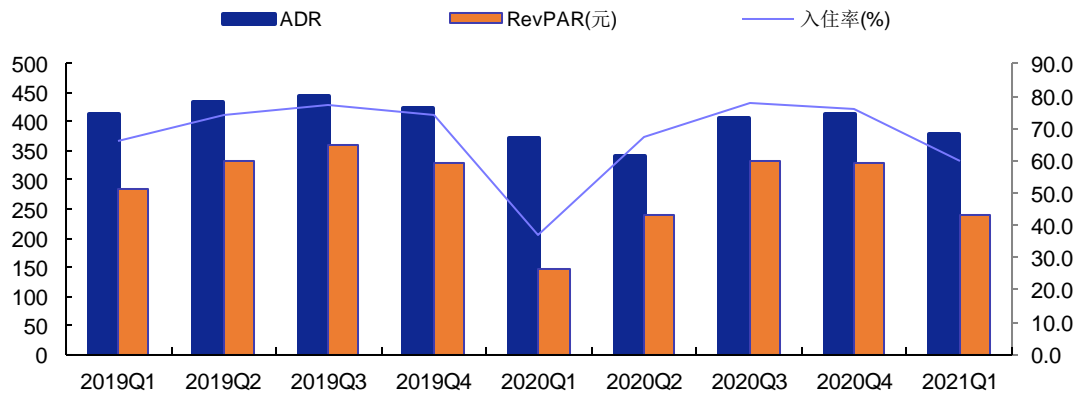


资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

经营表现与房价表现均高于行业水平，疫情后期恢复程度较好。ADR：2019/2020年分别为429.5元/389.8元，2021Q1公司ADR环比下滑主要因为“就地过年”政策导致酒旅需求受到抑制，公司预计2021Q2/Q3随着疫情趋缓，ADR将逐渐提升。入住率：2019-2020年，亚朵入住率分别为73.4%和67.1%（不含疫情期间作为隔离点被征用酒店（下同），包含征

用酒店的入住率为 63.5%)；2021 年第一季度，亚朵入住率为 60.0% (不含被征用酒店，包含征用酒店的入住率为 59.4%)。RevPAR: 2020 年，公司所有酒店 (政府征用中或临时关闭的酒店除外) 的 RevPAR 为 275.1 元人民币，而国内中高端酒店行业平均 RevPAR 为 197.8 元人民币。公司 2020 年 Q4 所有酒店 (政府征用中或临时关闭的酒店除外) 的 RevPAR 为 329.4 元人民币，超过 2019 年同期水平。2021 年 4 月、5 月亚朵集团旗下所有酒店 (政府征用中或临时关闭的酒店除外) 的 RevPAR 恢复至 2019 年同期的 108.0%、109.2%。

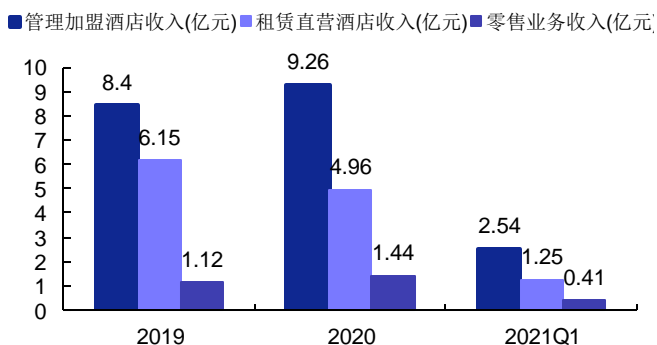
图 4: 公司分季度 ADR、入住率、RevPAR



资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

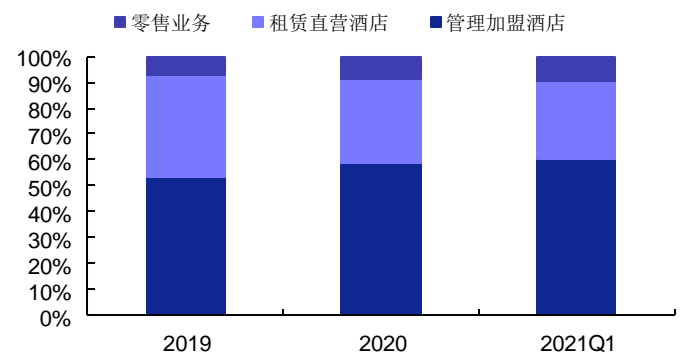
亚朵酒店的收入主要来自三方面: 即管理加盟酒店费用、租赁直营酒店费用以及酒店情景相关的零售产品。在管理加盟酒店方面: 管理酒店的特许经营和管理协议通常为 8 至 15 年的固定期限, 亚朵一般向加盟商收取每间客房人民币 4,000 元至人民币 6,000 元的前期加盟费, 开业后向加盟商收取月特许经营费和管理费等; 2019-2020 年及 2021 年 Q1, 亚朵分别实现收入 8.40 亿元/9.26 亿元/2.54 亿元, 占当期总收入的 53.6%/59.1%/60.5%。在租赁直营酒店方面: 在租赁直营模式下, 亚朵负责九段开发、定制及运营管理各个方面, 2019-2020 年及 2021 年 Q1, 亚朵分别实现收入 6.15 亿元/4.96 亿元/1.25 亿元, 占当期总收入的 39.2%/31.7%/29.7%。在零售收入方面: 亚朵是中国第一家开发基于场景的零售业务的连锁酒店, 截至 2021 年 3 月 31 日, 亚朵的场景零售板块已孵化了睡眠、香氛个护和出行三大原创生活品牌——αTOUR PLANET (亚朵星球)、SAVHE (萨和) 和 Z2GO&CO., 共开发了 1136 个场景零售 SKU, 进一步提升顾客品牌弹性; 2019-2020 年及 2021 年 Q1, 亚朵零售业务分别实现收入 1.12 亿元/1.44 亿元/0.41 亿元, 占当期总收入的 7.1%/9.2%/9.7%。

图 5: 业务分类收入



资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

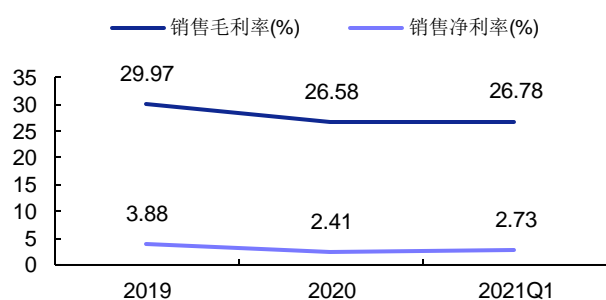
图 6: 业务分类收入占比



资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

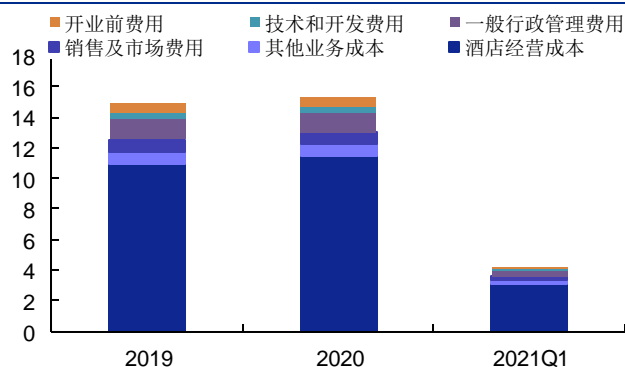
公司盈利能力较好，毛利率、净利率在疫情背景下保持稳定，成本费用管控能力较强。2019年/2020年/2021Q1，公司销售毛利率分别为29.97%/26.58%/26.78%，销售净利率分别为3.88%/2.41%/2.73%，疫情中公司盈利能力有所下滑，但仍相对稳健。公司成本费用中，经营经营成本占比最高，包括管理加盟模式下的对加盟酒店的管理成本以及在租赁直营模式下的租赁成本。2020年公司酒店经营成本、其他业务成本、销售及市场费用、一般行政管理费用、技术和开发费用以及开业前费用占比分别为75.3%、5.2%、4.6%、8.6%、2.2%、4.1%。
在加盟管理模式下：加盟商负责酒店建设、装修及维护，亚朵提供相应指导，之后派驻现场HR代表负责招聘人员及管理加盟酒店的日常经营；**在租赁直营模式下，**亚朵直接从出租方手上租得物业，全程负责之后的酒店开发、运营、管理、维修、维护及酒店营运产生的所有成本费用，包括酒店经理及雇员聘用、培训及监督等。

图 7：公司销售毛利率、净利率



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

图 8：公司成本及费用情况(亿元)



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

2. 酒店行业：国内连锁酒店渗透率持续提升，中高端酒店增速更快

2.1. 国内酒店行业单体酒店众多，行业渗透率有望持续提升

中国酒店业分散，单体酒店众多，大型连锁酒店数量少。根据弗若斯特沙利文统计数据，截至2020年12月31日，国内单体酒店与连锁酒店的数量分别为41.8万、6.1万间，单体酒店与连锁酒店的客房数分别为1240万、570万间。连锁酒店的酒店客房占中国酒店客房总数的比例仅为31.5%，远低于全球41.9%的平均水平和美国72.9%的比例。连锁酒店凭借更好的品牌、管理和资金优势，未来渗透率将逐渐提升。弗若斯特沙利文预计，2025年中国连锁酒店渗透率将提升至42.9%。

图 9：国内单体酒店与连锁酒店数量(万)

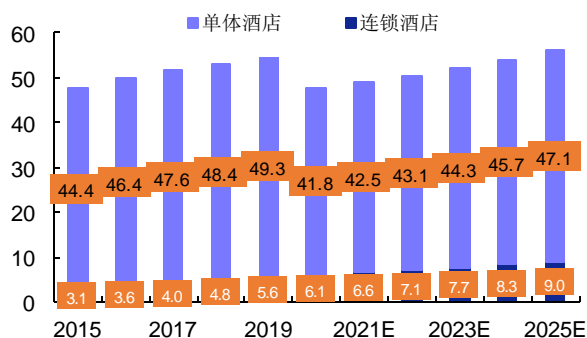
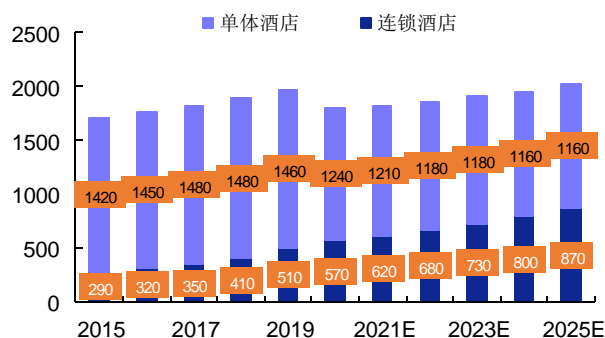
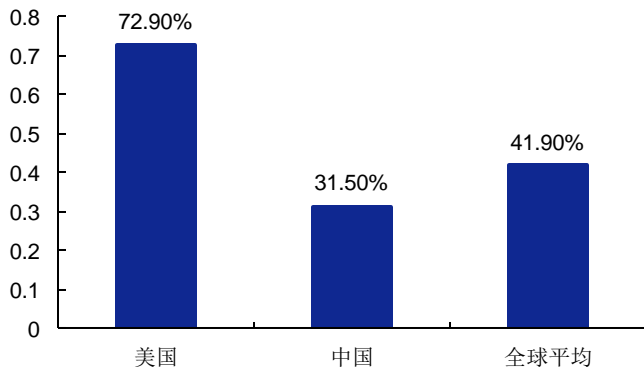


图 10：国内单体酒店与连锁酒店客房数(万)



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

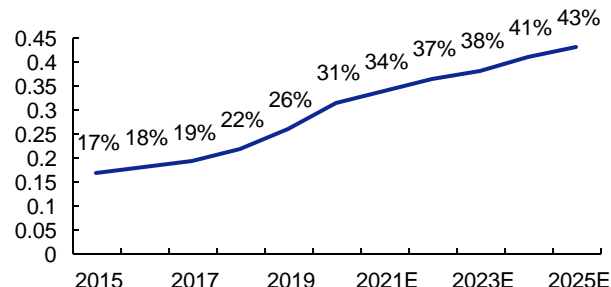
图 11：中国连锁酒店渗透率较低



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

图 12：国内连锁酒店渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

2.2. 连锁酒店行业细分市场中，中高档酒店增速最快

连锁酒店细分市场中，中高档酒店增长最快。酒店业根据质量和价格范围可分为经济型、中档、中高档、高档和豪华物种类型。中高档酒店主要指中国国家统计局认定的四星级酒店，或定位和质量相近的酒店。根据弗若斯特沙利文，2020 年，国内连锁酒店中，经济性、中档、中高档、高档及豪华酒店数量分别为 4.49 万、0.77 万、0.46 万、0.24 万、0.09 万，2015-2019 年中高档酒店数量符合平均增速为 43.3%，同期连锁酒店行业整体增速为 15.8%。预计 2021-25 年中高档酒店数量复合平均增速为 16.4%，位于各细分市场增速第一。

按酒店客房数量口径，中高档酒店在连锁酒店中渗透率预计将从 2020 年的 10.5% 提升至 16.1%。根据弗若斯特沙利文，2020 年国内连锁酒店客房数量中，经济性、中档、中高档、高档及豪华酒店客房数量分别为 290 万、120 万、60 万、70 万、30 万间，2015-2019 年中高档酒店客房数量复合平均增速为 25.7%，同期连锁酒店行业整体为 15.2%。预计 2021-25 年中高档连锁酒店客房数量复合平均增速为 18.9%，高于行业整体 8.8% 的增速。而中高档酒店客房的渗透率也将从 2020 年的 10.5% 提升至 16.1%。

图 13：国内按酒店规模划分的连锁酒店数量

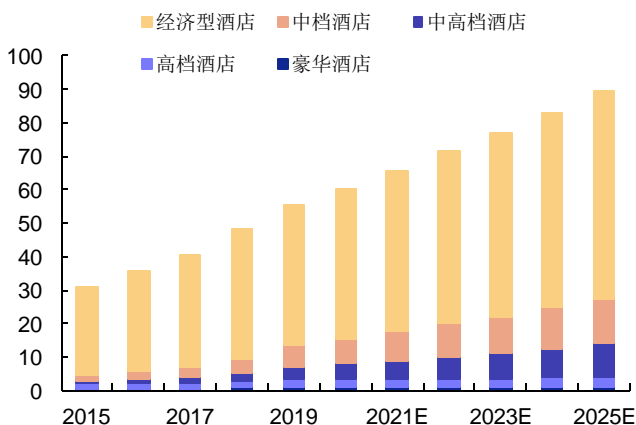
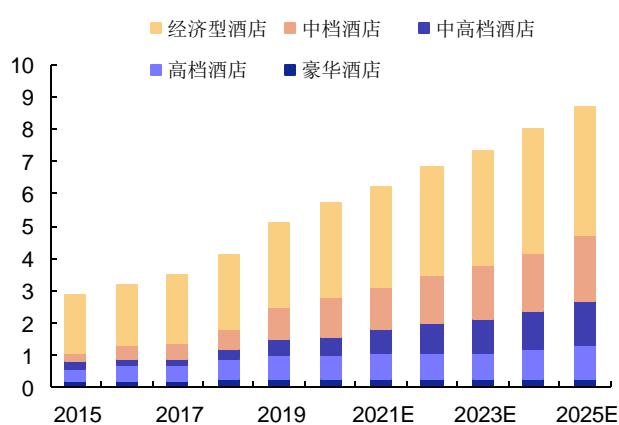


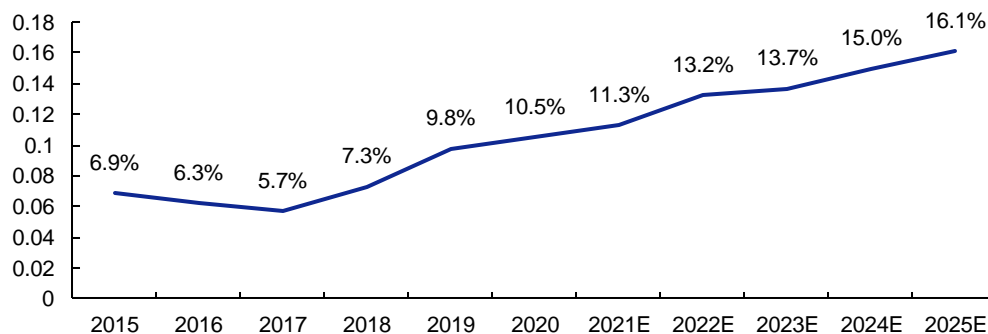
图 14：国内按酒店规模划分的连锁酒店客房数量



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

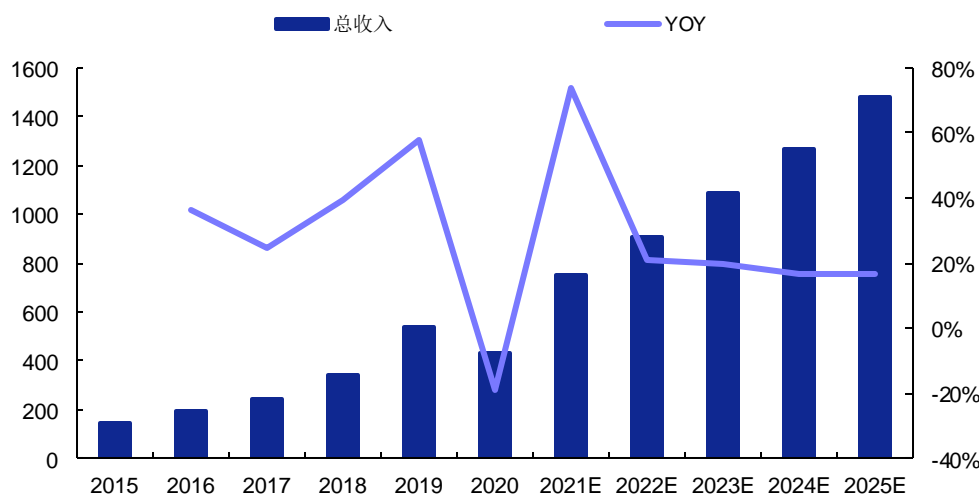
图 15：国内中高档酒店在连锁酒店行业中渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

国内中高档酒店收入快速增长，2025 年预计将达 1477 亿元。根据弗若斯特沙利文，国内中高端连锁酒店的总收入由 2015 年的人民币 143 亿元增加至 2019 年的人民币 534 亿元，复合年增长率为 39.0%，2020 年由于疫情影响行业规模下滑 19.1%至 432 亿元（同期中国整体连锁酒店收入下降 36.8%）。预计 2025 年国内酒店收入将达 1477 亿元，2021-2025 年均复合增速达 18.4%。

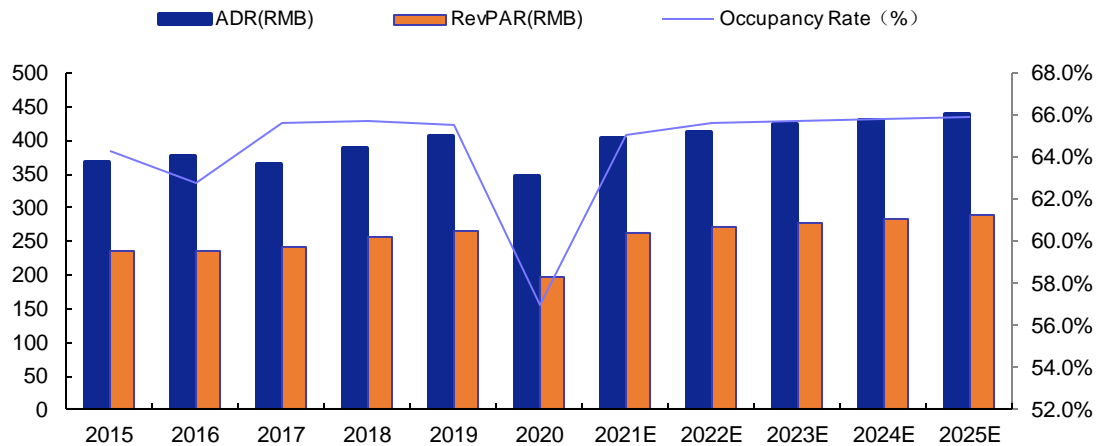
图 16：2015-2025E 国内中高端连锁酒店总收入



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

国内中高档酒店经营业绩保持稳健，未来趋势向好。根据弗若斯特沙利文，2015-2019 年国内中高档酒店 ADR 从 368 元提升至 405.8 元，入住率从 64.4%提升至 65.5%，Revpar 从 236.5 元提升至 265.8 元，经营保持稳健。2020 年受疫情影响，各项指标均有明显下滑。随着疫情趋缓，酒店行业回暖，预计到 2025 年中高档酒店行业 ADR、入住率、Revpar 将分别提升至 438.8 元、65.9%、289.1 元，整体趋势向好。

图 17: 国内中高档酒店经营业绩



资料来源: 弗若斯特沙利文, 安信证券研究中心

中高档酒店行业集中度较低, 亚朵酒店行业市占率最大。根据弗若斯特沙利文, 按照客房口径, 截至 2020 年底, 国内共有 61.8 万间中高档酒店客房, 前五大酒店集团的中高档客房数量合计为 19.7 万间, 占比 31.8%, 中高档酒店行业集中度较低。其中亚朵拥有 5.8 万家中高档客房, 占比达 9.5%, 市占率位居行业第一。

表 1: 2020 年国内中高档酒店房间数排名前五的酒店集团

排名	集团	简介	酒店客房总数 (万)	市场份额 (%)
1	The Group		5.8	9.4%
2	Company B	2005 年成立于上海, 在纳斯达克和港交所上市。	4.3	7.0%
3	Company A	1974 年成立于美国, 在纽交所上市。	3.6	5.9%
4	Company D	1919 年成立于美国, 在纽交所上市。	3.2	5.1%
5	Company C	1999 年成立于北京, 在上交所上市。	2.7	4.4%
前五名合计			19.7	31.8%
其他			42.1	68.2%
总计			61.8	100.0%

资料来源: 安信证券研究中心

3. 亚朵酒店: 多品牌矩阵布局, 轻资产加盟模式扩大酒店网络, 加盟商回报率高+用户粘性强

3.1. 多品牌矩阵满足不同细分需求

亚朵旗下拥有多个酒店品牌。①亚朵 (旗舰): 亚朵 (旗舰) 为公司的核心品牌, 专为注重品质、寻求将舒适与时尚氛围融为一体的旅行者而设计。2013 年第一家亚朵酒店落地西安, 截至 2021 年 3 月末, 亚朵 (旗舰) 已经遍布中国 129 个城市, 主要分布在一线、新一线、二线城市以及低线城市城区的高档商圈, 2020 年 ADR 为 379.5 元。截至 2020 年 3 月末, 共有 523 家亚朵 (旗舰) 酒店, 客房总数为 60930 间; 还有 239 家亚朵 (旗舰) 正在开发中, 客房总数为 26594 间。

图 18: 亚朵 (旗舰) 品牌



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

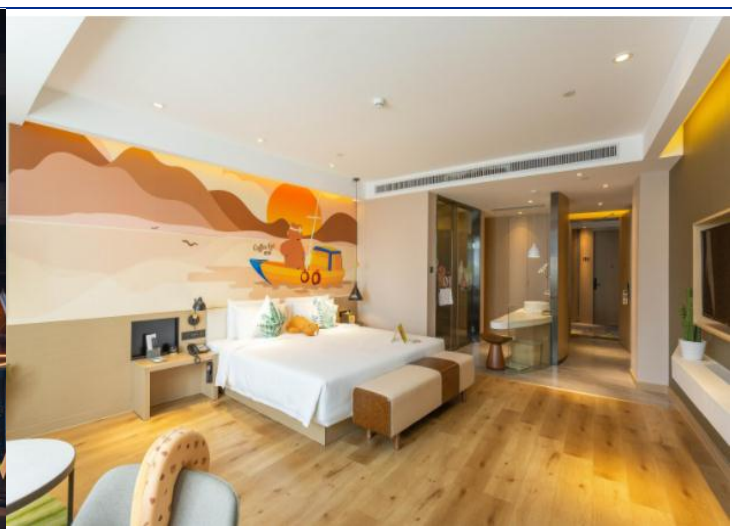
②亚朵 S 酒店: 定位为主要服务于高端商务和休闲旅客的高档酒店品牌, 提供更好的体验。亚朵 S 于 2016 年推出, 截至 2021 年 3 月末已经覆盖 13 个城市, 主要分布在一二线、新一线和二线城市的核心商圈, 2020 年 ADR 为 516.8 元。共有 33 家亚朵 S 酒店, 客房总数为 5188 间; 还有 23 家亚朵 S 酒店处于开发中, 客房总数为 2973 间。

图 19: 亚朵 S 酒店外观



资料来源: 网易财经, 安信证券研究中心

图 20: 亚朵酒店客房



资料来源: 网易财经, 安信证券研究中心

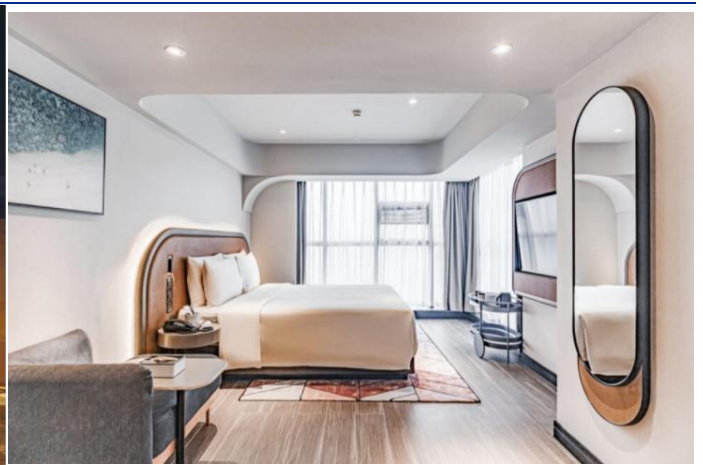
③亚朵轻居 (Atour Light): 具有欢快精神的中档酒店品牌, 主要迎合寻求最佳价值和体验的年轻城市旅客。该品牌于 2016 年推出, 截至 2021 年 3 月底已经扩展至 23 个城市, 主要位于一线、新一线、二线城市以及低线城市的核心商圈, 2020 年 ADR 为 374.8 元。公司预计随着亚朵轻居向更多低线城市渗透, 其 ADR 将降低至 300 元。共有 45 家亚朵轻居酒店, 客房数 4203 间; 尚有 27 家处于开发中, 客房数 2242 间。

图 21：亚朵轻居酒店外观



资料来源：网易财经，安信证券研究中心

图 22：亚朵轻居客房



资料来源：亚朵官网，安信证券研究中心

④亚朵 X 酒店：通过将市场上现有的精品酒店改造而来，在坚持亚朵相同的服务和产品标准同时，保持其原始设计元素。该品牌于 2020 年 9 月推出，截至 2021 年 3 月底覆盖 6 个城市，2020 年 ADR 为 419.7 元。共有 6 间亚朵 X 酒店，客房数为 693 间；同时有 7 家处于开发中，客房数 611 间。

⑤ZHOTEL：专为 Z 世代客人量身定制，充满活力、青春感和自我表达的特点。该品牌于 2020 年 9 月推出，目前仅在北京有一家店（107 间客房），2020 年 ADR 为 578.2 元，公司计划 2021 年于上海新开两家（客房数 191 间）。

图 23：ZHOTEL 外观



资料来源：亚朵招股书，安信证券研究中心

图 24：ZHOTEL 客房



资料来源：亚朵官网，安信证券研究中心

表 2：亚朵酒店品牌矩阵

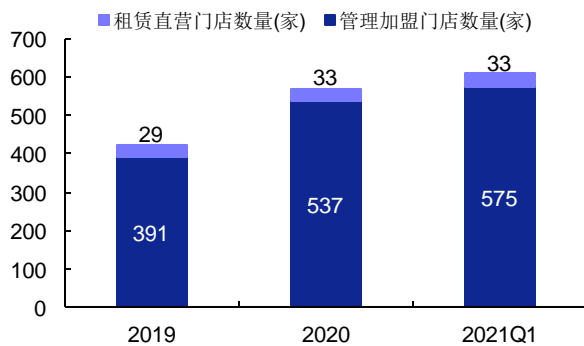
品牌	定位	城市	分类		客房数	占总客房数的百分比
			管理酒店	租赁酒店		
亚朵酒店	中高档	129	502	21	60930	85.7%
亚朵 S 酒店	高档	13	22	11	5188	7.3%
亚朵轻居	中档	23	44	1	4203	5.9%
亚朵 X 酒店	中高档	6	6	0	693	1.0%
Zhotel	高档	1	1	0	107	0.2%
总计			575	33	71121	100.0%

资料来源：招股书，安信证券研究中心

3.2. 轻资产加盟模式扩大酒店网络，发力场景零售打造生活方式品牌

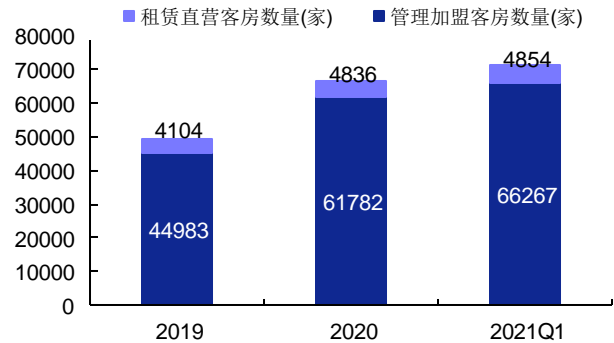
亚朵酒店采用轻资产加盟管理模式与租赁直营模式并行推动门店扩张。酒店利用强大的品牌声誉，分“加盟管理”与“租赁直营”两种经营模式，共同扩大业务，公司门店数量从截至2019年12月31日的420家增加到截至2020年12月31日的570家，截至2021年3月31日，进一步增加至608家，酒店网络覆盖中国131个城市，专注于中国的一线、新一线和二线城市，酒店客房总数从49087间增加至2021年3月31日的71121间。其中，截至2021年3月31日，加盟管理模式下门店数量达到575家，加盟模式下并不直接负责经营，省去物业租赁与人员成本，轻资产的模式有助于公司快速展店。受到疫情影响，公司新增酒店数量增幅不大，2019年末、2020年末、2021年3月底公司处于“开发”阶段（即开业未满6个月，无法产生正常、稳定收入的门店）的酒店数量分别为283家、288家、299家。

图 25：亚朵管理加盟、租赁酒店数量



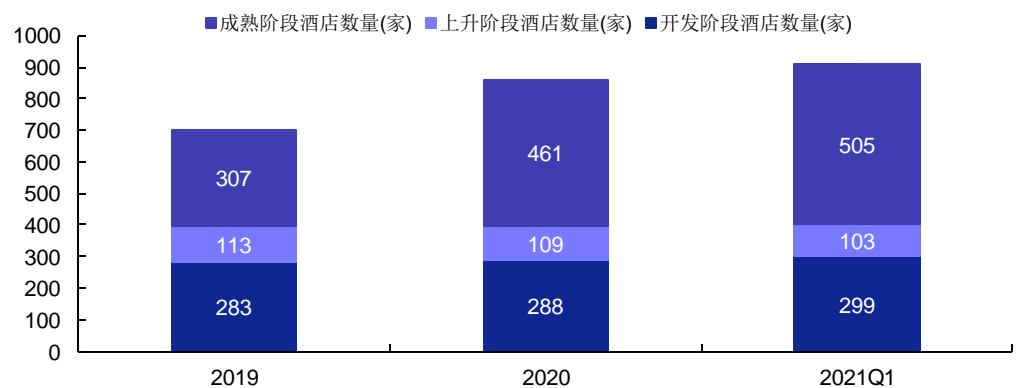
资料来源：亚朵招股书，安信证券研究中心

图 26：亚朵管理加盟、租赁客房数量



资料来源：亚朵招股书，安信证券研究中心

图 27：截至 2021Q1，公司开发阶段酒店为 299 家



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

加盟：加盟商负责酒店建设、装修及维护，亚朵提供相应指导，之后派驻现场 HR 代表负责招聘人员及管理加盟酒店的日常经营。亚朵与加盟商的协议有效期通常在 8 至 15 年间。酒店运营前，亚朵会向加盟商按每间房 4000 元至 6000 元（视乎不同品牌确定最终价格）收取首期加盟费用（该部分收入计为递延收入并在合同期内以直线法分摊）及有关的开张前服务有关费用。加盟酒店开始经营后，亚朵每月按加盟酒店总收入收取 5%至 6%不等的加盟管理费，并就派驻酒店经理、提供的酒店供应品及其他相关服务收费。

自营：亚朵直接从出租方手上租得物业，全程负责之后的酒店开发、运营、管理、维修、维护及酒店营运产生的所有成本费用，包括酒店经理及雇员聘用、培训及监督等。亚朵自营酒店租期一般在 10 到 20 年间，前三至六个月一般享受免租。之后头两年每月或每个季度按月缴租。两年之后，每两年至五年自营酒店的租金会有一定程度的上升。

公司发力场景零售打造生活方式品牌，覆盖衣、食、住、行、娱乐等品类。亚朵集团旗下场景零售品牌，秉持“A Touching Moment 质感生活”的品牌理念，甄选来自全球的生活方式精品，涵盖衣、食、住、行、娱乐等品类。公司目前拥有三大原创生活方式品牌，休眠场景品牌「αTOUR PLANET 亚朵星球」、气味美学品牌「SAVHE 萨和」，以及全方位在途出行品牌「Z2GO&CO.」。消费者可以在入住期间亲身体验亚朵的产品，如果他们对产品感到满意，只需在手机上对产品进行简单的扫描，就可以跳转到电子商店进行购买。

图 28：亚朵生活体验馆



资料来源：网易财经，安信证券研究中心

图 29：亚朵严选酒店



资料来源：网易财经，安信证券研究中心

2020 年亚朵场景零售 GMV 达 1.07 亿元，同比+29.5%。截至 2021 年 3 月 31 日，亚朵共开发了 1136 个场景零售 SKU。2019 年和 2020 年零售业务产生的 GMV 分别为 0.83 亿元/1.07 亿元，2021Q1 为 0.33 亿元。2020 年，每间客房零售预订平均交易金额达到人民币 517.5 元。

3.3. 核心竞争优势：高效管理模式赋能下加盟商回报率高，以用户体验为核心理念下打造生活方式品牌，用户满意度高

高效管理模式辅以完善的基础设施，向加盟商提供稳增长和高回报。亚朵向加盟商提供简单高效的运营指南，保证其服务质量和稳定持续的回报，在互惠互利中亚朵快速提升市场份额、提高品牌渗透率。据招股书，加盟商的投资回报期通常是 3-5 年，是我国中高端连锁酒店中投资回报最快的酒店之一，2020 年签订新协议的加盟商中有 31.8%是现有的加盟商。同时亚朵运用云技术和大数据技术开发了包括收入管理系统(RMS)、中央预订系统(CRS)、物业管理系统(PMS)在内的一体化数字管理系统，能够根据历史数据预测酒店入住率、跨渠道管理预订库存和价格，从客房管理、定价、会员福利等多方面提高运营效率。

图 30：便捷的在线预订和服务系统



资料来源：亚朵小程序，安信证券研究中心

打造新零售场景，嵌入自有生活方式产品。据弗若斯特沙利文调查显示，亚朵是中国第一家提供场景零售业务的连锁酒店。酒店被打造成重要的流量入口和产品“试用中心”，房间和公共区域都被嵌入个性化的沉浸式购物场景。亚朵向到店消费者提供行李箱、枕头等具备住宿和旅行特点的高频消费品，购物成为酒店体验的一部分，“人、货、场”三元素实现重构与良好结合。建立标准化的供应链管理系统，基于客户反馈，不断丰富优化新产品，形成良性循环，截至 2021 年 3 月 31 日，亚朵共有 1136 个 SKUs，其中 75.2%属于自有品牌。

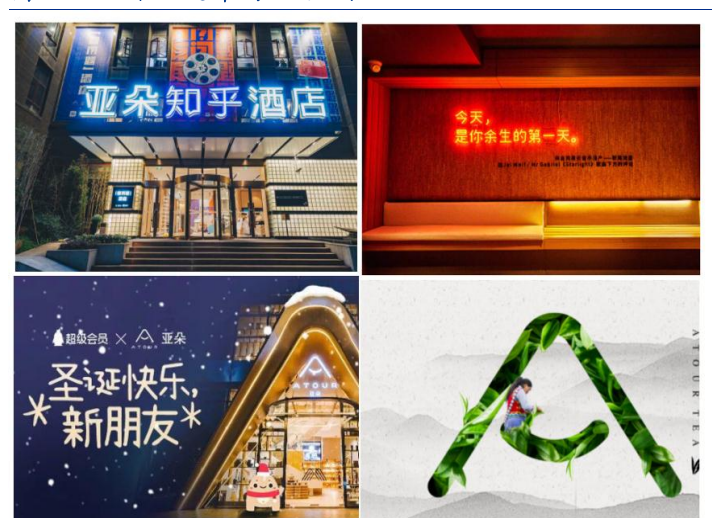
以用户体验为核心，强调“标准的个性化”服务。根据 Brandwisdom 的客户调查显示，从 2017 年开始，亚朵的整体客户满意度在六大中高档酒店中位列第一，在针对 17 个客户好评率也居榜首，2020 年的复购率高达 48.7%。亚朵注重场景设计，瞄准人文特色，聘请设计师结合当地文化对酒店进行装饰设计；联合虎扑、QQ 超级会员、知乎、网易等各大品牌打造全能住宿服务，延伸酒店空间；重视客户体验，利用数字技术优化服务，实时跟踪客户需求，通过 App 收集客户评论，并为 A-Card 会员提供定制服务；在精简有效的管理模式下，对一线员工充分授权，以便灵活调整、及时提供定制服务，酒店经理也会每日召开会议解决最新的需求反馈。

图 31：亚朵小程序内的场景零售产品



资料来源：亚朵小程序，安信证券研究中心

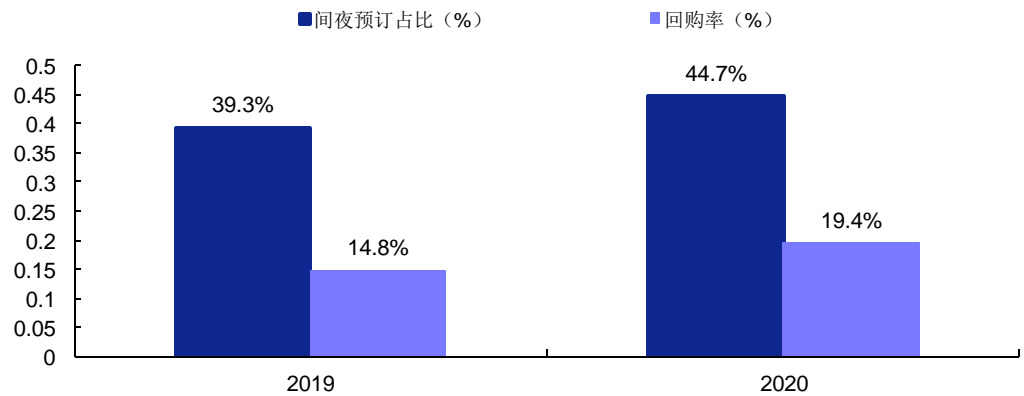
图 32：亚朵加速布局 IP 空间



资料来源：亚朵官网，安信证券研究中心

消费群体年轻化，利用会员制度增强用户粘性。年轻一代不仅是酒店和其他生活方式产品的消费主力，其购买力也在不断提升。招股书显示，2020年亚朵30岁以下和20-40岁的客户群体分别占比24.3%和45.8%，而30岁以下客户的消费占据了总交易额的35.0%。亚朵通过推出A-Card制度提高用户忠诚度，截至2021年3月31日，A-Card会员累计超过2500万，2020年间夜消费占比44.7%，回购率为19.4%。利用App和微信小程序简化订房流程，拓宽营销渠道，2020年通过OTA预定的房间占总预定数的19.9%。

图 33：2019、2020 年 A-Card 会员间夜预订占比及回购率



资料来源：亚朵招股书，安信证券研究中心

3.4. 上市募资用途

公司计划本次发行募得的净收益用于：

- ① 扩大酒店网络，包括为亚朵旗下不同品牌开设新酒店及现有酒店设施的持续升级；
- ② 为旗下酒店开发新产品和服务，加强会员计划和品牌推广；
- ③ 加大 IT 基础设施和技术，包括数字操作系统和数据分析；
- ④ 进行酒店行业的并购、合作与投资；
- ⑤ 营运资金。

4. 投资建议

国内疫苗接种普及+宏观经济修复+供给端中小单体酒店出清，看好国内品牌酒店同店经营继续修复；叠加龙头轻资产加盟扩张在2021~23年或有望迎来加速，锦江酒店国企改革和一中心三平台持续推进，华住经济型&中高端加速发力，首旅受益2021年7月环球影城开业&开发团队激励机制改善，继续重点推荐锦江+华住+首旅，建议关注亚朵。

表 3：重点公司盈利预测及估值（截至 2021/06/11）

股票简称	总市值 (亿元)	最新收 盘价	净利润(亿元)			利润增速			PE		
			19A	20A	21E	19A	20A	21E	19A	20A	21E
锦江酒店	575.5	60.80	10.92	1.10	12.72	0.9%	-89.9%	1053.8%	52.7	522.2	45.3
酒店 首旅酒店	242.3	24.53	8.85	-4.96	8.73	3.3%	-156.0%	276.0%	27.4	-48.8	27.8
华住集团-S	1,409.5	438.00	17.69	-21.92	22.03	147.1%	-223.9%	200.5%	79.7	-64.3	64.0

资料来源：wind, choice, 安信证券研究中心预测

5. 风险提示

疫情影响（国内&海外）超预期，宏观经济下行，开店数量不及预期，同店 RevPAR 不及预期，中端酒店竞争加剧，整合效果不及预期等。

■ 行业评级体系

收益评级:

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;
- 同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;
- 落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 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。

■ 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。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓莹		北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
侯宇彤		北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人		张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

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