

买入

2024年11月7日

中国中高端酒店行业龙头，高品质服务打造国民品牌

► **中国中高端酒店龙头，轻资产加盟快速扩张：**截止至 FY24Q2，亚朵集团总计拥有 6 个品牌，1,412 家门店，其中 30 家直营店，1382 家加盟店，客房数量总计 161,686 间。公司以轻资产加盟模式实现快速扩张，是中国领先的中高端酒店品牌。此外，公司着力发展场景零售，创立场景零售品牌 Atour Market 亚朵百货，业务增长迅猛，已逐步成为公司业绩增长的第二曲线。2023 年公司总收入为 22.63 亿元，其中加盟酒店业务收入占比约六成。

► **专注提升住宿体验，会员体系建设完善：**通过为消费者提供高质量的服务及完善的会员体系运营，亚朵会员数量实现迅速增长，24Q2 数量超过 7,600 万，企业协议销售间夜量占比达到 19.3%，同比 +0.9pct。其会员复购率从 2019 年 45% 提升至 2022 年 58%。

► **恢复情况行业领先，运营能力获得验证：**2020-2022 疫情影响期间，公司运营数据总体保持良好，并于 2023 年实现迅速恢复，RevPar 恢复增长至 2019 年的 114%，为同业公司内领先水平，体现出公司较强的运营能力。

► **中高档酒店增长迅速，亚朵酒店占比最高：**当前，年轻消费者以逐步成为消费市场的主力，对于个性化、体验式消费更有支付意愿。以及商旅出行的快速增加正在催动中国酒店行业出现结构性变化，同质化的经济型酒店占比逐渐降低，中高端酒店市场成为中国酒店行业增速最高的细分市场，目前，中国酒店行业中高端头部品牌亚朵市占率为 11.1%，有望得到进一步发展。

► **首次覆盖予以“买入”评级，目标价 32.5 美元：**公司是中国中高端酒店行业的龙头企业，23 年初公司提出“中国体验，两千好店”的目标，当前公司规模对比海内外酒店业巨头仍然较小，预计门店增速仍将维持较高水平。我们预测亚朵酒店 2024/2025/2026 年净利润分别达 12.4/16.5/20.9 亿人民币。首次覆盖给予“买入”评级，参照美/港股的酒店行业公司估值，按 2024 年净利润的 26 倍 PE 测算，目标价 32.5 美元，较目前股价上行空间 23.1%。

► **风险提示：**公司加盟门店扩张速度不及预期；行业竞争加剧，门店经营数据表现不及预期；消费者对中高端酒店需求不及预期。

李卓群

++852-25321539

Grayson.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

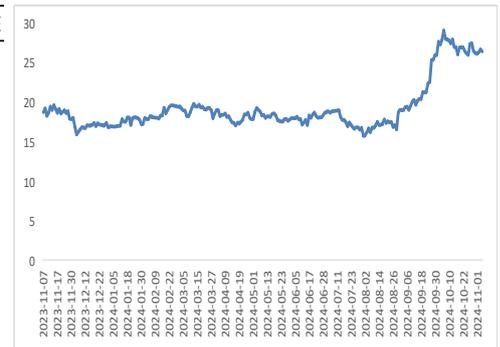
行业	酒店
股价	26.4 美元
目标价	32.5 美元 (+23.1%)
股票代码	ATAT.US
已发行股本	4.13 亿股
总市值	36.33 亿美元
52 周高/低	29.15 美元/14.61 美元
每股净资产	0.90 美元/股
主要股东	王海军 (22.1%) 携程 (13.6%) 德晖投资 (11%)

表：盈利摘要

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入(人民币-百万元)	2,263	4,666	6,966	8,814	10,536
变动 (%)	5.4%	106.2%	49.3%	26.5%	19.5%
归母净利润(人民币-百万元)	98	737	1,232	1,616	2,033
变动 (%)	-32.4%	651.4%	67.1%	31.2%	25.8%
每股盈利(人民币-元)	0.26	1.78	2.96	3.88	4.88
变动 (%)	-36.1%	591.2%	66.6%	31.2%	25.8%
每股ADS收益(美元-元)	0.1	0.7	1.2	1.6	2.0
市盈率@26.4美元/ADS	245.4	35.5	21.3	16.2	12.9

资料来源:公司资料,第一上海预测

股价表现



资料来源:彭博

亚朵酒店：中高端酒店行业龙头，高品质服务打造国民品牌

公司简介：

公司是中国中高端连锁酒店领先企业

亚朵集团成立于 2013 年 2 月，其创始人为王海军先生。公司旗下拥有亚朵酒店、亚朵 S 酒店、亚朵轻居、亚朵 X 酒店、Z Hotel、A. T. HOUSE 六大住宿品牌，以及场景零售品牌 Atour Market 亚朵百货，并已孵化三大原创生活方式品牌，包含“a TOUR PLANET 亚朵星球”、“SAVHE 萨和”，以及“Z2GO&CO.”。

截至 2024Q2，亚朵集团旗下已开业酒店数量 1,412 家，客房数量达 161,686 间，储备酒店数达 712 家，注册会员数超过 7,600 万。根据 Brand wisdom 进行的独立调研，自 2017 年起亚朵总体客户满意度为六大主流中高端连锁酒店的第一名。

图表 1：亚朵酒店品牌概况

品牌名称	品牌标志	定位	客房面积 (平方米)	ADR (元) 2023年	门店总数 2024年Q2	房间数量 2024年Q2
亚朵		中高端	25-35	450	1,063	122,944
亚朵S	亚朵 S 酒店	高端	27-35	618	71	10,421
亚朵轻居	ATOUR 轻居 LIGHT 居	中端	18-25	430	123	11,615
亚朵X	亚朵 X 酒店	中高端	25-35	463	153	16,440
ZHOTEL		高端	25	535	1	52
A.T.House		豪华	30	752	1	214
总计					1,412	161,686

资料来源：公司公告，公司官网，第一上海整理

图表 2：亚朵场景零售品牌概况

品牌名称	品牌标志	品牌理念
亚朵星球 (αTOUR PLANET)		亚朵星球(αTOUR PLANET)是亚朵集团旗下，以睡眠为核心的全天休眠场景品牌。品牌以“裸”为核心理念，崇尚极度舒适的天然材质，打造0束缚的裸睡感。贯穿睡前、睡中、睡后的全休眠弧线，专注于挖掘用户的多元睡眠需求，提供产品、内容及服务。
Z2GO&CO.		Z2GO&CO.为亚朵集团旗下专注于提供消费者在途的全方位解决方案。设计简洁直观，兼顾高品质与实用功能，彰显用户个性，让每一次出行都成为得体而不失态度的自我表达。
萨和 (SAVHE)		SAVHE在云南傣语里，“萨和”意为“呼吸”。为亚朵集团旗下，关注消费者从内而外放松身心的气味美学品牌。萨和汲取自然的治愈力量，以云南的自然野生风物为灵感，为都市里奔忙的人们，打造从美好呼吸开始，呵护身体，放松身心的气味美学体验。

资料来源：公司公告，公司官网，第一上海整理

发展历史：

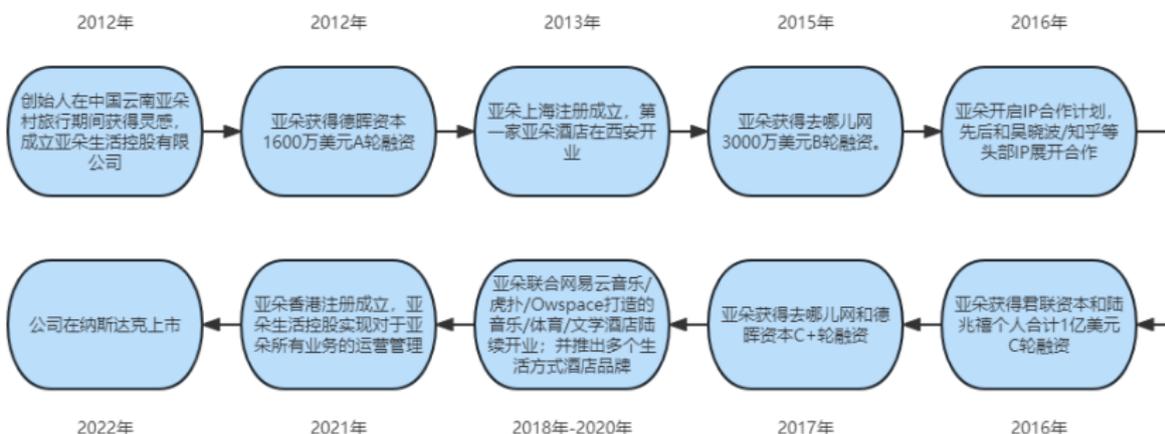
公司创始人在旅行中偶然获得灵感，创立亚朵品牌。

2012 年，创始人王海军在一次旅行中被亚朵村的自然与淳朴氛围所触动，同年于开曼群岛成立了亚朵生活控股有限公司，并于 2013 年在西安开设了首家以“亚朵”命名的酒店。此后，公司于 2014 至 2016 年间完成了 A/B/C 轮融资，融资额分别达到 500 万、3000 万及 1 亿美元。

2016 年，亚朵开启了品牌多元化战略，与多个头部 IP 展开合作，并联手网易云音乐、虎扑等平台，打造出音乐、体育、文学等主题酒店，以满足不同客户的个性化需求。同时，公司也加速融资，吸引了君联资本、陆兆禧个人、去哪儿网和德晖资本等多轮投资。

受酒店业规模竞争化及中高端市场机遇的影响，亚朵稳步扩店并加快上市步伐。2020 年 1 月，公司拟申请 A 股创业板上市，2021 年 3 月，公司注册成立亚朵香港，实现对所有业务的运营管理。2021 年 6 月，亚朵赴美 IPO，最终在 2022 年 11 月 11 日成功在美国纳斯达克上市，成为中国新住宿经济的第一股。

图表 3：亚朵集团发展历史



资料来源：公开资料，第一上海整理

高管团队：

公司创始人及核心团队具备丰富的酒店及其他行业从业经验。

公司创始人王海军毕业于燕山大学旅游管理专业，毕业后即进入酒店行业，曾就职于如家、锦江之星、格林豪泰等酒店。2004年，王海军和季琦（华住酒店集团创始人兼董事长）一同创业，建立汉庭酒店，担任华住集团的执行副总裁。2012年3月王海军从华住集团离职寻求创业机会，5个月 after 在云南怒江亚朵村旅游时得到灵感，随后注册成立亚朵公司。目前公司核心管理团队均具有丰富的酒店、OTA等相关行业从业经验，为上市后的管理优化与公司的进一步发展扩张提供良好基础。

图表 4:亚朵酒店高管团队

高管	职位	出生年份	简介
王海军	创始人，董事会主席兼首席执行官	1977	王海军毕业于燕山大学，获中欧国际工商学院EMBA学位。在2013年创立亚朵之前，王先生曾担任华住酒店集团有限公司执行副总裁。在2005年加入H World之前，王曾在如家酒店、锦江酒店以及其他知名酒店公司工作。
张迅	联席首席运营官	1971	自2021年起担任首席运营官，自2022年起担任联席首席运营官，毕业于重庆工业大学。于2013年加入亚朵，并于2013年至2021年先后担任多个职位，包括区域总经理、酒店事业部首席运营官、首席客户官和首席执行官办公室负责人。2007年至2013年曾担任华住酒店集团的酒店经理和区域经理，此前还为中国重庆多家知名的当地度假酒店工作。
陈刚	联席首席运营官	1980	自2022年起担任联席首席运营官，毕业于浙江工商大学。于2018年加入亚朵担任副总裁。并于2019年晋升为高级副总裁。此前，陈先生曾任住友酒店管理有限公司副总裁。
王寿东	联席首席财务官	1978	自2021年起担任联席首席财务官，毕业于复旦大学。曾于2019年至2020年担任国际天食集团(现上海小南国)首席财务官。此前曾在百思买商业(上海)有限公司和有限公司财务部任职。
吴健锋	联席首席财务官	1986	2023年起担任联席首席财务官，2008年获清华大学经济管理学院经济学学士学位，负责资本市场事务，包括投资者关系和融资相关事务，并负责为我们的董事会提供行政和其他支持。曾在招商银行国际资本有限公司工作八年，担任财务部董事总经理、投资银行业务管理委员会成员和消费者部门负责人。在2015年之前，曾自2008年起在瑞银证券股份有限公司投资银行部任职。
高丽君	首席合规官	1984	自2023年起担任首席合规官，自2021年起担任董事，毕业于上海师范大学。于2013年加入亚朵，2015年1月至2018年10月担任总法律顾问，2018年1月到2022年12月担任负责法律事务的副总裁。高女士拥有十多年的法律实践经验，专门从事企业融资、风险管理和合规监管。
陆宏	高级副总裁兼董事	1976	自2021年起担任高级副总裁兼董事，毕业于福州大学，并在纽约理工学院获得MBA学位。于2019年加入亚朵，并于2019年至2020年担任副总裁。曾任厦门三五互联科技股份有限公司副总经理兼董事会秘书，山东中际电工装备股份有限公司副总经理兼董事会秘书，以及高澜股份董事会秘书。

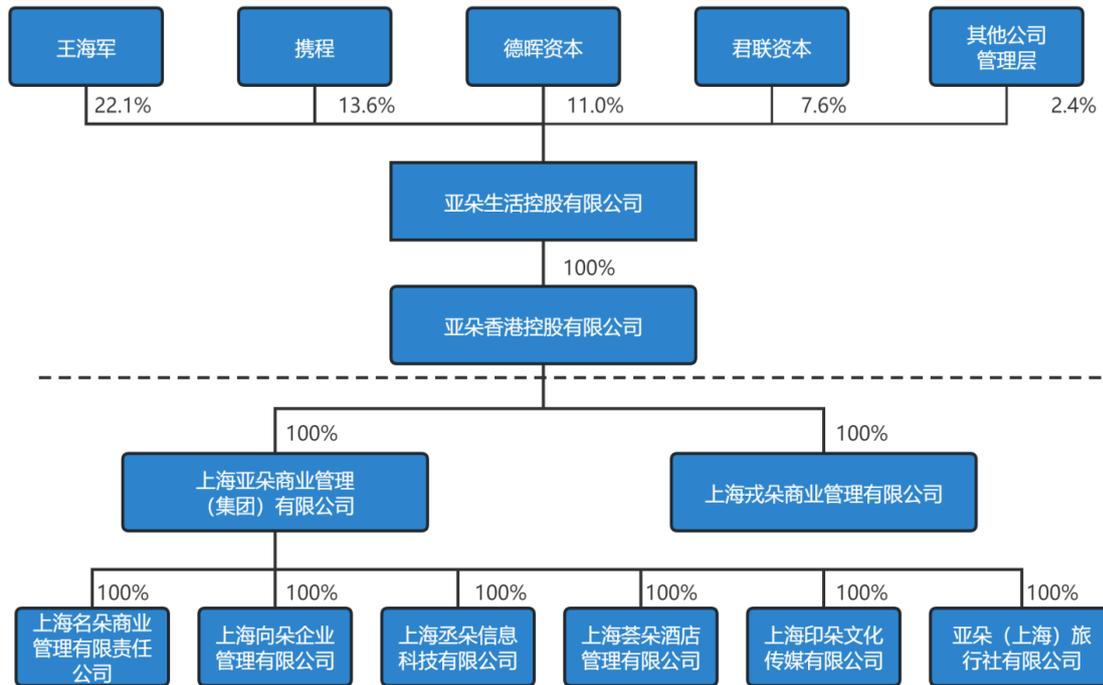
资料来源：公司官网，第一上海整理

股权结构：

公司股权结构稳定，创始人具有决定权。

截至2024年6月12日公司公告，公司最大股东为创始人王海军，持股比例为22.1%，拥有投票权69.9%，在公司重要决策上具有决定权。2024年6月12日君联资本进行旧股配售后股权比例下降至7.6%，假设超额配售权完全行使则下降为6.5%，公开发行价格为每股ADS16.90美元，较6月11日收盘价每股ADS17.13美元折让约1.3%，总配售规模约1.94亿美元（假设超额配售权全部行使）。前四大股东合计约持有54.3%股份。

图表 5:亚朵集团股权结构

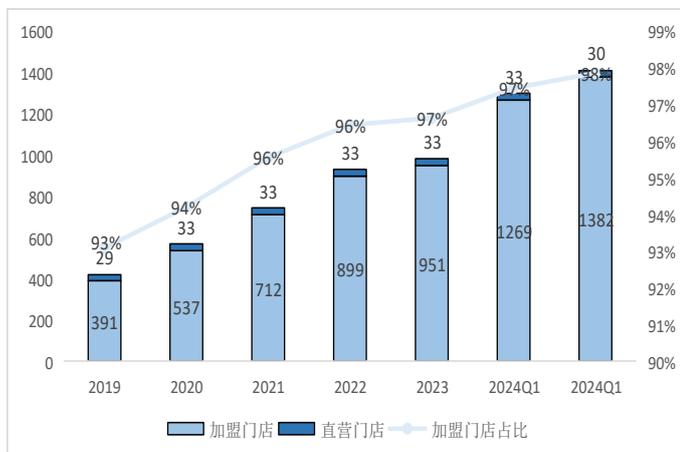


资料来源：公司公告，第一上海整理

业务模式：

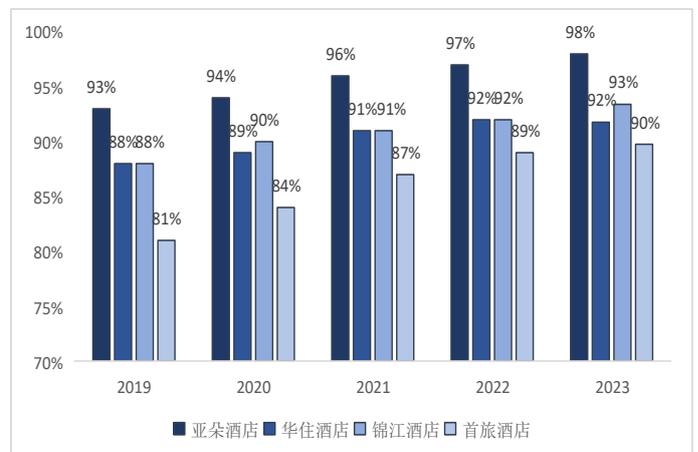
公司主要以加盟模式进行扩张。公司主要以加盟模式实现快速扩张。公司发展早期通过租赁物业开始新门店，成功跑通单店模型后，则主要以吸引加盟商加盟的方式实现规模的快速扩张，截止到 FY24Q2 目前公司旗下拥有 30 家直营店，1,382 家加盟店，其中加盟店门店数量占比为 98%，此外，目前公司有 712 家筹备中门店，预期未来公司仍将主要以加盟模式快速推动门店网络的扩张。

图表 6：2019-2023 年加盟酒店门店数量占比



资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 7：2023 年同业公司加盟门店占比



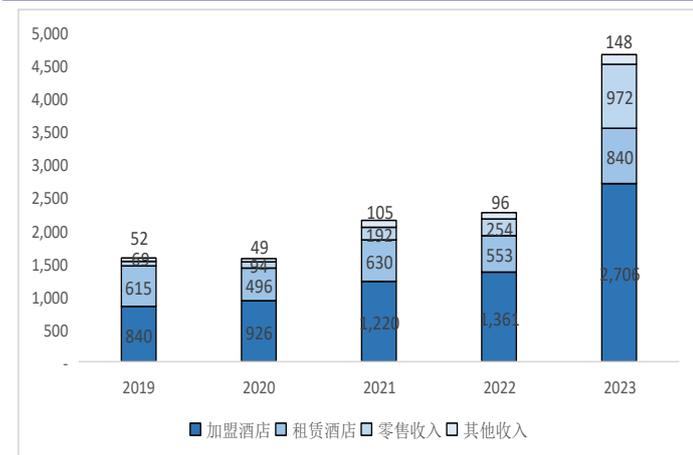
资料来源：公司公告，第一上海整理

公司管理加盟酒店收入占比最高，零售业务收入增速最快，毛利率最高。持续加盟费用为公司主要的利润来源

管理加盟酒店收入贡献接近六成，为主要收入来源。2023 年公司总收入为 46.7 亿元，其中加盟酒店/直营酒店/零售收入/其他收入分别为 27.1 亿元/8.4 亿元/9.7 亿元/1.5 亿元，占比 58.0%/18.0%/20.8%/3.2%。就毛利率而言，零售业务及其他收入毛利率最高，加盟模式次之，直营模式最低，2023 年加盟酒店/直营酒店/零售及其他收入的毛利率分别为 43.3%/15.8%/47.2%。

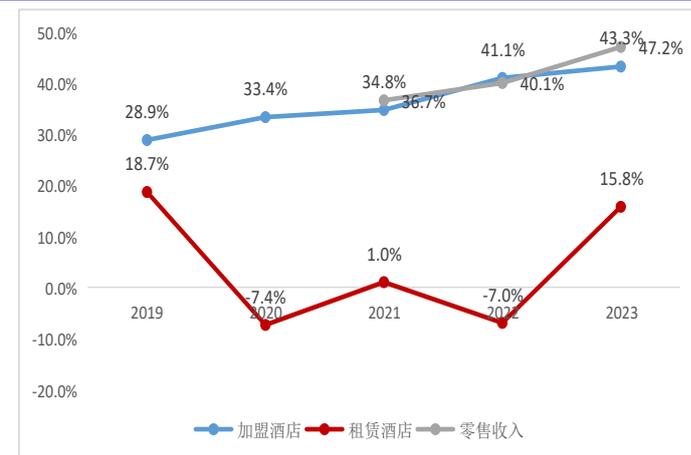
FY2024Q2 公司总收入为 18.0 亿元，其中加盟酒店/直营酒店/零售收入分别为 10.3 亿元/1.80 亿元/5.4 亿元/0.5 亿元，占比 56.9%/11.4%/28.4%/3.2%，零售业务占比快速提高，且毛利率提升至 50.5%。

图表 8：2019-2023 公司收入结构



资料来源：公司公告，第一上海整理

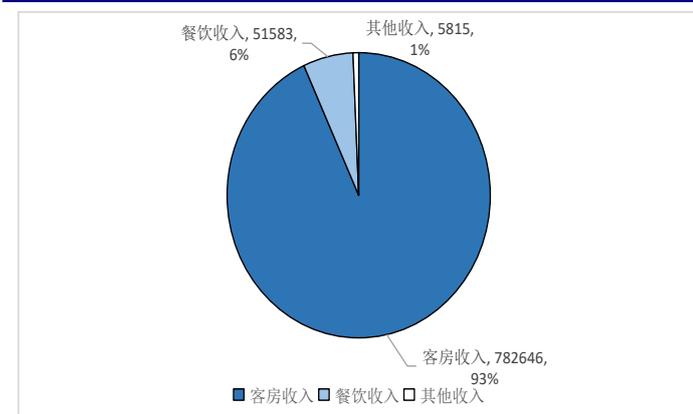
图表 9：2019-2023 公司业务毛利率



资料来源：公司公告，第一上海整理

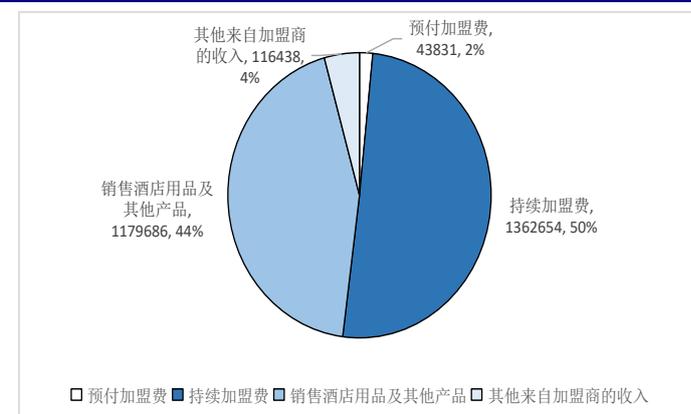
进一步拆分来看：直营酒店收入主要包括客房收入、餐饮收入和其他收入三部分，2023 年分别占直营业收入的 93%/6%/1%。加盟酒店收入主要包括预付加盟费用，持续加盟费用、销售酒店用品及其他产品及其他来自加盟商的收入，分别占加盟门店收入的 2%/50%/44%/4%。

图表 10：2023 年公司直营门店业务收入结构



资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 11：2023 年公司加盟门店业务收入结构



资料来源：公司公告，第一上海整理

加盟酒店收入由首次加盟费、持续加盟费、酒店及其他用品销售和其他收入构成。首次加盟费方面，主要包含首次体系加入费用（按房间数量收取）、工程指导费、技术系统安装费以及流动图书馆筹建费。持续加盟费方面，主要包括持续特许经营

和管理费、酒店经理费和中央预订系统使用费和维护费。持续特许经营和管理费按照每年酒店营业额的 6%或 8%收取，中央预定系统收费为收入的 6%（上限为全部收入的 3.5%），除此之外还有工程指导费、财务指导费等。酒店及其他用品销售主要系供应链采购收入（新加盟酒店前期装修相关收入为主），2023 年占整体加盟收入的 44%，但其毛利率较低，并非核心利润贡献项。

图表 12:2023 年亚朵酒店加盟收费明细费用

项目	亚朵S	亚朵	亚朵X	亚朵轻居
加盟期限	10年			
体系加入服务费	按实际房间数收取 8,000元/间	按实际房间数收取5,000元/间		
履约保证金	一次性收取10,000元，合同期满后无息返还			
工程指导费	80,000元/店			
技术系统安装费	10,000元/店			
流动图书馆筹建费	50,000元/店			30,000元/店
加盟管理费	营业总收入*8%=品牌使用费2%+管理费6%	营业总收入*6%=品牌使用费2%+管理费4%		
酒店总经理费	30,000元/月（首年）	一类城市：30,000元/月（首年） 二类城市：25,000元/月（首年） 三类城市：20,000元/月（首年）		
总经理助理费	15,000元/月（首年）	一类城市：12,000元/月（首年） 二类城市：10,000元/月（首年） 三类城市：9,000元/月（首年）		
财务指导费	1,200元/月			
系统维护服务费	3,300元/月			
CRS系统维护服务费	CRS收入*6%，收费上限为全部收入*3.5%			
积分技术服务费	每积分0.01元			

资料来源：公司官网，第一上海整理

较高的加盟标准帮助筛选更具实力的加盟商：一般而言，亚朵旗下品牌酒店一般开设于人流密集的商圈中，房间数一般为 80-250 间，一般每 70 间客房配备一台电梯，对于客房、公区、大堂面积按不同品牌有不同要求，均要求产权明晰，用地性质明确。较高的加盟标准将帮助公司筛选有实力的加盟商，是公司维持加盟酒店质量的重要保证。

图表 13:亚朵酒店加盟标准

	亚朵S	亚朵	亚朵X	亚朵轻居
城市及地段	一线城市：核心商圈、次核心商圈 新一线城市：核心商圈、次核心商圈 二线城市：核心商圈 靠近大型商业中心、交通枢纽、商务中心、展览中心、游乐中心、交易中心 于交通主干道有可明显辨识的酒店招牌或广告，交通方便快捷，周边有完善的餐饮及商业配套	一线及新一线城市 二线城市的一二级商圈 三四线城市的核心商圈		
建筑面积	5000-15000m ²	3500-15000m ²	3500-8000m ²	
房间数	80-250间			80-200间
客房套内面积	27-35m ²	25-35m ²		18-25m ²
公共区域面积	650-1000m ²	450-560m ²		350-500m ²
独立大堂面积 (不含餐厅及后场)	200-400m ²	150m ² 以上		
周边进出通畅 停车位基本配比	15: 100			
独立电梯	每70间客房至少配一部独立电梯			
产权清晰	土地使用权证、房产证、建设工程消防验收意见书			
用地性质	适用于酒店经营			

资料来源：公司官网，第一上海整理

行业概况

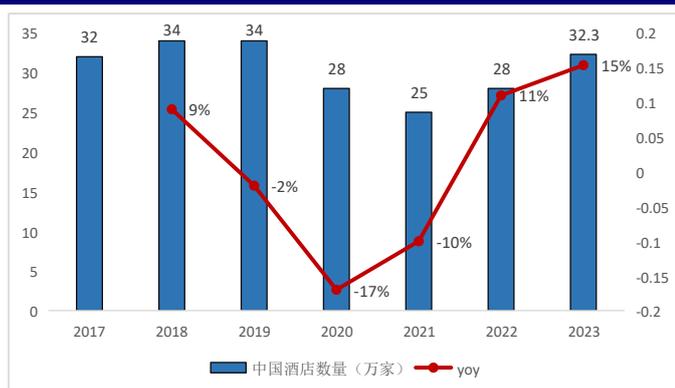
连锁化：疫情导致行业出清，连锁化率不断提升

在疫情影响下，连锁酒店表现明显好过单体酒店，中国酒店行业连锁化率不断提升。

由于新冠疫情影响，中国酒店行业受到严重冲击。根据盈蝶咨询数据，2023 年国内酒店住宿业酒店数、客房数分别 32 万家、1650 万间，仍较 19 年同期分别低 5%、6%；当中连锁酒店、单体酒店客房数分别 676、974 万间，较 19 年同期分别+49.4%、-25.6%，连锁酒店房间数显著增长而单体酒店房间数反之，证明其抗风险能力明显好于单体酒店。

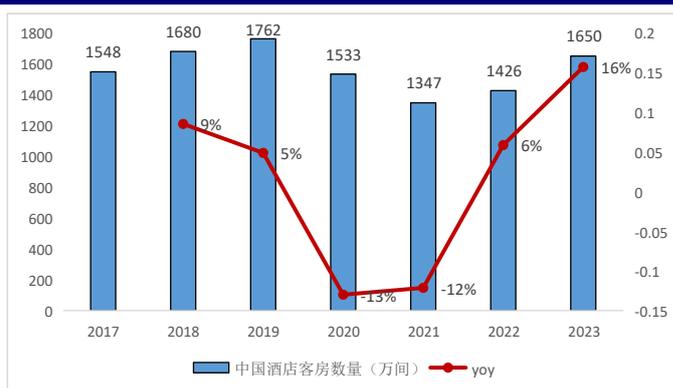
Frost and Sullivan 数据显示，2021 年到 2026 年，中国酒店客房总数将以 2.7% 的 CAGR 小幅增长，而同期连锁酒店客房供应将以 9.7% 的 CAGR 大幅增长。连锁酒店客房数长期保持增长态势，带动中国酒店行业连锁化率持续提升。2017-2023 年国内酒店连锁化率从 20% 快速提高到 41%，根据弗若斯特沙利文沙利文，预测到 2026 年，中国连锁酒店的渗透率将进一步提高至 47.8%。相较于美国疫情前约 72% 的水平仍有进一步的提升空间。

图表 14：中国酒店数量（万家）



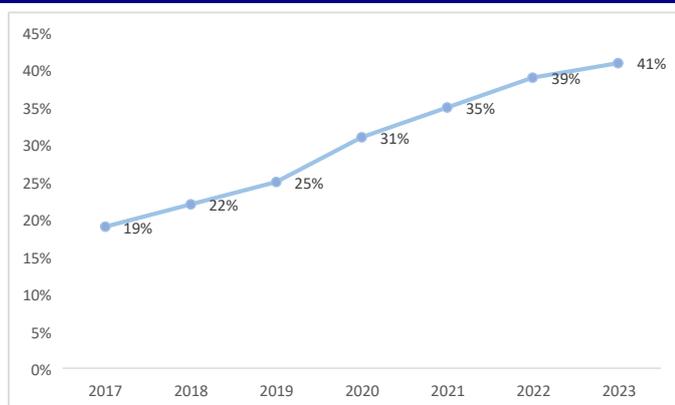
资料来源：中国饭店协会，第一上海整理

图表 15：中国酒店客房数量（万间）



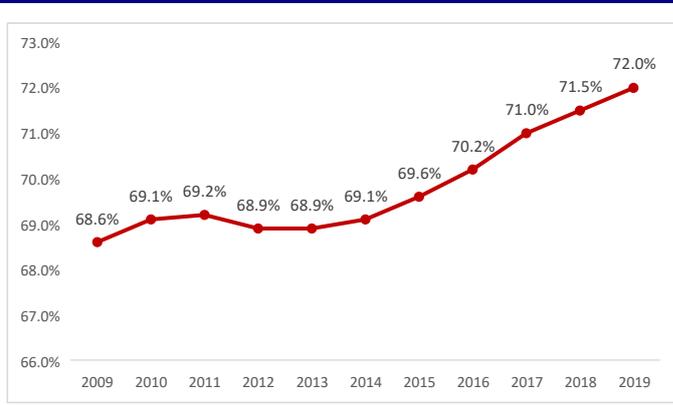
资料来源：中国饭店协会，第一上海整理

图表 16：中国酒店连锁化率



资料来源：中国饭店协会，第一上海整理

图表 17：美国酒店连锁化率



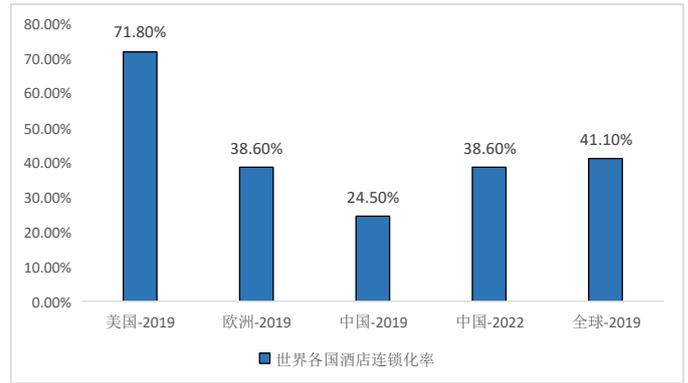
资料来源：STR，第一上海整理

图表 18: 中国酒店连锁化率-2



资料来源: 弗若斯特沙利文, 第一上海整理

图表 19: 世界各国酒店连锁化率



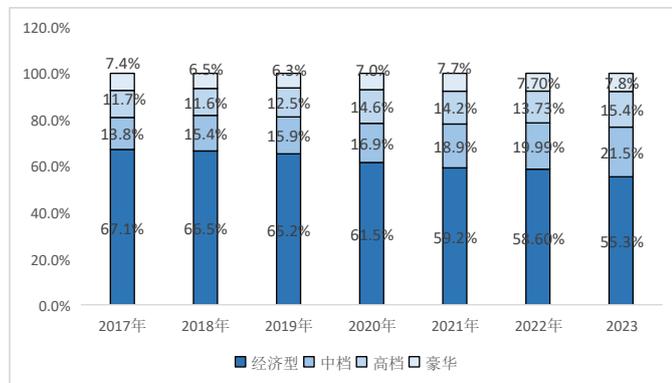
资料来源: STR, 第一上海整理

高端化: 需求驱动结构转变, 中高档次占比提升

中国酒店行业格局逐步变化, 中高端酒店数量占比逐步提高

在我国经济快速发展的初期, 经济型酒店规模伴随消费者对于酒店住宿的基本需求快速发展而迅速扩大, 长期占据中国酒店业的主要地位。伴随居民可支配收入的提升, 除最基本消费品之外, 消费者开始有能力为享受型消费买单, 对于中高端酒店的需求开始显露, 驱动中国居民人均教育文化娱乐现金消费支出快速增长。根据中国饭店协会 2017 年-2023 年的数据, 中国酒店行业的中档以上类型酒店占比持续提高, 中国酒店行业格局正在发生变化。

图表 20: 2017-2023 按档次中国酒店客房数量占比

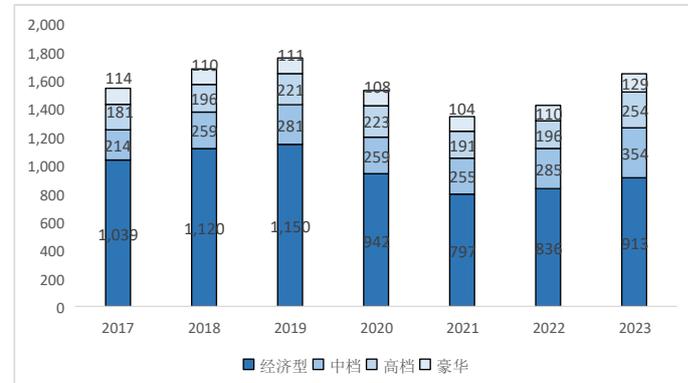


资料来源: 中国饭店协会, 第一上海整理

商务差旅需求逐步增长, 和私人旅行需求同样成为中国酒店行业发展的驱动因素。

伴随中国经济的发展, 中国酒店行业的消费者类型也逐步变化, 商务旅行消费者比重逐步增加。对比私人旅行需求, 商务旅行淡季、旺季并不明显, 酒店需求较为平稳, 且商务旅行的消费水平一般由企业的报销标准所决定, 根据 OTA 平台统计, 一二线城市的商旅报销标准平均约为 500 元, 契合中高端酒店的产品价格带。根据携程的统计和预测, 中国商旅支出长期保持高速增长并将在后疫情时代延续增长态势, 高于中国酒店行业的收入规模增速, 由商务旅行需求的增加大幅度带动了中高端酒店业的发展。

图表 21: 2017-2023 按档次中国酒店客房数量



资料来源: 中国饭店协会, 第一上海整理

图表 22: 中国商务旅行支出



资料来源: 携程, 第一上海整理

中国中高档连锁酒店市场是中国酒店增速最快的细分市场。

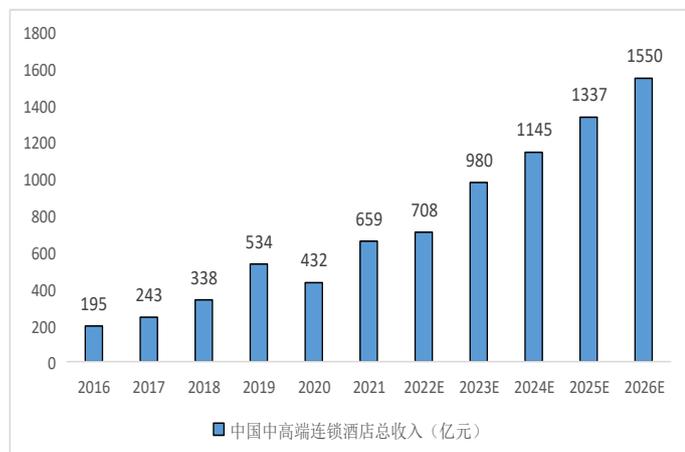
根据弗若斯特沙利文的预测, 与中国整体酒店市场相比, 中国中高档连锁酒店的总收入从 2016 年的 195 亿元人民币快速增长至 2021 年的 659 亿元人民币, CAGR 达 27.6%, 这体现出中高档酒店品牌在市场上的认同度逐步提升。受新冠肺炎疫情影响, 2020 年中国中高档连锁酒店收入同比下降 19.1%, 而中国整体连锁酒店总收入下降 36.8%。2021 年疫情态势好转, 中国中高档连锁酒店的收入从 2020 年的 432 亿元回升至 2021 年的 659 亿元, 高于 2019 年的 534 亿元。

图表 23: 中国居民现金消费支出-人均教育文化娱乐



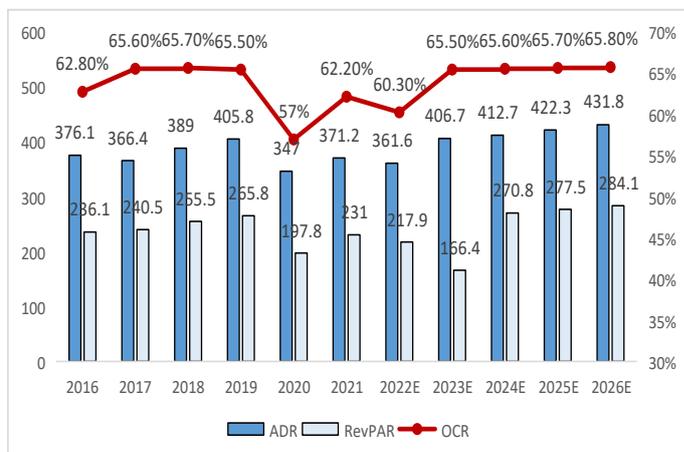
资料来源: 中国国家统计局, 第一上海整理

图表 24: 2016-2026 年中国中高档酒店总收入



资料来源: 携程, 第一上海整理

图表 25: 2016-2026 年中国中高档酒店经营业绩



资料来源: 中国国家统计局, 第一上海整理

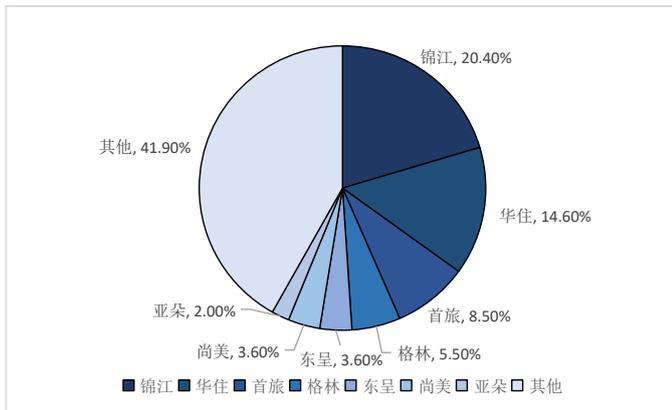
集中化: 马太效应逐步显现, 高端酒店亚朵领先

酒店行业马太效应明显, 中国高档酒店市场亚朵市占率第一, 但仍有相当的增长空间。

我国酒店行业长期处于分散状态, 正处于酒店连锁化逐步提升的阶段, 具有一定规模的连锁酒店企业逐步取代单体酒店。与此同时, 大型酒店集团对比小型酒店集团发展更加迅速, 进一步发挥其品牌、规模、管理等方面的优势, 市场份额逐年提高, 马太效应明显。

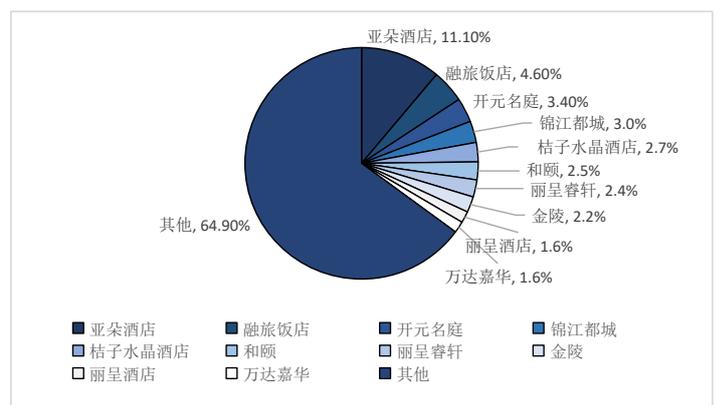
据中国饭店协会的数据, 2019-2022 年中国高端酒店市占率从 22% 增长至 25%, 其中亚朵酒店在高端市场市占率第一 (11.1%, 按房间数计), 较美国中高端 TOP1 品牌智选假日市占率的 18.76% (2015 年) 仍有一定差距。

图表 26：2022 年中国连锁酒店市场份额



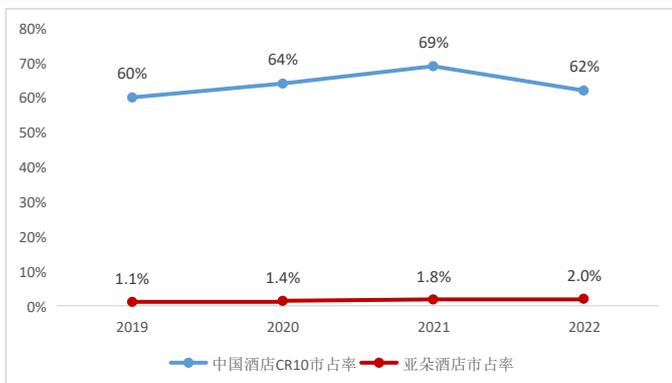
资料来源：中国饭店协会，第一上海整理

图表 27：2022 年中国中高端连锁酒店市场份额



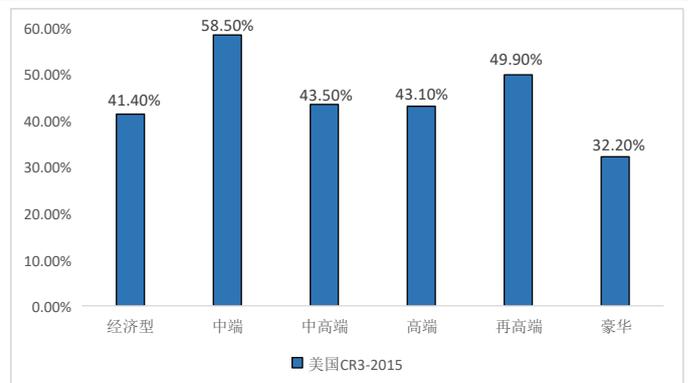
资料来源：中国饭店协会，第一上海整理

图表 28：中国酒店集团 CR10 及亚朵集团市占率



资料来源：中国饭店协会，第一上海整理

图表 29：美国不同档次酒店市场集中度



资料来源：STR，第一上海整理

竞争优势

产品服务：聚焦顾客个性需求，打造高端酒店样板

通过在软硬件上精确做加减法，亚朵实现了精准的市场定位，切入中高端酒店市场。酒店业正面临着前所未有的机遇与挑战。在这个大背景下，消费者选择的更加理性和主流消费群体年龄的下移，共同催生了酒店业结构升级的机会，新一代中高端酒店产品应运而生。亚朵通过精准的市场定位，既满足了消费者对品质和体验的追求，又在价格上比高端全服务酒店更加亲民，预示着未来酒店业发展的新方向。

图表 30:不同等级酒店服务及设施配置区别

	经济型	中端	中高端	传统五星酒店
服务数量	21	24	43	69
服务内容	早餐厅 前台服务 清洁服务(无洗衣机) 小型公共区 安保	餐厅 前台服务 清洁服务(外送洗衣) 大堂吧 安保 交通服务(仅叫车) 儿童设施 无障碍设施	餐厅(送餐服务) 前台服务 清洁服务(外送洗衣、挂烫) 大堂吧 安保 交通服务(叫车、停车场) 儿童设施 无障碍设施 商务服务(打印传真、会议室) 图书室 礼品廊 健身室	中西式餐厅(送餐服务)、行政酒廊、咖啡厅、 前台服务(外币兑换、旅游票务) 清洁服务(外送洗衣、挂烫) 大堂吧 安保 交通服务(叫车、停车场、接送服务) 儿童设施 无障碍设施 商务服务(打印传真、会议室、多媒体) 行政楼层 礼品廊 健身房、游泳池 美体(SPA、美发) 多功能宴会厅 酒吧

资料来源：公司公告，第一上海整理

亚朵通过在硬件方面的精心独特的人文环境结合丰富实用功能，满足消费者享受型需求。在整体设计上，亚朵设计，既保证成本可控，又保证酒店多使用淡雅清新的颜色，搭配大堂及客房内悬挂的酒店所在地的摄影作品以及酒店大堂的“竹居”7x24h 阅读空间，营造出“久在樊笼里，复得返自然”的人文氛围，为消费者提供了丰富的文化体验。亚朵还推出了个性化房型，如健身大床房、茶室大床房等，以及通过与网易、虎扑等品牌合作联名设计主题酒店，都体现了亚朵在产品创新和文化内涵上的不懈努力。

亚朵酒店的设计理念注重实用与美观的结合，大堂空间被合理利用，设立了咖啡简餐用餐区、社交区域、阅读空间和零售商品展示区，使得公区的利用率显著提高。在餐厅、会议室、洗衣房、健身房等功能性区域，亚朵也做到了精简面积的同时保证功能齐全，既满足了消费者的实际需求，又为加盟商提高了物业利用率。

除了传统的硬件设施的升级，亚朵还积极在数字化和智能化方面投入，通过数字化、智能化的服务功能强化消费者对品牌的科技感的认同。通过亚朵 APP、微信小程序等在线平台，消费者可以轻松办理入住、选房、续住、离店等一系列操作，大大提高了服务的便捷性。同时，酒店内配备的数字哨兵、自助入住机、智能机器人等智能化设备，在成本可控的情况下提升了服务效率，也让客户满意度得到了显著提升。

图表 31：亚朵酒店-“竹居”大堂



资料来源：网络公开资料-成都高新区亚朵酒店，第一上海整理

图表 32：亚朵酒店-“宿归”客房



资料来源：网络公开资料-南京站国展中心亚朵酒店，第一上海整理

图表 33：亚朵酒店-“相招”餐厅



资料来源：网络公开资料-昆明翠湖亚朵酒店，第一上海整理

图表 34：亚朵酒店-“汗出”健身房



资料来源：网络公开资料-深圳西丽创新谷亚朵酒店，第一上海整理

图表 35：亚朵酒店-“共语”会议室



资料来源：网络公开资料-黄山新安江畔亚朵酒店，第一上海整理

图表 36：亚朵酒店-“出尘”洗衣房



资料来源：网络公开资料-广州花都保利金融中心亚朵酒店，第一上海整理

在服务方面，基于“峰终定律”打造服务理念，致力于提供高品质的用户体验。亚朵通过精心设计的流程和服务，保障消费者的满意度。

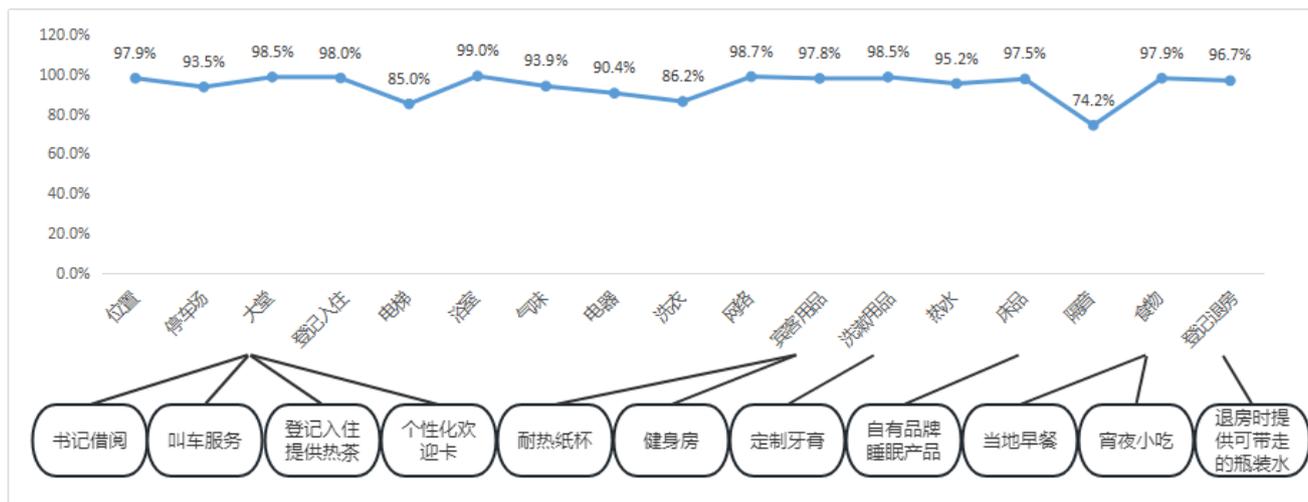
基于“峰终定律”打造服务理念，致力于提供高品质的用户体验。亚朵通过精心设计的流程和服务，保障消费者的满意度。

好的解决方案，达到或超越客户的期望。

根据峰终定律，人对于体验的评价主要受到该体验的峰值及终值所影响，亚朵据此精心设计。初见时刻：当客人疲惫地进入酒店时，亚朵的工作人员会双手奉上一杯 70℃ 的温茶，以消除客人的旅途浮躁。峰值时刻：亚朵根据不同地域特性，设计当地特色的早点。其早餐种类丰富，与五星级酒店相同，但每类单品都经过精选，受到消费者好评。终值时刻：暖心水产品。每个亚朵酒店都配有一个小的保温箱，保持饮用水在 40℃ 左右，让客户在离开时也能记住亚朵温暖舒心的体验。

此外，亚朵酒店独创了店长+政委的管理模式。店长负责酒店的日常运营管理，而政委则负责招聘、培训和打造队伍组织能力。亚朵通过全员授权、多渠道客户反馈收集和差评不过夜政策等行为反馈监督闭环来保障高品质体验服务的落实。每一位工作人员都有 500 元额度去解决用户反馈问题时所提出的合理需求，这充分调动了员工的积极性。

图表 37:亚朵基于十七个触达点位设计的服务流程



资料来源：公司公告，第一上海整理

根据 Brandwisdom 进行的独立客户调查，自 2017 年以来，公司的整体客户满意度在六大中高端酒店品牌中名列前茅。如下图所示，在确定的 17 个关键酒店客户互动和消费场景中根据 Brandwisdom 的调查，公司的服务获得了受访者最高的客户满意度评分。

会员体系：增强消费者忠诚度，降低 OTA 渠道成本

合理丰富的会员体系设计是消费者选择成为该酒店会员的主要因素之一。

会员体系门槛低，优惠权益直击痛点：亚朵会员体系在入门门槛、进阶要求设置相对较低，同时通过付费会员优惠权益直击高频商旅客群需求痛点。亚朵酒店集团会员体系分为 5 档，比华住会会员体系多一个层级。相比于一般酒店集团都会提供的免费餐食、会员积分、会员折扣等权益，亚朵酒店会员还享有额外的商城权益、生

活权益、房间定制权益。在升级成为银会员后，会员可享受 A-plus 服务，该服务旨在满足客人个性化的服务需求，客人可以在入住前设置自己的入住偏好，享受包括室温定制、香薰定制、专属浴袍浴巾等 19 项 A-plus 服务。

图表 38:亚朵集团会员体系

亚朵酒店			华住集团	
条件	可享服务	会员等级	条件	可享服务
免费注册	房价 9.2 折 预定保留至 19: 00 注册优惠券 200 元	注册会员	免费注册	房价 9.8 折 预订保留至 18:00
非会员/注册会员49元购买 或1间夜 或累计350会员积分	房价 8.8 折、预定保留至 19: 00 升级优惠券 200 元 延迟 2 小时退房券 8 张/年 赠送实付房费 1.5%的优惠券 Aplus 服务 1 套	银会员	非会员/星会员 49 元购买 或活动激活 或 3 个定级间夜	房价 9.2 折 预订保留至 19:00 延迟退房至 13:00 时租折扣 2 倍会员积分
非会员/注册会员199元购买 银会员159元购买 或6间夜 或累计2800会员积分	房价 8.8 折、预定保留至 20: 00 升级优惠券 400 元 延迟 2 小时退房券 16 张/年 赠送实付房费 2.5%的优惠券 邀请好友成为银会员 5 位/年 免费早餐券 16 张/年 Aplus 服务 2 套	金会员	非会员/星会员 219元购买 或银会员 170 元购买 或活动激活 或 10 个定级间夜	房价 8.8 折 预订保留至 20:00 延迟退房至 14:00 时租折扣 免费早餐 1 份 2.5 倍会员积分
入住36晚 或累计16800会员积分	房价 8.5 折、预定保留至 21: 00 升级优惠券 600 元 延迟 2 小时退房券 120 张/年 赠送实付房费 3.5%的优惠券 邀请好友成为金会员 3 位/年 免费早餐券 80 张/年 Aplus 服务 3 套、房型升级券 40 张 入住享夜宵 2 份，水果 1 份 生日入住优惠券、房间定制 1 次 专属拖鞋券 40 张/年	铂金会员	累计40个定级间夜 且 Noshow≤3	房价 8.5 折 预订保留至 20:00 延迟退房至 14:00 时租折扣 提前入住、客房升级 客服热线优先接听 免费早餐 2 份 2.5 倍会员积分
连续三年铂金保级成功且历史 消费累积30万元，满足条件后 限量邀请升级	房价 8 折、预定保留至 21: 00 升级优惠券 1200 元 免费延时退房至 18 点 赠送实付房费 5%的优惠券 邀请好友成为金会员 7 位/年 免费早餐券 90 张/年 Aplus 服务 6 套、房型升级券 50 张 入住享夜宵 2 份，水果 1 份 生日免费入住券、房间定制 10 次 专属拖鞋券 50 张/年 专属管家、双倍积分	黑金会员		

资料来源：公开数据，第一上海整理

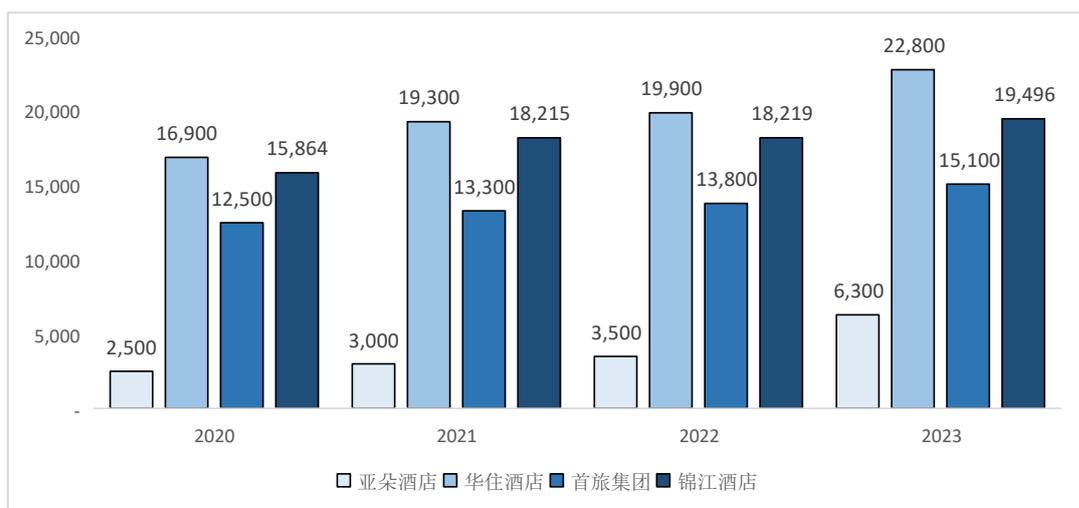
会员规模增长快，会员忠诚度高：通过公司旗下酒店为消费者提供的良好体验，结合对于会员体系的合理设置和有效运营，公司会员规模实现高速增长。截止至 FY2024Q2，亚朵已经积累了超过 7600 万的注册个人会员。

此外，亚朵集团店均会员数为 5.21 万人/店，显著领先。快速增长的会员人数及领先的店均会员数据体现出亚朵会员体系运营的强大能力，为亚朵提供稳定的客户基

基础和可观的业务机会。

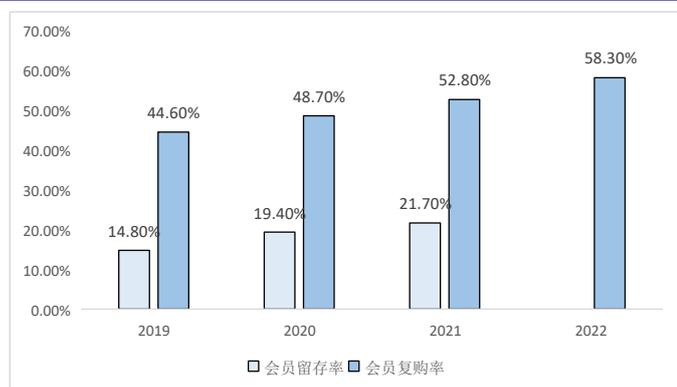
此外，亚朵酒店的会员规模不仅快速增长，而且会员忠诚度也比较高。从提供的数据来看，亚朵酒店的会员复购率和留存率都呈现出稳步上升的趋势，2019~2021 年亚朵会员的留存率（即上一年至少预订过一次客房的会员比例）分别为 15%/19%/22%。2019-2022 年，会员复购率（在同一年预订第二次客房的会员比例）分别为 45%/49%/53%/58%。这充分体现出会员对亚朵的服务和体验有较高的满意度，愿意再次选择亚朵。

图表 39：可比公司会员规模

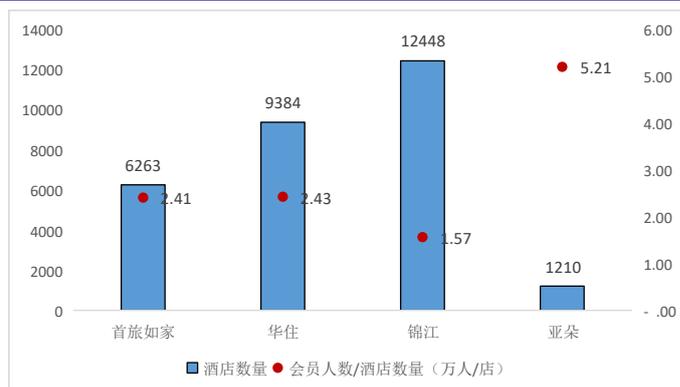


资料来源：公司资料、第一上海预测

图表 40：亚朵个人注册会员及企业注册会员数量 图表 41：酒店会员数量与酒店门店数量对比



资料来源：公司公告、第一上海整理



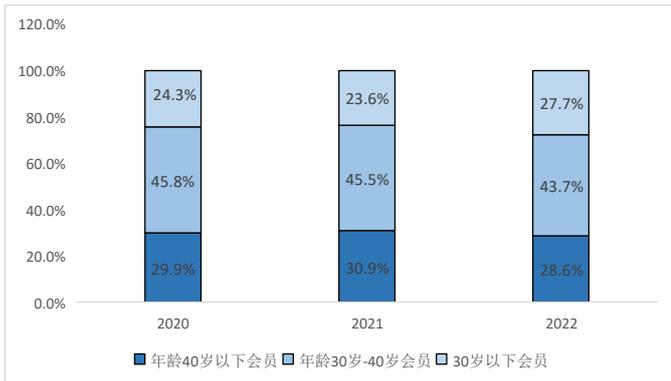
资料来源：公司公众号、第一上海整理

亚朵会员用户年轻化，商旅出行占比较高。就消费群体画像而言，亚朵的会员群体更加年轻化，商旅出行比例较高。在会员群体中，2022 年 40 岁以下(对应 80 后)会员占比 72%，其中 30 岁以下会员的占比 28%，贡献了总 GMV 的 34%；会员群体中，年轻会员数量增速 17-22 年 CAGR 达到 74.9%，高于会员整体 CAGR 27%。我们认为一方面会员构成印证亚朵年轻化的设计理念和富有人文关怀的运营方式在获取、积累年轻用户方面具有优势。另一方面随着年轻用户更多成为酒店消费主力军，他们的消费习惯和偏好对市场趋势有着重要影响，为亚朵的品牌力提升和规模扩大将具

备更坚实基础。

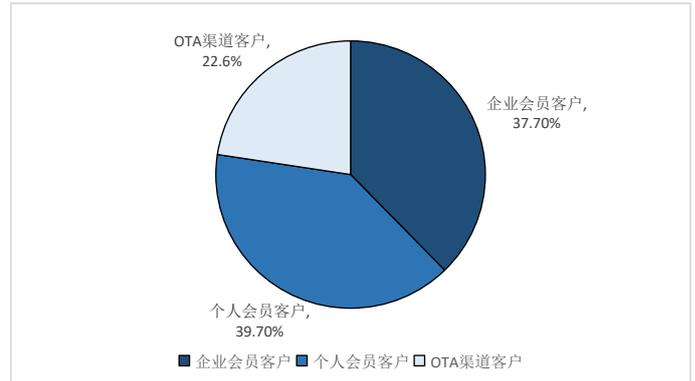
就消费群体的商旅化而言，公司 80%的客户为商旅群体。截止至 FY2023，公司共有 8000 多个企业客户协议，涵盖了互联网、医药、新能源、金融等热门行业。企业协议的开拓有利于补充稳定、优质的客源，恢复入住率，促进公司 CRS 收入比例提升。通过对于企业客户的积极开发，2021 年亚朵企业会员贡献了 37.7%的间夜量，与个人会员贡献的 39.7%的间夜量已相差不大，企业会员贡献已经成为公司重要的增长来源。商旅消费者占比逐步提高，有助于夯实公司中高端商旅酒店的品牌形象。

图表 42：公司客户年龄结构



资料来源：公司公众号、第一上海整理

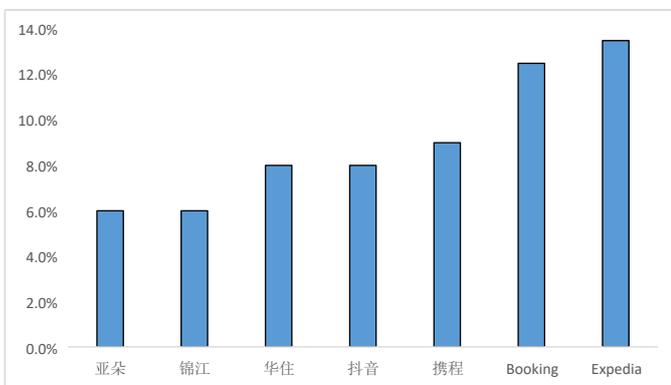
图表 43：2021 年亚朵酒店间夜销售渠道拆分



资料来源：公司公众号、第一上海整理

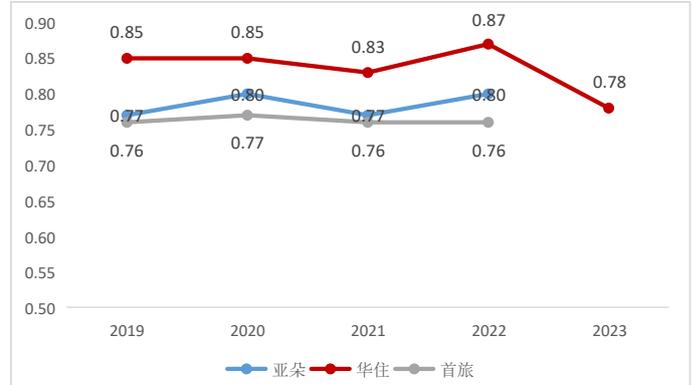
提升直销比例，降低渠道成本：公司依赖 A 卡会员体系构建直销渠道，提升 CRS 系统销售收入占比，用户通过手机 APP 和微信小程序等手段。2019-2023 年公司直销比例维持在 77%-80%。公司直销占比对比行业内领先公司华住酒店集团仍有一定的提升空间。完善的直销体系有助于减少对 OTA 渠道的依赖，降低加盟商运营成本，对于潜在加盟商更具吸引力。同时，公司通过 CRS 系统向消费者销售酒店比例逐步提高，可以帮助公司收取更多的 CRS 佣金，当前亚朵施行 CRS6%佣金比率，最高不超过收入的 3.5%。

图表 44：各平台酒店抽佣对比



资料来源：公司公众号、第一上海整理

图表 45：亚朵酒店与行业公司直销模式占比



资料来源：公司公众号、第一上海整理

零售业务：场景零售迅速发展，贡献第二增长曲线

公司是中国酒店行业第一家开展场景化零售业务的公司，以自有品牌提供居家、旅行等相关产品，收入增长迅速。

亚朵集团是中国酒店行业第一家开展场景化零售业务的公司，公司主要以三个自有品牌亚朵星球 α TOUR PLANET、萨和 SAVHE 以及 Z2GO&CO 为客户提供床品、香水和旅行必需品等种类产品，在酒店客房和公共区域嵌入众多购物场景为消费者提供亚朵酒店同款产品。截至 2023 年 3 月末，公司共拥有 2584 个场景零售 SKU，其中 54.6% 是公司自行设计的。

消费者通过在亚朵品牌酒店入住，可以亲身感受商品品质，满足消费者“先体验，后购买”的消费心理，酒店大堂有房间内同款产品陈列出售，同时亚朵也提供线上购买方式，消费者可以通过小程序“亚朵生活馆”及天猫、京东、小红书等电商平台购买，实现酒店流量的多重变现。

图表 46：亚朵场景零售品牌概况

品牌名称	品牌标志	品牌理念
亚朵星球 (αTOUR PLANET)		亚朵星球(αTOUR PLANET)是亚朵集团旗下，以睡眠为核心的全休眠场景品牌。品牌以“裸”为核心理念，崇尚极度舒适的天然材质，打造0束缚的裸睡感。贯穿睡前、睡中、睡后的全休眠弧线，专注于挖掘用户的多元睡眠需求，提供产品、内容及服务。
Z2GO&CO.		Z2GO&CO.为亚朵集团旗下专注于提供消费者在途的全方位解决方案。设计简洁直观，兼顾高品质与实用功能，彰显用户个性，让每一次出行都成为得体而不失态度的自我表达。
萨和 (SAVHE)		SAVHE在云南傣语里，“萨和”意为“呼吸”。为亚朵集团旗下，关注消费者从内而外放松身心的气味美学品牌。萨和汲取自然的治愈力量，以云南的自然野生风物为灵感，为都市里奔忙的人们，打造从美好呼吸开始，呵护身体，放松身心的气味美学体验。

资料来源：公司官网，第一上海整理

图表 47：亚朵场景零售 SKU 数据



资料来源：公司公众号、第一上海整理

图表 48：亚朵酒店大堂零售区域示例



资料来源：网络公开信息-上海安亭亚朵酒店、第一上海整理

2019 年公司“亚朵生活”已分别在天猫、京东等线上渠道开设官方旗舰店，2021 年线上初次爆发，GMV 突破 2 亿，2022 年公司推出深睡枕 PRO、深睡控温被、深睡床垫等多个新品，其中出圈爆品“深睡枕 PRO”销量领跑主流电商平台。2023 年抖音渠道及新品放量显著，线上渠道的放大器作用显著体现，规模迅速攀升至 10 亿，而近期公司新品夏凉被同样受到市场追捧，4 月天猫销售额占比超 5%，5 月抖音快速上升至第二大 SKU（按单链接计算），亚朵零售逐步形成多品类、多平台

的运营能力。在 2024 年 6·18 购物节中，公司线上全渠道累计支付金额达 3.1 亿元，同比增长 230%，其中被子新品增长 15 倍，并获得多平台单品/细分类目第一。

值得注意的是，2021 年天猫 618 销售中，亚朵场景零售业务 GMV 的 65.8%来自之前没有入住过亚朵酒店的客户，这部分新的消费者通过零售产品接触亚朵，形成对亚朵良好的品牌印象，未来将更倾向选择入住亚朵品牌的酒店，亚朵零售品牌的兴起，不仅直接为公司贡献收入，也实现了酒店与零售的相互导流。

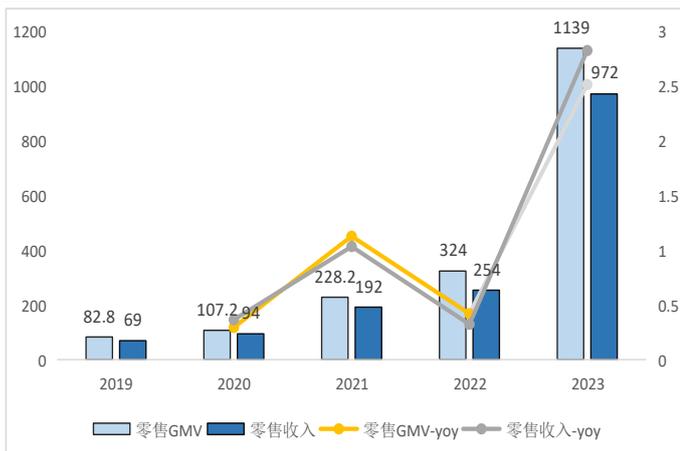
图表 49：亚朵星球 618 战报

线上GMV (亿元)	3.1	线上平台	yoy	排名
		天猫	210%	枕头/被子行业单品第一
线上GMV- YOY	230%	京东	210%	床上用品/枕头/被子行业单品第一
		抖音	260%	床上用品品牌第一；床上用品/枕头/被子行业第一
		官方小程序	150%	

资料来源：公司官网，第一上海整理

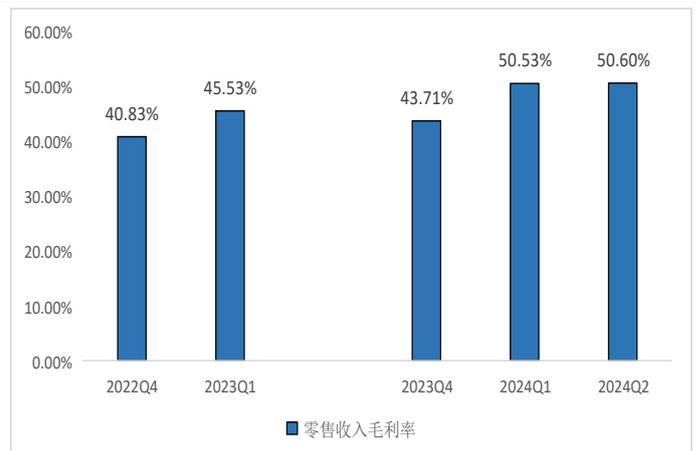
2023 年，亚朵零售业务产生 GMV/收入 11.4 亿元/9.7 亿元，同比大幅度增长 253%/283%，零售业务收入占总收入比重逐年增长至 20.8%，2024 年 Q2，公司零售业务产生收入 5.4 亿元，零售业务收入占总收入比重进一步增长至约 30%。与 2019 年相比，当时零售业务收入仅占公司总净收入的 4.1%。亚朵公司在零售业务方面表现出色，成功打造了品牌第二增长曲线。过去几年，亚朵零售业务的毛利率也稳中有升，从 2022Q4 的 40.83%，提升至 2024Q2 年的 50.5%，显示出公司在提升盈利能力和优化成本结构方面的努力。

图表 50：公司零售业务 GMV 及收入增长



资料来源：公司公告，公司公众号，第一上海整理

图表 51：公司零售业务毛利率



资料来源：公司公众号，第一上海整理

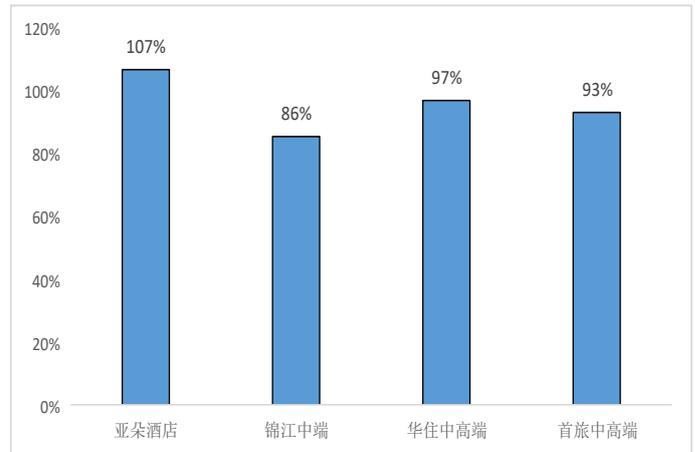
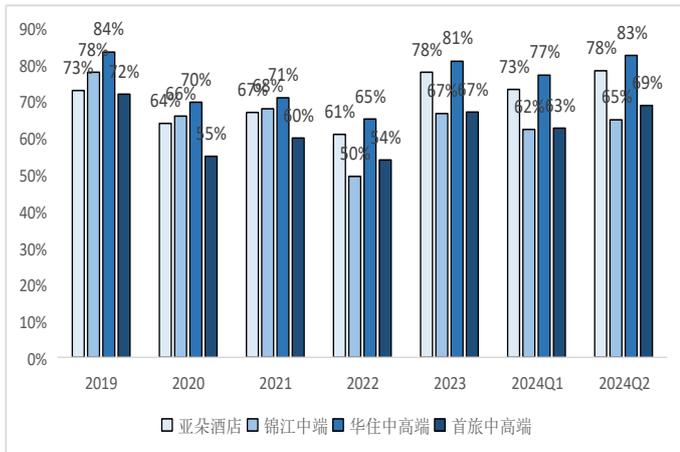
运营能力：运营数据行业领先，总体超过疫前水平

入住率恢复水平领先同行，与可比公司差距逐步缩小。通过 FY2019-FY2024Q2 年的 OCC 数据可观察，亚朵酒店的入住率与行业标杆华住集团相差较小，首旅中高端与锦江中端则与华住及亚朵拉开明显差距。2023 年，公司入住率为 78%，略低于华住

中高端 OCC 的 81%，但已恢复为 2019 年的 107%，与其他连锁酒店品牌相比明显恢复较快。

图表 52: 2019 年至 2023 年可比公司 OCC

图表 53: 各公司 2023 年较 2019 年 OCC 恢复率



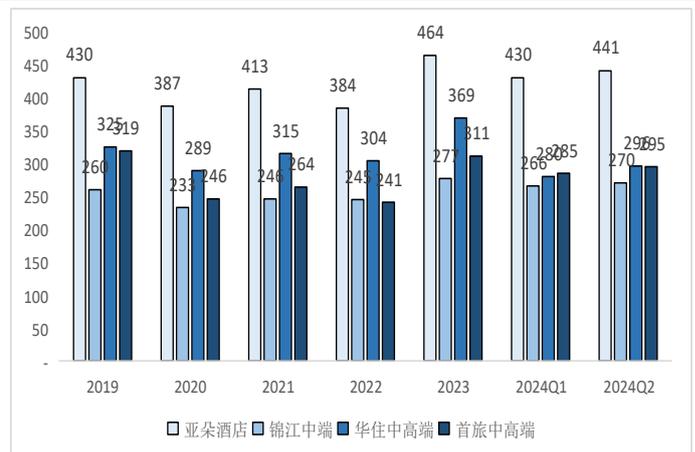
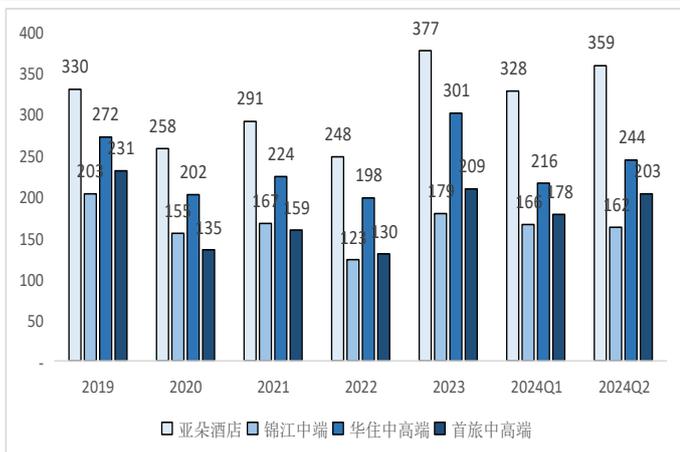
资料来源: 公司公众号、第一上海整理

资料来源: 公司公众号、第一上海整理

RevPAR 和 ADR 显著高于可比公司，恢复速度亮眼。截至 2023 年底，公司的 ADR 为 464 元，恢复至疫情前 108%，在 ADR 和 OCC 的同步快速恢复带动下，2023 年公司的 RevPAR 为 377 元，恢复至疫情前 114%。遥遥领先于其他中高端酒店品牌。尽管疫情对于酒店行业整体造成了严重影响，但公司凭借独特的理念、周到的服务，成功获得消费者的青睐，并在中高端酒店市场扎根，使公司在疫后各项经营指标持续向好，确保公司的盈利能力。

图表 54: 2019 至 2024Q2 可比公司 RevPar

图表 55: 2019 至 2024Q2 可比公司 ADR



资料来源: 公司公众号、第一上海整理

资料来源: 公司公众号、第一上海整理

门店扩张: 门店模型表现高效, 加盟合作回报优秀

亚朵旗下酒店对比行业龙头旗下品牌虽前期单房固定投入较低，但更加强调人力成本的投入，以此维持较高的 ADR 和 OCC 水平，并获得较短的投资回收期。打造高效的单店模型与加盟商实现合作共赢的是亚朵快速增长、长期存续的基础。通过亚朵和亚朵轻居和中国酒店行业巨头华住酒店集团旗下品牌（桔子水晶&全季）作对比，我们可以发现亚朵门店模型的特色。在亚朵主品牌和华住集团的中高端酒店桔子水晶对比中。我们发现在前期的投入上，亚朵投入更少门槛更低（含公区单房造价 13.5 万元 vs 桔子水晶 16 万元），在运营方面，亚朵酒店人房比高于

同档次酒店平均水平，达到 0.23-0.28，桔子水晶为 0.2；此外，亚朵酒店使用双店长制度，双店长的总计工资水平显著高于一般酒店的单店长工资水平，亚朵通过加大在人力方面的投入，以更高水平的服务水准保证在前期投入稍低的情况下，维持亚朵酒店较高水平的ADR。通过对于各品牌酒店加盟信息的测算，亚朵酒店的回本周期为 3.9 年，好于桔子水晶的 4.4 年。

亚朵集团于 2016 年推出亚朵轻居作为中端酒店品牌，2023 年 5 月，亚朵轻居迭代至 3.0 版本，通过产品模块化、供应链资源优选和营运成本优化等手段，降低了单房造价和日常运营成本，缩短了工期，同时丰富了入住体验，以迎合年轻用户。与华住酒店旗下的全季酒店对比，单房造价略低于全季，但人房比同样稍高，亚朵轻居与全季酒店的回本周期相近，亚朵轻居的回本周期为 3.6 年，与全季酒店的回本周期 3.7 年比较接近。我们预期亚朵轻居将成为公司向二线及以下城市发展的重要，为公司的门店规模增长打开天花板。

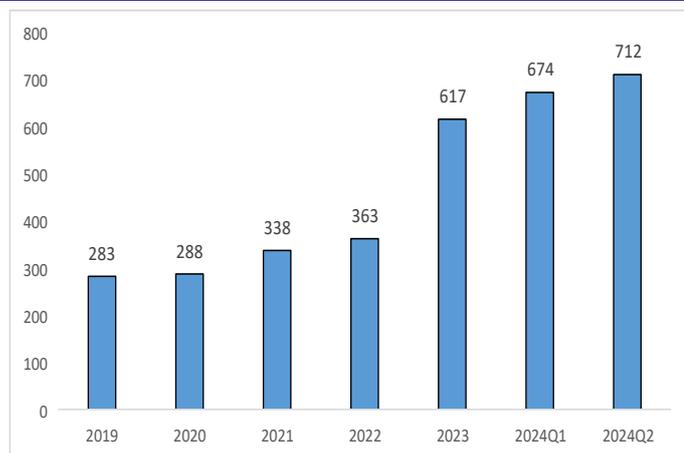
图表 56：亚朵及华住旗下各品牌单店模型拆解

	亚朵	桔子水晶	全季	亚朵轻居
客房规模	150.0	150.0	150.0	120.0
单房面积 (含公区, 平方米)	38.0	38.0	36.0	27.0
单房初始投资额(万元)	13.5	15.5	11.8	10.5
其他前期一次性投入	90.0	90.0	67.5	75.0
总投资额(万元)	2,115.0	2,415.0	1,837.5	1,335.0
收入(万元)-年	2,064.1	1,971.0	1,708.2	1,325.6
平均房价	464.0	450.0	390.0	388.0
入住率	78.0%	80.0%	80.0%	78.0%
RevPAR	377.0	360.0	312.0	302.6
人房比	0.25	0.22	0.20	0.20
普通员工数(除店长)	35.0	32.0	28.0	22.0
平均月薪(万元)	0.55	0.50	0.50	0.50
普通员工成本(万元)	231.0	192.0	168.0	132.0
店长(及助理)月薪(万元)	4.0	2.5	2.5	4.0
店长(及助理)成本(万元)	48.0	30.0	30.0	48.0
持续加盟费	123.8	98.6	85.4	79.5
费率	6.0%	5.0%	5.0%	6.0%
CRS费用	72.2	69.0	59.8	46.4
CRS占比	0.6	0.6	0.6	0.6
CRS take rate	6%，最高营收的3.5%	8%，最高营收的3.5%	8%，最高营收的3.5%	6%，最高营收的3.5%
OTA费用	49.5	40.2	34.8	31.8
OTA占比	0.2	0.2	0.2	0.2
OTA take rate	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
其他运营成本：	5.4	4.0	4.0	5.4
水电	131.4	131.4	104.0	83.2
维护及洗涤	65.7	65.7	54.8	43.8
采购成本	71.2	71.2	54.8	56.9
餐饮	120.5	98.6	54.8	70.1
GOP	1,145.3	1,170.5	1,057.9	728.4
租金(万元)	416.1	416.1	394.2	236.5
酒店总面积(平方米)	5,700.0	5,700.0	5,400.0	3,240.0
租金(元/平天)	2.0	2.0	2.0	2.0
税前利润	729.2	754.4	663.7	491.9
所得税率	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA (万元)	546.9	565.8	497.8	368.9
投资回收期	3.9	4.3	3.7	3.6

资料来源：公司官网，公司微信小程序，第一上海整理

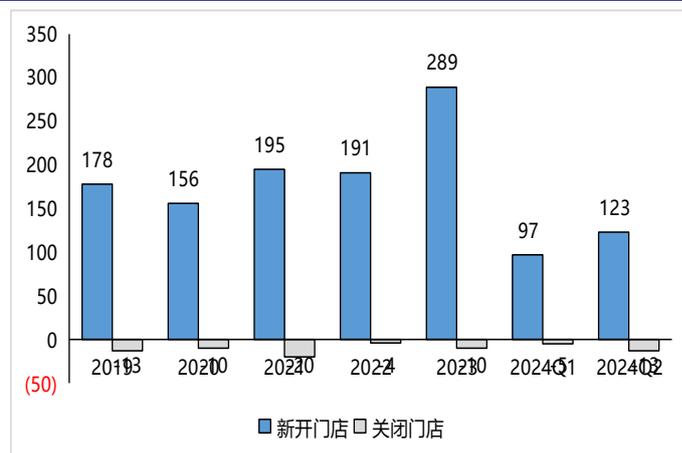
从开店数据而言，2019-2022 年亚朵新开店复合增速达 30%，在快速扩张的同时始终保持极低的关店率。截至 2Q24，公司各品牌筹备店数量已达 712 家，达到历史新高。2021 年/1Q2023 加盟商复购率分别达到 31%/40+%，加盟商复购率有所提高，凸显出加盟商对亚朵的较高的认可度。

图表 57：2019 年至 2024 年 Q2 公司筹备门店



资料来源：公司公告、第一上海整理

图表 58：2019 年至 2023 年新开与关闭门店



资料来源：公司公告、第一上海整理

盈利预测与投资建议

盈利预测：

门店扩张：亚朵公司正处于快速拓店阶段，计划于 2025 年实现“两千好店”目标，我们预期未来公司仍将保持以加盟方式作为主要的扩张方式，自有租赁酒店基本维持不变或略有减少，以目前签约的情况来看，预计以亚朵和亚朵轻居双品牌将共同发力完成目标。考虑到部分关店情况，预测 2024-2026 年每年净增 400/472/500 家门店，期末门店数达到 1608 家/2080 家/2584 家，持续加密一线及新一线城市，并向二线及以下城市酒店市场逐步下沉。

图表 59：公司酒店数客房数量历史数据及预测

门店数据	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
酒店数 (家)								
管理加盟酒店	391	537	712	899	1,178	1,578	2,050	2,554
租赁酒店	29	33	33	33	32	30	30	30
所有酒店	420	570	745	932	1,210	1,608	2,080	2,584
酒店客房数 (万间)								
管理加盟酒店	44,983	61,782	81,594	102,945	133,291	178,551	231,958	288,986
租赁酒店	4,104	4,836	5,060	5,053	4,630	4,341	4,341	4,341
所有酒店	49,087	66,618	86,654	107,998	137,921	182,892	236,299	293,326

资料来源：公司公告，第一上海整理

经营表现：公司突出的运营能力将成为获得优异经营数据的保障，公司在疫情期间入住率保持相对较好，2023 年实现 ADP 与 OCC 恢复性增长，带动 RevPar 增长至 2019 年同期的 114%，今年受酒店供给短期增长过快的影响，公司旗下酒店 ADP 明显承压，但 OCC 保持良好，预期自 2025 年开始公司酒店 ADP 不变，OCC 每年同比增长约 1.5pct，RevPar 总体实现每年 2%增长。即 24-25 年公司整体酒店 RevPar 为 348/355/361 元。

图表 60：公司经营历史数据及预测

经营数据-不含征用酒店	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
入住率-OCC (%)								
管理加盟酒店	72.3%	66.9%	67.4%	62.9%	77.5%	79.0%	80.5%	82.1%
租赁酒店	83.0%	68.6%	70.8%	65.8%	83.6%	83.5%	85.2%	87.3%
所有酒店	73.4%	67.1%	67.7%	63.0%	77.8%	79.1%	80.6%	82.2%
ADR (元) -不含商品销售								
管理加盟酒店	416	382	407	386	457	438	438	438
租赁酒店	530	468	517	465	586	565	565	565
所有酒店	430	390	415	391	455	441	440	440
RevPAR-不含商品销售								
管理加盟酒店	301	256	274	243	354	346	353	360
租赁酒店	440	321	366	306	490	472	482	494
所有酒店	316	262	281	246	354	349	355	361

资料来源：公司公告，第一上海整理

直营酒店业务：预测未来公司将不会以开设租赁的自营酒店作为主要的扩张手段，其门店总数量及房间总数量预测未来保持不变或略有减少，预测 2024-2026 年直营酒店业务收入分别为 7.1/7.2/7.4 亿元人民币，毛利率分别为 10.9%/10.3%/11.6%，总体平稳。

图表 61：直营酒店业务表现预测

直营酒店 (千元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
客房收入	571,566	457,173	579,946	505,557	782,646	665,824	668,190	684,835
餐饮收入	40,331	36,244	43,641	43,313	51,583	43,883	44,039	45,136
其他收入	2,932	3,053	6,651	4,059	5,815	4,947	4,965	5,088
直营总收入	614,829	496,470	630,238	552,929	840,044	714,655	717,194	735,059
毛利	114,690	-36,953	6,321	-38,473	140,279	81,075	77,087	88,996
毛利率	18.7%	-7.4%	1.0%	-7.0%	16.7%	10.9%	10.3%	11.6%
运营成本	-500,139	-533,423	-623,917	-591,402	-707,564	-663,341	-669,975	-676,674

资料来源：公司公告，第一上海整理

加盟酒店业务：公司通过加盟模式开设新门店作为主要的扩张手段，其门店总数量及房间总数量的快速增长将带动加盟酒店业务收入，预测 2024-2026 年加盟酒店业务收入分别为 40.3/52.4/65.4 亿元人民币，预测毛利率伴随公司规模效应逐步显现而提高，分别为 42.1%/43.8%/45.0%。

图表 62：加盟酒店业务表现预测

加盟酒店 (千元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
前期加盟费	27,166	29,841	32,356	38,066	46,831	62,129	81,802	103,808
持续加盟费	275,326	351,933	554,227	757,158	1,362,654	2,002,794	2,763,798	3,615,792
酒店消耗品等销售收入	458,025	421,217	514,557	518,865	1,179,686	1,796,700	2,172,942	2,556,402
与加盟商其他交易	79,883	123,316	119,161	48,754	116,438	151,228	203,679	262,100
加盟总收入	840,400	926,307	1,220,301	1,362,843	2,705,609	4,012,851	5,222,222	6,538,102
毛利	243,098	309,629	424,640	560,933	1,172,283	1,683,860	2,282,302	2,942,513
毛利率	28.9%	33.4%	34.8%	41.2%	43.3%	42.0%	43.7%	45.0%
运营成本	-597,302	-616,678	-795,661	-801,910	-1,533,326	-2,328,991	-2,939,920	-3,595,589

资料来源：公司公告，第一上海整理

零售业务：公司的零售业务将成为公司业绩增长的最大看点，消费者可以在亚朵旗下酒店体验提供的真实的消费场景，实现收入的快速增长，预计将成为公司业绩增长的第二曲线，我们预期公司 2024-2025 年的零售业务收入增速同比将达到 112%/30.6%/14.8%，产生收入 17.6/19.9/22.2/亿元。

图表 63：零售业务表现预测

零售业务	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
零售总收入	69,176	94,384	191,600	253,607	971,931	2,058,837	2,689,176	3,088,393
yoy		36.4%	103.0%	32.4%	283.2%	111.8%	30.6%	14.8%
毛利	-12,161	15,638	70,235	101,792	458,605	1,040,254	1,358,741	1,560,451
毛利率	-17.6%	16.6%	36.7%	40.1%	47.2%	50.5%	50.5%	50.5%

资料来源：公司公告，第一上海整理

投资建议：

公司成功将亚朵酒店打造为中国中高端酒店的头部品牌，获得了消费者的广泛美誉和认可，2020-2022年行业承压期公司经营数据表现良好，展现出极强的经营韧性。公司依托加盟模式实现轻资产快速扩张，目前中国酒店行业各档次酒店连锁化较低，头部品牌占有率低，经济型酒店逐步转型，这仍给中国中高端酒店的发展留有空间。公司通过通过亚朵、亚朵轻居等品牌持续扩大市场占有率，结合公司快速增长的零售业务，亚朵正在从单一的酒旅品牌向多元化的生活方式品牌发展，我们对于公司的长期发展持积极态度。我们预计公司24-26年归母净利润为12.4/16.5/20.9亿元，对应PE为21.7/16.3/12.9倍，参考美股2024年行业平均PE水平为26x，给予目标价32.5美元，首次覆盖，给予买入评级。

图表 64：可比公司估值表

公司代码	公司中文名	市值 人民币-亿元	调整后净利润			PE			CAGR	PEG
			2024	2025	2026	2024	2025	2026		
600754 CH EQUITY	锦江酒店	279.9	13.1	13.8	16.4	21.4	20.2	17.1	17.8%	1.2
600258 CH EQUITY	首旅酒店	171.8	8.6	9.7	11.2	20.0	17.6	15.3	12.2%	1.6
ATAT US EQUITY	亚朵集团	260.6	12.4	15.7	19.4	21.0	16.5	13.5	28.9%	0.7
HTHT US EQUITY	华住集团	837.9	41.4	48.1	53.8	20.2	17.4	15.6	9.3%	2.2

公司代码	公司中文名	市值 美元-亿元	调整后净利润			PE			CAGR	PEG
			2024	2025	2026	2024	2025	2026		
MAR US EQUITY	万豪酒店	767.7	26.4	28.8	31.2	29.1	26.7	24.6	1.0%	29.7
IHG US EQUITY	洲际酒店	187.9	6.9	7.6	8.3	27.1	24.9	22.7	9.3%	2.9
HLT US EQUITY	希尔顿酒店	600.7	17.6	19.0	21.1	34.1	31.7	28.5	8.7%	3.9
H US EQUITY	凯悦酒店	144.5	4.0	4.0	4.7	36.2	36.6	30.6	19.7%	1.8

资料来源：彭博，第一上海整理

风险因素

- 1) 公司加盟门店扩张速度不及预期；
- 2) 行业竞争加剧，门店经营数据表现不及预期；
- 3) 消费者对中高端酒店需求不及预期；

主要财务报表:

损益表						财务分析						
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	2,148	2,263	4,666	6,966	8,814	10,536	增长率 (%)					
加盟酒店收入	1,220	1,361	2,706	3,989	5,222	6,538	收入	5%	106%	49%	27%	20%
直营商店收入	630	553	840	711	712	730	税前利润	-11%	444%	68%	30%	26%
零售收入	192	254	972	2,059	2,689	3,088	归属股东利润	-32%	651%	67%	31%	26%
酒店运营成本	-1,420	-1,393	-2,241	-2,990	-3,614	-4,312						
零售成本	-121	-152	-513	-1,019	-1,330	-1,528	成本分析 (%)					
其他运营成本	-42	-35	-73	-108	-137	-164	综合毛利率	28%	32%	41%	42%	44%
经营利润/亏损	196	165	924	1,568	2,035	2,555	酒店运营毛利率	23%	27%	37%	36%	39%
销售和营销费用	-124	-140	-470	-862	-1,084	-1,275	零售业务毛利率	37%	40%	47%	51%	51%
一般及行政开支	-197	-350	-451	-357	-431	-494						
技术及开发费用	-52	-66	-77	-125	-159	-190	销售费用率	-6%	-10%	-12%	-12%	-12%
其他营业收入	22	38	83	-8	-24	-24	行政费用率	-15%	-10%	-5%	-5%	-5%
经营利润/亏损	196	165	924	1,568	2,035	2,555	净利润率	4.3%	15.8%	17.7%	18.3%	19.3%
财务收入	7	14	109	56	54	54	回报率 (%)					
财务费用	-8	-7	-5	-3	-4	-4	ROA	2.1%	11.2%	16.4%	18.7%	20.3%
其他	9	8	-46	34	69	105	ROE	8.3%	35.8%	43.2%	41.9%	40.0%
税前利润	204	181	982	1,655	2,154	2,710	股息率	0.0%	0.0%	1.7%	2.3%	3.1%
税项	-64	-84	-243	-422	-539	-678	偿付能力					
归属股东利润	145	98	737	1,232	1,616	2,033	流动比率(倍)	0.81	1.81	2.33	3.00	3.83
少数股东利润	-5	-2	2	1	-	-	资产负债率	3.0%	3.0%	2.6%	2.3%	2.0%

资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产	4,762	6,587	7,491	8,627	10,016	净利润	98	737	1,232	1,616	2,033
物业、厂房及设备	360	266	262	261	261	折旧及摊销	89	85	44	46	48
使用权资产	1,932	1,713	1,619	1,529	1,445	营运资金变动	-341	727	205	226	249
递延税项	113	145	145	145	145	其他调整	438	439	1	-	-
其他	233	222	222	222	222	经营活动现金流	284	1,989	1,481	1,888	2,329
非流动资产	2,637	2,345	2,248	2,157	2,072						
货币资金	1,589	2,841	3,842	5,070	6,543	购买固定资产	-36	-42	-40	-44	-48
应收账款	133	162	162	162	162	其他投资活动	-156	-559	-	-	-
预付款项和其他流动资产	203	252	252	252	252	投资活动现金流	-192	-601	-40	-44	-48
其他	200	987	987	987	987						
流动资产	2,125	4,242	5,243	6,471	7,944	借款收益	199	40	-	-	-
经营租赁负债, 流动	320	296	268	254	242	偿还借款	-134	-142	-	-	-
应付账款	185	595	654	719	791	股东分红	-	-	-440	-616	-808
当前递延收入	203	406	447	491	540	其他	591	-5	-	-	-
应计费用及其他负债	330	684	753	828	911	融资活动现金流	456	-147	-440	-616	-808
其他	310	397	397	397	397						
流动负债	1,348	2,378	2,518	2,690	2,882	汇率变动	-8	3	10	-	-
经营租赁负债, 固定	1,805	1,583	1,517	1,441	1,369	现金变动	206	551	1,252	1,002	1,228
递延收入	278	369	406	447	492	初期现金	833	1,040	1,590	2,842	3,843
其他	144	196	196	196	196	末期现金	1,040	1,590	2,842	3,843	5,071
非流动负债	2,227	2,149	2,120	2,085	2,057						
归属股东权益	1,187	2,060	2,853	3,852	5,077						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。