

亚朵 (ATAT.O)

优于大市

本土中高端酒店 NO. 1, 打造“住宿+零售”高成长新范式

核心观点

国际借鉴：酒店龙头兼顾成长与周期，中高端品牌龙头有望加速集中。酒店发展成长与周期系主旋，前者看供需，后者看细分赛道与品牌成长阶段等；故酒店投资也需兼顾 α 与 β 。在 RevPAR 预期中性或谨慎时，强品牌加盟扩张龙头更受青睐。聚焦中高端酒店细分赛道，虽消费性价比下面临挑战，但龙头积极夯实中高端、承接高端、布局中端下机遇仍存。国际借鉴：1、国内中高端酒店结构占比 35%VS 美国中高端酒店占比 40%+VS 美国连锁酒店中高端酒店占 5-6 成；2、美国中高端酒店 TOP6 品牌集中度达 75-90%+，系其所有细分领域最高；故国内中高端酒店中长线结构提升和品牌集中仍可期。

亚朵：打造国内酒店经营新范式，“住宿和零售”双螺旋式成长。公司成立于 2013 年，系国内酒店业后起之秀，但另辟蹊径，成为国内中高端酒店 NO. 1。**一是定位差异：**以中高端定位错位竞争，绕开彼时经济型/中端和高端领域的激烈竞争；**二是经营差异：**从经营房间到经营人群，以“峰终理论”构筑服务方法论，聚焦中高端打造“体验-效率”最优模型，消费者高复购（2022 年 58%+），加盟商高复投（从 2021 的 31%提升至 2024Q3 的 50%）；**三、从住宿到零售，**双轮驱动成长。2022 年底公司成功赴美上市。2023 年，公司酒店 1210 家，收入/经调整业绩 46.7/9.0 亿元，2019-2023 年 CAGR 各为 30.3%/31.4%/96.2%。2024 年 1-9 月，公司收入+63.4%，经调整业绩+42.9%。

住宿成长：RevPAR 趋势、规模扩张、品牌溢价与利润率提升。1、**RevPAR：**综合 2024Q4 以来酒店行业供需趋势变化，预计 2025 年行业 RevPAR 基本平稳，兼顾轻居等结构影响，预计 2025/2026 年公司整体 RevPAR 同降 1-2%；2、**门店扩张：**据我们对细分赛道未来 3 年规模扩张、品牌集中等分析预测，并结合维也纳、全季、丽枫、桔子等既有品牌成长脉络等梳理，分别测算亚朵/轻居等成长空间，综合预计公司 2024-2026 年酒店门店 CAGR 有望达 25-30%；3、**综合费率提升：**伴随公司收费更高的新签门店占比提升，我们估算公司持续加盟收费比例（不含店长工资）有望从接近 6%逐步提升至 7-8%；4、**酒店经调净利率：**对标华住国内（2023 年 22%）和国际酒店龙头（2023 年为 20-29%），预计未来 3 年酒店经调净利率有望从 2023 年 19%+提升至 20-22%。

零售成长：从场景零售到深睡定位，持续打造爆款，构筑第二增长曲线。公司最初以场景零售发力，此后聚焦深睡定位，枕头领先、被子补强，持续打造爆款。2024 年我们预期零售 GMV 有望 22-23 亿元+，零售收入 20 亿+，2020-2024 年 CAGR 达 110-130%+。2023 年公司零售收入占比达到公司收入的 21%，2024 年估算占 29%左右，已逐步成功构造第二增长曲线。中长线对比国内睡具/家纺成熟品牌近百亿 GMV，公司零售业务仍有持续扩容提升空间。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。中性预计公司 2024-2026 年整体 RevPAR 同比-7%/-2%/-1%，收入 69.7/88.1/107.5 亿元，同增 49.3%/26.5%/22.0%；归母净利润 11.2/14.4/18.1 亿元，同增 51.6%/28.1%/26.1%；经调净利润 12.9/16.0/19.8 亿元，同增 42.5%/24.4%/23.4%。综合绝对估值和相对估值，预计公司未来 1 年合理市值区间为 316.6-339.2 亿 RMB（对应 25 年 PE20-21x），较现价有 22-31%的向上空间。若商旅改善 REVPAR 回升，公司业绩和估值有进一步向上弹性。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：宏观系统性风险，行业竞争加剧，品牌扩张或零售成长不及预期。

公司研究 · 海外公司深度报告

社会服务 · 酒店餐饮

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	证券分析师：杨玉莹 S0980524070006 yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	32.10 - 34.40 美元(市值)
收盘价	316.6-339.2 亿 RMB)
总市值/流通市值	26.2 美元
52 周最高价/最低价	30/36 亿美元
近 3 个月日均成交额	29.5/15.4 美元
	32.4 百万美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,263	4,666	6,966	8,814	10,749
(+/-%)	5.4%	106.2%	49.3%	26.5%	22.0%
归母净利润(百万元)	98	737	1121	1435	1810
(+/-%)	-32.4%	651.4%	52.0%	28.1%	26.1%
每股收益(元)	0.24	1.79	2.71	3.48	4.38
EBIT Margin	5.6%	18.0%	19.4%	20.2%	21.0%
净资产收益率(ROE)	8.2%	35.6%	40.9%	41.5%	41.5%
市盈率(PE)	263.7	35.1	23.1	18.0	14.3
EV/EBITDA	67.2	16.6	11.3	8.7	7.0
市净率(PB)	21.61	12.51	9.44	7.48	5.93

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

写在前面.....	7
亚朵：住宿+零售，生活方式品牌集团崛起.....	8
亚朵：国内中高端酒店 NO. 1，另辟蹊径开启国内酒店经营新范式.....	8
品牌矩阵：中高端酒店持续丰富，从场景零售到深睡经济扩容.....	9
股权结构：创始人主导，君联资本持股比例最新已降至 5%以内.....	10
经营分析：品牌强势期助酒店加速扩张，零售业务快速成长.....	11
国际借鉴：成长与周期兼顾，中高端加速集中.....	13
总览：分析酒店龙头成长与周期，探究酒店投资的 α 与 β	13
趋势：预计 2025 年酒店行业 RevPAR 基本平稳，向上弹性看商旅.....	14
国际借鉴：中高端酒店占比仍有提升空间，且品牌集中有望提速.....	16
公司看点：服务体系化，实现体验与效率最优.....	19
从服务到体验：以“峰终定律”构筑服务方法论，系统化复制.....	20
消费者高复购：好体验推动强产品，会员规模高增长高忠诚度.....	22
加盟商高复投：单店模型有效平衡体验与效率，持续吸引加盟商.....	23
住宿成长：规模扩张、品牌溢价与利润率提升.....	25
成长总览：REVPAR 变化*房量增长*综合收费率提升*利润率提升.....	25
REVPAR 变化：谨慎预期 2025 年公司整体 REVPAR 同比微跌.....	25
门店扩张：亚朵加密轻居提速，预计 2024-2026 年年均增长 27%.....	26
综合收费率：预计持续加盟费综合收费率有望渐进提升.....	32
酒店经营净利率：对标国内外龙头，预计未来 3 年有望达 20-22%.....	34
零售成长：持续打造爆款，构筑第二增长曲线.....	35
发展变迁：从场景零售到深睡定位，持续打造爆款 SKU.....	35
成长展望：预计 2024-2026 年零售收入 CAGR 有望达 50%+.....	37
盈利预测.....	39
盈利预测的敏感性分析.....	40
估值与投资建议.....	41
绝对估值：预计合理市值区间为 316.6-339.2 亿元人民币.....	41
相对估值：预计合理市值区间为 320.2-352.3 亿元人民币.....	42
投资建议：首次覆盖，给予公司“优于大市”评级.....	43
风险提示.....	45
附表：财务预测与估值.....	47

图表目录

图 1: 国内主要代表有限服务酒店品牌成立时间.....	8
图 2: 亚朵酒店: 新住宿经济的开拓者.....	8
图 3: 亚朵酒店: 核心品牌以中高端定位错位竞争崛起.....	8
图 4: 亚朵酒店: 不同品牌定位一览.....	8
图 5: 亚朵发展历程: 住宿与零售双轮驱动成长.....	9
图 6: 亚朵酒店: 国内酒店集团排名第七.....	9
图 7: 亚朵酒店: 国内中高端酒店规模排名第一.....	9
图 8: 亚朵品牌矩阵: 始于住宿的生活方式品牌集团.....	10
图 9: 亚朵酒店: 2024 年 9 月底各品牌酒店规模情况.....	10
图 10: 亚朵主要股权结构 (2024 年 3 月), 君联持股变化见说明.....	10
图 11: 亚朵酒店: 股权激励费用情况.....	10
图 12: 2019 年以来亚朵酒店门店规模增长趋势.....	11
图 13: 2023 年国内酒店龙头加盟客房占比.....	11
图 14: 亚朵 2023 年以来季度 RevPAR 等变化趋势.....	12
图 15: 亚朵酒店 REVPAR\ADR\OCC 较 2019 年增减变化趋势.....	12
图 16: 亚朵零售业务收入持续高速增长.....	12
图 17: 2019 年以来亚朵酒店营收增长趋势 (单位: 亿元).....	13
图 18: 2019 年来公司经调整归母净利润及净利率变化情况.....	13
图 19: 酒店龙头成长: 规模成长、品牌溢价、效率提升、多元变现.....	13
图 20: 2015 底到 2019 年华住酒店股价涨跌幅及估值.....	14
图 21: 万豪酒店股价涨跌幅和估值变化情况.....	14
图 22: 2020-2023 年国内各类型酒店房量较 2019 年变化.....	15
图 23: 2024 年以来酒店行业供给和需求估算变化情况.....	15
图 24: 2024 年以来酒店行业 RevPAR 增减变化趋势.....	15
图 25: 2025 年民航旅客量预估趋势.....	15
图 26: 国内部分核心城市二手住宅租金指数变化.....	16
图 27: 中国旅游消费趋势洞察报告: 2025 年旅游花费展望预期.....	16
图 28: 2017 年欧美亚太酒店行业档次结构分布.....	17
图 29: 2020 年美国酒店档次结构: 呈橄榄型分布.....	17
图 30: 中国各档次酒店按房量分布: 呈金字塔结构.....	17
图 31: 国内不同档次酒店客房量增长情况.....	17
图 32: 国内酒店连锁化率: 按酒店客房量划分.....	18
图 33: 国内不同档次酒店连锁化率变化趋势.....	18
图 34: 国内外酒店行业连锁化率对比.....	18
图 35: 2024Q1-Q3 国内酒店龙头 REVPAR 变化与行业平均对比.....	18
图 36: 2023 年美国各档次 TOP6 强酒店份额情况.....	19
图 37: 一线和新一线城市 TOP10 酒店集团新开 3-5 星酒店占主导.....	19

图 38: 亚朵服务方法论-基于峰终定律打造	20
图 39: 亚朵服务方法论-拆解 17 个触点中打造服务产品	20
图 40: 亚朵的用户体验一致性落地	21
图 41: 亚朵门店客房及会员规模增长情况	22
图 42: 亚朵会员复购率及中央预订率变化	22
图 43: 国内高档酒店规模成长情况	27
图 44: 亚朵集团及亚朵系品牌市场份额变化情况	27
图 45: 美国中高端、中端酒店龙头市场份额情况	27
图 46: 维也纳、全季品牌增长情况	27
图 47: 轻居 3.0 今年以来签约和开店表现	28
图 48: 代表轻居门店经营表现好于预期	28
图 49: 全季、桔子、维也纳、亚朵、轻居一线及新一线城市门店数量分布（截止 2025.1.14）	30
图 50: 萨和酒店品牌	31
图 51: 亚朵 2023 年加盟费收入构成	33
图 52: 亚朵各加盟收费占估算加盟店流水的比例（估算参考）	33
图 53: 亚朵客房规模、直营占比和经调整净利率变化	34
图 54: 华住客房规模、直营占比和经调整净利率变化	34
图 55: 国际酒店龙头经调整净利率	35
图 56: 亚朵零售业务 GMV 增长情况	36
图 57: 亚朵零售业务毛利率变化和与同行对比	36
图 58: 亚朵零售：枕头领先，被子补强	37
图 59: 亚朵零售：从用户出发，聚焦深睡定位爆品	37
图 60: 亚朵：全流程深刻洞察+定向内容+精准渗透打造爆品	37
图 61: 亚朵上市以来股价涨跌幅情况	43
图 62: 亚朵：上市以来总市值变化及动态 PE 变化情况	43
表 1: 亚朵 Acard 会员体系住宿与零售业务的最新整合	22
表 2: 国内部分代表中高端酒店品牌单房造价情况估算一览	23
表 3: 亚朵代表产品单店模型估算（不同城市、选址、租金等实际可能存有差异）	24
表 4: 轻居与全季单店模型比较估算（因不同城市、选址、租金等实际差异较大，仅供参考）	29
表 5: 国内 TOP10 中端酒店品牌门店规模变迁——TOP3 排名相对稳定，如家商旅、桔子等后起发力	29
表 6: 亚朵酒店规模扩张展望小结（估算供参考）	31
表 7: 亚朵各品牌收费比例（2025 年 1 月官网披露）	32
表 8: 亚朵酒店不同阶段酒店构成情况	35
表 9: 亚朵酒店各业务拆分和预测情况	40
表 10: 亚朵酒店未来三年盈利预测敏感性预测如下	41
表 11: 公司盈利预测假设条件（%）	41
表 12: 资本成本假设	42
表 13: 按 FCFE 估值，绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（亿元 RMB）	42
表 14: 按 EVA 估值，公司绝对估值（总市值）相对折现率和永续增长率的敏感性分析（亿元 RMB）	42
表 15: 酒店可比公司相对估值情况（华住、亚朵按经调整净利润计算 EPS 和估值）	43

写在前面

酒店行业后起之秀，如何突围？结合我们此前报告分析，酒店行业先发者往往享有一定的物业选址卡位、规模经济等先发优势。既有龙头依托品牌卡位规模优势，相对的成熟门店模型等往往形成了一定的客群基础，并以此吸引加盟商形成正循环。在这种情况下，酒店行业后进者要脱颖而出，核心一是选准定位，二是凸显特色，有效出圈，并系统化兼顾消费者体验和加盟商回报，以实现“酒店品牌-加盟商-消费者”飞轮效应。

亚朵后发崛起的关键：差异化定位，体验为先，始于住宿，但不止于住宿。聚焦亚朵，其成立于2013年，彼时经济型酒店已群雄逐鹿，红海竞争中；中端酒店也初步兴起。而亚朵的成功崛起，主要在以下方面另辟蹊径，打造差异化：

1) **目标人群差异：**聚焦中高端人群错位竞争，与原有本土酒店主要聚焦经济型和中端的发力人群差异；

2) **经营理念差异：**从效率为先到更注重“效率-体验”更高水平的新均衡；从经营产品到经营人群，始于住宿，但不止于住宿；从住宿到零售等的内涵延伸成长。

总体来看，国内过往中低端酒店竞争，核心主旨在于效率为先，极简风+成本优化打造极致性价比，吸引价格敏感的客户。但对中高端客户群体而言，往往需要更好地在效率和体验中寻求最优均衡？如果卷服务，怎么实现有效的人员培训和执行落地？且综合硬件与服务，如何实现系统化可持续的“效率-体验”规模扩张？怎么看亚朵的核心竞争力迭代潜力以及其未来成长展望空间？这是我们本文关注的焦点。

亚朵：住宿+零售，生活方式品牌集团崛起

亚朵：国内中高端酒店 NO. 1，另辟蹊径开启国内酒店经营新范式

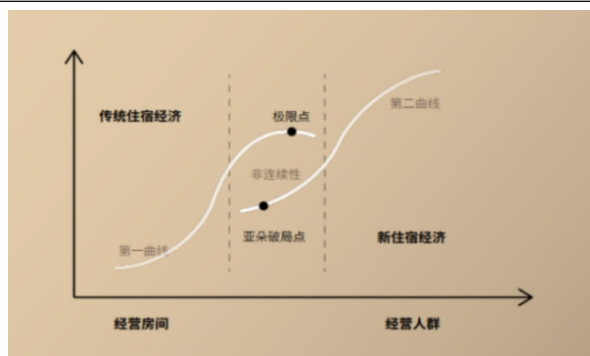
亚朵：国内酒店后起之秀，聚焦用户体验另辟蹊径，打造国内中高端酒店标杆，并开创国内酒店龙头零售扩张新范式。公司由耶律胤（原名王海军，华住汉庭品牌联合创始人）创立于 2013 年，系国内酒店行业后起之秀，积极致力于打造国内始于住宿的生活方式品牌集团。其成立之时，国内经济型酒店如家、汉庭、7 天、锦江之星等初步形成寡头垄断格局，“成本最优效率为先”是国内本土酒店发展主旋律；国内中端酒店开始起步发展，华住集团开始摸索中端酒店全季等品牌，维也纳正在华南深耕；而彼时国内高端酒店仍以四、五星级酒店为主，多以国际品牌主导，大而全的全面服务模式为主，更偏重品牌溢价和物业升值。其中，中高端定位的有限服务酒店仍相对缺失。鉴于此，亚朵另辟蹊径，一是定位差异：瞄准聚焦中高端用户，重点发力中高端酒店市场差异化竞争；二是经营理念差异，从经营房间到经营人群，以体系化服务为特色，打造极致用户体验，成为国内新住宿经济的开拓者，逐步成长为国内中高端酒店标杆。2022 年 11 月公司成功在美国纳斯达克市场上市。

图1：国内主要代表有限服务酒店品牌成立时间

酒店品牌	成立时间	目前所属酒店集团
维也纳酒店	1993年	锦江酒店
锦江之星	1996年	锦江酒店
如家	2002年	首旅酒店
格林豪泰	2004年	格林酒店
汉庭	2005年	华住酒店
7天	2005年	锦江酒店
桔子水晶	2006年	华住酒店
东呈酒店	2007年	东呈酒店
君亭酒店	2007年	君亭酒店
尚美	2009年	尚美酒店
全季	2010年	华住酒店
亚朵	2013年	亚朵酒店
丽枫酒店/喆啡酒店	2013年	锦江酒店

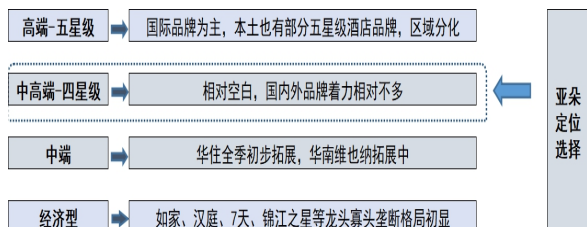
资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：亚朵酒店：新住宿经济的开拓者



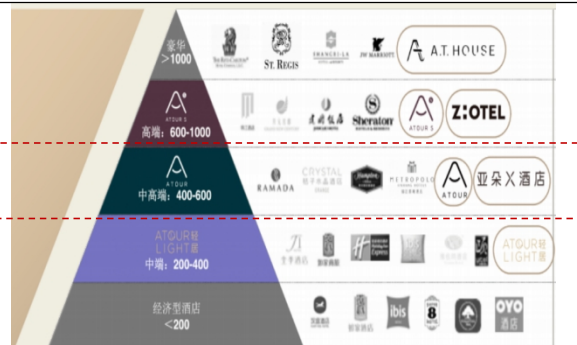
资料来源：混沌学园，公司官网，国信证券经济研究所整理

图3：亚朵酒店：核心品牌以中高端定位错位竞争崛起



资料来源：环球旅讯，中国企业家杂志、混沌学园，国信证券经济研究所整理

图4：亚朵酒店：不同品牌定位一览

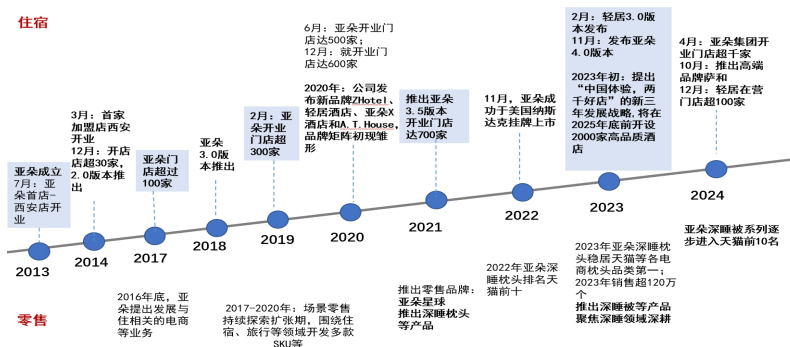


资料来源：混沌学园，公司官网，国信证券经济研究所整理

亚朵发展历程：国内本土中高端酒店 NO. 1，历经 11 年门店破千家，快速崛起。在亚朵成立发展之时，国内本土酒店侧重效率为核心，亚朵更聚焦用户体验，全方位打造“效率-体验”的新均衡，以独创的管理体系、特色的组织文化及高效的

IT 体系等支持其规模快速扩张（第三章介绍）。2013–2017 年亚朵门店破百家，2024 年门店规模破千家。根据弗若斯特沙利文 (Frost & Sullivan) 的数据以及盈蝶网等数据。2023 年，亚朵按总客房规模排名居国内第七，居国内中高端连锁酒店规模及市场占有率第一位。截止 2024 年 9 月底，公司拥有 1533 家酒店，175199 间客房，注册会员超 8300 万。

图5：亚朵发展历程：住宿与零售双轮驱动成长



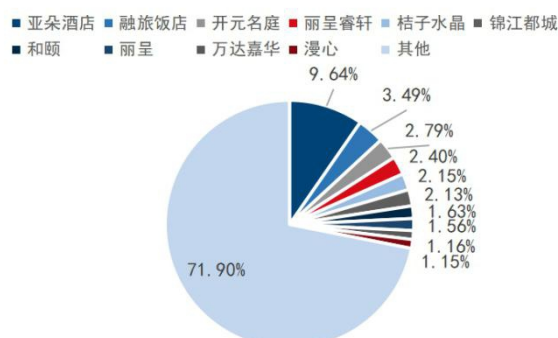
资料来源：公司官网、公司公告、环球旅讯，国信证券经济研究所整理

图6：亚朵酒店：国内酒店集团排名第七



资料来源：盈蝶网、中国饭店业协会，国信证券经济研究所整理

图7：亚朵酒店：国内中高端酒店规模排名第一



资料来源：盈蝶网、中国饭店业协会，国信证券经济研究所整理

始于住宿，但不止于住宿，零售业务开创国内酒店龙头全新范式。不止于住宿，亚朵从一开始就立足生活方式全面布局，围绕目标客群——追求品质生活的中高端消费者，开始是引入各类符合其品味的生活用品、图书、服饰、文创产品等，打造亚朵场景零售体系。此后，公司 2022 年底进一步从场景零售到品牌零售的进阶，聚焦深睡领域，成功打造深睡产品爆款，深睡枕等产品位居天猫等电商平台枕头细分领域第一，积极构造第二增长曲线。

品牌矩阵：中高端酒店持续丰富，从场景零售到深睡经济扩容

住宿领域，中高端酒店品牌矩阵持续丰富。公司最早以亚朵 (Atour) 为核心品牌进行扩张，此后逐步拓展至亚朵 S 酒店 (Atour S)、A.T. HOUSE、ZHotel、亚朵 X 酒店 (Atour X)、亚朵轻居 (Atour Light) 等住宿品牌，并在 2024Q3 新推出高端品牌——萨和酒店，进而涵盖中高端和高端酒店不同细分定位。

其中，亚朵 (Atour Hotel) 作为主力品牌，定位中高端，截止 2024 年 9 月底，共有门店 1157 家，客房 133703 间，分别占总量的 75.5%/76.3%。亚朵 S 酒店 (Atour S) 定位为高端酒店品牌，主要服务高端商务和休闲旅客，自 2016 年首次推出以来，

在中国一二线及新一线城市高端商业区迅速布局，截止 2024 年 9 月底，已有 76 家门店和 10,894 间客房。**亚朵 X 酒店 (Atour X)** 于 2020 年 9 月首次推出，侧重将市面上现有的精品酒店翻牌转化，保持原有设计元素的同时，提供相同的设施和服务。**亚朵轻居 (Atour Light)** 定位为中高端酒店品牌，主要面向追求价值和体验的年轻都市旅行者，2016 年首次推出，2023 年 2 月推出 3.0 升级版本，截止 2024 年 6 月已有 123 家在营门店和 11,615 间客房，处于快速爬坡阶段。

图8：亚朵品牌矩阵：始于住宿的生活方式品牌集团



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图9：亚朵酒店：2024 年 9 月底各品牌酒店规模情况

品牌	定位	酒店数	房间量
A. T. House	奢华	1	214
A tour S	高端	76	10894
Atour	中高端	1157	133703
Atour X	中高端	162	17509
轻居	中端	137	12879
合计		1533	175199

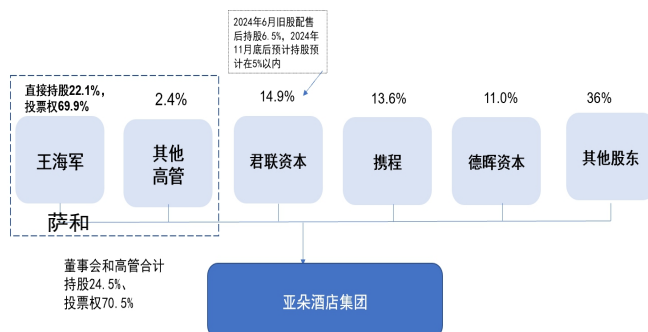
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

零售方面：目前主要包括两大原创生活方式品牌：“α TOUR PLANET 亚朵星球”、“SAVHE 萨和”。其中，“α TOUR PLANET 亚朵星球”扎根深睡领域，主营产品为枕头、被子和床垫，旨在提高用户睡眠质量，将睡眠从基本的生理需求转变为深度放松的个人体验。“SAVHE 萨和”则主打个护和香氛产品，包括洗发水、洗手液和香氛香薰，舒缓器官带来呵护体验。

股权结构：创始人主导，君联资本持股比例最新已降至 5%以内

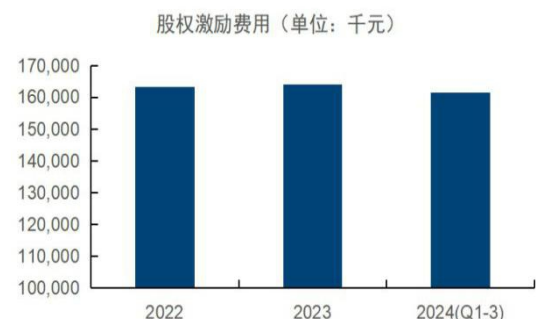
创始人拥有近 7 成投票权，占据主导。截止 2024 年 3 月底，公司持股比例如下图所示。创始人耶律胤（原名王海军）持股比例为 22.1%，但拥有投票权的 69.9%；创始人及其他管理层合计持股 24.5%，拥有投票权的 70.5%，对公司主要决策具有决定权。考虑亚朵创始人耶律胤系华住集团旗下汉庭酒店联合创始人之一，并曾任汉庭常务副总裁，深耕酒店行业十余年，对酒店行业发展有着独特见解和深度洞察，其投票权占据绝对主导有助于公司能按创始人的理念持续高效发展。

图10：亚朵主要股权结构（2024 年 3 月），君联持股变化见说明



资料来源：公司财报，公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：亚朵酒店：股权激励费用情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

君联上市以后持续减持，但最新持股比例预计降至 5%，后续减持预计影响有限。公司其他投资方中，此前主要包括君联资本，此外携程、德晖资本分别持有 13.6%、

11.0%股份。需要说明的是，君联资本在上市前系第二大持股方，上市前持股30.4%，此后逐步减持，2024年3月底持股14.9%，2024年6月进行旧股配售后股权比例下降至6.5%左右；截止2024年12月底，结合我们的持续跟踪，我们预计其持股比例已在5%以内，后续减持影响预计较为有限。

股权激励方案有效调动管理层和员工积极性，利益一致谋发展。2021年3月，公司董事会批准新股票激励计划，该计划授予的股权激励最大总量为51,029,546股(A类普通股)。截至2024年3月31日，公司计划向参与者授予了共计26,045,283份股票期权，占激励最大总量比例为51.04%，占总股本比例为7.68%，授予对象包括高级管理层（占比47.86%）、员工和其他合格个人（占比52.14%），并制定了相应的考核激励标准。2022-2023年，公司每年股权激励费用在1.6亿元左右。

经营分析：品牌强势期助酒店加速扩张，零售业务快速成长

亚朵酒店门店规模近几年处加速扩张期，年均复合增长在30%+，2024年三季报后再次上修全年开店指引，持续提速。2019-2023年，亚朵酒店门店数量从420家增至1210家，CAGR为30.3%；其客房量从4.9万间增至13.8万间，CAGR为29.5%，保持快速增长。2024年前三季度，公司新开店360家，关店37家，净增323家。并且，继中报上修开店指引后（从360家提升至400家），公司2024年三季报再次上修全年开店指引至450家，开店保持强劲增长。

加盟房量占比高达97%+，高于其他可比酒店龙头，在一定程度上有助于提升其抗周期波动的能力。公司在规模扩张中基本以加盟扩张为主，直营门店数量较少。截止2024年9月底，公司仅拥有直营门店29家，远低于其他几家500-600家左右的直营门店量。从加盟店占比来看，2023年末，公司加盟客房量占比达97%，也明显低于华住/锦江/首旅等酒店龙头。结合我们此前报告分析，酒店直营经营模式下固定成本租金、折摊等占比较高，在行业周期下行时，直营店的经营波动相对更大，但加盟收入主要与加盟流水与提成比例等相关，虽然也受经济周期影响，但经营增长相对波动更小。因此高加盟占比相对更有利其经营相对稳定。

图12：2019年以来亚朵酒店门店规模增长趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：2023年国内酒店龙头加盟客房占比

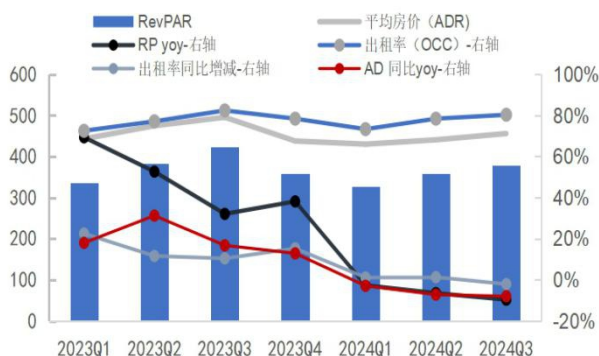


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

RevPAR：2024年以来价格承压，但出租率相对稳定。公司2023年RevPAR爆发式增长(2023年公司全年整体REVPAR同比2019年增长14%，同比2022年增长45%)。2024年以来高基数下有所承压，前三季度亚朵酒店RevPAR同比下滑3%/6%/10%，主要系高基数影响(2023Q1-Q4公司整体REVPAR较2019年增长16%/15%/18%/9%)，其中平均房价同比各下滑3%/7%/8%，承压明显；但出租率同比仍相对稳定，Q1/Q2/Q3同比各+1%/+1%/-2%，在行业承压，且公司快速展店，新店占比超2成的情况下仍录得上述出租率表现，难能可贵。与2019年相比，2024年前三季度

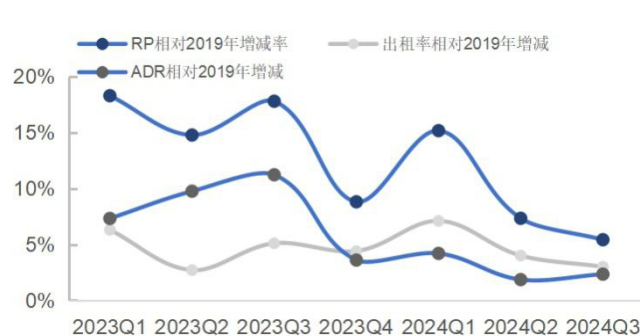
公司 REVPAR 各增长 15%/7%/5%，整体表现也较为可观。2024Q4 我们预计公司整体 REVPAR 同比不排除仍有下滑压力，但考虑基数差异，同比降幅环比 Q3 可能缩窄。2024 年全年，我们预计公司 REVPAR 个位数下滑。

图14：亚朵 2023 年以来季度 RevPAR 等变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

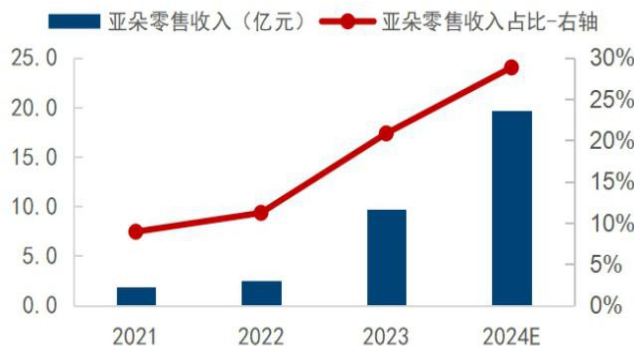
图15：亚朵酒店 REVPAR\ADR\OCC 较 2019 年增减变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

积极布局零售打造第二增长曲线，零售收入占比提升。通过持续摸索，亚朵零售定位深睡系列，深耕枕头、被子以及群体睡眠关 SKU，积极打造爆款，与住宿主业呼应，收入较快增长。2023 年，公司零售收入较 2022 年增长 388%，达 9.7 亿元，占公司收入比例达到 21%，2024 年我们估算有望占比接近 3 成，从而有望构造公司第二增长曲线，打造本土酒店品牌流量多元创新的新范式。

图16：亚朵零售业务收入持续高速增长



资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

综合看，依托酒店的快速扩张和零售业务加成，亚朵近两年收入和经调整业绩实现高速增长，2024 年前三季度收入/经调整业绩同比各增 63%/43%。亚朵 2023 年实现营收 46.7 亿元/+106.2%，相对 2019 年增长约 198%；实现归母净利润 7.4 亿元/+669.2%，相对 2019 年增长 45 倍；实现经调整后净利润为 9.0 亿元/+248.3%，较 2019 年增加 1380.4%。2024 年前三季度，公司实现收入 51.6 亿元/+63.4%，实现经调整归母净利润 9.7 亿元/+42.9%，继续保持强势增长。

图17：2019年以来亚朵酒店营收增长趋势（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18：2019年来公司经调整归母净利润及净利率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

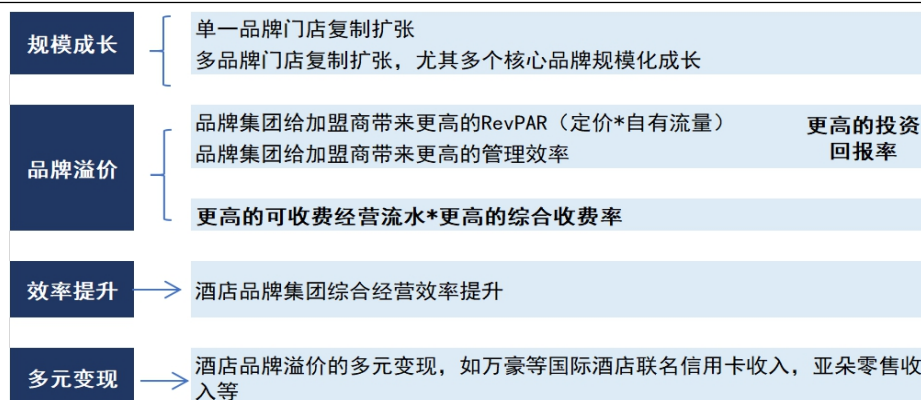
国际借鉴：成长与周期兼顾，中高端加速集中

总览：分析酒店龙头成长与周期，探究酒店投资的 α 与 β

综合我们《酒店行业深度专题-“不确定的周期”与“确定的成长”》、《酒店集团进击新时代》、《会员流量专题之出行篇-商业的进阶：从流量到会员》等系列深度报告，从国内外借鉴看酒店龙头成长发展，往往成长和周期兼备，其中成长与品牌发展周期直接相关，包括单一品牌或多品牌扩张，经营效率提升带来的持续成长等；而周期方面既有宏观经济和酒店整体供需影响下的大周期波动，也有不同细分定位酒店阶段周期等影响。鉴于此，酒店龙头投资上往往也需兼顾 α 与 β 。

成长变迁：主要包括规模成长、品牌溢价、效率提升，多元变现。其中规模成长主要看单一品牌门店规模扩张和多品牌扩张。品牌溢价核心在于品牌集团可以给加盟商带来更高的 RevPAR 水平（定价*有效流量）和更高效经营管理能力，即给加盟商带来更高的投资回报，进而可以推动其自身综合溢价能力的提升（持续加盟收费=可收费的加盟商流水总额*综合费率提升）。效率提升则主要看酒店集团整体经营效率的持续提升能力。此外，酒店品牌势能高可以带来额外的增值变现，如国际酒店龙头万豪通过信用卡联名获得额外非房收入，而国内酒店龙头亚朵则通过品牌赋能等布局零售第二增长曲线等。

图19：酒店龙头成长：规模成长、品牌溢价、效率提升、多元变现



资料来源：公司官网、环球旅讯、36kr，国信证券经济研究所整理

周期波动：酒店行业供需趋势带来的 RevPAR 变化。需求端关注宏观经济周期波动以及居民休闲出行需求变化，而供给端则主要看不同类型的酒店供给增速差异。同时，由于不同细分领域供需趋势可能阶段差异，故经济型/中端/中高端等不同定位的细分结构性趋势阶段也略有分化。但总体而言，周期波动直接影响酒店行业总体大盘，但更多取决于外部环境变化。酒店龙头核心是通过自身良好的品牌运营管理赚取更多流量和相对溢价（卡位、软硬件配套，管理赋能等）。

进一步地，酒店龙头投资一般需要兼顾 α 与 β 。1、周期与成长共振时，酒店龙头估值相对最高。国内来看，如 2017-2019 年的华住，伴随国内酒店 REVPAR 复苏+中端酒店上行周期+公司 2017-2018 年经调整业绩分别增长 52%/31%，阶段动态估值从此前的 13-23x 逐步提升至 30-55x。2、周期下行或波动较大时，酒店龙头股价也承压，估值阶段偏低或波动。以万豪酒店为例，酒店龙头股价也会阶段承压，整体跑输大盘，估值阶段分化。3、从长周期维度，优秀的国际酒店龙头具有长期配置价值。万豪酒店整体依托业绩长期持续稳定增长（2013-2023 年经调整业绩 CAGR 为 17%左右，有并购整合影响）可以明显跑赢指数，当年动态 PE（剔除异常值）在 15-30x 之间波动，多数阶段 PEG>1。其中，当 RevPAR 相对中性或小幅震荡时，以加盟扩张为主，具有更强成长 α 和品牌势能的酒店龙头等更受关注。

图20: 2015 底到 2019 年华住酒店股价涨跌幅及估值



资料来源：公司公告，彭博，国信证券经济研究所整理

图21: 万豪酒店股价涨跌幅和估值变化情况



资料来源：公司公告，彭博，国信证券经济研究所整理

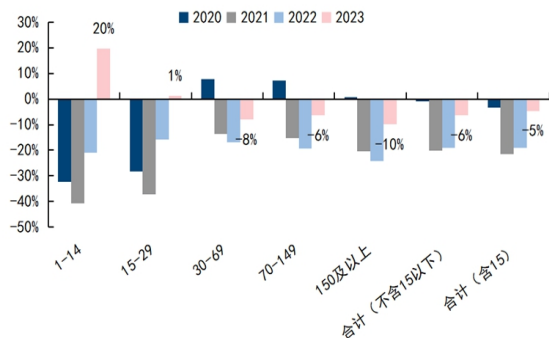
接下来，我们首先立足国内酒店行业供需格局展望后续周期趋势，并结合亚朵所处细分领域的竞争格局、连锁化演绎和品牌集中趋势等机遇挑战进行分析。

趋势：预计 2025 年酒店行业 RevPAR 基本平稳，向上弹性看商旅

国内酒店行业供给：2023 至 2024 前三季度恢复性增长，2024Q4 以来增速更稳定。按盈蝶数据，2022 年底国内住宿房量为 2019 年底的 81%；但 2023 年恢复性增长后，2023 年底国内住宿房量已恢复到 2019 年同期的 95%。据酒店之家数据，截止 2024 年 9 月底，国内酒店房量较 2022 年底增长 19%；打磨 Q4 以来增速有所放缓，酒店之家数据显示，2024 年 12 月底酒店房量较 2022 年底增长 17%，相对放缓。同比来看，2024 年 6 月底，国内酒店房量较 2023 年 6 月底增长 10%，今年 12 月底行业房量同比增长约 7%，增速放缓。

酒店行业需求：2024 年总体预计平稳略增，商旅疲软休闲平稳，消费更偏性价比。2023 年，国内休闲需求集中补偿式释放，2024 年逐步回归到相对常态化发展阶段，总体出游需求量略增但消费力相对平平，且季节性波动相对明显。其中休闲出游相对稳定，但部分中高端休闲消费受出境游分流影响，而商旅需求继续承压。

图22：2020-2023 年国内各类型酒店房量较 2019 年变化



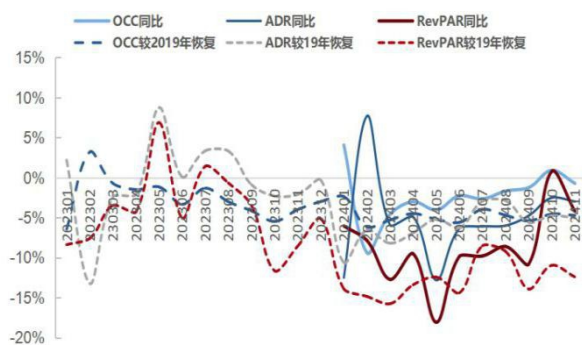
资料来源：盈蝶网，酒店之家，国信证券经济研究所整理

图23：2024 年以来酒店行业供给和需求估算变化情况



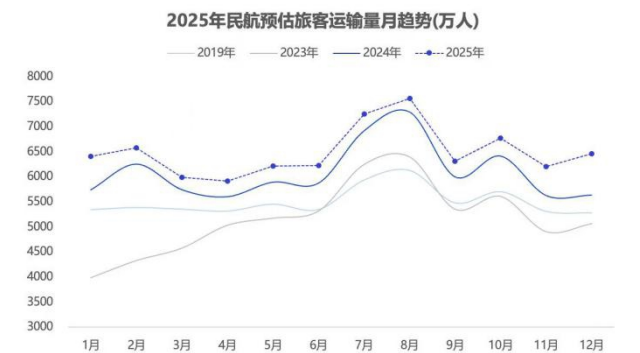
资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理 注意：酒店行业需求数据系估算数据，仅供参考

图24：2024 年以来酒店行业 RevPAR 增减变化趋势



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图25：2025 年民航旅客量预估趋势



资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

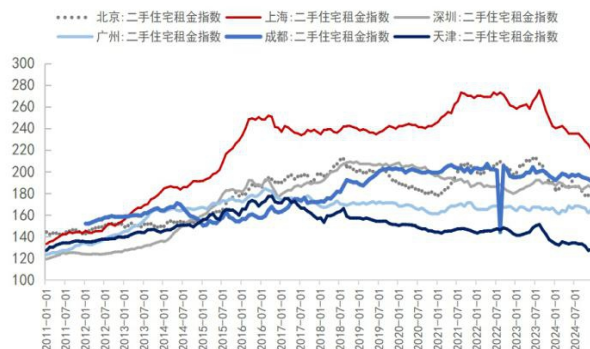
行业 RevPAR 跟踪：2024 年二三季度承压，第四季度同比降幅环比收窄。综合来看，2024 年前三季度，国内酒店行业房量供给增长（8-10%）相对快于住宿出行间夜需求（酒店间夜量初步估算增 2-6%）增长，导致 REVPAR 同比承压。据酒店之家数据，如上图，今年二、三季度，国内季度行业 RevPAR 同比下降 8-10%。2024Q4 以来，随着基数压力下降，且行业供给增速更趋平稳。2024Q4 开始，除个别周基数扰动外，酒店行业 RevPAR 同比降幅多数在 3-6%之间，同比降幅环比收窄。

展望 2025 年：初步预计酒店行业 REVPAR 常态化发展，向上弹性看商旅需求变化

展望 2025 年，综合对酒店行业供给和需求的预期，我们初步预计酒店行业经营回归常态化后，REVPAR 整体同比基本平稳，若后续商旅复苏则有望企稳回升。

一看供给：2024Q4 以来行业供给增速边际有所放缓。如上图，2024Q4 以来，国内酒店行业供给同比仍增长，但增速阶段略有放缓。展望后续，一方面宏观经济后续趋势尤其商旅需求趋势仍待跟踪，且 2024 年酒店行业 RevPAR 同比承压明显，相比 2023 年和 2024 年上半年情况，部分加盟商投资也更趋理性。另一方面，国内近几年核心城市租金水平持续下降，如下图所示，暂以万德二手房租金指数参考，部分一线城市租金回到 2015-2016 年水平，考虑其他物业投资回报也受整体大盘影响，部分有一定物业资源优势的加盟商横向对比不排除仍有一定的投资需求。综合来看，我们初步预期 2025 年酒店行业供给整体呈稳定增长趋势，但加盟商更趋理性等情况下，不同品牌势能的酒店龙头增速可能进一步分化。

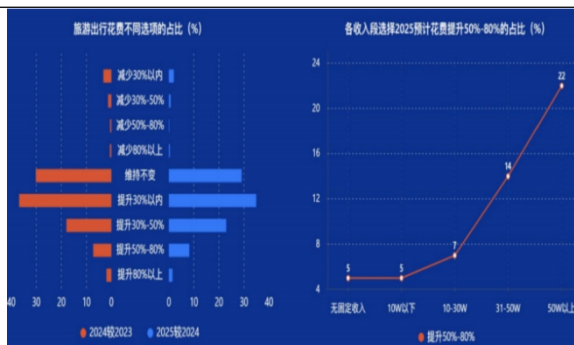
图26: 国内部分核心城市二手住宅租金指数变化



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

二看需求：国内游预计平稳增长，商旅需求与宏观经济周期密切相关，入境游政策等持续利好有望带来边际新增量。2025 年，结合航班管家等的预测，国内民航旅客运输量 8 亿人次，有望同步增长 9.6%。同时，结合环球旅讯《中国旅游消费趋势洞察报告：回顾 2024，展望 2025》，针对其抽样调查者，在出行计划方面，95.1%的受访者表示，2025 年有旅游出行计划或正在考虑中，与 2024 年实际出行情况基本持平。2025 年旅游出行花费增长率，预期高于 2024 年的实际增长率。此外，2024 年底，国内入境免签政策持续利好，免签时间延长（部分从 144 小时过境免签增长到 10 天）；入境免签口岸增加等，入境游需求有望增加。**综合来看，我们初步预期 2025 年国内休闲需求平稳增长；如果宏观政策持续利好下商旅出行需求低位反弹，则有望对出行需求带来更多增长弹性。**

图27: 中国旅游消费趋势洞察报告：2025 年旅游花费展望预期



资料来源: 环球旅讯, 数字 100, 国信证券经济研究所整理

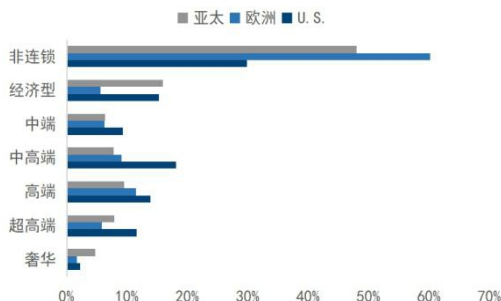
国际借鉴：中高端酒店占比仍有提升空间，且品牌集中有望提速

进一步地，我们在 RevPAR 中性假设下，探讨酒店行业尤其中高端酒店行业龙头成长。历经过往多年酒店行业的投资扩张，疫情三年的起伏和 2023-2024 年行业供给端的恢复性成长，目前来看，国内酒店行业发展呈现以下特点。

目前消费更趋性价比趋势下，国内中高端酒店阶段也面临一定挑战，各品牌分化加大。立足当下，商旅需求相对疲软，差旅标准降低，中高端酒店现阶段面临一定的需求压力，不同中高端酒店的酒店经营分化开始进一步加大。消费日趋性价比的背景下，一方面，原有中高端客群部分降级到中档酒店，但另一方面，中高端酒店也可能承接此前高端酒店的客群，整体趋势演绎更加多元，相应更考验酒店品牌会员流量等运营能力。**综合来看，在新的消费趋势下，承接高端，布局中端，**

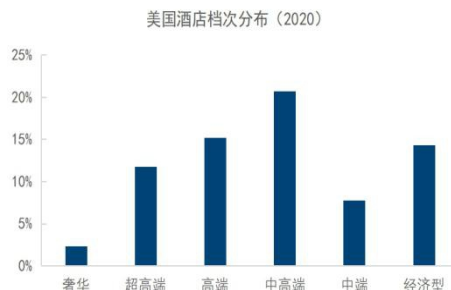
夯实中高端基本盘成为中高端酒店集团发展的核心路径，不同品牌因其产品力和服务能力差异，在吸引客流上分化日趋明显。

图28：2017年欧美亚太酒店行业档次结构分布



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

图29：2020年美国酒店档次结构：呈橄榄型分布



资料来源：STR，混沌学院，国信证券经济研究所整理

长期来看，对比欧美成熟市场，我国中高端酒店结构占比仍有一定提升空间。欧美成熟酒店市场，其各档次酒店主要呈现橄榄型结构分布，如下图所示。其中，聚焦美国酒店业，其中端/中高端/高端酒店合计占比超4成（其他还有3成系非连锁未单独区分档次），占连锁酒店的5-6成，相对占主导。而国内酒店则主要呈现金字塔型结构，经济型酒店基本占主导。如下图，尽管国内中端+高档酒店供给增速近几年较领先，其占比也从2018年27%增至2024年的35%，但从绝对量来看，经济型酒店目前仍占6成主导。国际对比来看，国内中端+高端市场中长期预计仍有持续结构提升空间。

图30：中国各档次酒店按房量分布：呈金字塔结构



资料来源：STR，混沌学院，国信证券经济研究所整理

图31：国内不同档次酒店客房量增长情况

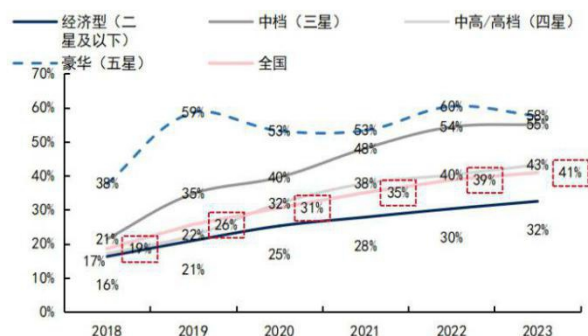


资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

连锁化率：2023年底国内规模以上酒店连锁化率达40%，对比美国 and 全球平均连锁化率仍有提升空间，但提升节奏可能更趋渐进。据盈蝶网数据，国内2023年底规模以上酒店行业连锁化率达43%（同一品牌3家酒店或以上即为连锁，酒店房量在15间+），其中经济型相对最低（32%），中端和中高档分别为43%/55%，相对更高。据酒店之家数据，2023年底国内酒店连锁化率为26%（对连锁界定要求更高），但客房量在70间及以上的酒店连锁化率为46%左右。国际来看，2017-2018年，美国酒店连锁化率达70-72%，亚太估算在48%左右。2023年，参考STR的数据，全球酒店连锁化率为56%，其中待开业酒店中连锁酒店占比更高，持续呈渐进提升趋势。综合来看，我国酒店行业连锁化率水平略低于亚太和全球平均水平，相比美国更有提升空间。考虑近几年酒店行业经营起伏，连锁酒店相对优势更加凸显，加之城市化的推进和下沉市场的连锁化率仍有提升空间，我们

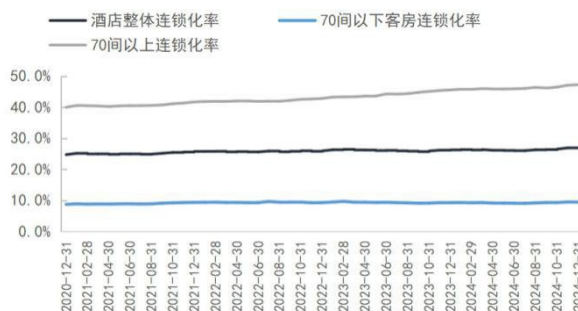
预期国内酒店连锁化率中长线仍有一定提升潜力，但提升节奏可能更趋渐进。

图32：国内酒店连锁化率：按酒店客房量划分



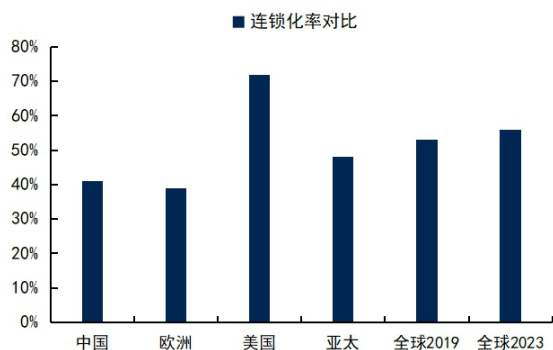
资料来源：盈蝶网，中国饭店业协会，国信证券经济研究所整理
注：以品牌拥有超过3家及以上门店作为连锁划分标准

图33：国内不同档次酒店连锁化率变化趋势



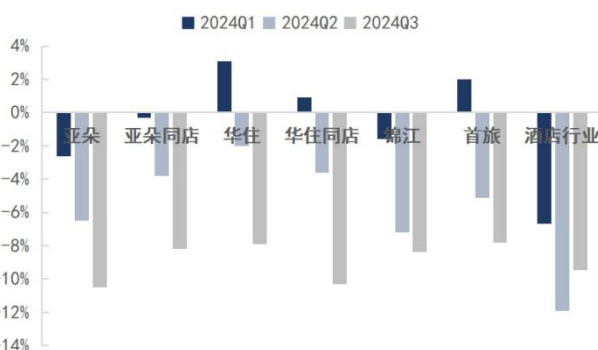
资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图34：国内外酒店行业连锁化率对比



资料来源：盈蝶网，STR、IHG 财报，国信证券经济研究所整理 注：盈蝶网以品牌拥有超过3家及以上门店作为连锁划分标准

图35：2024Q1-Q3 国内酒店龙头 REVPAR 变化与行业平均对比

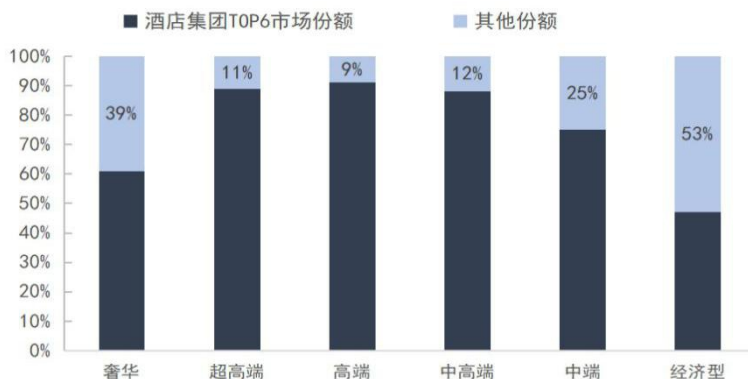


资料来源：酒店之家，各公司公告，国信证券经济研究所整理。

品牌集中度：美国不同档次酒店中，中高端到超高端酒店领域品牌集中度最高，侧面彰显上述领域优秀品牌龙头成长机遇。如下图所示，2023年，在美国不同档次酒店中，中高端到超高端的品牌集中度最高，TOP6酒店集团（万豪、希尔顿、洲际、温德姆、精选国际、雅高）的房量占美国相应档次连锁酒店房量的90%上下，而经济型和奢华型品牌连锁集中程度分化相对更大。我们认为，经济型酒店因进入门槛较低，奢华品牌中有一些地理位置优越的个性化酒店，故品牌集中度有差异。但在中高端到超高端领域，投资有一定门槛，投资人更理性，品牌运营的规模效应和品牌势能差异带来经营分化，故更有利于其向品牌集团集中。

立足当下，国内酒店龙头经营加速分化，优秀的酒店品牌集团有望加速份额集中，中高端酒店尤其如此。今年以来酒店经营承压分化，龙头多数好于整体，如上图34所示，除2024Q3外，酒店龙头REVPAR同比降幅整体好于行业（2024Q3有特殊高基数影响扰动，亚朵/华住/锦江/首旅2023Q3其REVPAR较2019Q3各恢复118%/129%/113%/106%）。结合我们此前报告分析，酒店收益一般由“物业升值+租金红利+酒店运营”等构成，其中品牌酒店运营能力日益成为加盟商考虑的最关键因素。并且，国内目前存量酒店中，有大量酒店装修时间相对比较长，未来升级改造中存在品牌转换或向连锁龙头转换的机会。

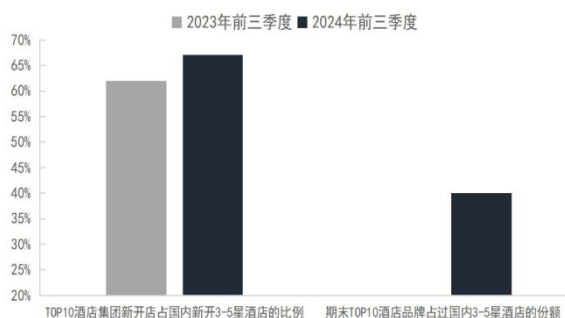
图36: 2023 年美国各档次 TOP6 强酒店份额情况



资料来源: STR, Statistics, SKIFT Research, 国信证券经济研究所整理

鉴于此,在目前酒店经营更考验各酒店自身品牌力和运营水平的背景下,加盟商投资更理性,从而有助于品牌势能处于上升期,经营良好的优秀酒店品牌公司加速集中,其市场份额有望进一步提升,中高端酒店尤其如此。参考奥维云网等数据,如下图所示,2024 年前三季度,国内一线和新一线城市新开业 3-5 星连锁酒店 TOP10 酒管集团市场份额约 67%,同比+5.0%;从酒店品牌看, TOP10 酒店品牌市场份额约 40%,全季酒店、亚朵酒店、桔子酒店、轻居品牌扩张位列前四。

图37: 一线和新一线城市 TOP10 酒店集团新开 3-5 星酒店占主导



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

综合来看,虽然目前消费性价比趋势下,中高端酒店也面临一定经营挑战,但品牌分化中龙头也在加速集中。中长期来看,对比欧美等国际成熟酒店市场,国内中高端酒店无论从结构占比亦或该细分领域龙头集中度来看,均有持续提升空间,从而也侧面有助于中高端酒店领域中的佼佼者持续扩容成长。

公司看点: 服务体系化, 实现体验与效率最优

聚焦亚朵,其核心在于从用户体验出发,通过系统化打造聚焦中高端人群的“效率-体验”的最优产品模型,实现“高品质、高效率、高溢价”,进而推动“消费者-加盟商-品牌商”三方共赢成长,实现消费者持续复购(会员忠诚度较高)和加盟商认可和复投率较高。

从服务到体验：以“峰终定律”构筑服务方法论，系统化复制

亚朵：以用户体验为核心，构筑“服务方法论”支持其系统化复制。相比：1、国内经济型酒店主要追求极致效率和性价比取胜（最低的人房比、极简设计等）；2、高星级酒店以品牌和全方位的服务取胜，亚朵更侧重另辟蹊径，从用户体验出发，打造有温度的增值服务，提升品牌溢价。其中，要让服务体系化真正构造特色并兼顾效率，核心需要解决三个方面的问题：1、如何聚焦“用户体验”打造服务产品？2、如何实现服务产品标准个性化，同时兼顾管理标准化和用户个性化需求？3、如何持续迭代创新保持服务产品的生命力？

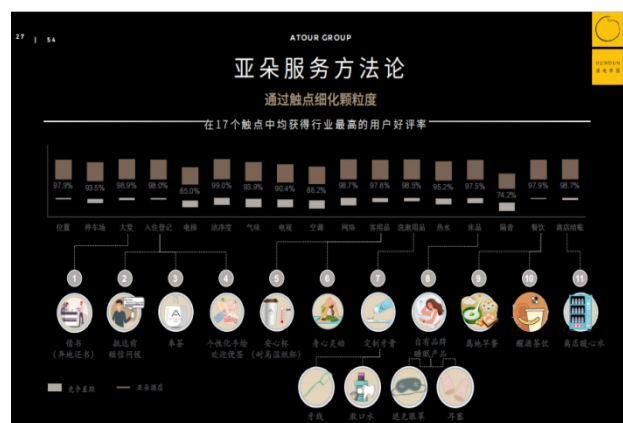
从服务到体验，根据“体验的峰终定律”将服务产品化。亚朵根据“峰终定律”（服务过程中的最高体验峰值和服务结束时的体验都是峰值，则消费者体验最理想）搭建自身的服 务方法论，构筑系统化流程，并形成“反馈、监督、闭环”。具体来看，针对于客人的第一次入住到再次入住的过程，亚朵提出了“17个触点”，不断地创造出各种超预期服务，构筑“人与人之间有温度地连接”。虽然这个过程中会牺牲一定的效率（亚朵人房比等相对更高），对人员素质和管理培训体系提出更高要求，但却可以给予用户更有记忆点的体验，从而支持其品牌溢价和用户粘性。并且，亚朵通过围绕17个触点和用户点评反馈的有效分析，积极构筑用户体验一致性标准，实现服务产品化，以系统化设计提高服务和管理的颗粒度。

图38：亚朵服务方法论-基于峰终定律打造



资料来源：混沌学园，搜狐网、公司官网，国信证券经济研究所整理

图39：亚朵服务方法论-拆解17个触点中打造服务产品



资料来源：混沌学园，搜狐网，公司官网，国信证券经济研究所整理

实现服务产品的标准个性化。根据混沌学园、搜狐网等报道，公司根据17个触点打造可40-50个服务产品（考虑投入产出，有的放矢），分成三类：1）基础级服务面向所有客户；2）个性化服务，结合客户级别金卡、铂金等不同级别享有不同服务（如夜宵等）；3）定制化一些服务，客户需要积分兑换或付费兑换，满足其定制化要求。并且，在服务产品分级的基础上，亚朵将个性化与标准化融合，用标准化的体系去满足每一类人群的个性化需要，有效兼顾用户体验和酒店经营效率。同时，公司给予一线员工一定的自由度，对于一些突发情况，一线员工有一定权限（几百元内）对客户进行补偿，从而可在一些特殊情况下提升客户满意度。

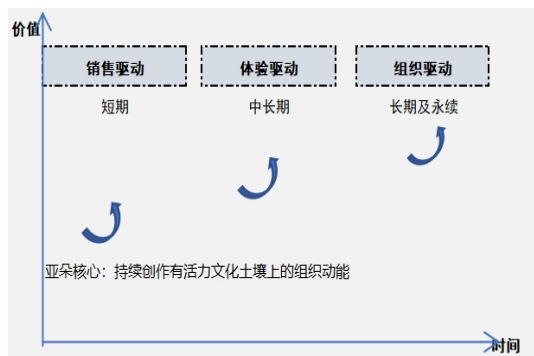
图40: 亚朵的用户体验一致性落地

用户体验	体验标准一致性落地
入住一杯茶	精选红茶/绿茶/蜂蜜水，前台逗留1分钟的宾客，均奉茶
离店暖心水	冬季温热、夏季冷藏、过度季节常温
铂金礼遇	创造专属于铂金的仪式感 精美欢迎便签——手绘属地文化 铂金拖鞋 欢迎水果—不少于4种 铂金夜宵
深夜粥道	免费自助粥：小米粥、杂粮粥等
24h洗衣服务	24小时免费洗衣服务
吕朦路早	为早退客人提供早餐：标准+喜好
Aplus服务产品	共20余项，入住时可免费选择3项，剩余可兑换和付费选择 深睡配方-4项 能量锦囊-5项 氛围锦囊-1项 安心锦囊-10项

资料来源：环球旅讯，混沌学园，公司官网，国信证券经济研究所整理

有效监督反馈并形成闭环。参考混沌学园中亚朵创始人王海军的分享，公司通过完善的内外、第三方反馈机制，有效推体验监督，形成管理闭环。亚朵要求“差评不过夜”，要求任何客人的问题、差评，基本在事发后的2—3个小时内解决。每一位亚朵店长，每天早晚6点钟会收到一份好评、差评单。有差评的，总经理要写出出现差评的原因，如何整改。同时，亚朵通过消费者行为点评反馈和监督闭环在系统上进行持续优化，并借此开发新产品（包括给客户打包路上吃的早餐等产品服务）。

图1: 亚朵核心竞争力成长：销售驱动-体验驱动-组织驱动



资料来源：公司公告、公司官网、混沌学园，国信证券经济研究所整理

组织创新驱动持续成长。服务的体系化和持续创新离不开内部组织系统化支撑。亚朵通过机制确保“能者上、庸者下”，以持续创造有活力文化土壤的组织能力推动长期课持续成长。1、总部制度方面，公司高级经理以上（司管干部）使用人才三制，2+x（x<2）任期制、轮岗制、竞聘制，竞聘机制，每个岗位任期2年，最长4年，需轮岗；2、司管干部包括城市总经理、战区负责人，酒店总经理实行积分竞争制，有积分可以拿到新的岗位和职级，在公司酒店目前快速扩张期本身机会充分。3、建立消费者和内部员工各种吐槽和建言献策机制，推动组织持续保持活力。4、优秀基层员工和管理岗位的员工可以按照一定条件获得公司期权，利益链接助力公司成长。

消费者高复购：好体验推动强产品，会员规模高增长高忠诚度

会员规模高成长，会员忠诚度较高，中央预订占比高。得益于亚朵对用户体验的极致追求，亚朵在门店快速扩张的同时，有效会员持续高增长。如下图，亚朵会员从2021年约3000万增至2023年约6300万，CAGR为45%；2024Q3末进一步增加至8300万/+54%。2021年，公司会员留存率为21.7%（同增+2.3pct），会员复购率为52.8%，2022年已经达到58.3%（同增+5.5pct）。并且，亚朵金卡及以上核心客户估算占比10%上下，但贡献其个人会员中近8成间夜销售，核心会员复购和忠诚度极高。此外，亚朵的中央预订率从2022年的接近6成左右提升至2023年63%，与华住相当，高于首旅、锦江等，作为后起之秀表现突出。

图41：亚朵门店客房及会员规模增长情况



资料来源：公司官网及公司财报，国信证券经济研究所整理

图42：亚朵会员复购率及中央预订率变化



资料来源：公司官网及公司公告，国信证券经济研究所整理

会员体系持续升级：住宿与零售的会员权益持续打通。2022年亚朵升级全新会员体系——ACARD体系，在原有酒店场景的权益外，延伸出包括出行、阅读、运动、饮食、艺术等多个生活场景的权益。2024Q3，公司进一步实现了亚朵酒店和亚朵星球多平台会员体系与积分权益的互联互通，推动住宿与零售业务的双向协同。

表1：亚朵 Acard 会员体系住宿与零售业务的最新整合

分类	房价优惠	预订保留	早餐	延迟退房	住宿权益			零售及其他权益
					房型升级	夜宵	住宿其他	
普卡	9.2折	至晚上7点						
银卡	8.8折	至晚上7点	无	延迟券(每张可延迟2小时): 8张/年				房费消费的1.5%赠券
金卡	8.8折	至晚上8点	16张/年	延迟券: 16张/年				房费消费的2.5%赠券
铂金	8.5折	至晚上9点	80张/年	延迟券: 120张/年	旋风升房券: 40张/年	免费2份	房间定制1次/1年, 专属拖鞋1张(满21减20元)	房费消费的3.5%赠券
黑金	8.5折	至晚上9点	90张/年	延迟券: 130张/年	旋风升房券: 50张/年	免费2份	房间定制10次/1年, 专属拖鞋券50张/年; 满赠券等; 会议室无忧, 专属管家	房费消费的5%赠券

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

此外，亚朵的客群相对年轻。聚焦用户体验下，服务特色产品提升其对年轻人的吸引力。2023年，亚朵酒店25%的客户为30岁以下、46%的客户为30至40岁之间，客群较年轻，有助于品牌力的持续扩容和成长。

总体来看，亚朵通过聚焦用户体验，通过打造强服务产品赢得消费者认可，支持下其流量向会员转换；深耕供应链和门店体系化运营，其产品模型在更高定位和配置下实现新的最优均衡，并以此构筑“会员-回报-规模”构筑龙头成长飞轮。

加盟商高复投：单店模型有效平衡体验与效率，持续吸引加盟商

围绕中高端消费者用户体验，亚朵在产品模型狠下功夫，在硬件产品与供应链、服务与人员配套上均有自身的特色，以求更高定位上打造“体验-效率”最优平衡。

单房构造：中等略高，以有效平衡“体验和效率”。如下表所示，亚朵单房造价13.5-14.5万（亚朵4.0版本14.5万），相对略高于全季、维也纳国际等中端品牌，但低于逸扉、城际、桔子水晶等，投入中等略高，但可借此有效满足中高端用户需求，并围绕用户体验持续产品创新，进而支撑其房价定位。

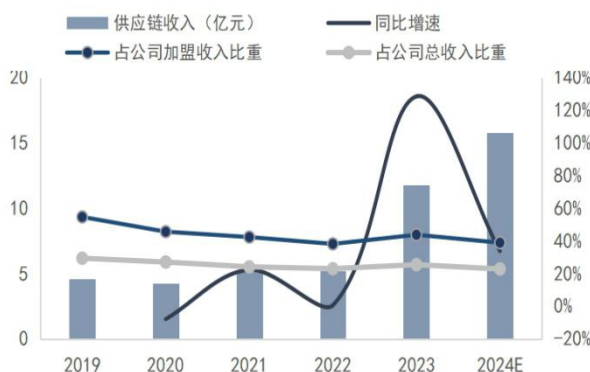
表2：国内部分代表中高端酒店品牌单房造价情况估算一览

	亚朵	全季	桔子水晶	华住-城际	首旅逸扉	首旅-璞隐	首旅-和颐	维也纳国际	维也纳	丽枫
单房造价	13-14.5万	12-13万	15-16万	16万左右	16-18万	13万左右	12万左右	10-12.5万	9-11.5万之间	10-11万

资料来源：各公司官网，环球旅讯、各公司投资加盟网站，国信证券经济研究所整理估算

供应链精细化深耕和创新：定制化、模块化、数字化、高效率。区别于其他酒店连锁集团供应链多采用平台模式，亚朵的供应链采取差价采购模式（故亚朵加盟收入中有部分系供应链收入，如下表），但较为注重效率。

图2：2019-2024E 亚朵供应链收入表现



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理和预测

据中国日报网等媒体报道，1、**公司根据用户不同的触点选择和设计适宜的产品，定制化**。亚朵精心设计房间（睡眠用品、洗浴设施及用品）和配套设施（洗衣房、健身房等）；2、**质量保证和物流效率**。亚朵2021-2022年，协同多家供应商，将物资进行集合与分类，在全国范围内设置前置仓，进行货物直发，提高效率，且物资的质量、价格、交付、服务均由供应链平台统一保障，以“六大服务承诺”“两大保价承诺”政策，提供供应链平台黏性。3、**模块化，提高效率**。如亚朵4.0产品中80%均可模块化供应，客房和工序拆成标准和非标模组，解决了尺寸偏差问题，整体安装周期缩短30%以上，以此节约时间。综合看，亚朵围绕用户体验进行供应链精细化深耕和创新，做出特色，规模化运营平衡效率，持续优化体验与效率平衡。

人员：“现长”+“政委”双管理人员派驻模式，人房比略高但保证服务水平。人员方面，相比多数有限服务酒店仅派驻店长，亚朵一般要求派驻两个核心管理人员：“现长”+“政委”。其中，现长负责酒店日常经营管理，处理现场一切问题，而政委负责招聘、培训和打造队伍组织能力。亚朵于2016年开始上述双管理人员模式，进而推动其在保持连锁酒店标准化运营效率的同时，也能提供个性化服务，增强用户体验。虽然这在一定程度上增加加盟商的管理人工投入（一个门店双管

理者每月合计成本约 3.5 万，而其他品牌仅店长情况下月薪 0.7-1.5 万不等），但对有效保证服务体验具有关键意义。从人房比来看，亚朵人房比（每间房的人数）多在 0.25 左右，相对高于华住经济型和中端产品（经济型和中端 0.20 以内，桔子水晶 0.25 左右），但相比其他中高端酒店也相对适中，以平衡体验与效率。

简而言之，亚朵更聚焦用户体验，在研发、设计、服务等方面持续挖潜用户需求，有效升级，构筑更高定位下更高效的产品模型，在合理的预算下把体验做到极致，在产品和服务端更精细化，并借此提升品牌内涵和强化用户粘性。

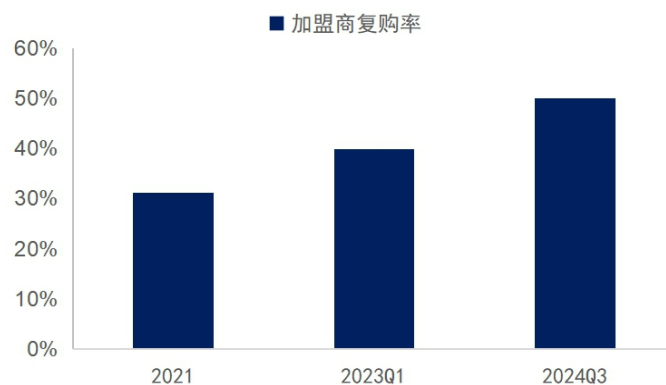
单店模型回报良好，进而推动加盟商高复投。综合来看，亚朵目前不同产品的单店模型如下表所示。结合我们对公司的持续跟踪，在相对更高的投资水平下，亚朵目前主力品牌亚朵 3.5、亚朵 4.0 和轻居 3.0 的平均投资回报周期基本保持在 4 年左右（不同产品因为选址差异、租金水平差异，运营阶段不同呈现较大分化，可能 3-5 年不等，不包括疫情期间投资的情况），投资回报率总体良好，进而推动其加盟商复购率持续提升。参考凤凰网及公司官网和财报公开交流电话会议等，2021-2024 年，亚朵加盟商的复购率持续提升，从 2021 年的 31.2%左右提升至 2023 年的 40%+，到 2024Q3 提升至 50%+，表现可观。

表 3：亚朵代表产品单店模型估算（不同城市、选址、租金等实际可能存有差异）

	单位：元/%	亚朵 4.0	亚朵 3.5	轻居 3.0	说明
收入	平均房价	510	475	390	不同城市定价不同
	平均出租率	76%	76%	79%	不同区域分化
	REVPAR	388	361	308	
	平均客房数（间）	150	150	130	
成本费用	运营成本（元/天/间）	120	118	96	不同城市、选址差异
	人房比估算	0.25	0.25	0.22	
	租金（元/天/间）	100	95	90	整体下降，但不同趋势分化
	每间房装修投入（含公摊）	145000	135000	105500	
盈利估算	装修成本按 8 年摊销每天	100	95	90	
	亚朵收费估算	38.8	36.1	30.8	
	单房经营利润每天	79.2	65.7	55.2	
	经营利润率估算	20%	18%	18%	
投资回报周期估算	投资回报周期估算	4 年左右	4 年左右	4 年左右	

资料来源：公司官网、公司公告、环球旅讯，国信证券经济研究所整理估算

图 3：亚朵酒店加盟商复购率



资料来源：公司公告，凤凰网，北晚在线，公司官网投关资料，国信证券经济研究所整理

综合来看，亚朵围绕用户体验的极致追求，结合峰终定律和多年摸索实践推动服务体系化（兼顾管理标准化和产品个性化），从而一是不断提升对消费者的吸引力，进而消费者对品牌的认可，会员忠诚度较高；同时在门店运营、供应链等方面狠下功夫，持续创新等，聚焦中高端用户打造“体验-效率”的最优平衡，推动加盟商复投率占比近两年持续提升，从而不断强化核心竞争力，提高品牌势能。

住宿成长：规模扩张、品牌溢价与利润率提升

成长总览：REVPAR 变化*房量增长*综合收费率提升*利润率提升

复盘亚朵成长之路：1、初创和早期成长阶段，以高品质、超预期服务和各种酒店+IP 等方式营销出圈，吸引客流；2、门店快速成长期（目前所处阶段），不断优化“效率-体验”产品模型（针对中高端消费者，实现更高定位的“效率-体验”均衡），以体验留客，3、组织进一步变更，产品持续丰富并保持更新迭代，系统化服务和增值体验支持，住宿、零售等双轮驱动，助力期中远期持续成长空间。

酒店主业成长分解=REVPAR 变化*房量增长*综合收费率提升*利润率提升。展望公司未来成长，考虑亚朵扩张基本加盟扩张为主，我们参考酒店加盟收入公式=RevPAR（取决于行业趋势和公司收益管理能力等）*客房规模*综合收费率的综合变化；而盈利能力则需进一步兼顾业务构成变化（直营/加盟占比）、规模效应优化等。接下来，我们主要就以上几个方面，结合亚朵酒店业务发展进行分析。

图4：酒店主业成长分解：RevPAR 增长*房量增长*综合收费率提升*利润率提升



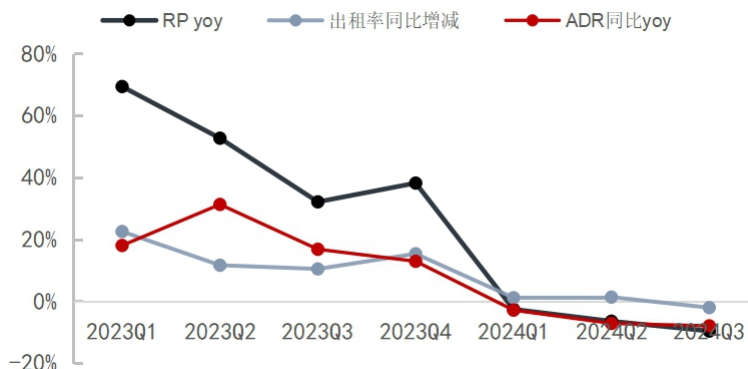
资料来源：公司公告、洲际、万豪财报，环球旅讯，国信证券经济研究所整理

REVPAR 变化：谨慎预期 2025 年公司整体 REVPAR 同比微跌

2023 年以来公司 REVPAR 经营趋势如下图所示，其中 2024 年上半年出租率相对稳定，2024Q3 高基数下有所下滑，ADR 则受整体环境和高基数影响承压。

结合前文行业分析，我们预期 2025 年国内酒店行业 RevPAR 基本平稳。对亚朵而言，除了行业大盘趋势，我们还需要综合公司 2025 年轻居扩张带来的结构性影响（定位更低，可能拉低整体 REVPAR 水平）和公司自身收益管理能力/基数影响等，初步预计 2025 年 RevPA 同比微跌 2%左右，如商旅能渐进复苏，则有望正增长。上述假设受整体宏观环境等影响较大，仍需保持密切跟踪。

图5: 亚朵 REVPAR 趋势变化



资料来源：公司公告，环球旅讯等，国信证券经济研究所整理

门店扩张：亚朵加密轻居提速，预计 2024-2026 年年均增长 27%

亚朵酒店规模扩张：预计 2025 年实现 2000 好店目标，未来依托亚朵加密、轻居提速、高端布局等，仍有望持续保持较快成长。亚朵未来扩张：聚焦一二线城市，兼顾三线头部以上的城市，全面推动规模扩张。公司在 2023 年初提出了“中国体验，两千好店”的三年发展战略，目标在 2025 年底前开设 2000 家高品质酒店，据此测算，公司 2023-2025 年酒店量年均复合增长 CAGR 为 27%。具体来看，展望亚朵未来几年成长，我们主要关注：1、核心亚朵品牌扩容成长；2、轻居品牌扩张；3、高端品牌萨和等成长，其中前两者系我们门店成长测算的核心。

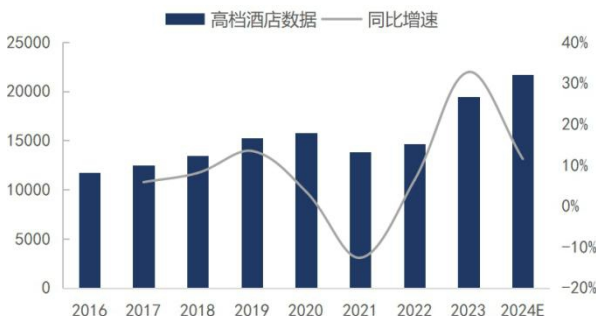
◆ 亚朵系门店：预计 2024 年有望 1370 家左右，2025-2027 年 CAGR 有望达 16-23%

亚朵系公司核心主力品牌，2024 年 4 月规模破千家，在国内中高端酒店领域排名第一，领先优势突出。2024Q3 末亚朵及亚朵 X 门店合计达 1319 家，结合我们对公司的持续跟踪，考虑 2024 年 11 月公司在三季报后上修 2024 年全年开店指引为 450 家，前三季度新开店 360 家，估算 Q4 有望新开店 90 家以上，假设亚朵占主导，据此我们估算 2024 年底公司亚朵+亚朵 X 酒店门店有望达到或超过 1370 家。

展望后续，参考 1、亚朵所在酒店细分领域规模成长和公司市场份额提升；2、国内破千家酒店品牌在门店规模达到千家后，通过门店加密和下沉等，门店增长情况，据此测算亚朵（含亚朵 X）2025-2027 年规模增速有望达 16-23%左右。

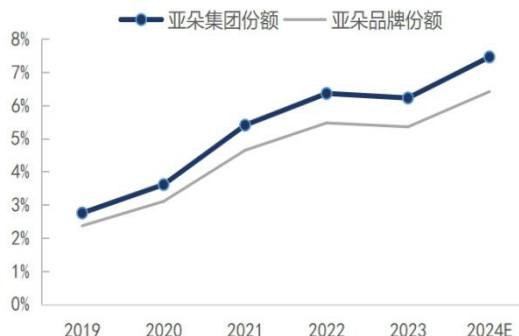
1、预计未来 3 年亚朵所处国内细分行业酒店规模年均增长约 6.5-8.0%。目前中国饭店业协会&盈蝶网一般仅区分经济型（二星及以下）、中端（三星）、高端（四星）、豪华型（五星）等，中高端未单独区分，其中亚朵目前划分为高端类别。因此，我们参考中国饭店业协会&盈蝶网分类，暂以其高端酒店规模进行参考计算。据盈蝶网数据，2023 年国内高档酒店达 1.95 万家，2016-2023 年复合增长率为 7%；2019-2023 年 CAGR 为 6%（有疫情影响），2023 年以来恢复性增长，2024 年我们参考酒店之家的中端和高端酒店增速估算增长为 11%左右，增速相对较快。展望未来，我们部分参考历史增速，兼顾中高端酒店结构占比提升、目前经济周期波动对需求的扰动、物业租金下降对酒店供给提升的综合影响，我们初步预计高端酒店量未来 3 年行业增速在 6.5-8.0%左右，保持稳定良好增长。

图43: 国内高档酒店规模成长情况



资料来源: 盈蝶网, 酒店之家, 国信证券经济研究所整理

图44: 亚朵集团及亚朵系品牌市场份额变化情况

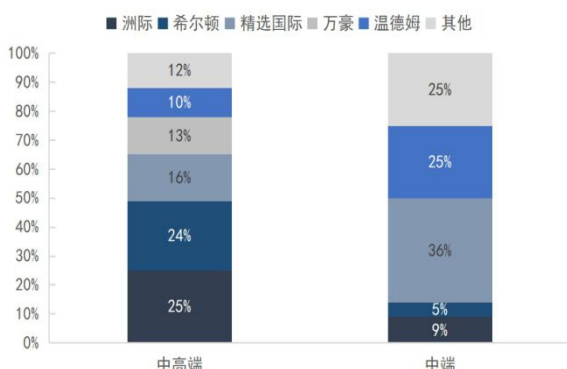


资料来源: 盈蝶网, 酒店之家, 公司公告、公司官网, 国信证券经济研究所整理

亚朵酒店市场份额持续快速提升, 预计未来三年细分市场份额有望达 8-9%左右。从亚朵酒店占国内高档市场的份额来看, 结合盈蝶网数据估算, 其市场份额从 2019 年的 3%逐步提升至 2023 年的 6%, 平均每年份额提升 0.8pct, 2024 年预计有望提升至接近 7%/+1.2pct, 高档酒店龙头品牌集中度提升显著, 与我们此前行业分析的判断一致。其中, 如果仅考虑亚朵品牌和亚朵 X 品牌 (过往占亚朵集团门店数的 85-90%), 我们估算其高端酒店市场份额占比从 2019 年的 2%提升至 2023 年的 5%, 份额每年提升 0.7pct, 2024 年预计有望接近 6%/+1.1pct。从国际借鉴来看, 以亚朵在美国市场定位较为接近的中高端酒店领域为例, 美国中高端酒店领域 TOP5 市场份额达 88%, 寡头垄断明显, 其中洲际市场份额可达 25%, 其他龙头在 10-24%之间。此外, 即使参考美国中档市场酒店份额, TOP5 份额也达 75%左右, 龙头份额在 5-36%之间, 精选国际占优势。与此同时, 考虑国内中档品牌单一品牌 TOP2 份额 (维也纳、全季) 各为 7%、5%。高端酒店参考国际案例集中度可以更高。综合来看, 我们初步预计亚朵系 (亚朵和亚朵 X) 未来 3 年所在市场份额每年提升 0.6-1.0pct 上下, 未来有望达到 8-9%左右。

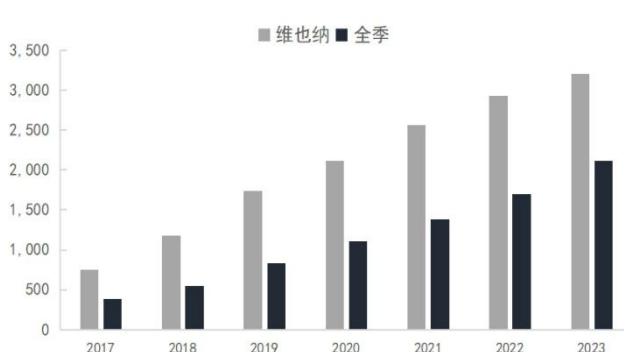
考虑亚朵所在酒店行业细分领域规模增速 (预计年均增 6.5-8.0%), 兼顾酒店品牌集中度的渐进提升 (市占率达到 8-9%), 我们预计亚朵未来 3 年其亚朵+亚朵 X 的规模有望达到 2097-2460 家, 对应 2025-2027 年年均复合增速为 16-23%。

图45: 美国中高端、中端酒店龙头市场份额情况



资料来源: STR, SKIFT, 国信证券经济研究所整理

图46: 维也纳、全季品牌增长情况



资料来源: 公司公告, 盈蝶网, 国信证券经济研究所整理

2、参考维也纳、全季等国内中端品牌规模破千家后的表现, 其门店破千家后 3-4 年年均增速可达 22-24%, 也可以为亚朵品牌后续成长做一定参考。如图所示, 国内中端酒店龙头**维也纳**在 2018 年规模超过 1000 家, 此后 2020 年门店规模超过

2000 家，2023 年规模超过 3000 家，2018-2023 年酒店规模年均增长为 22%；**全季酒店** 2020 年 9 月破千家后，2024 年 9 月底门店超过 2600 家，预计 2025 年有望破 3000 家，2020-2024 年 4 年 CAGR 达 24%，主要依托集团资源支持和品牌势能达到千家后，品牌和规模效应显现，在集团重点支持下积极扩张所致。

当然，亚朵定位中高端，与维也纳、全季定位中档市场，从酒店分布的金字塔原理来看，其规模发展等有一定差异，且不同历史时期行业机遇和各集团发展也会有区别，不能完全等同。但考虑亚朵目前在中高端领域 NO.1 的地位较突出，品牌势能、经营效率、会员规模等较为卓越，因此我们认为在相对积极的假设下，亚朵在未来 3 年复合增长也不排除接近上述品牌破千家增速。

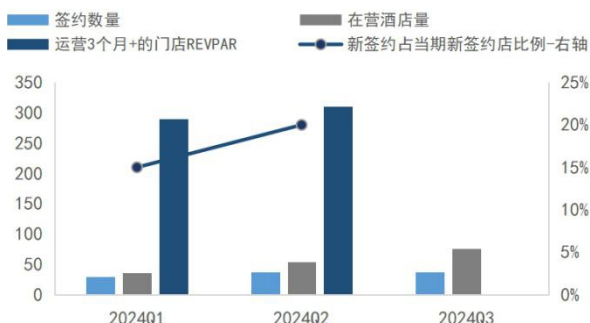
综合来看，我们预计 2025-2027 年亚朵（含亚朵 X）酒店门店复合增长 16-23%。

◆ 轻居成长：集团定位为第二个千店品牌，2025 年有望翻倍式加速成长

公司 2016 年 3 月推出轻居品牌，定位年轻人群，但 2023 年前发展较慢。轻居单房面积相比亚朵更低（20-24 平米），房内设施更精简，将餐厅与大堂等合并，更公区丰富，并提供 24 小时的不间断服务。但由于彼时亚朵集团核心品牌亚朵溢价更明显，其前期发展资源重心仍以核心亚朵品牌为主，加之疫情扰动，故轻居从 2016 年到 2022 年发展 6 年，但仅开业 74 家，规模相对有限。

2023 年初，公司对轻居进行有效升级，并定位为集团内部第二个千店品牌，扩张开始提速。结合新京报、新浪网等媒体报道，2023 年，公司将轻居品牌定位升级，聚焦中端市场的年轻商务客群，未来目标是将其培育成亚朵集团的第二个千店品牌，资源支持力度提升，产品升级和扩张提速。

图47：轻居 3.0 今年以来签约和开店表现



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图48：代表轻居门店经营表现好于预期



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

具体来看，公司 2023 年 2 月新推出轻居 3.0 版本，其单房造价从 2.0 版本的 12 万降至 10.55 万，且产品颜值和房间、公区设计等明显改善，投资回报周期估算在 4 年左右（如下表等，但不同城市和选址、不同租金水平实际有差异），与全季类似，其投资相对更低，但人房比配置相对略高，且因其服务特色，目前对加盟商也有良好吸引力。2023 年 6 月首店推出，2024 年前三季度合计新签约 105 家，约占公司前三季度新签约门店的 20%，其中第三季度新签约轻居 3.0 达 38 家。2024Q3 末在营门店轻居达 137 家，其中 3.0 版本达 76 家，**预计 2024 年 12 月底公司已开业轻居 3.0 有望达到 100 家**。目前，轻居 3.0 已完成所有一线城市的全面布局，势头良好。未来，公司还不排除拟对轻居品牌进一步升级，持续迭代。

表4：轻居与全季单店模型比较估算（因不同城市、选址、租金等实际差异较大，仅供参考）

分类	单位：元/%	轻居 3.0	全季	说明
收入	平均房价	390	400	不同城市定价不同
	平均出租率	79%	79%	不同区域分化
	REVPAR	308	316	
	平均客房数（间）	130	120	
成本费用	运营成本（元/天/间）	96	90	不同城市、不同定位等有差异
	人房比估算	0.2	0.18	
	其中人数估算	26	22	
	店长+总助工资/天/间	9	5	不同城市工资不同，华住系店长 1.6-2.0 万/月不等，亚朵系店总+总助，3.5 万/月不等
	租金（元/天/间）	90	90	不同区域分化，近两年租金水平有所下调
	每间房装修投入（含公摊）	105500	123000	华住 12-13 万，全季单房造价
	装修成本按 8 年摊销每天	36	42	
盈利估算	品牌集团收费估算按 10%/天	30.8	37.9	
	单房经营利润估算/天	55.2	56.0	
	经营利润率估算	18%	18%	
	投资回报周期估算	4 年左右	4 年左右	

资料来源：公司官网，公司财报及公告，环球旅讯，36kr，国信证券经济研究所整理

国内中端酒店领域目前已有多个成熟品牌门店破千家（如下表所示），竞争相对激烈，故轻居发力成长也面临一定的挑战。同时，在集团内部，如何平衡与亚朵等核心品牌的发展，也需要公司在定位细分等方面狠下功夫，方能协同成长。

表5：国内 TOP10 中端酒店品牌门店规模变迁——TOP3 排名相对稳定，如家商旅、桔子等后起发力

	2016		2019		2021		2023
维也纳	461	维也纳	1739	维也纳	2561	维也纳	3201
全季	284	全季	831	全季	1381	全季	2116
丽枫	169	丽枫	570	丽枫	896	丽枫	1199
星程	136	如家商旅	388	如家商旅	658	如家商旅	770
和颐	85（客房量高于后者）	宜尚 292（客房量高于后者）	桔子		432	桔子	652
如家精选	100	星程	350	星程	528	星程	670
南苑 e 家	123	桔子精选	248	宜尚	377	雅斯特 486（客房量高于后者）	
山水时尚	51	雅斯特	230	雅斯特	324（客房量更高）	希岸	616
桔子精选	50	如家精选	220	希岸	438	宜尚	526
喆啡	63	喆啡	238	喆啡	411	如家精选	371
锦江都城	43	宜必思 185（客房量高于希岸）	如家精选		281	柏曼	379
雅斯特	54	希岸	249	柏曼	316	凯里亚德	230

资料来源：盈蝶网，公司官网，国信证券经济研究所整理

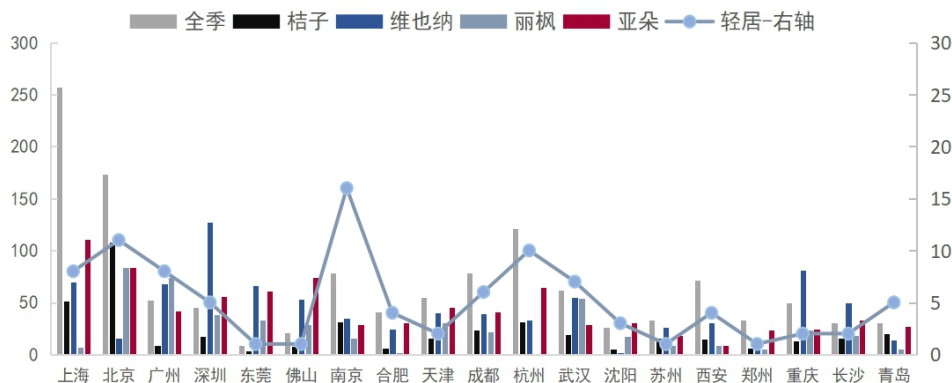
但作为亚朵集团近两年全面发力的中端品牌，轻居亦有自身的优势：

1、产品优势：中端定位但兼具个性化服务特色。轻居以年轻客群为主（30 岁以下客户占比 32%），中端定位但兼有亚朵体系部分个性化服务特色，在目前各中端酒店产品有一定自身相对优势，可以承接亚朵体系部分差旅预算受制的流量和吸引部分其他竞品流量。从目前来看，结合公司官网披露的 2024Q3 财报后公开交流，其在营轻居门店尤其部分轻居 3.0 门店经营表现好于预期。

2、亚朵系加盟商体系支撑，有助于其目前扩张。目前轻居加盟商超一半以上与亚朵重叠。2024Q3 新签项目超 50%来自老加盟商复购，为其扩张提供良好支撑。

3、从竞争的角度，国内中端酒店龙头目前确实规模不低，但同时其核心区域也面临密度较大的问题。如下图所示，目前国内成熟中端品牌维也纳、全季、丽枫、桔子等均在部分城市密度相对不低，但这些城市仍有适合中端定位存量物业品牌转换需求，轻居作为亚朵酒店集团旗下重资源投入的品牌未来有一定机遇。

图49：全季、桔子、维也纳、亚朵、轻居一线及新一线城市门店数量分布（截止 2025. 1. 14）



资料来源：携程网，公司官网及小程序，国信证券经济研究所整理 注：维也纳仅考虑维也纳品牌和维也纳国际品牌

基于国内中端酒店品牌规模变迁，我们预计 2025 年预计系轻居品牌的关键之年，在假设亚朵集团资源倾斜支持的前提下，我们预计 2025 年轻居品牌有望达到 250-300 家。参考上表 5，国内中端酒店 2016-2023 年变迁。TOP3 维也纳、全季、丽枫排名相对稳定，如家商旅（如家系）、桔子（华住系）等立足酒店集团资源支持的品牌表现不俗，2023 年位列第四、第五名。从 2023 年国内中端品牌规模排名来看，如果单品牌酒店规模能达到 250-300 家左右，有望达到国内中端酒店 TOP20 之列，品牌规模效应有望加速验证。同时，如参考上述中端品牌尤其桔子酒店等发展（华住集团内已有汉庭、全季等核心品牌下重点资源支持发展的中端品牌），考虑 2024Q3 末轻居酒店 137 家，2024 年底有望 150 家+，在亚朵集团大力支持和资源重点投入的假设下，结合轻居 3.0 等模型目前的验证情况，我们预计 2025 年有望成为轻居品牌关键之年，预计 2025 年底其品牌门店有望达到 250-300 家，进而有望进一步助力公司成长。

立足轻居亚朵系第二个千店品牌的定位，我们初步预计 2026-2027 年轻居品牌规模有望保持 30-40%+ 的增长速度。进一步展望轻居酒店 2026-2027 年成长，参考华住系桔子酒店在 2019 年达到 248 家后，2020-2021 年在疫情特殊扰动背景下。其酒店量年均复合增长 30%+（华住系资源重点支持），且考虑轻居在较多核心城市仍有广阔加密空间，我们预计轻居品牌 2026-2027 年有望保持 30-40% 的增速。当然实际过程中仍需要持续跟踪轻居 3.0 模型扩张中的持续验证、亚朵集团对其发展持续资源扶持程度等。但总体而言，作为亚朵集团第二个千店定位的品牌，我们对其未来成长报以积极态度。

◆ 高端领域：预计 2025 年有望 90-100 家，新推萨和品牌探索精选服务模式

在高端酒店领域，公司此前拥有亚朵-S 品牌作为高端酒店领域入门级产品，也曾打造 A. T. House 等进行尝试。2024 年 10 月，公司推出萨和酒店品牌，拟打造针对精英商旅人士和休闲度假人士的高端生活方式品牌。

结合我们此前酒店类专题报告分析，国内高端酒店过往因地产红利投资热潮，基本以全服务酒店为主，追求大而全，高成本，经营效率较低。伴随地产热潮褪去，高端酒店运营效率日益成为业主或加盟方关注的重点。

本次亚朵新推的萨和品牌，主要侧重精选服务，通过更高定位模式下，选择性配置，以求逐步摸索更高定位下“体验-效率”更好的投资模型。具体来看，在营建上，萨和利用亚朵集团供应链优势，通过产品标准化、公区模块化开发等，兼顾品质和成本，通过各类精选服务产品（选香入房、随行餐食）等，兼顾服务的标准化与个性化，以不断打造“体验-效率”的最优平衡。

参考界面新闻报道，据萨和酒店加盟手册，萨和酒店单房造价在 20 万元左右（包括标准房和升级房等），平均客房面积在 28-33 平米，房量在 150-170 间左右，一般客房预估 RevPAR 为 550-650 元，平均投资回报周期在 4.1 年左右，对比业内 5.3-8.1 年的高端酒店回报周期显著缩短。

目前来看，公司高端酒店布局还在不断摸索尝试中，公司也聚焦长期主义视角进行孵化。如果后续探索突破，未来伴随国内高端酒店（尤其原有外资高星级酒店）运营期限到期，萨和等品牌也有迎来其发展机遇。

综合来看，考虑 2024Q3 末公司高端酒店 77 家，参考签约储备项目、亚朵 S 的持续布局和新品牌萨和品牌等扩容，我们预期 2025 年公司高端酒店有望达到 90-100 家左右，中长期仍需跟踪亚朵 S 的升级扩张和萨和等新品牌探索情况。

图50: 萨和酒店品牌



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 扩张小结：预计公司酒店门店 2024-2026 年 CAGR+25-30%。中值 27%左右

综合前文分析，我们预计公司 2024-2026 年酒店门店年均复合增长 25-30%，中值在 27%左右，具体初步预计公司各主要品牌未来几年扩张如下表所示。

表6: 亚朵酒店规模扩张展望小结（估算供参考）

	2022	2023	2024Q3	2024E	2025E	2026E	2027E
高端&豪华	57	68	77	83	96	110	138
中高端（亚朵，亚朵 X）	801	1034	1319	1379	1681	1946	2227
中端（轻居）	74	108	137	151	252	403	545
开业门店合计	932	1210	1533	1613	2029	2459	2910
开业门店增速	25%	30%		33%	26%	21%	18%
签约门店	363	617	732				

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理预测

预计公司 2024 年底开业门店有望达到 1600+家。截止 2024Q3 末，公司已开业酒店 1533 家。2024 年前三季度，公司新开酒店 360 家，关店 37 家，净增 323 家。公司预计 2024 全年新开店目标 450 家。我们假设公司 2024 年全年关店 50 家+，

并参考酒店之家、携程网等 2024 年底数据，据此我们估算 2024 年全年有望净增 390-400 家左右，预计公司 2024 年底公司开业酒店有望达 1600 家+，其中一二线城市占比有望达到 70-80%左右。

根据公司 2024Q3 末开店和签约储备情况以及我们的持续跟踪，我们预计公司 2025 年底有望实现其 2000 门店目标。参考公司近两年开店节奏，考虑公司 2024Q3 末签约储备门店已经达到 732 家，系历史高点，我们初步认为公司 2025 年开店有望不低于 2024 年，兼顾少量关店影响，其净增量仍有望达到 400 家左右。鉴于此，我们预计公司有望实现 2025 年底完成 2000 家店的目标。

综合我们的分析，我们预计亚朵集团 2024-2026 年门店扩张 CAGR 有望 25-30%，中值 27%左右；展望 2025-2027 年，我们预计公司酒店门店年均复合增长有望达到 22%上下，仍保持较快增长。

综合费率：预计持续加盟费综合费率有望渐进提升

亚朵加盟费收入最主要由首次加盟费、持续加盟费、供应链等相关收入及其他收费等构成，具体如下表所示。

表7：亚朵各品牌收费比例（2025 年 1 月官网披露）

	萨和酒店	亚朵 S 酒店	亚朵	亚朵 X	轻居酒店
加盟期限	10 年	10 年	10 年	10 年	10 年
首次加盟费	按实际房间数收取 8,000 元/间	按实际房间数收取 8,000 元/间	按实际房间数收取 5,000 元/间	按实际房间数收取 5,000 元/间	按实际房间数收取 5,000 元/间
履约保证金	一次性收取 100,000 元 合同期满后无息返还	一次性收取 100,000 元 合同期满后无息返还	一次性收取 100,000 元 合同期满后无息返还	一次性收取 100,000 元 合同期满后无息返还	一次性收取 100,000 元 合同期满后无息返还
工程指导费	120,000 元/店	80,000 元/店	80,000 元/店	80,000 元/店	80,000 元/店
技术系统安装费	10,000 元/店	10,000 元/店	10,000 元/店	10,000 元/店	10,000 元/店
流动图书馆筹建费	50,000 元/店	50,000 元/店	50,000 元/店	50,000 元/店	30,000 元/店
流动图书馆维护费	700 元/月				
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*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%	营业总收入*6%=品牌使用费 2%+管理费 4%	营业总收入*6%=品牌使用费 2%+管理费 4%
酒店总经理费	45,000+元/月（首年）	30,000 元/月（首年）	首年：一线城市/新一线城市：30,000 元/月，二三线城市：25,000 元/月；三线及以下城市：20,000 元/月。	首年：一线城市/新一线城市：25,000 元/月，二三线城市：20,000 元/月。	首年：一线城市/新一线城市：20,000 元/月，二三线城市：15,000 元/月，三线及以下城市：10,000 元/月。
总经理助理费	25,000+元/月（首年）	15,000 元/月（首年）	（首年）一线城市/新一线城市：12,000 元/月；二三线城市：10,000 元/月；三线及以下城市：9,000 元/月（首年）	（首年）一线城市/新一线城市：10,000 元/月；二三线城市：9,000 元/月（首年）	（首年）一线城市/新一线城市：9,000 元/月（首年）
财务指导费	1,200 元/月	1,200 元/月	1,200 元/月	1,200 元/月	1,200 元/月
系统维护服务费	3,300 元/月	3,300 元/月	3,300 元/月	3,300 元/月	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%	CRS 收入*6%，收费上限为全部收入*3.5%	CRS 收入*6%，收费上限为全部收入*3.5%	CRS 收入*6%，收费上限为全部收入*3.5%	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	每积分 0.01 元	每积分 0.01 元	每积分 0.01 元	每积分 0.01 元

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理 注：不同时期同一品牌门店收费比例可能存在差异，部分门店在谈判时也可能存在一定程度的条款差异。

1、**首次加盟费**：新开店时一次性收取，一般按 10 年左右分期确认，每间房收费比例不等，早期为 4000 元-6000 元，目前为 5000-8000 元，实际过程中不同门店可能存在差异。

2、**持续加盟费**：主要包括品牌管理费（按加盟店流水*收费比例，不同时期签约

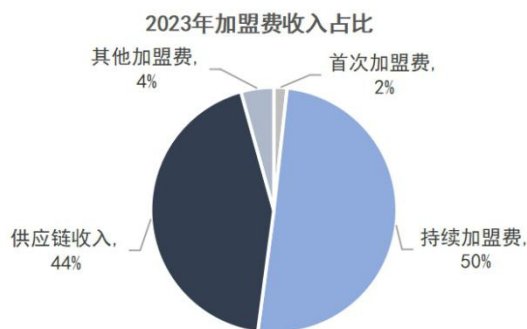
门店收费比例差异)+中央预订系统收费(中央预订的流水*收费比例)+代收代付店长及总助工资及其他代收代付收入等。

3、**供应链等相关收入**:主要系加盟商装修和日常经营中采购公司供应链产品的收入,按总额法计算。

4、**其他收费**:主要包括会员积分,PMS使用费等,占比相对较小。

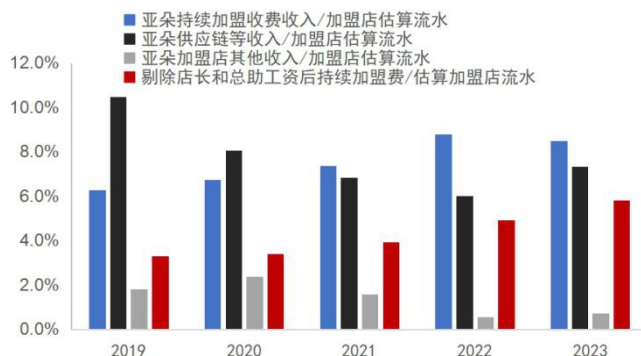
具体来看,如下图所示,在亚朵加盟店收入中,主要以持续加盟费收入和供应链等相关收入为主,2023年二者占比各为50%、44%,而首次加盟费和其他加盟费占比仅2%和4%,相对不高。同时,由于亚朵供应链收入多数按总额法计算,其毛利率率相对偏低,而持续加盟费除代收代付店长工资外,基本可以体现为毛利收入,利润率较高。故虽然亚朵供应链收入占比仅次于持续加盟费,但我们估算其对经营利润的贡献显著低于持续加盟费,影响相对有限。因此在加盟业务收入中,持续加盟费及其综合收费率变化对亚朵酒店业务利润影响最核心,我们接下来将具体分析其变化。

图51:亚朵2023年加盟费收入构成



资料来源:公司财报,国信证券经济研究所整理

图52:亚朵各加盟收费占估算加盟店流水的比例(估算参考)



资料来源:公司财报,国信证券经济研究所整理和估算

亚朵持续加盟费主要会受到以下几个方面因素的影响:

1、**不同时期各品牌的加盟管理收费比例不同**。以主品牌亚朵为例,根据签约阶段不同,基本4-6%不等,新签门店基本6%为主;

2、**中央预订收费**:2022年新签约门店收费比例从4%提升至6%为主。公司2022年之前签约门店基本4%左右,2022年之后的新签约门店CRS收费比例6%左右(最高为加盟店全部收入*3.5%封顶)。随着2022年后签约的门店开业占比逐步增加,亚朵整体中央预订收费比例将逐步提升;

3、**代收代付店长工资部分**,收入上也体现为持续加盟费收入构成,我们估算平均每店每月3.5万元左右,目前保持稳定。

综合来看,结合我们对加盟店流水的估算,我们推算公司近两年持续加盟费占加盟店流水的比例为6-9%左右,呈现渐进提升趋势。如果我们大致剔除店长和总助的工资影响,估算从2019年的3%逐步提升至2023年大概接近6%左右。考虑收费更高的新签门店未来占比持续提升,我们估算公司未来加盟收费比例未来中长线有望提升至7-8%左右(不含店长总助工资),含店长等工资有望达到10-11%左右,综合来看,我们预计公司中长期持续加盟收费比例有望逐步与华住加盟费收入占比水平接近(国内含持续加盟费及首次、其他加盟费等,不含代收代付店长工资等估算9-10%左右)。

此外，公司供应链等相关收入，主要与其供应链体系持续迭代，疫情波动、公司客房规模扩张和公司要求加盟商统一平台采购的占比变化等因素相关。未来我们预计供应链相关收入主要伴随亚朵酒店门店扩张以及其供应链能力的持续提升保持稳定良好增长。

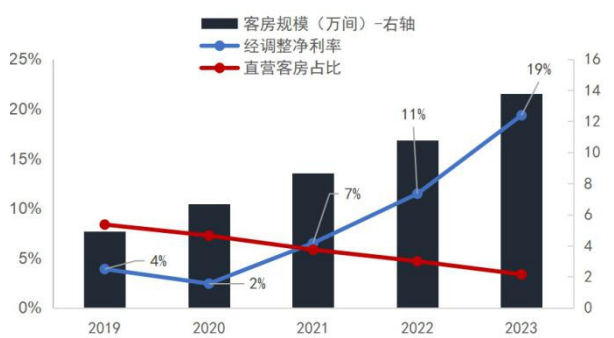
酒店经调净利率：对标国内外龙头，预计未来 3 年有望达 20-22%

规模上升、加盟占比提升、经营优化和 REVPAR 支撑下，亚朵的盈利能力持续提升，2023 年公司整体经调整净利率为 19%。如下图所示，随着亚朵客房规模逐步提升和加盟占比的提升，公司整体的经调整净利率也逐年提升，从 2019 年的 4% 提升至 2023 年的 19%，逐步提升（其中考虑零售业务的净利率相对更低，我们预计酒店业务经调净利率 2023 年有望高于 19%，与 2023 年较高 REVPAR 水平相关）。虽然 2020-2022 年因疫情扰动 REVPAR 略有差异，但即使疫情期间，公司经调整净利润率仍然为正，主要与加盟占比高（93-95%）和公司良好的运营能力相关。

同时，REVPAR 水平也在一定程度上影响公司盈利水平：RevPAR 越高，公司按比例收取的持续加盟费用等越高，相关加盟业务的毛利率和净利率均可提升。参考 2023 年公司 RevPAR 水平和持续加盟费等估算，假设若其 REVPAR 提升 1%，我们估算持续加盟费的毛利率水平可提升 0.03-0.04pct 左右。

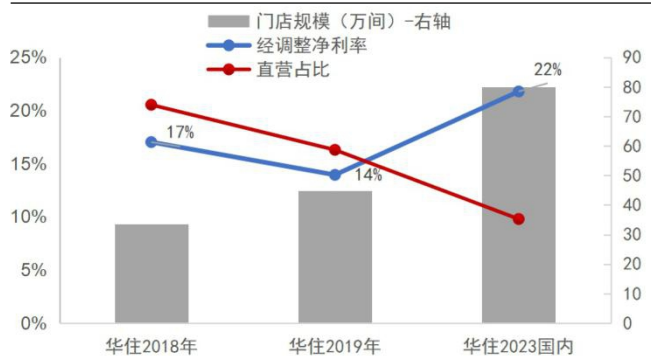
具体而言，亚朵近几年经调整净利率提升的原因如下：一是其近几年门店规模的高速增长，2019-2023 年公司客房量年均 CAGR 为 29%，带来住宿业务规模效应的持续释放；二是加盟占比持续提升，从 92-97% 贡献（对应直营客房占比从 8% 降至 3%）；三是公司自身经营优化和更高收费的新签门店占比提升；四是零售业务利润贡献伴随收入规模扩张持续增长，零售业务经营利润率预计逐步提升。

图53：亚朵客房规模、直营占比和经调整净利率变化



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图54：华住客房规模、直营占比和经调整净利率变化



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理和估算

进一步，对标国内外酒店龙头和亚朵自身情况，看其酒店主业未来利润率空间。

1、国内来看：我们主要对标华住，华住 2023 年国内酒店经调整净利率为 22%，达到其历史高点。华住加盟占比低于亚朵，2023 年华住国内加占比 90%VS 亚朵加盟占比 97%，但其规模也相对更高。结合我们对酒店盈利结构的判断，我们认为亚朵酒店业务依托其高加盟占比、管理优化和客房规模持续提升，其未来经调整净利率有望达到华住的上述经调整净利率水平。

图55：国际酒店龙头经调整净利率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理和估算

2、国际来看，我们重点选取酒店定位接近、高加盟/管理输出占绝对主导的国际酒店龙头做参考：洲际酒店（加盟占比 72%，管理输出 28%，高中低定位兼有，以中高端为主）、精选国际（加盟占比接近 100%，高中低定位兼有，中端、中高端相对为主）、温德姆酒店（加盟占比接近 100%，高中低皆有，经济型占 40%）等，具体如上图所示。上述三家国际酒店龙头 2023 年的经调整净利率在 20-29%之间，在加盟等主导、较高客房规模和经营良好下实现较高的盈利能力水平。

结合前文等分析：1、考虑亚朵 2023 年加盟客房占比已经达到 97%，未来扩张基本加盟为主，故加盟占比有望进一步提升至 98-99%；2、亚朵门店扩张未来几年有望保持良好增长，成熟门店占比不断增加（我们参考 2024 年 6 月底开业门店 1412 家，估算 2024 年底其成熟门店占比有望超过 60%，后续有望进一步提升），规模效应和成熟门店的助力也有望助力其净利率提升；3、在假设未来几年 REVPAR 同比 2024 年持平或微增的假设下，我们预计公司未来 2-3 年酒店主业经调整净利率（不含零售业务）有望达到 20%-22%。

表8：亚朵酒店不同阶段酒店构成情况

	2021		2022		2023	
筹备期	338	31.2%	363	28.0%	617	33.8%
爬坡期	114	10.5%	124	9.6%	203	11.1%
成熟期（经营超 6 个月）	631	58.3%	808	62.4%	1007	55.1%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

零售成长：持续打造爆款，构筑第二增长曲线

发展变迁：从场景零售到深睡定位，持续打造爆款 SKU

亚朵零售：从场景零售到深睡定位，逐步构筑公司第二增长曲线。公司在 2016 年就开始场景零售业务，以“酒店+零售”树立自身特色。场景零售业务拓展下：一可提升客户现场体验，二是通过合理激励机制设计，其线下零售产品的销售提成增加酒店工作人员的收入来源。2016-2020 年，亚朵零售在低基数下快速成长，其场景零售业务的 GMV 年均复合增长达 140.2%。2021 年 7 月，亚朵场景零售品牌升级为“Atour Market 亚朵百货”，打造睡眠场景品牌“a TOUR PLANET 亚朵星球”、气味美学品牌“SAVHE 萨和”以及在途出行品牌“Z2GO&CO.”，覆盖睡眠、香氛个护和出行领域。2021 年底亚朵酒店共开发了 1665 个场景零售 SKU。此

后，公司通过深挖用户痛点，通过优质产品研发、酒店场景试用、线上零售扩展三位一体的策略，从场景零售转为深睡定位突破，打造产品爆款。

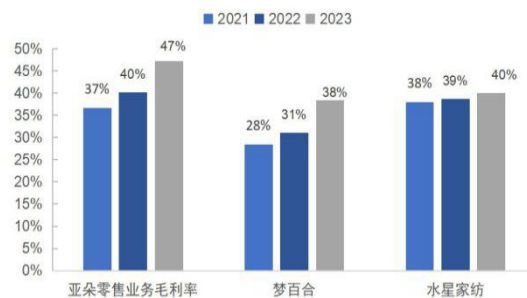
2020-2024 年，公司零售 GMV 继续爆发式增长，2023 年为 11.39 亿元，2024 年前三季度 GMV 达 16.8 亿元，同比增长超 100%；**2024 全年我们预计 GMV 有望达到 22-23 亿元，我们估算近 4 年 CAGR 可达 110%+**。2023 年公司零售收入占比达到公司收入的 21%，我们推测 2024 年零售占比 29%左右，已逐步成功构造第二增长曲线。

图56: 亚朵零售业务 GMV 增长情况



资料来源：公司公告，搜狐网，国信证券经济研究所整理

图57: 亚朵零售业务毛利率变化和与同行对比

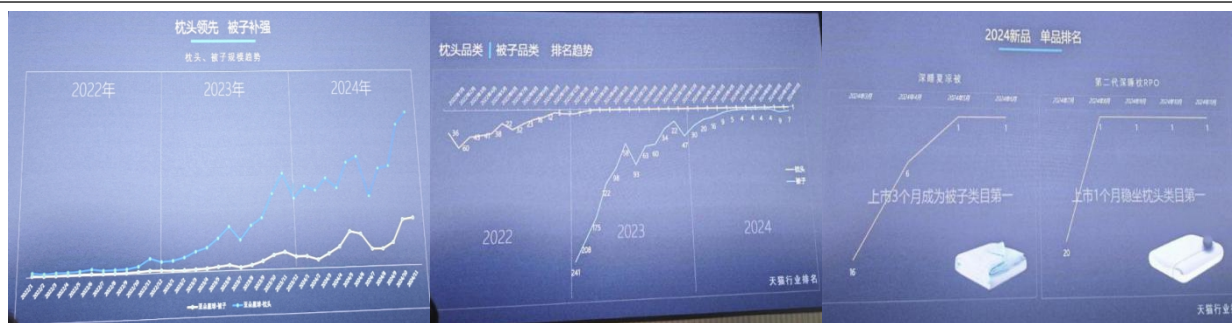


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

品牌赋能，体验为先，零售业务毛利率领先同行，经营利润率估算 11-13%，加速公司盈利成长。立足中高端品牌定位，深挖用户痛点下持续产品创新，亚朵零售毛利率高于其他可比家纺类公司，2023 年达 47%，整体领先 7-9pct。2024 年前三季度，随着毛利率更高的线上渠道占比进一步提升，公司零售业务毛利率进一步提升到 51-53%，竞争优势持续凸显。同时，从经营利润率来看，由于公司零售业务仍然处于品牌推广期，销售费用率相对不低，我们估算在 35-38%之间，据此推算零售业务经营利润率大约在 11%-13%左右，相比 2023 年罗莱生活/水晶家纺/梦百合 12%/10%/2%的经营利润水平，仍较为良好。

深挖用户痛点，持续夯实爆款打造能力：枕头领先，被子补强。复盘亚朵零售业务的成长，其腾飞首先在于成功打造枕头单品爆款，并持续进行更新迭代，2024 年被子又开始起量发力。具体来看，亚朵一是**枕头系列持续推陈出新**，通过酒店场景中用户的真实睡眠体验、反馈与吐槽不断迭代产品，从早期的“酒店记忆枕”、“曲线高低枕”，以及专为夏季研制的“凉感凝胶记忆枕”等，再到 2022 年陆续推出慢回弹、深睡枕 1.0 等 SKU，持续迭代提升。2022 年枕头排名 50 名内，2023 年 3 月开始在天猫稳住第一。其中深睡枕自上线以来日峰值 GMV 超过 100 万元，双 11 天猫枕头首次上榜 top10，上市 3 个月 GMV 即超过慢回弹；2023 年深睡眠枕 PR02.0 上市，上市 1 个月销量位居天猫等枕头品类第一，全年销量超 120 万；2024 年 618，枕头售出超 100 万个，表现尤其靓丽。二是**被子补强，以“减法”回归用户最本质需求，打造深睡控温被——“整被”双层控温系统**，上层被体蓄热保暖，下层被体排湿透气。2023 年深睡控温被累计销售超 10 万条；2024 年深睡被-夏凉被在 618 期间累计售出超 17 万条；上市三个月后位居天猫被子品类第一。目前来看，亚朵星球第一代深睡枕、深睡夏凉被、第二代深睡枕接连成为过亿单品。

图58: 亚朵零售: 枕头领先, 被子补强



资料来源: 环球旅讯、网易号、公司官网及公司公告, 国信证券经济研究所整理

聚焦中高端人群, 全流程深刻洞察, 有效破圈, 精准渗透。亚朵星球定位中高端人群, 全流程深刻洞察, 实现体验的一致性: 品类研发启动前与消费者沟通、发掘痛点, 了解基础背景 x 内容兴趣 x 搜索兴趣 x UGC 用户利益; 营销推广环节, 不同的渠道评价收集。站内外营销渗透, 打造爆品模型, 并有效捕捉外部营销平台搜索指数倍增→加速流量转化。

多渠道并举, 线上占比提升, 住宿和零售会员最新打通助力成长。公司着力发展多元电商等线上渠道, 布局以亚朵 App 和小程序为代表的私域渠道, 同步上线天猫、京东、抖音、小红书等电商渠道, **线上 GMV 表现强劲**。2023 年双 11 线上 GMV 超 2.5 亿元, 同比增长超 600%, 全年线上 GMV 占比估算 70-80%; 2024 以来, 线上占比进一步提升到 9 成+, 持续发力, 并带动公司零售毛利率提升。此外, 公司进一步深耕住宿和零售用户会员体系, 通过捕捉用户信息发现住宿和零售用户交集相对有限, 2024 年公司住宿与零售业务交集在 10%以内。因此, 公司 2024 年进一步将其二者会员体系打通, 积分权益共享, 并在酒店设计深睡楼层, 推出 pro 系列体验产品, 打通住宿和零售场景, 使线下客群在酒店体验的过程中“种草”更多深睡系列产品, 让亚朵星球成为消费者对高品质生活方式追求的首选品牌, 形成“渠道触达”、“人传人”等多种营销传播效果。

图59: 亚朵零售: 从用户出发, 聚焦深睡定位爆品



资料来源: 公司公告, 搜狐网, 国信证券经济研究所整理

图60: 亚朵: 全流程深刻洞察+定向内容+精准渗透打造爆品



资料来源: 公司公告, 搜狐网, 国信证券经济研究所整理

成长展望: 预计 2024-2026 年零售收入 CAGR 有望达 50%+

1、预计 2024 年公司零售收入有望增长 100-110%+。2024 前三季度, 公司实现零售收入 14.3 亿元/+156.0%, 毛利率从 49.7%增至 51.3%, 提升 1.5pct, 带动零售业务毛利为 7.3 亿元/+164.0%。全年来看, 综合 2023Q4 基数 (2023Q4 枕头+被子双发力下单季收入超 4 亿+, 此前为 1-2 亿元) 以及双十一公司枕头、被子等产

品的美好趋势，据此推算 2024 全年零售收入有望翻倍式增长。

2、考虑公司 2024 住宿与零售会员客群打通有望进一步提振产品影响，并考虑公司产品研发创新等持续推进，我们初步预计 2025-2026 年公司零售收入增长有望达 30%或以上。1) 目前公司枕头品类已经完成了高中低端的全面覆盖，拥有 6 款 SKU，预计 2024 年枕头品类收入有望 12-13 亿+，2025-2026 年我们预计更趋伴随住宿场景不断丰富和内部迭代下保持 10-15%左右的稳定增长；2) 被子系列预计仍处于发力周期，目前主要系夏凉被和深睡控温被系列为主，2025 年 SKU 有望进一步丰富提升，接续成长，我们预计 2025-2026 年增长有望 30-50%+。并且，考虑被子的定价相对更高，公司未来被子产品的增长亦有期待。3) 围绕深睡系列，立足既有 1500-1600 家门店住宿场景、超 8000 万的会员体系以及优良的产品研发体系和营销渠道铺设，公司未来在睡眠相关如助眠香氛、户外小憩等多方面仍有持续产品创新空间，从而有望助力其成长。综合来看，我们初步预计公司 2025/2026 年零售收入有望实现复合增长 30%或以上。

3、中长线来看，一方面，国内睡眠经济空间广阔，公司立足深睡定位仍有较多扩展空间，从枕头、被子、床垫、香薰以及其他睡眠产品延伸，未来基于用户体验的全面创新仍可期待。据艾媒咨询发布的数据显示，2016 年-2020 年中国睡眠经济整体规模已从 2616.3 亿元增长至 3778.6 亿元，增长了 44.42%；预计 2030 年有望突破万亿元大关。另一方面，对标国内家纺/睡具龙头梦百合、罗莱家纺、水晶家纺等 2023 年估算 70-110 亿的销售额（2023 年三者收入 80/53/42 亿收入，考虑经销加价等，估算其销售额有望达到 70-110 亿+），**公司零售业务 GMV 仍有 2-3 倍的成长空间。**

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

酒店业务：

1、公司未来扩张基本加盟为主。我们预计公司 2024-2026 年新开业门店为 455/470/488 家,净增 405/415/430 家,2024-2026 年公司开业门店年均复合增长 27%。

2、RevPAR 假设:由于国内酒店行业需求尤其商旅需求恢复仍待跟踪,我们暂预计 2024 年酒店行业 REVPAR 承压个位数下滑,2025 和 2026 年相对平稳。其中,考虑过去两年经营验证公司收益管理能力较强,但兼顾未来中端品牌轻居占比提升以及城市下沉等可能对公司整体 REVPAR 有不利影响,我们预计公司整体 REVPAR 水平 2024-2026 年同比下滑 7%/2%/1%。

3、2024 年直营店因净关店和 REVPAR 同比承压,收入同比有所下滑,预计 2025/2026 年直营店数量和收入同比基本保持平稳。

4、公司加盟店收入主要包括首次加盟费收入、持续加盟费收入、供应链收入、其他加盟收费等,与规模扩张包括新开店节奏,加盟店流水,收费比例提升等综合相关(参考前文分析)。我们整理和预测如下表所示。其中,考虑 2022 年以后新签约加盟店中央预订收费按 6%的比例收取,近几年新开门店提速带来收费更高的门店占比提升,故我们预计持续加盟收费比例有望渐进提升,从估算 8-9%+逐步提升至 10-11%(含店长等工资估算),进而推动持续加盟费用等提升。2024 年因近两年新开店节奏较快且持续加盟收费比例提升、供应链等收入提升带来加盟店收入增长较快,2025 年和 2026 年预计伴随规模扩张和收费比例渐进提升保持持续较快增长。

4、公司加盟业务毛利率相对较高,但直营店和供应链等业务毛利率相对更低,综合二者结构影响,我们初步预计其 2024-2026 年酒店业务毛利率在 37-39%之间波动。

零售业务：

参考零售章节的分析和预测,公司零售业务目前正处于快速成长中。综合 2024 年前三季度公司零售收入增长 156%,且考虑公司双十一枕头位居多个电商平台枕头品类第一,我们预计 2024 年公司零售业务收入有望翻倍以上增长。综合公司枕头品类的持续发力和被子等系列产品快速崛起趋势,假设枕头后续保持稳定增长,而被子等增速相对更高,并考虑公司后续在深睡领域还有其他产品创新空间,我们预计公司 2025-2026 年零售业务收入 CAGR 有望达到 30%上下。

零售业务毛利率此前主要随线上直销占比提升推动,但随着线上销售占据主导(2024 年预计有望达到 9 成上下),我们预计 2024 年毛利率提升后,2025-2026 年基本稳定,预计 2024-2026 年预计公司零售业务毛利率在 51-52%左右。

盈利预测

综合公司酒店和零售业务等表现,我们预计公司 2024-2026 年收入为 69.7/88.1/107.5 亿元,同比增长 49.3%/26.5%/22.0%;综合酒店和零售业务结构变化,公司毛利率、期间费率如下表所示。综合来看,我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 11.2/14.4/18.1 亿元,同比增长 51.6%/28.1%/26.1%;实现经调整净利润 12.9/16.0/19.8 亿元,同比增长 42.5%/24.4%/23.4%。

表9：亚朵酒店各业务拆分和预测情况

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
门店数量	745	932	1210	1613	2029	2459
加盟	712	899	1178	1583	1998	2428
自营	33	33	32	30	31	31
客房数	86654	107998	137921	183229	230269	277645
加盟	81594	102945	133291	178879	225774	273150
自营	5060	5053	4630	4350	4495	4495
OCC（入住率）	68%	63%	78%	77%	77%	77%
加盟	67%	63%	78%	77%	77%	77%
自营	71%	66%	84%	83%	83%	83%
ADR（平均房价）	415	391	464	452	445	441
加盟	407	386	458	449	443	439
自营	517	465	587	577	573	575
RevPAR（每间可售房收入）	295	261	377	349	343	340
加盟	288	256	371	346	340	338
自营	388	331	517	479	474	476
财务数据						
加盟酒店收入（亿元）	12.2	13.6	27.1	39.3	49.8	61.2
yoy	132%	12%	99%	45%	27%	23%
其中：首次加盟费收入	0.3	0.4	0.5	0.8	1.0	1.2
持续加盟费收入	5.5	7.6	13.6	19.5	25.0	30.9
供应链相关收入	5.1	5.2	11.8	17.4	21.9	26.8
其他加盟费收入	1.2	0.5	1.2	1.5	1.9	2.4
直营酒店收入（亿元）	6.3	5.5	8.4	7.5	7.7	7.8
yoy	26.9%	-12.3%	51.9%	-10.5%	2.8%	0.5%
零售收入	1.9	2.5	9.7	20.8	28.1	35.7
yoy		32.4%	283.2%	114.0%	35.0%	27.0%
其他收入	1.1	1.0	1.5	2.1	2.5	2.9
yoy		-9.3%	55.2%	40.0%	20.0%	15.0%
公司总收入	21.5	22.6	46.7	69.7	88.1	107.5
yoy		5.4%	106.2%	49.3%	26.5%	22.0%
公司整体毛利率	26.3%	30.2%	39.4%	39.7%	41.0%	41.8%
销售费率	5.8%	6.2%	10.1%	12.5%	13.1%	13.3%
管理费率	9.2%	15.5%	9.7%	5.7%	5.5%	5.4%
研发费率	2.4%	2.9%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
公司归母净利润（gaap）	1.4	1.0	7.4	11.2	14.4	18.1
yoy		-31.2%	669.2%	51.6%	28.1%	26.1%
归母净利率	6.5%	4.2%	15.8%	16.1%	16.3%	16.8%
经调整净利润	1.4	2.6	9.0	12.9	16.0	19.8
yoy		85.6%	248.3%	42.5%	24.4%	23.4%
经调整净利率	6.5%	11.5%	19.4%	18.5%	18.2%	18.4%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

在公司整体发展稳定向好，但考虑酒店行业 REVPAR 水平波动和零售业务发展速度的差异，我们主要基于对 2024 年-2026 年公司酒店不同 REVPAR 水平、不同开店速度和零售业务增速差异下，对应乐观和谨慎假设如下（中性假设参考此前盈利预测假设），并综合考虑收入变化对毛利率、净利率的影响，估算盈利预测敏感性如下。

1、乐观假设：预计亚朵 2024-2026 年门店年均复合增长为 30%，REVPAR 同比增速各为-7%/+1%/2%，预计其零售收入 2024-2026 年 CAGR 为 64%；

2、谨慎假设：预计亚朵 2024-2026 年门店年均复合增长为 24%，REVPAR 同比增速各为-8%/-4%/-2%，预计其零售收入 2024-2026 年 CAGR 为 31%（2024 年翻倍式增长后，2025 到 2026 年平稳增长）；

其中 2024 年因前三季度经营结果已公告，故 2024 年按不同情景假设差异对应盈利预测结果差异相对有限，但 2025-2026 年则根据不同假设有一定差异。

表10：亚朵酒店未来三年盈利预测敏感性预测如下

	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测				
营业收入(亿元)	46.7	70.3	94.5	122.0
(+/-%)	106.2%	50.6%	34.6%	29.1%
归母净利润(亿元)	7.4	11.4	15.5	20.8
(+/-%)	669.2%	54.4%	35.7%	34.5%
经调整净利润(亿元)	9.0	13.1	17.1	22.5
(+/-%)	248.3%	44.8%	31.1%	31.2%
中性预测				
营业收入(亿元)	46.7	69.7	88.1	107.5
(+/-%)	106%	49%	27%	22%
归母净利润(亿元)	7.4	11.2	14.4	18.1
(+/-%)	669.2%	51.6%	28.1%	26.1%
经调整净利润(亿元)	9.0	12.9	16.0	19.8
(+/-%)	248.3%	42.5%	24.4%	23.4%
悲观预测				
营业收入(亿元)	46.7	68.9	79.4	88.9
(+/-%)	106.2%	47.7%	15.2%	11.9%
归母净利润(亿元)	9.0	12.4	14.3	16.0
(+/-%)	669.2%	45.6%	17.4%	13.8%
经调整净利润(亿元)	9.0	12.4	14.3	16.0
(+/-%)	248.3%	37.6%	15.1%	12.2%

资料来源：公司官网，公司财报，国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：预计合理市值区间为 316.6-339.2 亿元人民币

未来 10 年估值假设条件见下表：

表11：公司盈利预测假设条件（%）

业务分拆	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	49.3%	26.5%	22.0%	18.0%	13.0%	11.0%	9.0%	8.1%	7.3%	6.6%
营业成本/营业收入	60.3%	59.0%	58.2%	58.1%	58.0%	58.0%	58.0%	58.0%	58.0%	58.0%
管理+研发费用/营业收入	7.5%	7.3%	7.2%	7.0%	6.8%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
销售费用/销售收入	12.5%	13.1%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
所得税税率	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股利分配比率	0.0%	40.0%	40.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表12: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.15	T	25.00%
无风险利率	2.5%	Ka	9.98%
股票风险溢价	6.5%	有杠杆 Beta	1.17
公司股价 (元 RMB, 见注释)	62.7	Ke	10.1%
发行在外股数 (百万)	413	E/(D+E)	98.3%
股票市值 (E, 百万元 RMB)	25870	D/(D+E)	1.7%
债务总额 (D, 百万元)	461	WACC	9.96%
Kd	4.5%	永续增长率 (10年后)	1.5%

资料来源: 国信证券经济研究所假设 注: 亚朵公司股价按 2025 年 1 月 23 日 wind 折算美元汇率 1USD=7.1708RMB 以及考虑 1 亚朵 ADR=3 股普通股后折算得出。

根据以上主要假设条件, 采用 FCFE 与 EVA 估值方法, 得到公司的合理市值区间为 **316.6-339.2 亿元 RMB**。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表13: 按 FCFE 估值, 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (亿元 RMB)

		WACC 变化				
		9.3%	9.8%	10.3%	10.8%	11.3%
永续 增长 率变 化	3.0%	451.4	413.5	381.1	353.0	328.5
	2.5%	428.4	394.6	365.3	339.7	317.2
	2.0%	408.6	378.1	351.5	328.0	307.2
	1.5%	391.5	363.7	339.2	317.5	298.2
	1.0%	376.5	351.0	328.4	308.2	290.1
	0.5%	363.2	339.6	318.6	299.8	282.8
	0.0%	351.4	329.5	309.8	292.1	276.1

资料来源: wind、国信证券经济研究所分析

表14: 按 EVA 估值, 公司绝对估值 (总市值) 相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (亿元 RMB)

		WACC 变化				
		9.3%	9.8%	10.3%	10.8%	11.3%
永续 增长 率变 化	3.0%	422.0	386.6	356.3	330.1	307.2
	2.5%	400.1	368.6	341.3	317.5	296.5
	2.0%	381.3	353.0	328.2	306.3	287.0
	1.5%	365.1	339.3	316.6	296.5	278.5
	1.0%	350.9	327.3	306.3	287.6	270.8
	0.5%	338.4	316.6	297.1	279.7	263.9
	0.0%	327.3	307.0	288.9	272.5	257.6

资料来源: wind、国信证券经济研究所分析

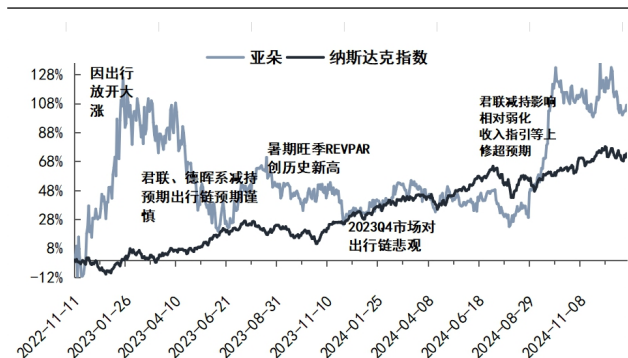
相对估值: 预计合理市值区间为 320.2-352.3 亿元人民币

复盘亚朵上市以来走势, 其股价和估值主要受到以下几方面影响:

- 1、**基本面, 核心主要受出行链预期的变化估值波动:** 1) 2022 年 11 月-2023 年 1 月, 公司股价和估值大涨, 主要系出行放开推动, 阶段动态估值在 40-60x 左右;
- 2、2023 年 1-4 月, 随着出行 REVPAR 逐步复苏, 和前期疫情带来的业绩扰动修复正常, 业绩较快恢复增长, 此时动态估值在 19-27x 之间波动; 2023 年 7-8 月, 暑期酒店行业和公司 REVPAR 创新高, 带动公司估值从此前 2023 年 4-6 月的 13-19x

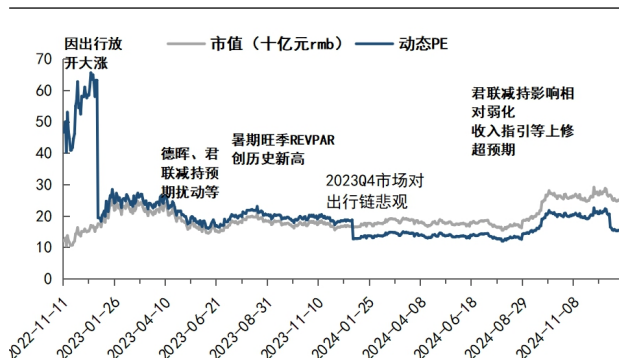
提升到 20-22x 左右；此后又随出行链预期低迷而承压，直至 2024 年中报后再次上修全年收入指引和开店指引，公司估值和总市值再次上扬。

图61：亚朵上市以来股价涨跌幅情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图62：亚朵：上市以来总市值变化及动态 PE 变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2、资金面：君联、德晖系减持等阶段扰动影响：2023 年 4 月后，市场担忧公司上市半年解禁后君联、德晖系等后续可能减持，故估计阶段承压，此时估值仅 13-19x；2024 年 8 月底后，一是君联减持影响相对减弱（逐步降至 5%以内），二是公司 2024 年中报后上修全年开店指引和收入等指引，逆势表现仍良好，当年动态估值在 20-22x 左右。

与此同时，我们对比其他国内可比酒店公司估值水平，如下表所示，亚朵 2024 年估值略高于华住酒店、首旅酒店，但低于锦江酒店、君亭酒店。考虑目前亚朵门店规模仍处于快速扩张期，零售业务也持续突破中，其 2024-2026 年业绩增速中枢有望达到 30%左右，2025-2026 年经调整业绩增长中枢在 24%左右，相对而言高于部分规模相对较高，增速相对更趋平稳的（10-15%）的竞争对手，亚朵 PEG<1，未来估值仍有一定上修空间。

表15：酒店可比公司相对估值情况（华住、亚朵按经调整净利润计算 EPS 和估值）

公司代码	公司简称	股价		总市值	EPS								PE	
		2025-1-23	亿元		23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
600754.SH	锦江酒店	26.2	255.8	0.9	1.1	1.3	1.5	28	23	20	17	14	优于大市	
1179.HK	华住集团-S	23.2	743.5	1.1	1.2	1.4	1.6	21	19	17	14	14	优于大市	
600258.SH	首旅酒店	13.2	146.9	0.7	0.7	0.8	1.0	19	18	16	14	14	优于大市	
301073.sz	君亭酒店	20.1	39.1	0.3	0.2	0.3	0.5	80	134	65	45	45	优于大市	
ATAT.O	亚朵酒店	62.7	258.7	2.2	3.1	3.9	4.8	29	20	16	13	13	优于大市	

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测 华住、亚朵为经调整净利润 EPS 及按经调整净利润测算的估值，亚朵公司股价按 2025 年 1 月 23 日 wind 折算美元汇率 1USD=7.1708RMB 以及考虑 1 亚朵 ADR=3 股普通股后折算得出。

综合我们对亚朵估值历史复盘（公司 2023-2024 年历史动态估值区间 13-27x，其中 RevPAR 平稳及股东减持影响有限时估值多数在 20-22x 左右）和可比公司估值对比，兼顾公司 2025-2026 年业绩增速中枢（25%左右），按相对估值法，我们给予公司 2025 年动态 PE 估值 20-22x，对应公司未来 1 年合理市值区间为 320.2-352.3 亿 RMB。

投资建议：首次覆盖，给予公司“优于大市”评级

综合来看，公司立足中高端人群定位，以极致产品用户体验打造品牌势能，门店

规模和零售业务近几年处于较快成长期。中性预计公司 2024-2026 年整体 RevPAR 同比-7%/-2%/-1%，年净增门店 405/415/430 家，对应收入为 69.7/88.1/107.5 亿元，同增 49.3%/26.5%/22.0%；归母净利润 11.2/14.4/18.1 亿元，同增 51.6%/28.1%/26.1%；经调整净利润 12.9/16.0/19.8 亿元，同增 42.5%/24.4%/23.4%。综合绝对估值和相对估值，预计公司未来 1 年合理市值区间为 316.6-339.2 亿 RMB（对应 2025 年 PE20-21x），较现价有 22-31%的向上空间。若商旅改善带来 REVPAR 增长，公司业绩和估值尚有进一步向上弹性。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司合理市值区间在 316.6-339.2 亿元人民币,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%,但实际可能不及上述预期,导致估值偏误;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的酒店龙头进行比较,并参考公司历史动态估值区间和公司业绩增速中枢,按 2025 年动态 PE20-22x 进行估值,可能存在 2025 年业绩预期高估或因宏观经济周期波动公司估值体系下移等风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增长 49.3%/26.5%/22.0%,可能存在对公司酒店 REVPAR、开店节奏和零售收入预期乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们综合酒店和零售业务结构变化,预计 2024-2026 年毛利率为 39.7%/41.0%/41.8%,2024-2026 年销售费率 12.5%/13.1%/13.3%(因零售业务占比提升),但可能存在酒店 REVPAR 或规模扩张不及预期,零售业务竞争激烈,毛利率下滑或销售费用率提升等风险,导致导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

宏观经济波动导致出行需求持续减弱,REVPAR 有一定持续下行风险,尤其公司所处中高端赛道,酒店价格后续压力可能持续加大,导致公司门店产品经营欠佳,影响开店节奏,进而导致酒店业务经营业绩不及预期。

酒店行业供给持续大幅增加,行业竞争持续加剧风险。

快速扩张中人员培训和管理缺失,导致扩张后门店管理和体验落地持续低于预期。

轻居品牌扩张低于预期,或对原有亚朵客群产生分流,导致其整体门店扩张规模和成效低于预期。

萨和等高端酒店品牌孵化可能低于预期。

零售业务竞争加剧,新产品推出及市场推广成效等不及预期,导致产品价格下行和毛利率下行等风险,以及零售产品销售收入表现低于预期等风险。

声誉风险：公司主要通过加盟方式扩张，如后续快速扩张中加盟门店质量管控不力，个别门店出现管理不善问题，在互联网时代较快传播下可能导致声誉风险。

亚朵中高端品牌受定位客群等影响，可能行业整体天花板相对不高，后续持续加密或进一步跨区域下沉扩张可能经营效果低于预期，进而导致开店后续可能不及预期。

公司因起步相对慢于华住、锦江、首旅等酒店龙头，故整体门店产品平均装修期间相对不长，但如果门店产品未能及时有效升级迭代，持续调动加盟商积极性，中长期也可能存在品牌老化风险。

财务风险

公司资产负债率 2024 年 Q3 末为 64.07%，但主要系直营店物业长期租赁带来的租赁相关负债等影响（剔除后资产负债率为 41.28%），总体相对可控，但如果后续直营店经营持续不及预期，直营店租金等也可能带来一定拖累。

宏观系统性风险

宏观经济波动、大规模传染疫情及其他国际政治事件、自然灾害等不可抗力等可能影响出行，导致公司经营低于预期。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。公司实际控制人即创始人拥有公司近 7 成投票权，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

其它风险

股东减持风险：公司重要股东如君联资本、德晖资本及其他重要股东减持风险。

中概股风险，政策监管等风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1589	2841	4200	4744	5579	营业收入	2263	4666	6966	8814	10749
应收款项	301	511	725	893	1060	营业成本	1580	2827	4197	5202	6258
存货净额	57	119	180	224	269	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	19	18	28	35	43	销售费用	140	470	867	1155	1425
流动资产合计	2125	4242	5433	6246	7401	管理费用	417	530	554	679	804
固定资产	360	266	382	488	590	财务费用	8	25	(16)	(23)	(35)
无形资产及其他	1955	1734	1700	1665	1630	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	322	345	345	345	345	资产减值及公允价值变动	0	0	50	45	45
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	63	167	84	73	78
资产总计	4762	6587	7859	8744	9967	营业利润	181	982	1498	1919	2419
短期借款及交易性金融负债	172	70	459	70	70	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	236	799	821	920	937	利润总额	181	982	1498	1919	2419
其他流动负债	940	1508	1665	2089	2355	所得税费用	84	243	375	480	605
流动负债合计	1348	2378	2945	3078	3361	少数股东损益	(2)	2	3	4	5
长期借款及应付债券	2	2	2	2	2	归属于母公司股东净利润	98	737	1121	1435	1810
其他长期负债	2225	2147	2177	2207	2237	2 利润	98	737	1121	1435	1810
长期负债合计	2227	2149	2179	2209	2239	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	3575	4527	5124	5287	5601	净利润	98	737	1121	1435	1810
少数股东权益	(10)	(8)	(5)	(1)	3	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1197	2068	2740	3458	4363	折旧摊销	89	85	69	73	78
负债和股东权益总计	4762	6587	7859	8744	9967	公允价值变动损失	0	0	(50)	(45)	(45)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	8	25	(16)	(23)	(35)
每股收益	0.24	1.79	2.71	3.48	4.38	营运资本变动	1876	760	(76)	334	93
每股红利	0.00	0.00	1.09	1.74	2.19	其它	(2)	2	3	4	5
每股净资产	2.90	5.01	6.64	8.38	10.57	经营活动现金流	2061	1584	1066	1801	1940
ROIC	7%	36%	41%	47%	58%	资本开支	0	10	(100)	(100)	(100)
ROE	8%	36%	41%	42%	41%	其它投资现金流	(158)	(594)	452	(50)	(100)
毛利率	30%	39%	40%	41%	42%	投资活动现金流	(158)	(584)	352	(150)	(200)
EBIT Margin	6%	18%	19%	20%	21%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	20%	20%	21%	22%	负债净变化	(42)	0	0	0	0
收入增长	5%	106%	49%	27%	22%	支付股利、利息	0	0	(448)	(718)	(905)
净利润增长率	-32%	651%	52%	28%	26%	其它融资现金流	(1269)	251	389	(389)	0
资产负债率	75%	69%	65%	60%	56%	融资活动现金流	(1352)	251	(59)	(1107)	(905)
息率	0.0%	0.0%	4.1%	6.6%	8.4%	现金净变动	551	1252	1359	544	835
P/E	263.7	35.1	23.1	18.0	14.3	货币资金的期初余额	1039	1589	2841	4200	4744
P/B	21.6	12.5	9.4	7.5	5.9	货币资金的期末余额	1589	2841	4200	4744	5579
EV/EBITDA	67	17	11	9	7	企业自由现金流	0	1487	904	1640	1767
						权益自由现金流	0	1720	1305	1268	1793

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032