

## 公司深度

2025年06月26日

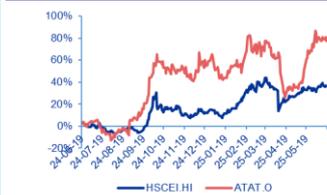
报告原因：首次覆盖

**买入** (首次评级)

市场数据：2025年6月25日

收盘价(美元)	32.08
恒生中国企业指数	8859.29
52周最高/最低(美元)	34.23/15.22
美股市值(亿美元)	44.33
流通美股(百万股)	341
汇率(人民币/美元)	7.17

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

## 证券分析师

赵令伊 A0230518100003  
zhaoly2@swsresearch.com  
杨光 A0230524100004  
yangguang@swsresearch.com

## 研究支持

杨光 A0230524100004  
yangguang@swsresearch.com

## 联系人

杨光  
(8621)23297818x  
yangguang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

# 亚朵 (ATAT)

## ——中高端领军者破局而立，场景赋能效率体验双轮驱动

## 投资要点：

- **亚朵定位始于住宿的生活方式品牌集团，从中高端酒店市场切入，通过差异化定位及多元品牌矩阵快速崛起，核心在于平衡体验及效率，通过经营深耕特定人群进而创造零售第二增长曲线。**2013年，亚朵精准捕捉消费升级追求体验的市场信号，以“人文、温暖、有趣”为品牌理念开启征程。2023年发布新三年战略“中国体验，两千好店”，迈入千店时代，其与国内中高端连锁酒店相比，规模及市场占有率均在提升。亚朵集团旗下拥有A.T.HOUSE、萨和酒店、亚朵S酒店、亚朵酒店、亚朵X酒店、轻居酒店六大住宿品牌，以及零售品牌“αTOUR PLANET 亚朵星球”、“SAVHE 萨和”等。通过住宿与零售品牌的协同发展，树立独特的品牌价值。
- **公司多元业务驱动增长，重塑旅居体验。**1) 直营店方面，优质少量直营店发挥标杆作用，直营占比下降是行业趋势。在直营资源有限的情况下，亚朵创新性地构建了“精准直营+价值外溢”的品牌塑造模型。2) 加盟店方面，加盟酒店业务是亚朵集团实现快速扩张的主要模式。亚朵平衡效率与体验，通过精细化运营与差异化体验，构建了独特的加盟模型，既满足投资者对投资回报的理性诉求，又契合消费者对品质服务的升级需求。存量改造驱动价值提升，品牌翻牌加速酒店布局。3) 零售方面，酒店生态赋能场景零售，用户导向驱动创新。亚朵零售业务依托酒店场景及客群构建了独特的商业闭环，实现了住宿业态与零售服务的深度耦合。年轻化的产品研发体系，深挖用户痛点，用户导向驱动创新。4) 会员方面，会员业务链接住宿与零售，个性服务提升用户忠诚度。亚朵通过A-Card忠诚度计划和A plus客户服务计划，将个性化服务融入宾客的整个消费旅程。截至2025年Q1，A-Card忠诚度计划已积累超过9670万注册会员。
- **亚朵的零售业务近年来发展势头强劲，已成为集团重要的创新增长极，也是延伸用户体验、增强品牌粘性的关键举措。**亚朵零售业务依托酒店场景构建了独特的商业闭环，实现了住宿业态与零售服务的深度耦合。作为国内首家将住宿空间转化为零售场景的酒店集团，亚朵创新性地打造了“房型即卖场”的商业模式，形成了完整的消费触点矩阵。这种空间即渠道的布局，不仅降低了传统零售的场地成本，更通过住宿场景中的深度产品体验，有效解决了家居品类“体验缺失”的行业痛点。
- **投资分析意见：**我们根据相对估值法对亚朵酒店进行估值，选取锦江酒店、同庆楼、万豪国际三家公司作为可比公司，计算2025-2027年行业平均PE(市值加权)估值分别为26/24/23倍，给予公司25年行业平均估值26倍PE，公司目标市值为58亿美元，对应当前市值的涨幅为30%。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**开店速度不及预期风险，商旅需求恢复不及预期，零售业务增速不及预期风险。

## 财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,666	7,248	9,264	11,582	13,467
同比增长率(%)	106%	55%	28%	25%	16%
归母净利润(百万元)	737	1,275	1,580	1,939	2,220
同比增长率(%)	651%	73%	24%	23%	14%
每股收益(元/存托凭证)	5.46	9.24	11.45	14.02	16.05
净资产收益率(%)	36%	43%	42%	40%	36%
市盈率	43	25	20	16	14
市净率					

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以存托凭证(ADS)数量，ADS=

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们根据相对估值法对亚朵酒店进行估值，选取锦江酒店、同庆楼、万豪国际三家公司作为可比公司，计算 2025-2027 年行业平均 PE（市值加权）估值分别为 26/24/23 倍，给予公司 25 年行业平均估值 26 倍 PE，公司目标市值为 58 亿美元，对应当前市值的涨幅为 30%。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设点

1、假设未来三年公司加盟门店持续扩店，25-27 年加盟门店分别为 2083、2673、3243 家，分别净开 490、590、570 家。2、假设未来三年公司所有门店混合入住率为 77.5%、77.7%、78.0%。3、零售业务增速维持高增，假设未来三年公司零售业务收入增速 50%、30%、15%。

### 有别于大众的认识

市场普遍认为，公司作为连锁酒店管理集团布局较晚，难以与现有市场玩家抗衡，尤其是亚朵以中高端在下沉市场的扩张能力存在不确定性。我们认为，从未来 2-3 年的开店空间来看，亚朵酒店无论从高端品牌继续拓店还是中端品牌的持续翻牌均有较大开店空间，品牌势能向上，品牌矩阵精简且完善。

市场普遍认为，亚朵零售产品的生产制造与传统家纺产品的生产制造相比竞争力不足。我们认为，当前亚朵推出的“场景零售”是以产品驱动，并锁住精准圈层进行分层营销。产品开发能力是亚朵的核心竞争力，亚朵酒店的品牌调性带来独特品牌力。床上用品生产制造门槛不高，但品牌力壁垒深厚。

### 股价表现的催化剂

暑期节假日旺季酒店订单量提高，618 等电商节假日大促对亚朵星球产品销售 GMV 的提振。

### 核心假设风险

**开店速度不及预期风险：**公司中端市场依靠轻居品牌，当前存量酒店数量与竞争对手比较有差距，开店速度存在不确定性。

**商旅需求恢复不及预期：**宏观经济的不确定性对会展行业带来直接影响，旅游需求存在淡旺季明显的特征且容易受到民宿影响，商务需求恢复存在不及预期风险。

**零售业务增速不及预期风险：**枕头、被子等床上用品的生产制造壁垒并不高，虽然当前公司产品竞争力较强，增速显著高于行业平均，但仍存在竞争加剧，增速不及预期的风险。

## 1

# 目录

---

<b>人文基因塑造差异内核，品牌矩阵破解同质困局 .....</b>	<b>6</b>
1.1 定位中高端，差异化快速崛起 .....	6
1.2 构建多元品牌矩阵，重塑品质生活新生态 .....	7
<b>2. 供需错配触发周期更迭，资产抗压支撑投资韧性.....</b>	<b>9</b>
2.1 酒店周期动态调整，供需剪刀差持续扩大 .....	9
2.2 酒店资产抗压韧性凸显，资产交易进入存量博弈.....	11
<b>3. 酒店业务：直营+加盟双轮驱动 .....</b>	<b>13</b>
3.1 直营酒店业务：优质直营店发挥标杆作用 .....	13
3.2 加盟酒店业务：效率与体验的平衡.....	14
<b>4. 零售业务：酒店生态赋能场景零售 .....</b>	<b>19</b>
4.1 零售业务迅速发展，打造增长新引擎.....	19
4.2 场景零售，在家纺红海市场中开辟新蓝海 .....	23
<b>5. 盈利预测及估值 .....</b>	<b>25</b>
<b>6. 风险提示.....</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1：公司历史沿革.....	6
图 2：亚朵 2024 年住宿业务及零售业务大事件梳理 .....	6
图 3：品牌塑造，植入“人文与治愈”内核.....	8
图 4：亚朵酒店品牌矩阵.....	8
图 5：亚朵酒店各业务条线（单位：百万元） .....	8
图 6：企业会员发展规划：丰富场景体验提升，持续保持增长，优化增长质量 .....	9
图 7：酒店供需逻辑与完整周期阶段 .....	10
图 8：2024 年全国酒店数量同比变化（%） .....	10
图 9：2024 年酒店供需剪刀差不断扩大 .....	10
图 10：2024 年中国内地酒店投资交易酒店品类分布 .....	11
图 11：2013-2024 年关键酒店资产交易客房数占比 .....	11
图 12：全球豪华酒店品牌与独立酒店占比 .....	11
图 13：2024 年中国内地酒店投资交易出售方 .....	12
图 14：2024 年中国内地酒店投资交易收购方 .....	12
图 15：客房是直营店收入主要来源（单位：百万元） .....	13
图 16：亚朵直营店收入及占比呈现下降趋势.....	13
图 17：加盟店成为亚朵扩张的主要方式.....	14
图 18：ADR 波动上升，加盟店 ADR 稳定性相对较强（单位：元） .....	14
图 19：A-card 会员数量持续上升，会员基数庞大（单位：万） .....	15
图 20：自销渠道占比高，运营外部依赖性低.....	15
图 21：亚朵服务的 17 个关键触点 .....	18
图 22：中国体验，两千好店，在品牌与服务中植入人文温度.....	18
图 23：得益于效率+体验，亚朵酒店有一定程度的溢价（ADR）（单位：元）.....	19
图 24：零售业务收入近年来大幅上升（单位：亿元） .....	19
图 25：零售业务 GMV 稳步大幅上升（单位：百万元） .....	19
图 26：亚朵零售产品销售渠道.....	20
图 27：2024 年亚朵星球抖音带货种草曝光量分布 .....	20
图 28：部分线上销售渠道.....	20
图：深睡被 PRO 运用整被双层控温系统 .....	

图 30: 亚朵以“深睡”为主题开展发布会 .....	21
图 31: 2024 年新品&单品排名.....	22
图 32: 亚朵零售业务毛利率略超头部家纺品牌 .....	23
图 33: 头部家纺品牌枕芯业务营业收入 (单位: 百万元) .....	23
图 34: 亚朵行李箱、香氛等场景零售 .....	24
图 35: 亚朵枕头场景零售.....	24
图 36: “经营人群而不是经营房间”的持续深化.....	24
图 37: 亚朵锦囊.....	24
表 1: 公司住宿品牌介绍 .....	8
表 2: 公司零售品牌介绍 .....	9
表 3: 2024 年酒店资产交易不完全统计 .....	12
表 4: 各类系统简介 .....	15
表 5: 亚朵利用各类系统提升效率 .....	16
表 6: 亚朵部分品牌与全季单店模型估算比较, 经营利润率更高 .....	17
表 7: 亚朵与头部家纺品牌部分产品价格对比 (单位: 元) .....	23
表 8: 营业收入盈利预测 (单位: 百万元) .....	25
表 9: 相对估值-可比公司估值表 .....	26

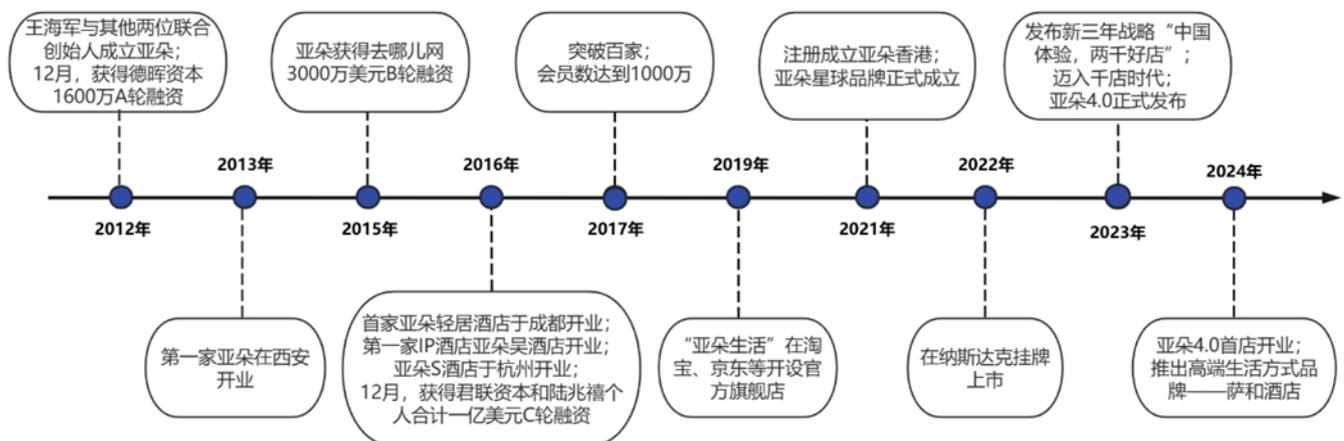
# 1. 人文基因塑造差异内核，品牌矩阵破解同质困局

## 1.1 定位中高端，差异化快速崛起

亚朵集团于 2013 年创立，以独特理念把握消费升级机遇，通过多元化发展、稳健扩张，成功上市并迈向千店时代，成为中高端连锁酒店领域的佼佼者。亚朵创立于消费升级趋势初显的关键时期，消费者对住宿品质的追求逐渐提升，传统酒店模式难以满足需求。亚朵精准捕捉这一市场信号，以“人文、温暖、有趣”为品牌理念开启征程。2013 年，第一家亚朵酒店在西安开业，凭借独特的人文氛围营造和高品质服务，吸引了众多追求品质住宿体验的消费者。2016 年，亚朵开启了品牌多元化战略，与多个头部 IP 展开合作，实现稳健扩张，不断打磨产品与服务体系，根据不同城市的文化特色，融入当地元素进行酒店设计与活动策划，始终坚持经营人群而非经营房间。2021 年 6 月，亚朵赴美 IPO，最终在 2022 年 11 月在美国纳斯达克上市。

亚朵集团虽成立时间相对较晚，却在中高端酒店市场成功构筑起显著优势，这首先归因于其在中高端领域的前瞻性先发策略。回溯至 2013 年，亚朵集团以独特的“人文”品牌定位迅速切入酒店市场。与同期市场上其他竞争者采取大量布局中端酒店以实现规模扩张的策略不同，亚朵集团另辟蹊径，以“亚朵”品牌为基点，向中高端市场纵深发展，相继推出 A.T.HOUSE、亚朵 S 酒店、ZHotel 等中高端定位的品牌，正式开启在中高端酒店赛道的战略布局征程。亚朵集团基于对市场态势的精准研判，适时推出“轻居”品牌进军中端酒店市场，构建起一种科学且具有互补性的品牌矩阵。前期在中高端领域积累的品牌形象、客户资源以及运营经验，为后续中端品牌的发展提供了坚实的支撑，而“轻居”品牌的推出，进一步丰富了亚朵集团的产品体系，实现了对不同消费层次和需求的覆盖，强化了集团在酒店市场的整体竞争力。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：亚朵 2024 年住宿业务及零售业务大事件梳理

住宿业务

 亚朵酒店  
单品牌1000店

 亚朵4.0首店：  
落地西安南门

 发布高端生活方式  
品牌萨和酒店

 轻居3.0  
在营100家


2024.3

2024.4

2024.6

2024.7

2024.10

2024.12

零售业务


 新品发布：  
深睡夏凉被

 新品发布：  
深睡记忆枕PRO2.0  
深睡控温被PRO-四季

 发布：  
深睡控温被PRO-冬季  
召开亚朵深睡发布会

资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 1.2 构建多元品牌矩阵，重塑品质生活新生态

亚朵集团旗下拥有 A.T.HOUSE、萨和酒店、亚朵 S 酒店、亚朵酒店、亚朵 X 酒店、轻居酒店六大住宿品牌，以及零售品牌“αTOUR PLANET 亚朵星球”、“SAVHE 萨和”等。A.T.HOUSE 作为豪华生活方式品牌，融合了“Home”的轻松自在与“Hotel”的专业品质。萨和酒店则以“呼吸”为灵感，结合东方美学与当代艺术，打造隐逸与松弛的空间，提供整店深睡服务，包括智能调光系统、隔音设计和管家服务。亚朵 S 酒店定位高端商旅，注重艺术品位和地理优势，提供个性化服务。亚朵酒店作为中高端人文酒店，以流动阅读和属地摄影为特色，强调“人文、温暖、有趣”的服务理念。亚朵 X 酒店则延续高品质服务，提供风格多样的非标住宿空间。轻居酒店面向年轻用户，融合更多年轻元素，提供轻松治愈的休憩体验。在零售领域，“αTOUR PLANET 亚朵星球”专注于服务睡眠的生活方式品牌，凭借“酒店+零售”模式，打造深睡产品生态。“SAVHE 萨和”以气味美学为核心，汲取自然的治愈力量，为消费者提供从呼吸到身心放松的体验。通过住宿与零售品牌的协同发展，亚朵集团不仅在酒店行业中占据重要地位，更在生活方式领域树立了独特的品牌价值。作为始于住宿的生活方式品牌集团，在住宿与零售之间，利用会员体系联结，不断实现多平台会员体系和积分权益的互联互通，未来，亚朵仍将持续促进住宿与零售业务的双向协同发展以及会员体系的融合，打通会员生态运营链路，升级会员权益，更好地承载用户多场景下的消费体验，真正实现生态闭环。

亚朵门店网络规模呈现持续高速扩张态势，2019-2024 年度门店总量从 420 家提升至 1619 家，2019-2024 门店数量期间复合年均增长率达 31%，截止 25 年一季度末，当前加盟渠道储备项目已达 755 家，较去年同期增加 12%，充分展现品牌的持续吸引力与发展后劲。根据迈点研究院发布的“2024 年中国酒店业品牌传播力 100 强榜单”，亚朵酒店位居榜首。

图 3：品牌塑造，植入“人文与治愈”内核



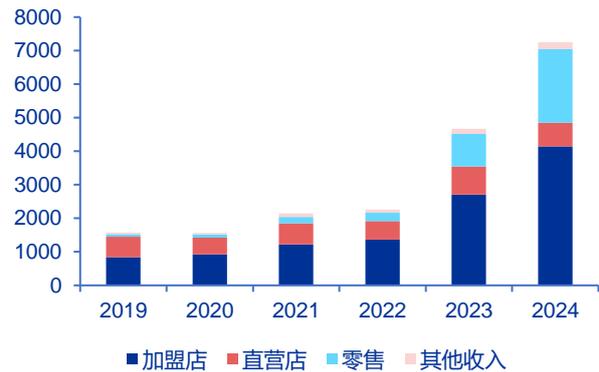
资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 4：亚朵酒店品牌矩阵



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 5：亚朵酒店各业务条线 (单位：百万元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：公司住宿品牌介绍

品牌名称	成立时间	定位	特点
亚朵	2013年7月	中高端	客房约 25-35 平方米，有当地艺术家作品；公共区域 400 平方米，有餐厅、洗衣房、健身房和 24 小时图书馆
轻居	2016年3月	中端	公共区域比标准亚朵酒店大 25%，是多功能空间；客房紧凑但舒适，有科技应用
亚朵 S	2016年8月	高端	客房 27 - 30 平方米，公共区域 800 - 1,000 平方米，设计更精心，设施高品质
亚朵 X	2020年9月	中高端	保留原有酒店多样化设计，应用统一服务标准
A.T. House	2021年7月	豪华	客房更大有起居区，公共区域更宽敞，有宴会厅、全天餐厅和健康休闲设施
萨和酒店	年月	高端	以呼吸的生命力量为灵感，融合东方美学与精选服务，打造隐逸与情感共存的独特住宿空间

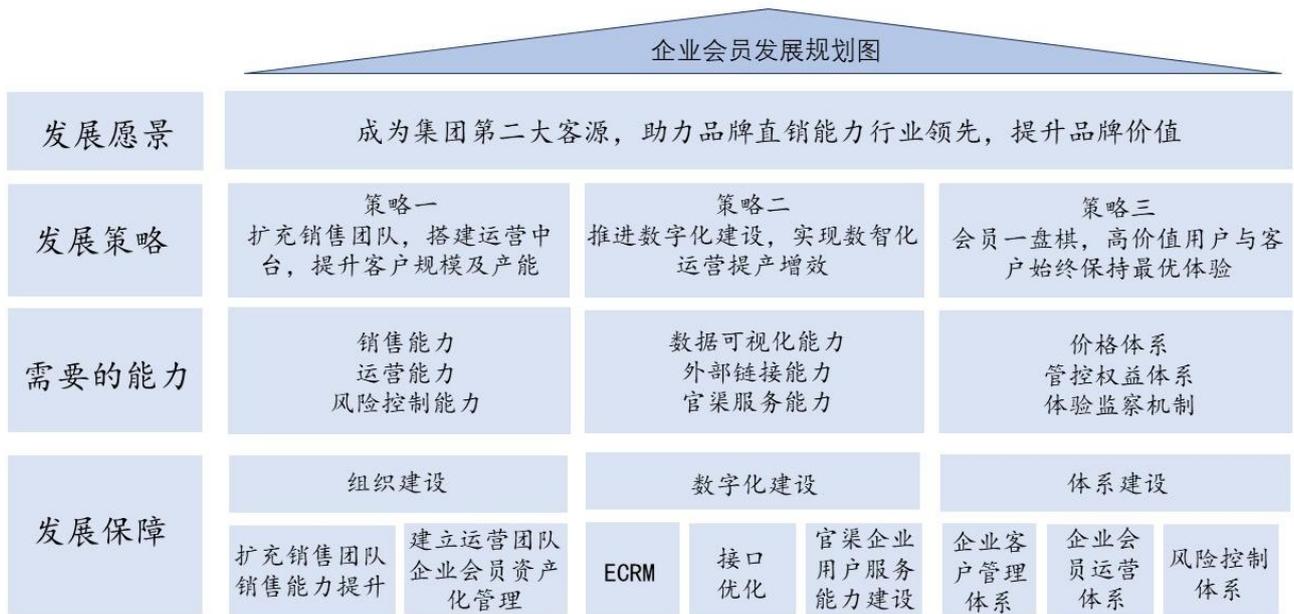
资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 2：公司零售品牌介绍

品牌名称	定位	特点
αTOUR PLANET 亚朵星球	休眠场景品牌	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。
SAVHE 萨和	气味美学品牌	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。
Z2GO&CO	全方位在途出行品牌	专注于提供消费者在途(Going)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。

资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 6：企业会员发展规划：丰富场景体验提升，持续保持增长，优化增长质量



资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 2. 供需错配触发周期更迭，资产抗压支撑投资韧性

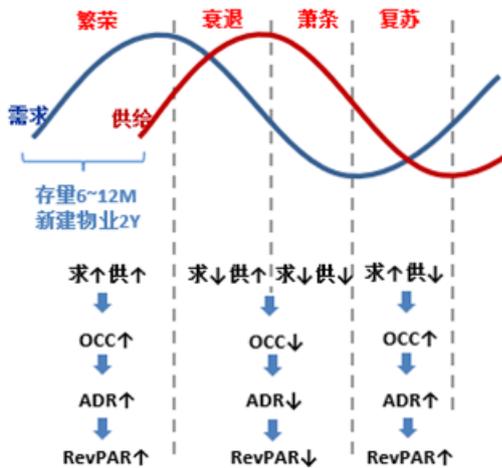
### 2.1 酒店周期动态调整，供需剪刀差持续扩大

社会投资与消费者阶段性需求供需错配，供给侧变化通常滞后于需求侧。需求侧主要分为商务需求与休闲旅游需求，商务活动 PMI 指标可以作为前置性指标反映酒店需求侧繁

荣程度。人口短期流动性提高，有助于推动酒店行业需求增长，如果指数维持景气区间则一定程度上代表酒店需求发展态势向好。供给侧主要由新建酒店和存量物业转化组成，新建酒店由新增商服用地供给决定，新增商服用地转化为新增酒店具有滞后性约 2-3 年，存量物业装修转化约需 9 个月，因此供给侧变化通常滞后于需求侧。

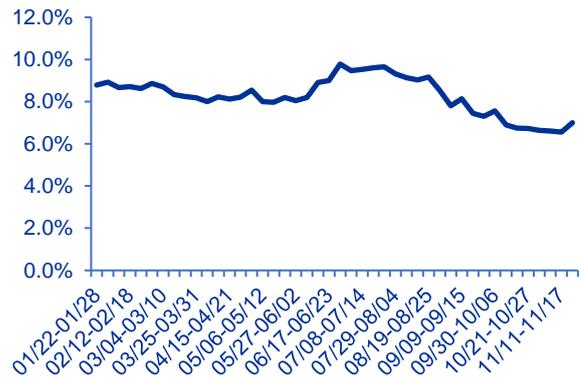
**供求相互作用助推行业实现“复苏—繁荣—衰退—萧条”周期更迭。**行业复苏期需求由底部增速逐步加快转正，供给尚未完全恢复，行业供不应求，OCC 与 ADR 提升驱动 RevPAR 上涨，行业景气度上行。供需关系向投资端初步反应，住宿业投资热度上升，随着 RevPAR 持续上涨，住宿业投资热度持续升温，供给逐渐增多。物业进入到酒店存量市场短时间内很难退出，因为物业前期装修成本投入较大，且多数酒店物业并不适合改成其他用途的物业，所以如果市场需求增速持续下降，供不应求则会转为供过于求，RevPAR 持续降低驱动市场进入衰退和萧条期。酒店加盟商通常“短借长投”需要强现金流支撑，抗风险能力弱者逐步出清，供给滞后于需求下降。待需求恢复大于供给时，开启新一轮复苏周期。

图 7：酒店供需逻辑与完整周期阶段



资料来源：申万宏源研究

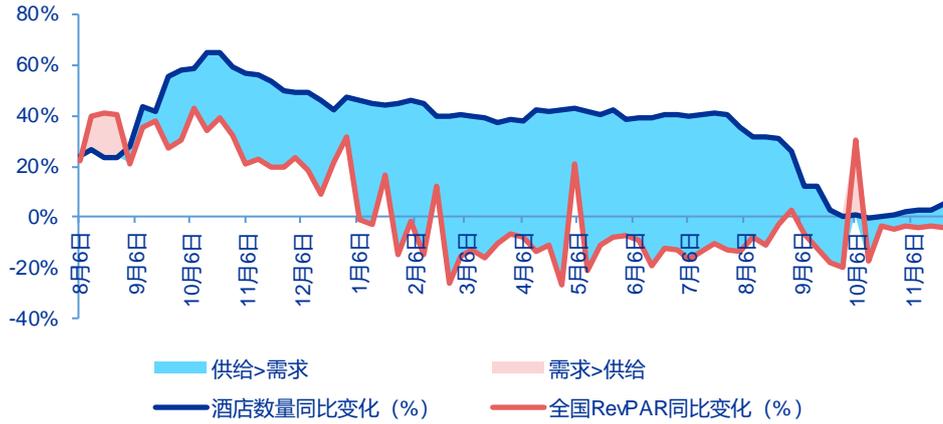
图 8：2024 年全国酒店数量同比变化 (%)



资料来源：驿境数据，申万宏源研究

**目前供需剪刀差仍在扩大，行业处于“衰退—萧条”阶段。**根据厚海数据平台，2024 年，中国酒店行业供给产能持续增长。截止 2024 年底，大陆地区中档及以上层级在营酒店总数已达 7.4 万家，客房供给规模超过 842 万间，同比增速约为 12%。从酒店数量同比增速来看，经济型酒店同比增速最快，2024 年前三季度保持 40% 以上速度增长。中档、高档、豪华酒店也基本保持 10% 左右的增速。2024 年 Q4，全国 RevPAR 数据表现疲软。2024 年 11 月 4 日-11 月 10 日全国 RevPAR 为 102.7 元，同比下降 4.11%。其中，经济、中档、高档、豪华酒店 RevPAR 分别同比下降 2.39%、5.72%、11.77%、16.97%，需求端属于收缩状态。在需求收缩的背景下，供给增速仍保持正增长，供需剪刀差仍在扩大。

图 9：2024 年酒店供需剪刀差不断扩大

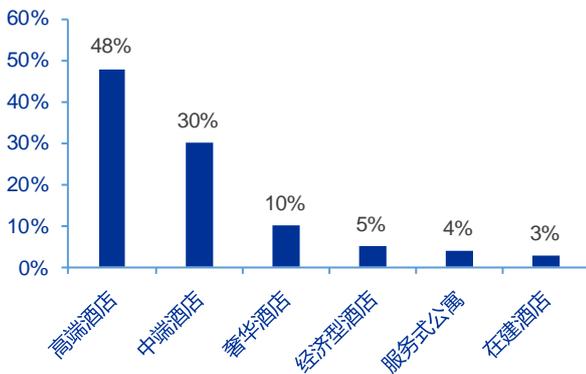


资料来源：驿境数据，申万宏源研究

## 2.2 酒店资产抗压韧性凸显，资产交易进入存量博弈

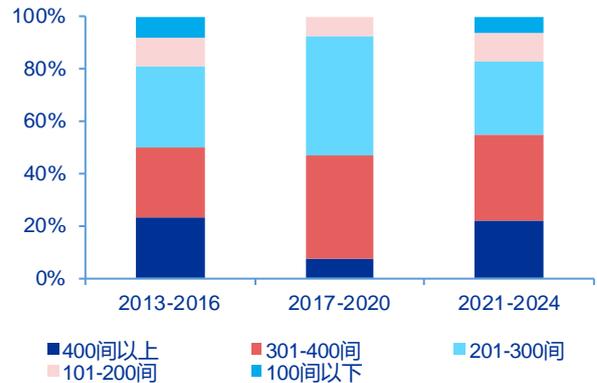
市场短期承压下酒店资产收益率稳定，受加盟商关注度较高。截至 2024 年末，中国内地酒店投资交易额总计 178.7 亿元人民币，近七成酒店投资交易发生在一线和新一线城市。根据仲量联行数据，2024 年一些机构投资者已经把酒店作为首选资产类别。酒店投资者保持活跃，首次投资酒店业的机构投资者其交易量占全球年度总投资额的 16%。仲量联行预计全球酒店投资规模将在 2025 年加快，比 2024 年增长 15%至 25%。中国酒店投资交易额将与 2024 年持平，约为 180 亿人民币。

图 10：2024 年中国内地酒店投资交易酒店品类分布



资料来源：仲量联行，申万宏源研究

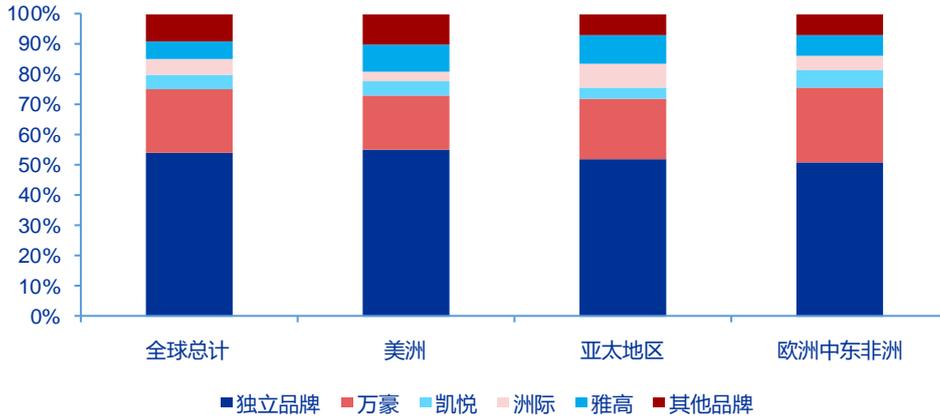
图 11：2013-2024 年关键酒店资产交易客房数占比



资料来源：浩华管理顾问公司，申万宏源研究

酒店资产具有较为稳定的运营收益和一定的通货膨胀对冲能力，不可替代的豪华酒店资产保持受加盟商关注。在经济上升周期，酒店资产的价值上涨。在经济疲软周期，酒店能够通过客房收入提供稳定的现金流量，收益相对稳定。豪华酒店由于稀缺性具有较高的资产价值。据仲量联行数据，自 1983 年以来，全球豪华酒店供应占比已增长 140 个基点，预计未来 10 年将再增 20 个基点。豪华酒店选址往往位于城市核心区域、旅游景区或高端商业区，地理位置具有不可替代性。同时，豪华酒店的建筑和室内设计融合独特的艺术与文化元素，空间体验也具有不可替代性。不同于中低端酒店的高连锁化率，豪华酒店仍高度分散，独立酒店占全球豪华酒店供应的 54.3%。

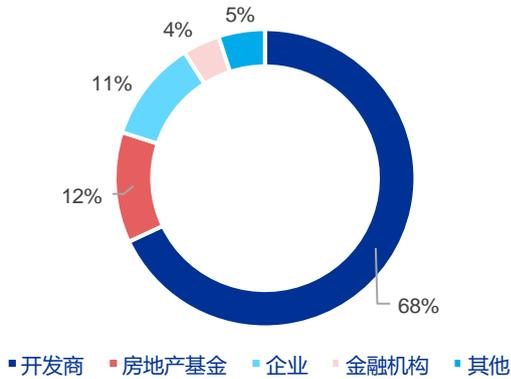
图：全球豪华酒店品牌与独立酒店占比



资料来源: STR, 申万宏源研究

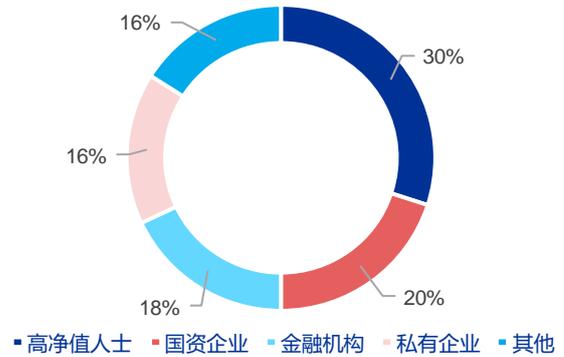
**受经济下行压力影响，部分酒店资产持有者面临现金流压力，折价出售酒店资产，为酒店投资创造机遇。**据戴德梁行数据，2023 年全年录得 301 宗交易，成交宗数同比上升近 6 成。在成交额同比变化不大的情况下，间接说明了单宗平均交易额的下降，该数字从 12 亿降至 7.8 亿，而单宗交易额中位数则更是从 6.6 亿元下降到 3.6 亿元。自 2015 年起，中国内地酒店资产证券化产品的发行利率呈现波动下行态势，其中 2016 年和 2020 年出现利率谷值。2023 年酒店类资产证券化产品的平均发行利率降至约 3.5%，低于前述谷值。由于现金流原因烂尾，或股东债务问题，通过法拍折价流入市场的资产也逐渐增多。北京的建国铂萃酒店、上海虹口喜来登酒店、广州凤凰山旅游度假区等酒店均是通过法拍完成交易。

图 13: 2024 年中国内地酒店投资交易出售方



资料来源: 仲量联行, 申万宏源研究

图 14: 2024 年中国内地酒店投资交易收购方



资料来源: 仲量联行, 申万宏源研究

**中小型酒店资产交易较为活跃，全国酒店资产成交率低迷。**低价资产可快速改造为经济型酒店或长租公寓。部分投资者瞄准司法拍卖或不良资产折价标的，中小型酒店资产流动性相对活跃。据迈点研究院不完全统计，2024 年 5000 万元以下酒店拍卖占比最高，且成交资产多集中于中低价位。流拍常态化反映出供需的严重失衡。低价资产多为老旧酒店，硬件设施落后，改造为经济型酒店或长租公寓需额外投入，抵消了低价收购优势。高价酒店依赖品牌管理、客群维护和持续资本投入，买方需承担高昂改造和运营成本。部分买方通过流拍促使卖方降价，形成“降价-流拍-再降价”循环，使得资产成交更加困难。

表 3: 2024 年酒店资产交易不完全统计

时间	亿元以上 (家)	5000 万元-1 亿元 (家)	5000 万元以下 (家)	总和 (家)	拍卖成交数量 (家)
----	----------	------------------	---------------	--------	------------

2024年1月	10	4	14	28	1
2024年2月	7	9	10	26	0
2024年3月	4	4	24	32	0
2024年4月	9	6	20	35	0
2024年5月	8	5	17	30	2
2024年6月	11	10	12	33	0
2024年7月	11	9	12	32	1
2024年8月	17	11	31	59	3
2024年9月	24	15	33	72	5
2024年10月	20	13	14	47	5
2024年11月	26	20	52	98	0
2025年1月	14	12	30	56	0

资料来源：迈点研究院，申万宏源研究 拍卖成交数量截至当月数据披露时间

## 3. 酒店业务：直营+加盟双轮驱动

### 3.1 直营酒店业务：优质直营店发挥标杆作用

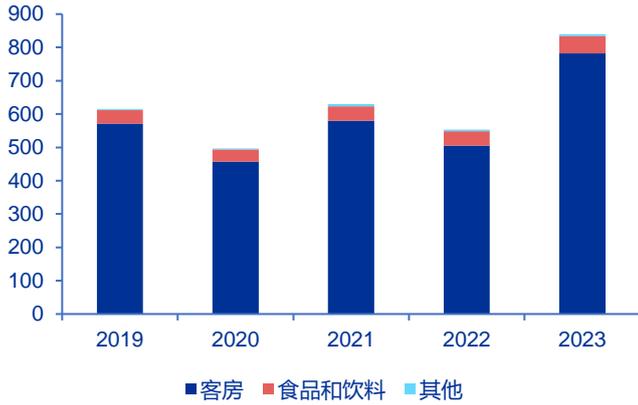
亚朵的直营酒店是品质把控与服务标准的直接呈现窗口，其主要通过租赁物业并自主运营酒店来获取收入。直营酒店的运营模式注重高品质服务和用户体验，通过精细化管理和标准化服务流程，为客人提供一致性的住宿体验。直营酒店通常位于经济较发达城市的中心地段或交通便利地段的物业，面积在 3500 平方米至 15000 平方米之间、可容纳 80 至 200 间酒店客房的物业，租赁期限在 5 至 15 年之间。

直营店占比不断下降是酒店管理集团的整体趋势，是穿越周期及抵御风险的重要方式。21 世纪初，多数经济型酒店先行者通过直营模式快速构建规模优势，直营模式既能保证服务质量又可形成示范效应。根据汉庭招股书，汉庭在即将上市前（截至 2009 年 12 月 31 日），直营店数量达 173 家，占总门店数的 73.3%，主要依靠开设直营店实现扩张。然而伴随商业地产价值不断抬升，行业经营逻辑发生转变，2013 年才入局的亚朵面临截然不同的市场环境，重资产模式已不具备规模复制条件。由于酒店需求有周期性，酒店的发展将面对经济周期、自然灾害、疫情等事件冲击，直营店存在大量固定成本，受酒店需求波动影响较大。降低直营店占比，采取轻资产模式，酒店集团收入将主要来源于首次加盟及持续加盟费用，酒店收入增长与新开业酒店挂钩，因此提升品牌力，提高签约酒店储备有利于抵御风险，降低不确定性。

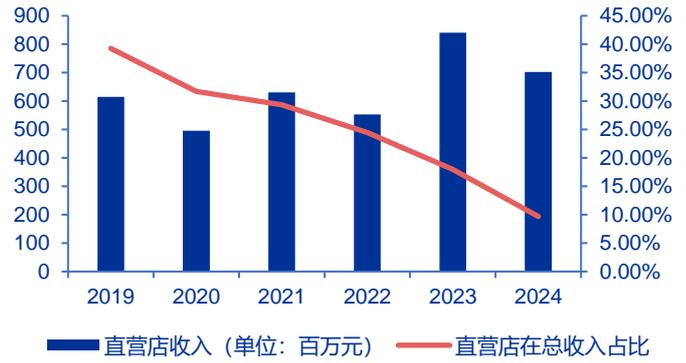
在直营资源有限的情况下，亚朵创新性地构建了“精准直营+价值外溢”的品牌塑造模型。其直营店选址往往处于核心城市（北上广深杭）与核心商圈（中央商务区/交通枢纽），以确保单店成为区域流量地标，扩大品牌影响力。此外，亚朵将直营店作为“价值实验室”，持续迭代出各类主题酒店与联名店等创新业态，形成区别于维也纳（商务标准化）、全季（极简主义）的差异化品牌认知。当下酒店业已进入“能力输出时代”，亚朵的实践重新定义了直营店的功能边界，将直营店从单纯的成本中心转化为价值创造中枢，通过数据沉淀、服务创新、人才孵化构建系统性赋能能力。

客房是直营店收入主要来源（单位：百万元）

图：亚朵直营店收入及占比呈现下降趋势



资料来源：公司公告，申万宏源研究

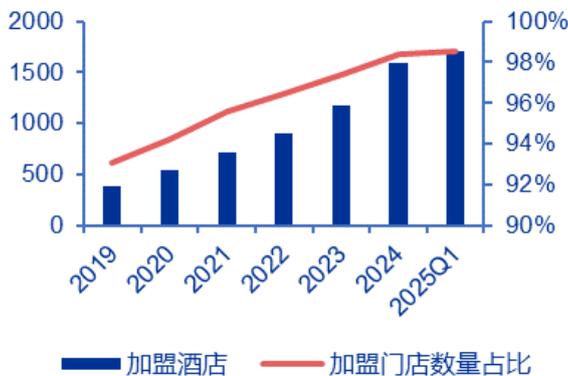


资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2 加盟酒店业务：效率与体验的平衡

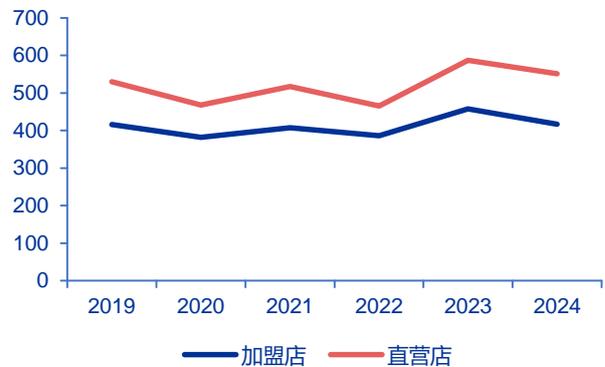
**加盟酒店业务是亚朵集团实现快速扩张的主要模式。**截至 2025 年第一季度，亚朵集团共有 1727 家在营酒店，其中加盟店占比超过 98.5%，达到 1702 家。加盟酒店业务的收入主要来源于预付加盟费用、持续加盟费用以及酒店用品销售等。2025 年第一季度，加盟酒店业务收入从 2024 年同期的 8.36 亿元人民币增长至 10.32 亿元人民币，增幅为 23.5%，这一增长主要得益于持续的酒店网络扩张以及供应链业务的快速发展，加盟酒店的每间可售房收入 (RevPAR) 为 301.5 元人民币，而 2024 年同期为 323.7 元人民币，同比下降 6.9%。亚朵的加盟模式具有显著的轻资产特点，通过供应链管理和品牌赋能，为加盟商提供全方位支持。亚朵通过集中采购和标准化管理，确保产品质量和成本控制。通过加盟模式，亚朵能够快速扩大市场份额，同时降低自身的资本投入，实现规模效应，亚朵既借助加盟商的资金与本地资源实现快速布局，又通过标准化管理确保所有加盟酒店的服务质量与品牌形象统一。亚朵的加盟商在开设亚朵品牌酒店后的投资回收期通常在 3 到 5 年之间。

图 17：加盟店成为亚朵扩张的主要方式



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 18：ADR 波动上升，加盟店 ADR 稳定性相对较强 (单位：元)

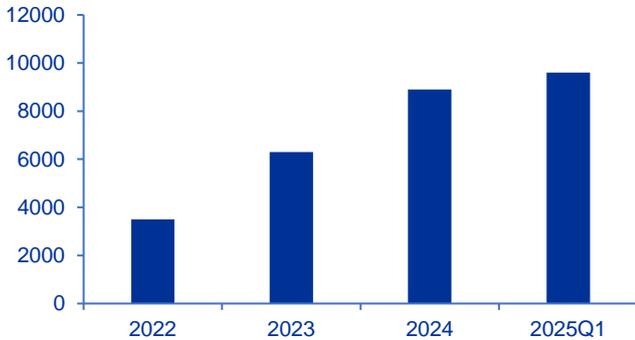


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**亚朵平衡效率与体验，通过精细化运营与差异化体验，构建了独特的加盟模型，既满足投资者对投资回报的理性诉求，又契合消费者对品质服务的升级需求。**

**效率驱动：标准化运营与庞大会员群体赋能加盟商收益。**亚朵的核心效率优势体现在全链条的运营优化能力，亚朵通过物料需求计划系统（MRPS），同时批量购买酒店用品、建筑材料等，形成采购优惠，在加盟酒店建设初期即可提升效率，节约成本。此外，部分酒店已采取模块化，亚朵 4.0 产品中 80%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，缩短整体安装周期 30%，以此节约装修时间。亚朵会员基数庞大，截至 2025 年 Q1，A-Card 忠诚度计划已积累超过 9670 万注册个人会员，中央预定系统为运营提供支持，2025 第一季度公司 CRS 销售间夜占比 65.1%，这些极大提升了加盟商的投资安全性，运营稳定性。亚朵为加盟商提供全周期支持，从选址、市场调研，到项目监理、验收，以及总经理输出、员工培训和考核，一站式支持体系大大减轻了投资人的运营压力。**这种高效协同使得亚朵加盟商复投率在 2025 年第一季度达到 40%，远超行业平均水平。**从加盟费用来看，亚朵旗下各品牌加盟各有不同，按实际房间数收取费用，这种模式能够根据加盟商的实际情况和需求进行调整，降低了加盟门槛，且 CRS 系统维护费采用收入比例与上限双重约束（CRS 收入 6%，上限为全部收入 3.5%），相比部分竞品的固定比例收费更具灵活性。人员配置支持是亚朵的又一亮点，亚朵为加盟商提供酒店总经理、总经理助理等专业人员，并根据不同城市级别设定不同的费用标准，这种差异化的配置既能保证在不同市场环境下酒店运营的专业性，又在一定程度上控制了成本，相比统一的人员费用设置，更具市场适应性和成本效益。

图 19: A-card 会员数量持续上升, 会员基数庞大 (单位: 万)      图 20: 自销渠道占比高, 运营外部依赖性低



资料来源：公司官网，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 4: 各类系统简介

系统名称	简介
收益管理系统 (RMS)	全自动化收益管理系统基于历史数据、同一地理区域内竞争对手的房价、季节趋势以及其他因素，预测未来 30 天内亚朵所有酒店的入住率。并且自动优化平均每日房价 (ADR)，以实现净收入最大化。
中央预订系统 (CRS)	采用了基于云技术的实时中央预订系统，全年无休，每周 7 天、每天 24 小时运行。中央预订系统与所有预订渠道完全集成，包括亚朵移动应用程序、微信小程序、第三方平台以及在线预订合作伙伴。这使亚朵相关人员能够即时管理所有主要渠道的库存、价格和预订情况，极大地提高了运营效率。
物业管理系统 (PMS)	物业管理系统让旗下每家酒店都能实时、准确且低成本地管理客房库存和预订，进而优化每家酒店的入住率、平均每日房价和每间可售房收入 (RevPAR)

物料需求计划系统 (MRPS) 利用物联网技术, MRPS 使公司能够有效地管理运营成本, 尤其是大量使用的用品, 并允许网络中的所有酒店同时批量购买酒店用品、建筑材料和零售产品, 有助于为客人提供高质量的服务。

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 5: 亚朵利用各类系统提升效率

	萨和酒店	亚朵 S	亚朵酒店	亚朵 X	轻居酒店
加盟期限	10 年	10 年	10 年	10 年	10 年
体系加入	按实际房间数收取	按实际房间数收取	按实际房间数收取	按实际房间数收取	按实际房间数收取
服务费	8,000 元/间	8,000 元/间	5,000 元/间	5,000 元/间	5,000 元/间
履约保证金	一次性收取 10 万元, 合同期满后无息返还	一次性收取 10 万元, 合同期满后无息返还	一次性收取 10 万元, 合同期满后无息返还	一次性收取 10 万元, 合同期满后无息返还	一次性收取 10 万元, 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)	一线/新一线城市: 30,000 元/月(首年)  二线/三线城市: 25,000 元/月(首年)  三线以下城市: 20,000 元/月(首年)	一线/新一线城市: 30,000 元/月 (首年)  二线/三线城市: 25,000 元/月 (首年)  三线以下城市: 20,000 元/月 (首年)	一线/新一线城市: 30,000 元/月(首年)  二线/三线城市: 25,000 元/月(首年)  三线以下城市: 20,000 元/月(首年)
总经理助理费	25,000+元/月 (首年)	15,000 元/月(首年)	一线/新一线城市: 12,000 元/月(首年)  二线/三线城市: 10,000 元/月(首年)  三线以下城市: 9,000 元/月(首年)	一线/新一线城市: 12,000 元/月 (首年)  二线/三线城市: 10,000 元/月 (首年)  三线以下城市: 9,000 元/月 (首年)	一线/新一线城市: 12,000 元/月(首年)  二线/三线城市: 10,000 元/月(首年)  三线以下城市: 9,000 元/月(首年)
财务指导	, 元/月	, 元/月	, 元/月	, 元/月	, 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：公司公告，申万宏源研究

亚朵单店模型在经济性上表现突出，尽管为了良好服务及体验，单房初始投入较高，但动态投资回收期可控。同时，全自动化收益管理系统基于历史数据、同一地理区域内竞争对手的房价、季节趋势以及其他因素，预测未来 30 天内亚朵所有酒店的入住率，并且自动优化平均每日房价（ADR），以实现净收入最大化，形成“高溢价、快回本”的良性循环。

**表 6：亚朵部分品牌与全季单店模型估算比较，经营利润率更高**

维度	亚朵 4.0	轻居 3.0	亚朵 X	全季 4.0	全季标准版
<b>收入</b>					
平均房价（元/间夜）	510	390	430	380	350
平均出租率（%）	76%	79%	77%	82%	78%
RevPAR（元）	388	308	331	312	273
平均客房数（间）	150	130	120	140	120
<b>成本费用</b>					
运营成本（元/天/间）	120	96	105	95	110
租金（元/天/间）	145	90	95	105	90
装修投入（元/间）	145,000	105,500	110,000	120,000	110,000
装修摊销（元/天/间）（8 年摊销年限）	49.7	36.1	37.7	41.1	37.7
<b>盈利估算</b>					
单房经营利润（元/天）	73	86	93	71	35
经营利润率（%）	19%	28%	28%	23%	13%

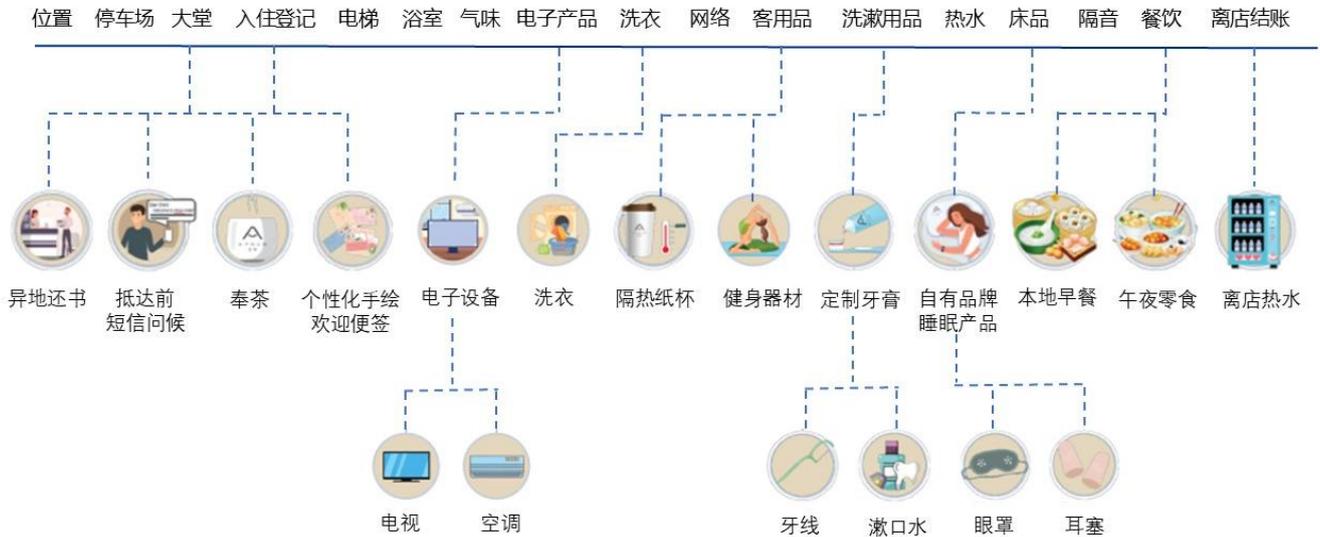
资料来源：公司官网，申万宏源研究

**体验进阶：标准化触点与个性化服务构建品牌护城河。**亚朵酒店通过将服务拆解为可复制的标准化框架与差异化体验的有机融合，在住宿行业重构了“服务产品化”范式，形成兼具规模效应与情感共鸣的品牌壁垒。其核心在于提炼服务触点，通过科学设计的仪式感强化用户心智锚点，同时依托数据驱动的分层运营释放体验溢价，最终在标准化服务中植入人文温度，完成从“空间介质”到“生活方式地标”的升维。

**在标准化触点构建上，亚朵将用户旅程拆解为 17 个关键触点，通过精细化流程设计打造“峰值体验”。**初见时刻的奉茶仪式堪称服务的典范：员工双手持杯下半缘的标准手势、40°C 恒温茶水的科学测算、季节性饮品更替体系（夏季柠檬水/冬季伯爵红茶），在视觉、触觉、味觉维度形成多维感官印记。这种标准化并未流于机械执行，而是植入了对用户动线的深度洞察——大堂停留超 1 分钟触发奉茶机制、深夜的“粥到服务”覆盖商旅人群碎片需求，使服务颗粒度与用户生物钟达成精准匹配。终值时刻的离店水设计更显巧思，

保温箱恒定的 40°C 水温既符合人体舒适度，又以“暖心”隐喻完成情感闭环，将物理空间的告别转化为品牌记忆的延续。

图 21：亚朵服务的 17 个关键触点



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**个性化服务则通过三层体系实现体验跃迁。**基础服务层以属地文化为基座，凌晨 5 点开启的属地早餐将地方饮食文化符号化，竹居书吧动态更新的非遗主题书籍将住宿空间转化为文化体验场域。进阶服务层依托会员体系与场景洞察，针对亲子客群提供动画主题床品、适龄读物及广西酸嘢等儿童友好餐食，宠物友好酒店为宠物用户则设计“爪不沾地”专属推车与智能新风宠物舱，形成差异化价值锚点，A plus 会员在入住前可全面定制需求，酒店提供包括枕头挑选、晚安牛奶等在内的助眠套餐等高端个性化服务。定制服务层通过 500 元即时决策权的员工授权机制，突破传统 SOP 限制，衍生出瑜伽垫铺设、醒酒茶配送等非标服务，在确定性与惊喜感之间找到平衡支点，满足了宾客的多样化需求，真正实现了从“标准化服务”向“个性化关怀”的转变。

图 22：中国体验，两千好店，在品牌与服务中植入人文温度

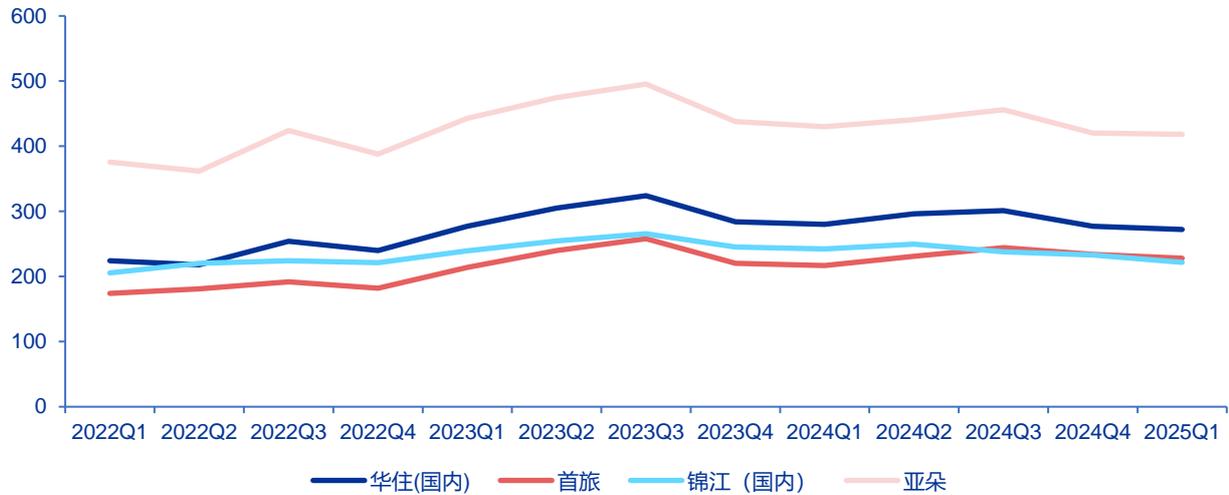


资料来源：公司公告，申万宏源研究

在服务质量监督与提升方面，亚朵建立了完善的绩效评估系统。客户体验部门每日收集整理来自各渠道的宾客投诉，并及时反馈给酒店经理，经理需在规定时间内跟进处理并提交整改计划。若计划未通过，需重新讨论分析，这一动态流程确保了服务问题能及时得到解决，不断优化服务质量。对于加盟酒店，亚朵也有严格的年度绩效评估，未达服务标准的将终止合作，保证了整个品牌服务水平的稳定。

综上，亚朵平衡效率与体验，通过标准化运营与规模经济赋能加盟商收益，提升加盟商运营稳定性，提升加盟吸引力，通过标准化触点与个性化服务构建品牌护城河，契合消费者对品质服务的升级需求，从供需双方共同驱动加盟店数量增长。

图 23：得益于效率+体验，亚朵酒店有一定程度的溢价 (ADR) (单位：元)



资料来源：公司官网，申万宏源研究

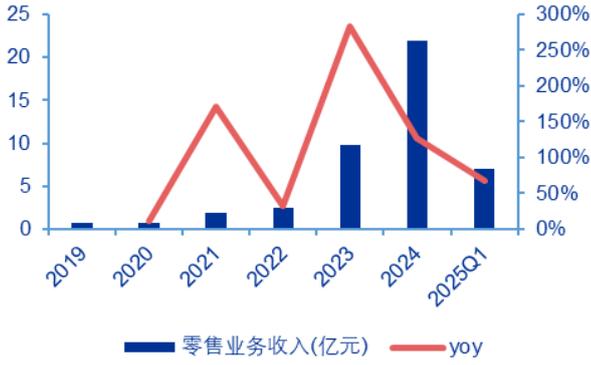
## 4. 零售业务：酒店生态赋能场景零售

### 4.1 零售业务迅速发展，打造增长新引擎

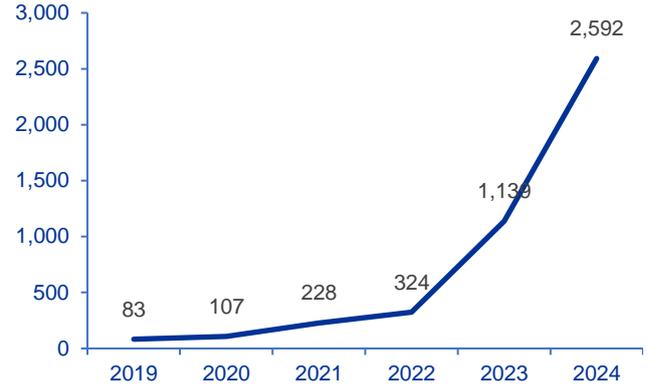
亚朵的零售业务近年来发展势头强劲，已成为集团重要的创新增长极，也是延伸用户体验、增强品牌粘性的关键举措。2025 年第一季度，零售业务收入从 2024 年同期的 4.17 亿元人民币增长至 6.94 亿元人民币，增幅为 66.5%。这一增长得益于其零售品牌获得广泛认可，以及成功拓宽产品种类，进行了有效的产品创新与开发。自 2016 年推出场景零售以来，亚朵通过在酒店内设置零售区域，将住宿体验与商品销售紧密结合，其零售业务以“α TOUR PLANET 亚朵星球”“SAVHE 萨和”和“Z2GO&CO.”三大品牌为核心，涵盖睡眠、香氛个护和出行领域。2023 年，亚朵零售业务的毛利率达到 47%，2025Q1 进一步提升至 51.4%。零售业务的成功不仅为亚朵带来了新的收入增长点，还通过品牌推广和客户体验的提升，进一步增强了其在中高端市场的竞争力。2025 年 Q1 零售业务产生的商品交易总额为 8.45 亿元人民币，同比增长 70.9%。

图 24：零售业务收入近年来大幅上升 (单位：亿元)

图 25：零售业务 GMV 稳步大幅上升 (单位：百万元)



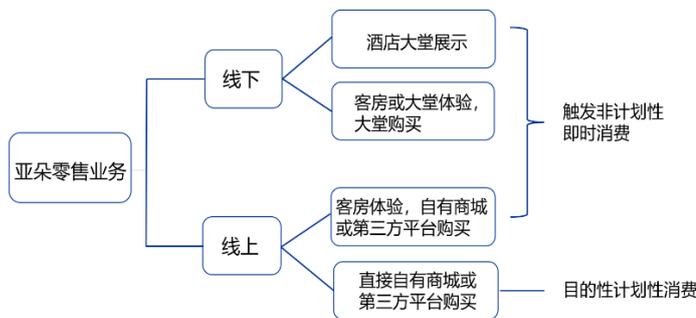
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

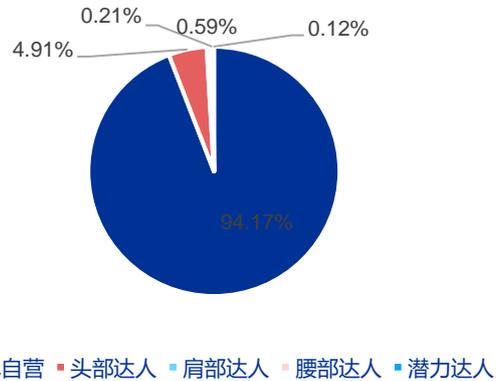
**亚朵零售产品采用线上线下相结合的销售渠道。**在线下，亚朵逾千家门店成为零售产品的体验场所，酒店大堂设置零售区，陈列房间内同款的枕头、被子、茶具、浴巾、毛巾、精油等产品，消费者入住时能直观感受产品品质，实现从住宿体验到消费购买的无缝衔接。这种“先体验，后购买”的模式，精准契合消费者心理，大大提升了购买转化率。在线上，公司着力发展多元电商等渠道，布局以亚朵 App 和小程序为代表的私域渠道，同步上线淘宝、京东、抖音、小红书等电商渠道。2025Q1，亚朵零售业务线上渠道占比达 90%+。从销售额分析，亚朵星球选择以品牌自营（自播）为主，占总销售额比重高，达人推广为辅，基本合作头部达人，如与辉同行、东方甄选、明星李晨等，即亚朵星球目前明星产品的产品价值基本上已经得到了市场认可，仅靠自身品牌力、产品力的支撑就能够实现销售转化，并不太需要头部主播及明星站台。

图 26: 亚朵零售产品销售渠道



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 27: 2024 年亚朵星球抖音带货种草曝光量分布



资料来源：飞瓜数据，申万宏源研究

图 28: 部分线上销售渠道



资料来源：亚朵小程序，淘宝，抖音，申万宏源研究

在营销创新层面，亚朵构建了“体验式营销+智能化”的双轮体系，与传统家纺品牌形成显著差异。亚朵的营销策略更注重将睡眠需求升华为生活方式主张，亚朵零售业务的营销创新核心在于构建了“酒店即卖场”的场景化零售模式，彻底颠覆传统家纺品牌依赖实体门店扩张的重资产路径。通过将酒店住宿场景转化为沉浸式消费场域，亚朵在客房、大堂等空间设置产品体验区并铺设即时购买入口，住客在深度体验后可扫码完成消费闭环，形成“所见即所得”的转化链路。与飞书合作开发的协同工具“几木里”，整合 AI 模型与多维表格技术，实现供应链管理、达人合作 ROI 预测等环节的智能化，系统通过分析历史数据预测达人合作的投资回报率，优化资源分配，实现多个平台、海量内容的不断供给与效果追溯；同时打通 1533 家门店数据流，实时监控库存与销售动态，支撑“酒店体验+线上复购”的混合渠道模式。

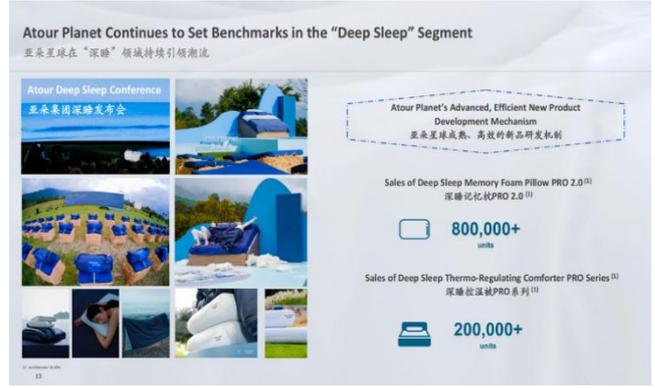
年轻化的产品研发体系，深挖用户痛点，用户导向驱动创新。亚朵年轻的产品团队构建了敏捷的用户需求响应机制，通过住客评价系统、场景体验数据、社群即时反馈三大渠道，基于 1700 余家酒店和 9670 万会员的真实睡眠反馈，亚朵可以离用户更近，先一步搞懂真实的睡眠需求，这些基数庞大的用户体验效果，得以实时回馈到品牌端，成为产品迭代的关键。中国睡眠研究会调查显示，成年人失眠发生率高达 38.2%，因此，与传统家纺企业聚焦婚庆、节庆等场景不同，亚朵星球瞄准都市人群的睡眠焦虑，开发出具备温度调节、压力舒缓等功能的技术型产品，如深睡被 PRO 中运用了整被双层控温系统，上层的蓄热纤维负责保温，下层的排湿纤维则用于排湿，这样同时解决了保暖和透气的问题，让夜晚的温度始终宜人。亚朵研发始终以用户为导向，为用户做“减法”，许多人觉得拆洗被套麻烦，亚朵便取消了传统被套，改为可直接机洗的一体式整被，洗被子因此变轻松简单。23 年，亚朵推出了多个深睡系列的重磅的新品，深睡枕 Pro，全年销售超过 120 万个，在天猫双 11 期间，枕头品类销量排名第一，并蝉联小红书枕头品类的声量第一。亚朵星球深睡记忆枕 Pro 2.0 和深睡控温被 Pro 系列，已累计销售分别超过 80 万件和 20 万条。

图 29：深睡被 PRO 运用整被双层控温系统

图 30：亚朵以“深睡”为主题开展发布会

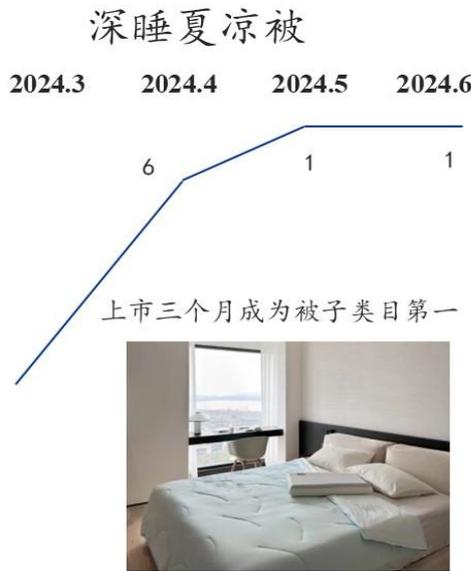


资料来源：亚朵星球旗舰店，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 31：2024 年新品&单品排名



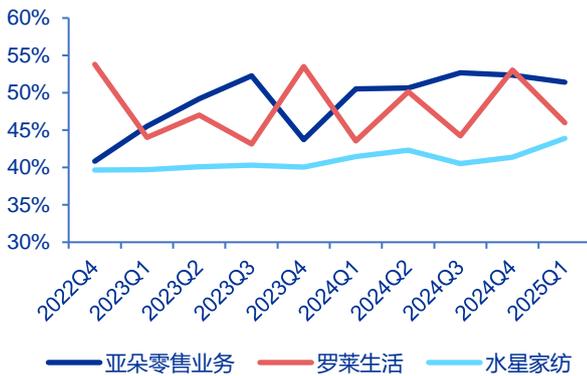
资料来源：亚朵产品发布会，申万宏源研究

亚朵在零售业务的供应链管理中采用了轻资产运营模式，通过代工模式和供应链“双保价”政策，实现成本的有效控制与供应链稳定。这种代工模式使亚朵无需投入大量资金建设生产工厂，降低了生产环节的成本和风险，能够将更多的资源和精力投入到产品研发、品牌营销和市场拓展等核心业务上。同时亚朵对产品质量有着严格的把控，会对代工工厂的生产工艺、原材料采购、质量检测等环节进行全程监督和管理，确保产品符合亚朵的品质标准。例如，在枕头的生产过程中，亚朵会要求工厂采用高品质的原材料，如优质的记忆棉、透气的面料等，并对生产工艺进行严格规范，确保枕头的舒适度和支撑性。而“双保价”政策，即降价退差、差价退赔，则充分保障加盟商的利益。当市场价格下降时，亚朵会对加盟商进行价格保护，退还差价，确保加盟商不会因为价格波动而遭受损失；当加盟商在其他渠道发现更低价格的同款产品时，亚朵会按照承诺进行差价退赔，保证加盟商的采购成本具有竞争力，这种“双保价”政策增强了加盟商对亚朵的信任和忠诚度，从而增强供应链的稳定性。

## 4.2 场景零售，在家纺红海市场中开辟新蓝海

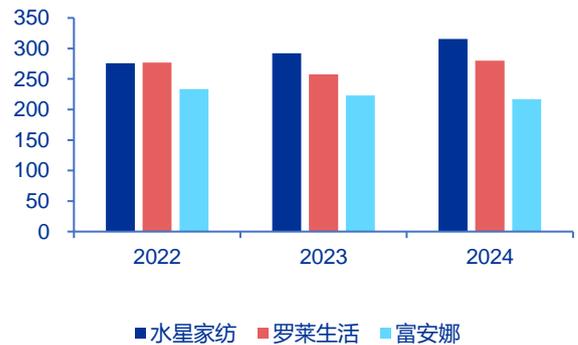
亚朵零售业务依托酒店场景构建了独特的商业闭环，实现了住宿业态与零售服务的深度耦合。作为国内首家将住宿空间转化为零售场景的酒店集团，亚朵创新性地打造了“房型即卖场”的商业模式。部分酒店大堂设置的“亚朵百货”专区、客房内沉浸式产品体验区、会员系统内的线上商城三位一体，形成了完整的消费触点矩阵。这种空间即渠道的布局，不仅降低了传统零售的场地成本，更通过住宿场景中的深度产品体验，有效解决了家居品类“体验缺失”的行业痛点。相较于罗莱生活、水星家纺依赖独立门店或商场专柜的传统模式，亚朵渠道成本与效率优势突出，住宿用户日均停留时长超过 8 小时，为深度体验床品、香氛等产品提供天然场景，有利于激发非计划性即时消费，而传统家纺门店客群多为目的性消费，停留时间通常不足 15 分钟。2023 年亚朵星球深睡枕 PRO 销量高达 120 万只，以各销售渠道的平均零售价 309 元估算，单品销售额超 3.65 亿，超过了水星家纺、罗莱家纺、富安娜等头部家居品牌枕芯产品的年营收，体现了亚朵场景零售的巨大潜力。在价格上，亚朵的产品凭借独特的场景体验优势，展现出差异化定位。以深睡枕为例，亚朵 pro1 代售价 300 元、2 代 400 元，罗莱 369 元，水星家纺 299 元，整体亚朵与头部家居品牌价格差距不大；而控温被产品，亚朵夏款 pro2.0 为 469 元、四季款 pro 为 659 元，高于罗莱和水星家纺。亚朵依托住宿场景带来的深度产品体验，即便部分产品价格偏高，依然能凭借独特的体验价值，吸引追求品质与体验融合的消费者。亚朵的场景零售，将住宿服务中积累的场景资产、数据资产、信任资产进行商业化变现，这种“资产复用”的商业模式，本质上重构了零售的成本结构和价值链条，这正是其能在家纺红海市场中开辟新蓝海的重要原因。

图 32：亚朵零售业务毛利率略超头部家纺品牌



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 33：头部家纺品牌枕芯业务营业收入（单位：百万元）



资料来源：公司官网，Wind，申万宏源研究

表 7：亚朵与头部家纺品牌部分产品价格对比（单位：元）

产品	亚朵	罗莱	水星家纺
深睡枕	300 (pro1 代)、400 (pro2 代)	369	299
控温被(200*230)	469 (夏季 pro2.0)、659 (四季 pro)	469 (四季)	369 (雪糕被 5.0)

资料来源：亚朵小程序，淘宝，申万宏源研究

图 34: 亚朵行李箱、香氛等场景零售



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 35: 亚朵枕头场景零售



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

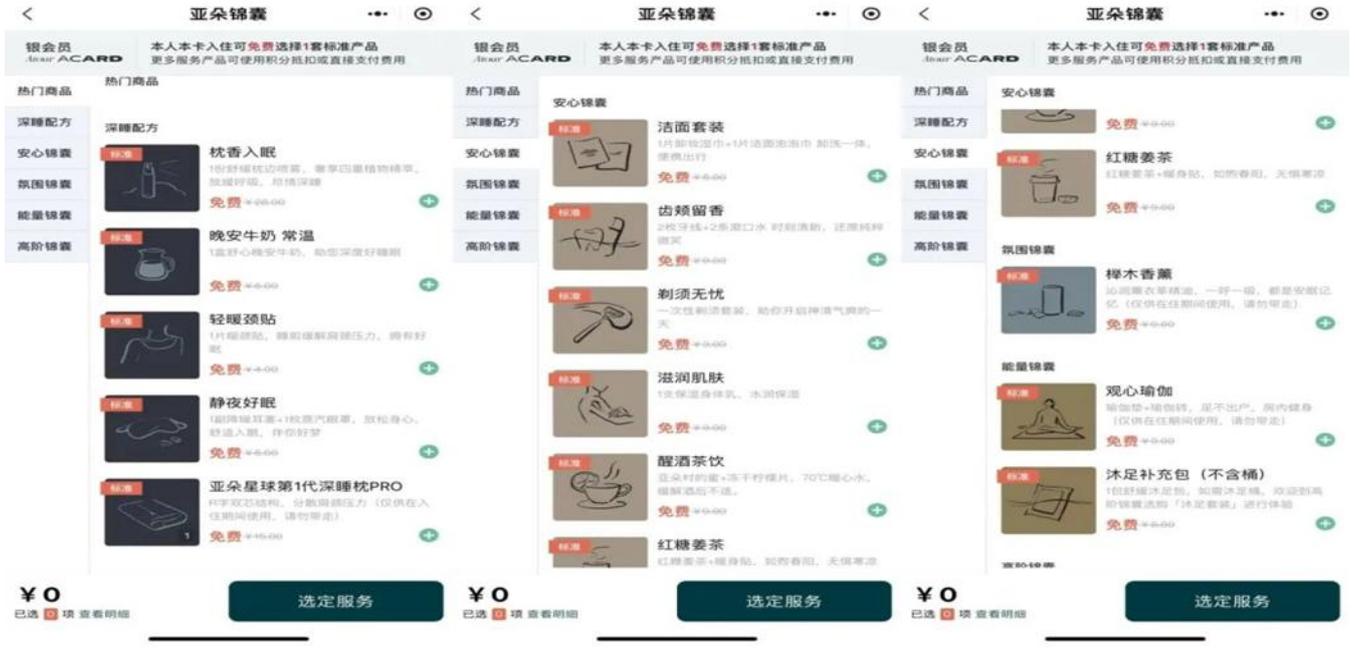
**酒店业态的天然优势赋予了零售业务精准的客群锁定能力。**亚朵定位中高端, 其客群为零售业务提供了优质的目标市场。这些具有高消费力、高品牌忠诚度、高传播意愿的“三高”客群, 在住宿场景中自然转化为零售业务的种子用户。酒店通过“房间+图书室+咖啡馆+健身房”等复合空间设计, 打造涵盖居住、工作、社交功能的“生活第四空间”, 让用户在住店 1-2 天内深度体验枕头、香氛等零售产品, 解决了传统家居品类“体验缺失”的痛点。相较于传统家居卖场的交易关系, 住客在获得优质住宿体验后, 对同源产品的付费意愿往往显著提升, 这种信任溢价成为亚朵零售的核心竞争力。此外, 亚朵还通过会员体系与消费激励机制进一步强化转化效率: 消费者入住一晚后自动升级为银卡会员(面值 30 多元), 解锁深睡配方、安心锦囊等“高配”体验, 还有经常不定时发放的延迟退房券等等。同时, 亚朵目前已实现了住宿的 A-card 和亚朵星球多平台会员体系和积分权益的互联互通, 有利于持续促进住宿与零售业务的双向协同发展。

图 36: “经营人群而不是经营房间”的持续深化



资料来源: 亚朵产品发布会, 申万宏源研究

图 37: 亚朵锦囊



资料来源：亚朵小程序，申万宏源研究

## 5. 盈利预测及估值

### 基本假设：

- 1、综合考虑酒店市场容量及一二线城市酒店翻牌空间,假设未来三年公司加盟门店持续扩店,25-27年加盟门店分别为2083、2673、3243家,分别净开490、590、570家。
- 2、综合考虑酒店市场供需关系改善叠加亚朵酒店稀缺性提高,假设未来三年公司所有门店混合入住率为77.5%、77.7%、78%。
- 3、零售业务增速维持高增,假设未来三年公司零售业务收入增速50%、30%、15%。

表 8: 营业收入盈利预测 (单位: 百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
管理加盟酒店业务收入	2706	4149	5119	6335	7522
yoy		53%	23%	24%	19%
自营酒店业务收入	840	702	589	650	658
yoy		-16%	-16%	10%	1%
零售业务收入	972	2,198	3,297	4,286	4,929
yoy		126%	50%	30%	15%
其他	148	199	259	310	357
yoy		34%	30%	20%	15%
营业收入	4,666	7,248	9,264	11,582	13,467
yoy		55%	28%	25%	16%

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

我们根据相对估值法对亚朵酒店进行估值，**锦江酒店**是国内头部酒店集团，与亚朵同属中高端酒店赛道，其“直营+加盟”的业务模式和增长逻辑具可比性；**万豪国际**是全球酒

店业标杆，提供高端品牌运营参照，尤其对标亚朵的国际化扩张潜力；**同庆楼**虽以餐饮为主，但其“酒店+餐饮”综合业态与亚朵的“住宿+场景零售”模式相似，且两者均依赖体验式消费升级，盈利结构（高毛利非房费收入）具参考价值。故选取锦江酒店、同庆楼、万豪国际三家公司作为亚朵酒店的可比公司，计算 2025-2027 年行业平均 PE（市值加权）估值分别为 26/24/23 倍，给予公司 25 年行业平均估值 26 倍 PE，公司目标市值为 58 亿美元，对应当前市值的涨幅为 30%。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 9：相对估值-可比公司估值表**

2025/6/25		归母净利润(百万元)						PE			
代码	简称	市值(原始币种, 亿元)	股价(原始币种, 亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600754.SH	锦江酒店	222	23	911	1,113	1323	1504	24	20	17	15
605108.SH	同庆楼	50	19	100	228	353	462	50	22	14	11
MAR.O	万豪国际	729	266	2,375	2,751	2,968	3,113	31	26	25	23
行业平均								31	26	24	23
ATAT.O	亚朵	44	32	1,275	1,580	1939	2220	25	20	16	14

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

注：可比公司锦江酒店、同庆楼归母净利润预测值来源为 Wind 一致预期，万豪国际归母净利润预测值单位为美元。

## 6. 风险提示

**开店速度不及预期风险：**公司中端市场依靠轻居品牌，当前存量酒店数量与竞争对手比较有差距，开店速度存在不确定性。

**商旅需求恢复不及预期：**宏观经济的不确定性对会展行业带来直接影响，旅游需求存在淡旺季明显的特征且容易受到民宿影响，商务需求恢复存在不及预期风险。

**零售业务增速不及预期风险：**枕头、被子等床上用品的生产制造壁垒并不高，虽然当前公司产品竞争力较强，增速显著高于行业平均，但仍存在竞争加剧，增速不及预期的风险。

**合并损益表**

利润表 (人民币, 百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
管理加盟酒店收入	2,706	4,149	5,119	6,335	7,522
自营酒店收入	840	702	589	650	658
零售业务收入	1,120	2,397	3,556	4,597	5,286
总收入	4,666	7,248	9,264	11,582	13,467
酒店运营成本	(2,241)	(3,108)	(3,697)	(4,568)	(5,351)
其他运营成本	(586)	(1,128)	(1,679)	(2,171)	(2,467)
销售与市场营销费用	(470)	(973)	(1,297)	(1,621)	(1,885)
一般及行政费用	(451)	(353)	(481)	(642)	(825)
技术开发成本	(77)	(134)	(94)	(94)	(94)
开业前成本	-	-	-	-	-
其他营业收入	83	70	77	85	93
营业利润	924	1,622	2,094	2,570	2,938
利息费用净额	25	45	51	63	76
其他收入	32	51	-	-	-
税前利润	982	1,719	2,144	2,633	3,014
所得税	(243)	(446)	(568)	(698)	(799)
税后利润	739	1,273	1,576	1,935	2,216
非控制性权益	2	(2)	(4)	(4)	(4)
归属于股东的净利润	737	1,275	1,580	1,939	2,220
息税折旧及摊销前利润	1,043	1,739	2,165	2,649	3,035
每股美国存托股份收益	5.46	9.24	11.45	14.02	16.05

资料来源: 申万宏源研究

**合并资产负债表**

资产负债表 (人民币, 百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,841	3,618	4,766	6,255	7,711
应收账款净额	162	186	222	278	323
预付款项	252	332	355	447	522
其他流动资产	987	1,580	1,698	1,781	1,832
流动资产合计	4,242	5,716	7,041	8,761	10,387
物业及设备净额	266	214	223	264	487
经营租赁使用权资产	1,713	1,503	1,503	1,503	1,503
递延所得税资产	145	231	284	349	399
其他非流动资产	222	216	216	216	216
资产总计	6,587	7,879	9,267	11,092	12,993
流动经营租赁负债	296	291	291	291	291
应付账款	595	694	958	1,161	1,356
递延收入	406	454	614	760	903
应计费用及其他应付款	684	882	1,065	1,340	1,565
应付所得税	136	222	170	209	240
非流动负债的流动部分	261	288	293	373	468
流动负债合计	2,378	2,830	3,392	4,135	4,823
非流动经营租赁负债	1,583	1,380	1,380	1,380	1,380
递延收入					

其他非流动负债	196	248	248	248	248
负债总计	4,527	4,933	5,495	6,238	6,925
非控股权益	-8	-10	-14	-18	-22
资本总额	1,561	1,610	1,610	1,610	1,610
留存收益/ (亏损)	507	1,347	2,177	3,263	4,480
股东权益合计	2,068	2,956	3,786	4,873	6,090

资料来源：申万宏源研究

### 合并现金流量表

现金流量表 (人民币, 百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	739	1,273	1,576	1,935	2,216
折旧与摊销调整	85	65	71	79	97
其他 (包括营运资金变动)	1,165	388	331	447	467
经营活动产生的现金流量净额	1,989	1,726	1,978	2,461	2,779
购置物业、厂房及设备	(42)	(56)	(80)	(120)	(320)
其他投资活动现金流量	(559)	(464)	-	-	-
投资活动现金流净额	-601	-521	-80	-120	-320
债务发行/ (偿还)	(102)	(10)	-	-	-
其他	(45)	(417)	(750)	(852)	(1,003)
融资活动现金流量净额	(147)	(427)	(750)	(852)	(1,003)
现金及现金等价物增加/ (减少) 额	1,252	778	1,148	1,489	1,456
期初现金及现金等价物余额	1,590	2,842	3,620	4,768	6,256
期末现金及现金等价物余额	2,842	3,620	4,768	6,256	7,712

资料来源：申万宏源研究

**信息披露**

**证券分析师承诺**

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**与公司有关的信息披露**

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

**机构销售团队联系人**

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysec.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysec.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysec.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysec.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysec.com

**股票投资评级说明**

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

**法律声明**

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。