

亚朵 (ATAT.O)

亚朵零售——体验经济新典范

优于大市

核心观点

从酒店到零售，体验经济极致演绎，后起之秀典范。2013年经济型酒店群雄逐鹿、中端酒店初步兴起，亚朵率先用极致体验把握高线城市商旅人群出行最大公约数，成立4年后稳居中高端第一；始于住宿但不止于住宿，成立10年后亚朵迎新突破，零售业务聚焦深睡定位，引领传统家纺标准，2023年深睡枕PRO打破过往单品牌销售上限，此后逐步矩阵化并系统性迭代。

亚朵零售驱动因素一：供需共振契合新消费内核。传统行业消费品供给足够充分且同质化背景下，消费者仍存在细分且未被满足的需求，对于质价比高的产品与服务追求不变。国内床上用品纺织行业2020-24CAGR为2.9%，是典型大品类小公司传统行业，伴随健康意识觉醒居民对床品功能性诉求提升，供给端能否突破原有供应链推新视角，提供符合需求趋势的差异化产品成为胜负手，亚朵零售本质上切中当下消费者睡眠痛点，契合当下新消费内核特点。

亚朵零售驱动因素二：定位与模式的稀缺优势。与其他酒店相比核心来自**定位优势**，酒店+零售模式并非亚朵首创，最早可追溯至上世纪威斯汀天梦之床创立，但仅亚朵走出扩张新范例，核心在于公司把零售作为生活方式品牌的重要抓手与中高端用户价值链延伸，定位更聚焦更满足消费者对体验的一致性预期；同时用户第一的企业价值观已内化进流程、制度和体系，在组织维持活力与集团资源赋能基础之上推动创新。与**家纺公司相比核心来自模式优势**，一方面亚朵从产品设计到线上营销以消费趋势出发重新定义供应链视角、经销体系主导的传统行业，相比纯线上新品牌又具备线下沉浸式体验背书与系统性打法。另一方面酒店与零售体验互相成就，亚朵会员23Q1-25Q1亚朵会员流量年均复合增速58%，长期相互渗透有望巩固品牌资产。

成长展望：矩阵化推新构筑基本盘成长，品类扩张打开想象空间。通过梳理历史推新品类与节点，我们认为目前亚朵已形成矩阵化新品迭代能力；其品类构成从此前枕头占比9成以上到2024、2025年占比约7成以上、6成以上，2025H1夏凉被产品迭代与深睡床笠品类扩充带来新增长驱动力。中线空间测算一：分别根据枕头与被子近两年消费频次系数，按潜在人群渗透测算中线对应空间合计127-209亿元，为2024年约4-7倍；中线空间测算二：伴宿线上化渗透率与公司市占率提升，估算2030年亚朵枕头+被子三方线上渠道GMV实现102亿元，2024-2030CAGR为32%，叠加自有渠道与床笠等品类扩容后估算近150亿元。此外，考虑我国睡眠行业规模接近5000亿，亚朵在其他品类布局有望打开新成长空间。

投资建议：考虑618跟踪零售业务环比提速，以及下半年产品迭代稳步推进，我们上修公司2025年零售业务收入增速从53%至60%；但结合6月以来酒店行业趋势，我们下修公司2025年RevPAR增速从-2.8%到-3.5%，2026-2027年暂维持不变。综合来看，我们暂维持2025-2027年经调整净利润为16.8/20.9/25.4亿元，对应PE为21/17/14。酒店行业逆风环境中公司通过轻资产与快速扩张有望呈现更具韧性表现，同时零售业务已经进入矩阵化产品迭代新发展周期，酒店+零售模式比较优势凸显。结合历史估值中枢，我们给予公司2026年20-21x估值，对应未来1年合理估值较目前有23-29%空间，且公司三年分红率不低于50%+4亿美元回购上限的组合策略增强额外吸引力。公司系出行链中成长与红

公司研究·海外公司深度报告

社会服务·酒店餐饮

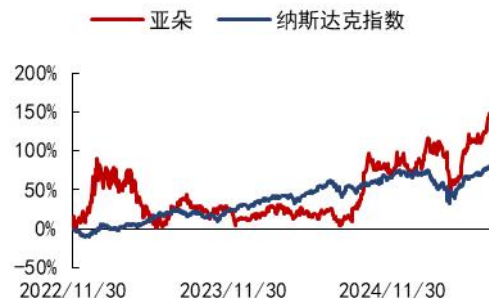
证券分析师：曾光 证券分析师：张鲁
0755-82150809 010-88005377
zengguang@guosen.com.cn zhanglu5@guosen.com.cn
S0980511040003 S0980521120002
证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn
S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	42.23 - 44.34 美元
收盘价	不适用
总市值/流通市值	不适用
52周最高价/最低价	不适用
近3个月日均成交额	不适用

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

《亚朵(ATAT.O)-抵御行业逆风彰显自身经营势能，资本回报加码增强吸引力》——2025-05-25
《亚朵(ATAT.O)-2024年经调净利润增长45%，2025年2000店目标维持不变》——2025-03-27
《亚朵(ATAT.O)-本土中高端酒店NO.1，打造“住宿+零售”高成长新范式》——2025-01-24

利属性兼备的稀缺标的，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济走弱风险，竞争加剧，产品迭代不及预期，股东减持。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,666	7,248	9,488	11,885	14,344
(+/-%)	106.2%	55.3%	30.9%	25.3%	20.7%
经调整归母净利润(百万元)	903	1308	1680	2086	2543
(+/-%)	248.3%	44.9%	28.4%	24.2%	21.9%
每股收益(元)	6.53	9.47	12.16	15.10	18.40
EBIT Margin	18.0%	21.4%	21.7%	22.0%	22.5%
净资产收益率(ROE)	35.6%	43.1%	43.5%	42.7%	41.4%
市盈率(PE)	38.2	26.4	21	17	14
EV/EBITDA	20.3	11.9	9.3	7.6	6.3
市净率(PB)	50.07	35.03	27.41	21.56	17.11

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

前言：体验经济典范，企业文化外现	6
后起之秀，亚朵从场景零售到深睡专家蜕变	7
从 0 到 1 场景零售：品类繁多、线下转化、酒店同款	7
从 1 到 N 深睡专家：品类聚焦、线上杠杆、细分品类冠军	7
亚朵零售驱动因素一：供需共振契合新消费内核	8
需求：健康意识觉醒，内容平台加速教育，睡眠产品演绎升级	8
供给：家纺大品类小公司，渠道线上化变迁，细分赛道品牌崛起	10
亚朵零售驱动因素二：定位与模式的稀缺优势	14
比较优势突出，持续迭代升级稳定领先地位	14
定位：零售与酒店战略地位并列，中高端客群聚焦	14
模式：用户思维主导产品与营销，酒店与零售双循环	16
未来展望：矩阵化新品迭代构筑基本盘增长，品类扩容打开新空间	21
矩阵化新品迭代构成亚朵零售基本盘增长	21
空间测算：基本盘业务枕头、被子构筑潜在超百亿空间	22
睡眠经济广阔，品类扩容带来新想象空间	24
投资建议	25
风险提示	27
附表：财务预测与估值	28

图表目录

图 1: 酒店集团总市值与净利润对比	6
图 2: 亚朵零售发展历程复盘	7
图 3: 从亚朵百货到品类聚焦	8
图 4: 亚朵星球枕头、被子类目天猫行业排名变化	8
图 5: 睡眠困扰频次	8
图 6: 家居家纺类产品居助眠产品首位	8
图 7: 内容平台视频与笔记数量	9
图 8: 国内电商床品市场规模变化趋势	9
图 9: 最受欢迎的枕头类型 TOP5	9
图 10: 国内市场关注的枕头因素	9
图 11: 天猫枕头类目中记忆枕销售额增速最快	10
图 12: 主要枕头类型对比	10
图 13: 中国床上纺织用品规模	10
图 14: 头部品牌市占率情况	10
图 15: 床上用品品牌 2024 年线上渠道占比	11
图 16: 从供应链视角到消费需求视角转变	11
图 17: 小红书流量分发底层逻辑	11
图 18: 亚朵零售核心竞争优势: 定位与模式的胜出	14
图 19: 2024 年国内国际酒店收入构成	15
图 20: 亚朵新住宿经济的开创者	15
图 21: 亚朵星球客群画像	15
图 22: 亚朵商品毛利率	16
图 23: 亚朵研发费用	16
图 24: 亚朵星球大单品差异化战略	17
图 25: 以抖音为例, 平台上亚朵星球商品数显著小于同业	17
图 26: 亚朵星球不同渠道占比情况	17
图 27: 亚朵销售费用率	17
图 28: 亚朵星球旗舰店抖音直播数据	18
图 29: 亚朵人群渗透反漏斗模型	18
图 30: 亚朵酒店与零售双循环	19
图 31: 亚朵酒店房间量增长与会员数量增长	19
图 32: 躺岛、翼眠线上渠道销售额	20
图 33: 亚朵星球深睡系列矩阵拆解	21
图 34: 亚朵星球抖音平台销售额品类占比变化	22
图 35: 亚朵星球三大平台销售额品类占比变化	22
图 36: 亚朵星球枕头销售假设与空间估算	22
图 37: 2024 年日本使用枕头材质分布	22

图 38: 亚朵星球深睡控温被销售假设	23
图 39: 三方销售平台纤维被销售额占比	23
图 40: 睡眠经济规模	24
图 41: 睡眠经济构成	24
图 42: 亚朵股价复盘	26
表 1: TOP10 品牌记忆枕推出时间与对比	12
表 2: 亚朵星球枕头、被子市占率持续提升	12
表 3: 亚朵零售规模测算（亿元，仅供参考）	23
表 4: 亚朵盈利预测拆分表	25
表 5: 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）	26

前言：体验经济典范，企业文化外现

亚朵：从酒店到零售，体验经济极致演绎者，后起之秀典范。2013 年经济型酒店已群雄逐鹿、中端酒店初步兴起、高端由国际品牌主导，亚朵率先走出区别于中低星拼成本拼效率、高星拼硬件拼服务的方式，用优质体验把握高线城市商旅人群出行的最大公约数，错位打造出中高端市场，以平衡效率与体验的单店模型快速扩张，4 年后稳居中高端酒店市占率第一。始于住宿但不止于住宿，从酒店到零售，成立 10 年后亚朵迎来新突破，2023 年深睡枕 PRO 引领家纺行业标准，打破过往单品牌枕头销售额上限跃居行业首位，2024 年以控温被补强，当下正从爆品驱动转向系统性矩阵化的新品迭代驱动，有望为零售业务注入持续增长势能。

究其根本，企业文化构筑长期可持续迭代创新的基石。酒店与零售业务走出差异化路径背后离不开公司企业文化，亚朵秉持着“用户第一”的企业价值观，以及“与其更好、不如不同”的企业经营理念，创业初期破局点就是从体验差异化切入市场，从经营房间延伸到经营人群。通过将所有文化和理念内化为流程、制度和体系，并通过内部员工和外部用户形成行为反馈和监督的闭环，打破组织边界，得组织能够持续随用户体验迭代焕新，进而引领行业创新。

今年以来，在酒店行业基本面仍磨底背景下亚朵市值持续突破新高，当前仅次于华住。其中酒店业务签约扩张势头不减的同时，零售第二增长曲线的靓丽表现是重要因素。**市值新高之后，我们重点探讨亚朵零售业务的过去与当下，以及未来有哪些期待。**

图1：酒店集团总市值与净利润对比



资料来源：wind，公司财报，国信证券经济研究所整理

后起之秀，亚朵从场景零售到深睡专家蜕变

围绕用户体验，亚朵打造出国内中高端酒店标杆，成为后起之秀。酒店之外公司又开创了零售扩张新范式，从场景零售发展到深睡专家，亚朵星球成为近两年在大睡眠行业中快速崛起的新势力。基于此，本文将回顾亚朵零售的发展历程，重点探讨背后的行业红利和公司的成功秘籍，并对后续成长进行展望。

从 0 到 1 场景零售：品类繁多、线下转化、酒店同款

初期品牌优势与酒店线下场景赋能，提高亚朵零售从 0 到 1 发展速度。亚朵自 2016 年开始拓展场景零售业务，初期亚朵品牌和酒店线下场景为零售业务带来赋能，这个阶段主要增长逻辑为门店扩张 x 渗透率，品牌从 0 到 1 实现发展。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“**α 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。2020、2021 年年亚朵零售 GMV 分别突破 1 亿、2 亿元，2022 年 6 月末亚朵零售共有 1967 个 SKU，品类丰富繁多。

图2：亚朵零售发展历程复盘



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理和估算

从 1 到 N 深睡专家：品类聚焦、线上杠杆、细分品类冠军

2023 年亚朵星球品牌升级，从泛睡眠品类转向深睡专家。2023 年亚朵星球品牌升级，重点发展与酒店体验最密切的睡眠场景，突破传统家纺品类的思维限制，直面消费者痛点，一方面提高行业生产技术标准，另一方面从功能与用户体验出发进行产品升级，从广泛的泛睡眠品类跃升为深睡专家。2024 年亚朵零售 GMV 达到近 26 亿元，占总收入比重约 30%，其中线上渠道占比超 90%，枕头品类占比超 70%。2025 年 7 月亚朵星球官方小程序/天猫/抖音/京东旗舰店在售商品分别为 31/41/44/33 个，相比此前重点聚焦。

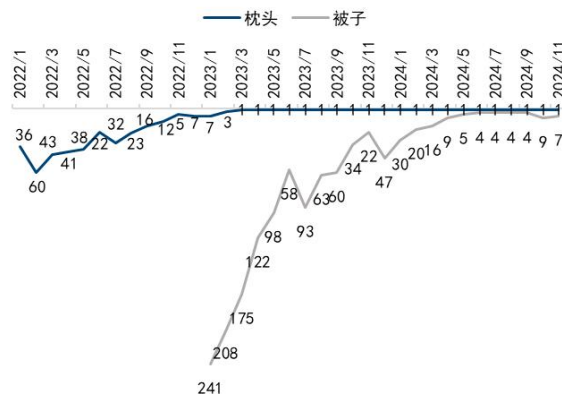
相继打造出枕头、被子细分品类冠军。GMV 快速扩张背后是战略级大单品与线上杠杆效应共同作用，其中，根据深睡枕一代的用户反馈反复打磨升级，亚朵于 2023 年 3 月推出深睡枕 PRO 爆品，在天猫排名从 2022 年排名 50 名内到 2023 年 3 月起稳住第一；2023 年深睡控温被推出后天猫被子排名进入前 100，2024 年深睡夏凉被上市后排名进入前 10，并在 3 个月后居类目第一；2025 年 3 月夏凉被 PRO2.0 上新后爬坡速度比 1.0 缩短一个月，48 天过亿。

图3：从亚朵百货到品类聚焦



资料来源：公司招股书、官方公众号，国信证券经济研究所整理

图4：亚朵星球枕头、被子类目天猫行业排名变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

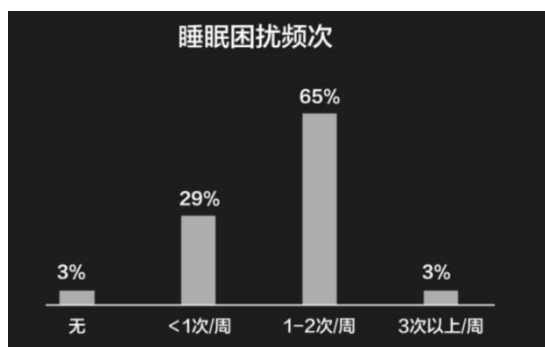
亚朵零售驱动因素一：供需共振契合新消费内核

传统行业消费品供给足够充分且同质化背景下，消费者仍存在细分且未被满足的需求，对于质价比高的产品与服务的追求不变，尽管消费行业整体在多因素影响下恢复相对渐进，但部分优质公司洞察目标客群需求趋势，通过产品端的升级创新和渠道变革远远超行业的基本面表现。亚朵零售本质上切中当下消费者睡眠痛点。

需求：健康意识觉醒，内容平台加速教育，睡眠产品演绎升级

睡眠问题形成生活困扰，居民健康意识觉醒，愿意为助眠产品买单。随着现代社会生活节奏加快，工作强度大，睡眠问题愈发凸显。根据中国睡眠研究会发布的《2025 中国睡眠健康研究白皮书》，目前我国人群夜间平均睡眠时长为 6.85 小时，65%的人群每周出现 1-2 次睡眠困扰；根据艾瑞咨询，国民睡眠困境比例近两年稳定在 60%上下，中重度困扰占比同比提升 3%。由此催生出扩张的睡眠经济赛道（根据艾瑞咨询数据，从 2016 年的 2616 亿元增长至 2023 年的 4956 亿元），其中家居家纺类产品居助眠榜首。根据艾瑞咨询，2024 年 56.8%的消费者会选择购买家居家纺类产品来帮助改善睡眠质量。

图5：睡眠困扰频次



资料来源：2025 中国睡眠健康研究白皮书，国信证券经济研究所整理 注：样本量为 15 万人

图6：家居家纺类产品居助眠产品首位



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理 注：样本量为 1605 人

内容平台加速市场教育。近年来抖音、小红书等平台上床上用品相关内容快速增长(CAGR 均突破 100%)，通过大量科普类、测评类、种草类视频、笔记的输出实现快速市场教育，提升消费者对床上用品的认知和对健康睡眠的关注，消费者在选购床品时也会综合考虑材质、功能等属性对比。

图7: 内容平台视频与笔记数量



资料来源: 蝉妈妈、三十年国民床品进化史白皮书, 国信证券经济研究所整理

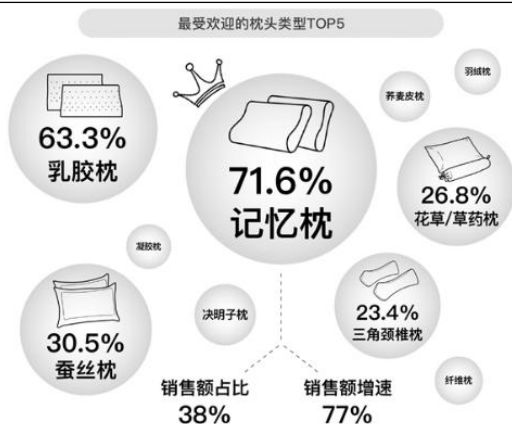
图8: 国内电商床品市场规模变化趋势



资料来源: 蝉妈妈、三十年国民床品进化史白皮书, 国信证券经济研究所整理

因此，一方面消费者对床品功能性诉求提升，更换频次提升。根据京东消费及产业发展研究院 2025 年调研，在众多床品的重视度上, 枕头以 71% 的得票率遥遥领先被子、床垫、四件套，有 67.7% 的人认为好枕头是睡眠的保障，有超 5 成的人睡觉标配两个枕头, 近三成的人给自己配置三个及以上枕头，枕头的更换频次是每年 1 次。床品等寝具固然都是刚需消费，但枕头从材质、功能到卖点更新频次相对较高，相较于床垫尝新试错成本相对较低，成为消费者功能性诉求更强的方向。

图9: 最受欢迎的枕头类型 TOP5



资料来源: 京东消费及产业发展研究院, 国信证券经济研究所整理

图10: 国内市场关注的枕头因素

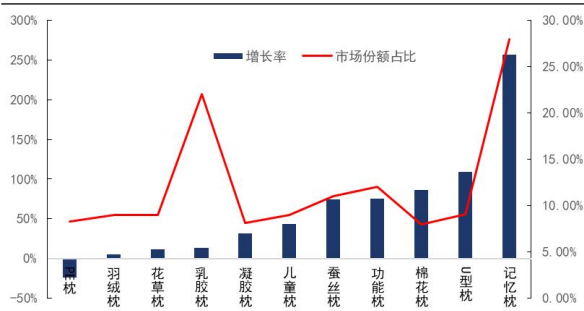


资料来源: 2024 天猫枕头行业白皮书, 国信证券经济研究所整理

另一方面，拥抱品质升级的新产品，提升消费单价。2015 年伴随泰国出境游市场增长，乳胶材质传入国内，对传统棉花枕、羽绒枕市场形成部分替代。2020 年以来记忆枕快速扩张，其中记忆绵材料研发使用始于上世纪 60 年代，由美国太空署 (NASA) 用于航天领域中；随着 1995 年记忆绵材料专利技术保护的到期，普通海绵生产商逐步进入记忆绵家居制品领域。记忆绵具有特殊的黏弹特性，同时表面较为柔和，与人体接触面积相对较大，从而使得记忆绵材料具有明显慢回弹和分解压力等特征，能够根据人体体型特征塑造体型轮廓，并带来无压力贴合感。目前在售的记忆绵枕多在 200 元以上，相比于传统品类几十的均价呈现升级。

由此带来细分结构性需求快速扩张。根据 2024 天猫枕头行业白皮书，国内枕头市场规模约 300 亿量级，呈现低个位数平稳增长；对比而言，截止 2024 年 8 月累计 12 个月，平台上记忆枕以超 200%的增速在各品类中领先、贡献约 20-30%销售额。同时根据京东消费及产业发展研究院 2025 年调研，在超 15 种枕头类型中，记忆枕（71.6%）、乳胶枕、蚕丝枕最受消费者偏爱，紧随其后的是花草/草药枕和三角颈枕，2024 年记忆枕销售额同比增长 77%、贡献约 38%销售额。

图11：天猫枕头类目中记忆枕销售额增速最快



资料来源：2024 天猫枕头行业白皮书，国信证券经济研究所整理

图12：主要枕头类型对比

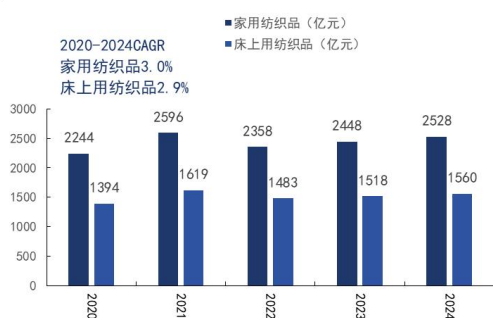
品类	材质/结构	核心卖点
传统品类	纤维枕	聚酯纤维/竹纤维 价格便宜、可水洗、款式多
	荞麦枕	荞麦壳/决明子 硬朗支撑、透气凉爽、可塑型
功能性品类	记忆枕	聚氨酯慢回弹 慢回弹零压贴合、动态护颈
	乳胶枕	天然/合成乳胶 高弹支撑、透气孔、抑菌防螨
	羽绒枕	鹅/鸭绒填充 轻盈蓬松、保暖包裹
	软管枕	PE/TPE 软管 高度可调、全机洗、透气
	凝胶枕	凝胶+记忆棉 凉感降温、慢回弹支撑

资料来源：知乎，国信证券经济研究所整理

供给：家纺大品类小公司，渠道线上化变迁，细分赛道品牌崛起

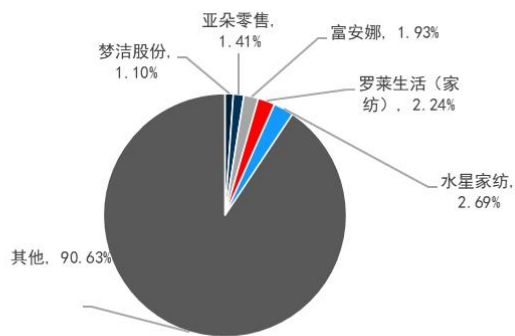
国内家纺总体平稳增长，行业具备大品类小公司的特点。根据弗若斯特沙利文，2024 年国内家纺/床上纺织用品行业规模分别为 2527/1560 亿元，2020-2024CAGR 分别为 3.0%/2.9%。结合行业头部上市公司报表收入计算，2024 年水星家纺/罗莱家纺业务/富安娜/亚朵零售市场份额分别为 2.7%/2.2%/1.9%/1.4%，行业集中度较低。国内成熟制造业供应链基础上，床上纺织用品生产和销售壁垒不强，行业整体“大品类、小公司”的属性。

图13：中国床上纺织用品规模



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图14：头部品牌市占率情况

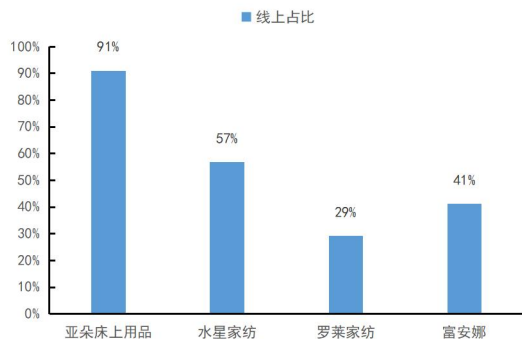


资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，国信证券经济研究所整理

从重线下经销体系到逐步发展线上模式，从供应链视角推新到顺应消费需求。家纺用品因为消费相对更低频、强体验，行业线下渠道仍为主导，我们测算 2024 年床上用品线上化渗透率约 33%。传统家纺更重线下经销体系，由于这种模式距离消费者更远，从产品维度看玩家更多通过基于供应链视角卷花色、卷材质进行推新，但因壁垒不足易受模仿而产生同质化竞争。在目前供应链发展相当成熟、产能充足的阶段，如何站在消费者的视角提供顺应需求趋势的产品成为企业胜负

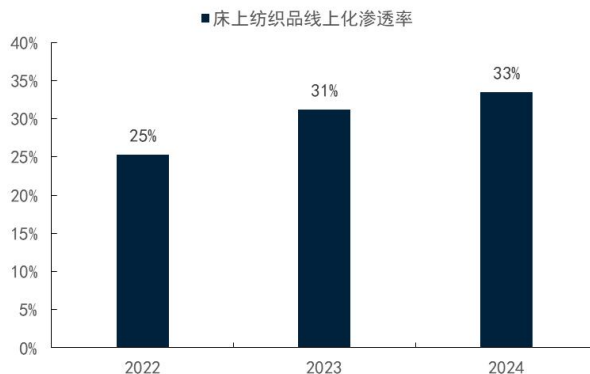
手。线上渠道给予了良好的用户数据洞察窗口与品牌传播方式，其他消费品的线上化渗透率提升的逻辑开始在传统家纺逐步演绎。

图15: 床上用品品牌 2024 年线上渠道占比



资料来源：公司公告，久谦中台，国信证券经济研究所整理

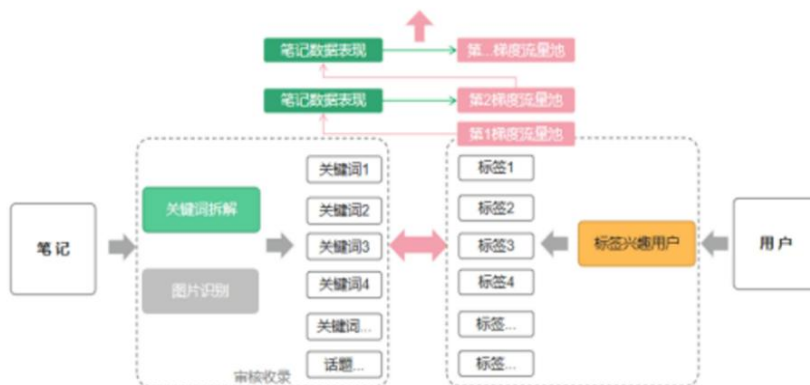
图16: 从供应链视角到消费需求视角转变



资料来源：久谦中台，2025 中国被芯白皮书，国信证券经济研究所整理

渠道变革带来机遇，内容平台往往在品牌崛起或焕新过程扮演放大器作用。内容电商的算法机制为大单品诞生提供基础，消费品传统“多 SKU+广渠道”打法在当前流量成本走高、渠道分散背景下转化成本更高，优质大单品战略与内容平台推荐机制反而更契合。以小红书为例，超过 65% 的流量来源于搜索，笔记发布后首先会被系统打上一系列标签并推荐给对应搜索用户，根据一系列交互行为给笔记打上内部分数，以决定是否要继续推给其他用户，优质内容和关键词精准匹配能不断产生用户种草，吸引社交裂变。近年来传统行业大单品战略持续在演绎，针对消费者痛点进行产品升级，配合内容电商的算法机制实现爆品突破。

图17: 小红书流量分发底层逻辑



资料来源：数英，国信证券经济研究所整理和估算

行业分散叠加线上化渗透提升，为新品牌与新产品崛起提供良好土壤。以记忆枕赛道为例，国内记忆绵家居制品行业起步相对较晚，此前行业内生产企业主要为境外品牌商、品牌商提供 OEM、ODM 产品，如梦百合，其后续逐步为国内酒店商供货并发展出自有品牌模式。2020 年以来跨界玩家、新品牌、传统家纺品牌快速扩张推进广泛用户教育，通过产品升级和大规模内容投放积极扩张。其中亚朵表现显著领先，2024 年京东平台上亚朵记忆枕占据该品类约一半市场份额。

表1: TOP10 品牌记忆枕推出时间与对比

品牌	成立时间	记忆枕拳头产品	产品上市时间	参考价格(元)	核心卖点	2025H1 其他枕头类 目销售额(亿元)
亚朵星球	2021	第1、2代深睡枕 Pro	2023/3、2024/7	304、409	动态护颈系统、三层海绵组合、R-4 分区结构	6.22
水星家纺	2000	人体工学·慢回弹记忆枕	2025/2	299	头颈动态跟踪、三芯复合结构、正反两高度	0.89
罗莱家纺	2002	零压深睡枕	2024/11	399	双层复合结构+头肩颈分区支撑	0.37
梦百合	2003	0 压深睡枕 Pro	2024/10	224	多睡姿贴合, S 形双拼内芯	0.27
零点记忆	2011	第1、2代蝴蝶侧睡枕 Pro	2024 春、2025 夏	368	云端侧睡感, 释压护颈	0.25
可韵	2011	颈椎专用睡眠记忆枕	2024 冬	278	高低曲线结构颈椎专用	0.19
时光存折	2020	草本云朵护颈记忆枕	2023 春	349	4D 睡眠专利云翼	0.17
蓝盒子	2019	小蓝枕 N2	2024 夏	261	亲肤顶面、全睡姿贴合	0.17
躺岛	2020	猫肚皮记忆枕	2020 夏	299	好 RUA 亲肤、好听(内置 NFC 芯片)	0.17
神气小鹿	2022	双面承托护颈枕	2023 秋冬	247	双边承托、科学分区、按摩凸点护颈	0.14

资料来源: 淘宝 APP、官方小程序、久谦中台, 国信证券经济研究所整理

亚朵在枕头、化纤被行业市占率后来居上。亚朵枕头、被子相继在 2023、2024 年居线上销售渠道(天猫、京东、抖音)同类目(参考在久谦分类中的其他枕头与化纤被类目)第一, 枕头更是超过第二名到第五名的总和。

表2: 亚朵星球枕头、被子市占率持续提升

其他枕头类目											
2022			2023			2024			2025H1		
品牌	市占率	均价(元)	品牌	市占率	均价(元)	品牌	市占率	均价(元)	品牌	市占率	均价(元)
翼眠	10%	318	亚朵星球	13%	299	亚朵星球	24%	319	亚朵星球	25%	285
南极人	5%	40	翼眠	7%	376	洁丽雅	4%	48	水星家纺	4%	113
水星家纺	4%	73	水星家纺	3%	79	水星家纺	3%	89	洁丽雅	3%	48
富安娜	3%	92	南都圣草	2%	50	翼眠	2%	341	FlixSleeps	2%	87
SIDANDA	3%	938	南极人	2%	39	FlixSleeps	2%	102	海澜之家	2%	60
康尔馨	2%	198	SIDANDA	2%	1038	富安娜	2%	112	罗莱家纺	1%	202
罗莱家纺	2%	123	洁丽雅	2%	48	罗莱家纺	1%	167	康尔馨	1%	302
躺岛	2%	417	富安娜	2%	107	海澜之家	1%	56	富安娜	1%	115
博洋	2%	66	埃尔维卡	2%	42	南极人	1%	39	北极绒	1%	78
亚朵星球	2%	195	康尔馨	1%	247	埃尔维卡	1%	40	梦百合	1%	224
洁丽雅	1%	40	7C	1%	452	SIDANDA	1%	952	零点记忆	1%	329
慕思	1%	331	FlixSleeps	1%	107	京东京造	1%	80	SIDANDA	1%	883
拉芙·菲尔	1%	98	躺岛	1%	377	躺岛	1%	341	觉轻松	1%	315
可韵	1%	243	觉中阁	1%	17	博洋	1%	79	南极人	1%	43
泰普尔	1%	1219	罗莱家纺	1%	114	康尔馨	1%	223	芸裕	1%	239

化纤被类目											
2022			2023			2024			2025YTD		
品牌	市占率	均价(元)	品牌	市占率	均价(元)	品牌	市占率	均价(元)	品牌	市占率	均价(元)
南极人	9%	78	春秋故事	5%	79	亚朵星球	6%	662	亚朵星球	11%	566
水星家纺	7%	170	水星家纺	4%	184	水星家纺	4%	202	水星家纺	5%	231
罗莱家纺	3%	214	南极人	4%	82	春秋故事	4%	64	春秋故事	3%	52
富安娜	2%	187	黛圣婕	2%	109	南极人	3%	88	洁丽雅	3%	87
沐梵	2%	169	罗莱家纺	2%	236	洁丽雅	2%	97	雅鹿	2%	62
博洋	2%	193	富安娜	2%	180	猫人	2%	102	南极人	2%	92
洁丽雅	2%	83	迪士尼	2%	70	觉西施	2%	130	浪莎	2%	59
黛圣婕	2%	108	浪莎	1%	83	浪莎	2%	72	富安娜	2%	213
恒源祥	2%	149	觉西施	1%	79	富安娜	2%	239	猫人	2%	100
梦巢家纺	2%	296	洁丽雅	1%	97	雅鹿	2%	79	海澜之家	1%	114
乐蜗	1%	267	猫人	1%	110	罗莱家纺	2%	304	罗莱家纺	1%	266
雅鹿	1%	62	博洋	1%	243	黛圣婕	2%	95	神气小鹿	1%	432
多喜爱	1%	216	雅鹿	1%	82	海澜之家	1%	117	网易严选	1%	126
梦洁	1%	273	恒源祥	1%	170	博洋	1%	292	躺岛	1%	484
苏萱	1%	107	亚朵星球	1%	470	迪士尼	1%	76	无印良品	1%	127

资料来源: 久谦中台, 国信证券经济研究所整理

总体而言，国内床上纺织行业发展稳定，是典型大品类小公司传统行业，伴随健康意识觉醒居民对床品功能性诉求提升，供给端能否突破原有供应链推新视角，提供符合需求趋势的差异化产品成为企业胜负手。亚朵零售本质上切中当下消费者睡眠痛点，供给端通过产品升级渠道变革突破传统行业增长中枢，契合当下新消费内核特点。

亚朵零售驱动因素二：定位与模式的稀缺优势

家纺产品本身技术壁垒不高，行业充分竞争，我们认为亚朵核心竞争优势不是单一维度的产品或渠道，而是在于公司本身定位下系统性打法带来的模式优势，从而支持持续领先的市场地位。

比较优势突出，持续迭代升级稳定领先地位

我们分析亚朵零售优势体现在：1) 与其他酒店相比主要来自定位优势。零售作为亚朵的重要发展战略方向，是其打造中高端生活方式品牌的抓手之一，更高的战略定位与更聚焦的细分人群使得亚朵相比于其他酒店走出了差异化的道路。2) 与家纺公司相比主要来自模式优势。一方面亚朵核心为用户思维，跳出传统家纺思考逻辑从消费趋势出发实现降维打击，另一方面相比于纯线上新品牌又具备品牌、线下体验店等主业的赋能。综合而言，目前亚朵星球已经在后起过程中形成先发品牌心智，配合系统性的爆品思路打法，有望持续处于相对领先的态势。

图18：亚朵零售核心竞争优势：定位与模式的胜出

亚朵零售		
定位	定位为始于住宿但不止于住宿的生活方式品牌 → 零售业务是重要发展战略方向 → 中高端用户聚集，稳定满足消费者一致性预期	VS 其他酒店集团更多作为增值/配套服务 VS 其他酒店集团不同品牌矩阵定位有差异
模式	跳出传统家纺思维重做行业 → 用户思维主导产品设计与营销，更高毛利高销售费率 → 产品聚焦核心大单品定期迭代 → 渠道高举高打广泛触达与细腻精准营销并举 → 消费者反馈路径短，助力产品研发 → 酒店与零售会员打通形成长期品牌资产	VS 传统家纺供应链思路主导 VS 传统家纺SKU丰富多元 VS 传统家纺线上占比尚不高 VS 传统家纺经销体系下距离消费者更远 VS 其他线上主导的睡眠新品牌缺乏线下场景高频触达与品牌背书

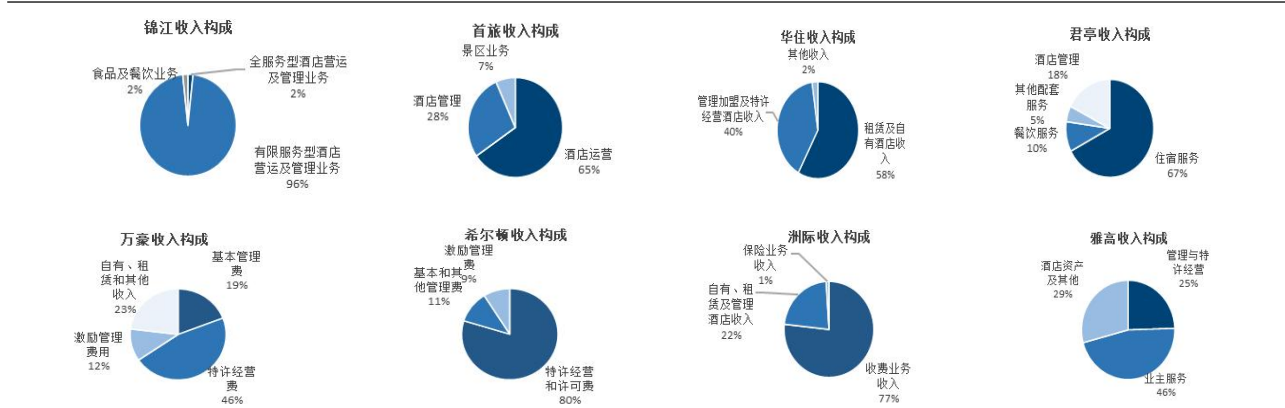
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理和估算

定位：零售与酒店战略地位并列，中高端客群聚焦

酒店界睡眠解决方案并非首创，最早可追溯至上世纪威斯汀天梦之床。酒店同款最早可追溯至上世纪威斯汀“天梦之床”的发布，1999年威斯汀酒店为了给客人提供“一整夜舒适睡眠”的系统，投入3000万美元打造“天梦之床”，成为第一个注重客人睡眠质量的酒店品牌，其官网显示累计售出6万张床、10万个枕头、3.2万张床单。天梦之床更多从酒店高端客群中转化，考虑门店规模全球门店规模布局相对有限，实际规模化相对有限。

此后酒店零售作为各集团标配，但更多作为增值或辅助收益。尽管国内外酒店官网基本均设置了酒店同款或相关用品销售，或是授权代工厂销售同款品牌床品（如希尔顿+康尔馨）。但发展至今，除亚朵外其他酒店集团均仍然以门店扩张的常规路径为主导发展，零售相关销售更多作为会员积分兑换权益。如下图所示，各集团收入构成中基本上以管理费或直营收入为主要构成。

图19：2024 年国内国际酒店收入构成

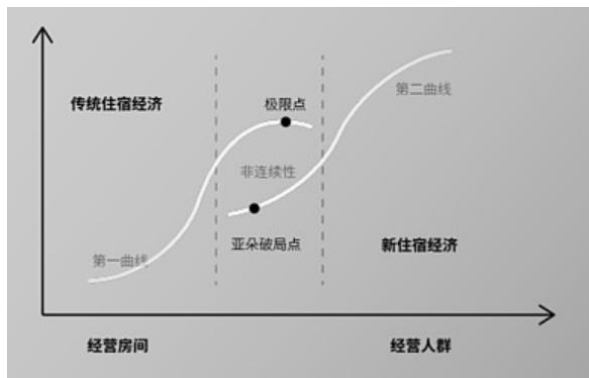


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理和估算

为何相比其他酒店，只有亚朵跑出零售扩张新范式？

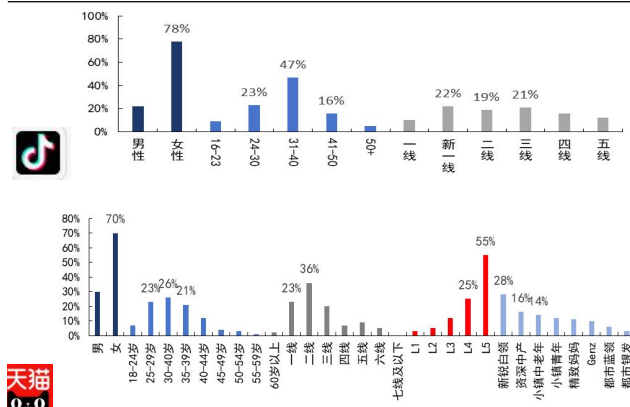
一方面，亚朵从创立之初就倡导区别于其他酒店的“经营人群”理念，零售业务投入力度彰显战略地位。公司从成立初期，就明确了以经营人群为宗旨的中高端生活方式品牌定位，倡导“与其更好，不如不同”的经营理念形成差异化竞争优势。零售业务构成公司为用户提供良好住宿体验和生活方式的重要一环，成为核心战略方向之一。2024 年零售业务销售费用估算约 8 亿元上下。

图20：亚朵新住宿经济的开创者



资料来源：混沌学院，国信证券经济研究所整理

图21：亚朵星球客群画像



资料来源：TMIC 洞察，国信证券经济研究所整理

另一方面，公司酒店中高端定位比较聚焦，稳定满足消费者预期。亚朵酒店起步期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，消费者画像中职业的的稳定发展期或者成熟期的 30—45 岁男性占比更高，亚朵星球客群中 28—40 岁的一二线城市高知女性占比更高。二者存在一定差异，主要系公司主动线上拓圈的结果；但整体上亚朵酒店的中高端定位能够沿袭到消费者对于零售品牌的认知上，从而实现体验一致性预期的稳定兑现，公司把零售作为生活方式品牌的重要抓手与中高端用户价值链延伸。其他酒店集团如高端以上为主的万豪，因细分品牌各有受众，在官网上推出了不同细分品牌的酒店同款产品，难以做到规模化聚焦；又比如国内头部酒店集团旗下广泛涉及经济型、中端、中高端、高端品牌，其零售产品对不同受众定位的清晰度有限。

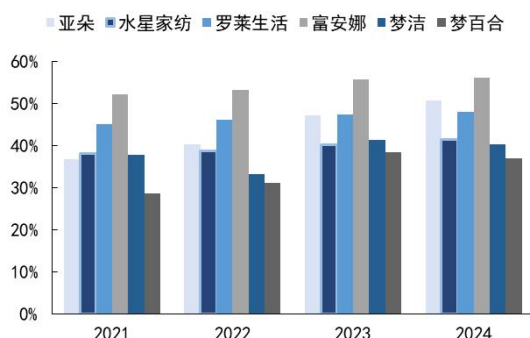
模式：用户思维主导产品与营销，酒店与零售双循环

相比于家纺公司，亚朵不是从卷产品、卷渠道单一维度出发，**更多从模式角度取胜**，具体表现为两方面：一是用跳出传统家纺思维路径，以人为本重新定义行业，二是酒店与零售体验的相互赋能，核心为用户提供睡眠解决方案，**并在此基础上用系统性打法持续迭代产品创新，从而持续巩固用户心智，形成长期品牌资产。**

回归用户需求，亚朵星球重做传统家纺行业，打造细分品类冠军。

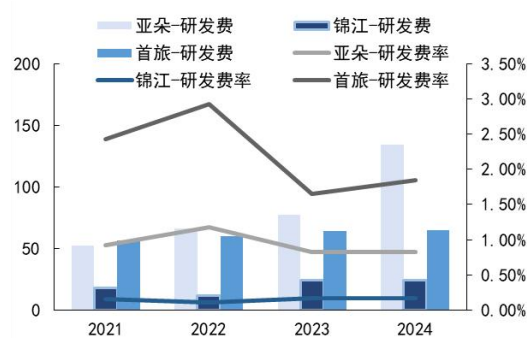
用户第一的价值观贯穿产品推出始末。亚朵集团的企业价值观是“用户第一，守正心，走正道，打破边界，团结合作，拿结果，有闭环，拒绝平庸”。集团整体文化为通过完善的内外、第三方反馈机制，有效推体验监督，直面差评；同时通过机制确保“能者上、庸者下”，**以持续创造有活力文化土壤的组织能力推动长期持续成长。**对于零售业务，团队40%为研发人员，平均年龄28岁，同时70%的成员都不是家纺行业出身，**重点引入服装、互联网、生活方式领域跨界人才，打破行业思维定式，从产品设计到营销回归满足用户需求。**

图22：亚朵商品毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图23：亚朵研发费用



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

亚朵以用户的真实需求去进行产品研发设计。产品开发流程的建立，是亚朵星球爆款之路的起点。亚朵的产品开发分为三个步骤：**1) 产品的创意流程。**建立对用户体验要求的全面并科学的认知，直击痛点。**2) 产品研发。**重点是将体验要求转化成指导研发的标准。在研发阶段，首次在家纺行业引入机械测试和假人测试来选择解决方案，成为指导产品测试的内部标准，持续迭代。**3) 产品验证。**亚朵集团酒店业务是真实、便捷的用户测试资源，目前亚朵集团有两家酒店各10个房间是亚朵星球床品的测试房间。团队会统计正负描述的比例，作为最终的评价标准。最终，当产品上市后的头一个月，亚朵星球会密集关注用户的反馈，复盘时关注有没有没考虑到或者没解决好的问题以及用户有没有感受到产品中设计的卖点。

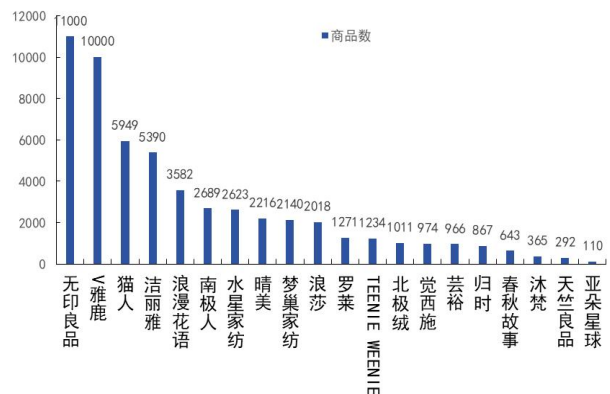
高毛利率：大单品战略持续迭代升级，树立领先的行业标准。亚朵星球品类规划的逻辑是聚焦，传统家纺玩家以海量单品的模式，**公司更聚焦睡眠做大单品迭代，与用户真实需求和痛点强相关，如下图所示抖音平台销量前列的床品品牌中亚朵商品数最聚焦。**以枕头迭代为例，亚朵星球通过酒店场景中用户的真实睡眠体验、反馈与吐槽，从早期的“酒店记忆枕”、“曲线高低枕”，以及专为夏季研制的“凉感凝胶记忆枕”等，再到后续推出慢回弹、深睡枕 PRO、深睡枕 PRO2.0 等 SKU，持续迭代提升。**同时，将时尚和服装行业的逻辑用在家纺领域重新树立起领先的行业标准，亚朵床品均采用A类母婴级面料、贴肤层5A级抗菌。**由此对应相比传统家纺公司平均水平更高的毛利率。

图24: 亚朵星球大单品差异化战略



资料来源：混沌学院，国信证券经济研究所整理

图25: 以抖音为例，平台上亚朵星球商品数显著小于同业



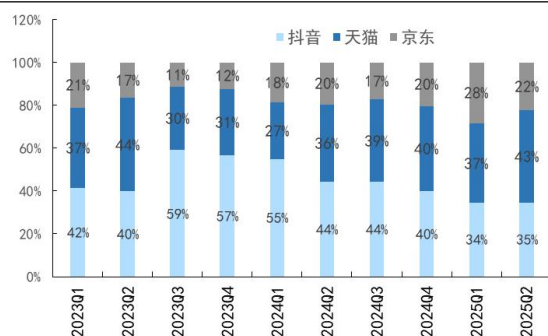
资料来源：蝉妈妈，国信证券经济研究所整理

高销售费用率：渠道高举高打与细腻营销并举，持续巩固用户心智。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，展开高频自播，如下图所示销售费用率远高于传统家纺公司。同时，亚朵在营销内容的设计则更为细腻，具体路径包括：

- 1) 与建立对体验的认知类似，首先还是从接触用户、搜集用户的行为和表达开始。
- 2) 搜索词背后去找寻用户真正的诉求，再把这个诉求转换成用户容易理解、更能感受到价值的语言。
- 3) 针对细分客群，采用博主共创，差异化营销。

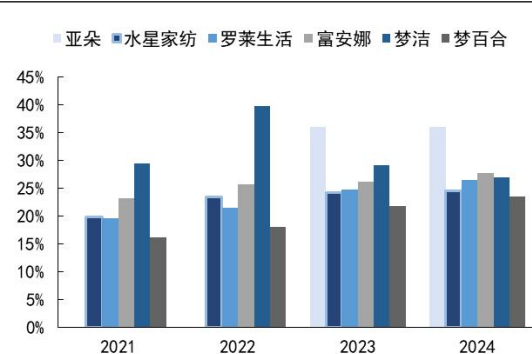
总体上高举高打的多渠道布局与长时间自播投入，叠加更精准的用户触达，亚朵星球充分发挥大单品之上的营销杠杆效应。目前亚朵星球在天猫的复购率已达到 20%—30%。

图26: 亚朵星球不同渠道占比情况



资料来源：久谦中台，国信证券经济研究所整理

图27: 亚朵销售费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

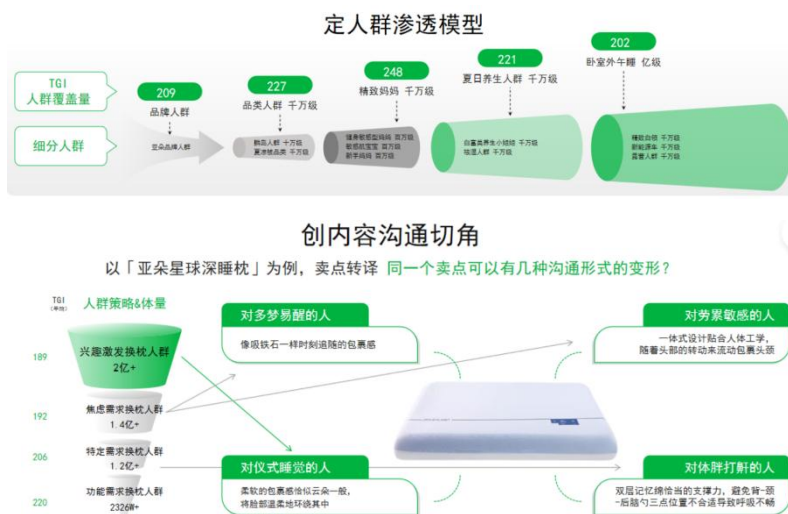
图28: 亚朵星球旗舰店抖音直播数据

数据概览					
直播数	点赞	弹幕数	直播涨粉	观看人次	场均在线人数
342	1155w	284.3w	41.8w	7953.8w	202
互动率1.32%	场均点赞3.4w	场均弹幕数8314	新增直播粉丝团1w	场均观看人次23.3w	分钟流量获取255
带货直播数据					
带货直播数	带货销售额	带货销量	带货商品	带货直播销售均价	带货转化率
340	1亿+	100w+	83	300-400	0-5%
互动率1.32%	场均100-250w	场均2500-5000	场均20	单场最高500-600	带货人均UV价值0-10

资料来源: 千瓜数据、增长黑盒, 国信证券经济研究所整理

以小红书为例, 杠杆放大作用突出。小红书作为生活方式品牌成长的核心阵地, 亚朵从“睡眠健康”而非“枕头/被子”的功能角度切入市场, 精准定位“失眠人群”和“精致妈妈”等二十大生活方式细分人群。依托小红书灵犀平台的 TGI 洞察和反漏斗人群模型, 与用户深度沟通, 成功将深睡枕打造成爆品; 随后复用至夏凉被, 双品 GMV 突破品类天花板。这一过程中, 亚朵星球不仅实现了从家纺品牌到生活方式品牌的认知跃迁 (站内品牌词增长 3 倍), 更验证了以兴趣圈层渗透、内容种草驱动外溢转化的新消费品牌生长路径。

图29: 亚朵人群渗透反漏斗模型



资料来源: 数英, 国信证券经济研究所整理

酒店与零售体验的相互赋能，形成品牌长期资产。

对于床品而言，良好的线下体验能够为品牌背书，同时考虑床品本身作为低频购买的耐用品，通过更高频线下渠道曝光有望提升用户心智。

亚朵在零售业务刚起步的时候，酒店导流相对明显。零售业务从 0 起步时期，消费者在酒店内享受到优质的睡眠产品，往往会产生购买意愿，将酒店内的睡眠体验延续到家中。随着零售业务加速发展，零售对酒店的支持有望逐步显化。比如消费者在家中使用了亚朵产品后，会对亚朵品牌产生更深的信任和依赖。首夜效应下亚朵通过床品的复制，降低睡眠的环境变量，有助于形成用户粘性，由此形成零售+住宿“1+1>2”的商业闭环。

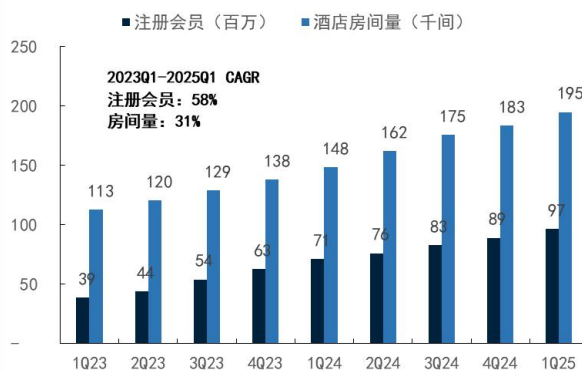
二者有望扮演相互赋能的作用，消费者体验一致性持续巩固会员粘性，长期沉淀为品牌资产。2024Q3 亚朵已打通酒店和零售多平台会员体系与积分权益的互联互通，截止 2025Q1 亚朵体系注册会员总数达 0.96 亿人，23Q1-25Q1 亚朵会员流量年均复合增速 58%。消费者在亚朵星球购买获得积分后，在线下居住亚朵酒店时可享受相应的权益，酒店与零售体验互相成就，长期相互渗透有望巩固品牌资产。

图 30：亚朵酒店与零售双循环



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

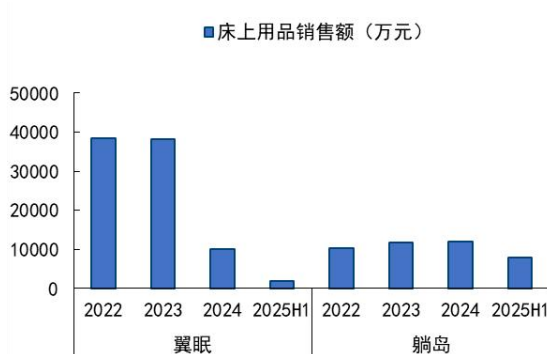
图 31：亚朵酒店房间量增长与会员数量增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

而对比其他新品牌来看，系统化创新迭代与线下场景对品牌的巩固很重要。近两年多个围绕睡眠的新品牌基本上也按照大单品的战略打法并借助线上营销杠杆发展，翼眠、躺岛两个品牌相对更具代表性，此前销售额均曾位居品类前列，但此后因新品迭代不足品牌发展相对放缓。分别来看，2021 年 3 月躺岛入驻天猫，仅半年销售额就达到 3700 万，同年双 11 拿下天猫枕头/枕芯类目 TOP1，次年新品“瓜瓜凉被”618 大促录得化纤被 TOP1，创始人曾担任饭否网产品经理，亦以用户为中心的研发生思维，目前看核心品类枕头、夏凉被分别在天猫 2020 夏、2021 夏上新，2023-2024 年销售额增速相对放缓；翼眠从产品层面寻找差异化，创新选用 TPE 材质打造深睡紫色格子枕，借助抖音营销成长，2021 年销售额突破 4 亿，但此后因部分质量舆论影响和推新不足，销售额相对平稳甚至回落。我们认为，床上家纺本身更偏低频耐用品属性，因此通过持续的系统性产品迭代与线下场景对心智的高频巩固比较关键。

图32: 躺岛、翼眠线上渠道销售额



资料来源: 久谦中台, 国信证券经济研究所整理

相对而言, 亚朵起步时期就拥有中高端品牌+线下酒店场景背书, 通过产品创新先发获取用户心智, 此后通过更广泛的营销触达、更精准的用户反馈数据支撑研发, 形成系统性的产品迭代打法, 在组织持续创新活力与集团资源赋能基础之下, 有望持续巩固针对中高端客群的领先优势。

未来展望：矩阵化新品迭代构筑基本盘增长，品类扩容打开新空间

矩阵化新品迭代构成亚朵零售基本盘增长

整体睡眠经济可分为环境助眠、保健助眠、科技助眠，其中环境类产品与酒店场景最密切挂钩，也是消费者能够直接感知的内容。亚朵做酒店时就秉承用户第一价值观，将与人睡觉最紧密相关的是床品等贴身产品上做到极致。

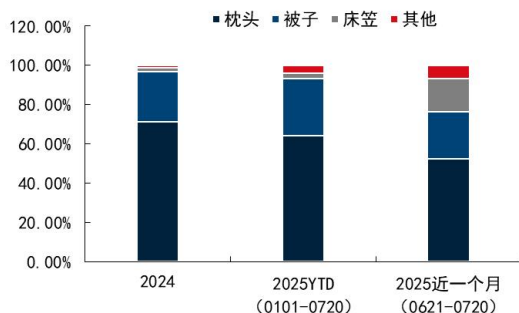
目前公司形成枕头、被子、床笠等深睡矩阵，系统性产品迭代构成增长基本盘。亚朵星球自 2023 年深入布局睡眠体系，采取单一品牌-多品类-大单品发展策略，先后推出深睡枕、深睡控温被，并在此基础上每年迭代升级，目前深睡床垫预计目前更多还自然转化。如下图所示，其品类矩阵已初步形成，从此前枕头大单品占比总 GMV 约 9 成以上到 2024、2025 年占比约 7 成以上、6 成以上，2025H1 夏凉被产品迭代与深睡床笠品类扩充带来新增长驱动力，此后通过每年系统性推进新品迭代，有望形成成长基本盘。

图33：亚朵星球深睡系列矩阵拆解

		2023 年	2024 年	2025 年	
亚朵星球 深睡系列	枕头		3 月深睡枕 Pro1.0	8 月深睡枕 Pro2.0	
		定价	309 起	409 起	
		功能升级	双层结构软支撑护颈，R-2 分区结构	三层动态跟踪护颈系统，R-4 分区结构	
	被子		3 月深睡控温被	4 月深睡夏凉被	4 月深睡控温被 pro2.0 ·夏季
		定价	379 起	359 起	389 起
		功能升级	PCM 单层控温、可机洗	三层设计、双面冷热调换、免被套、可机洗	三层设计、透气凉感系统、免被套、可机洗
			8 月深睡控温被 pro · 四季		
		定价	569 起		
		功能升级	双层控温系统，上层蓄热下层排湿、免被套、可机洗		
			11 月深睡控温被 pro · 冬季		
		定价	799 起		
		功能升级	双层控温系统，上层蓄热下层排湿、免被套、可机洗		
	床笠		6 月深睡床笠		
		定价	380 起		
		功能升级	亲肤层创新专利、贴合不褶皱分区包裹结构		
	床垫		12 月深睡床垫		
定价		5199 起			
	功能升级	人体工学立体支撑结构、睡眠微环境控温结构、包裹睡眠舒适层结构			

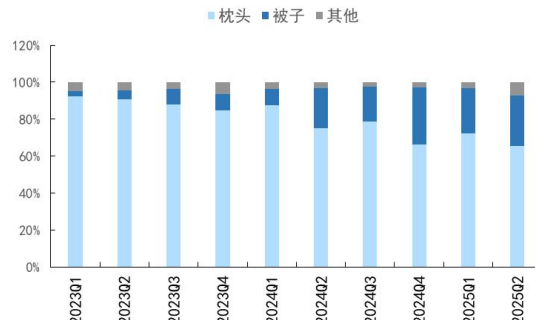
资料来源：亚朵星球官方小程序、天猫，国信证券经济研究所整理

图34: 亚朵星球抖音平台销售额品类占比变化



资料来源: 蝉妈妈, 国信证券经济研究所整理

图35: 亚朵星球三大平台销售额品类占比变化



资料来源: 久谦中台, 国信证券经济研究所整理

空间测算: 基本盘业务枕头、被子构筑潜在超百亿空间

1、首先, 我们初步测算亚朵星球现有枕头、被子品类发展中线空间。

◆ 深睡枕: 初步估算对应中线销售额空间在 72-120 亿元

1) 根据亚朵官网披露, 2023Q1-2025Q1 共销售超 600 万个深睡枕 PRO, 估算 200 万零售会员 2 年时长人均购买 3 个枕头, 对应年均消费频次系数为 1.5。结合图 21, 女性在亚朵零售客群画像中占主导地位, 假设上述消费量包含家庭购买部分。若中线潜在渗透家庭数量为 1 亿 (参考目前集团会员数量、或 3 亿中产人群假设每户人数对应 3 个), 按照过去两年消费系数计算对应年均枕头消费量 1.5 亿个。

2) 记忆棉材质家纺渗透率有望逐步提升。参考海外, 记忆棉材质家居家纺 21 世纪后逐步兴起, 美国记忆棉床垫逐步对传统弹簧床垫形成替代作用, 根据 ISPA 统计, 2004-2015 年美国记忆绵床垫销售规模 CAGR 达 10.03%, 同期弹簧床垫 CAGR 仅 3.71%。根据日本睡眠白皮书调查, 2024 年被调查对象约 29.3% 使用低反弹枕芯, 在所有材质中居首; 同时根据此前全球纺织网报道, 2005 年日本的枕头市场回暖, 主要源于以“慢回弹”聚氨酯枕等功能性枕头市场的扩大。假设上述潜在渗透家庭中记忆枕渗透率为 30%-40% 水平, 估算对应年均 0.45-0.60 亿个消费量。

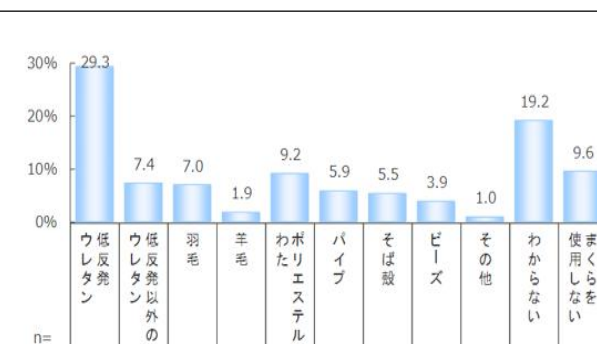
3) 根据京东采销统计, 京东平台亚朵记忆枕占据该品类约一半市场份额, 我们假设中线亚朵在全市场市占率 40%-50%, 按照 400 元单价计对应销售额 72-120 亿元。

图36: 亚朵星球枕头销售假设与空间估算

现存亚朵零售会员数估算 (百万)	2	2023Q1-2025Q1 深睡枕销量 (万)	600
人均枕头数量 (个)	3	对应时长 (年)	2
		消费频次系数	1.5
潜在渗透户数 (亿)	1	年均消费数量 (亿个)	1.5
记忆枕渗透率	30%-40%	记忆枕消费数量 (亿个)	0.45
亚朵市占率	40%-50%	亚朵枕头销量 (个)	0.18-0.23
平均单价 (元)	400	枕头销售额 (亿元)	72-120

资料来源: 睡眠白皮书 2024, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图37: 2024 年日本使用枕头材质分布



资料来源: 睡眠白皮书 2024, 国信证券经济研究所整理

◆ 控温被空间展望：对应中线销售额空间在 55-89 亿元

1) 根据亚朵官网披露，2024 年销售约 77 万条控温被，久谦中台上显示 2025H1 亚朵杯子类目同比增长 92%，考虑下半年新品迭代假设全年维持同一增长水平，则 2 年时长共销售 225 万条。潜在用户假设与被子相同，计算消费频次系数 0.6 亿条，预计与枕头数量差异在于更换频次不同。

2) 参考《2025 年中国被芯白皮书》，从材质结构来看，纤维被规模在过去几年增长快于整体被芯，一方面反映出功能性纤维被符合消费者对健康与舒适性的追求，另一方面也得益于其易打理、在电商平台中标准化程度高、包装与配送便捷等特点，适应了当前主流消费渠道的变化。假设潜在渗透家庭中纤维被渗透率从当前 50%提升至 50%-60%水平，估算对应年均 0.28-0.34 亿条消费量。

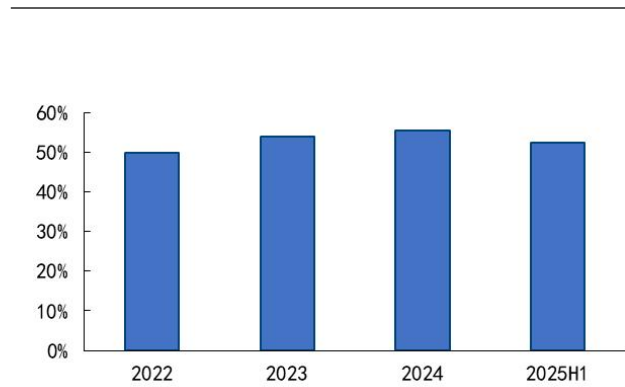
3) 考虑亚朵 2025H1 在线上纤维被市场份额已经提升至 11%，但考虑原有玩家市占份额不低，假设公司中线市占率低于记忆枕、约 30%-40%。按照 2024 年久谦统计亚朵杯子销售均价 660 元（夏被、四季被、冬被简化处理）单价计算对应销售额空间 55-89 亿元。

图 38: 亚朵星球深睡控温被销售假设

现存亚朵零售会员数（百万）	2	2024-2025E 深睡控温被销量（万）	225
人均控温被数量（个）	1.1	对应时长（年）	2
		消费频次系数	0.6
潜在渗透户数（亿）	1	年均消费数量（亿条）	0.6
纤维被渗透率	50-60%	记忆枕消费数量（亿条）	0.34
亚朵市占率	30-40%	亚朵枕头销量（条）	0.08-0.11
平均单价（元）	660	枕头销售额（亿元）	55-89

资料来源：公司公告，久谦中台，国信证券经济研究所整理

图 39: 三方销售平台纤维被销售额占比



资料来源：久谦中台，国信证券经济研究所整理

二者合计来看中线潜在空间合计对应 127-209 亿元，2024 年亚朵星球 GMV 约 26 亿（主要由枕头与被子构成），即中线还有 4-7 倍空间。

2、其次，我们拆解亚朵星球现有枕头、被子品类增长驱动来自线上化渗透率与公司市占率的双重提升，估算到 2030 年亚朵枕头+被子 GMV 三方线上渠道有望实现 101 亿元，考虑床笠等其他品类扩容，估算 2030 年床品相关总 GMV 规模超 150 亿元。

表 3: 亚朵零售规模测算（亿元，仅供参考）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
1、床上用品行业规模	1,483	1,518	1,560	1,606	1,650	1,693	1,736	1,779	1,823
YoY		2.4%	2.8%	2.9%	2.8%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
1.1 被子	679	709	742	773	800	824	846	868	891
YoY		4.4%	4.7%	4.1%	3.5%	3.0%	2.6%	2.6%	2.6%
1.1.1 被子-纤维被	244	258	272	284	296	305	314	323	333
YoY		5.8%	5.1%	4.6%	4.0%	3.3%	2.9%	2.9%	2.9%
1.2 枕头	300	309	318	328	338	348	358	369	380
YoY		3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
1.3 其他（含套件）	504	500	500	505	513	521	531	542	553

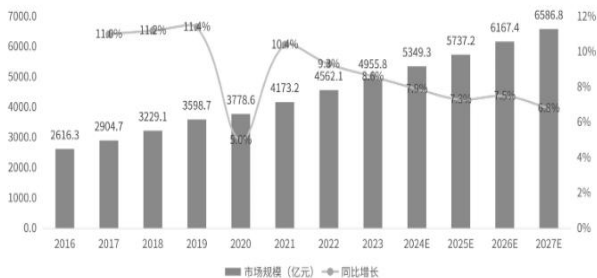
2、床上针织用品三方渠道线上销售额	374.5	473.2	521.8	578.9	632.2	679.2	723.1	765.3	809.3
线上化率	25.3%	31.2%	33.4%	36.1%	38.3%	40.1%	41.7%	43.0%	44.4%
2.1 被子（纤维被）	47.6	78.0	78.9	88.1	97.5	106.9	113.1	119.7	126.5
线上化率	19.5%	30.2%	29.1%	31.0%	33.0%	35.0%	36.0%	37.0%	38.0%
2.2 枕头	49.3	67.0	67.8	86.2	105.7	122.8	140.8	156.1	172.2
线上化率	16.4%	21.7%	21.3%	26.3%	31.3%	35.3%	39.3%	42.3%	45.3%
2.3 其他（含套件）	229.7	261.7	311.8	330.5	350.5	366.8	379.2	392.3	405.6
线上化率	45.6%	52.3%	62.4%	65.4%	68.4%	70.4%	71.4%	72.4%	73.4%
3、亚朵三方渠道线上销售额（亿元）	0.6	7.8	20.0	36.5	54.2	73.6	97.3	117.5	137.3
3.1 枕头	0.5	6.8	15.0	21.6	29.6	38.1	46.5	54.6	63.7
市占率	1.1%	10.2%	22.1%	25.0%	28.0%	31.0%	33.0%	35.0%	37.0%
3.2 被子	0	0.6	4.4	11.5	17.6	23.5	29.4	34.7	37.9
市占率	0	0.8%	5.6%	13.0%	18.0%	22.0%	26.0%	29.0%	30.0%
二者合计	0.5	7.4	19.4	32.1	46.1	60.3	75.9	89.3	101.6
占三方渠道线上销售额假设	87.6%	94.8%	97.0%	88.0%	85%	82%	78%	76%	74%
亚朵口径 GMV（亿元）	2.9	11.4	25.9	43.0	63.8	86.6	113.1	135.1	156.1
三方渠道线上占比	22%	69%	77%	85%	85%	85%	86%	87%	88%

资料来源：公司公告，2025 中国被芯白皮书，久谦中台，TMIC，国信证券经济研究所整理估算

睡眠经济广阔，品类扩容带来新想象空间

长线来看，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。从床上纺织品、床垫到香薰以及其他睡眠产品延伸，考虑 2023 年我国睡眠经济行业规模接近 5000 亿规模，亚朵在睡眠其他品类布局有望打开新成长空间，未来基于用户体验的品类扩容有望打开新上升台阶。

图40：睡眠经济规模



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图41：睡眠经济构成



资料来源：Nint 咨询，国信证券经济研究所整理

投资建议

总结而言，从酒店到零售，亚朵堪称体验经济极致演绎者，后起之秀典范；顺应供需共振契合新消费内核，亚朵凭借自身定位与模式的稀缺优势，有望持续保持领先的行业地位，同时稳步推进新品迭代构筑基本盘成长，品类扩张打开想象空间。结合 618 跟踪零售业务环比提速的趋势，以及下半年产品迭代稳步推进，我们上修公司 2025 年零售业务收入增速从 53%至 60%，但结合 6 月以来酒店行业趋势，我们下修公司 2025 年 RevPAR 增速从-2.8%到-3.5%，2026-2027 年暂维持不变。综合来看，我们暂维持 2025-2027 年经调整净利润为 16.8/20.9/25.4 亿元，对应 PE 为 21/17/14。

表4: 亚朵盈利预测拆分表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
门店数量	1,210	1,619	2,073	2,534	3,006
加盟	1,178	1,593	2,048	2,510	2,983
自营	32	26	25	24	23
RevPAR（每间可售房收入）	377	351	339	336	338
加盟	371	347	337	334	337
自营	517	495	478	477	478
加盟酒店收入（亿元）	27.1	41.5	51.1	60.7	71.3
yoy	98.8%	53.3%	23.2%	18.8%	17.4%
直营酒店收入（亿元）	8.4	7.0	6.0	5.8	5.5
yoy	51.9%	-16.4%	-14.2%	-4.1%	-3.9%
零售收入	9.7	22.0	35.2	49.2	63.0
yoy	283.2%	126.2%	60.0%	40.0%	28.0%
其他收入	1.5	2.0	2.6	3.1	3.6
yoy	55.2%	34.1%	30.0%	20.0%	15.0%
公司总收入	46.7	72.5	94.9	118.8	143.4
yoy	106.2%	55.3%	30.9%	25.3%	20.7%
公司归母净利润	7.4	12.7	16.4	20.5	25.0
yoy	669.2%	72.2%	28.9%	24.6%	22.2%
经调整净利润	9.0	13.1	16.8	20.9	25.4
yoy	248.3%	44.9%	28.4%	24.2%	21.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

复盘来看，公司 2023 年以来历史动态估值区间 13-27x，其中 RevPAR 平稳及股东减持影响有限时估值多数在 20-21x 左右。当下阶段，我们认为酒店行业逆风环境中公司通过轻资产与快速扩张有望呈现更具韧性表现，同时零售业务已经进入矩阵化产品迭代新发展周期，结合发展空间与公司系统性打法有望持续增长动能。我们给予公司 2026 年 20-21x 估值，对应未来 1 年合理估值较目前有 23-29%空间，且公司执行三年分红率不低于 50%+4 亿美元回购上限的组合策略增强额外吸引力。公司系出行链中成长性、红利属性兼备稀缺标的，维持“优于大市”评级。

图42: 亚朵股价复盘



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表5: 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			
		2025-7-31	亿元		24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
ATAT.O	亚朵	249.77	345	9.47	12.3	15.4	18.7	26	21	17	14	优于大市
1179.HK	华住集团-S	22.83	709	1.2	1.5	1.7	1.9	19	15	13	12	优于大市
600258.SH	首旅酒店	13.93	156	0.7	0.8	1.0	1.1	19	17	15	13	优于大市
600754.SH	锦江酒店	22.59	241	0.9	1.1	1.4	1.6	27	20	17	14	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 7 月 30 日 wind 折算美元汇率 1USD=7.2545RMB

风险提示

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。

公司经营风险

出行需求偏弱 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。

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。

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。

估值风险

我们参考公司历史动态估值区间和公司业绩增速中枢，按 2026 年动态 PE20-21x 进行估值，可能存在 2026 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。

其它风险

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	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2841	3618	5442	6772	7957	营业收入	4666	7248	9488	11885	14344
应收款项	511	664	988	1205	1415	营业成本	2827	4236	5323	6497	7688
存货净额	119	167	229	280	331	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	18	0	38	48	57	销售费用	470	973	1474	2028	2554
流动资产合计	4242	5716	6997	8654	10211	管理费用	530	488	628	750	870
固定资产	266	214	306	391	472	财务费用	(25)	(45)	(31)	(43)	(52)
无形资产及其他	1734	1527	1496	1466	1435	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	345	423	423	423	423	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	118	123	73	76	79
资产总计	6587	7879	9222	10933	12541	营业利润	982	1719	2216	2773	3409
短期借款及交易性金融负债	70	60	70	70	70	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	799	915	1045	1152	1153	利润总额	982	1719	2216	2773	3409
其他流动负债	1508	1855	2210	2764	3093	所得税费用	243	446	576	729	910
流动负债合计	2378	2830	3325	3986	4317	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	903	1308	1680	2086	2543
其他长期负债	2147	2101	2131	2161	2191	2 利润	903	1308	1680	2086	2543
长期负债合计	2149	2103	2133	2163	2193	现金流量表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	4527	4933	5458	6149	6509	净利润	903	1308	1680	2086	2543
少数股东权益	(8)	(10)	(13)	(17)	(22)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	2068	2956	3778	4802	6053	折旧摊销	85	65	58	61	64
负债和股东权益总计	6587	7879	9222	10933	12541	公允价值变动损失	0	0	(50)	(45)	(45)
关键财务与估值指标	2022	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(25)	(45)	(31)	(43)	(52)
每股收益	6.53	9.47	12.16	15.10	18.40	营运资本变动	760	156	91	414	89
每股红利	0.00	0.00	1.98	2.47	3.02	其它	(164)	(35)	(40)	(42)	(44)
每股净资产	4.99	7.13	9.11	11.58	14.60	经营活动现金流	1584	1494	1739	2474	2607
ROIC	36%	45%	58%	86%	106%	资本开支	0	(11)	(70)	(70)	(70)
ROE	36%	43%	43%	43%	41%	其它投资现金流	(594)	(514)	966	(50)	(100)
毛利率	39%	42%	44%	45%	46%	投资活动现金流	(594)	(525)	896	(120)	(170)
EBIT Margin	18%	21%	22%	22%	23%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	22%	22%	22%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	106%	55%	31%	25%	21%	支付股利、利息	0	0	(822)	(1024)	(1252)
净利润增长率	651%	73%	29%	25%	22%	其它融资现金流	262	(191)	10	0	0
资产负债率	69%	62%	59%	56%	52%	融资活动现金流	262	(191)	(812)	(1024)	(1252)
息率	0.0%	0.0%	5.8%	7.2%	8.8%	现金净变动	1252	778	1824	1330	1185
P/E	38.2	26.4	20.5	16.5	13.6	货币资金的期初余额	1589	2841	3618	5442	6772
P/B	50.1	35.0	27.4	21.6	17.1	货币资金的期末余额	2841	3618	5442	6772	7957
EV/EBITDA	20	12	9	8	6	企业自由现金流	0	1358	1605	2328	2453
						权益自由现金流	0	1200	1638	2360	2491

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

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