

亚朵 (ATAT.NASDAQ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 业绩好于预期，积极提升股东回报

事件

8月29日公司公告2024业绩，实现营收18.0亿元/+64.5%，净利润3.04亿元/+27.1%，经调整净利3.28亿元/+31.6%，EBITDA 4.19亿元/+25.3%，经调整EBITDA 4.43亿元/+28.6%

点评

RevPAR 同比高基数上升，OCC 优先策略效果较好。 Q2 公司 RevPAR 359 元/-6.5% (前值-2.6%)、为 19 年同期的 107%，同店 RevPAR 同比-3.8% (前值-0.3%)，降幅扩大主因同比基数上升，但 OCC 优先策略下入住率仍略有提升，同店仍好于整体；拆分看 OCC 78.4%/+1.3pct、为 19 年同期的 118%，ADR 441 元/-7.2%、为 19 年同期的 107%。Q2 末注册会员 7600 万/+73%，企业协议销售间夜占比 19.3%/+0.9pct，公司继续夯实在中高端商旅市场领导地位。Q2 加盟店收入+63.9%/直营店收入-17.9%，加盟酒店收入增速较高除源于门店加速扩张外，还得益于集采比例提升、供应链收入增长，直营店下滑主因关店。

新开维持高位，上调全年目标至 400 家，亚朵 4.0 首店表现亮眼。 Q2 新开业 123 家、季度新开创新高，公司上调全年新开目标至 400 家 (前值 360 家)，H1 累计完成全年计划 55% (按 400 家计算)，截至 2024 末门店 1412 家/+37%，pipeline 712 家、环比 Q1+38 家，加盟意愿仍较强。亚朵 4.0 首店于 6 月 28 日在西安开业，首月 OCC 91%+、ADR 710+元，经营数据亮眼，pipeline 增至 50 家。

零售业务收入、利润率好于预期。 Q2 公司零售业务收入 5.4 亿元/+154%，受益线上渠道推广及夏凉被新品增长，毛利率 50.6%/+1.4pct。酒店毛利率 35.7%/-4.0pct，主因 RevPAR 下降影响及毛利率更低的供应链收入占比上升。销售费用率 12.5%/+3.9pct 主因零售业务投放增加，剔除股权激励费后的管理费用率 4.2%/-1.7pct、同比改善，经调整净利率、经调整 EBITDA 利润率分别 18.2%/-4.6pct、24.6%/-6.9pct。

积极提升股东回报。 公司公告未来三年股东回报计划，年度累计派息不低于前一财年净利的 50%，1H24 中期派息 6200 万美元；预计 25E 股息率约 4% (基于我们的盈利预测及股利支付率下限 50%)。

投资建议

短期高基数下，我们预计 Q3 RevPAR 压力环比增大、Q4 有望改善，持续看好公司强品牌、产品力支撑下表现好于行业，关注零售业务超预期增长潜力。预计 24E~26E 经调整归母净利润 12.8/15.8/19.6 亿元，对应 PE 12.8/10.3/8.3X，维持“买入”评级。

风险提示

出行需求增长不及预期，零售业务利润率提升不及预期。

国金证券研究所

分析师：叶思嘉 (执业 S1130523080001)

yesijia@gjzq.com.cn

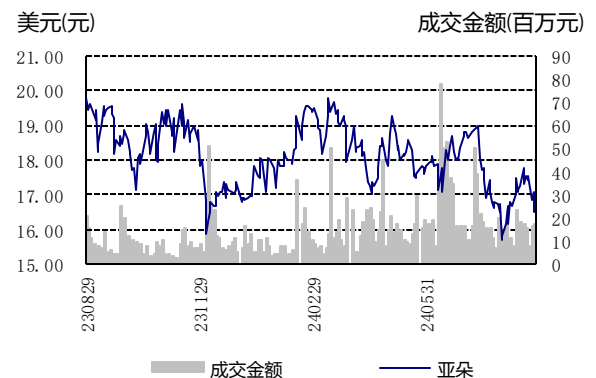
分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (美元)：16.52 元

相关报告：

- 《亚朵公司点评：Q1 收入好于预期，轻居 3.0 表现较强》，2024.5.26
- 《亚朵公司点评：Q4 好于预期，24 年预计 RevPAR 持平》，2024.3.31
- 《亚朵公司点评：Q3 符合预期，上调全年收入指引》，2023.11.17



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,263	4,666	6,983	8,497	10,211
营业收入增长率	5.40%	106.19%	49.65%	21.69%	20.17%
归母净利润(百万元)	98	737	1,229	1,543	1,921
经调整归母净利润(百万元)	261	901	1,277	1,583	1,961
归母净利润增长率	101.09%	244.87%	41.66%	23.97%	23.93%
经调整 EBITDA (百万元)	424	1,207	1,737	2,142	2,647
EBITDA 增长率	42.0%	184.3%	44.0%	23.3%	23.6%
经调整摊薄每份 ADS 收益(元)	2.07	6.52	9.21	11.41	14.14
P/E	167.00	19.19	12.78	10.31	8.32

来源：公司年报、国金证券研究所

图表1: 公司利润表预测

单位: 无特殊说明百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,567	1,566	2,147	2,263	4,666	6,983	8,497	10,211
YOY		-0.1%	37.1%	5.4%	106.2%	49.7%	21.7%	20.2%
酒店经营成本	1,097	1,150	1,420	1,393	2,241	2,949	3,279	3,760
%Rev	70.0%	73.4%	66.1%	61.6%	48.0%	42.2%	38.6%	36.8%
其它运营费用 (含零售业务)	81	79	163	187	586	1,097	1,546	1,952
销售费用	76	71	124	140	470	875	1,146	1,385
%Rev	4.9%	4.5%	5.8%	6.2%	10.1%	12.5%	13.5%	13.6%
管理费用	138	131	197	350	451	396	451	516
%Rev	8.8%	8.4%	9.2%	15.5%	9.7%	5.7%	5.3%	5.1%
研发费用	29	34	52	66	77	118	116	133
%Rev	1.9%	2.2%	2.4%	2.9%	1.7%	1.7%	1.4%	1.3%
开业准备费用	68	62	18	0	0	0	0	0
总运营开支和费用	1,703	1,763	1,974	2,136	3,825	5,435	6,538	7,746
其他运营收入	15	23	22	38	83	14	14	14
经营利润	91	63	196	165	924	1,562	1,974	2,479
经营利润率	5.8%	4.0%	9.1%	7.3%	19.8%	22.4%	23.2%	24.3%
利息收入	0	1	7	14	30	51	51	51
短期投资收益	22	11	9	8	35	39	39	39
利息费用	4	1	8	7	5	4	4	4
其他净亏损	(1.0)	2.0	0.0	(0.8)	(1.0)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
税前利润	108	76	204	181	982	1,647	2,059	2,565
所得税	47	38	64	84	243	416	515	641
净利润	61	38	140	96	739	1,231	1,544	1,923
少数股东权益	-4	-4	-5	-2	2	1	2	2
净利润(不含少数股东权益)	65	42	145	98	737	1,229	1,543	1,921
净利率 (不含少数股东权益)	4.1%	2.7%	6.8%	4.3%	15.8%	17.6%	18.2%	18.8%
可赎回优先股增值部分	-49	-53	-15	0	0	0	0	0
归属于公司普通股股东净利润	16	-11	130	98	737	1,229	1,543	1,921
non-GAAP 指标								
股权激励费用(剔除税务影响)	0	0	0	163	164	47	40	40
经调整净利润	61	38	140	259	903	1,278	1,584	1,963
YOY		-37.9%	268.7%	85.6%	248.3%	41.5%	24.0%	23.9%
经调整净利润 (不含少数股东权益)	65	42	145	261	901	1,277	1,583	1,961
YOY		-35.4%	245.2%	80.2%	244.9%	41.7%	24.0%	23.9%
经调整归属于公司普通股股东净利润	16	(11)	130	261	901	1,277	1,583	1,961
YOY		NA	NA	101.1%	244.9%	41.7%	24.0%	23.9%
经调整归母净利率	4.1%	2.7%	6.8%	11.5%	19.3%	18.3%	18.6%	19.2%
EBITDA	182	161	299	261	1,043	1,690	2,102	2,607
经调整EBITDA	182	161	299	424	1,207	1,737	2,142	2,647
YOY		-11.6%	85.7%	42.0%	184.3%	44.0%	23.3%	23.6%
经调整EBITDA利润率	11.6%	10.3%	13.9%	18.8%	25.9%	24.9%	25.2%	25.9%
EPS	0.09	-0.06	0.40	0.26	1.78	2.96	3.71	4.62
EPS per ADS	0.28	-0.19	1.21	2.07	6.52	9.21	11.41	14.14
adj. EPS	0.09	-0.06	0.40	0.69	2.17	3.07	3.80	4.71
adj. EPS per ADS	0.28	-0.19	1.21	2.07	6.52	9.21	11.41	14.14
PE	NA	NA	NA	167	18.1	12.8	10.3	8.3

来源: 亚朵公司财报, 国金证券研究所预测; 注: 预测考虑股权激励费用

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-16	买入		25.55~25.55
2	2023-08-18	买入		N/A
3	2023-11-17	买入		N/A
4	2024-03-31	买入		N/A
5	2024-05-26	买入		N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806