

亚朵 (ATAT.NASDAQ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q4 零售增速、利润率提升好于预期

事件

3月25日公司公告4Q24业绩,实现营收20.8亿元/+38.5%,净利润3.3亿元/+50.5%,经调整净利3.3亿元/+49.9%,经调整EBITDA 4.4亿元/+76.5%,业绩好于预期。

点评

Q4 RevPAR 降幅环比收窄,期待25年弹性。Q4 RevPAR 337元/-5.9% (前值-10.5%、符合预期),同店 RevPAR 同比-4.0% (前值-8.4%)、好于整体;拆分看 OCC 77.0%/-1.4pct (前值-2.1pct), ADR 420元/-4.0% (前值-8.0%),降幅收窄。我们预计25年供给增速放缓,政策刺激下需求端望改善,期待逐季度改善。

Q4 零售业务收入增长超预期,不断强化深睡领域品牌力。24全年公司零售业务 GMV 25.9亿元/+128%,线上占比持续超过90%;单Q4 GMV 9.1亿元/+125%,24年双11大促期间 GMV4.2亿元/+80%,超预期。我们看好公司在泛睡眠领域持续拓展,目前枕头品类势头持续强劲,被子领域预计低基数下望迎来更高增长。此外公司已打通酒店、零售会员体系,有望加速两大业务相互转换导流、提升用户粘性。

零售收入超预期、酒店业务利润率提升推动业绩端超预期。Q4公司加盟酒店业务收入+30.0%,RevPAR 下滑情况下主要由开店驱动;酒店毛利率37.5%/+7.6pct,轻资产化及效率提升推动;零售业务毛利率66.2%/+5.9pct,受益于深睡枕 pro 二代等更高单价新品及规模效应提升;销售费用率17.0%/+3.3pct,主因零售业务线上品牌投放;剔除股权激励后管理费用率4.8%/-2.0pct;研发费用率2.2%/+0.7pct。Q4 经调整净利率、经调整 EBITDA 利润率分别16.0%/+1.2pct、21.2%/+4.5pct。

24全年新开超计划完成,看好高质量增长。Q4公司新开酒店111家,24全年新开471家/+63%,Q4末在营酒店1619家/+33.8%,pipeline 741家/+20%、环比Q3净增9家,签约意愿持续强。公司持续迭代产品、夯实品牌力,亚朵4.0、亚朵3.5、轻居3.0等运营表现、签约进度表现突出,同时拓展新高端品牌萨合,看好公司成长为多品牌酒店集团。

投资建议

短期 RevPAR 波动中修复,中长期看好门店拓张、零售拓品类。预计25E~27E 经调整归母净利16.6/20.8/26.1亿元,PE 17/14/11X,维持“买入”评级。

风险提示

商旅回暖低预期,供给增速放缓低预期,零售利润率提升低预期。

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): 28.96 元

相关报告:

- 《亚朵公司24Q3点评:高基数下维持高增,多品牌矩阵逐渐清晰》,2024.11.20
- 《亚朵公司点评:Q2业绩好于预期,积极提升股东回报》,2024.8.30
- 《亚朵公司点评:Q1收入好于预期,轻居3.0表现较强》,2024.5.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,666	7,248	9,031	11,272	14,177
营业收入增长率	106.19%	55.34%	24.60%	24.81%	25.77%
归母净利润(百万元)	737	1,285	1,619	2,040	2,573
经调整归母净利润(百万元)	901	1,317	1,662	2,080	2,614
归母净利润增长率	244.87%	46.20%	26.18%	25.12%	25.66%
经调整 EBITDA (百万元)	1,207	1,781	2,263	2,828	3,549
EBITDA 增长率	184.3%	47.6%	27.0%	25.0%	25.5%
经调整摊薄每份 ADS 收益(元)	6.52	9.47	11.95	14.96	18.79
P/E	18.87	20.21	17.37	13.89	11.05

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	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,567	1,566	2,147	2,263	4,666	7,248	9,031	11,272	14,177
YOY		-0.1%	37.1%	5.4%	106.2%	55.3%	24.6%	24.8%	25.8%
酒店经营成本	1,097	1,150	1,420	1,393	2,241	3,108	3,658	4,197	4,902
%Rev	70.0%	73.4%	66.1%	61.6%	48.0%	42.9%	40.5%	37.2%	34.6%
其它运营费用（含零售业务）	81	79	163	187	586	1,119	1,503	2,135	2,904
销售费用	76	71	124	140	470	973	1,286	1,693	2,250
%Rev	4.9%	4.5%	5.8%	6.2%	10.1%	13.4%	14.2%	15.0%	15.9%
管理费用	138	131	197	350	451	353	439	537	654
%Rev	8.8%	8.4%	9.2%	15.5%	9.7%	4.9%	4.9%	4.8%	4.6%
研发费用	29	34	52	66	77	134	151	147	184
%Rev	1.9%	2.2%	2.4%	2.9%	1.7%	1.8%	1.7%	1.3%	1.3%
开业准备费用	68	62	18	0	0	0	0	0	0
总运营开支和费用	1,703	1,763	1,974	2,136	3,825	5,687	7,036	8,709	10,894
其他运营收入	15	23	22	38	83	70	120	120	120
经营利润	91	63	196	165	924	1,631	2,115	2,683	3,403
经营利润率	5.8%	4.0%	9.1%	7.3%	19.8%	22.5%	23.4%	23.8%	24.0%
利息收入	0	1	7	14	30	48	38	38	38
短期投资收益	22	11	9	8	35	49	40	40	40
利息费用	4	1	8	7	5	3	4	4	4
其他净收益（亏损）	(1.0)	2.0	0.0	(0.8)	(1.0)	2.6	0.0	0.0	0.0
税前利润	108	76	204	181	982	1,728	2,189	2,757	3,477
所得税	47	38	64	84	243	446	568	715	902
净利润	61	38	140	96	739	1,282	1,621	2,042	2,575
少数股东权益	-4	-4	-5	-2	2	-2	1	2	2
净利润(不含少数股东权益)	65	42	145	98	737	1,285	1,619	2,040	2,573
净利率（不含少数股东权益）	4.1%	2.7%	6.8%	4.3%	15.8%	17.7%	17.9%	18.1%	18.1%
可赎回优先股增值部分	-49	-53	-15	0	0	0	0	0	0
归属于公司普通股股东净利润	16	-11	130	98	737	1,285	1,619	2,040	2,573
non-GAAP 指标									
经调整净利润	61	38	140	259	903	1,315	1,664	2,082	2,616
YOY		-37.9%	268.7%	85.6%	248.3%	45.6%	26.5%	25.1%	25.7%
经调整净利润（不含少数股东权益）	65	42	145	261	901	1,317	1,662	2,080	2,614
YOY		-35.4%	245.2%	80.2%	244.9%	46.2%	26.2%	25.1%	25.7%
经调整归属于公司普通股股东净利润	16	(11)	130	261	901	1,317	1,662	2,080	2,614
YOY		NA	NA	101.1%	244.9%	46.2%	26.2%	25.1%	25.7%
经调整归母净利率	4.1%	2.7%	6.8%	11.5%	19.3%	18.2%	18.4%	18.5%	18.4%
EBITDA	182	161	299	261	1,043	1,748	2,220	2,788	3,508
经调整 EBITDA	182	161	299	424	1,207	1,781	2,263	2,828	3,549
YOY		-11.6%	85.7%	42.0%	184.3%	47.6%	27.0%	25.0%	25.5%
经调整 EBITDA 利润率	11.6%	10.3%	13.9%	18.8%	25.9%	24.6%	25.1%	25.1%	25.0%
adj. EPS	0.09	-0.06	0.40	0.69	2.17	3.16	3.98	4.99	6.26
adj.EPS per ADS	0.28	-0.19	1.21	2.07	6.52	9.47	11.95	14.96	18.79
PE	NA	NA	NA	167	18.9	20.2	17.4	13.9	11.1

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(美元)

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
6	2024-08-30	买入		N/A
7	2024-11-20	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