

亚朵 (ATAT.O)

优于大市

2024 年经调净利润增长 45%，2025 年 2000 店目标维持不变

核心观点

四季度超预期收官，全年收入与业绩增势靓丽。2024Q4 公司收入 20.84 亿元/+38.5%，归母净利润 3.30 亿元/+50.0%；调整后净利润 3.33 亿元/+49.9%，调整后 EBITDA 4.43 亿元/+76.5%，各项财务指标均好于彭博预期。2024 年公司实现 72.48 亿元/+55.3%，归母净利润 12.75 亿元/+73.0%，调整后净利润 13.06 亿元/+44.6%，调整后 EBITDA 17.72 亿元/+46.8%，其中调整前后利润增速差异主要系股权激励费用变化影响。总体看，公司品牌势能强势期实现门店与零售双轮成长，在 RevPAR 高基数压力下实现收入与利润强势表现。

酒店：加盟贡献酒店核心增速，全年超额完成开店目标。全年酒店收入实现 48.51 亿元/+36.8%，其中加盟模式主导、全年贡献 41.49 亿元/+53%（其中房间量增长 35%、筹开结构变化助力供应链收入增速、门店管理人员工资提升等均有助力），自营酒店收入 7.02 亿元/-16%（净关店 6 家、RevPAR 回落影响）。经营层面，2024Q4 酒店 RevPAR 降幅由 Q3 的 10.5% 收窄至 6.1%，成熟门店同店 RevPAR 降幅由 Q3 的 8.4% 收窄至 4%；全年整体 RevPAR 下滑 6.8%，中高端酒店更高基数压力叠加产品结构影响。开店层面，全年新开 471 家/关闭 62 家，超额完成上修后目标。年末在营酒店达 1619 家，同比增长 34%。

零售：2024 年收入占比提升至 30%，会员打通助力品牌扩圈。2024 年亚朵零售业务 GMV 达 25.9 亿元，同比增长 127.7%；收入实现 21.98 亿元，同比增长 126.2%，占总收入比重超 30%。渠道端，多个电商平台共同发力，线上渠道占比持续超过 90%；产品端，继续聚焦深睡定位，枕头领先、被子补强（2024 年被子零售收入占比超 20%），从单一爆品到多品类复制，伴随规模扩张与高毛利产品提升，全年零售业务已实现低双位数利润率。2024 年亚朵全新升级会员体系，完成酒店会员和零售会员身份和权益的整合，助力住宿和零售场景融合与双向用户破圈，年末注册会员数 8900 万，同比增长 41%。

2025 年迈进两千好店战略收官年，公司预期总收入增长 25%、利润率平稳。展望 2025 年，一方面公司全年开店目标提升至 500 家，当前 741 家储备项目为年末达成 2000 好店的战略目标奠定基础。另一方面，短期行业中高端 RevPAR 波动仍存，后续随着基数回落、政策积极提振经济政策传导，同时考虑行业供给端增速趋稳，有望对 RevPAR 走势提供支撑；同时公司凭借粘性会员流量、体验驱动的产品溢价，有望实现好于行业同档次表现。此外，公司预计 2025 年零售业务收入增速不低于 35%，综合预计集团总收入同比增长 25%。兼顾规模效应与零售占比提升，公司预期调整后净利润率相对平稳。

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。

投资建议：结合当下酒店行业变化，基本维持 2025-2027 年公司酒店整体 RevPAR 表现趋势（同比-1.7%/-0.9%/+0.6%）；略上调公司门店增速至 28%/22%/18%（此前 25-26 年为 26%/21%），上调 2025-2027 年经调整净利润为 16.8/20.8/25.0 亿元（此前 25-26 年为 16.0/19.8 亿元），3 年 CAGR 为 24%，对应 PE 为 17/14/12x。亚朵基于中高端用户痛点洞察，以极致体验树立品牌势能，“酒店业务加速规模扩张+零售业务打通全新范式”双轮融合驱动构筑稀缺成长价值。短期行业 RevPAR 不确定扰动下公司估值性价比凸显，若商旅趋势改善公司业绩和估值有进一步向上弹性。此外公司三年股东回报计划约定派息比率不低于 50% 提供边际看点，维持“优于大市”评级。

公司研究 · 海外公司财报点评

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：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn 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	
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) - 本土中高端酒店 NO.1，打造“住宿+零售”高成长新范式》——2025-01-24

盈利预测和财务指标

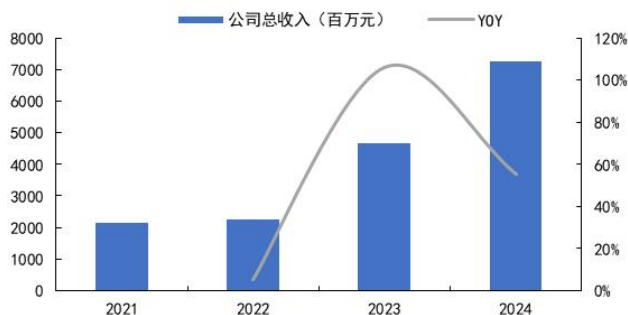
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,666	7,248	9,125	11,202	13,418
(+/-%)	106.2%	55.3%	25.9%	22.8%	19.8%
经调整归母净利润(百万元)	903	1308	1682	2077	2505
(+/-%)	248.3%	44.9%	28.5%	23.5%	20.6%
每股收益(元)	2.19	3.17	4.07	5.03	6.07
EBIT Margin	18.0%	21.4%	22.4%	22.9%	23.3%
净资产收益率(ROE)	35.6%	43.1%	43.7%	42.7%	41.0%
市盈率(PE)	32.0	22.1	17.2	13.9	11.5
EV/EBITDA	17.8	10.5	8.2	6.8	5.7
市净率(PB)	13.98	9.78	7.64	6.01	4.78

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

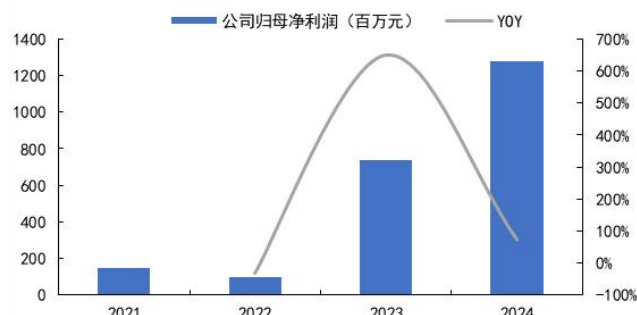
四季度超预期收官，全年收入与业绩增势靓丽。2024Q4 公司收入 20.84 亿元/+38.5%，归母净利润 3.30 亿元/+50.0%；调整后净利润 3.33 亿元/+49.9%，调整后 EBITDA 4.43 亿元/+76.5%，各项财务指标均好于彭博预期。2024 年公司实现 72.48 亿元/+55.3%，归母净利润 12.75 亿元/+73.0%，调整后净利润 13.06 亿元/+44.6%，调整后 EBITDA 17.72 亿元/+46.8%，其中调整前后利润增速差异主要系股权激励费用变化影响。总体看，公司品牌势能强势期实现门店与零售双轮成长，在 RevPAR 高基数压力下实现收入与利润强势表现。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）

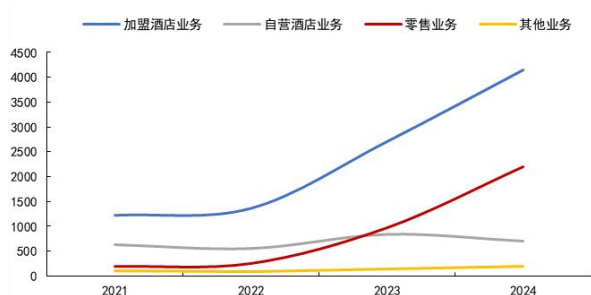


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

酒店：加盟贡献酒店核心增速，全年超额完成开店目标。全年酒店收入实现 48.51 亿元/+36.8%，其中加盟模式主导、全年贡献 41.49 亿元/+53%（其中房间量增长 35%、筹开结构变化助力供应链收入增速、门店管理人员工资提升等均有助力），自营酒店收入 7.02 亿元/-16%（净关店 6 家、RevPAR 回落影响）。经营层面，2024Q4 酒店 RevPAR 降幅由 Q3 的 10.5% 收窄至 6.1%、成熟门店同店 RevPAR 降幅由 Q3 的 8.4% 收窄至 4%，全年 RevPAR 下滑 6.8%，中高端酒店更高基数压力叠加产品结构影响。开店层面，全年新开 471 家/关闭 62 家，超额完成上修后目标。年末在营酒店达 1619 家，同比增长 34%。

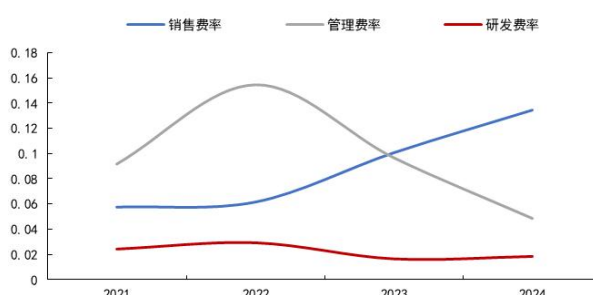
零售：2024 年收入占比提升至 30%，会员打通助力品牌扩圈。2024 年亚朵零售业务 GMV 达 25.9 亿元，同比增长 127.7%；收入实现 21.98 亿元，同比增长 126.2%，占总收入比重超 30%。渠道端，多个电商平台共同发力，线上渠道占比持续超过 90%；产品端，继续聚焦深睡定位，枕头领先、被子补强（2024 年被子零售收入占比超 20%），从单一爆品到多品类复制，伴随规模扩张与高毛利产品提升，全年零售业务已实现低双位数利润率。2024 年亚朵全新升级会员体系，完成酒店会员和零售会员身份和权益的整合，助力住宿和零售场景融合与双向用户破圈，年末注册会员数 8900 万，同比增长 41%。

图3：公司分业务增长情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2025 年迈进两千好店战略收官年，公司预期总收入增长 25%、利润率平稳。展望 2025 年，一方面公司全年开店目标提升至 500 家，当前 741 家储备项目为年末达成 2000 好店的战略目标奠定基础。另一方面，短期行业中高端 RevPAR 波动仍存，后续随着基数回落、政策积极提振经济政策传导，同时考虑行业供给端增速趋稳，有望对 RevPAR 走势提供支撑；同时公司凭借粘性会员流量、体验驱动的产品溢价，有望实现好于行业同档次表现。此外，公司预计 2025 年零售业务收入增速不低于 35%，综合预计集团总收入同比增长 25%。兼顾规模效应与零售占比提升，公司预期调整后净利润率相对平稳。

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。

投资建议：结合当下酒店行业变化，基本维持 2025-2027 年公司酒店整体 RevPAR 表现趋势（同比-1.7%/-0.9%/+0.6%）；略上调公司门店增速至 28%/22%/18%（此前 25-26 年为 26%/21%），上调 2025-2027 年经调整净利润为 16.8/20.8/25.0 亿元（此前 25-26 年为 16.0/19.8 亿元），3 年 CAGR 为 24%，对应 PE 为 17/14/12x。亚朵基于中高端用户痛点洞察，以极致体验树立品牌势能，“酒店业务加速规模扩张+零售业务打通全新范式”双轮融合驱动构筑稀缺成长价值。短期行业 RevPAR 不确定扰动下公司估值性价比凸显，若商旅趋势改善公司业绩和估值有进一步向上弹性。此外公司三年股东回报计划约定派息比率不低于 50%提供边际看点，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司盈利预测及估值

股票代码	公司名称	总市值		EPS				PE				投资评级
		2025-3-27	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
ATAT.O	亚朵	285	2.2	3.17	4.1	5.0	32	22	17	14	优于大市	
1179.HK	华住集团-S	885	1.1	1.2	1.5	1.7	21	24	19	16	优于大市	
600258.SH	首旅酒店	156	0.7	0.7	0.8	1.0	20	19	17	15	优于大市	
600754.SH	锦江酒店	296	0.9	1.1	1.2	1.5	29	24	23	18	优于大市	
301073.SZ	君亭酒店	46	0.3	0.2	0.3	0.5	94	157	76	52	优于大市	

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

注：华住、亚朵 EPS 均为经调整后口径。

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	5358	6615	7770	营业收入	4666	7248	9125	11202	13418
应收款项	511	664	950	1136	1323	营业成本	2827	4236	5166	6182	7246
存货净额	119	167	222	266	312	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	18	0	36	45	54	销售费用	470	973	1310	1744	2232
流动资产合计	4242	5716	6867	8411	9909	管理费用	530	488	605	708	816
固定资产	266	214	306	391	472	财务费用	(25)	(45)	(31)	(42)	(51)
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	9092	10691	12239	营业利润	982	1719	2198	2730	3300
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	1014	1096	1087	利润总额	982	1719	2198	2730	3300
其他流动负债	1508	1855	2107	2572	2864	所得税费用	243	446	549	683	825
流动负债合计	2378	2830	3191	3738	4021	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	1682	2077	2505
其他长期负债	2147	2101	2131	2161	2191	2193	1308	1682	2077	2505	
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	5323	5900	6214	净利润	903	1308	1682	2077	2505
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	3782	4807	6047	折旧摊销	85	65	58	61	64
负债和股东权益总计	6587	7879	9092	10691	12239	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)	(42)	(51)
每股收益	2.19	3.17	4.07	5.03	6.07	营运资本变动	760	156	3	339	71
每股红利	0.00	0.00	2.00	2.48	3.00	其它	(164)	(35)	(33)	(29)	(30)
每股净资产	5.01	7.16	9.16	11.65	14.65	经营活动现金流	1584	1494	1659	2403	2565
ROIC	36%	45%	58%	81%	97%	资本开支	0	(11)	(70)	(70)	(70)
ROE	36%	43%	44%	43%	41%	其它投资现金流	(594)	(514)	966	(50)	(100)
毛利率	39%	42%	43%	45%	46%	投资活动现金流	(594)	(525)	896	(120)	(170)
EBIT Margin	18%	21%	22%	23%	23%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	22%	23%	23%	24%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	106%	55%	26%	23%	20%	支付股利、利息	0	0	(826)	(1026)	(1240)
净利润增长率	651%	73%	29%	24%	21%	其它融资现金流	262	(191)	10	0	0
资产负债率	69%	62%	58%	55%	51%	融资活动现金流	262	(191)	(816)	(1026)	(1240)
息率	0.0%	0.0%	6.9%	8.6%	10.4%	现金净变动	1252	778	1739	1257	1155
P/E	32.0	22.1	17.2	13.9	11.5	货币资金的期初余额	1589	2841	3618	5358	6615
P/B	14.0	9.8	7.6	6.0	4.8	货币资金的期末余额	2841	3618	5358	6615	7770
EV/EBITDA	18	10	8	7	6	企业自由现金流	0	1358	1523	2256	2408
						权益自由现金流	0	1200	1557	2287	2446

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±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±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提及的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