

亚朵 (ATAT.O)

优于大市

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

核心观点

一季度公司收入增长30%，利润率上行。2025Q1 公司收入 19.06 亿元/+29.8%，归母净利润 2.44 亿元/-5.5%（股权激励费用同比增加近 1 亿），调整后净利润 3.45 亿元/+32.3%，调整后 EBITDA 4.74 亿元/+33.8%。总体而言，公司在行业逆风环境下凭借快速扩张与零售双轮驱动，展现出超强的自身 α 。

酒店：高质量扩张推动公司酒店业务保持高双位数增长。2025Q1 酒店收入实现 11.61 亿元/+15.6%，其中加盟收入 10.32 亿元/+23.5%（主要是酒店数量同比增长 33% 贡献），自营酒店收入 1.28 亿元/-23.5%（同比净减少 6 家、叠加 RevPAR 回落影响）。酒店业务毛利率从 2024 年同期的 34.1% 升至 36.6%，轻资产规模扩张助力，且效率管控优异。开店层面，2025 年 Q1 新开 121 家/关闭 13 家，净开 108 家。季末在营酒店达 1727 家，同比增长 33%；储备店 755 家，环比增加 14 家；维持全年新开 500 家新店开业指引不变，预计达成率高。经营层面，2025Q1 酒店 RevPAR 304 元/-7.2%（OCC 70.2%/-3.1pct，ADR 418 元/-2.8%），成熟门店 RevPAR 314 元/-7.2%（OCC 71.5%/-3.3pct，ADR 423 元/-2.6%）。短期来看，商务市场需求有不确定性，但是休闲市场需求保持稳定，公司卓越的会员体验使得公司获得同档次中更好的表现。

零售：零售业务增势强劲，带动全年收入指引上修。2025Q1 公司零售业务保持强劲增长势头，GMV 达 8.45 亿元，同比增长 70.9%，线上渠道占比继续超 90%；收入达 6.94 亿元，同比增长 66.5%，占总收入比重 36%。零售毛利率从 2024 年同期的 50.5% 扩大至 51.4%，高毛利产品贡献增加。公司打通爆品全流程，3 月份新推出深睡被夏季 Pro 2.0，首月天猫和抖音同类产品销售第一，上线 48 天 GMV 突破 1 亿。公司将全年零售收入同比增长预测提高至 50%，并因零售业务强劲表现将集团全年收入同比增长指引提高至 25%-30%。

资本市场回报加码，进一步增强投资吸引力。公司将继续执行去年制定的三年派息计划，即每年累计派息不低于上一财年净利润的 50%；今年首次的股息分配总额约为 5800 万美元，相当于上一财年净利润的 33%。此外公司同步宣布一项为期三年、总价值最高可达 4 亿美元的股票回购计划。若按照 50% 分红率与 3 年 4 亿回购金额估算，当前股价对应资本市场回报率最高可达 5%。

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：结合公司零售业务超预期表现，将 2025 年零售业务收入增速从 38% 到 53%；但考虑中高端酒店行业供需趋势，将 2025 年酒店业务整体 RevPAR 从 -1.7% 降低至 -2.8%。综合来看预计公司 2025-2027 年营收增速为 29.2%/23.1%/20.1%（此前为 25.9%/22.8%/19.8%），考虑酒店业务利润率高于零售，预计 2026-2027 年经调整净利润为 16.8/20.9/25.4 亿元（此前为 16.8/20.8/25.0 亿元），对应 PE 为 19/16/13x。尽管行业逆风环境扰动 RevPAR 表现，但一季度公司依托“极致体验树立品牌势能+睡眠专家生态打造”再次展现出超强的自身 α ，考虑未来 3 年利润 25% 的 CAGR 增长预期，叠加良好现金流下资本市场回报进一步加码，目前估值依然具备较强吸引力。整体上看好公司品牌势能上升阶段“酒店+零售”相互赋能下业绩成长的确定性与逐步凸显的红利属性，继续重点推荐，维持公司“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

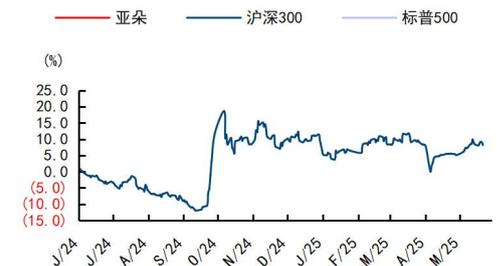
证券分析师：杨玉莹

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) -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

盈利预测和财务指标

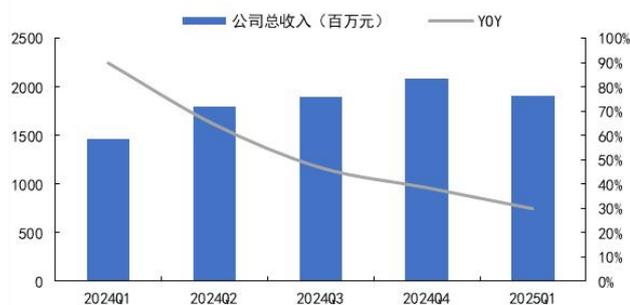
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,666	7,248	9,361	11,525	13,838
(+/-%)	106.2%	55.3%	29.2%	23.1%	20.1%
经调整归母净利润(百万元)	903	1308	1680	2086	2543
(+/-%)	248.3%	44.9%	28.5%	24.2%	21.9%
每股收益(元)	6.53	9.47	12.16	15.10	18.40
EBIT Margin	18.0%	21.4%	21.7%	22.2%	23.1%
净资产收益率(ROE)	35.6%	43.1%	43.5%	42.6%	41.7%
市盈率(PE)	36.0	24.9	19.4	15.6	12.8
EV/EBITDA	19.5	11.4	9.0	7.4	6.1
市净率(PB)	47.22	33.03	25.84	20.34	16.10

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

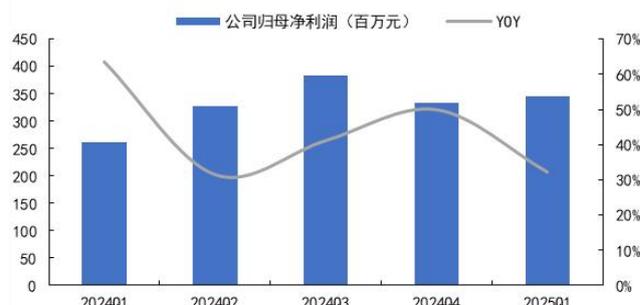
一季度公司收入增长 30%，利润率上行。 2025Q1 公司收入 19.06 亿元/+29.8%，归母净利润 2.44 亿元/-5.5%（股权激励费用同比增加近 1 亿），调整后净利润 3.45 亿元/+32.3%，调整后 EBITDA 4.74 亿元/+33.8%。总体而言，公司在行业逆风环境下凭借快速扩张与零售双轮驱动，展现出超强的自身 α。

图1：公司营业收入及增速（单位：百万、%）



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：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

酒店：高质量扩张推动公司酒店业务保持高双位数增长。 2025Q1 酒店收入实现 11.61 亿元/+15.6%，其中加盟收入 10.32 亿元/+23.5%（主要是酒店数量同比增长 33%贡献），自营酒店收入 1.28 亿元/-23.5%（同比净减少 6 家、叠加 RevPAR 回落影响）。酒店业务毛利率从 2024 年同期的 34.1%升至 36.6%，轻资产规模扩张助力，且效率管控优异。开店层面，2025 年 Q1 新开 121 家/关闭 13 家，净开 108 家。季末在营酒店达 1727 家，同比增长 33%；储备店 755 家，环比增加 14 家；维持全年新开 500 家新店开业指引不变，预计达成率高。经营层面，2025Q1 酒店 RevPAR 304 元/-7.2%（OCC 70.2%/-3.1pct，ADR 418 元/-2.8%），成熟门店同店 RevPAR 314 元/-7.2%（OCC 71.5%/-3.3pct，ADR 423 元/-2.6%）。短期来看，商务市场需求有不确定性，但是休闲市场需求保持稳定，公司卓越的会员体验使得公司获得同档次中更好的表现。

零售：零售业务增势强劲，带动全年收入指引上修。 2025Q1 公司零售业务保持强劲增长势头，GMV 达 8.45 亿元，同比增长 70.9%，线上渠道占比继续超 90%；收入达 6.94 亿元，同比增长 66.5%，占总收入比重 36%。零售毛利率从 2024 年同期的 50.5%扩大至 51.4%，高毛利产品贡献增加。公司打通爆品全流程，3 月份新推出深睡被夏季 Pro 2.0，首月天猫和抖音同类产品销售第一，上线 48 天 GMV 突破 1 亿。公司将全年零售收入同比增长预测提高至 50%，并因零售业务强劲表现将集团全年收入同比增长指引提高至 25%-30%。

资本市场回报加码，进一步增强投资吸引力。 公司将继续执行去年制定的三年派息计划，即每年累计派息不低于上一财年净利润的 50%；今年首次的股息分配总额约为 5800 万美元，相当于上一财年净利润的 33%。此外公司同步宣布一项为期三年、总价值最高可达 4 亿美元的股票回购计划。若按照 50%分红率与 3 年 4 亿回购金额估算，当前股价对应资本市场回报率最高可达 5%。

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： 结合公司零售业务超预期表现，将 2025 年零售业务收入增速从 38%到 53%；但考虑中高端酒店行业供需趋势，将 2025 年酒店业务整体 RevPAR 从-1.7%降低至-2.8%。综合来看预计公司 2025-2027 年营收增速为 29.2%/23.1%/20.1%（此前为 25.9%/22.8%/19.8%），考虑酒店业务利润率高于零售，预计 2026-2027 年经调整净利润为 16.8/20.9/25.4 亿元（此前为 16.8/20.8/25.0 亿元），对应 PE 为 19/16/13x。

尽管行业逆风环境扰动 RevPAR 表现，但一季度公司依托“极致体验树立品牌势能+睡眠专家生态打造”再次展现出超强的自身 α ，考虑未来 3 年利润 25% 的 CAGR 增长预期，叠加良好现金流下资本市场回报进一步加码，目前估值依然具备较强吸引力。整体上看好公司品牌势能上升阶段“酒店+零售”相互赋能下业绩成长的确定性与逐步凸显的红利属性，继续重点推荐，维持公司“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
		2025-5-25	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	
ATAT.O	亚朵	326	9.47	12.2	15.1	18.4	25	19	16	13	优于大市
1179.HK	华住集团-S	807	1.2	1.5	1.7	1.9	22	17	15	13	优于大市
600258.SH	首旅酒店	164	0.7	0.8	1.0	1.1	20	18	15	13	优于大市
600754.SH	锦江酒店	248	0.9	1.1	1.4	1.6	27	21	17	15	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	5422	6696	7865	营业收入	4666	7248	9361	11525	13838
应收款项	511	664	975	1168	1365	营业成本	2827	4236	5293	6343	7434
存货净额	119	167	228	273	320	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	18	0	37	46	55	销售费用	470	973	1413	1895	2373
流动资产合计	4242	5716	6962	8534	10056	管理费用	530	488	620	728	840
固定资产	266	214	306	391	472	财务费用	(25)	(45)	(31)	(43)	(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	9187	10813	12386	营业利润	982	1719	2190	2722	3367
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	1039	1124	1115	利润总额	982	1719	2190	2722	3367
其他流动负债	1508	1855	2180	2671	2963	所得税费用	243	446	547	681	842
流动负债合计	2378	2830	3289	3866	4148	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	现金流量表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	2149	2103	2133	2163	2193	净利润	903	1308	1680	2086	2543
负债合计	4527	4933	5422	6028	6341	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	(8)	(10)	(13)	(17)	(22)	折旧摊销	85	65	58	61	64
股东权益	2068	2956	3779	4802	6066	公允价值变动损失	0	0	(50)	(45)	(45)
负债和股东权益总计	6587	7879	9187	10813	12386	财务费用	(25)	(45)	(31)	(43)	(51)
关键财务与估值指标	2022	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	760	156	70	359	60
每股收益	6.53	9.47	12.16	15.10	18.40	其它	(164)	(35)	(38)	(45)	(18)
每股红利	0.00	0.00	1.98	2.47	3.05	经营活动现金流	1584	1494	1720	2417	2604
每股净资产	4.99	7.13	9.12	11.58	14.63	资本开支	0	(11)	(70)	(70)	(70)
ROIC	36%	45%	58%	84%	103%	其它投资现金流	(594)	(514)	966	(50)	(100)
ROE	36%	43%	44%	43%	42%	投资活动现金流	(594)	(525)	896	(120)	(170)
毛利率	39%	42%	43%	45%	46%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	21%	22%	22%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	22%	22%	23%	24%	支付股利、利息	0	0	(823)	(1023)	(1265)
收入增长	106%	55%	29%	23%	20%	其它融资现金流	262	(191)	10	0	0
净利润增长率	651%	73%	29%	24%	24%	融资活动现金流	262	(191)	(813)	(1023)	(1265)
资产负债率	69%	62%	59%	56%	51%	现金净变动	1252	778	1804	1274	1169
息率	0.0%	0.0%	6.1%	7.6%	9.4%	货币资金的期初余额	1589	2841	3618	5422	6696
P/E	36.0	24.9	19.4	15.6	12.8	货币资金的期末余额	2841	3618	5422	6696	7865
P/B	47.2	33.0	25.8	20.3	16.1	企业自由现金流	0	1358	1585	2269	2447
EV/EBITDA	19	11	9	7	6	权益自由现金流	0	1200	1618	2301	2486

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