

零售超预期上调全年收入指引， 公布新回购计划股东回报突出

核心观点

245Q1 公司加盟部分收入 10.32 亿元/+23.45%，零售业务 6.94 亿元/+66.54%，超预期增长使得公司同步上调全年收入指引至 25-30%。25Q1 调整 EBITDA 为 4.74 亿元/+33.8%，开店成长性及运营提效共同推动利润率的提升。Q1 公司新开 121 家（24Q1 为 97 家），关闭 13 家，净开 108 家，全年公司暂时维持 500 家开店目标不变，稳步推进年底达到 2000 好店的目标。公司同步公布本年度首次分红 0.58 亿美元，同时公布 3 年回购计划，3 年累计回购最多 4 亿美元，假设考虑今年回购 1 亿美元和分红去年的 50%，对应今年预测的净利润分红率预计可以超 80%，股东回报提升显著。

事件

公司公布 25Q1 财务数据：25Q1 收入 19.06 亿元/+29.8%，净利润 2.44 亿元/-5.5%，调整净利润 3.45 亿元/+32.3%，调整部分为股权激励支出 Q1 为 1.02 亿元。调整 EBITDA 为 4.74 亿元/+33.8%。

简评

场景零售业务超预期表现，上调全年收入增长指引

收入拆分来看，25Q1 公司加盟部分收入 10.32 亿元/+23.45%，直营 1.29 亿元/-23.5%，零售业务 6.94 亿元/+66.54%，场景零售业务超预期表现。一季度场景零售 GMV 8.45 亿/+70.9%，线上占比 90%+。3 月推出夏季温控被 2.0，48 天 GMV 即破亿，进一步带动超预期的业绩，同时公司进一步打造零售到酒店会员权益互通促销活动。全年场景零售增速由不低于 35%上调至不低于 50%，对应 GMV 将接近 39 亿元。公司同步上调全年收入指引，从此前的+25%上调至 25-30%。25Q1 亚朵酒店运营毛利率 36.6%，+2.5pct，零售业务毛利率 51.4%，+0.9pct 均有提升。销售费用率 +2.9pct 至 14.8%，主要是零售业务占比的结构性影响。一般行政费用剔除股权激励费后为 4.1%，-0.9pct，运营效率持续提升。

新店爬坡缩短，行业整体商务需求仍存不确定性

Q1 亚朵整体 Occ/ADR/RevPAR 同比-3.1pct/-2.8%/-7.2%（华住/首旅标准店/锦江境内-3.9%/-4.6%/-5.31%），亚朵同店 Occ/ADR/

亚朵 (ATAT.O)

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

于佳琪

yujiaqibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110003

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

发布日期：2025 年 05 月 27 日

当前股价：32.86 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
41.21/21.96	5.12/8.18	85.86/73.42
12 月最高/最低价 (美元)		32.86/15.72
总股本 (万股)		13,818.60
流通股本 (万股)		11,362.56
总市值 (亿美元)		45.41
流通市值 (亿美元)		45.41
近 3 月日均成交量 (万)		146.73
主要股东		
Haijun Wang		20.20%

股价表现



RevPAR 同比-3.3pct/-2.6%/-7.2%（华住中端及高档/首旅中高端/锦江中端-7.9%/-8.3%/-9.71%），同店为 4 家中高档中最优。本季度公司整体和同店经营指标变动差异缩窄，一方面新店的快速爬坡，另一方面体量提升后整体指标也更加稳定。展望 Q2，从五一数据来看休闲需求具备充足韧性，商务需求近期仍有波动，预计 RevPAR 降幅较 Q1 将有所缩窄。

开店量与质同步，稳步推进全年 2000 好店目标

Q1 公司新开 121 家（24Q1 为 97 家），关闭 13 家，净开 108 家，其中亚朵净开 83 家，轻居 13 家，亚朵 X11 家，萨和 1 家，截止 Q1 在营门店数达到 1727 家。全年公司暂时维持 500 家开店目标不变，从 Q1 开店来看目标完成难度较低，同时公司对门店质量提出更高要求，关店从去年开始也有所提升，稳步推进年底达到 2000 好店的目标。截止 Q1 管道酒店 755 家，环比+14 家，在行业较弱周期依然保持了签约增量。Q1 亚朵推出 3.6 版本，3 系和 4 系并行运营，轻居升级至 3.3 版本，公司对核心品牌升级持续，产品打造及需求布局领先。

盈利预测与投资建议：公司同步公布本年度首次分红 0.58 亿美元，约占去年利润的 33%（此前分红计划每年不低于去年 50%），同时公布 3 年回购计划，3 年累计回购最多 4 亿美元，假设考虑今年回购 1 亿美元和分红去年的 50%，对应今年预测的净利润分红率预计可以超 80%，股东回报提升显著。我们预计公司 25-27 年实现调整后净利润 16.84/21.24/26.15 亿元，对应 PE 为 21.1/16.6/13.5 倍，维持增持评级。

图表 1：盈利预测（人民币百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,666	7,248	9,416	11,836	14,529
同比增速	106.19%	55.34%	29.91%	25.70%	22.76%
归母净利润	737	1,275	1,552	1,966	2,425
同比增速	651.42%	73.01%	21.71%	26.65%	23.37%
调整后净利润	901	1,308	1,684	2,124	2,615
同比增速	244.87%	45.17%	28.75%	26.13%	23.12%
EPS（元）	1.78	3.08	3.74	4.74	5.85
P/E	44.4	25.7	21.1	16.6	13.5

资料来源：Wind，中信建投 1 美元=7.2047 人民币

风险分析

1、宏观环境变化使得商旅需求受到一定影响：酒店商旅需求与经济的繁荣程度直接相关，若宏观环境相对较弱，则商务出差需求也会下降，从而使得酒店行业入住率承压，进一步向房价传导；

2、疫情后加盟商开店信心恢复较慢造成影响开店不及预期：由于前期酒店行业受到的冲击较为明显，可能使得短期内加盟商考虑谨慎，开店动力不足，进而导致公司扩张速度不及预期风险；

3、零售业务发展不及预期及投入费用过高风险：公司亚朵星球零售板块线上 GMV 快速增长，当前线上竞争较为激烈，可能使得销售费用快速提升影响盈利能力。

分析师介绍

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师，新财富最佳海外研究等评选。

于佳琪

上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018年加入中信建投证券研究发展部，曾有2年国有资本风险投资经验。目前专注于免税、餐饮、酒店、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020、2024年Wind金牌分析师团队成员，2019、2022、2024年新浪金麒麟最佳分析师团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk