2025 年 6 月 27 日（星期五）

公司报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

亚朵 (ATAT US)

持续估值重估

- **二季度线上零售交易总额（GMV）增速持续加快**
- **与一季度相比，四-五月的每间可售房收入（RevPAR）同比跌幅收窄**
- **维持增持；目标价基于 26 年中预测 20 倍市盈率**

管理层释放乐观信号

上周，我们在上海的消费行业调研中会见了亚朵管理层，讨论了公司近期的经营表现及战略展望。管理层表示，在 6.18 购物节期间，枕头、夏凉被等旗舰产品持续拉动销售，同时，深睡夏凉席等创新产品初期市场反响良好。另一方面，数据显示，线上 GMV 在 4 月至 5 月同比增长进一步加速至 110%，5M25 累计同比增速提升至 99.5%（相比 25 年一季度 90%）。假设 75%的销售转化率，我们预期亚朵零售业务二季度业绩或将超预期，有望推动估值重估。酒店业务方面，我们注意到 4 月 RevPAR 同比降幅较一季度（同比下降 7%）有所收窄，且在五一假期期间，RevPAR 同比已转为正增长。管理层进一步表示，6 月业绩表现预计将延续此前趋势，休闲旅游需求保持稳定，部分抵消了商务出行需求疲软影响。24 年下半年基数较低，有利于 25 年下半年 RevPAR 恢复增长。维持增持。

关键数据

- **5M25GMV 增速：**根据魔镜数据，亚朵 5M25 总 GMV 同比增长约 99%，覆盖天猫、京东及抖音。其中，4-5 月的 GMV 同比增长达 110%。
- **RevPAR 趋势：**五一假期期间，RevPAR、平均房价（ADR）及入住率（OCC）均实现同比转正，RevPAR 甚至超过疫情前水平。假期结束后，5 月 RevPAR 虽小幅回落，但降幅较 4 月进一步收窄。
- **618 业绩表现与指引：**公司将 25 财年零售业务增长指引上调至同比增长 50%。在 6.18 购物节期间，枕头、夏凉被等核心产品表现强劲，深睡夏凉席等新品市场反响良好。

盈利变化、估值与风险

- 25-27 年盈利预测大致不变。
- 基于更新后的26年中前瞻20倍市盈率（此前为19倍），我们上调目标价，该估值水平相当于23年以来平均估值+1个标准差。**下行风险：**酒店客房供给重新加速增长、电商销售低于预期。

财务摘要

财年截止于 12 月 31 日 百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	4,666	7,248	9,450	11,764	14,466
同比增长	*106.2%*	*55.3%*	*30.4%*	*24.5%*	*23.0%*
净利润（非 GAAP）	901	1,308	1,741	2,197	2,729
稀释每股收益（人民币）	1.78	3.06	4.21	5.31	6.60
同比增长	*591%*	*72%*	*38%*	*26%*	*24%*
P/E	45.6x	26.5x	19.2x	15.2x	12.3x
ROE	35.8%	43.3%	47.2%	48.5%	49.0%

资料来源：公司、招商证券（香港）预测；股价截止2025年6月26日

黄铭谦
+852 3189 6357
josephwong@cmschina.com.hk

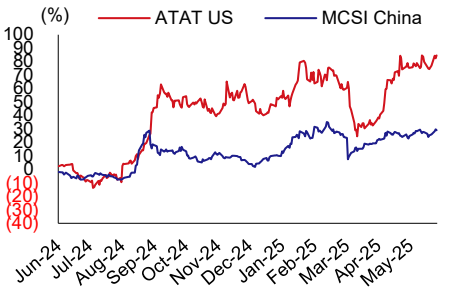
最新变动

上周反向路演管理层释放乐观信号

增持

前次评级	增持
股价（2025年6月26日）	32.4美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	39.0美元(+20.0%)
前次目标价	33.5美元

股价表现



资料来源：彭博；股价截至2025年6月26日

%	1w	1m	6m
ATAT	5.3	4.6	12.7
MSCI China	1.2	4.8	7.9

行业： 酒店	
MSCI China指数（2025年6月26日）	76.86
重要数据	
52周股价区间（美元）	15.2 - 34.3
市值（百万美元）	4,485
日均成交额（百万美元）	0.96
主要股东	
JPMorgan Chase & Co	22.82%
GIC Pte Ltd	16.32%
Blackrock Inc	5.44%
Vanguard Group Inc/T	4.99%
总股数（百万股）	113
自由流通量	50.43%

资料来源：公司，彭博

图1：盈利调整

	New			Old			Diff (%)		
RMB mn	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	9,450	11,764	14,466	9,410	11,624	14,027	0.4%	1.2%	3.1%
Gross Profit	4,026	5,092	6,337	3,996	4,999	6,089	0.8%	1.9%	4.1%
Operating Profit	2,193	2,792	3,493	2,234	2,806	3,428	-1.8%	-0.5%	1.9%
Net profit	1,741	2,197	2,729	1,765	2,198	2,669	-1.3%	0.0%	2.2%
GPM	42.6%	43.3%	43.8%	42.5%	43.0%	43.4%	0.1ppt	0.3ppt	0.4ppt
OPM	23.2%	23.7%	24.1%	23.7%	24.1%	24.4%	-0.5ppt	-0.4ppt	-0.3ppt
NPM	18.4%	18.7%	18.9%	18.8%	18.9%	19.0%	-0.3ppt	-0.2ppt	-0.2ppt

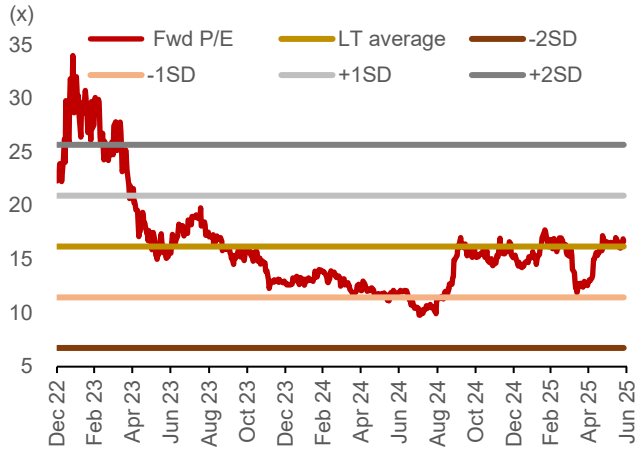
资料来源：公司数据，招商证券（香港）预测

图2：招证预测对比一致预测

	CMS			Consensus			Diff (%)		
RMB mn	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	9,450	11,764	14,466	9,636	11,412	13,492	-1.9%	3.1%	7.2%
Gross Profit	4,026	5,092	6,337	4,092	5,085	6,094	-1.6%	0.1%	4.0%
Operating Profit	2,193	2,792	3,493	2,082	2,642	3,216	5.3%	5.7%	8.6%
Net profit	1,741	2,197	2,729	1,652	2,081	2,518	5.4%	5.6%	8.4%
GPM	42.6%	43.3%	43.8%	42.5%	44.6%	45.2%	0.1ppt	-1.3ppt	-1.4ppt
OPM	23.2%	23.7%	24.1%	21.6%	23.2%	23.8%	1.6ppt	0.6ppt	0.3ppt
NPM	18.4%	18.7%	18.9%	17.1%	18.2%	18.7%	1.3ppt	0.4ppt	0.2ppt

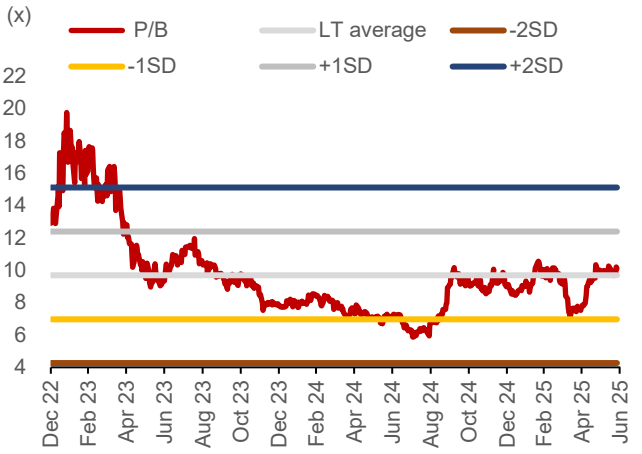
资料来源：公司数据，彭博，招商证券（香港）预测

图3：前瞻市盈率



资料来源：彭博，招商证券（香港）预测

图4：历史P/B水平



资料来源：彭博，招商证券（香港）

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业，厂房及设备	266	214	247	281	316
使用权资产	1,713	1,503	1,572	1,642	1,713
递延税务资产	145	231	231	231	231
其他非流动性资产	222	216	254	255	255
非流动性资产总值	**2,345**	**2,163**	**2,304**	**2,409**	**2,516**
库存	119	167	214	264	321
应收账款及预付款	414	518	533	549	566
其他	868	1,412	1,762	2,112	2,462
银行结余及现金	2,841	3,618	3,649	3,987	4,514
流动性资产总值	**4,242**	**5,716**	**6,159**	**6,912**	**7,864**
资产总值	**6,587**	**7,879**	**8,463**	**9,321**	**10,379**
应付款项	1,469	1,801	1,838	1,874	1,912
租赁负债	296	291	296	296	296
递延收益	406	454	407	407	407
其他流动负债	207	284	224	224	224
流动负债	**2,378**	**2,830**	**2,764**	**2,801**	**2,838**
租赁负债	1,583	1,380	1,380	1,380	1,380
递延收益	369	475	475	475	475
银行借款	2	2	2	2	2
其他	1,778	1,625	1,625	1,625	1,625
非流动负债	**2,149**	**2,103**	**2,103**	**2,103**	**2,103**
总负债	**4,527**	**4,933**	**4,867**	**4,903**	**4,941**
股本	1,556	1,608	1,608	1,608	1,608
储备	507	1,347	2,000	2,825	3,851
其他	5	2	2	2	2
非控股权益	(8)	(10)	(13)	(17)	(22)
权益总额	**2,060**	**2,946**	**3,596**	**4,418**	**5,438**
权益与负债总额	**6,587**	**7,879**	**8,463**	**9,321**	**10,379**

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净收入	739	1,273	1,695	2,140	2,658
折旧摊销	85	29	30	32	34
短期投资收益	-35	-49	-49	-49	-49
资产与存库减值	84	0	0	0	0
呆账准备金	41	0	0	0	0
延迟税务支出	346	0	0	0	0
运营资本变动	727	475	-181	-103	-112
其他	1	-2	-2	-2	-2
来自经营活动的现金流	**1,989**	**1,726**	**1,494**	**2,018**	**2,530**
资本支出	-41	-55	-58	-61	-64
购买以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	-9,427	-20,015	49	49	49
其他	8,868	19,55	-350	-350	-350
来自投资活动的现金流	**-601**	**-521**	**-359**	**-362**	**-365**
已付股息	-151	-436	-1,045	-1,318	-1,638
资本增加	40	60	-60	0	0
其他	-36	-51	0	0	0
来自融资活动的现金流	**-147**	**-427**	**-1,105**	**-1,318**	**-1,638**
净现金流	**1,241**	**779**	**31**	**338**	**528**

损益表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	**4,666**	**7,248**	**9,450**	**11,764**	**14,466**
销售成本	-2,827	-4,236	-5,424	-6,672	-8,129
毛利	**1,839**	**3,012**	**4,026**	**5,092**	**6,337**
经销开支	-470	-973	-1,268	-1,579	-1,942
行政开支	-287	-320	-417	-519	-639
其他	-158	-97	-148	-201	-263
经营溢利	**924**	**1,622**	**2,193**	**2,792**	**3,493**
财务成本	25	45	45	45	45
其他收益（成本）	33	52	51	51	51
税前利润	**982**	**1,719**	**2,289**	**2,889**	**3,590**
所得税开支	-243	-446	-594	-750	-931
净利润	**739**	**1,273**	**1,695**	**2,140**	**2,658**
非控股权益	-2	2	3	4	5
本公司拥有人应占利润	**737**	**1,275**	**1,698**	**2,144**	**2,663**
经调整净利润	**901**	**1,308**	**1,741**	**2,197**	**2,729**
摊薄每股盈利（人民币）	1.78	3.06	4.21	5.31	6.60
每股股息（人民币）	1.09	1.85	2.53	3.19	3.96

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	106.2%	55.3%	30.4%	24.5%	23.0%
毛利	169.3%	63.7%	33.7%	26.5%	24.4%
经营利润	460.2%	75.5%	35.2%	27.4%	25.1%
净利润	244.9%	45.2%	33.1%	26.2%	24.2%
每股盈利	591.2%	72.0%	37.7%	26.2%	24.2%
利润率					
毛利润率	39.4%	41.6%	42.6%	43.3%	43.8%
经营利润率	19.8%	22.4%	23.2%	23.7%	24.1%
净利润率	19.3%	18.1%	18.4%	18.7%	18.9%
流动性					
应收账款天数	32.4	26.1	20.6	17.0	14.3
库存天数	15.4	14.4	14.4	14.4	14.4
应付账款天数	189.7	155.2	123.6	102.5	85.8
现金周转天数	-141.9	-114.7	-88.6	-71.1	-57.1
现金流与杠杆率					
自由现金流	1,947.6	1,672.7	1,437.2	1,958.2	2,467.1
股息分配比率	20.8%	62.8%	60.0%	60.0%	60.0%
股息率	1.3%	2.3%	3.1%	3.9%	4.9%
回报分析					
ROE	35.8%	43.3%	47.2%	48.5%	49.0%
ROA	11.2%	16.2%	20.1%	23.0%	25.7%
ROCE	23.9%	34.9%	41.0%	45.0%	48.2%
估值倍数					
P/E	45.6	26.5	19.2	15.2	12.3
P/B	16.2	11.4	9.3	7.6	6.2

资料来源：公司披露，招商证券（香港）预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及 / 或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，

则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港
招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828