

亚朵 (ATAT.O)

双主业延续高势能增长，上调全年收入指引

优于大市

核心观点

2025Q2 公司收入与利润同比增长均超 30%。2025Q2 公司收入 24.69 亿元/+37.4%，归母净利润 4.25 亿元/+39.8%，调整后净利润 4.27 亿元/+30.2%，调整后 EBITDA 6.1 亿元/+37.7%。总体上，公司在行业逆风环境下凭借持续升级的产品力与会员运营，酒店扩张与零售双轮驱动，展现出领先行业表现。

酒店：收入保持双位数增长，毛利率改善。2025Q2 酒店收入 14.49 亿元/+20.0%，其中加盟收入 12.99 亿元/+26.5%（酒店数量同比增长 30%），自营酒店收入 1.50 亿元/-17.0%（同比净减少 6 家）。加盟毛利率提升叠加结构性占比增加推动酒店毛利率从 2024Q2 的 35.7%升至 38.3%。

开店和管道酒店表现强劲，多品牌系列协同发展。2025Q2 新开 118 家/关闭 21 家/净开 97 家；季末在营酒店达 1824 家，同比增长 29%；储备店 816 家，环比增加 61 家，为年底 2000 店保驾护航。分品牌看，亚朵 3.6 版本首批酒店陆续开业目前签约势头向好；亚朵 4.0 首店于 2024 年 6 月开业截止 Q2 末已开业超 30 家、储备店超 60 个；萨和 2025 年 5 月深圳首店开业、首月 RevPAR 超 800 元；轻居定位年轻客群，RevPAR 同比恢复度领先公司整体。

RevPAR 降幅环比改善，中央预订维持良好。2025Q2 酒店 RevPAR 343 元/-4.3%（OCC 76%/-2.0pct，ADR 433 元/-1.8%），成熟门店同店 RevPAR 351 元/-5.6%（OCC 77.2%/-2.8pct，ADR 437 元/-2.2%），环比 Q1 均有所改善（同店与整体均为-7.2%）；Q2 CRS 系统占比 61.5%，私域会员依然发挥良好基本盘作用；管理层预计 Q3 降幅环比进一步收窄，继续聚焦 OCC 与 ADR 均衡策略。

零售：新品叠加大促表现强劲，带动全年收入再度上修。2025Q2 公司零售业务 GMV11.44 亿元/+84.6%，收入 9.65 亿元/+79.8%，占总收入 39%。新品带动毛利率从 2024Q2 的 50.6%扩大至 53.3%；618 期间 GMV5.78 亿元/+86%，创大促新高，首次在主流第三方平台实现床上用品品类第一。公司将全年零售收入指引从 50%上调至 60%，总收入从 25-30%上调至 30%；尽管零售占比提升，公司预计全年税前利润率依然有望稳定，出境资金税率影响净利率水平。

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：我们维持 2025-2027 年经调整净利润为 16.8/20.9/25.4 亿元，对应 PE 为 22/18/15。公司定位中高端用户持续提升差异化产品力，酒店与零售均处于品牌高势能成长阶段，二者协同发展有望持续驱动业绩领先行业表现。此外三年分红率不低于 50%+4 亿美元回购上限的组合策略增强额外吸引力，系出行链中成长与红利属性兼备的稀缺标的，维持“优于大市”评级。

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	9,488	11,885	14,344
(+/-%)	106.2%	55.3%	30.9%	25.3%	20.7%
经调整归母净利润(百万元)	903	1308	1680	2086	2543
(+/-%)	248.3%	44.9%	28.4%	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%	22.0%	22.5%
净资产收益率 (ROE)	35.6%	43.1%	43.5%	42.7%	41.4%
市盈率 (PE)	41.2	28.5	22	18	15
EV/EBITDA	21.6	12.6	9.8	8.1	6.6
市净率 (PB)	54.02	37.79	29.57	23.27	18.46

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

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

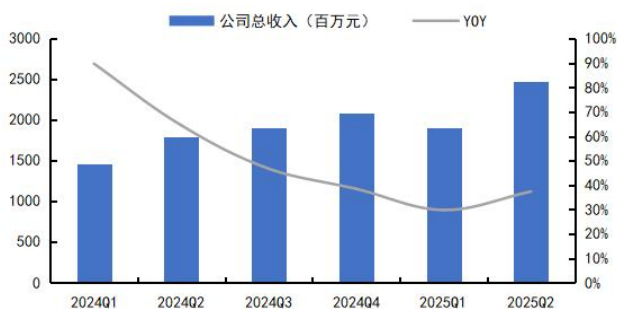
相关研究报告

《亚朵 (ATAT.O) - 亚朵零售——体验经济新典范》——2025-07-31
《亚朵 (ATAT.O) - 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》——2025-05-25
《亚朵 (ATAT.O) - 2024 年经调整净利润增长 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

2025Q2 公司收入与利润同比增长均超 30%。2025Q2 公司收入 24.69 亿元/+37.4%，归母净利润 4.25 亿元/+39.8%，调整后净利润 4.27 亿元/+30.2%，调整后 EBITDA 6.1 亿元/+37.7%。总体上，公司在行业逆风环境下凭借持续升级的产品力与会员运营，酒店扩张与零售双轮驱动，展现出领先行业表现。

酒店：收入保持双位数增长，毛利率改善。2025Q2 酒店收入 14.49 亿元/+20.0%，其中加盟收入 12.99 亿元/+26.5%（酒店数量同比增长 30%），自营酒店收入 1.50 亿元/-17.0%（同比净减少 6 家）。加盟毛利率提升叠加结构性占比增加推动酒店毛利率从 2024Q2 的 35.7%升至 38.3%。

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

开店和管道酒店表现强劲，多品牌系列协同发展。2025Q2 新开 118 家/关闭 21 家/净开 97 家；季末在营酒店达 1824 家，同比增长 29%；储备店 816 家，环比增加 61 家，为年底 2000 店保驾护航。分品牌看，亚朵 3.6 版本首批酒店陆续开业目前签约势头向好；亚朵 4.0 首店于 2024 年 6 月开业截止 Q2 末已开业超 30 家、储备店超 60 个；萨和 2025 年 5 月深圳首店开业、首月 RevPAR 超 800 元；轻居定位年轻客群，RevPAR 同比恢复度领先公司整体。

RevPAR 降幅环比改善，中央预订维持良好。2025Q2 酒店 RevPAR 343 元/-4.3%（OCC 76%/-2.0pct，ADR 433 元/-1.8%），成熟门店同店 RevPAR 351 元/-5.6%（OCC 77.2%/-2.8pct，ADR 437 元/-2.2%），环比 Q1 均有所改善（同店与整体均为-7.2%）；Q2 CRS 系统占比 61.5%，私域会员依然发挥良好基本盘作用；管理层预计 Q3 降幅环比进一步收窄，继续聚焦 OCC 与 ADR 均衡策略。

零售：新品叠加大促表现强劲，带动全年收入再度上修。2025Q2 公司零售业务 GMV11.44 亿元/+84.6%，收入 9.65 亿元/+79.8%，占总收入 39%。新品带动毛利率从 2024Q2 的 50.6%扩大至 53.3%；618 期间 GMV5.78 亿元/+86%，创大促新高，首次在主流第三方平台实现床上用品品类第一。公司将全年零售收入指引从 50%上调至 60%，总收入从 25-30%上调至 30%；尽管零售占比提升，公司预计全年税前利润率依然有望稳定，出境资金税率影响净利率水平。

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：我们维持 2025-2027 年经调整净利润为 16.8/20.9/25.4 亿元，对应 PE 为 22/18/15。公司定位中高端用户持续提升差异化产品力，酒店与零售均处于品牌高势能成长阶段，二者协同发展有望持续驱动业绩领先行业表现。此外三年分红率不低于 50%+4 亿美元回购上限的组合策略增强额外吸引力，系出行链中成长与红利属性兼备的稀缺标的，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
		2025-8-27	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	
ATAT. 0	亚朵	372	9.47	12.3	15.4	18.7	28	22	18	15	优于大市
1179. HK	华住集团-S	811	1.2	1.5	1.7	1.9	22	18	16	14	优于大市
600258. SH	首旅酒店	166	0.7	0.8	1.0	1.1	21	18	16	14	优于大市
600754. SH	锦江酒店	246	0.9	1.1	1.4	1.6	27	21	17	14	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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2841	3618	5442	6772	7957	营业收入	4666	7248	9488	11885	14344
应收款项	511	664	988	1205	1415	营业成本	2827	4236	5323	6497	7688
存货净额	119	167	229	280	331	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	18	0	38	48	57	销售费用	470	973	1474	2028	2554
流动资产合计	4242	5716	6997	8654	10211	管理费用	530	488	628	750	870
固定资产	266	214	306	391	472	财务费用	(25)	(45)	(31)	(43)	(52)
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	9222	10933	12541	营业利润	982	1719	2216	2773	3409
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	1045	1152	1153	利润总额	982	1719	2216	2773	3409
其他流动负债	1508	1855	2210	2764	3093	所得税费用	243	446	576	729	910
流动负债合计	2378	2830	3325	3986	4317	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)	2023	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	5458	6149	6509	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	3778	4802	6053	公允价值变动损失	0	0	(50)	(45)	(45)
负债和股东权益总计	6587	7879	9222	10933	12541	财务费用	(25)	(45)	(31)	(43)	(52)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	760	156	91	414	89
每股收益	6.53	9.47	12.16	15.10	18.40	其它	(164)	(35)	(40)	(42)	(44)
每股红利	0.00	0.00	1.98	2.47	3.02	经营活动现金流	1584	1494	1739	2474	2607
每股净资产	4.99	7.13	9.11	11.58	14.60	资本开支	0	(11)	(70)	(70)	(70)
ROIC	36%	45%	58%	86%	106%	其它投资现金流	(594)	(514)	966	(50)	(100)
ROE	36%	43%	43%	43%	41%	投资活动现金流	(594)	(525)	896	(120)	(170)
毛利率	39%	42%	44%	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%	22%	23%	支付股利、利息	0	0	(822)	(1024)	(1252)
收入增长	106%	55%	31%	25%	21%	其它融资现金流	262	(191)	10	0	0
净利润增长率	651%	73%	29%	25%	22%	融资活动现金流	262	(191)	(812)	(1024)	(1252)
资产负债率	69%	62%	59%	56%	52%	现金净变动	1252	778	1824	1330	1185
息率	0.0%	0.0%	5.3%	6.6%	8.1%	货币资金的期初余额	1589	2841	3618	5442	6772
P/E	41.2	28.5	22.2	17.9	14.6	货币资金的期末余额	2841	3618	5442	6772	7957
P/B	54.0	37.8	29.6	23.3	18.5	企业自由现金流	0	1358	1605	2328	2453
EV/EBITDA	22	13	10	8	7	权益自由现金流	0	1200	1638	2360	2491

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

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