

公司報告

亞朵 (ATAT US)

全面发力；重申增持评级

- 零售业务强劲，二季度业绩超预期；全年零售增长指引上调为同比增长60%（此前为50%）
- RevPar跌幅收窄；预计在下半年进一步改善
- 鉴于税率上升，下调净利润预测6%；目标价基于22.0倍26年中市盈率；增持

强劲零售业务与酒店 RevPAR 恢复支撑估值重估

亚朵持续展现强劲经营情况，全年营收增长指引上调至30%（此前为25-30%），同时零售销售同比增长指引上调至60%（此前为50%），得益于酒店与零售业务的增长动能加速（酒店业务隐含增长约17%）。我们注意到，截至今年7月，亚朵线上零售GMV同增超过70%，远超此前指引，主要得益于“亚朵星球”不断扩展的产品组合以及90%的线上渗透率。上述趋势进一步验证了我们对零售业务将成为结构性增长引擎的判断，其背后得益于亚朵创新成果（如Deep Sleep Pro 3.0枕头、Comforter Pro 2.0调温被），以及通过数字渠道高效扩张的能力。与此同时，酒店业务基本面也在持续改善：25年二季度RevPAR同比下滑幅度收窄至-4.3%（相比一季度的-7.2%），预计表现优于整体市场，并将在三季度随着休闲需求支撑而进一步改善。综合毛利率同比提升1.9个百分点至43.5%，其中酒店与零售业务毛利率分别提升2.6个百分点和2.7个百分点。在加大市场营销投入的背景下，公司仍成功维持经调整后EBITDA利润率稳定在24.7%。截至目前，亚朵已新开业239家酒店，全年预计将新开500家酒店，并有信心在年底前达成2,000家酒店网络的目标，其背后得益于强劲的项目储备（在建及筹备项目达816个）。随着酒店与零售业务的持续强劲动能，以及对25年下半年复苏趋势的可见性提升，公司预计将实现约6%的资本回报（通过股票回购与分红均衡分配）。我们故此重申增持评级。

电话会要点

- 指引：亚朵今年新开业500家酒店的目标进展顺利，零售销售增长指引也上调至同比增长60%。需要注意的是，随着股息和股票回购的推进，有效税率将因预提税影响上升至30%。
- 今年截止三季度的经营表现：夏季休闲需求依然稳健，三季度RevPAR压力有所缓解，全年复苏趋势预计持续至四季度。

盈利调整，估值与风险

- 我们将25年营收预测上调1.2%，以反映最新的零售增长指引，从而预计全年总销售额将实现30%增长。
- 我们将25年净利润预测下调5.6%，主因品牌与渠道投入导致的销售与管理费用略高，以及有效税率上升5个百分点至30%。尽管如此，我们的净利润预测仍较市场一致预期高出6-9%。
- 我们的目标价基于26年中22倍市盈率（此前为20倍），该估值仍高于2023年以来的平均水平约向一个标准差。我们认为，亚朵更快的增长动能足以支撑其相较于华住（当前估值约16倍）享有估值溢价。
- 下行风险：酒店客房供应重新加速增加，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	9,566	12,306	14,935
同比增长	106.2%	55.3%	32.0%	28.6%	21.4%
净利润 (非GAAP)	901	1,308	1,643	2,163	2,643
稀释每股收益 (人民币)	5.45	9.25	11.60	15.28	18.68
同比增长	217%	44%	26%	32%	22%
P/E	48.6x	28.6x	22.8x	17.3x	14.2x
ROE	35.8%	43.3%	45.0%	48.3%	48.2%

资料来源：公司、招商證券（香港）预测；股价截止2025年8月26日

黄铭谦

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

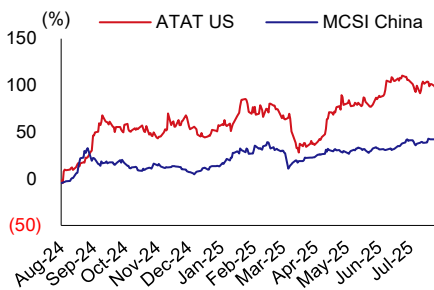
最新变动

亚朵将迎来进一步估值重估。

增持

前次评级	增持
股价 (2025年8月26日)	37.2美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	42.5美元(+13.8%)
前次目标价	39美元

股价表现



资料来源：彭博；股价截至2025年8月26日

%	1m	6m	12m
ATAT	5.9	27.4	118.1
MSCI 中国	7.9	17.8	51.7

行业：酒店

MSCI中国指数 (2025年8月26日)	183.4
重要数据	
52周股价区间 (美元)	16.2 - 37.5
市值 (百万美元)	4,945
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

25 年二季度业绩亮点

主要财务指标

- 净收入达 24.7 亿元人民币 (下同), 同比增长 37.4%, 环比增长 29.5%, 主要受酒店及零售业务强劲增长驱动。
- 综合毛利率提升至 43.5%, 同比上升 1.9 个百分点, 得益于收入结构优化及成本效率提升。酒店毛利率提升至 38.3% (24 年二季度为 37.1%)。零售毛利率扩大至 53.3%, 同比提升 2.7 个百分点, 主要得益于产品结构优化、直销渠道渗透率提升以及供应链和分销规模效应持续释放。
- 调整后 EBITDA 增至 6.10 亿元, 同比增长 37.7%, 得益于酒店与零售业务毛利率提升。调整后 EBITDA 利润率保持稳定, 为 24.7%, 2024 年第二季度为 24.6%, 反映出良好的经营杠杆效应。
- 经调整后净利润同比增长 30.2%, 达到 4.27 亿元。经调整后净利润率为 17.3%, 较 24 年二季度的 18.2% 略有下降, 主要原因是销售及市场推广费用增加。
- 现金及现金等价物为 27.2 亿元, 净现金为人 26.5 亿元, 表明公司具备强劲的流动性和资产负债表支撑持续增长。

运营数据及门店网络

- 截至 25 年二季度, 运营中的酒店总数达到 1,824 家, 季度内新开业酒店 118 家, 持续支持规模扩张。酒店筹建项目达 816 个, 为未来扩张提供坚实保障。
- 同店 RevPAR 为 334 元, 同比下降 5.6%, 表现出温和的同比下滑。同店入住率为 77.2%, 同比下降 2.8 个百分点, 平均房价 (ADR) 为 433 元, 同比仅小幅下降 1.8%。
- 综合 RevPAR 为 319 元, 同比下降 4.5%; 综合入住率降至 73.6%, 同比减少 4.3 个百分点。ADR 保持稳定, 为人民币 433 元, 同比持平。
- 25 年二季度酒店毛利率提升至 38.3%, 高于 24 年二季度的 35.7%。

业务板块收入

- 加盟管理酒店实现收入 13 亿元, 同比增长 26.5%, 主要受益于网络扩展。
- 租赁酒店收入同比下降 17.0%, 至 1.496 亿元, 反映公司持续向轻资产模式转型。
- 零售板块收入同比大幅增长 79.8%, 至 9.648 亿元, 主要受益于 GMV 强劲增长、新品推出以及线上活动 (如 618 大促) 的成功。
- 其他收入为 5490 万元, 同比增长 3.6%。

零售业务聚焦

- 25 年二季度零售收入大幅增至 11.4 亿元，同比增长 79.8%，较 25 年一季度环比提升 39.1%。零售已成为亚朵增速最快的业务板块。
- 本季度零售 GMV 达 11.4 亿元，较 24 年二季度的 6.2 亿元，同比增长 84.6%。这一增长主要受核心睡眠相关品类的强劲需求及季节性营销活动的显著成效推动。
- 618 购物节成为主要销售催化剂，期间亚朵实现：
 - 在主要电商平台（包括抖音）被芯类与枕头类产品排名第一。
 - 数字渠道实现高曝光率和高转化率，线上渠道贡献了零售 GMV 的 90% 以上，充分体现了亚朵直达消费者模式的有效性。
- 产品创新持续驱动业绩增长。亚朵本季度推出：
 - 深睡记忆棉枕 Pro 3.0，在材料与人体工学方面实现了多项突破性升级。
 - 调温被 Pro 2.0（夏季款），凭借其季节性适配性和调温特性，持续保持强劲的销售势头。
 - 枕头类进一步巩固了市场领导地位，在各大平台持续保持领先排名，充分验证了亚朵在睡眠领域的品牌实力与产品品质。
 - 被芯类产品获得了越来越多的市场认可，在销售及消费者评价方面实现了显著增长，标志着该品类在枕头产品之外的成功扩展。
- 亚朵星球作为公司零售创新平台，在推动产品迭代、跨品类创新以及家居睡眠环境系统化解决方案方面发挥了核心作用，满足客户在不同场景中（涵盖床品、睡姿、舒适度及温控等）的需求。

品牌/运营策略

- 亚朵 3.6 系列继续以主流商旅为核心定位，注重功能性与氛围营造，进一步提升宾客体验。
- 亚朵 4.0 系列定位于新一代高端中档旗舰，目前已有 60 余家酒店投入运营，另有 30 余家在筹建中，融合空间美学与本地文化。
- SAVHE 酒店引入高端理念，以“东方静谧”为品牌主张，打造沉浸式宾客体验，焕新传统高端住宿。
- 亚朵轻居 3.3 通过设计升级、运营模式优化，持续强化品牌在中档市场的竞争优势，并在核心城市展现出色业绩。
- 会员基数增至 1.026 亿人，同比增长 34.7%，CRS 渠道表现持续稳健，企业会员贡献持续提升。

分析师电话会议问答要点

业绩指引更新

- 管理层对全年持审慎乐观态度，预计 25 年二季度 RevPAR 压力将在第三季度有所缓解，主要受益于夏季休闲旅游需求的韧性。公司预计 RevPAR 同比降幅将逐步收窄，全年 RevPAR 恢复呈现持续改善趋势。
- 亚朵重申全年新开业门店 500 家的目标，截至季度末在手项目储备达到 816 个，支持公司稳健扩张。尽管行业竞争加剧，亚朵对自身差异化产品保持信心，并认为以质量为核心的扩张将有助于实现可持续增长。
- 公司将全年零售业务收入增长指引由 25 年一季度的同比增长 50% 上调至同比增长 60%，这反映出二季度的强劲表现以及新产品上市后获得的积极市场反馈。

零售业务

- 亚朵在亚朵星球产品线下推出了多款全新睡眠相关 SKU，包括深睡 Pro 3.0 和控温 Pro 2.0 4G，均获得了良好的市场反馈。借助这一发展势头，亚朵计划在未来几个月内推出升级版控温杯系列，进一步完善以健康为核心的产品生态体系。
- 管理层将零售业务的成功归功于深厚的消费者洞察和以体验为驱动的产品战略。同时，管理层也坦言行业竞争日益加剧，并强调需进一步强化供应链能力、研发投入及质量管控，以支持长期发展。
- 零售业务对集团收入的贡献提升（2025 年上半年为 38%，较 2024 年上半年的 29% 有所增加），对利润率产生结构性影响，但管理层预计通过效率提升能够保持税前盈利能力的稳定。但由于国内分红回流推动实际税率由 25% 上升至 30%，净利润率可能出现小幅下滑。

酒店业务

- 亚朵在市场供给增加的背景下，始终坚持以品质驱动的扩张策略。2025 年上半年，公司新开业酒店 239 家，关闭 34 家，预计全年关闭总数为 70–80 家，此举作为主动优选策略的一部分，旨在保持高质量门店组合。
- “好店”战略仍是核心，继续聚焦优质地段、严格的签约标准以及全生命周期的质量管理。
- 萨和 (Savhe) 持续获得市场认可，深圳旗舰店开业首月 RevPAR 超过 800 元。亚朵轻居 3.0 及 3.3 版本在 RevPAR 恢复方面表现优于集团平均水平，加盟商对全新 3.3 版本反响积极。
- 管理层认为酒店业务已进入品质竞争的新阶段，并计划持续加大对品牌价值、运营效率及城市核心市场覆盖的投入。

图1: 盈利调整

RMB mn	New			Old			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	9,566	12,306	14,935	9,450	11,764	14,466	1.2%	4.6%	3.2%
Gross Profit	4,110	5,406	6,622	4,026	5,092	6,337	2.1%	6.2%	4.5%
Operating Profit	2,184	2,908	3,576	2,193	2,792	3,493	-0.4%	4.1%	2.4%
Net profit	1,643	2,163	2,643	1,741	2,197	2,729	-5.6%	-1.5%	-3.1%
GPM	43.0%	43.9%	44.3%	42.6%	43.3%	43.8%	0.4ppt	0.6ppt	0.5ppt
OPM	22.8%	23.6%	23.9%	23.2%	23.7%	24.1%	-0.4ppt	-0.1ppt	-0.2ppt
NPM	17.2%	17.6%	17.7%	18.4%	18.7%	18.9%	-1.3ppt	-1.1ppt	-1.2ppt

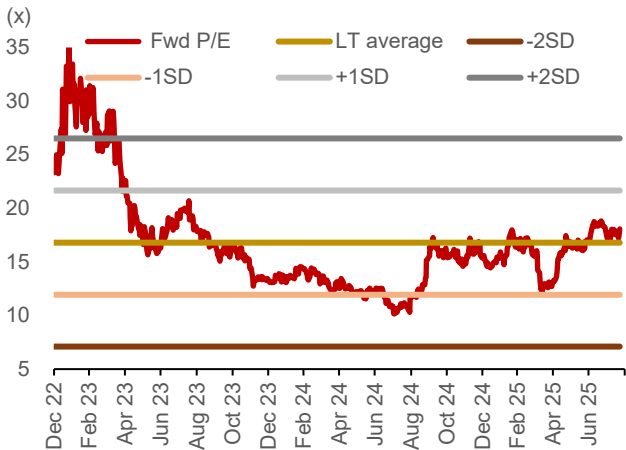
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图2: 招证预测对比一致预测

RMB mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	9,566	12,306	14,935	9,426	11,592	13,775	1.5%	6.2%	8.4%
Gross Profit	4,110	5,406	6,622	4,115	5,177	6,219	-0.1%	4.4%	6.5%
Operating Profit	2,184	2,908	3,576	2,059	2,650	3,192	6.1%	9.7%	12.0%
Net profit	1,643	2,163	2,643	1,548	2,006	2,416	6.1%	7.8%	9.4%
GPM	43.0%	43.9%	44.3%	43.7%	44.7%	45.1%	-0.7ppt	-0.7ppt	-0.8ppt
OPM	22.8%	23.6%	23.9%	21.8%	22.9%	23.2%	1ppt	0.8ppt	0.8ppt
NPM	17.2%	17.6%	17.7%	16.4%	17.3%	17.5%	0.8ppt	0.3ppt	0.2ppt

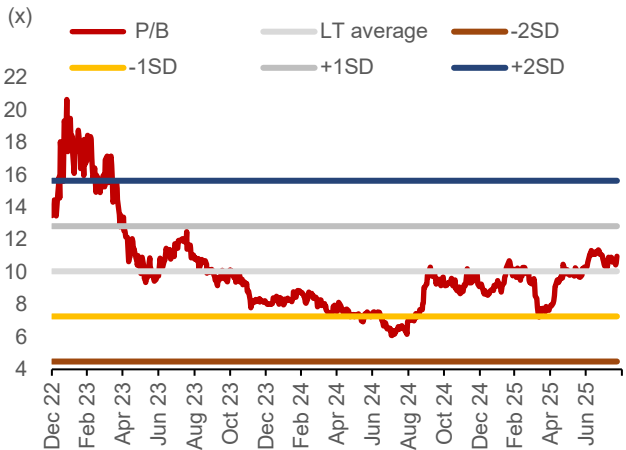
资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图3: 前瞻市盈率水平



资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 预测

图4: 市净率水平



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	216	273	329
应收账款及预付款	414	518	569	626	689
其他	868	1,412	1,762	2,112	2,462
银行结余及现金	2,841	3,618	3,716	4,151	4,778
流动性资产总值	4,242	5,716	6,263	7,162	8,258
资产总值	6,587	7,879	8,567	9,571	10,773
应付款项	1,469	1,801	1,982	2,180	2,398
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	2,908	3,106	3,324
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	5,011	5,209	5,427
股本	1556	1608	1608	1608	1608
储备	507	1,347	1,960	2,769	3,759
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	3,557	4,362	5,346
权益与负债总额	6,587	7,879	8,567	9,571	10,773

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净收入	739	1,273	1,597	2,103	2,571
折旧摊销	85	29	30	32	34
短期投资收益	-35	-49	-49	-49	-49
资产减值	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	-74	10	25
其他	1	-2	-2	-2	-2
来自经营活动的现金流	1,989	1,726	1,502	2,094	2,578
资本支出	-41	-55	-58	-61	-64
购买以公允价值计量且其变动计入	-9,427	-	49	49	49
其他	8,868	19,550	-350	-350	-350
来自投资活动的现金流	-601	-521	-359	-362	-365
已付股息	-151	-436	-986	-1,298	-1,586
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	-1,046	-1,298	-1,586
净现金流	1,241	779	97	435	627

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	4,666	7,248	9,566	12,306	14,935
销售成本	-2,827	-4,236	-5,456	-6,900	-8,313
毛利	1,839	3,012	4,110	5,406	6,622
经销开支	-470	-973	-1,320	-1,698	-2,061
行政开支	-287	-320	-422	-543	-659
其他	-158	-97	-184	-257	-326
经营溢利	924	1,622	2,184	2,908	3,576
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	2,281	3,004	3,672
所得税开支	-243	-446	-684	-901	-1,102
净利润	739	1,273	1,597	2,103	2,571
非控股权益	-2	2	3	4	5
本公司拥有人应占利润	737	1,275	1,600	2,107	2,575
经调整净利润	901	1,308	1,643	2,163	2,643
基本每股盈利 (人民币)	5.45	9.25	11.60	15.28	18.68
每股股息 (人民币)	1.11	5.76	7.15	9.41	11.50

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	106.2%	55.3%	32.0%	28.6%	21.4%
毛利	169.3%	63.7%	36.5%	31.5%	22.5%
经营利润	460.2%	75.5%	34.7%	33.1%	23.0%
净利润	244.9%	45.2%	25.6%	31.6%	22.2%
每股盈利	217.2%	44.4%	25.6%	31.6%	22.2%
利润率					
毛利润率	39.4%	41.6%	43.0%	43.9%	44.3%
经营利润率	19.8%	22.4%	22.8%	23.6%	23.9%
净利润率	19.3%	18.1%	17.2%	17.6%	17.7%
流动性					
应收账款天数	32.4	26.1	21.7	18.6	16.8
库存天数	15.4	14.4	14.4	14.4	14.4
应付账款天数	189.7	155.2	132.6	115.3	105.3
现金周转天数	-141.9	-114.7	-96.4	-82.3	-74.0
现金流与杠杆率					
自由现金流	1,948	1,673	1,445	2,035	2,515
股息分配比率	17.0%	61.2%	60.0%	60.0%	60.0%
股息率	0.4%	2.2%	2.7%	3.6%	4.3%
回报分析					
ROE	35.8%	43.3%	45.0%	48.3%	48.2%
ROA	11.2%	16.2%	18.7%	22.0%	23.9%
ROCE	23.9%	34.9%	41.1%	47.2%	49.9%
估值倍数					
P/E	48.6	28.6	22.8	17.3	14.2
P/B	17.4	12.4	10.3	8.4	6.8

资料来源: 公司资料、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