

公司報告

亞朵 (ATAT US)

增長具備韌性，強勁勢頭持續

- RevPAR 穩定，強勁的酒店儲備管線支撐四季度增長動能
- 預計在新SKU推出與高復購帶動下，四季度GMV將實現強勁增長
- 盈利預測維持不變；目標價31.5美元，基於26年中期22.5倍P/E

NDR反饋積極

我們於 9 月 17 日舉辦了亞朵的季度 NDR。投資者關注的問題主要包括：1) 9 月最新 RevPAR 走勢及即將到來的國慶假期展望，酒店網絡擴張節奏及結構；2) 零售 GMV 的增長動能。我們針對上述問題得到公司積極反饋。因此，我們維持盈利預測和評級不變。本次目標價基於最新 22.5x (由 22.0x 上調) 26 年中期 P/E，仍高於 23 年以來平均估值往上一個標準差。維持增持評級。

- **酒店業務。**亞朵正在加速下半年酒店擴張，當前儲備酒店數量達 816 家 (相比一季度的 755 家)，主要受益於亞朵 3.6 和輕居 3.3 等新產品模式的成功，這些模式吸引了眾多經驗豐富的加盟商。新酒店憑藉模式升級和在戰略性選址 (均布局在二線及以上城市)，在 RevPAR 表現上優於舊酒店。亞朵計劃通過在核心城市地區開設高端酒店，同時對現有舊店進行煥新升級，持續強化“品質優先”戰略，以提升整體競爭力。公司也在謹慎管理供給增長，執行嚴格的酒店周期 (從籌建到開業)，並計劃關閉表現不佳的門店。管理層預計 RevPAR 將在 25 年底之前保持穩定趨勢。
- **零售業務。**該業務板塊有望在四季度實現強勁表現，此前其核心品類——枕頭和被子——在年初至今已展現出良好增長趨勢。二季度枕頭、被子收入大幅提升，且隨著高毛利新品如夏被 2.0 與深睡枕 Pro 3.0 的推出，管理層預計相關增長趨勢有望延續。同時，公司還計劃通過完善“深睡”生態體系，豐富配套產品，以提升復購率。亞朵預計 GMV 增長和利潤率將保持健康，符合其二季度業績指引修正。
- **稅率與分紅。**亞朵通過明確的分紅及股份回購策略，持續為股東創造回報。根據三年分紅政策，亞朵每年承諾分配不少於上年度淨利潤的 50%，24 年分紅率達到 60%。較高的分紅導致實際稅率提升至約 30%，預計到 25 年四季度和 26 年將保持穩定。
- **上市狀態。**未就双重上市作出評論。亞朵持續評估其海外上市相關風險。

下行風險：酒店客房供給加快、電商銷售低於預期。

財務摘要

財年截止於 12 月 31 日 百萬元人民幣	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	4,666	7,248	9,566	12,306	14,935
同比增長	106.2%	55.3%	32.0%	28.6%	21.4%
淨利潤 (非 GAAP)	901	1,308	1,643	2,163	2,643
稀釋每股收益 (人民幣)	5.45	9.25	11.60	15.28	18.68
同比增長	217%	44%	26%	32%	22%
P/E	43.2x	29.9x	23.6x	18.0x	14.7x
ROE	35.8%	43.3%	45.0%	48.3%	48.2%

資料來源：公司、招商證券 (香港) 預測；股價截止 2025 年 9 月 17 日

黃銘謙

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

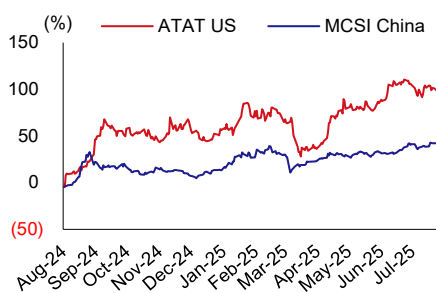
最新變動

NDR 反饋積極。我們上調目標價，以反映良好增長動能。

增持

前次評級	增持
股價 (2025 年 9 月 17 日)	39.6 美元
12 個月目標價 (上漲/下跌空間)	43.5 美元 (+10.6%)
前次目標價	42.5 美元

股價表現



資料來源：彭博；股價截至 2025 年 9 月 17 日

%	1m	6m	12m
ATAT	14.2	27.3	95.3
MSCI 中國	9.6	12.2	58.7

行業：酒店

MSCI 中國指數 (2025 年 9 月 17 日)	195.0
-----------------------------	-------

重要數據

52 周股價區間 (美元)	20.0 - 40.4
市值 (百萬美元)	5,505
日均成交額 (百萬美元)	0.96

主要股東

JPMorgan Chase & Co	22.82%
GIC Pte Ltd	16.32%
Blackrock Inc	5.44%
Vanguard Group Inc/T	4.99%
總股數 (百萬股)	113
自由流通量	50.43%

資料來源：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 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 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 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 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 5,490 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长至 9.648 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

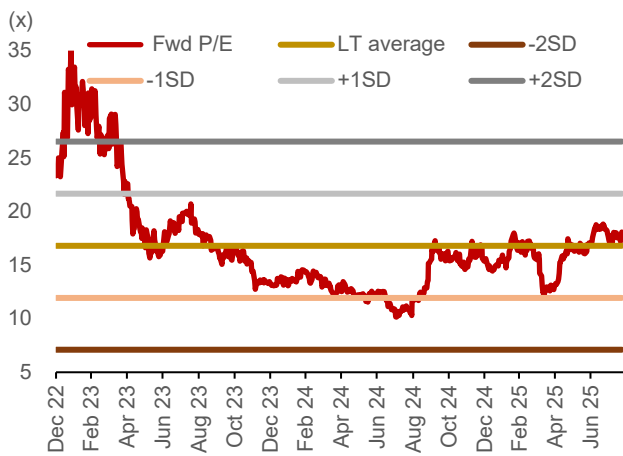
- 亚朵 3.6 系列继续以主流商旅为核心定位，注重功能性与氛围营造，进一步提升宾客体验。
- 亚朵 4.0 系列定位于新一代高端中档旗舰，目前已有 60 余家酒店投入运营，另有 30 余家在筹建中，融合空间美学与本地文化。
- SAVHE 酒店引入高端理念，以“东方静谧”为品牌主张，打造沉浸式宾客体验，焕新传统高端住宿。
- 亚朵轻居 3.3 通过设计升级、运营模式优化，持续强化品牌在中档市场的竞争优势，并在核心城市展现出色业绩。
- 会员基数增至 1.026 亿人，同比增长 34.7%，CRS 渠道表现持续稳健，企业会员贡献持续提升。

图1: 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

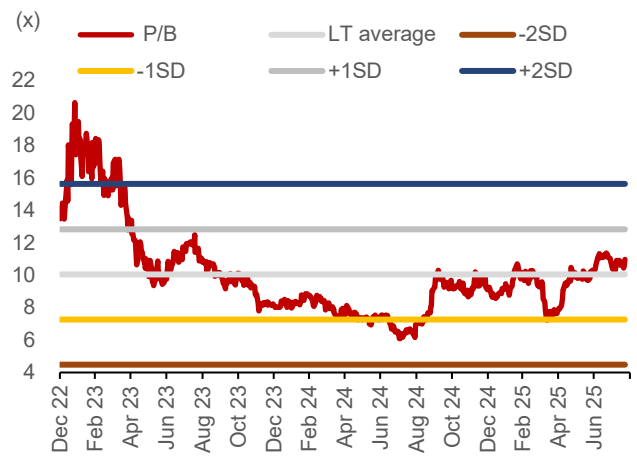
资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图2: 前瞻市盈率水平



资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 预测

图3: 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
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	43.2	29.9	23.6	18.0	14.7
P/B	18.5	13.2	10.9	8.9	7.2

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。

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