

全年收入指引上调, 酒店运营及零售持续高质量发展

核心观点

25Q3 经营业绩, 25Q3 实现收入 26.28 亿元, 同比+38.4%。实现归母净利润 4.74 亿元, 同比+23.2%。公司上调全年营收同比增速为+35%。零售业务增速上调为+65%。运营效率持续提升。经营数据年内持续修复。预计未来数年平均每年分红+回购占利润比持续高位, 股东回馈较优。公司持续在零售产能端维持高标准要求, 产能限制问题有望逐步改善, 酒店端开业选址质量也持续提升, 望持续受益酒店和零售的优质发展。

事件

公司公告 25Q3 经营业绩, 25Q3 实现收入 26.28 亿元, 同比+38.4%。实现归母净利润 4.74 亿元, 同比+23.2%。

简评

全年收入增长指引上调, 零售业务保持较高增速

25Q3 整体收入 26.28 亿/+38.4% (增速环比 Q2 的 37.4%提升), 其中加盟 15.60 亿/+32.3%, 直营 1.64 亿/-13.4%, 零售业务 8.46 亿/+76.4% (较 Q2 的+79.8%基本稳定)。直营降幅环比收窄, 加盟增速环比提升。零售收入全年指引上调至+65%; 25Q3 净利润 4.74 亿/+24.6%, 调整净利润 4.88 亿/+27.0%, 调整部分为股权激励支出 Q3 为 1331.4 万元 (Q2 为 183.8 万, 24Q3 为 328.2 万)。调整 EBITDA 为 6.85 亿/+28.7%。25Q3 经调整净利率 18.6% (25Q2 为 17.3%, 24Q3 为 20.2%), 主要预计仍系零售收入结构增长和预扣税提高综合税率; 公司上调全年营收同比增速为+35%。零售业务增速上调为+65%, 对应酒店及其他业务收入增速预计约+22%有所提升; 成本端, 25Q3 酒店运营毛利率 37.3%, +1.3pct (Q2 为+2.6pct), 零售业务毛利率为 52.7%, +0.05pct (Q2 为+2.7pct), 仍保持同比提升。销售费用率+2.0pct 至 13.5%, 主要是零售业务占比结构性影响, 提升幅度较 25Q2 有下降。一般行政费剔除股权激励费后为 3.3%, -0.8pct, 运营效率持续提升。

经营数据年内持续修复, 酒店及零售业务高质量开拓

25Q3 公司总店 Occ/ADR/RevPAR 同比-0.1pct/-1.9%/-2.2%, 同店 Occ/ADR/RevPAR 同比-1.2pct/-3.4%/-5.0%, 预计公司总店由于新开业的选址质量、议价能力持续提升, 带动整体 RevPAR 表现好

亚朵 (ATAT.O)

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

发布日期: 2025 年 11 月 27 日

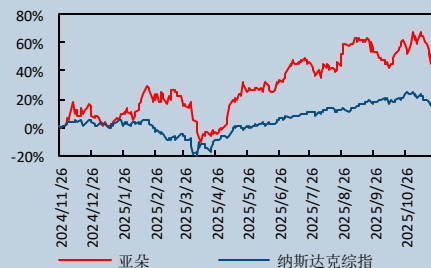
当前股价: 37.16 美元

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
-6.63/-5.86	4.00/-3.11	47.05/25.89
12 月最高/最低价 (美元)		41.23/22.21
总股本 (万股)		13,818.60
流通股本 (万股)		11,362.56
总市值 (亿美元)		51.35
流通市值 (亿美元)		51.35
近 3 月日均成交量 (万)		133.19
主要股东		
Haijun Wang		20.20%

股价表现



相关研究报告

25.08.28	【中信建投社服商贸】亚朵(ATAT):零售持续高增速, 各业务迭代升级持续
25.05.27	【中信建投社服商贸】亚朵(ATAT):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

于同店；25Q3 新开店 152 家（24Q3 为 140 家），关闭 28 家，净开 124 家（24Q3 为 121 家），其中亚朵净开 112 家，轻居 8 家，截至 Q3 末门店数 1948 家，开店总体保持平稳。截至 Q3 末管道酒店 754 家，环比 -62 家。Q3 亚朵 3 系 4 系继续协同，亚朵 3.6 在营 19 家。亚朵 4.0（在营超 3 个月）RevPAR 达 500 元+。萨和在营 RevPAR 900 元+。轻居 3 系在营 RevPAR 同比恢复 100%+；零售新品表现亮眼，质量把控持续提升。25Q3 零售 GMV 9.94 亿/+75.5%。亚朵深睡枕 3.0 上市 25 天销售额破亿，深睡枕系列发布以来累计销量已突破 800 万只。深睡控温被四季 Pro2.0、冬季 Pro2.0 认可度高，深睡控温被系列发布以来累计销量已突破 200 万条。公司正式发布“亚朵星球深睡标准”，涵盖枕头品类“动态稳压系数”与被品类“动态控温系数”；公司累计注册会员超 1.08 亿，同比增超 30%，CRS 占比 62.4%，其中企业协议销售间夜占比 20%。2025 年累计派息总额约 1.08 亿美元，约为上年净利润的 62%，预计未来数年平均每年分红+回购占利润比持续高位，股东回馈较优；公司供应链能力持续提升，单房采购金额提升，预计随着供应链议价能力提升，逐步让利加盟商。零售产品 opmargin 持续改善；公司持续在零售产能端维持高标准要求，产能限制问题有望逐步改善，酒店端开业选址质量也持续提升，望持续受益酒店和零售的优质发展。

投资建议：预计 2025~2027 年实现归母净利润 15.52 亿元、20.00 亿元、24.32 亿元，实现调整后净利润 16.74 亿元、21.46 亿元、26.07 亿元，当前对应归母净利的 PE 分别为 23.8X、18.5X、15.2X，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	9,709	12,186	14,858
同比增速	106.19%	55.34%	34.0%	25.5%	21.9%
归母净利润	737	1,275	1,552	2,000	2,432
同比增速	651.42%	73.01%	21.7%	28.8%	21.6%
调整后净利润	901	1,308	1,674	2,146	2,607
同比增速	244.87%	45.17%	28.0%	28.2%	21.5%
P/E（对应归母净利）			23.8	18.5	15.2

资料来源：Wind，中信建投 1 美元=7.154 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

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，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易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，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

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。目前专注于餐饮、酒店、博彩、跨境电商、免税、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，2024年新财富海外研究第五名团队成员。

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