

【广发批零社服&海外】亚朵 (ATAT.O)

RevPAR 持续改善，零售延续高增，继续上调收入指引

核心观点:

- 公司发布 25Q3 业绩: (1) 25Q3: 收入 26.3 亿元/YoY+38.4%，经调整净利润 4.9 亿元/YoY+27.0%。(2) 25Q1-3: 收入 70.0 亿元/YoY+35.6%，经调整净利润 12.6 亿元/YoY+29.5%。
- 分业务看，25Q3 加盟店收入 15.6 亿元/YoY+32.3%，直营店收入 1.6 亿元/YoY-13.4%，零售收入 8.5 亿元/YoY+76.4%。
- Q3RevPAR 降幅环比收窄，Q4 有望进一步收窄。25Q3RevPAR/ADR/Occ 分别同比-2.2%/-1.9%/-0.1pct，RevPAR 降幅环比收窄 (Q2 分别-4.3%/-1.8%/-2.0pct)，对比来看，华住/锦江/首旅 Q3RevPAR 分别同比-0.1%/-2.0%/-2.8%。公司预计 Q4RevPAR 下滑压力会进一步减小，对比来看，华住指引 Q4RevPAR 增速持平到微正。
- 稳步推进拓店。25Q3 新开/关闭/净增分别 152/28/124 家；前三季度合计新开 391 家，全年新开 500 家目标达成率 78%；前三季度合计关店 62 家，预计全年关 80 家；期末门店 1948 家/YoY+27%。
- 零售业务持续高增，25Q3GMV 同比+75.5%至 9.9 亿元，深睡枕 Pro3.0 上市 25 天销售额破亿、较 2.0 破亿时间缩短 19 天，爆品迭代顺利。
- 成本费用端，25Q3 酒店毛利率 37.3%/YoY+1.3pct，零售毛利率 52.7%/YoY 持平；销售费率 13.5%/YoY+2.0pct，剔除股权激励影响的管理费率 3.4%/YoY-0.8pct。综合影响下，经调整净利率 18.6%/YoY-1.7pct。
- 盈利预测与投资建议: 公司 25 全年收入增速指引上调至 35% (此前为 30%)、其中零售收入增速上调至 65% (此前为 60%)。预计 25-27 年公司经调整归母净利分别为 16.9/21.9/26.4 亿元。亚朵酒店+零售双轮驱动及相互赋能支撑较强成长性。参考可比公司，给予亚朵 26 年 22xPE 估值，对应合理价值 49.29 美元/ADS，维持“买入”评级。
- 风险提示: 宏观经济波动，市场竞争加剧，门店拓展不及预期。

盈利预测: (单位: 人民币, 汇率采用 1 美元=7.0826 人民币)

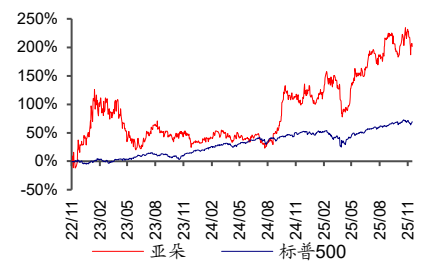
单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,666	7,248	9,882	12,422	14,776
增长率 (%)	106.2%	55.3%	36.3%	25.7%	18.9%
EBITDA	1,043	1,739	2,273	2,974	3,584
NonGAAP 归母净利	901	1,308	1,693	2,193	2,637
增长率 (%)	248.3%	44.6%	30.0%	29.5%	20.2%
EPS (元/股)	6.55	9.47	12.25	15.87	19.08
市盈率 (P/E)	18.8	20.4	21.5	16.6	13.8
ROE (%)	43.6%	44.3%	43.9%	42.8%	40.1%
EV/EBITDA	13.6	13.3	14.1	10.3	8.2

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	37.16 美元
合理价值	49.29 美元
前次评级	买入
报告日期	2025-11-26

相对市场表现



分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001



SFC CE No. BUA982



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

相关研究:

- 【广发批零社服&海外】亚朵 (ATAT.O):零售保持高增, 继续上调 25 年收入指引 2025-08-29
- 【广发批零社服&海外】亚朵 (ATAT.O):领街中高端酒店, 零售打造第二曲线 2025-07-21

联系人:

罗艺

shluoyi@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	4,242	5,716	6,812	8,317	9,966
现金及现金等价物	2,841	3,618	4,583	5,977	7,510
应收账款及票据	511	664	686	690	698
存货	119	167	177	184	192
其他	18	0	0	0	0
非流动资产合计	2,345	2,163	2,104	2,022	1,943
固定资产净值	266	214	203	193	183
长期投资	0	0	0	0	0
商誉及无形资产	1,734	1,527	1,450	1,378	1,309
其他	345	423	451	451	451
资产总额	6,587	7,879	8,916	10,338	11,909
流动负债合计	2,378	2,830	2,974	3,128	3,246
短期借款	70	60	55	50	45
应付账款及票据	595	694	705	718	733
其他	1,713	2,076	2,214	2,360	2,468
非流动负债合计	2,149	2,103	2,095	2,095	2,095
长期借款	2	2	2	2	2
其他非流动负债	2,147	2,101	2,093	2,093	2,093
总负债	4,527	4,933	5,069	5,223	5,341
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	2,063	2,955	3,855	5,122	6,574
其他	5	1	1	1	1
归母权益总额	2,068	2,956	3,857	5,124	6,576
少数股东权益	-8	-10	-10	-9	-8
股东权益合计	2,060	2,946	3,847	5,115	6,568
负债及股东权益合计	6,587	7,879	8,916	10,338	11,909

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	4,666	7,248	9,882	12,422	14,776
营业成本	2,827	4,236	5,520	6,798	8,001
毛利	1,839	3,012	4,361	5,625	6,775
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	470	973	1,532	1,988	2,423
行政管理费用	451	353	477	544	614
研发费用	77	134	183	230	273
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	841	1,552	2,170	2,863	3,464
利息收入	30	48	79	99	118
利息支出	5	3	3	4	5
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	117	122	49	62	74
除税前利润	982	1,719	2,295	3,021	3,651
所得税	243	446	728	942	1,133
合并净利润	739	1,273	1,568	2,079	2,518
少数股东损益	2	-2	1	1	1
归母净利润	737	1,275	1,567	2,078	2,517
NonGAAP 归母净利润	901	1,308	1,693	2,193	2,637

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	1,989	1,726	1,726	2,251	2,635
合并净利润	737	1,275	1,567	2,078	2,517
折旧与摊销	85	65	87	83	79
营运资本变动	727	150	117	148	107
其他非经营性调整	439	235	-45	-57	-68
投资活动现金流净额	-601	-521	-86	-38	-26
资本性支出	-42	-58	0	0	0
投资资产支出	-559	-465	-100	-100	-100
其他	1	3	14	62	74
融资活动现金流净额	-147	-427	-646	-791	-1,046
长期债权融资	-102	-10	-5	-5	-5
股权融资	106	19	0	0	0
支付股利	-151	-436	-641	-786	-1,041
其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	1,252	778	964	1,394	1,534
期初现金余额	1,590	2,842	3,618	4,583	5,977
期末现金余额	2,842	3,620	4,583	5,977	7,510

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	106.2%	55.3%	36.3%	25.7%	18.9%
营业利润增长率	562.8%	84.6%	39.8%	32.0%	21.0%
NonGAAP 业绩增速	248.3%	44.6%	30.0%	29.5%	20.2%
获利能力					
毛利率	39.4%	41.6%	44.1%	45.3%	45.9%
NonGAAP 净利率	19.4%	18.0%	17.2%	17.7%	17.9%
NonGAAP ROE	43.6%	44.3%	43.9%	42.8%	40.1%
偿债能力					
资产负债率	68.7%	62.6%	56.9%	50.5%	44.8%
有息负债率	1.1%	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%
流动比率	1.8	2.0	2.3	2.7	3.1
营运能力					
应收账款周转天数	39.46	32.97	25.00	20.00	17.00
存货周转天数	9.19	8.32	6.44	5.32	4.68
应付账款周转天数	75.72	58.96	46.00	38.00	33.00
每股指标					
NonGAAP EPS	6.55	9.47	12.25	15.87	19.08
每股净资产	14.97	21.32	27.84	37.02	47.53
每股经营现金流	4.82	4.16	4.16	5.43	6.36
估值比率					
NonGAAP PE	18.8	20.4	21.5	16.6	13.8
PB	8.2	9.1	9.5	7.1	5.5
EV/EBITDA	13.6	13.3	14.1	10.3	8.2

广发批零与社会服务行业研究小组

- 嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 曹敦鑫：资深分析师，布里斯托大学金融与投资学硕士，曾任职于方正证券、申万宏源证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 张望：资深分析师，伦敦大学国王学院金融学硕士，曾任职于华福证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 罗艺：高级研究员，武汉大学经济学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。