

2025年12月29日
亞朵 (ATAT.US)

SDICSI

“酒店+零售”双轮驱动，未来可期

亚朵集团是一家中高端连锁酒店集团，以“生活方式”为品牌定位，将场景零售融入用户入住体验。24年全年和25年前三季度，公司收入分别为72.5亿元和70.0亿元（人民币，下同），分别同比增长55%和35.6%；净利润分别为12.75亿元和11.4亿元，分别同比增长73%和20.7%，增长态势非常强劲。首次覆盖给与目标价51.2美元，“买入”评级。我们预期25/26/27年净利润为16.2/20.6/25.0亿元，对应每EPS收益为1.66/2.12/2.57美元。

报告摘要

差异化定位，以独特的人文调性切入中高端市场。亚朵精准锚定400-800元/晚这一价格真空带，酒店空间设计精致独特，提供24小时的流动图书馆、特调早餐、健身房、洗衣房、会议室等功能。此外还有一些特色的服务，例如延迟退房（最晚可以18:00退房）、免费宵夜、丰富的早餐且周末早餐延长到11:00等。

日益增长的会员体系。会员规模从2020年2500万爆发式增长至2024年8900万（CAGR 36.8%），至25年9月已经破亿。会员根据等级的不同，享受8-9折房价、早餐券、延时券、升房券等权益。会员体系不仅有利于公司保持用户粘性，增加复购率，同时会员通过APP直接预定客房也大幅减少了获客成本。

加盟模式为主，轻资产、快增长。截止2025年9月底，酒店的门店数量达到1948家，其中加盟门店1924家，占比98.7%。加盟业务是公司扩张的主要模式。加盟模式带来盈利能力的提升和资金利用效率的显著提升，同时，在行业低谷期也使得公司的业绩更为稳定。

零售业务成为第二增长曲线。亚朵旗下共有三个品牌：亚朵星球、萨和、Z2GO&CO，每个品牌都有各自的侧重点和品牌调性。其中亚朵星球以深睡为主打，爆款“深睡枕PRO”引领增长。2019年零售业务收入为6400万元，至2024年已经达到22亿元。零售业务无疑已成为新的增长引擎。

行业供需趋于平衡，中高端市场占比不断提升。2023年行业迎来强势反弹，中国住宿业收入大幅增长38%至5314亿元，2024年增速放缓至5%。与此同时行业供给持续增加，使得行业面临更加激烈的竞争，各星级酒店平均房价在2024及2025年呈现不同程度的下降。到25年三季度，虽然我们依旧看到RevPAR的下滑，但是下滑幅度已经有所收窄，我们认为行业竞争激烈的时期可能已经过去。从更长时间维度看，行业呈现连锁化程度提升、中高端酒店占比提升的趋势。头部企业通过并购整合提升市场份额，并实现多品牌、全价格带产品矩阵的发展策略。

首次覆盖给与目标价51.2美元，“买入”评级。我们认为亚朵的酒店业务和零售业务都还有很高的发展潜力，未来可期。我们预期25/26/27年净利润为16.2/20.6/25.0亿元，对应每EPS收益为1.66/2.12/2.57美元。

风险提示：行业竞争加剧，RevPAR表现不及预期；消费需求不及预期。

(转下页...)

公司首次覆盖

证券研究报告

酒店

投资评级：

买入

6个月目标价 51.2 美元

股价 2025-12-26 42.22 美元

总市值 (百万美元)	5,768
流通市值 (百万美元)	5,768
总股本 (百万股)	138
流通股本 (百万股)	138
12个月低/高 (美元)	21.5/43.2
平均成交 (百万美元)	50.32

股东结构 (截止 2024-12-31)

王海军	20.2%
携程集团	13.5%
德晖资本	6.2%
OLP Capital	5.2%
其他股东	54.9%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.82	6.23	37.27
绝对收益	10.54	10.54	54.59

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,263	4,666	7,248	9,731	12,160	15,053
增长率(%)		106.19%	55.34%	34.26%	24.97%	23.79%
净利润	96	739	1,273	1,619	2,063	2,504
增长率(%)		669.13%	72.24%	27.18%	27.44%	21.37%
毛利率(%)	30.18%	39.42%	41.55%	42.10%	42.49%	42.88%
净利润率(%)	4.25%	15.84%	17.56%	16.64%	16.97%	16.64%
每股收益(美元)	0.10	0.76	1.31	1.66	2.12	2.57
每股净资产(美元)	1.22	2.12	3.03	3.90	5.02	6.32
市盈率	419.1	55.8	32.2	25.4	19.9	16.4
市净率	34.6	20.0	14.0	10.8	8.4	6.7
股息率(%)	0.9%	2.8%	3.0%	2.4%	3.0%	3.7%
净资产收益率(%)	10.97%	45.52%	50.86%	48.04%	47.53%	45.37%

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

目录

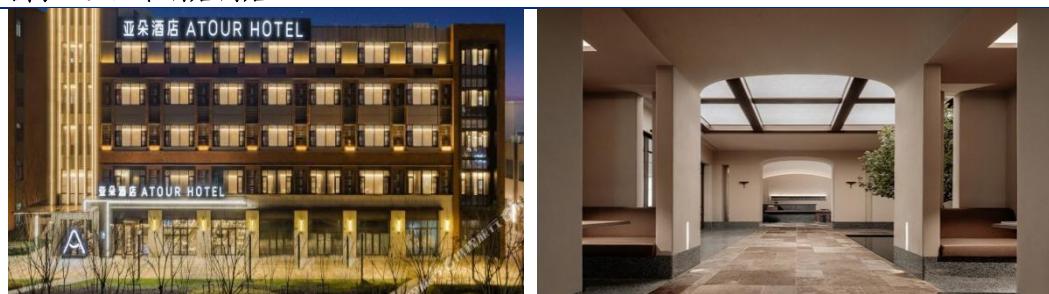
1	亚朵：中高端酒店领军者	4
1.1	公司简介	4
1.2	股权结构	4
1.3	历史发展	5
1.4	管理层简介	5
1.5	经营概况	6
1.6	公司业务模式	7
2	公司投资亮点	9
2.1	差异化的酒店定位：以人文精神重塑中高端酒店体验	9
2.2	高活性会员生态：构建用户终身价值护城河	12
2.3	加盟为主的模式：轻资产、快增长	13
2.4	零售业务裂变：场景化消费开辟第二增长曲线	17
3	行业：酒店行业空间广阔	19
3.1	中国酒店行业	19
3.2	连锁化提升与行业的竞争格局	21
3.3	中高端酒店快速崛起	22
3.4	品牌多元化与细分化	23
3.5	行业经过多轮并购，集中度大幅提升	24
4	财务分析	24
5	盈利预测及估值	28
5.1	财务报表预测	28
5.2	估值分析	28
6	风险提示	29

1 亚朵：中高端酒店领军者

1.1 公司简介

亚朵集团是一家中高端连锁酒店集团，以“生活方式”为品牌定位，将场景零售融入用户入住体验。公司旗下拥有亚朵酒店、亚朵S酒店、亚朵轻居、亚朵X酒店、Z Hotel、萨和酒店、A.T.HOUSE 七大住宿品牌，以及场景零售品牌亚朵星球等。公司聚焦高品质服务与差异化场景体验，凭借高黏性会员体系，在中国中高端连锁酒店市场市占率约 6%，位居行业第一，整体酒店行业市占率约 1%。依托轻资产加盟模式（辅以少量直营），亚朵在全国 150 多个城市运营着 1948 余家酒店（截止 2025 年 9 月底）。24 年全年和 25 年前三季度，公司收入分别为 72.5 亿元和 70.0 亿元（人民币，下同），分别同比增长 55% 和 35.6%；净利润分别为 12.75 亿元和 11.4 亿元，分别同比增长 73% 和 20.7%，增长态势非常强劲。

图表 1：亚朵酒店门店



资料来源：网络资料，国投证券国际研究

1.2 股权结构

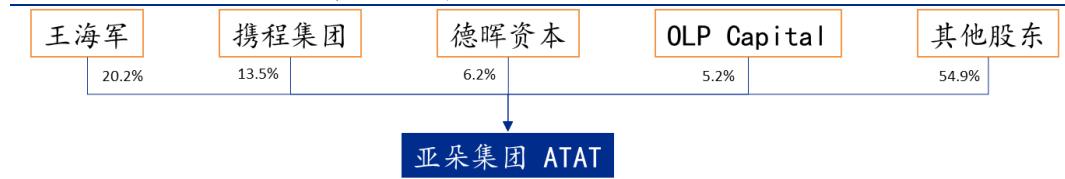
公司股权结构稳定，实控人控制力强。亚朵集团的创始人兼CEO王海军为公司的控股股东及实际控制人，直接及间接合计控制公司20.2%的股份，包含A类普通股1115万股，和B类普通股7368万股，其中B类普通股享有每股10票的表决权。公司采用双层股权结构，B类股全部由王海军持有，因此王海军的表决权占比达到69.1%，对公司的经营管理有绝对的掌控权。

携程集团为公司第二大股东。持股比例为13.5%，主要通过旗下基金投资，属于战略投资者，在品牌导流、流量支持和资源协同方面具有重要意义，是公司重要的合作伙伴。2024年来自携程的酒店预付收入达到17.4亿人民币。

德晖资本、OLP Capital为财务投资人，持股分别为6.2%，和5.2%。

员工激励方面：公司已设立两期股权激励计划，共计预留约5100万A类普通股，截止25年3月31日，已授予2978万股，占总股份约7.2%。

图表 2：公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司资料，国投证券国际研究

1.3 历史发展

初创与品牌塑型阶段：亚朵由创始人王海军于2013年在上海创立，最初以中高端住宿服务为核心，主打“阅读+人文”的差异化概念，首家门店即以“人文酒店”定位在市场上崭露头角。2015年起，公司开始探索“生活方式”品牌路线，将酒店空间延伸至场景化消费，逐步构建住宿与零售融合的特色商业模型，确立了“住宿即生活入口”的战略方向。

加速扩张阶段：2017年，亚朵推出“轻资产”加盟模式，大幅提升开店速度，同时完善了A-Card会员体系。2018年创立自主零售品牌“Atour Market”，首创“场景零售”概念，将商品直接嵌入客房消费场景，打开第二增长曲线。此后几年，公司品牌矩阵持续扩展，陆续推出亚朵S、亚朵X、亚朵轻居、ZHOTEL、A.T. HOUSE等子品牌，覆盖中端至高端多层次市场。

资本化与全国化阶段：2022年，公司于纳斯达克成功上市，证券代码为ATAT，成为中国中高端酒店连锁第一股。借助资本市场力量，公司持续加快门店布局。截至2025年9月底，亚朵酒店已覆盖全国150余个城市，门店数突破1948家，储备门店逾754家，初步完成从区域品牌向全国性中高端连锁龙头的跃升。

图表 3：公司发展历程

年份	里程碑
2013年	2月亚朵集团创立，同年7月于西安开出首家“亚朵”品牌酒店。
2016年	融资完成（A轮约500万元，B轮约3000万元，C轮约1亿美元），并开启品牌多元化战略：业内首创IP主题酒店，与吴晓波、知乎等合作打造主题店；同年孵化中端品牌“亚朵轻居”和高端品牌“亚朵S”。
2019年	着力发展场景零售业务，创立场景零售品牌“Atour Market 亚朵百货”，探索“酒店+零售”新业态；会员运营体系逐步完善，会员规模高速增长，当年会员复购率达45%。
2020年	推出全新酒店品牌Z Hotel 和亚朵X酒店，丰富品牌矩阵。
2021年	3月完成红筹架构，注册成立亚朵香港，以统一运营管理国内业务；6月赴美递交IPO招股书，开启上市进程；同月开业首家豪华品牌酒店“A.T. HOUSE”（上海）。
2022年	11月11日在美国纳斯达克成功上市，成为中国“新住宿经济第一股”。
2023年	年初提出“中华体验，两千好店”发展目标，发力加速门店拓展；5月升级迭代亚朵轻居3.0产品体系，优化成本提升体验；疫情后经营全面反弹，RevPAR恢复至2019年的114%，场景零售收入同比增长126%。
2024年	酒店网络快速扩张，截至年底开业酒店超1,590家、客房数约17万间，城市覆盖数超200座；会员数突破7,600万；场景零售业务年收入跃升至约22亿元规模。

资料来源：公司招股书、年报，国投证券国际研究

1.4 管理层简介

公司管理层具有丰富的酒店及相关行业经验，核心团队稳定，为公司上市后的发展提供了良好基础。同时，公司股权结构集中且稳定，创始人王海军作为实际控制人持有20.2%的股份并拥有约69.1%的投票权，在重大决策中拥有决定性控制权。

王海军先生，为公司的创始人、董事长兼首席执行官，主要负责主持公司整体经营管理工作。王先生于2013年创立亚朵公司，此前曾担任华住酒店集团（HTHT）执行副总裁，并在2005年加入华住之前曾于如家酒店、锦江酒店等知名酒店集团担任管理职务。王海军先生毕业于燕山大学，获得中欧国际工商学院EMBA学位。目前王先生为公司实际控制人，持有公司约22.1%的股权并享有约69.9%的投票权。

王寿东先生，现任公司联席首席财务官，毕业于复旦大学，主要负责公司的财务管理及相关事务。王先生自2021年起担任亚朵联席首席财务官。2019年至2020年，王寿东先生出任国际天食集团（现上海小南国）首席财务官，此前曾在百思买商业（上海）有限公司财务部门任职，具备大型企业财务管理经验。

吴健锋先生，现任公司联席首席财务官，并于 2024 年被任命为执行副总裁兼董事。吴先生负责协调公司酒店业务管理，指导战略规划与实施，监督资本市场事务，并领导品牌发展与市场营销计划。吴先生自 2023 年起担任亚朵联席首席财务官。他 2008 年毕业于清华大学经济管理学院，获经济学学士学位。加入亚朵之前，吴先生曾在招商银行国际资本有限公司工作八年，历任财务部董事总经理、投资银行业务管理委员会成员和消费行业部门负责人；在 2015 年之前，他自 2008 年起就职于瑞银证券股份有限公司投资银行部，具备丰富的投行及金融领域从业经历。

高丽君女士，现任公司首席合规官兼董事，毕业于上海师范大学，主要负责公司法务及合规管理工作。高女士于 2013 年加入亚朵，曾于 2015 年 1 月至 2018 年 10 月担任公司总法律顾问，随后在 2018 年 1 月至 2022 年 12 月出任主管法律事务的副总裁。高丽君女士在法律领域拥有逾十年的从业经验，专注于企业融资、风险管理及合规监管等方面。

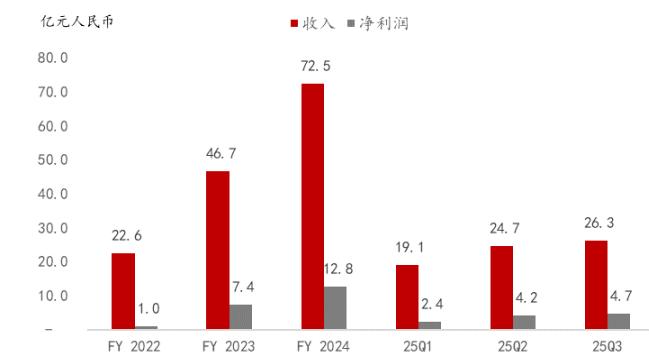
1.5 经营概况

收入持续增长，毛利率总体保持稳定： 2023FY/2024FY/2025Q1-Q3，亚朵净营收实现持续增长，分别为 46.66/72.48/70.0 亿元，同比增长分别为 106.2%/55.3%/35.6%。经营利润率方面，2023/2024/2025Q1-Q3 年分别为 19.8%/22.4%/22.9%，表现强劲，盈利能力很强。

利润表现强劲： 2023/2024/2025Q1-Q3 年净利润分别为 7.37 亿元/12.75 亿元/11.4 亿元，实现同比增长 652%/73%/20.7%。公司的强劲增长，主要得益于加盟门店数量快速扩张带来的高毛利收入提升，以及零售和技术服务等轻资产业务占比的持续扩大，显著拉升了整体盈利能力。

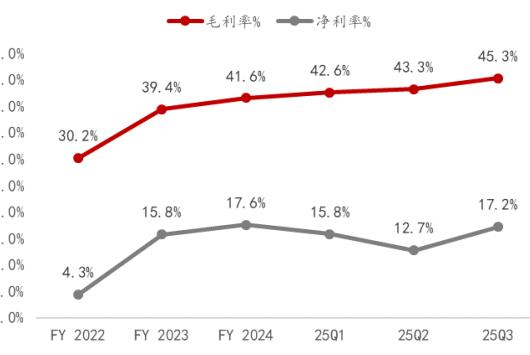
规模持续扩张： 截止 2023/2024/2025Q3 报告期末公司门店总数分别为 1210/1619/1948 间，其中 Atour 旗舰店总数实现明显增长，分别为 920/1209/1485 间。相应地，开业房间数实现同步提升，2023/2024/2025Q3 期末总房间数分别为 13.8 万间/18.3 万间/21.9 万间，酒店网络的扩张是酒店业务实现增长的主要动力。

图表 4：收入及净利润

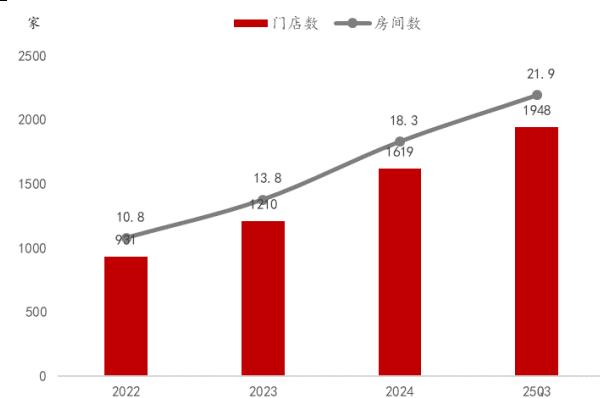


资料来源：公司资料，国投证券国际研究

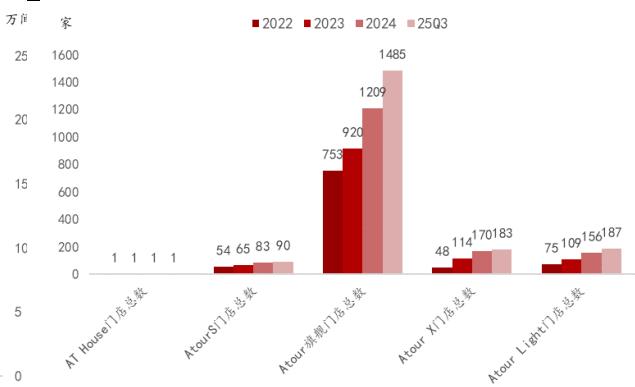
图表 5：毛利率及净利率



资料来源：公司资料，国投证券国际研究

图表 6: 公司门店数和房间数


资料来源：公司资料，国投证券国际研究

图表 7: 不同品牌门店数构成


资料来源：公司资料，国投证券国际研究

1.6 公司业务模式

亚朵集团目前的业务包括酒店运营和零售两种，其中酒店主要以加盟模式运营，有少量直营酒店。

亚朵酒店包含从中端到高奢不同定位的多个子品牌。其中“亚朵酒店”为旗舰品牌，是主要的酒店模式，定位中高端酒店。2013 年在西安开业的第一家亚朵酒店，由此开启了亚朵的扩张步伐。亚朵酒店为关注品质的旅客提供即舒适又有品位的生活空间，以及更高层级的客户体验。与当时较为普遍的中端酒店不同，亚朵酒店在客房设计上更注重舒适与实用，面积更为宽敞、公共面积也更大。所提供的早餐较为精致，融合了当地特色，洗衣房、健身房、图书馆一应俱全。

亚朵 S 酒店定位高端，主要服务于高端的商务及休闲游客。与亚朵旗舰酒店相比，客房面积、公共面积都更大，房间用品的标准也更高，设备更高端，提供了更为舒适的体验。

亚朵轻居酒店定位中端，主要面向寻求最佳性价比和体验的年轻城市旅行者。在房间面积上比亚朵旗舰酒店更小，更注重科技感。公共区域经过精心设计，是一个多功能动态空间。早晨可以作为自助餐厅使用，下午则转变为休闲区，供客人闲聊或使用笔记本电脑工作，晚上则变为酒吧，供客人放松。

亚朵 X 酒店定位中高端，通过将市场上现有的精品酒店物业改造为符合相同服务标准的亚朵酒店，同时保留其原始设计元素而创建。因此 X 酒店的装修风格各不相同，但是同样提供了亚朵的标准服务。

萨和酒店是 2025 年新推出的高端酒店品牌，目前有 2 家门店。萨和的装修与亚朵旗舰店完全不同，强调传统与回归自然，为东方园林设计。空间设计更宽敞，聚焦深度睡眠。全店配置亚朵星球深睡系列床品、智能调光系统及三重隔音方案，服务层面推出管家定制服务，涵盖代客洗衣、随行日餐等高频需求。

A.T. House (嘉邸酒店)定位豪华酒店，目前在上海有一家门店。打破传统奢华规范，酒店专注于创造和推广充满活力且以设计驱动的文化生活方式。客房面积比标准亚朵旗舰店更大，配备起居区，为客人带来家的感觉。公共区域也比标准亚朵旗舰店更宽敞，设有两个宴会厅、全天候餐饮以及其他健康设施。

图表 8: 亚朵旗下各品牌特色

品牌	A. T. House	萨和酒店	亚朵S	亚朵旗舰	亚朵X	轻居酒店
品牌定位	豪华酒店	高端酒店	高端酒店	中高端酒店	中高端酒店	中端经济酒店
首家 开业时间	2021年	2025年	2016年	2013年	2020年	2016年
门店数量	1	2	86	1373	183	179
主要布局 城市等级	面向一线及一线核 心区域高净值客群	一线、新一线、二 线城市核心商圈	一线、新一线、二 线城市核心商圈	一线、新一线、二 线城市及低线城市 核心商圈	多城市均有布局	一线、新一线、二 线及下沉城市核心 商圈
2024年 平均房价	RMB 795.1	RMB 800-1000	RMB 568.0	RMB 428.2	RMB 435.0	RMB 399.0
客房面积	高于Atour旗舰，配 独立起居空间	28-35平方米	27 - 35平方米	25-35平方米	25-35平方米	18-25平方米
公共区域面积	空间更大，配备2个 宴会厅、全日制餐 厅等设施	700-1500平方米	650 - 1000平方米	450 - 560平方米	450 - 560平方米	350-500平方米
核心服务特色	强调艺术、潮流、 生活方式，营造家 居感与高级氛围	艺术性更强，提供 深睡、萨和管家、 冥想等进阶式体验	更高配置、更大空 间、更优质服务， 重视文化融合	强调“人文温度” 美学，配套24小时 图书馆	改造型运营，统一 服务标准下保留独 特设计风格	灵活多用的社交空 间，科技便捷，聚 焦年轻商旅客

资料来源：公司官网、公司财报，国投证券国际研究

注：萨和酒店 25 年才开业，房价根据携程数据估算。

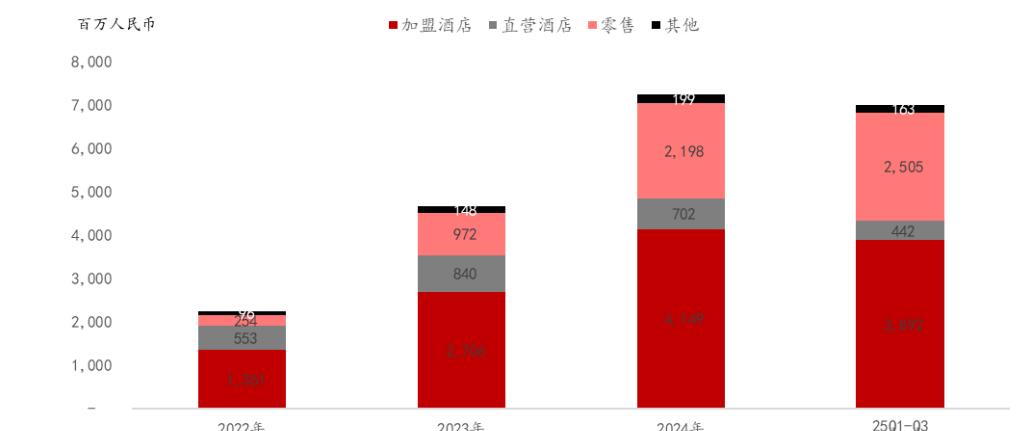
零售板块实现了跨越式增长，从 2022 年的 2.54 亿元跃升至 2024 年的 21.98 亿元，三年复合增速高达 194.17%，占比从 11.2% 提升至 30.3%。其中亚朵星球的深睡系列是主要的增长动力。深睡枕 PRO 是亚朵星球的大单品，拉动零售 GMV 在 2025 年上半年实现了 84.6% 的增长。亚朵星球还陆续推出了深睡床垫、深睡控温被，有望继续拉动收入增长。萨和系列主打个护与香氛，在电商平台主要销售香氛系列，同时酒店客房也可购买同款牙膏、漱口水等洗护产品。Z2GO&CO 是亚朵旗下的出行与随身产品系列，产品 SKU 较多，涵盖行李箱、伞、水壶、纸巾、随身包等，主要在酒店大堂零售区销售。

图表 9: 亚朵零售业务概览

品牌	业务板块	核心产品	销售渠道
亚朵星球 atour Planet	睡眠场景	深睡枕PRO、深睡床垫、 深睡控温被、深睡睡衣、 床品套件	酒店体验区 天猫/京东旗舰店 抖音自播 小程序
萨和 SAVHE	个护与香氛	香氛系列（助眠精油、 室内香薰）、 定制牙膏、漱口水、精 油洗发水等	酒店客房扫码购 电商平台
Z2GO&CO	出行与随身	旅行箱、便携吹风机、 定制茶具等	酒店大堂零售区
多元合作系列	跨界IP联名	网易云音乐主题枕头， 知乎“知识睡眠”床品 等	限时主题酒店体验 线上联名店

资料来源：公司资料，国投证券国际研究

图表 10：公司收入结构



资料来源：公司资料，国投证券国际研究

2 公司投资亮点

2.1 差异化的酒店定位：以人文精神重塑中高端酒店体验

定位中高端。在高度同质化的中国酒店业竞争中，亚朵集团通过系统性的人文价值重构，成功开辟了中高端市场的差异化赛道。这一战略的核心在于将文化基因转化为可量化的商业优势，而非流于表面的主题包装。亚朵精准锚定 400-800 元/晚这一价格真空带——该区间既规避了经济型酒店的价格红海，又尚未被国际豪华品牌全面渗透，从而建立起独特的战略卡位优势。

独特的品牌调性。以云南亚朵村为灵感来源，展现与自然和谐共处，和寻求内心平静的品牌，向追求品质生活的消费者，传递人文、温暖、有趣的生活方式。酒店融合了人文与艺术，空间设计精致独特，提供 24 小时的流动图书馆，基于城市记忆的特调早餐，在当时的连锁酒店中脱颖而出。此外酒店还提供了健身房、洗衣房、会议室等功能，在面积精简的同时满足了消费者的额外需求。

图表 11：亚朵酒店外观



资料来源：携程，国投证券国际研究

图表 12：亚朵酒店大堂



资料来源：携程，国投证券国际研究

图表 13: 亞朵酒店客房



资料来源: 携程, 国投证券国际研究

图表 14: 亞朵酒店餐厅



资料来源: 携程, 国投证券国际研究

图表 15: 亞朵酒店健身房



资料来源: 携程, 国投证券国际研究

图表 16: 亞朵酒店洗衣房



资料来源: 携程, 国投证券国际研究

图表 17: 亞朵酒店图书馆



资料来源: 携程, 国投证券国际研究

图表 18: 亞朵酒店图书馆

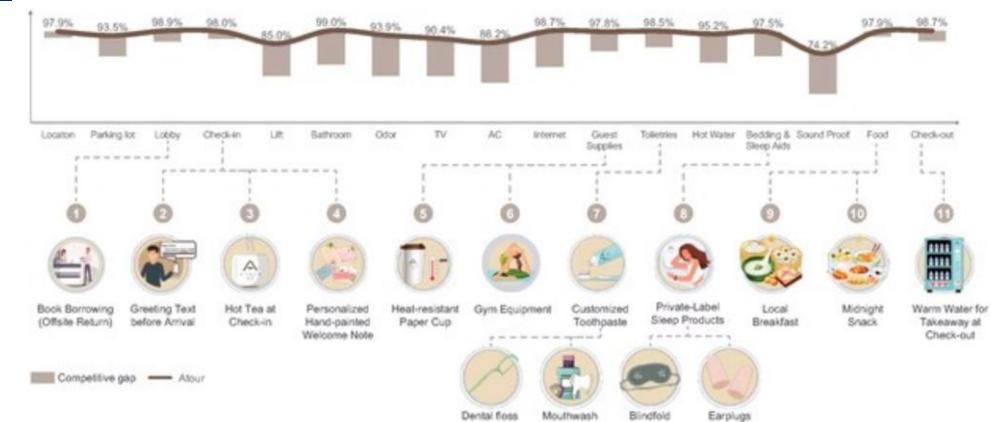


资料来源: 携程, 国投证券国际研究

贴心的服务。公司致力于通过一套明确的标准和程序，在亚朵品牌下的每家酒店中提供一致的个性化服务。这种标准化与个性化独特结合，赢得了客户的满意和忠诚。根据 Brandwisdom 进行的一项独立客户调查，自 2017 年以来，公司的整体客户满意度评分在六 大主要中高端酒店品牌中位居前列。在 Brandwisdom 识别出的 17 个关键酒店客户互动和 消费场景中，公司的服务在相关调查受访者中获得了最高的客户满意度评分。公司提供的高 品质客户体验增强了公司的品牌声誉，并提升了客户粘性。

比较有特色的服 务包括：延迟退房（最晚可以 18:00 退房）、免费宵夜、丰富的早餐且周末 早 餐延长到 11:00、大部分客房配备乳胶枕头等等。

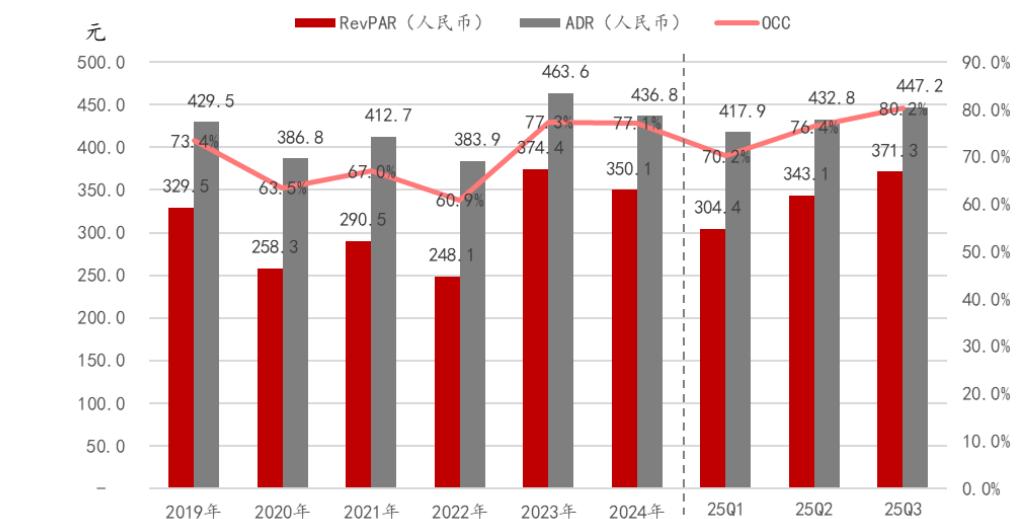
图表 19：亚朵在各个服务环节的客户满意度评分



资料来源：公司招股书，Brandwisdom

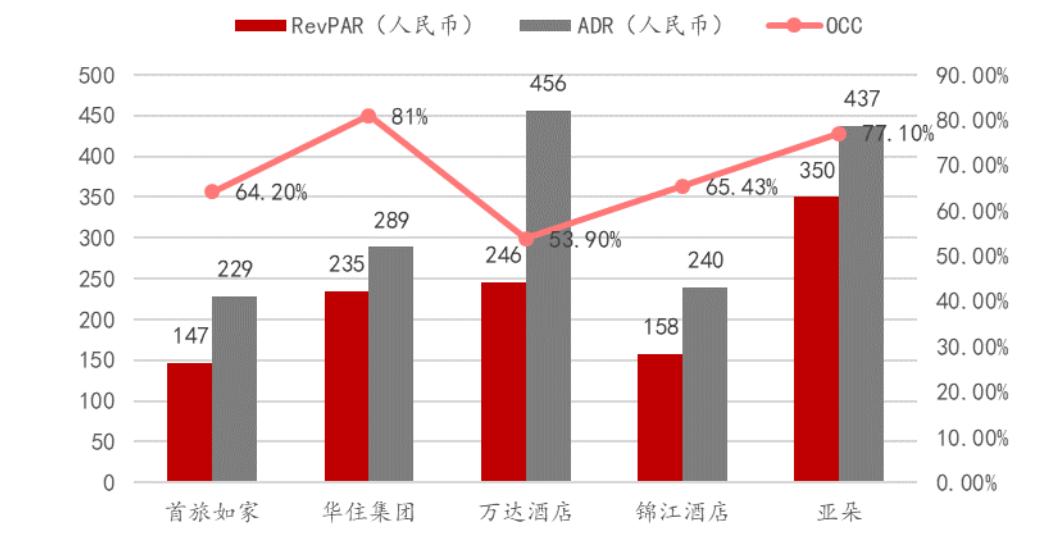
定位中高端，使得亚朵的 RevPAR 领先于连锁酒店的同行。2024 年亚朵的 RevPAR（每间可售房收入）达到 350 元，较国内代表性酒店行业均值 227 元高出 54.2%。更为重要的是，其 ADR（平均每日房价）437 元的定价水平较国内代表性酒店均值 330 元溢价 32.4%，而同期入住率（OCC）仍维持在 77.1% 的高位，较国内代表性酒店行业平均 68.3% 领先 8.8 个百分点。这组数据揭示了一个关键事实：消费者愿意为亚朵提供的文化体验支付额外溢价，且这种溢价并未以牺牲入住率为代价，反而形成了“高房价-高入住”的双引擎驱动模式。

图表 20：亚朵酒店经营核心指标数据



资料来源：公司财报，国投证券国际研究

图表 21: 2024 年国内代表性酒店经营核心指标数据对比



资料来源：公司财报，国投证券国际研究。

2.2 高活性会员生态：构建用户终身价值护城河

亚朵酒店集团的核心竞争壁垒与持续增长动能，显著体现为其成功构建并高效运营的高活性会员生态系统。该生态以“*A-Card*”会员体系为基石，深度融合品牌独特的“人文”理念与数字化能力，形成了规模庞大、粘性强劲、互动深入的用户社群，成为驱动公司业务高质量、可持续发展的重要支柱。

图表 22：亚朵会员分级及福利

	注册会员	银会员	金会员	铂金会员	黑金会员
房价优惠	优惠券共计 130 元	优惠券共计 130 元，房费 1.5% 消费赠券	优惠券共计 390 元，房费 2.5% 消费赠券、升房券 1 张	优惠券共计 400 元，房费 3.5% 消费赠券、升房券 40 张	优惠券共计 680 元，房费 5% 消费赠券、升房券 50 张、满赠券 500 元
折扣	门市价 9.2 折	门市价 8.8 折	门市价 8.8 折	门市价 8.5 折	门市价 8 折
积分	一倍积分	一倍积分	一倍积分	一倍积分	2 倍积分
早餐券	无	无	38 张	80 张	90 张
退房	14:00	延时券 8 张	延时券 28 张	延时券 120 张	延时券 130 张
其他	无	限免服务 1 份	限免服务 2 份、生日礼、夜宵、欢迎水果	限免服务 3 份、生日礼、夜宵、欢迎水果、房间定制、专属拖鞋	限免服务 6 份、生日礼、夜宵、欢迎水果、房间定制、专属管家等
获取条件	免费注册	入住 1 晚/累积 139 积分	入住 6 晚/累积 2800 积分 /159-199 元购买	入住 36 晚/累积 16800 积分	连续三年铂金保级成功，且过去三年累计消费 20 万以上，邀请制加入

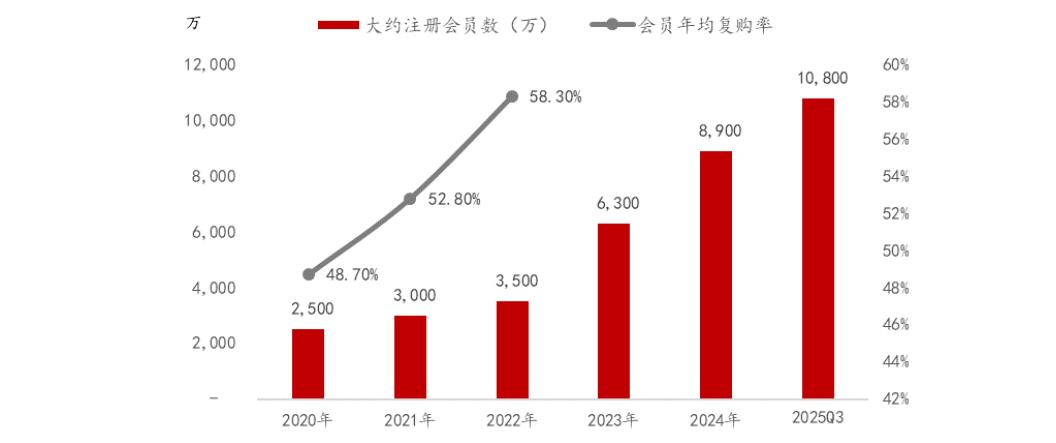
资料来源：公司官网，国投证券国际研究
 注：*A. T. House* 的会员优惠略有不同

A Card 的核心竞争力在于其独创的“酒店+零售+外部联盟”三级权益架构。在酒店场景层面，会员享受常态 8-9 折房价、早餐券、延时券、升房券等基础权益。升级更高等级的会员后，还可以享受额外的服务及优惠。得益于良好的会员体系运营，2022 年会员复购率达 58.3%。零售生态层面，体系整合亚朵星球（睡眠产品）、SAVHE 萨和（香氛个护）、Z2GO&CO.（出行用品）三大自有品牌，会员可通过月度优惠券获取专属折扣。更关键的是跨界联盟的突破——亚朵联合 Keep、永璞咖啡、单向空间等 12 家头部品牌，覆盖健身、咖啡、阅读、出行及艺术消费五大场景，使会员身份转化为全域生活通行证。

该体系已展现显著商业价值：会员规模从 2020 年 2500 万爆发式增长至 2024 年 8900 万（CAGR 36.8%），至 25 年 9 月已经破亿。会员体系不仅有利于公司保持用户粘性，增加复购率，同时会员通过 APP 直接预定客房也大幅减少了获客成本。

根据公司调研的数据，公司的房间预定中，大约 60-65% 来自自有渠道，其中个人会员约占 40%，企业协议客户约占 20-25%；OTA 渠道占 20-25%，剩余 10-15% 来自本地协议。亚朵的会员体系使得公司拥有大比例的自有渠道订单来源，对减少获客成本、增加用户粘性起到关键作用。

图表 23：2020-2024 年亚朵集团注册会员数及会员年均复购率



资料来源：公司资料，国投证券国际研究

2.3 加盟为主的模式：轻资产、快增长

亚朵酒店集团凭借其高度成熟的加盟管理体系，已形成可验证、可持续的规模扩张引擎。该系统通过优化的单店经济模型、共赢的加盟商合作机制、科学的区域布局策略及数字化运营能力，为集团持续增长提供核心驱动力。

截止 2025 年 9 月底，酒店的门店数量达到 1948 家，其中加盟门店 1924 家，占比 98.7%。加盟业务是公司扩张的主要模式。

加盟管理模式由加盟业主出资建设或改造酒店，亚朵提供品牌、管理和运营支持。在这种轻资产模式下，以亚朵旗舰酒店为例，加盟店开业前需向亚朵缴纳每间客房人民币 5,000-8,000 元的一次性特许加盟费及系统安装等服务费，开业后按酒店月度营业额的 6-8% 支付管理费，并另行支付驻店经理费用、酒店物资采购款和其他服务费等。单间客房投入 14 万左右，按照 140 间房间计算，加盟商的初始投入约在 2000-2100 万左右。

图表 24: 亞朵酒店加盟收费标准明细

收费标准	
加盟期限	10年
加盟费 (一次性)	5,000元/间
工程指导费	80,000元
保证金	100,000元
技术系统安装费	10,000元
总经理费	一类城市: 30,000元/月 (首年) 二类城市: 25,000元/月 (首年) 三类城市: 20,000元/月 (首年)
总经理助理费	一类城市: 12,000元/月 (首年) 二类城市: 10,000元/月 (首年) 三类城市: 9,000元/月 (首年)
加盟管理费	每月营业总收入*6% = 特许品牌使用费2%+特许管理费4%
财务指导费	1,200元/月
CRS费用和积分成本费	CRS收入*6%, 收费上限为全部收入*3.5%
系统维护服务费	3,300元/月
流动图书筹建费	50,000元

资料来源：公司官网，国投证券国际研究

图表 25: 亞朵酒店加盟物业条件明细

物业条件	
城市及地段	一线及新一线城市 二线城市的一二级商圈 三四线城市的核心商圈
建筑面积	3500-15000 m ²
房间数	80-250间
客房套内面积	25-35 m ²
公共区域面积	450-560 m ²
独立大堂面积 (不含餐厅及后场)	150 m ² 以上
周边进出通畅 停车位基本配比	15:100
独立电梯	每70间客房至少配一部独立电梯
产权清晰	土地使用权证、房产证、一次消防合格证
用地性质	适用于酒店经营

资料来源：公司官网，国投证券国际研究

我们以一个 140 间房间的亚朵旗舰加盟店为例，单店模型如下图所示。门店的 EBITDA margin 大约在 30% 左右。扣除折旧摊销后，门店层面的利润约为 357 万，利润率约 19%。

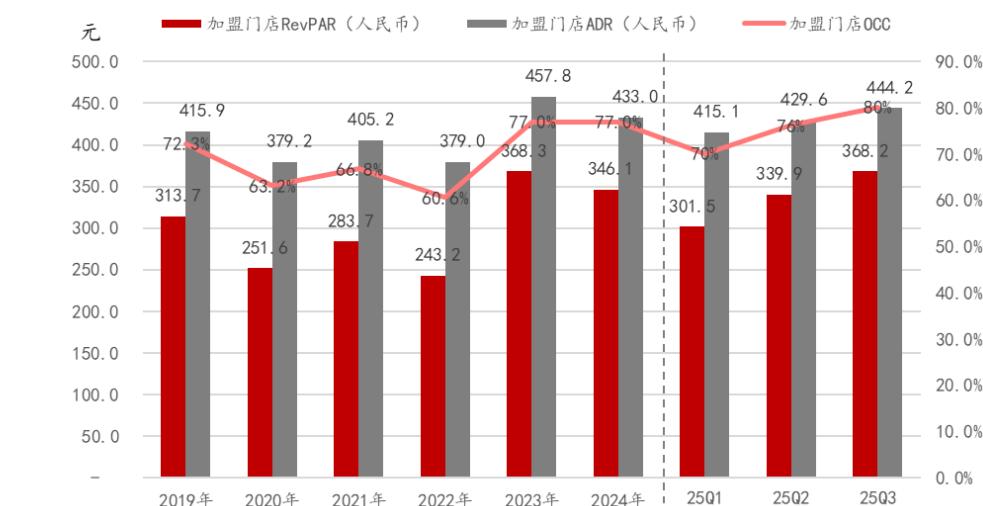
图表 26: 加盟单店模型-以亚朵旗舰酒店为例

单店模型		备注
回本周期		3.7年 (含装修6-8个月)
总投入		约2000-2100万
房间数		140间
收入 (元)	18,907,000	RevPAR约370元，OCC约78%，ADR约470元
毛利	13,234,900	毛利率约70%，成本含人工、布草成本、OTA佣金
租金	5,672,100	租金约占收入20-30%
管理费	1,890,700	约占收入10%，由亚朵集团收取
EBITDA	5,672,100	EBITDA margin约为30%
折旧摊销	2,100,000	按照10年摊销
门店层面利润	3,572,100	利润率19%

资料来源：调研数据，公司财报，国投证券国际研究测算

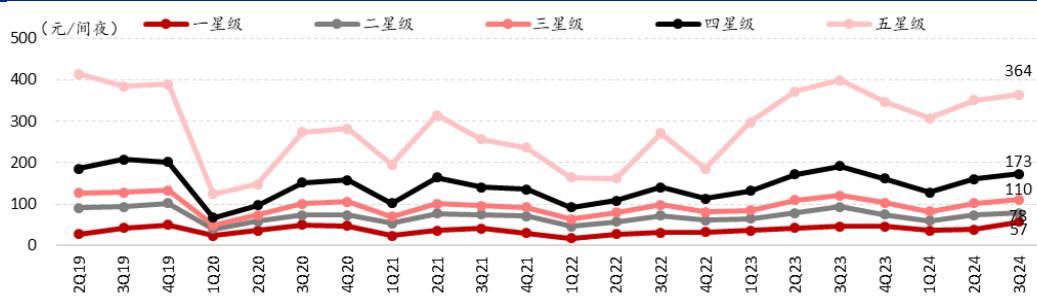
疫情结束后加盟店 RevPAR 迅速反弹，24、25 年有所回落。加盟店的 RevPAR (单房收益) 在 2023 年达到 368.3 元的历史峰值，较疫情前 2019 年增长 17.4%，之后由于消费环境的疲软，各项经营指标 24、25 年有所回落，2025 年前三季度平均 RevPAR 为 336.5 元，较 19 年全年仍高 7.2%。无论是 OCC 还是 ADR 都较 19 年有所提升。尤其值得关注的是 2022 年行业低谷期的表现，当行业四星级酒店 RevPAR 均值跌至 114 元/间夜，五星级酒店跌至 196 元/间夜时，亚朵加盟店仍做到 243.2 元/间夜，体现其品牌的溢价能力和消费者的认可度。

图表 27: 亞朵酒店加盟店经营核心指标数据



资料来源：公司资料，国投证券国际研究

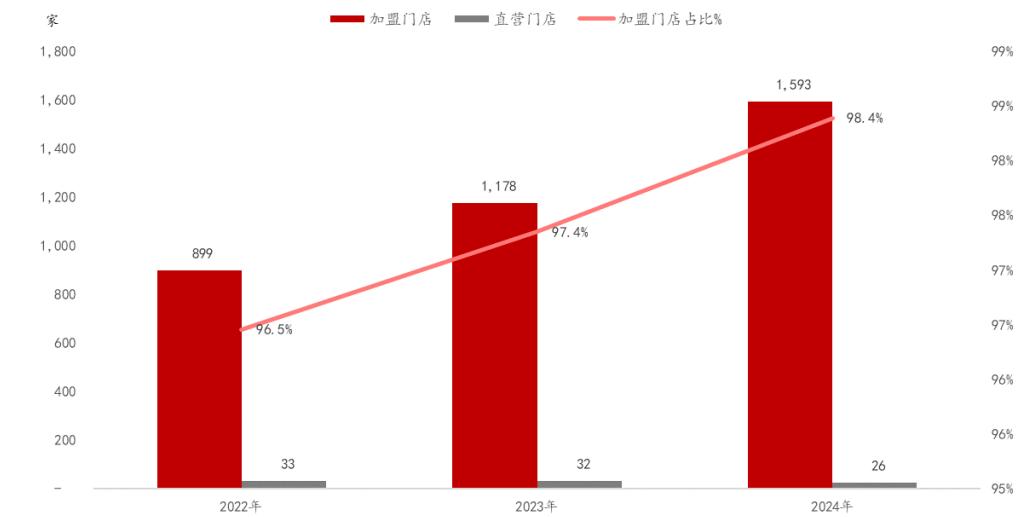
图表 28: 行业不同星级酒店的 RevPAR



资料来源：中国饭店协会，国投证券国际研究

截至 2025 年 9 月底，亚朵在全国运营酒店 1948 家，其中加盟店 1924 家，自营酒店仅 24 家。加盟店数量占比超过 98%，已成为网络布局的主体，同时亚朵仍有 754 家筹建中的加盟店储备以支持未来增长。这种模式让亚朵既能保持品牌统一、标准化服务体验，又能通过加盟商的本地资源实现快速规模扩张，显著提高资本效率。加盟店通常由第三方出资建设，公司提供品牌授权、运营指导、技术系统和中台服务；自营酒店则由公司租赁物业后自主运营，具备更强的品质控制力和品牌示范效应。

图表 29: 加盟门店 vs. 直营门店



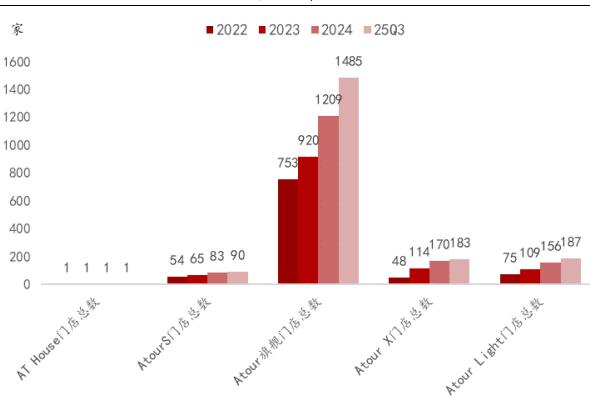
资料来源：公司资料，国投证券国际研究

从城市布局来看，亞朵的门店在一二线城市的布局较为密集，根据携程最新的数据，上海门店数量达到 133 家，北京 112 家，是布局最为密集的城市。不过门店密度还有进一步提升的空间，参考全季酒店，在上海的门店数为 273 家，在北京 195 家，仍还有加密的空间。与全季相比，亞朵在高线城市的门店占比明显更高一些。过去几年，亞朵的门店数量快速提升，其中以亞朵旗舰酒店的增长最快，截至 2025 年 9 月底已经达到 1485 家，较今年年初增长 22.8%。亞朵轻居的增速次之，截至 2025 年 9 月底的门店数量达到 187 家，较今年年初增长 20%。未来我们预期亞朵旗舰和亞朵轻居仍将是酒店数量增长的主要来源。

图表 30：亞朵及全季在高线城市的门店数量

	数量		占比	
	亞朵	全季	亞朵	全季
一线城市	363	607	19%	17%
新一线城市	652	942	33%	27%
二线城市	498	749	26%	22%
门店总数	1948	3476	100%	100%

注：一线城市包括上海、北京、深圳、广州
新一线城市包括成都、杭州、重庆等 15 个城市
二线城市包括济南、无锡沈阳等 30 个城市
城市等级按照第一财经发布的《2025 新一线城市魅力排行榜》划分

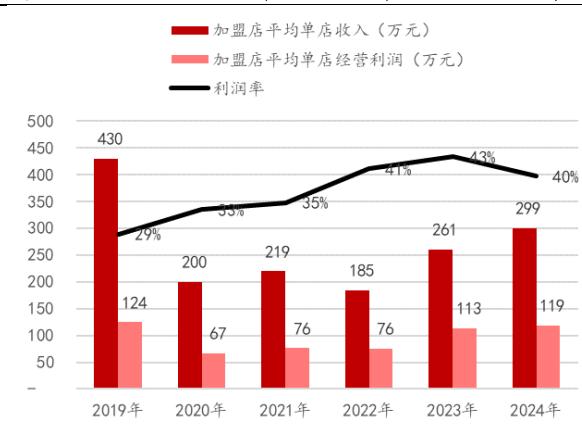
图表 31：亞朵旗下不同品牌门店数量


资料来源：携程，国投证券国际研究测算

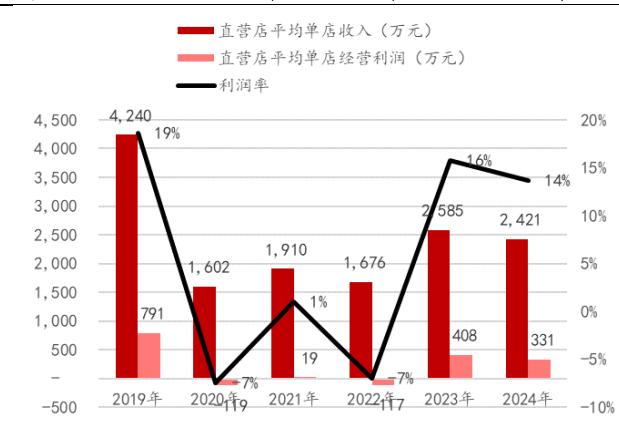
注：时间截止 2025 年 11 月，仅为估算值。全季和亞朵的门店总数截止 25 年 9 月

资料来源：公司财报，国投证券国际研究

加盟模式带来盈利能力的提升和资金利用效率的显著提升，同时，在行业低谷期也使得公司的业绩更为稳定。根据公司财报的披露，2024 年公司在加盟酒店的平均单店收入为 299 万元，而扣掉销售给加盟酒店的酒店用品成本、人工成本以及其他相关运营费用，门店层面平均单店利润约为 119 万元，利润率达到 40%。即使在疫情期间，利润率也在不断提升。相比之下，直营门店的业绩波动相对更明显。2024 年公司的直营酒店平均单店收入约为 2420 万元，扣除人工、租金、房间用品成本、折旧摊销之后，门店层面平均单店利润约为 330 万元，利润率为 13.7%。但是直营酒店受到 RevPAR 的影响较大，在疫情期间 RevPAR 相对较低的年份，曾在 20 年、22 年录得门店层面的亏损，21 年利润率也仅有 1%。由此可以看到，加盟模式不仅可以让公司实现较快速度的门店扩张，同时在财务上也让公司的业绩稳定性更好、财务更为健康。

图表 32：亞朵加盟店单店收入、单店利润及利润率


资料来源：公司财报，国投证券国际研究

图表 33：亞朵直营酒店单店收入、单店利润及利润率


资料来源：公司财报，国投证券国际研究

亞朵酒店集团的规模增长建立在精准量化的市场机遇与系统化的区域布局之上。根据弗若斯特沙利文《中国酒店业发展白皮书 2024》的独立研究，中国中高端酒店市场存在超 4,200 家的结构性增量空间。公司 25 年前三个季度门店净增 329 家，计划完成全年 2000 家好店，未来几年也将保持每年 500-600 家新店的扩张速度，对应当前规模，门店增速大约在 25% 左右。

2.4 零售业务裂变：场景化消费开辟第二增长曲线

亚朵集团成功地将酒店住宿的核心场景延伸至零售消费领域，孵化并壮大了自有生活方式品牌“亚朵星球”。通过“所见即所购”的场景化消费模式，亚朵不仅显著提升了非客房收入占比，更构建了一个高增长、高毛利、强用户粘性的第二增长曲线，有效突破了传统酒店营收的天花板，展现了卓越的商业创新能力和用户价值挖掘能力。

亚朵的零售业务并非凭空产生，而是深深植根于其酒店住宿的核心场景中。酒店客房、大堂、餐厅等空间内使用的床垫（普兰特系列）、枕头（深睡枕系列）、床品、洗护用品（萨和系列）、茶饮、甚至部分家具和艺术品，均来自其自有品牌“亚朵星球”。

住客在入住期间，亲身体验到这些产品的优质舒适感，自然产生好感和信任。亚朵在酒店空间内无缝嵌入便捷的购买渠道，将即时的场景体验冲动和积累的品牌信任高效转化为购买行为，形成“体验即种草，种草即购买”的闭环。

亚朵旗下共有三个品牌：亚朵星球、萨和、Z2GO&CO，每个品牌都有各自的侧重点和品牌调性。亚朵初期聚焦于与“睡眠”、“出行”、“香氛”等酒店体验强相关的品类（寝具、个护、香氛），建立核心优势。随后基于用户需求和品牌调性，逐步扩展到更广泛的生活方式领域，如服装（与设计师品牌联名）、食品饮料、家居生活用品、文创产品等。

其中亚朵星球以深睡为主打，爆款“深睡枕 PRO”引领增长，其中 90% 的销售来自线上。根据公司财报披露，在 25 年二季度，亚朵星球的枕头产品在主流第三方平台的枕头品类销售中排名第一。公司也顺势推出更多深睡相关产品，包括床垫、被子、被单被套等。其中“深睡控温被·夏季 PRO 2.0”延续热销趋势，5 月在抖音平台的被子品类中销售排名第一。未来公司还将持续迭代零售产品，以确保零售业务的高质量增长。

图表 34：亚朵零售业务概览

品牌	业务板块	核心产品	销售渠道
亚朵星球 atour Planet	睡眠场景	深睡枕PRO、深睡床垫、深睡控温被、深睡睡衣、床品套件	酒店体验区 天猫/京东旗舰店 抖音自播 小程序
萨和 SAVHE	个护与香氛	香氛系列（助眠精油、室内香薰）、定制牙膏、漱口水、精油洗发水等	酒店客房扫码购 电商平台
Z2GO&CO	出行与随身	旅行箱、便携吹风机、定制茶具等	酒店大堂零售区
多元合作系列	跨界IP联名	网易云音乐主题枕头，知乎“知识睡眠”床品等	限时主题酒店体验 线上联名店

资料来源：公司资料，国投证券国际研究

图表 35: 亞朵星球枕头系列



资料来源: 淘宝, 国投证券国际研究

图表 36: 亞朵星球被子系列



资料来源: 淘宝, 国投证券国际研究

图表 37: 亞朵星球床垫系列



深睡控温床垫

双感双簧护脊床垫

普兰特双面护脊床垫

普兰特五区舒压薄垫

图表 38: 亞朵星球床单系列



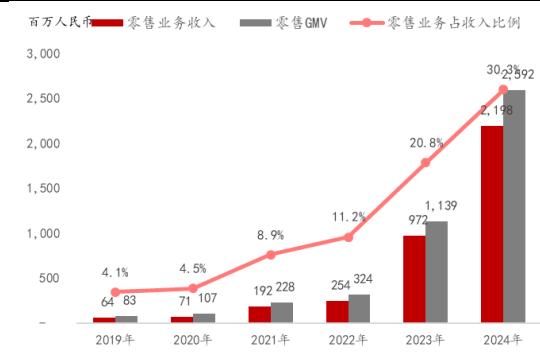
资料来源: 淘宝, 国投证券国际研究

资料来源: 淘宝, 国投证券国际研究

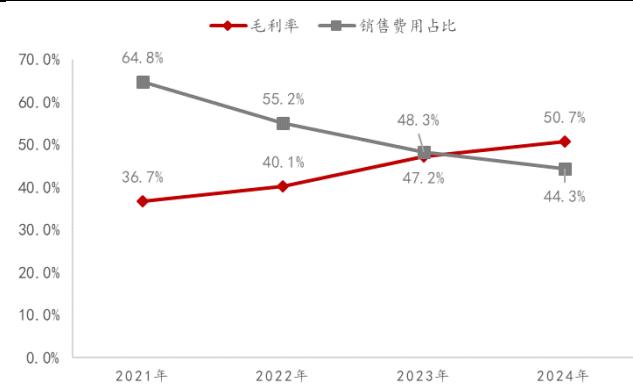
在爆品的拉动下, 零售业务的收入呈现跨越式突破。2019 年零售业务收入为 6400 万元, 至 2024 年已经达到 22 亿元, 五年内实现了爆发式增长。2025 年前三季度零售业务收入 25 亿元, 同比增长 75%, 依旧保持了非常迅猛的增长。零售业务占整体收入的比例已经达到 36%, 成为公司新的增长引擎。

伴随着产品结构的不断升级, 零售业务毛利率从 2021 年的 36.7% 逐步提升至 2025 年前三季度

度的 52.6%，盈利能力不断增强。此外，由于 90% 的销售来自线上渠道，近几年销售费用的增长较为快速。但是我们看到整体销售费用占零售业务的收入占比逐年下降，从 2021 年的 64.8% 下降至 2025 年前三季度的 41.1%，销售效率的提升还在进一步拉升零售业务的整体利润率。不过由于零售业务的利润率低于酒店业务，因此管理层在业绩会上预期，零售业务的占比提升会拉低公司的整体利润率水平。

图表 39：亚朵零售业务 GMV、收入及占比


资料来源：公司财报，国投证券国际研究

图表 40：亚朵零售业务毛利率、销售费用占比


资料来源：公司财报，国投证券国际研究

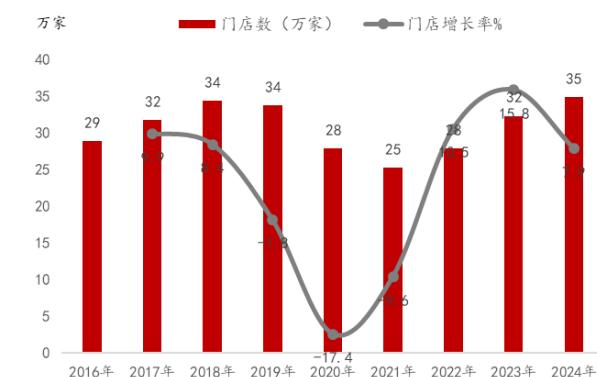
注：销售费用占比为销售费用/零售业务收入

3 行业：酒店行业空间广阔

3.1 中国酒店行业

过去十年，中国酒店行业经历了由高速扩张向高质量发展转型的关键阶段。受益于城镇化推进、居民可支配收入增长与旅游消费升级，行业整体市场规模持续扩大，同时在供给端呈现出连锁化率提升、中高端占比上升、品牌多元化及运营数字化加速等显着特征。与此同时，头部企业通过并购整合、品牌扩张及管理输出等方式加速行业集中，行业竞争格局趋于优化。尽管受新冠疫情短期冲击，酒店行业已于近年实现稳步复苏，并在消费结构升级及国内大循环格局下，展现出良好的长期成长潜力与盈利改善空间。

供给端疫情后稳步增长。2016 年至 2019 年，连锁酒店门店数与客房数稳步增长，年均增速分别为 6.3% 和 7.7%，体现出连锁化率提升和行业整合趋势初现。2020 年受新冠疫情冲击，行业供给端大幅收缩，门店数同比下降 17.4%，客房数下降 13.0%，显示出行业承压出清特征。2021 年仍处于调整期，门店与客房数量继续小幅回落，分别同比下降 9.6% 和 12.1%。随着疫情防控常态化与旅游出行逐步恢复，行业自 2022 年起明显反弹，2023 年门店数同比增长 15.8%，为近年最高增速，客房数增长 15.7%，显示出供给快速修复的趋势。2024 年行业增长有所放缓但仍维持较快节奏，门店和客房数量分别同比增长 7.9% 和 6.9%，分别达到 35 万家和 1764 万间，已经超过 2019 年的水平。2025 年行业供给仍在持续攀升，根据携程发布的数据，25 年上半年酒店数量同比增长 11.8%。

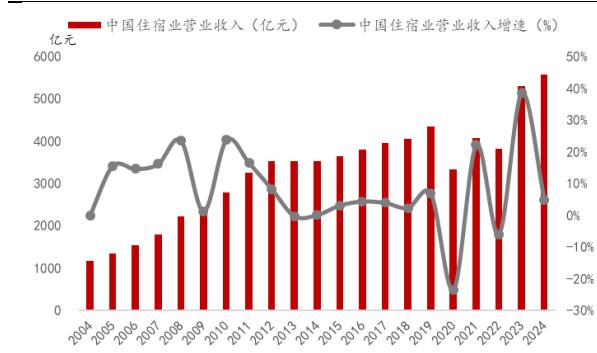
图表 41: 2016-2024 年中国酒店门店数


资料来源：中国饭店协会，国投证券国际研究

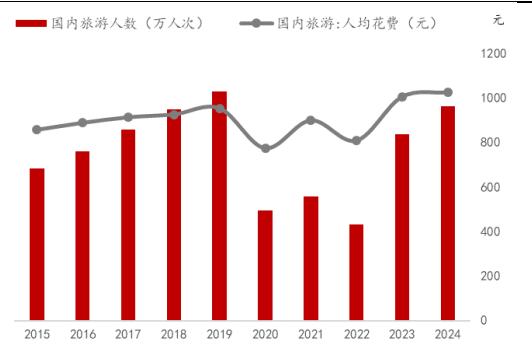
图表 42: 2016-2024 年中国酒店客房数


资料来源：中国饭店协会，国投证券国际研究

需求端持续修复。2016—2019 年，中国住宿业营业收入由 3811 亿元增长至 4344 亿元，年均复合增速为 4.5%，住宿需求保持稳健增长。疫情三年出行受阻，因此行业收入出现显著下滑，20/21/22 三年的营业收入分别为 3330/4072/3832 亿元，行业需求处于低谷期。2023 年行业迎来强势反弹，收入大幅增长 38% 至 5314 亿元，2024 年需求端继续恢复，收入达到 5577 亿元，同比增长 5%。从国内旅游人次来看，疫情之后确实在修复，但仍未回到疫情以前的水平。2024 年国内旅游人次为 56.1 亿人次，为 2019 年的 93.4%。同时，我们观察到人均花费较疫情以前有所增加，2024 年为 1024 元，较 2019 年增长了 7.5%。

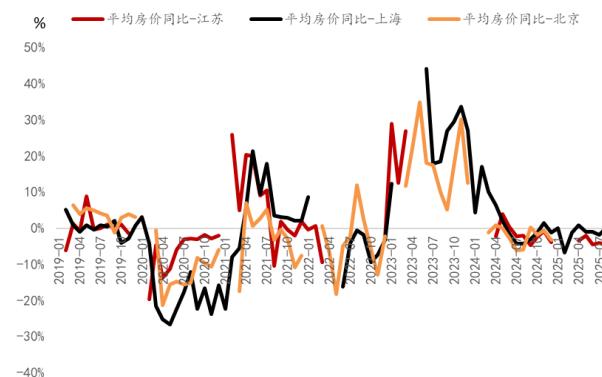
图表 43: 中国住宿业收入及增速


资料来源：国家统计局，国投证券国际研究

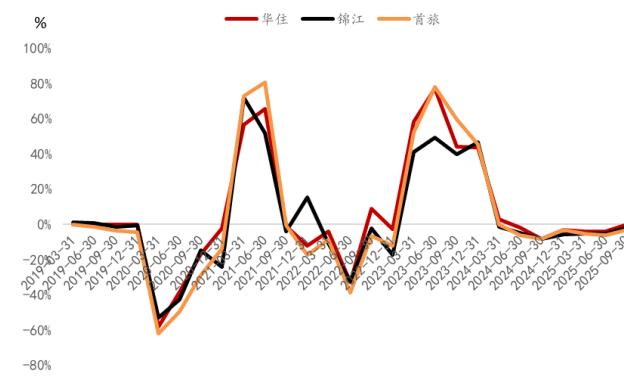
图表 44: 国内旅游人次及人均花费


资料来源：国家统计局，国投证券国际研究

行业供给的增加以及需求的缓慢修复使得行业面临更加激烈的竞争，各星级酒店平均房价在 2024 及 2025 年呈现不同程度的下降。24 年二季度开始行业的 RevPAR 开始出现轻微下滑，三季度下滑幅度加大。到 25 年三季度，虽然我们依旧看到 RevPAR 的下滑，但是下滑幅度已经有所收窄，我们认为行业竞争激烈的时期可能已经过去。

图表 45: 江苏、上海、北京星级酒店房价同比


资料来源：iFind，国投证券国际研究

图表 46: 华住、锦江、首旅 RevPAR 同比


资料来源：公司财报，国投证券国际研究

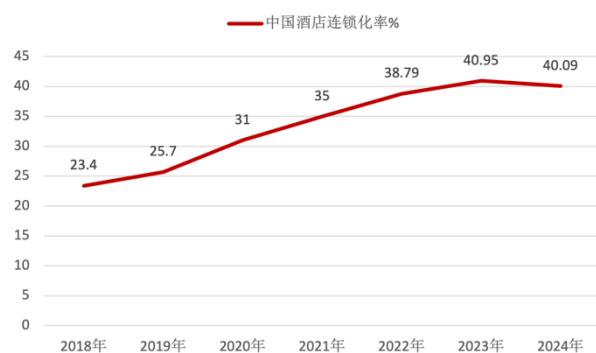
3.2 连锁化提升与行业的竞争格局

随着行业进入存量整合阶段，连锁化进程显著加快，头部酒店集团通过并购和加盟模式迅速扩张，连锁化推动了品牌标准化、运营效率提升和盈利能力增强。

2018 - 2024 年，中国酒店行业连锁化率持续提升，由 2018 年的 23.4% 增长至 2024 年的 40.09%，年均提升近 3 个百分点，反映出行业集中度显著上升。2020 年起，连锁化进程加速，三年内提升逾 9 个百分点，背后动力来自头部企业的并购整合、高效加盟体系拓展以及品牌标准化管理的推进。这一趋势背后，是行业内部运营机制与外部市场环境共同作用的结果。从供给端看，连锁品牌在标准化建设、系统化管理和成本控制方面具备明显优势，叠加多品牌战略的纵深覆盖，使其在存量市场中具备更强的复制能力与扩张弹性。从需求端看，消费者对住宿安全性、清洁度、服务一致性等因素的关注持续上升，带动连锁酒店在客户黏性与口碑表现上形成竞争壁垒。头部的连锁企业在疫情期间都采取了积极的扩张策略，门店数量较疫情之前有不同程度的增长。

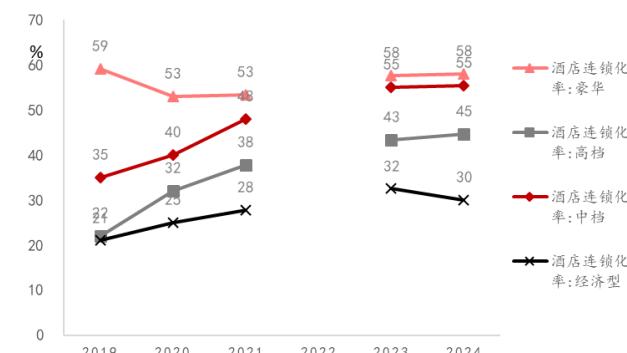
中高档酒店连锁化率持续提升，经济型酒店竞争激烈。豪华型与中档酒店连锁化率分别达到 57.98% 与 55.33%，远高于经济型（29.96%）与高档型（44.7%）。这表明中高端市场正成为连锁化主力，头部集团正通过品牌矩阵向盈利能力更强的中高端赛道集中布局。2024 年豪华和高档酒店的连锁化率保持不变，中档酒店连锁化率继续提高，而经济型酒店的连锁化率反而下降，表明经济型酒店的赛道更加激烈，有更多单体酒店进入市场。

图表 47：2018-2024 年中国酒店连锁率



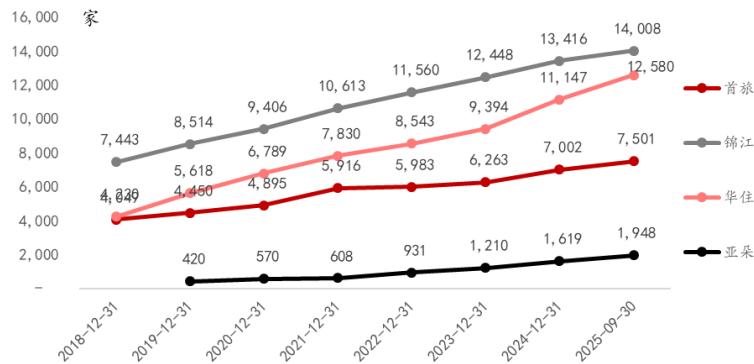
资料来源：中国饭店协会，国投证券国际研究

图表 48：中国不同档次酒店连锁率



资料来源：中国饭店协会，国投证券国际研究

图表 49：主要连锁酒店的酒店数量

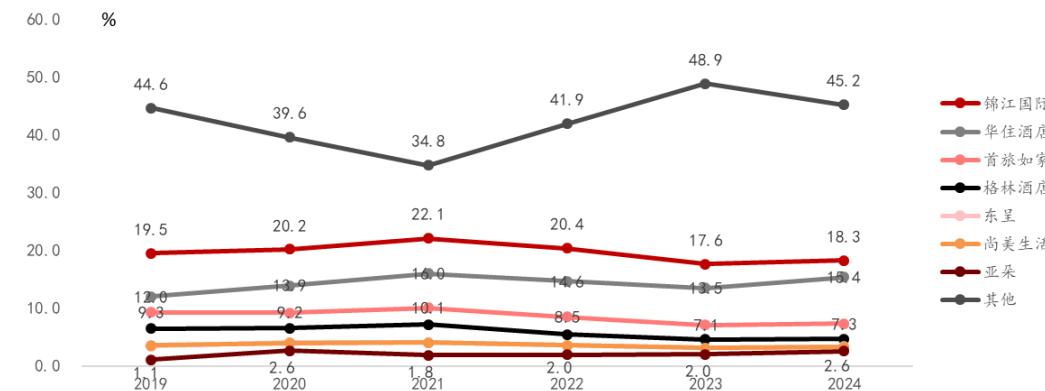


资料来源：公司财报，国投证券国际研究

根据中国饭店协会的统计，2024 年按照客房数量计算，中国酒店行业前七大连锁集团的市场份额合计已达 54.8%，其中锦江国际、华住集团和首旅如家分别占据 15.0%、14.5% 与 10.0% 的市场份额，CR3 合计达 39.5%。亚朵排名第七，市占率为 2.6%。与 2019 年相比，2024 年的集中度略有降低，但企业出现分化，华住、亚朵的市占率较 2019 年有明显提升，主要得益于两家更为迅猛的扩张策略。与美国市场相比，国内酒店行业的集中度还有

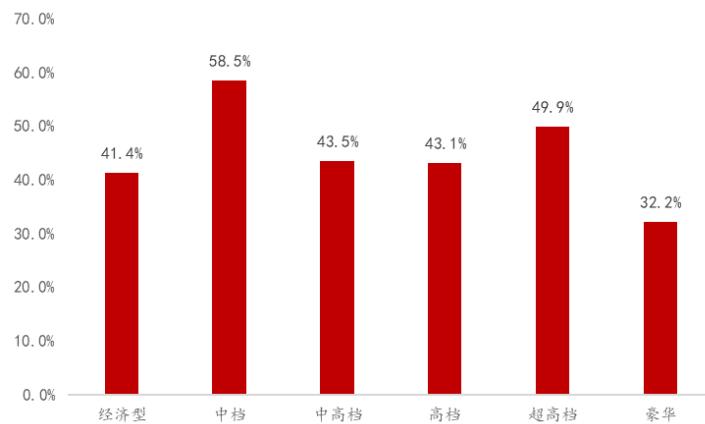
很大的提升空间，我们认为集中度继续提升会是未来长期的趋势。

图表 50：中国酒店市场份额



资料来源：中国饭店协会，国投证券国际研究

图表 51：2015 年美国不同档次酒店的 CR3



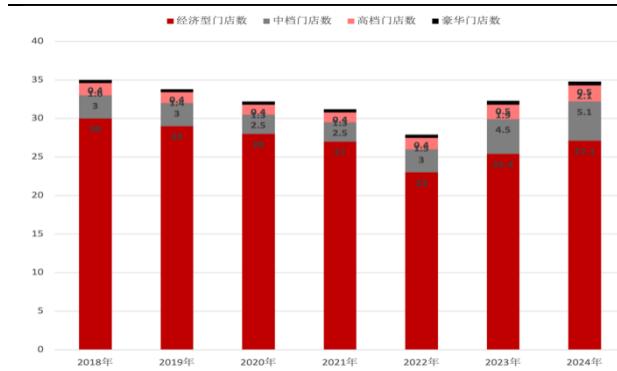
资料来源：Bloomberg，国投证券国际研究

3.3 中高端酒店快速崛起

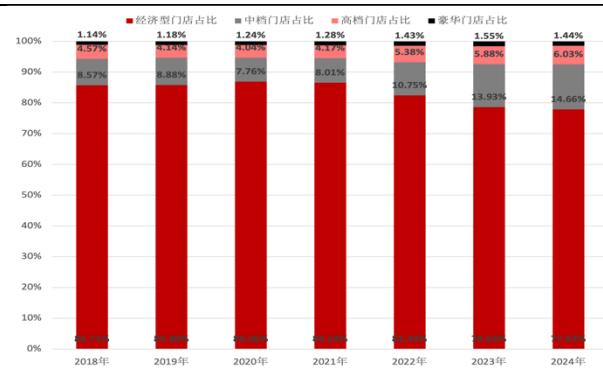
2018 年至 2024 年，中国酒店市场的结构性演化趋势显着，中高端酒店在整体供给中的占比持续上升，产业重心正在由“经济型主导”向“多层次中高端”演进。期间，经济型酒店门店数从 30 万家降至 27.1 万家，占比从 85.71% 下降至 77.87%；而中档、高档、豪华酒店的合计占比则由 14.29% 提升至 22.13%，其中中档酒店门店数增长幅度最为显着，从 3 万家增至 5.1 万家，占比翻倍至 14.66%。

该趋势背后反映出两方面深层逻辑：一方面，随着消费群体的代际变化与中产阶层扩容，用户对住宿体验提出更高要求，“性价比+品质”的中高端产品成为主流偏好，驱动企业加速结构升级；另一方面，头部连锁集团持续发力中高端市场，通过多品牌矩阵布局占领更多利润空间，也带动中档和高档酒店在品牌体系中的战略地位明显提升。

在供给端，2024 年中档与高档酒店门店数分别达 5.1 万和 2.1 万家，增速高于经济型门店的增长，体现了行业的结构性改变。考虑到行业集中度提升、标准化管理深化以及用户品质意识持续增强，中高端酒店板块有望在未来数年内进一步压缩低端供给空间，成为推动酒店行业提质增效的核心引擎。

图表 52: 2018-2024 年各类型门店数


资料来源：中国饭店协会，国投证券国际研究

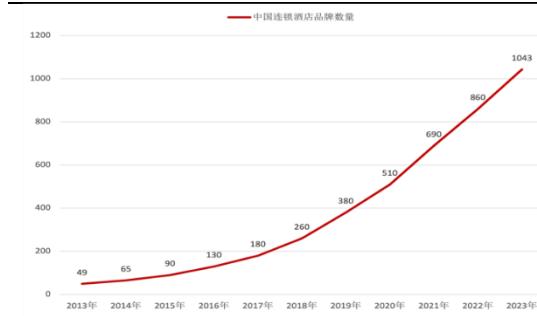
图表 53: 2018-2024 年各类型门店数占比


资料来源：中国饭店协会，国投证券国际研究

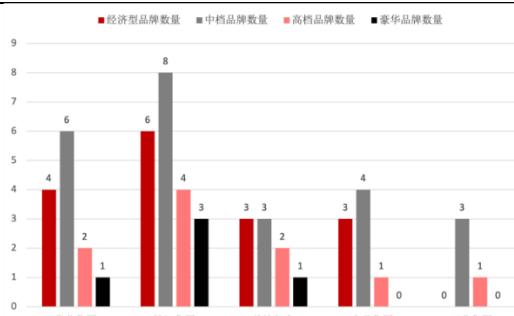
3.4 品牌多元化与细分化

过去十年，中国酒店行业经历了前所未有的品牌扩张浪潮。全国连锁酒店品牌数量已从 2013 年的 49 个快速增长至 2023 年的 1043 个，十年增长逾 20 倍，年均复合增长率超过 30%。品牌数量的高速扩张，标志着行业已从单品牌、低集中度阶段，进入多品牌主导、精准细分的新发展格局。

品牌多元化的第一层特征是价位带的全面覆盖。头部酒店集团普遍构建起涵盖经济型、中档、高档及豪华四个层级的品牌矩阵。数据显示，截至 2024 年，华住、锦江、首旅如家、东呈、亚朵五大集团的品牌总数分别为 13 个、21 个以上、9 个、8 个和 4 个，且在各档次市场均有分布。

图表 54: 2013-2023 年中国连锁酒店品牌数量


资料来源：中国饭店协会，国投证券国际研究

图表 55: 2024 年头部酒店集团品牌结构覆盖


资料来源：公司资料，国投证券国际研究

第二层特征是更加多元的住宿风格和体验。近年来，围绕“内容+住宿”的新型酒店业态快速增长，如阅读型（亚朵·单向空间）、运动型（PMA 酒店）、亲子型（如云海台）、康养型（如悦椿、颐养）等主题酒店持续涌现。这些品牌通过强化文化标签、打造独特体验场景，显著提升了消费者黏性。这些新兴业态不仅拓展了存量物业的运营边界，也契合了个性化、多样化消费趋势的长期演进方向。

品牌的多样化也对企业的运营能力提出更高要求。从“多品牌布局”向“多品牌管理”升级过程中，组织架构、运营标准、渠道整合、会员系统协同等能力成为核心壁垒。与此同时，品牌碎片化趋势也带来边际效率下滑的风险，未来行业集中度的提升，或将在品牌维度体现为“大品牌做强，小品牌出清”。

总体来看，品牌多元化与细分化正成为驱动行业供给侧结构优化的重要路径。一方面，它强化了头部企业对不同细分市场的渗透与控制；另一方面，也提升了行业整体的产品力与服务适配性，为中国酒店业从“量的增长”迈向“质的跃升”奠定基础。

3.5 行业经过多轮并购，集中度大幅提升

近十年中国酒店业通过大规模并购重组实现格局重塑，头部企业以资本手段快速扩张。2015-2018年锦江集团先后以13亿欧元收购法国卢浮集团，82.7亿元收购铂涛集团（7天酒店母公司）、20亿美元并购丽笙酒店集团（Radisson），形成覆盖经济型至奢华酒店的全品牌矩阵；2016年首旅酒店斥资110.5亿元私有化如家酒店，门店数激增10倍；华住集团则通过收购桔子水晶（36.5亿元）和德意志酒店集团（7亿欧元）补足高端与国际化短板。此轮整合推动行业集中度质变：CR3（锦江、华住、首旅）市占率从2013年24.1%跃升至2023年52.6%，CR10同期由35.2%升至67.8%。

并购带来显著协同效应：头部企业采购成本降低，会员规模呈指数级增长，且由此带来自有渠道预定比例提升。经过疫情，行业步入深度整合期，锦江、华住等集团通过专项并购基金加速收编区域品牌，但反垄断监管自2022年趋严可能限制超大型交易。需关注并购衍生的商誉风险，锦江酒店和首旅酒店的商誉占比达总资产18%和25%。

图表 56：中国酒店市场大型并购事件

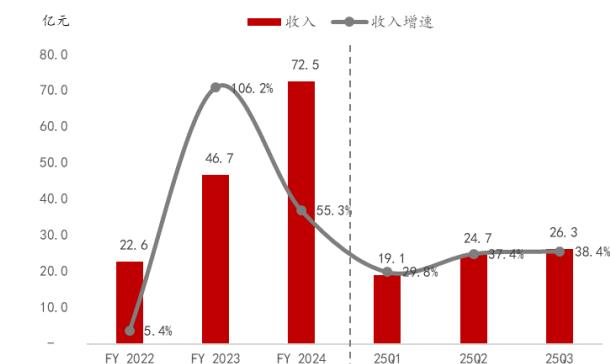
时间	收购方	被收购方	并购金额
2015年	锦江集团	法国卢浮集团（旗下包括Campanile、Kyriad等酒店），布局海外市场	13亿欧元
2015年	锦江集团	铂涛集团（旗下包括7天酒店、7天优品、麗枫酒店、希岸酒店）	82.7亿人民币
2016年	首旅集团	如家酒店集团（旗下包括如家酒店、如家精选、莫泰酒店、云上四季酒店、和颐酒店）	110.5亿人民币
2017年	华住集团	桔子水晶集团（旗下包括桔子酒店、桔子水晶酒店）	36.5亿人民币
2018年	锦江集团	丽笙集团（旗下包括Radisson、Radisson Collection等酒店品牌），是当时世界最大的酒店集团之一	约20亿美元
2019年	华住集团	德意志酒店集团（旗下包括Steigenberger、MAXX by Steigenberger、Intercity Hotel等酒店品牌）	7亿欧元

资料来源：中国饭店协会，锦江股份、首旅酒店、华住集团公告，国投证券国际研究整理

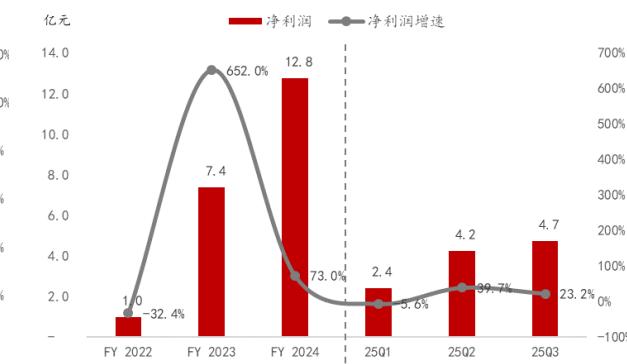
4 财务分析

收入持续快速增长：2023FY/2024FY/2025Q1-Q3，亚朵净营收实现持续增长，分别为46.66/72.48/70.0亿元，同比增长分别为106.2%/55.3%/35.6%。业务增长的动力一方面来自酒店数量的不断增加，另一方面来自零售业务的强劲增长。**利润表现强劲：**2023/2024/2025Q1-Q3年净利润分别为7.37亿元/12.75亿元/11.4亿元，实现同比增长652%/73%/20.7%，主要得益于加盟店数量快速扩张带来的高毛利收入提升，以及零售和技术服务等轻资产业务占比的持续扩大，显著拉升了整体盈利能力。

规模持续扩张：截止2023/2024/2025Q3报告期末公司门店总数分别为1210/1619/1948间，其中Atour旗舰店总数实现明显增长，分别为920/1209/1485间。相应地，开业房间数实现同步提升，2023/2024/2025Q3期末总房间数分别为13.8万间/18.3万间/21.9万间，酒店网络的扩张是酒店业务实现增长的主要动力。

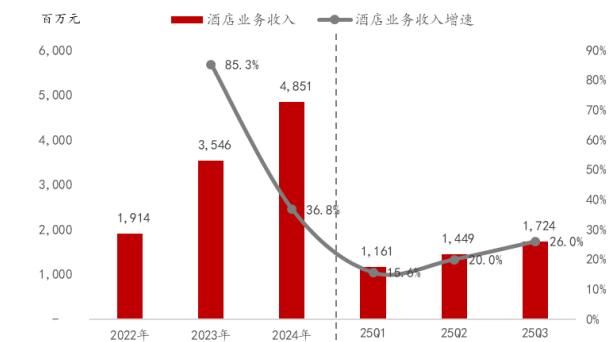
图表 57: 收入及增速


资料来源：公司资料，国投证券国际研究

图表 58: 净利润及增速


资料来源：公司资料，国投证券国际研究

酒店业务收入保持快速增长。23、24年酒店业务处于疫情后的复苏期，叠加酒店数量依旧保持较快速的扩张节奏，以及公司逐步提升佣金比例，收入增速迅猛。23/24全年酒店业务（包括加盟和直营）收入为35.5/48.5亿元，同比增长85%/36%。进入25年，增速稍有放缓，但在去年高基数的背景下仍保持了20%以上的同比增长。**利润率保持稳定。**得益于加盟业务的商业模式，酒店业务的利润率比较稳定，即使在疫情期间也始终保持盈利，甚至在21、22年还实现了经营利润的持续增长。23/24年酒店业务经营利润分别为13/17.4亿元，利润率分别为37%/36%。25年前三季度利润率也保持在36-38%，盈利能力稳定。

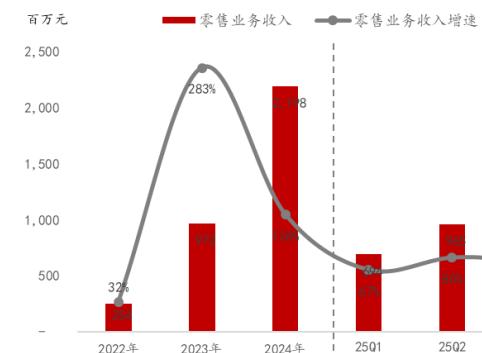
图表 59: 酒店业务收入及增速


资料来源：公司资料，国投证券国际研究

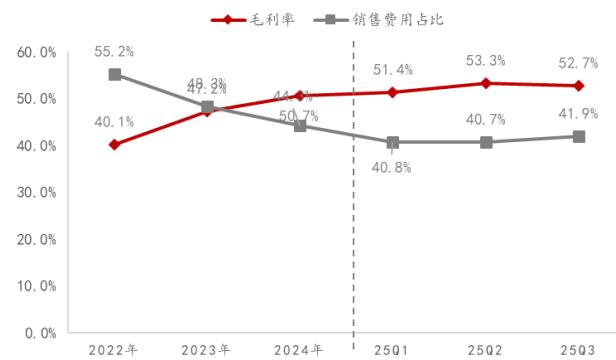
图表 60: 酒店业务经营利润及利润率


资料来源：公司资料，国投证券国际研究

零售业务增长强劲。公司的零售业务表现亮眼，23/24年收入分别为9.7/22亿元，同比增长283%/126%。进入25年依旧保持了非常强劲的增长势头，前三季度收入增速分别为67%/80%/76%，公司预期全年零售业务的增速不低于65%。**毛利率维持高位，销售费用占比有所降低。**得益于产品结构升级，零售业务的毛利率持续提升，23/24年毛利率分别为47%/51%。进入25年毛利率维持在51%以上的水平。零售业务的90%收入仍然来自线上渠道，销售费用占零售业务收入的比例持续降低，表明公司的营销费用投放效率还在提升。23/24年销售费用占收入比重分别为48%/44%，25年前三季度则在40%-42%之间，较24年仍在降低。零售业务的盈利能力也在不断增强。

图表 61: 零售业务收入及增速


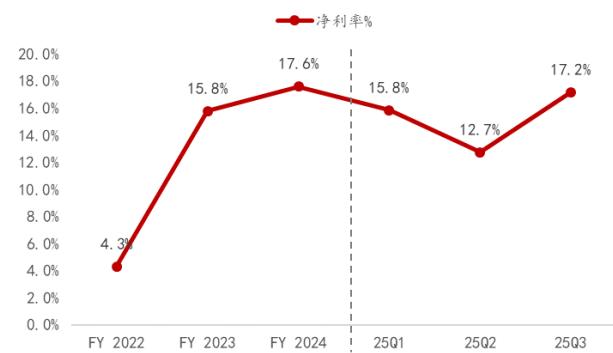
资料来源：公司资料，国投证券国际研究

图表 62: 零售业务毛利率及销售费用占比


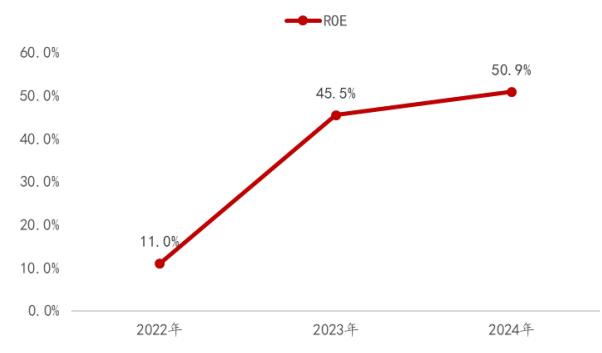
资料来源：公司资料，国投证券国际研究

注：销售费用占比=公司整体销售费用/零售业务收入

净利率维持高位。23/24 年净利率分别为 15.8%/17.6%，利润率持续提升，这主要得益于酒店业务和零售业务的盈利能力抬升。25 年净利率同比 24 年略有下降，主要是业务结构变化，利润率更低的零售业务占比不断扩大，以及因分红带来的税务增加导致，拉低了利润率。**ROE 表现亮眼。**得益于公司的加盟酒店模式，轻资产运营的方式使得公司的 ROE 水平优异。23/24 年 ROE 分别为 45.5%/50.9%。

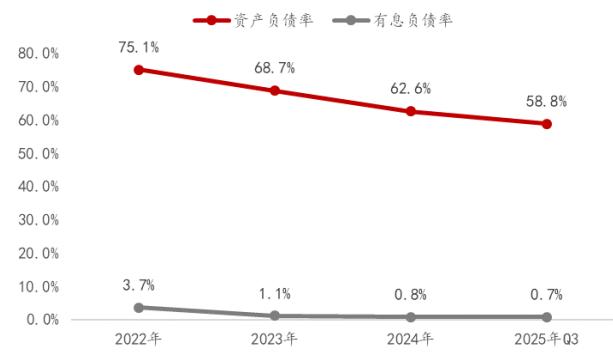
图表 63: 净利率


资料来源：公司资料，国投证券国际研究

图表 64: ROE


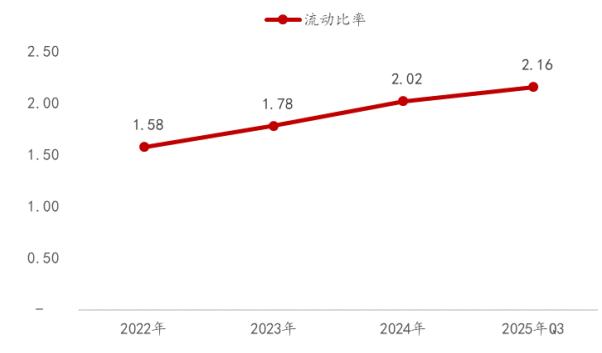
资料来源：公司资料，国投证券国际研究

资产负债率稳步下降。截止 2025 年 9 月底，公司资产负债率为 58.8%，其中有息负债占总资产的比例为 0.7%。负债中大部分为应付加盟商款项、租赁负债，以及经营相关的应付账款。资产中主要是因为租赁产生的使用权资产，以及现金。公司的运营是非常轻资产的。由于加盟酒店的占比不断提升，资产负债率呈现逐年下降的趋势。与之对应的，流动比率逐年上升，公司的流动性向好。

图表 65: 资产负债率及有息负债率


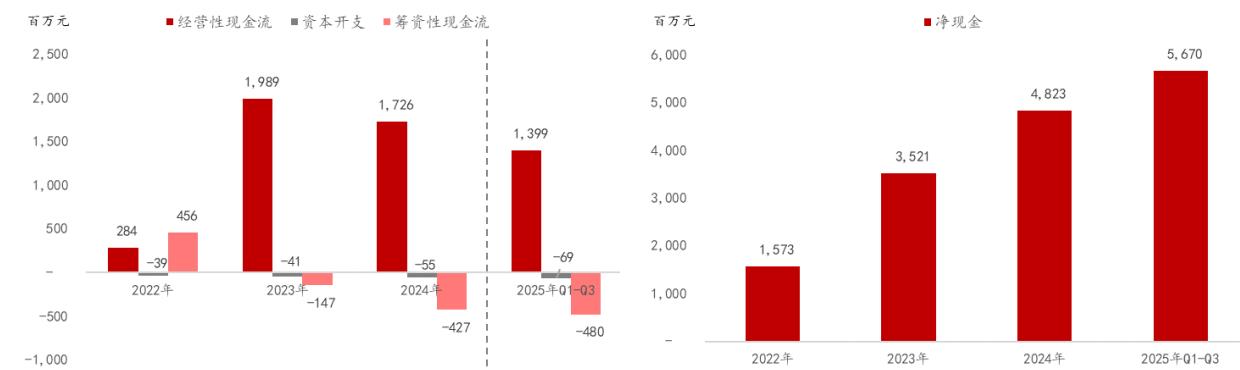
资料来源：公司资料，国投证券国际研究

注：有息负债率=有息负债/总资产

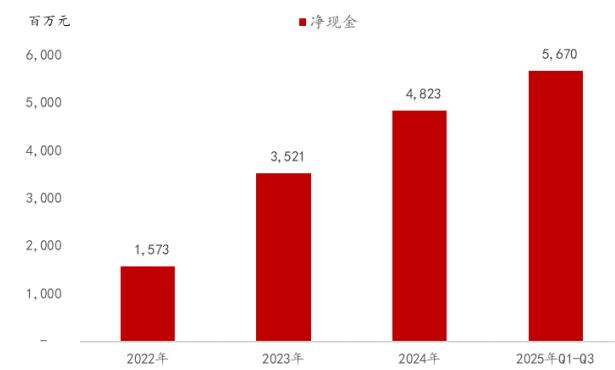
图表 66: 流动比率


资料来源：公司资料，国投证券国际研究

现金流充沛。公司经营性现金流大于净利润，资本开支极少，主要的筹资性现金流出是用于股息支付。净现金快速增加，截止 25 年 9 月底账面净现金为 56.7 亿，资金充沛。

图表 67：公司现金流


资料来源：公司资料，国投证券国际研究

图表 68：净现金


资料来源：公司资料，国投证券国际研究

5 盈利预测及估值

5.1 财务报表预测

亚朵在过去几年经历了快速的增长，我们认为未来的增长动力主要来自于1)酒店门店的持续扩张，以及2)零售业务的持续增长。我们预期25/26/27年酒店门店数量将达到2026/2526/3026家，零售业务收入增速分别为65%/30%/30%。综合以上关键假设，我们预计25/26/27年公司收入将达到97.3/121.6/150.5亿元，净利润为16.2/20.6/25.0亿元，对应每EPS收益为1.66/2.12/2.57美元。

图表 69: 盈利预测

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	2,263	4,666	7,248	9,731	12,160	15,053
YoY		106.2%	55.3%	34.3%	25.0%	23.8%
酒店管理收入	1,361	2,706	4,149	5,272	6,603	8,070
酒店租赁收入	553	840	702	623	623	623
零售及其他	254	972	2,198	3,627	4,715	6,130
其他业务收入	96	148	199	209	219	230
营业成本	-1,580	-2,827	-4,236	-5,634	-6,993	-8,599
毛利	683	1,839	3,012	4,097	5,167	6,454
毛利率	30.2%	39.4%	41.6%	42.1%	42.5%	42.9%
销售费用	-140	-470	-973	-1,560	-2,004	-2,605
占收入比例	-6.2%	-10.1%	-13.4%	-16.0%	-16.5%	-17.3%
管理费用	-350	-451	-353	-438	-547	-677
占收入比例	-15.5%	-9.7%	-4.9%	-4.5%	-4.5%	-4.5%
技术与开发费用	-66	-77	-134	-161	-201	-249
占收入比例	-2.9%	-1.7%	-1.8%	-1.7%	-1.7%	-1.7%
其他业务收入-非经营	38	83	70	97	122	151
占收入比例	1.7%	1.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
经营利润	165	924	1,622	2,035	2,536	3,073
占收入比例	7.3%	19.8%	22.4%	20.9%	20.9%	20.4%
利息收入	14	30	48	110	138	171
占收入比例	0.6%	0.6%	0.7%	1.1%	1.1%	1.1%
利息支出	-7	-5	-3	-10	-13	-16
占收入比例	-0.3%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
短期投资损益	8	35	49	72	90	111
占收入比例	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
其他经营费用-非经营	-1	-1	2	-49	-	-
占收入比例	0.0%	0.0%	0.0%	-0.5%	0.0%	0.0%
除税前溢利	181	982	1,719	2,159	2,751	3,339
所得税	-84	-243	-446	-540	-688	-835
所得税率	46.8%	24.7%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润(含少数股东权益)	96	739	1,273	1,619	2,063	2,504
净利率	4.2%	15.8%	17.6%	16.6%	17.0%	16.6%
少数股东损益	-2	2	-2	-	-	-
净利润(不含少数股东权益)	98	737	1,275	1,619	2,063	2,504
EPS (美元)	0.10	0.76	1.31	1.66	2.12	2.57
市盈率 (倍)	419.1	55.8	32.2	25.4	19.9	16.4

数据来源: iFind资讯, 国投证券国际预测

5.2 估值分析

我们采用PE估值和DCF两种方法进行估值。

我们选取了国内及美股上市的头部酒店集团进行比较。行业26年平均预测PE为22.7x, 考虑公司的成长阶段和行业地位, 我们给予公司26年PE倍数23x。2026年预测EPS为2.1美元, 对应股价测算为48.7美元。

用 DCF 方式估算时，考虑公司的成长阶段和行业发展空间，我们给予 WACC 为 10.5%，短期增速 5%，长期给予 2% 的增速。合理市值为 74 亿美元，对应股价为 53.6 美元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 51.2 美元，较最新收盘价有 21% 的上涨空间。

图表 70: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿人民币)								P/E				
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E			
华住集团-S	1179.HK	1,164	港元	45.3	32.9	50.5	56.7	63.5	25.7	35.4	23.1	20.5	18.3			
YoY				N/A	-27%	54%	12%	12%								
首旅酒店	600258.SH	185	人民币元	8.1	8.2	8.7	9.9	11.0	22.8	22.6	21.2	18.7	16.8			
YoY				N/A	1%	6%	13%	12%								
锦江酒店	600754.SH	242	人民币元	12.8	11.4	8.9	11.1	12.9	18.9	21.1	27.1	21.7	18.8			
YoY				421%	-10%	-22%	25%	15%								
万豪酒店	MAR.O	843	美元	30.8	23.8	27.8	29.7	32.0	27.3	35.5	36.1	31.9	27.8			
YoY				31%	-23%	17%	7%	8%								
希尔顿酒店	HLT.N	677	美元	11.5	15.4	19.2	20.8	23.0	58.8	44.0	23.8	20.8	18.3			
YoY				-8%	34%	25%	8%	10%								
平均估值									30.7	31.7	26.3	22.7	20.0			

注：时间截止2025/12/24，港股及A股预测值为iFind一致预测，美股预测值为Bloomberg一致预测
资料来源：iFind, Bloomberg, 国投证券国际证券研究

图表 71: 可比估值法下目标价的敏感性分析

2026年EPS						
PE		1.72	1.91	2.12	2.33	2.56
	17.0	29.2	32.4	36.0	39.6	43.6
	20.0	34.3	38.1	42.4	46.6	51.3
	23.0	39.5	43.9	48.7	53.6	59.0
	26.0	44.6	49.6	55.1	60.6	66.7
	29.0	49.8	55.3	61.4	67.6	74.3

资料来源：国投证券国际研究

图表 72: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

(年结31/12: RMB 000)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033
	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	2,263	4,666	7,248	9,731	12,160	15,053	18,371	22,241				
增长率%		106.2%	55.3%	34.3%	25.0%	23.8%	22.0%	21.1%				
EBIT	187	987	1,722	2,169	2,764	3,355	3,964	4,597				
增长率%		427.7%	74.5%	26.0%	27.4%	21.4%	18.2%	16.0%				
EBIT率%	8.3%	21.2%	23.8%	22.3%	22.7%	22.3%	21.6%	20.7%				
有效税率%	46.8%	24.7%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%				
EBIT x (1-有效税率)	100	743	1,275	1,627	2,073	2,516	2,973	3,448				
+ 折旧	-14	-30	-48	-110	-138	-171	-208	-252				
+ 营运资金变动	-341	727	150	463	466	553	631	733				
- 资本支出	-39	-41	-55	-55	-55	-55	-55	-55				
自由现金流, FCF	-295	1,399	1,322	1,925	2,346	2,843	3,341	3,874	4,068	4,271	4,485	4,709
增长率%			-5.6%	45.6%	21.9%	21.2%	17.5%	15.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
折现年份				-	1	2	3	4	5	6	7	8
折现因子				1.0000	0.9050	0.8190	0.7412	0.6707	0.6070	0.5493	0.4971	0.4499
FCF 现值				1,925	2,123	2,329	2,476	2,598	2,469	2,346	2,229	2,118
FY2025-33 FCF 现值总额				20,614								
永续期价值现值				25,421								
企业价值				46,036								
加：净现金					6,128							
减：少数股东权益					10							
DCF 估值 (USD 000)				7,404								
假设：												
WACC					10.5%							
短期增长率					5.0%							
永续增长率					2.0%							

数据来源：iFind资讯，国投证券国际预测

6 风险提示

1) 行业竞争加剧，RevPAR 表现不及预期；2) 消费需求不及预期。

附表：财务报表预测
资产负债表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等值项目	3,593	4,885	6,180	7,724	9,532
应收、预付及其他应收款	530	664	875	1,094	1,354
存货	119	167	191	236	291
其他流动资产	-	-	-	-	-
流动资产总额	4,242	5,716	7,246	9,054	11,176
物业、厂房及设备	266	214	220	226	230
使用权资产	1,713	1,503	1,503	1,503	1,503
无形资产	4	6	6	6	6
商誉	17	17	17	17	17
于联营及合营企业投资	-	-	-	-	-
递延税项资产	145	231	231	231	231
其他非流动资产	200	192	192	192	192
非流动资产总额	2,345	2,163	2,170	2,175	2,179
总资产	6,587	7,879	9,415	11,229	13,356
贸易应付款项	595	694	857	1,063	1,307
应付费用及其他应付	1,280	1,562	2,097	2,620	3,243
短期有息债务	70	60	50	42	35
应付短期税项	136	222	222	222	222
租赁负债	296	291	291	291	291
其他流动负债	1	2	2	2	2
流动负债总额	2,378	2,830	3,518	4,240	5,101
长期有息债务	2	2	2	1	1
租赁负债-非流动	1,583	1,380	1,380	1,380	1,380
递延收入-非流动负债	369	475	475	475	475
递延税负债	-	-	-	-	-
其他	194	246	246	246	246
非流动负债总额	2,149	2,103	2,102	2,102	2,102
总负债	4,527	4,933	5,621	6,343	7,203
实缴资本	1,556	1,608	1,608	1,608	1,608
留存收益	507	1,347	2,195	3,287	4,553
少数股东权益	-8	-10	-10	-10	-10
总股东权益	2,060	2,946	3,795	4,887	6,153

现金流量表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	739	1,273	1,619	2,063	2,504
营运资本变动	727	150	463	466	553
折旧及摊销	85	65	48	50	51
其他	437	238	-	-	-
经营性现金流净额	1,989	1,726	2,131	2,579	3,108
资本开支	-42	-58	-55	-55	-55
其他	-559	-462	-	-	-
投资性现金流净额	-601	-521	-55	-55	-55
新发股份	-	-	-	-	-
支付股息	-151	-436	-770	-971	-1,238
新增债务	-102	-10	-10	-8	-7
股票回购	-	-	-	-	-
其他	106	19	-	-	-
筹资性现金流净额	-147	-427	-780	-980	-1,245
现金净变动	1,241	779	1,295	1,544	1,808
现金期初余额	1,252	778	4,885	6,180	7,724
现金期末余额	2,493	1,557	6,180	7,724	9,532

数据来源：iFind资讯，国投证券国际预测

利润表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,666	7,248	9,731	12,160	15,053
营业成本	-2,827	-4,236	-5,634	-6,993	-8,599
毛利	1,839	3,012	4,097	5,167	6,454
销售费用	-470	-973	-1,560	-2,004	-2,605
管理费用	-451	-353	-438	-547	-677
其他经营损益	6	-64	-64	-80	-99
经营利润	924	1,622	2,035	2,536	3,073
利息收入	30	48	110	138	171
利息支出	-5	-3	-10	-13	-16
其他收入/支出	34	51	23	90	111
除税前利润	982	1,719	2,159	2,751	3,339
所得税	-243	-446	-540	-688	-835
净利润	739	1,273	1,619	2,063	2,504
归属母公司净利润	737	1,275	1,619	2,063	2,504
EPS (美元)	0.76	1.31	1.66	2.12	2.57
EBITDA	958	1,674	2,121	2,714	3,304

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
同比增长率：					
营业收入增长率 (%)	55.3%	34.3%	25.0%	23.8%	
除税前利润增长率 (%)	75.0%	25.6%	27.4%	21.4%	
净利润增长率 (%)	72.2%	27.2%	27.4%	21.4%	
盈利能力：					
毛利率 (%)	39.4%	41.6%	42.1%	42.5%	42.9%
净利润率 (%)	15.8%	17.6%	16.6%	17.0%	16.6%
ROE (%)	45.5%	50.9%	48.0%	47.5%	45.4%
偿债能力：					
资产负债率 (%)	68.7%	62.6%	59.7%	56.5%	53.9%
流动比率 (x)	1.78	2.02	2.06	2.14	2.19
利息覆盖倍数 (x)	191.51	538.17	203.37	208.28	204.82
营运能力：					
存货周转天数	11	12	12	12	12
应收账款周转天数	12	9	9	9	9
应付账款周转天数	50	56	56	56	56
每股资料					
EPS (美元)	0.76	1.31	1.66	2.12	2.57
BPS (美元)	2.12	3.03	3.90	5.02	6.32
每股经营现金 (美元)	2.04	1.77	2.19	2.65	3.19
估值比率					
PE	56.4	32.6	25.7	20.1	16.6
PB	20.2	14.1	11.0	8.5	6.8

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券国际证券(香港)有限公司（国投证券国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15% 以上；
增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5% 至 15%；
中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 5%；
减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 -15%；
卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15% 以下。

国投证券（香港）有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼 电话：+852-2213 1000 传真：+852-2213 1010