

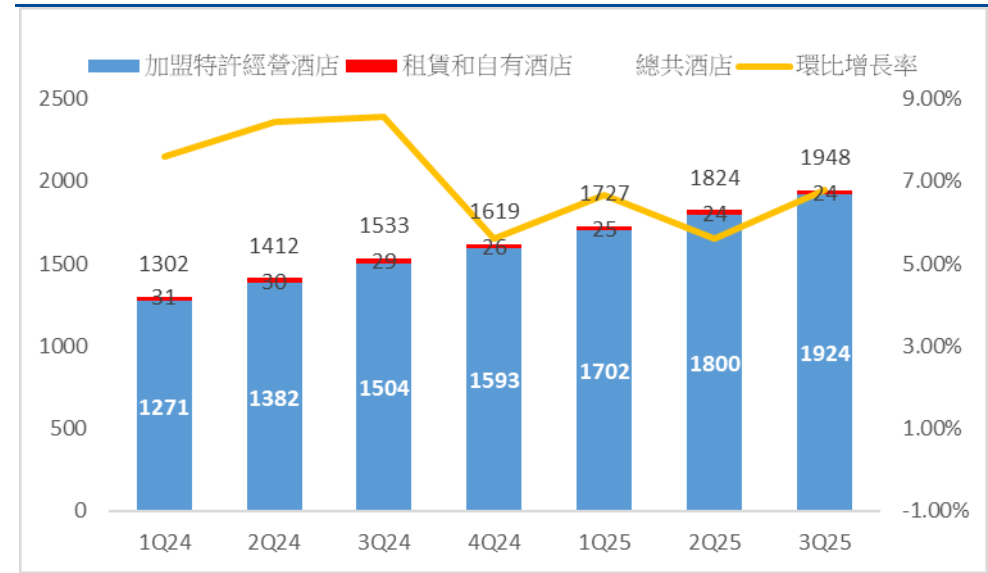
► 亞朵 (ATAT US, 股價37.77美元, 市值52億美元)：一個情景式生活方式的酒店品牌

作為中國第一的高端中檔酒店連鎖品牌，亞朵透過以賓客為中心、契合現代旅行偏好的體驗，贏得了強大的消費者吸引力，並在商務和休閒需求領域，持續從高端國際品牌手中奪取市場份額。公司營運一個資產輕型平台，擁有兩大核心引擎：透過管理加盟與特許經營酒店實現網絡擴張，以及情景式零售貨幣化。

目前，一份典型的管理合約會根據品牌等級，向物業業主收取一次性開業前加盟費，每間客房約5,000至8,000元人民幣。營運開始後，則根據品牌等級每月收取相當於酒店總收入6%至8%的經常性加盟及管理費，以及其他營運費用，如固定的每月酒店經理費、酒店用品採購、系統及會計支援等。合約期限長達20年，支持了經常性費收入流的可預見性。從收入結構來看，特許經營收入與供應鏈收入分別佔總收入的52%及48%，該業務表現與加盟酒店數量及單店營運效率高度相關。

亞朵經營一個涵蓋中檔至奢華的多品牌組合，包括亞朵酒店、亞朵S酒店、亞朵X酒店、亞朵輕居及A.T. House。其酒店網絡從2020年的570家，擴張至2025年第三季的1,948家，其中24家為自營。業務版圖遍佈中國209個城市，主要集中於一線及二線市場。其忠誠度計劃「A-Card」擁有約1.08億個人會員（回購率達59%）及超過14,000家企業客戶（佔客房夜銷售20%）。此模式得到高效分銷渠道的支持，直接預訂率高達62.4%。此外，亞朵利用與主要股東攜程（持股13.5%）的戰略協同效應，以僅2%的低佣金率獲取了26%的收入，凸顯其強大的渠道控制力及遠優於10-15%行業標準的成本結構。這個高效的生態系統服務於一個以年輕富裕客群為主的客戶基礎，其中69%年齡在40歲以下。

圖 1：酒店數量和類型



資料來源：公司數據，新華滙富

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,629	0.2%	3.9%
中資企業指數	9,114	-0.1%	2.3%
紅籌指數	4,223	0.5%	5.2%
滬深300指數	4,723	0.0%	2.0%
上海A股	4,323	0.1%	3.4%
上海B股	262	0.3%	3.4%
深圳A股	2,839	0.7%	7.2%
深圳B股	1,246	-0.4%	-1.5%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	49,384	0.6%	2.7%
標普500	6,913	0.5%	1.0%
美國納斯達克指數	23,436	0.9%	0.8%
日經平均指數	53,701	0.0%	6.7%
英國富時指數	10,150	0.1%	2.2%
法國證券公會指數	8,148	1.0%	-0.0%
德國法蘭克福指數	24,856	1.2%	1.5%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,936	2.2%	14.6%
銅價 (美元/盎司)	2,869	3.3%	12.8%
銀價 (美元/盎司)	96	3.4%	35.0%
原油 (美元/桶)	59	-2.1%	3.9%
銅價 (美元/盎司)	12,755	0.0%	2.7%
鋁價 (美元/盎司)	3,132	0.8%	4.6%
鉛價 (美元/盎司)	2,637	6.0%	29.5%
錫價 (美元/盎司)	3,211	1.2%	3.0%
小麥 (美分/蒲式耳)	515	1.0%	1.7%
玉米 (美分/蒲式耳)	424	0.1%	-3.7%
糖 (美分/磅)	74	2.1%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,064	1.0%	1.6%
PVC (美元/噸)	4,786	0.9%	2.5%
CRB 指數	308	0.7%	3.0%
BDI			-3.9%

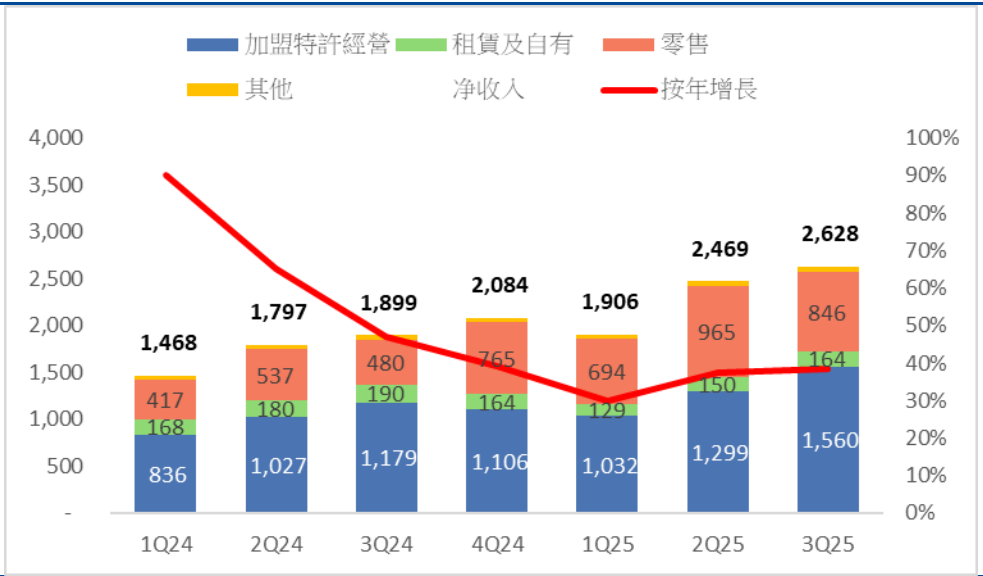
匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	158.4	0.8	7.0
港元	0.1		0.1	20.3	10.1	0.9
歐羅	1.2	9.2		186.2	1.1	8.2
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.9	1.1	200.8		8.8
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.7	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	15	-6.6%

零售業務是公司增長最快且最具擴展性的引擎：收入從2021年的3億元人民幣，飆升至2025年前九個月的25億元人民幣，佔比從14%提升至36%，毛利率持續高於50%。該業務圍繞自有品牌「亞朵星球」構建，以「ATOUR PLANET第三代深睡枕Pro」為核心產品，累計銷售達800萬個，其分區支撐設計旨在改善睡眠問題。銷售絕大部分在線上完成，90%以上透過電商平台，該品牌已躋身中國家紡行業前五名。零售與酒店業務透過入住期間的試用與轉化相互強化，同時在抖音及小紅書等平台透過KOL（關鍵意見領袖）進行種草營銷，進一步增強了產品知名度與品牌記憶度。

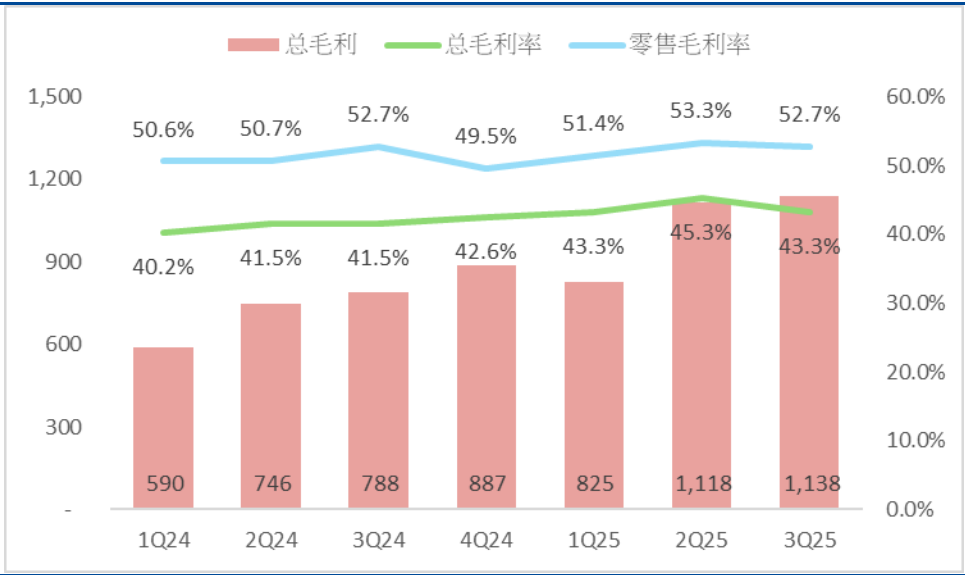
公司於2025年第三季交出穩健業績，收入按年增長38%至26億元人民幣，淨利潤則按年增長29%至6.9億元人民幣，淨利潤率達18%。酒店業務分部強勁增長26%至17億元人民幣（佔總收入65%），為過去四季以來最強表現。零售業務儘管環比略有回調，但仍快速增長，按年增幅達76%至8.5億元人民幣。營運方面，平均可出租客房收入持續復甦至371元人民幣，驅動力來自入住率及日均房價降幅的收窄。銷售及管理費用增長反映公司配合零售擴張進行的戰略性品牌及渠道投資。資產負債表保持強健，淨現金結餘達56.7億元人民幣（佔資產64%）。股本回報率連續兩年維持在35%水平。

圖 2：營收（人民幣/百萬）和同比



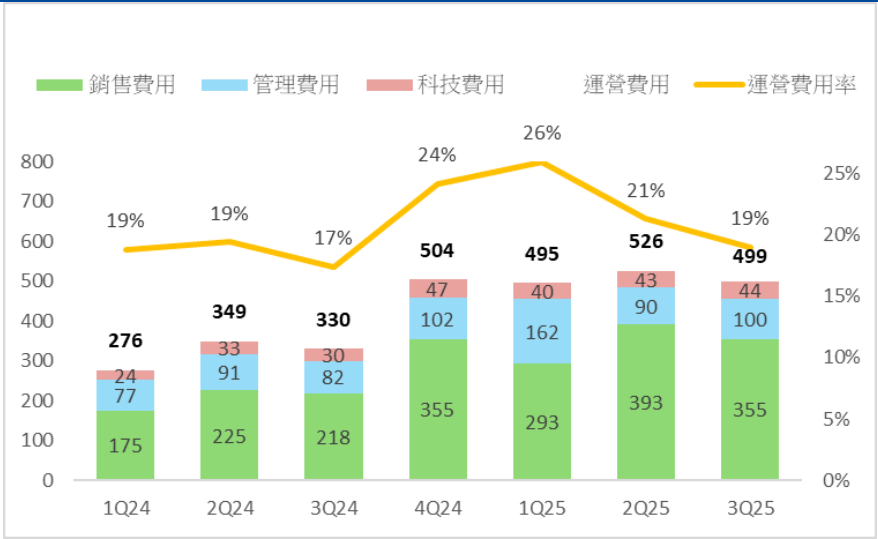
資料來源：公司數據，新華滙富

圖 3：毛利拆解（人民幣/百萬）



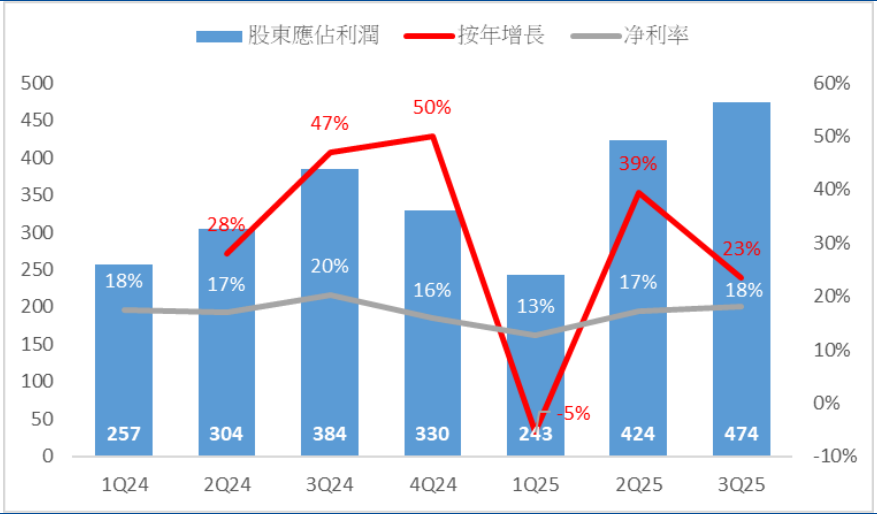
資料來源：公司數據，新華滙富

圖 4：運營費用拆解（人民幣/百萬）



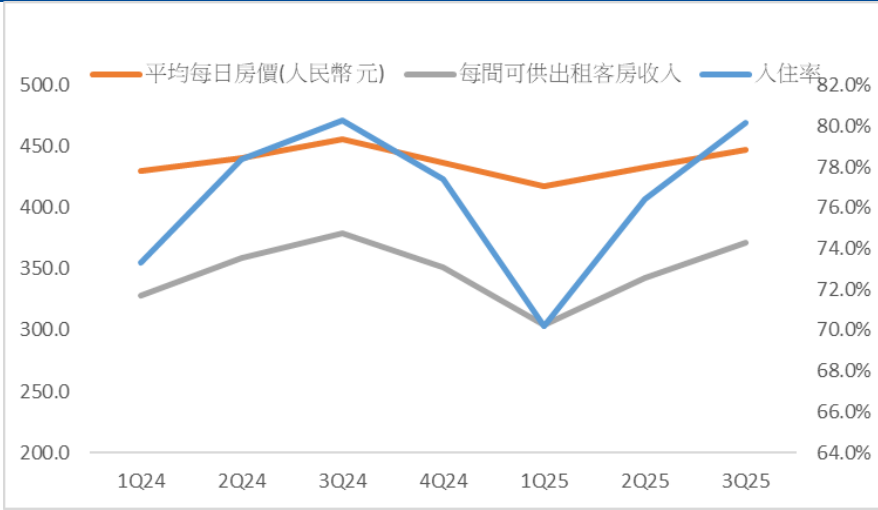
資料來源：公司數據，新華滙富

圖 5：淨利率拆解（人民幣/百萬）



資料來源：公司數據，新華滙富

圖 6：經營業績指標

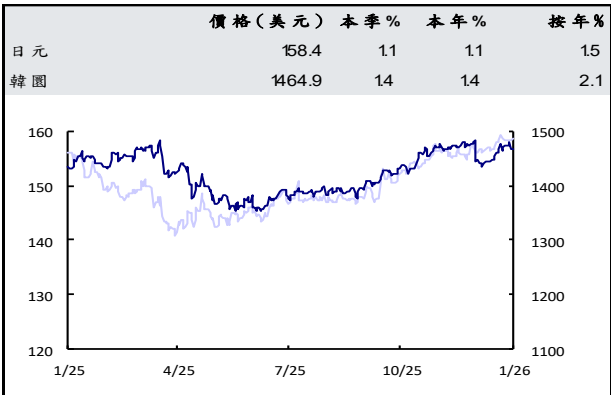
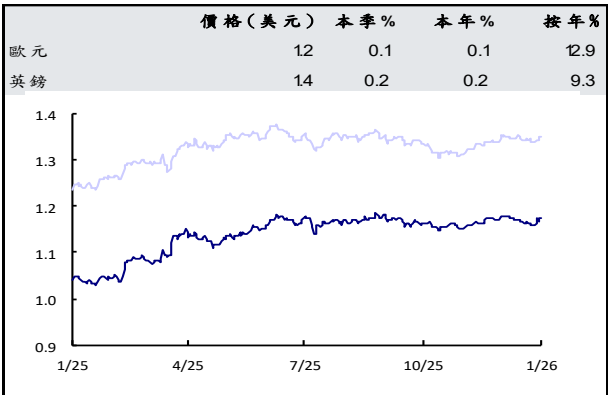
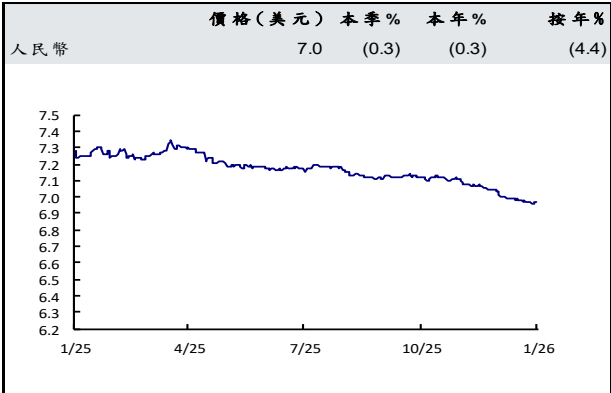
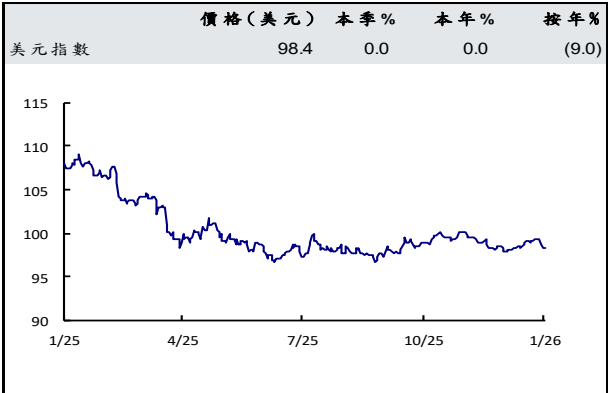
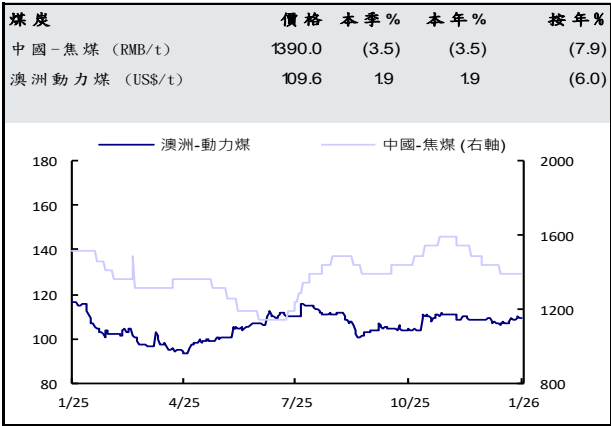
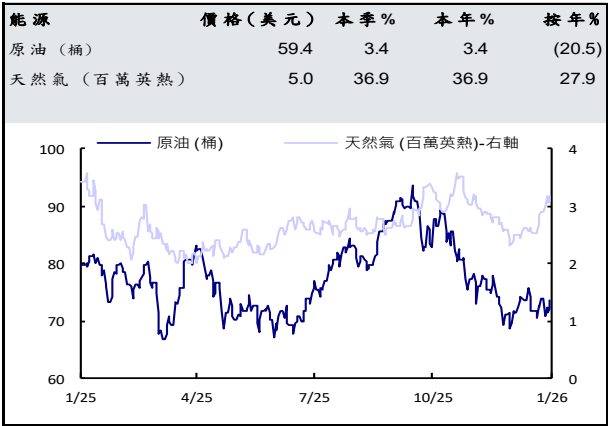
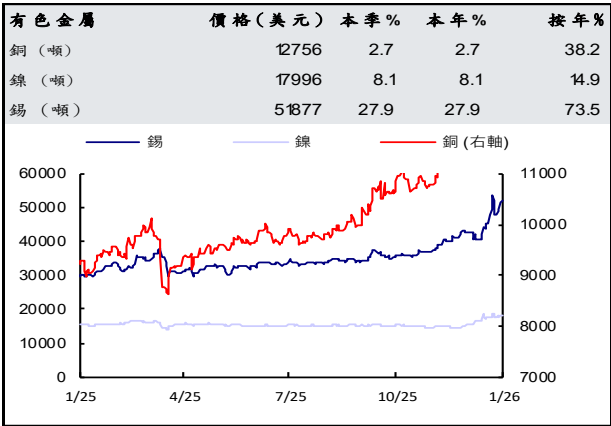
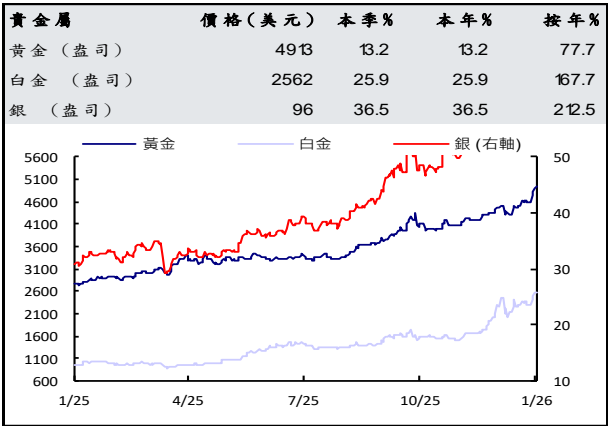


資料來源：公司數據，新華滙富

我們的觀點： 亞朵是領先的高端中檔酒店營運商，憑藉其以賓客為中心的服務及「亞朵星球」零售品牌，擁有穩固的市場地位。它利用賓客友好的福利留住酒店住客，並將旗下物業作為零售產品天然的試用入口，創造了一個閉環式的生活生態系統。核心枕頭產品佔比從90%下降至60%，標誌著其已成功從單一「明星」產品轉向多元化的產品矩陣。

展望未來，零售業務預期將憑藉供應鏈優勢，更深地滲透至客房場景。同時，754家酒店的強勁儲備項目，加上零售業務的擴張，為未來增長奠定基礎。在資本配置方面，亞朵已建立良好紀錄，派息比率達62%，股息率為2%。公司計劃進一步增加股息及股份回購，以推動長期股東價值。公司目前股價對應2025年預測市盈率約22倍，企業價值對應2025年預測EBITDA倍數約13倍。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
個人收入與支出	月		26年1月22日
耐久財訂單	月		26年1月26日
貿易收支	月		26年1月29日
生產者物價指數	月		26年1月30日
零售業銷售額	月		26年2月1日
採購經理人指數	月		26年2月2日
新屋開工與營建許可	月		26年2月2日
就業報告	月		26年2月6日
工廠訂單	月		26年1月29日
首次申請失業保險金人數	週		26年1月22日
批發庫存	月		26年1月29日
消費者物價指數	月		26年2月11日
成屋銷售量	月		26年2月12日
工業生產指數	月		26年2月18日
國內生產毛額	季		26年1月22日
消費者信心指數	月		26年1月27日
新屋銷售	月		26年2月19日
商業庫存	月		26年2月1日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年1月31日
外匯儲備	季		26年2月7日
M2貨幣供應量	月		26年2月9日
生產者物價指數	月		26年2月11日
消費者物價指數	月		26年2月11日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
貿易收支	月		26年1月27日
M2貨幣供應量	月		26年1月30日
國內生產毛額	季		26年1月30日
零售業銷售額	月		26年2月3日
採購經理人指數	月		26年2月4日
外匯儲備	月		26年2月6日
失業率報告	月		26年2月20日
消費者物價指數	月		26年2月25日
生產價格	季		26年3月13日
工業生產報告	季		26年3月13日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員	電郵	電話
王學宏 (Howard Wong)	howard.wong@sunwahkingsway.com	(852)22837307
李旭佳 (Alan Li)	alan.li@sunwahkingsway.com	(852)22837306

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam