

买入

2024年11月22日

门店快速扩张持续，布局高端酒店品牌

➤ **FY24Q3 业绩概览：**Q3 公司总收入 19.0 亿元，同比+46.7%；其中租赁门店收入 1.90 亿元，同比-20.4%，加盟店业务收入 11.80 亿元，同比增长 51.0%；GAAP 净利润 3.80 亿元，同比+45.3%，净利率 20.1%；Non-GAAP 净利润 3.83 亿元，同比+41.2%，Non-GAAP 净利率 20.2%。收入及净利润表现均超出彭博一致预期。

➤ **单季度开店数创新高，储备门店持续增加：**公司在 Q3 末的门店总数为 1533 家，其中，门店中自营店为 29 家，关店 1 家，联营门店为 1504 家，新开 140 家，关店 12 家，仍保持较快的门店扩张速度。此外，公司储备门店 732 家，环比+20 家，加盟商签约意愿较高，分品牌来看，Q3 亚朵 4.0 版本在营酒店 9 家，储备门店 60 家。3Q24 轻居 3.0 在营店 76 家，签约门店 38 家，加速放量，提升中端市场话语权。本季度内公司推出全新高端精选服务品牌——萨和，融入东方美学，为消费者带来高端体验并实现更优异的单店模型，也将公司多品牌矩阵进一步完善。

➤ **高基数下 RevPAR 承压，注册会员数量持续增长：**Q3 公司旗下酒店整体 OCC80.3%/同比-2.1pct (Q2 为+1.3pct)；酒店整体 ADR456 元/同比-8.0% (Q2 为-7.2%)；酒店整体 RevPAR380 元/同比-10.5% (Q2 为-6.5%)。ADR 下滑主因去年暑期出游旺盛的高基数、今年 Q3 恶劣天气及假期错配的影响。24 年国庆期间公司 OCC 同比+5.0%，ADR 同比-7.9%，RevPAR 同比-3.9%，OCC 恢复正增长。此外，得益于公司良好的会员体系建设和运营能力，Q3 公司注册会员 8,300 万/同比+53.7%，环比+9.2%，CRS 渠道占比 61%，其中企业协议销售间夜占比达 18.6%，。

➤ **零售业务高速增长，双十一销售表现亮眼：**Q3 公司零售业务实现 GMV5.66 亿/同比+108%；收入 4.79 亿元/同比+104%；延续高速增长。线上渠道收入占比提升带动 Q3 零售毛利率向上 (52.7%/同比+0.4pct，环比+2.1pct)。近期，公司于双十一期间实现 GMV5.2 亿，同比+117%，并于多个电商平台在枕头、被子品类排名第一。

➤ **目标价 34.8 美元，维持买入评级：**公司预期 FY24 实现收入增速同比+48%~52%，考虑到公司逐步完善的品牌矩阵以及势头正盛的零售业务，预期明后年高增长将得以延续，预期 FY24/FY25/FY26 公司实现经调整净利润 13.1/16.0/20.0 亿元，根据港/美股行业估值水平，给予 FY25 22xPE，目标价为 34.8 美元，比当前股价高出 37.3%，维持买入评级。

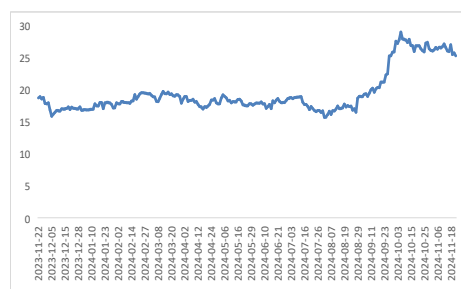
➤ **风险提示：**开店速度不及预期、行业竞争加剧

李卓群
+852-25321539
Grayson.li@firstshanghai.com.hk

行业	酒店行业
股价	25.4 美元
目标价	34.8 美元 (+37.3%)
股票代码	ATAT.US
已发行股本	4.13 亿股
市值	34.88 亿美元
52 周高/低	29.15/14.61 美元
每股净资产	0.90 美元
主要股东	王海军 (22.1%)

盈利摘要

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入(人民币-百万元)	2,263	4,666	7,090	8,856	10,570
变动(%)	5.4%	106.2%	51.9%	24.9%	19.4%
归母净利润(人民币-百万元)	98	737	1,285	1,591	1,991
变动(%)	-32.4%	651.4%	74.3%	23.8%	25.2%
每股盈利(人民币-元)	0.26	1.78	3.08	3.81	4.78
变动(%)	-36.1%	591.2%	73.4%	23.8%	25.2%
每股ADS收益(美元-元)	0.1	0.7	1.3	1.6	2.0
市盈率@25.35美元/ADS	238.0	34.4	19.9	16.0	12.8

股价表现


来源:公司资料,第一上海

来源:彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析						
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	2,148	2,263	4,666	7,090	8,856	10,570	增长率 (%)					
加盟酒店收入	1,220	1,361	2,706	4,072	5,179	6,476	收入	5%	106%	52%	25%	19%
直营商店收入	630	553	840	699	681	698	税前利润	-11%	444%	78%	25%	25%
零售收入	192	254	972	2,118	2,806	3,215	归属股东利润	-32%	651%	74%	24%	25%
酒店运营成本	-1,420	-1,393	-2,241	-3,065	-3,579	-4,268	成本分析 (%)					
零售成本	-121	-152	-513	-1,022	-1,388	-1,591	综合毛利率	28%	32%	41%	42%	44%
其他运营成本	-42	-35	-73	-39	-138	-164	酒店运营毛利率	23%	27%	37%	36%	39%
经营利润/亏损	196	165	924	1,651	2,070	2,586	零售业务毛利率	37%	40%	47%	52%	51%
销售和营销费用	-124	-140	-470	-887	-1,089	-1,279	销售费用率	-6%	-10%	-13%	-12%	-12%
一般及行政开支	-197	-350	-451	-346	-433	-496	行政费用率	-15%	-10%	-5%	-5%	-5%
技术及开发费用	-52	-66	-77	-118	-159	-190	净利润率	4.3%	15.8%	18.1%	18.0%	18.8%
其他营业收入	22	38	83	40	-	-	回报率 (%)					
经营利润/亏损	196	165	924	1,651	2,070	2,586	ROA	2.1%	11.2%	17.0%	18.4%	19.9%
财务收入	7	14	109	56	54	54	ROE	8.3%	35.8%	44.3%	41.3%	39.5%
财务费用	-8	-7	-5	-3	-4	-4	股息率	0.0%	0.0%	1.7%	2.5%	3.1%
其他	9	8	-46	47	70	105	偿付能力					
税前利润	204	181	982	1,751	2,189	2,741	流动比率(倍)	0.81	1.81	2.35	3.00	3.82
税项	-64	-84	-243	-470	-599	-749	资产负债率	3.0%	3.0%	2.6%	2.3%	2.0%
归属股东利润	145	98	737	1,285	1,591	1,991						
少数股东利润	-5	-2	2	-3	-	-						

资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产	4,762	6,587	7,540	8,627	9,987	净利润	98	737	1,285	1,591	1,991
物业、厂房及设备	360	266	262	261	261	折旧及摊销	89	85	44	46	48
使用权资产	1,932	1,713	1,619	1,529	1,445	营运资金变动	-341	727	205	226	249
递延税项	113	145	145	145	145	其他调整	438	439	-3	-	-
其他	233	222	222	222	222	经营活动现金流	284	1,989	1,531	1,863	2,288
非流动资产	2,637	2,345	2,248	2,157	2,072	购买固定资产	-36	-42	-40	-44	-48
货币资金	1,589	2,841	3,892	5,070	6,514	其他投资活动	-156	-559	-	-	-
应收账款	133	162	162	162	162	投资活动现金流	-192	-601	-40	-44	-48
预付款项和其他流动资产	203	252	252	252	252	借款收益	199	40	-	-	-
其他	200	987	987	987	987	偿还借款	-134	-142	-	-	-
流动资产	2,125	4,242	5,292	6,470	7,915	股东分红	-	-	-440	-641	-795
经营租赁负债, 流动	320	296	268	254	242	其他	591	-5	-	-	-
应付账款	185	595	654	719	791	融资活动现金流	456	-147	-440	-641	-795
当前递延收入	203	406	447	491	540	汇率变动	-8	3	10	-	-
应计费用及其他负债	330	684	753	828	911	现金变动	206	551	1,252	1,051	1,178
其他	310	397	397	397	397	初期现金	833	1,040	1,590	2,842	3,893
流动负债	1,348	2,378	2,518	2,690	2,882	末期现金	1,040	1,590	2,842	3,893	5,070
经营租赁负债, 固定	1,805	1,583	1,517	1,441	1,369						
递延收入	278	369	406	447	492						
其他	144	196	196	196	196						
非流动负债	2,227	2,149	2,120	2,085	2,057						
归属股东权益	1,187	2,060	2,902	3,852	5,048						

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号
永安集团大厦19楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。