

**买入**

2025年4月17日

**业绩表现优于预期，两千好店目标持续推进**

➤ **FY24Q4 业绩概览：**Q4 公司总收入 20.8 亿元，同比+38.5%；其中租赁门店收入 1.64 亿元，同比-15.9%，加盟店业务收入 11.1 亿元，同比增长 30.0%；零售业务收入 7.65 亿元，同比+85.6%；GAAP 净利润 3.30 亿元，同比+50.3%，净利率 15.9%；Non-GAAP 净利润 3.34 亿元，同比+50.4%，Non-GAAP 净利率 16.1%。业绩表现超出彭博一致预期。

➤ **单季度开店数符合预期，“两千好店”目标有望顺利达成：**公司在 Q4 末的门店总数为 1619 家，其中，门店中自营店为 26 家，新开 1 家，关闭 4 家，联营门店为 1593 家，新开 110 家，关店 21 家，仍保持较快的门店扩张速度。此外，公司储备门店 741 家，环比+9 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 16 家，储备门店 67 家。3Q24 轻居 3.0 在营店达 100 家。公司预计 2025 年将开出 500 家门店，保持与今年接近的关店数量，从而顺利实现此前 2025 年“两千好店”开店目标。

➤ **高基数下 RevPAR 承压，注册会员数量持续增长：**Q4 公司旗下酒店整体 OCC77.0%/同比-1.4pct (Q2 为-2.1pct)；酒店整体 ADR420 元/同比-4.0% (Q2 为-8.0%)；酒店整体 RevPAR337 元/同比-5.9% (Q2 为-10.5%)。ADR 下滑所致主因去年高基数所致，2025Q1 我们预计仍将受到高基数影响，RevPAR 或仍将承压，25Q1 后 RevPAR 预计稳步回升，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 8,900 万/同比+41.0%，环比+7.2%，CRS 渠道占比 63.5%，其中企业协议销售间夜占比达 21.1%。

➤ **零售业务高速增长，预期 FY2025 得以延续：**Q4 公司零售业务实现 GMV9.1 亿/同比+125%；收入 7.65 亿元/同比+85.6%；延续高速增长。线上渠道收入占比提升带动 Q3 零售毛利率同比向上 (49.6%/同比+5.9pct，环比-3.1pct)。公司于双十一期间实现 GMV4.2 亿，同比+80%，并于多个电商平台在枕头、被子品类排名第一，并有望实现品类扩展，带动零售业务进一步增长，公司预期 FY2025 零售业务将实现 35%的同比增长。

➤ **目标价 32.7 美元，维持买入评级：**公司预期 FY25 总收入增速同比+25%，虽短期受到 RevPAR 承压影响，但预期今、明年高增长仍将得以延续，预期 FY25/FY26/FY27 公司实现经调整净利润 16.9/20.3/24.64 亿元，根据港/美股行业估值水平，给予 FY25 20xPE，目标价为 32.7 美元，比当前股价高出 36.7%，维持买入评级。

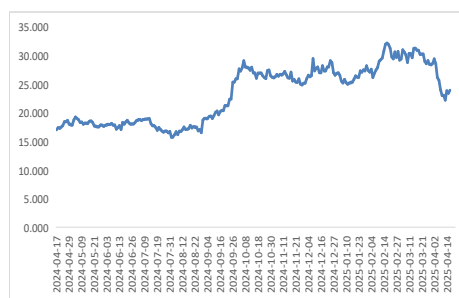
➤ **风险提示：**开店速度不及预期、行业竞争加剧

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

行业	酒店行业
股价	23.9 美元
目标价	32.7 美元 (+36.65%)
股票代码	ATAT.US
已发行股本	1.38 亿股 ADS
市值	32.93 亿美元
52 周高/低	33.32/14.90 美元
每股净资产	0.99 美元
主要股东	王海军 (22.35%)

**盈利摘要**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2026E
收入(人民币-百万元)	4,666	7,248	9,035	11,074	13,200
变动 (%)	106.2%	55.3%	24.7%	22.6%	19.2%
归母净利润(人民币-百万元)	737	1,275	1,645	1,980	2,403
变动 (%)	651.4%	73.0%	29.0%	20.4%	21.4%
经调整股东利润(人民币-百万元)	903	1,307	1,687	2,032	2,464
变动 (%)	248.3%	44.7%	29.1%	20.4%	21.3%
每ADS收益(人民币-元)	5.33	9.13	11.77	14.17	17.20
变动 (%)	591.2%	71.2%	29.0%	20.4%	21.4%
每ADS分红(人民币-元)	0.0	3.2	4.6	5.9	7.2
市盈率@23.93美元/ADS	32.5	19.0	14.7	12.2	10.1

**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>				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>收入</b>	<b>4,666</b>	<b>7,248</b>	<b>9,035</b>	<b>11,074</b>	<b>13,200</b>	<b>增长率 (%)</b>				
加盟酒店收入	2,706	4,149	5,332	6,740	8,278	收入	106%	55%	25%	23%
直营商店收入	840	702	606	617	634	税前利润	444%	75%	28%	20%
零售收入	972	2,198	2,895	3,499	4,046	归属股东利润	651%	73%	29%	20%
酒店运营成本	-2,241	-3,108	-3,681	-4,512	-5,332	经调整股东利润	248%	45%	29%	20%
零售成本	-513	-1,084	-1,432	-1,731	-2,002	<b>成本分析 (%)</b>				
其他运营成本	-73	-45	-55	-68	-81	综合毛利率	32%	41.0%	42.2%	43.4%
经营利润/亏损	924	1,622	2,081	2,493	3,017	酒店运营毛利率	36.8%	35.9%	38.0%	38.7%
销售和营销费用	-470	-973	-1,301	-1,648	-2,003	零售业务毛利率	47%	51%	50.5%	50.5%
一般及行政开支	-451	-353	-440	-542	-646	销售费用率	-10.1%	-13.4%	-14.4%	-14.9%
技术及开发费用	-77	-134	-167	-204	-243	行政费用率	-9.7%	-4.9%	-4.9%	-4.9%
其他营业收入	83	70	123	123	123	净利润率	15.8%	17.6%	18.2%	17.9%
经营利润/亏损	924	1,622	2,081	2,493	3,017	<b>回报率 (%)</b>				
财务收入	30	48	56	73	93	ROA	11.2%	16.2%	18.2%	19.0%
财务费用	-5	-3	-3	-3	-3	ROE	35.8%	43.3%	41.6%	38.7%
其他	33	51	59	77	97	股息率	0.0%	1.8%	2.7%	3.4%
<b>税前利润</b>	<b>982</b>	<b>1,719</b>	<b>2,193</b>	<b>2,640</b>	<b>3,204</b>	<b>偿付能力</b>				
税项	-243	-446	-548	-660	-801	流动比率(倍)	1.81	2.64	3.33	4.14
<b>归属股东利润</b>	<b>737</b>	<b>1,275</b>	<b>1,645</b>	<b>1,980</b>	<b>2,403</b>	资产负债率	3.0%	3.1%	2.7%	2.4%
<b>经调整股东利润</b>	<b>903</b>	<b>1,307</b>	<b>1,687</b>	<b>2,032</b>	<b>2,464</b>					

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>				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>总资产</b>	<b>6,587</b>	<b>7,879</b>	<b>9,054</b>	<b>10,408</b>	<b>12,048</b>	<b>净利润</b>	<b>737</b>	<b>1,275</b>	<b>1,645</b>	<b>1,980</b>
物业、厂房及设备	266	214	212	212	214	折旧及摊销	85	44	46	48
使用权资产	1,713	1,503	1,419	1,340	1,265	营运资金变动	727	450	189	207
递延税项	145	231	231	231	231	其他调整	439	-43	-	-
其他	222	216	228	241	255	<b>经营活动现金流</b>	<b>1,989</b>	<b>1,726</b>	<b>1,879</b>	<b>2,236</b>
<b>非流动资产</b>	<b>2,345</b>	<b>2,163</b>	<b>2,090</b>	<b>2,023</b>	<b>1,965</b>					
货币资金	2,841	3,618	4,817	6,182	7,821	购买固定资产	-42	-56	-44	-48
应收账款	162	186	205	225	248	其他投资活动	-559	-464	-	-
预付款项和其他流动资产	252	332	332	332	332	<b>投资活动现金流</b>	<b>-601</b>	<b>-521</b>	<b>-44</b>	<b>-48</b>
其他	987	1,580	1,611	1,645	1,683					
<b>流动资产</b>	<b>4,242</b>	<b>5,716</b>	<b>6,965</b>	<b>8,384</b>	<b>10,084</b>	借款收益	40	60	-	-
经营租赁负债, 流	296	291	238	226	215	偿还借款	-142	-70	-	-
应付账款	595	694	763	839	923	股东分红	-	-	-636	-822
当前递延收入	406	454	499	549	604	其他	-5	-357	-	-
应计费用及其他负债	684	882	970	1,067	1,174	<b>融资活动现金流</b>	<b>-147</b>	<b>-427</b>	<b>-636</b>	<b>-822</b>
其他	397	509	509	509	509					
<b>流动负债</b>	<b>2,378</b>	<b>2,830</b>	<b>2,980</b>	<b>3,192</b>	<b>3,426</b>	汇率变动	3	10	-1	-
经营租赁负债, 固	1,583	1,380	1,349	1,282	1,218	<b>现金变动</b>	<b>551</b>	<b>1,252</b>	<b>778</b>	<b>1,199</b>
递延收入	369	475	523	575	633	初期现金	1,040	1,590	2,842	3,620
其他	196	248	248	248	248	末期现金	1,590	2,842	3,620	4,819
<b>非流动负债</b>	<b>2,149</b>	<b>2,103</b>	<b>2,120</b>	<b>2,104</b>	<b>2,098</b>					
<b>归属股东权益</b>	<b>2,060</b>	<b>2,946</b>	<b>3,954</b>	<b>5,112</b>	<b>6,525</b>					

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。