

## 买入

2025年6月3日

### 零售业绩表现优于预期带动全年收入指引上调

➢ **FY25Q1 业绩概览:** Q1 公司总收入 19.1 亿元, 同比+29.8%; 其中租赁门店收入 1.28 亿元, 同比-23.5%, 加盟店业务收入 10.9 亿元, 同比增长 23.5%; 零售业务收入 6.94 亿元, 同比+66.5%, 零售业务增长超预期; GAAP 归母净利润 2.44 亿元, 同比-5.5%, 净利率 12.8%; Non-GAAP 净利润 3.45 亿元, 同比+32.3%, Non-GAAP 净利率 18.1%。

➢ **“两千好店”目标近在眼前, 丰富产品矩阵强化竞争力:** 公司在 Q1 末的门店总数为 1727 家, 其中, 门店中自营店为 25 家, 关闭 1 家, 联营门店为 1702 家, 新开 121 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 755 家, 环比+14 家, 储备门店总数创新高, 显示加盟商签约意愿较高。公司在产品上不断迭代, 推出亚朵 3.6 以及亚朵轻居 3.3, 持续丰富公司在中高端及中端的产品矩阵, 强化核心竞争力。我们将稳步推进自身的扩张计划, 顺利实现此前 2025 年“两千好店”开店目标。

➢ **Q1 运营数据仍有承压, 注册会员数量持续增长:** Q1 公司旗下酒店整体 OCC70.2%/同比-3.1pct; 酒店整体 ADR418 元/同比-2.8%; 酒店整体 RevPAR328 元/同比-7.2%。由于五一假期酒旅数据表现好于去年同期, 我们预计 Q2 RevPAR 环比下降将明显收窄。此外, Q1 公司注册会员 9,670 万/同比+35.4%, 环比+7.9%, CRS 渠道占比 65.1%, 环比+1.6pct, 其中企业协议销售间夜占比达 21.1%, 环比-1.3pct。

➢ **零售业务收入超预期, 带动公司全年整体收入指引提升:** Q1 公司零售业务实现 GMV8.45 亿/同比+70.9%; 收入 6.94 亿元/同比+66.5%; 延续高速增长。线上渠道收入占比超 90%, 毛利率进一步增长至 51.4%, 同比+0.9pct, 环比+1.8pct)。公司 3 月份新推出深睡被夏季 Pro 2.0 在上市首月就实现天猫和抖音同类产品销售第一, 上线 48 天 GMV 突破 1 亿。得益于零售业务的超预期表现, 公司将 2025 年零售收入同比增长预测提高至 50%, 并将集团全年收入同比增长指引提高至 25%-30%。

➢ **目标价 40.2 美元, 维持买入评级:** 公司不仅在业务方面的变化值得关注, 公司在回报股东方面的举动也较为频繁, 公司将继续执行去年制定的三年派息计划, 即每年累计派息不低于上一财年净利润的 50%; 今年首次的股息分配总额约为 5800 万美元, 相当于 FY24 净利润的 33%。此外公司同步宣布一项为期三年、总价值最高可达 4 亿美元的股票回购计划。我们看好公司的长期发展和回报股东的举动, 调整 FY25/FY26/FY27 公司经调整净利润为 17.5/21.5/26.0 亿元, 给予 FY25 25xPE, 目标价为 40.2 美元, 比当前股价高出 30.3%, 维持买入评级。

➢ **风险提示:** 开店速度不及预期、行业竞争加剧

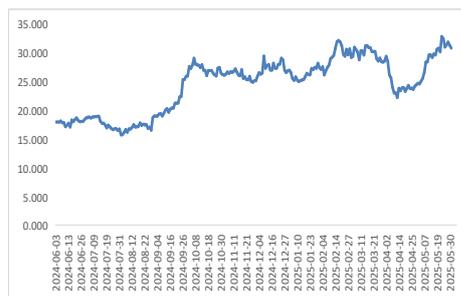
**李卓群**
**+852-25321539**
**Grayson.li@firstshanghai.com.hk**

行业	酒店行业
股价	30.8 美元
目标价	40.2 美元 (+30.3%)
股票代码	ATAT.US
已发行股本	1.39 亿股 ADS
市值	43 亿美元
52 周高/低	34.23/14.88 美元
每股净资产	1.10 美元
主要股东	王海军 (20.46%)

### 盈利摘要

	2023A	2024A	2025E	2026E	2026E
收入(人民币-百万元)	4,666	7,248	9,369	11,872	14,102
变动(%)	106.2%	55.3%	29.3%	26.7%	18.8%
归母净利润(人民币-百万元)	737	1,275	1,614	2,099	2,537
变动(%)	651.4%	73.0%	26.6%	30.0%	20.9%
经调整股东利润(人民币-百万元)	903	1,307	1,754	2,154	2,603
变动(%)	248.3%	44.7%	34.2%	22.8%	20.8%
每ADS收益(人民币-元)	5.33	9.13	11.57	15.04	18.18
变动(%)	591.2%	71.2%	26.7%	30.0%	20.9%
每ADS分红(人民币-元)	0.0	3.2	4.6	5.8	7.6
市盈率@30.83美元/ADS	41.6	24.3	19.2	14.8	12.2

### 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
收入	4,666	7,248	9,369	11,872	14,102	增长率 (%)					
加盟酒店收入	2,706	4,149	5,176	6,649	8,154	收入	106%	55%	29%	27%	19%
直营商店收入	840	702	569	576	592	税前利润	444%	75%	28%	27%	21%
零售收入	972	2,198	3,395	4,426	5,111	归属股东利润	651%	73%	27%	30%	21%
酒店运营成本	-2,241	-3,108	-3,543	-4,429	-5,235	经调整股东利润	248%	45%	34%	23%	21%
零售成本	-513	-1,084	-1,651	-2,152	-2,486	成本分析 (%)					
其他运营成本	-73	-45	-58	-73	-87	综合毛利率	32%	41.0%	42.2%	44.6%	44.6%
经营利润/亏损	924	1,622	2,097	2,651	3,192	酒店运营毛利率	36.8%	35.9%	38.3%	38.7%	40.1%
销售和营销费用	-470	-973	-1,389	-1,818	-2,201	零售业务毛利率	47%	51%	51.4%	51.4%	51.4%
一般及行政开支	-451	-353	-518	-581	-690	销售费用率	-10.1%	-13.4%	-14.8%	-15.3%	-15.6%
技术及开发费用	-77	-134	-181	-230	-273	行政费用率	-9.7%	-4.9%	-5.5%	-4.9%	-4.9%
其他营业收入	83	70	59	59	59	净利润率	15.8%	17.6%	17.2%	17.7%	18.0%
经营利润/亏损	924	1,622	2,097	2,651	3,192	回报率 (%)					
财务收入	30	48	56	74	95	ROA	11.2%	16.2%	17.9%	20.0%	20.8%
财务费用	-5	-3	-3	-3	-3	ROE	35.8%	43.3%	41.1%	40.2%	37.9%
其他	33	51	57	77	98	股息率	0.0%	1.4%	2.1%	2.6%	3.4%
税前利润	982	1,719	2,206	2,799	3,383	偿付能力					
税项	-243	-446	-591	-700	-846	流动比率(倍)	1.81	2.64	3.32	4.20	5.22
归属股东利润	737	1,275	1,614	2,099	2,537	资产负债率	3.0%	3.1%	2.7%	2.4%	2.0%
经调整股东利润	903	1,307	1,754	2,154	2,603						

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
总资产	6,587	7,879	9,024	10,512	12,228	净利润	737	1,275	1,614	2,099	2,537
物业、厂房及设备	266	214	212	212	214	折旧及摊销	85	65	46	48	51
使用权资产	1,713	1,503	1,419	1,340	1,265	营运资金变动	727	150	189	207	228
递延税项	145	231	231	231	231	其他调整	439	235	1	-	-
其他	222	216	228	241	255	经营活动现金流	1,989	1,726	1,850	2,355	2,817
非流动资产	2,345	2,163	2,090	2,023	1,965	购买固定资产	-42	-56	-44	-48	-53
货币资金	2,841	3,618	4,788	6,286	8,000	其他投资活动	-559	-464	-	-	-
应收账款	162	186	205	225	248	投资活动现金流	-601	-521	-44	-48	-53
预付款项和其他流	252	332	332	332	332	借款收益	40	60	-	-	-
其他	987	1,580	1,611	1,645	1,683	偿还借款	-142	-70	-	-	-
流动资产	4,242	5,716	6,935	8,489	10,263	股东分红	-	-	-636	-808	-1,049
经营租赁负债, 流	296	291	238	226	215	其他	-5	-357	-	-	-
应付账款	595	694	763	839	923	融资活动现金流	-147	-427	-636	-808	-1,049
当前递延收入	406	454	499	549	604	汇率变动	3	-1	-	-	-
应计费用及其他负	684	882	970	1,067	1,174	现金变动	1,252	778	1,169	1,499	1,714
其他	397	509	509	509	509	初期现金	1,590	2,842	3,620	4,789	6,287
流动负债	2,378	2,830	2,980	3,192	3,426	末期现金	2,842	3,620	4,789	6,287	8,001
经营租赁负债, 固	1,583	1,380	1,349	1,282	1,218						
递延收入	369	475	523	575	633						
其他	196	248	248	248	248						
非流动负债	2,149	2,103	2,120	2,104	2,098						
归属股东权益	2,060	2,946	3,924	5,215	6,703						

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。