

买入

2025 年 9 月 18 日

零售业绩持续高增，全年收入指引再次上调

➤ **FY25Q2 业绩概览：**Q2 公司总收入 24.69 亿元，同比+29.69%；其中租赁门店收入 1.50 亿元，同比-17.0%，加盟店业务收入 12.99 亿元，同比增长 23.5%；零售业务收入 9.65 亿元，同比+79.8%，零售业务增长超预期；GAAP 归母净利润 4.25 亿元，同比+17.3%，净利率 17.2%；Non-GAAP 净利润 4.27 亿元，同比+30.2%，Non-GAAP 净利率 17.3%。

➤ **新开与储备门店进展良好，品牌协同发展顺利：**公司在 Q2 末的门店总数为 1,824 家，其中，门店中自营店为 24 家，关闭 1 家，联营门店为 1800 家，新开 118 家，关店 20 家，仍保持较快的门店扩张速度。此外，公司储备门店 816 家，环比+61 家，储备门店总数创新高，显示加盟商签约意愿较高。分品牌看，截至 Q2，亚朵 4.0 酒店已开业超过 30 家，完成了从产品创新到品质验证的跨越。高端市场的萨和酒店以“隐逸东方”为调性，将睡眠、疗愈与养生融入服务体系，深圳旗舰店 5 月 28 日开业，首月 RevPAR 超 800 元。中端市场的轻居品牌作为战略重点，轻居 3.3 通过设计与功能的优化，契合年轻用户的期待，也提升了投资端的运营效率。

➤ **Q2 酒店业务环比改善，注册会员数量持续增长：**Q2 公司旗下酒店整体 OCC76.4%/ 同比-2.0pct；酒店整体 ADR433 元/ 同比-1.8%；酒店整体 RevPAR 343 元/ 同比-4.3%，相比于 Q1 同比-7.2% 下滑幅度进一步收窄。公司预计 Q3 降幅环比进一步收窄，继续聚焦 OCC 与 ADR 均衡策略。此外，Q2 公司注册会员 10,260 万/ 同比+34.7%；CRS 渠道占比 61.5%，环比-3.6pct，其中企业协议销售间夜占比达 20.0%，环比-1.1pct。

➤ **零售业务收入超预期，公司全年收入指引再次上调：**Q2 公司零售业务实现 GMV11.44 亿/ 同比+84.6%；收入 9.65 亿元/ 同比+79.8%；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 53.3%，同比+2.7pct，环比+1.9pct。618 期间 GMV5.78 亿元/+86%，创大促新高，首次在主流第三方平台实现床上用品品类第一。得益于零售业务的超预期表现，公司将全年零售收入指引从 50% 上调至 60%，带动总收入从 25-30% 上调至 30%。

➤ **目标价 48.4 美元，维持买入评级：**公司酒店业务环比持续改善，零售业务表现持续超预期，为公司贡献第二增长曲线。此外，公司三年不低于 50% 分红比例+4 亿美元回购计划持续回报股东，我们看好公司的长期发展和回报股东的举措。调整 FY25/FY26/FY27 公司经调整净利润为 17.3/21.7/26.2 亿元，给予 FY25 35xPE，目标价为 48.4 美元，比当前股价高出 21.5%，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

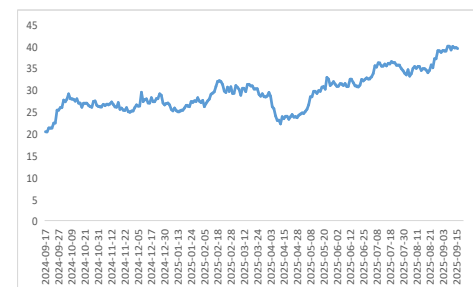
Grayson.li@firstshanghai.com.hk

行业	酒店
股价	39.8 美元
目标价	48.4 美元 (+21.5%)
股票代码	ATAT.US
已发行股本	1.39 亿股 ADS
市值	55 亿美元
52 周高/低	40.4/19.0 美元
每股净资产	1.12 美元
主要股东	王海军 (19.27%)

盈利摘要

	2023A	2024A	2025E	2026E	2026E
收入 (人民币-百万元)	4,666	7,248	9,462	11,762	13,974
变动 (%)	106.2%	55.3%	30.5%	24.3%	18.8%
归母净利润 (人民币-百万元)	737	1,275	1,604	2,112	2,555
变动 (%)	651.4%	73.0%	25.8%	31.7%	21.0%
经调整股东利润 (人民币-百万元)	903	1,307	1,734	2,166	2,620
变动 (%)	248.3%	44.7%	32.7%	24.9%	21.0%
每ADS收益 (人民币-元)	5.33	9.13	11.46	15.09	18.26
变动 (%)	591.2%	71.2%	25.6%	31.7%	21.0%
每ADS分红 (人民币-元)	0.0	3.2	4.6	5.8	7.6
市盈率@39.5美元/ADS	53.3	31.2	24.8	18.8	15.6

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	9,462	11,762	13,974	增长率 (%)					
加盟酒店收入	2,706	4,149	5,153	6,564	8,055	收入	106%	55%	31%	24%	19%
直营商店收入	840	702	562	557	569	税前利润	444%	75%	31%	25%	21%
零售收入	972	2,198	3,392	4,421	5,106	归属股东利润	651%	73%	26%	32%	21%
酒店运营成本	-2,241	-3,108	-3,522	-4,368	-5,167	经调整股东利润	248%	45%	33%	25%	21%
零售成本	-513	-1,084	-1,584	-2,064	-2,384	成本分析 (%)					
其他运营成本	-73	-45	-58	-72	-86	综合毛利率	32%	41.0%	42.2%	46.0%	45.3%
经营利润/亏损	924	1,622	2,138	2,668	3,216	酒店运营毛利率	36.8%	35.9%	38.4%	38.7%	40.1%
销售和营销费用	-470	-973	-1,460	-1,801	-2,181	零售业务毛利率	47%	51%	53.3%	53.3%	53.3%
一般及行政开支	-451	-353	-487	-575	-683						
技术及开发费用	-77	-134	-180	-228	-270	销售费用率	-10.1%	-13.4%	-15.4%	-15.3%	-15.6%
其他营业收入	83	70	24	12	12	行政费用率	-9.7%	-4.9%	-5.1%	-4.9%	-4.9%
经营利润/亏损	924	1,622	2,138	2,668	3,216	净利润率	15.8%	17.6%	17.0%	18.0%	18.3%
财务收入	30	48	56	74	96	回报率 (%)					
财务费用	-5	-3	-3	-3	-3	ROA	11.2%	16.2%	17.8%	20.1%	20.9%
其他	33	51	52	77	99	ROE	35.8%	43.3%	41.0%	40.4%	38.0%
税前利润	982	1,719	2,244	2,816	3,407	股息率	0.0%	1.1%	1.6%	2.0%	2.7%
税项	-243	-446	-638	-704	-852	偿付能力					
归属股东利润	737	1,275	1,604	2,112	2,555	流动比率(倍)	1.81	2.64	3.31	4.20	5.23
经调整股东利润	903	1,307	1,734	2,166	2,620	资产负债率	3.0%	3.1%	2.7%	2.4%	2.0%

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	9,015	10,520	12,247	净利润	737	1,275	1,604	2,112	2,555
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	1,840	2,367	2,835
非流动资产	2,345	2,163	2,090	2,023	1,965						
货币资金	2,841	3,618	4,778	6,294	8,020	购买固定资产	-42	-56	-44	-48	-53
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	252	332	332	332	332	投资活动现金流	-601	-521	-44	-48	-53
其他	987	1,580	1,611	1,645	1,683						
流动资产	4,242	5,716	6,925	8,496	10,282	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	-803	-1,056
当前递延收入	406	454	499	549	604	其他	-5	-357	-	-	-
应计费用及其他负	684	882	970	1,067	1,174	融资活动现金流	-147	-427	-636	-803	-1,056
其他	397	509	509	509	509						
流动负债	2,378	2,830	2,980	3,192	3,426	汇率变动	3	-1	-	-	-
经营租赁负债，固	1,583	1,380	1,349	1,282	1,218	现金变动	1,252	778	1,159	1,516	1,725
递延收入	369	475	523	575	633	初期现金	1,590	2,842	3,620	4,779	6,295
其他	196	248	248	248	248	末期现金	2,842	3,620	4,779	6,295	8,021
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	3,913	5,222	6,722						

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。