

買入

2026年3月30日

加盟提效 + 零售高增，業績穩步向上

➤ **業績概覽：**2025 年公司實現營業總收入 97.90 億元，同比增長 35.1%；歸母淨利潤 16.21 億元，同比增長 27.1%，調整後淨利潤 17.53 億元，同比增長 34.2%，盈利規模與品質同步提升。單季度表現亮眼，Q4 單季營收 27.88 億元，同比增長 33.8%，調整後淨利潤 4.93 億元，同比大增 48.0%，利潤端增速顯著高於營收，環比改善態勢明確。分業務看，2025 年酒店業務收入 58.99 億元，同比+21.6%；零售業務收入 36.71 億元，同比+67.0%，占總營收比重升至 37.5%，同比提升 7.2pct；其他業務收入 2.20 億元，同比+10.5%，業務結構優化帶動整體業績增長。

➤ **酒店業務：兩千店目標達成，運營指標逐季改善：**2025 年公司順利達成“兩千好店”戰略目標，全年新開業酒店 488 家，年末在營酒店達 2015 家，同比增長 24.5%，客房總數 22.44 萬間，同比增長 22.5%。儲備酒店 779 家為後續擴張奠定基礎。品牌矩陣持續細分優化，中高端“亞朵見野”全年 RevPAR 超 430 元，高端“薩和”Q4RevPAR 突破 950 元，中端“輕居 3 系”Q4RevPAR 同比恢復度超 110%。運營指標韌性凸顯，Q4 整體 RevPAR336 元，同比降幅收窄至 0.3%，ADR426 元同比增長 1.4%，價格端同比轉正；CRS 管道占比 62.9%，企業協定間夜占比 20.8%，私域運營成效顯著，全年酒店業務毛利率 37.0%，同比提升 1.1 個百分點。

➤ **零售業務：睡眠生態持續完善，成第二增長曲線：**零售業務成為公司業績增長核心拉動力，2025 年收入同比大增 67.0%，營收占比接近四成，盈利能力穩步釋放，全年零售業務毛利率 52.6%，同比提升 1.9pct。“亞朵星球”睡眠生態持續完善，形成以深睡枕、深睡控溫被為主力品類，深睡床笠、深睡睡衣為戰略品類，床墊與其他配件為補充的產品矩陣，其中深睡枕 Pro 系列累計銷量突破 1000 萬隻，核心品類驅動零售業務增長。依託酒店場景實現“住宿體驗+產品銷售”閉環轉化，線上管道 GMV 占比超 80%，內容電商表現亮眼，零售業務已進入矩陣化產品反覆運算新週期，與酒店主業形成協同反哺，進一步提升用戶粘性與品牌價值。

➤ **目標價 53.2 美元，維持買入評級：**2026 年公司發佈“中國體驗，品牌領航”新三年戰略，聚焦高品質增長，指引全年收入同比增長 20%-24%，其中零售業務增速預期 25%-30%，繼續領跑整體營收；酒店業務預計新開店規模與 2025 年持平，重點優化存量門店運營效率。2025 年股東回報總額超 1.5 億美元，重視股東回報。調整 FY26/FY27/F28 公司經調整淨利潤為 20.5/24.9/29.5 億元，給予 FY26 25xPE，目標價為 53.2 美元，比當前股價高出 52.4%，維持買入評級。

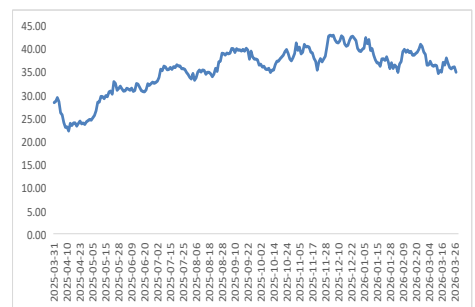
➤ **風險提示：**開店速度不及預期、行業競爭加劇

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

行業	酒店
股價	34.92 美元
目標價	53.20 美元 (+52.4%)
股票代碼	ATAT.US
已發行股本	1.39 億股 ADS
市值	48 億美元
52 周高/低	43.2/21.0 美元
每股淨資產	1.25 美元
主要股東	王海軍 (19.27%)

盈利摘要

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入(人民币-百萬元)	7,248	9,790	11,984	14,464	16,793
變動 (%)	55.3%	35.1%	22.4%	20.7%	16.1%
歸母淨利潤(人民币-百萬元)	1,275	1,621	2,049	2,494	2,950
變動 (%)	73.0%	27.1%	26.4%	21.7%	18.3%
經調整股東利潤(人民币-百萬元)	1,307	1,753	2,210	2,567	3,034
變動 (%)	44.7%	34.1%	26.1%	16.2%	18.2%
每ADS收益(人民币-元)	9.13	11.62	14.69	17.88	21.15
變動 (%)	71.2%	27.3%	26.4%	21.7%	18.3%
每ADS分紅(人民币-元)	3.2	5.5	7.0	8.9	10.8
市盈率@34.92美元/ADS	26.4	20.7	16.4	13.5	11.4

股價表現


來源：公司資料，第一上海

來源：彭博

第一上海證券有限公司

www.mystockhk.com

附錄 1：主要財務報表

損益表					財務分析						
<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>						
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	7,248	9,790	11,984	14,464	16,793	增长率 (%)					
加盟酒店收入	4,149	5,309	6,440	7,916	9,305	收入	55%	35%	22%	21%	16%
直营商店收入	702	590	450	447	459	税前利润	75%	37%	26%	22%	18%
零售收入	2,198	3,671	4,867	5,851	6,754	归属股东利润	73%	27%	26%	22%	18%
酒店运营成本	-3,108	-3,716	-4,197	-4,987	-5,679	经调整股东利润	45%	34%	26%	16%	18%
零售成本	-1,084	-1,741	-2,309	-2,776	-3,204	成本分析 (%)					
其他运营成本	-45	-60	-74	-89	-103	综合毛利率	41.0%	42.2%	44.3%	45.7%	46.3%
经营利润/亏损	1,622	2,307	2,861	3,469	4,086	酒店运营毛利率	35.9%	37.0%	39.1%	40.4%	41.8%
销售和营销费用	-973	-1,490	-1,885	-2,318	-2,742	零售业务毛利率	51%	52.6%	52.6%	52.6%	52.6%
一般及行政开支	-353	-517	-632	-763	-886	销售费用率	-13.4%	-15.2%	-15.7%	-16.0%	-16.3%
技术及开发费用	-134	-178	-219	-264	-306	行政费用率	-4.9%	-5.3%	-5.3%	-5.3%	-5.3%
其他营业收入	70	184	193	203	213	净利润率	17.6%	16.6%	17.1%	17.2%	17.6%
经营利润/亏损	1,622	2,307	2,861	3,469	4,086	回报率 (%)					
财务收入	48	72	53	71	93	ROA	16.2%	17.7%	19.5%	20.7%	21.3%
财务费用	-3	-4	-13	-13	-13	ROE	43.3%	45.3%	44.0%	42.1%	40.0%
其他	51	-12	65	84	106	股息率	1.3%	2.3%	2.9%	3.7%	4.5%
税前利润	1,719	2,363	2,967	3,612	4,271	偿付能力					
税项	-446	-742	-918	-1,118	-1,322	流动比率(倍)	2.64	4.06	4.96	6.01	7.21
归属股东利润	1,275	1,621	2,049	2,494	2,950	资产负债率	3.1%	3.2%	2.8%	2.4%	2.1%
经调整股东利润	1,307	1,753	2,210	2,567	3,034						

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>						
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总资产	7,879	9,168	10,494	12,044	13,820	净利润	1,275	1,621	2,049	2,494	2,950
物业、厂房及设备	214	226	226	228	233	折旧及摊销	65	46	48	51	54
使用权资产	1,503	1,109	1,045	984	927	营运资金变动	150	209	219	241	265
递延税项	231	254	254	254	254	其他调整	235	117	-	-	-
其他	216	225	238	253	269	经营活动现金流	1,726	1,993	2,316	2,787	3,269
非流动资产	2,163	1,812	1,762	1,719	1,682						
货币资金	3,618	3,304	4,599	6,103	7,817	购买固定资产	-56	-86	-48	-53	-59
应收账款	186	341	376	413	454	其他投资活动	-464	-1,246	-	-	-
预付款项和其他流	332	676	676	676	676	投资活动现金流	-521	-1,332	-48	-53	-59
其他	1,580	3,034	3,081	3,133	3,190						
流动资产	5,716	7,355	8,732	10,325	12,137	借款收益	60	255	-	-	-
经营租赁负债, 流	291	230	181	172	164	偿还借款	-70	-65	-	-	-
应付账款	694	822	904	995	1,094	股东分红	-	-32	-	-	-
当前递延收入	454	701	771	848	933	其他	-357	-828	-973	-1,229	-1,497
应计费用及其他负	882	1,090	1,199	1,319	1,451	融资活动现金流	-427	-925	-973	-1,229	-1,497
其他	509	882	882	882	882						
流动负债	2,830	3,725	3,938	4,216	4,524	汇率变动	-1	-35	-	-	-
经营租赁负债, 固	1,380	1,043	1,028	976	928	现金变动	778	-299	1,295	1,504	1,714
递延收入	475	526	579	637	701	初期现金	2,842	3,620	3,320	4,615	6,119
其他	248	292	292	292	292	末期现金	3,620	3,320	4,615	6,119	7,833
非流动负债	2,103	1,861	1,899	1,906	1,920						
归属股东权益	2,946	3,581	4,657	5,922	7,375						

資料來源：公司資料，第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別的投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。