



## 亚朵集团 (ATAT.US): 逆势加速扩张, 股东回报计划着力提振信心

亚朵集团 2Q24 录得收入人民币 18 亿元, 同比增长 64.5%, 略高于我们的预期。公司收入的快速增长得益于加盟门店数量以及零售业务收入的快速扩张。公司也上调公司全年开店和收入指引, 并推出 3 年股东回报计划, 彰显了公司对于全年业绩的确定性, 也提振了股东信心。我们维持亚朵集团“买入”评级, 上调目标价至 24.0 美元。

- 单季开店数量创新高, 上调收入和开店指引:** 截至 2Q24 末, 亚朵集团在营门店数量达到 1,412 家。2Q24 共新开 123 家门店, 是上市以来新开门店最多的季度, 助力亚朵完成 2025 年门店数量达到 2000 家的目标。同时公司上调 2024 年全年开店指引至 400 家 (原为 360 家), 并上调公司收入目标至同比增长 48%-52% (原为 40%)。上调开店和收入指引反映了在竞争加剧的市场中, 亚朵的品牌力和产品力受到加盟商的认可, 也彰显了管理层对业绩达成和公司运营成效的信心。
- 高基数令运营数据承压:** 由于 2023 年疫情管控措施的放开, 旅游人数快速提升, 同时酒店供给不足令去年同期的 RevPAR 水平较高。在高基数下, 亚朵酒店 2Q24 RevPAR 同比下降 6.5%, 主要是 ADR 同比下降 7.2% 抵消了入住率提升 1.3ppt 的正面影响。我们认为 3Q24 RevPAR 的仍有一定的压力, 主要是去年暑期出行人数较高, 仍存在高基数的影响导致, 但预期 4Q24 的降幅有所缓解。
- 零售业务高速增长可否维持?** 亚朵零售业务在 2Q24 实现 153.6% 的增长, 单季收入突破人民币 5 亿元。我们认为零售业务的高速增长主要依托于线上平台构建日渐完善、“亚朵星球”品牌力的提升、新品有序推出、品牌营销的有力开展。在 2024 年 618 期间, 亚朵星球的 GMV 达到人民币 3.1 亿元。我们认为, 亚朵零售业务正式面世时间较短, 收入端仍在爬坡期, 产品矩阵也仍在完善中 (今年上市了夏凉被和控温被的新品类), 也将持续带动公司零售业务收入规模不断扩张。与此同时, 我们认为随着规模效应的显现, 零售业务相关的销售和管理费用率也将相应下降, 使业务线的利润率有效提升。
- 3 年股东回报计划提振股东信心:** 亚朵宣布自 2024 年起未来 3 年, 累计派息金额将不低于上一年净利润的 50%。同时, 公司宣布派发股息每股 0.15 美元 (共 6200 万美元)。我们认为公司公布未来 3 年的股东回报计划, 将有助于公司进一步释放投资价值, 提振股东信心。
- 上调盈利预测, 维持“买入”评级:** 基于超预期的业绩表现和加速扩张的门店网络, 我们上调公司 2024-2026E 的盈利预测, 维持“买入”评, 我们根据 9.5x 2025E EV/EBITDA 上调目标价至 24 美元。
- 投资风险:** 行业需求放缓; 酒店行业竞争加剧。

桑若楠, CFA

消费分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

林闻嘉

消费首席分析师

richard\_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2024 年 8 月 30 日

### 评级

**买入**

目标价 (美元)	24.0
潜在升幅/降幅	+28.3%
目前股价 (美元)	18.7
52 周内股价区间 (美元)	15.1-20.9
总市值 (百万美元)	2,576
近 3 月日均成交额 (百万美元)	17.9

注: 截至 2024 年 8 月 29 日收盘价

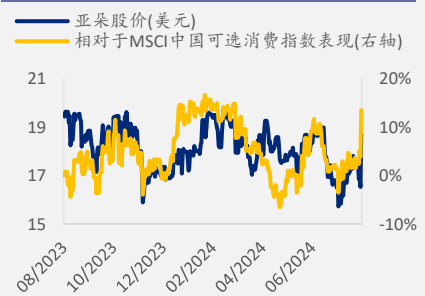
### 市场预期区间

USD 18.7, USD 22.8, USD 24.0, USD 36.0

▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究



图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,263	4,666	7,119	9,128	10,608
同比变动 (%)	5.4%	106.2%	52.6%	28.2%	16.2%
核心归母净利润	261	901	1,255	1,617	1,928
同比变动 (%)	101.1%	244.9%	39.3%	28.8%	19.2%
PE (X)	65.6	20.7	14.9	11.5	9.7
ROE (%)	11.2%	45.4%	48.7%	46.6%	42.3%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 亚朵集团

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>2,263</b>	<b>4,666</b>	<b>7,119</b>	<b>9,128</b>	<b>10,608</b>
同比	5.4%	106.2%	52.6%	28.2%	16.2%
营业成本	-1,580	-2,827	-4,215	-5,252	-6,025
<b>毛利润</b>	<b>683</b>	<b>1,839</b>	<b>2,904</b>	<b>3,876</b>	<b>4,583</b>
毛利率	30.2%	39.4%	40.8%	42.5%	43.2%
销售费用	-140	-470	-891	-1,237	-1,441
管理费用	-350	-451	-439	-551	-634
研发费用	-66	-77	-118	-151	-176
<b>经营利润</b>	<b>127</b>	<b>841</b>	<b>1,455</b>	<b>1,937</b>	<b>2,333</b>
经营利润率	5.6%	18.0%	20.4%	21.2%	22.0%
财务费用	8	25	37	47	62
其他营业收入	38	83	71	82	85
其他	8	33	33	33	33
<b>利润总额</b>	<b>181</b>	<b>982</b>	<b>1,597</b>	<b>2,099</b>	<b>2,513</b>
所得税	-84	-243	-395	-519	-621
所得税率	46.8%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%
净利润	96	739	1,203	1,581	1,892
减：少数股东损益	-2	2	3	4	4
<b>归母净利润</b>	<b>98</b>	<b>737</b>	<b>1,200</b>	<b>1,577</b>	<b>1,888</b>
归母净利润率	4.3%	15.8%	16.9%	17.3%	17.8%
同比	-24.5%	n.m.	62.8%	31.4%	19.7%
<b>核心归母净利润</b>	<b>261</b>	<b>901</b>	<b>1,255</b>	<b>1,617</b>	<b>1,928</b>
核心归母净利润率	11.5%	19.3%	17.6%	17.7%	18.2%
同比	101.1%	244.9%	39.3%	28.8%	19.2%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,589	2,841	3,249	4,294	5,466
短期投资	158	752	1,008	1,008	1,008
贸易及其他应收款项	133	162	195	250	291
预付款项及其他流动资产	134	252	285	365	424
存货	57	119	173	216	248
其他流动资产	54	116	116	116	116
<b>流动资产合计</b>	<b>2,125</b>	<b>4,242</b>	<b>5,026</b>	<b>6,249</b>	<b>7,552</b>
物业、厂房及设备	360	266	251	203	159
使用权资产	1,932	1,713	1,732	1,732	1,732
无形资产	6	4	5	8	10
合同负债	67	98	111	111	111
商誉	17	17	17	17	17
递延所得税资产	113	145	193	193	193
其他非流动资产	142	102	91	91	91
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,637</b>	<b>2,345</b>	<b>2,400</b>	<b>2,355</b>	<b>2,313</b>
贸易及其他应付款项	185	595	635	791	908
递延收益	203	406	406	406	406
即期所得税负债	31	136	106	106	106
租赁负债	320	296	310	310	310
应付费用	434	874	921	921	921
短期借款	143	70	90	90	90
其他	32	1	1	1	1
<b>流动负债合计</b>	<b>1,348</b>	<b>2,378</b>	<b>2,469</b>	<b>2,626</b>	<b>2,742</b>
租赁负债	1,805	1,583	1,422	1,422	1,422
递延收益	278	369	433	433	433
借款	2	2	3	4	5
其他非流动负债	142	194	227	227	227
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,227</b>	<b>2,149</b>	<b>2,085</b>	<b>2,086</b>	<b>2,087</b>
股本	1,286	1,556	2,365	3,382	4,521
储备	-89	512	512	512	512
少数股东权益	-10	-8	-5	-1	3
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,187</b>	<b>2,060</b>	<b>2,872</b>	<b>3,892</b>	<b>5,036</b>

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	96	739	1,203	1,581	1,892
固定资产折旧	89	85	62	59	56
长期资产减值	0	61	0	0	0
存货减值	5	24	0	0	0
使用权资产减少	268	214	-19	0	0
短期投资收益	-8	-35	-35	-35	-35
处理设施收益	2	1	0	0	0
股权激励	163	164	55	40	40
应收款项	-5	-241	-68	-135	-100
存货的减少	-4	-85	-54	-43	-32
应付款项	-63	1,300	153	156	116
使用权资产负债	-274	-246	-147	0	0
其他	15	9	-48	0	0
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>284</b>	<b>1,989</b>	<b>1,102</b>	<b>1,624</b>	<b>1,939</b>
资本开支	-39	-42	-47	-14	-14
投资支付的现金	0	0	0	0	0
向第三方借款	0	0	0	0	0
短期投资	-153	-559	-222	35	35
其他	0	1	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-192</b>	<b>-601</b>	<b>-269</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
发行普通股所得款项	392	106	0	0	0
借款所得款项	65	-102	21	1	1
分配股利、利润或偿付利息支付的现	0	-151	-446	-600	-788
其他	0	0	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>456</b>	<b>-147</b>	<b>-425</b>	<b>-599</b>	<b>-787</b>
现金及现金等价物净增加额	548	1,241	408	1,045	1,172
期初现金及现金等价物余额	1,040	1,590	2,842	3,250	4,295
汇率变化	3	10	0	0	0
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>1,590</b>	<b>2,842</b>	<b>3,250</b>	<b>4,295</b>	<b>5,467</b>

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.68	2.17	3.03	3.90	4.65
每股销售额	5.93	11.25	17.16	22.01	25.57
每股股息	0.00	0.36	1.08	1.45	1.90
<b>同比变动</b>					
收入	5.4%	106.2%	52.6%	28.2%	16.2%
经营溢利	-27.0%	562.8%	73.1%	33.1%	20.5%
归母净利润	-24.5%	n.m.	62.8%	31.4%	19.7%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	30.2%	39.4%	40.8%	42.5%	43.2%
经营利润率	5.6%	18.0%	20.4%	21.2%	22.0%
归母净利润率	4.3%	15.8%	16.9%	17.3%	17.8%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	11.2%	45.4%	48.7%	46.6%	42.3%
平均资产回报率	2.8%	13.0%	17.1%	19.7%	20.4%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	18.8	11.5	10.0	10.0	10.0
库存周转天数	13.4	11.4	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	40.0	50.3	55.0	55.0	55.0
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	1.6	1.8	2.0	2.4	2.8
速动比率 (x)	1.4	1.6	1.8	2.2	2.5
现金比率 (x)	1.2	1.2	1.3	1.6	2.0
负债/权益	3.0	2.2	1.6	1.2	1.0
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	65.6	20.7	14.9	11.5	9.7
市销率 (x)	22.7	12.0	7.9	6.1	5.3
股息率	0.0%	0.3%	0.8%	1.1%	1.4%

图表 2: 亚朵 2023-2024 年上半年及 1-2 季度经营情况

(百万人民币)	1Q23	1Q24	YoY	2Q23	2Q24	YoY	1H23	1H24	YoY
<b>营业收入</b>	<b>774</b>	<b>1,468</b>	<b>89.7%</b>	<b>1,093</b>	<b>1,797</b>	<b>64.5%</b>	<b>1,867</b>	<b>3,265</b>	<b>74.9%</b>
-加盟酒店	447	836	87.1%	626	1,027	63.9%	1,073	1,863	73.6%
-直营酒店	187	168	-10.3%	220	180	-17.9%	407	348	-14.4%
-零售	113	417	268.9%	212	537	153.6%	325	953	193.7%
-其他	27	48	76.8%	35	53	51.2%	62	101	62.3%
<b>营业成本</b>	<b>-453</b>	<b>-878</b>	<b>93.7%</b>	<b>-630</b>	<b>-1,051</b>	<b>66.7%</b>	<b>-1,084</b>	<b>-1,929</b>	<b>78.0%</b>
<b>毛利润</b>	<b>321</b>	<b>590</b>	<b>84.1%</b>	<b>462</b>	<b>746</b>	<b>61.4%</b>	<b>783</b>	<b>1,337</b>	<b>70.7%</b>
<b>毛利率</b>	<b>41.4%</b>	<b>40.2%</b>		<b>42.3%</b>	<b>41.5%</b>		<b>41.9%</b>	<b>40.9%</b>	
<b>销售费用</b>	<b>-56</b>	<b>-175</b>	<b>211.9%</b>	<b>-94</b>	<b>-225</b>	<b>137.9%</b>	<b>-150</b>	<b>-399</b>	<b>165.5%</b>
销售费用率	7.2%	11.9%		8.6%	12.5%		8.1%	12.2%	
<b>管理费用</b>	<b>-193</b>	<b>-77</b>	<b>-60.3%</b>	<b>-73</b>	<b>-91</b>	<b>24.6%</b>	<b>-267</b>	<b>-168</b>	<b>-36.9%</b>
管理费用率	25.0%	5.2%		6.7%	5.1%		14.3%	5.1%	
<b>科技研发费用</b>	<b>-17</b>	<b>-24</b>	<b>44.0%</b>	<b>-18</b>	<b>-33</b>	<b>84.8%</b>	<b>-35</b>	<b>-57</b>	<b>65.0%</b>
<b>核心经营利润</b>	<b>55</b>	<b>315</b>	<b>n.m.</b>	<b>277</b>	<b>397</b>	<b>43.6%</b>	<b>331</b>	<b>712</b>	<b>114.9%</b>
<b>核心经营利润率</b>	<b>7.1%</b>	<b>21.4%</b>		<b>25.3%</b>	<b>22.1%</b>		<b>17.8%</b>	<b>21.8%</b>	
<b>其他经营收入</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>38.4%</b>	<b>30</b>	<b>-6</b>	<b>n.m.</b>	<b>37</b>	<b>4</b>	<b>-89.1%</b>
短期投资收益	5	10	79.2%	9	11	22.0%	14	21	43.4%
其他收益	1	0	n.m.	-4	0	-97.6%	-3	-1	-81.5%
财务费用	3	13	n.m.	6	12	97.7%	9	24	178.6%
<b>税前利润</b>	<b>71</b>	<b>347</b>	<b>n.m.</b>	<b>318</b>	<b>414</b>	<b>30.2%</b>	<b>389</b>	<b>760</b>	<b>95.7%</b>
<b>所得税</b>	<b>-53</b>	<b>-89</b>	<b>69.0%</b>	<b>-79</b>	<b>-110</b>	<b>39.5%</b>	<b>-131</b>	<b>-199</b>	<b>51.3%</b>
<b>净利润</b>	<b>18</b>	<b>258</b>	<b>n.m.</b>	<b>239</b>	<b>304</b>	<b>27.1%</b>	<b>257</b>	<b>562</b>	<b>118.3%</b>
<b>净利率</b>	<b>2.3%</b>	<b>17.6%</b>		<b>21.9%</b>	<b>16.9%</b>		<b>13.8%</b>	<b>17.2%</b>	
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>179.2%</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>-73.7%</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>-30.8%</b>
<b>归母净利润</b>	<b>18</b>	<b>257</b>	<b>n.m.</b>	<b>238</b>	<b>304</b>	<b>27.5%</b>	<b>256</b>	<b>561</b>	<b>119.0%</b>
<b>归母净利率</b>	<b>2.3%</b>	<b>17.5%</b>		<b>21.8%</b>	<b>16.9%</b>		<b>13.7%</b>	<b>17.2%</b>	

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>			
旧预测	6,510	8,100	9,643
新预测	7,119	9,128	10,608
变动	9.4%	12.7%	10.0%
<b>核心归母净利润</b>			
旧预测	1,146	1,464	1,854
新预测	1,255	1,617	1,928
变动	9.5%	10.4%	4.0%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 亚朵集团 (ATAT.US)



注: 截至 2024 年 8 月 29 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	14.7	持有	14.5	2024年8月16日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	76.8	买入	89.6	2024年8月28日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024年8月13日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	2.9	买入	3.76	2024年8月15日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.5	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	30.5	买入	38.8	2024年8月6日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	268.2	买入	302.5	2024年8月6日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	13.1	持有	13.2	2024年8月28日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	12.7	买入	20.8	2024年5月21日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	15.6	买入	26.7	2024年5月21日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.6	持有	2.81	2024年8月26日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.2	买入	26.3	2024年8月5日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	24.3	买入	29.7	2024年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	55.6	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.0	买入	11.2	2024年8月1日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	45.2	持有	65.1	2024年5月6日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	59.5	持有	86.2	2024年5月6日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.7	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	22.6	持有	24.5	2024年8月30日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	13.3	买入	16.2	2024年8月29日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	7.7	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.2	买入	4.65	2024年4月19日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	1.9	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	12.5	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	10.2	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	45.9	买入	60.6	2024年8月21日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	95.5	买入	108.4	2024年8月28日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	41.3	买入	52.0	2024年7月2日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	50.3	持有	48.9	2024年8月25日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	42.1	持有	60.6	2024年4月29日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	17.5	买入	24.0	2024年8月30日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	24.6	买入	28.0	2024年8月21日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	29.1	买入	35.4	2024年8月21日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	24.1	持有	26.8	2024年7月8日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	11.8	持有	14.0	2024年7月8日	酒店

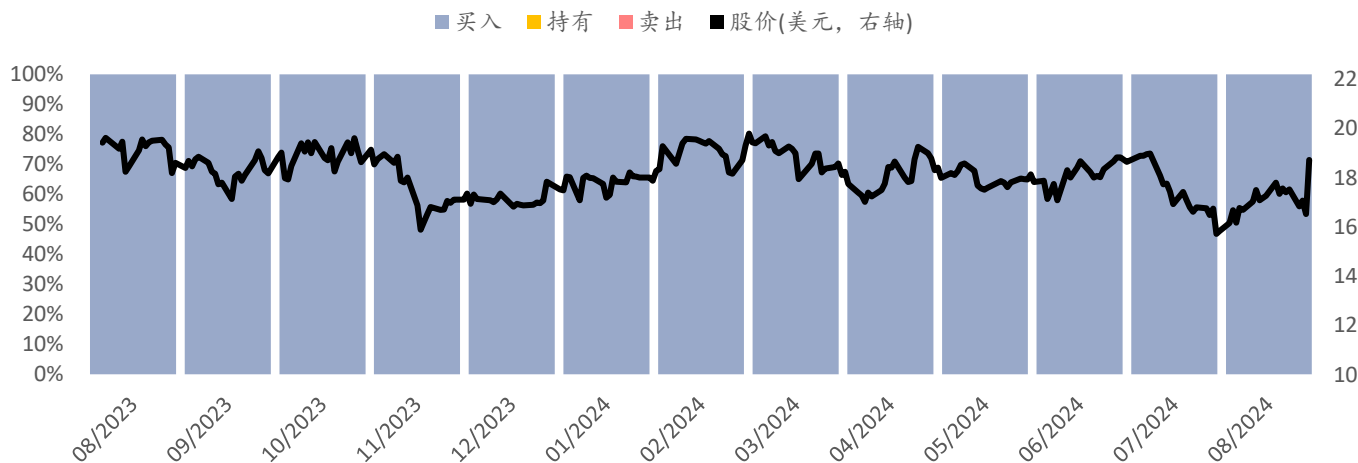
注: 美股截至2024年8月29日收盘价, 港股和A股截至2024年8月30日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。



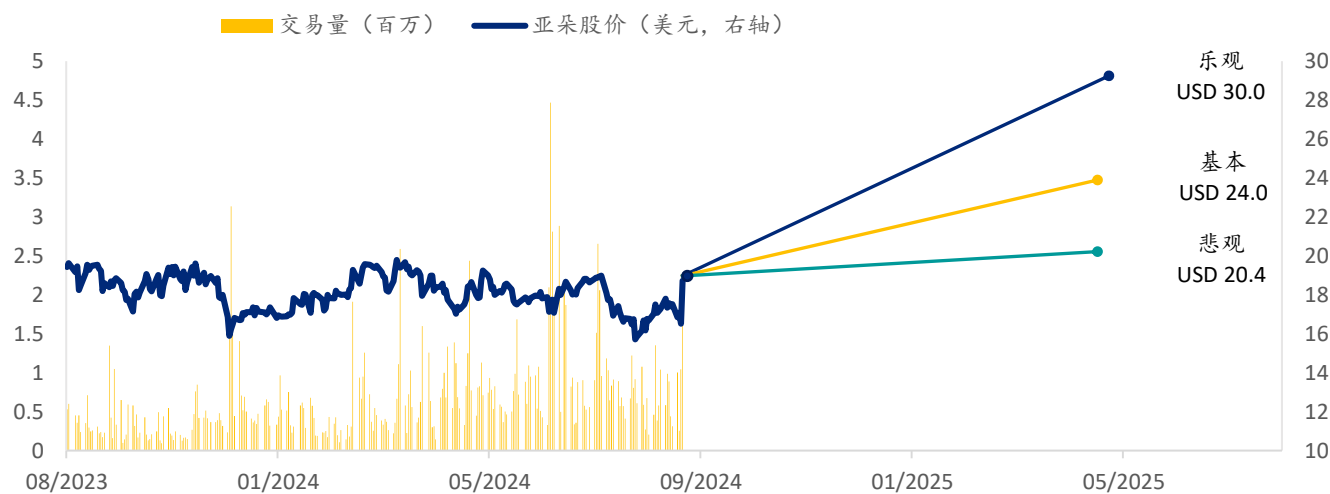
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 亚朵集团 (ATAT.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 亚朵集团 (ATAT.US) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 30.0 美元

概率: 25%

- 2025 年门店数量达到 2200 家;
- 2025 年 RevPAR 同比提升 2%;
- 整体费用率增速放缓, 经营利润率 2025 年同比增长 80bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 20.4 美元

概率: 20%

- 2025 年门店数量达到 1900 家;
- 2025 年 RevPAR 同比下降 7%;
- 整体费用率增速加快, 经营利润率 2025 年同比增长 20bps。

资料来源: 浦银国际预测

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。



## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

