



## 首旅酒店 (600258.CH): 门店结构优化和降本增效促利润率增长, 布局长期增长

首旅酒店 2Q24 收入在高基数下同比下滑 3.3%，在加盟模式门店数量占比的提升以及降本增效措施有效实施的带动下，归母净利润率同比提升 2.1ppt 至 12.6%。我们认为公司的门店结构优化将有力地提升公司的盈利能力，但高基数下运营数据的压力仍将延续。我们维持首旅酒店“持有”评级，适当下调盈利预测，并下调目标价至人民币 12.8 元。

• **高基数下 RevPAR 下降导致收入同比下滑:** 由于去年同期出行人数爆发式增长以及酒店市场供需不平衡，去年同期的 RevPAR 水平较高。因此，在高基数下，2Q24 首旅酒店 RevPAR 同比下降 6%，其中 ADR 和 OCC 分别下降 3.8% 和 1.6ppt。如不含轻管理酒店，RevPAR 同比下降 5.1%。也正因为 RevPAR 的同比下降，2Q24 收入同比下降 3.3%。管理层预计三季度公司 ADR 仍将在高基数下承压但环比企稳，2025 年将同比保持平稳。

• **重视长期增长, 门店结构优化促毛利率优化:** 尽管受到高基数影响，2Q24 毛利率有所下滑，但 1H24 毛利率依然同比改善 1.5ppt。我们认为，毛利率的提升主要是公司门店结构优化促成的：(1) **特许经营(加盟)门店占比提升:** 截至 2024 年上半年末，毛利率更高的加盟门店数量达 5,847 家，占整体门店数量的 90.3%，相较去年同期同比提升 1ppt；(2) **中高端门店占比提升:** 截至 1H24，定价更高的中高端酒店占比达到 28.6%，同比增长 2.7%；(3) **新版本门店占比提升:** 截至 2024 年上半年末，如家 3.0 以上产品占如家品牌店数比例提升 6ppt 至 64.5%，也促进了定价能力提高。同时，在首旅酒店上半年新开的 567 家门店中，标准店(不含轻管理酒店)占比达到 47.8%，比去年同期高 15.7ppt，表明了公司提高标准店占比、改善门店结构的决心，我们期待未来公司收入和利润率的进一步改善。

• **开源节流助利润率提升:** 2Q24 首旅酒店销售费用率和管理费用率分别同比下降 0.9ppt 和 1ppt。公司在业务运营中不断寻找可以减少费用支出的切入点，帮助公司节省开支，提高利润率。我们认为，公司在下半年的费用率也将环比有所改善，助力利润率的提升。

• **维持“持有”:** 基于高基数造成的经营数据承压，我们下调 2024-2026E 的盈利预测。我们基于 6x 2025E EV/EBITDA，下调目标价至人民币 12.8 元，维持“持有”评级。

• **投资风险:** 行业需求放缓；下沉市场拓展不及预期。

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	5,090	7,793	7,883	8,250	8,633
同比变动 (%)	-17.3%	53.1%	1.2%	4.6%	4.6%
归母净利润	-577	795	894	1,011	1,162
同比变动 (%)	-0.9%	-236.6%	12.4%	13.1%	14.9%
PE (X)	n.a.	16.4	14.6	12.9	11.2
ROE (%)	n.a.	7.3%	7.7%	8.2%	8.9%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

桑若楠, CFA

消费分析师

serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

林闻嘉

首席消费分析师

richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

2024 年 9 月 4 日

### 评级

持有

目标价(人民币)	12.8
潜在升幅/降幅	+9.4%
目前股价(人民币)	11.7
52 周内股价区间(人民币)	11.0-18.6
总市值(百万人民币)	13,064
近 3 月日均成交额(百万人民币)	117.7

注: 截至 2024 年 9 月 4 日收盘价

### 市场预期区间



▲ 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

财务报表分析与预测 - 首旅酒店

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>5,090</b>	<b>7,793</b>	<b>7,883</b>	<b>8,250</b>	<b>8,633</b>
同比	-17.3%	53.1%	1.2%	4.6%	4.6%
营业成本	-4,329	-4,874	-4,838	-4,992	-5,106
<b>毛利润</b>	<b>761</b>	<b>2,919</b>	<b>3,045</b>	<b>3,258</b>	<b>3,527</b>
毛利率	15.0%	37.5%	38.6%	39.5%	40.9%
销售费用	-245	-494	-522	-554	-588
管理费用	-689	-870	-907	-945	-985
研发费用	-60	-64	-79	-82	-86
<b>经营利润</b>	<b>-233</b>	<b>1,490</b>	<b>1,538</b>	<b>1,677</b>	<b>1,868</b>
经营利润率	-4.6%	19.1%	19.5%	20.3%	21.6%
财务费用	-452	-401	-345	-326	-307
其他营业收入	69	57	48	48	48
其他	-106	-39	23	28	29
<b>利润总额</b>	<b>-722</b>	<b>1,107</b>	<b>1,264</b>	<b>1,427</b>	<b>1,638</b>
所得税	53	-297	-354	-400	-459
所得税率	7.3%	26.8%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	-669	811	910	1,027	1,179
减：少数股东损益	-93	16	16	17	18
<b>归母净利润</b>	<b>-577</b>	<b>795</b>	<b>894</b>	<b>1,011</b>	<b>1,162</b>
归母净利润率	-11.3%	10.2%	11.3%	12.3%	13.5%
同比	-0.9%	-236.6%	12.4%	13.1%	14.9%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,007	1,187	2,156	3,222	4,247
长期投资	1,445	1,126	1,500	1,500	1,500
贸易及应收款项	521	33	92	162	233
预付租金	35	74	79	82	86
其他应收账款	141	74	250	250	250
存货	36	44	38	40	41
其他流动资产	203	493	250	250	250
<b>流动资产合计</b>	<b>3,388</b>	<b>3,031</b>	<b>4,365</b>	<b>5,506</b>	<b>6,607</b>
物业、厂房及设备	2,130	2,051	2,038	1,991	1,921
使用权资产	7,891	7,779	7,385	7,181	7,142
无形资产	3,493	3,429	3,368	3,307	3,246
合同资产	1,913	1,836	1,690	1,690	1,690
商誉	4,701	4,692	4,692	4,692	4,692
递延所得税资产	1,056	1,002	1,000	1,000	1,000
长期金融资产	399	437	438	438	438
贸易及应收款项	326	314	340	290	240
其他非流动资产	536	982	905	855	805
<b>非流动资产合计</b>	<b>22,120</b>	<b>22,209</b>	<b>21,515</b>	<b>21,154</b>	<b>20,933</b>
贸易及应付款项	115	122	140	159	173
合同负债	346	468	517	517	517
即期所得税负债	48	137	50	50	50
其他应付款项	1,681	1,488	1,600	1,600	1,600
短期借款	948	30	440	490	540
应付工资	230	311	231	231	231
其他	1,944	1,939	1,939	1,939	1,939
<b>流动负债合计</b>	<b>5,313</b>	<b>4,495</b>	<b>4,917</b>	<b>4,986</b>	<b>5,049</b>
租赁负债	8,087	7,945	7,550	7,550	7,550
递延收益	17	15	15	15	15
借款	10	9	9	9	9
应付款项	412	471	450	450	450
递延税款负债	900	887	887	887	887
其他非流动负债	101	146	146	146	146
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,526</b>	<b>9,472</b>	<b>9,057</b>	<b>9,057</b>	<b>9,057</b>
股本	8,777	8,561	8,561	8,561	8,561
储备	1,771	2,574	3,192	3,887	4,685
少数股东权益	122	137	153	170	187
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,670</b>	<b>11,273</b>	<b>11,907</b>	<b>12,618</b>	<b>13,434</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	-669	811	910	1,027	1,179
固定资产折旧	2,176	2,157	1,526	1,623	1,743
长期资产减值	180	138	70	70	70
存货减值	-18	-10	-28	-28	-28
财务支出	457	406	345	326	307
短期投资收益	14	-31	-16	-20	-20
递延收益	-123	39	48	-4	-4
应收款项	-213	163	-261	-20	-21
存货的减少	9	-9	5	-1	-1
应付款项	-294	358	-58	19	14
其他	-35	-8	172	-25	-25
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>1,483</b>	<b>4,014</b>	<b>2,712</b>	<b>2,967</b>	<b>3,215</b>
资本开支	-647	-588	-1,156	-1,312	-1,572
投资支付现金和收益	-1,290	-140	-1	0	0
其他	-1	0	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-1,937</b>	<b>-728</b>	<b>-1,157</b>	<b>-1,312</b>	<b>-1,572</b>
发行债券所得款项	-402	-901	0	0	0
借款所得款项	1,754	380	410	50	50
分配股利、利润或偿付利息支付的现	-461	-421	-622	-639	-668
其他	-2,591	-2,165	-374	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-1,701</b>	<b>-3,107</b>	<b>-586</b>	<b>-589</b>	<b>-618</b>
现金及现金等价物净增加额	-2,155	179	969	1,066	1,025
期初现金及现金等价物余额	3,155	1,005	1,187	2,156	3,222
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>1,001</b>	<b>1,184</b>	<b>2,156</b>	<b>3,222</b>	<b>4,247</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	-0.52	0.71	0.80	0.91	1.04
每股销售额	4.56	6.98	7.06	7.39	7.73
每股股息	0.06	0.22	0.25	0.28	0.32
<b>同比变动</b>					
收入	-17.3%	53.1%	1.2%	4.6%	4.6%
经营溢利	-148.1%	-740.4%	3.2%	9.1%	11.4%
归母净利润	-0.9%	-236.6%	12.4%	13.1%	14.9%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	15.0%	37.5%	38.6%	39.5%	40.9%
经营利润率	-4.6%	19.1%	19.5%	20.3%	21.6%
归母净利率	-11.3%	10.2%	11.3%	12.3%	13.5%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	n.a.	7.3%	7.7%	8.2%	8.9%
平均资产回报率	n.a.	3.1%	3.5%	3.8%	4.3%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	60.6	27.9	20.0	20.0	20.0
库存周转天数	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9
应付账款周转天数	44.8	42.4	45.0	45.0	45.0
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	0.6	0.7	0.9	1.1	1.3
速动比率 (x)	0.6	0.6	0.9	1.1	1.3
现金比率 (x)	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8
负债/权益	1.4	1.2	1.2	1.1	1.1
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	n.a.	16.4	14.6	12.9	11.2
市销率 (x)	2.6	1.7	1.7	1.6	1.5
股息率	0.5%	1.9%	2.1%	2.4%	2.8%

图表 2：首旅酒店上半年经营情况及下半年和全年盈利预测

(百万人民币)	1H23	1H24	YoY	2H23	2H24E	YoY	2023	2024E	YoY
营业收入	3,608	3,733	3.5%	4,185	4,150	-0.8%	7,793	7,883	1.2%
营业成本	-2,305	-2,330	1.1%	-2,518	-2,456	-2.5%	-4,822	-4,786	-0.8%
毛利润	1,303	1,403	7.6%	1,667	1,694	1.6%	2,970	3,097	4.3%
毛利率	36.1%	37.6%		39.8%	40.8%		38.1%	39.3%	
税金	-21	-28	37.6%	-31	-24	-23.0%	-51	-52	1.2%
销售费用	-234	-265	13.4%	-260	-256	-1.5%	-494	-522	5.5%
销售费用率	6.5%	7.1%		6.2%	6.2%		6.3%	6.6%	
管理费用	-422	-444	5.1%	-448	-463	3.4%	-870	-907	4.2%
管理费用率	11.7%	11.9%		10.7%	11.2%		11.2%	11.5%	
研发费用	-33	-32	-1.1%	-32	-47	46.3%	-64	-79	22.4%
研发费用率	0.9%	0.9%		0.8%	1.1%		0.8%	1.0%	
经营利润	594	633	6.6%	896	904	0.9%	1,490	1,538	3.2%
经营利润率	16.5%	17.0%		21.4%	21.8%		19.1%	19.5%	
财务费用	-209	-185	-11.5%	-192	-159	-16.7%	-401	-345	-14.0%
其他收益	33	26	-20.6%	24	22	-10.0%	57	48	-16.2%
投资净收益	30	20	-32.3%	39	21	-46.3%	69	41	-40.3%
资产减值损失	-45	-34	-25.3%	-44	-36	-17.3%	-89	-70	-21.4%
信用减值损失	-33	0	-100.2%	-16	0	-99.5%	-49	0	-100.0%
资产处置收益	13	16	24.4%	-3	12	-511.8%	10	28	181.7%
营业利润	382	477	24.8%	705	763	8.3%	1,087	1,240	14.1%
营业外收入	9	6	-30.5%	22	25	15.4%	31	32	2.3%
营业外支出	-1	-2	31.6%	-9	-6	-32.1%	-10	-8	-23.0%
税前净利润	389	481	23.6%	718	783	9.0%	1,107	1,264	14.1%
所得税	-89	-114	28.5%	-208	-239	15.4%	-297	-354	19.3%
净利润	300	367	22.1%	511	543	6.4%	811	910	12.2%
净利润率	8.3%	9.8%		12.2%	13.1%		10.4%	11.5%	
少数股东损益	20	9	-54.0%	-4	7	-268.7%	16	16	1.2%
归母净利润	280	358	27.5%	515	536	4.2%	795	894	12.4%
归母净利率	7.8%	9.6%		12.3%	12.9%		10.2%	11.3%	

E=浦银国际预测 资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3：首旅酒店经营指标情况

人民币元	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
<b>ADR</b>						
经济型	178	201	220	182	182	193
中高端	288	320	339	290	282	295
轻管理	152	164	177	156	154	167
<b>整体</b>	<b>214</b>	<b>240</b>	<b>258</b>	<b>220</b>	<b>217</b>	<b>231</b>
<b>OCC</b>						
经济型	66.1%	72.0%	76.1%	67.3%	65.2%	70.6%
中高端	60.6%	68.8%	73.7%	64.9%	61.7%	68.9%
轻管理	51.0%	56.8%	59.6%	51.2%	49.4%	53.8%
<b>整体</b>	<b>60.9%</b>	<b>67.5%</b>	<b>71.5%</b>	<b>62.6%</b>	<b>60.1%</b>	<b>65.9%</b>
<b>RevPAR</b>						
经济型	117	145	168	122	119	137
中高端	174	220	250	188	174	203
轻管理	78	93	105	80	76	90
<b>整体</b>	<b>131</b>	<b>162</b>	<b>185</b>	<b>138</b>	<b>131</b>	<b>152</b>

资料来源：公司数据、浦银国际

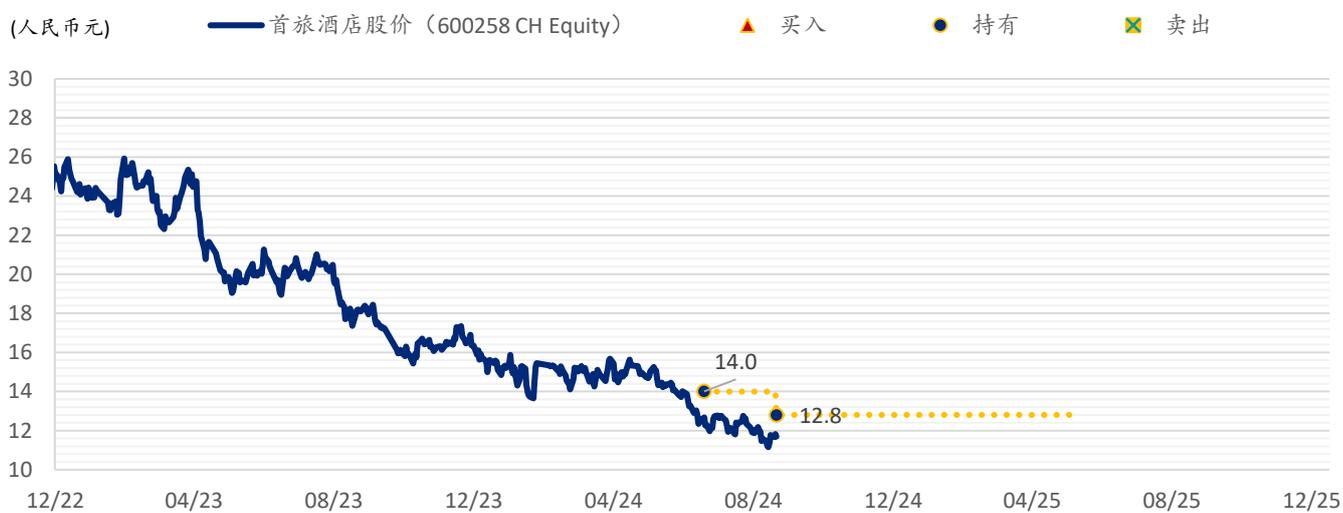
图表 4：SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>			
旧预测	8,127	8,643	9,190
新预测	7,883	8,250	8,633
变动	-3.0%	-4.5%	-6.1%
<b>归母净利润</b>			
旧预测	899	1,044	1,216
新预测	894	1,011	1,162
变动	-0.5%	-3.2%	-4.5%

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 首旅酒店 (600258.CH)



注: 截至 2024 年 9 月 4 日收盘价;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 消费行业覆盖公司

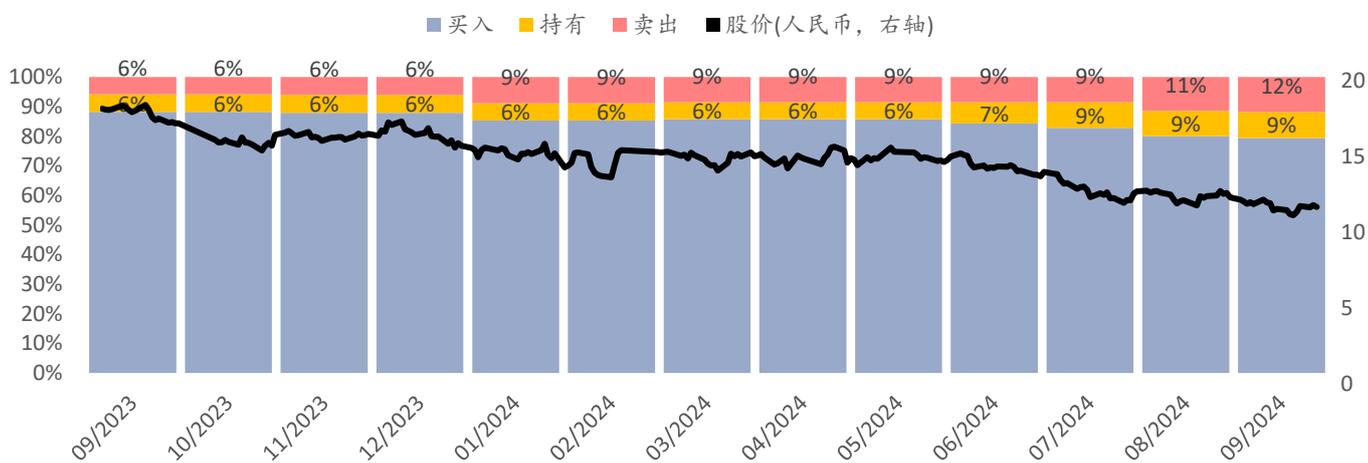
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	14.2	持有	14.5	2024年8月16日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	75.0	买入	89.6	2024年8月28日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024年8月13日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	2.7	买入	3.76	2024年8月15日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.4	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	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	265.2	买入	302.5	2024年8月6日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	13.3	持有	13.2	2024年8月28日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	12.1	买入	16.6	2024年9月2日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	15.6	买入	21.3	2024年9月2日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.4	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	23.6	买入	29.7	2024年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	54.2	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.5	买入	11.2	2024年8月1日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	42.8	持有	65.1	2024年5月6日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	57.2	持有	86.2	2024年5月6日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.6	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	22.2	持有	24.5	2024年8月30日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	12.8	买入	16.2	2024年8月29日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	7.5	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.2	买入	5.21	2024年9月3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	1.1	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	10.4	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	47.0	买入	60.6	2024年8月21日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	94.7	买入	108.4	2024年8月28日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	40.0	买入	52.0	2024年7月2日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	48.8	持有	48.9	2024年8月25日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	41.6	持有	43.0	2024年9月3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	22.9	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	23.9	持有	26.8	2024年7月8日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	11.7	持有	12.8	2024年9月4日	酒店

注: 美股截至2024年9月3日收盘价, 港股、A股截至2024年9月4日。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

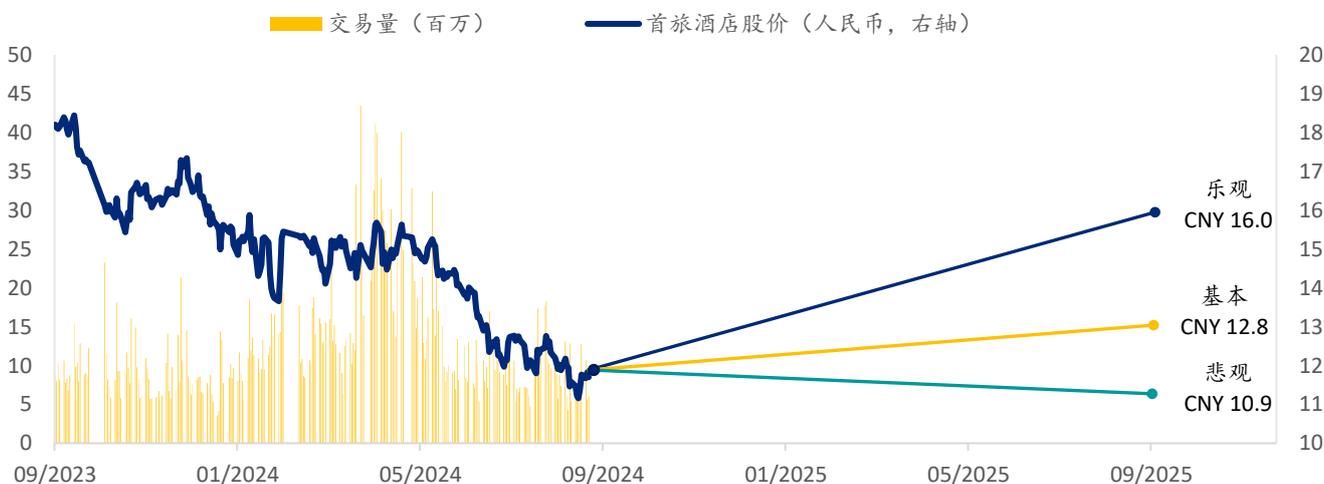
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 首旅酒店市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 首旅酒店 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期	悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期
<p>目标价: 人民币 16.0 元</p> <p>概率: 25%</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2025 年新开店数量超 1200 家;</li> <li>RevPAR 2025 年同比增长 7%;</li> <li>集团毛利率 2025 年同比提升 120bps。</li> </ul>	<p>目标价: 人民币 10.9 元</p> <p>概率: 20%</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2025 年新开店数量不及 1000 家;</li> <li>RevPAR 2025 年同比增长 2%;</li> <li>集团毛利率 2025 年同比提升 50bps。</li> </ul>

资料来源: 浦银国际

## 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人士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

