



## 亚朵集团 (ATAT.US): 快速拓店, 全年开店与收入有望超管理层指引

亚朵集团 3Q24 录得收入人民币 18.99 亿元, 同比增长 46.7%, 好于我们的预期。其中, 在快速拓店的带动下, 加盟酒店收入录得 11.8 亿元人民币, 同比增长 51%, 亚朵星球的优异表现带动零售业务同比增长 104%, 共录得 4.8 亿元。归母净利润为 3.8 亿元, 同比增长 47.3%。我们维持亚朵集团“买入”评级, 上调目标价至 31.5 美元。

- 快速拓店, 管理层再次提升 2024 年全年开店指引:** 亚朵在 3Q24 净开店 140 家, 再创单季度开店数量新高。其中, 中高端酒店仍是开店重点。截至 2024 年三季度末, 亚朵今年已净新开店 360 家, 管理层再次上调开店目标至 450 家 (半年报时候上调至 400 家)。同时, 在公司持续快速开店的助力下, 管理层有信心在 2025 年达成 2,000 家好店的目标。值得关注的是, 公司在三季度新开萨和 (SAVHE) 酒店, 深化高端酒店布局。
- 3Q24 经营指标受高基数影响下滑, 但 4Q24 RevPAR 降幅有望缩窄:** 在国内去年暑期旅行需求旺盛带来的高基数、今年三季度的恶劣天气、假期错配等因素的影响下, 中国酒店业在今年三季度的营运指标均面临较大的压力。亚朵酒店 3Q24 整体 RevPAR 同比下跌 10.5%, 主要是入住率与平均房价均下降所致。其中, 平均房价同比降低 8%, 入住率同比下降 2.1ppt。我们认为, 进入四季度, 酒店行业的高基数将有一定缓解, 带动 RevPAR 的降幅缩窄。同时, 管理层表示, 2024 年国庆假期期间, 亚朵 RevPAR 同比下降 3.9% (OCC 同比增长 5%, ADR 同比下降 7.9%), 降幅已较三季度有所缩窄。展望 2025 年, 我们认为在宏观经济稳定的环境下, RevPAR 有望企稳回升。
- 零售业务高增长依旧:** 以亚朵星球品牌为代表的零售业务在线上表现强劲。在亚朵星球深睡系列的引领下, 3Q24 零售 GMV 录得 107.7% 的同比增长, 收入同比增长 104%。我们认为亚朵零售业务随着深睡系列新品推出以及如 SAVHE 等品牌在线上持续发力, 将带动公司零售业务 2024 年高速增长。
- 2024 年全年收入目标有望超预期达成:** 进入四季度, 随着基数回落, 在国庆假期期间较好的经营表现以及快速的开店的带动下, 我们认为公司住宿业务 4Q24 RevPAR 的降幅将环比缩窄。公司管理层也预计 2024 年全年 RevPAR 将同比下降中到高单位数。同时, 亚朵星球在“双 11”大促期间表现优异, 获得多个平台枕头和被子品类销量榜首。我们认为, 全年零售收入仍将保持高速增长。综上, 尽管管理层未上调全年收入目标 (同比增长 48%-52%), 但我们认为亚朵全年收入目标有望超预期达成。

桑若楠, CFA

消费分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

林闯嘉

首席消费分析师

richard\_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2024 年 11 月 20 日

### 评级

买入

目标价 (美元)	31.5
潜在升幅/降幅	+23.0%
目前股价 (美元)	25.6
52 周内股价区间 (美元)	15.1-29.2
总市值 (百万美元)	3,516
近 3 月日均成交额 (百万美元)	32.0

注: 截至 2024 年 11 月 19 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



- 核心经营利润率略有下降：**由于住宿业务 RevPAR 的下滑，3Q24 亚朵酒店业务毛利率同比下降 3.5ppt 至 36%，使整体毛利率下降 0.8ppt 至 41.5%。同时，随着线上业务占比的提升以及线上营销的加强，公司的销售费用率同比提升 2.8ppt 至 11.5%，管理费用率同比下降 1.8ppt 至 4.3%，使整体核心经营利润率较上年同期下降 1.8ppt。在今年三季度录得 3500 万元的返税补贴助力下，归母净利率与上年持平，保持在 20.2%。
- 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”评级，根据 11.5x 2025E EV/EBITDA 上调目标价至 31.5 美元。
- 投资风险：**行业需求放缓；酒店行业竞争加剧。

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	7,133	9,368	10,898
同比变动 (%)	5.4%	106.2%	52.9%	31.3%	16.3%
核心归母净利润	261	901	1,328	1,752	2,021
同比变动 (%)	101.1%	244.9%	47.4%	31.9%	15.4%
PE (X)	89.6	28.2	19.1	14.5	12.6
ROE (%)	11.2%	45.4%	50.9%	48.8%	42.6%

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>7,133</b>	<b>9,368</b>	<b>10,898</b>
同比	5.4%	106.2%	52.9%	31.3%	16.3%
营业成本	-1,580	-2,827	-4,239	-5,471	-6,304
<b>毛利润</b>	<b>683</b>	<b>1,839</b>	<b>2,894</b>	<b>3,897</b>	<b>4,594</b>
毛利率	30.2%	39.4%	40.6%	41.6%	42.2%
销售费用	-140	-470	-842	-1,182	-1,461
管理费用	-350	-451	-355	-433	-498
研发费用	-66	-77	-118	-155	-181
<b>经营利润</b>	<b>127</b>	<b>841</b>	<b>1,580</b>	<b>2,126</b>	<b>2,455</b>
经营利润率	5.6%	18.0%	22.1%	22.7%	22.5%
财务费用	8	25	38	48	64
其他营业收入	38	83	86	141	163
其他	8	33	33	19	19
<b>利润总额</b>	<b>181</b>	<b>982</b>	<b>1,737</b>	<b>2,334</b>	<b>2,701</b>
所得税	-84	-243	-460	-619	-716
所得税率	46.8%	24.7%	26.5%	26.5%	26.5%
净利润	96	739	1,276	1,716	1,985
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>1,273</b>	<b>1,712</b>	<b>1,981</b>
归母净利率	4.3%	15.8%	17.9%	18.3%	18.2%
同比	-24.5%	n.m.	72.8%	34.4%	15.7%
<b>核心归母净利润</b>	<b>261</b>	<b>901</b>	<b>1,328</b>	<b>1,752</b>	<b>2,021</b>
归母净利率	11.5%	19.3%	18.6%	18.7%	18.5%
同比	101.1%	244.9%	47.4%	31.9%	15.4%

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	3,324	4,474	5,674
短期投资	158	752	1,008	1,008	1,008
贸易及其他应收款项	133	162	195	257	299
预付款项及其他流动资产	134	252	285	375	436
存货	57	119	174	225	259
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>5,103</b>	<b>6,454</b>	<b>7,792</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	639	824	950
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>2,473</b>	<b>2,659</b>	<b>2,784</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	2,438	3,553	4,718
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>2,945</b>	<b>4,064</b>	<b>5,233</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	1,276	1,716	1,985
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	-20	-20
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	-69	-151	-103
存货的减少	-4	-85	-55	-51	-34
应付款项	-63	1,300	157	186	125
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>1,177</b>	<b>1,780</b>	<b>2,050</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	20	20
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>6</b>	<b>6</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	-637	-856
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>-636</b>	<b>-855</b>
现金及现金等价物净增加额	548	1,241	483	1,150	1,201
期初现金及现金等价物余额	1,040	1,590	2,842	3,325	4,475
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>3,325</b>	<b>4,475</b>	<b>5,675</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	3.20	4.22	4.87
每股销售额	5.93	11.25	17.20	22.58	26.27
每股股息	0.00	0.36	1.08	1.53	2.06
<b>同比变动</b>					
收入	5.4%	106.2%	52.9%	31.3%	16.3%
经营溢利	-27.0%	562.8%	87.9%	34.6%	15.4%
归母净利润	-24.5%	n.m.	72.8%	34.4%	15.7%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	30.2%	39.4%	40.6%	41.6%	42.2%
经营利润率	5.6%	18.0%	22.1%	22.7%	22.5%
归母净利率	4.3%	15.8%	17.9%	18.3%	18.2%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	11.2%	45.4%	50.9%	48.8%	42.6%
平均资产回报率	2.8%	13.0%	18.1%	21.0%	20.9%
<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	2.1	2.4	2.8
速动比率 (x)	1.4	1.6	1.9	2.2	2.5
现金比率 (x)	1.2	1.2	1.3	1.7	2.0
负债/权益	3.0	2.2	1.5	1.2	0.9
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	89.6	28.2	19.1	14.5	12.6
市销率 (x)	31.0	16.4	10.7	8.1	7.0
股息率	0.0%	0.2%	0.6%	0.8%	1.1%

图表 2：亚朵 2024 年 1-3 季度经营情况以及 4 季度预测

(百万人民币)	1Q23	1Q24	YoY	2Q23	2Q24	YoY	3Q23	3Q24	YoY	4Q23	4Q24E	YoY
营业收入	774	1,468	89.7%	1,093	1,797	64.5%	1,294	1,899	46.7%	1,505	1,969	30.8%
-加盟酒店	447	836	87.1%	626	1,027	63.9%	781	1,179	51.0%	851	1,034	21.5%
-直营酒店	187	168	-10.3%	220	180	-17.9%	238	190	-20.4%	195	165	-15.4%
-零售	113	417	268.9%	212	537	153.6%	235	480	104.0%	412	705	71.1%
-其他	27	48	76.8%	35	53	51.2%	40	50	26.4%	47	64	37.9%
营业成本	-453	-878	93.7%	-630	-1,051	66.7%	-747	-1,111	48.7%	-996	-1,199	20.4%
毛利润	321	590	84.1%	462	746	61.4%	547	788	44.0%	509	770	51.2%
毛利率	41.4%	40.2%		42.3%	41.5%		42.3%	41.5%		33.8%	39.1%	
销售费用	-56	-175	211.9%	-94	-225	137.9%	-112	-218	94.6%	-207	-224	8.3%
销售费用率	7.2%	11.9%		8.6%	12.5%		8.7%	11.5%		13.7%	11.4%	
管理费用	-193	-77	-60.3%	-73	-91	24.6%	-79	-82	3.3%	-105	-104	-0.9%
管理费用率	25.0%	5.2%		6.7%	5.1%		6.1%	4.3%		7.0%	5.3%	
科技研发费用	-17	-24	44.0%	-18	-33	84.8%	-20	-30	48.5%	-22	-31	38.0%
核心经营利润	55	315	n.m.	277	397	43.6%	335	457	36.4%	175	411	135.2%
核心经营利润率	7.1%	21.4%		25.3%	22.1%		25.9%	24.1%		11.6%	20.9%	
其他经营收入	7	10	38.4%	30	-6	n.m.	6	35	n.m.	40	46	16.5%
短期投资收益	5	10	79.2%	9	11	22.0%	9	14	55.6%	11	0	-98.5%
其他收益	1	0	n.m.	-4	0	-97.6%	-1	6	n.m.	3	-6	n.m.
财务费用	3	13	n.m.	6	12	97.7%	8	12	57.0%	8	1	-83.7%
税前利润	71	347	n.m.	318	414	30.2%	356	524	47.0%	237	452	90.8%
所得税	-53	-89	69.0%	-79	-110	39.5%	-94	-143	51.8%	-17	-118	n.m.
净利润	18	258	n.m.	239	304	27.1%	262	381	45.3%	220	334	52.0%
净利率	2.3%	17.6%		21.9%	16.9%		20.3%	20.1%		14.6%	17.0%	
少数股东权益	0	1	179.2%	1	0	-73.7%	1	-4	n.m.	0	6	n.m.
归母净利润	18	257	n.m.	238	304	27.5%	261	384	47.3%	220	328	49.2%
归母净利率	2.3%	17.5%		21.8%	16.9%		20.2%	20.2%		14.6%	16.7%	

E=浦银国际预测；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	7,119	9,128	10,608
新预测	7,133	9,368	10,898
变动	0.2%	2.6%	2.7%
<b>核心归母净利润</b>			
旧预测	1,255	1,617	1,928
新预测	1,328	1,752	2,021
变动	5.9%	8.3%	4.8%

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 11 月 19 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

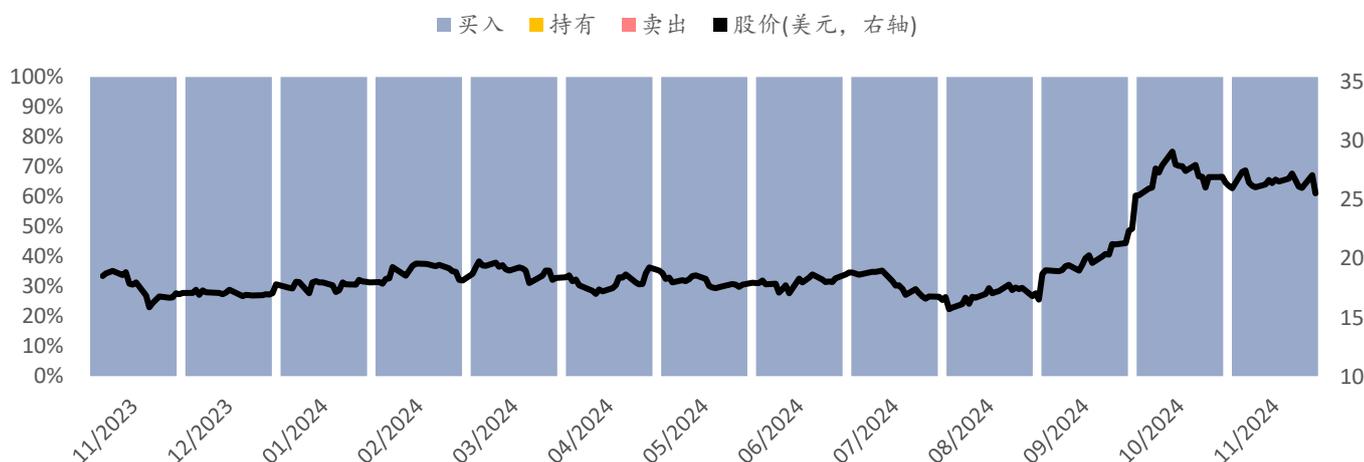
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	16.3	持有	14.5	2024年8月16日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	81.0	买入	89.6	2024年8月28日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.73	2024年8月13日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.5	买入	3.76	2024年8月15日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.5	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	47.4	买入	38.8	2024年8月6日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	370.8	买入	302.5	2024年8月6日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	15.7	持有	13.2	2024年8月28日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.2	买入	20.8	2024年5月21日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	16.7	买入	26.7	2024年5月21日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	3.4	持有	2.81	2024年8月26日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	23.4	买入	26.3	2024年8月5日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	27.3	买入	29.7	2024年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	63.2	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	7.6	买入	11.2	2024年8月1日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	49.0	持有	65.1	2024年5月6日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	72.5	持有	86.2	2024年5月6日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.3	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.0	持有	24.5	2024年8月30日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.1	买入	16.2	2024年8月29日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.7	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.6	买入	4.65	2024年4月19日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.1	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	18.1	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.4	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.9	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	5.2	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	76.7	买入	60.6	2024年8月21日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	92.7	买入	108.4	2024年8月28日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	48.9	买入	52.0	2024年7月2日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	31.3	买入	44.0	2024年11月20日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	60.8	持有	48.9	2024年8月25日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	50.9	持有	60.6	2024年4月29日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	25.6	买入	31.5	2024年11月20日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	28.0	买入	28.0	2024年8月21日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	36.2	买入	35.4	2024年8月21日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	27.2	持有	26.8	2024年7月8日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.3	持有	14.0	2024年7月8日	酒店

注: 美股截至2024年11月19日收盘价, 港股和A股截至2024年11月20日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

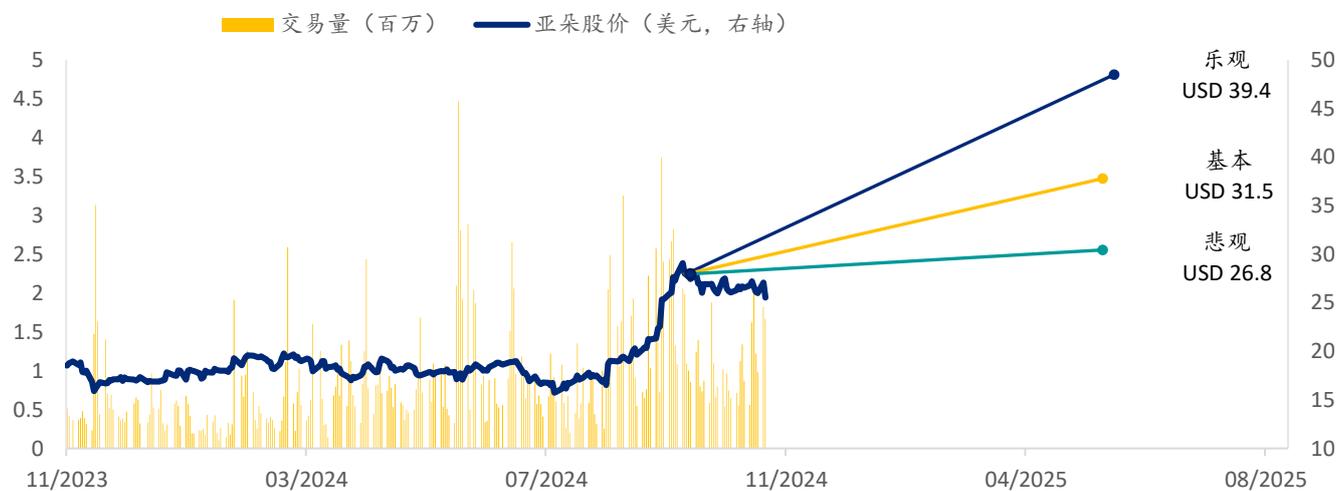
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

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: 39.4 美元

概率: 25%

- 2025 年门店数量达到 2200 家;
- 2025 年 RevPAR 同比提升 4%;
- 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: 26.8 美元

概率: 20%

- 2025 年门店数量达到 1900 家;
- 2025 年 RevPAR 同比下降 2%;
- 整体费用率增速加快, 经营利润率 2025 年同比增长 40bps。

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

