



亚朵集团 (ATAT.US): 酒店门店维持高速增长, 但零售业务增幅预期放缓

亚朵集团 4Q24 录得收入人民币 20.8 亿元, 同比增长 38.5%, 符合市场预期。其中, 酒店和零售业务收入分别同比增长 21.4% 和 85.6%。展望 2025 年, 我们预计公司仍将维持高速扩张趋势, 有望在年末达成“两千好店”的目标, 但在高基数下, 零售业务收入增速预期放缓。我们维持亚朵集团“买入”评级, 提升目标价至 37.2 美元。

- 零售业务预期增长较为保守, 增长依靠品类新增和爆品迭代:** 2024 年亚朵零售业务收入同比增长 126.2%, 收入规模屡创新高。管理层预计零售业务 2025 年收入同比增长 35% (高于公司整体收入增长 25% 的指引)。这一指引远低于亚朵过去的增长水平, 低于市场预期, 也似乎间接验证了市场对于零售业务高增长持续性的质疑。但我们必须指出, 亚朵零售业务在过去两年实现了超高速增长, 收入水平已经超人民币 22 亿元, 收入占比也已经达到公司整体的 30%。因此, 在规模已经较大的基础上, 长期超高速增长并不现实。我们认为, 2025 年亚朵零售业务将依靠爆款 (枕头和被子) 迭代以及新品类的推出驱动。
- 酒店门店高速高质增长, 驱动 2025 年酒店收入扩张:** 截至 2024 年末, 亚朵集团门店数量达到 1,619 家, 年内净新开 470 家门店, 创开店新高。根据管理层预计, 2025 年公司预计将新开约 500 家门店, 同时保持与今年相近的关店速度 (2024 年关店 62 家), 从而确保公司在营门店质量的提升。这一开店指引数表明了亚朵完成 2025 年达成“两千好店”目标的决心, 以及 2025 年高速扩张下酒店收入增长的确切性。
- 运营数据有望企稳回升:** 酒店行业在 2024 年全年面临 RevPAR 高基数的经营环境。亚朵酒店 ADR 和 OCC 双双下滑, 令 2024 全年 RevPAR 同比下降 6.8%, 较华住中国区 RevPAR 下降幅度更深 (同比下降 3%)。进入 2025 年, 一季度行业环境仍处于高基数中, 因此我们预计亚朵 RevPAR 在 1Q25 或仍将承压。但我们预计 1Q25 后, 亚朵的 RevPAR 将企稳回升, 应能进一步推动酒店收入的扩张。根据管理层指引推算, 公司预计亚朵酒店 2025 年全年收入增长 22% 左右, 增速低于零售业务。
- 收入结构改变或引致利润率承压:** 在零售业务收入增速高于酒店业务的带动下, 零售业务对集团收入贡献比例逐年提升。尽管零售业务毛利率相对更高 (2024 年零售业务毛利率为 50.7%, 酒店业务为 35.9%), 但相对应的品牌投入带来的销售费用率也更高。2024 年全年零售业务经营利润率为低双位数, 低于集团整体水平。根据公司预测, 2025 年在零售业务扩张的情况下, 仍将保持一定的营销费用投入, 使得零售业务的经营利润率维持与 2024 年相近的水平, 也将对集团整体利润率带来一定的拖累。
- 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,666	7,248	9,140	10,987	12,763
同比变动 (%)	106.2%	55.3%	26.1%	20.2%	16.2%
核心归母净利润	903	1,306	1,630	1,982	2,312
同比变动 (%)	245.6%	44.6%	24.8%	21.6%	16.6%
PE (X)	39.5	23.0	18.4	15.1	12.7
ROE (%)	45.4%	51.0%	46.2%	42.9%	39.9%

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

2025 年 3 月 26 日

评级

买入

目标价 (美元)	37.2
潜在升幅/降幅	+28.3%
目前股价 (美元)	29.0
52 周内股价区间 (美元)	15.2-33.3
总市值 (百万美元)	3,985
近 3 月日均成交额 (百万美元)	31.3

注: 截至 2025 年 3 月 25 日收盘价

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 - 亚朵集团

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,666	7,248	9,140	10,987	12,763
同比	106.2%	55.3%	26.1%	20.2%	16.2%
营业成本	-2,827	-4,236	-5,235	-6,205	-7,132
毛利润	1,839	3,012	3,905	4,782	5,631
毛利率	39.4%	41.6%	42.7%	43.5%	44.1%
销售费用	-470	-973	-1,366	-1,695	-2,021
管理费用	-451	-353	-443	-524	-563
研发费用	-77	-134	-169	-203	-236
经营利润	841	1,552	1,927	2,359	2,811
经营利润率	18.0%	21.4%	21.1%	21.5%	22.0%
财务费用	25	45	57	71	90
其他营业收入	83	70	137	165	191
其他	33	51	22	22	23
利润总额	982	1,719	2,143	2,617	3,116
所得税	-243	-446	-556	-679	-809
所得税率	24.7%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%
净利润	739	1,273	1,587	1,938	2,308
减: 少数股东损益	2	-2	-3	-4	-4
归母净利润	737	1,275	1,590	1,942	2,312
归母净利率	15.8%	17.6%	17.4%	17.7%	18.1%
同比	n.m.	73.0%	24.7%	22.1%	19.1%
核心归母净利润	903	1,306	1,630	1,982	2,312
核心归母净利率	19.4%	18.0%	17.8%	18.0%	18.1%
同比	245.6%	44.6%	24.8%	21.6%	16.6%

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,841	3,618	4,302	5,514	6,900
短期投资	752	1,266	1,266	1,266	1,266
贸易及其他应收款项	162	186	220	264	307
预付款项及其他流动资产	252	332	418	503	584
存货	119	167	177	210	241
其他流动资产	116	146	146	146	146
流动资产合计	4,242	5,716	6,529	7,903	9,444
物业、厂房及设备	266	214	203	159	121
使用权资产	1,713	1,503	1,671	1,671	1,671
无形资产	4	6	8	10	-12
合同负债	98	119	119	119	119
商誉	17	17	17	17	17
递延所得税资产	145	231	231	231	231
其他非流动资产	102	72	72	72	72
非流动资产合计	2,345	2,163	2,321	2,279	2,220
贸易及其他应付款项	595	694	796	944	1,084
递延收益	406	454	454	454	454
即期所得税负债	136	222	222	222	222
租赁负债	296	291	291	291	291
应付费用	874	1,108	1,108	1,108	1,108
短期借款	70	60	60	60	60
其他	1	2	2	2	2
流动负债合计	2,378	2,830	2,932	3,080	3,221
租赁负债	1,583	1,380	1,380	1,380	1,380
递延收益	369	475	475	475	475
借款	2	2	3	4	5
其他非流动负债	194	246	246	246	246
非流动负债合计	2,149	2,103	2,104	2,105	2,106
股本	1,556	1,608	2,601	3,787	5,128
储备	512	1,348	1,348	1,348	1,348
少数股东权益	-8	-10	-13	-17	-21
所有者权益合计	2,060	2,946	3,935	5,118	6,455

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	739	1,273	1,587	1,938	2,308
固定资产折旧	85	62	59	56	76
长期资产减值	61	0	0	0	0
存货减值	24	0	0	0	0
使用权资产减少	214	210	-168	0	0
短期投资收益	-35	-49	-20	-20	-20
处理设施收益	1	0	0	0	1
股权激励	164	33	40	40	0
应收款项	-241	-125	-120	-129	-124
存货的减少	-85	-48	-10	-33	-31
应付款项	1,300	528	102	147	141
使用权资产负债	-246	-208	0	0	0
其他	9	-86	0	0	1
经营活动产生的现金流量净额	1,989	1,589	1,471	2,000	2,351
资本开支	-42	-47	-14	-14	-16
投资支付的现金	0	0	0	0	0
向第三方借款	0	1	0	0	0
短期投资	-559	-465	20	20	20
其他	1	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-601	-511	6	6	4
发行普通股所得款项	106	0	0	0	0
借款所得款项	-102	-10	1	1	1
分配股利、利润或偿付利息支付的现	-151	-446	-638	-795	-971
其他	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-147	-456	-637	-794	-970
现金及现金等价物净增加额	1,241	621	840	1,212	1,385
期初现金及现金等价物余额	1,590	2,842	3,463	4,303	5,515
汇率变化	10	0	0	0	1
期末现金及现金等价物余额	2,842	3,463	4,303	5,515	6,901

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.78	3.06	3.81	4.65	5.54
每股销售额	11.25	17.37	21.91	26.33	30.59
每股股息	0.36	1.07	1.53	1.91	2.33
同比变动					
收入	106.2%	55.3%	26.1%	20.2%	16.2%
经营溢利	562.8%	84.6%	24.1%	22.5%	19.2%
归母净利润	n.m.	73.0%	24.7%	22.1%	19.1%
费用与利润率					
毛利率	39.4%	41.6%	42.7%	43.5%	44.1%
经营利润率	18.0%	21.4%	21.1%	21.5%	22.0%
归母净利率	15.8%	17.6%	17.4%	17.7%	18.1%
回报率					
平均股本回报率	45.4%	51.0%	46.2%	42.9%	39.9%
平均资产回报率	13.0%	17.6%	19.0%	20.4%	21.2%
资产效率					
应收账款周转天数	11.5	8.8	8.8	8.8	8.8
库存周转天数	11.4	12.3	12.3	12.3	12.3
应付账款周转天数	50.3	55.5	55.5	55.5	55.5
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.8	2.0	2.2	2.6	2.9
速动比率 (x)	1.6	1.8	2.0	2.3	2.7
现金比率 (x)	1.2	1.3	1.5	1.8	2.1
负债/权益	2.2	1.7	1.3	1.0	0.8
估值					
市盈率 (x)	39.5	23.0	18.4	15.1	12.7
市销率 (x)	18.7	12.1	9.6	8.0	6.9
股息率	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%

图表 2: 亚朵 2023-2024 年各季度经营情况

(百万人民币)	1Q23	1Q24	YoY	2Q23	2Q24	YoY	3Q23	3Q24	YoY	4Q23	4Q24	YoY
营业收入	774	1,468	89.7%	1,093	1,797	64.5%	1,294	1,899	46.7%	1,505	2,084	38.5%
-加盟酒店	447	836	87.1%	626	1,027	63.9%	781	1,179	51.0%	851	1,106	30.0%
-直营酒店	187	168	-10.3%	220	180	-17.9%	238	190	-20.4%	195	164	-15.9%
-零售	113	417	268.9%	212	537	153.6%	235	480	104.0%	412	765	85.6%
-其他	27	48	76.8%	35	53	51.2%	40	50	26.4%	47	48	3.4%
										1,046	1,271	21.4%
营业成本	-453	-878	93.7%	-630	-1,051	66.7%	-747	-1,111	48.7%	-996	-1,197	20.1%
毛利润	321	590	84.1%	462	746	61.4%	547	788	44.0%	509	887	74.2%
毛利率	41.4%	40.2%		42.3%	41.5%		42.3%	41.5%		33.8%	42.6%	
销售费用	-56	-175	211.9%	-94	-225	137.9%	-112	-218	94.6%	-207	-355	71.6%
销售费用率	7.2%	11.9%		8.6%	12.5%		8.7%	11.5%		13.7%	17.0%	
管理费用	-193	-77	-60.3%	-73	-91	24.6%	-79	-82	3.3%	-105	-102	-2.8%
管理费用率	25.0%	5.2%		6.7%	5.1%		6.1%	4.3%		7.0%	4.9%	
科技研发费用	-17	-24	44.0%	-18	-33	84.8%	-20	-30	48.5%	-22	-47	109.2%
核心经营利润	55	315	n.m.	277	397	43.6%	335	457	36.4%	175	383	119.4%
核心经营利润率	7.1%	21.4%		25.3%	22.1%		25.9%	24.1%		11.6%	18.4%	
其他经营收入	7	10	38.4%	30	-6	n.m.	6	35	n.m.	40	31	-22.3%
短期投资收益	5	10	79.2%	9	11	22.0%	9	14	55.6%	11	15	28.9%
其他收益	1	0	n.m.	-4	0	-97.6%	-1	6	n.m.	3	-3	n.m.
财务费用	3	13	n.m.	6	12	97.7%	8	12	57.0%	8	9	8.7%
税前利润	71	347	n.m.	318	414	30.2%	356	524	47.0%	237	435	83.4%
所得税	-53	-89	69.0%	-79	-110	39.5%	-94	-143	51.8%	-17	-104	n.m.
净利润	18	258	n.m.	239	304	27.1%	262	381	45.3%	220	331	50.5%
净利率	2.3%	17.6%		21.9%	16.9%		20.3%	20.1%		14.6%	15.9%	
少数股东权益	0	1	179.2%	1	0	-73.7%	1	-4	n.m.	0	1	n.m.
归母净利润	18	257	n.m.	238	304	27.5%	261	384	47.3%	220	330	50.0%
归母净利率	2.3%	17.5%		21.8%	16.9%		20.2%	20.2%		14.6%	15.8%	

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: 亚朵 2023-2024 年各季度运营指标

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
OCC								
加盟	72.1%	76.8%	82.2%	78.2%	73.1%	78.2%	80.2%	76.9%
直营	80.4%	83.0%	86.6%	84.5%	79.3%	83.7%	85.6%	84.7%
整体	72.5%	77.1%	82.4%	78.4%	73.3%	78.4%	80.3%	77.0%
ADR (人民币)								
加盟	437.2	468.1	489.4	432.8	426.0	436.4	452.1	416.8
直营	544.8	611.5	629.9	557.9	541.6	573.0	586.6	551.1
整体	442.9	474.8	495.4	437.7	430.0	440.6	455.8	420.2
RevPAR (人民币)								
加盟	330.5	376.6	417.9	353.1	323.7	354.5	375.6	333.2
直营	463.7	536.8	571.4	495.3	455.2	503.3	527.4	495.1
整体	336.8	383.6	424.1	358.2	327.9	358.7	379.5	336.9

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 4: SPDBI 财务预测变动: 亚朵集团 (ATAT.US)

(人民币百万)	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	9,368	10,898	n.a.
新预测	9,140	10,987	12,763
变动	-2.4%	0.8%	n.a.
核心归母净利润			
旧预测	1,752	2,021	n.a.
新预测	1,630	1,982	2,312
变动	-7.0%	-1.9%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 亚朵集团 (ATAT.US)



注: 截至 2025 年 3 月 25 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

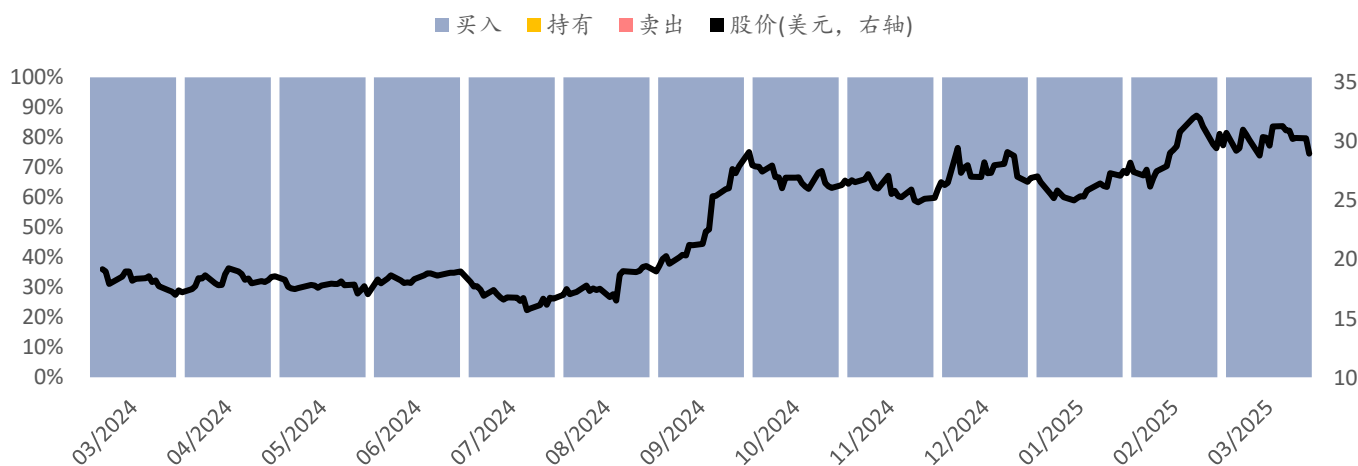
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	17.2	持有	15.94	2024 年 10 月 23 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	88.1	买入	118.8	2025 年 3 月 20 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.70	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.5	买入	3.34	2025 年 1 月 20 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.1	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	51.3	买入	61.5	2025 年 2 月 10 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	405.0	买入	479.7	2025 年 2 月 10 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	17.6	买入	19.5	2024 年 10 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	18.5	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	22.1	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	3.0	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNKY.US Equity	瑞幸咖啡	33.9	买入	40.0	2025 年 2 月 25 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	28.3	买入	34.3	2025 年 3 月 18 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	58.8	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.2	持有	9.36	2025 年 2 月 26 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	55.4	持有	58.4	2024 年 10 月 30 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	75.8	持有	70.6	2024 年 10 月 30 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	12.1	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.3	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	18.5	买入	16.2	2024 年 8 月 29 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.6	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.5	买入	5.21	2024 年 9 月 3 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.2	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	21.7	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.4	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	4.1	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	140.7	买入	108.0	2024 年 11 月 21 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	84.1	买入	115.0	2024 年 10 月 25 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	68.0	买入	66.0	2025 年 1 月 16 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	46.1	买入	55.0	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	50.9	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	45.7	持有	55.5	2024 年 10 月 25 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	29.0	买入	37.2	2025 年 3 月 26 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	29.8	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	37.3	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	27.7	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.0	持有	15.5	2024 年 10 月 31 日	酒店

注: 美股截至 2025 年 3 月 25 日收盘价, 港股及 A 股截至 2025 年 3 月 26 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

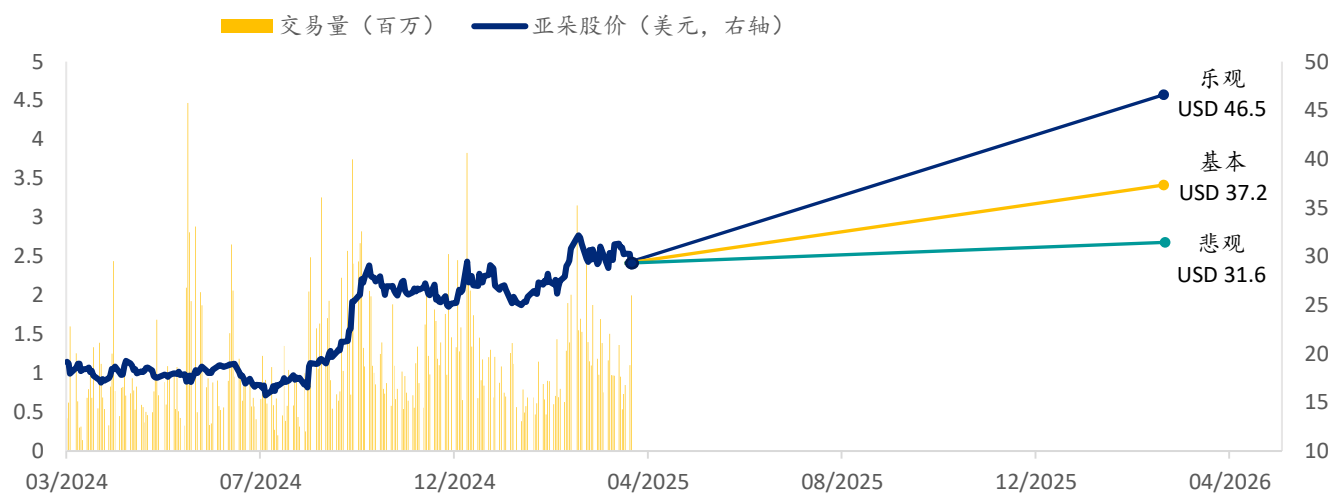
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 亚朵集团 (ATAT.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 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: 46.5 美元

概率: 25%

- 2025 年门店数量达到 2400 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 30bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 31.6 美元

概率: 20%

- 2025 年门店数量达到 1900 家;
- 2025 年 RevPAR 同比下降 4%;
- 整体费用率增速加快, 经营利润率 2025 年同比下降 60bps。

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

