

# 华住酒店 (HTHT.O)

## 主业经营出色，费用控制良好，经营业绩超预期

● **事件：公司披露 2018 年财报，调整后归母净利润同比增长 36.1%**  
华住 18 年实现营业收入 100.63 亿元，同比增长 23.2%，实现归母净利润 7.16 亿元，同比下降 42.1%，净利润下降主要系公司先前购买的雅高股票下跌造成公允价值减少 9.14 亿，调整后归母净利润 17.13 亿元，同比增长 36.1%。

● **经营分析：平均房价高增长带动 RevPar 提升，门店扩张再创新高**  
出租率相较于上年小幅下降，平均房价保持高增长，RevPar 保持上行通道。18 年公司 RevPar 为 197 元/晚，同比增长 10%；出租率 87.3%，同比下降 1.0pct；平均房价 226 元/晚，同比增长 11.2%。18 年同店 RevPar 同比提升 5.5%，出租率下降 0.6pct，平均房价同比增长 6.3%。分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4 同店 RevPar 分别增长 6.5%/7.9%/4.2%/3.9%，第四季度 RevPar 增速企稳。

● **新增门店以中高端为主，储备酒店数量达到历史最高。**2018 年公司新开 723 家门店，同时关店 239 家，门店合计净增 484 家，其中中端和经济型酒店分别净增 466 家和 18 家，中端酒店占绝大部分增量，18 年末公司中端酒店合计 1338 家，占比提升至 31.6%，在建酒店 1105 家，达到历史最高水平。

● **财务分析：营业收入增长超预期，成本费用控制良好**  
营业收入超预期，加盟业务增长强劲。公司 18 年营业收入增长 23.2%，超过公司先前给出的业绩指引，其中直营和加盟业务营收分别同比增长 17.8%、41.4%，加盟业务在公司多品牌战略下取得强劲增长，直营业务也在存量酒店升级的推动下取得较好增长。

● **成本控制良好，经营利润率显著提升。**公司成本控制较好，直营店成本中人工、水电、折旧摊销等费用增速明显放缓，直营店经营利润率从 17 年的 7.0% 提升至 9.7%。总部费用中市场销售费用率 3.5%，略有提升 0.8pct，行政管理费用率 2.5%，与上年持平。公司 18 年整体经营利润率为 23.3%，同比提升 5.7pct，调整后净利率 17%，同比提升 1.6%。

● **公司预计 19 年 Q1 营收增长 13-15%，全年增长 15-17%。**公司预计 19 年开店 800-900 家，75% 左右为中高端品牌，关店 200 家左右，19Q1 预计营收增长 13-15%，全年营业收入增 15-17%。

● **盈利预测与投资建议**  
18 年公司品牌优势释放，房价提升和门店扩张两方面均有亮眼表现，19 年公司将进一步深化存量门店升级、中端品牌推广和高端品牌培育三大战略，同时宏观经济环境回暖也将进一步形成利好。我们调高盈利预测，预计 19-21 年 EPS 为 1.23、1.60/1.95 美元/ADS，对应 PE 为 32/25/20 倍。参照历史估值，按 19 年 37 倍 PE 测算出合理价值 45.38 美元/ADS，维持“增持”评级。

● **风险提示：1) 宏观经济波动对酒店行业影响较大，经济下行或将影响行业复苏。2) 公司持股雅高股票，存在股价下跌公允价值减少风险。3) 公司中端酒店扩张速度及高端酒店培养进度不及预期。**

注：若无特别说明，本文统一选用人民币为货币单位。

### 盈利预测：(币种：人民币)

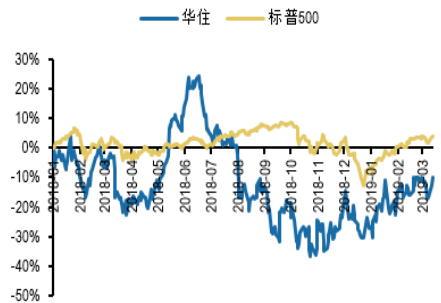
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8170	10063	11689	13110	14461
增长率(%)	24.95%	23.17%	16.15%	12.16%	10.31%
EBITDA(百万元)	2227	3214	4161	5012	5913
净利润(百万元)	1237	716	2293	2982	3652
增长率(%)	53.76%	-42.12%	220.25%	30.04%	22.46%
EPS(美元/ADS)	0.65	0.37	1.23	1.60	1.95
市盈率(P/E)	50.9	103	32.1	24.7	20.1
市净率(P/B)	9.7	14	11.4	11.6	7.3
EV/EBITDA	25.2	27.1	20.4	16.6	13.7

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

当前价格	39.04 美元/ADS
合理价值	45.38 美元/ADS
前次评级	增持
报告日期	2019-03-18

### 相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：

胡翔宇



SAC 执证号：S0260517080001

SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

### 相关研究：

华住酒店	2019-01-17
(HTHT.O):Q4RevPar 增速企稳，门店扩张再提速	

联系人：

康凯 010-5913-6630

kangkai@gf.com.cn

表1: 华住旗下各类型酒店数量统计 (单位: 家)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
酒店总计	639	1035	1425	1995	2763	3269	3746	4230
中高端数量	22	97	116	176	310	456	872	1338
经济型数量	617	938	1309	1819	2453	2813	2874	2892
中高端占比	3.4%	9.4%	8.1%	8.8%	11.2%	13.9%	23.3%	31.6%
经济性占比	96.6%	90.6%	91.9%	91.2%	88.8%	86.1%	76.7%	68.4%
直营店数量	344	465	565	611	616	624	671	699
加盟店数量	295	570	860	1384	2147	2645	3075	3531
直营占比	53.8%	44.9%	39.6%	30.6%	22.3%	19.1%	17.9%	16.5%
加盟占比	46.2%	55.1%	60.4%	69.4%	77.7%	80.9%	82.1%	83.5%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表2: 华住酒店整体经营情况 (单位: 元/晚, 币种: 人民币)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
OCC	93.0%	92.0%	94.4%	90.7%	89.0%	85.3%	84.9%	88.3%	87.3%
yoy		-1.0%	2.4%	-3.7%	-1.7%	-3.7%	-0.4%	3.4%	-1.0%
直营			94.0%	89.5%	88.9%	86.6%	86.1%	89.0%	89.0%
yoy				-4.5%	-0.6%	-2.3%	-0.5%	2.9%	0.0%
加盟			94.9%	91.6%	89.0%	85.0%	85.3%	89.1%	87.6%
yoy				-3.5%	-2.8%	-4.5%	0.4%	4.5%	-1.7%
ADR	197	180	178	180	179	179	185	203	226
yoy		-8.6%	-1.1%	1.1%	-0.6%	0.0%	3.4%	9.7%	11.2%
直营			184	187	190	198	208	237	267
yoy				1.6%	1.6%	4.2%	5.1%	13.9%	12.7%
加盟			172	174	172	170	177	191	213
yoy				1.2%	-1.1%	-1.2%	4.1%	7.9%	11.5%
RevPar	183	165	168	163	159	153	157	180	197
yoy		-9.8%	1.8%	-3.0%	-2.5%	-3.8%	2.6%	14.6%	10.0%
直营		167	173	168	169	172	179	211	237
yoy			3.6%	-2.9%	0.6%	1.8%	4.1%	17.9%	12.3%
加盟			163	159	153	145	151	171	186
yoy				-2.5%	-3.8%	-5.2%	4.1%	13.2%	8.8%

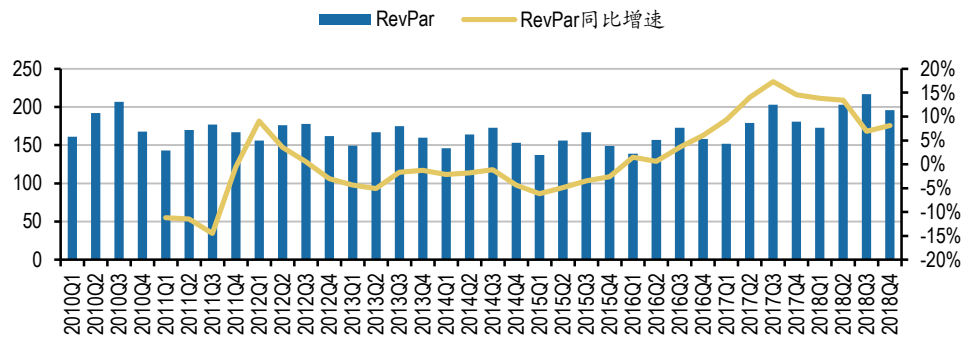
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表3: 华住酒店满18个月酒店经营情况 (币种: 人民币)

项目类型	RevPar (单位: 元/晚)			平均房价 (单位: 元/晚)			出租率			
	2017	2018	yoy	2017	2018	yoy	2017	2018	yoy	
经济型 品牌	全体	159	168	5.6%	172	184	6.7%	92.5%	91.6%	-0.9%
	直营	165	181	9.3%	182	197	8.3%	90.6%	91.4%	0.8%
	加盟	158	165	4.5%	169	180	6.1%	93.1%	91.6%	-1.5%
中高端 品牌	全体	250	263	5.2%	301	314	4.6%	83.1%	83.6%	0.5%
	直营	307	321	4.6%	350	367	4.8%	87.7%	87.5%	-0.2%
	加盟	226	239	5.5%	279	291	4.5%	81.2%	82.0%	0.8%
全部同店	179	189	5.5%	198	211	6.3%	90.4%	89.8%	-0.6%	

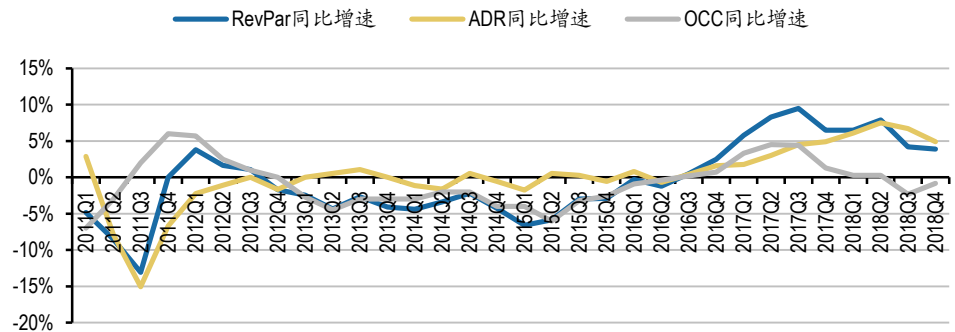
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 1: 华住酒店季度 RevPar 数据及同比增速 (元/晚) (币种: 人民币)



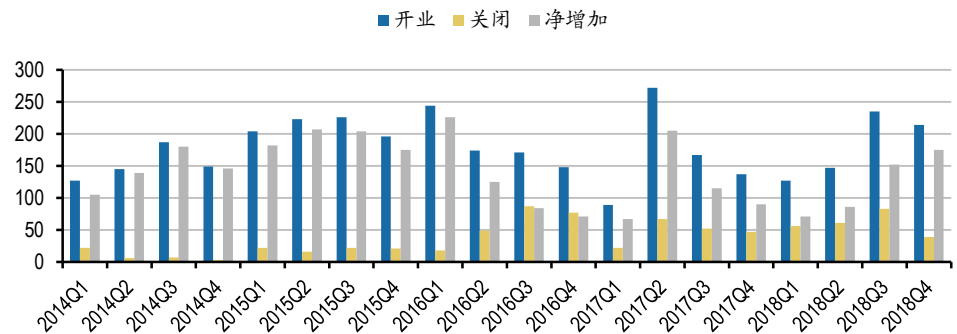
数据来源: 华住季度财报、广发证券发展研究中心

图 2: 华住同店季度经营表现同比增速



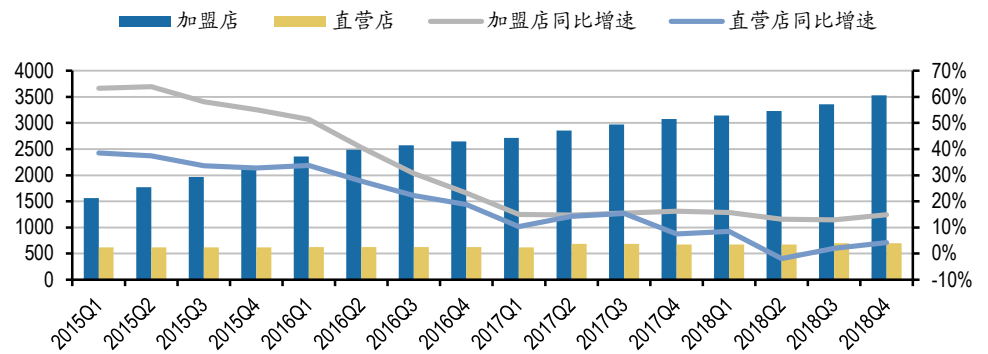
数据来源: 华住季度经营公告、广发证券发展研究中心

图 3: 华住季度门店开关业情况



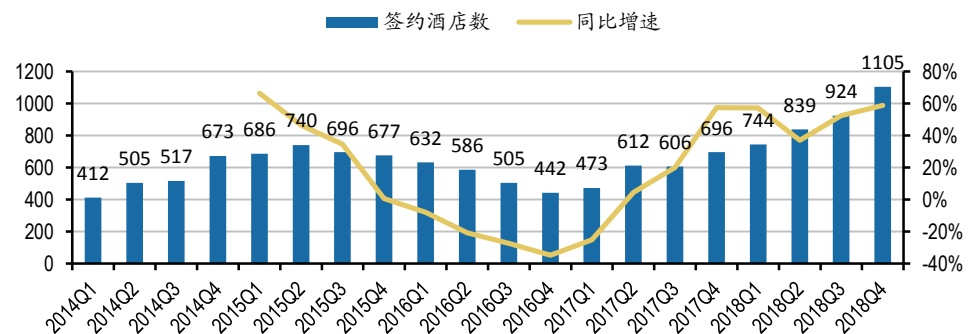
数据来源: 华住季度经营公告、广发证券发展研究中心

图 4: 华住不同经营模式开店情况



数据来源: 华住季度经营公告、广发证券发展研究中心

图 5: 华住签约酒店情况



数据来源: 华住季度经营公告、广发证券发展研究中心

表4: 华住酒店利润结构分拆 (单位: 万元) (币种: 人民币)

利润分拆	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>直营收入</b>	<b>387,089</b>	<b>452,243</b>	<b>498,687</b>	<b>521,241</b>	<b>634,328</b>	<b>747,049</b>
营业税	22,084	25,811	27,439	9,140		
租金	125,566	154,365	180,453	187,088	205,895	240,595
水电	27,331	32,384	34,162	34,562	36,510	39,940
人工	63,851	78,897	91,956	108,838	138,828	166,264
折旧摊销	45,306	55,883	64,506	67,700	77,320	86,913
消耗品	39,172	45,480	48,510	49,476	55,051	67,263
其他	16,940	20,794	31,628	45,554	53,810	46,658
其他经营成本	0	0	0	761	1,732	1,456
开业筹建费用	21,128	18,633	11,001	7,185	20,645	25,463
<b>直营利润</b>	<b>25,709</b>	<b>19,997</b>	<b>9,033</b>	<b>10,938</b>	<b>44,535</b>	<b>72,497</b>
<b>直营利润率</b>	<b>6.6%</b>	<b>4.4%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.1%</b>	<b>7.0%</b>	<b>9.7%</b>
<b>加盟收入</b>	<b>54,996</b>	<b>74,280</b>	<b>112,398</b>	<b>141,116</b>	<b>178,666</b>	<b>252,699</b>
营业税	3,138	4,239	6,184	2,475		
市场及销售费用	13,813	18,744	17,957	14,653	21,496	34,808
管理费用	28,476	34,213	40,301	49,214	69,097	85,090
<b>加盟利润</b>	<b>9,570</b>	<b>17,084</b>	<b>47,956</b>	<b>74,774</b>	<b>88,073</b>	<b>132,801</b>
<b>加盟利润率</b>	<b>17.4%</b>	<b>23.0%</b>	<b>42.7%</b>	<b>53.0%</b>	<b>49.3%</b>	<b>52.6%</b>
其他收入	1,907	1,855	3,126	1,378	11,143	29,144
财务收入	604	2,163	2,286	5,631	2,533	-9,629
其他损益	193	450	1,190	15,024	14,555	-85,500
<b>税前利润</b>	<b>38,852</b>	<b>41,550</b>	<b>63,591</b>	<b>107,745</b>	<b>160,839</b>	<b>139,314</b>
<b>直营利润贡献率</b>	<b>66.2%</b>	<b>48.1%</b>	<b>14.2%</b>	<b>10.2%</b>	<b>27.7%</b>	<b>52.0%</b>
<b>加盟利润贡献率</b>	<b>24.6%</b>	<b>41.1%</b>	<b>75.4%</b>	<b>69.4%</b>	<b>54.8%</b>	<b>95.3%</b>
<b>其他收入贡献率</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.9%</b>	<b>1.3%</b>	<b>6.9%</b>	<b>20.9%</b>
<b>财务费用贡献率</b>	<b>1.6%</b>	<b>5.2%</b>	<b>3.6%</b>	<b>5.2%</b>	<b>1.6%</b>	<b>-6.9%</b>
<b>其他损益贡献率</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.9%</b>	<b>13.9%</b>	<b>9.0%</b>	<b>-61.4%</b>
所得税	10,482	11,311	19,653	28,712	35,996	56,894
<b>净利润</b>	<b>28,370</b>	<b>30,239</b>	<b>43,938</b>	<b>79,648</b>	<b>123,665</b>	<b>72,739</b>
<b>归母净利润</b>	<b>27,986</b>	<b>30,735</b>	<b>43,660</b>	<b>80,462</b>	<b>123,720</b>	<b>71,616</b>
yoy	60.0%	9.8%	42.1%	84.3%	53.8%	-42.1%
<b>净利率</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.2%</b>	<b>7.6%</b>	<b>12.3%</b>	<b>15.1%</b>	<b>7.1%</b>

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>5761</b>	<b>6974</b>	<b>8703</b>	<b>10573</b>	<b>12576</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>2453</b>	<b>3049</b>	<b>3658</b>	<b>4480</b>	<b>4924</b>
货币资金	3475	4262	5833	7344	9235	净利润	1237	727	2293	2982	3652
应收及预付	1452	1509	1688	2027	2159	折旧摊销	792	891	969	979	1021
存货	24	41	29	31	34	营运资金变动	189	58	207	170	148
其他流动资产	810	1162	1182	1202	1182	其它	235	1372	189	349	103
<b>非流动资产</b>	<b>11666</b>	<b>17019</b>	<b>18527</b>	<b>19281</b>	<b>20041</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-6716</b>	<b>-6345</b>	<b>-1508</b>	<b>-1723</b>	<b>-1739</b>
长期股权投资	2404	6152	6460	6783	7122	资本支出	-827	-1195	-1200	-1400	-1400
固定资产	4523	5018	5049	5271	5449	投资变动	-1982	-5280	-308	-323	-339
在建工程						其他	-4210	-481	0	0	0
无形资产	3909	4464	4464	4464	4464	<b>筹资活动现金流</b>	<b>4536</b>	<b>4248</b>	<b>-1203</b>	<b>-1245</b>	<b>-1295</b>
其他长期资产	830	1385	2554	2764	3007	银行借款	6695	5203	-953	-950	-948
<b>资产总计</b>	<b>17427</b>	<b>23993</b>	<b>27229</b>	<b>29854</b>	<b>32618</b>	股权融资	9	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>3677</b>	<b>5969</b>	<b>6455</b>	<b>7066</b>	<b>7678</b>	其他	-2168	-955	-250	-295	-347
短期借款	131	948	995	1045	1097	<b>现金净增加额</b>	<b>240</b>	<b>928</b>	<b>948</b>	<b>1512</b>	<b>1890</b>
应付及预收	985	1156	1375	1543	1688	<b>期初现金余额</b>	<b>3235</b>	<b>3956</b>	<b>4884</b>	<b>5833</b>	<b>7344</b>
其他流动负债	2561	3866	4084	4478	4893	<b>期末现金余额</b>	<b>3475</b>	<b>4884</b>	<b>5833</b>	<b>7344</b>	<b>9235</b>
<b>非流动负债</b>	<b>7277</b>	<b>11704</b>	<b>10754</b>	<b>9804</b>	<b>8854</b>						
长期借款	4922	8812	7812	6812	5812						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	2355	2893	2943	2993	3043						
<b>负债合计</b>	<b>10953</b>	<b>17674</b>	<b>17209</b>	<b>16870</b>	<b>16532</b>						
股本	278	278	278	278	278						
资本公积	107	107	107	107	107						
留存收益	6053	5789	9436	12400	15501						
归属母公司股东权益	6439	6174	9822	12785	15887						
少数股东权益	36	199	199	199	199						
<b>负债和股东权益</b>	<b>17427</b>	<b>23993</b>	<b>27229</b>	<b>29854</b>	<b>32618</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>8170</b>	<b>10063</b>	<b>11689</b>	<b>13110</b>	<b>14461</b>
营业成本	5674	6476	7024	7503	7834
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	215	348	386	367	405
管理费用	691	851	970	1075	1186
<b>营业利润</b>	<b>1438</b>	<b>2344</b>	<b>3192</b>	<b>4034</b>	<b>4891</b>
财务费用	-25	96	106	43	16
公允价值变动收益	0	-914	0	0	0
投资净收益	-12	-97	0	0	0
营业外收入	164	203	20	20	20
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1608</b>	<b>1393</b>	<b>3106</b>	<b>4011</b>	<b>4895</b>
所得税	-360	-569	-798	-1008	-1223
<b>净利润</b>	<b>1237</b>	<b>727</b>	<b>2308</b>	<b>3002</b>	<b>3672</b>
少数股东损益	1	-11	-15	-20	-20
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1237</b>	<b>716</b>	<b>2293</b>	<b>2982</b>	<b>3652</b>
EBITDA	2227	3214	4161	5012	5913
EPS (美元/ADS)	0.7	0.4	1.2	1.6	2.0

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	25.0	23.2	16.2	12.2	10.3
营业利润增长	42.2	44.3	29.5	20.5	18.0
归属母公司净利润增长	53.8	(42.1)	220.2	30.0	22.5
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	30.6	35.6	39.9	42.8	45.8
净利率	15.1	7.1	19.6	22.7	25.3
ROE	19.1	11.3	22.9	23.0	22.7
ROIC	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	62.9	73.7	63.2	56.5	50.7
净负债比率	1.2	2.1	1.1	0.7	0.5
流动比率	1.6	1.2	1.3	1.5	1.6
速动比率	1.6	1.2	1.3	1.5	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	5.6	6.7	6.9	6.5	6.7
存货周转率	9.0	8.6	13.4	11.8	12.1
<b>每股指标(美元/ADS)</b>					
每股收益	0.7	0.4	1.2	1.6	2.0
每股经营现金流	1.3	1.6	2.0	2.4	2.6
每股净资产	3.6	3.3	5.4	6.9	8.6
<b>估值比率</b>					
P/E	50.9	102.7	32.1	24.7	20.1
P/B	9.7	13.6	11.4	11.6	7.3
EV/EBITDA	25.2	27.1	20.4	16.6	13.7

## 广发社会服务行业研究小组

- 安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 社会服务行业新财富入围。
- 沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 社会服务行业新财富入围。
- 张 雨露：分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 社会服务行业新财富入围。
- 康 凯：研究助理，北京大学应用数学硕士，2017 社会服务行业新财富入围。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究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。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。