

【广发社服 & 海外】百胜中国 (YUMC.N)/百胜中国-S(09987.HK)

疫情影响下经营仍有韧性，开店计划继续上调

核心观点：

- 财务层面：Q3 疫情对经营带来负面影响，收入及盈利表现有所承压。** 百胜中国 21Q3 实现收入 25.54 亿美元，同比增长 8.8%。业绩方面 Q3 调整后净利润为 9600 万美元，同比下降 50%。同店销售下降、促销加大、人力成本增加、补贴减少等诸多因素共同导致 21Q3 盈利表现有所承压。21Q3 餐厅层面利润率为 12.2%，同比下降 6.4pct。
- 全年开店目标上调至 1700 家，咖啡战略地位进一步提升。** 截止 21Q3 公司旗下共有 11415 家门店，Q3 新开 524 家门店创新高。根据公司电话会，上调全年开店目标至 1700 家。**肯德基：**Q3 新开 362 家门店，截止 Q3 共有 7908 家门店。同比 19 年来看：Q3 同店下降 13%，整体客流量下降 18%，由于外卖占比提升，客单价增长 6%。Q3 肯德基餐厅层面利润率为 13.6%，同比下降 5.8pct。**必胜客：**Q3 同店下降 11%（同比 19 年），餐厅层面利润率为 8.2%，同比下降 8.5pct。必胜客 Q3 拓店步伐加速，新开 103 家门店创 16 年以来新高。**咖啡：**9 月，百胜中国和 Lavazza 就合资公司签署协议并宣布加快在国内布局。根据公司电话会，预计 Q4 门店数量有望翻倍。
- 盈利预测与投资建议：疫情影响下经营仍有韧性，数字化和会员体系助力恢复。** 公司经营层面韧性较强，数字化和会员体系优秀。今年以来开店持续提速，再次上调全年开店指引。看好公司在国内低线城市渗透空间和咖啡等新业务增长潜力。预计 21-23 年 EPS 分别为 1.60 美元/股，2.18 美元/股和 2.62 美元/股。参考可比公司，给予 22 年 30X P/E 估值，对应合理价值为 65.25 美元/股，港股对应合理价值为 505.70 港元/股，美股和港股均维持“买入”评级。
- 风险提示。** 开店速度不及预期；原材料成本上涨；疫情影响堂食需求。

盈利预测：（除特殊说明外均采用美元为货币单位，美元兑港币采用 7.78:1）

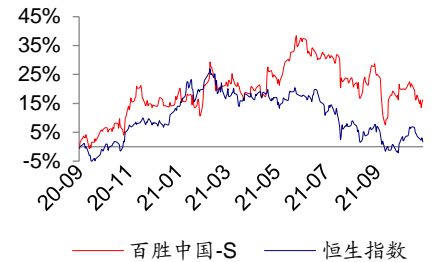
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8776	8263	10071	11607	13005
增长率（%）	4.3%	-5.8%	21.9%	15.2%	12.0%
EBITDA（百万元）	1340	1175	1464	1830	2153
归母净利润（百万元）	713	784	697	933	1111
增长率（%）	0.7%	10.0%	-11.0%	33.8%	19.1%
EPS（元/股）	1.84	1.95	1.60	2.18	2.62
市盈率（P/E）	31.6	29.8	36.3	26.7	22.1
ROE（%）	23.2%	12.6%	10.5%	12.8%	13.8%
EV/EBITDA	16.9	19.2	15.4	12.3	10.5

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入-美股/买入-H
当前价格	57.02 美元/449.80 港元
合理价值	65.25 美元/505.70 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2021-11-08

相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-38003693



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

高鸿 021-38003690

gfgaohong@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、财务层面：Q3 疫情对经营带来负面影响，收入及盈利表现有所承压.....	4
二、经营层面：全年开店目标上调至 1700 家，咖啡战略地位进一步提升.....	5
（一）肯德基：开店和门店翻新提速，产品研发继续保持较强活力.....	5
（二）必胜客：受疫情影响较轻，Q3 新开店数量创 16 年以来新高.....	7
（三）咖啡：LAVAZZA 加快在一二线城市扩张，计划在 25 年开至千家门店.....	9
三、数字化和会员体系领先行业，助力疫情后恢复.....	9
四、盈利预测和投资建议.....	10
五、风险提示.....	11

图表索引

图 1: 百胜中国 21Q3 实现收入 25.54 亿美元, 同比增长 8.8%	4
图 2: 百胜中国 21Q3 实现归母净利润 1.04 亿美元	4
图 3: 必胜客 21Q3 实现收入 5.51 亿美元, 同比增长 7.8%	5
图 4: 肯德基 21Q3 实现收入 18.01 亿美元, 同比增长 9.4%	5
图 5: 百胜中国盈利能力指标, 疫情影响下 21Q3 盈利能力有所承压	5
图 6: 肯德基 21Q3 同店销售额恢复到 19 年同期的 92% (2021 年采用同比 19 年数据)	6
图 7: 肯德基 21Q3 客流量和客单价同比 19 年同期分别下降 18% 和增长 6% (2021 年采用同比 19 年数据)	6
图 8: 肯德基单季度餐厅层面利润率	6
图 9: 截止 21Q3 肯德基门店数为 7908 家	6
图 10: 截止 21H1 肯德基在国内城市覆盖和人口渗透率	7
图 11: Q3 以来肯德基加大促销力度	7
图 12: 21Q3 肯德基推出多款本土化新品	7
图 13: 必胜客 21Q3 同店销售额恢复到 19 年同期的 95% (2021 年采用同比 19 年数据)	8
图 14: 必胜客 21Q3 客单价较 19 年同期下降 10%, 客流量下降 1% (2021 年采用同比 19 年数据)	8
图 15: 必胜客单季度餐厅层面利润率	8
图 16: 截止 21Q3 必胜客门店数为 2503 家	8
图 17: 必胜客 21Q3 推出披萨买一赠一升级以及其他多种促销活动	9
图 18: 肯德基和必胜客会员数量 (百万人)	10
图 19: 肯德基和必胜客会员销售占比	10
图 20: 肯德基和必胜客线上订单占比	10
图 21: 肯德基和必胜客外卖订单占比	10
表 1: 百胜中国可比公司估值 (截止 2021/11/5)	11

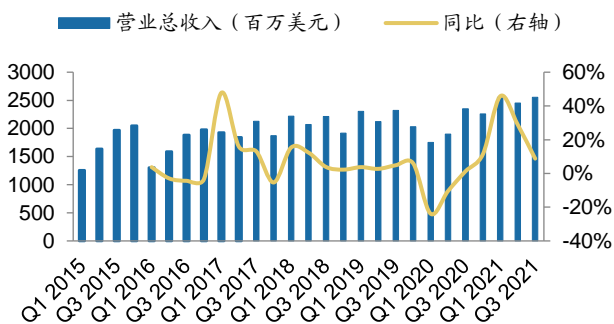
一、财务层面：Q3 疫情对经营带来负面影响，收入及盈利表现有所承压

百胜中国2021Q3实现收入25.54亿美元，同比增长8.8%（不计汇率影响同比增长2%）。系统销售额同比增长1%，其中同店销售额同比下降7%（不计汇率影响），考虑到去年同期基数较高，以及7月下旬以来疫情影响整体餐饮堂食和交通枢纽客流量，收入增速有所回落。Q3堂食受疫情冲击较大，但外卖和外带业务表现出色，外卖同比19年增长62%，为收入端带来一定韧性。分品牌来看，肯德基和必胜客分别贡献收入18.01亿美元和5.51亿美元，同比分别增长9.4%和7.8%。

业绩和盈利能力方面：Q3归母净利润1.04亿美元，同比下降76.3%，调整后净利润为9600万美元，同比下降50%（剔除美团投资损益和汇率影响）。疫情影响下同店销售下降、促销加大、工资上涨和骑手成本增加、房东和补贴减少等诸多因素共同导致21Q3盈利表现有所承压。21Q3餐厅层面利润率为12.2%，较20年同期的18.6%下降6.4pct。

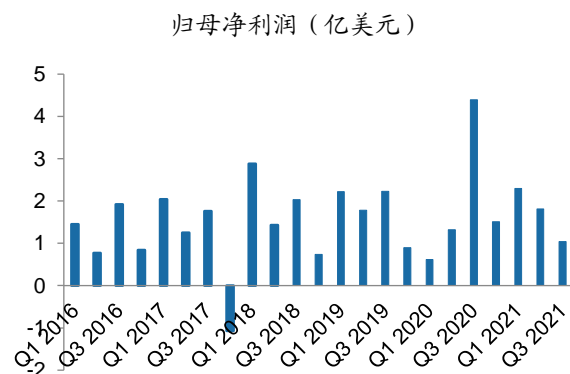
分成本项来看，食品及包装物占餐厅收入比重从20年同期的31.2%提升1.0pct至32.2%，大宗商品价格略有下降，但被餐厅促销力度加大所抵消。人力成本为25.6%，同比提升4.0pct，人力成本增长较大主要由于（1）工资同比增长6%，涨幅较前几个季度明显提升；（2）外卖占比提升，骑手成本增加；（3）季节性因素导致员工工时增加。租金及其他占比30.0%，同比提升1.4pct。管理费用同比增长6%，主要受薪资提高、团队扩容影响。

图1：百胜中国21Q3实现收入25.54亿美元，同比增长8.8%



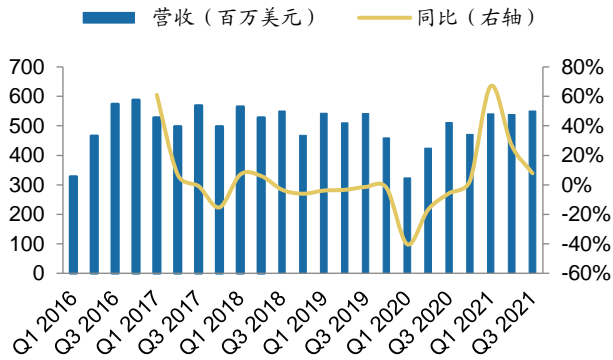
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：百胜中国21Q3实现归母净利润1.04亿美元



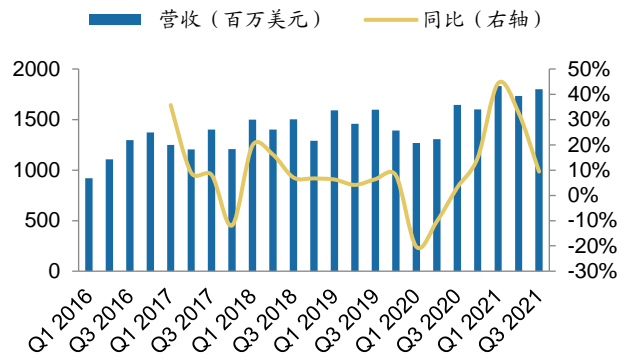
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图3: 必胜客21Q3实现收入5.51亿美元, 同比增长7.8%



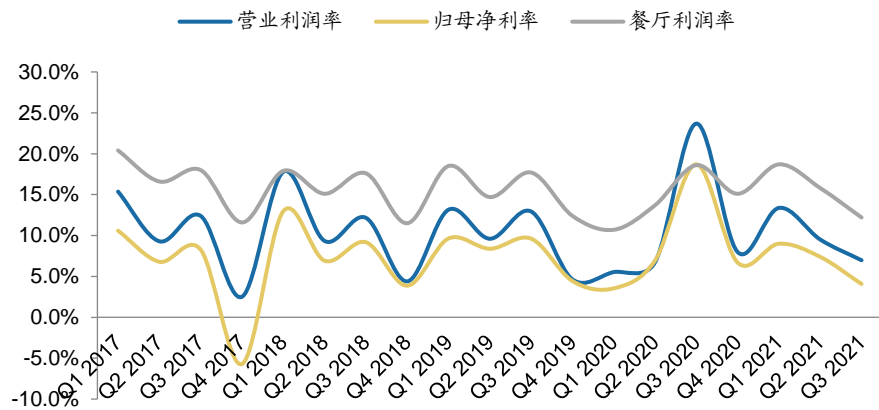
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 肯德基21Q3实现收入18.01亿美元, 同比增长9.4%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图5: 百胜中国盈利能力指标, 疫情影响下21Q3盈利能力有所承压



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

二、经营层面: 全年开店目标上调至 1700 家, 咖啡战略地位进一步提升

截止21Q3百胜中国旗下共有11415家门店, Q3新开524家门店, 开店数创新高, 改造211家门店。根据公司电话会, 上调全年开店目标至1700家(Q2为1300家), 预计资本开支维持此前7-8亿美元不变。

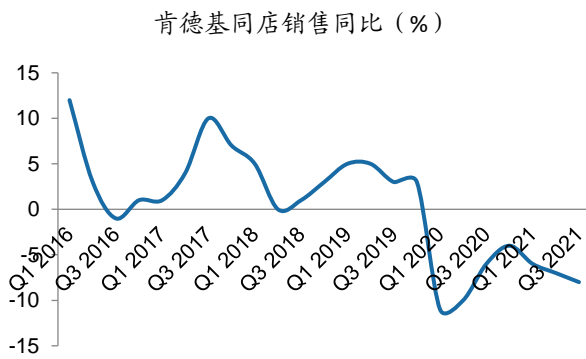
(一) 肯德基: 开店和门店翻新提速, 产品研发继续保持较强活力

财务和经营表现: 由于肯德基在交通枢纽和景区门店占比更高, 所以受疫情冲击较必胜客更明显。21Q3肯德基系统销售额同比增长1%, 同店销售额同比下降8%。同

比19年来看，同店下降13%，疫情影响下环比持续回落(Q1、Q2分别为-6%、-7%)。整体客流量同比19年同期下降18%，由于外卖占比提升，客单价同比19年同期增长6%。

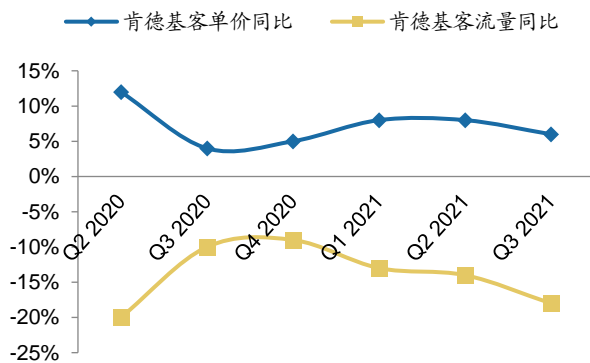
盈利能力方面：Q3肯德基餐厅层面利润率为13.6%，同比下降5.8pct；前三季度整体餐厅层面利润率为16.8%，同比提升0.6pct。Q3经营利润率为11.2%，同比下降6.7pct；前三季度整体经营利润率为14.6%，同比下降0.1pct。

图6：肯德基21Q3同店销售额恢复到19年同期的92%
(2021年采用同比19年数据)



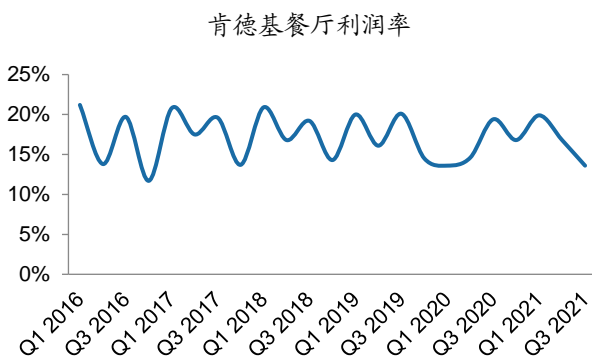
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图7：肯德基21Q3客流量和客单价同比19年同期分别下降18%和增长6% (2021年采用同比19年数据)



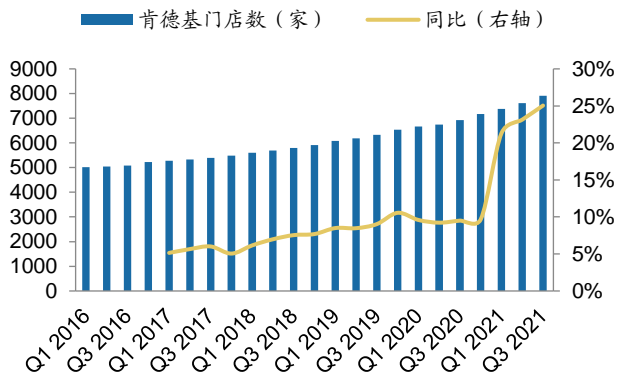
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图8：肯德基单季度餐厅层面利润率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图9：截止21Q3肯德基门店数为7908家



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

开店方面：肯德基Q3新开362家门店，截止Q3共有7908家门店，今年以来新开983家门店。肯德基继续推进在低线城市的开店渗透，过去一年以来新进入150个城市。截止21Q3，肯德基新开店中57%的门店在3-6线城市，低线城市门店占比达到56%。未来肯德基品牌将持续跟踪并开拓1200个潜在城市。

图10: 截止21H1肯德基在国内城市覆盖和人口渗透率



数据来源: 百胜中国 2021 年投资者日材料, 广发证券发展研究中心

Q3肯德基继续在产品和营销端保持较强活力, 并加强活动和促销力度。 Q3以来肯德基继续在多种品类推出新品, 包括超级塔可系列、爆汁全鸡餐以及经典肉酱汁汁厚牛堡等。9月末肯德基热干面在全国上市, 一周内售出超过1百万份, 成为过去三年内销量最好的限定早餐单品。此外, Q3推出灌汤小笼包、蒸饺、胡辣汤等本土化新品, 持续受到顾客欢迎。

图11: Q3以来肯德基加大促销力度



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图12: 21Q3肯德基推出多款本土化新品



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

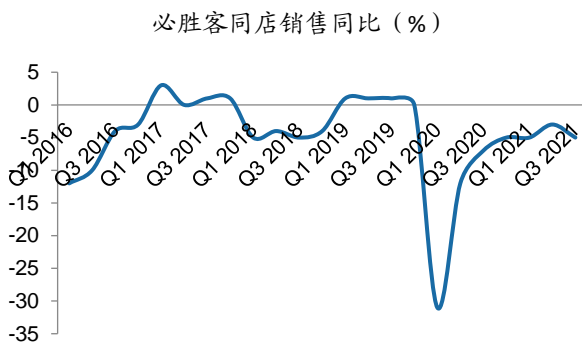
(二) 必胜客: 受疫情影响较轻, Q3 新开店数量创 16 年以来新高

财务和经营方面: Q3系统销售额同比增长1%, 同店同比下降5%。同比19年来看, 同店下降11%, 客流量同比19年同期下降1%, 客单价同比19年下降10%, 主要是外带占比提升所致。

盈利能力方面：Q3必胜客餐厅层面利润率为8.2%，同比下降8.5pct；前三季度整体餐厅层面利润率为12.2%，同比提升1.6pct。Q2经营利润率为3.5%，同比下降8.5pct；前三季度整体经营利润率为7.2%，同比提升3.3pct。

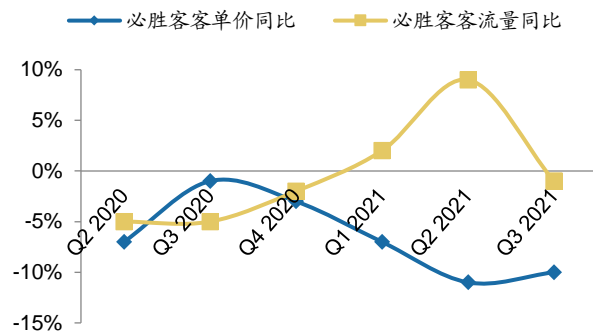
开店方面：必胜客Q3拓店步伐加速，新开103家门店，开店数是16年以来新高，今年以来共新开211家门店。截止Q3必胜客共有2503家门店，其中3-6线城市门店占比达到43%，21年以来新开门店中48%在3-6线城市。卫星店和小店占到新开门店的70%，门店加密、构建更高效的外卖配送网络规划持续推进。

图13: 必胜客21Q3同店销售额恢复到19年同期的95%
(2021年采用同比19年数据)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图14: 必胜客21Q3客单价较19年同期下降10%，客流量下降1% (2021年采用同比19年数据)



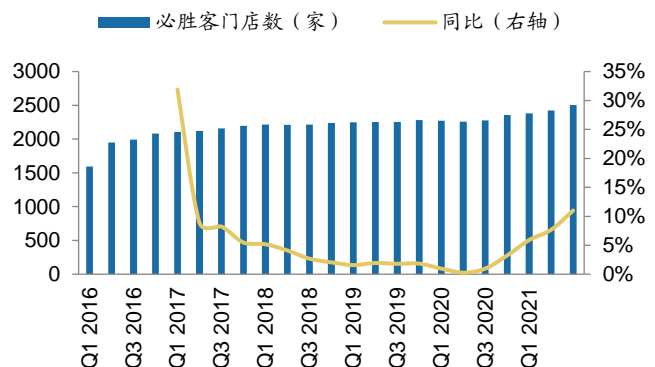
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图15: 必胜客单季度餐厅层面利润率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图16: 截止21Q3必胜客门店数为2503家



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

整体来看必胜客复兴计划收效明显，客流恢复情况相较行业整体较好。今年3月以来必胜客对菜单中40%的产品进行了更换，Q2推出了肥牛tapas、刀削面等新品。6月推出了30款好价披萨。Q3披萨买一送一活动升级，10天活动期中共售出1百万份买一送一组合。推出了限量款的鲍汁和牛、麻辣香锅和酸菜鲈鱼披萨等新口味以吸引

年轻客群。公司计划继续提高必胜客门店密度并进入新的城市。

图17：必胜客21Q3推出披萨买一赠一升级以及其他多种促销活动



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）咖啡：Lavazza 加快在一二线城市扩张，计划在 25 年开至千家门店

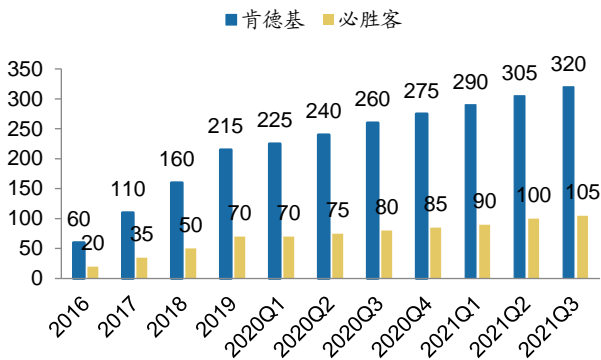
9月，百胜中国和意大利精品咖啡集团Luigi Lavazza S.p.A就合资公司签署协议（百胜中国持股65%，9月协议生效后Lavazza品牌并表），并宣布加快在国内布局，计划到2025年开设1000家门店。双方共同向合资公司初步注资2亿美元用作未来发展，并将成为Lavazza在内地独家经销商，引入更多Lavazza品牌产品（包括咖啡豆、咖啡粉、咖啡胶囊、即饮咖啡等）。

Q2以来Lavazza品牌明显加快开店步伐。Q2新开9家门店，总门店数量达到14家（均位于上海）。Q3进入杭州、北京、广州，截止Q3在四大城市共有26家门店。并计划11月在深圳新开门店，根据公司电话会，预计Q4门店数量有望翻倍。

三、数字化和会员体系领先行业，助力疫情后恢复

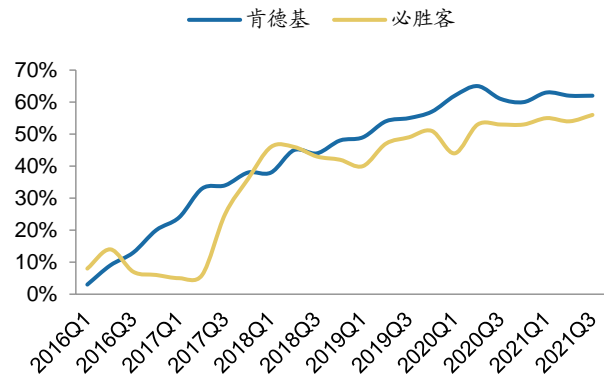
截止Q3肯德基和必胜客会员数量分别达到约3.2亿人和1.05亿人，会员销售占比分别达到约62%和56%，付费会员订阅分别卖出1800万份和100万份。线上点单比例持续增长，Q3肯德基和必胜客线上点单占比分别达到约88%和约84%，同比分别提升5pct和20pct。外卖占比分别达到约32%和约38%，同比均提升6pct，外卖+外带占比分别达到约60%和约45%。

图18: 肯德基和必胜客会员数量 (百万人)



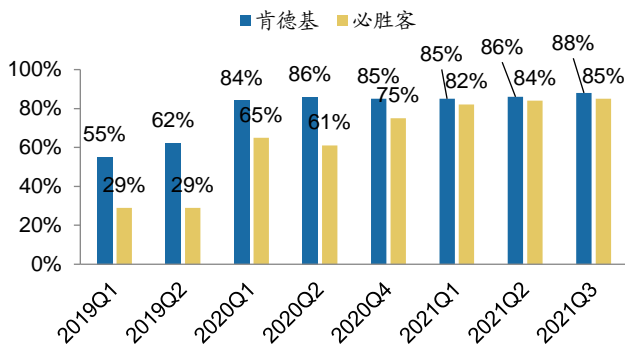
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图19: 肯德基和必胜客会员销售占比



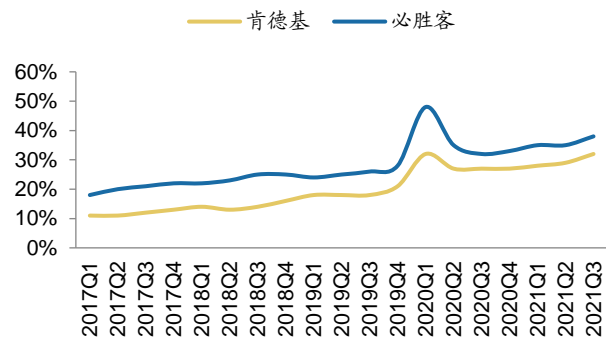
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图20: 肯德基和必胜客线上订单占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图21: 肯德基和必胜客外卖订单占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

整体来看, Q3疫情对公司恢复节奏产生短期扰动, 特别是肯德基交通枢纽和景点门店受到明显冲击, 但经营层面韧性较强, 今年以来开店持续提速, 再次上调全年开店指引且资本开支不变, 体现出门店模型优化和管理层长期信心。看好公司在国内低线城市渗透空间和咖啡等新业务增长潜力。预计2021-23年收入分别为100.7亿美元、116.1亿美元和130.1亿美元, 归母净利润分别为6.97亿美元、9.33亿美元和11.11亿美元, EPS分别为1.60美元/股, 2.18美元/股和2.62美元/股。参考可比公司, 考虑到公司经营表现稳健、门店网络大且开店速度快, 给予2022年30X P/E估值, 对应合理价值为65.25美元/股, 港股对应合理价值为505.70港元/股, 美股和港股均维持“买入”评级。

表1: 百胜中国可比公司估值 (截止2021/11/5)

名称	代码	市值 (亿美元)	2021 P/E	2022 P/E	2023 P/E	2021 EV/EBITDA	2022 EV/EBITDA	2023 EV/EBITDA
星巴克	SBUX.O	1322.48	32.48	28.05	24.57	19.81	17.74	16.02
百胜全球餐饮	YUM.N	367.59	27.54	25.29	22.81	19.74	18.37	17.05
麦当劳	MCD.N	1893.97	27.00	25.19	23.25	18.19	17.17	16.19
温迪快餐公司	WEN.O	50.33	27.68	24.72	21.07	15.71	14.81	13.60
九毛九	09922.HK	246.79	42.84	26.86	18.50	16.92	11.06	7.83
海底捞	06862.HK	1149.12	71.54	28.33	19.43	18.39	11.39	8.82

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

可比公司估值采用彭博一致预期

五、风险提示

开店速度不及预期,公司在开店选址方面和竞争对手及其他零售商竞争,国内物业市场竞争激烈,面临未能以合理商业条款获得理想的餐厅位置风险。

公司餐厅业务使用大量家禽、猪牛肉、海鲜、蔬菜、面粉、油等,原材料因总供需的任何波动或其他外部环境发生价格波动导致成本上升风险;公司大部分餐厅为租赁物业运营,若租金上涨会导致成本上升风险;餐厅门店层面运营重服务导向,餐饮行业竞争激烈,若现有员工流失、骑手出现短缺可能会导致人力成本增加。

新冠疫情或类似不利的公共卫生事件对餐厅运营、食品安全和餐饮堂食需求造成影响。

资产负债表

单位: 百万美元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2259	4936	5682	6569	7528
现金及现金等价物	1046	1158	1304	1692	2045
短期投资	611	3105	3600	4000	4500
应收账款净额	88	99	92	89	113
存货净额	380	398	464	533	588
待摊费用及其他流动	134	176	223	256	282
非流动资产	4691	5939	6003	6127	6244
固定资产净额	1594	1765	1832	1958	2076
商誉	254	832	829	826	823
无形资产净值	94	246	246	247	249
于联营合营公司的投	89	85	85	85	85
其他资产	580	749	749	749	749
递延所得税	95	98	98	98	98
经营租赁使用权资产	1985	2164	2164	2164	2164
资产总计	6950	10875	11686	12696	13772
流动负债	1736	2067	2390	2735	3012
应付账款及其他流动	1691	1995	2318	2663	2940
应付所得税	45	72	72	72	72
流动负债总额	1736	2067	2390	2735	3012
长期融资租赁负债	26	28	28	28	28
其他负债	210	394	387	381	374
租赁负债	1803	1915	1915	1915	1915
总负债	3775	4404	4721	5059	5329
可赎回非控股权益	0	12	12	12	12
所有者权益	3077	6206	6661	7283	8031
非控股权益	98	253	292	342	399
负债和股东权益	6950	10875	11686	12696	13772

现金流量表

单位: 百万美元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1185	1114	1442	1752	1942
净利润	743	813	737	983	1169
折旧摊销	428	450	487	523	603
营运资金变动	82	52	218	246	170
其它	-68	-201	0	0	0
投资活动现金流	-910	-3109	-1046	-1046	-1219
资本支出	-435	-419	-554	-648	-720
短期投资变动净额	-490	-2438	-495	-400	-500
其他	15	-252	3	2	1
筹资活动现金流	-480	2058	-249	-318	-369
现金股息	-181	-95	-203	-271	-323
回购普通股股份	-265	-8	-40	-40	-40
其他	-34	2161	-7	-7	-7
现金净增加额	-211	103	146	388	353
期初现金余额	1266	1055	1158	1304	1692
期末现金余额	1055	1158	1304	1692	2045

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	4.3%	-5.8%	21.9%	15.2%	12.0%
营业利润增长	-4.3%	6.7%	1.6%	33.9%	18.6%
归母净利润增长	0.7%	10.0%	-11.0%	33.8%	19.1%
获利能力					
毛利率	23.3%	23.0%	21.3%	21.6%	22.7%
经营利润率	10.3%	11.6%	9.7%	11.3%	11.9%
餐厅利润率	16.0%	14.8%	15.0%	16.4%	17.0%
归母净利率	8.1%	9.5%	6.9%	8.0%	8.5%
ROE	23.2%	12.6%	10.5%	12.8%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	54.3%	40.5%	40.4%	39.8%	38.7%
流动比率	1.30	2.39	2.38	2.40	2.50
速动比率	1.08	2.20	2.18	2.21	2.30
营运能力					
总资产周转率	1.52	0.93	0.89	0.95	0.98
应收账款周转率	94.3	79.1	96.8	119.7	119.1
存货周转率	19.4	16.2	18.2	18.1	17.8
每股指标 (元)					
每股收益	1.84	1.95	1.60	2.18	2.62
每股经营现金流	3.05	2.77	3.31	4.08	4.59
每股净资产	7.93	15.44	15.29	16.98	18.97
估值比率					
P/E	31.6	29.76	36.25	26.68	22.12
P/B	7.32	3.76	3.80	3.42	3.06
EV/EBITDA	16.9	19.2	15.4	12.3	10.5

利润表

单位: 百万美元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8776	8263	10071	11607	13005
公司餐厅收入	7925	7396	9241	10804	12008
加盟费收入	148	148	137	132	169
往来交易收入	654	647	693	671	829
其他收入	49	72	0	0	0
食品及包装物	2479	2342	2916	3352	3706
薪金和雇员福利	1807	1730	2236	2567	2828
物业租金及其他经营	2373	2226	2705	3115	3437
餐厅利润	1266	1098	1385	1770	2037
管理费用	487	479	553	615	674
加盟开支	71	65	66	63	80
往来交易的开支	645	633	611	579	722
总成本及开支净额	7875	7302	9095	10300	11455
经营利润	901	961	976	1307	1551
EBITDA	1340	1175	1464	1830	2153
净利润-包括非控股	743	813	737	983	1169
净利润-非控股权益	30	29	39	50	57
归母净利润	713	784	697	933	1111
EPS	1.84	1.95	1.60	2.18	2.62

广发社会服务行业研究小组

沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。
张 雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士。
宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。
高 鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

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	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。
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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。