

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

百胜中国 (9987 HK/YUMC US)

新冠疫情将影响22年二季度利润

- 新冠疫情将影响22年二季度利润
- 我们将22财年盈利预测下调15.3%
- 下调评级至卖出, 但维持目标价在264.4港元/33.9美元

近期的新冠疫情可能持续拖累22年二季度

我们最近与百胜中国开会得到最新信息, 自3月15日的业务更新公告以来, 业务并未改善。在3月15日的公告中, 百胜中国披露, 由于新冠疫情爆发, 1,100多家餐厅已 1) 关闭或 2) 只提供外带和外送服务。3月首两周, 同店销售同比下降20%。管理层虽然没有在和我们的会议上谈到具体数字, 但管理层提到, 政府实施的新冠肺炎社交距离的措施比20年一季度更严格。在很多地方, 不仅不允许在餐厅用餐, 外带和外送服务也受到限制。因此, 我们认为22年二季度业绩也会受到负面影响。

下调22财年的盈利预测15.3%

虽然百胜中国此前曾预测其22年一季度经营利润同比下降42%-52%, 至1.65亿美元与2亿美元之间, 但对22年二季度没有给出任何指引。我们先前也没有改变对22年二季度的假设。现时, 我们将22财年的盈利下调了15.3%, 以反映22年二季度经营环境不如预期。我们也计入了杭州肯德基重新获得特许经营权(剩余特许经营合同期限为1年)相关的6,600万美元摊销费用。我们并未对23和24财政年度的数据作出太大改变, 因为我们预计中国政府将在22财年遏制Omicron的疫情。

下调至卖出; 维持目标价264.4港元/33.9美元

虽然我们因为新冠疫情下调22财年的预测, 但我们维持目标价264.4港元/33.9美元, 目标价根据经调整后每股盈利1.14美元和目标市盈率29.7倍得出。这一目标市盈率低于百胜中国在22年上半年新冠疫情高峰时的40-45倍。我们下调评级至卖出, 直到新冠疫情更加明朗。同时, 我们也预计, 由于中国证监会最近修订了《关于加强在境外发行证券与上市相关保密和档案管理工作的规定》, 允许中概股公司满足美国证券交易委员会的要求, 从而使中概股公司能够保留在美国的上市资格, 这可能会对百胜中国股价的情绪面产生支撑作用。

主要催化剂: 同店销售恢复。新冠病例得到控制。

主要风险: Omicron疫情持续时间长于预期。

盈利预测及估值

| 12月31日年结(百万美元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 | 8,263 | 9,853 | 11,224 | 12,750 | 14,298 |
| 同比增长 | -5.8% | 19.2% | 13.9% | 13.6% | 12.1% |
| 可归属净利润 | 784 | 990 | 421 | 650 | 759 |
| 经调整每股基本收益(美元) | 1.59 | 1.26 | 1.14 | 1.52 | 1.78 |
| 同比增长 | -16.5% | -21.1% | -9.3% | 33.3% | 16.9% |
| 市盈率(9987 HK) | 30.1x | 37.3x | 40.5x | 30.4x | 26.0x |
| ROE | 17% | 14% | 5% | 8% | 9% |
| 净负债(现金)/股东权益 | -18% | -14% | -11% | -17% | -24% |

资料来源: 公司资料、招商證券(香港)预测; 股价是截至2022年4月4日的收市价

黄建文 王钊熠
+852 3189 6357 +852 3189 6711

Johnnywong@cmschina.com.hk bryanwang@cmschina.com.hk

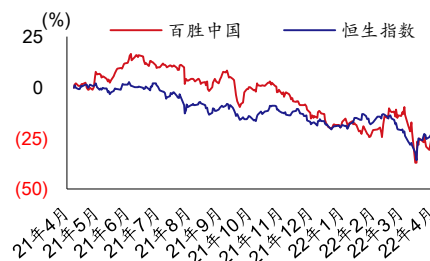
最新变动

因为最近新冠疫情爆发, 下调百胜中国评级至卖出

▼ 卖出

| | |
|----------------------|-------------------------------------|
| 前次评级 | 中性 |
| 股价 | 355.4港元 44.1美元 |
| 12个月目标价 (上涨/下跌空间) | 264.4港元 (-25.6%) 33.9美元 (-23.1%) |
| 前次目标价 | 264.4港元/33.9美元 |

股价表现



数据来源: 彭博; 股价截止2022年4月4日

| % | 1m | 6m | 12m |
|---------|--------|--------|--------|
| 9987 HK | (11.0) | (21.6) | (23.0) |
| 恒生指数 | 2.7 | (6.4) | (22.2) |

行业: 消费

| | |
|-------------------|--------|
| 恒生指数 (2022/4/4) | 22,502 |
| 恒生国企指数 (2022/4/4) | 7,771 |

重要数据

| | |
|----------------|-----------|
| 52周股价区间(美元/港元) | 281 - 544 |
| 市值(百万美元) | 151,255 |
| 日均成交量(百万股) | 0.19 |
| 每股净资产(美元) | 18.3 |

主要股东

| | |
|-------------|-------|
| INVESCO LTD | 10.0% |
| BLACKROCK | 7.1% |
| 春华资本 | 4.3% |
| 董事及高级管理层 | 0.3% |
| 总股数(百万股) | 433 |
| 自由流通量 | 78.3% |

资料来源: 彭博

相关报告

1. 百胜中国(YUMC US, 9987 HK) - 近期的新冠疫情影响了22年一季度利润(中性)(2022/3/15)

图表1: 预测调整表

| 主要预测变动表 单位: 百万美元 | 22财年 | | | 23财年 | | | 24财年 | | |
|-------------------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|
| | 旧预测 | 新预测 | 变动% | 旧预测 | 新预测 | 变动% | 旧预测 | 新预测 | 变动% |
| 营业收入 | 11,255 | 11,224 | -0.3% | 12,708 | 12,750 | 0.3% | 14,278 | 14,298 | 0.1% |
| KFC | 8,298 | 8,299 | 0.0% | 9,424 | 9,489 | 0.7% | 10,635 | 10,708 | 0.7% |
| 必胜客 | 2,188 | 2,161 | -1.2% | 2,459 | 2,444 | -0.6% | 2,752 | 2,708 | -1.6% |
| 其他(以加盟为主) | 769 | 764 | -0.6% | 825 | 817 | -0.9% | 892 | 882 | -1.1% |
| 餐厅利润 | 1,187 | 1,189 | 0.2% | 1,394 | 1,433 | 2.8% | 1,562 | 1,605 | 2.7% |
| KFC | 1,004 | 1,018 | 1.3% | 1,199 | 1,226 | 2.3% | 1,355 | 1,385 | 2.2% |
| 必胜客 | 205 | 193 | -6.0% | 231 | 242 | 5.0% | 258 | 269 | 4.0% |
| 其他(以加盟为主) | (22) | (21) | -3.1% | (36) | (35) | -3.0% | (51) | (49) | -3.1% |
| 餐厅利润率 | 11.4% | 11.5% | 0.1 ppt | 11.8% | 12.1% | 0.3 ppt | 11.7% | 12.0% | 0.3 ppt |
| KFC | 12.4% | 12.5% | 0.2 ppt | 13.0% | 13.2% | 0.2 ppt | 13.0% | 13.2% | 0.2 ppt |
| 必胜客 | 9.4% | 9.0% | -0.5 ppt | 9.4% | 10.0% | 0.5 ppt | 9.4% | 10.0% | 0.5 ppt |
| 其他(以加盟为主) | -21.7% | -21.9% | -0.3 ppt | -22.4% | -22.8% | -0.3 ppt | -22.6% | -22.9% | -0.3 ppt |
| 经营利润 | 705 | 668 | -5.2% | 858 | 856 | -0.2% | 977 | 979 | 0.2% |
| KFC | 822 | 795 | -3.2% | 980 | 965 | -1.6% | 1,098 | 1,085 | -1.1% |
| 必胜客 | 98 | 87 | -11.2% | 111 | 123 | 11.4% | 124 | 137 | 10.2% |
| 其他(以加盟为主) | (215) | (214) | -0.3% | (233) | (232) | -0.5% | (245) | (243) | -0.6% |
| 经营利润率 | 6.3% | 6.0% | -0.3 ppt | 6.8% | 6.7% | 0.0 ppt | 6.8% | 6.8% | 0.0 ppt |
| KFC | 9.9% | 9.6% | -0.3 ppt | 10.4% | 10.2% | -0.2 ppt | 10.3% | 10.1% | -0.2 ppt |
| 必胜客 | 4.5% | 4.0% | -0.4 ppt | 4.5% | 5.0% | 0.5 ppt | 4.5% | 5.1% | 0.5 ppt |
| 其他(以加盟为主) | -27.9% | -28.0% | -0.1 ppt | -28.3% | -28.4% | -0.1 ppt | -27.5% | -27.6% | -0.1 ppt |
| 经调整后净利润 | 498 | 421 | -15.3% | 653 | 650 | -0.5% | 760 | 759 | 0.0% |
| 净利润率 | 4.4% | 3.8% | -0.7 ppt | 5.1% | 5.1% | 0.0 ppt | 5.3% | 5.3% | 0.0 ppt |
| 每股盈利(美元) | 1.17 | 0.99 | -15.3% | 1.53 | 1.52 | -0.5% | 1.78 | 1.78 | 0.0% |
| 经营数据 | | | | | | | | | |
| 门店数量(总共) | 13,080 | 13,080 | 0.0% | 14,445 | 14,445 | 0.0% | 14,853 | 14,853 | 0.0% |
| KFC | 9,176 | 9,176 | 0.0% | 10,224 | 10,224 | 0.0% | 11,312 | 11,312 | 0.0% |
| 必胜客 | 2,786 | 2,786 | 0.0% | 2,982 | 2,982 | 0.0% | 3,178 | 3,178 | 0.0% |
| 其他(以加盟为主) | 1,118 | 1,118 | 0.0% | 1,239 | 1,239 | 0.0% | 1,360 | 1,360 | 0.0% |
| 自有门店单店收入('000美元) | 925 | 923 | -0.3% | 950 | 954 | 0.4% | 1,044 | 1,045 | 0.1% |
| KFC | 974 | 974 | 0.0% | 997 | 1,004 | 0.7% | 1,020 | 1,027 | 0.7% |
| 必胜客 | 827 | 816 | -1.3% | 870 | 864 | -0.6% | 915 | 901 | -1.6% |
| 其他 | 380 | 364 | -4.3% | 421 | 402 | -4.5% | 451 | 431 | -4.5% |

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

注: “其他”包括所有其他分部, 企业及未分配, 以及不同分部间的抵消

图表2: 目标价估值

| | |
|--------------------------|---------------|
| 目标价计算 | |
| 1年前瞻目标市盈率 | 29.7 |
| 22财年预测调整后每股盈利(美元) | 1.14 |
| 目标价(美元) | 33.9 |
| 股价(美元) | 44.1 |
| 上升空间 | -23.1% |
| 港元/美元汇率 | 7.8 |
| 目标价(港元) | 264.4 |
| 股价(港元) | 355.4 |
| 上升空间 | -25.6% |

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

注: 港股(9987 HK)股价为2022年4月4日的收盘价。美股(YUMC US)股价为2022年4月1日的收盘价

财务预测

资产负债表

| 百万美元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及其等价物 | 1,158 | 1,136 | 880 | 1,463 | 2,193 |
| 短期投资 | 3,105 | 2,860 | 2,860 | 2,860 | 2,860 |
| 应收账款 | 99 | 67 | 108 | 122 | 137 |
| 库存 | 398 | 432 | 502 | 535 | 542 |
| 待摊费用及其他流动资产 | 176 | 221 | 272 | 307 | 344 |
| 流动资产总额 | 4,936 | 4,716 | 4,623 | 5,286 | 6,075 |
| 固定资产 | 1,765 | 2,251 | 2,531 | 2,679 | 2,737 |
| 经营租赁使用权资产 | 2,164 | 2,612 | 2,816 | 2,900 | 2,963 |
| 商誉 | 832 | 2,142 | 2,142 | 2,142 | 2,142 |
| 无形资产 | 246 | 272 | 260 | 248 | 236 |
| 递延所得税 | 98 | 106 | 106 | 106 | 106 |
| 与联合营公司的投资 | 85 | 292 | 292 | 292 | 292 |
| 其他资产 | 749 | 832 | 1,026 | 1,155 | 1,294 |
| 非流动资产 | 5,939 | 8,507 | 9,172 | 9,522 | 9,770 |
| 总资产 | 10,875 | 13,223 | 13,796 | 14,808 | 15,845 |
| 应付账款与其他流动负债 | 1,995 | 2,332 | 2,226 | 2,538 | 2,810 |
| 应付所得税 | 72 | 51 | 45 | 54 | 64 |
| 流动负债总额 | 2,067 | 2,383 | 2,271 | 2,592 | 2,874 |
| 长期经营租赁负债 | 1,915 | 2,286 | 2,616 | 2,700 | 2,763 |
| 长期融资租赁负债 | 28 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 其他负债 | 394 | 592 | 710 | 812 | 916 |
| 非流动负债总额 | 2,337 | 2,918 | 3,366 | 3,552 | 3,719 |
| 负债总额 | 4,404 | 5,301 | 5,637 | 6,144 | 6,593 |
| 可赎回非控股股权 | 12 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 股东权益 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 库存股份 | -728 | -803 | -803 | -803 | -803 |
| 资本公积 | 4,658 | 4,695 | 4,695 | 4,695 | 4,695 |
| 未分配利润 | 2,105 | 2,892 | 3,117 | 3,610 | 4,186 |
| 累计其他综合收益 | 167 | 268 | 268 | 268 | 268 |
| 股东权益总额 | 6,206 | 7,056 | 7,281 | 7,774 | 8,350 |
| 非控股股权 | 253 | 852 | 864 | 876 | 888 |
| 权益总额 | 6,459 | 7,908 | 8,145 | 8,650 | 9,238 |
| 负债、可赎回非控股股权及权益 | 10,875 | 13,223 | 13,796 | 14,808 | 15,845 |

现金流量表

| 百万美元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|---------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| 净利润 | 813 | 1,023 | 433 | 662 | 771 |
| 折旧及摊销 | 450 | 516 | 368 | 580 | 691 |
| 股权激励开支 | 36 | 41 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -325 | -418 | 54 | 325 | 285 |
| 其他 | 140 | -31 | -75 | -28 | -35 |
| 经营活动所产生现金 | 1,114 | 1,131 | 781 | 1,539 | 1,713 |
| 资本支出 | -419 | -689 | -840 | -800 | -800 |
| 其他 | -2,690 | -166 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动所产生现金 | -3,109 | -855 | -840 | -800 | -800 |
| 银行贷款还款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 新借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股票发行募集资金 | 2,195 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股票回购 | -8 | -75 | 0 | 0 | 0 |
| 现金股息 | -95 | -203 | -196 | -157 | -183 |
| 其他 | -34 | -35 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动所产生现金净额 | 2,058 | -313 | -196 | -157 | -183 |
| 汇率影响 | 40 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 净现金流量 | 103 | -22 | -256 | 583 | 729 |

利润表

| 百万美元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入 | 8,263 | 9,853 | 11,224 | 12,750 | 14,298 |
| 公司餐厅开支 | -6,298 | -7,734 | -9,166 | -10,439 | -11,799 |
| 管理费用 | -479 | -564 | -578 | -625 | -671 |
| 加盟开支 | -65 | -64 | -63 | -72 | -81 |
| 与加盟店及联合营公司往来交易的开支 | -633 | -649 | -653 | -663 | -672 |
| 其他开支/收益 | -66 | -74 | -96 | -96 | -96 |
| 经调整经营利润 | 722 | 768 | 668 | 856 | 979 |
| 一次性收益/费用 | 239 | 618 | 0 | 0 | 0 |
| 经营利润 | 961 | 1,386 | 668 | 856 | 979 |
| 利息收入净额 | 43 | 60 | 40 | 52 | 80 |
| 投资收益(亏损) | 104 | -54 | -116 | 0 | 0 |
| 除所得税前收入 | 1,108 | 1,392 | 593 | 909 | 1,059 |
| 所得税 | -295 | -369 | -159 | -247 | -288 |
| 净利润 | 813 | 1,023 | 433 | 662 | 771 |
| 净利润-包括非控股股权 | -29 | -33 | -12 | -12 | -12 |
| 净利润-百胜中国 | 784 | 990 | 421 | 650 | 759 |
| 经调整净利润-百胜中国 | 615 | 526 | 487 | 650 | 759 |
| 每股基本盈利(美元) | 2.00 | 2.34 | 0.99 | 1.52 | 1.78 |
| 调整后每股基本盈利(美元) | 1.59 | 1.26 | 1.14 | 1.52 | 1.78 |
| 每股股息(美元) | 0.22 | 0.47 | 0.45 | 0.36 | 0.38 |

财务比率

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 同比增长率变化 | | | | | |
| 收入 | -5.8% | 19.2% | 13.9% | 13.6% | 12.1% |
| 经营利润 | -19.9% | 6.4% | -13.0% | 28.1% | 14.4% |
| 净利润 | -13.7% | -14.5% | -7.3% | 33.3% | 16.9% |
| 调整后每股盈利 | -16.5% | -21.1% | -9.3% | 33.3% | 16.9% |
| 利润率 | | | | | |
| 餐厅利润率 | 14.8% | 12.5% | 10.6% | 11.2% | 11.2% |
| 调整后经营利润率 | 8.7% | 7.8% | 6.0% | 6.7% | 6.8% |
| 调整后净利润率 | 7.4% | 5.3% | 4.3% | 5.1% | 5.3% |
| 流动性 | | | | | |
| 应收账款天数 | 4.1 | 3.1 | 2.9 | 3.3 | 3.3 |
| 存货天数 | 60.6 | 53.9 | 51.0 | 48.8 | 44.9 |
| 应付账款天数 | 226.3 | 228.9 | 205.0 | 186.6 | 189.6 |
| 现金周转天数 | -161.5 | -172.0 | -151.2 | -134.5 | -141.4 |
| 现金流与杠杆 | | | | | |
| 自由现金流 | 447 | 469 | 72 | 729 | 890 |
| 净负债/权益 | -17.9% | -14.4% | -10.8% | -16.9% | -23.7% |
| 股息发放率 | 12.1% | 20.5% | 46.6% | 24.1% | 21.4% |
| 股息率 | 0.5% | 1.0% | 1.0% | 0.8% | 0.8% |
| 回报分析 | | | | | |
| ROE | 16.9% | 14.2% | 5.4% | 7.9% | 8.6% |
| 资产周转率 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 净利润率 | 9.8% | 10.4% | 3.9% | 5.2% | 5.4% |
| 财务杠杆率 | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| ROIC | 12.6% | 12.5% | 5.1% | 6.3% | 7.2% |
| 估值 (9987 HK) | | | | | |
| 市盈率 | 30.1x | 37.3x | 40.5x | 30.4x | 26.0x |
| 市净率 | 3.1x | 2.5x | 2.4x | 2.3x | 2.1x |

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

投资评级定义

| 行业投资评级 | 定义 |
|--------|------------------------|
| 推荐 | 预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场 |
| 中性 | 预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致 |
| 回避 | 预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场 |

| 公司投资评级 | 定义 |
|--------|---------------------------|
| 买入 | 预期股价在未来 12 个月上升 10%以上 |
| 中性 | 预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内 |
| 卖出 | 预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上 |

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称“招商证券”）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828