

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)

业绩因折扣减少和良好的费用管控而超预期

- 22年二季度业绩好于预期
- 22年下半年经营环境改善
- 维持中性评级；维持目标价在374.3港元/ 48.0美元

尽管受到疫情影响，但业绩仍好于预期

百胜中国宣布22年二季度营收为21.28亿美元(同比下降13%，与招证国际预测一致)。自营餐厅营收为20.26亿美元(同比下降9%，与招证国际预测一致)。经营利润为8,100万美元(同比下降65%，较招证国际预测高170%)。净利润为8,300万美元(同比下降54%，较招证国际预测高232%)。

出色的成本管理

22年二季度餐厅利润率为12.1%，同比下降3.7个百分点，较招证国际预测高4.5个百分点。由于新冠相关封控措施(导致客流量下降和餐厅关闭)，叠加原材料和劳动力成本上升，利润率同比下降。然而，百胜中国通过提高运营效率和减少折扣抵消了这些不利因素，具体措施包括简化受疫情影响地区的菜单，削减广告支出、重新谈判租金以及政府提供的与疫情相关的补贴。百胜中国也因此因此在22年二季度录得了高于预期的利润率。虽然我们预计利润率将在三季度同比下跌，但降幅应该环比二季度收窄。

6月份同店销售有所改善

尽管新开了53家餐厅，但总流水同比下降16%。综合同店销售同比下降16%，其中肯德基的同店销售同比下降16%，必胜客的同店销售同比下降15%。管理层表示，4月和5月同店销售同比下降超过20%，而6月同店销售同比降幅收窄至高单位数。

维持新餐厅指引在1,000至1,200家之间

22年二季度，百胜中国净新开了53家餐厅；因此，22年上半年新开的餐厅数量达到382家(净额)和768家(总额)。管理层维持先前的指引，22年全年新开餐厅1,000-1,200家，主要是肯德基且以小店为主。

维持中性评级和目标价374.3港元/ 48.0美元

我们将22/23/24财年的盈利预测分别调整为+41.9%、-2.0%和+0.9%，主要是因为22年二季度的盈利好于预期。我们维持目标价374.3港元/ 48.0美元，目标市盈率32.8倍(比历史平均高1个标准差以上，上次是34.5倍)，对应未来12个月每股盈利1.46美元。维持中性评级。

主要催化剂：成本上涨减缓；利润率高于预期。

主要风险：更多新冠病例导致封锁延长。

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	10,773	12,968	14,649
同比增长	-5.8%	19.2%	9.3%	20.4%	13.0%
可归属净利润	784	990	490	626	744
经调整每股基本收益(美元)	1.59	1.26	1.15	1.49	1.77
同比增长	-16.5%	-21.1%	-8.3%	28.8%	18.9%
市盈率(9987 HK)	29.5x	37.4x	40.7x	31.6x	26.6x
ROE	17%	14%	7%	9%	10%
净负债(现金)/股东权益	-18%	-14%	-8%	-17%	-25%

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测；截至2022年7月29日的港股收市价

黄建文 王钊熠  
+852 3189 6357 +852 3189 6711

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

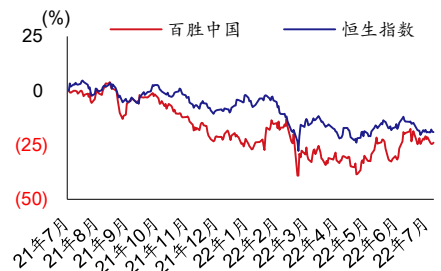
最新变动

2022年二季度业绩好于我们预期；考虑到当前估值，维持中性评级和374.3港元/48.0美元的目标价

中性

前次评级	中性
股价	366.8港元 47.1美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	374.3港元(+2.0%) 48.0美元(+2.0%)
前次目标价	374.3港元/48.0美元

股价表现



数据来源：彭博；股价截止2022年7月29日

%	1m	6m	12m
9987 HK	(3.7)	5.6	(22.3)
恒生指数	(8.4)	(14.4)	(23.4)

行业：消费	
恒生指数(2022/7/29)	20,157
恒生国企指数(2022/7/29)	6,885

重要数据	
52周股价区间(美元/港元)	281 - 500
市值(百万美元)	154,056
日均成交量(百万股)	0.28
每股净资产(美元)	15.3

主要股东	
管理层及其他	4.4%
总股数(百万股)	421
自由流通股	95.6%

资料来源：彭博  
相关报告

1. 中国餐饮业 - 2022年下半年展望：如疫情封控措施放松，餐饮业有望反弹(推荐)(2022/7/6)

图表1: 22年二季度业绩 vs 我们的预测

单位: 百万美元	2Q22 招证预测	2Q22业绩	相差%	同比%	剔除外汇影 响后变动%	季度环比 %
<b>营业收入</b>	<b>2,139</b>	<b>2,128</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-13.2%</b>	<b>-11%</b>	<b>-20.2%</b>
KFC	1,503	1,594	6.1%	-8.1%		-21.0%
必胜客	510	448	-12.2%	-16.7%		-18.1%
其他(以加盟为主)	126	86	-31.7%	-52.0%		-17.3%
<b>餐厅利润</b>	<b>154</b>	<b>245</b>	<b>59.2%</b>	<b>-30.8%</b>		<b>-30.2%</b>
KFC	104	210	102.4%	-26.1%		-30.5%
必胜客	57	38	-33.1%	-45.7%		-34.5%
其他(以加盟为主)	(7)	(3)	-55.0%	n.a.		-66.7%
<b>餐厅利润率</b>	<b>7.6%</b>	<b>12.1%</b>	<b>4.4 ppt</b>	<b>-3.8 ppt</b>		<b>4.6 ppt</b>
KFC	7.0%	13.4%	6.4 ppt	-3.5 ppt		4.7 ppt
必胜客	11.2%	8.6%	-2.6 ppt	-4.6 ppt		2.7 ppt
其他(以加盟为主)	-29.3%	-25.0%	4.3 ppt	-25.0 ppt		25.0 ppt
<b>经营利润</b>	<b>30</b>	<b>81</b>	<b>173.5%</b>	<b>-65.2%</b>	<b>-63%</b>	<b>-57.6%</b>
KFC	37	122	232.8%	-49.2%		-44.5%
必胜客	28	11	-61.2%	-71.8%		-63.3%
其他(以加盟为主)	(35)	(52)	47.0%	13.0%		-11.9%
<b>经营利润率</b>	<b>1.4%</b>	<b>3.8%</b>	<b>2.4 ppt</b>	<b>-5.7 ppt</b>		<b>-23.8 ppt</b>
KFC	2.4%	7.7%	5.2 ppt	-6.2 ppt		3.7 ppt
必胜客	5.6%	2.5%	-3.1 ppt	-4.8 ppt		3.7 ppt
其他(以加盟为主)	-28.1%	-60.5%	-32.4 ppt	-34.8 ppt		-387.2 ppt
<b>净利润</b>	<b>25</b>	<b>83</b>	<b>227.1%</b>	<b>-54.1%</b>		<b>-17.0%</b>
净利润率	1.2%	3.9%	2.7 ppt	-3.5 ppt		3.4 ppt
<b>经调整后每股盈利 (美元)</b>	<b>0.06</b>	<b>0.20</b>	<b>231.7%</b>	<b>-53.0%</b>	<b>-52%</b>	<b>-14.9%</b>
<b>经营数据</b>						
<b>门店数量 (总共)</b>	<b>12,138</b>	<b>12,170</b>	<b>0.3%</b>	<b>10.4%</b>		<b>0.4%</b>
KFC	8,423	8,510	1.0%	11.8%		0.8%
必胜客	2,693	2,711	0.7%	11.8%		1.2%
其他(以加盟为主)	1,022	949	-7.1%	-4.0%		-4.8%
<b>自有门店单店收入 ('000美元)</b>	<b>193</b>	<b>194</b>	<b>0.5%</b>	<b>-25.3%</b>		<b>-21.1%</b>
KFC	193	203	5.6%	-25.1%		-21.6%
必胜客	199	172	-13.3%	-25.8%		-19.2%
其他	112	71	-36.2%	-43.4%		-17.1%

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: 预测调整表

主要预测变动表	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%
单位: 百万美元									
营业收入	10,572	10,773	1.9%	12,679	12,968	2.3%	14,324	14,649	2.3%
KFC	7,779	8,090	4.0%	9,305	9,695	4.2%	10,531	10,969	4.2%
必胜客	2,192	2,140	-2.4%	2,589	2,523	-2.6%	2,944	2,867	-2.6%
其他(以加盟为主)	601	543	-9.7%	785	750	-4.5%	849	813	-4.2%
餐厅利润	1,075	1,231	14.5%	1,457	1,542	5.8%	1,616	1,687	4.4%
KFC	918	1,093	19.1%	1,239	1,387	11.9%	1,372	1,516	10.5%
必胜客	194	170	-12.6%	255	197	-22.6%	290	224	-22.7%
其他(以加盟为主)	(37)	(32)	-14.6%	(36)	(42)	14.9%	(46)	(53)	16.6%
餐厅利润率	10.8%	12.1%	1.3 ppt	12.2%	12.6%	0.4 ppt	11.9%	12.1%	0.2 ppt
KFC	12.0%	13.7%	1.7 ppt	13.5%	14.5%	1.0 ppt	13.2%	14.0%	0.8 ppt
必胜客	8.9%	8.0%	-0.9 ppt	9.9%	7.8%	-2.0 ppt	9.9%	7.9%	-2.0 ppt
其他(以加盟为主)	-39.4%	-40.9%	-1.4 ppt	-24.2%	-29.6%	-5.4 ppt	-21.7%	-26.5%	-4.8 ppt
经营利润	526	704	33.8%	882	882	0.0%	1,002	1,028	2.7%
KFC	550	763	38.9%	950	1,082	13.8%	1,044	1,170	12.1%
必胜客	81	56	-30.6%	134	75	-43.5%	149	83	-44.4%
其他(以加盟为主)	(105)	(117)	11.9%	(202)	(275)	36.1%	(192)	(225)	17.4%
经营利润率	5.0%	6.5%	1.6 ppt	7.0%	6.8%	-0.2 ppt	7.0%	7.0%	0.0 ppt
KFC	7.1%	9.4%	2.4 ppt	10.2%	11.2%	0.9 ppt	9.9%	10.7%	0.8 ppt
必胜客	3.7%	2.6%	-1.1 ppt	5.2%	3.0%	-2.2 ppt	5.1%	2.9%	-2.2 ppt
其他(以加盟为主)	-17.5%	-21.6%	-4.2 ppt	-25.7%	-36.6%	-10.9 ppt	-22.6%	-27.7%	-5.1 ppt
经调整后净利润	349	490	40.6%	647	626	-3.2%	746	744	-0.3%
净利润率	3.3%	4.5%	1.3 ppt	5.1%	4.8%	-0.3 ppt	5.2%	5.1%	-0.1 ppt
每股盈利(美元)	0.81	1.15	41.9%	1.52	1.49	-2.0%	1.75	1.77	0.9%
经营数据									
门店数量(总共)	12,786	12,833	0.4%	14,234	14,281	0.3%	14,615	14,662	0.3%
KFC	8,923	9,010	1.0%	9,974	10,061	0.9%	11,065	11,152	0.8%
必胜客	2,791	2,809	0.6%	3,067	3,085	0.6%	3,343	3,361	0.5%
其他(以加盟为主)	1,072	1,014	-5.4%	1,193	1,135	-4.9%	1,314	1,256	-4.4%
自有门店单店收入('000美元)	900	919	2.1%	965	987	2.3%	1,067	1,092	2.3%
KFC	942	976	3.6%	1,013	1,052	3.8%	1,036	1,076	3.8%
必胜客	824	797	-3.3%	887	858	-3.3%	926	896	-3.3%
其他	360	322	-10.8%	399	395	-1.0%	427	425	-0.5%

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3: 目标价估值

目标价计算	
1年前瞻目标市盈率	32.8x
未来12个月调整后每股盈利(美元)	1.46
目标价(美元)	48.0
股价(美元)	47.1
上升空间	2.0%
港元/美元汇率	7.8
目标价(港元)	374.3
股价(港元)	366.8
上升空间	2.0%

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7月29日的收盘价。美股(YUMC US)股价为2022年7月28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	544	1,184	1,852
短期投资	3,105	2,860	2,506	2,506	2,506
应收账款	99	67	110	124	140
库存	398	432	440	502	572
待摊费用及其他流动资产	176	221	276	313	353
<b>流动资产总额</b>	<b>4,936</b>	<b>4,716</b>	<b>3,875</b>	<b>4,629</b>	<b>5,423</b>
固定资产	1,765	2,251	2,197	2,353	2,420
经营租赁使用权资产	2,164	2,612	2,466	1,940	1,535
商誉	832	2,142	2,142	2,142	2,142
无形资产	246	272	207	195	183
递延所得税	98	106	103	103	103
与联合合营公司的投资	85	292	287	287	287
其他资产	749	832	614	696	785
<b>非流动资产</b>	<b>5,939</b>	<b>8,507</b>	<b>8,016</b>	<b>7,717</b>	<b>7,455</b>
<b>总资产</b>	<b>10,875</b>	<b>13,223</b>	<b>11,891</b>	<b>12,345</b>	<b>12,878</b>
应付账款与其他流动负债	1,995	2,332	2,415	2,805	3,024
应付所得税	72	51	58	66	86
<b>流动负债总额</b>	<b>2,067</b>	<b>2,383</b>	<b>2,473</b>	<b>2,871</b>	<b>3,110</b>
长期经营租赁负债	1,915	2,286	2,134	1,608	1,203
长期融资租赁负债	28	40	39	39	39
其他负债	394	592	752	848	967
<b>非流动负债总额</b>	<b>2,337</b>	<b>2,918</b>	<b>2,924</b>	<b>2,495</b>	<b>2,209</b>
<b>负债总额</b>	<b>4,404</b>	<b>5,301</b>	<b>5,397</b>	<b>5,366</b>	<b>5,319</b>
可赎回非控股股权	12	14	13	13	13
股东权益	4	4	4	4	4
库存股份	-728	-803	-1,050	-1,050	-1,050
资本公积	4,658	4,695	4,402	4,402	4,402
未分配利润	2,105	2,892	2,318	2,792	3,360
累计其他综合收益	167	268	40	40	40
<b>股东权益总额</b>	<b>6,206</b>	<b>7,056</b>	<b>5,714</b>	<b>6,188</b>	<b>6,756</b>
非控股股权	253	852	766	778	790
<b>权益总额</b>	<b>6,459</b>	<b>7,908</b>	<b>6,480</b>	<b>6,966</b>	<b>7,546</b>
<b>负债、可赎回非控股股权及权益</b>	<b>10,875</b>	<b>13,223</b>	<b>11,891</b>	<b>12,345</b>	<b>12,878</b>

现金流量表

百万美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	813	1,023	505	638	756
折旧及摊销	450	516	451	1,181	1,151
股权激励开支	36	41	21	0	0
营运资金变动	-325	-418	374	-241	-293
其他	140	-31	290	14	31
<b>经营活动所产生现金</b>	<b>1,114</b>	<b>1,131</b>	<b>1,641</b>	<b>1,592</b>	<b>1,645</b>
资本支出	-419	-689	-767	-800	-800
其他	-2,690	-166	200	0	0
<b>投资活动所产生现金</b>	<b>-3,109</b>	<b>-855</b>	<b>-567</b>	<b>-800</b>	<b>-800</b>
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	-1,450	0	0
现金股息	-95	-203	-172	-153	-177
其他	-34	-35	-12	0	0
<b>融资活动所产生现金净额</b>	<b>2,058</b>	<b>-313</b>	<b>-1,634</b>	<b>-153</b>	<b>-177</b>
汇率影响	40	15	-33	0	0
<b>净现金流量</b>	<b>103</b>	<b>-22</b>	<b>-592</b>	<b>640</b>	<b>668</b>

利润表

百万美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	<b>8,263</b>	<b>9,853</b>	<b>10,773</b>	<b>12,968</b>	<b>14,649</b>
公司餐厅开支	-6,298	-7,734	-8,933	-10,672	-12,197
管理费用	-479	-564	-645	-955	-955
加盟开支	-65	-64	-36	-38	-43
与加盟店及联合合营公司往来交易的开支	-633	-649	-263	-322	-328
其他开支/收益	-66	-74	-192	-98	-98
<b>经调整经营利润</b>	<b>722</b>	<b>768</b>	<b>704</b>	<b>882</b>	<b>1,028</b>
一次性收益/费用	239	618	-1	0	0
<b>经营利润</b>	<b>961</b>	<b>1,386</b>	<b>703</b>	<b>882</b>	<b>1,028</b>
利息收入净额	43	60	47	42	68
投资收益(亏损)	104	-54	-17	0	0
<b>除所得税前收入</b>	<b>1,108</b>	<b>1,392</b>	<b>732</b>	<b>925</b>	<b>1,096</b>
所得税	-295	-369	-226	-287	-340
<b>净利润</b>	<b>813</b>	<b>1,023</b>	<b>506</b>	<b>638</b>	<b>756</b>
净利润-包括非控股股权	-29	-33	-16	-12	-12
<b>净利润-百胜中国</b>	<b>784</b>	<b>990</b>	<b>490</b>	<b>626</b>	<b>744</b>
<b>经调整净利润-百胜中国</b>	<b>615</b>	<b>526</b>	<b>489</b>	<b>626</b>	<b>744</b>
每股基本盈利(美元)	2.00	2.34	1.15	1.49	1.77
调整后每股基本盈利(美元)	1.59	1.26	1.15	1.49	1.77
每股股息(美元)	0.22	0.47	0.42	0.36	0.37

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>同比增长率变化</b>					
收入	-5.8%	19.2%	9.3%	20.4%	13.0%
经营利润	-19.9%	6.4%	-8.4%	25.4%	16.5%
净利润	-13.7%	-14.5%	-7.0%	28.0%	18.9%
调整后每股盈利	-16.5%	-21.1%	-8.3%	28.8%	18.9%
<b>利润率</b>					
餐厅利润率	14.8%	12.5%	11.4%	11.9%	11.5%
调整后经营利润率	8.7%	7.8%	6.5%	6.8%	7.0%
调整后净利润率	7.4%	5.3%	4.5%	4.8%	5.1%
<b>流动性</b>					
应收账款天数	4.1	3.1	3.0	3.3	3.3
存货天数	60.6	53.9	50.3	45.2	45.2
应付账款天数	226.3	228.9	228.0	212.2	211.6
现金周转天数	-161.5	-172.0	-174.6	-163.7	-163.1
<b>现金流与杠杆</b>					
自由现金流	447	469	566	749	767
净负债/权益	-17.9%	-14.4%	-8.4%	-17.0%	-24.5%
股息发放率	12.1%	20.5%	36.4%	24.4%	21.0%
股息率	0.5%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%
<b>回报分析</b>					
ROE	16.9%	14.2%	7.0%	9.5%	10.4%
资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.1	1.2
净利润率	9.8%	10.4%	4.7%	4.9%	5.2%
财务杠杆率	1.9	1.7	1.7	1.8	1.7
ROIC	12.6%	12.5%	5.7%	7.8%	9.9%
<b>估值(9987 HK)</b>					
市盈率	29.5x	37.4x	40.7x	31.6x	26.6x
市净率	3.2x	2.6x	3.1x	2.9x	2.6x

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
增持	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
减持	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/cms/hk/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