



百胜中国 (YUMC.US/9987.HK): 同店销售有望趋势性改善, 降本增效有望持续推进

在降本增效的帮助下, 百胜中国 3Q24 经营利润增长大超预期。凭借公司灵活的运营策略、高效的运营效率和强大的管理能力, 我们看到公司加大产品性价比的策略正在逐步见效, 同店销售有望趋势性改善, 而降本增效有望持续推进, 助力公司整体经营利润率保持稳定。另外, 公司宣布将 2024-2026 年股东回报从之前的 30 亿美金提升至 45 亿美金, 这将利好市场情绪的提振。基于 12x 2025 EV/EBITDA, 我们上调港股目标价至 479.7 港元, 上调美股目标价至 61.5 美元, 并都维持“买入”评级。

- 2025 年同店销售有望趋势性好转:** 管理层强调公司对系统销售以及同店销售增长同样重视, 这意味着公司未来将聚焦同店销售的持续改善。尽管管理层表示 4Q24 整体餐饮行业需求尚未见到显著改善的迹象, 收入仍面临压力, 但我们预计 4Q24 的同店销售有望保持 3Q24 的趋势, 同店交易数将持续录得正增长。同时, 我们预测肯德基的客单价将维持稳定, 而必胜客的客单价随着 WOW 门店占比的提升依然有一定下行压力。展望 2025 年, 在较低的基数下, 我们认为肯德基同店销售有望转正, 而必胜客的同店销售下滑幅度有望大幅收窄。
- 降本增效有望持续推进, 但效果可能边际减弱:** 尽管客单价同比持续下滑, 但在公司积极的降本增效措施下, 公司 3Q24 餐厅利润率同比持平, 整体经营利润率同比扩张 1.0ppt。我们预计这一趋势大概率将在 4Q24 维持, 且不排除 4Q24 经营利润率有同比提升的可能性。展望 2025 年, 我们预测降本增效的效果可能会边际减弱, 但随着客单价下滑幅度的收窄、同店销售趋势性改善, 我们不排除经营利润率可能在正向经营杠杆的帮助下依然有一定的上行空间。另外, 管理层也表示管理费用率中长期有望维持在 5% 以下的水平。
- 加快推进加盟业务发展利大于弊:** 公司计划加速推进加盟业务, 并预计未来几年, 加盟门店占肯德基以及必胜客净开店数的比例将分别达到 40%-50% (今年 YTD 为 27%) 以及 20%-30%。根据我们和市场的交流, 市场似乎对百胜加大加盟业务发展力度表现出一定的担忧。然而, 基于以下原因, 我们认为加大加盟业务的占比对公司利大于弊:
 - 加盟对百胜的直营门店起到补充作用, 并非将直营门店转化为加盟门店。因此, 发展加盟业务不会影响公司原有直营门店的开店计划, 却能对整体收入带来额外的增量。
 - 加盟商能够帮助公司更好地触达原本无法达到的区域或市场, 比如一些战略性的位置 (景点、火车站、高铁站等)、偏远地区以及低线城市, 从而触达更多消费者。
 - 更重要的是, 加盟业务成熟后的整体的经营利润率不比直营门店的经营利润率低。因此, 加盟门店占比的提升对公司整体的经营利润不会带来显著的负面影响。
 - 公司对加盟商有严格的管控, 并对加盟门店的运营给予极大的支持和持续的赋能。我们认为市场不需要过于担心加盟门店的运营质量及食品安全问题。
- 投资风险:** (1) 餐饮行业竞争加剧; (2) 消费力衰退; (3) 地缘政治恶化带来的风险。

林闻嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师

serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2024 年 11 月 5 日

百胜中国 (YUMC.US)

买入

目标价 (美元)	61.5
潜在升幅/降幅	+27.3%
目前股价 (美元)	48.3
52 周内股价区间 (美元)	28.5-51.7
总市值 (百万美元)	8,386
近 3 月日均成交额 (百万美元)	144.9

注: 截至 2024 年 11 月 4 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

百胜中国 (9987.HK)

买入

目标价 (港元)	479.7
潜在升幅/降幅	+24.3%
目前股价 (港元)	385.8
52 周内股价区间 (港元)	225.2-404.2
总市值 (百万港元)	146,859
近 3 月日均成交额 (百万港元)	209.0

注: 截至 2024 年 11 月 5 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究



图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,569	10,978	11,352	12,215	13,041
同比变动 (%)	-2.9%	14.7%	3.4%	7.6%	6.8%
股东应占净利	442	827	919	932	1,059
同比变动 (%)	-55.4%	87.1%	11.1%	1.5%	13.6%
PE (x) - 港股	53.1	25.7	21.5	20.4	17.9
PE (x) - 美股	52.0	25.2	21.0	19.9	17.5
EV/EBITDA (x)	14.5	11.6	9.9	9.2	8.4
ROE (%)	5.8%	12.5%	15.0%	15.1%	15.3%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 百胜中国

利润表

(百万美元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,569	10,978	11,352	12,215	13,041
同比	-2.9%	14.7%	3.4%	7.6%	6.8%
营业成本	-7,829	-8,701	-9,041	-9,733	-10,360
毛利	1,740	2,277	2,311	2,482	2,681
毛利率	18.2%	20.7%	20.4%	20.3%	20.6%
管理费用	-594	-638	-556	-588	-615
加盟费用	-34	-36	-38	-48	-58
其他经营收入及收益	-483	-497	-567	-601	-626
经营利润	629	1,106	1,149	1,245	1,382
经营利润率	6.6%	10.1%	10.1%	10.2%	10.6%
财务费用	84	169	134	135	186
其他营业外收入	-26	-49	60	0	0
利润总额	687	1,226	1,343	1,380	1,569
投资损益	-2	4	2	0	0
所得税	-207	-329	-357	-367	-417
所得税率	-30.1%	-26.8%	-26.6%	-26.6%	-26.6%
净利润	478	901	988	1,013	1,151
减：少数股东损益	36	74	69	81	92
归母净利润	442	827	919	932	1,059
归母净利率	4.6%	7.5%	8.1%	7.6%	8.1%
同比	-55.4%	87.1%	11.1%	1.5%	13.6%

资产负债表

(百万美元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,130	1,128	386	1,164	2,100
短期投资	2,022	1,472	1,472	1,472	1,472
应收款项	64	68	124	134	143
存货	417	424	372	400	426
预付款及其他流动资产	307	339	340	340	340
流动资产合计	3,940	3,431	2,694	3,510	4,481
固定资产	2,118	2,310	2,524	2,673	2,783
商誉	1,988	2,217	2,217	2,217	2,217
使用权资产	2,219	1,932	1,768	1,638	1,533
无形资产	159	150	143	136	131
附属机构投资	266	332	332	332	332
递延所得税资产	113	129	130	130	130
其他非流动资产	1,023	1,530	1,530	1,530	1,530
非流动资产合计	7,886	8,600	8,644	8,655	8,656
应付票据及应付账款	727	786	600	660	726
租赁负债	448	426	426	426	426
资本性支出	181	226	226	226	226
应付人工成本及福利	285	299	299	299	299
合同负债	182	196	196	196	196
累计营销费用	72	51	51	51	51
应付税款	68	90	90	90	90
其他流动负债	203	348	348	348	348
流动负债合计	2,166	2,422	2,236	2,296	2,362
租赁负债	1,906	1,899	1,899	1,899	1,899
资本性租赁负债	42	44	45	45	45
其他负债	552	547	550	550	550
非流动负债合计	2,500	2,490	2,494	2,494	2,494
股本	4,394	4,324	3,074	3,074	3,074
储备	2,088	2,081	2,754	3,439	4,252
可赎回股本	12	13	13	13	13
少数股东权益	666	701	770	851	943
所有者权益合计	7,160	7,119	6,611	7,378	8,283

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、公司数据、浦银国际预测

现金流量表

(百万美元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	478	901	988	1,013	1,151
固定资产折旧	602	453	615	578	519
使用权资产折旧	435	404	414	381	354
闭店及减值费用	32	29	31	32	34
转加盟收益	0	0	0	0	0
递延税务	-20	0	-1	0	0
附属机构收入	7	7	60	0	0
股权激励支出	42	64	0	0	0
金融工具估值	26	49	-60	0	0
存货的减少	-19	-19	52	-28	-26
经营性应收项目的减少	206	-41	-57	-9	-9
经营性应付项目的增加	-380	-323	-186	60	66
税务费用	25	25	0	0	0
其他	-21	-76	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	1,413	1,473	1,856	2,026	2,090
资本开支	-679	-710	-824	-720	-624
投资支付的现金和结构性存款	176	-18	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-23	-20	0	0	0
其他	4	5	-281	-282	-284
投资活动产生的现金流量净额	-522	-743	-1,105	-1,002	-909
资本性租赁负债支付的现金	-2	264	1	0	0
出售股份收取现金	-466	-613	-1,250	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-202	-293	-246	-246	-246
其他	-61	26	3	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-731	-616	-1,492	-246	-246
外汇损益	-53	-16	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	47	14	-742	778	936
期初现金及现金等价物余额	1,136	1,130	1,128	386	1,164
期末现金及现金等价物余额	1,130	1,128	386	1,164	2,100

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (美元)					
摊薄每股收益	0.9	1.9	2.3	2.4	2.8
每股销售额	22.5	26.1	28.4	31.7	33.9
每股股息	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
同比变动					
收入	-2.9%	14.7%	3.4%	7.6%	6.8%
经营溢利	-54.6%	-54.6%	75.8%	3.9%	8.4%
归母净利润	-55.4%	87.1%	11.1%	1.5%	13.6%
费用与利润率					
毛利率	18.2%	20.7%	20.4%	20.3%	20.6%
经营利润率	6.6%	10.1%	10.1%	10.2%	10.6%
归母净利率	4.6%	7.5%	8.1%	7.6%	8.1%
回报率					
平均股本回报率	5.8%	12.5%	15.0%	15.1%	15.3%
平均资产回报率	3.8%	7.6%	8.5%	8.6%	9.1%
资产效率					
应收账款周转天数	3.0	4.0	4.0	4.0	4.0
库存周转天数	19.0	15.0	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	33.7	30.2	30.2	30.2	30.2
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.8	1.4	1.2	1.5	1.9
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2
负债/权益	65.2%	69.0%	71.6%	64.9%	58.6%
估值					
市盈率 (x)-港股	53.1	25.7	21.5	20.4	17.9
市盈率 (x)-美股	52.0	25.2	21.0	19.9	17.5
市销率 (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
股息率	7.8%	8.9%	10.4%	10.4%	10.4%

图表 2: 肯德基与必胜客的同店销售、同店客流以及客单价同比变化, 1Q23-3Q24

	肯德基						
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
同店销售变化	8%	15%	4%	3%	-2%	-3%	-2%
同店客流变化	6%	21%	9%	16%	4%	4%	1%
客单价变化	2%	-5%	-5%	-11%	-6%	-7%	-3%

	必胜客						
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
同店销售变化	7%	13%	2%	6%	-5%	-8%	-6%
同店客流变化	13%	27%	12%	15%	8%	2%	4%
客单价变化	-5%	-11%	-9%	-8%	-12%	-9%	-9%

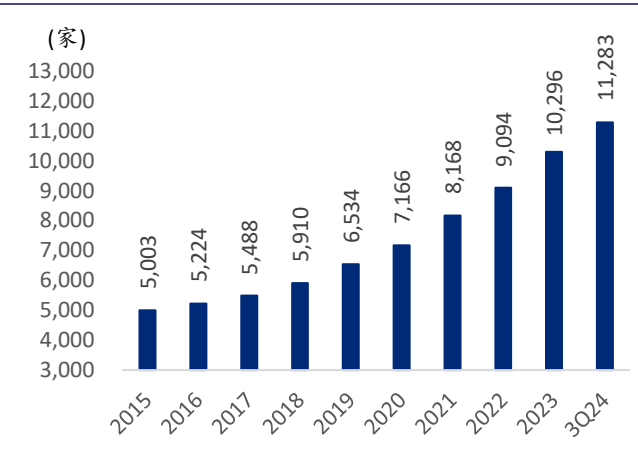
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 肯德基与必胜客 3Q23 及 3Q24 主要指标表现

	肯德基		必胜客		整体	
	3Q23	3Q24	3Q23	3Q24	3Q23	3Q24
系统销售额同比增长	15%	6%	13%	2%	15%	4%
同店销售增长	4%	-2%	2%	-6%	4%	-3%
食品及包装物占收入比率	30.9%	31.3%	31.6%	33.3%	31.1%	31.7%
薪金及雇员福利占收入比率	24.5%	24.5%	28.3%	27.6%	25.3%	25.1%
物业租金及其他经营开支占收入比率	26.0%	25.8%	27.4%	26.4%	26.5%	26.1%
餐厅利润率	18.6%	18.3%	12.7%	12.8%	17.0%	17.0%
经营利润率	15.6%	15.7%	7.8%	8.6%	11.1%	12.1%

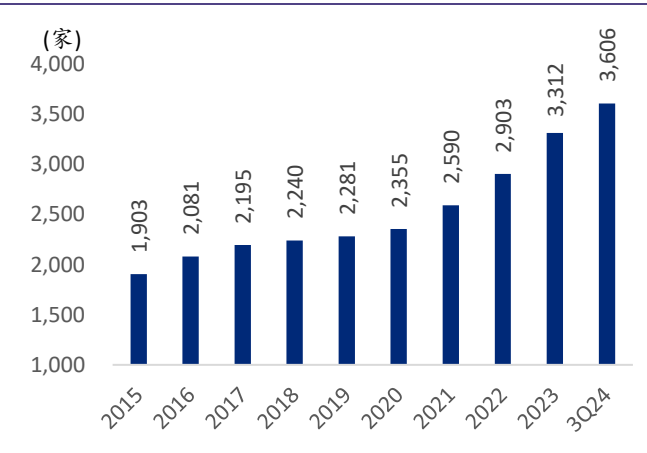
资料来源: 浦银国际

图表 4: 肯德基餐厅数



资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 5: 必胜客餐厅数



资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 6：百胜中国 1Q24-3Q24 利润表现及 4Q24 盈利预测

(百万美元)	1Q23	1Q24	YoY	2Q23	2Q24	YoY	3Q23	3Q24	YoY	4Q23	4Q24E	YoY
总收入	2,917	2,958	1%	2,654	2,679	1%	2,914	3,071	5%	2,493	2,644	6%
公司餐厅成本	-2,209	-2,301	4%	-2,113	-2,137	1%	-2,289	-2,401	5%	-2,090	-2,202	5%
-食品及包装物	-835	-896	7%	-773	-797	3%	-858	-918	7%	-758	-821	8%
-薪金及雇员福利	-683	-708	4%	-665	-666	0%	-699	-728	4%	-678	-706	4%
-物业租金及其他经营开支	-691	-697	1%	-675	-674	0%	-732	-755	3%	-654	-675	3%
毛利润	708	657	-7%	541	542	0%	625	670	7%	403	442	10%
毛利率	24.3%	22.2%		20.4%	20.2%		21.4%	21.8%		16.2%	16.7%	
经营费用	-292	-283	-3%	-284	-276	-3%	-302	-299	-1%	-293	-303	4%
-管理费用	-163	-140	-14%	-153	-133	-13%	-169	-139	-18%	-153	-144	-6%
-加盟开支	-10	-10	0%	-9	-9	0%	-9	-10	11%	-8	-9	17%
-与加盟店往来开支	-91	-104	14%	-84	-92	10%	-95	-110	16%	-86	-98	14%
-其他支出及收入	-28	-29	4%	-38	-42	11%	-29	-40	38%	-46	-52	12%
经营利润	416	374	-10%	257	266	4%	323	371	15%	110	138	26%
经营利润率	14.3%	12.6%		9.7%	9.9%		11.1%	12.1%		4.4%	5.2%	
利息收入	38	38	0%	40	31	-23%	46	31	-33%	45	34	-25%
投资收入	-17	8	n.m.	-11	8	n.m.	-4	34	n.m.	-17	10	n.m.
税前利润	437	420	-4%	286	305	7%	365	436	19%	138	182	32%
所得税	-125	-113	-10%	-71	-77	8%	-100	-119	19%	-33	-48	46%
权益法核算的投资损益	1	0	-100%	-1	0	-100%	2	2	0%	2	0	-100%
净利润	313	307	-2%	214	228	7%	267	319	19%	107	134	25%
净利率	10.7%	10.4%		8.1%	8.5%		9.2%	10.4%		4.3%	5.1%	
少数股东权益	-24	-20	-17%	-17	-16	-6%	-23	-22	-4%	-10	-11	12%
归母净利润	289	287	-1%	197	212	8%	244	297	22%	97	123	27%
归母净利率	9.9%	9.7%		7.4%	7.9%		8.4%	9.7%		3.9%	4.6%	

E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

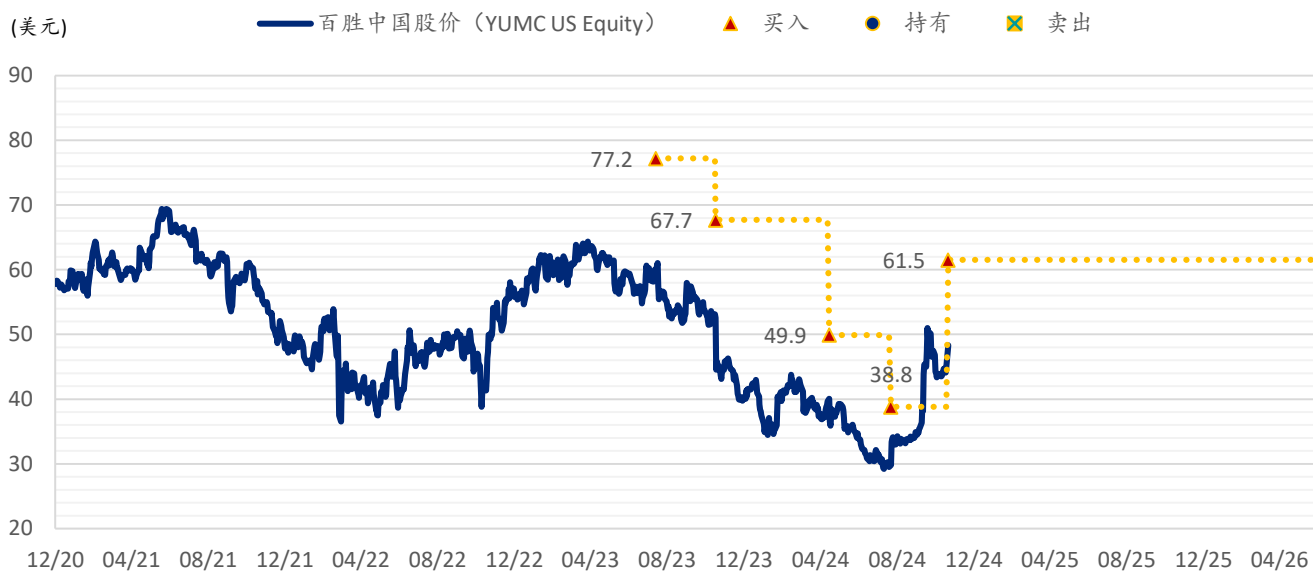
图表 7: SPDBI 财务预测变动: 百胜中国 (YUMC.US/9987.HK)

(百万美元)	2024E	2025E	2026E
营业收入			
旧预测	11,296	12,251	13,220
新预测	11,352	12,215	13,041
变动	0.5%	-0.3%	-1.4%
归母净利润			
旧预测	867	957	1,108
新预测	919	932	1,059
变动	6.0%	-2.6%	-4.4%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 8: SPDBI 目标价: 百胜中国 (YUMC.US)



注: 截至 2024 年 11 月 4 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: SPDBI 目标价: 百胜中国 (9987.HK)



注: 截至 2024 年 11 月 5 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: SPDBI 消费行业覆盖公司

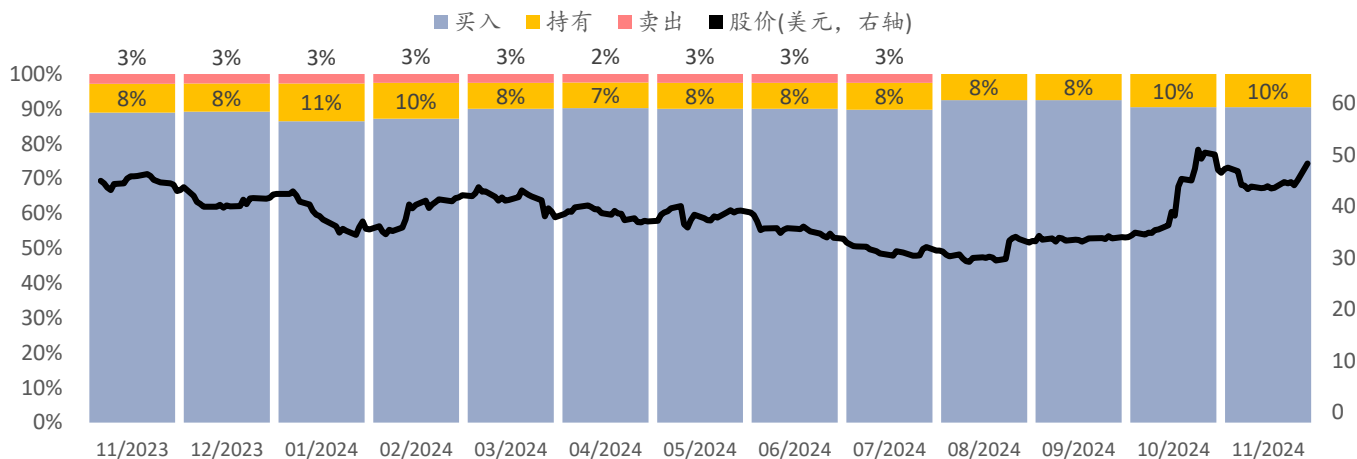
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	17.0	持有	15.94	2024 年 10 月 23 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	87.7	买入	119.8	2024 年 10 月 11 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024 年 8 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.7	买入	3.07	2024 年 10 月 24 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.6	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	48.3	买入	61.5	2024 年 11 月 5 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	385.8	买入	479.7	2024 年 11 月 5 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	16.6	买入	19.5	2024 年 10 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.3	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	17.0	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	3.7	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	24.6	买入	34.1	2024 年 11 月 4 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	30.6	买入	29.7	2024 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	62.0	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.5	买入	9.85	2024 年 10 月 31 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	52.6	持有	58.4	2024 年 10 月 30 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	69.5	持有	70.6	2024 年 10 月 30 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.3	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.1	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	18.4	买入	16.2	2024 年 8 月 29 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.7	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.9	买入	5.21	2024 年 9 月 3 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.1	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	17.0	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.4	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.9	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	4.4	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	70.6	买入	78.9	2024 年 10 月 23 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	97.2	买入	115.0	2024 年 10 月 25 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	55.4	买入	52.0	2024 年 7 月 2 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	60.3	持有	62.1	2024 年 10 月 31 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	54.8	持有	55.5	2024 年 10 月 25 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	26.3	买入	24.0	2024 年 8 月 30 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	29.0	买入	28.0	2024 年 8 月 21 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	36.8	买入	35.4	2024 年 8 月 21 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	27.3	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.7	持有	15.5	2024 年 10 月 31 日	酒店

注: 美股截至 2024 年 11 月 4 日, 港股和 A 股截至 2024 年 11 月 5 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

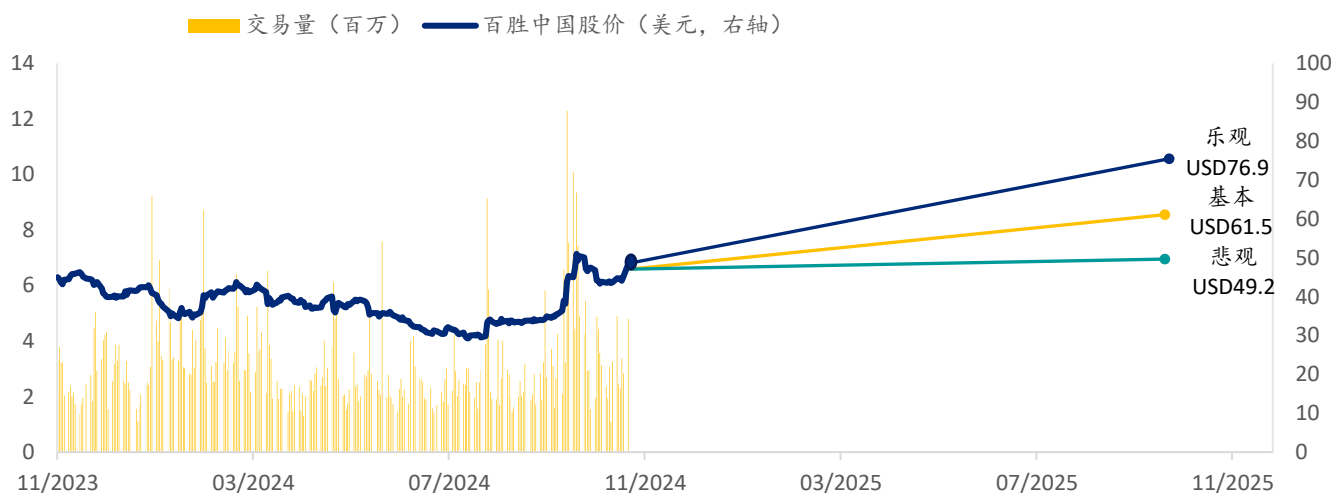
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 11: 百胜中国 (YUMC.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: 百胜中国 (YUMC.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: 76.9 美元

概率: 25%

- 2025 年肯德基收入提升超 15%;
- 2025 年肯德基门店增长 1400 家;
- 2025 年毛利率同比持平。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 49.2 美元

概率: 20%

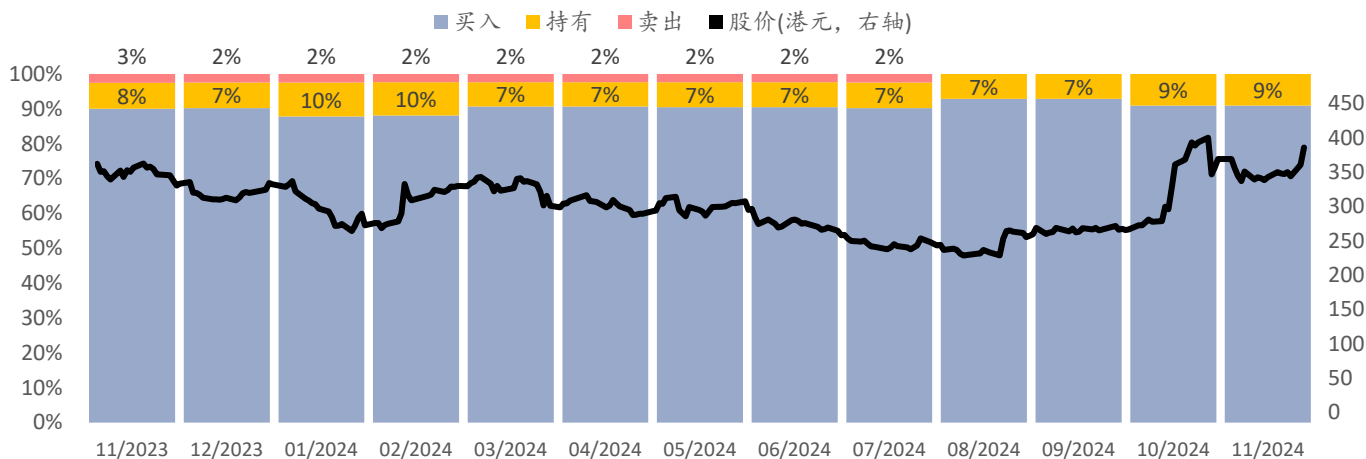
- 2025 年肯德基收入持平;
- 2025 年肯德基门店增长 1000 家;
- 2025 年毛利率同比下降 20bps。

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际预测

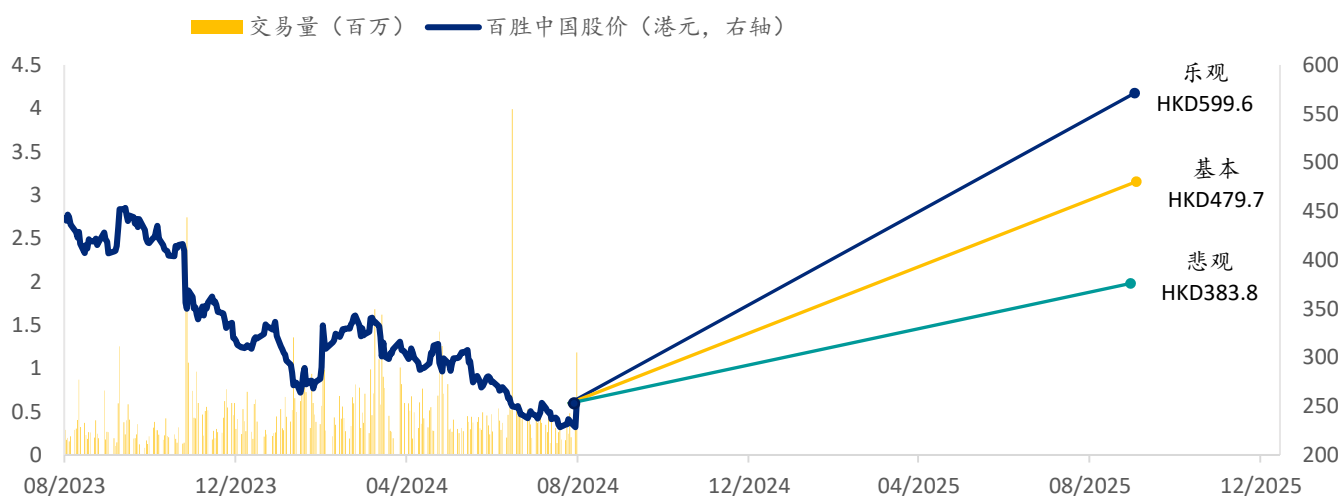
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 13: 百胜中国 (9987.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 14: 百胜中国 (9987.HK) 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: 599.6 港元
概率: 25%

- 2025 年肯德基收入提升超 15%;
- 2025 年肯德基门店增长 1400 家;
- 2025 年毛利率同比持平。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 383.8 港元
概率: 20%

- 2025 年肯德基收入持平;
- 2025 年肯德基门店增长 1000 家;
- 2025 年毛利率同比下降 20bps。

E=浦银国际预测

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个人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

