

公司研究

创新增长策略成效显著，股东回馈再加码

——百胜中国（9987.HK）跟踪报告

要点

事件：百胜中国 24Q3 公司实现营收 30.7 亿美元，同比+5%（或+4%，按固定汇率）；实现归母净利润 2.97 亿美元，同比+22%（或+21%，按固定汇率）。

Q3 同店销售额降幅环比收窄，逐步提升新店加盟占比。门店经营方面，24Q3 系统销售额同比+4%（KFC/必胜客分别同比+6%/+2%）；同店销售额同比-3%（KFC/必胜客分别同比-2%/-6%），其中 KFC/必胜客同店交易量分别同比+1%/+4%。24Q3 同店销售额降幅环比收窄（24Q2 同店销售额同比-4%），其中 KFC 主要系客单价同比降幅收窄，促销力度逐步合理化；必胜客主要系客流量同比增幅扩大，公司推出的低价披萨、单人餐等吸引了注重性价比的消费者，提升了客流量。

开店方面，24 年前三季度净增加 1217 家门店；其中 24Q3 净增 438 家门店（KFC/必胜客分别为+352/+102 家），整体开店速度较 24Q2 加快（24Q2 净增加 401 家）；期末餐厅总数 15861 家（KFC/必胜客分别为 11283/3606 家）。

可比餐厅利润率同比改善，三年股东回馈金额提升 50%。24Q3 食品及包装物占餐厅收入比例为 31.7%，同比+0.6pct，主要系促销带来成本上升；薪金及雇员福利占餐厅收入比例为 25.1%，同比-0.2pct，主要系公司运营效率的提升；租金及其他成本占餐厅收入比例为 26.2%，同比-0.4pct，主要系营销及广告投放效率提升等。综合来看，24Q3 餐厅利润率 17.0%，同比基本持平（KFC/必胜客分别为 18.3%/12.8%，分别同比-0.3/+0.1pct）；若剔除 1,500 万美元影响餐厅层面可比性的项目，24Q3 餐厅利润率同比+0.5pct。此外公司宣布将 2024-2026 年股东回馈金额从 30 亿美元提升至 45 亿美元，加码股东回报。

战略重要转型，加码加盟、小店模型和肯悦咖啡。24 年以来，百胜中国在门店运营方面进行了重大转型，包括提升加盟店占比、推出必胜客 WOW 店、肯德基小镇 Mini 店、肯悦咖啡。未来几年加盟店占比将进一步提升，肯德基净新增门店中加盟店占比将提升至 40%-50%，必胜客该占比将提升至 20%-30%。肯德基小镇 Mini 店和必胜客 WOW 店以其较低的投资门槛和更优的单店模型实现较快扩张。主打高性价比的肯悦咖啡门店数从 3 月的 100 家快速增长至目前的约 500 家，预计年底将扩张至 600 家，预计对肯德基门店同店销售额有单位数的拉动。

盈利预测、估值与评级：考虑到运营效率提升较快，我们上调公司 2024-2026 年归母净利润预测分别至 8.95/9.57/10.51 亿美元（分别上调 4%/3%/2%）。当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别 21x/19x/18x，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险，食品安全风险，汇率波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万美元）	9,569	10,978	11,309	12,239	13,206
营业收入增长率	-2.9%	14.7%	3.0%	8.2%	7.9%
归母净利润（百万美元）	442	827	895	957	1,051
归母净利润增长率	-55.4%	87.1%	8.2%	6.9%	9.8%
EPS（美元）	1.06	2.03	2.35	2.51	2.76
P/E	46	24	21	19	18

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-12（注：USD/HKD=7.8040；2022-2024 年公司总股本数分别为 4.19/4.07/3.81 亿股）

买入（维持）

当前价：378.00 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

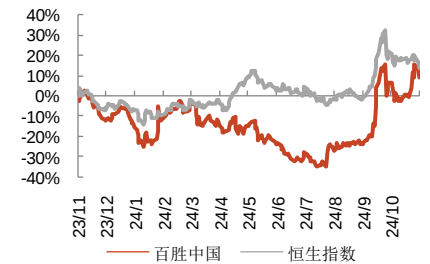
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.81
总市值(亿港元)	1,438.58
一年最低/最高(港元)	224.15/404.20
近 3 月换手率	961.50%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.72	17.65	-4.85
绝对	2.65	33.47	9.04

资料来源：Wind

相关研报

重视性价比，持续推动效率提升——百胜中国（9987.HK）2024 年半年报点评（2024-08-07）
高基数下增长放缓，长期增长韧性仍在——百胜中国（9987.HK）2024 年一季报点评（2024-05-01）

目 录

1、24Q3 业绩超预期，同店销售额降幅收窄	3
2、可比餐厅利润率同比改善，三年股东回馈金额提升 50%.....	4
3、战略重要转型，加码加盟、小店模型和肯悦咖啡	5
3.1 逐步提升加盟比例，作为现有业务的补充	5
3.2 推广小店模型，开拓低线市场.....	6
3.3 肯悦咖啡扩张迅速，拉动 KFC 同店销售额增速	7
4、风险分析.....	8

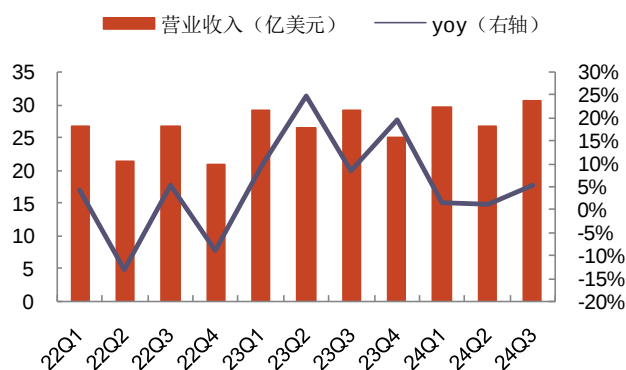
图目录

图 1：22Q1-24Q3 百胜中国单季度营业收入及增速	3
图 2：22Q1-24Q3 百胜中国单季度归母净利润及增速	3
图 3：22Q1-24Q3KFC 单季度同店增速及量价拆分	3
图 4：22Q1-24Q3 必胜客单季度同店增速及量价拆分	3
图 5：20Q1-24Q3 百胜中国主要品牌期末门店数（家）	4
图 6：20Q1-24Q3 百胜中国单季度门店净增加数（家）	4
图 7：20Q1-24Q3 单季度餐厅三大开支占比.....	4
图 8：20Q1-24Q3 单季度餐厅利润率变化	4
图 9：2017-24Q3 百胜中国股东回报金额（百万美元）	5
图 10：肯德基、必胜客新店中加盟店数量占比.....	5
图 11：肯德基、必胜客总店中加盟店数量占比.....	5
图 12：位于特殊渠道的 KFC 加盟店.....	6
图 13：位于小镇和偏远地区的 KFC 加盟店.....	6
图 14：加盟业务收入利润确认示意图	6
图 15：必胜客 WOW 店菜单.....	7
图 16：必胜客 WOW 店门头.....	7
图 17：肯悦咖啡热门产品	7
图 18：肯悦咖啡与肯德基门店“肩并肩”	7

1、24Q3 业绩超预期，同店销售额降幅收窄

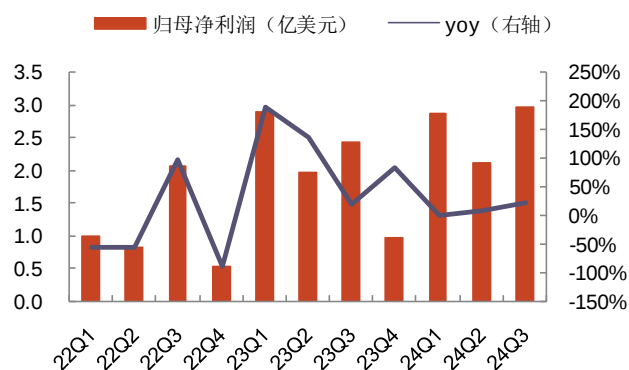
公司发布 2024 年三季报，24Q3 百胜中国实现营收 30.7 亿美元，同比+5%（或+4%，按固定汇率）；实现归母净利润 2.97 亿美元，同比+22%（或+21%，按固定汇率），业绩表现超市场预期。

图 1：22Q1-24Q3 百胜中国单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

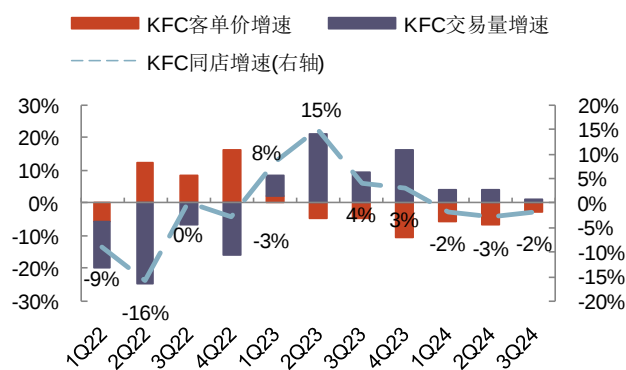
图 2：22Q1-24Q3 百胜中国单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

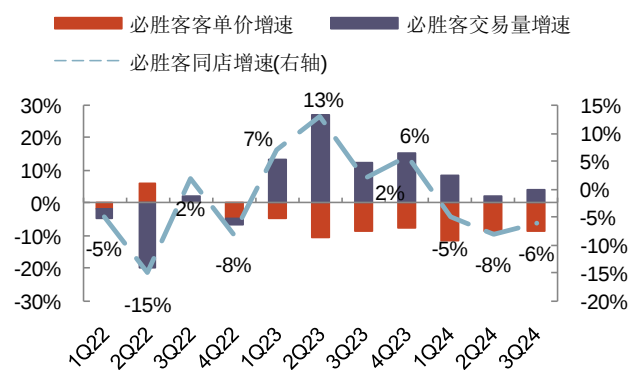
Q3 同店销售额降幅环比收窄，交易量持续正增长。门店经营方面，24Q3 系统销售额同比+4%（KFC/必胜客分别同比+6%/+2%）；同店销售额同比-3%（KFC/必胜客分别同比-2%/-6%），其中 KFC/必胜客同店交易量分别同比+1%/+4%，已连续 7 个季度实现了同店交易量的增长。24Q3 同店销售额同比降幅环比收窄（24Q2 同店销售额同比-4%），其中 KFC 主要系客单价同比降幅收窄，促销力度逐步合理化；必胜客主要系客流量同比增幅扩大，公司推出的低价披萨、单人餐等吸引了注重性价比的消费者，提升了客流量。

图 3：22Q1-24Q3KFC 单季度同店增速及量价拆分



资料来源：公司公告，光大证券研究所 注：同店增速代指同店销售额增长，即公司系统内于之前财政年度第一日前营业的全部餐厅的食品销售额之估计百分比变动，不包括餐厅门店暂时停业的期间，下同。

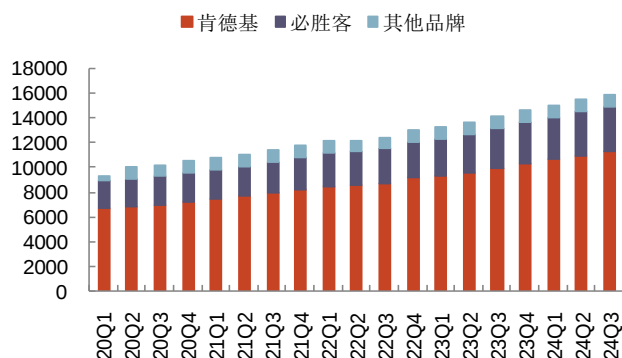
图 4：22Q1-24Q3 必胜客单季度同店增速及量价拆分



资料来源：公司公告，光大证券研究所

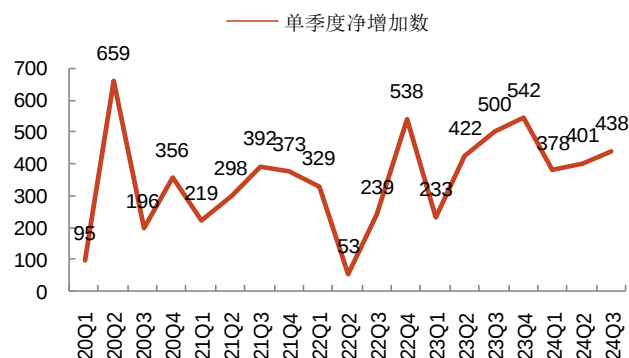
24Q3 开店环比加速，24 年净增店数指引不变。开店方面，24 年前三季度净增加 1217 家门店；其中 24Q3 净增 438 家门店（KFC/必胜客分别为+352/+102 家），整体开店速度较 24Q2 加快（24Q2 净增加 401 家）；期末餐厅总数 15861 家（KFC/必胜客分别为 11283/3606 家）。公司仍维持 2024 年净增加 1500-1700 家门店的指引。

图 5: 20Q1-24Q3 百胜中国主要品牌期末门店数 (家)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 6: 20Q1-24Q3 百胜中国单季度门店净增加数 (家)



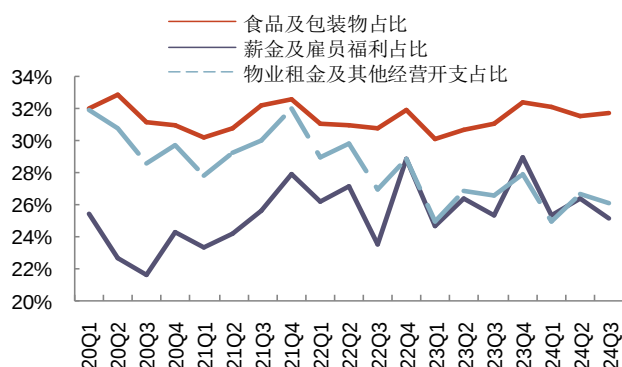
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

2、可比餐厅利润率同比改善，三年股东回馈金额提升 50%

2024 年前三季度, 公司食品及包装物占餐厅收入比例为 31.8%, 同比+1.2pcts; 薪金及雇员福利占餐厅收入比例为 25.6%, 同比+0.2pct; 物业租金及其他经营开支占餐厅收入比例为 25.8%, 同比-0.3pct。

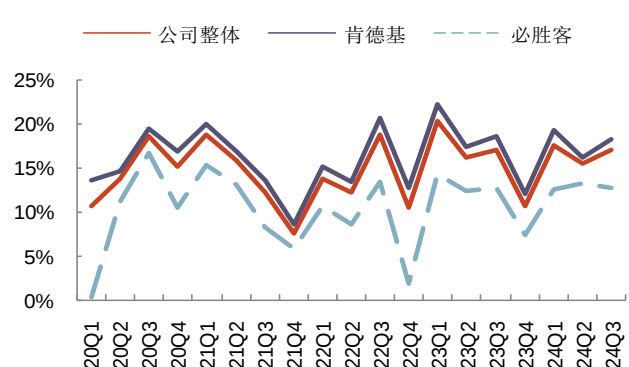
24Q3 食品及包装物占餐厅收入比例为 31.7%, 同比+0.6pct, 主要系促销带来成本上升; 薪金及雇员福利占餐厅收入比例为 25.1%, 同比-0.2pct, 主要系公司运营效率的提升; 租金及其他成本占餐厅收入比例为 26.2%, 同比-0.4pct, 主要系其他成本中营销及广告投放效率提升等。综合来看, 24Q3 餐厅利润率 17.0%, 同比基本持平 (KFC/ 必胜客分别为 18.3%/12.8%, 分别同比 -0.3/+0.1pct); 若剔除 1,500 万美元影响餐厅层面可比性的项目, 24Q3 餐厅利润率同比+0.5pct。

图 7: 20Q1-24Q3 单季度餐厅三大开支占比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 8: 20Q1-24Q3 单季度餐厅利润率变化



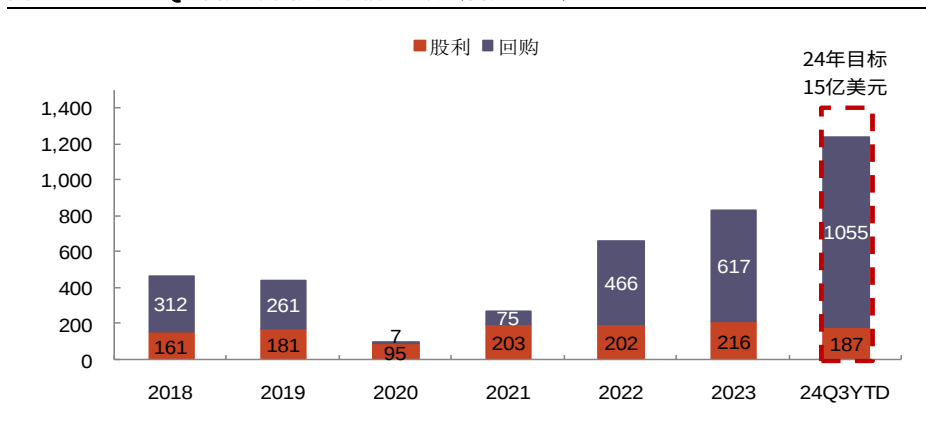
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

受管理费用率下降（由于运营效率提升和今年较低的绩效基础薪酬等因素）和投资收益增加（由于投资美团点评带来的公允价值变动收益增加）影响, 24Q3 公司经营利润率为 12.1%, 同比+1.0pct。

此外公司宣布将 2024-2026 年股东回馈金额从 30 亿美元提升至 45 亿美元, 加码股东回报。其中 2024 年股利和回购预计合计回馈股东 15 亿美元, 按 24 年

11月12日市值计算，股东年化收益率约8.1%（按USD/HKD=7.8040换算）。

图9：2017-24Q3 百胜中国股东回报金额（百万美元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

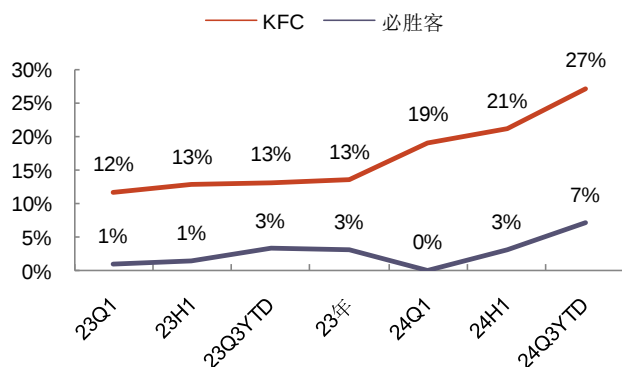
3、战略重要转型，加码加盟、小店模型和肯悦咖啡

24年以来，百胜中国在门店运营方面进行了重大转型，包括提升加盟店占比、推出必胜客 WOW 店、肯德基小镇 Mini 店，进一步发展肯悦咖啡，核心在于优化门店资本开支、实现区域扩张和迎合性价比的消费趋势。

3.1 逐步提升加盟比例，作为现有业务的补充

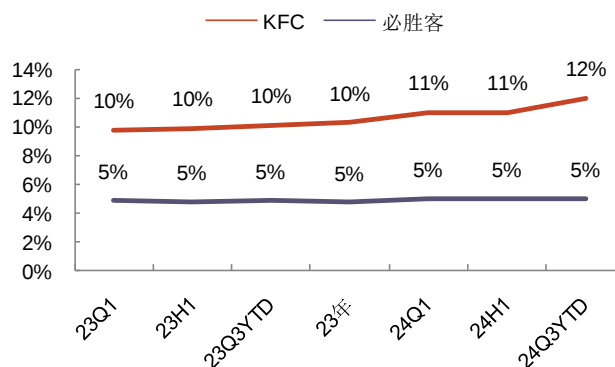
24Q3 肯德基新店中加盟店占比超预期，后续将逐步提升加盟门店占比。24年前三季度 KFC/必胜客新店中加盟店占比分别为 27%/7%，KFC 新店加盟数量占比超出之前 15%-20%占比的指引。24年三季度报中公司宣布，预计在未来几年，肯德基的净新增门店中，加盟店的比例将逐步提升至 40%-50%，必胜客则提升至 20%-30%。

图 10：肯德基、必胜客新店中加盟店数量占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 11：肯德基、必胜客总店中加盟店数量占比

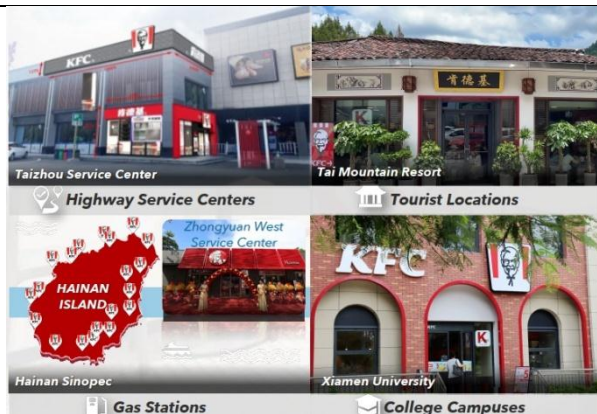


资料来源：公司公告，光大证券研究所

加盟店拓宽公司触达范围，借助加盟商资源实现扩张。在提升加盟门店占比的同时，公司表示并不会因此放缓直营门店的开拓。原因在于，加盟店主要位于特殊渠道（如高速公路服务区、高校、景区等）、偏远地区（如拉萨）、小镇，此类

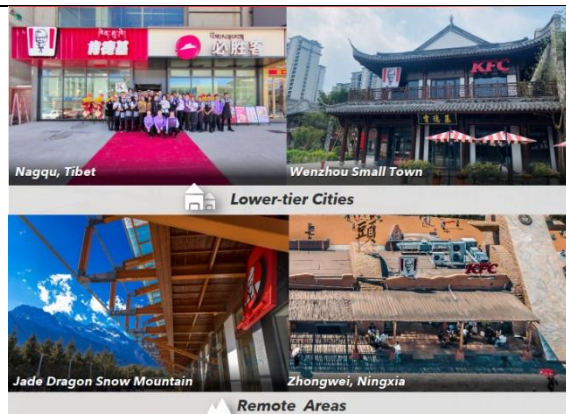
地区直营需要的管理半径较大，且较难依靠自身资源切入，也与现有门店重合度较低。

图 12：位于特殊渠道的 KFC 加盟店



资料来源：百胜中国 2023 年 9 月投资者交流日材料，光大证券研究所

图 13：位于小镇和偏远地区的 KFC 加盟店

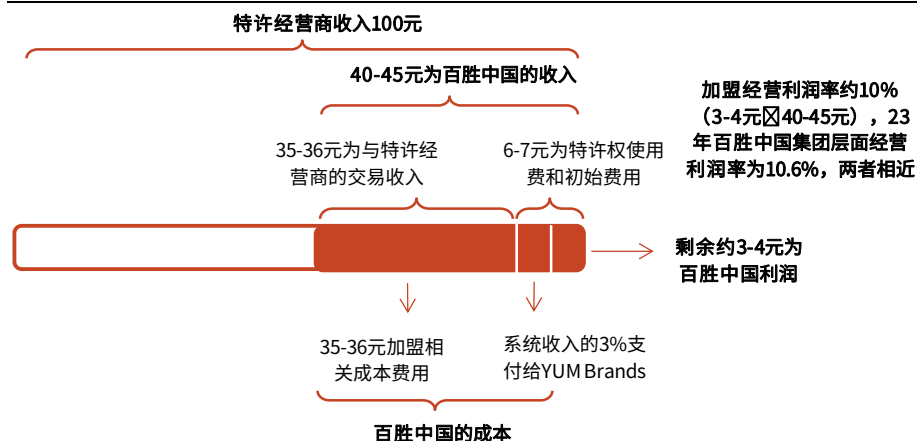


资料来源：百胜中国 2023 年 9 月投资者交流日材料，光大证券研究所

从加盟商的选择来看，比起茶饮小吃等品牌海量的“个体户”加盟，公司更倾向于选择“优质加盟商”。公司要求此类渠道加盟商“具备充足的资金实力、在某些渠道或地区拥有大量自有物业或场地资源、具备运营多家餐厅的统筹管理能力”。公司可借助加盟商的资源，覆盖更广阔的市场。

从加盟店收入利润贡献来看，其收入的 40%-45%确认为百胜中国的收入（包括 6%-7%的特许权使用费和初始费用和 35%-36%的与特许经营商交易的收入），成本端需支付系统收入的 3%作为特许经营费给 YUM Brands，加盟业务经营利润率预计与集团层面经营利润率相当。后续公司计划与加盟商同享效率提升后带来的额外利润，具体分成情况建议后续关注。

图 14：加盟业务收入利润确认示意图



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.2 推广小店模型，开拓低线市场

对于加盟模式来说，推出投资成本较低且易于复制的店铺模型更容易吸引潜在加盟商。24 年 4 月，肯德基推出了投资门槛较低的小镇 Mini 店，其开店资本支出不到 50 万元人民币，约为传统店型的三分之一。Mini 店不仅投资较低，菜单也更加简化，仅有 20-30 个 SKU，主要在低线城市推广。考虑到低线城市人工成

本和租金成本较低，该模型投资回收期较优，小店利润率通常也高于大店。目前公司已拥有超过 100 家小镇 Mini 店。

同样的，必胜客在 24 年 5 月推出 WOW 店，自推出以来快速扩张。公司在 5 月开始尝试必胜客 WOW 店，针对年轻人以及高价格敏感群体推出了一系列入门款价格产品，契合了当下消费降级环境下的需求。WOW 门店投资轻量，短期以改造老店为主，于 11 月开设第一家新店（非改造）；目前共有 WOW 门店约 150 家，覆盖全国 10 个省份，从一线城市到小镇均有覆盖，预计年底 WOW 门店数将达到 200 家。

图 15：必胜客 WOW 店菜单



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 16：必胜客 WOW 店门头



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.3 肯悦咖啡扩张迅速，拉动 KFC 同店销售额增速

迎合性价比趋势，提升协同效应。同样主打高性价比的肯悦咖啡门店数从 3 月的 100 家快速增长至目前的约 500 家，预计年底将扩张至 600 家。轻量投资+极致性价比的组合下，肯悦咖啡有望在不同线城市尤其是低线城市进行快速扩张。根据公司观察，肯悦咖啡预计对肯德基门店同店销售额有单位数的拉动，协同效应逐步显现。

肯悦咖啡凭借其高性价比的创意咖啡产品出圈，明星产品包括气泡大咖、奇迹瑰夏、浓萃系列、缤纷雪顶以及咖啡师手摇等，以 9.9 元的亲民价格提供给消费者。

图 17：肯悦咖啡热门产品



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 18：肯悦咖啡与肯德基门店“肩并肩”



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4、风险分析

行业竞争加剧风险

行业需求疲软下，餐饮企业价格竞争容易加剧，可能导致公司客单价下滑，影响其收入表现。

食品安全风险

餐饮行业生产供应链较长，公司无法完全避免因不可预知原因导致的食物质量问题，食品安全事件将给公司形象带来负面影响。

汇率波动风险

公司业务主要分布于中国，采用人民币计价，而公司报表按美元计算，当汇率出现波动时，会对公司盈利造成一定影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,569	10,978	11,309	12,239	13,206
公司餐厅开支	-7,829	-8,701	-8,993	-9,650	-10,368
其他收益	-94	-	-	-	-
运营成本及其他开支	-1,017	-1,171	-1,155	-1,250	-1,349
经营利润	629	1,106	1,162	1,338	1,490
利息收入 (支出)	84	169	136	125	123
投资收入 (亏损)	-26	-49	40	-30	-30
税前利润	687	1,226	1,337	1,433	1,583
所得税开支	-207	-329	-361	-387	-427
净利润	478	901	976	1,046	1,155
少数股东损益	36	74	81	90	105
归母净利润	442	827	895	957	1,051
资产负债表 (百万美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产总额	11,826	12,031	12,364	13,184	13,939
现金及现金等价物	1,130	1,128	1,374	2,016	2,148
应收款项合计	64	68	87	81	100
存货	417	424	527	459	619
其他短期投资	2,022	1,472	1,472	1,472	1,472
待摊费用及其他流动资产	307	339	339	339	339
流动资产合计	3,940	3,431	3,799	4,367	4,678
固定资产净值	2,118	2,310	2,248	2,500	2,945
使用权资产	2,219	2,217	2,209	2,204	2,199
商誉	1,988	1,932	1,932	1,932	1,932
无形资产	159	150	185	190	194
长期定存投资	680	1,265	1,265	1,265	1,265
于联营合营公司的投资	361	332	332	332	332
递延所得税资产	113	129	129	129	129
其他非流动资产	248	265	265	265	265
非流动资产合计	7,886	8,600	8,565	8,817	9,261
负债总额	4,666	4,912	4,969	5,251	5,321
贸易及其他应付款项	727	863	811	986	945
应付税项	68	90	99	106	117
其他流动负债	1,371	1,469	1,469	1,469	1,469
流动负债合计	2,166	2,422	2,379	2,561	2,531
长期租赁负债	1,948	1,943	2,043	2,143	2,243
递延所得税负债	390	390	390	390	390
其他负债	162	157	157	157	157
非流动负债合计	2,500	2,490	2,590	2,690	2,790
权益总额	7,160	7,119	7,395	7,933	8,618
普通股股本	4	4	4	4	4
库存股	-	-	-	-	-
未分配利润和储备	6,478	6,401	6,596	7,044	7,624
百胜中国控股股东权益总额	6,482	6,405	6,600	7,048	7,628
少数股东权益	666	701	782	872	977

可赎回少数股东权益	12	13	13	13	13
现金流量表 (百万美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,413	1,473	1,418	1,998	1,747
净利润	478	901	976	1,046	1,155
折旧和摊销	602	453	589	642	716
营运资本变动	-85	125	-173	249	-221
融资成本	-84	-169	-136	-125	-123
支付所得税	-207	-329	-361	-387	-427
其他非现金调整	709	492	523	572	647
投资活动现金流	-522	-743	-438	-606	-841.2
资本支出	-679	-710	-420	-588	-823.2
其他投资活动现金流	157	-33	-18	-18	-18
融资活动现金流	-844	-716	-734	-750	-774
回购普通股股份	-466	-613	-613	-613	-613
就普通股支付的现金股息	-202	-216	-234	-250	-274
向非控股权益支付的股息	-72	-77	-77	-77	-77
其他融资活动现金流	-104	190	190	190	190
净现金流	47	14	246	642	131

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP