



百胜中国 (YUMC.US/9987.HK): 短期同店与利润率小幅波动不改公司长期投资价值

- 维持“买入”评级:** 尽管 2Q25 经营利润率略超预期, 但市场似乎对公司 2H25 的指引 (尤其是 2H25 同店销售同比保持稳定、肯德基客单价同比小幅转负、肯德基经营利润率同比持平) 不甚满意。在我们看来, 百胜中国的主要增长逻辑是通过持续的产品创新以及灵活和多样化的管理运营策略来实现价格带的拓宽, 迎合更多消费者的需求, 从而进一步打开下沉市场拓店的空间, 最终驱动收入的增长。另外, 必胜客盈利能力的改善以及公司整体运营效率的持续优化有望在中长期继续提升公司的经营利润率, 而加盟业务的拓展在带来额外收入贡献的同时, 并不会拖累公司整体的利润率。尽管短期同店销售与利润率的浮动可能对股价造成一定的波动, 但公司强大的基本面、稳健的业绩表现以及持续聚焦股东回报都为其带来较大的长期投资价值。我们基本维持 2025 年盈利预测不变, 小幅下调目标价至 55.9 美元/435.8 港元, 并维持“买入”评级。
- 管理层目标 2H25 同店销售同比保持稳定:** 公司 2Q25 同店销售 (不包括汇率影响) 同比增长 1% (肯德基同比增长 1%, 必胜客同比增长 2%), 同店趋势环比继续改善。肯德基 2Q25 客单价同比增长 1%, 主要是由于外卖占比提升抵消了单一渠道 (包括外卖与堂食) 客单价的同比下降。随着小额订单 (比如 Kcoffee) 占比的提升以及公司战略性地提升产品结构的性价比, 管理层预计 3Q25 肯德基的客单价有可能同比小幅下跌。管理层表示 7 月同店表现符合公司预期, 并预计 2H25 的同店销售绝对值同比保持稳定。随着 2H25 开店的加速, 管理层有信心维持 2H25 与 2025 全年系统性销售 (system sales) 同比增长中单位数的目标不变 (我们预计大概率维持在 4% 左右)。
- 高基数下 2H25 利润率仍有望同比改善:** 2Q25 肯德基与必胜客外卖收入占比相比 1Q25 有所提升, 分别达到 45% 与 43%。外卖占比提升对人工费用带来较大的负面影响 (主要是骑手相关费用的增加)。但公司 2Q25 经营利润率依然同比扩张 100bps, 主要受益于 Red Eye 以及 Fresh Eye 两个项目的帮助。由于这两个项目主要从 2H24 开始实施, 管理层认为它们对利润率的帮助在 2H25 将有所减弱, 而外卖订单占比增加将继续使 2H25 人工费用率承压。尽管如此, 管理层预计 2H25 肯德基经营利润率同比保持稳定, 而必胜客的经营利润率同比仍将扩张。
- 解析外卖平台价格战的影响:** (1) 外卖平台价格战将订单从线下堂食转向平台外卖, 导致骑手费用大幅增长, 对公司整体经营利润率带来负面影响。(2) 尽管公司所承担的补贴部分会降低公司实收的客单价, 从而使销售费用率上升, 但是基于百胜较强的品牌力, 此次外卖平台大战中公司所涉及的补贴大部分都是由平台承担, 对公司的客单价及销售费用率影响较为有限。(3) 外卖平台价格战为小额订单 (比如 Kcoffee) 带来高增长, 从而拉低外卖渠道的整体客单价。(4) 管理层对外卖平台价格战采取谨慎态度, 不会为了追求市场份额而盲目参与价格战, 并以保证品牌力以及价格稳定为首要任务。

林闲嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2025 年 8 月 6 日

百胜中国 (YUMC.US)

买入

目标价 (美元)	55.9
潜在升幅/降幅	+28.2%
目前股价 (美元)	43.6
52 周内股价区间 (美元)	32.0-54.0
总市值 (百万美元)	16,124
近 3 月日均成交额 (百万美元)	93.3

注: 截至 2025 年 8 月 5 日收盘价

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)	435.8
潜在升幅/降幅	+25.0%
目前股价 (港元)	348.6
52 周内股价区间 (港元)	235.0-421.4
总市值 (百万港元)	128,799
近 3 月日均成交额 (百万港元)	191.1

注: 截至 2025 年 8 月 6 日收盘价

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



- **更低的开店资本开支利好中长期自有现金流增长：**公司维持 2025 年的开店目标（净增 1,600-1,800 家），但将资本开支从原本的 7-8 亿美元下调至 6-7 亿美元。这主要是基于更低的平均单店所需的资本开支，主要原因包括（1）公司未来将加大在下沉城市的门店布局比例，而下沉城市单店所需资本开支较低，（2）未来新开门店中 mini 和 WoW 等小型门店的占比可能提升，（3）未来新开门店中加盟门店占比将提升，而加盟门店不需要公司承担资本开支。管理层预计未来每年的 capex 可能基本维持 2025 年的水平。这也意味着未来每年自由现金流的增速将高于经营性现金流。
- **必胜客与 Kcoffee 有望成为中长期重要的增长驱动力：**2Q25 必胜客的同店客流增长抵消了其客单价的下降，使其 2Q25 录得同店 2% 的正增长。同时，必胜客 Wow 的盈利能力也有显著提升，并已开始在全国超过 10 个城市进行扩张。必胜客目前仅在全国 900 多个城市开设了 3,864 家门店（进入城市数及门店数都远低于肯德基）。我们认为公司对必胜客新的战略定位已初见成效，帮助必胜客在下沉市场打开了扩张的空间。同时，管理层表示必胜客的盈利能力未来依然有较大的提升空间。受益于外卖平台价格战，Kcoffee 2Q25 同店杯量环比 1Q25 增长 50%。公司于 2Q25 新开 300 家 Kcoffee 门店，全国 Kcoffee 门店数达到 1,300 家。凭借公司强大的产品创新能力，我们认为 Kcoffee 未来将在 10 元以内的咖啡价格带表现出较强的竞争力。
- **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。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,978	11,303	11,679	12,347	13,000
同比	14.7%	3.0%	3.3%	5.7%	5.3%
归母净利润	827	911	922	1,002	1,101
同比	87.1%	10.2%	1.2%	8.7%	9.9%
PE(x)-港股	21.3	18.1	18.2	15.8	13.9
PE(x)-美股	20.9	17.7	17.8	15.5	13.6
EV/EBITDA	12.9	10.1	9.4	8.5	7.8
ROE	13.6%	15.8%	16.5%	19.1%	20.3%

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,978	11,303	11,679	12,347	13,000
同比	14.7%	3.0%	3.3%	5.7%	5.3%
营业成本	-8,701	-8,972	-9,179	-9,683	-10,175
毛利润	2,277	2,331	2,500	2,664	2,825
毛利率	20.7%	20.6%	21.4%	21.6%	21.7%
管理费用	-638	-568	-566	-585	-605
加盟费用	-36	-37	-40	-48	-59
其他经营收入及收益	-497	-564	-639	-648	-654
经营利润	1,106	1,162	1,256	1,384	1,508
经营利润率	10.1%	10.3%	10.7%	11.2%	11.6%
财务费用	169	129	98	87	109
其他营业外收入	-49	40	0	0	0
利润总额	1,226	1,331	1,353	1,471	1,617
投资损益	4	5	0	0	0
所得税	-329	-356	-362	-393	-432
所得税率	-26.8%	-26.7%	-26.7%	-26.7%	-26.7%
净利润	901	980	991	1,078	1,184
减：少数股东损益	74	69	69	75	83
归母净利润	827	911	922	1,002	1,101
归母净利率	7.5%	8.1%	7.9%	8.1%	8.5%
同比	87.1%	10.2%	1.2%	8.7%	9.9%

资产负债表

(百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,128	723	589	347	1,372
短期投资	1,472	1,121	1,121	1,121	1,121
应收款项	68	79	96	101	107
存货	424	405	377	398	418
预付款及其他流动资产	339	366	340	340	340
流动资产合计	3,431	2,694	2,523	2,308	3,358
固定资产	2,310	2,407	2,554	2,663	2,666
商誉	2,217	2,146	2,146	2,146	2,146
使用权资产	1,932	1,880	1,727	1,604	1,507
无形资产	150	144	137	132	127
附属机构投资	332	368	368	368	368
递延所得税资产	129	256	250	250	250
其他非流动资产	1,530	1,226	1,226	1,226	1,226
非流动资产合计	8,600	8,427	8,408	8,389	8,290
应付票据及应付账款	786	801	881	969	1,066
租赁负债	426	417	417	417	417
资本性支出	226	192	192	192	192
应付人工成本及福利	299	235	235	235	235
合同负债	196	196	196	196	196
累计营销费用	51	33	33	33	33
应付税款	90	76	76	76	76
其他流动负债	348	333	333	333	333
流动负债合计	2,422	2,283	2,363	2,451	2,548
租赁负债	1,899	1,816	1,816	1,816	1,816
资本性租赁负债	44	49	45	45	45
其他负债	547	546	489	489	489
非流动负债合计	2,490	2,411	2,350	2,350	2,350
股本	4,324	3,980	3,131	2,061	2,061
储备	2,081	1,748	2,319	2,991	3,762
可赎回股本	13	13	13	13	13
少数股东权益	701	686	755	831	914
所有者权益合计	7,119	6,427	6,218	5,896	6,750

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	901	980	991	1,078	1,184
固定资产折旧	453	476	516	465	510
使用权资产折旧	404	408	403	372	348
闭店及减值费用	29	39	42	44	46
转加盟收益	0	0	0	0	0
递延税务	0	0	6	0	0
附属机构收入	7	6	0	0	0
股权激励支出	64	41	0	0	0
金融工具估值	49	-40	0	0	0
存货的减少	-19	8	28	-21	-20
经营性应收项目的减少	-41	-36	9	-5	-5
经营性应付项目的增加	-323	-414	80	88	97
税务费用	25	-12	0	0	0
其他	-76	-37	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	1,473	1,419	2,075	2,020	2,159
资本开支	-710	-705	-656	-568	-509
投资支付的现金和结构性存款	-18	523	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-20	0	0	0	0
其他	5	4	-292	-294	-296
投资活动产生的现金流量净额	-743	-178	-948	-862	-804
资本性租赁负债支付的现金	264	307	-4	0	0
出售股份收取现金	-613	-1,249	-849	-1,070	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-293	-328	-351	-330	-330
其他	26	-20	-57	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-616	-1,290	-1,261	-1,400	-330
外汇损益	-16	-10	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	14	-395	-134	-242	1,025
期初现金及现金等价物余额	1,130	1,128	723	589	347
期末现金及现金等价物余额	1,128	723	589	347	1,372

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (美元)					
摊薄每股收益	2.1	2.5	2.4	2.8	3.2
每股销售额	26.1	29.0	31.0	34.8	37.8
每股股息	0.6	0.6	1.0	1.0	1.0
同比变动					
收入	14.7%	3.0%	3.3%	5.7%	5.3%
经营溢利	75.8%	5.1%	8.0%	10.2%	9.0%
归母净利润	87.1%	10.2%	1.2%	8.7%	9.9%
费用与利润率					
毛利率	20.7%	20.6%	21.4%	21.6%	21.7%
经营利润率	10.1%	10.3%	10.7%	11.2%	11.6%
归母净利率	7.5%	8.1%	7.9%	8.1%	8.5%
回报率					
平均股本回报率	13.6%	15.8%	16.5%	19.1%	20.3%
平均资产回报率	7.6%	8.5%	9.0%	10.0%	10.6%
资产效率					
应收账款周转天数	2.5	2.2	3.0	3.0	3.0
库存周转天数	17.5	17.1	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	32.0	32.0	30.2	30.2	30.2
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.4	1.2	1.1	0.9	1.3
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
负债/权益	69.0%	73.0%	75.8%	81.4%	72.6%
估值					
市盈率 (x)-港股	21.3	18.1	18.2	15.8	13.9
市盈率 (x)-美股	20.9	17.7	17.8	15.5	13.6
市销率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
股息率	9.9%	11.4%	17.2%	17.2%	17.2%

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，1Q23-2Q25

	肯德基									
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
同店销售增长	8%	15%	4%	3%	-2%	-3%	0%	-1%	0%	1%
同店客流变化	6%	21%	9%	16%	4%	4%	1%	3%	4%	0%
客单价变化	2%	-5%	-5%	-11%	-6%	-7%	-3%	-4%	-4%	1%
	必胜客									
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
同店销售增长	7%	13%	2%	6%	-5%	-8%	2%	-2%	0%	2%
同店客流变化	13%	27%	12%	15%	8%	2%	4%	9%	17%	17%
客单价变化	-5%	-11%	-9%	-8%	-12%	-9%	-9%	-10%	-14%	-13%

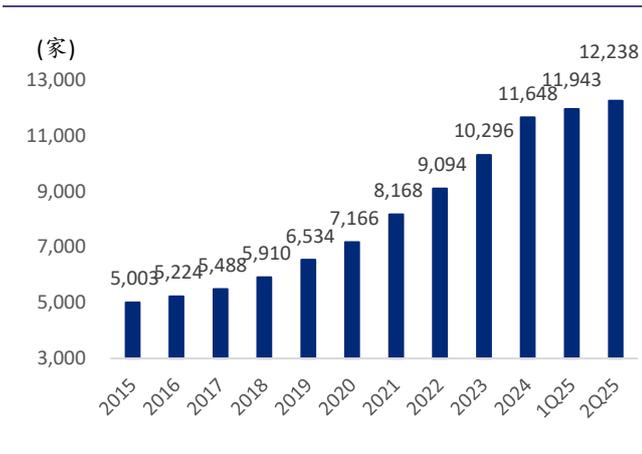
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 3：肯德基与必胜客 2Q25 主要指标表现

	肯德基		必胜客		整体	
	2Q24	2Q25	2Q24	2Q25	2Q24	2Q25
系统性同比增长	5%	5%	1%	3%	4%	4%
同店销售增长	-3%	1%	-8%	2%	-4%	1%
食品及包装物占收入比率	31.6%	30.6%	31.5%	32.5%	31.5%	31.0%
薪金及雇员福利占收入比率	25.9%	27.0%	28.3%	28.3%	26.3%	27.2%
物业租金及其他经营开支占收入比率	26.4%	25.4%	27.0%	25.9%	26.7%	25.6%
餐厅利润率	16.2%	16.9%	13.2%	13.3%	15.5%	16.2%
经营利润率	13.1%	13.9%	7.4%	8.3%	9.9%	10.9%

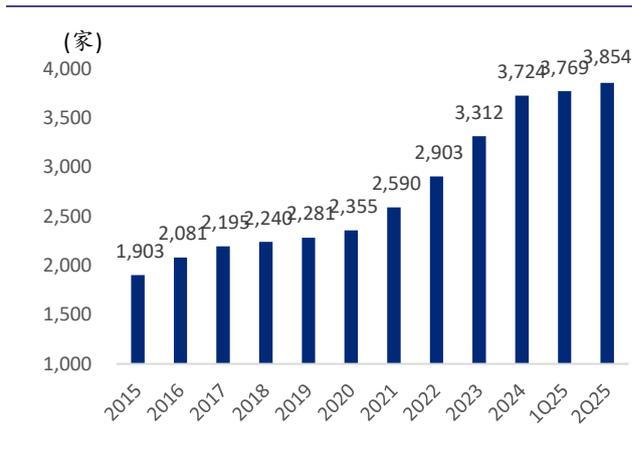
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 4：肯德基餐厅数



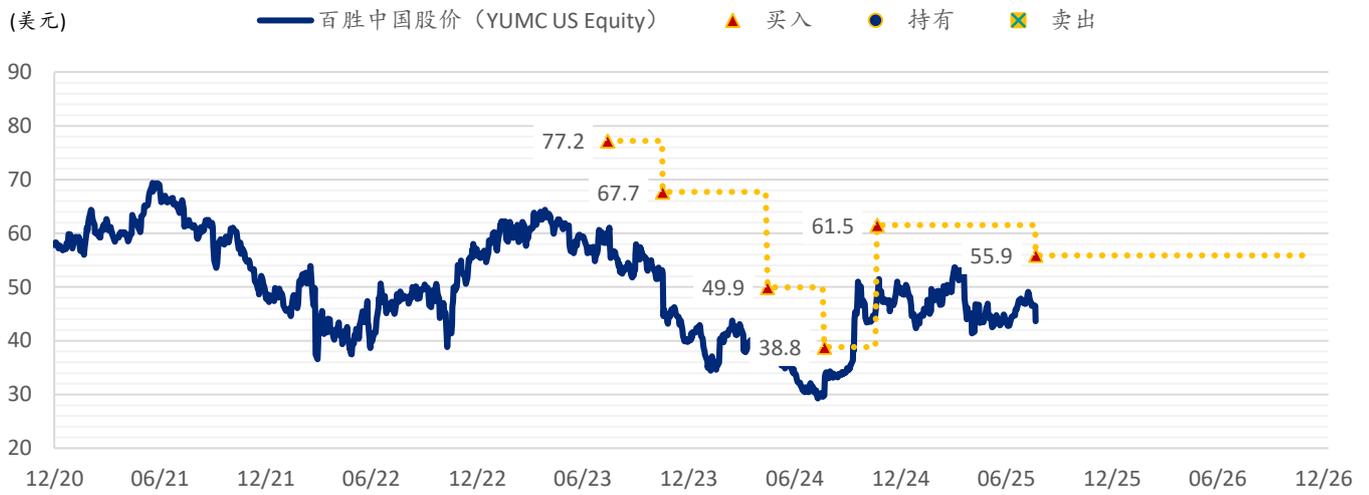
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 5：必胜客餐厅数



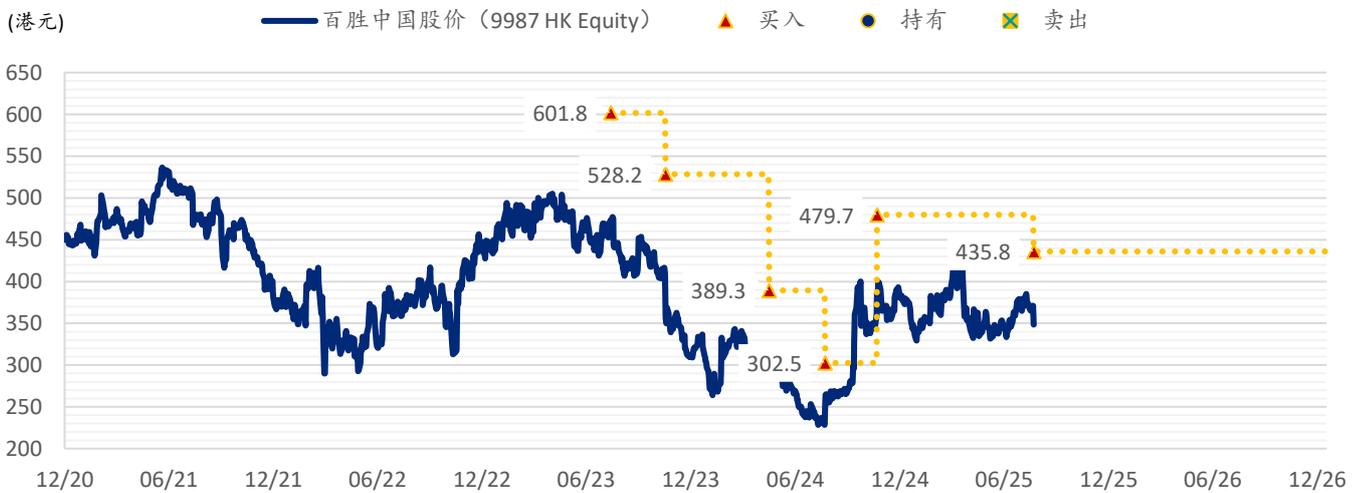
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 百胜中国 (YUMC.US)



注: 截至 2025 年 8 月 5 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

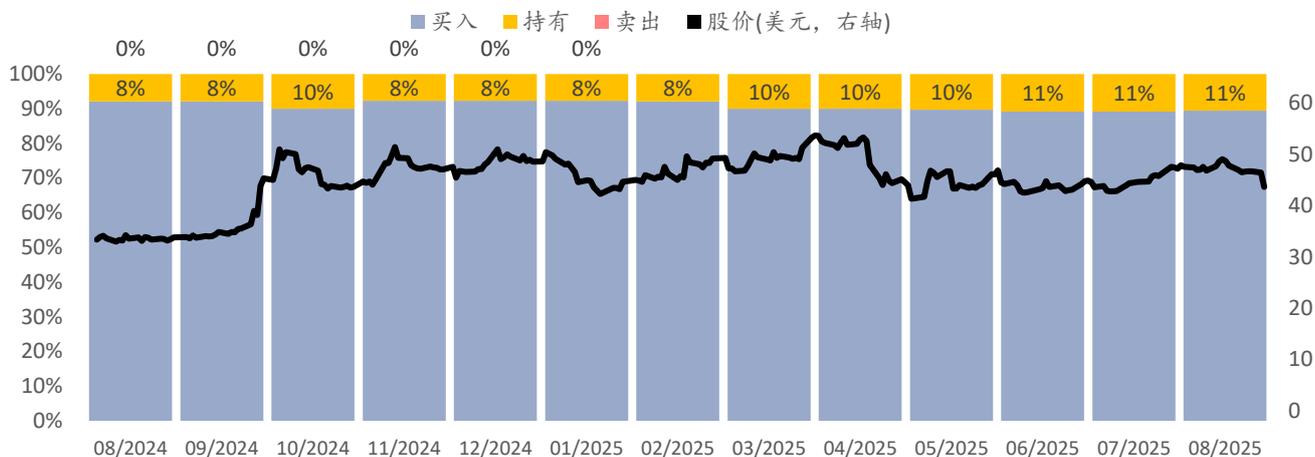
图表 7: SPDBI 目标价: 百胜中国 (9987.HK)



注: 截至 2025 年 8 月 6 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

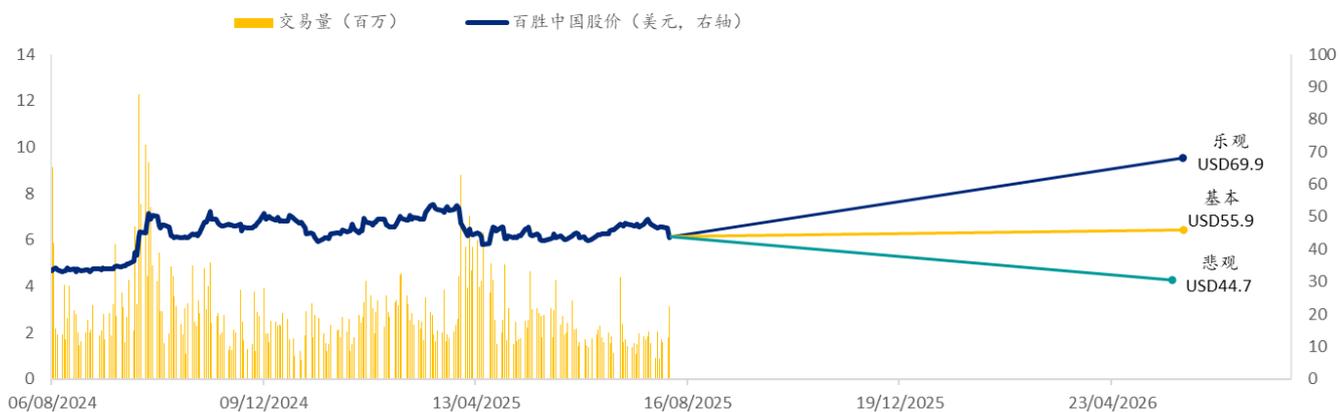
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8: 百胜中国 (YUMC.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 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: 69.9 美元

概率: 25%

- 2025 年系统性销售高单位数增长;
- 2025 年总门店数增长 1800 家;
- 2025 年毛利率同比扩张 100bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 44.7 美元

概率: 20%

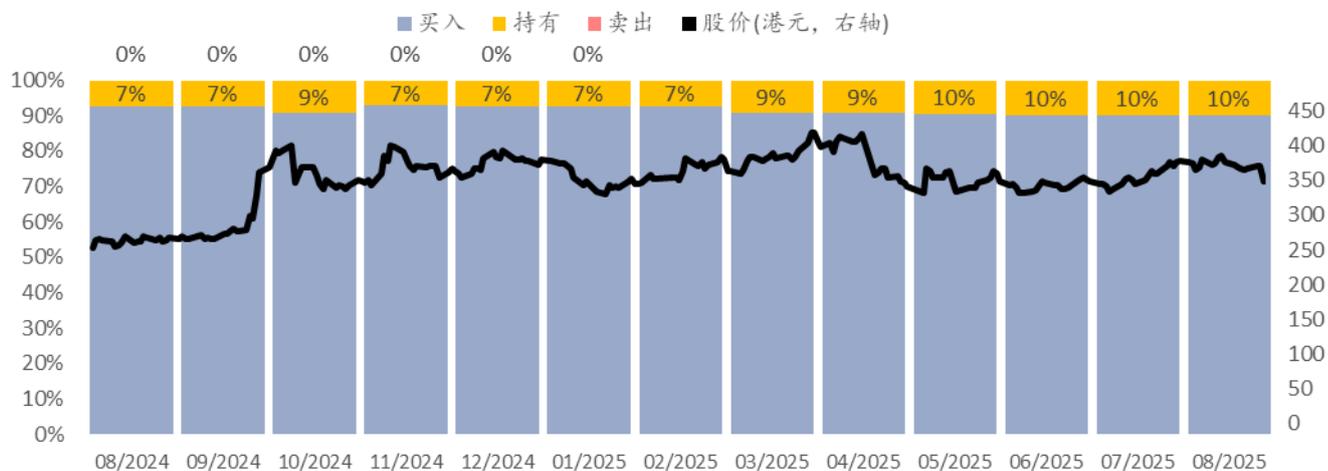
- 2025 年系统性销售高单位数持平;
- 2025 年总门店数增长 1400 家;
- 2025 年毛利率同比扩张 60bps。

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际预测

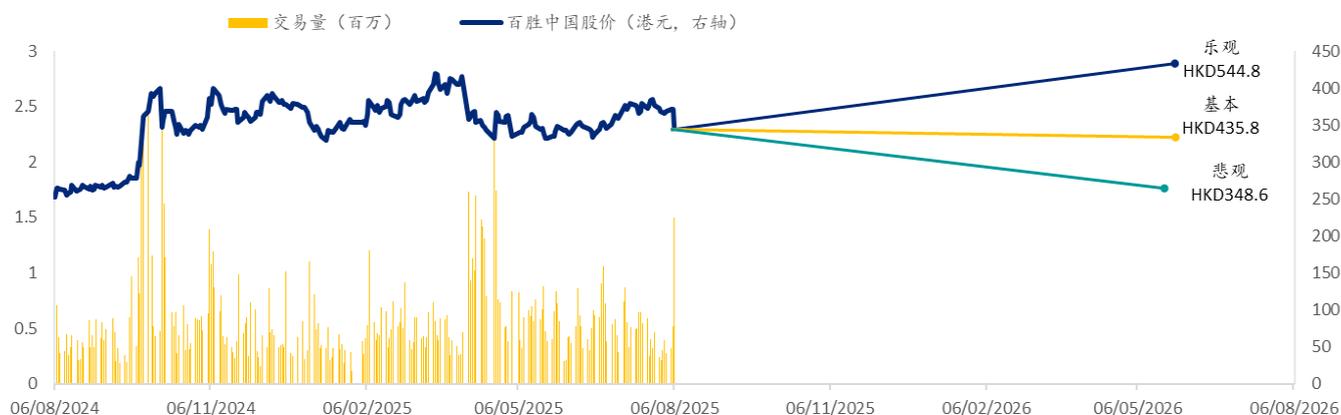
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 10: 百胜中国 (9987.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 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: 544.8 港元
概率: 25%

- 2025 年系统性销售高单位数增长;
- 2025 年总门店数增长 1,800 家;
- 2025 年毛利率同比扩张 100bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 348.6 港元
概率: 20%

- 2025 年系统性销售高单位数持平;
- 2025 年总门店数增长 1,400 家;
- 2025 年毛利率同比扩张 60bps。

资料来源: 浦银国际预测

图表 12: 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	16.4	持有	18.31	2025年7月3日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	89.2	买入	118.8	2025年7月15日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.7	2025年3月13日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.11	买入	3.6	2025年5月22日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	43.6	买入	55.9	2025年8月6日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	348.6	买入	435.8	2025年8月6日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	13.9	买入	20.3	2025年4月14日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	15.6	持有	16.6	2025年5月23日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	19.1	持有	21.3	2025年5月23日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.9	持有	2.81	2024年8月26日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	38.0	买入	48.5	2025年8月5日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	25.3	买入	34.3	2025年3月18日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	55.4	买入	69.2	2025年4月7日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.2	持有	9.26	2025年7月31日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	49.4	买入	72.6	2025年4月1日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	67.9	持有	81.4	2025年4月1日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.6	持有	32.1	2024年10月31日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.5	买入	23.0	2025年3月27日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.5	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.6	持有	4.88	2025年7月7日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.6	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	27.4	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	13.0	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	277.0	买入	293.9	2025年6月23日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	768.0	买入	1198.0	2025年7月4日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	82.4	买入	115.0	2025年4月28日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	55.7	买入	82.2	2025年3月27日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	87.8	买入	55.0	2025年3月23日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	51.9	持有	52.2	2025年2月4日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	45.5	持有	39.1	2025年4月29日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	45.7	买入	41.1	2025年5月23日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	24.2	买入	32.9	2024年11月27日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	33.2	买入	41.1	2024年11月27日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	22.3	持有	28.1	2024年11月3日	酒店

注: 美股截至2025年8月5日收盘价, 港股及A股截至2025年8月6日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

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经授权的行为。

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人士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

