

2025 年 8 月 7 日 (星期四)

招商證券 (香港) 有限公司  
證券研究部

## 公司報告

## 统一企业中国 (220 HK)

## 上半年业绩稳健，下半年仍存较大不确定性

- 成本利好与运营效率提升推动上半年业绩稳健
- 竞争加剧与补贴政策不确定性影响下半年可见性
- 目标价基于26年中期预期市盈率17.0倍；维持中性评级

## 上半年表现强劲，但竞争加剧与补贴风险仍存

公司在 25 年上半年表现稳健，营收增长 10.6%，净利润同比增长 33.2%，主要得益于原材料成本利好及运营效率提升。然而，我们仍维持此前下调评级时的中期审慎判断，当时我们指出公司以销量驱动的战略面临日益激烈的竞争压力及执行风险。尽管管理层重申全年 6–8% 的销售增长目标，并继续强调长期品牌投入优先于短期价格促销，但新的不确定性正在显现，尤其是关于外卖平台补贴的规模与持续时间（我们在**互胜中国 (YUMC US/9987 HK, 增持)**报告中也提到），自 4 月起已开始扰乱渠道格局。我们预计康师傅控股 (322.HK, 中性) 也将面临类似的不利因素。鉴于公司暂无提价计划，且在无糖茶等核心品类中的促销力度持续加大（尤其是 7 月相较于 6 月），再考虑到原材料成本利好已基本释放，我们认为增长与利润率的上行空间有限。以 26 年中期预期市盈率 16 倍，对应 15% 的每股盈利年复合增长率来看，当前估值反映了较为均衡的风险回报。维持中性评级。

## 电话会要点

- **毛利率的提升**主要得益于原材料成本（如棕榈油）下降、食品与饮料产线的产能利用率改善，以及整体运营效率的提升。尽管产品结构调整及数字化投入略有拖累，但整体来看，公司毛利率仍同比提升 0.5 个百分点
- **展望下半年销售增长**的驱动力包括产品创新的持续推进（如茉莉奶绿）、战略合作带动的 OEM 强劲需求，以及渠道扩展与精准营销推动的市场（尤其是在低线城市）渗透率提升。
- **指引**：公司维持 25 年全年 6–8% 的销售增长目标，但由于市场促销力度加大及平台价格竞争加剧，下半年增长可能趋于温和。

## 盈利调整，估值与风险

- 我们将 25-26 年净利润预测上调 5–6%，反映上半年业绩表现。
- 我们将目标价上调至 9.9 元港币（此前为 9.2 元港币），基于更新后的 26 年中期预期市盈率 17.0 倍（此前为 17.5 倍），该估值仍反映自 2020 年以来的长期平均水平。**上行风险**：提价；成本节省效果优于预期；**下行风险**：价格战；原材料成本上涨。

## 盈利预测及估值

| 截至 12 月 31 日<br>(人民币百万元) | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入                       | 28,591 | 30,332 | 32,392 | 33,667 | 35,724 |
| 同比增长                     | 1.2%   | 6.1%   | 6.8%   | 3.9%   | 6.1%   |
| 核心净利润                    | 1,667  | 1,849  | 2,257  | 2,467  | 2,637  |
| 经调整每股盈利 (人民币元)           | 0.39   | 0.43   | 0.52   | 0.57   | 0.61   |
| 同比增长                     | 36.4%  | 10.9%  | 22.1%  | 9.3%   | 6.9%   |
| 市盈率                      | 22.6x  | 20.4x  | 16.7x  | 15.3x  | 14.3x  |
| ROE %                    | 12.6%  | 13.8%  | 16.6%  | 17.7%  | 18.7%  |
| 股息率                      | 4.9%   | 4.9%   | 6.0%   | 6.5%   | 7.0%   |

资料来源：公司资料、招商證券 (香港) 预测；股价截至2025年8月6日

黄铭谦

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

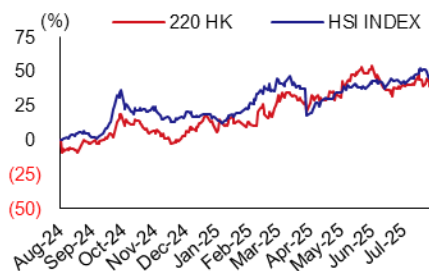
## 最新变动

上半年业绩略超预期，下半年展望不明朗，维持中性

## 中性

|                      |               |
|----------------------|---------------|
| 前次评级                 | 中性            |
| 股价                   | 9.3港元         |
| 12个月目标价<br>(上涨/下跌空间) | 9.9港元 (+6.5%) |
| 前次目标价                | 9.2港元         |

## 股价表现



资料来源：彭博；股价截至 2025 年 8 月 6 日

| %      | 1m    | 6m   | 12m  |
|--------|-------|------|------|
| 220 HK | (3.5) | 18.8 | 39.7 |
| 恒生指数   | 4.3   | 19.2 | 49.8 |

## 行业：消费

|                  |        |
|------------------|--------|
| 恒生指数 (2025年8月6日) | 24,910 |
| 国企指数 (2025年8月6日) | 8,933  |

## 重要数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 52周股价区间 (港元) | 4.77 - 8.82 |
| 市值 (百万港元)    | 37,319      |
| 日均成交量 (百万股)  | 4.95        |
| 每股净资产 (人民币)  | 2.90        |

## 主要股东

|            |       |
|------------|-------|
| 统一企业股份有限公司 | 70.5% |
| 其他         | 2.4%  |
| 总股数 (百万股)  | 4,319 |
| 自由流通量      | 27.1% |

资料来源：彭博

## 相关报告

1. Uni-President China (220 HK) - Fair valuation; Fluid outlook (中性) (2025/3/6)
2. 统一企业中国 (220 HK) - 基于下半年稳健前景和 7% 股息率，维持增持评级 (增持) (2024/8/8)
3. Tingyi Holding (322 HK) - A solid 1H; but risks to 2H likely a negative skew (中性) (2024/8/27)

本文由 AI 投研助手 Alpha 派翻译 alphapai-web.rabyte.cn

## 分析师电话会议要点

### 主要财务指标

- UPC 在 25 年上半年实现了稳健的营收和利润增长，收入达到 170.9 亿元人民币，同比增长 10.6%，得益于饮料和食品板块的全面复苏。
- 毛利润同比增长 12.2%，增速高于销售收入，毛利率提升 0.5 个百分点至 34.3%，反映出有利的原材料成本趋势和规模效应。
- 经营利润率同比提升 1.6 个百分点至 9.6%，公司在加大品牌和渠道投入的同时，仍保持了严格的成本控制。
- 净利润同比增长 33.2% 至 12.9 亿元人民币，利润率提升和经营杠杆效应共同推动了强劲的盈利增长；净资产收益率提升 2.3 个百分点至 9.8%。

### 分板块收入拆分

#### 饮料板块（占总收入的 63%）

- 饮料收入同比增长 7.6% 至 107.9 亿元人民币，主要受益于销量回升和产品结构升级。该板块继续作为盈利引擎，贡献 15.8 亿元人民币税前利润，税前利润率提升 2.1 个百分点至 14.6%。
- 茶饮料仍为最大品类，同比增长 9.1%。主要贡献包括无糖及双萃绿茶，以及春拂焙茶等新品，推动了品类焕新和消费者互动。
- 奶茶实现 3.5% 的增长，得益于产品组合扩展，如茉莉奶绿，契合低糖消费趋势。
- 果汁及其他饮品实现温和增长（分别为 +1.7% 和 +66%），新推出的功能性及坚果类饮品（如焕神、坚果奶）吸引力强。

#### 食品板块（占总收入 32%）

- 食品收入同比增长 8.8% 至 53.8 亿元人民币，核心 SKU 如老坛酸菜牛肉面实现两位数增长，汤达人保持良好增长势头。
- 高端化趋势持续，5 元人民币以上 SKU 现已占食品销售的 44.4%，同比提升近 1 个百分点，这也支撑了利润率的韧性。
- 尽管第一季度棕榈油成本承压，食品板块毛利率同比仅下降 0.4 个百分点至 26.8%，第二季度毛利率因成本转嫁改善及产能利用率提升而回升。

### 成本与费用

- 毛利率同比提升 0.5 个百分点，主要受益于原材料成本下降带来的 1.3 个百分点正面影响，尤其是棕榈油价格趋稳，以及产能利用率提升贡献的 0.4 个百分点。
- 产品结构及折扣因素（-0.6 个百分点）以及持续的自动化投资（-0.6 个百分点）带来负面影响，但这些已被成本利好因素所抵消。
- 尽管品牌营销和渠道拓展新增支出 1.81 亿元人民币，但销售及管理费用占销售收入比重同比下降 1.4 个百分点，反映出费用效率的提升。
- 促销费用披露的优化（如优惠券会计处理）也促使费用率降幅好于预期。

## 现金流与杠杆

- 截至 6 月，现金及等价物总额为 106 亿元人民币，同比增长 15 亿元人民币，现金状况依然稳健，为投资及股东回报提供了充足的灵活性。
- 经营现金流为正，达到 8.7 亿元人民币；投资现金流出为 14.1 亿元人民币，主要包括 6.28 亿元人民币资本支出，用于数字化和生产升级。
- 金融投资活动实现净现金流入 1.37 亿元人民币，支持整体流动性。
- 资产负债表保持健康，应收账款和存货周转率稳定，未见杠杆风险迹象。

## 展望

### 销售指引与市场动态

- 管理层重申全年收入增长指引为 6-8%，与历史平均水平（2020-2024 年复合年增长率为 7.6%）一致。然而，公司指出，由于市场促销力度加大及平台价格竞争加剧，下半年增长可能趋于温和。
- 尽管短期内面临挑战，尤其是在无糖茶领域的低价竞争（如 1-2 元人民币促销），公司仍然专注于品牌价值和高端化，避免采取以短期销量为导向的策略。

### 新品发布与创新

- 创新依然是关键增长驱动力，春拂焙茶、茉莉奶绿、果漾：柚见倾心以及迷你杯汤达人等为上半年主要新品。
- 下半年产品储备依然充足，计划推出 7-8 个主要 IP 活动及 4-5 个 S 级媒体项目，以深化消费者互动和品牌认知。

### OEM 业务战略

- OEM 及战略联盟制造业务收入同比大幅增长 160%，上半年达到 67.1 亿元人民币，主要得益于与品牌合作伙伴的深度协作及其灵活生产能力。
- 预计下半年 OEM 收入将超过上半年，全年有望实现 30-50% 的增长，主要受季节性需求和新项目投产的推动。
- 公司将 OEM 视为战略性增长渠道，不仅有助于提升收入，还能及早洞察消费趋势，从而为自有品牌的长期产品规划提供支持。

图1: 盈利调整

| RMB mn           | New    |        |        | Old    |        |        | Diff (%) |        |         |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|---------|
|                  | FY25E  | FY26E  | FY27E  | FY25E  | FY26E  | FY27E  | FY25E    | FY26E  | FY27E   |
| Revenue          | 32,392 | 33,667 | 35,724 | 32,111 | 33,918 | 36,026 | 0.9%     | -0.7%  | -0.8%   |
| Gross Profit     | 10,837 | 11,444 | 12,188 | 10,611 | 11,480 | 12,374 | 2.1%     | -0.3%  | -1.5%   |
| Operating Profit | 2,804  | 3,055  | 3,285  | 2,587  | 2,881  | 3,151  | 8.4%     | 6.0%   | 4.3%    |
| Net profit       | 2,257  | 2,467  | 2,637  | 2,133  | 2,348  | 2,548  | 5.8%     | 5.1%   | 3.5%    |
| Gross Margin     | 33.5%  | 34.0%  | 34.1%  | 33.0%  | 33.8%  | 34.3%  | 0.4ppt   | 0.1ppt | -0.2ppt |
| OPM              | 8.7%   | 9.1%   | 9.2%   | 8.1%   | 8.5%   | 8.7%   | 0.6ppt   | 0.6ppt | 0.5ppt  |
| NPM              | 7.0%   | 7.3%   | 7.4%   | 6.6%   | 6.9%   | 7.1%   | 0.3ppt   | 0.4ppt | 0.3ppt  |

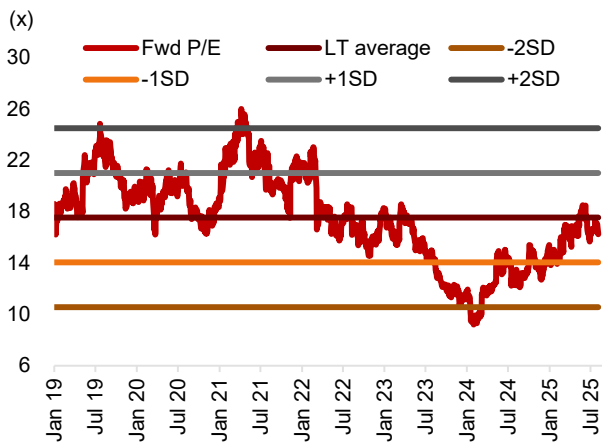
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图2: 招商证券预测与彭博一致预测对比

| RMB mn           | CMS    |        |        | Consensus |        |        | Diff (%) |        |        |
|------------------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|----------|--------|--------|
|                  | FY25E  | FY26E  | FY27E  | FY25E     | FY26E  | FY27E  | FY25E    | FY26E  | FY27E  |
| Revenue          | 32,392 | 33,667 | 35,724 | 32,554    | 34,377 | 35,973 | -0.5%    | -2.1%  | -0.7%  |
| Gross Profit     | 10,837 | 11,444 | 12,188 | 10,818    | 11,543 | 12,222 | 0.2%     | -0.9%  | -0.3%  |
| Operating Profit | 2,804  | 3,055  | 3,285  | 2,660     | 2,923  | 3,206  | 5.4%     | 4.5%   | 2.5%   |
| Net profit       | 2,257  | 2,467  | 2,637  | 2,191     | 2,407  | 2,639  | 3.0%     | 2.5%   | -0.1%  |
| Gross Margin     | 33.5%  | 34.0%  | 34.1%  | 33.2%     | 33.6%  | 34.0%  | 0.2ppt   | 0.4ppt | 0.1ppt |
| OPM              | 8.7%   | 9.1%   | 9.2%   | 8.2%      | 8.5%   | 8.9%   | 0.5ppt   | 0.6ppt | 0.3ppt |
| NPM              | 7.0%   | 7.3%   | 7.4%   | 6.7%      | 7.0%   | 7.3%   | 0.2ppt   | 0.3ppt | 0ppt   |

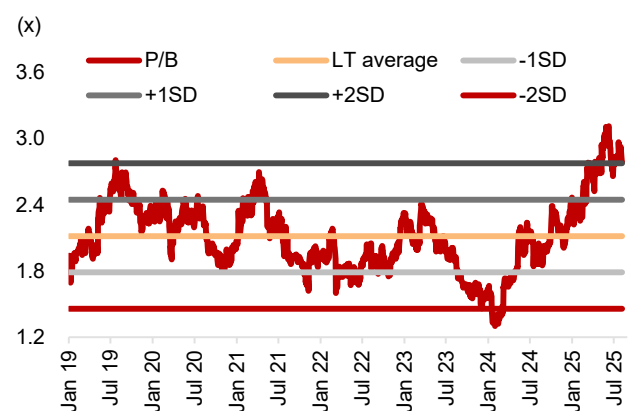
资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图3: 前瞻P/E水平



资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 预测

图4: 历史P/B水平



资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

## 财务预测表

## 资产负债表

| 人民币百万元          | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 物业, 厂房及设备       | 6,489         | 6,045         | 5,809         | 5,604         | 5,426         |
| 使用权资产           | 1,565         | 1,514         | 1,414         | 1,345         | 1,278         |
| 商誉              | 5,070         | 5,170         | 5,170         | 5,170         | 5,170         |
| 与联营公司的投资        | 846           | 877           | 899           | 949           | 999           |
| 其他非流动性资产        | 519           | 661           | 534           | 520           | 506           |
| <b>非流动性资产总值</b> | <b>14,489</b> | <b>14,267</b> | <b>13,827</b> | <b>13,588</b> | <b>13,380</b> |
| 库存              | 2,126         | 2,487         | 1,943         | 2,040         | 2,160         |
| 应收账款及预付款        | 1,341         | 1,516         | 1,507         | 1,588         | 1,683         |
| 其他金融资产          | 1,683         | 1,699         | 1,677         | 1,677         | 1,677         |
| 银行结余及现金         | 2,495         | 3,407         | 5,515         | 6,116         | 6,666         |
| <b>流动性资产总值</b>  | <b>7,645</b>  | <b>9,109</b>  | <b>10,641</b> | <b>11,421</b> | <b>12,186</b> |
| <b>资产总值</b>     | <b>22,134</b> | <b>23,376</b> | <b>24,469</b> | <b>25,008</b> | <b>25,566</b> |
| 应付款项            | 2,123         | 2,284         | 2,195         | 2,305         | 2,441         |
| 其他应付款及已收押金      | 2,020         | 2,761         | 2,761         | 2,761         | 2,761         |
| 银行借款            | 991           | 201           | 910           | 910           | 910           |
| 其他流动负债          | 2,882         | 3,955         | 4,004         | 4,225         | 4,477         |
| <b>流动负债</b>     | <b>8,015</b>  | <b>9,201</b>  | <b>9,871</b>  | <b>10,201</b> | <b>10,589</b> |
| 递延税项负债          | 343           | 312           | 312           | 312           | 312           |
| 租赁负债            | 63            | 60            | 60            | 60            | 60            |
| 银行借款            | -             | -             | -             | -             | -             |
| 其他非流动负债         | 331           | 405           | 405           | 405           | 405           |
| <b>非流动负债</b>    | <b>737</b>    | <b>776</b>    | <b>776</b>    | <b>776</b>    | <b>776</b>    |
| <b>总负债</b>      | <b>8,752</b>  | <b>9,977</b>  | <b>10,647</b> | <b>10,977</b> | <b>11,365</b> |
| 股本              | 4870          | 4870          | 4870          | 4870          | 4870          |
| 储备              | 8,513         | 8,529         | 8,952         | 9,161         | 9,331         |
| 非控股权益           | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>权益总额</b>     | <b>13,382</b> | <b>13,399</b> | <b>13,822</b> | <b>14,031</b> | <b>14,201</b> |
| <b>权益与负债总额</b>  | <b>22,134</b> | <b>23,376</b> | <b>24,469</b> | <b>25,008</b> | <b>25,566</b> |

## 现金流量表

| 人民币百万元         | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 税前利润           | 2,240         | 2,484         | 3,064         | 3,343         | 3,573         |
| 财务成本           | -54           | -180          | -238          | -238          | -238          |
| 应占联营公司溢利       | -50           | -59           | -22           | -50           | -50           |
| 折旧与摊销          | 1,132         | 1,139         | 927           | 890           | 858           |
| 营运资金变动         | 708           | 1,445         | 514           | 152           | 172           |
| 已付所得税          | -516          | -635          | -807          | -877          | -936          |
| 其他             | -406          | -             | 238           | 238           | 238           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>3,054</b>  | <b>4,373</b>  | <b>3,676</b>  | <b>3,459</b>  | <b>3,617</b>  |
| 资本支出           | -952          | -729          | -600          | -600          | -600          |
| 出售子公司          | 1,682         | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 增加的长期存款        | -82           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他             | -1,594        | -1,269        | 0             | 0             | 0             |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-947</b>   | <b>-1,998</b> | <b>-600</b>   | <b>-600</b>   | <b>-600</b>   |
| 已付股息           | -1,471        | -1,801        | -1,834        | -2,257        | -2,467        |
| 股权融资           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 债务融资 (偿还)      | 223           | -80           | 0             | 0             | 0             |
| 其他             | -34           | -816          | 22            | 0             | 0             |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>-1,282</b> | <b>-2,698</b> | <b>-1,812</b> | <b>-2,257</b> | <b>-2,467</b> |
| <b>净现金流</b>    | <b>824</b>    | <b>-322</b>   | <b>1,264</b>  | <b>601</b>    | <b>550</b>    |

## 利润表

| 人民币百万元            | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>收入</b>         | <b>28,591</b> | <b>30,332</b> | <b>32,392</b> | <b>33,667</b> | <b>35,724</b> |
| 销售成本              | -19,880       | -20,462       | -21,555       | -22,223       | -23,536       |
| <b>毛利</b>         | <b>8,712</b>  | <b>9,870</b>  | <b>10,837</b> | <b>11,444</b> | <b>12,188</b> |
| 其他收益              | 414           | 58            | 51            | 67            | 71            |
| 其他净收入             | 351           | 295           | 339           | 404           | 429           |
| 经销费用              | -6,278        | -6,738        | -7,140        | -7,494        | -7,952        |
| 行政费用              | -1,066        | -1,107        | -1,144        | -1,196        | -1,270        |
| 其他经营费用            | -136          | -132          | -138          | -170          | -181          |
| <b>经营溢利</b>       | <b>1,996</b>  | <b>2,244</b>  | <b>2,804</b>  | <b>3,055</b>  | <b>3,285</b>  |
| 财务成本              | 194           | 180           | 238           | 238           | 238           |
| 应占联营/合营公司业绩       | 50            | 59            | 22            | 50            | 50            |
| <b>税前利润</b>       | <b>2,240</b>  | <b>2,484</b>  | <b>3,064</b>  | <b>3,343</b>  | <b>3,573</b>  |
| 所得税开支             | -573          | -635          | -807          | -877          | -936          |
| <b>净利润</b>        | <b>1,667</b>  | <b>1,849</b>  | <b>2,257</b>  | <b>2,467</b>  | <b>2,637</b>  |
| 非控股权益             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>本公司拥有人应占利润</b> | <b>1,667</b>  | <b>1,849</b>  | <b>2,257</b>  | <b>2,467</b>  | <b>2,637</b>  |
| 摊薄每股盈利 (人民币)      | 0.39          | 0.43          | 0.52          | 0.57          | 0.61          |
| 每股股息 (人民币)        | 0.42          | 0.43          | 0.52          | 0.57          | 0.61          |

## 财务比率

|                | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>同比增长率变化</b> |        |        |        |        |        |
| 收入             | 1.2%   | 6.1%   | 6.8%   | 3.9%   | 6.1%   |
| 毛利             | 6.4%   | 13.3%  | 9.8%   | 5.6%   | 6.5%   |
| 经营利润           | 33.5%  | 12.4%  | 25.0%  | 8.9%   | 7.5%   |
| 净利润            | 36.4%  | 10.9%  | 22.1%  | 9.3%   | 6.9%   |
| 每股盈利           | 36.4%  | 10.9%  | 22.1%  | 9.3%   | 6.9%   |
| <b>利润率</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率            | 30.5%  | 32.5%  | 33.5%  | 34.0%  | 34.1%  |
| 经营利润率          | 7.0%   | 7.4%   | 8.7%   | 9.1%   | 9.2%   |
| 净利润率           | 5.8%   | 6.1%   | 7.0%   | 7.3%   | 7.4%   |
| <b>流动性</b>     |        |        |        |        |        |
| 应收账款天数         | 9.0    | 7.3    | 7.0    | 6.8    | 6.8    |
| 库存天数           | 42.7   | 41.1   | 37.5   | 32.7   | 32.6   |
| 应付账款天数         | 44.0   | 39.3   | 37.9   | 37.0   | 36.8   |
| 现金周转天数         | 7.6    | 9.1    | 6.6    | 2.6    | 2.6    |
| <b>现金流与杠杆率</b> |        |        |        |        |        |
| 自由现金流          | 2,101  | 3,645  | 3,076  | 2,859  | 3,017  |
| 净负债率           | -11.2% | -23.9% | -33.3% | -37.1% | -40.5% |
| 股息分配比率         | 110.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |
| 股息率            | 4.9%   | 4.9%   | 6.0%   | 6.5%   | 7.0%   |
| <b>回报分析</b>    |        |        |        |        |        |
| ROE            | 12.6%  | 13.8%  | 16.6%  | 17.7%  | 18.7%  |
| 资产周转率          | 1.3    | 1.3    | 1.4    | 1.4    | 1.4    |
| 净利润率           | 5.8%   | 6.1%   | 7.0%   | 7.3%   | 7.4%   |
| 财务杠杆           | 1.7    | 1.7    | 1.8    | 1.8    | 1.8    |
| ROA            | 7.5%   | 7.9%   | 9.2%   | 9.9%   | 10.3%  |
| <b>估值倍数</b>    |        |        |        |        |        |
| 市盈率            | 22.6x  | 20.4x  | 16.7x  | 15.3x  | 14.3x  |
| 市净率            | 1.8x   | 1.8x   | 1.8x   | 1.7x   | 1.7x   |

资料来源: 公司数据、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) 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