

公司報告

康師傅 (322 HK)
復蘇動能與股息支撐推動評級上調至增持

- 成本利好推動，24年上半年核心淨利潤略高於我們的預期
- 下調指引，但下半年銷售復蘇持續
- 7.6%股息率疊加估值吸引，支持評級上調至增持

三大因素共振：利潤率穩健、下半年復蘇可期與股息支撐

我們將康師傅評級上調至增持，原因是自我們在8月27日下調至“中性”評級以來，多個關鍵因素已發生積極變化：利潤率比預期更具韌性，下半年銷售復蘇趨勢更加明確，原材料成本環境依然有利。儘管營收略低於預期，但公司在25年上半年盈利受利潤率驅動小幅超预期，毛利率同比提升190個基點至34.5%，經調整淨利潤同比增長12%。管理層將全年銷售指引從“低至中單位數增長”下調至“持平至低單位數增長”。不過，考慮到上半年營收同比下降2.7%，這一指引仍暗示下半年將實現环比復蘇，儘管復蘇幅度較為溫和。管理層提到7月方便面銷售（包括碗面和高價袋裝面）已轉為正增長；飲料方面，儘管面臨區域競爭，但預計將實現环比改善，主要受益於百事飲品增長，以及銷售團隊激勵機制重新設計後無糖茶銷售的回暖。在成本方面，儘管25年棕櫚油預計將上漲低單位數百分比，可能帶來一定壓力，但這有望被包裝材料、面粉、糖等成本合計中單位數百分比的下降所抵消。基於上述因素，我們小幅上調了25/26年盈利預測。在下行風險方面，康師傅具備一定緩衝：26年中期股息收益率預計達7.6%（由上半年15億元人民幣自由現金流支撐），估值水平吸引（目前股價處於過去五年平均水平下方一個標準差的水平）。綜合來看，當前的風險回報比正變得愈發具吸引力，我們現將康師傅評級上調至增持。

分析師電話會議要點

- 指引：儘管消費環境波動，管理層目標實現全年營收同比持平，並力爭實現低單位數增長。同時，剔除一次性收益後，全年盈利預計將實現雙位數增長。
- 渠道：渠道結構有所優化，得益於線上渠道增長超過20%、零食專賣店銷售提升、會員渠道表現強勁、出口擴展至25個市場。

盈利預測調整

- 我們將25-26年銷售預測下調約2%，以反映最新的銷售指引。
- 我們將毛利率預測上調1個百分點，以反映原材料成本的利好，從而推動淨利潤預測上調約3%。

估值與風險

- 我們的目標價基於最新25年底預測市盈率17.0倍（此前為17.5倍），該估值水平反映了該股自2019年以來的長期平均水平。我們的估值方法與對統一企業中國（UPC）所採用的方式保持一致
- 主要風險：價格戰、原材料成本上漲、食品安全問題。

盈利預測及估值

截至12月31日 (人民幣百萬元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	80,418	80,651	80,840	84,199	87,271
同比增長	2.2%	0.3%	0.2%	4.2%	3.6%
核心淨利潤	3,117	3,734	4,319	4,722	5,161
經調整每股盈利(人民幣元)	0.55	0.66	0.77	0.84	0.92
同比增長	18.4%	19.8%	15.7%	9.3%	9.3%
市盈率	19.1x	15.9x	14.3x	12.6x	11.5x
ROE	22.9%	26.6%	34.1%	41.8%	44.0%
股息率	5.2%	6.3%	7.3%	7.9%	8.7%

資料來源：公司資料、招商證券(香港)預測；股價截至2025年8月11日

黃銘謙
+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

最新變動

我們將康師傅評級上調至增持。

▲ 增持

前次評級	中性
股價	11.4港元
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	13.6港元 (+18.9%)
前次目標價	13.5港元

股價表現



資料來源：彭博；股價截至2025年8月11日

%	1m	6m	12m
322 HK	1.1	(0.0)	25.5
恒生指數	2.7	16.4	45.0

行業：消費

恒生指數 (2025年8月11日)	23,376
國企指數 (2025年8月11日)	8,619

重要數據

52周股價區間(港元)	7.97 - 13.5
市值(百萬元)	72,346.2
日均成交量(百萬股)	10.7
每股淨資產(人民幣)	2.5

主要股東

TING HSIN CAYMAN ISLANDS	33.42%
SANYO FOODS CO LTD	33.42%
其他	0.17%
總股數(百萬股)	5,634
自由流通量	33.0%

資料來源：彭博

相關報告

1. Tingyi Holding (322 HK) - Cost efficiency remains key to profit growth (中性) (2025/3/25)
2. Tingyi Holding (322 HK) - A solid 1H; but risks to 2H likely a negative skew (中性) (2024/8/27)
3. Tingyi Holding (322 HK) - Still a strong yield play (增持) (2024/3/28)

25年二季度业绩要点

主要财务指标

- 康师傅盈利增长受利润率驱动，但收入端表现承压：收入为 401 亿元人民币，同比下降 2.7%，受产品结构分化及渠道变化影响。
- 毛利润同比增长 2.8% 至 138 亿元人民币；毛利率同比提升 1.9 个百分点至 34.5%，主要得益于饮品板块原材料优势。
- 息税前利润率同比提升 1.7 个百分点至 9.2%（方便面 8.7%，饮品 9.1%）。
- 归属于股东的净利润同比增长 20.5% 至 22.7 亿元人民币；剔除一次性处置后，调整后净利润同比增长 12.0% 至 21 亿元人民币。
- 年化净资产收益率提升 7.0 个百分点至 33.6%。
- 基本每股收益：0.403 元人民币；未宣派中期股息。

按业务分部划分的收入构成

饮品分部（占总收入的 66%）

- 收入同比下降 2.6% 至 263 亿元人民币；毛利率提升至 37.7%。息税前利润率为 9.1%，分部净利润为 13 亿元人民币。
- 品类表现：茶饮同比下降 6.3%；水同比下降 6.0%；果汁同比下降 13.0%；碳酸饮料及其他同比增长 6.3%。产品结构向碳酸饮料及其他倾斜（占饮品 40%，2024 年上半年为 36%），茶饮占比降至 40%（此前为 42%）。
- 战略重点：即饮茶领域聚焦“大众爆款+健康升级+精品创新”（无糖/低糖扩展及新口味），拓展碳酸饮料创新及 Z 世代互动（如百事可乐无糖联名），发展维生素/功能性果汁及中式饮品，并实施“基础+功能”双重水战略（包括新推出的 pH9.0 电解质碱性水）。星巴克即饮和可尔必思合作持续增强产品组合广度。

方便面板块（占总收入 34%）

- 收入同比下降 2.5% 至 135 亿元人民币；毛利率因产品升级及原材料成本利好提升至 27.8%；息税前利润率为 8.7%；板块净利润 9.51 亿元人民币。
- 产品结构：碗装 68 亿元人民币（同比下降 1.3%）；高价袋装 51 亿元人民币（下降 7.2%）；中价袋装 14 亿元人民币（增长 8.0%）；休闲及其他 2 亿元人民币（增长 14.5%）。份额向中价及休闲产品倾斜；高价袋装表现趋缓。
- 战略重点：高端化（非油炸“鲜 Q 面”、“御品盛宴”）、旗舰产品升级（如牛肉面、鸡汤面重推）、场景创新（迷你杯、拌面）、以及面向年轻群体的营销（IP 联名、校园体育活动）。渠道对折扣店/会员店及内容电商的渗透加速。

成本与费用

- 毛利率同比提升 1.9 个百分点至 34.5%，主要得益于成本结构优化、运营效率提升、产品升级（方便面）、原材料价格利好及管理效率提升（饮品）。
- 分销费用在绝对值上保持稳定（91 亿元人民币），但占销售额比例上升 0.6 个百分点至 22.8%，主要由于渠道投入增加；管理费用同比增长约 3% 至 14 亿元人民币。
- 财务费用降至 1.61 亿元人民币（前值为 2.14 亿元人民币）。
- 一次性收益：处置两家子公司获得 2.106 亿元人民币收益，计入其他净收益。对净利润的影响约为 1.6 亿元人民币。

现金流与杠杆

- 经营现金流为 31 亿元人民币 (2024 年上半年为 35 亿元人民币); 资本性支出: 15 亿元人民币 (对比 18.9 亿元人民币), 体现了审慎的投资策略; 投资活动净现金流出 1.23 亿元人民币; 融资活动现金流入 12.5 亿元人民币。
- 现金及存款 (包括长期定期存款) 达到 195 亿元人民币, 较 2024 年 12 月增加 35 亿元人民币;
- 净现金 44.7 亿元人民币; 资产负债率为 -35.0% (2024 年 12 月为 -19.3%)。

分析师电话会议问答环节要点

全年业绩指引及股东回报

- 收入: 管理层目标为全年收入同比持平, 尽管消费环境波动, 将力争实现**低单位数百分比增长**。
- 盈利: 剔除一次性收益后, 管理层目标为**双位数百分比增长**; 随着利润率逐步改善, 净利润增速有望超过收入增速。
- 下半年分业务板块展望:
 - 方便面业务: 7 月份容器面和高价袋面营业额已实现正增长, 方便面整体营业额也在 7 月转正。管理层预计下半年方便面营业额将实现低至中单位数增长, 并力争全年实现正增长。
 - 饮品业务: 7 月至 8 月面临与二季度类似的压力 (如河南等部分地区竞争加剧)。百事饮品预计下半年将实现正增长。将通过激励机制重塑, 加快无糖茶饮增长 (上半年同比持平)。
- 原材料与成本展望: 管理层预计棕榈油价格全年将比去年有低双位数的单价增长, 带来较大成本压力; PD、面粉、白砂糖、果糖等原材料价格预计有中双位数的下滑。
- 分红: 股息派发率维持 100%。

新产品上市及创新

- 方便面:
 - 核心 SKU 持续高端化及利益升级, 配合价格调整, 并加强与年轻消费者的互动。
 - 推出“鲜 Q 面” (非油炸), 树立非油炸品类新标杆。
 - 超高端系列 (如御品盛宴、速达面馆) 收入实现翻倍增长。
 - 休闲面与宝可梦联名合作, 在年轻消费者中表现强劲。
 - 产品结构持续高端化: 约 70-80% 的销售来自于单包售价高于 3 元人民币的袋装面及高于 5 元人民币的碗装面。

- 饮品:
 - 茶饮: 茉莉系列(包括无糖)实现增长; 冰红茶份额保持稳定并实现增长; 推出低糖高纤维长岛冰茶新品; 扩展无糖产品线, 推出“鲜绿茶”。
 - 水: 持续差异化战略, 推出场景化/定制化产品; 纯水乐在酒店渠道加速推广。
 - 碳酸饮料: 聚焦无糖黑可乐、百事生可乐、七喜及其他创新产品, 实现销量与价值的均衡增长; 可乐品类市场份额提升约 0.2 个百分点。
 - 高价值新赛道: 持续推进“茶的传人”(精品茶) 并推出 pH 9.0 碱性水。

新渠道进展及国际化

- 电商: 自 2024 年初以来增速重新加快; 2025 年上半年销售同比增长超过 20%。在天猫和京东核心品类中持续保持第一品牌地位。
- 零食折扣店: 销售额实现翻倍增长; 通过定制包装和定价, 进一步深化渠道渗透。
- 会员店: 战略合作; 定制“牛三宝”面(牛肚/牛筋/牛杂)在单一会员渠道首月销售额突破 1,000 万元人民币。
- 各渠道盈利能力(定性): 新零售渠道毛利率与传统 TT 大致相当; OT(含大众折扣)毛利率略低于 TT/新零售; 零食渠道毛利率亦略低于 TT。
- 出口: 国际业务已拓展至 25 个国家/地区。

产能利用率及 OEM 业务策略

- 利用率:
 - 方便面: 2025 年上半年利用率由去年略高于 50% 下降至高 40% (接近 50%) 水平。
 - 饮品(不含水饮品线): 利用率处于 50% 区间。
- OEM 政策: 公司暂无通过 OEM 业务提升利用率的计划。康师傅的首要任务是利用自有产能支持自有品牌的稳健增长, 并加大创新投入(如扩展非油炸面产能)及海外扩张。

图1: 我们预计下半年销售增长将转为正值, 同时净利润增长10.8%

(In RMB million, except RMB for per share data)	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25
Revenue	38,217	40,501	40,907	39,511	41,201	39,450	40,092	40,748
YoY	8.0%	4.7%	7.0%	-2.4%	0.7%	-0.2%	-2.7%	3.3%
Gross profit	10,786	12,113	12,466	12,001	13,440	13,256	13,815	13,837
GPM	28.2%	29.9%	30.5%	30.4%	32.6%	33.6%	34.5%	34.0%
YoY	-1.9%	5.2%	15.6%	-0.9%	7.8%	10.5%	2.8%	4.4%
Operating profit	2,022	2,445	2,756	2,416	3,147	3,206	3,718	3,376
OPM	5.3%	6.0%	6.7%	6.1%	7.6%	8.1%	9.3%	8.3%
YoY	-37.0%	-9.5%	36.2%	-1.2%	14.2%	32.7%	18.1%	5.3%
EBITDA	3,418	3,791	4,302	3,907	4,825	5,453	5,086	
EBITDA margin	8.9%	9.4%	10.5%	9.9%	11.7%	12.2%	13.6%	12.5%
YoY	-26.0%	-7.9%	25.9%	3.1%	12.1%	22.9%	13.0%	5.9%
Net profits attributable to shareholders	1,253	1,379	1,638	1,480	1,885	1,849	2,271	2,048
Net margins	3.3%	3.4%	4.0%	3.7%	4.6%	4.7%	5.7%	5.0%
YoY	-38.4%	-22.0%	30.7%	7.3%	15.1%	25.0%	20.5%	10.8%

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图2: 盈利调整

RMB mn	New			Old			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	80,840	84,199	87,271	82,932	86,060	89,826	-2.5%	-2.2%	-2.8%
Gross Profit	27,652	28,871	29,896	27,597	28,857	30,096	0.2%	0.0%	-0.7%
Operating Profit	7,093	7,801	8,509	6,891	7,641	8,529	2.9%	2.1%	-0.2%
Net profits (adjusted)	4,159	4,722	5,161	4,078	4,538	5,082	2.0%	4.1%	1.5%
Gross margin	34.2%	34.3%	34.3%	33.3%	33.5%	33.5%	0.9ppt	0.8ppt	0.8ppt
OPM	8.8%	9.3%	9.7%	8.3%	8.9%	9.5%	0.5ppt	0.4ppt	0.3ppt
NPM	5.1%	5.6%	5.9%	4.9%	5.3%	5.7%	0.2ppt	0.3ppt	0.3ppt

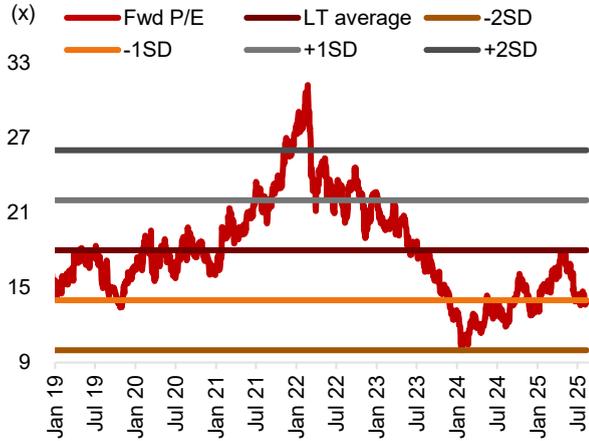
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图3: 招证对比一致预期 - 市场预期已基本消除风险, 逐渐向我们的预测靠拢

RMB mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	80,840	84,199	87,271	81,288	83,472	85,440	-0.6%	0.9%	2.1%
Gross Profit	27,652	28,871	29,896	27,575	28,546	29,515	0.3%	1.1%	1.3%
Operating Profit	7,093	7,801	8,509	6,924	7,368	7,869	2.4%	5.9%	8.1%
Net profits (reported)	4,319	4,722	5,161	4,232	4,482	4,828	2.1%	5.4%	6.9%
Gross margin	34.2%	34.3%	34.3%	34.1%	34.5%	34.6%	0.1ppt	-0.2ppt	-0.3ppt
OPM	8.8%	9.3%	9.7%	8.5%	8.8%	9.2%	0.3ppt	0.4ppt	0.5ppt
NPM	5.3%	5.6%	5.9%	5.2%	5.4%	5.7%	0.1ppt	0.2ppt	0.3ppt

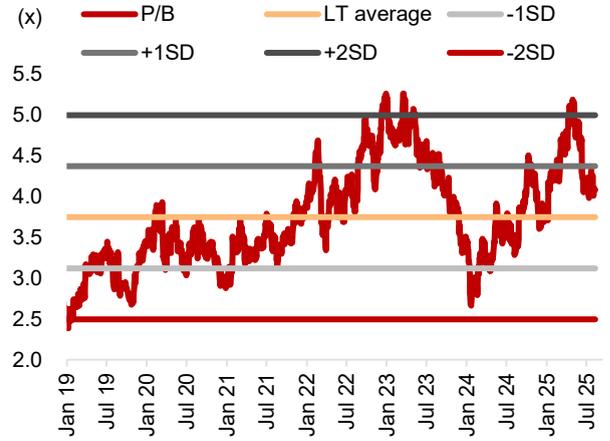
资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

图4: 前瞻P/E水平 - 我们下调评级后, 股价再次接近其五年均值下1个标准差的水平



资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

图5: 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

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
固定资产	21,455	21,522	23,193	24,344	25,495
使用权资产	3,554	3,451	3,400	3,400	3,400
商誉	98	98	98	98	98
对联营公司/合营企业的投资	625	678	537	537	537
其他非流动资产	6,944	9,414	9,146	9,196	9,218
非流动资产	32,676	35,163	36,374	37,575	38,748
存货	4,385	4,015	3,760	3,904	4,037
应收账款及预付款项	4,617	3,908	4,230	4,401	4,545
其他金融资产	4,684	2,519	1,551	1,551	1,551
存款	32	25	25	25	25
银行余额及现金	6,754	7,519	7,746	8,292	8,892
流动资产	20,474	17,986	17,312	18,172	19,050
总资产	53,150	53,149	53,686	55,747	57,797
应付账款	8,573	8,137	9,037	9,382	9,701
其他应付账款及已收存款	8,869	10,041	11,850	12,303	12,722
银行借款	8,482	11,585	11,585	11,585	11,585
其他流动负债	3,269	2,661	3,060	3,253	3,379
流动负债	29,193	32,423	35,532	36,523	37,386
递延所得税负债	1,254	1,264	1,261	1,261	1,261
租赁负债	180	111	81	81	81
银行借款	5,247	1,670	1,670	1,670	1,670
其他借款	4	4	4	5	6
拨备及其他负债	49	61	61	60	59
非流动负债	6,734	3,110	3,077	3,077	3,077
总负债	35,927	35,534	38,609	39,600	40,464
股本	984	985	1008	1008	1008
储备	12,911	13,245	10,089	10,491	10,930
非控股权益	3,328	3,386	3,980	4,647	5,395
总权益	17,222	17,615	15,077	16,147	17,334
总权益及负债	53,150	53,149	53,686	55,747	57,797

现金流量表

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	4,779	6,060	6,908		
财务成本	-22	423	323	323	323
联营公司/合营企业利润分成	0	0	0	0	0
折旧与摊销	3,449	3,185	2,475	2,475	2,475
营运资金变动	-418	667	3,082	582	545
其他	-1,000	-461	122	-323	-323
已支付所得税及其他	-1,294	-1,610	-1,795	-2,026	-2,214
经营活动现金流	5,495	8,264	11,114	8,647	9,129
资本支出	-3,560	-3,604	-3,604	-3,626	-3,626
处置子公司	213	0	0	0	0
其他	-377	748	487	-50	-22
投资活动现金流	-3,724	-2,856	-3,117	-3,676	-3,648
已支付股息	-3,149	3,534	-3,934	-4,519	-4,922
股权融资	0	0	0	0	0
债务融资(已偿还)	1,883	-3,577	0	0	0
其他	-6,053	-4,611	-3,836	95	42
融资活动现金流	-7,319	-4,653	-7,771	-4,425	-4,880
净现金流	-5,548	755	227	546	600

利润表

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	80,418	80,651	80,840	84,199	87,271
销售成本	-55,951	-53,955	-53,188	-55,328	-57,375
毛利润	24,467	26,696	27,652	28,871	29,896
其他收入	541	357	335	200	222
其他净收益	893	440	690	719	746
销售费用	-17,883	-18,042	-18,429	-18,944	-19,200
行政费用	-2,616	-2,828	-2,981	-2,863	-2,967
其他费用	-230	-270	-175	-182	-188
经营利润	5,172	6,353	7,093	7,801	8,509
财务成本	-519	-423	-323	-323	-323
合营企业/联营公司业绩分成	127	130	137	137	137
税前利润	4,779	6,060	6,908	7,615	8,323
所得税费用	-1,263	-1,738	-1,795	-2,026	-2,214
净利润	3,517	4,322	5,113	5,590	6,109
非控股权益	399	588	793	867	948
报告净利润	3,117	3,734	4,319	4,722	5,161
摊薄每股盈利(人民币)	0.55	0.66	0.77	0.84	0.92
每股股息(人民币)	0.55	0.66	0.77	0.84	0.92

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	2.2%	0.3%	0.2%	4.2%	3.6%
毛利润	6.8%	9.1%	3.6%	4.4%	3.6%
经营利润	15.8%	22.8%	11.7%	10.0%	9.1%
净利润	18.4%	19.8%	15.7%	9.3%	9.3%
每股盈利	18.4%	19.8%	15.7%	9.3%	9.3%
盈利能力					
毛利率	30.4%	33.1%	34.2%	34.3%	34.3%
经营利润率	6.4%	7.9%	8.8%	9.3%	9.7%
净利率	3.9%	4.6%	5.3%	5.6%	5.9%
流动性					
应收账款周转天数	7.7	7.2	7.9	8.4	8.4
存货周转天数	31.4	28.4	26.7	25.3	25.3
应付账款周转天数	58.9	56.5	58.9	60.8	60.7
现金转换周期	-19.8	-20.9	-24.4	-27.1	-27.0
现金流与杠杆					
自由现金流	3,275	4,780	7,204	5,157	5,639
净债务与股本比率	40.5%	32.6%	36.5%	30.7%	25.2%
股息支付比率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
股息收益率	5.2%	6.3%	7.3%	7.9%	8.7%
回报分析					
ROE	22.9%	26.6%	34.1%	41.8%	44.0%
资产周转率					
净利率	3.9%	4.6%	5.3%	5.6%	5.9%
财务杠杆					
ROA	6.3%	8.1%	9.6%	10.2%	10.8%
估值比率					
P/E	19.1x	15.9x	14.3x	12.6x	11.5x
P/B	5.0x	4.9x	6.3x	6.0x	5.8x

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