

公司報告

九毛九 (9922 HK)

复苏前景不明叠加指数剔除风险

- 上半年表现喜忧参半，利润率超预期但销售不佳
- 复苏进程受阻，指数剔除风险显现
- 维持中性评级；目标价基于35倍2025年末市盈率

上半年表现喜忧参半，复苏尚不明朗，面临指数剔除风险

自4月以来我们一直保持观望态度，尽管利润率有企稳迹象、门店改革初见成效，但上半年业绩表现喜忧参半：店铺利润率达11.8%，高于我们预测，并促使我们将25年净利润预测上调23%。然而，太二（同店销售增长：-19.0%）和九毛九（-19.8%）等核心品牌的同店销售增长和翻台率仍疲软，反映出需求持续疲弱及经营层面仍面临挑战。管理层对短期扩张仍持谨慎态度，预计25年下半年仅有低单位数百分比的新开店计划，同时拟关闭40至50家经营不佳的太二门店，主要集中在低线城市。该品牌已确认3,500万元人民币的减值损失，计划在年底前完成门店网络优化，并于26年迎来新一轮发展。另一方面，利润率前景依然乐观。管理层预计25年下半年仍有上行空间，受益于更为健康的门店结构及品牌升级，其中太二餐厅在25年上半年利润率已达13.4%（高于24年下半年的12.6%）。整体而言，尽管成本控制措施正在发挥作用，但收入增长比我们预期更为波动，因此我们在看到清晰销售恢复迹象之前持观望态度。此外，恒生指数公司于上周五宣布将九毛九剔除出恒生综合指数，调整将于9月8日生效。考虑到这可能导致公司被剔除出港股通，而南向资金持有公司约44%的流通股，我们认为短期股价表现难言乐观。估值方面，当前股价对应25年底市盈率32.6倍。若缺乏明确的增长拐点，我们认为这一估值缺乏上升空间。

分析师电话会议要点

- **25年下半年前景：**管理层仍持谨慎乐观态度，7月和8月的初步数据已显示出一些积极迹象。门店扩张将保持审慎，各品牌仅计划新增少量门店。太二预计将在下半年进一步关闭40-50家经营不佳的门店，主要集中在低线或偏远城市。
- **资产减值：**太二的门店关闭在上半年导致3,500万元人民币的减值损失。管理层预计核心营业利润率将在25年下半年改善，主要受益于门店网络的结构优化以及翻新门店的业绩提升。

盈利预测调整，估值与风险

- 我们将2025/26年的销售预测分别下调8%/7%，以反映上半年的业绩表现。同时，我们将225年的运营费用预估下调10%，这推动税前利润上调23%及净利润改善。
- 我们的目标价基于25年底市盈率35.0倍（此前为48.0倍），相当于自2023年以来平均估值的向下一个标准差水平。
- **主要上行/下行风险：**成本节约、门店扩张节奏、政策刺激、门店翻新执行情况。

盈利预测及估值

百万元人民币（截止12月31）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	5,986	6,074	5,625	5,873	6,342
同比增长	49.4%	1.5%	-7.4%	4.4%	8.0%
归母净利润	453	56	108	135	150
摊薄 EPS (人民币)	0.31	0.04	0.08	0.10	0.11
同比增长	933.3%	-87.3%	93.1%	25.2%	10.9%
P/E	8.0x	63.0x	32.6x	26.0x	23.5x
ROE	13.9%	1.7%	3.4%	4.3%	4.7%

资料来源：公司资料、招商證券（香港）预测；股价截至2025年8月25日收盘价

黄铭谦

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

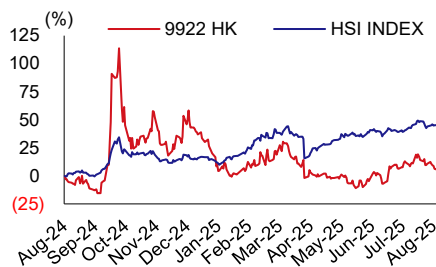
最新变动

鉴于公司前景不明朗及面临被剔除出恒生指数的风险，我们维持中性评级。

中性

前次评级	中性
股价	2.7港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	2.8港元 (+5.4%)
前次目标价	3.2港元

股价表现



资料来源：彭博；股价截至2025年8月25日

%	1m	6m	12m
9922 HK	(11.2)	(5.3)	8.0
恒生指数	1.8	12.2	45.2

行业：消费

恒生指数（2025年8月25日）	25,830
------------------	--------

重要数据

52周股价区间（港元）	2.14 - 5.73
市值（百万港元）	3,742
日均成交量（百万股）	103.38
每股净资产（人民币）	2.37
主要股东	
管毅宏	38.9%
MX J LIMITED	6.4%
其他	2.2%
总股数（百万股）	1,414
自由流通量	52.5%

资料来源：彭博

相关报告

1. Jiumaojiu International (9922 HK) - At its turning point (中性) (2025/4/2)
2. 九毛九 (9922 HK) - 仍处于下行周期（减持）(2024/10/21)
3. 九毛九 (9922 HK) - 转机仍未出现；下调至减持评级（减持）(2024/7/22)

2025 年上半年业绩亮点

主要财务指标

- 2025 年上半年收入为 27.53 亿元人民币 (下同), 同比下降 10.1%, 主要由于所有核心品牌同店销售疲软以及自营门店数量减少。
- 核心经营利润同比下降 37% 至 9,800 万元, 核心经营利润率为 3.6%, 反映出负向经营杠杆效应及品牌盈利能力减弱。
- 归属于股东的净利润为 6,070 万元, 同比下降 16.0%, 每股收益维持在人民币 0.04 元。
- 餐厅利润同比下降 21% 至 3.1 亿元, 利润率降至 11.8%, 受收入收缩及门店效率下降影响。
- 所有旗舰品牌同店销售增长 (SSSG) 均为负: 太二 (-19.0%)、宋火锅 (-20.1%)、九毛九 (-19.8%)。下降反映了持续的宏观逆风、客流量减少及消费者信心减弱。
- 运营指标出现下滑, 品牌组合中桌台和座位周转率均有明显下降。人均消费表现分化: 太二小幅提升至 73 元, 怂火锅下降至 99 元, 九毛九保持稳定在 57 元。

营运资金、存货及门店网络

- **现金及流动性:** 截至 2025 年上半年, 现金及现金等价物为 4.89 亿元, 同比下降 19.4%, 去年同期为 6.07 亿元。下降主要由于(i)增加了定期存款的现金投放, 以及(ii)偿还银行贷款所致。总现金 (包括定期存款及受限存款) 仍保持在 13 亿元以上, 表现稳健。
- **股息:** 2025 年上半年未派发中期股息, 与 2024 年上半年一致。然而, 期间已批准并计提末期股息及特别股息合计每股 0.04 元港币 (约 5,160 万元人民币), 反映出在盈利承压下更为审慎的资本回报策略。
- **杠杆率和资本结构:** 集团的资本结构比率小幅下降至 11.1% (2024 年底为 12.0%), 主要由于银行贷款总额减少至 3.52 亿元人民币。流动比率提升至 1.56 倍, 反映出尽管整体现金减少, 但短期流动性状况更为稳健。
- **资本性支出:** 2025 年上半年为 1.48 亿元人民币, 同比下降 31.9%, 九毛九对新门店开设及供应链投资采取了更为审慎和注重质量的策略。

按品牌划分的收入明细

- 太二仍为集团的核心收入来源，占总收入的 70.8%。太二收入同比下降 13.3% 至 19.49 亿元，主要由于自营门店数量减少及同店表现疲软。尽管品牌已升级至“5.0 门店模型”，引入活鱼及高端肉类菜品，但其对财务业绩的影响尚未完全体现。
- 怂火锅实现收入 4.17 亿元，同比下降 3.5%，占总收入的 15.1%。尽管该品牌实现了门店扩张（净增 3 家新店），但仍受到翻台率和人均消费下降的影响。
- 九毛九贡献收入 2.26 亿元，同比下降 22.6%，主要由于门店关闭及运营指标疲软。其收入占集团总收入的比例降至 8.2%。
- 其他品牌收入同比增长 75.6% 至 1.62 亿元，得益于山外面门店扩张及外部产品销售增长。该板块收入占比提升至 5.9%，显示出核心品牌以外多元化的初步迹象。

门店网络与扩张策略

- 截至 2025 年上半年，集团共经营 729 家餐厅，较此前的 771 家有所减少。其中包括 695 家自营餐厅及 34 家加盟/合作模式餐厅。
- 在 2025 年上半年，集团新开设了 10 家餐厅，包括 3 家太二（其中 1 家为加盟店）、5 家怂火锅和 2 家山外面（合作模式）。然而，集团关闭了 88 家经营表现不佳的门店，主要由于租约到期及战略性网络优化。
- 太二自营门店数量由 612 家降至 547 家，其中 10 家转为加盟，其余门店关闭。该品牌目前共有 566 家门店，其中包括 19 家加盟店。
- 怂火锅门店数量小幅增加至 76 家（此前为 73 家），显示出在逆风环境下对该业态的持续信心。
- 国际扩张持续推进，集团目前已进入 130 个城市，包括新加坡、马来西亚、泰国、加拿大、美国和印度尼西亚等海外市场。太二和赖美丽是集团在国际市场布局的重点品牌。
- 九毛九也在采取更为审慎和有选择性的扩张策略，专注于高质量、高客流量的地段，并投资于客户体验和运营效率更优的新店型。

运营与战略亮点

- 太二于 2025 年上半年正式推出“5.0 门店模型”，在用餐环境升级、菜单优化及鲜活食材应用方面进行了提升。早期反馈积极，但规模效益尚未显现。
- 广州南沙供应链中心已开始试运营，既为内部食材加工，也为外部销售提供生产支持。该双重模式有望提升成本效率、食品安全和利润韧性。
- 数字化转型被列为战略重点，智能系统应用进一步增加，以优化库存、减少食材浪费并提升运营响应能力。
- 集团持续转向“门店+外部销售”的混合模式，包括自有品牌调味品及包装食品的超市分销和线上零售。

分析师问答环节要点

2025 年下半年展望及 7-8 月业绩表现

- 管理层对 2025 年下半年保持谨慎乐观，7 月和 8 月的早期数据已显示出积极迹象。采用新 5.0 模式（包括活鱼、鲜鸡和鲜牛肉）的太二门店表现优于传统门店。截至 7 月底，已有 64 家门店完成升级改造（其中约三分之一为加盟店），截至 8 月初，这些门店的同店销售较旧模式门店高约 10%，堂食收入高约 15%。
- 九毛九预计将在年底前完成超过 150 家门店的升级改造，并于 2026 年实现全面推广。尽管由于新鲜食材成本上升及人工增加导致短期毛利率下降，管理层预计通过供应链优化，长期盈利能力将得以恢复。
- 2025 年下半年，门店扩张将保持审慎，各品牌仅新增少量新门店。太二计划关闭 40-50 家经营不善的门店，主要位于低线或偏远城市。集团已在 2025 年上半年确认与上述关店相关的 3,500 万元人民币资产减值。管理层预计，在结构性网络升级和翻新门店业绩增强的支持下，核心经营利润 2025 年下半年有所提升。
- 7 月和 8 月数据显示，新业态门店的可比销售额较 2024 年 12 月水平高出约 30%。集团还将重点提升运营效率、客户体验和组织敏捷性，例如通过新设立的“创业事业部”模式，赋予一线团队在产品及人力资源决策上的自主权。

品牌战略与运营更新

- 九毛九的各核心品牌均在进行战略优化。
- 太二正通过其“5.0 鲜活模式”门店模式引领转型，该模式通过丰富菜单、瞄准家庭用餐群体及重塑门店氛围，解决了以往产品线单一和客户群有限等问题。
- 九毛九正以产品、空间和文化升级为核心，筹备其 30 周年全新品牌模式，首家旗舰店将于 2025 年四季度开业。2025 年上半年，该品牌在门店数量和收入下降的情况下，产品毛利率保持稳定（约 13.4%），展现出较强的盈利韧性。
- 怂火锅在 2025 年上半年因同店销售和翻台率疲软而承受利润压力，但仍保持了较高的客单价（约 100 元人民币）。该品牌将重新调整其地理布局，重点聚焦品牌影响力较强的本省市场，同时在缺乏供应链支持的省份收缩规模。
- 凑凑通过推出天然锅底和新鲜食材提升了产品质量，并将在下半年推出新概念，以增强竞争力。赖美丽保持了稳定的盈利能力（约 12.7%），但翻台率有所下降，促使进一步优化运营。在所有品牌中，产品创新、客户细分和空间体验是集团转型战略的关键支柱。

特许经营、外卖、线上及国际扩张

- 九毛九继续推进“精选多品牌矩阵”战略，专注于 3-5 个可扩展、可复制的全服务餐饮品牌。虽然扩张仍以自营门店为主，但集团正在尝试与具备相同运营理念的区域主特许经营商合作。在地域布局方面，扩张将从华南（核心市场）向华东推进，充分利用现有供应链和管理基础设施。
- 在外卖业务方面，集团重申堂食为其战略核心，外卖则作为补充渠道。太二力求将外卖占比控制在 20% 以内，而凑凑由于火锅属性，外卖渗透率更低。九毛九目前约 32% 的收入来自外卖，但计划随着向堂食体验及生活方式餐饮模式转型，逐步降低该比例。
- 在国际市场，集团正加深在北美和日本的布局。同时，集团正在通过广州南沙供应链中心建设双渠道供应链，该中心已于 5 月开始试运营，支持内部食材加工及外部销售（如超市和电商）。
- 在山姆会员店及线上平台推出的新品，如红焖羊肉煲和速食酸菜，已在各自品类中位居前列。公司正在开发一份新的中秋节菜单，包括松鼠鱼和烤羊肋排等菜品。这些举措为打造超越餐厅的食品品牌生态体系奠定了基础。

图1: 盈利调整

RMB mn	New			Old			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	5,625	5,873	6,342	6,113	6,314	6,640	-8.0%	-7.0%	-4.5%
Gross profit	3,695	3,857	4,129	3,994	4,117	4,328	-7.5%	-6.3%	-4.6%
Profit before tax	161	202	224	132	206	235	22.5%	-1.9%	-4.6%
Net profit	108	135	150	88	138	157	22.5%	-1.9%	-4.6%
Gross Margin	65.7%	65.7%	65.1%	65.3%	65.2%	65.2%	0.4ppt	0.5ppt	-0.1ppt
PBT Margin	2.9%	3.4%	3.5%	2.2%	3.3%	3.5%	0.7ppt	0.2ppt	0ppt
Net margin	1.9%	2.3%	2.4%	1.4%	2.2%	2.4%	0.5ppt	0.1ppt	0ppt

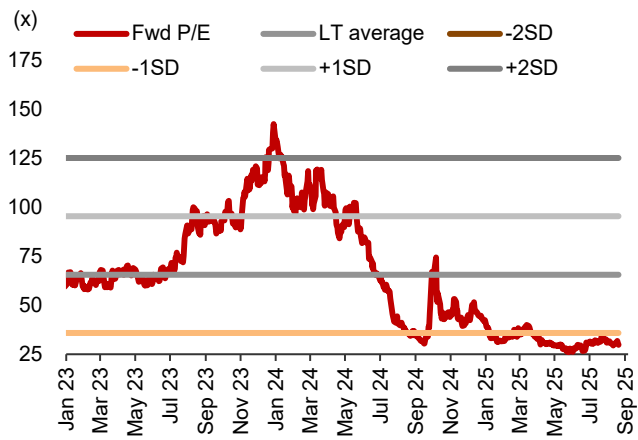
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图2: 招证预测对比一致预测

RMB mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	5,625	5,873	6,342	5,653	6,023	6,603	-0.5%	-2.5%	-4.0%
Gross profit	3,695	3,857	4,129	3,650	3,893	4,267	1.2%	-0.9%	-3.2%
Profit before tax	161	202	224	188	381	470	-14.2%	-47.0%	-52.4%
Net profit	108	135	150	132	252	310	-18.4%	-46.4%	-51.7%
Gross Margin	65.7%	65.7%	65.1%	64.6%	64.6%	64.6%	1.1ppt	1ppt	0.5ppt
PBT Margin	2.9%	3.4%	3.5%	3.3%	6.3%	7.1%	-0.5ppt	-2.9ppt	-3.6ppt
Net margin	1.9%	2.3%	2.4%	2.3%	4.2%	4.7%	-0.4ppt	-1.9ppt	-2.3ppt

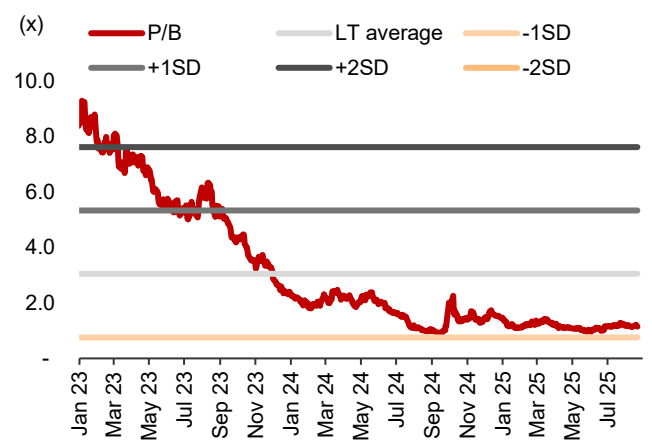
资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图3: 前瞻市盈率水平



资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 预测

图4: 市净率水平



资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业、机器以及设备	1,129	1,190	1,352	1,465	1,543
使用权资产	2,008	2,090	2,178	2,244	2,268
对联营公司/合资企业的投资	8	29	29	29	29
递延所得税	116	162	162	162	162
其他非流动性资产	454	710	710	710	710
非流动性资产	3,715	4,179	4,430	4,609	4,711
库存	132	115	114	119	130
应收款项及预付款项	644	770	685	748	842
其他流动性资产	703	817	817	817	817
银行结余及现金	1,327	607	560	479	477
流动性资产	2,806	2,309	2,176	2,163	2,266
总资产	6,521	6,489	6,606	6,772	6,977
其他应付款项	697	623	618	656	731
租赁负债	539	602	602	602	602
银行贷款	90	306	406	506	606
其他流动性负债	76	63	63	63	63
流动性负债	1,403	1,593	1,688	1,827	2,001
租赁负债	1,545	1,582	1,582	1,582	1,582
银行借款	154	74	74	74	74
递延所得税负债	56	79	79	79	79
其他非流动性负债	6	10	10	10	10
非流动性负债	1,761	1,745	1,745	1,745	1,745
总负债	3,164	3,337	3,433	3,571	3,746
普通股	0	0	0	0	0
储备	3,336	3,152	3,160	3,170	3,181
非控股权益	21	(1)	13	31	50
权益总额	3,357	3,151	3,173	3,201	3,231
权益与负债总额	6,521	6,489	6,606	6,772	6,977

现金流量表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	453	56	108	135	150
折旧与摊销	712	923	877	949	1,026
处置固定资产	0	0	0	0	0
少数股东权益加回	-3	-22	14	17	19
营运资金变动	84	-184	82	-29	-31
其它	-233	203	0	0	0
经营活动现金流	1,012	976	1,080	1,073	1,164
购买固定资产	-587	-528	-528	-528	-528
投资支付	-24	0	0	0	0
已收利息	70	0	0	0	0
联营公司款项	-3	0	0	0	0
其它	394	-270	0	0	0
投资活动现金流	-150	-798	-528	-528	-528
已付股息	-66	-203	-100	-125	-138
股权融资	5	0	0	0	0
债务融资(偿还)	214	0	100	100	100
其它	-800	-702	-600	-600	-600
融资活动现金流	-646	-905	-600	-625	-638
净现金流	216	-727	-47	-80	-3

利润表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	5,986	6,074	5,625	5,873	6,342
其他收入	127	70	60	60	60
原材料及易耗品成本	-2,142	-2,162	-1,990	-2,077	-2,273
员工成本	-1,544	-1,747	-1,563	-1,602	-1,697
物业租金及相关开支	-139	-133	-114	-130	-140
折旧与摊销	-721	-868	-824	-860	-928
水电开支	-219	-253	-398	-415	-448
其他开支	-594	-679	-472	-494	-536
经营利润	753	300	324	355	380
财务成本	-93	-111	-110	-133	-156
应占联营公司的溢利/(亏损)	-2	-4	-3	0	0
其他收益/(成本)	-22	-112	-50	-20	0
税前利润	636	74	161	202	224
所得税开支	-156	-29	-40	-50	-55
净利润	480	45	122	152	169
非控股权益	27	-11	14	17	19
本公司拥有人应占利润	453	56	108	135	150
摊薄每股盈利(人民币)	0.31	0.04	0.08	0.10	0.11
每股股息(港元)	0.13	0.04	0.07	0.09	0.10

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	49.4%	1.5%	-7.4%	4.4%	8.0%
毛利	108.5%	-30.5%	-18.1%	10.1%	12.2%
经营利润	305.3%	-60.1%	7.9%	9.4%	7.0%
净利润	820.2%	-87.7%	93.1%	25.2%	10.9%
EPS	933.3%	-87.3%	93.1%	25.2%	10.9%
利润率					
毛利润率	18.0%	12.3%	10.9%	11.5%	11.9%
经营利润率	12.3%	4.9%	5.7%	6.0%	5.9%
净利润率	7.6%	0.9%	1.9%	2.3%	2.4%
流动性					
应收账款天数	35.0	42.5	44.5	46.5	48.5
库存天数	21.3	20.9	20.9	20.9	20.9
应付账款天数	98.6	111.4	113.4	115.4	117.4
现金周转天数	-42.2	-48.0	-48.0	-48.0	-48.0
现金流与杠杆率					
自由现金流	-36.8%	-9.6%	-4.8%	0.8%	4.0%
净负债率	43.1%	92.5%	92.5%	92.5%	92.5%
股息率	5.1%	1.4%	2.7%	3.3%	3.7%
回报率分析					
ROE	13.9%	1.7%	3.4%	4.3%	4.7%
资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
净利润率	7.6%	0.9%	1.9%	2.3%	2.4%
金融杠杆	1.8	2.0	2.1	2.1	2.2
ROA	7.0%	0.9%	1.6%	2.0%	2.1%
估值倍数					
市盈率	8.0x	63.0x	32.6x	26.0x	23.5x
市净率	1.1x	1.2x	1.2x	1.2x	1.2x

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