



百胜中国 (YUMC.US/9987.HK): 市场情绪大幅改善, 潜在销售回暖有望助力利润率超预期

百胜中国 4Q25 同店销售增长及经营利润率都大超市场预期。管理层表示观察到短期销售有向好的趋势, 并在近期对外送渠道进行小幅提价, 旨在减轻不断上升的骑手成本压力。以上都有利于短期市场情绪的改善。我们认为公司未来的同店销售表现若好于公司指引, 则有望在经营杠杆的帮助下令利润率表现超出市场预期。基于公司强大的基本面、稳健的业绩表现以及持续聚焦股东回报, 我们维持百胜中国“买入”评级。我们最新的目标价 (港股为 505.6 港元, 美股为 64.8 美元) 是基于 12x 2026E EV/EBITDA。

- 短期销售趋势回暖, 但 1Q26 利润率可能承压:** 管理层从 2025 年底开始观察到短期销售趋势有所回暖, 并表示 2026 年至今的销售表现符合公司预期。管理层预计公司 1Q26 将继续看到同店销售与同店交易量的正增长, 系统销售增速预计与未来三年的目标一致 (中到高单位数)。然而, 考虑到 (1) 外卖人工成本的压力将持续, (2) 原材料价格下降的帮助有所减小, (3) “Fresh Eye” 和 “Red Eye” 两个项目对利润率的帮助已在去年有显著的体现, 管理层预计 1Q26 的利润率在去年较高的基数下将面对较大的压力, 餐厅利润率及经营利润率将基本保持同比持平。
- 2026 年全年指引符合未来三年的目标:** 管理层预测 (1) 2026 年同店销售额将小幅正增长 0-2%, 系统销售同比增长中到高单位数, 与投资者日公布的 2026-2029 年复合增长目标一致; (2) 2026 年肯德基的客单价保持稳定或小幅下降, 而必胜客的客单价将维持显著的下降趋势; (3) 2026 年的原材料成本有望继续下降, 但降幅收窄。肯德基及必胜客的销售成本占收入比例同比基本持平; (4) 2026 年外送占比将持续提升, 令人工成本占收入比例继续承压; (5) 公司将通过进一步的降本增效措施 (比如不同门店、区域以及品牌之间的资源共享, 资本开支及折旧的下降等) 来降低非外送人工成本、租金及其他费用占收入的比例; (6) 公司力争 2026 年全年餐厅利润率及经营利润率维持同比小幅扩张 (其中, 肯德基大概率保持稳定, 必胜客显著扩张)。
- 必胜客及其他新业态将驱动未来的增长:** 在大举改良菜品、优化运营流程、提升运营效率之后, 必胜客同时实现了客单价的大幅下降及利润率的大幅提升。这也使必胜客在 2025 年得以在原有 900 个城市的基础上进入 200 个左右的新城市 (其中必胜客 Wow 进入了约 100 个新城市)。尽管必胜客 4Q25 的收入增速依然不及肯德基, 但我们认为必胜客在未来三年的门店扩张与利润率提升潜力要大于肯德基。另外, 继肯德基与肯悦咖啡的“肩并肩”模式之后, 公司正在积极尝试 KPRO (目前有 200 多家店, 2026 年有望实现翻倍) 和“双子星” (目前 42 家) 等新业态。虽然相较于肯德基巨大的门店体量, 这些新业态短期的收入贡献依然非常有限, 但这些新业态的意义不仅在于为肯德基带来额外的同店销售 (肯悦咖啡平均贡献肯德基母店中单位数的同店销售额), 更在于满足客户不同的消费场景和需求, 同时优化运营效率, 长期来看有助于提升公司整体的经营利润率。
- 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。

林闲嘉

 首席消费分析师
 richard_lin@spdbi.com
 (852) 2808 6433

张嘉

 消费分析师
 constance_zhang@spdbi.com
 (852) 2808 6439

2026 年 2 月 9 日

百胜中国 (YUMC.US)

目标价 (美元)	64.8
潜在升幅/降幅	+11.8%
目前股价 (美元)	57.95
52 周内股价区间 (美元)	41-55.84
总市值 (百万美元)	19,723
近 3 月日均成交额 (百万美元)	63.7

注: 截至 2026 年 2 月 6 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

百胜中国 (9987.HK)

目标价 (港元)	505.6
潜在升幅/降幅	+17.4%
目前股价 (港元)	430.6
52 周内股价区间 (港元)	324-437.2
总市值 (百万港元)	152,553
近 3 月日均成交额 (百万港元)	254.4

注: 截至 2026 年 2 月 6 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 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



图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	11,303	11,797	12,594	13,263	13,892
同比	3.0%	4.4%	6.8%	5.3%	4.7%
归母净利润	911	929	1,014	1,079	1,149
同比	10.2%	2.0%	9.2%	6.3%	6.5%
PE(x)–港股	22.4	21.0	19.5	17.6	15.9
PE(x)–美股	22.6	21.3	19.7	17.8	16.1
EV/EBITDA	13.2	12.1	11.2	10.3	9.5
ROE	15.8%	17.5%	19.7%	22.0%	23.4%

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)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	11,303	11,797	12,594	13,263	13,892
同比	3.0%	4.4%	6.8%	5.3%	4.7%
营业成本	-8,972	-9,236	-9,734	-10,103	-10,426
毛利润	2,331	2,561	2,860	3,160	3,466
毛利率	20.6%	21.7%	22.7%	23.8%	24.9%
管理费用	-568	-581	-603	-622	-643
加盟费用	-37	-41	-55	-73	-90
其他经营收入及收益	-564	-649	-770	-923	-1,086
经营利润	1,162	1,290	1,432	1,541	1,646
经营利润率	10.3%	10.9%	11.4%	11.6%	11.8%
财务费用	129	92	60	46	46
其他营业外收入	40	-24	0	0	0
利润总额	1,331	1,358	1,492	1,588	1,692
投资损益	5	15	10	10	10
所得税	-356	-369	-405	-431	-460
所得税率	-26.7%	-27.2%	-27.2%	-27.2%	-27.2%
净利润	980	1,004	1,097	1,166	1,242
减：少数股东损益	69	75	82	87	93
归母净利润	911	929	1,014	1,079	1,149
归母净利率	8.1%	7.9%	8.1%	8.1%	8.3%
同比	10.2%	2.0%	9.2%	6.3%	6.5%

资产负债表

(百万美元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	723	506	-6	-6	-6
短期投资	1,121	878	878	878	878
应收款项	79	95	104	109	114
存货	405	438	400	415	428
预付款及其他流动资产	366	440	440	440	440
流动资产合计	2,694	2,357	1,816	1,836	1,855
固定资产	2,407	2,543	2,764	2,957	3,100
商誉	2,146	2,189	2,189	2,189	2,189
使用权资产	1,880	1,963	1,978	1,991	2,001
无形资产	144	148	139	134	129
附属机构投资	368	387	387	387	387
递延所得税资产	256	362	360	360	360
其他非流动资产	1,226	834	834	834	834
非流动资产合计	8,427	8,426	8,651	8,852	9,000
应付票据及应付账款	801	900	990	1,089	1,198
租赁负债	417	400	400	400	400
资本性支出	192	180	180	180	180
应付人工成本及福利	235	235	235	235	235
合同负债	196	180	180	180	180
累计营销费用	33	33	33	33	33
应付税款	76	76	76	76	76
其他流动负债	333	242	242	242	242
流动负债合计	2,283	2,246	2,336	2,435	2,544
租赁负债	1,816	1,823	1,823	1,823	1,823
资本性租赁负债	49	51	50	50	50
其他负债	546	564	566	566	566
非流动负债合计	2,411	2,438	2,439	2,439	2,439
股本	3,980	3,772	2,677	2,067	1,325
储备	1,748	1,607	2,217	2,861	3,568
可赎回股本	13	0	0	0	0
少数股东权益	686	720	802	890	983
所有者权益合计	6,427	6,099	5,696	5,818	5,876

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)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	980	1,004	1,097	1,166	1,242
固定资产折旧	476	448	447	448	458
使用权资产折旧	408	401	435	438	440
闭店及减值费用	39	37	39	41	42
转加盟收益	0	0	0	0	0
递延税务	0	0	2	0	0
附属机构收入	6	1	0	0	0
股权激励支出	41	42	0	0	0
金融工具估值	-40	24	0	0	0
存货的减少	8	-14	38	-15	-13
经营性应收项目的减少	-36	-62	-9	-6	-5
经营性应付项目的增加	-414	-444	-399	-392	-383
税务费用	-12	9	0	0	0
其他	-37	20	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	1,419	1,466	1,650	1,680	1,781
资本开支	-705	-626	-663	-637	-596
投资支付的现金和结构性存款	523	633	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	0	0	0	0
其他	4	-12	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-178	-5	-663	-637	-596
资本性租赁负债支付的现金	307	29	-1	0	0
出售股份收取现金	-1,249	-1,144	-1,095	-610	-742
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-328	-428	-405	-434	-442
其他	-20	-17	2	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-1,290	-1,560	-1,499	-1,044	-1,184
外汇损益	-10	11	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	-395	-228	-512	0	0
期初现金及现金等价物余额	1,128	723	506	-6	-6
期末现金及现金等价物余额	723	506	-6	-6	-6

财务和估值比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股数据 (美元)					
摊薄每股收益	2.5	2.6	2.8	3.1	3.5
每股销售额	29.0	31.8	35.1	38.6	41.8
每股股息	0.6	1.0	1.2	1.3	1.4
同比变动					
收入	3.0%	4.4%	6.8%	5.3%	4.7%
经营溢利	5.1%	11.0%	11.0%	7.6%	6.8%
归母净利润	10.2%	2.0%	9.2%	6.3%	6.5%
费用与利润率					
毛利率	20.6%	21.7%	22.7%	23.8%	24.9%
经营利润率	10.3%	10.9%	11.4%	11.6%	11.8%
归母净利率	8.1%	7.9%	8.1%	8.1%	8.3%
回报率					
平均股本回报率	15.8%	17.5%	19.7%	22.0%	23.4%
平均资产回报率	8.5%	9.2%	10.3%	11.0%	11.5%
资产效率					
应收账款周转天数	2.2	2.4	3.0	3.0	3.0
库存周转天数	17.1	16.6	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	32.0	31.8	30.2	30.2	30.2
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
负债/权益	73.0%	76.8%	83.8%	83.8%	84.8%
估值					
市盈率 (x)-港股	22.4	21.0	19.5	17.6	15.9
市盈率 (x)-美股	22.6	21.3	19.7	17.8	16.1
市销率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
股息率	8.9%	13.4%	16.3%	18.0%	19.1%

业绩概览：4Q25 同店及系统销售同比加速增长，核心经营利润率实现同比大幅扩张，远超市场预期

4Q25 业绩增长再次超市场预期：公司 4Q25 同店销售相较前两个季度加速增长。在同店销售加速增长以及持续高速拓店的驱动下，百胜 4Q25 系统销售（排除 FX）同比增长 7%，同样实现加速增长。基于降本增效及同店销售增长所带来的杠杆效应，经营利润同比大幅增长 25%，经营利润率同比大幅扩张 80bps，远高于市场预期。4Q25 按市值计价的股权投资录得盈利并抵消了利息收入下降的拖累，令 4Q25 归母净利润同比增长 24%。值得注意的是，董事会在 4Q25 宣布派发每股 0.29 美元的现金分红，相较前三季度的每股 0.24 美元提升了 21%。

4Q25 同店销售相较前两个季度加速增长：4Q25 整体的同店销售（排除 FX）同比增长 3%，相较 2Q25 与 3Q25 有所提速。其中，肯德基 4Q25 同店销售同比增长 3%（高于 3Q 的 2%及 2Q 的 1%增长），主要归功于同店交易数同比增长 3%，而客单价同比持平（依然好于市场预期）。必胜客 4Q25 的同店销售同比增长 1%（维持前两个季度的增速）。其中，必胜客同店交易数同比大增 13%，客单价同比下降 11%。在门店扩张与同店加速增长的驱动下，公司 4Q25 系统销售（排除 FX）同比增长 7%（肯德基同比增长 8%，必胜客同比增长 6%），增速快于 3Q25 与 2Q25。

经营利润率在高基数下实现同比大幅扩张：尽管整体客单价持续下行，公司通过产品优化，在 4Q25 再次实现了原材料占销售比例同比下降 0.4ppt。人工费用占销售比例同比上升 0.9ppt，主要由于外卖占比的提升（4Q25 外卖占比达 53%），基本维持前两个季度的趋势。然而，在公司降本增效及同店销售增长带来的经营杠杆优化的帮助下，租金及其他费用占销售比例同比大幅下降 1.7ppt，超额抵消了人工费用增长的影响。因此，4Q25 毛利率同比提升 1.3ppt 至 19.1%，餐厅利润率同比扩张 0.7ppt 至 13.0%，经营利润率同比扩张 0.8ppt 至 6.6%，4Q25 核心经营利润同比大幅增长 23%，远高于我们同市场的预期。

公司长期目标保持不变，继续致力于资本回报：展望未来，公司力争在 2026 年净新增 1,900 家门店（加盟门店占肯德基以及必胜客净开店数的 40-50%），并在 2026 年末实现门店数量超过 2 万家，2030 年将门店数量提升至 3 万家以上。2026 年资本支出预计为 6 亿-7 亿美元。在 2025 年通过回购与分红返还 15 亿美元给投资者后，公司将继续在 2026 年返还 15 亿美元。自 2027 年后，公司计划在扣除子公司向非控股股东支付股息后，每年返还约 100% 的年度自由现金流给股东（预计 2027 与 2028 年约为 9 亿-10 亿美元，2028 年后将超过 10 亿美元）。

图表 2：百胜中国季度经营情况

百万美元	3Q24	3Q25	YOY	4Q24	4Q25	YOY
总收入	3,071	3,206	4.4%	2,595	2,823	8.8%
-公司销售	2,895	2,998	3.6%	2,434	2,627	7.9%
-加盟费收入	25	28	12.0%	22	25	13.6%
-与加盟店往来交易收入	116	140	20.7%	101	126	24.8%
-其他收入	35	40	14.3%	38	45	18.4%
公司餐厅成本	-2,401	-2,479	3.2%	-2,595	-2,823	8.8%
-食品及包装物	-918	-939	2.3%	-776	-832	7.2%
-薪金及雇员福利	-728	-785	7.8%	-685	-771	12.6%
-物业租金及其他经营开支	-755	-755	0.0%	-672	-682	1.5%
食品及包装物占收率	31.3%	30.7%		31.8%	31.1%	
薪金及雇员福利占收率	24.5%	26.1%		27.7%	29.3%	
物业租金及其他经营开支占收率	25.8%	24.8%		27.2%	25.6%	
毛利润	670	727	8.5%	462	538	16.5%
毛利率	21.8%	22.7%		17.8%	19.1%	
经营费用	-299	-327	9.4%	-311	-351	12.9%
-管理费用	-139	-143	2.9%	-156	-169	8.3%
-加盟开支	-10	-11	10.0%	-8	-9	12.5%
-与加盟店往来开支	-110	-134	21.8%	(98)	(120)	22.4%
-其他支出及收入	-40	-39	-2.5%	-49	-53	8.2%
餐厅利润率	17.1%	17.3%		12.3%	13.0%	
经营利润	371	400	7.8%	151	187	23.8%
经营利润率	12.1%	12.5%		5.8%	6.6%	
利息收入	31	23	-25.8%	29	18	-37.9%
投资收入	34	-10	n.m	-10	1	n.m
税前利润	436	413	-5.3%	170	204	20.0%
所得税	-119	-114	-4.2%	-47	-56	19.1%
权益法核算的投资损益	2	6	200.0%	3	5	66.7%
净利润	319	305	-4.4%	126	153	21.4%
净利率	10.4%	9.5%		4.9%	5.4%	
少数股东权益	-22	-23	4.5%	-11	-13	18.2%
归母净利润	297	282	-5.1%	115	140	21.7%
归母净利率	9.7%	8.8%		4.4%	5.0%	

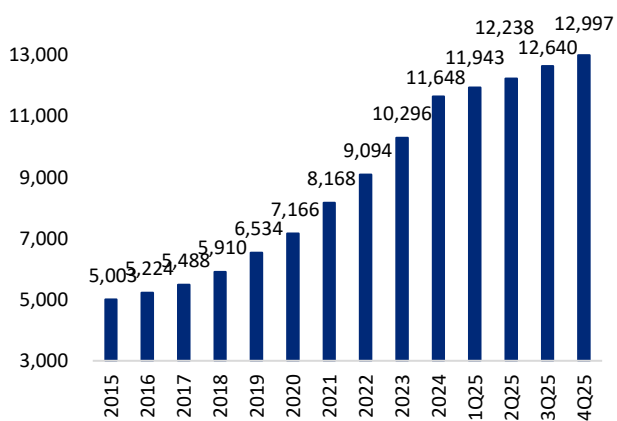
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3：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，1Q24-4Q25

	肯德基							
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
系统销售额增长	7%	5%	6%	5%	3%	5%	5%	8%
同店销售增长	-2%	-3%	0%	-1%	0%	1%	2%	3%
同店交易数变化	4%	4%	1%	3%	4%	0%	3%	3%
客单价变化	-6%	-7%	-3%	-4%	-4%	1%	-1%	0%
	必胜客							
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
系统销售额增长	4%	1%	2%	3%	2%	3%	4%	6%
同店销售增长	-5%	-8%	2%	-2%	0%	2%	1%	1%
同店交易数变化	8%	2%	4%	9%	17%	17%	17%	13%
客单价变化	-12%	-9%	-9%	-10%	-14%	-13%	-13%	-11%

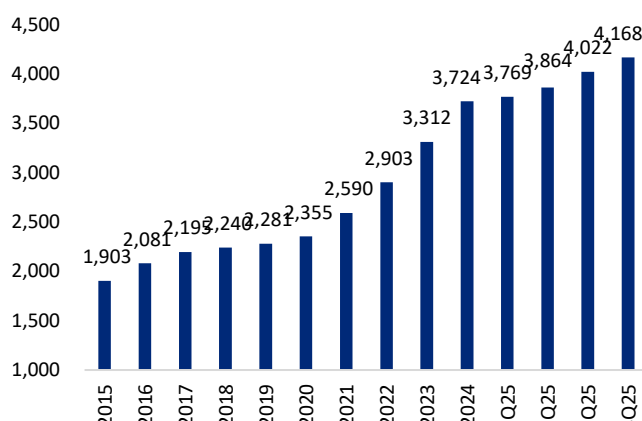
资料来源：公司资料、浦银国际

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

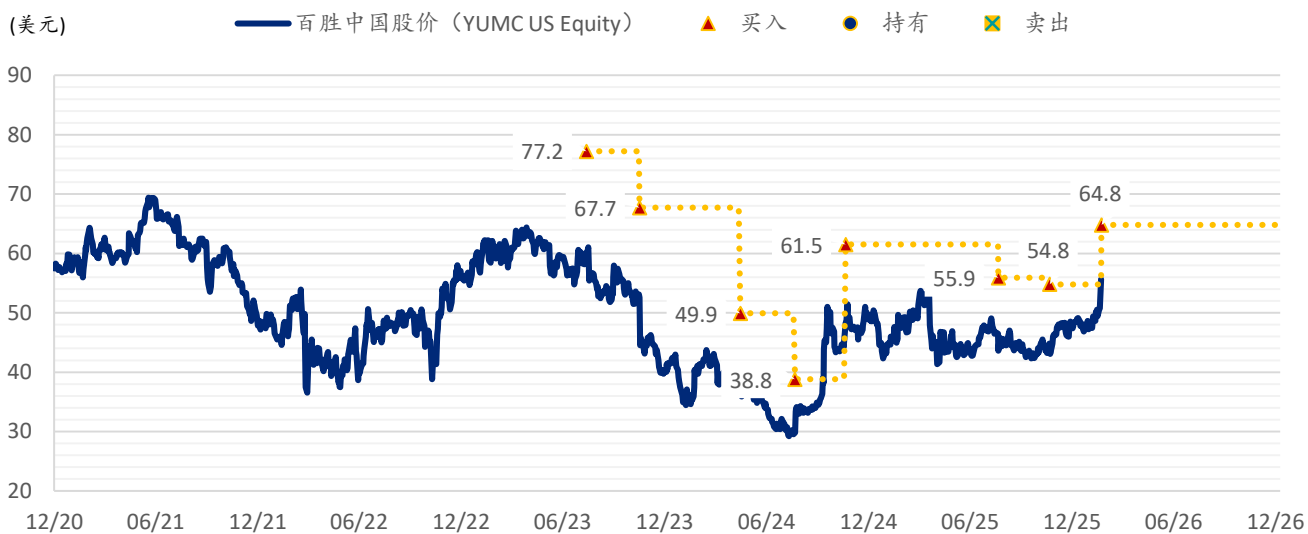
图表 6: SPDBI 财务预测变动: 百胜中国 (YUMC.US/9987.HK)

(百万美元)	2026E	2027E	2028E
营业收入			
旧预测	12,365	13,004	N/A
新预测	12,594	13,263	13,892
变动	1.8%	2.0%	N/A
归母净利润			
旧预测	979	1,043	N/A
新预测	1,014	1,079	1,149
变动	3.6%	3.4%	N/A

E=浦银国际预测

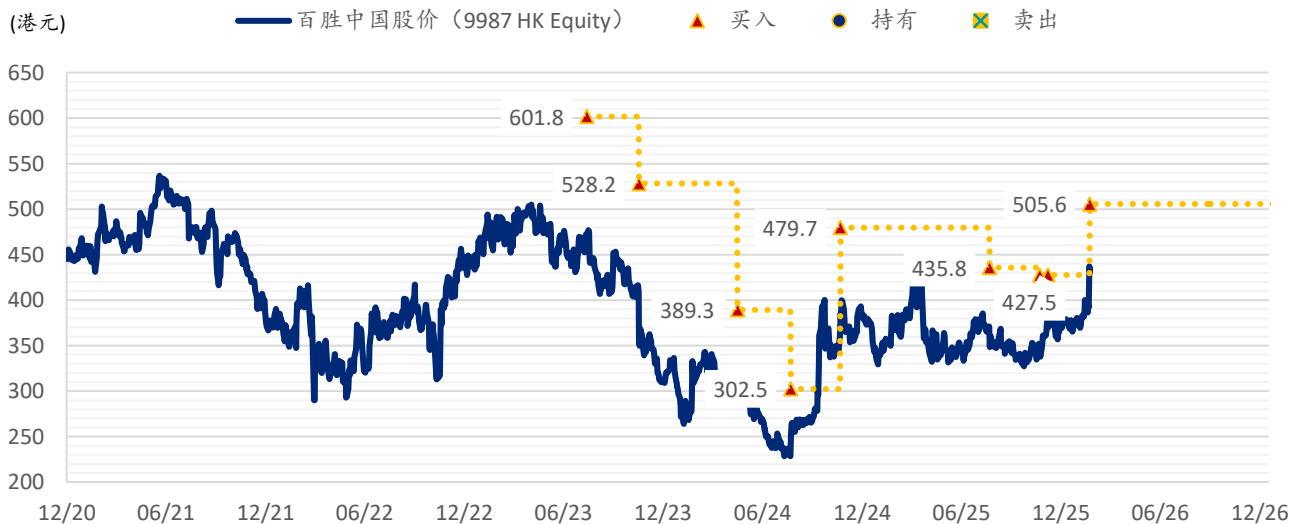
资料来源: 浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 百胜中国 (YUMC.US)



注: 截至 2026 年 2 月 6 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

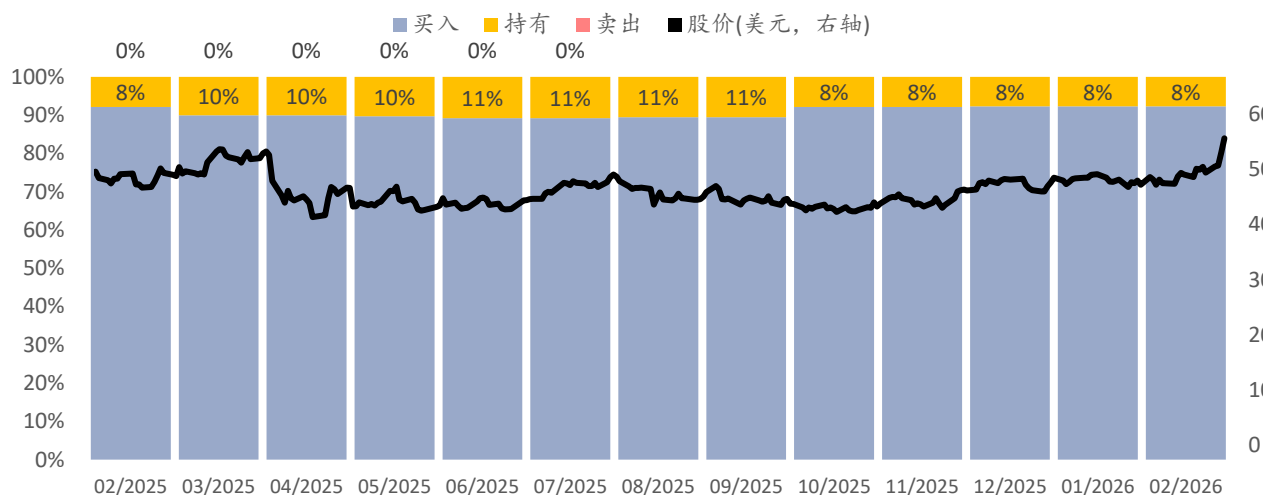
图表 8: SPDBI 目标价: 百胜中国 (9987.HK)



注: 截至 2026 年 2 月 6 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

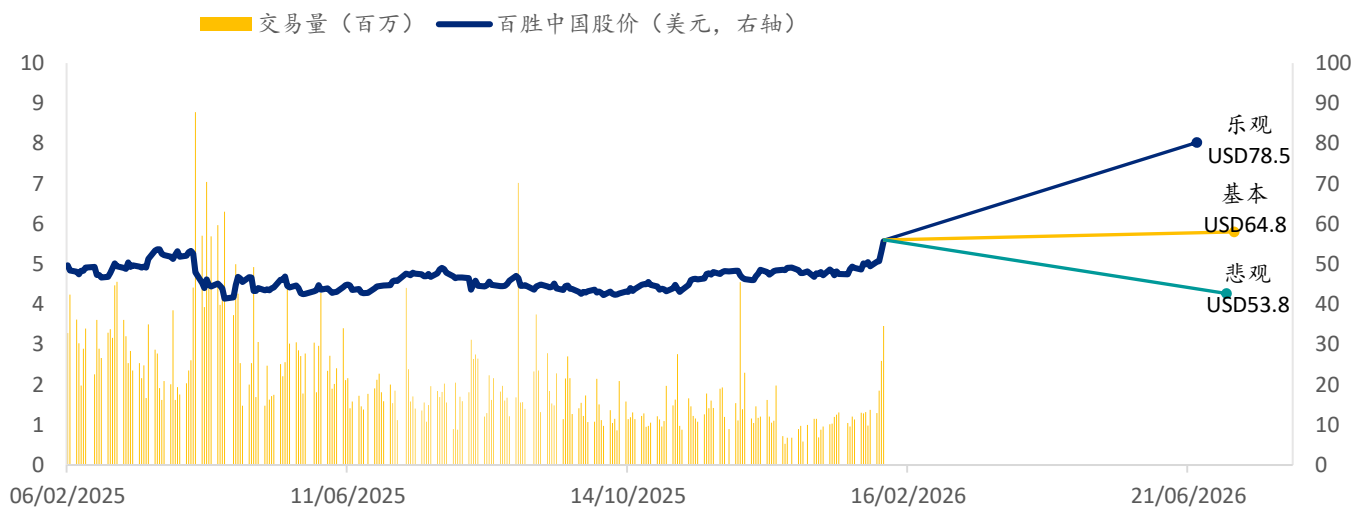
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9: 百胜中国 (YUMC.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 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: 78.5 美元

概率: 25%

- 2026 年系统性销售高单位数增长;
- 2026 年总门店数增长 2500 家;
- 2026 年毛利率同比扩张 150bp。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 53.8 美元

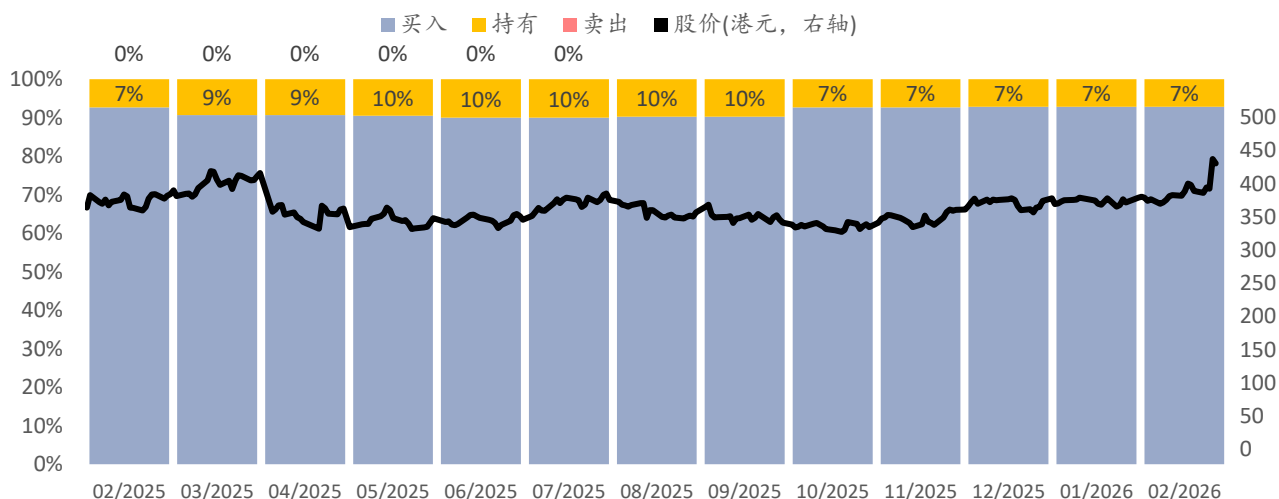
概率: 20%

- 2026 年系统性销售持平;
- 2026 年总门店数增长 1500 家;
- 2026 年毛利率同比持平。

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

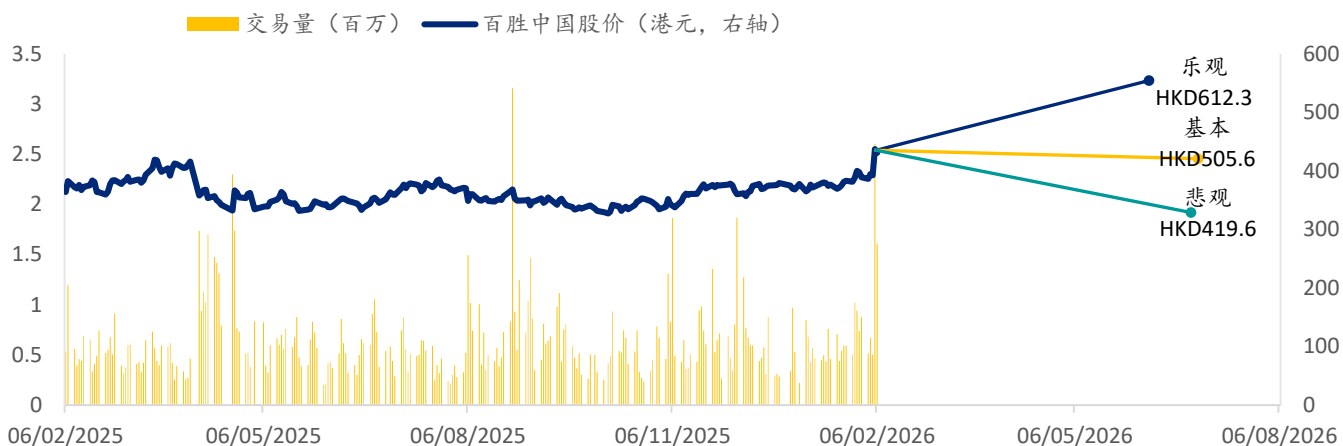
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 11: 百胜中国 (9987.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: 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: 612.3 港元

概率: 25%

- 2026 年系统性销售高单位数增长;
- 2026 年总门店数增长 2500 家;
- 2026 年毛利率同比扩张 150bp。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 419.6 港元

概率: 20%

- 2026 年系统性销售持平;
- 2026 年总门店数增长 1500 家;
- 2026 年毛利率同比持平。

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 13: 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	21.3	买入	23.4	2026年1月15日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	80.6	买入	97.3	2026年1月30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	2.85	买入	4.33	2025年11月13日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	58.0	买入	64.8	2026年2月9日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	430.6	买入	505.6	2026年2月9日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	17.4	买入	16.9	2025年8月26日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.1	持有	16.6	2025年5月23日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	16.5	持有	21.3	2025年5月23日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.3	持有	2.8	2024年8月26日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	37.5	买入	48.4	2025年11月20日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	27.2	买入	34.3	2025年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	55.6	买入	69.2	2025年4月7日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.2	持有	9.1	2025年10月30日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	52.7	买入	66.0	2025年10月28日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	63.1	持有	71.3	2025年10月28日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.1	买入	34.1	2025年8月30日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.7	持有	17.7	2025年8月28日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.0	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.0	持有	4.9	2025年7月7日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	1.9	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	23.0	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	5.8	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	243.2	买入	286.9	2025年11月18日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	724.5	买入	890.0	2025年8月21日	新零售
325.HK Equity	布鲁可	69.3	买入	124.6	2025年10月16日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	75.5	买入	115.0	2025年4月28日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	33.7	买入	82.2	2025年3月27日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	66.4	买入	55.0	2025年3月23日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	50.2	持有	52.2	2025年2月4日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	47.5	持有	39.1	2025年4月29日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	35.2	买入	41.1	2025年5月23日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	40.2	买入	32.9	2024年11月27日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	51.9	买入	41.1	2024年11月27日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	27.8	持有	28.1	2024年11月3日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	17.4	持有	14.8	2025年3月31日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	446.0	买入	610.6	2025年5月22日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	59.4	买入	78.0	2025年5月22日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	22.5	买入	26.6	2025年5月22日	线上旅游

注: 美股截至2026年2月6日收盘价, 港股及A股截至2026年2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个人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

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

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

