

公司報告

黃銘謙  
+852 3189 6357  
josephwong@cmschina.com.hk

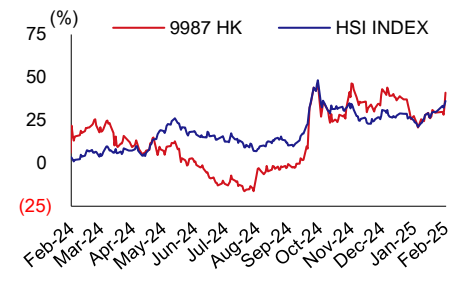
最新變動

一季度整體表現喜憂參半，主要受到季節性波動的影響。隨著年內淨新增門店的加快推進，公司有望實現全年既定目標。

增持

前次評級	增持
股價	46.7美元 / 364.6港元
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	57.0美元/445.0港元 (+22.1%/+22.1%)
前次目標價	61.0美元/474.0港元

股價表現



資料來源：彭博；截至2025年4月30日收市價

%	1m	6m	12m
9987 HK	(10.9)	3.2	22.6
HSI	(4.5)	8.6	24.3

行業：消費	
恒生指數 (2025/4/30)	22,079
恒生國企指數 (2025/4/30)	8,060
重要數據	
52周股價區間 (港元)	225.2 - 421.4
市值 (百萬美元)	172,059
日均成交量 (百萬股)	83.54
每股淨資產 (美元)	16.6
主要股東	
管理層及其他	4.2%
總股數 (百萬股)	377
自由流通量	95.8%

資料來源：彭博

相關報告

- 百勝中國 (YUMC US/9987 HK) - 4Q likely inline; New biz/cost cut fuel 25E growth (增持) (2025/1/16)
- 百勝中國 (YUMC US/9987 HK) - 三季度業績超預期；額外15億美元股息/股票回購作甜頭 (增持) (2024/11/5)

百勝中國(YUMC US/9987 HK)

一季度業績喜憂參半；門店下半年擴張提速

- 一季度肯德基/必勝客同店銷售增長改善，但系統銷售額表現令人失望
- 門店加速擴張，助力實現全年中單位數銷售增長指引
- 目標價基於25年22.5倍P/E；10%的資本回報率支撐我們的增持評級

一季度業績喜憂參半；全年指引維持不變

儘管肯德基和必勝客的同店銷售增長有所改善，利潤率也實現擴張，但整體銷售額低於預期，拖累了一季度表現。在分析師電話會議中，管理層指出，儘管存在季節性波動，但隨著未來幾個季度淨新增門店加快，全年財務目標（銷售額實現中單位數增長，營業利潤率略有擴張）仍有望實現。與此同時，我們觀察到餐飲行業正顯現出觸底回升的跡象。我們覆蓋的其他品牌，如海底撈（[上調至增持評級](#)）和九毛九（[上調至增持評級](#)）近期均採取了更為克制的促銷策略，而且其同店銷售增長壓力也因基数效應而有所緩解。考慮到公司全年持續穩健的淨開店數，以及必勝客在重新定位大眾市場後，我們認為潛在復蘇客流量回升將成為百勝中國的主要利好因素。此外，百勝中國宣布的10%資本回報率（包括15億美元的股息與回購計劃）支撐我們維持增持評級。

分析師電話會議要點

- **2025年展望：**公司維持此前指引，預計全年銷售額實現中單位數增長，並實現利潤率溫和擴張。管理層預計肯德基全年將維持穩定且健康的利潤率，預計必勝客將實現溫和的利潤增長，並在中期進一步改善利潤率。
- **門店擴張：**一季度淨新增門店數量低於此前指引，儘管其對銷售額的貢獻達到了4個百分點。管理層表示，全年剩餘季度的門店擴張節奏將略有加快，並預計每季度的銷售貢獻將略高於一季度。
- **品牌策略更新：必勝客：**當前人均消費約為78元人民幣。公司計劃下調價格，以更好地吸引大眾市場消費者並擴大客戶基礎。值得注意的是，降價並未對利潤率造成影響。**KCOFFEE：**持續豐富產品線，去年推出超過50款新品，涵蓋咖啡、茶飲及餐食搭配。由於其對母品牌的銷售和盈利貢獻穩健，年末門店目標由1,300家上調至1,500家。

盈利預測調整、估值與風險

- 我們將 25-27年銷售預測平均下調3%，以反映一季度的實際表現；但對淨利潤預測基本維持不變。
- 新目標價基於 25年底市盈率22.5倍（此前為24.0倍），該估值仍反映過去三年的平均水平。主要風險：成本通脹壓力；反美品牌情緒可能影響消費者行為。

盈利預測及估值

12月31日年結 (百萬美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	10,978	11,303	11,800	12,781	13,614
同比增長	14.7%	3.0%	4.4%	8.3%	6.5%
可歸屬淨利潤	825	910	962	1,069	1,152
經調整每股基本盈利 (美元)	1.98	2.33	2.55	2.83	3.05
同比增長	90.9%	17.1%	8.2%	11.2%	7.7%
市盈率	23.3x	19.9x	18.4x	16.6x	15.4x
ROE %	12.6%	14.5%	16.7%	19.8%	22.6%

資料來源：公司資料、招商證券(香港)預測；截至2025年4月30日的港股收市價

## 分析师电话会议要点

### 盈利预期与未来展望

#### 全年品牌表现展望

- 肯德基预计全年将维持稳定且健康的利润率。
- 必胜客预计 2025 年实现温和的利润增长，中长期有望实现进一步的利润率改善。
- 单位成本（COGS）与运营与其他开支（O&O）正呈现同比改善趋势，主要得益于“红眼计划（Project Red Eye）”影响的逐步减弱以及通缩因素的缓解。公司计划将部分成本节省回馈消费者。

#### 品牌季度表现

- 肯德基与必胜客在一季度均实现了显著的利润率扩张。然而，全年利润率指引维持不变，这意味着未来三个季度的利润率扩张幅度将低于一季度。
- 对于必胜客而言，利润率扩张放缓的原因包括：自助餐产品结构的调整，项目执行节奏的时间差异。这些因素预计将导致接下来几个季度的利润率改善幅度弱于一季度。

#### 全年系统销售指引

- 公司预计全年系统销售额将实现中单位数增长（约为 4-6%）。在任何单一季度内实现高单位数增长的可能性较低。
- 同店销售可能会因宏观经济因素在各季度之间出现波动。
- 随着加盟门店占比不断提升，公司整体收入增长将滞后于系统销售增长，且这一趋势预计在未来三个季度中将更加明显。

## 成本与支出

### 成本趋势

- 百胜中国预计肯德基的食品与纸品成本占比将在 31%-32% 之间；必胜客的该项成本占比则预计为 32%-33%。
- 一季度门店层面成本有所下降。
- 人力成本占销售比重同比上升，涵盖骑手与非骑手两部分：
  - 对于非骑手部分的人力成本，尽管前线员工工资有所上涨，但通过运营效率的提升实现了相对稳定。
  - 尽管每单配送成本有所下降，但由于外卖在销售结构中的占比上升，导致整体配送成本占比提高。

### 特许经营相关的成本与收入

- 特许权使用费收入与加盟商的交易应结合来看，它们大约占整个特许经营系统销售额的 40%-45%。
  - 特许权使用费收入占比约为 6-7%；
  - 其余部分来自各种与特许经营相关的交易。
- 目前，与加盟商的交易利润率相对较低。在分摊一般与行政费用（G&A）之前，该部分业务的利润率约为 10%。
- 公司计划逐步提升这部分业务的利润率，使其与自营业务的盈利水平保持一致。

## 门店运营

### 门店关闭

- 春节期间临时关闭为行业普遍现象。
- 公司今年临时关闭次数多于去年。
- 必胜客在一季度的永久关闭数量高于其他季度。

### 门店扩张

- 新开门店在一季度对销售增长贡献了 4 个百分点。
- 为了实现全年目标，接下来每个季度需要略高于 4 个百分点的贡献。
- 肯德基成长周期约为 3 年，必胜客约为 2-3 年；肯德基回本周周期约为 2 年，必胜客约为 2-3 年。

### 城市级别差异

- 低线城市展现出强劲的盈利潜力，受益于较低的成本、更少的竞争以及密度优势。
- 在高线城市，小型门店的运营效率更高，回本周周期也优于大型门店。
- 70-80% 的新门店为小型门店，门店以旧换新帮助提升租金效率与人流效率。

## 品牌策略

### 必胜客定价策略

- 必胜客目前的平均客单价为人民币 78 元，一季度因节假日略有上升。
- 公司计划通过降价来更好地吸引大众市场，扩大客户基础。
- 由于促销支出尚未稳定，客单价将随着促销减少而下降。
- 值得注意的是，降价并未影响利润率。

### KCOFFEE 增长策略

- KCOFFEE 持续扩展其产品线，去年推出了超过 50 款新品，除了咖啡外，还包括茶饮和食品搭配。
- 鉴于其对母品牌在销售和盈利方面的稳健贡献，年末门店目标已从 1,300 家上调至 1,500 家。

### K PRO 发展

- K PRO 目前在全国运营约十家门店，其中五家位于上海。
- 门店与核心餐厅共享空间，从而带来额外的人流和销售。
- 该概念与“红色肯德基”(Red KFC) 门店形式相辅相成，并获得了消费者的积极反馈。
- 公司计划在即将召开的财报电话会议以及 11 月的投资者日活动中重点介绍 K PRO。

**必胜客高端门店战略:**

- 高端必胜客门店的平均客单价为人民币 80 - 90 元，全国门店数量不足 10 家。
- 门店具有战略意义：用于品牌建设和产品开发测试。
- 这些高端门店中的热门产品有望推广至核心门店，并助力品牌向低线城市扩张。

**必胜客 Wow 门店进展:**

- 200 家 Wow 门店同比利润率显著提升。
- 外送销售持续改善。
- 百胜中国自去年 12 月起在低线城市推广低资本支出（Low-Capex）门店模型，表现持续向好。

**现金流与资本回报****现金流:**

- 预计经营现金流将实现同比增长，主要得益于核心经营利润的稳定或小幅上升，以及营运资金管理的改善。
- 资本支出指引维持在 7 亿至 8 亿美元之间。
- 现金流预计将相应增长，很可能超过去年的 7 亿美元以上。

**分红与回购计划:**

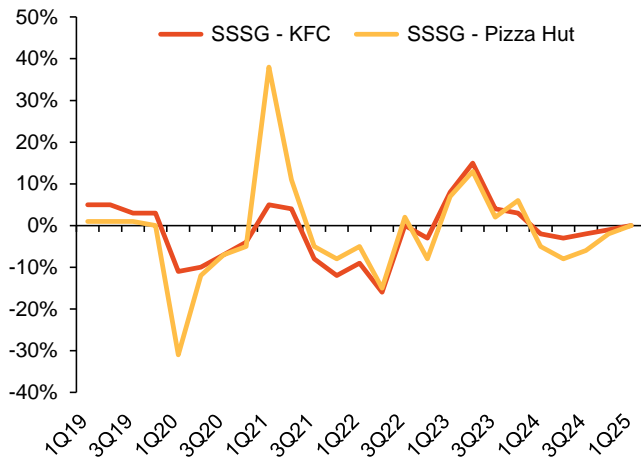
- 百胜中国计划在未来两年内回馈股东 30 亿美元（平均每年 15 亿美元），但具体分配可能会根据市场情况进行调整。
- 如果该计划得以维持，现金储备将从 28 亿美元下降至 10 亿至 15 亿美元之间，但仍属健康水平。
- 其隐含股息收益率在行业中名列前茅。

图1: 中国主要餐饮品牌季度同店销售增长跟踪

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
KFC	8%	15%	4%	3%	-2%	-3%	-2%	-1%	0%
Pizza Hut	7%	13%	2%	6%	-5%	-8%	-6%	-2%	0%
Haidilao		12%		28%		15%		-5%	
Jiumaojiu		8%		7%		-4%		-13%	
Tai Er		16%		21%		-14%		-18%	
Song		25%		-4%		-35%		-37%	
Xiabuxiabu		29%		4%		-19%		-28%	
Nayuki		5%		-7%		-28%		-21%	
Helens		9%		2%		-30%		-13%	
Luckin Coffee		30%		21%		20%		14%	

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图2: 同店销售增速季度趋势



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图3: 平均单店销售季度趋势



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图4: 盈利预测调整一览表

USD mn	New			Old			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	11,800	12,781	13,614	12,230	13,345	13,861	-3.5%	-4.2%	-1.8%
Restaurant Profit	1,768	1,938	2,104	1,863	2,026	2,180	-5.1%	-4.3%	-3.5%
Operating Profit	1,245	1,396	1,517	1,334	1,471	1,580	-6.7%	-5.1%	-4.0%
Net profit	962	1,069	1,152	963	1,068	1,160	-0.1%	0.1%	-0.7%
Restaurant Margin	15.0%	15.2%	15.5%	15.2%	15.2%	15.7%	-0.2ppt	0ppt	-0.3ppt
OPM	10.5%	10.9%	11.1%	10.9%	11.0%	11.4%	-0.4ppt	-0.1ppt	-0.3ppt
NPM	8.2%	8.4%	8.5%	7.9%	8.0%	8.4%	0.3ppt	0.4ppt	0.1ppt

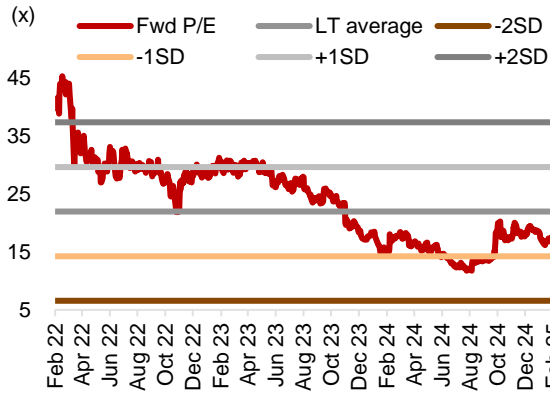
资料来源: 招商证券(香港)预测

图5: 招商证券预测与彭博一致预测对比

USD mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	11,800	12,781	13,614	11,895	12,709	13,510	-0.8%	0.6%	0.8%
Restaurant Profit	1,768	1,938	2,104	1,780	1,906	2,036	-0.7%	1.7%	3.4%
Operating Profit	1,245	1,396	1,517	1,282	1,433	1,566	-2.9%	-2.6%	-3.1%
Net profit	962	1,069	1,152	943	1,051	1,134	2.0%	1.7%	1.6%
Restaurant Margin	15.0%	15.2%	15.5%	15.0%	15.0%	15.1%	0ppt	0.2ppt	0.4ppt
OPM	10.5%	10.9%	11.1%	10.8%	11.3%	11.6%	-0.2ppt	-0.4ppt	-0.4ppt
NPM	8.2%	8.4%	8.5%	7.9%	8.3%	8.4%	0.2ppt	0.1ppt	0.1ppt

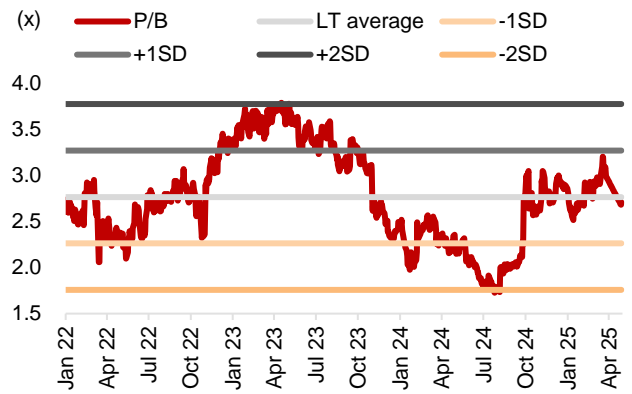
资料来源: Visible Alpha、招商证券(香港)预测

图6: 前瞻P/E水平



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图7: 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

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及其等价物	1,128	723	627	719	826
短期投资	1,472	1,121	871	721	621
应收账款	68	79	77	91	108
库存	424	405	387	420	447
待摊费用及其他流动资产	339	366	366	366	366
<b>流动资产总额</b>	<b>3,431</b>	<b>2,694</b>	<b>2,328</b>	<b>2,317</b>	<b>2,368</b>
固定资产	2,310	2,407	2,610	2,272	1,899
经营租赁使用权资产	2,217	2,146	2,146	2,146	2,146
商誉	1,932	1,880	1,880	1,880	1,880
无形资产	150	144	144	144	144
递延所得税	129	138	138	138	138
与联合营公司的投资	332	368	368	368	368
其他资产	1,530	1,344	1,344	1,344	1,344
<b>非流动资产</b>	<b>8,600</b>	<b>8,427</b>	<b>8,630</b>	<b>8,292</b>	<b>7,919</b>
<b>总资产</b>	<b>12,031</b>	<b>11,121</b>	<b>10,958</b>	<b>10,609</b>	<b>10,287</b>
应付账款与其他流动负债	2,332	2,207	2,514	2,518	2,460
应付所得税	90	76	76	76	76
<b>流动负债总额</b>	<b>2,422</b>	<b>2,283</b>	<b>2,590</b>	<b>2,594</b>	<b>2,536</b>
长期经营租赁负债	1,899	1,816	1,816	1,816	1,816
长期融资租赁负债	44	49	49	49	49
其他负债	547	546	546	546	546
<b>非流动负债总额</b>	<b>2,490</b>	<b>2,411</b>	<b>2,411</b>	<b>2,411</b>	<b>2,411</b>
<b>负债总额</b>	<b>4,912</b>	<b>4,694</b>	<b>5,001</b>	<b>5,005</b>	<b>4,947</b>
可赎回非控股权益	13	13	13	13	13
股东权益	4	4	4	4	4
库存股份	0	-52	-52	-52	-52
资本公积	4,320	4,028	3,668	3,318	2,977
未分配利润	2,310	2,089	1,909	1,828	1,821
累计其他综合收益	-229	-341	-341	-341	-341
<b>股东权益总额-百胜中国</b>	<b>6,418</b>	<b>5,741</b>	<b>5,201</b>	<b>4,770</b>	<b>4,422</b>
非控股权益	701	686	756	834	918
<b>权益总额</b>	<b>7,119</b>	<b>6,427</b>	<b>5,957</b>	<b>5,604</b>	<b>5,340</b>
<b>负债、可赎回非控股权益及权益总额</b>	<b>12,031</b>	<b>11,121</b>	<b>10,958</b>	<b>10,609</b>	<b>10,287</b>

### 现金流量表

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	901	980	1,032	1,147	1,236
折旧及摊销	453	476	497	538	573
股权激励开支	64	41	0	0	0
营运资金变动	-358	-454	328	-43	-103
其他	413	376	0	0	0
<b>经营活动所产生现金</b>	<b>1,473</b>	<b>1,419</b>	<b>1,857</b>	<b>1,642</b>	<b>1,706</b>
资本支出	-710	-705	-700	-200	-200
其他	-33	527	250	150	100
<b>投资活动所产生现金</b>	<b>-743</b>	<b>-178</b>	<b>-450</b>	<b>-50</b>	<b>-100</b>
银行贷款还款	164	-39	0	0	0
新借款	0	0	0	0	0
股票发行募集资金	0	0	0	0	0
股票回购	-613	-1,249	-1,200	-1,167	-1,137
现金股息	-216	-248	-302	-333	-363
其他	-51	-100	0	0	0
<b>融资活动所产生现金净额</b>	<b>-716</b>	<b>-1,636</b>	<b>-1,502</b>	<b>-1,500</b>	<b>-1,500</b>
汇率影响	-16	-10	0	0	0
<b>净现金流量</b>	<b>-2</b>	<b>-405</b>	<b>-96</b>	<b>92</b>	<b>106</b>

### 利润表

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>收入</b>	<b>10,978</b>	<b>11,303</b>	<b>11,800</b>	<b>12,781</b>	<b>13,614</b>
公司餐厅开支	-8,701	-8,972	-9,340	-10,106	-10,758
管理费用	-638	-568	-587	-624	-663
加盟开支	-36	-37	-42	-49	-62
与加盟店及联合营公司往来交易的开支	-356	-404	-435	-452	-459
其他开支/收益	-143	-161	-151	-154	-154
<b>经调整经营利润</b>	<b>1,104</b>	<b>1,161</b>	<b>1,245</b>	<b>1,396</b>	<b>1,517</b>
一次性收益/费用	0	0	0	0	0
<b>经营利润</b>	<b>1,104</b>	<b>1,161</b>	<b>1,245</b>	<b>1,396</b>	<b>1,517</b>
利息收入净额	169	129	131	140	140
投资收益(亏损)	-49	40	33	40	40
<b>除所得税前收入</b>	<b>1,224</b>	<b>1,330</b>	<b>1,409</b>	<b>1,576</b>	<b>1,697</b>
所得税	-329	-356	-381	-428	-461
<b>净利润</b>	<b>899</b>	<b>979</b>	<b>1,032</b>	<b>1,147</b>	<b>1,236</b>
净利润-包括非控股权	-74	-69	-70	-78	-84
<b>净利润</b>	<b>825</b>	<b>910</b>	<b>962</b>	<b>1,069</b>	<b>1,152</b>
<b>经调整净利润</b>	<b>834</b>	<b>914</b>	<b>962</b>	<b>1,069</b>	<b>1,152</b>
每股基本盈利(美元)	2.00	2.35	2.54	2.82	3.04
调整后每股基本盈利	1.98	2.33	2.55	2.83	3.05
每股股息(美元)	0.55	0.73	0.80	0.88	0.96

### 财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>同比增长率变化</b>					
收入	14.7%	3.0%	4.4%	8.3%	6.5%
调整后经营利润	75.5%	5.2%	7.2%	12.1%	8.7%
调整后净利润	89.5%	9.6%	5.3%	11.2%	7.7%
调整后每股盈利	90.9%	17.1%	8.2%	11.2%	7.7%
<b>利润率</b>					
餐厅利润率	15.4%	14.9%	15.0%	15.2%	15.5%
调整后经营利润率	10.1%	10.3%	10.5%	10.9%	11.1%
调整后净利润率	7.6%	8.1%	8.2%	8.4%	8.5%
<b>流动性</b>					
应收账款天数	2.2	2.4	2.4	2.6	2.9
存货天数	47.6	44.7	40.0	40.0	40.0
应付账款天数	250.8	244.6	260.0	240.0	220.0
现金周转天数	-201.0	-197.5	-217.6	-197.4	-177.1
<b>现金流与杠杆</b>					
自由现金流	256	208	1,033	1,311	1,375
净负债/权益	-15.8%	-11.2%	-10.5%	-12.8%	-15.5%
股息发放率	27.7%	30.6%	31.4%	31.1%	31.5%
股息率	1.2%	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%
<b>回报分析</b>					
ROE	12.6%	14.5%	16.7%	19.8%	22.6%
ROA	3.8%	4.2%	4.7%	5.3%	5.9%
ROIC	10.1%	11.0%	12.3%	14.6%	16.8%
<b>估值</b>					
市盈率	23.3x	19.9x	18.4x	16.6x	15.4x
市净率	2.7x	2.8x	3.0x	3.2x	3.3x

资料来源: 公司资料、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