



## 百胜中国 (YUMC.US/9987.HK): 新常态下较为乐观的客单价与利润率展望将提升市场信心

- 看好百胜中国在消费分级趋势下的基本面确定性:** 在市场对快餐行业激烈竞争以及消费降级的强烈担忧下,百胜中国去年9月底以来股价大幅下滑25%。然而,公司4Q23稳健的同店和利润率表现,以及管理层对公司未来客单价及收入增长积极乐观的展望很大程度上缓解了市场的担忧。我们相信,百胜中国灵活的价格战略、强大的产品创新以及高效的运营管理,将使其在消费分级的大环境下依然具有较大的门店扩张空间,并保持稳健的同店增长与稳定的利润率。这也解释了为何我们认为百胜中国应该享有比同业更高的估值水平。基于10x 2024年EV/EBITDA,我们适度下调目标价至美股67.7美元与港股528.2港元。维持“买入”评级。
- 公司长期业绩展望好于市场预期:** 公司目标2023-2026年系统销售复合增长率达到高单位数至低双位数。考虑到公司未来的开店目标(2024年新增1500-1700家,2026年达到2万家门店),我们预计门店扩张将在未来三年贡献中高单位数的收入增长,而复合同店销售增长将降低至中单位数。无论是新开店数还是同店收入,百胜中国未来三年的增长目标都高于市场预期。同时,公司目标2023-2026年经营利润复合增长高单位数至低双位数,与系统销售一致。这意味着公司的目标是经营利润率长期同比维持稳定。由于短期会受到高基数的影响,公司预计1Q24核心经营利润同比可能持平,但依然好于市场预期。
- 管理层对客单价的展望有助于缓解市场的负面情绪:** 基于4Q22较高的客单价(疫情管控导致外卖收入占比高),肯德基与必胜客4Q23的客单价分别同比下滑11%与8%,部分抵消了客流的大幅增加(图表2)。公司4Q23整体客单价为人民币39元,环比保持稳定。公司2023全年客单价41元,同比基本保持稳定并远高于疫情前(2019年)的水平。可见在消费分级的大环境下,公司客单价未见明显恶化,且管理层预计客单价将在未来保持稳定。这在很大程度上归功于公司灵活的产品策略(同时引入高价产品与低价产品,拓宽价格带)与促销节奏。
- 经营利润率预计维持稳定:** 基于稳定的客单价水平,公司预测未来原料占收入比例将继续稳定在31%左右。人工占收入的比例可能会随着员工收入和福利的提升而增长,但公司将继续致力于租金与其他费用的节省(包括租金与折旧的下降及更高效的市场营销投入),从而抵消员工费用的增长。我们认为公司有能力在较弱的市场环境下维持相对稳定的利润率水平,但利润率继续扩张的空间比较有限。
- 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。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,569	10,978	11,788	12,764	13,770
同比变动 (%)	-2.9%	14.7%	7.4%	8.3%	7.9%
股东应占净利	444	823	861	947	1,110
同比变动 (%)	-55.4%	87.1%	4.1%	10.0%	17.3%
PE(x)	5.2	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA(x)	10.7	8.7	7.2	6.5	5.6
ROE (%)	5.8%	12.5%	14.1%	15.5%	16.1%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制, 请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

林闲嘉

首席消费分析师  
richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师  
serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

2024年2月7日

百胜中国 (YUMC.US)

买入

目标价 (美元)	67.7
潜在升幅/降幅	+80.8%
目前股价 (美元)	37.4
52周内股价区间 (美元)	33.6-64.7
总市值 (百万美元)	15,202
近3月日均成交额 (百万美元)	130.7

注: 截至2024年2月7日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

百胜中国 (9987.HK)

买入

目标价 (港元)	528.2
潜在升幅/降幅	+58.7%
目前股价 (港元)	332.8
52周内股价区间 (港元)	260.2-514.5
总市值 (百万港元)	135,127
近3月日均成交额 (百万港元)	154.7

注: 截至2024年2月7日收盘价

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

财务报表分析与预测 - 百胜中国

利润表

(百万美元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>9,569</b>	<b>10,978</b>	<b>11,788</b>	<b>12,764</b>	<b>13,770</b>
同比	-2.9%	14.7%	7.4%	8.3%	7.9%
营业成本	-7,829	-8,701	-9,366	-10,180	-10,967
<b>毛利润</b>	<b>1,740</b>	<b>2,277</b>	<b>2,422</b>	<b>2,585</b>	<b>2,803</b>
毛利率	18.2%	20.7%	20.5%	20.3%	20.4%
管理费用	-594	-638	-644	-681	-712
加盟费用	-34	-36	-38	-41	-44
其他经营收入及收益	-483	-497	-578	-585	-590
<b>经营利润</b>	<b>629</b>	<b>1,106</b>	<b>1,162</b>	<b>1,278</b>	<b>1,457</b>
经营利润率	6.6%	10.1%	9.9%	10.0%	10.6%
财务费用	84	169	140	152	216
其他营业外收入	-26	-49	-24	-24	-24
<b>利润总额</b>	<b>687</b>	<b>1,226</b>	<b>1,278</b>	<b>1,406</b>	<b>1,649</b>
所得税	-207	-329	-343	-377	-442
所得税率	-30.1%	-26.8%	-26.8%	-26.8%	-26.8%
<b>净利润</b>	<b>480</b>	<b>897</b>	<b>936</b>	<b>1,029</b>	<b>1,207</b>
减: 少数股东损益	36	74	75	82	97
<b>归母净利润</b>	<b>444</b>	<b>823</b>	<b>861</b>	<b>947</b>	<b>1,110</b>
归母净利率	4.6%	7.5%	7.3%	7.4%	8.1%
同比	-55.4%	87.1%	4.1%	10.0%	17.3%

资产负债表

(百万美元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,130	1,128	591	1,540	2,702
短期投资	2,022	1,472	1,472	1,472	1,472
应收款项	64	68	129	140	151
存货	417	424	385	418	451
预付款及其他流动资产	307	339	340	340	340
<b>流动资产合计</b>	<b>3,940</b>	<b>3,431</b>	<b>2,917</b>	<b>3,910</b>	<b>5,116</b>
固定资产	2,118	2,310	2,471	2,618	2,725
商誉	1,988	2,217	2,217	2,217	2,217
使用权资产	2,219	1,932	1,768	1,638	1,533
无形资产	159	150	145	138	133
附属机构投资	266	332	332	332	332
递延所得税资产	113	129	130	130	130
其他非流动资产	1,023	1,530	1,530	1,530	1,530
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,886</b>	<b>8,600</b>	<b>8,593</b>	<b>8,603</b>	<b>8,600</b>
应付票据及应付账款	2,096	2,164	2,200	2,420	2,662
短期借款	2	168	168	168	168
应付税款	68	90	90	90	90
<b>流动负债合计</b>	<b>2,166</b>	<b>2,254</b>	<b>2,290</b>	<b>2,510</b>	<b>2,752</b>
租赁负债	1,906	1,899	1,899	1,899	1,899
资本性租赁负债	42	44	45	45	45
其他负债	552	547	550	550	550
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,500</b>	<b>2,490</b>	<b>2,494</b>	<b>2,494</b>	<b>2,494</b>
股本	4,394	4,324	3,074	3,074	3,074
储备	2,088	2,081	2,695	3,396	4,260
可赎回股本	12	13	13	13	13
少数股东权益	666	701	776	858	955
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,160</b>	<b>7,119</b>	<b>6,558</b>	<b>7,341</b>	<b>8,302</b>

现金流量表

(百万美元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	478	901	936	1,029	1,207
固定资产折旧	602	453	667	619	555
使用权资产折	435	404	414	381	354
闭店及减值费	32	29	40	43	46
转加盟收益	0	0	0	0	0
递延税务	-20	0	-1	0	0
附属机构收入	7	7	-24	-24	-24
股权激励支出	42	64	0	0	0
金融工具估值	26	49	24	24	24
存货的减少	-19	-19	39	-33	-32
经营性应收项	206	-41	-62	-11	-11
经营性应付项	-380	-323	36	220	242
税务费用	25	25	0	0	0
其他	-21	-76	0	0	0
<b>经营活动产生</b>	<b>1,413</b>	<b>1,473</b>	<b>2,068</b>	<b>2,248</b>	<b>2,361</b>
资本开支	-679	-710	-823	-759	-657
投资支付的现	176	-18	0	0	0
取得子公司及	-23	-20	0	0	0
其他	4	5	-290	-293	-296
<b>投资活动产生</b>	<b>-522</b>	<b>-743</b>	<b>-1,113</b>	<b>-1,052</b>	<b>-953</b>
资本性租赁负	-2	264	1	0	0
出售股份收取	-466	-613	-1,250	0	0
分配股利、利	-202	-293	-246	-246	-246
其他	-61	26	3	0	0
<b>筹资活动产生</b>	<b>-731</b>	<b>-616</b>	<b>-1,492</b>	<b>-246</b>	<b>-246</b>
外汇损益	-53	-16	0	0	0
现金及现金等	47	14	-537	949	1,162
期初现金及现	1,136	1,130	1,128	591	1,540
<b>期末现金及现</b>	<b>1,130</b>	<b>1,128</b>	<b>591</b>	<b>1,540</b>	<b>2,702</b>

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据 (美元)</b>					
摊薄每股收益	0.9	1.9	2.1	2.5	2.9
每股销售额	22.5	26.1	29.4	33.2	35.8
每股股息	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>同比变动</b>					
收入	-2.9%	14.7%	7.4%	8.3%	7.9%
经营溢利	-54.6%	-54.6%	75.8%	5.1%	9.9%
归母净利润	-55.4%	87.1%	4.1%	10.0%	17.3%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	18.2%	20.7%	20.5%	20.3%	20.4%
经营利润率	6.6%	10.1%	9.9%	10.0%	10.6%
归母净利率	4.6%	7.5%	7.3%	7.4%	8.1%
<b>回报率</b>					
平均股本回报	5.8%	12.5%	14.1%	15.5%	16.1%
平均资产回报	3.8%	7.5%	7.9%	8.6%	9.2%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转	3.0	4.0	4.0	4.0	4.0
库存周转天数	19.0	15.0	15.0	15.0	15.0
应付账款周转	33.7	30.2	30.2	30.2	30.2
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	1.8	1.5	1.3	1.6	1.9
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
负债/权益	65.2%	66.6%	72.9%	68.2%	63.2%
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	5.2	2.5	2.2	1.9	1.7
市销率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
股息率	10.0%	11.5%	13.4%	13.4%	13.4%
EV/EBITDA (x)	10.7	8.7	7.2	6.5	5.6

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

# 百胜中国 4Q23 业绩解析

## 收入端：

百胜中国 4Q23 的系统销售（排除汇率的影响）同比增长 21%，其中，新开店以及同店收入同比增长分别对系统销售贡献 12%和 4%的增速。

分品牌来看，4Q23 **肯德基**系统销售（排除汇率影响）同比增长 20%，同店收入（排除汇率影响）同比增长 3%。其中，同店客流增长 16%，客单价同比下降 11%（主要是由于去年同期疫情期间外卖占比较高），环比 3Q23 持平。

**必胜客**系统销售（排除汇率影响）同比增长 24%，同店收入（排除汇率影响）增长 6%。其中，同店客流增长 15%，客单价因拓展 50 元以下比萨产品和小份量产品而同比下降 8%。

图表 2：肯德基与必胜客同店数据拆分

	肯德基				必胜客			
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
同店销售增长	8%	15%	4%	3%	7%	13%	2%	6%
同店客流增长	6%	21%	9%	16%	13%	27%	12%	15%
客单价（同比）	2%	-5%	-5%	-11%	-5%	-11%	-9%	-8%

资料来源：公司报告、浦银国际

综上，百胜中国 4Q23 收入同比提升 19%，其中肯德基收入同比增长 18%，必胜客收入同比增长 23%。

## 成本及费用：

得益于同店销售的提升以及较为有利的原材料价格，百胜中国 4Q23 **原材料占收入比例**同比改善 50bps 至 32.4%；

4Q23 **员工成本占收入比例**同比持平，其中正向经营杠杆效应、工作效率的提升以及骑手成本的下降弥补了前线员工数量增长的负面影响；

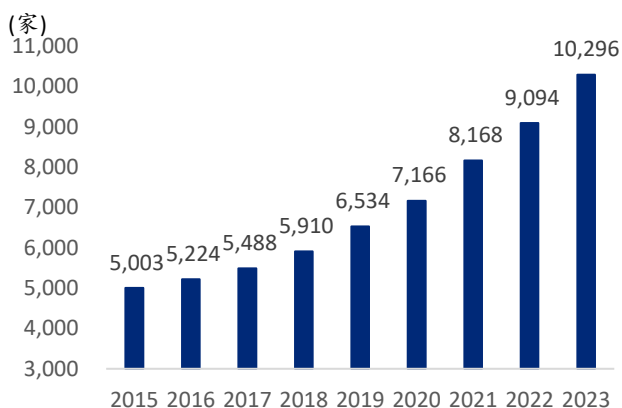
4Q23 **租金占收入比率**同比下降 100bps 至 27.9%，主要来自于租金成本和折旧的减少以及营销费用管理能力的提升。在高效的费用管理和人员管理的背景下，4Q23 管理费用率同比改善 80bps 至 6.1%。

## 利润率：

综上，百胜中国 4Q23 **毛利率**同比提升 100bps 至 16.2%，**餐厅利润率**同比提升 30bps 至 10.7%。分品牌来看，在可比背景下，肯德基和必胜客的餐厅利润率分别同比提升 60bps 和 680bps。

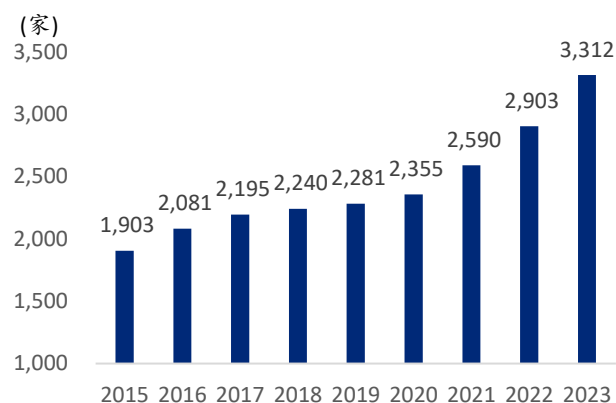
4Q23 **经营利润**同比提升 168%至 1.1 亿美元，经营利润率同比提升 240bps 至 4.4%；如去除一次性因素（如租金减免、政府补助、所得税减免以及特许经营权折旧）以及汇兑损益的影响，核心经营利润同比提升超 300%，核心经营利润率提升 310bps 至 4.5%。

图表 3: 肯德基餐厅数



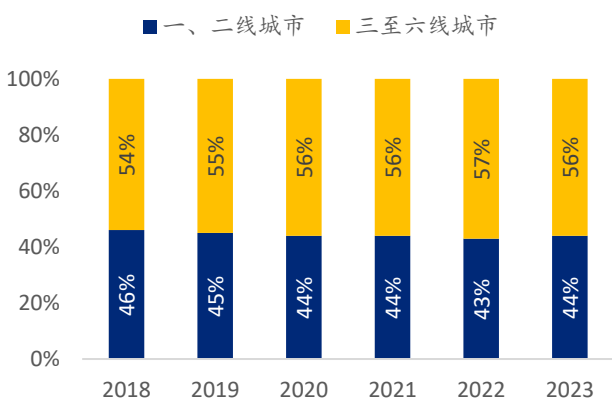
资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 4: 必胜客餐厅数



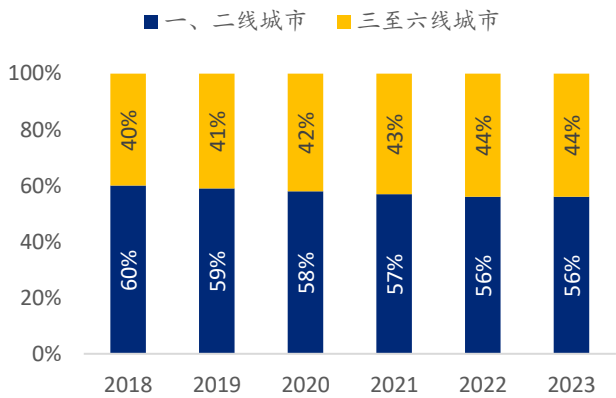
资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 5: 肯德基在中国不同层级城市门店数占比, 2018-2023



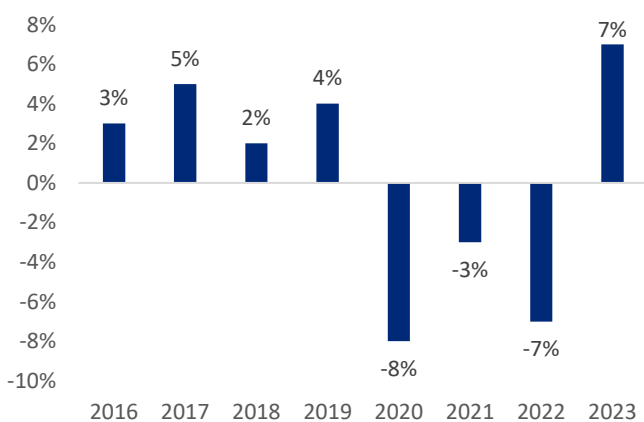
资料来源: 公司数据, 浦银国际测算

图表 6: 必胜客在中国不同层级城市门店数占比, 2018-2023



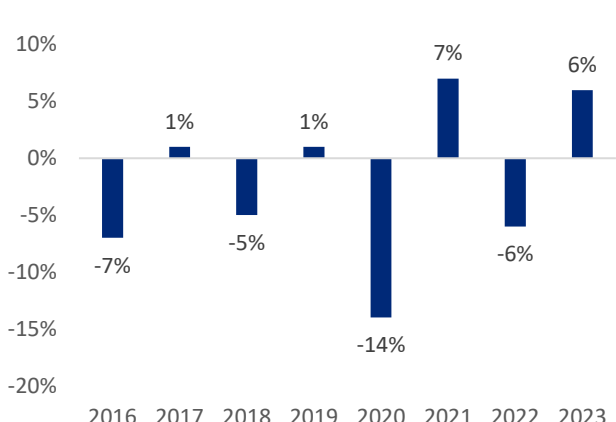
资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 7: 肯德基同店销售同比增速, 2016-2023



资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 8: 必胜客同店销售同比增速, 2016-2023



资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 9：百胜中国 2022-2023 年 4 季度与全年利润表现

(百万美元)	4Q22	4Q23	YoY	2022	2023	YoY
系统销售增长	-4%	21%		-5%	21%	
同店销售增长	-4%	4%		-7%	7%	
<b>总收入</b>	<b>2,088</b>	<b>2,493</b>	<b>19%</b>	<b>9,569</b>	<b>10,978</b>	<b>15%</b>
-公司销售	1,975	2,343	19%	9,110	10,391	14%
-加盟费收入	16	20	25%	81	89	10%
-与加盟店往来交易收入	68	90	32%	287	372	30%
-其他收入	29	40	38%	91	126	38%
<b>公司餐厅成本</b>	<b>-1,770</b>	<b>-2,090</b>	<b>18%</b>	<b>-7,829</b>	<b>-8,701</b>	<b>11%</b>
-食品及包装物	-630	-758	20%	-2,836	-3,224	14%
-薪金及雇员福利	-570	-678	19%	-2,389	-2,725	14%
-物业租金及其他经营开支	-570	-654	15%	-2,604	-2,752	6%
<b>毛利润</b>	<b>318</b>	<b>403</b>	<b>27%</b>	<b>1,740</b>	<b>2,277</b>	<b>31%</b>
<b>毛利率</b>	<b>15.2%</b>	<b>16.2%</b>		<b>18.2%</b>	<b>20.7%</b>	
<b>餐厅利润</b>	<b>205</b>	<b>253</b>	<b>23%</b>	<b>1,281</b>	<b>1,690</b>	<b>32%</b>
<b>餐厅利润率</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.8%</b>		<b>14.1%</b>	<b>16.3%</b>	
<b>经营费用</b>	<b>-277</b>	<b>-293</b>	<b>6%</b>	<b>-1,111</b>	<b>-1,171</b>	<b>5%</b>
-管理费用	-145	-153	6%	-594	-638	7%
-加盟开支	-7	-8	14%	-34	-36	6%
-与加盟店往来开支	-67	-86	28%	-279	-356	28%
-其他支出及收入	-58	-46	-21%	-204	-141	-31%
<b>经营利润</b>	<b>41</b>	<b>110</b>	<b>168%</b>	<b>629</b>	<b>1,106</b>	<b>76%</b>
<b>经营利润率</b>	<b>2.0%</b>	<b>4.4%</b>		<b>6.6%</b>	<b>10.1%</b>	
利息收入	33	45	36%	84	169	101%
投资收入	6	-17	-383%	-26	-49	88%
<b>税前利润</b>	<b>80</b>	<b>138</b>	<b>73%</b>	<b>687</b>	<b>1,226</b>	<b>78%</b>
所得税	-24	-33	38%	-207	-329	59%
权益法核算的投资损益	2	2	0%	-2	4	n.m.
<b>净利润</b>	<b>58</b>	<b>107</b>	<b>84%</b>	<b>478</b>	<b>901</b>	<b>88%</b>
<b>净利率</b>	<b>2.8%</b>	<b>4.3%</b>		<b>5.0%</b>	<b>8.2%</b>	
少数股东权益	-5	-10	100%	-36	-74	106%
<b>归母净利润</b>	<b>53</b>	<b>97</b>	<b>83%</b>	<b>442</b>	<b>827</b>	<b>87%</b>
<b>归母净利率</b>	<b>2.5%</b>	<b>3.9%</b>		<b>4.6%</b>	<b>7.5%</b>	

资料来源：公司数据，浦银国际



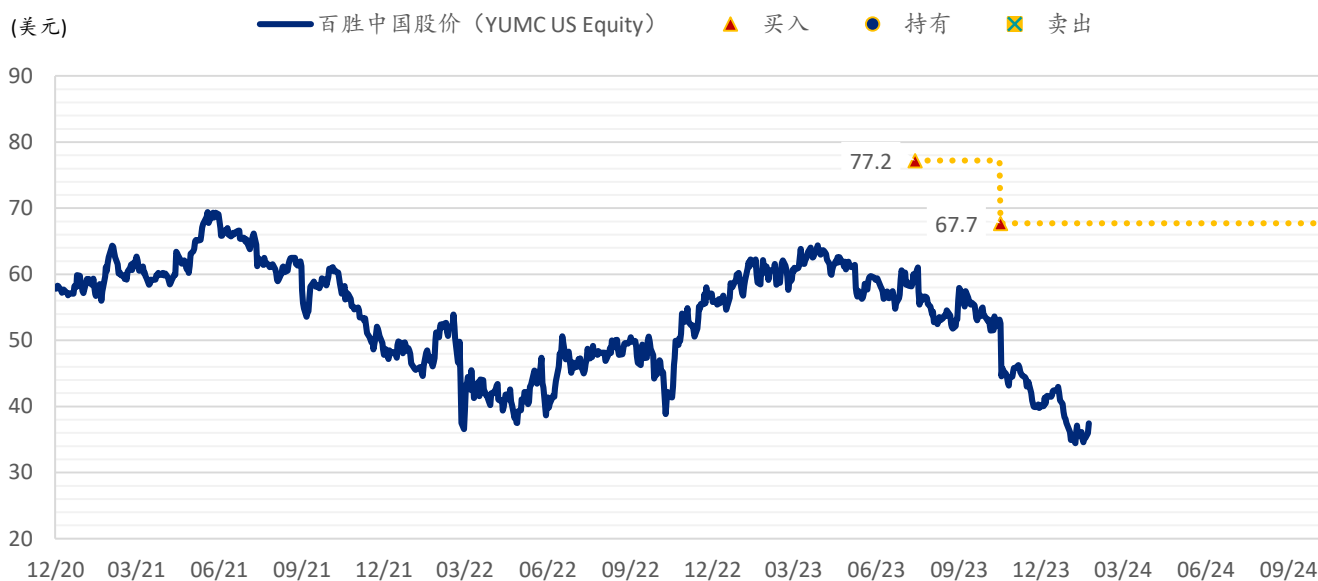
图表 10: SPDBI 财务预测变动: 百胜中国 (YUMC.US/9987.HK)

(百万美元)	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>			
旧预测	11,939	13,079	N.A.
新预测	11,788	12,764	13,770
变动	-1.3%	-2.4%	N.A.
<b>归母净利润</b>			
旧预测	897	1,055	N.A.
新预测	861	947	1,110
变动	-4.1%	-10.3%	N.A.

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 11: SPDBI 目标价: 百胜中国 (YUMC.US)



注: 截至 2024 年 2 月 7 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: SPDBI 目标价: 百胜中国 (9987.HK)



注: 截至 2024 年 2 月 7 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

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	18.7	买入	19.8	2024 年 1 月 22 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	70.3	买入	85.2	2024 年 1 月 5 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.8	2023 年 8 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.4	买入	8.4	2023 年 12 月 16 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	2.7	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	37.4	买入	67.7	2024 年 2 月 7 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	332.8	买入	528.2	2024 年 2 月 7 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	13.1	买入	14.0	2023 年 1 月 30 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	8.5	买入	21.1	2023 年 9 月 5 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	4.7	买入	17.1	2023 年 8 月 23 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	29.8	买入	39.4	2024 年 1 月 11 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	58.7	买入	115.9	2023 年 8 月 17 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	13.1	买入	17.9	2023 年 11 月 29 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	47.3	持有	46.4	2024 年 1 月 24 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	76.8	持有	71.1	2024 年 1 月 24 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.8	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.3	买入	31.3	2024 年 1 月 16 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	18.2	买入	23.9	2024 年 1 月 16 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.3	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.7	持有	5.4	2023 年 8 月 30 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.6	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	12.8	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	8.4	买入	7.8	2023 年 9 月 13 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	84.6	买入	125.9	2023 年 12 月 11 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	32.9	买入	43.0	2024 年 1 月 11 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	58.4	持有	70.1	2023 年 12 月 11 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	60.2	持有	76.5	2023 年 12 月 11 日	化妆品

注: 截至 2024 年 2 月 7 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经授权的行为。

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人士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(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有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

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com  
852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com  
852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

