

推荐 (首次)

## 港股消费行业 2015 年业绩综述

### — 平淡却不乏亮点，关注新品、新模式

2016 年 04 月 13 日

#### 相关报告

特步国际 (1368.HK) 2015 年业绩点评\_20160315

统一企业中国 (0220.HK)\_2015 年业绩点评\_20160321

现代牧业 (1117.HK)\_2015 年业绩点评\_20160322

雅士利国际 (1230.HK)\_2015 年业绩点评\_20160324

都市丽人 (2298.HK)\_2015 年业绩点评\_20160329

万州国际 (0288.HK)\_2015 年业绩点评\_20160330

#### 投资要点

- **2015 年消费行业整体业绩平淡:** 2015 年港股上市公司业绩公布告一段落，我们对消费行业包括基础消费和可选消费子行业进行跟踪，看到目前中国整体消费趋势平淡但不乏亮点。2015 年港股消费类上市公司整体收入同比下降 9.6%，净利润同比下滑 13.2%，其中可选消费收入增速好于基础性消费，但基础性消费 2015 年受全年较低水平的原材料成本利好，盈利性得到明显的提升。我们看到目前国内消费呈现出以下几方面特征：首先，基础性消费升级趋势明显，尤其体现在饮料和乳制品上，高端产品的市场需求增长明显快于行业平均水平；其次，休闲娱乐的消费服务型需求增长明显好于对消费产品的需求增长；另外，快消品公司更多运用计算机及互联网管理经营包括供应商、生产、库存、店面、消费者的监控及数据搜集，透过大数据提升经营效率和盈利水平的优势越来越明显。
- **2016 年建议关注具潜力新品的注基础性消费标的及体育用品行业:** 2016 年消费品企业的成本优势料没有去年显著，产品升级或将成为稳固及提升盈利性的重要途径，我们预计 2016 年原料奶价格或延续相对较低水平，而猪肉价格年内上升空间有限，由此判断乳制品下游产品及肉制品行业年内或享有原材料成本优势。伴随着显著的消费升级趋势，高品质、个性化、更健康的创新产品的市场需求相对可观，我们看好相对具有潜力的年内上市新品，如万州国际的美式肉制品、统一企业的都会小馆面产品和多款果茶、果汁新品，现代牧业的常温酸奶产品等。可选消费中，我们看好行业基本面已现拐点的体育用品行业。
- **投资建议:** 我们建议关注 2016 年具有市场潜力的新产品上市的标的，新产品规模的扩张有利于公司收入端增长，同时 2016 年预计全年成本优势要弱于 2015 年，拥有高端新品放量的企业有望透过产品结构升级带动整体盈利性提升，我们建议关注万州国际、统一企业、现代牧业、以及期待业绩反转的雅士利国际。可选消费中，看好年内渠道持续扩张，新品牌加盟店快速成长的都市丽人，以及受益体育用品需求回暖，拥有清晰双轨道营销体系和清晰产品定位且估值相对有优势的特步国际。
- **风险提示:** 食品安全问题、超预期激烈的市场竞争、新品市场推广不达预期、原材料成本的显著超预期波动

#### 海外消费研究

高级分析师：鲁衡军  
注册国际投资分析师 CIIA  
luhj@xyzq.com.hk  
SFC: AZF126  
SAC: S0190515010004

联系人：王佳卉  
wangjiahui@xyzq.com.cn

## 目 录

1、行业业绩总结及投资建议.....	- 4 -
1.1、中国整体消费趋势平淡但不乏亮点.....	- 4 -
1.2、2016 年投资主线.....	- 5 -
2、2015 年基础性消费整体仍相对疲软，但受益原料成本盈利性明显改善.....	- 5 -
2.1、港股消费上市公司 2015 年整体业绩下滑.....	- 5 -
2.2、2015 年日常基础性消费子行业盈利性改善.....	- 6 -
2.3、我们跟踪的标的业绩.....	- 8 -
2.4、基础性消费 2H15 盈利性环比收窄.....	- 9 -
3、消费升级趋势明显，2016 年新产品仍值得期待.....	- 10 -
4、休闲娱乐需求相对较旺.....	- 12 -
4.1、休闲娱乐等服务类需求快速增长.....	- 12 -
4.2、体育行业拐点已现，特定消费群体需求相对较旺.....	- 12 -
5、借助计算机系统及大数据进行经营管理优势明显.....	- 13 -
5.1、都市丽人(2298.HK)的“渠道全生命周期管理”、以及供应链改革.....	- 13 -
5.2、中国动向(3818.HK)的产品生命周期的监控模型.....	- 14 -
5.3、特步国际(1368.HK)的“潜在客户计划”.....	- 14 -
6、关注年内有望出台的乳制品行业政策.....	- 14 -
6.1、婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理.....	- 14 -
6.2、跨境电商告别免税时代.....	- 15 -
6.3、复原乳鉴定标准出台.....	- 15 -
7、建议关注标的.....	- 16 -
7.1、万州国际(0288.HK).....	- 16 -
7.2、现代牧业(1117.HK).....	- 17 -
7.3、雅士利国际(1230.HK).....	- 18 -
7.4、都市丽人(2298.HK).....	- 20 -
7.5、特步国际(1368.HK).....	- 21 -
7.6、统一企业(0220.HK).....	- 22 -
8、风险提示.....	- 23 -
图 1、2015 年消费行业整体收入下滑.....	- 5 -
图 2、2015 年日常消费行业整体净利润现增长.....	- 5 -
图 3、互联网消费及休闲娱乐消费行业实现净利润相对快速增长.....	- 6 -
图 4、2015 年基础消费毛利率受成本回落提升.....	- 7 -
图 5、2015 年日常消费净利润率提升 0.8 个百分点.....	- 7 -
图 6、原料奶价格 2015 年呈持续下滑趋势.....	- 7 -
图 7、糖价 2015 年仍处于相对低位.....	- 7 -
图 8、棕榈油价格已现反弹.....	- 7 -
图 9、PET 价格止跌企稳.....	- 7 -
图 10、2015 年港股消费子行业整体净利润率.....	- 8 -
图 11、多家基础消费类公司 2H15 盈利性收窄.....	- 10 -
图 12、消费品需求升级趋势明显.....	- 11 -
图 13、消费品品牌忠诚度提升.....	- 11 -
图 14、现代牧业下游高端产品维持快速增长.....	- 11 -
图 15、中国高端奶主要厂商份额.....	- 11 -
图 16、消费服务类需求增长相对产品需求更旺.....	- 12 -
图 17、体育行业重点标的业绩向好.....	- 13 -

---

图 18、特定消费群体标的业绩向好 .....	- 13 -
图 19、万州国际郑州工厂新产品 .....	- 16 -
图 20、现代牧业下游产品 .....	- 17 -
图 21、雅士利新西兰工厂“新国货” .....	- 19 -
图 22、统一企业明星及潜力新品 .....	- 22 -
表 1、消费行业估值比较 .....	- 4 -
表 2、跟踪标的业绩一览 .....	- 8 -

## 报告正文

## 1、行业业绩总结及投资建议

## 1.1、中国整体消费趋势平淡但不乏亮点

2015 年港股上市公司业绩公布告一段落，我们对消费行业包括基础消费和可选消费子行业进行跟踪，看到目前中国整体消费趋势平淡但不乏亮点。2015 年港股消费类上市公司整体收入同比下降 9.6%，净利润同比下滑 13.2%，其中可选消费收入增速好于基础性消费，但基础性消费 2015 年受全年较低水平的原材料成本利好，盈利性得到明显的提升。我们看到目前国内消费呈现出以下几方面特征：首先，基础性消费升级趋势明显，尤其体现在饮料和乳制品上，高端产品的市场需求增长明显快于行业平均水平；其次，休闲娱乐的消费服务型需求增长明显好于对消费产品的需求增长；另外，快消品公司更多运用计算机及互联网管理经营包括供应商、生产、库存、店面、消费者的监控及数据搜集，透过大数据提升经营效率和盈利水平的优势越来越明显。

表 1、消费行业估值比较

公司	代码	2015 年业绩					净利润增速预测		估值	
		收入增速	净利润增速	毛利率	净利率	ROE	2016E	2017E	2016P/E	2016P/B
统一企业	0220.HK	-1.4%	192.3%	36.8%	3.7%	7.4%	20.7%	15.8%	23.8	2.0
现代牧业	1117.HK	-3.4%	-56.3%	0.0%	7.1%	4.5%	81.9%	28.3%	12.2	0.9
万州国际	0288.HK	-4.6%	2.6%	19.2%	4.7%	14.4%	9.3%	11.7%	13.0	1.8
雅士利国际	1230.HK	3.9%	-52.5%	50.8%	4.0%	2.6%	97.0%	30.9%	30.7	1.2
都市丽人	2298.HK	23.1%	27.0%	42.7%	10.8%	22.1%	27.1%	21.5%	13.1	2.8
好孩子国际	1086.HK	13.6%	243.5%	29.5%	2.9%	8.5%	37.4%	24.8%	16.4	1.7
特步国际	1368.HK	10.8%	30.3%	42.2%	12.0%	13.0%	15.5%	11.5%	10.8	1.5
李宁	2331.HK	5.4%	101.8%	45.0%	0.2%	0.6%	2230.8%	43.9%	15.2	1.6
安踏体育	2020.HK	24.6%	20.0%	46.6%	18.8%	24.9%	14.4%	15.1%	16.9	4.2
中国动向	3818.HK	15.7%	-12.3%	55.5%	54.3%	8.1%	-17.1%	5.8%	11.2	0.7
中国旺旺	0151.HK	-9.2%	-12.6%	43.9%	15.7%	27.7%	10.0%	3.6%	17.5	5.1
华润啤酒	0291.HK	1.0%	14.0%	31.1%	-8.9%	-13.2%	125.6%	16.8%	35.0	2.3
康师傅控股	0322.HK	-11.3%	-36.0%	31.9%	3.1%	8.6%	45.9%	17.3%	18.3	1.8
蒙牛乳业	2319.HK	-2.1%	0.7%	31.4%	5.1%	10.9%	8.9%	12.8%	15.8	1.7
天喔国际	1219.HK	-2.5%	1.6%	18.7%	7.4%	13.0%	34.5%	14.2%	0.0	0.0
中国食品	0506.HK	4.2%	135.2%	22.8%	1.1%	1.4%	641.6%	-20.5%	15.2	1.4
味千（中国）	0538.HK	-6.0%	-17.7%	0.0%	8.0%	6.8%	0.0%	0.0%	0.0	0.0
中国绿宝	6183.HK	36.5%	24.4%	25.8%	21.1%	19.7%	0.0%	0.0%	0.0	0.0

数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

注: 2016、2017 年公司业绩及估值预测, 均以 Wind 市场一致预期为标准;

P/E, P/B 均以 2016 年 4 月 12 日收盘价为基准

## 1.2、2016 年投资主线

2016 年消费品企业的成本优势料没有去年显著，产品升级或将成为稳固及提升盈利性的重要途径，我们预计 2016 年原料奶价格或延续相对较低水平，而猪肉价格年内上升空间有限，由此判断乳制品下游产品及肉制品行业年内或享有原材料成本优势。

伴随着显著的消费升级趋势，高品质、个性化、更健康的创新产品的市场需求相对可观，我们看好相对具有潜力的年内上市新品，如万州国际的美式肉制品、统一企业的都会小馆面产品和多款果茶、果汁新品，现代牧业的常温酸奶产品等。可选消费中，我们看好行业基本面已现拐点的体育用品行业及以快速扩张的都市丽人。

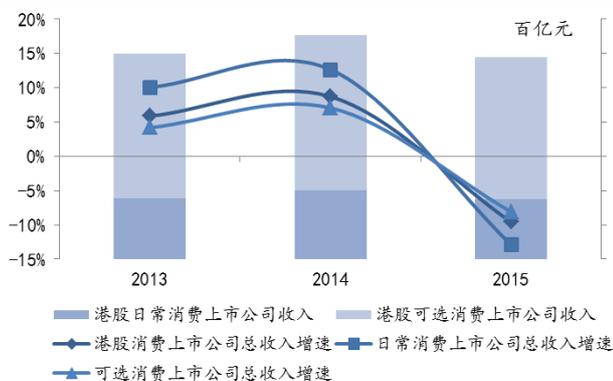
年内婴儿配方乳粉注册管理制度有望落地，加之跨境电商告别免税时代，看好国内品牌婴儿奶粉行业洗牌给龙头企业带来的利好，看好拥有新产能、新渠道和新产品的雅士利国际。

## 2、2015 年基础性消费整体仍相对疲软，但受益原料成本盈利性明显改善

### 2.1、港股消费上市公司 2015 年整体业绩下滑

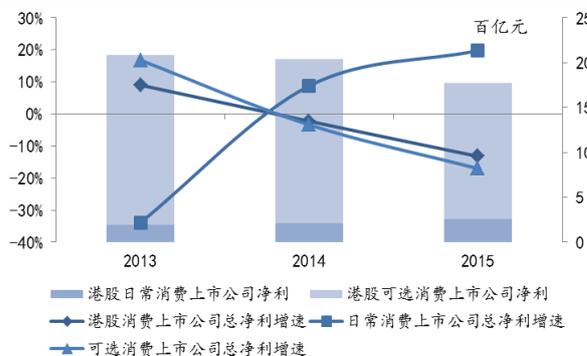
港股消费上市公司整体收入 2015 年同比下滑 9.6%，净利润同比下滑 13.2%，其中日常基础性消费收入下滑 12.9%，可选消费类企业整体收入同比下滑 8.1%。受益于原材料成本下行，基础性消费净利润呈现同比增长 19.8%，而可选消费及服务净利润同比下降 17%。2015 年消费行业业绩显示，整体消费环境仍相对低迷。

图 1、2015 年港股消费行业整体收入下滑



数据来源：Wind，公司资料，兴业证券研究所

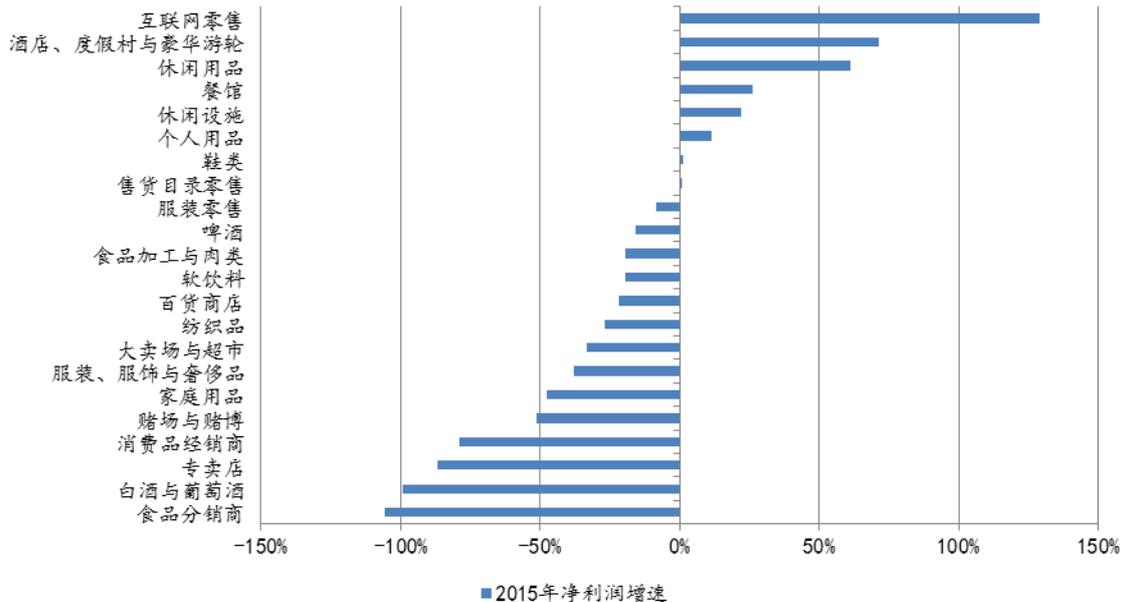
图 2、2015 年港股日常消费行业整体净利润现增长



数据来源：Wind，公司资料，兴业证券研究所

子行业上看，互联网零售、酒店、休闲用品和餐馆的整体净利润实现较快的增长，而消费品经销商等通路子行业净利润则出现同比大幅下滑，体现的是新消费模式和消费服务需求的相对旺盛，而基础性消费品的需求则相对低迷严重压缩了通路环节的盈利性。

图 3、港股互联网消费及休闲娱乐消费行业实现净利润相对快速增长



数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

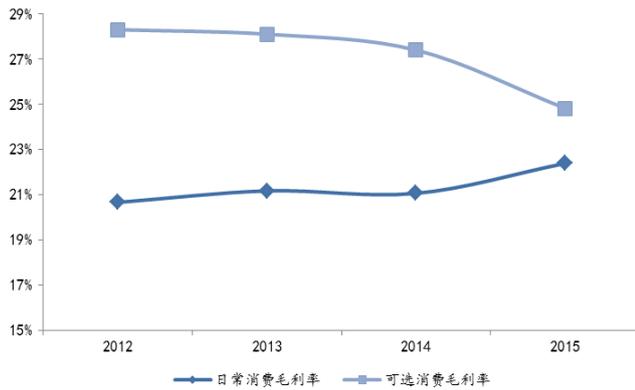
## 2.2、2015 年日常基础性消费子行业盈利性改善

2015 年日常消费子行业整体毛利率为 22.4%，同比去年提升 1.3 个百分点，净利润率也同比提升了 0.8 个百分点至 2.9%，主要受到原材料成本回落及产品组合改善的影响。

可选消费行业整体毛利率则同比下滑 2.5 个百分点至 24.8%，净利润率同比下降 0.8 个百分点，体现了人力、租金成本的上升趋势。

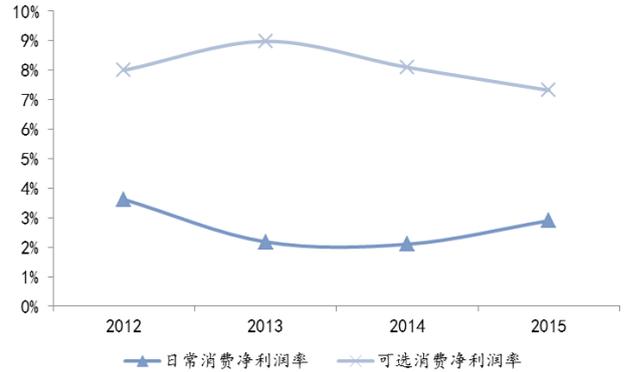
子行业上看，食品行业的盈利性出现明显改善，2015 年食品子行业的整体毛利率和净利润率分别较去年提升 2.8 个百分点和 1.5 个百分点至 22.8% 和 3.5%，主要受到 2015 年全年农产品大宗物资处于相对较低水平，同时主要包装材料 PET 全年处于历史低位。另外，休闲设备及互联网零售两个子行业也实现了盈利性的明显改善，两个子行业毛利率分别提升了 2 个百分点和 0.2 个百分点，而净利润率分别提升了 4 个百分点和 1.5 个百分点。

图 4、2015 年港股基础消费毛利率受成本回落提升



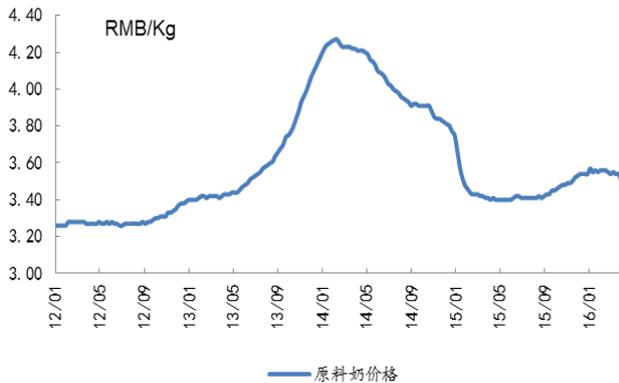
数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

图 5、2015 年港股日常消费净利润率提升



数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

图 6、原料奶价格 2015 年呈持续下滑趋势



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 7、糖价 2015 年仍处于相对低位



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 8、棕榈油价格已现反弹



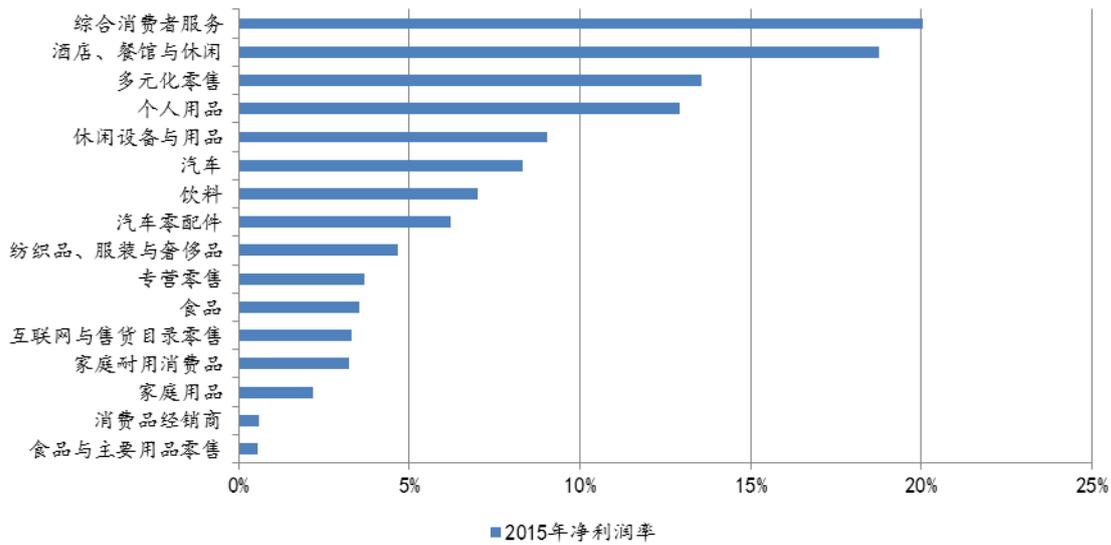
数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 9、PET 价格止跌企稳



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 10、2015 年港股消费电子行业整体净利润率



数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

### 2.3、我们跟踪的标的业绩

表 2、跟踪标的业绩一览

公司	代码	2015 年业绩				
		收入增速	净利润增速	毛利润率	净利润率	ROE
统一企业	0220.HK	-1.4%	192.3%	36.8%	3.7%	7.4%
现代牧业	1117.HK	-3.4%	-56.3%	0.0%	7.1%	4.5%
万州国际	0288.HK	-4.6%	2.6%	19.2%	4.7%	14.4%
雅士利国际	1230.HK	3.9%	-52.5%	50.8%	4.0%	2.6%
都市丽人	2298.HK	23.1%	27.0%	42.7%	10.8%	22.1%
好孩子国际	1086.HK	13.6%	243.5%	29.5%	2.9%	8.5%
特步国际	1368.HK	10.8%	30.3%	42.2%	12.0%	13.0%
李宁	2331.HK	5.4%	101.8%	45.0%	0.2%	0.6%
安踏体育	2020.HK	24.6%	20.0%	46.6%	18.8%	24.9%
中国动向	3818.HK	15.7%	-12.3%	55.5%	54.3%	8.1%
中国旺旺	0151.HK	-9.2%	-12.6%	43.9%	15.7%	27.7%
华润啤酒	0291.HK	1.0%	14.0%	31.1%	-8.9%	-13.2%
康师傅控股	0322.HK	-11.3%	-36.0%	31.9%	3.1%	8.6%
蒙牛乳业	2319.HK	-2.1%	0.7%	31.4%	5.1%	10.9%
天喔国际	1219.HK	-2.5%	1.6%	18.7%	7.4%	13.0%
中国食品	0506.HK	4.2%	135.2%	22.8%	1.1%	1.4%
味千(中国)	0538.HK	-6.0%	-17.7%	0.0%	8.0%	6.8%
中国绿宝	6183.HK	36.5%	24.4%	25.8%	21.1%	19.7%

数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

## 2.4、基础性消费 2H15 盈利性环比收窄

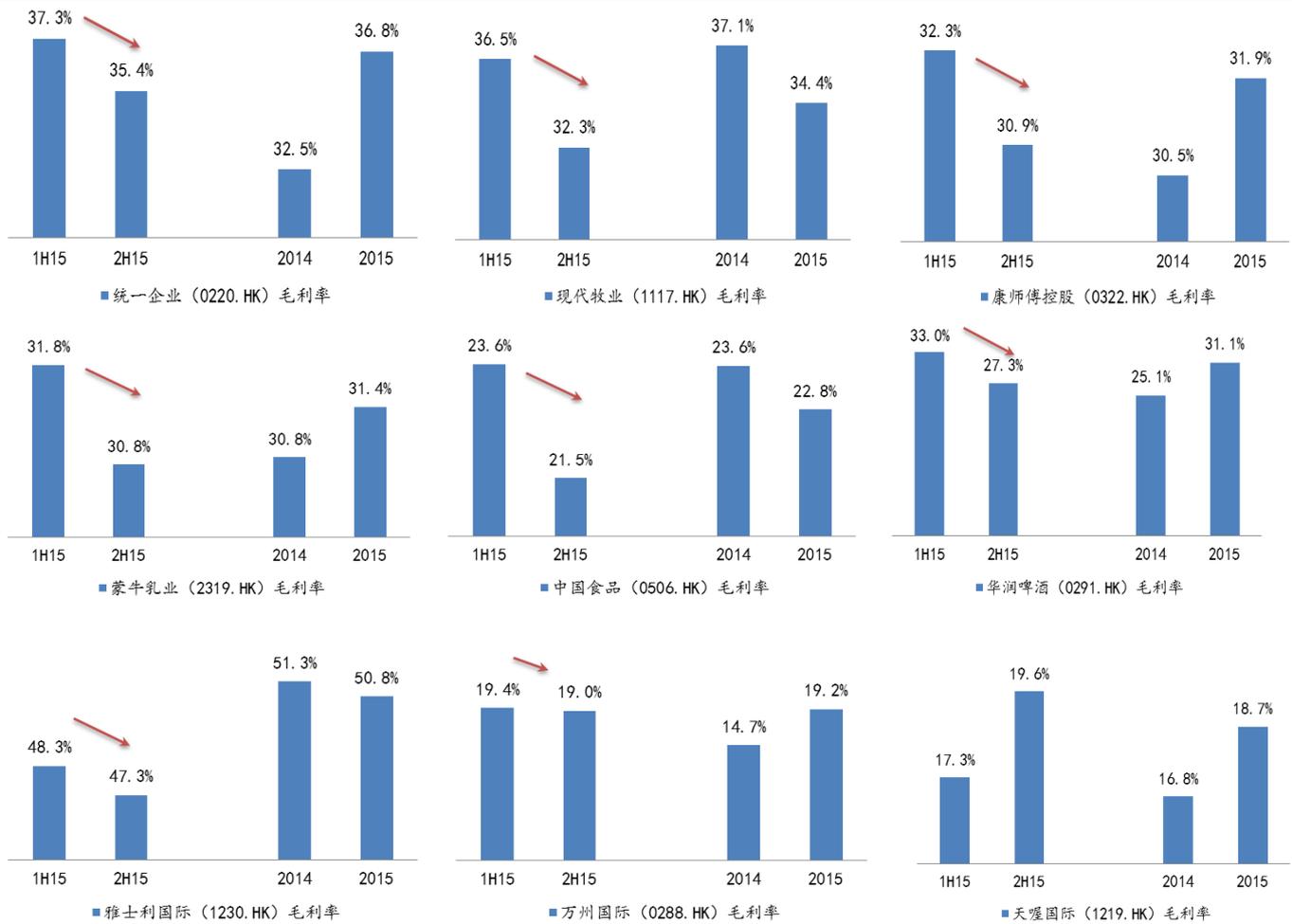
2015 年下半年很多消费类企业出现盈利性环比上半年收窄的情况，主要体现在基础性日常消费，尤其是食品饮料子行业中。康师傅、华润啤酒、现代牧业、中国食品、统一企业、蒙牛乳业、万州国际、雅士利国际等公司 2015 年下半年毛利润率较上半年均明显收窄。

下半年业绩环比上半年下行，一方面有部分标的源自公司自身调整原因，而季节性因素，春节前通过降价的方式争取更多市场份额，也是形成下半年消费类行业盈利性收窄的一个因素，但广泛和大力的促销下量和收入的显著增长并未出现，因此我们认为去年下半年盈利性收窄体现了市场基础性消费部分需求仍相对不旺。

康师傅 2015 年四季度业绩的显著下行，主要受到公司自身因素影响。去年十月份提价而竞争对手并未跟进的背景下，方便面产品下行明显。去年四季度康师傅方便面收入同比下降 21.9%，其中容器面和高端包装面收入同比分别下跌 26%和 31%，而容器面和高端包装面收入 3Q15 分别同比仅下降 3%和 4%。公司方便面 4Q15 按量计算市场占有率环比 3Q15 下降 1.3 个百分点。4Q15 康师傅整体毛利率为 25.7%，环比 3Q15 更是大幅下降了 7.5 个百分点。

在我们跟踪的标的中，华润啤酒和现代牧业下半年毛利率在 2015 年下半年分别环比上半年下降 6 个百分点和 4 个百分点，而下半年收入也分别环比上半年下降 22%和 0.7%。统一企业和中国食品毛利率也分别环比下降了 2 个百分点，蒙牛、康师傅和雅士利毛利润率也环比下降了一个百分点左右。由于去年全年的原料成本都是较低的优势水平，因此去年全年看成本优势都是存在的，而盈利性环比上半年收窄主要是促销降价因素形成的，商家在年末通过春节期间降价的方式争取更多市场份额，但量上并没有出现明显增长，反而是盈利收窄的情况。因此我们更倾向于认为以上几家基础性消费标的盈利性的收窄，主要体现的是市场基础性消费低迷需求下的激烈竞争。

图 11、多家基础消费类公司 2H15 盈利性收窄



数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

### 3、消费升级趋势明显，2016 年新产品仍值得期待

消费行业整体业绩相对平淡，但我们发现消费者基础性消费升级趋势明显，而把握了市场消费者需求，提早布局开发高端产品的企业也在单品和业绩上表现出明显的优势。我们判断，未来基础性消费中高品质、创新型、个性化的高端产品将成为基础性消费增长的新方向。而从区域上看，三四线城市基础性消费的高端产品需求增长快，基础性消费乡镇下沉趋势显著。而从消费品品类上看，乳制品和饮料的消费升级趋势最为明显。

统一企业的饮料业务是其 2015 年拉动业绩的主要动力，而成功的高端产品创新和推广是关键。统一的“海之言”被评为 2015 年尼尔森快消品市场突破性创新产品，与小茗同学系列产品全年合计收益超过 25 亿元。

乳制品行业需求升级和产品升级趋势都较明显。蒙牛总体白奶销售收入是下降的，

但高端白奶、高端酸奶产品都是增长比较快的，现代牧业、中国圣牧的下游产品，作为具有自有高品质奶源的高端白奶市占率增长迅速。现代牧业凭借其下游高端常温奶这一单一产品已经在中国高端奶市场占有 8% 的占有率。高端产品快速增长不能排除公司主动推广新的高盈利性产品进行产品结构升级的驱动，但主要体现的一种是目前的消费升级的趋势。

图 12、消费品需求升级趋势明显

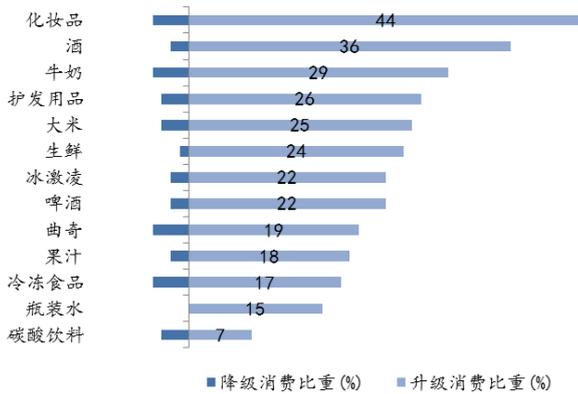
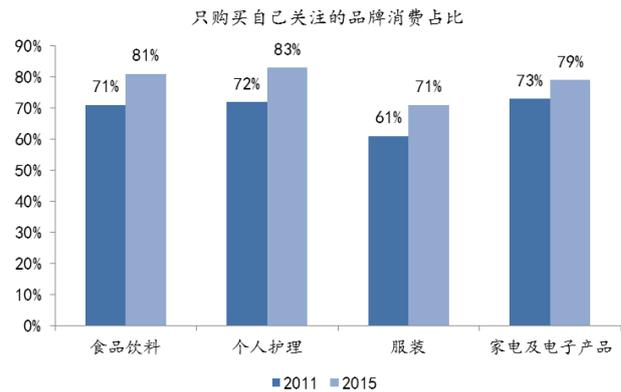


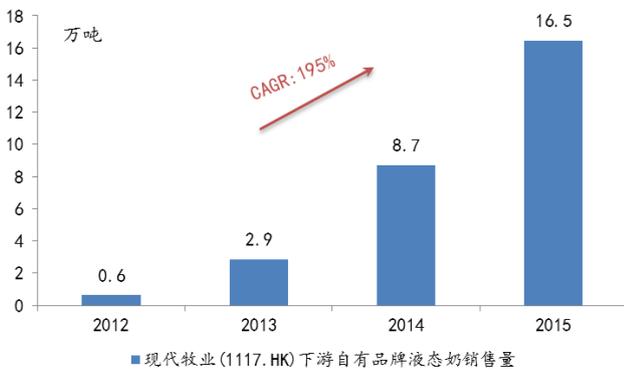
图 13、消费品品牌忠诚度提升



数据来源: 麦肯锡 2016 全球消费者信心调查, 兴业证券研究所

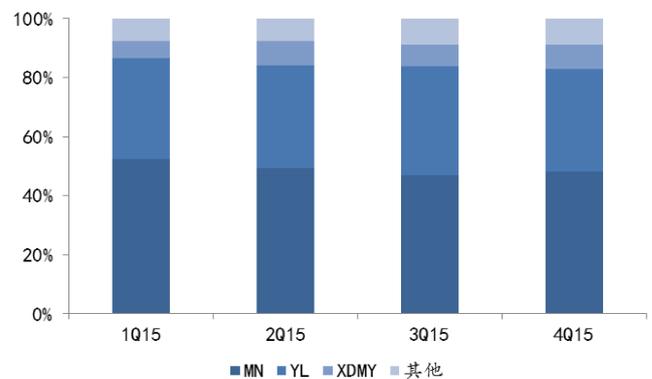
数据来源: 麦肯锡 2016 全球消费者信心调查, 兴业证券研究所

图 14、现代牧业下游高端产品维持快速增长



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图 15、中国高端奶主要厂商份额



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

2016 年也有多家基础性消费公司强力推出高端新品，一些产品市场潜力巨大。万州国际是美式新品肉制品新产能 2015 年底开始释放，今年一季度新品已经有很好的增长表现。现代牧业今年将有常温酸奶高端产品推出，借助公司高质量奶源和现代化生产流程的优势，新产品有望成为公司下游业务的新增长点。统一企业的新品研发创新能力和推广能力在历史业绩中得到确认，2016 年公司还会有多个新品推出，包括方便面会重点推广单价在五块钱以上的都会小馆，饮料会加强小茗同学和海之言的品牌增加新口味，同时也推出茶饮料和果汁饮料的多个新

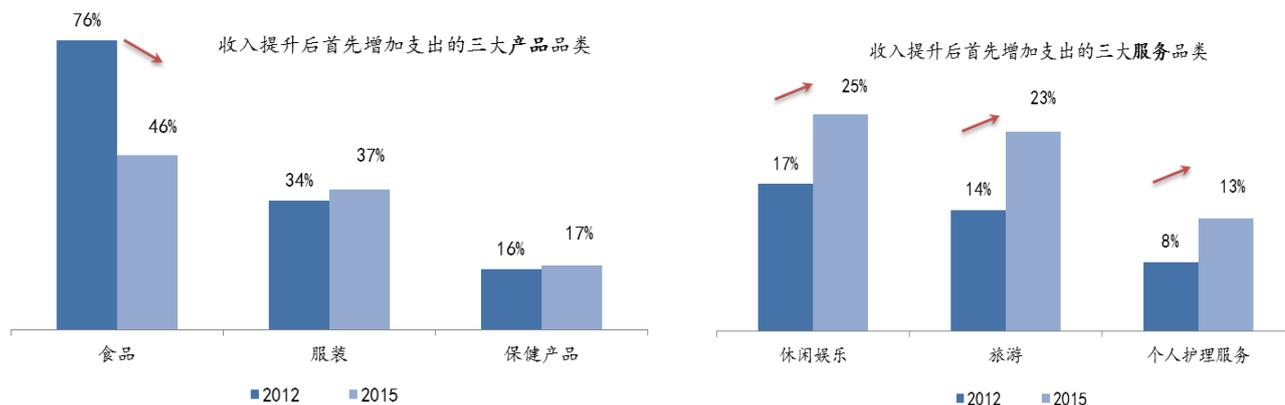
产品。

## 4、休闲娱乐需求相对较旺

### 4.1、休闲娱乐等服务类需求快速增长

麦肯锡 2016 年全球消费者信心调查显示，收入提升后产品类支出增长明显低于服务类增长，收入提升后首先增加支出的三大服务品类分别为休闲娱乐、旅游及个人护理服务。产品支出上看，服装产品和保健产品的支出也呈现增加趋势，而食品支出则呈下降趋势。从我们跟踪的标的 2015 年业绩上看，消费者对休闲娱乐等服务型需求以及专项消费品需求是增长的。具体表现在如体育用品需求相对旺盛、尤其对于新产品，功能性和智能型产品的需求出现显著增长，而且目前来看该产品是基数相对较低，空间相对较大的。同时，针对儿童耐用品消费的好孩子国际和内衣品牌都市丽人 2015 年都呈现出较好的而业绩。

图 16、消费服务类需求增长相对产品需求更旺



数据来源：麦肯锡 2016 全球消费者信心调查，兴业证券研究所

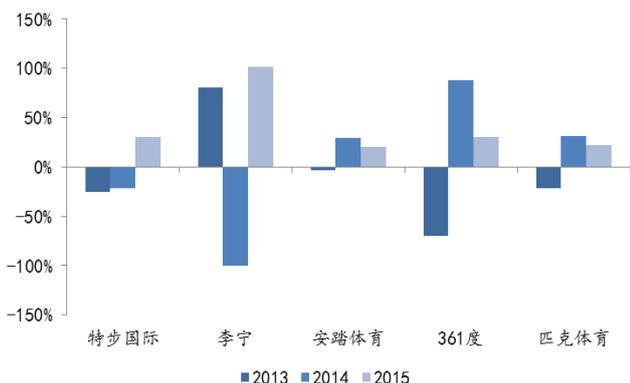
### 4.2、体育行业拐点已现，特定消费群体需求相对较旺

2015 年体育用品行业进入回暖周期，一方面是受市场需求增加带动。体育用品需求上升受益于国内体育政策，2014 年 10 月国务院发布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，提出到 2025 年体育产业总规模超过 5 万亿元以及全国有 5 亿体育人口的目标，体育用品行业有望获益其中。同时，近年来国人对健康生活的认识有所提升，健身运动需求增加。

另外，体育用品行业自身的调整也是行业回暖的重要因素，整个行业从 2011-2014

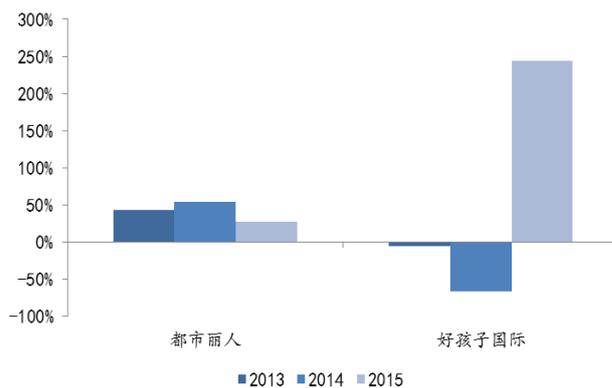
年持续出现净利润符合增速低于 1 的下行周期，甚至如李宁等企业出现连年亏损的业绩。通过过去几年的去库存调整，关闭非盈利店面、渠道模式调整以及经营模式的转变，体育用品行业业绩出现了恢复的趋势，目前从国内几家龙头公司安踏体育、特步国际、李宁及中国动向的库存、周转效率和订货会数据上看都比较稳定和健康发展。

图 17、体育行业重点标的业绩向好



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图 18、特定消费群体标的业绩向好



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

## 5、借助计算机系统及大数据进行经营管理优势明显

我们注意到，快消品行业靠工业化、规模经济降低成本的优势已经逐渐降低，更多运用新的计算机系统管理以及大数据的获得进行整条供应链完善和销售终端管理已经是大趋势，且优势日益凸显。目前，多家体育用品类企业、都市丽人及基础消费的蒙牛乳业等公司都采取更科学的经营管理模式。通过供应链整合，向上游从供应商就开始提升效率降低成本，实时监控库存、渠道库存、售点状态及商圈环境，向下通过新媒体和线上平台获取大数据，进而进行消费者及会员管理，捕捉实时消费者需求，更好的提供附加服务。

### 5.1、都市丽人(2298.HK)的“渠道全生命周期管理”、以及供应链改革

公司进行渠道全生命周期建设，通过渠道规划、设计、监控和评估对公司的门店数据、网点分布、对公司的门店竞争力、门店生命周期及新店进行评估和分析，同时得到关于商圈及占有率的分析，反过来也可以对网点分布和新店策略进行指导。公司同时展开会员 APP 管理，通过积分管理和沟通管理吸引更多会员消费。公司 2015 年的供应链改革，给公司成本控制带来显著优势，2016 年公司计划实

现与供应商实现双方计划、产能、库存和销售等信息透明化的监控和协调体系，未来争取在原料商、代工厂和公司的三方系统形成一个良好的沟通平台。公司认为，提升自身的议价能力是一方面，但压制供应商利润并非是可以相互实现可持续发展的最佳途径，而通过帮助供应商、代工企业提升效率降低成本，会带来整条供应链上的盈利增长，也有利于公司盈利性提升的可持续性。

## 5.2、中国动向(3818.HK)的产品生命周期的监控模型

中国动向实施给予产品生命周期的管控模型，依托供应链体系的快速反应对店铺进行实时补货，以及及时调整铺货，更好的满足消费者的购买需求同时。公司表示未来将持续实施和完善该监控模型，未来或取代订货会的功能，更迅速更准确的锁定市场需求。

## 5.3、特步国际(1368.HK)的“潜在客户计划”

与天猫于 2015 年 8 月签订独家战略合作协议。天猫向特步提供“潜在客户计划”，从天猫 3.5 亿客户数据中，向公司提供目标客户的数据，让公司进行更精准和有效的进行推广活动。公司是天猫销量及满意度最高的运动鞋履品牌，2015 年双十一单日销售超过人民币一亿元。

# 6、关注年内有望出台的乳制品行业政策

## 6.1、婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理

2015 年 12 月中国监管方向 WTO 提交的《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法（送审稿）》，预计年内政策有望正式落地实施，注册制将同时适用于国产和进口奶粉。粗略统计，目前我国婴幼儿配方奶粉拥有近 4000 个品牌，从监管层角度不利于供给端的质量监控，同时也严重影响消费者对奶粉品牌认知，降低消费者对国产奶粉的信心恢复。此次婴幼儿乳粉配方注册管理要求奶粉生产企业在国内市场所售产品不得多于三个品牌 9 种配方，有望成为史上最严奶粉新政策，国内乳品企业新政下将全面洗牌。雅士利国际预测市场将有 75% 的品牌将退出市场，我们认为雅士利作为中国奶粉的国家队，以打造“新国货”品牌为导向，在将其品牌和产品整合后，有望受益于该政策。

## 6.2、跨境电商告别免税时代

另外，从 2016 年 4 月 8 日起，跨境电商告别免税时代，4 月 11 日海关总署明确进境物品进口税税目和税率调整后具体商品的税率，进口奶粉的税率从此前的 10% 上调至 15%，海淘奶粉价格优势降低。中国消费者对国外奶源的婴幼儿乳品需求依然很高，海淘优势减弱和注册制对进口奶粉的限制加强后，国产品牌中拥有优质国外奶源的品牌产品有望受到消费者认可。雅士利投资 11 亿元的新西兰怀卡托的工厂与 2015 年正式开业，其年计划产能为 5.2 万吨，以大包粉和罐装成品两种方式提供给雅士利，该产能的新产品今年将在中国上市，我们看好产品前景。

## 6.3、复原乳鉴定标准出台

2016 年 4 月 1 日，农业部新修订的《巴氏杀菌乳和 UHT 灭菌乳中复原乳的鉴定》开始实施，完善了复原乳的鉴定标准，该标准选取了糠氨酸和乳果糖两种指标。糠氨酸是牛奶热加工中出现的副产物，乳果糖是牛奶加热过程中乳糖的产物，二者在生乳中含量是极低，由此生鲜乳喷粉后再复原使用的复原乳中含有较高含量的糠氨酸和乳果糖。鉴定方法是通过测定生鲜乳、巴氏杀菌乳、常温奶和奶粉中糠氨酸和乳果糖的含量并结合其比值建立模型，即可用判定巴氏杀菌乳和 UHT 灭菌乳中是否添加了复原乳。目前农业部仅提供了鉴定方法和标准，未来若在国家食药监总局颁布政策，结合标准控制乳品的复原乳使用，则有利于上游原料奶生产商及具有高品质奶源的乳制品企业。现代牧业的一体化运营模式有望从中受益，公司从转盘上挤出的鲜奶两个小时以内就可以通过管道进入了加工生产程序变成纯牛奶成品，保证牛奶产品的纯真鲜活，其产品中糠氨酸含量远低于同类产品。

## 7、建议关注标的

### 7.1、万州国际（0288.HK）

- **美式新产品延续肉制品高景气**

2015 年公司中国肉制品业务和美国肉制品业务经营利润分别同比增长 12.5% 和 48%，经营利润率分别提升 4.8 个百分点和 3.1 个百分点。我们判断 2016 年公司的美式新产品或延续肉制品业务的高景气。公司投资 8 个亿的郑州工厂新产能去年 12 月 18 日竣工投产，正式将史密斯菲尔德品牌引进中国，主要生产高端美式肉制品，包括美式火腿、美式香肠、美式培根，日产量 100 吨。今年公司将主力推进美式新肉制品，截止今年年初已经铺设到 50 个城市 3000 个售点，公司计划的是二季度进便利店，三季度进入餐饮渠道，预计今年将贡献利润。2015 年肉制品占公司总收入 53%，净利润却贡献了 97%，因此预计今年产能全部达产可能会推动公司至少两位数的肉制品净利润增长。

图 19、万州国际郑州工厂新产品



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

- **美国业务仍以整合提升效率盈利性为主**

公司收购史密斯菲尔德后，美国业务处于持续整合中，由大宗商品供应商向消费者企业转变，由公司制向事业部体制转变，向“一个史密斯菲尔德”迈进，改善运营效率。美国业务贡献公司 2015 年 60% 的收入，但仅贡献 45% 的经营利润，Smithfield 则有望通过公司内部整合优化管理来提升整体盈利性，而上游业务仍将持续对冲平抑风险。

- **中美协同效应仍有主盈利性提升**

公司预计国内生猪价格将是前高后低的走势，而中美生猪差价将始终存在，公司肉制品吨成本压力不会高于去年。中国肉制品业务将持续通过美国进口低成本原料，改善产品结构和规模经济来维持和提升盈利性。

### ● 资本结构持续改善

2015 年公司业绩公告中显示，截止 2015 年底公司账面应偿还借款总额是 39 亿美元，其中 2016 年需要偿还的总额是 6.24 亿美元，2014 年偿还 27.5 亿美元，2015 年年偿还 7.4 亿美元，公司计划今年资产负债率降低到 50% 以下。

根据 Wind 市场一致预期，公司 2016/17 年公司净利润预计同比增长 9.3%/11.7%，目前公司股价对应 2016 年 P/E 为 13 倍，建议关注。

## 7.2、现代牧业(1117.HK)

### ● 下游产品快速发展，2016 年推出新品常温酸奶

目前公司下游的主要产品为常温鲜奶，2012 年该产品上市，截止 2015 年的销量复合增速达到 195%。2015 年公司下游自有品牌奶销售额同比增长 80.37%，达到 15 亿元，销售量同比增长 88.9% 达到 164,559 吨，下游液态奶产品收入占比从 2014 年的 16.57% 提升至 31.12% 目前已经成为国内高端乳品市占率达到第三的品牌，2015 年市场份额达到 8.3%。2016 年公司将推出新的常温酸奶产品，有望成为未来新的增长点，公司对 2016 年全年下游产品销售额目标是突破 22 亿元。

### ● 完善营销模式

公司 2016 年将在营销模式上进行变革，建立专业的销售团队。增加核心城市的终端铺货率和铺货质量，同时进一步进行渠道渗透，增加传统渠道便利店以及加强三四线城市的拓展，计划 2016 年发展县级市场一级经销商 400 个。

图 20、现代牧业下游产品

常温纯牛奶    2 小时鲜牛奶    常温酸奶    木糖醇酸奶    搅拌型酸奶



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

- **上游原料奶销量 2016 年预计增长 10%**

2016 年中国进口大包粉供应量有所回落，另外预期政府有望出台政策限制和降低复原乳的使用，同时，在原料奶价格经历了近一年半的下行后，国内小养殖户的退出也将形成国内原料奶供给的回落。我们预计上游原料奶价格下行空间有限。公司预计 2016 年底，泌乳牛比重有望从 2015 年底的 50.9% 提升至 53% 左右的正常水平，而每头牛年单产也将同比增长。受益于公司牛群结构改善及单产提升全年原奶销量预计增长 10%。

- **估值具备提升空间**

公司作为上游原料奶向综合性一体化乳品品牌企业发展的价值，未来会在估值中体现。我们看好公司稀缺的奶牛资产和稀有高品质奶源，以及从上游原料奶生产商逐步发展成全产业链品牌企业的策略，液态奶对公司收入及利润占比的提升有助于减弱公司业绩对原料奶价格的依赖，这将有助于公司业绩的平稳及整体估值的提升。

根据 Wind 市场一致预期，公司 2016/17 年公司净利润预计同比增长 82%/28%，目前公司股价对应 2016 年 P/E 为 12 倍，2016 年 PB 为 0.9 倍，建议关注。

### 7.3、雅士利国际(1230.HK)

- **新产能**

雅士利的新西兰怀卡托的工厂与 2015 年正式开业，该工厂投资 11 亿元，年计划产能为 5.2 万吨，以大包粉和罐装成品两种方式提供给雅士利。公司新西兰工厂 2015 年 11 月已经启动产能，其产品将定位“新国货”在中国市场销售。该系列产品具有优质的新西兰奶源及配方，结合目前中国重塑国产婴幼儿配方奶粉品牌的政策导向，我们看好产品前景。

- **新产品**

公司产品过去两年逐步进行的是去化老产品，进行整体产品结构升级，重塑核心品牌力。目前公司通过 2015 年对欧世蒙牛就 Danone 旗下多美滋品牌的整合，完成了高端和超高端产品的布局。对雅士利、Arla、施恩旗下子品牌进行了进一步梳理及整合，形成了以“Arla 宝贝与我”力突超高端市场，雅士利“ $\alpha$ -金装”系列占领中高端市场，“能慧”主攻中低端市场的产品布局，而资源重点投入的核心品牌为雅士利“超级 $\alpha$ -金装”。

同时公司将继续积极推进成人奶粉业务，2015 年成人奶粉销售额同比增长 20%，目前成人牛奶粉在传统渠道比重较高，未来公司将更加注重成人粉功能性产品的开发，预计 2016 年仍将维持较快增长。

### ● 新渠道

过去两年中，公司将渠道重点从传统的大卖场商超渠道逐步向母婴渠道和电商演进。截止 2015 年公司母婴店布局增加 4000 多家，集团母婴店数目超过 1.7 万家。同时公司也为母婴店客户开通了高端产品的直供模式。同时，公司在电商渠道从单一的销售平台转型为以消费者为中心的多维度服务平台，公司重点发力天猫、苏宁和京东三大客户，战略型投入购物节。2015 年公司电商收入占公司总比中的 10%，贡献了 10% 以上的利润。2016 年公司电商渠道将联合“村淘”提升电商渠道渗透率，公司预计电商和母婴店收入占比 2016 年或达到 50%。

图 21、雅士利新西兰工厂“新国货”



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

### ● 期待业绩反转

公司过去两年的时间进行渠道梳理和产品结构梳理，业绩受传统渠道萎缩及产品调整影响持续下滑，2016 年新产能的释放，新渠道和新产品结构梳理有望见到成效，或为业绩复苏蓄势。未来中国奶粉配方注册制新政的落地也将推动行业整合，加之跨境电商告别免税时代，而中国消费者对国外优质奶源的婴幼儿乳品需求依然很高，雅士利拥有优质国外奶源的品牌产品有望受到消费者认可。

根据 Wind 市场一致预期，公司 2016/17 年公司净利润预计同比增长 97%/31%，目前公司股价对应 2016 年 P/E 为 30 倍，2016 年 PB 为 1.2 倍，建议关注。

#### 7.4、都市丽人(2298.HK)

- **渠道持续扩张，电商平台今年有望持续翻番**

公司 2015 年零售渠道、加盟商及电商收入分别同比增长 30%/17%和 136%，其中加盟店贡献公司总收入的 63%。公司的电商平台从 2014 年 2 月开始启动，截止 2015 年底，已经实现了 1.7 亿的收入，实现同比增长 136.6%，贡献公司总收入的 3.5%。公司预计 2016 年电商销售规模有望达到 4 亿（税前规模），而 1Q16 的单客价已经达到 120 元，预计全年电商业务净利润率有望达到 4%-5%之间。2015 年公司新增店铺，不包含收购的欧迪芬共计 1032 家，公司计划 2016 年开设新店仍超过 1000 家。

- **持续多品牌多品类策略**

公司目前针对大众市场的品牌包括“都市丽人”、“都市丝语”、“都市缤纷派”、“都市丽人的秘密”以及最新推出的“自在时光”，就高端市场而言公司收购了欧迪芬发展其子品牌。在其他品类上，公司也将积极发展男性、儿童产品以及在保暖内衣、打底裤等其他品类上培养新的增长点，目前已打造了针对男性及儿童消费者的品牌“都市锋尚”及“眯雅佳”。

- **“自在时光”及“欧迪芬”年内有望成为增长点**

公司 2015 年底新推出的品牌“自在时光”以更合理的价格迎合年轻消费者更时尚的高品质产品需求所打造，截止 2015 年底已有 60 家专卖店，而 2016 年一季度专卖店数目已达到 100 家，签订合同准备开设的门店已达到 200 多家，有望成为 2016 年的新增长点。另外，欧迪芬品牌自收购后，在提升老店的同店销售基础上，销售渠道将进一步向百货商店以外的购物中心及街边店铺发展。

- **现代化高效率管理模式改善盈利**

公司全年毛利率同比提升了 4ppt 达到 42.7%，其中渠道和产品结构优化分别贡献了 0.5-1 个百分点，而供应链整合及规模经济则贡献了 1.5-2 个百分点。盈利性上，公司有望持续通过产品结构改善、渠道优化以及供应链优化来做进一步的盈利改善。公司致力于搭建原料商、代工厂及公司三方系统的供应链整合，进一步提升公司的整体盈利能力。

根据 Wind 市场一致预期，公司 2016/17 年公司净利润预计同比增长 27%/22%，目前公司股价对应 2016 年 P/E 为 13 倍，建议关注。

## 7.5、特步国际(1368.HK)

### ● “3+”战略及“双轨营销策略”

公司专注跑步和足球项目，持续采用“体育营销”+“娱乐营销”的双轨道品牌管理策略，2015年赞助17项大型马拉松，冠名四场“特步炫彩夜跑”，同时在国内赞助校园级别的官方足球赛，在海外赞助西班牙西甲维拉利尔足球俱乐部。娱乐营销方面，公司2015年冠名及合作了湖南、浙江、安徽及东方卫视等五档综艺节目。公司在2015年推行“产品+”、“体育+”和“互联网+”，并将2016年继续推行该路线扩大业务。公司2015年零售店数目为7000家，较去年年底下降110家，但特步儿童全国销售点截止2015年底为600个，较去年增长100个。

### ● 电商业务在体育用品行业中相对领先

公司2015年7月与顺丰签署合作关系，成为特步电子商务业务的官方独家配送伙伴，确保几日或翌日派送到家，提升客户满意度。同年8月与中国最大的电商平台天猫签署深度合作协议，拓宽线上业务平台的同时，也将获得更有针对性的客户数据库，有利于捕捉市场动态需求。2014年公司在天猫旗舰店的排名居于首位，市占率为61.7%，2015年双十一购物节，公司在线上业务收入为一亿元人民币，较2014年双十一当日收入接近翻倍。2015年全年公司电子商务收入占总收入比重从2014年的单位数字上升至低双位数字。

### ● 2016年订单持续改善

公司流动性及资本财力基本稳健，截止2015年底，公司存货结余为3.98亿元，同比去年下降30%，存货周转天数从2014年的71天下降至58天，主要受益于公司销售渠道的扁平化和实时零售存货的监控管理。2016年第三季订单表现，由于功能性体育用品，尤其是跑步装备的销售继续增加，带动销量及综合平均售价上升，今年第三季订单金额同比录得高单位数增长，是自2013年第四季以来连续12个季度有改善。公司表示，此次订货会推出足球及智能跑步鞋产品，预计第三季开始在店舖出售，相信足球产品将有助公司未来增长。另外，公司于2015年6月与奇虎360科技公司签署合作协议，共同开发智能穿戴设备，首款儿童智能追踪鞋将于2016年首季上市，成长性值得期待。公司2016年前两个月同店收入增长为双位数，广推费用占公司收入比重有望重新回到11%-13%的水平内。

根据Wind市场一致预期，公司2016/17年公司净利润预计同比增长15%/12%，目前公司股价对应2016年P/E为10.8倍，建议关注。

## 7.6、统一企业(0220.HK)

### ● 看好公司产品创新和单品推广能力，2016 年新品依旧丰富

公司从老坛酸菜面的成功推广以来，成功推广了汤达人、阿萨姆奶茶、冰糖雪梨、小茗同学、海之言多款明星产品，引领国内方便面和饮料消费的新趋势，在新品研发和推广上获得了很多经验。2016 年，年公司有丰富的新产品发行规划。

方便面业务主推产品为“都会小馆”，定价在 5 元，预计 4 月向市场推出，是一款具有地方特色的口味的产品，例如兰州牛肉面，重庆小面等。4 月份还会有干面品种上市，下半年也陆续会有新品推向市场。

饮料业务，众多新品值得期待，公司将更多推广集中在“小茗同学”和果汁及包装水等新产品上。2016 年公司将继续重点推广差异化产品“小茗同学”系列，将扩大销售区域，同时今年将上市乳酸菌口味的新品“溜溜嗒茶”，利用微博、微信、QQ 空间等新媒体打造圈子文化，锁定目标族群。另外即将上市高端西式果茶“提拉图”以推动新的增长点。“海之言”将在其品牌下继续扩充口味，以维持其销售规模的稳定，2016 年将新推出黑加仑和水蜜桃口味。“统一冰红茶”2016 年将启用革命性的全新包装，吸引 95 后消费者的关注度。“统一绿茶”将推出限量版，创造品牌新声音，突出差异化和品质感。水产品公司将在今年继续推广主力品牌“ALKAQUA 爱夸”，将聘请人气明星王凯代言提升品牌知名度。“海之言”2015 年销售额在 17 亿左右，“小茗同学”接近 9 亿，2016 年有望实现爆发式增长，公司预计这两款产品未来有望做到 30 亿的规模。果汁产品，公司 2016 年将推出以 Bottle-can 为包材的“恬蜜光年”果汁甜品饮料品牌，以及“怡赏”旗下新增利乐包装的 100%果汁产品，满足果汁产品的多元化需求。

图 22、统一企业明星及潜力新品



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

### ● 年内盈利性仍看费用控制

2016年在糖价、PET价格以及棕榈油价格的上涨趋势下，预计全年原材料成本相对2015年显著优势不再显著，预计公司整体盈利性的提升主要依靠产品组合结构改善。公司新产品均为高毛利产品，海之言及小茗同学系列产品毛利率分别在40%和45%以上。2015年公司销售及市场推广费用小幅同比上升0.4%，占收入比重为28.6%，公司的行政管理开支同比增长4.9%，主要受城市建设维护税等附加税增加所致，占收入比重4.59%。公司的销售费用及行政开支占收入比重同比去年分别提升0.6及0.3个百分点，仍处于行业内相对较高水平，公司认为2015年的广告投入是相对保守的，预计2016年公司的销售费用有望受新品推广有所提升，全年资本支出公司预计在20亿元。

根据Wind市场一致预期，公司2016/17年公司净利润预计同比增长21%/16%，目前公司股价对应2016年P/E为23.8倍，建议关注。

## 8、风险提示

1. 食品安全问题
2. 超预期激烈的市场竞争
3. 新品市场推广不达预期
4. 原材料成本的显著超预期波动

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
 中 性: 相对表现与市场持平  
 回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

## 香港及海外市场

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900

## 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。