

买入 (首次)

1219.HK 天喔国际

目标价: 2.80 港元

转型自有品牌商, 全国全渠道扩展进行时

现价: 2.18 港元

2016年09月12日

预期升幅: 30.0%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2016.09.12

收盘价(港元)	2.18
总股本(百万股)	2,074
总市值(百万港元)	4,520
净资产(百万元)	2,862
总资产(百万元)	6,549
每股净资产(元)	1.38

数据来源: Wind

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,908	4,932	5,249	5,627
同比增长(%)	-3.46%	0.48%	6.43%	7.21%
净利润(百万元)	351	343	395	457
同比增长(%)	1.59%	-2.36%	15.28%	15.71%
经营利润率(%)	18.65%	21.36%	20.74%	21.64%
净利润率(%)	7.15%	6.95%	7.52%	8.12%
净资产收益率(%)	12.10%	11.02%	11.48%	11.54%
每股收益(元)	0.169	0.165	0.190	0.220
股息率(%)	3.01%	2.94%	3.39%	3.92%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

天喔国际 (1219.HK) -2015 年业绩点评-20160323

消费行业 2015 年业绩总结-行业深度报告-20160413

天喔国际 (1219.HK) -1H16 业绩点评-20160824

海外消费研究

高级分析师: 王佳卉

wangjiahui@xyzq.com.cn

SFC: BAD529

SAC: S0190516030002

投资要点

- **首次评级覆盖给予买入评级, 目标价 2.80 港元:** 我们给予公司目标价 2.80 港元, 对应 2016/17 年 PE 为 15x/13x。公司 2017 年净利润预计同比增长 15.3%, 公司历史平均 P/E 水平为 12.4 倍, 我们看好公司核心业务从第三方代理品牌向自有品牌业务转变, 有助于增强公司盈利能力和业绩增长的主动性和可持续性。公司自 2013 年上市, 四次实施分红累计现金分红 3.6 亿元人民币, 股利支付率持续提升至 2016 年上半年的 38.39%。公司向自有品牌商的转变和关联交易量的下降有助于其估值的提升, 当前股价对应 2017 年 P/E 为 9.8x, 较目标价格仍有 30% 上涨空间, 我们给予买入评级。
- **从经销商向品牌商转变:** 公司上市以来积极从第三方品牌分销商逐渐向自有品牌生产商转型。上市募集的资金大部分投入在自有品牌产能和品牌建设上, 已完成全国性布局。自有品牌占公司收入比重从 2010 年的 23% 提升到 2015 年的 42%, 而毛利润贡献率从 2010 年的 53.6% 提升到 2015 年的 66.5%。预计 2017 年公司自有品牌业务贡献 46% 收入和 74% 毛利润。
- **自有品牌增长及渠道扩张带动业绩增长:** 公司自有品牌休闲食品业务有望在行业高增速和低集中度下获得机会, 非酒精饮料在全国渠道扩张和新品带动下持续跑赢市场。第三方代理品牌的优化调整后规模有望企稳, 当前酒类需求的回暖也对公司第三方酒精饮料业务带来支撑。公司规划未来五年实现销售额突破百亿, 全国销售点达到 50 万个。我们预计 2016/17 年自有品牌收入增长 10%/11%。2016 年公司自有品牌非酒精饮料南浦总代理权的回收, 大幅提升非酒精饮料毛利率近 7ppts, 同时未来两年销售及管理费用率或维持在 10%, 预计 2017 年公司净利润率仍有 0.6ppts 的提升。
- **降低与南浦关联交易:** 南浦对公司的收入贡献率逐渐下降, 截止 2016 年 6 月, 南浦对天喔的收入贡献已从 2010 年的 44.8% 下降到 21%。
- **风险提示:** 食品安全; 原料价巨幅波动; 费用超预期; 新品表现低于预期

目 录

1、公司概况——集品牌商、分销商为一体的独特商业模式.....	5 -
1.1 公司业务简介.....	5 -
1.2 公司发展历程.....	7 -
1.3 公司股权结构.....	8 -
2、核心业务从代理品牌转向自有品牌.....	8 -
2.1 公司自有产能持续扩张.....	8 -
2.2 公司自有品牌产品对收入及利润贡献率持续提升.....	9 -
2.3 自有品牌与第三方品牌业务着重点有别.....	10 -
2.4 “转型”利好公司长期发展.....	11 -
3、自有品牌食品及饮料迎合消费升级，或成业绩增长引擎.....	12 -
3.1 分享休闲食品市场规模的快速增长.....	12 -
3.2 公司非酒精饮料增速凭借明星产品和全国扩张持续跑赢行业.....	14 -
4、全国渠道扩张进行时.....	16 -
4.1 从华东区域向全国扩张.....	16 -
4.2 从特殊渠道到现代渠道的扩张.....	17 -
4.3 从线下向线上的扩张.....	17 -
5、与经销商关联交易量下降.....	18 -
5.1 南浦——公司最大的代理经销商.....	18 -
5.2 逐步缩减与南浦的关联交易量.....	19 -
6、公司盈利预测.....	20 -
6.1 2016/17 年公司收入预计同比增长 0.5%/6.4%.....	20 -
6.2 公司 2017 年净利润预计同比增长 15%.....	21 -
7、估值.....	25 -
7.1 绝对估值— DCF 估值.....	25 -
7.2 相对估值.....	26 -
8、风险提示.....	27 -

8.1 食品安全问题.....	- 27 -
8.2 原材料价格超预期波动.....	- 27 -
8.3 费用控制不利.....	- 27 -
8.4 渠道拓展或新品推广效果低于预期.....	- 27 -

图表目录

图 1、天喔国际核心业务布局.....	- 5 -
图 2、公司 2015 年公司主要业务收入结构.....	- 6 -
图 3、公司 2015 年自有品牌产品贡献毛利润 66.5%.....	- 6 -
图 4、公司自有品牌产品规模快速增长.....	- 7 -
图 5、天喔国际股权结构.....	- 8 -
图 6、公司自有产能的扩张.....	- 9 -
图 7、自有品牌对收入贡献率提升.....	- 10 -
图 8、自有品牌对毛利润贡献率提升.....	- 10 -
图 9、休闲食品自有品牌收入占比较大.....	- 11 -
图 10、非酒精饮料以发展自有品牌为主.....	- 11 -
图 11、第三方品牌业务酒精饮料规模较大.....	- 11 -
图 12、其他业务以第三方日化和自有调料产品为主.....	- 11 -
图 13、公司自主品牌享有更高毛利润率.....	- 12 -
图 14、中国休闲食品行业规模未来三年复合增速 10%.....	- 13 -
图 15、中国休闲食品较其他子行业增速较快.....	- 13 -
图 16、中国坚果、蜜饯行业未来三年规模或近千亿.....	- 13 -
图 17、中国休闲食品当前市场集中度仍较低.....	- 13 -
图 18、中国休闲食品电商渠道维持高双位数增长.....	- 14 -
图 19、非酒精饮料按品类结构性分化及消费升级趋势显著.....	- 14 -
图 20、公司自有品牌非酒精饮料拥有多款热卖单品.....	- 15 -
图 21、公司 2016 年饮料新品.....	- 15 -
图 22、公司全国性渠道扩张进行时.....	- 16 -
图 23、公司直销渠道快速发展.....	- 17 -
图 24、即饮渠道 2012-15 年复合增速较快.....	- 17 -
图 25、公司已在多电商品台铺设线上渠道.....	- 18 -
图 26、天喔集团目前持有南浦 49% 股权.....	- 19 -
图 27、南浦贡献收入总比重逐渐下降.....	- 20 -

图 28、直销渠道和其他第三方对收入比重逐步提升.....	- 20 -
图 29、2016 年公司收入结构.....	- 21 -
图 30、2016 年自有品牌持续增长，代理品牌持续调整.....	- 21 -
图 31、2015-18 年公司收入复合增速为 5%	- 21 -
图 32、2017 年代理品牌规模或企稳.....	- 21 -
图 33、公司自有品牌产品 2016 年或贡献 68%毛利润.....	- 22 -
图 34、受益于产品升级和自有品牌产品收入占比提高，公司整体毛利率大幅改善.....	- 22 -
图 35、公司整体毛利润率持续改善	- 22 -
图 36、2016 年销售费用增长受非酒精饮料代理权回收影响.....	- 23 -
图 37、销售费用率未来两年或维持在 10%的水平	- 23 -
图 38、公司整体盈利性逐步提升.....	- 23 -
图 39、2017 年公司净利润率预计同比增长 15.3%	- 23 -
图 40、P/E Band	- 26 -
图 41、P/B Band	- 26 -
表 1、公司盈利预测.....	- 24 -
表 2、公司 DCF 估值.....	- 25 -
表 3、行业估值比较.....	- 26 -

报告正文

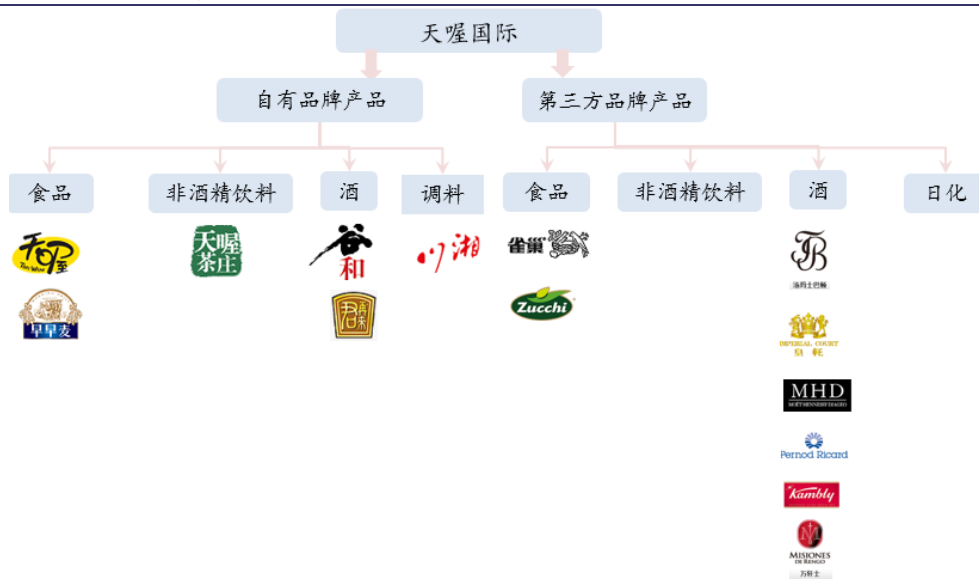
1、公司概况——集品牌商、分销商为一体的独特商业模式

1.1 公司业务简介

公司从事零食及休闲食品、非酒精饮料和酒精饮料的自有品牌产品的生产销售以及代理品牌产品销售。公司当前自有产品线主要包括蜜饯、炒货、休闲肉制品、饮料、南北货、燕麦谷物、调料、营养黄酒、葡萄酒 9 大系列产品，先后在上海、福建、湖北、四川设立了大型生产园区，覆盖了华东、华南、华中、西南地区。公司天喔品牌系列的休闲食品以坚果、炒货、礼盒、蜜饯、肉脯和燕麦等产品为主。自有品牌非酒精饮料则主要包括 C 满 E 系列、果茶系列、炭烧系列和瓶装水。自有品牌酒精饮料则定位大众市场，包括由意大利、法国和智利原装进的洋酒和葡萄酒，以及君再来、谷和品牌黄酒和 V 星预调酒。自有品牌调味品则以川湘系列为主。

代理品牌产品主要包括进口食品、洋酒和葡萄酒及一些日化产品。酒精饮料是第三方品牌业务的核心业务，主要产品包括洋酒、葡萄酒、白酒和啤酒，分销国内外知名品牌如马爹利、轩尼诗、人头马、加州乐事和轩、茅台等。第三方食品及零食包括雀巢、德芙、箭牌、格力高和卡夫等。而第三方非酒精饮料公司主要分销红牛等能量型饮料减少和公司自有品牌产品的冲突。

图 1、天喔国际核心业务布局

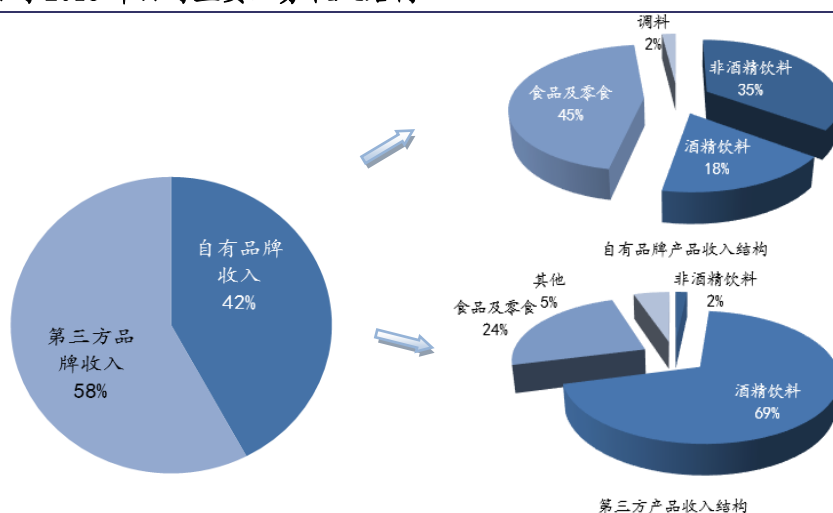


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司自上市以来，一直专注自有品牌业务的发展，截止 2015 年底公司自有品牌和第三方品牌收入分别贡献公司总收入的 42%和 58%。自有品牌中以休闲食品和非酒精饮料业务为主，分别贡献自有品牌收入的 45%和 35%。而第三方代理品牌产品则以酒精饮料为核心业务，2015 年贡献第三方品牌总收入的 69%。

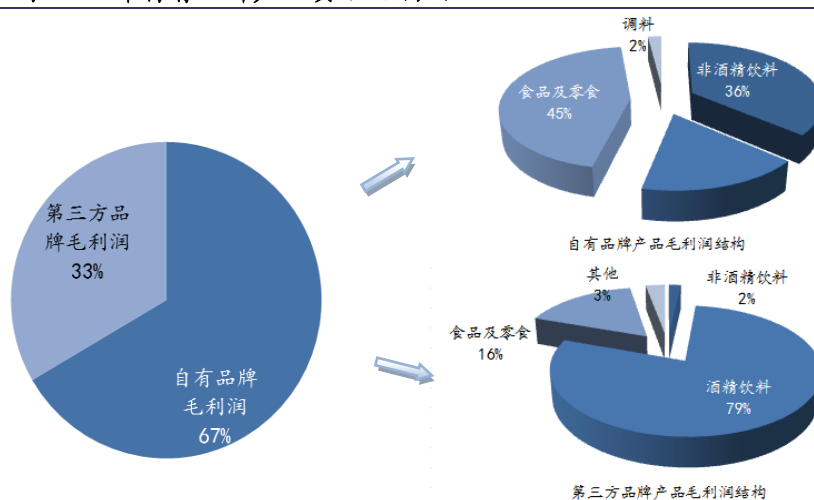
鉴于公司自有品牌享有更高的盈利能力，2015 年自有品牌已经贡献了 66.5%的毛利润，其中休闲食品和非酒精饮料分别贡献了自有品牌毛利的 45%和 36%。第三方代理品牌贡献公司 33%的毛利润，其中酒精饮料占第三方品牌总高毛利的 79%。

图 2、公司 2015 年公司主要业务收入结构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 3、公司 2015 年自有品牌产品贡献毛利润 66.5%



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

1.2 公司发展历程

1999 年，天喔集团成立并开始生产及销售快消品。

2002 年，成立天喔（内蒙古）食品有限公司，从事各种瓜子食品及炒货食品并作为有生产基地。

2003 年，收购上海皇家酿酒有限公司 51% 股权，从事黄酒酿造业务。

2004 年，成立天喔（福建）食品，从事生产蜜饯业务，并作为蜜饯的自有生产基地和工业园。

2005 年，成立天盛酒业及皇家酒业，从事销售各种葡萄酒和洋酒业务，负责各种销售渠道及在华东地区提供销售支持网络。

2006 年，公司收购川湘调料 75% 股权，从事调味料生产。

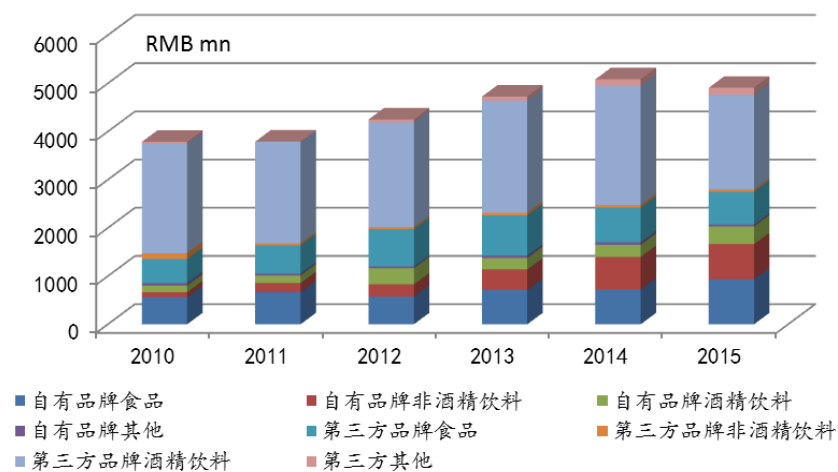
2007 年，成立上海天喔食品生产有限公司，从事食品加工。同年，公司成立福建天喔茶庄饮料有限公司，负责生产和销售各种饮料并作为饮料产品的自有生产基地。

2009 年，成立上海天喔茶庄饮料有限公司，从事销售各种饮料并作为上海地区的自有生产基地。同年成立天喔（武汉）食品有限公司，生产各种蜜饯及炒货食品。

2010 年，成立武汉天喔茶庄饮料有限公司，从事生产及销售各种饮料产品并作为华中地区的自有生产基地。

2013 年，境外控股公司天喔国际控股有限公司在香港成功挂牌上市。

图 4、公司自有品牌产品规模快速增长

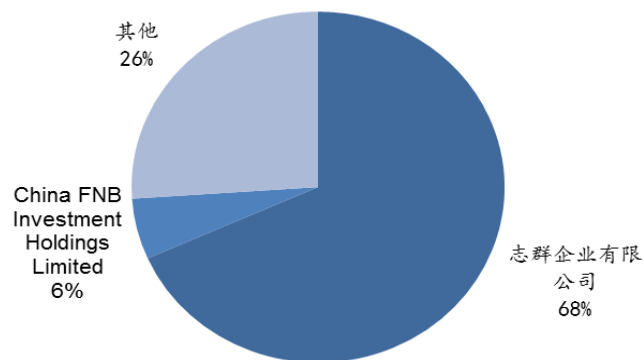


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

1.3 公司股权结构

公司股权相对集中，志群企业有限公司持有公司 68.35% 的已发行总股份，而公司执行董事兼董事长林建华，拥有志群企业有限公司 100% 的股权。资产投资公司 China FNB Investment Holdings Limited 作为公司的基础投资者，始终持有公司 5.6% 的股份。

图 5、天喔国际股权结构



主要股东持股	直接持股数量 (百万股)	占已发行普通股 比例 (%)
志群企业有限公司	1,417.32	68.35%
China FNB Investment Holdings Limited	116.18	5.60%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

2、核心业务从代理品牌转向自有品牌

公司从上市以来，积极发展自有品牌业务，从原来以分销商为主的角色逐渐转变为自有品牌生产商的角色。上市募集的资金大部分投入在自有品牌产品和生产线的建设上，自有产能近年来逐步扩张。伴随公司自有品牌的产能扩张和渠道建设，自有品牌占公司收入比重从 2010 年的 23% 提升到 2015 年的 42%，而毛利润贡献率从 2010 年的 53.6% 提升到 2015 年的 66.5%。公司的核心业务成功的从代理品牌转向自有品牌，为公司整体盈利性的提升和长期的可持续增长提供保障。

2.1 公司自有产能持续扩张

除上海松江总部外，公司分别于 2002 年在内蒙古包头市投资设立了炒货生产基地，于 2004 年在福建省莆田市兴建蜜饯、炒货大型生产基地，2008 年在湖北武

建立生产基地，进行茶饮料、休闲鱼肉制品的生产加工，2012年在四川省成都市兴建食品、茶饮料大型生产基地。2013年公司上市后，公司募集资金大多用于自有品牌生产线的建设，截止2015年底上海利乐包装生产线、成都热罐生产线、武汉的冷罐生产线和莆田的冷罐生产线已经建成。目前仍有天津园区的非酒精饮料生产线和成都园区的食品、零食及调味品生产线在建设中，预计明后年建成，但集团战略性的全国园区布局已基本完成。上海园区生产线可以辐射到整个华东地区，武汉园区则可以辐射到华中区域，福建园区对应华南地区，成都园区生产线则辐射西南地区。公司的全国性园区布局，不但可以降低运输成本，更使公司产品快速达到市场实现就地销售，提升市场推广效率。

图 6、公司自有产能的扩张



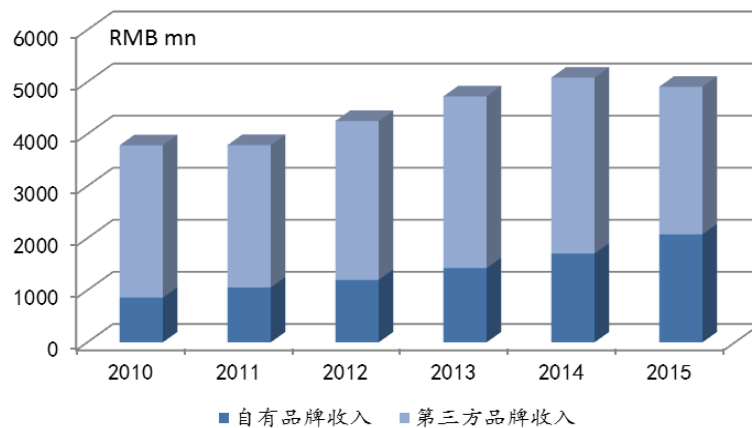
资料来源：公司资料，Wind，兴业证券研究所

2.2 公司自有品牌产品对收入及利润贡献率持续提升

伴随公司自有品牌产能的扩张和销售渠道的建设，公司自有品牌对公司收入贡献比重快速提升。2010年公司自有品牌产品收入占比为23%，到2013年上市时达到30%，上市后公司自有产能扩张加速，自有品牌收入比重从2013年的30%提升到2016年上半年的44%。

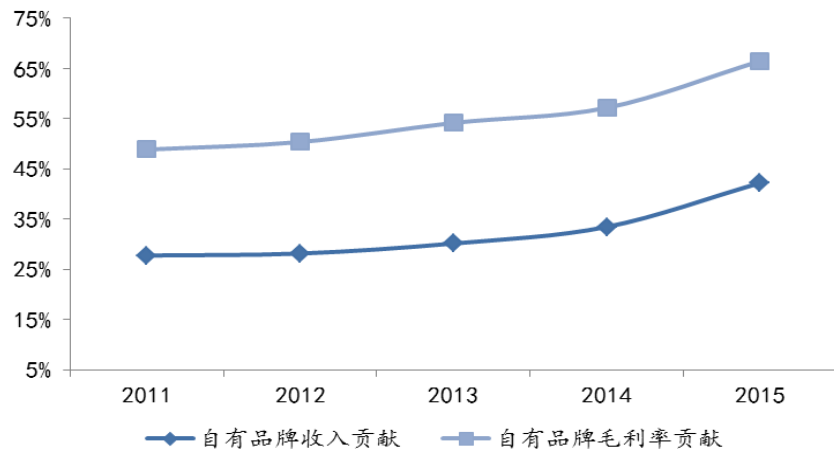
自有品牌产品的直接销售较分销第三方品牌产品而言，自然享有更高的毛利润率，公司整体自有品牌产品毛利率自 2010 年以来到 2015 年持续高于第三方品牌 15 个百分点以上。鉴于自有品牌更高的毛利润率，公司自有品牌产品对毛利润贡献率远高于收入贡献率，自有品牌毛利润贡献率从 2010 年的 53.6% 提升到 2015 年的 66.5%。

图 7、自有品牌对收入贡献率提升



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 8、自有品牌对毛利润贡献率提升



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

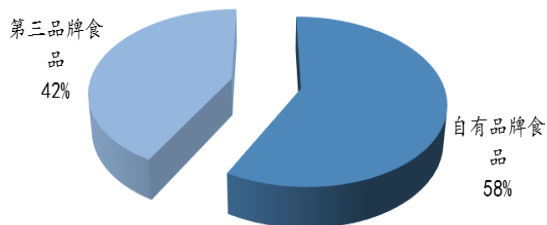
2.3 自有品牌与第三方品牌业务着重点有别

由于公司同时拥有自有品牌和第三方代理品牌销售业务，因此在两个业务上发展重点各有不同，以避免内部竞争的同时可以充分借助通路的协同效应。公司自有

品牌业务侧重发展的是休闲食品和非酒精饮料。而第三方代理品牌则侧重发展酒精饮料业务。公司代理的食品也主要以进口糖果、糕点饼干类食品为主，和公司自有品牌的坚果、炒货、肉脯等产品布局不同品类。自有品牌非酒精饮料中，自有品牌产品贡献了 94% 的收入，第三方代理品牌仅贡献 6% 收入，且主要以代理功能性饮料等产品为主，和公司茶、咖啡、奶茶等自有品牌饮料品类不同。

同时，自有品牌和第三方代理品牌业务双方，可以互相搭借明星产品进行渠道配送，形成正面的协同效应。

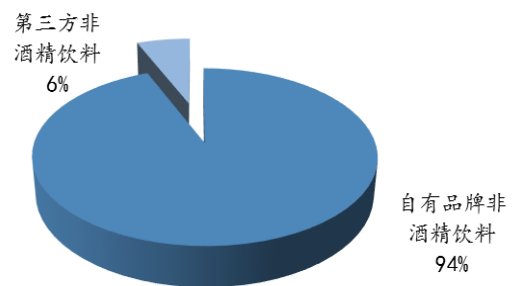
图 9、休闲食品自有品牌收入占比较大



食品及零食自有品牌及第三方品牌占比

数据来源：公司资料，兴业证券研究所

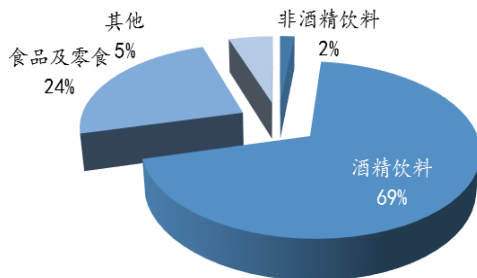
图 10、非酒精饮料以发展自有品牌为主



非酒精饮料自有品牌及第三方品牌占比

数据来源：公司资料，兴业证券研究所

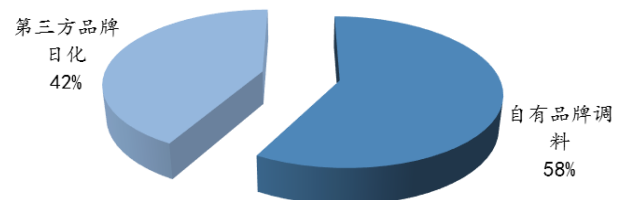
图 11、第三方品牌业务酒精饮料规模较大



第三方产品收入结构

数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 12、其他业务以第三方日化和自有调料产品为主



自有品牌调料及第三方品牌日化收入结构

数据来源：公司资料，兴业证券研究所

2.4 “转型”利好公司长期发展

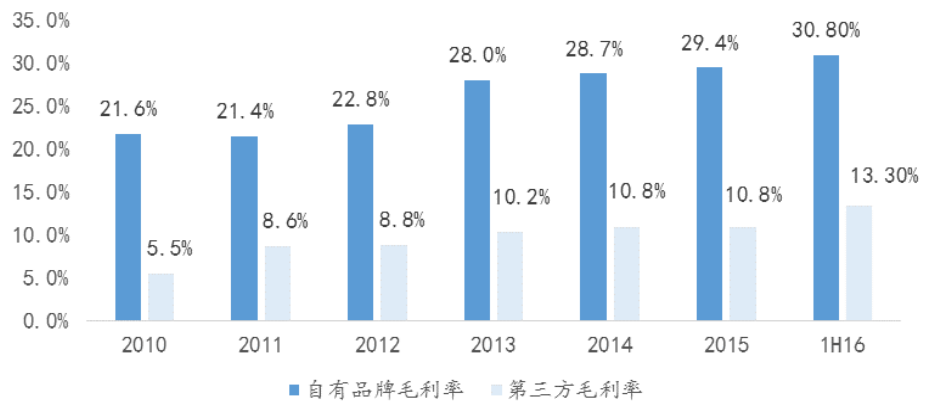
公司核心业务从第三方品牌产品分销转向自有品牌的生产和销售，从分销商的身份自有品牌生产商转变，是一个对公司中长期利好的策略转型。首先，分销商仅赚取中间利润，在产品生产研发上不具有主动权，而在市场终端也没有依赖度较高的消费者，在成长性上不具备主动性和可持续性。

另外，公司作为品牌商，自有品牌从产品研发、上市、定价，整个产品定位和布

局上进行全面和整体的策略，相对终端拥有更高的产品议价权，有利于公司整体盈利性的提升。

公司 2010 年第三方品牌产品的毛利润率为 5.5%，到 2016 年上半年提升了 7.8 个百分点至 13.3%，但第三方品牌毛利润率的提升是以调整规模为代价，公司在提升自有品牌产品规模的同时，调整第三方代理业务规模，挑选高毛利产品进行代理，第三方品牌收入对公司总收入贡献从 2010 年的 77% 下降到 2015 年底的 58%。而自有品牌毛利润率也通过产品结构的提升逐年改善，从 2010 年到 2016 年上半年，从 21.6% 提升了 9.2 个百分点到 30.8%，和第三方品牌业务不同的是，自有品牌盈利性的提升伴随的是收入贡献和盈利贡献的同时提升。

图 13、公司自主品牌享有更高毛利润率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

3、自有品牌食品及饮料迎合消费升级，或成业绩增长引擎

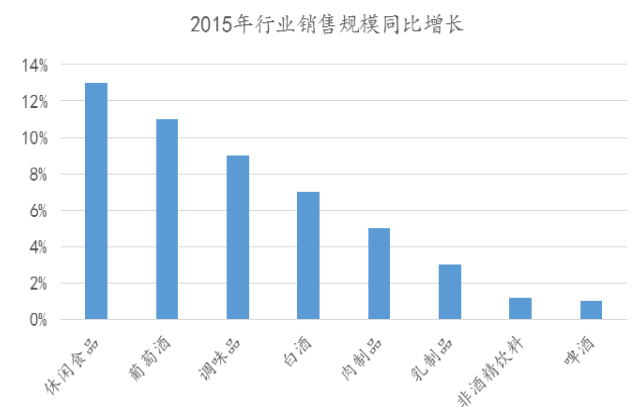
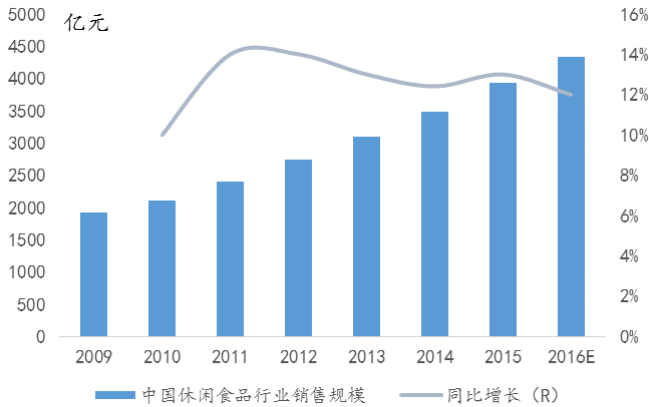
3.1 分享休闲食品市场规模的快速增长

中国的休闲食品行业目前处于快速发展周期，且市场集中度相对较低，公司当前在线下市场拥有较好的品牌基础和市场份额，通过进一步扩张全国渠道和铺设线上渠道，有望分享到行业快速成长带来的机遇。

伴随中国的家庭可支配收入的提升和日渐明显的消费升级趋势，近年来中国休闲食品行业快速增长，尤其是规模化和品牌休闲食品表现显著。当前休闲食品的消费人群集中在年轻人群、女性、上班族等，主要受到消费者对食品安全和健康意识的提升，休闲食品的市场需求从无品牌的零装散卖逐渐向独立包装的高品质品牌产品转移，且大礼包等产品的节假日效应也越来越显著。包括坚果炒货、果脯

蜜饯、肉脯和豆制品在内的休闲食品行业从 2004 年到 2014 年十年间行业总产值复合增速达到 21.8%，而最近四年的行业销售规模复合增速也在 12.8%，我们预计休闲食品未来三年中的销售规模复合增速仍有望在 10%。

图 14、中国休闲食品行业规模未来三年复合增速 10% 图 15、中国休闲食品较其他子行业增速较快

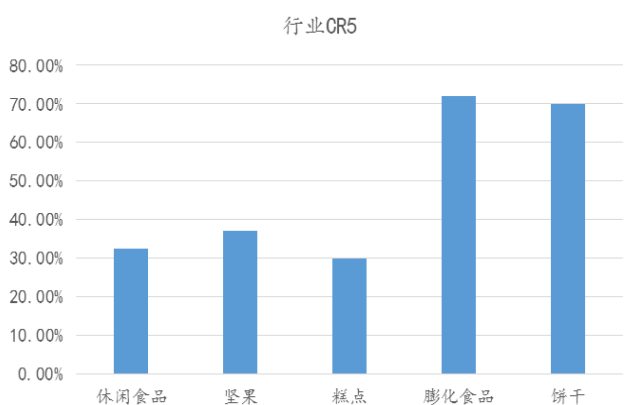
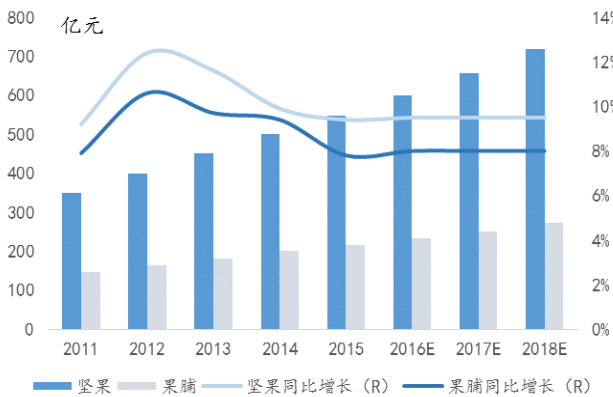


数据来源: Frost & Sullivan, 公司资料, 兴业证券研究所

数据来源: Frost & Sullivan, Wind, 兴业证券研究所

天喔休闲食品以干果炒货、大礼包、蜜饯为主, 占自有品牌休闲食品 80% 以上的收入规模。根据坚果行业协会估算, 截止 2015 年底中国坚果行业销售规模已逾 600 亿元, 占休闲食品总产值 10% 左右, 而蜜饯产品 2015 年总产量超 300 万吨, 总市值逾 220 亿元, 我们判断中国坚果和蜜饯行业未来三年市场规模有望达千亿规模。从市场结构上看, 当前中国休闲食品的行业集中度相对较低, 相对于欧美成熟市场前十大企业近 70% 的市场集中度, 中国当前休闲食品前十大企业市场占有率仅为 32%。线下市场份额上, 天喔、来伊份和百味林在坚果炒货上相对具有优势, 华味亨、天喔和怡达在线下蜜饯市场上拥有领先份额。

图 16、中国坚果、蜜饯行业未来三年规模或近千亿元 图 17、中国休闲食品当前市场集中度仍较低

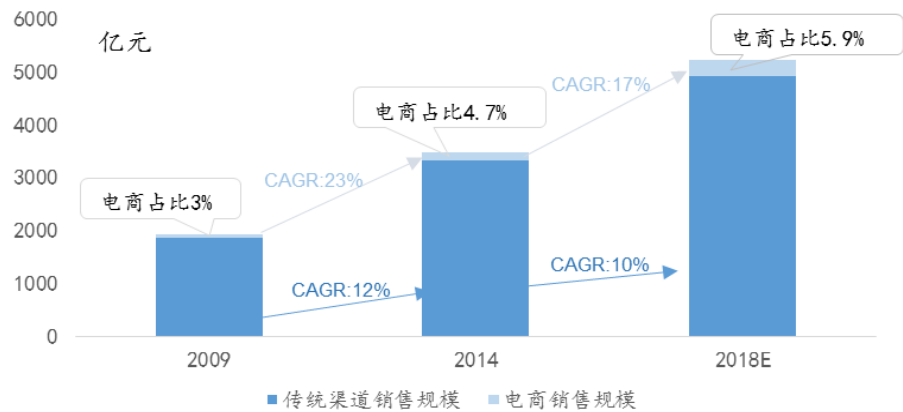


数据来源: Frost & Sullivan, 公司资料, 兴业证券研究所

数据来源: Frost & Sullivan, 公司资料, 兴业证券研究所

2011 年到 2012 年是休闲食品销售规模快速提升的两年，主要受到休闲食品电商渠道的迅速崛起的影响，三只松鼠、百草味等线上休闲食品供应商在 2012 年以后迅速崛起。当前休闲食品通过电商渠道的销售规模已经占到全渠道销售规模的 7%。天喔也在积极布局电商渠道，分享线上业务的快速发展。

图 18、中国休闲食品电商渠道维持高双位数增长

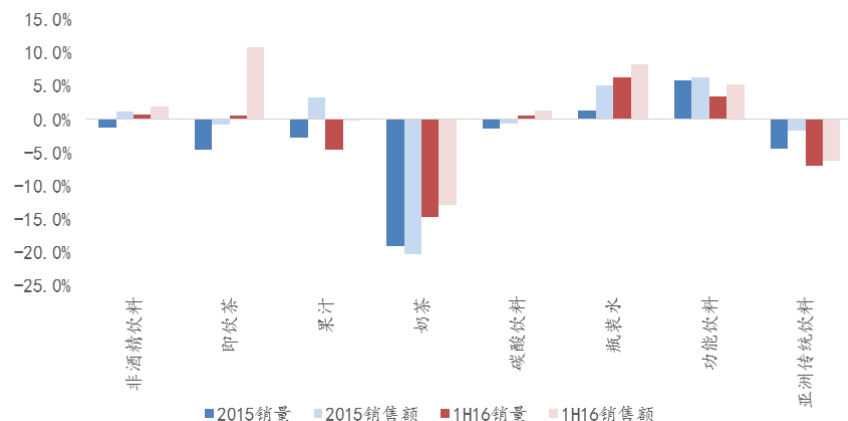


资料来源：Frost & Sullivan，公司资料，兴业证券研究所

3.2 公司非酒精饮料增速凭借明星产品和全国扩张持续跑赢行业

当前非酒精饮料行业相对低迷，2016 年上半年中国非酒精饮料行业整体销售额同比增长 2%，行业整体销量增长 0.7%。瓶装饮料销量同比增长趋缓，一方面由于当前市场饮料品类繁多，需求相对分散，另外，新鲜即饮饮料，如鲜榨果汁、现场制作的茶饮料等对瓶装饮料的需求形成分流。而近几年饮料整体销售额增长持续快于销售量的增长，也体现了饮料消费升级的趋势。

图 19、非酒精饮料按品类结构性分化及消费升级趋势显著



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司迎合消费升级的趋势，把握消费者的需求倾向，打造了多款热销饮品，截止 2015 年底公司自有品牌非酒精饮料规模达 7.3 亿元。C 满 E 复合果汁是公司当前增长动力最高的产品，2016 年上半年，在整体市场受到天气情况影响的情况下仍有 50% 的的销售额同比增长。果茶系列，在 2016 年进行了包装升级，同时在口味上保留蜂蜜柚子茶、蜂蜜雪梨茶、蜂蜜蔓越莓茶和蜂蜜卡曼橘四种口味，公司邀请范冰冰作为代言人，同时加大线下促销和平面广告，以及线上的冠名赞助等活动。“炭烧”系列产品，在 2015 年下半年可以由莆田和武汉的冷灌装生产线自行生产，争取在 2016 年挽回上一年度供货短缺所流失的市场份额。瓶装水仍以“金贡泉”天然矿泉水为主要产品，同时在特通渠道推广“天喔天然水”。

图 20、公司自有品牌非酒精饮料拥有多款热卖单品



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

2016 年，公司推出三个系列新品，包括定位清新健康的朴尔可可椰子水、高端的巴诺咖啡系列和全新包装的“天喔主意”饮料系列产品。

图 21、公司 2016 年饮料新品



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

4、全国渠道扩张进行时

4.1 从华东区域向全国扩张

公司从区域品牌做起，逐步向全国扩张，截止 2015 年底，公司华东地区的收入占比在 55%，华中和华南分别贡献公司总收入的 20% 和 10%，华北和西部地区渠道扩张相对较弱。公司目前通过进一步的分销网络扩大市场覆盖率，在全国各地设立完善的销售系统。截止 2016 年上半年公司在全国的分销商约 2600 个，终端销售点约 260,000 个，同时公司在布局的园区已经基本覆盖全国区域，“就地销售”模式的目标已快基本达到，极大的降低了运输和其他运营成本。伴随全国性园区布局完成，公司的全国化的渠道扩张将进一步持续。

公司跨区域扩张的优势，一方面是公司较强的品牌力，另一方面是公司较强的分销经验和渠道建设能力，另外，公司将借助其拳头产品较先布局特殊渠道，进而进一步扩散到现代渠道。当前公司“天喔茶庄”产品已在该策略下成功布局全国，借助天喔茶庄的经验，公司期望将食品、包括葡萄酒和 V 星预调酒的酒精饮料也实现全国的产品布局。

图 22、公司全国性渠道扩张进行时



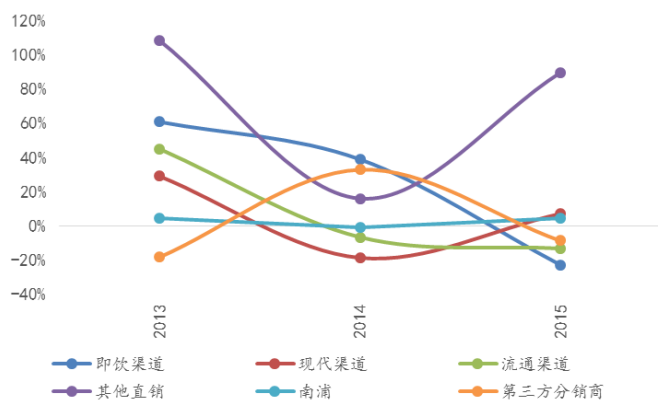
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

4.2 从特殊渠道到现代渠道的扩张

公司的主要销售渠道包括直销渠道和分销渠道,截止 2015 年底直销和分销收入分别占 43.3%和 56.7%。直销渠道中包括即饮渠道、现代渠道、流通渠道和其他渠道。其中即饮渠道指连锁餐饮、酒店、休闲娱乐场所,截止 2015 年底贡献公司总收入的 12.2%;现代渠道则为大卖场、商超和便利店,2015 年贡献公司总收入 16.8%;流通渠道则为批发中心和零售商店,其他直销渠道主要至团购和电商渠道,合计贡献 2015 年总收入的 14.3%。分销渠道中,南浦作为公司最大的分销商,2015 年公司贡献公司总收入的 29.4%,其余分销商贡献公司 2015 年总收入的 27.3%。

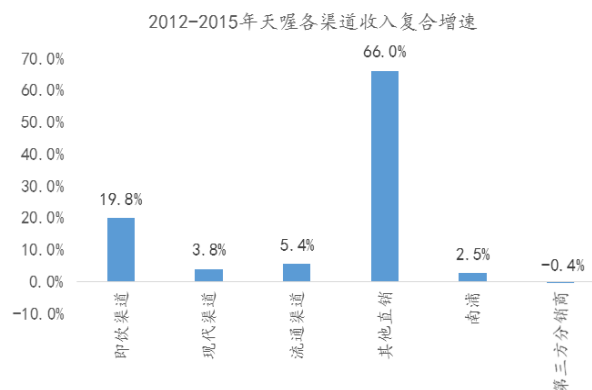
我们核算公司从 2012 年到 2015 年期间各个渠道的销售规模复合增速,其他直销渠道期间销售额复合增速为 66%,主要是团购和电商的低基数和快速成长所致,即饮渠道销售额复合增速则维持 19.8%的快速成长,主要受益于公司在特殊渠道拓展上的优势,如休闲娱乐场所,包括夜店、网吧、KTV,以及学校、旅游景点、机场和铁路等等。公司在跨区域渠道扩张时,利用明星产品先在特殊渠道上增加产品在该区域的知名度和消费者粘性,以避免和当地热卖产品产生直接的竞争冲突,在获得一定消费者认知和基础后再向现代渠道拓展。2015 年现代渠道收入同比增长 7%,我们预计未来现代渠道的拓展有望形成新增长点。

图 23、公司直销渠道快速发展



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图 24、即饮渠道 2012-15 年复合增速较快



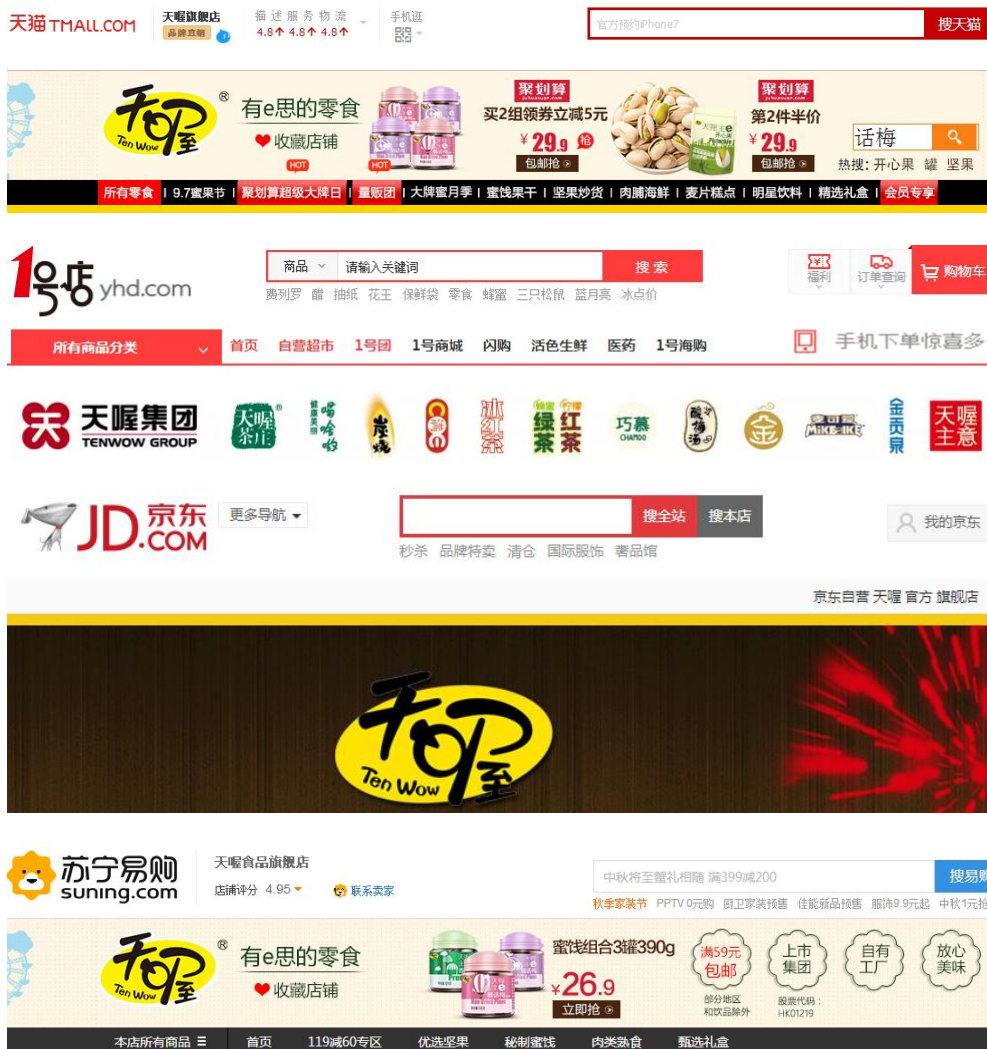
数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

4.3 从线下向线上的扩张

针对休闲食品线上销售规模的快速增长,公司已建立了专门的电商渠道销售队伍,开发符合电商渠道消费特征的食品和零食市场的专门产品,由于饮料产品受到产品重量和即饮等产品属性,电商渠道需求较低,因此公司线上产品将以休闲食品为主,搭乘国内当前电商休闲食品增长的快车。由于公司线上的团队与线下的体系分别管理,明确划分并确保线上线下的价格体系均衡发展。当前电商业务仍对

公司业绩贡献较小，公司短期更多期待电商平台也作为公司品牌全国性推广的宣传，以及通过更多线上活动和消费者进行互动和交流，以争取更大的消费粘性。

图 25、公司已在多电商品台铺设线上渠道



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

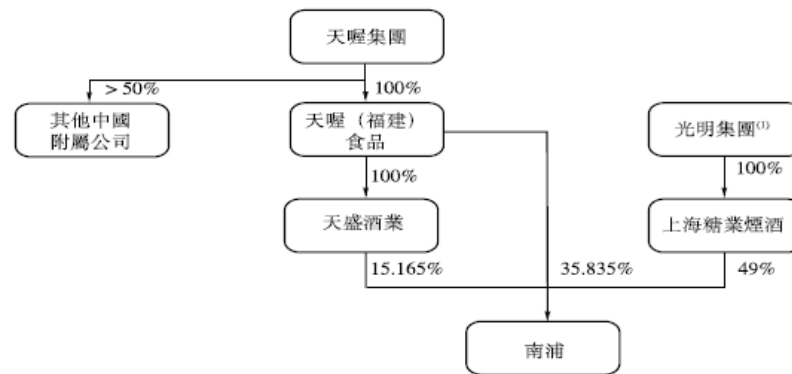
5、与经销商关联交易量下降

5.1 南浦——公司最大的代理经销商

南浦成立于 1992 年，是一家快消品销售和贸易经营公司，成立时，分别由莆田华南副食品和上海市黄浦粮油食品公司拥有 90% 和 10% 的股权。通过 2001、2002 年和 2008 年三次重组，光明旗下的上海糖业烟酒持有南浦 49% 的股权，而天喔集团透过天喔福建食品和天盛酒业持有公司 51% 的股权。2016 年 4 月，天喔集团与上海糖业烟酒订立战略协议，有助于天喔在国有企业改革过程中现有战略优势，

同时双方正在寻找进一步深化合作的领域。同时，天喔集团向上海糖业烟酒转让其所持有的南浦 2% 的股权，代价为人民币 2,000 万元，转让完成后，上海糖业烟酒将持有南浦 51% 的股权。

图 26、天喔集团目前持有南浦 49% 股权



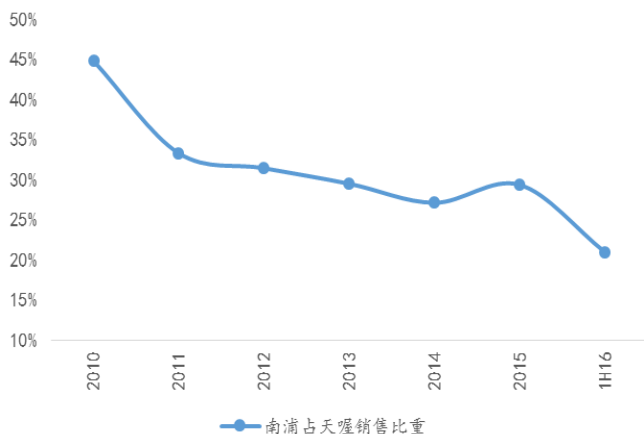
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

5.2 逐步缩减与南浦的关联交易量

公司自 1996 年成立之初，没有自己的分销网络，因此聘请南浦在上海分销公司的产品，同时成功的而扩展到了华东其他区域，在公司业务扩展到华北的时候也聘请了南浦作为分销商。2007 年公司在打造“天喔茶庄”初期，由于市场竞争环境激烈，公司借助南浦作为全国唯一分销商，躲避了多层分销渠道和分销价格的市场障碍，成功的将产品进行了全国的推广。2010 年南浦作为公司最大经销商，其收入贡献已达到 44.8%，但与此同时，较高比重的关联交易也使投资者给予公司较低的资本市场估值。

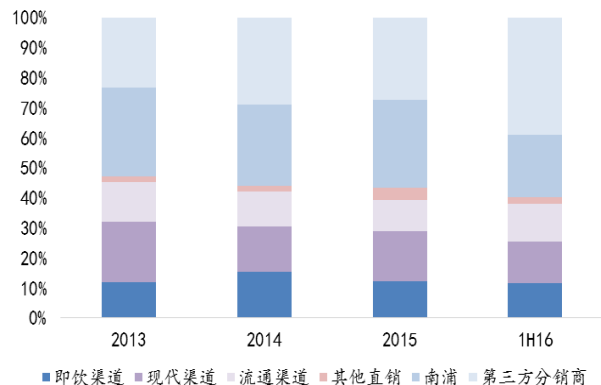
而伴随着公司自有品牌的逐渐扩大和自有分销网络的逐步扩张，公司开始自行分销产品。南浦对公司的收入贡献率逐渐下降，截止 2015 年底，南浦对天喔的收入贡献已从 2010 年的 44.8% 下降到 29.4%，而该比重在 2016 年上半年更是下降到 21%。2016 年 1 月 1 日起，公司与南浦自有品牌非酒精饮料全国总代理权的合同到期，公司将不再委托南浦作为公司自有品牌非酒精饮料的全国总代理，公司将更多通过直销渠道和其他分销渠道的扩张进行非酒精饮料的销售。南浦对公司收入贡献比重的下降，有助于集团厘清各公司的业务，减少不必要的关联交易，对公司企业管治也是重要的改善。

图 27、南浦贡献收入总比重逐渐下降



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 28、直销渠道和其他第三方对收入比重逐步提升



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

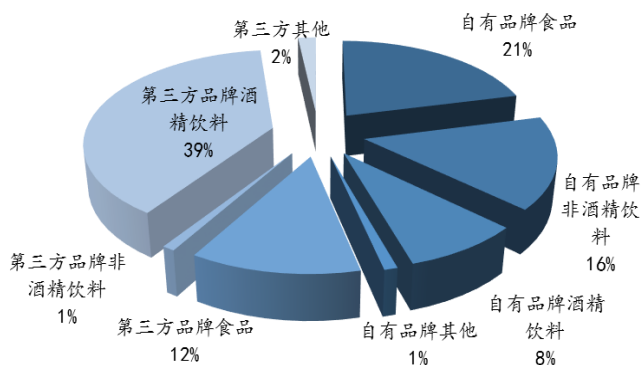
6、公司盈利预测

6.1 2016/17 年公司收入预计同比增长 0.5%/6.4%

公司 1H16 实现收入 24.8 亿元，同比微增 0.8%，其中自有品牌收入 10.9 亿元，同比增长 10.9%，贡献总收入 44%。自有品牌全品类呈同比增长，食品、酒和调味品收入分别同比增长 11.8%、15.8% 和 31.8%，但饮料收入同比增长 7.1%，一方面受二季度偏冷天气影响，另外公司上半年收回南浦自有品牌非酒精饮料全国总代理权，直销渠道和其他分销渠道的转移磨合也使非酒精饮料收入增速低于预期。2016 年是公司自有品牌尤其是非酒精饮料业务销售渠道做出重要调整的一年，我们预计全年公司自有品牌非酒精饮料同比增长 7%，我们预计 2017 年伴随今年新品上市、及南浦代理权回收后磨合期结束，自有品牌非酒精饮料销售额有望同比增长 10%，持续增速跑赢市场。自有品牌酒精饮料、品牌食品和调味料收入分别同比增长 14%、12% 和 15%。2016/17 年自有品牌业务总收入有望同比增长 10%/11%。

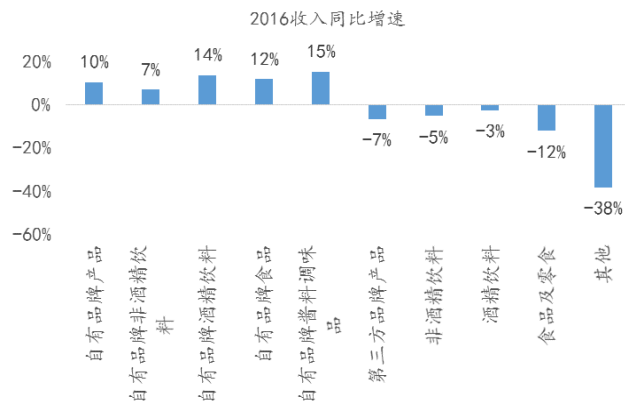
公司第三方品牌业务从 2015 年下半年开始进行大幅度调整，2016 年仍在调整中，但规模下滑幅度已经有所收窄，公司对第三方代理产品进行有选择性销售，为公司中长期的盈利能力提升考虑，偏向高毛利率品种。2016 年上半年自有品牌毛利率已经达到 13.3%，我们预计 2017 年公司的第三方代理品牌业务规模将趋于稳定，2016 年公司第三方品牌产品收入或同比下降 7%，2017 年或同比增长 2%。

图 29、2016 年公司收入结构



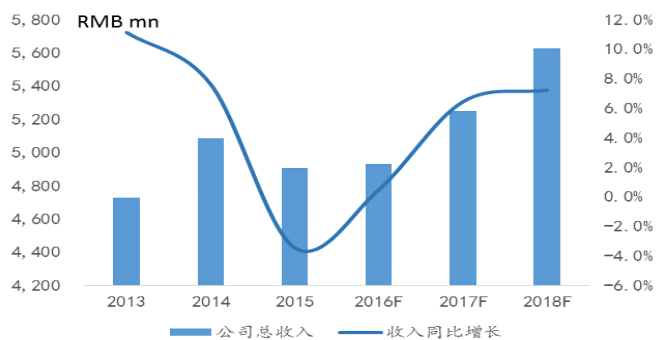
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 30、2016 年自有品牌持续增长, 代理品牌持续调整



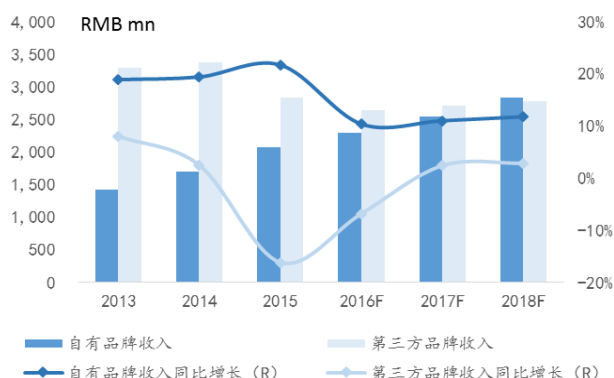
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 31、2015-18 年公司收入复合增速为 5%



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 32、2017 年代理品牌规模或企稳



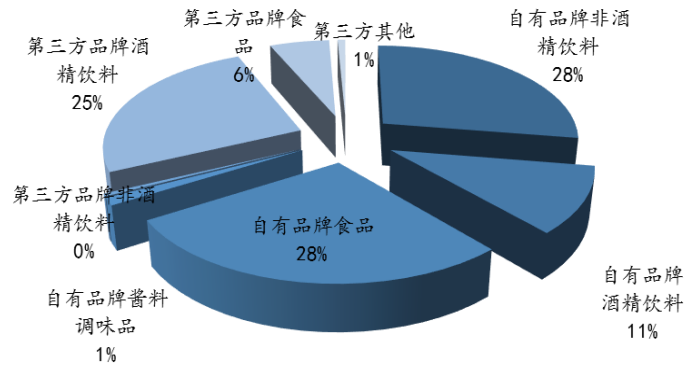
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

6.2 公司 2017 年净利润预计同比增长 15%

公司整体毛利润率 2016 年上半年同比提升 3.6ppts 至 21%。其中, 自有品牌毛利润率同比提升 3.3ppts, 主要受饮料毛利润率从 1H15 的 27.3% 提升到 39.1% 的拉动, 而南浦自有品牌非酒精饮料总代理权的回收起到正面作用; 第三方品牌毛利润率同比提升 2.1ppts, 主要是公司降低了第三方品牌的销售规模, 但选择代理高毛利产品进行销售。

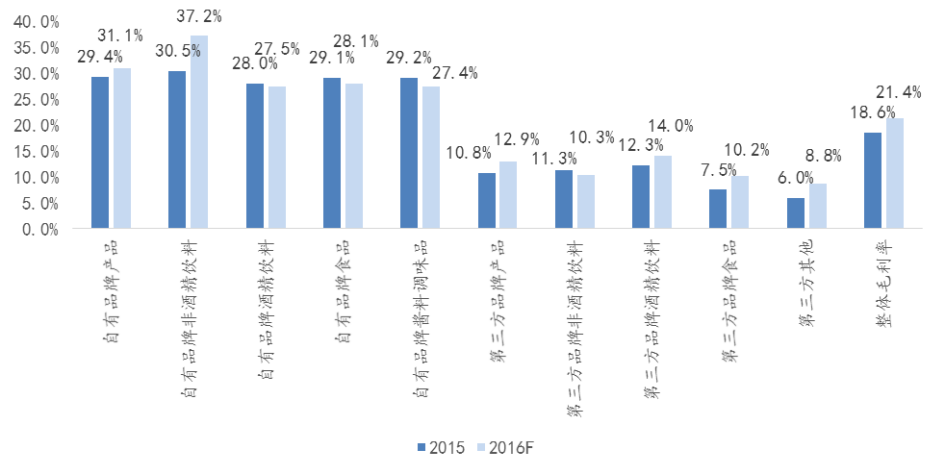
2016 年下半年公司有品牌产品的主要原料包括糖、PET、猪肉和大众农产品价格仍相对平稳, 三季度饮料业务环比第二季度的改善, 或带动产品结构改善形成毛利率环比提升。我们预计公司 2016 年全年整体毛利润率为 21.4%, 2017 年在原料成本上行的预期下, 整体毛利润率预计同比小幅下降 0.6 个百分点。

图 33、公司自有品牌产品 2016 年或贡献 68%毛利润



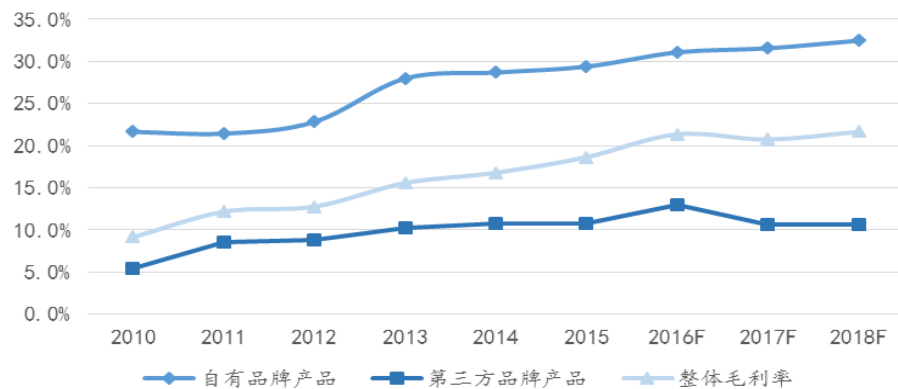
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 34、受益于产品升级和自有品牌产品收入占比提高，公司整体毛利率大幅改善



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 35、公司整体毛利润率持续改善

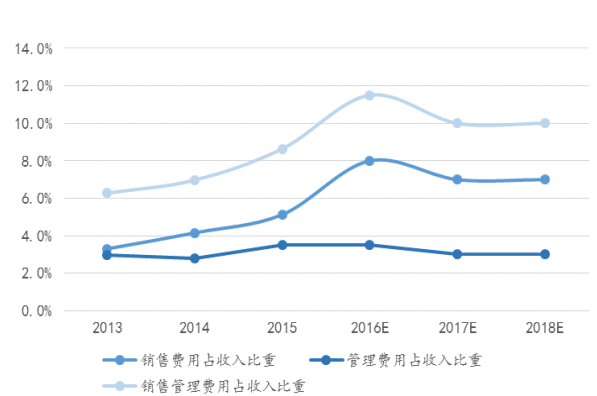
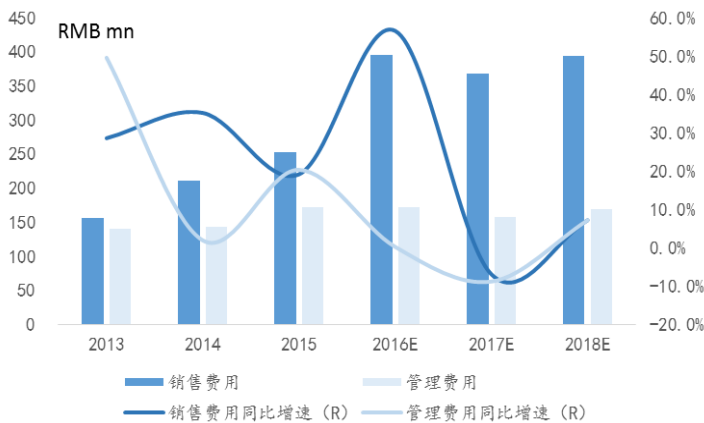


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

鉴于饮料总代理权的回收，原来由南浦负责的研发、销售推广费用均由集团分担，因此公司上半年整体销售及行政费用同比增长 47%，上半年由于饮料业务整体收入低于预期，但销售费用的投放并没有因此而缩减，因此费用占收入比重从去年同期 8.1%提升到 11.7%。2016 年全年预计公司销售及行政费用占收入比重为 11.5%，未来两年，预计公司的销售及行政费用占公司收入比重有望维持在 10% 的平稳水平。

公司上半年实现净利润 1.25 亿元，同比下降 15.5%，剔除上半年出售南浦 2% 股权所得收益及捐赠，净溢利 1.45 亿元，同比下降 2.2%。我们预计公司全年净利润同比下降 2.4%，2017 年在销售规模提升和费用率回落的假设下，净利润有望同比增长 15.3%。

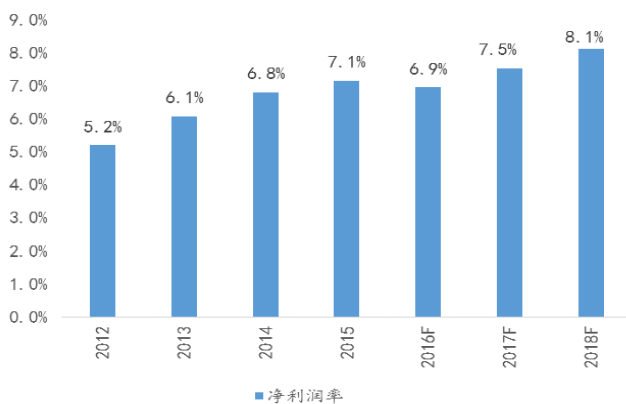
图 36、2016 年销售费用增长受非酒精饮料代理权回收影响 图 37、销售费用率未来两年或维持在 10% 的水平



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

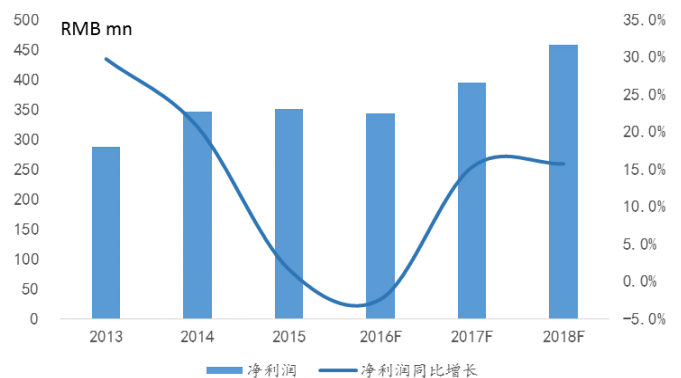
数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图 38、公司整体盈利性逐步提升



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图 39、2017 年公司净利润率预计同比增长 15.3%



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

表 1、公司盈利预测

收入	2015	2016	2017	2018
自有品牌产品	2,074	2,289	2,542	2,842
YoY	21.7%	10.4%	11.0%	11.8%
非酒精饮料	728	778	855	945
YoY	8.4%	6.9%	9.8%	10.6%
酒精饮料	370	421	471	531
YoY	48.2%	13.7%	11.9%	12.6%
食品及零食	933	1,043	1,166	1,314
YoY	28.7%	11.7%	11.9%	12.6%
酱料及调味品	41	47	50	52
YoY	-27.3%	15.1%	5.0%	5.0%
第三方品牌产品	2,835	2,642	2,707	2,785
YoY	-16.1%	-6.8%	2.4%	2.9%
非酒精饮料	48	45	48	49
YoY	-17.4%	-5.3%	5.0%	3.0%
酒精饮料	1,963	1,912	1,950	2,008
YoY	-20.4%	-2.6%	2.0%	3.0%
食品及零食	678	596	619	638
YoY	-5.3%	-12.2%	4.0%	3.0%
其他	146	90	90	90
YoY	3.1%	-38.5%	0.0%	0.0%
总收入	4,909	4,932	5,249	5,627
YoY	-3.5%	0.5%	6.4%	7.2%
毛利率	2015	2016	2017	2018
自有品牌产品	29.4%	31.1%	31.6%	32.5%
非酒精饮料	30.5%	37.2%	37.7%	39.0%
酒精饮料	28.0%	27.5%	28.2%	29.5%
食品及零食	29.1%	28.1%	28.5%	29.2%
其他	29.2%	27.4%	27.4%	27.4%
第三方品牌产品	10.8%	12.9%	10.6%	10.6%
非酒精饮料	11.3%	10.3%	10.0%	10.0%
酒精饮料	12.3%	14.0%	12.0%	12.0%
食品及零食	7.5%	10.2%	7.0%	7.0%
其他	6.0%	8.8%	5.0%	5.0%
整体毛利率	18.6%	21.4%	20.7%	21.6%
销售费用	252	395	367	394
管理费用	172	173	157	169
销售管理费用占收入比重	8.6%	11.5%	10.0%	10.0%
净利润	351	343	395	457
净利润同比增长	1.6%	-2.4%	15.3%	15.7%
净利润率	7.1%	6.9%	7.5%	8.1%
EPS	0.169	0.165	0.190	0.220

数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

7、估值

我们给予公司目标价 2.80 港元，是以现金流量折现法和 PE 相对估值方法共同推估取得，对应 2016/17 年 PE 为 15x/13x。公司 2017 年净利润预计同比增长 15.3%，公司历史平均 P/E 水平为 12.4 倍，我们看好公司核心业务从第三方代理品牌经销向自有品牌业务转变，经销商向品牌商角色的转变有助于中长期盈利性的提升和业绩主动性增长的可持续性，同时有助于公司估值的提升。公司自 2013 年上市，四次实施现金分红累计现金分红 3.6 亿元人民币，股利支付率持续提升至 2016 年上半年的 38.39%。公司当前股价对应目标价格仍有 30% 上涨空间，我们给予买入评级。

7.1 绝对估值— DCF 估值

以现金流折现法估算公司每股价值为 2.79 港元，主要根据加权平均资金成本 7.4% 和终期成长率 1.5% 推估得到。

表 2、公司 DCF 估值

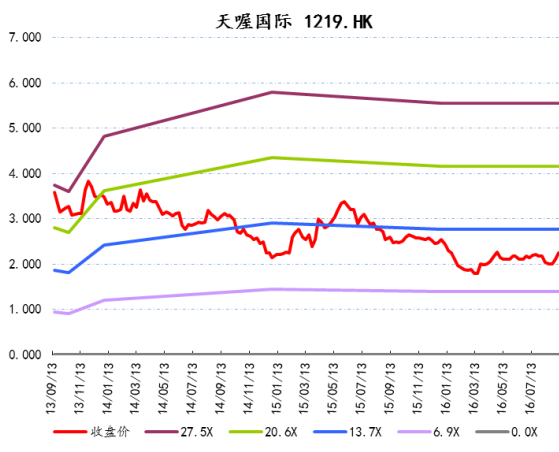
WACC Assumption	
无风险利率	5.0%
股票市场平均回报率	10.0%
Beta	0.98
股权成本	7.0%
债务成本	7.0%
有效税率	25.6%
WACC	7.4%
Discounted Cash Flow (US\$ mn)	
2025 年前 FCFF 现值	1,639
永续期 FCFF 现值	3,334
公司核心理论价值	4,973
+ 非核心资产价值	374
- 净负债	2,617
总股本价值	2,715
总股本	2,074
每股价值 (HK\$)	2.79

数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

7.2 相对估值

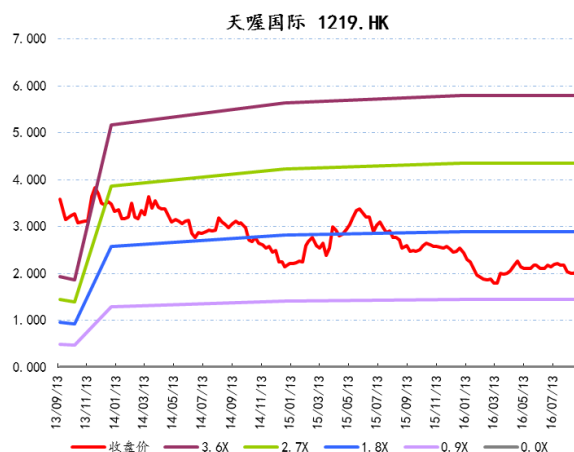
公司历史平均 P/E 水平为 12.4x，低于港股食品饮料行业平均 16.5 倍的估值，同时也低于全国性休闲食品饮料公司康师傅和统一企业中国的估值水平。我们认为公司此前的第三方品牌经销商身份和与南浦间较高比重的关联交易抑制了公司的估值水平。当前公司打造核心自有品牌向全国区域扩张，同时核心业务已成功转向自有品牌产品生产及销售，与南浦的关联交易比重也逐渐下降，公司的估值水平有望得到提升。我们保守给予公司 2017 年 13 倍的估值，略高于历史平均水平，但仍低于净利润同比增长，得到公司相对 P/E 估值为 2.88 港元。

图 40、P/E Band



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 41、P/B Band



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

表 3、行业估值比较

公司	代码	收盘价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS (报表单位)			PE		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
万洲国际	0288.HK	6.19	907	0.06	0.07	0.08	12.5	11.4	10.1
统一企业	0220.HK	5.95	257	0.24	0.28	0.30	21.3	18.2	17.0
雅士利国际	1230.HK	1.72	82	0.01	0.04	0.07	101.1	36.9	20.6
天喔国际	1219.HK	2.18	45	0.17	0.19	0.22	11.1	9.6	8.3
蒙牛乳业	2319.HK	14.84	582	0.60	0.70	0.79	21.2	18.2	16.3
现代牧业	1117.HK	1.42	75	0.02	0.08	0.12	50.4	15.2	10.1
合生元	1112.HK	21.05	133	1.11	1.47	1.53	16.3	12.4	11.8
中国圣牧	1432.HK	1.86	118	0.15	0.18	0.00	10.7	8.8	0.0
中国旺旺	0151.HK	4.77	605	0.04	0.04	0.04	13.8	13.8	13.8
华润啤酒	0291.HK	17.28	561	0.29	0.33	0.37	59.5	52.1	46.3

康师傅控股	0322.HK	8.67	486	0.03	0.04	0.05	34.7	26.1	23.2
中国食品	0506.HK	3.60	101	0.20	0.16	0.17	18.1	22.8	20.6
味千(中国)	0538.HK	3.11	34	0.21	0.22	0.23	14.9	14.3	13.7
中国绿宝	6183.HK	3.87	20	0.48	0.58	0.76	6.9	5.8	4.4
达利食品	3799.HK	4.28	586	0.23	0.26	0.28	15.8	14.4	13.1

数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

注: 2016、2017、2018 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 9 月 12 日收盘价为基准

8、风险提示

8.1 食品安全问题

8.2 原材料价格超预期波动

8.3 费用控制不利

8.4 渠道拓展或新品推广效果低于预期

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	4,624	4,764	5,143	5,706	营业收入	4,908	4,932	5,249	5,627
货币资金	449	304	273	388	营业成本	3,993	3,878	4,160	4,409
交易性金融资产	-	-	-	-	毛利	916	1,053	1,089	1,218
应收账款	2,950	3,278	3,645	4,058	销售费用	252	395	367	394
其他应收款	715	750	788	827	管理费用	172	173	157	169
存货	848	823	883	936	其他经营费用	-	-	-	-
非流动资产	1,659	1,767	1,865	1,959	营业利润	544	539	621	716
可供出售金融资产	-	-	-	-	利息支出	99	109	120	132
长期股权投资	-	-	-	-	利息收入	15	17	18	20
投资性房地产	435	448	462	475	权益性投资损益	32	34	35	37
固定资产净值	1,009	1,059	1,112	1,168	非经营性损益	-	-	-	-
商誉及无形资产	61	64	67	70	非经常项目损益	-	-	-	-
土地使用权	141	181	209	228	利润总额	492	481	554	641
其他非流动资产	13	15	16	18	所得税	126	123	142	164
资产合计	6,283	6,531	7,008	7,665	净利润	351	343	395	457
流动负债	2,977	3,013	3,156	3,293	少数股东损益	15	15	17	20
短期借款及长期借款当期	1,492	1,536	1,582	1,630	归属母公司净利润	351	343	395	457
应付票据及账款	1,056	1,026	1,101	1,167	EPS(元)	0.17	0.17	0.19	0.22
应缴税金	186	196	205	216					
其他流动资产	243	255	268	281					
非流动负债	407	409	412	414	主要财务比率				
长期借款	359	359	359	359	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
其他	48	50	53	55	成长性(%)				
负债合计	3,384	3,422	3,568	3,707	营业收入增长率	-3.46%	0.48%	6.43%	7.21%
股本	2,074	2,074	2,074	2,074	经营利润增长率	5.38%	-0.89%	15.02%	15.38%
资本公积	1,149	1,161	1,172	1,184	净利润增长率	1.59%	-2.36%	15.28%	15.71%
未分配利润	1,276	1,289	1,302	1,315	盈利能力(%)				
少数股东权益	76	91	108	128	毛利率	18.65%	21.36%	20.74%	21.64%
股东权益合计	2,900	3,109	3,440	3,958	净利率	7.15%	6.95%	7.52%	8.12%
负债及权益合计	6,283	6,531	7,008	7,665	ROE	12.10%	11.02%	11.48%	11.54%
					偿债能力(%)				
现金流量表					资产负债率	53.85%	52.40%	50.91%	48.37%
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	流动比率	1.55	1.58	1.63	1.73
净利润	351	343	395	457	速动比率	1.27	1.31	1.35	1.45
折旧和摊销	66	139	146	153	运营能力(次)				
运营资金的变动	-635	-445	-311	-218	资产周转率	0.83	0.77	0.78	0.77
出售固定资产收到现金	1	1	1	1	存货周转率	5.13	4.64	4.87	4.85
资本性支出	293	308	324	340	每股资料(元)				
投资损失	-15	-12	-6	-3	每股收益	0.17	0.17	0.19	0.22
债务增加	2,205	2,249	2,362	2,480	每股经营现金	-0.06	0.01	0.11	0.19
债务减少	1,925	2,127	2,297	2,412	每股净资产	1.36	1.46	1.61	1.85
支付股利合计	114	15	17	20	估值比率(倍)				
经营活动产生现金流量	-118	30	224	388	PE	10.79	11.05	9.58	8.28
投资活动产生现金流量	-310	-283	-304	-322	PB	1.34	1.25	1.14	0.99
融资活动产生现金流量	182	108	48	48					
金现金净变动	-244	-144	-31	115					
现金的期初余额	693	449	304	273					
现金的期末余额	449	304	273	388					

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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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	陈振光	13818288830	chenzg@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 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。