

# 专注铸就经典，蜕变助力前行

2015年1月27日

## 投资要点

- 业绩展望：2014 转型效果初显，2015 改善，2016 腾飞。2014 转型：**公司针对商超和电商渠道的改革成果初显，这两块业务 2014 年增速估计分别为 80%和 50%以上，但由于占比较大的专卖店渠道目前正在进行优化和淘汰，所以尽管单店收入已有明显增长，但预计收入增速有所下滑以及商超费用的投放，会拖累 2014 年业绩。**2015 改善：**2015 年三大渠道改善效果将更加明显：专卖渠道经过升级，单店收入预计平均提升 15%-25%，升级店铺占比有望达到 5-8 成；商超渠道将继续深化打造样板城市，预计收入仍将大幅增长 55%-100%，带动整体收入增长超过 20%。**2016 腾飞：**2016 年公司逐渐进入改革收获期，根据渠道转型部分的预测，我们认为近两年商超收入和电商渠道收入占比会逐渐增大，转型期过后趋于稳定，预计 2016 年专卖店、商超、电商收入的比重分别为 45%、40%和 15%，整体收入增速有望超过 40%。
- 产品转型：产品结构升级精简，产品定位转向休闲食品。**公司原产品分为十大系列、300 多种单品，令人“眼花缭乱”；现 SKU 精简为四大品类、100 多种单品，消费者更易做出选择。并且在产品包装、广告宣传上公司大胆突破，体现了时尚年轻的色彩。经过一年多转型期，现阶段分产品收入结构有了很大改观，预计 2014 年内休闲产品占比已超 1/4。
- 渠道转型：由单一专卖店渠道向多元化渠道转型，“三驾马车”腾飞。**公司在专卖店模式受阻，需拓宽销售渠道的背景下，选择了同时整合三大渠道，优化专卖店、进军商超以开拓电商。2014 年前三季度，专卖、商超、电商营业收入占比分别为 65%、22%、8%；营业收入同比增幅分别为-8%、88%、50%。专卖渠道进行“四位一体”改革，淘汰不合格店面，为未来 O2O 做准备，我们敏感性测算中性情形下 2015-2016 年专卖渠道收入增长分别为 13%和 17%；商超在第一批样板市场全面铺货，并有效推广复制，业绩亮眼，我们敏感性测算中性情形下 2015-2016 年商超渠道收入增长为 81%和 67%；电商渠道全面肃清网络环境，开发与线下相区隔产品，蕴含无限成长空间。“三驾马车”驱动下，未来三年收入翻番为大概率事件。
- 管理转型：招贤纳士，加强管理，增强公司软实力。**公司招贤纳士，充实领导班子，积极应对至关重要的转型期。人员到位后预计将完善薪酬体系，通过绩效考核机制，激发员工积极性。目前好想你与支付宝进行线上线下合作，未来有望继续加强战略合作，借助专业力量，优化商业模式，巩固核心竞争力。
- 风险因素：食品安全风险，原枣收购价格上涨风险，渠道建设风险。**
- 盈利预测、估值及投资评级。**我们看好公司改革后的发力，上调 2016 年盈利预测（原为 0.60 元），预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.40/0.48/0.72 元，2014-2016 年业绩年复合增长率为 34.6%，现价 20.79 元相对于 2014-16 年 PE 分别为 50/42/28 倍，结合可比公司估值，我们给予公司目标价为 25 元，维持“增持”评级。

项目/年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	908	988	1225	1685
增长率 YoY %	1.28%	8.79%	24.01%	37.51%
净利润(百万)	102	59	71	107
增长率 YoY%	1.59%	-42.28%	20.59%	50.31%
每股收益(元)	0.69	0.40	0.48	0.72
毛利率%	38.19%	42.50%	43.00%	43.00%
净资产收益率%	7.49%	4.17%	4.83%	6.83%
P/E	29.08	50.38	41.78	27.80
P/B	2.26	2.18	2.09	1.97
EV/EBITDA	22.85	38.68	32.97	22.03

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 26 日收盘价


**增持 (维持)**

当前价：20.79

目标价：25.00

中信证券研究部

**黄巍**

电话：0755-23835393

邮件：whuang@citics.com

执业证书编号：S1010510120026

**陈梦瑶**

电话：0755-23835390

邮件：chenmengyao@citics.com

执业证书编号：S1010514080005

## 目录

<b>NEW: 增长新看点 “双转”初见成效, 打开成长空间可期</b> .....	1
投资逻辑 .....	1
亮点分析 .....	1
<b>WHY: 为什么转型 专卖店+高端礼品模式遇瓶颈</b> .....	2
Reason-1: 行业 食补胜药补, 红枣产业引领健康休闲食品 .....	2
Reason-2: 产品 做大众的枣, 好枣不能只送礼 .....	2
Reason-3: 渠道 随时随地买, 不怕身边没有专卖店 .....	3
<b>WHAT-1: 如何转型 优化产品定位——为休闲健康零食代言</b> .....	4
<b>WHAT-2: 如何转型 优化渠道布局——赢在三岔口</b> .....	6
Drection-1: 专卖店 客户体验转化消费, 转化率=生命力 .....	6
Drection-2: 商超 强力提升铺货率, 覆盖率=购买力 .....	7
Drection-3: 电商 “淘枣帮”召唤 8090, 好品牌=成长力 .....	8
<b>WHAT-3: 如何转型 加强管理软实力——思维决定行动</b> .....	10
<b>Profitability: 盈利能力 短期承压, 长期增长确定</b> .....	11
Effect-1: 业绩表现 收入高增长可期, 利润率长期将回归稳定水平 .....	11
Effect-2: 业务结构 渠道拓展顺利, 商超电商迅速增长 .....	12
<b>盈利预测、估值与投资评级</b> .....	12

## 插图目录

图 1: 2008-2013 年枣产品销售额.....	2
图 2: 2008-2013 年枣产量.....	2
图 3: 公司近两年受礼品市场影响净利润增长停滞.....	3
图 4: 收入结构中送礼占高达 65.1%.....	3
图 5: 专卖店数量减少, 以老店升级为主.....	3
图 6: 2012 年枣产品电商和商超渠道占比较大.....	3
图 7: 2009-2013 年食品网购规模.....	3
图 8: 依次即食无核枣、红枣脆片、保险枣、红枣片产品展示.....	4
图 9: 好想你广告片和“淘枣帮”双十二宣传语.....	5
图 10: 2013 年中国枣产品市场产品结构.....	5
图 11: 2013 年分产品收入及毛利率.....	5
图 12: 预计未来几年内中国枣市场将保持 15% 的高速增长.....	5
图 13: 店面升级前后对比.....	6
图 14: 四位一体专卖店店内体验服务.....	7
图 16: 淘枣帮产品图.....	9
图 17: 电商渠道收入走势.....	9
图 18: 2013 年“双十一”坚果零食销量排名.....	9
图 19: 营业收入、营业成本及净利润规模及增速.....	11
图 20: 销售/管理费用规模及占收入比重.....	11
图 21: 盈利能力指标 ROE、毛利率走势.....	11
图 22: 各渠道收入占比走势预测.....	12

## 表格目录

表 1: 红枣的保健、医学功效.....	2
表 2: 目前公司四大产品品类及各品类下主要单品.....	4
表 3: 旗舰店和 C 型店标准对比.....	6
表 4: 专卖店渠道单店收入和店面升级数量敏感性分析.....	7
表 5: 商超单店收入、市场开发速度敏感性分析.....	8
表 6: 2014 年食品饮料企业股权激励及员工持股方案.....	10
表 7: 2013 年和 2014 年前三季度分渠道收入.....	12
表 8: 2014 年分季度分渠道收入.....	12
表 9: 好想你盈利预测表.....	13
表 10: 可比公司估值表.....	13

## NEW:增长新看点|“双转”初见成效，打开成长空间可期

### 投资逻辑

从产品和渠道双转型的现状和预期上，可以判断公司未来蕴含巨大成长空间。公司原有“专卖店+高端商务礼品”模式发展遇到瓶颈，为拓宽发展空间，公司重新进行了产品定位，多元化渠道布局，转型初期效果良好。

**产品转型：结构升级精简，定位转向休闲食品，差异化的发展新格局。**公司原产品分为十大系列（免洗红枣系列、枣片系列、焦枣系列等），300多种单品，令人“眼花缭乱”，现将SKU精简为四大品类（原枣类、休闲类、冲调饮品类、本木粮类），100多种单品，消费者更容易做出选择。并且公司在产品包装、广告宣传上大胆突破，体现了时尚年轻的主题色彩，很好地映衬了休闲食品的定位。目前成长性最好的新品即食无核枣采用了冷色系“白色”外包装，是在时尚进行的大胆尝试。经过一年多转型期，现阶段分产品收入结构有了很大改观，2013年休闲产品销售额占比已达到19%。

**渠道转型：由单一专卖店渠道向多元化渠道转型，“三驾马车”将迎腾飞。**公司在专卖店模式遇到瓶颈时，面临着拓宽销售渠道的抉择。公司选择了同时整合三大渠道，优化专卖店、进军商超以及开拓电商，做枣行业品牌中的领头军。2014年前三季度，专卖、商超、电商营业收入占比分别为65%、22%、8%；营业收入同比增幅分别为-8%、88%、50%。专卖店进行“新四化”、“四位一体”改革，全面升级2.0店面，淘汰不合格店面，为未来O2O做准备，经过我们的敏感性测算，中性情形下预计2015-2016年专卖渠道收入增长分别为13%和17%；商超在第一批样板市场全面铺货，并有效推广复制，业绩亮眼，经过我们的敏感性测算，中性情形下预计2015-2016年商超渠道收入增长为81%和67%；电商渠道全面肃清网络环境，开发与线下相区隔产品，蕴含无限成长空间。“三驾马车”驱动下，2015年之后，公司收入增速或逐年提升，三年收入翻番为大概率事件。

**管理实力：公司充实领导班子实力，加强管理机制和与外部战略伙伴加强合作。**公司招贤纳士，充实领导班子，积极应对至关重要的转型期。人员到位后预计将打造和完善职级薪酬体系，通过绩效考核机制，激发员工积极性。目前好想你与支付宝进行线上线下合作，未来有望继续加强战略合作，借助专业力量，优化商业模式，巩固核心竞争力。

**2014 转型效果初显，2015 改善，2016 腾飞。**公司针对商超和电商渠道的改革成果初显，预计这两块业务2014年增速分别为80%和50%以上，但由于占比较大的专卖店渠道目前正在进行优化和淘汰，所以尽管单店收入已有明显增长，但预计收入增速有所下滑以及商超费用的投放，会拖累2014年业绩。2015改善：2015年三大渠道改善效果将更加明显。专卖渠道经过升级，单店收入预计平均提升15%-25%，升级店铺占比有望达到5-8成；商超渠道将继续深化打造样板城市，预计收入仍将大幅增长55%-100%，带动整体收入增长超过20%。2016腾飞：2016年公司逐渐进入改革收获期，根据渠道转型部分的预测，我们认为收入近两年商超和电商渠道收入占比会逐渐增大，转型期过后趋于稳定，预计2016年专卖店、商超、电商的比重分别为45%、40%和15%，整体收入增速有望超过40%。

### 亮点分析

全面分析了公司转型期各方面的战略布局，并根据到公司、专卖店、商超的实地调研信息和成长逻辑进行了预测和敏感性分析，指明了长期和短期公司增长的亮点。

## WHY：为什么转型|专卖店+高端礼品模式遇瓶颈

公司是红枣行业内第一家将高端精品枣和专卖店模式引入行业的企业。2011 年以后，这种模式受到现阶段市场严重的冲击。冲击主要源自两个方面：第一，原有客户群偏窄；第二，原有销售渠道单一。2013 年内，公司针对现有问题采取了有效的战略转型对策。

### Reason-1：行业|食补胜药补，红枣产业引领健康休闲食品

“日啖三枣，青春不老”。枣产品领跑健康休闲食品，依旧是成长性好的朝阳行业。消费观念升级体现在由最初的吃得饱，到后来的吃得好，再到如今更加看重吃得更健康。尤其随着 80、90 后逐渐成为消费主力，具有健康功效的枣类产品具有旺销潜质。枣是中国传统的药食同源的健康食材，民间素有“一日三枣终身不老”的说法。2013 年，中国枣产品市场规模约 411.7 亿元，2008-2013 年 CAGR 为 15.3%。上游枣树种植面积和枣产量也随之快速增加，2013 年枣产量约为 732.7 万吨，2008-2013 年 CAGR 为 15.1%。

表 1：红枣的保健、医学功效

理论	功效
西医西药理论	含有的环磷酸腺苷，是人体细胞能量代谢的必需成分，能够增强肌力、消除疲劳、扩张血管、增加心肌收缩力、改善心肌营养，对防治心血管系统疾病有良好的作用
	对慢性肝炎、肝硬化、贫血、过敏性紫癜等病症有较好疗效
中医中药理论	含有三萜类化合物及环磷酸腺苷，有较强的抗癌、抗过敏作用
	红枣具有补虚益气、养血安神、健脾和胃等作用，是脾胃虚弱、气血不足、倦怠无力、失眠多梦等患者良好的保健营养品

资料来源：中信证券研究部

图 1：2008-2013 年枣产品销售额



资料来源：赛迪顾问，中信证券研究部

图 2：2008-2013 年枣产量

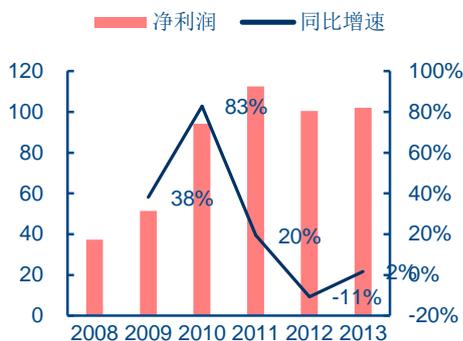


资料来源：赛迪顾问，中信证券研究部

### Reason-2：产品|做大众的枣，好枣不能只送礼

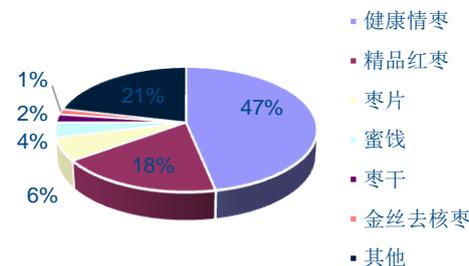
高端礼品市场增长受阻，开发新品进军自用消费市场，转型到更广阔的领域。公司原来“定位高端礼品市场”，受限制“三公消费”影响，原礼品团购渠道业务增长受阻，2012 年净利润出现负增长，以礼品销售为主的产品（健康情枣、精品红枣）占总收入比重 65.1%。2013 年内，公司针对产品受众群体进行了变革，产品结构由商务礼品型为主向大众休闲化转型，以扭转市场对商务礼品业务的冲击。由此扩大细分市场，从“需”入手，直接拓展产品需求者。

图 3：公司近两年受礼品市场影响净利润增长停滞（左轴：百万）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：收入结构中送礼占高达 65.1%

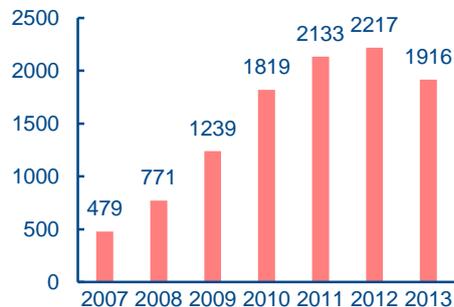


资料来源：Wind，中信证券研究部

### Reason-3：渠道|随时随地买，不怕身边没有专卖店

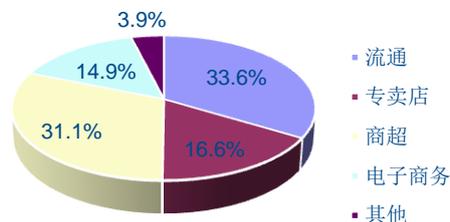
销售模式从以专卖店为主向专卖店、商超和电商等多渠道并举模式转型。在红枣仅作为农副产品出售时，公司率先创立“好想你”品牌，并且原来只通过专卖店进行销售。随着竞争环境和消费习惯的改变，越来越多的竞争者进入该领域，红枣产品整体在商超和电商销售渠道占比分别达到 31.1%和 14.9%（2012 年），原有的专卖店模式遇到瓶颈。拓宽销售渠道，顺应主流消费趋势对公司进一步的发展十分关键。公司进行销售模式转型，从唯一的专卖店模式，变革为“三驾马车”齐驱，给消费者更多选择。

图 5：专卖店数量减少，以老店升级为主



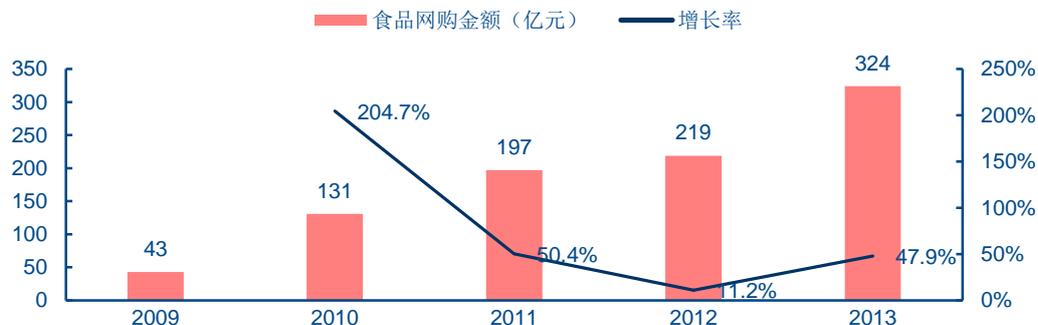
资料来源：公司年报，招股说明书，中信证券研究部

图 6：2012 年枣产品电商和商超渠道占比较大



资料来源：公司募集债券说明书，中信证券研究部

图 7：2009-2013 年食品网购规模



资料来源：我买网，中信证券研究部

## WHAT-1：如何转型|优化产品定位——为休闲健康零食代言

产品转型分为两方面，第一为产品结构升级精简，第二为产品定位转向休闲食品，打造红枣优质化、休闲化、无核化、差异化的发展新格局。公司原产品分为十大系列（免洗红枣系列、枣片系列、焦枣系列等），300多种单品，令人“眼花缭乱”，现精简为四大品类，100多种单品，消费者更容易做出选择。另一方面，产品结构向时尚健康休闲食品外延，无论从推出的新品还是包装、广告宣传上都做了比较到位的工作。新品中即食无核枣最能体现食用的“方便性”，并且增长最快，2013年4月推出，全年销售额占比2.08%；2014年1-8月销售额6365万元，占比9%，销售旺季来临，估计全年销售超过1亿元，成为公司休闲系列的主打产品。而红枣脆片等新品零食则比较受年龄偏小的儿童群体的欢迎；“保鲜枣”也是公司重点推出的产品，半干型（水分含量25%左右），能够给消费者鲜枣般的香脆口感，颇受消费者欢迎。

图8：依次即食无核枣、红枣脆片、保险枣、红枣片产品展示



资料来源：中信证券研究部整理

商务礼品仍是公司区别于其他竞争对手的优势业务。商务礼品枣中，中端价位产品销量最好。原枣类中的健康情枣核（礼盒价100元以上）、精品红枣（礼盒价400元以上的枣博士等）主要用于礼品销售。健康情枣分为三级，200元左右的中端礼盒销量最好；枣博士分为不去核的品种和“去头去尾去核”的1、2、3号，价位偏低的3号枣博士销量最高。在大礼包销售中，消费者也可以自主选择其他散装枣产品进行组合，专卖店中提供包装服务，没有最低消费限制，以满足更多顾客需求。

表2：目前公司四大产品品类及各品类下主要单品

休闲类	枣			枣片		果干			香甜枣	蜜饯	红枣干			
	野酸味	阿胶味	玫瑰味	原味	阿胶	野酸味	健康情	健康水晶						
原枣类	特级	健康情 一级	二级	枣博士 精品	金牌	新疆骏枣 特级	一级	新政红枣 特级	一级	二级	即食 无核枣	1618特 级枣礼盒	红枣新 一代	皇帝 御枣
饮品 冲调类	简装原味红枣粉			红枣粉		礼品装红枣粉			好7粉		好想你枣汁饮料			
本木 粮类	新疆薄皮核桃			新疆薄皮核桃（礼盒）			本木传奇（核桃）							

资料来源：公司官网，中信证券研究部

为迎合产品品类和定位的转型，公司在包装和宣传上也做了诸多努力。公司在产品包装、广告宣传上大胆突破，体现了时尚年轻的色彩，很好地映衬了休闲食品的定位，即食无核枣采用了冷色系“白色”外包装，是在时尚方面大胆的尝试。此外，线上“淘枣帮”系列产品的包装更是体现了活泼、年轻的主题，较原有形象有了极大的改观。在广告宣传上，广告语“健康零食，好想你枣”，充分体现了公司“为中国健康零食代言”的转型方向。2013年12月5日，好想你广告片正式在上海新闻频道、娱乐频道和电视剧频道黄金时段开播，

公司在上海市场为期一年的全方位多渠道广告投放计划正式拉开帷幕。并且公司还与分众传媒合作在办公楼宇、居民小区、商超卖场和地铁公交进行全方位立体覆盖，滚动播放。

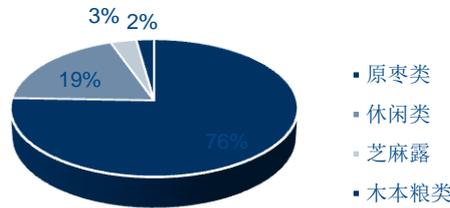
图 9：好想你广告片（左图，中图）和“淘枣帮”双十二宣传语（右图）



资料来源：公司官网，中信证券研究部

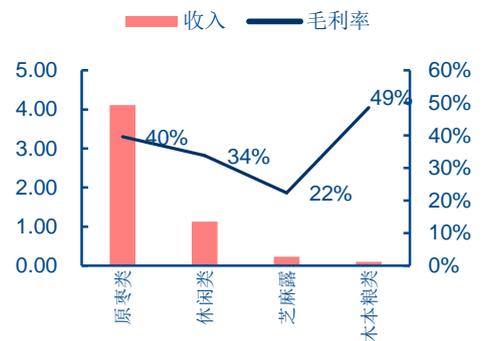
产品转型效果显现，健康消费和懒人经济的升级料将继续推动枣产品市场增长。经过一年多转型期，现阶段分产品收入结构有了很大改观，2013 年内休闲产品约占五分之一。2013 年公司整体毛利率为 38.17%，原枣产品稍高于整体水平，销售占比最大，达 76%。原枣产品的销售渠道涵盖高端礼品和休闲食品，是主要销售品种；以核桃、山药为主的本木粮类目前主要是搭配销售，扩充品类；红枣粉、枣汁饮料等饮品需要深加工，毛利较低，目前销售占比仅为 3%。2012 年枣市场规模达到 361 亿元，2007-2012 年 CAGR 达 17%，公司推出的产品具备食用便利、健康休闲的属性，符合消费升级、健康升级、懒人经济的消费大概念，预计未来几年枣行业市场规模将保持至少 15% 的增长。

图 10：2013 年中国枣产品市场产品结构



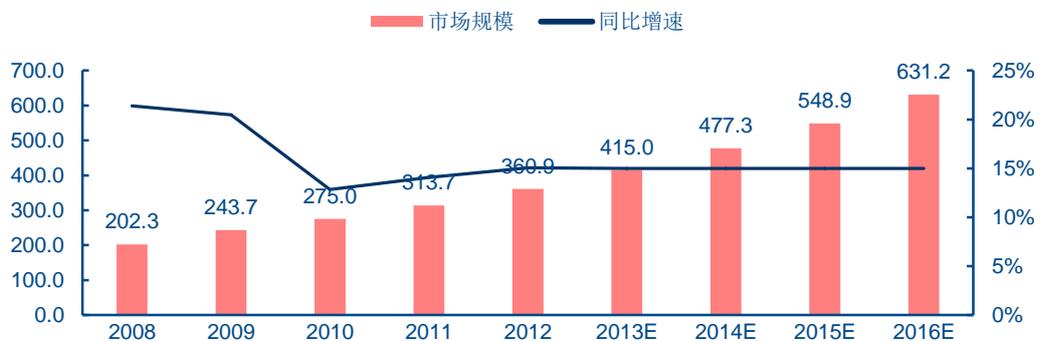
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：2013 年分产品收入及毛利率（亿）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：预计未来几年内中国枣市场将保持至少 15% 的高速增长



资料来源：中信证券研究部预测 注：2007-2012 年数据来自公司债券募集说明书

## WHAT-2：如何转型|优化渠道布局——赢在三岔口

**把握现在，拥有未来。**公司在专卖店模式遇到瓶颈时，面临着扩宽销售渠道的抉择。在已有专卖店布局、已融入消费者生活的商超及已成为未来主流消费平台的电商三个方向中，公司选择了同时优化整合三大渠道，做枣行业品牌中的领头军。2014 年前三季度，专卖、商超、电商营业收入占比分别为 65%、22%、8%；营业收入同比增幅分别为-8%、88%、50%。

### Drection-1：专卖店|客户体验转化消费，转化率=生命力

**新四化：全面升级 2.0 店面，淘汰不合格店面，为未来 O2O 做准备。**“新四化”即为标准化、规范化、统一化、体系化。统一专卖店服务、管理、销售标准，重新梳理单店模型，把门店分为旗舰店、A 类店、B 类店、C 类店、店中店，为方便购物还开设了“支付宝”支付方式。升级后的店面环境舒适，让消费者在店内停留的时间延长，郑州已有专卖店在店内引进水果，以吸引更多消费者，升级后店面业绩提升 5%~30%。截至 2014 年 9 月底，公司升级为 2.0 店面近 500 家，公司计划在 2015 年上半年完成 1000 家门店改造，并且未来将保持 1500 家总店数，先做好全面升级的工作。在进一步改造进程中，公司计划打造专卖店 3.0 版本“生活家”，主要为体验式展销店，以消费者健康体验为主，重在品牌宣传和产品展示。

表 3：旗舰店和 C 型店标准对比

旗舰店					C 型店				
店面标准	商圈得分 85	选址得分 90	招牌长度（米） 20	营业面积（平方） 150-200	店面标准	商圈得分 75	选址得分 75	招牌长度（米） 5-10	营业面积（平方） 30-60
人员标准	人员数量 5-6	学历 本科>=1 人	人员形象 高	进取心 高	人员标准	人员数量 2-3	学历 专科>=2 人	人员形象 中等	进取心 中等
投资模型	转让费 25	装修费 40	固定资产 10	投资回收期（月） 36	投资模型	转让费 10	装修费 15	固定资产 3	投资回收期（月） 18
分区标准	产品区 有	休闲区 有	现场制作区 有	电商体验区 有	分区标准	产品区 有	休闲区 无	现场制作区 无	电商体验区 无

资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 13：店面升级前（上面三图）后（下面三图）对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**四位一体：让客户进行零成本客户体验，免费的才是最有价值的。**“四位一体”即产品展销、客户体验、人性化服务、信息化建设为一体。营养早餐和休闲茶座体验：现在专卖店不仅有枣产品的展销，还可供应“三茶三饮三粥”、纯手工制作的漂亮馍，给消费者提供休闲体验；信息化建设：苹果一体化电脑、IPAD 已逐步呈现在消费者面前，将全面提升消费体验，增加顾客与公司的情感黏性；其他还包括代收包裹、免费寄存、养身介绍等服务。现阶段，漂亮馍、红枣茶、红枣养生粥等是免费体验阶段，服务员会主动让消费者品尝，并且平日店内飘满红枣的香味。据专卖店反应，在提供这些服务时，消费者会在等待、品尝的同时主动了解其他产品的信息，很多初次体验的消费者都会转化为客户，并且很多客户会主动购买漂亮馍和“三茶三饮三粥”。这些体验产品让枣的口味不再单一，富含多重营养，口感极佳，极具开发潜力。

图 14：四位一体专卖店店内体验服务



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**专卖店升级稳定后，单店收入和运营效率有望升高。**因为店面需要进行系统性升级，淘汰部分不符合要求的店面，所以 2014 年 1-9 月专卖店渠道收入呈现负增长（-8%），但经过升级稳定后的单个店面收入有明显增长，我们预计 2014 年平均单店收入增长 5%-15%，部分改善较成功的店铺增长可达 30%左右。单店收入的增长不仅源自于店面升级后顾客转化率和回头率的提升，还有产品结构升级的因素，产品向大众休闲食品转型后，普通家庭送礼需求和个人休闲零食的需求都会对收入产生一定的贡献。

**敏感性分析：预计 2014 年升级后单店收入增速较小，2015-2016 年保持 15%-25%的增速。**1) 悲观预期下，预计 2014 年升级后的单店收入增速 5%达 36.23 万元，2015 和 2016 年单店收入增速维持在 15%的水平，升级店面数量达到 800 家、1000 家；2) 中性预期下，2014-2016 年升级后单店收入达 10%、20%和 20%，升级店面数量达 600、1000 和 1250 家；3) 乐观预期下，2014-2016 年升级后单店收入增速达 15%、25%、25%，单店收入规模达 39.68、49.59、61.99 万元，升级店面数量达 700、1200、1500 家。

表 4：专卖店渠道单店收入和店面升级数量敏感性分析

项目	2013A				悲观			中性			乐观		
	2013A	2014E	2015E	2016E									
升级后单店收入（万元）	34.5	36.23	41.66	47.91	37.95	45.54	54.65	39.68	49.59	61.99			
同比增速	--	5%	15%	15%	10%	20%	20%	15%	25%	25%			
升级店面数量	200	550	800	1000	600	1000	1250	700	1200	1500			
增量	--	350	300	200	400	400	250	500	500	300			
升级店铺占比	13.3%	36.7%	53.3%	66.7%	40%	66.7%	83.3%	46.7%	80%	100%			

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

## Drection-2：商超|强力提升铺货率，覆盖率=购买力

**打造上海样板市场，铺货率稳步提升，业绩亮眼。**2012 年 10 月份确定强力推进商超渠道。现阶段，公司在全力打造商超渠道，在公司大力推进下，商超渠道收入表现亮眼，今年前三季度商超渠道收入同比增长 88%，收入占比从去年同期 13%上涨到 22%。2014 年 9 月份，即食无核枣在商超渠道总体占比超过 50%，上海样板市场无核枣销售占比高达 80%

以上。2014 年公司将上海列为强化商超渠道的重点，继 2013 年 12 月在上海投放 3750 万广告成效初现后，2014 年 7 月底与上海电视台第二次亲密合作，媒企联手借势整合营销，以“增量分成”方式投放 4865 万媒体资源，加码上海样板市场打造。

**预计样板市场和样板店的推广将推动商超渠道对公司收入的贡献进一步提升。**截至 2014 年 9 月底，商超渠道通过直营+经销商的市场操作模式进入乐购、大润发、大商、世纪联华、沃尔玛、家乐福等大型连锁 KA 卖场 1986 家。上海样板市场铺货率 95%，其中 KA 渠道进场率 100%、标超 90%、便利店 65%。目前上海市场的重点突破成效显著，上海模式将逐步复制到郑州、武汉、北京等较为成熟的市场，在这些城市的铺货率目前也已达 90% 左右。公司已经在规划将广东、浙江、江苏、广西等市场进行阶梯式开发。2014 年前三季度，商超渠道实现 1.51 亿元收入，同比增 88%，2013 年全年实现约 1.36 亿元，预计 2014 年商超渠道收入将冲刺 2.5 亿元。

**敏感性分析测算：**1) 悲观情形下，2014 年单店收入增速 20%，2015-2016 年单店收入增速达 25%，并且两年中分别将样板城市延拓至 6 个和 10 个城市，2016 年进驻 KA 卖场数量达 3200 个；2) 中性情形下，2014 年单店收入增速达 25%，2015-2016 年单店收入增速达 30%，并且两年中分别将样板城市开发至 8 个和 15 个城市，2016 年进驻 KA 卖场数量达 3850 个；3) 乐观情形下，2014 年单店收入增速 30%，2015-2016 年单店收入增速达 35%，两年中分别将样板城市开发至 10 个和 20 个，2016 年进驻 KA 卖场数量达 4250 个。

表 5：商超单店收入、市场开发速度敏感性分析

项目	2013A	悲观			中性			乐观		
		2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
单店收入 (万元)	8.78	10.53	13.17	16.46	10.97	14.26	18.54	11.41	15.40	20.79
同比增速		20%	25%	25%	25%	30%	30%	30%	35%	35%
样板城市	4	4	6	10	4	8	15	4	10	20
进驻 KA 卖场数量	1550	2100	2600	3200	2150	3000	3850	2200	3300	4250
商超渠道收入(万元)	13603.0	22113.0	34242.0	52672.0	23585.5	42780.0	71379.0	25102.0	50820.0	88357.5
同比增速		54.8%	54.9%	53.8%	69.4%	81.4%	66.9%	84.5%	102.5%	73.9%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

### Drection-3：电商|“淘枣帮” 召唤 8090，好品牌=成长力

**组建专业电商团队，成立全资子公司，推出与线下严格区隔的产品，循序渐进，全力推荐电商渠道。**2012 年底公司成立了专门的团队，2013 年成立“树上粮仓”，2014 年 2 月推出淘枣帮系列产品，公司为电商渠道全程铺垫。公司主要通过官方旗舰店进行线上销售，同时授权部分线上经销商进行分销。公司对经销商产品和价格有管控权限，正常情况下必须执行全网统一价格，经销商做各项活动前必须向公司申请。一直以来，网购环境是消费者考虑的重要因素之一，公司拥有二十几年打造的品牌，强大的品牌力为公司线上渠道的进一步发展提供了可靠的保证。公司目前也在肃清网络，打击冒用公司品牌的电商，以维护品牌形象。

**淘枣帮系列产品和线上服务以呆萌可爱的形象感召年轻一代消费者。**线上产品包装上印有形象鲜明的红枣“萌娃”，客服“枣健健”也以非常可爱的口吻为顾客服务。继“双十二”“8090 吃货起义，吃出健康零食”的口号后，现在官方旗舰店推出“寻找任性圣诞老人”的活动。无论是产品、网页设计、活动极具年轻色彩。目前线上推出 5 类原枣、8 类零食，并按适用人群、水分含量等标准进行了产品分类。镇店之宝“新疆特产灰枣一级金枣情阿克苏枣子 1050 克”销量最好，销量达到 569205 包，12 月（截至 12 月 17 日）月销量已达 25292 包。2014 年“双十一”启动 1 分 04 秒，公司天猫旗舰店成交额突破 1 万；第 2 分 56 秒，突破 10 万；第 14 分 04 秒，突破 100 万，居枣类热销品牌排名首位，“双十二”销售额近 1300 万元。

图 16：淘枣帮产品图

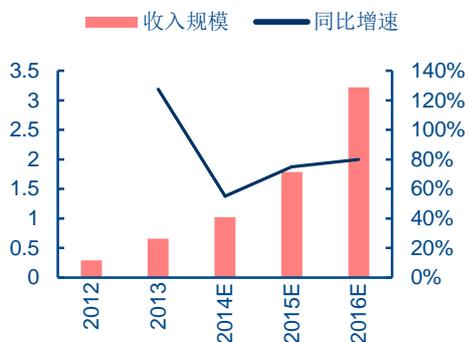


资料来源：天猫旗舰店，中信证券研究部

与三只松鼠类比，“淘枣帮”作为休闲食品类电商，具备良好的发展前景。“三只松鼠”的平台塑造了三个拟人化的松鼠角色“小贱”、“小酷”和“小美”为消费者主人提供独家“卖萌”服务，无论是售前还是售后，都能够把客户体验放在第一位。三只松鼠仅上线两年多，便有超过 800 万人购买，在 2014 年“双十一”中实现 1 亿的销售规模（2013 年“双十一”销售额为 3562 万元），创食品电商奇迹。与三只松鼠相比，公司电商渠道销售产品品类尚较单一，主要涵盖枣产品，未来电商渠道料将会增加更多的坚果产品，用以吸引流量，从而扩大红枣产品的销量和盈利能力。此外，公司具有成熟的线下专卖店和二十多年的经典品牌，是其他休闲食品类电商无法企及的优势。从三只松鼠发展的快速发展可以预见公司电商渠道具备几何式增长潜力。

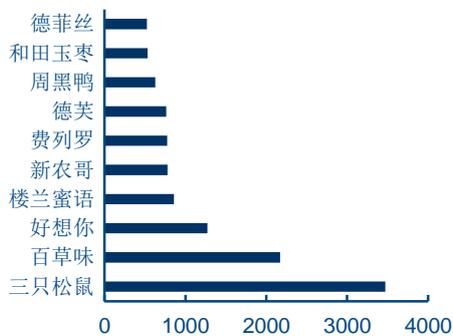
2014 年主要的任务是肃清网络，预计电商渠道接下来的两年终会实现高速增长。2013 年全年实现收入 0.66 亿元，较 2012 年增长 127.6%。2014 年公司在电商渠道的主要精力放在品牌维护和净化网络环境的职能上，增长相对较为缓和，前三季度实现了 50% 的同比增速。在前期网络整顿工作完成后会被后续销售规模的扩张打下良好的基础。我们估计 2014 年将实现 1 亿元左右收入，预期未来会以更高的速度增长。同时，公司有望在线上推出坚果等其他休闲零食，这必将会大幅提升线上渠道对整体收入的贡献。目前线下专卖店已实现与支付宝的合作，采用支付宝付款还可享受折扣优惠，一方面方便消费者购买，另一方面也为线上线下展开 O2O 模式设下了很好的铺垫。

图 17：电商渠道收入（含预测）走势(左轴：亿)



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

图 18：2013 年双十一坚果零食销量排名（万）



资料来源：亿邦动力网，中信证券研究部

## WHAT-3：如何转型|加强管理软实力——思维决定行动

在软实力方面，公司招贤纳士，充实领导班子，积极应对至关重要的转型期。公司引进的高管包括在快消品行业有丰富经验的苗国军（总经理）、谢有霖（KA 总监）、曹晓春（市场总监）等，积极制定公司转型期间的发展规划。在管理方面，公司自 2013 年 7 月开始实施平衡计分卡项目，实现企业战略与绩效管理的有效结合，将战略转化为可操作层面的、即时性的、动态的管理，以便更好地将合理控制运营成本、加强运营风险管理、提高资产使用效率、树立公司统一品牌形象、实现公司价值最大化等战略目标落到实处。

充分发挥人力资源的职能和效用，打造职级薪酬体系，完善绩效考核机制。公司提升人力资源在运营中的地位和作用，充分发挥人力资源的职能和效用，规划并构建适合公司发展战略的人力资源管理体系，重视人才培训和培养，建立一整套完善的员工培训和深造流程，使员工专业知识和工作技能得到全面提升与发展；建立有效的激励机制，通过绩效考核，激发各层面的工作热情，奖励绩优、惩罚落后，不断提升工作效能、提高员工工作积极性；建立对内公平、对外竞争的薪酬福利机制，为公司和员工提供高效、专业的人力资源管理平台和优质服务。我们预计公司人员到位后，可能会推出股权激励或员工持股计划，以进一步提升员工积极性，刺激公司业绩增长。

表 6：2014 年食品饮料企业股权激励及员工持股方案

公司	公告日期	激励方案
三全食品	2014 年 1 月 3 日	公司拟向激励对象授予 397.35 万份股票期权，占总股本的 0.9882%，行权价格 22.35 元。首次授予 358.35 万份，占激励计划授予股票期权总量的 90.2%。预留 39 万份，占总量的 9.82%，预留的主要目的是为进一步吸引人才加入公司。本次激励对象为高管和业务骨干共 250 人，持股 5%以上股东不参与。
贝因美	2014 年 4 月 9 日	公司公布 2013 年年报以及股权激励计划草案，公司本次股权激励计划行权条件为：以 13 年为基准，14、15、16 年营收增速不低于 23%、53.75%、99.88%；净利润增速不低于 15%、32.25、65.31%。
中炬高新	2014 年 4 月 12 日	本次公司股东大会通过了《核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度》，使得高管及核心骨干有望通过分享公司净利润的 5%作为绩效激励奖金包，将充分激发公司经营活力。
克明面业	2014 年 4 月 17 日	本次股票期权与限制性股票激励对象包括高管、中层员工骨干及核心业务技术骨干在内的 48 人，标的股票占比高达 5.78%，锁定期长达 5 年，范围广、力度大，本次激励有望提升管理团队的凝聚力与战斗力，也彰显出公司对未来平稳增长的信心；
贵州茅台	2014 年 7 月 31 日	公司将于 2017 年 12 月底前推进制定对公司管理层和核心技术团队的股权激励办法，报经相关部门批准后，提交公司股东大会审议通过后实施。
海天味业	2014 年 8 月 28 日	公司采取定向发行限制性股票的方式对骨干人员进行股票激励，认购款将全部用于补充公司流动资金。发行数量 658 万股占总股本 0.44%，授予价格为 17.61 元/股，授予对象包括公司核心技术、营销、生产、工程、管理等骨干人员，不包含董事和高级管理人员。自授予日起满 20 个月分三次解锁，解锁比例分别为 30%、30%和 40%。
伊利股份	2014 年 11 月 13 日	公司首期员工持股计划的参与对象为中高层管理人员、公司及子公司业务技术骨干等共计 317 人，资金全部来源于持股计划奖励金，首期持股计划资金账户的资金总额为 1.44 亿元。
麦趣尔	2014 年 12 月 2 日	公司公告限制性股票激励计划草案修订案，拟向激励对象授予 168.25 万股限制性股票，占本激励计划签署时公司股本总额的 1.84%。其中首次授予 153.25 万股，占本计划授予总数的 91.08%，占本计划签署时公司股本总额的 1.67%；预留 15 万股，占本计划授予总数的 8.92%，占本计划签署时公司股本总额的 0.16%。股票来源为公司向激励对象定向发行新股。
光明乳业	2014 年 12 月 9 日	公司公告关于 A 股限制性股票激励计划（二期）授予情况，授予包括总经理等高管在内的 210 人共计 629 万股限制性股份，授予价格 10.50 元/股，股票来源于公司向激励对象定向发行的普通股。
南方食品	2014 年 11 月 3 日	公司公告限制性股票激励计划，数量为 790 万股，对象为中高层管理人员及业务骨干，锁定期一年，锁定期之后的三年为解锁期，解锁比例分别为 30%、30%、40%，首期授予价为 7.91 元，6 位高管平均分配 22.7 万股，其他员工平均分配 4.8 万股。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

加强战略合作，借助专业力量，优化商业模式，巩固核心竞争力。公司更加注重并加强与专业公司的合作，借助外部力量，大力提升管理水平，对行业目前的现状和未来的发展趋势，消费者购买需求、购买渠道、食用方法等做出科学的市场调研和分析，为管理层战略决策作参考。在整体战略定位和转型方面，国际知名战略定位咨询公司特劳特向公司提交了战略定位体检报告，确定了“健康零食”的产品定位；在专卖体系建设和优化方面，专业咨询公司对公司连锁专卖体系进行全面规范化设计与建设；为更好把握行业和市场动态、精准了

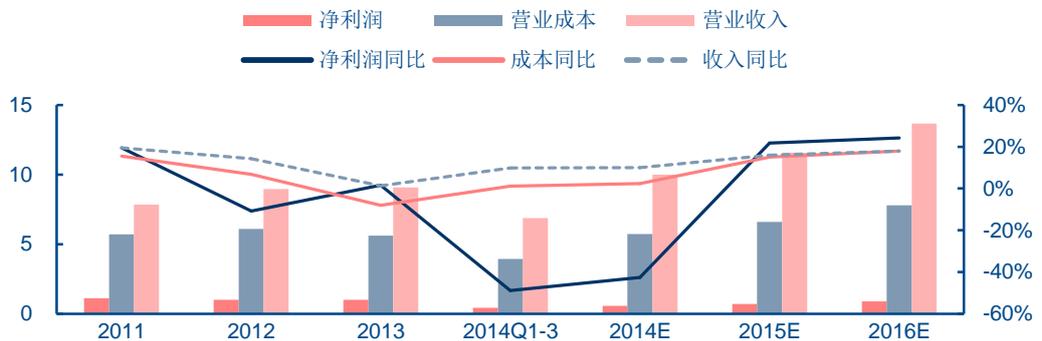
解消费群体及其需求，公司与专业咨询公司进行持续合作，由其对市场进行调查和分析。与上述各中介机构的合作，使公司各项资源发挥最佳效用，提升了公司的整体经营管理水平，使公司不断积累可持续竞争优势，持续引领中国红枣领导品牌。

## Profitability: 盈利能力|短期承压，长期增长确定

### Effect-1: 业绩表现|收入高增长可期，利润率长期料将回归稳定水平

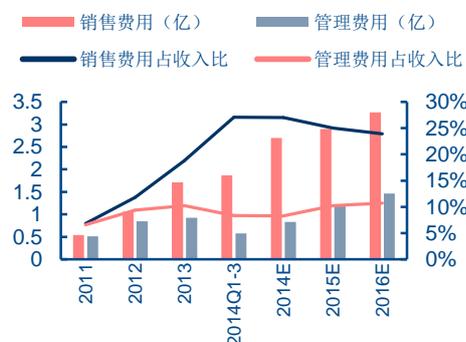
**销售费用率提高致短期内利润承压，收入走势长短期内均呈良性发展。**2014 转型：公司针对商超和电商渠道的改革成果初显，预计这两块业务 2014 年增速分别为 80%和 50%以上，但由于占比较大的专卖店渠道目前正在进行优化和淘汰，所以尽管单店收入已有明显增长，但预计收入增速有所下滑以及商超费用的投放，会拖累 2014 年业绩。**2015 改善：**2015 年三大渠道改善效果将更加明显：专卖渠道经过升级，单店收入预计平均提升 15%-25%，升级店铺占比有望达到 5-8 成；商超渠道将继续深化打造样板城市，预计收入仍将大幅增长 55%-100%，带动整体收入增长超过 20%。**2016 腾飞：**2016 年公司将逐渐进入改革收获期，根据渠道转型部分的预测，我们认为收入近两年商超和电商渠道收入占比会逐渐增大，转型期过后趋于稳定，预计 2016 年专卖店、商超、电商的比重分别为 45%、40%和 15%，整体收入增速有望超过 40%。盈利能力方面，我们认为当收入增速达到稳定水平后，渠道开拓将趋于稳定，此时净利率有望逐步回升，稳定状态下有望达到 10%左右的行业平均水平。

图 19: 营业收入、营业成本及净利润规模（左轴：亿）及增速



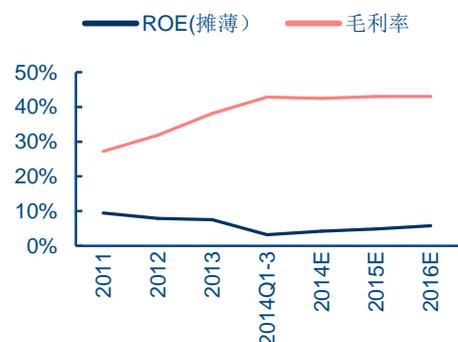
资料来源: wind, 中信证券研究部预测

图 20: 销售/管理费用规模及占收入比重



资料来源: wind, 中信证券研究部预测

图 21: 盈利能力指标 ROE、毛利率走势



资料来源: wind, 中信证券研究部预测

## Effect-2: 业务结构|渠道拓展顺利，商超电商迅速增长

从目前来看，公司渠道拓展进展顺利，突出表现为商超、电商渠道的快速增长和份额提升。2014 年前三季度，专卖、商超、电商营业收入占比分别为 65%、22%、8%；营业收入同比增幅分别为-8%、88%、50%。专卖渠道进行“四位一体”改革，淘汰不合格店面，为未来 O2O 做准备，我们敏感性测算中性情形下 2015-2016 年专卖渠道收入增长分别为 13% 和 17%；商超在第一批样板市场全面铺货，并有效推广复制，业绩亮眼，我们敏感性测算中性情形下 2015-2016 年商超渠道收入增长为 81%和 67%；电商渠道全面肃清网络环境，开发与线下相区隔产品，蕴含无限成长空间。“三驾马车”驱动下，未来三年收入翻番为大概率事件。

表 7：2013 年和 2014 年前三季度分渠道收入（单位：万元）

渠道	2014 年 1-9 月		2013 年 1-9 月		同比增减	增幅
	营业收入	比重	营业收入	比重		
专卖	44,255.28	65%	47,865.51	77%	-3,610.23	-8%
商超	15,137.22	22%	8,050.07	13%	7,087.15	88%
电商	5,639.25	8%	3,770.95	6%	1,868.30	50%
其他	3,057.80	4%	2,669.26	4%	388.54	15%
合计	68,089.56	100%	62,355.79	100%	5,733.77	9%

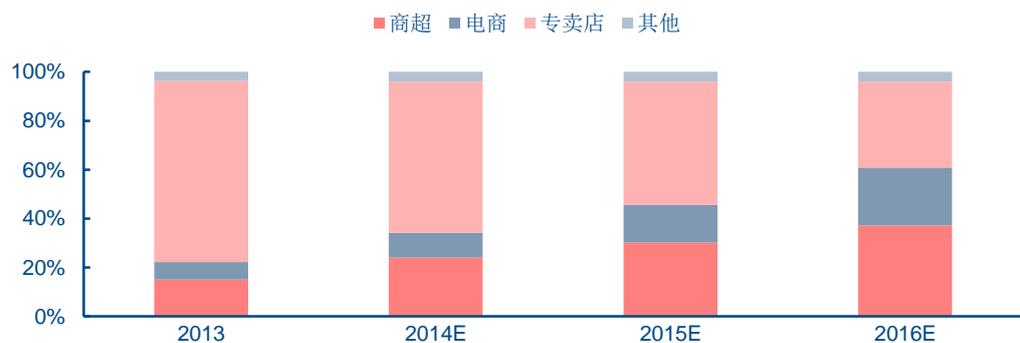
资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 8：2014 年分季度分渠道收入（单位：万元）

项目	一季度	同比	二季度	同比	三季度	占比	同比
专卖	18,846.64	-10%	13,742.83	21%	11,665.82	56%	-26%
商超	5,084.03	299%	3,486.57	46%	6,566.63	31%	50%
电商	2,421.64	162%	1,850.45	37%	1,367.17	7%	-9%
其他	1,003.35	68%	685.76	-37%	1,368.68	7%	40%
合计	27,355.66	16%	19,765.60	22%	20,968.29	100%	-7%

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 22：各渠道收入占比走势预测



资料来源：wind，中信证券研究部预测

## 盈利预测、估值与投资评级

我们看好公司改革后的发力，上调 2016 年盈利预测（原为 0.6 元），预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.40/0.48/0.72 元，2014-2016 年业绩年复合增长率为 34.6%，现价 20.10 元相对于 2014-16 年 PE 分别为 50/42/28 倍，结合可比公司估值，我们给予公司目标价为 25 元，维持“增持”评级。

表 9: 好想你盈利预测表

项目/年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	908	988	1225	1685
增长率 YoY %	1.28%	8.79%	24.01%	37.51%
净利润(百万)	102	59	71	107
增长率 YoY%	1.59%	-42.28%	20.59%	50.31%
每股收益(元)	0.69	0.40	0.48	0.72
毛利率%	38.19%	42.50%	43.00%	43.00%
净资产收益率%	7.49%	4.17%	4.83%	6.83%
P/E	29.08	50.38	41.78	27.80
P/B	2.26	2.18	2.09	1.97
EV/EBITDA	22.85	38.68	32.97	22.03

资料来源: 中信数量化投资分析系统

注: 股价为 2015 年 1 月 26 日收盘价

表 10: 可比公司估值表

公司名称	2013 年收入 (亿人民币)	PE				Wind 预测 PEG 值	总市值 (亿人民币)
		2013	2014E	2015E	2016E		
黑芝麻	13.06	63	63	36	25	0.71	45.39
三全食品	36.03	77	83	52	37	—	85.57
洽洽食品	29.88	32	23	20	17	1.17	70.57
克明面业	12.25	36	34	30	25	2.97	32.13
海欣食品	7.54	54	83	47	35	—	28.92
双塔食品	7.44	49	47	29	21	0.44	97.33
涪陵榨菜	8.46	42	35	29	24	2.02	58.03
上海梅林	103.76	47	47	35	29	2.33	91.80
百润股份	1.28	56	93	46	33	0.07	74.80
黑牛食品	6.97	169	255	67	27	5.97	52.86
金字火腿	2.03	91	114	91	80	3.13	37.12
平均值		65	80	44	32	2.09	

资料来源: Wind 一致预期, 中信数量化投资分析系统

注: 股价为 2015 年 1 月 26 日收盘价

## 利润表

(百万)

指标名称	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>908</b>	<b>988</b>	<b>1225</b>	<b>1685</b>
营业成本	561	568	698	960
毛利率	38.19%	42.50%	43.00%	43.00%
营业税金及附加	4	4	5	7
销售费用	171	267	309	404
销售费用率	18.83%	27.00%	25.20%	24.00%
管理费用	93	81	127	175
管理费用率	10.20%	8.20%	10.40%	10.40%
财务费用	7	-5	-4	1
财务费用率	0.78%	-0.52%	-0.31%	0.04%
投资收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>69</b>	<b>71</b>	<b>87</b>	<b>134</b>
营业利润率	7.56%	7.16%	7.09%	7.98%
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	50	8	8	8
<b>利润总额</b>	<b>119</b>	<b>79</b>	<b>95</b>	<b>142</b>
所得税	10	18	22	34
所得税率	8.17%	22.51%	22.93%	23.63%
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属净利润</b>	<b>102</b>	<b>59</b>	<b>71</b>	<b>107</b>
净利率	11.24%	5.96%	5.80%	6.34%
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.69</b>	<b>0.40</b>	<b>0.48</b>	<b>0.72</b>

## 现金流量表

(百万)

指标名称	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	59	53	65	101
财务费用	7	-5	-4	1
折旧和摊销	43	94	104	92
营运资金变动	-66	126	-158	97
其他	138	-132	-60	-330
<b>经营现金流</b>	<b>181</b>	<b>136</b>	<b>-53</b>	<b>-39</b>
资本支出	-74	-100	-100	-100
投资收益	0	0	0	0
其他	-74	6	6	6
<b>投资现金流</b>	<b>-148</b>	<b>-94</b>	<b>-94</b>	<b>-94</b>
短期借款	0	0	0	71
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-207	-4	-7	-17
<b>融资现金流</b>	<b>-207</b>	<b>-4</b>	<b>-7</b>	<b>54</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-174</b>	<b>38</b>	<b>-154</b>	<b>-80</b>

## 资产负债表

(百万)

指标名称	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	212	251	96	17
存货	361	494	557	889
应收账款	131	25	169	98
其他流动资产	83	35	107	84
<b>流动资产</b>	<b>787</b>	<b>806</b>	<b>930</b>	<b>1088</b>
固定资产	380	502	523	534
长期股权投资	30	30	30	30
无形资产	44	39	34	29
其他长期资产	268	156	135	135
<b>非流动资产</b>	<b>722</b>	<b>727</b>	<b>721</b>	<b>727</b>
<b>资产总计</b>	<b>1510</b>	<b>1532</b>	<b>1651</b>	<b>1815</b>
短期借款	0	0	0	71
应付账款	40	28	56	60
其他流动负债	53	38	68	67
<b>流动负债</b>	<b>93</b>	<b>66</b>	<b>124</b>	<b>198</b>
长期负债	2	2	2	2
其他长期负债	53	53	53	53
<b>非流动性负债</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>55</b>
<b>负债合计</b>	<b>148</b>	<b>121</b>	<b>179</b>	<b>253</b>
股本	148	148	148	148
资本公积	835	835	835	835
<b>股东权益合计</b>	<b>1361</b>	<b>1411</b>	<b>1471</b>	<b>1562</b>
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债股东权益总计</b>	<b>1510</b>	<b>1532</b>	<b>1651</b>	<b>1815</b>

## 主要财务指标

指标名称	2013	2014E	2015E	2016E
<b>增长率 (%)</b>				
营业收入	1.28%	8.79%	24.01%	37.51%
营业利润	-34.64%	-10.05%	22.86%	54.84%
净利润	1.59%	-42.28%	20.59%	50.31%
<b>利润率 (%)</b>				
毛利率	38.19%	42.50%	43.00%	43.00%
EBIT Margin	13.87%	7.43%	7.42%	8.49%
EBITDA Margin	18.61%	16.91%	15.88%	13.95%
净利率	38.19%	42.50%	43.00%	43.00%
<b>回报率 (%)</b>				
净资产收益率	7.49%	4.17%	4.83%	6.83%
总资产收益率	8.34%	4.79%	5.51%	7.88%
<b>其他 (%)</b>				
资产负债率	9.83%	7.91%	10.85%	13.94%
所得税率	8.17%	22.51%	22.93%	23.63%
分红率	43.18%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：中信量化投资分析系统

## 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标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联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。