

买入 (维持)

6186.HK 中国飞鹤

港股通 (沪、深)

目标价: 20.8 港元

现价: 18.18 港元

## 渠道控盘强力护航

2020年12月03日

预期升幅: 14.4%

## 主要财务指标

## 市场数据

| 日期       | 2020.12.2 |
|----------|-----------|
| 收盘价(港元)  | 18.18     |
| 总股本(亿股)  | 89.3      |
| 总市值(亿港元) | 1624.1    |
| 净资产(亿元)  | 143.6     |
| 总资产(亿元)  | 225.1     |
| 每股净资产(元) | 1.82      |

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

| 会计年度       | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 13,722 | 18,535 | 24,790 | 31,401 |
| 同比增长(%)    | 32.0%  | 35.1%  | 33.8%  | 26.7%  |
| 净利润(百万元)   | 3,935  | 5,410  | 7,549  | 9,605  |
| 同比增长(%)    | 75.5%  | 37.5%  | 39.5%  | 27.2%  |
| 毛利率(%)     | 70.0%  | 71.3%  | 72.7%  | 73.2%  |
| 净利率(%)     | 28.7%  | 29.2%  | 30.5%  | 30.6%  |
| 净资产收益率(%)  | 41.8%  | 36.9%  | 40.7%  | 40.5%  |
| 每股收益(元)    | 0.48   | 0.61   | 0.85   | 1.08   |
| 每股经营现金流(元) | 0.58   | 0.66   | 0.90   | 1.14   |

数据来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《中国飞鹤 1H20 点评报告: 超高端高增长, 下半年再加速》\_20200827;  
《中报前瞻: 2Q 加速增长, 超高端领衔》\_20200719;  
《中国飞鹤 (6186.HK): 业绩超预期, 2020Q1 强执行力优势尽显》\_20200324;  
《品牌化竞争时代, 龙头加速攫取市场》\_20200308

## 海外消费研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人: 寇玉丽

kouyuli@xyzq.com.cn

SAC: S0190120070186

## 投资要点

- **增速平稳, 库存良性。**由于今年十一双节时间较长, 各家奶粉公司进行了较为积极的备货和促销, 双十一等电商节也对奶粉的动销具有较好的带动作用, 我们近期的渠道跟踪显示, 飞鹤奶粉四季度以来的销量增速仍然保持 30% 的水平, 且库存较低, 河北地区库存天数在 30 天左右, 并且其中 15 天为在途库存, 即公司的发货速度慢于终端动销速度, 处于供不应求的状态。
- **渠道利润率高, 价格管控严格。**根据草根调研, 飞鹤奶粉的经销商利润率在 30% 左右, 其中 12% 为执行 8 加 1 政策的补贴, 其余 17-18% 为人员费用投入, 主要包括对促销人员的费用支持、对新客户的费用补贴 (占 60%) 等。终端利润率在 15-20% 左右, 在同等品牌实力的企业中属于较高水平。同时, 公司借助前期大力投入的二维码溯源系统, 严格追溯每一罐奶粉的销售流程, 严惩窜货乱价等行为, 故渠道体系健康、价盘稳健, 有利于公司长期的发展。
- **外资奶粉价盘控制能力差。**由于上半年海外疫情较为严重, 国内的消费者对于外资奶粉的偏爱有所下降, 内资奶粉品牌飞鹤、君乐宝迅速抢占份额, 外资奶粉的全年任务目标完成难度较大, 近期线下渠道已有部分外资品牌奶粉开始进行降价促销。我们认为外资奶粉在中国低线市场渗透做的较差, 不愿意花力气开发三四线市场的母婴店渠道, 并且线上和线下的价格混乱, 线下经销商为了完成业绩指标可能低价在线上销售, 从而导致线上线下跨区域窜货乱价的情况比较严重。从渠道管控能力来说, 我们认为外资品牌与飞鹤的差距较大。
- **盈利预测:** 公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.61、0.85、1.08 元, 对应 2020 年 12 月 2 日收盘价, PE 分别为 27、19、15 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 食品安全事件; 新生儿数量不及预期; 新品推广不及预期

## 报告正文

### 运营能力强，仍在快速增长期

**增速平稳，库存良性。**由于今年十一双节时间较长，各家奶粉公司进行了较为积极的备货和促销，双十一等电商节也对奶粉的动销具有较好的带动作用，我们近期的渠道跟踪显示，飞鹤奶粉四季度以来的销量增速仍然保持30%的水平，库存较低，河北地区库存天数在30天左右，并且其中15天为在途库存，即公司的发货速度慢于终端动销速度，处于供不应求的状态。

**渠道利润率高，价格管控严格。**根据草根调研，飞鹤奶粉的经销商利润率在30%左右，其中12%为执行8加1政策的补贴，其余17-18%为人员费用投入，主要包括对促销人员的费用支持、对新客户的费用补贴（占60%）等。终端利润率在15-20%左右，在同等品牌实力的企业中属于较高水平。同时，公司借助前期大力投入的二维码溯源系统，严格追溯每一罐奶粉的销售流程，严惩窜货乱价等行为，故渠道体系健康、价盘稳健，有利于公司长期的发展。

表1、主要奶粉品牌渠道利润率拆分

| 项目    | 经销商     | 终端      |
|-------|---------|---------|
| 杂牌    |         | ~60%    |
| 贝因美爱加 | ~20%    | ~30%    |
| 飞鹤星飞帆 | ~30%    | ~15-20% |
| 君乐宝   | ~12-18% | ~15-20% |
| 金领冠珍护 | ~15%    | ~25%    |
| 金领冠经典 | ~12%    | ~18%    |
| 美素佳儿  | ~3%     | ~9%     |
| 合生元   | ~10%    | ~30%    |
| 惠氏    | ~2%     | ~10%    |

资料来源：渠道调研，兴业证券经济与金融研究院整理

### 错位竞争，竞合发展

**外资奶粉价盘控制能力差。**由于上半年海外疫情较为严重，国内的消费者对于外资奶粉的偏爱有所下降，内资奶粉品牌飞鹤、君乐宝迅速抢占份额，外资奶粉的全年任务目标完成难度较大，近期线下渠道已有部分外资品牌奶粉开始进行降价促销。我们认为外资奶粉在中国低线市场渗透做的较差，不愿意花力气开发三四线市场的母婴店渠道，并且线上和线下的价格混乱，线下经销商为了完成业绩指标可能低价在线上销售，从而导致线上线下跨区域窜货乱价的情况比较严重。从渠道管控能力来说，我们认为外资品牌与飞鹤的差距较大。

**君乐宝定位中低端，错位竞争共同发展。**君乐宝近些年定位中低端奶粉市场，通过性价比迅速获得消费者的认可，实现了快速的收入增长，2019年君乐宝奶粉销量达到7.5万吨，市占率在内资品牌中仅次于飞鹤，为5.5%。经过渠道调研，我们发现飞鹤的消费者主要为市、县级市场中等收入家庭，而君乐宝的消费群体主要在县、乡镇市场，两者的定位和消费群体重合度不高，目前两家公司各自的产品定位清晰，渠道控制力较强，尚无直面竞争。

### 盈利预测

我们根据草根调研情况，略微下调公司盈利预测，认为公司2020-2022年EPS分别为0.61、0.85、1.08元（前次分别为0.72、0.92、1.18元），对应2020年12月2日收盘价，PE分别为27、19、15倍，维持“买入”评级。

图 1、中国飞鹤盈利预测

| 百万元              | 2017         | 2018          | 2019A         | 2020E         | 2021E         | 2022E         | 1H19         | 2H19         | 1H20A        | 2H20E        |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入(百万元)</b> | <b>5,887</b> | <b>10,392</b> | <b>13,722</b> | <b>18,535</b> | <b>24,790</b> | <b>31,401</b> | <b>5,892</b> | <b>7,830</b> | <b>8,707</b> | <b>9,828</b> |
| <b>婴配奶粉</b>      | 5,417        | 9,199         | 12,538        | 17,527        | 23,687        | 30,211        | 5,325        | 7,213        | 8,315        | 9,212        |
| <b>高端婴配奶粉</b>    | 3,795        | 6,658         | 9,411         | 13,970        | 19,479        | 25,275        | 3,916        | 5,495        | 6,773        | 7,197        |
| 超高端星飞帆           | 2,454        | 5,108         | 7,065         | 10,327        | 14,069        | 18,008        | 2,760        | 4,304        | 4,731        | 5,596        |
| 超高端臻稚有机          | 50           | 357           | 654           | 1,005         | 1,608         | 2,372         | 270          | 384          | 505          | 499          |
| 高端系列             | 1,292        | 1,192         | 1,693         | 2,639         | 3,802         | 4,895         | 886          | 807          | 1,537        | 1,102        |
| <b>普通婴配奶粉</b>    | 1,621        | 2,542         | 3,127         | 3,557         | 4,208         | 4,936         | 1,409        | 1,718        | 1,542        | 2,015        |
| <b>其他乳制品</b>     | 471          | 550           | 605           | 563           | 619           | 681           | 248          | 357          | 205          | 357          |
| <b>营养补充品</b>     |              | 642           | 578           | 446           | 485           | 509           | 319          | 259          | 186          | 259          |
| <b>营业收入YoY</b>   | <b>58.1%</b> | <b>76.5%</b>  | <b>32.0%</b>  | <b>35.1%</b>  | <b>33.8%</b>  | <b>26.7%</b>  | <b>34.4%</b> | <b>30.3%</b> | <b>47.8%</b> | <b>25.5%</b> |
| <b>婴配奶粉</b>      | 70.3%        | 69.8%         | 36.3%         | 39.8%         | 35.1%         | 27.5%         | 39.9%        | 33.7%        | 56.2%        | 27.7%        |
| <b>高端婴配奶粉</b>    | 139.3%       | 75.4%         | 41.4%         | 48.4%         | 39.4%         | 29.8%         | 39.9%        | 42.4%        | 73.0%        | 31.0%        |
| 超高端星飞帆           | 244.9%       | 108.2%        | 38.3%         | 46.2%         | 36.2%         | 28.0%         | 32.9%        | 42.0%        | 71.4%        | 30.0%        |
| 超高端臻稚有机          |              | 620.3%        | 82.9%         | 53.7%         | 60.0%         | 47.5%         | 129.5%       | 60.1%        | 87.5%        | 30.0%        |
| 高端系列             | 47.7%        | -7.7%         | 42.0%         | 55.8%         | 44.1%         | 28.8%         | 46.4%        | 37.5%        | 73.4%        | 36.5%        |
| <b>普通婴配奶粉</b>    | 1.6%         | 56.8%         | 23.0%         | 13.8%         | 18.3%         | 17.3%         | 40.0%        | 11.9%        | 9.4%         | 17.3%        |
| <b>其他乳制品</b>     | -13.4%       | 16.9%         | 10.0%         | -7.0%         | 10.0%         | 10.0%         | -11.9%       | 32.9%        | -17.2%       | 0.0%         |
| <b>营养补充品</b>     |              |               | -10.0%        | -22.9%        | 8.8%          | 5.0%          | 7.1%         | -24.7%       | -41.6%       | 0.0%         |
| <b>毛利率</b>       | <b>64.4%</b> | <b>67.5%</b>  | <b>70.0%</b>  | <b>71.3%</b>  | <b>72.7%</b>  | <b>73.2%</b>  | <b>67.5%</b> | <b>72.0%</b> | <b>70.9%</b> | <b>71.6%</b> |
| <b>婴配奶粉</b>      | 69.4%        | 72.7%         | 72.4%         | 72.8%         | 74.0%         | 74.3%         | 70.1%        | 74.1%        | 72.1%        | 73.5%        |
| <b>高端婴配奶粉</b>    | 74.1%        | 76.5%         | 75.9%         | 75.8%         | 76.9%         | 76.7%         | 73.5%        | 77.5%        | 74.2%        | 77.3%        |
| <b>普通婴配奶粉</b>    | 58.4%        | 62.7%         | 62.0%         | 61.4%         | 61.0%         | 62.0%         | 60.5%        | 63.3%        | 63.1%        | 60.0%        |
| <b>其他乳制品</b>     | 6.2%         | 18.9%         | 34.7%         | 35.5%         | 34.5%         | 34.5%         | 35.3%        | 34.4%        | 37.3%        | 34.5%        |
| <b>营养补充品</b>     |              | 35.9%         | 55.1%         | 55.0%         | 55.0%         | 55.0%         | 48.9%        | 62.8%        | 55.0%        | 55.0%        |
| <b>费用率</b>       |              |               |               |               |               |               |              |              |              |              |
| 销售费用率            | 36.3%        | 35.2%         | 28.0%         | 27.8%         | 29.5%         | 29.8%         | 26.4%        | 29.3%        | 25.2%        | 30.0%        |
| 管理费用率            | 6.1%         | 5.6%          | 6.7%          | 7.1%          | 5.7%          | 5.8%          | 4.9%         | 8.0%         | 6.1%         | 8.0%         |
| 有效税率             | 29.7%        | 29.7%         | 30.8%         | 31.3%         | 30.5%         | 30.5%         | 29.0%        | 32.1%        | 30.6%        | 32.0%        |
| <b>归母净利润</b>     | <b>1,160</b> | <b>2,242</b>  | <b>3,935</b>  | <b>5,410</b>  | <b>7,549</b>  | <b>9,605</b>  | <b>1,751</b> | <b>2,184</b> | <b>2,753</b> | <b>2,657</b> |
| YoY              | 178.2%       | 93.3%         | 75.5%         | 37.5%         | 39.5%         | 27.2%         | 60.4%        | 89.8%        | 57.2%        | 21.7%        |
| 归母净利率            | 19.7%        | 21.6%         | 28.7%         | 29.2%         | 30.5%         | 30.6%         | 29.7%        | 27.9%        | 31.6%        | 27.0%        |

资料来源：公司财报、兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：食品安全事件；新生儿数量不及预期；新品推广不及预期

## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

| 会计年度           | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 17,289 | 20,041 | 24,257 | 29,809 |
| 货币资金           | 7,377  | 8,593  | 10,869 | 14,390 |
| 交易性金融资产        | 5,390  | 6,522  | 7,892  | 9,398  |
| 应收账款           | 314    | 486    | 699    | 863    |
| 预付账款           | 571    | 745    | 967    | 1,197  |
| 存货             | 686    | 745    | 881    | 1,011  |
| 其他流动资产         | 2,949  | 2,949  | 2,949  | 2,949  |
| <b>非流动资产</b>   | 5,715  | 7,387  | 9,128  | 11,012 |
| 物业、厂房及设备       | 3,971  | 5,590  | 7,312  | 9,198  |
| 土地使用权          | 377    | 431    | 450    | 447    |
| 无形资产           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 商誉             | 48     | 48     | 48     | 48     |
| 于联营公司的投资       | 143    | 143    | 143    | 143    |
| 其他非流动资产        | 1,176  | 1,176  | 1,176  | 1,176  |
| <b>资产总计</b>    | 23,004 | 27,428 | 33,385 | 40,821 |
| <b>流动负债</b>    | 7,439  | 8,942  | 10,617 | 12,468 |
| 短期借款           | 3,094  | 3,744  | 4,530  | 5,482  |
| 应付账款           | 1,042  | 1,341  | 1,704  | 2,121  |
| 其他应付款项         | 2,631  | 3,193  | 3,725  | 4,214  |
| 其他             | 672    | 664    | 657    | 651    |
| <b>非流动负债</b>   | 2,536  | 2,211  | 1,963  | 1,785  |
| 长期借款           | 1,716  | 1,390  | 1,126  | 912    |
| 其他             | 820    | 821    | 837    | 873    |
| <b>负债合计</b>    | 9,974  | 11,152 | 12,580 | 14,253 |
| 股本             | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 资本公积           | 13,030 | 16,276 | 20,805 | 26,568 |
| 少数股东权益         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>股东权益合计</b>  | 13,030 | 16,276 | 20,805 | 26,568 |
| <b>负债及权益合计</b> | 23,004 | 27,428 | 33,385 | 40,821 |

## 现金流量表

单位:百万元

| 会计年度              | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 除税前溢利             | 5,683  | 7,877  | 10,867 | 13,823 |
| 折旧和摊销             | 181    | 279    | 364    | 448    |
| 资产减值准备            | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 利息收入              | -163   | -335   | -410   | -491   |
| 其他                | 190    | 0      | 0      | 0      |
| 财务费用              | 73     | 95     | 140    | 148    |
| 投资损失              | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营运资金的变动           | 562    | 482    | 362    | 433    |
| 所得税               | -1,345 | -2,466 | -3,318 | -4,218 |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 5,181  | 5,932  | 8,005  | 10,143 |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -5,515 | -3,083 | -3,475 | -3,838 |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 4,123  | -1,633 | -2,254 | -2,784 |
| 现金净变动             | 3,789  | 1,216  | 2,276  | 3,521  |
| 现金的期初余额           | 3,589  | 7,377  | 8,593  | 10,869 |
| 现金的期末余额           | 7,377  | 8,593  | 10,869 | 14,390 |

## 利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 13,722 | 18,535 | 24,790 | 31,401 |
| 营业成本            | 4,112  | 5,322  | 6,774  | 8,427  |
| 毛利              | 9,610  | 13,212 | 18,017 | 22,974 |
| 销售费用            | 3,848  | 5,145  | 7,318  | 9,366  |
| 管理费用            | 913    | 1,313  | 1,413  | 1,806  |
| 财务费用            | 73     | 95     | 140    | 148    |
| 投资收益            | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>营业利润</b>     | 4,776  | 6,659  | 9,145  | 11,653 |
| 营业外收入           | 977    | 1,506  | 1,848  | 2,330  |
| 营业外支出           | 70     | 288    | 126    | 159    |
| <b>利润总额</b>     | 5,683  | 7,877  | 10,867 | 13,823 |
| 所得税             | 1,748  | 2,466  | 3,318  | 4,218  |
| 净利润             | 3,935  | 5,410  | 7,549  | 9,605  |
| 少数股东损益          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>归属母公司净利润</b> | 3,935  | 5,410  | 7,549  | 9,605  |
| <b>EPS(元)</b>   | 0.48   | 0.61   | 0.85   | 1.08   |

## 主要财务比率

| 会计年度           | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |       |       |       |       |
| 营业收入增长率        | 32.0% | 35.1% | 33.8% | 26.7% |
| 营业利润增长率        | 77.2% | 38.5% | 38.1% | 26.9% |
| 净利润增长率         | 75.5% | 37.5% | 39.5% | 27.2% |
| <b>盈利能力(%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率            | 70.0% | 71.3% | 72.7% | 73.2% |
| 净利率            | 28.7% | 29.2% | 30.5% | 30.6% |
| ROE            | 41.8% | 36.9% | 40.7% | 40.5% |

## 偿债能力(%)

|              |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>资产负债率</b> | 43.4% | 40.7% | 37.7% | 34.9% |
| 流动比率         | 2.32  | 2.24  | 2.28  | 2.39  |
| 速动比率         | 2.23  | 2.16  | 2.20  | 2.31  |

## 营运能力(次)

|         |      |      |      |      |
|---------|------|------|------|------|
| 资产周转率   | 0.79 | 0.74 | 0.82 | 0.85 |
| 应收帐款周转率 | 6.11 | 7.44 | 8.33 | 8.91 |

## 每股资料(元)

|        |      |      |      |      |
|--------|------|------|------|------|
| 每股收益   | 0.48 | 0.61 | 0.85 | 1.08 |
| 每股经营现金 | 0.58 | 0.66 | 0.90 | 1.14 |
| 每股净资产  | 1.46 | 1.82 | 2.33 | 2.97 |

## 估值比率(倍)

|    |      |      |      |      |
|----|------|------|------|------|
| PE | 33.9 | 27.0 | 19.4 | 15.2 |
| PB | 11.2 | 9.0  | 7.0  | 5.5  |

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   | 类别   | 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12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%                                     |
|   |      | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间                                 |
|   |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间                                 |
|   |      | 减持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%                                     |
|   |      | 无评级  | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
|   | 行业评级 | 推荐   | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数  |
|   |      | 中性   | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平                                       |
|   |      | 回避   | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数  |

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.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。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限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。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。

## 特别声明

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。