



中国 婴儿配方奶

新生儿减少和竞争激烈令2019年形势严峻；仍建议审慎选股，买入A2M和H&H国际控股

近期有报道称中国2018年出生人口数量大幅下降（我们估算新生儿人数同比下降7-13%至约1,500万-1,600万）。这意味着中国新出生人口数量可能降至1961年以来的最低水平。全面二胎政策影响消退以及人口结构趋于不利可能令中国出生人口数量进一步承压。有鉴于此，我们下调了婴儿配方奶行业的销量增速预测，并预计2019-20年整体行业竞争依然激烈。

尽管前景不容乐观，许多国内和跨国企业仍为2019年设定了雄心勃勃的增长目标。我们认为关键在于消费升级和大企业市场份额的进一步扩张，这其中依然蕴含着一定的增长机会。我们更新了对中国配方奶相关企业的预测，维持对于A2M和H&H国际控股的买入评级以及对于达能的卖出评级。

生育率降低影响行业，但审慎选股机会犹存

2018年中国出生人口大幅下降；前景不容乐观

近期凤凰网（1月11日）和新浪网（12月25日）等媒体报道称，中国2018年出生人口数量大幅下降（我们估算新生儿人数同比下降7-13%至约1,500万-1,600万）。虽然官方数据尚未公布，但上半年各地区新生儿人数的平均下降了10-20%。

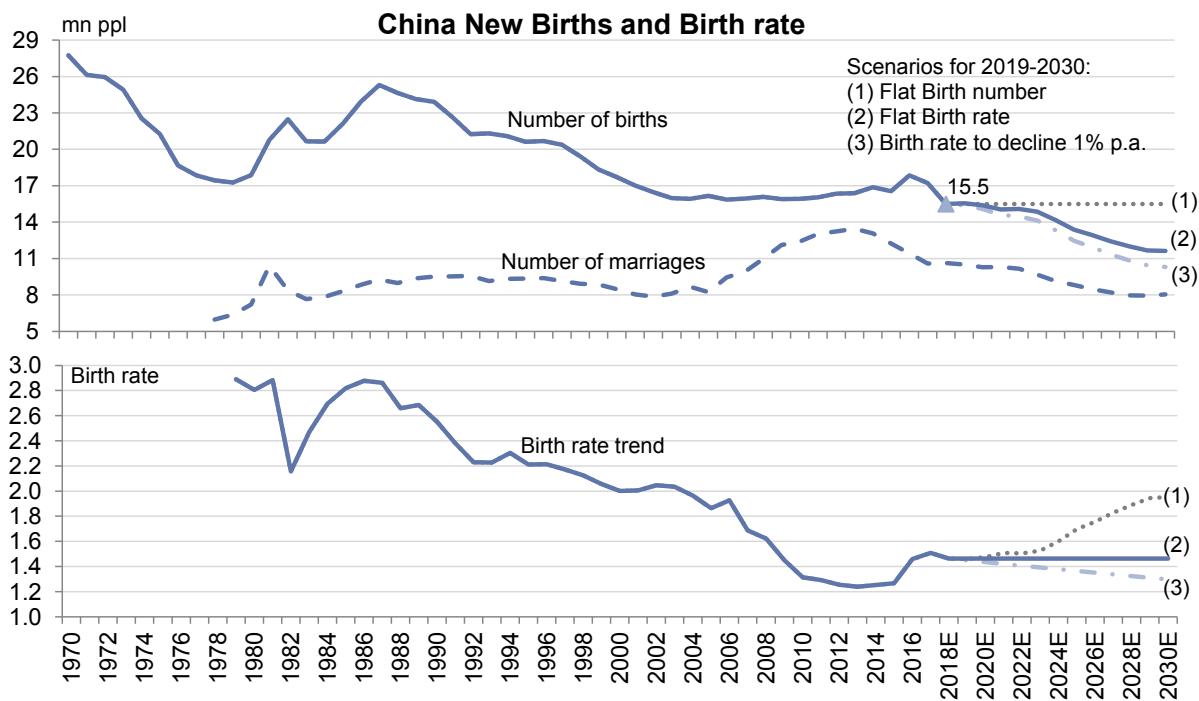
我们认为出生人数减少主要是因为二胎政策的提振作用较之2016-17年消退。在中国政府全面放开二胎政策后，二胎出生人口在2016-17年上升，但我们认为累积需求已基本释放。与此同时，一胎实际出生率大幅下降，反映出居民对于教育和生活成本上升的焦虑情绪日益严重。

如果我们假设2018年出生人口为1,550万人，则隐含生育率约为1.4，接近亚洲发达国家水平。展望未来，中国统计局数据显示，年龄介于23-33岁的已婚女性人数可能在未来三年进一步减少，意味着生育率前景不利。图表1的情景分析显示，如果生育率持平（情景2），则到2030年出生人口数量将降至约1,100万人，隐含年均复合降幅为2.4%；如果生育率每年进一步下降1%（情景3），则到2030年出生人口数量将降至约1,000万人。

廖绪发, CFA (分析师)

执业证书编号:S1420510120006
+86(21)2401-8902 | xufa.liao@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

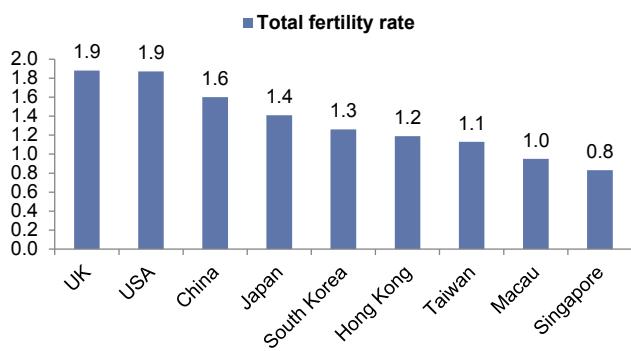
图表 1: 我们的情景分析显示, 未来十年中国新出生人口很可能减少
中国出生人口和生育率 vs. 已婚人口数



Birth rate is number of births / number of marriages.

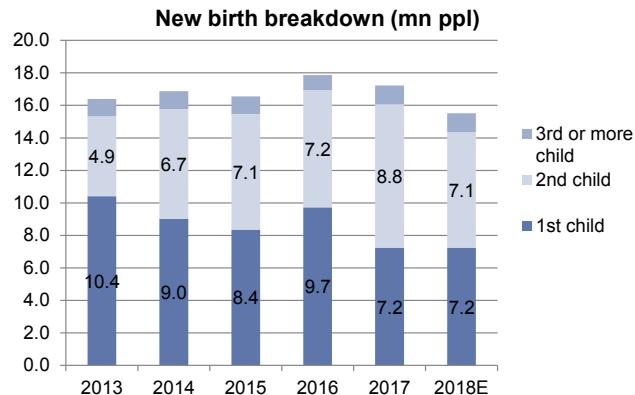
资料来源: 统计局、高盛全球投资研究

图表 2: 2017年中国生育率仅为1.6
生育率 (2017年)



资料来源: 中情局

图表 3: 我们预计2018年出生人口数量将因为二胎减少而受到
拖累
出生人口数量



资料来源: 统计局、高盛全球投资研究

图表 4: 省级数据显示, 2018年上半年新出生人口数降幅超过了15%

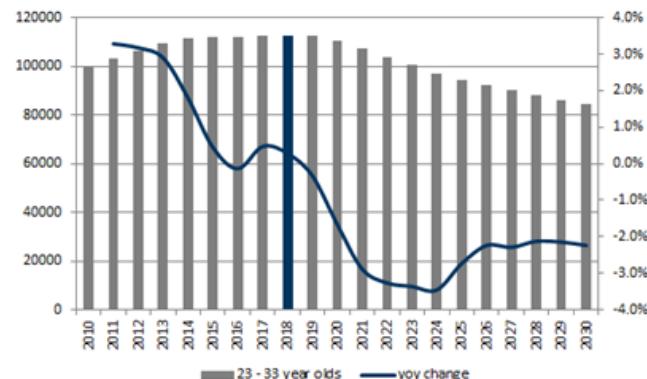
1H18 birth rate

Shandong Yantai	-16%
Shandong Weifang	-18%
Shandong Zibo	-20%
Shandong Dezhou	-22%
Fujian Huian	-19%
Zhejiang Jinhua	-18%
Jinhua - second child	-24%
Jiangsu	-dd
Tianjin	decline
Guizhou	decline

Note: dd means double digits

资料来源: 各省统计局

图表 5: 到2030年, 年龄介于23-33岁的女性人口数量将走低
23-33岁女性人数



资料来源: Euromonitor

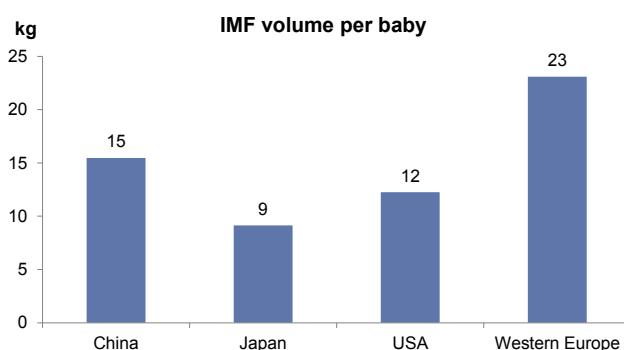
下调婴儿配方奶预测: 销量压力从2019年开始显现, 消费升级趋势未改

考虑到出生人口下降, 我们现在预计2019年婴儿配方奶销量基本持平(0.5%)、2020年销量下降2%。由于婴儿配方奶的消费主体是1-3岁婴幼儿, 出生人口对于此类产品销量增长的影响存在滞后, 我们预计2020年销量将低于2019年。由于目前单位消费量已处在相对较高的水平, 因此我们预计未来三年渗透率升幅将放缓。

但是, 我们认为消费高端化/产品结构升级将继续推动行业增长。在过去两年中, 高档婴儿配方奶在整体市场中的份额已从2016年的12%升至23%, 而且增速仍高于其他子类别。

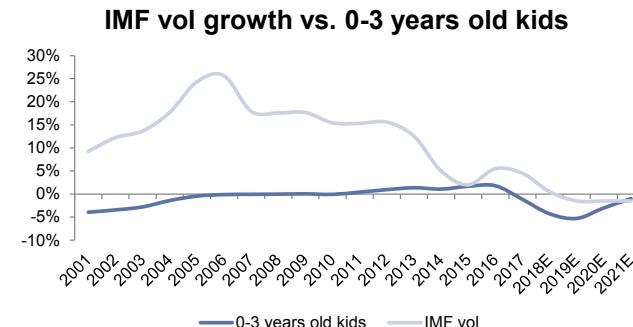
虽然中国婴儿配方奶价格高于全球, 但是我们认为中国家长仍愿为购买婴儿配方奶支付溢价, 特别是在网购渗透率相对不高的低线城市。在高端领域中, 有机奶、A2蛋白奶和羊奶销售也稳健增长, 反映出居民改善营养的需求。

图表 6: 与其他国家相比, 中国婴儿配方奶的渗透率不算很低
每位婴儿的消费量



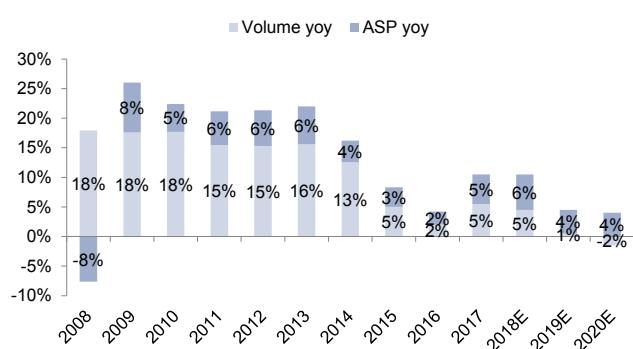
资料来源: Euromonitor

图表 7: 我们预计婴儿配方奶销量将下降, 但渗透率上升将带来一定缓冲



资料来源: 统计局、高盛全球投资研究、Euromonitor

图表 8: 我们预计消费升级将带动行业增长



资料来源: Euromonitor、高盛全球投资研究

图表 10: 高端和超高端产品继续扩大市场份额



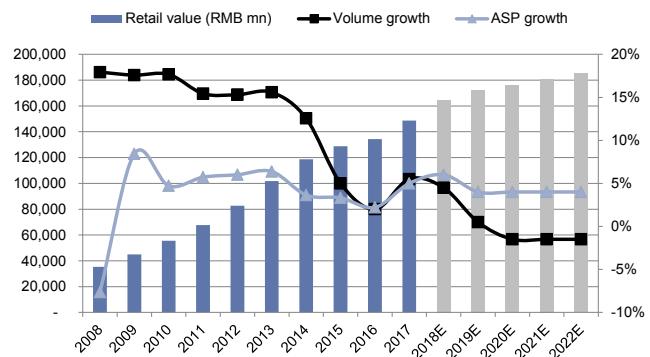
资料来源: 尼尔森

2019年竞争依然激烈，扩大低线城市市场份额是重点所在

2018年多数国内企业都实现了强劲的销售增长，得益于新包装产品上量/分销，以及低线城市杂牌小企业退出市场。此外，母婴店仍是一个主要增长引擎，在消费者更青睐店内体验的低线城市尤其如此。

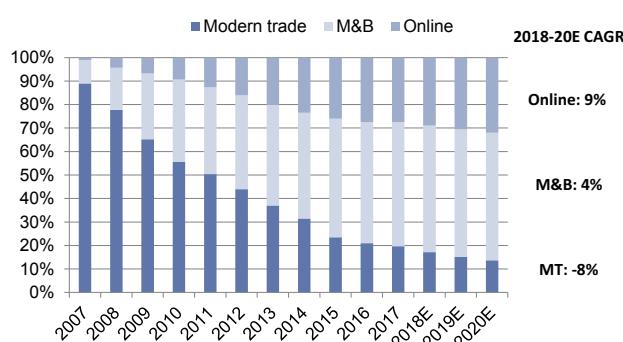
许多企业都为2019年设定了雄心勃勃的销售目标，例如雅士利/合生元/澳优乳业分别计划同比增长20%/10%/超过10%。国际品牌还在积极扩张低线城市市场，可能推动2019年竞争升温。

我们认为在国内品牌中，较多涉足母婴店渠道和高端领域的品牌有望实现更快的销售增长。

图表 9: 我们预计市场增速放缓，增长主要来自均价提升
中国婴儿配方奶市场预测

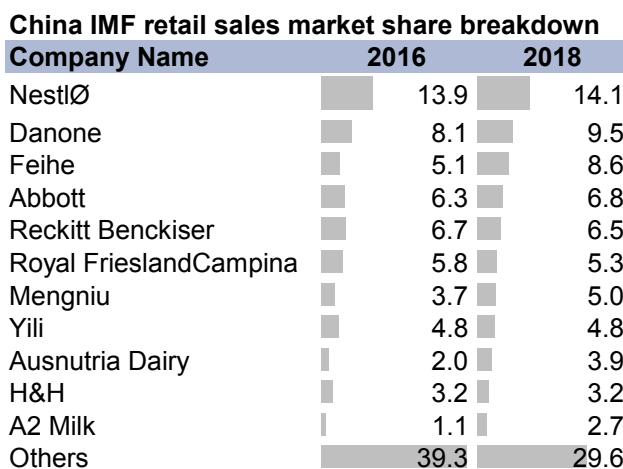
资料来源: Euromonitor、高盛全球投资研究

图表 11: 我们预计母婴店和线上渠道增幅将保持在百分比个位数中高端



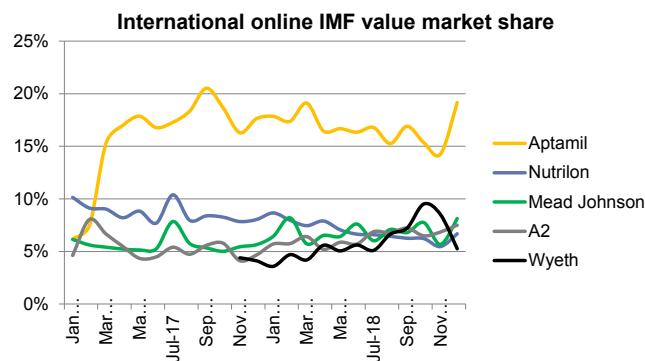
资料来源: Euromonitor、高盛全球投资研究

图表 13: 过去两年市场快速整合
配方奶市场份额, 2018年vs. 2016年



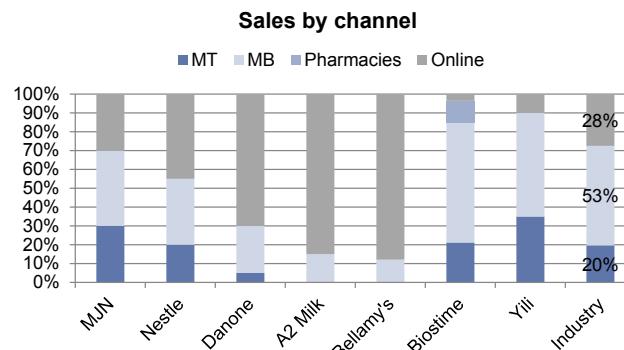
资料来源: Euromonitor

图表 15: 爱他美的线上渠道份额仍遥遥领先



资料来源: 淘宝网、天猫、淘数据

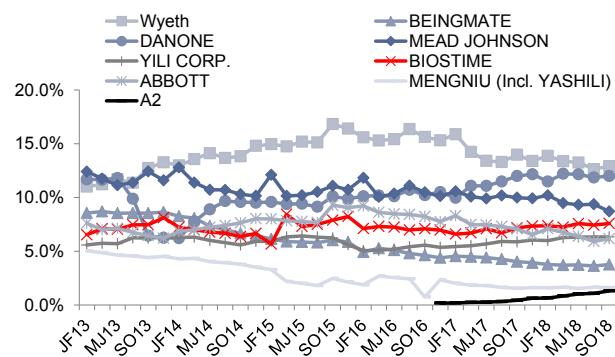
图表 12: 伊利与合生元的收入主要来自母婴店, 而A2M和贝拉米的销售主要来自线上渠道
各渠道销售占比, 2017年



Note: Our channel breakdown is estimated based on total China sales from Euromonitor, and sales of modern trade and mom & baby stores sales are provided by Nielsen.

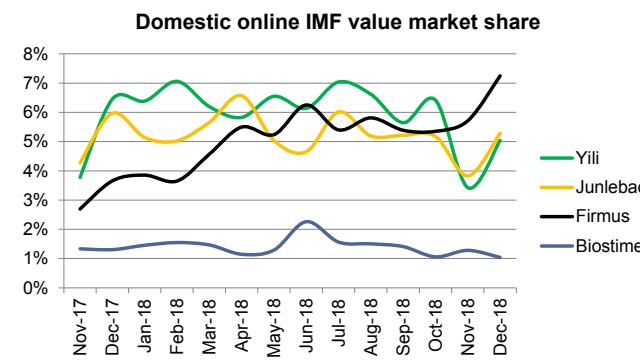
资料来源: 尼尔森、Euromonitor、公司数据、天猫、高盛全球投资研究

图表 14: A2、合生元、达能和伊利的线下市场份额持续扩张
线下市场份额 (现代贸易和母婴店渠道合计)



资料来源: 尼尔森

图表 16: 近期飞鹤奶粉市场份额显著提高



资料来源: 淘宝网、天猫、淘数据

图表 17: 2018年国内领军企业可能实现了强劲增长
国内品牌婴儿配方奶粉销售情况, 2018年

Local IMF players

	2018E sales (RMB bn)	2018 YoY
Firmus	10.0	37%
Yili	7.5	17%
Ausnutria	5.4	36%
Biostime	4.4	19%
Junlebao	4.0	60%
Yashili	3.0	33%

Note: Ausnutria is Group sales based on Bloomberg estimates. Junlebao and Firmus sales and yoy growth are based on company announcements in news reports Sohu.com, Nov 2018.

资料来源: 彭博、搜狐网、公司数据、高盛全球投资研究

图表 18: 主要单品价格比较

Company Pricing (Rmb/can, 900ml)	A2M A2 Zhichu 428	Bellamy's Bellamy's Organic 400	MJN Enfinitas 464	Danone Aptamil Profutura 365	Nestle Illuma 399	Friso SMA 338	Biostime Paixing 378	Yili	Yashili Jingpo 368	Ausnutria Kabrita 369	Allnutria 448
Super-premium											
Premium					S-26 Ultima 262	Frisolac 292	Beitaxing 298	Pro-kido Ruihu 328	Qinershuo 298	Pro-kido Zhenhu 319	Qinershi 288
Mid-end	A2 Platinum 210	Bellamy's Organic 179	Enfamil 224	Aptamil Pronutra 220	Nan 225		Alpaxing 238	Pro-kido 172	Super Alpha 248		

Note: SKUs with black borders are the top sellers of the brands.

资料来源: 天猫、京东

更新H&H国际控股、伊利和蒙牛乳业的预测和目标价格

伊利 (600887.SS): 我们将2019-2020年每股盈利预测微调了-1%至-2%, 主要计入2019年之后婴儿配方奶销售走低的影响。因此, 我们将12个月目标价格从29.0元下调至28.3元, 目标市盈率倍数保持不变。我们维持对于伊利的买入评级, 因为公司稳健扩大液态奶市场份额, 而且减价促销降温也带动公司利润率改善。

蒙牛乳业 (2319.HK): 我们将2018-2020年每股盈利预测调整了+0.5%至-2%, 主要计入2019年之后婴儿配方奶销售走低的影响。因此, 我们将12个月目标价格从24.5港元下调至24.2港元, 目标市盈率倍数保持不变。我们认为蒙牛乳业2019年仍将进一步扩大市场份额并提高利润率, 但是我们维持对该股的中性评级, 因为与该股当前估值 (对应21倍2019年预期市盈率) 与历史/同业 (均为19倍) 相比处在合理水平。

H&H国际控股 (1112.HK): 我们将2019-2020年每股盈利预测调整了-3%至0%，主要计入婴儿配方奶销售走低的影响。因此，我们将12个月目标价格从66.2港元下调至65.1港元，目标市盈率倍数保持不变。我们维持对该股的买入评级，因为公司的成人营养护理用品板块快速增长、婴儿营养产品表现稳健而且估值（对应14倍2019年市盈率）较同业（19倍）具有吸引力。

图表 19: 我们微调了对于伊利、H&H和蒙牛的预测，以计入婴儿配方奶销售预测走低的影响
新预测 vs. 原预测

Company	Rating	Price	Target price			EPS change		
			new	old	change	2018E	2019E	2020E
Yili	Buy	Rmb 23.5	28.3	29.0	-2%	0.0%	-1.0%	-1.9%
H&H	Buy	HK\$ 45.0	65.1	66.2	-2%	-0.3%	-1.7%	-2.5%
Mengniu	Neutral	HK\$ 24.8	24.2	24.5	-1%	0.5%	-1.5%	-2.2%

资料来源: Datastream、高盛全球投资研究

图表 20: 风险和估值方法

Ticker	Company	Valuation	Risks
600887 CH	Yili	Unchanged 23X 2019E PE	Higher spending on A&P and price rebates, weaker-than expected liquid milk sales from competition, unfavorable M&A.
2319 HK	Mengniu	Unchanged 22X 2019E PE	Higher/lower than expected liquid milk sales, faster than expected margin recovery, intense competition, IMF slowdown.
1112 HK	H&H	Unchanged 22X 2019E PE	Weaker than expected Swisse/IMF sales/margins from competition, visibility on Swisse China FCF contribution beyond 2020.

资料来源: 高盛全球投资研究

A2 Milk (A2M.AX/ATM.NZ): 品牌势头强劲，重申买入评级

A2M: 市场份额增长具有吸引力，维持买入评级

虽然中国生育率走低意味着竞争环境可能更趋严酷，但我们仍对A2M在中国的品牌发展势头以及市场份额增长持乐观看法，因为该公司产品独具特色、品牌实力强劲，而且立足于高端/超高端市场。由于2019年将是一个再投资之年，公司在中国拿出了很多品牌创意和营销措施，并在中国开发了新的区域市场，我们预计品牌A2M势头将保持强劲。

近期我们的天猫/淘宝追踪指标数据显示A2M势头保持稳健。截至2018年12月份的三个月滚动销售同比增速从此前两个月的51%/17%提高至86%。此外，我们基于澳大利亚代购及淘宝的调研显示价格走势强劲，表明需求依然旺盛。

由于数据走强，我们将A2M 2019-2021财年预测上调了+2%至+4%，将12个月目标价格上调4%至13.00澳元。重申买入评级。我们认为该股估值具有吸引力。A2M当前股价对应26.9倍2019财年预期市盈率（经2019财年现金以及A2M持股SM1.AX 17.8%调整），隐含的2018-2021财年每股盈利预测年均复合增长率为28%。

A2M拥有品牌实力，市场份额改善

天猫/淘宝数据显示，最近数月A2M趋势改善：2018年12月份A2M在天猫和淘宝上的总体销售增长了163.9%，3个月和6个月滚动增幅分别为86%和41%。相较而言，2018年12月份婴儿配方奶整体品类同比增幅为74%，3个月和6个月滚动增幅分别为26%和1%。我们看到，最近数月天猫和淘宝上A2M同比增速也有所加快（见图表21）。天猫和淘宝上A2M在整体品类中的3个月滚动份额从2018年7月份的6.1%升至2018年12月份的6.9%。

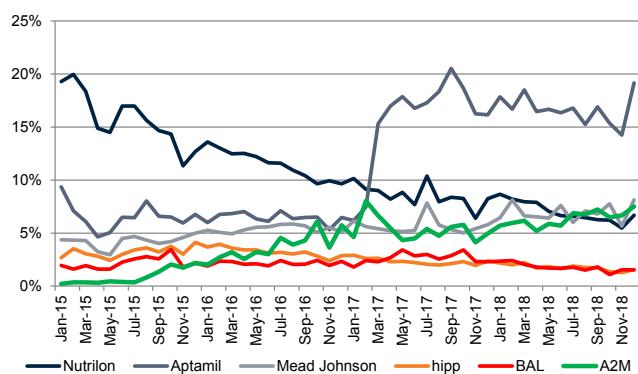
价格走势显示需求保持旺盛

我们近期的渠道调研显示，A2M婴儿配方奶产品的价格十分坚挺。我们在淘宝上看到，A2白金版三段奶粉每罐售价约为人民币220元至230元，而2018年6月份供应更加充裕时售价约为每罐人民币170元。

我们在走访代购/礼品店时了解到，这些商店出售的A2白金版三段奶粉的标价为每罐38-40澳元，2018年6月份时零售价为每罐33澳元。当前售价大幅高于澳洲零售商（如Woolworths和Chemist Warehouse）每罐30澳元的标价，表明消费者对于澳洲代购A2白金版奶粉的需求依然强劲。

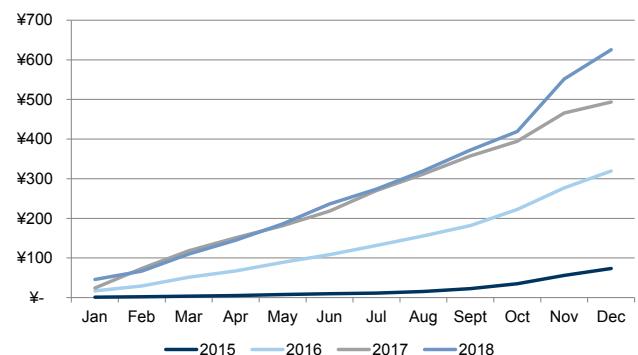
上述价格涨幅与我们从淘宝上了解到的平均售价走势（自2018年7月份低点以来的涨幅为19%）相一致。

图表 21: 最近数月A2M市场份额持续增长
天猫/淘宝: 婴儿配方奶市场份额



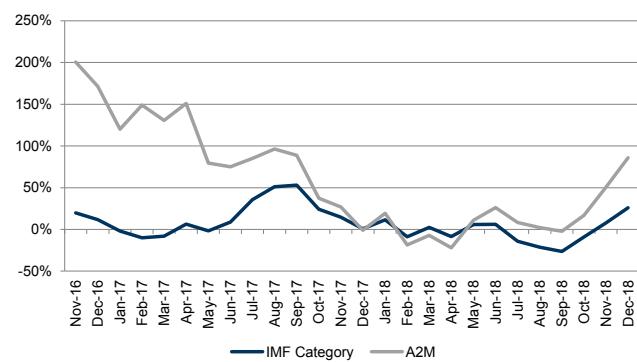
资料来源：淘数据、天猫、淘宝网

图表 23: 近期A2M的月度走势
A2M累计月度销售（单位：人民币百万元），2015-2018年



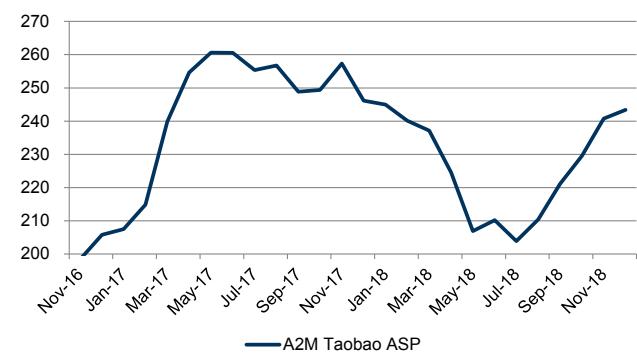
资料来源：淘数据、天猫、淘宝网

图表 22: 最近数月A2M销售增速已超过整体品类
3个月销售同比增速(%)



资料来源：淘数据、天猫、淘宝网

图表 24: 随着需求改善，A2M价格走强
淘宝A2白金版配方奶粉平均售价



资料来源：淘数据、天猫、淘宝网

品牌知名度上升带动市场份额增长

基于我们对国内多家零售网站、消费者点评网站和论坛的分析，我们预计A2M在消费者中品牌知名度的上升将推动其中国市场份额持续增长。消费者点评和反馈信息的要点如下：

- 品牌声誉良好：大量点评显示，消费者最看重的A2M卖点是，受到消费者青睐、产品定位高端以及风靡澳洲本土等。良好口碑一直是品牌知名度上升的一项关键因素。
- 营养价值高：消费者评论显示，A2M婴儿配方奶以其营养价值而受到青睐，并在同类产品中以只含有a2蛋白的首发婴儿配方奶品牌而著称。
- 独具卖点，有助消化：我们看到消费者对A2M婴儿配方奶粉有助消化、有益健康以及品质稳定的特点给予了积极评价。评论中也常见关于婴儿反应良好的反馈。

图表 25: 我们在众多国内网站上看到，有益健康、品牌声誉佳以及口感良好是常见的积极反馈
我们从多家国内主要零售网站和点评网站上看到的评论信息概要

Source	Platform type	Category (keyword)	Comment
Tmall	Sales	Health	"It is good for baby's digestion"
Tmall	Sales	Taste	"The taste is close to breastmilk"
Tmall	Sales	Texture	"Easy to mix, powder is fine and smooth"
Tmall	Sales	Brand reputation	"a trusted brand"
Tmall	Sales	Brand reputation	"recommended by friends"
JD	Sales	Taste	"Baby really like the taste, would not drink other brands"
JD	Sales	Health	"immune system seems to have improved too"
JD	Sales	Health	"health is great"
Little Red Book	Review	Health	"The chances of having an allergy when switching is relatively smaller"
Little Red Book	Review	Brand reputation	"it is the most expensive baby formula in Australia – Australia is known to everyone as the most natural, non-polluted, known for quality taste, high quality, safe and nutrition. We trust Australian food because Australian government specifically restrict the use of antibiotics and hormones in the food of milk cows."
Little Red Book	Review	Brand reputation	"it uses the best cows"
Little Red Book	Review	Health	"after using a2, compare to others, my baby's health and digestive system appears to be better, we rarely go to the hospital"
Little Red Book	Review	Brand reputation	"it is so hard to buy (must be good)"
Little Red Book	Review	Health	"after using a2, all the health checks at the hospital has been really good."
Little Red Book	Review	Taste	"my baby really likes it"
ZhiHu	Q&A	Health	"it has Omega3 which assist with the development of brain and eyes, this minimize the uses of supplements"
ZhiHu	Q&A	Health	"it has more nutrients than others"
ZhiHu	Q&A	Health	"my daughter uses a2, hasn't gotten sick or any digestive problems"
Huasheng News/SoHu	Review	Brand reputation	"even though the history is not as long as other, in the recent years, feedback and reviews has been really good"
Huasheng News/SoHu	Review	Brand reputation	"it is popular in Australia too"

资料来源：天猫、京东、知乎、搜狐、小红书，由高盛全球投资研究汇编

盈利预测和估值调整

基于近期数据和渠道调研，我们将2019财年EBITDA预测上调了4%，以主要反映我们销售假设的上调以及EBITDA利润率预测的小幅上调（我们目前假设EBITDA利润率为31.3%，而2018财年EBITDA利润率为30.7%）。我们还上调了2120/21财年预测，上调幅度相对较小，为2.5%/2.0%，主要因为我们对于未来年份市场增速的看法相对保守。

调整每股盈利预测后，我们将12个月目标价格上调了4%/2%至13.00澳元/13.70新西兰元。我们的12个月目标价格仍基于85%的基本面估值（贴现现金流估值和EV/EBITDA估值的权重相同[18.2倍2019年预期EV/EBITDA基较同业溢价20%，并基于2020年预期EBITDA]）和15%的并购估值（18.8倍的EV/EBITDA，基于2021年预期EBITDA）。

图表 26: 我们将A2M的2019-21财年每股盈利预测上调了4%/3%/2%
盈利预测和估值调整

	NPAT (NZ\$ mn)			EPS (NZ¢)			DPS (NZ¢)	
	Old	New	% Chg	Old	New	% Chg	Old	New
FY18A	195.7	195.7	0.0%	26.3	26.3	0.0%	0.0	0.0
FY19E	268.9	280.7	4.4%	36.1	37.6	4.4%	0.0	0.0
FY20E	340.4	349.0	2.5%	45.7	46.8	2.5%	18.3	18.7
FY21E	401.1	409.3	2.0%	53.8	54.9	2.0%	53.8	54.9
CAGR ('18-'21)	n/a	57%		n/a	56%		n/a	n/a
				Old	New	% Chg		
Target price (A\$/share):				12.50	13.00	4.0%		

资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

主要风险：中国跨境电商增速弱于预期；执行风险，特别是在中国线下渠道；监管风险。

图表 27: 财务数据概要: A2M (百万新西兰元)

Profit model (NZ\$ mn)	6/18	6/19E	6/20E	6/21E	Balance sheet (NZ\$ mn)	6/18	6/19E	6/20E	6/21E
Total revenue	922.4	1,288.0	1,528.5	1,722.5	Cash & equivalents	340.5	440.0	689.0	829.7
Cost of goods sold	(458.0)	(616.7)	(729.7)	(822.4)	Accounts receivable	65.5	91.5	108.5	120.6
SG&A	(181.6)	(268.5)	733.3	826.5	Inventory	64.1	103.0	152.9	172.2
R&D	0.0	0.0	0.0	0.0	Other current assets	36.0	36.0	36.0	36.0
Other operating profit/(expense)	0.3	0.3	0.3	0.3	Total current assets	506.1	670.5	986.4	1,158.5
EBITDA	283.0	403.2	501.3	580.9	Net PP&E	9.7	172.0	172.6	173.2
Depreciation & amortization	(2.2)	(3.0)	(3.6)	(4.1)	Net intangibles	15.1	15.1	15.1	15.1
EBIT	280.9	400.1	497.7	576.8	Total investments	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest income	2.4	6.1	8.0	7.9	Other long-term assets	191.7	191.7	191.7	191.7
Interest expense	0.0	0.0	0.0	0.0	Total assets	722.6	1,049.3	1,365.8	1,538.6
Income/(loss) from uncons. subs.	--	--	--	--					
Others	0.0	0.0	0.0	0.0	Accounts payable	116.2	162.3	192.6	217.0
Pretax profits	283.2	406.3	505.7	584.7	Short-term debt	--	--	--	--
Income tax	(87.5)	(125.6)	(156.7)	(175.4)	Other current liabilities	50.6	50.6	127.3	275.7
Minorities	--	--	--	--	Total current liabilities	166.7	212.8	319.9	492.7
Net income pre-preferred dividends	195.7	280.7	349.0	409.3	Long-term debt	--	--	--	--
Preferred dividends	--	--	--	--	Other long-term liabilities	0.1	0.1	0.1	0.1
Net income (pre-exceptionals)	195.7	280.7	349.0	409.3	Total long-term liabilities	0.1	0.1	0.1	0.1
Post-tax exceptionals	--	--	--	--	Total liabilities	166.9	212.9	320.0	492.8
Net income	195.7	280.7	349.0	409.3	Preferred shares	--	--	--	--
EPS (basic, pre-except) (NZ\$)	0.26	0.38	0.47	0.55	Total common equity	555.7	836.4	1,045.8	1,045.8
EPS (basic, post-except) (NZ\$)	0.26	0.38	0.47	0.55	Minority interest	--	--	--	--
EPS (diluted, post-except) (NZ\$)	0.26	0.38	0.47	0.55	Total liabilities & equity	722.6	1,049.3	1,365.8	1,538.6
DPS (NZ\$)	0.00	0.00	0.19	0.55	BVPS (NZ\$)	0.76	1.14	1.43	1.43
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	40.0	100.0					
Free cash flow yield (%)	3.4	3.1	3.7	4.8					
Growth & margins (%)	6/18	6/19E	6/20E	6/21E					
Sales growth	67.9	39.6	18.7	12.7					
EBITDA growth	100.5	42.4	24.3	15.9					
EBIT growth	102.8	42.5	24.4	15.9					
Net income growth	115.9	43.4	24.3	17.3					
EPS growth	114.0	43.1	24.3	17.3					
Gross margin	50.3	52.1	52.3	52.3					
EBITDA margin	30.7	31.3	32.8	33.7					
EBIT margin	30.5	31.1	32.6	33.5					
Cash flow statement (NZ\$ mn)	6/18	6/19E	6/20E	6/21E					
Net income pre-preferred dividends	195.7	280.7	349.0	409.3					
D&A add-back	2.2	3.0	3.6	4.1					
Minorities interests add-back	--	--	--	--					
Net (inc)/dec working capital	15.0	(18.8)	(36.6)	(7.0)					
Other operating cash flow	18.2	--	--	--					
Cash flow from operations	231.1	264.9	316.0	406.4					
Capital expenditures	(4.8)	(3.5)	(4.2)	(4.7)					
Acquisitions	(16.1)	--	--	--					
Divestitures	--	--	--	--					
Others	--	(161.8)	--	--					
Cash flow from investments	(20.9)	(165.3)	(4.2)	(4.7)					
Dividends paid (common & pref)	0.0	0.0	(62.8)	(261.0)					
Inc/(dec) in debt	--	--	--	--					
Common stock issuance (repurchase)	7.3	--	--	--					
Other financing cash flows	0.0	--	--	--					
Cash flow from financing	7.3	0.0	(62.8)	(261.0)					
Total cash flow	219.4	99.6	249.0	140.7					

Note: Last actual year may include reported and estimated data.

Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates.

资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

高华证券感谢高盛分析师孔令侃, CFA、Aaron Yeoh, CFA和李雨晴在本报告中的贡献。

信息披露附录

申明

本人, 廖绪发, CFA, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外, 本人薪金的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成, 以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化, 但标准方法如下:

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较, 如每股盈利、EBITDA 和收入等。回报是各项资本回报指标一年预测的加总, 如CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。估值倍数根据一年预期估值比率综合计算, 如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。波动性根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

并购评分

在我们的全球覆盖范围内, 我们使用并购框架来分析股票, 综合考虑定性和定量因素 (各行业和地区可能会有所不同) 以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分, 其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%), 2分代表概率为中等(15%-30%), 3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司, 我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大, 因此不予体现在我们的目标价格当中, 分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库, 它可以用于对单一公司的深入分析, 或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对ESG (环境、社会和企业治理) 风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在这三方面表现的综合量化分析筛选而出。

相关的股票研究范围

廖绪发, CFA: A股传媒、A股食品饮料。

A股食品饮料: Anhui Gujing Distillery Co.、Jiangsu King's Luck Brewery、Jiangsu Yanghe、Kweichow Moutai、Luzhou Laojiao、Qinghai Huzhu Barley Wine Co.、Shanxi Xinghuacun Fen Wine、Sichuan Swellfun Co.、Tsingtao Brewery (A)、Wuliangye Yibin。

A股传媒: Alpha Group、Beijing Enlight Media Co.、Beijing Gehua CATV、Beijing Hualubaina Film & TV Co.、BlueFocus Communication、China South Publishing & Media、Focus Media Information Tech、Guangdong Advertising、Huayi Brothers Media、IMAX China Holding、Jiangsu Phoenix、Oriental Pearl、Ourpalm Co.、Wanda Film、Zhejiang Huace Film & TV。

信息披露

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司 (“高盛高华”) 与北京高华证券有限责任公司 (“高华证券”) 投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露: A2 Milk Co. (A\$11.21)、Health & Happiness Intl Holdings (HK\$43.00)、Mengniu Dairy (HK\$24.75)、Yili Industrial (Rmb23.19)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出: 分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级 (即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票) 的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单; 但是, 在某一特定分析师所覆盖行业中买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。此外, 每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单, 该名单以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报: 代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度, 包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级: 每个行业研究的所有股票名单可登陆<http://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和行业进行查询。分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及/或估值对研究对象的投资前景的看法。具吸引力(A): 未来12个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及/或估值。中性(N): 未来12个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及/或估值持平。谨慎(C): 未来12个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及/或估值。

暂无评级(NR): 在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下, 投资评级和目标价格已经根据高盛的政策予以除去。暂停评级(RS): 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。暂停研究(CS): 我们已经暂停对公司的研究。没有研究(NC): 我们没有对该公司进行研究。不存在或不适用(NA): 此资料不存在或不适用。无意义(NM): 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地根据适用的法律和法规对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2019年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。