

运动保健新龙头，大健康航母扬帆起航

——中小盘首次覆盖报告

伐谋-中小盘首次覆盖报告

孙金钜(分析师)

021-68866881

sunjinju@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010002

任浪(分析师)

021-68865595-232

renlang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010003

●运动保健新龙头，首次覆盖给予“强烈推荐”评级

公司通过并购 Kerr，已经变身为一家以运动保健品为核心的大健康企业。国内保健品市场在监管趋严的背景下正迎来变革，新型的运动营养和体重管理行业将迎来黄金发展期。我们认为 Kerr 公司北美地区经过一年半的经营调整期后将重回增长，同时国内有望借助“海外品牌+国内渠道”的模式实现国内运动保健新龙头的崛起。此外，大股东资金链风险已充分释放且正在逐步解决，公司未来有望迎来戴维斯双击。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 4.57/5.33/6.38 亿元，对应 EPS 为 0.59/0.69/0.83 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 为 13.4/11.5/9.6 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

●国内保健品行业迎变革，新型运动保健行业迎来黄金发展期

随着权健事件的发酵和对于医疗骗保的举报奖励，保健品行业迎来了政策的严监管，传统保健品发展遭遇瓶颈。全球对比来看，国内保健品人均消费仅 26 美元，与欧美日本等发达国家相比还有 5 倍以上的提升空间。目前行业的核心问题在于消费者对高品质保健品的需求和实际保健产品质量参差不齐以及虚假宣传之间的矛盾。海外对比来看，随着健康问题的凸显+运动健康意识增强+消费能力提升，新型的运动营养和体重管理是未来保健品的发展方向。尤其是运动营养领域，国内市场规模不到北美的 1/10，随着健身由专业向泛专业人士拓展和产品结构的进一步丰富，行业将迎来黄金发展期。

●北美市场恢复增长，国内市场快速增长，运动保健新龙头崛起

Kerr 被并购之后北美市场有一年半左右的经营调整期，2018 年三季度开始已重回增长轨道。国内市场凭借“海外品牌+国内渠道”模式，旗下 MuscleTech 已经成为运动营养品类的第一品牌。Kerr 拥有 4 大体重管理品牌和 7 大运动营养品牌，目前仅引入了 MuscleTech 和 Six Star 两大品牌，Hydroxycut 及 Purely Inspired 仍处于“蓝帽子”的审核过程之中，同时 Kerr 还在研发更适合泛专业人士的 RTD (即饮) 产品。未来随着更多王牌产品的引入，同时借助运动保健市场的快速发展，公司有望实现国内运动保健新龙头的崛起。

●风险提示：大股东质押风险进一步加剧；行业政策变动等。

强烈推荐(首次评级)

市场数据

时间 2019.02.15

收盘价(元):	7.98
一年最低/最高(元):	6.2/17.47
总股本(亿股):	7.71
总市值(亿元):	61.53
流通股本(亿股):	7.71
流通市值(亿元):	61.53
近 3 月换手率:	40.7%

中小盘研究团队

孙金钜(分析师): 021-68866881

证书编号: S0280518010002

任浪(分析师): 021-68865595-232

证书编号: S0280518010003

黄泽鹏(联系人): 021-68865595-202

证书编号: S0280118010039

黄麟(联系人): 0755-82291898

证书编号: S0280118040003

王宁(联系人): 010-83561000

证书编号: S0280118060020

韩东(联系人): 021-68865595-208

证书编号: S0280118050022

陆忆天(联系人): 021-68865595-203

证书编号: S0280118050001

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3375	5,618	5,748	6,259	6,986
增长率(%)	50.4	66.5	2.3	8.9	11.6
净利润(百万元)	134.8	343	457	533	638
增长率(%)	-7.8	154.6	33.1	16.7	19.7
毛利率(%)	29.3	35.6	36.9	37.9	39.2
净利率(%)	4.0	6.1	8.0	8.5	9.1
ROE(%)	5.7	14.3	15.0	15.7	16.0
EPS(摊薄/元)	0.17	0.45	0.59	0.69	0.83
P/E(倍)	45.58	17.9	13.4	11.5	9.6
P/B(倍)	3.20	2.7	2.2	1.9	1.6

目 录

1、并购 Kerr，大健康航母扬帆起航	4
1.1、并购 Kerr，进军运动保健（运动营养+体重管理）领域	4
1.2、“塑造中国健康食品第一品牌”，三步走战略清晰	5
2、保健品行业迎变革，运动保健行业迎来黄金发展期	5
2.1、传统保健品发展遇瓶颈，运动保健行业迎来黄金发展期	5
2.2、全球视角：运动营养+体重管理是未来保健品发展方向	7
3、海外品牌+国内渠道，打造国内运动保健龙头	10
3.1、品牌端：4大体重管理品牌，7大运动营养品牌	11
3.2、产品端：布局“3L”模式产品线，拓宽客户覆盖面	12
3.3、渠道端：国外积极开拓新市场，国内主攻线上知名电商	14
4、大股东资金链风险已充分释放，正在逐步解决	16
5、盈利与估值	18
5.1、关键假设	18
5.2、盈利预测与估值	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1：上市公司通过西王食品（青岛）间接持有 Kerr 的 65%股权	4
图 2：公司并购 Kerr 引入了 MuscleTech 等明星产品	5
图 3：2017 年公司运动保健收入占比达到 53%	5
图 4：公司形成了“运动保健+植物油”的双主业	5
图 5：三步走战略明晰，目标中国健康食品第一品牌	5
图 6：中国居民健康问题日益凸显	6
图 7：我国保健品行业持续保持 10%以上的快速发展	6
图 8：中国马拉松赛事场次和参赛人数均迎来了爆发	7
图 9：中国保健品人均消费还有巨大的提升空间	7
图 10：中国市场现阶段保健品中运动营养占比仅 0.5%	7
图 11：全球市场新兴塑身保健品消费占比已超过 15%	7
图 12：运动营养品产品种类、形态多元化，可满足消费者不同偏好需求	8
图 13：2018 年我国健身会员人数将超 1000 万	8
图 14：中国运动营养品市场规模 2022 年接近 40 亿元	9
图 15：北美运动营养品市场规模 2020 年达 105 亿美元	9
图 16：中国体重管理市场规模 2022 年将接近 200 亿元	9
图 17：北美体重管理市场规模 2020 年将达 47 亿美元	9
图 18：Kerr 被收购后经营进入了一定的调整期	10
图 19：Kerr 被收购之后净利润出现了一定的下滑	10
图 20：2008-2018 年，Kerr 在中国市场耕耘发展 10 年，销售业绩快速增长	11
图 21：Kerr 旗下四大核心品牌收入占比接近 95%	11
图 22：MuscleTech 在运动营养类已是国内第一品牌	13
图 23：布局“3L”模式产品线，拓宽客户覆盖面	13
图 24：Kerr 公司具备保持研发优势的四大支柱	14
图 25：Kerr 产品销售渠道以 FDMC 为主	14
图 26：Kerr 北美市场具备强大的线上线下分销渠道	14
图 27：西王保健品业务国内市场主攻线上知名电商，兼顾线下健身房资源	15

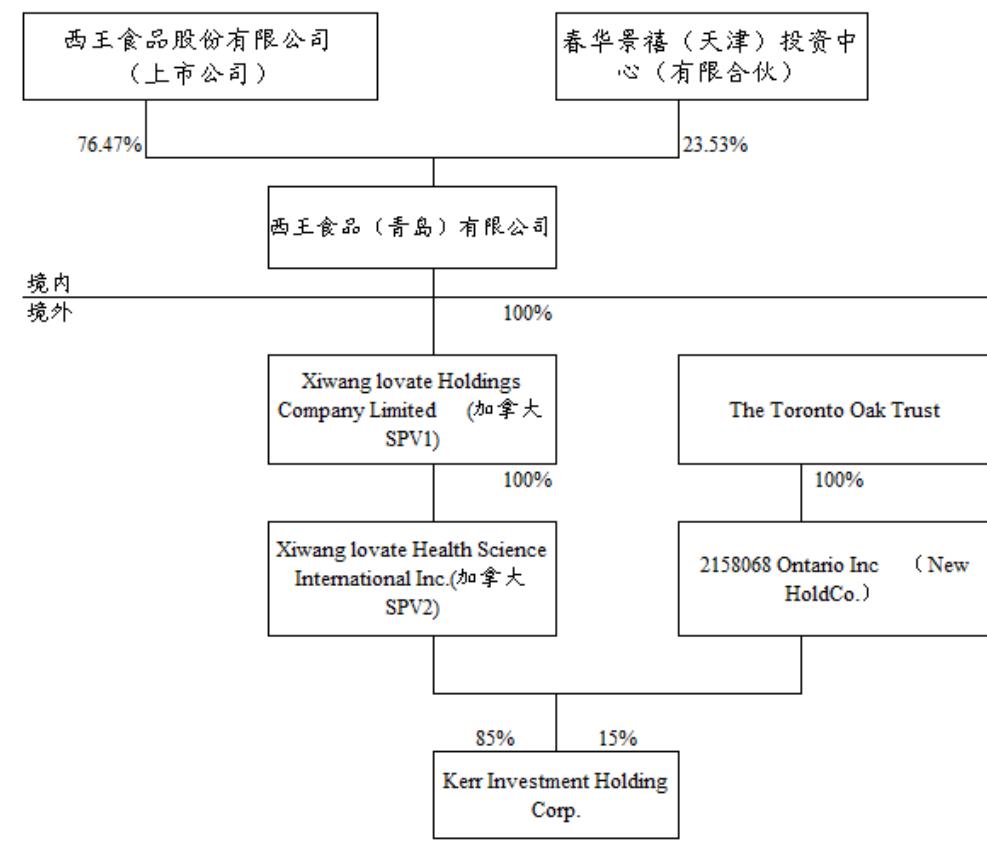
图 28: 中国运动营养品线上渠道占比已超线下	15
图 29: MuscleTech 与 Six Star 均已入驻天猫旗舰店	15
表 1: Kerr 公司旗下 4 大体重管理以及 7 大运动营养品牌	12
表 2: 公司大股东股权质押情况一览 (万股, 元/股, 亿元)	16
表 3: 核心假设表 (百万元)	18

1、并购 Kerr，大健康航母扬帆起航

1.1、并购 Kerr，进军运动保健（运动营养+体重管理）领域

收购北美运动营养品巨头 Kerr 公司，进军运动保健领域，同时致力开拓国内市场。为拓展业务，2016 年西王食品联合春华资本以 39 亿元收购北美知名保健品公司 Kerr 公司 80% 股权（100% 股权作价 48.75 亿元，剩余 20% 股权由西王食品后续分三年全部收购），正式进军运动健康领域。截至目前，上市公司已经完成了剩余 20% 中 5% 股份的收购。西王食品目前持有西王食品（青岛）76.47% 股权，西王食品（青岛）则持有 Kerr 85% 的股份，剩余 15% 的股份仍在按照承诺持续收购过程中。Kerr 公司在北美地区保健品市场深耕多年，旗下拥有 MuscleTech、Six Star 等 7 个运动营养品牌和 Hydroxycut 等 4 个体重管理品牌，具备强大的技术研发实力和品牌优势。运动营养方面，根据 AC 尼尔森研究数据，MuscleTech、Six Star 两款产品在美国运动营养产品市场 FDMC（食品店、药店）及沃尔玛等渠道中销售排名第一。体重管理产品方面，根据 AC 尼尔森研究数据，Hydroxycut 及 Purely Inspired 产品在美国体重管理产品市场 FDMC（食品店、药店）及沃尔玛等渠道销售排名分列第一、第二位，Hydroxycut 是过去十年北美最畅销的体重管理产品之一，累计销售量超 1 亿瓶。2017 年，公司已陆续接手 MuscleTech、Six Star 等明星产品在国内地区的销售业务，并对线上线下渠道进行整合，与国内主要线上经销商和线下健身房等展开多层次的合作。明星产品 MuscleTech 在国内新渠道上线后，销售业绩高速增长，已经成为国内运动营养品市场占有率第一的品牌。2017 年公司营养补给品业务总收入 29.60 亿，超过同期植物油业务，收入占比达到 53%。通过收购 Kerr 并且开拓国内运动保健市场，公司已经变身为以运动保健业务为核心的大健康企业。

图1：上市公司通过西王食品（青岛）间接持有 Kerr 的 65% 股权



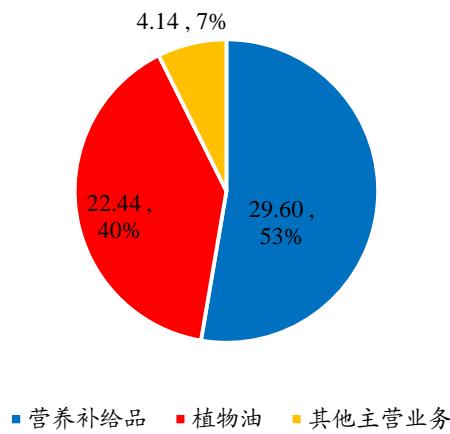
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图2：公司并购 Kerr 引入了 MuscleTech 等明星产品



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图3：2017年公司运动保健收入占比达到53%

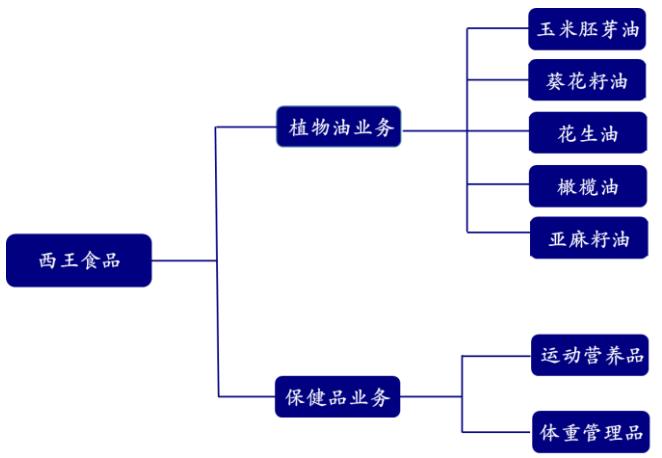


数据来源：Wind、新时代证券研究所

1.2、“塑造中国健康食品第一品牌”，三步走战略清晰

公司确定了“塑造中国健康食品第一品牌”的发展战略，三步走稳健推进。公司确定了品牌建设三步走的长期发展战略：第一步成为中国玉米油第一品牌，第二步是打造中国高端食用油第一品牌，第三步是成为中国高端健康食品第一品牌。目前公司玉米油领导地位已经初步确立，也陆续推出了橄榄油、橄榄玉米油、葵花籽油、花生油和亚麻籽油等高端食用油产品。同时通过并购 Kerr 迈出了塑造中国高端健康食品第一品牌这一长期目标的第三步。截止 2018 年第三季度，公司实现归母净利润 32975.53 万元，同比增长 22%，同时公司公告了 2018 年的业绩预告，预计 2018 年全年盈利 4.45-4.65 亿元，同比增长 29.63%-35.46%。未来随着 Kerr 剩余股权陆续收购完成，以及 Kerr 相关产品在国内市场的拓展，公司有望进入新一轮成长。

图4：公司形成了“运动保健+植物油”的双主业



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图5：三步走战略明晰，目标中国健康食品第一品牌



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

2、保健品行业迎变革，运动保健行业迎来黄金发展期

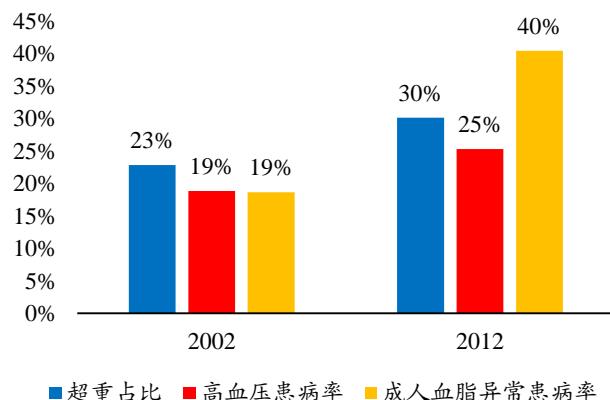
2.1、传统保健品发展遇瓶颈，运动保健行业迎来黄金发展期

权健事件发酵、严厉打击医疗骗保等，传统保健品发展遇瓶颈。近期关于权健保健品涉嫌传销事件的发酵以及监管部门介入调查处理，预示着随着信息传播速度的加

快、消费者辨识能力的提升，传统保健品只注重宣传（甚至夸大虚假宣传），而不注重产品质量的模式将逐步被取代。2018年12月国家医疗保障局发布了《欺诈骗取医疗保障基金行为举报奖励暂行办法》，对医疗保障经办机构工作人员、定点医疗机构、定点零售药店及其工作人员，以及参保人员等涉嫌欺诈骗取医疗保障基金行为进行举报，提供相关线索，经查证属实者给予奖励。其中涉及定点医疗机构及其工作人员的欺诈骗保行为包括将应由个人负担的医疗费用记入医疗保障基金支付范围，传统保健品通过药店销售也受到了一定的影响。

健康问题凸显+运动健康理念增强+消费能力提升，我国运动保健行业迎来黄金发展期。一方面，近年来我们居民健康问题日益凸显：2016年我国肥胖人数达8960万，已超过北美位居世界第一；亚健康人数占比亦超过75%。从《中国居民营养报告》的数据可以看到我国居民超重比例、高血压患病率和成人血脂异常率都在显著的提升。另一方面，我国人均可支配收入逐年增长，随着消费观念改变和健康意识增强，大众对保健品的消费需求明显提高。根据智研咨询发布的数据，我国保健品市场从2010年的609亿快速增长到了2017年的2939亿元，7年的CAGR达到了25.2%，并且目前仍然保持10%以上的行业增速。我国保健品行业虽然发展迅速，但面临着消费者日益增长的对于高品质保健品的需求和实际保健产品质量参差不齐甚至夸大虚假宣传的供给端之间的矛盾。随着健康意识的提升、健康需求的精细化，消费者开始追求更加高品质和更加专业化的保健品。近年来，可以看到运动健康的理念开始增强，最为明显的迹象是中国马拉松赛事的火爆。据中国马拉松2017年度报告，全国举办马拉松及相关运动赛事达1102场，参赛人次近500万，相较2016年场次增长了236%，参赛人次增长了78%。马拉松赛事已经涵盖了含西藏在内的全国31个省、区、市的234个城市，成为了中国最受欢迎、最具影响力的品牌赛事之一。专业化的运动开始向泛专业化人群进行扩散，彩虹跑类似的泛专业化赛事也开始流行和火爆起来。同时我们看到泛专业化的运动健身人群也开始增多，以Keep为代表的移动互联网健身软件快速发展。目前Keep的注册用户已经突破1.2亿，并且已获得高盛领投、腾讯跟投的1.27亿美元D轮融资。随着健康问题凸显、消费能力提升和运动健康理念的提升，传统保健品在发展受阻的同时新兴的运动保健产品迎来了发展的黄金期。远期来看，我国人均保健品的消费水平还远低于欧美以及日本等发达国家，目前我国人均保健品的消费金额仅26美元，离日本(148美元)和美国(214美元)的差距还非常大。长期来看，未来我国新兴的优质保健品行业发展空间还非常大。

图6：中国居民健康问题日益凸显

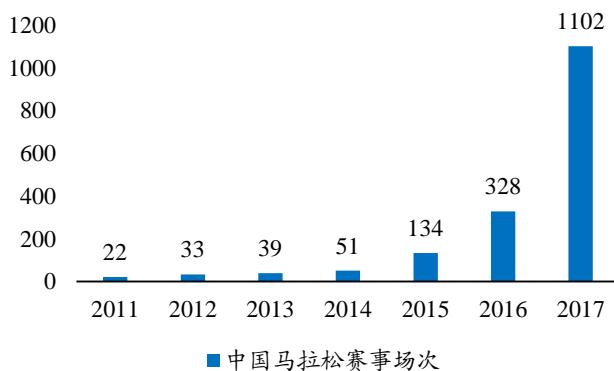


数据来源：《中国居民营养报告》、新时代证券研究所

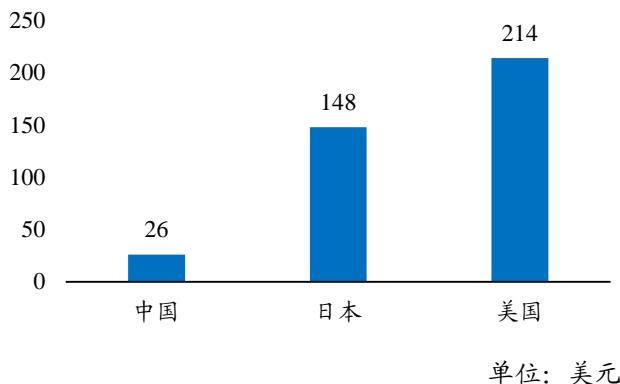
图7：我国保健品行业持续保持10%以上的快速发展



数据来源：智研咨询、新时代证券研究所

图8：中国马拉松赛事场次和参赛人数均迎来了爆发

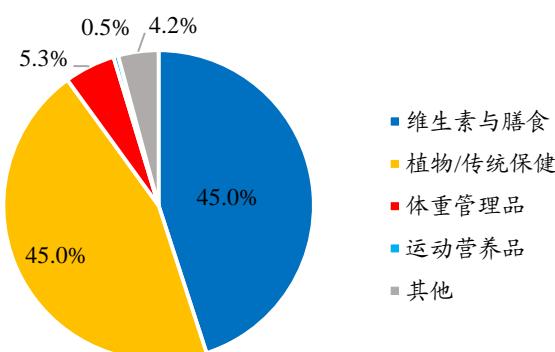
数据来源：中国马拉松年度报告、新时代证券研究所

图9：中国保健品人均消费还有巨大的提升空间

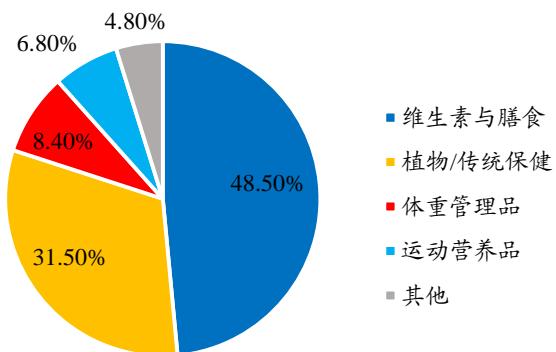
数据来源：中国产业信息网、新时代证券研究所

2.2、全球视角：运动营养+体重管理是未来保健品发展方向

全球对比来看，国内运动营养和体重管理产品是未来的发展方向。根据 Roland Berger 数据，2015 年中国保健品市场规模为 274 亿美元，其中传统的膳食补充剂和植物保健品为主要品类，占据市场规模 90%以上，运动营养品和体重管理品市场规模分别仅有 1.5 亿/14.5 亿美元，合计占比不到 6%。对比全球运动营养品 6.8% 和体重管理品 8.4% 的占比而言，渗透率还有较大的提升空间。而且我国保健品行业在监管趋严的背景下正在迎来变革，在运动健康以及“颜值正义”等理念走红的背景下，运动保健和科学减肥的运动营养和体重管理类保健品正在逐步崛起。

图10：中国市场现阶段保健品中运动营养占比仅 0.5%

数据来源：Roland Berger、新时代证券研究所

图11：全球市场新兴塑身保健品消费占比已超过 15%

数据来源：Roland Berger、新时代证券研究所

运动营养品产品功能和形态多元化，可满足消费者不同偏好需求。运动营养品作为日常膳食的补充，可以补充运动中消耗热量、修复损伤肌肉组织，促进新陈代谢、恢复疲劳、平衡营养，从而改善体质，增强锻炼效果。蛋白粉是最传统的运动营养品类，经过提纯和精制后蛋白含量高于常规饮食，同时热量、脂肪、碳水化合物等含量较少，更易被身体吸收，促进肌肉和力量生长，因此在国内运动营养品领域中占据主要份额（2016 年蛋白粉销售收入占运动营养品比重达到 86%）。但随着行业深度发展和消费者需求偏好转变，预制饮料 RTD、蛋白棒、非蛋白类补剂等多种类型的产品也在逐步进入市场，产品形态呈现多元化趋势。

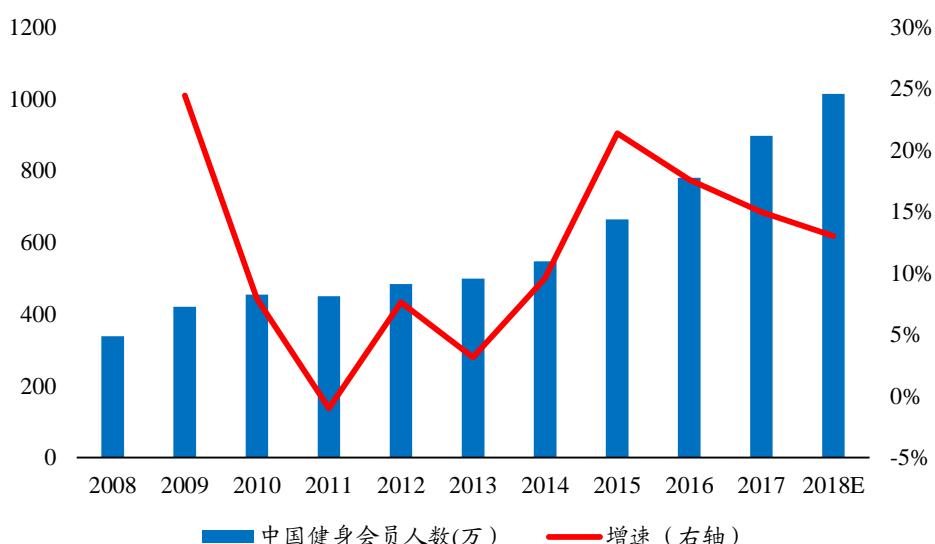
图12：运动营养品产品种类、形态多元化，可满足消费者不同偏好需求



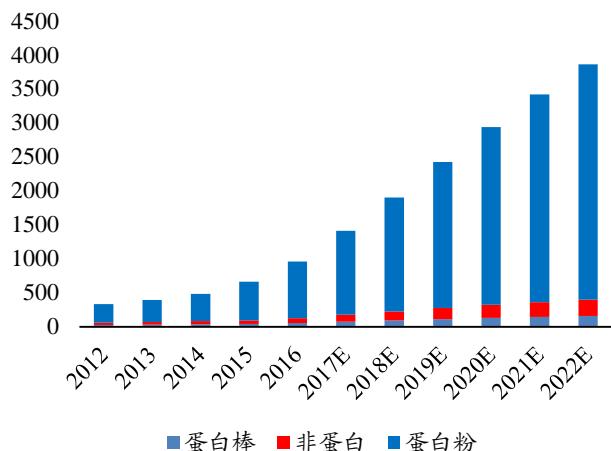
资料来源：公司官网、新时代证券研究所

受众群体由专业化向大众化延伸，运动营养品市场规模未来五年复合增速将超过20%。长期以来，运动营养品的主要消费群体由运动员和专业健身人群构成。根据产业信息统计数据显示，近年来健身会员人数年增长率15%左右，2018年预计健身会员人数将突破1000万人次。近年来，随着全民健身观念推广、“互联网+健康”热潮传播，运动健身已经成为一种新的时尚休闲生活方式，运动营养品的消费群体也逐步从专业人群向大众延伸。相较于发展较早的北美地区而言，中国运动营养品产业仍处于初级阶段向快速发展阶段迈进的过程之中，渗透率和市场空间增长潜力巨大。根据Euromonitor统计预测：北美地区2017年运动营养品市场规模为85亿美元，未来五年将保持9%左右的增速，2020年市场规模将达到105亿美元。2017年我国运动营养品市场规模为14亿元，未来五年将保持22%左右增速，2022年规模接近40亿元。

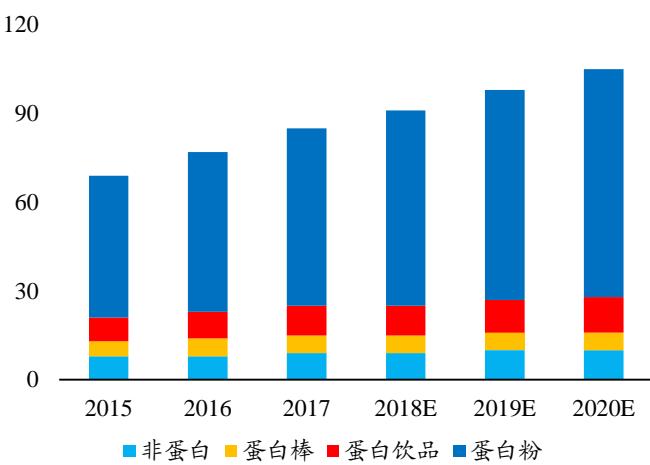
图13：2018年我国健身会员人数将超1000万



数据来源：中商产业研究院预计、新时代证券研究所

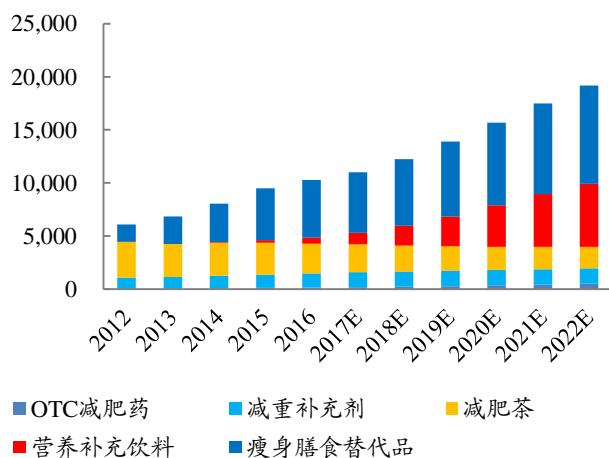
图14：中国运动营养品市场规模 2022年接近 40 亿元

数据来源：Euromonitor 预计、新时代证券研究所

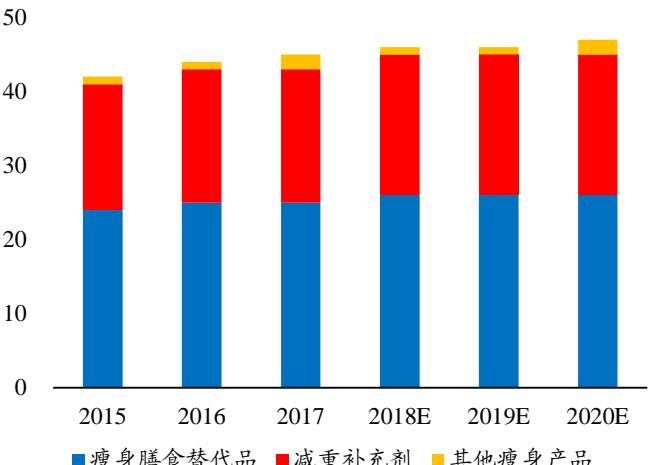
图15：北美运动营养品市场规模 2020 年达 105 亿美元

数据来源：Euromonitor 预计、新时代证券研究所

肥胖问题凸显，颜值经济时代专业的体重管理产品和服务市场需求巨大。近年来，我国居民健康问题日益凸显，2016年我国肥胖人数达8960万，已超过北美位居世界第一。与单纯依赖药物、节食、仪器或手术等传统减肥方式不同，体重管理具备科学专业、个性化指导等多方面优势。具体而言，体重管理医师或营养顾问根据顾客体质特征，通过非药物干预的方式组合饮食、运动、心理等多要素形成个性化方案，指导肥胖人群通过合理营养与适当运动调控身体能量及物质代谢平衡，进而科学减重。相关研究表明，有效的体重管理可以预防因肥胖引起的糖尿病、高血压等慢性疾病，改善健康状况和生活质量，同时节省相应的医疗费用支出。同时颜值经济时代，年轻的消费者们越来越注重自身的身材和体重，健康科学的减肥方式逐步受追捧。常见的体重管理产品包括瘦身膳食替代品、营养补充饮料、减肥茶和减重补充剂等。根据 Euromonitor 统计预测，北美地区 2015 年体重管理市场规模 42 亿美元，预期增长较慢，未来五年复合增长率 2% 左右，到 2020 年，北美体重管理市场规模将达 47 亿美元。2016 年我国体重管理品市场规模为 103 亿元，未来随着宣传教育普及、消费者瘦身观念由单纯盲目节食向选择更加健康科学的体重管理方式转变，预计中国体重管理品市场仍将保持 10%-20% 的增速，2022 年将接近 200 亿元。

图16：中国体重管理市场规模 2022 年将接近 200 亿元

数据来源：Euromonitor 预计、新时代证券研究所

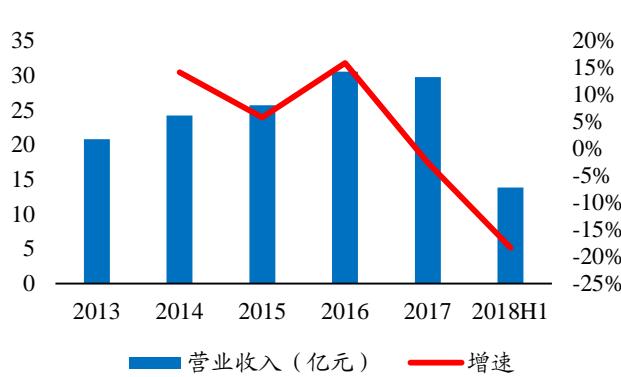
图17：北美体重管理市场规模 2020 年将达 47 亿美元

数据来源：Euromonitor 预计、新时代证券研究所

3、海外品牌+国内渠道，打造国内运动保健龙头

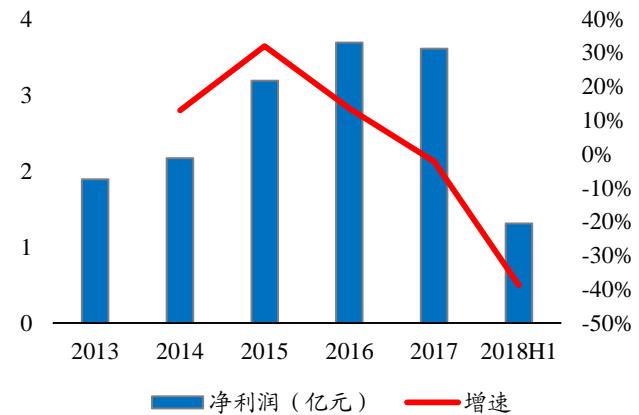
Kerr 是北美地区运动营养和体重管理领域的知名公司，调整期过后重回增长。Kerr 在北美地区保健品市场深耕多年，旗下拥有 MuscleTech、Six Star 等 7 个运动营养品牌和 Hydroxycut 等 4 个体重管理品牌，技术研发实力强大，产品已入驻亚马逊、GNC、沃尔玛等零售商体系，销往包括美国和加拿大在内的全球超过 130 个国家和地区。其中，肌肉科技（Muscle Tech）、六星（Six Star）和 Hydroxycut 等几款明星产品在北美市场 FDMC 等渠道中销售排名均位居前列，品牌优势明显。Kerr 在被收购的 2016 年以前保持了持续稳健的快速增长。收入从 2013 年的 20.8 亿元增长到 2016 年的 30.5 亿元，CAGR 为 13.6%，净利润则是从 2013 年的 1.89 亿元增长到 3.69 亿元，CAGR 为 25%（2016 年还因为重大资产重组向核心管理层额外支付一次性奖金 6300 万元）。收购完成之后 Kerr 进入了一定的调整期，2017 年公司收入下滑 2.6%，净利润下滑 2.2%，到 2018H1 收入进一步下滑 18.4%，净利润下滑了 38.8%。不过经历了一年半的经营调整期之后，Kerr 在 2018 年三季度开始重新进入了增长轨道，带动了公司整体三季度收入增速回升到 6.52%，同时叠加原材料乳清蛋白价格走低，营业利润和净利润的增速则回升至 50% 以上。

图18：Kerr 被收购后经营进入了一定的调整期



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

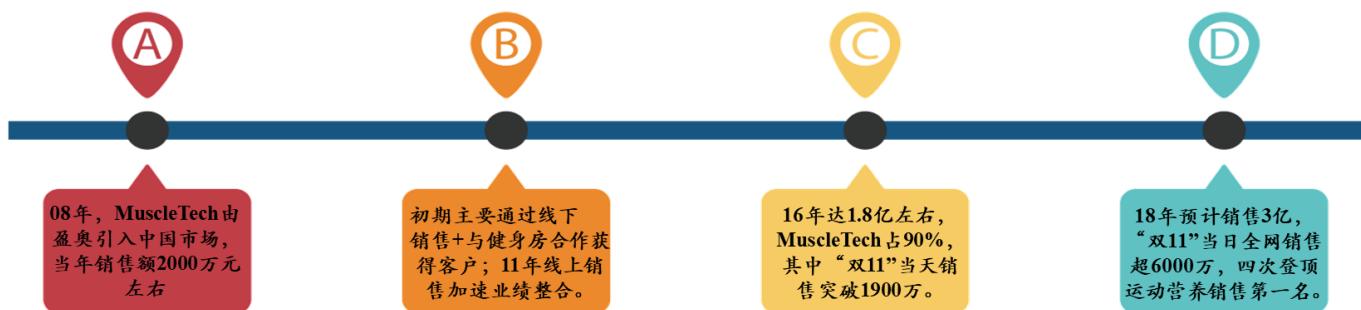
图19：Kerr 被收购之后净利润出现了一定的下滑



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

Kerr 较早进入中国市场，收购完成后国内市场快速增长。2008 年，随着旗下明星产品 MuscleTech 由盈奥引入，Kerr 开始进入中国市场。初期，主要通过线下销售+健身房合作获得客户，2011 年之后逐步转到线上销售。随着线上和线下全渠道布局，加上品牌的良好口碑，MuscleTech 在中国市场呈星火燎原之势，连续数年实现翻倍增长。至 2018 年销售收入已经由 2008 年的 2000 万元预计增长至 3 亿元左右。2018 年“双 11”当天全网销售超 6000 万元，第四次获得运动营养品类全网销售的冠军。西王食品在完成 Kerr 的并购后，借助 Kerr 的产品和海外品牌的优势以及自身在国内线下市场的经验优势，推动了国内市场保健品业务的快速发展。目前国内上市公司仅引入了 Kerr 旗下 MuscleTech 和 Six Star 两个品牌，在国内市场即已经超越了康比特成为运动营养品类的龙头，市占率超过 30%。未来在保健品行业大变革和运动保健、体重管理等新型保健品消费崛起的背景下，公司最为受益。国内泛专业运动人群数量快速增长且相对专业运动人士数量庞大，但尚缺乏相应的产品供应，未来随着 Kerr 海外产品的不断引进，以及蛋白棒、酵素饮料等泛专业化产品的研发推出，公司有望借助“海外品牌+国内渠道”的模式，将公司打造成新型运动保健品的龙头。

图20： 2008-2018年，Kerr在中国市场耕耘发展10年，销售业绩快速增长



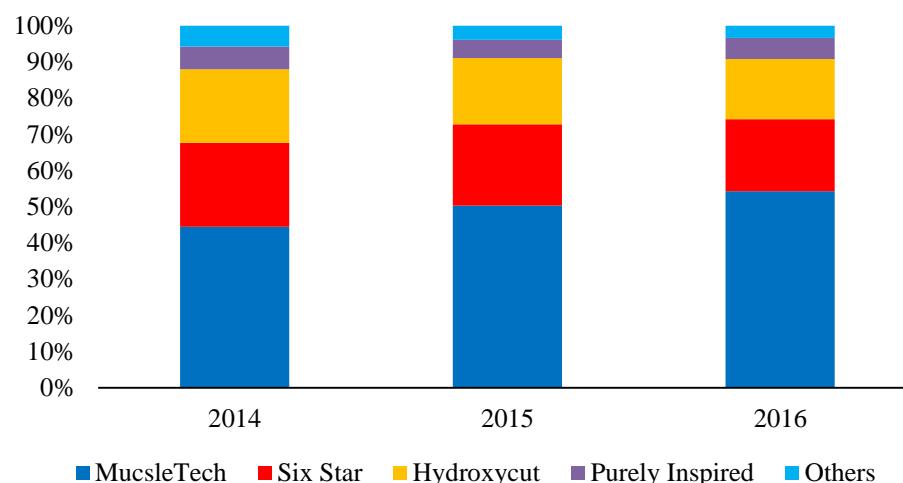
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3.1、品牌端：4大体重管理品牌，7大运动营养品牌

四大核心品牌，在北美市场均享有良好的品牌声誉。Kerr旗下体重管理产品主要包括 Hydroxycut、Purely Inspired、Xenadrine 和 Nature's Food 等4个品牌。运动营养主要包括 MuscleTech、Six Star、Mission1、Epiq、Strong Girl、True Grit、Fuel:one 等7个品牌。其中最负盛名的是核心的运动营养 MuscleTech、Six Star 和体重管理的 Hydroxycut、Purely Inspired 四大品牌。四个核心品牌合计占公司营业收入的 95% 左右。其中，MuscleTech 已是美国运动营养市场第一品牌，Hydroxycut 为美国减肥类保健品第一品牌，Six Star 和 Purely Inspired 亦是热销。

国内市场，借助西王食品销售网络及北京奥威特专业团队逐步引入 Kerr 核心品牌产品。2018 年启动了“2+1”的品牌规划，在保持 MuscleTech 系列产品高速增长的同时，全面展开新引进品牌 Six Star 及 Hydroxycut 在中国区上市及销售工作。同时，公司与天猫国际签署了 ATE 战略合作协议，利用天猫国际在跨境渠道的影响力和资源重点打造这两个新品牌。目前 Six Star 已经启动了国内渠道的销售，不过 Hydroxycut 由于涉及到保健食品的“蓝帽子”审批，正处于审批过程中，线下通过香港和澳门销售，线上在天猫国际的海外旗舰店进行销售，规模还较小。

图21： Kerr 旗下四大核心品牌收入占比接近 95%



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

表1：Kerr 公司旗下 4 大体重管理以及 7 大运动营养品牌

类别	品牌	简介
体重管理品牌		美国领先的体重管理产品，提供广泛的产品系列，包括：Hydroxycut, Hydroxycut Gummies 和 Hydroxycut Black，致力于通过运动和饮食来帮助用户达到减肥的目的
		高端体重管理产品，主打原材料均为天然产品
		体重管理产品，为消费者提供多元化的选择，比如混合饮料、无咖啡因产品、减肥软糖等
		植物成分的健康食品补充剂，主打不含防腐剂绿色健康路线
运动营养品牌		MuscleTech 于 1996 年推出，是标的公司领先的运动营养补充剂品牌，已连续销售超过 20 年，销售渠道广泛分布在 80 多个国家，是突出的运动营养品牌
		美国领先的运动营养品牌；用于帮助运动员们增加肌肉，增强力量，提高性能
		该品牌走高端蛋白粉的品牌路线
		为男性及女性设计的强力专业补充剂，以提高运动表现
		运动营养补充剂，为运动员等提供营养补充
		一个由高端营养补充剂研究而产生的新营养补充品牌
		该品牌主打女性健身者市场，专门针对女性消费者提供营养补充剂

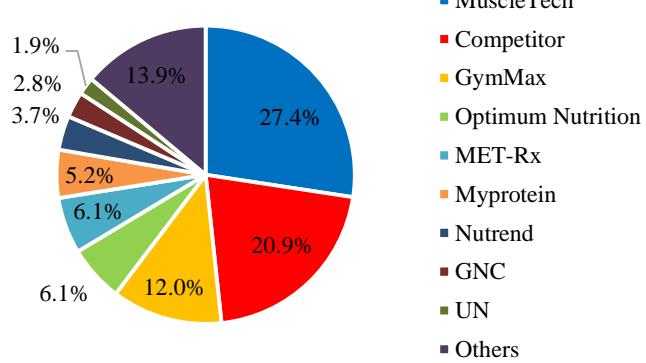
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3.2、产品端：布局“3L”模式产品线，拓宽客户覆盖面

Kerr 旗下运动营养产品系列丰富，目标客户群体从专业化向大众渗透。Kerr 旗下主打明星产品 MuscleTech（肌肉科技）有白金和高性能两种系列，分别针对普通健身人群和竞技类人群，主要起到增肌作用。随着线上和线下全渠道布局，加上品牌良好口碑，MuscleTech 在中国市场连续数年实现翻倍增长，2017 年销售收入市场份额占比（27.4%）已超越康比特（20.9%）位居国内第一。2017 年，西王进一步将在北美具有良好口碑的另一明星品牌 Six Star（六星）引入国内市场。有别于以 MuscleTech 为代表的传统运动营养品牌，Six Star 与娱乐时尚元素相结合、注重更多场景的消费体验，主张通过科学补充营养解决运动中的痛点，可以满足球类竞技、跑步登山、游泳等所有泛运动人群的运动营养需求，自 2005 年在北美上市后就备受 18-35 岁运动人群欢迎。以 Six Star 为代表，西王保健品业务的目标人群将逐渐从专业开始向大众渗透。同时，Kerr 也正在研发蛋白棒、酵素饮料等泛专业化人群更为偏好的产品。

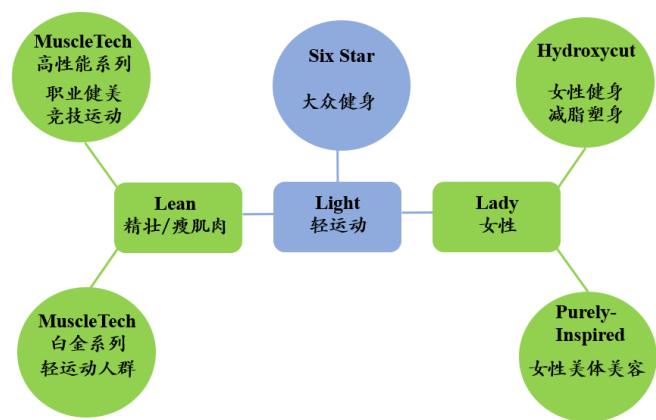
体重管理产品定位女性市场，“3L”模式产品线实现客户全方位覆盖。Kerr 体重管理产品定位女性市场，主要有两款产品 Hydroxycut（脂肪杀手）和 Purely Inspired。Hydroxycut 主要原料为天然绿咖啡提取物，通过阻断脂肪形成、提升代谢速度加速脂肪燃烧，达到减肥减脂的目的，近年来在欧美市场深受欢迎，毛利率高达 72%；Purely Inspired 品牌则主要定位女性美体美容市场，主打原材料均为天然产品，毛利率为 42%。根据 AC 尼尔森近期研究数据，这两款产品（二者在美国体重管理市场市占率达 40%）在美国体重管理产品市场 FDMC 及沃尔玛等渠道中销售排名分列第一、第二位。值得注意的是，现阶段 Hydroxycut 及 Purely Inspired 由于在国内受到“蓝帽子”限制，线下主要通过香港和澳门销售，公司现已申请蓝帽子一年，预计 2019 年左右有望申请到批文上市销售，将为国内有减脂减重需求人士带来全新体验与科学减重模式。整体来看，公司在品牌布局方面已逐步形成“3L”模式（精壮 Lean、轻运动 Light、女性 Lady），通过几大明星品牌和多样化的产品系列，全方位覆盖从专业运动员到轻运动大众人群和女性群体。

图22： MuscleTech 在运动营养类已是国内第一品牌



数据来源：Euromonitor、新时代证券研究所

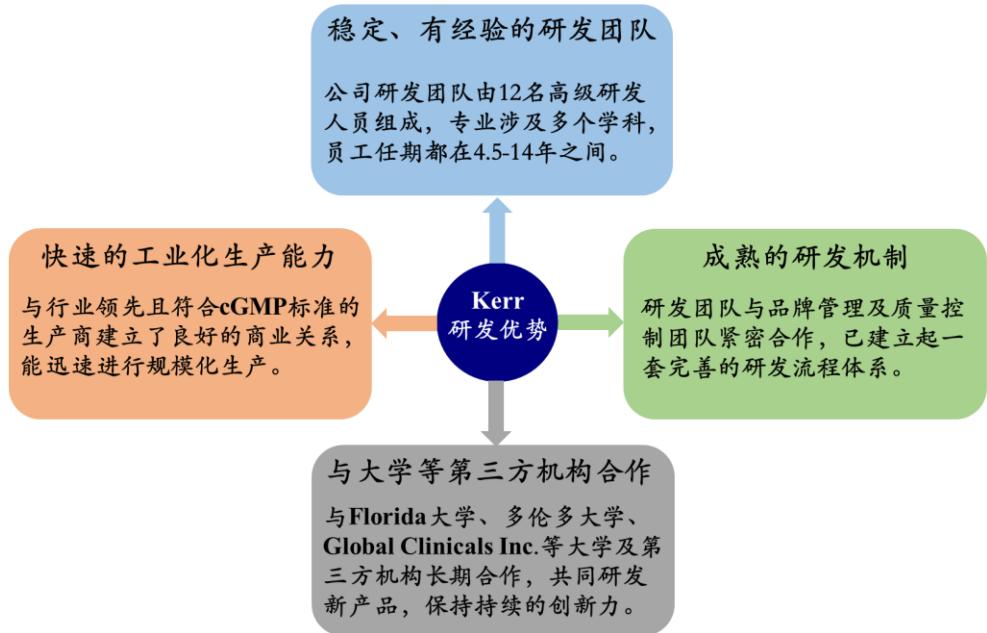
图23： 布局“3L”模式产品线，拓宽客户覆盖面



资料来源：Euromonitor、新时代证券研究所

行业领先的创新研发能力，原材料乳清蛋白价格走低。长期以来，Kerr 通过大量科研投入、消费品分析、市场研究以及与多伦多大学等一流大学的合作，持续开发贴近市场需求的新产品。例如公司推出双胶囊和胶囊包裹胶囊形式产品、新型改善运动表现类及关节支持性产品等，持续加强了 MuscleTech 等品牌的盈利能力。同时，公司与多家生产商之间的良好商业合作关系保障了优质产品的快速工业化生产能力。此外从原材料的收购到后续的生产环节，公司都严格把关，保障了产品的质量。并购完成后，公司营养补给品研发仍由原 Kerr 团队负责并在海外进行生产，从而保障了产品的纯正高质量。公司核心产品蛋白粉的主要原材料为乳清蛋白，MuscleTech 和 Six Star 乳清蛋白占其生产成本的 50% 和 30%。2018 年乳清蛋白价格持续走低，上半年公司已锁定价格在 2.1 美元/磅，低于 2017 年均价（2.88 美元/磅），并且下半年乳清蛋白价格还在进一步下降，成本的下降进一步提高了公司的盈利能力。

图24: Kerr 公司具备保持研发优势的四大支柱

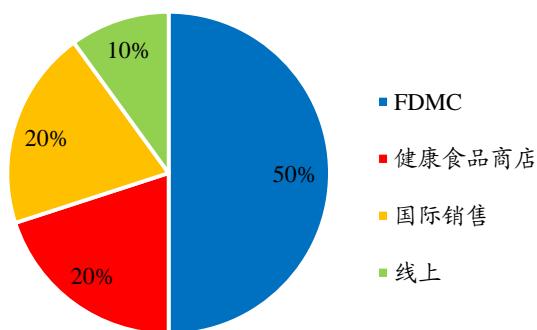


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3.3、渠道端：国外积极开拓新市场，国内主攻线上知名电商

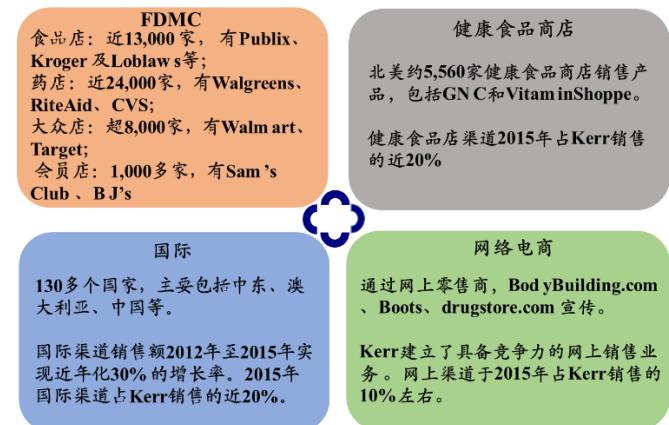
北美市场 Kerr 掌握了强大线下分销渠道，同时积极拓展其他海外新市场。Kerr 公司产品销售区域以美国、加拿大等为主，主要销售渠道大致可以分为 FDMC（食品店、药店、大众店和会员店，渠道占比 50%）、健康食品商店（20%）、网络（10%）以及国际销售（20%，覆盖逾 130 个国家），旗下产品已入驻亚马逊、GNC、沃尔玛、山姆会员店等国际零售商体系。2017 年以来，Kerr 通过在印度、巴西以及欧洲等地直接合作本土经销商开拓新市场，同时也与北美大型折扣店 Costco 等积极进行合作谈判，进一步完善市场布局。此外，随着保健品网购趋势显现，Kerr 也通过 BodyBuilding.com、Boots、drugstore.com 等电商积极拓展其线上销售渠道，2017 年 Kerr 北美市场线上销售实现高速增长（60-70%）。

图25：Kerr 产品销售渠道以 FDMC 为主



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

图26：Kerr 北美市场具备强大的线上线下分销渠道

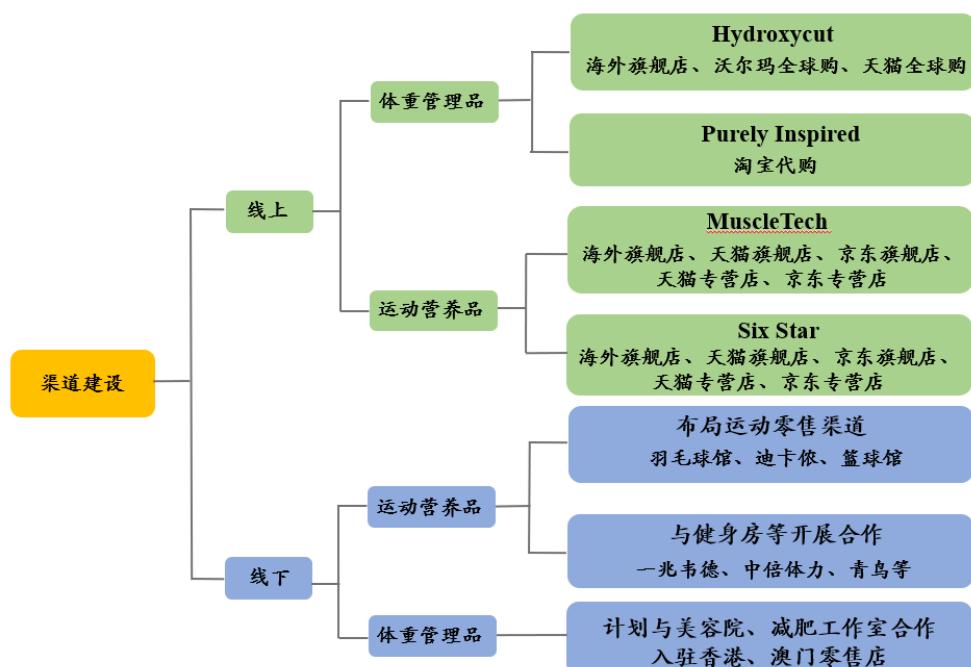


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

中国市场主攻线上知名电商，兼顾线下健身房资源。(1) 线上渠道：牵手国内领先线上经销商，积极开拓跨境购和 B2B2C 模式。与北美市场不同，中国运动营养品市场以线上零售渠道为主，2015 年已超越线下成为最主要销售渠道，目前线上销

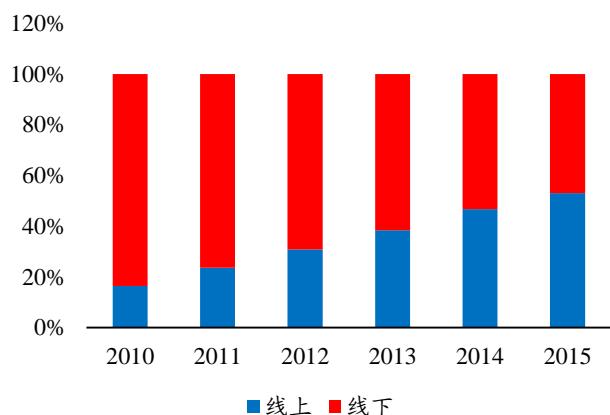
售占比约为 70%。西王食品重新组建了团队对国内渠道进行整合，拓展线上经销商数量，并结合西王自有线下团队重新布局销售网络。2017 年，明星产品 MuscleTech（天猫旗舰店销售占比 40%）与 Six Star 均已入驻天猫旗舰店，销售额高速增长，同时阿里健康成为 Six Star 的线上总经销商。此外，公司还签下多家在行业内领先的线上经销商，积极开拓跨境购和 B2B2C 模式。减脂产品 Hydroxycut 及 Purely Inspired 则是通过跨境电商进入国内市场。（2）线下渠道：与一兆韦德等知名健身房合作，搭线阿里健康拓宽线下渠道。西王食品目前在国内拥有近 12 万销售终端和近 800 个经销商，通过掌握超过 1 万家全国健身房终端数据为线下销售铺路。IWF 展会期间公司和国内规模最大、连锁数量最多的健身企业一兆韦德签署战略合作框架协议，为运动营养业务提供良好的产品推广和分销渠道。体重管理团队也积极对接美容院、减脂工作室等销售渠道。同时，公司与阿里健康展开全方位新零售合作，力争将销售渠道覆盖到全国 200 多个城市的 2 万余家药房门店。

图27： 西王保健品业务国内市场主攻线上知名电商，兼顾线下健身房资源



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图28：中国运动营养品线上渠道占比已超线下



数据来源：Euromonitor、新时代证券研究所

图29： MuscleTech 与 Six Star 均已入驻天猫旗舰店



资料来源：天猫、新时代证券研究所

4、大股东资金链风险已充分释放，正在逐步解决

大股东西王集团陷入股权质押风险和对外担保风险，目前风险已充分释放。西王集团始建于1986年，是一家以玉米深加工和特钢为主业，投资运动营养、物流、金融、国际贸易等产业的全国大型企业。控股西王食品、西王特钢、西王置业三家上市公司和西王集团财务公司。现拥有总资产500亿元，职工16000余人。2017年全年实现销售收入435亿元、利税26亿元、上交税金12.8亿元，分别同比增长28%、78%、74%。位列2018中国企业500强第358位、中国制造业500强第170位，持续保持了稳健的发展态势。公司大股东的股权质押一直处于较高的水平，由于大股东西王集团陷入对齐星集团的担保和市场大幅下调的背景下，大股东股权质押出现了跌破平仓线的风险。目前公司大股东西王集团直接持有上市公司股份228,961,230股，占公司总股本的29.70%，累计质押/冻结股份合计195,961,720股，占其持有股份的85.6%，通过山东永华投资间接持有上市公司股份162,378,720股，占公司总股本的21.06%，累计质押/冻结股份合计162,378,568股，占其持有股份的99.99%。合计来看：大股东合计持股**391,339,950**股，累计质押/冻结股份合计**358,340,288**股，占其持有股份的**91.57%**。据我们的测算，大股东质押融资规模合计在17.8亿元左右（由于在质押延期过程中偿还了部分本金，目前实际质押融资规模在15亿元左右），目前大股东持有股份的全部市值为26.26亿元，整体离资不抵债尚有较大距离。

表2：公司大股东股权质押情况一览（万股，元/股，亿元）

公告日期	股东名称	质押股份数量(复权后)	质押起始日期	质押截止日期	延期购回日期	质押时股价(复权后)	预计平仓价	现价	质押股份数量(复权后)	预计融资规模	质押方
2018/11/3	西王集团	582	2018/10/22	2019/10/22		7.65	4.28	6.71	0.39	0.18	开源证券
2018/11/3	西王集团	2300	2018/11/1	2019/11/1		7.62	4.27	6.71	1.54	0.70	吉林信托
2018/8/28	西王集团	4400	2018/8/17	2019/8/16		8.44	4.73	6.71	2.95	1.49	华安证券
2018/8/28	西王集团	709	2018/8/13	2019/8/13		9.39	5.26	6.71	0.48	0.27	中航证券
2018/8/28	西王集团	791	2018/8/20	2019/8/20		8.36	4.68	6.71	0.53	0.26	中航证券
2018/1/20	西王集团	2380	2018/1/18	2019/1/18		13.12	7.35	6.71	1.60	1.25	华创证券
2017/9/30	西王集团	1440	2017/9/28	2018/9/27	2019/9/28	14.83	8.30	6.71	0.97	0.85	开源证券
2016/12/22	西王集团	3192	2016/12/19	2017/12/19	2018/12/19	17.74	9.94	6.71	2.14	2.27	东吴证券
2016/12/22	西王集团	588	2016/12/20	2017/12/20	2018/12/20	17.50	9.80	6.71	0.39	0.41	东吴证券
合计									10.99	7.68	
2017/9/30	山东永华	840	2017/9/28	2018/9/27	2019/9/28	14.83	8.30	6.71	0.56	0.50	开源证券
2017/2/21	山东永华	10904	2017/2/17	2018/2/16		14.91	8.35	6.71	7.32	6.50	吉林信托
2016/12/28	山东永华	2660	2016/12/27	2017/12/27	2018/12/27	17.65	9.88	6.71	1.78	1.88	东吴证券
2016/12/27	山东永华	1781	2016/12/22	2017/12/21	2018/12/21	17.42	9.75	6.71	1.19	1.24	海通证券
合计									10.86	10.12	

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

担保风险告一段落，股权质押风险正逐步解决。西王集团对齐星集团的担保金额为25.53亿元，根据山东省政府2018年2月9号会议精神重整方案原则上担保企业按照担保金额的10%筹集资金，进一步提高债权银行清偿率，解除西王集团与齐星集团的担保关系，不再追究担保企业的担保责任。西王集团按照担保金额10%筹集的资金，从西王集团对齐星集团托管垫付的费用中扣除，扣除后基本不用再进行资金支付，担保风险基本告一段落。质押风险来看，目前公司已经与到期的主要质押方进行了延期处理，解决了短期风险。同时大股东西王食品正在筹备发行可交债，

募集资金用来解除股权质押，此外大股东在流动性问题缓解了之后已经解除了部分股权质押，整体股权质押的比例从 96.45% 下降到了 91.6%。并且大股东旗下三家上市公司西王食品、西王特钢和西王置业的现金流都非常好，具备良好的持续造血能力，大股东有望平稳渡过目前的流动性危机。

5、盈利与估值

5.1、关键假设

- (1) 国内运动保健行业继续保持快速增长，国内线下渠道和一兆韦德以及阿里健康合作带来国内线下渠道销售的快速增长；
- (2) Kerr 公司北美地区业务重回正常增长轨道，收入增速达到 6-8%；
- (3) 玉米油业务保持持续稳健增长；
- (4) 主要原材料乳清蛋白价格保持稳定，随着运动保健产品占比的提升，毛利率稳步提升，2018-2020 年毛利率分别为 36.92%、37.95%、39.18%。

5.2、盈利预测与估值

公司通过并购 Kerr，已经变身成为一家以运动保健品为核心的大健康企业。目前国内保健品市场在监管趋严的背景下正迎来变革，新型的运动营养和体重管理行业迎来黄金发展期。我们认为公司 Kerr 公司北美地区经过一年半的经营调整期后将重回增长，同时国内有望借助“海外品牌+国内渠道”的模式实现国内运动保健新龙头的崛起。此外，大股东资金链风险已充分释放且正在逐步解决，公司未来有望迎来戴维斯双击。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 4.57/5.33/6.38 亿元，对应 EPS 分别为 0.59/0.69/0.83 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 13.4/11.5/9.6 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

表3：核心假设表（百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入合计	2244	3375	5618	5748	6259	6986
同比	-	50%	66%	2%	9%	12%
植物油	2023	2555	2244	2424	2618	2827
同比	-	26%	-12%	8%	8%	8%
营养补给品	2568	3055	2960	2930	3208	3683
同比	-	19%	-3%	-1%	9%	15%
——国内市场		100	200	300	420	672
同比		-	100%	50%	40%	60%
——海外市场		2955	2760	2630	2788	3011
同比		-	-7%	-5%	6%	8%
其他	221	292	414	393	433	476
同比	-	32%	42%	-5%	10%	10%
毛利率	28%	29%	36%	37%	38%	39%

资料来源：Wind、新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1999	1678	2143	3106	2629	营业收入	3375	5618	5748	6259	6986
现金	689	200	1070	1256	1299	营业成本	2387	3619	3625	3884	4249
应收账款	547	401	448	611	516	营业税金及附加	13	13	18	19	20
其他应收款	14	23	6	30	10	营业费用	487	971	1000	1025	1189
预付账款	51	71	94	69	107	管理费用	219	281	259	275	307
存货	662	929	486	1097	652	财务费用	62	245	210	277	313
其他流动资产	36	54	38	43	46	资产减值损失	7	17	11	15	17
非流动资产	4690	6028	6259	7596	8391	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	10	10	13	17	19	投资净收益	-0	0	-0	-0	-0
固定资产	681	721	719	804	919	营业利润	200	473	625	764	891
无形资产	1193	3271	3868	4586	5448	营业外收入	16	5	8	9	7
其他非流动资产	2807	2027	1659	2190	2005	营业外支出	1	1	1	1	1
资产总计	6690	7707	8402	10703	11021	利润总额	214	477	632	773	897
流动负债	2129	2088	3455	5154	4784	所得税	55	81	126	161	173
短期借款	1253	1105	2723	3801	3883	净利润	160	396	506	612	724
应付账款	382	370	238	496	297	少数股东损益	25	53	49	79	86
其他流动负债	494	613	495	858	603	归属母公司净利润	135	343	457	533	638
非流动负债	1776	2849	1586	1655	1696	EBITDA	428	698	844	1057	1225
长期借款	1735	1280	1045	938	754	EPS (元)	0.17	0.45	0.59	0.69	0.83
其他非流动负债	41	1569	541	717	942						
负债合计	3905	4937	5041	6809	6480	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	864	511	559	638	724	成长能力					
股本	455	455	771	771	771	营业收入(%)	50.4	66.5	2.3	8.9	11.6
资本公积	646	759	577	577	577	营业利润(%)	21.9	137.1	32.1	22.3	16.6
留存收益	826	1118	1501	1972	2547	归属于母公司净利润(%)	(7.8)	154.6	33.1	16.7	19.7
归属母公司股东权益	1921	2259	2802	3256	3817	获利能力					
负债和股东权益	6690	7707	8402	10703	11021	毛利率(%)	29.3	35.6	36.9	37.9	39.2
						净利率(%)	4.0	6.1	8.0	8.5	9.1
						ROE(%)	5.7	14.3	15.0	15.7	16.0
						ROIC(%)	5.7	9.2	8.6	8.8	9.7
						偿债能力					
经营活动现金流	-148	390	293	839	1316	资产负债率(%)	58.4	64.1	60.0	63.6	58.8
净利润	160	396	506	612	724	净负债比率(%)	85.7	83.4	88.0	97.1	80.8
折旧摊销	44	76	77	89	105	流动比率	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5
财务费用	62	245	210	277	313	速动比率	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4
投资损失	0	-0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	-474	-241	20	-195	38	总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
其他经营现金流	60	-86	-519	57	135	应收账款周转率	10.1	11.9	13.5	11.8	12.4
投资活动现金流	-3494	-148	-280	-1401	-926	应付账款周转率	10.2	9.6	11.9	10.6	10.7
资本支出	151	42	1240	1126	593	每股指标(元)					
长期投资	-10	-7	-3	-3	-2	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.45	0.59	0.69	0.83
其他投资现金流	-3352	-112	957	-278	-335	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.29	1.92	0.38	1.09	1.71
筹资活动现金流	3904	-718	-1046	-91	-494	每股净资产(最新摊薄)	2.49	2.93	3.63	4.22	4.95
短期借款	1153	-148	-286	240	-65	估值比率					
长期借款	1735	-455	-235	-107	(184)	P/E	45.58	17.90	13.45	11.53	9.63
普通股增加	78	0	316	0	0	P/B	3.20	2.72	2.19	1.89	1.61
资本公积增加	404	113	-182	0	0	EV/EBITDA	22.03	14.0	11.8	10.4	9.0
其他筹资现金流	534	-228	-660	-223	-245						
现金净增加额	246	-489	-1033	-652	-104						

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙金钜，新时代证券研究所所长，兼首席中小盘研究员。上海财经大学数量经济学硕士，曾任职于国泰君安证券研究所。专注于新兴产业的投资机会挖掘以及研究策划工作。2016年、2017年连续两年带领团队获新财富最佳分析师中小市值研究第一名，自2011年新财富设立中小市值研究方向评选以来连续七年（2011-2017）上榜。同时连续多年获水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究评选第一名。

任浪，新时代证券研究所中小盘研究员，定增并购研究中心总监。2016年、2017年新财富最佳分析师中小市值研究第一名团队成员，2015年新财富最佳分析师中小市值研究第二名团队成员。连续多年水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究第一名团队成员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5% - 5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莜琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼	邮编：100086
上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>