

海豹信息 (837472)

Touch 你我，打造情趣第一品牌

暂无评级 (首次)

2016 年 10 月 17 日

市场数据

报告日期	20161017
收盘价(元)	
总股本(百万股)	45.00
流通股本(百万股)	
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
净资产(百万元)	43.83
总资产(百万元)	48.07
每股净资产	0.97

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	59	115	245	330
同比增长(%)	142.5%	93.5%	113.0%	34.7%
净利润(百万元)	-11	-11	15	24
同比增长(%)	-616.1%	-200.7%	37.8%	64.9%
毛利率(%)	37.1%	35.8%	36.6%	37.5%
净利润率(%)	-17.8%	-9.3%	6.0%	7.3%
净资产收益率(%)	-22.0%	-28.5%	28.2%	31.8%
每股收益(元)	-0.71	-0.71	0.98	1.61
每股经营现金流(元)	-0.95	-0.97	0.35	0.96

相关报告

投资要点

- **海豹信息打造情趣用品第一品牌。**公司是一家集两性健康用品销售，两性知识交流、社区交流互动为一体，基于 B2C 模式的综合性两性健康电商服务平台企业。公司通过自主开发和运营“他趣”手机应用软件，在线销售两性健康产品，自公司电商平台上线以来，聚集了大量忠实客户群体。
- **健康用品行业复合增长率高达 57.68%。**据第三方数据，2014 年中国生殖健康用品 B2C 市场交易规模达到 33.8 亿元，预计到 2017 年将达到 132.5 亿元销售规模，复合增长率高达 57.68%。生活观念转变与性别比例失调也将为行业提供持续增长动力。
- **“社区教育+移动电商”他趣模式更具成长性。**通过分析海外情趣用品行业成长路径，我们认为“社区教育+移动电商”他趣模式，通过社区形式实现教育引导，利用移动电商拓展用户消费场景，更有效保护客户隐私，更加契合行业发展路径与我国情趣用品消费特点。
- **估值与评级：**在生活观念开放与性别比例失调的时代背景下，他趣模式具备更大成长弹性。不考虑未来增发对股本摊薄的影响，预计公司 16-18 年 EPS 分别为-0.71、0.98 和 1.61 元，公司目前尚未做市，无对应估值，首次覆盖暂无评级，建议投资人积极关注。
- **风险提示：**行业竞争加剧；政策的不确定性风险；行业增长不及预期。

分析师：
纪云涛
jiyt@xyzq.com.cn
S0190511020003

代云龙
daiyunlong@xyzq.com.cn
S0190516070006

研究助理：
邢军亮
xingjl@xyzq.com.cn

代凯燕
daiky@xyzq.com.cn

目 录

投资概要.....	- 4 -
1、公司基本情况.....	- 6 -
1.1、公司概况与股本结构.....	- 6 -
1.2、公司主营产品与服务.....	- 6 -
2、情趣用品 B2C 渠道：曲径通幽，渐入佳境	- 8 -
2.1、情趣用品行业从代工走向品牌 B2C 渠道，迎来资本热捧时代	- 8 -
2.2、情趣用品 B2C 业快速增长，观念转变与性别失衡形成长期动力	- 9 -
2.3、B2C 渠道三分天下，垂直电商类独领风骚	- 11 -
3、从欧美日本情趣产业看他趣模式.....	- 13 -
3.1、时代土壤、文化引导与本土化造就海外繁荣情趣产业.....	- 13 -
3.2、“社区教育+移动电商”：他趣模式构筑中国化情趣玩法	- 15 -
4、四大优势促他趣社区领跑国内情趣行业	- 17 -
4.1、他趣模式满足用户各类需求，提升客户粘性.....	- 17 -
4.2、游戏运营能力保障他趣模式稳定运行	- 18 -
4.3、品牌价值降低用户选择成本，提升复购率	- 18 -
4.4、选品、供应与定价优势保障产品品质，实在让利用户	- 19 -
5、财务分析.....	- 20 -
6、盈利预测与估值	- 21 -
7、风险提示.....	- 22 -
图 1、移动端他趣 App.....	- 7 -
图 2、PC 端商城官网.....	- 7 -
图 3、我国情趣行业发展历程	- 9 -
图 4、2011-2017 情趣用品行业市场规模.....	- 10 -
图 5、2015 年情趣用品在线购买人群年龄画像.....	- 10 -
图 6、2015 年情趣用品在线购买人群婚否画像.....	- 10 -
图 7、出生人口性别比例	- 11 -
图 8、2014 年 20-45 岁人群性别比例	- 11 -
图 9、情趣用品产业链.....	- 11 -
图 10、Beate Uhse 线下零售门店.....	- 13 -
图 11、Beate Uhse 线上零售门店.....	- 13 -
图 12、日本风俗店	- 14 -
图 13、日本 Love Hotel.....	- 14 -
图 14、他趣社区运营特点	- 15 -
图 15、他趣电商运营特点	- 16 -
图 17、2014-2016H1 年公司营业收入与净利润.....	- 20 -
图 18、2014-2016H1 年公司毛利率与净利率	- 20 -
图 19、2014-2016H1 年公司三费.....	- 21 -
图 20、公司的经营现金流净额和期末现金余额.....	- 21 -
表 1、公司盈利预测假设	- 5 -
表 2、公司前十大股东.....	- 6 -
表 3、公司相关产品列表.....	- 7 -
表 4、B2C 渠道参与企业	- 12 -

表 5、IOS 平台情趣类 APP 排名（10 月 10 日）	- 19 -
表 6、公司不同款型产品选品流程	- 19 -
表 7、公司盈利预测假设	- 22 -
表 8、相关上市公司估值对比表	- 22 -
附表	- 23 -

报告正文

投资概要

1、估值及投资建议

公司是一家集两性健康用品销售，两性知识交流、社区交流互动为一体，基于 B2C 模式的综合性两性健康电商服务平台企业。公司通过自主开发和运营“他趣”手机应用软件，在线销售男士、女士避孕用品、情趣内衣和玩具类等两性健康产品，并通过运营他趣社区进一步增强用户与用户、用户与平台间的互动关系，将两性健康用品销售、两性健康话题互动、两性健康知识教育有机结合起来。自公司电商平台上线以来，聚集了大量忠实客户群体。

据易观智库于 2015 年发布的调查显示，2014 年中国生殖健康用品 B2C 市场交易规模达到 33.8 亿元，预计到 2017 年将达到 132.5 亿元销售规模，复合增长率高达 57.68%。情趣用品能够提高生活品质，同时有效解决男女比例失调导致的生理需求无法解决的问题，生活概念改变以及我国性别失衡加剧将形成情趣用品行业持续增长动力。

通过德国 Beate Uhse 集团与日本情趣用品产业分析，我们可以发现情趣用品行业发展有三大核心要义：1、时代土壤；2、文化引导；3、本土化。他趣模式采用“社区教育+移动电商”模式，社区引导等多种方式汇聚两性健康知识，在严守国家法律法规前提下，更大程度的帮助用户解决关于两性健康方面的困惑，实现情趣用品体验分享、情感交流，提升用户生活品质；移动电商可以拓展用户购买情趣用品场景，更加有效保护客户隐私。他趣模式更加契合行业发展路径以及我国情趣消费市场特点。

在生活观念开放与性别比例失调的时代背景下，他趣模式具备更大成长弹性。不考虑未来增发对股本摊薄的影响，预计公司 16-18 年 EPS 分别为-0.71、0.98 和 1.61 元，公司目前尚未做市，无对应估值，首次覆盖暂无评级，建议投资人积极关注。

2、关键假设

我们给予了公司现有业务未来三年如下表增长率假设。

自营电商平台：考虑到行业增速，我们给予公司自营电商平台 16-18 年业务每年 85.06%、36.36%与 20%增速；考虑到市场竞争与公司规模因素，预计未来毛利率会有微弱下降。

第三方电商业务：公司从今年扩展在第三方平台电商业务，根据公司在京东与天猫平台公开销量数据增速，我们预计第三方平台 17 年与 18 年将分别贡献 8000 万与 1.3 亿元收入。考虑到公司第三方平台业务今年开始开展，毛利率将低于自营平台，预计 17 年与 18 年将于自营平台毛利率保持一致。

直播业务：考虑到公司社区模式对于直播业务的导流，预计公司直播业务 17 到 18 年将分别产生 1500 万与 2000 万收入。参考三板公司炼爱网络直播平台“恋

恋”运营收入毛利率为 86%，我们保守给予公司直播平台 17 年与 18 年毛利率分别为 40%与 55%。

表 1、公司盈利预测假设

年份		2015	2016E	2017E	2018E
自营电商平台	营业收入(百万)	59.44	110.00	150.00	180.00
	增长率		85.06%	36.36%	20.00%
	毛利率		37.00%	36.60%	36.20%
第三方电商平台	营业收入(百万)		5.00	80.00	130.00
	增长率			1500.00%	62.50%
	毛利率		32.00%	36.60%	36.20%
直播平台	营业收入(百万)			15.00	20.00
	增长率				33.33%
	毛利率			40.00%	55.00%
营业费用/主营业务收入 %		41.93%	28.70%	16.73%	16.67%
管理费用/主营业务收入 %		31.62%	18.35%	10.61%	10.00%
财务费用/主营业务收入 %		-1.94%	0.69%	0.80%	0.68%
实际税率 %		24.62%	25%	25%	25%

数据来源：兴业证券研究所

3、风险提示

- (1) 行业竞争加剧;
- (2) 政策的不确定性风险;
- (3) 行业增长不及预期。

1、公司基本情况

1.1、公司概况与股本结构

公司是一家集两性健康用品销售，两性知识交流、社区交流互动为一体，基于 B2C 模式的综合性两性健康电商服务平台企业。公司通过自主开发和运营“他趣”手机应用软件，在线销售男士、女士避孕用品、情趣内衣和玩具类等两性健康产品，并通过运营他趣社区进一步增强用户与用户、用户与平台间的互动关系，将两性健康用品销售、两性健康话题互动、两性健康知识教育有机结合起来。自公司电商平台上线以来，聚集了大量忠实客户群体。自 2013 年以来，平台积累了超过 2000 万手机用户，他趣社区也已成为国内最大的两性健康知识交流社区之一，随着他趣品牌知名度的提升，他趣应用软件已经成为产品销售、用户互动关怀、两性健康教育的综合性垂直体验平台，在线销售两性健康用品是公司的主要收入来源。

截止 2015 年 7 月 27 日，公司总股本为 4500 万股，黄天财先生直接持有公司股份 29.80%，通过厦门存志控制其持有的公司 7.74% 的股份，共计持有公司股份 37.54%，为公司实际控制人。同时，黄天财与黄俊杰、黄海波签订了一致行动协议，为一致行动人。

表 2、公司前十大股东

序号	股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)
1	黄天财	1340.9775	29.8
2	陈荣	683.757	15.2
3	黄俊杰	609.534	13.54
4	黄海波	455.4855	10.12
5	上海达晨恒胜创业投资中心(有限合伙)	364.4685	8.1
6	厦门存志投资管理合伙企业(有限合伙)	348.3045	7.74
7	张爱华	162.0045	3.6
8	深圳前海高晟融信股权投资有限公司	128.565	2.85
9	王波	77.13	1.71
10	万红梅	64.3095	1.43
总计		4234.536	94.09

资料来源：公司 2016 年半年报、兴业证券研究所

1.2、公司主营产品与服务

● 1.2.1、公司业务模式

公司主要是通过采购避孕用品、情趣内衣、玩具用品等产品进行销售，主要客户为个人客户。报告期内，公司主要产品和服务是为用户提供两性健康用品购买平台，同时为用户交流讨论提供社区平台。

公司通过移动端 APP “他趣”与 PC 端商城官网在线销售男士、女士避孕用品、情趣内衣和玩具类等两性健康产品，同时他趣 App 是一款集两性健康用品销

售，两性知识交流、社区讨论互动为一体的手机应用，主要面向 iOS、安卓手机用户，该应用旨在为用户打造一个集产品商城社区、推广为一体的两性健康平台。

图 1、移动端他趣 App



资料来源：公司 App、兴业证券研究所

图 2、PC 端商城官网



资料来源：公司官网、兴业证券研究所

1.2.2、公司主营产品与服务

● 他趣在线商城

公司在线商城主要销售安全避孕、情趣内衣、女人玩具、男人玩具、延时助情、调情润滑与 SM 玩具等各类产品。

表 3、公司相关产品列表

产品类型	产品品牌	主要相关内容
安全避孕	杜蕾斯、冈本、杰士邦、名流、尚牌、相模与大象等	 尚牌小黄罐  激爽四合一  名流超薄72只  陌陌铁罐35只  冈本 003 系列  冈本 0.01 超薄  相模进口 0.02  天下无套 44 只
情趣内衣	久慕雅黛、好奇蜜斯、史黛丝、维多利亚的秘密与 Selebrittee 等	 深V蕾开裆连  性感透视睡裙  爽滑长蕾丝吊  开裆露背内裤  女仆制服蕾丝乳  刺绣丁字T裤  中国古典肚兜  四面开裆丝袜
女用玩具	LELO、夏奇、蒂贝、EVO、爱巢取悦、雷霆、私享玩趣与品色等	 全硅胶伸缩阴球  诺兰吊坐跳蛋  杜蕾斯 S 悦觉  品色特殊表棒  后庭 震动棒  G点潮吹指棒  派蒂拉震动棒  迷情双震动棒

男用玩具 日本 NPG、TENGA、Leten、雷霆、香港诺兰、迪梦姿与 EVONANO 等



延时助情 耐氏、藏帝、ZINI、MOVO 与 KEY 等



调情润滑 MOVO、EROS、阿芙拉、ZINI、骇客、EOL 与 PJUR 等



SM 玩具 皮克朋、云曼、阿芙拉、TOUGHAGE 骇客、LELO 与夏奇等



资料来源：公司官网、兴业证券研究所

● 他趣社区

目前他趣社区共运营了六大类约 66 个创意主题圈,主题圈涵盖两性健康用品体验交流、交友、兴趣分享、情感交流等多类话题。

2、情趣用品 B2C 渠道：曲径通幽，渐入佳境

2.1、情趣用品行业从代工走向品牌 B2C 渠道，迎来资本热捧时代

我国的情趣用品行业的监管经历了由严格管控到到资本热捧的过程，具体发展路径可以分为以下四个阶段。

● 严格禁止阶段（1993 年前）

公安部在 1986 年曾出台相关文件，将生产、销售性有关物品的行为视为范围，严厉打击。行业发展环境恶劣，停滞不前。

● 消费者教育：市场导入期（1993 年~2003 年）

1993 年，北京赵登禹路的“亚当夏娃保健中心”商店，是中国最早的成人用品商店；1995 年性器具被正式列为医疗辅助健康用品，但生产和销售都要接受国

家药监局审批和管理。情趣用品行业发展受到严格监管，但是相关产品也逐渐被广大群众了解接受。

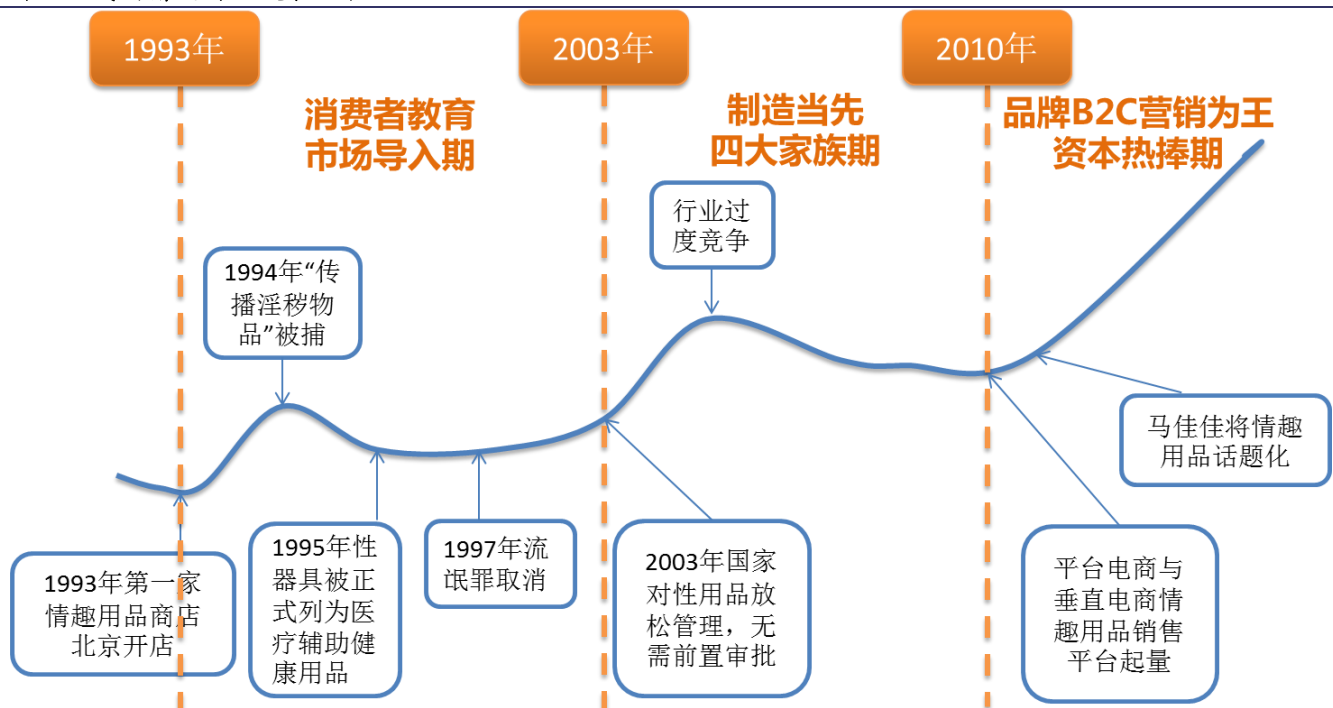
● 制造当先：四大家族时期（2003 年-2010 年）

2003 年，国家食品药品监督管理局发布《国家食品药品监督管理局关于仿真式性辅助器具不作为医疗器械管理的通知》。自此，国家对性用品放松管理，无需前置审批，行业进入快速发展期。辽阳百乐、温州爱侣、深圳积美和深圳夏天奇四家公司成长很快，被业内称为成人用品制造“四大家族”；此外，中国情趣用品中小渠道商也渐渐抬头，如亚当夏娃、伊甸园、人生缘、欢喜堂、桔色、七彩谷等。当时国内企业多以 OEM 为主，缺乏品牌建设，没有形成持续的发展动力，四大家族开始谋求转型，甚至改行。

● 品牌 B2C 营销为王：资本追捧期（2010 年之后）

我国的互联网金融极速发展，电商购物平台也日趋完善，电商平台的隐私性使得情趣用品行业的发展有了更好的支撑；同时国内情趣用品用户体验最佳化设计、产品品牌化、智能化等趋势日益明显，为行业健康持续发展带来动力。90 后女生马佳佳将情趣用品行业话题化，彻底推向前台，行业迅速得到了资本热捧，行业内已经有一批优秀 B2C 企业逐渐脱颖而出。

图 3、我国情趣行业发展历程



资料来源：兴业证券研究所

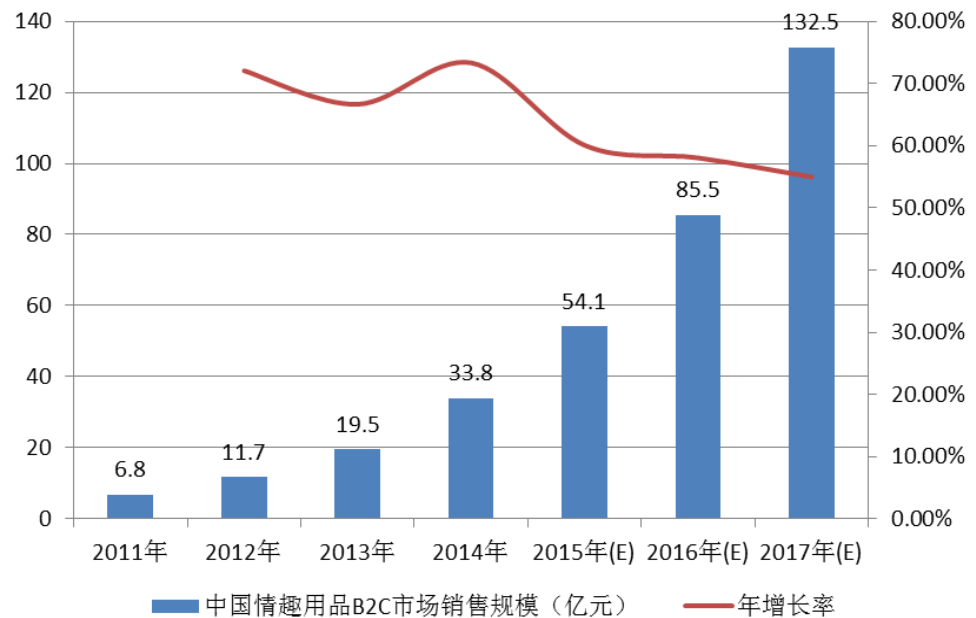
2.2、情趣用品 B2C 业快速增长，观念转变与性别失衡形成长期动力

● 2.2.1、2017 年我国情趣用品 B2C 行业销售规模将达 132.5 亿元

中国的情趣用品行业市场规模较难准确统计，尤其是线下门店数量众多，销售规模难以统计；同时考虑到目前国内消费者主要通过网络购买消费习惯转变，

电商 B2C 市场规模数据代表了未来趋势。据易观智库于 2015 年发布的调查显示，2014 年中国生殖健康用品 B2C 市场交易规模达到 33.8 亿元，预计到 2017 年将达到 132.5 亿元销售规模，未来 3 年复合增长率 57.68%。

图 4、2011-2017 情趣用品行业市场规模



数据来源：易观智库、兴业证券研究所

● 2.2.2、观念转变与性别失衡成为行业持续增长动力

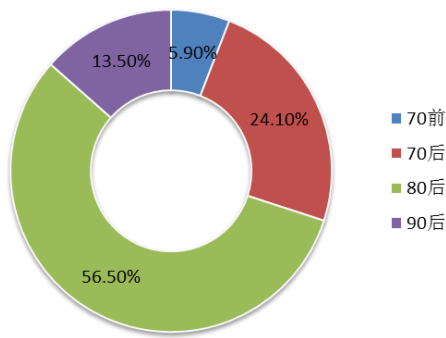
生活观念转变

根据第三方机构统计，2015 年在线购买情趣用品人群平均年龄 33 岁，其中 80 后是购买主力军，占到 56.5%，70 后占比 24.1%，90 后长江后浪推前浪占比 13.5%。年轻人对于品种花样繁多情趣用品接受程度更高，一方面未婚人群可以使用器具来体验性的感觉，另一方面已婚人群利用器具提高夫妻间和谐度。采用情趣用品提升生活品质观念亦会逐代加强，提升产品人群渗透率。

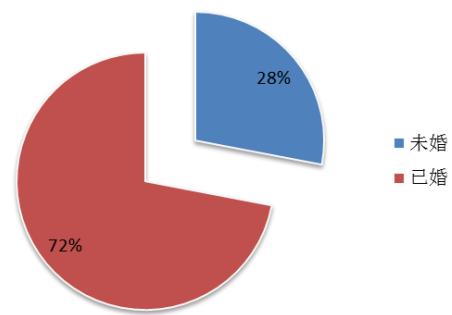
80、90 后开始绝对性的主导两性健康用品消费市场，从各类论坛、贴吧活跃程度来看，其对性文化与两性健康用品的接纳程度远超 70、80 段前辈；近年来人均收入持续提升，80、90 后步入职场引导消费理念升级，有利于快速缩短大陆与海外的人均消费差距；近两年内的电商爆发、支付与物流体系完善，为用户提供了另一种更为保障用户隐私的销售渠道。90 后这群对品质有更高追求的人，正在逐渐成长为消费的主力，他们的性观念开放，不会像他们父辈一样羞于谈性，遮遮掩掩在街头巷尾的店里购买两性健康用品，他们对性生活的品质要求更高，也会两性健康用品上消费更多，而网络给他们提供了这种便利，所以 90 后的成长将会带动两性健康用品电商行业更加快速地发展。

图 5、2015 年情趣用品在线购买人群年龄画像

图 6、2015 年情趣用品在线购买人群婚否画像



资料来源：百分点、兴业证券研究所

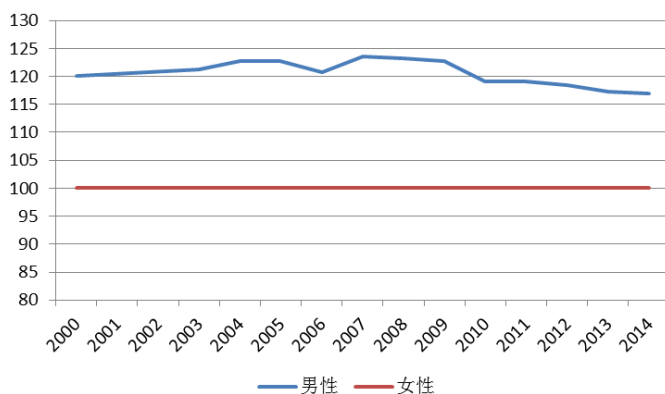


资料来源：百分点、兴业证券研究所

性别失衡形成情趣用品行业持续增长动力

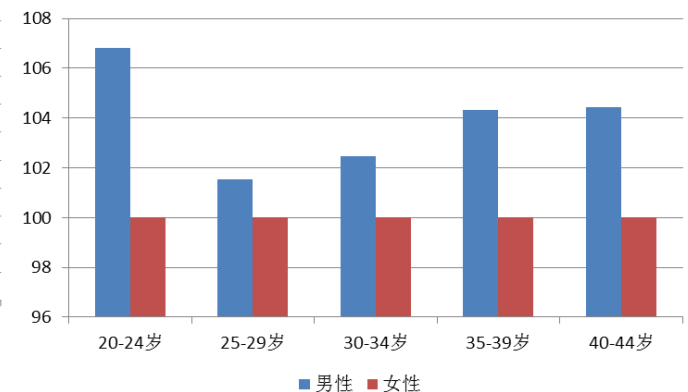
现阶段我国性别比例失衡，一方面全国处于适婚年龄段的 20-45 岁人口中存在男女比例不平衡的问题，且年龄越大失衡越严重，据统计目前适婚人群有 1500 万人处于非婚状态；另一方面，出生人口性别比例持续超越国际人口性别比例警戒线，使得上述状况将会长期持续恶化。情趣用品将有效解决男女比例失调导致的生理需求无法解决的问题，形成情趣用品行业持续增长动力。

图 7、出生人口性别比例



资料来源：wind、兴业证券研究所

图 8、2014 年 20-45 岁人群性别比例



资料来源：wind、兴业证券研究所

2.3、B2C 渠道三分天下，垂直电商类独领风骚

2.3.1、B2C 渠道位居情趣用品产业链的核心环节

情趣用品产业链包括了四个环节：1、产品制造商：供货环节的主要支撑；2、产品供应商/代理商：连接产品制造商与电子商务 B2C 厂商的桥梁；3、B2C 厂商渠道：产业链的核心环节；4、物流环节：电子商务 B2C 最后“一公里”。B2C 渠道不仅直接决定商品的品类与数量，还与下游的物流、支付、用户等产业链参与者产生直接的联系。

图 9、情趣用品产业链



资料来源：易观智库、兴业证券研究所

● 2.3.2、B2C 渠道三分天下，垂直电商类特色独具

互联网、移动互联网技术的广泛应用，促进了 PC 购物、移动 APP 购物的高速发展，大数据技术加强了线上成人用品销售的高效性、精准性和私密性。B2C 渠道逐渐由天猫、京东为代表的 B2C 平台、他趣、春水堂为代表的中小型垂直电商与知性为代表的两性健康问答社区三大势力占据。

（1）以天猫、京东为代表的 B2C 平台

B2C 平台通过开设自营与全品类旗舰店的方式，销售各种情趣用品。平台开放度较高，并无统一的物流和库存管理，所以同时允许了一些中小型分销企业和民间自营团队在平台上开展业务，精致化、高端化的情趣商品展示设计和定位，让情趣用品有品牌保障，但是局限于高度标准化产品。

（2）以他趣、春水堂为代表的中小型垂直电商

中小电商目前有两项业务：垂直电商和自有品牌智能硬件，因为流量变现的原因，以前者为主营业务。他们往往利用良好的产品流通和产品展示能力，进行差异化定位和充满时代感的品牌塑造，并且能够提供更加符合情趣用品人群的消费产品，满足大家谈论性爱、交流性爱再小心购买产品的特定习惯，因此能够更容易取得用户粘性。

（3）以健客网医药 B2C 平台

医药 B2C 平台渠道客户粘性强，据统计，2014 年中国情趣用品品类占到医药 B2C 市场交易品类的 10.8%，成为医药 B2C 平台盈利能力最强品类之一。

表 4、B2C 渠道参与企业

企业性质	企业	特点
综合电商平台	淘宝、天猫、京东	依靠淘宝、天猫、京东这样的大型综合电商平台进行销售。目前通过淘宝和 天猫搜索出来的两性健康用品相关的店铺已经超过 10 万家，竞争激烈，总体规模上都偏小。
	春水堂	2006 年 10 月成立，国内最早开始做两性健康产品垂直电商服务的企业之一，创始人经历了从线下连

		锁至线上线下混合经营，到逐步转为以 PC 端为核心的品牌经营的过程。
	爱侣股份	爱侣股份主营为研发、生产和销售男女健慰器及配套产品，目前，爱侣股份的产品主要以外销为主。
	他趣	国内移动端较大/专业的垂直情趣电商,以避孕套为主打品类的知名移动电商。
	爱向上	UpSex 爱向上是中国第一家高端情趣用品公司，为全国的消费者提供快捷保密的货到付款服务。主营全球领先的高端情趣商品，品牌遍布欧亚美澳各大洲
	春趣	春趣情趣商城以一款以情趣用品为主打品类的商城类 APP，产销多达二千四百余种成人用品。
医药 B2C 平台	健客网、海王星辰、七乐康	利用医药 B2C 平台渠道客户粘性强特性，销售相应的情趣产品。
数据来源：兴业证券研究所		

3、从欧美日本情趣产业看他趣模式

3.1、时代土壤、文化引导与本土化造就海外繁荣情趣产业

● 3.1.1、战后男女比例失调与女性运动造就欧洲第一大情趣用品品牌 Beate Uhse

Beate Uhse-Rotermun 于 1962 年开始经营“成人用品商店”，由于战后男女比例失，同时德国妇女面临的是新团聚的家人和经济形态上大转变的双重刺激，公司快速成长；到 80 年代中期，受妇女运动影响，对 beate 的批评之声不绝于耳，公司面临 2000 多项源于道德边线的起诉，最终几乎都以 beate 胜诉而告终，通过这种方式 Beate 引导社会重新认识了情趣用品意义，品牌获得了欧洲范围内普遍的认可。

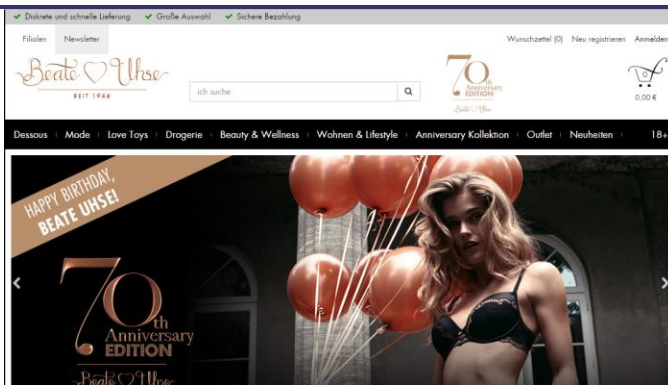
成立 50 年以来，Beate Uhse 集团成长为欧洲最大的成人用品零售商和批发商（scala, ZBF, SPH 等都是其旗下批发和零售品牌），也是目前为止真正唯一的成人用品上市公司（德国法兰克福证券交易所，WKN 755140，Beate Uhse AG），该公司在欧洲有几百家成人用品商店，也给很多成人用品网店和实体店批发，产品以自有品牌为主，基本都是代工的，而且多数器具产品都是中国国内代工的。

图 10、Beate Uhse 线下零售门店

图 11、Beate Uhse 线上零售门店



资料来源：公开资料、兴业证券研究所



资料来源：公开资料、兴业证券研究所

● 3.1.2、开放文化观念与色情业发达造就日本情趣产品辉煌

日本传统上在性观念方面很是开放。在其传统理念中并没有中国传统的贞操观，而江户时代女性也常常当街洗澡(在日本很多地方还有混浴的习惯)；明治维新后西方思潮对日本民众的冲击，使民众对性观念持更加开放的态度，民众政府都已接受，色情业更进一步发展；进入近代以后，日本政府对色情业采取无惩处措施禁止，同时伴随黑帮文化、战后性别失调以及新视频技术发展，色情业空前繁荣。

现代日本的色情产业很丰富。比如：1. 文学，电影，AV，游戏，动漫等文学艺术游戏作品中的情色；2. 提供陪酒服务，女体盛服务，性服务的各种风俗(色情服务)类店铺；3. 提供观看空间的光盘租赁店铺和情人酒店(Love Hotel)；除了这些之外，还有成人用品的自动贩卖机，便利店的成人杂志角等，色情无处不在。

日本的情趣用品品牌商很多，比较知名的是 tenga, toysheart, npg, Rends, magic eyes, men's max, hotpower 等；其中品牌大多是片商起家，以 AV 制作发行为主业，不断进入器具生产，tenga 就是最典型的例子(sod 集团下属子公司)，而传统的专业成人用品公司目前主要只有 TOYSHEART 和 NPG 两家。

图 12、日本风俗店



资料来源：公开资料、兴业证券研究所

图 13、日本 Love Hotel



资料来源：公开资料、兴业证券研究所

● 3.1.3、时代土壤、文化引导与本土化是情趣行业发展核心要义

通过德国 Beate Uhse 集团与日本情趣用品产业分析，我们可以发现情趣用品行业发展有三大核心要义：

时代土壤：性观念改变与性生理诉求加强，首先人们对于性观念持有更为开放态度，其次由于特定原因导致群体性生理诉求加强（例如：性别比例失衡、工作压力过大等）。

文化引导：情趣用品行业发展是建立社会群体对于性生活玩法丰富化基础上，玩法丰富化是一个文化引导过程，例如日本发达色情产业就对情趣用品市场形成强烈引导。

本土化：基于本国时代土壤与文化引导特点，情趣用品企业需要进行本地化模式延伸。例如在日本，情趣用品主流渠道更多是线下门店销售，男性使用比例远高于女性。

3.2、“社区教育+移动电商”：他趣模式构筑中国化情趣玩法

● 3.2.1、他趣社区：分享情趣，引导消费

他趣目前经营着全国最大的两性健康用品交流和体验平台之一的“他趣社区”，社区通过持续运营已经积累了较高的人气，运营团队主要围绕以下用户实际需求开展社区运营工作。

（1）以圈子为核心的基础社区运营手段：他趣用户关注相应的圈子，发帖、回帖的积分累计设置、权限控制等，论坛适时地筛选高质量发帖进行置顶，并不定期对精品内容和用户进行奖励，对用户日常活跃度的提升有较高的效果。

（2）用户成长体系运营：社区推出用户等级体系和论坛虚拟币（免费），用户可通过签到领积分、分享体验赢取趣币等多种形式加快成长速度，论坛内设置了“富豪榜”和“达人堂”等用于展示高等级用户的专属界面，旨在带动其他用户的在线活跃度。

（3）话题式营销：他趣社区打破以往传统的栅栏式社区内容运营方式，创新引入话题式营销，打造真实、接地气的话题流。话题从一开始的两性健康用品讨论，逐渐延伸到健身运动、情感交流、趣事分享、两性教育等多个领域，不断提升用户的活跃度，运营团队实时挖掘和筛选用户日常生活的裙带信息并进行二次加工，有力地维持了论坛人气。

（4）培育人气用户：为进一步保持社区的吸引力，运营团队通过筛选活跃用户，实时开展 O2O 活动，通过引入论坛礼品赠送、线下活动、实时交流、线上展示等多种活动，逐渐培育起了一批人气用户和忠实粉丝。

他趣社区上线至今，每天的发帖量已达 10 多万条。这一方面帮助“他趣”的团队积累了有用的产品评价信息，另一方面对增加用户黏度，反哺商城业务都有很大助益。

图 14、他趣社区运营特点



● 3.2.2、他趣移动端电商：扩大使用场景，关注客户隐私

他趣的销售模式主要为移动端，即手机 APP 的线上销售，“他趣”APP 提供一站式的两性健康用品购买和支付体验，产品销售面向所有注册和非注册用户，购买方式隐蔽，支付快捷，产品收发货过程中高度关注用户的隐私安全，有效解决了用户日常进入公众视线购买两性健康用品的复杂心理。

从用户浏览他趣商城开始，就会根据客户的不同属性对客户进行购买性引导；他趣商城根据专题类别分为新奇萌趣、TOP 热卖、包邮专区、轻奢情趣及热门专题等商区；根据产品类别分为避孕套、情趣内衣、男用玩具、女用玩具等商区；用户可以根据自己的需求作出相应的商区浏览；用户还可以根据 1 元抢购专区买到折扣商品，通过撸一撸专区随机摇到相关商品，通过兽业解惑专区进入他趣社区，了解相关产品的用户体验及相关的两性健康知识；用户在选择产品的同时可以了解到产品的使用方法，在下单后，可以快速了解到订单处理流程，包括快递以及订单出库的信息，公司在产品物流配送中加强了用户隐私保护；部分产品用户在使用过程中，系统会提示保养时间节点及更换时间节点；除此之外，他趣商城的售后服务和退换货流程也较为高效快捷，公司遵循 7 天以内退换，3 天以内退款到客户。

● 3.2.3、移动电商为主，多元化电商渠道拓展

公司在以移动电商为主前提下，开展多电商渠道零售战略，满足消费者多样化需求，公司加强了 PC 端商城运营，同时积极与第三方平台开展合作，入驻天猫、京东等开设平台旗舰店，通过纯电商平台的巨大流量实现销售规模的快速扩大。

图 15、他趣电商运营特点



数据来源：兴业证券研究所

● 3.2.4、“社区教育+移动电商”的他趣模式：中国化情趣用品新玩法

时代土壤：伴随消费升级，年轻人对于两性生化持有更加开放态度，对于情趣用品接受程度不断提高；我国当下以及未来相当长一段时期，性别比例结构性失调以及由于人口迁徙引起区域失调将长期存在。基于这样时代背景，采用情趣用品提升或者替代传统生活方式诉求将更强烈。

文化引导：国内色情行业是非法的，同时互联网传播低俗淫秽内容也是要受到法律制裁。他趣社区通过搭建两性健康知识平台，通过采用自聘、外聘编辑、社区引导等多种方式汇聚两性健康知识，在严守国家法律法规前提下，更大程度的帮助用户解决关于两性健康方面的困惑，实现情趣用品体验分享、情感交流，提升用户生活品质。社区一方面可以提升用户留存，保持用户对他趣平台的新鲜感，提升软件启动频次，致使最大限度的留住用户；另一方面可以作为商城流量导入的重要入口，通过在社区开展各类产品推广活动，最大限度的将用户留存转化为用户购买行为，

本土化：抛开政策面风险，国内用户在购买时还要考虑到道德舆论压力。他趣着力于移动电商渠道建设。1、相较于PC端电商渠道，移动端可以更好地保护了消费者的隐私问题，拓展消费购买场景；2、手机网民首次超过PC端网民，而且对于情趣用品用户结构与手机网民结构高度一致，移动端可以为用户提供更加便捷服务。

4、四大优势促他趣社区领跑国内情趣行业

4.1、他趣模式满足用户各类需求，提升客户粘性

移动端的隐私和精品导购思路非常适合计生及两性健康用品，他趣模式解决了用户三个需求：

两性健康用品的购买场景需求。很多时候，如在办公室网购的方式，可以买衣服、化妆品，但计生和两性健康用品不适合，不方便讨论和被外人看到。移动端则实现了想买就能买的要求。闲暇时间的交互需求。

用户可以在碎片化的时间上看社区短内容，讨论产品直接购买，可以发生在

地铁、等候飞机等场所；他趣社区为用户提供了产品体验分享、性知识教育、性用品导购、情感和话题交流等多个渠道，有效地解决了用户获取信息的需求。其他需求。

他趣加了入社区后，还加引入工具功能，帮助用户改善自身生活质量，实现精准导购，之后还将加入用户粉丝、产品礼品化等模式，实现了 Wap 端本质上无法实现的新模式，如通过预设的线上专属课程对用户身心能力进行改善、基于用户购买数据的新产品推送试用，明星用户体验分享的在线导购，社区可以根据用户属性进行主页管理、分享交友，社区用户粉丝化等衍生创新模式。

作为国内最大的两性健康用品垂直互联网电商之一，与同类竞争者相比，他趣拥有国内较好的用户体验，产品售前、支付、售后的服务体现了较好的客户关怀。

4.2、运营能力保障他趣模式稳定运行

在电商运营方面，公司拥有完善的电子商务进销存体系，并配备了完备的电子商务前后端、运营端和推广端的团队，他趣商城进销存系统主要包含以下模块：仓储管理系统、订单管理系统、用户管理系统、统计系统、商城运营系统、交易系统，整套系统保证了商城能够稳定地运营。在活动运营方面，公司通过折扣、满减、赠品等低价促销方式，通过双十一、双十二、69 成人节、店庆等促销方式做公司宣传，吸引流量；运用文案宣传、优惠组合等手段相配合，逐步优化商城活动的运营。

在社区运营方面，公司以打造社区的时尚感和新鲜感为中心，一是致力于解决内容获取的需要。运营通过采用自聘、外聘编辑、社区引导等多种方式汇聚两性健康知识，不断提升平台运营的社会价值；二是致力于解决用户交流和分享的需要。作为垂直交流平台，他趣社区在传统论坛交流模式的基础上，不断丰富和拓展交互工具，及时开发和推出“附近的人”、“站内信”、“晒分享”等多种新型交互方式，有效提升了用户的交互体验，增强了用户日常自发性交流的意愿；三是致力于解决用户心理诺成的需要。为进一步增强用户粘性，他趣社区引入了用户成长体系和权限系统，通过设置关键节点权限和高等级用户免费增值服务，较好地激励用户自发地创造社区内容，并通过多种方式对用户实施物质激励。

4.3、品牌价值降低用户选择成本，提升复购率

用户对于情趣用品渠道品牌的信赖度在购物选择中至关重要。他趣已经在同类 APP 中具备了较高的知名度，具备较好的先发优势，保持了较旺盛的人气，已经是核心用户津津乐道的话题，通过持续开展社区运营、社会化营销和广告推广，“他趣”品牌价值将进一步增加，相对于同类竞争对手一直致力于传统的商城销售，并没有将用户培育放在核心战略上，用户留存较低，用户对其他商城品牌的认知度较低，短时间培育起来也较难。用户的品牌认知度、品牌信任度提升后，能够有效地减少选择成本，进而产生连续性的购买行为。他趣用户重复购买率约为 30%左右，远高于同类竞争对手，这不仅得益于公司对产品和供应商的严格把控，还在于用户在消费过程中的享受到了便捷的购物体验。

表 5、IOS 平台情趣类 APP 排名（10 月 10 日）

App	图标	总榜排名	板块排名
他趣		866	26(健康免费)
性好		-	96(健康免费)
成人之美		1087	30(健康免费)
草莓		-	1323(健康免费)
性用社		-	150(健康免费)
春水堂		-	115（体育免费）

数据来源：aso100、兴业证券研究所

4.4、选品、供应与定价优势保障产品品质，实在让利用户

● 选品为先

公司在选品时首先通过市场调研（商城问卷调查、在线咨询、社区体验分享等渠道）了解到市场用户的需求，从而确定所销商品的类型，公司运营部将商品分为形象款、引流款和平销款。公司非常重视选品，为此公司专门聘用了产品体验师，撰写产品性能报告，目前公司已具备出色的选品能力。

表 6、公司不同款型产品选品流程

产品类型	选品流程
形象款	充分利用公司供应商体系，第一时间拿到供应商的新产品样品，在确保质量安全的同时，主要考虑产品功能、设计、差异化等因素，进行多次筛选和论证后确定商品 SKU，并在商城上线测试，通过测试周期（一般 3 天）内反馈的销售情况再进行二次筛选，最终确定形象款。
引流款	主要参考市场上其他商家尤其是淘宝平台上的爆款产品，在确保质量安全的同时主要考虑价格因素，引入市场上同类畅销产品
平销款	对市场上竞争对手所销商品从产品功能、设计、价格区间等角度进行分析，筛选出与市场上竞争对手在价格、设计等方面具有差异化的产品。

数据来源：公司公开说明书、兴业证券研究所

● 供应为先

公司进一步扩展自有平台在供应链上端的影响，力求更大限度节省消费者在，两性健康用品购买时的选择成本和甄别成本，通过深入推进供应商管理和产品筛选体系，逐步建立起可靠的品牌供应商联盟。已经与超过 100 家供应商建立了良好的合作关系，2014 年初已经具备了稳定的供货源。长期供货的合格供方可以一年签订一次合同，其中订货数量以采购单为准，价格以总经理审批价格为准，合同期内根据市场供求情况可进行价格调整。

● 定价为策

公司根据所划分的形象款、引流款和平销款三种不同类别产品进行差异化定价。形象款属于市场上新产品，在功能、设计等方面相对于市场上其他产品都具有明显的差异，而且整体性能优于其他产品，所以在形象款定价方面公司具有较高的自主定价能力，这类产品一般具有高毛利的特点；在引流款与平销款方面。

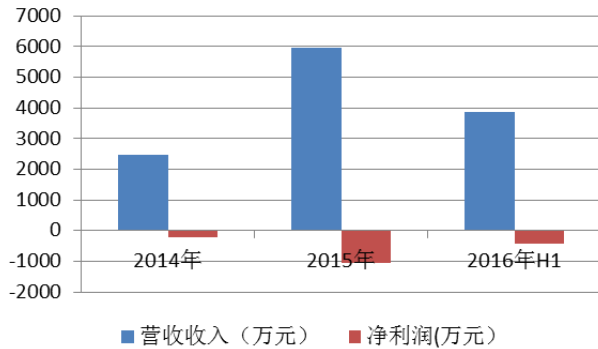
公司建立了较好的价格优势，依托成熟的供应商体系与选品能力，能够将高品质产品价格长时间维持在较低水平，一方面公司在竞争中存在着显著的采购成本优势，从而在电商竞争中拥有价格优势；同时公司面向用户拥有较大让利空间，有效实现用户导流；另一方面形成对产品品质有利保障。

5、财务分析

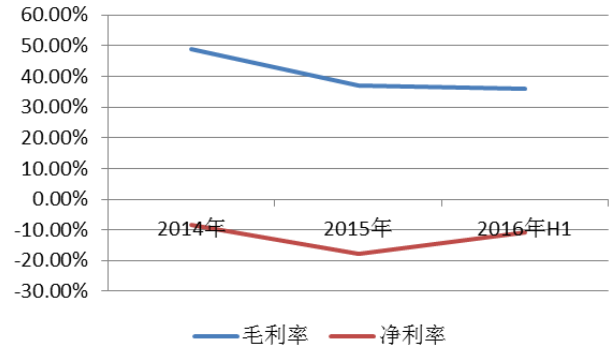
2016 年上半年，公司实现营业收入 3874.26 万元，比去年同期增 90.88%，营业收益继续保持较快增幅，主要原因为：（1）他趣平台的激活人数进一步增长，用户日活跃数同比提升，平台每日下单数增加；（2）公司在开展经营两性健康用品在线零售业务的基础上，同广州丽程等国内知名两性健康用品运营商进行合作，自主拓展了两性健康用品批发业务，上述业务拓展了公司的销售渠道。公司归属于挂牌公司股东的净利润-417.04 万元，公司仍然处于战略亏损阶段，主要原因为：公司目前处于品牌运营期，一方面公司需要不断迭代和更新他趣移动软件，运营人员和研发人员人数较多，管理成本较大，另一方面公司持续进行了广告投放，并通过多种形式进行品牌和渠道宣传，公司销售费用开支较大。

图 17、2014-2016H1 年公司营业收入与净利润

图 18、2014-2016H1 年公司毛利率与净利率



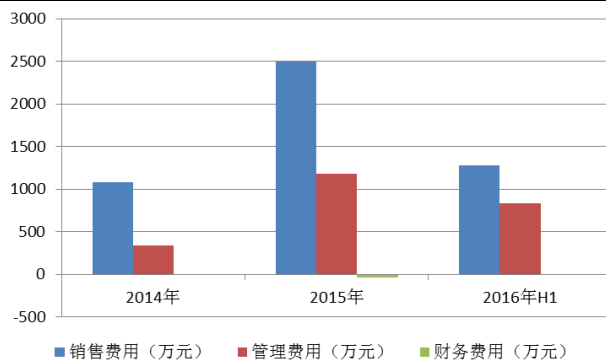
料来源: wind, 兴业证券研究所



资料来源: wind, 兴业证券研究所

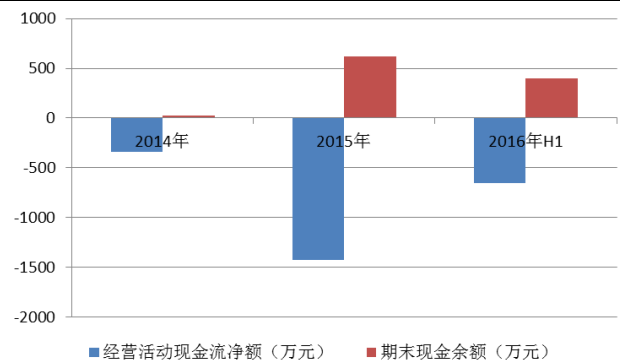
2016 年上半年, 公司管理费用为 829.99 万元, 较去年同期增长 37.17%, 管理费用出现增长的原因为: 管理费用增长主要体现为公司人员工资总额的增长, 随着公司日常业务开展的需要, 公司各个部门陆续补充人员, 并进行了一定的人才储备; 2016 年上半年, 公司销售费用为 1282.75 万元, 较去年同期增长 51.99%, 公司持续进行了广告投放, 并通过多种形式进行品牌和渠道宣传, 销售费用开支较大。经营活动产生的现金流量净额为 -6,553,466.91 元, 较上年同期减少 1,164,342.63 元, 减少的主要原因为: 由于公司新增两性健康用品批发业务, 批发业务与零售业务确认销售收入的时点以及账期有差异。

图 19、2014-2016H1 年公司三费



数据来源: wind 数据、兴业证券研究所

图 20、公司的经营现金流净额和期末现金余额



数据来源: wind 数据、兴业证券研究所

6、盈利预测与估值

我们给予了公司现有业务未来三年如下表增长率与毛利率假设。

自营电商平台: 考虑到行业增速, 我们给予公司自营电商平台 16-18 年业务每年 85.06%、36.36%与 20%增速; 考虑到市场竞争与公司规模因素, 预计公司未来毛利率会有微弱下降。

第三方电商业务: 公司从今年扩展在第三方平台电商业务, 根据公司在京东与天猫平台公开销量数据增速, 我们预计第三方平台 17 年与 18 年将分别贡献 8000 万与 1.3 亿元收入。考虑到公司第三方平台业务今年开始开展, 毛利率将低于自营平台, 预计 17 年与 18 年将于自营平台毛利率保持一致。

直播业务：考虑到公司社区模式对于直播业务的导流，预计公司直播业务 17 到 18 年将分别产生 1500 万与 2000 万收入。参考三板公司炼爱网络直播平台“恋恋”运营收入毛利率为 86%，我们保守给予公司直播平台 17 年与 18 年毛利率分别为 40%与 55%。

表 7、公司盈利预测假设

年份		2015	2016E	2017E	2018E
自营电商平台	营业收入(百万)	59.44	110.00	150.00	180.00
	增长率		85.06%	36.36%	20.00%
	毛利率		37.00%	36.60%	36.20%
第三方电商平台	营业收入(百万)		5.00	80.00	130.00
	增长率			1500.00%	62.50%
	毛利率		32.00%	36.60%	36.20%
直播平台	营业收入(百万)			15.00	20.00
	增长率				33.33%
	毛利率			40.00%	55.00%
营业费用/主营业务收入 %		41.93%	28.70%	16.73%	16.67%
管理费用/主营业务收入 %		31.62%	18.35%	10.61%	10.00%
财务费用/主营业务收入 %		-1.94%	0.69%	0.80%	0.68%
实际税率 %		24.62%	25%	25%	25%

数据来源：兴业证券研究所

在生活观念开放与性别比例失调的时代背景下，他趣模式具备更大成长弹性。不考虑未来增发对股本摊薄的影响，预计公司 16-18 年 EPS 分别为-0.71、0.98 和 1.61 元，公司目前尚未做市，无对应估值，首次覆盖暂无评级，建议投资人积极关注。

表 8、相关上市公司估值对比表

公司代码	公司简称	市值(亿元)	营业收入(亿元)	每股收益 TTM (元)	每股净资产 (元)	每股经营性现金流量(元)	毛利率	净利率	净资产收益率	PE_TTM	PB_LYR
600079.SH	人福医药	270.97	100.54	0.61	6.13	0.24	36.35%	8.49%	10.38%	34.70	3.44
835587.OC	爱侣健康	0.00	1.01	-0.77	1.86	-0.86	45.22%	-71.98%	-49.68%	0.00	0.00
837472.OC	海豹信息	0.00	0.59	-0.24	0.00	-0.95	37.07%	-17.80%	-22.00%	0.00	0.00
839466.OC	春水堂	0.00	0.41	-1.11	1.24	-1.96	43.69%	-45.57%	-216.82%		

数据来源：wind 数据、兴业证券研究所

注：股价基准日为 2016 年 10 月 17 日；财务报告期为 2015 年年报；公司财务数据为财报原始币种，未做统一

7、风险提示

- (1) 行业竞争加剧；
- (2) 政策的不确定性风险；
- (3) 行业增长不及预期。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	49	64	97	123
货币资金	6	12	26	35
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2	2	5	7
其他应收款	0	6	7	14
存货	4	11	20	28
非流动资产	5	3	4	4
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1	1	1	1
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
资产总计	54	68	101	127
流动负债	6	30	49	51
短期借款	0	21	31	28
应付票据	0	0	0	0
应付账款	3	6	12	16
其他	3	3	5	6
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	6	30	49	51
股本	15	15	15	15
资本公积	37	37	37	37
未分配利润	-4	-15	0	24
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	48	37	52	76
负债及权益合计	54	68	101	127

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-11	-11	15	24
折旧和摊销	0	0	0	0
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-0	1	2	2
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	15	6	11	12
经营活动产生现金流量	-30	-15	5	14
投资活动产生现金流量	1	-0	0	-0
融资活动产生现金流量	26	20	8	-6
现金净变动	-3	6	14	9
现金的期初余额	0	6	12	26
现金的期末余额	-3	12	26	35

利润表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	59	115	245	330
营业成本	37	74	155	206
营业税金及附加	0	0	1	1
销售费用	25	33	41	55
管理费用	12	21	26	33
财务费用	-0	1	2	2
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	-14	-14	20	32
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	-14	-14	20	32
所得税	-3	-4	5	8
净利润	-11	-11	15	24
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-11	-11	15	24
EPS (元)	-0.71	-0.71	0.98	1.61

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性 (%)				
营业收入增长率	142.5%	93.5%	113.0%	34.7%
营业利润增长率	-709.0%	-201.7%	38.8%	64.7%
净利润增长率	-616.1%	-200.7%	37.8%	64.9%
盈利能力 (%)				
毛利率	37.1%	35.8%	36.6%	37.5%
净利率	-17.8%	-9.3%	6.0%	7.3%
ROE	-22.0%	-28.5%	28.2%	31.8%

偿债能力 (%)

资产负债率	10.7%	44.8%	48.6%	39.9%
流动比率	8.56	2.12	1.98	2.43
速动比率	7.89	1.77	1.57	1.88

营运能力 (次)

资产周转率	147.1%	189.5%	290.4%	289.4%
应收帐款周转率	7405.2%	6365.8%	6847.8%	5685.2%

每股资料 (元)

每股收益	-0.71	-0.71	0.98	1.61
每股经营现金	-0.95	-0.97	0.35	0.96
每股净资产	3.20	2.49	3.47	5.08

估值比率 (倍)

PE	0.0	0.0	0.0	0.0
PB	0.0	0.0	0.0	0.0

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaoqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有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。

【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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本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门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。