

## 多品牌集团增长稳健，短期投入增加夯实长期发展基础

公司简报

### 买入(维持)

当前价: 22.53 元

### 分析师

李婕 (执业证书编号: S0930511010001)

021-22169107

[lijie\\_yjs@ebcn.com](mailto:lijie_yjs@ebcn.com)

汲肖飞 (执业证书编号: S0930517100004)

021-22169314

[jixiaofei@ebcn.com](mailto:jixiaofei@ebcn.com)

### 市场数据

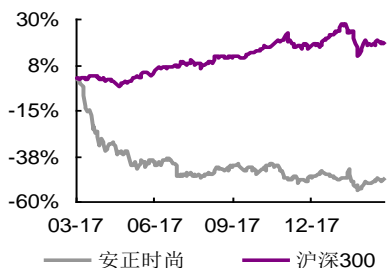
总股本(亿股): 2.89

总市值(亿元): 72.21

一年最低/最高(元): 19.85/41.95

近3月换手率: 27.91%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.95	-3.55	-57.85
绝对	2.88	-6.66	-45.62

资料来源: Wind

### 相关研报

多品牌发力业绩提速，中高端时装集团稳步前行

..... 2017-11-01

中高端女装佼佼者，内生外延新成长可期

..... 2017-09-04

### ◆17年收入增18%，净利增16%，17Q4业绩增速有所收窄

2017年公司实现收入14.21亿元，同增17.78%，归母净利2.73亿元，同增15.69%，扣非净利2.17亿元，同降2.44%，EPS为1.00元，10派5元转增4股。扣非净利出现下降主要受到毛利率下降以及研发费用、限制性股票计划费用、应付职工薪酬等支出增加影响，扣非净利增速低于净利主要由于政府补助、委托理财收益增长。

2016Q3-17Q4公司收入同增-4.32%、13.12%、18.89%、17.40%、23.87%、12.47%，净利同增39.27%、-13.41%、16.50%、3.46%、36.95%、7.49%。16Q4后行业回暖、公司开始恢复净开店，收入恢复增长并持续复苏，17Q4收入增速有所收窄主要受到16Q4基数较高、开店速度放缓、计提较高退货准备等影响，同时由于17Q4单季度毛利率降1.62PCT、销售费用率同增7.69PCT导致净利增速收窄到个位数。

### ◆各品牌、各渠道均保持增长，主品牌玫姿增长稳健，斐娜晨快速扩张

(1) 分品牌来看，17年玫姿、尹默、斐娜晨、安正男装、摩萨克分别实现收入9.36亿元、2.14亿元、1.02亿元、7479.38万元、3536.53万元，同增10.49%、10.76%、92.41%、37.11%、15.47%。公司2017年推出线上品牌安娜寇，贡献收入4860.40万元，带动线上收入快速增长。

公司各品牌同店均保持较快增长，2017年玫姿、尹默、安正男装、斐娜晨、摩萨克可比同店分别增8%、9%、6%、19%、23%，公司通过提高主品牌性价比、增加过季商品促销、加强对零售端激励等因素推动店效保持增长。渠道数量方面，2017年玫姿恢复净开店，斐娜晨渠道外延增84.78%至85家、直营加盟均快速扩张，安正男装渠道小幅增加，尹默、摩萨克渠道数量略有下滑。售罄率方面，2017年玫姿、斐娜晨、摩萨克品牌售罄率为68%左右，尹默、安正男装为65%左右。

分季度看，17Q4玫姿收入同增8.53%，其中同店同增4.76%、较17年前三季度8%的增速有所收窄，主要由于16Q4基数较高、对加盟商计提较高退货准备等影响。17Q4尹默、安正男装、摩萨克、斐娜晨收入分别同增6.49%、27.08%、-5.07%、54.50%，16Q4基数较高导致17Q4同店增速较17年前三季度收窄，其中斐娜晨因新店数量较多、同店下滑16.39%。

(2) 分渠道来看，2017年直营、加盟、线上收入分别为6.51亿元、5.71亿元、1.95亿元，同增22.37%、7.17%、48.88%。玫姿加盟渠道占比较高，小品牌以直营为主。2017年玫姿品牌12家加盟店转直营店，安正男装、斐娜晨持续增加直营店数量，带动整体直营店外延增7.69%；玫姿加盟商恢复净开店、斐娜晨快速拓展加盟渠道带动整体加盟店外延增5.64%；公司线上收入保持快速增长，主要由于17年推出线上品牌安娜寇，并扩大各品牌线上知名度，其中玫姿品牌2017年双十一实现交易额5806万元，同增414%，线上VIP达53万人。

17Q4 直营、加盟、线上收入分别为 2.05 亿元、1.43 亿元、7432 万元，同增 14.33%、-7.26%、111.95%，由于冬装发货较多、出于审慎考虑公司提高对加盟商计提的退货准备，导致加盟收入下降，公司加大线上推广力度、双十一销售推动线上收入增速提高。

◆提高性价比、促销增加致毛利率降，费用率增，存货结构改善

**毛利率：**17 年毛利率同降 3.89PCT 至 66.74%，其中主营业务毛利率同降 4.18PCT，主要原因：1) 为提高性价比、强化竞争优势，在价格不变的情况下公司使用更好的面料和工艺，让消费者有更好的获得感，导致主营业务毛利率下降 1.65PCT；2) 公司增加过季商品的促销活动，尤其是针对尹默品牌，从而加快周转、消化过季库存，拖累主营业务毛利率下降 2.53PCT。

16Q3-17Q4 毛利率分别为 69.49%(+2.50PCT)、64.83%(+7.86PCT)、70.43%(-3.74PCT)、68.37%(-8.24PCT)、66.34%(-3.16PCT)、63.21%(-1.62PCT)。其中 17Q2 促销力度较大导致毛利率降幅较大，17Q3 后公司控制促销力度、提高性价比影响逐步减弱，毛利率降幅有所收窄。

**费用率：**17 年期间费用率同增 1.49PCT 至 44.44%，其中销售费用率同增 2.59PCT 至 31.37%，主要由于新开门店、加强对销售人员激励增加销售费用 5312 万元，品牌广告宣传费用增长 1510 万元，电商服务费增加 2537 万元；管理费用率同降 0.46PCT 至 13.29%，主要由于公司控制职工薪酬增长、折旧摊销费用下降；财务费用率同降 0.64PCT 至 -0.22%，主要由于银行贷款偿还完毕、募集资金到账后利息收入增加。

**其他财务指标：**

1) 2017 年底存货较年初增 24.41%至 4.74 亿元，主要由于一方面公司直营店扩张、陈列产品增加，另一方面皮衣、羽绒服等冬装生产及库存量上升，为冷冬销售做准备。存货周转率为 1.11，16 年同期为 0.90，过季产品促销力度加大带动存货周转提升；存货/收入为 0.33，与 16 年同期 (0.32) 基本持平。从结构来看库龄 2 年以内存货占比达 74%，一年以内存货占比 57%，较 16 年期末大幅提升 18PCT、21PCT，过季库存逐步消化、库存结构改善。

2) 2017 年底应收账款较年初增 11.41%至 1.04 亿元，公司控制经销商应收账款规模，应收账款周转天数为 25 天，16 年为 31 天。

3) 2017 年资产减值损失同降 25.97%至 4479 万元，主要由于过季商品库存降低后存货跌价计提减少 29.56%。

4) 2017 年投资收益同增 403.26%至 4274 万元，主要由于募投资金的理财收益增加。

5) 2017 年经营性净现金流同降 6.50%至 3.17 亿元，基本保持稳定，销售商品、提供劳务收到的现金为 16.27 亿元，高于收入主要由于经销商回款较多。

◆短期投入强化长期优势，深耕时尚产业厚积方能薄发

公司主营中高端时尚品牌的自主研发、生产、销售及品牌管理，较早进行多品牌运营，已形成风格多样、定位互补的品牌阵营。高端女装消费者通

常为高收入、追求潮流、广泛接触国内外品牌和时尚信息的女性，对产品的设计、款式、面料、上新速度、品牌影响力等方面都有很高要求，对品牌商的要求也越来越高。2017 年公司上市后聘请多位著名设计师及营销专家、实施股权激励计划、降低倍率提高产品性价比，短期投入增加对当年业绩增长形成拖累，但将强化公司在产品设计、渠道运营、激励机制等方面优势，为长期成长奠定基础。

设计是高端女装吸引消费者最重要的因素之一。公司六大品牌分别设立设计研发部门，注重内部培养和外部吸收，聘请国内外知名服装设计师、创意室、空间设计师等。目前公司已拥有日本著名男装设计师久保嘉男先生、玖姿品牌华人创意总监张淑美女士、尹默品牌全国十佳设计师王鸿鹰女士、摩萨克品牌全国十佳设计师房莹女士、法国艺术总监 Francaise 女士等明星设计师坐镇，聘请法国著名色彩趋势研究机构贝克莱尔公司参与产品主题选择与色彩创作，整合国内外优质时尚资源持续提供符合流行趋势的高端服装。

公司对渠道把控力较强，采用类直营的加盟管理模式，引用先进的信息系统实现全渠道运营。1) 公司统一负责开店计划、选址、店铺装修、货品陈列、销售折扣、店铺信息系统等业务，加盟商仅负责日常经营的管理与协调，对加盟渠道的运营和掌控力度较强。2) 公司较早布局 SAP 系统，对产品企划开发、采购、零售、仓库及财务实现全产业链信息化管理，及时掌控所有渠道的库存及销售信息，实现店铺间库存共享，并根据终端销售情况实现不同区域的产品调配，提高售罄率。

服装是快速更迭的时尚创意产业，对人才依赖度高，需要持续激发设计研发、销售等员工积极性。公司实施多层激励机制，全面激发员工积极性。1) 2017.8 公司推出股票激励方案，授予数量 488.1 万股，授予价格 12.81 元，涉及 147 名中高层及核心技术人员，考核目标为 2017-19 年净利增速为 16.5%、30.9%、30.6%，激发团队积极性。2) 公司将全资子公司上海斐娜晨服饰有限公司 20% 的股权转让给品牌总经理、设计总监，绑定管理层利益，推动品牌发展目标的完成，未来有望复制到其他品牌。3) 在零售端公司玖姿品牌实行“店长店”模式，将完成业绩目标的超额部分按一定比例分给销售团队，调动零售端积极性，未来该模式有望向更多店铺及品牌推广。

#### ◆多品牌发力推动收入增长，与国外品牌合作开启，维持“买入”评级

我们认为：1) 未来主品牌玖姿继续开店，产品性价比、设计风格优化后同店有望保持增长，预计收入维持双位数增长；斐娜晨定位精准，未来通过快速开店将保持现有高速增长态势；尹默、安正男装定位更为高端，预计开店和收入增长将较为稳健；摩萨克结束产品和定位调整，未来将借助玖姿加盟渠道实现快速扩张。2) 公司产品性价比和加价倍率将保持稳定，库存结构优化后折扣力度将减弱，预计未来毛利率有所回升；同时公司将控制销售费用，强化盈利能力。3) 2017 年摩萨克与斐娜晨亏损、安正男装盈亏平衡，其他品牌盈利；由于费用较为固定，预计 2018 年玖姿、尹默利润增速高于收入，其中尹默净利润有望增长 2000 多万元，安正男装、斐娜晨有望实现盈利，摩萨克 2018 年亏损预计降为 200 万元。4) 2018.2.13 公司公告与润祥（澳门）有限公司拟成立锦润国际服饰有限公司，其中公司出资 1100 万元，占注册资本的 55%。锦润国际将借助合作方长期经营国外品牌的能力和资源，代理海外奢侈品牌国内开设鞋店、童装店，并拓展名品折扣店，预

计 18 年代理店铺将会落地。未来公司将借助现有渠道资源、品牌运营优势与国外品牌合作拓展中国市场。5) 2017.2.14 公司完成 IPO, 2018.2.14 共有 336 万股限售股解禁, 占总股本的 1.16%, 股东为副总经理、董事会秘书等 9 位核心高管。2017.12.20-2018.2.9 公司董事长、实控人郑安政以自有资金增持 87.52 万股, 占总股本 0.3%, 累计增持金额 1988.47 万元, 成交均价 22.72 元/股。本次增持后郑安政先生持有股份 1.08 亿股, 占总股本 37.35%。

公司 2017 年完成股权激励计划业绩考核目标, 2018 年营收计划目标为 17.83 亿元, 同增 25.53%, 归母净利润 3.59 亿元, 同增 31.58%, 基本符合我们预期。毛利率企稳回升、小品牌实现盈利等推动业绩增长进一步提速。我们维持 2018-19 年 EPS 预测为 1.25/1.63 元, 新增 2020 年 EPS 预测为 2.05 元, 目前股价对应 18 年 18 倍 PE, 看好公司多品牌中高端时尚集团业绩快速成长, 维持“买入”评级。

◆风险提示: 开店进度不达预期、库存风险、次新股股价波动较大等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,206	1,421	1,753	2,140	2,581
营业收入增长率	-1.53%	17.78%	23.39%	22.09%	20.60%
净利润(百万元)	236	273	360	470	592
净利润增长率	-3.21%	15.69%	31.93%	30.49%	25.84%
EPS(元)	0.82	0.94	1.25	1.63	2.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.40%	10.62%	12.72%	15.05%	17.00%
P/E	27	24	18	14	11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

表 1: 2017 年单季度分品牌收入增长情况(收入单位: 万元)

品牌	2017Q1		2017Q2		2017Q3		2017Q4	
	收入	同比增速	收入	同比增速	收入	同比增速	收入	同比增速
玖姿	18,284.71	6.43%	20610.45	5.42%	27,671.49	19.91%	27044.92	8.53%
尹默	5,638.01	10.35%	4749.63	11.76%	4,201.49	17.84%	6827.98	6.49%
安正	2,321.19	43.78%	1739.10	55.59%	1,026.18	22.20%	2392.91	27.08%
摩萨克	1,190.96	40.13%	822.19	20.67%	706.61	5.31%	816.77	-5.07%
斐娜晨	2,098.47	86.29%	1920.31	107.96%	2,254.18	221.98%	3960.62	54.50%
安娜寇	1,152.27	-	1693.85	-	987.44	-	1026.84	-
其他品牌	146.23	149.05%	96.97	-68.46%	64.72	-93.57%	234.6	-82.62%
合计	30,831.84	18.87%	31632.5	17.89%	36,912.12	23.63%	41277.80	8.66%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 2: 2017 年单季度分渠道收入增长情况(收入单位: 万元)

渠道	2017Q1		2017Q2		2017Q3		2017Q4	
	收入	同比增速	收入	同比增速	收入	同比增速	收入	同比增速
直营店	16736.30	19.78%	14705.47	29.41%	13063.77	32.56%	20547.59	14.33%
加盟店	11182.09	6.45%	11899.85	11.88%	19675.33	17.98%	14314.94	-7.26%
线上销售	2913.45	99.43%	5027.17	4.07%	4173.03	25.31%	7432.11	111.95%
合计	30,831.84	18.87%	31632.5	17.89%	36,912.12	23.63%	42294.64	20.27%

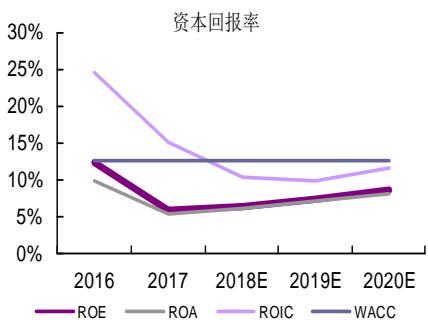
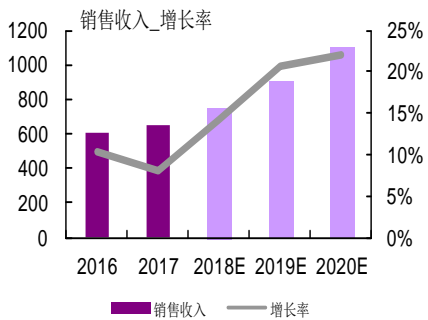
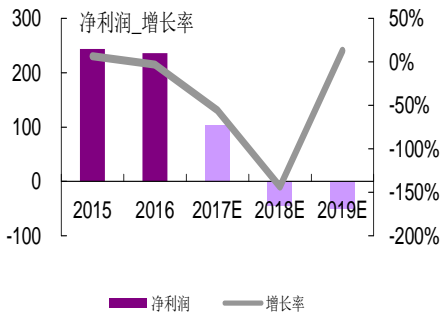
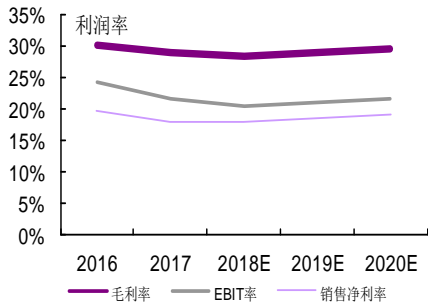
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 3：公司各品牌、各渠道店铺数量情况

	2016 年末	2017 年 3 月底	2017 年 6 月底	2017 年 9 月底	2017 年末
<b>分品牌</b>					
玖姿	630	631	643	653	691
尹默	88	84	80	85	90
安正	32	33	35	37	36
摩萨克	25	25	23	17	15
斐娜晨	45	45	53	73	85
五季	37	36	35	37	-
集合店	5	5	3	3	-
<b>分渠道</b>					
直营店	312	302	314	329	336
加盟店	550	557	558	576	581
<b>合计</b>	<b>862</b>	<b>859</b>	<b>872</b>	<b>905</b>	<b>917</b>

资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：2017Q4 公司变更分类方式，将五季和集合店划分到各品牌



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,206</b>	<b>1,421</b>	<b>1,753</b>	<b>2,140</b>	<b>2,581</b>
营业成本	354	472	559	656	781
折旧和摊销	71	67	7	13	17
营业税费	20	25	26	32	39
销售费用	347	446	536	642	748
管理费用	166	189	228	278	336
财务费用	5	-3	-3	-6	-3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	8	43	35	32	30
<b>营业利润</b>	<b>262</b>	<b>316</b>	<b>415</b>	<b>544</b>	<b>687</b>
<b>利润总额</b>	<b>271</b>	<b>316</b>	<b>424</b>	<b>553</b>	<b>696</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>236</b>	<b>273</b>	<b>360</b>	<b>470</b>	<b>592</b>

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>总资产</b>	<b>1,785</b>	<b>3,152</b>	<b>3,510</b>	<b>3,992</b>	<b>4,546</b>
流动资产	905	2,173	2,510	2,865	3,376
货币资金	110	347	280	471	762
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	93	104	168	201	232
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	15	19	21	26	31
存货	381	474	818	943	1,122
可供出售投资	13	112	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	544	548	740	859	914
无形资产	74	70	96	110	124
<b>总负债</b>	<b>502</b>	<b>580</b>	<b>671</b>	<b>863</b>	<b>1,061</b>
无息负债	436	580	671	863	1,061
有息负债	66	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>1,283</b>	<b>2,572</b>	<b>2,839</b>	<b>3,129</b>	<b>3,485</b>
股本	289	289	289	289	289
公积金	112	1,237	1,250	1,250	1,250
未分配利润	956	1,091	1,293	1,583	1,940
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>339</b>	<b>317</b>	<b>164</b>	<b>473</b>	<b>554</b>
净利润	236	273	360	470	592
折旧摊销	71	67	7	13	17
净营运资金增加	85	915	338	4	108
其他	-52	-937	-541	-14	-163
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-187</b>	<b>-1,048</b>	<b>-141</b>	<b>-108</b>	<b>-30</b>
净资本支出	-67	-62	-330	-140	-60
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-120	-986	189	32	30
<b>融资活动现金流</b>	<b>-88</b>	<b>969</b>	<b>-90</b>	<b>-174</b>	<b>-232</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-4	-66	0	0	0
无息负债变化	23	144	91	193	198
<b>净现金流</b>	<b>65</b>	<b>237</b>	<b>-67</b>	<b>190</b>	<b>292</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-1.53%	17.78%	23.39%	22.09%	20.60%
净利润增长率	-3.21%	15.69%	31.93%	30.49%	25.84%
EBITDA 增长率	3.74%	-5.55%	23.39%	35.40%	29.08%
EBIT 增长率	7.26%	-5.70%	54.47%	34.52%	29.12%
<b>估值指标</b>					
PE	27	24	18	14	11
PB	5	3	2	2	2
EV/EBITDA	20	19	16	12	9
EV/EBIT	25	25	17	12	9
EV/NOPLAT	28	29	20	14	11
EV/Sales	5	4	4	3	2
EV/IC	5	3	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	70.63%	66.74%	68.12%	69.37%	69.72%
EBITDA 率	27.29%	21.89%	21.89%	24.27%	25.98%
EBIT 率	21.43%	17.16%	21.48%	23.66%	25.34%
税前净利润率	22.43%	22.26%	24.18%	25.84%	26.96%
税后净利润率 (归属母公司)	19.57%	19.22%	20.55%	21.97%	22.92%
ROA	13.22%	8.66%	10.26%	11.78%	13.01%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.40%	10.62%	12.72%	15.05%	17.00%
经营性 ROIC	17.65%	9.63%	11.86%	15.21%	18.65%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.30	4.72	4.54	3.85	3.58
速动比率	1.33	3.69	3.06	2.58	2.39
归属母公司权益/有息债务	19.43	-	-	-	-
有形资产/有息债务	23.54	-	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>	56.03	-	-	-	-
<b>EPS</b>					
每股红利	0.82	0.94	1.25	1.63	2.05
每股经营现金流	0.40	0.50	0.62	0.81	1.02
每股自由现金流(FCFF)	1.17	1.10	0.57	1.64	1.92
每股净资产	0.71	-2.26	-1.09	1.13	1.48
每股销售收入	4.44	8.90	9.80	10.80	12.04

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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、竞争性因素以及光大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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。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会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。



## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		