

# 渠道调整优化影响短期业绩，进一步夯实婴童用品竞争力

## ——金发拉比(002762.SZ) 2018年报及2019年一季度点评

公司简报

### 中性(维持)

当前价：6.38元

### 分析师

李婕(执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

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

罗晓婷(执业证书编号：S0930519010001)

021-52523673

[luoxt@ebscn.com](mailto:luoxt@ebscn.com)

### 市场数据

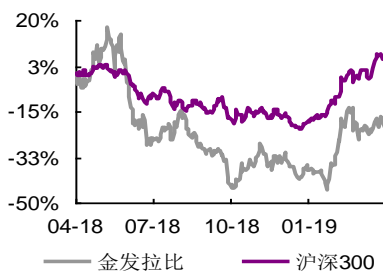
总股本(亿股)：3.54

总市值(亿元)：22.59

一年最低/最高(元)：4.44/19.13

近3月换手率：155.15%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.87	-3.68	-25.81
绝对	-2.75	23.90	-20.95

资料来源：Wind

### 相关研报

消费升级助力行业高景气，本土品牌占优拥抱成长——母婴童行业深度系列报告(一)

.....2018-08-15

### ◆18年计提资产减值准备致净利同降56.85%、19Q1净利降28.51%

2018年公司实现收入4.54亿元、同增5.49%，归母净利3951万元、同降56.85%，扣非净利2945万元、同降65.17%，EPS为0.11元，拟10派0.90元(含税)。其中净利大幅下滑主要为公司投资的江通传媒2018年经营业绩不如预期、对其相关的可供出售金融资产计提减持准备3041万元。

19Q1营收同比降6.72%，归母净利同比降28.51%，扣非净利同比降31.76%。19Q1收入增速环比18年全年放缓主要为电商渠道放缓所致，净利增速低于收入主要为直营门店拓展、销售费用率提升。

分渠道来看，18年线上收入同比增28.73%、占比在20%左右，推算线下收入18年同比低个位数增长。

分品类来看，2018年公司婴童服饰、母婴棉制用品、其他母婴用品收入分别同比增8.81%、降8.52%、增37.32%，占比分别为28.30%、45.93%、25.51%，分别较2017年提升0.86PCT、降低7.04PCT、提升5.91PCT。

分品牌来看，公司收入以自有品牌为主、占比在80%以上，外部合作品牌以贝亲为主、其他品牌多以股权投资为主。

分量价来看，量价对收入增长均有贡献，2018年公司产品销售量、均价分别同比增3.64%、1.78%。

分地区来看，公司主要销售区域华南、华东收入分别同比增20.97%、降5.46%，其他地区西南、华中、华北、西北、东北等地区收入分别增14.71%、降1.50%、降6.02%、增4.46%、增9.39%。

### ◆战略打造“妇婴童产业协同生态圈”，多品牌、全渠道发展

公司成立于1996年，是国内较早从事母婴消费品研发、设计、生产和销售的企业，具体品类包括0-3岁婴幼儿全产品线(婴幼儿服饰棉品、日用品等)及部分孕产妇用品，以自主品牌为主，适当引进国外知名品牌协同发展，其中自主品牌方面，先后创立“下一代”(1997年)、“拉比”(2001年)、“贝比拉比”(2008年)，分别定位中低档婴幼儿服饰棉品、中档婴幼儿全产品线及婴幼儿洗护用品。

销售模式上，公司加盟与自营相结合，经销(经销商可自行定价、而加盟商需以公司建议的零售价进行销售)为补充。公司“拉比”和“下一代”品牌主要通过加盟和自营模式销售；“贝比拉比”及公司代理的国外品牌采用经销模式拓展市场，同时利用“拉比”和“下一代”的销售渠道销售。

渠道形态上看，公司线下以商场专柜、购物中心和品牌专卖店为主，线上旗舰店为辅的销售模式。截止2018年底门店总数1368家，其中直营、加盟门店数量分别为253、1115家，分别较上年增长56.17%、下降9.50%，涵盖国内一至四线城市。线上渠道已入驻天猫、唯品会、京东、贝贝网等。

公司定位于“国内知名婴幼儿消费品品牌运营商”、战略打造“妇婴童产业协同生态圈”，在原有母婴童“穿”、“用”类消费品的基础上，积极探索母婴健康、托育等配套服务领域，打造“产品+服务+互联网”的优质创新平台。

**◆财务概况：上市前渠道扩张业绩快速增长，上市后加大研发投入、调整优化渠道等应对终端零售疲软**

公司于 2015 年上市，上市前公司业绩总体保持较快的发展，11~14 年收入与净利复合增速分别为 16.71%、24.23%；该时期收入的增长主要依靠渠道的扩张，同期渠道复合增速 19.40%；净利增速高于收入增速主要为品牌力提升拉动下毛利率同期提升 6.16PCT。

15 年公司收入下滑，同比降 10.64%，主要为终端消费疲软、销售不及预期；同期净利增速下滑 26.88%，下降幅度超过收入主要为公司毛利率下降、销售费用率上升所致，其中毛利率下降主要为公司渠道多为普通加盟柜、受零售百货低迷影响较大，销售费用率上升受人员工资及商场费用增加所致。

16 年公司通过加大产品研发投入（研发费用率提升至 3%以上、年均推出 2000 多款新单品）、市场开发力度，试行特许加盟联营模式，同时拓展直营体系，收入恢复增长，同比增 5.99%，加强采购及委外加工成本控制，毛利率略有回升，但销售费用率继续增长使净利增速与收入基本持平，同比增 5.81%；2017 年公司收入增长提速、同比增 11.61%，净获利管理理财产品投资收益等同比增 25.86%。

**◆18 年毛利率降、费用率升、存货周转放缓**

**毛利率：**2018 年毛利率同降 1.81PCT 至 51.46%，主要为公司根据市场消费能力的调研分析，主动让利于加盟商/消费者，如设定部分引流产品、增加优惠活动档期等。19Q1 毛利率为 56.49%、较去年同期提升 3.21PCT，主要为毛利率较高的新品销售占比提升。

公司毛利率主要受产品定价、渠道结构、产品结构及终端促销力度等影响。产品加价倍率在 5~10 倍、具体依不同品类而定，其中服装棉品等加价倍率通常较高，而婴儿床、手推车等耐用品加价倍率较低。在上市以前公司毛利率获益品牌影响力及产品设计研发能力提升而持续小幅升高，2015 年上市后终端零售承压、公司毛利率下降幅度较大，2017 年有所回升。

**费用率：**2018 年期间费用率同比提升 9.55PCT 至 38.03%，其中销售费用率同比提升 4.59PCT 至 23.41%，主要为新增直营店的开店费用及推广费用所致；管理+研发费用率同比提升 4.90PCT 至 15.65%，主要为加速摊销股权激励成本 855 万元所致；财务费用同比提升 0.07PCT 至 -1.02%。

19Q1 期间费用率为 41.64%、较去年同期提升 10.33PCT，其中销售费用率 29.77% (+9.15PCT)、管理费用率 12.59% (+0.21PCT)、财务费用率 -0.72% (+0.97PCT)，其中销售费用率大幅提升主要为直营门店数量增加背景下店铺费用及推广费用相应增加。

公司期间费用率上市前在收入快速增长、费用相对较为刚性背景下持续小幅下降，15 年上市后随着终端零售疲软，同时叠加 2017 年股权激励费用

摊销等短期影响、加大研发投入力度等，费用率呈现上升趋势。

#### 其他财务指标：

1) 2018 年底公司存货为 2.06 亿元，较年初增 12.07%。18 年公司存货周转率、存货收入比为 1.13、45.39%，17 年同期分别为 1.23、42.73%，存货周转放缓。

截止 19 年 3 月底公司存货较年初同比降 4.91%至 1.96 亿元，19Q1 存货周转率为 0.20、较 18Q1 的 0.24 有所放缓。

2) 2018 年底公司应收账款为 3080 万元，较年初降 43.34%，18 年应收账款周转率为 10.66，较 17 年同期的 9.09 提速。

截止 19 年 3 月底公司应收账款较年初同比增 19.90%至 3693 万元，19Q1 应收账款周转率为 2.72、较 18Q1 的 1.93 有所提速。

3) 2018 年投资收益同增 45.27%至 1540 万元，其中参股公司盈利较上年增加致对联营企业和合营企业的投资收益同比增 58.36%至 292 万元。

19Q1 投资收益同比增 23.54%至 493 万元。

4) 2018 年资产减值损失同增 681.94%至 3033 万元，其中主要为公司投资的江通传媒 2018 年经营业绩不及预期、出于谨慎性原则计提相关资产减值损失。

5) 2018 年经营性现金流净额为 4957 万元，同比降 36.70%，主要为新增直营店的开店费用及推广费用所致。

19Q1 经营性现金流量净额同比增 127.41%至 1427 万元，主要为 19Q1 采购到货结算较上年同期减少所致。

#### ◆品牌与产品：以自有品牌为基石、通过战略合作/投资不断丰富品类

公司起家于婴幼儿服饰棉品等，在发展早期主要以自有品牌“拉比”、“下一代”为主，销售模式主要为自营、加盟为主，2008 年自主建立新品牌“贝比拉比”涉足婴幼儿日用品领域，并主要依托“拉比”、“下一代”等现有渠道进行销售，以尽快提升品牌知名度，在形成一定积累后，2010 年开始拓展经销渠道。

2015 年公司上市后战略定位国内知名婴幼儿消费品品牌运营商。2016 年开始引入国外品牌，并提出打造“中国妇婴童产业生态圈”的企业愿景，在巩固中国婴幼儿“穿、用”类消费品行业领先地位的基础上，将产业布局延伸到婴幼儿吃、穿、用、文化、教育、健康、娱乐等多个领域的产品和服务。2017 年至今通过投资及战略合作等加速推进生态发展战略。

#### ◆渠道：顺应行业渠道变迁及公司自身发展需求，公司线上线下渠道结构持续优化

公司在发展早期以一二线城市百货商超等渠道为主，其中主要通过加盟模式实现快速的渠道扩张。近年随着一站式母婴专卖店、购物中心及电商、微商等渠道形态的兴起、百货等传统渠道人流下降以及加盟模式对货品、供应链管理较为粗放的问题逐渐暴露，公司持续调整优化自身渠道结构。

1) 线下渠道：从渠道形态上，公司 2016 年开始探索品牌集合店等新型终端模式，以自有品牌为主的同时，引入其他优质知名品牌和跨境电商业务进入终端店面，增加连带率、客单价等，从而提升单店店效。2017 年始，开店方向转向购物中心等新兴渠道形态，2018 年对线下渠道继续进行较大力度的调整优化。

从销售模式上，在发展早期公司大力发展加盟模式，通过加盟模式实现快速地渠道扩张及市场份额的抢占。公司给予加盟商折扣在 3.0~5.0 折之间，其中服饰棉品等折扣较低、通常为 3.0~4.0 折，其他婴童耐用品折扣在 4.5~5.0 折。近年公司已在业内建立一定的品牌知名度，渠道方面逐步转向扁平化、直营化，大力拓展直营渠道、从而加强终端管控。

2) 线上渠道：公司电商渠道起步较晚，2014 年及以前公司线上业务占比低、在公司内部战略地位不高，线上策略主要以做好品牌宣传、购物体验及客户服务等，尽量避免线上渠道对线下渠道的销售冲击，2012~2014 年线上收入占比分别为 0.15%、1.65%、4.04%，此时线上主要销售专供产品及库龄较长的产品、电商折后价格一般不低于实体店促销价格，避免与线下直接竞争。

2015 年公司逐渐认识电商渠道重要性，提升电商渠道在公司内部的战略地位，设立电商中心独立运作，2016 年加大对线上渠道的投放力度，2017 年公司微商渠道快速发展。2015~2017 年连续三年公司电商收入增速均在 50% 以上。2018 年公司电商渠道收入增速有所放缓主要为线上获客/引流成本增加、同时公司电商双团队管理模式仍处于磨合中。

当前公司电商渠道已实现线上线下同款同价、相互引流/全渠道营销的良好发展，预计 2019 年电商渠道将继续为公司发展添加动力。

#### ◆ 婴童用品龙头拓展如婴童生态圈前景广阔，短期渠道调整优化效果待显现

公司所处的母婴消费品行业近年获益消费升级持续景气。展望未来，生育政策松绑带来短期利好；中长期看，城镇化进程中生育意愿下降、育龄妇女人口数量减少等背景下，人口生育率总体趋势向下，行业增长动力来自消费持续升级。

从行业格局来看，我国高端母婴消费品领域主要由国际品牌等占主导；在中档及中高端领域，专业婴幼儿服饰品牌仍相对有限，较有知名度的有拉比、丽婴房、英氏等少数几家，近年行业景气吸引大童装/成人装品牌进入，但其专业性仍有待加强；在低端市场，存在着众多的婴幼儿服装企业，以无牌或杂牌为主，主要依靠低价竞争、产品同质化现象严重。根据 Frost & Sullivan，拉比、丽婴房、英氏是目前我国中高端婴幼儿服饰市场占有率排名前三的品牌，但单个品牌的最高市占率尚不足 2%、行业集中度低。

我们认为：1) 收入端，公司线上运营团队持续优化、线下渠道由前期加盟模式快速扩张逐步转向直营化、扁平化、精细化发展，直营占比预计提升，线上线下渠道调整持续优化，渠道调整影响短期业绩，但长期提升公司总体运营效率、静待公司收入端改善。2) 费用率方面，直营模式有利于公司加强终端管控、同时开店及推广费用等造成短期销售费用率提升；管理费用率方面，股权激励费用 18 年摊销完毕，公司注重产品研发、预计未来研

发费用率仍呈上升趋势。3) 2018年5月公司获得高新技术企业证书, 2017~2019年享受15%的优惠企业所得税。4) 2018年6月控股股东、实际控制人林浩亮和林若文计划半年内通过大宗交易/集中竞价方式减持不超6%股份, 截止2019年1月减持计划届满、期间未实施减持。5) 2017年11月公司公告公开发行可转换债券预案, 拟募集不超3.29亿元, 投入妇婴童洗护用品智能化生产及供应链管理建设(1.84亿元)、婴童内衣智能化生产及供应链管理建设等项目(1.46亿元), 该项目尚需提交证监会核准。6) 2017年7月10日公司公告限制性股票激励计划草案, 2017年11月22日公告实际以12.35元/股向董监高及核心骨干等27人授予148万股, 预留39万股。分三期解锁, 每期解锁比例为30%、30%、40%。业绩考核目标为以2016年营业收入为基数, 2017~2019年营收增速分别不低于10%、25%、35%, 对应2017~2019年营收同比增速为10.00%、13.64%、8.00%。2018年11月6日公司公告终止实施2017年限制性股票激励计划、6.97元/股回购注销已首次授予尚未解除限售的全部限制性股票259万股(因2017年权益分派为10派1.50元、转增7.5股), 占比0.73%, 预留部分未授予实施也一并取消。

未来公司将继续推进生态圈布局, 同产业链上与公司主业协同的优质资源合作。短期渠道调整影响收入表现、股权激励费用摊销及投资标的风险计提资产减值准备等影响短期净利表现, 长期公司在妇婴童产业链占据先发优势、在婴童用品专业性较强的领域注重产品研发、夯实竞争壁垒, 渠道调整优化到位后有望迎来业绩改善。由于渠道尚处于调整中、对收入端及费用端均有影响, 同时对外投资标的存业绩不确定性风险, 我们下调公司19~20年、新增21年EPS预测为0.19/0.21/0.22元, 对应19年PE为34倍, 维持“中性”评级。

◆风险提示: 终端零售疲软; 对外投资风险; 渠道调整优化不及预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	430.14	453.77	525.88	601.99	678.36
营业收入增长率	11.61%	5.49%	15.89%	14.47%	12.69%
净利润(百万元)	91.57	39.51	65.99	73.12	76.92
净利润增长率	25.86%	-56.85%	67.00%	10.80%	5.20%
EPS(元)	0.26	0.11	0.19	0.21	0.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.52%	4.03%	6.20%	6.43%	6.33%
P/E	25	58	34	31	30
P/B	2.4	2.3	2.1	2.0	1.9

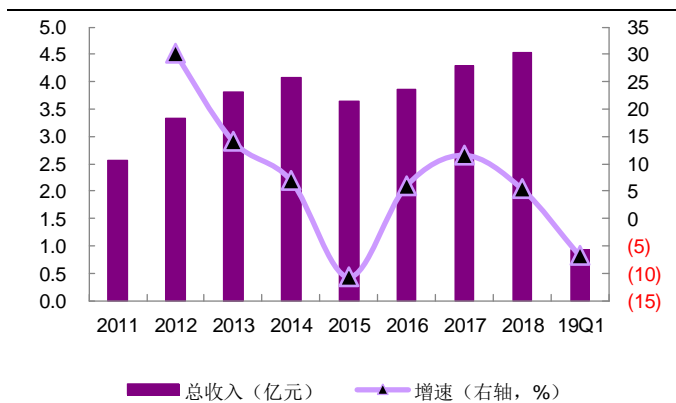
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2019年4月26日

表 1: 公司自上市以来加速对外合作/投资不断丰富产品品类

时间	对外投资/合作	品类
2015	与法国 Teamtex 公司合作, 引进并推出了法拉利品牌儿童汽车安全座椅	母婴用品
2016	合作贝丽奶瓶	母婴用品
	以 4550 万元认购江通动画传媒 5.14% 股权	母婴娱乐
2017	5000 万元增资及受让蜜儿乐儿 20% 股权, 间接持有丹麦奶粉工厂 16% 的股份, 其承诺 17-18 年税后净利不低于 2500 万元和 4000 万元	婴儿食品
	以 3230 万元参与设立加康医疗, 占 60.95%	母婴健康
	通过拉比投资出资 200 万元参股北京悦己, 占比 2%, 借助后者的网红资源提升公司品牌知名度、利用网红店铺进行线上销售	-
	与贝亲公司签订产品代理协议、利用公司线下渠道销售贝亲产品	母婴用品
2018	通过产业基金以 7800 万元受让宁波芸勤 100% 股权, 从而间接持有阿里宝宝、小白熊、上凌网络各 10% 股权;	母婴生活电器、完善线上布局
2019	以色列“O8”母婴品牌洗护系列产品、荷兰“Umee”哺育系列用品等在中国区唯一专利和品牌使用权、定价权, 负责在中国区销售推广	母婴用品

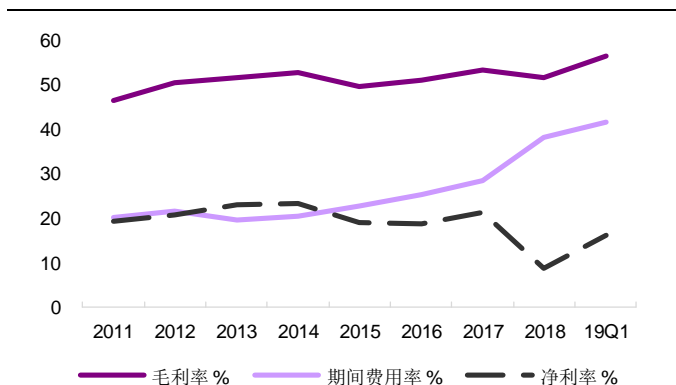
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 1: 金发拉比营收及同比增速



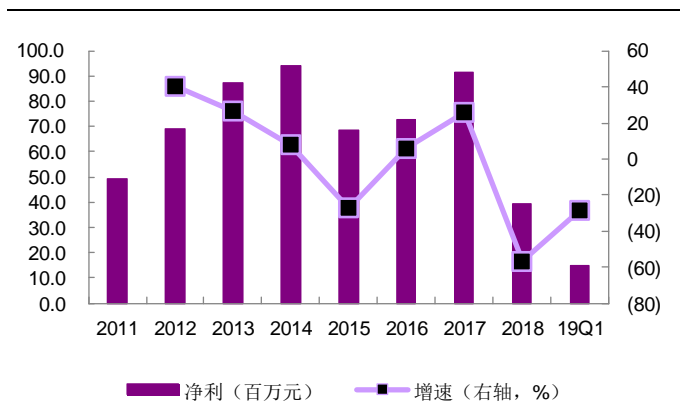
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 3: 金发拉比毛利率、期间费用率、净利率



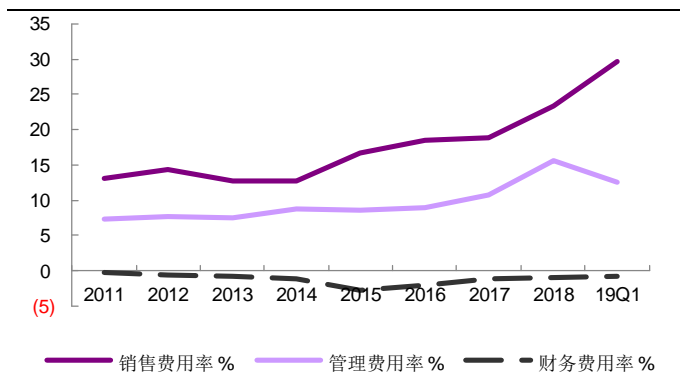
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 2: 金发拉比净利及同比增速



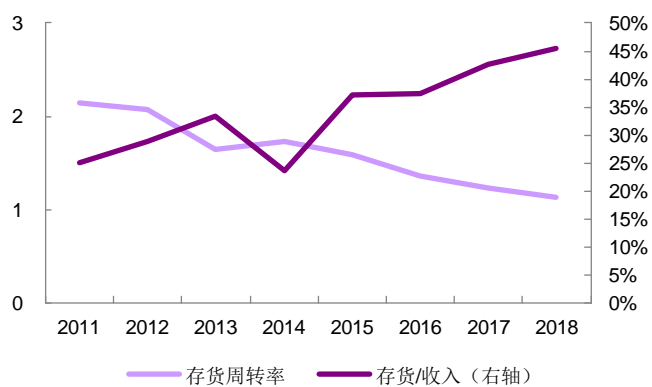
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 4: 金发拉比三费率



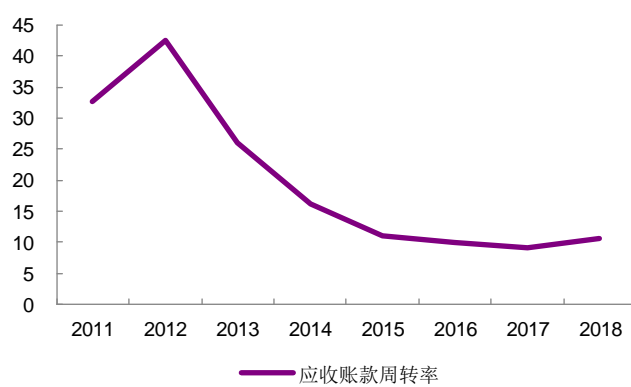
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 5: 金发拉比存货周转率 (次)、存货收入比

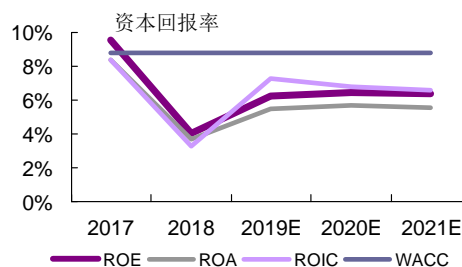
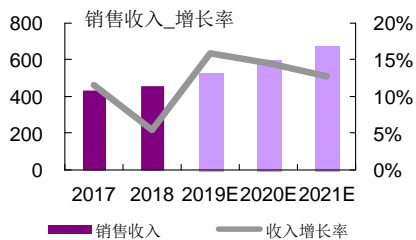
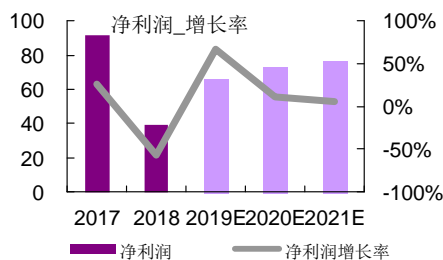
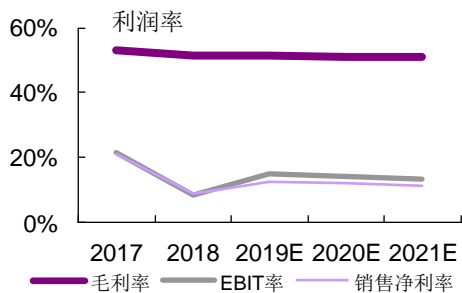


资料来源: Wind、光大证券研究所

图 6: 金发拉比应收账款周转率 (次)



资料来源: Wind、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	430	454	526	602	678
营业成本	201	220	256	294	333
折旧和摊销	8	13	16	18	20
营业税费	6	5	5	6	7
销售费用	81	106	126	147	170
管理费用	46	54	58	69	78
财务费用	(5)	-5	5	2	3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	11	15	3	3	3
营业利润	108	44	77	85	90
利润总额	108	44	78	86	90
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	92	40	66	73	77

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	1,092	1,071	1,209	1,285	1,393
流动资产	766	646	970	1,014	1,091
货币资金	265	168	497	505	543
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	54	31	52	60	67
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	16	17	13	17	21
存货	184	206	215	255	297
可供出售投资	48	95	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	56	63	63	63	63
固定资产	144	176	205	234	261
无形资产	10	49	44	40	36
总负债	131	89	143	146	177
无息负债	131	89	143	146	165
有息负债	0	0	0	0	12
股东权益	962	982	1,067	1,140	1,217
股本	204	357	357	357	357
公积金	374	234	241	248	256
未分配利润	403	408	467	533	602
少数股东权益	0	2	2	2	2

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	78	50	149	57	76
净利润	92	40	66	73	77
折旧摊销	8	13	16	18	20
净营运资金增加	-9	37	-1	93	81
其他	-13	-40	67	-127	-102
投资活动产生现金流	-76	-99	166	-48	-48
净资本支出	-68	-50	-50	-50	-50
长期投资变化	56	63	0	0	0
其他资产变化	-64	-112	216	3	3
融资活动现金流	-2	-47	14	-2	9
股本变化	1	153	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	12
无息负债变化	54	-42	54	3	19
净现金流	0	-97	329	8	38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测



关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	11.61%	5.49%	15.89%	14.47%	12.69%
净利润增长率	25.86%	-56.85%	67.00%	10.80%	5.20%
EBITDA 增长率	8.19%	-50.00%	89.50%	7.56%	7.48%
EBIT 增长率	7.49%	-59.52%	111.44%	6.88%	6.82%
<b>估值指标</b>					
PE	25	58	34	31	30
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	13	46	22	21	20
EV/EBIT	14	62	27	26	25
EV/NOPLAT	16	70	32	31	29
EV/Sales	3	5	4	4	3
EV/IC	1	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	53.27%	51.46%	51.32%	51.15%	50.88%
EBITDA 率	23.44%	11.11%	18.16%	17.07%	16.28%
EBIT 率	21.47%	8.24%	15.03%	14.03%	13.30%
税前净利润率	25.05%	9.78%	14.76%	14.29%	13.34%
税后净利润率 (归属母公司)	21.29%	8.71%	12.55%	12.15%	11.34%
ROA	8.38%	3.68%	5.46%	5.69%	5.52%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.52%	4.03%	6.20%	6.43%	6.33%
经营性 ROIC	8.37%	3.25%	7.24%	6.81%	6.58%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	5.87	7.29	6.80	6.97	6.18
速动比率	4.46	4.97	5.30	5.22	4.50
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	100.37
有形资产/有息债务	-	-	-	-	110.65
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.26	0.11	0.19	0.21	0.22
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.22	0.14	0.42	0.16	0.21
每股自由现金流(FCFF)	0.09	-0.03	0.10	-0.15	-0.10
每股净资产	2.70	2.75	2.98	3.19	3.41
每股销售收入	1.21	1.27	1.47	1.69	1.90

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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，本公司的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，本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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼