

渠道恢复扩张、业绩增长提速，多品牌发展梯度足

——日播时尚(603196.SH) 2017 年年报及 2018 年一季报点评

公司简报

增持(首次)

当前价: 10.36 元

分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebscn.com

汲肖飞(执业证书编号: S0930517100004)

021-22169314

jixiaofei@ebscn.com

联系人

罗晓婷

021-22169049

luoxt@ebscn.com

市场数据

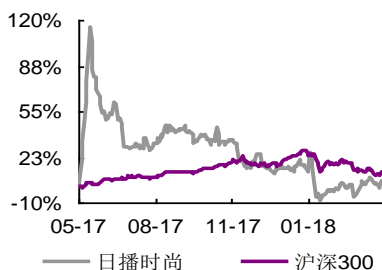
总股本(亿股): 2.40

总市值(亿元): 24.86

一年最低/最高(元): 8.50/21.86

近3月换手率: 73.30%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.19	3.23	0.00
绝对	1.67	-9.44	0.00

资料来源: Wind

相关研报

风格鲜明的中档女装设计师品牌

..... 2017-05-25

◆16 年恢复正增长，17 年、18Q1 业绩增速逐步提升

2017 年公司实现收入 10.73 亿元、同增 13.12%，扣非净利 7464.11 万元、同增 0.98%，归母净利 8367.53 万元、同增 10.59%，EPS 为 0.39 元，拟 10 股派 1.05 元(含税)。扣非净利增速低于收入主要由于毛利率降、费用率升，低于净利主要由于计入当期损益的政府补助及委托理财收益大幅增长。

2018Q1 实现收入 2.76 亿元、同增 16.34%，扣非净利 1440.10 万元、同增 15.06%，归母净利 1665.37 万元、同增 30.12%，EPS 为 0.07 元，净利增速高于扣非净利主要由于投资收益同比大幅增长。

2013-2017 年公司收入增速分别为 19.41%、-1.93%、-1.47%、5.71%、13.12%，净利增速分别为-10.97%、-26.51%、-8.92%、0.67%、10.59%。2014 年后在行业调整背景下公司关闭经销渠道、逐步拓展直营渠道，收入下滑，2016-17 年直营收入增长、经销渠道调整基本到位，带动收入增速回归正增长并逐步提升。2013-16 年由于直营门店数量增加、升级信息系统，费用率持续上升，导致利润下滑幅度较大，2016 年后收入回升带动净利亦恢复增长。

分季度看，17Q3-18Q1 公司收入同增 12.77%、12.27%、16.34%，净利同增 39.80%、-8.94%、30.12%。18Q1 店铺数量同增约 10%、冷冬催化下收入增速有所提升；17Q4 毛利率下降、销售费用及管理费用率提升导致净利同比下滑，18Q1 资产减值损失同降 4.37%、投资收益同增 915.40%带动净利增速提升。

◆主品牌播恢复净开店促收入增长提速，线下直营渠道表现突出

公司主营中高端女装的设计、研发、生产和销售，旗下拥有“broadcast 播”、“CRZ”和“PERSONAL POINT”三大设计师品牌，分别定位都市文艺风、青春活力风、个性主张风。公司生产以外协为主、自产为辅，渠道以线下(直营、经销和联销)为主、线上为辅。

分品牌来看: 2017 年“broadcast 播”、“CRZ”和“PERSONAL POINT”分别实现收入 8.57 亿元、1.68 亿元、2634.98 万元，同增 14.12%、6.21%、10.53%。其中“broadcast 播”品牌收入增速较 2016 年 6.37%有显著提升，CRZ 品牌收入增速降至个位数，“PERSONAL POINT”收入扭转下滑趋势、实现双位数增长。

2017 年“broadcast: 播”恢复净开店、门店数量外延增 12.26%，其中直营拓展力度加大、经销恢复净开店、联销持续拓展，期末直营、经销、联销门店数量分别为 174、501、85 家，同增 46.22%、2.66%、21.43%，同店保持增长。2017 年 CRZ 品牌门店数量外延增 4.15%、增速放缓，同店略增 1.98%。PP 品牌近年来处于调整阶段，2017 年恢复净开店，期末渠道数量 28 家、同增 75%。

2018Q1 “播”、CRZ、PP 收入同增 17.51%、9.82%、33.50%至 2.20 亿元、4561.34 万元、741.21 万元。

分渠道来看：2017 年公司线下、线上收入为 9.39 亿元、1.12 亿元，同增 12.68%、12.79%。2017 年线下收入增长提速、恢复双位数增长。2015-16 年公司门店外延减少 6.27%、4.42%，2017 年底公司共有门店 989 家，外延增 11.63%、恢复较快增长，带动线下收入增速提升。其中直营、经销、联销渠道数量分别为 247、636、106 家，同增 37.99%、增 1.76%、增 29.27%，公司加大拓展直营门店力度、经销门店恢复净开店、联销门店自 2016 年以来持续拓展。

同店方面，2015-16 年公司同店分别增 7.28%、8.08%，2017 年公司同店增 0.94%至 94.97 万元，新开店较多增速收窄。分渠道来看，2017 年直营、经销、联销店效分别为 154.87 万元、76.58 万元、65.75 万元，分别同降 13.97%、增 1.29%、增 38.81%。直营拓展力度加大、店效有所下滑。2017 年开店一年以上直营门店店效同增 4.01%。

2018Q1 直营收入保持良好增长势头，收入同增 37.80%、经销收入略有下降、同降 5.57%，联销同增 26.02%；电商同增 13.58%、增速较 17 年全年略有提升。2018Q1 门店总数较年初外延降 0.30%。

◆毛利率降，费用率增，存货总体来看压力不大

毛利率：17 年毛利率同降 1.66PCT 至 60.08%，主要为公司提升商品质量与性价比、优化工艺技术，原料采购成本增加；高毛利率直营收入占比提高抵消部分毛利率下滑。2017 年“broadcast 播”、“CRZ”、“PERSONAL POINT”毛利率分别为 61.04% (-1.76PCT)、61.60% (-1.69PCT)、53.47% (-2.13PCT)。

17Q2-18Q1 毛利率分别为 60.72% (-5.19PCT)、60.29% (+0.13PCT)、56.59% (-1.00PCT)、64.21% (-0.31PCT)，18Q1 毛利率降幅有所收窄。

费用率：17 年公司期间费用率同增 0.77PCT 至 46.64%。其中销售费用率同增 0.18PCT 至 32.49%，主要为直营门店占比增加；管理费用率同增 0.72PCT 至 13.76%，主要为研发费、新引进高级管理人员薪酬的增加；财务费用率同降 0.13PCT 至 0.39%。2018Q1 公司期间费用率同增 0.58PCT 至 51.17%、销售费用率同降 0.28PCT 至 33.71%、管理费用率同增 0.90PCT 至 17.03%、财务费用率同降 0.04PCT 至 0.43%。

其他财务指标：

1) 17 年末存货总额为 2.78 亿元、较年初增长 28.02%，主要为：a) 直营与联销业务扩大，门店数同比增加，对应存放在店铺的库存增加；b) 17 年冬季比较寒冷且周期延长，冬装备货导致 17 年期末库存增加；c) 公司商品策略调整，增加了上衣、裤类产量，库存相应增加。库龄在一年之内的占 77.23%，整体库存结构较为合理。17 年存货/收入为 25.94%、16 年为 22.29%，存货周转率为 1.73、较上年的 1.67 略有上升。18Q1 存货较年初降 12.42%至 2.44 亿元。

2) 17 年末应收账款较年初增长 26.21%至 8508.44 万元，主要为公司与加强与供应商的战略合作，付款周期进行了调整；18Q1 应收账款较年初同降 16.06%。

3) 17 年资产减值损失同增 1.48%至 4085.47 万元；18Q1 资产减值损失同降 4.37%至 1420.85 万元。

4) 17 年经营活动净现金流同降 78.11%至 2314.64 万元，购买商品、接受劳务总额增加所致。采购额增加与公司的渠道拓展计划有关；此外 2017 年冬季比较寒冷且周期延长，公司作了部分冬季商品备货导致本期采购总额增加。18Q1 经营活动净现金流同降 19.90%至 4739.52 万元。

◆研发实力强，设计师品牌风格独特掘金小众市场、多品牌发展动力足

公司坚持原创设计、具有较强的研发能力，截止 2017 年底，公司共有设计研发团队 260 人。公司设计师团队具有丰富的从业经验，将流行趋势融入公司品牌风格，保证公司产品的时尚性、丰富性和连续性。2017 年公司加大设计研发投入、新建设计研发及展示中心，2017 年研发费用率 2.83%、较 2016 年提升 0.67PCT。

公司旗下三大自创设计师品牌“broadcast 播”、“CRZ”和“PERSONAL POINT”，风格鲜明、覆盖不同消费人群。其中“播”是公司主品牌，定位 25-35 岁职业女性，以都市上班族为主，2018 年 3 月底已开店 766 家，处于恢复增长阶段；CRZ 定位年轻潮牌、以 15-25 岁个性化群体为主；PP 定位 25-35 岁时尚都市女性，产品更加原创、个性。2017 年公司新增“MUCHELL”与童装品牌“broadcute”，其中“MUCHELL”定位于年轻女性，风格更加纯净与干练，童装品牌延续主品牌时尚风格，覆盖儿童消费群体，两家品牌首家直营店于 2018 年 4 月分别在上海、北京开业。多品牌拓展有利于覆盖不同定位的女装消费群体，提供持续发展动力。

◆精益供货模式，存货周转处于同业较高水平

公司 14 年开始提升信息化系统水平，业内率先采用 VMI 供货模型，根据销售情况及时进行补货与快速供应，并使用 WMS 仓库管理系统精准控制每件货品入库、出库、退货、补货等全流程。“小批量、多批次”库存管理提升公司运营效率及畅销款销售量，能够有效控制库存量，缓解公司及经销商的库存压力。此外，2017 年公司在日播园区加建 1.2 万平方米的现代物流中心，引进先进的分拣物流设备、深化应用 ERP 系统，进一步提升供应链管理效率。

公司精益供货模式使得公司存货周转率近年持续提升、对比同业也处于较高水平，2015~2017 年公司存货周转率为 1.65/1.67/1.73 次，对比同业来看，2017 年公司周转率高于与公司定位相近的江南布衣(1.70 次)、安正时尚(1.11 次)，略低于定位更高的歌力思(1.84 次)。

◆品牌及渠道调整到位、增长提速，看好设计师品牌长期成长

公司规划 2018 年实现收入 13.00 亿元、同增 21.15%，归母净利 9644 万元、同增 29.20%，业绩增速较 2017 年继续提升，主要由于播品牌恢复净开店、店效稳定增长带动收入保持较快增长，CRZ 品牌保持平稳增长趋势。

我们认为：1) 公司设计研发能力强，旗下三大中高档设计师品牌风格鲜明，聚焦小众、客户粘性高，2017 年“broadcast 播”收入增长提速，PP 品牌调整到位显效、收入恢复增长，CRZ 品牌收入稳健增长，预计未来仍将保持良好增长势头。2017 年公司推出“MUCHELL”与童装“broadcute”等品牌、分别聚焦年轻女性及童装细分领域，成长性较高。2) 公司优化工艺及原料、提升产品品质基本到位，并加大高毛利率的直营渠道拓展力度，预计未来毛利率将逐步企稳回升；公司增加研发投入、引进人才、增加直营店占比，预计费用率仍将继续提升。3) 外延并购方面，公司计划利用上市

公司的平台优势，寻找优质标的进一步丰富品牌布局，覆盖更多目标消费群体。4) 2017年5月31日公司IPO上市，2018年5月31日小非解禁，解禁数量540万股，占总股本2.25%，主要股东为郑征、林亮、王陶等公司高管。

我们看好公司定位中高档设计师品牌、迎合服装个性化消费趋势下未来发展空间。由于公司收入回暖力度超此前预期，上调2018-20年EPS至0.45/0.55/0.62元，对应18年23倍PE，公司业绩增速较快、估值相对较低，首次给予“增持”评级。

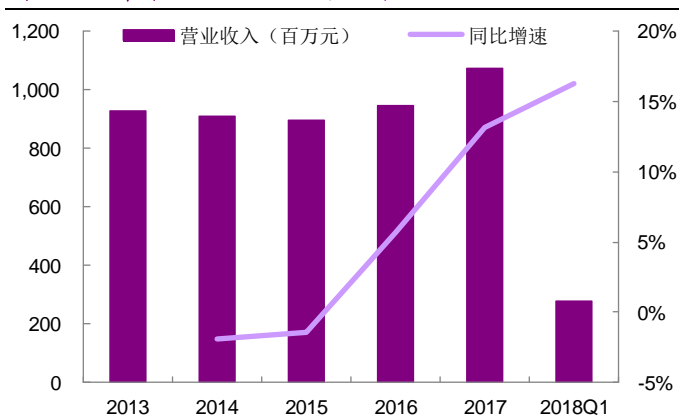
◆风险提示：渠道拓展不及预期、新品牌建设不及预期、存货积压、小非解禁等。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	949	1,073	1,302	1,522	1,672
营业收入增长率	5.71%	13.12%	21.28%	16.91%	9.82%
净利润(百万元)	76	84	109	131	149
净利润增长率	0.67%	10.59%	30.31%	20.56%	13.48%
EPS(元)	0.32	0.35	0.45	0.55	0.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.64%	8.96%	10.45%	11.19%	11.27%
P/E	33	30	23	19	17
P/B	5.1	2.7	2.4	2.1	1.9

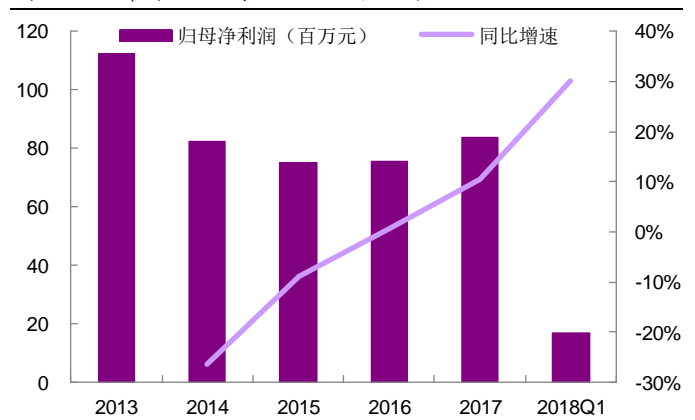
资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图1：近年来公司收入及增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图2：近年来公司净利润及增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

表1：近年来公司渠道拓展情况

分类	2015			2016			2017			2018Q1			
	门店数	净开店	增速	门店数	净开店	增速	门店数	净开店	增速	门店数	净开店	增速	
分品牌	broadcast: 播	728	-63	-7.96%	677	-51	-7.01%	760	83	12.26%	766	6	0.79%
	CRZ	177	12	7.27%	193	16	9.04%	201	8	4.15%	197	-4	-1.99%
	PERSONAL POINT	22	-11	-33.33%	16	-6	-27.27%	28	12	75.00%	26	-2	-7.14%
分渠道	直营	161	6	3.87%	179	18	11.18%	247	68	37.99%	247	0	0.00%
	经销	766	-68	-8.15%	625	-141	-18.41%	636	11	1.76%	633	-3	-0.47%
	联营	0	0	-	82	82	-	106	24	29.27%	106	0	0.00%
合计	927	-62	-6.27%	886	-41	-4.42%	989	103	11.63%	986	-3	-0.30%	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 2: 2017-18Q1 公司各品牌收入、毛利率情况

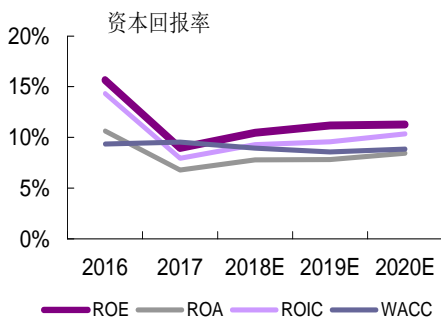
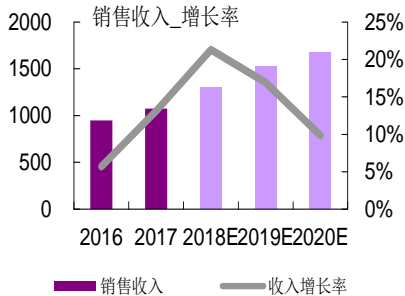
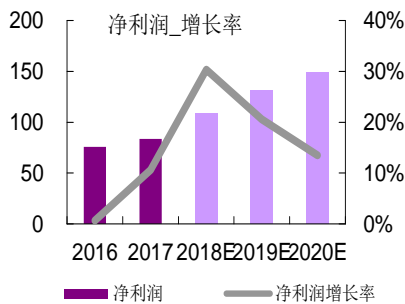
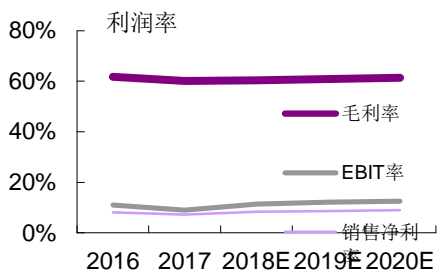
分类	2017					2018Q1				
	营业收入 (百万元)	营收同比增 速 (%)	营收占比 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比 变化	营业收入 (百万元)	营收同比增 速 (%)	营收占比 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比 变化
broadcast: 播	857.07	14.12%	81.53%	61.04%	-1.76%	220.03	17.51%	80.57%	64.67%	-0.34%
CRZ	167.77	6.21%	15.96%	61.60%	-1.69%	45.61	9.82%	16.70%	64.29%	-0.04%
PERSONAL POINT	26.35	10.53%	2.51%	53.47%	-2.13%	7.41	33.50%	2.71%	62.33%	-2.89%
合计	1051.19	12.69%	100.00%	60.94%	-1.76%	273.09	16.54%	100.00%	64.54%	-0.36%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 3: 2017-18Q1 公司各渠道收入、毛利率情况

分类	2017					2018Q1				
	营业收入 (百万元)	营收同比增 速 (%)	营收占比 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比 变化	营业收入 (百万元)	营收同比增 速 (%)	营收占比 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比 变化
直营	382.52	18.71%	36.39%	74.36%	-1.40%	133.00	37.80%	48.70%	72.23%	-1.97%
经销	487.07	3.07%	46.34%	53.21%	-3.65%	93.31	-5.57%	34.17%	57.34%	-0.67%
联营	69.70	79.58%	6.63%	58.53%	0.14%	25.11	26.02%	9.19%	55.82%	-2.13%
电商	111.90	12.79%	10.64%	50.21%	0.44%	21.66	13.58%	7.93%	58.45%	-2.29%
合计	1051.19	12.69%	100.00%	60.94%	-1.76%	273.09	16.54%	100.00%	64.54%	-0.36%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	949	1,073	1,302	1,522	1,672
营业成本	363	429	516	595	646
折旧和摊销	28	28	14	23	28
营业税费	10	11	13	15	17
销售费用	307	349	423	495	543
管理费用	124	148	176	205	226
财务费用	5	4	7	13	13
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	3	3	3
营业利润	100	103	145	174	198
利润总额	102	101	145	175	199
少数股东损益	2	-7	0	0	0
归属母公司净利润	76	84	109	131	149

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	728	1,137	1,402	1,682	1,764
流动资产	451	821	900	1,003	1,062
货币资金	87	131	156	183	201
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	67	85	83	98	110
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	33	41	42	50	54
存货	218	278	324	368	384
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3	8	8	8	8
固定资产	113	127	289	448	484
无形资产	97	99	89	80	72
总负债	236	203	359	508	441
无息负债	198	203	196	226	241
有息负债	38	0	164	282	200
股东权益	492	934	1,043	1,174	1,323
股本	180	240	240	240	240
公积金	96	423	434	447	462
未分配利润	199	267	365	483	618
少数股东权益	9	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	106	23	70	118	161
净利润	76	84	109	131	149
折旧摊销	28	28	14	23	28
净营运资金增加	12	333	89	73	45
其他	-11	-422	-143	-109	-61
投资活动产生现金流	-35	-295	-202	-198	-48
净资本支出	-40	-54	-200	-200	-50
长期投资变化	3	8	0	0	0
其他资产变化	1	-248	-2	3	3
融资活动现金流	-30	317	157	106	-96
股本变化	0	60	0	0	0
债务净变化	8	-38	164	118	-82
无息负债变化	-7	6	-8	30	15
净现金流	42	45	25	26	18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	5.71%	13.12%	21.28%	16.91%	9.82%
净利润增长率	0.67%	10.59%	30.31%	20.56%	13.48%
EBITDA 增长率	0.22%	-6.04%	30.48%	27.21%	14.38%
EBIT 增长率	1.29%	-7.86%	53.87%	24.25%	13.22%
估值指标					
PE	33	30	23	19	17
PB	5	3	2	2	2
EV/EBITDA	15	20	16	13	11
EV/EBIT	19	26	18	15	13
EV/NOPLAT	24	34	24	20	17
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	4	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	61.74%	60.08%	60.40%	60.92%	61.36%
EBITDA 率	14.02%	11.64%	12.53%	13.63%	14.20%
EBIT 率	11.05%	9.00%	11.42%	12.13%	12.51%
税前净利润率	10.77%	9.45%	11.16%	11.51%	11.89%
税后净利润率 (归属母公司)	7.97%	7.79%	8.37%	8.63%	8.92%
ROA	10.63%	6.77%	7.77%	7.81%	8.45%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.64%	8.96%	10.45%	11.19%	11.27%
经营性 ROIC	14.32%	7.94%	9.30%	9.56%	10.35%
偿债能力					
流动比率	2.30	4.98	2.80	2.14	2.64
速动比率	1.19	3.29	1.80	1.35	1.69
归属母公司权益/有息债务	12.72	-	6.37	4.16	6.62
有形资产/有息债务	15.50	-	7.71	5.50	8.20
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.32	0.35	0.45	0.55	0.62
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.44	0.10	0.29	0.49	0.67
每股自由现金流(FCFF)	0.40	-1.02	-0.57	-0.35	0.51
每股净资产	2.01	3.89	4.34	4.89	5.51
每股销售收入	3.95	4.47	5.42	6.34	6.96

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	
	安玲娟	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		