

# Q3 收入增速回升明显，毛利率降幅较大拖累利润

## ——海澜之家 (600398.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

### 买入 (维持)

当前价：7.68 元

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

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

孙未末 (执业证书编号：S0930517080001)

021-52523672

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

### 市场数据

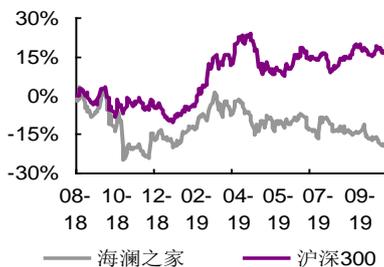
总股本(亿股)：44.20

总市值(亿元)：339.46

一年最低/最高(元)：7.34/9.94

近3月换手率：11.87%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.31	-16.00	-19.62
绝对	-5.42	-14.66	3.62

资料来源：Wind

### 相关研报

转让爱居兔大部分权益，业务精简、优化资源分配——海澜之家(600398.SH)转让业务点评

..... 2019-09-18  
利润增长受投资损失和利息支出增加拖累，英氏下半年将贡献业绩——海澜之家(600398.SH) 2019 年中报点评

..... 2019-08-29  
高基数下 19Q1 收入稳健增长，多品牌稳步推进——海澜之家(600398.SH) 2019 年一季报点评

..... 2019-04-30

### ◆Q3 收入增速明显回升，利润端压力加大

公司 2019 年三季度实现营业收入 146.89 亿元、同比增 12.63%，归母净利润 26.16 亿元、同比降 0.45%，扣非净利润 24.18 亿元、同比降 3.63%，EPS0.59 元低于预期。扣非净利润下降主要为费用率提升和毛利率下降，其中费用增加主要来自于爱居兔(今年 1~8 月仍并表，9 月剥离)亏损同比增加 5000 万左右、可转债利息支出同比增加 7000 多万、固定资产折旧增加 7000 多万、小品牌培育投入加大(优选、OVV、AEX、男生女生等)。

单季度收入方面，18Q1~19Q3 收入分别增 12.16%、3.28%、-6.09%、5.67%、5.23%、9.58%、31%，除 18Q3 收入下滑外，公司收入端持续稳健增长，19Q3 收入增速明显提升，主要为主品牌收入增长回升、圣凯诺发展较快以及男生女生、英氏并表等共同贡献；归母净利润 18Q1~19Q3 分别+11.97%、+8.12%、-11.66%、+1.09%、+6.96%、-2.08%、-12.64%。19Q3 净利润下滑主要为毛利率下降，费用总额虽继续增加、但收入提升幅度较大、费用率同比持平。

### ◆各渠道均现好转、Q3 线上增 39%，主品牌增速逐季提升

1) 分品牌来看：海澜之家系列(包括海澜之家、黑鲸、海一家)前三季度收入 115.32 亿元、同比增 7.26%，19Q1~Q3 主品牌收入分别增 2.16%、9.30%、14.41%，Q2 以来增速逐步回升。

爱居兔系列(已于 19 年 9 月开始出表，为 1~8 月数据)收入 6.98 亿元。

圣凯诺职业装业务收入 15.18 亿元、同比增 31.18%，Q3 增 51%较快。

其他品牌(包括男生女生、海澜优选、OVV、AEX 等)收入增幅较大，实现收入 6.30 亿元、同比增 1085.90%，主要为男生女生和英氏并表贡献。其中男生女生自 18Q4 开始并表、英氏自 19Q3 开始并表，前三季度男生女生贡献并表收入 2.3 亿左右，英氏贡献单三季度收入 1.6 亿元左右，其他小品牌优选收入估计 1 亿多、OVV 估计 1 亿左右、AEX 小几千万，增速均在三位数。

2) 分线上线下来看，公司线下收入仍占主导(收入占比 94%)。线上线下收入增速延续好转。前三季度线下收入同比增 13%(Q1/Q2/Q3 分别增 5.69%、11.72%、28.42%)，线上收入同比增 9.98%(Q1/Q2/Q3 分别-5.90%、+5.95%、+38.90%)，其中 Q3 线上增速明显提升主要为公司加大了在拼多多、云集、小红书等电商平台布局，并且积极发力线上尾货销售，另外英氏线上占比较高、并表后也有贡献。

3) 分渠道来看，直营店收入 8.59 亿元、同比增 243.80%，增幅较大主要因公司加大直营店拓展力度；加盟店及其他收入 120.01 亿元、同比增 5.86%。

### ◆主品牌外延、同店稳健增长，新并入英氏婴童门店 310 家

渠道数量上，19 年 9 月末公司总门店数 7076 家(新开 941、关闭 439 家)，较年初净减少 469 家、净减 6.22%(爱居兔品牌 9 月末店铺数量不再表，年初店铺数 1281 家)。

其中，海澜之家系列门店数 5517 家、较年初净增 4.15%，新开 476 家、关闭 256 家、净增 220 家，门店中包含海一家及黑鲸各 100 多家；其他品牌门店数 1559 家、净增 592 家，其中包含男生女生门店 1050 家、优选接近 100 家，OVV80 家左右、AEX20 家左右，另外包含新并入英氏门店 310 家。

由于公司线上收入占比较小，简单按品牌收入增速扣除外延增速推算，海澜之家系列品牌单店增长 3% 左右；分拆来看，估计主品牌街边店受客流减少影响同店为下滑，但商场、购物中心门店表现突出，同店增长接近 15%。目前主品牌商场、购物中心门店数量占比 20% 左右，未来仍为重点开店方向。

#### ◆ 毛利率降、费用率升，存货和应收周转健康

男生女生自 18Q4 开始并表、英氏婴童自 19 年 6 月末并表、影响前三季度报表。

**毛利率：**前三季度毛利率同比下降 1.66PCT 至 41.77%，其中海澜之家系列、爱居兔系列、圣凯诺、其他毛利率分别为 43.14%(-1.89PCT)、16.23%、51.08% (+0.05PCT)、34.92% (-8.53PCT)。其中海澜之家系列毛利率同比下降，一方面公司 19 年将海一家并入海澜之家主品牌进行统计、海一家仍处关店调整中拉低主品牌毛利率，另一方面公司在零售疲软背景下主动对主品牌定价策略进行调整，在部分引流商品（如大闹天宫系列）上适当下调倍率、强化性价比、提高品牌对消费者的吸引力和影响力，另外主品牌产品结构调整也有影响、毛利率偏高的买断类产品占比有所降低。

分渠道来看，线下毛利率同比下降 1.84PCT 至 41.82%，线上毛利率下降 6.28PCT 至 50.21%。

19Q1~Q3 单季度毛利率分别+3.69%、-2.38%、-10.78PCT。Q3 毛利率下降主要为主品牌毛利率下降导致。

**费用率：**期间费用率同比上升 2.45PCT 至 17.33%。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.17% (+1.07PCT)、6.91% (+1.33PCT)、0.28% (+0.00PCT)、-0.02% (+0.05PCT)。

销售费用率提升主要为直营店增加，相应的职工薪酬、租赁费、折旧及摊销等费用增加；管理费用率提升主要为职工薪酬及折旧摊销增加所致，包括两个童装品牌男生女生和英氏新并表带来费用增加，以及 18 年末在建工程转固规模较大 19 年折旧增加等；财务费用率提升主要为摊销的可转债利息增加，19 年前三季度利息费用 1.13 亿元（18 年同期为 4825 万元）。

19Q1~Q3 期间费用率分别+2.98%、+2.53%、-0.24PCT。

**其他财务指标：**1) 19 年 9 月末存货总额为 94.49 亿元、较年初降 0.26%、同比 18 年 9 月末减少 2.93%，其中包含英氏新并表存货、同时爱居兔存货出表。主品牌海澜之家存货估计同比持平，同时考虑到 9 月末主动增加东南亚备货和秋冬货品提前入库影响，主品牌存货周转有所改善。

存货周转率为 0.90、较上年同期 0.81 略有加快。

2) 应收账款较年初增 27.52% 至 8.74 亿元、较 18 年 9 月末减少 7.59%，应收账款周转率为 18.85、较上年同期的 16.94 加快。

3) 公允价值变动收益净减少 6538 万元。

4) 资产减值损失+信用减值损失同比减少 6166 万元，主要为爱居免存货出表贡献。

5) 经营活动净现金流同比增 47.60%至 2.01 亿元、净增加 0.65 亿元。其中销售商品获得现金同比增 10.22%至 164.77 亿元，购买商品、接受劳务支付现金同比增 3.78%至 105.61 亿元。

#### ◆Q3 收入好转但毛利率承压，积极关注 Q4 和 20 年表现

我们认为：1) 公司主品牌海澜之家 Q3 收入增速提升明显，通过低倍率引流款促进销售策略初步显效，未来公司将继续推出相应款式、提高品牌性价比和影响力，零售疲软背景下公司实施该经营策略有助于保有和扩大市场份额，但对毛利率端会带来压力、拖累利润增长。渠道方面，主品牌开店和同店表现稳健，未来预计开店将继续倾向于商场、购物中心，占比仍有提升空间，渠道结构持续优化有利于主品牌业绩健康增长。

2) 19 年拖累利润的因素中大部分在 20 年将消除：爱居免亏损加大、该因素随着爱居免出表 20 年将消除；18 年末在建工程转固致 19 年折旧增加，后续转固金额减小、20 年折旧将基本稳定不会再大幅增加；男生女生 19 年为亏损，估计零售额 6~7 亿，增速 50%左右较高，20 年继续上量有望实现盈亏平衡、对合并报表业绩拖累也将减小；小品牌 OVV、优选、AEX 仍处培育中，但预计投入可控。

3) 公司股息率高、大额回购持续进行。16~18 年股息率分别为 6.38%、6.25%、4.95%。同时公司于 2018 年 12 月发布 5 年回购规划，已于 2018 年 12 月~2019 年 6 月完成第一期回购(总额 6.7 亿元、回购股份 7279 万股、均价 9.17 元/股，回购股份予以注销)，2019 年 8 月开始第二期回购(拟 1 年内回购 6.91~10.36 亿元、单价不超 12 元/股，回购股份予以注销)，截止 10 月 31 日已累计 1.32 亿元回购 1629 万股、均价 8.11 元/股。持续大额回购彰显公司长期发展信心。

拉长周期来看，对标美日经验、大众和性价比定位可培育出大体量公司，公司作为国内性价比突出的大众定位服装龙头，具有先发优势和规模效应，同时在坚持性价比策略的基础上，通过产品创新、多品牌多品类布局扩大业务空间，长期仍具备做大基础。

短期展望来看，Q4 随着 20 年春节前移、销售旺季有望同比拉长，关注 Q4 零售表现。另外，公司电商业务增长提速，主品牌发力尾货销售，另外并表的英氏线上占比较高，Q4 电商旺季中收入增长亦存亮点，未来电商业务增速预计也将持续为总体收入带来贡献。

考虑到 Q3 收入增长超预期、同时毛利率下降超预期拖累利润，按最新股本计算、我们下调 19~21 年 EPS 为 0.80/0.89/0.96 元(前值为 0.84/0.89/0.96 元)，对应 19 年 PE10 倍，维持“买入”评级。

◆风险提示：终端消费疲软、天气异常、终端售罄率降低、并购整合不当。

## 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	18,200	19,090	21,014	23,042	25,137
营业收入增长率	7.06%	4.89%	10.08%	9.65%	9.09%
净利润 (百万元)	3,329	3,455	3,551	3,920	4,253
净利润增长率	6.60%	3.78%	2.78%	10.40%	8.49%
EPS (元)	0.75	0.78	0.80	0.89	0.96
ROE (归属母公司) (摊薄)	29.78%	26.66%	25.02%	25.09%	24.82%
P/E	10	10	10	9	8
P/B	3.0	2.6	2.4	2.2	2.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 10 月 31 日

表 1: 公司渠道数量情况

		2019 年 9 月末 门店 (家)	2018 年末 门店 (家)	新开	关闭	净增	YOY
海澜之家系列	直营店	291	181	115	5	110	60.77%
	加盟及商场店	5226	5116	361	251	110	2.15%
爱居兔系列	直营店	0	32	0	0	(32)	-100.00%
	加盟及商场店	0	1249	0	0	(1249)	-100.00%
其他	直营店	254	78	100	3	176	225.64%
	加盟及商场店	1305	889	365	180	416	46.79%
小计-按品牌							
	海澜之家系列	5517	5297	476	256	220	4.15%
	爱居兔系列	0	1281	0	0	(1281)	-100.00%
	其他	1559	967	465	183	592	61.22%
小计-按渠道							
	直营店	545	291	215	8	254	87.29%
	加盟及商场店	6531	7254	726	431	(723)	-9.97%
合计		7076	7545	941	439	(469)	-6.22%

资料来源: 公司公告

表 2: 2019 年前三季度公司分品牌收入、毛利率情况

	营业收入 (亿元)	收入占比 (%)	营业收入 Yoy	毛利率 (%)	毛利率变化 (PCT)
海澜之家系列	115.32	80.21%	7.26%	43.14%	-1.89%
爱居兔系列	6.98	4.86%	NA	16.23%	NA
圣凯诺	15.18	10.56%	31.18%	51.08%	0.05%
其他	6.30	4.38%	1085.90%	34.92%	-8.53%

注: 爱居兔数据为 2019 年 1-8 月。其他品牌包括海澜优选、OVV、AEX、男生女生的前三季度数据, 以及英氏 2019 年 7 月至 9 月的数据。

资料来源: 公司公告

表 3: 2019 年前三季度公司线下分渠道收入、毛利率情况

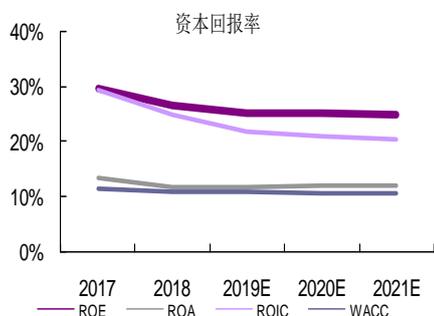
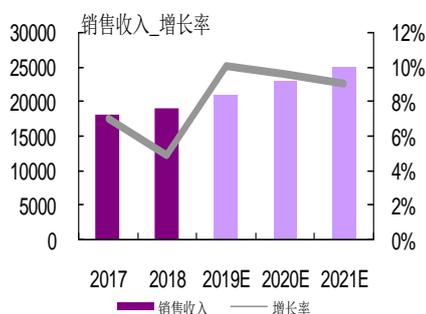
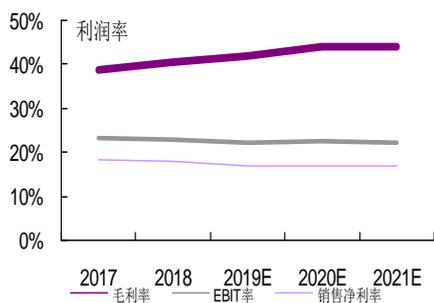
	营业收入 (亿元)	收入占比 (%)	营业收入 Yoy	毛利率 (%)	毛利率变化 (PCT)
直营店	8.59	6.68%	243.80%	59.07%	-1.95%
加盟店及其他	120.01	93.32%	5.86%	40.01%	-3.39%

资料来源: 公司公告

表 4：2019 年前三季度公司分线上线下收入、毛利率情况

	营业收入 (亿元)	收入占比 (%)	营业收入 Yoy	毛利率 (%)	毛利率变化 (PCT)
线上销售	8.52	5.93%	9.98%	50.21%	-6.28%
线下销售	135.25	94.07%	13.00%	41.82%	-1.84%

资料来源：公司公告



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>18,200</b>	<b>19,090</b>	<b>21,014</b>	<b>23,042</b>	<b>25,137</b>
营业成本	11,110	11,293	12,191	12,860	14,005
折旧和摊销	331	377	396	454	514
营业税费	148	141	168	184	201
销售费用	1,549	1,799	2,059	2,535	2,815
管理费用	1,054	1,100	1,681	2,097	2,313
财务费用	-120	-4	76	64	28
公允价值变动损益	-3	-9	0	0	0
投资收益	13	161	156	100	100
<b>营业利润</b>	<b>4,360</b>	<b>4,555</b>	<b>4,717</b>	<b>5,210</b>	<b>5,653</b>
<b>利润总额</b>	<b>4,395</b>	<b>4,578</b>	<b>4,735</b>	<b>5,228</b>	<b>5,671</b>
少数股东损益	0	1	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,329</b>	<b>3,455</b>	<b>3,551</b>	<b>3,920</b>	<b>4,253</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>25,098</b>	<b>29,591</b>	<b>30,508</b>	<b>33,008</b>	<b>35,804</b>
流动资产	17,641	21,768	21,944	23,801	26,013
货币资金	7,842	10,526	10,507	11,521	12,568
交易型金融资产	53	16	50	50	50
应收帐款	595	685	889	1,300	1,654
应收票据	17	3	21	23	25
其他应收款	69	430	473	622	792
存货	8,493	9,474	9,318	9,588	10,196
可供出售投资	1,072	549	549	549	549
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	715	770	770	770	770
固定资产	3,139	4,036	4,586	5,108	5,592
无形资产	494	531	505	479	455
<b>总负债</b>	<b>13,921</b>	<b>16,497</b>	<b>16,181</b>	<b>17,246</b>	<b>18,534</b>
无息负债	12,973	13,348	12,476	12,471	13,167
有息负债	948	3,149	3,705	4,775	5,367
<b>股东权益</b>	<b>11,177</b>	<b>13,095</b>	<b>14,327</b>	<b>15,762</b>	<b>17,271</b>
股本	4,493	4,493	4,420	4,420	4,420
公积金	3,295	3,533	3,293	3,648	3,648
未分配利润	6,607	7,667	9,183	10,262	11,771
少数股东权益	0	137	137	138	138

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,880</b>	<b>2,419</b>	<b>2,983</b>	<b>3,602</b>	<b>4,309</b>
净利润	3,329	3,455	3,551	3,920	4,253
折旧摊销	331	377	396	454	514
净营运资金增加	574	1,408	1,846	1,750	1,433
其他	-1,355	-2,819	-2,810	-2,523	-1,890
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-2,208</b>	<b>-822</b>	<b>-1,014</b>	<b>-997</b>	<b>-997</b>
净资本支出	-538	-894	-1,097	-1,097	-1,097
长期投资变化	715	770	0	0	0
其他资产变化	-2,385	-698	83	100	100
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,662</b>	<b>661</b>	<b>-1,989</b>	<b>-1,591</b>	<b>-2,265</b>
股本变化	3,325	0	-73	0	0
债务净变化	948	2,201	556	1,071	592
无息负债变化	-1,294	374	-871	-6	696
<b>净现金流</b>	<b>-993</b>	<b>2,258</b>	<b>-19</b>	<b>1,014</b>	<b>1,047</b>

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	7.06%	4.89%	10.08%	9.65%	9.09%
净利润增长率	6.60%	3.78%	2.78%	10.40%	8.49%
EBITDA 增长率	8.17%	4.51%	6.00%	11.80%	8.32%
EBIT 增长率	7.70%	3.79%	6.07%	11.55%	7.89%
<b>估值指标</b>					
PE	10	10	10	9	8
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	8	7	7	7	6
EV/EBIT	8	8	8	7	7
EV/NOPLAT	11	11	10	10	9
EV/Sales	2	2	2	2	1
EV/IC	3	3	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	38.95%	40.84%	41.99%	44.19%	44.29%
EBITDA 率	24.96%	24.87%	23.95%	24.42%	24.25%
EBIT 率	23.14%	22.90%	22.07%	22.45%	22.20%
税前净利润率	24.15%	23.98%	22.53%	22.69%	22.56%
税后净利润率 (归属母公司)	18.29%	18.10%	16.90%	17.01%	16.92%
ROA	13.27%	11.68%	11.64%	11.88%	11.88%
ROE (归属母公司) (摊薄)	29.78%	26.66%	25.02%	25.09%	24.82%
经营性 ROIC	29.53%	25.05%	21.86%	21.07%	20.40%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.42	1.69	1.83	1.81	1.79
速动比率	0.74	0.95	1.05	1.08	1.09
归属母公司权益/有息债务	11.80	4.12	3.83	3.27	3.19
有形资产/有息债务	25.48	8.97	7.88	6.64	6.44
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.75	0.78	0.80	0.89	0.96
每股红利	0.48	0.38	0.56	0.62	0.67
每股经营现金流	0.65	0.55	0.67	0.81	0.97
每股自由现金流(FCFF)	0.57	0.40	0.27	0.38	0.54
每股净资产	2.53	2.93	3.21	3.53	3.88
每股销售收入	4.12	4.32	4.75	5.21	5.69

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