

# 网红电商如涵控股上市 优刻得即将登陆 A 股科创板

## 报告摘要

● **3月万事达卡财新BBD中国新经济指数**：2019年3月，万事达卡财新BBD中国新经济指数（NEI）录得28.3，较上月上升0.9个百分点。3月NEI的上升主要来自资本投入的上升，本月指数录得28.5,环比上升2.4。科技投入指数从2018年7月开始波动回升，本月指数录得30.2，环比下降0.2。劳动力投入指数近半年来波动下降，本月录得27.0，环比上升0.2。

● **锦江股份业绩交流会**：2018年财报公告显示，公司实现营业收入146.97亿元，同比增长8.21%；归属于上市公司股东的净利润10.82亿元，同比增长22.76%。同时预计2019年第一季度公司全部有限服务型连锁酒店运营及管理业务收入为31.7亿元至35.1亿元。18年公司境内营业收入105.69亿元，同比增长9.32%，境外营业收入41.02亿元，同比增长5.42%。公司战略扩张路径清晰，步入精细化管理阶段，2019将是锦江进一步提质增效、打造有国际竞争力的酒店管理集团的一年。多品牌经营策略，对标国际酒店视野，内部形成赛马机制，扩大更符合当下中国国情的中端酒店布局，通过提升品牌形象抢占市场；成本端效率进一步提高。

● **中国第六大IaaS服务商登陆科创板，将成A股唯一头部IaaS厂商**：IaaS服务厂商优刻得（UCloud）于2019年4月1日提交了招股说明书，即将登陆A股科创板。优刻得为我国第六大IaaS服务提供商，根据IDC的数据，2018年上半年UCloud 在中国公有云 IaaS市场中占比 4.8%，位列阿里云、腾讯云、中国电信、AWS、金山云之后，排名第六位。公司标的稀缺，在成功登陆科创板后将成A股唯一的头部IaaS服务提供商。与阿里云、腾讯云等公司不同，公司为中立的第三方云服务提供商，即公司不涉及下游厂商（互联网公司、电商公司、游戏公司等）的数据业务。优刻得业务以公有云为主，毛利率逐年改善存在提升空间。2018年毛利率为41.85%，盈利能力强于阿里云等龙头改善，相较于2016年的28.56%的毛利率提升了13.29个百分点。客户资源优质，ARPU、客户留存率逐年提升。ARPU 值从2016年的4.24 万元提升至2018年的9.18 万元，用户平均次月留存率分别从2016年86.60%提升至2018年的90.66%，均呈快速增长趋势。公司的募投项目包括多媒体云平台项目、数据安全项目、人工智能服务平台和数据中心四项，共计47.48亿。数据中心是公司IaaS业务扩展的基础，项目建成后将极大的提升公司在IaaS市场的市占率与影响力。

## 研究部

黄天天

[tthuang@cebm.com.cn](mailto:tthuang@cebm.com.cn)

袁颖

[yuyuan@cebm.com.cn](mailto:yuyuan@cebm.com.cn)



## 目录

3月万事达卡财新 BBD 中国新经济指数 .....	4
消费相关行业本周行情回顾 .....	6
本周财新资讯消费行业大事记 .....	7
公司重大事件点评 .....	8
网红第一股如涵赴美上市 一图看懂如涵控股 .....	10
本周一二级市场投融资汇总 .....	12
四月金股推荐 .....	13

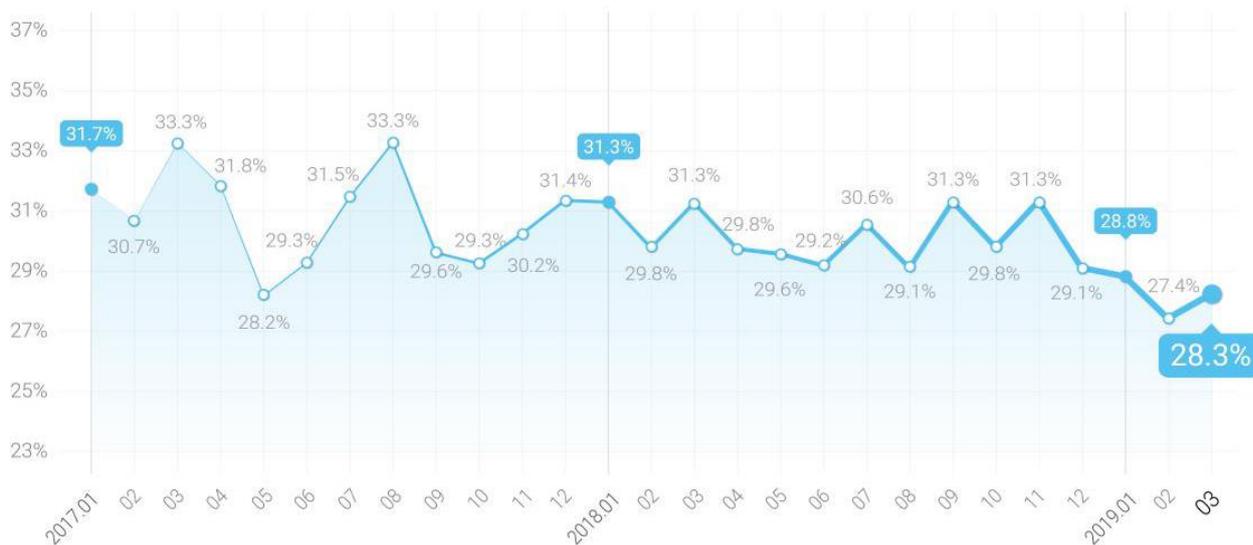
## 图表目录

图 1: 中国月度新经济指数.....	4
图 2: NEI 一级指标.....	4
图 3: 一级指标对各月 NEI 变化的贡献 (百分点) .....	5
图 4: 分行业新经济指数.....	5
图 5: 消费主要相关行业涨跌幅情况表现.....	6
图 6: 消费主要相关行业指数价格变化.....	6
图 7: 本周美股组合表现.....	13
图 8: 本周 A 股港股组合表现 .....	13

### 3月万事达卡财新BBD中国新经济指数

2019年3月，万事达卡财新BBD中国新经济指数（NEI）录得28.3，较上月上升0.9个百分点。NEI变化趋势反映了新经济相对于传统经济的活跃程度，是判断中国经济转型过程中新、旧经济彼此消长的重要指标。

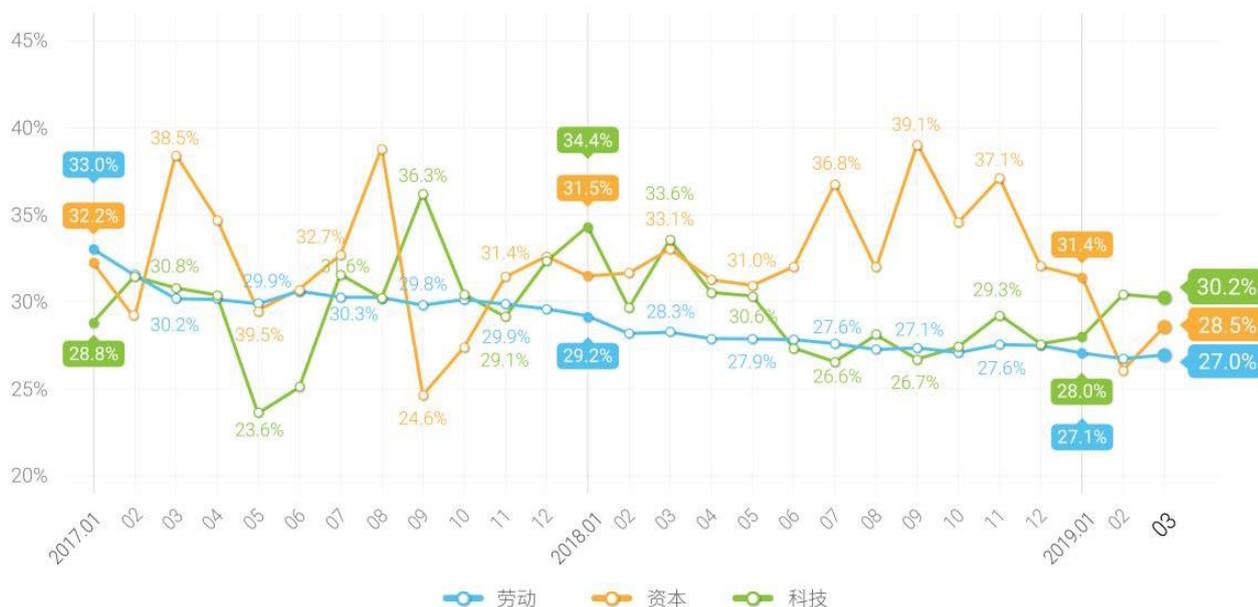
图1：中国月度新经济指数



来源：莫尼塔研究，财新智库

NEI指标体系包括劳动力投入、资本投入以及科技三项一级指标，它们在NEI中的权重分别是40%、35%和25%。2019年3月NEI的上升主要来自资本投入的上升。资本投入指数近一年来波动较大，本月指数录得28.5，环比上升2.4。科技投入指数从2018年7月开始波动回升，本月指数录得30.2，环比下降0.2。劳动力投入指数近半年来波动下降，本月录得27.0，环比上升0.2。

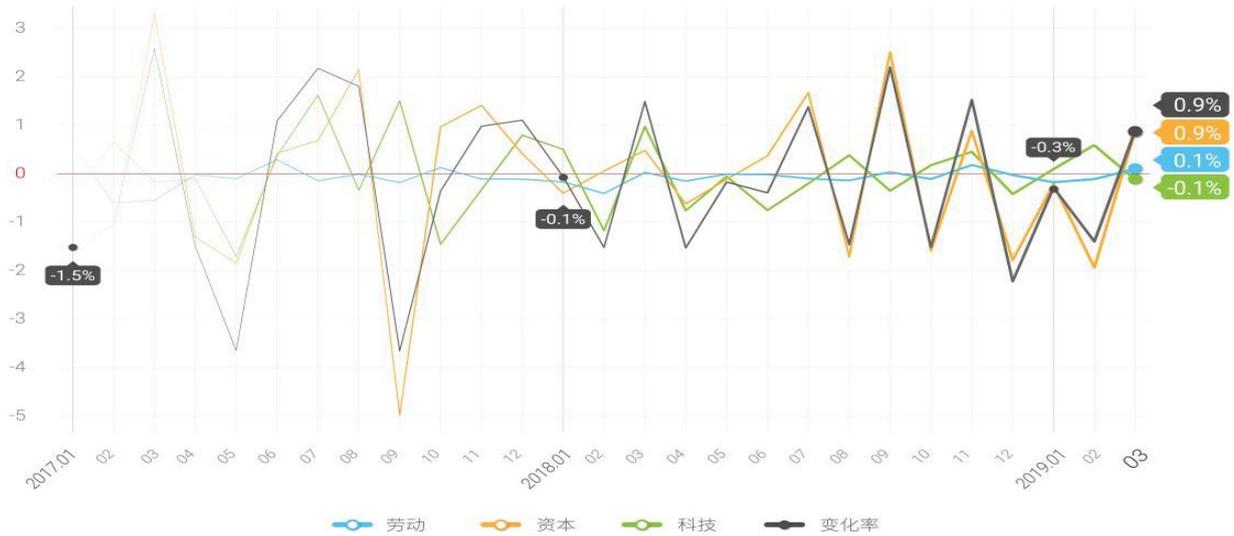
图2：NEI一级指标



来源：莫尼塔研究，财新智库

从历史数据来看，资本投入的贡献对于NEI变化影响最大，劳动力的贡献相对稳定。2019年3月劳动力、资本和科技投入的变化百分比分别为0.1，0.9和-0.1个百分点，与权重相乘求和后，3月NEI变化的贡献值为0.9%。

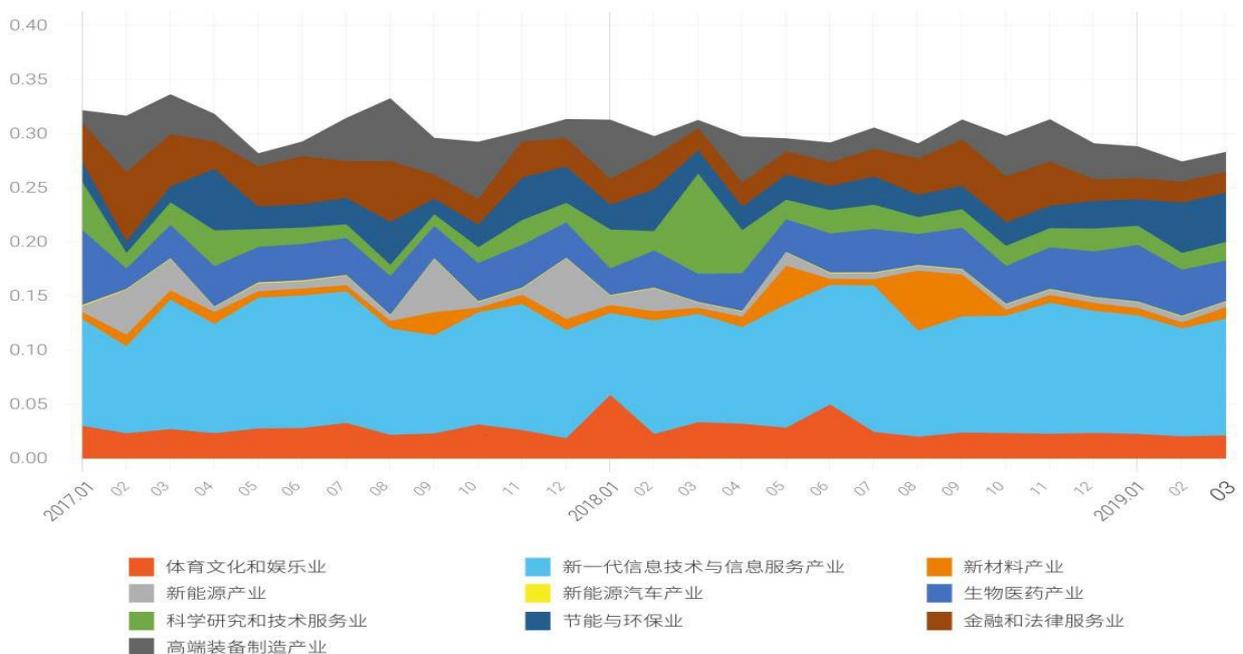
图 3：一级指标对各月 NEI 变化的贡献（百分点）



来源：莫尼塔研究，财新智库

分行业来看，本月各行业排名与上月保持一致，NEI中占比最大的行业为新一代信息技术与信息服务产业，2019年3月为总指数贡献了11.0个百分点；占比最低的行业为新能源汽车产业，2019年3月为总指数贡献了0.1个百分点。

图 4：分行业新经济指数

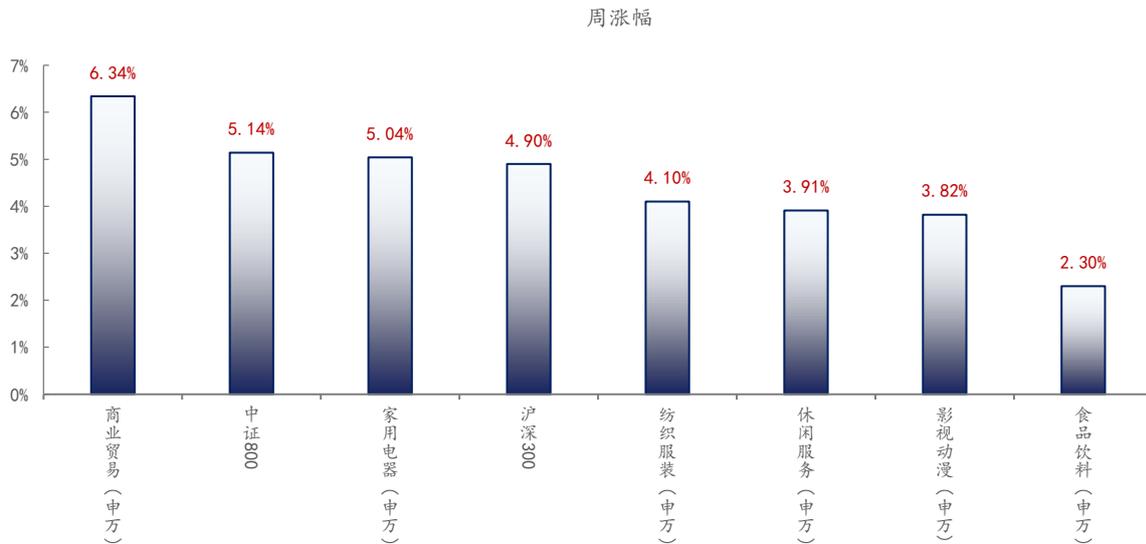


来源：莫尼塔研究，财新智库

## 消费相关行业本周行情回顾

从周涨幅看，本周消费各子行业除食品饮料外较为均衡，商业贸易上涨6.34%，家用电器上涨5.04%，纺织服装上涨4.10%，影视动漫上涨3.82%，休闲服务上涨3.91%，而食品饮料仅上涨2.3%。这其中纺织服装、休闲服务、影视动漫、食品饮料均不及沪深300和中证800的涨幅。

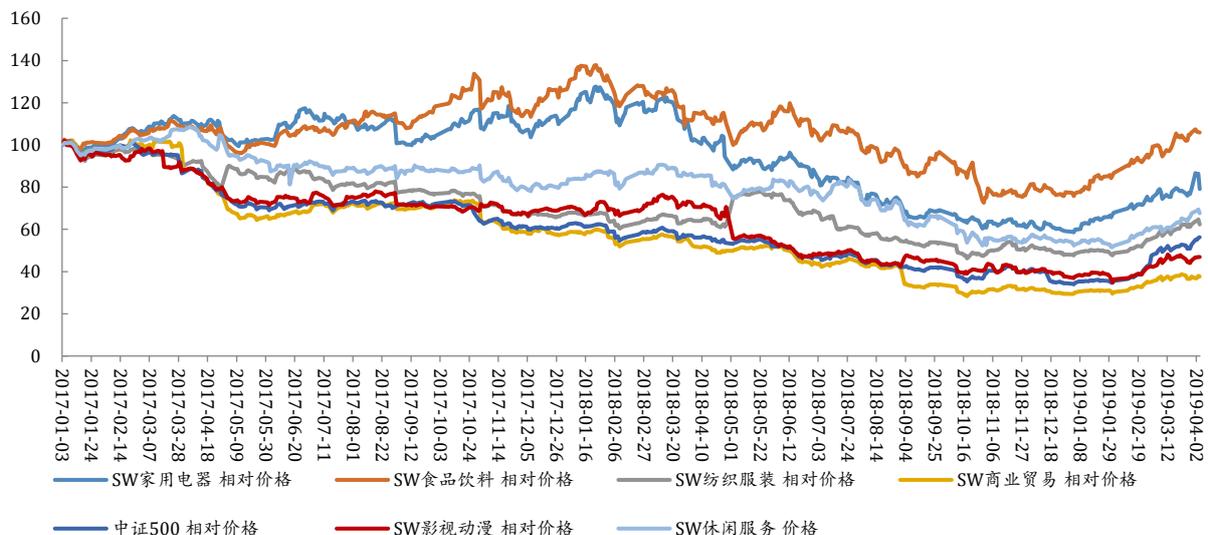
图 5：消费主要相关行业涨跌幅情况表现



来源：Wind，莫尼塔研究

从截止目前的消费行业各子板块主要指数价格变化来看，受整体行情调整的影响，本周消费各子板块震动较大，但随着行情的回暖，整个消费板块将逐渐开始上扬。

图 6：消费主要相关行业指数价格变化



来源：Wind，莫尼塔研究

## 本周财新资讯消费行业大事记

**1. 票房连续三周下滑 《老师·好》夺冠：**上周票房连续第三周下滑，上周票房 5.72 亿元，环比下降 35%。迪士尼新片《小飞象》上周凭借 7218 万元票房位列第三名。《老师·好》收获 1.35 亿元，较上映首周 8191 万元的票房增长超过 60%。上座率则从 13% 下滑至 8%，排片占比 16.2%。票房第五名《人间·喜剧》收 5619 万元票房。影片自上映后票房与观影人次逐日快速下滑，从首映日 3023 万元、30.8%，下滑到 3 月 31 日 863 万元、6.7%。电影由万达影视传媒有限公司、北京文心优品投资基金、伯爵影视等出品，万达影视发行。

**2. 格力电器筹划引入新股东：**控股股东格力集团正筹划转让所持部分股权，家电巨头格力电器的控制权或将发生变动。4 月 1 日早间，格力电器突然公告上述消息，股票当日起停牌。格力集团现由珠海市国资委全资持股。若此次交易进展顺利，格力集团将退出控股股东之位，珠海市国资委也将不再实际控制格力电器。

**3. 阿里巴巴投资家装服务商“匠多多”占 20%：**阿里继续加码家装垂直领域抢夺装修场景。4 月 1 日，阿里巴巴宣布近期已经完成对家装后市场服务商“匠多多”的战略投资。据了解，阿里对河南匠多多信息科技有限公司认缴出资额为 237.5 万元，占股 20%。匠多多成立于 2018 年 8 月 30 日，提供建材家居的安装、维修、养护、改造等居家服务，目前在超 300 个城市和 6000 多个品牌商合作。获得本轮融资后，匠多多将在全国布局线下居家服务中心，扩大服务覆盖面积。此外，匠多多将结合信息化技术，进行工人上门服务等数字化流程管理。

**4. 东航南航净利腰斩 国航逆势微增：**东方航空和南方航空的净利润大降五成左右；中国国航则是惟一逆势上涨的航空公司，但净利润增幅较小。2018 年报显示，2018 年中国国航实现营收 1364.74 亿元，同比增长 12.7%；净利润为 73.36 亿元，同比增长 1.33%；东方航空营收为 1149.3 亿元，同比增长 12.99%；净利润 27.09 亿元，同比下滑 57.35%；南方航空营收 1436.23 亿元，同比增长 12.66%；净利润 29.83 亿元，同比下滑 49.56%。

**5. 苏宁易购出售阿里股票 2018 年净利增 216.20%：**3 月 29 日晚间，苏宁易购发布 2018 年年报，年报显示营业收入为 2453.11 亿元，同比增长 30.53%；利润总额为 138.27 亿元，同比增长 291.19%，苏宁易购实现归母净利润 133.28 亿元，比去年增长 216.38%。过去三年，苏宁在营业收入均呈现增长态势，同比增长的幅度还在增加。但是，近两年苏宁的高增长并非来自运营业务，而是来自对阿里的投资收益。2018 年，出售阿里的股票为苏宁易购带来 139.91 亿元的回报，这一部分投资收益占利润总额比例 100.32%。

**6. 腾讯成为有赞微盟二股东 拓展 2B 服务能力：**腾讯正式成为微信第三方服务商微盟、有赞的第二大股东。受此影响，4 月 3 日，微盟股价大涨 19.06%，收报 4.81 港元，市值 96.75 亿港元；有赞收报每股 0.68 港元，较前一日上涨 6.25%，市值 93.48 亿港元。

**7. 贵州茅台发布 2019 年第一季度主要经营数据：**初步核算，2019 年第一季度实现营业总收入同比增长 20% 左右；实现归属于上市公司股东的净利润同比增长 30% 左右。

**8. 哔哩哔哩融资 6.21 亿美元：**视频网站哔哩哔哩在本周二宣布融资 6.21 亿美元，其中包括 3 亿美元的 7 年期可转债，以及新发行 1710 万股，其中 105.5 万股面向新的投资者，剩余为现有股东。根据本周一收盘价，发行股份可融资 3.21 亿元。哔哩哔哩股价从年初至今上涨 32%。

## 公司重大事件点评

### 1. 锦江股份业绩交流会

2018年财报公告显示，公司实现营收146.97亿元，同比增长8.21%；归属于上市公司：股东的净利润10.82亿元，同比增长22.76%。同时预计2019年第一季度公司全部有限服务型连锁酒店运营及管理业务收入为31.7亿元至35.1亿元。18年公司境内营业收入105.69亿元，同比增长9.32%，境外营业收入41.02亿元，同比增长5.42%。

点评：公司战略扩张路径清晰，步入精细化管理阶段，2019将是锦江进一步提质增效、打造有国际竞争力的酒店管理集团的一年，具体体现在：

1. 多品牌经营策略，对标国际酒店视野，内部形成赛马机制，扩大更符合当下中国国情的中端酒店布局，通过提升品牌形象抢占市场。与前几年的强势并购阶段不同，19年侧重点在整合及规模化复制，目前锦江之星多间酒店已改造升级为独立品牌店原型，助力旗下品牌进一步扩张，推出后房价和入住率进一步提升，今年公司将以此为基础规模化的进行改造，结合锦江原有的区位优势，改造后酒店的RevPar将有效提升。开店数大致与去年持平，增量看点仍在铂涛、维也纳两个品牌的扩张及经营；

2. 成本端效率三大看点：1) 沟通一中心三平台，发挥中后台管理及协同机制，进一步优化费用结构：统一采购、品牌运维、中后台人力及财务等成本；2) 通过weHotel会员管理体系，减少对OTA的依赖，目前会员人数已达1.8亿；3) 资本手段：公司将采用REITs的手段加速回款，释放资产证券化，助力轻资产扩张。

### 2. 开润股份：2018年归母净利润同比增长30.2%，聚焦出行主业

开润股份于2019年4月3日披露年报，公司2018年实现营业总收入20.5亿，同比增长76.2%，增幅创6年新高；实现归属于母公司所有者的净利润1.7亿，同比增长30.2%；每股收益为0.8元。报告期内，公司毛利率为26%，较上年降低3.6个百分点，净利率为9%，较上年降低3.2个百分点。

报告期内，非经常性损益对公司业绩影响较大，合计2093.1万元，其中政府补助为1736.2万元。扣除非经常性损益后归母净利润为1.5亿元，同比增长38.5%。扣非归母净利润增速小于营收增速，主要系毛利率较去年下降3.6个百分点所致。公司2018年度利润分配预案：10派2.00元(含税)。

点评：2018年开润股份在巩固已有的渠道基础上，拓展渠道资源。公司深化了与小米、天猫、京东等国内主流电商平台和罗辑思维、优酷旅游等垂直平台的持续合作，开拓了云集、环球捕手、贝店等社交化电商渠道。同时启动了海外渠道的布局。

公司按照业务主要分为B2B和B2C两种模式。2018年，B2B业务增长稳定，收入同比增长35.38%；同时B2C发展迅速，收入同比增长102.29%，主营业务超过20.48亿人民币，同比增长64.66%。由于公司销售规模增长，相应物流费、市场平台运营费、市场开拓费等增长，导致公司销售费用同比增长94.26%。2018年公司毛利率为25.98%，同比减少3.69%，主要因为原材料价格波动与毛利率较低的自有品牌的占比提升。公司存货同比增长45.9%，主要是由公司业务处于快速成长期所致。

2018年公司完成了对PT. Formosa Bag Indonesia和PT. Formosa Development的收购。通过此次收购，公司进入了Nike的供应商体系，为公司的海外发展源奠定了良好的基础。另外，此次收购能够降低公司出口欧美等市场的产品成本，提升公司产品的国际竞争力与抵御国际贸易风险能力。

预计公司2019年公司国内营收保持稳定增长，海外业务助力总营收增长。同时，随着业务规模扩大，预计净利会进一步提升。

### 3. 中国第六大IaaS服务商登陆科创板，将成A股唯一头部IaaS厂商

IaaS服务厂商优刻得(UCloud)于2019年4月1日提交了招股说明书，即将登陆A股科创板。优刻得为我国第六大IaaS服务提供商，根据IDC的数据，2018年上半年UCloud在中国公有云IaaS

市场中占比 4.8%，位列阿里云、腾讯云、中国电信、AWS、金山云之后，排名第六位。公司标的稀缺，在成功登陆科创板后将成为 A 股唯一的头部 IaaS 服务提供商。与阿里云、腾讯云等公司不同，公司为中立的第三方云服务提供商，即公司不涉及下游厂商（互联网公司、电商公司、游戏公司等）的数据业务。

点评：优刻得业务以公有云为主，毛利率逐年改善存在提升空间。公司产品主要包括公有云、私有云和混合云三类产品。其中公有云产品是公司的核心业务，2018 年的收入占比为 85.15%，私有云和混合云产品占比分别为 11.69% 和 2.91%。公司公有云产品主要包括计算、网络、存储、数据库、数据分析、云分发、云安全等类别，业务涵盖较为全面。公司公有云业务毛流率较高，2018 年毛利率为 41.85%，盈利能力强于阿里云等龙头改善，并且公司公有云业务毛利率呈现逐年改善的趋势，相较于 2016 年的 28.56% 的毛利率提升了 13.29 个百分点。毛利率逐年改善的原因在于公有云业务当中计算服务业务占比的提升。随着公司公有云业务的多元化，数据分析、数据库等毛利率较高的业务将在公有云业务收入当中占据更大的百分比，公有云业务毛利率有望进一步改善。公司云业务的成本主要以服务器折旧成本以及数据中心成本为主，二者成本占比超过 70%。参照海外龙头 AWS，公司公有云业务毛利率仍存在一定程度的改善空间。

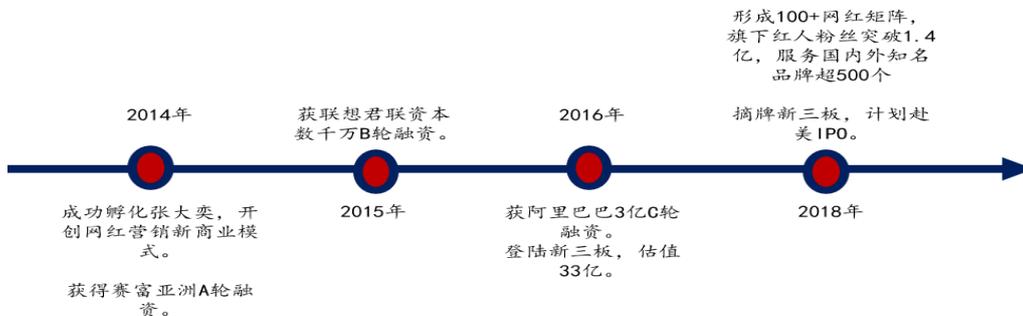
客户资源优质，ARPU、客户留存率逐年提升。公司客户其中以移动互联、娱乐互动、企业服务和传统企业为主，四类客户占比达到 94.78%。公司与多家客户建立了紧密的合作关系，客户粘性较高，ARPU 值也呈现逐年提升的趋势。2018 年公司公有云平台注册用户数达到 14.45 万名，ARPU 值从 2016 年的 4.24 万元提升至 2018 年的 9.18 万元，用户平均次月留存率分别从 2016 年 86.60% 提升至 2018 年的 90.66%，均呈快速增长趋势。

公司的募投项目包括多媒体云平台项目、数据安全项目、人工智能服务平台和数据中心四项，共计 47.48 亿。其中多媒体云平台项目和数据中心项目为此次募投项目的主要组成部分，二者分别拟投入 10.46 亿元和 26 亿元。多媒体云平台项目主要面向新媒体行业和教育行业，建成后将进一步提升公司客户数量，改善公司的客户结构；数据中心项目将建设于内蒙古乌兰察布市，规划建设 5 栋数据中心，可以容纳 6000 个机柜。数据中心是公司 IaaS 业务扩展的基础，项目建成后将极大的提升公司在 IaaS 市场的市占率与影响力。

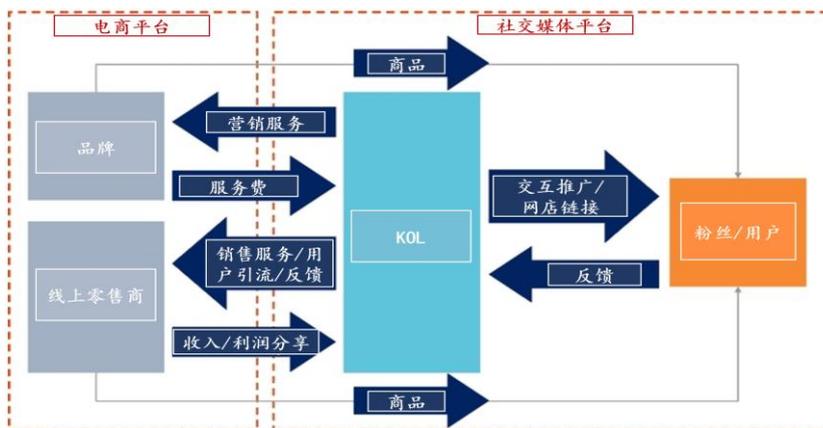
## 网红第一股如涵赴美上市 一图看懂如涵控股

### 公司介绍

如涵控股是中国网红电商第一股，阿里巴巴集团唯一入股的MCN机构。作为国内最大的电商网红孵化与营销平台，如涵已在红人孵化数上稳居行业TOP1，并与微博、抖音、快手、B站等平台达成战略合作，致力于为更多品牌实现品效合一。



如涵主要业务分为两块整套服务与平台服务。在整套服务业务中，公司运营其在第三方平台上开设的网店。其中大部分的网店以公司旗下KOL的名字命名。公司以KOL的粉丝群体为目标客户，销售公司设计的产品。



如涵主要业务:

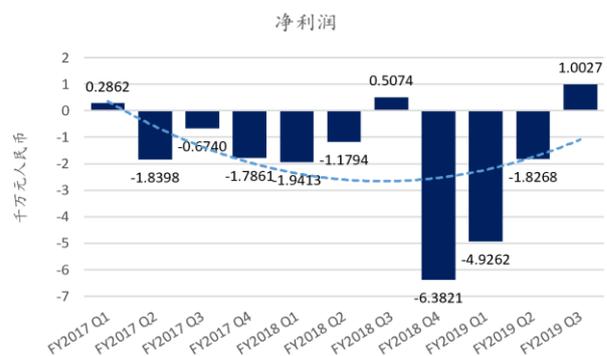
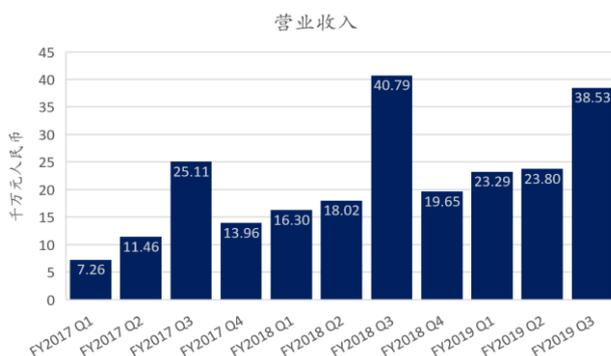
1. 网红孵化: 挖掘潜力素人
2. 网红电商: 打造红人店铺IP
3. 网红营销: 粉丝变现, 品牌广告到转化的全方位营销

关键词:

- MCN: PGC的升级版
- KOL: 意见领袖、网红

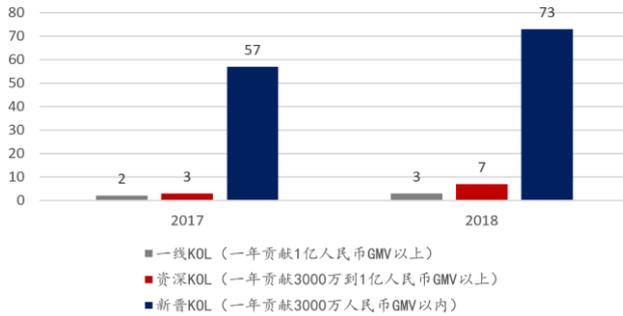
如涵在2017年推出平台服务。平台服务将公司旗下KOL和第三方网店以及商户连接起来，以推广第三方网店的商品或在KOL的社交媒体上提供广告服务。

### 经营状况

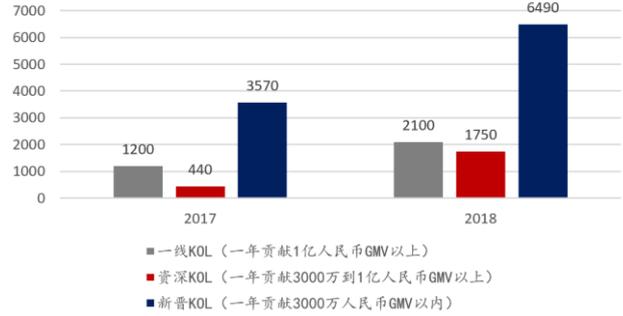


关键数据

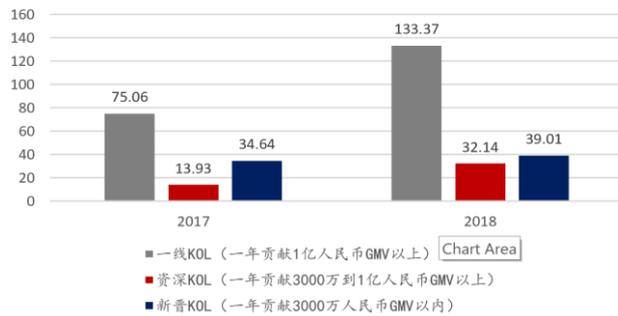
17/18财年公司KOL数量



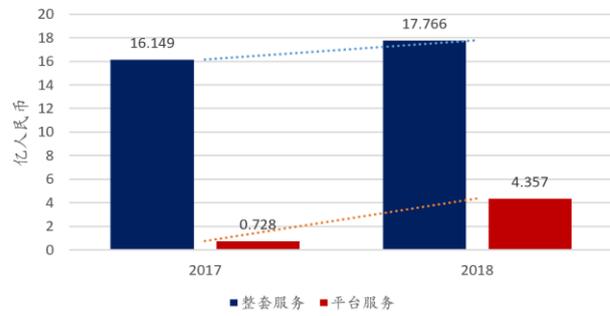
17/18财年公司KOL粉丝数 (万)



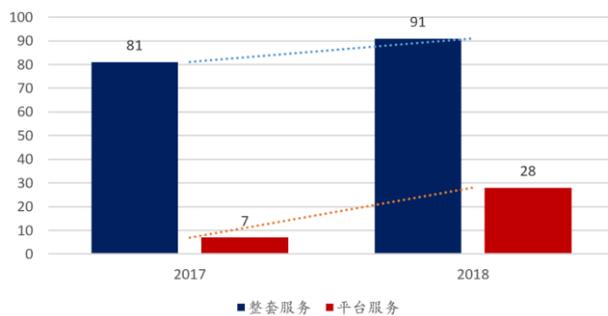
17/18财年公司KOL贡献GMV (千万元人民币)



后三季度网店GMV



后三季度网店数量



## 本周一级市场投融资汇总

本周国内投融资事件共发生 60 余起，相比上周稍有下降。投资轮次多集中于天使、Pre-A 轮，投资的领域主要集中于旅游酒店、企业服务、教育、电子商务、零售 5 类。

轮次	项目	融资额	投资方	简介
天使轮	酒壳	数百万元	鲜动信息	葡萄酒新零售品牌
天使轮	卓小花民宿	数百万元	个人投资者	杭州民宿品牌，其定位于短租公寓
天使轮	刷刷看	1000 万美元	IDG 资本	短视频电商平台，内容涉及购物、娱乐、旅行、美食等生活视频内容。
天使轮	猴有戏	数百万元	北塔资本	专注于培养、开发 4~8 岁儿童的思维能力、学习能力。
天使轮	白熊心品	1000 万	李康林和其他个人投资者	10 元自营生活馆，整合上游供应链，砍掉商品的“品牌溢价”，保证产品性价比比足够高，
Pre-A 轮	五月美妆	数千万元	新途资本	美妆短视频 MCN 机构
Pre-A 轮	乐乐茶	2 亿元	祥峰投资、致君水滴、普思资本等	茶饮烘焙连锁品牌
Pre-A 轮	百居易 Hostex	400 万元	引力创投	聚合短租民宿管理系统提供商
Pre-A 轮	快陪练	1000 万美元	创世伙伴资本、高榕资本、IDG 资本、俞敏洪等	钢琴陪练教育服务平台
Pre-A 轮	瘦蜜 SHOWME	数百万元	山西招财鱼集团	国内首家聚合国家认证的专业营养师，给减肥瘦身女性、孕孕期妈妈、健康慢病群体提供一对一个性化饮食健康服务的网络科技平台
B 轮	及刻	1 亿元	曼图资本、海通创意资本、极光大数据、复星锐正资本	基于精准地理位置和用户标签的商家服务系统，为商家提供精准的场景服务和场景营销功能
B 轮	邻几便利店	3000 万美元	今日资本、源码资本	国内连锁便利店，以城市白领为主要目标顾客群
C 轮	妙健康	5 亿元	太平洋医疗健康管理有限公司等	移动健康管理平台
IPO 上市	如涵	1.25 亿美元	公开发行	从事自营和其他品牌基础化妆品及美容配件的批发销售
战略融资	中国有赞	9.1 亿港元	腾讯产业共赢基金	零售科技服务企业

来源：财新网，莫尼塔研究，松树资本，IT桔子每日创业速递

## 四月金股推荐

美股	代码	行业	市值(亿)	PE(TTM)	PB	PS	ROE	CAGR (5Y 营收)	CAGR (5Y 净利)	周涨幅
阿里巴巴	BABA.N	电商	30816.95	45.4	7.82	11.52	14.81	47.76	28.76	1.43
京东	JD.O	电商	2946.59	-120.79	5.51	0.79	-4.46	41.58	15.97	3.62
拼多多	PDD.O	电商	1750	-17.36	141.23	97.57	- 70.96	409.78	-491.55	-12.90
宝尊电商	BZUN.O	电商	171.01	64.76	9.19	4.01	4.31	35.83	128.45	3.15
网易	NTES.O	综合服务	2361.17	39.2	5.02	4.24	13.53	54.74	6.64	15.83
携程	CTRP.O	综合服务	1676.9	154.03	1.93	6.09	2.67	43.28	46.3	4.72
腾讯音乐	TME.N	影视娱乐	2092.35	116.59	7.78	18.53	5.74	108.65	372.8	0.72
哔哩哔哩	BILI.O	影视娱乐	378.66	-62.75	17.74	14.92	- 12.22	215.88	-14.08	-4.91
好未来	TAL.N	教育培训	1398.44	61.73	12.84	12.14	15.69	54.17	35.65	2.47
华住酒店	HTHT.O	酒店	813.72	116.05	12.29	9.69	11.36	19.32	-23.55	4.84
A股&港股	代码	行业	市值 (亿)	PE(TTM)	PB	PS	ROE	CAGR (5Y 营收)	CAGR (5Y 净利)	周涨幅
苏宁易购	002024.SZ	电商	1349.96	10.13	1.71	0.72	7.62	15.56	83.47	15.54
南极电商	002127.SZ	电商	278.14	31.39	9.21	28.38	14.07	-30.22	271.54	-1.05
宋城演艺	300144.SZ	影视娱乐	349.35	27.14	4.77	11.67	14.69	37.06	37.4	3.66
中公教育	002607.SZ	教育培训	798.68	69.28	41.77	12.04	2.1	7.11	11.63	0.54
锦江股份	600754.SH	酒店	260.8	26.1	2.18	2.11	6.8	51.42	22.09	6.19
海澜之家	600398.SH	服装	453.77	13.13	4.06	2.51	22.32	91.39	120.14	3.38
索菲亚	002572.SZ	家居	242.12	25.25	5.41	3.97	15.03	32.57	30.88	4.14
汇纳科技	300609.SZ	信息服务	48.43	73.89	10.26	24.12	8.12	24.13	22.38	10.96
微盟集团	2013.HK	信息服务	93.30	-8.77	-42.06	17.1	0	0.97	-1.31	34.74
中国有赞	8083.HK	信息服务	80.02	-18.57	7.54	44.96	-5.33	75.09	-46.09	1.49

本周美股组合涨幅：1.90 本周 A 股&港股组合涨幅：7.96

图 7：本周美股组合表现

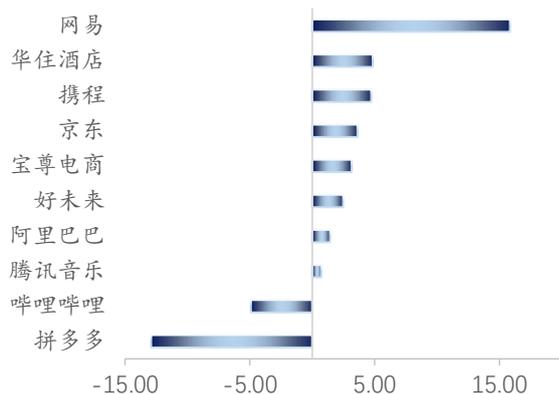
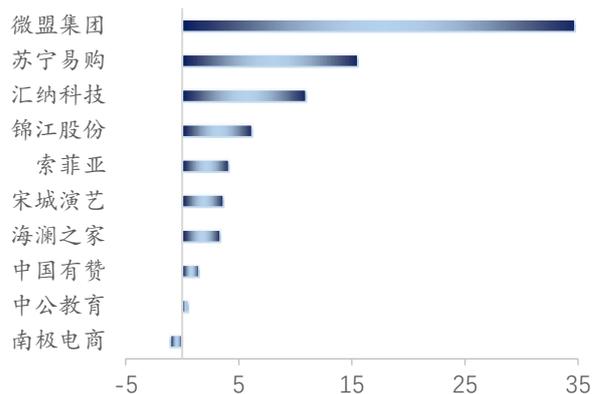


图 8：本周 A 股港股组合表现



来源：Wind，莫尼塔研究

来源：Wind，莫尼塔研究

#### 免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

#### 上海（总部）

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。邮编：200120

#### 北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方广场E1座18层1803室。邮编：100738

#### 纽约

Address: 295 Madison Avenue, 12FL  
New York, NY 10017 USA

业务咨询：[sales.list@cebm.com.cn](mailto:sales.list@cebm.com.cn)