

纺织服装

行业动态分析

波司登：聚焦羽绒主业，财年业绩快速增长

事件

波司登 (3998.HK) 披露 2018/19 财年年报，全年实现营业收入 103.87 亿元，同比增长 16.8%，实现归母净利润 9.81 亿元，同比增长 59.4%，其中扣除非经常损益后的归母净利润 9.44 亿元，同比增长 30.43%，拟每股派发末期股息 6.0 港仙。

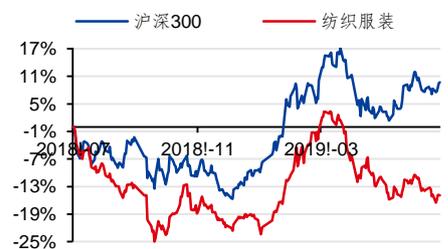
投资要点

- ◆ **聚焦主航道，收缩多元化：**2018 年以来，公司核心战略转为聚焦主航道，收缩多元化，将公司各项资源投入核心的品牌羽绒服业务，取得良好成效。近三年，品牌羽绒服业务保持良好增长，营收增速分别约 15%、23%、36%，推动公司营收较快增长。此外，贴牌加工业务与核心客户加深合作，近两年分别实现 20%、46% 的增速。女装业务在多品牌并购之后，目前处于资源整合阶段，增速较低。多元化业务毛利率较低，目前公司计划逐步放弃男装等部分多元化业务内容。2018 年，品牌羽绒服、贴牌加工、女装、多元化服装的营收占比分别约 74%、13%、11%、1.5%。
- ◆ **主品牌推动品牌羽绒服业务快速增长：**分品牌看，波司登品牌持续贡献公司品牌羽绒服业务 90% 左右的营收，近三年，主品牌收入分别增长 22%、22%、38%。18/19 财年，主品牌营收快速增长，主要源于品牌提档战略执行后，产品设计、门店装修、货品陈列等均有较大程度提升，终端零售效率快速上行。另有渠道扩张及品牌略微提档，推动雪中飞、冰洁营收扩张。
- ◆ **经营利润快速上行，净利率同比提升：**公司毛利率提升约 6.7 个百分点，期间费用率提升约 5.0 个百分点，最终经营利润快速提升。18/19 财年，公司合计分部经营利润达 15.78 亿元，同比增长 29%。其中品牌羽绒服实现分部经营利润 13.9 亿元，同比增长 47%，贴牌加工实现分部经营利润 1.47 亿元，同比增长 47%，女装业务分部经营利润 1.50 亿元，同比下降 19%，多元化服装分部经营亏损 1.09 亿元，亏损扩大逾 13 倍。另外，公司 17/18 财年商誉减值损失约 1.65 亿元，18/19 财年约 4300 万元，减值损失影响利润幅度大幅减小，最终公司净利润增长 59.4% 至 9.81 亿元，净利率由 17/18 财年的 7.2% 提升至 18/19 财年的 9.7%。
- ◆ **投资建议：**波司登是我国羽绒服龙头，主品牌国内知名度较高，聚焦主航道战略转型后，主品牌产品革新、品牌重塑等增加美誉度。19/20 财年公司战略转型红利有望继续释放，公司有望实现 16% 左右的营收增长及 16%~20% 的净利增长。若以 18% 的净利增速测算，目前公司 PE (FY19/20E) 约为 25 倍，建议关注。
- ◆ **风险提示：**品牌持续提档或使销量承压；渠道扩张及形象升级或不及预期；品牌提档及店铺重装推升广告费用及装修费用；商誉减值损失影响净利润；宏观经济不确定性仍将影响消费信心。

 投资评级 **领先大市-A 维持**

首选股票	评级
002563	森马服饰 买入-A
600987	航民股份 买入-A
002293	罗莱生活 买入-A
603808	歌力思 买入-A
603839	安正时尚 买入-A
002127	南极电商 买入-B

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.73	-9.48	-25.28
绝对收益	-2.86	-10.27	-15.70

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

吴雨舟
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn
 021-20377061

相关报告

- 纺织服装：上半年社零增长 8.4%，6 月服装零售增速环比回升 2019-07-21
- 纺织服装：6 月纺织服装景气指数环比下滑，7 月纺服经营或持续偏淡 2019-07-15
- 纺织服装：节日时点变化推升 5 月访港客流增速，香港零售降幅收窄 2019-07-07
- 纺织服装：前 5 月纺织业收入利润增速放缓，关注中美经贸关系缓和 2019-07-01
- 纺织服装：瑞表 5 月出口中国大陆增速超 80%，国内高端消费或有较强韧性 2019-06-23

内容目录

一、聚焦羽绒主业，波司登财年业绩快速增长.....	4
(一) 聚焦主航道，收缩多元化	4
(二) 波司登主品牌推动品牌羽绒服业务快速增长.....	5
(三) 贴牌加工业务深化核心客户合作	5
(四) 女装整合延续，财年营收平稳增长.....	6
(五) 多元化业务快速收缩，未来关注校服及童装.....	7
(六) 线上渠道收入占比稳步提升.....	8
二、主品牌提档及多元化收缩，公司利润率持续提升.....	8
(一) 主品牌提档及多元化收缩，推动财年毛利率上行	8
(二) 品牌营销推升销售费用率	9
(三) 经营利润快速上行，净利率同比提升	10
(四) 存货占营收比例良好，存货周转率略有降低.....	11
(五) 应收款项占营收比例快速降低.....	11
三、投资建议.....	12
四、风险提示.....	13

图表目录

图 1：波司登营业收入及其增长	4
图 2：波司登归母净利润及其增长	4
图 3：波司登分业务营业收入	4
图 4：波司登分业务营业收入增速	4
图 5：品牌羽绒服业务分品牌收入构成	5
图 6：品牌羽绒服业务分类别收入构成	5
图 7：品牌羽绒服业务分品牌渠道数量	5
图 8：品牌羽绒服业务分类别渠道数量	5
图 9：贴牌加工业务营业收入及其增长	6
图 10：贴牌加工业务主要客户情况	6
图 11：女装分品牌营业收入	6
图 12：此处录入标题.....	6
图 13：女装分品牌渠道数量	7
图 14：女装分类别渠道数量	7
图 15：多元化业务分品类营业收入	7
图 16：多元化业务分类别营业收入	7
图 17：多元化业务分品类渠道数量	8
图 18：多元化业务分类别渠道数量	8
图 19：波司登线上销售收入结构	8
图 20：波司登各业务线上销售收入占比	8
图 21：波司登各业务毛利率	9
图 22：波司登销售毛利率	9
图 23：销售费用及其占营收比例	9
图 24：租赁装修成本及折旧费用	9
图 25：波司登期间费用率	10

图 26: 波司登分业务经营利润	10
图 27: 波司登合计经营利润及其增长	10
图 28: 波司登商誉减值损失及其占营收比例	11
图 29: 波司登销售净利率	11
图 30: 波司登存货及其占营收比例	11
图 31: 波司登及可比公司存货周转率	11
图 32: 波司登应收账款及其占营收比例	12
图 33: 应收账款及票据的账龄结构	12
图 34: 波司登及可比公司应收账款周转率	12
表 1: 波司登主营业务收入预测表	12

一、聚焦羽绒主业，波司登财年业绩快速增长

波司登(3998.HK)披露 2018/19 财年年报,全年实现营业收入 103.87 亿元,同比增长 16.8%,实现归母净利 9.81 亿元,同比增长 59.4%,其中扣除非经常损益后的归母净利 9.44 亿元,同比增长 30.43%,拟每股派发末期股息 6.0 港仙。近三年来,公司保持着良好的业绩增速,实现营业收入年复合增速约 21%,实现净利润年复合增速约 52%。

图 1: 波司登营业收入及其增长



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: 波司登归母净利及其增长



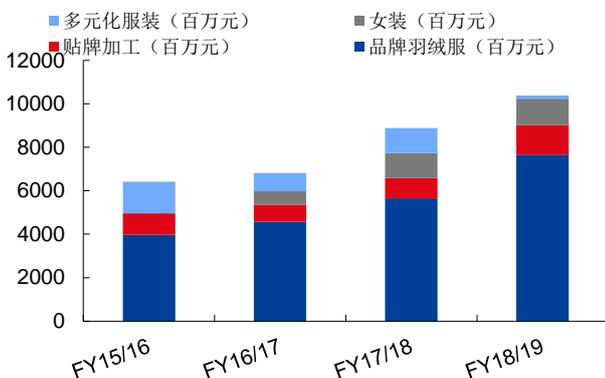
资料来源: Wind, 华金证券研究所

注: 波司登财年自前一年 4 月起至后一年 3 月。

(一) 聚焦主航道，收缩多元化

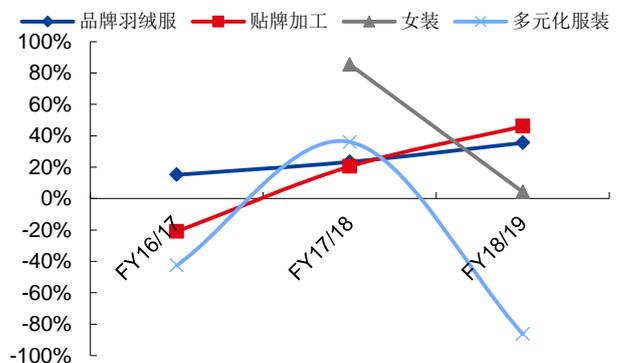
2018 年来,公司核心战略转为聚焦主航道,收缩多元化,将公司各项资源投入核心的品牌羽绒服业务,取得良好成效。近三年,品牌羽绒服业务保持良好增长,营收增速分别约 15%、23%、36%,推动公司营收较快增长。此外,贴牌加工业务与核心客户加深合作,近两年分别实现 20%、46%的增速。女装业务在多品牌并购之后,目前处于资源整合阶段,增速较低。多元化业务毛利率较低,公司计划逐步放弃男装等部分多元化业务内容。2018 年,品牌羽绒服、贴牌加工、女装、多元化服装的营收占比分别约 74%、13%、11%、1.5%。

图 3: 波司登分业务营业收入



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 4: 波司登分业务营业收入增速



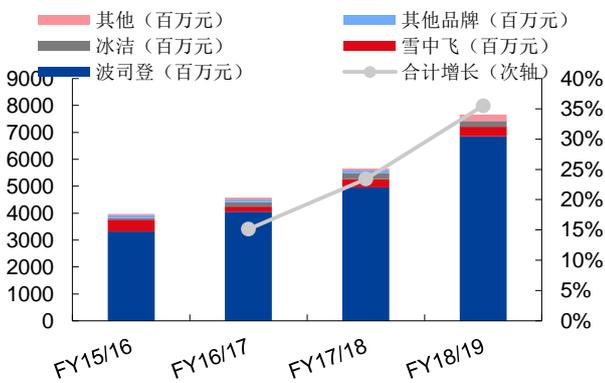
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

（二）波司登主品牌推动品牌羽绒服业务快速增长

分品牌看，主品牌推动品牌羽绒服业务快速增长。波司登品牌持续贡献公司品牌羽绒服业务90%左右的营收，近三年，主品牌收入分别增长22%、22%、38%，推动公司业务规模快速扩张。18/19财年，波司登主品牌渠道数量增加3%至3443家，雪中飞渠道数量增加8%至479家，冰洁增加3%至706家。18/19财年，主品牌营收快速增长，主要源于品牌提档战略执行后，产品设计、门店装修、货品成列等均有较大程度提升，终端零售效率快速上行。另有渠道扩张及品牌略微提档，推动雪中飞、冰洁营收增长。

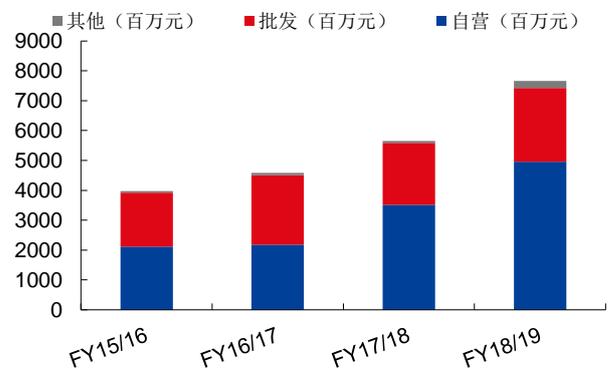
分类别看，65%营收源于自营渠道。18/19财年，公司经营的专卖店和网店合计占公司品牌羽绒服渠道的近36%，自营渠道贡献营收占比约65%。

图 5：品牌羽绒服业务分品牌收入构成



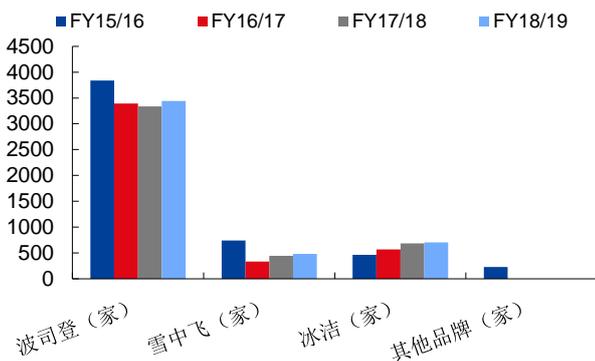
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：品牌羽绒服业务分类别收入构成



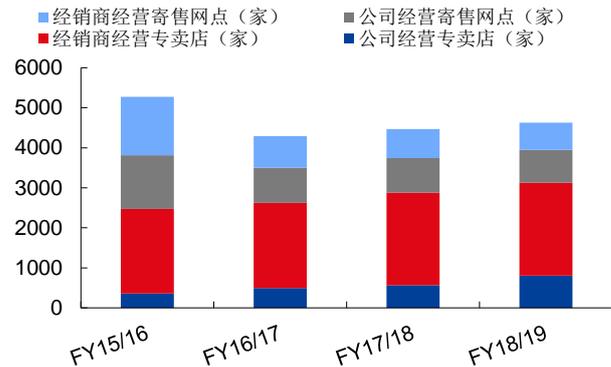
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：品牌羽绒服业务分品牌渠道数量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：品牌羽绒服业务分类别渠道数量

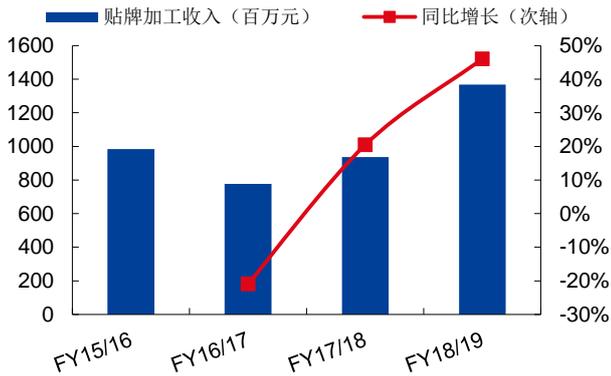


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）贴牌加工业务深化核心客户合作

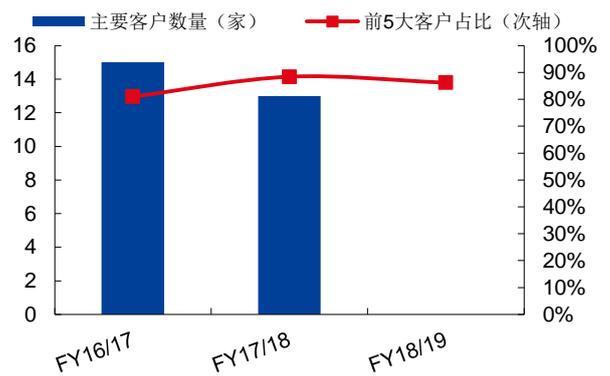
公司贴牌加工业务持续聚焦核心客户需求，通过技术优势协同合作伙伴开发新型品类，增加ODM比重，提高客户粘性，使原有客户实际订单量同比明显增长。18/19财年，贴牌加工收入增长46%，近两年实现营收年复合增速约33%，前5大客户占比保持在80%~90%。

图 9：贴牌加工业务收入及其增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：贴牌加工业务主要客户情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

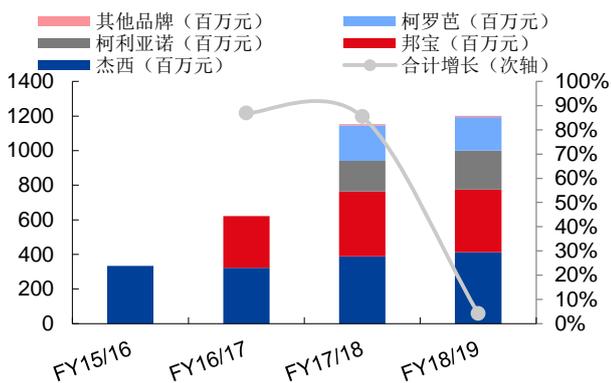
注：18/19 财年未披露贴牌加工主要客户数量。

（四）女装整合延续，财年营收平稳增长

16/17 财年及 17/18 财年，女装业务营收取得快速增长，主要源于并购的女装品牌并表。18/19 财年，女装业务营收增长 4.2%，女装业务同比平稳增长。其中杰西增长 6%，柯利亚诺增长 28%，邦宝及柯罗芭分别下滑 4%及 6%。考虑杰西、邦宝、柯利亚诺、柯罗芭的渠道数量分别变动 5%、-8%、39%、-6%，邦宝及柯罗芭的店均收入保持平稳增长。

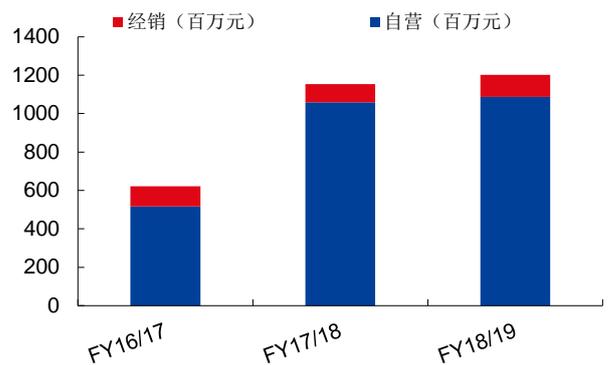
财年中，杰西品牌渠道优化持续，老店重装升级、新店装修等方式提升了品牌形象，推动品牌销售提升。邦宝持续关闭经营较差的店铺，渠道优化初步完成。柯利亚诺、柯罗芭在品牌形象，产品品质及产品结构中均有提升，产品上新由 4 次提升至 10 次，弥补了销售淡季的品类缺失。女装品牌目前仍处于资源整合协同、品牌形象升级的过程中，有望维持平稳增长趋势。

图 11：女装分品牌营业收入



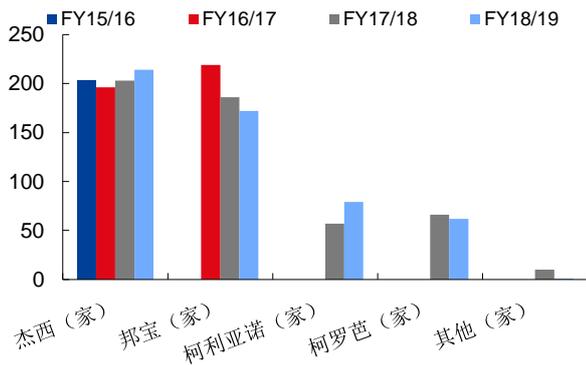
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：女装分类别营业收入



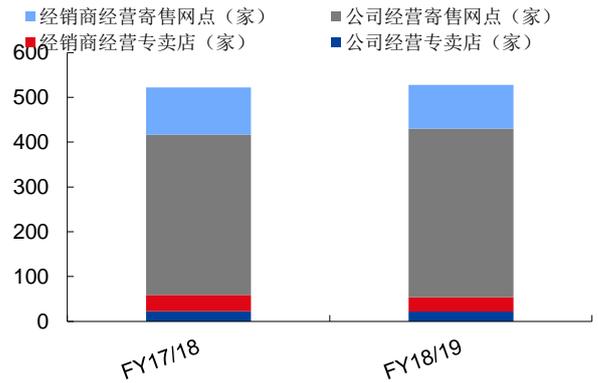
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13: 女装分品牌渠道数量



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 14: 女装分类别渠道数量

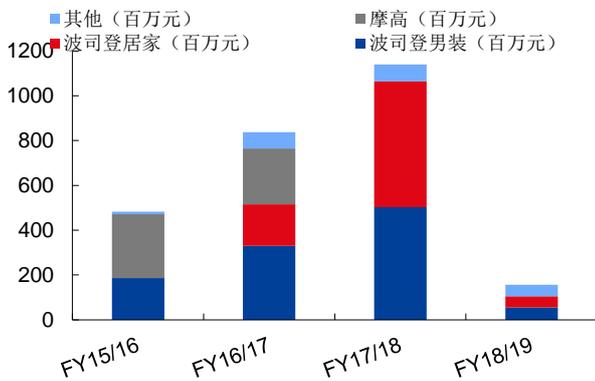


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(五) 多元化业务快速收缩, 未来关注校服及童装

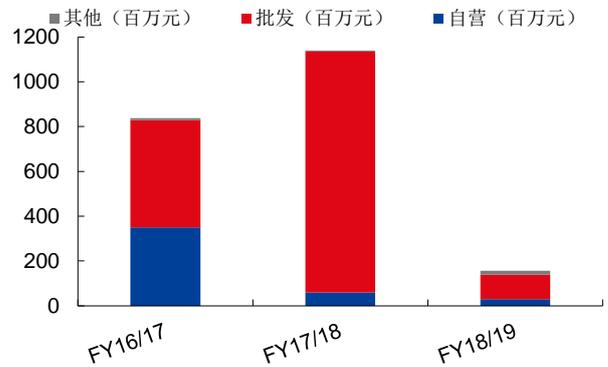
公司多元化业务主要包括男装、居家服、童装、校服品类, 18/19 财年, 多元化业务快速收缩, 男装渠道数量下降 87%, 多元化业务营业收入下降 86%, 占公司营收比例下降至 1.5%。未来, 波司登多元化业务将主打校服业务和童装业务。其中校服业务仍以飒美特品牌运营, 目前客户具有一定的忠诚度。童装业务由线上到线下, 先进行国际儿童品牌的线上运营业务, 目前已签约合作品牌有日本的 Petit main 及韩国的 Happyland, 通过线上渠道产品及运营的测试之后, 再逐步拓展线下渠道, 18/19 财年童装门店数量为 6 家。

图 15: 多元化业务分品类营业收入



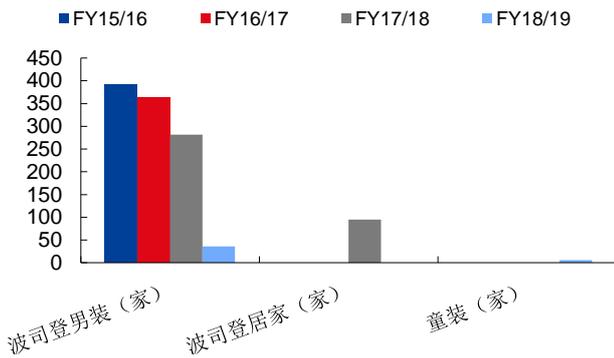
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 16: 多元化业务分类别营业收入



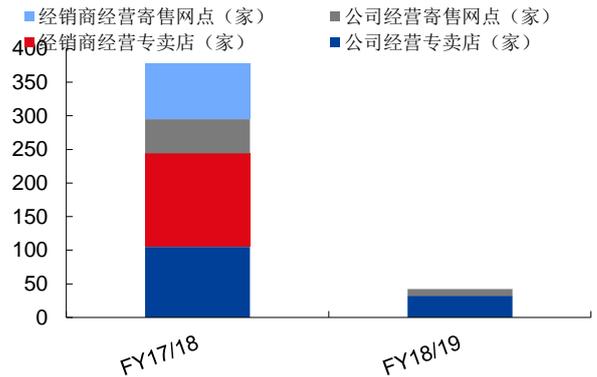
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 17：多元化业务分品类渠道数量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 18：多元化业务分类别渠道数量

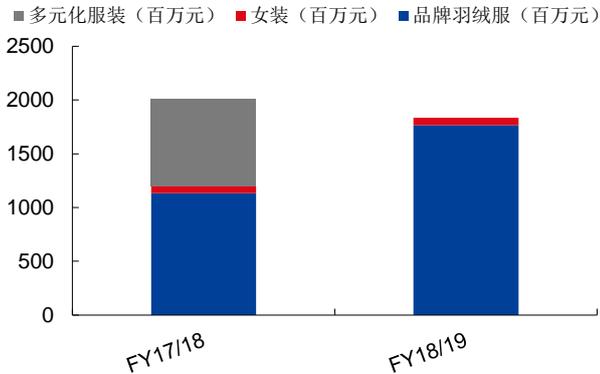


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（六）线上渠道收入占比稳步提升

近年来电商渠道冲击线下渠道，公司品牌羽绒服、女装线上销售快速增长。18/19 财年，品牌羽绒服线上销售收入达 20.1 亿元，同比增长 56%，占品牌羽绒服营收比例达 23%。中高端女装追求消费体验，取得 12% 的线上渠道收入增长，增速仍高于女装整体的 4%。线上渠道有望持续推动公司品牌羽绒服、女装销售较快增长。

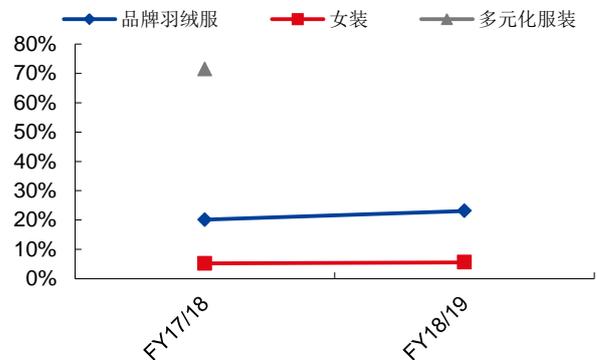
图 19：波司登线上销售收入结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：FY18/19 收缩多元化后，未披露多元化服装线上销售情况。

图 20：波司登各业务线上销售收入占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：FY18/19 收缩多元化后，未披露多元化服装线上销售情况。

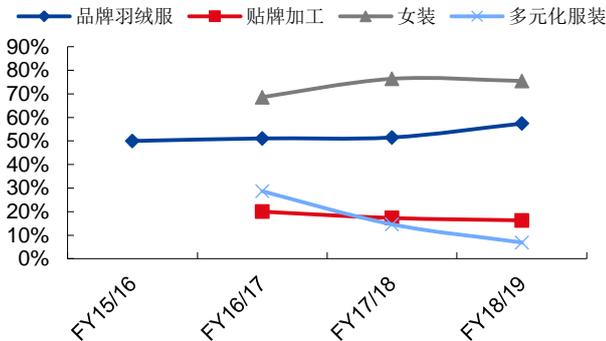
二、主品牌提档及多元化收缩，公司利润率持续提升

（一）主品牌提档及多元化收缩，推动财年毛利率上行

18/19 财年，波司登品牌提档战略，以及聚焦主航道、收缩多元化的公司战略实施，推动销售毛利率上行。其中波司登品牌提档，推动占营收比例约 74% 的品牌羽绒服毛利率由 52% 提升至

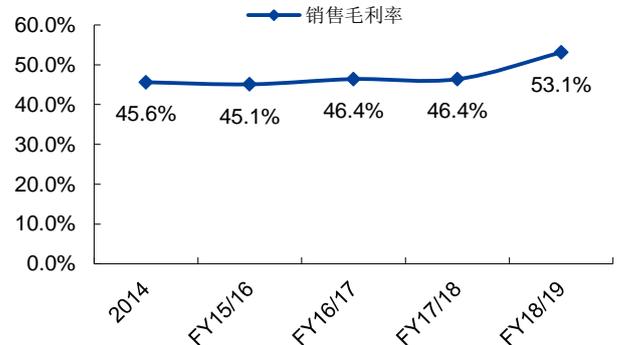
57%，收缩多元化战略，使毛利率较低的多元化服装营收占比由 13% 降至 1.5%。最终公司毛利率有去年同期的 46.4%，提升 6.7pct 至 53.1%。

图 21：波司登各业务毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 22：波司登销售毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）品牌营销推升销售费用率

波司登品牌是公司品牌重塑提档战略的核心，18/19 财年公司较大投入广告宣传、店铺装修等事项以提升消费者对波司登品牌的认知。广告宣传的大力投放，推动主要以广告宣传费用、百货公司扣点、固定经营租赁开始和雇员开支的销售费用大幅提升，18/19 年销售费用同比增长 40% 至 34.4 亿元，占营收比例提升 5.52pct 至 33%。另外 18/19 财年公司租赁装修费用增加 3.3 亿元，财年折旧约 0.97 亿元，公司租赁装修折旧年限由 17/18 财年的 1 年左右延长至 3 年左右。

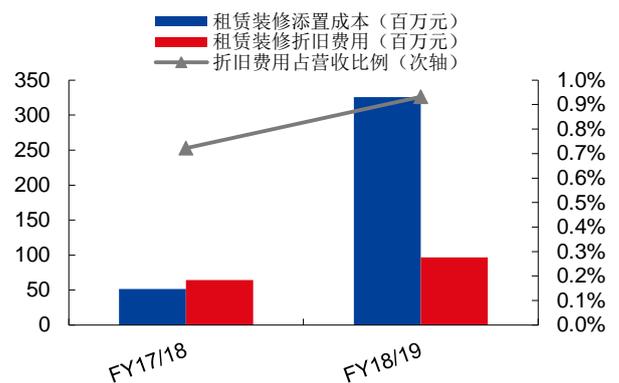
广告宣传、店铺装修的大力投入，使 18/19 财年公司销售费用率提升至 33%，管理费用率维持 7% 左右，财务费用率由 1.1% 下降至 0.6%，最终公司期间费用率提升 5.03pct 至 40.8%。

图 23：销售费用及其占营收比例



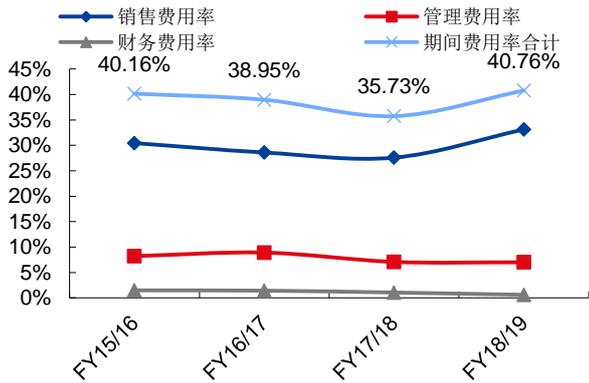
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 24：租赁装修成本及折旧费用



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 25: 波司登期间费用率



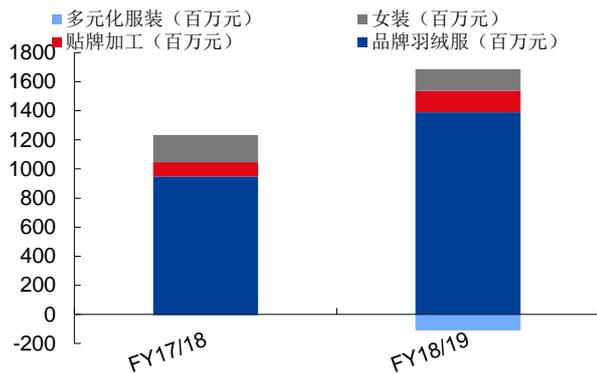
资料来源: Wind, 华金证券研究所

(三) 经营利润快速上行, 净利率同比提升

公司毛利率提升约 6.7 个百分点, 期间费用率提升约 5.0 个百分点, 最终经营利润快速提升。18/19 财年, 公司合计分部经营利润达 15.78 亿元, 同比增长 29%。其中品牌羽绒服实现分部经营利润 13.9 亿元, 同比增长 47%, 贴牌加工实现分部经营利润 1.47 亿元, 同比增长 47%, 女装业务分部经营利润 1.50 亿元, 同比下降 19%, 多元化服装分部经营亏损 1.09 亿元, 亏损扩大逾 13 倍。

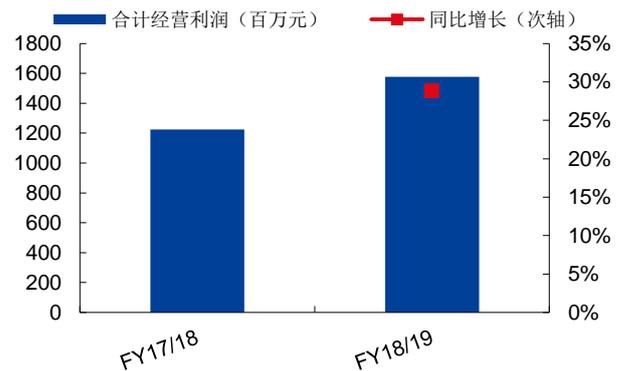
另外, 公司 17/18 财年商誉减值损失约 1.65 亿元, 18/19 财年约 4300 万元, 减值损失影响利润幅度大幅减小, 最终公司净利润增长 59.4% 至 9.81 亿元, 净利率由 17/18 财年的 7.2% 提升至 18/19 财年的 9.7%。

图 26: 波司登分业务经营利润



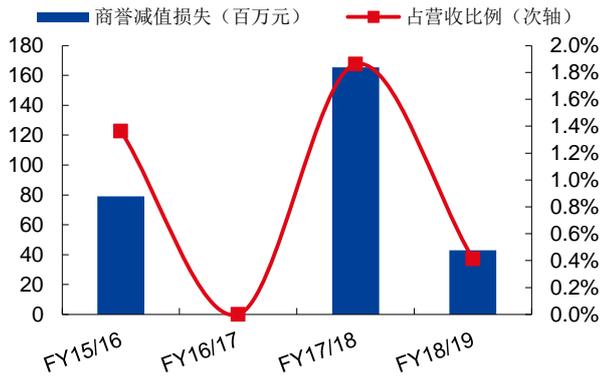
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 27: 波司登合计经营利润及其增长



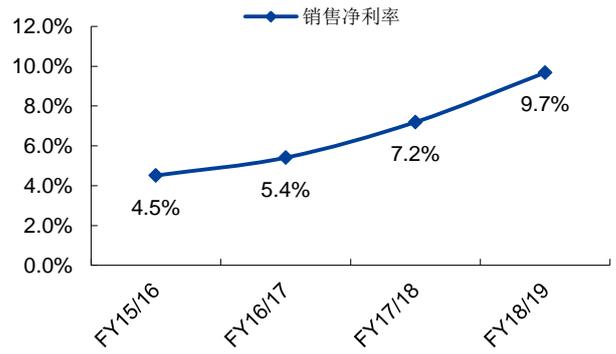
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 28：波司登商誉减值损失及其占营收比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 29：波司登销售净利率

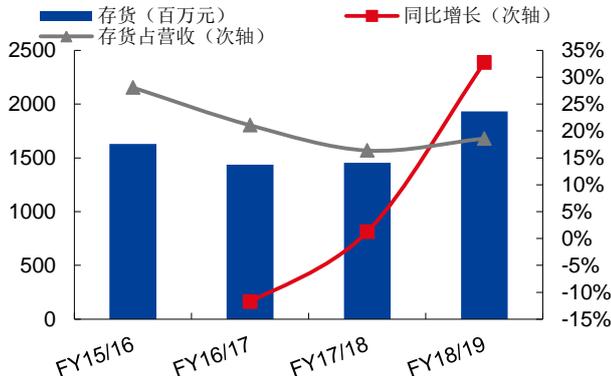


资料来源：Wind，华金证券研究所

（四）存货占营收比例良好，存货周转率略有降低

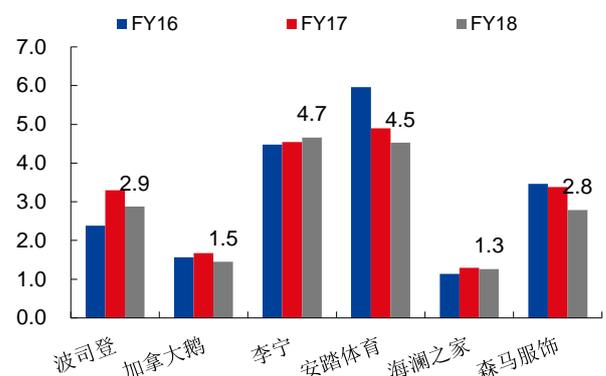
18/19 财年，随着公司主品牌提档，以及多元化的收缩，该财年公司羽绒服大幅上新，存货同比快速增长，占营收比例由 16.4% 提升至 18.6%。不过，虽然公司存货周转率略有降低，但仍高于可比公司加拿大鹅，并与森安服饰类似，在典型服装公司中处于中游水平。

图 30：波司登存货及其占营收比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 31：波司登及可比公司存货周转率

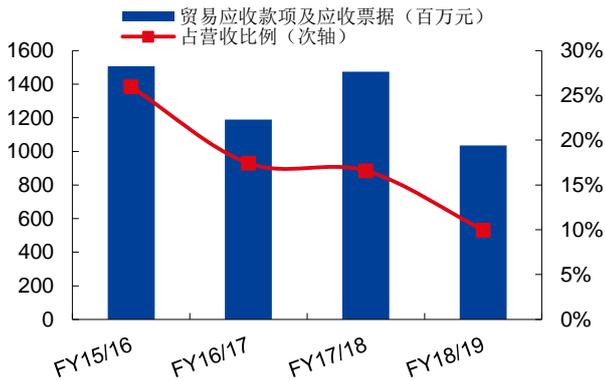


资料来源：Wind，华金证券研究所

（五）应收款项占营收比例快速降低

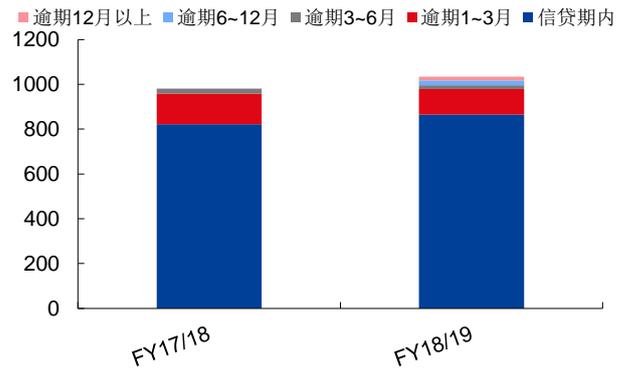
随着公司规模的不扩张，公司应收款项及票据占营收比例持续下降，目前已降至约 10%。18/19 财年公司应收账款及票据逾期比例略有上行，但目前已充分拨备。该财年公司应收账款周转率略有下降，但对比可比公司，波司登应收账款周转情况与国内的李宁、安踏体育、森马服饰类似，处于合理水平。

图 32: 波司登应收账款及其占营收比例



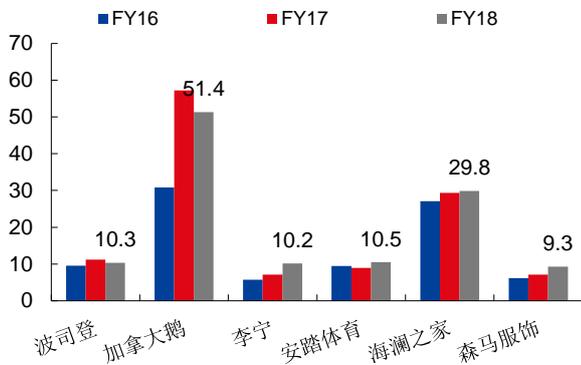
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 33: 应收账款及票据的账龄结构



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 34: 波司登及可比公司应收账款周转率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、投资建议

18/19 财年公司战略转型初现成效, 主品牌营收增长约 38%。19/20 财年, 公司羽绒服业务将继续聚焦主品牌, 持续加大品牌公关及广告传播力度, 持续优化渠道结构及形象, 并将扩大新增渠道规模; 贴牌加工业务将深化与核心客户战略合作关系, 保持订单持续增长; 女装业务平台初步形成, 将进一步扩大品牌间的协同效应。因此, 我们预计公司 19/20 财年的主营业务收入有望增加 16%左右。

表 1: 波司登主营业务收入预测表

		FY15/16	FY16/17	FY17/18	FY18/19	FY19/20E
品牌羽绒服	营业收入	3977	4579	5651	7658	9119
	增长率		15.14%	23.41%	35.51%	19.08%
	毛利率	50.00%	51.10%	51.50%	57.40%	58.87%
贴牌加工	营业收入	984	778	937	1368	1642
	增长率		-20.97%	20.46%	46.06%	20.00%
	毛利率	20.70%	20.00%	17.30%	16.30%	16.00%
女装	营业收入		622	1154	1202	1226
	增长率			85.45%	4.19%	2.00%
	毛利率		68.60%	76.40%	75.50%	75.00%

		FY15/16	FY16/17	FY17/18	FY18/19	FY19/20E
多元化服装	营业收入	1460	838	1140	156	78
	增长率		-42.61%	36.03%	-86.32%	-50.00%
	毛利率	50.70%	28.70%	14.60%	6.90%	8.00%
合计	营业收入	6421	6817	8881	10384	12064
	增长率		6.16%	30.28%	16.92%	16.19%
	毛利率	45.67%	46.40%	46.39%	53.32%	54.34%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

费用端，上一财年波司登广告投放已取得较好成就，假设今年广告投放支出增幅低于营收增速；叠加毛利率有望上行，公司销售净利率有望维持或高于营收增速，我们预计公司 19/20 财年的归母净利润有望实现 16%~20%的增速。

波司登是我国羽绒服龙头，主品牌在国内知名度较高，聚焦主航道战略转型后，主品牌产品革新、品牌重塑等增加美誉度。19/20 财年公司战略转型红利有望继续释放，我们预计公司实现 16%左右的营收增长及 16%~20%的净利增长。若以 18%的净利增速测算，目前公司 PE (FY19/20E) 约为 25 倍，建议积极关注。

四、风险提示

1. 品牌持续提档或使销量承压；
2. 渠道扩张及形象升级或不及预期；
3. 品牌提档及店铺重装推升广告费用及装修费用；
4. 商誉减值损失影响净利润；
5. 宏观经济不确定性仍将影响消费信心。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn