

2021年04月13日

森马服饰 (002563.SZ)

动态分析

童装业务表现稳健，存货管理效果显著

事件

公司披露年报，2020 年实现营收 152.05 亿元/-21.37%，归母净利 8.06 亿元/-48.00%，基本每股收益 0.30 元/股，拟每 10 股派现金红利 2.5 元（含税）。

其中，Q4 实现营收 57.55 亿元/-5.28%，归母净利 5.90 亿元/+143.61%。

投资要点

◆ **剔除 KIDILIZ 影响，全年营收/利润总额降幅收窄至 14%/33%：**营收端，公司营收全年下滑 21%，法国 KIDILIZ 业务已于去年 9 月初出表，剔除法国 KIDILIZ 影响，可比口径下公司营收下滑 14.32%，上下半年分别下降 27%、5%，降幅收窄。**净利端**，公司全年归母净利下降 48.00%。剔除 KIDILIZ 业务利润总额亏损 5.16 亿元，森马原业务全年利润总额实现 16.04 亿元，同比下滑 33.29%，上下半年分别下滑 55%、15%。公司营收净利季度逐步复苏，今年起亏损的法国 KIDILIZ 业务不再影响业绩，公司轻装上阵，业绩有望全面恢复。

◆ **森马童装下半年恢复至上年同期水平，渠道有质有量拓展：**分品类看，不考虑法国 KIDILIZ 业务，**森马童装方面**，全年营收下滑 7.8%至 89.42 亿元，占比提升 9pct 至 59%，下半年已基本恢复至上年同期水平。估算森马童装毛利率约 40.68%，较上年同期小幅下降 0.1pct。公司童装店铺全年净减少 156 家至 5634 家，下半年已实现净开店 62 家，预计公司童装业务今年将延续净开店趋势。此外，童装门店有质有量拓展，2020 年童装店均面积稳中有升，增加至 164 平方米，随公司对童装标准店的加强推广，以及对门店形象的升级更新提升消费者体验，童装业务今年成长可期。

◆ **疫情下休闲服饰拥抱革新，下半年恢复至上年同期 9 成水平：****休闲服饰方面**，全年营收同比下降 24.3%至 49.6 亿元，占比下滑 1pct 至 32.6%，单下半年降幅收窄至 13%，恢复至上年同期 9 成水平。休闲服饰毛利率提升 0.3pct 至 35.9%，为联营业务会计准则变化的当期影响。疫情间，公司通过梳理品牌定位、强化产品功能性、完善全渠道布局等方面对休闲服饰进行重塑升级。公司通过关闭盈利能力不足的店铺以及同加盟商共同联营的方式，优化休闲装线下渠道质量，休闲服饰全年门店数量净减少 675 家至 3091 家。

◆ **森马电商延续双位数正增长：****原森马业务分渠道看**，2020 年直营、加盟、电商渠道分别占比约 10.7%、46.8%、42.4%。由于公司今年积极拓展电商、新零售渠道消化库存，2020 年营收延续双位数增长，同比增长 10.2%至 57.12 亿元，占比提升 10.5pct。公司预计 2021 年电商业务将继续保持健康高速发展的目标。

◆ **存货管理效果显著，经营活动现金流大幅改善：****盈利能力方面**，2020 年，公司毛利率同比降低 2.2pct 至 40.3%，疫情间公司严格控费，销售/管理费用率同比下降 17.4%/19.9%，销售/管理/财务费用率同比分别上升 1.1/-0.1/0.1pct 至 22.0%/7.3%/-0.5%，全年销售净利率同比下降 2.7pct 至 5.2%。**存货方面**，公司存货管理效果显著，截至 2020 年末，公司存货同比下降 39%至 25.0 亿元，一年内存

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2021-04-13)

10.52 元

交易数据

总市值(百万元)	28,378.68
流通市值(百万元)	19,787.90
总股本(百万股)	2,697.59
流通股本(百万股)	1,880.98
12 个月价格区间	6.42/10.85 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.96	30.24	29.09
绝对收益	3.36	11.66	56.08

分析师

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

分析师

吴雨舟
SAC 执业证书编号：S0910520080001
wuyuzhou@huajinsc.cn
021-20377061

相关报告

森马服饰：Q3 境内业务营收降幅逐步改善，

Q4 利润具有良好预期 2020-10-29

森马服饰：国内童装延续较快增长，原业务利润总额平稳增长 2020-04-27

森马服饰：三季度营收净利增速放缓，并表 Kidiliz 影响业绩表现 2019-10-30

森马服饰：原业务利润总额增 28%，KIDILIZ 整合影响半年度净利润 2019-08-27

森马服饰：童装持续较快增长，休闲装毛利率改善明显 2019-04-26

货占比 77.5%，存货周转天数同比下降 7 天至 131 天。现金流方面，全年经营活动现金流入、流出分别下降 26.8%、42.4%，最终经营现金流量净额同比大幅提升 165.8% 达 44.6 亿元，系公司优化对供应商的支付方式及出售法国 KIDILIZ 业务。

◆ **公司童装龙头地位稳固，看好国潮深化背景下休闲装的发展机会：**童装方面，需求端，国家政策利好和新一代父母优生优育观念增强，我国儿童服装人均消费金额有望得到进一步提升。据数据显示，2025 年我国童装市场规模将超过 4700 亿元，双位数年均复合增速是服装领域中增速最快的细分品类。品牌端，巴拉巴拉童装市占率连续多年稳居行业第一，童装龙头地位稳固，预计公司将在童装市场高景气和向龙头集聚过程中持续受益。休闲装方面，市场竞争激烈，新疆棉事件激发国民爱国意识，国内品牌迎来发展机遇，公司休闲服饰在去年疫情期间，积极革新，拥抱变化，我们看好森马休闲装在国潮深化背景下的发展潜力。

◆ **投资建议：**森马服饰是国内童装龙头，20 年去库存效果显著，作为完全剥离法国 KIDILIZ 的首个年度，公司今年轻装上阵，疫情间对渠道、品牌形象、供应链进行的升级优化，有望助力业绩在今年迎来全面复苏。我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 0.59、0.72 和 0.90 元。净资产收益率分别为 12.7%、14.7%和 17.0%。目前公司 PE（2021E）约为 17 倍，维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**休闲装转型或存不确定性，线下拓店不及预期，宏观经济波动。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,337	15,205	16,851	19,713	23,060
YoY(%)	23.0	-21.4	10.8	17.0	17.0
净利润(百万元)	1,549	806	1,593	1,952	2,423
YoY(%)	-8.5	-48.0	97.8	22.5	24.1
毛利率(%)	42.5	40.3	42.4	42.8	43.0
EPS(摊薄/元)	0.57	0.30	0.59	0.72	0.90
ROE(%)	13.2	7.0	12.7	14.7	17.0
P/E(倍)	17.7	34.0	17.2	14.0	11.3
P/B(倍)	2.3	2.4	2.2	2.1	1.9
净利率(%)	8.0	5.3	9.5	9.9	10.5

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、剔除 KIDILIZ 影响，全年营收/利润总额降幅收窄至 14%/33%	4
二、分品类：森马童装、休闲装均持续恢复	5
三、森马电商延续双位数正增长	6
四、存货管理效果显著，经营活动现金流大幅改善	7
五、公司童装龙头地位稳固，看好国潮深化背景下休闲装的发展机会	7
六、盈利预测与投资建议	8
七、风险提示	9

图表目录

图 1：森马服饰年度营业收入	4
图 2：森马服饰年度归母净利	4
图 3：森马服饰季度营业收入	4
图 4：森马服饰季度归母净利	4
图 5：森马服饰分业务营业收入	5
图 6：森马服饰分业务利润总额	5
图 7：森马服饰营业收入——分产品	5
图 8：森马服饰营业收入增速——分产品	5
图 9：森马服饰毛利率——分产品	6
图 10：森马服饰门店数量（家）——分产品	6
图 9：森马服饰店均面积——分产品	6
图 13：森马服饰营业收入——分渠道	6
图 14：森马服饰营收增速——分渠道	6
图 19：森马服饰利润率情况	7
图 20：森马服饰费用率情况	7
图 21：森马服饰存货情况	7
图 22：森马服饰经营活动现金流情况	7
图 15：国内童装市场规模情况	8
图 16：国内服装市场规模情况	8
表 1：森马服饰营业收入及其预测	8

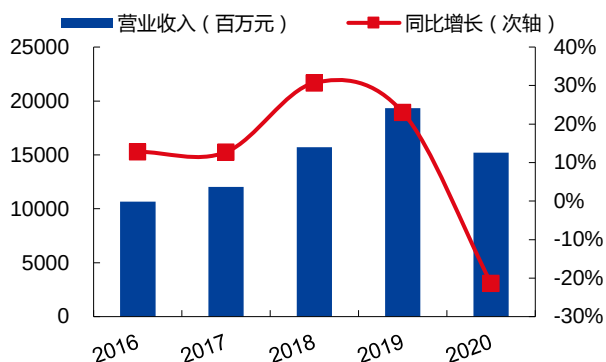
一、剔除 KIDILIZ 影响, 全年营收/利润总额降幅收窄至 14%/33%

公司披露年报, 2020 年实现营收 152.05 亿元/-21.37%, 归母净利 8.06 亿元/-48.00%, 基本每股收益 0.30 元/股, 拟每 10 股派现金红利 2.5 元 (含税)。其中, Q4 实现营收 57.55 亿元/-5.28%, 归母净利 5.90 亿元/+143.61%。

营收端, 公司营收全年下滑 21%, 法国 KIDILIZ 业务已于去年 9 月初出表, 剔除法国 KIDILIZ 影响, 可比口径下公司营收下滑 14.32%, 上下半年分别下降 27%、5%, 降幅收窄。

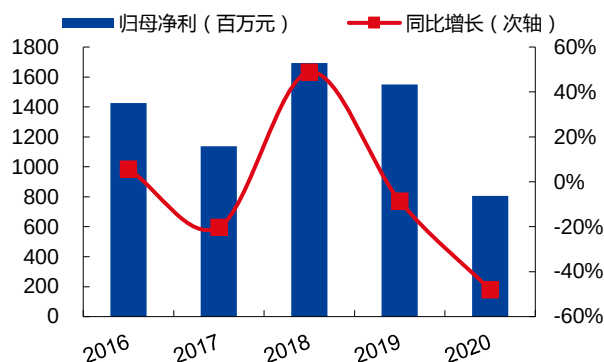
净利端, 公司全年归母净利下降 48.00%。剔除 KIDILIZ 业务利润总额亏损 5.16 亿元, 森马原业务全年利润总额实现 16.04 亿元, 同比下滑 33.29%, 上下半年分别下滑 55%、15%。公司营收净利持续复苏, 今年起亏损的法国 KIDILIZ 业务不再影响业绩, 公司轻装上阵, 业绩有望全面恢复。

图 1: 森马服饰年度营业收入



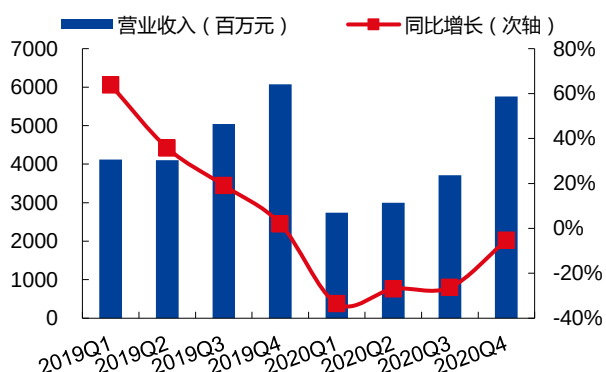
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: 森马服饰年度归母净利



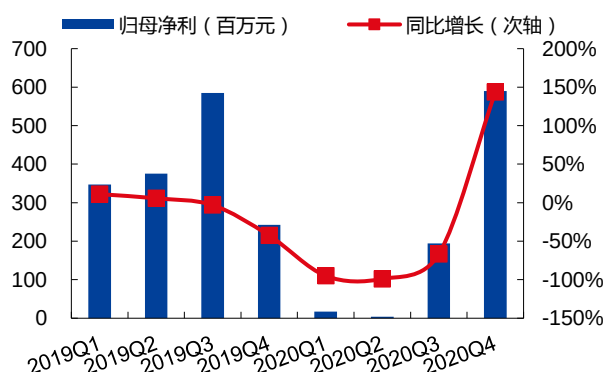
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3: 森马服饰季度营业收入



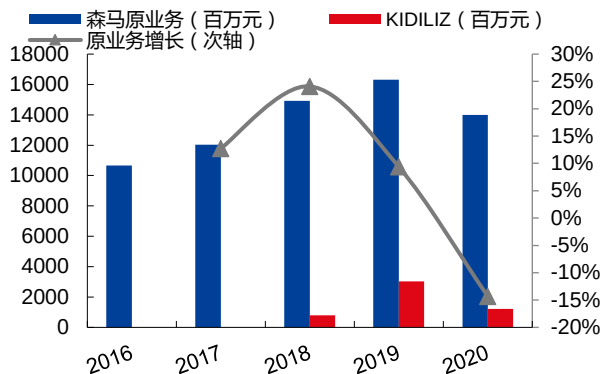
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 森马服饰季度归母净利



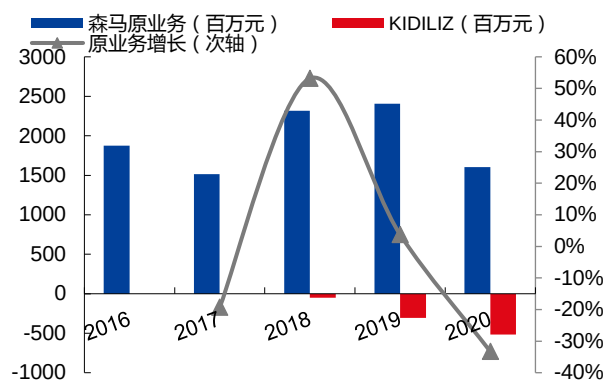
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5：森马服饰分业务营业收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：森马服饰分业务利润总额



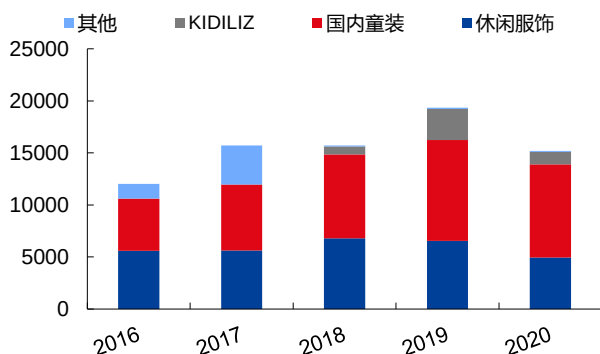
资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、分品类：森马童装、休闲装均持续恢复

分品类看，不考虑法国 KIDILIZ 业务，森马童装方面，全年营收下滑 7.8% 至 89.42 亿元，占比提升 9pct 至 59%，下半年已基本恢复至上年同期水平。估算森马童装毛利率约 40.68%，较去年同期小幅下降 0.1pct。公司童装店铺全年净减少 156 家至 5634 家，下半年已实现净开店 62 家，预计公司童装业务今年将延续净开店趋势。此外，童装门店有质有量拓展，2020 年童装店均面积稳中有升，增加至 164 平方米，随公司对童装标准店的加强推广，以及对门店形象的升级更新提升消费者体验，童装业务今年成长可期。

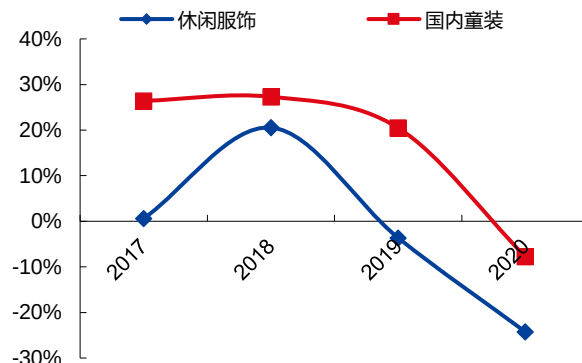
休闲服饰方面，全年营收同比下降 24.3% 至 49.6 亿元，占比下滑 1pct 至 32.6%，单下半年降幅收窄至 13%，恢复至上年同期 9 成水平。休闲服饰毛利率提升 0.3 pct 至 35.9%，为联营业务会计准则变化的当期影响。疫情间，公司通过梳理品牌定位、强化产品功能性、完善全渠道布局等方面对休闲服饰进行重塑升级。公司通过关闭盈利能力不足的店铺以及同加盟商共同联营的方式，优化休闲装线下渠道质量，休闲服饰全年门店数量净减少 675 家至 3091 家。

图 7：森马服饰营业收入——分产品



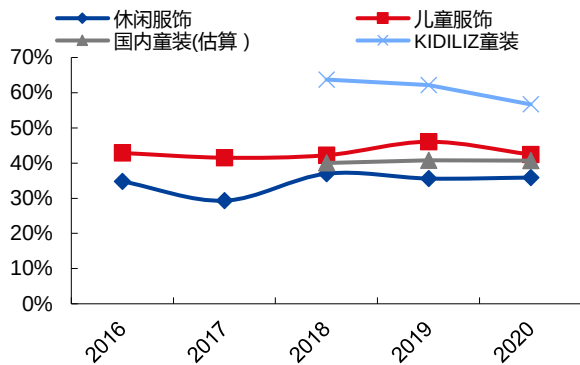
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：森马服饰营业收入增速——分产品



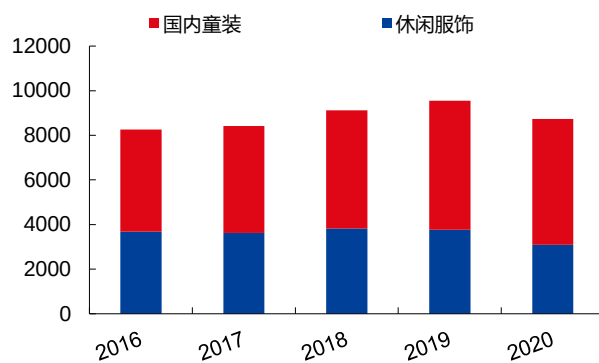
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：森马服饰毛利率——分产品



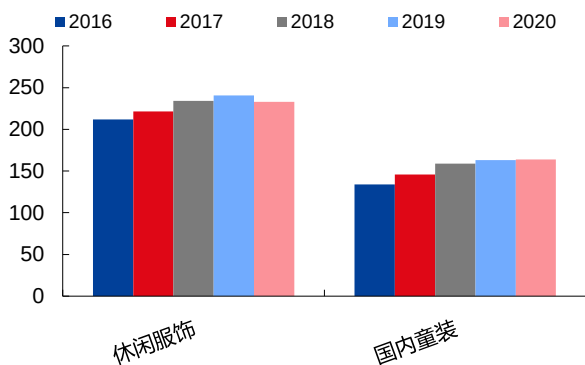
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：森马服饰门店数量（家）——分产品



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：森马服饰店均面积——分产品



资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、森马电商延续双位数正增长

原森马业务分渠道看，2020 年直营、加盟、电商渠道分别占比约 10.7%、46.8%、42.4%。由于公司今年积极拓展电商、新零售渠道消化库存，2020 年营收延续双位数增长，同比增长 10.2% 至 57.12 亿元，占比提升 10.5pct。公司预计 2021 年电商业务将继续保持健康高速发展的目标。

图 12：森马服饰营业收入——分渠道

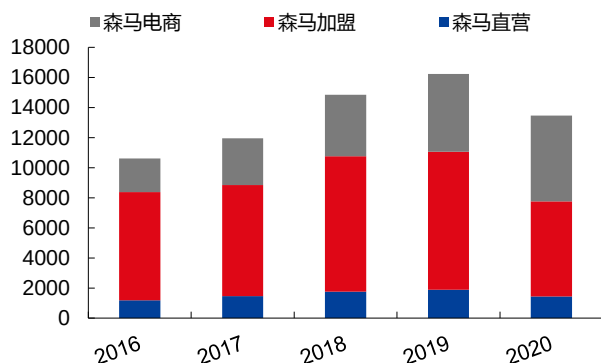
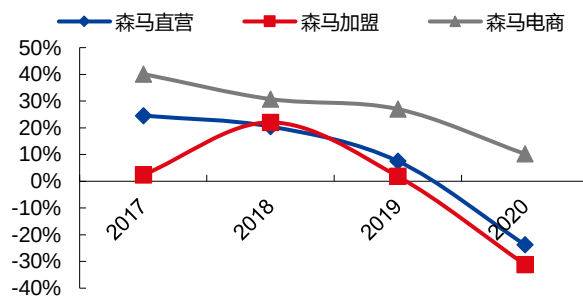


图 13：森马服饰营收增速——分渠道



资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

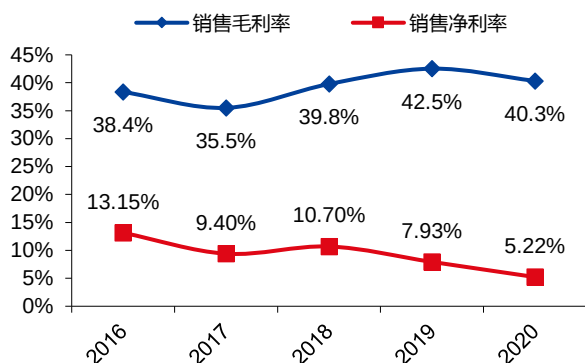
四、存货管理效果显著，经营活动现金流大幅改善

盈利能力方面，2020年，公司毛利率同比降低2.2pct至40.3%，疫情间公司严格控费，销售/管理费用额同比下降17.4%/19.9%，销售/管理/财务费用率同比分别上升1.1/-0.1/0.1pct至22.0%/7.3%/-0.5%，全年销售净利率同比下降2.7pct至5.2%。

存货方面，公司存货管理效果显著，截至2020年末，公司存货同比下降39%至25.0亿元，一年内存货占比77.5%，存货周转天数同比下降7天至131天。

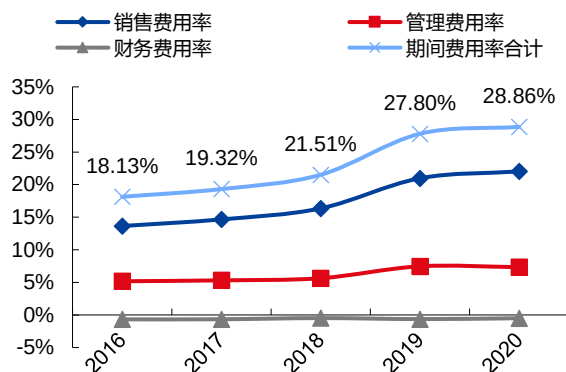
现金流方面，全年经营活动现金流入、流出分别下降26.8%、42.4%，最终经营现金流量净额同比大幅提升165.8%达44.6亿元，系公司优化对供应商的支付方式及出售法国KIDILIZ业务。

图 14：森马服饰利润率情况



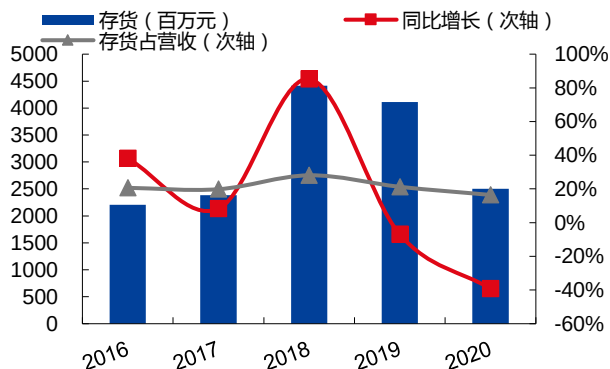
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：森马服饰费用率情况



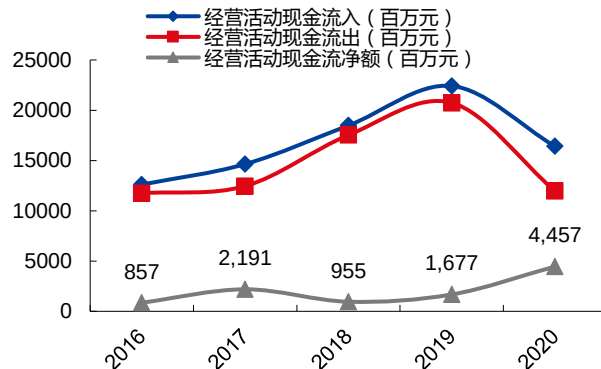
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：森马服饰存货情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 17：森马服饰经营活动现金流情况



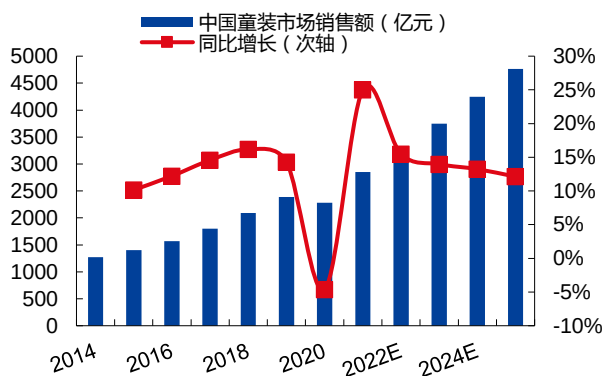
资料来源：Wind，华金证券研究所

五、公司童装龙头地位稳固，看好国潮深化背景下休闲装的发展机会

童装方面，需求端，国家政策利好和新一代父母优生优育观念增强，我国儿童服装人均消费金额有望得到进一步提升。据数据显示，2025 年我国童装市场规模将超过 4700 亿元，双位数年均复合增速是服装领域中增速最快的细分品类。品牌端，巴拉巴拉童装市占率连续多年稳居行业第一，童装龙头地位稳固，预计公司将在童装市场高景气和向龙头集聚过程中持续受益。

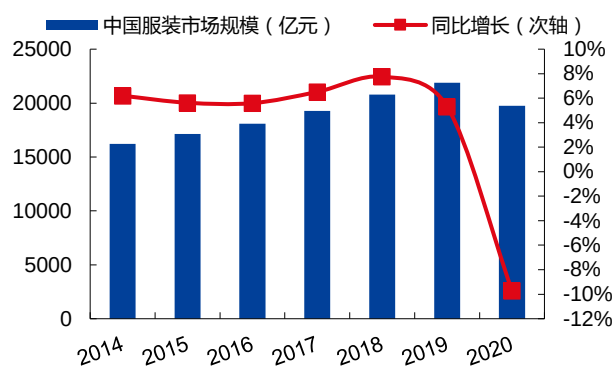
休闲装方面，市场竞争激烈，新疆棉事件激发国民爱国意识，国内品牌迎来发展机遇，公司休闲服饰在去年疫情期间，积极革新，拥抱变化，我们看好森马休闲装在国潮深化背景下的发展潜力。

图 18：国内童装市场规模情况



资料来源：前瞻产业研究院，Euromonitor，华金证券研究所

图 19：国内服装市场规模情况



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

六、盈利预测与投资建议

森马服饰是国内童装龙头，20 年去库存效果显著，作为完全剥离法国 KIDILIZ 的首个年度，公司今年轻装上阵，疫情间对渠道、品牌形象、供应链进行的升级优化，有望助力业绩在今年迎来全面复苏。我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 0.59、0.72 和 0.90 元。净资产收益率分别为 12.7%、14.7%和 17.0%。目前公司 PE（2021E）约为 17 倍，维持“买入-A”建议。

表 1：森马服饰营业收入及其预测

业务	指标	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
休闲服饰	营业收入	6792	6544	4956	5563	6397	7357
	增长率	20.54%	-3.64%	-24.26%	12.23%	15.00%	15.00%
	毛利率	36.98%	35.60%	35.88%	35.50%	35.60%	35.80%
国内童装	营业收入	8047	9694	8942	11149	13155	15523
	增长率	27.30%	20.47%	-7.76%	24.68%	18.00%	18.00%
	毛利率	40.01%	40.78%	40.68%	40.80%	40.80%	41.00%
KIDILIZ 童装	营业收入	777	2969	1190	0	0	0
	增长率	0.00%	281.94%	-59.90%	-	-	-
	毛利率	63.73%	62.13%	56.68%	-	-	-
其他业务	营业收入	103	129	116	140	161	180
	增长率	45.86%	25.50%	-9.87%	20.00%	15.00%	12.00%
	毛利率	14.52%	47.87%	47.45%	47.50%	47.50%	47.50%

	营业收入	15719	19337	15205	16851	19713	23060
合计	增长率	30.71%	23.01%	-21.37%	10.83%	16.98%	16.98%
	毛利率	39.78%	42.53%	40.34%	42.40%	42.80%	43.00%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

七、风险提示

休闲装转型或存不确定性，线下拓店不及预期，宏观经济波动。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11314	12751	14684	14614	17951	营业收入	19337	15205	16851	19713	23060
现金	2548	5047	4213	4928	5765	营业成本	11113	9071	9706	11276	13144
应收票据及应收账款	2165	1489	2443	2047	2821	营业税金及附加	127	136	150	176	206
预付账款	247	176	221	260	310	营业费用	4055	3349	3758	4337	4843
存货	4109	2501	4239	3779	5422	管理费用	1029	824	944	1064	1245
其他流动资产	201	606	636	668	701	研发费用	414	292	623	729	876
非流动资产	5307	4419	4338	4186	4051	财务费用	-123	-77	-73	-81	-100
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-619	-525	-280	-280	-260
固定资产	2237	2142	1997	1849	1697	公允价值变动收益	11	-20	0	0	0
无形资产	723	462	451	430	402	投资净收益	50	68	72	75	79
其他非流动资产	1083	853	896	940	987	营业利润	2152	1105	2095	2567	3186
资产总计	16621	17170	19022	18800	22002	营业外收入	6	5	12	12	12
流动负债	3997	4958	5321	4749	6977	营业外支出	30	23	12	12	12
短期借款	267	0	926	529	1381	利润总额	2129	1088	2095	2567	3186
应付票据及应付账款	2671	3999	3248	3204	4390	所得税	595	294	524	642	796
其他流动负债	657	742	779	690	759	税后利润	1534	794	1571	1925	2389
非流动负债	829	711	1188	784	823	少数股东损益	-16	-11	-22	-27	-34
长期借款	0	0	441	0	0	归属母公司净利润	1549	806	1593	1952	2423
其他非流动负债	829	711	747	784	823	EBITDA	3541	2371	2285	2761	3372
负债合计	4826	5669	6509	5534	7800	主要财务比率					
少数股东权益	30	28	5	-22	-56	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	2699	2698	2698	2698	2698	成长能力					
资本公积	2600	2781	2781	2781	2781	营业收入(%)	23.0	-21.4	10.8	17.0	17.0
留存收益	6561	6152	7029	7810	8779	营业利润(%)	3.5	-48.7	89.5	22.5	24.1
归属母公司股东权益	11765	11473	12508	13289	14258	归属于母公司净利润(%)	-8.5	-48.0	97.8	22.5	24.1
负债和股东权益	16621	17170	19022	18800	22002	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	42.5	40.3	42.4	42.8	43.0
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	8.0	5.3	9.5	9.9	10.5
经营活动现金流	1677	4457	-1679	2674	1367	ROE(%)	13.2	7.0	12.7	14.7	17.0
净利润	1534	794	1593	1952	2423	ROIC(%)	21.5	14.6	88.0	38.3	57.2
折旧摊销	373	349	263	275	287	偿债能力					
财务费用	-123	-77	-73	-81	-100	资产负债率(%)	29.0	33.0	34.2	29.4	35.5
投资损失	-50	-68	-72	-75	-79	流动比率	2.8	2.6	2.8	3.1	2.6
营运资金变动	268	2417	-3369	631	-1130	速动比率	1.8	2.1	2.0	2.3	1.8
其他经营现金流	-325	1042	-22	-27	-34	营运能力					
投资活动现金流	-560	-647	-37	-31	-28	总资产周转率	1.2	0.9	0.9	1.0	1.0
筹资活动现金流	-849	-1304	882	-1928	-502	应收账款周转率	8.9	8.3	8.6	8.8	9.5
每股指标(元)						应付账款周转率	8.0	7.2	7.1	7.4	7.3
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.30	0.59	0.72	0.90	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	1.65	-0.62	0.99	0.51	P/E	17.7	34.0	17.2	14.0	11.3
每股净资产(最新摊薄)	4.36	4.25	4.64	4.93	5.29	P/B	2.3	2.4	2.2	2.1	1.9
						EV/EBITDA	5.7	7.3	8.6	6.6	5.4

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%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、吴雨舟声明，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：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn