

# 海澜之家 (600398.SH)

## 京东奥莱再添两店，有望成为公司新增长点

### 核心观点：

- **京东奥莱再添两店，有望成为公司新增长点。**根据京东奥莱官微，京东奥莱在山东省滕州市和河南省安阳市双店齐开，12月28日试营业，1月1日正式开业，继全国首店于9月25日落户海澜飞马水城之后，再添两店。京东奥莱是公司与京东于7月5日签约战略合作后开启的折扣零售模式，双方计划将在全国多个城市开启京东奥莱线下门店。具体运营由上海京海奥特莱斯商业发展有限公司负责，公司持股65%。此前京东奥莱飞马水城店，规划面积约5000平方米，商品涵盖运动、户外、轻奢、美妆、时尚等，品牌包括耐克、阿迪达斯、安德玛、斯凯奇、新百伦、亚瑟士、VANS、探路者、MCM、COACH、FURLA、海蓝之谜、雅诗兰黛、欧莱雅、clarks等近五十个品牌。根据无锡日报报道，国庆期间，京东奥莱飞马水城店日均客流量超3万人次，销售额超500万元。从目前的三家京东奥莱看，分别位于江阴市新桥镇飞马水城，滕州市中万购物中心，安阳市关北区彰德路万意广场，选址于城市副中心或市区内，且均设在购物中心内，是城市奥莱的形式，根据赢商网，截至2023年底，全国购物中心数量5827个，京东奥莱未来空间广阔。
- **原有业务四季度业绩或有望改善，看好未来启稳。**公司今年前三季度业绩逐季走弱，主要受消费大环境承压影响，线下走弱，加之职业装团购业务受客户压缩预算等因素影响。第四季度伴随国内政策转向，消费大环境回暖，根据国家统计局，限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额24Q1/Q2/Q3/Q4(10-11月)单季度分别同比变化+2.5%/+0.0%/-2.2%/+4.35%，看好公司业绩或有改善，未来有望启稳。
- **盈利预测与投资建议。**2024-2026年EPS预计分别为0.48元/股、0.52元/股、0.63元/股。参考可比公司估值，且考虑到公司股息率高，给予公司2025年15倍PE，合理价值7.84元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**渠道管理风险、新品牌培育风险、极端气候风险。

### 盈利预测：

|             | 2022A  | 2023A | 2024E  | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）   | 18562  | 21528 | 21235  | 23364 | 26259 |
| 增长率（%）      | -8.1%  | 16.0% | -1.4%  | 10.0% | 12.4% |
| EBITDA（百万元） | 4651   | 5384  | 4436   | 4944  | 5733  |
| 归母净利润（百万元）  | 2155   | 2952  | 2282   | 2510  | 3005  |
| 增长率（%）      | -13.5% | 37.0% | -22.7% | 10.0% | 19.7% |
| EPS（元/股）    | 0.50   | 0.67  | 0.48   | 0.52  | 0.63  |
| 市盈率（x）      | 10.62  | 11.01 | 13.70  | 12.46 | 10.41 |
| ROE（%）      | 14.8%  | 18.4% | 12.0%  | 13.0% | 15.2% |
| EV/EBITDA   | 2.97   | 4.44  | 4.13   | 3.38  | 2.74  |

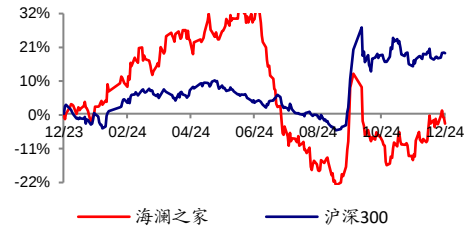
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

### 买入

|      |            |
|------|------------|
| 当前价格 | 6.51 元     |
| 合理价值 | 7.84 元     |
| 前次评级 | 买入         |
| 报告日期 | 2024-12-30 |

### 相对市场表现



### 分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650

mihanjie@gf.com.cn

### 相关研究：

|                                              |            |
|----------------------------------------------|------------|
| 海澜之家 (600398.SH) :战略合作京东奥莱落地，探索新的增长极         | 2024-10-07 |
| 海澜之家 (600398.SH) :运动零售运营业务开局表现佳，未来发展潜力大      | 2024-05-12 |
| 海澜之家 (600398.SH) :23年业绩大幅回弹，分红超预期，24Q1 业绩韧性强 | 2024-05-05 |

## 一、盈利预测和投资建议

我们对公司的盈利作如下假设：

**直营业务：**2024-2026年预计收入分别为48.06亿元、54.00亿元、61.92亿元，同比变动+6.02%、+12.36%、+14.68%。直营店数量预计分别为1863家、2043家、2223家，预计净开店增加主要基于公司海澜之家系列的新千店计划，加速购物中心等渠道的开店速度，店效预计分别为2.71百万元、2.76百万元、2.90百万元，同比变动分别为-3%、+2%、+5%，2024年预计同店受消费大环境影响承压，未来恢复增长，预计一方面受益政策转向，消费大环境回暖，另一方面随着购物中心占比提升，购物中心同店预计有增长。毛利率预计均为62.11%，主要基于公司产品定价和折扣相对稳定。

**加盟业务：**2024-2026年预计收入分别为93.67亿元、95.30亿元、98.73亿元，同比变动-12.31%、+1.73%、+3.60%。加盟店数量预计分别为5184家、5374家、5564家，2024年预计加盟店数量减少主要系消费大环境承压，主品牌海澜之家加盟店出现净关店，其他品牌中男生女生出表，未来预计保持较快净开店主要系其他品牌中控股子公司斯搏兹经销的阿迪达斯FCC门店保持较快净开店，预计店效预计分别为1.81百万元、1.81百万元、1.81百万元，保持稳定，预计一方面主品牌加盟店多处在老百货和街铺，客流减少，另一方面阿迪达斯FCC门店保持较快同店增长，且占比提升。毛利率预计稳定在37.86%。

**线上业务：**2024-2026年预计收入分别为42.36元、55.06元、71.58亿元，同比增长30.00%、30.00%、30.00%，主要基于拓展品类和拓展年轻客群，且公司未来有望继续加大线上业务拓展力度。毛利率预计稳定在47.15%，2024年预计略有下降主要系消费大环境承压，打折增加，未来保持主要系一方面部分品牌授权模式店铺收入占比增加，提升毛利率，另一方面线上折扣零售业务占比提升，折扣零售毛利率预计较低。

**团购业务：**2024-2026年预计收入分别为20.53亿元、21.55亿元、22.63亿元，同比变动-10%、+5%、+5%，2024年预计下降主要系团购业务受客户压缩预算等因素影响。毛利率预计维持44.00%，2024年预计下降主要系客户结构改变。

**期间费用率：**2024-2026年预计销售费用率分别为23.58%、24.00%、23.91%，预计管理费用率分别为4.67%、4.46%、4.16%，预计研发费用率维持0.98%，2024年期间费用率预计提升主要系收入受消费大环境承压，但费用较为刚性。

**所得税率：**2024-2026年预计保持平稳。

因此，我们预计公司2024年至2026年营业收入分别为212.35亿元、233.64亿元、262.59亿元，同比变动-1.4%、+10.0%、+12.4%，归母净利润分别为22.82亿元、25.10亿元、30.05亿元，同比变动-22.7%、+10.0%、+19.7%，每股收益分别为0.48元、0.52元、0.63元，参考可比公司估值，且考虑到公司股息率高，给予公司2025年15倍PE，合理价值7.84元/股，维持“买入”评级。

表1：公司收入关键假设

| 百万元       | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>直营</b> |         |         |         |         |         |
| 收入        | 3036.91 | 4533.00 | 4805.94 | 5399.72 | 6192.27 |

|          |         |          |         |         |         |
|----------|---------|----------|---------|---------|---------|
| YoY      | 22.79%  | 49.26%   | 6.02%   | 12.36%  | 14.68%  |
| 成本       | 1118.88 | 1694.86  | 1820.94 | 2045.92 | 2346.21 |
| 毛利率      | 63.16%  | 62.61%   | 62.11%  | 62.11%  | 62.11%  |
| 加盟（不含线上） |         |          |         |         |         |
| 收入       | 9764.35 | 10682.53 | 9367.41 | 9529.88 | 9872.88 |
| YoY      | -18.47% | 9.40%    | -12.31% | 1.73%   | 3.60%   |
| 成本       | 6017.87 | 6638.15  | 5820.93 | 5921.90 | 6135.03 |
| 毛利率      | 38.37%  | 37.86%   | 37.86%  | 37.86%  | 37.86%  |
| 线上       |         |          |         |         |         |
| 收入       | 2856.47 | 3258.13  | 4235.57 | 5506.24 | 7158.11 |
| YoY      | 4.80%   | 14.06%   | 30%     | 30%     | 30%     |
| 成本       | 1717.31 | 1689.34  | 2238.50 | 2910.05 | 3783.06 |
| 毛利率      | 39.88%  | 48.15%   | 47.15%  | 47.15%  | 47.15%  |
| 团购       |         |          |         |         |         |
| 收入       | 2247.45 | 2280.70  | 2052.63 | 2155.27 | 2263.03 |
| YoY      | -0.58%  | 1.48%    | -10%    | 5%      | 5%      |
| 成本       | 1155.19 | 1212.96  | 1149.48 | 1206.95 | 1267.30 |
| 毛利率      | 48.60%  | 46.82%   | 44.00%  | 44.00%  | 44.00%  |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表2: 可比公司估值表

| 公司   | 代码        | 最新价格(元)    |       | EPS(元) |       | PE    |       |       |
|------|-----------|------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
|      |           | 2024/12/27 | 2023A | 2024E  | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E |
| 森马服饰 | 002563.SZ | 6.90       | 0.42  | 0.44   | 0.51  | 16.43 | 15.80 | 13.66 |
| 太平鸟  | 603877.SH | 14.20      | 0.90  | 0.70   | 0.88  | 15.78 | 20.20 | 16.05 |
| 报喜鸟  | 002154.SZ | 4.72       | 0.48  | 0.40   | 0.46  | 9.83  | 11.91 | 10.29 |
| 比音勒芬 | 002832.SZ | 20.36      | 1.60  | 1.64   | 1.88  | 12.73 | 12.44 | 10.81 |
|      | 最大值       |            |       |        |       | 16.43 | 20.20 | 16.05 |
|      | 最小值       |            |       |        |       | 9.83  | 11.91 | 10.29 |
|      | 平均值       |            |       |        |       | 13.69 | 15.09 | 12.70 |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 可比公司盈利预测来自 wind 一致预期

## 二、风险提示

### (一) 渠道管理风险

随着公司业务规模的扩大, 门店数量的增长, 公司的门店管理、供应链管理、品牌管理都将面临新的挑战。如果管理水平的提升、管理体系的完善不能支持持续发展的速度, 则可能引发一系列风险, 进而对公司的品牌形象和经营业绩造成不利影响。

### (二) 新品牌培育风险

公司针对童装、年轻时尚、轻奢等其他服装细分领域及家居生活领域推出多个子品牌, 实现对细分市场的覆盖, 新品牌培育时间一般需要几年, 且前期推广费用较大, 新品牌未来的发展能否达到公司的预期存在不确定性。

### (三) 极端气候风险

服装销售与天气变化息息相关, 目前公司的门店大部分仍是街边店, 如未来极端气候、特别是节假日雨雪天气出现的频次增加, 将对公司短期销售产生不利影响。

资产负债表

单位：百万元

| 至 12 月 31 日    | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>24,563</b> | <b>25,005</b> | <b>27,320</b> | <b>29,060</b> | <b>31,080</b> |
| 货币资金           | 12,505        | 11,901        | 14,296        | 15,878        | 16,902        |
| 应收及预付          | 1,695         | 1,236         | 1,215         | 1,271         | 1,354         |
| 存货             | 9,455         | 9,337         | 9,238         | 9,296         | 10,151        |
| 其他流动资产         | 908           | 2,531         | 2,571         | 2,614         | 2,673         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>8,185</b>  | <b>8,708</b>  | <b>8,605</b>  | <b>8,582</b>  | <b>8,845</b>  |
| 长期股权投资         | 0             | 194           | 194           | 194           | 194           |
| 固定资产           | 3,131         | 2,943         | 2,939         | 3,015         | 3,377         |
| 在建工程           | 8             | 74            | 74            | 74            | 74            |
| 无形资产           | 908           | 688           | 589           | 490           | 391           |
| 其他长期资产         | 4,138         | 4,809         | 4,809         | 4,809         | 4,809         |
| <b>资产总计</b>    | <b>32,749</b> | <b>33,713</b> | <b>35,925</b> | <b>37,642</b> | <b>39,925</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>14,186</b> | <b>16,768</b> | <b>16,043</b> | <b>17,359</b> | <b>19,164</b> |
| 短期借款           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应付及预收          | 9,542         | 10,090        | 9,647         | 10,513        | 11,702        |
| 其他流动负债         | 4,644         | 6,678         | 6,396         | 6,846         | 7,463         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>4,041</b>  | <b>907</b>    | <b>907</b>    | <b>907</b>    | <b>907</b>    |
| 长期借款           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应付债券           | 2,777         | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他非流动负债        | 1,264         | 907           | 907           | 907           | 907           |
| <b>负债合计</b>    | <b>18,227</b> | <b>17,675</b> | <b>16,950</b> | <b>18,266</b> | <b>20,071</b> |
| 股本             | 995           | 1,056         | 1,478         | 1,478         | 1,478         |
| 资本公积           | 563           | 941           | 3,089         | 3,089         | 3,089         |
| 留存收益           | 12,655        | 13,709        | 13,914        | 14,265        | 14,686        |
| 归属母公司股东权益      | 14,601        | 16,050        | 18,953        | 19,304        | 19,725        |
| 少数股东权益         | -79           | -12           | 23            | 71            | 130           |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>32,749</b> | <b>33,713</b> | <b>35,925</b> | <b>37,642</b> | <b>39,925</b> |

利润表

单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>18562</b> | <b>21528</b> | <b>21235</b> | <b>23364</b> | <b>26259</b> |
| 营业成本            | 10600        | 11954        | 11749        | 12804        | 14251        |
| 营业税金及附加         | 131          | 150          | 148          | 162          | 182          |
| 销售费用            | 3425         | 4353         | 5006         | 5607         | 6280         |
| 管理费用            | 922          | 963          | 991          | 1041         | 1093         |
| 研发费用            | 194          | 200          | 208          | 229          | 257          |
| 财务费用            | -23          | 47           | -108         | -151         | -164         |
| 资产减值损失          | 504          | 452          | 440          | 457          | 499          |
| 公允价值变动收益        | -19          | -3           | 0            | 0            | 0            |
| 投资净收益           | 0            | 186          | 150          | 50           | 60           |
| <b>营业利润</b>     | <b>2806</b>  | <b>3611</b>  | <b>2995</b>  | <b>3309</b>  | <b>3965</b>  |
| 营业外收支           | 91           | 13           | 13           | 13           | 13           |
| <b>利润总额</b>     | <b>2897</b>  | <b>3624</b>  | <b>3008</b>  | <b>3322</b>  | <b>3978</b>  |
| 所得税             | 835          | 705          | 692          | 764          | 915          |
| <b>净利润</b>      | <b>2062</b>  | <b>2918</b>  | <b>2316</b>  | <b>2558</b>  | <b>3063</b>  |
| 少数股东损益          | -93          | -34          | 35           | 49           | 58           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>2155</b>  | <b>2952</b>  | <b>2282</b>  | <b>2510</b>  | <b>3005</b>  |
| EBITDA          | 4651         | 5384         | 4436         | 4944         | 5733         |
| EPS（元）          | 0.50         | 0.67         | 0.48         | 0.52         | 0.63         |

现金流量表

单位：百万元

| 至 12 月 31 日    | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>3,137</b>  | <b>5,230</b>  | <b>4,791</b>  | <b>5,066</b>  | <b>5,322</b>  |
| 净利润            | 2,062         | 2,918         | 2,316         | 2,558         | 3,063         |
| 折旧摊销           | 1,361         | 1,476         | 1,303         | 1,423         | 1,537         |
| 营运资金变动         | -1,044        | 405           | 884           | 703           | 308           |
| 其它             | 759           | 431           | 287           | 382           | 414           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-543</b>   | <b>-777</b>   | <b>-1,025</b> | <b>-1,325</b> | <b>-1,715</b> |
| 资本支出           | -391          | -629          | -1,175        | -1,375        | -1,775        |
| 投资变动           | -152          | -129          | 0             | 0             | 0             |
| 其他             | -1            | -18           | 150           | 50            | 60            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-2,979</b> | <b>-3,198</b> | <b>-1,372</b> | <b>-2,158</b> | <b>-2,584</b> |
| 银行借款           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 股权融资           | 0             | 0             | 2,569         | 0             | 0             |
| 其他             | -2,979        | -3,198        | -3,941        | -2,158        | -2,584        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-385</b>   | <b>1,256</b>  | <b>2,395</b>  | <b>1,583</b>  | <b>1,024</b>  |
| <b>期初现金余额</b>  | <b>10,857</b> | <b>10,478</b> | <b>11,901</b> | <b>14,296</b> | <b>15,878</b> |
| <b>期末现金余额</b>  | <b>10,478</b> | <b>11,727</b> | <b>14,296</b> | <b>15,878</b> | <b>16,902</b> |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日    | 2022A  | 2023A | 2024E  | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |        |       |        |       |       |
| 营业收入           | -8.1%  | 16.0% | -1.4%  | 10.0% | 12.4% |
| 营业利润           | -13.7% | 28.7% | -17.0% | 10.5% | 19.8% |
| 归母净利润          | -13.5% | 37.0% | -22.7% | 10.0% | 19.7% |
| <b>获利能力</b>    |        |       |        |       |       |
| 毛利率            | 42.9%  | 44.5% | 44.7%  | 45.2% | 45.7% |
| 净利率            | 11.1%  | 13.6% | 10.9%  | 10.9% | 11.7% |
| ROE            | 14.8%  | 18.4% | 12.0%  | 13.0% | 15.2% |
| ROIC           | 44.3%  | 44.4% | 42.6%  | 60.6% | 82.2% |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |        |       |       |
| 资产负债率          | 55.7%  | 52.4% | 47.2%  | 48.5% | 50.3% |
| 净负债比率          | 10.5%  | 9.8%  | 3.7%   | 3.6%  | 3.4%  |
| 流动比率           | 1.73   | 1.49  | 1.70   | 1.67  | 1.62  |
| 速动比率           | 1.03   | 0.92  | 1.11   | 1.12  | 1.08  |
| <b>营运能力</b>    |        |       |        |       |       |
| 总资产周转率         | 0.58   | 0.65  | 0.61   | 0.64  | 0.68  |
| 应收账款周转率        | 17.24  | 20.16 | 21.47  | 22.81 | 24.33 |
| 存货周转率          | 1.21   | 1.27  | 1.27   | 1.38  | 1.40  |
| <b>每股指标（元）</b> |        |       |        |       |       |
| 每股收益           | 0.50   | 0.67  | 0.48   | 0.52  | 0.63  |
| 每股经营现金流        | 3.15   | 4.95  | 3.24   | 3.43  | 3.60  |
| 每股净资产          | 3.38   | 3.66  | 3.95   | 4.02  | 4.11  |
| <b>估值比率</b>    |        |       |        |       |       |
| P/E            | 10.62  | 11.01 | 13.70  | 12.46 | 10.41 |
| P/B            | 1.57   | 2.03  | 1.65   | 1.62  | 1.58  |
| EV/EBITDA      | 2.97   | 4.44  | 4.13   | 3.38  | 2.74  |

## 广发纺织服装行业研究小组

廖韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：资深分析师，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

董建芳：高级研究员，对外经济贸易大学金融硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                       | 深圳市                             | 北京市                     | 上海市                              | 香港                    |
|------|---------------------------|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|-----------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26号广发证券大厦47楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001号太平金融大厦<br>31层 | 北京市西城区月坛北<br>街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉<br>北路429号泰康保险<br>大厦37楼 | 香港湾仔骆克道81号<br>广发大厦27楼 |
| 邮政编码 | 510627                    | 518026                          | 100045                  | 200120                           | -                     |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn          |                                 |                         |                                  |                       |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，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。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，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。广发证券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。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，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。