研究所

证券分析师：李会坤 S0350512050001

0755-83706284 lihk@ghzq.com.cn

自有品牌建设值得期待[i]

——大杨创世(600233)投资价值分析报告

投资要点：

- **行业代工外销承压，国内品牌建设为转型必然** 劳动力成本上升与人民币升值导致中国服装产业向劳动力成本更低的东南亚转移的压力以及中国反腐和欧洲经济不济等因素影响导致国外奢侈品增速趋缓两因素的影响使得国内的服装代工企业经营艰难。与此同时，中国经济正在积极进行结构调整：经济增长动力从低端制造、投资拉动到国民消费转变的路径清晰，而这也给国内的服装企业从代工向品牌经营提供了机会，近年来相对外贸增长，国内服装零售增速更快，占比逐步提高，国内代工企业向品牌建设转型成为必然。

- **代工外销占比较高，技术优势延缓转移** 公司外销占比约 70%，近年来外销承受了一定压力，但我们认为，公司掌握全毛芯、半毛芯等生产技术，附加值高，因此相对于外销代工 5%的毛利，公司外销毛利维持在 20%-30%水平，且公司长期为高档服饰代工，公司具工艺、技术优势，与纯粹依靠低劳动力成本优势的服装加工相区别，将一定程度延缓产能向东南亚转移趋势。

- **代工、自有品牌，优质形象为核心价值** 公司代工品牌包括 GUCCI 、BURBERRY 在内国外一线品牌，而自有高端品牌“创世”客户包括巴菲特、比尔盖茨与中央国家领导人，品牌形象突出，质量优异。

- **高端品牌辐射中低端品牌，构建品牌群，获更广阔空间** 我们认为，“创世”高端品牌及其受众多名人追捧的品牌形象，能辐射其公司旗下其它定价更为便宜的品牌。纵观世界奢侈品品牌，包括 ARMANI、MAX MARA 在内，都是通过品牌不断向下延伸，进而覆盖更广泛客户群体。由于有顶级品牌支持，旗下其它品牌能获得更好接受度及溢价，且在奢侈品受反腐及有限消费群体的情况下，扩大公司销售收入。

- **O2O 渠道起航根** 据公司披露，旗下专注电商的 YOUSOKU 品牌 2013 年销售收入实现与上年相比增长 100%，并已设立线下体验店。我们认为，公司在拓展 O2O 渠道及 YOUSOKU 品牌方面具有潜力，传统高端品牌创世主要依靠线下自营，运营成本高且高端品牌发展速度有限。而通过线上渠道，YOUSOKU 品牌发展迅速。且西装消费注重线下体验，试穿及专业人员量度尺寸至关重要。通过核心商圈线下体验店建设，大杨创世具备全号型网上归号系统，可实现未来线上重复消费。

- **估值和投资建议** 测算公司 2014 至 2016 年每股收益分别为 0.36、0.44 和 0.48 元，较同类企业不具估值优势。但我们认为，公司一方面具有较高的技术壁垒，另一方面正在加强内销品牌建设，通过电商及 O2O 战略完成全渠道布局。我们看好公司的盈利模式转型，首次覆盖，给予公司增持的投资评级。

- **风险提示** 宏观经济风险、汇率风险、人力成本风险

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	808	836	1018	1206
增长率(%)	2.16%	3.39%	21.80%	18.48%
净利润（百万元）	54	59	72	80
增长率(%)	28.57%	9.26%	22.03%	11.11%
摊薄每股收益（元）	0.33	0.36	0.44	0.48
ROE(%)	4%	5%	6%	6%

目录

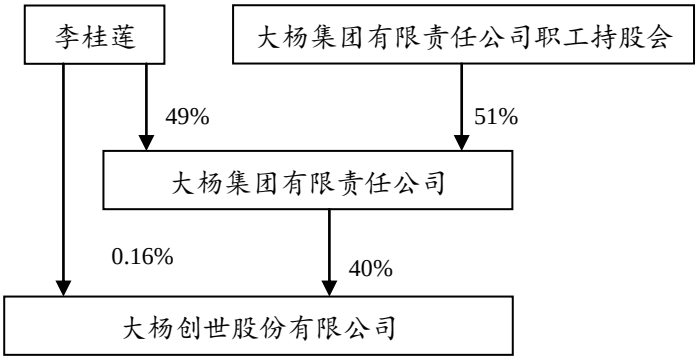
1、公司简介：小市值高端男装企业 1
1.1 实际控制人持股结构 1
1.2 公司主营结构：出口代工为主 1
1.3 代工与自有品牌定位高端 1
2、行业情况：外销面临外困，内销竞争激烈 2
3、技术壁垒及高附加值减缓行业冲击 4
4、高端品牌形象为核心价值，带动多品牌战略 6
5、O2O 渠道起航，线上品牌成为新增长点 7
6、盈利预测、估值分析和投资建议 7
7、风险提示 9
7.1 宏观经济风险 9
7.2 汇率风险 9
7.3 人力成本风险 9

1、公司简介：小市值高端男装企业

大杨创世（600233.SH，以下简称公司），为著名男装生产商，为国际一线品牌及零售巨头提供代工服务，另有“创世 (TRANDS)”、“凯门（KEYMAN）”、“优搜酷（YOUSOKU）”等内销自有品牌，公司定位偏高端。

1.1 实际控制人持股结构

图 1、公司与实际控制人之间的产权及控制关系

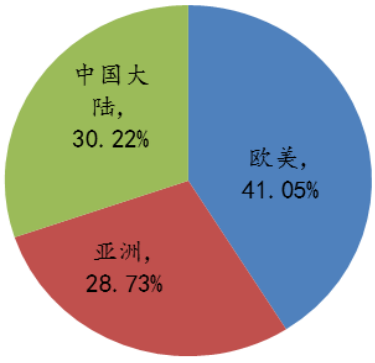


数据来源：国海证券研究所

1.2 公司主营结构：出口代工为主

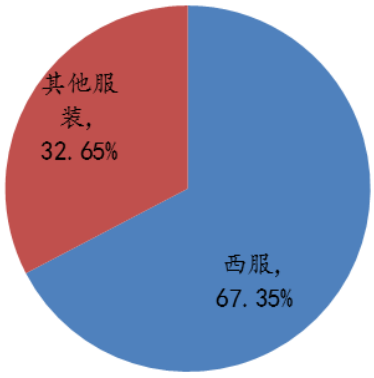
公司目前产品以出口为主，占比约 70%，为国际品牌提供代工服务，也有小部分自有品牌 T-BY-TRANDS。公司产品以西服为主，也有其它商务休闲类产品。

图 2、公司主营按区域细分



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 3、公司主营按产品细分



资料来源：WIND、国海证券研究所

1.3 代工与自有品牌定位高端

公司定位偏高端，代工多为国际一线品牌，销售对象为国际服装零售巨头，包括 M&S，Macys，P&C，Aoki 等。公司自有品牌覆盖顶级、高端、中端三个层次。

表 1、公司主要品牌

	形式	品牌/合作品牌	定位
外销	自有品牌	美国子公司"T-BY-TRANDS"	单裁定制
	代工（来料加工为主）	GUCCI，BURBERRY,RALPH LAUREN	国际顶级品牌
	代工（进料加工为主）	Aoki、三阳、三井	日本高档品牌
国内	自有品牌	创世（TRANDS）	顶级品牌专卖
	自有品牌	凯门（KEYMEN）	高端职业装团体定制
	自有品牌	优搜酷（YOUSOKU）	中端网上电子商务

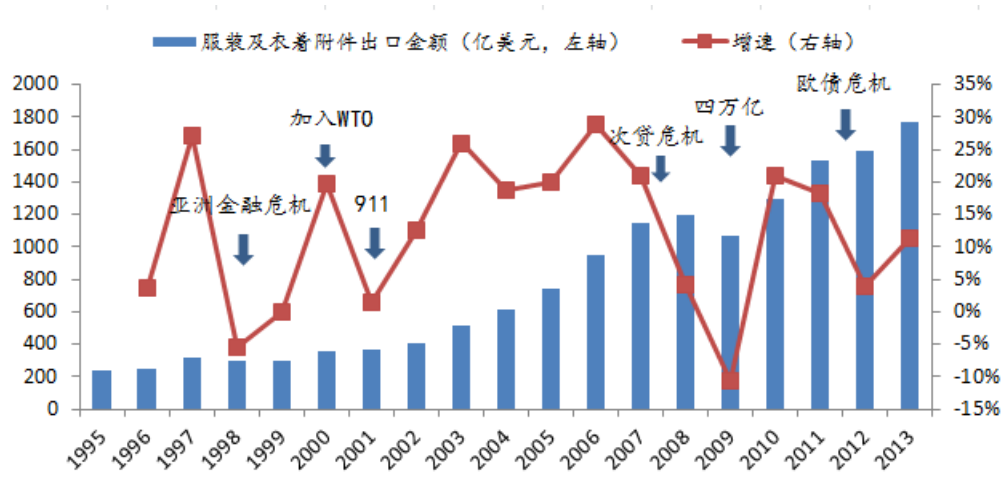
数据来源：国海证券研究所

2、行业情况：外销面临外困，内销竞争激烈

（1）代工外销：产能向东南亚转移困境

目前，中国服装行业出口陷入增速下行阶段。中国至 2000 年加入 WTO 后，服装纺织行业曾迎来高速发展时期，从 2003-2007 五年间平均出口增速超过 20%。但随后伴随两次金融危机，美国、欧洲经济形势恶化，以及日本长期经济增长停滞，中国服装对外出口增速下行。特别是 2008-2010 年中国进行四万亿救市计划后，物价水平经历上涨阵痛，导致劳动力成本上升，且该作用随着人民币升值更加明显。服装作为劳动力密集型产业，开始向东南亚转移。目前，中国服装出口增速下行，我们预计，未来服装出口增速中枢将在 8%左右水平，且长期有下移趋势。

图 4、中国服装行业出口情况

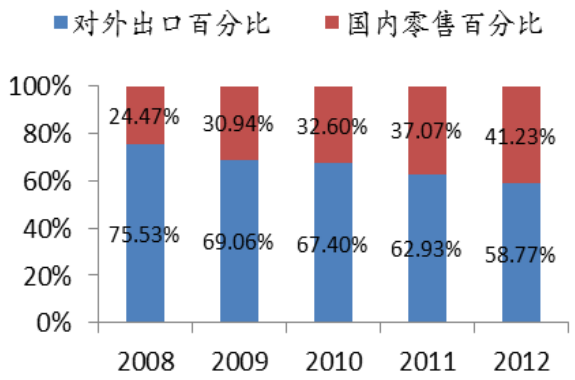


数据来源：WIND，国海证券研究所

未来长期来看，服装制造，特别是中低端服装产品制造向东南亚转移趋势不可逆转。服装加工产业除属于劳动密集型产业，人工成本占生产成本可达到 40%以上外，对技术、劳动力素质要求较低。相当一部分代工属来料加工，对产业集群、配套要求也不高。低端制造业从亚种四小龙，转移到中国，再逐渐向劳动力成本更低、政局相对稳定的东南亚地区转移，是长期趋势。

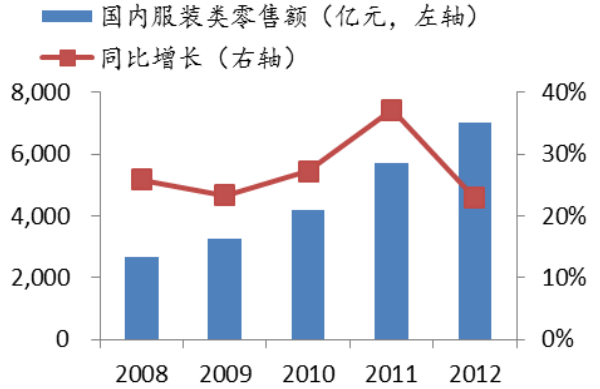
近年来，国内服装零售增速高于出口，服装产业内销比例呈放大趋势。长期来看，从代工、加工，转移到品牌建设运作，是服装行业的大趋势，也是中国经济从出口拉动转向结构调整、消费升级的要求。

图 5、服装行业出口、国内零售占比



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6、国内服装零售、同比增长



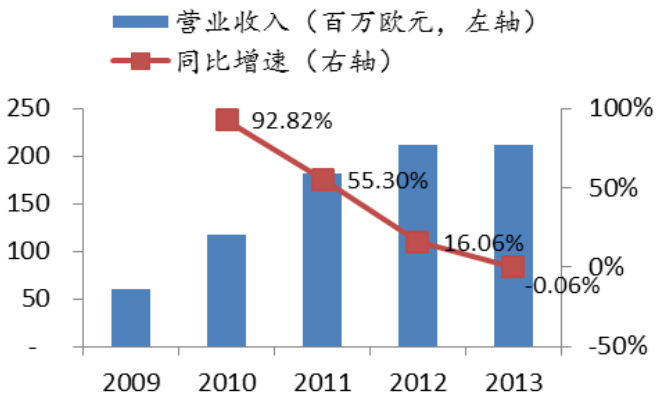
资料来源：WIND、国海证券研究所

（2）品牌内销：顶级品牌、中低端品牌遇双面夹击

中国本土品牌高端服饰一直处于弱势地位，在同一价位产品中，欧美品牌优势较大。而欧美一线品牌男装，如 Giorgio Armani，Ferragamo，Hugo Boss，Zegna 等，在中国取得了飞速发展。我们认为，法、意及其他欧美品牌在顶级时装方面优势主要源于深厚历史积淀及强大品牌运作。国外顶级品牌已形成完整的产业链，特别是品牌运作利用时装周、时装杂志以及与好莱坞等娱乐业交融合作，形成强大影响力，而大集团协同效应显著，品牌价值短期内难以撼动。

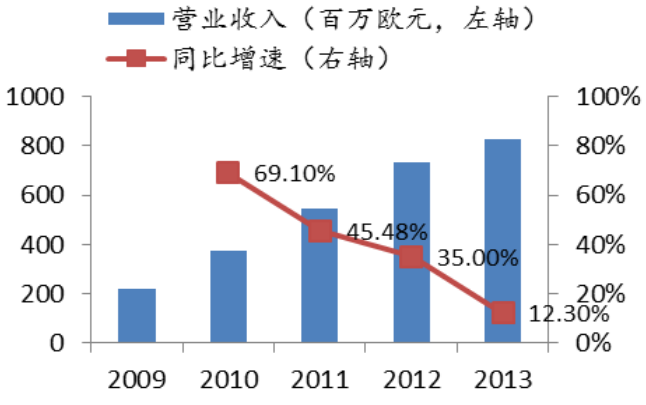
以 Amarni 集团为例，在 2002-2012 年间，集团连续多年在大中华区销售增速超过 40%，目前门店超过 289 家，Hugo Boss 在中国目前门店约 114 家，而 louis vuitton、 Ferragamo 则在中国分别开设了 51、60 家门店。国外奢侈品品牌进入国内后，扩张速度高于本土奢侈品品牌，对本土品牌销售造成一定冲击。

图 7、Hugo Boss 中国区营收、增速



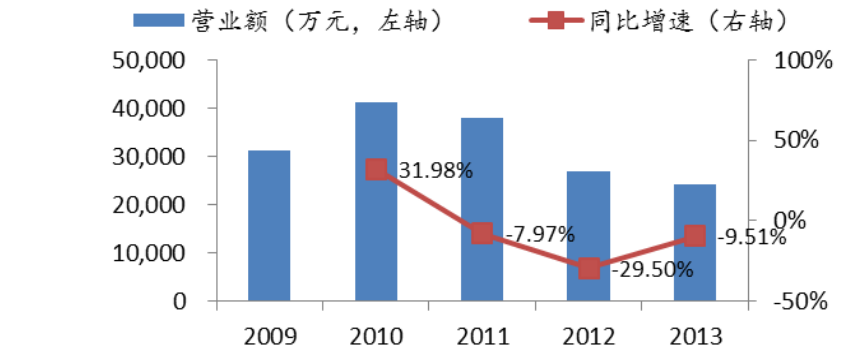
资料来源：互联网、国海证券研究所

图 8、Prada 大中华区营收、增速



资料来源：互联网、国海证券研究所

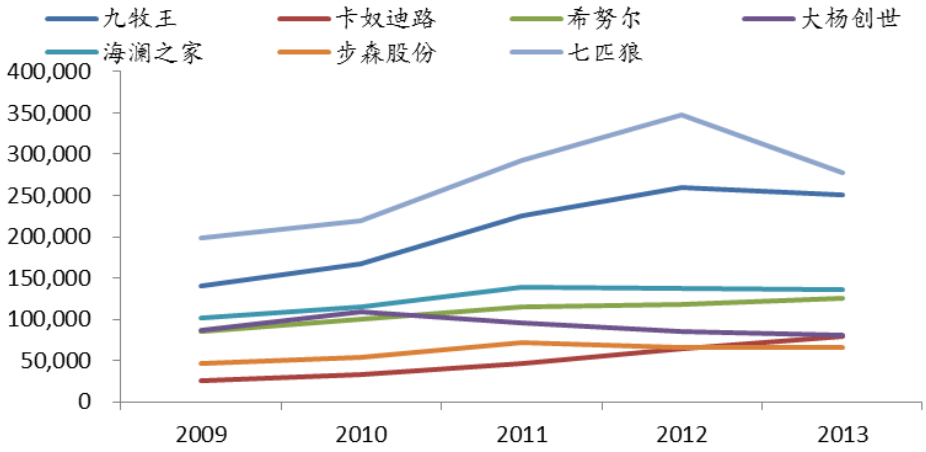
图 9、大杨创世国内销售营收及增速



数据来源：WIND，国海证券研究所

中端以及低端服装近年来受电商影响较大。一方面以淘宝为代表的电商，通过服装购物网络化，节约大量实体店渠道、租金、销售人员成本，使得价格更加低廉，且款式选择众多。另一方面，网络购物习惯形成后，进一步冲击了线下零售百货客流量。传统品牌服装受制于大量线下渠道，成本较高，另外由于大量加盟代理商存在，如进入线上端，会触碰到经销代理商利益。近年来上市男装企业因此受到一定冲击。尽管 2008-2012 年间国内服装消费增速超过 20%，主要品牌男装销售额增长低于服装消费增速。

图 10、国内男装品牌营收情况



资料来源：国海证券研究所

3、技术壁垒及高附加值减缓行业冲击

具备世界领先的全毛芯技术。高端西装产品多采用全毛芯、半毛芯工艺。特别是全毛芯高档西服，售价通常为 1 万元以上，为高级西装。全毛芯西服生产工艺复杂，全球掌握此项技术企业较少，生产过程中不使用粘合衬，就能达到里衬与面料间平整缝合，立挺不垮塌。

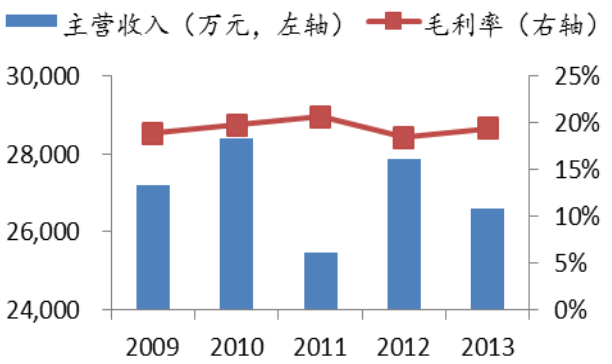
表 2、西服工艺及特点

制作工艺	特点
粘合衬西服	拼接用粘合衬，覆毛衬，给予接驳处支撑，技术壁垒低
半毛芯西服	前身接驳处不粘衬，成本介于粘合衬、全毛芯间，有一定技术壁垒
全毛芯西服	不粘胶衬，靠纳毛芯机将面料毛衬缝合，操作复杂、成本高，技术壁垒高

数据来源：国海证券研究所

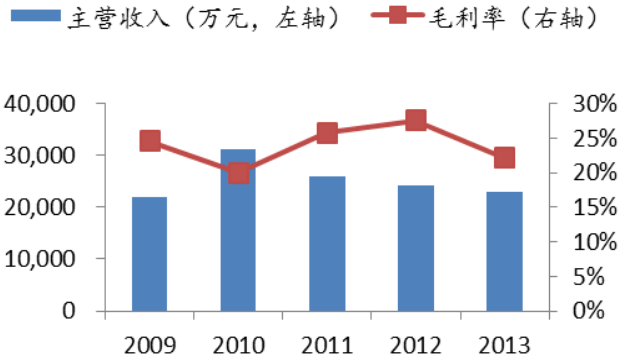
公司在外销中取得高于行业的毛利率，技术壁垒优势尽显，该优势将缓和产能向低劳动力成本地区转移的不利影响。目前，公司对日本出口产品以全毛芯为主，多采用来料加工，由于全毛芯工艺具技术壁垒，为全球少数企业掌握，公司毛利率维持在 25%-30%水平。对欧美则以半毛芯与粘合剂西服为主，但采用进料加工，毛利率在 20%左右。故在代工商毛利率通常维持在 5%左右的情况下，公司外销毛利率能维持在 20%以上水平，我们认为，公司虽不能完全避免服装加工制造向外转移趋势，但凭借技术壁垒，相对其他低端服装制造，此种影响对公司代工业务冲击更小。

图 11、大杨创世欧美区出口营收、毛利



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 12、大杨创世亚洲区出口营收、毛利



资料来源：WIND、国海证券研究所

但另一方面，公司外销比例较大，仍面临海外市场系统风险。海外市场面临金融危机、经济增长放缓，以及顶级品牌近两年遭遇中国反腐政策冲击，都会影响公司产品在海外市场销售。

4、高端品牌形象为核心价值，带动多品牌战略

（1）高端品牌奠定基调

从代工开始，奠定高品质基础。大杨创世从代工起家，目前代工客户包括 GUCCI，BURBERRY,RALPH LAUREN 等国际顶级品牌。顶级品牌代工证明了大杨创世优秀的生产能力，及强大的质量保证。正是代工经验，为大杨创世开创自有品牌、获得产品溢价奠定基础。

借名人效应打造高端品牌，国际级设计师提升品牌形象。大杨创世旗下高端品牌创世（TRANDS）采用为全手工全毛芯高档产品，顾客包括众多政商界知名人士。巴菲特、查理芒格、比尔盖茨及胡锦涛都拥有创世西装，奥运会美国代表队队服也由大杨创世制作。巴菲特共拥有 26 套大杨创世服装，给予大杨创世高度赞扬，认为创世质量优异且合身。另外，公司邀请 GIORGIO ARMANI 男装首席设计师 Ivano Cattarin 出任设计总监，为品牌提升设计感与时尚感。

图 13、大杨创世客户

数据来源：互联网，国海证券研究所

（2）依托高端定位，多品牌共同发展发展

高端品牌带动多品牌发展战略。高端品牌虽然毛利率较高，但细分市场客户群体有限，当发展到一定阶段容易遭遇瓶颈，而实施多品牌战略则可覆盖不同消费能力客户群体，赢得更广阔的市场。世界顶级奢侈品品牌、集团均采取多品牌发展战略，在一个集团旗下有众多覆盖不同消费群体、定位、定价相区别的品牌。而同一品牌，往往也推出不同系列。

表 3、采用多品牌战略的部分奢侈品品牌

高端品牌	附牌、平价品牌
Giorgio Armani	Emporio Armani，Armani Jeans，Armani Collezioni 等
D&G	Dolce & Gabbana
Prada	Miu Miu
Versace	Versace Jeans
Max Mara	Max & Co，Max Weekend，Max Sport

数据来源：国海证券研究所

以 ARMANI 为例，1974 年 Giorgio Armani 成立，定位为成熟男装、女装，1981 年，Emporio Armani 成立，Emporio 在意大利语中意思为百货公司，

定价较 Giorgio Armani 低，品牌受到年轻人欢迎，之后陆续推出 Collezioni、jeans 等多个系列，分别定位于高端白领系列、休闲牛仔系列。截至 2012 年底，Armani 集团营收达到 20.9 亿欧元，营运利润达 3.39 亿欧元，在全球共有 2203 家门店，其中定位较为低端的品牌取得了更快速度的增长。

表 4、ARMANI 多元化品牌经营情况（亿欧元）

	Giorgio Armani	Emporio Armani	Armani Jeans/ Armani Junior	Armani Collezioni	Armani Exchange	Giorgio Armani Prive	Armani /Casa	Giorgio Armani SPA
销售额	8.772	7.615	4.513					20.9
增速	6.80%	8.50%	24.70%	6.30%	17.00%	—	—	15.90%

数据来源：ebrun 数据，国海证券研究所

大杨创世凭借已树立影响力的高端品牌“创世”，能更好辐射其它品牌。创世品牌的名人效应为公司树立了高端优质形象，而推出其它价格更适中的凯门、yousoku 品牌，能继承创世品牌高端、优质形象，相较于其它公司产品，消费者有更高认同度，节约品牌推广成本，且能获得溢价。而价格更为适宜的其它品牌，弥补了创世品牌定位上的局限性，创造了更大的发展空间。

5、O2O 渠道起航，线上品牌成为新增长点

目前，创世品牌主要通过线下销售，而凯门则通过商销，YOUSOKU 品牌主要通过电商渠道销售，目前已在大连高新万达广场店开通一家体验店。

线下销售、高端品牌承压。目前，受电商冲击，百货渠道服装零售承压，部分百货出现明显客流减少。另外，高端产品受近年来反腐政策影响，销售增速放缓或呈现负增长。近年来，尽管”创世”每年均有拓展新实体店，但新店对销售额贡献有限。且高端产品多依靠自营渠道，增速较慢。

线上渠道表现优异。另一方面，公司中端产品 YOUSOKU 通过线上渠道，取得较快发展速度。根据公司年报，2013 YOUSOKU 品牌销售增幅达 100%，天猫浏览量上升 300%。我们认为，除电商渠道优势外，中端品牌具有更广泛的客户群体。

020 大幕拉开。大杨创世计划对 YOUSOKU 品牌采取 O2O 模式，并已开设一家体验店。我们认为，西装定制 O2O 具天生优势。首先，YOUSOKU 背靠大杨创世，在品牌质量、声誉方面优于纯线上品牌。其次，西装为消费体验非常重要的服装品种，试穿效果、尺寸度量至关重要。通过 O2O 可以实现在实体店铺由专业人员度量尺寸，未来通过在大杨创世独有的全号型网上归号系统，确认身高、胸围、腰围，就可确认适合的号型，方便网上重复消费。进行 020 战略，可以实现未来仅在少数核心商圈建立体验店，而达到高覆盖功效，避免广泛扩张线下渠道带来的高额租金、人力成本。

6、盈利预测、估值分析和投资建议

我们测算公司 2014 至 2016 年的每股收益分别为 0.36 元 0.44 元和 0.48 元，当前股价对应的 PE 分别为 36.97 倍、30.26 倍和 27.27 倍。较同类企

业，公司 PE 估值较高，考虑到公司部分收入来自于代工，品牌和渠道不及同类企业，相对估值不具优势。

表 5、公司同可比公司的估值情况对比(每股盈利按照最新股本摊薄，单位：人民币)

公司名称	代码	20 日股价均值	EPS			P/E(X)			每股净资产	市净率 PB
			2012A	2013A	2014E	2012A	2013A	2014E		
海澜之家	600398.SH	10.56	0.02	0.03	0.54	453.62	334.58	19.68	1.40	7.55
森马服饰	002563.SZ	36.42	1.14	1.35	1.64	32.08	27.05	22.24	12.06	3.02
雅戈尔	600177.SH	8.41	0.72	0.61	1.10	11.72	13.78	7.65	6.51	1.29
际华集团	601718.SH	4.81	0.22	0.25	0.26	22.19	19.57	18.50	2.96	1.62
美邦服饰	002269.SZ	11.57	0.84	0.40	0.34	13.77	28.85	34.05	3.75	3.09
探路者	300005.SZ	19.94	0.33	0.49	0.62	60.32	40.90	32.10	2.24	8.89
大杨创世	**600233.SH**	**13.54**	**0.47**	**0.36**	**0.44**	**29.00**	**37.60**	**30.76**	**6.27**	**2.16**
卡路迪路	002656.sz	16.75	0.88	0.75	0.25	18.95	22.44	65.69	6.10	2.75

资料来源：WIND，国海证券研究所

我们认为，尽管公司近年来发展中外销受到外围经济危机一定影响，且行业长期面临向东南亚转移趋势，内销承受电商冲击，但在欧洲经济复苏、美国经济企稳的条件下，外部压力减弱；此外，公司一方面致力于凭借技术壁垒减缓制造业转移影响，另一方面海在逐步加强内销品牌建设，凭借“创世”品牌较高知名度，及一线品牌代工积累的积极印象，公司高端品牌能辐射 YOUSOKU 在内其它品牌，YOUSOKU 2013 已实现销售额翻倍，我们认为，公司通过电商及 O2O 战略完成全渠道布局，可为公司带来新增长点。

7、风险提示

宏观经济风险。大杨创世代工及本土自有品牌销售定位偏中高端，经济出现增长放缓乃至下行将影响高端消费进而对公司业绩产生一定影响

汇率风险。公司海外业务占比较大，人民币升值将对公司业绩产生影响。

人力成本风险。劳动力成本相对较低是我国经济过去和现阶段保持长期稳定增长的关键因素之一，也是我国吸引投资、吸引外来资本的重要优势。近年由于劳动力短缺导致用工成本持续上升，尤其是经济发达的广东、上海等地区尤为明显。如果劳动力成本增长过快，将对公司利润有所影响。

表 10、公司三大报表预测

证券代码:	600233.sh	股票价格:	13.17	投资评级:	增持	日期:	2014/11/17

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力				
ROE	4%	5%	6%	6%
毛利率	27%	25%	26%	26%
期间费率	17%	17%	16%	16%
销售净利率	7%	7%	7%	7%
成长能力				
收入增长率	-6%	3%	22%	18%
利润增长率	-30%	9%	22%	11%
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.59	0.70	0.81
应收账款周转率	6.95	10.58	10.58	10.58
存货周转率	2.58	2.58	2.58	2.58
偿债能力				
资产负债率	9%	12%	13%	14%
流动比	9.72	6.77	6.22	5.54
速动比	7.79	5.35	4.67	3.85

资产负债表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	322	542	414	241
应收款项	116	79	96	114
存货净额	230	245	294	349
其他流动资产	489	319	386	455
流动资产合计	**1157**	**1173**	**1178**	**1147**
固定资产	139	125	238	334
在建工程	0	45	20	0
无形资产及其他	3	3	3	3
长期股权投资	4	4	4	4
资产总计	**1355**	**1422**	**1453**	**1488**
短期借款	0	3	3	3
应付款项	32	62	75	89
预收帐款	16	16	20	24
其他流动负债	71	92	92	92
流动负债合计	**119**	**173**	**189**	**207**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	**0**	**0**	**0**	**0**
负债合计	**119**	**173**	**189**	**207**
股本	165	165	165	165
股东权益	1236	1248	1264	1281
负债和股东权益总计	**1355**	**1422**	**1453**	**1488**

每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标				
EPS	0.33	0.36	0.44	0.48
BVPS	6.19	6.12	6.03	5.93
估值				
P/E	40.13	36.97	30.26	27.27
P/B	2.13	2.15	2.18	2.22
P/S	2.69	2.60	2.13	1.80

利润表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**808**	**836**	**1018**	**1206**
营业成本	593	628	752	893
营业税金及附加	6	6	7	8
销售费用	79	76	92	109
管理费用	54	51	62	74
财务费用	(4)	(5)	(4)	(2)
其他费用/（-收入）	24	34	33	33
营业利润	**104**	**114**	**141**	**156**
营业外净收支	3	1	0	0
利润总额	**106**	**115**	**141**	**156**
所得税费用	30	32	39	44
净利润	77	83	102	113
少数股东损益	22	24	30	33
归属于母公司净利润	**54**	**59**	**72**	**80**

现金流量表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	**88**	**244**	**(5)**	**10**
净利润	77	83	102	113
少数股东权益	22	24	30	33
折旧摊销	29	14	13	24
公允价值变动	0	1	0	0
营运资金变动	(41)	122	(149)	(160)
投资活动现金流	**(74)**	**(33)**	**(26)**	**(66)**
资本支出	16	(31)	(87)	(76)
长期投资	(0)	0	0	0
其他	(89)	(2)	61	10
筹资活动现金流	**206**	**(68)**	**(86)**	**(96)**
债务融资	0	3	0	0
权益融资	0	0	0	0
其它	206	(71)	(86)	(96)
现金净增加额	**220**	**143**	**(117)**	**(152)**

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

李会坤，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

[i] [i] 感谢实习生杨雪对本报告的贡献。