

2019年08月12日

爱婴室 (603214.SH)

动态分析

渠道扩张推动业绩增长，关注未来跨区域拓展及奶粉高端化

事件

公司披露半年报，上半年实现营收 11.79 亿元/+15.9%，实现归母净利润 6229 万元/+27.3%。

投资要点

◆ **渠道推动营收稳步增长，利润受益奶粉高端化：**营收端，公司营收稳步增长，主要源于渠道持续稳步扩张，2019 年上半年公司合计门店数量达 251 家，较去年同期增长 24%。利润端，公司净利润持续较快增长，一是营收规模稳步增长，二是主力品类奶粉持续高端化，推动利润率上行。

◆ **渠道数量稳步增长，跨区域布局启动：**截止 2019 年上半年，公司渠道数量达 251 家。其中江浙沪区域净增加门店 10 家；福建区域门店保持稳定；上半年完成重庆泰诚 51.7% 股权的并表，新增门店 18 家。按照公司渠道扩张计划，2019 年全年计划新开直营门店 50 至 60 家。以 2018 年公司门店数量 223 家计，2019 年公司直营门店数量有望增加约 25%，为未来规模增长夯实基础。

◆ **奶粉类为公司收入支柱，高端化推动毛利率提升：**分品类看，2019 年上半年公司主要收入来源奶粉类、用品类、棉纺类、食品类、玩具类商品占营收分别约 46%、25%、10%、7%、5%，奶粉类为公司收入支柱。上半年除占比比较小的车床类、婴儿抚触服务外，其他业务均实现营收增长。其中主要的奶粉类、用品类、棉纺类、食品类、玩具类营收分别增长 18%、9%、27%、19%、27%，除用品类外均保持较快增长。另外公司奶粉类持续高端化，毛利率由 2017 年的 19% 提升至 2019 年上半年的近 22%，主力品类毛利率持续提升有望带动利润率稳步上行。

◆ **投资建议：**爱婴室是立足江浙沪的专业母婴零售商，公司渠道扩张推动营收稳步增长，奶粉类毛利率提升加速利润增长。2019 年公司渠道数量有望增长约 25%，推动未来营收增长；奶粉高端化趋势有望延续，公司毛利率提升趋势或将持续。我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.45、1.75 和 2.05 元。净资产收益率分别为 14.8%、16.0% 和 16.5%。目前公司 PE (2019E) 约为 26 倍，首次覆盖，给予“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**母婴消费线上化或影响线下门店客流；渠道扩张及培育或不及预期；母婴产品高端化存在不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1,807.8	2,135.4	2,513.5	2,913.1	3,315.6
同比增长(%)	14.1%	18.1%	17.7%	15.9%	13.8%

商贸零售 | 连锁 III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2019-08-12)

37.42 元

交易数据

总市值(百万元)	3,805.61
流通市值(百万元)	2,065.69
总股本(百万股)	101.70
流通股本(百万股)	55.20
12 个月价格区间	31.94/64.00 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.84	4.64	-36.09
绝对收益	9.32	0.42	-35.38

分析师

王冯

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

报告联系人

吴雨舟

wuyuzhou@huajinsec.cn
 021-20377061

相关报告

营业利润(百万元)	141.0	171.8	198.0	239.7	280.6
同比增长(%)	38.2%	21.9%	15.3%	21.1%	17.0%
净利润(百万元)	93.6	120.0	147.0	178.2	208.9
同比增长(%)	26.5%	28.2%	22.5%	21.2%	17.2%
每股收益(元)	0.92	1.18	1.45	1.75	2.05
PE	40.7	31.7	25.9	21.4	18.2
PB	10.2	4.3	3.8	3.4	3.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、门店渠道稳步扩张，推动收入规模稳健增长	4
（一）渠道推动营收稳步增长，利润受益奶粉高端化	4
（二）门店销售占比近九成，电商渠道逐步培育	4
（三）渠道数量稳步增长，跨区域布局启动	5
（四）奶粉类为公司收入支柱，高端化推动毛利率提升	6
二、主力品类持续高端化，促使利润较快提升	6
（一）奶粉类高端化推升公司利润率	6
（二）存货占营收较为可控，二季度经营活动现金流回暖	7
三、母婴渠道或将维系高增速，奶粉高端化趋势有望延续	7
（一）母婴市场较快增长，母婴渠道持续受益	7
（二）进口奶粉持续增长，奶粉类高端化趋势有望延续	8
四、盈利预测	8
五、风险提示	9

图表目录

图 1：爱婴室营业收入及其增长	4
图 2：爱婴室归母净利及其增长	4
图 3：爱婴室分季度营业收入及其增长	4
图 4：爱婴室分季度归母净利及其增长	4
图 5：爱婴室分渠道营业收入（百万元）	5
图 6：2019H1 爱婴室分渠道营业收入占比	5
图 5：爱婴室分区域渠道数量（家）	5
图 6：爱婴室分区域营业收入（百万元）	5
图 9：爱婴室分品类营业收入（百万元）	6
图 10：爱婴室分品类毛利率	6
图 11：爱婴室销售利润率	6
图 12：爱婴室期间费用率	6
图 13：爱婴室存货及其占营收比例	7
图 14：爱婴室经营活动现金流	7
图 15：中国母婴消费市场规模及增速	8
图 16：国内母婴快消品各渠道销售额增速	8
图 17：中国婴幼儿奶粉进口金额及其累计增速	8
图 18：不同价格带奶粉商品数量及销售情况	8
表 1：爱婴室营业收入预测表	9

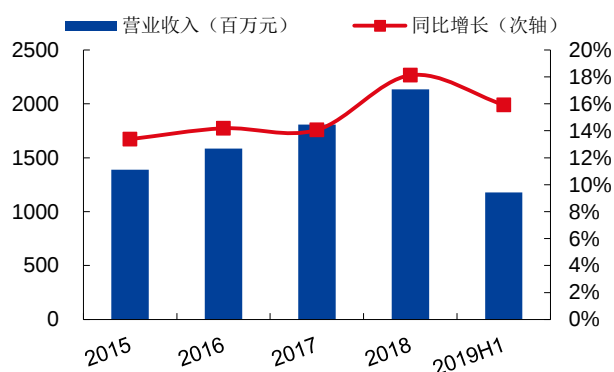
一、门店渠道稳步扩张，推动收入规模稳健增长

爱婴室披露半年报，上半年实现营收 11.79 亿元/+15.9%，实现归母净利 6229 万元/+27.3%，实现扣非后归母净利 5089 万元/+25.7%。

（一）渠道推动营收稳步增长，利润受益奶粉高端化

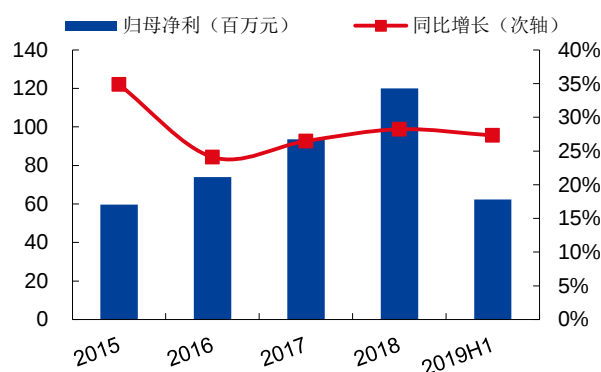
爱婴室是国内专业母婴零售商，营收端，公司营收稳步增长，主要源于渠道持续稳步扩张，2019 上半年公司合计门店数量达 251 家，较去年同期增长 24%。利润端，公司净利润持续较快增长，一是营收规模稳步增长，二是主力品类奶粉持续高端化，推动利润率上行。

图 1：爱婴室营业收入及其增长



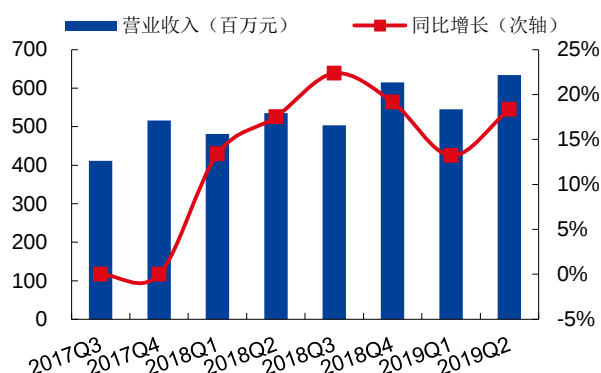
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：爱婴室归母净利及其增长



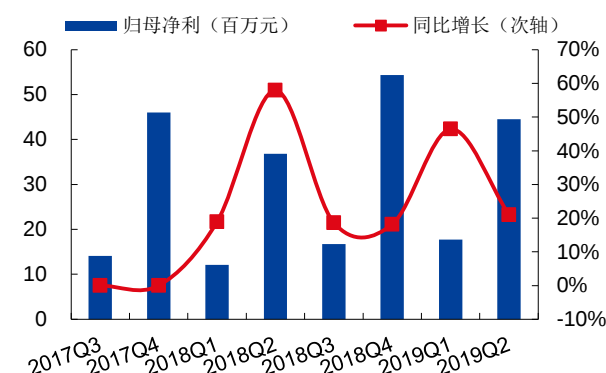
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：爱婴室分季度营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：爱婴室分季度归母净利及其增长



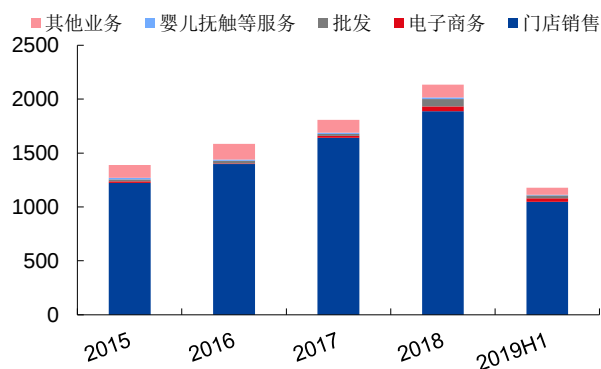
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）门店销售占比近九成，电商渠道逐步培育

爱婴室是一家专业母婴连锁零售商，结合直营门店、APP、微信小程序等多种渠道，为孕前至 6 岁婴幼儿家庭提供优质母婴用品及相关服务。公司以会员营销为核心，以直营门店、APP 为主要销售渠道。2019 年上半年，门店销售营收占比达 89%，是公司最主要的销售渠道。

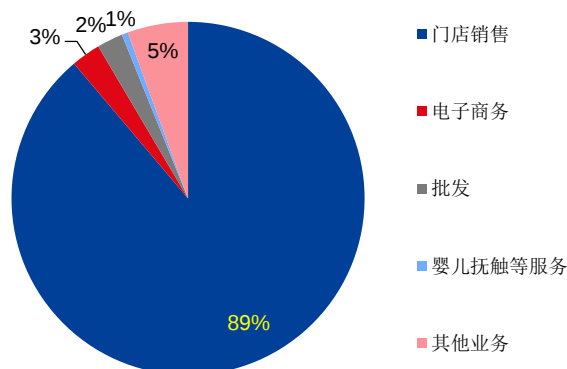
近年来，随着电商渠道的较快发展，线上母婴份额较快扩张，据易观，未来三年线上母婴商品零售额年复合增速有望达 15%。公司依托线下门店布局，逐步培育线上消费群体，2019 年上半年，公司电商渠道营收占比约 3%，营收同比增长 87%。未来公司有望融合线上线下渠道，提高竞争壁垒。

图 5：爱婴室分渠道营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：2019H1 爱婴室分渠道营业收入占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

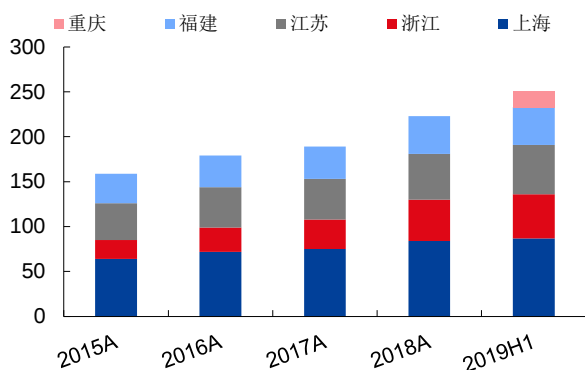
（三）渠道数量稳步增长，跨区域布局启动

截止 2019 年上半年，公司渠道数量达 251 家。其中江浙沪区域新开门店 18 家，净增加门店 10 家；福建区域门店保持稳定；上半年完成重庆泰诚 51.7% 股权的并表，新增门店 18 家，公司有望以重庆为中心，逐步开拓西南地区业务。

渠道数量稳步增长，推动营收规模提升。上半年公司上海、浙江、江苏、福建区域营收分别增长 6%、37%、18%、24%。上海地区新增门店仍需培育，其他地区内生增长态势良好。

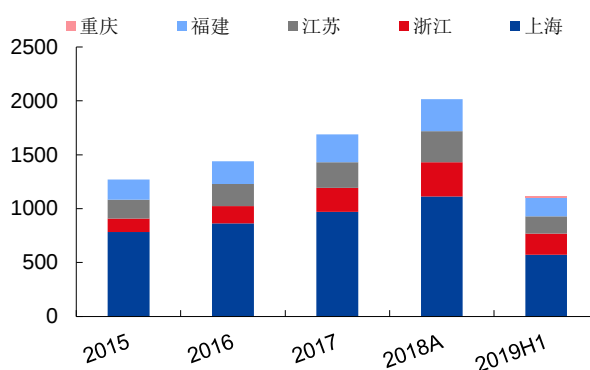
按照公司渠道扩张计划，2019 年，公司计划在优势的江浙沪及华南地区加快渠道拓展步伐，全年计划新开直营门店 50 至 60 家。以 2018 年公司门店数量 223 家计，2019 年公司直营门店数量有望增加约 25%，为未来规模增长夯实基础。

图 7：爱婴室分区域渠道数量（家）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：爱婴室分区域营业收入（百万元）

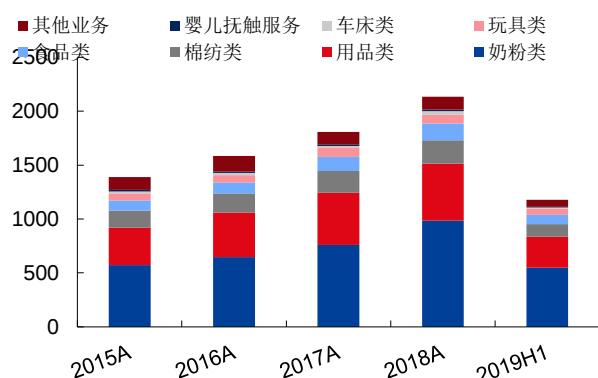


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）奶粉类为公司收入支柱，高端化推动毛利率提升

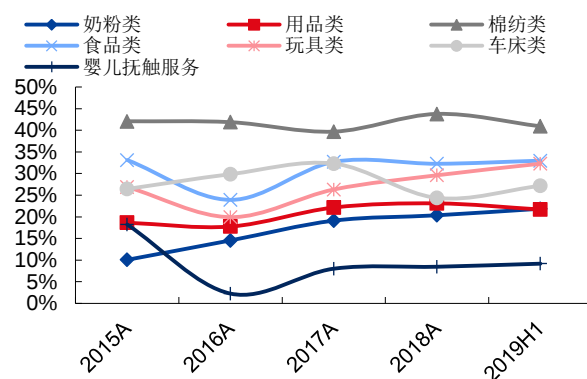
分品类看，2019 年上半年公司主要收入来源奶粉类、用品类、棉纺类、食品类、玩具类商品占营收分别约 46%、25%、10%、7%、5%，奶粉类为公司收入支柱。上半年除占比较小的车床类、婴儿抚触服务外，其他业务均实现营收增长。其中主要的奶粉类、用品类、棉纺类、食品类、玩具类营收分别增长 18%、9%、27%、19%、27%，除用品类外均保持较快增长。另外公司奶粉类持续高端化，毛利率由 2017 年的 19% 提升至 2019 年上半年的近 22%，主力品类毛利率持续提升有望带动利润率稳步上行。

图 9：爱婴室分品类营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：爱婴室分品类毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、主力品类持续高端化，促使利润较快提升

（一）奶粉类高端化推升公司利润率

盈利能力方面，奶粉类持续高端化推动毛利率同比增加 1.46pct 至 28.9%；次新店房租及人力成本增加推升销售费用率，规模效应使管理费用率略有降低，利息收入增加降低财务费用率，整体期间费用率同比增加 1.00pct 至 22.06%；最终公司净利率同比增加 0.47pct 至 5.7%，带动净利润快速增长

图 11：爱婴室销售利润率

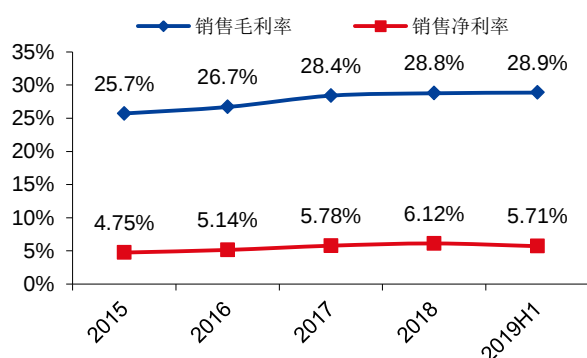
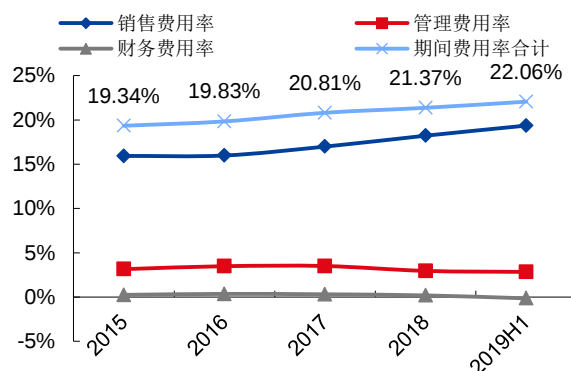


图 12：爱婴室期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

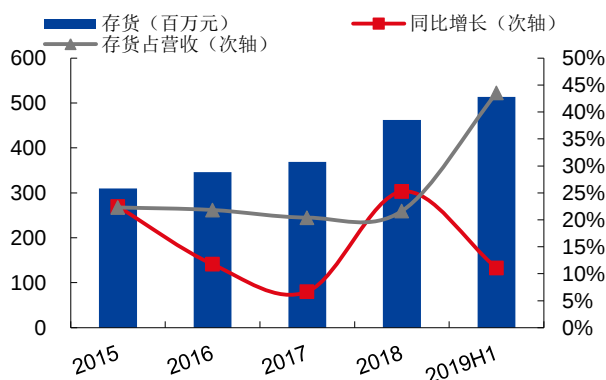
资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 存货占营收较为可控, 二季度经营活动现金流回暖

存货方面, 上半年公司存货增加 11%至 5.13 亿元, 占营收比例较去年同期提升 2.9pct 至 43.5%, 江浙沪及福建门店数量稳步扩张, 重庆门店而季度并表, 存货占营收比例处于合理水平, 较为可控。

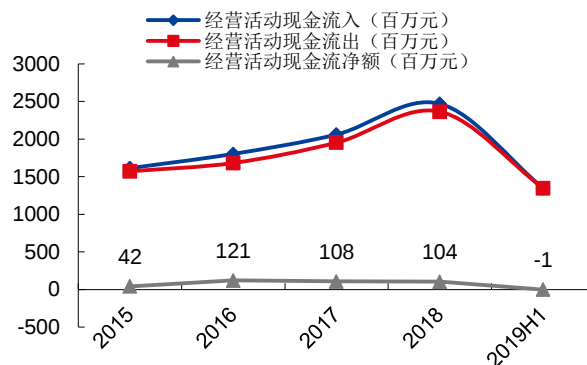
现金流方面, 公司上半年经营活动现金净流出近百万, 主要是增加备货及缴纳税费所致。二季度公司经营活动现金流量净额达 3080 万元, 环比回暖。

图 13: 爱婴室存货及其占营收比例



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 爱婴室经营活动现金流



资料来源: Wind, 华金证券研究所

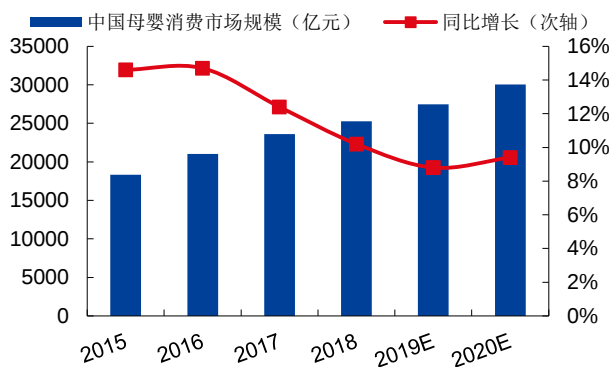
三、母婴渠道或将维系高增速, 奶粉高端化趋势有望延续

(一) 母婴市场较快增长, 母婴渠道持续受益

近年来, 受益于居民收入水平提升、消费升级、育儿观念转变, 母婴市场持续较快增长, 据界面新闻数据, 2020 年中国母婴消费市场规模有望超 3 万亿元, 2018 至 2020 年年复合增速约 9%。

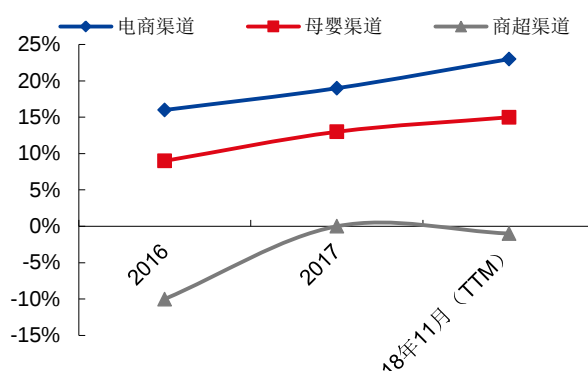
另据尼尔森, 在母婴渠道高速增长的 2016 年至 2018 年, 母婴渠道中的母婴快消品销售分别增长 9%、13%、15%, 母婴客群对服务、咨询的需求使线下母婴渠道受电商的冲击较小。未来母婴渠道高增速有所放缓, 但仍保持高个位数的较快增速, 有望使母婴渠道持续受益。

图 15：中国母婴消费市场规模及增速



资料来源：新浪网，界面新闻，华金证券研究所

图 16：国内母婴快消品各渠道销售额增速



资料来源：中国婴童网，尼尔森，华金证券研究所

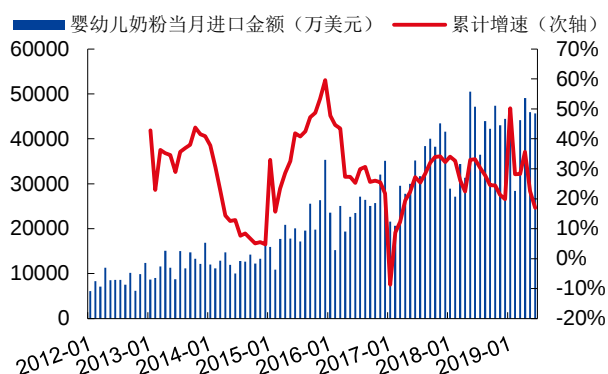
（二）进口奶粉持续增长，奶粉类高端化趋势有望延续

中国奶业协会数据显示，2019 年上半年，中国婴幼儿奶粉进口金额累计达 25.7 亿美元，同比增长 17%。在 2017、2018 年婴幼儿奶粉分别实现 32%、20% 的高增速后，进口奶粉仍维系较快增速。

另外，据中国婴童网，汇员帮调研数据显示，线下母婴门店上半年 200 元以上商品数量占比约 60%，销售量占比约 75%，高价格带奶粉动销更好。

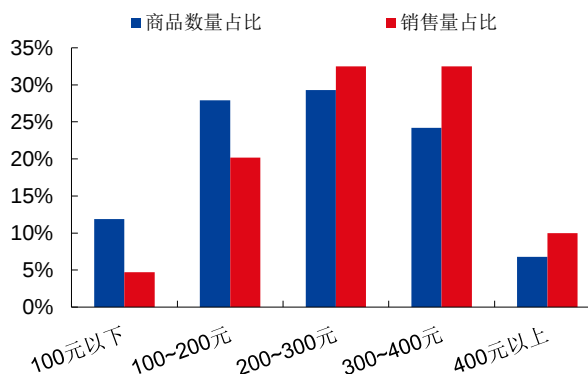
进口奶粉及高价奶粉的更高动销，或意味着我国奶粉高端化趋势有望延续，公司奶粉类商品毛利率或将受益于此，持续推动公司毛利率上行。

图 17：中国婴幼儿奶粉进口金额及其累计增速



资料来源：Wind，中国奶业协会，华金证券研究所

图 18：不同价格带奶粉商品数量及销售情况



资料来源：中国婴童网，汇员帮，华金证券研究所

四、盈利预测

爱婴室是立足江浙沪的专业母婴零售商，公司渠道扩张推动营收稳步增长，奶粉类毛利率提升加速利润增长。2019 年公司渠道数量有望增长约 25%，推动未来营收增长；奶粉高端化趋势有望延续，公司毛利率提升趋势或将持续。

我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.45、1.75 和 2.05 元。净资产收益率分别为 14.8%、16.0%和 16.5%。目前公司 PE（2019E）约为 26 倍，首次覆盖，给予“增持-A”建议。

表 1：爱婴室营业收入预测表

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
奶粉类	营业收入	645.47	758.23	983.96	1180.75	1393.28	1602.27
	增长率	12.64%	17.47%	29.77%	20.00%	18.00%	15.00%
	毛利率	14.55%	19.12%	20.36%	21.80%	22.80%	23.30%
用品类	营业收入	412.75	484.80	530.47	594.12	653.53	705.82
	增长率	19.31%	17.46%	9.42%	12.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	17.76%	22.15%	23.11%	22.00%	22.50%	23.00%
棉纺类	营业收入	179.27	202.62	216.56	275.02	335.53	402.64
	增长率	13.02%	13.02%	6.88%	27.00%	22.00%	20.00%
	毛利率	41.87%	39.69%	43.78%	41.00%	41.00%	41.00%
食品类	营业收入	101.92	131.21	153.47	184.17	217.32	252.09
	增长率	6.72%	28.73%	16.97%	20.00%	18.00%	16.00%
	毛利率	23.92%	32.70%	32.26%	33.00%	32.70%	32.50%
玩具类	营业收入	68.66	82.26	83.87	106.51	129.95	155.94
	增长率	7.09%	19.81%	1.95%	27.00%	22.00%	20.00%
	毛利率	19.93%	26.32%	29.61%	32.00%	31.00%	31.00%
车床类	营业收入	18.35	18.06	33.06	28.11	25.29	24.03
	增长率	-3.32%	-1.60%	83.13%	-15.00%	-10.00%	-5.00%
	毛利率	29.86%	32.31%	24.37%	27.00%	27.00%	27.00%
婴儿抚触服务	营业收入	12.58	12.60	12.83	11.54	11.54	11.54
	增长率	-5.78%	0.17%	1.80%	-10.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	2.26%	8.02%	8.47%	9.00%	9.00%	9.00%
其他业务	营业收入	145.96	118.08	121.19	133.31	146.64	161.31
	增长率	23.16%	-19.10%	2.64%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	93.92%	92.66%	93.38%	92.00%	92.00%	92.00%
合计	营业收入	1584.96	1807.85	2135.40	2513.54	2913.09	3315.63
	增长率	14.18%	14.06%	18.12%	17.71%	15.90%	13.82%
	毛利率	26.70%	28.41%	28.77%	28.92%	29.40%	29.77%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

五、风险提示

母婴消费线上化或影响线下门店客流；渠道扩张及培育或不及预期；母婴产品高端化存在不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,807.8	2,135.4	2,513.5	2,913.1	3,315.6	年增长率					
减: 营业成本	1,294.3	1,521.0	1,786.5	2,056.7	2,328.7	营业收入增长率	14.1%	18.1%	17.7%	15.9%	13.8%
营业税费	6.8	9.7	11.4	13.2	15.0	营业利润增长率	38.2%	21.9%	15.3%	21.1%	17.0%
销售费用	307.1	389.1	465.0	544.7	626.7	净利润增长率	26.5%	28.2%	22.5%	21.2%	17.2%
管理费用	63.4	63.1	72.9	81.6	89.5	EBITDA 增长率	27.2%	18.5%	15.6%	20.0%	16.8%
财务费用	5.7	4.1	-5.2	-7.2	-8.2	EBIT 增长率	28.1%	20.6%	15.9%	20.6%	17.1%
资产减值损失	0.5	1.4	1.0	1.2	1.1	NOPLAT 增长率	34.4%	23.1%	6.6%	20.6%	17.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.9%	15.7%	-0.4%	12.0%	10.3%
投资和汇兑收益	2.2	15.3	16.0	16.8	17.7	净资产增长率	25.1%	126.1%	11.4%	12.2%	12.7%
营业利润	141.0	171.8	198.0	239.7	280.6	盈利能力					
加: 营业外净收支	-1.8	-2.2	-2.0	-2.1	-2.0	毛利率	28.4%	28.8%	28.9%	29.4%	29.8%
利润总额	139.2	169.6	196.0	237.6	278.6	营业利润率	7.8%	8.0%	7.9%	8.2%	8.5%
减: 所得税	34.7	38.8	49.0	59.4	69.6	净利率	5.2%	5.6%	5.8%	6.1%	6.3%
净利润	93.6	120.0	147.0	178.2	208.9	EBITDA/营业收入	8.5%	8.5%	8.4%	8.6%	8.9%
						EBIT/营业收入	7.6%	7.8%	7.7%	8.0%	8.2%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	46.6%	33.0%	33.4%	32.1%	32.4%
货币资金	116.5	598.9	666.7	767.5	878.7	负债权益比	87.2%	49.4%	50.2%	47.3%	47.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.71	2.58	2.63	2.79	2.81
应收账款	17.4	14.7	23.1	20.7	29.1	速动比率	0.68	1.57	1.64	1.68	1.75
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	24.26	40.71	-37.06	-32.43	-33.09
预付账款	82.7	54.1	106.6	78.4	131.1	营运能力					
存货	369.1	462.3	514.2	609.9	662.8	固定资产周转天数	14	12	10	8	6
其他流动资产	27.3	54.2	53.6	56.3	59.1	流动营业资本周转天数	24	26	25	24	26
可供出售金融资产	-	20.0	21.0	22.1	23.2	流动资产周转天数	112	151	182	179	179
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	3	3	3	3	3
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	71	70	70	69	69
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	142	182	211	202	198
固定资产	70.8	70.6	65.9	60.5	54.2	投资资本周转天数	44	42	38	35	34
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	19.7	17.8	16.8	15.6	14.1	销售费用率	17.0%	18.2%	18.5%	18.7%	18.9%
其他非流动资产	66.1	95.3	86.4	78.3	82.5	管理费用率	3.5%	3.0%	2.9%	2.8%	2.7%
资产总额	769.6	1,387.9	1,554.2	1,709.1	1,934.8	财务费用率	0.3%	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	-	50.0	-	-	-	三费/营业收入	20.8%	21.4%	21.2%	21.3%	21.4%
应付账款	242.6	264.8	331.2	355.0	422.0	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	25.0%	13.6%	14.8%	16.0%	16.5%
其他流动负债	115.9	143.9	188.1	193.5	204.8	ROA	13.6%	9.4%	9.5%	10.4%	10.8%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	53.1%	58.4%	53.9%	65.2%	68.2%
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	358.6	458.7	519.4	548.4	626.7	DPS(元)	0.15	0.35	0.43	0.53	0.62
少数股东权益	37.1	43.8	43.8	43.8	43.8	分红比率	16.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	75.0	100.0	101.7	101.7	101.7	股息收益率	0.4%	0.9%	1.2%	1.4%	1.6%
留存收益	298.9	785.5	889.4	1,015.2	1,162.5						
股东权益	411.1	929.2	1,034.8	1,160.7	1,308.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	104.6	130.7	147.0	178.2	208.9	EPS(元)	0.92	1.18	1.45	1.75	2.05
加: 折旧和摊销	32.1	34.6	17.2	19.3	21.7	BVPS(元)	3.68	8.71	9.75	10.98	12.43
资产减值准备	0.5	1.4	-	-	-	PE(X)	40.7	31.7	25.9	21.4	18.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.2	4.3	3.8	3.4	3.0
财务费用	-	-	-5.2	-7.2	-8.2	P/FCF	55.3	28.5	38.8	26.0	21.4
投资损失	-2.2	-15.3	-16.0	-16.8	-17.7	P/S	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1
少数股东损益	11.0	10.8	-	-	-	EV/EBITDA	17.4	17.2	14.7	11.9	9.8
营运资金的变动	-5.7	-55.2	-5.2	-27.2	-41.8	CAGR(%)	19.5%	16.9%	21.7%	19.5%	16.9%
经营活动产生现金流量	108.3	104.3	137.7	146.3	162.9	PEG	2.1	1.9	1.2	1.1	1.1
投资活动产生现金流量	-31.4	-50.7	6.9	3.1	2.6	ROIC/WACC	5.1	5.6	5.1	6.2	6.5
融资活动产生现金流量	-35.4	428.8	-76.8	-48.6	-54.2						

资料来源: 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.huajinsec.cn