

投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

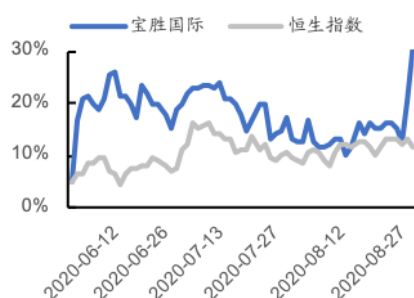
9 月 17 日收盘价(港元) 1.93

52 周股价波动(港元) 1.17-2.97

总股本(百万股) 5357

总市值(百万港元) 10339

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.9	7.2	6.0
相对涨幅(%)	14.2	10.0	6.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 梁希

Tel: (021) 23219407

Email: lx11040@htsec.com

证书: S0850516070002

分析师: 盛开

Tel: (021) 23154510

Email: sk11787@htsec.com

证书: S0850519100002

运动龙头显韧性, 看好未来盈利弹性

投资要点:

- **聚焦核心一线国际运动品牌经销, 市场龙头地位显著。**公司系中国首屈一指的运动服零售商及分销商, 在国内为包括 Nike、Adidas、Sketchers、Puma、Converse 等全球知名运动品牌经销体育用品产品, 公司聚焦国际领先运动品牌经销运营, 2019 年公司前 5 大品牌采购额合计占比整体采购 96%, 近 3 年比重保持在 95% 以上, 我们估计公司与滔搏 2019 年合计占中国运动服饰零售市场份额达约 20%, 双寡头地位稳固。
- **以直营渠道为核心, 深入布局线上 B2C。**2019 年公司收入 272 亿元、净利润 8.3 亿元, 2015-2019 年收入、净利润复合增速分别为 16%、19%。2019 年公司合计拥有店铺 9833 家, 其中直营零售 5883 家、加盟 3950 家, 分别较 2014 年增 1620、1261 家, 直营店铺占比近年保持在 60% 左右。近年公司专注于开设和升级以体验为导向的实体店, 并积极拓展线上 B2C 渠道, 2019 年线上 B2C 收入占比上升至 12%, 我们预计未来电商比重将提至 20%。
- **疫情下恢复趋势明显, 库存规模降至 3 年新低。**受疫情影响, 公司 2020H1 较 2019 年净关店铺 397 家, 而从月度收入数据看, 公司 Q2 回暖趋势明显, 5 月/6 月/7 月收入增速分别为 8.1%/5.2%/0.8%。2020H1 库存规模为 51.7 亿元, 系 3 年内最低, 存货周转天数则为 146 天。
- **对标国内外体育经销龙头, 看好公司未来盈利弹性。**我们认为公司相较滔搏和海外运动服饰龙头经销商, 有较大盈利弹性空间。①店效提升: 2019 年公司和滔搏直营店效分别为 293 万元和 350 万元, 我们认为公司在店铺面积和同店增速方面均有进步空间, 我们估计 2019 年公司和滔搏店铺平均面积分别为 155 平方米和 179 平方米, 公司 2017-2019 年同店增速分别为 5.3%/7.4%/5%, 相较同期 Nike 大中华地区同店增速和国内运动服饰规模增速, 公司仍有较大空间提升运营效率, ②营业利润率提升: 近 3 年宝胜国际营业利润率为 4.3%/4.5%/5.5%, 呈上升趋势, 但对标滔搏 (8.2%/9.3%/9.2%) 仍有较大成长空间, 我们认为营业利润率的上升主要来自渠道管理效率的提升, 其主要可通过数据链接和信息化技术的全面铺开, 以及与品牌方议价能力的提升。
- **盈利预测与估值。**我们认为伴随公司未来数据平台的建设完善, B2C 业务占比的提升, 以及店效的不断进步, 其将具有较大盈利反弹空间, 我们预计公司 2020/2021 年收入 267.5/319.3 亿元, 净利润 4.7/12.1 亿元, 给予 2021 年 PE 估值区间 10-12X, 按照 1 港币=0.88 元人民币折算, 对应合理价值区间 2.61-3.14 港元/股, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**全球零售环境疲软, 店铺拓展, 数据链接建设不及预期, 品牌商运营策略变化等。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22677.38	27189.77	26747.80	31925.09	37801.49
(+/-)YoY(%)	20.41%	19.90%	-1.63%	19.36%	18.41%
净利润(百万元)	542.89	833.28	465.71	1213.96	1646.88
(+/-)YoY(%)	37.67%	53.49%	-44.11%	160.67%	35.66%
全面摊薄 EPS(元)	0.10	0.16	0.09	0.23	0.31
毛利率(%)	33.51%	34.11%	32.00%	34.41%	34.83%
净资产收益率(%)	7.72%	10.81%	5.68%	12.81%	14.69%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 公司系国内体育运动经销商龙头	4
2. 以直营为渠道核心，聚焦线上 B2C 发展	5
3. 体育行业蓬勃发展，经销市场集中度或持续提升	5
4. 看好公司未来盈利弹性	6
5. 盈利预测与估值	8
6. 风险提示	9
财务报表分析和预测	10

图目录

图 1	宝胜国际品牌采购历史占比	4
图 2	宝胜国际、滔搏营收占运动市场比重估算	4
图 3	滔搏、宝胜国际形成双寡头格局	4
图 4	宝胜国际历史收入规模和增速	5
图 5	宝胜国际历史归母净利润和增速	5
图 6	宝胜国际渠道个数	5
图 7	宝胜国际零售、批发收入增速	5
图 8	中国体运动服饰零售规模和增速	6
图 9	中国体育服饰前十大品牌市占率	6
图 10	Nike 直营，经销收入占比	6
图 11	Adidas 直营，经销收入占比	6
图 12	宝胜国际和滔搏营店效	7
图 13	Nike 大中华地区、宝胜国际同店增速	7
图 14	宝胜国际，滔搏历史毛利率	7
图 15	宝胜国际，滔搏历史营业利润率	7

表目录

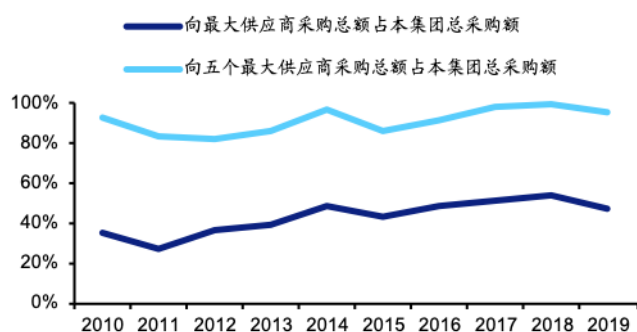
表 1	海内外运动服饰经销商数据对比	8
表 2	宝胜国际盈利预测拆分	8
表 3	可比公司估值	9

1. 公司系国内体育运动经销商龙头

公司系中国首屈一指的运动服零售商及分销商，在国内为包括 Nike、Adidas、Sketchers、Puma、Converse 等全球知名运动品牌经销体育用品产品，公司聚焦国际领先运动品牌经销运营，2019 年前 5 大品牌采购额合计占比整体采购 96%，近 3 年比重保持在 95% 以上，我们估计 Nike 与 Adidas 合计占比公司收入约 75%-80%，测算得公司近年 Nike 销售收入约占 Nike 大中华地区收入 20%。以公司收入/国内运动服饰零售规模为口径，我们估计公司与滔搏 2019 年合计占中国运动服饰零售市场份额达约 20%，其中公司近 3 年份额小幅升 0.1pct 至 8.7%，二者双寡头地位稳固。

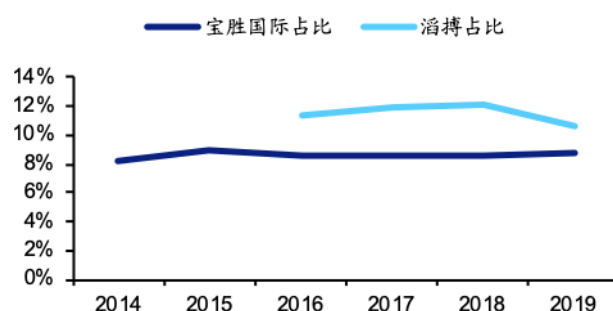
股权结构方面，2008 年裕元全资子公司 Major Focus 拥有宝胜国际 56% 股权，截至 2019 年，裕元股权占比增长至 62%。

图1 宝胜国际品牌采购历史占比



资料来源：宝胜国际 2010-2019 年报，海通证券研究所

图2 宝胜国际、滔搏营收占国内运动零售市场比重估算



资料来源：Euromonitor, WIND, 海通证券研究所

图3 滔搏、宝胜国际形成双寡头格局

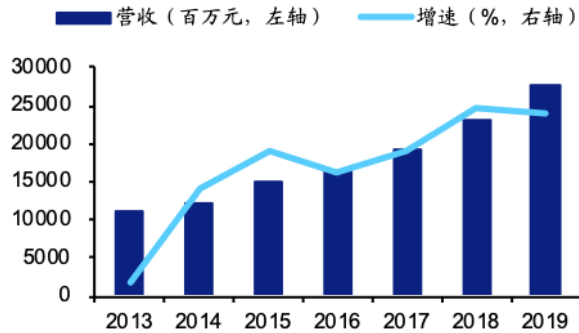


资料来源: Wind, 百度百科, 滔搏招股书, 宝胜国际 2018 年报, 宝胜国际官网, 报喜鸟 2017 年报, 劲浪体育官网, 盛世长运官网, 海通证券研究所

2. 以直营为渠道核心，聚焦线上 B2C 发展

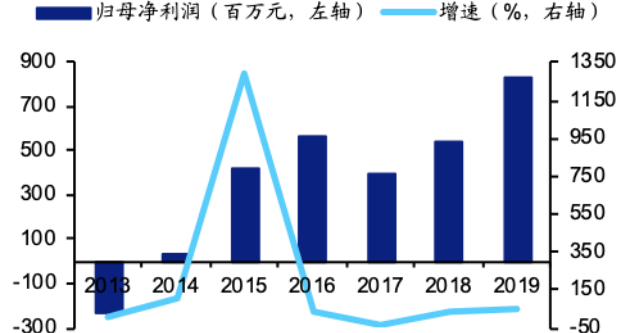
2019 年公司收入 272 亿元、净利润 8.3 亿元，2010-2019 年收入、净利润复合增速分别为 13%、22%，近 5 年二者复合增速分别为 16%、19%。2019 年公司合计拥有店铺 9833 家，其中直营零售 5883 家、加盟 3950 家，分别较 2014 年增 1620、1261 家，直营店铺占比近年保持在 60%左右。从收入口径看，我们估计公司 2015-2019 年零售、批发收入复合增速分别为 12%、18%。近年公司专注于开设和升级以体验为导向的实体店，并积极拓展线上 B2C 渠道，2019 年公司线上 B2C 收入占比上升至 12%，我们预计未来整体电商比重将提至 20%。

图4 宝胜国际历史收入规模和增速



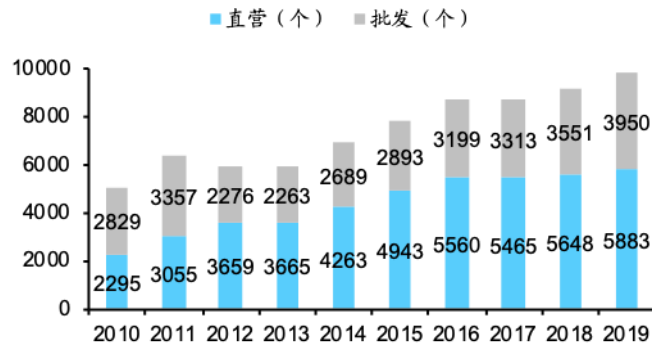
资料来源：WIND，海通证券研究所

图5 宝胜国际历史归母净利润和增速



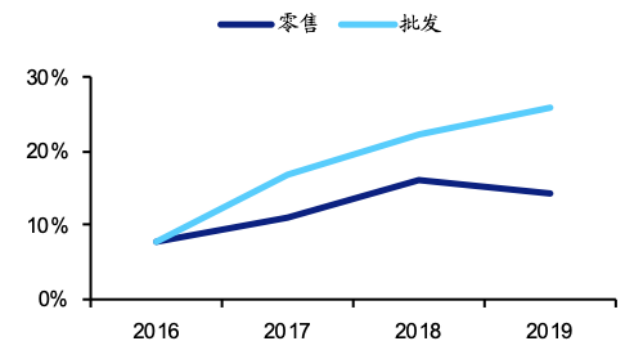
资料来源：WIND，海通证券研究所

图6 宝胜国际渠道个数



资料来源：宝胜国际 2010-2019 年报，海通证券研究所

图7 宝胜国际零售、批发收入增速

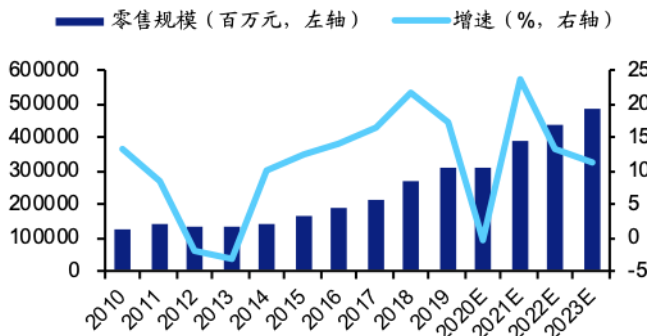


资料来源：WIND，海通证券研究所，零售与批发收入为估算

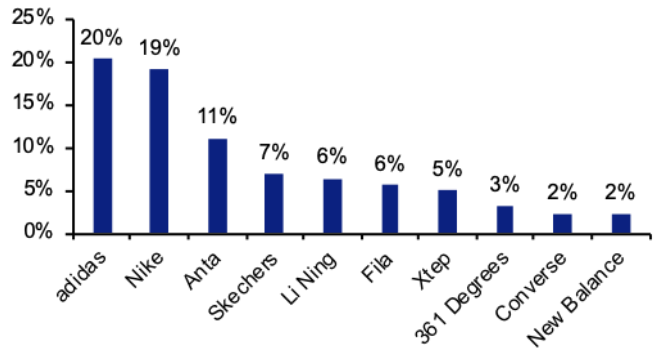
3. 体育行业蓬勃发展，经销市场集中度或持续提升

2019 年中国运动服饰市场零售规模 3166 亿元，同比增 17.3%，2019-2023 年复合增速 11.8%，显著高于男装、女装市场同期复合增速。从市占格局看，2019 年国内运动服饰 10 大市占率品牌中，5 家为国际品牌，包括 Adidas(第 1: 20.2%)，Nike(第 2: 19%)，Skechers(第 4: 6.8%)，Converse(第 9: 2.1%)，New Balance(第 10: 2.1%)，合计占比 50.2%，其中 Adidas、Nike 合计占比 39%，龙头优势依然显著。二者大中华地区收入近年均成为业绩引擎，FY2009-FY2019 Nike 收入复合增速为 7.4%，其中 Nike 品牌大中华 FY2009-FY2019 收入复合增速 13.5%，增速列四大地区首位，收入占比由 FY2009 年的 9%提升至 FY2019 年的 16%。Adidas 2019 年中国收入 52.8 亿欧元，2013-2019 年复合增速 21.3%，收入占比由 2013 年的 11%提升至 2019 年的 22%。我们认为国际领先运动品牌在国内的高速成长有利于公司进一步拓展发展空间。

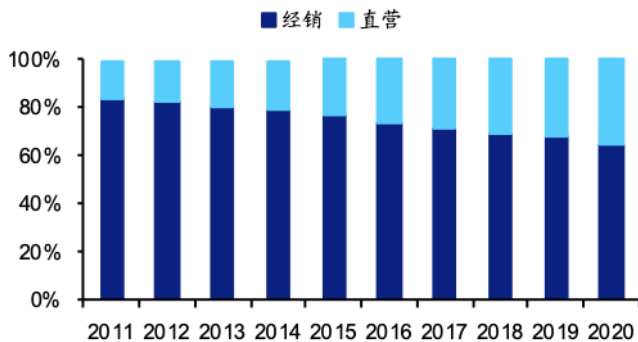
从国内运动服饰经销市场格局看,我们认为①近年以 Nike、Adidas 为代表的顶尖运动品牌直营占比呈显著上升趋势, FY2020Nike 直营占比 34.8%, 较 FY2015 年增 11.7pct, 根据 Adidas 披露数据看, 2014 年其直营占比已提升至 26%, 疫情催化下, 自营电商也将成为另一重点发展领域。Nike 在 FY2020Q4 业绩会议中提到, 未来线上占比或将提升至 50%, 经销商数量将有所精简, 我们认为经销商集中度或将提升, 核心经销商将与品牌形成更为紧密的绑定, ②对于核心经销商而言, 运营效率与渠道拓展和下沉能力将成为与品牌深度绑定的重要基础, 我们估计宝胜国际近 3 年在 Nike 大中地区收入占比约为 20%左右, 保持较为稳定的合作供应。

图8 中国运动服饰零售规模和增速


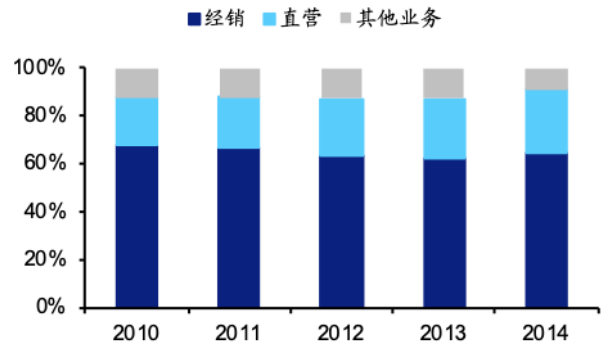
资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

图9 2019年中国体育服饰前十大品牌市占率


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

图10 Nike 直营, 经销收入占比


资料来源: Nike FY2010-FY2020 财报, 海通证券研究所

图11 Adidas 直营, 经销收入占比


资料来源: Adidas2010-2014 年报, 海通证券研究所

4. 看好公司未来盈利弹性

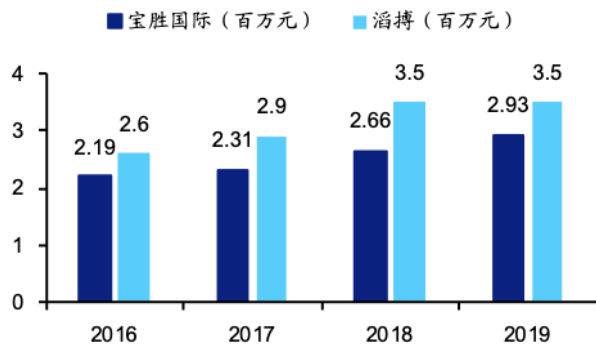
短期看, 公司运营已显亮点: ①疫情影响下收入增速自 5 月呈明显回暖趋势, 5 月/6 月/7 月收入增速分别为 8.1%/5.2%/0.8%, ②2020H1 库存规模为 51.7 亿元, 系 3 年内最低, 存货周转天数则为 146 天, ③公司专注于开设和升级以体验为导向的实体店, 并积极拓展线上 B2C 渠道, 2019 年公司线上 B2C 收入占比上升至 12%, 我们预计未来整体电商比重将提至 20%。

长期看, 我们认为公司相较滔搏和海外运动服饰龙头经销商, 有较大盈利弹性空间。①店效提升: 我们估算得 2019 年公司和滔搏直营店效分别为 293 万元和 350 万元, 我们认为公司在店铺面积和同店增速方面均有进步空间, 我们估计 2019 年公司和滔搏店铺平均面积分别为 155 平方米和 179 平方米, 公司 2017-2019 年同店增速分别为 5.3%/7.4%/5%, 相较同期 Nike 大中华地区同店增速和国内运服饰规模增速, 公司仍有较大空间提升运营效率, ②营业利润率提升: 近 3 年宝胜国际营业利润率为 4.3%/4.5%/5.5%, 呈上升趋势, 但对标滔搏 (8.2%/9.3%/9.2%) 仍有较大成长空间 (宝胜为 2017-2019 年, 滔搏为 FY2018-FY2020), 我们认为营业利润率的上升主要来自渠

道管理效率的提振,其主要可通过数据链接和信息化技术的全面铺开,以及与品牌方议价能力的提升,近3年滔搏整体毛利率保持在41%-42%,公司则处于33%-35%区间,我们认为伴随公司未来库存周转提升带动产品折扣幅度缩小,毛利率将稳步提升。

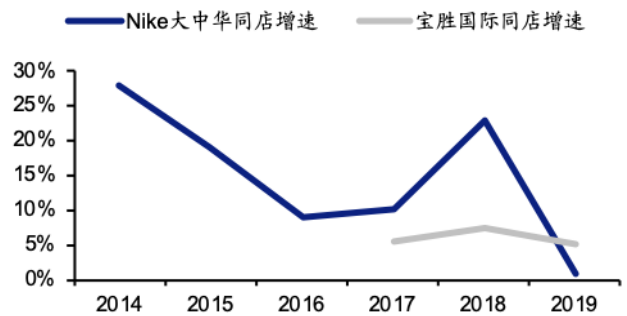
公司近年持续对业务进行重大变革,其中最重要的一项则为扩展产品共享平台,透过该平台,直营实体店及线上平台可与区域分销中心和仓库共享销售资讯。该大数据的使用可以实现更好的线下线上整合,更高的销售利润率和一套更完整的全年销售模式,从而使公司相较过去,减少对高峰大促时段以及促销及折扣的依赖。同时,公司在主要实体店推出新仪表盘系统,可提供实时的店内资讯和数据,以帮助建立高效而系统化的营运系统。

图12 宝胜国际和滔搏营店效



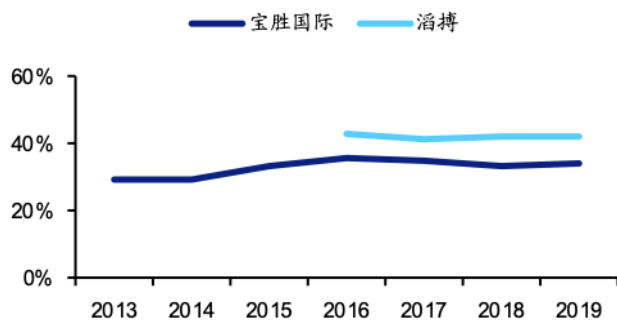
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图13 Nike 大中华地区、宝胜国际同店增速



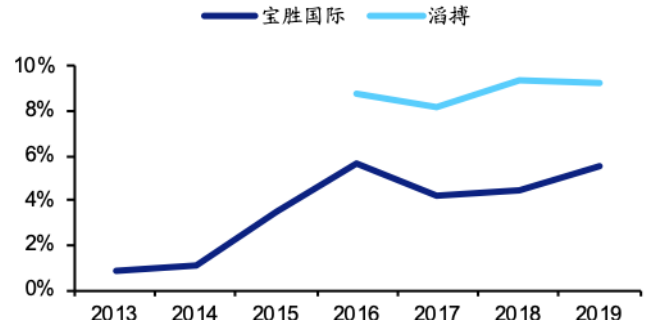
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图14 宝胜国际, 滔搏历史毛利率



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图15 宝胜国际, 滔搏历史营业利润率



资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 1 2019 年海内外运动服饰经销商数据对比

	滔搏	宝胜国际	Footlocker	JD sports fashion
盈利指标				
收入(百万元)	33692.5	27189.7	55135.2	41476.5
归母净利润(百万元)	2303.4	833.3	3381.8	2301.6
2014-2019 收入复合增速	15.81%	17.74%	2.28%	28.81%
2014-2019 归母净利润复合增速	20.47%	96.49%	-1.14%	45.49%
毛利率	42.11%	34.11%	31.77%	47.55%
营业利润率	9.20%	5.51%	8.92%	7.24%
净利率	6.84%	3.18%	6.13%	5.60%
ROE	36.88%	11.51%	19.70%	29.40%
ROIC	13.17%	5.74%	11.40%	16.88%
运营指标				
存货周转天数(天)	118.03	150.00 (公司年报口径)	81.63	90.33
应收账款周转天数(天)	21.4	20.84	4.2	2.46
各项拆分				
2019 总店铺(家)	8395 (直营), 2018 年整体 10223	9833	3129	2420
批发/直营占比(按渠道个数)	2018 直营 82%, 批发 18%	直营 60%, 批发 40%	体育用品店 96%, 加盟 4%	
批发/直营占比(按收入)	2019 直营 87%, 批发 13%	直营 62%, 批发 26%	体育用品店 84% 直营 78%, 批发 3%	
Nike、Adidas 占收入比重	合计 88%	合计 80%	Nike 占比 71%	
平均店效(万元)	320	286	1434	1714
直营平均店效(万元)	350	293		

资料来源: 宝胜国际、滔搏、Footlocker、JD Sports fashion 2019 年报, WIND, Bloomberg, 海通证券研究所, 滔搏收入, 净利润复合增速为 FY2017-FY2020

5. 盈利预测与估值

我们认为伴随公司未来数据平台的建设完善, B2C 业务占比的提升, 以及店效的不断进步, 其将具有较大盈利反弹空间, 我们预计公司 2020/2021 年收入 267.5/319.3 亿元, 净利润 4.7/12.1 亿元, 给予 2021 年 PE 估值区间 10-12X, 按照 1 港币=0.88 元人民币折算, 对应合理价值区间 2.61-3.14 港元/股, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

我们认为公司未来收入端增长主要来自店效和店铺的增长, 其中店效增长得益于大店占比提升带动整体面积增长以及销售管理效率的提升, 店铺数量方面, 受 2020 年疫情影响, 我们预计 2021 年开店计划仍以结构调整为主, 2022 年将逐步恢复至疫情前净增水平。盈利端方面, 我们认为伴随产品共享平台的不断完善, 线上占比的持续提高, 毛利率水平将逐步改善。

表 2 宝胜国际盈利预测拆分

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收(百万元)	22677	27190	26748	31925	37801
-直营零售	14802	16891	15210	17448	19653
-批发	5475	6899	6970	8082	9515
-线上	2268	3263	4568	6395	8633
整体毛利率	34%	34%	32%	34%	35%
店铺合计	9199	9833	9563	9913	10263

资料来源: 宝胜国际 2018-2019 年报, WIND, 海通证券研究所

表 3 可比公司估值表

公司名称	股票代码	总市值	股价	净利润 (百万元)				市盈率 (X)			
		(亿元)	(元/股)	2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
滔搏	6110.HK	618	9.97	2581	2563	2771	3401	24	24	22	18
安踏体育	2020.HK	2100	77.70	4683	5966	6101	8675	45	35	34	24
李宁	2331.HK	864	34.75	816	1674	1758	2337	106	52	49	37
Footlocker	FL.N	38	35.95	541	491	146	406	7	8	26	9
JD Sports Fashion	JD.L	79	808.80	296	282	134	389	27	28	59	20
平均								42	29	38	22

资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所; 收盘价取 2020/9/17 数据, 个股货币单位为当地币值, 港股盈利预测为 WIND 一致预期, 其余为 Bloomberg 一致预期

6. 风险提示

全球零售环境疲软, 店铺拓展, 数据链接建设不及预期, 品牌商运营策略变化等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	27190	26748	31925	37801
每股收益	0.16	0.09	0.23	0.31	营业成本	17914	18189	20939	24637
每股净资产	1.44	1.53	1.77	2.09	毛利率%	34%	32%	34%	35%
每股经营现金流	0.34	0.07	0.28	0.39	营业税金及附加	12	12	12	12
每股股利	0.03	0.03	0.03	0.03	营业税金率%	0%	0%	0%	0%
价值评估 (倍)					营业费用	7169	6794	8045	9450
P/E	11.03	19.74	7.57	5.58	营业费用率%	26%	25%	25%	25%
P/B	0.53	0.52	0.49	0.46	管理费用	1012	936	1054	1247
P/S	0.34	0.34	0.29	0.24	管理费用率%	4%	4%	3%	3%
EV/EBITDA	3.07	6.23	3.62	2.96	EBIT	1082	817	1875	2455
股息率 (%)	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%	财务费用	248	142	132	90
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1%	1%	0%	0%
毛利率	34.11%	32.00%	34.41%	34.83%	资产减值损失				
净利润率	3.06%	1.74%	3.80%	4.36%	投资收益				
净资产收益率	10.81%	5.68%	12.81%	14.69%	营业利润	1524	817	1875	2455
资产回报率	4.79%	2.63%	6.41%	8.19%	营业外收支	-51	0	0	0
投资回报率					利润总额	1224	681	1750	2375
盈利增长 (%)					EBITDA	2991	1476	2542	3111
营业收入增长率	19.90%	-1.63%	19.36%	18.41%	所得税	345	191	473	641
EBIT 增长率	47.76%	-46.37%	129.49%	30.92%	有效所得税率%	28%	28%	27%	27%
净利润增长率	53.49%	-44.11%	160.67%	35.66%	少数股东损益	47	25	64	87
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	833	466	1214	1647
资产负债率	55.69%	53.79%	49.97%	44.27%					
流动比率	1.50	1.57	1.77	2.09	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.46	0.49	0.53	0.67	货币资金	614	420	520	570
现金比率	0.08	0.06	0.07	0.08	应收款项	2965	3343	3470	4109
经营效率指标					存货	8021	8156	9306	9855
应收帐款周转天数	40	46	40	40	其它流动资产	63	73	84	99
存货周转天数	163	164	162	146	流动资产合计	11663	11993	13380	14632
总资产周转率	1.56	1.51	1.69	1.88	长期股权投资	256	258	260	262
固定资产周转率	21.88	18.80	21.95	26.37	固定资产	1354	1492	1417	1450
					在建工程				
					无形资产	3215	3094	2977	2863
					非流动资产合计	5728	5746	5556	5478
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	17391	17739	18936	20110
净利润	833	466	1214	1647	短期借款	3546	3798	3008	1619
少数股东损益	47	25	64	87	应付账款	773	785	903	1063
非现金支出	1468	658	667	656	预收账款				
非经营收益	23	0	0	0	其它流动负债	3455	3049	3639	4309
营运资金变动	-520	-765	-440	-276	流动负债合计	7774	7632	7551	6991
经营活动现金流	1827	383	1505	2113	长期借款	0	0	0	0
资产	-821	-675	-475	-575	其它长期负债	1911	1911	1911	1911
投资	9	0	0	0	非流动负债合计	1911	1911	1911	1911
其他	-60	0	0	0	负债总计	9685	9543	9462	8902
投资活动现金流	-848	-686	-483	-584	实收资本	5357	5357	5357	5357
债权募资	15	252	-789	-1390	普通股股东权益	7613	8078	9292	10939
股权募资	12	0	0	0	少数股东权益	94	118	182	269
其他	-1125	-142	-132	-90	负债和所有者权益合计	17391	17739	18936	20110
融资活动现金流	-1098	109	-921	-1479					
现金净流量	-117	-194	100	50					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 17 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁希 纺织服装行业
盛开 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：歌力思, 安正时尚, 罗莱生活, 伟星股份, 滔搏, 地素时尚, 开润股份, 七匹狼, 若羽臣, 台华新材, 比音勒芬, 太平鸟, 健盛集团, 森马服饰, 跨境通, 安踏体育, 海澜之家

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珣珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zsr13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勤(021)23219733 zzx12149@htsec.com
刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
孟 陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑 蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 尹 岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
 谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 联系人
 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 联系人
 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com
 联系人
 杨 蒙 ym13254@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
 张 弋 (010)58067852 zy12258@htsec.com
 联系人
 杨彬昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
 联系人
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com
 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 周 丹 zd12213@htsec.com
 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com
 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
 联系人
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
 联系人
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒昶 zhx10170@htsec.com
 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
 联系人
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
 联系人
 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com
 联系人
 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 阮柏含 gbh11537@htsec.com
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 李 婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com