

疫情期间家居护理产品销量及销售额规模提升符合预期，维持谨慎推荐

核心观点：

1. 事件摘要

2020年一季度公司实现营业收入16.65亿元，同比减少14.80%；实现归属母公司净利润1.19亿元，同比减少48.89%；实现归属母公司扣非净利润1.30亿元，同比下跌19.00%。经营现金流量净额为3.40亿元，较上年增加27.38%。

2. 我们的分析与判断

（一）疫情拖累仅有家居护理产品出现销量和销售额规模的提升，长期投资收益萎缩导致归母净利大幅下滑

2020年一季度公司实现总营业收入16.65亿元，较上年同期减少2.89亿元；其中日化行业的主营收入共计16.64亿元，较上年同期减少2.88亿元。从产品的角度来看，一季度美容护肤/个人护理/家居护理分别实现营收3.33/12.68/0.63亿元，分别较上年同期变化-1.04/-1.87/+0.04亿元，对应YOY-23.79%/-12.87%/+6.09%。其中，个人护理类产品依旧占据主营业务中的主要份额，尽管其销售额的绝对值规模出现缩减，一季度占比主营业务收入的比重仍高达76.21%，较去年同期提升1.63个百分点；美容护肤类主营份额占比较上年同期下滑2.38个百分点至20.01%，暂居第二，与个人护理一样均受疫情影响出现了销售额的下滑，但美容护肤所受影响更为明显；家居护理类所占份额同比提升0.74个百分点至3.79%，疫情期间消费者对于居家消毒护理的需求增长，家居护理类也成为唯一一个销售额出现轻微提升的品类。

从销售的经营数据角度来看，公司一季度主营共实现产品产量1.60亿支，较去年同期增长0.17亿支，同比出现改善（2019年一季度公司产量较2018年减少0.08亿支）；对应销量为1.55亿支，较去年同期减少0.18亿支。具体来看各品类的产销情况可以发现，公司一季度三类产品的产量都出现了增长（美容护肤/个人护理/家居护理产品分别增产149/1397/133万支），但仅有家居护理类产品的销量出现约48.61万支的提升；同时公司的三类产品在第一季度均出现平均售价的下滑，下滑幅度分别为11.41%/2.28%/1.86%，对比2019年一季度，公司仅有美容护肤类商品出现单价下滑7.42%，其他两个品类均实现3%以上的单价提升。综上所述我们认为，家居护理主要受销量提升推动销售额上涨，而其他两大品类受疫情的消极影响量价

上海家化(600315.SH)

谨慎推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

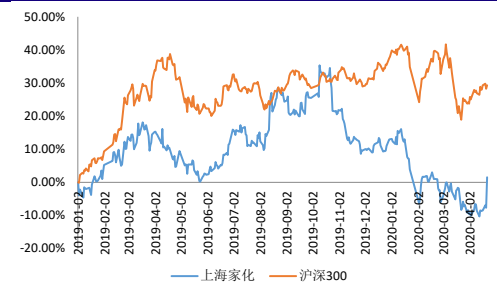
特此鸣谢：

甄唯萱 zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏 zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

行业数据时间

2020.04.22



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】公司半年报点评_零售行业_上海家化(600315.SH)_Q2 规模增速有所提升，扣非后业绩依旧承压_20190815

【中国银河研究院_李昂团队】公司三季度报点评_零售行业_上海家化(600315.SH)_三季度规模持续放缓，关注核心品牌复苏与新单品未来表现_20191024

【中国银河研究院_李昂团队】公司年报点评_零售行业_上海家化(600315.SH)_全年规模与业绩增速放缓，未来关注营销与研发投入带来的品牌力提升空间_20200219

均出现滑落，因此销售额情况不甚理想。

2020年一季度公司实现归属上市公司股东的净利润为1.19亿元，较上年同期减少1.14亿元；扣非归母净利润为1.30亿元，较上年同期减少0.31亿元。本期公司共确认非经常性损益-0.11亿元，同比减少0.84亿元，由此扣非后公司的业绩增速表现相对扣非前更优；其中政府补贴录得203.05万元，与上年水平基本持平，非流动资产处置损益以及金融资产带来的投资收益分别录得-10.14/-1523.97万元，较上年同期分别减少了1132.82/8579.36万元。公司长期投资中主要系持股19%按收益法核算联营公司丝芙兰（上海）、丝芙兰（北京）收益，考虑年初线下的百货、购物中心存在阶段性暂停营业、客流量大幅下滑的现象，丝芙兰带来的收益骤减符合预期。

（二）综合毛利率下降0.85pct，期间费用率减少1.74pct

公司2020年一季度综合毛利率为61.33%，相较去年同期下降0.85个百分点。毛利率的变化主要受到产品结构调整，以及原材料价格上涨、新工厂折旧摊销拉高营业成本的影响。公司生产所需原材料中溶剂受新冠疫情影响价格上涨18%，采购均价大幅上涨约1000元/吨；皂粒、油脂、表面活性剂、营养药物添加剂、包装物等其他原材料价格均处于价格下跌或是持平状态，跌幅在2%-4%范围内不等。公司2020年一季度销售净利率为7.16%，同比下滑4.78个百分点；期间费用率为53.92%，相比上年同期减少1.74个百分点。销售/管理/研发/财务费用率为别录得39.96%/11.67%/1.99%/0.30%，较上年同期变化-2.37/0.71/0.39/-0.47个百分点。

（三）创新研发助力产品品质提升，跨越工厂全面运营保障产能需求

公司坚持加大研发投入，创新性地开发新技术支撑旗下产品从质量、功能等多维度升级。报告期内，佰草集冻干面膜系列产品、佰草集新七白冻干精华、佰草集太极·日月焕颜·双重修复精华、佰草集御·五行焕肌系列升级产品等产品均实现了创新和改造升级，其中冻干面膜和太极精华更是成为公司佰草集品牌下的主推爆款商品。此外，启初、汤美星、玉泽等品牌也出现技术革新。上海家化在产品安全和功效研究领域始终与外部科研院所、医院和政府机构保持着密切的合作，作为主要起草单位，参与制定了国家标准1项、地方标准1项、团体标准6项、企业标准13项；申请专利51件并获得7件发明专利授权。上海家化科创中心被认定为工信部化妆品工程技术中心、中国轻工业护肤品安全及功效评价重点实验室，并成功申报上海青浦科委产学研项目。

此外，2019年公司跨越工厂液洗生产车间顺利投入运行，至此跨越工厂实现了全面正式运行。新工厂不但满足了公司自身发展需要以及供应链生产布局优化的需求，而且工厂的生产能力、供应能力及智能制造水平均实现了全面提升；整个工厂实现了运营管理的数字化、精准化、信息化、自动化。

（四）全品牌适应新兴营销手段，搭配全渠道推动业务快速扩张

为适应更新的消费群体和消费需求，公司采用“高聚焦”、“强沟通”、“树形象”、“重招新”的营销策略，集中优势资源打造明星产品，社交媒体与传统媒体联动进行全方位曝光，深化医研共创，强化品牌认知，以消费者为中心创造新价值。在新品爆款方面，公司通过深入洞察消费者需求，佰草集以精华为切入点，推出第二代佰草集太极·日月焕颜·双重修复精华及冻干面膜，太极精华上市后购买该产品的新客比例为57%，冻干面膜系列销售过亿；玉泽抓住市场消费热点，推出臻安润泽玻尿酸安瓶精华、积雪草修护面膜。在营销层面，公司积极推进新媒体应用，注重口碑营销，社交媒体投入占比提升至50%以上，积极抓住微博、微信、小红书、抖音等营销红利、跟投热剧和综艺，同时进行传统优质媒体投放。同时公司建立了家化优选小程序商城并初步建立私域流量运营模式，继续深化探索百货渠道的O2O一体化工作。截至2019年年末，华美家已注册会员总数超115万、引导超过20万会员靠柜、产生靠柜零售超2亿元、产生跨品牌购买近1万人，会员活跃度达71%。

同时上海家化采取全渠道、全覆盖的营销模式，线上与线下相融合，渠道与品牌相匹配共同发展。2019 年末公司有组织分销的可控门店包括商超门店 20 万家、农村直销车覆盖的乡村网点有近 9 万家店、百货近 1500 家、化妆品专营店约 1.3 万家、母婴店近 6000 家。线上电商通过与优秀的第三方合作运营的方式提升自身团队能力，为公司电商未来发展奠定基础，此外，公司积极探索并抓住电商直播的流量红利，推动品牌知名度并转化购买；特殊渠道通过营造服务场景、深挖客户需求、创新业务模式、提升客户体验，通过波段式营销、直播和培训等手段，进一步提升了渠道和客户渗透率，实现业务快速增长。

3. 投资建议

公司稳步推进战略有效落地，在品牌推广方面，公司集中资源全方位打造优质品牌，积极推进品牌高端化、年轻化、细分化进程，品牌矩阵中的各个拳头品牌在影响力和市场占有率上均具有一定优势。在渠道创新方面，公司各渠道根据品牌规划积极布局，深耕传统线下渠道，发展新兴线上电商渠道，全渠道协同发展。在研发先行方面，公司不断提高研发投入，提高研发效率，保障产品质量安全的同时创新运用新技术。在供应保障方面，公司新工厂已经投产运营，做到了新老工厂的无缝、不停工的顺利衔接，大幅提高生产力。我们前期分析认为新冠肺炎疫情不仅在生产环节对工厂复工开工进度造成影响，并会在短期内影响酒精溶剂等原材料价格；同时在销售端由于线下门店暂停经营、线上电商渠道的物流配送缓慢等因素对总体营收形成拖累，一季报中数据均得以体现，但新工厂产能的提升对冲了因为复工暂缓带来的产量下滑，公司总体产量出现逆势提升。综上我们预测公司 2020/2021/2022 年对应实现营收 76.34/88.50/98.17 亿元，净利润 5.45/6.76/8.05 亿元；对应 PS2.44/2.11/1.90 倍，对应 PE34/28/23 倍，维持“谨慎推荐评级”。

4. 风险提示

日化行业发展不及预期的风险；市场竞争加剧、行业集中度降低的风险；品牌渠道推广不及预期的风险。

附：1.盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(单位:百万元)	7137.95	7596.95	7633.68	8850.55	9816.79
增长率(%)	10.01%	6.43%	0.48%	15.94%	10.92%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	540.38	557.09	544.74	675.79	805.13
增长率(%)	38.63%	3.09%	-2.22%	24.06%	19.14%
EPS(元/股)	0.805	0.830	0.812	1.007	1.199
销售毛利率	62.79%	61.88%	61.89%	62.44%	62.67%
净资产收益率(ROE)	9.30%	8.86%	8.17%	9.46%	10.45%
市盈率(P/E)	34	33	34	28	23
市净率(P/B)	3.15	3.30	2.80	2.61	2.42
市销率(P/S)	2.29	2.79	2.44	2.11	1.90

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2020年4月22日收盘价）

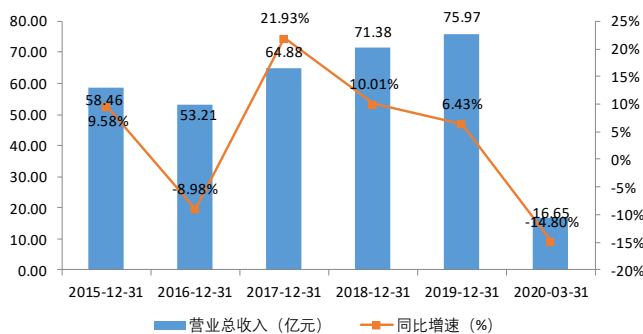
表 2：可比公司最新估值情况

境内可比公司							
	青岛金王	拉芳家化	御家汇	珀莱雅	丸美股份	均值	中位数
PE	121	59	117	66	55	84	66
PB	0.88	1.67	2.51	12.84	11.08	5.80	2.51
PS	0.51	3.01	1.27	8.34	17.08	6.04	3.01
境外可比公司							
	雅诗兰黛	欧莱雅	宝洁公司	联合利华	资生堂	均值	中位数
PE	31	38	63	10	37	36	37
PB	12.66	4.85	6.62	4.17	5.46	6.75	5.46
PS	3.65	5.45	4.20	1.15	2.40	3.37	3.65

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

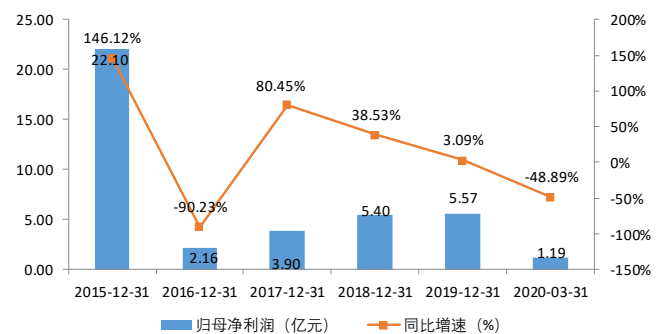
2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2015-2020Q1 年营业收入(亿元)及同比(%)



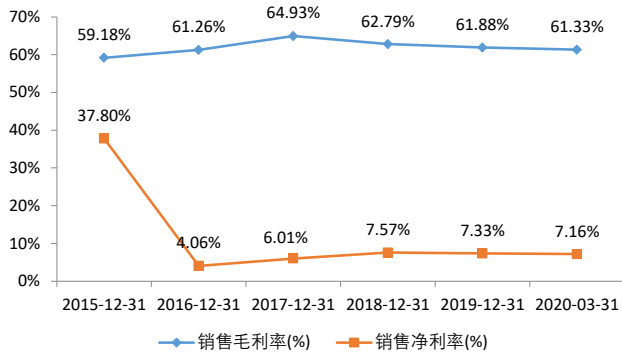
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2：2015-2020Q1 年归母净利润(亿元)及同比(%)



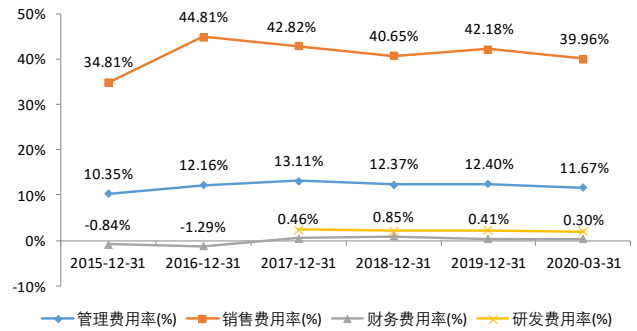
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3：2015-2020Q1 年毛利率(%)和净利率(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：2015-2020Q1 年费用率(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3：2020 年一季度主要产品的产量、销量及收入实现情况

主要产品	产量(支)	销量(支)	营业收入(元)
美容护肤	18,308,052	15,477,265	332,852,384
个人护理	132,725,213	132,907,393	1,267,893,950
家居护理	8,713,495	6,492,685	62,978,498

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 4：2020 年一季度主要产品价格变动情况

主要产品	2019 年 1-3 月平均售价 (元/支)	2020 年 1-3 月平均售价 (元/支)	变动比率%
美容护肤	24.28	21.51	-11.41
个人护理	9.76	9.54	-2.28
家居护理	9.88	9.7	-1.86

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 5：上海家化 2020 年一季度重大事项进展

事件类型	内容
关于 2020 年度投资理财计划的公告	董事会批准公司拟进行总额不超过 25 亿元人民币的投资理财项目，即任一时间点投资本金余额不超过 25 亿，其中资金主要用于购买本金较安全的稳健型理财产品。
关联交易	2020 年 2 月 18 日，公司七届七次董事会审议通过了《关于公司 2020 年度与上海易初莲花连锁超市有限公司等企业日常关联交易的议案》，预计 2020 年度公司与上海易初莲花连锁超市有限公司等企业日常关联交易金额占本公司最近一期经审计净资产绝对值低于 5%，不需要提交股东大会审议。 2020 年 2 月 18 日，公司七届七次董事会审议通过了《关于公司 2020 年度与上海高砂香料有限公司日常关联交易的议案》，预计 2020 年度与上海高砂香料有限公司日常关联交易金额占本公司最近一期经审计净资产绝对值低于 5%，不需要提交股东大会审议。 2020 年 2 月 18 日，本公司七届七次董事会审议通过了《关于公司 2020 年度与中国平安保险(集团)股份有限公司及其附属企业日常关联交易的议案》，预计 2020 年度公司与中国平安保险(集团)股份有限公司(以下简称“平安集团”)及其附属企业日常关联交易金额占本公司最近一期经审计净资产绝对值高于 5%，需要提交股东大会审议。

为子公司提供担保	公司拟为 Success Bidco 2 Limited、Mayborn UK Limited、Gro-Group International Limited 提供担保，担保金额总计为 1.4962 亿英镑及利息和其他合理费用。
关于《2019 年年度利润分配方案公告》的更正公告	公司于 2020 年 2 月 21 日发布公告，更正于 2020 年 2 月 20 日在上海证券交易所网站及公司指定信息披露媒体上披露的《上海家化联合股份有限公司 2019 年年度利润分配方案公告》其中“一、利润分配方案内容”的部分内容。更正前内容：1.上市公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.25 元（含税）。更正后内容：1.上市公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税）。
董事长辞职暨推选代理董事长	公司于 2020 年 4 月 22 日下午收到公司董事长张东方女士的辞职报告。张东方女士申请辞去公司董事职务，同时申请自 2020 年 5 月 5 日起辞去公司首席执行官、总经理以及下属控股企业、参股企业的相关职务，辞任后将担任公司首席顾问。经 2020 年 4 月 22 日下午公司七届九次董事会审议通过，经公司董事共同推举，在新任董事长选举产生前，推选公司董事孟森先生担任公司代理董事长代为履行董事长职责，直至选举产生新任董事长为止
会计准则变更	新收入准则自 2020 年 1 月 1 日起施行，公司将根据首次执行该准则的累积影响数调整期初留存收益及财务报表其他相关项目金额，对可比期间信息不予调整。具体调整项目为：本公司将预期因销售退回而退还的金额从其他应付款计入其他流动负债；将与销售商品、提供劳务相关的预收款项重分类至合同负债；将递延收益中顾客未使用的会员积分重分类至合同负债。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4.公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 6:上海家化 2018-2019 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪(战略规划)

	2018 年对于 2019 年的规划	2019 年对于 2020 年的规划
发展战略	<p>公司中期发展目标为盈利能力达到行业平均水平，长期发展目标为盈利能力达到行业平均水平之上。未来，公司将打造制造、科技、服务三大生态群，充分利用产能并打造智慧型工厂、引进 AI/AR/VR 等技术加强与消费者及客户的互动、打造生产、研发、销售、品牌、资本五大平台提供全方位服务。自有品牌未来的发展目标为：培养 30 亿、20 亿、10 亿销售的品牌。未来，公司将依托四个发展路径实现战略目标，具体战略路径为：</p> <p>1、品牌拓展：持续发展十多个自有品牌，力争推进十多个合作品牌；</p> <p>2、品类挖掘：充分挖掘细分品类机会如护发、彩妆、口腔、家居、护肤，占领消费者心智，成为品类领导者；</p> <p>3、精准营销：打造家化消费者数据平台，深度挖掘消费者需求，精准营销；</p> <p>4、渠道创新：深耕精作八大渠道，协同发展。</p>	<p>公司中期发展目标为盈利能力达到行业平均水平，长期发展目标为盈利能力达到行业平均水平之上。未来，公司将聚焦三方面：</p> <p>1、提升核心四力，包括组织力、渠道力、品牌力、产品力来驱动内生性增长，未来逐步打造 30 亿、20 亿、10 亿销售的品牌梯队；</p> <p>2、优化赛道选择、把握行业新机会来加速外延式成长；</p> <p>3、启动数字化运营，继续加强 CRM 和 DMP 建设。</p>
经营计划	<p>基于 2018 年公司经营情况，结合 2019 年度宏观经济状况、居民消费增速、日化行业发展状况、市场竞争格局等因素对公司影响的分析判断，2019 年公</p>	<p>根据 2019 年公司经营情况，结合居民消费增速、日化行业发展状况、市场竞争格局等因素对公司的影响，同时考虑财政部发布的《关于修订印发<企业</p>

司管理层力争营业收入同比实现两位数的增长。**（未实现，全年增速为 6.43%）**该计划基于公司各品牌的增长策略，公司将继续遵循研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障的经营方针。以品牌为核心发展要素，提升研发技术，提高研发效率，打造明星单品。强化品牌建设，进一步提升品牌资产，从而驱动渠道布局，八大渠道一齐发力。未来，公司将一如既往地为广大消费者提供优质的产品，秉承对消费者、客户和股东诚信的理念，发扬务实的精神，实现共赢的目标。

会计准则第 14 号—收入>的通知》（财会〔2017〕22 号）对收入准则调整后涉及部分费用冲减营业收入的因素，另因面临**新型冠状病毒疫情**等情况，暂基于对 2020 年基本宏观经济形势的分析判断，2020 年公司管理层**力争营业收入相比 2019 年实现增长**。本预算报告基于各品牌、各渠道的增长策略，公司将继续遵循研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障的经营方针。以品牌为核心发展要素，**持续高端化、年轻化、细分化来应对新消费的挑战**，每年持续打造**过亿明星单品**，强化品牌建设的同时，进一步提升品牌资产，从而驱动渠道布局，八大渠道一齐发力。此外，**着眼于抓住电商的新机遇，适时适当跟进新的营销模式**。未来，公司将一如既往地为广大消费者提供优质的产品，秉承对消费者、客户和股东诚信的理念，发扬务实的精神，实现共赢的目标。

风险提示

- 1、中国社会消费品零售总额低增速增长；
- 2、品牌竞争愈发激烈，本土外资品牌招数频出；
- 3、渠道结构变革带来的风险与挑战；
- 4、人才流失的风险。

- 1、**打造明星单品进展未达预期**；
- 2、渠道转型的风险，线下增速放缓、线上流量及营销方式迭代过快；
- 3、高端外资品牌及本土新锐品牌持续加大投入带来的竞争加剧；
- 4、**新冠肺炎疫情对经营产生不确定性影响**。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：其中删除线内容为相较针对 2019 年的业务规划，针对 2020 年不再提及的内容；加粗内容为针对 2020 年的新补充部分。

5.公司前十大股东情况跟踪

表 7：上海家化前十大股东情况（更新自 2020 年一季度）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量变动 (万股)	占总股本 比例 (%)	持股比例 变动 (%)	股本性质
1	上海家化(集团)有限公司	不变	31,713.25	-	47.25%	-	境内非国有法人
2	上海久事(集团)有限公司	减少	3,099.89	12.80	4.62%	4.57%	国有法人
3	上海重阳战略投资有限公司-重阳战略聚智基金	不变	1,897.12	-	2.83%	-	其他
4	中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	不变	1,756.79	-	2.62%	-	境内非国有法人
5	香港中央结算有限公司	增加	1,574.03	121.06	2.34%	0.18%	境外法人
6	国泰君安证券资管-光大银行-国泰君安君得明混合型集合资产管理计划	减少	1,139.99	-339.93	1.70%	-0.50%	其他
7	上海重阳战略投资有限公司-重阳战略同智基金	不变	1,060.01	-	1.58%	-	其他
8	上海太富祥尔股权投资基	不变	1,022.66	-	1.52%	-	境内非国

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

	金合伙企业(有限合伙)						有法人
	国泰君安证券资管-建设银行-国泰君安君得鑫两年持有期混合型集合资产管理计划	新增	1,020.00	1,020.00	1.52%	1.52%	其他
9							
10	上海惠盛实业有限公司	新增	541.66	54165.77%	0.81%	0.81%	境内非 有法人
合			44,825.40		66.79%		
计							

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。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，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn