

上半年规模与业绩增长符合预期，维持推荐

家家悦 (603708.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件摘要

2019年上半年公司实现营业收入72.65亿元,同比增长16.68%;实现归属于上市公司股东的净利润2.26亿元,同比增长16.85%;实现归属扣非净利润2.14亿元,较上年同期增长15.75%。经营现金流量净额2.61亿元,较上年同期增长8.52%。

2. 我们的分析与判断

(一) 生鲜和食品洗化贡献稳定,胶东大本营经营优势显著

2019年上半年公司主营业务收入67.83亿元,较上年同期增厚9.60亿元,同比增长16.49%。分行业来看,商业部分实现营收67.56亿元,较去年同期增长9.57亿元(YOY 16.50%),贡献了营收增量的99.62%;其中可比门店(总计640家)实现营收56.29亿元,可比口径同比上涨4.42%,贡献近3.86亿元营收增量,占商业营收增量的40.34%,按业态划分大卖场/综合超市/便利店/百货/专业店同店营收分别为24.81/29.48/0.08/0.73/1.20亿元,较去年同期分别增加2.28/1.49/0.02/-0.02/0.09亿元, YOY 4.74%/4.27%/-3.90%/-2.37%/6.26%,其中大卖场和综合超市分别贡献了可比店营收增量的59.07%/38.60%;剩余约5.71亿元的商业营收增量为新增门店提供;工业及其他行业实现营收0.27亿元, YOY 15.51%由负转正,贡献营收增量约0.04亿元。

分产品来看,生鲜/食品化洗/百货类产品分别实现营业收入30.32/31.44/5.80亿元,对应实现YOY 17.70%/14.25%/23.07%,分别贡献营收增量4.56/3.92/1.09亿元,各品类均稳步增长,其中生鲜和食品化洗占商业主营业务收入的91.42%,贡献了商业营收增量的88.64%,占比较为稳定。

分地区来看,胶东地区/其他地区实现营收分别为57.70/9.86亿元,对应实现YOY 12.29%/49.23%,对应贡献营收增量6.32/3.25亿元;其他地区营业收入增幅高于公司平均水平,但胶东地区依旧占据主营商业部分的主要份额,贡献占比高达85.40%,同时对应其中66.00%的营收增量,大本营优势依旧显著。

公司2019年上半年归属扣非净利较上年同期增厚0.29亿元,主要系商品结构优化,毛利率稳步提升所致。报告期内公司实现总营业收入、净利的稳定双位数增长。

分析师

李昂

☎: (8610) 83574538

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

特此鸣谢:

甄唯莹

☎: (8610) 83574089

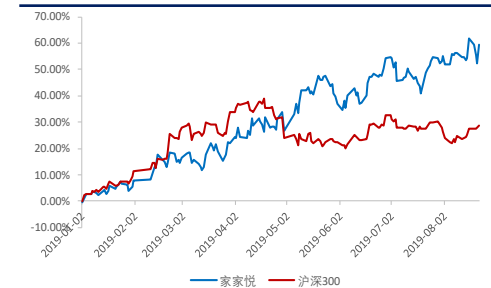
✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

☎: (8610) 86359172

✉: zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

行业数据时间 2019.08.23



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】公司一季报点评_零售行业_家家悦(603708.SH)_一季度业绩略超预期,维持推荐_20190426

【中国银河研究院_李昂团队】公司年报点评_零售行业_家家悦(603708.SH)_一八年业绩符合预期,维持推荐_20190421

【银河零售_李昂】三季度家家悦(603708.SH)2018 三季报跟踪点评_前三季度业绩符合预期,维持推荐 2018.10.30

【银河零售_李昂】家家悦(603708.SH)2018 半年报跟踪点评_半年度表现符合预期,下半年继续看好展店加速和存量优化共振 2018.08.15

（二）综合毛利率上升 0.08pct，期间费用率上升 0.02pct

公司 2019 年上半年综合毛利率为 21.55%，相比于去年同期上升 0.08 个百分点。从行业角度看，商业/工业及其他本期分别实现毛利率 17.29%/16.98%，较去年同期分别变动 0.07/4.15 个百分点。从产品角度来看，生鲜/食品化洗/百货类产品分别实现毛利率 15.47%/18.36%/21.03%，生鲜商品毛利率水平保持稳定，剩余两个品类较去年同期分别变动 0.19/-0.20 个百分点。分地区来看，胶东地区/其他地区分别实现毛利率 17.29%/17.31%，胶东地区同样保持稳定，其他地区上浮 0.61 个百分点。毛利率小幅上升主要系食品化洗产品毛利的提高。

公司 2019 年上半年期间综合费用率为 17.26%，同比增加 0.02 个百分点，销售/管理/财务费用率分别为 15.25%/2.09%/-0.08%，较去年同期分别变动-0.12/-0.16/0.30 个百分点，其中财务费用增加主要受存款收益减少 0.11 亿元及手续费增加 0.03 亿元所致。

（三）继续加快网络布局，推进业态分级和升级

2019 年上半年，公司继续加强线下网络的拓展，新增门店 40 家，包括合并日河北家家悦纳入合并报表的已开业门店 11 家，新增门店中大卖场 18 家、综合超市 19 家、其他业态 3 家，截至 2019Q2，公司各业态连锁门店数量达 758 家，其中大卖场 123 家、综合超市 551 家、百货店 13 家、便利店 13 家、宝宝悦等专业店 58 家，进一步完善了区域密集网络布局，发挥多业态互补优势。同时，公司对业态进行了分级和升级，优化了门店商品的构成，实现精准定位；此外公司开始启动 SAP 系统项目和线上线下一体化融合项目，有效提升了企业的数字化能力和顾客的消费体验，为顾客提供更加高效便捷的服务。

（四）物流与生鲜加工项目完工在即，供应链能力持续提升

公司坚持“生鲜商品基地直供、杂货商品厂家直采”的采购模式，在积极拓展全球直采、基地采购的同时，持续增强企业的供应链能力，加快优化物流体系和生鲜加工基地的建设布局。报告期内公司完成了青岛维客物流中心的升级改造，张家口综合产业园项目一期工程和济南莱芜生鲜加工中心项目也即将完工，未来随着烟台临港综合物流园项目，常温物流分拨中心、办公楼主体工程 and 生鲜加工中心主体工程的完工，公司将增强支撑连锁业务拓展的立体式物流网络，供应链能力和物流标准化能力将显著提升，凸显一体化物流、供应链建设和生鲜经营的优势，增强公司的影响力和核心竞争力。

3. 投资建议

我们认为公司在继续在扩大线下实体规模的同时继续深度优化存量，既形成区域密集布局、多业态联动的优势，同时加快新区域的拓展，扩大全省覆盖范围，积极打造面向全国发展的平台，建设中央与区域互补、常温与生鲜结合，智能联动的立体化物流体系，形成“最后一公里”的竞争优势，我们结合公司在 18 年年报中提出的 2019 年展店计划（2019 年计划新开门店 100 家，现已完成 40%）、启动实施 SAP 系统项目的上线打造线上线下一体化的全渠道模式，以及公司整体供应链平台体系（烟台综合物流工业园、莱芜生鲜加工中心，维客青岛物流中心）加速成型，张家口综合产业园项目完工在即，我们预测公司 2019/2020/2021 实现营收 147.12/167.59/187.07 亿元，净利润 4.45/5.34/6.45 亿元，对应 PE 33/27/23 倍，对应 PS 1.00/0.88/0.79 倍，给予“推荐评级”。

4. 风险提示

业态升级不达预期的风险，市场竞争加剧的风险，新区域拓展及新项目投入的风险。

附：1.盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(单位:百万元) | 11330.38 | 12730.71 | 14712.29 | 16759.53 | 18707.59 |
| 增长率(%) | 5.14% | 12.36% | 15.57% | 13.92% | 11.62% |
| 归属母公司股东净利润(单位:百万元) | 310.74 | 429.92 | 445.59 | 534.29 | 645.11 |
| 增长率(%) | 23.68% | 38.35% | 3.65% | 19.91% | 20.74% |
| EPS(元/股) | 0.66 | 0.920 | 0.732 | 0.878 | 1.060 |
| 销售毛利率 | 21.58% | 21.77% | 21.85% | 21.98% | 22.27% |
| 净资产收益率(ROE) | 13.07% | 16.63% | 14.92% | 16.70% | 18.66% |
| 市盈率(P/E) | 36.59 | 26.25 | 32.97 | 27.50 | 22.78 |
| 市净率(P/B) | 5.92 | 5.23 | 4.92 | 4.59 | 4.25 |
| 市销率(P/S) | 1.30 | 1.15 | 1.00 | 0.88 | 0.79 |

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2019年8月23日收盘价）

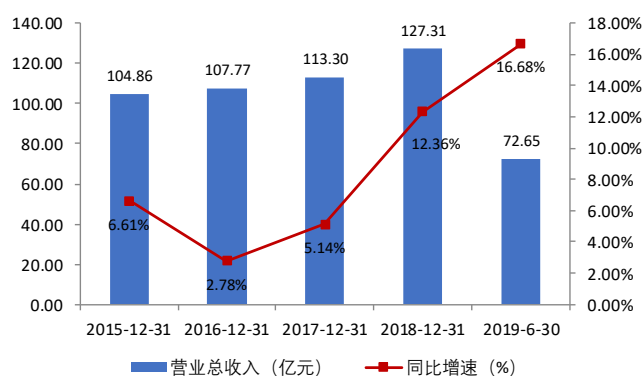
表 2：可比公司最新估值情况

| | 境内可比公司 | | | | | | 均值 | 中位数 |
|----|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-----|
| | 永辉超市 | 百联股份 | 步步高 | 红旗连锁 | 中百集团 | | | |
| PE | 57.33 | 20.91 | 51.17 | 25.32 | 11.46 | 33.24 | 25.32 | |
| PB | 4.02 | 1.03 | 1.08 | 3.17 | 1.45 | 2.15 | 1.45 | |
| PS | 1.22 | 0.38 | 0.44 | 1.21 | 0.32 | 0.71 | 0.44 | |
| | 境外可比公司 | | | | 均值 | 中位数 | | |
| | 沃尔玛 | 好市多 | 家乐福 | 克罗格 | | | | |
| PE | 37.61 | 31.50 | -22.04 | 6.16 | 13.31 | 18.83 | | |
| PB | 4.62 | 7.84 | 1.16 | 2.40 | 4.01 | 3.51 | | |
| PS | 0.61 | 0.74 | 0.14 | 0.16 | 0.41 | 0.39 | | |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

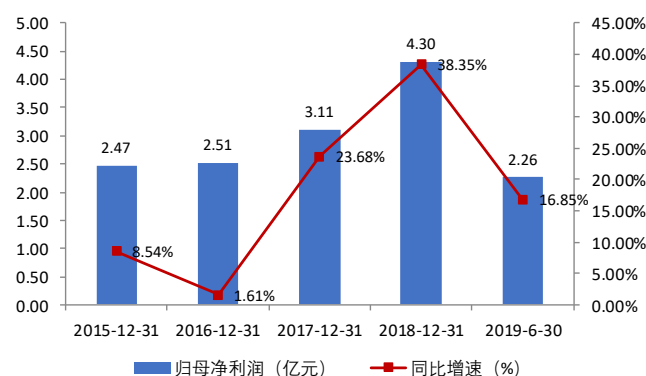
2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2015-2019Q2 营业收入(亿元)及同比增长率



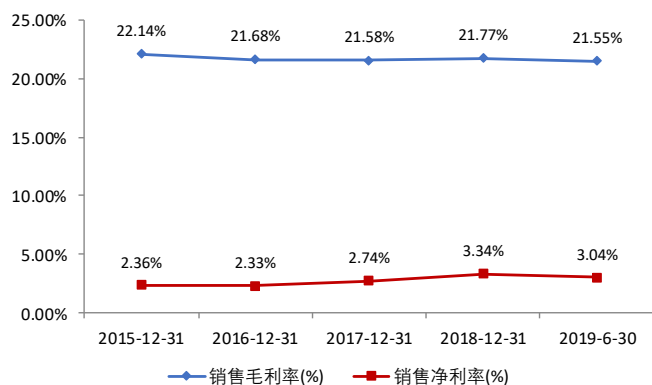
资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 2：2015-2019Q2 归母净利润(亿元)及同比增长率



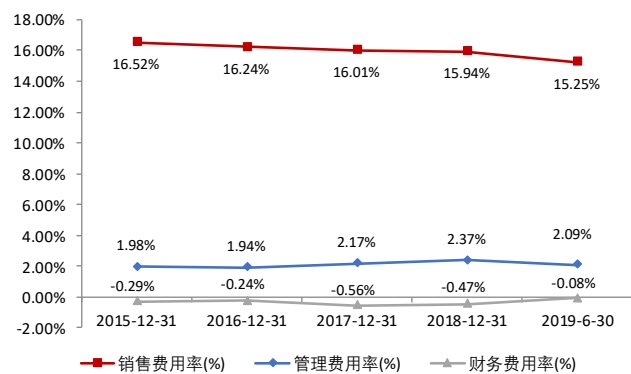
资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 3：2015-2019Q2 毛利率和净利率变动情况



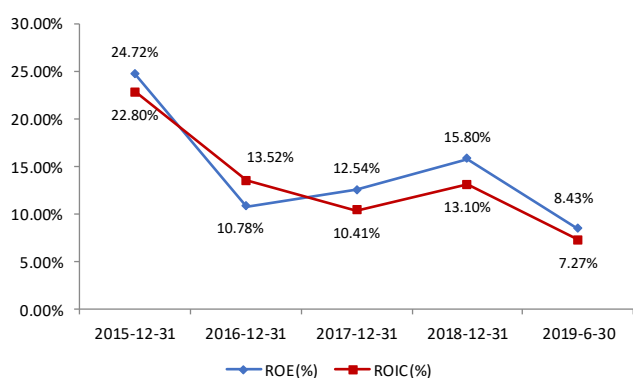
资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 4：2015-2019Q2 期间费用率变动情况



资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 5：2015-2019Q2 ROE 及 ROIC 变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 3：2019 年二季度自有物业、租赁物业的门店分布

| 地区 | 经营业态 | 自有物业门店 | | 租赁物业门店 | |
|-------|-----------|-----------|--------------|------------|---------------|
| | | 门店数量 | 建筑面积 (万平方米) | 门店数量 | 建筑面积 (万平方米) |
| 胶东地区 | 大卖场 | 18 | 12.97 | 79 | 55.41 |
| 胶东地区 | 综合超市 | 26 | 5.27 | 443 | 55.01 |
| 胶东地区 | 百货店 | 4 | 3.68 | 10 | 23.25 |
| 胶东地区 | 便利店 | - | - | 7 | 0.09 |
| 胶东地区 | 宝宝悦等专卖店 | 10 | 1.27 | 43 | 6.04 |
| 非胶东地区 | 大卖场 | 3 | 2.57 | 26 | 17.98 |
| 非胶东地区 | 综合超市 | 2 | 0.93 | 80 | 12.90 |
| 非胶东地区 | 便利店 | - | - | 6 | 0.06 |
| 非胶东地区 | 宝宝悦等专卖店 | 1 | 0.10 | 5 | 0.28 |
| | 合计 | 64 | 26.79 | 699 | 171.02 |

注：上表中自有物业与租赁物业的门店数量合计为 763 家，与公司报告期末的门店数量 758 家存在差异，系因其中有 5 家门店的物业同时由自有物业和租赁物业组成，这 5 家门店在自有物业、租赁物业里重复统计。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4：2019 年二季度主要产品价格变动情况

| | 2019/6/30 | | | | 2018/6/30 | | | |
|------------|---------------|---------|---------------|---------|---------------|---------|---------------|---------|
| | 营业收入 (百万元) | 占比 | 营业成本 (百万元) | 占比 | 营业收入 (百万元) | 占比 | 营业成本 (百万元) | 占比 |
| 分行业 | | | | | | | | |
| 商业 | 6756.28 | 99.60% | 5587.92 | 99.60% | 5799.43 | 99.60% | 4800.70 | 99.58% |
| 工业及其他 | 27.05 | 0.40% | 22.46 | 0.40% | 23.42 | 0.40% | 20.41 | 0.42% |
| 合计 | 6783.32 | 100.00% | 5610.37 | 100.00% | 5822.85 | 100.00% | 4821.12 | 100.00% |
| 分产品 | | | | | | | | |
| 生鲜 | 3032.34 | 44.88% | 2563.24 | 45.87% | 2576.23 | 44.42% | 2177.60 | 45.36% |
| 食品化洗 | 3144.23 | 46.54% | 2566.88 | 45.94% | 2752.17 | 47.46% | 2252.06 | 46.91% |
| 百货 | 579.70 | 8.58% | 457.79 | 8.19% | 471.03 | 8.12% | 371.05 | 7.73% |
| 合计 | 6756.28 | 100.00% | 5587.92 | 100.00% | 5799.43 | 100.00% | 4800.70 | 100.00% |
| 分地区 | | | | | | | | |
| 胶东地区 | 5770.12 | 85.40% | 4772.51 | 85.41% | 5138.61 | 88.61% | 4250.29 | 88.53% |
| 山东其他地区 | 986.15 | 14.60% | 815.41 | 14.59% | 660.82 | 11.39% | 550.41 | 11.47% |
| 合计 | 6756.28 | 100.00% | 5587.92 | 100.00% | 5799.43 | 100.00% | 4800.70 | 100.00% |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 5 家家悦主营项目毛利率

| (单位：%) | 2019/6/30 | 2018/6/30 | (单位：%) | 2019/6/30 | 2018/6/30 |
|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|
| 分行业 | | | 分产品 | | |
| 商业 | 17.29% | 17.22% | 生鲜 | 15.47% | 15.47% |
| 工业及其他 | 16.98% | 12.83% | 食品化洗 | 18.36% | 18.17% |
| 分地区 | | | 百货 | 21.03% | 21.23% |
| 胶东地区 | 17.29% | 17.29% | | | |
| 山东其他地区 | 17.31% | 16.71% | | | |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 6：家家悦 2019 年上半年重大事项进展

| 事件类型 | 内容 |
|----------|--|
| 预发行可转换债券 | 2019 年 6 月 22 日，公司发布“公开发行 A 股可转换公司债券预案（修订稿）”公告：本次发行可转换公司债券拟募集资金总额不超过 8.50 亿元（含发行费用），募集资金扣除发行费用后，将用于连锁超市改造项目、威海物流改扩建项目、烟台临港综合物流园项目与补充流动资金。本次发行的可转换公司债券按面值发行，每张面值为人民币 100 元，期限为自发行之日起 6 年。 |
| 关联交易 | 2019 年 6 月 19 日，公司发布“关于变更新零售创新基金普通合伙人暨关联交易的补充公告”，同意将新零售创新基金普通合伙人由广州珺诚投资管理有限公司更换为上海弘章投资管理有限公司（以下简称“上海弘章”）。根据《上海证券交易所股票上市规则》的规定，上海弘章的执行董事翁怡 |

利润分配及转增股本

诺先生为公司董事，上海弘章为公司的关联方，故此次交易构成关联交易。2019年6月6日，公司发布2018年年度权益分派实施公告：本次利润分配及转增股本以方案实施前的公司总股本4.68亿股为基数，每股派发现金红利0.56元（含税），以资本公积金向全体股东每股转增0.30股，共计派发现金红利约2.62亿元，转增1.40亿股，本次分配后总股本为6.08亿股。实施送转股方案后，按新股本总额6.08亿股摊薄计算的2018年度每股收益为0.71元。

公司选举

2019年5月17日，公司发布关于选举董事长、董事会专门委员会委员及聘任高级管理人员的公告：选举王培桓先生为公司第三届董事会董事长，选举独立董事陈国欣等为公司第三届董事会专门委员会委员，聘任王培桓先生为公司总经理，聘任傅元惠女士等为公司其他高级管理人员。2019年5月17日，公司发布公告：选举张爱国先生为公司第三届监事会主席。

募集资金使用情况

2019年4月19日，公司发布华普天健会计师事务所(特殊普通合伙)关于家家悦集团股份有限公司募集资金年度存放和使用的鉴证报告：公司于2016年12月向社会公开发行人民币普通股(A股)0.90亿股，每股发行价为13.64元，应募集资金总额为人民币12.28亿元，根据有关规定扣除发行费用0.83亿元后，实际募集资金金额为11.44亿元。该募集资金已于2016年12月到位，累计已使用募集资金7.39亿元，募集资金专户利息收入0.49亿元，募集资金专户手续费为0.61万元，募集资金专户2018年12月31日余额合计为4.54亿元。

项目投资

2019年4月19日，公司发布关于投资家家悦张家口综合产业园项目的公告：公司控股孙公司张家口万全区福祥物流配送有限公司拟投资家家悦张家口综合产业园项目，项目估算总投资合计5.70亿元。项目用地面积13.21万平方米，项目总建筑面积约11.00万平方米，包含仓储设施、生鲜加工中心、中央厨房、配套设备设施及流动资金等。

变更保荐机构

2019年4月2日，公司发布关于变更保荐机构后重新签订募集资金专户存储监管协议的公告：公司聘请东兴证券股份有限公司承接公司首次公开发行人民币普通股(A股)股票剩余募集资金使用的持续督导工作，原保荐机构中国银河证券股份有限公司未完成的募集资金使用持续督导职责将由东兴证券承接完成。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4.公司前十大股东情况跟踪

表7：家家悦前十大股东情况（更新自2019年半年报）

| 排名 | 股东名称 | 方向 | 期末持股数量 (万股) | 报告期内持股数 量变动(万股) | 占总股本 比例(%) | 持股比例 变动(%) | 股本性质 |
|----|-----------------------|----|----------------|--------------------|---------------|---------------|----------|
| 1 | 家家悦控股集团股份有限 公司 | 不变 | 35,676.87 | 8,233.12 | 58.64% | | 限售流通 A 股 |
| 2 | 威海信悦投资管理有限公 司 | 不变 | 4,756.92 | 1,097.75 | 7.82% | | 限售流通 A 股 |
| 3 | 普信投资公司—客户资金 | 新进 | 1,628.45 | 1,628.45 | 2.68% | 2.68% | A 股流通股 |
| 4 | 上海鸿之铭创业投资中心 (有限合伙) | 减少 | 1,420.07 | -12.58 | 2.33% | -0.73% | A 股流通股 |
| 5 | 基本养老保险基金—零零 三组合 | 增加 | 959.05 | 575.61 | 1.58% | 0.76% | A 股流通股 |

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

| | | | | | | | |
|----|--|----|-----------|---------|--------|--------|-------|
| 6 | 全国社保基金四零六组合 | 新进 | 953.02 | 953.02 | 1.57% | 1.57% | A股流通股 |
| 7 | 全国社保基金五零二组合 | 不变 | 839.59 | 193.75 | 1.38% | | A股流通股 |
| 8 | 中国工商银行股份有 限公 司—景顺长城沪港深精选 股票型证券投资基金 | 减少 | 646.08 | 54.71 | 1.06% | -0.20% | A股流通股 |
| 9 | 中国农业银行股份有限公 司—景顺长城能源基建混 合型证券投资基金 | 减少 | 607.43 | -29.03 | 1.00% | -0.36% | A股流通股 |
| 10 | 中国农业银行股份有限公 司—长信内需成长混合型 证券投资基金 | 减少 | 401.37 | -176.52 | 0.66% | -0.58% | A股流通股 |
| 合计 | | | 47,888.84 | | 78.71% | | |

注：公司以2018年末总股本468,000,000股为基数，向全体股东每股派发现金红利0.56元（含税），以资本公积金向全体股东每股转增0.30股。2019年6月14日方案实施完成后，公司总股本由468,000,000股变为608,400,000股。

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）向其机构或个人客户（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。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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