

前三季度规模与业绩符合预期，维持推荐

永辉超市 (601933.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件摘要

2019年前三季度公司实现营业总收入635.43亿元，同比增加20.59%；实现归属净利润15.38亿元，同比增长51.14%；归属扣非净利润12.69亿元，同比增长45.81%；经营活动的现金流量净额为22.83亿元，较去年同期减少4.55%。

2. 我们的分析与判断

(一) 受益于展店提速，新增门店拉动规模与业绩持续增长

2019年前三季度公司实现营业总收入635.43亿元，较去年同期增加108.51亿元，同比增长20.59%。其中，公司前三季度零售业务实现营收588.21亿元，较去年同期增加96.84亿元，同比增长19.71%，对年初至今公司总营收的贡献达到89.25%。按季度拆分，公司前三季度零售业务分别实现营收206.54/174.72/206.95亿元，较去年同期增加31.19/30.25/35.40亿元，实现同比增长17.79%/20.95%/20.64%，其中三季度单季度贡献年初至今营收增量的36.56%，略高于前两季度单季度贡献值。结合前三季度新开门店情况来看，公司2019Q1/Q2/Q3分别新开云超21/25（不含38家百佳永辉门店）/34家，与去年同期新开云超门店19/26/25家对比可以看出，今年三季度新开门店数量显著高于去年。服务板块业务前三季度实现营收47.22亿元，较去年同期增加11.68亿元，同比增长32.84%，占前三季度总营收的7.43%，较去年同期6.75%的营收占比略微提升0.68个百分点，对公司前三季度营收增量贡献10.75%。综合来看，公司前三季度营收规模保持良好增长的核心驱动力是来自于零售板块中连锁超市业态，具体来看主要是来自于第三季度新开门店较去年出现大幅提升所致。

按战区拆分，公司第一至第十战区前三季度分别实现营收99.24/68.57/90.17/110.06/67.96/23.32/44.48/45.30/19.75/19.36亿元，较去年同期增加5.84/6.63/17.32/12.07/15.42/11.59/7.35/9.18/4.98/6.45亿元，实现同比增长6.25%/10.71%/23.78%/12.32%/29.36%/98.75%/19.80%/25.40%/33.68%/50.03%。由此可见，前三季度贡献公司零售业务营收增量前三的分别是第三战区（浙江、江苏、上海）/第五战区（四川）/第四战区（重庆、湖北、湖南），三者分别贡献17.89%/15.93%/12.47%的营收增量，合计贡献46.29%的营收增量。

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 2019.10.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

近期研究

【中国银河研究院_李昂团队】永辉超市(601933.SH)_半年报点评_2019上半年经营符合预期，维持推荐 2019.08.28

【中国银河研究院_李昂团队】永辉超市(601933.SH)_2018年报暨2019一季报点评_2019Q1业绩表现超预期，维持推荐 2019.04.29

【中国银河研究院_李昂团队】永辉超市(601933.SH)2018三季报点评_前三季度规模增长符合预期，维持推荐 2018.10.31

【中国银河研究院_李昂团队】永辉超市(601933.SH)2018半年报点评_半年度表现符合预期，下半年继续看好门店扩张和业态创新共同推进 2018.08.20

从营收占比上来看,公司第一至第十战区营收占比分别为 16.87%/11.66%/15.33%/18.71%/11.55%/3.96%/7.56%/7.70%/3.36%/3.29%,较去年同期变动-2.14%/-0.95%/0.50%/-1.23%/0.86%/1.58%/0.01%/0.35%/0.35%/0.67%。由此可见,营收同比增长最快的第六战区(广东)、第十战区(陕西、宁夏)以及第五战区(四川)在全国各战区营收占比中也出现显著提升,营收占比分别较去年增加 1.58%/0.86%/0.67%,但上述三地的对前三季度的营收增量贡献合计约为 34.56%,对应的营收占比合计约为 18.81%,难以拉动整个零售板块的营收高速增长。其中,第六战区(广东战区)营收增长明显的原因主要是由于百佳永辉门店营收并表所致。

2019 年前三季度公司实现归母净利润 15.38 亿元,较去年同期增加 5.20 亿元,同比增长 51.14%;前三季度实现扣非归母净利润 12.69 亿元,同比增加 3.99 亿元,同比增长 45.81%。前三季度非经常性损益共计 2.70 亿元,其中非流动资产处置收益、计入当期损益的政府补助以及所得税影响额分别为 9695.91/7097.49/6699.38 万元,合计贡献前三季度非经常性损益 87.15%。按季度划分,公司 2019 年前三季度分别实现归母净利润 11.24/2.46/1.69 亿元,较去年同期分别增加 3.76/0.60/0.85 亿元,同比增长 50.28%/32.25%/100.30%,前三季度中第一季度贡献归母净利润增量的 72.31%。除了新开门店以及同店等经营相关因素对归母净利润的影响外,其他影响归母净利润的因素主要包括:1)公司前三季度确认剥离彩食鲜获得 1.26 亿元投资收益。2)公司确认股权激励费用 2.03 亿元;3)公司对于包括云创、彩食鲜、上蔬永辉在内的联营企业的确认投资亏损 2.45 亿元,与前两季度亏损 0.72/0.78 亿元的水平而言,第三季度单季度亏损额略有扩大至 0.96 亿元。综合来看,前三季度受益于新开门店数量对规模的正向贡献以及同店营收的持续增长,呈现出单季度归母净利润加速增长的态势。

(二) 2019 年前三季度综合毛利率提升 0.05pct,期间费用率同比下降 1.34pct

公司 2019 年上半年综合毛利率为 21.88%,较去年提升 0.05 个百分点。其中,零售业务前三季度毛利率 16.24%,较去年同期减少 0.79 个百分点,基于此公司综合毛利率的提升主要是由于服务板块的毛利率提升所致。零售业务分地区来看,一区/二区/三区/四区/五区/六区/七区/八区/九区/十区的毛利率水平分别为 16.45%/15.14%/15.83%/17.05%/16.63%/17.30%/15.05%/15.34%/16.05%/18.56%,较去年同期分别变动-2.29/-0.90/-0.65/-0.81/-0.16/-1.65/0.29/-0.53/-0.40/2.90 个百分点。从绝对值角度来看,十区/六区/四区毛利率水平位列前三;从变动上来看,仅十区(陕西、宁夏)与七区(河北、河南、山西)实现同比增长,其余各区均出现不同程度的下滑。一区(福建)毛利率相较于去年同期下降 2.29 个百分点,降幅最大,主要原因可能是由于去年年底剥离毛利率相对较高的云创与彩食鲜板块,导致作为这两大板块业务中心的福建地区的毛利率受到负面影响,而六区(广东)毛利率出现大幅下滑的主要原因可能是受效益欠佳的百佳永辉并表后拉低了该地区的毛利率水平。

2019 年前三季度,公司期间综合费用率为 18.97%,较去年相比同期降低 1.34 个百分点。其中,销售/管理/财务费用率分别为 15.72%/2.88%/0.37%,分别对应上年同期变动-0.23/-1.36/0.26 个百分点。销售费用率的降低是由于前三季度新开门店费用增长不及营收规模增速所致;管理费用率的降低主要源于报告期内股权激励费用较上期同比减少所致;财务费用率的大幅增加是由于公司前三季度开店提速及对外投资增加使得短期借款较去年三季度增加 35.06 亿元,达到 70.96 亿元,使得利息费用增加,其中利息费用较去年同期增加 1.66 亿元。

(三) 门店加速扩张,数字科技协同效应提升引流效果

2019 年前三季度公司新开业超市 118 家(含原百佳广东地区门店,不含永辉 mini 店、永辉生活、超级物种)。截止三季度末,公司已开业门店合计 826 家,覆盖全国 24 个省和直辖市,实现一至六线城市的全覆盖;报告期内公司新签约商超门店 58 家。公司始终稳步推进门店增长战略,虽然新开门店带来人力、房租、水电等日常经营费用的增长,但是得益于新开门店数量持续增加与老店客流量增加,公司的营业收入也稳步上涨。我们预计公司在未来仍将积极推动线下

门店的全国扩张，加固线下渠道优势。

2019年上半年公司致力于建设全渠道运营营销平台，助力公司战略的发展。其一，推进支撑到家业务的C端应用开发，扩展全新获客渠道：完成社区团购、永辉超市小程序的开发落地与推广。新兴的社区团购以取货便利、商品廉价的优势吸引着社区消费者的参与。目前，永辉超市已在300多家门店推广社区团购，累积用户数达7万多人，有效订单数超10万笔。未来，社区团购板块增长可期。其二，促进支持到家体系的平台持续建设和优化，提升运营管理效率：报告期内，公司完善并推广了门店移动管理云POS系统与扫码购的应用，还推进供应链中台的开发落地及后台应用的落地推广，为公司经营持续做好业务服务支持。其三，全面推进数据智能创新应用：公司试用仓端销量预测应用，并完成基于会员画像的营促销应用及卫星仓智能履约的应用试点，未来这些应用将在仓储、营销、履约等多方面帮助公司节约资源，保障业务高效运营。

(四) MINI 店业态加速扩张，云金业务高速发展增厚业绩

2019年上半年公司试水创新的MINI业态，截止三季度末，公司的MINI店业态已经实现对19个省份50个城市的覆盖，共计开业510家，平均面积440平米。永辉超市MINI店是永辉超市进军新零售生鲜赛道的又一举措。MINI店立足服务社区需求，在公司高效供应链的加持与自主开发的永辉买菜APP提供的到家业务的帮助下，MINI店未来将成为公司在线上零售领域的首要突破口。

公司云金业务板块持续高速发展，截止2019年上半年累计注册客户数已达23.1万，全年累计支付146.3亿元，贷款余额27.6亿元，不良率0.59%，贷款余额同比增长79%，营业收入1.07亿元，较去年增长181%。云金板块作为公司近些年新兴的金融业务板块，一方面能够为公司增加资金募集渠道，另一方面公司业绩还能够受益于金融服务的高毛利率有所增厚。

3. 投资建议

公司新开门店数量显著提升，在扩大线下门店规模的同时不断进行业态升级，创新业态MINI店拓展良好。同时以科技赋能推进库存管理优化、销售渠道打通、营销手段丰富，科技为公司未来增长打下良好基础。除此之外，公司云金业态发展良好。我们总体看好未来规模与业绩的增长空间。2019年前三季度公司主要经营指标明显向好，结合公司回归本源、节能增效的战略目标，预计2019/2020/2021年公司可以实现营收864.91/1024.15/1207.07亿元，实现归母公司净利润21.47/31.34/38.99亿元，对应PS0.91/0.77/0.65倍，对应PE44/38/31倍，维持“推荐评级”。

4. 风险提示

线上渠道对线下实体业务造成冲击的风险；门店扩张不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

附录:

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)	58591	70517	86491	102415	120707
增长率 (%)	19.01%	20.35%	22.07%	18.41%	17.86%
归属母公司股东净利润 (单位: 百万元)	1817	1480	2147	3134	3899
增长率	46.28%	-18.52%	45.04%	46.02%	24.40%
EPS (元/股)	0.19	0.15	0.22	0.33	0.41
销售毛利率	20.84%	22.15%	22.02%	21.78%	21.90%
净资产收益率(ROE)	9.09%	7.65%	11.10%	16.20%	20.16%
市盈率(P/E)	53	52	44	38	31
市净率(P/B)	4.83	3.89	2.31	2.21	2.08
市销率(P/S)	1.74	1.11	0.91	0.77	0.65

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 10 月 29 日收盘价)

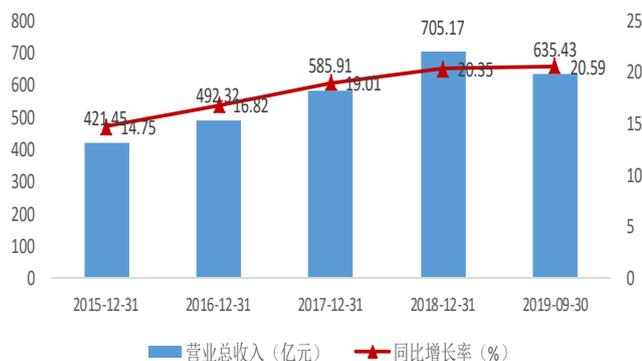
表 2: 可比公司最新估值情况

	境内可比公司					均值	中位数
	家家悦	百联股份	步步高	红旗连锁	中百集团		
PE	35	20	34	25	611	29	30
PB	5.76	0.99	0.85	3.44	1.48	2.50	1.48
PS	1.18	0.36	0.34	1.36	0.33	0.71	0.36
	境外可比公司					均值	中位数
	沃尔玛	好市多	家乐福	克罗格	莫里森		
PE	38	36	-22	10	17	16	17
PB	4.62	8.95	1.16	2.11	1.29	3.63	2.11
PS	0.61	0.87	0.14	0.15	0.32	0.42	0.32

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

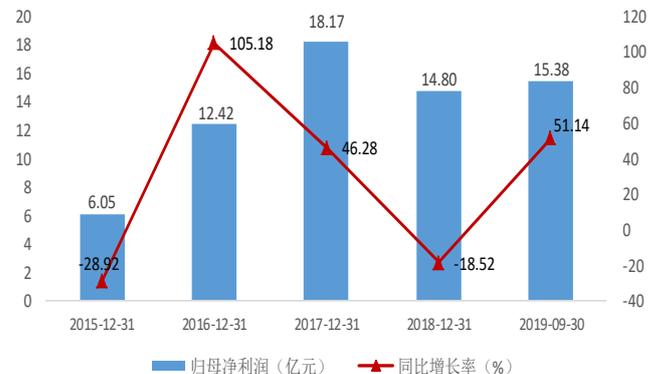
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2015-2019 年 Q3 营业收入(亿元)及同比(%)



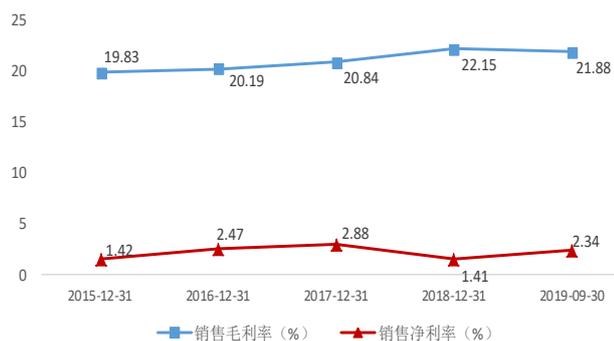
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2015-2019 年 Q3 归母净利润(亿元)及同比(%)



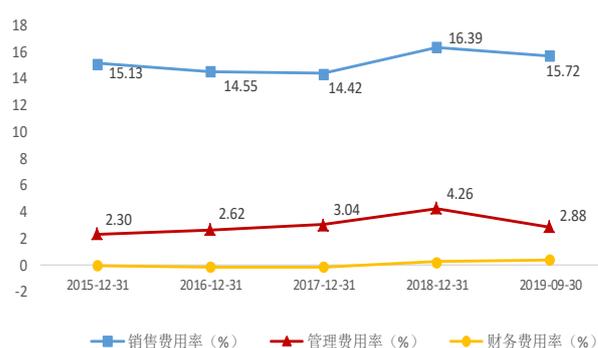
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3：2015-2019 年 Q3 毛利率(%)和净利率(%)变动情况



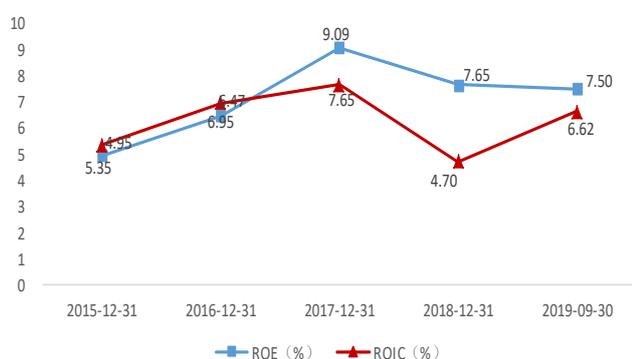
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：2015-2019 年 Q3 期间费用率(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5：2015-2019 年 Q3 ROE(%)及 ROIC(%)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：永辉超市 2019 年上半年新增门店及储备门店情况

	本期净增加开业门店 (单位: 个)	已签约未开业门店 (单位: 个)
一区 (福建)	3	23
二区 (北京、天津、黑龙江、辽宁、吉林)	2	4
三区 (上海、江苏、浙江)	5	40
四区 (重庆、湖南、湖北)	6	36
五区 (四川)	5	38
六区 (广东)	41	10
七区 (河北、河南、山西)	4	35
八区 (安徽、江西)	11	24
九区 (贵州、云南、广西)	4	25
十区 (陕西、宁夏、甘肃)	3	14
合计	84	249

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4：永辉超市 2019 年前三季度主营收入构成

分地区	2019 年前三季度	
	营业收入 (单位：亿元)	占比比重
一区(福建省)	99.24	16.87%
二区(北京、天津、黑龙江、辽宁、吉林)	68.57	11.66%
三区(浙江、江苏、上海)	90.17	15.33%
四区(重庆、湖北、湖南)	110.06	18.71%
五区(四川)	67.96	11.55%
六区(广东)	23.32	3.96%
七区(河北、河南、山西)	44.48	7.56%
八区(安徽、江西)	45.30	7.70%
九区(贵州、云南、广西)	19.75	3.36%
十区(陕西、宁夏)	19.36	3.29%
合计	588.21	100.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 5：永辉超市主营项目毛利率

分地区	2019 年前三季度
一区(福建省)	16.45%
二区(北京、天津、黑龙江、辽宁、吉林)	15.14%
三区(浙江、江苏、上海)	15.83%
四区(重庆、湖北、湖南)	17.05%
五区(四川)	16.63%
六区(广东)	17.30%
七区(河北、河南、山西)	15.05%
八区(安徽、江西)	15.34%
九区(贵州、云南、广西)	16.05%
十区(陕西、宁夏)	18.56%
合计	16.24%

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：永辉超市 2019 年第三季度重大事项进展

事件类型	内容
要约收购	<p>2019 年 3 月 29 日，公司发布《永辉超市股份有限公司重大事项提示性公告》。内容为公司于 2019 年 3 月 28 日向中百控股集团股份有限公司发出书面通知，告知：公司拟通过要约收购的方式将其直接和间接合计持有的中百集团的股份比例从目前 29.86% 提高至最多不超过 40%，预计收购股份数不超过 69.06 百万股，要约价格为 8.10 元/股。</p> <p>2019 年 5 月 27 日，公司发布《关于要约收购中百控股集团股份有限公司的进展公告》。内容是公司于 2019 年 5 月 27 日向中百集团发出《关于要约收购中百控股集团股份有限公司事宜进展情况的函》，告知：本次要约收购尚需国家市场监督管理总局等有关部门审查通过，因此无法自披露《要约收购报告书摘要》之日起六十日内公告《要约收购报告书》。截至 2019</p>

年6月30日,本次要约收购涉及的国家市场监督管理总局等有关部门的审查程序尚在正常进行中。

2019年9月25日,公司发布《关于要约收购中百控股集团股份有限公司事宜进展情况的函》,告知:公司正就安全审查事宜与相关部门进行文件补充与沟通,本次要约收购尚需外商投资安全审查通过,因此尚不能及时公告《要约收购报告书》。截至10月26日,公司正就安全审查事宜与相关部门进行文件补充与沟通,本次要约收购尚需外商投资安全审查通过,因此尚不能及时公告《要约收购报告书》

认购湘村股份新增发行股份

2019年10月19日,公司董事会通过关于“拟认购湘村高科农业股份有限公司新增发行股份的议案”

公司拟以货币资金229,263,750元认购湘村高科农业股份有限公司(以下简称“湘村股份”)新发行的16,982,500股股份,认购价格为每股人民币13.5元。本次定向发行完成后,我司将合计持有湘村股份32,982,500股股份,占其股份总数的20%。本次对外投资有利于进一步提升公司对优势养殖资源的掌握,为公司肉品供应和肉品安全提供有效保障。

申请设立全资子公司

2019年10月1日,根据公司发展需求,申请在山东设立全资子公司,设立明细如下:1)注册名称:山东永辉超市有限公司;2)出资股东:永辉超市股份有限公司;3)注册资本:5000万元4)经营范围:批发、零售:初级食用农产品(除食品、药品)、日用百货、第一类、第二类医疗器械、家用电器及电子产品、通讯器材、消防器材、工艺品、针纺织品、服装、文化体育用品及器材、珠宝、金银首饰、汽车销售、汽车摩托车零配件、自行车、电动车(除残疾人电动轮椅车、正三轮电动车)、五金交电、仪器仪表、家具、室内装修材料、花卉、玩具、宠物用品,预包装食品兼散装食品,特殊食品(保健食品、婴幼儿配方乳粉);服务:承接会展,房屋租赁、经济信息咨询,物业管理,仓储服务业;收购本公司销售所需的农副产品(限直接向第一产业原始生产者收购);熟食类食品制售、冷食类食品制售、生食类食品制售、糕点类食品制售;零售:卷烟、雪茄烟,食盐,图纸、报刊、音像制品(限下属分支机构经营);含下属分支机构经营范围。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)(以工商注册为准)。

设立一二三国际供应链管理股份有限公司

2019年7月16日,公司董事会审议通过“关于设立一二三国际供应链管理股份有限公司的议案”。

为深化供应链改革,公司拟与福建省交通运输集团有限责任公司(以下简称“交通集团”)、福州民天集团有限公司(以下简称“民天集团”)、怡和集团和谢香镇先生设立一二三国际供应链管理股份有限公司(具体以工商登记为准),打造1233 S2B全球消费品供应链服务平台。

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:永辉超市前十大股东情况(更新自2019年三季度)

排名	股东名称	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	牛奶有限公司	191313.54	-	19.99	-	境外法人
2	张轩松	140725.02	-	14.70	-	境内自然人
3	张轩宁	74381.12	-	7.77	-	境内自然人
4	江苏京东邦能投资管理有 限公司	61545.58	-	6.43	-	境内非国有 法人
5	林芝腾讯科技有限公司	47852.31	-	5.00	-	境内非国有 法人

6	江苏圆周电子商务有限公司	47852.31	-	5.00	-	境内非国有法人
7	兴业银行股份有限公司— 兴全趋势投资混合型证券 投资基金	19099.26	2029.30	2.00	0.21	其他
8	招商银行股份有限公司— 兴全合宜灵活配置混合型 证券投资基金	18100.83	545.53	1.89	0.06	其他
9	香港中央结算有限公司	17488.80	-984.02	1.83	-0.10	境外法人
10	全国社保基金一一七组合	9163.43	100.00	0.96	0.01	国有法人
合计		627522.21		65.57		

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。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