

线上营销加大影响短期业绩，玉泽爆发式增长

——上海家化(600315)2019年年报点评

买入|维持

事件:

公司发布2019年年报。

● 营收平稳增长，扣非归母净利润同比下滑，业绩低于预期

2019年公司营业收入75.97亿元，同比增长6.43%，实现归母净利润5.57亿元，同比增长3.09%，扣非后归母净利润3.80亿元，同比下滑16.91%。其中第四季度实现收入18.62亿元，同比增长8.38%，归母净利润0.17亿元，同比下降80.76%，扣非归母净利润-39.43万元，出现微亏。公司业绩低于预期，主要由于四季度“双十一”大促电商营销投入加大，全年销售费用率提升1.53pct至42.18%，拉低公司净利率。

● 佰草集持续焕活进程平稳推进，玉泽四季度实现爆发

公司主品牌佰草集2019年聚焦品牌焕活，集中打造“冻干面膜”与“太极日月精华”两大单品，全年收入降幅收窄至小个位数；另一主品牌六神由于夏季花露水销售情况略低于预期、沐浴露市场竞争激烈等因素，实现小个位数的平稳增长；功效性护肤品牌玉泽抓住风口实现爆发，全年收入增速超80%，品牌收入规模超3亿，其中“积雪草修护面膜”、“皮肤屏障修护保湿霜”等成为电商直播爆款单品；其他品牌中，启初、家安、片仔癀分别实现25%+、40%+与35%+的增长，美加净与高夫均出现下滑。

● 电商与特渠增速较快，线下百货渠道承压

公司线上渠道得益于电商和特渠的快速发展，实现营业收入25.83亿元，同比增长30.01%，其中电商增速20%+，特渠增速50%+；线下渠道合计实现收入50.08亿元，同比下降2.62%，主要因百货渠道收入下跌近20%，商超、母婴、化妆品专营店等渠道均实现稳定增长。

● 投资建议与盈利预测

上海家化作为国内日化用品龙头公司，业务涵盖美容护肤、个人护理以及家居护理等多个领域。多品牌多渠道的矩阵使得公司整体抗风险能力较强，此次新冠疫情期间，公司旗下防疫、消毒类产品需求大增，一定程度上可对冲美容护肤类产品销售下滑的影响，维持公司整体销售的稳定性。目前公司线上占比34%，与同行业公司相比线上份额提升空间较大，未来电商有望持续成为公司的增长引擎。考虑新冠疫情与新会计准则调整影响，部分费用冲减收入，我们预计2020/2021/2022年公司实现归母净利润4.82/5.80/6.49亿，EPS 0.72/0.86/0.97，对应PE 38x/32x/29x，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧。

附表：盈利预测

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 7137.95 | 7596.95 | 7484.02 | 8682.94 | 9869.51 |
| 收入同比(%) | 10.01 | 6.43 | -1.49 | 16.02 | 13.67 |
| 归母净利润(百万元) | 540.38 | 557.09 | 481.98 | 579.77 | 649.14 |
| 归母净利润同比(%) | 38.63 | 3.09 | -13.48 | 20.29 | 11.97 |
| ROE(%) | 9.30 | 8.86 | 7.08 | 7.91 | 8.18 |
| 每股收益(元) | 0.81 | 0.83 | 0.72 | 0.86 | 0.97 |
| 市盈率(P/E) | 34.33 | 33.30 | 38.49 | 32.00 | 28.58 |

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价：27.64元/34.40元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：37.05 / 25.61

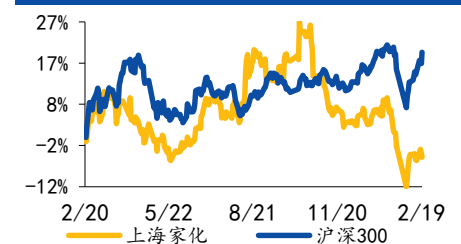
A股流通股(百万股)：671.25

A股总股本(百万股)：671.25

流通市值(百万元)：18553.31

总市值(百万元)：18553.31

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-上海家化(600315)2019年三季报点评：短期业绩承压，佰草集焕活节奏符合预期》
2019.10.24

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 杨柳

邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

目 录

| | |
|-----------------|---|
| 1、财务与业务分析 | 3 |
| 2、投资建议 | 6 |
| 3、风险提示 | 6 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|---|
| 图 1：上海家化营业收入 | 3 |
| 图 2：上海家化扣非后归母净利润 | 3 |
| 图 3：上海家化 2019 年分季度收入与增速 | 3 |
| 图 4：上海家化 2019 年分季度利润情况 | 3 |
| 图 5：2019 年上海家化分品类收入及增速 | 4 |
| 图 6：2019 年上海家化分渠道收入及增速 | 4 |
| 图 7：上海家化毛利率与净利率情况 | 4 |
| 图 8：上海家化费用率情况 | 4 |
| 图 9：上海家化存货周转天数 | 5 |
| 图 10：上海家化应收账款周转天数 | 5 |
| 图 11：上海家化现金流情况（单位：亿元） | 5 |
| 图 12：上海家化期末账上货币资金（单位：亿元） | 5 |

1、财务与业务分析

营收平稳增长，扣非归母净利润同比下滑，业绩低于预期。2019 年公司实现营业收入 75.97 亿元，同比增长 6.43%，实现归母净利润 5.57 亿元，同比增长 3.09%，扣非后归母净利润 3.80 亿元，同比下降-16.91%。公司业绩低于预期，主要由于四季度“双十一”大促电商营销投入加大，四季度出现微亏，利润水平不达预期。

图 1：上海家化营业收入

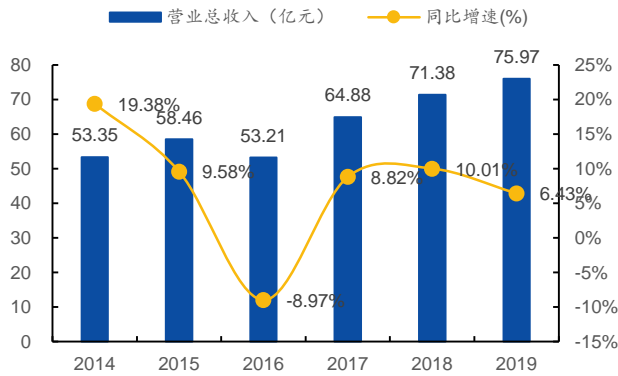
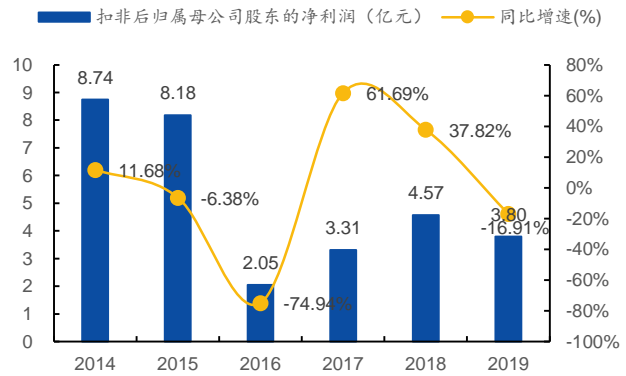


图 2：上海家化扣非后归母净利润



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2019Q4 公司实现收入 18.62 亿元，同比增长 8.38%，实现归母净利润 0.17 亿元，同比下降 80.76%，扣非后归母净利润-39.43 万元，同比下滑 100.47%。“双十一”期间公司加大社交媒体营销投放，但由于电商直播类营销头部 KOL 收费较高，公司在高投入带来收入增速微升的情况下，利润端出现微亏。

图 3：上海家化 2019 年分季度收入与增速

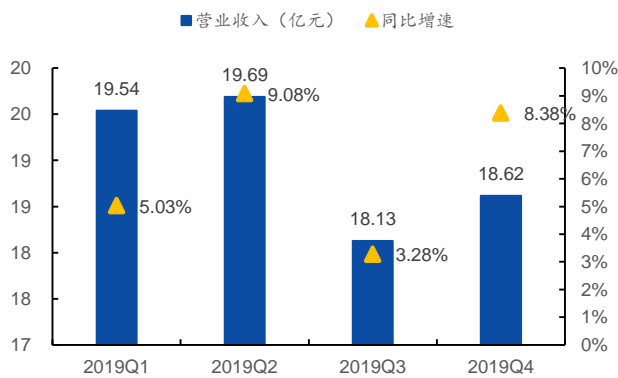
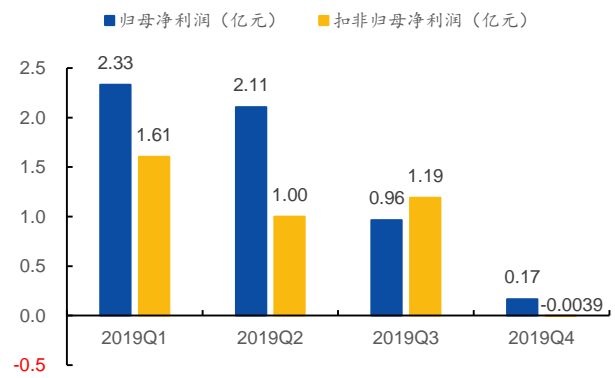


图 4：上海家化 2019 年分季度利润情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

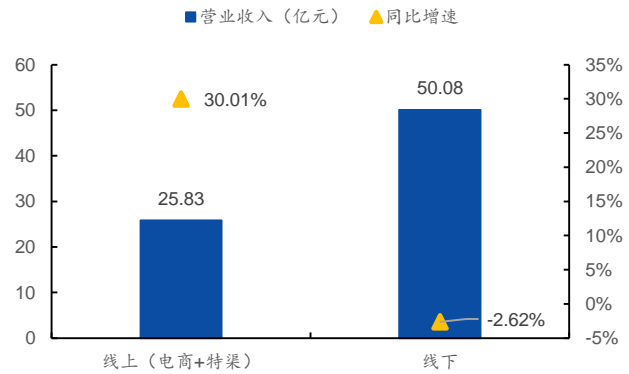
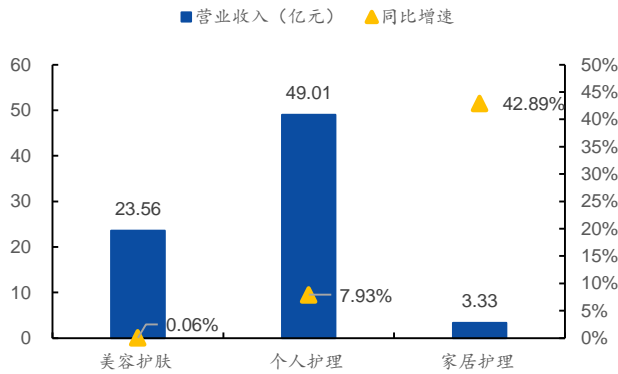
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

分品类看，公司美容护肤品类实现收入 23.56 亿元，同比基本持平，收入占比 31.02%；个人护理品类实现收入 49.01 亿元，同比增长 7.93%，收入占比 64.52%，其中汤美星母公司 Cayman A2, Ltd 2019 年实现营业收入 17.03 亿元，同比增长 4.28%，实现净利润 8611.87 万元，同比增长 14.40%，完成业绩承诺目标；家具护理品类实现收入 3.33 亿元，同比增长 42.89%，收入占比 4.38%。

分渠道看，公司线上渠道得益于电商和特渠的快速发展，实现营业收入 25.83 亿元，同比增长 30.01%，其中电商增速 20%+，特渠增速 50%+；线下渠道合计实现收入 50.08 亿元，同比下降 2.62%，其中百货渠道收入下跌近 20%，商超、母婴、化妆品专营店等渠道均实现稳定增长。

图 5：2019 年上海家化分品类收入及增速

图 6：2019 年上海家化分渠道收入及增速



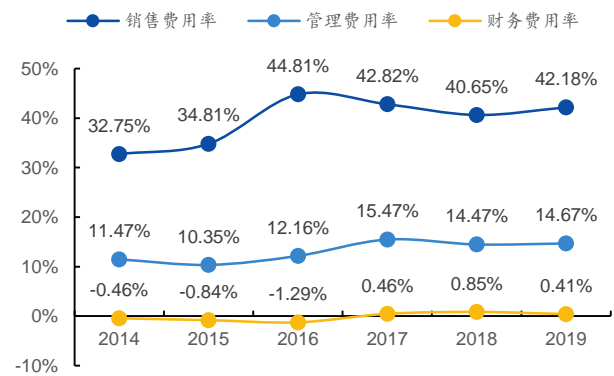
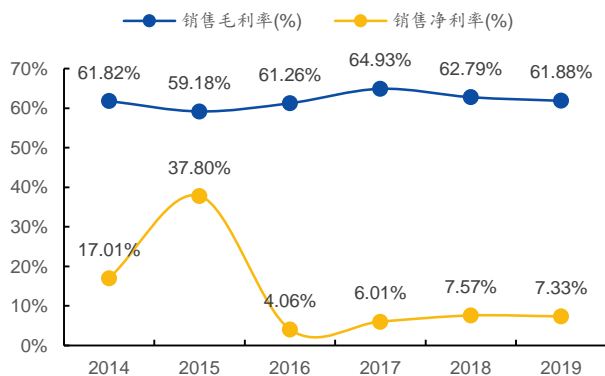
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

毛利率略有下滑，销售费用率有所上升。2019 公司毛利率 61.88%，同比下降 0.91pct，主要为新工厂开工后成本提升和产品结构调整所致，各单品毛利水平仍保持稳定。期间费用率方面，销售费用率 42.18%，同比上升 1.53pct，主要系营销类费用同比增长，尤其是 Q4 使用直播类手段使得销售费用增长较多；管理费用率 14.67%，同比微升 0.20pct，主要由于当期计提汤美星母公司管理层股权激励费用较高，扣除此因素后管理费用率同比微降；财务费用率 0.41%，主要由于国外分部美元相对于英镑的汇率波动导致汇兑损益同比减少 0.44pct。

图 7：上海家化毛利率与净利率情况

图 8：上海家化费用率情况



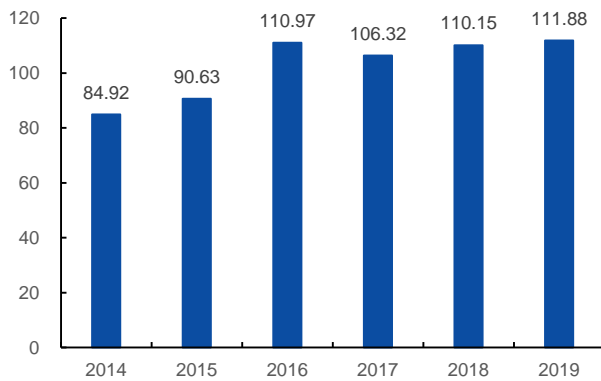
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

存货周转水平保持稳定，应收账款周期有一定提升。2019 公司存货周转天数为 111.88 天，较 2018 年末略有增加，全年整体水平较去年更为稳定，主要原因有：1) 公司原材料谈判能力上升，缩短了采购周期；2) 渠道中心发挥很大效力，在货物调拨等方面提高了效率，公司存货管理水平提升。公司应收账款周转天数为 53.53 天，

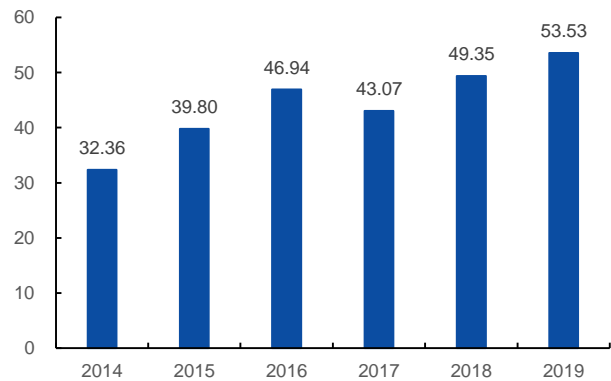
较 2018 年增加 4.18 天，主要由于电商业务模式调整后，付款周期有所延长。

图 9：上海家化存货周转天数



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

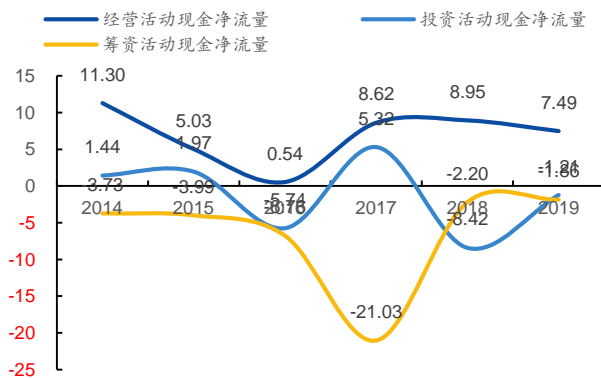
图 10：上海家化应收账款周转天数



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

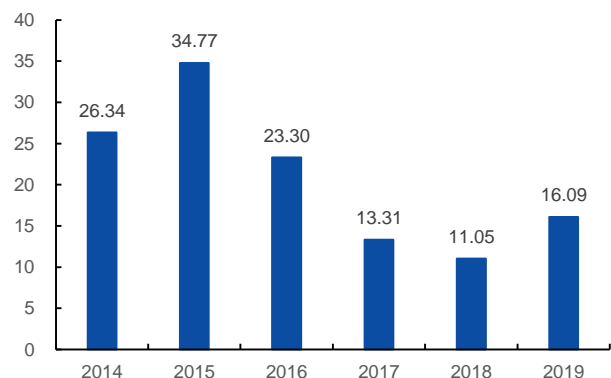
经营活动现金净流量显著高于净利润，现金储备较为充裕。2019 年公司经营活动现金净流量为 7.49 亿元，同比下降 16.31%，主要系电商付款周期拉长使得应收账款增加所致，但经营性现金流仍显著高于净利润，现金周转情况良好。截至 2019 年末公司账上货币资金 16.09 亿元，交易性金融资产（主要是理财产品）19.34 亿元，合计可动用资金超 35 亿元，资金储备充裕，在新冠疫情期间履行抗风险能力较强。

图 11：上海家化现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 12：上海家化期末账上货币资金（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

品牌方面，主品牌佰草集 2019 年聚焦品牌焕活，集中打造“冻干面膜”与“太极日月精华”两大单品，全年收入降幅收窄至小个位数；另一主品牌六神由于夏季花露水销售情况略低于预期、沐浴露市场竞争激烈等因素，实现小个位数的平稳增长；功效性护肤品牌玉泽抓住风口实现爆发，全年收入增速超 80%，品牌收入规模超 3 亿，其中“积雪草修护面膜”、“皮肤屏障修护保湿霜”等成为电商直播爆款单品；其他品牌中，启初、家安、片仔癀分别实现 25%+、40%+与 35%+的增长，美加净高个位数下跌，高夫双位数下跌。

展望 2020 年，公司将聚焦佰草集品牌焕活与玉泽品牌打造，佰草集计划在 2019Q1 推出太极水，二季度推出太极面霜，三、四季度陆续推出太极眼霜、太极丹以及敦煌

合作礼盒等一系列新品，致力于提升高端太极系列的产品线占比；玉泽计划在四个产品线上均有新品推出，丰富产品线的同时，加大对品牌医研共创概念的宣传推广。营销方面，社媒营销将成为公司营销重点，2019年公司社交媒体投放费用占比提升至53%，其中美妆类社媒投放占比高达77%，2020年公司将继续优化营销资源，力求实现更加高效的品牌推广。

2、投资建议

上海家化作为国内日化用品龙头公司，业务涵盖美容护肤、个人护理以及家居护理等多个领域。多品牌多渠道的矩阵使得公司整体抗风险能力较强，此次新冠疫情期间，公司旗下防疫、消毒类产品需求大增，一定程度上可对冲美容护肤类产品销售下滑的影响，维持公司整体销售的稳定性。目前公司线上占比34%，与同行业公司相比线上份额提升空间较大，未来电商有望持续成为公司的增长引擎。考虑新冠疫情与新会计准则调整影响，部分费用冲减收入，我们预计2020/2021/2022年公司实现归母净利润4.82/5.80/6.49亿，EPS 0.72/0.86/0.97，对应PE 38x/32x/29x，维持“买入”评级。

3、风险提示

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧。

财务预测表

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 4777.45 | 5877.52 | 6709.26 | 7746.47 | 8738.25 |
| 现金 | 1105.49 | 1609.13 | 3207.18 | 3902.30 | 4513.29 |
| 应收账款 | 1030.31 | 1228.91 | 1227.23 | 1419.65 | 1612.38 |
| 其他应收款 | 34.77 | 66.32 | 50.43 | 65.62 | 71.20 |
| 预付账款 | 78.26 | 63.93 | 75.03 | 83.92 | 96.03 |
| 存货 | 874.82 | 925.17 | 988.42 | 1136.94 | 1289.81 |
| 其他流动资产 | 1653.79 | 1984.06 | 1160.98 | 1138.04 | 1155.54 |
| 非流动资产 | 5382.63 | 5269.98 | 4879.79 | 4610.25 | 4476.44 |
| 长期投资 | 276.18 | 391.36 | 352.97 | 365.76 | 361.50 |
| 固定资产 | 1188.93 | 1122.05 | 987.53 | 845.87 | 700.65 |
| 无形资产 | 816.34 | 820.65 | 771.64 | 720.69 | 670.40 |
| 其他非流动资产 | 3101.19 | 2935.92 | 2767.66 | 2677.92 | 2743.90 |
| 资产总计 | 10160.07 | 11147.49 | 11589.06 | 12356.72 | 13214.69 |
| 流动负债 | 2691.44 | 2865.02 | 2904.13 | 3083.99 | 3251.97 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 3.09 | 1.54 | 1.80 |
| 应付账款 | 827.62 | 823.86 | 897.46 | 1027.83 | 1166.80 |
| 其他流动负债 | 1863.82 | 2041.16 | 2003.58 | 2054.62 | 2083.37 |
| 非流动负债 | 1655.57 | 1996.73 | 1878.27 | 1941.48 | 2031.79 |
| 长期借款 | 1072.54 | 1138.00 | 1184.52 | 1228.57 | 1277.02 |
| 其他非流动负债 | 583.03 | 858.73 | 693.75 | 712.91 | 754.77 |
| 负债合计 | 4347.01 | 4861.74 | 4782.40 | 5025.48 | 5283.77 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 671.25 | 671.25 | 671.25 | 671.25 | 671.25 |
| 资本公积 | 857.57 | 865.75 | 865.75 | 865.75 | 865.75 |
| 留存收益 | 4187.61 | 4708.33 | 5190.30 | 5720.18 | 6329.31 |
| 归属母公司股东权益 | 5813.06 | 6285.75 | 6806.66 | 7331.24 | 7930.92 |
| 负债和股东权益 | 10160.07 | 11147.49 | 11589.06 | 12356.72 | 13214.69 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金流 | 894.67 | 748.76 | 17.77 | 578.60 | 594.67 |
| 净利润 | 540.38 | 557.09 | 481.98 | 579.77 | 649.14 |
| 折旧摊销 | 196.58 | 230.10 | 248.84 | 249.64 | 250.34 |
| 财务费用 | 60.91 | 31.42 | 34.55 | 34.76 | 39.74 |
| 投资损失 | -129.93 | -153.99 | -131.82 | -139.47 | -139.13 |
| 营运资金变动 | 40.29 | 116.26 | -703.55 | -67.25 | -98.55 |
| 其他经营现金流 | 186.45 | -32.12 | 87.76 | -78.85 | -106.88 |
| 投资活动现金流 | -841.77 | -120.81 | 1526.37 | 163.93 | 56.83 |
| 资本支出 | 383.00 | 184.92 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 511.72 | 129.74 | 197.43 | -65.81 | 21.94 |
| 其他投资现金流 | 52.95 | 193.86 | 1723.80 | 98.12 | 78.76 |
| 筹资活动现金流 | -220.34 | -185.87 | 53.91 | -47.41 | -40.51 |
| 短期借款 | -18.52 | 0.00 | 3.09 | -1.54 | 0.26 |
| 长期借款 | -6.15 | 65.46 | 46.52 | 44.06 | 48.44 |
| 普通股增加 | -2.17 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | -20.15 | 8.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | -173.35 | -259.51 | 4.30 | -89.92 | -89.21 |
| 现金净增加额 | -169.89 | 438.49 | 1598.05 | 695.12 | 610.98 |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 7137.95 | 7596.95 | 7484.02 | 8682.94 | 9869.51 |
| 营业成本 | 2655.91 | 2896.00 | 3057.54 | 3538.03 | 4002.56 |
| 营业税金及附加 | 55.60 | 53.58 | 60.22 | 69.87 | 79.42 |
| 营业费用 | 2901.39 | 3204.13 | 2758.61 | 3212.69 | 3651.72 |
| 管理费用 | 883.32 | 941.79 | 1010.34 | 1128.78 | 1283.04 |
| 研发费用 | 149.51 | 172.83 | 171.46 | 192.95 | 219.32 |
| 财务费用 | 60.91 | 31.42 | 34.55 | 34.76 | 39.74 |
| 资产减值损失 | -60.31 | -5.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | -2.84 | 84.28 | 85.00 | 85.00 | 85.00 |
| 投资净收益 | 129.93 | 153.99 | 131.82 | 139.47 | 139.13 |
| 营业利润 | 646.31 | 700.22 | 608.12 | 730.32 | 817.84 |
| 营业外收入 | 2.25 | 2.75 | 2.58 | 2.64 | 2.62 |
| 营业外支出 | 2.32 | 0.97 | 3.35 | 2.39 | 2.47 |
| 利润总额 | 646.24 | 701.99 | 607.35 | 730.57 | 817.98 |
| 所得税 | 105.86 | 144.90 | 125.37 | 150.80 | 168.85 |
| 净利润 | 540.38 | 557.09 | 481.98 | 579.77 | 649.14 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 540.38 | 557.09 | 481.98 | 579.77 | 649.14 |
| EBITDA | 903.80 | 961.73 | 891.52 | 1014.72 | 1107.92 |
| EPS (元) | 0.81 | 0.83 | 0.72 | 0.86 | 0.97 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 10.01 | 6.43 | -1.49 | 16.02 | 13.67 |
| 营业利润(%) | 34.01 | 8.34 | -13.15 | 20.09 | 11.98 |
| 归属母公司净利润(%) | 38.63 | 3.09 | -13.48 | 20.29 | 11.97 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 62.79 | 61.88 | 59.15 | 59.25 | 59.45 |
| 净利率(%) | 7.57 | 7.33 | 6.44 | 6.68 | 6.58 |
| ROE(%) | 9.30 | 8.86 | 7.08 | 7.91 | 8.18 |
| ROIC(%) | 11.42 | 15.83 | 12.33 | 15.50 | 18.22 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 42.79 | 43.61 | 41.27 | 40.67 | 39.98 |
| 净负债比率(%) | 24.80 | 23.53 | 24.95 | 24.59 | 24.31 |
| 流动比率 | 1.78 | 2.05 | 2.31 | 2.51 | 2.69 |
| 速动比率 | 1.42 | 1.71 | 1.95 | 2.12 | 2.26 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.72 | 0.71 | 0.66 | 0.73 | 0.77 |
| 应收账款周转率 | 6.75 | 6.11 | 5.52 | 5.97 | 5.91 |
| 应付账款周转率 | 3.51 | 3.51 | 3.55 | 3.68 | 3.65 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.81 | 0.83 | 0.72 | 0.86 | 0.97 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.33 | 1.12 | 0.03 | 0.86 | 0.89 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 8.66 | 9.36 | 10.14 | 10.92 | 11.82 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 34.33 | 33.30 | 38.49 | 32.00 | 28.58 |
| P/B | 3.19 | 2.95 | 2.73 | 2.53 | 2.34 |
| EV/EBITDA | 17.38 | 16.33 | 17.62 | 15.48 | 14.18 |

投资评级说明

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上 | | |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

| 合肥 | 上海 |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000 | 邮编：200135 |
| 传真：(0551) 62207952 | 传真：(021) 68869125 |
| | 电话：(021) 51097188 |