

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

核心观点：

1. 事件摘要

2019 年全年公司实现营业收入 75.97 亿元，同比增长 6.43%；实现归属母公司净利润 5.57 亿元，同比增长 3.09%；实现归属母公司扣非净利润 3.80 亿元，同比下跌 16.91%。经营现金流量净额为 7.49 亿元，较上年减少 16.31%。

2. 我们的分析与判断

(一) 个人护理与家居护理产品推动公司规模增长，子品牌与投资联营公司拉动业绩提升

2019 年公司实现总营业收入 75.97 亿元，较上年同期增长 4.59 亿元；其中日化行业的主营收入共计 75.91 亿元，较上年同期增加 4.61 亿元。公司 2017 年收购的 Cayman A2, Ltd. 实现营收 17.03 亿元，YOY4.28%，对应营收增量为 0.7 亿元。

从产品的角度来看，全年美容护肤/个人护理/家居护理分别实现营收 23.56/49.01/3.33 亿元，对应分别贡献营收增量 0.01/3.60/ 1.00 亿元，较去年同期实现 YOY0.06%/7.93%/42.89%。其中，个人护理类产品依旧占据主营业务中额的主要份额，全年占比高达 64.57%，较去年同期提升 0.87 个百分点，同时个人护理类还是全年主营增长的主力点，贡献了 78.05% 的主营增量；美容护肤类主营份额占比较上年下滑 1.99 个百分点至 31.04%，暂居第二，仅贡献了 0.28% 的主营增量；家居护理类所占份额同比提升 1.12 个百分点至 4.39%，增幅最高，但由于营收基数低，对应贡献 21.66% 的增长。

从渠道的角度来看，公司全年线上、线下渠道分别实现主营收入 25.83/50.08 亿元，对应分别贡献营收增量 9.80/-5.18 亿元，较去年同期实现 YOY30.01%/-2.62%。其中线上渠道快速增长而线下出现规模紧缩主要在于一方面公司统计口径发生变化，本期将海外业务进行了渠道的拆分，而上年同期全部列入线下，因此造成数据偏差；另一方面公司百货业态内的专柜销售额出现下滑。

从销售的经营数据角度来看，公司全年主营共实现产品产量 5.98 亿支，较去年同期增长 0.33 亿支；对应销量为 6.30 亿支，较去年同期增长 0.15 亿支；另公司旗下婴幼儿品牌汤美星约有 50% 的产品委外加工。具体来看各品类的产销情况可以发现，公司全年美容

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

2020.02.19



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】公司年报点评
零售行业_上海家化(600315.SH)_一八年业绩符合预期，维持推荐_20190313

【中国银河研究院_李昂团队】公司一季报点评
零售行业_上海家化(600315.SH)_产能扩张提升未来生产供给，维持推荐_20190427

【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

护肤类产品的产量和销量均下滑约 0.09 亿支，但总体销售额保持相对稳定，主要依靠 Q2 和 Q4 的产品单价分别同比提升 17.84%/16.48%，尤其是 Q2 较其他品类出现明显提价；个人护理和家居护理产品 Q1-Q3 的平均售价提升幅度均控制在 5% 以内，仅在 Q4 分别达到 14.93%/13.55%。

从分季度的角度来看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 19.54/19.69/18.13/18.62 亿元，较上年同期分别增长 0.94/1.64/0.58/1.44 亿元，对应 YOY5.05%/9.09%/3.30%/8.38%。公司当前四个季度的营收贡献表现均衡，其中二季度表现最佳，营收贡献占比达到 25.91%，较上年提升 0.63 个百分点，同时贡献 35.65% 的营收增量；一季度表现次之，营收贡献占比同比下滑 0.34 个百分点至 25.72%，营收增量贡献占比 20.43%；四季度收益于双十一等大促时期的营销推广，营收占比同比提升 0.44 个百分点至 24.51%，且贡献 31.30% 的营收增长；三季度处于相对淡季，营收和营收增量占比分别为 23.86%/12.61%。

全年公司实现归属上市公司股东的净利润为 5.57 亿元，较上年同期增长 0.17 亿元；扣非归母净利为 3.80 亿元，较上年同期减少 0.77 亿元。本期公司共确认非经常性损益 1.77 亿元，同比增加 0.94 亿元；其中非流动资产处置损益录得 1.38 亿元，政府补贴录得 0.16 亿元，金融资产带来的投资收益录得 0.50 亿元。公司收购品牌 Cayman A2, Ltd. 实现净利 0.86 亿元，YOY14.40%，对应增量为 0.085 亿元；因持股 19% 按收益法核算联营公司丝芙兰（上海）、丝芙兰（北京）收益，分别获得净利 0.74/0.45 亿元，对应增量分别为 0.22/0.17 亿元。

2019 年公司 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利 2.33/2.11/0.96/1.67 亿元，较上年同期分别增长 0.83/0.44/-0.40/-0.70 亿元，对应 YOY54.84%/26.77%/-29.55%/-80.76%。Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现扣非归母净利 1.60/1.00/1.19/-0.004 亿元，较上年同期分别增长 0.10/0.13/-0.15/-0.85 亿元，对应 YOY6.69%/14.39%/-11.33%/-100.47%。其中四季度销售费用大幅提升拖累业绩增长。

（二）综合毛利率下降 0.91pct，期间费用率增长 1.29pct

公司 2019 年全年综合毛利率为 61.88%，相较去年同期下降 0.91 个百分点；主营业务毛利率为 61.87%，相较去年同期下降 0.95 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。一方面美容护肤/个人护理/家居护理产品对应毛利率分别为 72.74%/57.50%/49.26%，较上年同期分别变化+0.12%/-1.08%/+2.64 个百分点，贡献主要营收的个人护理产品毛利率下滑显著，其营收本期提升 7.93%，营业成本上涨 10.75%。另一方面，公司生产所需原材料中溶剂（上半年价格下滑，Q3/Q4 分别提升 1%/2%）、营养药物添加剂（全年持续小幅上涨）以及汤美星的包装物和塑料由于价格上涨，提高了对应的营业成本；皂粒、油脂、表面活性剂、包装物等其他原材料价格全年各季度均处于价格下跌状态，单季跌幅在 2%-20% 范围内不等。

公司 2019 年全年销售净利率为 7.33%，同比下滑 0.24 个百分点；期间费用率为 57.26%，相比上年同期增长 1.29 个百分点。销售/管理/研发/财务费用率为 42.18%/12.40%/2.27%/0.41%，较上年同期变化 1.53/0.02/0.18/-0.44 个百分点；其中销售费用全年增长 3.03 亿元，主要在于营销类费用支出本期增长 3.24 亿元，且公司前三季度销售费用增量为 1.47 亿元，故单第四季度销售费用大幅提升 1.56 亿元，这与公司在四季度加大线上营销宣传、把握双十一促销机会、通过李佳琦直播带货佰草集与玉泽等运营举措相匹配。

（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人比例为 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。但考虑到 2020 年初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。因此我们预测公司 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 PS2.46/2.12/1.91 倍，对应 PE34/28/23 倍，予以“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	2.81	2.63	2.43
市销率(P/S)	2.29	2.79	2.46	2.12	1.91

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2月19日收盘价）

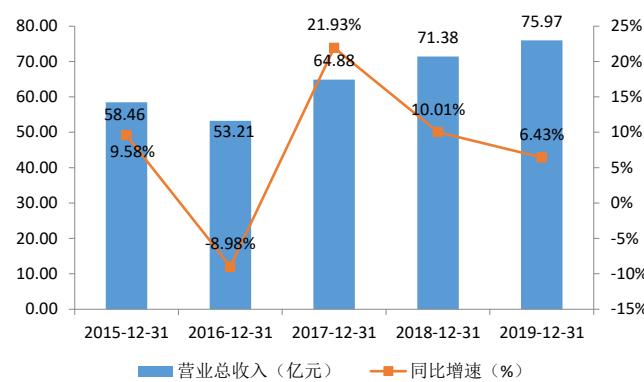
表 2：可比公司最新估值情况

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
PE	13	33	54	49	50	40
PB	1.08	1.76	3.21	8.76	9.46	4.85
PS	0.64	3.11	1.73	6.17	14.31	5.19
境外可比公司						
	雅诗兰黛	欧莱雅	宝洁公司	联合利华	资生堂	中位数
PE	40	36	77	6	121	56
PB	14.44	5.22	6.82	4.60	6.50	7.52
PS	4.55	5.22	4.53	1.15	2.74	3.64

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

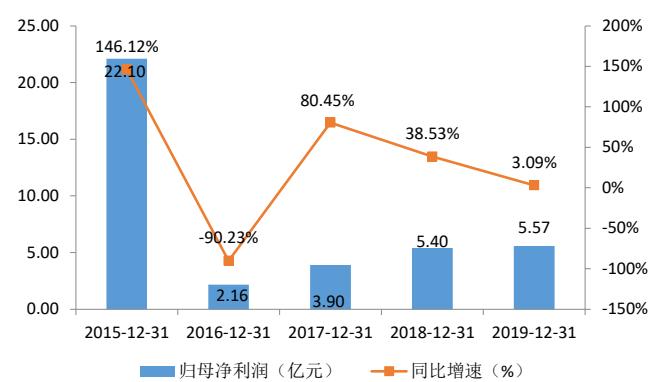
2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2015-2019 年营业收入(亿元)及同比(%)

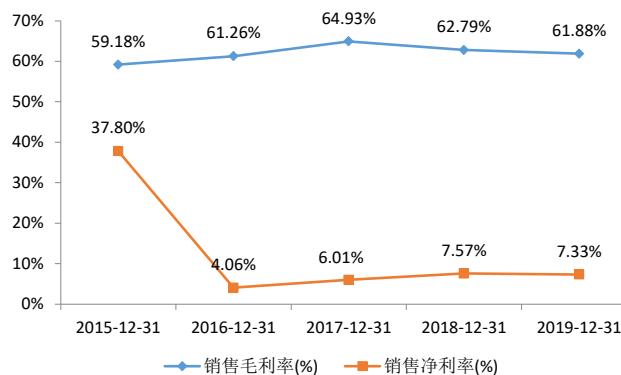


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

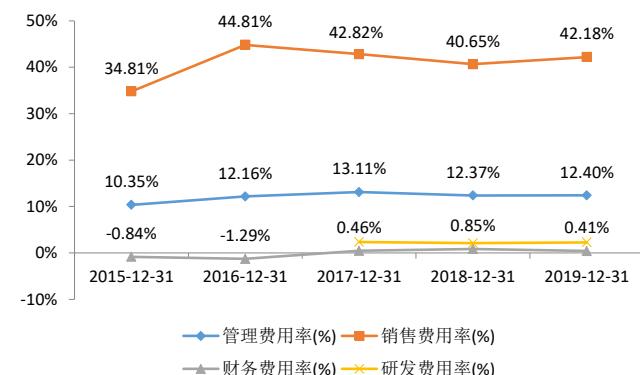
图 2：2015-2019 年归母净利润(亿元)及同比(%)



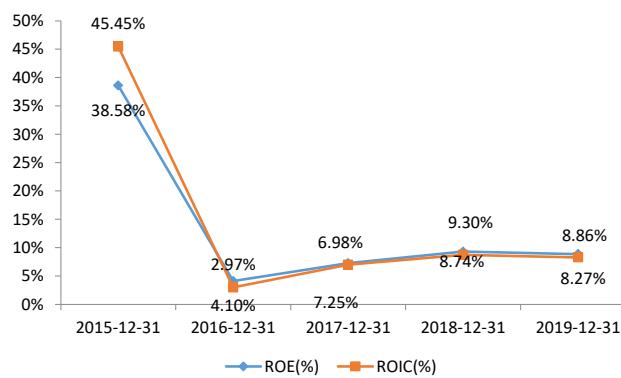
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

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 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 3：2019 年四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	52,057,901	52,102,943	879,934,257
个人护理	76,121,143	76,769,590	878,885,588
家居护理	11,552,679	9,807,966	102,176,232

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 4：2019 年四季度主要产品价格变动情况

主要产品	2018 年 10-12 月平均售 价 (元/支)	2019 年 10-12 月平均售 价 (元/支)	变动比率 %
美容护肤	14.5	16.89	16.48
个人护理	9.96	11.45	14.93
家居护理	9.17	10.42	13.55

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 5：2019 年公司工厂开工情况

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)
青浦跨越工厂	6 亿件/年	34
海南工厂	9000 万件/年	75
东莞工厂	3000 万件/年 (多品类)	92
英国工厂	1600 万件 (尿布压缩塑料膜)；80 万件/年 (尿布处理桶)	70

摩洛哥工厂 1300 万件/年（奶瓶）；90 万件/年（围兜）

67

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 6：按细分行业划分的公司主营业务基本情况

细分行业	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年 年增减 (%)	营业成本比上年 年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
美容护肤	2,356,381,279	642,325,841	72.74	0.06	-0.39	增加 0.12 个百分点
个人护理	4,901,359,047	2,083,288,317	57.50	7.93	10.75	减少 1.08 个百分点
家居护理	333,119,565	169,036,944	49.26	42.89	35.82	增加 2.64 个百分点

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 7：上海家化 2019 年四季度重大事项进展

事件类型	内容
员工持股计划届满	公司员工持股计划存续期为 48 个月，自公司公告标的股票登记至当期员工持股计划时（即 2015 年 12 月 9 日）起计算，公司员工持股计划将于 2019 年 12 月 9 日到期。截至 2019 年 10 月 31 日，公司员工持股计划所持有的 14.66 万股公司股票已全部出售完毕，占公司总股本的 0.022%。根据公司员工持股计划有关规定，后续将进行相关资产清算和分配等工作，并终止该员工持股计划。
2019 年年度利润分配方案	截至 2019 年 12 月 31 日，公司期末可供分配利润为人民币 52.01 亿元。上市公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.25 元（含税）。截至 2019 年 12 月 31 日，公司总股本 6.71 亿股，以此计算合计拟派发现金红利 1.68 亿元（含税）。2019 年度公司现金分红数额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比例为 30.12%。

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 8：上海家化 2018-2019 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	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。</p> <p>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>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>

4、渠道创新：深耕精作八大渠道，协同发展。

经营计划 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。

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晌，同时考虑财政部发布的《关于修订印发<企业会计准则第 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 9：上海家化前十大股东情况（更新自 2019 年年报）

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		31,713.25	-	47.25%	-	境内非国有法人
2	上海久事（集团）有限公司	增加	3,087.09	2.18	4.60%	0.00%	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		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		1,756.79	-	2.62%	-	境内非国有法人
5	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	新增	1,479.92	1,479.92	2.20%	2.20%	其他
6	香港中央结算有限公司	减少	1,452.97	-512.34	2.16%	-0.76%	境外法人

	国泰君安证券资管—建设						
7	银行—国泰君安君得鑫股	减少	1,090.00	-196.15	1.62%	-0.29%	其他
	票集合资产管理计划						
8	上海重阳战略投资有限公		1,060.01	-	1.58%	-	其他
	司—重阳战略同智基金						
9	上海太富祥尔股权投资基		1,022.66	-	1.52%	-	境内非国
	金合伙企业(有限合伙)						有法人
10	上海重阳战略投资有限公		776.45	-	1.16%	-	其他
	司—重阳战略才智基金						
合 计			45,336.26	-	67.54%	-	

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