

上半年业绩增长符合预期，盈利能力同比大幅提升，期待四季度规模放量

核心观点：

1. 事件摘要

2020 年上半年公司实现营业总收入 5.58 亿元，同比减少 0.23%；实现归属净利润 1.08 亿元，同比增长 55.92%；归属扣非净利润 1.05 亿元，同比增加 51.27%；经营性现金流量净额为 1.07 亿元，较去年同期增加 32.77%。

2. 我们的分析与判断

（一）合作品牌数量情况直接影响公司品牌线上营销、管理服务营收规模，二季度疫情影响降低叠加电商促销旺季增长可观

2020 上半年公司实现营业总收入 5.58 亿元，较去年同期减少 0.01 亿元，同比减少 0.23%。从产品服务角度来看，品牌线上营销服务/品牌线上管理服务/线上分销分别实现营收 2.47/1.84/1.24 亿元，分别较上年同期变动 -0.44/+0.69/-0.27 亿元，分别对应 YOY-15.24%/ 59.67%/-18.15%。其中，线上品牌运营服务依旧是公司的主力业务，其营收贡献占比虽较上年同期下滑 7.85 个百分点至 44.29%，但依旧稳居首位，比例远高于其他业务营收，是规模的主要增长点；其中天猫商城的品牌线上营销服务 2.31 亿元，较上年同期减少 0.60 亿元；报告期内品牌线上营销服务收入下降的原因主要是公司与露得清品牌方结束合作所致。品牌线上管理服务的营收占比较上年同期提升 12.36 个百分点至 32.94%，是公司的第二大业务，也是 2020 年上半年唯一实现正向营收增长的主营业务分类。线上分销营收份额占比同比滑落 4.86 个百分点至 22.32%。

从季度的角度来看，2020 年 Q1/Q2 公司分别实现营业收入 2.14/3.44，分别较上年同期变动 -0.18/+0.17 亿元。公司的营收表现季节性明显，一三季度属于公司的营收淡季，销售额份额占比相对偏低，2016-2019 年四年间的均值水平在 15-17%之间；二季度由于存在 618 电商大促等节点，营收占比相对偏高，均值水平可达约 21-22%；四季度的营收贡献占比占据绝对优势，四季度因为覆盖双十一、双十二等线上大型促销活动，营收占比的均值水平高达 45-47%。报告期内二季度环比一季度规模出现明显改善恢复，不仅是受益于传统线上旺季的积极促进，也体现出公司不断扩品类、扩客户对业务的提振效果显著。

从公司业绩角度出发，2020 上半年公司实现归母净利润 1.08

壹网壹创(300792.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130517040001

甄唯董

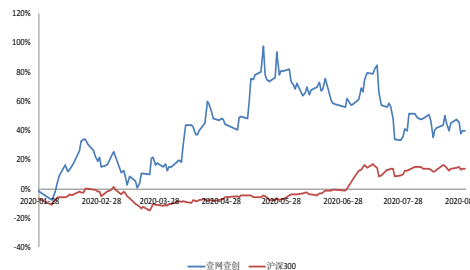
✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130520050002

特此鸣谢：

章鹏

行业数据时间 2020.08.28



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 2019 年年报暨 2020 一季报点评_零售行业_壹网壹创(300792.SZ)_扩品牌、扩品类、扩平台打开营收规模增长空间，予以推荐评级_20200426

亿元，较上年同期增长 0.39 亿元，对应 YOY55.92%；实现归母扣非净利润 1.05 亿元，较上年同期增长 0.36 亿元，对应 YOY51.27%。2020 上半年公司共计录得非经常性损益 358.92 万元，其中包含政府补助 589.43 万元。

（二）2020 上半年综合毛利率提升 4.78pct，费用率下降 5.05pct

公司 2020 上半年综合毛利率为 43.81%，相较去年同期提升 4.78 个百分点。其中，公司主营的品牌线上营销服务/品牌线上管理服务/线上分销业务分别实现毛利率 40.23%/65.99%/18.17%，分别较上年同期变动-2.11/+1.80/+4.66 个百分点。由此可以看出一方面毛利率出现滑落的品牌线上营销服务营收贡献占比走低，同时毛利率水平偏高、营收份额走高的品牌线上管理服务出现毛利率的进一步提升，故公司的总体毛利率水平出现结构性优化。

公司 2020 上半年销售净利率达到 20.31%，较去年同期提升 7.87 个百分点；2020 上半年公司的期间综合费用率为 16.72%，较上年同期下降 5.05 个百分点。具体来看，2020 上半年公司销售/管理（含研发）/财务费用率分别为 14.26%/4.89%/-2.43%，分别对应上年同期变化-4.18/+1.49/-2.36 个百分点。其中，原收入准则下产品控制权转移前发生的运费计入销售费用，新收入准则要求作为合同履约成本的一部分随收入的确认结转为营业成本，故本期仓配费用较上年同期下降较多，较上年同期减少 1541.67 万元至 418.78 万元，同时推广费用、职工薪酬、仓库租金等项目均出现了不同幅度的规模缩减，综合各因素导致销售费用同比上年同期减少 2357.28 万元至 7957.44 万元。财务费用同比上年减少 1313.87 万元至-1353.77 万元在于报告期内利息收入大幅提升 1304.27 万元至 1356.55 万元。

（三）增加新类目品牌客户丰富业务类型，积极拓展多品类布局

公司紧紧围绕战略目标和年度经营计划，充分发挥公司强大的销售达成能力、可持续发展的能力两大核心竞争力，在保持老客户的持续高增长以外，还积极推进市场拓展，新增快消品品牌客户。并签约圣牧、君乐宝、盐津铺子等新类目品牌客户，拓展品类布局。圣牧、君乐宝、盐津铺子等品牌的签约是公司暨泡泡玛特之后再一次拓展服务的品牌类目。此外，公司完成收购浙江上佰电子商务有限公司 51% 股权，浙江上佰专注于消费电器领域，与美的、西门子、小天鹅等品牌建立了长期良好的合作关系。公司通过并购浙江上佰为公司扩展了家电品类，同时公司的多平台战略合作版图也再度扩展，新增了拼多多（此平台仅与浙江上佰签订协议）、苏宁易购（此平台仅与浙江上佰签订协议）、贝店（此平台仅与浙江上佰签订协议）等平台。

（四）健全公司经营与人才培养机制，完善员工激励计划

公司紧抓以人为本的用人理念，切实保护员工的各项权益，构建和谐劳动关系，着力提升全体员工的幸福指数；作为深受品牌方信赖的电子商务服务商，公司始终坚持以创意营销为核心竞争力。在创新发展的路上，公司深知人才即是财富，始终以人才培养为抓手。向内，立足现有员工，深入挖掘他们的潜力，加强内部人才的发现、培养、使用和管理；向外，与多所学校开展校企合作，定向定岗提前培训新进大学生人才势力，集聚人才。针对员工培训、校企合作，企业特设“网创商学院”部门。“网创商学院”是由企业资深部门主管担任课程讲师，结合员工职业发展通道，以人才发展为基线，从核心能力和岗位专业技能研发、定制各类专业课程，并参与合作学校的课程建设。公司进一步建立、健全公司经营机制，建立和完善公司及控股子公司核心管理级员工及核心骨干的激励约束机制，充分调动其主动性、积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，形成“着眼未来、利益共享、风险共担”的利益共同体，提升公司竞争力，促进公司持续、稳健、快速的发展。报告期内，公司已完成第一期限制性股票激

励计划的授予。

3. 投资建议

我们认为公司主营的美妆类品牌代运营尚处于行业红利期，新增的其他快消品、家电类产品行业内也存在结构性的发展机遇；一方面电商行业规模稳步扩张，随着互联网的进一步普及和电子信息化在国民生活中的逐渐渗透，消费者网上购物的消费习惯逐步形成，我国网络购物用户数不断增加，社消中线上比重逐步提升，另一方面美妆类、家电类产品在消费中的普及度提升，且线上电商逐步成为其销售的主要途径，电商渠道快速的营销推广能力和广泛的消费者触达能力均是营销的重要环节。公司在传统业务拥有较为稳定的发展基础之上，通过扩品牌、扩品类、扩平台的方式进一步打开规模的增长空间，分散自身经营中的风险。考虑到年初的疫情对公司 Q4 旺季的消极影响有限，我们预测公司 2020/2021/2022 实现营收 19.40/24.41/29.60 亿元，归母净利润 3.01/4.11/5.44 亿元，对应 PS11.77/9.35/7.71 倍，对应 EPS 为 2.09/2.85/3.77 元/股，对应 PE76/56/42 倍，维持“推荐评级”。

4. 风险提示

品牌商切入实施自运营带来竞争的风险；人才流失的风险。

附:

1. 盈利预测和估值对比

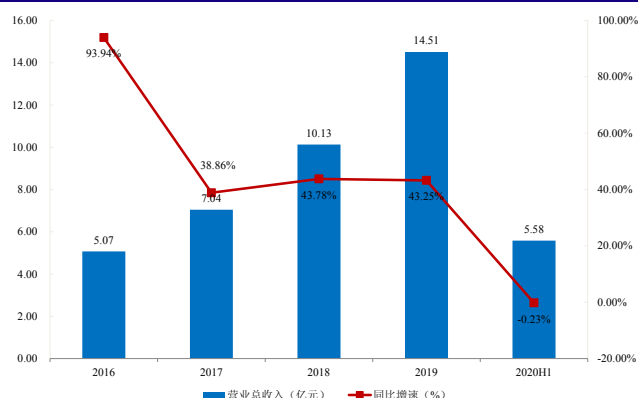
表 1: 盈利预测

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,012.80	1,450.82	1,939.72	2,441.23	2,960.20
增长率	43.78%	43.25%	33.70%	25.85%	21.26%
归属母公司股东净利润	162.62	219.05	301.07	410.68	543.83
增长率	17.99%	34.71%	37.44%	36.41%	32.42%
EPS (元/股)	2.71	3.37	2.087	2.847	3.770
销售毛利率	42.59%	43.04%	44.73%	46.21%	47.88%
净资产收益率(ROE)	40.65%	17.14%	20.22%	23.12%	25.21%
市盈率(P/E)	-	77	76	56	42
市净率(P/B)	-	11.06	15.34	12.86	10.59
市销率(P/S)	-	11.06	11.77	9.35	7.71

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 8 月 28 日收盘价)

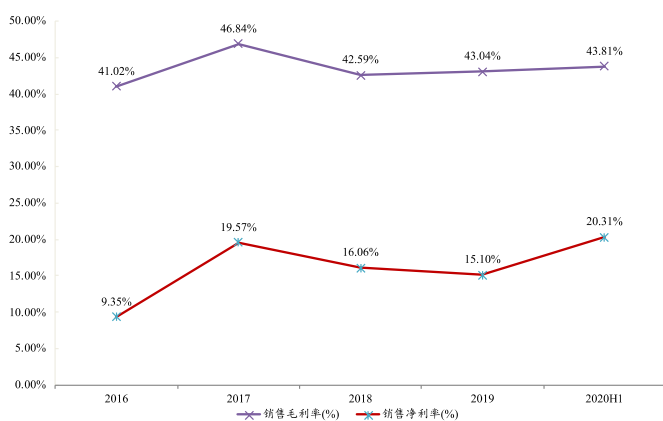
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2016-2020H1 营业收入(亿元)及同比增长率



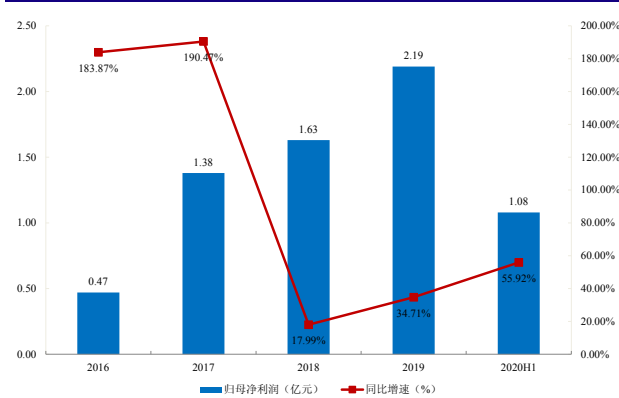
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2016-2020H1 毛利率和净利率变动情况



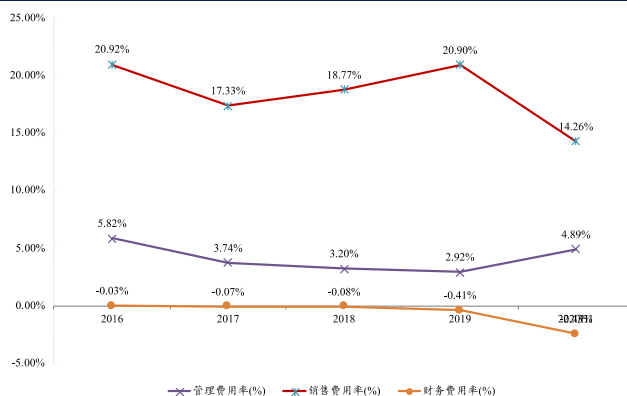
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2016-2020H1 归母净利润(亿元)及同比增长率



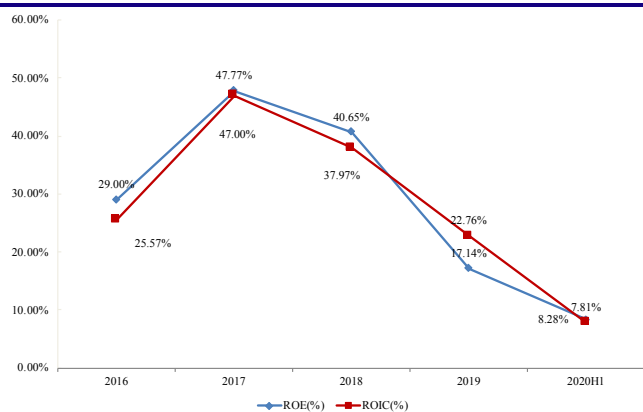
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2016-2020H1 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 5：2016-2020H1 ROE 及 ROIC 变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 2：2020 上半年主营业务分产品或服务情况

分产品或服务	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年 同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年 同期增减
品牌线上营销服务	2.47	1.48	40.23%	-15.24%	-12.13%	-2.11%
品牌线上管理服务	1.84	0.63	65.99%	59.67%	51.65%	1.80%
线上分销	1.24	1.01	18.17%	-18.15%	-22.57%	4.66%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3：2020 上半年收入占比 10%以上平台的具体经营情况

平台名称	销售模式	2020 年 1-6 月		2019 年 1-6 月		增减	
		收入（亿元）	占总收入比	收入（亿元）	占总收入比	收入	占总收入比
天猫商城	品牌线上营销服务	1.84	41.32%	2.91	52.05%	-20.80%	-10.73%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4：2020 上半年核心产品品类经营数据

平台名称	交易金额（亿元）	订单数量（个）	用户数量（人）	人均消费频次
天猫	2.52	1932422	1862558	1.03

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 5：壹网壹创 2020Q1 至今重大事项进展

事件类型	内容
关于聘任高级管理人员及更换公司财务负责人的公告	2020 年 8 月 26 日召开第二届董事会第十五次会议，审议通过《关于公司聘任高级管理人员的议案》、《关于更换公司财务负责人的议案》。经公司总经理提名，董事会提名委员会审核，董事会同意聘任冯积儒先生为公司副总经理，任期自本次董事会审议通过之日起至第二届董事会届满为止。原公司财务负责人张滨滨先生由于个人原因辞去公司财务负责人职务，辞职报告

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

	自送达本公司董事会之日起生效，本次辞职后不再担任公司任何职务。经公司总经理提名，董事会提名委员会审核，董事会同意聘任周维先生为公司财务负责人，任期自本次董事会审议通过之日起至第二届董事会届满为止。
子公司签订建设工程施工合同	公司子公司网创大家股东于 2019 年 9 月 9 日作出了《杭州网创大家科技有限公司股东决定》，决定网创大家投资不超过 3 亿元实施“杭州网创科技工业厂房工程”施工项目，同时授权网创大家执行董事及高级管理人员全权负责建设工程施工合同的招标、洽谈、签署、履行等事宜。根据上述授权，网创大家与浙江宝业于 2020 年 3 月 20 日在杭州钱塘新区签订了《建设工程施工合同》，暂定合同金额为人民币 2.74 亿元，合同工期为 660 日历天。
关于使用暂时闲置募集资金进行现金管理的进展公告	5 月 29 日公司与杭州银行股份有限公司营业部签署《杭州银行股份有限公司“添利宝”结构性存款协议》，使用暂时闲置募集资金人民币 12,300 万元购买现金管理产品
关于日常经营事项的提示性公告	8 月 18 日杭州壹网壹创科技股份有限公司的全资子公司杭州网阔电子商务有限公司与上海百雀羚化妆品有限公司经友好商定，重新签订百雀羚旗舰店《2021 年代运营服务框架协议》。合作模式将从原来的品牌线上营销服务调整为品牌线上管理服务。上述合同属于日常经营合同，不涉及关联交易，无需公司董事会或股东大会审议批准。
关于收购浙江上佰电子商务有限公司 51% 股权的公告	2020 年 5 月 26 日与宁波好贝签订了《股权转让协议》公司将以支付现金的方式收购宁波好贝持有的浙江上佰电子商务有限公司 51% 的股权，本次交易金额为人民币 36,237.22 万元。本次交易完成后，壹网壹创持有目标公司 51% 的股权，浙江上佰成为公司控股子公司，将纳入公司合并报表范围内。

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: 壹网壹创 2019 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪(战略规划)

	2019 年对于 2020 年的规划
发展战略	公司未来的发展战略核心是通过深化自身现有业务，拓展其他创新业务，提升公司的服务能力和核心竞争力。未来，公司通过电子商务升级扩建项目和综合运营服务中心项目的建设实施，加强对团队、信息化系统和相关软硬件等方面的投入，以提供更多细分类型的服务，以服务质量和行业口碑吸引如母婴、小家电等更多类目的优质客户，同时进一步扩展与京东等第三方电子商务平台的合作，推动公司的稳健发展。
未来三年发展计划	1、细分服务类型，提升服务品质 公司将着力提升现有服务的质量，并拓展其细分服务类型。公司计划将原有业务链条上的重要环节单独设立中心，通过细分和分工的方式提高各类业务工作的专业程度和竞争力。具体而言，公司将建立用户体验中心，切实、直观地从市场用户的角度进行思考，并将其细分需求具体地落实到公司对品牌、产品的策划和设计等活动中；公司将设立 UED 创意设计中心，在对用户体验研究分析的基础上，通过感官、交互、情感、浏览和信任的体验以优化电商的 UED 设计，从而更好地传递品牌调性，创造惊喜，增强用户粘性，提升其销量转化率；公司将成立专门的影像摄制创意中心，以满足公司的摄影需求；公司将建立产品开发创意中心，提供商品定位策划、设计执行、工艺落地等服务，增强公司的市场敏感度并实时开发对应的商品；公司亦将成立整合营销创意中心，在品牌广告策划服务的基础上，通过创意衍生出各类与品牌相关的一系列文创产品，并进行线上线下的联动销售，以服务各品牌线并承接外部的相关业务。通过细化、丰富公司现有的业务类型，公司将进一步优化收入结构，在扩大收入规模的同时，增强公司自身抵御市场风险的能力。

2、加快技术升级，完善信息化系统体系

公司将在现有系统的基础上，继续技术升级，完善公司信息系统。先进、高效和稳定的信息化系统体系是电商服务企业竞争力的一个重要组成部分，而公司所拥有的自主开发、定制化的信息系统亦是公司的竞争优势之一。因此，公司重视对自身信息化技术的建设和完善：首先，公司将通过加大对现有技术团队和信息化系统的投入，引进更多技术人员，增强公司的自主开发能力。第二，公司将升级包括“神盾营销管理系统”、“魔方仓储管理系统”在内的信息化系统，进一步丰富功能，并提高系统的易用性和稳定性，强化公司的基础系统框架。第三，公司将开发企业协作系统，提高公司部门间协作和垂直运营的效率水平。第四，公司将开发自动化数据提取工具，并建立“乾坤大数据系统”，增强公司对客户、市场等数据的统计分析，以支持更精准、高效的业务和运营的决策，例如根据市场反馈信息进行全面分析并选择更有效果的营销推广方式等。第五，公司将开发人工智能辅助决策系统和运营自动化系统，以降低公司成本，增强业务承接能力。最后，公司亦将增加包括办公软件、服务器和数据服务的购置，以提升公司人员的工作能力和办公效率。通过系统赋能和强化，公司运营管理效率将进一步提升。

3、提升客户承接能力，扩大市场份额

公司将通过实施电商升级扩建项目和综合运营服务中心项目，有效提升公司服务的市场吸引力和承接能力。首先，公司将建立包括用户体验调研、产品设计开发以及整合销售在内的专门部门，以更专业、细致的服务切中不同品牌方的具体需求点，扩大公司的潜在客户数量。同时，公司将开发更智能的信息化系统推动市场扩张。另外，公司计划开发的自动化的数据提取和处理系统亦将使公司的市场决策更为准确、高效。最后，公司将通过软硬件购置和人才引进等方式，完善现有仓库和仓储管理体系，提高采购管理水平，仓库处理能力，以及发货的时效性和准确性等，并提高公司在包括“双十一”等销售高峰时期的最大吞吐量水平，从而间接助力公司的市场扩张计划。两个募投项目的实施，能有效提高公司的业务承接能力，有助于公司不断扩大市场份额。

4、扩充人才队伍，加强团队建设

未来，公司将进一步引入各类人才，组建更为强大的团队，并形成良好的企业文化。公司将扩大技术团队，招聘更多的负责各类语言的程序员以及产品经理，推动公司信息化体系的整体升级、开发和构建，提高系统日常运营维护的水平；公司将引入更多的仓储 IT 和数据分析人员以及仓储管理人员，提高公司对日常仓储物流的管控水平，提升公司应对供应链风险的能力；公司将招聘更多的不同层级的策划人才，提高公司的整合营销能力和相应业务的市场竞争力；公司将进一步壮大包括工艺、平面和包装等方面的设计团队，增强公司在产品创意、策划、设计、开发等领域的业务竞争力；公司将引入更多的用户体验调研专员和分析专员，提升公司市场分析和决策能力；公司亦将打造专门的影像摄制团队、3D 建模设计团队，以更有效地配合电商和设计等业务需求。另外，公司将进一步完善员工上升通道，构建积极进取、不断探索的企业文化氛围，以稳固人才队伍并为公司提供更强的创新动力。

风险提示

- 1、行业竞争加剧风险
- 2、单一品牌集中度较高风险
- 3、品牌方切入电子商务行业风险
- 4、品牌方返利对公司业绩影响的风险
- 5、信息安全风险
- 6、技术替代风险

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

5.公司前十大股东情况跟踪

表 7：壹网壹创前十大股东情况（更新自 2020 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	杭州网创品牌管理有限公司	不变	5,583.01	2481.34	38.70%	0.00%	境内非国有法人
2	林振宇	不变	1,551.30	689.47	10.75%	0.00%	境内自然人
3	中金佳合(天津)股权投资基金管理有限公司-中金佳泰贰期(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙)	不变	753.88	335.06	5.23%	0.00%	其他
4	共青城福鹏宏祥叁号股权投资管理中心(有限合伙)	不变	630.75	280.33	4.37%	0.00%	境内非国有法人
5	吴舒	不变	554.72	246.54	3.85%	0.00%	境内自然人
6	张帆	不变	534.25	237.44	3.70%	0.00%	境内自然人
7	卢华亮	不变	426.26	189.45	2.96%	0.00%	境内自然人
8	杭州网哲投资管理合伙企业(有限合伙)	不变	387.71	172.32	2.69%	0.00%	境内非国有法人
9	刘希哲	不变	378.12	168.05	2.62%	0.00%	境内自然人
10	招商银行股份有限公司-鹏华新兴产业混合型证券投资基金	增加	297.08	76.75	2.06%	0.53%	其他
合计			11097.08		76.93%		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：2020年5月18日，公司召开了2019年年度股东大会，审议通过《关于〈公司2019年度利润分配及资本公积金转增股本预案〉》的议案，同意以公司总股本80,139,000股为基数向全体股东每10股转增8股，共计转增64,111,200股，实施后公司总股本将增加至144,250,200股。由此公司股东的持股数量发生变动但对应的持股比例不变。

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。甄

唯萱，商贸零售行业分析师。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