



## 三季度规模增速表现依旧低于预期，看好核心产品品类四季度线上销售预期 核心观点：

### 1. 事件摘要

2020 年前三季度公司实现营业收入 11.37 亿元，同比减少 6.13%；实现归属母公司净利润 3.38 亿元，同比减少 5.88%；实现归属母公司扣非净利润 2.73 亿元，同比减少 11.49%。经营现金流量净额为 1.46 亿元，较上年减少 48.70%。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 明星单品与爆款眼部类产品带动对应细分产品类别营收规模增长，对公司整体营收规模起到支撑作用

2020 年前三季度公司实现总营业收入 11.37 亿元，较上年同期减少 0.74 亿元，同比减少 6.13%。其中，公司主营的日化行业实现营业收入 11.22 亿元，较上年同期减少 0.70 亿元。

分产品品类来看，前三季度眼部类/护肤类/洁肤类产品分别实现营业收入 4.05/5.94/1.24 亿元，较去年同期分别变化+0.43/-0.75/-0.37 亿元。其中护肤类产品依旧为公司的主营品类，占比主营收入比重达到 52.91%（较上年同期下滑 3.22 个百分点）；眼部类产品是前三季度内唯一出现销售额正增长的品类，占主营收入比重从去年同期的 30.38% 上升 5.70 个百分点至 36.08%，其中公司旗下的明星单品小红笔眼霜、第五代弹力眼精华等眼部类产品对整体营收起到支撑作用。

从销售的量价来看，公司前三季度眼部类/护肤类/洁肤类产品分别实现产量 483.98/1434.08/331.29 万支，较上年同期分别减少 90.72/249.33/185.25 万支；对应销量分别为 526.65/1512.78/370.82 万支，较上年同期分别变动+31.73/-129.05/-136.75 万支。由此可以看出，一方面公司的产销量情况与销售额走势基本匹配，前三季度的产销总量虽集中在主营的护肤类产品之中，但唯一的销量增量体现在眼部品类；另一方面公司从供给端主动缓解库存压力，各品类实际发生的销量均高于对应产量。此外，通过销售额与销量测算前三季度产品的销售均价情况，可以发现，护肤类产品销售额的下滑既体现在销量的下滑，同时销售单价也出现滑落（可能系公司让利促销力度增强致使销售单价从上年同期的 40.76 元/支降至今年的 39.26 元/支）；眼部类产品销售单价出现上涨，从上年同期的 73.17 元/支升至今年的 76.88 元/支，论证了对应产品销售额的提升受益于量价齐

### 丸美股份 (603983.SH)

推荐 维持评级

#### 分析师

李昂

✉ : ( 8610 ) 83574538

✉ : liang\_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编码 : S0130517040001

甄唯萱

✉ : zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

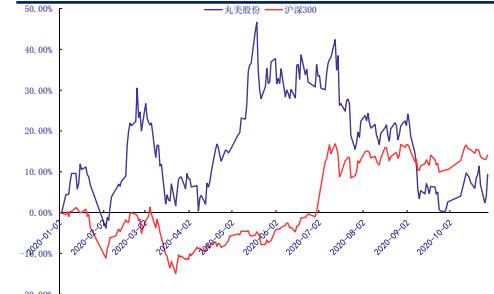
分析师登记编码 : S0130520050002

特此鸣谢 :

章鹏

#### 行业数据时间

2020.10.28



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 2020 半报点评\_零售行业\_丸美股份(603983.SH)\_二季度规模表现略低于预期，看好核心眼部产品及电商渠道下半年持续发力\_20200827

【中国银河研究院\_李昂团队】公司一季报点评\_零售行业\_丸美股份(603983.SH)\_疫情致使公司 20Q1 业绩小幅下滑，预计 Q2 将逐渐恢复常态，维持推荐\_20200428

【中国银河研究院\_李昂团队】公司年报点评\_零售行业\_丸美股份(603983.SH)\_19 年业绩增长符合预期，维持推荐\_20200421

【中国银河研究院\_李昂团队】公司三季报点评\_零售行业\_丸美股份(603983.SH)\_拳头产品深耕眼部护理细分领域，营收规模加速扩张，予

升；洁肤类产品销售单价虽然出现上涨，从上年同期的 31.67 元/支升至今年的 33.32 元/支，但最终受销量下滑的影响拖累销售额未能实现同比改善。

**分季度来看**，公司 Q1/Q2/Q3 分别实现营收 3.70/4.23/3.44 亿元，对应营收增量为 +0.06/-0.27/-0.53 亿元，YOY 1.53%/-5.93%/-13.40%，单季营收同比跌幅持续扩大。回顾历史数据可以发现，公司的营收呈现出明显的季节性特征，2018/2019/2020 年 Q3 环比同年 Q2 营收分别减少 0.66/0.53/0.80 亿元，说明 Q3 相比 Q2 来说普遍处于淡季状态，Q3 内缺少节假日，同时全渠道的促销活动相对偏少；今年 Q3 营收的环比下降延续了前期的季节性下降特征；而四季度通常贡献公司全年约三分之一的营收，今年四季度公司加大全渠道营销力度，积极参与线上活动，有望在旺季对全年规模进行拉升。

**从单季度的经营情况来看**，2020Q3 眼部类/护肤类/洁肤类产品分别实现营业收入 1.47/1.58/0.32 亿元，较去年同期分别变动 +0.04/-0.33/-0.23 亿元，仍旧仅是眼部类产品出现正增长。眼部类/护肤类/洁肤类三大类主营产品与今年 Q2 销售额相比分别下降 0.10/0.60/0.11 亿元，符合营收淡季的季节性下降特征。进一步拆分量价情况，2020Q3 眼部类/护肤类/洁肤类产品分别实现产量 173.89/324.06/68.55 万支，较去年同期分别变化 -89.30/-150.04/-92.80 万支；实现销量 191.38/375.70/101.24 万支，较去年同期分别变化 +5.72/-92.04/-53.91 万支。2020Q3 眼部类/护肤类/洁肤类产品的销售均价分别较去年同期变化 -0.60%/2.76%/-10.91%，由此可见，单季护肤品、洁肤品的销售依旧承压，眼部类产品销量推动其对应产品的单季销售额回暖。

**前三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润 3.38 亿元**，较上年同期下降 0.21 亿元；实现归属扣非净利润 2.73 亿元，较上年同期下降 0.35 亿元。报告期内公司录得非经常性损益 0.65 亿元，较上年同期增加 0.14 亿元，其中政府补贴同比增长 725.33 万元至 4341.78 万元，金融性资产投资收益同比减少 2244.43 万元至 -49.36 万元，新增项目为委托他人投资或管理资产的损益录得 3970.43 万元。按季度拆分，公司 Q1/Q2/Q3 分别实现归属于上市公司股东的净利润 1.19/1.49/0.70 亿元，较去年同期变动 -0.01/+0.13/-0.33 亿元。

## (二) 综合毛利率降低 0.51pct，期间费用率上升 0.84pct

**公司 2020 年前三季度综合毛利率为 67.44%**，较去年同期减少 0.51 个百分点。公司生产所需的原材料中添加剂 (-4%) 和液体油脂 (-3%) 出现了单季采购均价的同比下滑；水溶保湿剂 (1%)、包装物 (13%) 出现了单季采购均价的同比增长，而乳化剂和表面活性剂单季采购均价均与上年同期基本持平。其中，包装物单季采购均价的大幅上涨主要是由于软管类、瓶子类以及纸盒类包装物价格出现增长，高价值包装物采购量的增多带动包装物采购平均价格上涨。

**前三季度公司销售净利率为 29.71%**，较上年同期增加 0.25 个百分点；**期间综合费用率为 37.04%**，相比上年同期上升 0.84 个百分点，销售/管理（不含研发）/财务/研发费用率分别为 33.04%/4.77%/-3.87%/3.10%，较去年同期分别变动 2.86/-0.40/-2.40/0.80 个百分点。2020 年前三季度公司发生销售费用 3.76 亿元，较去年同期增长 0.1 亿元，在公司整体营收规模收窄时呈现出费用率的提升，由于公司更换新代言人，同时伴随三季度内影院等场所经营恢复，电影贴片广告宣传同步恢复，各类营销推广不断，销售费用的增长符合预期；管理费用（不含研发费用）0.54 亿元，较去年同期下降 13.44%（减少 0.08 亿元）；财务费用 -0.44 亿元，同比下降 148.45%，主要系本期银行存款利息收入增加所致；公司发生研发费用 0.35 亿元，同比增长 0.07 亿元，公司

的研发费用率在各上市化妆品公司中处于领先地位，体现了公司对于产品研发的重视。

### (三) 持续科研创新夯实研发基础，产学研模式助力企业发展

公司积极参与“广州市重点领域研发计划”、“广州市科技计划”、“粤港澳科技计划”，选送4个科技项目参与省市科技计划。公司稳步推进自主原料研发及转化实施，5款自主研发原料进入中试、试产阶段，10个优选项目正在开展。在“国际生物抗衰老产业技术创新联盟”框架内，公司继续与暨南大学、基因工程药物国家工程研究中心、广东工业大学等机构和高校开展技术合作，从人源蛋白、皮肤微生态、网络药理、益生菌种筛选、原料评测等多个领域深化产学研，夯实基础、扩展产品功能功效。同时，为积极应对疫情带来的营销环境的加速变化，公司设计了“产品微观结构”、“3D皮肤测试”、“细胞毒理检测”等十项直播展示模型，以及“考马斯亮蓝测定蛋白质”、“络氨酸酶活性抑制”、“抗糖化反应”等九种直播演示实验，助力公司前端直播营销活动的开展。

### (四) 稳步推进数字化转型，加快线上线下多渠道协同发展

公司稳步推进数字化转型并获初步成效，在业务大数据利用方面已梳理出供应链分析、市场分析、销售分析、会员分析、媒体投放分析等五个方向的数据分析框架，对每个分析方向进行了初步的数据探索和分析模型设计。上半年，公司数字化部门已为业务部门提供30份产品和市场数据分析报告。随着公司内部数据化进程的推进，各业务部门对数据分析的意识及需求逐渐增强。数字化部门也在进行供应链等业务流程的持续优化，梳理SKU、包材，推进产销协同，提出基于数据分析的合理化建议，为公司科学、高效决策提供支持。数字化接下来的工作重点是数据中台的搭建，将梳理好的分析逻辑和模型固化到系统中，更好地支持各个业务部门对于数据的有效利用。

一方面，公司积极拥抱线上变化，加大短视频等内容投放和直播力度，通过线上各平台开展不同形式直播，邀请流量名人坐客直播间，传递品牌价值，实现产品销售。开通小红书、抖音、微信有赞小程序等直营店铺，扩大电商及社媒团队配置，加大私域、流量等运营力度。同时，保持线上各平台分销业务的合作和资源协同。另一方面，公司积极应对线下渠道冲击，将原定于线下开展的对经销商及门店的各项产品及技能培训转到线上，并加大了频次和人员覆盖，共开展超过200场线上培训会，指导并帮助经销商及门店将原线下销售转到线上实现。本次双十一期间，公司对小红笔眼霜、抗皱套装、黑松露眼膜等热门产品进行预售，截至目前，小红笔眼霜已累计预定3.2万件，抗皱套装累计预定8.7万件，其余热门产品均达到预期销售水平。根据当前预定量、定金与预售价进行估算，可以大概估算出小红笔眼霜当前已收到定金131.10万元，尾款结清后将累计获得1173.31万元的营收规模增长。

## 3. 投资建议

我们认为公司品牌布局与产品结构不断优化，拳头产品专注于眼部护理的细分领域，眼霜/精华类产品销售额表现在国产眼部护理板块中位列前茅；同时丸美、春纪、恋火三个品牌定位不同的消费需求，帮助公司尽可能多的锁定更广阔的潜在消费市场。此外，公司注重产品的研发升级，不断推出核心系列新品，搭配积极有效的营销推广策略，通过线上线下相结合的全渠道方式稳步推进规模扩张。由此我们预测公司2020/2021/2022年将分别实现营收18.95/21.10/23.72亿元，净利润5.65/6.45/7.42亿元，对应PS为13.92/12.51/11.12倍，对应EPS为1.41/1.61/1.85元/股，对应PE为47/41/36倍，维持“推荐评级”。

## 4. 风险提示

---

化妆品行业竞争加剧的风险，产品营销效果不及预期的风险。

## 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)	1,575.76	1,800.86	1,895.04	2,109.80	2,372.17
增长率(%)	16.52%	14.28%	5.23%	11.33%	12.44%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	415.28	514.89	564.51	644.57	742.03
增长率(%)	33.14%	23.99%	9.64%	14.18%	15.12%
EPS (元/股)	1.15	1.370	1.408	1.607	1.850
销售毛利率	68.34%	68.16%	68.28%	68.44%	68.82%
净资产收益率(ROE)	30.20%	19.28%	18.42%	18.33%	18.39%
市盈率(P/E)	-	45	47	41	36
市净率(P/B)	-	9.02	8.61	7.50	6.54
市销率(P/S)	-	13.90	13.92	12.51	11.12

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10月28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	上海家化	珀莱雅	均值
PE	-113	173	133	85	73	70
PB	1.00	1.86	5.67	3.99	13.17	5.14
PS	0.57	3.74	2.57	3.44	9.12	3.89
境外可比公司						
	雅诗兰黛	欧莱雅	宝洁公司	联合利华	资生堂	均值
PE	52	43	27	10	51	43
PB	15.69	5.43	7.57	4.34	6.92	7.80
PS	4.40	5.35	4.87	1.10	2.84	3.60
					中位数	

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

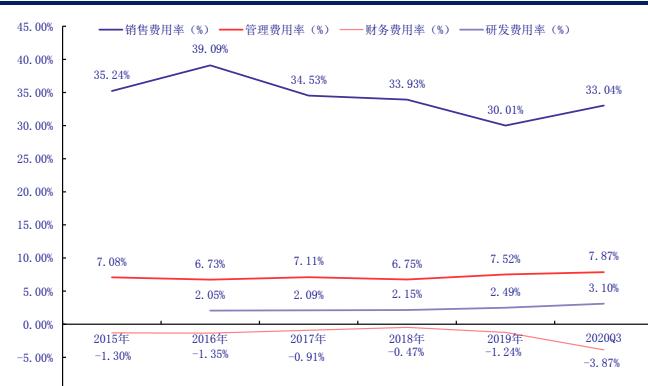
**图 1：2015-2020Q3 营业收入(亿元)及同比增长率**

**图 2:2015-2020Q3 归母净利润(亿元)及同比增长率**

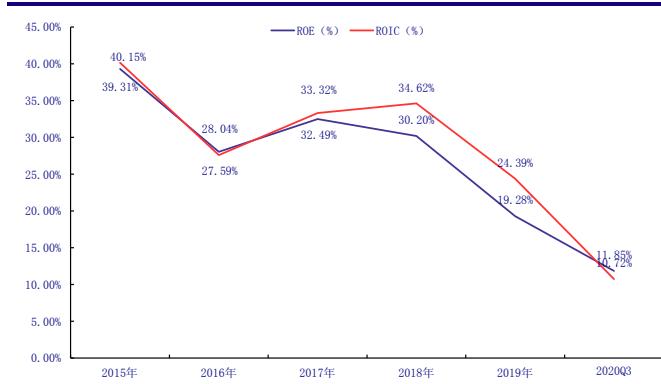

资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

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 3：2015-2020Q3 毛利率和净利率变动情况**

**图 4：2015-2020Q3 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 5：2015-2020Q3ROE 及 ROIC 变动情况**


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**表 3：2020 年第三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)
眼部类	1,738,908	1,913,764	146,597,630
护肤类	3,240,574	3,757,000	157,782,608
洁肤类	685,524	1,012,423	32,179,427

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

**表 4：2020 年第三季度主要产品价格变动情况**

主要产品	2019 年 7-9 月平均售价 (元/支)	2020 年 7-9 月平均售价 (元/支)	变动比率 %
眼部类	77.06	76.6	-0.60%
护肤类	40.87	42	2.76%
洁肤类	35.67	31.78	-10.91%

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 5:九美股份 2020Q3 至今重大事项进展

事件类型	内容
关于使用闲置募集资金购买理财产品	公司于 2020 年 9 月 7 日认购了由华润深国投信托有限公司发行的“华润信托·卓实远见 2 号集合资金信托计划”，认购金额为人民币 8,000 万元。
关于使用闲置募集资金购买理财产品	公司于 2020 年 9 月 16 日向招商银行股份有限公司广州天河支行购买了招商银行挂钩黄金看涨三层区间三个月结构性存款合计人民币 1 亿元。
关于使用闲置募集资金购买理财产品	公司于 2020 年 9 月 23 日认购了由华润深国投信托有限公司发行的“华润信托·卓实远见 2 号集合资金信托计划（第 15 期）”，认购金额为人民币 2 亿元，2020 年 9 月 11 日，公司赎回了于 2020 年 6 月 11 日使用 3 亿元闲置募集资金在招商银行股份有限公司广州天河支行购买的保本浮动收益型理财产品招商银行挂钩黄金三层区间三个月结构性存款，公司本次共收回本金人民币 3 亿元，并收到理财收益 257.10 万元。
产品到期赎回的公告	2020 年 9 月 30 日，公司子公司重庆博多物流有限公司赎回了于 2020 年 7 月 1 日使用 2 亿元闲置自有资金在上海浦东发展银行股份有限公司广州天河支行购买的保本浮动收益型理财产品。公司本次共收回本金人民币 2 亿元，并收到理财收益 158.89 万元。
关于全资子公司竞得土地使用权的公告	2020 年 9 月 25 日，公司全资子公司广州禾美实业有限公司参与了广州市海珠区琶洲西区 AH040135 地块的国有建设用地使用权的挂牌出让竞拍，最终以 7.16 亿元竞得上述地块的国有土地使用权，并签订了《国有建设用地使用权成交确认书》，目前正在办理土地出让相关手续。
关于持股 5%以上股东部分股份质押的公告	公司于 2020 年 10 月 23 日收到公司持股 5%以上股东 LCapital 的通知，获悉 LCapital 于 2020 年 8 月 19 日将其持有的公司 400 万股股票办理了质押登记手续。本次质押股份占其所持股份 14.03%，占公司总股本的 1.00%。

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 6:九美股份 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	公司以“品牌长期主义、研发长期主义、科技长期主义、传播长期主义、教育长期主义、发展长期主义”的长期主义战略为指导方向，坚持秉承“用世界最好，做中国最好”经营理念，以全球领先技术为基点，以用户为核心，研发高品质产品，提供满意而感动的服务，多品牌全品类多渠道协同发展，以现代管理、创新思维、合作精神，致力于打造具有世界级竞争力的企业。
经营计划	<p>2020 年，公司坚持长期主义战略，以用户为核心，做好产品、做好品牌、做好营销，继续推进品牌高端化、年轻化、功效化、精致化。</p> <p>1、 品牌</p> <p>坚持多品牌差异化发展战略，实现各品牌定位更加清晰化、个性化与差异化。针对品牌不同受众针对性进行产品设计和配方研发，提高品牌认可度和客户忠诚度。九美品牌坚持中高档定位，深耕以眼部护理为核心的抗衰老细分领域，传达有温度、有质感、有情怀的品牌内涵。</p>

**2、研发**

坚持研发投入，整合全球优质资源，聚焦眼部护理、聚焦抗衰老，实现原料创新、配方创新、产品创新和技术创新，加快推新速度。

**3、科技**

加强信息化建设，数字化转型升级，逐步实现产品供应、营销推广、渠道销售、消费者服务全链路数字化信息覆盖，为未来公司大数据智能分析、高效科学决策奠定基础。

**4、传播**

在坚持优质传统媒体和网络媒体精准投放同时，加大社交媒体的投入力度，成立社媒团队，充分运用小红书、抖音等平台社交属性，结合行销事件、跨界IP等多种营销手段不断积累和沉淀用户关系提升用户体验，扩大品牌影响力。

**5、教育**

通过品牌经理集训、BA充电会、零售学院为合作伙伴赋能，为零售终端赋能。

**6、发展**

坚持品牌与渠道相匹配，线上线下相融合，多品牌多品类多渠道协同发展。加强会员管理、数据运营、消费者体验等工作，打造现有品牌同时，积极探索多品牌、多品类机会。

**风险提示**

1、市场竞争日益加剧的风险

2、经销模式的风险

3、渠道结构变革带来的风险和挑战

4、人才流失的风险

5、新型冠状病毒肺炎疫情对公司经营产生的不确定影响

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：丸美前十大股东情况（更新自 2020 年三季报）**

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
			报告期初持股数	变动			
1 孙怀庆	不变	29,160.00	-	-	72.72	-	境内自然人
2 王晓蒲	不变	3,240.00	-	-	8.08	-	境内自然人
3 LCapitalGuangzhouBeautyLtd.	减少	2,850.30	-749.70	-	7.11	-1.87	境外法人
4 香港中央结算有限公司	减少	229.38	-113.99	-	0.57	-0.29	未知
5 博时基金管理有限公司-社保基金四一九组合	不变	200.12	-	-	0.50	-	其他
6 中国工商银行-广发稳健增长证券投资基金	新进	200.00	200.00	-	0.50	0.50	未知
7 韩国银行-自有资金	新进	78.66	78.66	-	0.20	0.20	其他
中国农业银行股份有限公司							
8 -宝盈策略增长混合型证券投资基金	增加	75.18	3.00	-	0.19	0.01	其他
国泰君安证券资管-招商银行-国泰君安君得诚混合型集合资产管理计划	新进	70.00	70.00	-	0.17	0.17	其他
马来西亚国库控股公司-自有资金	新进	63.24	63.24	-	0.16	0.16	其他

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

合计	36,166.88	90.20
----	-----------	-------

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：商贸零售行业分析师，英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士，证券从业时间6年，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。

甄唯萱：商贸零售行业分析师，中央财经大学学士，澳大利亚悉尼大学硕士，证券从业时间2年，2018年5月加盟银河证券研究院从事商贸零售行业研究。

### 评级标准

#### 行业评级体系

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）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：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。

谨慎推荐：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%。

中性：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。

回避：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。

### 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）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。

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咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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。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。

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。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。

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。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。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。

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

北京西城区金融大街35号国际企业大厦C座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@ChinaStock.com.cn](mailto:gengyouyou@ChinaStock.com.cn)

