

自有中高端卫生巾品牌“自由点”销售表现突出，带动公司规模与盈利水平提升

核心观点:

● 事件

2021年上半年公司实现营业收入7.60亿元，同比增长25.35%；实现归属母公司净利润1.32亿元，同比增长48.04%；实现归属母公司扣非净利润1.23亿元，同比增长39.41%。经营现金流量净额为1.12亿元，较上年同期减少14.97%。

● 中高端卫生巾品牌“自由点”对于公司营收增长贡献突出，川渝、云贵陕等线下区域渠道拓展效果显著表现强劲

表1: 2021H1 营业收入情况

| 营收情况 | 营业收入 (亿元) | 营收增量 (亿元) | 营收增 速 (%) | 营收占比 (%) | 营收增量占 比 (%) |
|------------|--------------|--------------|--------------|-------------|----------------|
| 总营业收入 | 7.60 | 1.54 | 25.35% | 100% | 100% |
| 主营业收入-卫生用品 | 7.60 | 1.54 | 25.35% | 100% | 100% |
| 按产品划分 | | | | | |
| 卫生巾 | 6.11 | 1.57 | 34.71% | 80.32% | 102.35% |
| 纸尿裤 | 0.80 | 0.01 | 1.14% | 10.47% | 0.58% |
| ODM | 0.70 | -0.05 | -6.04% | 9.21% | -2.93% |
| 按地区划分 | | | | | |
| 川渝地区 | 3.35 | 0.69 | 26.03% | 44.07% | 45.00% |
| 云贵陕地区 | 1.76 | 0.47 | 36.92% | 23.12% | 30.83% |
| 电商渠道 | 0.91 | 0.23 | 33.23% | 11.94% | 14.72% |
| 两湖及其他 | 0.89 | 0.19 | 27.32% | 11.66% | 12.37% |
| 按季度划分 | | | | | |
| 第一季度 | 4.05 | 1.04 | 34.74% | 53.30% | 67.96% |
| 第二季度 | 3.55 | 0.49 | 16.11% | 46.70% | 32.04% |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

从产品来看, 公司报告期内持续聚焦主营产品, 以卫生巾为主体, 婴儿裤成人裤同步发展的经营模式, 核心产品卫生巾在主营收入中占比进一步提升, 自有纸尿裤品牌呈现低速增长(在脱离疫情影响后收入开始企稳, 有略微的增长, 但仍低于19年同期的水平), ODM业务自2020年末至今规模持续萎缩, 主要系公司发展策略逐步调整, 不再主动接洽新客户的ODM业务所致; 目前主打中高端定位的卫生巾品牌“自由点”是公司营收的主要构成及营收增量的主要来源。

百亚股份(003006.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李昂

✉:

分析师登记编码: S0130517040001

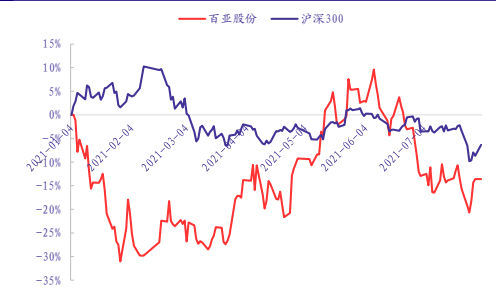
甄唯萱

✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

行业数据时间

2021.08.02



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河零售消费品李昂团队】行业深度报告-一次性卫生用品行业系列报告之一: 消费渗透尚待提升, 产品升级长期可期-20210719

从地区划分的角度来看，公司的产品销售依旧以线下环节为主，份额占比较为稳定，线上渠道仅占比不足 12%；线下场景中依旧以公司主力的川渝、云贵陕地区表现最为突出，区域内渠道拓展效果显著；报告期内公司加快电商和新零售渠道建设、扩大品牌营销推广，其后续效果值得关注。

从季度的角度来看，一次性卫生用品行业内产品需求的季节性波动较小，女性的卫生巾、婴幼儿的纸尿裤等产品具有一定的刚需属性；但从公司招股说明书中可知，一方面线上促销等活动场景会带来销售额的变化，一次性卫生用品的囤货属性突出；另一方面，夏季炎热会导致婴儿纸尿裤销量低于秋冬时节。本年度二季度营收环比一季度出现轻微收窄符合淡旺季的历史规律，与疫情前 2019 年的走势基本一致。

表 2：2021H1 公司利润情况

| 利润情况 | 现值 | 增量 | 增速 (%) |
|--------------------|--------|--------|--------|
| 归母净利润 (亿元) | 1.32 | 0.43 | 48.04% |
| 扣非归母净利润 (亿元) | 1.23 | 0.35 | 39.41% |
| 非经常性损益 (万元) | 882.95 | 81.53 | - |
| 政府补助 (万元) | 327.17 | 315.73 | - |
| 委托他人投资管理资产的损益 (万元) | 694.68 | - | - |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

公司非经常性损益中政府补助规模较为稳定，上年同期与本报告期均为 300 万元左右；本期委托他人投资或管理资产的损益达到 694.68 万元，上年同期各项其他营业外收入和支出合计仅为 69.57 万元，同比增长较为突出。

● **2021 年上半年综合毛利率提升 2.45pct，期间费用率提升 0.37pct**

表 3：2021H1 公司毛利率情况

| 毛利率情况 | 现值 (%) | 增量 (bps) |
|--------------|--------|----------|
| 销售毛利率 | 45.66% | 2.45 |
| 分行业 | | |
| 卫生用品 | 45.72% | 2.51 |
| 分产品 | | |
| 卫生巾 | 52.41% | 1.16 |
| 纸尿裤 | 17.05% | 3.83 |
| 分地区 | | |
| 川渝地区 | 50.21% | 0.87 |
| 云贵陕地区 | 53.40% | 3.57 |
| 电商渠道 | 40.90% | 4.94 |
| 两湖及其他地区 | 38.83% | 1.52 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4：2021H1 公司费用情况

| 费用率 | 现期值 (万元) | 增量 (万元) | 现期比率 (%) | 比率增量 (bps) |
|-------------|-----------|----------|----------|------------|
| 期间费用 | 19,274.95 | 4,125.22 | 25.35% | 0.37 |
| 销售费用 | 13,612.87 | 1,904.63 | 17.90% | -1.40 |
| 管理费用 | 3,148.01 | 775.24 | 4.14% | 0.23 |
| 财务费用 | -165.64 | 6.60 | -0.22% | 0.07 |
| 研发费用 | 2,679.70 | 1,438.75 | 3.52% | 1.48 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

公司主营两大类产品的毛利率均出现了不同幅度的提升，其中毛利率水平偏高的卫生巾产品结构持续优化，通过产品升级与迭代更新，进一步稳固其中高端的品牌定位，且其销售额占比不断提升，公司整体的毛利率水平同时出现结构性优化提升。

从费用的角度来看，2021H1 公司加大了对于营销推广与研发的投入，其中销售费用中广告宣传费较上年同期大幅提升 1974.15 万元至 4258.00 万元，是销售费用规模扩张的主要原因，但由于其他费用控制合理，整体的销售费用率反而下滑 1.40 个百分点；此外，公司对于研发领料、产品设计费、研发人员职工薪酬等项目上也有加倍投入，致使研发费用较上年同期提升 1438.75 万元至 2679.70 万元，研发费用率几近翻倍提升至 3.52%。

● 中高端自由点卫生巾产品持续增长，产品结构优化带来盈利能力提升

核心业务卫生巾中“自由点”品牌系列产品继续保持高速增长，拉动总营收增长。除无感七日、无感无忧和舒睡等核心产品系列外，公司重点推出方便贴身的裤型结构产品安睡裤系列、天然健康有机的有机纯棉系列，进一步丰富公司中高端产品品类。二者分别在防侧漏功能上进行强化、在材质选用上采用更加健康无危害的棉料进行提升，满足了当下消费升级潮流中，消费者对于中高端产品的追求，以及在产品功能、健康消费上提出的更高的要求。公司重视对产品的研发和升级，近年来在研发端不断加大投入，2021H1 研发投入 2679.7 亿元，同比增长 115.94%，积累了较为明显的研发优势，目前已拥有超薄复合芯体加工技术等多项核心技术，并已成功应用于产品生产。公司通过研发提升产品性能，中高端产品得以不断增值。今年公司已推出了无感七日第三代产品，通过将卫生巾厚度从 0.1cm 进一步提升至 0.07cm，提升了产品使用时的轻薄感。该系列产品的升级焕新将带来营业收入的持续增长，定价的提升有望使盈利能力提升。

● 核心区域保持优势，积极开拓线上渠道，全国市场拓展初显成效

从营销渠道角度，公司贯彻“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的发展策略，建立了有序拓展、层次分明的销售渠道，主要包括经销渠道、KA 渠道、电商渠道及其他新兴渠道。在国内市场拓展方面，一方面公司仍然保持在核心区域西南地区市场的竞争优势，精耕川渝市场，凭借在该地区深度的销售渠道，实现销售收入的稳定增长和较高的盈利水平。另一方面公司有序开展外周省份市场的拓展。公司根据不同区域市场的开发程度和特点采取差异化营销模式，目前公司产品已经进入河南、山西、河北、安徽、两湖、两广等地区市场。渠道上以 KA 和电商平台为重点，公司和大型知名 KA 客户加深合作，提升产品品牌形象，触及目标消费人群。在电商渠道开拓方面，公司已入驻天猫、京东、唯品会等大型电商平台，同时积极参与直播、社交、社区团购等新兴渠道，吸引年轻消费群体。上半年公司开始对电商业务进行调整，优化产品价格体系，更加注重品牌宣传，整体上 2021H1 线上渠道实现销售收入 0.91 亿元，保持了 33.23% 的高速增长速度。2021 上半年度，公司继续深耕川渝、云贵陕地区核心市场外，积极开拓新零售渠道，借力线上渠道进行品牌宣传及产品推广，推动线上线下融合，持续扩大消费者人群和产品销售覆盖范围，产品收入持续保持稳定增长。核心区域实现稳定增长，全国市场拓展初步取得良好效果。

● 投资建议

公司主要从事一次性个人卫生用品的研发、生产和销售，不仅经营包括自由点、好之、丹宁等自有品牌，同时为其他行业内企业提供 ODM 服务，全面覆盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等多个领域。从产品的角度来看，公司为各年龄段消费人群提供安全、舒适和高品质的个人健康护理产品，中高端女性卫生用品的自由点品牌稳步发展，是当前公司营收规模增长与盈利水平抬升的主要动力。从渠道的角度来看，公司实施“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的发展策略，一方面完善经销商、KA 等传统渠道的建设，夯实川渝等优势地区的销售；另一方面积极参与线上电商渠道的搭建，打破地理边界的束缚，进一步扩大品牌在全国市场范围内的影响力。综上，我们预测公司 2021/2022/2023 年将分别实现营收 15.65/19.54/23.96 亿元，净利润

2.54/3.23/4.09 亿元，对应 PS 为 6.12/4.90/4.00 倍，对应 EPS 为 0.59/0.76/0.96 元/股，PE 为 38/30/23 倍，维持“推荐评级”。

● **风险提示**

一次性卫生用品行业发展不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；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 5: 盈利预测

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(单位: 百万元) | 1,149.41 | 1,250.75 | 1,565.06 | 1,954.17 | 2,395.59 |
| 增长率(%) | 19.59% | 8.82% | 25.13% | 24.86% | 22.59% |
| 归属母公司股东净利润(单位: 百万元) | 128.15 | 182.51 | 254.42 | 323.26 | 408.84 |
| 增长率(%) | 43.43% | 42.41% | 39.40% | 27.06% | 26.47% |
| BPS(元/股) | 0.33 | 0.46 | 0.59 | 0.76 | 0.96 |
| 销售毛利率 | 45.91% | 42.66% | 43.04% | 43.64% | 44.14% |
| 净资产收益率(ROE) | 18.20% | 16.24% | 20.33% | 22.88% | 25.28% |
| 市盈率(P/E) | | 63 | 38 | 30 | 23 |
| 市净率(P/B) | | 10.07 | 7.65 | 6.78 | 5.92 |
| 市销率(P/S) | | 8.71 | 6.12 | 4.90 | 4.00 |

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 2021 年 8 月 2 日收盘价)

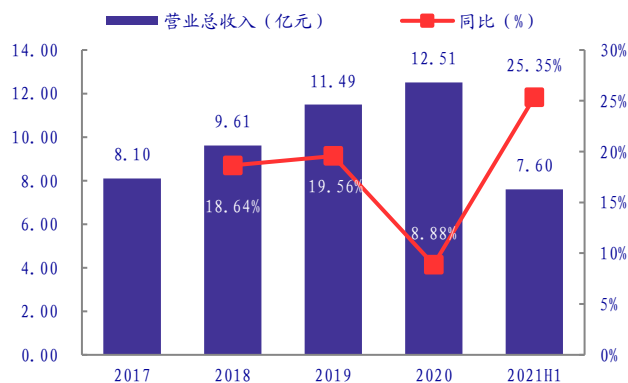
表 6: 可比公司最新估值情况

| 境内可比公司 | | | | | | | |
|--------|------|-------|------|------|------|-------|------|
| | 可靠股份 | 稳健医疗 | 中顺洁柔 | 依依股份 | 豪悦股份 | 均值 | 中位数 |
| PB | - | 17 | 37 | - | 25 | 27 | 25 |
| PB | - | 5.84 | 7.09 | - | 5.38 | 6.10 | 5.84 |
| PS | - | 5.20 | 4.32 | - | 5.78 | 5.10 | 5.20 |
| 境外可比公司 | | | | | | | |
| | 花王 | 金佰利 | 宝洁公司 | 恒安国际 | 尤妮佳 | 均值 | 中位数 |
| PB | 26 | 20 | 24 | 14 | 66 | 30 | 24 |
| PB | 4.48 | 75.16 | 7.22 | 3.19 | 6.42 | 19.29 | 6.42 |
| PS | 2.56 | 2.46 | 4.41 | 2.64 | 4.25 | 3.26 | 2.64 |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

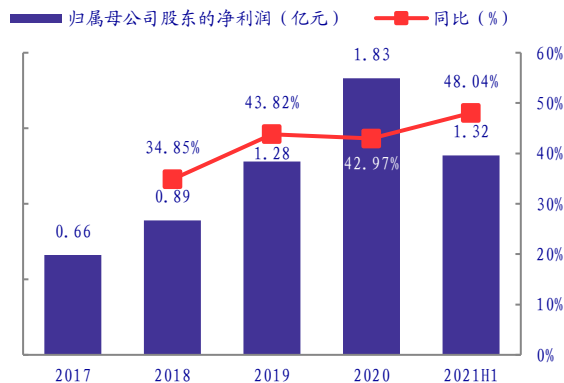
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2017-2021H1 年营业收入(亿元)及同比增长率



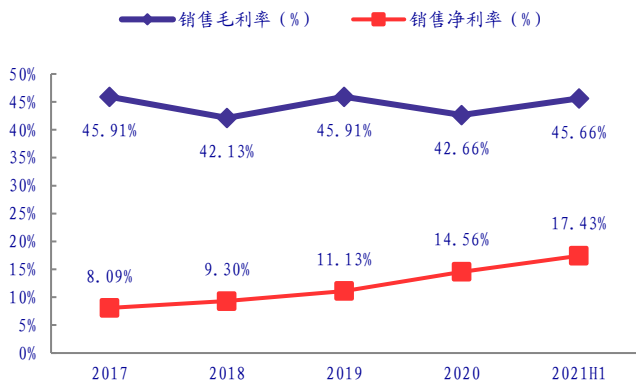
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2017-2021H1 年归母净利润(亿元)及同比增长率



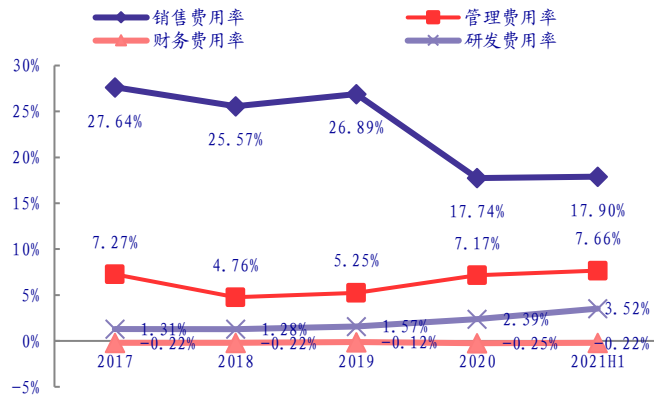
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2017-2021H1 年毛利率和净利率变动情况



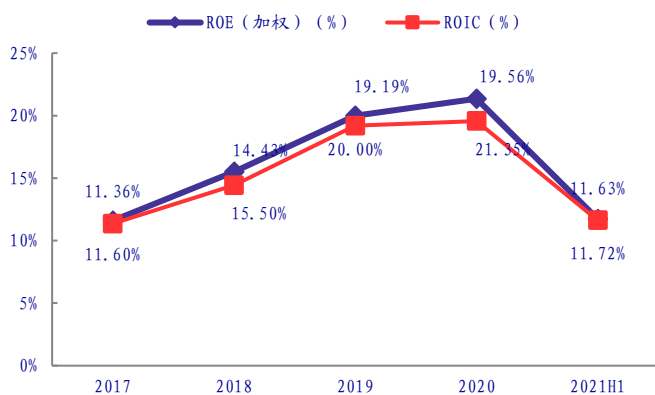
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2017-2021H1 年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: 2017-2021H1 年 ROE 及 ROIC 变动情况



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: 百亚股份 2021H1 重大事项进展

| 事件类型 | 内容 |
|------|---|
| 权益分配 | 公司于 5 月 17 日召开 2020 年年度股东大会, 审议通过了《关于 2020 年度利润分配预案的议案》, 以公司截至 2020 年 12 月 31 日总股本 4.28 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 3.00 元(含税), 不送红股, 不以公积金转增股本。本次权益分派股权登记日为 2021 年 5 月 27 日, 分派对象为截止 2021 年 5 月 27 日下午深圳证券交易所收市后, 在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司登记在册的本公司全体股东。 |
| 授信申请 | 公司 4 月 24 日召开第二届董事会第十次会议, 审议通过了《关于 2021 年度向银行申请综合授信额度的议案》: 为满足公司经营发展的资金需求, 公司 2021 年度拟向各金融机构申请总计不超过人民币 3.00 亿元的综合授信额度。授信额度包括非流动资金贷款, 流动资金贷款, 信用证额度, 银行票据额度等, 在此额度内由公司根据实际资金需求开展融资活动(涉及重大资产抵押, 质押, 仍应根据公司相关制度履行审批程序)。 |

资金投向

5月18日,公司与重庆农商行两江分行签订了《重庆农村商业银行股份有限公司单位结构性存款协议》,使用闲置募集资金8,000万元购买该行的单位结构性存款理财产品“重庆农商行结构性存款”,产品类型为本币浮动收益型,产品投资期限为2021年05月21日-2021年10月18日,预期年化收益率为1.60%/2.98%/3.28%。在不影响募集资金投资项目建设的条件下,合理利用闲置募集资金进行现金管理,不会影响公司募集资金项目建设和主营业务的正常开展,同时可以提高资金使用效率,为公司及股东获取更多的投资回报。

利润分配

公司4月24日召开的第二届董事会第十次会议、第二届监事会第八次会议审议通过了《关于2020年度利润分配预案的议案》,公司2020年度实现归属于上市公司股东的净利润1.83亿元,合并报表2020年末可供分配的利润为3.80亿元。母公司实现净利润1.93亿元,根据《公司章程》规定,母公司净利润10%提取的法定盈余公积金1.93亿元加上上年结转的未分配利润2.17亿元,母公司2020年末可供分配的利润为3.90亿元。按照合并报表、母公司报表中可供分配利润孰低的原则,2020年公司实际可供分配利润共计3.80亿元。

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: 百亚股份2020年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

| | 2020年对于2021年的规划 |
|-------------|---|
| 发展战略 | <p>公司在一次性卫生用品领域深耕多年,始终坚持多品牌、差异化的发展战略,实施“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的销售渠道策略,以满足和引领消费者需求、提高消费者的生活品质为目标,坚持“让生活更阳光灿烂”的企业使命,以打造“百年企业”为发展愿景,秉承“始终坚持用户第一”的企业价值观,致力于为各年龄段消费人群提供安全、舒适和高品质的个人健康护理产品。</p> <p>未来,公司将继续以消费者为核心,以市场需求为导向,以研发创新为支撑,坚持既定的公司战略,进一步提升“自由点”、“好之”、“丹宁”等品牌的知名度和美誉度,专注打造中国一次性卫生用品领域优质、领先的民族品牌,建成国内一流、国际具有一定实力的一次性卫生用品企业。</p> <p>(1) 优化和丰富产品线</p> <p>公司将持续推进产品结构升级,进一步扩充和优化产能,增加中高端产品的销售占比,提高公司产品的市场份额和产品竞争力,实现经营规模的持续增长。公司将在提升中高端卫生巾产品市场占有率的同时,投入更多资源来推动婴儿纸尿裤产品的良性发展。</p> <p>(2) 拓展营销网络</p> |
| 经营计划 | <p>公司在巩固现有核心销售区域的市场领先地位基础上,将把握电商渠道发展机遇,进一步强化电商渠道建设,并积极拥抱直播电商、社区团购等新兴渠道;同时,有计划地推动公司品牌在外埠省份的渠道拓展,提升品牌认知度和市场份额。</p> <p>(3) 提高研发创新</p> <p>公司将加强产品与技术研发投入,积极拓展和升级产品系列,不断提升产品的市场竞争力,促进公司的可持续发展。同时,公司将进一步提升研发效率,降低产品开发成本,缩短开发周期,加速研发技术的成果转化。</p> |

(4) 优化人才结构

公司将围绕战略发展规划,坚持以人为本原则,加强人才内部培养和外部引进,将人才梯队战略贯彻到研发、生产、销售和管理的各个层面。未来,公司将进一步完善薪酬体系,优化各层级员工的激励机制,进一步壮大公司的人才队伍,建立一支高素质的研发、生产、销售和管理的业务团队。

(1) 市场竞争日益加剧的风险

风险提示

(2) 原材料价格大幅波动的风险

(3) 营销网络拓展的风险

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2020年的业务规划,针对2021年不再提及的内容;加粗内容为针对2021年的新补充部分。

5. 公司前十大股东情况跟踪

表9: 百亚股份前十大流通股股东情况(更新自2021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 | UBS AG | 增加 | 934.08 | 32.69 | 21.84% | 0.76% | A股流通股 |
| 2 | 全国社保基金四零六组合 | 新进 | 225.40 | 0.00 | 5.27% | 0.00% | A股流通股 |
| 3 | 高盛国际资产管理公司-高盛国际中国基金 | 新进 | 107.19 | 0.00 | 2.51% | 0.00% | A股流通股 |
| 4 | 韩国银行-自有资金 | 新进 | 95.23 | 0.00 | 2.23% | 0.00% | A股流通股 |
| 5 | 中国对外经济贸易信托有限公司-外贸信托-相聚芒格红利股票私募证券投资基金 | 新进 | 52.43 | 0.00 | 1.23% | 0.00% | A股流通股 |
| 6 | 大家人寿保险股份有限公司-万能产品 | 减少 | 48.79 | -56.91 | 1.14% | -1.33% | A股流通股 |
| 7 | MORGAN STANLEY & CO. INTERNATIONAL PLC. | 减少 | 47.31 | -9.50 | 1.11% | -0.22% | A股流通股 |
| 8 | 吕洁芬 | 增加 | 45.94 | 0.56 | 1.07% | 0.01% | A股流通股 |
| 9 | 何韬 | 新进 | 43.57 | 0.00 | 1.02% | 0.00% | A股流通股 |
| 10 | 华润深国投信托有限公司-华润信托·相聚金苹果集合资金信托计划 | 新进 | 34.90 | 0.00 | 0.82% | 0.00% | A股流通股 |
| | 合计 | | 1634.83 | 3.20 | 38.22% | 0.07% | |

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：现任零售行业团队负责人。曾任社服行业研究员、商业零售行业主分析师，具备消费产业跨多行业研究经验。

甄唯萱：现任零售行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

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

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

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：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn