

营收净利双增，经营策略变革带来改善效果显著，上调至推荐评级

核心观点:

● 事件

2021年上半年公司实现营业收入42.10亿元,同比增长14.26%;实现归属母公司净利润2.86亿元,同比增长55.84%;实现归属母公司扣非净利润3.32亿元,同比增长103.26%。经营现金流量净额为6.64亿元,较上年同期增加86.55%。

● 聚焦头部SKU驱动增长,转型升级效果明显,数字化营销+新零售业务发力推动线上线下渠道双增长

表1: 2021H1 营业收入情况

	营业收入 (亿元)	增量(亿 元)	同比增减 (%)	营收占比 (%)	增量占比 (%)
总营业收入	42.10	5.25	14.26%	100%	100%
主营业务	42.06	5.23	14.21%	99.91%	99.61%
其他业务	0.04	0.02	109.99%	0.09%	0.39%
按产品划分					
护肤	12.48	3.28	35.65%	29.65%	62.47%
个护家清	17.11			40.63%	
母婴	10.62			25.22%	
合作品牌	1.86	0.18	10.7%	4.41%	3.42%
按渠道划分					
线上	16.07	1.81	12.67%	38.21%	34.52%
线下	25.99	3.43	15.19%	61.79%	65.48%
按季度划分					
上半年	42.10	5.25	14.26%	100%	100%
第一季度	21.15	4.5	27.79%	50.23%	85.71%
第二季度	20.95	0.75	3.71%	49.76%	14.29%

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理, 其中由于经营数据披露的个护家清。

母婴两个品类上年同期缺少可比口径, 因此没有对应增量数据。

护肤品类, 包括佰草集、玉泽、典萃、高夫、双妹、美加净; 个护家清品类, 包括六神、家安等; 母婴品类, 包括启初、汤美星; 合作品牌, 包括片仔癀、艾禾美、碧缇丝、芳芯。

上海家化(600315.SH)

推荐 上调评级

分析师

李昂

✉:

分析师登记编码: S0130517040001

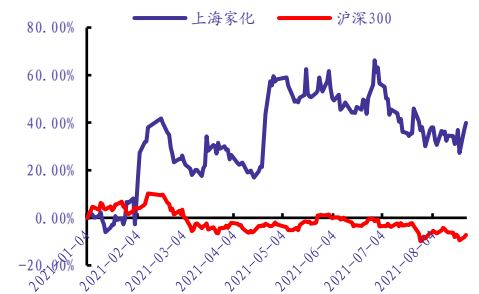
甄唯莹

✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

行业数据时间

2021.08.24



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河零售轻工李昂团队】公司点评报告-零售行业-上海家化-线上运营能力提升及控费效果显著, 未来期待公司新策略带来的业绩改善

表 2: 主要产品的产量、销量及收入实现情况

	产量 (万支)	产量同比增量 (万支)	销量 (万支)	销量同比增量 (万支)	营业收入 (万 元)
护肤	3298.21	401.94	2701.27	885.30	70035.14
个护家清	7407.86	-	8586.86	-	71930.76
母婴	3738.51	-	3984.82	-	57252.28
合作品牌	534.79	-169.13	458.53	-68.96	10055.97

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 3: 公司 2021Q2 主要产品销售价格

主要产品	2020 年 4-6 月平均	2021 年 4-6 月平均	变动比率%
	售价 (元/支)	售价 (元/支)	
护肤	26.68	25.93	-2.82
个护家清	8.61	8.38	-2.65
母婴	14.49	14.37	-0.82
合作品牌	18.99	21.93	15.5

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

从产品品类的角度来看, 个护家清品类以六神、家安等品牌为主, 是公司的第一大业务。护肤品类产品销售业绩增长明显, 主要由于公司聚焦头部品牌佰草集、双妹、典萃、高夫、美加净等, 以消费者需求为中心不断推出优质产品。2021Q2 护肤类产品价格略微向下调整, 销量增长驱动品类营收增长。

从销售渠道的角度来看, 公司上半年线上渠道实现主营收入 16.07 亿元, 同比增长 12.67%, 公司在报告期内积极开拓线上渠道, 如拼多多、抖音等电商平台, 搭建私域生态, 有效实现线上渠道的业绩增长。线下渠道在脱离疫情影响后恢复增长, 同时受益于公司数字化营销策略, 报告期内实现营收 25.99 亿元, 较上年同期增长 15.19%。此外, 公司积极开拓新零售业务, 该业务占国内线下业务超 10%, 同比增长 148%, 增长态势强烈。

2021 年全年公司实现归属上市公司股东的净利润为 2.86 亿元, 较上年同期增加 1.02 亿元; 扣非归母净利润为 3.32 亿元, 较上年同期增长 1.69 亿元。本期公司共确认非经常性损益-4632.47 万元, 政府补贴录得 132.25 万元(同比减少 221.4 万元), 金融资产带来的投资收益录得-5684.43 万元。公司控股的重点子公司中①主营佰草集销售的上海佰草集扭亏为盈实现营收 1.23 亿元, 较上年同期增长 2.2 亿元, 疫情后业绩恢复明显; ②主营汤美星等母婴品牌产品生产销售的 Abundant Merit 实现盈利 7608 万元, 同比增长 5089 万元, 主要系汤美星等婴童品牌产品收入提升, 生产效率同步提升使得毛利同比增加, 同时去年同期归还境外银团借款, 将未摊销的安排费一次性计入财务费用, 再加上置换后的贷款利率同比下降使得银行借款利息支出同比减少。公司从联营企业处取得长期股权投资下的投资收益录得 6573.43 万元(同比增加 4831.4 万元), 丝芙兰上海、北京合计贡献收益 5645.19 万元(同比增加 4175.57 万元)。

表 4: 2021H1 公司利润情况

	现值	增量	增速 (%)
归母净利润 (亿元)	2.86	1.02	55.84%
扣非归母净利润 (亿元)	3.32	1.69	103.26%
非经常性损益 (万元)	-4632.47	-6633.11	-
政府补贴 (万元)	132.25	-221.45	-62.6%

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理

● **2021 年上半年综合毛利率增加 2.43pct，期间费用率增加 0.25pct**

表 5: 2021H1 公司毛利&净利率情况

毛利率情况	现值 (%)	增量 (bps)
销售毛利率	64.26%	2.43
净利率	6.79%	1.81

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理

表 6: 2021H1 公司费用情况

	现期值 (万元)	增量 (万元)	现期比率 (%)	比率增量 (bps)
期间费用	243152.19	31266.78	57.75%	0.25
销售费用	198145.05	29476.42	47.06%	1.29
管理费用	36289.14	3616.71	8.62%	-0.25
财务费用	802.45	-2816.63	0.19%	-0.79
研发费用	7915.56	990.29	1.88%	0.00

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理

报告期内公司实现综合毛利率 64.26%，较上年同期提高了 2.43pct，公司聚焦头部产品，使得主营业务的盈利能力有所提升。公司上半年期间费用率水平同比增长 0.25pct，整体费用支付水平变化不大。销售费用同比增长 1.29%，主要系营销类费用同比增长 2.44 亿元至 15.05 亿元；管理费用降低 0.25 个百分点，主要原因为股权支付费用同比增加，以及本期确认辞退福利同比增加。

● **精简化战略下聚焦优质细分赛道，聚焦消费者需求驱动品牌焕新**

在消费升级、行业竞争加剧的变化下，公司管理层主动进行战略变革，聚焦消费者需求，以消费者为中心，重新梳理公司品牌矩阵，精简现有产品中的长尾产品，重点聚焦头部品牌。以强大的品牌资产入局优质细分赛道，重启头部品牌的新增长。玉泽定位于皮肤学级护肤品牌，可享细分行业发展红利，加强医研共创，与多家知名医院皮肤科、知名皮肤病医院进行合作，为敏感肌消费者提供安全有效的产品；佰草集通过品牌重梳理与精简，主动消化社会库存，树立中高端草本护肤的品牌形象，扭亏为盈，开始成为增长的重要的驱动力。典萃作为新的独立品牌，定位成分性护肤品，给消费者提供高技能成分与珍贵植萃有效融合的科研级护肤产品，符合消费者对护肤品的消费需求，经营业绩快速增长。公司基于消费者洞察，重新确定了各品牌资产的市场定位，入局当下高景气度的护肤品细分赛道，不断创新强化品牌资产，品牌焕新之下也带动收入快速发展。

公司在产品创新上持续发力，结合皮肤免疫、皮肤屏障修复、干细胞与衰老、皮肤影像与定制化等方向展开研究，为消费者打造了注重环境的高功效、安全、致美产品。在研发端，公司与全球领先的化工公司巴斯夫建立长期合作关系，助力公司在新功效活性物和新剂型、传统中草药现代化、皮肤功效机理研究及可视化和数字智能化设备等多领域的研究与开发。

● **渠道持续优化升级，积极搭建私域生态，数字化营销初显成效**

在营销上，公司采用数字化营销方针初显成效。报告期内，公司通过数字化赋能选号和内容，挖掘抖音潜力带货打直播和短视频打包合作。玉泽赞助抖音 818 晚会行业，快速积累人群资产，抖音小店 GMV 快速增长。佰草集在数字化营销支持下，线上线下新品声量显著提升，触达核心目标人群，高效导流线上线下渠道，实现品效合一。玉泽通过全域传播，结合自播与会员运营，打造多款爆款产品。

公司统合线上线下渠道协同发展，对渠道进行持续的优化升级。线下渠道方面，公司对百货渠道策略性闭店缩编后，清理渠道费用，提升出货能力，改革效果显著，线下渠道销售费用率下

降，销售业绩开始恢复并持续增长。同时积极拥抱新零售，聚焦头部门店，与屈臣氏、云店、团购平台、到店平台等展开合作，利用其领先行业的新零售业务和数字化运营模式助力公司渠道收入增长；线上渠道发展明显，公司积极布局各大电商平台，开拓分销渠道，在拼多多平台上开设自营店，拓展抖音渠道，开设抖音旗舰店。公司致力于搭建私域生态，目前已有 14 个品牌私域，约 800 个社群，进一步激活线上渠道发展。

● 投资建议

公司稳步推进战略有效落地，在品牌推广方面，公司确定了差异化的品牌发展战略，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，公司加强全渠道运营能力，优化传统线下渠道布局，发展新兴线上电商渠道。在研发先行方面，公司提高研发效率，把握市场需求痛点，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。伴随公司确立全新的经营方针，逐步调整品牌经营策略，改善自身经营模式，结合公司发布的股权激励计划中的业绩指引，我们预期公司 2021/2022/2023 年对应实现营收 85.12/94.11/106.04 亿元，净利润至 5.10/7.22/10.59 亿元；对应 PS4.13/3.73/3.32 倍，对应 EPS 为 0.76/1.07/1.57 元/股，对应 PE69/49/33 倍，上调至“推荐”评级。

● 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 7：盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(单位: 百万元)	7596.95	7032.39	8512.99	9410.60	10604.10
增长率(%)	6.43%	-7.43%	21.05%	10.54%	12.68%
归属母公司股东净利润(单位: 百万元)	557.09	430.20	510.44	722.01	1059.02
增长率(%)	3.09%	-22.78%	18.65%	41.45%	46.68%
BPS(元/股)	0.83	0.64	0.76	1.07	1.57
销售毛利率	61.88%	59.95%	61.95%	62.14%	62.72%
净资产收益率(ROE)	8.86%	6.62%	7.44%	9.81%	13.07%
市盈率(P/E)	33	72	69	49	33
市净率(P/B)	3.30	3.71	5.12	4.77	4.34
市销率(P/S)	2.79	3.26	4.13	3.73	3.32

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 24 日收盘价）

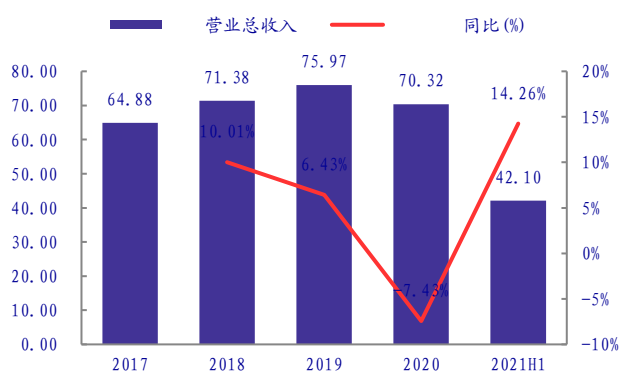
表 8：可比公司最新估值情况

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	中位数
PE	-6	48	68	73	44	21	48
PB	0.74	1.99	7.38	14.55	7.56	4.06	7.38
PS	0.47	3.88	2.56	9.61	12.49	4.20	3.88
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	中位数
PE	83	47	24	23	39	17	39
PB	20.86	6.05	7.22	8.46	5.74	4.48	7.22
PS	7.84	6.23	4.41	2.55	2.52	1.86	4.41

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

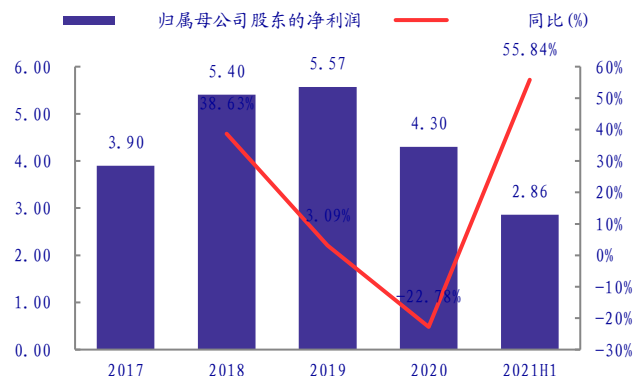
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2017-2021H1 年营业收入(亿元)及同比增长率



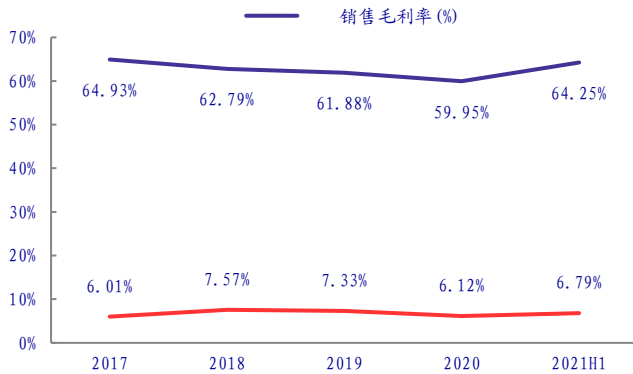
资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 2：2017-2021H1 年归母净利润(亿元)及同比增长率



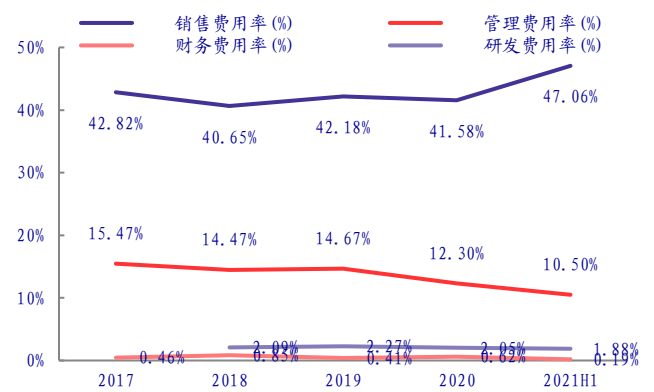
资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 3: 2017-2021H1 年毛利率和净利率变动情况



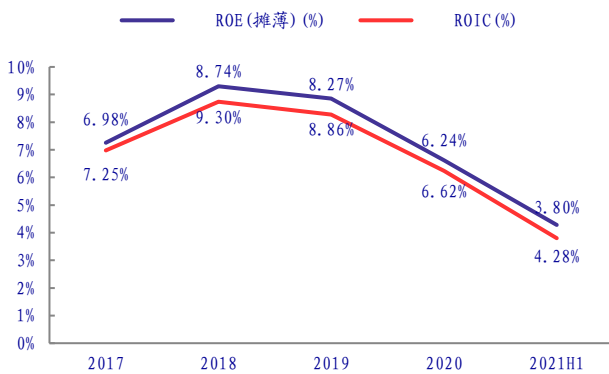
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

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 9: 上海家化 2021H1 重大事项进展

事件类型	内容
关联交易	2021 年 4 月 22 日, 为配合公司的并购战略, 公司拟作为有限合伙人以自有资金 5 亿元, 认购关联方平安资本发起设立并管理的平安消费基金的有限合伙份额。
董监高变动	2021 年 5 月 20 日, 公司职工代表监事陈冬妮因个人原因离职, 经职工代表大会审议, 选举曾巍为公司第七届监事会职工代表监事。
其他	2021 年 3 月 3 日, 收到上海市科学技术委员会、上海市财政局、国家税务总局上海市税务局联合颁发的高新技术企业证书, 证书编号 GR202031000645; 发证时间为 2020 年 11 月 12 日; 有效期为三年。公司继 2014、2017 年后再次获得高新技术企业的认定, 公司从 2020 年开始继续按 15% 的税率缴纳企业所得税。
董事会决议	2021 年 5 月 19 日, 公司召开七届十九次董事会, 审议通过公司关于续聘 2021 年度会计师事务所的议案并提交股东大会审议, 通过公司 2021 年度与丝芙兰 (上海) 化妆品销售有限公司日常关联交易的议案。2021 年 5 月 25 日, 公司召开七届二十次董事会, 审议通过关于向激励对象授予预留限制性股票的议案。2021 年 7 月 23 日, 公司召开七届二十一董事会, 审议通过关于公司《2021 年股票期权激励计划 (草案)》及其摘要的议案、关于公司《2021 年股票期权激励计划实施考核管理办法》的议案。
股权激励	公司 2020 年限制性股票激励计划规定的预留授予条件已经成就, 2021 年 5 月 25 日为预留授予日, 限制性股票授予数量 166.5 万股, 预留授予价格 28.36 元/股, 预留

	授予人数 83 人，包括中层管理人员及骨干人员。本激励计划有效期自首次授予限制性股票登记完成之日起至激励对象获授的限制性股票全部解除限售或回购注销之日止，最长不超过 63 个月。
大宗交易	2021 年 6 月 23 日，公司发生大宗交易：成交价：55.65 (CNY)，成交金额：5.69 亿元 (CNY)，成交量：1022.66 万股，买方营业部：中国银河证券股份有限公司上海东大名路外滩证券营业部，卖方营业部：平安证券股份有限公司上海分公司。该交易系家化集团受让上海太富祥尔股权投资基金合伙企业（有限合伙）所持上海家化 1022 股股份（占公司股份总数的 1.51%）。
利润分配	2021 年 7 月 21 日，公布 2020 年度利润分配方案，以方案实施前公司总股本 6.80 亿股为技术，A 股每股派发现金红利 0.19951 元（含税），共计派发现金红利 1.36 亿元，分红率 31.52%。
股权激励	2021 年 7 月 23 日，公司 2021 年股票期权激励计划拟授予股票期权数量 123 万份，占公告时公司总股本的 0.18%，本激励计划拟授予的股票期权分配给公司董事长、首席执行官、总经理潘秋生，股票期权的行权价格为每股 50.72 元，本激励计划有效期自股票期权授权之日起至激励对象获授的股票期权全部行权或注销之日止，最长不超过 48 个月。本次计划提出更高的业绩目标，其规定的可 100%行权条件为：2021-2023 年公司营收不低于 84.66 亿/95.88 亿/108.12 亿，较 2020 年激励计划各年分别调高约 2 亿元，整体 2020-2023 年复合增速 15.4%；累计归母净利润达到 5.0 亿/13.8 亿/25.9 亿，分别调高 0.2 亿/0.7 亿/1.2 亿元，测算单年归母净利润目标为 5 亿/8.7 亿/12.1 亿，2020-2023 年复合增速 41.2%。本激励计划在 2021-2023 年共需摊销总费用 869.36 万元，每年分别摊销 148.71 万元/388.80 万元/232.47 万元。

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 10: 上海家化 2019-2020 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	2020 年对于 2021 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>	<p>企业使命：以尽善之心追求至美的产品与服务，为消费者、股东、员工和社会创造最大价值。</p> <p>企业愿景：成为中国美妆日化行业领导者，将中国美带给全世界。</p> <p>企业口号：百年匠心，尽善致美。</p> <p>企业价值观：公开透明、创新进取、尽责高效、共享共赢。</p> <p>企业经营方针：以消费者为中心、以品牌创新和渠道进阶为两个基本点，以文化、流程、数字化为三个助推器，助力公司达成战略目标。</p> <p>企业战略屋：中国美妆日化领导者，将中国美带给全世界。</p> <p>1、品牌创新：护肤上，高速增长，功效与渠道细分；婴童/个护/家清上，细分冠军巩固份额，细分领先提升毛利；爆品创新上，聚焦 TOPSKU，营销创新上，品效合一，效率至上</p> <p>2、渠道进阶：线上，通过数字化运营可持续发展特渠寻求平安体系最大协同；线下，新零售拓展，百货闭店缩编，突破高端商超夯实</p>

经营计划

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响，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。（未实现，全年增速为-7.43%）

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、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。

基础，拓品增效传统 CS 重建，屈臣氏增利

- 3、运营创新：降本增效，毛利管理、营销 ROI、管理及销售费用 ROI、简化及聚焦；数据赋能，消费者生命周期管理、流量转化复购运营、数据报表自动化
- 4、团队与文化：焕新、进阶、赋能、增效
- 5、系统与流程：简化、连接、自动

根据 2020 年公司经营情况以及公司三年规划目标，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响，基于对 2021 年基本宏观经济形势的分析判断，公司管理层力争 2021 年营业收入相比 2020 年实现两位数增长。

公司在 2021 年经营中将重点推进创新爆品打造、佰草集复兴、毛利提升、库存管理优化等十大项目，不断推出消费者喜闻乐见的成功爆品，并聚焦于毛利提升，销售和管理费用率的持续下降，推进公司 3 年规划的稳步实现。

本预算报告基于公司发展战略及经营方针，以消费者为核心推进品牌创新和渠道进阶工作，持续降本增效并进行数据赋能。

- 1、战略执行未达预期；
- 2、行业竞争加剧；
- 3、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 11：上海家化前十大股东情况（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	上海家化(集团)有限公	增	34492.70	1022.66	50.88%	1.51%	境内非国有法

司	加					人
2 香港中央结算有限公司 (陆股通)	增加	2670.72	1194.91	3.94%	1.76%	其他
3 上海久事(集团)有限公司	增加	2461.20	542.50	3.63%	0.80%	国有法人
4 上海重阳战略投资有限公司-重阳战略聚智基金	不变	1897.12		2.80%	-	其他
5 中国光大银行股份有限公司-兴全商业模式优选混合型证券投资基金(LOF)	新进	1101.64		1.62%	1.62%	其他
6 上海重阳战略投资有限公司-重阳战略同智基金	不变	1060.01		1.56%	-	其他
7 招商银行股份有限公司-兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金(LOF)	增加	1013.17	1013.17	1.49%	1.49%	其他
8 招商银行股份有限公司-兴全合润混合型证券投资基金	新进	834.05		1.23%	1.23%	其他
9 全国社保基金一一七组合	增加	789.97	79.99	1.17%	0.12%	其他
10 中国工商银行股份有限公司-中欧时代先锋股票型发起式证券投资基金	不变	707.68		1.04%	1.04%	其他
合计		1363.47		69.36%		

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：现任消费品零售与化妆品行业团队负责人。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：现任消费品零售与化妆品行业分析师。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