

受特渠与海外业务影响公司 Q3 单季营收 出现轻微下滑，期待改革带来的长期利好

核心观点：

- 事件

2021 年第三季度，公司实现营业收入 16.20 亿元，同比下降 3.41%；实现归属母公司净利润 1.35 亿元，同比增长 4.60%；实现归属母公司扣非净利润 1.42 亿元，同比增长 26.28%。公司前三季度公司实现营业收入 58.30 亿元，同比增长 8.73%；实现归属母公司净利润 4.20 亿元，同比增长 34.71%；实现归属母公司扣非净利润 4.74 亿元，同比增长 71.85%。经营现金流量净额为 9.81 亿元，较上年同期增加 58.69%。

- 聚焦重点品类发展，推动爆品策略落地，数字化营销策略+渠道持续优化有望驱动公司未来业绩的进一步发展

2021 年前三季度，公司实现营收 58.30 亿元，同比增长 8.73%；分产品来看，2021 年前三季度，公司护肤品类的产量稳定增长，而合作品牌产品的产量同比呈下降趋势，体现公司资源投放的持续聚焦；而第三季度个护家清的价格同比上涨 4.77%，作为支撑公司营收的第一大品类，个护家清的产品升级值得关注。

消费升级的大背景下，随着疫情形势的逐渐好转，人们的消费需求逐步复苏，2021 年 9 月化妆品类零售额累计同比达 17.90%，消费环境回暖。分季度来看，公司的营收增量逐季递减：一季度公司营收实现高速增长，同比增速达 27.04%，考虑到受疫情影响去年的产品销售放缓，导致基数较小，业绩恢复弹性大，但除去这一因素，相较 2019 年，公司一季度营收增长 1.61 亿元，已逐步脱离疫情影响实现稳健增长；二季度保持稳健增长态势，同比增长 3.73%；而三季度营收小幅下跌，预计是由于处于两轮电商大促的中间，受到促销活动较少、消费者固蓄购买欲望等因素的影响，与疫情前后的淡旺季趋势基本相符，同时公司特渠销售规模缩减影响较大；预计进入四季度后，秋冬换季将进一步释放消费者的护肤需求，再叠加“双十一”线上大促活动所带来的消费促进作用，营收规模扩张有望持续扩张。据不完全统计，双十一期间，公司旗下品牌的多款爆品表现都较为优异，显著高于日常水平，玉泽皮肤屏障修护保湿霜预售量超 21 万套，积雪草面膜预售量超 69 万套，而佰草集 9 月推出的新品太极啵啵水也已预售超过 4 千瓶，多款爆品协力拉动品牌销售额的高速增长，旺季表现值得期待。

- 2021 年前三季度综合毛利率增加 1.27pct，期间费用率减少 0.92pct

在三季度公司主要原材料例如皂粒油脂、表面活性剂、溶剂、包装等价格多大幅上涨的背景下，公司前三季度实现综合毛利率 62.77%，较上年同期提高了 1.27 个百分点，受益于爆品策略逐步落地、新零售业务占比提升、私域建设带来客单价提升等多方位因素，公司盈利能力进一步增长。其中，高毛利的护肤美妆品类稳步扩张，

上海家化 (600315.SH)

推荐 维持评级

分析师

甄唯萱

✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

行业数据时间

2021.10.26



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-上海家化 (600315.SH)-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-20210202

【银河消费品零售李昂团队】公司 2021 年半年报点评-上海家化 (600315.SH)-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-20210824

带动主营业务产生结构性的毛利率优化。公司前三季度期间费用率水平同比减少 0.92 个百分点，费用管控得当。其中，销售费用率同比降低 0.74 个百分点，作为公司费用中占比最大的部分，销售费用率的收窄一定程度上表现公司的营销投放水平提高，数字化营销策略见成效；管理费用同比增加 0.55 个百分点，受股权激励计划的影响较大；财务费用率同比减少 0.67 个百分点，现金流周转良好。

表 1：2021 年前三季度营业收入情况

	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	58.30	4.68	8.73%	100%	100%
按产品划分					
护肤	17.79			30.51%	
个护家清	22.23			38.13%	
母婴	15.46			26.52%	
合作品牌	2.76			4.73%	
按季度划分					
第一季度	21.15	4.50	27.04%	36.27%	96.14%
第二季度	20.95	0.75	3.73%	35.94%	16.08%
第三季度	16.20	-0.57	-3.41%	27.79%	-12.22%
较 2019 年同期水平					
按季度划分					
第一季度		1.61	4.04%		
第二季度		1.26	3.16%		
第三季度		-1.92	-5.45%		
两年 CAGR					
第一季度					
第二季度					
第三季度					

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 2：2021 年前三季度主要产品的产量、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					
按季度拆分					
第一季度	2506.01	675.20	2251.21	703.48	54781.23
第二季度	3298.21	401.94	2701.27	885.30	70035.14
第三季度	6573.63	5295.79	4540.88	3175.66	53079.02
个护家清					
按季度拆分					
第一季度	11036.83	-	11516.10	-	99128.99
第二季度	7407.86	-	8586.86	-	71930.76
第三季度	8238.03	-	7265.71	-	51234.29
母婴					
按季度拆分					
第一季度	4184.48	-	3677.89	-	48909.69
第二季度	3738.51	-	3984.82	-	57252.28
第三季度	4058.33	-	3757.08	-	48476.31
合作品牌					
按季度拆分					
第一季度	723.18	-	368.80	-	8520.17
第二季度	534.79	-169.13	458.53	-986.01	10055.97

第三季度	676.22	-69.55	427.53	-74.24	8995.69
------	--------	--------	--------	--------	---------

资料来源：公司公告，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。

表 3：公司 2021Q3 主要产品销售价格

主要产品	2020 年 7-9 月平均	2021 年 7-9 月平均	变动比率%
	售价 (元/支)	售价 (元/支)	
护肤	12.94	11.69	-9.66
个护家清	6.73	7.05	4.77
母婴	15.92	12.90	-18.96
合作品牌	18.68	21.04	12.64

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4：2021 年前三季度公司利润情况

	现值	增量	增速 (%)
归母净利润 (亿元)	4.20	1.08	34.71%
扣非归母净利润 (亿元)	4.74	1.98	71.85%
非经常性损益 (万元)	-5,395.51	-9,001.08	-
政府补贴 (万元)	156.22	-500.47	-
投资收益 (万元)	-6,843.88	-10,225.19	-
其他营业外收入与支出 (万元)	283.40	331.02	-
所得税影响 (万元)	-987.05	-422.31	-

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 5：2021 年前三季度公司毛利&净利率情况

毛利率情况	现值 (%)	增量 (bps)	较 2019 年同期增量 (bps)
销售毛利率	62.77%	1.27	1.15
净利率	7.21%	1.39	-2.21

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 6：2021 年前三季度公司费用情况

	现期值 (万元)	增量 (万元)	现期比率 (%)	比率增量 (bps)
期间费用	329340.05	21540.53	56.49%	-0.92
销售费用	259419.12	16845.40	44.49%	-0.74
管理费用	58382.30	7616.97	10.01%	0.55
财务费用	875.00	-3496.79	0.15%	-0.67
研发费用	10663.63	574.95	1.83%	-0.05

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

● 探索数字化赋能消费者洞察，持续创新开拓高增长空间

在产品创新方面，公司与天猫创新中心 (TMIC) 在今年上半年达成策略性合作，借助其知识库+孵化器等大数据分析功能，搭建了新品开发四部曲方法论，以新产线、新组织、新营销赋能公司新智造模式。今年推出的玉泽润泽臻安修护蓝铜胜肽精华液、高夫恒润保湿洁面乳、美加净酵米焕活保湿精华霜等爆品，持续为公司带来了新增量和高复购，成为品牌增长的重要引擎；而面对“成分党”的崛起及消费者对高功效、高安全的追求，新独立品牌典萃致力于打造“高机能成分、高功效验证、高科技背书”科研级护肤领导品牌，推出多肽“7#迹精华”及烟酰胺“能亮面膜”等单品以契合消费者需求；同时，公司还与巴斯夫确立科技创新合作关系，以科技创新赋能

产品创新。

在营销创新方面，公司不断开拓多维度增长点，通过个性化营销手段，满足不同圈层、不同族群的个性化需求，实现良性互动。以六神品牌为例，其积极开展跨界合作，并携手达人明星开展各类种草活动，跨平台营销活动累计获得亿级曝光、数万条用户原创内容，数百万消费者参与互动，成功实现品牌的年轻化、潮流化。公司数字化营销提效明显，第三季度近 200 位抖音和小红书的 KOL 共同打 call，实现曝光过亿，核心产品品效合一，主推单品销售占比渐进提升。

在消费升级、行业竞争加剧的背景下，公司不断落实以消费者为中心的经营方针，借助大数据分析工具，聆听消费者诉求、评论及购物体验等，使公司研发生产的决策从依靠人的经验判断转变为依靠数据判断，并借助外部力量形成强大的品牌创新合力，基于此开展精准的产品、营销等创新，在迅速扩大品牌声量的同时，不断强化品牌资产，引领品牌增长。

● 线下新零售生意增长+线上组合拳促量价齐升，私域资产规模化，渠道进阶进一步落地

公司正通过策略合作、数字赋能、智慧零售、私域运营、模式创新等 5 大核心举措赋能渠道与时俱进。在线下渠道上，前三季度，公司线下新零售生意规模同比增长超 100%，在保持传统优势的同时，公司通过建设自有到家平台、到店促销及会员直播助力商场渠道提质增效，优化会员运营以提升百货渠道体验感，并在屈臣氏持续开展生态圈投放，推进线下渠道的进一步提升；公司还通过发挥好平台、好概念、好产品、好政策、好推广五大核心优势，帮助全国经销商、零售商快速触达消费者，提高复购率及品牌忠诚度。在线上渠道，公司积极拓展合作平台范围，与阿里、拼多多、抖音、唯品会建立合作，并利用多种方式实现跨品牌、品类招新，聚焦头部爆品，提高营销效率，借助组套购买提升客单价，并发展店铺自播，集中资源为消费者提供升级后的产品及体验，以提升留存率。系列措施下，公司电商渠道前三季度实现营收双位数增长，其中第三季度实现超 45% 的高速增长。

同时，公司还打造了覆盖消费者全生命周期品牌矩阵的私域生态。截至 2021 年第三季度末，公司全渠道私域已沉淀超 45 万的消费者资产，社群总数超 1000 个。其中，电商渠道私域通过群运营，群内消费者客单价有显著提升；特渠方面，私域模型已有初步构架，未来或将加速增粉。随着公司私域运营打造用户数据平台工作的持续推进，预计未来将进一步形成品牌交叉复购网络，大幅降低流量成本，有望实现量价齐升的良好效果。

● 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 PS3.36/3.04/2.70 倍，对应 EPS 为 0.76/1.07/1.57 元/股，对应 PE56/40/27 倍，维持“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%
EPS (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	56	40	27
市净率 (P/B)	3.30	3.71	4.17	3.89	3.54
市销率 (P/S)	2.79	3.26	3.36	3.04	2.70

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10月26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	九美股份	均值
PE	-7	48	51	78	47	20
PB	1.17	3.07	6.19	15.79	6.80	3.75
PS	0.69	5.34	2.14	9.77	11.77	3.86
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	83	47	24	22	39	17
PB	20.86	6.07	7.46	8.14	5.74	4.48
PS	7.84	6.25	4.46	2.45	2.52	1.87

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 1：2017-2021Q3 年营业收入(亿元)及同比增长率



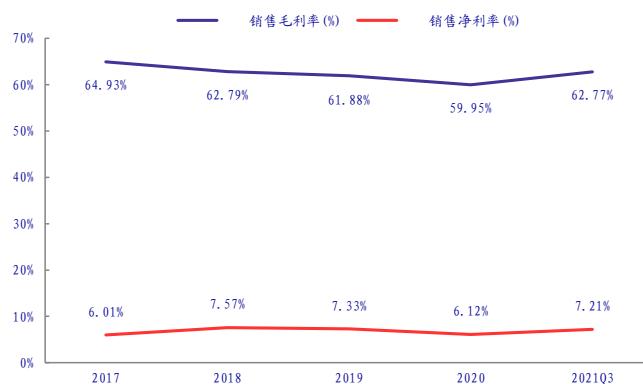
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2：2017-2021Q3 年归母净利润(亿元)及同比增长率



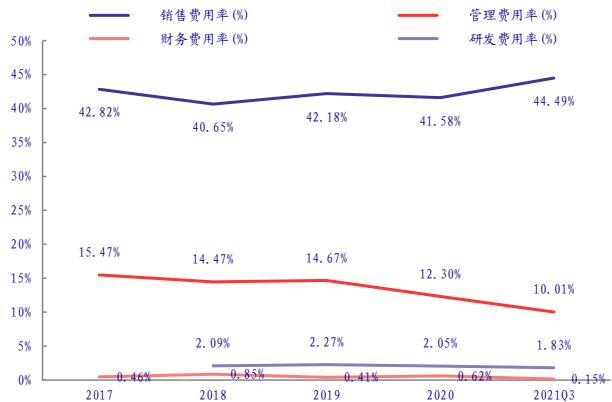
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3: 2017-2021Q3 年毛利率和净利率变动情况



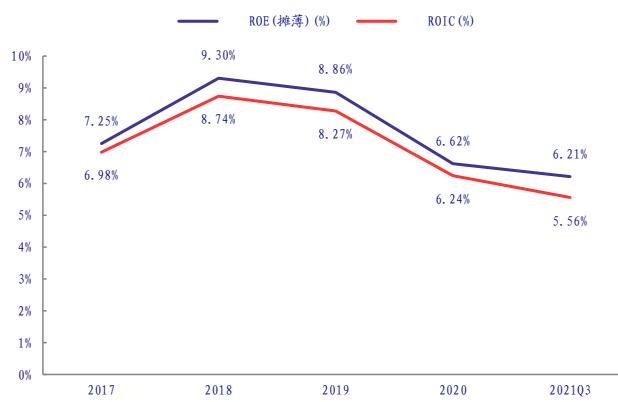
资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 4: 2017-2021Q3 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: 2017-2021Q3 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 2021Q3 重大事项进展

事件类型	内容
资金投向	2021 年 9 月 11 日，公司发布公告称，截至公告日，公司 2021 年度购买理财产品共实现投资收益 5,447 万元，占公司最近一年经审计净利润的 12.7%，其中，与光大理财有限责任公司、中国光大银行股份有限公司签订的两笔《光大理财“阳光金 6M 添利 1 号”理财产品合同》到期，委托理财本金 3.2 亿元，获得投资收益 614 万元；与招银理财有限责任公司、招商银行股份有限公司签订的《招银理财招睿公司增利 B 款 890029 号封闭式固定收益类理财计划》到期，委托理财本金 2 亿元，获得投资收益 591 万元。
股权激励	2021 年 9 月 15 日，上海家化联合股份有限公司审议并通过了《关于向激励对象授予股票期权的议案》。董事会认为 2021 年股票期权激励计划的授予条件已经成就，确定以 2021 年 9 月 15 日为授权日，向符合授予条件的董事长潘秋生授予 123.00 万份股票期权。
回购股权	2021 年 9 月 23 日，公司发布《关于以集中竞价交易方式回购股份的回购报告书》，拟通过上海证券交易所系统以集中竞价交易方式回购公司发行的 A 股社会公众股份，回购价格不超过人民币 75.97 元/股，回购数量为 123.00 万股，回购资金规模不低于人民币 4672.77 万元，不超过人民币 9344.31 万元。资金来源为自有资金，用于股

权激励。

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，突破高端商超夯实基础，拓品增效传统 CS 重建，屈臣氏增利</p> <p>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</p> <p>4、 团队与文化：焕新、进阶、赋能、增效</p> <p>5、 系统与流程：简化、连接、自动</p>
经营计划	<p>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%）</p> <p>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</p>	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p>

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，公司将继续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。

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 年三季度）

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)有限公司	不变	34492.70		50.75%		境内非国有法人
2	香港中央结算有限公司	减少	2412.23	-258.49	3.55%	-0.39%	境外法人
3	上海久事(集团)有限公司	减少	2234.64	-226.56	3.29%	-0.34%	国有法人
4	重阳战略聚智基金	不变	1897.12		2.79%		其他
5	兴全商业模式优选混合型证券投资基金(LOF)	增加	1792.60	690.96	2.64%	1.02%	其他
6	兴全合润混合型证券投资基金	增加	1212.50	378.45	1.78%	0.55%	其他
7	兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金(LOF)	增加	1208.93	195.76	1.78%	0.29%	其他
8	重阳战略同智基金	不变	1060.01		1.56%		其他
9	全国社保基金 117 组合	不变	789.97		1.16%		其他
10	上海惠盛实业有限公司	新进	541.66		0.80%		境内非国有法人
合 计			47642.36		70.10%		

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。

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：唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn