

内参酒鬼双品牌驱动，积极调整拐点向上可期

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报和2023年一季报，2022营业收入为40.5亿元，同比增长18.63%，其中22Q4营业收入为5.65亿元，同比-27.12%；23Q1营业收入为9.65亿元，同比-42.87%。2022年归母净利润为10.5亿元，同比+17.4%，其中22Q4归母净利润为0.77亿元，同比-55.7%；23Q1归母净利润为3.0亿元，同比-42.4%。23Q1业绩低于市场预期。
- **产品表现有所分化，全国化布局深入推进。** 1、分产品看，2022年公司酒鬼、内参、湘泉、其他系列收入分别为11.6亿元、22.7亿元、2.2亿元、3.9亿元，同比分别增长28.6%、56.1%、5.5%、9.6%，酒鬼系列仍保持较高增速，但内参系列增速有所放缓。2、招商情况，华北/华东/华南/华中/其他区域经销商数量，分别净增加17家/127家/16家/6家/164家，至201家/323家/89家/580家/393家，全国化布局持续推进。22Q4-23Q1公司收入增速放缓明显，主因为公司前期市场拓展迅速，未能有效实现渠道精耕和市场的深度培育，经销体系和市场基础相对脆弱，疫情放开初期动销复苏以走亲访友和宴席等场景为主，次高端商务消费动销复苏有所迟滞，对公司冲击相对较大。
- **费用投放具有刚性，营收承压费用率提升。** 23Q1: 1、毛利率同比提升1.8个百分点至81.5%，销售费用率同比提升4.2个百分点至26.0%，管理费用率同比提升4.2个百分点至26.0%，销售费用率、管理费用率同比提升较多，主因为疫情放开初期，商务消费场景恢复迟滞，营收规模下降较多，而部分销售费用、管理费用具有支出刚性，且为促进动销投入较多费用。2、财务费用率同比下降4.6个百分点至-5.1%，主要受益于利息收入同比增加39%，综合影响下净利率同比提升0.3个百分点至31.2%。3、销售商品、提供劳务收到的现金为7.6亿元，同比下降19.3%，主因为库存较高对春节期间发货影响较大。
- **内参酒鬼双擎驱动，品牌振兴路径清晰。** 1、公司聚焦高端和次高端，内参卡位高端拔高整体品牌形象，红坛、透明装卡位350-400元次高端核心价格带，依托全国化的品牌形象、中粮背书、渠道活力，高端、次高端均将迎来放量。2、省内湘酒振兴机遇下，市场份额持续提升，基本盘更加稳固，省外多点开花，冀鲁豫、京沪苏等重点区域均实现高速增长。3、短期内，当前公司积极协助终端降低库存水平，全国化布局由快速覆盖转向深度培育，预计23下半年，待库存降低至较低水平后，随着商务消费持续复苏，经营拐点向上可期。4、随着全国化持续推进、市场培育更加精细化，业绩弹性十足，看好公司长期成长能力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为3.71元、4.88元、6.12元，对应动态PE分别为29倍、22倍、18倍。公司持续聚焦高端、次高端，发力渠道深度开拓，看好公司长期成长能力，给予公司2023年36倍估值，对应目标价133.56元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 经济大幅下滑风险，全国化布局不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4050.41	4523.32	5574.51	6702.26
增长率	18.63%	11.68%	23.24%	20.23%
归属母公司净利润(百万元)	1048.80	1206.02	1585.43	1989.35
增长率	17.38%	14.99%	31.46%	25.48%
每股收益EPS(元)	3.23	3.71	4.88	6.12
净资产收益率ROE	25.26%	23.52%	24.59%	24.60%
PE	34	29	22	18
PB	8.52	6.90	5.49	4.37

数据来源: Wind, 西南证券

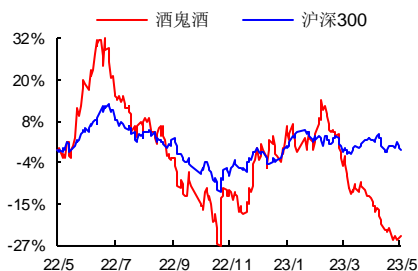
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 笪文钊
电话: 023-63786049
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

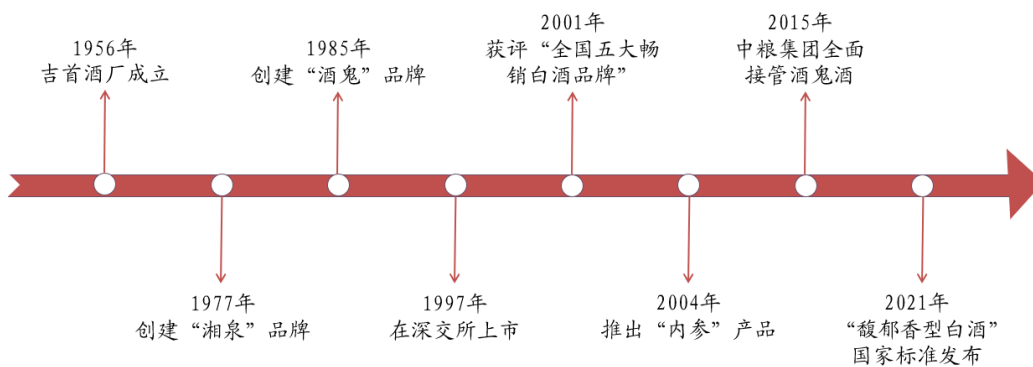
总股本(亿股)	3.25
流通A股(亿股)	3.25
52周内股价区间(元)	102.05-185.81
总市值(亿元)	353.82
总资产(亿元)	60.62
每股净资产(元)	12.45

相关研究

1 内参酒鬼双擎驱动，央企背书助推全国化

酒鬼酒创建于 1956 年，由湘西州吉首酒厂发展而成，1997 年由湘泉集团独家发起在深交所上市。公司是中国白酒文化营销的开创者，上世纪 90 年代末营收、净利润曾比肩茅五泸，品牌积淀较为深厚，具备全国性品牌形象。作为中国馥郁香型白酒领袖品牌，拥有“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品系，核心大单品 52 度内参、红坛酒鬼、传承等。伴随中粮集团入主，强势开启品牌回归，逐渐形成了高端“内参”、次高端“酒鬼”、大众“湘泉”的品牌定位，其中内参系列 2019 年开启全国化以来营收复合增速 50% 以上，目前贡献总营收 25% 以上，品牌复兴正加速推进。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.1 控制权数次易手，中粮入主革故鼎新

第一阶段（1997-2006）：巅峰过后，经营急转直下。 1997 年由湘泉集团独家发起在深交所上市，2001 年成为全国五大畅销白酒品牌，2002 年入选中国十大文化名酒。然而公司的高光状态并未持续太久，管理层频繁换动、盲目扩张等让酒鬼酒的发展陷入停滞甚至下滑。2003 年成功集团入主后仅出现短暂改善，便在 2005 年遭遇成功集团抽逃资金事件，公司经营急转直下。

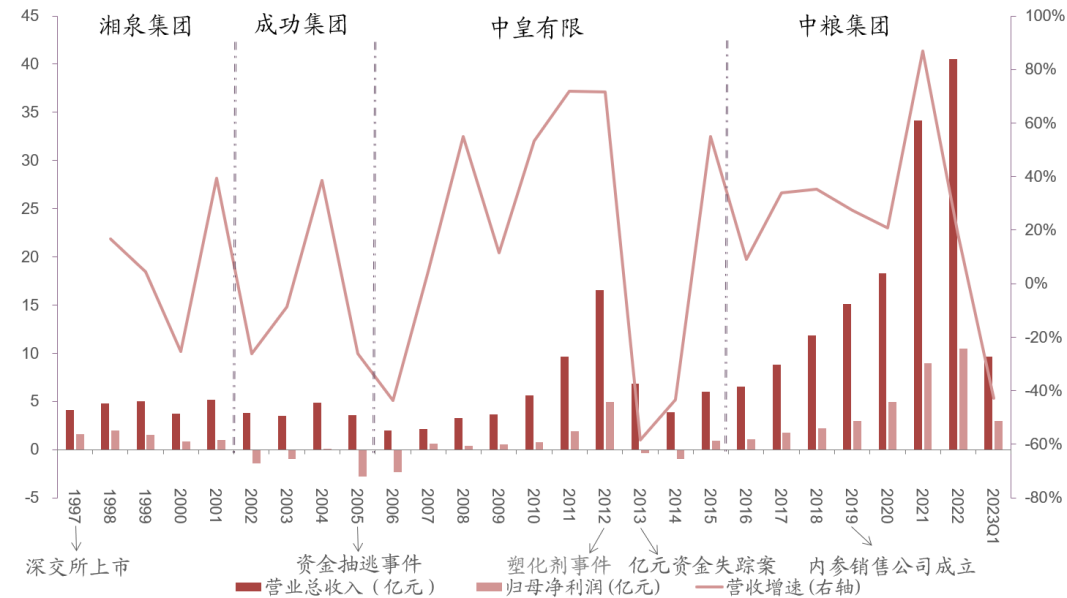
第二阶段（2007-2011）：中皇入主，经营触底反弹。 中皇入主酒鬼，公司改制重组后，当即开启围绕“整合资源、聚焦战略”的全面整改，同时借助股东的渠道优势，经过不断调整，经营开启反弹。2007-2012 年公司归母净利润 CAGR 为 51.5%，充分体现出公司具有的经营韧性。

第三阶段（2012-2014）：行业调整叠加黑天鹅，公司经营坠至谷底。 2012 年 11 月酒鬼酒被曝塑化剂超标，白酒股当天遭到重挫，2013 年又发生了“亿元存款失踪案”，此外“限制三公消费”、“严查酒驾”等让白酒行业的景气度再遭重挫，在接连而至的打击下，酒鬼酒元气大伤，营收从 2012 年的 16.52 亿下跌至 2014 年的 3.88 亿，跌幅达 76.5%。

第四阶段（2015-至今）：中粮全面接管，重整思路再出发。 中粮集团全面接管后，酒鬼酒提出“重回国内白酒第一阵营”的经营目标，并对品牌、产品、渠道等多方面进行重构。产品方面制定“聚焦主导产品，打造全国性战略核心单品”的策略，大减 SKU，逐渐聚焦“内

参酒”、“红坛酒鬼酒”、“传承酒鬼酒”三大战略单品；渠道上进行营销创新，成立销售公司并引入经销商持股，让经销商充分享受公司发展红利，同时强化上市公司对渠道、终端的管控；品牌上高举高打，频繁亮相国际会议、冠名《万里走单骑》、《中国婚礼》热播节目等塑造高端品牌形象。在中粮的参与下，公司革故鼎新，全面开启品牌振兴之路。

图 2：公司各阶段发展现状

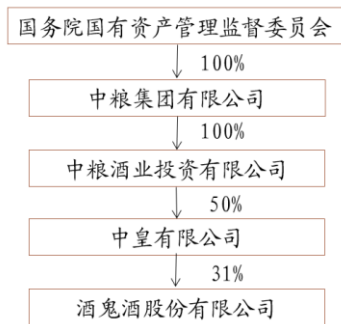


数据来源：公司公告，西南证券整理

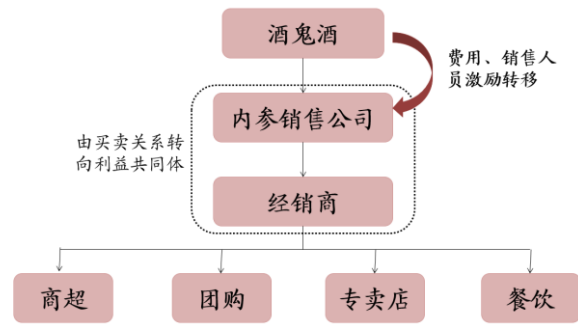
1.2 股权终获稳定，国资背景兼具市场活力

国有控股，股权结构稳定。公司实际控制人为国务院国资委下属中粮集团，中皇有限是酒鬼酒的直接控股股东，直接持股比例为 31%。2018 年中粮集团将两家下属公司持有的中皇有限全部股权划转至中粮酒业，中粮酒业是中粮集团下属经营酒类业务的专业化公司，此次股权划转，使得中粮集团对酒鬼酒的运作更加专业化。

引入市场激励机制，激发渠道活力。酒鬼酒在 2018 年 12 月成立了内参酒销售公司，并将上市公司的部分费用和人员激励转移至内参销售公司，有效破解国有企业激励难题，同时实现内参品牌的独立化运作。内参酒销售公司由全国 30 多位高端白酒“亿元大商”共同出资成立并独立运营，该模式将深度绑定厂商利益，有效激发渠道活力。

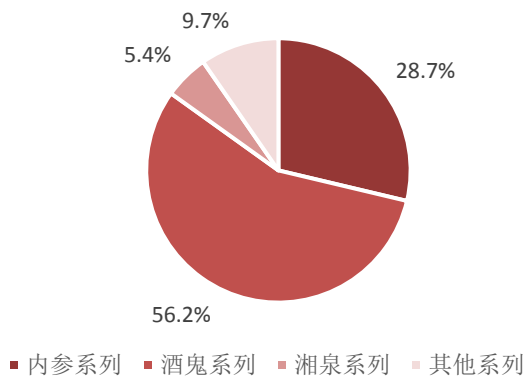
图 3：公司股权结构图


数据来源：公司公告(截至 2023Q1)，西南证券整理

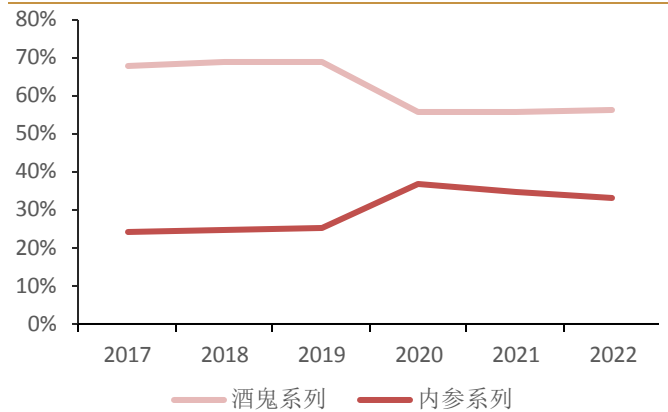
图 4：内参系列运行架构简图


数据来源：公司公告，西南证券整理

主营业务构成：公司基本形成了高端内参、次高端酒鬼、大众湘泉的品牌定位，2022 酒鬼系列、内参系列分别占总营收的 56.2%、28.7%，两大系列高速增长推动公司产品结构不断改善，盈利能力持续增强。在毛利贡献方面，内参系列毛利贡献占比由 2017 年的 25% 提升至 2022 年的 33%，推动公司毛利率持续提升，未来随着内参系列提价和进一步放量，公司盈利能力有望得到进一步增强。

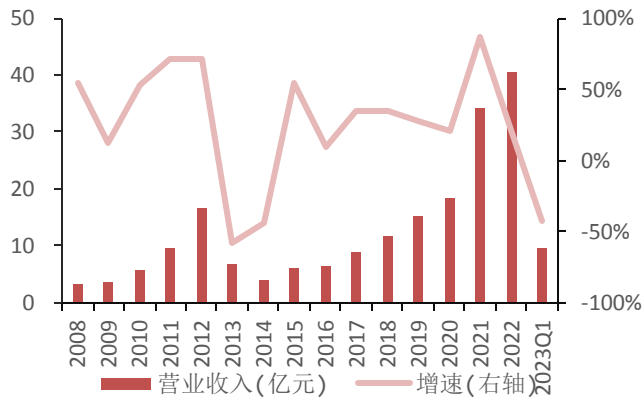
图 5：2022 公司各产品系列营收占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

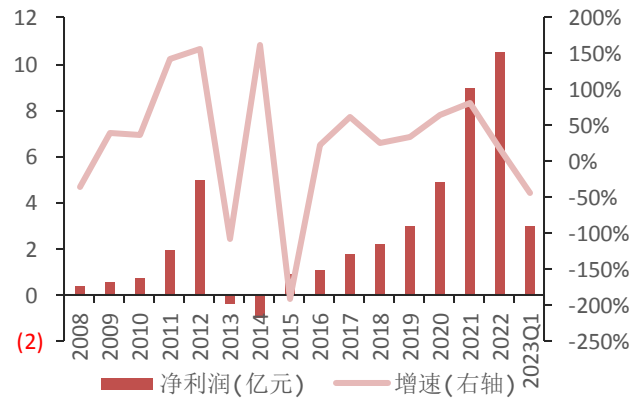
图 6：2017 年以来内参、酒鬼系列毛利贡献占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

业绩情况：2015 年中粮集团接管酒鬼酒后，公司再次走向强势复苏之路，受益于提价和核心产品放量，2015-2022 年公司营收、归母净利润复合增速分别为 31%、42%，营收、净利润双高增，且利润增速显著高于营收增速，盈利能力不断增强。疫情扰动下，公司营收、利润虽短期承压，但公司的品牌力、渠道力在持续优化提升，伴随着公司深入推进全国化布局，加大渠道精耕，内参、酒鬼双放量可期，产品结构将得到进一步优化。

图 7：2008 年以来公司营收及增速


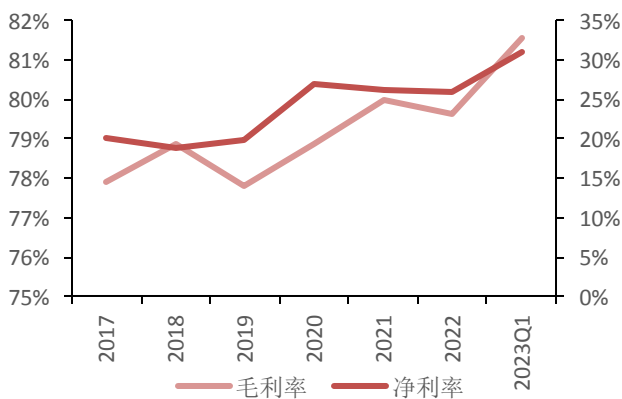
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2008 年以来公司归母净利润及增速


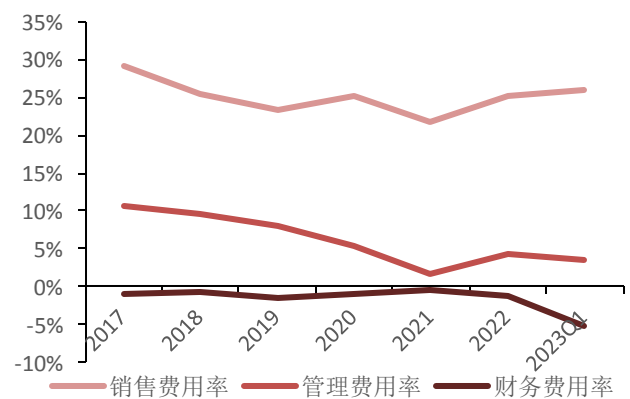
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 财务情况

受益于内参系列稳价放量和酒鬼系列的量价齐升，公司毛利率从 2015 年的 70.47% 提升至 2022 的 79.7%，产品结构持续改善，随着内参系列占比逐渐增大，公司毛利率有望进一步提升。从费用率方面看，公司通过成立内参销售公司，将费用和人员激励转移至公司体制外，公司销售费用率始终保持在 25% 左右，随着省内外布局逐步完善和体量进一步增大，规模效应下销售费用率将边际递减。在管理费用方面，随着中粮入主，全面理顺管理职能、优化管理结构、制定有效的激励机制以及公司规模效应显现等，管理费用率从 2015 年的 16.81% 降至 2022 的 4.32%，降幅显著。在毛利率提升和费用率有效管控的双重优化下，公司的净利率由 2015 年的 12.35% 稳步提升至 2022 的 25.87%，盈利能力显著增强。

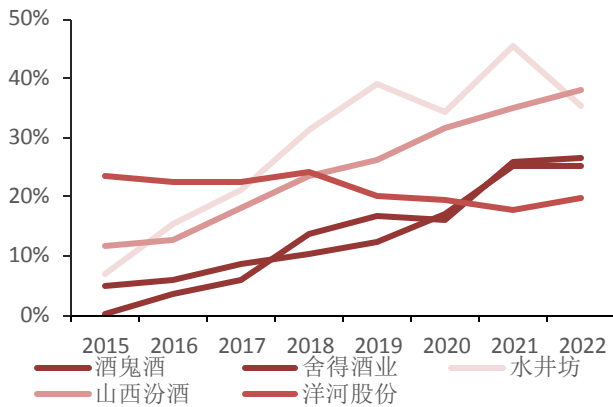
图 9：2015 年以来公司毛利率和净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

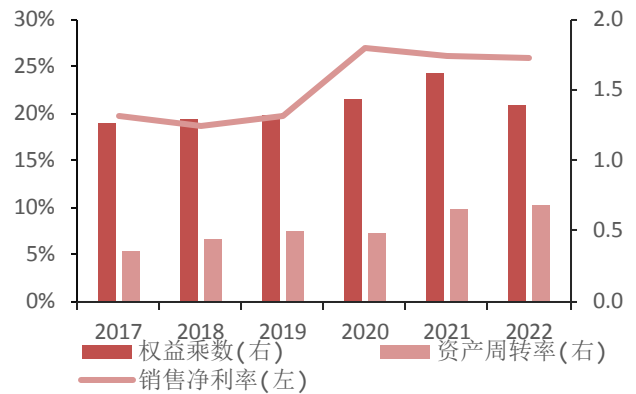
图 10：2015 年以来公司三费率


数据来源：公司公告，西南证券整理

ROE 持续改善，经营状况持续向好。受益于公司产品结构持续改善和三费的有效管控，公司的 ROE 从 2015 年的 5.17% 稳步提升至 2022 年的 25.26%，公司的经营质量持续向好，竞争力持续增强。通过分拆 ROE 可以看出，公司 ROE 的稳步提升主要得益于销售净利率和总资产周转率的提升。公司产品结构的持续改善、产品竞争力的持续增强，有效推动了 ROE 的稳步提升，即便在疫情影响严重的 2020 年，公司的 ROE 依然稳步提升，公司品牌复兴势头正强，改革成效逐步释放，随高端品牌形象的逐步强化，省内外经销渠道的成熟，公司有望在品牌势能、渠道活力的催化下，业绩弹性将持续释放。

图 11：2015 年以来可比上市公司权益净利率(摊薄)(单位：%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司 2015 年以来 ROE 拆分


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) 受益于内参销售公司渠道活力持续释放，京、沪、粤、苏等重点市场增长势能强劲，预计内参系列 2023-2025 年营收同比增长 5.0%、26.5%、18.8%，吨价分别提升 5.0%、10.0%、8.0%，毛利率为 91.8%、92.2%、92.5%。

2) 受益于省内空白区域开拓和进一步渠道下沉，省外冀、鲁、豫等重点区域较强的品牌力、全国化布局深入推进，预计酒鬼系列 2023-2025 年营收同比增长 15.5%、26.5%、24.2%，吨价同比增长 5.0%、10.0%、8.0%，毛利率为 80.3%、81.2%、81.9%。

3) 在消费升级背景下，结合公司产品结构升级规划，对湘泉系列采取“提价限量”策略，吨价提升成为主要增长驱动，预计 2023-2025 年湘泉及其他系列营收同比增长 10.3%、5%、5%，吨价分别提升 5%、5%、5%，毛利率分别为 56.3%、56.8%、57.2%。

4) 2020-2021 年尽管受疫情影响，白酒销量依然保持高增长，公司扩张势能较强；此外，伴随公司体量扩大规模效应凸显，管理和销售效率将持续改善，整体费用率有望边际递减。

表 1：分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入(百万元)	3414	4050	4523	5575	6702
	yoy	87.0%	18.6%	11.7%	23.2%	20.2%
	成本(百万元)	684	825	917	1057	1209
	毛利率	80.0%	79.6%	79.7%	81.0%	82.0%
内参系列	收入(百万元)	1034	1157	1215	1537	1826
	yoy	80.7%	11.9%	5.0%	26.5%	18.8%
	销量(吨)	996	1147	1147	1319	1451
	yoy	76.6%	15.2%	0.0%	15.0%	10.0%
	吨价(万元/吨)	103.8	100.9	105.9	116.5	125.8
	yoy	2.3%	-2.8%	5.0%	10.0%	8.0%
	吨成本(万元/吨)	8.2	8.4	8.7	9.1	9.5
	yoy	6.7%	2.6%	3.0%	5.0%	4.0%
酒鬼系列	收入(百万元)	1915	2270	2622	3317	4120
	yoy	89.0%	18.6%	15.5%	26.5%	24.2%
	销量(吨)	5583	6593	7252	8340	9591
	yoy	74.1%	18.1%	10.0%	15.0%	15.0%
	吨价(万元/吨)	34.3	34.4	36.2	39.8	43.0
	yoy	8.5%	0.4%	5.0%	10.0%	8.0%
	吨成本(万元/吨)	7.1	6.9	7.1	7.5	7.8
	yoy	8.2%	-2.2%	3.0%	5.0%	4.0%
湘泉及其他系列	收入(百万元)	454.1	609.1	671.5	705.1	740.4
	yoy	92.9%	34.1%	10.3%	5.0%	5.0%
	销量(吨)	5847	7173	7532	7532	7532
	yoy	9.5%	22.7%	5.0%	0.0%	0.0%
	吨价(万元/吨)	7.8	8.5	8.9	9.4	9.8
	yoy	76.1%	8.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	吨成本(万元/吨)	3.5	3.7	3.9	4.0	4.2
	yoy	42.7%	6.2%	5.0%	4.0%	4.0%
其他业务	收入(百万元)	10.9	13.7	14.4	15.1	15.9
	yoy	125.7%	26.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本(百万元)	4.5	6.9	8.4	8.8	9.2
	毛利率	58.7%	49.8%	42.0%	42.0%	42.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 45.2 亿元(+11.7%)、55.7 亿元(+23.2%)和 67.0 亿元(+20.2%)，归母净利润分别为 12.1 亿元(+15.0%)、15.9 亿元(+31.5%)和 19.9 亿元(+25.5%)，EPS 分别为 3.71、4.88 和 6.12 元，对应 PE 分别为 29、22 和 18 倍。

2.2 相对估值

酒鬼酒具有优质的名酒基因，当前正聚焦发力高端、次高端和全国化，此处选取积极发力次高端、大力推进全国化扩张的舍得酒业、水井坊、山西汾酒作为可比估值对象，这三家公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 26 倍、21 倍、17 倍。

公司省内龙头地位稳固，品牌优势明显，将尽享湘酒振兴红利；与此同时，公司推进全国化扩张，成立内参销售公司独立运营，全国化招商布局重点区域，京津冀、鲁豫市场取得快速增长，在品牌底蕴和费用投入加持下，全国化扩张有望取得新突破。总的来看，未来 3-5 年是公司快节奏的产品结构升级和全国化扩张的黄金时期，伴随着毛利率提升叠加费用率递减，业绩弹性将持续释放。公司是兼具稳健性和成长性的优质标的，给予 2023 年 36 倍 PE，对应目标价 133.56 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600702.SH	舍得酒业	571	171.36	5.10	6.41	8.30	10.50	34	27	21	16
600809.SH	山西汾酒	2,863	234.70	6.65	8.50	10.70	13.29	35	28	22	18
600779.SH	水井坊	308	62.98	2.50	2.71	3.29	3.87	25	23	19	16
平均值								31	26	21	17
000799.SZ	酒鬼酒	349	107.41	3.23	3.71	4.88	6.12	34	29	22	18

数据来源：wind，西南证券整理

3 风险提示

- 1) 经济大幅下滑风险：经济发展是居民消费升级的基础，宏观经济运行受到多种因素影响，具有较高的不确定性，一旦经济大幅下滑将影响消费升级节奏；
- 2) 省外市场开拓或不及预期：省外市场开拓可能会遭遇地产名酒和全国化名酒的强势阻击，具有一定的不确定性；
- 3) 业绩释放或不及预期：无论是高举高打拉升品牌力，还是加速推进全国化扩张，均需要较高的费用支撑，若未来费用投放居高不下，业绩释放将不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4050.41	4523.32	5574.51	6702.26	净利润	1048.80	1206.02	1585.43	1989.35
营业成本	824.90	917.07	1056.94	1208.99	折旧与摊销	43.45	82.68	91.71	99.35
营业税金及附加	655.89	714.23	882.87	1064.39	财务费用	-54.26	-118.25	-151.56	-200.74
销售费用	1024.02	1198.68	1421.50	1675.56	资产减值损失	-4.25	0.00	0.00	0.00
管理费用	174.92	203.55	250.85	301.60	经营营运资本变动	-681.70	-346.88	-88.02	-213.31
财务费用	-54.26	-118.25	-151.56	-200.74	其他	48.64	0.09	0.20	0.21
资产减值损失	-4.25	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	400.69	823.67	1437.76	1674.86
投资收益	0.66	0.00	0.00	0.00	资本支出	-214.65	-100.00	-30.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-28.66	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-243.31	-100.00	-30.00	-10.00
营业利润	1421.32	1608.03	2113.91	2652.46	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-21.72	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1399.60	1608.03	2113.91	2652.46	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	350.80	402.01	528.48	663.12	支付股利	-420.77	-230.74	-265.32	-348.79
净利润	1048.80	1206.02	1585.43	1989.35	其他	-2.60	116.35	151.56	200.74
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-423.37	-114.38	-113.77	-148.05
归属母公司股东净利润	1048.80	1206.02	1585.43	1989.35	现金流量净额	-265.99	609.29	1293.99	1516.81
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3077.38	3686.67	4980.66	6497.47	成长能力				
应收和预付款项	66.90	660.17	744.01	890.17	销售收入增长率	18.63%	11.68%	23.24%	20.23%
存货	1417.33	1256.19	1449.20	1659.03	营业利润增长率	19.06%	13.14%	31.46%	25.48%
其他流动资产	181.37	2.45	3.02	3.63	净利润增长率	17.38%	14.99%	31.46%	25.48%
长期股权投资	30.54	30.54	30.54	30.54	EBITDA 增长率	17.23%	11.48%	30.63%	24.20%
投资性房地产	57.40	57.40	57.40	57.40	获利能力				
固定资产和在建工程	762.93	812.25	785.39	733.75	毛利率	79.63%	79.73%	81.04%	81.96%
无形资产和开发支出	211.35	179.35	144.50	106.80	三费率	28.26%	28.39%	27.28%	26.50%
其他非流动资产	29.13	29.13	29.13	29.13	净利率	25.89%	26.66%	28.44%	29.68%
资产总计	5834.33	6714.14	8223.85	10007.91	ROE	25.26%	23.52%	24.59%	24.60%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.98%	17.96%	19.28%	19.88%
应付和预收款项	618.94	892.87	982.50	1017.32	ROIC	115.92%	71.15%	79.91%	90.78%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.82%	34.76%	36.85%	38.06%
其他负债	1063.16	693.76	793.74	902.42	营运能力				
负债合计	1682.10	1586.63	1776.24	1919.74	总资产周转率	0.68	0.72	0.75	0.74
股本	324.93	324.93	324.93	324.93	固定资产周转率	8.18	7.82	8.43	9.46
资本公积	1161.26	1161.26	1161.26	1161.26	应收账款周转率	10531.04	8880.89	9292.84	9189.81
留存收益	2666.04	3641.32	4961.43	6601.98	存货周转率	0.61	0.68	0.78	0.77
归属母公司股东权益	4152.23	5127.51	6447.62	8088.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.91%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4152.23	5127.51	6447.62	8088.17	资产负债率	28.83%	23.63%	21.60%	19.18%
负债和股东权益合计	5834.33	6714.14	8223.85	10007.91	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.89	3.62	4.13	4.81
					速动比率	2.02	2.81	3.30	3.93
					股利支付率	40.12%	19.13%	16.74%	17.53%
					每股指标				
					每股收益	3.23	3.71	4.88	6.12
					每股净资产	12.78	15.78	19.84	24.89
					每股经营现金	1.23	2.53	4.42	5.15
					每股股利	1.29	0.71	0.82	1.07
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1410.51	1572.47	2054.06	2551.07					
PE	33.74	29.34	22.32	17.79					
PB	8.52	6.90	5.49	4.37					
PS	8.74	7.82	6.35	5.28					
EV/EBITDA	22.76	20.03	14.70	11.24					
股息率	1.19%	0.65%	0.75%	0.99%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn