

宠物食品专精特新企业，募投开辟第二增长曲线

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年半年报。23H1公司主营业务实现正增长，总收入达3.4亿元，同比+37.2%；实现归母净利润40.0百万元，同比+116.7%；其中单Q2收入1.9亿元，同比+49.4%；归母净利润26.6百万元，同比+98.4%。
- **核心产品肉干系列加速增长，主粮肉骨粉产品打开第二增长曲线。** 受益于经济秩序恢复，公司与客户接触和互动增多，销售活动得以顺利开展，2023年H1，核心肉干产品实现收入231.6百万元，同比增长21.1%，占总营收的68.5%；随着肉骨粉产线与主粮项目一期生产线的产能释放，肉骨粉产品实现营收49.3百万元，同比提升103.8%。主粮产品实现营收30.2百万元，同比大幅提升。公司开拓新型生产线，丰富产品矩阵，打开第二增长曲线。
- **出口环境改善，盈利能力逐渐提升。** 2023H1，受益于公司肉干产品出口毛利改善，主粮等产品规模化带来的单位成本下降，公司毛利率达到20.1%，同比提升5.9pp，同时公司持续加强成本管控，净利率达到12.1%。
- **持续优化成本结构，不断降本增效。** 2023H1，公司管理费用率同比下降1.1pp至2.8%，主要原因系公司升级完善ERP管理系统、网络报销系统及人力资源管理系统，进一步提升公司管理能力；销售费用率同比提升0.4pp至2.6%，主要原因系公司上半年线上、线下推广活动增加；研发费用率同比下降0.3pp至3.1%，公司在上半年取得国家知识产权局授予的2项发明专利；财务费用率同比下降0.4pp至-1.8%，主要原因系公司汇率变动带来汇兑差额增大；整体期间费用率较降低1.4pp至7.1%。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司23-25年归母净利润分别约为0.8/1.0/1.3亿元，未来三年归母净利润复合增速有望达43.3%。公司耕耘海外市场多年，与客户建立了长期合作关系，订单来源稳定，同时公司逐步加强国内市场开拓力度，未来境内境外营收有望持续提升；公司海外工厂、主粮项目生产线、肉骨粉生产线相继落地、相应产能快速爬坡，支撑核心肉干业务增速，同时凭借主粮产品和肉骨粉产品打造第二增长曲线。考虑到不同市场间的流动性差异，给予公司2024年10倍PE估值，对应目标价10.10元，首次覆盖予以“买入”评级。
- **风险提示:** 产品同质化竞争、主要客户集中度较高、宠物零食行业增速下降、产能过剩、募投项目产品市场开拓、募投项目进展不及预期等风险。

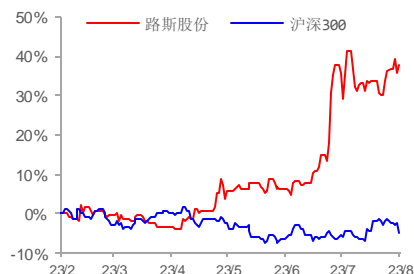
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	549.05	736.79	960.76	1226.31
增长率	19.65%	34.19%	30.40%	27.64%
归属母公司净利润(百万元)	43.13	83.33	104.09	127.01
增长率	41.94%	93.19%	24.92%	22.02%
每股收益EPS(元)	0.42	0.81	1.01	1.23
净资产收益率ROE	10.04%	16.23%	17.08%	17.51%
PE	20	11	8	7
PB	2.08	1.75	1.47	1.23

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: iFinD

基础数据

总股本(万股)	10344.64
流通A股(万股)	4943.50
52周内股价区间(元)	9.03-4.90
总市值(亿元)	8.75
总资产(亿元)	5.74
每股净资产(元)	4.36

相关研究

1 宠物食品行业专精特新企业，注重创新持续市场开拓

宠物食品行业专精特新，产品广获国际认可。公司主要从事宠物食品的研发、生产和销售，主要产品包括肉干产品、宠物罐头、宠物饼干、宠物洁牙骨、肉骨粉、主粮产品。产品质量上，公司先后通过了 ISO9001 质量体系认证、FSSC22000 食品安全体系认证、IFS 食品供应商质量体系认证、BRC 全球食品安全标准认证、GMP 良好操作规范体系验证、欧盟食品出口注册、美国 FDA 食品认证等。公司先后获得“中国轻工业宠物用品行业十强企业”、“中国轻工业休闲用品行业十强企业”、“2020 山东宠物食品企业十强”、“山东省专精特新中小企业”、“山东省制造业单项冠军”、“山东省宠物协会 2018 年行业领先奖”、“山东省电子商务企业诚信联盟会员”、“美国 APPA 会员”、“AAA 级信用企业”等荣誉和奖项。

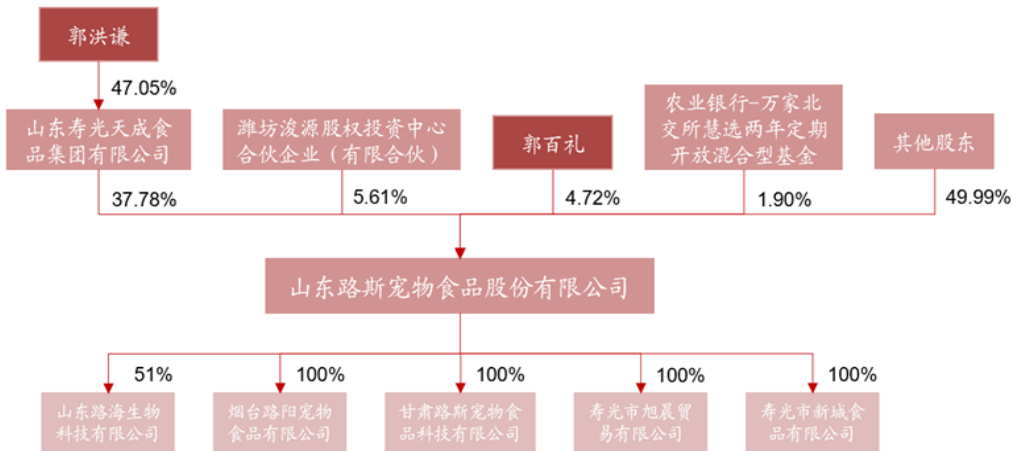
公司重视多维度创新，持续市场开拓。公司始终坚持以创新驱动公司业绩的提升，专注于新市场开辟、新产品配方开发、新生产模式探索、新生产工艺应用和新营销模式转变，构建完整全面的创新发展体系，形成从宠物食品市场开辟、产品设计、生产制造到成品销售纵向一体化的体系优势，广泛地反映出公司的创新能力，体现了专业化、精细化、特色化、新颖化等特征。截至 2023 年 8 月 11 日，公司拥有专利数量合计 95 项，其中发明专利 4 项。同时，经过多年的发展与技术积累，公司的产品种类不断丰富，生产规模不断扩大，已成为国内宠物食品行业具有较大规模和影响力的企业之一，主要产品已出口到德国、俄罗斯、美国、芬兰、日本、韩国、荷兰、捷克等国家。公司十分重视海外市场发展，凭借过硬的产品质量和良好的营销能力，主要产品已出口到德国、俄罗斯、美国、芬兰、日本、韩国、荷兰、捷克等国家。

表 1：公司主要产品介绍

主要产品	产品成分或功效
肉干产品	主要成分：鸡肉、鸭肉，营养钙奶骨，不饱和脂肪酸（欧米茄-3、欧米茄-6），维生素 A、C、D、E、K、B1、B2、B12，天然植物提取物微量元素锌、磷、镁、钾、钠等。
宠物罐头	主要成分：鸡肉、鸭肉、谷类、植物淀粉、营养增强剂（Ca、P、Fe 类营养来源物质）、低聚果糖、不饱和脂肪酸（欧米茄-3、欧米茄-6）、绿茶提取物、益生菌、维生素类（A、B2、B3、B5、B12、C、D3、E）等。
宠物饼干	主要成分：玉米粉、麦麸、发酵豆粕（益生肽）、棕榈油、鸡肉、白砂糖、大豆卵磷脂、黄酮、绿茶提取物、鱼肝油、食盐、复合营养素（乳酸锌、碳酸钙、泛酸钙、维生素 A、B1、B2）等。
宠物洁牙骨	主要成分：玉米淀粉，大豆分离蛋白，碳酸钙，鸡肝粉，叶绿素，硫酸软骨素，胡萝卜粉，维生素 A、E、Ca、P、Fe 等。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

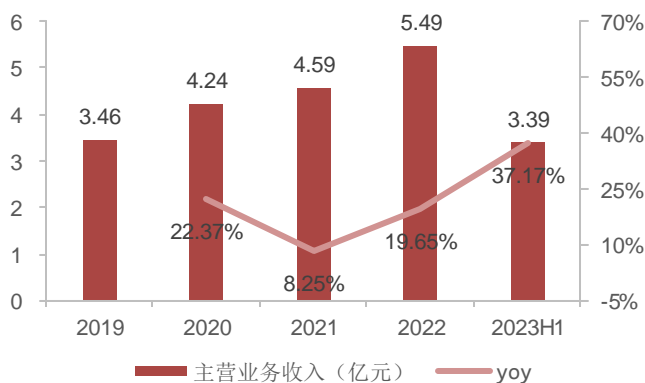
股权结构分散，董事长郭百礼及其家属为实际控制人。截至 2023 年 8 月 11 日，公司实际控制人为郭百礼及其家属，郭百礼直接持有公司 4.7% 的股权，郭洪谦通过持有山东寿光天成食品集团有限公司 47.1% 的股份，间接持有公司 17.8% 的股份，郭洪谦与公司董事长郭百礼系父子关系，两人合计持股 22.5%。

图 1：公司股权结构（截至 2023 年 8 月 11 日）


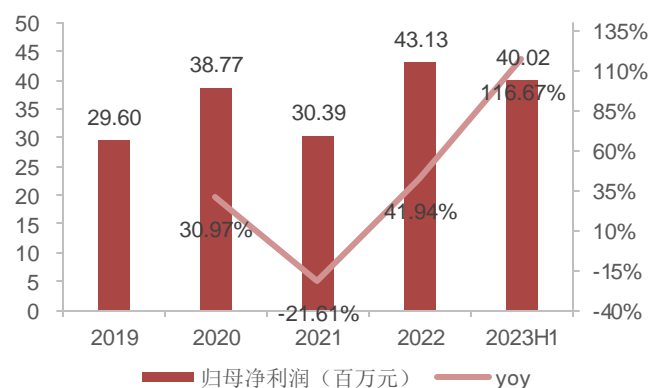
数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

收入规模快速攀升，利润端逐步回暖。1) **营收端：**2019-2022 年，公司营收从 3.5 亿元增长到 5.5 亿元，期间 CAGR 为 16.6%，其中 2022 年起公司肉骨粉产品受到市场高度认可，产品营收高速增长带动整体营收增速回升。2023 年上半年，随着经济秩序恢复，公司与客户的接触和互动增多，销售活动得以顺利展开，实现主营业务收入 3.4 亿元，同比提升 37.2%。

2) **利润端：**2019-2022 年，公司归母净利润从 29.6 百万元增长至 43.1 百万元，期间 CAGR 为 13.3%。其中 2021 年公司销售毛利率下降，同时公司加大市场开拓力度并积极开发新产品以适应不断变化的市场需求，导致费用上升净利下降；2022 年，受营业收入增长、汇率变动、使用闲置资金委托理财产生收益等影响，净利润大幅回升。2023 年上半年，受益于销售收入增长及销售毛利率上升，公司归母净利润达到 40.0 百万元，同比提升 116.7%。

图 2：2019-2023H1 公司主营业务收入


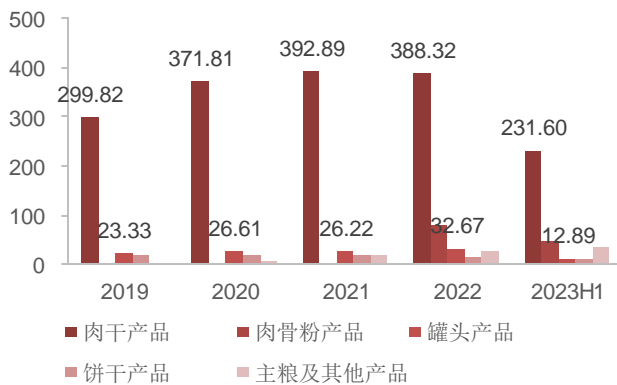
数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

图 3：2019-2023H1 公司归母净利润


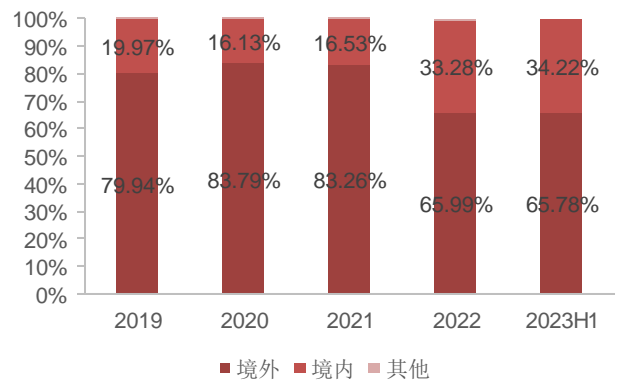
数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

肉干系列是最主要产品，肉骨粉、主粮产品增长迅速。2020-2022 年，公司肉干产品收入由 299.8 百万元增长至 388.3 百万元，2023H1 实现收入 231.6 百万元，占总营收的 68.5%，同比增加 40.4 百万元，同比上升 21.1%，为公司主要收入来源；2022 年，肉骨粉营收达到 81.6 百万元，同比增长 1611.1%，引领公司当年总营收增长，2023H1 实现营收 49.3 百万元，占总营收的 14.6%，同比上升 103.8%；随着募投项目主粮项目一期生产线产能逐渐释放，2023H1 主粮产品实现收入 30.2 百万元，占主营业务收入的 8.9%，同比大幅提升。

境外收入占比常年超过 60%，为公司最主要销售市场。公司把握行业市场机遇，持续优化生产工艺及资源配置，2019-2022 年，公司境外营收由 276.9 百万元增长至 362.3 百万元，期间 CAGR 为 9.4%。2022 年，公司境内市场销售收入占比快速提升，主要原因系公司通过丰富产品矩阵、完善渠道布局、加大推广资金投入积极开拓国内市场，国内订单持续增长，自有品牌收入实现大幅增长，2023H1 已达总营收的 34.2%。

图 4：2019-2023H1 公司各产品收入（亿元）


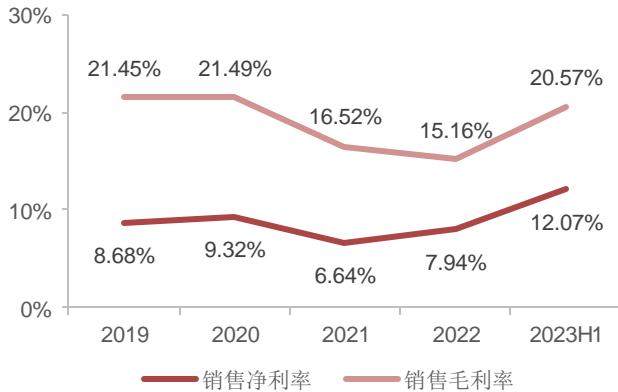
数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

图 5：2019-2023H1 公司境内外收入（亿元）


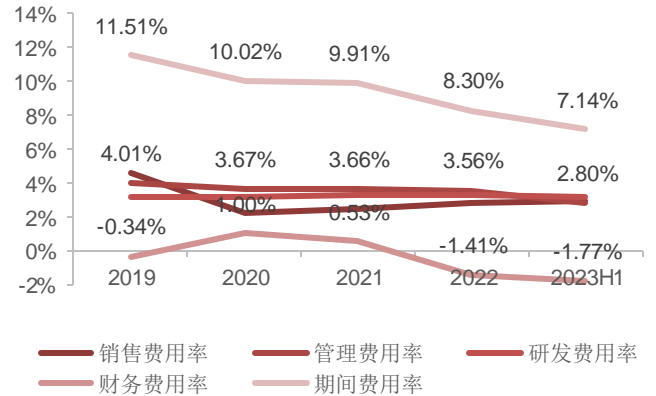
数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

盈利能力承压，降本增效费用率逐步降低。1) **利润率方面：**2020-2021 年，受新冠疫情、原材料价格波动、产品结构调整等因素影响，公司毛利率呈现出下滑态势；2022 年，公司持续加强内部管理，不断丰富产品矩阵，积极开发国内市场，净利率实现良好增长。2023H1，受益于公司肉干产品出口毛利改善，主粮等产品规模化带来的单位成本下降，公司毛利率达到 20.6%，同比提升 5.9pp，同时公司持续加强成本管控，净利率达到 12.1%。

2) **费用率方面：**公司持续优化成本结构，不断降本增效，2019-2022 年，公司期间费用率从 11.5%降低 3.2pp 至 8.3%，费用控制效果良好。2023 年 H1，公司管理费用率同比下降 1.1pp 至 2.8%，主要原因系公司升级完善 ERP 管理系统、网络报销系统及人力资源管理系统，进一步提升公司管理能力；销售费用率同比提升 0.4pp 至 2.6%，主要原因系公司上半年线上线下推广活动增加；研发费用率同比下降 0.3pp 至 3.1%，公司在上半年取得国家知识产权局授予的 2 项发明专利；财务费用率同比下降 0.4pp 至 -1.8%，主要原因系公司汇率变动带来汇兑差额增大；整体期间费用率较降低 1.4pp 至 7.1%。

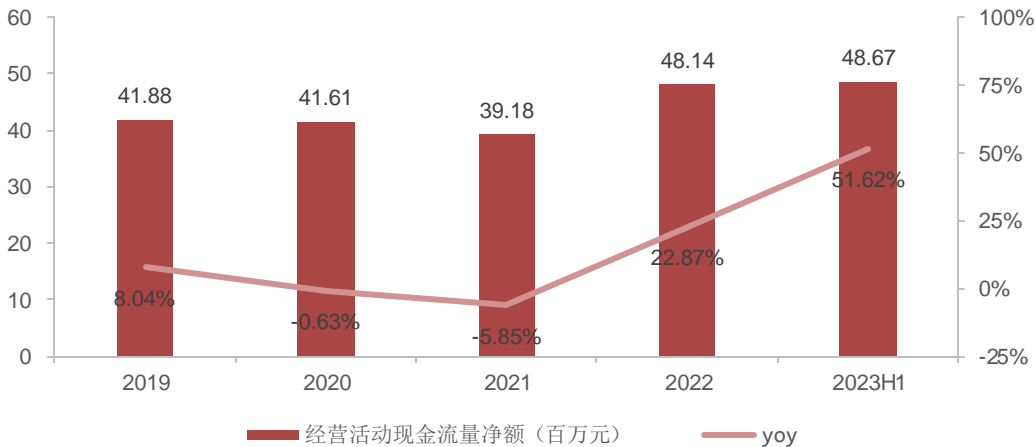
图 6：2019-2023H1 公司毛利率和净利率情况


数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

图 7：2019-2023H1 公司费用率情况


数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

经营活动现金流稳定健康。公司经营活动现金流入主要来源为销售商品、提供劳务收到的现金，经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金，与公司实际业务情况相符。2019-2021 年，因原材料价格变动、员工数量和薪酬增长等原因，经营活动现金流略有下降；2022 年，销售收入大幅增长带动经营活动产生的现金流量净额提升至 48.1 百万元，同比提升 22.9%。2023H1，公司经营活动现金流净额为 48.7 百万元，同比增长 51.6%。未来，随着公司规模扩张、盈利能力提升，公司经营活动现金流净额情况将保持健康水平。

图 8：2019-2023H1 公司经营活动现金流情况


数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司募投项目“年产 3 万吨宠物主粮项目”预计于 2023 年 12 月 31 日建成，生产线预计于 2025 年底达产，形成营收 3.8 亿元。项目建成有助于公司扩大宠物食品的种类，保证主粮产品品质，进一步提升公司在宠物食品市场的占有率和行业知名度。我们假设 2023-2025 年随着一期产线和二期产线相继建成，预计销售单价保持 1.25 万元/吨，主粮产品产量提升至 0.9/1.6/2.4 万吨，产品生产规模化将使生产成本降低且公司持续加强成本管控，预计毛利率提升至 12%/12%/12%。

假设 2：伴随着疫情结束出口形式逐渐好转，肉干产品销量预计于今年开始回暖，同时肉干产品柬埔寨工厂将于今年年底落地，满足海外市场需求。我们假设 2023-2025 年公司肉干产品销售单价为 4 万元/吨，销量随产能扩充至约 1.2 万吨/1.4 万吨/1.7 万吨，由于出口环境改善，且公司的海外柬埔寨工厂产能释放将降低肉干产品的生产成本，同时公司持续加强成本管控，预计毛利率将提升至 25%/25%/25%。

假设 3：公司肉骨粉产能逐渐释放，肉骨粉产品进入快速放量期。由于公司未披露肉骨粉产品销售销量与单价，我们预计 2023-2025 年，公司肉骨粉产品营业收入同比增速将达到 30%，产品生产规模化将使生产成本降低，且公司持续加强成本管控，预计毛利率提升至 5%/5%/5%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
饼干产品	收入	16.8	21.8	28.3	36.8
	增速	-11.1%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%
罐头产品	收入	32.7	26.1	27.4	28.8
	增速	24.6%	-20.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	16.7%	17.0%	17.0%	17.0%
洁牙骨产品	收入	3.0	3.1	3.3	3.5
	增速	10.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	25.8%	25.0%	25.0%	25.0%
肉干产品	收入	388.3	466.0	559.2	671.0
	增速	-1.2%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	18.3%	25.0%	25.0%	25.0%
肉骨粉产品	收入	81.6	106.0	137.9	179.2
	增速	-	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	2.1%	5.0%	5.0%	5.0%
主粮及其他产品	收入	22.7	113.7	204.7	307.0
	增速	31.8%	400.0%	80.0%	50.0%
	毛利率	-0.1%	12.0%	12.0%	12.0%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
总计	收入	549.1	736.8	960.8	1226.3
	增速	19.6%	34.2%	30.4%	27.6%
	毛利率	15.2%	19.8%	19.1%	18.6%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取与公司主营业务相近的四家公司作为可比公司，四家公司 2024 年平均 PE 为 18 倍。公司主要销售收入来自海外，在美国、欧洲、日本等发达国家和地区耕耘多年，已积累了深厚的客户基础，与客户建立了长期合作关系，订单来源稳定，同时公司逐步加强国内市场开拓力度，未来境内境外营收有望快速提升；公司海外工厂、主粮项目生产线、肉骨粉生产线相继落地、相应产能快速爬坡，支撑核心肉干业务增速，同时凭借主粮产品和肉骨粉产品打造第二增长曲线。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 43.3%，考虑到不同市场间的流动性差异，给予公司 2024 年 10 倍 PE 估值，对应目标价 10.10 元，首次覆盖予以“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	公司简称	总市值	股价	EPS				PE			
		亿元	元	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002891.SZ	中宠股份	73.29	24.92	0.36	0.61	0.80	1.03	61.95	40.40	31.32	24.05
300673.SZ	佩蒂股份	34.52	13.62	0.50	0.57	0.74	0.87	35.19	23.74	18.41	15.74
301335.SZ	天元宠物	30.97	24.58	1.43	1.61	1.94	2.45	24.79	21.40	17.70	14.03
001222.SZ	源飞宠物	28.79	15.08	1.16	0.99	1.16	1.31	21.32	19.69	16.75	16.13
平均值								35.81	21.61	17.62	15.3
832419.BJ	路斯股份	8.75	8.46	0.42	0.81	1.01	1.23	20	11	8	7

数据来源：Wind, 西南证券整理 (截至 2023 年 8 月 11 日)

3 风险提示

产品同质化竞争、主要客户集中度较高、宠物零食行业增速下降、产能过剩、募投项目产品市场开拓、募投项目进展不及预期等风险。

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	549.05	736.79	960.76	1226.31	净利润	43.59	83.33	104.09	127.01
营业成本	465.82	590.67	776.94	997.79	折旧与摊销	18.33	16.29	17.70	19.51
营业税金及附加	1.98	3.59	4.38	5.53	财务费用	-7.72	-11.05	-12.01	-12.26
销售费用	15.53	20.63	24.02	29.43	资产减值损失	-0.88	-1.00	-1.00	-1.00
管理费用	19.57	44.21	56.68	71.13	经营营运资本变动	-37.27	-34.34	-54.81	-56.73
财务费用	-7.72	-11.05	-12.01	-12.26	其他	32.09	-0.89	0.56	-0.67
资产减值损失	-0.88	-1.00	-1.00	-1.00	经营活动现金流净额	48.14	52.34	54.53	75.86
投资收益	0.47	1.30	1.30	1.30	资本支出	-34.08	-35.00	-46.00	-40.00
公允价值变动损益	0.04	0.02	0.02	0.02	其他	-68.31	-8.65	-3.18	-2.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-102.40	-43.65	-49.18	-42.68
营业利润	45.18	91.06	113.06	137.02	短期借款	10.01	-0.01	0.00	0.00
其他非经营损益	0.03	0.16	0.11	0.11	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	45.21	91.22	113.17	137.14	股权融资	81.80	0.00	0.00	0.00
所得税	1.62	7.89	9.08	10.12	支付股利	-5.16	-3.79	-8.16	-10.99
净利润	43.59	83.33	104.09	127.01	其他	2.11	10.55	13.01	13.26
少数股东损益	0.46	0.78	0.90	1.17	筹资活动现金流净额	88.77	6.75	4.85	2.27
归属母公司股东净利润	43.13	83.33	104.09	127.01	现金流量净额	40.64	15.44	10.20	35.45
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	87.76	103.20	113.40	148.85	成长能力				
应收和预付款项	52.82	73.10	94.60	120.80	销售收入增长率	19.65%	34.19%	30.40%	27.64%
存货	104.01	132.91	174.30	224.76	营业利润增长率	35.95%	101.54%	24.16%	21.20%
其他流动资产	57.97	62.76	79.95	92.71	净利润增长率	43.00%	91.17%	24.92%	22.02%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	9.46%	72.59%	23.32%	21.49%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	202.13	221.89	251.23	272.77	毛利率	15.16%	19.83%	19.13%	18.63%
无形资产和开发支出	41.39	40.35	39.30	38.26	三费率	4.99%	7.30%	7.15%	7.20%
其他非流动资产	4.75	9.75	14.25	18.25	净利率	7.94%	11.31%	10.83%	10.36%
资产总计	550.84	643.95	767.04	916.40	ROE	10.04%	16.23%	17.08%	17.51%
短期借款	10.01	10.00	10.00	10.00	ROA	7.91%	12.94%	13.57%	13.86%
应付和预收款项	45.73	62.39	80.65	103.24	ROIC	10.38%	17.28%	18.19%	18.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.16%	13.07%	12.36%	11.76%
其他负债	61.09	58.02	66.90	77.66	营运能力				
负债合计	116.83	130.40	157.56	190.90	总资产周转率	1.14	1.23	1.36	1.46
股本	103.68	103.45	103.45	103.45	固定资产周转率	3.41	3.69	4.51	5.27
资本公积	89.55	89.78	89.78	89.78	应收账款周转率	13.13	13.98	13.76	13.65
留存收益	243.28	322.82	418.75	534.77	存货周转率	4.60	4.93	5.01	4.96
归属母公司股东权益	420.04	499.59	595.52	711.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.92%	—	—	—
少数股东权益	13.96	14.74	15.65	16.82	资本结构				
股东权益合计	434.01	513.55	609.48	725.50	资产负债率	21.21%	20.25%	20.54%	20.83%
负债和股东权益合计	550.84	643.95	767.04	916.40	带息债务/总负债	8.57%	7.67%	6.35%	5.24%
					流动比率	3.52	3.72	3.66	3.70
					速动比率	2.31	2.39	2.28	2.29
					股利支付率	11.96%	4.54%	7.84%	8.65%
					每股指标				
					每股收益	0.42	0.81	1.01	1.23
					每股净资产	4.06	4.83	5.76	6.88
					每股经营现金	0.47	0.51	0.53	0.73
					每股股利	0.05	0.04	0.08	0.11
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	55.79	96.30	118.75	144.27					
PE	20.29	10.50	8.41	6.89					
PB	2.08	1.75	1.47	1.23					
PS	1.59	1.19	0.91	0.71					
EV/EBITDA	13.88	7.80	6.20	4.83					
股息率	0.59%	0.43%	0.93%	1.26%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@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	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎暘	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
