

H1 业绩显著改善，期待盈利能力持续优化

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 41.6 亿元, 同比下滑 4.9%, 实现归母净利润 6955.2 万元, 同比增长 3.9%, 若剔除股权激励带来的股份支付费用影响, 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 74.9%。单 Q2 实现营业收入 20.6 亿元, 同比下滑 8.9%, 实现归母净利润 6195.9 万元, 同比下滑 37.7%。
- **母婴商品销售贡献主要营收, 母婴服务业务持续增长。** 分业务看, 母婴商品销售仍然是主要营收来源, 23H1 收入 35.9 亿元 (-6.5%), 占比 86.3%; 母婴服务业务收入 1.5 亿元 (+25%), 占比 3.6%; 供应商服务收入 3.1 亿元 (+8.9%), 占比 7.5%; 广告业务收入 3015.1 万元 (-29.2%), 平台服务收入 4423 万元 (-16.9%)。分产品来看, 奶粉销售收入 21.4 亿元 (-6.2%), 纸尿裤收入 4.8 亿元 (+2.3%)。分地区来看, 华东地区仍是公司主阵地, 收入 21.3 亿元 (-5.7%), 西南地区 6.5 亿元 (-2.9%), 华中地区 4.7 亿元 (-3.3%)。
- **费用率优化, 毛利率仍承压。** 2023H1 公司综合毛利率为 28.1% (-1.4pp), 母婴商品销售业务毛利率 18.4% (-2.9pp), 对于整体毛利率有下拉影响, 其中奶粉毛利率 15.9% (-1.6pp), 纸尿裤毛利率 21.1% (-0.5pp); 分地区来看华东地区毛利率 28.3% (+0.4pp), 西南地区毛利率 27.6% (+0.1pp), 华中地区毛利率 28.5% (-0.6pp), 整体毛利率承压主要因为线下消费场景恢复仍不及预期, 另外公司新增门店运营时间尚未达到稳定状态所需, 单店盈利水平提升仍需要一定时间周期。费用率方面, 23H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 19.5%/5.5%/0.7%, 分别同比变动 -1.4pp/+0.4pp/-0.4pp, 综合费用率有所优化。23H1 公司净利率为 1.7% (+0.2pp), 盈利能力略有提升。
- **收购乐友国际进军北方市场, 深化数字化运营。** 公司门店主要集中在华东、西南和华中地区, 其中华东地区门店数占比超过 50%, 乐友国际是北方母婴龙头企业, 其在北京、天津、陕西、河北、辽宁等北部地区门店数占比超过 70%, 23H1 公司收购乐友国际 65% 股权有助于进一步拓展北方地区市场, 快速覆盖公司空缺区域, 进一步夯实全国性龙头地位。另外公司持续深化数字化运营, 推出 KidsGPT 智能育儿顾问, 拓宽服务边界、增强服务深度, 同时提升管理效率和运营效益。数字化同样赋能同城到家、差异化供应链、全渠道运营等多方面。同时公司全力打造全龄段儿童生活馆, 布局 6 岁+大童市场, 开创全龄段儿童成长服务新业态, 有望打开新的向上增长空间。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.20、0.35、0.49 元, 对应 PE 分别为 48、27、19 倍。考虑到公司作为国内母婴零售龙头, 商品+服务+母婴生态经济闭环打通, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 生育率持续下滑、线下消费场景恢复不及预期、大童业务推进不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8520.16	10257.59	11909.25	13334.93
增长率	-5.84%	20.39%	16.10%	11.97%
归属母公司净利润(百万元)	122.11	219.84	389.45	541.63
增长率	-39.44%	80.04%	77.15%	39.07%
每股收益 EPS(元)	0.11	0.20	0.35	0.49
净资产收益率 ROE	4.06%	6.87%	10.99%	13.51%
PE	86	48	27	19
PB	3.54	3.32	3.00	2.65

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 谭陈渝
执业证号: S1250523030003
电话: 17782333081
邮箱: tchy@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)	11.12
流通 A 股(亿股)	6.18
52 周内股价区间(元)	9.44-15.15
总市值(亿元)	104.98
总资产(亿元)	74.46
每股净资产(元)	2.77

相关研究

目 录

1 国内母婴零售龙头，打造母婴综合服务商	1
1.1 母婴零售领军企业，商品+服务+产业生态经济.....	1
1.2 利润实现边际修复，服务业务维持高毛利率.....	3
1.3 公司股权结构&股票激励计划.....	4
2 盈利预测与估值	5
3 风险提示	6

图 目 录

图 1：公司发展历史.....	1
图 2：公司业务模式.....	1
图 3：公司营业收入及增速.....	3
图 4：公司归母净利润及增速.....	3
图 5：公司各业务营收占比.....	4
图 6：公司各业务毛利率.....	4
图 7：公司费用率.....	4
图 8：公司毛利率&净利率.....	4
图 9：公司股权结构.....	5

表 目 录

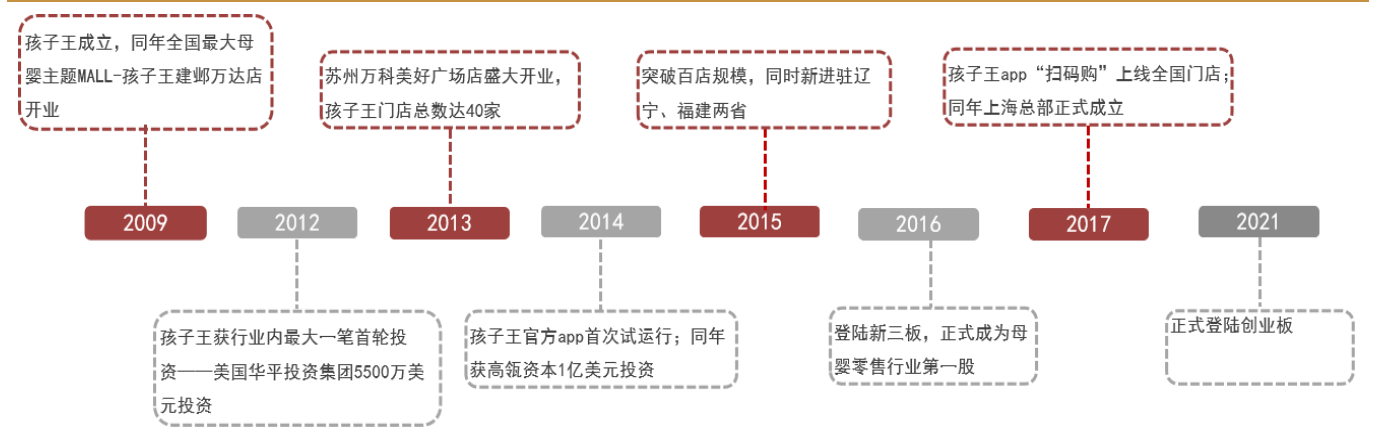
表 1：公司销售产品.....	2
表 2：公司提供的母婴及育儿服务.....	2
表 3：股票激励计划业绩考核要求.....	5
表 4：分业务收入及毛利率.....	6
表 5：可比公司估值.....	6
附表：财务预测与估值.....	7

1 国内母婴零售龙头，打造母婴综合服务商

1.1 母婴零售领军企业，商品+服务+产业生态经济

国内母婴零售第一股。孩子王成立于 2009 年，总部位于江苏南京，主要从事母婴童商品零售及增值服务，通过“科技力量+人性化服务”为准妈妈及 0-14 岁婴童提供一站式购物及全方位成长服务。公司积极运用互联网、大数据等技术驱动，基于顾客关系经营提供创新型亲子家庭全渠道服务，通过会员经济、育儿顾问服务、数字化技术、供应链管理、仓网布局等多方位布局建立起优势壁垒，已成为国内母婴零售行业龙头企业。公司打造了“商品+服务+产业生态经济”的多元化经济体系，提供包括母婴商品销售、母婴服务、供应商服务、广告业务和平台服务等经营模式。

图 1：公司发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

商品+服务，构建完整产业生态经济。公司主营母婴童商品销售和母婴服务业务，同时为加强和供应商合作，还提供包括会员开发、互动活动冠名、商品线上线下推广宣传、广告等在内的供应商增值服务，还通过自主运营各类线上平台为入驻平台的母婴品牌商、经销商、周边服务机构提供平台服务业务。

图 2：公司业务模式




数据来源：公司官网，西南证券整理

表 1：公司销售产品

产品大类	产品门类	产品描述	图示
食品	奶粉	各类适用于孕产妇、0-6 岁儿童的奶粉，主要合作品牌包括惠氏、雅培、爱他美、飞鹤、美赞臣、雀巢、合生元等	
	零食辅食	各类米粉、面条、肉松、果泥、饼干、乳品饮料等，主要合作品牌包括嘉宝、伊威、宝力臣、亨氏、爱思贝、小皮、伊利等	
	营养保健	各类适用于孕产妇、婴幼儿的维生素、益生菌等，主要合作品牌包括合生元、swisse、养生堂、乐佳善优、小葵花等	
衣物品	内衣家纺	各类婴童用内衣、家纺、小棉品等，主要合作品牌包括良良、旋转叮当、拉比、米乐熊等，以及自主品牌初衣萌、植物王国	
	外服童鞋	各类童装童鞋，主要合作品牌包括巴拉巴拉、马卡乐、戴维贝拉、贝贝王国等	
易耗品	纸尿裤	各类婴儿纸尿裤、拉拉裤、纸尿片，主要合作品牌包括花王、大王、moony、泰迪熊等	
	洗护用品	各类家居洗护用品，主要合作品牌包括贝亲、启初、babycare 等，以及自主品牌贝特倍护	
耐用品	玩具	各类儿童玩具，主要合作品牌包括乐高、费雪、澳贝、澳乐等，以及自主品牌慧殿堂	
	文教智能	各类图书、学习桌椅、绘画用品、电子产品等，主要合作品牌包括乐乐趣、麦斯卡、孩之宝、火火兔、小天才、步步高	
	车床椅	各类婴幼儿推车、婴儿床、安全座椅、滑车等，主要合作品牌包括好孩子、宝得适、昆塔斯、yuyu、宝贝第一等	

数据来源：公司招股书，西南证券整理

表 2：公司提供的母婴及育儿服务

服务门类	服务描述	图示
童乐园	面向 0-8 岁宝宝提供专属设计的“童乐园”儿童游乐服务，并开发了与儿童游乐服务相结合的“成长缤纷营”特色活动	

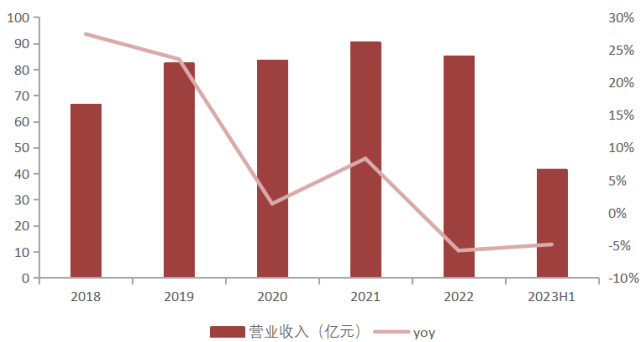
服务门类	服务描述	图示
互动活动	在线下实体门店举办包括新妈妈学院、爬爬赛在内的各类互动活动	
育儿服务	为消费者提供催乳、婴儿抚触、宝宝理发、小儿推拿等增值服务	 抚触 催乳 理发 母婴喂养指导 小儿推拿 产后康复

数据来源：公司招股书，西南证券整理

1.2 利润实现边际修复，服务业务维持高毛利率

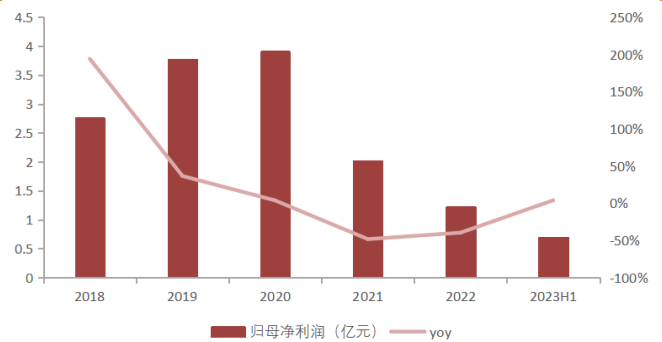
营收增长仍承压，利润恢复正增长。 营收方面，2018-2019 年实现高速增长，增速分别为 27.4%、23.6%；2020-2022 年受生育率连续下降和宏观因素影响，增速大幅下滑，22 年首次出现负增长（-5.8%）；23H1 在生育率仍无明显回升的情况下营收依然承压，收入 41.6 亿元，同比下滑 4.9%。利润方面，同样受外部因素影响，21-22 年出现大幅下滑，分别下滑 48.3%、39.6%，23H1 市场环境初现修复趋势，同时公司进行业务调整和门店整合，实现归母净利润 6955.2 万元，同比增长 3.9%，恢复正增长。

图 3：公司营业收入及增速



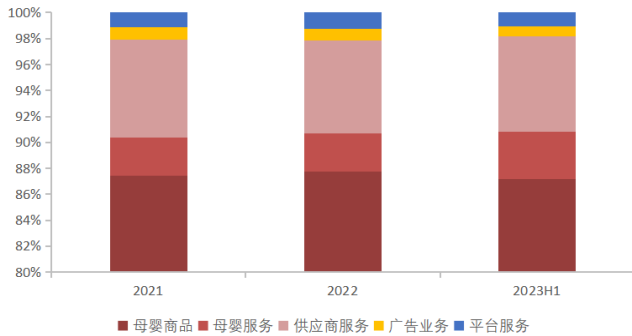
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司归母净利润及增速

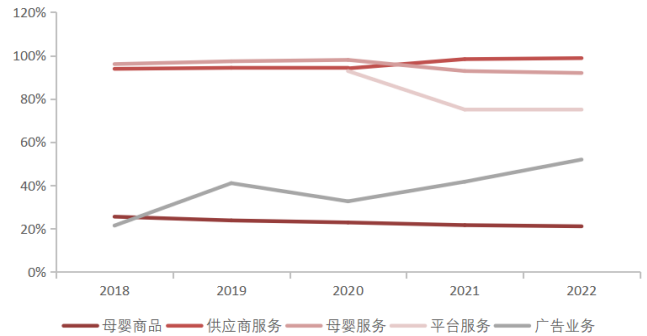


数据来源：公司公告，西南证券整理

商品销售为主要营收来源，服务类业务盈利能力较强。 公司主要业务有母婴商品、母婴服务、供应商服务、广告业务、平台服务等，其中母婴商品销售为主要营收贡献来源，占比维持在 87% 左右；母婴服务业务为配套增值服务，占比从 21 年 2.9% 提升至 23 上半年 3.6%；供应商服务是公司为供应商提供的会员开发、互动活动冠名、商品推广等服务收取的费用，23H1 占比为 7.4%；其余业务占比较小。分业务毛利率方面，服务类业务毛利率显著高于商品销售类业务。其中供应商服务毛利率最高，22 年为 98.8%；母婴服务毛利率次之，为 91.9%，而母婴商品毛利率持续下滑，自 18 年 25.5% 下滑至 22 年 21.1%，23H1 进一步下滑至 18.4%。

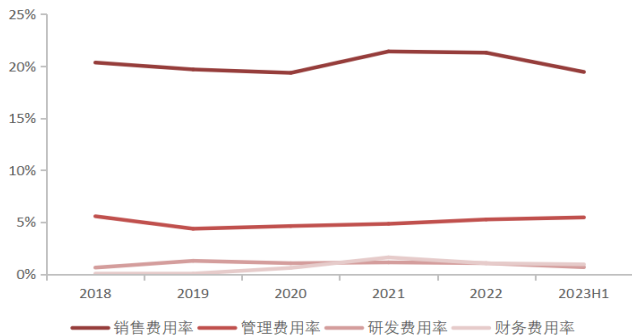
图 5：公司各业务营收占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

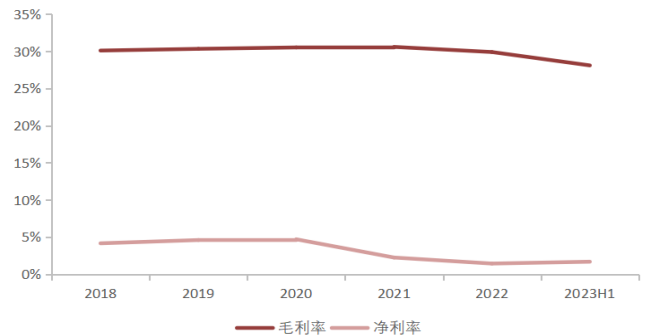
图 6：公司各业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

费用率优化，毛利率有所承压。公司费用率基本保持平稳，23H1 销售/管理/研发费用率分别为 19.5%/5.5%/0.7%，分别同比变动-1.4pp/+0.4pp/-0.4pp，相比去年同期有所优化。利润率方面，23H1 公司毛利率/净利率分别为 28.1%/1.7%，分别同比变动-1.4pp/+0.2pp，毛利率仍承压，主要因为毛利率较低的母婴商品销售业务占比较大，但受生育率下滑和宏观因素影响该业务收入持续下滑，导致整体毛利率有下行压力。

图 7：公司费用率


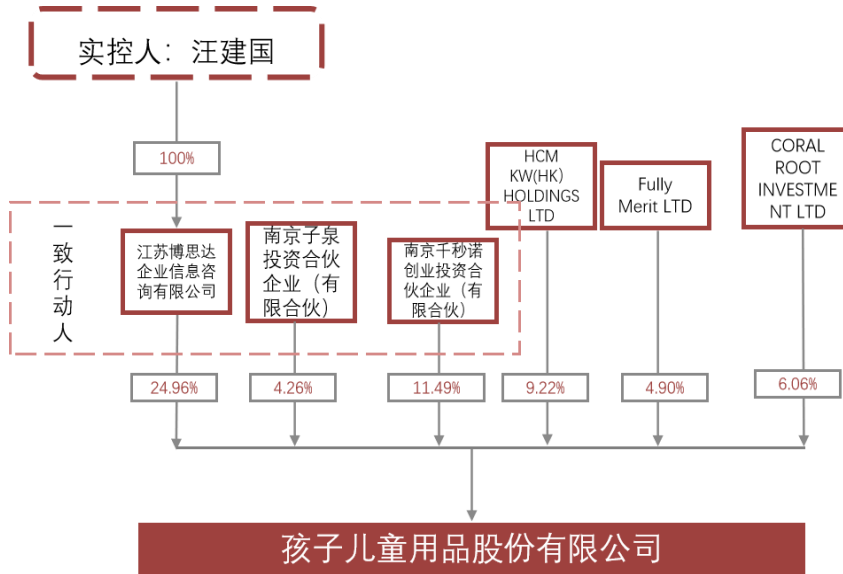
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司毛利率&净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 公司股权结构&股票激励计划

实控人及其一致行动人共持股 40.71%。创始人汪建国为公司实控人，通过全资持股的江苏博思达和一致行动人南京子泉、南京千秒诺直接和间接共持股 40.71%。另外高瓴资本通过 HCM 持股 9.22%，华平投资通过 CARAL ROOT 持股 6.06%，德广集团持股 4.9%，腾讯持股 1.7%。

图 9：公司股权结构


数据来源：wind，西南证券整理

股权激励设定高目标，彰显公司发展信心。公司 2022 年发布了限制性股权激励计划，激励对象包括公司董事、副总经理及其他骨干人员共 377 人，拟向激励对象授予 3695.43 万股，占总股本的 3.4%。本次激励计划业绩考核目标为以 2022 年净利润为基数，2023/2024/2025 年净利润增速分别不低于 50%/80%/120%。公司的股权激励计划设定目标较高，旨在提高员工积极性，深度绑定核心骨干成员，彰显了公司对长期成长性的充分信心。

表 3：股票激励计划业绩考核要求

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增速不低于 50%
第二个解除限售期	以 2022 年净利润为基数，2024 年净利润增速不低于 80%
第三个解除限售期	以 2022 年净利润为基数，2025 年净利润增速不低于 120%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司门店拓展按计划推进，线下消费场景复苏带动实体门店商品销售回暖，其中奶粉和纸尿裤仍然为主要销售品类，2023-2025 年收入增速分别为 16%、15%、12%；

假设 2：母婴服务业务持续丰富，并带动公司整体盈利能力提升，2023-2025 年母婴服务业务毛利率分别为 91.8%、92%、92.5%；

假设 3：持续推进门店大童商品及儿童生活馆布局，在原有面积较大门店中进行改装升级，2025 年配备儿童生活馆区域的门店达到 200 家。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入	8520.2	10257.59	11909.25	13334.93
	增速	-5.8%	20.39%	16.10%	11.97%
	毛利率	29.9%	29.42%	30.64%	31.27%
母婴商品	营业收入	7416.27	8825.36	10237.42	11465.91
	增速	-5.35%	19.00%	16.00%	12.00%
	毛利率	21.06%	19.50%	20.80%	21.50%
母婴服务	营业收入	250.75	313.44	372.99	410.29
	增速	-2.89%	25.00%	19.00%	10.00%
	毛利率	91.93%	91.80%	92.00%	92.50%
供应商服务	营业收入	605.05	812.23	958.43	1083.03
	增速	-10.61%	20.00%	18.00%	13.00%
	毛利率	98.80%	98.80%	98.80%	99.00%
广告业务	营业收入	74.05	94.23	104.59	115.05
	增速	-13.55%	10.00%	11.00%	10.00%
	毛利率	51.91%	50.00%	50.00%	50.00%
平台服务	营业收入	106.43	112.44	125.94	139.79
	增速	4.12%	10.00%	12.00%	11.00%
	毛利率	75.28%	75.40%	75.30%	75.30%
其他	营业收入	67.61	99.89	109.88	120.86
	增速	-25.54%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	75.28%	75.00%	75.00%	75.00%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取了爱婴室、家家悦、博士眼镜三家公司为可比公司，其中爱婴室与公司业务结构高度相似，均以母婴商品销售和母婴服务为主营业务；家家悦为山东地区连锁超市龙头，经营业态与公司类似；博士眼镜为国内眼镜零售龙头，同样属于细分赛道零售领军企业，与公司可比性较强。三家公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 26、20、16 倍。考虑到公司作为国内母婴零售龙头企业，商品+服务业务双轮驱动，持续打造闭环母婴生态经济，首次覆盖给予“持有”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
603214.SH	爱婴室	15.30	0.61	0.69	0.82	0.95	29.56	22.67	19.07	16.59
603708.SH	家家悦	11.86	0.09	0.43	0.56	0.66	141.71	28.14	21.68	18.23
300622.SZ	博士眼镜	20.14	0.43	0.77	1.08	1.49	47.58	26.60	18.92	13.71
平均值							72.95	25.80	19.89	16.18

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截止日期 2023.08.25）

3 风险提示

生育率持续下滑、线下消费场景恢复不及预期、大童业务推进不及预期等风险。

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	8520.16	10257.59	11909.25	13334.93	净利润	120.37	216.72	383.92	533.94
营业成本	5972.03	7239.61	8260.25	9164.61	折旧与摊销	194.14	92.58	92.58	92.58
营业税金及附加	26.22	28.33	33.17	37.69	财务费用	87.81	96.16	114.38	132.94
销售费用	1814.89	2051.52	2405.67	2693.66	资产减值损失	-2.81	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	447.07	646.23	714.55	760.09	经营营运资本变动	-80.13	-22.24	23.68	83.99
财务费用	87.81	96.16	114.38	132.94	其他	299.61	-64.35	-86.87	-78.79
资产减值损失	-2.81	-2.00	-2.00	-2.00	经营活动现金流净额	618.99	316.87	525.70	762.66
投资收益	31.33	60.00	70.00	80.00	资本支出	-162.77	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	6.95	8.20	7.65	7.72	其他	293.35	74.09	77.65	87.72
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	130.57	74.09	77.65	87.72
营业利润	160.11	265.95	460.88	635.66	短期借款	-1.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-19.06	-12.00	-11.00	-10.00	长期借款	89.69	0.00	0.00	0.00
利润总额	141.05	253.95	449.88	625.66	股权融资	143.85	0.00	0.00	0.00
所得税	20.68	37.23	65.95	91.72	支付股利	-21.76	-24.42	-43.97	-77.89
净利润	120.37	216.72	383.92	533.94	其他	-542.72	-641.34	-114.38	-132.94
少数股东损益	-1.73	-3.12	-5.53	-7.69	筹资活动现金流净额	-331.93	-665.76	-158.34	-210.83
归属母公司股东净利润	122.11	219.84	389.45	541.63	现金流量净额	422.24	-274.80	445.01	639.55
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	1858.98	1584.18	2029.19	2668.74	成长能力				
应收和预付款项	253.10	274.77	329.27	366.62	销售收入增长率	-5.84%	20.39%	16.10%	11.97%
存货	957.32	1162.78	1341.06	1482.04	营业利润增长率	-33.57%	66.10%	73.30%	37.92%
其他流动资产	1071.49	1085.24	1103.90	1120.01	净利润增长率	-40.18%	80.04%	77.15%	39.07%
长期股权投资	15.00	15.00	15.00	15.00	EBITDA 增长率	-25.20%	2.86%	46.88%	28.95%
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	711.07	659.94	608.81	557.68	毛利率	29.91%	29.42%	30.64%	31.27%
无形资产和开发支出	174.11	152.87	131.62	110.38	三费率	27.58%	27.24%	27.16%	26.90%
其他非流动资产	2815.89	2795.68	2775.47	2755.27	净利率	1.41%	2.11%	3.22%	4.00%
资产总计	7856.96	7730.46	8334.33	9075.73	ROE	4.06%	6.87%	10.99%	13.51%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.53%	2.80%	4.61%	5.88%
应付和预收款项	1314.48	1750.67	1934.54	2148.97	ROIC	-22.03%	-47.79%	-89.97%	-127.16%
长期借款	395.64	395.64	395.64	395.64	EBITDA/销售收入	5.19%	4.43%	5.61%	6.46%
其他负债	3184.19	2429.20	2509.24	2580.17	营运能力				
负债合计	4894.31	4575.51	4839.42	5124.78	总资产周转率	1.07	1.32	1.48	1.53
股本	1112.04	1112.04	1112.04	1112.04	固定资产周转率	14.71	14.96	18.77	22.86
资本公积	1112.41	1112.41	1112.41	1112.41	应收账款周转率	103.02	115.25	115.42	112.49
留存收益	867.78	1063.19	1408.68	1872.42	存货周转率	6.30	6.74	6.56	6.47
归属母公司股东权益	2961.91	3157.33	3502.82	3966.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.62%	—	—	—
少数股东权益	0.74	-2.38	-7.91	-15.60	资本结构				
股东权益合计	2962.65	3154.95	3494.91	3950.95	资产负债率	62.29%	59.19%	58.07%	56.47%
负债和股东权益合计	7856.96	7730.46	8334.33	9075.73	带息债务/总负债	8.08%	8.65%	8.18%	7.72%
					流动比率	1.57	1.77	1.86	1.97
					速动比率	1.21	1.27	1.34	1.45
					股利支付率	17.82%	11.11%	11.29%	14.38%
					每股指标				
					每股收益	0.11	0.20	0.35	0.49
					每股净资产	2.66	2.84	3.15	3.57
					每股经营现金	0.56	0.28	0.47	0.69
					每股股利	0.02	0.02	0.04	0.07
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	442.06	454.69	667.84	861.19					
PE	85.97	47.75	26.95	19.38					
PB	3.54	3.32	3.00	2.65					
PS	1.23	1.02	0.88	0.79					
EV/EBITDA	13.56	12.59	7.91	5.39					
股息率	0.21%	0.23%	0.42%	0.74%					

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

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
	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	lmtf@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	yxy@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	cyrif@swsc.com.cn