

## 互联网+外延式扩张值得期待

### 投资要点

- **经营回顾。**公司2014年实现收入10亿元,同比+10%;净利润9800万元,同比-19%;实现每股收益0.8元。同时,15Q1实现收入3亿元,同比+5%;净利润2100万元,同比-40%。销售收入增长主要得益于市场开发和门店扩张力度加强。净利润和毛利的下滑主要是原材料价格上涨+市场开拓费用增加。
- **投资看点:**一、**市场空间大,行业集中度低,竞争激烈:**行业空间主要体现在消费升级和空白地区市场的开拓。未来行业发展趋势主要体现在以下几个方面:1、龙头企业继续提升市场份额。CR5市场份额不超过10%,行业集中度非常低,龙头企业受益于消费升级而替代小作坊,但替代并不会太快:1)、消费习惯决定家庭作坊逐步退出是长期的过程,消费者对于菜市场及个人售卖店的依赖短期内难以完全消除;2)、快捷消费酱卤制品的龙头企业目前主要定位于休闲化消费,对于家庭餐桌类消费的引导并不足,产品类型及口味决定了短期内取代家庭作坊并不现实。二、**渠道开拓空间广阔:**目前公司业务主要集中于江西、广东地区,其他区域可开拓空间大,随着浙江、陕西和河南生产基地的逐步完善和投产,围绕生产基地将会逐步开设新的门店,市场区域将进一步扩大。三、**试行O2O效果明显,互联网+可期:**安徽淮河路O2O智慧门店于15年2月开业,3月和4月运营效果来看,销售收入翻倍增长,目前日均销售收入1万元。依托于较好的地理位置和互联网+,试点较为理想,互联网+可期。四、**收购真真老老,关注协同性:**1、真真老老粽子类产品二季度将逐步在煌上煌门店铺货,增加门店产品产别,贡献实质性收入,而成本端变化不大。2、煌上煌浙江生产基地可以依托真真老老基地建设,协同性明显。同时可借助真真老老在KA及高速公路的渠道,铺设快捷卤肉制品。真真老老储备新品,有望成为新的业绩贡献点。五、**外延式扩张值得期待。**
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2015-2017年EPS分别为0.91元、1.13元、1.48元,对应PE分别为43倍、35倍、26倍,首次给予“增持”评级。
- **风险提示:**店面扩张或未及预期;原材料价格或大幅上涨。

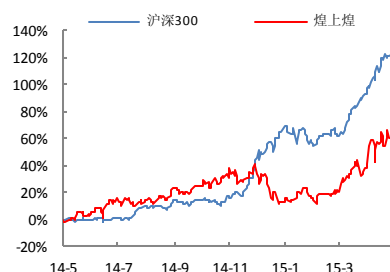
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	983.98	1365.79	1744.28	2234.91
增长率	10.16%	38.80%	27.71%	28.13%
归属母公司净利润(百万元)	98.63	114.65	142.67	187.17
增长率	-18.89%	16.25%	24.44%	31.19%
每股收益EPS(元)	0.78	0.91	1.13	1.48
净资产收益率ROE	6.66%	7.54%	8.73%	10.47%
PE	49.95	42.97	34.53	26.32
PB	3.32	3.13	2.92	2.68

数据来源:Wind资讯,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:zhz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源:西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	1.27
流通A股(亿股)	0.44
52周内股价区间(元)	24.2-42.5
总市值(亿元)	49.27
总资产(亿元)	16.33
每股净资产(元)	11.87

### 相关研究

## 目 录

一、经营状况回顾.....	1
二、投资看点.....	4
（一）市场空间大，行业集中度低，竞争激烈.....	4
（二）渠道开拓空间广阔.....	5
（三）试行 O2O 效果明显，互联网+可期.....	6
（四）收购真真老老，关注协同性.....	6
（五）外延式扩张值得期待.....	6
三、盈利预测与投资建议.....	7
四、风险提示.....	7

## 图 目 录

图 1: 2010 年以来公司收入及同比增速 .....	1
图 2: 13Q3 以来公司单季度收入及同比增速 .....	1
图 3: 2010 年以来公司净利润及同比增速 .....	1
图 4: 13Q3 以来公司单季度净利润及同比增速 .....	1
图 5: 2010 年以来公司毛利率、净利率 .....	2
图 6: 13Q3 以来公司单季度毛利率、净利率 .....	2
图 7: 2014 年公司主业收入结构 .....	2
图 8: 2014 年公司主业毛利结构 .....	2
图 9: 2011 年以来公司分业务收入增速 .....	3
图 10: 2011 年以来公司分业务毛利率情况 .....	3
图 11: 50 个城市鸭子平均价（元/公斤） .....	3
图 12: 2011 年以来公司三费率上升 .....	4
图 13: 公司单季度三费率波动较大 .....	4
图 14: 2014 年公司主业收入概况 .....	5
图 15: 2014 年公司主业毛利概况 .....	5
图 16: O2O 智慧门店开业场景 1 .....	6
图 17: O2O 智慧门店开业场景 2 .....	6

## 表 目 录

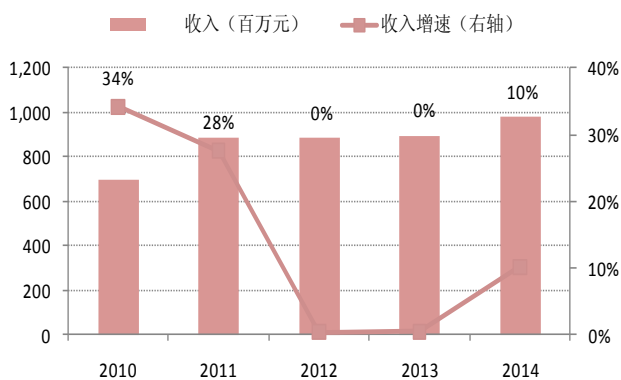
表 1: 分区域销售收入增速情况 .....	5
表 2: 分项业务预测表 .....	7
附表: 财务预测与估值 .....	8

## 一、经营状况回顾

公司 2014 年实现收入 10 亿元，同比+10%；净利润 9800 万元，同比-19%；实现每股收益 0.8 元。同时，15Q1 实现收入 3 亿元，同比+5%；净利润 2100 万元，同比-40%。

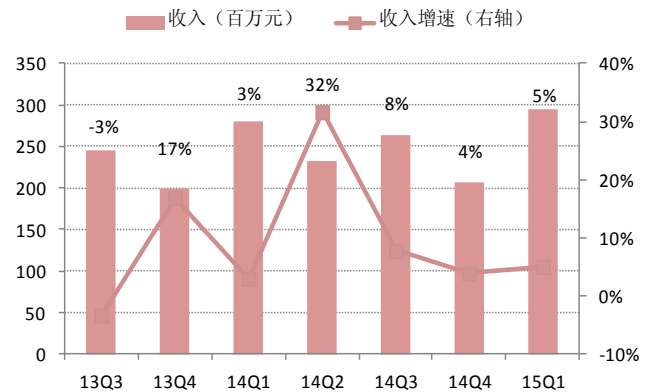
14 年公司收入重回增长，主因在于加快了市场开发和门店扩张力度，14 年全年新开店 300 家左右，其中直营店 30-40 家，新老店协同发展促使收入增长。预计 15 年仍然将增加 200-300 家门店。由于原材料鸭副产品自 14 年 4 月份开始价格大幅上涨，导致公司盈利能力下降，14 年全年毛利率下降 1pct，净利率下降 4pct，同时三费率增加，导致净利润下降。

图 1: 2010 年以来公司收入及同比增速



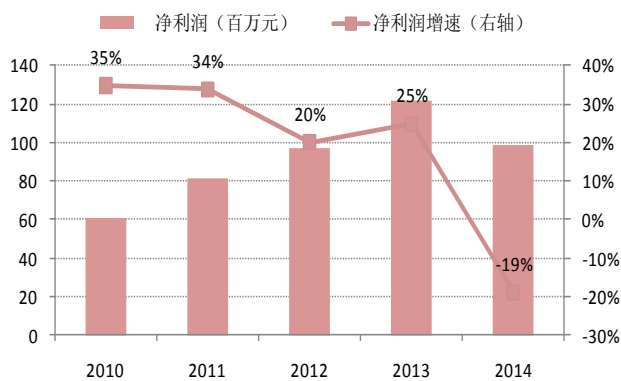
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 13Q3 以来公司单季度收入及同比增速



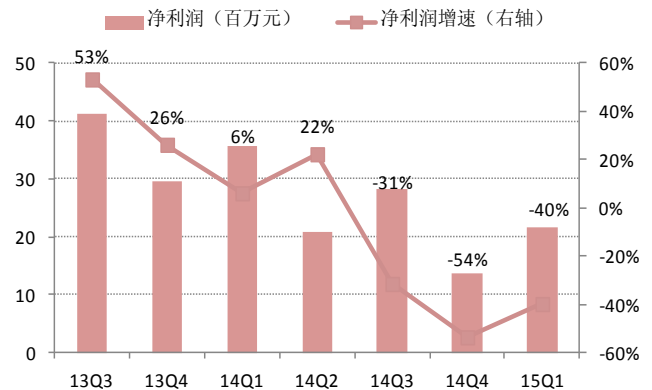
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 2010 年以来公司净利润及同比增速

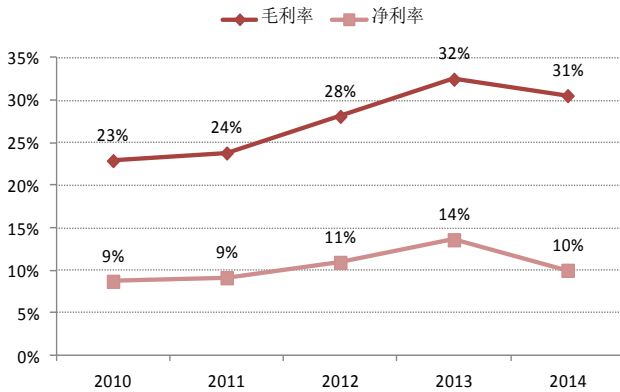


数据来源: 公司公告, 西南证券

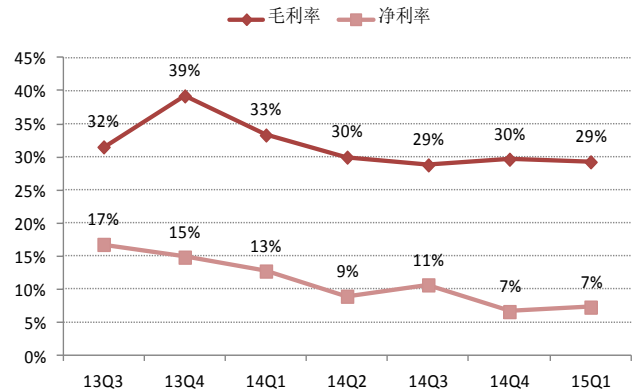
图 4: 13Q3 以来公司单季度净利润及同比增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 5: 2010 年以来公司毛利率、净利率**


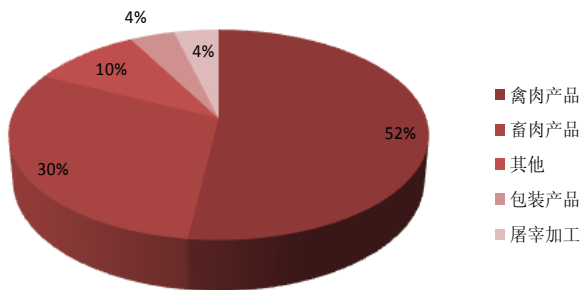
数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 6: 13Q3 以来公司单季度毛利率、净利率**


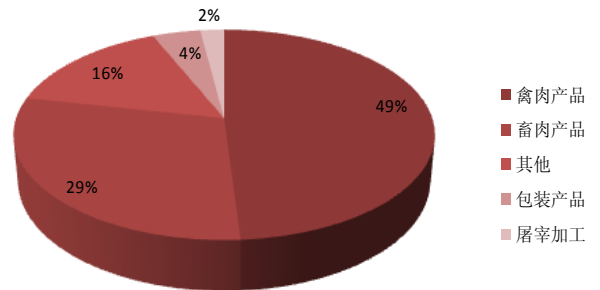
数据来源: 公司公告, 西南证券

分项来看, 14 年禽肉收入 5 亿元, 同比-5% (14H2 同比-26%), 贡献收入的 52%, 毛利的 49%, 毛利率 31.61%, 同比-7.71pct。畜肉产品收入 3 亿元, 同比+58% (14H2 同比+126%), 贡献收入的 30%, 毛利的 29%, 毛利率 28.49%, 同比+13.68pct。其他业务收入变化不大, 毛利率略有提升。

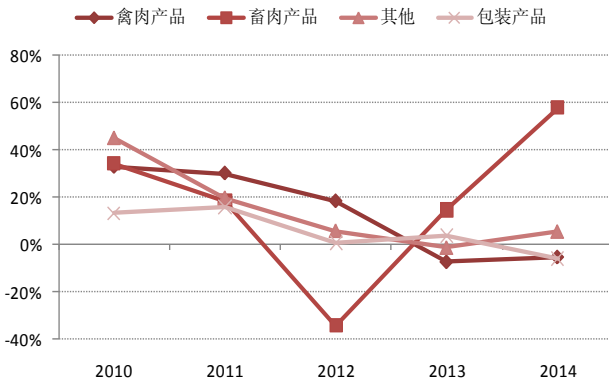
14 年收入增长主要来自于畜肉产品的增长, 替代效应明显 (禽类产品涨价促使消费者倾向于畜类产品)。同时, 公司战略“以现有禽肉产品为基础, 畜肉产品为重点, 向其他农副产品进行延伸”, 强化畜类产品的定位。14 年猪肉价格的下降使得畜肉产品毛利率大幅提升。

**图 7: 2014 年公司主业收入结构**


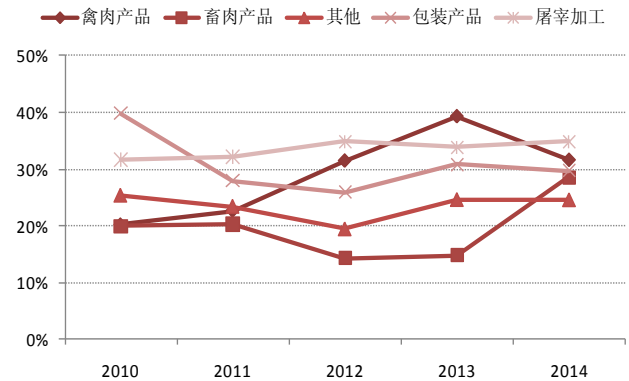
数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 8: 2014 年公司主业毛利结构**


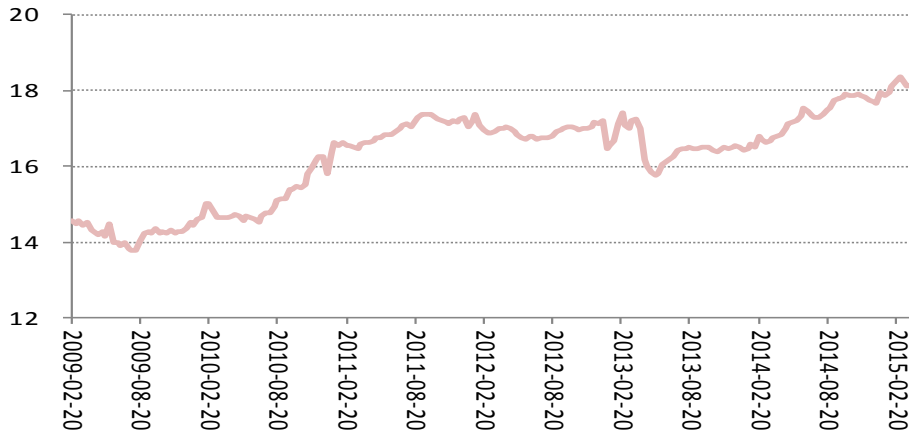
数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 9: 2011 年以来公司分业务收入增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券

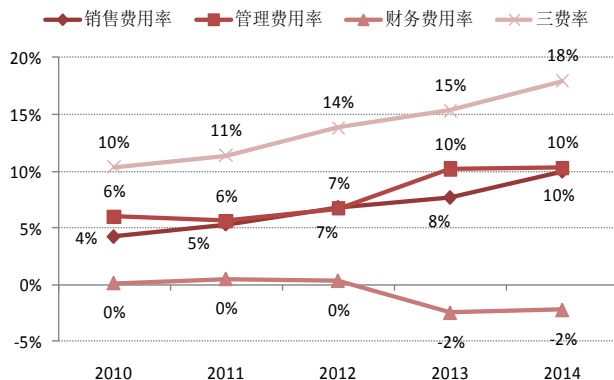
**图 10: 2011 年以来公司分业务毛利率情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券

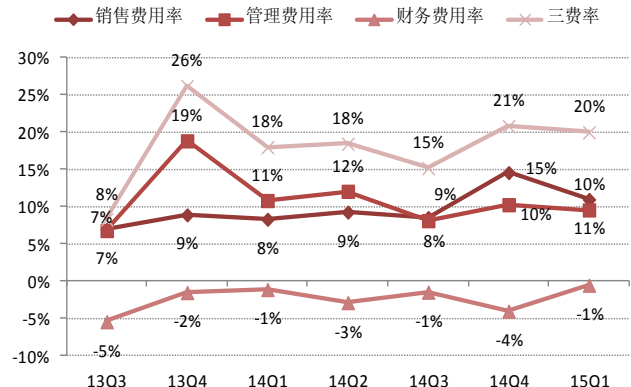
**图 11: 50 个城市鸭子平均价 (元/公斤)**


数据来源: WIND 资讯, 西南证券

公司三费率持续上升, 14 年达到了 18%。其中, 管理费用率维持在 10% 的水平, 销售费用率持续增加, 主要是门店的开拓, 14 年上升 2pct, 主因: 1) 公司加速了市场开发和门店拓展, 门店租赁费、转让费、装修费、人力成本、广告促销、品牌推广等费用出现了较大的增长。2) 公司人力成本增加以及股权激励摊销增加了 600 多万元所致。15Q1 费用率较为稳定。

**图 12: 2011 年以来公司三费率上升**


数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 13: 公司单季度三费率波动较大**


数据来源: 公司公告, 西南证券

## 二、投资看点

### (一) 市场空间大, 行业集中度低, 竞争激烈

我国快捷消费酱卤制品的市场规模从 2000 年的 92 亿元增长到 2014 年的 437 亿元, 年均复合增长 19%, 保持快速增长, 未来的行业空间主要体现在消费升级和空白地区市场的开拓。未来行业发展趋势主要体现在以下几个方面:

1、龙头企业继续提升市场份额。龙头企业提升市场份额, 主要是目前行业内的企业大部分属于家庭小作坊, 食品安全和卫生方面不符合国家要求, 随着国家对于食品安全的重视, 家庭小作坊面临淘汰出局的局面, 龙头企业趁机侵占市场份额。同时, 目前龙头企业市占率较低, 2014 年煌上煌的市场份额为 2%, CR5 的市场份额不超过 10%, 行业集中度非常低。但我们认为这种市场份额的侵占并不会太快: 1)、消费习惯决定家庭作坊逐步退出是长期的过程, 消费者对于菜市场及个人售卖店的依赖短期内难以完全消除; 2)、快捷消费酱卤制品的龙头企业目前主要定位于休闲化消费, 对于家庭餐桌类消费的引导并不足, 产品类型及口味决定了短期内取代家庭作坊并不现实。

2、龙头企业之间的竞争更加激烈。目前, 行业内较大的几家企业为绝味、煌上煌、紫燕、周黑鸭等: 绝味规模最大, 门店数量超过 5000 家; 煌上煌位列第二, 门店数量超过 2000 家; 其次为紫燕和周黑鸭。据我们草根调研, 龙头企业之间竞争激烈, 产品类型、店面及选店地址方面同质化较为严重, 但口味有差异, 未来重点关注新型营销模式+食品安全带来的行业机会。

3、空白市场区域将是开店的集中点。目前绝味已实现全国大众化门店覆盖; 煌上煌门店主要集中于江西和广东地区, 未来重点开发浙江、陕西、河南等地, 实现门店的进一步扩张; 周黑鸭门店集中于湖北地区, 同时向省外逐步开拓。空白市场区域将是龙头企业竞争的焦点。

## (二) 渠道开拓空间广阔

长期以来,公司市场布局主要集中在江西大本营及周边地区。2014 年江西地区贡献了 70% 收入, 74% 毛利, 其次为广东和福建地区, 贡献了 20% 多的收入和毛利, 但其他地区有待开发。

图 14: 2014 年公司主业收入概况

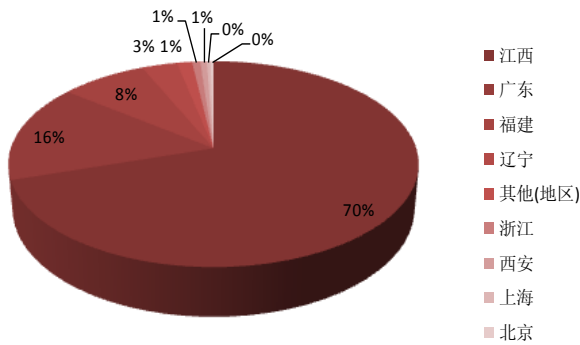
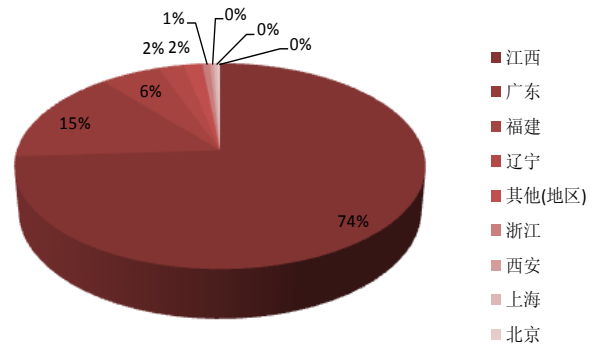


图 15: 2014 年公司主业毛利概况



数据来源: 公司公告, 西南证券

数据来源: 公司公告, 西南证券

从分区域收入增速来看,江西和广东收入增速相较前几年有所放缓,以较低速度稳定增长;福建和辽宁的增长速度较快;西安、上海和北京出现了下滑。

表 1: 分区域销售收入增速情况

	2010	2011	2012	2013	2014
江西	27%	17%	-4%	4%	9%
广东	63%	14%	1%	-5%	3%
福建	-	-	29%	-16%	20%
辽宁	-	-	64%	8%	16%
浙江	-	646%	51%	30%	7%
西安	139%	106%	13%	0%	-10%
上海	1%	-23%	1%	8%	-17%
北京	615%	6%	-29%	-3%	-6%
其他(地区)	59%	19%	-61%	97%	1775%

数据来源: WIND 资讯, 西南证券

目前,公司采用直营和加盟的形式。截至 2014 年,门店数增至 2239 家,其中直营店 170-180 家,14 年开设 300 家门店,其中直营店 30-40 家,加盟店 200 多家。15 年规划进一步开设 30-40 家直营店。15 年规划再开 400-500 家加盟店,至少完成 200-300 家。

目前,公司生产基地主要在江西、广东、福建和辽宁,随着浙江、陕西和河南生产基地的逐步完善和投产,围绕生产基地将会逐步开设新的门店,市场区域将进一步扩大,销售收入体量也将随之大幅提升。



### （三）试行 O2O 效果明显，互联网+可期

煌上煌安徽淮河路 O2O 智慧门店于 2015 年 2 月开业，全国第一家体验式 O2O 的连锁酱卤熟食店。

门店采取与三大运营商合作运营：“当你经过门店或在它附近时，收到门店的促销信息和线上线下通用的优惠券，且此信息正是你想要的。于是，你向店铺门口走去，门外的 LED 显示屏上是专为你准备的欢迎词，当你向店内走去，视频和环场音效也尽显对你的欢迎，店员热情称呼你“X 先生或者 X 小姐”，并热情的为你推荐产品，而那也正是你想要的！最后，通过移动端支付，收到的优惠券也一同核销，高效且愉快地完成购物！”

图 16: O2O 智慧门店开业场景 1



数据来源：公司网站，西南证券

图 17: O2O 智慧门店开业场景 2



数据来源：公司网站，西南证券

运营效果：从淮河路单店来看，3、4 月份收入翻了一番，之前销售 4000 多元/天，目前日销售额过万元，效果明显，新型营销模式凸显成效，未来互联网+可期。

### （四）收购真真老老，关注协同性

公司在 14 年 11 月签署收购真真老老的协议，收购价 7370 万元，67% 股权，15-17 年经营业绩不低于 1200 万元、1450 万元、1730 万元。15 年 3 月份并表，未来重点关注协同性，预计 15 年贡献收入超过 2 亿元

1、真真老老粽子类产品二季度将逐步在煌上煌门店铺货，增加门店产品产别，贡献实质性收入，而成本端变化不大。

2、煌上煌浙江生产基地可以依托真真老老基地建设，协同性明显。同时可借助真真老老在 KA 及高速公路的渠道，铺设快捷卤肉制品。真真老老储备新品，有望成为新的业绩贡献点。

### （五）外延式扩张值得期待

公司账面现金 7.38 亿元，且无负债，现金流充沛，外延式的扩张值得期待，重点关注三个方面：一、产品能与公司互补的企业；如真真老老等；二、市场与公司互补，比如四川、重庆地区等空白区的同类企业；三、渠道与公司互补的企业，如做团餐的企业、电子商务企业等。

### 三、盈利预测与投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.91 元、1.13 元、1.48 元，对应 PE 分别为 43 倍、35 倍、26 倍，首次给予“增持”评级。

表 2: 分项业务预测表

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>合计</b>						
营业收入	867.3	872.7	984.0	1,365.8	1,744.3	2,234.9
yoy		0.62%	12.76%	38.80%	27.71%	28.13%
营业成本	634.1	592.9	683.3	959.6	1,222.4	1,565.3
毛利率	26.88%	32.06%	30.56%	29.74%	29.92%	29.96%
<b>禽肉产品</b>						
收入	564.5	524.6	498.2	548.02	641.18	756.60
yoy		-7.06%	-5.04%	10.00%	17.00%	18.00%
成本	386.8	318.3	340.7	378.13	442.42	522.05
毛利率	31.48%	39.32%	31.61%	31.00%	31.00%	31.00%
<b>畜肉产品</b>						
收入	159.6	183.2	289.3	376.06	564.10	817.94
yoy		14.78%	57.92%	30.00%	50.00%	45.00%
成本	136.7	156.1	206.9	270.77	406.15	588.92
毛利率	14.32%	14.81%	28.49%	28.00%	28.00%	28.00%
<b>其他</b>						
收入	89.8	88.7	93.6	101.11	116.28	133.72
yoy		-1.20%	5.58%	8.00%	15.00%	15.00%
成本	72.2	66.9	70.6	76.84	88.37	101.63
毛利率	19.51%	24.59%	24.56%	24.00%	24.00%	24.00%
<b>包装产品</b>						
收入	39.5	40.9	38.5	40.46	46.52	53.04
yoy		3.70%	-5.82%	5.00%	15.00%	14.00%
成本	29.2	28.3	27.1	28.72	33.03	37.66
毛利率	25.93%	30.85%	29.72%	29.00%	29.00%	29.00%
<b>屠宰加工</b>						
收入	14.0	35.3	38.3	42.14	47.20	51.92
yoy		151.39%	8.62%	10.00%	12.00%	10.00%
成本	9.2	23.4	25.0	27.81	31.15	34.27
毛利率	34.78%	33.80%	34.82%	34.00%	34.00%	34.00%
<b>真真老老</b>						
收入				230.00	299.00	388.70
yoy					30.00%	30.00%
成本				163.30	206.31	264.32
毛利率				29.00%	31.00%	32.00%
<b>其他业务收入</b>						
收入		20.62	26.04	28	30	33
yoy			26.29%	7.53%	7.14%	10.00%
成本		10.22	13.04	14	15	16.5
毛利率		50.44%	49.92%	50%	50%	50%

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 四、风险提示

- 1、店面扩张或未及预期。
- 2、猪肉、禽类原材料价格或大幅上涨。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	983.98	1365.79	1744.28	2234.91	净利润	98.63	118.61	147.46	192.88
营业成本	683.31	959.58	1222.43	1565.33	折旧与摊销	26.91	29.65	34.79	39.15
营业税金及附加	7.08	9.65	12.38	15.88	财务费用	-22.15	-25.39	-25.28	-25.90
销售费用	97.61	136.58	174.43	223.49	资产减值损失	0.38	0.00	0.00	0.00
管理费用	101.14	143.41	183.15	223.49	经营营运资本变动	115.84	-32.77	-72.80	-91.28
财务费用	-22.15	-25.39	-25.28	-25.90	其他	-97.30	-2.00	-2.00	-2.00
资产减值损失	0.38	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	122.30	88.10	82.16	112.86
投资收益	2.97	2.00	2.00	2.00	资本支出	-86.17	-100.00	-70.00	-70.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	81.18	2.00	2.00	2.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-4.99	-98.00	-68.00	-68.00
<b>营业利润</b>	119.59	143.96	179.17	234.62	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.73	0.83	0.80	0.81	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	120.32	144.80	179.97	235.42	股权融资	37.33	0.00	0.00	0.00
所得税	21.69	26.18	32.51	42.54	支付股利	-33.82	-27.43	-31.88	-39.68
净利润	98.63	118.61	147.46	192.88	其他	-5.68	26.39	26.28	26.90
少数股东损益	0.00	3.96	4.79	5.71	<b>筹资活动现金流净额</b>	-2.17	-1.04	-5.61	-12.78
归属母公司股东净利润	98.63	114.65	142.67	187.17	<b>现金流量净额</b>	115.14	-10.93	8.56	32.08
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	738.47	727.53	736.09	768.17	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	75.58	85.05	108.47	138.93	销售收入增长率	10.16%	38.80%	27.71%	28.13%
存货	293.68	374.24	464.52	579.17	营业利润增长率	-18.99%	20.38%	24.46%	30.94%
其他流动资产	12.72	17.66	22.55	28.89	净利润增长率	-18.89%	20.26%	24.32%	30.80%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-15.74%	19.20%	27.29%	31.37%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	371.80	450.68	494.63	534.36	毛利率	30.56%	29.74%	29.92%	29.96%
无形资产和开发支出	73.17	64.91	56.65	48.39	三费率	17.95%	18.64%	19.05%	18.84%
其他非流动资产	34.57	36.30	37.32	38.19	净利率	10.02%	8.68%	8.45%	8.63%
<b>资产总计</b>	1599.99	1756.36	1920.23	2136.11	ROE	6.66%	7.54%	8.73%	10.47%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.21%	6.16%	6.75%	8.01%
应付和预收款项	25.75	38.22	48.71	62.38	ROIC	9.48%	11.03%	12.32%	14.47%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.64%	10.85%	10.82%	11.09%
其他负债	92.33	145.06	182.86	231.86	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	118.08	183.27	231.57	294.25	总资产周转率	0.64	0.81	0.95	1.10
股本	126.66	126.66	126.66	126.66	固定资产周转率	3.57	3.77	4.10	4.71
资本公积	943.71	943.71	943.71	943.71	应收账款周转率	58.54	66.26	65.98	66.08
留存收益	442.44	529.67	640.45	787.95	存货周转率	2.25	2.87	2.91	3.00
归属母公司股东权益	1481.91	1569.13	1679.91	1827.41	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	118.49%	--	--	--
少数股东权益	0.00	3.96	8.75	14.46	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1481.91	1573.09	1688.66	1841.87	资产负债率	7.38%	10.43%	12.06%	13.77%
负债和股东权益合计	1599.99	1756.36	1920.23	2136.11	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	10.34	6.98	6.06	5.38
					速动比率	7.63	4.81	3.94	3.32
					股利支付率	34.29%	23.92%	22.35%	21.20%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.78	0.91	1.13	1.48
					每股净资产	11.70	12.42	13.33	14.54
					每股经营现金	0.97	0.70	0.65	0.89
					每股股利	0.27	0.22	0.25	0.31
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	124.35	148.22	188.68	247.87					
PE	49.95	42.97	34.53	26.32					
PB	3.32	3.13	2.92	2.68					
PS	5.01	3.61	2.82	2.20					
EV/EBITDA	33.43	28.12	22.04	16.65					
股息率	0.69%	0.56%	0.65%	0.81%					

数据来源: Wind 资讯, 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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

## 西南证券机构销售团队

---

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn