



运动鞋服市场回暖，全方位布局体育产业

投资要点

- **事件:** 日前，我们与贵人鸟董秘就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **A股运动鞋服第一股。** 贵人鸟自品牌创建以来一直致力于为大众消费者提供舒适、时尚、健康的运动鞋服产品，是A股市场上唯一一家运动品牌鞋服标的，集产品设计、研发、生产、营销整条产业链布局为一体。公司营销网络遍布全国，在三、四线城市具有明显的网络布局优势。借助运动品行业的回暖趋势，公司经营业绩于2014年触底回升，2015年截止到第三季度经营业绩呈现明显回暖趋势。
- **运动鞋服市场回暖，业绩态势良好。** 内地运动品牌在经历多年的行业不景气后，15年在体育产业政策利好、各种赛事兴起、国民健康意识萌发的背景下，内地体育用品产业终于迎来复苏期。公司前三季度报表增速近5%，主要原因是公司积极调整管理模式，建立以同店增长为主的可持续发展方向；提升管理效率，从“批发”向“零售”模式转变；渠道库存清理基本完毕。我们认为公司实际情况将好于报表增速，且这一好转态势将持续下去。
- **“体育集团”全方位布局。** 公司与大体协、中体协合作切入校园人群；针对互联网人群，与虎扑合作成立体育20亿多项目投资的动域基金；投资足球运动整合中外足球资源；设立群众赛事提高公司的知名度。公司提出“大产业生态+多产品运营”的新战略，以体育人群切入体育产业，初步形成以资源、内容、媒体为核心，以目标人群为重点的体育产业布局，通过校园赛事活动以及互联网平台覆盖学生群体，结合互联网平台以及赛事活动，通过广告、经纪、体育用品等完成最终变现，最终构建完整的体育产业链。
- **估值与评级:** 预计公司2015-2017年EPS分别为0.55元、0.61元、0.69元，对应PE分别为69倍、62倍、55倍。基于A股鞋业公司平均60倍估值，再考虑到未来公司多方面布局体育产业，项目在明年逐步落地，二期产业基金开始投资，给予20%的溢价，对应目标价43.92元，首次给予“增持”评级。
- **风险提示:** 行业不景气，终端销售持续低迷的风险；渠道调整收效不及预期的风险；产品研发跟不上潮流的风险；体育产业尚未成熟，项目投资回收期较长等风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1919.65	2029.29	2229.03	2530.48
增长率	-20.21%	5.71%	9.84%	13.52%
归属母公司净利润(百万元)	312.24	335.33	375.42	423.66
增长率	-26.27%	7.40%	11.96%	12.85%
每股收益EPS(元)	0.51	0.55	0.61	0.69
净资产收益率ROE	13.97%	14.16%	14.87%	15.68%
PE	74	69	62	55
PB	10.36	9.79	9.18	8.57

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 蔡欣

电话: 023-67511807

邮箱: cxin@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)	6.14
流通A股(亿股)	1.14
52周内股价区间(元)	13.1-69.03
总市值(亿元)	231.66
总资产(亿元)	41.84
每股净资产(元)	3.67

相关研究

目 录

1. A股运动鞋服第一股.....	1
2. 经历寒冬，运动鞋服迎来新春天.....	2
3. 精细化管理+渠道调整完毕，业绩预计于明年显增.....	2
4. 从“体育用品公司”到“体育集团”的全方位布局.....	3
5. 盈利预测与投资建议.....	4
6. 风险提示.....	5

图 目 录

图 1: 公司 2012 年以来营业收入（百万元）及增速.....	1
图 2: 公司 2012 年以来净利润（百万元）及增速.....	1
图 3: 公司 2012 年以来主营业务结构情况.....	1
图 4: 公司 2012 年以来各分项业务毛利率情况.....	1

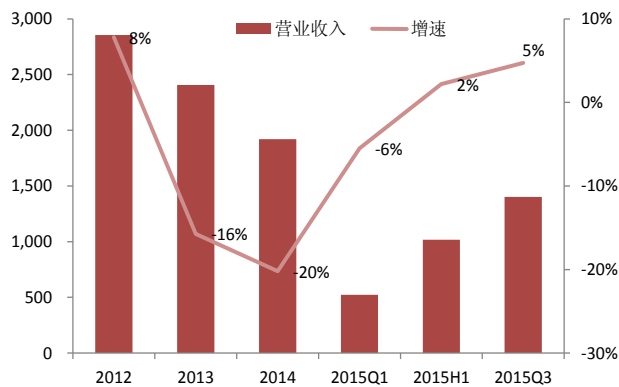
表 目 录

表 1: 贵人鸟 2014 年以来公布的体育大事件.....	3
表 2: 分业务收入及毛利率.....	4
附表: 财务预测与估值.....	6

1. A股运动鞋服第一股

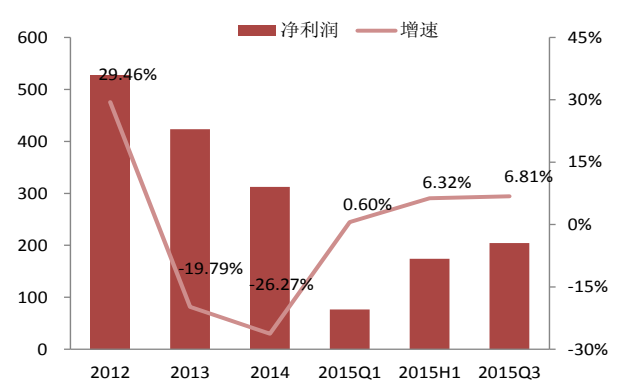
贵人鸟是A股市场上唯一一家运动品牌鞋服标的，集产品设计、研发、生产、营销整条产业链布局为一体。自品牌创建以来一直致力于为大众消费者提供舒适、时尚、健康的运动鞋服产品。公司将“运动休闲”作为产品开发的重点，通过投放贴近终端的区域广告等方式进行全方位、多层次、高频率的整合营销活动，提升品牌曝光度。公司营销网络遍布全国31个省、自治区和直辖市，特别是在三、四线城市运动鞋服市场具有明显的网络布局优势。借助于运动品行业强势回暖趋势，公司的经营业绩于2014年触底回升。2015Q3公司实现营收14亿元，同比增长4.7%；实现净利润2亿元，同比增长6.8%，经营业绩呈现明显回暖趋势。

图 1: 公司 2012 年以来营业收入 (百万元) 及增速



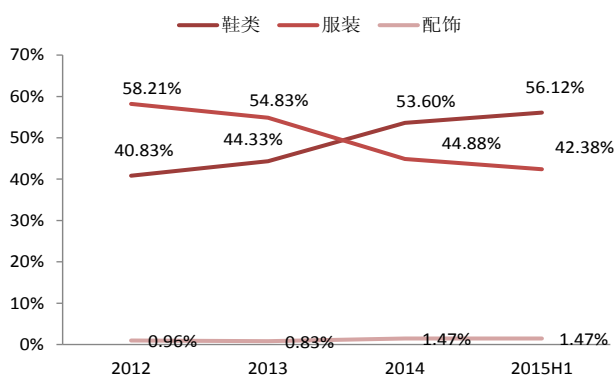
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 公司 2012 年以来净利润 (百万元) 及增速



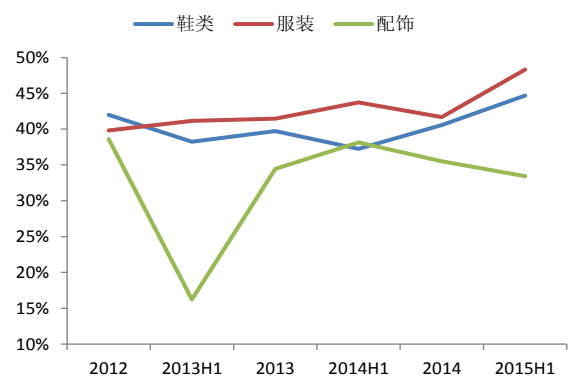
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 公司 2012 年以来主营业务结构情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 公司 2012 年以来各分项业务毛利率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

自 2012 年以来, 公司营收主要来自于鞋类和服装, 鞋类占营收比重稳步上升, 而服装占比却在下降, 主要原因是鞋类的库存控制较好, 没有积压, 而服装一直处于在清理库存的过程中。就运动类品牌而言, 我们明显发现运动鞋类反弹比运动服装更快, 这主要是因为运动鞋市场竞争激烈程度较服饰类弱, 技术壁垒更高, 消费者对品牌的忠诚度也更深。截止到 2015 年中期, 鞋类占营收的比例提升到 56.12%, 而服装的比重为 42.38%。从公司主营业务毛利率来看, 服装的毛利率始终维持在 40% 以上, 鞋类从 2012 年开始有所下滑, 但 2014 年中期开始有所回升。

2. 经历寒冬，运动鞋服迎来新春天

继 2008 年北京奥运会带动了对运动的兴趣后，运动服装行业实现持续增长。然而在 2011 年，行业过度扩张、库存堆积、分销商坏账问题以及运动服装公司存货周转天数急增等因素均拖累行业表现。自 2012 年以来，体育服装行业便一直整合，龙头企业均在缩减经营规模，清理销售渠道库存，并减少门店的数量。

内地运动品牌在经历 2、3 年整体行业景气下行后，14 年开始反弹，15 年在体育产业政策利好、各种赛事兴起、国民健康意识抬头等背景下，内地体育用品产业终于迎来了复苏期。国际成熟经验表明，体育运动用品市场规模可达到体育产业的三分之一，孕育了市值 981.9 亿美元的 Nike（NKE.US）和市值 137.2 亿美元的 Adidas（ADS.DE）。经历了调整期，各大体育品牌均在 14 年反弹，其中安踏率先反弹且趋势最强，15 年上半年业绩创新高，同比增长 24%，远高于可比公司。

在同行业内，361° 上半年实现营收 22.1 亿元人民币，同比增长 5.7%，毛利率上升至 41.3%。361° 与百度合作开展智能童鞋项目，占有了智能鞋品市场的先发优势。361° 保持内外并举的战略，在国际市场上，361° 国际今年推出的跑鞋系列成功打入美国市场，与 Smartmozo 合作成立国际性的体育用品电子商务交易平台，成为 2016 年夏季奥运会的第二大供货商；在国内市场上，继续扩张多品牌门店，赞助国内体育比赛（如全国男子女子排球赛、世界武术锦标赛等）和专业队伍（如国家自行车队、国家曲棍球队等），并与国足球员杨旭、游泳健将宁泽涛与叶诗文签订代言合约。

安踏 2015 年上半年实现营收 51.1 亿元人民币，同比增长 24%，毛利率上升 1.5 个百分点至 46.6%。公司定位大众市场，在二三线城市有强势龙头地位。2009 年公司收购意大利品牌“FILA”进军高端市场，市场反应热烈，品牌呈双位数快速发展，2008 年推出“安踏 kids”进军儿童市场，与 NBA 合作提高知名度。公司产品定位专业化和功能性，下半年将推出功能性更强新产品，同期加强推广。

3. 精细化管理+渠道调整完毕，业绩预计于明年显增

公司前三季度报表增速近 5%，我们认为公司实际情况将好于报表增速，且这一好转态势将持续下去，主要基于以下几个原因：

1) 公司目前同店增速已近 10%，高于 361°、匹克等同档次运动品牌，但高同店增速反映在报表中有一定时滞，主要是因为公司目前还处于渠道调整阶段。公司现拥有门店 5000 家左右，去年净关店数达到 534 家，约占门店总数的 10%，对收入增长有一定影响。所关闭门店不限区域，主要是低效店。预计今年会延续关店计划，关闭 200-300 家门店（占门店总数的 5% 左右）。明年渠道调整将逐步到位，公司认为 4000 多家门店的分布是较为理想的状态。公司的管理模式也将从以开店为主的增长模式，转向以同店增长为主的可持续发展模式，更注重店效和经营质量。

2) 渠道库存清理基本完毕，经销商开始发力。受行业不景气影响，过去几年公司业绩下滑，渠道库存严重挤压，渠道商遭遇周转和回款的困难，一度“失血”严重。去年开始公司不再向经销商积压存货，而是让整个链条自然周转，放宽对经销商的回款政策，使其逐渐恢复元气。公司休养生息的策略在今年显现成效，终端销售逐渐通畅，渠道库存清理基本完

毕。应收账款周转情况目前虽未明显好转（主要是对经销商回款政策宽松），但明年开始管理将逐渐步入正轨，加强对经销商的系统化管理，预计终端销售回升明显。

3) “批发”向“零售”模式转变，管理效率提升。在经营低迷期公司意识到经销层级冗杂、销售链条长、加价倍率过高对终端的不利影响。对此公司聘请了原 NIKE 大中华区副总经理来重梳管理框架，简化组织结构，销售模式上还是批发给省代，但管理上逐步推进到门店。门店安装信息系统，加强对终端销售信息的控制，以便公司对渠道更好掌控。

4) 公司未来战略清晰，着重寻找收购跑、走、骑、足、篮、网对应细分领域的中高端运动品牌，看重其在细分领域有技术实力和运营经验的企业，以带动公司产品质量提升，向功能化方向转型，提高品牌层次，逐渐扩展中高端细分品类，覆盖更广泛的消费群体。

4. 从“体育用品公司”到“体育集团”的全方位布局

巧借政策东风，公司提出了“大产业生态+多产品运营”的新战略，以体育人群来切入体育产业。具体分析，公司的体育布局主要在四个方面：1) 校园人群方面，公司与大体协、中体协签署合作框架协议，拟成立视频制作、赛事运营、体育经纪三家公司，其中赛事运营和体育经纪都已落地，经纪公司还在筹建期；2) 针对互联网人群，公司间接入股虎扑 16.11% 的股份并联合虎扑成立 20 亿元的体育产业基金——动域资本，已投第一期，覆盖了大约 20 多个项目；3) 足球运动方面，通过贵人鸟香港入股西班牙足球经纪公司 BOY，打通西甲和国内，引进知名球星，同时输送人才。4) 在深度洞察现有及潜在消费族群的基础上推出“我们的发光时代”年度品牌策略，启动了城市趣味跑“Halo Run”，引起社会化媒体响应和传播，进一步提升贵人鸟品牌的知名度。公司初步形成以资源、内容、媒体为核心，以目标人群为重点的体育产业的布局，通过校园赛事活动以及互联网平台覆盖学生群体，结合互联网平台以及赛事活动，通过广告、经纪、体育用品等完成最终变现，最终构建完整的体育产业生态链。

表 1: 贵人鸟 2014 年以来公布的体育大事件

时间	体育大事件
2014 年 12 月	与中欧盛世共同投资成立上海贵欧投资有限公司，拟成立并购基金
2015 年 1 月	间接入股虎扑体育
2015 年 1 月	贵人鸟与虎扑体育合作发起募集成立体育产业基金
2015 年 4 月	与西班牙公司投资入股 BOY 公司
2015 年 5 月	与大体协、中体协合作成立体育视频制作公司
2015 年 5 月	与大体协、中体协合作成立赛事运营公司
2015 年 5 月	与大体协、中体协合作成立体育经纪公司

数据来源：公司公告

我们认为，公司的体育布局将与主业形成非常明显的协同效应。以公司主办的校园赛事和城市发光跑为例，公司优先享有广告权和赞助权，借机推出产品发布会，营造产品营销攻势，结合视频转播加强产品曝光度，起到免费宣传的效果。

在与大、中体协的合作上，公司侧重于拿下优质赛事资源。大体协、中体协是教育部指定的，唯一负责校园体育的组织。大/中体协目前在民政部注册有 41 个项目分会。除对外组

织世界大学生运动会等国际赛事外，其在国内校园举办的单项项目超过 149 项。大众所熟知的有大学生足球联赛，CUBA 大学生篮球联赛。

公司与大、中体协签订框架协议，拟成立合资公司从事赛事运营业务，将在全国范围内推广 149 项联赛。公司主要从两个项目着手：1) 中国大学生校园接力马拉松赛，今年第一次开展，参与的高校超过 100 所，明年约 300 所，后年计划达到 500 所，今年吸引人数达到百万人次。2) “跃舞悦美”校园啦啦操大赛，该赛事一直由大体协操办，在央视播出时也获得了较好的收视。公司从这两大赛事入手，在学习赛事运营经验的同时也达到品牌营销的效果。

5. 盈利预测与投资建议

公司业务主要有鞋类、服饰和配饰三大类。我们对公司的盈利预测基于以下几点：

1) 体育受众群体扩大，运动鞋行业回暖趋势持续，公司加大渠道整合和产品开发力度，门店调整完毕，营业面积将逐渐回升，终端增长情况反映在报表中，鞋类收入增长有望持续。预计 15-17 年增速分别为 7%、11%和 15%。

2) 运动服库存清理尚未完成，且运动服市场竞争更为激烈，技术壁垒低，运动休闲服分界模糊，短期难呈现明显上升趋势；但长期看，未来 5 年健身人群数量面临大爆发，服装面临与鞋同样回暖的大逻辑，预计 15-17 年增速分别为 3%、7%和 10%。

3) 配饰占比低，但运动手环、跑步器等新型运动产品正实现快速放量，公司产业基金所投资的项目中不乏高科技配饰产品，有望在未来几年保持高增长。

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.55 元、0.61 元、0.69 元，对应 PE 分别为 69 倍、62 倍、55 倍。基于 A 股鞋业公司平均 60 倍估值，再考虑到未来公司多方面布局体育产业，项目在明年逐步落地，二期产业基金开始投资，给予 20%的溢价，对应目标价 43.92 元，首次给予“增持”评级。

表 2: 分业务收入及毛利率

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计						
营业收入	2,855.40	2,405.90	1,919.60	2,029.23	2,228.97	2,530.41
yoy		-15.74%	-20.21%	5.71%	9.84%	13.52%
营业成本	1,693.00	1,428.00	1,132.00	1,141.72	1,224.20	1,377.84
毛利率	40.71%	40.65%	41.03%	43.74%	45.08%	45.55%
鞋类						
收入	1,165.70	1,066.50	1,028.80	1,100.82	1,221.91	1,405.19
yoy		-8.51%	-3.53%	7.00%	11.00%	15.00%
成本	676.00	643.00	611.50	627.47	684.27	772.86
毛利率	42.01%	39.71%	40.56%	43.00%	44.00%	45.00%
服饰						
收入	1,662.00	1,319.00	861.60	887.45	949.57	1,044.53
yoy		-20.64%	-34.68%	3.00%	7.00%	10.00%

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成本	1,000.00	772.00	502.00	488.10	503.27	553.60
毛利率	39.83%	41.47%	41.74%	45.00%	47.00%	47.00%
配饰						
收入	27.30	19.90	28.30	39.62	55.47	77.66
yoy		-27.11%	42.21%	40.00%	40.00%	40.00%
成本	16.80	13.10	18.20	25.75	36.05	50.48
毛利率	38.46%	34.17%	35.69%	35.00%	35.00%	35.00%
其他						
收入	0.40	0.50	0.90	1.35	2.02	3.04
yoy		25.00%	80.00%	50.00%	50.00%	50.00%
成本	0.20	-0.10	0.30	0.40	0.61	0.91
毛利率	50.00%	120.00%	66.67%	70.00%	70.00%	70.00%

数据来源：公司公告，西南证券

6. 风险提示

行业不景气，终端销售持续低迷的风险；渠道调整收效不及预期的风险；产品研发跟不上潮流的风险；体育产业尚未成熟，项目投资回收期较长的风险。

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	1919.65	2029.29	2229.03	2530.48	净利润	312.24	335.33	375.42	423.66
营业成本	1132.16	1141.75	1224.23	1377.88	折旧与摊销	48.29	57.71	62.54	68.44
营业税金及附加	15.21	16.23	18.28	20.24	财务费用	51.18	55.39	43.05	87.42
销售费用	193.31	223.22	263.03	291.00	资产减值损失	11.67	13.00	20.00	10.00
管理费用	144.99	182.64	207.30	227.74	经营营运资本变动	-663.30	26.79	-217.76	-236.88
财务费用	51.18	55.39	43.05	87.42	其他	336.91	-10.49	-20.44	-10.20
资产减值损失	11.67	13.00	20.00	10.00	经营活动现金流净额	96.99	477.73	262.82	342.44
投资收益	0.52	0.00	0.00	0.00	资本支出	-79.02	-70.00	-95.00	-120.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-882.61	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	-961.64	-70.00	-95.00	-120.00
营业利润	371.65	397.05	453.14	516.19	短期借款	-286.65	-327.24	193.89	260.64
其他非经营损益	45.99	42.38	43.96	43.77	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	417.64	439.44	497.10	559.97	股权融资	881.90	0.00	0.00	0.00
所得税	105.40	104.10	121.68	136.31	支付股利	-276.30	-203.72	-218.78	-244.94
净利润	312.24	335.33	375.42	423.66	其他	745.57	-55.39	-43.05	-87.42
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1064.51	-586.35	-67.95	-71.71
归属母公司股东净利润	312.24	335.33	375.42	423.66	现金流量净额	199.87	-178.62	99.87	150.73
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	1193.27	1014.64	1114.51	1265.24	成长能力				
应收和预付款项	1611.69	1485.39	1705.15	1932.79	销售收入增长率	-20.21%	5.71%	9.84%	13.52%
存货	210.94	210.22	226.03	254.85	营业利润增长率	-28.87%	6.84%	14.13%	13.91%
其他流动资产	427.68	452.10	496.60	563.76	净利润增长率	-26.27%	7.40%	11.96%	12.85%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-23.15%	8.29%	9.52%	20.28%
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	596.99	605.79	629.76	667.83	毛利率	41.02%	43.74%	45.08%	45.55%
无形资产和开发支出	127.11	130.60	139.08	152.57	三费率	20.29%	22.73%	23.03%	23.95%
其他非流动资产	38.01	38.01	38.01	38.01	净利率	16.27%	16.52%	16.84%	16.74%
资产总计	4205.67	3936.75	4349.14	4875.06	ROE	13.97%	14.16%	14.87%	15.68%
短期借款	495.40	168.16	362.04	622.69	ROA	7.42%	8.52%	8.63%	8.69%
应付和预收款项	649.06	575.71	637.14	722.88	ROIC	10.58%	10.55%	10.81%	11.82%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.54%	25.14%	25.07%	26.56%
其他负债	825.49	825.54	825.98	826.80	营运能力				
负债合计	1969.95	1569.41	1825.17	2172.36	总资产周转率	0.55	0.50	0.54	0.55
股本	614.00	614.00	614.00	614.00	固定资产周转率	3.67	3.64	3.89	4.22
资本公积	838.74	838.74	838.74	838.74	应收账款周转率	1.45	1.65	1.77	1.75
留存收益	782.99	914.60	1071.24	1249.96	存货周转率	7.02	5.39	5.55	5.68
归属母公司股东权益	2235.72	2367.34	2523.98	2702.70	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	103.82%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2235.72	2367.34	2523.98	2702.70	资产负债率	46.84%	39.87%	41.97%	44.56%
负债和股东权益合计	4205.67	3936.75	4349.14	4875.06	带息债务/总负债	65.48%	61.34%	63.37%	65.24%
					流动比率	2.99	4.22	3.52	2.97
					速动比率	2.81	3.94	3.30	2.78
					股利支付率	88.49%	60.75%	58.28%	57.82%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	471.12	510.15	558.73	672.04	每股收益	0.51	0.55	0.61	0.69
PE	74.19	69.08	61.71	54.68	每股净资产	3.64	3.86	4.11	4.40
PB	10.36	9.79	9.18	8.57	每股经营现金	0.16	0.78	0.43	0.56
PS	12.07	11.42	10.39	9.15	每股股利	0.45	0.33	0.36	0.40
EV/EBITDA	49.30	45.23	41.47	34.64					
股息率	1.19%	0.88%	0.94%	1.06%					

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

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 15 楼

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 楼

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

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

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn