



定增获审，大数据带动产业布局

- **事件:** 公司发布公告，非公开发行 A 股股票方案已获证监会受理。此次方案较上次公告稍作调整：募集资金总额由不超过 16.8 亿元调整为不超过 15.4 亿元，发行数量由上次不超过 5584 万股调整为本次不超过 6600 万股。前次根据定价原则拟定的发行价为 30.11 元/股，这次修改了定价基准日，尚未公布发行价格。原募投项目并未改变，供应链建设和体育云平台建设项目仍分别为 5.5 亿和 5.3 亿元，偿还银行贷款由 6 亿元降至 4.6 亿元。
- **柔性供应链管理，提升生产环节利润空间。** 贵人鸟的鞋类产品以自主生产为主，而服装类产品和配饰产品全部采用外协采购模式。虽然公司与外部工厂多年合作关系良好，但外协生产模式在订单响应速度、产品质量稳定性、利润空间等方面仍然存在一定的弊端。运动服装的复苏倒逼品牌商升级革新，盲目的渠道建设已过时，产品品质的提升和供应链响应速度成为新一轮运动鞋服品牌竞争重要因素。这次定增项目表明公司在历经运动鞋回暖后将着力解决运动服装增长疲软的问题，通过控制供应链快速响应订单需求，在生产、销售、运营三端协同。同时自主生产保证服装类产品质量的稳定性，促使公司的自主研发成果快速转化为具有市场竞争优势的产品，进一步提升生产环节的利润水平。
- **初涉大数据，加码产业布局。** 公司通过与虎扑合作，在体育用品、智能穿戴设备、健身社交软件、赛事运营等细分领域投资了三十多个项目，拥有海量的人群基数，能够与体育用品制造的主业形成有效协同。本次定增投资体育云平台，目的在于将这些用户数据进行深度挖掘，在体育生态圈的闭环结构内互相提供和利用数据，开展海量用户精准营销。作为最早布局体育大数据的公司，未来公司将拥有以校园运动人群为基础的数据链，聚合大体育产业生态圈资源，有效地促进公司的全产业链扩张。
- **优化负债结构，降低财务费用。** 与同行业公司资产负债率相比，公司资产负债率明显偏高，2015Q3 财务费用同比增长高达 83.06%。本次发行并归还银行贷款后，公司的资产负债率将由 2015Q3 的 46.08% 降至 34.76%，与行业均值较近，财务费用也会有所降低，公司盈利能力得以提升。
- **业绩预测与估值:** 综合考虑 2016 年鞋服行业 PE 均值 22 倍和体育可比公司 PE 均值 75 倍，我们给予公司 2016 年 48 倍 PE，目标价 29.3 元。
- **风险提示:** 非公开发行预案无法过审的风险；募投项目效果不及预期的风险；募投项目转变的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	1919.65	2040.17	2219.38	2451.19
增长率	-20.21%	6.28%	8.78%	10.45%
归属母公司净利润 (百万元)	312.24	328.17	373.05	438.49
增长率	-26.27%	5.10%	13.68%	17.54%
每股收益 EPS (元)	0.51	0.53	0.61	0.71
净资产收益率 ROE	13.97%	13.90%	14.81%	16.16%
PE	46	44	38	33
PB	6.43	6.08	5.70	5.29

数据来源: Wind, 西南证券整理

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

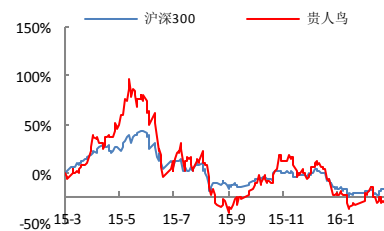
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

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)	19.62-69.03
总市值(亿元)	143.61
总资产(亿元)	41.84
每股净资产(元)	3.67

相关研究

1. 贵人鸟 (603555): 传统业务转型, 开拓体育蓝海 (2015-12-30)
2. 贵人鸟 (603555): 运动鞋服市场回暖, 全方位布局体育产业 (2015-11-18)

1. 投资布局全面，涉体育用品、智能穿戴、健身社交、赛事运营等多领域

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	通过贵人鸟（香港）与西班牙公司投资入股 BOY 公司
2015 年 11 月	与大中体协合作，间接入股 30%康湃思网络（体育视频制作公司）
2015 年 11 月	与大中体协合作，增资入股 37%康湃思体育管理（赛事运营公司）
2015 年 11 月	与大中体协合作，拟出资入股 37%康湃思体育咨询（体育经纪公司）
2016 年 3 月	非公开发行募投体育云平台建设

数据来源：公开资料，西南证券整理

在体育布局方面，公司主要通过虎扑合作的动域资本进行投资。动域资本基金规模目标 20 亿元，投资阶段将覆盖早期、成长期至 Pre-IPO，具体投资方向为互联网+体育、O2O 体育服务、体育穿戴设备、体育培训、场馆服务、赛事组织和媒体等体育产业各细分领域，是现有投资项目最多的基金。基金的口号“the World is an Arena”展现了基金对于体育行业的看好。基金分两期设立，其中第一期基金规模 10 亿元，计划未来三年分两期向产业基金投入 10 亿元，其中第一年第一期投入人民币 5 亿元。双方开展线上线下合作，形成公司线下体育产业资源和虎扑体育线上流量资源有效商业化的双赢局面。

表 2: 动域资本的投资项目

项目类别	项目名称	项目简述
运动项目	悦跑圈	广州悦跑信息科技有限公司是一家专注于移动互联网应用及对应跑步社交运动和线下活动的高科技企业。悦跑圈是一个移动端的跑步者社区，目前总用户已突破 1000 万人次。
	跑嗨乐	跑嗨乐擅长数据搜集与分析技术，专注为国内跑步爱好者提供最优秀的跑步音乐推荐算法和播放器。
	自由地带/滑雪助手	“自由地带连锁”是业内领先的、向用户提供一站式解决方案的滑雪服务平台，前身为中国领先的雪具连锁——“自由地带雪具”。“滑雪助手”依托于自由地带强大的线下布局，为滑雪者提供折扣滑雪票购买、滑雪教学、装备推荐、活动资讯、餐饮与酒店预定等一站式 O2O 服务。
	虎扑跑步	产品主要以 GPS 测距为基础，旨在挖掘用户潜在的运动能力，从而引入跑步干货和创新型 O2O 赛事，培养中国最大的跑步者社区。 虎扑跑步有以下几个特点：基础测距服务（以 GPS 为切入点，采用数据图表分析，跟踪跑步行为以提供科学建议）、最强干货社区（提供最新最热门的比赛、装备和训练资讯）、创新联动赛事（开展线上-线下马拉松的联动活动）、特色社群服务（推出群组功能，提供线上交流平台）、跑步训练课程。
健身服务	初炼	“初炼”是提供一件预约课程、场地、教练和陪练的平台，该平台不仅涵盖网球、羽毛球等方面的专业教练，还有飞行、马术和潜水等多种兼具运动时尚潮流极限课程。其中，可预约的教练不仅包括前国家队退役运动员，还包括影视明星的专属健身教练，另外，所有课程下均涵盖保险。 同时，“初炼”积极开展体育营销，通过赛事引发用户对体育的热忱。此外，“初炼”通过评上上“周六运动日”和“潮运动”引进众多品类运动课程，改变大众消费健身习惯，提供多种健身解决方案。

项目类别	项目名称	项目简述
		通过“互联网+体育”、“线下+线上”、“运动+娱乐”等多种运动场景融合，打造专业的大众体育教育培训服务平台。
	火辣健身	火辣健身定位于对健身感兴趣的年轻群体，致力于打造“教学+社交”的移动健身产品。用户可以根据自己的健身诉求及运动难度等级选择适合的课程进行训练，并可以记录自己的训练动态、性感瞬间，找到志同道合的健身好友，打造属于自己的健身社交圈子。 同时，火辣健身通过开放平台认证教练，聚集了行业内众多优秀健身教练和达人，可以给用户提供更多的健身知识和训练指导。 未来火辣将基于自身产业链进行布局，提供智能化的健身房解决方案，引入更多的健身相关服务。
	智勤教育/教练宝	智勤教育致力于为各类体育培训结构、俱乐部及教练提供一站式信息化服务平台，在机构运营管理、教学管理、赛事管理等方面均有成熟可靠的信息化解决方案。 教练宝团队研发的俱乐部管家，开创了俱乐部云管理的免费新时代，打破了学员、教练和家长三者壁垒，帮助俱乐部高效管理教学事物。可多端同步操作，数据实时更新。
	OneFit	OneFit 隶属于上海禅蕴体育发展有限公司于 2011 年 3 月成立于上海，为健身爱好者提供专业的训练。
体育装备	ZEPP	ZEPP 是制作全球首款多项目智能运动传感器的智能硬件科技公司，支持高尔夫、棒球、垒球和网球四个体育项目，有体积小、重量轻等特点。ZEPP 内置两个高精度传感器，可再短时间内记住挥杆动作，也可以在 App 内看到自己的各项数据和分析结果，ZEPP 还会根据分析结果推荐相关的教学视频。
	耐动体育	旨在为中国踢球者提供更合适的装备和更专业的服务。
健康服务	海克力斯	海克力斯致力于为不同人群提供不同的运动与营养解决方案、营养代餐解决方案以及康复营养解决方案。凭借着公司的产品优势以及固有渠道优势，结合线下产品与线上服务，致力于发展成为超大型健康产品零售网络与健康管理服务云平台。
体育传媒	昆仑决	目前国内最顶级的职业搏击赛事运营单位，集搏击赛事执行、电视节目运营、影视剧制作、游戏开发等于一体的现代综合型新锐文化传媒公司。公司打造的世界顶级综合格斗赛事《昆仑决世界极限格斗系列赛》项目，为内格斗爱好者呈上了一场场饕餮盛宴。
	敢玩	国内最有调性的极限运动媒体及体验平台。
	懂球帝	中国最大的移动互联网足球球迷社区，球迷的一站式移动服务的平台；最专业和足球咨询和最实用的看球工具，提供最专业的足球资讯和最详尽的比赛信息，最全面、及时的数据。
	元气 TV	全力开采电视时代被掩埋的优质内容。
场馆管理	趣运动	趣运动构建运动场馆 O2O 服务模式，为商家提供管理系统，打通实时库存，帮助运动人群实现方便快捷的“找球友、约时间、订场地”功能。
	青橙科技	青橙科技专注于为健身行业提供全面的互联网解决方案，帮助健身行业从业者运用互联网提高管理效率，获取客户和挖掘客户价值。目前提供的产品有健身房预约管理系统、健身会议/培训报名管理系统和健身教练助手等。通过三个系统连接健身房、教练和会员，给健身房从业者，健身教练带爱更多收益；同时为健身会员获得更好的服务体验和增值服务。青橙是行业最大的数据连接中心，目前每日服务超过 30%健身教练和上百万的健身会员。
	智能运动场	用互联网和智能技术，升级全球运动场馆；连接场馆，运动消费人群和服务提供者；构建一个 O2O 的全球化运动服务平台。 目前已覆盖 41 座城市，签约 4000 家物业公司，也是大体协、中体协制定校园赛事系统建设和运动服务方。
	超级猩猩	超级猩猩致力于提供运动空间解决方案和便捷智能的健身体验，打造中国的健身服务网络，是全国第一个 7*24 小时开放的自助健身品牌，所有客户无需办年卡，直接通过微信线上预约按次消费。 分布式：重构原有大型健身房模式分布式消化健身需求；

项目类别	项目名称	项目简述
		<p>共享制：7*24小时开放，无人值守，将空间共享给用户和教练，提高空间的使用率；</p> <p>智能化：自主研发 Sream 系统（自助预约及设备自动管理系统），实现门禁、电力、设备和新风系统的自我管理；</p> <p>自助化：无需办理年卡，无销售接入，用户按次自助消费。</p>
体育游戏	咸鱼游戏	<p>咸鱼游戏是中国领先的新型体育类移动游戏发行供公司。2013 年成立，主要从事国内外精品移动游戏的代理和发行业务，公司的发行业务团队具备成熟的全球化移动游戏的发行能力，蹭代理发行过多款明星产品，如《最佳阵容》、《狂斩三国 2》、《求合体 2》、《妖玉奇谭》等，且均取得了不错的成绩。</p> <p>获得中国领先的综合娱乐集团华谊兄弟领投，中国最大体育产业投资基金运动资本，顶级投资景林投资与新锐投资机构集结号资本跟投的 A 轮融资。</p> <p>咸鱼游戏在影视、体育、动漫等方面拥有大量优质资源和多方位支持。</p>
体育大数据	动云	<p>"动为先，云为重”，动云是面向体育生态的云服务平台，是国内最懂体育的云服务商。公司针对体育行业不同的业务类型提供深度场景化的云服务应用解决方案，专注于体育赛事、体育赛程、体育用户等海量数据深度挖掘和精准分析，以 PaaS(API)和 SaaS(界面)方式，积累 2 亿体育爱好者人群属性、偏好和行为数据，用于电商、广告、社交等精准营销和个性化推荐场景。</p>
	Feel	<p>一款运动健康管理应用，由北京致云致远科技有限公司研发，于 2014 年去签约正式发布。</p> <p>获得真格基金 300 万人民币天使投资，后又获得近 1 亿元人民币融资，投资方包括联科创盈、动域资本及互联网公司。目前有注册用户近千万，用户活跃度等也在行业数据中占有领先优势；</p> <p>健康助手：全面跟踪你的跑步、骑行、计步、饮水、心率和卡路里消耗等运动数据和体征数据并结合自主研发的大数据分析系统给出智能化指导建议；</p> <p>社交属性：倡导积极健康的生活态度，同步分享自己的潮流搭配、运动装备、健康早餐和运动数据，并有机会结识更多志同道合的朋友；</p> <p>支持第三方：可直接同步小米手环，misfit 手环，weloop 手环和有品电子秤，云康宝电子秤等智能硬件，全面量化用户健康；</p> <p>科技改变生活：未来 Feel 希望构建全球化运动健康生活 O2O 服务生态，用科技改善人类健康，分享美好生活。</p>

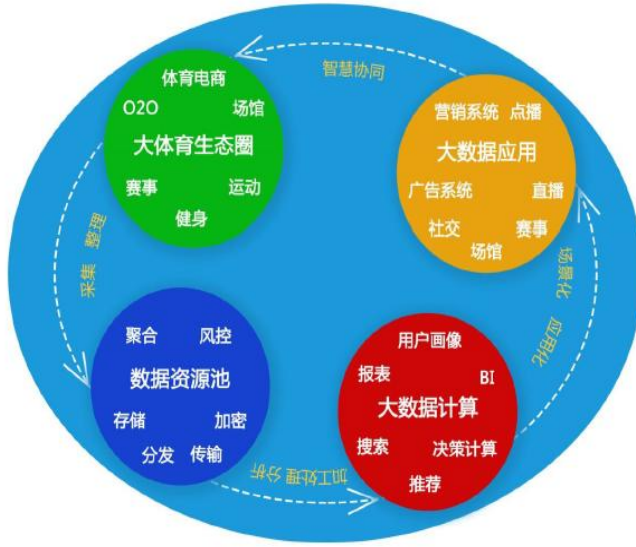
数据来源：公开资料，西南证券整理

从布局上看，贵人鸟的投资领域是 A 股市场上最为全面的，涉及体育运动、装备、游戏、服务、传媒、运营的各方面。虽然目前项目成熟度不高，但已各自拥有一定的用户基础。公司将这些用户数据进行深度挖掘，在体育生态圈的闭环结构内互相提供和利用数据，开展海量用户精准营销。基于此，公司定增布局体育大数据，未来公司将拥有以校园运动人群为基础的数据链，聚合大体育产业生态圈资源，有效地促进公司的全产业链扩张。

2. 定增加码大数据，体育帝国初具规模

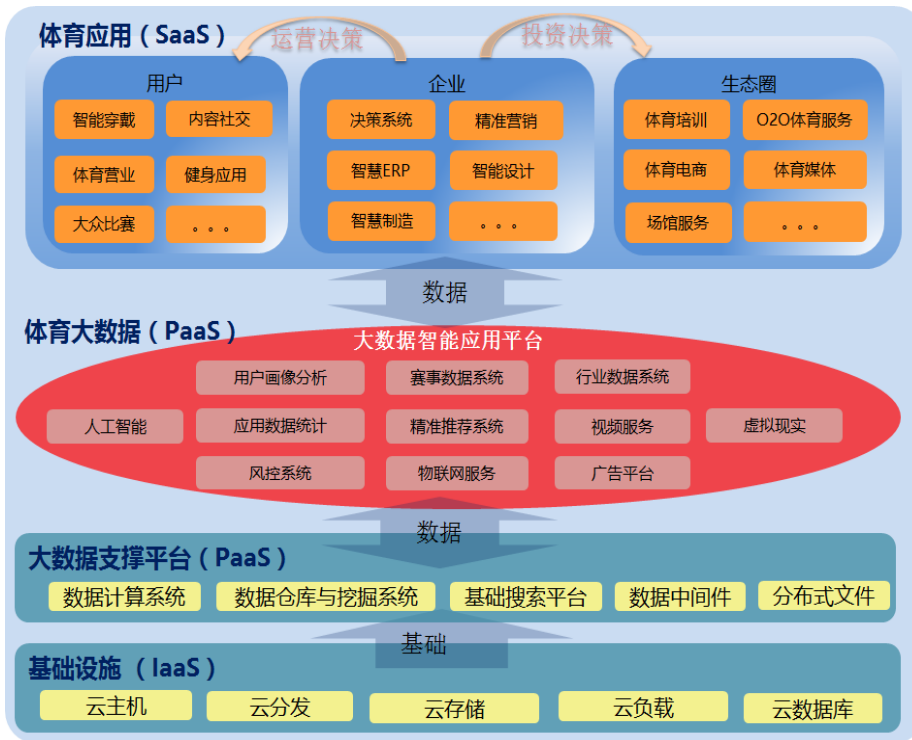
公司以运动鞋服为基础，深耕体育产业，提出了“大产业生态+多产品运营”的新战略，以**体育人群**来切入体育产业。针对互联网人群，入股虎扑体育，投资动域资本；在足球运动方面，切入足球板块，实现中外对接；覆盖校园人群，运营校园赛事；初涉大数据，加码产业布局。同时，推出城市趣味跑，引发社会响应，提升品牌知名度；定增获批，构建体育云平台，为体育布局奠定坚实的物质基础。

图 1: 体育云协同机制



数据来源: 公开资料, 西南证券整理

图 2: 体育云平台



数据来源: 公开资料, 西南证券整理

多项目互相提供数据支撑、协同发展。公司通过自主经营、投资入股、战略合作等方式先后布局体育用品制造业、体育竞赛经营业和体育运动服务业等多个细分领域，生态圈的布局为体育云平台建设项目提供包括文体、图片和视频的海量数据，构成一个循环的网状结构，互相提供和利用数据，体育云可利用海量的数据进行分析 and 处理再反哺体育生态圈布局。

建立快速市场反应机制。体育云平台通过对原有投资项目的海量用户和产品数据进行收集和分析，形成神经网络，迅速捕捉市场动态，推动公司满足每个人的运动需求，带动公司整体业务增长。

精准营销定位。体育云通过采集相关数据并同步到数据池，进行二次分析处理，帮助企业更好的决策、营销。公司应用提供的数据，挖掘消费者对运动鞋服的需求，精准地进行设计研发，进而生产出切合市场需求的产品。另外，体育云可以为公司搜集地区用户的消费习惯，比如消费频率、消费喜好、产品质量反馈等数据，为公司零售门店选址、地区产品规格供应、差异化定价提供数据支持。

3. 风险提示

非公开发行业务无法过审的风险；募投项目效果不及预期的风险；募投项目转变的风险。

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	2040.17	2219.38	2451.19	净利润	312.24	328.17	373.05	438.49
营业成本	1132.16	1216.02	1267.51	1387.67	折旧与摊销	48.29	45.87	49.93	53.63
营业税金及附加	15.21	17.17	18.13	20.33	财务费用	51.18	72.48	70.92	71.08
销售费用	193.31	204.02	239.69	254.92	资产减值损失	11.67	0.00	0.00	0.00
管理费用	144.99	142.81	173.11	181.39	经营营运资本变动	-663.30	512.32	-104.33	-11.49
财务费用	51.18	72.48	70.92	71.08	其他	336.91	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	11.67	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	96.99	958.85	389.58	551.72
投资收益	0.52	0.00	0.00	0.00	资本支出	-79.02	-70.00	-70.00	-70.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-882.61	-535.74	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	-605.74	-70.00	-70.00
营业利润	371.65	387.67	450.00	535.79	短期借款	-286.65	-95.40	0.00	0.00
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	430.05	493.97	579.57	股权融资	881.90	0.00	0.00	0.00
所得税	105.40	101.88	120.91	141.08	支付股利	-276.30	-203.72	-214.11	-243.39
净利润	312.24	328.17	373.05	438.49	其他	745.57	-72.48	-70.92	-71.08
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	-371.60	-285.03	-314.48
归属母公司股东净利润	312.24	328.17	373.05	438.49	现金流量净额	199.87	-18.50	34.55	167.24
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	1174.77	1209.32	1376.56	成长能力				
应收和预付款项	1611.69	1455.66	1577.45	1677.41	销售收入增长率	-20.21%	6.28%	8.78%	10.45%
存货	210.94	226.56	236.16	258.54	营业利润增长率	-28.87%	4.31%	16.08%	19.06%
其他流动资产	427.68	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-26.27%	5.10%	13.68%	17.54%
长期股权投资	0.00	35.74	35.74	35.74	EBITDA 增长率	-23.15%	7.41%	12.81%	15.70%
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	614.30	627.55	637.10	毛利率	41.02%	40.40%	42.89%	43.39%
无形资产和开发支出	127.11	133.92	140.74	147.56	三费率	20.29%	20.55%	21.80%	20.70%
其他非流动资产	38.01	538.01	538.01	538.01	净利率	16.27%	16.09%	16.81%	17.89%
资产总计	4205.67	4178.97	4364.97	4670.92	ROE	13.97%	13.90%	14.81%	16.16%
短期借款	495.40	400.00	400.00	400.00	ROA	7.42%	7.85%	8.55%	9.39%
应付和预收款项	649.06	592.86	619.64	729.86	ROIC	14.90%	15.62%	18.90%	21.08%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.54%	24.80%	25.72%	26.95%
其他负债	825.49	825.94	826.21	826.85	营运能力				
负债合计	1969.95	1818.79	1845.85	1956.71	总资产周转率	0.55	0.49	0.52	0.54
股本	614.00	614.00	614.00	614.00	固定资产周转率	3.67	3.59	3.74	4.02
资本公积	838.74	838.74	838.74	838.74	应收账款周转率	1.45	1.63	1.77	1.84
留存收益	782.99	907.44	1066.38	1261.48	存货周转率	7.02	5.56	5.48	5.61
归属母公司股东权益	2235.72	2360.17	2519.12	2714.22	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	2360.17	2519.12	2714.22	资产负债率	46.84%	43.52%	42.29%	41.89%
负债和股东权益合计	4205.67	4178.97	4364.97	4670.92	带息债务/总负债	65.48%	65.67%	64.71%	61.05%
					流动比率	2.99	2.86	2.95	2.91
					速动比率	2.81	2.63	2.72	2.69
					股利支付率	88.49%	62.08%	57.39%	55.51%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	471.12	506.02	570.86	660.51	每股收益	0.51	0.53	0.61	0.71
PE	45.99	43.76	38.50	32.75	每股净资产	3.64	3.84	4.10	4.42
PB	6.42	6.08	5.70	5.29	每股经营现金	0.16	1.56	0.63	0.90
PS	7.48	7.04	6.47	5.86	每股股利	0.45	0.33	0.35	0.40
EV/EBITDA	30.61	27.36	24.19	20.65					
股息率	1.92%	1.42%	1.49%	1.69%					

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（地区销售总监）

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

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn