

定位轻奢，打造时尚买手 O2O

投资要点

- **事件：**日前，我们与卡奴迪路董秘就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **专注商旅的国际品牌运营商。**公司是国内专业高级男装服饰品牌零售企业，主要从事自有品牌卡奴迪路高级男装的研发设计、生产、品牌推广和终端销售；同时开展国际一线品牌的代理销售业务，是行业内与国际品牌合作最多的公司。由于经营规模扩大，公司 2015 年实现营业总收入 7.2 亿元，较上年同期增长 3.5%。但由于公司尚处于战略转型阶段，新业务投入较大，2015 年实现归属于上市公司股东的净利润 971 万元，较上年同期下降 35%。
- **整合国际资源，打造全球时尚品牌运营商。**公司定增募集资金中的 4068 万欧元通过子公司收购 LEVITAS 51% 的股权，成为其控股股东，并取得 DB 品牌在大中华地区品牌运营授权。DB 品牌主要围绕足球运动员的生活时尚，该品牌在欧洲同类产品市场中具有较高的知名度和影响力。除此之外，2015 年上半年，公司的全资子公司香港卡奴迪路获得在大中华地区设立 Antonia 时尚品牌买手店开展线上及线下销售业务的独占授权。Antonia 是意大利著名时尚买手店品牌，已与纪梵希等超过 300 个国际知名品牌建立了良好的合作关系。目前，公司的买手店已具雏形，与 Antonia 强强联手，以期创造规模效应，实现更大的利润。
- **定位轻奢，进口跨境电商正当时。**“反爆款”消费趋势显现，轻奢占据“黑五”销售主流地位。由于标准品竞争激烈，长尾产品铸就平台壁垒，时尚买手店 O2O 有极大的发展空间。公司在意大利设立了买手团队，同时与 Antonia 买手店合作，并获得其线上独占授权。我们认为，公司对时尚的把握和资源的强强合作，有助于公司快速切入以时尚为卖点的跨境电商领域。摩登大道是进口跨境电商平台，定位轻奢，保税仓发货、欧洲同价、线上线下无缝体验。除此之外，公司还将通过会员资料、访问轨迹和订单信息等大数据的智能挖掘分析，打通设计、制造和流通环节。
- **估值与评级：**我们预测公司 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别是 0.05 元、0.05 元、0.07 元。由于公司市值小，处于转型期，新业务带来较大想象空间，参考同样定位时尚服饰的品牌星期六和几家跨境电商企业，首次给予“增持”评级。
- **风险提示：**进口跨境电商政策收紧的风险；募投项目不及预期等风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	699.92	724.65	808.66	958.84
增长率	-12.41%	3.53%	11.59%	18.57%
归属母公司净利润(百万元)	14.92	9.71	10.96	13.61
增长率	-90.01%	-34.91%	12.82%	24.19%
每股收益 EPS(元)	0.07	0.05	0.05	0.07
净资产收益率 ROE	0.96%	-0.01%	0.23%	0.43%
PE	251	386	342	276
PB	2.88	2.88	2.88	2.87

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

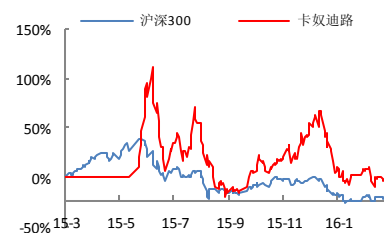
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

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)	2
流通 A 股(亿股)	1.6
52 周内股价区间(元)	14-38.3
总市值(亿元)	37.50
总资产(亿元)	26.79
每股净资产(元)	6.05

相关研究

目 录

1. 公司概况：专注商旅，时尚集成	1
2. 整合国际资源，打造全球时尚品牌运营商	2
2.1 入股 LEVITAS，切入时尚运动	2
2.2 牵手 Antonia，解决品牌授权问题	3
3. 定位轻奢，进口跨境电商正当时	5
4. 盈利预测与估值	6
5. 风险提示	7

图 目 录

图 1: 公司 2015H1 主营业务结构情况.....	1
图 2: 公司 2015H1 主营业务毛利情况.....	1
图 3: 公司 2013H1 以来营业收入（百万元）及增速.....	1
图 4: 公司 2013H1 以来净利润（百万元）及增速.....	1
图 5: 入股 LEVITAS 前的股权架构.....	2
图 6: 入股 LEVITAS 后的股权架构.....	2
图 7: 国内部分体育鞋服企业营收增速.....	2
图 8: 国内部分体育鞋服企业净利润增速.....	2
图 9: Antonia 买手店.....	3
图 10: 01MEN 买手制实体店铺.....	4
图 11: 2010-2017 年我国跨境电商交易规模.....	5
图 12: 2010-2017 年我国跨境电商进出口结构.....	5
图 13: 摩登大道首页.....	6

表 目 录

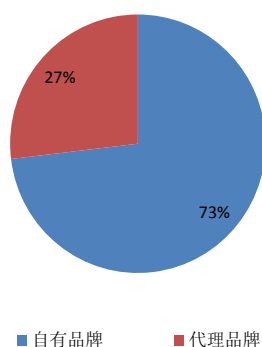
表 1: 买手店类型.....	4
表 2: 洋码头全球黑色星期五 2014 和 2015 年热销品类排行.....	5
表 3: 进口跨境电商模式对比.....	6
表 4: 分业务收入及毛利率.....	7
附表: 财务预测与估值.....	8

1. 公司概况：专注商旅，时尚集成

专注商旅的国际品牌经营者。公司是国内专业高级男装服饰品牌零售企业，主要从事自有品牌卡奴迪路高级男装的研发设计、生产、品牌推广和终端销售；同时开展国际一线品牌的代理销售业务，是行业内与国际品牌合作最多的公司。截至 2014 年末，公司已取得巴利、新秀丽、美旅、菲拉格慕、保罗鲨鱼以及巴宝莉、阿玛尼、雅诗兰黛、兰蔻、SK-II、赫莲娜等国际品牌的品牌销售代理。

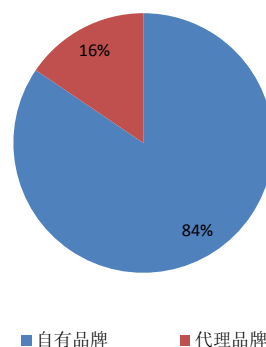
公司主营业务结构：公司收入主要来自自有品牌，占比 73%，代理品牌占比 27%；自有品牌贡献 84%毛利，而代理品牌贡献 16%毛利，这是由于自有品牌定位中高端，毛利率较高。

图 1：公司 2015H1 主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

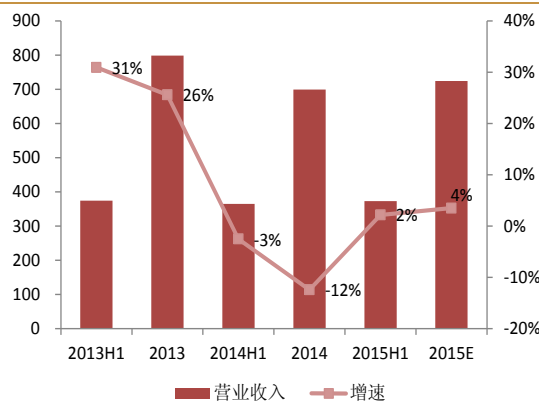
图 2：公司 2015H1 主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

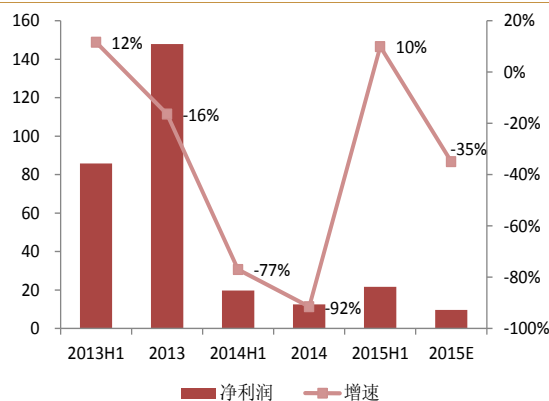
公司业绩状况：公司营业收入近两年保持低位数增长，据最新的业绩快报，截至到 2015 年年底，公司实现营业总收入 7.2 亿元，较上年同期增长 3.5%，主要原因是经营规模扩大，收入相应增加所致。2015 年实现归属于上市公司股东的净利润 971 万元，较上年同期下降 35%，主要原因是综合毛利率较上年下降，以及公司尚处于战略转型阶段，新业务投入较大，仍处于培育期。

图 3：公司 2013H1 以来营业收入（百万元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2013H1 以来净利润（百万元）及增速

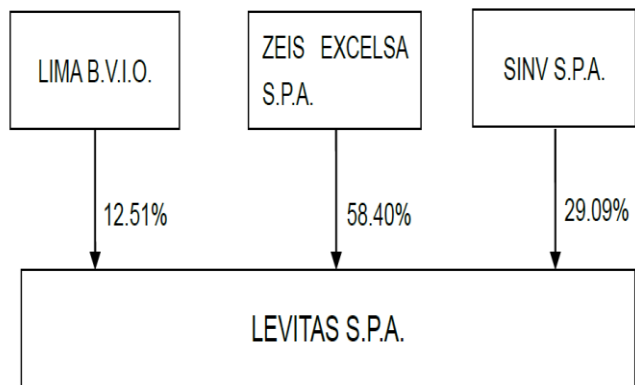


数据来源：公司公告，西南证券整理

2. 整合国际资源，打造全球时尚品牌运营商

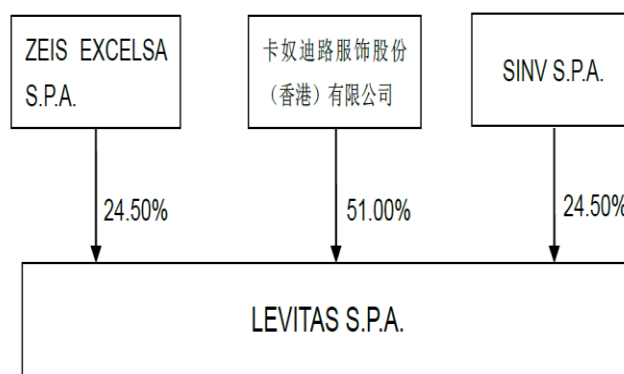
2.1 入股 LEVITAS，切入时尚运动

图 5：入股 LEVITAS 前的股权架构



数据来源：WIND，西南证券整理

图 6：入股 LEVITAS 后的股权架构



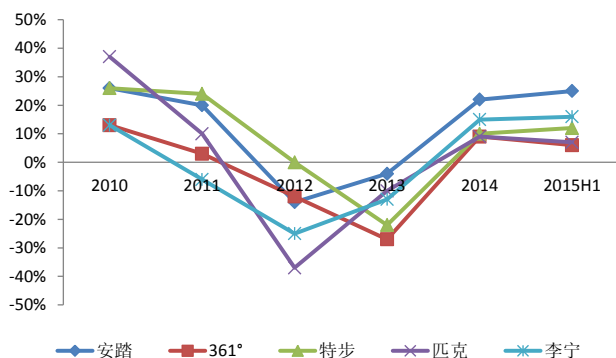
数据来源：WIND，西南证券整理

公司定增募集资金中的 4068 万欧元通过子公司香港卡奴迪路收购 LEVITAS 51% 的股权，成为其控股股东，并取得 DB 品牌在大中华地区品牌运营授权。2014 年 LEVITAS 营业收入 3815 万元，净利润 550 万元，2015 年 Q1 营业收入 1389 万元，净利润 301 万元。

围绕运动时尚，DB 在欧洲享有高知名度。DB 品牌主要围绕足球运动员的生活时尚，曾于 2003-2005 年为意大利国际米兰足球俱乐部及 2009-2010 年为斯洛文尼亚国家足球队设计足球服装。DB 品牌产品涵盖男装、女装、鞋履、内衣、香水、眼镜等系列，门店遍布意大利、法国、西班牙等。目前，该品牌在欧洲同类产品市场中具有较高的知名度和影响力。

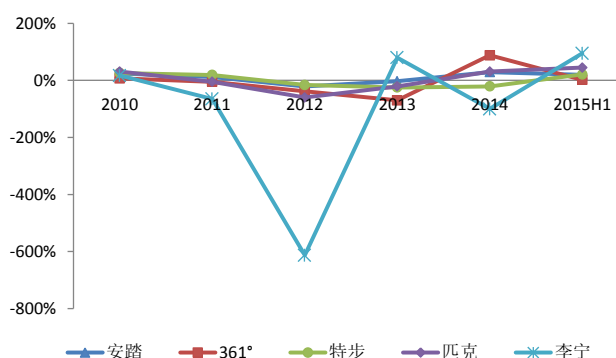
体育产业呈现全民化趋势，运动鞋服市场回暖。《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》指出将全民健身上升为国家战略，把体育产业作为绿色产业、朝阳产业培育扶持，破除行业壁垒、扫清政策障碍。绝大多数运动鞋服企业的营收从 2014 年重新实现正增长，净利润从 2014 年也实现了小幅的回升。据 Euromonitor 预测，国内运动鞋服行业未来 5 年复合增速为 8.3%，至 2019 年行业规模将超过 2000 亿元。

图 7：国内部分体育鞋服企业营收增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：国内部分体育鞋服企业净利润增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司拟在北京、澳门等一线城市及其他省会城市（或中超球赛城市所在地）、江浙沿海发达城市、国内枢纽机场等地新建 DB 品牌旗舰店约 20 家，同时大力发展品牌经销商授权，通过 O2O 时尚商业模式积极开展线上销售业务，引入到摩登大道购物平台，拓展并完善营销渠道布局，实现线上和线下资源联动，将产品系列延伸至高级时尚运动领域。

2.2 牵手 Antonia，解决品牌授权问题

合作 Antonia，取得独占授权。2015 年上半年，公司的全资子公司香港卡奴迪路作为被许可方与许可方与意大利公司 Daisy 签署了品牌授权协议，香港卡奴迪路获得在大中华地区设立 Antonia 时尚品牌买手店开展线上及线下销售业务的独占授权。

图 9：Antonia 买手店



数据来源：公开资料，西南证券整理

Antonia 是意大利著名时尚买手店品牌，已与纪梵希等超过 300 个国际知名品牌建立了良好的合作关系。公司也有众多的国际知名品牌的授权，截至 2015H1，公司已在境内境外高端购物中心开设 4 家 01MEN 高端精品买手店，衡阳高端精品买手店（LanKaFul）定位轻奢，为集零售、餐饮、超市、展览、娱乐、休闲、商务等多功能为一体的小型 SHOPPING MALL，已经基本完成了品牌招商工作。

消费者个性化需求的转变。除了服装企业同质化竞争严重外，近年来，越来越多的消费者从国际知名品牌的追求转移到个性鲜明的买手店上来，以求独特的专属性。买手店是以目标客群的时尚观念为基调，商品的款式凌驾于品牌之上，是以“买手”为核心的经营模式。一个买手店可以提供数十个甚至上百个潮流品牌，是一个释放时尚、独特、鲜明个性的地方，越来越受到潮人和追求时尚的人群追捧。

图 10: 01MEN 买手制实体店铺



数据来源：公开资料，西南证券整理

轻奢盛行，买手店可以实现差异化体验，更易满足消费者需求。Prada 等奢侈品牌陷入沉重经营压力之时，轻奢品牌 Michael Kors 等却彰显出双位数的强劲增长势头。据相关统计数据 displays，2013 年可称之为“轻奢品规模导入年”，其市场销售增长率超过 100%。在此基础上，2014 年继续保持快速增长势头，其增长率超过 50%。根据 Michael Kors 2014 年财报显示，2014 年公司总收入 9.175 亿美元，同比上涨 53.6%；其中，中国市场的销售额同比增长 64%。国内消费者对传统奢侈品牌产生了消费疲劳，所以轻奢品牌便分流了消费群体。而通过多品牌集合店筛选出具有商业潜力的品牌，能更为多样化地满足不同消费者的需求，因此，多品牌买手店流行当道。据估计，到 2020 年中国多品牌买手店（及其可能的衍生产品）的门店数量超过 5000 家。

表 1: 买手店类型

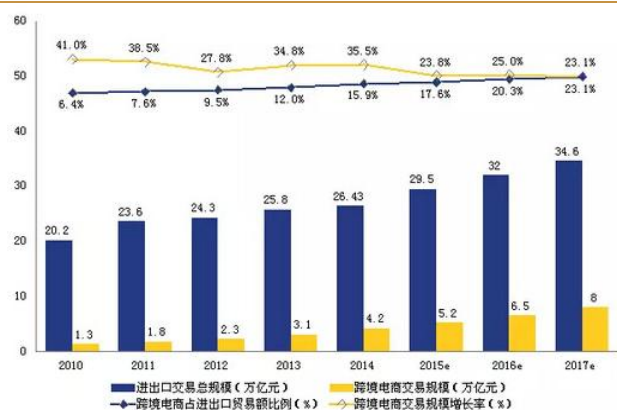
类型	特点	例子
百货式买手店	专业个人或团队去全世界搜罗	连卡佛
代理合作式买手店	通过售卖提成、股权参与、开设合资公司等方式，与品牌建立长期合作	I.T.
寄卖式买手店	与未成名的设计师合作，季末滞销产品退换给设计师	栋梁
专品买手店	以单品类为主打的专业类买手店	OOAK

数据来源：公开资料，西南证券整理

我们认为，公司的买手店已具雏形，与 Antonia 合作由于渠道铺设和推广会让公司短期业绩承压，但未来与 Antonia 强强联手，势必创造规模效应，实现更大的利润。

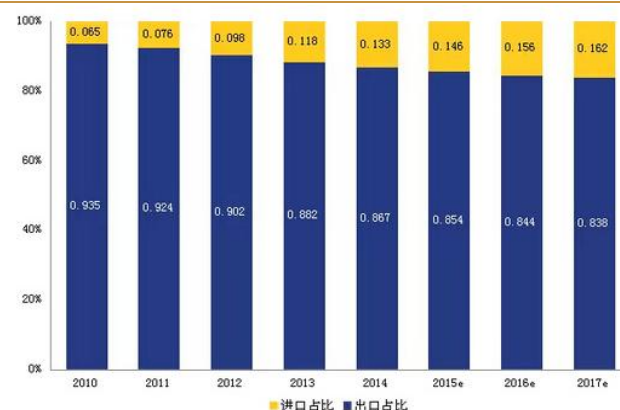
3. 定位轻奢，进口跨境电商正当时

图 11：2010-2017 年我国跨境电商交易规模



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 12：2010-2017 年我国跨境电商进出口结构



数据来源：国家统计局，西南证券整理

跨境电商发展迅猛。我国跨境电商平台企业超过 5000 家，境内通过各类平台开展跨境电子商务的企业超过 20 万家。据商务部测算，2016 年我国跨境电商交易规模将从 2008 年的 0.8 万亿元增长到 6.5 万亿元，占整个外贸规模的 19%，年均增速近 30%。

出口跨境电商占比近九成，进口跨境电商有较大发展空间。从 2014 年我国跨境电商的进出口结构看，2014 年我国跨境电商中出口占比达到 86.7%，进口占比在 13.3%。预计未来几年跨境电商进口的份额占比将逐步提升，随着网购市场的逐步开放以及消费者网购习惯的形成，未来进口电商仍有很大的发展空间，占比也将逐步提升。

“反爆款”消费趋势显现，轻奢占据“黑五”销售主流地位。母婴类商品是生活需求类商品的代表，需求相对稳定，跨境电商发展初期多以母婴类标品起家，通过“低价”“爆款”等活动打开市场，以致奶粉、纸尿裤等标品一度成为海外购物的代名词。在满足了基本生活需求后，以个人喜好或兴趣为导向的消费需求更易刺激消费者海外购物的购买欲望。数据显示，15 年“黑五”在国内的消费趋势就展现出“反爆款”的模式。同 14 年母婴、保健品销售占比达 50% 以上相比，15 年轻奢品、服饰类占据了“黑五”国内销售的主流地位。“反爆款”趋势让时尚买手店 O2O 有较大的发展空间。标准品竞争激烈，长尾产品铸就平台壁垒。公司在意大利设立了买手团队，同时与 Antonia 买手店合作，并获得其在大中华地区设立 Antonia 时尚品牌买手店的线上独占授权。我们认为，公司长期对时尚的把握和资源的强强合作，有助于公司快速切入以时尚为卖点的跨境电商领域。

表 2：洋码头全球黑色星期五 2014 和 2015 年热销品类排行

排行	2014 年	2015 年
NO.1	母婴	轻奢包包
NO.2	美妆	服饰鞋帽
NO.3	保健品	珠宝配饰

数据来源：洋码头全球黑色星期五，西南证券整理

定位轻奢，摩登大道已试运营。摩登大道是公司为进口跨境电商平台，定位在科技、时尚、文化、艺术，强调对时尚文化与精致生活的追求。相对比其他奢侈品购买渠道，摩登大道有其优势：1) 与 Antonia 合作，一定程度上保证了货源；2) 欧洲同价；3) 线上线下无

缝体验。由于公司享有包括 DB 等多个国际品牌的品牌授权和 Antonia 的独占授权，公司所有商品均从海外品牌官方直接采购，通过高效快捷的全球物流体系，及分布于国内各地的保税仓库，确保所有商品均与海外销售地同质同价，另外，公司在线下开设的买手店可以让消费者实现线上线下购物无缝连接。

图 13：摩登大道首页



数据来源：公开资料，西南证券整理

表 3：进口跨境电商模式对比

项目	直邮进口	保税进口
模式类型	进口 B2C 模式	进口 B2B2C 保税备关模式
适用企业	代购、宽泛的电商平台	品类相对专注的电商平台
适用税收	行邮税	行邮税
发货地点	国外	保税港区
时效	7-10 天	5 天以内

数据来源：西南证券整理

大数据挖掘，打通设计、制造和流通环节。买手店 O2O 模式除了可以拓展并完善营销渠道布局，完善和提升公司营销渠道覆盖程度，还可以通过会员资料、访问轨迹和订单信息等大数据的智能挖掘分析，将消费者精准需求预测信息反馈给供应商并指导其研发与生产，实现精准营销。

4. 盈利预测与估值

根据公司调研和基本面分析，我们对 2015-2017 年公司主营业务的预测如下：

1) 自有品牌 2016 年小幅提升，2016-2017 年增长率分别为 3.5%和 9.5%，由于自有品牌运营时间较长，毛利率稳定，所以预计毛利率约为 70%；

2) 由于公司于 2015 年获得了 DB 的品牌授权以及 Antonia 买手店在大中华区的独占授权，因此代理品牌将保持双位数高增长，预计 2016-2017 年的增长率分别是 30%和 35%，毛利率大约 35%。

表 4: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
自有品牌	收入	527.53	502.74	520.33	569.76
	增速	-21.70%	-4.70%	3.50%	9.50%
	成本	151.64	150.82	156.10	170.93
	毛利率	71.25%	70.00%	70.00%	70.00%
代理品牌	收入	171.55	221.04	287.35	387.93
	增速	37.01%	28.85%	30.00%	35.00%
	成本	110.69	143.68	186.78	252.15
	毛利率	35.48%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	收入	699.08	723.78	807.69	957.69
	增速	-12.50%	3.53%	11.59%	18.57%
	成本	262.33	294.50	342.88	423.08
	毛利率	62.47%	59.31%	57.55%	55.82%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预测公司 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别是 0.05 元、0.05 元、0.07 元, 对应动态 PE 分别为 386 倍、342 倍和 276 倍。由于公司市值小, 处于转型期, 新业务带来较大想象空间, 参考同样定位时尚服饰的品牌星期六和几家跨境电商企业, 首次给予“增持”评级。

5. 风险提示

进口跨境电商政策收紧的风险; 募投项目不及预期的风险; 原主业持续下滑的风险。

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	699.92	724.65	808.66	958.84	净利润	12.53	-0.16	2.96	5.61
营业成本	262.50	294.85	343.29	423.59	折旧与摊销	81.60	32.81	52.45	60.27
营业税金及附加	5.09	6.38	6.71	7.96	财务费用	5.73	21.78	38.12	47.93
销售费用	309.66	319.14	338.83	388.33	资产减值损失	14.35	0.00	0.00	0.00
管理费用	81.04	85.58	80.87	86.30	经营营运资本变动	-60.19	0.76	-94.38	-138.52
财务费用	5.73	21.78	38.12	47.93	其他	-11.60	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	14.35	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	42.44	55.21	-0.84	-24.71
投资收益	1.20	0.00	0.00	0.00	资本支出	-198.86	-510.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-51.42	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	-250.28	-510.00	-130.00	-130.00
营业利润	22.75	-3.08	0.84	4.74	短期借款	-107.42	29.42	0.00	93.81
其他非经营损益	4.32	2.85	3.45	3.40	长期借款	73.60	350.00	0.00	0.00
利润总额	27.07	-0.23	4.29	8.13	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	14.54	-0.07	1.33	2.52	支付股利	-36.00	-3.60	-2.34	-2.64
净利润	12.53	-0.16	2.96	5.61	其他	-23.00	92.82	-132.12	-47.93
少数股东损益	-2.39	-9.87	-8.00	-8.00	筹资活动现金流净额	-92.82	468.64	-134.47	43.23
归属母公司股东净利润	14.92	9.71	10.96	13.61	现金流量净额	-299.75	13.85	-265.30	-111.47
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	458.81	472.66	207.36	95.88	成长能力				
应收和预付款项	290.60	301.45	340.36	406.61	销售收入增长率	-12.41%	3.53%	11.59%	18.57%
存货	454.11	488.43	577.07	708.60	营业利润增长率	-86.57%	-113.53%	-72.81%	465.74%
其他流动资产	13.50	13.04	14.33	17.33	净利润增长率	-91.53%	-101.24%	1803.09%	89.57%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-54.46%	-53.20%	77.44%	23.54%
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	627.41	736.88	826.72	908.74	毛利率	62.50%	59.31%	57.55%	55.82%
无形资产和开发支出	65.84	441.73	437.62	433.52	三费率	56.64%	58.86%	56.61%	54.50%
其他非流动资产	122.60	114.42	106.24	98.05	净利率	1.79%	-0.02%	0.37%	0.59%
资产总计	2032.86	2568.61	2509.70	2668.73	ROE	0.96%	-0.01%	0.23%	0.43%
短期借款	170.58	200.00	200.00	293.81	ROA	0.62%	-0.01%	0.12%	0.21%
应付和预收款项	191.74	237.57	269.39	326.93	ROIC	1.05%	0.78%	1.37%	1.67%
长期借款	311.60	661.60	661.60	661.60	EBITDA/销售收入	15.73%	7.11%	11.30%	11.78%
其他负债	54.96	167.22	75.86	80.58	营运能力				
负债合计	728.88	1266.39	1206.85	1362.92	总资产周转率	0.34	0.31	0.32	0.37
股本	200.00	200.00	200.00	200.00	固定资产周转率	8.20	1.91	1.09	1.12
资本公积	534.81	534.81	534.81	534.81	应收账款周转率	4.01	4.53	4.65	4.80
留存收益	489.60	495.72	504.34	515.31	存货周转率	0.60	0.63	0.64	0.66
归属母公司股东权益	1222.41	1230.53	1239.15	1250.11	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	122.32%	—	—	—
少数股东权益	81.57	71.70	63.70	55.70	资本结构				
股东权益合计	1303.98	1302.23	1302.85	1305.82	资产负债率	35.85%	49.30%	48.09%	51.07%
负债和股东权益合计	2032.86	2568.61	2509.70	2668.73	带息债务/总负债	66.15%	68.04%	71.39%	70.10%
					流动比率	2.97	2.14	2.12	1.77
					速动比率	1.86	1.32	1.05	0.75
					股利支付率	241.21%	37.04%	21.37%	19.41%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	110.08	51.52	91.41	112.93	每股收益	0.07	0.05	0.05	0.07
PE	251.26	386.02	342.16	275.51	每股净资产	6.52	6.51	6.51	6.53
PB	2.88	2.88	2.88	2.87	每股经营现金	0.21	0.28	0.00	-0.12
PS	5.36	5.17	4.64	3.91	每股股利	0.18	0.02	0.01	0.01
EV/EBITDA	34.19	82.34	48.28	40.90					
股息率	0.96%	0.10%	0.06%	0.07%					

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

蒋诗峰（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