

2017年07月11日

证券研究报告·公司研究报告

莱克电气 (603355) 家用电器

增持 (首次)

当前价: 57.03 元

目标价: 63.00 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

自主品牌前景广阔，盈利能力稳步提升

投资要点

- **环境清洁电器龙头，业绩稳定增长。**公司为环境清洁电器龙头企业，产品包括家居清洁、空气净化、水净化等高端清洁电器、园林工具和电机，其中，环境清洁电器营收占比 68%，贡献毛利 73%。内外销并举，外销为 ODM 渠道，16 年外销占比 76%，公司 09 年开始发力自主品牌，以高端定位逐步打开市场，保持业绩稳定增长。
- **定位高端，自主品牌持续增长可期。**公司掌握电机核心技术，通过技术创新推出高端、差异化产品，抢占市场份额，助推自主品牌增长。“魔洁”“魔净”系列新品推出，提升产品竞争力，公司吸尘器线下零售额份额 25.8%，空气净化器线下零售额份额 13.2% 位于行业第二。公司自主品牌增长强劲，2016 年度、17 年一季度分别增长 77%、100%，自主品牌增长带动内销占比提升，公司盈利能力增长。
- **我国环境清洁类电器渗透率处低位，市场空间巨大。**我国环境清洁类电器渗透率仍处低位，与欧美日等发达国家差距较大。以吸尘器为例，我国渗透率仅为 11%，而欧美日等国家渗透率在 100% 左右，部分家庭拥有 2-3 台，吸尘器市场天花板高，市场空间充足，伴随着消费升级，莱克将分享市场扩容带来的增长红利。
- **无线化趋势促出口增长，电商渠道有待扩容。**公司出口市场是成熟的，吸尘器和园林工具的无线化趋势带来新的增长点，助推公司产品均价提高，出口毛利提高。同时发动机类产品在美国占比较高，锂电池技术代替发动机技术促使充电类产品在美国具有一定的增长空间。公司 14H2 进入电商渠道，进入时间较短叠加产品高端定位，吸尘器与空净等产品线上零售量市场份额均不足 5%，远低于公司线下份额，电商渠道有待扩容。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.80 元、2.55 元、3.46 元，未来三年归母净利润将保持 40% 的复合增长率，给予公司 2017 年 35 倍估值，对应目标价 63 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**吸尘器市场培育不及预期导致公司内销增速放缓的风险；原材料价格大幅波动风险；汇率波动风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4376.66	5873.94	7415.23	9001.32
增长率	9.34%	34.21%	26.24%	21.39%
归属母公司净利润 (百万元)	501.44	722.19	1020.98	1386.28
增长率	37.83%	44.02%	41.37%	35.78%
每股收益 EPS (元)	1.25	1.80	2.55	3.46
净资产收益率 ROE	16.82%	20.04%	22.79%	24.48%
PE	42.58	29.56	20.91	15.40
PB	7.17	5.93	4.77	3.77

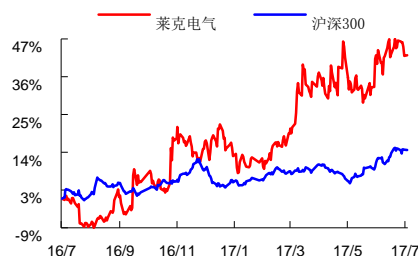
数据来源: Wind, 西南证券

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: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 龚梦泓
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@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)	4.01
流通 A 股(亿股)	0.67
52 周内股价区间(元)	36.7-58.97
总市值(亿元)	228.69
总资产(亿元)	57.92
每股净资产(元)	7.79

相关研究

目 录

1 环境清洁电器龙头，业绩稳定增长.....	1
2 定位高端，自主品牌持续增长可期.....	2
2.1 技术领先，剑指高端，市场份额持续扩张	2
2.2 高毛利内销占比提升，公司盈利能力增强	3
3 我国环境清洁类电器渗透率处低位，成长空间巨大.....	4
4 无线化趋势促出口增长，电商渠道有待发力	5
4.1 无线化趋势增厚出口利润，美国充电类产品前景广阔.....	5
4.2 渠道布局良好，电商渠道有待扩容	5
5 盈利预测与估值.....	6
6 风险提示	7

图 目 录

图 1：公司 2016 年主营业务收入结构情况	1
图 2：公司 2016 年主营业务毛利结构情况	1
图 3：公司 2016 年国内外市场营收占比	1
图 4：公司 2012 年以来营业收入及增速	2
图 5：公司 2012 年以来归母净利润及增速	2
图 6：公司 2013 年以来吸尘器零售额占比持续提升	3
图 7：公司 2013 年以来空气净化器零售额占比持续提升	3
图 8：公司 2012 年以来国内外市场占比	3
图 9：公司 2012 年以来国内外市场毛利率情况	3
图 10：2016 年环境清洁电器各产品零售额及增速	4
图 11：美国、日本、中国吸尘器普及率进程对比	5
图 12：各国吸尘器渗透率	5

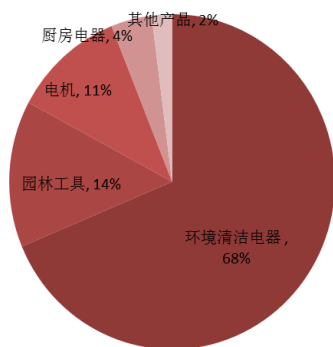
表 目 录

表 1：公司各子品牌产品情况	2
表 2：内销毛利、占比变动对公司整体毛利率的影响（单位：%）	4
表 3：分业务收入及毛利率	6
附表：财务预测与估值	8

1 环境清洁电器龙头，业绩稳定增长

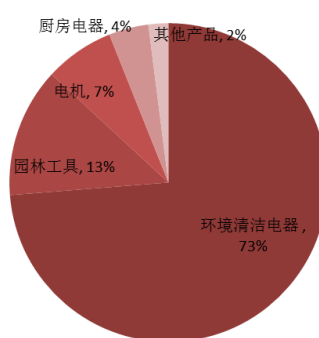
公司为环境清洁电器龙头企业，产品包括家居清洁、空气净化、水净化等高端清洁电器、园林工具和电机，其中吸尘器和空气净化器为公司两大核心品类。根据中怡康数据显示，莱克吸尘器从 2015 年 12 月以来市场占有率排名一直保持第一，2016 年 12 月销售额全国市场占有率达到 29.27%，名列第一；空气净化器国内市场占有率有了较大幅度的提高，2016 年 12 月份空气净化器销售额全国市场占有率达到 12.63%，名列第二。

图 1：公司 2016 年主营业务收入结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2016 年主营业务毛利结构情况

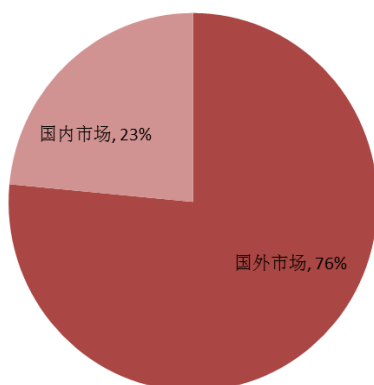


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司为吸尘器、园林工具和电机等产品的出口龙头，产品出口采用 ODM 模式，与飞利浦、伊莱克斯等世界领先企业合作。公司出口营收占比较高，16 年公司出口收入达 33 亿元，占比 76%。

09 年开始发力自主品牌，依靠高端化的差异性定位逐步被市场认可，从单一出口企业转为内外销并举、ODM 和自主品牌销售相结合的企业。公司采用多品牌战略抢占细分市场，旗下拥有“LEXY 莱克”、“碧云泉”、“莱克吉米”三个子品牌。“LEXY 莱克”“碧云泉”布局高端路线，以实体店为主；“LEXY 莱克”聚焦吸尘器、空气净化净化器；“碧云泉”主打净水器，解决桶装水、瓶装水二次污染痛点；“莱克吉米 JIMMY”为网络品牌，提供高性价比的清洁电器和个人护理产品。

图 3：公司 2016 年国内外市场营收占比



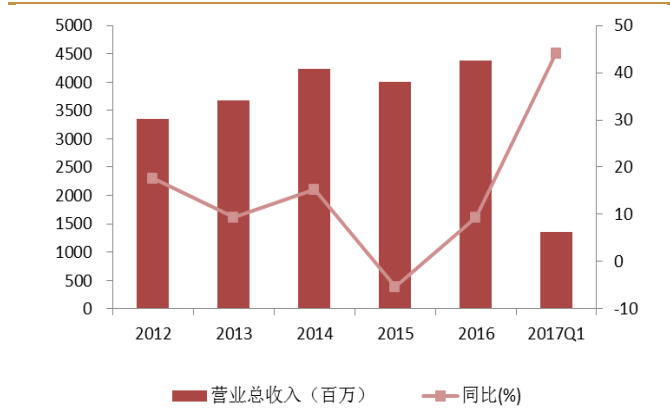
数据来源：中怡康，西南证券整理

表 1：公司各子品牌产品情况

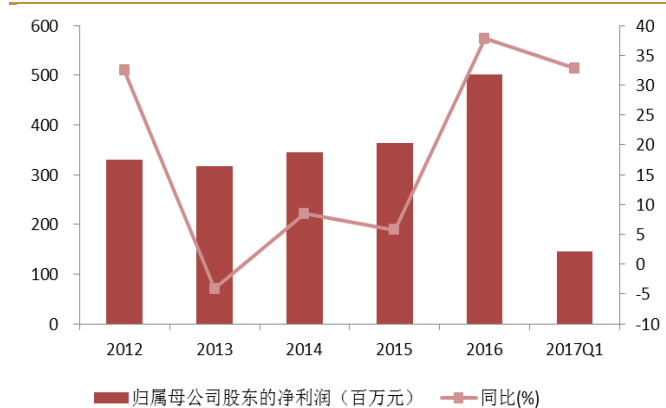
子品牌	定位	渠道	产品
LEXY 莱克	高端	以实体店为主	吸尘器、空气净化器、除湿器、加湿器、挂烫机、智能空调扇、榨汁机等产品
bewinch 碧云泉	高端	以实体店为主	净水器
JIMMY 莱克吉米	高性价比	网络品牌	美容仪、电动牙刷、足浴盆等个人护理电器及吸尘器、挂烫机、料理机

数据来源：京东，西南证券整理

公司业绩状况：近几年，公司营收利润保持较稳定增长，受益于消费升级及自主品牌逐步放量，公司主营业务毛利率、净利率均逐年提升。16 年公司实现营收 44 亿元，同比增长 9.3%；归母净利润 5.0 亿元，同比增长 37.8%；毛利率 27.5%，净利率 11.4%。17Q1 实现营收 13 亿元，同比增长 44.1%，归母净利润 1.5 亿元，同比增长 32.9%，毛利率 30.8%，净利率 10.8%。

图 4：公司 2012 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2012 年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 定位高端，自主品牌持续增长可期

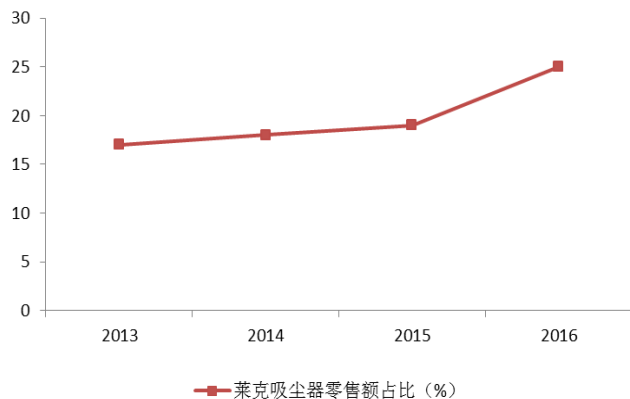
2.1 技术领先，剑指高端，市场份额持续扩张

公司定位高端，通过技术创新解决消费者痛点，推出差异化产品，抢占国内市场份额。公司自设立以来专注于核心部件的技术研究，掌握电机核心技术，自主研发的高速整流子电机及离心风机技术走在世界前列，直流无刷大吸力数码电机转速可达 10 万转/分钟，为高端、大吸力、无线式吸尘器提供技术支撑。

外资品牌大多以卧式吸尘器为主，而莱克主打无线大吸力立式吸尘器，推出“魔洁 M8”系列产品，集轻便、多功能、大吸力于一身，提升产品均价，市场份额持续增长，自“魔洁”系列产品推出以来，莱克吸尘器线下零售额份额从 15 年的 19.2% 提升到 17 年 4 月的 25.8%。公司将吸尘器的电机技术成功移植到空气净化器等领域，提升产品的竞争力。推出的“魔净 K8”系列空气净化器，四项技术指标远超新国标要求，品质领先行业，公司 16 年度空气净化器营收增长三倍，17 年 4 月莱克空气净化器线下零售额份额为 13.2%，位于行业第二。

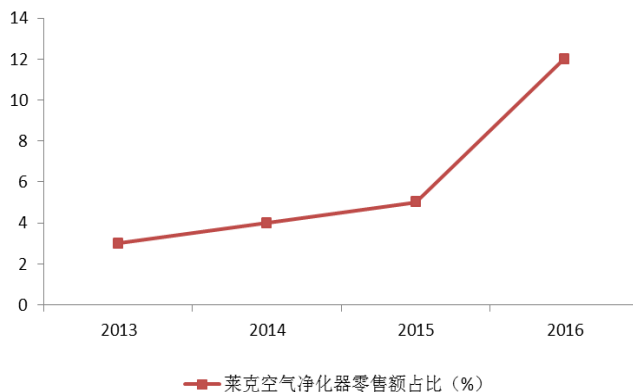
公司推出“碧云泉”系列净水器具有台式、可移动、便携性等优点，今年将成为营销重点，保持较快增长。

图 6：公司 2013 年以来吸尘器零售额占比持续提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2013 年以来空气净化器零售额占比持续提升

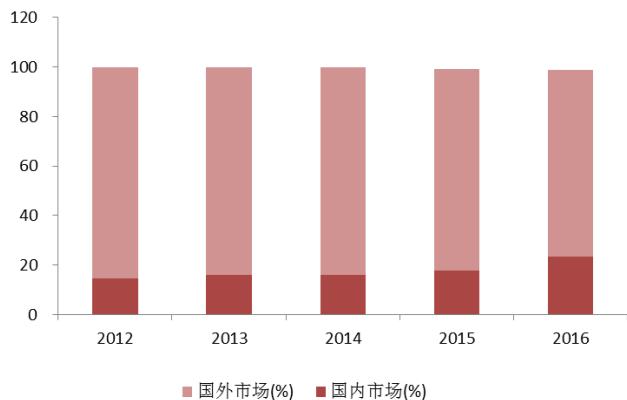


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 高毛利内销占比提升，公司盈利能力增强

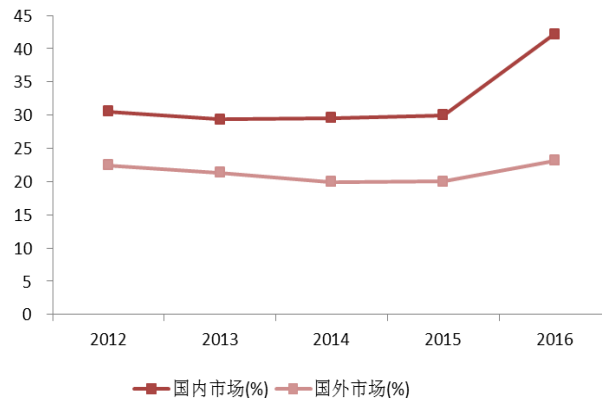
公司高端化定位契合消费升级趋势，随着无线化吸尘器需求爆发和魔洁、魔净等高端新品的陆续推出，公司自主品牌迅速放量，2016 年度、17 年一季度分别增长 77%、100%。高毛利自主品牌的强劲增长带动公司内销迅速增长，内销占比呈逐步提升态势，公司盈利能力持续提升。

图 8：公司 2012 年以来国内外市场占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司 2012 年以来国内外市场毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

因公司外销市场成熟，毛利率变化幅度不大，我们假定外销毛利为 22%，进行敏感性分析，研究内销毛利、内销占比变化对公司整体毛利的影响。由表 2 可知，内销占比、内销毛利提升对公司整体毛利的改善作用明显。

表 2：内销毛利、占比变动对公司整体毛利率的影响（单位：%）

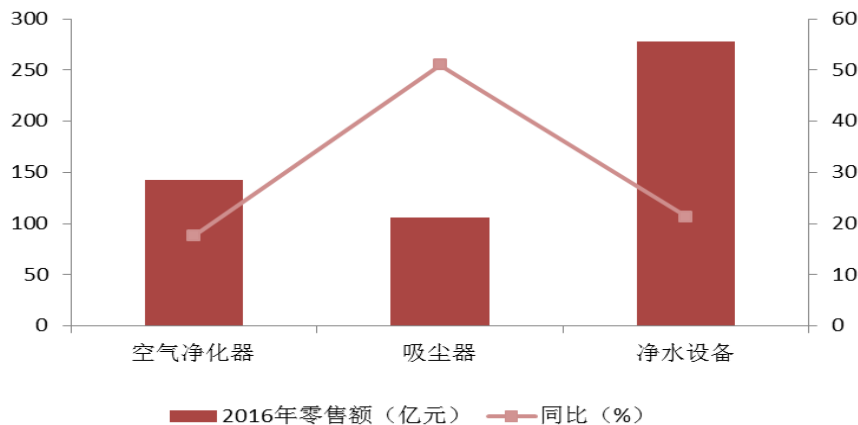
内销毛利率 内销占比	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
10%	22.30	22.80	23.30	23.80	24.30	24.80	25.30	25.80
15%	22.45	23.20	23.95	24.70	25.45	26.20	26.95	27.70
20%	22.60	23.60	24.60	25.60	26.60	27.60	28.60	29.60
25%	22.75	24.00	25.25	26.50	27.75	29.00	30.25	31.50
30%	22.90	24.40	25.90	27.40	28.90	30.40	31.90	33.40
35%	23.05	24.80	26.55	28.30	30.05	31.80	33.55	35.30
40%	23.20	25.20	27.20	29.20	31.20	33.20	35.20	37.20
45%	23.35	25.60	27.85	30.10	32.35	34.60	36.85	39.10
50%	23.50	26.00	28.50	31.00	33.50	36.00	38.50	41.00

数据来源：西南证券

3 我国环境清洁类电器渗透率处低位，成长空间巨大

与欧美日等发达国家相比，我国吸尘器、空气净化器等环境清洁类电器渗透率仍处低位，前景广阔，随着消费升级、人们对家具环境改善的要求不断提高，环境清洁类电器市场将进入增长快车道。

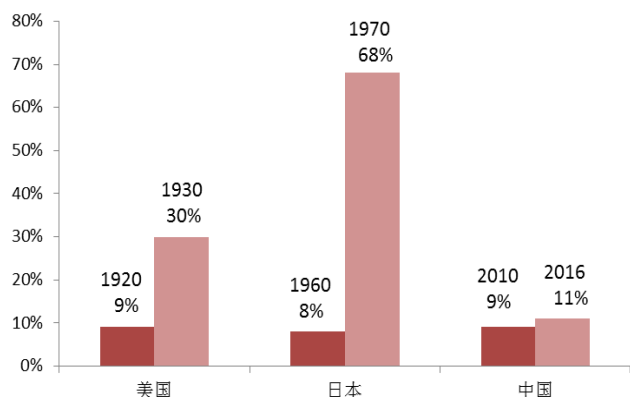
图 10：2016 年环境清洁电器各产品零售额及增速



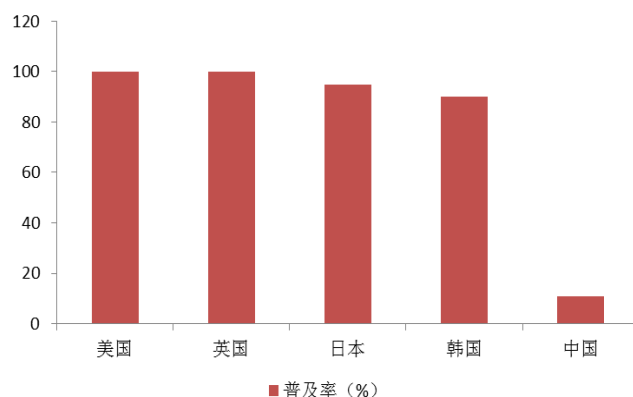
数据来源：中怡康，西南证券整理

我国吸尘器渗透率仅为 11%，远低于发达国家 100% 左右的渗透率，且部分家庭拥有 2-3 台吸尘器。与我国同是地板市场且居住空间同样狭小的日本，吸尘器的保有量超过 146 台/每百户。这表明吸尘器市场保有量天花板高，我国吸尘器市场发展空间巨大。

对比发达国家吸尘器的普及进程，美国在 20 世纪 20 年代、日本在 20 世纪 60 年代都经历过吸尘器快速普及的历程，伴随着城镇化率和人均收入的不断提高，我国将有望实现吸尘器市场的快速扩容。

图 11：美国、日本、中国吸尘器普及率进程对比


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 12：各国吸尘器渗透率


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

4 无线化趋势促出口增长，电商渠道有待发力

4.1 无线化趋势增厚出口利润，美国充电类产品前景广阔

莱克出口网络覆盖欧洲、北美、大洋洲、日本等发达国家/地区以及南美、亚洲、东欧等新兴经济体，并顺应“一带一路”战略的东风，通过境外设厂的方式，进一步开拓国际市场。公司出口产品主要为吸尘器和园林工具，吸尘器产品出口额占全国吸尘器出口额的 10.1%，园林工具系列的代表产品割草机出口额占全国割草机出口额的 18.6%，均在生产性自营出口企业中稳居第一位。

公司出口市场本身是成熟的，“无线产品替代有线产品”的升级趋势带来增长机会，公司产品均价提升，增厚利润。同时美国市场园林工具目前 70%是发动机类，30% 是电动类，而欧洲目前分别为 20%和 80%，伴随着锂电池技术的发展，锂电池替代发动机，充电类产品在美国增长空间广阔。

4.2 渠道布局良好，电商渠道有待扩容

公司内销线上、线下均为代理和直营相结合模式，代理商布局地级市，直营布局省会城市，16 年底共建立了 14 家直营分公司，16 年公司直营渠道增长 150%，代理商增长 100%。公司各渠道共设有银行、KA、百货、电视等 7-8 个不同的管理部门，各渠道开设不同的旗舰店，终端门店接近 4000 家。其中 KA 渠道布局增长较好，今年预计购物中心、百货店将进驻 200 家门店，整体将增加 500 家门店。

公司采取先实体后互联网的战略，进入线上渠道较晚，2014 年 H2 进入电商渠道，且产品价位高端，吸尘器与空净等产品线上零售市场份额均不足 5%，远低于公司线下份额，电商渠道有待扩容。但随着消费升级及公司产品升级、电商渠道布局力度加大，电商渠道增长迅速，2016 年实现线上收入 1.3 亿元，同比增长 160%。

5 盈利预测与估值

关键假设

收入与盈利：

(1) 自主品牌方面：国内吸尘器市场培育迅速，公司渠道建设及广告投放顺利，内销有望延续 Q1 高速增长，同时，由于产品量产带来的规模效应，产品毛利率逐渐提升，预计 17-19 年自主品牌毛利率为 54%、55%、56%。

(2) 外销方面，受益于无线吸尘器技术发展，订单增多，营收增速较之前有较快提升。

(3) 受益于产能扩充，电机产能增加，一方面供给自产产品需要，另一方面电机业务也突破产能局限，实现较快增长。

费用：

由于内销品牌建设需求，销售费用投入较大幅度增加，预计 17 年、18 年公司的销售费用率为：8.5%、9%。公司管理费用率保持稳定在 8.2%。

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E	
合计	营业收入	4376.66	5873.94	7415.23	9001.32	
	yoy	9.34%	34.21%	26.24%	21.39%	
	营业成本	3172.14	4101.78	5014.78	5912.45	
	毛利率	27.52%	30.17%	32.37%	34.32%	
环境清洁电器	收入	2981.10	4028.88	5169.87	6341.35	
	yoy	7.37%	35.15%	28.32%	22.66%	
	成本	2101.64	2704.17	3330.49	3944.85	
	毛利率	29.50%	32.88%	35.58%	37.79%	
环境电器细分	自主品牌	收入	550.00	990.00	1584.00	2217.60
		yoy	30.17%	80.00%	60.00%	40.00%
		成本	270.00	455.40	712.80	975.74
		毛利率	50.91%	54.00%	55.00%	56.00%
	ODM	收入	2431.10	3038.88	3585.87	4123.75
		yoy	3.28%	25.00%	18.00%	15.00%
		成本	1831.64	2248.77	2617.69	2969.10
		毛利率	24.66%	26.00%	27.00%	28.00%
园林工具	收入	591.15	638.44	676.75	717.35	
	yoy	2.46%	8.00%	6.00%	6.00%	
	成本	431.53	466.06	487.26	509.32	
	毛利率	27.00%	27.00%	28.00%	29.00%	
电机业务	收入	495.26	742.89	965.76	1158.91	
	yoy	24.63%	50.00%	30.00%	20.00%	
	成本	405.83	606.94	787.09	941.03	

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
其他	毛利率	18.06%	18.30%	18.50%	18.80%
	收入	309.15	463.73	602.85	783.70
	yoy	22.72%	50.00%	30.00%	30.00%
	成本	233.14	324.61	409.94	517.25
	毛利率	24.59%	30.00%	32.00%	34.00%

数据来源：西南证券

根据上述假设，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.80 元、2.55 元、3.46 元，未来三年归母净利润将保持 40% 的复合增长率，给予公司 2017 年 35 倍估值，对应目标价 63 元，首次覆盖给予“增持”评级。

6 风险提示

- （1）吸尘器市场培育不及预期，公司内销增速放缓；
- （2）外销业务面临汇率波动风险；
- （3）原材料价格大幅波动风险：一旦原材料价格大幅波动，会直接影响公司盈利能力。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4376.66	5873.94	7415.23	9001.32	净利润	500.66	721.07	1019.39	1384.12
营业成本	3172.14	4101.78	5014.78	5912.45	折旧与摊销	92.79	76.86	79.79	83.50
营业税金及附加	37.82	39.93	53.10	62.11	财务费用	-115.65	-117.48	-148.30	-180.03
销售费用	327.85	499.28	667.37	828.12	资产减值损失	43.49	50.00	50.00	50.00
管理费用	363.07	481.66	608.05	729.11	经营营运资本变动	-213.30	-364.47	-281.91	-304.26
财务费用	-115.65	-117.48	-148.30	-180.03	其他	120.90	-94.36	-116.81	-50.76
资产减值损失	43.49	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	428.89	271.62	602.15	982.59
投资收益	26.96	25.00	25.00	25.00	资本支出	29.02	-120.00	-120.00	-120.00
公允价值变动损益	-0.11	-0.05	-0.06	-0.07	其他	-225.75	24.95	24.94	24.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-196.73	-95.05	-95.06	-95.07
营业利润	574.79	843.70	1195.18	1624.49	短期借款	550.13	-680.00	0.00	0.00
其他非经营损益	14.22	4.61	4.10	3.89	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	589.02	848.32	1199.28	1628.38	股权融资	-1.36	0.00	0.00	0.00
所得税	88.35	127.25	179.89	244.26	支付股利	-76.19	-100.29	-144.44	-204.20
净利润	500.66	721.07	1019.39	1384.12	其他	-16.14	119.27	148.30	180.03
少数股东损益	-0.78	-1.12	-1.59	-2.16	筹资活动现金流净额	456.44	-661.02	3.87	-24.17
归属母公司股东净利润	501.44	722.19	1020.98	1386.28	现金流量净额	784.06	-484.46	510.95	863.35
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2057.28	1572.82	2083.77	2947.12	成长能力				
应收和预付款项	973.67	1192.57	1529.17	1866.08	销售收入增长率	9.34%	34.21%	26.24%	21.39%
存货	492.15	674.34	876.07	1009.08	营业利润增长率	42.18%	46.78%	41.66%	35.92%
其他流动资产	567.81	762.07	962.03	1167.80	净利润增长率	37.70%	44.02%	41.37%	35.78%
长期股权投资	17.54	17.54	17.54	17.54	EBITDA 增长率	36.51%	45.51%	40.29%	35.62%
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	786.17	827.94	866.77	901.90	毛利率	27.52%	30.17%	32.37%	34.32%
无形资产和开发支出	163.06	164.73	166.39	168.06	三费率	13.14%	14.70%	15.20%	15.30%
其他非流动资产	37.54	37.25	36.95	36.66	净利率	11.44%	12.28%	13.75%	15.38%
资产总计	5095.22	5249.25	6538.70	8114.24	ROE	16.82%	20.04%	22.79%	24.48%
短期借款	680.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.83%	13.74%	15.59%	17.06%
应付和预收款项	1253.35	1416.57	1783.70	2132.73	ROIC	20.70%	27.16%	31.55%	37.01%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.61%	13.67%	15.19%	16.97%
其他负债	185.79	234.03	281.41	327.99	营运能力				
负债合计	2119.14	1650.60	2065.10	2460.72	总资产周转率	0.99	1.14	1.26	1.23
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	固定资产周转率	5.51	7.56	9.48	11.23
资本公积	794.62	794.62	794.62	794.62	应收账款周转率	5.89	6.26	6.30	6.11
留存收益	1782.25	2404.15	3280.69	4462.77	存货周转率	6.67	6.44	6.28	6.18
归属母公司股东权益	2976.08	3599.77	4476.31	5658.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.55%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-1.12	-2.71	-4.87	资本结构				
股东权益合计	2976.08	3598.65	4473.60	5653.53	资产负债率	41.59%	31.44%	31.58%	30.33%
负债和股东权益合计	5095.22	5249.25	6538.70	8114.24	带息债务/总负债	32.09%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.95	2.58	2.67	2.87
					速动比率	1.72	2.16	2.24	2.45
					股利支付率	15.19%	13.89%	14.15%	14.73%
					每股指标				
					每股收益	1.25	1.80	2.55	3.46
					每股净资产	7.42	8.98	11.16	14.11
					每股经营现金	1.07	0.68	1.50	2.45
					每股股利	0.19	0.25	0.36	0.51
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	551.93	803.09	1126.66	1527.97					
PE	42.58	29.56	20.91	15.40					
PB	7.17	5.93	4.77	3.77					
PS	4.88	3.63	2.88	2.37					
EV/EBITDA	36.13	24.59	17.07	12.02					
股息率	0.36%	0.47%	0.68%	0.96%					

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 20 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 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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn