

展店速度加快，供应链持续优化

投资要点

- **事件:** 公司 2018 年实现营业收入 21.4 亿元，同比+18.1%；归母净利润 1.2 亿元，同比+28.2%；扣非后归母净利润 1.0 亿元，同比+24.8%。其中 2018Q4 单季营收 6.2 亿元，同比+19.2%，归母净利润 0.5 亿元，同比+18.2%。
- **毛利率创新高，期间费用率略微上升。**公司 2018 年毛利率上升 0.36pp 至 28.8%，创历史新高，主要原因是产品结构调整和供应链持续优化；期间费用率上升 0.56pp 至 21.4%，其中，销售费用率上升 1.23pp 至 18.2%，管理费用率下降 0.55pp 至 3.0%，财务费用率下降 0.12pp 至 0.2%。
- **优势区域加快布局，跨区域横向扩张。**（1）**优势区域:** 截止 2018 年底公司在上海、江苏、浙江、福建共开设了 223 家直营门店，2016-2018 年公司新开门店数量分别为 27、37、33、45 家，净增加门店数量分别为 15、20、10、34，自身开店速度不断提升。（2）**新区域:** 2018 年底公司公告控股重庆泰诚，将掌管重庆涪陵区开约 20 家门店（约 7-8 千万元营收体量），未来以重庆为据点，开辟西南市场业务，为进入新区域布局。
- **优化商品结构、强化公司供应链。**（1）**加大自有产品比重:** 2018 年公司自有品牌商品销售 1.8 亿元，占商品销售的比重达 9%，同比+29%，自有商品毛利率比现有高出 10 个点，预计未来三年自有产品占比将达到 20%。（2）**增加直供品牌。**2014-2017 年，公司直采金占比 44.0%、50.1%、57.8%、60.1%，2018 年公司与荷兰皇家菲仕兰公司达成直供确认协议，未来直供比重将进一步提高。（3）**商品高端化:** 公司定位于中高端母婴市场，未来将进一步扩大中高端品牌产品的采购渠道，加强品牌合作。
- **股权激励深度绑定管理层。**2019 年年初公司发布限制性股票激励计划，拟授予公司高管、中层管理人员等 55 人共计 212 万股，占总股本比重 2.12%，解除限售期分三期。
- **盈利预测与评级。**预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 1.5 亿元、1.8 亿元、2.2 亿元，EPS 分别为 1.00 元、1.23 元、1.48 元，对应 PE 分别为 42/34/29 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 门店拓展速度及门店经营效率不及预期；连锁零售模式存在租金上涨等风险。

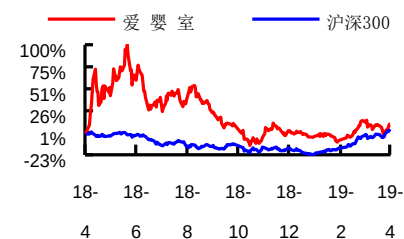
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2135.40	2606.47	3151.59	3719.67
增长率	18.12%	22.06%	20.91%	18.03%
归属母公司净利润(百万元)	119.99	150.18	184.32	221.72
增长率	28.23%	25.15%	22.74%	20.29%
每股收益 EPS(元)	0.80	1.00	1.23	1.48
净资产收益率 ROE	14.07%	12.90%	13.95%	14.69%
PE	53	42	34	29
PB	7.17	5.24	4.65	4.10

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn
 联系人: 嵇文欣
 电话: 021-58351812
 邮箱: jwx@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)	1.00
流通 A 股(亿股)	0.55
52 周内股价区间(元)	33.25-76.38
总市值(亿元)	42.35
总资产(亿元)	13.88
每股净资产(元)	8.85

相关研究

1 A 股唯一纯母婴标的，深耕华东持续发展

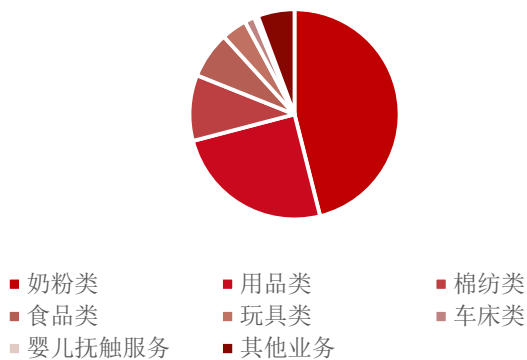
爱婴室立足于江浙沪及福建等华东地区，以直营门店为主、电子商务为辅、采用多种渠道为孕前至 6 岁婴幼儿家庭提供优质母婴用品和相关服务的专业连锁零售商。公司成立于 2005 年 8 月，于 2018 年上市。公司销售的母婴商品涵盖了婴幼儿奶粉、营养品、纸尿裤、喂哺用品、玩具、婴童服饰、洗护用品、孕产妇用品等大类，数量逾万种，公司已开设直营门店 223 家，营业面积达 13.5 万平方米。公司与 200 多家国际及国内著名品牌建立了紧密的合作关系。国内消费者对母婴商品质量要求较高，且偏好知名品牌，而公司经过多年市场耕耘，也逐渐形成品牌规模。

图 1：主要商品品牌情况

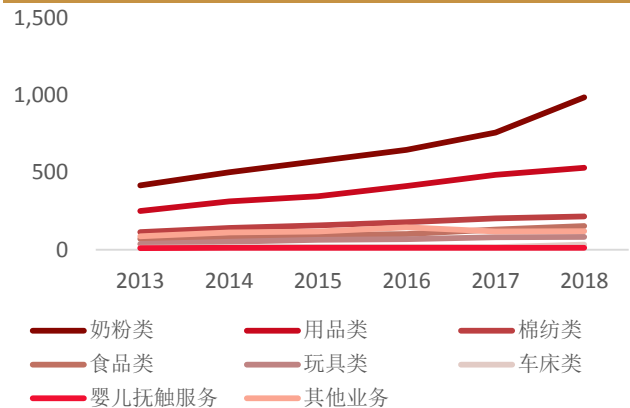


数据来源：公司公告，西南证券整理

分品类来看：公司主营业务为母婴商品销售及相关服务。公司与 200 多家国际及国内著名品牌建立了紧密的合作关系。乳制品营收占比 46.1%，主要合作品牌有惠氏、贝因美、雅培等；用品类营收占比 24.8%，主要有花王、妈咪宝贝、帮宝适等；棉纺类营收占比 10.1%，主要有家好月圆、英氏等；食品类营收占比 7.19%，主要有合生元、农夫山泉等；玩具类营收占比 3.9%，有迪士尼、乐高等；车床类营收占比 1.6%，主要有瑞凯威、葛莱等。公司未来将着力打造自有品牌，并通过取得国际知名卡通形象授权，实施双品牌经营策略，丰富产品形象，提高品牌附加值和产品差异化。

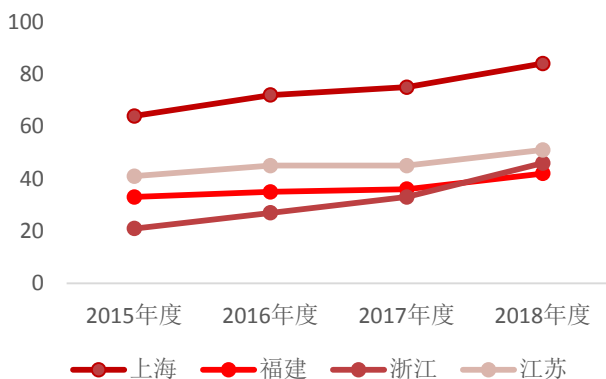
图 2：2018 年公司主营业务产品结构情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

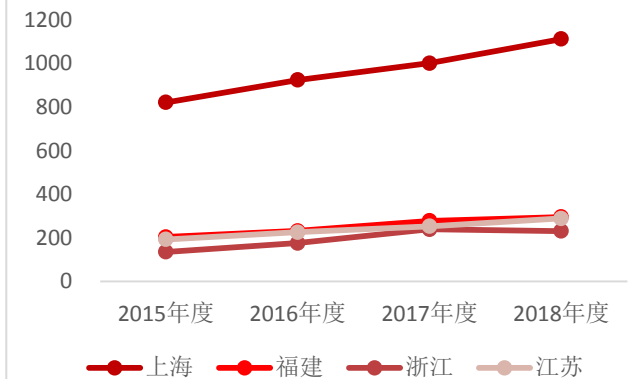
图 3：2013-2018 年年公司主营产品结构变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

分区域来看：公司目前主要市场集中在江浙沪及福建等华东地区。由于公司定位于中高端，因此公司直营门店营销渠道主要布局于华东地区经济发达城市截至 2018 年公司在江苏省、浙江省、福建、上海市的直营店有 51 家、46 家、42 家、84 家；销售增长率分别为 26.1%、46.1%、18.8%、10.7%。

图 4：2015-2018 年公司不同省市直营门店数量情况


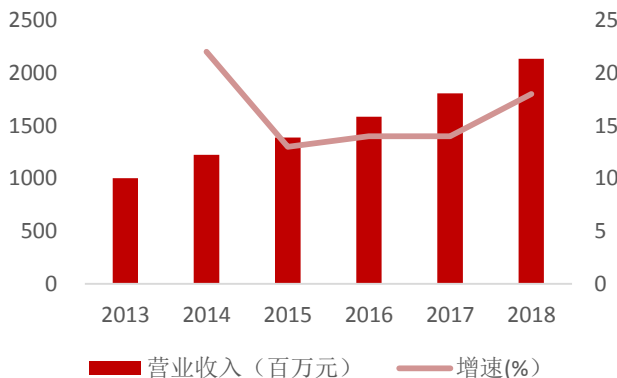
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2015-2018 年公司不同省市直营门店营业收入情况


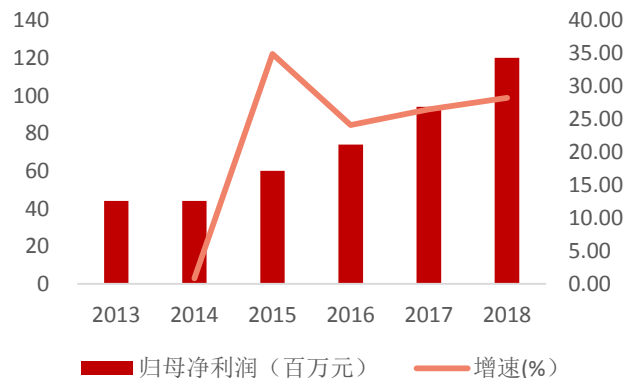
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司近 5 年规模及利润均保持稳定增长。公司在过去 2013-2017 年间分别实现 10.0 亿、12.2 亿、13.9 亿、15.9 亿、18.1 亿的营业收入，复合增速为 12.6%。公司的主营业务为通过门店、电子商务等渠道为客户提供商品和服务，公司的净利润主要来自于购销商品的差价。增长主要原因有：①公司保持较快的开店速度，13-17 年直营门店数量分别为 129 家、144 家、159 家、179 家、189 家，公司经营网络的拓展不仅扩大公司商品销售规模，同时公司依托门店业务向经营商收取的其他服务收入规模也逐年增长；②公司逐步关闭沿街店，发展盈利水平更高的商场店，而使得每年新增门店毛利率高于该区域已有门店毛利率水平，收入水平也得到提升；③随着公司经营规模的扩大，公司与供应商的议价能力逐渐增强，可获得更低的采购成本和更高的配套服务收入，从而进一步提高公司毛利。

2018 年公司业绩实现稳步上升。公司 2018 年实现营业收入 21.4 亿元，同比+18.1%；归母净利润 1.2 亿元，同比+28.2%；扣非后归母净利润 1.0 亿元，同比+24.8%。

图 6：2013 年以来公司营业收入及增速


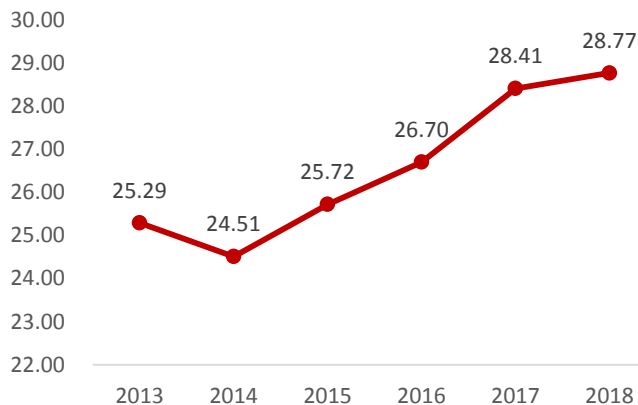
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2013 年以来公司归母净利润及增速


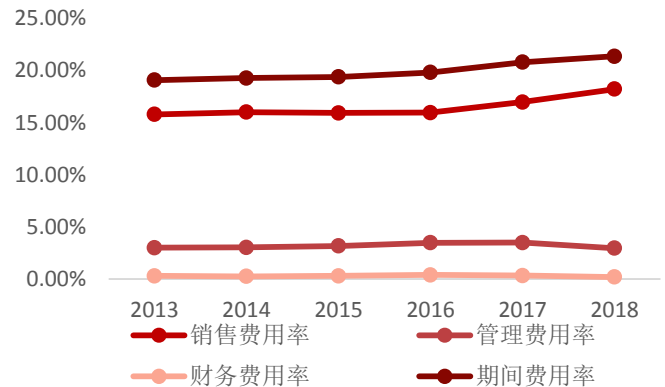
数据来源：公司公告，西南证券整理

2014 年以来公司毛利率保持上升趋势。2014-2017 年毛利率分别为 24.5%、25.7%、26.7%、28.4%，复合增速为 3.0%。2017 年，毛利率水平较以前年度有所增长，主要是由于公司部分供应商调整营销策略，相比以前年度更加侧重产品价格竞争、在定价策略上给予客户更多折扣所致。2018 年公司毛利率上升 0.36pp 至 28.8%。

期间费用率略微上升。2013-2017 年公司期间费用率分别为 19.1%、19.3%、19.4%、19.8%、20.8%，基本保持平稳，其中销售费用占比最高，符合零售行业企业的经营特征。期间费用率上升 0.56pp 至 21.4%，其中，销售费用率上升 1.23pp 至 18.2%，管理费用率下降 0.55pp 至 3.0%，财务费用率下降 0.12pp 至 0.2%。

图 8：公司毛利率变化情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司销售、管理、财务费用率变化情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 展店速度加快，内部强化品类优势

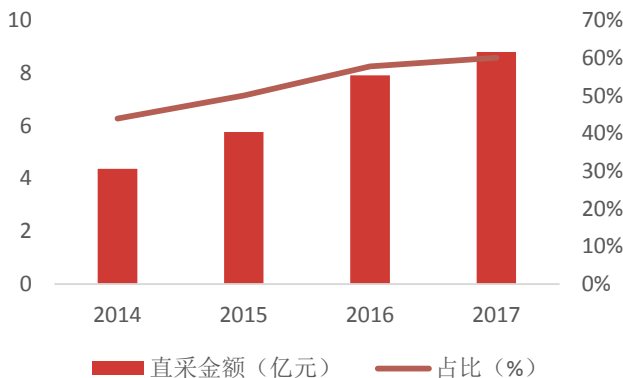
展店速度加快，利润增长较好。截至 2018 年底，公司已进驻上海、福州、宁波、杭州、厦门、无锡、南通、绍兴、嘉兴、舟山这 8 个经济发达城市，公司已开设直营门店 223 家，营业面积达 13.5 万平方米。15-18 年的门店数量分别为 159、179、189、223，15-18 年的平均单店营业收入分别为 851.5 万元、870.2 万元、937.5 万元、903.2 万元。随着公司直营门店布局的不断扩张，公司整体经营业绩不断提升；同时，作为华东地区规模较大的母婴商品销售及相关服务连锁零售企业，公司渠道优势较为明显，品牌知名度亦随门店扩张而不断提升，报告期内，单店平均收入水平亦稳步增长。由于，18 年新开 45 家门店，主动淘汰 11 家不符合发展要求的门店，全年净增 34 家店铺，开店速度加快以及店铺租金上涨，导致 18 年单店营收略有下降。

公司对商品的采购实行以总部统一集中采购为主和区域采购相结合的方式，直采方式逐年提高。对销售商品的配送实行以自建物流仓储中心配送为主和供应商直送相结合的方式，近三年来，公司直接从生产商采购的商品金额占公司采购总额的 50% 以上，这一采购比例还在逐年提高，从而有利于降低公司商品采购成本；由于采购商品量较大，公司跟供应商的议价能力较强。公司 85% 左右的销售商品通过子公司上海亲蓓向供应商统一集中采购，然后由上海亲蓓统一配送给各地子公司管理的直营门店实现终端销售。2014-2017 年，公司直采金额分别为 4.4、5.8、7.9、8.8 亿，分别占比 44.0%、50.1%、57.8%、60.1%，直采占比不断提升。2018 年公司与荷兰皇家菲仕兰公司达成直供确认协议，未来直供比重将进一步提高。

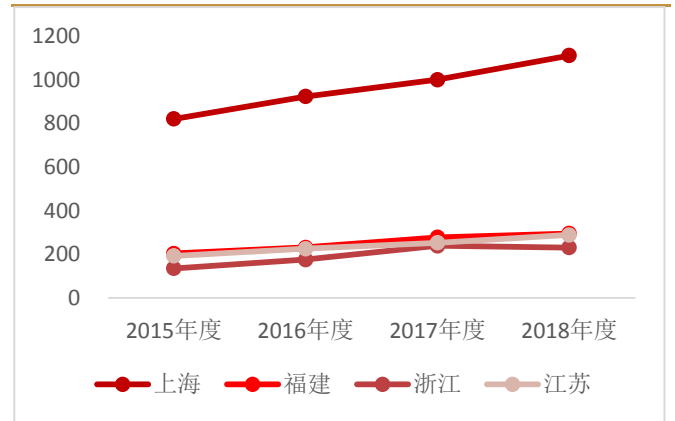
表 1：2015-2017 年度公司不同城市直营门店开店及营收情况（万元）

地区	2015 年度			2016 年度			2017 年度			2018 年度		
	营业收入	门店数量	平均单店营业收入	营业收入	门店数量	平均单店营业收入	营业收入	门店数量	平均单店营业收入	营业收入	门店数量	平均单店营业收入
上海	82096.83	64	1282.76	92350.36	72	1282.64	100094.89	75	1334.6	111184.16	84	1323.62
福州	14954.88	23	650.21	17890.63	26	688.1	21467.1	28	766.68	29595.08	42	704.64
厦门	5477.97	10	547.8	5355.94	9	595.1	6373.13	8	796.64			
宁波	8346.79	13	642.06	11423.02	16	713.94	13509.67	15	900.64	31728.28	46	689.75
杭州	3388.57	5	677.71	3576.08	6	596.01	4895.45	5	979.09			
绍兴	790.9	1	790.9	976.44	2	488.22	2088.12	6	348.02			
嘉兴	1069	2	534.5	1616.73	2	808.36	2768.33	6	461.39			
舟山	——	——	——	6.77	1	6.77	654.5	1	654.5	28913.46	51	566.93
无锡	776.93	1	776.93	1086.52	3	362.17	1208.36	2	604.18			
南通	18491.59	40	462.29	21480.44	42	511.44	24118.67	43	560.9			
合计	135393.46	159	851.53	155762.92	179	870.18	177178.23	189	937.45	201420.98	223	903.23

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司 2014-2017 年直采情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司 2015-2018 年不同城市营收情况（百万元）


数据来源：公司公告，西南证券

公司将进一步优化供应链管理，扩大中高端品牌产品的采购渠道，拓展自有品牌和独家代理品牌数量，从产品差异化方面拉开与同行业企业的市场竞争差距。公司基于市场调研分析消费者偏好、确定符合市场需求趋势的待开发商品，遴选合适的生产厂商进行共同设计开发和授权外部厂商以 OEM 方式生产并向其采购后以自有品牌对外销售。公司根据商品质量控制制度的要求对各批次的自有品牌商品进行质量审核。公司未来将着力打造自有品牌，并通过取得国际知名卡通形象授权，实施双品牌经营策略，丰富产品形象，提高品牌附加值和产品差异化。

股权激励深度绑定管理层。2019 年年初爱婴室发布限制性股票激励计划，拟授予公司高管、中层管理人员等 55 人共计 212 万股，占总股本比重 2.1%，解除限售期分三期，考核条件为分别为以 2018 年为基数，2019、2020、2021 年公司净利润增速不低于 20%、44% 和 70%。其中，首次授予 172 万股，占该激励计划公告时公司股本总额 1 亿股的 1.7%；预留 40 万股，占该激励计划公告时公司股本总额 1 亿股的 0.4%，用以后续激励公司部分营运人员。本激励计划限制性股票的授予价格为每股 19.7 元。

3 盈利预测与估值

假设 1：公司展店速度不断提升，预计 2019-2021 年公司新开店数量为 50-60 家，净开店 40 家左右。

假设 2：预计 2019-2021 年公司门店销售的销量增速分别为 18.7%、17.3%、14.3%。

假设 3：预计 2019-2021 年电子商务的销量增速分别为 98%、80%、70%。

假设 4：预计 2019-2021 年批发类的销量增速分别为 70%、50%、30%。

表 2：分品类收入拆分

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计						
营业收入	1584.96	1807.85	2135.4	2606.46	3151.59	3719.66
yoy	14.19%	14.06%	18.12%	22.06%	20.91%	18.03%
营业成本	1161.77	1294.26	1521.04	1847.62	2221.77	2616.25

单位: 百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	26.70%	28.41%	28.77%	29.11%	29.50%	29.66%
门店销售						
收入	1557.63	1771.78	2020.86	2399.03	2813.50	3215.50
yoy	15.05%	13.75%	14.06%	18.71%	17.28%	14.29%
成本	1136.1	1261.78	1450.02	1663.84	1921.32	2166.19
毛利率	27.06%	28.78%	28.25%	31%	32%	33%
电子商务						
收入	4.44	18.98	45.35	89.79	161.63	274.77
yoy	-72.49%	327.48%	138.94%	98%	80%	70%
成本	4.38	17.65	41.77	82.61	148.70	252.79
毛利率	1.35%	7.01%	7.89%	8%	8%	8%
批发						
收入	22.9	17.09	69.2	117.64	176.46	229.40
yoy	27.29%	-25.37%	304.92%	70%	50%	30%
成本	21.3	14.83	59.28	101.17	151.76	197.28
毛利率	6.99%	13.22%	14.34%	14%	14%	14%

数据来源: Wind, 西南证券 (注: 门店销售包含门店商品销售收入、婴儿抚触等服务收入和分配至门店的其他业务收入)

表 3: 可比公司估值比较

代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE		
				TTM	18E	19E
002024.SZ	苏宁易购	1349.96	1349.96	10.13	12.38	33.24
600655.SH	豫园股份	394.70	394.70	13.07	11.39	10.15
002127.SZ	南极电商	278.14	278.14	31.39	22.40	17.09
300755.SZ	华致酒行	93.08	93.08	40.54	38.31	30.35
603214.SH	爱婴室	42.35	42.35	37.94	28.82	23.18
平均		--	--	26.61	22.66	22.80

数据来源: wind, 西南证券整理

预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 1.5 亿元、1.8 亿元、2.2 亿元, EPS 分别为 1.00 元、1.23 元、1.48 元, 对应 PE 分别为 42/34/29 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

4 风险提示

门店拓展速度及门店经营效率不及预期; 连锁零售模式存在租金上涨等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2135.40	2606.47	3151.59	3719.67	净利润	130.75	163.63	200.84	241.59
营业成本	1521.04	1847.62	2221.78	2616.26	折旧与摊销	34.63	8.15	8.15	8.15
营业税金及附加	9.66	9.90	12.61	14.13	财务费用	4.09	7.82	9.45	10.42
销售费用	389.11	463.95	564.14	665.82	资产减值损失	1.39	5.00	5.00	5.00
管理费用	63.13	75.59	91.40	107.87	经营营运资本变动	-42.96	-59.43	-46.56	-46.16
财务费用	4.09	7.82	9.45	10.42	其他	-23.59	-15.12	-14.24	-12.24
资产减值损失	1.39	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	104.30	110.05	162.63	206.76
投资收益	15.27	10.00	8.00	8.00	资本支出	-26.93	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-23.72	13.22	8.00	8.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-50.65	33.22	8.00	8.00
营业利润	171.78	206.58	255.22	308.17	短期借款	50.00	-50.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.22	7.96	7.81	7.84	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	169.57	214.55	263.04	316.01	股权融资	411.52	200.00	0.00	0.00
所得税	38.82	50.91	62.20	74.42	支付股利	0.00	-24.00	-30.04	-36.86
净利润	130.75	163.63	200.84	241.59	其他	-32.72	-7.82	-9.45	-10.42
少数股东损益	10.75	13.46	16.52	19.87	筹资活动现金流净额	428.80	118.18	-39.49	-47.28
归属母公司股东净利润	119.99	150.18	184.32	221.72	现金流量净额	482.45	261.45	131.14	167.48
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	598.92	860.38	991.52	1159.00	成长能力				
应收和预付款项	71.77	107.55	128.49	147.17	销售收入增长率	18.12%	22.06%	20.91%	18.03%
存货	462.25	562.93	678.83	798.99	营业利润增长率	21.86%	20.26%	23.55%	20.75%
其他流动资产	51.26	58.64	70.91	83.69	净利润增长率	25.04%	25.15%	22.74%	20.29%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.78%	5.72%	22.59%	19.76%
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	70.60	67.42	64.25	61.07	毛利率	28.77%	29.11%	29.50%	29.66%
无形资产和开发支出	24.54	2.85	1.16	-0.54	三费率	21.37%	21.00%	21.10%	21.08%
其他非流动资产	108.56	105.29	102.01	98.73	净利率	6.12%	6.28%	6.37%	6.50%
资产总计	1387.92	1765.06	2037.15	2348.11	ROE	14.07%	12.90%	13.95%	14.69%
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.42%	9.27%	9.86%	10.29%
应付和预收款项	352.75	428.25	515.78	607.50	ROIC	28.36%	29.42%	31.32%	32.79%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.86%	8.54%	8.66%	8.78%
其他负债	55.93	67.94	81.70	96.20	营运能力				
负债合计	458.68	496.20	597.48	703.71	总资产周转率	1.98	1.65	1.66	1.70
股本	100.00	150.00	150.00	150.00	固定资产周转率	30.21	37.77	47.87	59.36
资本公积	415.64	565.64	565.64	565.64	应收账款周转率	175.21	167.01	172.61	169.25
留存收益	369.82	496.00	650.29	835.15	存货周转率	3.63	3.58	3.56	3.53
归属母公司股东权益	885.46	1211.64	1365.93	1550.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.04%	—	—	—
少数股东权益	43.77	57.23	73.75	93.62	资本结构				
股东权益合计	929.23	1268.87	1439.67	1644.40	资产负债率	33.05%	28.11%	29.33%	29.97%
负债和股东权益合计	1387.92	1765.06	2037.15	2348.11	带息债务/总负债	10.90%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.58	3.20	3.13	3.11
					速动比率	1.57	2.07	1.99	1.98
					股利支付率	0.00%	15.98%	16.29%	16.63%
					每股指标				
					每股收益	0.80	1.00	1.23	1.48
					每股净资产	5.90	8.08	9.11	10.34
					每股经营现金	0.70	0.73	1.08	1.38
					每股股利	0.00	0.16	0.20	0.25
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	210.50	222.55	272.83	326.74					
PE	52.94	42.30	34.46	28.65					
PB	7.17	5.24	4.65	4.10					
PS	2.97	2.44	2.02	1.71					
EV/EBITDA	17.15	24.34	19.37	15.66					
股息率	0.00%	0.38%	0.47%	0.58%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn