

各业态稳步增长，传统分销与创新业务持续扩张

投资要点

- **业绩总结：**公司2019年实现营业收入520.5亿元，同比增长20.7%；实现归母净利润12.71亿元，同比增长5%；扣非后归母净利润为12.3亿元，同比增长4.3%。公司2020年第一季度实现营业收入128.2亿元，同比增长6.2%；实现归母净利润2.5亿元，同比下降16.9%；实现扣非后归母净利润2.4亿元，同比下降18.7%。
- **直营+加盟+并购模式提高经营效率，直销业务全面增长。**公司继续“内延+外扩”的拓展策略，实行积极的门店扩张计划，大力拓展分销办零售药店、小型社会办医等相关业态。公司门店总数达5021家，其中直营店3744家，加盟店1277家，2019年并购净增长138家（不含吉林天和、养和堂）。2019年公司实现分销业务营业收入400.1亿元，同比增长22.2%。公司扩大直销业务优势。其中，医院直销同比增长21.8%，其他医疗机构直销同比增长31.6%，零售直销同比增长32.9%，器械耗材业务同比增长47.7%，零售诊疗业务同比增长63.1%。
- **抓住政策机遇促进业务协同，经营效率得以改善。**公司抓住“4+7”带量采购政策、“两广地区GPO、国谈品种持续扩围等政策机遇，借助全国性的销售网络布局扩张业务，推进批发零售一体化，并通过进军创新业务，增强经营协同效应，带动营业收入与净利润再创新高。零售直销、零售诊疗、基层医疗、器械耗材四大传统业务稳步增长；直营常规同比增长13%，批发业务同比增长64%，OTO业务同比增长33.1%，电商业务同比增长29.7%。公司成本管理良好，费用率同比下降。2019年公司销售费用率下降0.5个百分点，管理费用率同比下降0.2个百分点，财务费用率同比下降0.1个百分点。
- **DTP药房与院边店承接处方外流，有望持续稳健增长。**公司加速医保整合，继续建设院边店以及DTP药房，承接处方外流红利。2019年公司处方药销售占比为53%，同比增长2个百分点，实现处方对接医院20家，新增医保资质区域4个；公司DTP业务同比增长32.1%，加速重点产品开发，引进DTP新品27个。预计随着处方溢出效应持续，公司DTP业务有望保持稳健增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为3.12元、3.47元和3.83元，对应PE分别为13倍、12倍、11倍。考虑到公司各业态协同发展有望进一步提升经营效率。首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**零售行业政策变化风险，门店扩张不及预期风险，业务整合不及预期风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	52045.76	54304.07	59536.62	64579.85
增长率	20.69%	4.34%	9.64%	8.47%
归属母公司净利润（百万元）	1271.29	1335.35	1484.28	1639.34
增长率	5.00%	5.04%	11.15%	10.45%
每股收益EPS（元）	2.97	3.12	3.47	3.83
净资产收益率ROE	9.66%	9.15%	9.42%	9.58%
PE	14	13	12	11
PB	1.37	1.27	1.17	1.07

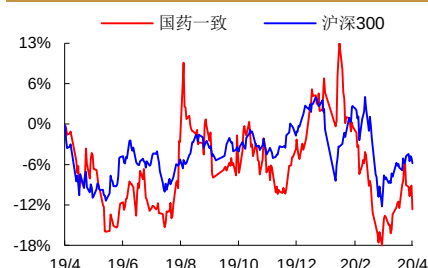
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
 执业证号：S1250513110001
 电话：021-58351962
 邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：杜向阳
 执业证号：S1250520030002
 电话：021-68416017
 邮箱：duxu@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)	4.28
流通A股(亿股)	3.68
52周内股价区间(元)	38.45-53.04
总市值(亿元)	175.75
总资产(亿元)	368.83
每股净资产(元)	30.51

相关研究

目 录

1 国药一致：行业领先的药品分销及供应链服务提供商	1
2 各业态高速增长，为公司稳增长添动力	5
2.1 分销业务持续扩张	5
2.2 直营+加盟模式扩张门店，并购加速零售业务发展	6
2.3 DTP 药房+医保资质门店扩张承接处方外流	6
3 引进外资+发展创新业务，经营效率有望再提高	7
4 盈利预测与估值	7
5 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构.....	2
图 3：2014-2019 年营业收入及增速.....	2
图 4：2014-2019 年公司净利润及增速.....	2
图 5：公司 2019 年主营业务占比情况（亿元）	3
图 6：公司 2019 年主营业务毛利占比情况（亿元）	3
图 7：2015-2019 年公司各类业务占比情况.....	3
图 8：2016-2019 年公司各类业务毛利率情况.....	3
图 9：公司 2019 年主营产品占比情况（亿元）	4
图 10：2015-2019 年公司各类产品收入占比情况.....	4
图 11：2016-2019 年公司各类业务毛利率情况.....	4
图 12：2016-2019 年公司分地区毛利率情况.....	4
图 13：2015-2019 年公司费用率情况.....	5
图 14：公司分销网络.....	5
图 15：2019 年公司直营店及加盟店分地区情况.....	6
图 16：2019 年公司直营店及加盟店分地区收入情况（亿元）	6
图 17：2019 年公司医保门店占比情况.....	7

表 目 录

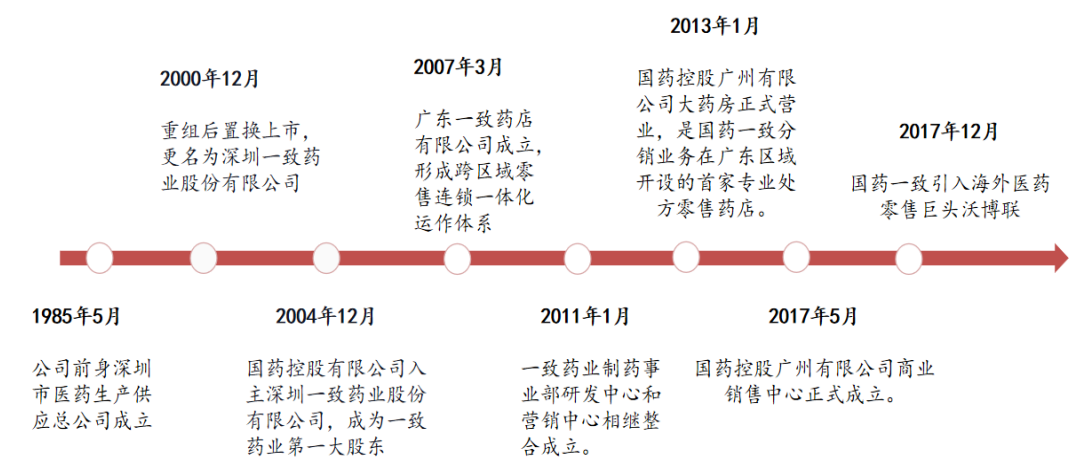
表 1：分业务收入及毛利率.....	7
表 2：可比公司估值情况.....	8
附表：财务预测与估值.....	9

1 国药一致：行业领先的药品分销及供应链服务提供商

国药集团一致药业股份有限公司成立于 1985 年，目前在全国 19 个省、自治区、直辖市建立了 29 家区域连锁公司，覆盖近 70 个大中城市，拥有超 4000 家零售药店，下属子公司达到 100 多家，销售规模五年来稳居中国医药零售行业首位。公司及子公司主要经营范围为：中药饮片、中成药、化学原料药、化学药制剂、抗生素原料药、抗生素制剂、生化药品、生物制品(含疫苗和体外诊断试剂)、第二类精神药品(制剂)、麻醉药品、第一类精神药品(区域批发型企业)、医疗用毒药品、蛋白同化制剂、肽类激素的批发和零售;保健食品经营以及医药咨询服务。

2016 年以来，公司转型为中国医药集团属下的全国医药零售整合平台，完成了与国大药房的重组，实现了“零售+分销+工业投资”的战略转型与升级。目前公司旗下全国跨区域医药零售连锁品牌“国大药房”为国内外药品、医疗器械、耗材及其他医疗保健产品的制造商和供应商，下游的医院、其他分销商、零售药店、基层医疗机构等客户提供全面的分销、物流和其他增值服务。在稳步扩张分销业务和零售业务的同时，公司积极探索全业态发展，融合供应链及互联网实现创新，开拓多元化业务。

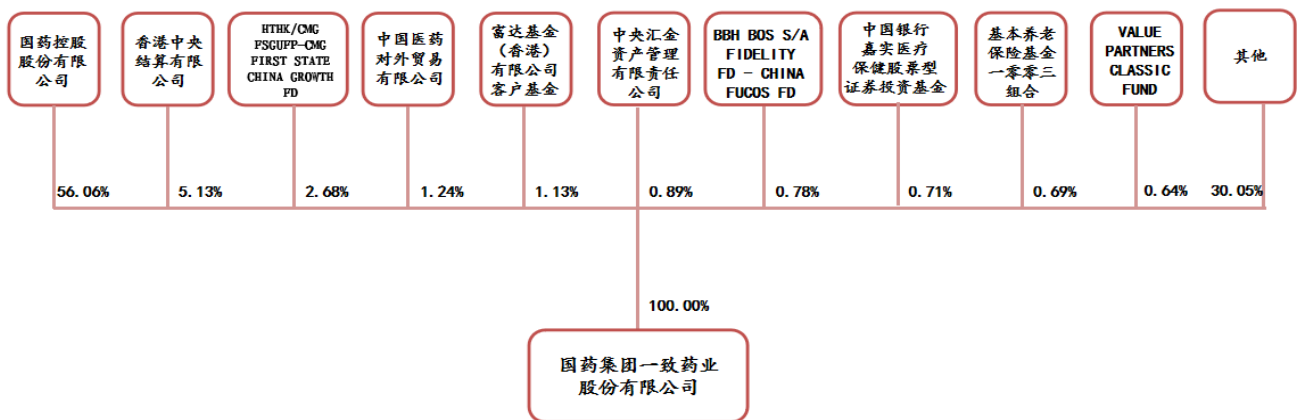
图 1：公司发展历程



数据来源：公司年报，西南证券整理

国有集中控股，股权结构稳定。公司股权较为集中，控股股东国药控股股份有限公司，属于为中央国有控股。截止 2019 年末，国药控股股份有限公司持有国药集团药业股份有限公司 54.72% 股权。公司实际控制人为中央国资管理机构中国医药集团有限公司。

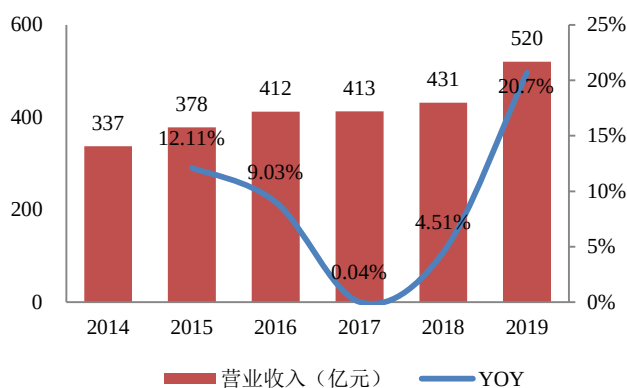
图 2：公司股权结构



数据来源：公司年报，西南证券整理

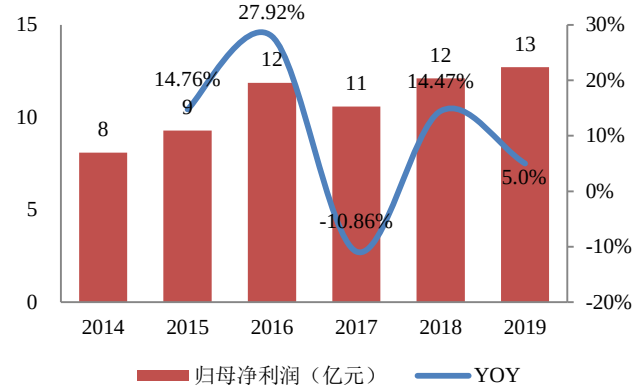
各业态稳步发展，公司营业收入及净利润创新高。公司借助全国性的销售网络布局扩张业务，推进批发零售一体化，并通过进军创新业务，增强经营协同效应，带动营业收入与净利润再创新高。2019 年度，公司营业收入 520.5 亿元，同比增长 20.7%；归母净利润为 12.7 亿元，同比增长 5.0%。

图 3：2014-2019 年营业收入及增速



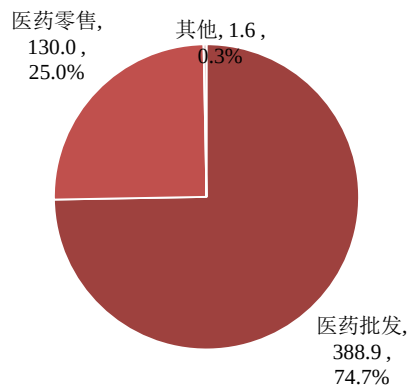
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 4：2014-2019 年公司净利润及增速

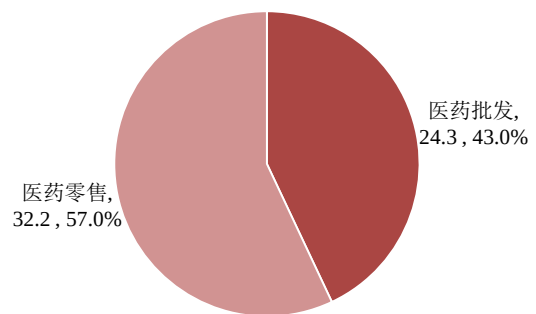


数据来源：公司年报，西南证券整理

医药批发为核心业务。从业务收入占比来看，医药批发为公司的核心业务，2019 的销售收入为 388.9 亿元，占比约为 74.7%，其次是医药零售业务，销售收入为 130 亿元，占比约为 25%。医药零售贡献毛利润为 32.2 亿元，占业务总比例的 57%，占比贡献较多的原因是业务毛利率较高，为 24.7%。公司分业务毛利率均有小幅降低。其中，医药批发毛利率同比降低 0.5 个百分点，零售业务毛利率同比降低 0.9 个百分点。

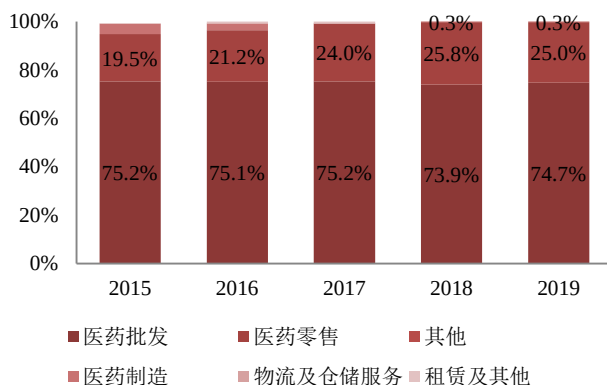
图 5：公司 2019 年主营业务占比情况（亿元）


数据来源：公司年报，西南证券整理

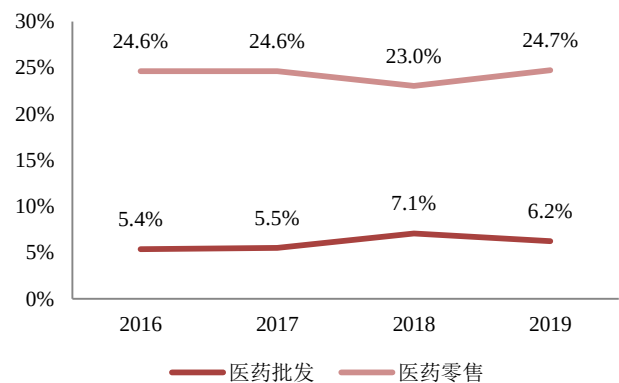
图 6：公司 2019 年主营业务毛利占比情况（亿元）


数据来源：公司年报，西南证券整理

2019 年公司医药批发业务收入占总收入比例为 74.7%，比去年同期业务占比上升 0.8 个百分点，医药零售业务同比下降 0.8 个百分点。2019 年公司医药批发业务毛利率为 24.7%，比去年增长 1.7 个百分点，近年来呈波动上升趋势；2019 年公司医药零售业务毛利率为 6.2%，比去年降低 0.9 个百分点，虽有小幅度降幅，但近年来也呈波动上升趋势。

图 7：2015-2019 年公司各类业务占比情况


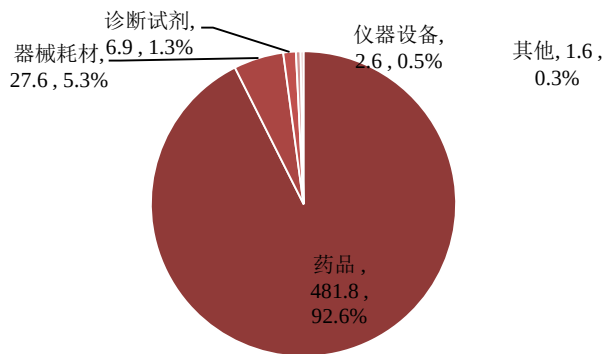
数据来源：wind，西南证券整理

图 8：2016-2019 年公司各类业务毛利率情况


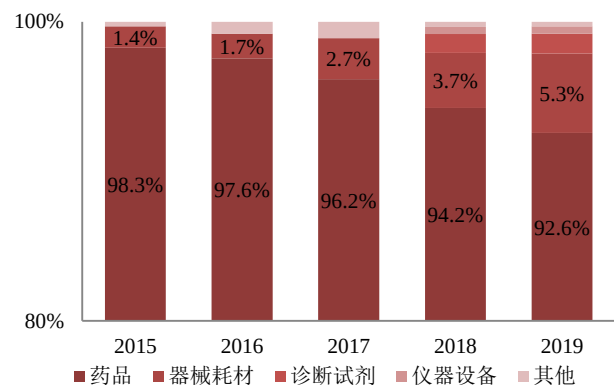
数据来源：wind，西南证券整理

药品为主营产品。公司经营商品品规接近 12 万种，品种资源丰富，且建立了覆盖面广，专业化高的商品体系。公司主营产品有药品、器械耗材、仪器设备等。2019 年公司药品销售额为 481.8 亿元，占比为 92.6%；其次是器械耗材销售额为 27.6 亿元，占比为 5.3%。2019 年公司各产品销售收入均同比上升。其中，药品业务同比增长 18.6%，器械耗材业务同比增长 73.4%，诊断试剂业务同比增长 26.2%，仪器设备业务同比增长 25.7%。

2019 年公司药品销售收入占比为 92.6%，比去年占比下降 1.6 个百分点；器材耗材销售收入占比为 5.3%，比去年占比上升 1.6 个百分点；诊断试剂、仪器设备与其他主营业务销售收入和去年同期相比持平，分别占主营业务收入比例为 1.3%、0.5%和 0.3%。

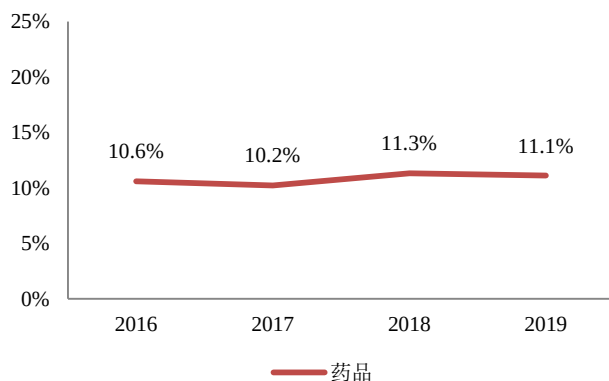
图 9：公司 2019 年主营产品占比情况（亿元）


数据来源：公司年报，西南证券整理

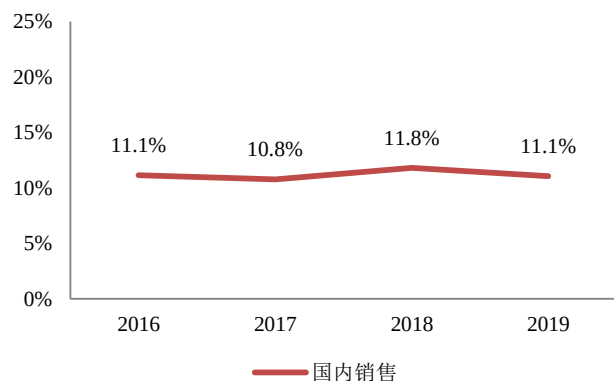
图 10：2015-2019 年公司各类产品收入占比情况


数据来源：公司年报，西南证券整理

公司业务毛利率情况基本维持稳定。目前行业整体增速呈现放缓趋势，盈利空间不断压缩，药品价格面临下行压力。公司 2019 年药品销售毛利率为 11.1%，比去年同期下降 0.8 个百分点。公司在国内销售的毛利率情况也维持基本稳定水平，2019 年国内销售毛利率 11.1%，同比下降 0.7 个百分点。我们预计未来毛利率会有小幅上涨并维持稳定水平。

图 11：2016-2019 年公司各类业务毛利率情况


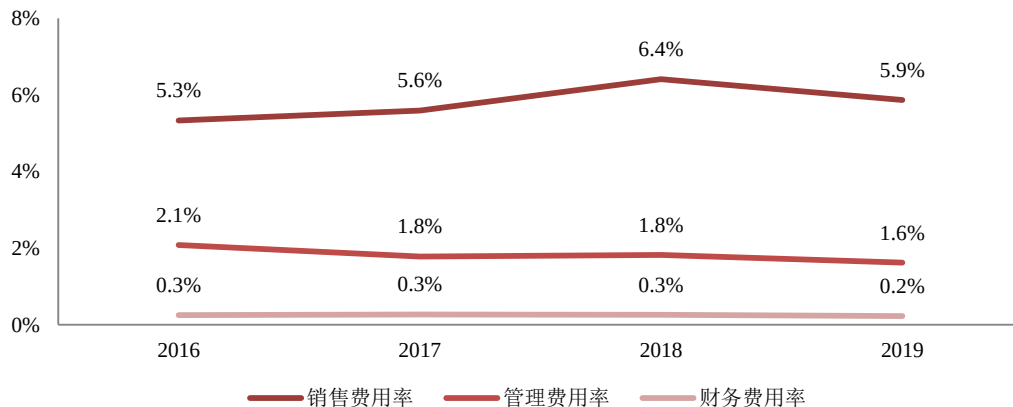
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 12：2016-2019 年公司分地区毛利率情况


数据来源：公司年报，西南证券整理

公司成本管理良好，费用率同比下降。近年来，公司管理费用率与销售费用率均维持稳定水平。2019 年公司销售费用率下降 0.5 个百分点，管理费用率同比下降 0.2 个百分点，财务费用率同比下降 0.1 个百分点。

图 13：2015-2019 年公司费用率情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

2 各业态高速增长，为公司稳增长添动力

公司积极响应医改政策，抓住“4+7”带量采购政策、“两广地区 GPO、国谈品种持续扩围等政策机遇，依托现代零售药房继续大力发展药品零售业务，并实施业务转型升级战略，公司各业态平稳发展。

2.1 分销业务持续扩张

公司以中国南部地区为基础，深耕两广区域，通过借助现代化物流与综合管理的一体化经营平台，持续提升品牌影响力及渗透力度。2019 年公司对客户类型进行优化调整，促进分销业务网络进一步扩张，其中：二三级医疗机构 959 家；基层医疗客户 6807 家；零售终端客户（连锁药店、单店、医院自费药房）4479 家。

图 14：公司分销网络

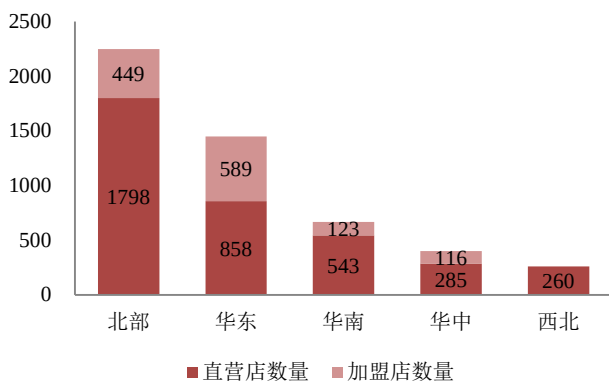


数据来源：公司官网，西南证券整理

2.2 直营+加盟模式扩张门店，并购加速零售业务发展

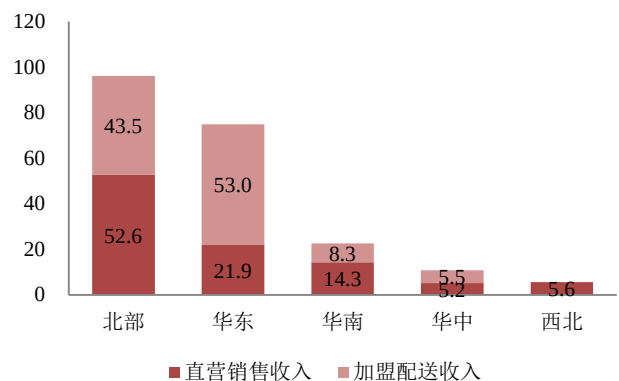
公司实行积极的门店扩张策略，兼顾直营店和加盟店两种经营模式。2019 年底公司共有门店 5021 家，其中直营门店 3744 家，加盟店 1274 家；其中北部地区直营店数量最多，共有 1789 家，占直营店数量比例为 47.8%。公司净增门店数 746 家。新增直营店和加盟店净增 608 家，并购净增 138 家。截至 2019 年末，公司直营门店 3744 家，销售收入 99.6 亿元；加盟店 1277 家，配送收入 11 亿元。其中，华东地区加盟店配送收入及北部地区直营店销售收入贡献营业收入较多，分别为 53 亿和 52.6 亿元。

图 15：2019 年公司直营店及加盟店分地区情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 16：2019 年公司直营店及加盟店分地区收入情况（亿元）

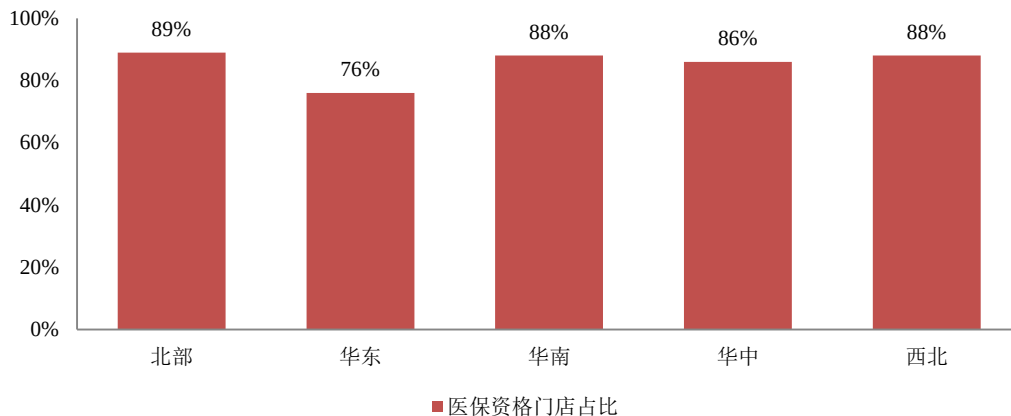


数据来源：公司年报，西南证券整理

在注重内扩的同时，公司积极加大外延力度。2019 年公司启动收购 4 家公司（上海鼎群企业管理咨询有限公司、上海浦东新区医药药材有限公司、普洱沁茂济安堂医药有限公司、国大药房朝阳仁爱药房有限公司），投资 5 家公司（国药一致医药供应链深圳有限公司、国药控股国致药房河源有限公司、辽宁国大医药有限公司、国药控股国大药房永兴堂连锁朝阳有限公司、国控广医健康管理湛江有限公司）。我们认为外延策略可增加公司经营的协同效应，为公司各业态发展补充动力。

2.3 DTP 药房+医保资质门店扩张承接处方外流

2019 年，公司零售终端品类结构中，处方药销售占比 53%，销售额位于各业务之首。公司重视处方药业务发展，2019 年处方药销售占比为 53%，同比增长 2 个百分点。公司积极实行战略转型促进院边店、DTP 药房业务蓬勃发展。2019 年公司新增整合医保、实现处方对接医院 20 家；引进 DTP 新品 27 个；院边店拓展持续增速，2019 年净增 74 家；新增医保资质区域 4 个。公司获得各类“医疗保险定点零售药店”资质的药店达到 3201 家，占公司药店总数的 85%；医保销售在直营店中占比为 38%，比去年下降 1 个百分点。

图 17：2019 年公司医保门店占比情况


数据来源：公司年报，西南证券整理

3 引进外资+发展创新业务，经营效率有望再提高

2018 年 WBA 增资进入国大药房以来，持续强化在信息技术、零售终端运营等方面的全面项目合作，优化零售服务体系与商业模式，不断探索业务创新。同时，公司对经营方法做出改革，对现有产品进行优化，通过进一步打造本土化的自有品牌来大力开发新品种及培养潜力品种，经营效率及营收显著提高。2019 年 1 月，国大药房与 WBA 在上海共同推出了“新概念”试点药房，业绩良好。

2019 年，公司继续贯彻“科技赋能、服务升级、批零一体、产融双驱”的经营理念，立足创新业务为公司提供新的利润增长点。

4 盈利预测与估值

关键假设：

基于公司继续扩大零售及分销板块的领先优势，进行创新战略转型打开新的利润增长点，我们预计公司将维持近三年增长势头，接近三年平均增速及毛利率做出如下假设：

- 1) 预计 2020-2022 年总体毛利率为 11.2%、11.25%和 11.35%；
- 2) 预计 2020-2022 年销售费用率为 6%、6.03%和 6.03%；
- 3) 预计 2020-2022 年管理费用率为 1.75%、1.75%和 1.75%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
药品	收入	48181.1	50108.3	54618.1	58987.5
	增速	17.2%	4.0%	9.0%	8.0%
	毛利率	11.05%	11.10%	11.10%	11.10%
器械耗材	收入	2756.6	3997.1	3032.2	4184.5
	增速	105.6%	10.0%	20.0%	15.0%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
诊断试剂	毛利率	42.3%	18.0%	18.0%	18.0%
	收入	692.4	727.0	799.7	879.7
	增速	---	5.0%	10.0%	10.0%
仪器设备	收入	256.9	269.7	296.7	326.4
	增速	---	5.0%	10.0%	10.0%
其他主营业务	收入	158.8	166.8	183.5	201.8
	增速	---	5.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	52045.8	54304.1	59536.6	64579.9
	增速	20.7%	4.3%	9.6%	8.5%
	毛利率	11.05%	11.20%	11.25%	11.35%

数据来源：Wind，西南证券

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 543 亿元、595.4 亿元和 645.8 亿元，归母净利润分别为 13.4 亿元、14.8 亿元和 16.4 亿元，EPS 分别为 3.12 元、3.47 元和 3.83 元。随着各业务协同发展，创新业务逐步推进，预计公司业绩持续增长。首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002727.SZ	一心堂	27.50	1.29	1.51	1.78	21.39	18.24	15.42
600511.SH	国药股份	31.59	2.42	2.71	3.19	13.06	11.68	9.91
601607.SH	上海医药	19.00	1.63	1.87	2.15	11.65	10.18	8.85
603368.SH	柳药股份	34.54	3.21	3.99	4.78	10.75	8.65	7.23
平均值						14.21	12.19	10.35

数据来源：Wind（预测时间为 2020 年 4 月 25 日），西南证券整理

5 风险提示

- 1) 零售行业政策变化风险；
- 2) 门店扩张不及预期风险；
- 3) 业务整合不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	52045.76	54304.07	59536.62	64579.85	净利润	1484.22	1517.48	1696.04	1876.41
营业成本	46292.41	48222.01	52838.75	57250.04	折旧与摊销	244.44	105.13	118.58	132.03
营业税金及附加	136.29	141.19	154.80	167.91	财务费用	119.97	87.00	49.03	47.99
销售费用	3055.40	3258.24	3590.06	3894.16	资产减值损失	-3.11	0.00	0.00	0.00
管理费用	842.01	950.32	1041.89	1130.15	经营营运资本变动	1057.01	-1101.83	-273.98	-261.99
财务费用	119.97	87.00	49.03	47.99	其他	-902.19	-246.23	-237.67	-227.84
资产减值损失	-3.11	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2000.35	361.56	1352.00	1566.61
投资收益	246.19	240.55	243.37	241.96	资本支出	-128.60	-210.00	-210.00	-210.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-111.84	240.55	243.37	241.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-240.45	30.55	33.37	31.96
营业利润	1835.55	1885.85	2105.46	2331.56	短期借款	-1144.63	-1453.02	0.00	0.00
其他非经营损益	21.11	13.56	15.14	15.61	长期借款	-31.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	1856.66	1899.41	2120.61	2347.17	股权融资	42.02	0.00	0.00	0.00
所得税	372.44	381.93	424.57	470.76	支付股利	0.00	-254.26	-267.07	-296.86
净利润	1484.22	1517.48	1696.04	1876.41	其他	165.04	-734.35	-49.03	-47.99
少数股东损益	212.93	182.14	211.75	237.07	筹资活动现金流净额	-969.17	-2441.62	-316.10	-344.85
归属母公司股东净利润	1271.29	1335.35	1484.28	1639.34	现金流量净额	790.56	-2049.51	1069.27	1253.73
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	8882.33	6832.82	7902.09	9155.81	成长能力				
应收和预付款项	12273.32	13649.98	14901.18	16029.00	销售收入增长率	20.69%	4.34%	9.64%	8.47%
存货	4947.42	5259.11	5787.74	6237.37	营业利润增长率	9.85%	2.74%	11.65%	10.74%
其他流动资产	549.38	114.56	125.92	135.01	净利润增长率	10.07%	2.24%	11.77%	10.64%
长期股权投资	2105.11	2105.11	2105.11	2105.11	EBITDA 增长率	10.55%	-5.54%	9.39%	10.49%
投资性房地产	138.90	138.90	138.90	138.90	获利能力				
固定资产和在建工程	644.18	743.69	837.35	925.16	毛利率	11.05%	11.20%	11.25%	11.35%
无形资产和开发支出	1264.03	1306.03	1340.44	1367.24	三费率	7.72%	7.91%	7.86%	7.85%
其他非流动资产	2715.93	2679.28	2642.64	2605.99	净利率	2.85%	2.79%	2.85%	2.91%
资产总计	33520.61	32829.50	35781.37	38699.60	ROE	9.66%	9.15%	9.42%	9.58%
短期借款	1453.02	0.00	0.00	0.00	ROA	4.43%	4.62%	4.74%	4.85%
应付和预收款项	12615.75	13030.78	14338.24	15525.35	ROIC	15.97%	15.95%	15.56%	15.89%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.23%	3.83%	3.82%	3.89%
其他负债	4092.00	3221.57	3437.01	3588.58	营运能力				
负债合计	18160.77	16252.35	17775.25	19113.93	总资产周转率	1.67	1.64	1.74	1.73
股本	428.13	428.13	428.13	428.13	固定资产周转率	85.28	81.99	78.45	76.01
资本公积	4363.01	4363.01	4363.01	4363.01	应收账款周转率	5.20	4.98	5.06	5.03
留存收益	7969.36	9050.45	10267.66	11610.15	存货周转率	9.90	9.43	9.56	9.52
归属母公司股东权益	12806.41	13841.58	15058.80	16401.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.22%	—	—	—
少数股东权益	2553.43	2735.56	2947.31	3184.39	资本结构				
股东权益合计	15359.84	16577.15	18006.11	19585.67	资产负债率	54.18%	49.51%	49.68%	49.39%
负债和股东权益合计	33520.61	32829.50	35781.37	38699.60	带息债务/总负债	8.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.59	1.74	1.76	1.78
					速动比率	1.30	1.39	1.40	1.43
					股利支付率	0.00%	19.04%	17.99%	18.11%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	2199.96	2077.98	2273.08	2511.59	每股收益	2.97	3.12	3.47	3.83
PE	13.82	13.16	11.84	10.72	每股净资产	29.91	32.33	35.17	38.31
PB	1.37	1.27	1.17	1.07	每股经营现金	4.67	0.84	3.16	3.66
PS	0.34	0.32	0.30	0.27	每股股利	0.00	0.59	0.62	0.69
EV/EBITDA	3.63	3.84	3.04	2.25					
股息率	0.00%	1.45%	1.52%	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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

《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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn