

渠道拓展稳步推进, 营收业绩快速增长

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2021年半年报, 2021年H1公司实现营收5.4亿元, 同比增长64.9%; 实现归母净利润0.4亿元, 同比增长248.8%; 实现扣非后归母净利润0.4亿元, 同比增长377.7%。单季度来看, Q2公司实现营收3.3亿元, 同比增长66.6%; 实现归母净利润0.3亿元, 同比增长25.3%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利4.86元, 分红率16.1%。
- 渠道拓展稳步推进, 营收业绩快速增长。** 一方面, 在疫情影响下, 2020年上半年线下渠道销售遭受冲击, 基数较低。随着疫后线下客流量的恢复, 公司直营门店营收重回增长轨道; 另一方面, 公司稳步推进机场、高铁、商场等人流量较多场地的门店建设, 助力销量增长。并且考虑到疫情的反复, 公司动态调整线下门店建设计划, 优先开拓一二线城市的中高端商场门店, 择优开拓机场和高铁枢纽门店, 减小疫情反复的不利影响。线上渠道方面, 公司在传统电商天猫、京东的基础上, 积极开拓抖音等新兴渠道。线上线下同步发展, 渠道布局逐步完善。我们认为随着公司渠道拓展的推进, 预期公司营收有望进入快速拓展阶段。
- 产品结构优化助力盈利能力提升。** 报告期内, 公司综合毛利率为60.9%, 同比提升3.1pp。在原材料价格上涨压力下, 公司毛利率不降反增, 主要得益于产品结构优化。上半年公司推出了新品经络枪以及智能艾灸盒“姜小竹A1”, 其中智能明火无烟艾灸盒结合了古法中医和现代科技, 并增加了耗材属性, 盈利模式优于现有产品; 同时原系列产品升级迭代推出了iSee X2pro、iNeck M2等新品, 产品市场竞争力提升。综合来看, 2021H1公司净利率为7.6%, 同比增长4.1PP。
- 费用投放恢复正常节奏。** 报告期内公司销售费用率为44.2%, 同比减少0.6pp; 管理费用率为9%, 同比减少2.1pp; 财务费用率为0.8%, 同比增长0.5pp。其中, Q2单季度销售费用率同比提升了7.3pp至45.6%。去年疫情影响下公司开店节奏放缓, 费用投放较少。疫后公司线下直营门店拓展稳步推进, 费用投放有所增加。截止6月底, 公司旗下直营门店共有178家。整体来看公司销售费用率位于往期正常水平, 同时费用率的提升也切实实现了营收规模的快速扩张。此外由于租赁准则变化以及汇兑影响, Q2财务费用率同比提升0.5pp。受此影响, Q2单季度净利率同比减少2.9pp至9.3%。
- 盈利预测与投资建议。** 整体来看, 公司凭借高端品牌定位与完善渠道布局, 在小型按摩器具细分行业里具备明显的竞争优势。长期来看, 在消费升级以及亚健康人群增多趋势下, 按摩小电市场空间较广, 公司作为领军企业有望从中受益; 短期来看, 公司加快渠道拓展, 营收有望进入快速增长阶段。预计公司2021-2023年EPS分别为人民币1.94/3.11/4.66元, 归母净利润保持快速增长, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧风险、新店及新品拓展不及预期风险。

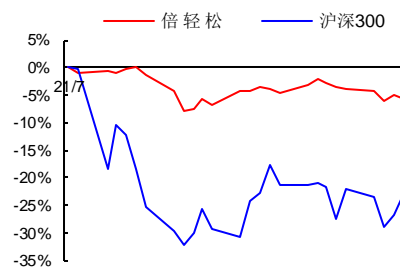
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	826.48	1223.56	1741.92	2438.39
增长率	19.07%	48.04%	42.36%	39.98%
归属母公司净利润(百万元)	70.71	119.42	191.90	287.20
增长率	29.56%	68.90%	60.69%	49.66%
每股收益EPS(元)	1.15	1.94	3.11	4.66
净资产收益率ROE	30.13%	15.66%	10.62%	24.35%
PE	115	68	42	28
PB	34.70	10.66	8.74	6.90

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn
联系人: 夏勤
电话: 023-63786049
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.62
流通A股(亿股)	0.13
52周内股价区间(元)	111.11-185.58
总市值(亿元)	81
总资产(亿元)	6.46
每股净资产(元)	5.97

相关研究

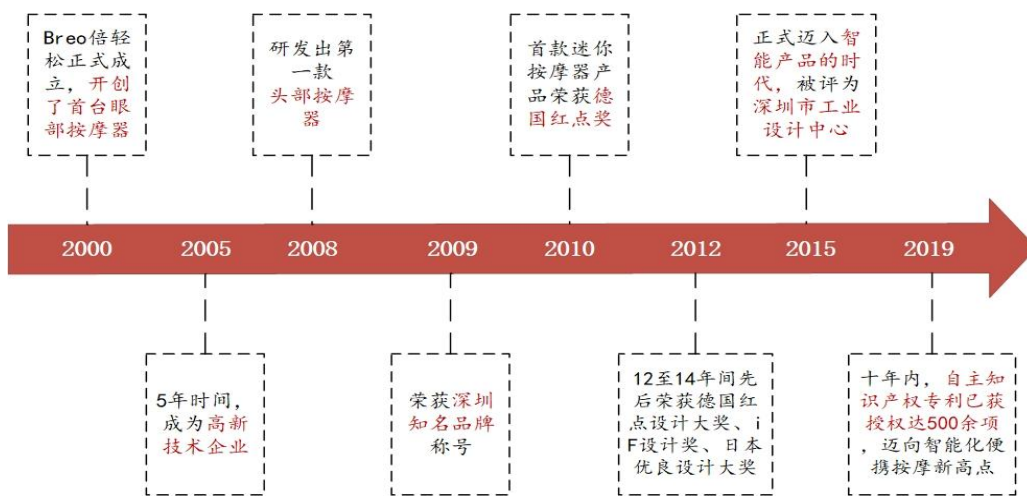
1 专注按摩小电高端品牌

1.1 深耕按摩器市场多年，行业经验丰富

倍轻松成立于2000年，是一家专注于健康产品创新研发的高新技术企业，主要从事智能便携按摩器的设计、研发、生产、销售及服务，是国内智能便携按摩器行业的领军品牌。公司拥有自主品牌“breo”与“倍轻松”，此外还为其他知名品牌企业提供ODM定制产品。

公司深耕智能便携按摩器市场二十余年，具有丰富的产品研发和市场开拓经验。公司以眼部按摩器起家，之后专注按摩小家电领域，于2008、2012和2013年先后推出了头部、颈部和头皮智能按摩器，产品获得了广泛认可，于2005年成为深圳高新技术企业，2009年成为国家高新技术企业，荣获深圳知名品牌称号。2015年，倍轻松正式迈入智能产品时代，产品向智能化与个性化迈进。另外，公司在原有的眼、颈、头部、头皮四大类产品的基础上积极拓展，2017年推出足底按摩器，2019年推出腰背按摩器、经络枪等产品。品牌建设方面，公司2018年接轨一流设计师团队，全面升级门店及品牌形象，荣获国家知识产权优势企业、国家知识产权局“中国外观设计优秀奖”。此后公司继续迈向新高点，2021年荣获人民日报《国际金融报》2021最佳口碑品牌奖，登录科创板成为健康智能硬件第一股。

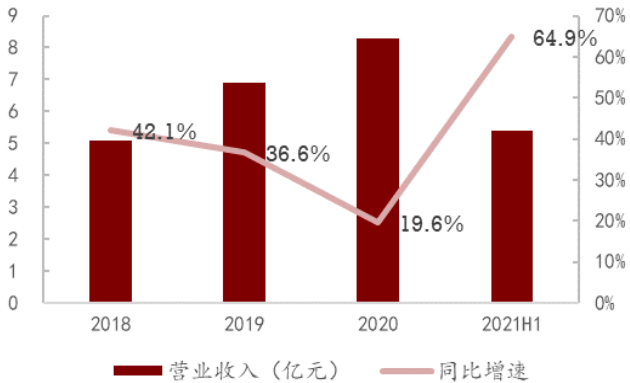
图1：公司发展历程



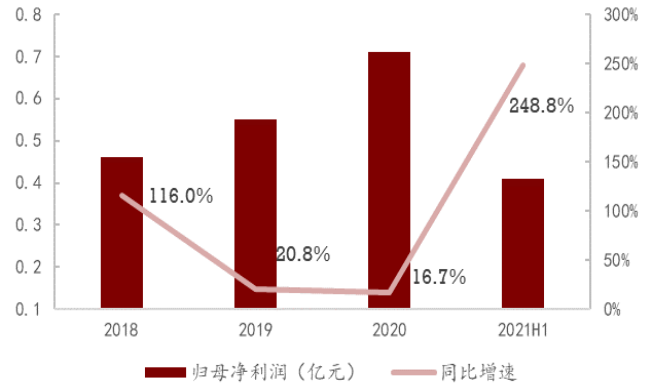
数据来源：公司官网，西南证券整理

渠道布局效果显著，营收业绩快速增长。自2018年起公司加速拓展优质渠道，在加大电商推广力度的同时，广泛铺设直营门店，不断提升品牌影响力。此外，公司积极开拓美、日、韩等数十个国家的海外市场。另外，公司还拥有自己的电商平台，与京东、天猫等大型电商合作，在线上销售渠道方面进一步拓展。随着渠道布局的深入，公司营收规模快速扩大。2017-2020年公司营业收入由3.6亿增长至8.3亿，CAGR约32.1%；归母净利润由2092.4万增长至7070.7万，CAGR约50.1%。

2021年上半年，公司营业收入为5.4亿元，较上年同期增长64.9%；归属于母公司股东的净利润为0.4亿元，较上年同期增长248.8%。疫情影响下线下客流量减少，2020上半年公司线下渠道销售受到一定的冲击。随着疫情防控得到，线下客流量恢复叠加公司直营门店稳步拓展，公司线下销售恢复较快，营收净利会呈现大幅提升。

图 2：2018-2021H1 年营业收入及其增速


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 3：2018-2021H1 归母净利润及其增速


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司产品以自主品牌“Breo”和“倍轻松”系列产品为主，同时为其他公司提供 ODM 产品，自主品牌收入占比超过 95%。自主品牌收入中眼、颈、头部和头皮四大类便携智能按摩器占比最高。2018 年至 2020 年，四大类便携智能按摩器的销售总量由 95.2 万台增长至 139.8 万台，年均复合增长率 21.2%；销售收入由 3.9 亿元增长至 6.5 亿元，年均复合增长率 29%。

图 4：眼、颈、头部和头皮四大类便携智能按摩器


数据来源：招股说明书，西南证券整理

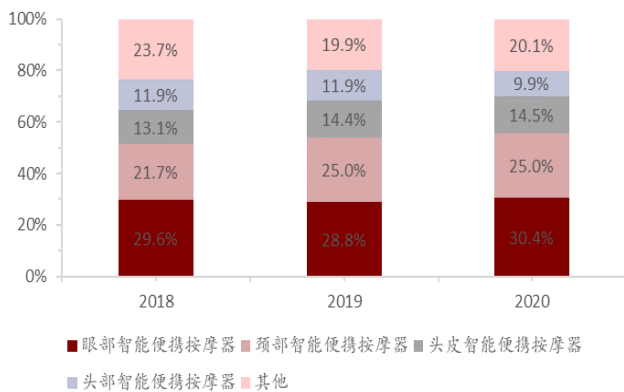
2001 年公司开创了眼部按摩器系列产品，针对用户用眼疲劳的症状按摩眼周。其眼部按摩器相关专利曾获得深圳市专利奖、中国外观设计银奖。目前眼部按摩器的产品主要有：iSee M, iSee K, See KS, See X2 Pro 等。此类产品都具有精准穴位按摩、温感热敷、振动及音乐舒缓等功能，能够结合中医的针灸理论，辅以轻量化、可视化等产品设计，帮助长期使用电脑、手机的人群缓解日常眼疲劳症状，实现护眼的需求。

2008 年公司开创了头部按摩器系列产品，致力于缓解消费者头部疲劳、改善睡眠质量差等健康问题。如今社会的快节奏生活、高频率的熬夜和高强度的用脑使得睡眠质量、精神压力成为人们普遍面临的问题。倍轻松针对这一现象的头部智能便携按摩器能够深度缓解消费者头部疲劳并改善睡眠质量。该系列产品主要包括 iDream 5s, iDreamX 等。

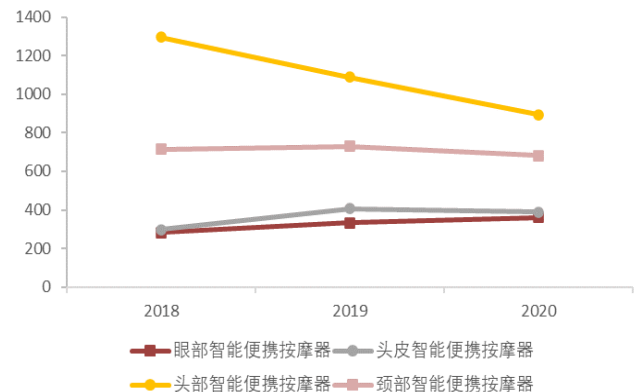
2012 年公司开创了颈部按摩器系列产品，针对“低头族”用户颈部问题进行深度缓解。颈部系列的智能便携按摩器以符合人体工学的环颈设计，结合温感热敷、音乐放松、仿真人多重按摩手法、多穴位立体按摩等功能，实现对用户颈部酸痛、僵硬能常见问题的深度缓解。该系列的主要产品包括 iNeck 3 Pro, iNeck M2 等。

2013 年公司开创头皮按摩器系列产品，可起到呵护头皮、深度清洁、放松肌肉、帮助头发生长等作用。该系列产品的主要特点有机身轻巧便携、多种模式、多个按摩触点、有防水性能可在洗头时使用。系列产品包括 Scalp Mini, Scalp Mini Pro 等。

几大类主要产品销量呈持续增长趋势，是公司主营业务营收的主要来源。在消费升级、人口老龄化、亚健康人群增多等因素推动下，按摩器具市场规模持续扩大。公司作为按摩小家电知名品牌，主销产品销量稳步提升，2018/2019/2020 年的营业收入分别为 5.1 亿/6.9 亿/8.3 亿元，眼部、颈部、头皮以及头部智能便携按摩器是公司主要的收入来源，合计占主营业务收入的比重分别为 76.35%/80.13%/79.89%。各项主营业务收入比例较为平稳，其中眼部智能按摩器在主营业务收入中常年占比最高。

图 5：2018-2021H1 主营业务收入分产品构成


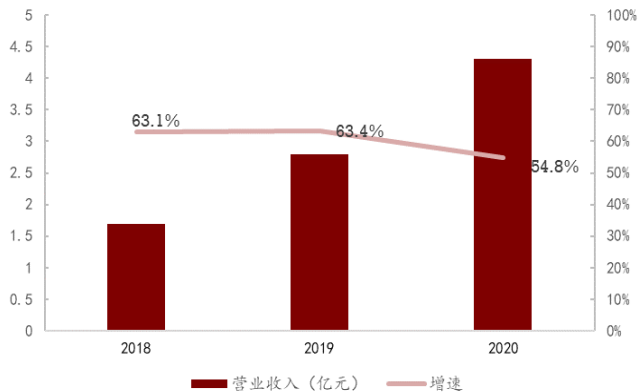
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 6：2018-2020 四大类产品线均价


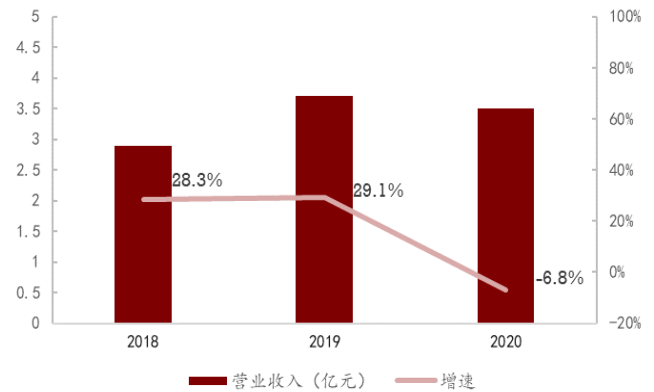
数据来源：招股说明书，西南证券整理

除这四大类产品外，公司也在积极拓展其他品类产品与业务，包括背部、腰部、脚部按摩器等。随着人工智能、大数据、云计算和物联网等新一代信息技术飞速发展，公司产品都在实现智能化，用户能够通过各类移动终端对按摩器具进行实时的远程观察和控制，或者通过语音进行人机交互，显著改善用户体验。同时，经用户允许后公司能够通过物联网、云平台等收集产品使用数据，在大数据分析的辅助下进一步了解用户需求和产品性能表现，有利于更科学更精准地对产品进行优化升级。

分渠道来看，公司线下销售基础扎实，线上渠道增速较快。公司 2018-2020 年线上渠道实现营收 1.7/2.8/4.3 亿元，同比增长 63.1%/63.4%/54.8%。线上渠道中 B2C 目前占比最高，是公司线上的主要销售渠道，2020 年占线上销售比重 63.7%。2018-2020 年线下渠道实现营收 2.9/3.7/3.5 亿元，2018、2019 年同比增长 28.3%、29.1%，2020 年受疫情冲击同比下降 6.8%。

图 7：2018-2020 线上营业收入及增速


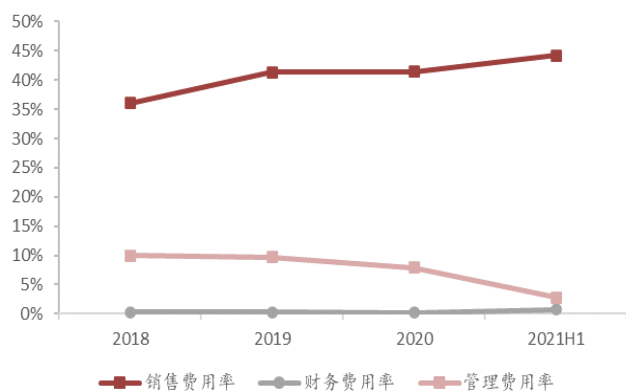
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 8：2018-2020 线下营业收入及增速


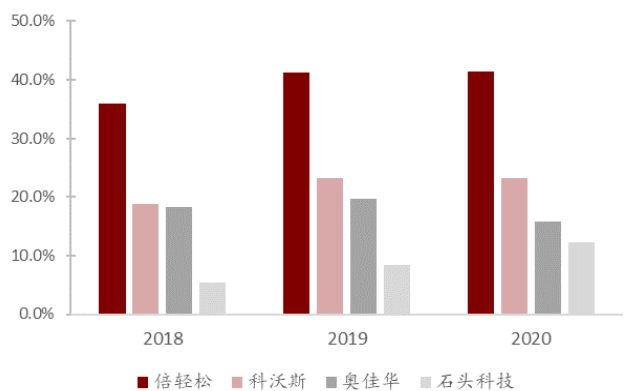
数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司销售以直营为主。2019年出于公司品牌战略的考虑，加大了对线下直营店的投入，线下店同时起到了销售终端、顾客体验和品牌宣传的作用。2018/2019/2020年公司线下直营店收入占比分别为30%/30.8%/20.1%，2020年主要受新冠疫情影响，线下销售额有所下降。截止至2020年末，公司在全国各大城市共拥有165家直营店，主要设立在大城市的机场、高铁站和中高端购物商场。

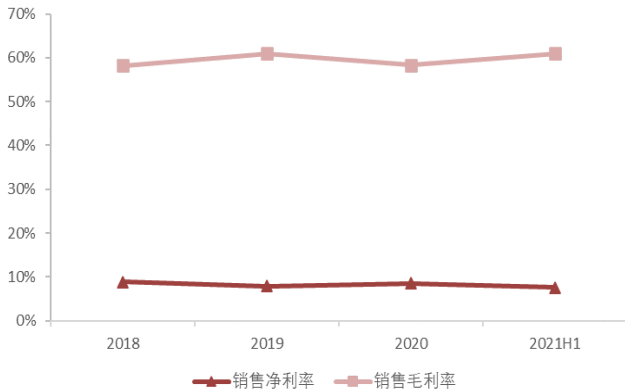
公司主营业务毛利率较高，四大类产品线毛利率均高于50%。2018-2021H1公司主营业务毛利率分别为58%/61%/58%/61%，受益于产品的高端定位，保持在较高水平。2019年度公司主营业务毛利率较2018年增加2.8个百分点，主要系：头皮智能便携按摩器毛利率增加，销售占比由13.1%增加至14.4%；颈部智能便携按摩器毛利率增加，销售占比由21.7%增加至25%。2020年度公司主营业务毛利率较2019年有所下降，主要受疫情影响，各产品线毛利率均有所下滑。受益于新品销售放量，产品结构优化带动公司盈利能力提升，2021H1公司毛利率同比提升3.1pp。

图 9：2018-2021H1 公司销售、管理及财务费用率


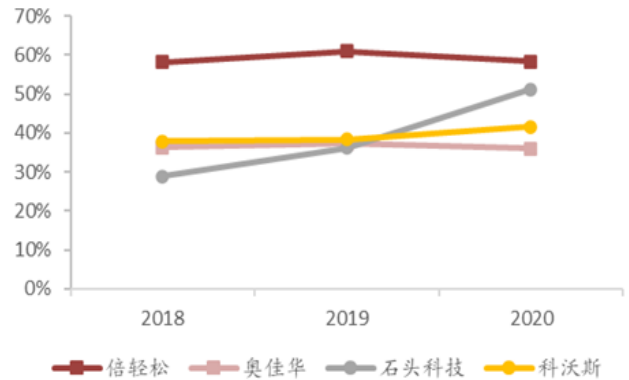
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 10：2018-2020 公司销售费用率与同行对比


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 11：2018-2021H1 公司盈利能力情况


数据来源：wind，西南证券整理

图 12：2018-2020 公司毛利率与同行对比


数据来源：Choice，西南证券整理

整体来看公司销售费用率高于同行。一方面公司产品定位高端，高端品牌建设需要一定的费用投入。另一方面，公司线下开设了较多直营店，随着门店数量增长，专柜费用随之增加，门店的铺设以及销售人员薪酬等形成固定支出，导致公司销售费用率明显高于可比公司。

2018-2020 公司净利率分别为 8.9%/7.9%/8.5%。2020 年在疫情冲击下，公司净利率有所下滑。随着疫情好转，线下门店销售恢复，公司盈利能力有所恢复。2021 年上半年净利率为 7.6%，同比增长 4.1PP。

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司渠道布局逐步完善，线下门店建设稳步推进，假设 2021-2023 年公司新增直营门店 40/30/20 家；随着疫情逐步控制，预期公司单店营收逐步恢复疫情水平，并且在经营效率优化有所增长，预期 2021-2023 年公司单店营收增长 45%/35%/35%。

假设 2：随着公司新品迭代升级，预期产品结构优化助推公司盈利能力提升，假设 2021-2023 年公司毛利率分别为 60%/61.4%/62.3%。

假设 3：预期费用率保持相对稳定，假设 2021-2023 年销售费用率保持为 41%，管理费用保持为 7%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
线上渠道	收入	431.21	650.61	949.06	1355.39
	增速	54.8%	50.9%	45.9%	42.8%
	毛利率	56.9%	57.1%	57.7%	57.9%
线下经销	收入	126.64	145.6	163.1	182.7
	增速	-1.0%	15.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	44.9%	45.0%	45.0%	45.0%

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
线下直营	收入	221.76	378.1	578.1	846.1
	增速	-9.9%	70.5%	52.9%	46.4%
	毛利率	73.9%	74.2%	74.6%	75.1%
ODM 代工	收入	45.34	47.6	50.0	52.5
	增速	14.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	33.1%	33.0%	33.0%	33.0%
合计	收入	826.5	1223.6	1741.9	2438.4
	增速	19.1%	48.0%	42.4%	40.0%
	毛利率	58.4%	60.0%	61.4%	62.3%

数据来源：Wind, 西南证券

奥佳华主要经营业务之一为按摩椅和按摩小电，同公司主营产品类似，因此我们选择了奥佳华作为可比公司。此外，考虑到同为高速增长赛道的优质企业，我们也选取了科沃斯和石头科技作为可比公司。2021 年三家公司平均 PE 为 43 倍。长期来看，按摩小电市场空间较广，公司作为领军企业有望从中受益；短期来看，公司加快渠道拓展，营收有望进入快速增长阶段。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为人民币 1.94/3.11/4.66 元，归母净利润保持快速增长，参考可比公司估值，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
603486	科沃斯	177.88	1.14	2.76	3.89	5.12	77.89	64.42	45.75	34.75
688169	石头科技	1282.38	20.54	27.3	35.65	45.31	50.44	46.95	35.96	28.29
002614	奥佳华	15.9	0.73	0.99	1.29	1.60	18.47	16.11	12.37	9.95
平均值							48.9	42.49	31.36	24.33
688793	倍轻松	134.5	1.53	1.92	3.13	4.72	--	68.6	42.23	27.99

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	826.48	1223.56	1741.92	2438.39	净利润	70.46	119.43	191.92	287.23
营业成本	344.14	489.10	671.68	918.40	折旧与摊销	17.51	4.01	4.01	4.01
营业税金及附加	4.63	8.09	10.93	15.58	财务费用	1.63	0.97	-0.23	0.09
销售费用	342.14	501.66	714.19	999.74	资产减值损失	-1.35	-1.50	-1.50	-1.50
管理费用	28.63	85.65	121.93	170.69	经营营运资本变动	-34.42	-17.57	-55.74	-76.22
财务费用	1.63	0.97	-0.23	0.09	其他	14.43	9.32	5.58	11.62
资产减值损失	-1.35	-1.50	-1.50	-1.50	经营活动现金流净额	68.25	114.66	144.04	225.23
投资收益	-0.35	0.00	0.00	0.00	资本支出	2.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-27.68	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	-25.30	0.00	0.00	0.00
营业利润	83.90	139.60	224.91	335.40	短期借款	18.54	-45.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.25	-0.87	-0.88	-0.94	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	82.65	138.73	224.03	334.46	股权融资	0.00	422.23	0.00	0.00
所得税	12.20	19.30	32.11	47.23	支付股利	0.00	-14.14	-23.88	-38.38
净利润	70.46	119.43	191.92	287.23	其他	-3.19	0.18	0.23	-0.09
少数股东损益	-0.25	0.01	0.02	0.03	筹资活动现金流净额	15.36	363.27	-23.65	-38.47
归属母公司股东净利润	70.71	119.42	191.90	287.20	现金流量净额	57.93	477.93	120.39	186.76
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	139.29	617.22	737.60	924.36	成长能力				
应收和预付款项	106.37	159.67	226.86	313.73	销售收入增长率	19.07%	48.04%	42.36%	39.98%
存货	140.59	201.78	280.96	383.74	营业利润增长率	32.79%	66.38%	61.12%	49.12%
其他流动资产	49.11	13.94	19.85	27.78	净利润增长率	28.65%	69.51%	60.69%	49.66%
长期股权投资	3.97	3.97	3.97	3.97	EBITDA 增长率	35.95%	40.32%	58.18%	48.45%
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	14.95	13.24	11.52	9.80	毛利率	58.36%	60.03%	61.44%	62.34%
无形资产和开发支出	5.00	3.89	2.78	1.67	三费率	45.06%	48.08%	47.99%	48.00%
其他非流动资产	16.91	15.73	14.54	13.36	净利率	8.53%	9.76%	11.02%	11.78%
资产总计	476.20	1029.44	1298.08	1678.41	ROE	30.13%	15.66%	20.62%	24.35%
短期借款	45.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.80%	11.60%	14.78%	17.11%
应付和预收款项	178.38	265.35	365.96	497.44	ROIC	38.53%	51.17%	62.06%	67.48%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.47%	11.82%	13.13%	13.92%
其他负债	18.95	1.55	1.55	1.55	营运能力				
负债合计	242.33	266.90	367.51	498.99	总资产周转率	1.95	1.63	1.50	1.64
股本	46.23	61.64	61.64	61.64	固定资产周转率	51.19	86.80	140.73	228.74
资本公积	21.54	428.36	428.36	428.36	应收账款周转率	9.61	10.97	10.56	10.55
留存收益	167.85	273.13	441.15	689.97	存货周转率	2.73	2.79	2.75	2.74
归属母公司股东权益	234.48	763.13	931.15	1179.97	销售商品提供劳务收到现金营业收入	104.21%	—	—	—
少数股东权益	-0.61	-0.60	-0.58	-0.55	资本结构				
股东权益合计	233.87	762.54	930.57	1179.42	资产负债率	50.89%	25.93%	28.31%	29.73%
负债和股东权益合计	476.20	1029.44	1298.08	1678.41	带息债务/总负债	18.57%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.81	3.74	3.46	3.32
					速动比率	1.22	2.98	2.69	2.54
					股利支付率	0.00%	11.84%	12.45%	13.36%
					每股指标				
					每股收益	1.15	1.94	3.11	4.66
					每股净资产	3.80	12.38	15.11	19.14
					每股经营现金	1.11	1.86	2.34	3.65
					每股股利	0.00	0.23	0.39	0.62
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	103.03	144.57	228.69	339.50					
PE	115.07	68.13	42.40	28.33					
PB	34.70	10.66	8.74	6.90					
PS	9.84	6.65	4.67	3.34					
EV/EBITDA	58.26	51.97	32.33	21.23					
股息率	0.00%	0.17%	0.29%	0.47%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn