



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

轻工行业2021年三季度报总结

基本面承压，龙头展现强韧性

西南证券研究发展中心
轻工研究团队 蔡欣/赵兰亭
2021年11月

核心观点

➤ 家居：分化持续，龙头仍展现出较强抗压力

- 21Q3家具板块营收/净利润增速分别+16.7%/-16.5%，去年同期高基数叠加地产销售回落影响，三季度家居板块收入增长斜率放缓。利润端受原材料、海运费价格上涨影响，侵蚀利润。
- 从基数角度看，三、四季度高基数压力得以释放，原材料成本进入下行区间，基本面寻底后有望迎来改善。Q3龙头家居企业仍展现出超越行业的增速水平：顾家、欧派Q3营收/净利润增速分别为（+30%/+15%）、（+41%/+7%）。龙头通过品类延伸和渠道扩张实现市场份额持续提升，虽然短期受行业 β 影响，但龙头强 α 逻辑仍在持续兑现。出口标的在原材料、海运费等压制因素减弱后有望迎来业绩修复行情。推荐欧派家居（603833）、顾家家居（603816）。

➤ 造纸：需求偏弱，长期还看竞争格局改善

- Q3造纸板块营收/净利润分别为+17.4%/-12.7%，利润承压主要是Q3终端需求疲软纸价回落，而同期能耗成本上升。展望四季度，随着电商及双旦等节日旺季到来，预计需求将环比向好，纸厂频发提价函，文化纸价格企稳，包装纸价格稳步上行，基本面有望迎来复苏。长期看，文化纸竞争格局良好，包装纸集中度提升，板块的盈利区间稳步上行。推荐太阳纸业（002078）。

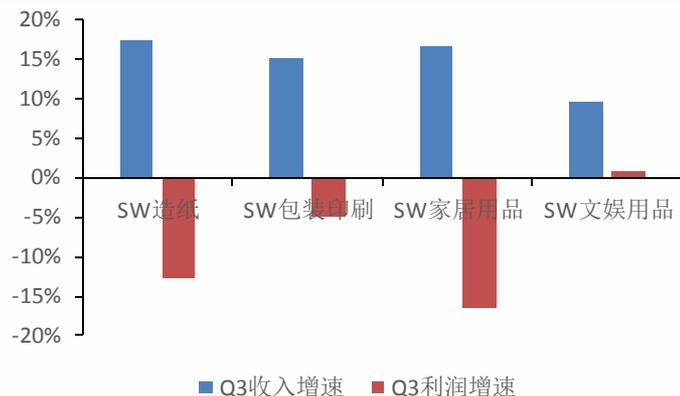
- **其他：1）包装印刷**：精品包装市场需求广阔，供给端整合空间大，成本等压制因素缓解后龙头有望迎来份额与业绩双升，关注裕同科技（002831）。**2）个股**：防疫物资高基数影响减弱，国产个护品牌渠道空间仍然广阔，关注稳健医疗（300888）、百亚股份（003006）。**3）必选消费**：关注受双减影响需求端波动，但供给端份额提升逻辑持续的晨光文具（603899）。

- **风险提示**：终端需求下滑的风险；原材料成本大幅波动的风险；国内外疫情反复的风险。

高基数下板块增速放缓，行业分化加剧

- 2021Q3轻工板块营收及利润增速有所回落，系去年同期积压订单释放基数较高及原材料价格大幅上涨所致。21Q3轻工板块收入为1584亿元，同比增长+16.1%，净利润为112.6亿元，同比下降12.6%，增速较Q1、Q2下滑较为明显，仍处于基本面寻底阶段。
- 从细分板块看，Q3造纸/包装印刷/家居用品/文娱用品营收增速分别为17.4%/15.2%/16.7%/9.7%，造纸、包装、家居用品利润出现负增长，文娱用品板块业绩小幅上涨。

2021Q3申万轻工细分板块营收及净利润增速



2019Q1-2021Q3申万轻工板块收入及增速



2019Q1-2021Q3申万轻工板块净利润及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

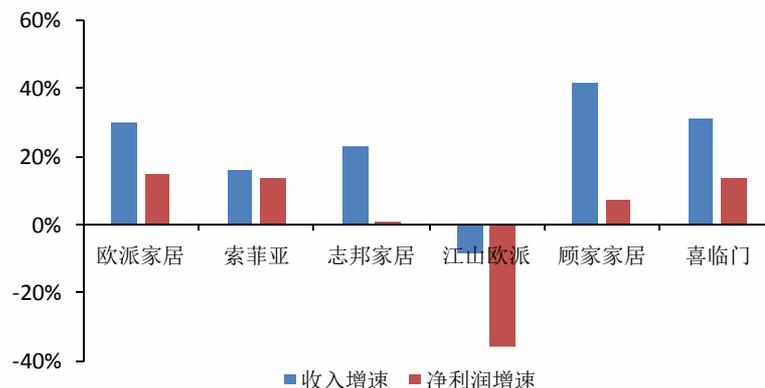
目 录

- ◆ **家居：行业分化加剧，头部企业成长性凸显**
- ◆ **造纸：盈利能力暂时回落，静待Q4基本面修复**
- ◆ **个护：高基数影响盈利，看好消费品长期成长空间**
- ◆ **文娱：需求波动及高基数造成短期影响，不改长期逻辑**

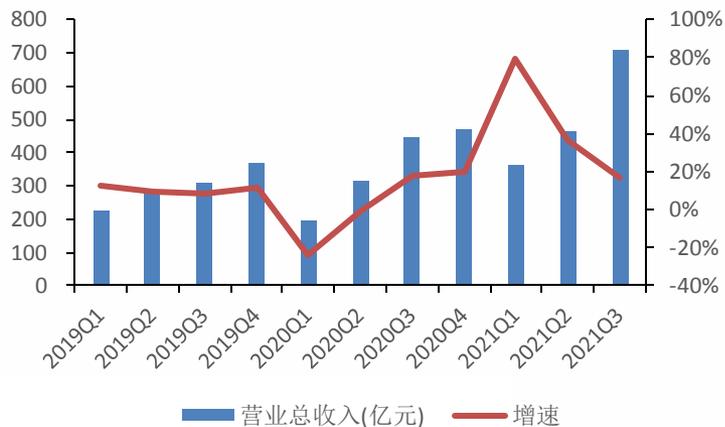
家居：行业分化加剧，头部企业成长性凸显

□ 21Q3家居板块营收/净利润增速分别+16.7%/-16.5%，高基数叠加地产销售回落，三季度家居板块收入增长斜率放缓。利润端来看，由于大宗原材料价格持续上涨，三季度企业成本压力集中体现，个股增速进一步分化。分板块来看，软体家居表现突出，自主品牌收入及利润均保持亮眼增长；定制企业分化加剧，龙头展现强韧性；工程企业受地产直接影响，短期增长压力较大。

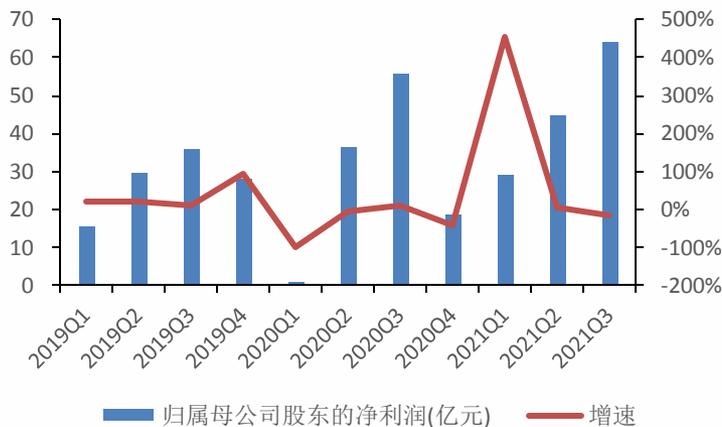
重点家居个股Q3收入/净利润增速



2019Q1-2021Q3申万家居板块营收及增速



2019Q1-2021Q3申万家居板块净利润及增速

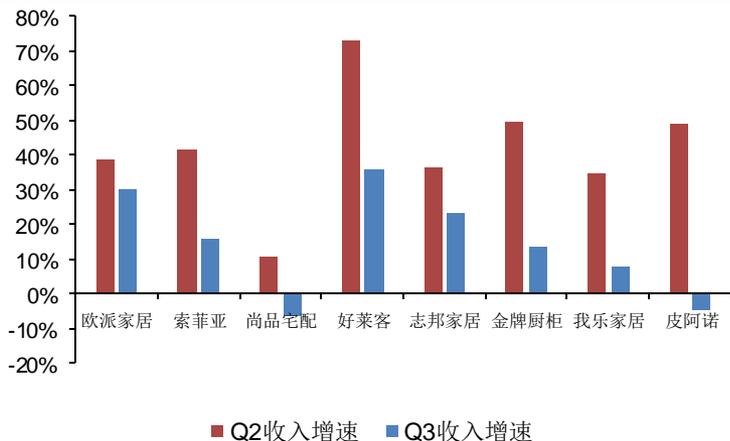


数据来源：Wind，西南证券整理

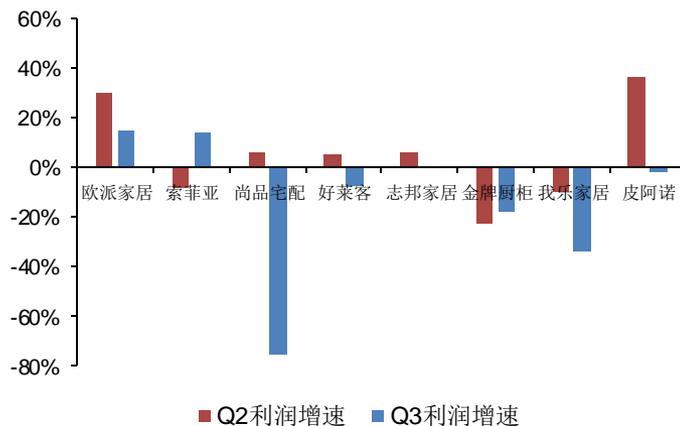
定制家居：行业分化加剧，头部企业成长性凸显

- 三季度受20年同期高基数影响，收入增长斜率放缓。其中欧派作为第一大龙头在大体量下仍保持了单季度30%的亮眼增长；二线梯队代表企业志邦家居增速也达到23%。而部分二三梯队定制企业整体增速环比回落较大，部分出现单季度负增长，行业分化进一步加剧。
- 利润方面，原材料及能源价格三季度仍在上涨区间，家居企业普遍利润承压，欧派/索菲亚净利润增速14.6%/13.7%，表现出较好的盈利韧性；其余定制企业业绩表现为略增长或负增长，短期盈利压力较大。盈利能力反映了企业在面临环境变化时综合竞争实力和抗压能力的差异，定制龙头欧派的成本转嫁能力尤为突出。

定制企业21Q2/Q3收入增速



定制企业21Q2/Q3利润增速

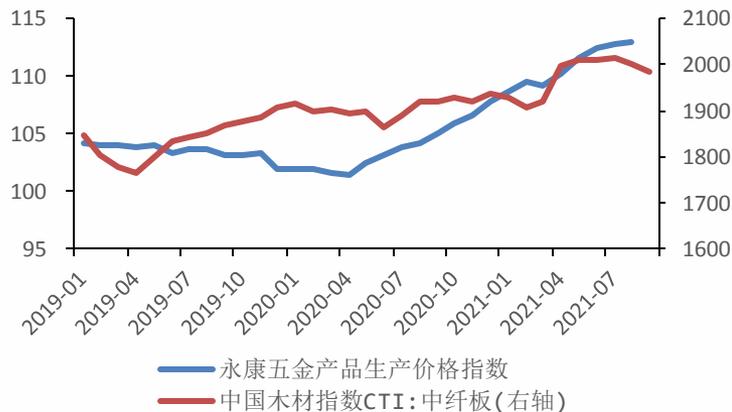


数据来源：Wind，西南证券整理

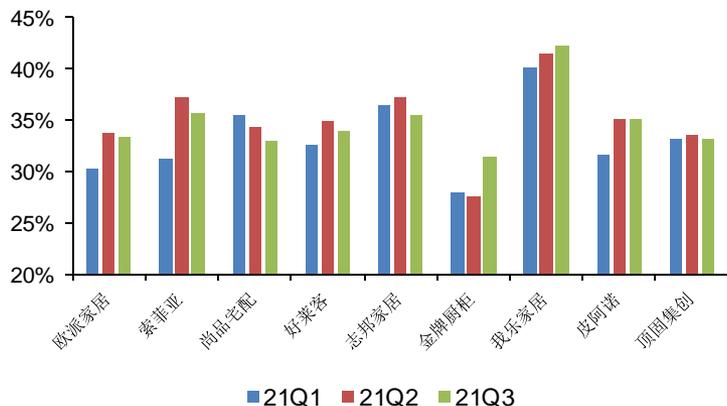
定制家居：行业分化加剧，头部企业成长性凸显

- 三季度定制企业毛利率边际回落，从原材料成本来看，三季度五金/木材价格指数较年初分别上涨12%/5%，目前价格仍在高位盘整。但头部品牌供应链议价力较强，可通过规模优势、精细化管理，提高原材料利用率及管理效率，平滑成本上涨的影响，中长期毛利率趋势稳定。
- 费用率方面，三季度定制企业销售费用率略有下行（成本上涨后企业一定程度上控制了费用投放），其中上半年销售费用较高的索菲亚/尚品/志邦等费用率环比回落，营销投放效率提升。

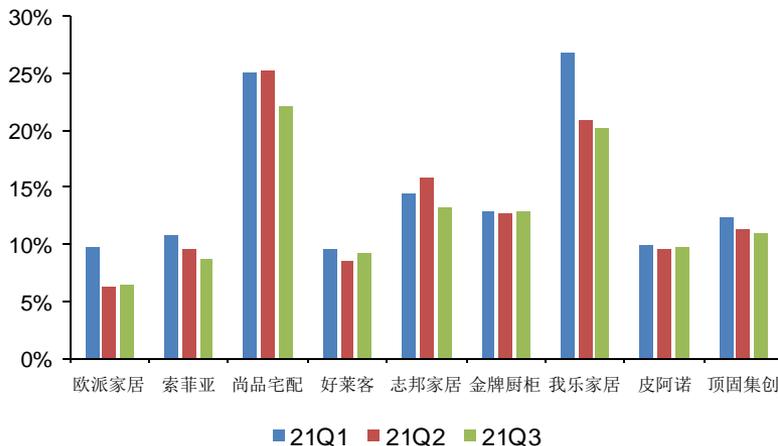
2019-2021年五金及木材价格指数



定制企业21Q1-Q3单季度毛利率



定制企业21Q1-Q3单季度销售费用率



数据来源: Wind, 西南证券整理

定制家居：行业分化加剧，头部企业成长性凸显

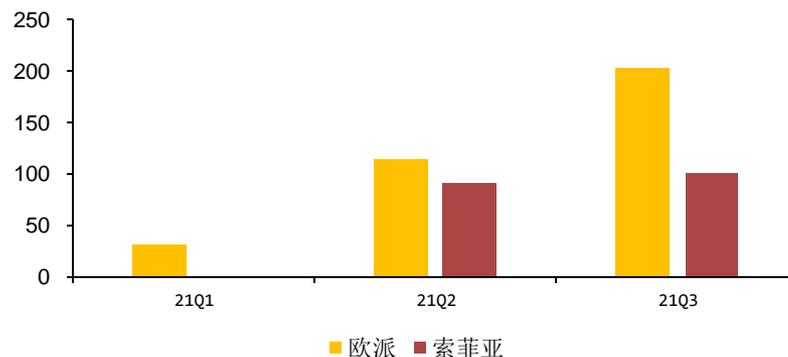
分渠道收入增速表现分化：

1) 大宗渠道，定制企业坚持稳健原则，21Q1-Q3大宗业务增速持续放缓，欧派/索菲亚Q3大宗收入增速分别为33.1%/0.8%。

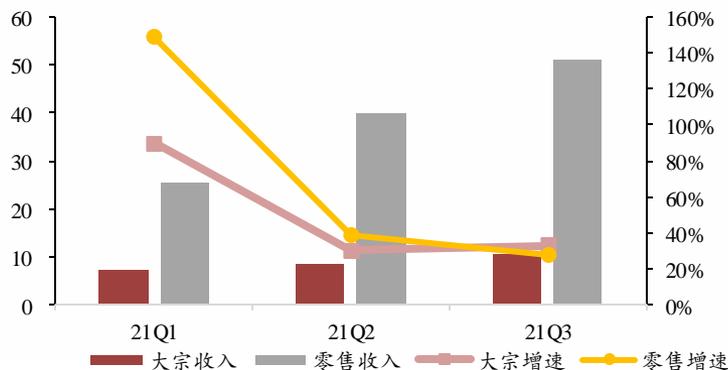
2) 零售渠道，21Q3零售渠道持续发力，其中欧派/索菲亚营收达50.9亿元(+28%)/25.2亿元(+19%)，增长强劲。

3) 整装落地加快，欧派前三季度整装收入11.8亿元(+95%)；索菲亚前三季度整装渠道实现收入3.1亿元，单三季度收入约1.8亿，渠道前景可期。

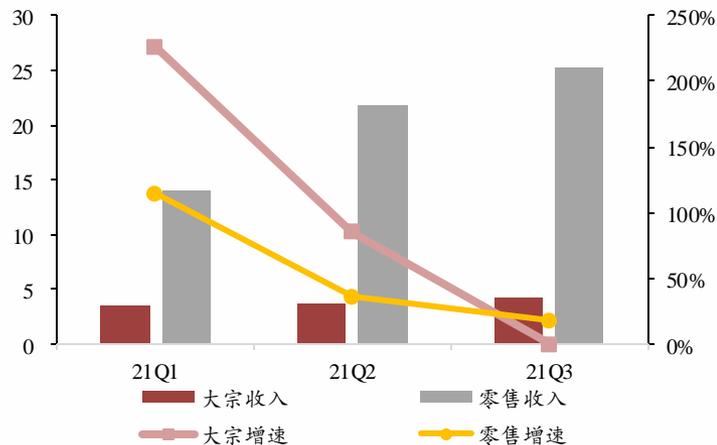
21Q1-Q3欧派/索菲亚新增门店数量



21Q1-Q3欧派分渠道收入 (亿元)



21Q1-Q3索菲亚分渠道收入 (亿元)

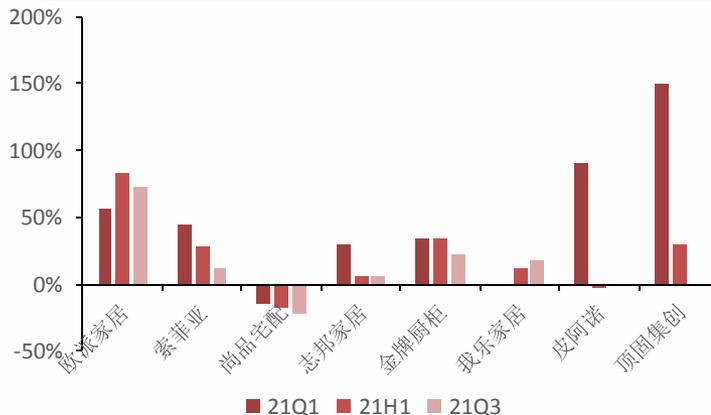


数据来源：Wind，西南证券整理

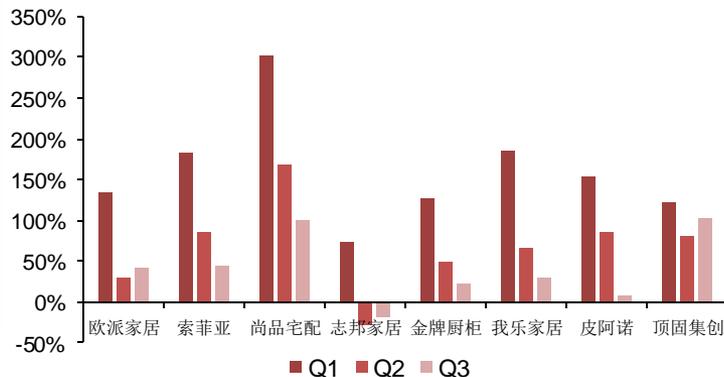
定制家居：行业分化加剧，头部企业成长性凸显

- 2021年单三季度，定制企业回款加快，周转率提高，现金流改善明显。Q3各定制企业严控应收账款，降低回款风险，应收账款增速环比回落。21Q3定制企业经营性现金流为19.1亿元，同比增长18.1%，现金流整体改善明显。
- 预收款方面，Q3龙头企业预收款仍保持较高增长，其中欧派Q3预收账款（合同负债）增速为73%，零售业务增长动力强劲；索菲亚/志邦/金牌分别为11.6%/5.7%/22.4%，在手订单充足。

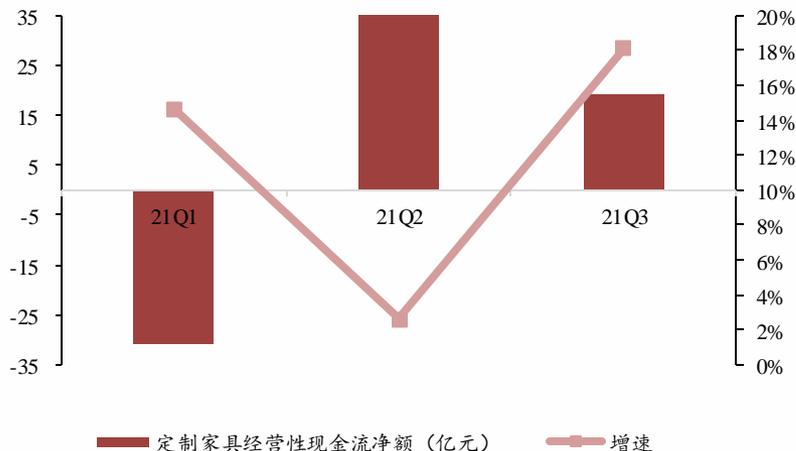
定制企业21Q1-21Q3合同负债增速



定制企业21Q1-Q3应收账款增速



定制企业21Q1-Q3经营性现金流及增速

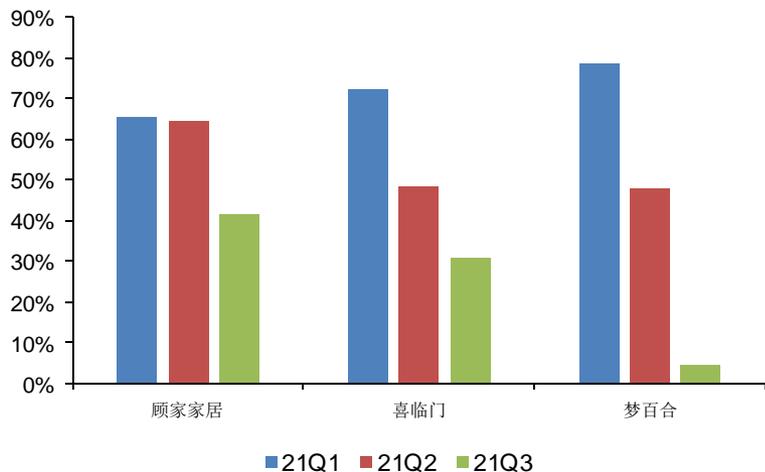


数据来源：Wind，西南证券整理

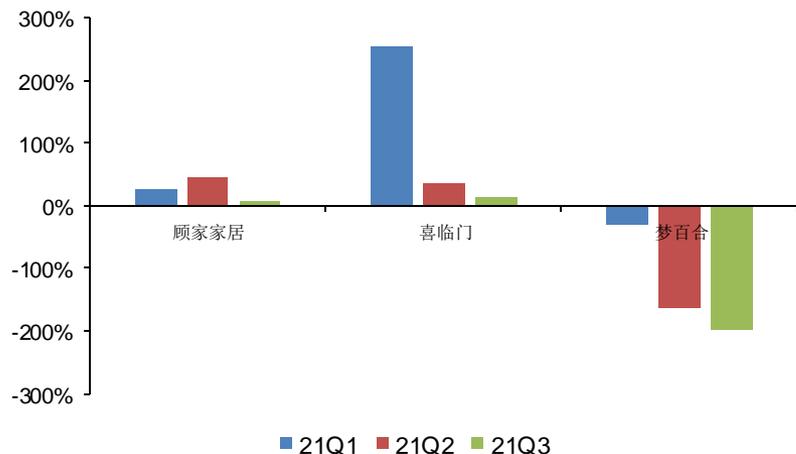
软体家居：头部企业表现亮眼，格局优化趋势延续

- 三季度软体家居企业收入增速虽环比有所放缓，但在整个家居板块中仍表现突出。顾家/喜临门/梦百合Q3收入增速分别为41%、31%、5%。核心原因1) 软体家居的翻新需求占比更高，受地产影响相对较小；2) 竞争格局较好，头部企业加速占领渠道、扩张品类，市场份额不断提升。
- 利润方面，三季度仍受原材料波动上行及海运费影响，但头部企业通过对下游提价（敏华10月终端上调5%，顾家10月内销出厂提价5-8%，喜临门暂未提价），一定程度上转嫁成本。进入Q4原材料已经企稳或有所下行，海运费大幅缓解后盈利能力有望触底回升。

软体企业21Q1-Q3单季度收入增速



软体企业21Q1-Q3单季度利润增速



数据来源：Wind，西南证券整理

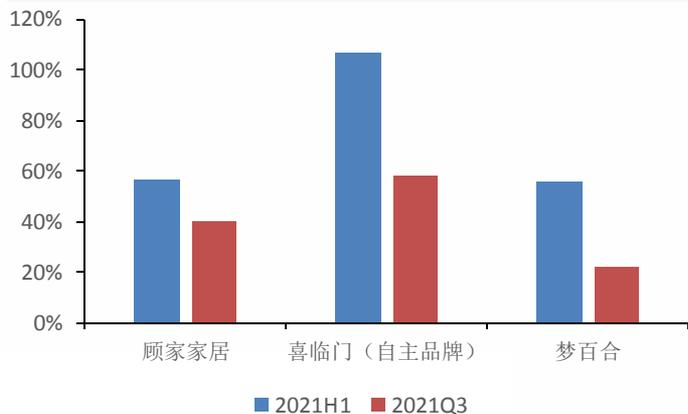
软体家居：头部企业表现亮眼，格局优化趋势延续

- 内销方面，三季度内销延续亮眼增长，顾家/喜临门/梦百合内销单Q3增速分别约为40%/58%/22%。渠道方面，头部企业仍保持较快拓店节奏，引领店态升级，单Q3顾家/喜临门/梦百合门店净开约300家/279家/139家；其中顾家小店新增约100家，小店占比超过30%，多品类连带销售能力强化。
- 外贸方面，三季度仍受高海运费影响，出货受阻，头部企业船期相对稳定，并提价转嫁部分成本，受影响程度相对有限。后续伴随海运费回落，中美贸易摩擦边际缓和，外销利润率有望进入改善通道。

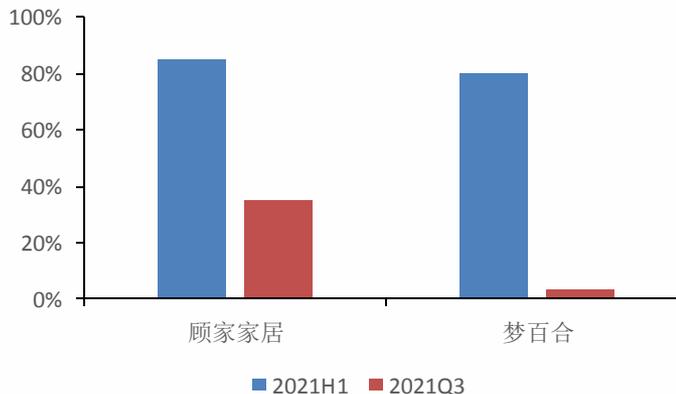
软体企业21H1-21Q3开店数量



软体企业21H1/21Q3内销增速



软体企业21H1/21Q3外销增速

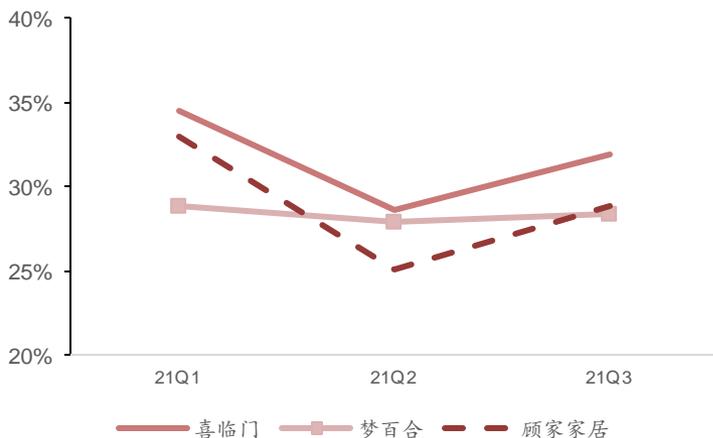


数据来源: Wind, 西南证券整理

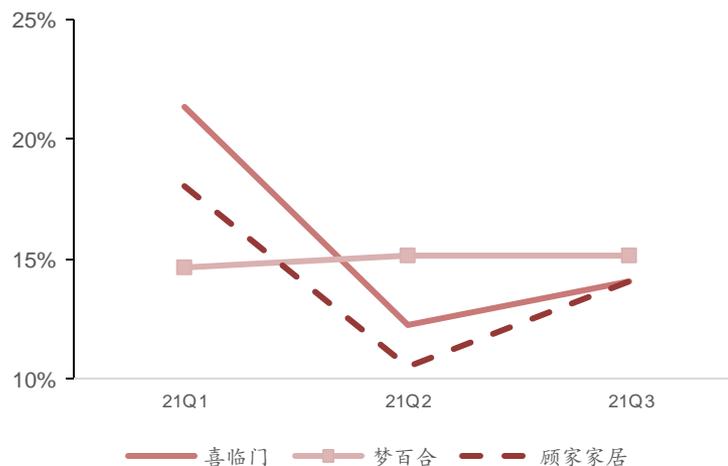
软体家居：头部企业表现亮眼，格局优化趋势延续

- 毛利率方面，Q3顾家/喜临门/梦百合毛利率分别为28.9%/31.9%/28.4%，毛利率环比改善，主要由于三季度TDI等化工品价格较二季度高点有所松动，叠加上半年提价成效逐渐显现，新品占比提升，毛利率整体结构性改善。整体来看龙头企业在面对成本压力时表现出更好的灵活性，展望后续，四季度原材料压力或仍存在，但龙头企业向下游转嫁成本顺畅，预计毛利率趋势稳定。
- 费用方面，三季度销售费用略增，Q3顾家/喜临门/梦百合销售费用率分别为14.1%（+3.6pp）/14%（+1.8pp）/15.2%（-0.01pp），主要由于软体企业内销仍处于渠道扩张阶段，门店装修及运输补贴相对较高，预计未来1-2年内头部企业仍将保持快速扩店节奏，行业格局持续优化。

软体企业21Q1-Q3单季度毛利率



软体企业21Q1-Q3单季度销售费用率

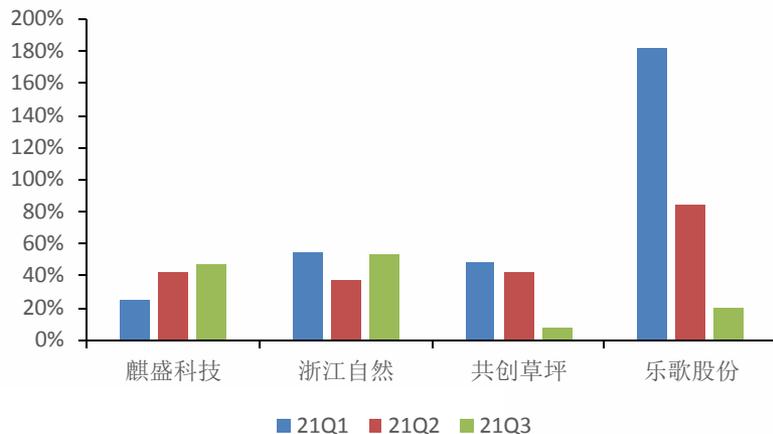


数据来源：Wind，西南证券整理

出口板块：订单景气，盈利能力尚处底部

- 三季度出口板块受益于疫情后消费习惯改变，电动床、办公桌及户外用品需求集中释放。尽管受到高海运费影响，出货略有滞后，但21Q3收入增长仍然可观，麒盛科技、浙江自然、共创草坪、乐歌股份收入增速分别达47.9%、53.2%、8.2%、20%；
- 毛利率方面，出口板块由于代工比例较高，提价需要一定时间传导，三季度毛利率仍然受到原材料价格上涨影响（也有运输费用调整至成本的影响），21年单三季度麒盛科技、浙江自然、共创草坪、乐歌股份毛利率分别为34.9%（-6.1pp）、38.0%（-4.9pp）、28.4%（-12.0pp）、36.6%（-13.0pp）。
- 销售费用率略下降，21Q3麒盛科技、浙江自然、共创草坪、乐歌股份销售费用率分别为7.0%（-1.2pp）、2.5%（-0.7pp）、4.1%（+0.5pp）、21.6%（-0.9pp）。

2021Q1-Q3出口板块收入增速



2021Q1-Q3出口板块净利润增速

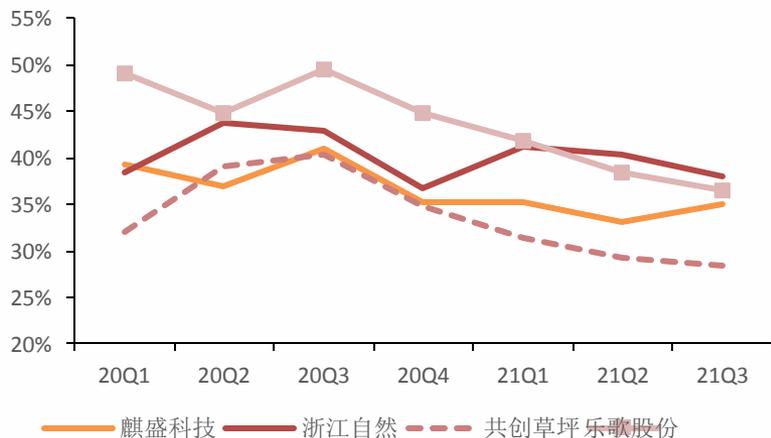


数据来源：Wind，西南证券整理

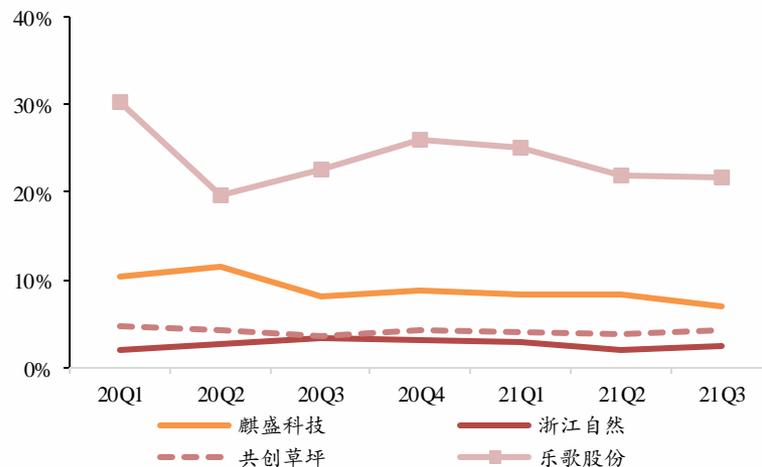
出口板块：订单景气，盈利能力尚处底部

- 利润端来看，钢铁、化工等原材料价格快速上涨，但部分企业对下游客户议价力强，通过提价或整合供应链保持了较好的利润率水平。麒盛科技、浙江自然、共创草坪、乐歌股份净利润增速分别为88.8%、39.4%、-22.2%、-57.6%。其中乐歌股份利润下滑较大，主要由于去年线性驱动办公桌等产品直接受益于美国企业的补贴政策，需求通过跨境电商快速传导，导致利润基数较高，今年三季度在钢材上涨的成本压力下，利润率下滑。
- 整体来看，三季度家居出口企业盈利能力承压，但考虑到压制因素均有所减弱，利润端有望进入改善阶段；板块未来的不确定性在于需求释放后营收增长的持续性。

2019Q1-2021Q3出口板块毛利率



2019Q1-2021Q3出口板块销售费用率

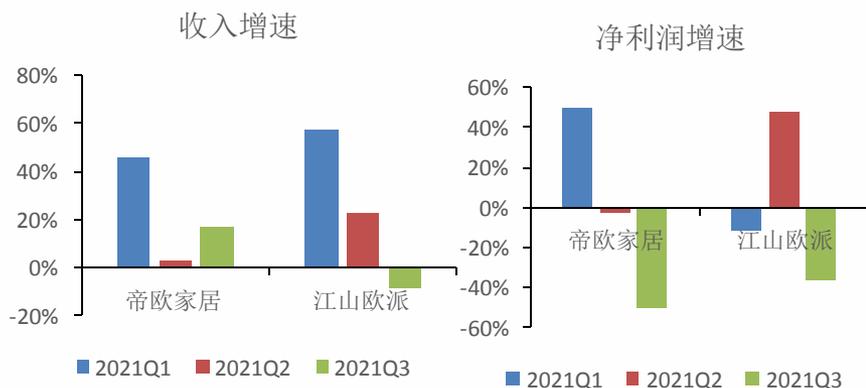


数据来源：Wind，西南证券整理

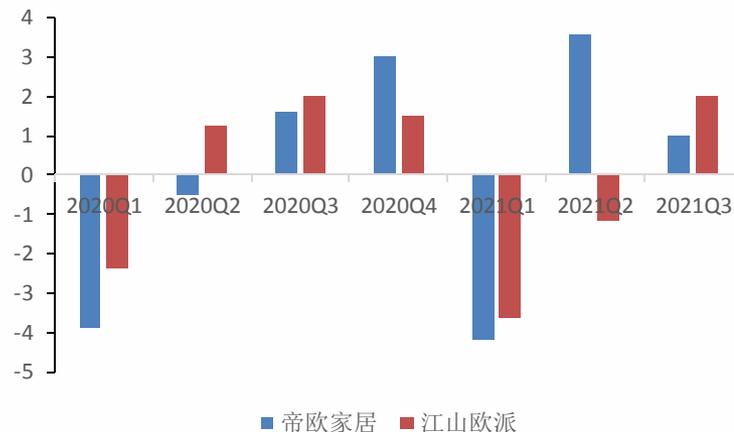
工程：受地产商直接影响，盈利及现金流承压

- 今年来地产商竣工交付周期拉长，在快速去化背景下精装率下行，出货节奏放缓，工程企业收入、净利润、现金流均有所承压，导致估值也下降较大。21Q3江山欧派/帝欧家居收入增速分别为-8.3%/+16.8%，净利润增速分别为-36%/-50%。现金流方面，江山Q3经营性现金流量净额2亿元，在同行普遍受地产现金流影响下公司仍保持了较好的正向现金流。预计工程代理及零售业务逐渐放量后，现金流仍将持续优化。
- 从中期视角看，工程板块在调整后有望随着地产政策放松迎来反弹，重点关注制造能力突出的江山欧派，在渠道结构变革后有望在明年迎来业绩与估值双升。

21Q1-Q3江山/帝欧收入/净利润增速



20Q1-21Q3江山/帝欧经营性净现金流（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

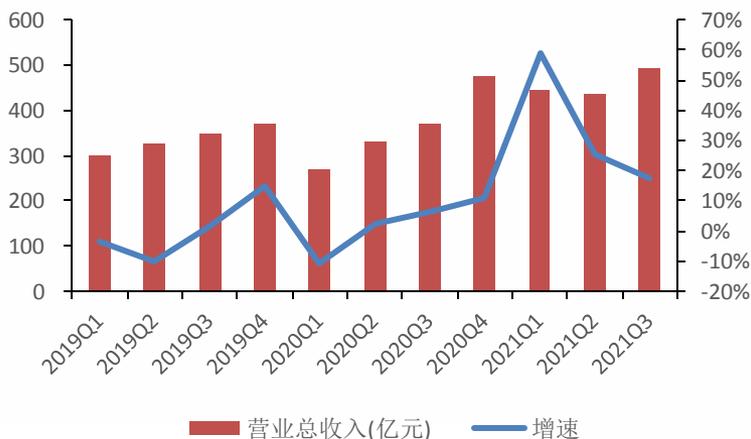
目 录

- ◆ **家居：行业分化加剧，头部企业成长性凸显**
- ◆ **造纸：盈利能力暂时回落，静待基本面修复**
- ◆ **个护：高基数影响盈利，看好消费品长期成长空间**
- ◆ **文娱：需求波动及高基数造成短期影响，不改长期逻辑**

造纸：盈利能力暂时回落，静待Q4基本面修复

- 由于Q3处于行业淡季，前期渠道库存积压后纸厂出货放缓，处于消化社会库存阶段，因此行业基本面较疲软。21Q3造纸板块营收及净利润增速有所回落，收入为493亿元，同比增长17.4%，净利润为25亿元，同比下降12.7%。净利润承压主要由于三季度纸价下降，叠加纸企能耗成本上升，盈利能力暂时回落。展望四季度，随着电商及双旦等节日旺季到来，社会库存去化加快，预计需求将环比向好，纸厂频发提价函，文化纸价格企稳回升，包装纸价格稳步上行，基本面有望迎来复苏。

2019Q1-2021Q3申万造纸板块收入及增速



2019Q1-2021Q3申万造纸板块利润及增速

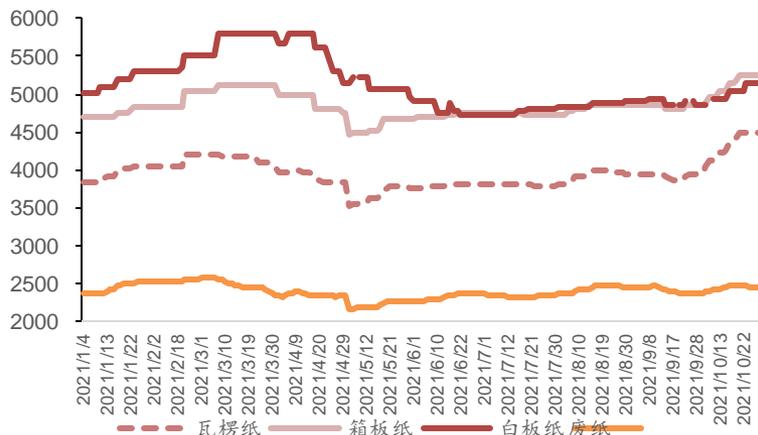


数据来源：Wind，西南证券整理

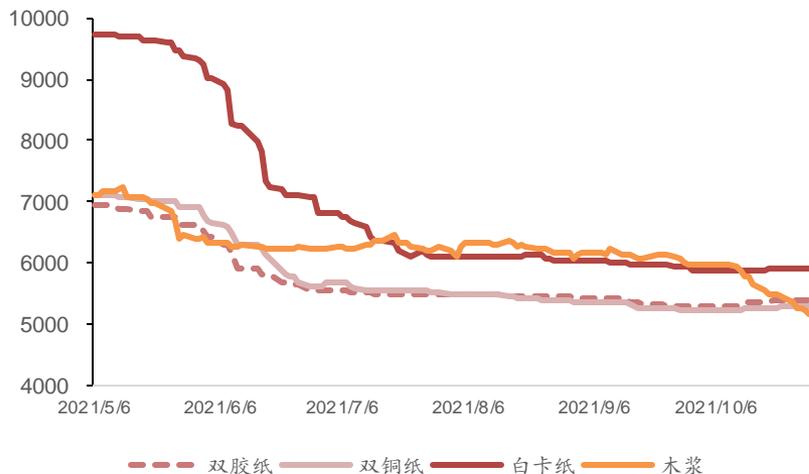
造纸：盈利能力暂时回落，静待Q4基本面修复

- 分纸种来看，三季度浆价稳定在相对高位，下游纸价小幅阴跌。文化纸受双减政策影响，需求平淡，没有木浆等原料的企业抗风险能力弱，而木浆自给率高的企业盈利能力更坚挺。
- 今年来国废需求偏紧，废纸价格在三季度稳步上行，9月底进入包装纸旺季后需求改善，带动箱板/瓦楞纸价格上涨，但企业报表端收入相对滞后（预计在Q4体现）。我们判断废纸系随着能源与环保政策趋紧，有废纸浆产能和自备电厂优势的龙头企业份额迎来提升，供需格局持续优化，包装纸的盈利改善空间更大。

废纸系价格（元/吨）



木浆系价格（元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

造纸：盈利能力暂时回落，静待Q4基本面修复

- 从主要纸企经营业绩来看，21Q3收入增速及盈利能力均有回落，太阳/山鹰/博汇/岳纸单Q3收入增速分别为51.7%/22.8%/9.4%/1.3%，净利率分别为6.8%/3.4%/10.2%/2.5%。其中太阳纸业由于有较高的自制浆自给率，成本优势突出，能耗管控力强，竞争壁垒深厚，表现出较高的收入稳定性及盈利韧性。

20Q1-21Q3主要纸企单季度收入增速



20Q1-21Q3主要纸企单季度净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

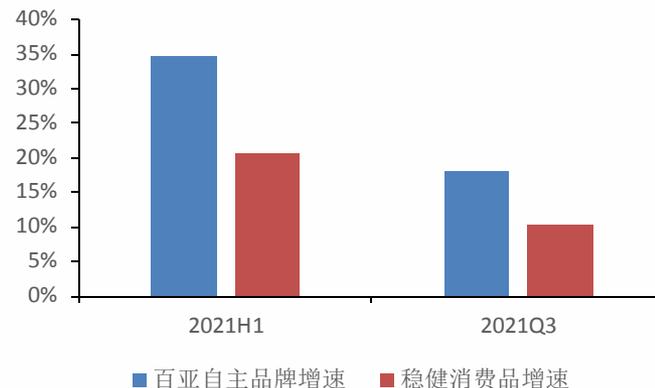
目 录

- ◆ **家居：行业分化加剧，头部企业成长性凸显**
- ◆ **造纸：盈利能力暂时回落，静待Q4基本面修复**
- ◆ **个护：高基数影响盈利，看好消费品长期成长空间**
- ◆ **文娱：需求波动及高基数造成短期影响，不改长期逻辑**

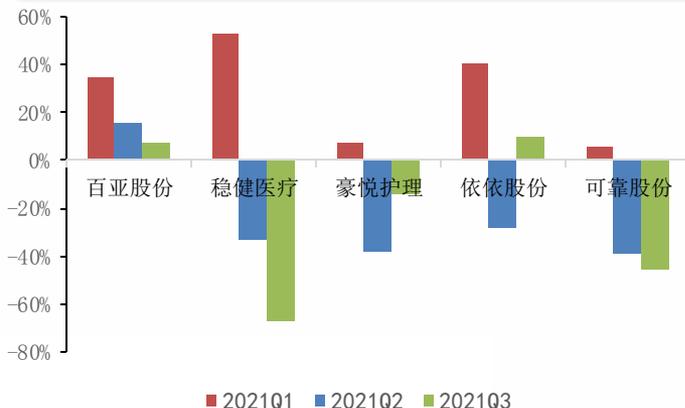
个护：高基数影响盈利，看好消费品长期成长空间

- 21Q3个护板块整体仍受到去年口罩等防疫物资高基数影响，二、三季度收入及净利润增速回落。单独从消费品业务来看，单Q3百亚自主品牌/稳健消费品业务收入增速分别为约为18%和10%，增长稳健。
- 分品类看，婴儿卫生用品受出生率下降制约，终端销售下滑，婴儿用品占比较高的豪悦/可靠收入受此影响，收入增长放缓；女性卫生用品需求较稳定，中高端品牌市场份额逐渐集中，单Q3百亚/稳健卫生巾收入增速分别为18%/40%；宠物卫生用品三季度出口边际改善，依依股份Q3收入增速转正，其中出口增速20%左右，出货有望持续修复；成人卫生用品仍处市场培育期，增长较缓。

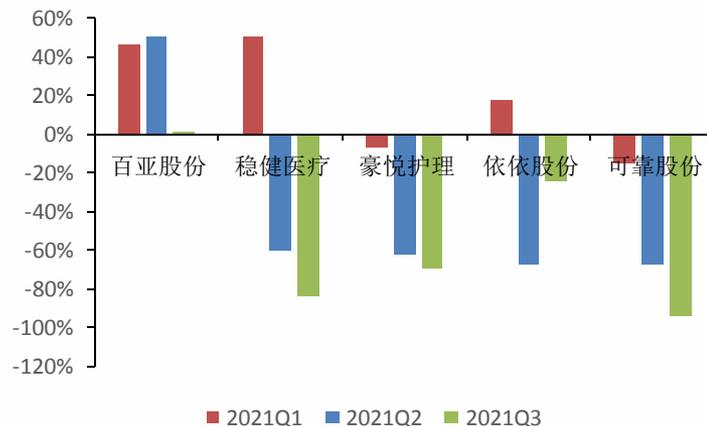
21H1及21Q3百亚/稳健消费品增速



21Q1-Q3个护板块收入增速



21Q1-Q3个护板块净利润增速

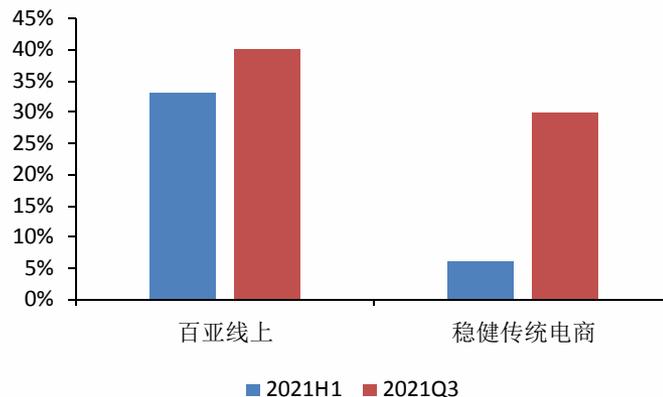


数据来源: Wind, 西南证券整理
www.swsc.com.cn

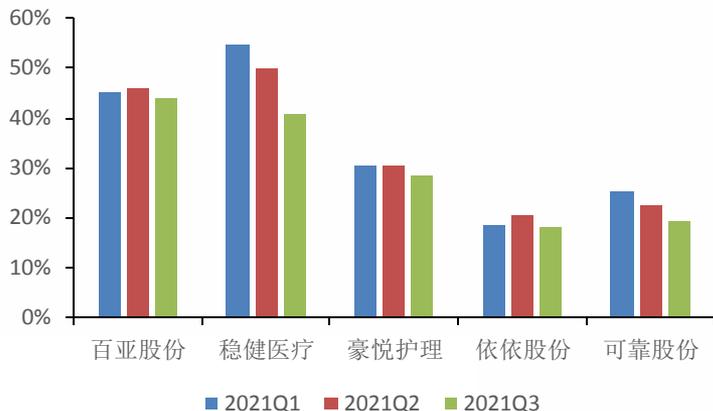
个护：高基数影响盈利，看好消费品长期成长空间

- 毛利率方面，由于上游化工品等原材料价格上涨，个护板块Q3毛利率较Q2环比小幅回落，但头部企业产业链议价能力较强，生产自动化水平较高，有望通过精益生产降本增效，中长期毛利率趋势稳定。
- 费用率方面，电商发力加大渠道投入。其中百亚持续推进区域扩张，加强电商渠道布局，Q3电商渠道保持40%以上增长；稳健传统电商增速边际改善，门店扩张环比加速，同时加强与KA商超的合作，带动卫生巾及有纺新品增长40%以上；可靠继续挖掘特通渠道市场空间，自主品牌市场有望扩容。

21H1及21Q3百亚/稳健电商收入增速



21Q1-Q3单季度毛利率



21Q1-Q3销售费用率

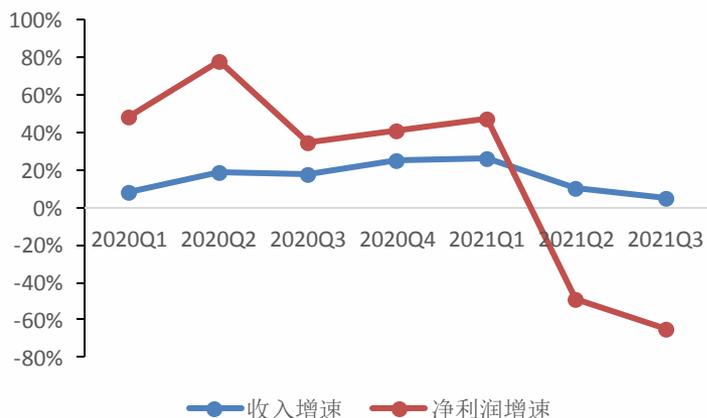


数据来源：Wind，西南证券整理

个护：高基数影响盈利，看好消费品长期成长空间

- 生活用纸方面，中顺洁柔21Q3收入/净利润增速分别为4.5%/-64.7%，需求端受消费市场整体低迷影响，提价效果不及预期，营收增速放缓。成本端Q3浆价仍在相对高位，低价浆库存逐渐消耗后整体成本上行。Q3毛利率为34.3%，同比降12.4pp，环比下降4.6pp。
- 展望Q4及明年，随着浆价下行，成本压力缓解，公司积极推广棉柔巾、卫生巾等新品，加快线上渠道建设，市场份额有望持续扩大，基本面有望迎来底部反弹。

中顺洁柔20Q1-21Q3收入/利润增速



中顺洁柔20Q1-21Q3毛利率/净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

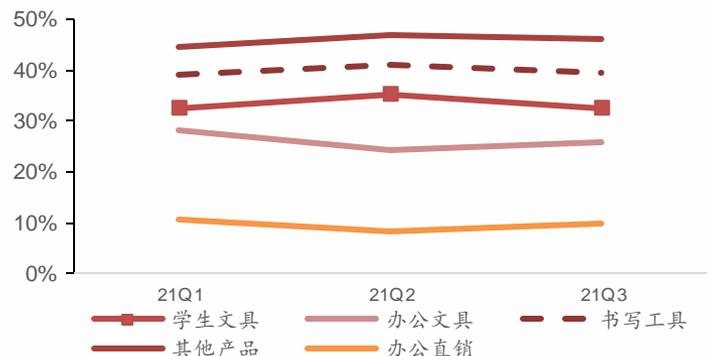
目 录

- ◆ **家居：行业分化加剧，头部企业成长性凸显**
- ◆ **造纸：盈利能力暂时回落，静待基本面修复**
- ◆ **个护：高基数影响盈利，看好消费品长期成长空间**
- ◆ **文娱：需求波动及高基数造成短期影响，不改长期逻辑**

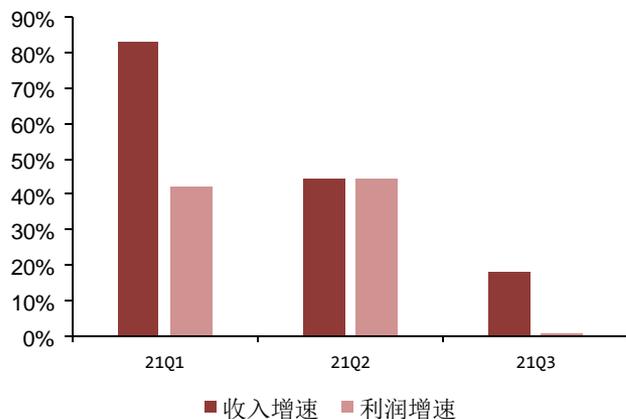
晨光文具：传统业务暂受高基数及双减政策影响，不改长期逻辑

- 单Q3晨光收入/净利润增速分别为18.2%/0.6%，剔除晨光科技后单Q3实现收入22亿元，增长1%，Q3增速有所放缓主要是受去年同期高基数及今年双减政策等影响，新业务科力普、九木保持亮眼增长。我们认为公司的核心逻辑在于供给端的品牌壁垒和市占率持续提升，此核心逻辑并未受到破坏，短期波动不影响公司中长期成长性的逐步兑现。
- 利润方面，毛利率降低主要由于低毛利率的办公直销业务增长较快占比提升，费用端保持稳定。未来伴随产品结构优化，新品类成长空间巨大，新品盈利能力有望稳步提升。

21Q1-Q3晨光分产品毛利率



晨光21Q1-Q3收入/利润增速



21Q1-Q3晨光收入拆分 (亿元)

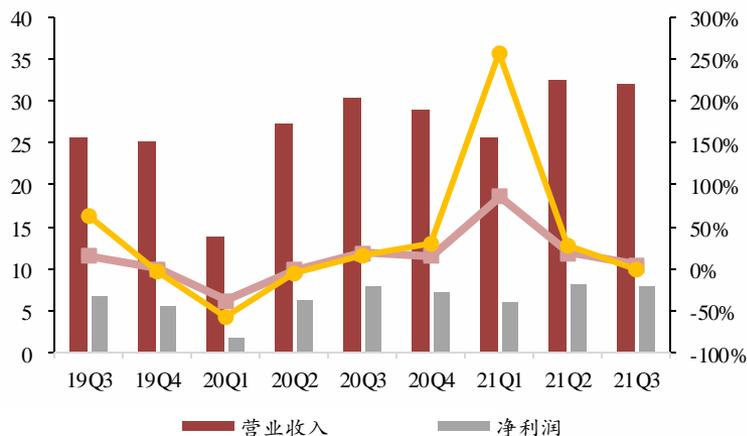


数据来源: Wind, 西南证券整理

公牛集团：稳健成长，产品矩阵日益丰富

- 单Q3公司实现营收31.9亿元（+5.1%），归母净利润7.9亿元（-1.3%）。Q3单季度毛利率为40.93%（-1.2pp），提价后毛利率环比上升，较Q2提升3.7pp，在原材料上涨后仍能维持较好的毛利率水平。
- 在去年同期基数较高、行业需求复苏不及预期及成本高企下，公司保持了稳健增长实属不易。分品类看，Q3公司所有品类收入都实现正增长，新品类增速亮眼，墙开增速继续领先，照明也逐渐扭转上半年的弱势。展望四季度和明年，随着新品投放力度加大，渠道持续升级，预计墙开、照明等产品成长为核心品类，新品矩阵智能家居系列产品未来想象空间巨大。

19Q3-21Q3公牛集团收入/利润增速



2016-2020公牛集团收入拆分 (亿元)

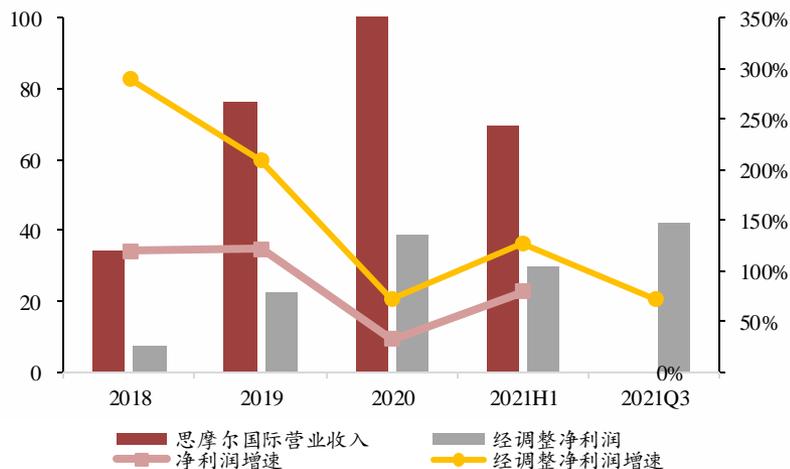


数据来源: Wind, 西南证券整理

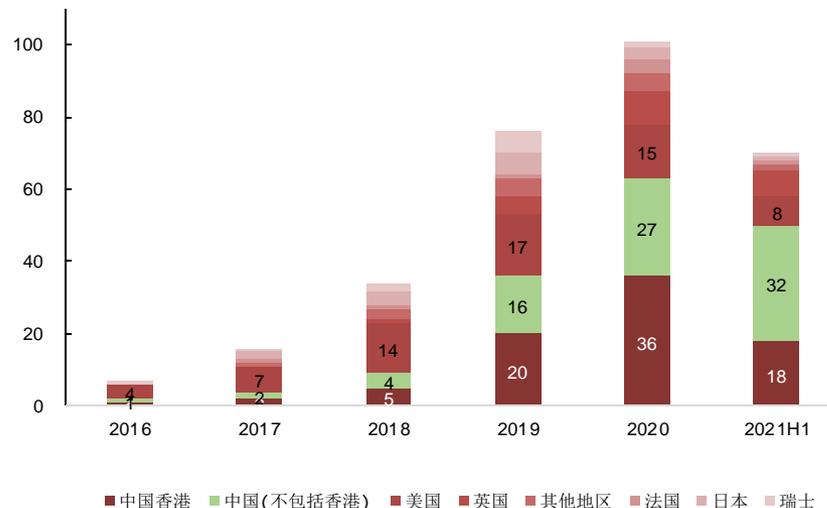
思摩尔：订单短期波动，海外监管政策逐渐落地

- 三季度经调整净利润12.5亿元，同比+7.6%，增速边际放缓，主要由于Q2开店加快，Q3渠道库存有所积压拿货放缓所致。目前出货在逐渐恢复中。海外方面受益于美国PMTA申请逐步落地，海外政策压制缓解，行业迎来反弹。
- 国内监管趋严有利于行业长期成长，FDA在近期对雾化烟释放积极信号后，头部的规范化企业有望充分受益。10月Vusesolo通过PMTA审核，从审核结果来看，FDA加强对调味烟监管，对烟草味和尼古丁浓度监管相对宽松，增加了公司产品过审的确定性。
- 我国目前电子烟渗透率还很低（不到1%），在监管规范后成长空间很大，有技术壁垒的公司将率先收益。

18-21Q3思摩尔收入/利润（亿元）



16-21H1思摩尔收入拆分（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

联系人：赵兰亭

电话：023-67511807

邮箱：zhlt@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

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

分析师承诺

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。

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

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
	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
	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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	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
	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
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	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	yx@swsc.com.cn