

## Ekornes 增长亮眼，盈利能力持续改善

### 投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布 2021 年年报和 2022 年第一季度报告, 2021 年实现收入 50.7 亿元(+18.6%); 实现归母净利润 1.8 亿元(+71.3%); 实现扣非归母净利润 1.5 亿元(+55.6%)。其中, 单 Q4 公司实现营业收入 13.3 亿元(-3.4%); 实现归母净利润-347.4 万元(-104.8%)。2022 年 Q1 公司实现营收 13.1 亿元(+14.3%); 实现归母净利润 5814.7 万元(-5.3%); 实现扣非归母净利润 4435 万元(-10.6%)。
- 发布股权激励方案, 彰显公司提振内销业务信心。** 公司发布股权激励草案, 拟向激励对象授予 911 万股限制性股票, 约占本激励计划草案公布时公司股本总额的 1.57%。其中, 首次授予 851.00 万股, 约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.47%。本激励计划首次授予的激励对象人数为 74 人, 包括公司董事、高级管理人员及核心骨干人员, 激励范围广。考核目标为公司境内收入, 2022-2024 年境内收入增速目标分别为 2.2%、10%、10%。
- 降本控费成效显著, 盈利能力改善。** 2021 年公司整体毛利率为 35.8%, 同比下降 3.2pp, 主要由于原材料成本上涨, 叠加人民币升值及海运成本上涨影响。收购品牌方面, 2021 年 Stressless 毛利率为 41.7%(-2.2pp); IMG 毛利率为 36.6%(-4.5pp); Svane 毛利率为 19.1%(-2.7pp)。内销方面, 定制家具毛利率为 35.2%(-6.4pp); 成品家具毛利率为 25.2%(-4.7pp); 饰品及其它毛利率为 26.6%(-0.3pp)。费用率方面, 2021 年公司整体费用率为 30.3%(-4.9pp), 控费效果良好。其中 21 年公司销售费用率为 17.3%(-1.4pp); 管理费用率为 7.2%(-1.2pp); 研发费用率为 2%(-0.1pp); 财务费用率为 3.9%(-2.2pp), 主要系借款利息费用减少所致。综合来看, 公司净利率为 3.5%, 同比增长 1.1pp, 在公司产品结构优化及降本控费的努力下, 全年盈利能力有所改善。
- 22Q1 海外业务表现亮眼, 内销受疫情反复影响暂时承压。** 22 年 Q1 公司整体毛利率为 35.6%, 同比下降 2.9pp。一季度整体费用率为 30.3%, 同比下降 1.9pp, 控费效果提升, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.1%/7.4%/1.8%/5.2%, 同比-3pp/+0.4pp/+0.2pp/+0.5pp; 净利率为 4.4%, 同比下降 0.9pp。此外, 公司本期的经营活动产生的现金流量净额为 1790.7 万元, 同比增长 133.8%, 主要系销售收款增加所致。其中, 22Q1 Stressless 品牌舒适椅订单增速超过 20%, 电动椅、沙发和餐椅产品的订单增速超过 50%, 床垫订单增速接近 30%, 在手订单充裕。随着生产能力的提升, Ekornes AS 一季度收入同比增长 34%, 净利润同比增长 32%。
- 核心产品表现亮眼, Ekornes 保持快速增长。** 21 年公司业务稳步增长, 国内曲美本部业务中, 定制家具实现营业收入 8.5 亿元, 同比增长 7.9%; 成品家具实现营业收入 6.4 亿元, 同比下降 7.1%; 饰品及其它实现营业收入 2.7 亿元, 同比增长 66.6%。Ekornes 系列业务中, Stressless 实现营业收入 23.8 亿元, 同比增长 27.3%, Stressless 品牌中国市场体现出巨大的发展潜力, 经销商平均毛利率、零售坪效、投资回收期、平均客单值等核心指标均具备业内领先水平, 目前已成为公司主要收入来源; IMG 实现营业收入 6.1 亿元, 同比增长 30.8%,

### 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: 赵兰亭  
电话: 023-67511807  
邮箱: zht@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)	5.80
流通 A 股(亿股)	5.80
52 周内股价区间(元)	8.11-14.19
总市值(亿元)	56.18
总资产(亿元)	76.71
每股净资产(元)	3.59

### 相关研究



IMG 品牌是 Stressless 的有效补充，品牌定位中高端，更加符合中国市场的消费需求；Svane 实现营业收入 2.3 亿元，同比增长 13.5%，报告期内，公司重启 Svane 品牌增长策略，将床和床垫产能逐步迁移至立陶宛，随着生产成本的降低和产品设计的优化，Svane 品牌产品竞争力提高，性价比显著增强。2022 年公司计划将 Svane 品牌向全球市场进行推广，随着销售渠道的增加，Svane 品牌有望加速发展。

- **国内直营市场快速增长，经销商培训体系全面升级。**分销售模式来看，21 年公司直营店实现营业收入 3 亿元，同比增长 40.2%；经销店实现营业收入 44.2 亿元，同比增长 17.9%；大宗业务实现营业收入 1.4 亿元，同比增长 49.9%；线上销售实现营业收入 5588.8 万元，同比下降 0.8%；其它销售模式实现营业收入 5483.3 万元，同比下降 2.9%。借助公司“全品类、一站式”及大店模式的优势，直营市场积极开拓引流渠道，通过营销管理组织标准化建设及智慧门店系统的应用，有效提高进店客流转化率，从而在前端引流、转化、成交方面获得显著提升，单店收入、坪效、人均产出等经营指标大幅增长。公司直营能力的提升一方面可以有效增强自身零售能力，培养零售人才，另一方面也能通过培训体系帮助经销商更好的提升经营能力。
- **门店继续扩张，经销业务保持大家居核心竞争优势。**截至 21 年底公司门店总数为 8479 家，年内新开 688 家，关闭 297 家。其中，公司经销门店数为 8458 家，包括曲美品牌 1155 家，耀星家品牌 57 家，Stressless 3502 家，IMG 3256 家，Svane 486 家；直销店 21 家。报告期内公司通过店面形象升级，优化大店模式的产品呈现效率，有效提升了旗舰门店的单店收入水平。针对新经销商和中小型经销商“团队能力弱，投资规模小”的特点，公司将原有开店模型进行升级，鼓励团队能力较弱的新商和中小型经销商开设单品类门店，以定制店、软体店入手，并根据经营情况逐步增加品类，中小型经销商的经营难度有所降低，开店成活率整体呈现上升状态。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.75 元、1.01 元、1.24 元，对应 PE 分别为 13 倍、10 倍、8 倍。考虑到公司海外业务市场空间大，降本控费成效显著，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，汇率大幅波动的风险，国际贸易摩擦加剧的风险，行业竞争加剧的风险，疫情影响范围扩大的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5073.26	6093.62	7102.45	8157.98
增长率	18.57%	20.11%	16.56%	14.86%
归属母公司净利润（百万元）	177.91	433.96	584.90	718.54
增长率	71.31%	143.92%	34.78%	22.85%
每股收益 EPS（元）	0.31	0.75	1.01	1.24
净资产收益率 ROE	9.48%	17.32%	19.03%	18.87%
PE	32	13	10	8
PB	2.78	2.06	1.70	1.40

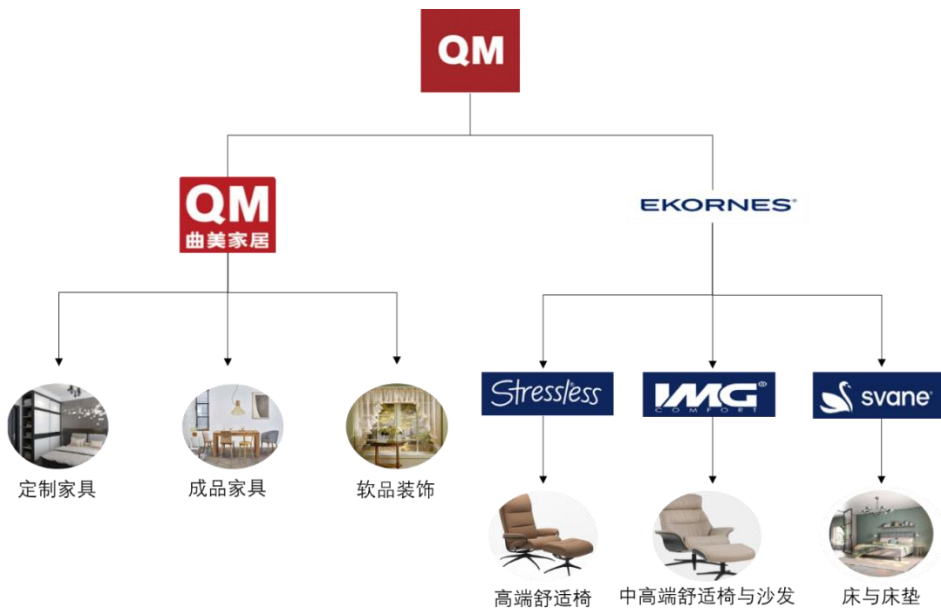
数据来源：Wind，西南证券

## 1 并购品牌 Ekornes 彰显强劲实力，内部改革成效显著

多元化品牌结构矩阵协同发展，一体化家具集团打造独创服务。曲美家居成立于 1993 年 4 月。经过 20 多年稳步发展，目前已成为国内领先的集设计、生产、销售于一体的大型化、规范化的家居集团，曲美是行业内少数具备全品类家具产品研发、设计和生产能力的品牌家居企业，公司独创的“你+生活馆”渠道模式为消费者提供“定制+成品+软装”的全品类家居产品矩阵和个性化的全屋空间生活美学设计服务。

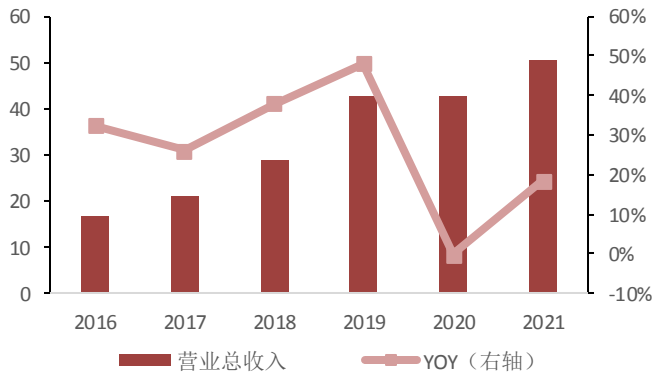
2018 年，曲美家居集团股份有限公司成功受让 Ekornes ASA（以下简称“Ekornes”）90.5% 的股权，作价 51.3 亿挪威克朗（约合 40.63 亿人民币），成为其实际控制人，并在 2021 年 7 月实现对剩余股份的收购。Ekornes 品牌于 1934 年创立，作为挪威最大的家具制造商，欧洲市场最知名的家具品牌之一，旗下有 Stressless、IMG、Svane 等品牌，公司致力于在中高端市场提供独树一帜的家具设计感和高质量性的舒适感。由于二者在市场布局、业务开拓、生产研发、供应链管理等方面具有较强的协同性，曲美将通过整合市场资源、深耕产品渠道，充分利用国内拥有的经销商和专卖店布局及互联网营销经验，与 Ekornes 共享现有渠道资源。

图 1：曲美家居品牌矩阵图

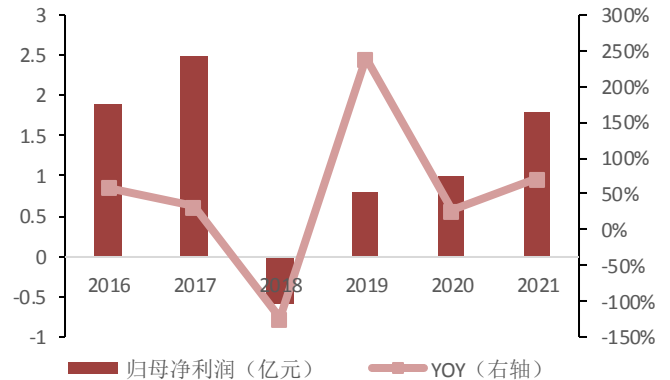


数据来源：公司年报，西南证券整理

**Ekornes 注入成长新动力，营业收入稳定增长。**从公司收入端来看，2016-2021 年公司营业收入从 21 亿增长到 50.7 亿，复合增长率达到了 15.8%。2018 年收购 Ekornes 品牌后依靠其强劲的产品实力，重新梳理其管理架构，为公司业务注入新的增长动力。2021 年海外业务实现快速释放，带动公司收入高速增长，2021 年全年公司实现收入 50.7 亿元（+18.6%）。利润端来看，在收购 Ekornes 品牌之后，受较高的有息负债等影响，短期内公司净利润承压，2021 年公司业绩水平已经恢复到了 1.8 亿（+71%）。尽管在 21 年 Q4 时期公司经历了疫情所带来的部分东南亚工厂停工、原材料以及海运成本的上升、存货减值以及恒大应收账款拖累等多方面不利因素，但公司整体净利润仍保持高速增长，预计随着原材料及海运成本的下行，盈利能力有望持续保持较快增速。

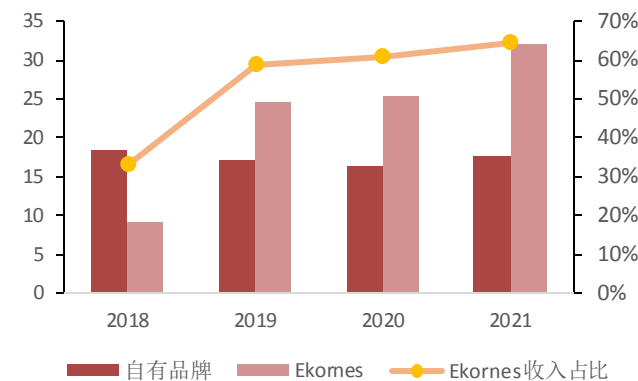
**图 2：2016-2021 年公司营收及增速**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

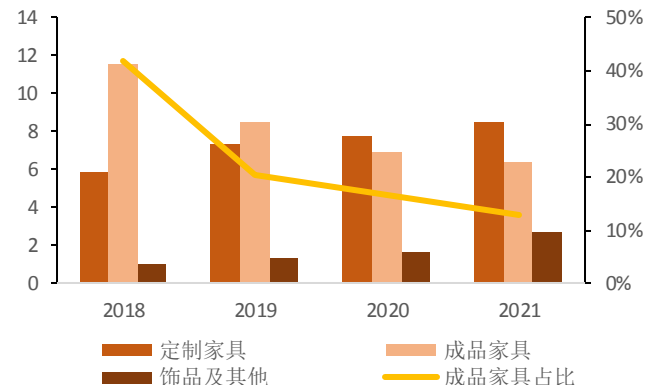
**图 3：2016-2021 年公司归母净利润及增速**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

分品牌来看，收购完成后公司收入以收购品牌 **Ekornes** 为主，管理改善后 **Ekornes** 增长逐渐步入正轨。在完成收购之后，曲美开始着手对 **Ekornes** 的公司治理结构和管理体系进行改革，并在 2020 年卓有成效，在 2021 年 **Ekornes** 品牌的收入为 32.1 亿，同比增长 26.6%，2018-2021 年保持 36.7% 的复合增长率。2021 年 **Ekornes** 收入占比 64.6%，成为公司主要收入来源。2021 年 **Ekornes** 品牌的三个子品牌 **Stressless/IMG/Svane** 的营业收入分别为 23.8 亿元/6.1 亿元/2.3 亿元，其中 **Stressless** 作为全球第一舒适椅品牌，也是 **Ekornes** 品牌中的核心业务，占营收比达到了 47.8%。**Ekornes** 海外业务表现强势，在 2021 年成功取得 **COSTCO** 等大型客户；同时开拓国内市场，品牌业务改革成效显著，2021 年重点解决“店漂亮，货对路”的问题，并且新增了包括“私域流量”、“智慧门店”等创新性渠道销售模式，加速了国内业绩的增长 **Ekornes** 的子品牌 **Stressless** 在国内市场已有超过 120 家线下门店和体验中心，将国际高端品牌引入中国市场，并且抓住海外高端品牌稀缺性带来的对国内大众和家具经销商的品牌优势，满足了国内高品质消费需求。

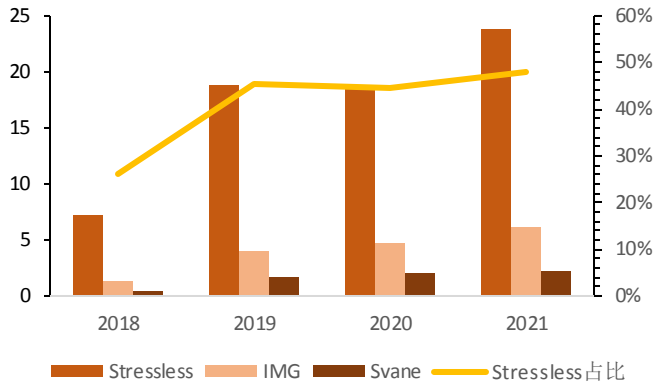
**图 4：2018-2021 年分品牌营业收入及占比**


数据来源：公司财报，西南证券整理

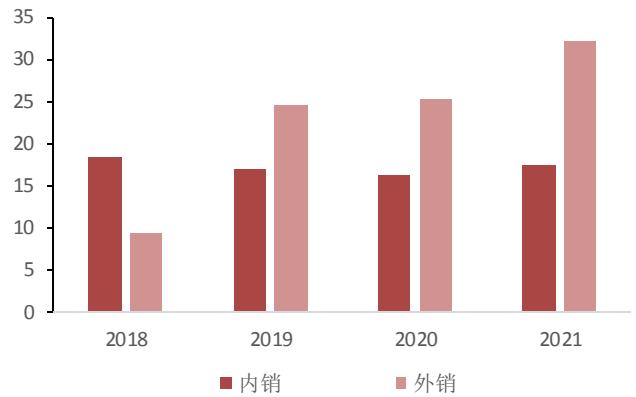
**图 5：2018-2021 年自有品牌营业收入及占比**


数据来源：公司财报，西南证券整理

曲美本部业务保持大家居竞争优势,定制家具+成品家具+软装饰品全方位满足消费需求。2021 年定制家具/成品家具/饰品的营业收入分别为 8.5 亿元/6.4 亿元/2.7 亿元。其中定制家具的收入及占比逐年上升,在 2021 年曲美本部收入占比为 35.4%。

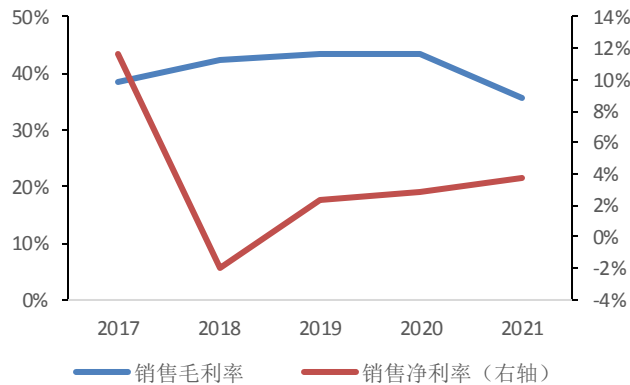
**图 6: 2018-2021 年 Ekornes 品牌营业收入及占比**


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

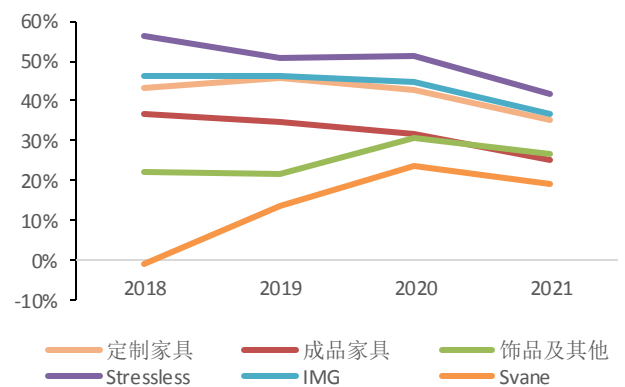
**图 7: 2018-2021 年内外销营业收入占比**


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

2021 年毛利率受原材料价格波动影响,收购品牌毛利率仍保持较高水平。2017-2021 年公司销售毛利率分别为 35.8%/43.4%/43.6%/42.4%,其中 Ekornes 旗下的产品由于生产工艺独特,生产壁垒较高,SKU 较少更容易形成规模效应,毛利率较高。2021 年 Stressless/IMG/Svane 毛利率分别为 41.7%/37%/19.1%。

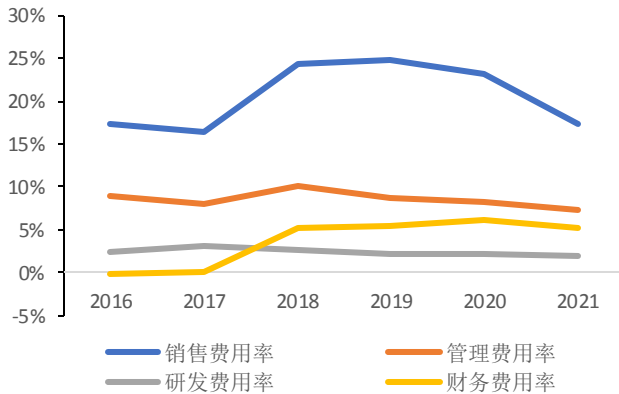
**图 8: 2017-2021 年公司销售毛利率/销售净利率**


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

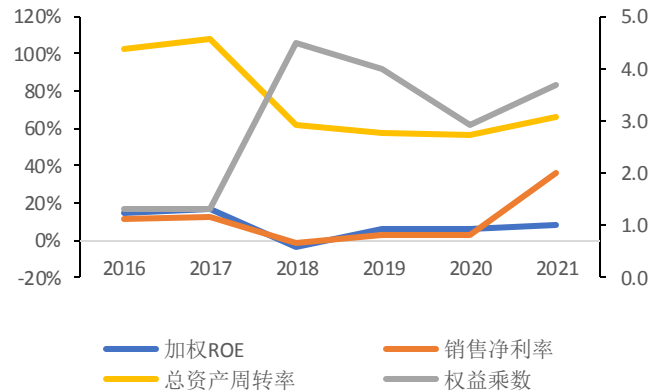
**图 9: 2018-2021 年公司分产品毛利率**


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

收购并表后费用率短期上行,后续随着管理改善,费用率下行空间较大。2018 年收购 Ekornes 后公司销售费用率、财务费用率均处于较高水平,2018-2021 年公司总费用率从 42.2% 下降至 30.3%,主要由于 Ekornes 经营步入正轨后,销售费用投放效率提升。

**图 10: 2016-2021 年公司各项费用率**


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

**图 11: 2016-2021 年公司 ROE 拆分**


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

**引入战投降低财务杠杆, 为公司注入持续增长动能。**在收购 Ekornes 时产生的有息负债使得公司承受高额的财务费用, 18-21 年的财务费用达到 1.5 亿元/ 2.3 亿元/ 2.6 亿元/ 2 亿元。2019 年以来公司通过定向增发、引入战略投资者、经营性净现金流还款等措施有效降低了有息负债规模。2021 年底公司实际控制人赵瑞海和赵瑞宾通过向张家港产业资本投资有限公司转让其持有的合计 4939 万股, 占公司总股本的 10.11%, 以降低公司因收购 Ekornes 所带来的高额财务成本, 通过引入战略投资者高瓴及银梯, 进一步优化了公司的资产结构, 推动公司更好的实现债务置换和业务改革。在 21 年财务费用同比下降 23.6%, 权益乘数由 2018 年的 4.5 下降至 2021 年的 3.7, 资产负债结构优化, 推动 ROE 进一步提升至 8.4%。

## 2 盈利预测与估值

假设 1: Stressless 品牌毛利率快速修复, 2022-2024 年分别达到 45%、45.2%、45.5%;

假设 2: 引入外部投资后并逐渐偿还负债后公司负债率下降, 财务费用率继续收窄, 22-24 年财务费用率分别为 2%、1%、0.2%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 公司分业务收入与成本预测**

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>合计</b>				
营业收入	5073.3	6093.6	7102.5	8158.0
yoy	18.6%	20.1%	16.6%	14.9%
营业成本	3255.6	3729.2	4308.6	4907.1
毛利率	35.8%	38.8%	39.3%	39.8%
<b>定制家具</b>				
收入	846.95	931.6	1006.2	1066.5
yoy	7.9%	10%	8%	6%
成本	548.68	600.9	649.0	687.9
毛利率	35.2%	35.5%	35.5%	35.5%
<b>成品家具</b>				

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	639.99	672.0	698.9	719.8
yoy	-7.1%	5%	4%	3%
成本	478.80	500.6	518.6	532.7
毛利率	25.2%	25.5%	25.8%	26.0%
<b>饰品及其他</b>				
收入	274.94	288.7	300.2	309.2
yoy	66.6%	5%	4%	3%
成本	201.87	210.7	219.2	225.7
毛利率	26.6%	27.0%	27.0%	27.0%
<b>Stressless</b>				
收入	2,376.21	3089.1	3706.9	4374.1
yoy	27.3%	30%	20%	18%
成本	1,385.64	1699.0	2031.4	2383.9
毛利率	41.7%	45%	45.2%	45.5%
<b>IMG</b>				
收入	612.11	795.7	994.7	1213.5
yoy	30.8%	30%	25%	22%
成本	388.30	477.4	591.8	718.4
毛利率	36.6%	40.0%	40.5%	40.8%
<b>Svane</b>				
收入	226.1	316.5	395.6	474.7
yoy	13.5%	40%	25%	20%
成本	182.9	240.5	298.7	358.4
毛利率	19.1%	24.0%	24.5%	24.5%
<b>其他</b>				
收入	97.0	98.9	100.9	102.9
yoy	-9.0%	2%	2%	2%
成本	69.4	70.7	72.2	73.6
毛利率	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们选取家居企业顾家家居、喜临门为可比公司，考虑到公司海外业务市场空间大，降本控费成效显著，首次覆盖给予“持有”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603816.SH	顾家家居	58.2	3.28	4.02	4.84	17.74	14.47	12.02
603008.SH	喜临门	23.48	1.86	2.41	3.11	12.63	9.73	7.54
平均值						15.19	12.10	9.78

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)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5073.26	6093.62	7102.45	8157.98	净利润	191.88	480.34	651.94	796.53
营业成本	3255.60	3729.25	4308.60	4907.06	折旧与摊销	283.90	459.87	459.87	459.87
营业税金及附加	17.94	24.07	27.61	56.29	财务费用	198.16	232.30	224.58	202.67
销售费用	876.74	1066.38	1250.03	1452.12	资产减值损失	-33.44	0.00	0.00	0.00
管理费用	363.08	457.02	497.17	571.06	经营营运资本变动	-183.54	-196.74	-132.73	-149.29
财务费用	198.16	232.30	224.58	202.67	其他	-15.81	2.70	-3.14	-3.86
资产减值损失	-33.44	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>441.14</b>	<b>978.48</b>	<b>1200.52</b>	<b>1305.91</b>
投资收益	24.07	6.00	8.00	10.00	资本支出	318.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-13.96	-3.11	-6.73	-5.52	其他	-446.33	2.89	1.27	4.48
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-128.33</b>	<b>2.89</b>	<b>1.27</b>	<b>4.48</b>
<b>营业利润</b>	<b>232.35</b>	<b>587.48</b>	<b>795.72</b>	<b>973.27</b>	短期借款	163.01	717.09	-795.62	-142.78
其他非经营损益	1.07	1.27	1.34	1.39	长期借款	11.71	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>233.42</b>	<b>588.75</b>	<b>797.06</b>	<b>974.66</b>	股权融资	-205.81	0.00	0.00	0.00
所得税	41.54	108.41	145.12	178.13	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	191.88	480.34	651.94	796.53	其他	-334.96	-1145.85	-224.58	-202.67
少数股东损益	13.98	46.39	67.04	77.99	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-366.05</b>	<b>-428.76</b>	<b>-1020.21</b>	<b>-345.45</b>
归属母公司股东净利润	177.91	433.96	584.90	718.54	<b>现金流量净额</b>	<b>-73.50</b>	<b>552.60</b>	<b>181.59</b>	<b>964.94</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	544.25	1096.85	1278.44	2243.38	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	523.87	671.73	766.44	883.88	销售收入增长率	18.57%	20.11%	16.56%	14.86%
存货	1133.91	1302.70	1504.19	1714.38	营业利润增长率	52.15%	152.84%	35.45%	22.31%
其他流动资产	74.38	79.00	92.08	105.76	净利润增长率	60.30%	150.33%	35.72%	22.18%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	3.53%	79.12%	15.67%	10.51%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1558.40	1346.21	1134.02	921.83	毛利率	35.83%	38.80%	39.34%	39.85%
无形资产和开发支出	3268.63	3025.84	2783.04	2540.25	三费率	28.34%	28.81%	27.76%	27.28%
其他非流动资产	537.49	532.61	527.73	522.85	净利率	3.78%	7.88%	9.18%	9.76%
<b>资产总计</b>	<b>7640.94</b>	<b>8054.93</b>	<b>8085.94</b>	<b>8932.34</b>	ROE	9.48%	17.32%	19.03%	18.87%
短期借款	221.32	938.41	142.78	0.00	ROA	2.51%	5.96%	8.06%	8.92%
应付和预收款项	828.80	1019.70	1165.40	1328.09	ROIC	6.29%	12.14%	15.46%	18.23%
长期借款	785.84	785.84	785.84	785.84	EBITDA/销售收入	14.08%	21.00%	20.84%	20.05%
其他负债	3781.58	2537.70	2566.70	2596.66	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5617.55</b>	<b>5281.65</b>	<b>4660.72</b>	<b>4710.59</b>	总资产周转率	0.66	0.78	0.88	0.96
股本	580.40	580.40	580.40	580.40	固定资产周转率	3.17	4.28	5.87	8.18
资本公积	674.03	674.03	674.03	674.03	应收账款周转率	12.24	12.36	12.09	12.05
留存收益	1033.08	1467.03	2051.93	2770.47	存货周转率	3.26	3.05	3.06	3.04
归属母公司股东权益	2017.96	2721.46	3306.35	4024.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.98%	—	—	—
少数股东权益	5.43	51.82	118.87	196.86	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2023.39</b>	<b>2773.28</b>	<b>3425.22</b>	<b>4221.75</b>	资产负债率	73.52%	65.57%	57.64%	52.74%
负债和股东权益合计	7640.94	8054.93	8085.94	8932.34	带息债务/总负债	43.82%	60.18%	51.13%	47.56%
					流动比率	0.92	1.47	2.39	3.14
					速动比率	0.46	0.86	1.40	2.05
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.31	0.75	1.01	1.24
					每股净资产	3.48	4.69	5.70	6.93
					每股经营现金	0.76	1.69	2.07	2.25
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	714.41	1279.65	1480.17	1635.80					
PE	31.58	12.95	9.61	7.82					
PB	2.78	2.06	1.70	1.40					
PS	1.11	0.92	0.79	0.69					
EV/EBITDA	11.52	5.64	4.21	3.13					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn