

卫浴行业龙头制造商，智能化产品前景广阔

投资要点

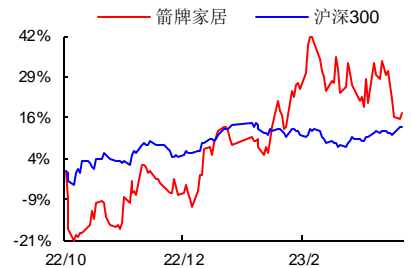
- 业绩摘要:** 公司发布年报。2022年公司实现营收75.1亿元(-10.3%);实现归母净利润5.9亿元(+2.8%);实现扣非净利润5.4亿元(+1.5%)。单季度来看,2022Q4公司实现营收22.5亿元(-18.5%);实现归母净利润1.7亿元(-32.6%);实现扣非后归母净利润1.5亿元。智能产品占比持续提升,23年各渠道有望恢复稳健增长。
- 各渠道毛利率上行,降本战略有望推动盈利能力持续优化。** 报告期内,公司整体毛利率为32.8%,同比+2.8pp,主要受益于公司产品结构优化以及21年下半年产品涨价;单Q4毛利率为30.2%,同比-2.8pp,Q4毛利率同比回落,主要由于为应对外部环境压力,促进销售增长,公司加大折扣审批力度。分产品来看,公司卫生陶瓷的毛利率为34.0%(+0.5pp),其中智能坐便器的毛利率为36.5%(+1.4pp);龙头五金的毛利率为30.5%(+3.8pp),浴室家具的毛利率为32.2%(+4.8pp);分销售模式来看,公司经销的毛利率为31.9%(+3.0pp),直销的毛利率为38.2%(+1.1pp)。费用率方面,公司总费用率为23%,同比+3.3pp,销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为9.5%/8.7%/0.2%/4.5%,同比+0pp/+2.2pp/+0pp/+1.1pp,管理费用率增加主要系疫情影响导致停工损失增加所致。综合来看,公司净利率为7.9%,同比+1pp;单Q4净利率为7.6%,同比-1.6pp。展望后续来看,公司在降本增效方面持续投入,推动零部件模块化标准化及产线自动化升级,零部件自产比例进一步提升,预计随着公司智能化产品占比提升,及自身成本控制能力增强,公司盈利能力有望再上台阶。
- 智能产品占比稳健提升,品类连带率有望优化。** 分产品来看,2022年公司卫生陶瓷的营业收入为35.1亿元,同比-6%,其中智能坐便器营业收入为13.9亿元,同比-1.0%。龙头五金营业收入为20.7亿元,同比+8%;浴室家具营业收入为8.1亿元,同比-12.6%。整体来看,公司智能坐便器、智能花洒等产品收入18.9亿元,占收入比例25.1%(同比+1.6pp),其中智能坐便器占洁具数量比例为17.2%(+2.2pp),占洁具收入比例53.8%(同比+2pp)。拆分单价来看,2022年公司智能坐便器均价同比-58元/台,小幅下降。预计随着智能坐便器渗透率提升,轻智能产品快速普及,同时中高端主销产品功能升级,公司智能产品仍将保持销量快速增长,价格稳中有降的趋势。中长期来看,公司智能花洒、定制浴室柜、智能浴室镜等产品矩阵丰富,随着公司推动品类间连带销售,客单价有望进一步提升。2022年瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜收入分别为5.1亿元/4.1亿元/1.1亿元,同比增速-18%/-26.2%/-42.9,占比分别为6.8%/5.5%/1.4%,预计随着公司终端套系化销售推进,连带率提升,各配套品类收入有望稳健增长。
- 22年零售及工程渠道受竣工及疫情影响暂时下滑,23年全渠道有望齐头并进。** 分渠道来看,2022年公司零售/工程/电商/家装渠道收入分别为30.7亿元/18.5亿元/15.1亿元/10.5亿元,同比-12.2%/-21%/-1.5%/+9.2%。零售渠道方面,2022年公司终端门店网点合计13378家,新增1326家,新增网点主要为家装店及乡镇店。展望后续来看,公司持续推动零售网点下沉,加大社区店及小五金店

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

分析师:赵兰亭
执业证号:S1250522080002
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)	9.66
流通A股(亿股)	0.97
52周内股价区间(元)	13.39-24.1
总市值(亿元)	194.18
总资产(亿元)	87.70
每股净资产(元)	3.42

相关研究



在下沉市场布局，凭借高品质和性价比扩大下沉市场份额，同时推动原有门店升级，增加浴室镜柜等品类配套，提升客单值。工程渠道 22 年底以来订单回暖，预计 23 年在竣工支持下工程渠道将保持稳健增长；电商渠道拓展抖音等兴趣电商渠道，增加引流；家装渠道进一步扩大和装企合作的产品范围，增加智能产品在家装渠道渗透，各渠道齐头并进，增长可期。

- **盈利预测与估值：**预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.76 元、0.91 元、1.10 元，归母净利润复合增速 21.3%，对应 PE 分别为 26、22、18 倍，考虑到公司智能化产品研发壁垒高，自产化率逐年提升，降本增效及管理改革效果持续显现，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险；原材料成本大幅波动的风险；渠道扩张进展不及预期的而风险；产能释放不及预期的风险。









指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7513.46	9019.84	10589.29	12277.84
增长率	-10.27%	20.05%	17.40%	15.95%
归属母公司净利润（百万元）	593.03	735.26	882.68	1058.06
增长率	2.75%	23.98%	20.05%	19.87%
每股收益 EPS（元）	0.61	0.76	0.91	1.10
净资产收益率 ROE	12.49%	13.41%	13.86%	14.25%
PE	33	26	22	18
PB	4.10	3.55	3.06	2.62

数据来源：Wind，西南证券

1 公司概况：卫浴行业龙头，产品矩阵丰富

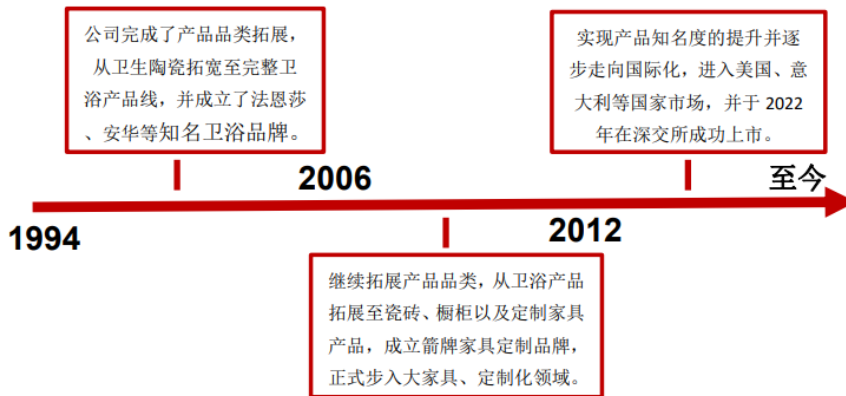
箭牌家居是一家集研发、生产、销售与服务于一体的大型现代化制造企业，同时也是国内较早进入陶瓷卫浴行业的企业之一，经过多年的产品研发、市场培育、品牌运营，已经成为国内陶瓷卫浴行业头部企业，在国内市场拥有较高的市场占有率和良好的品牌美誉度；公司产品矩阵丰富，品类范围覆盖卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱衣柜等全系列家居产品，旗下拥有 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎、ANNWA 安华等知名品牌；公司注重技术研发，拥有 1714 项专利，掌握具有自主知识产权的研发及制造核心技术，是卫生陶瓷、节水型卫生洁具行业标准起草单位之一，多次被评为中国十大卫浴品牌、十大瓷砖品牌，产品相继获得德国红点设计奖、德国 IF 产品设计金奖、红棉中国设计奖，并于 2015 年、2020 年连续两届被指定为世博会中国馆陶瓷洁具供应商。

表 1：公司主要生产产品

产品名称	产品图示	产品名称	产品图示
智能坐便器		浴缸	
恒温花洒		浴房	
智能晾衣架		瓷砖	
浴室柜		定制橱衣柜	

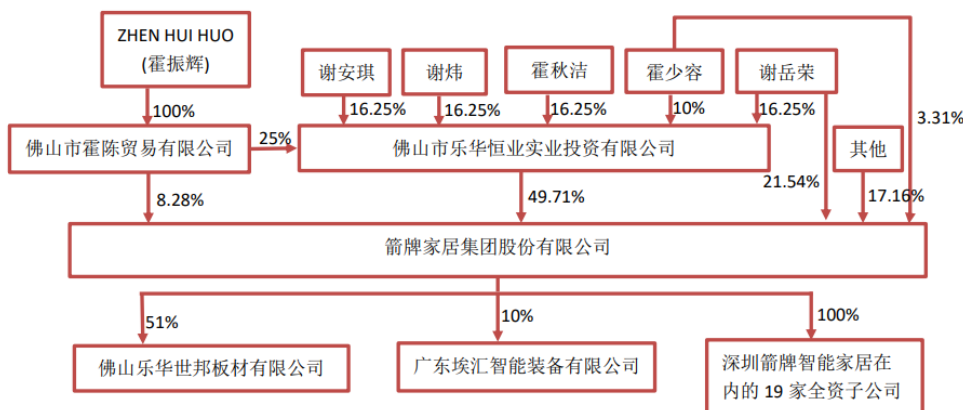
资料来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司发展历程主要分为三个阶段。1) 公司 1994 年创建于广东佛山，成立初期专注于卫生陶瓷产品生产，1996 年公司率先攻破连体马桶技术难关并实现大规模生产；1998 年公司开始涉足卫浴产品生产并在 1999 年、2003 年先后成立法恩莎卫浴与安华卫浴品牌；2006 年进入龙头五金、智能坐便器等产品领域，形成比较完善的卫浴产品生产线。2) 为顺应家居装饰趋势，公司开始布局瓷砖橱柜等家居产品，2007 年、2010 年、2011 年先后成立箭牌瓷砖、法恩莎瓷砖与安华瓷砖三个品牌，2010 年成立箭牌橱柜，2012 年成立箭牌家具定制。至此，公司产品线多元布局大体完成，开始步入大家居、定制化领域。3) 随着公司产品矩阵的完善、产品质量的提升以及品牌知名度的提升，2016 年，公司家居定制进驻美国佐治亚州和佛罗里达州，开启国际化征程。2017 年，法恩莎设计研究院在意大利挂牌成立。2021 年，公司成为国家体育馆官方独家卫浴供应商。2022 年，公司在深交所成功上市。

图 1：公司发展历程


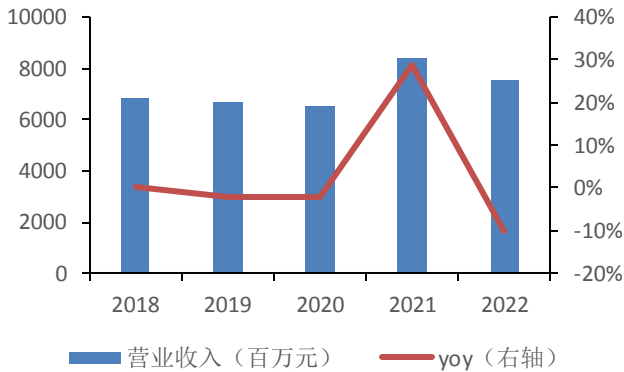
数据来源：公司招股说明书，公司官网，西南证券整理

公司股权集中，实控人及一致行动人持股比例高。公司的实控人为董事长谢岳荣先生，其妻子霍秋洁女士、儿子谢炜先生以及女儿谢安琪女士为一致行动人，四人合计持股 53.9%，其中董事长谢岳荣先生直接持有公司 23.9% 的股份，通过乐华恒业实业投资有限公司间接持有公司 9% 的股份，合计持股比例为 32.9%。实控人及一致行动人持股比例较高，有助于公司长期稳定发展。

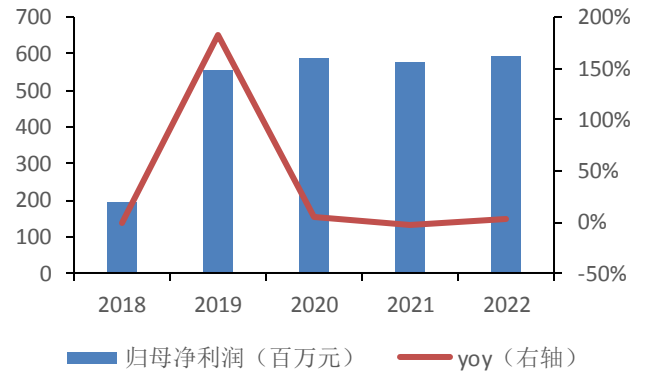
图 2：公司股权结构图


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

收入稳健增长，管理红利逐步释放。2018-2022 年公司营业收入从 68.1 亿增长至 75.1 亿元，复合增长率为 2.4%。其中 2018-2020 年公司持续调整管理架构，梳理精简 SKU，提升生产自动化水平，2021 年受益于疫后家居需求复苏，以及公司自身管理改善红利释放，营收实现 28.8% 的较快增长。2022 年受国内疫情政策及地产环境影响，收入下滑 10.3%。2018-2022 年公司归母净利润从 2 亿增长至 5.9 亿元，复合增长率为 32.4%，降本增效战略有望助力盈利能力持续释放。

图 3：2018-2022 年公司营业收入及增速


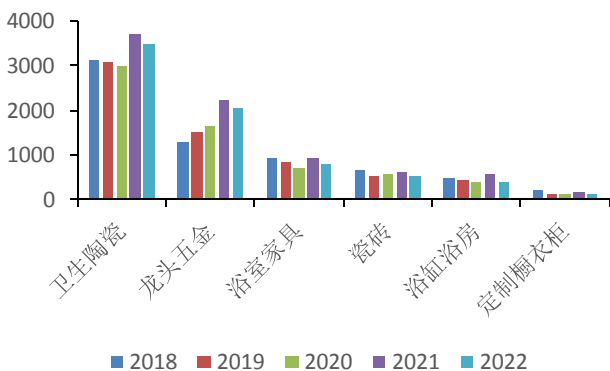
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 4：2018-2022 年公司归母净利润及增速


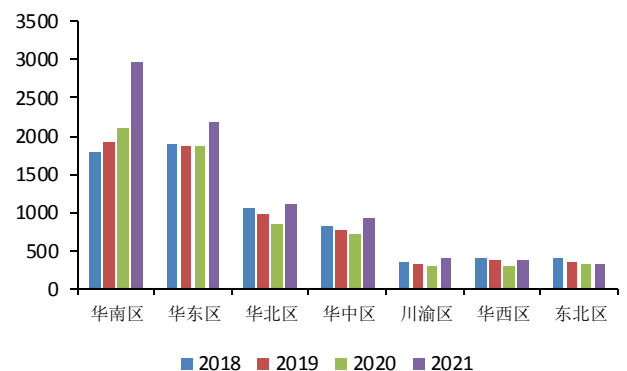
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

卫生陶瓷为优势产品，龙头五金产品增长较快。公司主要品类包括卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖和浴缸浴房等。卫生陶瓷是公司传统优势产品，2018-2022 年收入从 31.3 亿元增长至 35.1 亿元，复合增速 2.9%，增长稳健；龙头五金产品 2018-2022 年公司收入从 12.9 亿元增长至 20.7 亿元，复合增速 12.5%，收入贡献不断增加。智能产品收入从 2019 年的 19.7% 提升至 2022 年的 25.3%，产品结构持续优化。2022 年公司浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜收入分别为 8.1 亿元、5.1 亿元、4.1 亿元、1 亿元，2018-2022 年收入复合增速分别为 -3.5%/-6.9%/-3.2%/-14.8%，预计随着公司终端套系化销售推进，连带率提升，各配套品类收入有望恢复稳健增长。

内销为主，华南、华东地区收入占比高。从地域分布来看，公司 99% 以上的收入来自内销，其中经济较为发达的华南、华东地区收入占比较高，2018-2021 年合计收入占比均超过 50%，华南地区收入从 17.9 亿增长至 29.8 亿元，复合增长率为 18.5%。

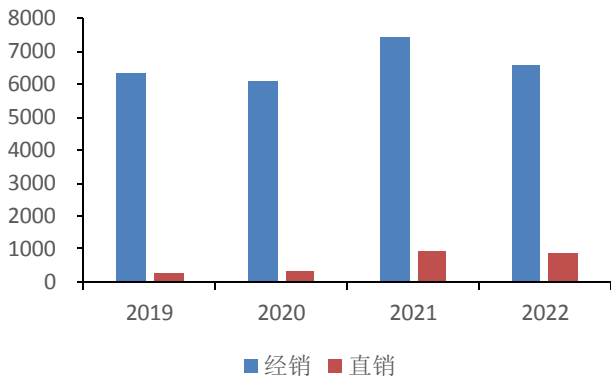
图 5：2018-2022 公司分产品营业收入


数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理

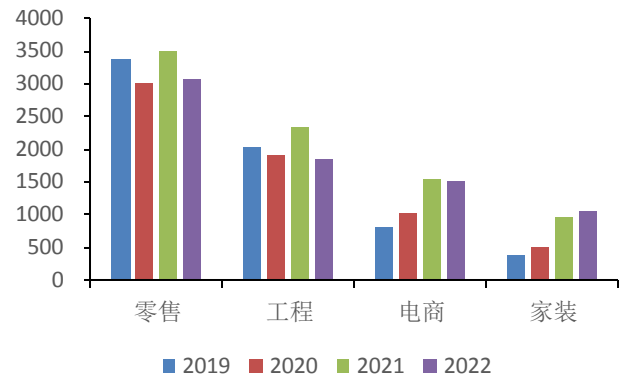
图 6：2018-2021 公司分地区营业收入


数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理

零售及工程收入稳健，电商及家装等新渠道呈增长趋势。从细分渠道来看，零售渠道是公司主要销售渠道，2022 年零售/工程/电商/家装分别实现收入 30.7 亿元、18.5 亿元、15.1 亿元、10.5 亿元，占收入比例分别为 40.9%、24.6%、20.1%、13.9%，增速分别为 -12.2%/-21%/-1.5%/+9.2%。零售渠道方面，2022 年公司终端门店网点合计 13378 家，新增 1326 家，新增网点主要为家装店及乡镇店；公司对工程渠道风险控制能力较强，客户除房地产企业外还包括酒店、学校、医院等公共建筑工程，有效分散风险；此外公司顺应消费者线上消费及一站式购物的消费趋势，增加家装及兴趣电商等新兴渠道布局，电商和家装渠道收入稳步增长。

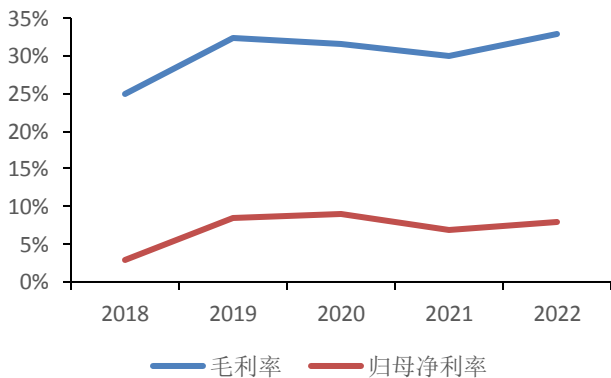
图 7：2019-2022 经销/直销营业收入（百万元）


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

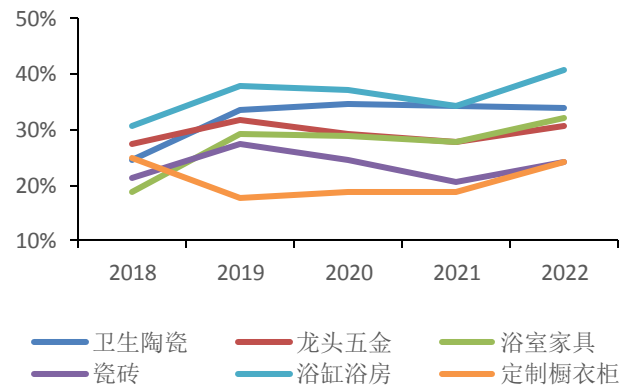
图 8：2019-2022 公司各渠道营业收入（百万元）


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

降本提效推进，产品结构优化，毛利率持续改善。2018-2022 年公司毛利率从 25% 增长至 32.8%，主要系公司实施“产品智能化”和“生产智能化”双智能战略，一方面根据行业格局和消费者需求的变化及时调整产品结构，智能产品收入占比持续提高；另一方面生产自动化率提升，推动零部件标准化，精简 SKU，成本得到优化。2018-2022 年公司归母净利率从 2.9% 增长至 7.9%，盈利能力稳步改善。分产品来看，卫生陶瓷毛利率较高，2022 年为 34.0%（同比下降 0.3pp）；龙头五金和浴室家具的毛利率均有所上升，2022 年分别为 30.5%/32.2%（同比+2.6pp/+4.4pp），瓷砖及定制橱柜毛利率分别为 24.2%/24.3%（同比+3.6pp/+5.6pp），预计随着生产规模扩大，规模效应发挥，毛利率有望继续改善。

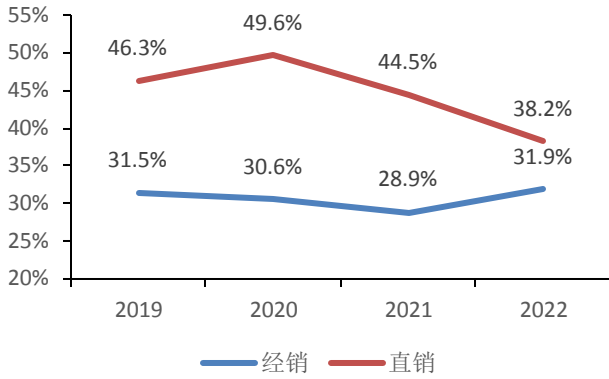
图 9：2018-2022 公司利润率


数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理

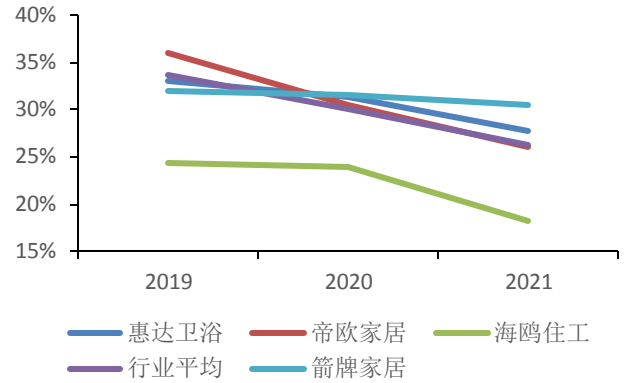
图 10：2018-2022 公司分产品毛利率


数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理

与同行业公司相比，公司毛利率处于行业领先水平，整体毛利率更稳定。2019-2022 年，在公司毛利率始终保持在 30% 以上，且在同业公司中领先，主要由于公司以自主品牌为主，产品定位高端化，智能化产品占比较高。

图 11：2019-2022 公司经销/直销毛利率


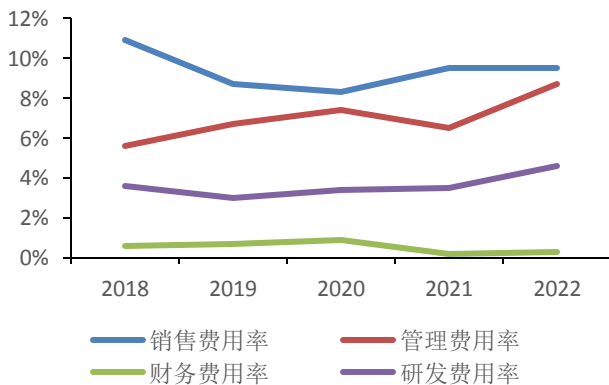
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 12：2019-2021 同行业公司毛利率


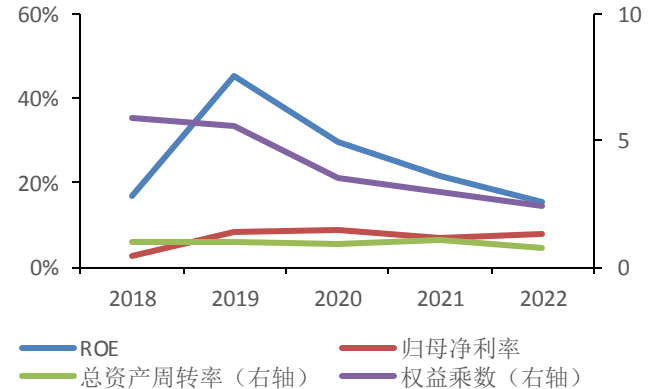
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

剔除疫情影响后费用率保持稳定，控费效果良好。2018-2022 年，公司总费用率略有上升，主要由于管理费用率上行。其中销售费用率从 2018 年的 10.9% 下行至 2022 年的 9.5%；财务费用从 2018 年的 0.6% 下行至 2022 年的 0.2%；2022 年管理费用率有所增加，主要由于 22 年疫情防控导致开工率不足，停工损失及折旧摊销增加。

资产负债结构改善，ROE 有所下降。2018-2022 年公司 ROE 有所下降，2022 年 ROE 为 15.4%，2019 年最高达 45.5%。拆分来看，2018-2022 年公司总资产周转率和净利率整体保持稳定，权益乘数从 2018 年的 5.9 下降至 2022 年的 2.4，主要由于 2019 年和 2020 年，公司增资扩股融资引入投资者，资本结构得到了改善。资产负债结构处于合理水平。

图 13：2018-2022 公司各项费用率


数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理

图 14：2017-2022 公司资产负债率与资产周转率


数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：智能化产品占收入比例提升，2023-2025 年分别为 27%、29%、30.5%；

假设 2：为吸引新用户、提升产品渗透率，智能坐便器中轻智能产品占比提升，均价 2023-2025 年略下降 2%。

假设 3：下沉市场社区店及小五金店等网点加密，2023-2025 年新增网点数量分别为 3000 家、2500 家、2000 家。

表 2：收入成本拆分

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
合计				
营业收入	7513.5	9019.8	10589.3	12277.8
yoy	-10%	20.0%	17.4%	15.9%
营业成本	5045.65	6077.7	7111.3	8227.6
毛利率	32.8%	32.6%	32.8%	33.0%
卫生陶瓷				
收入	3509.9	4282.1	5,052.8	5,886.6
yoy	-6.0%	22.0%	18.0%	16.5%
成本	2315.5	2,843.3	3,334.9	3,873.4
毛利率	34.0%	33.6%	34.0%	34.2%
龙头五金				
收入	2,069.8	2483.7	2930.8	3399.7
yoy	-8.0%	20.0%	18.0%	16.0%
成本	1438.5	1,718.7	2,022.2	2,339.0
毛利率	30.5%	30.8%	31.0%	31.2%
浴室家具				
收入	807.8	1009.8	1231.9	1478.3
yoy	-12.6%	25.0%	22.0%	20.0%
成本	547.6	686.6	837.7	1005.2
毛利率	32.2%	32.0%	32.0%	32.0%
瓷砖				
收入	512.4	563.7	620.0	682.0
yoy	-18.0%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	388.6	428.4	471.2	518.4
毛利率	24.2%	24.0%	24.0%	24.0%
浴缸浴房				
收入	412.6	453.9	499.2	549.2
yoy	-26.2%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	244.3	272.3	298.5	326.8

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	40.8%	40.0%	40.2%	40.5%
定制橱柜衣柜				
收入	105.0	126.0	148.7	170.9
yoy	-42.9%	20.0%	18.0%	15.0%
成本	79.5	95.1	111.8	128.2
毛利率	24.3%	24.5%	24.8%	25.0%
其他品类及配件及其他业务				
收入	96.0	100.8	105.8	111.1
yoy	-0.7%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	31.7	33.3	34.9	36.7
毛利率	66.9%	67.0%	67.0%	67.0%

数据来源: Wind, 西南证券

我们选取瑞尔特、蒙娜丽莎、惠达卫浴等陶瓷洁具生产商、大家居龙头品牌商欧派家居为可比公司, 可比公司 2022 年平均 PE 为 19.7 倍。考虑到公司智能化产品研发壁垒高, 自产化率逐年提升, 降本增效及管理改革效果持续显现, 首次覆盖给予“持有”评级。

表 3: 可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2022A/E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E
002790.SZ	瑞尔特	9.8	0.50	0.61	0.74	16.90	16.12	13.25
002918.SZ	蒙娜丽莎	19.28	1.32	1.75	2.09	14.57	11.03	9.25
603385.SH	惠达卫浴	8.26	0.45	0.64	0.75	18.21	12.98	11.08
603833.SH	欧派家居	131.9	4.53	5.34	6.29	29.12	24.71	20.96
平均值						19.70	16.21	13.63

数据来源: Wind, 西南证券整理

3 风险提示

行业竞争加剧的风险; 原材料成本大幅波动的风险; 渠道扩张进展不及预期的而风险; 产能释放不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7513.46	9019.84	10589.29	12277.84	净利润	592.33	734.15	881.43	1056.56
营业成本	5045.65	6077.74	7111.30	8227.58	折旧与摊销	348.35	440.24	464.60	486.62
营业税金及附加	81.63	96.14	112.62	84.72	财务费用	16.14	64.39	53.94	49.19
销售费用	715.33	865.90	1016.57	1197.09	资产减值损失	-56.84	-50.00	-50.00	-50.00
管理费用	653.39	1127.48	1334.25	1559.29	经营营运资本变动	-955.06	584.24	140.71	285.90
财务费用	16.14	64.39	53.94	49.19	其他	455.82	53.37	70.43	76.64
资产减值损失	-56.84	-50.00	-50.00	-50.00	经营活动现金流净额	400.73	1826.38	1561.10	1904.91
投资收益	8.69	7.00	8.00	9.00	资本支出	-2216.69	-300.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	949.12	7.00	8.00	9.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1267.58	-293.00	-192.00	-191.00
营业利润	693.68	845.19	1018.62	1218.98	短期借款	86.95	-300.22	0.00	0.00
其他非经营损益	0.09	-2.69	-0.24	-1.00	长期借款	337.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	693.76	842.51	1018.38	1217.98	股权融资	1175.16	0.00	0.00	0.00
所得税	101.43	108.36	136.95	161.41	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	592.33	734.15	881.43	1056.56	其他	-2.81	-184.67	-53.94	-49.19
少数股东损益	-0.70	-1.11	-1.25	-1.49	筹资活动现金流净额	1596.41	-484.89	-53.94	-49.19
归属母公司股东净利润	593.03	735.26	882.68	1058.06	现金流量净额	729.83	1048.49	1315.16	1664.72
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1900.21	2948.70	4263.87	5928.59	成长能力				
应收和预付款项	483.59	533.81	637.93	740.62	销售收入增长率	-10.27%	20.05%	17.40%	15.95%
存货	1378.84	1570.81	1853.54	2162.35	营业利润增长率	10.25%	21.84%	20.52%	19.67%
其他流动资产	85.12	100.78	119.83	138.38	净利润增长率	2.80%	23.94%	20.06%	19.87%
长期股权投资	13.69	13.69	13.69	13.69	EBITDA 增长率	10.74%	27.56%	13.88%	14.16%
投资性房地产	8.60	8.60	8.60	8.60	获利能力				
固定资产和在建工程	4894.75	4870.67	4722.22	4551.75	毛利率	32.85%	32.62%	32.84%	32.99%
无形资产和开发支出	950.33	839.63	728.92	618.22	三费率	18.43%	22.81%	22.71%	22.85%
其他非流动资产	363.49	358.03	352.58	347.12	净利率	7.88%	8.14%	8.32%	8.61%
资产总计	10078.62	11244.72	12701.17	14509.33	ROE	12.49%	13.41%	13.86%	14.25%
短期借款	300.22	0.00	0.00	0.00	ROA	5.88%	6.53%	6.94%	7.28%
应付和预收款项	2947.99	3867.25	4396.14	5061.77	ROIC	13.26%	15.00%	18.63%	23.11%
长期借款	1228.79	1228.79	1228.79	1228.79	EBITDA/销售收入	14.08%	14.97%	14.52%	14.29%
其他负债	858.79	672.02	718.16	804.13	营运能力				
负债合计	5335.79	5768.07	6343.09	7094.69	总资产周转率	0.80	0.85	0.88	0.90
股本	965.61	965.61	965.61	965.61	固定资产周转率	2.58	2.81	3.25	3.78
资本公积	2033.60	2033.60	2033.60	2033.60	应收账款周转率	15.19	17.59	18.67	18.07
留存收益	1737.04	2472.30	3354.98	4413.04	存货周转率	3.59	4.06	4.10	4.05
归属母公司股东权益	4736.58	5471.51	6354.19	7412.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.06%	—	—	—
少数股东权益	6.25	5.14	3.89	2.39	资本结构				
股东权益合计	4742.83	5476.65	6358.08	7414.64	资产负债率	52.94%	51.30%	49.94%	48.90%
负债和股东权益合计	10078.62	11244.72	12701.17	14509.33	带息债务/总负债	28.66%	21.30%	19.37%	17.32%
					流动比率	0.97	1.17	1.38	1.57
					速动比率	0.62	0.81	1.01	1.19
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.61	0.76	0.91	1.10
					每股净资产	4.91	5.67	6.58	7.68
					每股经营现金	0.42	1.89	1.62	1.97
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1058.17	1349.82	1537.16	1754.79					
PE	32.74	26.41	22.00	18.35					
PB	4.10	3.55	3.06	2.62					
PS	2.58	2.15	1.83	1.58					
EV/EBITDA	17.80	12.86	10.44	8.20					
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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn