

内部管理优化，成本效益精进，利润逆势转正

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年年报，公司于 22 年底将国际业务拆分为特海国际，国内业务为持续经营业务，剔除特海国际，22 年持续经营业务实现营收 310.4 亿元，同比下降 20.6%，归母净利润转正为 16.4 亿元，去年同期为 -32.5 亿元。
- **利润端扭亏为盈，成本端优化显著。**1) **收入端：**2022 年公司持续经营业务收入同比下降 20.6% 至 310.4 亿元。其中，海底捞餐厅经营/其他餐厅经营/外卖业务/调味品及食材销售业务分别同比 -22.9%/-27.0%/+103.3%/-0.9% 至 289.4/1.4/12.8/6.6 亿元。2) **利润端：**2022 年，在宏观环境承压和公司内部调整的背景下，归母净利润扭亏为盈至 16.4 亿元，归母净利率为 5.3%，盈利能力显著改善。3) **成本端：**2022 年，公司降本增效持续兑现，原材料和职工薪酬占收入比例较上年同期分别 -2.5pp/-2.7pp 至 41.6%/33.0%，物业租金/水电开支/折旧摊销/交通差旅费用占比分别为 0.9%/3.4%/10.7%/0.5%，基本保持稳定。
- **坚持“创新菜品+优质服务”，提升“客单价+回头率”。**2022 年，公司共组织 3 次全国产品上新，包含 12 款全新产品和 16 款深度优化后的老产品；公司同时进行区域性产品上新，共上架 127 款推出时长满三个月的区域性新品。此外，公司通过优化流程、提供精细化服务，实现与顾客的深度连接。我们认为，公司将凭借其创新菜品及优质服务，对顾客形成更强的吸引力，带动客单价水平，根据年报，国内海底捞餐厅顾客人均消费水平从 21 年的 102.3 元提升至 22 年的 104.9 元，翻台率为 3.0 次/天，与 21 年持平。
- **内部治理深化，成本效益精进。**2022 年，公司审慎扩张，修炼内功，一方面关闭亏损门店，另一方面优化内部流程，降本增效成果显著。截至 22 年底，国内海底捞餐厅数量为 1371 家，较去年同期净增 22 家门店，开店节奏放缓但经营效益改善。公司通过调整原料、改进工艺配方、整合开发供应商，使得原材料成本占比持续优化，公司将内部管理体系由多层级逐步精简，人工成本占比显著下降，22 年公司毛利率为 58.4%，同比+2.5pp，净利率由负转正为 5.3%。
- **盈利预测与评级：**海底捞为火锅连锁餐饮龙头，未来，随着消费复苏和降本增效持续兑现，公司将在盈利端具备更大韧性。预计 2023-2025 年 EPS 为 0.56/0.83/1.04 元，给予 2024 年 24 倍 PE，对应目标价 19.92 元人民币，即 22.38 港元（汇率：1 HKD=0.89 CNY），首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**经营调整的优先级可能大于门店扩张，导致拓店节奏或不及预期；品牌老化风险；消费复苏不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元人民币)	31038.63	40482.82	46344.88	52297.00
增长率	-20.61%	30.43%	14.48%	12.84%
归属母公司净利润(百万元人民币)	1638.47	3135.18	4620.09	5785.55
增长率	150.42%	91.35%	47.36%	25.23%
每股收益 EPS	0.29	0.56	0.83	1.04
PE	62.53	32.68	22.17	17.71

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王湘杰
执业证号：S1250521120002
电话：0755-26671517
邮箱：wxj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

52 周区间(港元)	11.66-24.35
3 个月平均成交量(百万)	17.88
流通股数(亿)	55.74
市值(亿)	1,024.50

相关研究

1 火锅连锁餐饮龙头

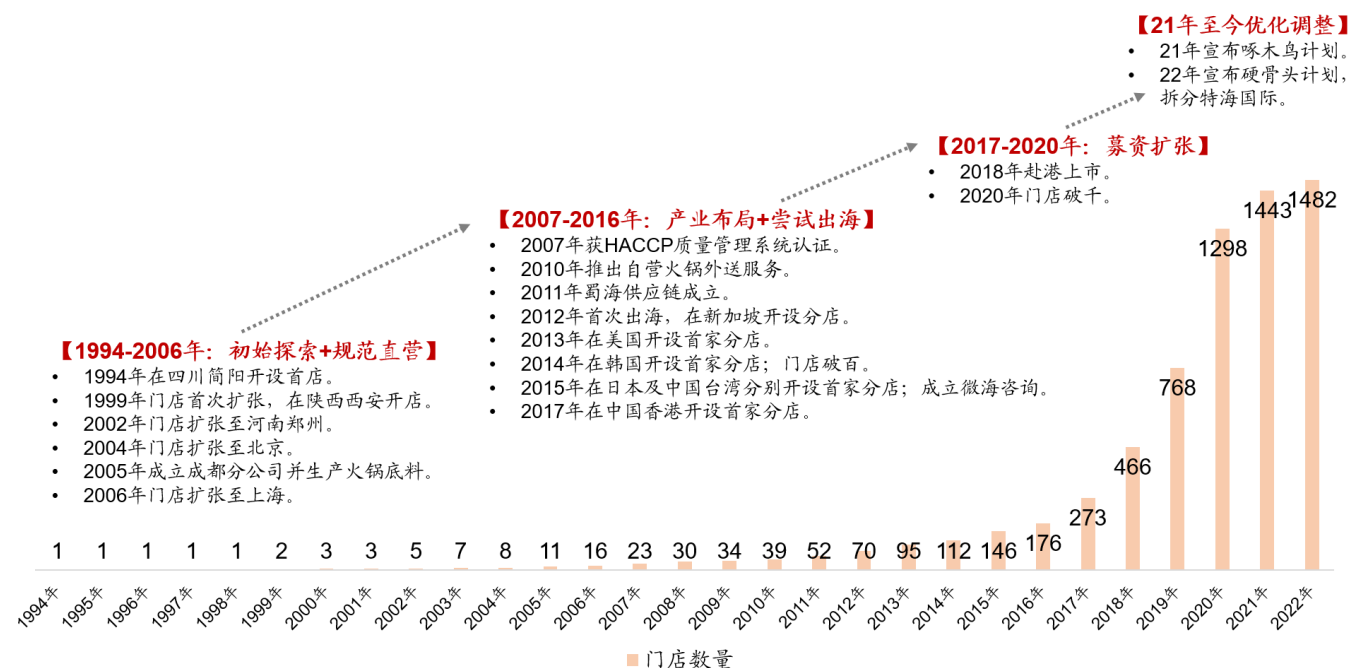
1.1 公司概况

海底捞创立于 1994 年，是优质火锅连锁品牌。公司发展近三十年，历经市场检验，致力于打造极致服务体验，目前已成为火锅赛道大型连锁餐饮企业。截至 2022 年 12 月 31 日，海底捞品牌在中国大陆/中国港澳台地区/国际市场分别拥有 1349/22/111 家门店。

公司发展历程：

- **1994-2006 年：初步探索+规范直营。**1994 年海底捞在四川开设首店，1999 年开始逐步向其他城市扩展，管理模式采用师徒制和轮岗制，先后在西安、郑州、北京、上海开设直营门店，并于 2005 年成立成都分公司，统一生产火锅底料，规范门店运营。
- **2007-2017 年：产业布局+尝试出海。**公司于 2011 年和 2015 年分别成立蜀海供应链和微海咨询，分别负责供应链流程和人力资源管理，完善自身产业链布局。2012-2017 年，公司相继在新加坡、美国、韩国、日本、中国台湾和中国香港开出分店，实现成功出海。
- **2018-2020 年：募资上市+展店加速。**2018 年公司赴港上市，助力门店快速扩张；公司凭借供应链优势，于 2020 年突破千店门槛；得益于其优质特色服务，品牌热度高涨。
- **2021 年至今：门店整顿+优化治理。**2020 年下半年以来，国内外宏观环境逐步承压，叠加门店增速过快，导致经营压力增大，因此，公司分别于 21 年和 22 年宣布“啄木鸟计划”和“硬骨头计划”，加强门店整顿，完善管理体系，积极修炼内功。2022 年底，公司将国际业务拆分为特海国际并赴港上市。

图 1：公司发展历程及海底捞全球餐厅数量



资料来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

创新菜品增强产品竞争力，优化服务提升顾客粘性。根据年报，2022 年海底捞共组织 3 次全国性产品上新，包括 12 款全新研发产品和 16 款老品深度优化后重新上架，例如推出新一代番茄锅、泡菜鸭锅、捞派九宫格等，获得市场认可。公司积极进行区域性上新，推出符合当地口味和饮食习惯的产品，22 年上架满 3 个月区域性新品达 127 款，如杭州豆汤排骨火锅、扬州和无锡的蟹粉金汤火锅。此外，海底捞坚持从顾客体验出发，充分采纳员工创意，提供创新增值服务，深度挖掘产品呈现和就餐体验。我们认为，新品的持续推出有望提高顾客消费水平和消费频次，极致的服务体验将巩固顾客用餐粘性和回头率。

表 1：海底捞火锅美食

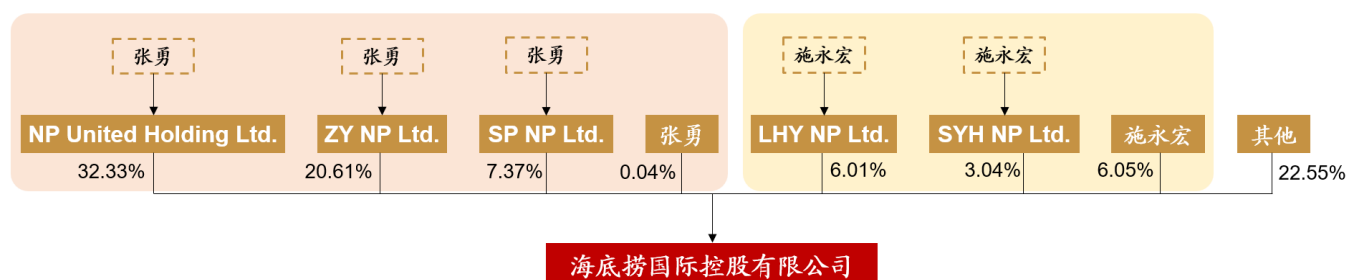
分类	具体产品
锅底	新一代番茄火锅、经典麻辣火锅、清油麻辣火锅、三鲜火锅、猪肚鸡火锅、松茸菌汤火锅、真香锅、牛肉汤火锅、泡菜鸭锅
涮菜	捞派魔芋素毛肚、过足肉瘾大块羊肋排、咯吱咯吱贡菜丸子、嫩滑黑鱼片、捞派生鸭血、红薯苕皮等
特色蘸料	锅底百搭口味、提鲜必备、川渝搭档、海鲜专属、丸滑必备、酸辣开胃、川式口味、老北京口味
小吃甜品	现炸酥肉、茴香小油条、一口爆浆奶酪鱼条、酥酥嫩嫩炸牛奶、热卤大猪蹄子、热卤耙鸡爪、热卤耙肥肠、热卤大片素板筋等
特色饮品	大麦拉格啤酒、德式小麦啤酒、淡爽拉格拉格啤酒等

数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 管理层及股权结构

股权结构集中，高管绑定紧密。截至 2022 年 12 月 31 日，海底捞主要创始人张勇先生实际持有公司 60.35% 的股份，拥有实际控制权；另一创始人施永宏先生共持有公司 15.1% 的股份，公司股权结构集中，较 22H1 相比，结构保持稳定。此外，首席执行官杨利娟女士拥有公司 3.22% 的股份，股权绑定紧密；其他核心高管方面，李朋先生、宋青女士和高洁女士分别持有公司 0.01%/0.01%/0.04% 的股权，实现有效绑定。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）



数据来源：公司公告，西南证券整理

内部治理强化，团队能力突出。2022 年 3 月，杨利娟女士担任公司首席执行官，负责集团管理和战略发展，监督“啄木鸟计划”的落实与推进，而创始人张勇先生则继续担任董事会主席及执行董事，带领并监督集团发展。杨利娟女士坚持“顾客优先、员工优先”的理念，推出“严格按照财务考核结果筛选及淘汰门店和管理人员”的管理方式，使得内部管理和运营明显改善，公司治理能力突出。财务总监李朋先生于财务会计领域具备丰富知识，首席信息官邵志东先生拥有近 20 年信息技术经验，产品主任宋青女士入行多年，数字运营中心总监高洁女士擅长策划运营，核心高管团队经验丰富，有望为公司发展持续赋能。

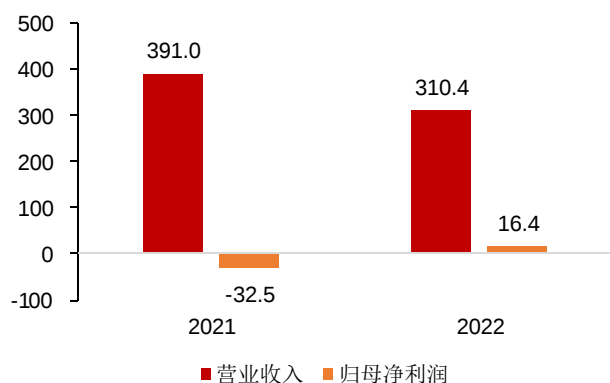
表 2：公司高级管理层（截至 2022 年 12 月 31 日）

姓名	年龄	职位	履历
张勇先生	52 岁	董事会主席，创始人	2018 年 1 月至 2022 年 3 月担任首席执行官；1994 年 4 月至 2001 年 3 月担任四川海底捞总经理；2001 年 4 月至 2009 年 6 月担任四川海底捞执行董事兼总经理。
杨利娟女士	44 岁	执行董事、首席执行官 统筹管理及战略发展	2018 年 1 月起任首席运营官，2021 年 8 月至 2022 年 3 月担任首席执行官；2018 年 1 月调任为四川海底捞执行董事；2015 年 7 月至 2018 年 1 月任公司董事；2001 年 4 月任四川海底捞董事；1997 年 6 月至 2001 年 3 月担任四川海底捞经理。
李朋先生	42 岁	执行董事、财务总监兼公司秘书	2022 年 12 月担任联席秘书及授权代表；2020 年 4 月担任财务总监，负责集团财政及预算；2014 年加入集团，历任本公司财务管理部共享中心高级经理及海外财务高级经理。
邵志东先生	48 岁	首席信息官 负责技术创新与开发	2014 年 7 月任首席信息官；2010 年 4 月加入四川海底捞，历任人力资源管理部部长、信息部部长及新技术创新部部长等多个职务；2006 年 10 月至 2010 年 3 月担任北京南北行文化发展有限公司总经理。
宋青女士	41 岁	执行董事、产品委员会主任 负责产品的采/研/销	2021 年 8 月获任为执行董事；2021 年 11 月起任职产品委员会主任；2000 年 8 月加入集团，历任多个职位；2002 年 5 月至 2008 年 7 月先后担任多个地区的门店经理；2008 年 8 月至 2015 年 5 月担任区域经理；2015 年 5 月至 2021 年 5 月担任教练。
高洁女士	33 岁	执行董事、数字运营中心 总监	2020 年 8 月起任数字运营中心总监；2018 年 5 月起于澳门海底捞餐饮一人有限公司担任总经理并自 2019 年 7 月起担任运营总监。2017 年 9 月至 2018 年 4 月任香港海底捞的店经理助理。2016 年 8 月至 2017 年 9 月任总经理办公室助理。2016 年 2 月至 8 月任北京微酷客科技的文案策划。2014 年 12 月至 2016 年 2 月任北京四三九九信息科技的游戏策划。

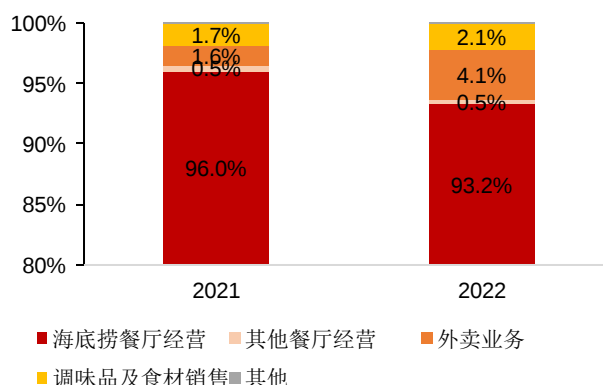
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 财务分析

营收短期承压，归母净利润逆势转正。公司于 2022 年底将国际业务拆分为特海国际，国内业务为持续经营业务。剔除特海国际，2021-2022 年公司持续经营业务收入从 391.0 亿元下降 20.6%至 310.4 亿元；归母净利润从-32.5 亿元转正为 16.4 亿元，22 年归母净利率为 5.3%，实现扭亏为盈，主要是由于 1) 降本增效成果显著；2) 公司回购 2026 年票据获得非经常性收益 3.3 亿元，而 2021 年公司计提关店减值损失-30.9 亿元。

图 3：2021 年和 2022 年公司持续经营业务收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

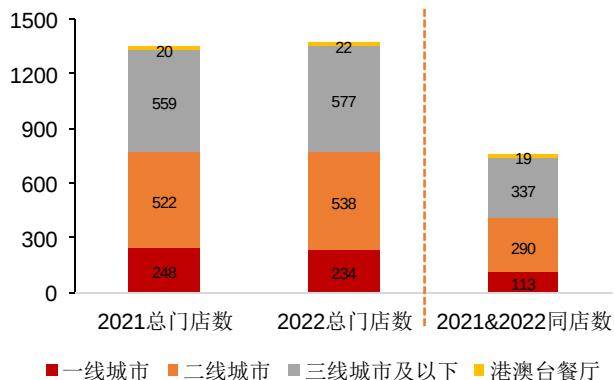
图 4：2021 年和 2022 年公司持续性经营业务收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

业务表现：海底捞餐厅经营贡献主要收入，外卖收入占比明显增加。2022 年，海底捞餐厅经营/其他餐厅经营/外卖业务/调味品及食材销售业务分别实现收入 289.4/1.4/12.8/6.6 亿元，同比-22.9%/-27.0%/+103.3%/-0.9%，收入占比分别为 93.2%/0.5%/4.1%/2.1%，较上年同期分别-2.8pp/0.0pp/+2.5pp/+0.4pp。其中，海底捞餐厅收入同比下降，主要是由于 1) 宏观环境承压下国内餐厅停止营业或暂停堂食服务及客流量减少；2) 实施“啄木鸟计划”导致餐厅调整、门店数目减少。外卖收入占比显著提升主要由于外卖业务覆盖城市和门店数量增加、社区运营力度加大，导致外卖订单大幅增长。

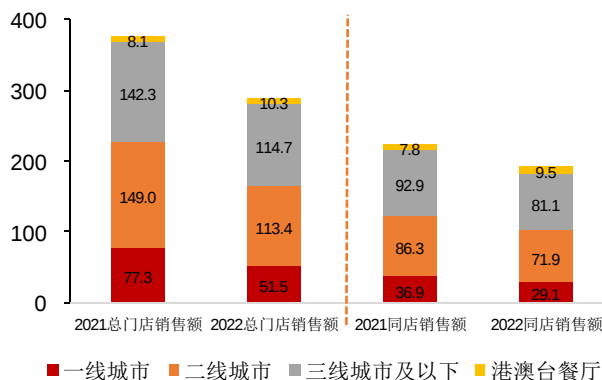
海底捞餐厅分地区表现：1) 中国大陆：2022 年大陆门店合计 1349 家，其中一线/二线/三线及以下城市门店占比分别为 17.3%/39.9%/42.8%。从经营表现来看，2022 年大陆门店人均消费较上年同期微幅增加，从 101.2 元上升至 103.2 元，而日均翻台率从 3.0 次下降至 2.9 次，拖累内陆地区整体销售额。**2) 港澳台地区：**2022 年，海底捞港澳台餐厅共 22 家，同比净增加 2 家，门店合计销售额达 10.3 亿元，同比逆势增长 28.2%，港澳台门店经营表现亮眼，主要系消费水平较高且翻台率复苏明显所致。

图 5：2021 年和 2022 年国内总门店数和同店数



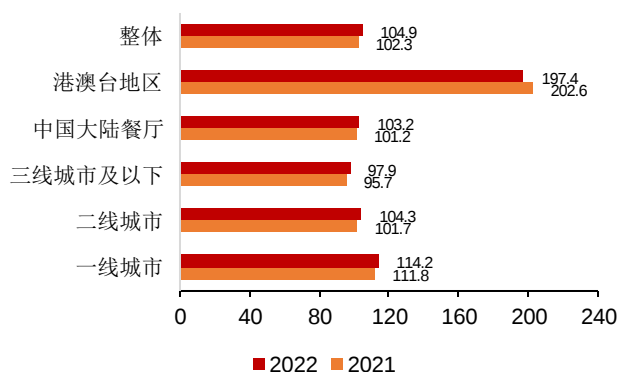
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2021 年和 2022 年国内总门店及同店销售额（亿元）



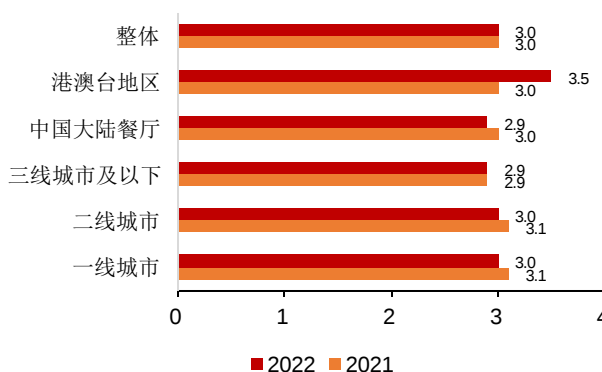
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2021 年和 2022 年国内海底捞餐厅顾客人均消费（元）



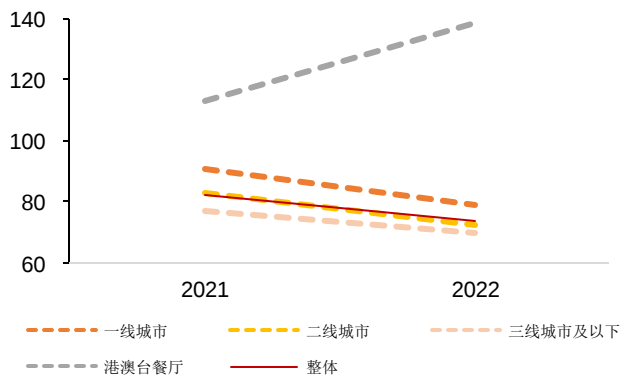
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2021 年和 2022 年国内海底捞餐厅翻台率（次/天）



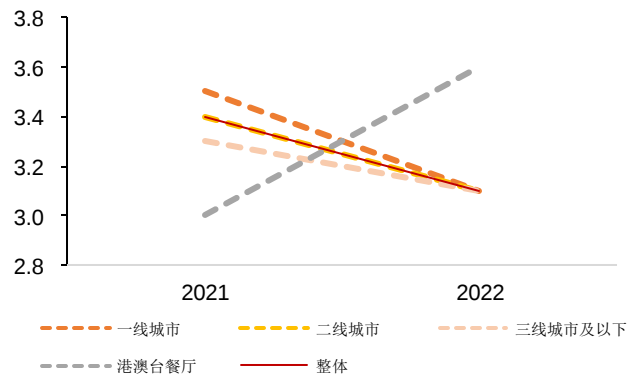
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2021 年和 2022 年国内同店平均日销售额（千元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

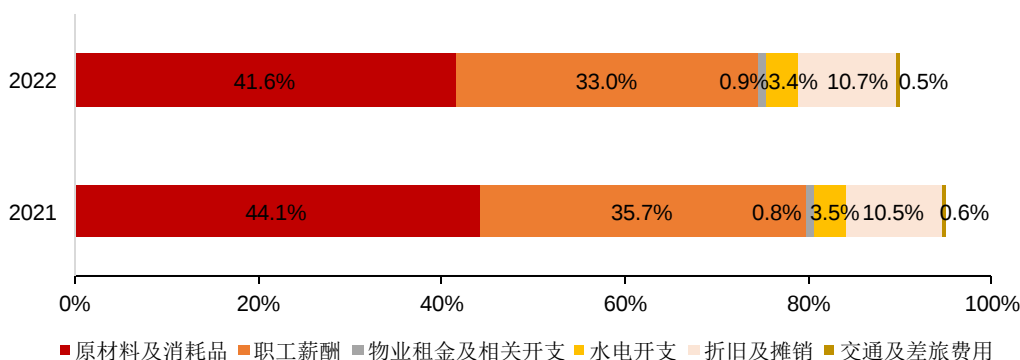
图 10：2021 年和 2022 年国内同店平均翻台率（次/天）



数据来源：公司公告，西南证券整理

内部管理优化，降本增效显著。2022 年，公司通过整合开发供应商，使得产品成本进一步优化，原材料及消耗品占比同比-2.5pp 至 41.6%；通过门店精细化运营、加强数字化系统建设、调整人事管理架构，22 年公司职工薪酬占比较上年同期-2.7pp 至 33.0%。22 年物业租金/水电开支/折旧摊销/差旅费用占比分别为 0.9%/3.4%/10.7%/0.5%，基本保持稳定。我们认为，公司在宏观环境和战略调整背景下，成本费用控制良好，降本增效逐步兑现。

图 11：公司成本费用占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) 海底捞餐厅经营：中短期内，公司采取“审慎开设新店”的策略，将更多精力集中于内部优化治理，预计展店节奏将缓慢恢复，假设 2023-2025 年海底捞餐厅分别净增加 35/52/75 家；随着消费复苏及人均消费水平提升，假设 2023-2025 年单店年销售额分别增加至 27.0/29.8/32.0 百万元。

2) 外卖业务：公司通过结合内外部资源，打造社区运营模式，强调探索堂食外的多元化餐饮。未来，随着公司社区运营能力加强、以及外卖业务覆盖门店进一步拓展，预计 2023-2025 年外卖业务收入增速有望达 30.0%/20.0%/15.0%。

3) 其他餐厅经营/调味品及食材销售/其他业务：2022 年，该三大业务的收入占比分别为 0.5%/2.1%/0.03%，预计以上业务收入基本稳定，假设 2023-2025 年收入增速均为 5%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入如下表：

表 3：收入预测

单位：亿元人民币		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入	310.4	404.8	463.4	523.0
	YoY	-20.6%	30.4%	14.5%	12.8%
海底捞餐厅经营	收入	289.4	379.6	434.5	490.6
	YoY	-22.9%	31.2%	14.5%	12.9%
	门店数量（家）	1371	1406	1458	1533
	+/-	22	35	52	75
	单店年销售额（百万元）	21.1	27.0	29.8	32.0
其他餐厅经营	收入	1.4	1.5	1.6	1.7
	YoY	-27.0%	5.0%	5.0%	5.0%
外卖业务	收入	12.8	16.6	20.0	23.0
	YoY	103.3%	30.0%	20.0%	15.0%
调味品及食材销售	收入	6.6	7.0	7.3	7.7
	YoY	-0.9%	5.0%	5.0%	5.0%
其他	收入	0.1	0.1	0.1	0.1
	YoY	-82.6%	5.0%	5.0%	5.0%

数据来源：公司公告，西南证券

成本费用端：未来，随着内部管理调整和运营效率提升，成本端将持续优化。预计 2023-2025 年原材料及消耗品成本占比将下降至 41.0%/40.3%/40.0%；职工薪酬占比将下降至 30.0%/28.0%/26.8%。

表 4：成本预测

单位：亿元人民币	2022A	2023E	2024E	2025E
原材料及消耗品	129.1	166.0	186.8	209.2
占收入比例	41.6%	41.0%	40.3%	40.0%
职工薪酬	102.4	121.4	129.8	140.2
占收入比例	33.0%	30.0%	28.0%	26.8%
物业租金及相关开支	2.7	3.2	3.2	3.7
占收入比例	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%
水利电开支	10.5	13.4	15.3	17.3
占收入比例	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%
折旧及摊销	33.2	42.9	48.7	54.9

单位：亿元人民币	2022A	2023E	2024E	2025E
占收入比例	10.7%	10.6%	10.5%	10.5%
交通及差旅费用	1.4	1.6	1.9	2.1
占收入比例	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
其他支出-经营	13.6	16.2	18.5	20.9
占收入比例	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%
财务费用	4.7	6.1	6.5	7.3
占收入比例	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%

数据来源：公司公告，西南证券

2.2 相对估值

选取港股连锁餐饮领先企业百胜中国和中式餐饮代表企业同庆楼作为可比公司。公司近年来积极调整策略，放缓开店，深化内部治理，我们认为，随着未来消费复苏及降本增效持续兑现，公司在盈利端具备较大韧性。预计 2023-2025 年 EPS 为 0.56/0.83/1.04 元，参考可比公司平均水平，给予 2024 年 24 倍 PE，对应目标价 19.92 元人民币，即 22.38 港元（汇率：1 HKD=0.89 CNY），首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值情况

股票代码	证券简称	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
9987.HK	百胜中国	1772.18	7.23	14.62	17.58	19.57	53.32	29.01	24.13	21.68
605108.SH	同庆楼	86.11	0.36	1.05	1.46	1.86	103.42	31.49	22.76	17.81
平均值							78.37	30.25	23.45	19.75
6862.HK	海底捞	908.04	0.29	0.56	0.83	1.04	62.53	32.68	22.17	17.71

数据来源：Wind，西南证券整理（市值和净利润均以人民币计价）

3 风险提示

经营调整的优先级可能大于门店扩张，门店拓展或不及预期风险；品牌老化风险；消费复苏不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6623.28	5845.80	7226.32	9241.70	营业额	31038.63	40482.82	46344.88	52297.00
应收账款	306.86	390.11	446.60	503.95	销售成本	12906.42	16597.96	18676.99	20918.80
预付款项、按金及其他应收款项	1420.87	2089.96	2392.59	2699.87	其他费用	1361.23	1619.31	1853.80	2091.88
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	1141.81	1477.52	1662.59	1862.15	管理费用	15027.87	18257.75	19881.95	21807.85
其他流动资产	1013.77	1310.61	1441.25	1573.89	财务费用	473.88	141.01	87.63	81.68
流动资产总计	10506.59	11114.00	13169.34	15881.57	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	257.26	257.26	257.26	257.26	投资收益	65.42	0.00	0.00	0.00
固定资产	5644.77	5182.09	5147.08	5024.06	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	500.00	600.00	600.00	营业利润	1334.66	3866.79	5844.52	7396.79
无形资产	3970.30	3558.59	3430.20	3268.48	其他非经营损益	782.98	308.91	308.91	308.91
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	2117.64	4175.70	6153.43	7705.70
其他非流动资产	1060.24	1360.24	1460.24	1460.24	所得税	480.34	1040.97	1534.00	1920.97
非流动资产合计	10932.57	10858.17	10894.77	10610.04	税后利润	1637.31	3134.73	4619.43	5784.73
资产总计	21439.16	21972.17	24064.11	26491.61	归属于非控股股东利润	-1.16	-0.45	-0.66	-0.82
短期借款	2405.87	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东利润	1638.47	3135.18	4620.09	5785.55
应付账款	1321.00	1914.99	2154.86	2413.51	EBITDA	6398.49	5991.11	8204.45	10072.11
其他流动负债	3505.22	5062.45	5753.81	6469.13	NOPLAT	1398.31	3008.69	4453.31	5614.15
流动负债合计	7232.09	6977.44	7908.67	8882.64	EPS(元)	0.29	0.56	0.83	1.04
长期借款	2278.39	2278.39	2278.39	2278.39					
其他非流动负债	4472.58	4472.58	4472.58	4472.58	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
非流动负债合计	6750.97	6750.97	6750.97	6750.97	成长能力				
负债合计	13983.06	13728.41	14659.64	15633.61	营收额增长率	-20.6%	30.4%	14.5%	12.8%
股本	0.18	0.18	0.18	0.18	EBIT 增长率	204.2%	66.6%	44.6%	24.8%
储备	7443.00	7443.00	7443.00	7443.00	EBITDA 增长率	210.5%	-6.4%	36.9%	22.8%
留存收益	0.00	788.11	1949.48	3403.83	税后利润增长率	150.4%	91.5%	47.4%	25.2%
归属于母公司股东权益	7443.19	8231.29	9392.67	10847.02	盈利能力				
归属于非控股股东权益	12.91	12.46	11.80	10.98	毛利率	58.4%	59.0%	59.7%	60.0%
权益合计	7456.09	8243.75	9404.47	10858.00	净利率	5.3%	7.7%	10.0%	11.1%
负债和权益合计	21439.16	21972.17	24064.11	26491.61	ROE	22.0%	38.1%	49.2%	53.3%
					ROA	7.6%	14.3%	19.2%	21.8%
					ROIC	10.7%	36.6%	53.6%	64.7%
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	估值倍数				
经营性现金净流量	6152.30	5484.57	6694.95	8196.37	P/E	62.53	32.68	22.17	17.71
投资性现金净流量	-756.89	-1368.10	-1768.10	-1768.10	P/S	3.30	2.53	2.21	1.96
筹资性现金净流量	-4987.55	-4893.95	-3546.33	-4412.89	P/B	13.76	12.45	10.91	9.45
现金流量净额	407.86	-777.48	1380.52	2015.39					

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。

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
	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	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	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	cyrif@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