

## 深耕口腔大健康领域，业绩增长稳健

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年一季报。2023Q1 公司实现营收 3.4 亿元，同比+10.7%；实现归母净利润 0.3 亿元，同比+13.5%；实现扣非后归母净利润 0.3 亿元，同比+13.3%。一季度经营稳健，收入业绩保持稳增长。
- **成人基础口腔护理用品贡献主要营收，口腔医疗与美容护理产品成长空间充足。** 成人基础口腔护理产品和儿童基础口腔护理产品是公司收入的主要来源。2022 年公司成人基础口腔护理产品收入为 11.9 亿元(+15.8%)，占收入比例 90.5%，产品包括成人牙膏和成人牙刷产品，收入分别为 10.5 亿元(+17.1%)和 1.4 亿元(+7%)。儿童基础口腔护理产品收入为 1 亿元(+0.3%)，占收入比例 7.5%，产品包括儿童牙膏和儿童牙刷产品，收入分别为 0.7 亿元(-3.3%)和 0.3 亿元(+11.3%)。目前口腔医疗与美容护理以及电动口腔护理产品营收占比较低，增长空间大。2022 年口腔医疗与美容护理产品/电动口腔护理产品的营业收入分别为 1892.7 万元/503.1 万元，收入增速分别为 112.4%/-24.5%。
- **经销渠道为主，电商渠道快速拓展。** 分渠道来看，公司以线下经销渠道为主，2022H1 收入占比 77.7%。2019-2022 年经销渠道抵御了外部压力，呈稳定增长趋势，主要依赖于公司渠道充分下沉，对县域城市渠道管理精细化。2021 年经销模式/直供模式/电商模式/其他模式营收分别为 9.3/0.5/1.5/0.1 亿元，同比增速达 5.4%/16.1%/69.8%/-47.8%。公司经销渠道管理精细，有望凭借品牌优势和渠道能力充分下沉至县域市场；公司直供模式客户主要为永辉超市、新世纪连锁等国内大型商超。同时，公司顺应电商渠道的发展趋势，布局天猫超市、京东自营、线上经销等渠道，并通过进驻抖音等新平台实现了电商渠道的快速拓展。
- **费用率总体稳定，盈利能力增长稳健。** 公司毛利率总体稳中有升，剔除收入准则变化影响后 2019-2022 年公司毛利率提升 1.9pp。2022 年公司毛利率 40.5%，同比-1.6pp，2023Q1 公司整体毛利率为 41.3%，同比+0.6pp。费用率方面，2023Q1 公司总费用率为 29.7%，同比+0.3pp，费用率总体稳定管控精细，销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 23.1%/4.1%/-0.5%/3.1%，同比-0.4pp/+0.2pp/+0.4pp/+0.2pp。综合来看，公司 2023Q1 净利率为 9.4%，同比+0.2pp。分产品来看，儿童口腔护理产品毛利率最高，在 50%以上，主要由于儿童口腔护理产品用材用料更为精细和专业、产品定价较高；成人口腔护理产品毛利率约为 42%，毛利率整体稳定。电动口腔护理产品毛利率下降，主要由于公司为了进一步打开电动牙刷市场知名度，采取低毛利率的定价策略。展望后续来看，随着公司产能释放，自产比例提升，叠加产品结构向高端升级转型，盈利能力有望持续改善。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.93 元、1.12 元、1.33 元，对应 PE 分别为 35 倍、29 倍、24 倍。考虑到公司产品品牌知名度高，产品矩阵丰富，渠道有望进一步下沉，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，渠道扩张不及预期的风险，产能投放不及预期的风险。

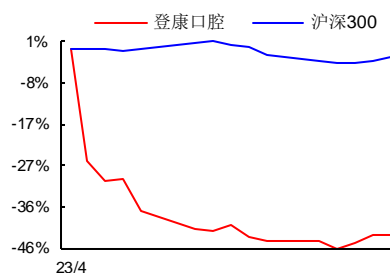
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1313.33	1533.79	1785.84	2060.52
增长率	14.95%	16.79%	16.43%	15.38%
归属母公司净利润(百万元)	134.61	160.03	192.76	229.34
增长率	13.25%	18.88%	20.45%	18.98%
每股收益 EPS(元)	0.78	0.93	1.12	1.33
净资产收益率 ROE	24.82%	10.92%	12.90%	14.94%
PE	41	35	29	24
PB	10.30	3.81	3.74	3.64

数据来源: Wind, 西南证券

### 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: zhlt@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)	1.72
流通 A 股(亿股)	0.42
52 周内股价区间(元)	30.8-56.64
总市值(亿元)	55.84
总资产(亿元)	0.00
每股净资产(元)	0.00

### 相关研究

## 1 公司概况：国内口腔护理用品行业的抗敏感牙膏领导者

公司主要从事口腔护理用品的研发、生产与销售，是中国具有影响力的专业口腔护理企业。公司构建了以经销模式、直供模式与电商模式为主的营销网络体系，主要产品包括牙膏、牙刷、漱口水等口腔清洁护理用品，同时涵盖电动牙刷、冲牙器等电动口腔护理用品，口腔抑菌膏、口腔抑菌护理液等口腔卫生用品，以及牙齿脱敏剂等口腔医疗器械，形成了成人基础口腔护理产品、儿童基础口腔护理产品、电动口腔护理产品、口腔医疗与美容护理产品等四大产品矩阵。公司旗下拥有“登康”“冷酸灵”等知名口腔护理品牌，以及高端专业口腔护理品牌“医研”、儿童口腔护理品牌“贝乐乐”、高端婴童口腔护理品牌“萌芽”，为各年龄段消费人群提供专业化、个性化的高品质口腔护理用品。公司核心品牌“冷酸灵”荣获“中国名牌”称号和“中国驰名商标”认定。近三年，“冷酸灵”牙膏在抗牙齿敏感市场拥有 60% 左右的市场份额，是中国抗敏感牙膏市场的领导者。

表 1：公司主要生产产品

产品矩阵	产品种类	产品图示
成人基础口腔护理	成人牙膏	
	成人牙刷	
儿童基础口腔护理	儿童牙膏	
	儿童牙刷	
电动口腔护理	成人电动牙刷	

产品矩阵	产品种类	产品图示
	儿童电动牙刷	
口腔医疗 与美容护理 等产品	口腔医疗器械	
	口腔卫生用品	
	口腔美容 与专业护理用品	

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

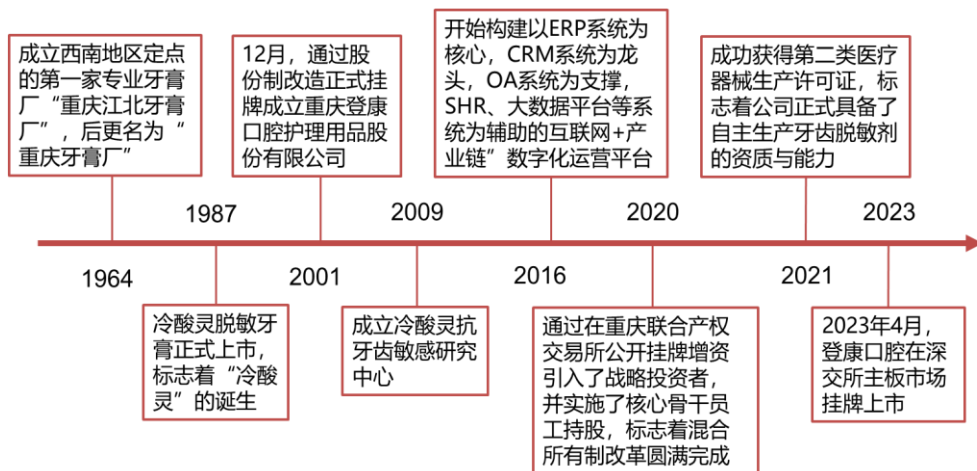
### 公司发展历程可分为三个阶段。

1) 1939-2000 年：成长期。公司发展历程可追溯到 1939 年的“大来化学制胰厂”；1956 年由大来制皂厂、大成制皂厂、中华制皂厂公私合营而成“重庆大来肥皂厂”，后更名为“重庆大来化工厂”，期间建成牙膏车间生产出了第一代皂胚型“东风”牌和“巨龙”牌牙膏；1964 年经中国轻工部批准成立为西南地区定点第一家专业牙膏厂，1987 年核心产品冷酸灵脱敏牙膏于正式上市，标志着“冷酸灵”的诞生。

2) 2001-2016 年：快速发展期。2001 年 12 月，通过股份制改造，重庆登康口腔护理用品股份有限公司正式挂牌成立，并于 2002 年荣获“中国名牌”称号和“中国驰名商标”认定；2008 年厂区搬迁至江北区海尔路 389 号，着力构建产品核心竞争力，于 2009 年成立冷酸灵抗牙齿敏感研究中心，2012 年成为行业内率先通过 ISO9001、ISO14000、OHSAS18000 三标一体化认证的企业之一；2013 年制定了“咬定口腔不放松，主业扎在口腔中”的聚焦发展战略，随后公司又制定了以“四梁八柱”为主体的业务规划和实施路径；2016 年，公司开始构建以 ERP 系统为核心，CRM 系统为龙头，OA 系统为支撑，SHR、大数据平台等系统为辅助的“互联网+产业链”数字化运营平台，为公司数字化转型升级奠定坚实基础，着重加快公司内部管理结构化升级。

3) 2017 年至今：全面发展期。根据国有企业改革相关政策，公司自 2017 年开始积极推进混合所有制改革并为 IPO 上市做准备，2020 年在重庆联合产权交易所公开挂牌增资引入战略投资者并实施核心骨干员工持股，标志着混合所有制改革圆满完成；2021 年 4 月公司成功获得第二类医疗器械生产许可证，标志着公司正式具备了自主生产牙齿脱敏剂的资质与能力；2023 年 4 月成功在深交所主板市场挂牌上市，迎来新的发展期。

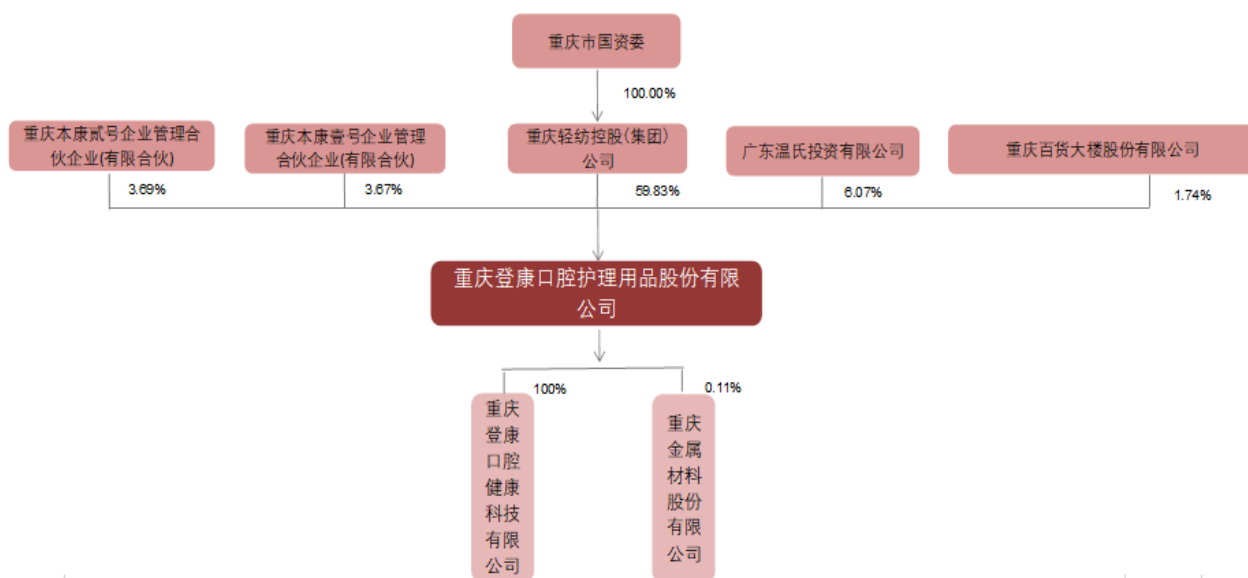
图 1：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，公司官网，西南证券整理

公司股权结构集中，重庆国资委为实控人。截至 2023 年 4 月 10 日，公司实际控制人为重庆市国资委，通过 100%持股重庆轻纺控股（集团）有限公司间接持有公司股份 1.0 亿股，占发行后总股本的 59.8%。广东温氏投资有限公司、重庆本康贰号企业管理合伙企业（有限合伙）、重庆本康壹号企业管理合伙企业（有限合伙）、重庆百货大楼股份有限公司分别持股 6.1%、3.1%、3.7%、1.7%，公司股权结构集中，有助于公司长期稳定发展。

图 2：公司股权结构图



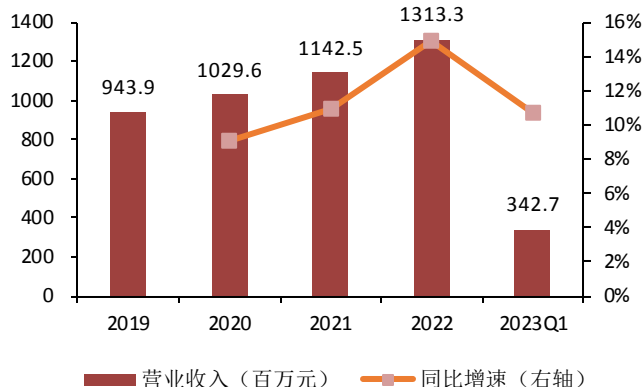
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理



**收入增速总体稳健，渠道拓展+产品结构优化，量价齐增推动营收及净利润稳定增长。**

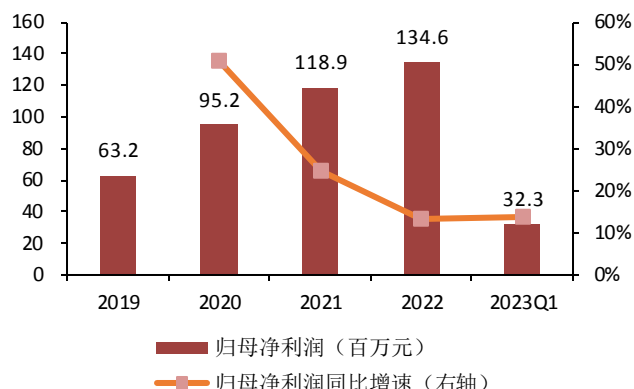
得益于公司深耕线下渠道的同时积极拓展新零售渠道，并且持续优化产品结构，量价齐增带动公司营收从 2019 年的 9.4 亿元上升至 2022 年的 13.1 亿元，复合增速为 11.6%。公司净利润从 2019 年的 0.6 亿元上升至 2022 年的 1.4 亿元，复合增速为 28.9%。2023 年一季度，公司营收实现 3.4 亿元，同比增长 10.7%；净利润实现 0.3 亿元，同比增长 13.5%。公司营收以及净利润均实现稳定增长。

**图 3：2019-2023Q1 主营业务收入及增速**



数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理

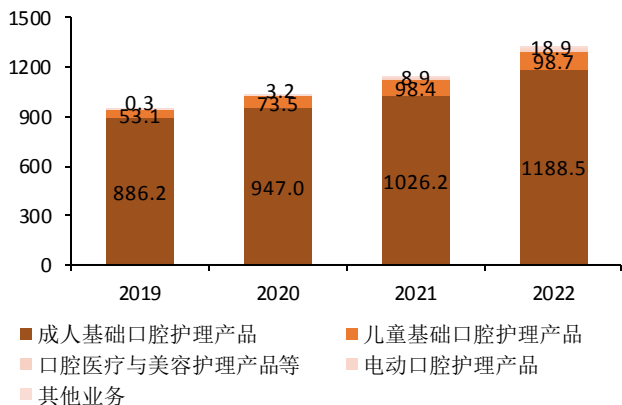
**图 4：2019-2023Q1 归母净利润及增速**



数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理

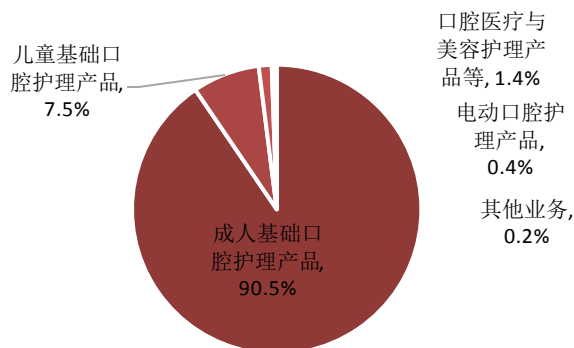
**成人基础口腔护理用品贡献主要营收，各品类呈现量价齐升趋势。**成人基础口腔护理产品和儿童基础口腔护理产品是公司收入的主要来源，2019-2022 合计占据公司营收的 90% 以上。2022 年公司成人基础口腔护理产品收入为 11.9 亿元（+15.8%），占收入比例 90.5%，产品包括成人牙膏和成人牙刷产品，收入分别为 10.5 亿元（+17.1%）和 1.4 亿元（+7%）。儿童基础口腔护理产品收入为 1 亿元（+0.3%），占收入比例 7.5%，产品包括儿童牙膏和儿童牙刷产品，收入分别为 0.7 亿元（-3.3%）和 0.3 亿元（+11.3%）。目前口腔医疗与美容护理以及电动口腔护理产品营收占比较低，但成长空间充足。2022 年口腔医疗与美容护理产品/电动口腔护理产品的营业收入分别为 1892.7 万元/503.1 万元，收入增速分别为 112.4%/-24.5%。拆分量价来看，近年公司牙膏和牙刷产品有量价齐升趋势，2019-2021 年牙膏、牙刷销量复合增速分别为 6.5%/10.4%，均价复合增速分别为 2.4%/0.7%。

**图 5：2018-2022 公司分产品营业收入**



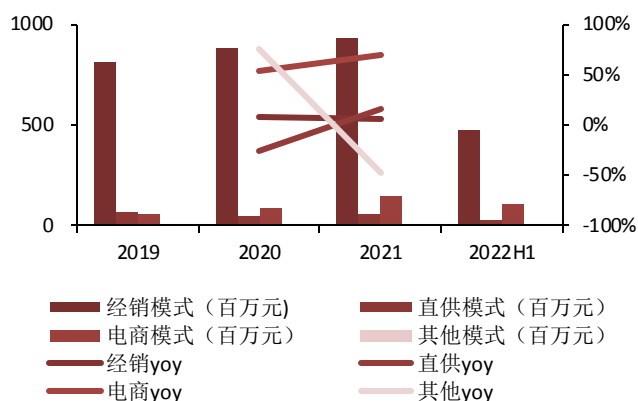
数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理

**图 6：2022 年公司分品类营收占比**

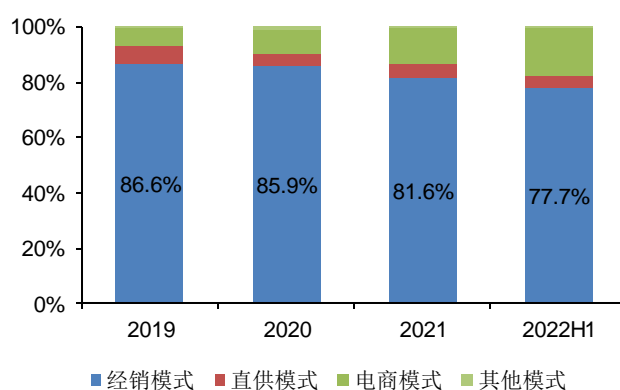


数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理

**经销渠道为主，电商渠道快速拓展。**分渠道来看，2021 年经销模式/直供模式/电商模式/其他模式营收分别为 9.3/0.5/1.5/0.1 亿元，同比增速达 5.4%/16.1%/69.8%/-47.8%，营收占比分别为 77.7%/4.5%/17.3%/0.5%。公司以经销渠道为主，渠道占比在 75%以上。公司直供模式客户主要为永辉超市、新世纪连锁等国内大型商超。同时，公司顺应电商渠道的发展趋势，布局天猫超市、京东自营、线上经销等渠道，并通过进驻抖音等新平台实现了电商渠道的快速拓展，电商模式营收占比从 2019 年的 6.1%提升至 2022H1 的 17.3%，电商渠道增速高于其他渠道，2021 年 B2C 模式/B2B 模式/电商经销模式收入分别 8148.3/4790.2/2081.4 万元，2019-2021 年复合增速分别 44.3%/88.4%/107.6%。

**图 7：2019-2022H1 各渠道营业收入及增速**


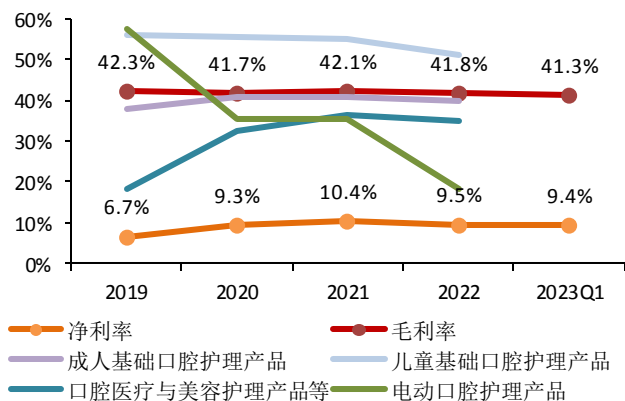
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**图 8：2019-2022H1 公司各渠道营业收入占比**


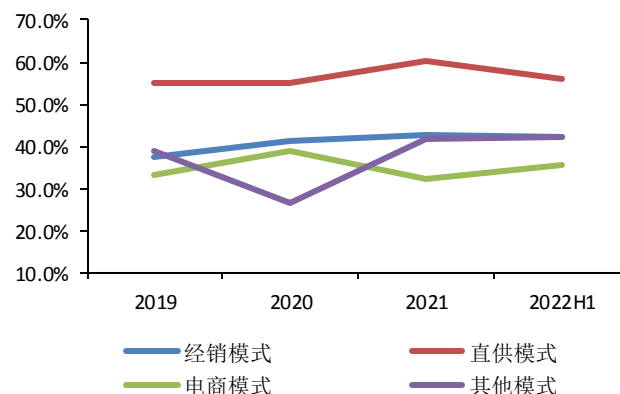
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**利润率整体稳定，儿童口腔护理毛利率较高。**公司毛利率处于业内较高水平，近年来保持在 40% 以上，净利率维持在 9% 以上，毛利率和净利率总体保持稳定。分产品来看，儿童口腔护理产品毛利率最高，在 50% 以上，主要由于儿童口腔护理产品用材用料更为精细和专业、产品定价较高；成人口腔护理产品毛利率约为 42%，毛利率整体稳定。电动口腔护理产品毛利率下降，主要由于公司为了进一步打开电动牙刷市场知名度，采取低毛利率的定价策略。

分销售模式看，公司经销模式毛利率在 42% 左右；直供模式毛利率较高，在 55% 以上，主要由于直供渠道直接面向终端消费者，且毛利率较高的中高端产品收入占比更高；电商渠道毛利率较低，约为 35%，主要由于电商模式需要给予较大的价格折扣及促销推广活动力度。

**图 9：2019-2023Q1 公司利润率及 2019-2022 分品类毛利率**


数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理

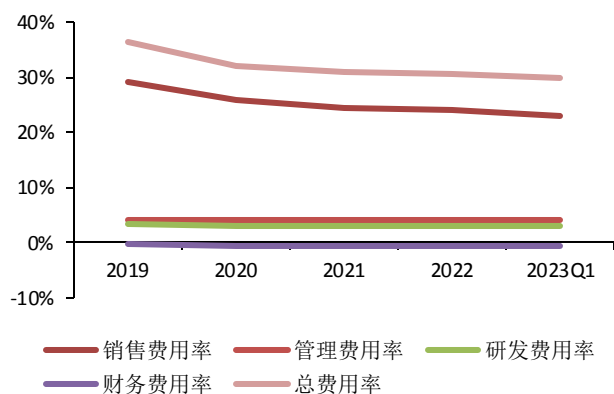
**图 10：2019-2022H1 公司分销售模式毛利率**


数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理

**费用率整体稳中有降，费用控制良好。**从费用率来看，公司费用率整体稳中有降，2022 年公司总费用率 30.5%(-0.6pp)，其中销售费用率 24% (-0.4pp)，管理费用率 4.1%(-0.1pp)，研发费用率 3.1% (+0pp)，财务费用率-0.7%(+0.1pp)；2023 年一季度总费用率 29.7%，其中销售费用率 23.1%，管理费用率 4.1%，研发费用率 3.1%，财务费用率-0.5%。费用投放控制得当。

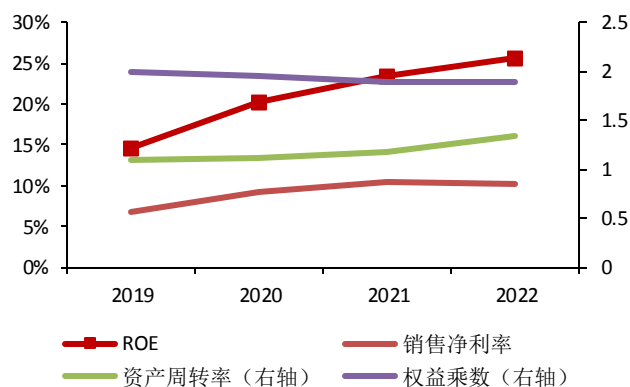
**资本结构改善，ROE 稳步增长。**2019-2022 年公司 ROE 稳步增长，从 14.7%增长至 25.6%，2022 年同比增长 2.2pp。公司盈利能力稳定，随着销售净利率和资产周转率不断上升，ROE 得以逐年递增。

图 11：2018-2023Q1 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 12：2017-2023Q1 公司 ROE 拆分



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：成人基础口腔护理产品均价每年提升 2%。

假设 2：新品快速成长，口腔医疗与美容护理产品保持高增，2023-2025 年分别为 30%、28%、25%；

假设 3：县域市场网点数量继续加密，2023-2025 年新增县域网点数量 200 家、300 家、250 家。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
合计				
营业收入	1313.33	1533.8	1785.8	2060.5
yoy	14.9%	16.8%	16.4%	15.4%
营业成本	781.4	906.9	1051.0	1205.2
毛利率	40.5%	40.9%	41.2%	41.5%
成人基础口腔护理产品				

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	1188.46	1402.4	1,626.8	1,870.8
yoy	15.8%	18.0%	16.0%	15.0%
成本	715.2	841.4	972.8	1,113.1
毛利率	39.8%	40.0%	40.2%	40.5%
<b>儿童基础口腔护理产品</b>				
收入	98.66	123.3	150.5	180.5
yoy	0.3%	25.0%	22.0%	20.0%
成本	48.3	59.2	71.5	84.9
毛利率	51.0%	52.0%	52.5%	53.0%
<b>口腔医疗与美容护理产品</b>				
收入	18.93	24.6	31.5	39.4
yoy	112.4%	30.0%	28.0%	25.0%
成本	12.3	15.7	20.2	25.2
毛利率	35.1%	36.0%	36.0%	36.0%
<b>电动口腔护理产品</b>				
收入	5.03	5.5	6.1	6.7
yoy	-24.5%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	4.1	4.4	4.9	5.4
毛利率	18.1%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>其他</b>				
收入	2.3	2.3	2.3	2.3
yoy	-6.3%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	1.5	1.5	1.5	1.5
毛利率	33.2%	35.0%	35.0%	35.0%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取个护产品品牌商百亚股份、中顺洁柔，及口腔护理产品优质代工商倍加洁为可比公司，可比公司 2023 年平均估值为 24 倍。考虑到公司品牌知名度高，产品矩阵丰富，渠道有望进一步下沉，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		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603059	倍加洁	21.52	1.32	1.64	1.93	16.31	13.10	11.17
003006	百亚股份	18.43	0.58	0.72	0.89	31.98	25.63	20.80
002511	中顺洁柔	11.78	0.48	0.61	0.71	24.32	19.38	16.54
平均值						24.21	19.37	16.17

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)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1313.33	1533.79	1785.84	2060.52	净利润	134.61	160.03	192.76	229.34
营业成本	781.39	906.88	1050.97	1205.15	折旧与摊销	10.23	19.88	23.25	26.13
营业税金及附加	8.80	11.69	13.34	14.22	财务费用	-9.70	-2.25	-3.68	-3.68
销售费用	315.32	371.18	435.74	500.71	资产减值损失	-4.43	-3.00	-3.00	-3.00
管理费用	54.28	84.36	92.86	107.15	经营营运资本变动	-41.51	-48.77	-8.49	1.63
财务费用	-9.70	-2.25	-3.68	-3.68	其他	-5.70	-10.88	-7.09	-7.69
资产减值损失	-4.43	-3.00	-3.00	-3.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>83.51</b>	<b>115.01</b>	<b>193.75</b>	<b>242.73</b>
投资收益	3.06	11.00	11.00	11.00	资本支出	-82.30	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.10	0.58	0.43	0.43	其他	189.25	11.58	11.43	11.43
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>106.95</b>	<b>-38.42</b>	<b>-38.57</b>	<b>-38.57</b>
<b>营业利润</b>	<b>144.83</b>	<b>176.52</b>	<b>211.04</b>	<b>251.41</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.92	-0.61	-0.22	-0.16	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>145.76</b>	<b>175.91</b>	<b>210.82</b>	<b>251.24</b>	股权融资	0.00	890.14	0.00	0.00
所得税	11.14	15.87	18.06	21.90	支付股利	-100.72	-128.77	-164.39	-187.70
净利润	134.61	160.03	192.76	229.34	其他	-2.69	3.98	3.68	3.68
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-103.41</b>	<b>765.35</b>	<b>-160.71</b>	<b>-184.02</b>
归属母公司股东净利润	134.61	160.03	192.76	229.34	<b>现金流量净额</b>	<b>87.05</b>	<b>841.94</b>	<b>-5.52</b>	<b>20.14</b>
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	268.04	1109.98	1104.46	1124.60	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	67.79	72.93	85.42	98.56	销售收入增长率	14.95%	16.79%	16.43%	15.38%
存货	197.08	230.20	271.64	314.31	营业利润增长率	6.42%	21.88%	19.56%	19.13%
其他流动资产	129.56	137.71	134.76	140.49	净利润增长率	13.25%	18.88%	20.45%	18.98%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	5.21%	33.56%	18.78%	18.75%
投资性房地产	0.50	0.50	0.50	0.50	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	167.70	200.35	229.64	256.04	毛利率	40.50%	40.87%	41.15%	41.51%
无形资产和开发支出	15.63	13.09	10.56	8.02	三费率	27.40%	29.55%	29.39%	29.32%
其他非流动资产	171.64	171.64	171.64	171.64	净利率	10.25%	10.43%	10.79%	11.13%
<b>资产总计</b>	<b>1017.94</b>	<b>1936.41</b>	<b>2008.60</b>	<b>2114.16</b>	ROE	24.82%	10.92%	12.90%	14.94%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.22%	8.26%	9.60%	10.85%
应付和预收款项	227.88	269.32	302.72	349.89	ROIC	77.70%	55.47%	49.13%	49.05%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.07%	12.66%	12.91%	13.29%
其他负债	247.78	201.67	212.11	228.84	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>475.66</b>	<b>470.99</b>	<b>514.82</b>	<b>578.73</b>	总资产周转率	1.33	1.04	0.91	1.00
股本	129.13	172.17	172.17	172.17	固定资产周转率	15.24	15.19	13.21	13.00
资本公积	214.21	1061.31	1061.31	1061.31	应收账款周转率	36.46	35.78	38.04	37.29
留存收益	200.67	231.94	260.31	301.95	存货周转率	3.87	3.85	3.87	3.84
归属母公司股东权益	542.28	1465.41	1493.78	1535.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.83%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>542.28</b>	<b>1465.41</b>	<b>1493.78</b>	<b>1535.43</b>	资产负债率	46.73%	24.32%	25.63%	27.37%
负债和股东权益合计	1017.94	1936.41	2008.60	2114.16	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.71	4.05	3.74	3.42
					速动比率	1.20	3.45	3.11	2.78
					股利支付率	74.82%	80.47%	85.28%	81.84%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.78	0.93	1.12	1.33
					每股净资产	3.15	8.51	8.68	8.92
					每股经营现金	0.49	0.67	1.13	1.41
					每股股利	0.58	0.75	0.95	1.09
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	145.36	194.15	230.61	273.86					
PE	41.48	34.89	28.97	24.35					
PB	10.30	3.81	3.74	3.64					
PS	4.25	3.64	3.13	2.71					
EV/EBITDA	25.00	21.57	18.18	15.24					
股息率	1.80%	2.31%	2.94%	3.36%					

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，，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。

## 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	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@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	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