

盈利能力显著修复, 渠道扩张持续推进

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年半年报。2023H1公司实现营收26.4亿元, 同比-5.9%; 实现归母净利润1.9亿元, 同比+68.4%; 实现扣非净利润2.1亿元, 同比+101.5%。单季度来看, 2023Q2公司实现营收13.8亿元, 同比-0.4%; 实现归母净利润1亿元, 同比+67.2%; 实现扣非后归母净利润1.3亿元, 同比+116.5%。收入增速边际改善, 盈利能力显著提升。
- **受益于海运价格回落及汇兑收益增加, 盈利能力显著修复。**报告期内, 公司整体毛利率为36.4%, 同比+4.9pp, 主要受益于海运费下降以及公司存货周转效率提高带来仓储费用下降。费用率方面, 2023H1公司总费用率为26.4% (+0.4pp), 其中销售费用率为22.8%, 同比+1pp; 管理费用率为4%, 同比+1pp; 财务费用率为-1.7%, 同比-2.2pp, 主要由于汇兑收益同比增加; 研发费用率为1.3%, 同比+0.6pp。综合来看, 公司净利率为7%, 同比+3.1pp。单季度数据来看, 2023Q2毛利率为36%, 同比+4.4pp; 净利率为7.2%, 同比+2.9pp。2023H1公司经营性现金流净额为7.2亿, 同比+354.1%, 主要由于公司存货周转加快、及银行承兑汇票使用量增加; 应收款项1.6亿, 同比-14.2%; 期末公司预收账款(合同负债)0.5亿元, 同比+9.4%。
- **家具和庭院系列受海外通胀影响暂时承压, 宠物系列增长较快。**分产品看, 受海外通胀水平较高及渠道库存累积的影响, 家具、庭院产品增速暂时承压, 宠物系列仍保持较快增长。2023年H1家具系列/家居系列/庭院系列/宠物系列收入分别为11.3亿元/9.4亿元/3.2亿元/2.1亿元, 同比-15.1%/+4.5%/-11.4%/+21.8%, 家居装饰和宠物系列等更新频率高的小件产品需求较快修复。分区域来看, 上半年公司欧洲、北美、日本及其他区域收入分别为16.1亿元/9.5亿元/2284.1万元/1579.6万元, 同比+1.4%/-17.4%/+1.3%/+59.4%, 欧洲及日本区域销售恢复较快, 北美地区仍承压。
- **渠道以线上B2C为主, B2B渠道逐步开发。**公司主要通过跨境电商B2C模式和B2B模式实现产品销售, 2023年上半年B2C/B2B分别实现营业收入21.3/4.7亿元, 同比-4.7%/-12.5%, 其中亚马逊平台收入占比为68.3%。2023年H1公司主动拓展多方渠道, 线上积极入驻SHEIN美国站、南美最大电商平台Mercado Libre(美客多), 线下积极在北美与Target、Hobby Lobby等KA接洽, 渠道结构日趋完善。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为0.98元、1.25元、1.51元, 对应PE分别为25倍、20、16倍。考虑到公司产品性价比突出, 随着产品品类丰富规模优势有望进一步发挥, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 海运价格大幅波动的风险、人民币汇率大幅波动的风险、原材料价格大幅波动的风险, 中美贸易摩擦加剧的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5455.39	6042.32	7426.80	9002.42
增长率	-8.58%	10.76%	22.91%	21.22%
归属母公司净利润(百万元)	250.11	395.13	500.44	607.13
增长率	4.29%	57.98%	26.65%	21.32%
每股收益EPS(元)	0.62	0.98	1.25	1.51
净资产收益率ROE	13.84%	12.81%	13.96%	14.48%
PE	40	25	20	16
PB	5.49	3.22	2.77	2.37

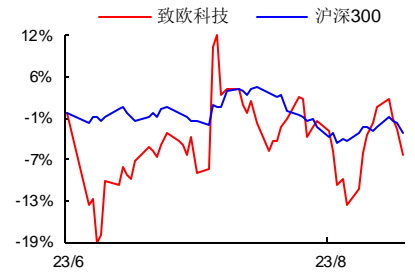
数据来源: Wind, 西南证券

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: 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)	4.01
流通A股(亿股)	0.34
52周内股价区间(元)	21.24-29.43
总市值(亿元)	99.21
总资产(亿元)	48.44
每股净资产(元)	7.22

相关研究



1 公司概况：高性价比的全球互联网家居品牌商

公司主要从事自有品牌家居产品的研发、设计和销售，是全球知名的互联网家居品牌商。公司产品主要通过亚马逊等第三方互联网平台向海外出口，主要销售区域为北美、欧洲等。公司自身定位为线上“宜家”，凭借国内供应链制造优势、海运环节的规模优势，以性价比比较高的产品定位受到海外消费者青睐。公司产品围绕“家”的全场景全品类规划打造，主要分为家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列及其他产品，涉及客厅、厨房、卧室、门厅、庭院、花园等主要场景，涵盖工业风、田园风和轻奢风等多风格系列，丰富且全面的多场景、系列化产品矩阵已逐渐成型。场景化、系列化的多品类产品间互联互通，可基本满足客户的多场景消费需求，实现一站式产品采购体验，用户粘性也得以提高。公司目前旗下拥有SONGMICS（家居品类）、VASAGLE（家具品类）、FEANDREA（宠物品类）三大自有品牌，已成功跻身亚马逊欧美市场备受消费者欢迎的家居品牌队伍，多款产品常年位列亚马逊等第三方电商平台畅销榜前列。

表 1：多场景、系列化产品矩阵可实现客户一站式采购需求

多场景、系列化产品矩阵							
家具系列	使用场景	客厅	厨房	卧室	门厅	书房	浴室
	主要产品	咖啡桌、电视柜、边桌、摇椅、沙发等	餐桌椅、吧桌、吧椅、中岛台、酒架等	床头柜、梳妆台、布抽柜、床等	玄关桌、鞋架、门厅架、换鞋凳等	电脑桌、书架、文件柜、升降桌、办公椅等	浴室柜、马桶架、水槽柜等
	图片示意						
家居系列	使用场景	鞋收纳	衣物收纳	首饰收纳	其他收纳	儿童用品	家庭工具
	主要产品	鞋架、鞋盒、布艺收纳盒/袋、折叠凳等	衣柜、衣帽架、晾衣架、洗衣机、衣撑等	首饰柜、首饰盒、首饰架、手表盒等	信箱、镀铬置物架、行李架、伞架、货架等	玩具架、帐篷等	铝梯等
	图片示意						
庭院系列	使用场景	庭院	花园	野营	运动器材		
	主要产品	藤编家具、太阳伞、休闲椅、边棚、遮阳帆、秋千等	跪凳、花园门、石笼网等	野餐垫、吊床、野营椅等	蹦床、哑铃、健身车、羽毛球网、足球门等		
	图片示意						
宠物系列	使用场景	猫爬树	宠物笼具	宠物窝垫	宠物家具	宠物出行	
	主要产品	各型号猫爬架/树	铁线狗笼/围栏、多功能宠物笼等	猫窝、狗窝、宠物垫、狗尿垫等	猫砂箱、喂食碗架、铁木狗笼等	宠物车载座椅/垫、宠物手提包等	
	图片示意						

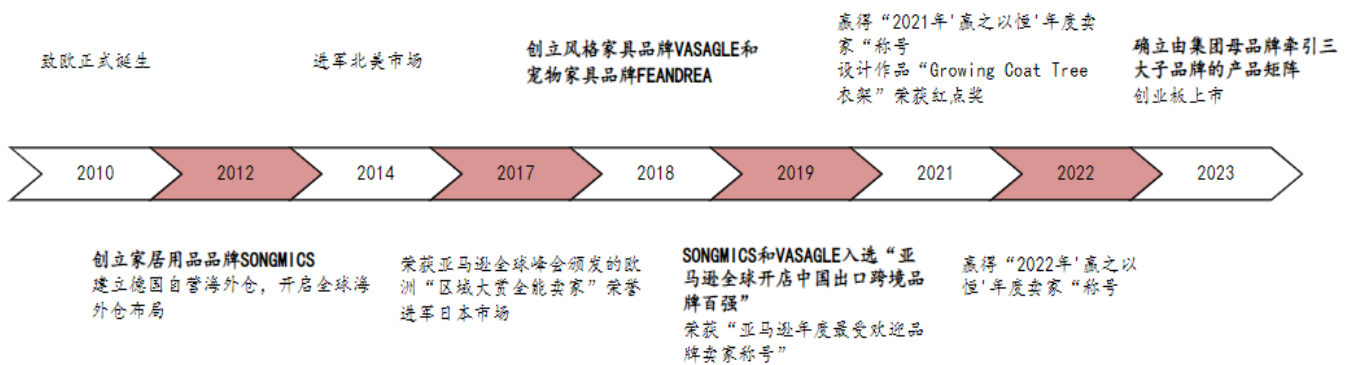
多场景、系列化产品矩阵

其他产品	主要产品	橱窗展示道具	灯饰类产品
	图片示意		

数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

深耕家居行业十余年，产品已成功进入欧美日市场。公司前身成立于2007年，专注于ToB贸易，2010年正式全面向ToC转型。转型后公司专注于海外市场扩张，争夺海外市场份额，2012年创立家居用品品牌SONGMICS，2012-2017年先后在德国、美国、日本设立子公司，并逐步尝试自营海外仓。2018年创立风格家具品牌VASAGLE和宠物家具品牌FEANDREA，开始多品牌运营。2019年公司荣获“亚马逊年度最受欢迎品牌卖家称号”，同年SONGMICS和VASAGLE入选“亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强”。2023年公司重整品牌矩阵，确立由集团母品牌“SONGMICSHOME”牵引三大子品牌的产品矩阵并登陆创业板成功上市。

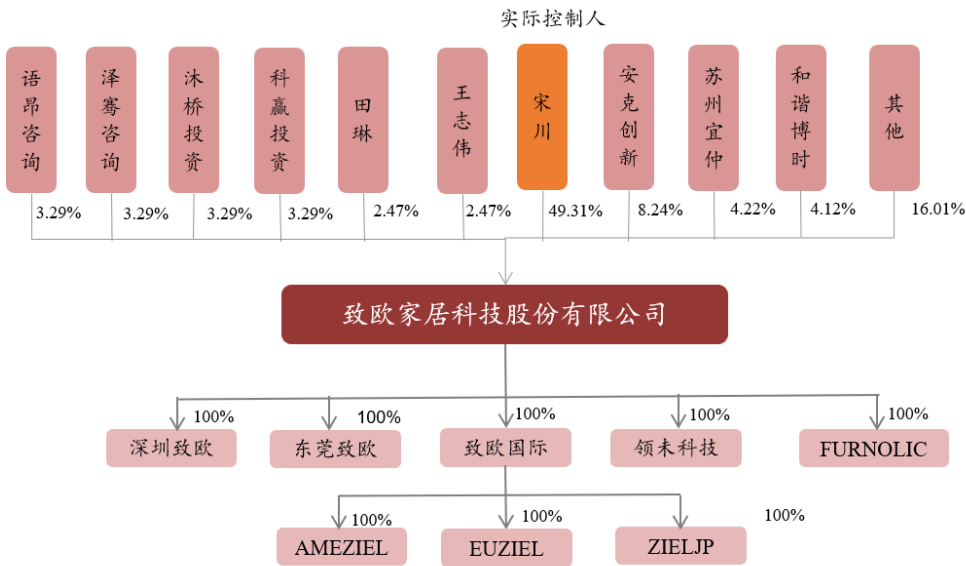
图 1：致欧科技发展历程



数据来源：公司招股说明书，公司公告，公司官网，西南证券整理

实际控制人持股比例较高。股权结构稳定，股权激励充分。公司实际控制人为宋川，持股比例为 49.3%；第二大股东为消费电子知名跨境电商平台安克创新，持股比例为 8.2%。截至目前，公司于 2017-2020 年共实施 4 次员工股权激励计划，激励对象包括中高层管理人员及业务人员，激励充足，可有效激发员工积极性，保持经营团队稳定。

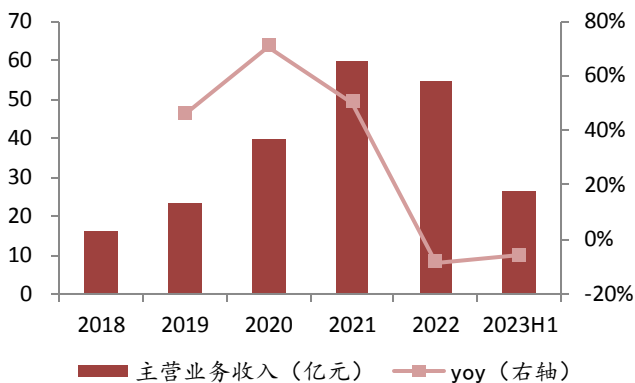
图 2：致欧科技股权结构图



数据来源：公司招股说明书，wind，西南证券整理

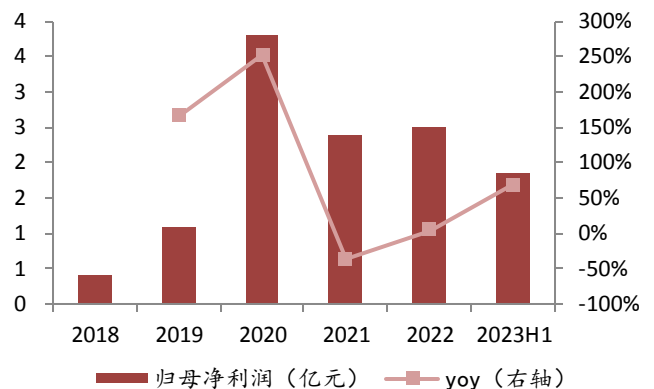
受海外家居需求波动影响，收入增速暂时承压。2018-2022 年公司业绩增长稳健，营业收入从 15.9 亿元增长至 54.6 亿元，CAGR 达 36.0%，归母净利润从 0.4 亿元增长至 2.5 亿元，CAGR 为 57.5%。2018-2021 年随着公司品类扩张以及较强的性价比优势，公司收入保持较快增长。2022 年受海外高通胀导致的低消费意愿影响，营业收入同比下滑 8.6%，归母净利润同比+4.3%。2023 年 H1 公司营业收入为 26.4 亿元，同比-5.9%，归母净利润为 1.9 亿元，同比+68.4%，受益于海运费大幅下降，美元、欧元对人民币汇率较同期升值叠加存货周转加快、仓储费下降，盈利能力改善。预计后期随着欧美市场家居消费逐步恢复，公司营收和净利润有望逐步走出承压阶段，恢复稳健增长态势。

图 3：2018-2023H1 公司营业收入及增速



数据来源：公司招股说明书，公司公告，Wind，西南证券整理

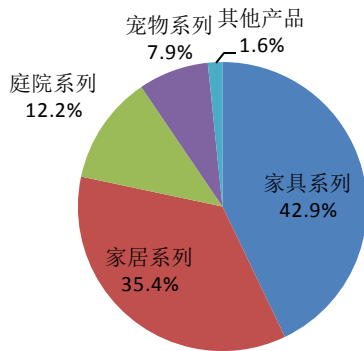
图 4：2018-2023H1 公司归母净利润及增速



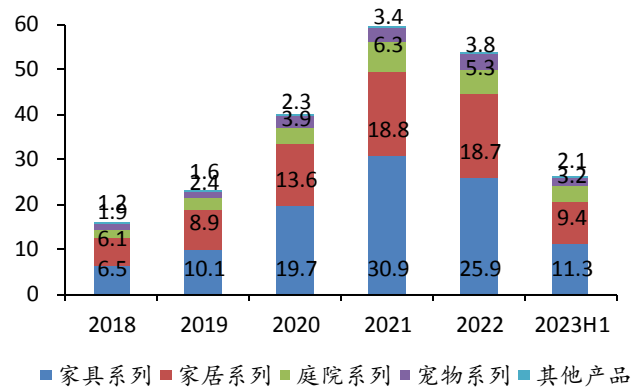
数据来源：公司招股说明书，公司公告，Wind，西南证券整理

家居系列和家具系列占收入主要部分，宠物系列增长较快。2022 年公司家具系列/家居系列/庭院系列/宠物系列分别实现营业收入 25.9/18.7/5.3/3.8 亿元，同比-16.4%/-0.4%/-16.0%/+10.4%，占收入比例分别为 48.1%/34.7%/9.9%/7.0%，家居系列和家具系列合计占比近 8 成，为营收的主要贡献来源。受欧美通胀水平较高及渠道库存累积的

影响，家具、庭院产品增速暂时承压，2023 年 H1 家具系列/家居系列/庭院系列/宠物系列收入分别为 11.3 亿元/9.4 亿元/3.2 亿元/2.1 亿元，同比-15.1%/+4.5%/-11.4%/+21.8%，家居装饰和宠物系列等更新频率高的小件产品需求较快修复。

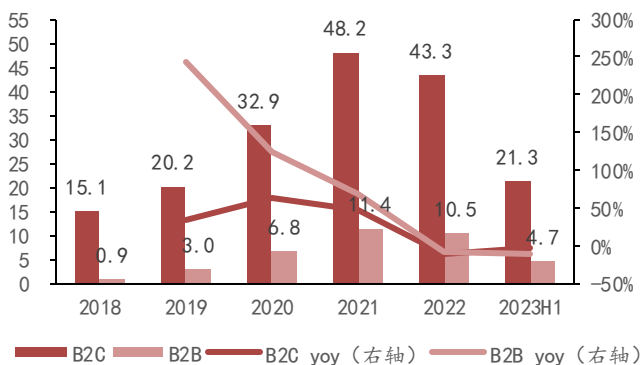
图 5：2023H1 公司各系列产品销售占比


数据来源：公司招股说明书，公司公告，Wind，西南证券整理

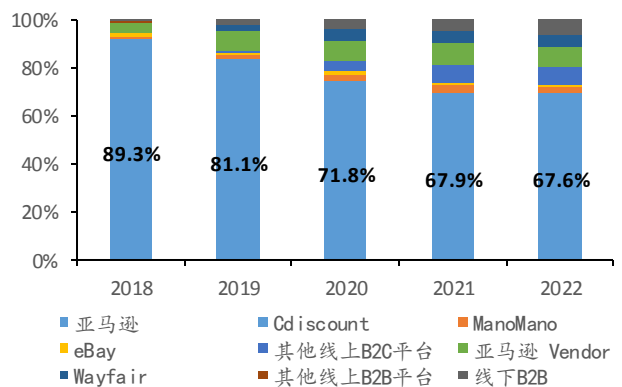
图 6：2018-2023H1 公司各系列收入 (亿元)


数据来源：公司招股说明书，公司公告，Wind，西南证券整理

渠道以线上 B2C 为主，B2B 渠道逐步开发。公司主要通过线上 B2C 模式和跨境出口 B2B 模式实现产品销售，2022 年 B2C/B2B 分别实现营业收入 43.3/10.5 亿元，同比-10.1%/-8.4%，各占总收入的 80.5%/19.5%。分平台来看，亚马逊平台是公司主要的线上 B2C 渠道，ManoMano、eBay 等平台收入占比较小，B2B 渠道以亚马逊 Vendor 和 Wayfair 为主。随着近年来公司对新兴电商平台的不断拓展升级，亚马逊平台收入在公司收入占比下降，2022 年亚马逊平台贡献收入占总收入的 67.6%，较 2018 年的 89.3% 下降 21.7pp。2023 年 H1 公司主动拓展多方渠道，线上积极入驻 SHEIN 美国站、南美最大电商平台 Mercado Libre（美客多），线下积极在北美与 Target、Hobby Lobby 等 KA 接洽，渠道结构日趋完善。2023 年上半年 B2C/B2B 分别实现营业收入 21.3/4.7 亿元，同比-4.7%/-12.5%，其中亚马逊平台收入占比为 68.3%。

图 7：2018-2023H1 公司分渠道收入 (亿元) 及增速


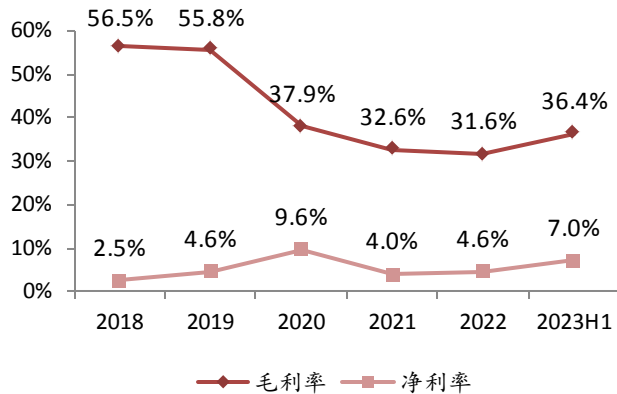
数据来源：公司招股说明书，公司公告，Wind，西南证券整理

图 8：公司各销售平台收入占比变化趋势


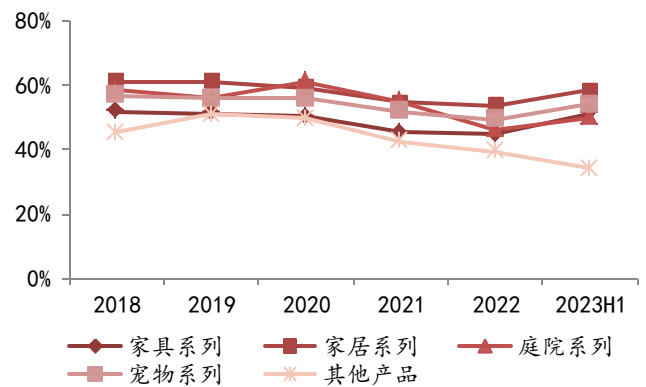
数据来源：公司招股说明书，公司公告，Wind，西南证券整理

受益于海运费下降，盈利能力迎来修复。2018-2023H1 公司毛利率受收入准则及海运价格波动影响较大。2020 年公司根据新收入准则，海运费等运输成本从销售费用转计营业成本，毛利率下滑。2021 年公司毛利率同比下滑 5.3pp，主要由于 2021 年国际海运费价格快速上

涨, 海运成本大幅提升。2022 年上半年国际海运价格开始高位回落, 但受海外需求不足影响, 2022 年公司毛利率仍同比下滑 1pp。2023 年 H1 毛利率为 36.4%, 同比+4.9pp, 受益于海运费降低及存货周转效率加快, 盈利能力逐步修复。分产品看, 2022 年家具系列/家居系列/庭院系列/宠物系列毛利率分别为 44.8%/53.6%/46.4%/49.3%, 同比-0.5pp/-1.1pp/-8.5pp/-2.7pp。2023 年 H1 家具系列/家居系列/庭院系列/宠物系列毛利率分别为 51.2%/58.4%/49.9%/54.2%, 同比+6.9pp/+5.2pp/+3.5pp/+4.8pp, 各品类毛利率整体回升。

图 9: 2018-2023H1 公司毛利率/净利率


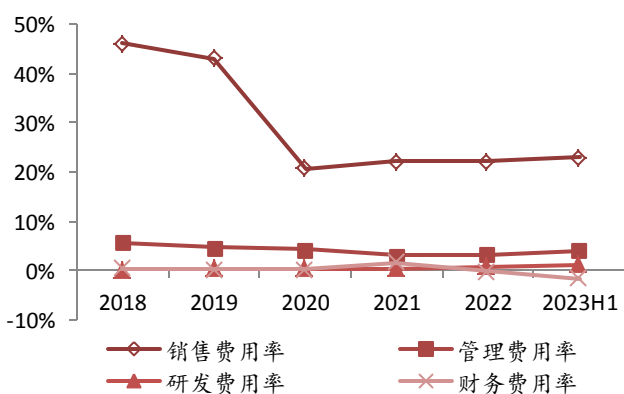
数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, Wind, 西南证券整理

图 10: 2018-2023H1 公司各系列毛利率


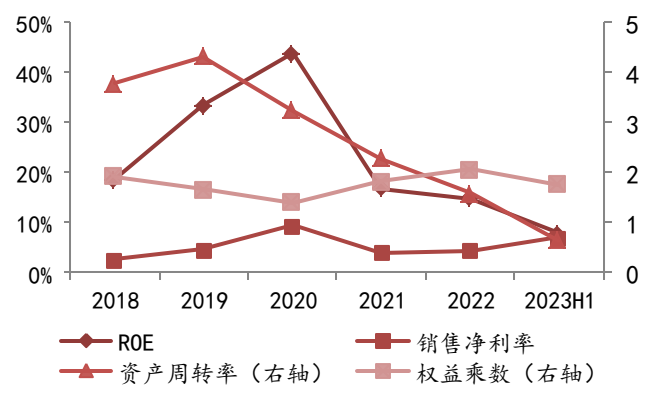
数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, Wind, 西南证券整理

剔除收入准则影响后各项费用率保持稳定, 费用投放效率仍有提升空间。2022 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 22.0%/3.2%/0.8%/-0.3%, 同比+0pp/+0.2pp/-1.8pp/+0.4pp。公司销售费用率较高, 主要由于尾程物流等运输费用以及海外使用第三方平台服务产生的平台交易费、仓储费较高。随公司逐步完善海外自营仓布局及提高产品周转效率, 费效比有望进一步提升。2023 年 H1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 22.9%/4.0%/1.3%/-1.7%, 同比+1pp/+1pp/+0.6pp/-2.2pp。

ROE 主要受净利率波动影响, 净利率企稳后 ROE 有望迎来改善。2022 年公司 ROE 为 15.5%, 2018-2022 年公司 ROE 波动较大, 主要受净利率变化影响。2018-2022 年公司资产周转率从 3.8 下降至 1.6, 主要由于近年公司加大了海外自营仓的建设, 固定资产增长较快; 权益乘数从 1.9 提升至 2.1, 资产负债结构较稳定。展望后续, 随着欧美市场消费能力恢复, 净利率企稳回升, 叠加海外仓使用率提高, ROE 有望改善。

图 11: 2018-2023H1 公司各项费用率


数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, Wind, 西南证券整理

图 12: 2018-2023H1 公司 ROE 拆分


数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：家具系列产品 2023 年受海外通胀影响销量承压，2024-2025 年恢复稳健增长，2023-2025 年销量分别增长 2%、16%、15%；随着公司产品品类扩张，均价稳步提升，2023-2025 年均价分别上涨 3%、5%、5%；

假设 2：家居系列产品均价相对低，受海外通胀及去库存影响较小，2023-2025 年销量分别增长 10%、20%、18%，均价年均增长 5%；

假设 3：宠物系列随着产品矩阵丰富，品牌知名度提升，毛利率稳步提升，2023-2025 年分别为 54%、54.5%、55%。

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	5455.39	6042.3	7426.8	9002.4
yoy	-8.6%	10.8%	22.9%	21.2%
营业成本	3728.8	3865.7	4717.0	5690.8
毛利率	31.6%	36.0%	36.5%	36.8%
家具系列				
收入	2586.43	2717.3	3309.7	3996.4
yoy	-16.4%	5.1%	21.8%	20.8%
成本	1,428.1	1,345.1	1,628.4	1,958.3
毛利率	44.8%	50.5%	50.8%	51.0%
家居系列				
收入	1868.38	2158.0	2719.1	3368.9
yoy	-0.4%	15.5%	26.0%	23.9%
成本	866.4	906.4	1,147.4	1,428.4
毛利率	53.6%	58.0%	57.8%	57.6%
庭院系列				
收入	531.63	584.8	678.4	766.5
yoy	-16.0%	10.0%	16.0%	13.0%
成本	285.2	298.2	344.6	387.1
毛利率	46.3%	49.0%	49.2%	49.5%
宠物系列				
收入	377.66	491.0	628.4	779.2
yoy	10.4%	30.0%	28.0%	24.0%
成本	191.4	225.8	285.9	350.7
毛利率	49.3%	54.0%	54.5%	55.0%
运输费				

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
成本	895.21	1027.19	1247.70	1503.41
费率	16.7%	17.0%	16.8%	16.7%
其他				
收入	91.3	91.3	91.3	91.3
yoy	291.5%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	62.4	63.0	63.0	63.0
毛利率	31.6%	31.0%	31.0%	31.0%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取跨境品牌商安克创新、赛维时代，家居出口公司乐歌股份、匠心家居为可比公司，可比公司 2023 年平均估值为 21 倍。考虑到公司产品性价比突出，随着产品品类丰富规模优势有望进一步发挥，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
300866	安克创新	83.44	3.60	4.19	4.99	23.17	19.90	16.73
301381	赛维时代	37.96	1.04	1.41	1.94	36.34	26.93	19.52
300729	乐歌股份	14.97	1.50	1.24	1.45	9.95	12.05	10.33
301061	匠心家居	45.19	2.97	3.54	4.27	15.23	12.78	10.58
平均值						21.17	17.92	14.29

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	5455.39	6042.32	7426.80	9002.42	净利润	250.11	395.13	500.44	607.13
营业成本	3728.79	3865.69	4717.03	5690.83	折旧与摊销	8.80	6.04	9.33	13.22
营业税金及附加	4.43	2.94	4.03	62.12	财务费用	-13.62	-45.79	9.63	6.51
销售费用	1201.02	1419.95	1723.02	2070.56	资产减值损失	-22.98	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	174.01	350.45	393.62	459.12	经营营运资本变动	308.70	-207.16	-120.28	-179.07
财务费用	-13.62	-45.79	9.63	6.51	其他	457.05	-5.04	0.90	2.30
资产减值损失	-22.98	-20.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	988.06	123.18	380.02	430.09
投资收益	13.76	18.00	18.00	18.00	资本支出	-1.57	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-7.39	4.17	3.56	1.94	其他	-250.22	128.55	21.56	19.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-251.79	28.55	-78.44	-80.06
营业利润	310.92	491.25	621.03	753.22	短期借款	-39.06	-40.95	-100.00	0.00
其他非经营损益	-2.18	-2.12	-2.13	-2.14	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	308.75	489.13	618.91	751.08	股权融资	0.00	892.08	0.00	0.00
所得税	58.63	94.00	118.47	143.96	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	250.11	395.13	500.44	607.13	其他	-529.14	-84.27	-9.63	-6.51
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-568.21	766.86	-109.63	-6.51
归属母公司股东净利润	250.11	395.13	500.44	607.13	现金流量净额	184.52	918.59	191.95	343.51
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	1039.23	1957.82	2149.77	2493.28	成长能力				
应收和预付款项	160.13	204.28	242.35	288.25	销售收入增长率	-8.58%	10.76%	22.91%	21.22%
存货	689.00	920.35	1062.61	1275.35	营业利润增长率	3.43%	58.00%	26.42%	21.28%
其他流动资产	314.48	119.23	138.91	168.85	净利润增长率	4.29%	57.98%	26.65%	21.32%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-23.60%	47.50%	41.75%	20.78%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	43.64	138.80	230.66	318.63	毛利率	31.65%	36.02%	36.49%	36.79%
无形资产和开发支出	8.93	7.92	6.91	5.90	三费率	24.96%	28.54%	28.63%	28.17%
其他非流动资产	1222.16	1221.97	1221.79	1221.61	净利率	4.58%	6.54%	6.74%	6.74%
资产总计	3477.57	4570.37	5053.00	5771.87	ROE	13.84%	12.81%	13.96%	14.48%
短期借款	340.95	300.00	200.00	200.00	ROA	7.19%	8.65%	9.90%	10.52%
应付和预收款项	362.88	437.01	515.23	622.58	ROIC	23.22%	33.21%	33.60%	30.40%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.61%	7.47%	8.62%	8.59%
其他负债	966.55	747.82	751.79	756.19	营运能力				
负债合计	1670.39	1484.83	1467.02	1578.76	总资产周转率	1.58	1.50	1.54	1.66
股本	361.35	401.50	401.50	401.50	固定资产周转率	131.83	98.70	69.59	56.96
资本公积	651.84	1503.77	1503.77	1503.77	应收账款周转率	38.62	38.88	41.76	41.72
留存收益	785.14	1180.27	1680.71	2287.84	存货周转率	4.18	4.68	4.66	4.78
归属母公司股东权益	1807.18	3085.54	3585.98	4193.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.87%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1807.18	3085.54	3585.98	4193.11	资产负债率	48.03%	32.49%	29.03%	27.35%
负债和股东权益合计	3477.57	4570.37	5053.00	5771.87	带息债务/总负债	20.41%	20.20%	13.63%	12.67%
					流动比率	2.35	4.26	4.90	5.00
					速动比率	1.61	3.03	3.45	3.49
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.62	0.98	1.25	1.51
					每股净资产	4.50	7.69	8.93	10.44
					每股经营现金	2.46	0.31	0.95	1.07
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	306.10	451.50	639.99	772.95					
PE	39.67	25.11	19.82	16.34					
PB	5.49	3.22	2.77	2.37					
PS	1.82	1.64	1.34	1.10					
EV/EBITDA	23.28	15.58	10.54	8.28					
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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@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
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	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
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn