

大小B双轮驱动，经营势能持续提升

投资要点

- **事件：**公司发布2023年三季报，前三季度实现营业收入13.3亿元，同比+28.9%，实现归母净利润0.94亿元，同比+35.3%；其中23Q3实现营业收入4.8亿元，同比+25%，实现归母净利润0.38亿元，同比+60.3%，业绩符合市场预期。
- **大B端高增态势延续，小B端有望逐步提速。**分渠道看，前三季度公司大B端维持高速增长，得益于核心大客户去年同期存在低基数，叠加今年公司加强对核心客户服务力度，预计23Q3公司大B端增速接近40%。小B渠道虽进入Q2以来受整体社会餐饮恢复疲软影响有所承压，但Q3随着整体消费需求端逐步复苏，其中宴席渠道相比去年同期改善明显，预计公司单三季度小B端增速约15%。分产品看，公司传统大单品油条预计仍维持稳健增速，第二大单品蒸煎饺增长态势迅猛，预计Q3增速超40%，此外米糕、春卷等新品亦维持高速增长，有望成为公司潜力大单品。展望Q4，大B端随着基数逐渐增长预计将保持稳健增速，同时伴随速冻旺季到来以及经销渠道持续开拓，小B端有望逐渐提速。
- **毛利率稳步提升，带动盈利能力上行。**前三季度公司毛利率为22.9%，同比+0.2pp；其中Q3单季度毛利率为22.4%，同比-0.7pp。费用率方面，23Q1-3/23Q3公司销售费用率分别为4.6%/4.1%，同比+1pp/-0.2pp；主要系公司加大对C端事业部及预制菜投放力度及华东仓储费用增加所致。23Q1-3/23Q3管理费用率分别为8.2%/8.1%，同比分别-1.1pp/-0.8pp。综合来看，公司前三季度/单三季度净利率同比分别+0.3pp/+1.8pp至7%/8%。
- **大B+小B双轮驱动，经营势能持续提升。**展望未来：1）大B方面，公司持续加强对核心大客户的新品研发及服务力度，大客户门店数量持续增长叠加连锁餐饮渠道持续回暖，存量客户有望维持高增；此外公司亦积极拓展新大B客户，借助品类扩张持续带来收入增量。2）小B方面，公司将继续支持重点经销商做大做强，一方面对经销商赋能帮助其提升管理能力，另一方面与经销商携手开发团餐早餐等新渠道，随着目前社会餐饮需求逐步复苏，重点单品铺市率持续提升，小B端增速预计将有明显改善。公司作为餐饮供应链龙头企业，在生产能力及规模效应方面已形成坚实壁垒，伴随公司持续探索餐供行业需求并发掘新兴机会，长期业绩有望维持高增。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年EPS分别为1.71元、2.27元、2.93元，对应动态PE分别为32倍、24倍、19倍。考虑到千味央厨在米面品类具备深厚基础，蒸煎饺等新品增长空间较高，叠加餐饮大环境复苏态势明显，给予2024年32倍估值，对应目标价72.64元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**新品推广或不及预期；原材料价格大幅波动风险；食品安全风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1488.62	1924.78	2368.52	2867.58
增长率	16.86%	29.30%	23.05%	21.07%
归属母公司净利润（百万元）	101.91	148.30	196.67	253.96
增长率	15.20%	45.52%	32.61%	29.13%
每股收益EPS（元）	1.18	1.71	2.27	2.93
净资产收益率ROE	9.51%	12.42%	14.53%	16.31%
PE	47	32	24	19
PB	4.53	4.06	3.58	3.11

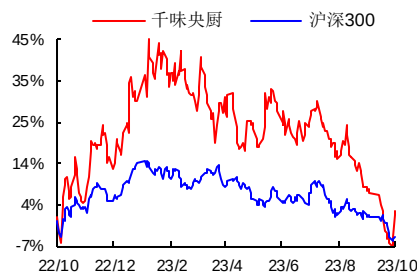
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：舒尚立
执业证号：S1250523070009
电话：023-63786049
邮箱：ssl@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)	0.87
流通A股(亿股)	0.45
52周内股价区间(元)	51.07-79.71
总市值(亿元)	48.03
总资产(亿元)	17.18
每股净资产(元)	13.16

相关研究

目 录

1 B 端速冻米面龙头，专业品质铸就壁垒	1
2 速冻行业持续扩容，餐饮连锁化方兴未艾.....	5
3 盈利预测与估值.....	6
3.1 盈利预测.....	6
3.2 相对估值.....	7
4 风险提示	7

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：23Q3 公司股权结构.....	2
图 3：公司收入情况.....	2
图 4：公司归母净利润情况.....	2
图 5：公司毛利率、净利率情况.....	3
图 6：公司费用率情况.....	3
图 7：公司收入结构.....	3
图 8：大单品收入表现.....	3
图 9：公司 23H1 按销售模式收入拆分.....	4
图 10：各销售模式收入占比变动.....	4
图 11：公司前五大直营客户合计收入及占比.....	4
图 12：公司 23H1 前五大直营客户收入.....	4
图 13：中国速冻行业规模.....	5
图 14：中国速冻行业构成（2022）.....	5
图 15：中国餐饮行业整体规模.....	5
图 16：中国餐饮连锁化率.....	5

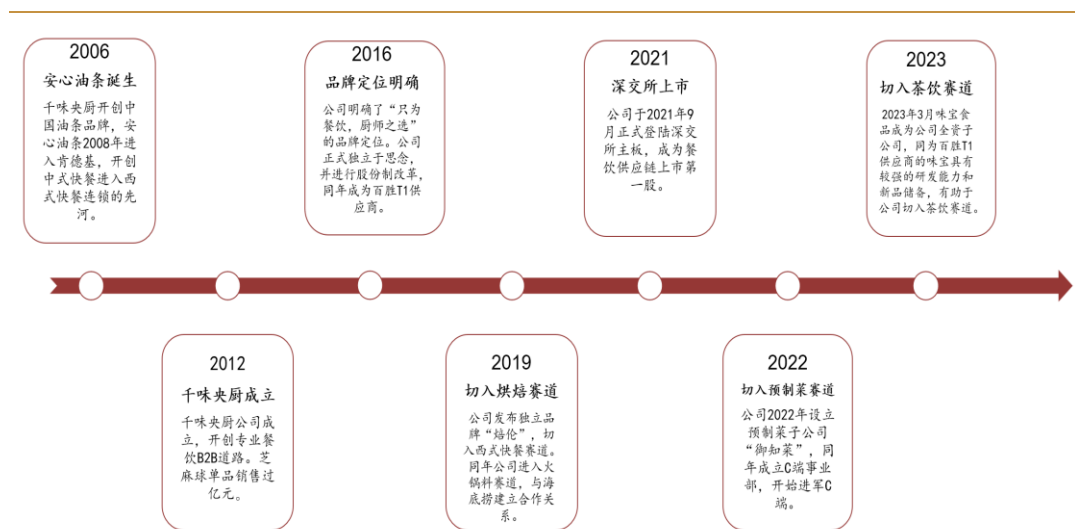
表 目 录

表 1：主营业务收入分拆.....	6
表 2：可比公司估值.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

1 B 端速冻米面龙头，专业品质铸就壁垒

公司前身为思念食品于 2002 年设立的餐饮业务部门，专为百胜提供半成品，开创了中式传统餐饮进入西式快餐连锁的先河。公司自 2012 年正式成立以来，一直专注于速冻面米制品的研发、生产和销售，致力于为餐饮企业提供定制化、标准化的速冻食品及相关餐饮后厨解决方案，是全国首家唯一专注餐饮 B2B 领域的大型速冻食品制造型企业。2016 年公司脱离思念正式独立，进一步明确了“只为餐饮，厨师之选”B 端战略定位，并于同年成为百胜中国 T1 行列中唯一速冻面米食品供应商。随后公司进入了快速发展期，于 2019 年切入烘焙及火锅料赛道，并在 2021 年成功登陆深交所，成为餐饮供应链上市第一股。2022 年公司成立子公司“御知菜”切入预制菜行业，享受赛道初期高速增长红利。2023 年 4 月公司完成对同属百胜 T1 级别供应商味宝食品的收购，在巩固百胜供应商序列核心位置的同时，进军茶饮赛道。

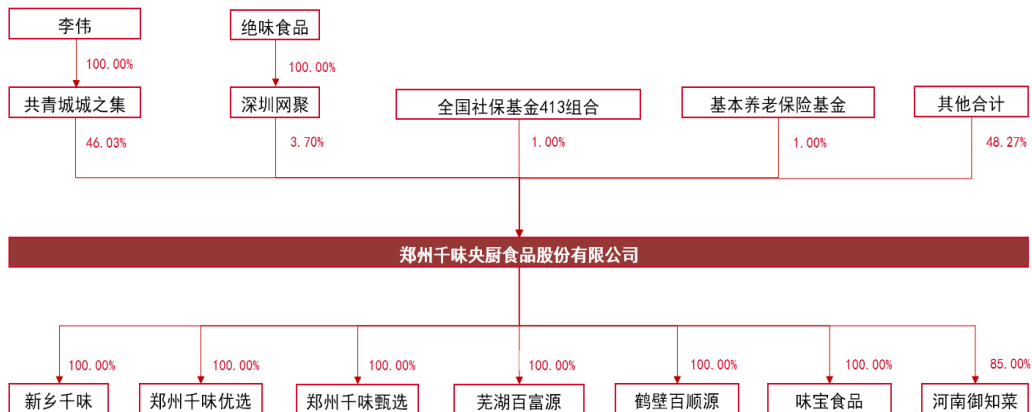
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，新华网，数英，西南证券整理

实控人为李伟，股权结构集中且稳定。截至 23H1，公司创始人李伟先生为公司实际控制人，通过共青城城之集持有公司 46.03% 股份，持股比例较为集中。李伟曾任思念食品的创始人、董事长，为了避免同业竞争，2017 年末李伟将间接持有的思念食品股权全部转让给思念食品管理层，并退出思念董事会不再担任任何职务。

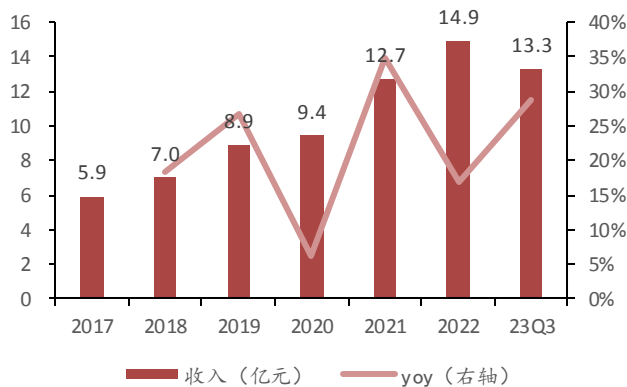
图 2：23Q3 公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

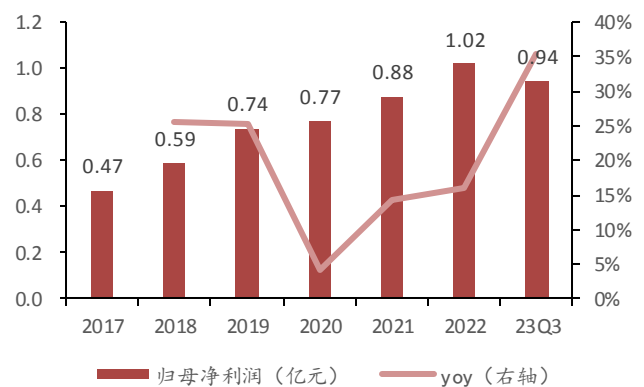
大小 B 双轮驱动，收入利润持续高增。近年来随着国内餐饮市场的持续扩容，公司业绩呈现高速发展态势；2017-2022 年收入端复合增速为 20.2%，利润端复合增速为 16.8%。公司前三季度实现营业收入 13.3 亿元，同比+28.9%，实现归母净利润 0.94 亿元，同比+35.3%；其中 23Q3 实现营业收入 4.8 亿元，同比+25%，实现归母净利润 0.38 亿元，同比+60.3%。分渠道看，前三季度公司大 B 端维持高速增长，得益于核心大客户去年同期存在低基数，叠加今年公司加强对核心客户服务力度，预计 23Q3 公司大 B 端增速接近 40%。小 B 渠道虽进入 Q2 以来受整体社会餐饮恢复疲软影响有所承压，但 Q3 随着整体消费需求端逐步复苏，其中宴席渠道相比去年同期改善明显，预计公司单三季度小 B 端增速约 15%。展望 Q4，大 B 端随着基数逐渐增长预计将保持稳健增速，同时伴随速冻旺季到来以及经销渠道持续开拓，小 B 端有望逐渐提速。

图 3：公司收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

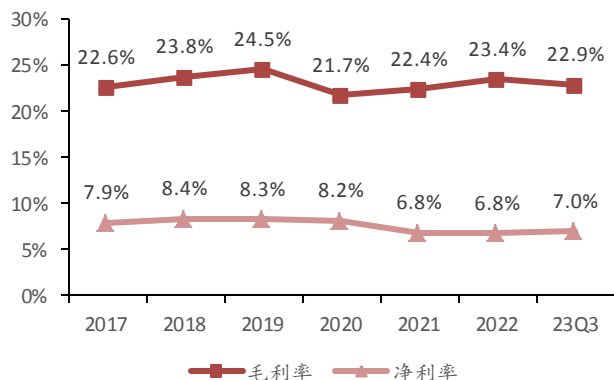
图 4：公司归母净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

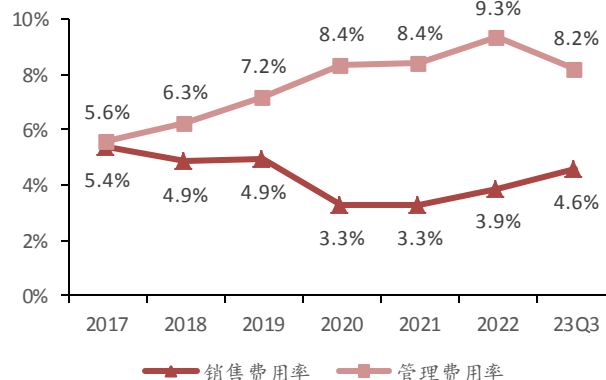
毛利率稳步提升，带动盈利能力上行。前三季度公司毛利率为 22.9%，同比+0.2pp；其中 Q3 单季度毛利率为 22.4%，同比-0.7pp。费用率方面，23Q1-3/23Q3 公司销售费用率分别为 4.6%/4.1%，同比+1pp/-0.2pp；主要系公司加大对 C 端事业部及预制菜投放力度及华东仓储费用增加所致。23Q1-3/23Q3 管理费用率分别为 8.2%/8.1%，同比分别-1.1pp/-0.8pp。综合来看，公司前三季度/单三季度净利率同比分别+0.3pp/+1.7pp。

图 5：公司毛利率、净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

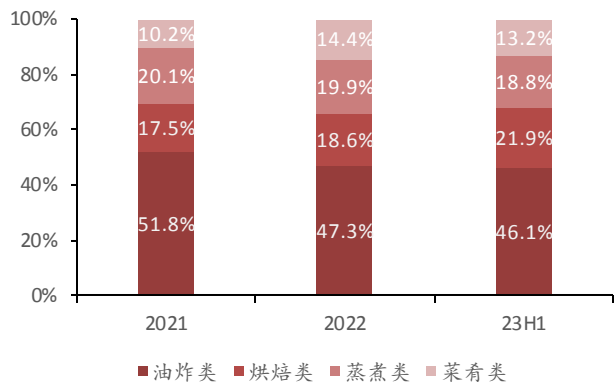
图 6：公司费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

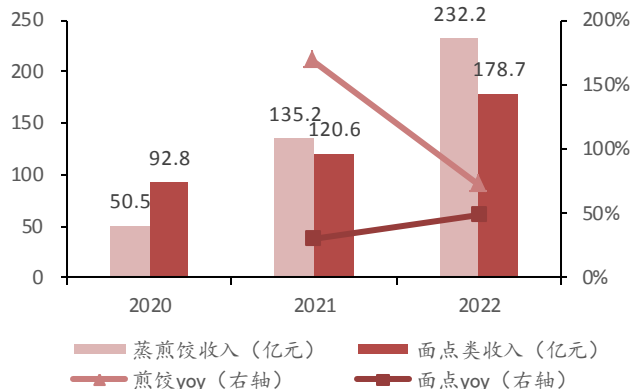
品类扩张持续推进，大单品培育能力优秀。从主营业务收入占比来看，23H1 油炸类、烘焙类、蒸煮类及菜肴类四大业务收入占比分别为 46.1%、21.9%、18.8%、13.2%。得益于公司持续推进品类扩张，不断切入新赛道，相较于 2021 年油条类占比下降 5.7pp，烘焙类及菜肴类占比则分别增加 4.4pp/3.0pp。公司坚持执行打造“核心大单品”战略，在油条类的基础上持续向其他细分大单品突破。21-22 年蒸煎饺以及面点类产线增长迅猛，近两年复合增速分别为+115%/+39%。23H1 公司核心大单品蒸煎饺继续高速增长，收入同比+33.2%；其他潜力大单品表现亮眼，米糕、春卷、烧卖收入增速分别为+23.2%/+120%/+1719%，全年来看米糕和春卷体量均有望突破五千万级别。得益于公司积极的品类扩张策略以及出色的单品培育能力，公司未来将持续拓宽收入来源。

图 7：公司收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：大单品收入表现



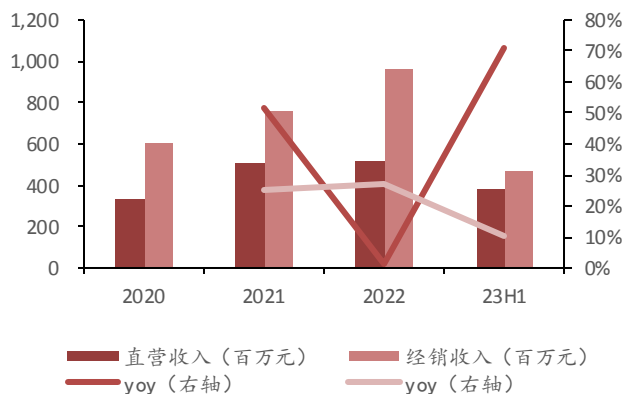
数据来源：公司公告，西南证券整理

深度绑定大 B 客户，直营渠道壁垒深厚。公司的下游客户主要为餐饮企业（包含酒店、团餐、宴席）等 B 端客户。直营模式是公司及部分餐饮企业客户直接签约并合作的销售模式，客户主要以品牌知名度较高的连锁餐饮企业为主。从渠道收入占比上看，除 2022 年受疫情影响外，直营模式占比逐年提升，至 23H1 已达到 45% 占比，构筑公司核心竞争力。大 B 客户对产品质量、差异性、供应稳定性、上游反应速度重视程度高于价格。知名餐饮连锁企业一旦与供应商达成合作，除非爆发重大食品安全问题，否则不会轻易更换供货商，因此公司已形成较强的规模效应和客户粘性。同时，大 B 客户严格、长久的审核周期，虽限制初期快

速增长，但成熟大 B 客户既带来业绩稳定性，又能构筑行业壁垒；此外符合大 B 要求的新品类，往往在中小 B 市场亦具备极强的产品竞争力和渠道先发优势。

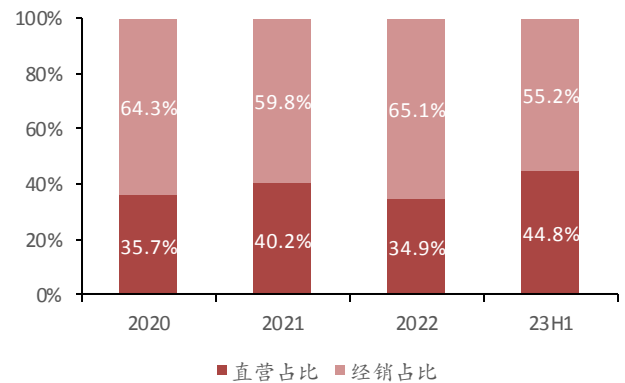
做大做强核心经销商，经销渠道持续壮大。经销模式则是公司通过经销商作为终结向各中小餐饮企业提供产品的模式，23H1 受高基数影响经销增速放缓至 11%，同时经销占比下降至 55.2%。公司通过各种方式支持经销商发展壮大：1) 与经销商形成厂商联合项目制共同体，确定共同愿景，制定短期的阶段性目标，年度不间断推进客户开发工作的落地；2) 公司业务和市场人员带领经销商业务团队，开发二批和终端网络，通过开发早餐、团餐等渠道，提高产品铺货率，带动销量提升，并提高经销商团队的业务能力；3) 对经销商进行管理赋能，通过帮助制定销售目标、任务分解及考核方案，规划运营流程，逐步提升其内部管理水平。此外公司聚焦核心经销商，对重点大商予以支持，2022 年前 20 名经销商共实现收入 2.6 亿元，同比+26.6%。

图 9：公司 23H1 按销售模式收入拆分



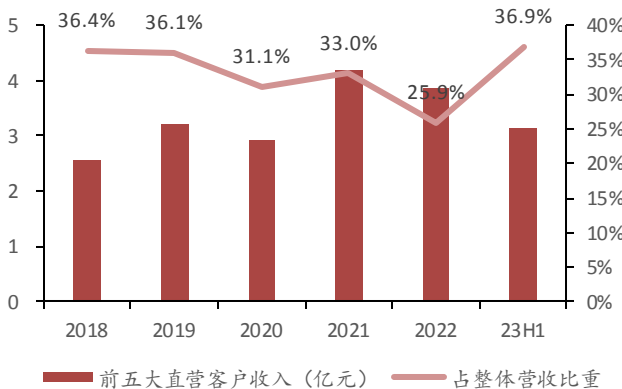
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：各销售模式收入占比变动



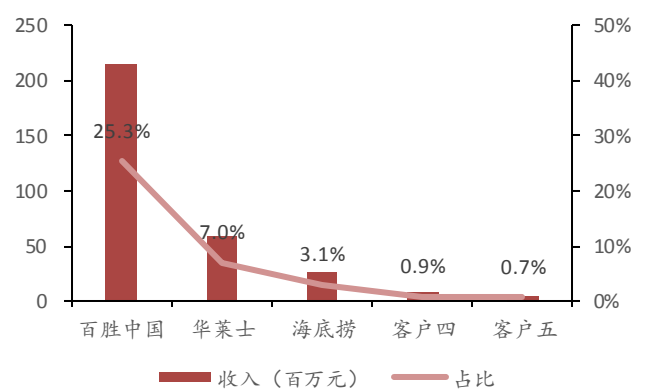
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司前五大直营客户合计收入及占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司 23H1 前五大直营客户收入

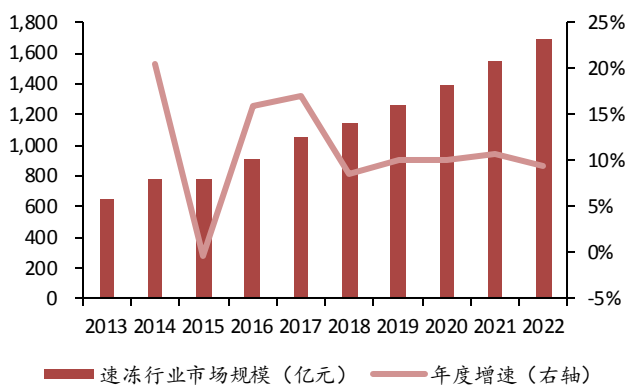


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 速冻行业持续扩容，餐饮连锁化方兴未艾

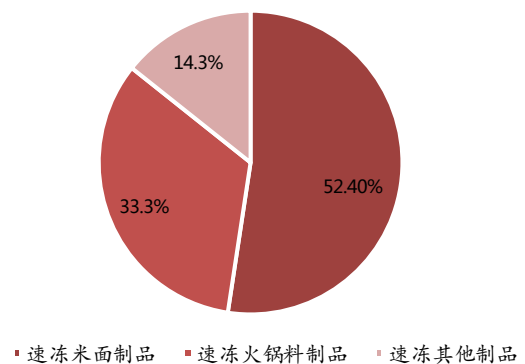
速冻行业持续扩容，面米占据半壁江山。近年来，随着 B 端降本增效需求的不断涌现，已经疫情爆发对 C 端消费者需求潜移默化的培育下，速冻食品行业景气度持续上行。根据艾媒咨询，2022 年中国速冻行业规模约为 1688 亿元，同比+9.5%；2017-2022 年复合增速约为 9.8%。从国内速冻行业的品类构成来看，速冻米面、速冻火锅料和速冻其他制品占比分别为 52.4%、33.3%、14.3%，其中米面占据速冻行业半壁江山。而速冻米面可进一步划分为以汤圆水饺为代表的传统面点，和以手抓饼、奶黄包为代表的新式面点。传统米面目前已步入成熟期，长期增速维持在中低个位数；而不断创新的新式面点迎合了消费者差异化与多元化的需求，叠加各大企业均加速新式面点铺货力度，预计未来仍处于高速成长期。

图 13：中国速冻行业规模



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

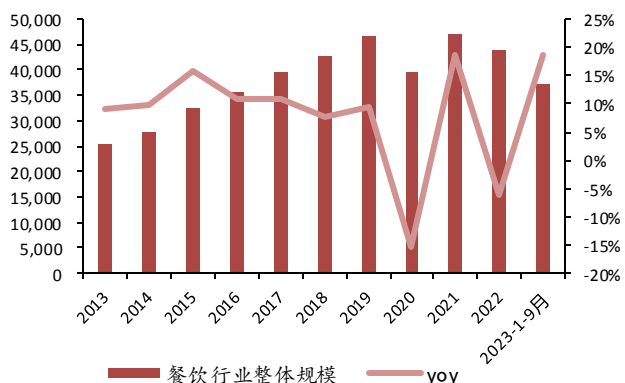
图 14：中国速冻行业构成（2022）



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

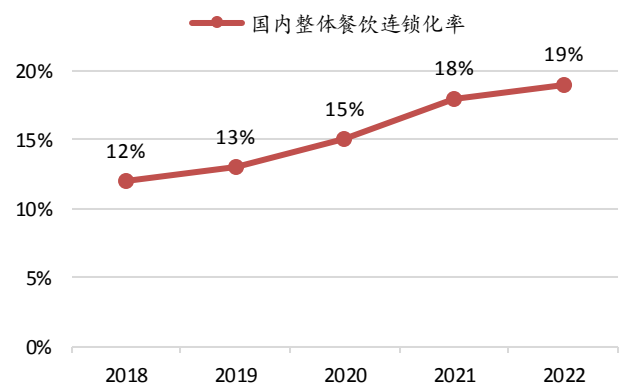
疫后餐饮稳步复苏，连锁化率持续走高。即使存在外部环境的不利影响，2017-2022 年国内餐饮行业仍有 2.1% 的复合增长率。进入 2023 年后，餐饮市场复苏态势良好，23 年 1-7 月餐饮市场累计实现收入 2.86 万亿元，同比+20.5%。而餐饮市场的持续扩容与连锁餐饮的蓬勃生长密切相关，根据美团研究院统计，国内餐饮连锁化率相较 2018 年提升 7pp 至 2022 年 19% 水平。连锁餐饮对后厨人员效率，食材品质及标准化程度均有着更高的要求，也为餐饮供应链企业带来更大的机遇，速冻食品在 B 端的渗透率有望持续提升。

图 15：中国餐饮行业整体规模（亿元）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 16：中国餐饮连锁化率



数据来源：美团，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司在油条品类上深耕多年，具备丰富的生产经验及产品储备，随着 23 年连锁餐饮渠道的明显复苏，借助大 B 客户自身高速成长，油条品类有望维持高增，预计 2023-2025 年油炸类销量增速分别为 14%、12%、9%。

假设 2：公司蒸煮类业务旗下拥有核心大单品蒸煎饺，以及春卷、米糕等潜力大单品，随着社会餐饮渠道持续复苏，叠加公司自身加强经销渠道优商扶商力度，预计 2023-2025 年蒸煮类销量增速分别为 20%、15%、20%。

假设 3：公司烘焙类业务旗下拥有挞皮等成熟大单品，此外公司亦在上海成立研发中心积极研发烘焙类新品。随着茶饮赛道核心客户如瑞幸等持续加快拓店速度，叠加公司往小 B 渠道渗透烘焙产品，预计 2023-2025 年烘焙类销量增速分别为 50%、35%、25%。

假设 4：受益于大环境向好及需求持续回暖，公司直销及经销渠道均可实现较快增长，规模效应日渐显著，叠加部分原材料价格持续下行，以及高毛利味宝食品并表影响下，预计 2023-2025 年公司整体毛利率分别为 23.3%、23.6%、24.0%。

表 1：主营业务收入分拆

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
油炸类	收入	700.5	822.5	935.1	1,029.4
	增速	6.1%	17.4%	13.7%	10.1%
	毛利率	21.5%	20.0%	20.4%	20.8%
烘焙类	收入	275.1	445.6	613.6	782.3
	增速	23.1%	62.0%	37.7%	27.5%
	毛利率	24.6%	25.3%	24.6%	24.6%
蒸煮类	收入	294.8	367.9	435.8	533.4
	增速	15.4%	24.8%	18.5%	22.4%
	毛利率	25.4%	26.1%	26.8%	27.1%
菜肴类	收入	212.9	282.3	376.4	513.2
	增速	63.5%	32.6%	33.3%	36.4%
	毛利率	23.9%	24.7%	25.0%	25.3%
合计	收入	1,488.6	1,924.8	2,368.5	2,867.6
	增速	16.9%	29.3%	23.1%	21.1%
	毛利率	23.4%	23.3%	23.6%	24.0%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 19.2、23.7 和 28.7 亿元，归母净利润分别为 1.5 亿元、2.0 亿元、2.5 亿元，EPS 分别为 1.71 元、2.27 元、2.93 元，对应动态 PE 分别为 32 倍、24 倍、19 倍。

3.2 相对估值

综合考虑行业地位和未来成长空间，此处选择餐饮供应链行业中的安井食品、三全食品、立高食品及宝立食品，其中安井和三全为速冻行业的龙头企业，立高和宝立则是餐饮供应链中的细分行业龙头，4 家可比公司 2024 年平均估值为 20 倍。考虑到千味央厨在 B 端速冻米面上具备深厚壁垒，且蒸煎饺、米糕等新品增长空间较高，叠加餐饮大环境复苏态势明显，给予 2024 年 32 倍估值，对应目标价 72.64 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
603345.SH	安井食品	337	114.9	3.75	5.07	6.24	7.78	43	23	18	15
002216.SZ	三全食品	123	13.97	0.91	0.98	1.08	1.21	20	14	13	12
300973.SZ	立高食品	108	64.02	0.85	1.60	2.31	3.18	113	40	28	20
603170.SH	宝立食品	78	19.40	0.54	0.74	0.87	1.07	53	27	22	18
平均值								57	26	20	16
001215.SZ	千味央厨	48	55.43	1.18	1.71	2.27	2.93	47	32	24	19

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

新品推广或不及预期；原材料价格大幅波动风险；食品安全风险。

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	1488.62	1924.78	2368.52	2867.58	净利润	100.91	146.85	194.74	251.47
营业成本	1140.10	1476.20	1809.80	2179.64	折旧与摊销	51.49	43.23	45.31	46.58
营业税金及附加	12.32	16.36	20.13	24.37	财务费用	1.66	-5.00	-10.72	-18.64
销售费用	58.35	96.24	113.69	134.78	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	139.03	165.53	198.96	238.01	经营营运资本变动	-26.90	-15.64	4.14	9.91
财务费用	1.66	-5.00	-10.72	-18.64	其他	83.46	-8.33	-8.75	-8.65
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	210.62	161.10	224.71	280.67
投资收益	0.02	9.00	9.00	9.00	资本支出	-97.18	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	-0.42	-0.24	-0.20	-0.25	其他	-153.57	8.76	8.80	8.75
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-250.75	-1.24	-1.20	-1.25
营业利润	123.35	184.21	245.46	318.16	短期借款	0.00	-15.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.93	3.92	4.01	3.99	长期借款	111.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	129.28	188.13	249.48	322.15	股权融资	18.45	0.00	0.00	0.00
所得税	28.37	41.28	54.74	70.69	支付股利	-12.99	-25.48	-37.08	-49.17
净利润	100.91	146.85	194.74	251.47	其他	-28.67	-6.63	10.72	18.64
少数股东损益	-1.00	-1.45	-1.93	-2.49	筹资活动现金流净额	88.28	-47.11	-26.35	-30.53
归属母公司股东净利润	101.91	148.30	196.67	253.96	现金流量净额	48.15	112.74	197.16	248.89
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	381.13	493.88	691.03	939.92	成长能力				
应收和预付款项	81.80	114.01	137.10	164.05	销售收入增长率	16.86%	29.30%	23.05%	21.07%
存货	182.45	237.41	291.50	350.51	营业利润增长率	10.59%	49.34%	33.26%	29.62%
其他流动资产	24.20	32.85	39.78	48.42	净利润增长率	15.68%	45.52%	32.61%	29.13%
长期股权投资	30.02	30.02	30.02	30.02	EBITDA 增长率	11.77%	26.02%	25.90%	23.59%
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	733.35	704.75	674.07	642.12	毛利率	23.41%	23.31%	23.59%	23.99%
无形资产和开发支出	37.61	36.60	35.58	34.56	三费率	13.37%	13.34%	12.75%	12.35%
其他非流动资产	116.40	112.79	109.17	105.56	净利率	6.78%	7.63%	8.22%	8.77%
资产总计	1586.97	1762.29	2008.26	2315.16	ROE	9.51%	12.42%	14.53%	16.31%
短期借款	15.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.36%	8.33%	9.70%	10.86%
应付和预收款项	228.37	288.21	350.31	425.87	ROIC	11.89%	15.44%	19.81%	25.07%
长期借款	146.50	146.50	146.50	146.50	EBITDA/销售收入	11.86%	11.56%	11.82%	12.07%
其他负债	136.19	145.30	171.50	200.55	营运能力				
负债合计	526.05	580.00	668.31	772.91	总资产周转率	1.02	1.15	1.26	1.33
股本	86.64	86.64	86.64	86.64	固定资产周转率	2.40	3.00	3.67	4.54
资本公积	564.60	564.60	564.60	564.60	应收账款周转率	22.97	23.60	22.54	22.89
留存收益	457.13	579.96	739.55	944.34	存货周转率	6.62	7.03	6.84	6.79
归属母公司股东权益	1060.91	1183.73	1343.32	1548.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.86%	—	—	—
少数股东权益	0.01	-1.45	-3.38	-5.87	资本结构				
股东权益合计	1060.91	1182.28	1339.95	1542.25	资产负债率	33.15%	32.91%	33.28%	33.38%
负债和股东权益合计	1586.97	1762.29	2008.26	2315.16	带息债务/总负债	30.70%	25.26%	21.92%	18.95%
					流动比率	1.91	2.17	2.35	2.52
					速动比率	1.39	1.59	1.76	1.93
					股利支付率	12.75%	17.18%	18.85%	19.36%
					每股指标				
					每股收益	1.18	1.71	2.27	2.93
					每股净资产	12.24	13.65	15.47	17.80
					每股经营现金	2.43	1.86	2.59	3.24
					每股股利	0.15	0.29	0.43	0.57
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	176.51	222.43	280.05	346.11					
PE	47.13	32.38	24.42	18.91					
PB	4.53	4.06	3.58	3.11					
PS	3.23	2.50	2.03	1.67					
EV/EBITDA	25.58	19.67	14.92	11.35					
股息率	0.27%	0.53%	0.77%	1.02%					

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
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@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	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@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
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	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	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@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	xyx@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
	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