

2024年10月30日

证券研究报告·2024年三季度点评

三棵树(603737) 建筑材料

当前价: 42.51元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

国内涂料龙头企业，业绩阶段性承压

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年三季度报, 2024年前三季度公司实现营业总收入91.5亿元, 同比-2.8%, 实现归母净利润4.1亿元, 同比-26.0%; 2024年单三季度实现营业总收入33.9亿元, 同比-7.9%, 实现归母净利润2.0亿元, 同比-17.9%。
- 销售价格有所承压, 市场占有率提升。** 2024年前三季度: 1) 分产品看, 主要产品销售收入及增速: 家装墙面漆22.3亿元(+14.1%)、工程墙面漆29.8亿元(-12.5%)、基材与辅材18.8亿元(+4.2%)、防水卷材10.0亿元(+13.0%)。2) 销售单价方面看, 主要产品销售单价及增速为家装墙面漆5.9元/千克(+0.3%)、工程墙面漆3.6元/千克(-10.0%)、基材与辅材1.0元/千克(-21.1%)、防水卷材14.6元/平方米(-5.9%)。量价角度看, 受下游需求疲弱各产品销售价格不同程度承压, 公司持续发挥自身综合竞争优势, 不断提升市场占有率, 家装墙面漆、基材与辅材、防水卷材等均实现了销量的增长。
- 毛利率下滑, 盈利能力承压。** 2024年前三季度: 1) 毛利率: 受多数产品销售价格同比下滑影响, 毛利率同比下滑2.7个百分点至28.7%。2) 销售费用率: 因公司持续开拓市场, 加强渠道建设, 销售费用率同比上升1.0个百分点至15.1%。研发费用率、管理费用率、财务费用率均较为稳健, 综合费用率同比上升1.3个百分点。3) 综上影响, 销售净利率同比下降1.5个百分点至4.4%, 盈利能力阶段承压。
- 品牌渠道双轮驱动, 政策利好静待拐点。** 公司聚焦涂料主业, 产品矩阵完善, 持续加强品牌推广, 强化营销渠道, 综合竞争力稳步攀升。1) 产品端: 公司作为我国涂料领域龙头, 深耕涂料核心业务, 实现防水、基辅材、胶黏剂等多元化业务发展, 产品矩阵完善。2) 品牌端: 积极利用央视、国潮、顶级体育赛事开展品牌宣传, 已成为行业稀缺“国漆”品牌, 国民认可度高。3) 渠道端: 在零售领域, 推进零售高端化转型, 加大对重涂翻新、美丽乡村等潜力市场布局, 开拓电商新零售模式, 零售业务占比持续提高; 在工程领域, 持续提高发展质量, 严控地产风险, 聚焦央国企、城建城投、工业厂房等新赛道, 加大B业务比重, 强化现金流量保障。整体看, 公司产品、品牌、渠道等综合竞争优势突出, 随着房地产市场“止跌回稳”、城市更新、老旧小区改造等相关利好政策陆续出台, 下游需求将持续改善, 公司业绩较具增长弹性。
- 盈利预测:** 公司综合竞争优势突出, 市场占有率持续提升, 销量保持稳健增长; 下游需求复苏在即, 销售单价有望逐渐企稳回升, 业绩有望拐点向上。我们预计2024-2026年营收复合增速为11.2%, 归母净利润复合增速为76.5%。
- 风险提示:** 经济大幅下滑风险; 政策效果或不及预期; 市场开拓或不及预期。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	124.76	126.84	146.38	171.33
增长率	10.03%	1.67%	15.41%	17.04%
归属母公司净利润(亿元)	1.74	5.44	7.29	9.55
增长率	-47.33%	213.30%	34.13%	30.89%
每股收益EPS(元)	0.33	1.03	1.38	1.81
净资产收益率ROE	6.56%	17.33%	19.67%	21.46%
PE	129	41	31	23
PB	9.16	7.63	6.39	5.28

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

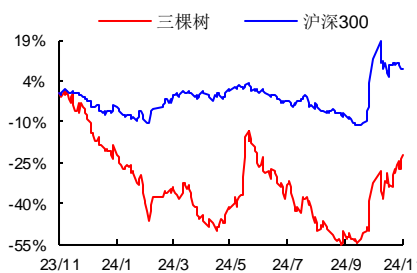
分析师: 笪文钊

执业证号: S1250524060002

电话: 023-63786049

邮箱: dwzyf@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)	5.27
流通A股(亿股)	5.27
52周内股价区间(元)	26.56-59.04
总市值(亿元)	239.32
总资产(亿元)	153.61
每股净资产(元)	5.26

相关研究

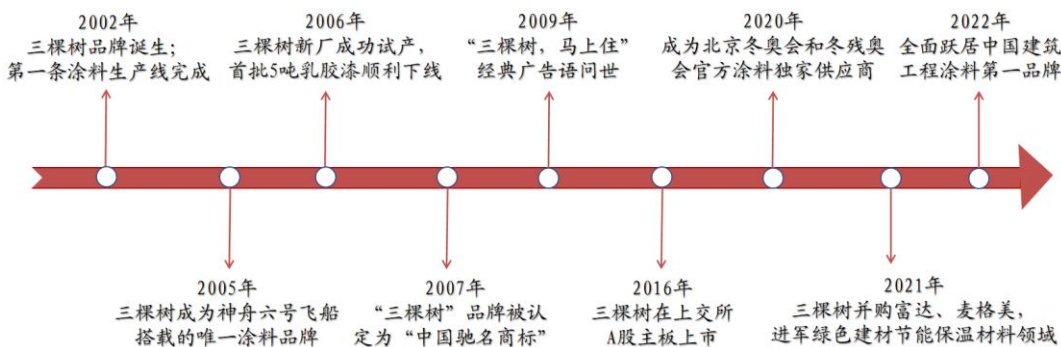
请务必阅读正文后的重要声明部分

1 公司概况

1.1 国内涂料龙头，股权激励充分

国内涂料龙头，竞争优势突出。三棵树创立于2002年，是国内领先的涂料生产和服务型制造企业，是国内涂料第一品牌，综合竞争优势突出。品牌端，强化“中国漆，中国色”高端品牌形象，行业首倡“国漆国色”认知，高端品牌地位坚实。产品端，秉持“极致健康、极致性能、极致应用”的研发理念，持续研发新材料、新一代、新应用的“三新”产品，产品力突出。渠道端，在零售业务领域坚持全渠道营销网络建设，推进零售高端化、年轻化、线上化转型；在工程业务领域，布局旧改、学校、医院等小B端应用场景，并下沉县级渠道，渠道力持续增强。整体看，公司在品牌、产品、渠道等方面综合竞争优势突出，经营势能强劲。

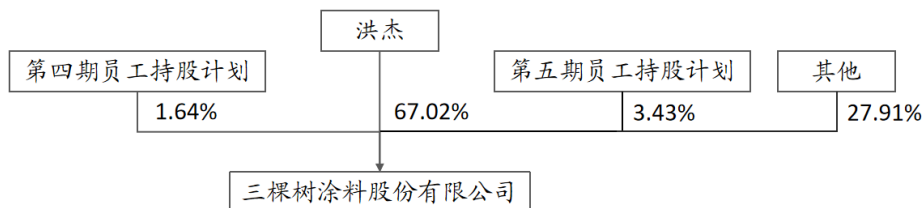
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构集中，激励较为充分。三棵树创始人、董事长兼总裁洪杰先生为公司第一大股东，持股比例 67.02%，股权结构集中稳定。上市至今，公司共实施了五期员工持股计划，其中第四期、第五期员工持股计划当前合计持股比例为 5.07%，通过员工持股计划，让员工分享企业成长红利，企业与员工利益高度一致，充分调动了员工工作积极性，激发创造力，激励充分经营势能强劲。

图 2：公司股权结构



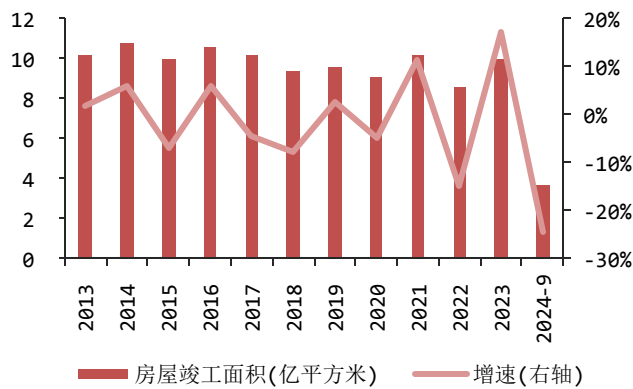
数据来源：数据截至2024年三季度末，公司官网，西南证券整理

1.2 下游需求阶段承压，集中度提升空间阔

销售面积降幅收窄，政策加码静待拐点。2021 年以来，商品房销售面积持续下降，2024 年 5-9 月份降幅持续收窄。2021 年，商品房销售面积达 17.9 亿平方米，其中住宅销售面积为 15.7 亿平方米，均为历史最高值。2022 年以来，商品房销售面积持续下降，2023 年销售面积仅为 2021 年历史高位的 62%。房屋销售面积下降对涂料的需求存在一定压制，对行业盈利水平具有较大影响。

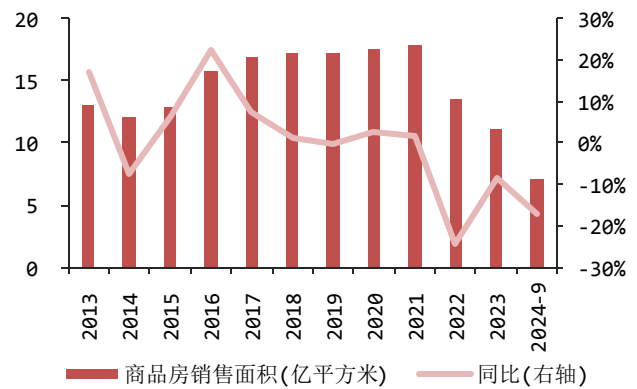
近期，商品房需求刺激政策陆续推出，“止跌回稳”、“保交楼”等举措有望对商品房竣工和销售情况有所托底。2024 年 1-9 月份，商品房销售面积为 7.0 亿平方米，同比下降 17.1%，较 1-8 月份销售面积 18.0% 的降幅进一步收窄，收窄趋势延续，政策持续加码下房地产行业对涂料的需求有望企稳回升。

图 3：2013 年以来商品房竣工情况



数据来源：Wind，西南证券整理

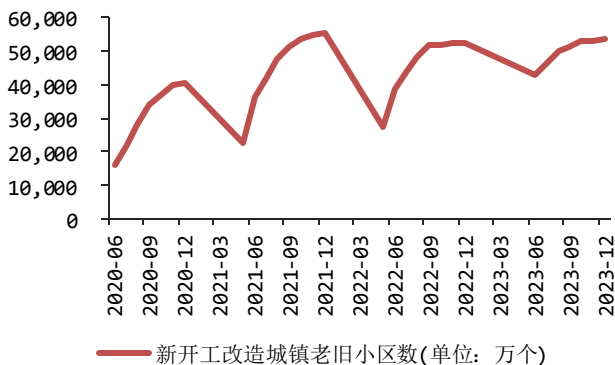
图 4：2013 年以来商品房销售情况



数据来源：Wind，西南证券整理

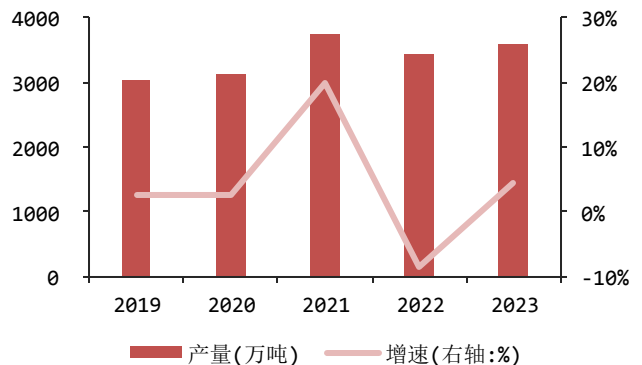
城市更新加速，涂料需求广阔。2024 年 7 月，国务院印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》，提出推进城镇老旧小区改造等 5 项任务和支撑城市更新的政策措施。2024 年全国计划新开工改造城镇老旧小区 5.4 万个，1-8 月份已开工 4.2 万个，城市更新进程加快。此外，房屋养老金制度的建立已提上日程，可为房屋体检、房屋维修、房屋保险提供资金保障，将有力推进城镇老旧小区改造进程，相关政策机遇将成为涂料需求新的增长点。

图 5：2020 年 6 月以来全国新开工改造城镇老旧小区数



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2019 年以来涂料行业产量情况



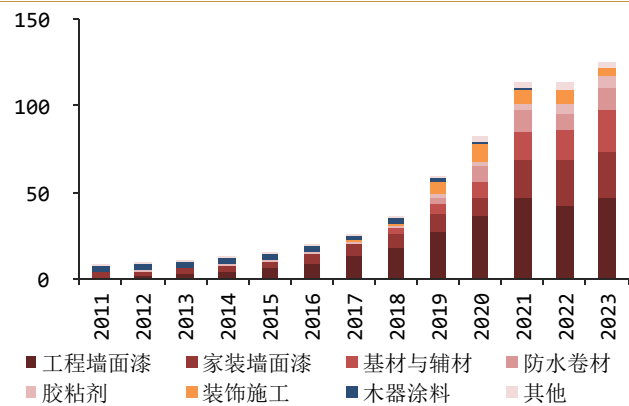
数据来源：中国涂料工业协会，西南证券整理

1.3 多元化业务布局，政策加持静待拐点

多元化业务布局，下游客户持续拓宽。公司聚焦涂料主业，实施多元化产品布局，深耕国内市场，加速迈进国际化步伐，全球竞争力稳步提升。产品结构方面：公司专注墙面涂料核心业务，2023 年工程墙面漆营收占比 37.5%，家装墙面漆营收占比 21.1%，二者合计占比 58.6%，为公司营收基本盘。基辅材及防水业务自 2019 年起快速扩张，2019-2023 年基辅材营收复合增速为 49.2%，防水卷材营收复合增速达 31.7%，是公司两大重要营收增长源。

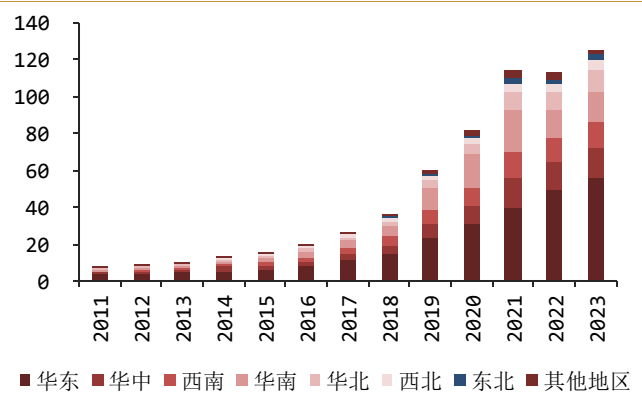
销售区域方面：公司国内持续深耕华中、华东、西南、华南市场，2023 年以上四个市场营收占比为 81.7%。公司于 2018 年正式组建国际事业部，不断拓展海外市场。目前已承接柬埔寨国家体育馆、缅甸国家大剧院、马尔代夫社会住房等多个国际项目，成长空间持续拓宽。

图 7：2011 年以来公司产品结构 (亿元)



数据来源：Wind，西南证券整理

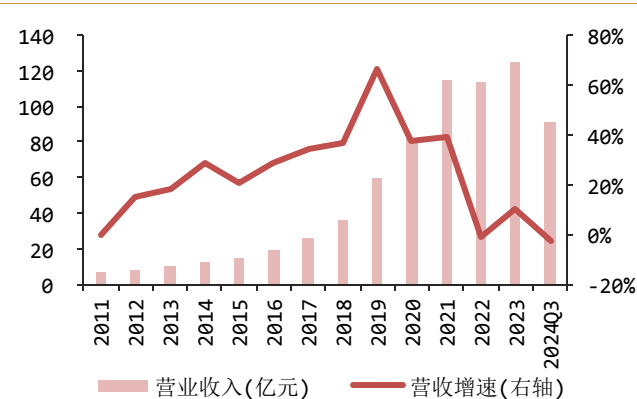
图 8：2011 年以来公司营收区域分布 (亿元)



数据来源：Wind，西南证券整理

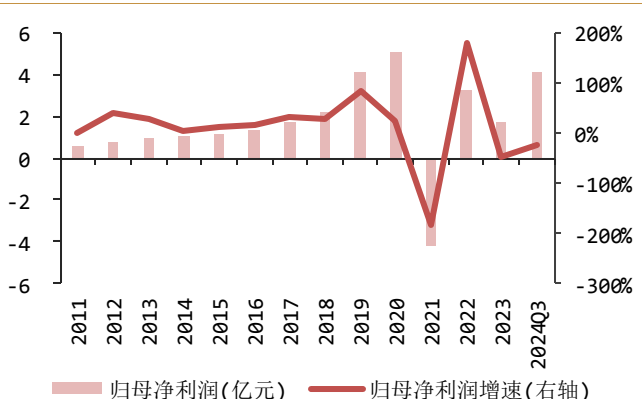
营收稳健增长，政策加持期待拐点。在下游市场需求疲软、存量竞争加剧背景下，公司通过优化产品结构、强化渠道动力，展现出了较具韧性的经营势能，2020-2023 年营收规模实现了显著扩张，2021 年受原材料价格大幅上涨及计提信用减值损失影响，公司上市以来首次亏损，盈利能力阶段性承压。2024 年前三季度，公司营收端同比降 2.8%，归母净利润端同比下滑 26.0%，主因为工程墙面漆、基辅材与辅材等主要产品销售价格下降 10% 以上。随着房地产市场“保交楼”、“止跌回稳”等相关政策陆续出台，下游需求有望持续复苏，产品销售价格企稳回升将有助于公司盈利能力的持续修复。

图 9：2011 年以来公司营收情况



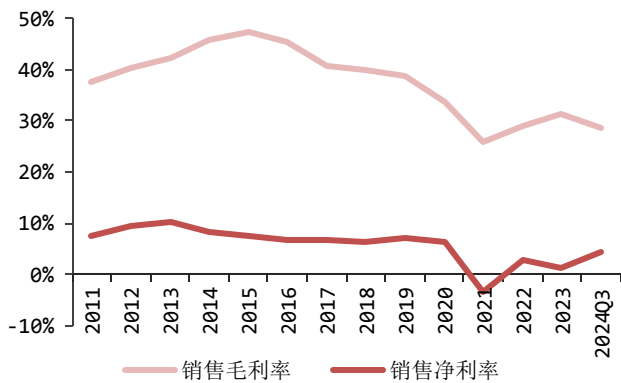
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2011 年以来公司归母净利润情况

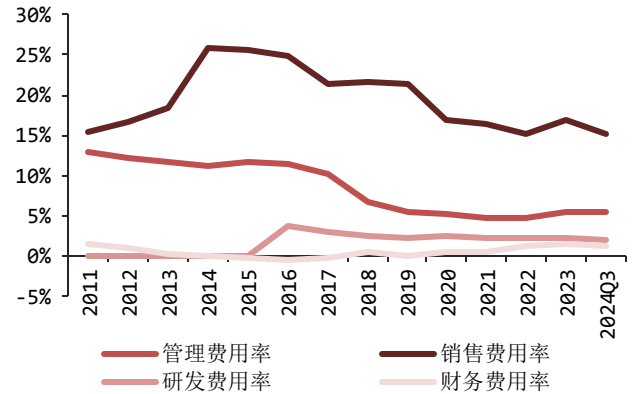


数据来源：Wind，西南证券整理

销售费用率趋势向下，盈利能力环比改善。毛利率方面：2019-2021 年，受市场竞争加剧及原材料价格上升影响，毛利率呈下降趋势，2022 年原材料价格高位回落，毛利率同比改善，2022-2023 年上升 5.5 个百分点，盈利能力实现一定修复。费用率方面，2020 年以来，管理费用率在 5.0% 左右、研发费用率在 2.0%-2.5% 间有所浮动，两者整体保持稳定，控费能力较强；销售费用率呈下降趋势，2023 年公司开展品牌战略升级，在央视权威平台上进行品牌传播，与顶级体育赛事合作，市场推广费用显著增加，导致销售费用率阶段性增加。2024 年前三季度，公司销售净利率为 4.4%，环比持续改善。

图 11：2011 年以来公司毛利率和净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2011 年以来公司费用率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着城市更新、老旧小区改造相关政策的陆续推出，家装墙面漆、家装木器漆等产品的需求将持续复苏，产品销售价格将企稳回升；随着公司持续发挥自身综合竞争优势，不断提高市场占有率，销量将持续高增。预计 2024-2026 年，家装墙面漆和家装木器漆销量同比增长 20.0%、15.0%、15.0%，产品吨价同比增长 -4.0%、5.0%、5.0%，毛利率为 43.3%、43.8%、44.4%。

假设 2：随着房地产“止跌回稳”、“保交楼”等相关政策的陆续推出，工程墙面漆等产品的需求将持续复苏，产品销售价格将企稳回升。预计 2024-2026 年，工程墙面漆销量同比增长 0%、5.0%、5.0%，产品吨价同比增长 -10.0%、5.0%、5.0%，毛利率为 28.5%、28.5%、29.2%。

假设 3：随着商品房成交量止跌回升，新房和旧房翻修需求复苏将带动基材与辅材销售价格的回升；伴随公司在渠道端的持续发力，持续提升市占率，销量将延续高增。预计 2024-2026 年，基材与辅材销量同比增长 20.0%、20.0%、20.0%，产品吨价同比增长 -15.0%、0%、5.0%，毛利率为 21.6%、21.6%、22.4%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入	125	127	146	171
	yoy	10.0%	1.7%	15.4%	17.0%
	营业成本	85	92	105	122
	毛利率	31.5%	27.7%	28.0%	28.6%
家装墙面漆、家装木器漆	收入	26.4	30.4	36.7	44.4
	yoy	2.5%	15.2%	20.8%	20.8%
	销量(万吨)	43.5	52.2	60.0	69.0
	yoy	3.2%	20.0%	15.0%	15.0%
	吨价(元/吨)	6074	5831	6123	6429
	yoy	-0.7%	-4.0%	5.0%	5.0%
	吨成本(元/吨)	3179	3306	3438	3576
	yoy	-7.3%	4.0%	4.0%	4.0%
毛利率	47.7%	43.3%	43.8%	44.4%	
工程墙面漆	收入	46.8	42.1	46.4	51.2
	yoy	9.5%	-10.0%	10.3%	10.3%
	销量(万吨)	118.5	118.5	124.4	130.6
	yoy	22.9%	0.0%	5.0%	5.0%
	吨价(元/吨)	3946	3551	3729	3915
	yoy	-10.9%	-10.0%	5.0%	5.0%
	吨成本(元/吨)	2441	2539	2666	2773
	yoy	-14.5%	4.0%	5.0%	4.0%
毛利率	38.1%	28.5%	28.5%	29.2%	
基材与辅材	收入	24.2	24.7	29.7	37.4
	yoy	41.0%	2.0%	20.0%	26.0%
	销量(万吨)	198.5	238.1	285.8	342.9
	yoy	63.2%	20.0%	20.0%	20.0%
	吨价(元/吨)	1221	1038	1038	1090
	yoy	-13.6%	-15.0%	0.0%	5.0%
	吨成本(元/吨)	1017	814	814	846
	yoy	-16.1%	-20.0%	0.0%	4.0%
毛利率	16.7%	21.6%	21.6%	22.4%	
防水卷材	收入	12.6	14.3	17.2	20.8
	yoy	26.9%	14.0%	20.0%	20.8%
	销量(万平方米)	8207.3	9848.8	11818.5	13591.3
	yoy	30.1%	20.0%	20.0%	15.0%
	吨价(元/平方米)	15	15	15	15
	yoy	-2.4%	-5.0%	0.0%	5.0%
	成本(元/平方米)	13	13	13	13
	yoy	-3.9%	-1.0%	0.0%	5.0%

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
	毛利率	15.3%	11.7%	11.7%	11.7%
工业木器漆、胶黏剂	收入	8.0	8.1	8.9	9.8
	yoy	25.8%	2.0%	9.2%	10.3%
	销量 (万吨)	6.3	6.4	6.7	7.0
	yoy	31.4%	1.0%	5.0%	5.0%
	吨价 (元/吨)	12595	12721	13230	13891
	yoy	-4.2%	1.0%	4.0%	5.0%
	吨成本 (元/吨)	9646	9839	10232	10642
	yoy	-4.5%	2.0%	4.0%	4.0%
	毛利率	23.4%	22.7%	22.7%	23.4%
装饰施工及其他业务	收入	6.8	7.2	7.5	7.9
	yoy	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	5.8	6.1	6.4	6.7
	毛利率	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%

数据来源: Wind, 西南证券

3 风险提示

- 1) 经济大幅下滑风险: 经济发展是企业生存的环境, 宏观经济运行受到多种因素影响, 具有较高的不确定性, 一旦经济大幅下滑将影响企业成长节奏;
- 2) 政策效果或不及预期: 当前地产板块利好政策持续出台, 地产链也将不断受益, 而政策传导至公司基本面具有较大不确定性;
- 3) 市场开拓或不及预期: 深度推进全国化布局可能会遭遇本土企业的强势阻击, 市场占有率提升节奏具有一定的不确定性。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	124.76	126.84	146.38	171.33	净利润	1.77	5.56	7.45	9.76
营业成本	85.45	91.70	105.45	122.41	折旧与摊销	4.00	3.83	3.93	4.00
营业税金及附加	1.06	0.94	1.12	1.32	财务费用	1.74	0.08	-0.40	-0.82
销售费用	21.24	21.56	24.15	28.27	资产减值损失	-5.11	-4.50	-5.00	-5.00
管理费用	9.68	9.51	10.98	11.99	经营营运资本变动	-5.99	17.18	9.09	3.39
财务费用	1.74	0.08	-0.40	-0.82	其他	17.67	-3.83	5.23	3.93
资产减值损失	-5.11	-4.50	-5.00	-5.00	经营活动现金流净额	14.08	18.32	20.30	15.27
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-0.68	-1.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-5.33	-2.35	-1.12	-2.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6.01	-3.35	-2.12	-3.14
营业利润	2.05	7.55	10.08	13.15	短期借款	-2.15	-3.10	-3.00	-3.00
其他非经营损益	-0.15	-0.14	-0.15	-0.14	长期借款	-0.12	2.00	2.00	2.00
利润总额	1.90	7.41	9.94	13.01	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.13	1.85	2.48	3.25	支付股利	-227.45	-0.52	-1.63	-2.19
净利润	1.77	5.56	7.45	9.76	其他	224.78	0.27	1.01	0.85
少数股东损益	0.04	0.12	0.16	0.21	筹资活动现金流净额	-4.95	-1.35	-1.62	-2.34
归属母公司股东净利润	1.74	5.44	7.29	9.55	现金流量净额	3.12	13.62	16.56	9.79
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	17.12	30.74	47.31	57.10	成长能力				
应收和预付款项	41.35	44.10	44.66	54.72	销售收入增长率	10.03%	1.67%	15.41%	17.04%
存货	7.49	7.56	8.89	10.33	营业利润增长率	-38.54%	267.83%	33.60%	30.41%
其他流动资产	7.79	2.18	2.49	3.27	净利润增长率	-42.79%	213.30%	34.13%	30.89%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	3.43%	47.09%	18.78%	20.03%
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	50.34	48.12	45.79	43.40	毛利率	31.51%	27.71%	27.96%	28.55%
无形资产和开发支出	5.68	5.08	4.49	3.89	三费率	26.18%	24.56%	23.72%	23.02%
其他非流动资产	11.61	13.94	15.04	17.17	净利率	1.42%	4.38%	5.09%	5.69%
资产总计	141.38	151.72	168.67	189.87	ROE	6.56%	17.33%	19.67%	21.46%
短期借款	13.10	10.00	7.00	4.00	ROA	1.25%	3.66%	4.42%	5.14%
应付和预收款项	67.63	76.22	87.29	101.18	ROIC	7.11%	14.21%	25.20%	42.06%
长期借款	14.61	16.61	18.61	20.61	EBITDA/销售收入	6.25%	9.03%	9.30%	9.54%
其他负债	19.00	16.82	17.87	18.61	营运能力				
负债合计	114.35	119.65	130.77	144.41	总资产周转率	0.89	0.87	0.91	0.96
股本	5.27	5.27	5.27	5.27	固定资产周转率	2.95	2.77	3.27	3.99
资本公积	4.11	4.11	4.11	4.11	应收账款周转率	2.68	2.67	3.32	3.60
留存收益	15.08	19.99	25.66	33.01	存货周转率	11.99	12.04	12.71	12.63
归属母公司股东权益	24.46	29.37	35.03	42.39	销售商品提供劳务收到现金营业收入	117.52%	—	—	—
少数股东权益	2.58	2.70	2.86	3.07	资本结构				
股东权益合计	27.03	32.07	37.89	45.46	资产负债率	80.88%	78.86%	77.53%	76.06%
负债和股东权益合计	141.38	151.72	168.67	189.87	带息债务/总负债	24.24%	22.24%	19.59%	17.05%
					流动比率	0.78	0.87	0.97	1.07
					速动比率	0.70	0.79	0.89	0.98
					股利支付率	13106.41%	9.58%	22.37%	22.92%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	7.79	11.46	13.61	16.34	每股收益	0.33	1.03	1.38	1.81
PE	129.10	41.21	30.72	23.47	每股净资产	4.64	5.57	6.65	8.04
PB	9.16	7.63	6.39	5.28	每股经营现金	2.67	3.48	3.85	2.90
PS	1.80	1.77	1.53	1.31	每股股利	43.16	0.10	0.31	0.42
EV/EBITDA	29.64	18.62	14.32	11.13					
股息率	101.53%	0.23%	0.73%	0.98%					

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

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 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	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
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn