

2023年05月06日

证券研究报告·2022年报&2023年一季报点评

香飘飘 (603711) 食品饮料

买入 (首次)

当前价: 23.28元

目标价: 28.00元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

冲泡、即饮双轮驱动，23Q1 恢复明显

投资要点

- 事件:** 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报, 2022 全年实现营业收入 31.3 亿元 (-9.8%), 实现归母净利润 2.1 亿元 (-3.9%); 2022Q4 实现营业收入 16 亿元 (+7.1%), 实现归母净利润 2.9 亿元 (+57.8%)。2023Q1 实现营业收入 6.8 亿元 (+37%), 实现归母净利润 585 万元 (扭亏)。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.60 元 (含税)。
- 冲泡、即饮双轮驱动, 瓶装品类创新升级。** 1、分品类看, 2022 年冲泡类、即饮类分别实现收入 24.6 亿元 (-11.5%)、6.4 亿元 (-0.7%), 2023Q1 分别实现收入 4.6 亿元 (+39.9%)、2.1 亿元 (+34.3%)。公司加强产品创新, 推出牛乳茶系列为代表的健康化的冲泡新产品及瓶装牛乳茶、瓶装冻柠茶两大即饮新品。冲泡产品加强渠道下沉, 以动销为原则调整经销商备货节奏、优化渠道库存, 且提价已调整到位。即饮产品仍需加大投入力度, 销售队伍已组建完毕, 将着力建设饮料系统化的经营能力。2、分渠道看, 2022 年经销、电商分别实现收入 28.2 亿元、2.3 亿元。公司已形成布局全国的销售终端, 冲泡、即饮分别拥有 40 万家、30 万家终端销售网点。截至 2023Q1 末, 公司拥有经销商 1363 家, 净增加 31 家。
- 盈利能力提升, 23Q1 企稳扭亏。** 1、2022 年、2023Q1 公司毛利率分别为 33.8%、31%, 同比提升 0.2pp、0.4pp。在植脂末、纸张、纸杯等原材料价格大幅上涨的背景下, 为缓解成本压力, 公司对冲泡类产品提价, 随着成本价格逐渐回落, 有望贡献利润弹性。2、费用率方面, 公司加强费用端管控, 2022 年销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 17.9% (-3.4pp)、7.4% (+0.7pp)、0.9% (+0.1pp)、-1.2% (-1.3pp); 23Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 26.8% (-5.5pp)、8% (-2.1pp)、1% (-0.2pp)、-2.2% (+0.8pp)。3、2022 年公司净利率 6.8%, 提升 0.4pp, 主要由于前三季度成本、费用端均承压, 四季度提价执行到位, 且大宗原物料价格回落, 四季度盈利能力改善; 2023Q1 净利率 0.9%, 实现扭亏。
- 股权激励彰显信心。** 公司发布股权激励计划, 拟向 39 名董事、高级管理人员、核心管理人员及核心技术 (业务) 人员授予股票期权 1091 万份, 并预留 266 万份, 约占公司股本总额的 3.30%, 考核目标以 2022 年为基准, 2023、2024、2025 年收入增长率不低于 15%、35%、50%。股权激励计划可充分激发核心员工积极性, 为公司长远发展奠定基础。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.9 亿元、3.6 亿元、4.3 亿元, EPS 分别为 0.70 元、0.87 元、1.05 元, 对应动态 PE 分别为 33 倍、27 倍、22 倍, 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)	3127.82	3780.43	4451.38	5169.52
增长率	-9.76%	20.86%	17.75%	16.13%
归属母公司净利润 (百万元)	213.89	288.65	357.97	429.73
增长率	-3.89%	34.95%	24.01%	20.05%
每股收益 EPS (元)	0.52	0.70	0.87	1.05
净资产收益率 ROE	6.85%	8.66%	10.47%	11.94%
PE	45	33	27	22
PB	3.06	2.93	2.80	2.66

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

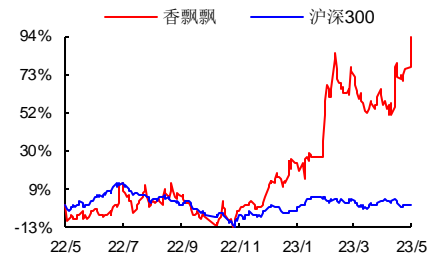
邮箱: zhz@swsc.com.cn

联系人: 夏霖

电话: 021-58351959

邮箱: xialj@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)	4.11
流通 A 股(亿股)	4.11
52 周内股价区间(元)	10.5-23.28
总市值(亿元)	95.62
总资产(亿元)	47.12
每股净资产(元)	7.03

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 冲泡奶茶龙头，探索即饮市场.....	1
2 茶饮行业疫情期间短期承压，竞争格局清晰.....	4
3 盈利预测与估值.....	5
3.1 盈利预测.....	5
3.2 相对估值.....	6
4 风险提示.....	6

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 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: 公司产品矩阵.....	3
图 8: 2022 年公司收入结构.....	3
图 9: 中国茶饮料市场规模.....	4
图 10: 中国茶饮料零售量.....	4
图 11: 中国茶饮市场构成（2021）.....	4
图 12: 中国茶饮料市场竞争格局（2021）.....	4
图 13: 中国固体奶茶市场规模.....	5
图 14: 固体奶茶竞争格局（2020）.....	5

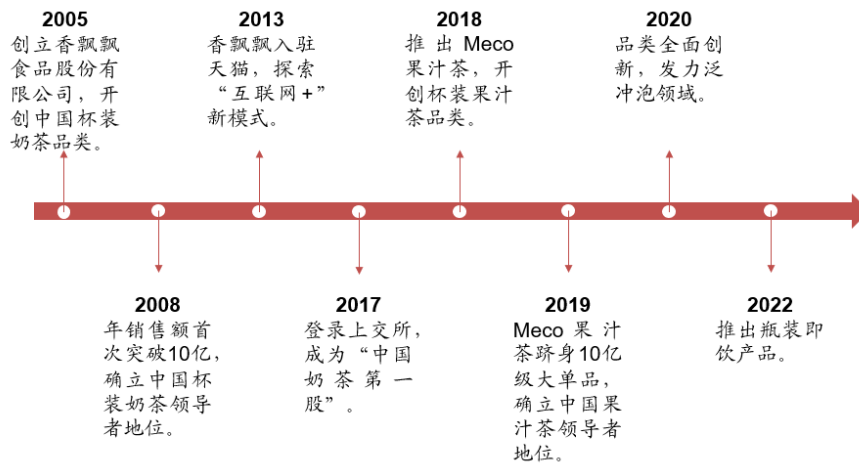
表 目 录

表 1: 分业务收入及毛利率.....	6
表 2: 可比公司估值.....	6
附表: 财务预测与估值.....	7

1 冲泡奶茶龙头，探索即饮市场

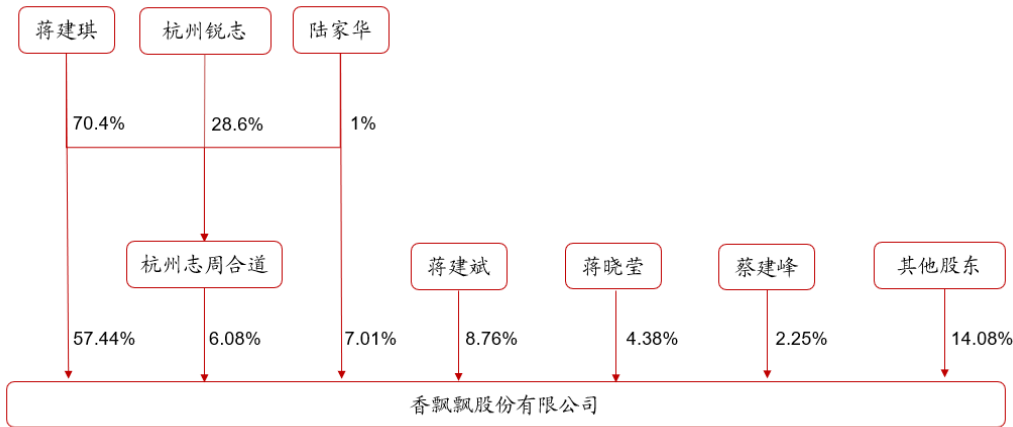
公司成立于 2005 年，首创固体冲泡奶茶后向全国市场推广，受到消费者欢迎，2007 年杯装奶茶完成初期的市场导入工作，香飘飘顺利迈过起步期。2008-2012 年公司迎来爆发式增长阶段，通过抢占消费者心智的战略，配合渠道终端、市场的运作，香飘飘聚焦杯装奶茶，在这一细分领域市占率达到 60%，远超其他竞争对手，格局已经清晰形成。2013-2016 年公司陷入增长停滞期，积极调整，摸索新方向。2017 年以来公司通过内部机制的优化、产品结构和定位的重新梳理、营销队伍强化和营销政策落地一系列动作后开启二次增长。2018 年继续推出 Meco 果汁茶、轻奶茶等一系列新品，丰富产品矩阵，加码即饮业务。2021 年以来公司积极顺应推动冲泡奶茶产品的健康化、年轻化升级，推出啵啵牛乳茶、臻乳茶、生椰/芝芝牛乳茶、珍珠牛乳茶等去植脂末产品。2022 年公司推出了瓶装冻柠茶、黑乌龙乳茶 2 款瓶装产品，进一步深入探索即饮品市场。

图1：公司发展历程



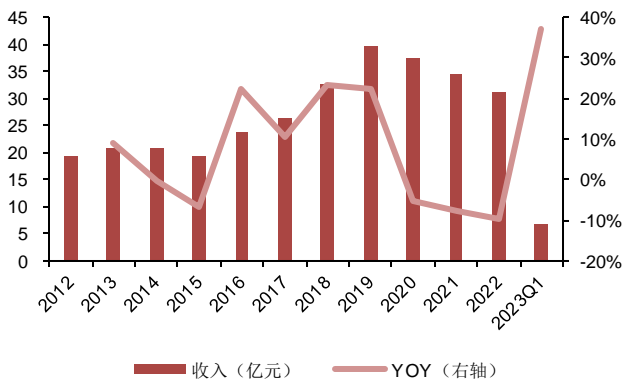
数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权集中，股权激励奠定长期成长基础。以公司创始人蒋建琪先生为核心的蒋氏家族共持股 83.67%，在此股权结构下，创始人意志得以充分体现，公司决策效率较高。公司发布股权激励计划，拟向 39 名董事、高级管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员授予股票期权 1091 万份，并预留 266 万份，约占公司股本总额的 3.30%，考核目标以 2022 年为基准，2023、2024、2025 年收入增长率不低于 15%、35%、50%。股权激励计划可充分激发核心员工积极性，为公司长远发展奠定基础。

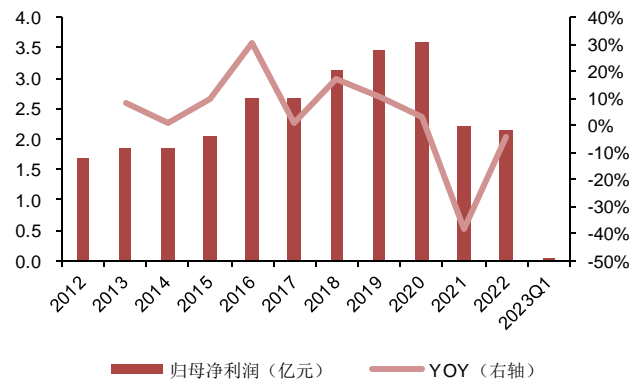
图2: 公司股权结构


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

收入、利润环比改善, 有望重回增长区间。新冠疫情爆发以来公司收入、利润总体下滑; 随着疫情管控放松、即饮板块逐渐发力, 公司有望重回增长区间, 季节波动性将缓和。2022 年公司实现收入 31.3 亿元 (-9.8%), 实现归母净利润 2.1 亿元 (-3.9%); 其中 2022Q4 实现收入 16 亿元 (+7.1%), 实现归母净利润 2.9 亿元 (+57.8%), 四季度为公司冲泡业务旺季, 收入、利润情况环比好转。2023Q1 公司实现收入 6.8 亿元 (+37%), 实现归母净利润 585 万元 (扭亏)。2021 年以来公司积极顺应推动冲泡奶茶产品的健康化、年轻化升级, 陆续推出了乳茶系列产品, 受到消费者的一致好评; 随着公司冲泡类产品不断升级, 期待基本盘业务后续能够逐步回升。即饮方面, 公司推出瓶装即饮产品, 将有效扩展杯装的消费场景局限, 进一步打开成长空间。

图3: 公司收入情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

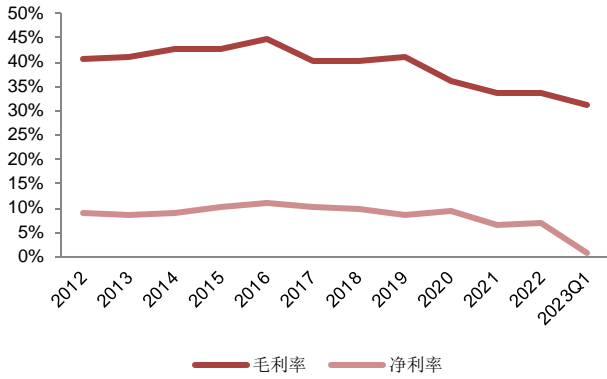
图4: 公司归母净利润情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

盈利能力提升, 23Q1 企稳扭亏。1) 2022 年、2023Q1 公司毛利率分别为 33.8%、31%, 同比提升 0.2pp、0.4pp。在植脂末、纸张、纸杯等原材料价格大幅上涨的背景下, 为缓解成本压力, 公司对冲泡类产品提价, 随着成本价格逐渐回落, 有望贡献利润弹性。2) 费用率方面, 公司加强费用端管控, 2022 年销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 17.9% (-3.4pp)、7.4% (+0.7pp)、0.9% (+0.1pp)、-1.2% (-1.3pp); 23Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 26.8% (-5.5pp)、8% (-2.1pp)、1%

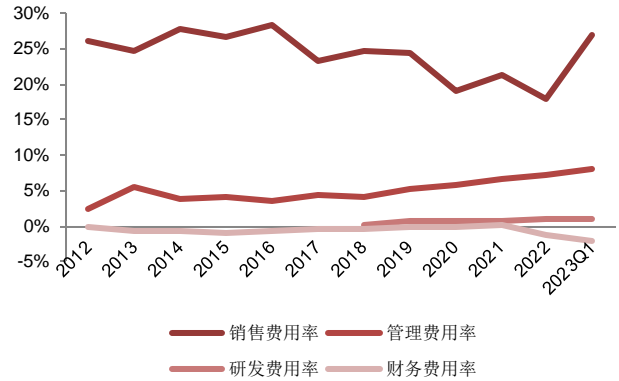
(-0.2pp)、-2.2% (+0.8pp)。3) 2022 年公司净利率水平 6.8%，提升 0.4pp，主要由于前三季度成本、费用端均承压，四季度提价执行到位，且大宗原物料价格回落，四季度盈利能力改善；2023Q1 净利率 0.9%，实现扭亏。

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

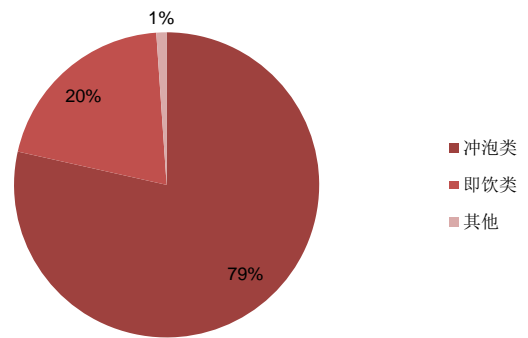
冲泡与即饮产品相互促进，带动效应明显。公司三大品牌分别为“香飘飘”品牌杯装奶茶（固体+液体）、“MECO 蜜谷”品牌果汁茶、“兰芳园”系列液体奶茶。2022 年冲泡类、即饮类产品分别实现营收 24.6、6.4 亿元，分别同比下降 11.6%、下降 0.7%，分别贡献收入 79%、20%。以冲泡为主的产品结构决定了公司业绩季节波动性较大，三、四季度贡献主要收入、利润；目前尚处于转型过程之中，预计即饮类产品占比将进一步提高，将平滑季度间波动。

图7: 公司产品矩阵



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图8: 2022 年公司收入结构

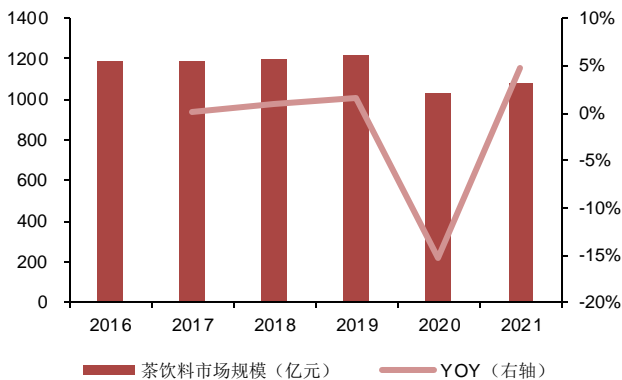


数据来源: 欧睿, 西南证券整理

2 茶饮行业疫情期间短期承压，竞争格局清晰

疫情短期影响，扩容趋势不改。近年来，茶饮料品类逐渐丰富，丰富的品类激发消费者的购物欲望，茶饮料行业市场规模整体上升。其中 2020 年市场规模为 1032 亿元，主要由于新冠疫情影响，行业整体规模下降 15%；2021 年市场规模为 1081 亿元，同比增长 4.7%，未恢复至疫情前水平。茶饮零售量整体下滑，2021 年零售量为 125 亿升，小幅增长 2%，处于较低水平。茶饮含咖啡因，同时提升摄入糖分会使人产生愉悦感，具备成为大赛道的基础。中国茶饮料的发展时间短，目前集中于大中城市，下沉市场的开发不足，未来发展前景广阔；随着疫情管控放开，仍将获得恢复性增长。

图9：中国茶饮料市场规模



数据来源：欧睿，西南证券整理

图10：中国茶饮料零售量

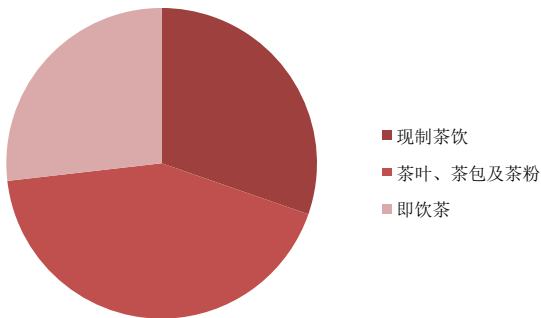


数据来源：欧睿，西南证券整理

茶饮品类三足鼎立，现制茶饮增速领先。我国茶饮市场可细分为现制茶饮、茶叶茶包及茶粉、即饮茶三类，2021 年分别占比 27%、43%、30%，仍以茶叶茶包及茶粉为主。现制茶饮市场规模增速领先，预计 2025 年占比将提升至 42%；其余品类增速相对较慢，或将受现制茶饮的部分替代。

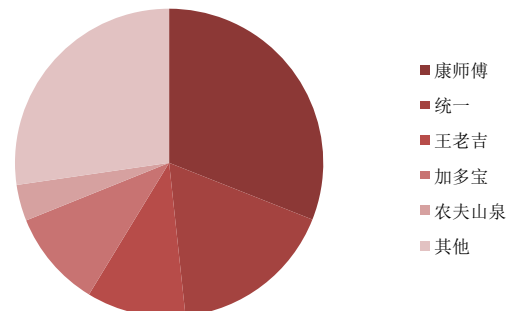
茶饮料双龙头格局稳定。2021 年我国茶饮料市场 CR5 达 72.7%，其中双龙头康师傅、统一凭借丰富的产品矩阵、强大的创新能力分别占茶饮市场份额的 31%、17.3%，整体格局较稳定。此外，软饮料行业壁垒低、品类多，各类企业均有机会通过创新产品打造爆款，以获得生存空间。

图11：中国茶饮市场构成 (2021)



数据来源：奈雪的茶招股书，西南证券整理

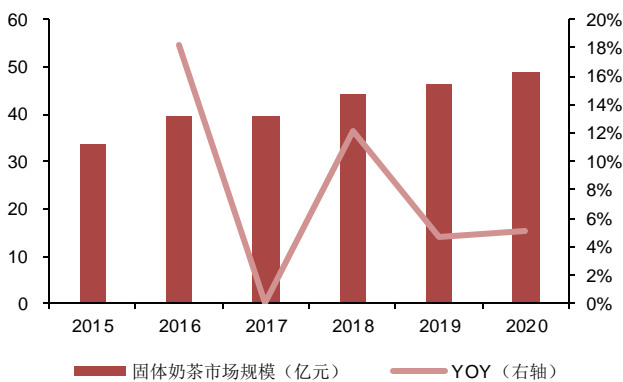
图12：中国茶饮料市场竞争格局 (2021)



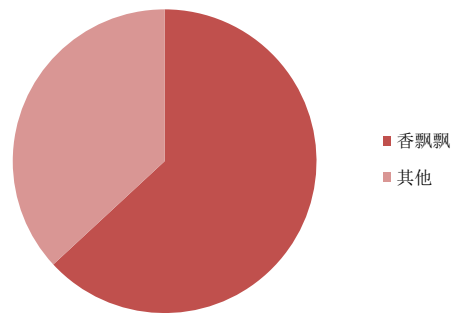
数据来源：欧睿，西南证券整理

固体奶茶市场规模稳定，下沉市场仍有拓展空间。我国固体奶茶市场规模较稳定，近年保持约 50 亿元。冲泡奶茶性价比高、饮用方便，比现制茶饮更适合下沉市场。公司已下沉至县级市场，仍有开拓空间，未触及品类天花板。同时公司不断推进冲泡奶茶的健康化升级，推出以牛乳、椰乳为原料的臻乳茶、啵啵牛乳茶等，顺应茶饮行业的年轻化、高端化趋势，拓展市场空间。

绝对龙头地位稳固。香飘飘为固体奶茶行业绝对龙头，已连续 10 年位居行业第一，市场占有率超过 60%。公司高度重视产品研发创新，新口味产品收获较高消费者认可度，同时结合季节、节假日推出限定款奶茶，已形成“冲泡奶茶=香飘飘”的品牌认知，行业地位将持续稳固。此外，公司积极开拓即饮板块，推出液体奶茶、果汁茶等新品，打破品类限制。

图 13: 中国固体奶茶市场规模


数据来源：一点财经，西南证券整理

图 14: 固体奶茶竞争格局 (2020)


数据来源：一点财经，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 1：2022 年公司经营受疫情影响较大，2023 年公司冲泡类库存较低、加大渠道下沉，2023 年起收入增速将恢复。预计 2023-2025 年冲泡类业务销量增速分别为 10%、8%、6%，平均单价保持 2% 的增长。

假设 2：2023 年公司推出瓶装冻柠茶、牛乳茶新品，且已基本组建饮料团队，即饮类将有较好表现。预计 2023-2025 年即饮类业务销量增速分别为 50%、35%、30%，平均单价保持 3% 的增长。

假设 3：2023 年起大宗商品价格回落，叠加公司提价传导到位，预计 2023-2025 年公司毛利率分别为 34%、34.2%、34.5%。

表1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
冲泡类	收入	2455	2755	3035	3281
	增速	-11.5%	12.2%	10.2%	8.1%
	成本	1457	1587	1697	1781
	毛利率	40.6%	42.4%	44.1%	45.7%
即饮类	收入	638	986	1,372	1,837
	增速	-0.7%	54.5%	39.1%	33.9%
	成本	564	863	1,176	1,544
	毛利率	11.7%	12.5%	14.2%	15.9%
合计	收入	3128	3780	4451.38	5169.52
	增速	-9.8%	20.9%	17.7%	16.1%
	成本	2071	2497	2927	3387
	毛利率	33.8%	34.0%	34.2%	34.5%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 37.8、44.5 和 51.7 亿元, 归母净利润分别为 2.9 亿元、3.6 亿元、4.3 亿元, EPS 分别为 0.70 元、0.87 元、1.05 元, 对应动态 PE 分别为 33 倍、27 倍、22 倍。

3.2 相对估值

综合考虑行业地位和未来成长空间, 此处选择软饮料行业中的百润股份、农夫山泉、李子园、东鹏饮料 4 家细分龙头作为可比研究对象, 4 家公司 2023 年平均估值为 41 倍。基于香飘飘已在冲泡板块建立完备的渠道布局、即饮团队已投入运营、将不断推出即饮新品, 未来在即饮板块将有更大增长潜力, 给予 2023 年 40 倍估值, 对应目标价 28.00 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
002568.SZ	百润股份	448.42	42.70	0.39	0.83	1.08	1.38	96	51	40	31
9633.HK	农夫山泉	4,695.40	41.75	0.69	0.86	0.99	1.16	55	49	42	36
605337.SH	李子园	81.10	26.73	0.73	1.02	1.24	1.50	32	26	22	18
605499.SH	东鹏饮料	697.46	174.36	3.41	4.73	6.03	7.41	52	37	29	24
平均值								59	41	33	27
603711.SH	香飘飘	95.62	23.28	0.52	0.70	0.87	1.05	57	33	27	22

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	3127.82	3780.43	4451.38	5169.52	净利润	213.90	288.65	357.97	429.73
营业成本	2070.69	2496.60	2927.04	3387.12	折旧与摊销	181.21	161.36	176.46	198.25
营业税金及附加	29.97	31.45	37.81	45.48	财务费用	-37.53	-11.71	-19.27	-19.03
销售费用	560.77	665.36	765.64	878.82	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	229.98	268.41	311.60	351.53	经营营运资本变动	322.28	-219.44	84.14	73.64
财务费用	-37.53	-11.71	-19.27	-19.03	其他	105.83	-28.24	-13.73	-12.80
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	785.69	190.63	585.56	669.79
投资收益	16.37	20.02	19.77	19.28	资本支出	115.28	-300.00	-400.00	-500.00
公允价值变动损益	-0.68	-1.08	-1.74	-1.34	其他	-17.00	18.94	18.03	17.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	98.28	-281.06	-381.97	-482.06
营业利润	284.80	349.26	446.60	543.54	短期借款	-296.00	-921.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.25	12.54	13.22	10.41	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	282.55	361.80	459.82	553.96	股权融资	-34.00	0.00	0.00	0.00
所得税	68.66	79.24	101.85	124.23	支付股利	-66.33	-149.73	-202.05	-250.58
净利润	213.90	282.56	357.97	429.73	其他	41.67	9.14	19.27	19.03
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-354.66	-1061.58	-182.78	-231.55
归属母公司股东净利润	213.89	288.65	357.97	429.73	现金流量净额	529.74	-1152.02	20.81	-43.81
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	2467.40	1315.38	1336.19	1292.37	成长能力				
应收和预付款项	117.52	178.88	193.70	233.80	销售收入增长率	-9.76%	20.86%	17.75%	16.13%
存货	171.62	207.45	244.63	282.95	营业利润增长率	25.41%	22.63%	27.87%	21.71%
其他流动资产	209.35	214.32	219.43	224.91	净利润增长率	-3.85%	32.10%	26.69%	20.05%
长期股权投资	16.77	16.77	16.77	16.77	EBITDA 增长率	11.01%	16.44%	21.02%	19.71%
投资性房地产	88.89	88.89	88.89	88.89	获利能力				
固定资产和在建工程	1641.38	1785.68	2014.89	2322.30	毛利率	33.80%	33.96%	34.24%	34.48%
无形资产和开发支出	194.25	188.87	183.49	178.11	三费率	24.08%	24.39%	23.77%	23.43%
其他非流动资产	136.78	136.50	136.21	135.93	净利率	6.84%	7.47%	8.04%	8.31%
资产总计	5043.95	4132.73	4434.21	4776.04	ROE	6.85%	8.66%	10.47%	11.94%
短期借款	921.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.24%	6.84%	8.07%	9.00%
应付和预收款项	692.23	746.99	885.15	1039.91	ROIC	12.10%	17.44%	18.52%	20.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.70%	13.20%	13.56%	13.98%
其他负债	306.39	122.49	129.90	137.81	营运能力				
负债合计	1919.62	869.48	1015.05	1177.72	总资产周转率	0.62	0.82	1.04	1.12
股本	410.75	410.75	410.75	410.75	固定资产周转率	1.95	2.38	2.68	2.83
资本公积	633.06	633.06	633.06	633.06	应收账款周转率	67.12	69.36	75.65	72.34
留存收益	2077.99	2216.92	2372.83	2551.98	存货周转率	12.40	12.97	12.81	12.73
归属母公司股东权益	3121.80	3260.72	3416.63	3595.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.02%	—	—	—
少数股东权益	2.53	2.53	2.53	2.53	资本结构				
股东权益合计	3124.33	3263.25	3419.16	3598.32	资产负债率	38.06%	21.04%	22.89%	24.66%
负债和股东权益合计	5043.95	4132.73	4434.21	4776.04	带息债务/总负债	47.98%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.61	2.43	2.13	1.85
					速动比率	1.52	2.16	1.87	1.59
					股利支付率	31.01%	51.87%	56.45%	58.31%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	428.48	498.91	603.78	722.77	每股收益	0.52	0.70	0.87	1.05
PE	44.71	33.13	26.71	22.25	每股净资产	7.60	7.94	8.32	8.75
PB	3.06	2.93	2.80	2.66	每股经营现金	1.91	0.46	1.43	1.63
PS	3.06	2.53	2.15	1.85	每股股利	0.16	0.36	0.49	0.61
EV/EBITDA	17.35	15.35	12.65	10.63					
股息率	0.69%	1.57%	2.11%	2.62%					

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。

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	wyfy@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	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	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