

餐饮复苏良好，利润修复可期

投资要点

- **事件:** 广州酒家发布2023年一季报, 2023Q1公司实现营业收入9.2亿元, 同比+23.1%; 归母净利润6924.6万元, 同比+31.9%。2022年, 公司实现全年营收41.1亿元, 同比+5.7%; 归母净利润5.2亿元, 同比-6.7%。
- **速冻食品助力上行, 餐饮经营春节回暖。** 分产品看, 2022年公司月饼产品收入15.2亿元/同比-0.1%; 速冻食品收入10.6亿元/同比+24.8%; 餐饮业收入7.6亿元/同比+5.1%; 其他产品7.4亿元/同比-2.4%。速冻食品表现良好, 主要源于公司产能释放以及疫情居家的相关消费需求增加, 叠加线下全国社区平台和线上新兴电商平台的持续开拓。全年归母净利润下滑主要是Q4广深疫情形势严峻, 餐饮暂停堂食及经营受限拖累整体利润, 以及月饼毛利率受“禁止过度包装”政策影响下滑所致。2023Q1随着餐饮和旅游市场持续恢复, 餐饮业务在春节旺季迅速回暖, 复苏趋势明显。
- **省内渠道提升效率, 省外线上持续扩张。** 分区域看, 2022年公司广东省内收入31.4亿元/同比+7.8%; 广东省外收入8.9亿元/同比-0.9%; 境外收入0.5亿元/同比+18.1%。公司省内外协同发展, 积极开拓上海为中心的华东市场, 重点布局粤港澳大湾区优势市场。公司主动减少低效经销商, 提升省内渠道效率, 截至2022年经销商数量共1040家, 较去年省内经销商数量减少7个, 省外经销商数量增加29个, 境外经销商增加7个。
- **盈利能力承压, 管理降本优化效率。** 公司毛利率5.6%, 同比下降2.2个百分点; 净利率13.0%, 同比下降1.6个百分点; 下滑主要因月饼、餐饮业务毛利率均有下降所致。费用方面, 销售/管理/财务/研发费用率分别同比+1.4/-0.5/-0.6/0.1个百分点, 销售费用增加源自公司持续开拓粤东、华东市场及线上新兴电商平台, 财务费用下降主要由于利息收入增加所致。
- **月饼大年+餐饮复苏释放业绩弹性, 产能扩充+门店加密助力全国化扩张。** 1、月饼: 2023年中秋国庆相连迎来月饼大年, 公司中高端产品力领先, 应节食品有望快速增长。2、速冻: 梅州、湘潭工厂速冻车间工程陆续投产以及广州基地新产线带来增量, 渠道端加强广东省内外经销商网络铺设并重点推进电商营销, 产能释放创收增利。3、餐饮: 餐饮门店经营快速复苏, 公司在省内门店加密的同时布局省外, 逐步探索华中市场, 高经营杠杆下业绩弹性可期。4、原材料压力有望逐步下行, 公司利润率将迎修复。
- **盈利预测与投资建议。** 公司是粤菜餐饮老字号, 通过品牌和研发优势赋能食品业务, 目前公司月饼优势显著, 速冻快速成长, 餐饮开启省外扩张, 业绩有望持续兑现。故给予公司2023年30倍估值, 对应目标价37.5元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产能建设或不及预期, 省外市场拓展或不及预期, 原材料价格上涨风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41.12	51.34	59.96	67.82
增长率	5.72%	24.84%	16.79%	13.12%
归属母公司净利润(百万元)	5.20	7.08	8.77	10.73
增长率	-6.68%	36.07%	23.88%	22.35%
每股收益EPS(元)	0.92	1.25	1.54	1.89
净资产收益率ROE	15.08%	17.64%	8.80%	19.70%
PE	33	24	19	16
PB	4.82	4.18	3.61	3.10

数据来源: Wind, 西南证券

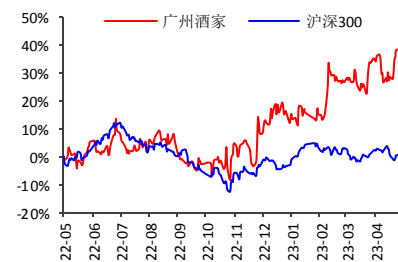
西南证券研究发展中心

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

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

联系人: 杜雨聪
电话: 023-63786049
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

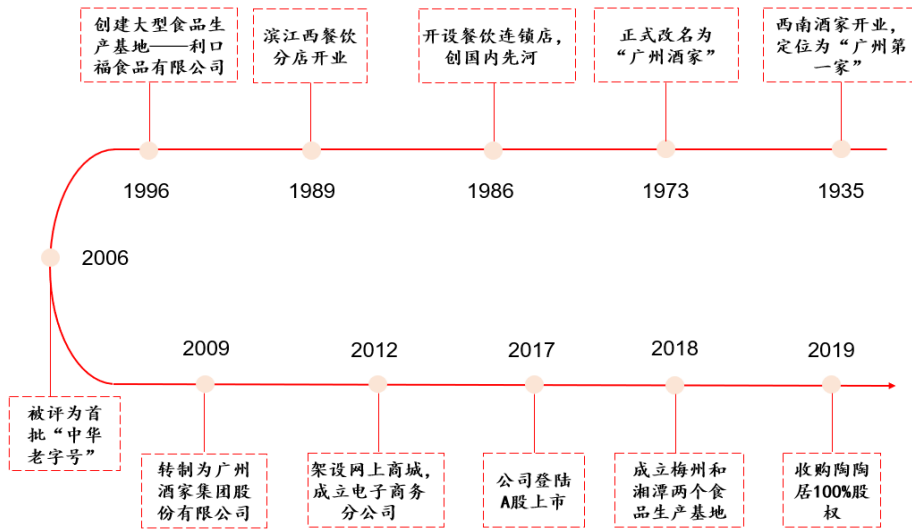
总股本(亿股)	5.69
流通A股(亿股)	5.69
52周内股价区间(元)	20.38-30.69
总市值(亿元)	174.16
总资产(亿元)	47.52
每股净资产(元)	5.39

相关研究

1 深具岭南特色的中华老字号，餐饮筑基食品赋能

广州酒家是始创于 1935 年的中华老字号，最初以经营传统粤菜驰名，素有“食在广州第一家”之美誉。公司是具有岭南特色的大型食品制造及餐饮服务集团，将餐饮老字号多年沉淀的品牌优势，通过月饼等食品销售进行规模生产和变现。在食品制造方面，公司致力于研发、生产和销售月饼、速冻食品、腊味、饼酥、西点等多种品类。在餐饮业务方面，以经典粤菜为基础，结合现代烹饪技艺不断创新和改良，延伸菜系品类。

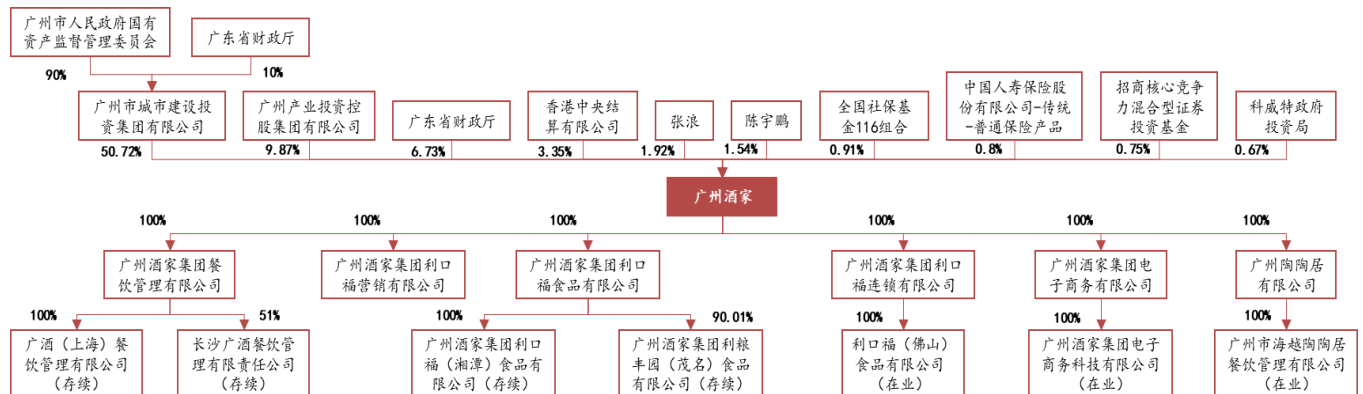
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

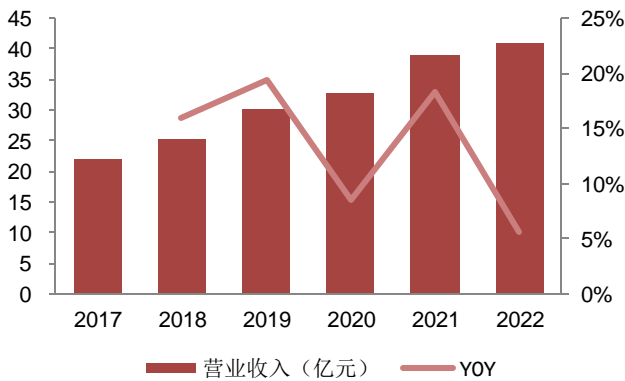
国资控股实力雄厚，股权激励焕发活力。公司发起人为广州市国资委和 182 名自然人，其中广州市国资委持股比例为 78.7%，182 名自然人股东合计持股比例为 21.3%。截至 2022 年底，广州城投持有公司 50.8% 的股份，为公司第一大股东，实控人为广州市国资委。公司在 2018 年出台股权激励计划，授予 403.05 万份股票期权，2022 年 10 月第一期股权激励计划圆满完成，充分调动了中高层及骨干人员的积极性，实现了发展战略和经营目标。随着后续激励政策继续推进，公司作为百年老字号企业有望焕发新活力。

图 2：公司股权结构

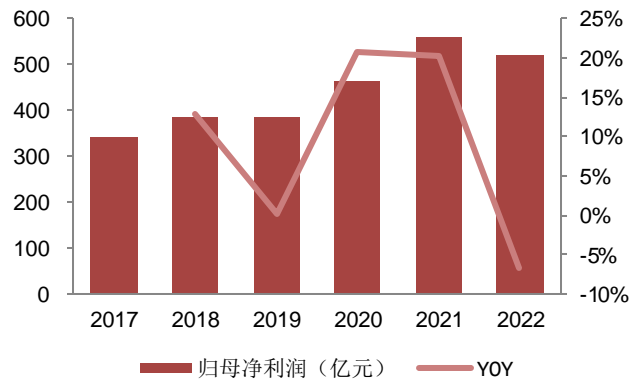


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司营收稳健增长，净利受疫情扰动承压。2018-2022 年公司营业收入从 25.4 亿元增长至 41.1 亿元，CAGR 达到 12.8%，其中 2022 年较上年同期增长 5.7%。营收增长主要受益于公司产能释放以及疫情居家的相关消费需求增加，叠加线下全国社区平台和线上新兴电商平台的持续开拓，速冻食品业绩表现亮眼。归母净利润从 3.8 亿元增长至 5.2 亿元，CAGR 达到 8.2%，2022 年同比下降 6.7%。全年归母净利润下滑主要是 Q4 广深疫情形势严峻，餐饮暂停堂食及经营受限拖累整体利润，以及月饼毛利率受“禁止过度包装”政策影响下滑所致。

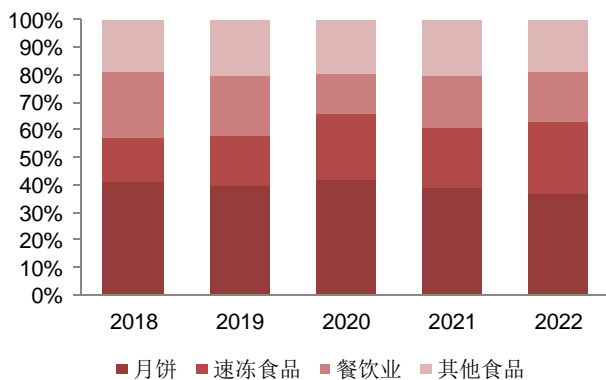
图 3：2018-2022 年公司营收及同比增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

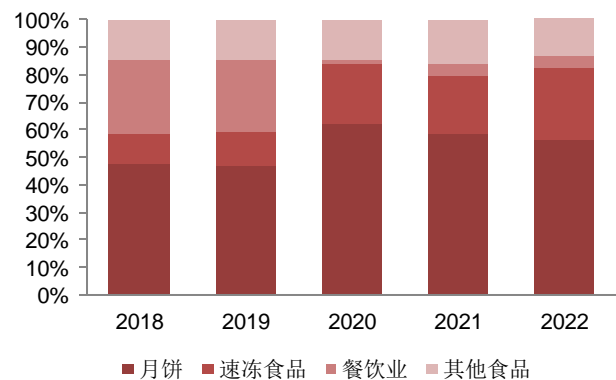
图 4：2018-2022 年公司归母净利润及同比增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

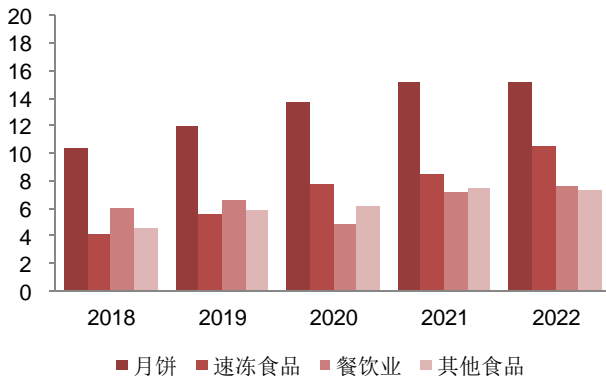
食品贡献主要营收，速冻高增助力业绩上行。公司主营业务分成食品制造和餐饮业务，食品制造贡献 8 成以上业绩。从 2022 年全年看，公司食品业务营收占比 79.4%，系公司主要收入来源，受益于产能扩张，2018-2022 年食品业务的 CAGR 为 14.8%，其中月饼营收占比大，速冻高增长。其中，月饼系列产品作为收入增长的核心，收入占比达 37%，毛利贡献率高达 56.2%；速冻食品保持常态化产品的持续增长，收入占比持续攀升，2021 年达 26%，毛利占比于 2021 年反超餐饮业，成为公司盈利能力增长的第二大驱动力。餐饮服务受制于门店扩张和疫情影响，收入增速略显缓慢，2022 年餐饮业务营收占比 18.5%，近 5 年的 CAGR 为 6.1%。

图 5：2018-2022 年公司主营业务收入结构


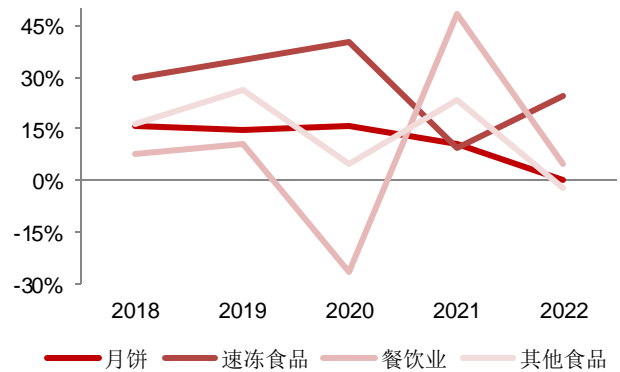
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2018-2022 年公司主营业务毛利结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

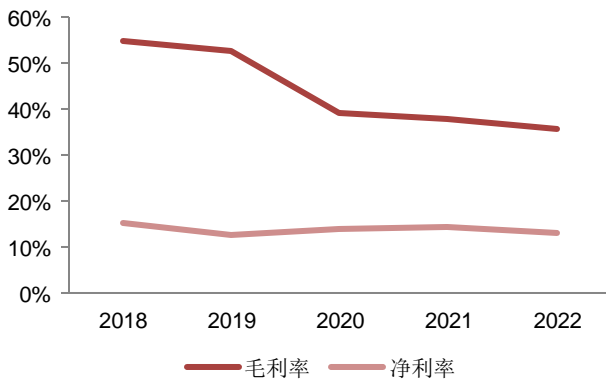
图 7：2018-2022 年公司分品类营收（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

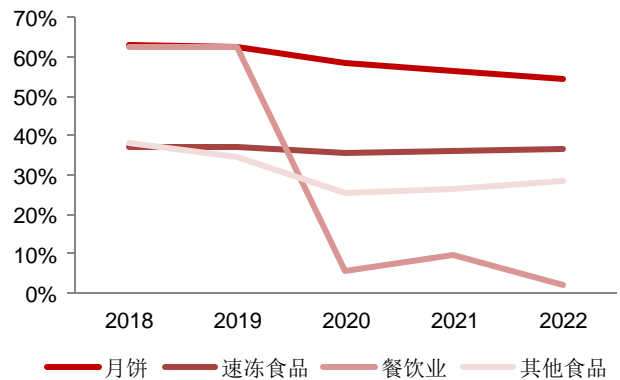
图 8：2018-2022 年公司分品类营收增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

月饼盈利更优，速冻保持坚挺。公司毛利率 5.6%，同比下降 2.2 个百分点；净利率 13.0%，同比下降 1.6 个百分点。分行业看，食品制造业毛利率最高，2022 年毛利率为 43.3%，餐饮业务毛利率仅为 1.9%。分品类看，2022 年月饼/速冻/餐饮/其他食品毛利率分别为 54.2%/ 36.6%/ 1.9%/ 28.2%，分别同比-2.3pp/0.4pp/-7.5pp/+1.9pp。其中，月饼毛利率最高，受包装简化影响毛利率略微下滑；速冻食品作为外出就餐替代，疫情下刚需属性凸显，毛利率保持稳定；餐饮业受疫情冲击明显，在 2020 年以后门店随着疫情反复暂停营业，毛利率大幅下滑。

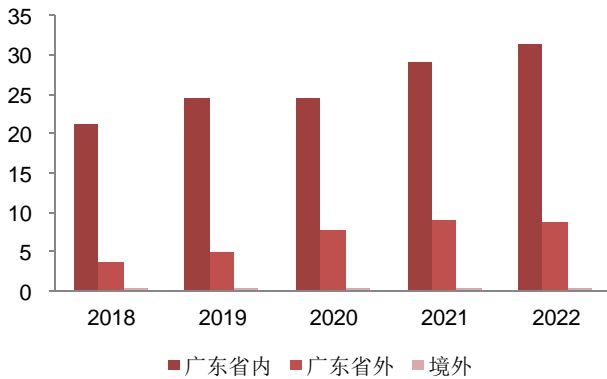
图 9：2018-2022 年公司毛利率及净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

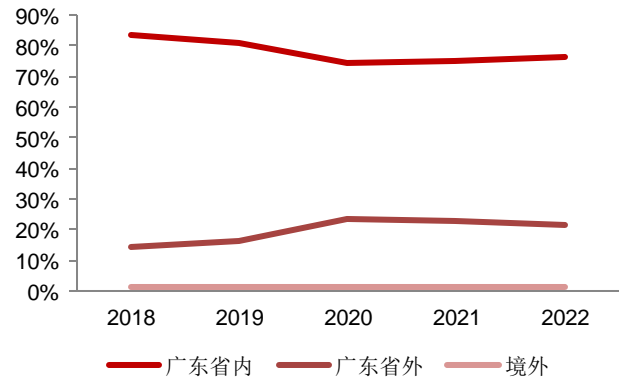
图 10：2018-2022 年公司分品类毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

省内营收占据主导，省外快速放量。分地区看，2022 年公司广东省内/广东省外/境外收入 31.4 亿元/8.9 亿元/0.5 亿元，分别同比+7.8pp/-0.9pp/+18.1pp。公司作为岭南特色老字号饮食集团，实施“立足广东，辐射全国各大城市”的发展策略，省内一直是最主要的销售重点区域，各市场区域中广东省内收入占比最高，2022 年占比达 76.4%。但伴随公司跨区域发展的持续布局，省外收入快速增长，2018-2022 年的复合增速达 25.5%。

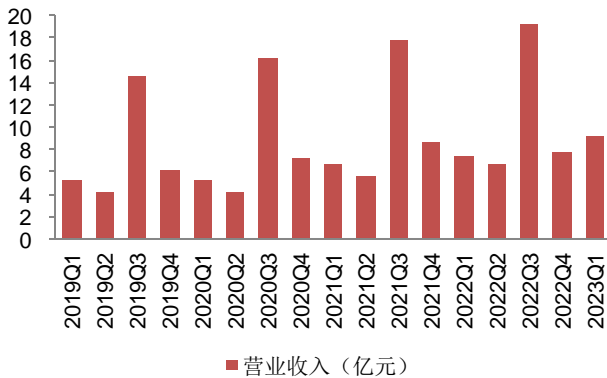
图 11：2018-2022 年公司分区域营收（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

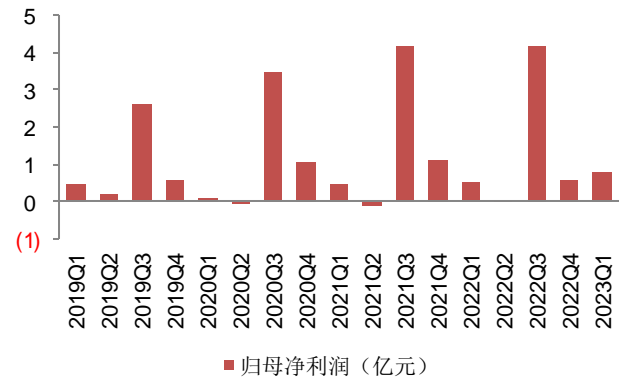
图 12：2018-2022 年公司分区域营收占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

产品季节性突出，Q3 为绝对旺季。从公司各业务来看，月饼季节性最突出，基本集中在 Q3 销售，而速冻和其他食品业务的销售分布相对更平均。由于月饼是公司的主要收入和利润来源，受此影响，公司经营业绩存在明显的季节性波动。以 2022 年为例，Q3 的收入和利润占比分别高达 46.6% 和 79.8%。

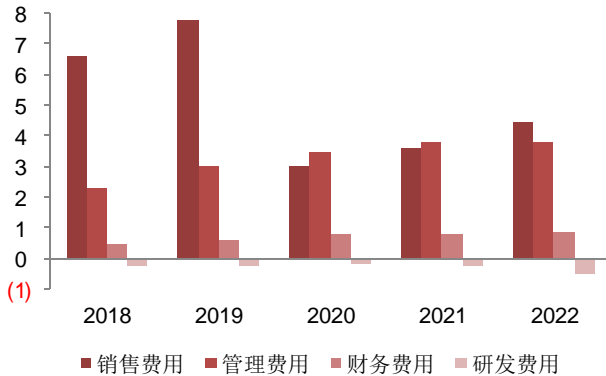
图 13：2018-2022 年公司单季度收入


数据来源：公司公告，西南证券整理

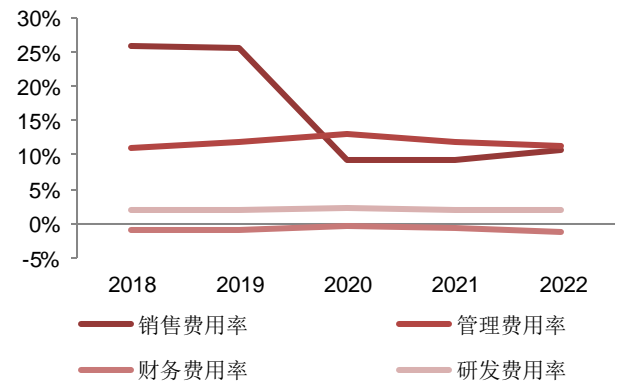
图 14：2018-2022 年公司单季度归母净利润


数据来源：公司公告，西南证券整理

费用管控稳健，聚焦资源提升效率。费用方面，2022 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 10.7%/11.3%/-1.2%/2%，分别同比+1.4pp/-0.5pp/-0.6pp/+0.1pp。疫情期间公司主动聚焦月饼和速冻两大强势品类，缩减广告费投。综合来看，近年来公司整体费用率保持稳定，成本控制较好。

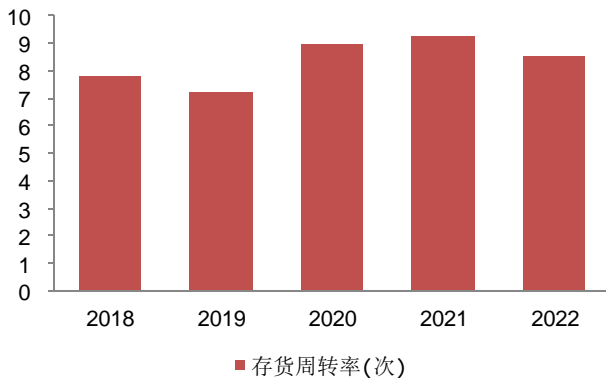
图 15：2018-2022 年公司各项费用（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

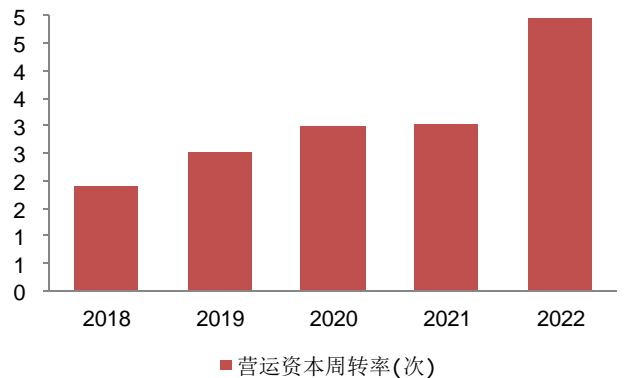
图 16：2018-2022 年公司费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司存货及营运资本周转率稳步提升，运营效率持续改善。2022 年公司存货周转率达 8.55 次，同期食品制造业全行业平均存货周转率为 4.2 次，公司存货周转率显著高于行业平均水平，表明公司存货占用水平低、积压较少、流动性较强，产销顺畅。2022 年营运资本周转率达 4.95 次，较 2021 年提升 1.91 次，反映公司营运资本运用效率较高，公司盈利能力更强劲。

图 17：2018-2022 年公司存货周转率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：2018-2022 年公司营运资本周转率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：考虑到疫后首个月饼大年，礼品需求和企业采购需求有望集中释放，预计 23-25 年月饼销售量分别同比增长 20%、10%、8%；均价分别增长 7%、6%、5%；

假设 2：考虑到梅州和湘潭基地的陆续投产，速冻产能有望持续提升，预计 23-25 年速冻食品销售量分别同比增长 25%、22%、20%；均价分别增长 5%、4%、3%；

假设 3：考虑到公司在全国范围内重启门店扩张，消费信心恢复后餐饮业务迎来复苏，预计 2023-2025 年餐饮业务增速分别为 30%、15%、5%；

假设 4：考虑到公司在其他食品领域的持续研发投入，预计 2023-2025 年其他食品增速分别为 5%、3%、2%。

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 1：分业务收入及毛利率

亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
合计				
营业收入	41.1	51.34	60.0	67.8
yoy	5.7%	24.8%	16.8%	13.1%
营业成本	26.4	32.2	37.2	41.5
毛利率	35.8%	37.3%	38.0%	38.8%
月饼				
收入	15.2	19.5	22.7	25.8
Yoy	-0.1%	28.4%	16.6%	13.4%
销售量 (万吨)	1.5	1.8	1.9	2.1
销售量 yoy	-3.9%	20.0%	10.0%	8.0%
销售均价 (万元/吨)	10.3	11.1	11.7	12.3
销售均价 yoy	3.9%	7%	6%	5%
成本	7.0	8.9	10.2	11.5
毛利率	54.2%	54.6%	55.0%	55.5%
速冻食品				
收入	10.6	13.9	17.6	21.8
Yoy	24.7%	31.3%	26.9%	23.6%
销售量 (万吨)	4.1	5.2	6.3	7.6
销售量 yoy	17.3%	25.0%	22.0%	20.0%
销售均价 (万元/吨)	2.6	2.7	2.8	2.9
销售均价 yoy	6.4%	5.0%	4.0%	3.0%
成本	6.7	8.8	11.4	14.6
毛利率	36.6%	38.0%	39.0%	40.0%
餐饮				

亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	7.6	9.9	11.4	12.0
yoy	5.1%	30.0%	15.0%	5.0%
成本	7.5	9.1	10.4	10.8
毛利率	1.9%	8.0%	9.0%	10.0%
其他食品				
收入	7.4	7.7	8.0	8.1
yoy	-2.4%	5.0%	3.0%	2.0%
成本	5.3	5.4	5.4	5.4
毛利率	28.2%	30%	32%	33%
其他业务				
收入	0.4	0.3	0.3	0.2
yoy	-10.2%	-15.0%	-20.0%	-25.0%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以五芳斋、同庆楼、安井食品、三全食品作为可比公司。考虑到广州酒家作为粤式老字号，成功的品牌运营叠加强大产销配合能力，外加消费复苏和月饼大年机遇，业绩确定性高。月饼作为公司基本盘，短期受益于月饼大年+需求复苏，中长期看头部提价+市占率提升。速冻业务作为公司新增长曲线，产能仍有释放空间，短期是公司业绩增长主力军，中长期或有望接力月饼成为公司第一大业务。广州酒家和陶陶居餐饮品牌力强，短期内关注复苏和经营杠杆带动业绩高增，中长期期待全国布局。参考可比公司估值，给予公司 2023 年 30 倍估值，对应目标价 37.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	归母净利润（亿元）				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603237.SH	五芳斋	48.25	1.4	2.3	2.9	3.9	35	22	17	13
605108.SH	同庆楼	36.69	0.9	3.0	4.2	5.5	102	32	23	17
603345.SH	安井食品	169.88	11.0	14.5	18.2	22.8	43	35	28	21
002216.SZ	三全食品	16.44	8.0	8.9	10.0	11.1	20	16	14	13
平均值							50	26	21	16
603043.SH	广州酒家	30.6	5.2	7.1	8.8	10.7	33	24	19	16

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

产能建设或不及预期，省外市场拓展或不及预期，原材料价格上涨风险。

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	41.12	51.34	59.96	67.82	净利润	5.33	7.18	8.85	10.80
营业成本	26.47	32.19	37.19	41.51	折旧与摊销	1.30	1.92	2.08	2.31
营业税金及附加	0.38	0.46	0.52	0.58	财务费用	-0.48	0.46	0.59	0.51
销售费用	4.42	5.24	6.00	6.65	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	3.80	4.67	5.40	5.97	经营营运资本变动	-0.18	-0.34	0.06	0.49
财务费用	-0.48	0.46	0.59	0.51	其他	2.37	-0.33	-0.37	-0.37
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	8.33	8.90	11.22	13.74
投资收益	0.03	0.05	0.08	0.10	资本支出	-5.69	-4.00	-4.00	-4.00
公允价值变动损益	0.39	0.32	0.34	0.34	其他	-15.16	0.24	0.27	0.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-20.86	-3.76	-3.73	-3.71
营业利润	6.40	8.68	10.68	13.04	短期借款	2.61	9.46	-0.99	-3.32
其他非经营损益	0.05	0.01	0.02	0.02	长期借款	2.45	0.00	0.00	0.00
利润总额	6.44	8.69	10.71	13.07	股权融资	0.35	0.00	0.00	0.00
所得税	1.11	1.51	1.86	2.27	支付股利	0.00	-1.82	-2.48	-3.07
净利润	5.33	7.18	8.85	10.80	其他	-3.49	-1.38	-0.57	-0.48
少数股东损益	0.12	0.10	0.08	0.07	筹资活动现金流净额	1.92	6.25	-4.04	-6.88
归属母公司股东净利润	5.20	7.08	8.77	10.73	现金流量净额	-10.60	11.39	3.45	3.15
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	9.15	20.53	23.98	27.13	成长能力				
应收和预付款项	2.17	2.63	3.08	3.49	销售收入增长率	5.72%	24.84%	16.79%	13.12%
存货	3.09	3.83	4.45	4.94	营业利润增长率	-6.03%	35.76%	23.05%	22.10%
其他流动资产	2.21	2.30	2.50	2.64	净利润增长率	-5.68%	34.78%	23.26%	22.03%
长期股权投资	0.40	0.40	0.40	0.40	EBITDA 增长率	-4.67%	53.43%	20.64%	18.78%
投资性房地产	0.12	0.12	0.12	0.12	获利能力				
固定资产和在建工程	17.76	20.06	22.20	24.11	毛利率	35.63%	37.29%	37.97%	38.79%
无形资产和开发支出	3.09	3.03	2.98	2.92	三费率	18.81%	20.20%	19.98%	19.35%
其他非流动资产	20.48	20.44	20.43	20.41	净利率	12.96%	13.99%	14.76%	15.93%
资产总计	58.47	73.35	80.14	86.16	ROE	15.08%	17.64%	18.80%	19.70%
短期借款	2.61	12.06	11.07	7.75	ROA	9.11%	9.79%	11.05%	12.54%
应付和预收款项	4.97	6.15	7.02	7.88	ROIC	19.50%	24.19%	25.03%	26.58%
长期借款	2.45	2.45	2.45	2.45	EBITDA/销售收入	17.55%	21.56%	22.27%	23.39%
其他负债	13.12	11.97	12.51	13.27	营运能力				
负债合计	23.14	32.64	33.05	31.34	总资产周转率	0.77	0.78	0.78	0.82
股本	5.69	5.69	5.69	5.69	固定资产周转率	2.88	3.03	3.46	3.67
资本公积	5.03	5.03	5.03	5.03	应收账款周转率	25.16	26.62	25.83	25.54
留存收益	22.49	27.75	34.05	41.71	存货周转率	8.55	9.31	8.99	8.84
归属母公司股东权益	33.23	38.52	44.81	52.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.38%	—	—	—
少数股东权益	2.10	2.20	2.28	2.35	资本结构				
股东权益合计	35.32	40.72	47.09	54.82	资产负债率	39.58%	44.49%	41.24%	36.38%
负债和股东权益合计	58.47	73.35	80.14	86.16	带息债务/总负债	21.86%	44.47%	40.91%	32.54%
					流动比率	1.16	1.23	1.40	1.70
					速动比率	0.94	1.07	1.22	1.48
					股利支付率	0.00%	25.72%	28.25%	28.61%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	7.22	11.07	13.36	15.86	每股收益	0.92	1.25	1.54	1.89
PE	32.70	24.03	19.40	15.86	每股净资产	6.22	7.16	8.29	9.65
PB	4.82	4.18	3.61	3.10	每股经营现金	1.47	1.57	1.97	2.42
PS	4.14	3.31	2.84	2.51	每股股利	0.00	0.32	0.44	0.54
EV/EBITDA	20.30	12.96	10.40	8.34					
股息率	0.00%	1.07%	1.46%	1.80%					

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	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@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	cyrty@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