

## 一树三香五花齐放，冀鲁湘皖香飘全国

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年报和2023年一季报, 22年营业收入46.5亿元, 同比+15.5%, 其中, 22Q4营业收入为12.0亿元, 同比-4.8%; 23Q1营业收入10.0亿元, 同比+10.4%。22年归母净利润为7.1亿元, 同比+81.8%, 扣非归母净利润4.8亿元, 同比+37.5%, 其中22Q4归母净利润为1.7亿元, 同比+24.7%, 扣非归母净利润1.6亿元, 同比+29.9%; 23Q1归母净利润为1.0亿元, 同比-61.5%, 扣非归母净利润0.94亿元, 同比+33.2%。
- **武陵酒表现亮眼, 23Q1产品结构略有承压。22年:** 2022年衡水老白干、板城烧锅、文王贡、孔府家、武陵酒分别实现营收21.4亿元(+1.6%)、8.3亿元(+39.6%)、4.7亿元(+39.0%)、1.5亿元(-17.6%)、7.6亿元(+42.3%)。**23Q1:** 高档酒、中档酒、低档酒分别实现营收3.9亿元(-9.5%)、2.9亿元(+38.0%)、2.4亿元(+36.4%), 23Q1受限于消费场景恢复节奏影响, 高档酒增速承压, 中低档酒增速较高。
- **产品结构略有承压, 降本增效成效显著。毛利率:** 22年同比提升1.0个百分点至68.4%, 23Q1同比下降4.8个百分点至65.4%。**销售费用率:** 22年销售费用率同比下降0.4个百分点至30.3%, 23Q1同比下降10.7个百分点至25.9%。**管理费用率:** 22年同比下降0.6个百分点至8.5%, 23Q1同比提升0.7个百分点至11.4%。**扣非销售净利率:** 22年同比提升1.6个百分点至10.3%, 23Q1同比提升1.6个百分点至9.4%。23Q1毛利率下降, 主因为疫情放开后, 消费场景复苏节奏存在差异, 商务消费需求较小, 公司中高档酒动销复苏略有迟滞, 导致毛利率下滑4.8个百分点; 叠加公司对费用管控精细化, 销售费用率显著下降, 较好对冲毛利率下降的不利影响。
- **一树三香五花齐放, 武陵酱酒再添醇香。**公司深度推进内部机制改革, 武陵酱酒开始全国化布局, 产品结构持续优化, 利润弹性十足: 1)、公司分设创新酒事业部、高端酒事业部、十八酒坊事业部等, 品牌运作更加精细化; 渠道管理上, 经销商考核更为全面, 经销体系持续优化。2)、武陵酒开启全国化, 新产能放量在即, 将有利支撑武陵酒的全国招商布局, 武陵酒放量将显著拔高公司的产品结构。3、2022年公司股权激励计划落地, 管理层和股东利益高度一致, 治理体系优化效能正待释放, 激励到位, 长期发展动力十足, 期待公司利润弹性持续释放。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为0.82元、1.09元、1.43元, 对应动态PE分别为37倍、28倍、21倍。公司持续聚焦产品结构升级, 武陵酒新产能将逐渐放量, 看好公司长期成长能力, 给予公司2023年45倍估值, 对应目标价36.9元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 经济大幅下滑风险, 武陵酒放量不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4653.10	5660.75	6837.55	8085.15
增长率	15.54%	21.66%	20.79%	18.25%
归属母公司净利润(百万元)	707.60	746.15	999.62	1311.77
增长率	81.81%	5.45%	33.97%	31.23%
每股收益EPS(元)	0.77	0.82	1.09	1.43
净资产收益率ROE	16.28%	15.24%	17.44%	19.23%
PE	39	37	28	21
PB	6.43	5.71	4.87	4.09

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  
联系人: 笄文钊  
电话: 023-63786049  
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn  
联系人: 王书龙  
电话: 023-63786049  
邮箱: wsl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

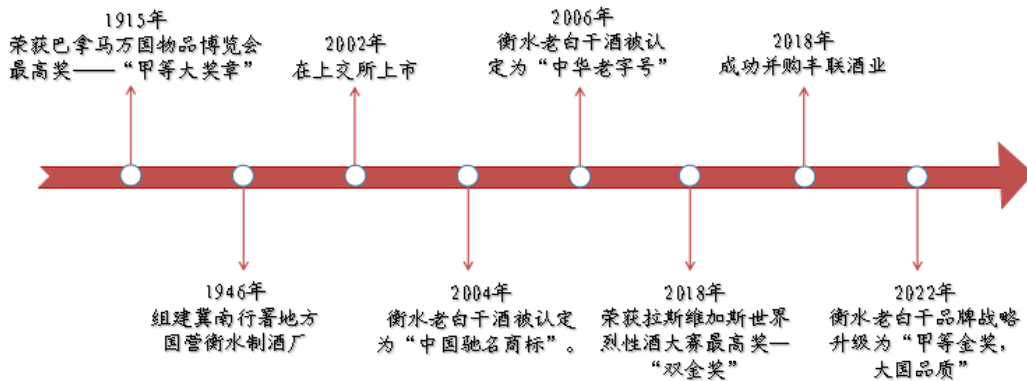
总股本(亿股)	9.15
流通A股(亿股)	8.97
52周内股价区间(元)	20.91-38.28
总市值(亿元)	279.36
总资产(亿元)	85.56
每股净资产(元)	4.45

### 相关研究

## 1 一树三香，五花齐放

老白干酒作为北方名酒，其历史渊源悠长，兴于汉，盛于唐，名于宋，正式定名于明代，至今已有 1900 多年的酿造历史。1915 年荣获巴拿马万国物品博览会最高奖——“甲等大奖章”，近年更是先后荣获中华老字号、中国白酒老白干香型代表、国家级非物质文化遗产等称号，公司产品具有较高的品牌知名度、美誉度。2018 年成功并购丰联酒业，实现了老白干香型、浓香型、酱香型的“一树三香”和衡水老白干、文王贡酒、板城烧锅酒、武陵酒、孔府家酒“五花齐放”的局面，公司朝着“打造中国白酒一流企业”持续迈进。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.1 甲等金奖，大国品质

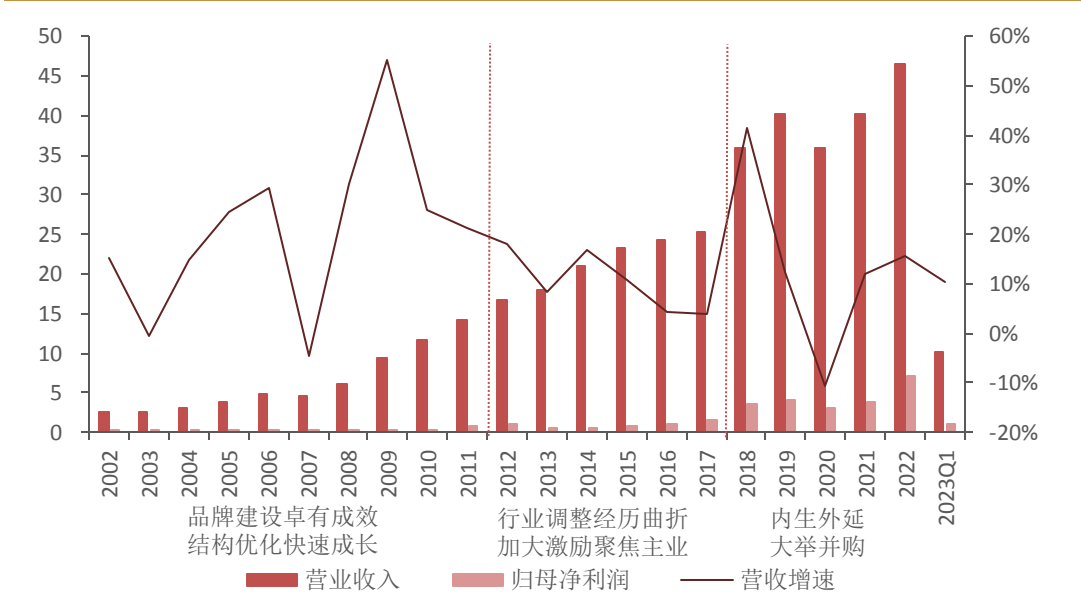
**第一阶段（1946-2002）：甲等金奖品质上乘，积极改制成功上市。**老白干酒的前身是冀南行署地方国营衡水制酒厂，是 1946 年党和政府将衡水十八家传统私营酿酒作坊收归国有组建而成，是新中国第一家白酒生产企业，因在巴拿马万国物品博览会上荣获最高奖——“甲等大奖章”而享誉盛名。历经多次改制后，公司于 2002 年在上交所成功上市。

**第二阶段（2003-2011）：品牌美誉度不断提升，结构优化快速成长。**随着居民收入水平的持续提升，消费者的品牌意识不断增强，“指名消费”现象愈加普遍。2004 年衡水老白干酒、2008 年十八酒坊先后被中国工商总局认定为“中国驰名商标”，2006 年衡水老白干酒被认定为“中华老字号”，公司产品在北方的品牌知名度、美誉度持续攀升。公司持续优化产品结构，不断布局中高档产品，2003-2011 年白酒业务营收复合增速为 31.5%，其中吨价复合增速为 13.4%，量价齐升助力快速成长。

**第三阶段（2012-2017）：行业调整经历曲折，加大激励聚焦主业。**2012-2014 年，“限制三公消费”、“严查酒驾”等让白酒行业的景气度遭遇重挫，受高端白酒纷纷降价影响，中低端白酒市场竞争进入炽热化。2015 年底公司 8.25 亿元的定增方案顺利实施，借此引入优质经销商战略持股，并成功实施员工持续计划。2014-2016 年，公司陆续剥离养殖、饲料等非白酒业务，更加注重主业，同时顺应大众消费的崛起，加码布局中高端产品，持续优化产品结构。

**第四阶段（2018 至今）：内生外延大举并购，紧抓机遇实干而行。**公司在持续夯实老白

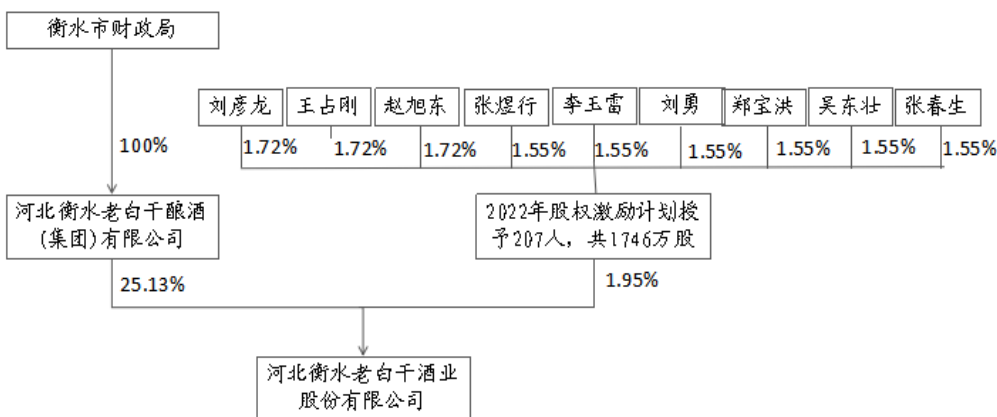
干酒在北方市场品牌影响力的基础上，于 2018 年 4 月成功并购丰联酒业，借助丰联酒业旗下承德乾隆醉、安徽文王、湖南武陵和曲阜孔府家等四家白酒企业在各自区域的品牌影响力，实现外延式增长。

**图 2：公司各阶段发展现状**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 股权结构稳定，激励充分动力十足

**国有控股，激励充分。**老白干酒是国有企业混改之先行者，股权结构持续优化，激励充分经营势能强劲。公司分别于 2015 年、2022 年两次向核心员工授予股权激励，激励范围覆盖广，管理层与公司利益高度一致，经营势能提升显著。截至 2023Q1，公司实际控制人为衡水市财政局，持股比例为 25.13%。

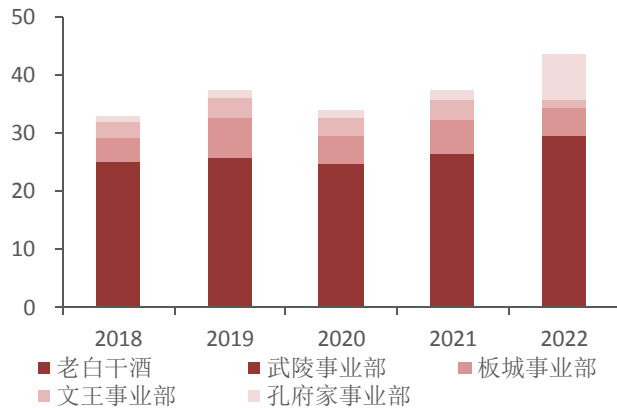
**图 3：公司股权结构图**


数据来源：公司公告(截至 2023Q1)，西南证券整理

### 1.3 产品结构不断优化，盈利能力持续增强

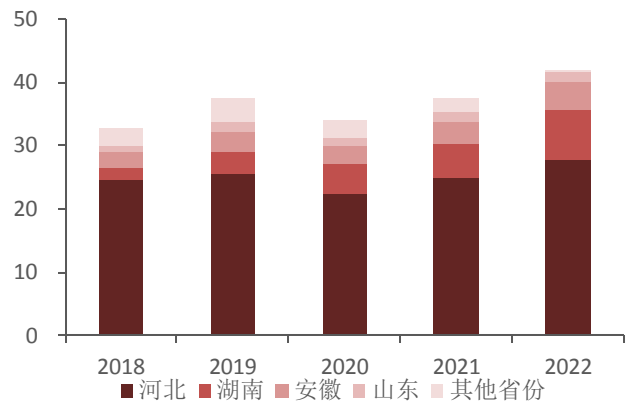
**主营业务构成：**公司拥有衡水老白干、武陵酒、板城烧锅酒、文王贡酒、孔府家酒五大品牌系列，2022 年各品牌系列营收占比分别为 49.2%、19.1%、10.8%、3.4%、17.6%。其中，武陵酒作为十七大名酒之一，在湖南高端酱酒市场占有一定份额，武陵酒的高速成长已构成公司产品结构升级的核心驱动力。从销售区域看，公司营收主要分布在河北省内，2022 河北省营收占公司总营收的 66.9%，是公司的重要基本盘。随着公司对丰联酒业各子品牌的积极整合，公司产品在湖南、安徽、山东的品牌影响力持续提升，经营势能显著增强，在各区域的市占率不断提升，成长空间得到有效拓展。

**图 4：2018 年以来各板块营收情况(单位:亿元)**



数据来源：公司公告，西南证券整理

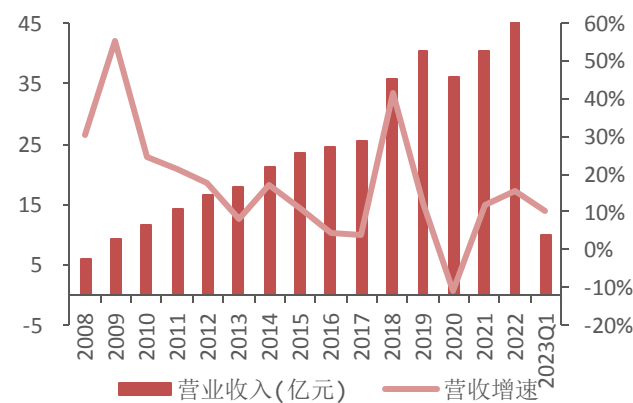
**图 5：2018 年以来公司营收区域分布情况**



数据来源：公司公告，西南证券整理

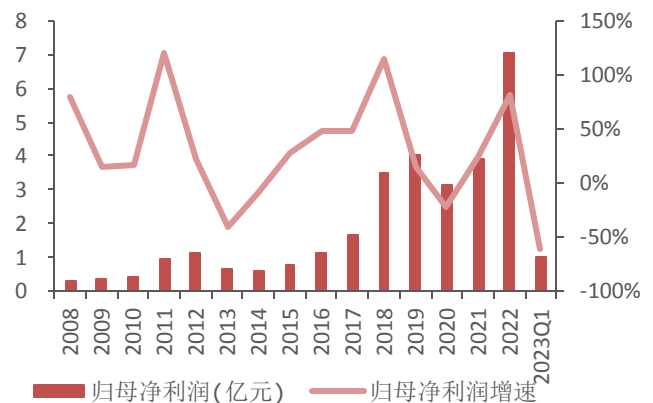
**业绩情况：**2012 年行业调整对白酒行业产生较大冲击，2015 年起逐渐进入复苏阶段。2018 年公司收购丰联酒业，进入多品牌协同发展阶段。老白干酒紧抓行业机遇，以打造“中国白酒一流企业”为目标，积极构建“渠道+消费者”双驱动模式，不断塑造渠道和消费者一体化营销体系。在产品布局上，不断精简产品线，整合淘汰规模小、形象档次低的区域产品；在产品结构上，持续优化产品结构，聚焦资源开发培育中高档产品；在区域发展上，公司充分发挥老白干酒和丰联酒业在各自区域的渠道优势和客户资源，有效整合和共享各方的优质资源，充分发挥协同作用。2022 年公司营收端增速为 10.4%，利润端增速为 81.8%，其中扣非净利润增速为 37.5%，利润增速显著高于营收增速，经营质量持续改善，增长势能强劲。

**图 6：2008 年以来公司营收及增速**



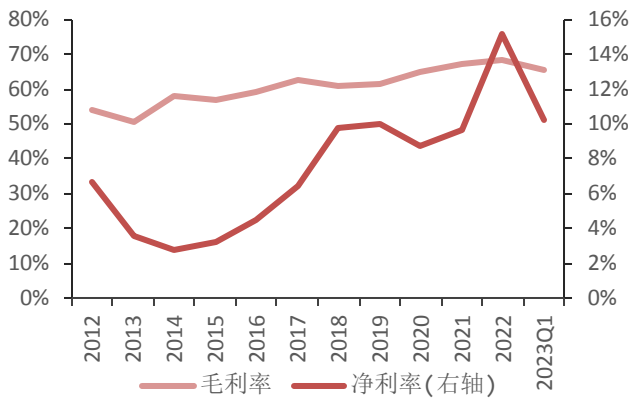
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 7：2008 年以来公司归母净利润及增速**

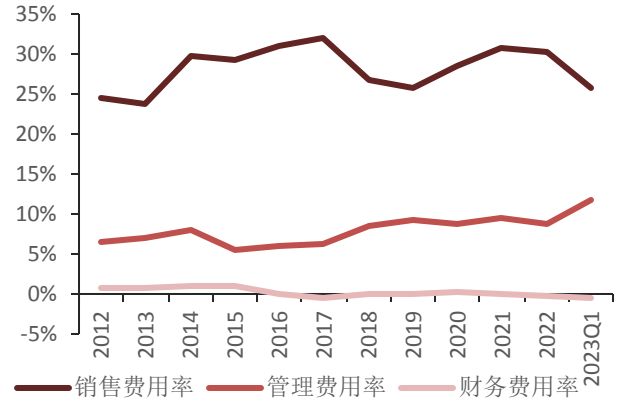


数据来源：公司公告，西南证券整理

受益于产品结构持续优化，2014 年以来公司毛利率、净利率不断提升，公司毛利率从 2014 年的 58.2% 提升至 2022 的 68.4%，带动销售净利率从 2.8% 提升至 15.2%，盈利能力提升显著。2018 年公司收购丰联酒业，伴随着武陵酒的不放量，产品结构将持续优化，随着武陵酒毛利贡献逐渐增大，公司整体毛利率有望进一步提升。从费用率方面看，近年公司销售费用率始终保持在 30% 左右，随着省内外布局逐步完善和体量进一步增大，规模效应下销售费用率将边际递减。在管理费用方面，公司通过理顺管理职能、优化管理结构、制定有效的激励机制等举措，管理费用率维持在 9% 左右。

**图 8：2012 年以来公司毛利率和净利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 9：2012 年以来公司三费率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

1) 受益于甲等 15/20 及老白干 1915 等中高档产品在河北市场逐渐起量，预计老白干系列 2023-2025 年营收同比增长 21.0%、16.6%、13.4%，吨价分别提升 10.0%、6.0%、5.0%，毛利率为 66.5%、67.1%、67.5%。

2) 受益于武陵酒的全国化招商布局，新产能逐渐，预计武陵酒系列 2023-2025 年营收同比增长 29.6%、37.8%、36.5%，吨价同比增长 8.0%、6.0%、5.0%，毛利率为 85.3%、85.6%、85.8%。

3) 在消费升级背景下，其他各品牌聚焦产品结构升级，不断提升各品牌在当地市场的品牌影响力，预计 2023-2025 年板城、文王贡、孔府家等系列合计营收同比增长 21.9%、20.2%、15.5%，吨价分别提升 5.3%、5.4%、5.0%，毛利率分别为 61.2%、61.7%、62.1%。

4) 伴随公司体量扩大规模效应凸显，管理和销售效率将持续改善，整体费用率有望边际递减。

**表 1：分业务收入及毛利率情况**

分业务情况		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入(百万元)	4027	4653	5661	6838	8085
	yoy	11.9%	15.5%	21.7%	20.8%	18.2%
	成本(百万元)	1316	1472	1730	2036	2340
	毛利率	67.3%	68.4%	69.4%	70.2%	71.1%
老白干系列	收入(百万元)	2107	2140	2590	3020	3424
	yoy	4.7%	1.6%	21.0%	16.6%	13.4%
	销量(吨)	29605	29304	32235	35458	38295
	yoy	-10.6%	-1.0%	10.0%	10.0%	8.0%
	吨价(万元/吨)	7.1	7.3	8.0	8.5	8.9
	yoy	17.1%	2.6%	10.0%	6.0%	5.0%
	吨成本(万元/吨)	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9
	yoy	9.0%	1.5%	5.0%	4.0%	4.0%
	毛利率	64.5%	64.9%	66.5%	67.1%	67.5%
	武陵酒系列	收入(百万元)	536.6	763.4	989.3	1363.3
yoy		18.8%	42.3%	29.6%	37.8%	36.5%
销量(吨)		1559	1544	1853	2408	3131
yoy		8.0%	-1.0%	20.0%	30.0%	30.0%
吨价(万元/吨)		34.4	49.4	53.4	56.6	59.4
yoy		10.1%	43.7%	8.0%	6.0%	5.0%
吨成本(万元/吨)		6.8	7.5	7.9	8.2	8.4
yoy		0.7%	10.1%	5.0%	4.0%	3.0%
板城烧锅系列	收入(百万元)	595	831	1003	1211	1399
	yoy	17.8%	39.6%	20.8%	20.8%	15.5%
文王贡系列	收入(百万元)	338.0	469.3	591.3	714.0	824.7
	yoy	13.9%	38.8%	26.0%	20.8%	15.5%
孔府家系列	收入(百万元)	177.0	146.1	168.7	194.9	225.1
	yoy	19.4%	-17.5%	15.5%	15.5%	15.5%
其他业务	收入(百万元)	273.6	303.2	318.3	334.3	351.0
	yoy	125.7%	10.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本(百万元)	20.4	38.2	31.8	33.4	35.1
	毛利率	92.6%	87.4%	90.0%	90.0%	90.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 56.6 亿元(+21.7%)、68.4 亿元(+20.8%)和 80.9 亿元(+18.3%)，归母净利润分别为 7.5 亿元(+5.5%)、10.0 亿元(+34.0%)和 13.1 亿元(+31.2%)，EPS 分别为 0.82、1.09 和 1.43 元，对应 PE 分别为 37、28 和 21 倍。

## 2.2 相对估值

老白干酒聚焦产品结构升级和全国化布局，此处选取大力推进全国化扩张的金徽酒、伊力特、今世缘，以及深度推进高端化布局的山西汾酒作为可比估值对象，这四家公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 38 倍、30 倍、24 倍。

公司省内龙头地位稳固，品牌优势明显，将尽享省内消费升级红利；与此同时，公司推进全国化扩张，武陵酒新产能将逐渐释放，可有力支撑全国化招商布局，在品牌底蕴和费用投入加持下，全国化扩张有望取得新突破。总的来看，未来 3-5 年是公司快节奏的产品结构升级和全国化扩张的黄金时期，伴随着毛利率提升叠加费用率递减，业绩弹性将持续释放。公司是兼具稳健性和成长性的优质标的，给予 2023 年 45 倍 PE，对应目标价 36.9 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
603919.SH	金徽酒	125	24.70	0.55	0.80	1.06	1.31	45	31	23	19
600197.SH	伊力特	132	27.90	0.35	0.85	1.13	1.43	80	33	25	20
603369.SH	今世缘	737	58.72	2.01	2.51	3.13	3.88	29	23	19	15
600809.SH	山西汾酒	2,880	236.07	6.65	8.51	10.71	13.31	36	28	22	18
平均值								63	38	30	24
600559.SH	老白干酒	279	30.54	0.77	0.82	1.09	1.43	39	37	28	21

数据来源：wind，西南证券整理

## 3 风险提示

- 1) 经济大幅下滑风险：经济发展是居民消费升级的基础，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消费升级节奏；
- 2) 武陵酒放量不及预期风险：武陵酒是公司高端化、全国化的利器，若新产能放量不及预期将影响公司业绩释放节奏。

**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	4653.10	5660.75	6837.55	8085.15	净利润	707.60	746.15	999.62	1311.77
营业成本	1472.44	1729.65	2035.54	2340.45	折旧与摊销	157.24	224.43	229.90	234.88
营业税金及附加	746.91	898.47	1085.78	1286.01	财务费用	-9.07	-38.42	-59.31	-101.13
销售费用	1411.05	1641.62	1914.51	2182.99	资产减值损失	-1.88	0.00	0.00	0.00
管理费用	395.85	452.86	547.00	646.81	经营营运资本变动	284.32	-657.12	29.36	-16.58
财务费用	-9.07	-38.42	-59.31	-101.13	其他	-516.81	-18.39	-16.38	-16.40
资产减值损失	-1.88	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>621.40</b>	<b>256.65</b>	<b>1183.20</b>	<b>1412.54</b>
投资收益	25.30	18.30	18.80	19.01	资本支出	-176.26	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	2.78	0.00	0.00	0.00	其他	-211.62	18.30	18.80	19.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-387.88</b>	<b>8.30</b>	<b>8.80</b>	<b>9.01</b>
<b>营业利润</b>	<b>934.69</b>	<b>994.87</b>	<b>1332.83</b>	<b>1749.03</b>	短期借款	-185.00	-50.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.34	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>935.04</b>	<b>994.87</b>	<b>1332.83</b>	<b>1749.03</b>	股权融资	225.68	0.00	0.00	0.00
所得税	227.44	248.72	333.21	437.26	支付股利	-137.21	-155.67	-164.15	-219.92
净利润	707.60	746.15	999.62	1311.77	其他	-48.64	-3.13	59.31	101.13
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-145.18</b>	<b>-208.80</b>	<b>-104.85</b>	<b>-118.79</b>
归属母公司股东净利润	707.60	746.15	999.62	1311.77	<b>现金流量净额</b>	<b>88.34</b>	<b>56.15</b>	<b>1087.16</b>	<b>1302.77</b>
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	1094.76	1150.91	2238.07	3540.84	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	285.35	540.10	695.36	747.92	销售收入增长率	15.54%	21.66%	20.79%	18.25%
存货	3046.00	2382.10	2804.09	3224.69	营业利润增长率	83.59%	6.44%	33.97%	31.23%
其他流动资产	835.07	835.56	836.13	836.74	净利润增长率	82.10%	5.45%	33.97%	31.23%
长期股权投资	88.21	88.21	88.21	88.21	EBITDA 增长率	68.61%	9.05%	27.31%	25.23%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1893.89	1779.24	1661.97	1542.57	毛利率	68.36%	69.44%	70.23%	71.05%
无形资产和开发支出	1466.13	1368.06	1267.13	1163.36	三费率	38.64%	36.32%	35.13%	33.75%
其他非流动资产	208.24	206.53	204.83	203.12	净利率	15.21%	13.18%	14.62%	16.22%
<b>资产总计</b>	<b>8917.64</b>	<b>8350.71</b>	<b>9795.79</b>	<b>11347.44</b>	ROE	16.28%	15.24%	17.44%	19.23%
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.93%	8.94%	10.20%	11.56%
应付和预收款项	1364.83	1971.27	2290.59	2447.17	ROIC	26.28%	24.50%	30.48%	40.85%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.27%	20.86%	21.99%	23.29%
其他负债	3156.30	1483.99	1774.28	2077.49	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4571.13</b>	<b>3455.26</b>	<b>4064.87</b>	<b>4524.67</b>	总资产周转率	0.56	0.66	0.75	0.76
股本	914.75	914.75	914.75	914.75	固定资产周转率	3.05	3.27	4.11	5.11
资本公积	1489.48	1489.48	1489.48	1489.48	应收账款周转率	121.08	109.67	109.31	108.26
留存收益	2081.27	2671.75	3507.22	4599.08	存货周转率	0.55	0.64	0.78	0.78
归属母公司股东权益	4346.51	4895.44	5730.91	6822.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.99%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4346.51</b>	<b>4895.44</b>	<b>5730.91</b>	<b>6822.77</b>	资产负债率	51.26%	41.38%	41.50%	39.87%
负债和股东权益合计	8917.64	8350.71	9795.79	11347.44	带息债务/总负债	1.09%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.19	1.49	1.68	1.91
					速动比率	0.50	0.77	0.96	1.17
					股利支付率	19.39%	20.86%	16.42%	16.76%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1082.86	1180.87	1503.43	1882.78	每股收益	0.77	0.82	1.09	1.43
PE	39.48	37.44	27.95	21.30	每股净资产	4.75	5.35	6.27	7.46
PB	6.43	5.71	4.87	4.09	每股经营现金	0.68	0.28	1.29	1.54
PS	6.00	4.94	4.09	3.46	每股股利	0.15	0.17	0.18	0.24
EV/EBITDA	23.89	21.82	16.41	12.41					
股息率	0.49%	0.56%	0.59%	0.79%					

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	cyryf@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	cyyfy@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	cyryf@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