

## 内生外延齐头并进，深耕口腔大健康业务

### 投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布年报。2022年公司实现营收10.5亿元(+1.1%);实现归母净利润1亿元(+30.1%);实现扣非净利润0.6亿元(+101.9%)。单季度来看,2022Q4公司实现营收2.9亿元(-5.8%);实现归母净利润0.5亿元(+57.9%);实现扣非后归母净利润0.3亿元(+373.4%)。内生外延稳步扩张,全年业绩表现靓丽。
- 毛利率稳步提升,费效比有望改善。** 报告期内,公司整体毛利率为24%,同比+3.4pp;单Q4毛利率为27.8%,同比+7.1pp。毛利率上升主要系原材料价格回落,以及产品收入结构变化,利润率高的牙线签等其他口腔护理产品销售占比提升所致。分产品来看,公司口腔护理产品的毛利率为23.7%(+4.5pp),湿巾的毛利率为24.3%(+2.5pp);分地区来看,公司外销的毛利率为25.2%(+2.9pp),内销的毛利率为21.7%(+5.2pp)。费用率方面,公司总费用率为17.4%,同比-0.2pp,销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别10%/3.9%/0.1%/3.5%,同比+1.2pp/-0.8pp/-1pp/+0.4pp。其中销售费用率略增,主要由于公司自有品牌营销宣传和渠道投入增加;管理及财务费用率下降,主要受益于软件费用摊销减少及汇兑收益同比增加。此外,公司2022年非经常损益约3247万元,主要由薇美姿股权的公允价值变动及分红贡献。综合来看,公司净利率为9.3%,同比+2.1pp;单Q4净利率为18.4%,同比+7.4pp。2022年公司盈利能力回升,Q4表现靓丽。
- 内生业务增长稳健,口腔护理产品成长较快。** 分产品来看,2022年公司口腔护理产品的营业收入为6.7亿元,同比增长19.8%,其中牙刷收入4.4亿元,同比+12.9%;其他口腔护理产品收入2.3亿元,同比增长约35%。公司其他口腔护理产品包括口喷、牙线签等单品,可为客户提供一站式口腔护理用品产品和服务。湿巾营业收入为3.7亿元,同比减少23.2%,主因单一海外客户订单下降所致,剔除单一客户订单后湿巾产品收入仍有较快增长。从销售地区来看,公司仍以海外销售为主,国内销售增长加速:2022年国内营收3.8亿元,同比增长12.9%;海外地区营收达6.6亿元,同比减少4.4%。
- 外延扩张逐步推进,进一步深耕口腔健康业务。** 2023年2月公司发布公告,拟以现金方式收购北京君联、北京翰盈持有的薇美姿16.5%股权,本次收购完成后公司总计持有薇美姿股权比例为32.2%。不涉及控制、共同控制薇美姿。薇美姿旗下“舒客”品牌为中国高知名度口腔护理品牌,品牌认知和渠道基础良好,本次收购有助于补齐公司在品牌等方面的短板,与公司生产制造和研发能力形成协同,深耕“口腔大健康+”的战略发展方向。
- 盈利预测与投资建议:** 预计2023-2025年EPS分别为1.31元、1.63元、1.92元,对应PE分别为20倍、16倍、13倍。考虑到公司代工业务依托大客户稳健增长,收购薇美姿股权后有望与公司自主品牌业务形成协同,给予2023年25倍PE估值,对应目标价32.75元,首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧的风险;原材料成本大幅波动的风险;参股公司业绩不及预期的风险;财务费用上升的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1049.93	1334.02	1631.16	1892.37
增长率	1.09%	27.06%	22.27%	16.01%
归属母公司净利润(百万元)	97.31	131.12	162.92	192.13
增长率	30.12%	34.75%	24.25%	17.93%
每股收益EPS(元)	0.97	1.31	1.63	1.92
净资产收益率ROE	8.35%	10.30%	1.60%	12.34%
PE	26	20	16	13
PB	2.21	2.02	1.83	1.65

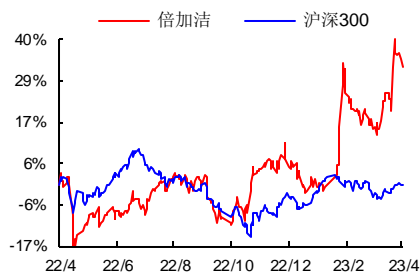
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 赵兰亭  
执业证号: S1250522080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: zht@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)	1.00
流通A股(亿股)	1.00
52周内股价区间(元)	16.24-27.21
总市值(亿元)	25.75
总资产(亿元)	15.41
每股净资产(元)	10.79

### 相关研究

# 1 公司概况：国内领先的口腔护理及湿巾生产企业

## 1.1 口腔护理行业国内领先，一次性卫生用品布局逐渐完善

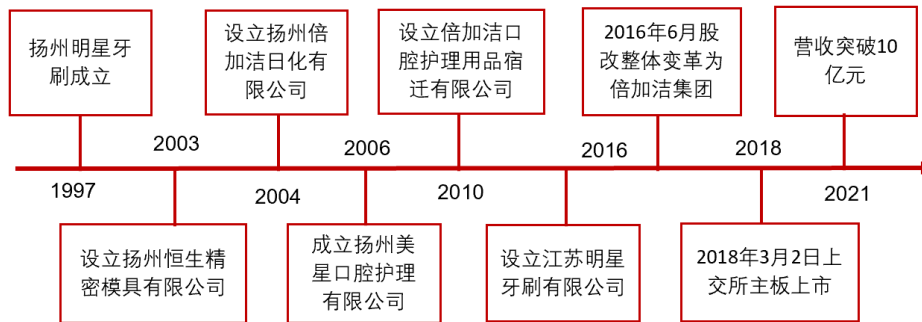
倍加洁集团股份有限公司主要从事口腔清洁护理用品以及一次性卫生用品的研发、生产和销售。其中口腔清洁护理用品主要包括牙刷、牙线、齿间刷、牙线签、假牙清洁片等产品，一次性卫生用品主要包括湿巾等产品。经过多年发展，公司形成了以 ODM 为主兼顾自主品牌、国内和国外市场并重的业务格局，并从单一牙刷产品转变为涵盖牙刷、牙线、齿间刷、牙线签、假牙清洁片等口腔清洁护理用品和湿巾等一次性卫生用品的产品布局，已成为国内口腔清洁护理用品以及一次性卫生用品生产规模及出口规模领先的企业。公司拥有江苏省口腔清洁护理用品工程技术中心；同时建有经 CNAS 认证的研发检测中心，全资子公司倍加洁日化与恒生模具是国家高新技术企业。公司拥有的“倍加洁”商标已连续多年被评为江苏省著名商标。

表 1：公司主要生产产品

产品名称	产品图示
牙刷系列产品	
其他口腔清洁护理用品	
一次性卫生用品（个人护理）	
其他一次性卫生用品（宠物护理、家居护理、汽车清洁）	

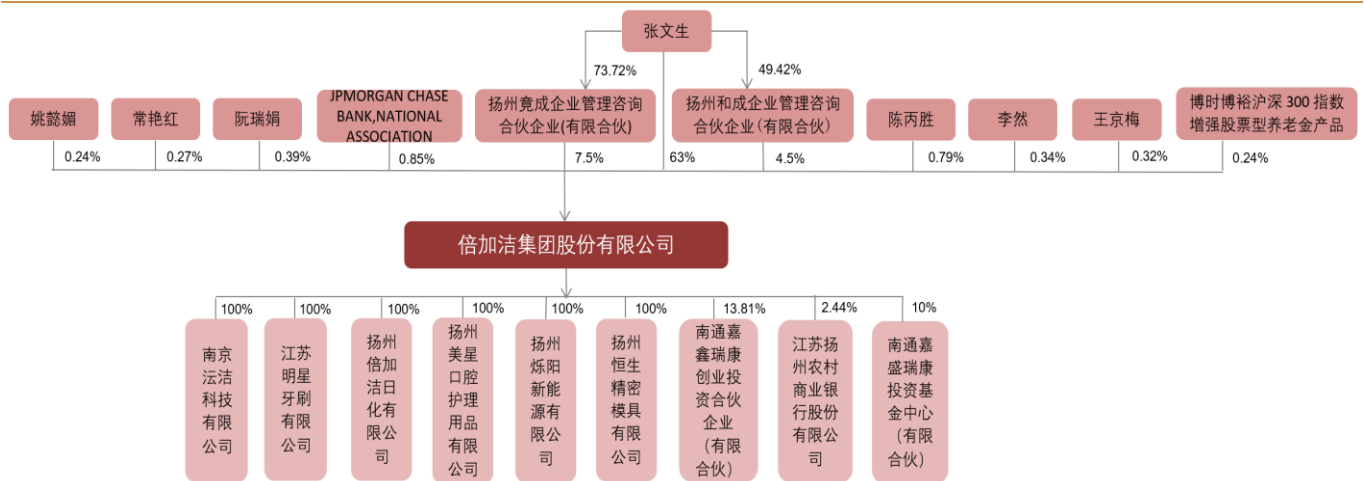
资料来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司发展历程主要分为四个阶段。1) 1997 年“扬州明星牙刷有限公司”正式成立，积极引进德国牙刷生产设备植毛机并提升自身技术，2001 年经国家对外经济贸易合作部批准获得自营进出口权从而迈出世界市场第一步，2002 年通过英国 TESCO 的评审，成为合格供应商，与全球多家知名企业如强生、欧尚、沃尔玛等达成长期战略合作关系，自此正式走向海外市场。2) 2003 年公司成立扬州恒生精密模具有限公司，将创新和技术在模具领域继续发扬光大，2004 年设立扬州倍加洁日化有限公司，2005 年设立扬州美星口腔护理用品有限公司，2010 年倍加洁口腔护理用品宿迁有限公司，体量不断扩大，向集团化趋势发展。3) 随着公司产品矩阵的完善、产品质量的提升以及品牌知名度的提升，2012 年公司正式入驻天猫、京东设立旗舰店，打通线上线下全渠道销售网络。2016 年 6 月通过股改整体变革为倍加洁集团。2017 年进行了全面品牌战略升级，从业务延展到品牌形象，全产业链布局并打造具有强大商业价值的消费品牌。4) 经过多年积累，2018 年，公司在上交所主板上市，成为倍加洁新征程的起点。2021 年，公司营收首次突破 10 亿元并在 2022 年保持了这一态势。

**图 1：公司发展历程**


数据来源：公司招股说明书，公司官网，西南证券整理

公司股权集中，实控人持股比例高。截至 2022 年末，公司实际控制人张文生直接持有公司股份 6300 万股，占总股本的 63%，通过扬州竟成、扬州和成间接持有公司 750 万股、450 万股，占总股本的 7.5%、4.5%，合计占总股本的 75%。公司股权结构集中，有助于公司长期稳定发展和决策执行。

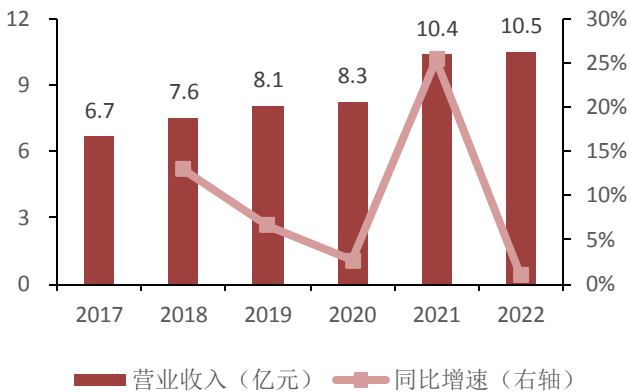
**图 2：公司股权结构图**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

## 1.2 产品结构持续优化，重视自主品牌发展

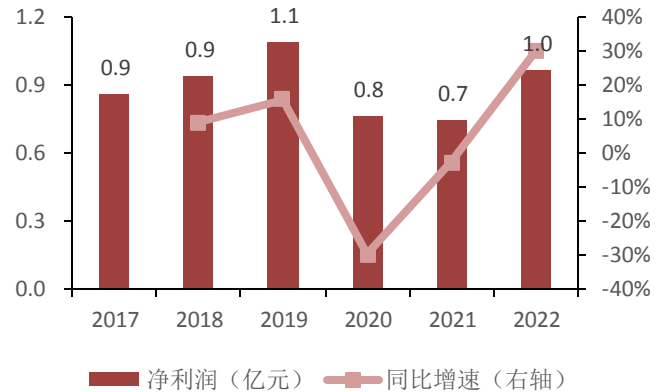
收入端增长稳健，净利润波动上升。公司营收从 2017 年的 6.7 亿元上升至 2022 年的 10.5 亿元，复合增速为 9.4%。其中公司 2021 年营收同比增长 25.5%，主要新冠疫情带动消毒类湿巾需求激增，公司大客户湿巾订单快速增长。利润端来看，公司受 2020 年以来加大自有品牌投入的影响，净利润波动较大，2017-2022 年归母净利润复合增速 2.4%。2022 年随着大宗原材料价格回落，公司产品结构优化，利润率较高的产品销售占比提升，2022 年净利润达到 1.0 亿，同比增速为 30.1%。

图 3：2017-2022 公司营业收入及增速



数据来源：公司招股说明书，同花顺，西南证券整理

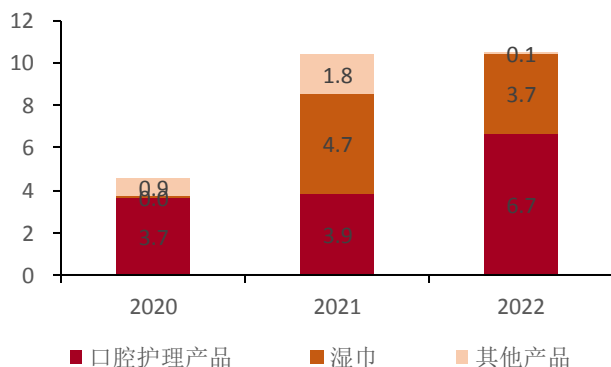
图 4：2017-2022 公司归母净利润及增速



数据来源：公司招股说明书，同花顺，西南证券整理

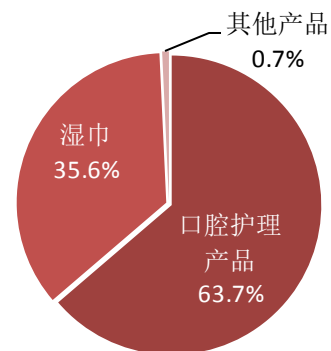
口腔护理用品贡献主要营收，新品类增长较快。公司口腔护理产品主要为牙刷类产品，随着生产规模逐步扩大，公司产品进一步丰富，目前已经形成包括牙刷在内的各种个人口腔清洁护理产品以及以湿巾为主的一次性卫生用品的产品体系。2022 年公司口腔护理产品/湿巾/其他产品的营业收入分别为 6.7/3.7/0.1 亿元，收入增速分别为 73.2%/-20.6%/-95.8%，占总营收比分别为 63.7%/35.6%/0.7%。

图 5：2018-2022H1 公司分产品营业收入



数据来源：公司招股说明书，同花顺，西南证券整理

图 6：2018-2021 公司分地区营业收入

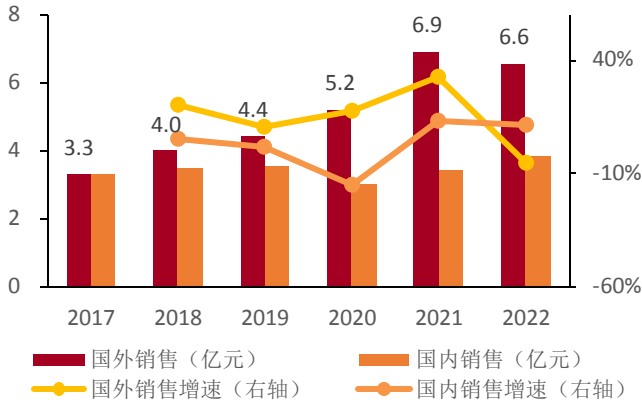


数据来源：公司招股说明书，同花顺，西南证券整理

外销为营收主要来源，内销近两年增长稳健。从销售地区来看，公司的销售收入主要来自外销 2020-2022 年公司外销占比在 60% 以上，主要由于公司产品在海外市场受到大客户青睐，以及疫情后期消毒湿巾外销订单快速增长。2022 年国内销售取得的收入分

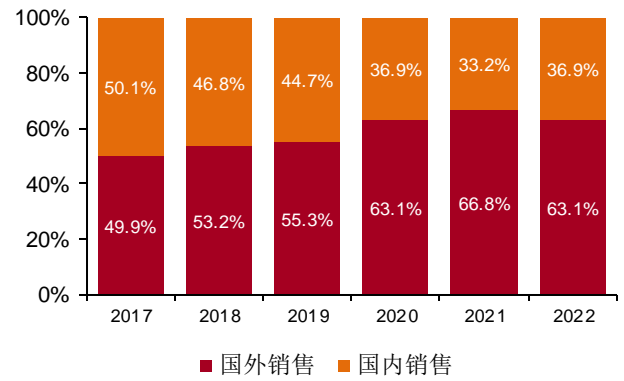
别为 3.8/6.6 亿元, 同比增速分别为 11.1%/-5.1%。内销近两年保持稳健增长态势, 2021/2022 年内销收入增速分别为 13.1%/11.4%, 主要由于公司在内销客户份额逐步提升, 以及新品类口喷、牙线签等借助电商等渠道增长提速。

图 7: 2017-2022 国内外营业收入



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 8: 2019-2021 公司内外销营业收入占比

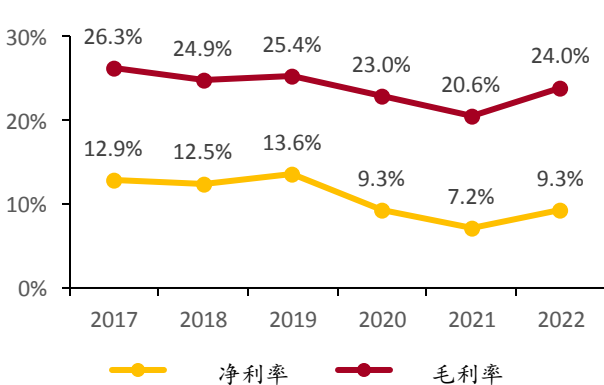


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

毛利率总体稳定波动幅度小, 降本控费后盈利能力有望改善。公司毛利率主要受原材料价格上涨以及疫情影响较大, 2022 年随着原材料价格回落, 公司毛利率修复至 24.0%, 同比增长 3.4pp, 表现出公司良好的成本控制能力。分产品来看, 2022 年口腔护理产品的毛利率为 23.7%, 同比增长 4.5pp; 湿巾的毛利率为 24.2%, 同比增长 2.5pp。随着公司口腔护理产品线丰富, 高毛利新品占比提升, 公司毛利率有望进一步改善。

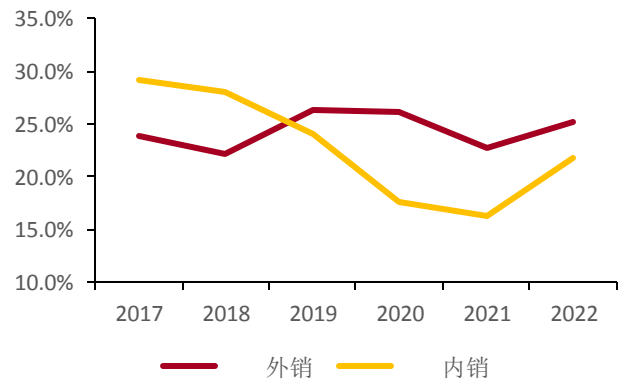
分销售地区来看, 公司外销毛利率较高且相对稳定, 内销由于收入规模较小, 受原材料价格及产品结构影响更大, 随着公司与内销客户合作关系加深, 公司内销毛利率有望继续回升。

图 9: 2017-2022 公司利润率



数据来源: 公司招股说明书, 同花顺, 西南证券整理

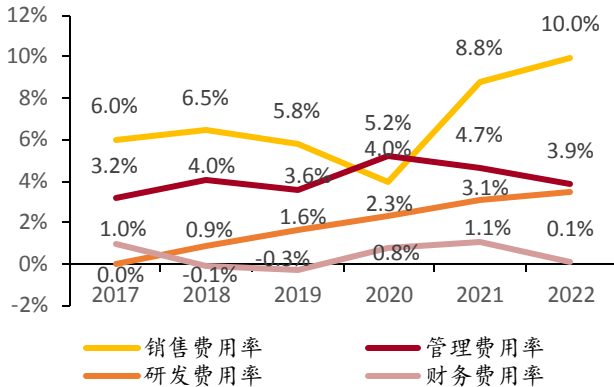
图 10: 2017-2022 公司分销售地区毛利率



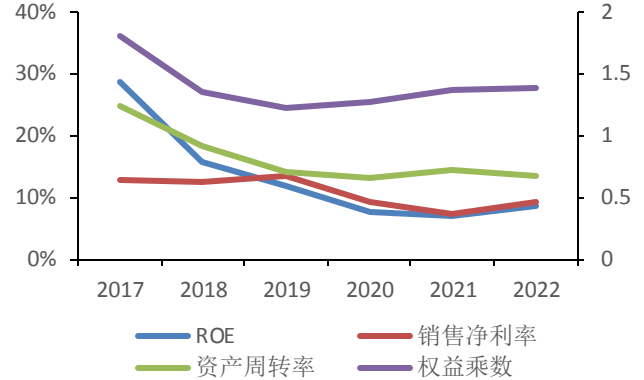
数据来源: 公司招股说明书, 同花顺, 西南证券整理

加大自主品牌营销和研发投入, 费用率总体上升。2017-2022 年公司总费用率总体上行, 主要由于近两年来公司加大对自主品牌营销宣传和渠道的投入, 销售费用率有所上升, 从 2017 年的 6.0% 上升到 2022 年的 10.0%。此外公司保持新产品开发投入, 研发费用率从 2018 年的 0.9% 上行至 2022 年的 3.5%; 管理费用略有上升, 从 2017 年的 3.2% 上升至 2022 年的 3.9%。而财务费用率受汇兑损益影响波动较大, 2022 年为 0.1%。

资产负债结构改善，2022 年 ROE 有所回升。2017-2022 年公司 ROE 整体下降，2022 年有所回升，达到 8.7%，同比增长 1.6pp。过去四年 ROE 下降主要是由于公开上市，权益乘数的下降，以及盈利能力受原材料价格上涨及费用开支增加而承压。2022 年 ROE 有所回升，展望后续，随着公司产品结构优化，销售净利率上升，公司 ROE 有望继续改善。

**图 11：2018-2021 公司各项费用率**


数据来源：公司招股说明书，同花顺，西南证券整理

**图 12：2017-2021 公司资产负债率与资产周转率**


数据来源：公司招股说明书，同花顺，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司突破牙刷产能瓶颈，2023 年开始接单逐步放量，预计 2023-2025 年牙刷销量分别增长 35%、22%、15%；

假设 2：原材料价格回落，产品结构优化，2023-2025 年口腔护理产品毛利率分别为 25%、25.5%、26%；

假设 3：2023-2025 年公司持有薇美姿部分股权形成的投资收益分别为 3200 万、3500 万、3700 万。

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 2：分业务收入及毛利率**

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>合计</b>				
营业收入	1,049.9	1334.0	1631.2	1892.4
yoy	1.1%	27.1%	22.3%	16.0%
营业成本	798.3	1003.8	1220.8	1408.6
毛利率	24.0%	24.8%	25.2%	25.6%
<b>口腔护理产品</b>				
收入	669.0	923.3	1,200.2	1,440.3
yoy	19.8%	38.0%	30.0%	20.0%
成本	510.6	692.4	94.2	1,065.8

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	23.7%	25.0%	25.5%	26.0%
<b>湿巾</b>				
收入	373.3	403.1	423.3	444.4
yoy	-20.6%	8.0%	5.0%	5.0%
成本	282.8	306.4	321.7	337.8
毛利率	24.2%	24.0%	24.0%	24.0%
<b>其他</b>				
收入	7.6	7.6	7.6	7.6
yoy	-23.5%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	5.0	5.0	5.0	5.0
毛利率	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%

数据来源：Wind，西南证券

综合考虑业务范围，我们选取了个护行业的豪悦护理、洁雅股份、百亚股份、可靠股份为可比公司，其中豪悦护理、洁雅股份以代工业务为主，百亚股份以自主品牌业务为主，可靠股份兼具自主品牌与 ODM 业务，考虑到公司代工业务依托大客户稳健增长，收购薇美姿股权后有望与公司自主品牌业务形成协同，给予 2023 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 32.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
301108.SZ	洁雅股份	39.06	1.92	2.24	2.62	20.33	17.46	14.92
301009.SZ	可靠股份	12.13	0.02	0.36	0.51	705.23	33.89	23.69
605009.SH	豪悦护理	45.25	2.43	3.03	3.45	18.59	14.92	13.10
003006.SZ	百亚股份	19.08	0.44	0.57	0.70	31.73	33.72	27.10
平均值						193.97	25.00	19.70

数据来源：Wind，西南证券整理，其中百亚股份 2022 年年报已披露，其余公司 EPS 及 PE 为 wind 一致预期

**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	1049.93	1334.02	1631.16	1892.37	净利润	97.31	131.12	162.92	192.13
营业成本	798.31	1003.78	1220.83	1408.55	折旧与摊销	73.16	78.04	80.54	82.45
营业税金及附加	6.16	7.74	9.35	13.06	财务费用	1.09	9.47	6.33	2.55
销售费用	104.77	126.73	153.33	175.99	资产减值损失	-1.51	0.00	0.00	0.00
管理费用	40.98	80.04	101.13	121.11	经营营运资本变动	21.71	-50.19	-37.46	-25.74
财务费用	1.09	9.47	6.33	2.55	其他	-41.22	-37.85	-49.48	-51.57
资产减值损失	-1.51	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>150.56</b>	<b>130.58</b>	<b>162.84</b>	<b>199.82</b>
投资收益	18.33	16.00	16.00	16.00	资本支出	-30.88	-30.00	-30.00	-20.00
公允价值变动损益	22.70	32.00	35.00	37.00	其他	-51.44	48.00	51.00	53.00
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>-82.32</b>	<b>18.00</b>	<b>21.00</b>	<b>33.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>113.04</b>	<b>154.26</b>	<b>191.19</b>	<b>224.10</b>	短期借款	7.73	-2.54	-92.02	-46.09
其他非经营损益	0.46	-3.71	-3.16	-2.74	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>113.50</b>	<b>150.55</b>	<b>188.03</b>	<b>221.36</b>	股权融资	4.44	0.00	0.00	0.00
所得税	16.19	19.42	25.11	29.23	支付股利	-16.00	-23.50	-32.01	-38.81
净利润	97.31	131.12	162.92	192.13	其他	-10.33	-9.11	-6.33	-2.55
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>-14.16</b>	<b>-35.15</b>	<b>-130.35</b>	<b>-87.45</b>
归属母公司股东净利润	97.31	131.12	162.92	192.13	<b>现金流量净额</b>	<b>54.08</b>	<b>113.43</b>	<b>53.48</b>	<b>145.37</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	126.69	240.12	293.61	438.97	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	166.92	237.43	288.92	331.07	销售收入增长率	1.09%	27.06%	22.27%	16.01%
存货	144.97	191.74	234.10	269.96	营业利润增长率	22.89%	36.47%	23.94%	17.22%
其他流动资产	68.89	75.14	75.45	76.84	净利润增长率	30.12%	34.75%	24.25%	17.93%
长期股权投资	98.18	98.18	98.18	98.18	EBITDA 增长率	8.46%	29.08%	15.01%	11.17%
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	491.60	474.47	454.83	423.28	毛利率	23.97%	24.76%	25.16%	25.57%
无形资产和开发支出	27.42	-0.94	-29.31	-57.68	三费率	13.99%	16.21%	15.99%	15.83%
其他非流动资产	461.40	458.87	456.34	453.80	净利率	9.27%	9.83%	9.99%	10.15%
<b>资产总计</b>	<b>1586.08</b>	<b>1775.00</b>	<b>1872.11</b>	<b>2034.44</b>	ROE	8.35%	10.30%	11.60%	12.34%
短期借款	140.65	138.11	46.09	0.00	ROA	6.14%	7.39%	8.70%	9.44%
应付和预收款项	206.83	295.95	351.48	404.19	ROIC	12.79%	17.93%	20.40%	22.73%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.84%	18.12%	17.05%	16.33%
其他负债	73.60	67.95	70.65	73.04	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>421.08</b>	<b>502.02</b>	<b>468.22</b>	<b>477.23</b>	总资产周转率	0.67	0.79	0.89	0.97
股本	100.00	100.05	100.05	100.05	固定资产周转率	2.46	2.90	3.62	4.40
资本公积	514.48	514.43	514.43	514.43	应收账款周转率	6.00	6.91	6.48	6.37
留存收益	550.88	658.50	789.41	942.73	存货周转率	4.83	5.72	5.48	5.39
归属母公司股东权益	1165.00	1272.98	1403.89	1557.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.70%	—	—	—
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>1165.00</b>	<b>1272.98</b>	<b>1403.89</b>	<b>1557.21</b>	资产负债率	26.55%	28.28%	25.01%	23.46%
负债和股东权益合计	1586.08	1775.00	1872.11	2034.44	带息债务/总负债	33.40%	27.51%	9.84%	0.00%
					流动比率	1.38	1.66	2.15	2.63
					速动比率	0.99	1.23	1.59	2.00
					股利支付率	16.44%	17.92%	19.65%	20.20%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.97	1.31	1.63	1.92
					每股净资产	11.64	12.72	14.03	15.56
					每股经营现金	1.50	1.31	1.63	2.00
					每股股利	0.16	0.23	0.32	0.39
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	187.30	241.76	278.05	309.10					
PE	26.47	19.64	15.81	13.40					
PB	2.21	2.02	1.83	1.65					
PS	2.45	1.93	1.58	1.36					
EV/EBITDA	11.16	8.17	6.58	5.30					
股息率	0.62%	0.91%	1.24%	1.51%					

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