



龙头地位稳固，研发助力业绩增长

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 动保行业受下游养殖周期影响总体呈现波动向上。下游需求端景气程度有望改善, 2023Q2能繁母猪存栏数量环比-0.21%, 养殖行业产能持续去化, 接近底部反转, 利润端有望修复。2) 盈利能力处于业内较高水平, 公司2022年毛利率为73.61%, 高于行业平均水平, 研发能力、产品结构、销售模式多点布局, 共同支撑公司高毛利率和猪伪狂龙头地位。
- 养殖端产能持续去化接近底部反转, 旺季在即猪价反弹可期。** 2023年以来, 行业持续亏损, 较低猪价清退过剩产能, 2023Q2能繁母猪存栏数量环比-0.21%, 2023年冬季双节需求增加, 猪价届时有望迎来拐点。考虑到猪价持续低位运行, 2023年6月份, 22个省市生猪/仔猪均价分别为14.24/36.02元/公斤, 环比变动分别为-1.9%/-7.4%, 同比变动分别为-13.0%/-14.5%, 种猪与外购猪苗价格同比较低, 预计2023年出栏生猪综合成本同比下降, 生猪养殖企业亏损幅度收窄有望实现盈利, 未来生猪均价及板块盈利水平趋势向好。
- 盈利能力处于业内较高水平, 公司猪伪狂龙头地位稳固。** 公司2020-2022年度的毛利率分别为82.78%/79.80%/73.61%, 均高于行业平均水平, 2022年公司猪用伪狂犬疫苗市场份额34.5%, 位列第一。拥有明显毒株优势, 采用我国本土分离的猪源性地方流行毒株研发制造猪伪狂犬病活疫苗(HB-98株)和猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗(HB2000株), 更适用于我国本土生猪养殖, 且公司推出猪伪狂灭活疫苗, 是国内兽用生物制品行业内少有能同时提供猪伪狂犬病活疫苗和灭活疫苗的企业, 系列产品常年保持市占率第一。
- 研发支撑快速成长, 核心产品矩阵不断丰富。** 公司坚持创新引领企业发展的理念, 建立多样技术平台, 并积极与高等院校和科研院所开展合作。22年公司投入研发费用1亿元, 同比增长28.4%, 报告期内公司共获得新兽药证书3项; 获得猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗(CH-1a株)产品批准文号; 获得临床批件4项; 申请发明专利20件, 授权发明专利18件。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为1.01元、1.21元、1.42元, 对应动态PE为22/18/16倍。2024年同行业平均PE为19倍, 考虑到公司盈利能力处于业内较高水平, 给予公司2024年25倍PE, 目标价30.25元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 下游养殖端突发疫病、需求不及预期、产品研发进度不及预期等风险。

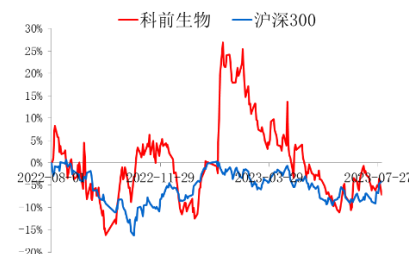
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1001.27	1233.20	1465.57	1741.89
增长率	-9.22%	23.16%	18.84%	18.85%
归属母公司净利润(百万元)	409.52	472.01	563.84	663.07
增长率	-17.50%	15.26%	19.45%	17.60%
每股收益EPS(元)	0.88	1.01	1.21	1.42
净资产收益率ROE	0.12	0.12	0.13	0.13
PE	25.45	21.93	18.36	15.61
PB	2.99	2.67	2.33	2.03

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.66
流通A股(亿股)	1.25
52周内股价区间(元)	20.53-31.81
总市值(亿元)	103.54
总资产(亿元)	46.72
每股净资产(元)	7.79

相关研究

- 科前生物(688526): Q1业绩同比高增, 研发创新推动成长 (2023-04-19)
- 科前生物(688526): Q3业绩环比改善, 科研创新驱动长远发展 (2022-10-30)
- 科前生物(688526): 短期业绩承压, 研发创新推动成长 (2022-08-29)
- 科前生物(688526): 动保需求或迎提升, 非强免龙头蓄势待发 (2022-05-23)

目 录

1 公司概况：研发驱动的大型兽用生物制品公司	1
2 行业分析：“需求+产品”双轮驱动，动保发展空间广阔	2
2.1 有效产能替代无效产能，养殖行业工字型演化.....	2
2.2 非瘟疫苗或有新进展，有望推动市场规模扩张.....	4
2.3 宠物药品快速发展，宠物市场大有可为.....	5
3 公司分析：盈利能力行业领先，产品矩阵持续扩容	8
3.1 研发体系高效运作，盈利能力持续稳定.....	8
3.2 持续升级工艺技术，创新营销服务策略.....	10
3.3 不断丰富产品矩阵，积极布局禽用与宠物疫苗板块.....	11
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测.....	13
4.2 相对估值.....	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司 2022 年主营业务结构情况	1
图 2: 公司 2022 年主营业务毛利情况	1
图 3: 公司 2017 年以来营业收入及增速	1
图 4: 公司 2017 年以来净利润及增速	1
图 5: 生猪养殖规模场户 (个)	2
图 6: 非规模养殖场户变化 (百万个)	3
图 7: 生猪出栏总场数 (百万个)	3
图 8: 生猪养殖规模场户占比 (%)	3
图 9: 能繁母猪存栏和生猪价格变动情况	4
图 10: 生猪养殖与动物保健板块净利润同比增长率 (%)	4
图 11: 2018-2020 非洲猪瘟发生及扑杀数量	4
图 12: 非洲猪瘟病毒结构图	4
图 13: 2018-2023 年中国宠物消费市场规模	6
图 14: 中美日每户家庭宠物平均消费力 (元/户)	6
图 15: 宠物医疗行业发展历程	6
图 16: 中国宠物消费市场消费结构	7
图 17: 2019-2021 年中国宠物医疗市场规模变化情况	7
图 18: 2016-2021 年中国兽药行业销售额情况	7
图 19: 2016-2021 年中国宠物用药品规模	7
图 20: 九大研发平台	9
图 21: 八大疫苗研发团队	9
图 22: 公司研发人员学历结构 (人)	9
图 23: 2023Q1 行业内上市企业研发费用占比	9
图 24: 2017-2022 年公司与同行净利率变化 (%)	10
图 25: 2017-2022 年公司与同行毛利率变化 (%)	10
图 26: 2020-2022 年公司宠物疫苗营收 (万元)	12
图 27: 2020-2022 年公司微生态制剂营收 (万元)	12

表 目 录

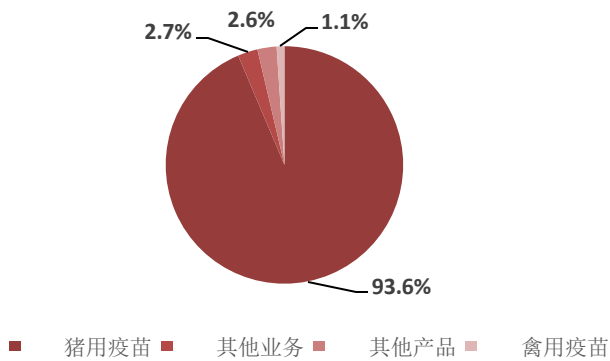
表 1: 非瘟疫苗研制路径.....	5
表 2: 宠物医药行业政策.....	8
表 3: 科前生物制造中心九大生产系统.....	10
表 4: 公司核心产品市场份额.....	11
表 5: 公司在研宠物疫苗.....	12
表 6: 公司在研非瘟疫苗项目.....	12
表 7: 公司在建项目.....	13
表 8: 分业务收入及毛利率.....	14
表 9: 可比公司估值.....	14
附表: 财务预测与估值.....	16

1 公司概况：研发驱动的大型兽用生物制品公司

武汉科前生物股份有限公司成立于 2001 年，专注于兽用生物制品研发、生产、销售及动物防疫技术服务，是国家发改委首批授予的“国家高新技术产业化示范工程”重点高新技术企业，是上海证券交易所科创板上市企业。主要产品是非国家强制免疫猪用疫苗和禽用疫苗。公司拥有国内领先水平的研发技术队伍，在动物疫病防控生物制品领域的产业化应用研究中取得了较强的领先优势。目前公司可生产 49 个兽用生物制品类产品，是我国兽用生物制品行业内产品种类最为丰富的企业之一。近年来公司不断拓展产业链布局，致力于开发和生产高质量和高附加值的动物生物制品产品，并在禽用疫苗、宠物疫苗、诊断试剂等领域完成了产品布局。

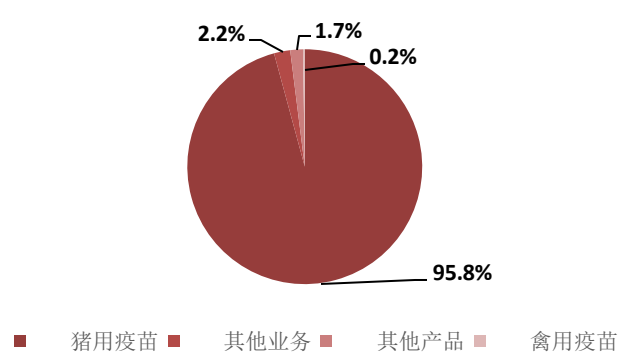
公司主营业务结构：公司收入主要来自猪用疫苗，2022 年公司实现营业收入 10.0 亿元，比去年同期下降 9.2%，其中猪用疫苗实现 9.4 亿元，占比达 93.7%，禽用疫苗及其他产品占比 3.7%。猪用疫苗 2022 年实现毛利 7.1 亿元，占比为 95.8%，禽用疫苗及其他产品仅占比 1.9%。公司营业收入主要来自于猪用疫苗收入。

图 1：公司 2022 年主营业务结构情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

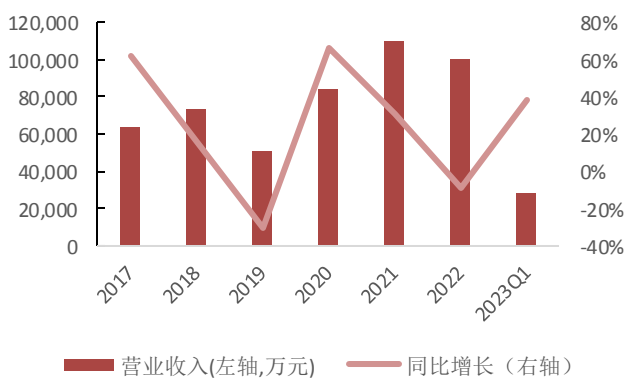
图 2：公司 2022 年主营业务毛利情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

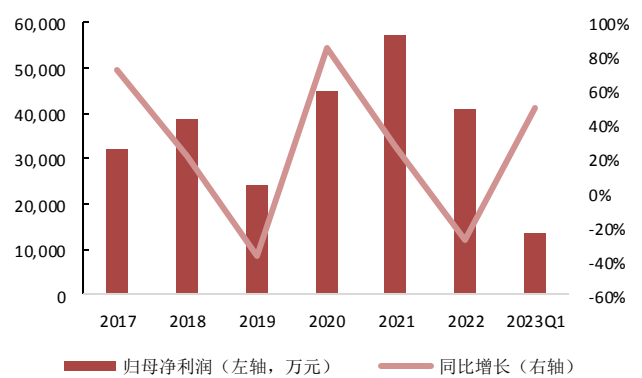
公司业绩状况：2022 年公司实现营业收入 10.01 亿元，同比下降 9.2%，归母净利润为 3.2 亿元，同比减少 28.25%。2022 年生猪市场行情异于往年，行业步入亏损区间，受下游需求低迷影响，公司存在一定的业绩下滑。2023Q1 公司实现营业收入 2.7 亿元，同比增长 37.92%，归母净利润为 1.3 亿，同比增长 49.33%，23Q1 业绩恢复明显。

图 3：公司 2017 年以来营业收入及增速



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 4：公司 2017 年以来净利润及增速



数据来源：Wind, 西南证券整理

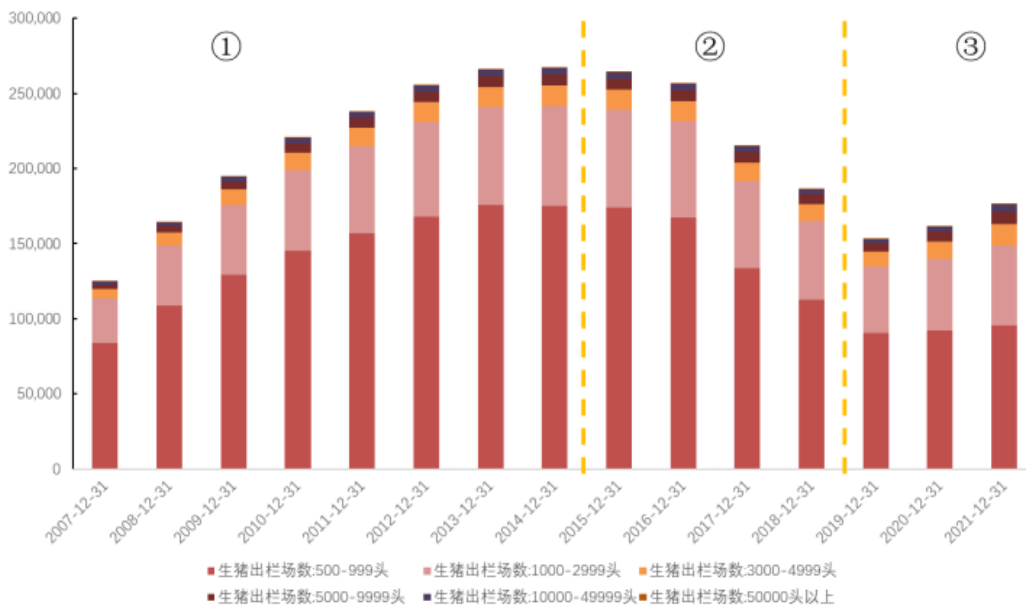
2 行业分析：“需求+产品”双轮驱动，动保发展空间广阔

2.1 有效产能替代无效产能，养殖行业工字型演化

有效产能替代无效产能，养殖结构工字型演化。我国近几年养殖规模化进程飞速，受行情和政策等多重利好推动，规模扩张以前所未有的速度推进。2007-2014年，仅有规模最小的年出栏49头以下的养殖场户数量持续大幅缩减，减少幅度达到41.5%，规模在50头以上的猪场数量都现增长态势，年出栏在500-2999头的小规模场发展最为迅猛，2007年-2014年，这一规模区间的猪场数量增长幅度达到了112.4%。

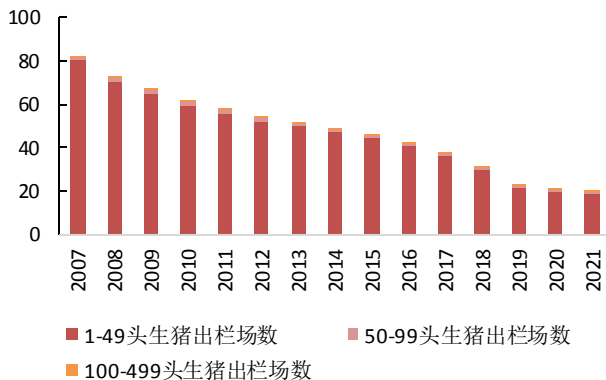
2015-2018年，仅年出栏量在5万头以上的大型猪场数量仍处于增长状态，其余规模的猪场数量都出现下降，主要是因为低迷行情和环保政策。2014年以来，政府出台了一系列有关养殖的环保政策，其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施，禁养区划分细则，明确在饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜区、城镇居民区和文化教育科学研究区等区域禁止建立畜禽养殖场。许多散户因无法满足绿色养殖条件而不得不开离市场。

图 5：生猪养殖规模场户（个）

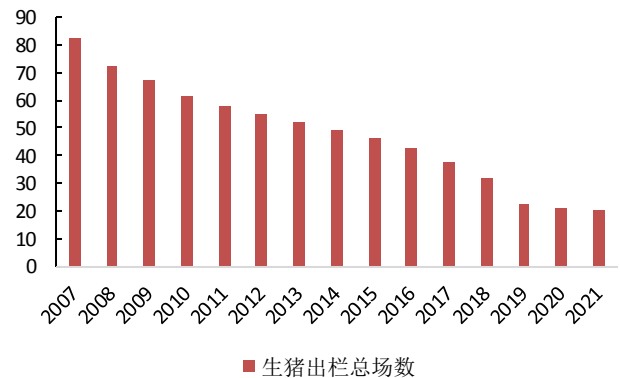


数据来源：Wind，西南证券整理

2019-2022年非瘟后时代，规模养殖大幅扩张。2018年8月开始，中国暴发非洲猪瘟，众多规模化猪场受到冲击，我国生猪产能大幅下滑。2019年，国务院办公厅发布《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》提出，到2022年，产业转型升级取得重要进展，养殖规模化率达到58%左右，到2025年，养殖规模化率达到65%以上。非洲猪瘟的常态化过程中，加速产业转向由企业集团经营的大型规模化养猪场的格局。非洲猪瘟疫情常态化之下，中小养殖户由于疫情防控能力和资金风险抵抗能力较弱，有逐步退出生猪养殖行业的趋势，大型养殖集团产能虽然也受到非洲猪瘟疫情影响有所下降但下降幅度要小于中小养殖户，因此规模养殖企业的生猪产能占比有快速增加趋势。

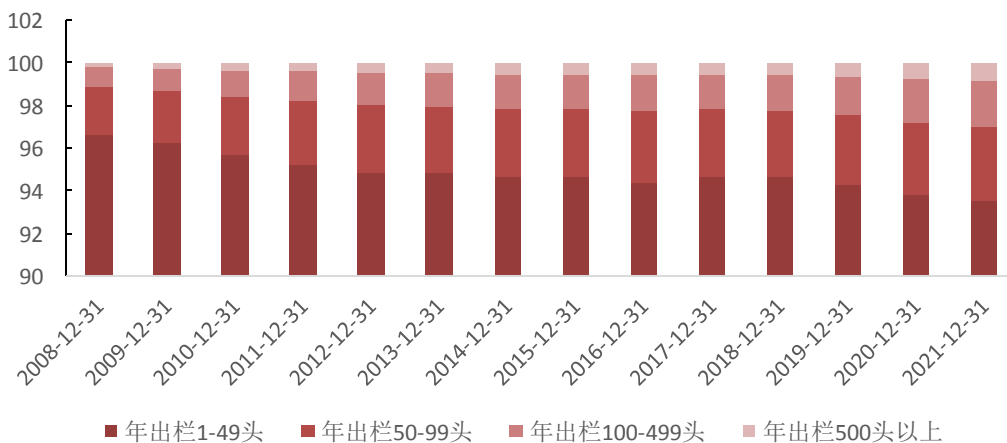
图 6：非规模养殖场户变化（百万个）


数据来源：ifind，西南证券整理

图 7：生猪出栏总场数（百万个）


数据来源：ifind，西南证券整理

经过这一轮非瘟造成的价格波动最大、动物疫病风险影响最大的周期以及环保政策的不断收紧，当前仍在行业内的养殖户成本管理水平和抗风险能力均较为优秀。非瘟以来，规模养殖场普遍于疾病防控装备、研发上投入较大，导致规模养殖场养殖成绩难以超越非瘟之前的养殖成绩。而散户疫病防控成本较为灵活，非瘟常态化后相对养殖成本有优势。2023 以来，全国生猪疫情总体平稳，预计规模化进入新阶段，散养户难以被进一步快速淘汰，在未来很长一段时期，小散养殖户在生猪养殖成本方面具有优势，调整灵活，具有顽强生命力，将是我国生猪养殖业的重要组成部分，养殖结构向工字型演化，低成本，高效产能替代高成本，低效产能。

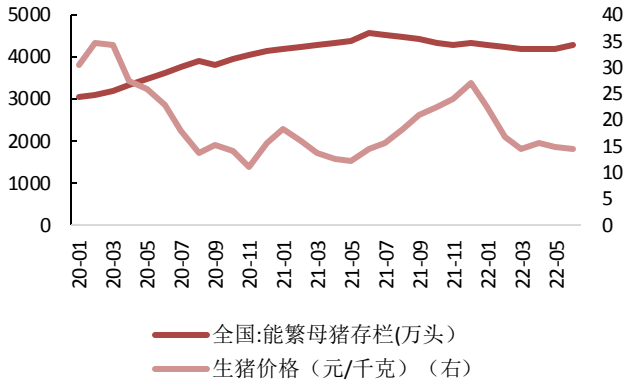
图 8：生猪养殖规模场户占比（%）


数据来源：Wind，西南证券整理

养殖端产能持续去化接近底部反转，旺季在即猪价反弹可期。2021 年 7 月底，中国能繁母猪存栏量达到本轮猪周期最高点，之后高位震荡，随着猪价下行、能繁母猪产能持续去化，于 2022 年 4 月出现低点；随着 2022 年三、四季度养殖企业盈利改善，农户母猪补栏积极性提高，能繁母猪存栏量于 12 月底迎来第二高点后开始下行。由于能繁母猪存栏指标领先于生猪存栏指标约 10~12 个月，预计 2023 年下半年供应节奏加快，全年生猪供应仍较为充足，随着较低猪价清退过剩产能，2023 年末双节居民需求增加，猪价届时有望迎来拐点，猪周期出现上行机会。考虑到 2022 年猪价低位运行，种猪与外购猪苗价格同比较低，

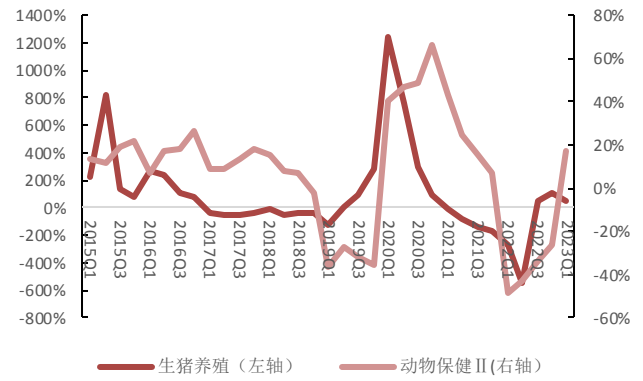
预计 2023 年出栏生猪综合成本同比下降，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利，未来生猪均价及板块盈利水平趋势向好。从行业周期性来看，下游畜禽养殖周期景气修复有利于动保需求修复。

图 9：能繁母猪存栏和生猪价格变动情况



数据来源: ifind, 西南证券整理

图 10：生猪养殖与动物保健板块净利润同比增长率 (%)

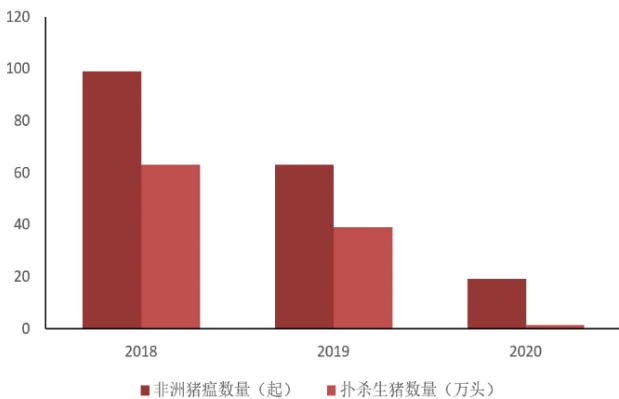


数据来源: ifind, 西南证券整理

2.2 非瘟疫苗或有新进展，有望推动市场规模扩张

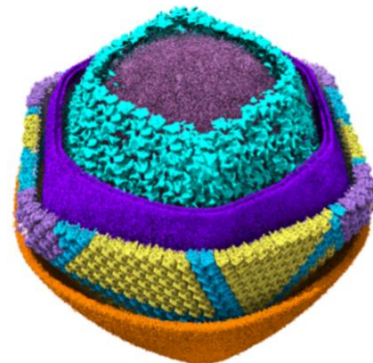
非洲猪瘟病毒于演变过程中毒性减弱、流行性增强。2018-2020 年全国共发生非洲猪瘟 99、63、19 起，共计扑杀生猪 63、39、1.4 万头，发生数量以及扑杀数量的减少主要是归功于防疫力度以及重视程度的提升，但与毒株的演绎也有不可分割的关系。中国农业科学院哈尔滨兽医研究所国家非洲猪瘟专业实验室表示，2020 年在对黑龙江、吉林、辽宁、山西、内蒙古、河北和湖北等省的农场和屠宰场的为期 6 个月的检测中，收集到 3660 个样本，发现并分离出 22 株流行毒株，由特征判断是 II 型非洲猪瘟，属于低致死率的自然变异流行株，与最早的分株 HLJ/18 相比，基因组序列均发生不同程度改变，包括核苷酸突变、缺失、插入或短片段替换等，相较于初期毒株具有毒性减弱但感染率成倍增加的特点，且潜伏期高达 30 天以上。

图 11：2018-2020 非洲猪瘟发生及扑杀数量



数据来源: 农业农村部, 西南证券整理

图 12：非洲猪瘟病毒结构图



数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

非瘟疫苗研究持续推进。2021年12月20日农业农村部科技发展中心关于国家重点研发计划“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项2021年度揭榜挂帅项目安排进行了公示，4个项目中包含有非洲猪瘟基因缺失疫苗研发、非洲猪瘟亚单位疫苗研发、非洲猪瘟活载体疫苗研发，亚单位疫苗相较于基因缺失弱病毒苗在有效性上可能会有所不及，但安全性相对更高，相关研发工作正处于推进中，结合当前非瘟弱毒株流行性强的特点未来推广可能性更高，若顺利达成市场化则动保板块市场规模扩张，成长性进一步增强。

表 1：非瘟疫苗研制路径

项目研发路径	主要参与单位	时点进展
基因缺失疫苗	哈尔滨兽医研究所	
全病毒灭活疫苗	军事兽医研究所	已提交临床试验申请
亚单位疫苗	兰州兽医研究所、普莱柯	已提交应急评价申请，正按照首次专家评审意见完善相关资料
亚单位疫苗 (纳米颗粒)	中国科学院、中牧股份、生物股份	已提交应急评价申请
活载体疫苗	军事兽医研究所、科前生物	实验室研究阶段
核酸疫苗	生物股份	实验室研究阶段

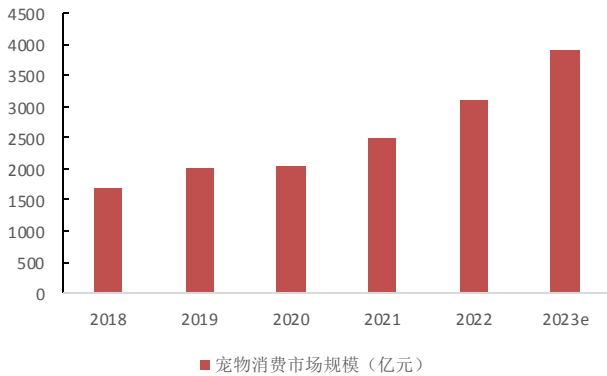
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 宠物药品快速发展，宠物市场大有可为

随着国民收入水平的提升，消费不断升级，同时人口结构发生变化，养宠人群不断增加，宠物角色和养宠理念也发生转变，宠物主消费观念也向着品质化进行升级。宠物相关商品和服务需求越发多样，国内宠物消费市场规模快速增长。根据《艾瑞咨询：2023年中国宠物健康消费白皮书》，2022年宠物消费市场规模约为3117亿元。随着宠物家庭渗透率和行业成熟度持续提升，宠物消费市场未来依然会保持增长态势，预计2023年市场规模约为3924亿元，2019年-2023年复合增长率可达33%。

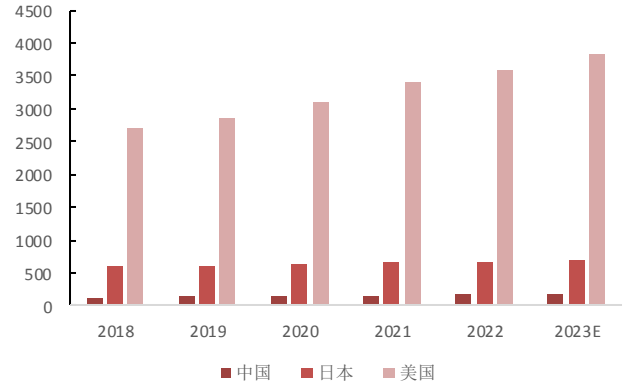
近年来全球宠物市场规模不断增长，根据《艾瑞咨询：2023年中国宠物健康消费白皮书》，2021年全球宠物市场规模预计同比增长8.1%，达到1536亿美元；据美国宠物协会数据，2021年美国宠物行业规模达1236亿美元，是全球最大、最成熟的宠物经济体。从家庭渗透力看，美国的家庭渗透率为70%，与美国相比，中国宠物家庭渗透率仅为17%，从中美日每户家庭宠物平均消费力看，2022年，中国每户家庭宠物平均消费金额仅为166元，对比日本每户家庭宠物平均消费超600元，以及美国每户家庭宠物平均消费超3500元，中国每户家庭宠物平均消费力明显低于美国及日本水平。然而伴随着国民经济水平的提升以及养宠观念的改变，未来将会有较大的增长空间。

图 13: 2018-2023 年中国宠物消费市场规模



数据来源: 白皮书, 西南证券整理

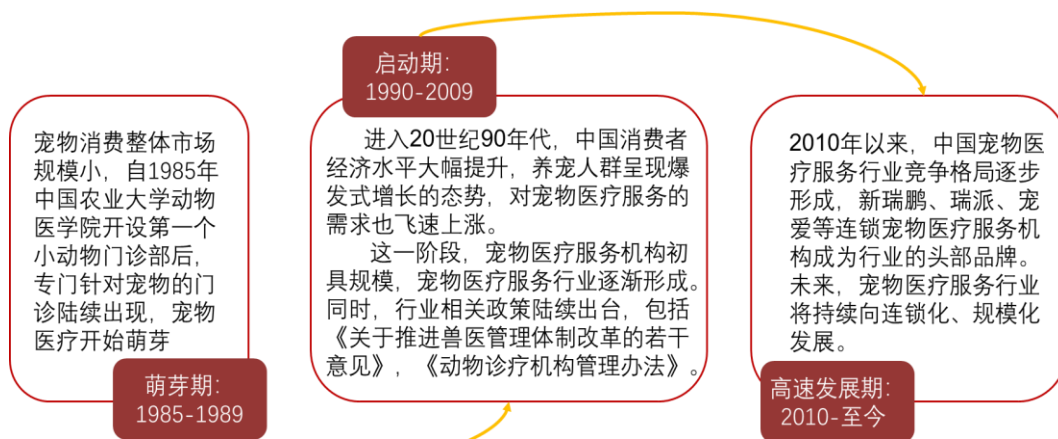
图 14: 中美日每户家庭宠物平均消费力 (元/户)



数据来源: 白皮书, 西南证券整理

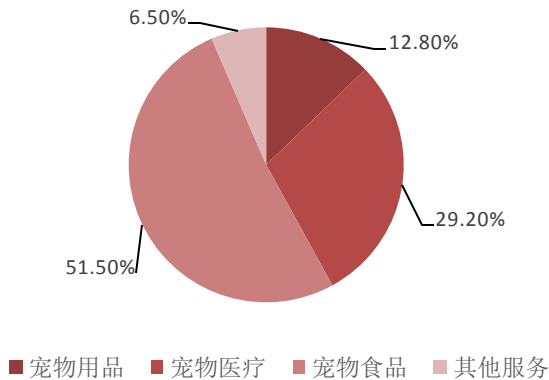
我国宠物医疗行业发展始于 1985 年中国农业大学动物医学院开设第一个小动物门诊部, 经过 40 余年的发展, 中国宠物医疗服务行业已由最初的零散兽医问诊模式进化为“连锁化、规模化、专业化、流程化”的新兴发展模式, 行业内头部连锁品牌已积累了品牌效应与竞争优势, 未来该行业集中度将持续上升, “连锁化、规模化”发展将成为行业主旋律。

图 15: 宠物医疗行业发展历程



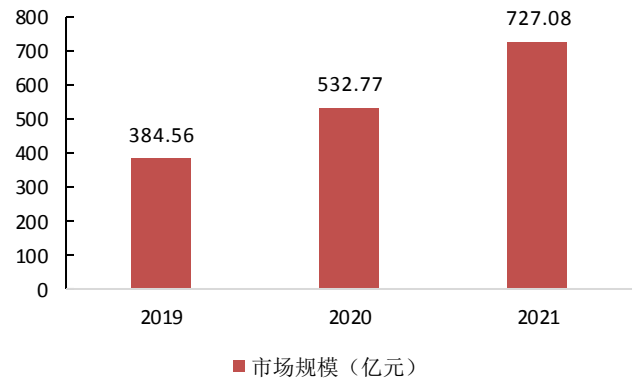
数据来源: 头豹研究院, 西南证券整理

根据《中国宠物行业白皮书》数据, 宠物医疗行业作为除宠物食品外的第二大刚需, 2021 市场, 规模达到了 727.08 亿元, 约占整个宠物产业的 29.2%, 且占比逐年提升。2021 年中国宠物动保市场规模达到 288.84 亿元, 在整个宠物医疗市场占比 39.73%, 同比增长 45.7%。从市场结构来看, 在健康养宠的主流理念驱动下, 宠物医疗目前已成为国内宠物消费市场的第二大细分市场, 其中狂犬病疫苗等疫苗产品作为刚需消费, 有望充分受益我国宠物数量和宠物市场规模的持续扩张。

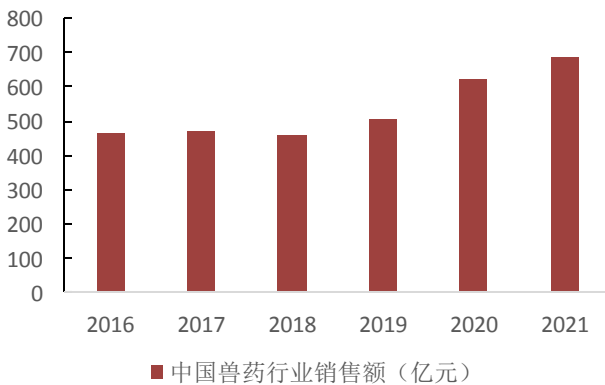
图 16：中国宠物消费市场消费结构


数据来源：白皮书，西南证券整理

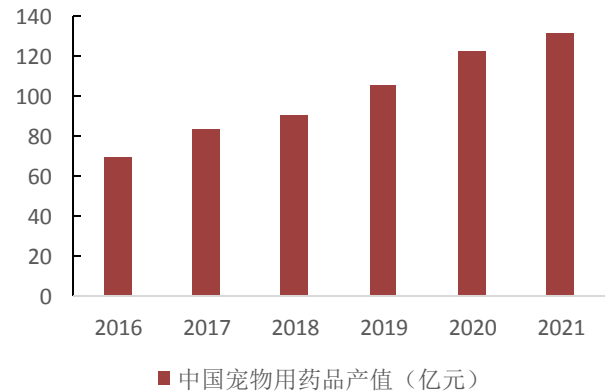
我国宠物药品企业起步较晚，大部分企业规模较小，宠物医药产值在整个兽药产值不足 20%，在技术和资金、药物品种、覆盖面等方面还比较薄弱，生产的宠物药品同质性强，互相模仿程度高，市场竞争力不强。现有宠物用药品在品种上，依然不能满足市场需求，相当部分宠物诊疗机构因临床上无对应的宠物专用药品而使用人用药品。目前在宠物临床方面，依旧存在紧缺和长期依赖进口的药品。近年来，国产宠物用药品在研发、技术、品质上都在逐步提升。虽然我国宠物药与国外相比还是有一定的差距，但也表明国内宠物药市场潜力巨大，开展宠物药研发前景广阔。

图 17：2019-2021 年中国宠物医疗市场规模变化情况


数据来源：白皮书，西南证券整理

图 18：2016-2021 年中国兽药行业销售额情况


数据来源：白皮书，西南证券整理

图 19：2016-2021 中国宠物用药品规模


数据来源：白皮书，西南证券整理

2010 年-2022 年，我国宠物类新兽药证书共有 77 个，其中一类新兽药 5 个，二类新兽药 25 个，三类新兽药 18 个，四类新兽药 9 个，五类新兽药 20 个。整体来说，注册获批的新药较少，大多国产的宠物药品都是《中国兽药典》及国家兽药标准收录的品种，说明国内宠物药市场潜力巨大。

政策出台为宠物医药行业规范化发展保驾护航。我国宠物医药行业起步较晚，长期以来受进口产品主导，近几年国家出台了多条宠物药品相关标准，同时，针对新药研发时间无法满足现有宠物药品需求的现象，国家出台政策大力推进国产宠物药品的上市：放宽部分宠物药品注册的要求、加速人用化学药品转宠用的要求落地等，国内宠物医药市场国产替代的空间巨大。

表 2：宠物医药行业政策

发布时间	发布部门	政策名称	相关内容
2020 年 9 月	农业农村部	《人用化学药品转宠物用化学药品注册资料要求》	为解决当前兽医临床上宠物用药短缺问题，推动宠物用化学药品的研发和上市，在保证安全、有效、质量可控的前提下，借鉴相关评审评价办法，制定人用化学药品转宠物用药注册资料要求
2020 年 9 月	农业农村部	《废止的药物饲料添加剂品种增加治疗用途注册资料要求》	加快推进宠物兽药注册工作，进一步合理利用现有药用资源，促进技术创新，更好满足预防、治疗动物疾病需求。

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

3 公司分析：盈利能力行业领先，产品矩阵持续扩容

3.1 研发体系高效运作，盈利能力持续稳定

多项核心技术平台，形成核心技术优势。公司是湖北省创新型试点企业，国家发改委首批授予“国家高技术产业化示范工程”称号的高新技术企业，建有国家企业技术中心、农业农村部动物生物制剂创制重点实验室、湖北省动物生物制剂工程研究中心等省部级创新平台，构建了病原学与流行病学研究平台、基因编辑技术平台、杆状病毒表达系统、酵母菌表达系统、佐剂及冻干保护剂等研究平台和生物安全级实验室，在菌毒种的分离鉴定、基因编辑技术以及核心生产工艺等方面形成了自己的核心技术优势。公司独立拥有各类实验场所超过 10000 平方米，购置了蛋白纯化系统、超高速离心机、荧光定量 PCR 仪等各类研发设备超过 300 台(套)，并先后通过了中国合格评定国家认可委员会(CNAS)的认证和农业农村部 GCP 监督检查，为公司持续创新和健康发展提供了坚实的保障。

高效的技术成果产业化应用机制。建立了自主研发与产学研合作相结合的科研体系，与华中农大、哈兽研等高等院校和科研院所建立了长期稳定的合作关系。在合作研发的过程中，高等院校和科研院所主要负责前期基础性研究，公司除了参与前期基础性研究，主要负责中试研究及后期临床和产业化研究。目前，公司已通过该合作模式将多项基础技术成果转化为可实际应用的产品，满足了养殖企业对动物疫病防疫的需求，实现了公司经营业绩的高速增长。公司与高等院校和科研院所的合作机制，有利于充分发挥各方的技术优势，提高技术成果的产业化效率，加速公司技术人才培养速度，为公司保持研发创新优势提供了有力支撑。截止 2022 年，公司已取得 54 项兽药产品批准文号，其中 30 余项为公司的科研成果通过产业化应用机制转化而来。将科研创新与产业化应用机制深度融合的能力已成为公司的核心竞争力。公司领先的技术水平和研发创新能力获得了国家有关部门的高度认可。基于公司已建立起高水平的研发中心和完备的科技创新平台，2013 年 10 月，湖北省科技厅认定公司与华中农大共同建立湖北省校企共建动物生物制品研发中心。

图 20：九大研发平台



数据来源：公司官网，西南证券整理

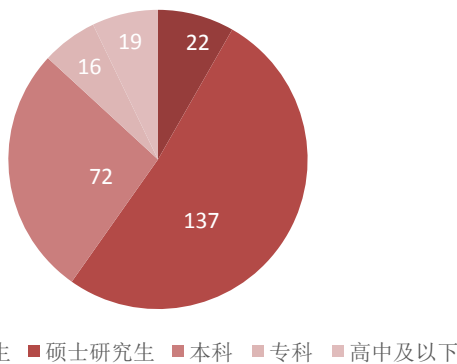
图 21：八大疫苗研发团队



数据来源：公司官网，西南证券整理

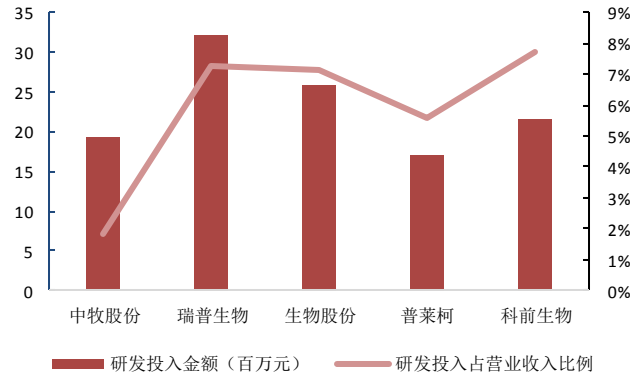
公司高度重视研发能力建设。2017-2022 年期间，公司研发费用/营业收入的平均值为 8.1%，2022 年公司加大了研发投入，研发费用同比增长 28.4%，研发费用占比提高了 3.0 个百分点达到 10.3%。2022 年，公司研发人员数量占公司总人数的比例达到 30.9%，其中博士和硕士的占比接近 60%。公司已经建立起一支高学历、具有国际化视野与海外科研背景的研发技术人才队伍，专业涵盖了动物医学、微生物学和生物工程等与兽用生物制品行业紧密相关的领域。

图 22：公司研发人员学历结构（人）



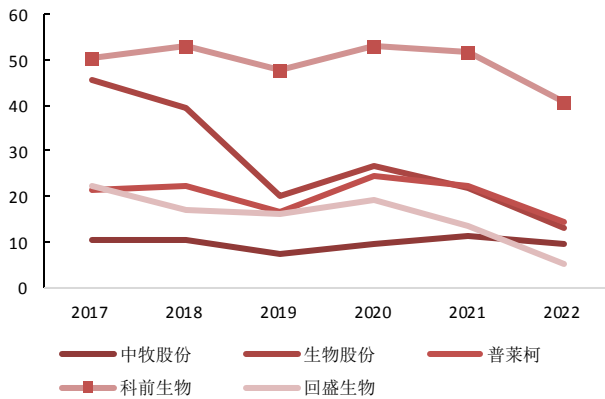
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：2023Q1 行业内上市企业研发费用占比

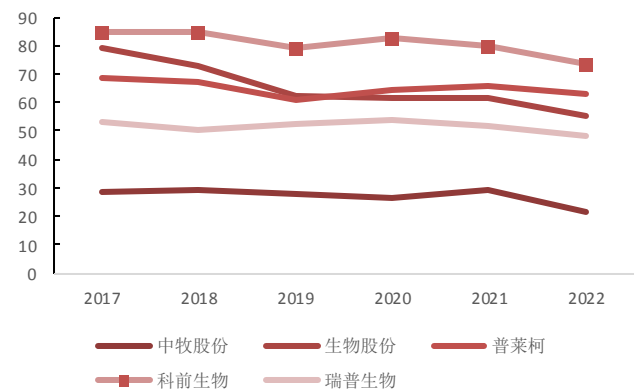


数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利能力行业领先。公司猪用疫苗产品均为非强免的市场苗，在质量得以保证的背景下，公司 2022 年毛利率为 73.97%，远远高于行业 65.87% 的平均水平。

图 24：2017-2022 年公司与同行净利率变化 (%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：2017-2022 年公司与同行毛利率变化 (%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 持续升级工艺技术，创新营销服务策略

先进生产平台助力产品质量提升。科前生物在 2010-2013 年投入近 3 亿元建造了一期现代化 GMP 生产基地；在 2018-2021 年再次投入近 10 亿元建造了二期智能化生产车间，其中包含病毒活疫苗大规模悬浮生产平台、细菌高密度发酵工艺平台、抗原(蛋白)浓缩、纯化平台和多联苗制造等“世界先进、国内前沿”的工艺中试生产平台。新建车间按照新版 GMP 要求(人药、欧盟 GMP)设计、调试，2020 年 12 月通过 GMP 验收，是目前国内动物生物制品最早通过新版 GMP 验收的车间之一，车间面积达 5 万平米。

表 3：科前生物制造中心九大生产系统

序号	生产系统	技术特点
1	物料配制及过滤系统	自动配制、在线过滤、罐体储存技术
2	抗原悬浮培养系统	多级放大、抗原滴度高、单批体量大、批间差小
3	细菌高密度发酵系统	菌量高、批间差小，单批体量大、免疫原性好
4	抗原储存系统	密闭管道及密闭罐体工艺、温控精度高
5	抗原纯化系统	减少应激反应、节约机体免疫资源
6	疫苗乳化系统	均质乳化技术、粒径均一、吸收好、抗体水平高
7	疫苗冻干系统	耐热保护剂、冻干损失小，副反应区低
8	分装及包装系统	自动分装包装、不合格品自动剔除技术
9	生产制造执行系统	实现智能化、自动化、信息化

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司持续开展工艺技术的研发及升级，并应用于新产品的研发及现有产品的品质提升。公司核心工艺技术如大型生物反应器全悬浮无血清培养技术、载体悬浮培养及放大技术、大型发酵罐细菌高密度发酵技术和抗原大规模高效纯化技术等多个行业共性关键技术进一步完善与应用，取得了显著成果。其中实现了基因工程亚单位抗原 2000L 发酵罐高密度发酵、纯化及内毒素去除工艺；实现猪流行性腹泻病毒、猪轮状病毒和猪 δ 冠状病毒 2500L 大型反应器全悬浮无血清培养工艺。这些新技术和新工艺应用后，疫苗安全性、有效性、批间稳定性及生产效率得到大幅提升。

坚持客户导向，创新营销服务策略，持续提升品牌影响力。2022 年公司继续深化精准营销策略，针对不同养殖规模的客户分别制定了开发策略：对于大型养猪集团化公司（存栏母猪 5000 头以上），采取一对一的精准服务，探讨疾病的防控及净化等养猪健康生产关键性问题，同时为了满足客户的需求，开展了驻场技术服务，加强现场的技术指导；对于中型养猪场（存栏母猪 500-5000 头），选择了有实力的经销商加强合作，通过组织行业技术论坛、开展线上交流、猪场团队内训等一系列工作，增强了客户的凝聚力；对于小型养殖户（存栏母猪 500 头以下），广泛布局渠道经销商，营销和服务工作进一步下沉到乡镇，密集召开技术推广会议，提升了产品的市场渗透率。

公司自建科前生物动物诊断中心，高度整合行业资源。现场服务方面，公司目前建立了预防兽医师团队，帮助建设兽医监测、预警、管理体系，保证与头部企业的合作深度和粘性。同时公司将再搭建临床兽医师团队和临床监测兽医师团队。产品方面，公司各类产品可以根据客户需要进行灵活的多种组合，满足客户个性化需求。

3.3 不断丰富产品矩阵，积极布局禽用与宠物疫苗板块

核心产品优势明显。公司拥有 49 个兽用生物制品类产品，已成为我国兽用生物制品行业内产品种类最为丰富的企业之一。其中，猪用疫苗产品种类占了近半数，覆盖了生猪生长周期的大多数疫病（强制免疫类除外）。2022 年公司兽用生物制品批签发中，猪用疫苗产品占比超九成。

表 4：公司核心产品市场份额

产品名称	2021 年度		2020 年度	
	市场份额	市场排名	市场份额	市场排名
猪伪狂犬病疫苗	34.51%	1	30.32%	1
猪细小病毒病疫苗	27.14%	1	30%	1
猪胃肠炎、腹泻二联疫苗	42.55%	1	32.61%	1
猪支原体肺炎疫苗	23.85%	1	21.42%	1
猪乙型脑炎疫苗	36.21%	2	31.75%	2
猪圆环疫苗	9.01%	4	8.62%	4

数据来源：公司公告，西南证券整理

禽用疫苗方面，公司目前仅有 8 款产品，以鸡马立克氏病活疫苗和鸡新支二联活疫苗为主。近年来，公司积极布局禽用生物制品，不断拓展产品体系，加快新品上市步伐，当前鸡新流法腺四联灭活疫苗已进入新兽药注册阶段。鸡新城疫、禽流感（H9 亚型），传染性法氏囊病、禽腺病毒病（I 群，4 型），四联灭活疫苗（La Sota 株+HB01 株+rVP2+rFiber2），I 群禽腺病毒灭活疫苗（4 型，HB-2 株）2 个产品进入初审阶段；鸡滑液囊支原体病活疫苗获得临床批件，正在进行临床试验。此外报告期内，针对当前流行的新城疫（VII）、禽流感 H9 亚型开发的细胞悬浮培养二联灭活疫苗已提交临床试验申请。

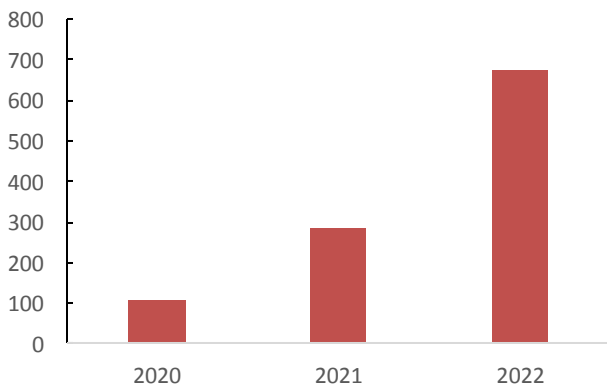
宠物疫苗方面，公司已有狂犬病灭活疫苗（SAD 株），这款产品使用了采用浓缩纯化技术，抗原纯度高、储存稳定；灭活彻底，安全性高使用时安全性较高无应激反应，其中狂犬病疫苗在国家四大警犬基地的试用效果均较好，报告期内提交猫鼻气管炎、猫鼻结膜炎、猫泛白细胞减少症三联灭活疫苗临床试验申请；其它犬苗类产品实验室研究进展顺利。为了配合新品推出，进一步开拓宠物市场，公司成立了宠物事业部，积极与主要连锁宠物医院对接，不断拓展宠物市场营销网络体系。

表 5：公司在研物疫苗

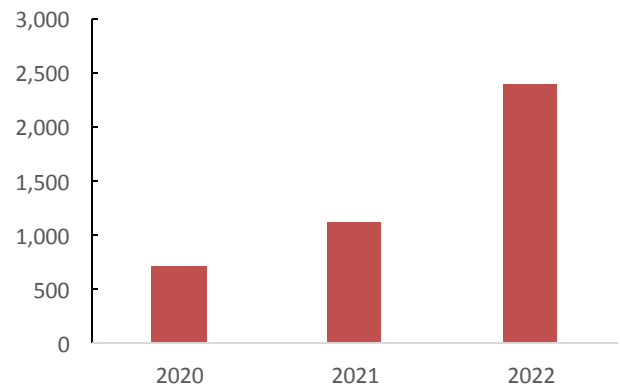
研发项目	药(产)品名称	注册分类	适应症或功能主治	研发(注册)所处阶段
猫瘟病毒、猫疱疹病毒、猫杯状病毒三联减毒活疫苗	猫瘟病毒、猫疱疹病毒、猫杯状病毒三联减毒活疫苗	三类	用于预防猫瘟病毒病、猫杯状病毒病、猫疱疹病毒病	实验室研究
狂犬病病毒 G 蛋白 ELISA 抗体检测试剂盒	狂犬病病毒 G 蛋白 ELISA 抗体检测试剂盒	三类	用于检测狂犬病病毒抗体	实验室研究
狂犬病灭活疫苗 (SAD-dOG 株)	狂犬病灭活疫苗(SAD-dOG 株)	三类	用于防控犬狂犬病	实验室研究
犬细小病毒 VP2 蛋白重组犬瘟热病毒活疫苗	犬细小病毒 VP2 蛋白重组犬瘟热病毒活疫苗	三类	用于防控犬细小病毒和犬瘟热病毒病	实验室研究

数据来源：公司公告，西南证券整理

微生态制剂方面，根据农业部出台的相关政策，2020 年年底之前，将在饲料中退出所有促生长类抗菌药物添加剂品种，只保留抗球虫抗生素和 2 种中兽药药物添加剂（博落回散和山花黄芩提取物散）。今后饲料厂将全面停止促生长类抗菌药物饲料添加剂的使用。因此饲料添加剂市场将逐步由以药物添加剂为主，转变为以不含抗生素的功能性添加剂为主，从饲料源头来保证动物源食品的安全。微生态制剂类的饲料添加剂将是饲料添加剂领域未来的主要发展方向。2014 年，发行人看好微生态制剂行业的发展前景，决定设立科缘生物从事微生态制剂业务。2022 年，公司微生态制剂营业收入较上年同比增长 114.38%。

图 26：2020-2022 年公司宠物疫苗营收（万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：2020-2022 年公司微生态制剂营收（万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

非洲猪瘟疫苗方面。公司积极布局非瘟疫苗的开发研制，非洲猪瘟亚单位疫苗和载体疫苗等产品研究取得重大进展。公司“非洲猪瘟活载体组合疫苗效果评价和产业化工艺研究”项目是国家重点研发项目，目前正处于实验室研究阶段。

表 6：公司在研非瘟疫苗项目

项目/课题名称	立项时间	项目来源	项目级别	公司承担角色
非洲猪瘟防控关键技术研究及示范	2021 年	湖北省科技厅	湖北省技术创新专项重大项目	参与
非洲猪瘟活载体组合疫苗效果评价和产业化工艺研究	2021 年	科技部	国家重点研发计划	子课题主持
酵母载体非洲猪瘟重组疫苗研究	2021 年	科技部	国家重点研发计划	参与

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司有序推进产能建设，产能持续扩张。公司近年来不断拓展产能，具体包括：1) 动物生物制品产业化建设项目：该项目为 IPO 募投项目，一期项目于 2021 年 5 月建成投产，新增灭活疫苗产能 1.6 亿毫升、畜用活疫苗产能 1.2 亿头份和禽用活疫苗产能 3 亿羽份；二期项目已于 2022 年 3 月建成，新增灭活疫苗产能 9.73 亿毫升、畜用活疫苗产能 2.7 亿头份、禽用活疫苗产能 30 亿羽份和诊断试剂 0.3 亿头/羽份。2) 改建动物疫苗高技术产业化示范工程：该项目为原有厂房改建，改建完成后该项目的灭活疫苗、猪用活疫苗、禽用活疫苗和诊断试剂产能分别为 1.48 亿毫升、2.11 亿头份、6.73 亿羽份和 22.08 亿头/羽份。3) 动物生物制品技改项目：该项目为 IPO 募投项目，预计 2024 年 5 月投入使用，项目改建原有的 9580 平米动物生产车间。改建完成后该厂房将达成灭活疫苗产能 3.44 亿毫升、畜用活疫苗产能 2.23 亿头份和禽用活疫苗产能 5.52 亿羽份。4) 高级别动物疫苗产业化基地建设项目：该项目为 2022 年定增项目，主要建设内容包括生物安全二级实验室(BSL-3 实验室、小动物 ABSL-3 实验室、大动物 ABSL-3 实验室)及新生产线预计投产后可新增灭活疫苗产能 6 亿毫升、畜用活疫苗产能 3 亿头份。

表 7：公司在建项目

项目	(预计) 验收时间	生产能力			
		畜用活疫苗 (亿头份)	禽用活疫苗 (亿羽份)	灭活疫苗 (亿毫升)	诊断试剂 (万头/羽份)
已建					
动物生物制品产业化建设项目（一期）	2021 年 5 月	1.2	3	1.6	
动物生物制品产业化建设项目（二期）	2022 年 3 月	2.7	30	9.7	3000
禽流感诊断试剂盒等产品与动物疫苗高技术产业化示范工程项目	2019 年 3 月	2.1	6.7	1.5	22.1
待建					
动物生物制品车间技改项目	2024 年 5 月	2.2	5.5	3.4	
高级别动物疫苗产业化基地建设项目 (动物生物安全实验室)		3		6	

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：猪用疫苗业务。2022 年度生猪价格处于相对较低水平，下游养殖户养殖意愿和对疫苗的需求下降，公司猪用疫苗业务承压，从生猪供需角度来看，我们认为产能持续去化接近底部反转，旺季在即猪价反弹可期。公司 2023 年-2024 年将受益于下游养殖需求端景气度回升。公司在研产品储备丰富，若研发进展顺利，有望在 3 年内上市，推动公司猪用疫苗销量和收入较快增长。销量增速为 21%/16%/15%，对应毛利率分别为 76%/77%/78%。

假设 2：禽用疫苗业务。公司禽苗业务收入占比较小，公司新产线投产，产能逐步释放，公司禽用疫苗销量有望快速增长。公司在研项目中，鸡新城疫-禽流感(H9 亚型)-传

染性法氏囊病-禽腺病毒病(I群, 4型)四联灭活疫苗已通过初审, 有望在2年内上市。销量增速为35%/45%/55%, 对应毛利率分别为17%/18%/19%。

假设3: 其他产品(微生态试剂、宠物疫苗)。公司已有狂犬病疫苗、犬四联疫苗两大宠物疫苗单品, 同时在研的猫三联疫苗进展顺利。若在研的猫三联疫苗等产品进度符合预期。销量增速为63%/60%/58%, 对应毛利率分别为38%/38%/39%。

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8: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
猪用疫苗	收入	937.43	1134.29	1315.78	1513.14
	增速	-11.30%	21.00%	16.00%	15.00%
	毛利率	75.31%	76.52%	77.43%	78.31%
禽用疫苗	收入	10.60	14.31	20.75	32.16
	增速	-5.99%	35.00%	45.00%	55.00%
	毛利率	16.23%	17.35%	18.43%	19.23%
其他产品	收入	26.11	42.56	68.09	107.59
	增速	52.74%	63.00%	60.00%	58.00%
	毛利率	49.36%	38.01%	38.41%	39.41%
其他业务	收入	27.12	42.04	60.95	88.99
	增速	-9.22%	55.00%	45.00%	46.00%
	毛利率	60.75%	61.35%	62.13%	63.34%
合计	收入	1001.27	1233.20	1465.57	1741.89
	增速	-9.22%	23.16%	18.84%	18.85%
	毛利率	73.61%	74.76%	75.16%	75.35%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取动保行业中的四家主流公司, 2023年四家公司平均PE为24倍, 2024年平均PE为19倍。考虑到公司盈利能力处于业内较高水平, 我们给予公司2024年25倍PE, 对应目标价30.25元, 维持“买入”评级。

表9: 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
603566.SH	普莱柯	81.66	23.14	0.49	0.82	1.01	1.23	55.46	28.22	22.91	18.81
300119.SH	瑞普生物	87.29	18.65	0.74	1.06	1.31	1.53	19.18	17.59	14.24	12.19
600195.SH	中牧股份	123.97	12.14	0.54	0.62	0.76	0.88	30.94	19.58	15.97	13.80
600201.SH	生物股份	114.28	10.2	0.19	0.33	0.42	0.52	47.91	30.91	24.29	19.62
平均值								38.37	24.08	19.35	16.10
688526.SH	科前生物	103.54	22.21	0.88	1.01	1.21	1.42	25.45	21.93	18.36	15.61

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

下游养殖端突发疫病、产品研发进度不及预期、下游需求不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1001.27	1233.20	1465.57	1741.89	净利润	409.15	471.83	563.55	663.27
营业成本	264.23	311.20	364.10	429.42	折旧与摊销	97.69	195.61	251.34	301.24
营业税金及附加	6.73	8.88	11.87	15.50	财务费用	-48.46	-18.28	-37.25	-67.40
销售费用	159.88	202.61	254.13	323.29	资产减值损失	-7.38	0.00	0.00	0.00
管理费用	169.57	209.64	254.42	307.97	经营营运资本变动	-74.22	64.42	-32.74	-23.78
财务费用	-63.43	-18.28	-37.25	-67.40	其他	46.93	16.35	35.70	65.50
资产减值损失	-7.38	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	423.71	729.93	780.60	938.82
投资收益	6.65	5.30	6.01	6.79	资本支出	-102.77	-219.85	-215.22	-199.45
公允价值变动损益	1.44	0.00	0.00	0.00	其他	-534.36	-74.36	6.01	6.79
其他经营损益	25.21	21.33	26.82	28.22	投资活动现金流净额	-637.13	-294.22	-209.21	-192.65
营业利润	466.71	545.78	651.13	768.12	短期借款	0.00	52.79	57.25	65.15
其他非经营损益	-0.11	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	466.61	545.78	651.13	768.12	股权融资	14.94	-0.58	0.00	0.00
所得税	57.46	73.95	87.58	104.85	支付股利	-93.48	-92.64	-4.45	-4.89
净利润	409.15	471.83	563.55	663.27	其他	192.06	-0.17	0.00	0.00
少数股东损益	-0.37	-0.19	-0.28	0.20	筹资活动现金流净额	113.52	-40.61	52.79	60.26
归属母公司股东净利润	409.52	472.01	563.84	663.07	现金流量净额	-99.89	395.10	624.18	806.43
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	456.07	851.17	1475.35	2281.77	成长能力				
应收和预付款项	418.27	425.36	524.98	633.09	销售收入增长率	-9.22%	23.16%	632.39%	18.85%
存货	169.40	175.82	210.31	250.78	营业利润增长率	-29.39%	16.94%	19.30%	17.60%
其他流动资产	1517.16	1520.30	1520.30	1520.30	净利润增长率	-28.25%	15.26%	19.45%	17.97%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-24.61%	46.71%	19.65%	15.80%
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	897.59	910.04	862.80	749.22	毛利率	73.61%	74.76%	75.16%	75.35%
无形资产和开发支出	59.91	66.16	70.81	75.66	三费率	16.31%	21.64%	22.55%	21.81%
其他非流动资产	872.23	956.41	962.88	969.81	净利率	40.90%	38.28%	38.47%	38.07%
资产总计	4390.64	4905.25	5627.42	6480.63	ROE	11.71%	12.17%	12.69%	12.98%
短期借款	131.60	184.39	241.64	306.79	ROA	9.33%	9.62%	10.02%	10.23%
应付和预收款项	244.27	398.06	344.30	405.48	ROIC	9.17%	10.82%	10.99%	10.88%
长期借款	140.11	140.11	140.11	140.11	EBITDA/销售收入	49.23%	58.64%	59.04%	57.52%
其他负债	375.65	301.02	456.15	519.76	营运能力				
负债合计	891.63	1023.58	1182.19	1372.14	总资产周转率	0.25	0.27	0.28	0.29
股本	466.21	466.17	466.17	466.17	固定资产周转率	1.43	1.28	1.31	1.40
资本公积	1135.13	1135.13	1135.13	1135.13	应收账款周转率	3.39	3.74	3.89	3.80
留存收益	1896.73	2280.16	2844.00	3507.07	存货周转率	1.90	1.80	1.89	1.86
归属母公司股东权益	3496.95	3879.80	4443.63	5106.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.24%	-	-	-
少数股东权益	2.07	1.88	1.60	1.80	资本结构				
股东权益合计	3499.01	3881.68	4445.23	5108.50	资产负债率	20.31%	20.87%	21.01%	21.17%
负债和股东权益合计	4390.64	4905.25	5627.42	6480.63	带息债务/总负债	30.55%	31.80%	32.38%	32.64%
					流动比率	4.11	3.94	4.08	4.25
					速动比率	2.47	2.56	2.91	3.23
					股利支付率	21.59%	17.78%	21.50%	23.90%
					每股指标				
					每股收益	0.88	1.01	1.21	1.42
					每股净资产	7.50	8.32	9.53	10.95
					每股经营现金	0.91	1.57	1.67	2.01
					每股股利	0.19	0.18	0.26	0.34
业绩和估值指标									
	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	492.88	723.11	865.22	1001.95					
PE	25.45	21.93	18.36	15.61					
PB	2.99	2.67	2.33	2.03					
PS	10.84	8.40	7.06	5.94					
EV/EBITDA	20.83	13.60	10.71	8.51					
股息率	0.86%	0.81%	1.17%	1.53%					

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。

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	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	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
