

吡咯替尼疗效突出, 创纪录高效获批上市

投资要点

- **事件:** 8月17日, 公司及子公司上海恒瑞获得国家药监局核准签发的《新药证书》和《药品注册批件》, 公司自主研发的马来酸吡咯替尼片通过优先审评程序获得有条件批准上市。
- **超级重磅快速获批, 实至名归。** 吡咯替尼是公司于2011年5月首次申报, 并于2012年5月首次获批临床批件; 2017年7月, 该品种正式申报生产, 至获批总计使用不到13个月时间。吡咯使用II期临床数据申报, 该临床是与GSK拉帕替尼头对头, 取得了PFS(18个月VS7个月)的优异疗效, 是该品种成为公司历史上首个、国内第二个以II期临床数据获批品种的主要原因。吡咯替尼获批后, 对国内Her2阳性乳腺癌靶向治疗领域带来为数不多的新的重大更新; 在全球范围内, 吡咯也很可能是继曲妥珠单抗、帕妥珠单抗以外重要的Her2阳性乳腺癌治疗重磅品种。
- **Her2市场重磅新药, 有望与赫赛汀并驾齐驱。** 本次吡咯替尼获批适应症为: 联合卡培他滨, 适用于治疗表皮生长因子受体2(HER2)阳性、既往未接受或接受过曲妥珠单抗的晚期或转移性乳腺癌患者。使用本品前患者应接受过蒽环类或紫杉类化疗。即晚期或转移性HER2阳性乳腺癌患者在经历化疗后, 不论有没有经过赫赛汀治疗, 均可以使用吡咯替尼进行靶向治疗。根据最新临床方案显示, 公司正开展吡咯替尼与赫赛汀、多西他赛进行三药联合治疗术前或局部晚期Her2阳性乳腺癌的临床试验, 将乳腺癌治疗范围进一步拓展。因此, 吡咯很可能在国内市场成为与赫赛汀并驾齐驱的乳腺癌重磅用药。
- **以乳腺癌适应症为主, 市场空间巨大。** 国内每年有约6万新增Her2阳性乳腺癌患者与6万Her阳性胃癌死亡患者, 按照12.5万/年成本计算, 假设30%渗透率, 乳腺癌峰值预计能销售34亿元(按照PFS/18个月用药时间计算, 每年约有9万患者)。胃癌适应症按照: 30%渗透率, 平均用药6个月, 胃癌适应症能贡献11亿元收入。两大适应症总计能贡献超过45亿元收入, 贡献净利润约18亿元。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2018-2020年EPS分别为1.06元、1.41元、1.84元, 对应PE为60倍、45倍、34倍。销售改革、销售规模扩容与创新品种获批催化公司进入新的发展周期, 推动公司由传统仿制药企向创新药企战略转变中, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新药获批进度或低于预期, 药品销售或低于预期, 药品降价风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13835.63	17545.95	22628.69	29458.16
增长率	24.72%	26.82%	28.97%	30.18%
归属母公司净利润(百万元)	3216.65	3890.78	5189.83	6792.85
增长率	24.25%	20.96%	33.39%	30.89%
每股收益EPS(元)	0.87	1.06	1.41	1.84
净资产收益率ROE	20.65%	20.61%	21.96%	22.79%
PE	72	60	45	34
PB	14.53	11.83	9.46	7.50

数据来源: Wind, 西南证券

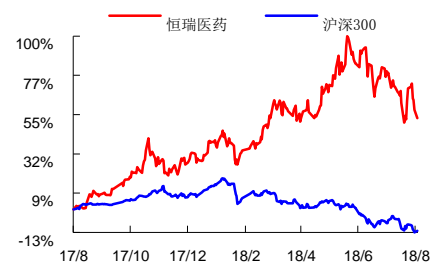
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈进
执业证号: S1250517100002
电话: 021-68416017
邮箱: cj@swsc.com.cn

联系人: 张祝源
电话: 021-58351907
邮箱: zzy@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)	36.82
流通A股(亿股)	36.62
52周内股价区间(元)	54.0-101.26
总市值(亿元)	2,316.26
总资产(亿元)	200.65
每股净资产(元)	4.64

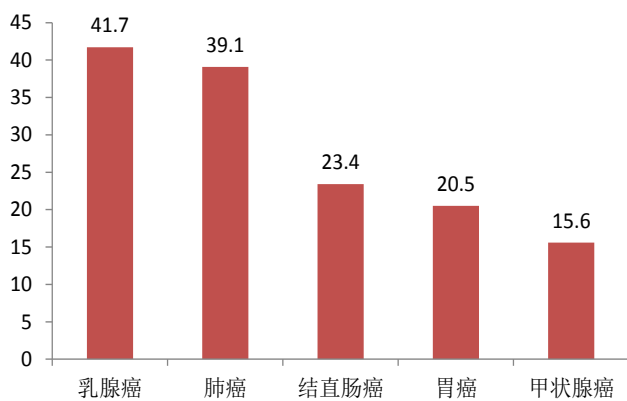
相关研究

1. 恒瑞医药(600276): 收入增长加速, 创新品种陆续获批 (2018-08-09)
2. 恒瑞医药(600276): 地氟烷获批, 进一步丰富麻醉产品线 (2018-08-07)
3. 恒瑞医药(600276): 公司一致性评价进入收获季节 (2018-08-03)
4. 恒瑞医药(600276): 瑞马唑仑超预期报产, 或将成为重磅全麻产品 (2018-03-26)

1 乳腺癌—女性健康第一“杀手”

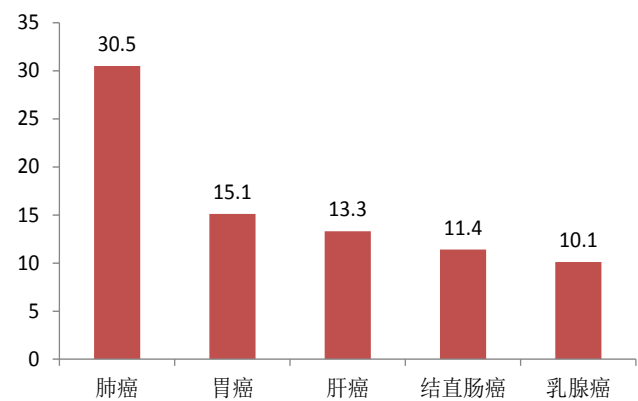
乳腺癌是女性第一大发病率肿瘤病种，是女性健康第一“杀手”。2017年初，国家癌症中心赫捷院士、陈万青教授等人发表了《Cancer incidence and mortality in China in 2013: an analysis based on urbanization level》，该研究报告分析了2013年中国恶性肿瘤发病率情况。2013年，中国女性肿瘤发病率乳腺癌为41.7/10万，依然居榜首，有继续上升趋势。由于乳腺癌的治疗效果明显优于其他恶性肿瘤，其死亡率远低于其他肿瘤；2013年，中国女性乳腺癌死亡率为10.1/10万，远低于女性肺癌30.5/10万的死亡率，仅排女性肿瘤死亡率排名第五。

图1：2013年中国女性肿瘤发病率前五排名（1/10万）



数据来源：CNKI，西南证券

图2：2013年中国女性肿瘤死亡率前五排名（1/10万）



数据来源：CNKI，西南证券

2 乳腺癌治疗—重磅靶向药物云集

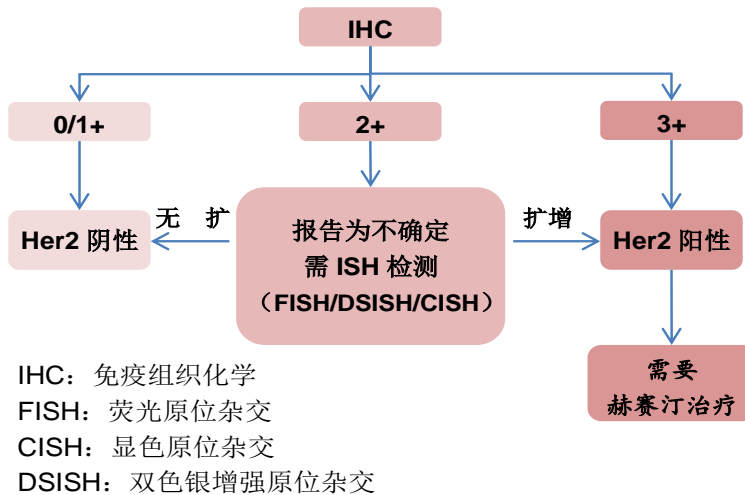
乳腺癌异质性较大，为非单一分子疾病。随着分子生物学的快速发展，乳腺癌的分子标志物及相应的分子分型在诊断及治疗上获得了越来越多的重视。目前临床上主要关注三类乳腺癌分子标志物：雌激素受体(estrogen receptor, ER)，黄体酮受体 (progesterone receptor, PR) 以及人表皮生长因子受体2 (HER-2) 不同的乳腺癌分子分型发展出了不同的治疗策略。

表1：乳腺癌分子分型及治疗方案

分子分型	分子标志物情况	占比	治疗方案	预后	备注
Luminal A型	ER 阳性和/或 PR 阳性, HER-2 阴性	40%	单内分泌治疗；腋窝淋巴结转移超过3个或其他高危因素者联合化疗；帕博西尼联合内分泌治疗	最好	对新辅助化疗疗效较差
Luminal B型	ER 阳性或 PR 阳性, HER-2 阳性	10%	淋巴瘤小于0.5cm 或者组织学分级1级者单纯内分泌治疗；原发肿瘤0.6-1cm, 组织学分级2级或3级, 有不良预后因素患者, 内分泌治疗+化疗+分子靶向治疗；淋巴结阳性或原发肿瘤大于1cm者内分泌治疗、化疗或分子靶向治疗	较好	复发风险最大
HER-2 过表达型	ER、PR 阴性, HER-2 阳性	20%	化疗与分子靶向药物联合应用较普遍；对紫杉醇类化疗药物敏感；吉非替尼、曲妥珠单抗（赫赛汀）、多西他赛联合治疗有效	差	对内分泌治疗不敏感，靶向治疗效果良好。
Basal-like型	ER、PR、HER-2 均为阴性	10%	对铂类化疗药物敏感，对紫杉醇类不敏感；多西他赛+顺铂疗效佳	差	对抗激素治疗和赫赛汀治疗无效

数据来源：CNKI，西南证券整理

目前，针对乳腺癌的靶向治疗主要是针对过表达的 Her2 靶点，Her2 过表达患者约占整个乳腺癌患者数量的 20%-30%。通过对乳腺癌患者进行 Her2 的诊断，以确定患者是否是 Her2 过表达。若患者是 Her2 过表达型，以曲妥珠单抗（赫赛汀）为基础的标准治疗方案已经成为全球乳腺癌治疗的标准方案。

图 3：乳腺癌 Her2 诊断


数据来源：CNKI, 西南证券整理

目前，多家药企针对乳腺癌已经开发出多款靶向药物，多数品种是以 Her2 为靶点，用于治疗 Her2 阳性过表达患者。罗氏制药凭借赫赛汀等三款抗 Her2 单抗，成为 Her2 阳性乳腺癌治疗领域的最强药企，2016 年，罗氏三款抗 Her2 单抗全球销售额已达 96 亿美元；而辉瑞的帕博西尼的上市，使 Her2 阴性乳腺癌的治疗进入靶向时代。

表 2：以乳腺癌为主要适应症的靶向药物信息

企业	产品	靶点	2017 年全球销售额 (亿美元)	FDA 批准时间	国内是否上市
罗氏	曲妥珠单抗 (赫赛汀)	Her2	75.5	1998.09	是
	帕妥珠单抗 (Perjeta)		21.9	2012.06	否
	Ado-trastuzumab emtansine (T-DM1, Kadcyla)		9.1	2013.02	否
GSK	拉帕替尼 (Tykerb)	EGFR+Her2	1.6	2007.03	是
辉瑞	帕博西尼 (Ibrance)	CDK4/ CDK6	31.3	2015.02	是
Puma	来那替尼 (Nerlynx)	EGFR+Her2	—	2017.07	否

数据来源：EvaluatePharma, 西南证券整理

3 吡咯替尼—给乳腺癌治疗领域带来变革的重磅品种

3.1 快速高效获批，公司首个以临床 II 期数据获批品种

吡咯替尼是公司于 2011 年 5 月首次申报，并于 2012 年 5 月首次获批临床批件。2017 年 7 月，吡咯以 II 期临床数据正式申报生产并获得受理，8 月即进入优先审评序列；从正式申报受理到最终获批仅用了不到 13 个月时间，从正式审评到获批仅用 10 个月左右的时间，充分说明该品种临床治疗效果足够优异，也说明当前国内药品审评审批效率大幅提高。

图 4：公司吡咯替尼注册申报生产获受理信息



数据来源：药智网，西南证券整理

吡咯替尼获批，创造了公司甚至国内创新药上市获批速度记录。截止 2018 年 8 月 20 日，公司已经总计获批了 4 个创新药品种，分别是艾瑞昔布、阿帕替尼、硫培非格司亭、吡咯替尼，从上市申请受理到最终获批，吡咯替尼用时最短，仅用时 13 个月左右。吡咯不仅用获批时短，也是公司首个、国内第二个（第一个为西达本胺）以临床 II 期数据获批的品种。

表 3：公司已获批上市创新药申报与获批时间信息（截止 2018 年 8 月 20 日）

产品	申报生产时间	获批时间	历时/月
艾瑞昔布	2009.05	2011.06	25
阿帕替尼	2011.08	2014.10	38
硫培非格司亭	2017.03	2018.05	14
吡咯替尼	2017.07	2018.08	13

数据来源：药智网，西南证券整理

3.2 疗效优异，不断拓展乳腺癌使用范围

吡咯替尼 (Pyrotinib) 是一种口服、不可逆、泛-ErbB 受体酪氨酸激酶抑制剂 (TKI)，同时具有抗 EGFR/HER1、HER2 以及 HER4 活性。目前，全球与吡咯替尼靶点相同、适应症相似的品种有 GSK 的拉帕替尼和 Puma 公司的来那替尼，拉帕替尼是 GSK 于 2007 年获批的用于治疗晚期或转移 Her2 阳性乳腺癌的药物，而来那替尼是 Puma 公司于 2017 年 7 月份获批用于 Her2 阳性乳腺癌在赫赛汀标准治疗之后的维持治疗。在适应症方面，吡咯替尼与拉帕替尼更接近，而药品本身化合物性质则与来那替尼更为相似；因此，我们认为吡咯替尼是一款疗效完全优于拉帕替尼，副作用明显小于来那替尼的重磅创新药。

表 4：吡咯替尼与其类似药物对比

药品	适应症	优点	缺点
拉帕替尼	联合卡培他滨治疗 ErbB-2 过度表达的, 既往接受过包括蒽环类、紫杉醇、曲妥珠单抗(赫赛汀)治疗的晚期或转移性乳腺癌。	相比赫赛汀等大分子单抗药物, 小分子靶向药物更容易穿过血脑屏障, 治疗转移性乳腺癌。	疗效不够突出、副反应较大。
吡咯替尼	联合卡培他滨治疗 ErbB-2 过度表达的, 治疗的晚期或转移性乳腺癌。	疗效完全超过拉帕替尼,PFS (18.1 月 VS 7 月)	预计副反应发生率介于拉帕替尼与来那替尼之间。
来那替尼	用于 Her2 过表达、曲妥珠单抗辅助治疗后的维持治疗。	能够明显降低乳腺癌的复发风险。	39%的 3 级腹泻副反应。

数据来源: CNKI, 西南证券整理

2017 年 12 月, 公司公布吡咯替尼临床 II 期数据, 对参照药物拉帕替尼取得了压倒性的优势。在针对治疗经蒽环类和紫杉类药物治疗失败, 且复发/转移后化疗不超过 2 线的乳腺癌患者的 II 期临床试验中, 吡咯替尼组的客观缓解率为 78.5%, 对照组拉帕替尼组的客观缓解率为 57.1%, 吡咯替尼组提升了约 21%; 吡咯替尼组的中位无进展生存期 (PFS) 为 18.1 个月, 拉帕替尼组的 PFS 为 7.0 个月, 吡咯替尼组 PFS 比拉帕替尼组显著延长, 超出拉帕替尼组 PFS159%; 吡咯替尼组与拉帕替尼组相比, 患者的疾病进展或死亡的风险下降了 63.7%, 而且在患者疗效改善的同时, 耐受性良好。

此次, 吡咯获批适应症为联合卡培他滨, 适用于治疗表皮生长因子受体 2 (HER2) 阳性、既往未接受或接受过曲妥珠单抗的晚期或转移性乳腺癌患者。使用本品前患者应接受过蒽环类或紫杉类化疗。即晚期与转型性 Her2 阳性乳腺癌患者在经历化疗后, 不论有没有使用过赫赛汀治疗, 均可以选择吡咯替尼进行靶向治疗。

根据吡咯最新的临床方案显示, 新的方案正在拓展吡咯的使用范围, 即吡咯替尼+赫赛汀+多西他赛三用联合方案用于治疗早期或局部晚期 Her2 阳性乳腺癌。新方案向早期或局部晚期 Her2 阳性患者拓展, 致力于将吡咯用于 Her2 阳性乳腺癌的全阶段治疗。

表 5：吡咯替尼国内临床登记信息 (截止 2018 年 8 月 20 日)

注册号	试验题目	适应症	试验分期	登记时间
CTR20180941	马来酸吡咯替尼片术前三药联合治疗乳腺癌的临床研究	早期或局部晚期 HER2 阳性乳腺癌	3 期	2018/6/20
CTR20170528	吡咯替尼同位素标记人体物质平衡试验	拟用于治疗 ErbB-2(HER2)过度表达的晚期乳腺癌	1 期	2017/6/9
CTR20170251	吡咯替尼与拉帕替尼分别联合卡培他滨治疗乳腺癌的研究	HER2 阳性转移性乳腺癌	3 期	2017/3/27
CTR20160434	吡咯替尼治疗 HER2 突变晚期非小细胞肺癌的研究	HER2 突变的晚期非小细胞肺癌	2 期	2016/8/31
CTR20160442	马来酸吡咯替尼与卡培他滨治疗晚期乳腺癌的研究	HER2 阳性晚期乳腺癌	3 期	2016/7/29
CTR20160326	吡咯替尼 BE 餐后研究	拟用于治疗 ErbB-2(HER2)过度表达的晚期乳腺癌	其它	2016/5/18
CTR20150279	马来酸吡咯替尼片联合卡培他滨对比拉帕替尼联合卡培他滨治疗 HER2 表达阳性转移性乳腺癌的 I/II 期临床研究	HER2 表达阳性转移性乳腺癌	其它	2015/6/10
CTR20150178	马来酸吡咯替尼 I 期临床耐受性及药代动力学试验	HER2 表达阳性晚期胃癌(包括胃食管结合部癌)	1 期	2015/4/29
CTR20150177	马来酸吡咯替尼的 Ic 期临床耐受性及药代动力学试验	HER2 表达阳性晚期乳腺癌	1 期	2015/4/14
CTR20132629	马来酸吡咯替尼 I 期临床人体安全性试验	乳腺癌	1 期	2014-02-21

数据来源: 药物临床试验登记平台, 西南证券整理

根据吡咯替尼的临床方案判断，该品种未来有望实现 Her2 阳性乳腺癌的全阶段治疗，并可用于 Her2 阳性胃癌患者群体的靶向治疗。

3.3 以乳腺癌为主，超 40 亿元市场空间可期

国内每年有约 6 万新增 Her2 阳性乳腺癌患者与 6 万 Her 阳性胃癌死亡患者，按照 12.5 万/年成本计算，假设 30% 渗透率，乳腺癌峰值预计能销售 34 亿元（按照 PFS/18 个月用药时间计算，每年约有 9 万患者）。胃癌适应症按照：30% 渗透率，平均用药 6 个月，胃癌适应症能贡献 11 亿元收入。两大适应症总计能贡献超过 45 亿元收入，贡献净利润约 18 亿元。

4 盈利预测与投资建议

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.06 元、1.41 元、1.84 元，对应 PE 为 60 倍、45 倍、34 倍。销售改革、销售规模扩容与创新品种获批催化公司进入新的发展周期，推动公司由传统仿制药企向创新药企战略转变中，维持“买入”评级。

5 风险提示

传统仿制品种销售受招标降价、二次议价影响而低于预期；创新药品种销售受医保目录谈判降价影响而低于预期；在研发品种审评审批进展低于预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13835.63	17545.95	22628.69	29458.16	净利润	3292.95	4036.08	5378.06	7039.22
营业成本	1849.88	2323.59	2907.85	3684.17	折旧与摊销	320.12	389.71	440.04	457.80
营业税金及附加	253.62	316.51	411.27	534.83	财务费用	-36.63	-90.96	-97.10	-127.81
销售费用	5188.92	6562.19	8485.76	11076.27	资产减值损失	15.11	0.00	0.00	0.00
管理费用	2952.70	3842.56	4797.28	6274.59	经营营运资本变动	-3037.32	-2136.75	-2940.33	-4072.27
财务费用	-36.63	-90.96	-97.10	-127.81	其他	1993.16	-43.31	-47.77	-52.87
资产减值损失	15.11	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2547.39	2154.76	2732.91	3244.07
投资收益	38.72	42.98	47.71	52.96	资本支出	-699.56	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2676.00	42.98	47.71	52.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3375.56	2.98	7.71	12.96
营业利润	3807.82	4635.04	6171.34	8069.07	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-48.63	-27.52	-31.83	-33.19	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3759.19	4607.53	6139.51	8035.88	股权融资	1033.92	0.00	0.00	0.00
所得税	466.24	571.45	761.46	996.65	支付股利	-316.91	-393.74	-476.26	-635.27
净利润	3292.95	4036.08	5378.06	7039.22	其他	-497.47	90.63	97.10	127.81
少数股东损益	76.31	145.30	188.23	246.37	筹资活动现金流净额	219.54	-303.11	-379.16	-507.47
归属母公司股东净利润	3216.65	3890.78	5189.83	6792.85	现金流量净额	-650.52	1854.63	2361.46	2749.56
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4267.09	6121.72	8483.17	11232.73	成长能力				
应收和预付款项	4740.22	5953.47	7638.39	9970.29	销售收入增长率	24.72%	26.82%	28.97%	30.18%
存货	789.72	993.58	1244.67	1578.14	营业利润增长率	25.91%	21.72%	33.15%	30.75%
其他流动资产	4671.50	5924.27	7640.42	9946.34	净利润增长率	25.01%	22.57%	33.25%	30.89%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	31.39%	20.59%	32.03%	28.93%
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	3078.75	2735.88	2342.68	1931.71	毛利率	86.63%	86.76%	87.15%	87.49%
无形资产和开发支出	279.26	273.00	266.74	260.48	三费率	58.58%	58.78%	58.27%	58.47%
其他非流动资产	212.85	212.27	211.69	211.11	净利率	23.80%	23.00%	23.77%	23.90%
资产总计	18039.38	22214.18	27827.75	35130.80	ROE	20.65%	20.61%	21.96%	22.79%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.25%	18.17%	19.33%	20.04%
应付和预收款项	1452.63	1832.35	2355.33	3003.56	ROIC	30.38%	28.57%	32.18%	34.39%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.57%	28.12%	28.79%	28.51%
其他负债	643.54	796.62	985.42	1236.28	营运能力				
负债合计	2096.17	2628.97	3340.74	4239.84	总资产周转率	0.85	0.87	0.90	0.94
股本	2832.65	3682.44	3682.44	3682.44	固定资产周转率	7.53	7.96	9.73	14.23
资本公积	986.92	137.13	137.13	137.13	应收账款周转率	5.02	4.95	5.06	5.06
留存收益	12076.39	15573.43	20286.99	26444.57	存货周转率	2.58	2.59	2.59	2.60
归属母公司股东权益	15367.82	18864.52	23578.09	29735.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.43%	—	—	—
少数股东权益	575.39	720.69	908.92	1155.30	资本结构				
股东权益合计	15943.21	19585.21	24487.01	30890.96	资产负债率	11.62%	11.83%	12.01%	12.07%
负债和股东权益合计	18039.38	22214.18	27827.75	35130.80	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.06	7.35	7.59	7.80
					速动比率	6.67	6.97	7.21	7.43
					股利支付率	9.85%	10.12%	9.18%	9.35%
					每股指标				
					每股收益	0.87	1.06	1.41	1.84
					每股净资产	4.33	5.32	6.65	8.39
					每股经营现金	0.69	0.59	0.74	0.88
					每股股利	0.09	0.11	0.13	0.17
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	4091.31	4933.79	6514.29	8399.06					
PE	72.01	59.53	44.63	34.10					
PB	14.53	11.83	9.46	7.50					
PS	16.74	13.20	10.24	7.86					
EV/EBITDA	42.46	45.66	34.22	26.22					
股息率	0.14%	0.17%	0.21%	0.27%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn