

2019年03月29日

证券研究报告·公司研究报告

量子生物(300149) 农林牧渔

买入(首次)

当前价: 16.88元

目标价: 23.20元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

微生态健康与 CRO 双轮驱动，未来业绩有望高速增长

投资要点

- 推荐逻辑:** 在 2018 年并购睿智化学后，量子生物进入医药外包行业，成为领军企业之一。原有微生态健康业务块增长稳定，双业务驱动下公司未来业绩有望高速增长。
- 业绩现边际拐点，睿智化学并表后业绩表现突出:** 受益于睿智化学并表，预计公司 2018 年营业收入 14.10 亿元(+411.9%)，归母净利润 1.91 亿元(+230.0%)。睿智化学是生物医药研发外包排名前列的公司，其化药与生物药临床前 CRO 业务国内排名前三。公司主要优势在于立足中国，面向世界，整合了产业链上的各项能力和国内外的技术人力资源。预计睿智化学接下来仍将受益于医药 CRO 行业的高速发展而维持高速增长。海外市场方面：根据南方所的预测，2017 年全球 CRO 销售额达 350 亿美元，2021 年全球 CRO 销售额将达 479 亿美元，期间年均复合增长率为 8%。高昂的本土研发与运营成本成为跨国药企的负担，而中国的研究费用仅为发达国家的 30%-60%，具有成本优势，因此全球的医药研发活动正向中国和其他低成本国家转移。国内市场方面：我国制药企业处于由“仿制药”向“创新药”战略转变的历史阶段。根据南方所预测，2017 年中国 CRO 市场销售额达 559 亿元，2021 年市场销售额将达 1165 亿元，期间年均复合增长率为 20%，我国 CRO 产业将实现跨越式发展。作为国内最大的 CRO 公司之一，我们认为睿智化学将受益于行业的高速发展。
- 微生态健康板块未来前景广阔:** 并购睿智化学前的量子高科是全球极少数掌握酶工程、菌种选育、工艺开发、分析检测等全产业链核心技术的益生元企业，主打产品包括低聚半乳糖、低聚果糖等微生态营养品，可以在满足人们对糖类的需求下，提供“减糖、高纤、提高肠道免疫力”等更加健康的方式，促进有益菌的生长，这是健康产业下的新的突破点，客户的需求开发尚未开启，有很大的增长潜力。
- 盈利预测与投资建议:** 睿智化学作为 CRO 行业龙头，受益于全球行业高速发展，未来业绩有望维持高速增长，公司原有益生元业务同样前景广阔。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.32 元、0.52 元、0.72 元。由于公司涉及医药外包和益生元生产两部分业务，因此我们对其采取分部估值。参考可比公司 2019 年平均估值，给予睿智化学 50 倍 PE、量子高科 21 倍 PE，合计量子生物总体估值 116 亿，对应目标价 23.2 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 并购整合或不及预期，益生元市场拓展或不及预期，CDMO 项目投产进度或不及预期，睿智化学业绩实现或不及承诺。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	275.35	996.97	1747.52	2112.16
增长率	6.46%	262.07%	75.28%	20.87%
归属母公司净利润(百万元)	57.81	161.25	262.11	357.53
增长率	-11.04%	178.93%	62.55%	36.40%
每股收益 EPS(元)	0.12	0.32	0.52	0.72
净资产收益率 ROE	6.74%	12.55%	17.30%	19.64%
PE	146	52	32	24
PB	10.39	6.69	5.66	4.70

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: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@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)	5.00
流通 A 股(亿股)	4.05
52 周内股价区间(元)	13.86-23.02
总市值(亿元)	84.36
总资产(亿元)	33.73
每股净资产(元)	4.29

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：微生态健康龙头+医药研发生产外包服务领军者.....	1
2 行业分析：微生态健康和 CRO 行业蓬勃发展.....	2
2.1 益生元行业引领新趋势，食品消费类需求旺盛.....	2
2.2 CRO 行业规模不断加速，公司转型生物外包前景广阔.....	3
3 公司分析：巩固行业龙头地位，发展前景良好.....	4
4 财务分析：三费率有望持续降低.....	5
5 盈利预测与估值.....	6
6 风险提示.....	8

图 目 录

图 1: 睿智化学和量子高科净利润	1
图 2: 公司 2014 年以来营业总收入及增速	2
图 3: 公司 2014 年以来净利润及增速	2
图 4: 益生元市场规模及增速	2
图 5: 中国 CRO 行业规模及增速	3
图 6: 全球 CRO 行业规模及增速	3
图 7: 2017 年我国 CRO 市场份额	4
图 8: 行业人均产出对比	5
图 9: 行业毛利率对比	5
图 10: 公司销售毛利率	5
图 11: 公司三费占营业收入比率	6

表 目 录

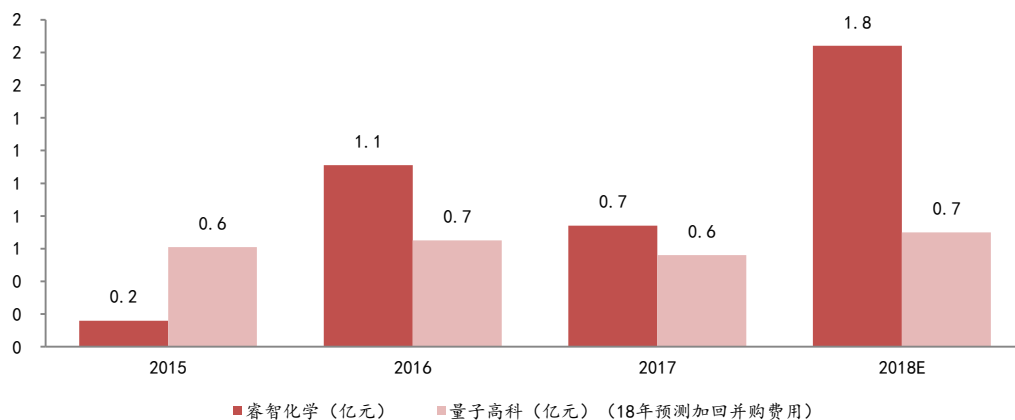
表 1: 分业务收入及毛利率	6
表 2: 相关可比公司盈利及估值情况 (2019 年 3 月 25 日收盘价)	7
附表: 财务预测与估值	9

1 公司概况：微生态健康龙头+医药研发生产外包服务领军者

量子生物原主营是食品消费板块中的微生态营养产品，主打益生元类产品，主要生产低聚果糖、低聚半乳糖两类核心产品，对人体有提高免疫力的功能，是全国益生元产业龙头。在 2018 年 5 月并购睿智化学之后，公司成为医药研发外包服务领域的领军企业。

并购完成之后，公司主营业务结构有两大部分，医药研发生产外包服务+微生态健康（主要为益生元）产品。在利润构成中，睿智化学的利润贡献了大部分的利润，预计 2018 年睿智化学净利润为 1.8 亿元，其中 6-12 月并表利润 1.4 亿。量子高科原业务净利润约为 0.7 亿元，另外扣除财务费用及并购带来的一次性费用约 0.5 亿元后，2018 年归母净利润 1.6 亿。

图 1：睿智化学和量子高科净利润

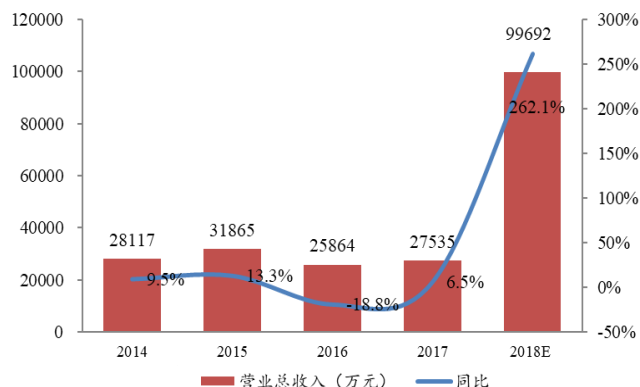


数据来源：Wind，西南证券整理

公司 2017 年营收在 2.7 亿元左右，在并购了睿智化学之后，公司的营收结构和成长空间发生了巨大变化，目前的业绩状况：

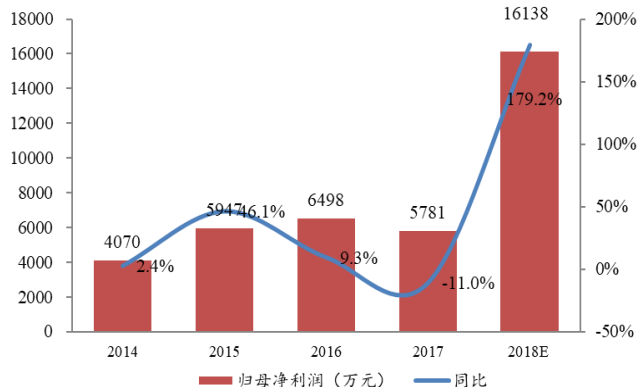
- 公司原有的益生元产品营业收入和利润增速较平稳，预计未来三年复合增速略高于 10%。
- 并购时，睿智化学向上市公司承诺的业绩为：2018 年、2019 年、2020 年实现的当年净利润为分别不低于 1.65 亿元，2.0 亿元及 2.3 亿元。2018 年预计实现净利润 1.8 亿元，大幅高于承诺值。

图 2：公司 2014 年以来营业总收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2014 年以来净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

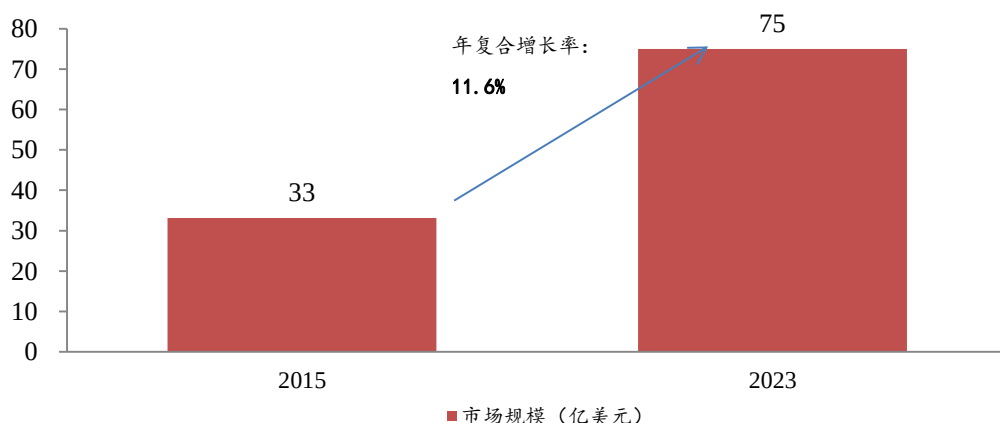
2 行业分析：微生态健康和 CRO 行业蓬勃发展

2.1 益生元行业引领新趋势，食品消费类需求旺盛

微生态营养引领食品行业的新趋势，目前无天花板。将益生元加入乳制品、饮料、糖果、保健品等食品中可使其营养价值上升，能够促进有益菌的繁殖，抑制有害菌种。公司的主打产品低聚果糖和低聚半乳糖是替代葡萄糖和白糖的低聚糖类，糖尿病病人、肥胖症患者、婴幼儿亦可以食用，有很好的保健效果。将产品和其他的食品相结合，引领健康的糖类食品发展，引起产业革命，这方面的需求目前看不到天花板。

公司是益生元行业的龙头企业，主要客户有伊利、蒙牛，保健品行业中的无极限、完美中国等。全球益生元的市场规模年复合增长率为 11.6%，公司凭着品牌和技术优势，增速有望略高于行业增速。

图 4：益生元市场规模及增速



数据来源：Global Market Insights，西南证券整理

2.2 CRO 行业规模不断加速，公司转型生物外包前景广阔

中国医药研发外包服务（CRO）行业处高景气阶段：

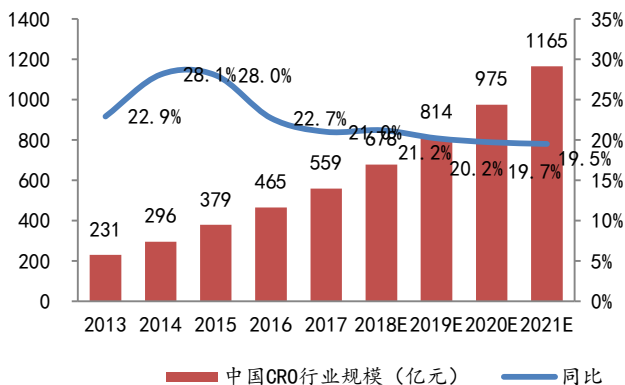
海外市场方面：根据南方所的预测，2017 年全球 CRO 销售额达 350 亿美元，2021 年全球 CRO 销售额将达 479 亿美元，期间年均复合增长率为 8.0%。高昂的本土研发与运营成本成为跨国药企的负担，而中国的研究费用仅为发达国家的 30%-60%，具有成本优势，因此全球的医药研发活动正向中国和其他低成本国家转移。

国内市场方面：我国制药企业处于由“仿制药”向“创新药”战略转变的历史阶段。根据南方所预测，2017 年中国 CRO 市场销售额达 559 亿元，2021 年市场销售额将达 1165 亿元，期间年均复合增长率为 20.3%，我国 CRO 产业将实现跨越式发展。

从产业链上看，全球药物研发 CRO 服务公司众多，市场集中度低。由于研发外包需要极高信用度和时效性，未来市场份额将逐渐向龙头品牌企业集中。公司并购的睿智化学在外包领域排名全国前列，我们认为公司将受益与行业的高速发展。

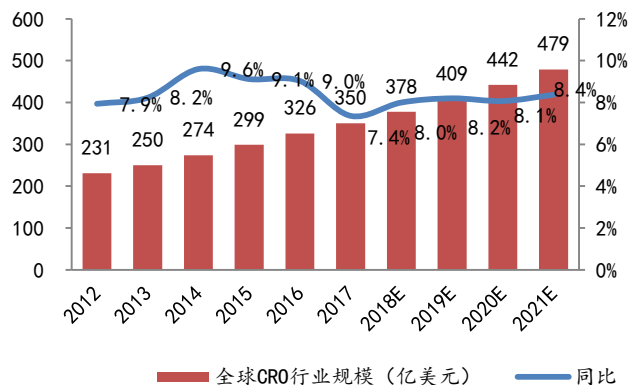
由于具有顺应市场需求、节省药物研发费用和时间、便于管理等优势，规模药物研发服务企业一般会将“创新药物研发服务全产业链服务能力”作为其发展目标。睿智化学的强势项目是临床前 CRO，目前公司正在大力发展下游开发生产外包服务业务（CDMO），通过临床前 CRO 实现项目导流，将进入公司的上游项目留存在公司内完成下游开发和未来的商业化生产。

图 5：中国 CRO 行业规模及增速



数据来源：药明康德招股说明书，西南证券整理

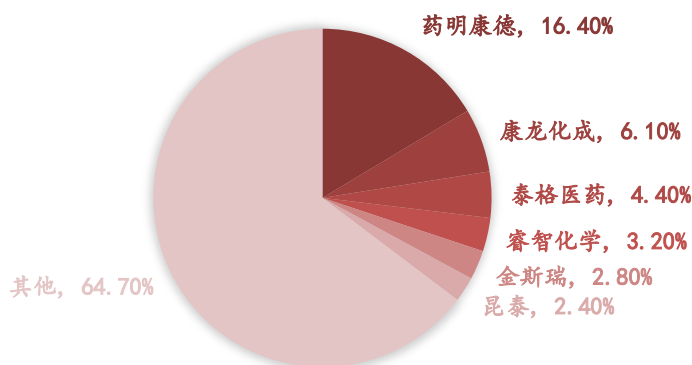
图 6：全球 CRO 行业规模及增速



数据来源：药明康德招股说明书，西南证券整理

我国 CRO 市场中，药明康德、康龙化成、泰格医药、睿智化学为行业龙头企业。睿智化学在化药与生物药临床前 CRO 领域居前三位。

图 7：2017 年我国 CRO 市场份额



数据来源：Wind，西南证券整理

睿智化学进军生物大分子药物研发生产外包领域。生物大分子药物目前是医药外包服务中发展最快的细分领域。公司 2010 年即布局了生物药早期发现平台，是国内最早布局生物药临床前 CRO 的企业之一，同时 2015 年构建了开始构建生物药研发生产外包项目，目前在建 4 条 500 升和 4 条 2000 升的原液开发、生产线、配套 2 条无菌灌装线和冻干粉针线及 1 条预充针灌装线。未来两年内，将公司的生物药 CDMO 反应器规模由现有约 450 升提升至约 10450 升，进入国内生物药 CDMO 领域第一梯队。

3 公司分析：巩固行业龙头地位，发展前景良好

量子生物主要有两个核心子公司，睿智化学和量子高科：

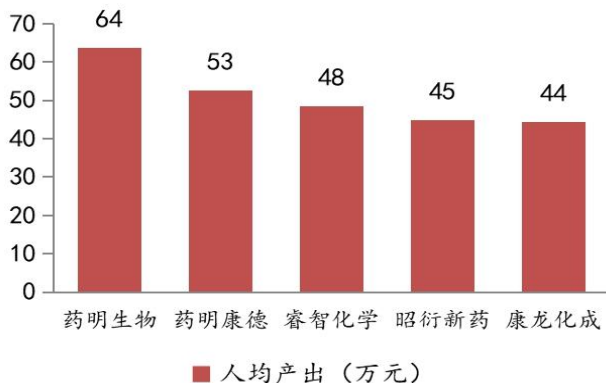
睿智化学：行业龙头，受益行业高景气

睿智化学属于国内生物临床前 CRO（合同研发组织）前三甲的企业，下属子公司凯惠药业、凯惠睿智分别发展小分子 CMO（合同加工组织）和大分子 CDMO（合同开发生产组织）的业务，其中主营 CRO 占比 87%。

睿智化学国外客户占主要地位。2018 年半年报中，国际业务收入占比为 65%，国内业务收入占比为 35%。

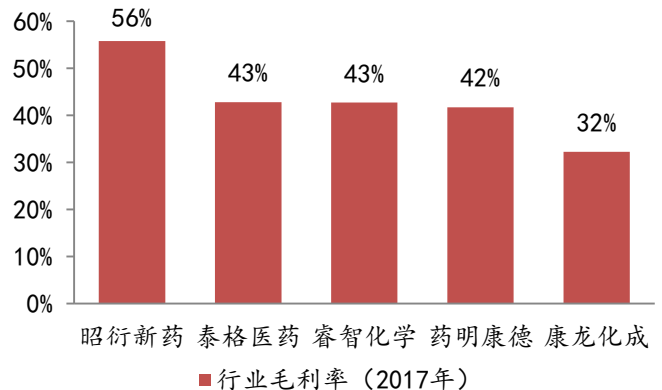
公司人均收入和毛利率这两个体现管理能力的重要指标均处行业前列，与主要竞争对手类似。

图 8：行业人均产出对比



数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 9：行业毛利率对比



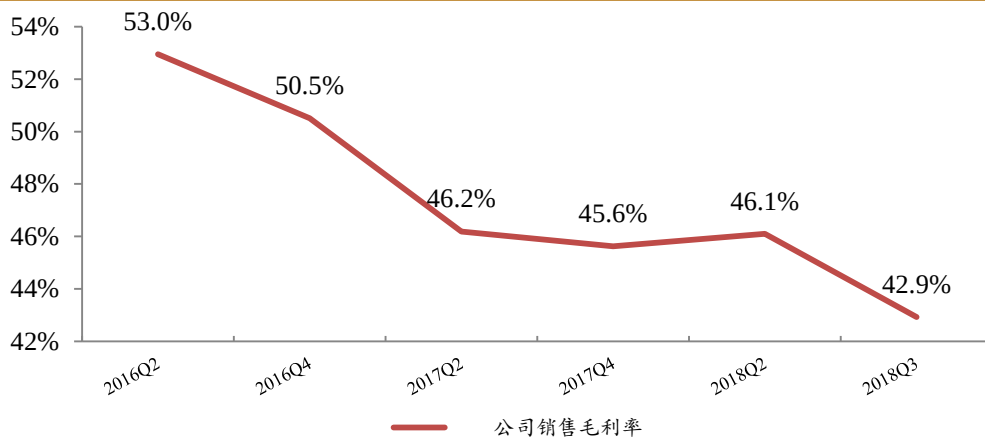
数据来源：各公司公告，西南证券整理

量子高科：健康新概念，行业领先

量子高科是量子生物重组之前的一家专注于微生态健康的高新技术企业，主打产品低聚果糖、低聚半乳糖替代精制糖，使人在满足对糖类的口感的同时，减少血液中糖的浓度，同时也是人体中有益菌种的养料，抑制有害菌种的生成。

量子高科在 2018 年 6 月收购睿智化学前一直保持产品毛利率 50±5%，其他糖类公司毛利率仅 26% 左右，公司健康的概念和技术的优势使其拥有很高的毛利润以及护城河。

图 10：公司销售毛利率

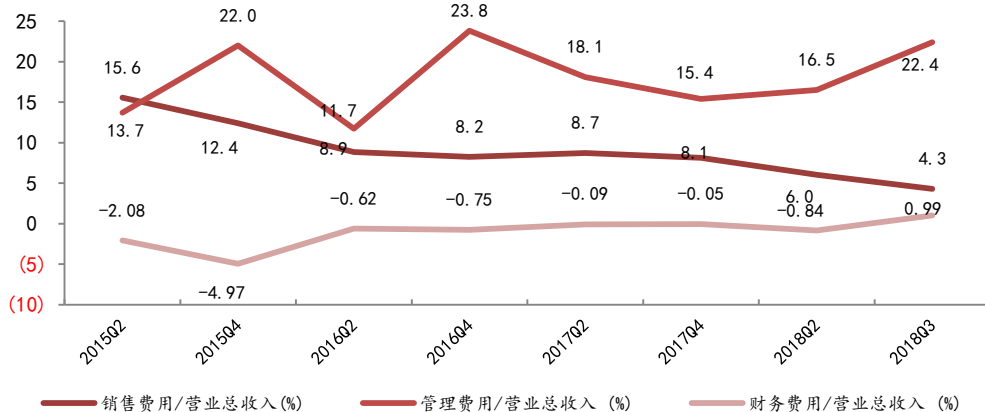


数据来源：wind，西南证券整理

4 财务分析：三费率有望持续降低

从三费占营收的比率来看，公司过往财务费用控制很好，并没有利息支出，2018 年下半年开始，由于并购睿智化学开始产生一定的财务费用，预计未来三年财务费用绝对金额可能维持在 5000 万/年左右。管理费用率波动较大，2018 年由于睿智化学的收购，管理费用上涨。同时睿智化学的并表让销售费用率从 2015 年的 15.6% 降至 2018 年 Q3 的 4.3%，预计未来维持较低比例。总体来看，并购睿智化学带来公司三费率的剧烈波动，预计未来随着收入的增长和规模优势的体现，三费率有望持续降低。

图 11: 公司三费费占营业收入比率



数据来源: wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设:

1) 睿智化学

受益 CRO 行业高景气度, 公司化学和生物 CRO 业务维持增长, 同时伴随着公司整合的完成, 员工积极性的提高, 这两项业务可能加速增长。假设 2018-2020 年生物 CRO 业务收入增速分别为 19.1%、22.1%、25.5%, 化学 CRO 业务收入增速分别为 3.5%、5.3%、5.8%。毛利率维持稳定。

生物大分子药物 CDMO 业务进入收获期, 大分子 CDMO 订单放量, 这项业务可以维持高速增长, 假设 2018-2020 年收入增速为 180.0%、90.0%、60.0%, 同时由于规模效应, 毛利率逐步提升。

小分子 CMO 业务受益于公司上游订单的推进, 假设 2018-2020 年收入增速分别为 22.5%、23.8%、24.5%, 毛利率受益于规模优势, 逐渐提升。

2) 量子高科

持续巩固国内益生元龙头地位, 假设 2018-2020 年收入增速较为稳定, 增速维持在 12.5%, 毛利率受益于产能利用率的提升而稳步提升。

基于以上假设, 我们预计公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元			2017A	2018E	2019E	2020E
睿智化学	生物 CRO	收入	486.5	579.4	707.5	887.9
		增速	17.9%	19.1%	22.1%	25.5%
		毛利率	46.6%	46.8%	48.5%	49.6%
	化学 CRO	收入	327.1	338.5	356.5	377.1
		增速	-4.0%	3.5%	5.3%	5.8%

单位: 百万元			2017A	2018E	2019E	2020E
	大分子 CDMO	毛利率	24.3%	24.6%	26.7%	27.4%
		收入	24.2	67.9	129.0	206.3
		增速	219.4%	180.0%	90.0%	60.0%
		毛利率	-9.9%	4.2%	8.5%	11.4%
	小分子 CMO	收入	118.9	145.7	180.3	224.5
		增速	20.5%	22.5%	23.8%	24.5%
		毛利率	20.5%	22.5%	23.2%	23.5%
	量子高科	收入	265.3	298.5	335.8	377.7
		增速	7.3%	12.5%	12.5%	12.5%
		毛利率	46.0%	46.4%	46.5%	47.1%
其他		收入	10.1	38.4	38.4	38.4
		增速	-11.5%	281.8%	0.0%	0.0%
		毛利率	34.9%	36.1%	37.3%	38.5%
合计		收入	275.3	996.9	1747.5	2112.1
		增速	6.5%	262.1%	75.3%	20.9%
		毛利率	45.6%	38.1%	37.9%	38.5%

数据来源: Wind, 西南证券

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 1.6 亿、2.6 亿、3.6 亿, EPS 分别为 0.32 元、0.52 元、0.72 元, 对应 PE 分别为 52 倍、32 倍、24 倍。

由于公司涉及 CRO 和益生元两大业务, 所以我们对公司进行分部估值, 按利润比例分摊公司并购睿智化学财务费用之后, 预计睿智化学、量子高科净利润分别为 2.1 亿和 0.5 亿元。医药外包和食品营养行业可比公司的 2019 年平均估值分别为 50.3 和 20.6 倍 PE。参考行业平均估值, 给予睿智化学 50 倍 PE、估值 105 亿, 量子高科 21 倍 PE、估值 11 亿, 合计量子生物总体估值 116 亿, 对应目标价 23.2 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 2: 相关可比公司盈利及估值情况 (2019 年 3 月 25 日收盘价)

所属行业	代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润一致预期 (亿元)				PE			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
医药外包 服务	300759.SZ	康龙化成	266.00	230.86	340.08	489.52	684.40	121.0	82.0	57.0	40.8
	603127.SH	昭衍新药	83.67	76.45	108.34	153.75	214.02	96.4	68.0	47.9	34.4
	603259.SH	药明康德	1106.00	1227.09	2260.52	2247.20	2912.63	92.0	49.9	49.0	38.7
	300347.SZ	泰格医药	308.00	301.01	476.30	662.00	926.00	104.1	65.8	47.4	33.9
均值								103.4	66.5	50.3	37.0
益生元 生产	600298.SH	安琪酵母	218.00	847.19	856.67	1041.07	1224.51	31.83	24.27	21.06	17.91
	300138.SZ	晨光生物	36.42	142.83	145.28	231.18	295.52	32.58	20.37	16.07	12.57
	300146.SZ	汤臣倍健	328.00	766.26	1002.18	1292.85	1612.37	28.82	24.90	24.76	19.85
均值								31.08	23.18	20.63	16.78

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

并购整合或不及预期，益生元市场拓展或不及预期，CDMO 项目投产进度或不及预期，睿智化学业绩实现或不及承诺。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	275.35	996.97	1747.52	2112.16	净利润	56.27	161.25	262.11	357.53
营业成本	149.74	617.05	1085.92	1299.39	折旧与摊销	20.49	16.70	16.70	16.70
营业税金及附加	4.51	15.63	28.08	33.76	财务费用	-0.44	0.02	25.04	30.31
销售费用	22.41	75.37	132.11	138.77	资产减值损失	0.64	0.00	0.00	0.00
管理费用	49.48	127.81	196.25	237.20	经营营运资本变动	191.23	-489.12	-519.55	-252.82
财务费用	-0.44	0.02	25.04	30.31	其他	-204.76	-30.00	-28.00	-51.00
资产减值损失	0.64	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	63.43	-341.16	-243.70	100.72
投资收益	17.26	30.00	30.00	50.00	资本支出	-4.72	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-63.95	30.00	30.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-68.67	30.00	30.00	50.00
营业利润	70.73	191.10	310.13	422.73	短期借款	0.00	0.00	176.98	-31.52
其他非经营损益	-5.48	-1.39	-1.76	-2.11	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	65.26	189.70	308.37	420.62	股权融资	5.01	300.00	0.00	0.00
所得税	8.98	28.46	46.25	63.09	支付股利	-21.11	-11.56	-32.25	-52.42
净利润	56.27	161.25	262.11	357.53	其他	201.42	-0.02	-25.04	-30.31
少数股东损益	-1.54	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	185.33	288.42	119.69	-114.26
归属母公司股东净利润	57.81	161.25	262.11	357.53	现金流量净额	179.97	-22.74	-94.01	36.46
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	291.50	268.76	174.75	211.22	成长能力				
应收和预付款项	66.64	242.01	428.23	518.73	销售收入增长率	6.46%	262.07%	75.28%	20.87%
存货	24.78	102.12	177.71	214.04	营业利润增长率	-4.87%	170.16%	62.29%	36.31%
其他流动资产	124.42	450.48	789.61	954.37	净利润增长率	-13.33%	186.54%	62.55%	36.40%
长期股权投资	23.72	23.72	23.72	23.72	EBITDA 增长率	-4.84%	128.92%	69.32%	33.50%
投资性房地产	38.42	38.42	38.42	38.42	获利能力				
固定资产和在建工程	156.78	145.24	133.71	122.17	毛利率	45.62%	38.11%	37.86%	38.48%
无形资产和开发支出	43.24	38.11	32.97	27.84	三费率	25.95%	20.38%	20.22%	19.24%
其他非流动资产	273.68	273.65	273.63	273.60	净利率	20.44%	16.17%	15.00%	16.93%
资产总计	1043.18	1582.50	2072.75	2384.11	ROE	6.74%	12.55%	17.30%	19.64%
短期借款	0.00	0.00	176.98	145.45	ROA	5.39%	10.19%	12.65%	15.00%
应付和预收款项	18.21	84.18	143.83	170.79	ROIC	14.46%	31.96%	26.66%	25.79%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.97%	20.84%	20.13%	22.24%
其他负债	189.52	213.19	236.95	247.76	营运能力				
负债合计	207.73	297.37	557.76	564.01	总资产周转率	0.30	0.76	0.96	0.95
股本	422.10	472.10	472.10	472.10	固定资产周转率	1.83	6.71	12.76	16.84
资本公积	85.25	335.25	335.25	335.25	应收账款周转率	5.72	9.12	7.37	6.27
留存收益	304.23	453.91	683.78	988.88	存货周转率	6.32	9.72	7.71	6.58
归属母公司股东权益	811.58	1261.27	1491.13	1796.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.97%	—	—	—
少数股东权益	23.87	23.87	23.87	23.87	资本结构				
股东权益合计	835.45	1285.13	1514.99	1820.10	资产负债率	19.91%	18.79%	26.91%	23.66%
负债和股东权益合计	1043.18	1582.50	2072.75	2384.11	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	31.73%	25.79%
					流动比率	19.66	9.21	4.18	4.97
					速动比率	18.70	8.33	3.71	4.41
					股利支付率	36.51%	7.17%	12.30%	14.66%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	90.78	207.81	351.86	469.74	每股收益	0.12	0.32	0.52	0.72
PE	145.93	52.32	32.19	23.60	每股净资产	1.62	2.52	2.98	3.59
PB	10.39	6.69	5.66	4.70	每股经营现金	0.13	-0.68	-0.49	0.20
PS	30.64	8.46	4.83	3.99	每股股利	0.04	0.02	0.06	0.10
EV/EBITDA	71.00	35.18	21.55	16.00					
股息率	0.25%	0.14%	0.38%	0.62%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn