

业绩超市场预期，创新成果逐步落地

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2019 年上半年实现营业收入 18.7 亿元，同比增长 57%；实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 61.6%；实现扣非净利润为 1 亿元，同比增长 105.5%。
- **业绩超过市场预期，营销模式转变凸显成效。** 1) **注重学术营销:** 为适应两票制政策，公司自 2016 年开始进行营销体制改革，确定并执行了“学术营销、品牌营销、渠道营销、终端为王”的营销战略，2018 年度产品在销医院从 1.2 万家增长到 2.4 万家，学术会议场次从 458 场增长到 3915 场。2019 年度公司更加聚焦核心产品及核心领域的学术建设，坚持用学术引领品牌推广，2019H1 新增覆盖各级别医院 2000 余家，开展学术活动 2300 多场。2) **重塑利益分配:** 公司 2018 年开始建立联合管理办公室以加强渠道管控，2019 年大力推行“合伙+自营”多元化营销模式，随着旧品种销量增速放缓、新品种获批上市，公司拟逐步改变过低扣率的结算方式，以共同管理、共同维护、开发上量为重点与经销伙伴共同成长并重塑利益分配。3) **重点品种高速增长:** 公司重点产品甲磺酸多拉司琼注射液同比增长 259.4%，聚普瑞辛颗粒同比增长超过 142.9%，复方氨基酸注射液增长 119.7%，羧苄唑啉美利曲辛片、盐酸纳美芬注射液、精氨酸谷氨酸注射液以及甲泼尼龙同比增长超过 50%，新品种全营达同比增长 217 倍。
- **肠外产品结构逐步改善，增量仿制品种接连获批。** 1) **肠外营养结构改善:** 公司传统肠外营养品种占到总收入的比重逐年下降，2012 年该比重约为 70%，2017 年约为 38%，2018 年约为 30%；近年来，公司双腔袋产品“和怡安”以及三腔袋产品“全营达”、“全享”接连获批，作为高端肠外营养制剂竞争格局良好，国产替代空间广阔，将会极大改善肠外营养产品结构和盈利能力；2) **增量仿制品种接连获批:** 2012-2018 年，公司累计获批 22 款仿制药。截至 2019H1 公司在研制剂项目 68 个，其中仿制药 58 个，创新药 7 个，生物药 2 个，特殊医学用途配方食品 1 个；主要涉及 4 个治疗领域，消化道及代谢 27 个、神经系统 6 个、呼吸系统 6 个、心血管系统 9 个、其他领域 20 个。
- **创新药研发体系成形，创新药品种瓜熟蒂落。** 1) **创新药研发体系成形:** 从 2004 年前后的特色专科用药仿制研发，到 2012 年前后针对中国市场成熟靶点的 me-too/me-better 仿创研发，到 2019 年起的国际前沿开发及引进合作，海思科深耕特色专科的创新药研发体系日臻成熟。2) **创新药品种瓜熟蒂落:** HSK-3486 为丙泊酚 me-better 药物，在胃肠镜检查适应症上改善了注射疼痛、呼吸抑制、低血压、脂肪乳代谢负担等临床不足，已于 7 月底向中国 NMPA 提交上市申请，并拟与美国 FDA 沟通开展三期临床试验；HC-1119 为与海创药业合作的氘代恩杂鲁胺，通过改善原研药的 PK 预期可降低癫痫发生率，当前处于三期临床；HSK-7653 为两周给药一次的长效 DPP-4 抑制剂，目前处于二期临床。
- **盈利预测与评级。** 预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 5 亿、6.3 亿、7.4 亿元，对应当前 184 亿元市值，PE 分别为 37 倍、29 倍、25 倍。看好公司存量仿制产品结构改善，逐步摆脱营养用药拖累；创新业务聚焦细分专科小分子，HSK-3486 报产获得受理；叠加营销体系改革，为推进仿创研发和转型学术推广留存利润。参考可比公司 2019 年平均 PE，给予海思科 2019 年 45 倍，对应目标价为 20.7 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 创新药研发进展及上市进度或不及预期、仿制药带量采购价格降幅或超预期、税收优惠政策延续性或不及预期等。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3426.66	4563.73	5601.66	6864.03
增长率	84.61%	33.18%	22.74%	22.54%
归属母公司净利润(百万元)	333.23	500.54	628.52	741.81
增长率	40.28%	50.21%	25.57%	18.03%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.46	0.58	0.69
净资产收益率 ROE	15.92%	23.64%	29.97%	36.83%
PE	55	37	29	25
PB	9.07	8.78	8.79	9.01

数据来源: Wind, 西南证券

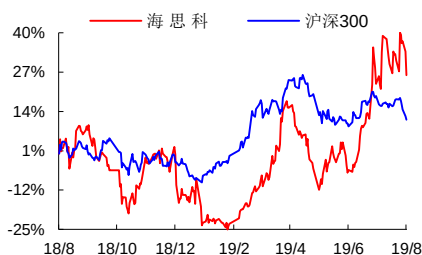
西南证券研究发展中心

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: 张林飞
 电话: 18116208016
 邮箱: zlf@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)	10.80
流通 A 股(亿股)	4.85
52 周内股价区间(元)	9.72-17.79
总市值(亿元)	183.75
总资产(亿元)	44.16
每股净资产(元)	1.90

相关研究

1 业绩超过市场预期，营销模式转变凸显成效

1) 注重学术营销：为适应两票制政策，公司自 2016 年开始进行营销体制改革，确定并执行了“学术营销、品牌营销、渠道营销、终端为王”的营销战略，2018 年度产品在销医院从 12098 家增长到 23989 家，学术会议场次从 458 场增长到 3915 场。2019 年度公司更加聚焦核心产品及核心领域的学术建设，坚持用学术引领品牌推广，2019H1 新增覆盖各级别医院 2000 余家，开展学术活动 2300 多场。

2) 重塑利益分配：公司 2018 年开始建立联合管理办公室以加强渠道管控，2019 年大力推行“合伙+自营”多元化营销模式，随着旧品种销量增速放缓、新品种获批上市，公司拟逐步改变过低扣率的结算方式，以共同管理、共同维护、开发上量为重点与经销伙伴共同成长并重塑利益分配。

3) 重点品种高速增长：公司重点产品甲磺酸多拉司琼注射液同比增长 259.4%，聚普瑞辛颗粒同比增长超过 142.9%，复方氨基酸注射液增长 119.7%，氟哌噻吨美利曲辛片、盐酸纳美芬注射液、精氨酸谷氨酸注射液以及甲泼尼龙同比增长超过 50%，新品种全营达同比增长 217 倍。

表 1：公司现有产品管线

治疗领域	产品名称	治疗领域	产品名称
营养输液	中长链脂肪乳氨基酸（16）葡萄糖（16%）注射液	肿瘤止吐药	甲磺酸多拉司琼注射液
	脂肪乳氨基酸（17）葡萄糖（11%）注射液		盐酸帕洛诺司琼注射液
	中/长链脂肪乳注射液（C8-24）	神经系统	注射用盐酸罗哌卡因
	肠外营养注射液（25）		氟哌噻吨美利曲辛片
	复方氨基酸注射液（18AA-VII）、（20AA）		盐酸纳美芬注射液
	注射用脂溶性维生素（II）/注射用水溶性维生素组合	心血管	盐酸马尼地平片
	注射用脂溶性维生素（I）、（II）		马来酸桂哌齐特注射液
	多种微量元素注射液	其他药物	注射用甲泼尼龙琥珀酸钠
	转化糖注射液		羟乙基淀粉 200/0.5 氯化钠注射液
	转化糖电解质注射液		富马酸卢帕他定片
抗生素	注射用复方维生素（3）		盐酸乙酰左卡尼汀片
	注射用头孢哌酮钠他唑巴坦钠	消化系统	多烯磷脂酰胆碱注射液
	注射用盐酸头孢替安		精氨酸谷氨酸注射液（玻瓶//非 PVC 软袋
	注射用头孢美唑钠		注射用艾司奥美拉唑钠
	注射用盐酸头孢甲肟		恩替卡韦胶囊
	注射用头孢地嗪钠		富马酸替诺福韦二吡呋酯片
	注射用夫西地酸钠、夫西地酸钠软膏		聚普瑞辛颗粒

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

2 肠外产品结构逐步改善，增量仿制品种接连获批

1) 肠外营养结构改善：公司传统肠外营养品种占到总收入的比重逐年下降，2012 年该比重约为 70%，2017 年约为 38%，2018 年约为 30%；近年来，公司双腔袋产品“和怡安”以及三腔袋产品“全营达”、“全享”接连获批，作为高端肠外营养制剂竞争格局良好，国产替代空间广阔，将会极大改善肠外营养产品结构和盈利能力；

表 2：公司双腔袋和三腔袋产品

通用名	脂肪乳氨基酸（17）葡萄糖（11%）注射液	中长链脂肪乳氨基酸（16）葡萄糖（16%）注射液	肠外营养注射液（25）
图示			
商品名	全营达	全享	和怡安
医保信息	国家医保乙类	——	地方医保
药品类别	肠外营养液	肠外营养液	肠外营养用药
药品规格	1440ml（20%脂肪乳注射液 255ml；复方氨基酸注射液 300ml；11%葡萄糖注射液 885ml）	1250ml（中长链脂肪乳注射液 250ml；复方氨基酸注射液 500ml；16%葡萄糖注射液 500ml）	20.72g（总氨基酸）/1000ml/袋
适应症	用于不能或功能不全或被禁忌经口/肠道摄取营养的成人患者。	当口服或肠内营养无法进行、不足或有禁忌时，本品为轻至中重度分解代谢的患者提供肠外营养治疗所需的能量，必需脂肪酸、氨基酸、电解质和液体。	不能或不能充分经口和/或经肠道摄取营养及必须经中心静脉营养时，本品可为患者补充水、电解质、氨基酸和热量。

数据来源：公司官网，西南证券整理

2) 增量仿制品种接连获批：2012-2018 年，公司累计获批 22 款仿制药。截至 2019H1 公司在研制剂项目 68 个，其中仿制药 58 个，创新药 7 个，生物药 2 个，特殊医学用途配方食品 1 个；主要涉及 4 个治疗领域，消化道及代谢 27 个、神经系统 6 个、呼吸系统 6 个、心血管系统 9 个、其他领域 20 个。

表 3：公司部分仿制药在研项目进度

仿制药				
序号	项目现状	治疗领域	项目名称	适应症
1	已申报生产 审评中	肠外营养	复方维生素注射液（13）	肠外营养补充水溶性和脂溶性维生素
2			氨基酸（15AA-I）/葡萄糖电解质注射液	适用于口服或肠内营养供给不能、不足或禁忌者，进行肠外营养补充热量、蛋白质和电解质。本品还可用于治疗负氮平衡。
3			复方维生素（3）注射液	适用于各种原因引起的维生素缺乏症，如饮食摄入不足、消耗性疾病、孕产妇和哺乳期妇女等，以补充本品所含的维生素。
4			复方氨基酸注射液（18AA-IX）	用于改善手术前后病人的营养状况及各种原因所致低蛋白血症

仿制药				
序号	项目现状	治疗领域	项目名称	适应症
5	已获临床批件	抗感染	恩曲他滨替诺福韦片	治疗成人和 12 岁（含）以上儿童的 HIV-1 感染
6			注射用醋酸卡泊芬净	适用于治疗对其它治疗无效或不能耐受的侵袭性曲霉菌病
7		麻醉	丙泊酚中/长链脂肪乳注射液	全身麻醉诱导和维持、重症监护患者辅助通气治疗时的镇静。
8			磺达肝癸钠注射液	手术中预防静脉血栓栓塞事件的发生
9		心脑血管	培哚普利叔丁胺片	治疗高血压与充血性心力衰竭等
10			替格瑞洛片	治疗急性冠脉综合征（不稳定性心绞痛、非 ST 段抬高心肌梗死或 ST 段抬高心肌梗死）
11			盐酸普拉克索缓释片	用于治疗特发性帕金森病的体征和症状
12		心脑血管	培哚普利吲达帕胺片	原发性高血压
13			雷诺嗪缓释片	慢性稳定型心绞痛的治疗
14		抗感染	地奈德乳膏	治疗的各种皮肤病，如接触性皮炎、神经性皮炎、脂溢性皮炎、湿疹、银屑病、扁平苔藓、单纯性苔藓、汗疱疹等引起的皮肤炎症和皮肤瘙痒。
15			卡泊三醇倍他米松软膏	主要用于适合局部治疗的稳定性斑块状银屑病
16	已获临床批件	呼吸系统	格隆溴铵吸入剂	慢性阻塞性肺疾病
17			马来酸茚达特罗格隆溴铵吸入粉雾剂	慢性阻塞性肺疾病
18		其他	阿伐那非片	治疗勃起障碍

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 创新药研发体系成形，创新药品种瓜熟蒂落

1) 创新药研发体系成形：从 2004 年前后的特色专科用药仿制研发，到 2012 年前后针对中国市场成熟靶点的 me-too/me-better 仿创研发，到 2019 年起的国际前沿开发及引进合作，海思科深耕特色专科的创新药研发体系日臻成熟。

图 1：公司仿创结合研发历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

2) 创新药品种瓜熟蒂落: HSK-3486 为丙泊酚 me-better 药物, 在胃肠镜检查适应症上改善了注射疼痛、呼吸抑制、低血压、脂肪乳代谢负担等临床不足, 于 7 月底向中国 NMPA 提交上市申请, 并拟与美国 FDA 沟通开展三期临床试验; HC-1119 为与海创药业合作的氘代恩杂鲁胺, 通过改善原研药的 PK 预期可降低癫痫发生率, 当前处于三期临床; HSK-7653 为两周给药一次的长效 DPP-4 抑制剂, 目前处于二期临床。

表 4: 公司创新药在研项目

药物	靶点	适应症	研发进展	备注
HSK-3486	GABA- α 激动剂, 丙泊酚 me-better	胃肠镜(中)	NDA	预计 2020H1 获批
		麻醉诱导(中)	3 期临床	2019.01 启动三期, 预计 2020H2 获批上市
		ICU 镇静(中)	1 期临床	2019.01 启动 1b 期临床
		麻醉诱导&ICU 镇静(美)	Pre-IND	与美国 FDA 沟通中
HC-1119	AR 受体抑制剂, 氘代恩杂鲁胺	前列腺癌三线(中)	3 期临床	2019.01 启动三期临床, 预计 2021 年提交 NDA
		前列腺癌一线(美)	3 期临床	
HSK-7653	长效 DPP-4 抑制剂	2 型糖尿病	2 期临床	2019.01 启动二期临床
HSK-16149	$\alpha 2 \delta$ 配体, 普瑞巴林 me-better	糖尿病、带状疱疹神经痛	1 期临床	
FTP-198		特发性肺纤维化 (IPF)	Pre-IND	
HSK-21542	kappa 受体抑制剂	外周术后镇痛	Pre-IND	
粪菌移植		抗肿瘤	前期研究	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 主力品种甲磺酸多拉司琼注射液, 依靠出厂价提升和终端学术推广, 预计 2019-2021 年收入增速分别为 110%、50%、35%, 毛利率分别为 55%、64%、66%;

假设 2: 主力品种多烯磷脂酰胆碱注射液, 作为独家品种享受相对稳定的价格体系, 预计 2019-2021 年收入增速分别为 5%、0%、0%, 毛利率分别为 58%、56%、54%;

假设 3: 首款创新药 HSK-3486 依靠明显临床优势, 于 2020H1 成功上市, 预计 2020-2021 年收入分别为: 1.5 亿元、3.5 亿元, 毛利率分别为 85%、85%;

假设 4: 其他营养用药下滑幅度趋缓, 新批仿制药品种逐步放量。

预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 5 亿、6.3 亿、7.4 亿元, 对应当前 184 亿元市值, PE 分别为 37 倍、29 倍、25 倍。看好公司存量仿制产品结构改善, 逐步摆脱营养用药拖累; 创新业务聚焦细分专科小分子, HSK-3486 报产获得受理; 叠加营销体系改革, 为推进仿创研发和转型学术推广留存利润。参考可比公司 2019 年平均 PE, 给予海思科 2019 年 45 倍, 对应目标价为 20.7 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值分析

代码	公司	市值 (亿元)	净利润 (亿元)		PE	
			2019E	2020E	2019E	2020E
600276.SH	恒瑞医药	2835	54.1	70.9	52	40
002422.SZ	科伦药业	438	15.7	19.5	28	22
300558.SZ	贝达药业	180	2.1	2.7	86	66
002773.SZ	康弘药业	286	8.9	11.1	32	26
可比公司平均值					50	39

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3426.66	4563.73	5601.66	6864.03	净利润	317.54	482.67	603.69	712.50
营业成本	1489.16	1651.44	1943.54	2389.65	折旧与摊销	73.47	141.01	146.78	152.06
营业税金及附加	53.89	72.65	89.04	108.97	财务费用	17.90	43.46	47.39	53.15
销售费用	1327.46	1796.89	2193.72	2692.92	资产减值损失	31.47	10.00	10.00	10.00
管理费用	187.04	249.11	305.76	374.67	经营营运资本变动	-58.37	-263.47	26.56	64.47
财务费用	17.90	43.46	47.39	53.15	其他	90.59	-42.04	-40.90	-29.21
资产减值损失	31.47	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	472.61	371.62	793.53	962.98
投资收益	29.51	30.00	30.00	20.00	资本支出	-189.42	-50.52	-60.76	-55.64
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-55.51	410.53	30.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-244.93	360.01	-30.76	-35.64
营业利润	323.96	520.18	642.21	754.66	短期借款	50.00	72.40	123.26	170.69
其他非经营损益	-0.93	-2.85	-2.86	-2.53	长期借款	255.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	323.03	517.33	639.35	752.13	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	5.49	34.66	35.66	39.63	支付股利	-299.49	-420.11	-631.05	-792.40
净利润	317.54	482.67	603.69	712.50	其他	-452.11	-88.55	-47.39	-53.15
少数股东损益	-15.69	-17.87	-24.83	-29.31	筹资活动现金流净额	-446.60	-436.27	-555.18	-674.86
归属母公司股东净利润	333.23	500.54	628.52	741.81	现金流量净额	-219.64	295.36	207.59	252.47
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	617.38	912.75	1120.33	1372.81	成长能力				
应收和预付款项	815.47	1096.28	1371.78	1657.32	销售收入增长率	84.61%	33.18%	22.74%	22.54%
存货	148.69	295.79	313.08	376.07	营业利润增长率	21.81%	60.57%	23.46%	17.51%
其他流动资产	395.06	19.36	23.76	29.11	净利润增长率	38.60%	52.00%	25.07%	18.02%
长期股权投资	290.79	290.79	290.79	290.79	EBITDA 增长率	21.30%	69.66%	18.69%	14.77%
投资性房地产	6.21	6.21	6.21	6.21	获利能力				
固定资产和在建工程	859.14	751.70	644.25	536.80	毛利率	56.54%	63.81%	65.30%	65.19%
无形资产和开发支出	623.98	641.45	663.39	674.93	三费率	44.72%	45.78%	45.47%	45.47%
其他非流动资产	609.14	608.63	608.12	607.61	净利率	9.27%	10.58%	10.78%	10.38%
资产总计	4365.86	4622.95	5041.71	5551.64	ROE	15.92%	23.64%	29.97%	36.83%
短期借款	650.00	722.40	845.66	1016.35	ROA	7.27%	10.44%	11.97%	12.83%
应付和预收款项	845.12	955.31	1175.51	1437.86	ROIC	23.95%	26.31%	28.48%	31.98%
长期借款	255.00	255.00	255.00	255.00	EBITDA/销售收入	12.12%	15.44%	14.93%	13.98%
其他负债	621.42	648.45	751.11	907.89	营运能力				
负债合计	2371.54	2581.16	3027.28	3617.10	总资产周转率	0.81	1.02	1.16	1.30
股本	1080.27	1080.27	1080.27	1080.27	固定资产周转率	4.91	6.33	9.13	13.57
资本公积	22.52	22.52	22.52	22.52	应收账款周转率	5.78	5.35	5.13	5.09
留存收益	1108.73	1189.16	1186.63	1136.04	存货周转率	9.90	7.30	6.33	6.89
归属母公司股东权益	2026.72	2092.06	2089.53	2038.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.04%	—	—	—
少数股东权益	-32.40	-50.27	-75.09	-104.40	资本结构				
股东权益合计	1994.32	2041.79	2014.43	1934.54	资产负债率	54.32%	55.83%	60.04%	65.15%
负债和股东权益合计	4365.86	4622.95	5041.71	5551.64	带息债务/总负债	38.16%	37.87%	36.36%	35.15%
					流动比率	0.96	1.03	1.05	1.04
					速动比率	0.89	0.90	0.93	0.93
					股利支付率	89.88%	83.93%	100.40%	106.82%
					每股指标				
					每股收益	0.31	0.46	0.58	0.69
					每股净资产	1.88	1.94	1.93	1.89
					每股经营现金	0.44	0.34	0.73	0.89
					每股股利	0.28	0.39	0.58	0.73
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	415.34	704.64	836.37	959.88					
PE	55.14	36.71	29.24	24.77					
PB	9.07	8.78	8.79	9.01					
PS	5.36	4.03	3.28	2.68					
EV/EBITDA	43.51	25.29	21.20	18.39					
股息率	1.63%	2.29%	3.43%	4.31%					

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。

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn