

切入 CXO 领域，产业布局进一步加强

投资要点

- **事件：2020年12月15日，公司发布公告以自有资金200万元投资设立浙江和沐康医药科技有限公司，持股比例为20%。**合资公司和沐康注册资金为1000万元，投资合作方为浙江和泽医药和杭州沐源生物分别持股51%、29%。三方各委派一名董事，董事长由杭州沐源生物委派；和泽医药将委派合资公司总经理（并担任法人），向董事会推荐财务负责人。
- **合作方实力优秀，助力公司打造CXO全产业链能力。**和泽医药成立于2006年，拥有超过300个项目开发经验（含一致性评价），目前在研及待审批的持证产品达50余个，下设4个子公司，业务涉及药品MAH持证及销售、药包材相容性及第三方检测、预BE/BE/临床I期研究和高端制剂研发，具备CRO-CMO-CSP-CSO全产业链闭环服务的能力；研发实力突出，拥有全国第一张药品研发机构《药品生产许可证》，2019年度位列中国医药研发公司20强第七。公司借助合作首先切入CRO领域，未来有望基于自身强大的生产能力及销售渠道，进一步拓展CMO/CDMO及CSO等板块，打造CXO全产业链能力。
- **依托研发团队，产品布局进一步加强。**公司近年来加强对研发的投入并取得显著的成果，共计取得了109个品种、191个药品生产批准文件，其中48个品种被列入国家医保目录，13个品种被列入国家基药目录。除了继续重点产品仿制药品种的质量和疗效一致性评价工作外，公司还加快在研项目注射用兰索拉唑、盐酸氨溴索注射液等药品的注册申报进度。2020年公司获得左卡尼汀注射液和注射用氟氯西林钠2个药品注册批件，进一步丰富产品管线。
- **积极布局高端医疗服务领域，拓展大健康产业链。**公司通过参股成美国国际医学中心间接投资博鳌超级医院，是公司进入高端医疗服务领域的首次尝试，未来将以博鳌超级医院为支点，积极拓展医疗服务领域，布局大健康产业链。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年归母净利润为2.1亿元/2.5亿元/2.9亿元，同比增速5%/17%/16%；EPS为0.30元/0.35元/0.40元，维持“持有”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，原材料价格上升的风险。

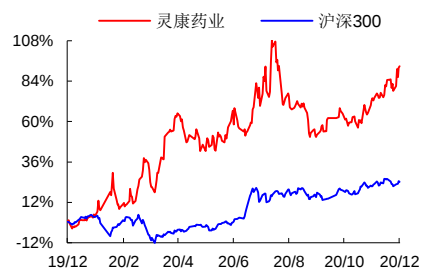
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1635.00	1206.58	1387.90	1588.16
增长率	-2.06%	-26.20%	15.03%	14.43%
归属母公司净利润（百万元）	201.59	212.04	247.42	287.84
增长率	10.34%	5.18%	16.68%	16.34%
每股收益EPS（元）	0.28	0.30	0.35	0.40
净资产收益率ROE	15.34%	14.27%	14.64%	14.92%
PE	35	33	28	24
PB	5.33	4.71	4.14	3.63

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
 执业证号：S1250520030002
 电话：021-68416017
 邮箱：duxu@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)	7.13
流通A股(亿股)	7.13
52周内股价区间(元)	6.97-11.96
总市值(亿元)	69.99
总资产(亿元)	20.55
每股净资产(元)	1.91

相关研究

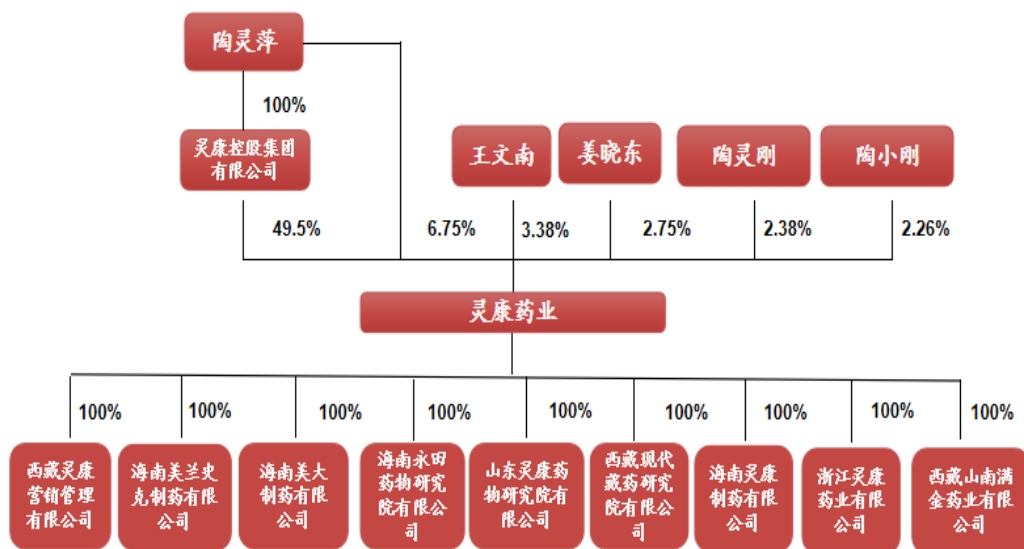
1. 灵康药业（603669）：业绩保持平稳，积极布局医疗服务领域（2020-04-21）

1 灵康药业：研产销一体创新医药企业

灵康药业是一家集医药研发、生产、销售、服务于一体的创新型企业集团，主要经营化药处方药，产品包括抗感染类药、消化系统药和肠外营养药三个领域，其多个产品处于细分市场龙头地位。集团旗下拥有 5 大药品生产基地、3 大医药研究院和多家医药销售公司，公司先后获得“国家级高新技术企业”“中国新型工业化贡献奖”“中国专利优秀奖”“实施名牌战略先进单位称号”“中国创新力医药企业”等荣誉，荣登“中国药品研发综合实力百强榜”。

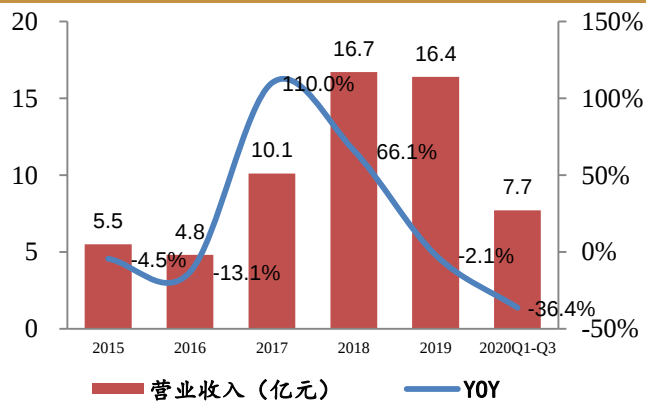
股权集中稳定。董事长陶灵萍通过直接持股 6.8% 及控股灵康控股，合计持股 56.3%，为公司实际控制人，陶灵萍与灵康控股、陶灵刚、陶小刚为一致行动人。公司股权结构集中，高层多年来身居经营和管理一线，促进公司长期稳定发展。

图 1：公司股权结构情况

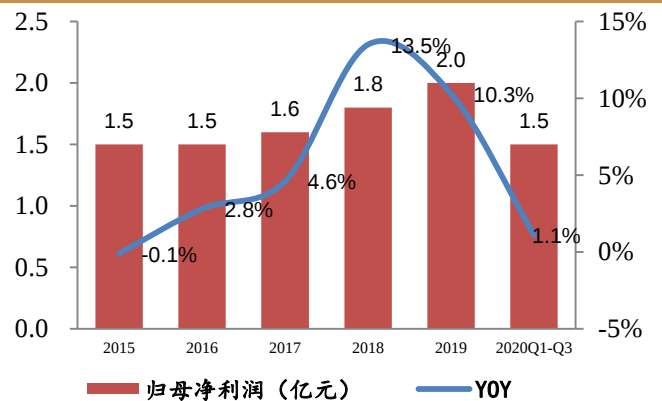


数据来源：Wind，截止 2020 年三季报，西南证券整理

营收与净利润总体稳健增长，2020 年疫情影响较大。公司 2019 年收入达到 16.4 亿元，2015-2019 年年均复合增长率为 31.4%。2016 年营业收入下滑主要是因为受行情以及部分区域受国家药品招标采购政策的影响，公司创收大头抗感染药销售下降明显导致，但这仅为销售额的短期波动，不影响公司长期销售。公司归母净利润增长平稳，预计随着产品管线丰富与业务拓展，利润将有望加速增长。2020 年前三季度营业收入为 7.7 亿元，同比下降 36.4%，主要系新冠疫情的影响，公司各项业务有所停滞，但各项成本的下降确保了归母净利润所受影响不大，实现 1.5 亿元，同比上升 1.1%。在后疫情时期，被疫情所抑制的需求有望得到释放，公司有望提高增速。

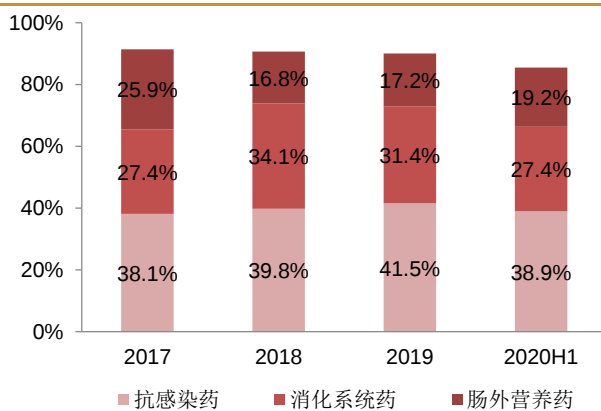
图 2：2015-2020Q1-Q3 公司营收情况


数据来源：wind，西南证券整理

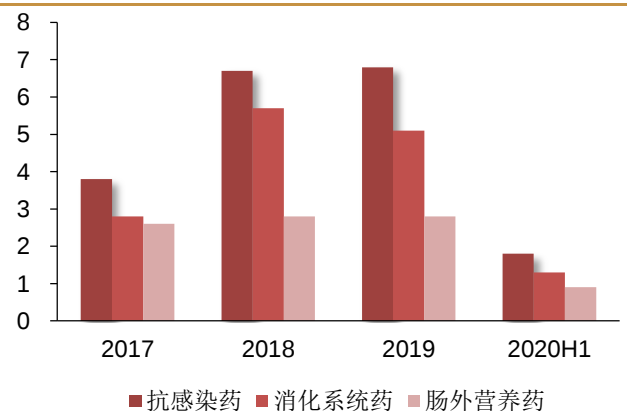
图 3：2015-2020Q1-Q3 公司归母净利润情况


数据来源：wind，西南证券整理

抗感染药收入占比持续提升。公司业务结构主要分为抗感染类药、消化系统药和肠外营养药三大板块。近年来公司加大抗感染类药的研发力度，其销售比例也逐渐增加。消化系统药销售收入继 2018 年上升之后，在 2019 年小幅下降。肠外营养药占比则从 25.9%（2017 年）下降到 17.2%（2019 年），主要由于该业务收入保持稳定而总营收增加导致占比下滑。2020 年上半年由于新冠疫情的影响，各方面业务收入下降，三季度缓缓恢复，期待四季度的走势。

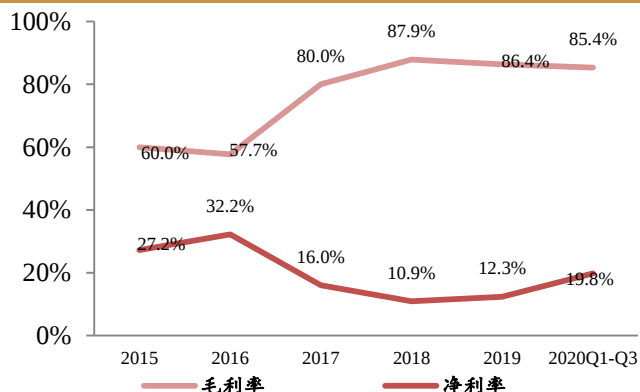
图 4：2017-2020H1 公司业务结构情况


数据来源：wind，西南证券整理

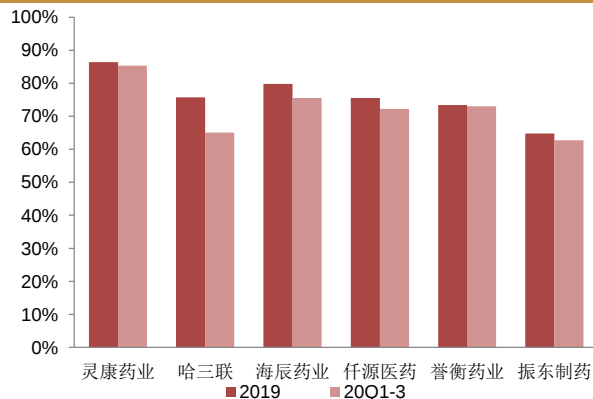
图 5：2017-2020H1 各业务销售收入情况 (亿元)


数据来源：wind，西南证券整理

毛利率快速提高，净利率有提升空间。公司上市以来毛利率提升显著，2019 年达到 86.4%，2020 年虽然受疫情影响较大，仍然保持行业内较高水平。另一方面，公司 2016-2018 年销售费用大幅攀升，导致净利率下滑严重，最近两年受收入规模快速增长有所改善。随着公司研发项目推进以及销售布局完善，预计未来利润率有望提升。2020 年前三季度净利率有所改善，主要系新冠疫情营销推广活动减少，三费率有所下降。

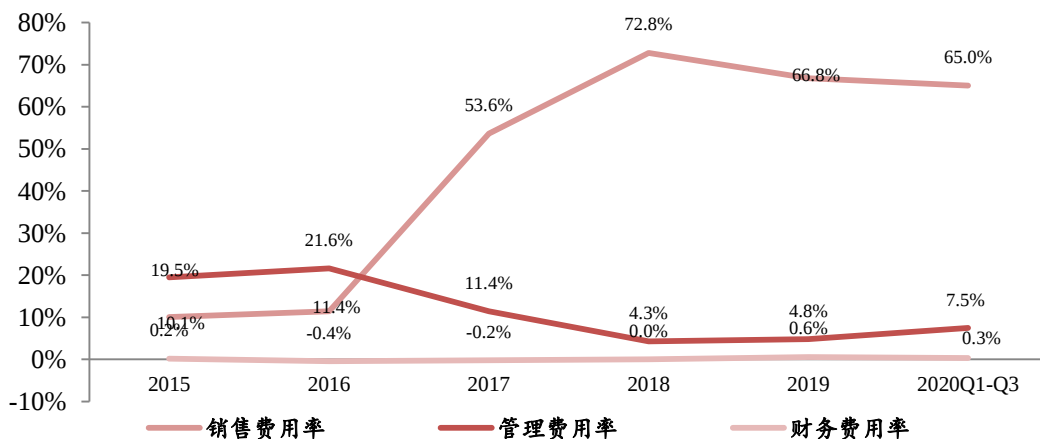
图 6：2015-2020Q3 公司毛利率、净利率情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 7：可比公司毛利率对比


数据来源: wind, 西南证券整理

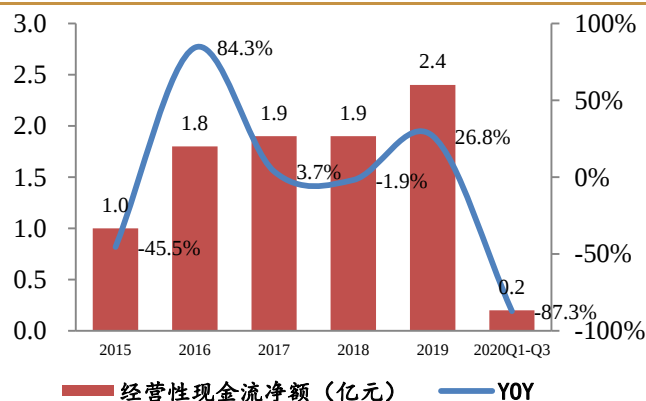
两票制改革后建立自身销售团队，未来销售费率改善空间较大。公司近年来费用率逐渐上升，2015 年总体费用率为 29.8%，2019 年增长至 72.2%。具体分析，管理费用率随着精细化管理能力的提高有所下降，财务费用率保持稳定，但销售费用率大幅增长，2018 年居于同行业最高水平，主要是因为两票制给医药研发企业带来压力，迫使其开发自有销售渠道导致。但高昂的投入也带来显著的成果，2019 年公司销售网络已经覆盖超过 6500 家二级以上医院，为公司未来发展打下坚实的基础。2020 年前三季度，虽然营收因为疫情有所下降，费用同样有所收缩，总体来说费用率变化不大。

图 8：2015-2020Q3 公司三项费用率情况


数据来源: wind, 西南证券整理

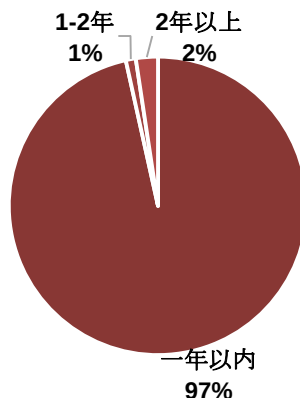
经营性现金流逐年增加，公司运营效率良好。2019 年公司经营性现金流净额达 2.4 亿元，同比增长 26.8%；2016 年以来均接近 2 亿元，但 2020 年前三季度，由于疫情原因，现金流急速下降，期望四季度有所回暖。从公司应收账款结构来看，一年以下的应收账款占比超过 95%，因此公司回款速度快，经营质量较好。

图 9：2015-2020Q1-Q3 公司经营性现金流



数据来源：wind，西南证券整理

图 10：2020H1 公司应收账款结构



数据来源：wind，西南证券整理

2 自建销售团队，未来盈利提升空间大

以市场需求为导向，不断强化营销团队的建设。截至 2020 年 H1，公司已在超过 26 个省市建立销售渠道，覆盖全国主要市场，并与超过 6500 家二级以上医院建立销售关系。未来公司将进一步扩展销售团队，推进产品渠道下沉，完善全国物流体系布局，做好各省两票制下配送商业网络调整，疏通配送渠道、完善管控流程。

图 11：公司全国销售网络



数据来源：wind，西南证券整理

公司多年来专注于重点领域的开发，产品种类丰富，且在抗感染药、肠外营养药和消化系统药市场处于龙头地位。同时，公司新产品开发取得较大进展，主要包括心脑血管领域（注射用石杉碱甲、注射用尼麦角林等）、肝病治疗领域（注射用乙酰半胱氨酸等）、降压领域（注射用盐酸拉贝洛尔等）；在研项目涵盖抗肿瘤用药、肝病用药、营养用药、心脑血管用药、消化系统用药等大病种领域，将进一步丰富产品管线。截止 2020 年上半年公司共计取

得了 109 个品种、191 个药品生产批准文件，其中 48 个品种被列入国家医保目录，13 个品种被列入国家基药目录。

表 1：2020 年上半年重点推广品种

品种	相关介绍
注射用石杉碱甲	内独家品种，用于增强记忆，改善记忆损伤，保护神经，提高脑力活动率。临床用于良性记忆障碍，对痴呆患者和脑器质性病变引起的记忆障碍有改善作用。亦用于重症肌无力的治疗。
注射用尼麦角林	具有促进脑代谢，改善脑循环双重作用，患者人群广；多年临床应用史，心脑血管推荐用药。
注射用盐酸拉贝洛尔	公司独家粉针剂型；高血压人群广泛、用药基数大；妊娠期高血压首选必备用药；起效迅速，在高血压危象治疗中效果明显。
注射用乙酰半胱氨酸	公司独家粉针剂型；专利技术生产；临床药效优于谷胱甘肽；英国药典收录、美国 FDA 批准用于药物性肝损伤药物。

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司拥有一支高素质的研发团队，旗下研究院与多个科研院校机构和新药研发企业保持密切合作，研发实力强劲。

- **海南永田药物研究院有限公司：**与中国药科大学、沈阳药科大学、海南大学、海南医学院、海南师范大学等研究院校建立密切合作关系，形成了产资源共享、产学研合作，加快了公司科研发展步伐。研究院已经立项及研制开发了 11 个六类仿制品种、3 个上市品种的二次开发。
- **山东灵康药物研究院有限公司：**现有员工 40 余名，其中本科学历占 60% 以上，硕士研究生学历占 30% 以上，与北京大学、中国药科大学、山东大学药学院、沈阳药科大学、山东轻工业学院、山东省医药工业研究所、山东省医学科学院等科研院所建立了良好的合作关系，同时聘请国内外科院所的多位知名专家作为公司的技术和研发顾问。

依托研发团队，产品布局进一步加强。公司近年来加强对研发的投入并取得显著的成果。除了继续推进注射用奥美拉唑、注射用泮托拉唑钠、注射用盐酸头孢甲肟、注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠、注射用头孢呋辛钠等仿制品种的质量和疗效一致性评价工作外；加快在研项目注射用兰索拉唑、注射用美洛西林钠舒巴坦钠、注射用头孢唑肟钠、盐酸氨溴索注射液等药品的注册申报进度。截止 2020 年 12 月 17 日公司获得左卡尼汀注射液和注射用氟氯西林钠 2 个药品注册批件，进一步丰富了产品管线。

表 2：主要研发项目情况

研发项目	研发阶段	进展情况	已申报的厂家数量	已批准的国产仿制厂家数量
注射用奥美拉唑钠 (一致性评价项目)	药学研究中	稳定性考察中	12	0
注射用泮托拉唑钠 (一致性评价项目)	药学研究中	计划中试生产	8	0
注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠 (一致性评价项目)	药学研究中	原料厂商的确定中	0	0
注射用头孢呋辛钠	药学研究中	原料厂商的确定中	1	0
注射用盐酸头孢甲肟 (一致性评价项目)	药学研究中	原料厂商的确定中	1	0

研发项目	研发阶段	进展情况	已申报的厂家数量	已批准的国产仿制厂家数量
注射用兰索拉唑	已完成注册审评	正在进行动态现场核查	29	22
盐酸氨溴索注射液	已完成注册审评	等待动态现场核查		37

数据来源：公司公告，西南证券整理

积极布局医疗服务领域和 CXO 领域，拓展产业链。公司在巩固自身业务的基础上，也在不断的拓展大健康产业链，并取得明显进展。

- **投资博鳌超级医院。**博鳌超级医院享有“先行先试”政策，允许试用国内未上市新药、医疗器械和药品进口注册审批快速和低关税、允许申报开展干细胞临床研究等重磅优惠政策。公司将以博鳌超级医院为支点，打造国内外先进医疗资源的吸收转化平台，积极拓展医疗服务领域。
- **参股成美国国际医学中心。**海南省肿瘤医院成美国国际医学中心有限公司经营范围主要是开展肿瘤防治和肿瘤康复治疗、健康体检以及承担社区医疗服务。公司通过参股可以快速获得医疗服务产业相关信息，有利于业务延伸。
- **探索健康保险领域。**2016 年与海南第一投资、海南发展、海南交通投资、苏宁环球以及创业慧康等五家公司共同创立长寿健康保险股份有限公司（暂定名），对公司布局大健康产业链的发展具有强有力的推动作用。

2020 年 12 月 15 日，公司发布公告以自有资金 200 万元投资设立浙江和沐康医药科技有限公司，持股比例为 20%。合资公司和沐康注册资金为 1000 万元，投资合作方为浙江和泽医药和杭州沐源生物分别持股 51%、29%。三方各委派一名董事，董事长由杭州沐源生物委派。和泽医药将委派合资公司总经理（并担任法人），向董事会推荐财务负责人。

合作方实力优秀，助力公司打造 CXO 全产业链能力。合资公司控股方和泽医药成立于 2006 年，拥有超过 300 个项目开发经验（含一致性评价），目前在研及待审批的持证产品达 50 余个，下设 4 个子公司，业务涉及药品 MAH 持证及销售、药包材相容性及第三方检测、预 BE/BE/临床 I 期研究和高端制剂研发，具备 CRO-CMO-CSP-CSO 全产业链闭环服务的能力。和泽医药研发实力突出，拥有全国第一张药品研发机构《药品生产许可证》，2019 年度位列中国医药研发公司 20 强第七。公司借助合作首先切入 CRO 领域，未来有望基于自身强大的生产能力及销售渠道，进一步拓展 CMO/CDMO 及 CSO 等板块，打造 CXO 全产业链能力。

3 盈利预测与估值

核心假设：

- 1) 公司销售费用率有所下降。假设 2020-2022 年销售费用率保持约位 63%。
- 2) 分业务毛利率稳中有升。假设 2020-2022 年抗感染药为 81.8%、82.3%、82.8%；消化系统药为 94.5%、94.7%、94.9%；肠外营养药为 78.4%、78.6%、78.8%。

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 12 亿元/14 亿元/16 亿元，归母净利润分别为 2.1 亿元/2.5 亿元/2.9 亿元。

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
抗感染药	收入	678.9	475.2	546.5	628.5
	增速	2.1%	-20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	81.3%	81.8%	82.3%	82.8%
消化系统药	收入	512.5	410.0	471.5	542.2
	增速	-10.0%	-20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	94.3%	94.5%	94.7%	94.9%
肠外营养药	收入	280.9	196.6	220.2	237.8
	增速	0.5%	-30.0%	12.0%	8.0%
	毛利率	78.2%	78.4%	78.6%	78.8%
其他收入	收入	162.8	124.8	149.7	179.6
	增速	4.4%	-20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	96.4%	96.4%	96.4%	96.4%
总收入	收入	1635.0	1206.6	1387.9	1588.2
	增速	-2.1%	-26.2%	15.0%	14.4%
	毛利率	86.4%	87.1%	87.5%	87.9%

数据来源：西南证券

表 4：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价（元）	归母净利润（百万元）			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300630.SZ	普利制药	41.45	420	588	807	43	31	22
600566.SH	济川药业	20.86	1270	1506	1750	15	12	11
603707.SH	健友股份	36.98	855	1143	1490	40	30	23
平均值						33	24	19

数据来源：Wind（预测时间为 2020 年 12 月 18 日），西南证券整理

公司产品类型丰富，近几年销售渠道也加快铺开，多种药物获得生产批件。此外公司积极布局医疗服务和 CXO 领域，预计未来将会为公司带来业绩新的增长点，维持“持有”评级。

4 风险提示

- 1) 市场竞争加剧的风险；
- 2) 原材料价格上升的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1635.00	1206.58	1387.90	1588.16	净利润	201.59	212.04	247.42	287.84
营业成本	223.16	155.91	174.14	192.52	折旧与摊销	41.34	32.04	34.31	36.59
营业税金及附加	20.09	14.83	17.06	19.52	财务费用	9.51	0.23	0.28	0.32
销售费用	1092.36	760.27	874.53	1000.71	资产减值损失	-1.27	0.00	0.00	0.00
管理费用	77.85	52.62	60.53	69.27	经营营运资本变动	314.49	12.12	-1.59	-12.54
财务费用	9.51	0.23	0.28	0.32	其他	-330.07	-14.17	-12.36	-15.02
资产减值损失	-1.27	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	235.61	242.26	268.06	297.19
投资收益	7.96	11.08	10.39	10.74	资本支出	-3.94	-45.00	-45.00	-45.00
公允价值变动损益	8.78	2.93	3.32	3.64	其他	-7.88	14.01	13.71	14.38
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-11.82	-30.99	-31.29	-30.62
营业利润	222.63	236.72	275.08	320.20	短期借款	-139.96	-60.04	0.00	0.00
其他非经营损益	0.30	-1.41	-0.84	-1.03	长期借款	15.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	222.92	235.31	274.25	319.17	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	21.33	23.27	26.82	31.33	支付股利	-265.72	-40.32	-42.41	-49.48
净利润	201.59	212.04	247.42	287.84	其他	-37.25	-0.38	-0.28	-0.32
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-427.93	-100.74	-42.69	-49.81
归属母公司股东净利润	201.59	212.04	247.42	287.84	现金流量净额	-204.14	110.52	194.09	216.76
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	510.99	621.51	815.60	1032.36	成长能力				
应收和预付款项	242.03	176.02	195.50	228.32	销售收入增长率	-2.06%	-26.20%	15.03%	14.43%
存货	89.81	62.67	68.72	76.83	营业利润增长率	6.52%	6.33%	16.21%	16.40%
其他流动资产	383.24	372.49	375.00	377.77	净利润增长率	10.34%	5.18%	16.68%	16.34%
长期股权投资	81.69	81.69	81.69	81.69	EBITDA 增长率	12.27%	-1.64%	15.13%	15.32%
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	490.52	506.64	520.95	533.47	毛利率	86.35%	87.08%	87.45%	87.88%
无形资产和开发支出	52.53	50.83	48.66	46.01	三费率	72.15%	67.39%	67.39%	67.39%
其他非流动资产	62.64	61.68	66.23	71.70	净利率	12.33%	17.57%	17.83%	18.12%
资产总计	1913.44	1933.52	2172.34	2448.14	ROE	15.34%	14.27%	14.64%	14.92%
短期借款	60.04	0.00	0.00	0.00	ROA	10.54%	10.97%	11.39%	11.76%
应付和预收款项	200.87	150.99	167.40	186.41	ROIC	23.64%	30.04%	35.19%	38.92%
长期借款	190.00	190.00	190.00	190.00	EBITDA/销售收入	16.73%	22.29%	22.31%	22.49%
其他负债	148.69	106.46	117.87	129.37	营运能力				
负债合计	599.60	447.46	475.26	505.78	总资产周转率	0.82	0.63	0.68	0.69
股本	509.60	713.44	713.44	713.44	固定资产周转率	5.22	3.50	3.85	4.25
资本公积	397.65	397.65	397.65	397.65	应收账款周转率	8.15	6.16	8.03	8.03
留存收益	406.58	578.31	783.32	1021.68	存货周转率	2.78	2.03	2.60	2.59
归属母公司股东权益	1313.83	1485.56	1690.57	1928.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.05%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1313.83	1485.56	1690.57	1928.93	资产负债率	31.34%	23.14%	21.88%	20.66%
负债和股东权益合计	1913.44	1933.02	2165.83	2434.71	带息债务/总负债	41.70%	42.46%	39.98%	37.57%
					流动比率	3.06	4.96	5.26	5.59
					速动比率	2.84	4.71	5.02	5.34
					股利支付率	131.81%	19.01%	17.14%	17.19%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	273.48	268.98	309.67	357.11	每股收益	0.28	0.30	0.35	0.40
PE	34.72	33.01	28.29	24.31	每股净资产	1.84	2.08	2.37	2.70
PB	5.33	4.71	4.14	3.63	每股经营现金	0.33	0.34	0.38	0.42
PS	4.28	5.80	5.04	4.41	每股股利	0.37	0.06	0.06	0.07
EV/EBITDA	15.85	22.91	19.28	16.11					
股息率	3.80%	0.58%	0.61%	0.71%					

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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn