

2021年03月10日

证券研究报告·公司研究报告

溢多利(300381) 医药生物

买入(首次)

当前价: 9.30元

目标价: 13.50元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

饲用酶制剂需求提升, “替抗”产品把握时势

投资要点

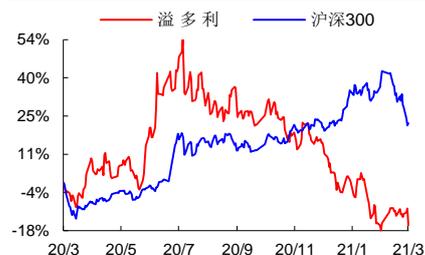
- **推荐逻辑:** 饲用酶制剂与替抗产品下游需求提升, 业绩有望增长。玉米价格位于 2750 元/吨左右的高位, 或促使饲料端配比改变, 小麦作为饲料消费占比增加, 相应的内源消化酶与非淀粉多糖酶需求量提升; “禁抗”政策使得养殖户为保证养殖效率选用替抗产品, 公司作为博落回提取物及博落回散的供应者, 未来市场需求可观; 下游养殖行业整体向好, 生猪养殖逐步恢复至正常九成水平, 禽类养殖景气度处于较高水平, 需求大体趋势向上。
- **公司作为最大的饲用酶制剂供应商之一, 未来有望受益于下游需求提升。** 2019 年公司实现营业收入 20.5 亿元, 其中酶制剂整体占 5.1 亿元, 而酶制剂业务中又以饲用酶制剂为核心产品, 具体包括有植酸酶、木聚糖酶等, 玉米价格持续处于高位, 截至 2021 年三月初, 我国玉米现货平均价达 2781 元/吨, 远高于往年平均水平, 而玉米作为饲料原材料中的主要组成部分其价格上涨或将影响饲料配比, 依照以往玉米价格上涨所带来的小麦作为饲料用量占比的提升, 合理预测未来小麦在饲料中的占比将有所增长, 相对应的消化酶以及木聚糖酶需求量或有提升, 相应公司的业绩也将迎来增长。且公司注重研发及产品更新, 未来将进一步开拓反刍动物饲料添加剂、水产饲料酶的市场, 扩大市场份额, 同时升级现有产品提高生产效率。
- **溢多利是目前国内唯一的博落回散生产销售企业, 抢占替抗市场竞争力强。** 为保证食品安全, 提倡绿色养殖, 2020 年 7 月起我国饲料生产企业开始全面禁抗。公司 2018 年收购世唯科技对“禁抗”工作后的市场进行布局, 博落回提取物具有抗菌消炎、开胃、促生长的功能, 能降低动物腹泻率, 提高饲料转化率, 且毒性低、无耐药性、无休药期, 截至 2020H1 替抗收入达 0.6 亿, 同比增长 45%, 预计未来增速将更快; 博普总碱有效部位及其制剂作为中兽药添加在畜禽饲料中同样具有较高的开发价值, 可研究将其制成抗菌消炎、保肝护肾的兽用天然药物, 目前仍处于研制阶段。除品种替抗产品外, 公司积极研发复合类替抗产品, 如博溢康即为利用葡萄糖氧化酶与博落回散之间的协同作用, 提高替抗效率。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.34 元、0.45、0.68 元, 对应动态 PE 分别为 27/21/14 倍。参考同行业 2021 年行业平均 PE 为 25 倍, 考虑到公司行业龙头地位以及成熟的运营模式, 合理溢价, 予以 30 倍 PE, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 目标价 13.5 元。
- **风险提示:** 下游对博落回需求增长不及预期、酶制剂产品销量不及预期、兽体原料药市场恢复不及预期等。

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

联系人: 刘佳宜
 电话: 021-68415832
 邮箱: liujia@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)	4.90
流通 A 股(亿股)	4.71
52 周内股价区间(元)	9.08-17.13
总市值(亿元)	45.58
总资产(亿元)	45.92
每股净资产(元)	5.92

相关研究

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2048.13	1927.05	2407.31	2998.05
增长率	15.83%	-5.91%	24.92%	24.54%
归属母公司净利润(百万元)	127.52	166.17	221.72	331.94
增长率	12.35%	30.31%	33.43%	49.71%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.34	0.45	0.68
净资产收益率 ROE	6.25%	7.76%	9.48%	12.58%
PE	36	27.4	20.6	13.7
PB	1.85	1.79	1.67	1.51

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：创新性生物技术企业	1
2 行业分析：优质赛道发展迅速，下游需求稳步回升	2
2.1 双行业重叠：酶制剂与饲料添加剂	2
2.2 生猪养殖快速恢复，禽类养殖处高景气	3
3 公司分析：保持行业龙头地位，把握市场提升业绩	6
3.1 产业链不断拓宽，研究创新促发展	6
3.2 玉米价格持续处于高位，饲用酶制剂需求或将提升	8
3.3 禁抗政策顺利推进，替抗产品助公司业绩增长	11
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测	13
4.2 相对估值	13
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司 2020H1 主营业务结构情况	1
图 2: 公司 2020H1 主营业务毛利结构情况	1
图 3: 公司 2013 年以来营业收入及增速	1
图 4: 公司 2013 年以来归母净利润及增速	1
图 5: 2019 年中国饲料添加剂行业主要品种结构 (按产量)	2
图 6: 2014-2019 年中国饲料添加剂产量 (单位: 万吨)	2
图 7: 我国酶制剂进出口量 (单位: 万吨)	3
图 8: 2008-2018 年中国酶制剂产量及增长率	3
图 9: 自 2018 年起生猪存栏量月环比变动	3
图 10: 自 2018 年起能繁母猪存栏量月环比变动	3
图 11: 不同规模生猪养殖场占比	4
图 12: 我国禽肉产量及同比变化	5
图 13: 我国家禽出栏量及同比变化	5
图 14: 2020 年以来肉鸡与鸡蛋价格变动 (元/公斤)	5
图 15: 公司重大并购事项	6
图 16: 公司股权及经营结构	7
图 17: 我国自 2008 年以来玉米产量 (单位: 万吨)	8
图 18: 我国自 2008 年以来小麦产量 (单位: 万吨)	8
图 19: 2017 年以来国内玉米价格走势 (元/千克)	9
图 20: 2018 年以来中国小麦饲料消费占总消费比例 (%)	9
图 21: 生物酶制剂板块细分营收占比	10
图 22: 公司酶制剂销量 (万吨)	10
图 23: 博落回散作用原理	12
图 24: 博溢康对仔猪生长性能影响的实验结果	12

表 目 录

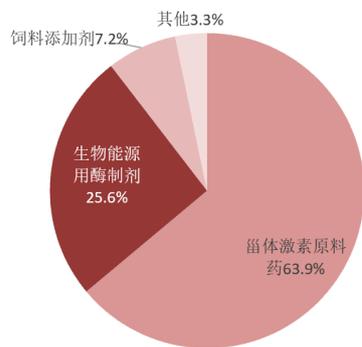
表 1: 畜禽养殖环保政策要求	4
表 2: 生物酶制剂板块细分种类及产品	7
表 3: 公司各业务板块主要产品	9
表 4: 饲用酶制剂研发项目及进展	10
表 5: 关于“禁抗”、“限抗”相关政策	11
表 6: 主要替抗产品及其效果分析	11
表 7: 分业务收入及毛利率	13
表 8: 可比公司估值	14
附表: 财务预测与估值	15

1 公司概况：创新性生物技术企业

溢多利成立于 1991 年，标志着中国酶制剂工业的起步，在 2014 年上市，成为中国酶制剂行业首家上市企业。公司应用现代生物技术，立足产业，注重科研，目前主要在生物医药和生物农牧领域从事生物酶制剂、甾体激素原料药、功能性饲料添加剂等产品的研发、生产、销售和服务，并向客户提供整体生物技术解决方案，拥有基因工程技术、酶工程技术、生物工程技术等创新型核心技术，为公司高速增长与持续发展奠定基础。

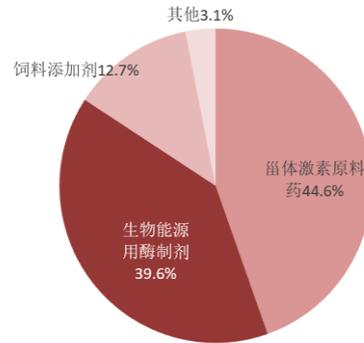
公司主营业务结构：公司营业收入主要来自生物医药与农业两个板，2020 年上半年公司实现营业收入 9.2 亿元，其中甾体激素原料药板块实现营业收入 5.9 亿元，占比达 63.9%，生物能源用酶制剂占比 25.6%，营收为 2.4 亿元，饲料添加板块占比为 7.2%。同年主营毛利润达 3.2 亿元，甾体激素原料药占比为 44.6%，生物能源用酶制剂贡献毛利 1.4 亿元，占比达 39.6%，饲料添加剂板块占比为 12.7%。

图 1：公司 2020H1 主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司 2020H1 主营业务毛利结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

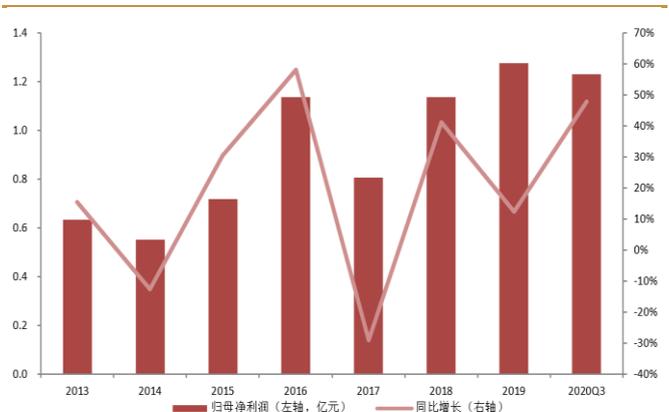
公司业绩状况：截至 2020 年第三季度，公司实现营业收入 14.31 亿元同比增长 2.1%，归母净利润 1.2 亿元同比增长 47.7%。2013 年至 2019 年营业收入与归母净利润的复合增长率分别为 33.7%、12.4%。

图 3：公司 2013 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2013 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

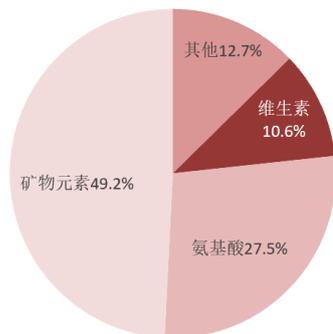
2 行业分析：优质赛道发展迅速，下游需求稳步回升

2.1 双行业重叠：酶制剂与饲料添加剂

饲用酶制剂可归属于两个行业板块，即酶制剂以及饲料添加剂。饲料添加剂是指在饲料生产加工、使用过程中添加的少量或微量物质，有助于增加饲料营养价值，提高动物生产性能，节省饲料成本，改善畜产品品质。从饲料添加剂品种结构上看，饲料添加剂主要有氨基酸、维生素、矿物质、酶制剂和微生物制剂等种类。根据中国饲料工业协会统计数据，2019年饲料添加剂产量1199.2万吨，同比增加了9.6%，其中矿物质类饲料添加剂产量约为590万吨，占比最大，约为49.2%；其次是氨基酸，产量约为330万吨，比重约为27.5%；最后是维生素类，产量约为127万吨，占比10.6%，其他类饲料添加剂产量占比约为12.7%，饲用酶制剂包含在内。

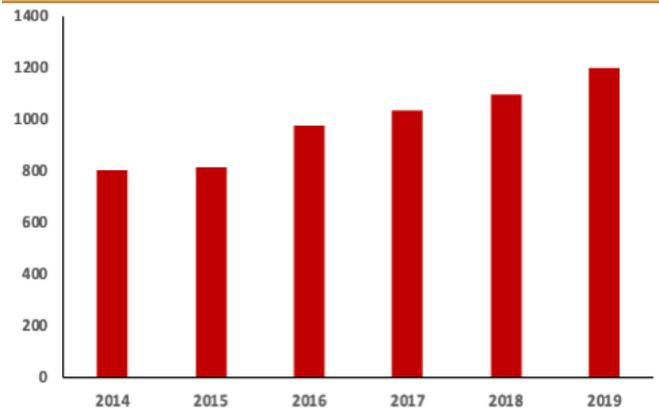
我国在氨基酸（赖氨酸、色氨酸苏氨酸、）单项维生素、微量元素、酶制剂（植酸酶、木聚糖酶、糖化酶）、胆碱、药物添加剂等领域具有显著优势。中国饲料工业协会的最新数据表明，2018年全国饲料添加剂的总产量1094万吨，同比增长5.8%，同年酶制剂的产量约为17万吨，同比增长55.8%，远高于行业平均产量增速，处于快速发展阶段。

图 5：2019 年中国饲料添加剂行业主要品种结构（按产量）



数据来源：中国饲料工业协会，西南证券整理

图 6：2014-2019 年中国饲料添加剂产量（单位：万吨）

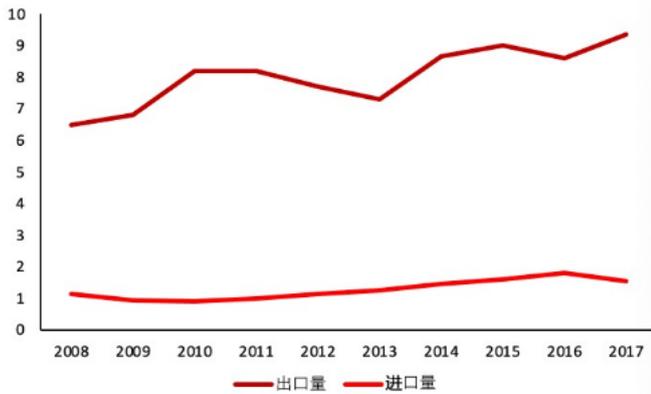


数据来源：中国饲料工业协会，西南证券整理

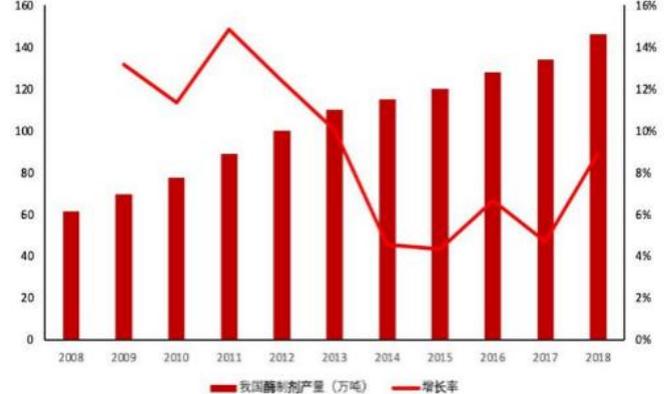
而饲用酶制剂本身是工业酶行业中按用途不同划分出的子板块。酶本身是一种蛋白质，酶经过提纯、加工后的具有催化功能的生物制品叫做酶制剂。酶制剂可以广泛应用于轻工、纺织、食品、造纸、化工、医药卫生、农业以及能源、环境保护等 20 多个领域。酶制剂主要用于催化生产过程中的各种化学反应，具有催化效率高、减少环境污染、专一性强等优点。

世界酶制剂工业稳定增长，随着酶制剂公司不断兼并、重组，市场竞争不断加大，全球酶制剂企业数量逐渐减少，集中度逐步提高，酶制剂工业趋于垄断。全球工业上生产的酶制剂有 60 余种产品，达到工业化规模的有 20 余个系列。目前，诺维信、丹尼斯克、帝斯曼、日本野田四家公司占据全球酶制剂市场的 80%。

我国酶制剂工业经历了起步、上升及快速发展阶段。自 2008 年以来，中国酶制剂产量在持续增加，酶制剂产业的发展速度很快，但总的来说，我国酶制剂工业总体处于比较落后的地位。自 2008 年至 2019 年，全球酶制剂市场规模在不断增加，中国生物发酵产业协会数据表明，中国的酶制剂产量也是在逐年上升，年复合增长率接近 10%，正在迅速向前。

图 7：我国酶制剂进出口量（单位：万吨）


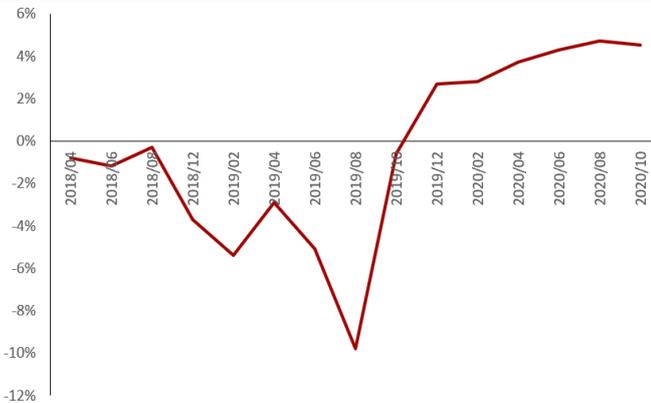
数据来源：中国生物发酵产业协会，西南证券整理

图 8：2008-2018 年中国酶制剂产量及增长率


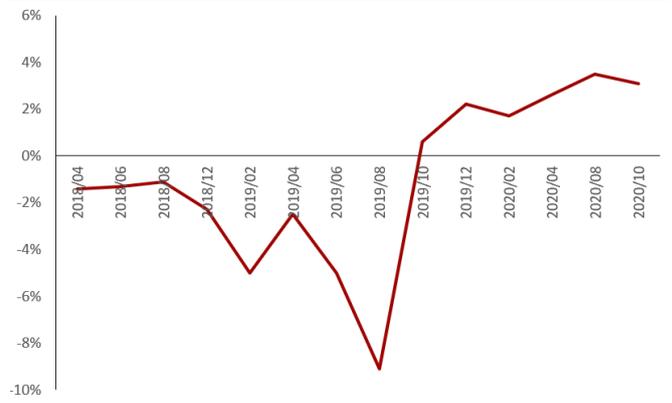
数据来源：中国生物发酵产业协会，西南证券整理

2.2 生猪养殖快速恢复，禽类养殖处高景气

生猪养殖景气度回升，在非洲猪瘟后持续稳步恢复至正常水平八成左右，下游需求增加，公司业绩有望提高。自 2018 年起生猪存栏量与能繁母猪存栏量均大幅减少，月环比变动幅度在 2019 年 8 月达到 -9.8%、-9.1%，当期数据显示生猪与能繁母猪存栏量同比变化 -38.7%、-37.4%。2019 年 11 月，能繁母猪存栏量首次实现环比增加 0.6%，而后在 12 月，生猪存栏量也首次实现环比增长 2%。农业农村部数据表明，2021 年 1 月全国能繁母猪存栏量环比增长 1.1%，为连续第 16 个月增长，生猪存栏同比增长 35%，恢复至正常水平的九成左右。

图 9：自 2018 年起生猪存栏量月环比变动


数据来源：农业农村部，西南证券整理

图 10：自 2018 年起能繁母猪存栏量月环比变动


数据来源：农业农村部，西南证券整理

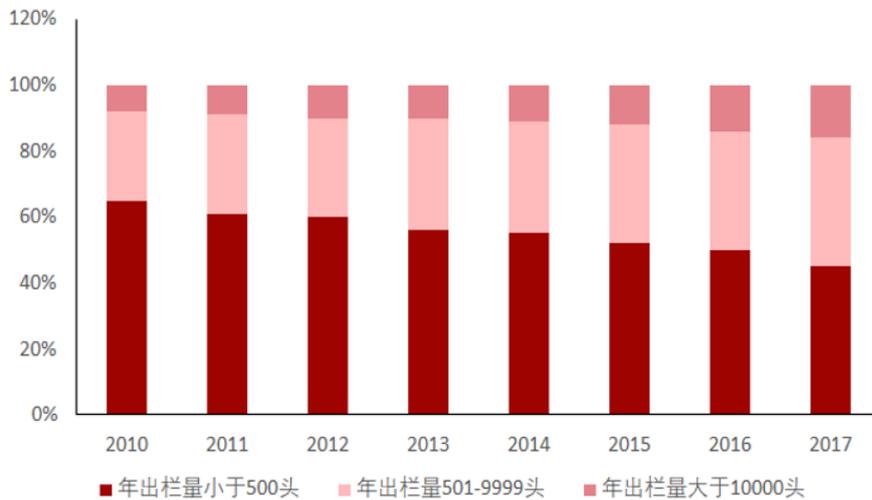
生猪养殖规模化推进顺利，规模化养殖场更注重饲料科学配比与成本控制，公司替抗产品与提高养殖效率的饲用酶制剂将从中受益。长期以来，我国的生猪养殖行业以小型养殖为主，行业集中度低，不符合现代畜牧业的要求。按照中国每年出栏 6 亿只猪估算，一年所产生的排泄物约有 12 亿吨，给环境造成了严重的污染。自 2014 年以来，政府出台了一系列有关养殖的环保政策，涉及要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施，禁养区划分细则，明确在饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜区、城镇居民区和文化教育科学研究区等区域禁止建立畜禽养殖场。

表 1: 畜禽养殖环保政策要求

时间	政策	重点内容
2014.01	《畜禽规模养殖污染防治条例》	明确畜禽养殖应考虑到环境承载力，对畜禽养殖污染防治提出要求，科学确定养殖品种、规模、总量，明确禁养区划分标准、以及激励和处罚内容。
2015.01	《环保法》	进一步明确禽畜养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理，管理应当符合有关法律法规规定。
2015.04	《水污染防治行动计划》	科学划定禽畜养殖禁养区，依法关闭或搬迁禁养区内的禽畜养殖场和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域应率先完成。
2015.11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	要求主产区制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域，按照规定由政府依法关闭或搬迁生猪养殖场，引导向非超载区转移。
2016.11	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	要求禁养区划定完成后，地方环保、农牧部门按照地方政府统一部署，配合进行禁养区内养殖场关闭或搬迁工作。
2016.12	《“十三五”生态环境保护规划》	要求 2017 年年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

受到非洲猪瘟和年初新冠疫情的双重打击，小规模猪场养殖所暴露出来的防疫能力差、生产设备设施落后、疫情应对能力弱等问题逐步凸显，抗风险的能力薄弱。标准化规模养殖在生产管理理念、生产设备、生产效率水平、生产技术等方面有着明显优势自 2010 年以来，年出栏量小于 500 头的生猪养殖场占比在不断下降，规模较大的生猪养殖场（年出栏量 501-9999 头）和大型生猪养殖场（年出栏量大于 10000 头）的占比在不断提升。

图 11: 不同规模生猪养殖场占比


数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

禽类养殖处于高景气度，且未来有望保持。自 2010 年至 2019 年，我国禽肉产量和家禽的出栏量总体呈现上升趋势。2019 年全年家禽出栏量为 146.4 亿羽，同比增长 11.9%，2020 年上半年全国家禽出栏 65.9 亿只，比上年同期增加 4 亿只，增长 6.5%，增幅比一季度扩大 5.8 个百分点；禽肉产量 1016 万吨，增加 65 万吨，增长 6.8%；禽蛋产量 1623 万吨，增加 107 万吨，增长 7.1%。禽存栏 62.4 亿只，同比增长 6.3%，环比增长 8.9%。

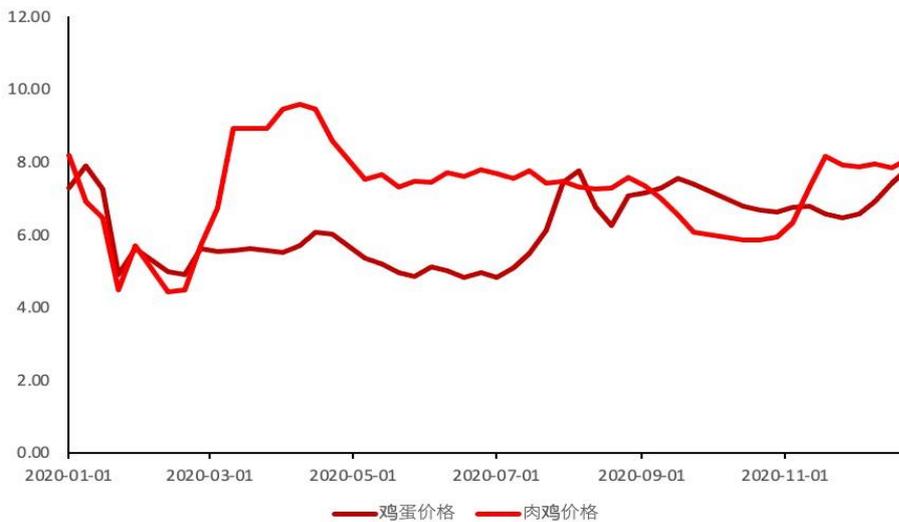
图 12: 我国禽肉产量及同比变化


数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

图 13: 我国家禽出栏量及同比变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

我国肉鸡与鸡蛋价格在 2020 年初经历下跌，截止 2020 年底已整体恢复至年初水平。鸡蛋价格在上半年处于低位，平均在 5 元/公斤左右，而后涨幅较为明显在今年年底涨到了 7.8 元/公斤，向上浮动约 56%，肉鸡的价格在 2020 年 3 月迎来第一波价格上行，后相对平稳，在 2020 年 11 月再次迎来向上趋势。市场价格上行或将使得养殖户拥有补栏热情，参考现有价格水平，预计未来短期禽类出栏量将保持小幅稳定增长。公司动物用的产品中大多数可为畜禽公用，将会受益于养殖行业畜禽存栏量的增长。

图 14: 2020 年以来肉鸡与鸡蛋价格变动 (元/公斤)


数据来源：choice，西南证券整理

3 公司分析：保持行业龙头地位，把握市场提升业绩

3.1 产业链不断拓宽，研究创新促发展

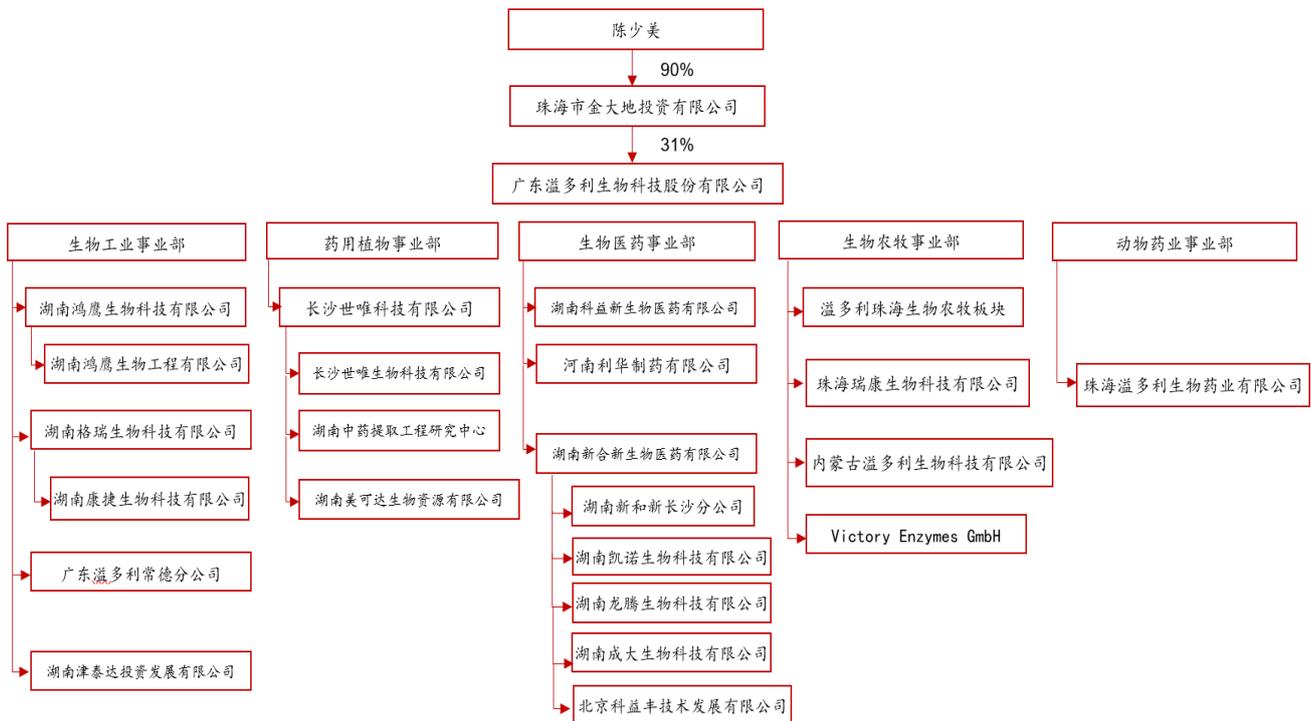
溢多利成立于 1991 年，是一家专业的生物技术企业，成立初期以饲用酶制剂为主营产品，标志着中国酶制剂工业的起步。在饲用酶制剂市场地位稳定的情况下，积极拓宽产业布局，进入生物医药以及植物提取物领域。

图 15：公司重大并购事项



数据来源：公司公告，西南证券整理

2014 年收购鸿鹰生物，现公司直接持股比例为 90%，其主要产品为液体和固体糖化酶、纤维素酶、蛋白酶、淀粉酶、果胶酶、木聚糖酶、脂肪酶、 β -葡聚糖酶等酶制剂产品及维生素 B12 产品，广泛应用于能源、食品、纺织、造纸等众多行业中，是公司拓宽酶制剂行业领域的重要一步；2015 年公司并购新合新以及利华制药，新合新主要从事甾体激素类医药中间体及原料药的、制剂的研发生产，其在生物发酵、化学合成技术上具有国内领先地位，利华制药的优势则主要体现在丰富的海外市场经验，其外销占比达 80% 以上，在国际市场具有良好的质量信誉和知名度，公司以此机会顺利进入生物医药领域；2018 年公司收购世唯科技，其成立于 2002 年 7 月，是中国最早植物提取物生产厂家之一，主要产品有博落回提取物及其衍生产品、灵芝提取物、高粱提取物、人参提取物、紫锥菊提取物、虎杖提取物、厚朴提取物等多种植物提取物系列产品，是公司提前布局替抗产品的举措，标志着公司进入植物提取物领域。

图 16: 公司股权及经营结构


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

产业链拓宽后, 各业务板经营情况良好。生物酶制剂作为一种绿色催化剂, 具有催化率高、专一性强、可降解等特点, 是公司的传统业务, 公司现为中国饲用酶制剂市场最主要的供应商, 并且已经从饲用酶拓展到能源用酶、食品用酶、造纸用酶、纺织用酶等类别, 截至 2020 年上半年, 酶制剂板块实现营业收入 2.4 亿元, 占比为 25.6%; 功能性饲料添加剂包括替抗饲料添加剂 (含博落回、博普总碱、酸化剂、葡萄糖氧化酶及其复合产品)、抗氧化剂、诱食剂、调味剂、防霉剂、维生素等产品, 2020 年上半年实现营业收入 0.7 亿元, 占比达 7.2%, 未来具有广阔前景。

表 2: 生物酶制剂板块细分种类及产品

业务板块	主要产品
饲用酶制剂	饲料用酶、能源用酶、食品用酶、造纸用酶、纺织用酶、环保用酶
甾体原料药	呼吸和免疫系统用药原料药主要产品有泼尼松龙、醋酸泼尼松龙、泼尼松龙磷酸钠、泼尼松龙醋酸酯、氢化可的松、醋酸氢化可的松、醋酸可的松、氢化可的松琥珀酸钠、地塞米松、醋酸地塞米松、氟替卡松、倍他米松、醋酸倍他米松、培他米松磷酸钠; 生殖保健系统用药原料药主要产品有左炔诺孕酮、孕二烯酮、去氧孕烯、米非司酮、雌酚酮、炔雌醇、醋酸坦勃龙、依西美坦。
功能性饲料添加剂	替抗饲料添加剂 (含博落回、博普总碱、酸化剂、葡萄糖氧化酶及其复合产品)、抗氧化剂、诱食剂、调味剂、防霉剂、维生素等产品。

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

原料药板块公司顺利度过市场竞争时期，占据龙头地位，未来业绩有望稳步回升。

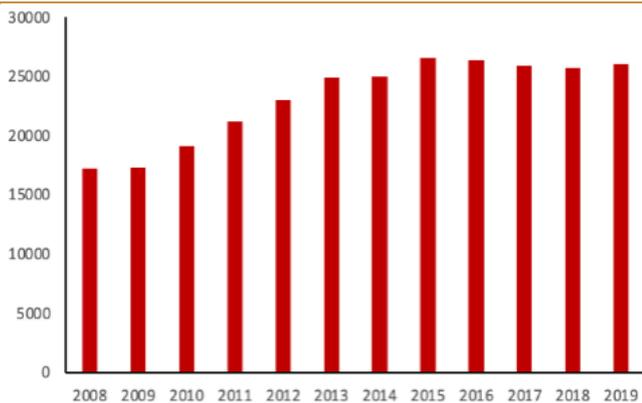
2020H1 公司甾体原料药营收 5.9 亿元，占比达 64%。公司原料药产品主要分为皮质激素原料药和性激素原料药两大类，相关产品对机体起重要调节作用，具有很强的抗感染、抗过敏、抗病毒和抗休克的药理作用，能改善蛋白质代谢、恢复和增强体力以及利尿降压，广泛用于治疗风湿性关节炎、支气管哮喘、湿疹等皮肤病、过敏性休克、前列腺炎等内分泌疾病，也可用于避孕、安胎、减轻女性更年期症状、手术麻醉等方面。2020 年中间体的销售市场出现整体价格降低，公司相关营收受到影响，主要原因在于行业内发生竞争，现格局已基本稳定，我们认为未来价格水平趋于平稳，该板块业绩将逐步向好。公司已成为全球甾体激素原料药行业的重要供应商。未来将深化有关甾体激素关键中间体技术的研究，把公司打造成为全球甾体激素原料药核心企业。

除多方位布局产业外，公司在细分领域具有钻研精神，注重研发创新。目前公司拥有 1 所国家认定企业技术中心、10 所省级研发工程中心、1 所院士工作站、1 所博士后科研工作站。4 项专有技术、11 项核心技术、174 项发明专利，5 项新兽药产品证书。公司高级管理层、核心技术人员在饲料添加剂行业的平均工作年限超过 19 年，具有丰富的从业经验，并在公司任职期间平均超过 17 年，管理团队稳定。2019 年研发投入 1.1 亿，同比增长 23%，占营业收入 5.4%，处于行业平均水平。公司所处赛道为高科技领域，注重研发有助于产品升级，从而有益于其巩固行业地位、提升市场占有率。

3.2 玉米价格持续处于高位，饲用酶制剂需求或将提升

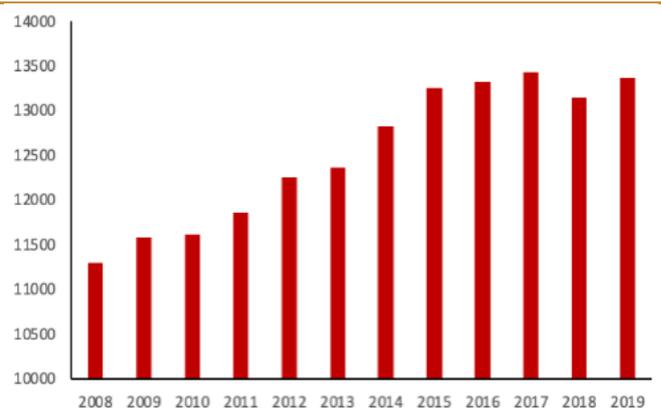
玉米价格上行将使饲料成本升高，小麦作为饲料用途的占比或将迎来增长。自 2018 年以来玉米的价格走势较为稳定，长期稳定在 2 元/千克左右，到了 2020 年年中开始价格上行，上涨至 2.5 元/千克，涨幅达到 20%。而玉米是畜禽饲料的主要原材料，按照其占比为 60% 粗略估计，玉米价格的上升将使每吨饲料价格提高 300 元左右。小麦相较于玉米，价格较低，且同样易于储存，含有丰富的蛋白质以及赖氨酸，可以在一定程度上替代玉米。

图 17：我国自 2008 年以来玉米产量（单位：万吨）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

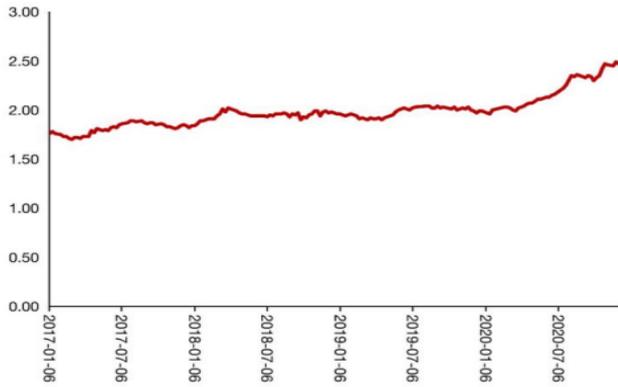
图 18：我国自 2008 年以来小麦产量（单位：万吨）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

根据国家统计局的数据显示，2019 年玉米的产量是 2.6 亿吨，用作饲料消费的玉米大约为 1.9 亿吨，消费占比约为 73%；2019 年小麦的产量是 1.3 亿吨，总消费为 1.2 亿吨，用作饲料消费的小麦大约有 1750 万吨，占小麦总消费的比例约为 14.6%。根据 USDA 的数据统计，小麦用于饲料生产的消费量在增加，从 1050 万吨增加到 2000 万吨，小麦用于饲料的

消费占小麦总消费的比重也在逐渐上升,从2018年年初至今,比重从9.38%上升到了16%。2018年5月,小麦饲料消费占小麦总消费的比例从9.4%大幅增加到13.9%,可能为玉米自2017年起的价格上涨所致。随着玉米价格的上升,小麦用作饲料的比例也在上升,由此我们可以合理推测,饲料端有可能会采取小麦替代玉米生产饲料的举措。

图 19: 2017 年以来国内玉米价格走势 (元/千克)


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 20: 2018 年以来中国小麦饲料消费占总消费比例 (%)


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

小麦中的蛋白质和非淀粉多糖含量比玉米高,玉米中的淀粉含量和脂肪含量高于小麦。小麦中的多糖除了淀粉之外,还有非淀粉多糖,比如纤维素、果胶多糖、甘露聚糖、木聚糖和戊聚糖等,非淀粉多糖不利于畜禽的成长与饲料的利用,将会增加食糜的粘性,使其覆盖在肠道壁上,从而降低能量的吸收利用率。小麦中含有的非淀粉多糖主要物质是木聚糖,猪的消化道不能分泌内源性木聚糖酶,必须通过添加非淀粉多糖酶才能提高猪对小麦的消化率。小麦作为玉米在饲料中的替代品并非毫无条件,添加饲用酶制剂是确保替代顺利进行的必然选择。

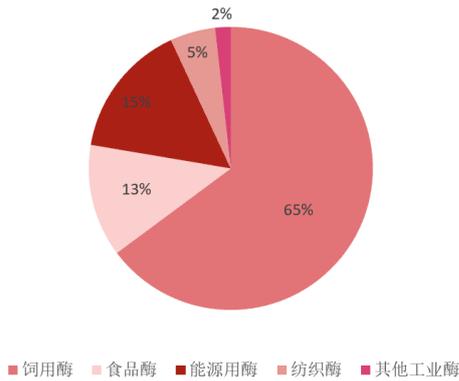
生物酶制剂是公司的核心业务之一,现溢多利是国内首家生物酶制剂专业生产企业,在收购湖南鸿鹰生物科技有限公司后,其经营范围得到拓展,现涵盖有饲用酶制剂、食品酶、能源用酶、造纸酶与纺织酶等,公司参与起草国家标准《饲料添加剂 木聚糖酶》、《饲料添加剂 植酸酶》、《酶制剂分类导则》、《饲料添加剂 甘露聚糖酶》、《蛋白酶制剂》,且深入研究,针对中性植酸酶、中温淀粉酶、糖化酶、复合酶等多项产品进行与优化,提高产品质量。

表 3: 公司各业务板块主要产品

业务板块	主要产品
饲用酶制剂	植酸酶、木聚糖酶、脂肪酶、葡萄糖氧化酶、 β -甘露聚糖酶及复合酶等
能源用酶	糖化酶、耐高温 α -淀粉酶、酸性蛋白酶等。
食品用酶	糖化酶、淀粉酶、木聚糖酶、普鲁兰酶、蛋白酶、 β -葡聚糖酶、果胶酶、脂肪酶
造纸用酶	生物打浆酶、生物施胶酶、生物脱墨酶、中温退浆酶、再生浆-板纸专用生物酶、废纸脱墨专用酶等
纺织用酶	酸性纤维素酶、中性纤维素酶、过氧化氢酶、碱性蛋白酶、中温退浆酶
环保用酶	漆酶、淀粉酶、蛋白酶、脂肪酶、乳酸脱氢酶等。

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

依据 2018 年公司年报披露的营收数据（仅 2018 年及以前进行详细业务拆分），饲用酶制剂营收 3.3 亿占生物酶制剂营收的 65%，位列第一为公司酶制剂的主要业务分支，能源用酶制剂排在第二占比为 15%，第三为食品酶占比 13%。2019 年公司酶制剂销售量为 3.6 万吨，较 2018 年同比下降 5.7%，公司 2018 年、2019 年酶制剂销量较往年存在下滑，主要可能是下游养殖行业受到非洲猪瘟疫情影响，使得酶制剂中主要的饲用酶制剂作为饲料添加剂销量降低所致，预计未来随生猪养殖景气度提升，酶制剂销量将恢复增长。

图 21：生物酶制剂板块细分营收占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：公司酶制剂销量（万吨）


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司作为饲用添加剂的龙头企业，其市占率稳居前列，把握饲料成本上升带来的需求变动，业绩存在提升空间。饲用酶制剂核心产品中的植酸酶能将磷酸残基从植酸上水解下来，从而破坏植酸对矿物元素强烈的亲和力，这不仅增强了饲料中矿物元素的利用率并且减少畜禽排泄物中的磷含量，降低环境污染，因此植酸酶广泛应用于各类饲料中；木聚糖酶可以分解饲料工业中的原料细胞壁以及 β -葡聚糖，降低物料的粘度，促进有效物质的释放，减少饲料用粮中的非淀粉多糖含量，促进营养物质的吸收利用。小麦与玉米作为工业饲料的原材料的核心区别之一就在于小麦的木聚糖含量较高，木聚糖酶中的阿拉伯木聚糖酶可催化分解小麦中的阿拉伯木聚糖，从而使以小麦为原料的饲料更接近以玉米为原材料的品种。

酶制剂产品迭代速度快，公司秉持以科技创新推动企业发展的宗旨，强化科研在公司的战略地位，使之成为公司核心竞争力。从公司现主要研发投入方向可以看出未来将开拓反刍动物饲料添加剂、水产饲料酶的市场，扩大市场份额，同时升级现有产品提高生产效率。

表 4：饲用酶制剂研发项目及进展

研发项目	目的	进展情况和拟达到的目标
基于突变体库筛选的新型耐高温植酸酶的开发及应用研究	提升现有菌种的生产性能，并进一步提高耐高温能力，提高产品品质	构建了耐高温能力提高的生产菌株，发酵酶活暂未达到产业化标准。
新型反刍动物专用饲料添加剂的研发及应用研究	开发出反刍动物专用饲用酶制剂	成功开发出幼龄动物专用、养殖场、饲料厂、奶牛肉牛羊的专用复合酶产品，并已经投产。
产淬灭酶基因工程菌的构建（国际合作开发）	开发出酶活高，效果强的淬灭酶	筛选到了产淬灭酶的工程菌，同时配合其他复合酶进行无抗项目研究，尚未进行动物实验。
水产饲料与原料专用生物酶制剂的研究开发	开发出水产饲料与原料专用生物酶制剂	完成了蛋白酶对鱼浆和几丁质酶对昆虫蛋白粉和虾壳粉的酶解数据库的搭建。将配合工厂进行大生产实验。
无抗复合酶基因工程菌的构建及应用研究	开发抗生素替代产品	开发出以葡萄糖氧化酶、溶菌酶和相关功能酶制剂的表达系统，并与其他无抗产品组合，实现了市场销售。

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 禁抗政策顺利推进，替抗产品助公司业绩增长

饲用抗生素添加剂具有抗菌和促生长的作用，能够帮助动物预防疾病、改善营养吸收，从而促进其生长，提高养殖效率。从 20 世纪 70 年代抗生素开始广泛应用于我国的畜牧养殖业中，为我国畜禽业的发展做出了巨大贡献。然而，随着抗生素在养殖环节中被滥用，病毒将产生耐药性，兽用抗生素治疗效果降低；养殖用药量增加会加剧抗生素药物毒副作用和残留超标风险，严重威胁了畜禽水产品质量安全和公共卫生安全。因此，禁抗、限抗成了养殖业绿色发展的必然趋势。自 2016 年起，我国发布了一系列政策，逐渐加大对饲料的禁抗力度。2020 年 7 月 1 日起，农业农村部要求所有的饲料生产企业全面停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料。

表 5：关于“禁抗”、“限抗”相关政策

时间节点	工作内容
2020 年 1 月以前	修订“既有促进生长又有防治作用”品种的质量标准，仅保留防治用途。改变抗球虫和中药类药物饲料添加剂管理方式；不再核发“兽药添字”批准文号，改为“兽药字”批准文号。
2020 年 1 月起	退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口；注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书。此前已生产、进口的相应兽药产品可流通至 2020 年 6 月 30 日。
2020 年 7 月起	饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料
2020 年 8 月起	将养殖者自行配制饲料纳入饲料管理体系，对养殖者生产自配料时的原料、添加剂和兽药等使用提出明确要求。

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

面对新的监管要求和饲料无抗发展趋势，饲料生产行业和畜禽养殖面临着挑战，为确保畜禽健康，防止畜禽养殖效率因抗生素退出舞台而下降，企业需要使用替抗产品来提升养殖效率。无抗饲料中会添加抗生素的替代物以达到传统饲料养殖的生长水平，一般以酶制剂、中兽药添加剂、酸化剂、微生态制剂为主。

表 6：主要替抗产品及其效果分析

替抗产品	替抗效果分析
饲用酶制剂	可抑菌消炎，改善消化吸收，降低胃肠疾病的风险，但对反刍类动物作用甚微，因其瘤胃的生理环境会使酶制剂失活，应用较为广泛的是葡萄糖氧化酶。
中兽药添加剂	促进营养成分吸收帮助畜禽生长，有助于抵抗微生物增强畜禽免疫力，且不易产生耐药性、无有害残留、毒副作用小。但存在有效成分不明、作用机理不清、作用效果不稳定原料与产品质量控制标准不完备等缺陷。
酸化剂	有抗菌消炎的作用且可刺激喜酸有益菌的生长，从而促进营养吸收，调节肠道健康。但其使得肠道 pH 值降低可能会影响动物采食。
微生态制剂	主要为各类益生菌和益生元，后者可以促进前者得生长，从而使益生菌更好地改善肠胃微生物菌群平衡，在一定程度上可以控制球虫病，预防断奶仔猪的腹泻，缺点在于在储存与使用过程中容易失活。

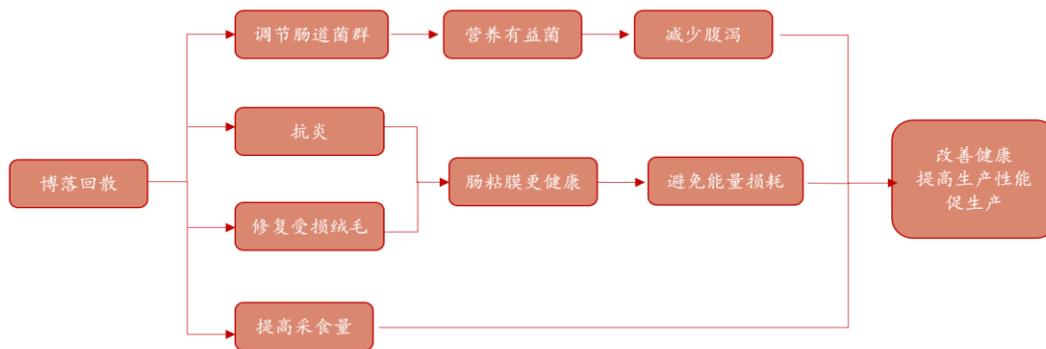
数据来源：公司公告，西南证券整理

饲料“限抗”趋势下，饲料添加剂的需求越来越集中，从而加速行业的整合，产品同质化严重的中小企业逐渐退出，行业内拥有核心技术和具备完善新型添加剂产品线的企业发展空间将进一步扩大，行业集中度有望加速提升，公司体量大、行业地位高，将从中受益。

子公司世唯科技主打产品博落回提取物与博落回散具有较好的替抗效果。博落回提取物（兽药原料药）和博落回散（兽药制剂）、博普总碱（兽药原料药）和博普总碱散（兽药制剂）均获得国家新兽药证书。博落回散具有抗菌消炎、开胃、促生长的功能，能降低动物腹

泻率，提高饲料转化率，且毒性低、无耐药性、无休药期。并且博落回散还取得了农业部颁发的药物饲料添加剂证书，是我国第一个自主研发可长期添加使用的天然植物药源药物饲料添加剂专利产品，填补了国内天然植物药源药物饲料添加剂的空白；博普总碱有效部位及其制剂作为中兽药添加在畜禽饲料中同样具有较高的开发价值，可研究将其制成抗菌消炎、保肝护肾的兽用天然药物，目前仍处于研制阶段。二者皆具有较好的替抗效用，在禁抗的大背景下，未来市场空间广阔。

图 23：博落回散作用原理



数据来源：公司公告，西南证券整理

不同替抗产品之间具有协同效应，未来有望推出新产品。在禁抗政策施行后，公司利用多年的研究成果及技术储备，对公司现有产品复合酶、葡萄糖氧化酶、三丁酸甘油酯、博落回散单独使用及组合使用的替抗效果进行了多批次的试验，迅速向市场推出上述产品及其复合产品的抗生素替代方案。例如明星产品博溢康，就是利用了博落回散与酶制剂的协同增效作用，主要由博落回散以及葡萄糖氧化酶构成，可有效维持动物肠道微生态平衡、提升饲料利用率及增强动物免疫力。

图 24：博溢康对仔猪生长性能影响的实验结果

组别	对照组	抗生素组	精油组	博溢康组
初重 (kg/头)	13.05±2.16	13.22±1.97	13.18±1.94	13.21±1.85
末重 (kg/头)	34.23±4.98	35.09±4.35	34.17±3.83	35.18±4.10
日增重 (g/头)	529.4±82.6	546.7±76.7	524.9±66.0	549.3±87.9
日采食 (g/头)	1025.7±40.1	1079.5±59.6	1012.3±22.0	1033.1±52.3
料肉比	1.94±0.08	1.97±0.08	1.94±0.11	1.88±0.06
成活率 (%)	97.50±5.59	100	97.50±5.59	100
腹泻率 (%)	4.4±0.28	3.8±0.41	1.9±0.28	1.4±0.28

数据来源：公司公告，西南证券整理

在健康、均匀的仔猪 200 头中分 5 个实验组，每组实验重复五次，保持其他条件相同，博溢康对比单纯添加抗生素组，末重、日增重有所提高，料肉比大幅下降，腹泻率也明显降低。博溢康作为畜禽通过用的替抗产品，在类似的黄羽鸡以及白羽鸡对照实验中也表现出明显的优势，对比抗生素组的末重、日增重均明显提高，料肉比例下降，成活率提升，进一步印证了葡萄糖氧化酶与博落回散同为替抗产品，存在协同作用，公司未来将持续升级，结合升级版博落回、葡萄糖氧化酶及公司其他无抗常规产品，针对不同养殖品种、不同养殖阶段，开发有针对性的无抗组合方案，认真分析客户实际情况，分时间段有效推动无抗产品销售。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1: 参考甾体原料药 2020 年行业竞争基本稳定, 结合公司未来有望逐步推出新产品的预期, 在销量基本稳定的情况下, 2020-2022 年价格端变化幅度为 -20%/3%/5%, 对应毛利率分别为 27%/30%/32%。

假设 2: 酶制剂板块, 目前玉米价格处于高位, 叠加规模养殖迅速发展, 绿色添加剂普及率提升, 预计在价格稳定的情况下, 2020-2022 年销量增速分别为 30%/50%/40%, 对应毛利率分别为 50%/50%/50%。

假设 3: 功能性饲料添加剂中博落回的相关产品市场需求旺盛, 预计 2020-2022 年销量增速分别为 70%/60%/45%, 相应毛利率为 54%/54%/54%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 7: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
甾体激素原料药	收入	1206.9	965.5	994.5	1044.2
	增速	9.1%	-20.0%	3.0%	5.0%
	毛利率	31.1%	27.0%	30.0%	32.0%
酶制剂	收入	509.75	662.7	994.0	1391.6
	增速	0.5%	30.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	50.9%	50.0%	50.0%	50.0%
饲料添加剂	收入	114.5	194.7	311.5	451.7
	增速	-	70.0%	60.0%	45.0%
	毛利率	54.0%	54.0%	54.0%	54.0%
合计	收入	2048.1	1927.0	2407.3	2998.1
	增速	15.8%	-5.9%	24.9%	24.5%
	毛利率	35.4%	37.3%	40.9%	43.2%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取蔚蓝生物、仙琚制药作为行业可比公司, 2019 年两家平均 PE 为 36 倍, 2021 年平均 PE 为 25 倍, 考虑到公司多板块共同发展, 行业内龙头地位稳定, 合理溢价, 给予公司 2021 年 30 倍 PE, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 目标价 13.5 元。

表 8: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002332	仙琚制药	12.79	0.45	-	0.64	0.79	22.04	26.15	20.02	16.29
603739	蔚蓝生物	23.01	0.50	0.65	0.78	0.93	50.82	35.59	29.66	24.71
平均值							36.43	30.87	24.84	20.5

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

下游对博落回需求增长不及预期、酶制剂产品销量不及预期、甾体原料药市场恢复不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2048.13	1927.05	2407.31	2998.05	净利润	170.45	222.10	296.35	443.68
营业成本	1323.39	1209.05	1422.27	1702.06	折旧与摊销	156.58	105.20	105.20	105.20
营业税金及附加	20.55	20.56	25.78	31.39	财务费用	65.56	67.77	66.49	70.29
销售费用	167.06	194.82	264.80	329.79	资产减值损失	-5.36	15.00	20.00	20.00
管理费用	191.12	192.70	288.88	359.77	经营营运资本变动	66.46	5.57	-212.05	-352.01
财务费用	65.56	67.77	66.49	70.29	其他	-11.52	-11.75	-21.63	-19.19
资产减值损失	-5.36	15.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	442.17	403.90	254.37	267.98
投资收益	-1.57	0.00	0.00	0.00	资本支出	-292.08	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-174.02	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-466.10	0.00	0.00	0.00
营业利润	192.68	227.14	319.09	484.76	短期借款	-495.31	175.95	-10.56	23.88
其他非经营损益	-0.82	31.65	24.31	25.30	长期借款	-28.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	191.86	258.79	343.40	510.05	股权融资	264.18	0.00	0.00	0.00
所得税	21.42	36.68	47.05	66.37	支付股利	-24.40	-25.50	-33.23	-44.34
净利润	170.45	222.10	296.35	443.68	其他	-400.40	-193.18	-66.49	-70.29
少数股东损益	42.93	55.94	74.63	111.74	筹资活动现金流净额	-684.44	-42.74	-110.29	-90.76
归属母公司股东净利润	127.52	166.17	221.72	331.94	现金流量净额	-708.40	361.16	144.08	177.22
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	216.95	578.11	722.19	899.42	成长能力				
应收和预付款项	658.82	671.14	785.70	989.82	销售收入增长率	15.83%	-5.91%	24.92%	24.54%
存货	1073.70	976.94	1152.93	1380.92	营业利润增长率	11.35%	17.88%	40.48%	51.92%
其他流动资产	92.37	86.91	108.57	135.22	净利润增长率	13.19%	30.31%	33.43%	49.71%
长期股权投资	2.30	2.30	2.30	2.30	EBITDA 增长率	8.83%	-3.55%	22.66%	34.53%
投资性房地产	6.22	6.22	6.22	6.22	获利能力				
固定资产和在建工程	1553.07	1462.47	1371.87	1281.28	毛利率	35.39%	37.26%	40.92%	43.23%
无形资产和开发支出	843.12	829.17	815.23	801.28	三费率	20.69%	23.63%	25.76%	25.34%
其他非流动资产	71.53	70.87	70.22	69.57	净利率	8.32%	11.53%	12.31%	14.80%
资产总计	4518.08	4684.15	5035.23	5566.02	ROE	6.25%	7.76%	9.48%	12.58%
短期借款	501.00	676.95	666.39	690.27	ROA	3.77%	4.74%	5.89%	7.97%
应付和预收款项	490.21	414.37	503.15	597.93	ROIC	5.81%	6.28%	8.16%	10.93%
长期借款	159.00	159.00	159.00	159.00	EBITDA/销售收入	20.25%	20.76%	20.39%	22.02%
其他负债	639.11	570.50	580.25	593.04	营运能力				
负债合计	1789.32	1820.82	1908.78	2040.23	总资产周转率	0.44	0.42	0.50	0.57
股本	439.84	490.06	490.06	490.06	固定资产周转率	1.66	1.48	1.99	2.68
资本公积	1258.77	1208.55	1208.55	1208.55	应收账款周转率	3.93	3.36	3.82	3.89
留存收益	704.57	845.24	1033.72	1321.32	存货周转率	1.26	1.17	1.32	1.33
归属母公司股东权益	2465.21	2543.85	2732.33	3019.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.76%	—	—	—
少数股东权益	263.55	319.48	394.12	505.85	资本结构				
股东权益合计	2728.76	2863.33	3126.45	3525.79	资产负债率	39.60%	38.87%	37.91%	36.66%
负债和股东权益合计	4518.08	4684.15	5035.23	5566.02	带息债务/总负债	55.17%	63.88%	60.39%	57.67%
					流动比率	1.83	2.02	2.24	2.49
					速动比率	0.87	1.17	1.31	1.48
					股利支付率	19.14%	15.35%	14.99%	13.36%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	414.83	400.11	490.78	660.25	每股收益	0.26	0.34	0.45	0.68
PE	35.74	27.43	20.56	13.73	每股净资产	5.03	5.19	5.58	6.16
PB	1.85	1.79	1.67	1.51	每股经营现金	0.90	0.82	0.52	0.55
PS	2.23	2.37	1.89	1.52	每股股利	0.05	0.05	0.07	0.09
EV/EBITDA	11.67	12.64	9.99	7.20					
股息率	0.54%	0.56%	0.73%	0.97%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	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
上海	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
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	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
	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
广深	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