

三季度业绩超预期，产品矩阵持续扩充

投资要点

- 事件：**公司发布2022年前三季度业绩预告，预计前三季度实现归母净利润2.12-2.18亿元，同比增长107.7%至113.6%，其中第三季度预计实现归母净利润0.83-0.89亿元，同比增长107.5%至122.5%。
- 募投项目部分投产贡献业绩增量。**前三季度，公司募投项目，即“巴彦淖尔交替生产丙氨酸、缬氨酸项目”和“秦皇岛发酵法丙氨酸技改扩产项目”，实现部分投产，期内业绩贡献可观。同时，2021年以来主要原材料玉米、淀粉、葡萄糖等原材料价格快速上涨，致使当年公司毛利率有所下滑。2022年，公司通过调价将原材料涨价向下游传导，上半年毛利率较2021年全年提高6.13个百分点。
- 公司是合成生物学领先企业，持续推进生物制造技术升级迭代。**公司掌握以微生物细胞工厂为核心的发酵法生产工艺和以酶催化为核心的酶法生产工艺，产品涵盖丙氨酸(L-丙氨酸、DL-丙氨酸、β-丙氨酸)、D-泛酸钙和熊果苷等，是全球领先的以合成生物技术规模化生产小品种氨基酸的企业之一。
- 加码合成生物学新技术，储备品种产业化前景广阔。**2022年9月12日，公司发布两项关联交易公告：①拟向参股公司智合生物增资1000万元，以推进发酵法1,3-丙二醇、发酵法玫瑰精油产品产业化进程，待增资完成公司持股比例将达到25%，同时约定公司将获得智合生物实际控制权和收购权。②拟与关联方欧合生物签订技术许可合同，将获得“发酵法生产丁二酸”技术的独占实施许可，独占实施许可期限为20年，按照产品销售额的0.5%支付产业化提成，付费期限10年。
- 盈利预测与投资建议。**公司是合成生物学领先企业，持续强化丙氨酸成本、规模优势，全球丙氨酸龙头地位稳固。同时，公司持续推进缬氨酸、三支链氨基酸等项目建设，产品矩阵不断丰富。预计公司归母净利润未来三年复合增长率40.8%，2022-2024年EPS分别为2.72元、3.41元、4.33元，给予公司2023年50倍PE，对应目标价170.50元，首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示：**下游需求大幅下滑；在建项目投产进度不及预期等。

西南证券研究发展中心

分析师：程磊
执业证号：S1250521090001
电话：021-58351912
邮箱：chlei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.08
流通A股(亿股)	0.69
52周内股价区间(元)	54.43-156.08
总市值(亿元)	164.8
总资产(亿元)	16.90
每股净资产(元)	11.72

相关研究

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	954.10	1476.68	1955.27	2473.64
增长率	95.81%	54.77%	32.41%	26.51%
归属母公司净利润(百万元)	168.24	294.59	370.16	469.17
增长率	38.92%	75.11%	25.65%	26.75%
每股收益EPS(元)	1.55	2.72	3.41	4.33
净资产收益率ROE	14.22%	20.64%	21.66%	22.70%
PE	98	56	45	35
PB	13.95	11.57	9.66	7.99

数据来源：Wind, 西南证券

目 录

1 公司概况	1
1.1 合成生物学领先企业，实现小品种氨基酸生产变革	1
1.2 氨基酸放量支撑公司业绩持续增长	3
2 盈利预测与估值	5
2.1 盈利预测	5
2.2 相对估值	5
3 风险提示	6

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构图	3
图 3：2015-2022H1 公司营业收入	4
图 4：2015-2022H1 公司归母净利润.....	4
图 5：2015-2022H1 公司利润率	4
图 6：2015-2022H1 公司期间费用率.....	4

表 目 录

表 1：公司主要产品产能情况.....	2
表 2：股权激励计划各年度业绩考核目标.....	3
表 3：分业务收入及毛利率.....	5
表 4：可比公司估值（2022/10/24）	6
附表：财务预测与估值	7

1 公司概况

1.1 合成生物学领先企业，实现小品种氨基酸生产变革

安徽华恒生物科技股份有限公司是一家以合成生物技术为核心，专业从事生物基产品的研发、生产、销售的高新技术企业。公司主要产品包括丙氨酸系列(L-丙氨酸、DL-丙氨酸、 β -丙氨酸)、缬氨酸、D-泛酸钙、泛醇和熊果苷等。公司的丙氨酸产品生产规模位居国际前列，市场占有率达到50%以上。公司依托技术突破和成本优势，服务包括世界500强企业在内的多个境内外优质公司。在境外市场，公司与市场500强企业巴斯夫、味之素、伊藤忠、德之馨等公司保持着良好的合作关系。在国内，公司与国家优质化工、制药企业如诺力昂、天新药业、华中药业等建立着长期业务往来。

公司深耕生物合成赛道，不断突破小品种氨基酸生物制造工艺。公司经多年发展，已在工业菌种创制、发酵过程智能控制、高效后提取、产品应用开发环节形成了完备的技术领先优势，构建了以微生物细胞工厂为核心的发酵法生产工艺和以酶催化为核心的酶法生产工艺。

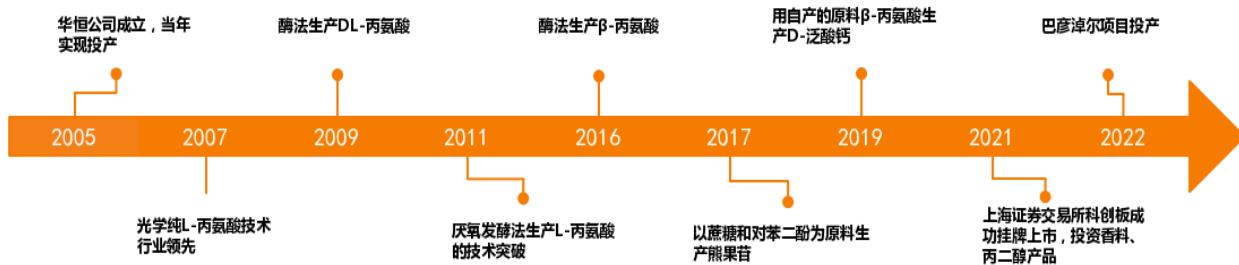
2011年，公司成功构建了以可再生葡萄糖为原料，厌氧发酵生产L-丙氨酸的微生物细胞工厂，并在全球范围内首次实现产业化。与酶法生产工艺相比，发酵法生产工艺以可再生资源为原料、在常温常压的反应条件下、采用“一罐式”发酵、实现二氧化碳零排放的微生物发酵生产方式，经济和环境效益得以显著提升，同时使得L-丙氨酸产品成本降低约50%。

2016年，公司成功突破了以L-天冬氨酸为原料酶法生产 β -丙氨酸技术，相较以丙烯腈为原料的化学合成法生产工艺，反应条件更为温和，可实现一步合成。

2018年，公司创造性地开发出以丙烯酸为原料，利用人工合成酶催化生产 β -丙氨酸的工艺技术，提高了原子经济性，实现了生物制造技术工艺的升级和迭代。

2021年，公司凭借L-丙氨酸产品上的成功经验，开发出L-缬氨酸的发酵法生产工艺，并在巴彦淖尔基地实现生产，与丙氨酸业务具有显著的协同效应。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

丙氨酸规模全球领先，多种氨基酸协同发展。公司 2011 年在国际上首次成功实现了微生物厌氧发酵规模化生产 L-丙氨酸产品，是行业内拥有厌氧发酵法生产 L-丙氨酸完整知识产权的优势企业之一。公司通过技改升级，优化丙氨酸生产工艺，扩大丙氨酸产品规模，始终保持全球领先地位。截止 2021 年末，公司形成了 L-丙氨酸产能 2.3 万吨/年，DL-丙氨酸 2500 吨/年， β -丙氨酸 1000 吨/年。2022 年，公司 IPO 募投项目，即“巴彦淖尔交替生产丙氨酸、缬氨酸项目”与“秦皇岛发酵法丙氨酸技改扩产项目”已部分投产，并在期内贡献业绩。此外，公司实行多元化发展战略，成功开发出 L-缬氨酸、D-泛酸钙、熊果苷等产品。目前，公司主要在建项目还包括长丰基地 7000 吨/年 β -丙氨酸衍生物项目以及巴彦淖尔基地 1.6 万吨/年三支链氨基酸（L-亮氨酸、L-异亮氨酸、L-缬氨酸）项目，有助于提高产业链的一体化程度，增强产品综合竞争力。

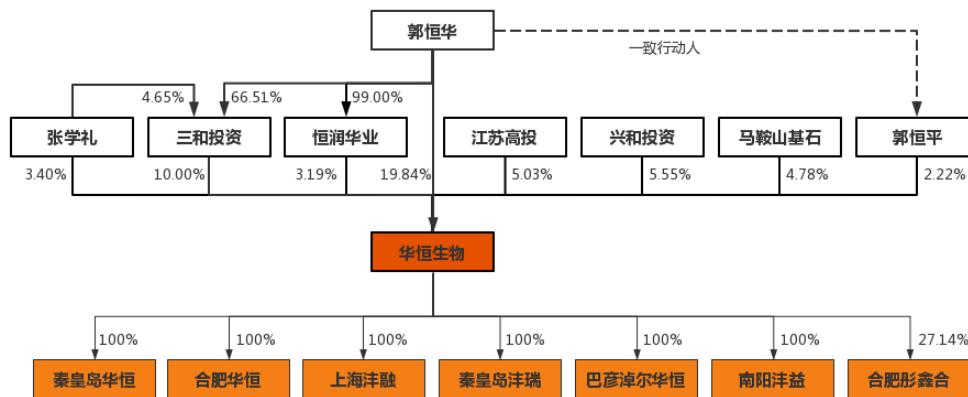
表 1：公司主要产品产能情况

产品名称	生产工艺	上游原料	现有/在建产能(吨)	备注	应用领域
L-丙氨酸	发酵法	葡萄糖、氨水	23000+25000+5000	2.5 万吨为丙氨酸、缬氨酸交替生产项目，5000 吨为秦皇岛技改扩产项目，均已部分投产	日化、医药保健、食品添加剂、饲料
DL-丙氨酸	酶法	L-丙氨酸	2500		日化、食品添加剂
β -丙氨酸	酶法	丙烯酸、氨水	1000+ (7000)	长丰基地在建项目	医药保健
D-泛酸钙	酶法	β -丙氨酸、DL-泛解酸内酯	300		医药保健、饲料、食品添加剂
α -熊果苷	酶法	对苯二酚	-		化妆品
L-缬氨酸	发酵法	葡萄糖、氨水	25000	2.5 万吨为丙氨酸、缬氨酸交替生产项目，部分投产	饲料、保健品
三支链氨基酸	发酵法	/	(16000)	巴彦淖尔基地在建项目	饲料、医药保健

数据来源：公司年报，Wind，西南证券整理

加快合成生物学布局，探索新技术。2021 年 8 月，公司与关联方张学礼、郭恒华、张冬竹、樊义合资设立天津智合生物科技有限公司，开展生物基产品（发酵法 1,3-丙二醇、发酵法玫瑰精油）技术的研究和开发。2022 年 9 月，为推动参股公司产品产业化进程，公司进一步向智合生物增资 1000 万元，持股比例达到 25%，并通过协议取得 100% 表决权，实际控制智合生物。同时，公司拟与关联方欧合生物签署《技术许可合同》，欧合生物将其拥有的“发酵法生产丁二酸”的相关技术授权公司使用，该技术许可的性质为独占实施许可，独占实施许可期限为 20 年。

公司的实际控制人是郭恒华女士。截止 2022 年上半年，郭恒华女士直接持有公司 19.8% 的股权，通过其控股的三和投资（持股比例 66.5%）和恒润华业（持股比例 99%）分别持有公司 10%、3.2% 的股权。郭恒平与郭恒华一致行动人，持有公司 2.2% 的股份。公司董事，首席科学家张学礼持有公司 3.4% 股份，江苏高投、兴和投资、马鞍山基石三家投资机构分别持股 5.03%、5.55%、4.78%。

图 2：公司股权结构图


数据来源：公司年报，Wind，西南证券整理

股权激励制度日渐完善。公司 2021 年 11 月 17 日发布了限制性股票激励计划（草案）。2021 年 12 月 8 日董事会审议通过了《关于向 2021 年限制性股票激励计划激励对象授予限制性股票的议案》，同意以向 30 名激励对象授予 102.10 万股限制性股票，授予价格为 30.00 元/股。次日公司公布了 2021 年限制性股票激励计划激励对象名单，授予董事长郭恒华、首席科学家张学礼、副总经理张冬竹、财务负责人樊义第一类限制性股票各 10 万股。授予毛建文、唐思青、刘树蓬等 26 人第二类限制性股票共计 62.1 万股。

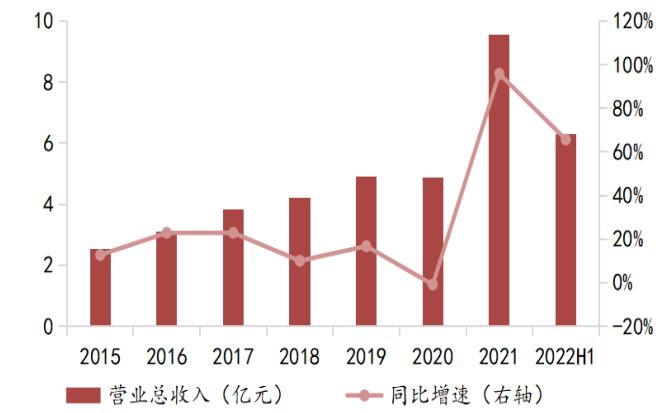
表 2：股权激励计划各年度业绩考核目标

解除禁售/归属期	业绩考核目标
第一个解除限售/归属期	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 60%； 2、以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 130%。
第二个解除禁售/归属期	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 90%； 2、以 2020 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 200%。
第三个解除限售/归属期	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2020 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 130% 2、以 2020 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 290%。

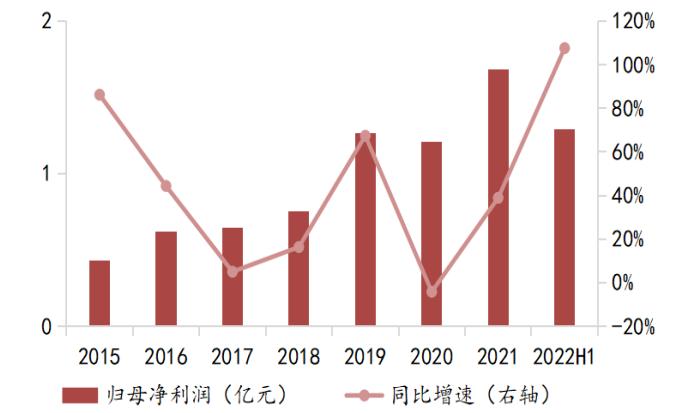
数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

1.2 氨基酸放量支撑公司业绩持续增长

公司的收入、利润稳步增长。近年来，公司竭力夯实丙氨酸龙头地位，不断提升 L-丙氨酸、DL-丙氨酸、β-丙氨酸产品竞争力，扩大其市场份额，同时发展缬氨酸、D-泛酸钙、泛醇和熊果苷等，创造新增长点。公司的营业总收入由 2015 年的 2.53 亿元增长到 2021 年的 9.54 亿元，归母净利润由 2015 年的 0.43 亿元增长到 2021 年的 1.68 亿元，年均复合增长率分别为 24.8% 和 25.5%。2022H1 公司营业收入为 6.29 亿元，同比+65.66%，实现归母净利润 1.29 亿元，同比+108.06%，主要系公司缬氨酸及丙氨酸产品销量增加所致。

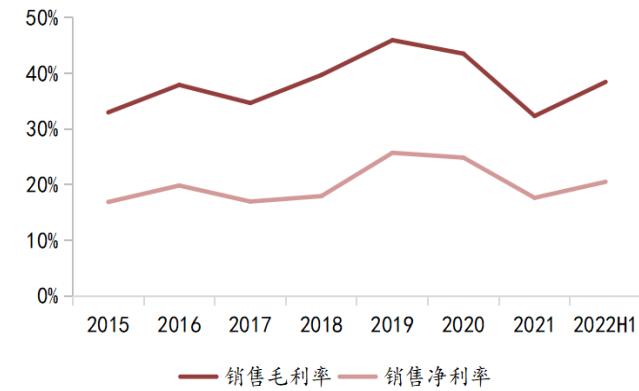
图 3：2015-2022H1 公司营业收入


数据来源：公司财务报告、Wind、西南证券整理

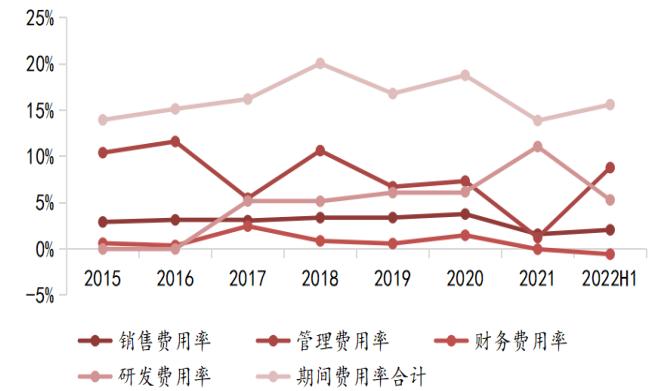
图 4：2015-2022H1 公司归母净利润


数据来源：公司财务报告、Wind、西南证券整理

2022H1 利润率水平回归稳定，费用率控制良好。2021 年由于原材料淀粉、葡萄糖等价格快速上涨，而公司产品调价相较原料有一定滞后，因而 2021 年利润率有所下滑。2022 年，公司虽然有所回落但仍然处于高位，受益于产品价格上涨，2022H1 公司毛利率、净利率分别为 38.5%、20.5%，利润率水平逐步恢复。上半年公司整体费用率控制在 15.6%，销售费用率和管理费用率分别为 2.1% 和 8.8%，同比有所增加，主要系全体员工人数增长导致薪酬费用增加，同时管理费用提升也有股权激励的影响。上半年公司研发费用支出为 3300 万元，同比增长 74.3%，研发费用与营收同步增长，研发费用率保持在 5.3%，同历史年度接近。

图 5：2015-2022H1 公司利润率


数据来源：Wind、西南证券整理

图 6：2015-2022H1 公司期间费用率


数据来源：Wind、西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司秦皇岛发酵法丙氨酸技改扩产项目 2022 年投产，2022-2024 年产能利用率分别为 80%、100%、100%。

假设 2：公司巴彦淖尔交替生产丙氨酸、缬氨酸项目 2022 年投产，2022-2024 年缬氨酸产能利用率分别为 90%、100、100%。

假设 3：巴彦淖尔基地三支链氨基酸及其衍生物项目和长丰基地 beta 丙氨酸衍生物项目预计 2022 年末投产，于 2023 年放量。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
氨基酸产品	收入	805.83	1298.76	1741.77
	增速	92.0%	61.2%	34.1%
	毛利率	35.6%	41.5%	40.0%
其他产品	收入	36.03	43.24	51.88
	增速	-22.9%	20.0%	20.0%
	毛利率	35.6%	41.5%	40.0%
其他业务	收入	112.23	134.68	161.62
	增速	439.5%	20.0%	20.0%
	毛利率	10.3%	15.0%	15.0%
合计	收入	954.10	1476.68	1955.27
	增速	95.8%	54.8%	32.4%
	毛利率	32.3%	38.9%	37.8%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 14.77、19.55 和 24.74 亿元，归母净利润分别为 2.94、3.70 和 4.69 亿元，EPS 分别为 2.72、3.41 和 4.33 元，对应 PE 分别为 56、45 和 35 倍。

2.2 相对估值

我们选取凯赛生物、华熙生物作为可比公司，2023 年平均 PE 为 40 倍。公司是合成生物学领先企业，持续强化丙氨酸成本、规模优势，全球丙氨酸龙头地位稳固。同时，公司持续推进缬氨酸、三支链氨基酸等项目建设，产品矩阵不断丰富。我们给予华恒生物 2023 年 50 倍 PE，对应目标价 170.50 元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值（2022/10/24）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
688065	凯赛生物	64.57	1.46	1.29	1.62	2.17	126	50	40	30
688363	华熙生物	113.20	1.63	2.15	2.84	3.67	95	53	40	31
平均值							111	51	40	30
688639	华恒生物	152.28	1.55	2.72	3.41	4.33	83	56	45	35

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

下游需求大幅下滑；在建项目投产进度不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	954.10	1476.68	1955.27	2473.64	净利润	168.24	294.59	370.16	469.17
营业成本	645.64	902.36	1216.16	1535.78	折旧与摊销	47.50	68.63	74.01	80.63
营业税金及附加	6.58	14.82	18.53	22.84	财务费用	-0.21	0.00	0.00	0.00
销售费用	15.26	26.58	35.19	44.53	资产减值损失	-5.97	0.00	0.00	0.00
管理费用	64.67	199.35	263.96	333.94	经营营运资本变动	-132.89	-47.14	-110.00	-110.13
财务费用	-0.21	0.00	0.00	0.00	其他	19.04	-5.67	-4.26	-6.62
资产减值损失	-5.97	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	95.70	310.41	329.92	433.06
投资收益	5.48	6.00	6.00	6.00	资本支出	-116.00	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	1.06	0.00	0.00	0.00	其他	-395.82	6.00	6.00	6.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-511.82	-94.00	-94.00	-94.00
营业利润	186.34	339.57	427.42	542.55	短期借款	-36.57	-18.50	0.00	0.00
其他非经营损益	4.44	1.00	3.00	3.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	190.79	340.57	430.42	545.55	股权融资	573.51	0.00	0.00	0.00
所得税	22.55	45.98	60.26	76.38	支付股利	-36.40	-50.56	-88.54	-111.25
净利润	168.24	294.59	370.16	469.17	其他	-23.57	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	476.98	-69.06	-88.54	-111.25
归属母公司股东净利润	168.24	294.59	370.16	469.17	现金流量净额	60.17	147.35	147.38	227.81
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	121.79	269.14	416.52	644.32	成长能力				
应收和预付款项	250.89	359.65	495.15	620.30	销售收入增长率	95.81%	54.77%	32.41%	26.51%
存货	106.21	148.98	199.20	252.88	营业利润增长率	40.79%	82.23%	25.87%	26.94%
其他流动资产	373.62	373.36	383.83	395.16	净利润增长率	38.92%	75.11%	25.65%	26.75%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	33.79%	74.72%	22.84%	24.28%
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	526.45	563.34	594.85	619.75	毛利率	32.33%	38.89%	37.80%	37.91%
无形资产和开发支出	43.98	38.45	32.93	27.40	三费率	8.36%	15.30%	15.30%	15.30%
其他非流动资产	51.18	51.18	51.18	51.18	净利润率	17.63%	19.95%	18.93%	18.97%
资产总计	1474.11	1804.11	2173.65	2611.00	ROE	14.22%	20.64%	21.66%	22.70%
短期借款	18.50	0.00	0.00	0.00	ROA	11.41%	16.33%	17.03%	17.97%
应付和预收款项	124.77	238.04	315.24	383.74	ROIC	25.55%	34.63%	36.59%	39.32%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.49%	27.64%	25.65%	25.19%
其他负债	147.71	138.91	149.63	160.55	营运能力				
负债合计	290.98	376.95	464.88	544.30	总资产周转率	0.86	0.90	0.98	1.03
股本	108.40	108.40	108.40	108.40	固定资产周转率	2.24	3.24	4.38	5.56
资本公积	588.04	588.04	588.04	588.04	应收账款周转率	7.22	6.96	6.60	6.37
留存收益	498.69	742.72	1024.34	1382.26	存货周转率	8.39	7.05	6.94	6.75
归属母公司股东权益	1183.13	1427.16	1708.78	2066.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.17%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1183.13	1427.16	1708.78	2066.70	资产负债率	19.74%	20.89%	21.39%	20.85%
负债和股东权益合计	1474.11	1804.11	2173.65	2611.00	带息债务/总负债	6.36%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	4.66	4.28	4.19	4.38
EBITDA	233.64	408.20	501.43	623.18	速动比率	4.08	3.73	3.63	3.81
PE	98.12	56.03	44.59	35.18	股利支付率	21.63%	17.16%	23.92%	23.71%
PB	13.95	11.57	9.66	7.99	每股指标				
PS	17.30	11.18	8.44	6.67	每股收益	1.55	2.72	3.41	4.33
EV/EBITDA	68.53	38.82	31.31	24.83	每股净资产	10.91	13.17	15.76	19.07
股息率	0.22%	0.31%	0.54%	0.67%	每股经营现金	0.88	2.86	3.04	3.99
					每股股利	0.34	0.47	0.82	1.03

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn