

## 业绩短期承压，泰国基地造就成长新曲线

### 投资要点

- 事件：**公司发布2023年中报，上半年实现收入2.9亿元，同比-22.6%，实现归母净利润4618万元，同比-32.0%；其中单Q2实现收入1.6亿元，同比-10.99%，实现归母净利润2559万元，同比-31.17%。
- 主营产品产能压降，业绩短期承压。**根据公司半年报，上半年公司营收和净利润同比下降。分业务来看，天然香料业务实现营收9517万元，同比下降50.1%，降幅较大，主要原因是天然香料业务主要产品天然香兰素产品受到环保政策影响，产能压降，导致营收降低，预计在泰国基地完成建设前或将持续承压；合成香料业务实现营收4763万元，同比下降22.3%，主要受到下游需求短期降低影响，销量降低，营收减少，预计随着下游需求改善或将有所好转；凉味剂实现营收1.3亿元，同比增长15.6%，主要原因下游需求景气度高，产品销量增加，营收增加，预计未来销量有望持续增加，成为公司收入的主要来源。
- 建设泰国基地，打开成长新曲线。**公司规划建设泰国基地，其中一期建设香兰素1000吨、橡苔200吨、苯甲醛100吨、苯甲醇50吨、桂酸甲酯100吨、凉味剂150吨、叶醇150吨香精香料生产装置，预计建成时间为2024年底。一方面，基地建成后公司天然香料产品香兰素产能将大幅增加，国内产能压降影响减弱，打开营收利润增长空间。另一方面，泰国基地具有关税优势。美国是目前公司海外出口占比最高的地区，2016-2021年美国地区营收在公司海外营收中占比超50%。目前出口美国的货物基本都有额外25%的关税，泰国基地建成后，将有助于提高公司产品出口美国的毛利率，增强公司盈利能力。
- 公司香料产品种类丰富，客户合作稳定。**公司成立于2001年，是国内高端香料龙头企业。主要产品可分为天然香料、合成香料、凉味剂等，主要应用于食品饮料、日化等行业，公司产品具有广泛的下游应用领域和发展空间。公司主要终端客户包括快速消费品行业的知名公司、下游香精企业和终端客户。其对供应商有较为严格的认证体系，考察时间较长，不会轻易调整和更换，公司与国际大型香精香料企业合作多年，具有稳定的合作关系，具有产品认证壁垒。
- 盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为1.69元、2.50元、3.17元，对应动态PE分别为20倍、14倍、11倍。公司产品下游应用广泛，需求旺盛，海外基地正在建设，看好公司海外业务扩张及关税优势，给予公司24年17倍PE，目标价42.50元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求或不及预期，原材料价格大幅上涨风险，汇率波动风险，产能投放或不及预期。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	705.40	721.52	962.30	1151.30
增长率	13.58%	2.29%	33.37%	19.64%
归属母公司净利润(百万元)	131.79	136.65	202.14	256.46
增长率	44.16%	3.68%	47.93%	26.87%
每股收益EPS(元)	1.63	1.69	2.50	3.17
净资产收益率ROE	8.49%	8.22%	11.00%	12.49%
PE	21	20	14	11
PB	1.80	1.68	1.52	1.36

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 黄寅斌  
执业证号: S1250523030001  
电话: 13316443450  
邮箱: hyb@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)	0.81
流通A股(亿股)	0.42
52周内股价区间(元)	32.07-47.92
总市值(亿元)	28.51
总资产(亿元)	18.16
每股净资产(元)	19.41

### 相关研究

## 1 国内高端香料龙头，大力发展海外业务

公司成立于 2001 年，是国内高端香料龙头企业。公司是国内中高端香料主要生产企业之一，公司自成立以来一直从事香料的研发、生产和销售。经过多年的发展，公司已成功开发天然香料、合成香料和凉味剂三大系列共计逾 160 种产品。

图 1：公司发展历史



数据来源：公司公告，西南证券整理

香精香料应用广泛，公司产品主要用于食品饮料、日化等行业。公司产品可分为天然香料、合成香料、凉味剂等，天然香料主要包括丁香酚香兰素、阿魏酸香兰素、天然桂酸甲酯、天然覆盆子酮等产品，合成香料主要包括女贞醛、格蓬酯、苹果酯等产品，凉味剂主要包括 WS-23、WS-3 等产品，前述产品主要作为配制香精的原料或直接作为食品添加剂，终端产品主要应用于食品饮料、日化等行业，公司产品具有广泛的下游应用领域和发展空间。

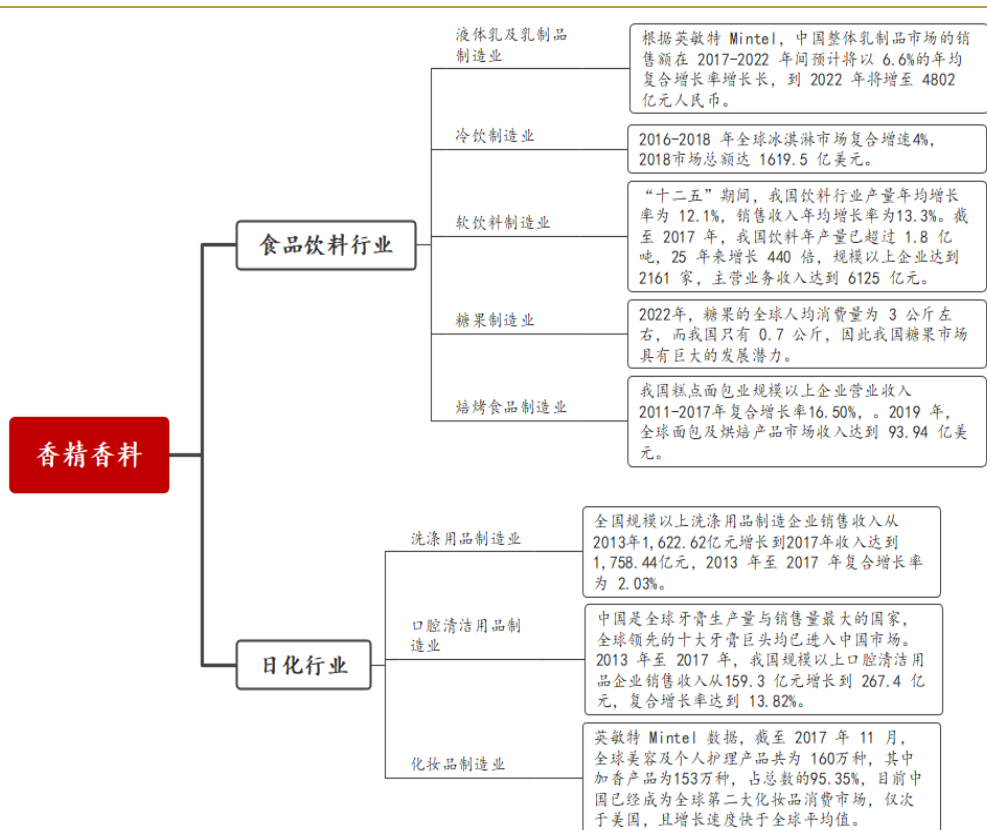
表 1：公司主要产品及用途

产品类别	代表产品	产品用途
天然香料	丁香酚香兰素	主要用于食用香精中，也可直接用于饼干、糕点、糖果、饮料等食品的加香。
	阿魏酸香兰素	
	天然桂酸甲酯	用于香料工业作定香剂，也用于肥皂、洗涤剂。
	天然覆盆子酮	通常在果香型的香精中作为定香剂，也可用于化妆品及皂用香精中。
合成香料	女贞醛	用于香精调香，使用在香水、泡沫浴剂、香皂、洗涤剂中。
	格蓬酯	用于日化香精配方。
	苹果酯	用于调配花香型和果香型日用香精。
凉味剂	WS-23	在食品和化妆品中产生持久的清凉感觉，广泛用于食品、饮料、糖果、化妆品、烟制品、医药等。
	WS-3	多用作皮肤和唇膏的凉爽剂。在口香糖及儿童糖中作凉味剂。

数据来源：公司公告，西南证券

公司产品用途广泛，下游需求空间大。香料香精行业是食品饮料、日化、烟草等很多行业的重要配套产业，应用领域十分广泛。公司的香兰素和凉味剂系列产品主要销售给欧美知名香精香料企业以及国际知名快速消费品企业，最终用户为全球终端消费者。前述公司通过行业并购、自身业务发展等方式，近年来销售、采购规模较大且持续增长，在行业中整体占比较高，随着下游市场的发展，未来对香料产品的需求有望继续增长，尤其是随着天然香料因其安全性和可靠性被客户广泛认可，前述公司未来对天然香料需求增速较大。

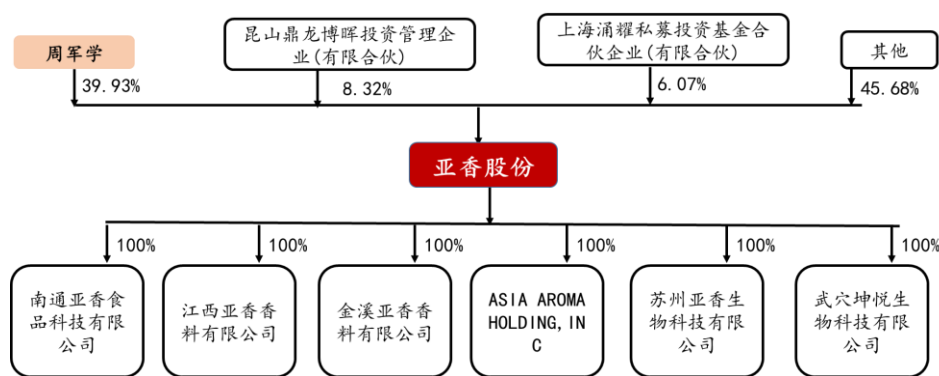
图 2：公司下游产品需求



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构稳定，实控人周军学。截至 2023 年上半年，公司实控人周军学持有公司 39.93% 股权，是公司的第一大股东。

图 3：公司股权结构

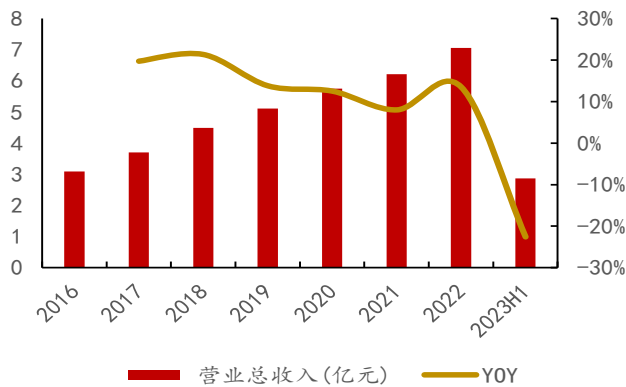


数据来源：wind，西南证券整理

**主营产品产能压降，业绩短期承压。**根据公司半年报，上半年实现收入 2.9 亿元，同比 -22.6%，实现归母净利润 4618 万元，同比 -32.0%；其中单 Q2 实现收入 1.6 亿元，同比 -10.99%，实现归母净利润 2559 万元，同比 -31.17%。公司营收和净利润同比下降，分业务

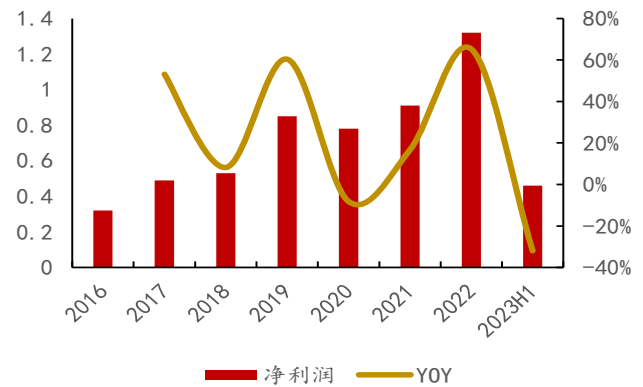
来看，天然香料业务实现营收 9517 万元，较去年同期同比下降 50.1%，降幅较大，主要因为天然香料业务主要产品天然香兰素产品受到环保政策影响，产能压降，导致营收降低；合成香料业务实现营收 4763 万元，同比下降 22.3%，主要受到下游需求短期降低影响，销量降低，营收减少；凉味剂实现营收 1.3 亿元，同比增长 15.6%，主要原因下游需求景气度高，产品销量增加，营收增加。

图 4：公司营收



数据来源：公司公告，西南证券整理

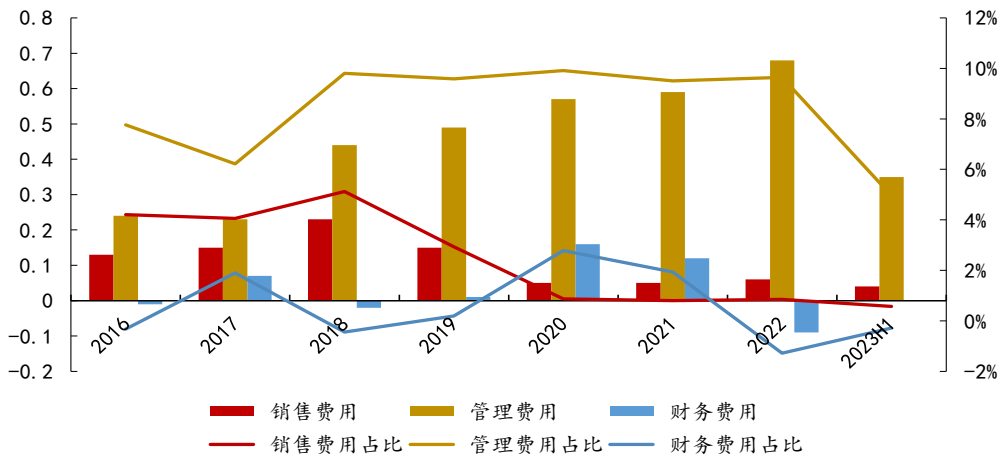
图 5：公司归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司三费率基本稳定。**公司财务费用变化幅度较大，较上年同期变化 59%，主要因为报告期银行借款规模 相较于上年同期下降导致利息支出较大幅度减少所致。管理费用销售费用占比下降主要原因是公司治理得当，降本增效。

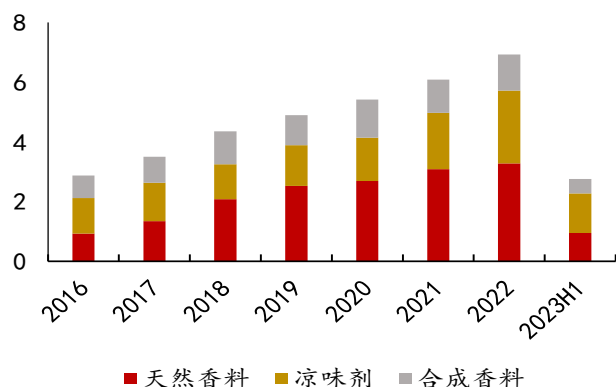
图 6：公司三费及三费率（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

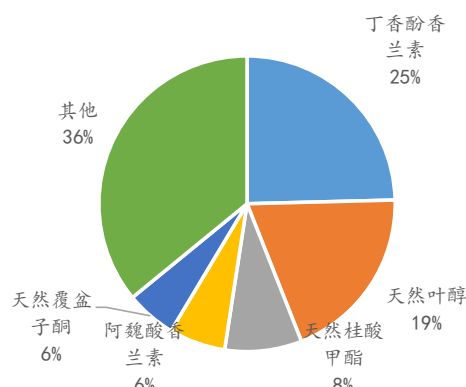
**公司海外业务占比高，主要营收来自于天然香料。**2022 年以前，公司主要营收来源为天然香料，公司天然香料产品中营收占比最高的是丁香酚香兰素，受到国家环保政策影响，天然香料产品香兰素产能压降，营收逐渐降低。2023 年上半年公司主要营业收入来源为凉味剂。凉味剂下游需求广泛，景气度高，预计未来将持续增长。

图 7：公司分产品营收（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

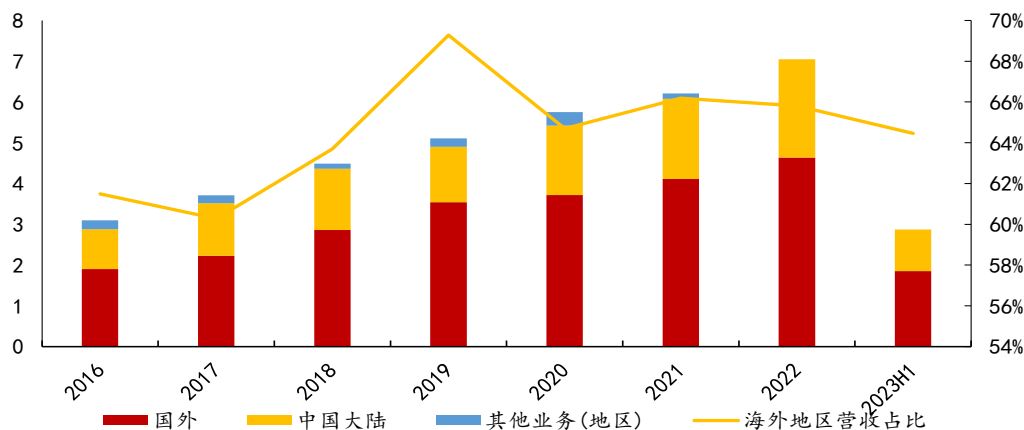
图 8：公司天然香料产品营收（2021 年）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产品远销海外，海外营收占比超 60%。公司与海外客户深度绑定，产品销售海外较多，未来随着泰国基地建成，会带来较大的关税优势。

图 9：公司分地区营收（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司项目稳步推进，产能持续增长。23 年上半年，公司南通基地 6,500t/a 香精香料及食品添加剂和副产 15 吨肉桂精油和 1 吨丁香轻油和 20 吨苧烯项目已经完成建设，但受到香兰素产品压降计划影响，尚未完全投产。

表 2：公司产能

子公司名称	基地	产能	备注
江西亚香	江西省抚州市金溪县	3,795t/a 香精香料项目	已投产
武穴坤悦	湖北省武穴市	年产 2,830 吨香精、香料、食品添加剂系列产品项目	2021 年 7 月完成验收
南通亚香	江苏省南通市	6,500t/a 香精香料及食品添加剂和副产 15 吨肉桂精油和 1 吨丁香轻油和 20 吨苧烯项目	试生产
亚香生物科技(泰国)有限公司	泰国 304 工业园	一期建设香兰素 1000 吨、橡苔 200 吨、苯甲醛 100 吨、苯甲醇 50 吨、桂酸甲酯 100 吨、凉味剂 150 吨、叶醇 150 吨	规划中

数据来源：公司公告，西南证券

**客户认证壁垒高，公司与客户合作稳定。**为了保持产品独特的香气及口感，下游香精企业和终端客户等对供应商有较为严格的认证体系，考察时间较长，一旦合作不会轻易调整和更换。公司客户可分为终端客户和贸易商，其中主要终端客户包括国际香料香精、奇华顿、芬美意等香精香料企业和玛氏箭牌、亿滋国际等快速消费品行业的知名公司；公司向贸易商销售全部为卖断式销售，主要贸易商包括 ABT 以及其他中小规模贸易商。

**表 3：公司主要客户**

公司名称	客户类型	基本情况	合作历史	销售产品
ABT	贸易商	世界领先的香精香料供应商，专门从事天然和合成化学品的开发。	2006 年开始	主要为丁香酚香兰素、天然桂酸甲酯、阿魏酸香兰素等多种天然香料
国际香料香精 IFF	终端客户	美国最大的香精香料公司	2007 年开始	主要为女贞醛、格蓬酯、苹果酯等合成香料以及 WS-167 等凉味剂
玛氏箭牌 Wrigley	终端客户	全球最大的糖果巨头之一	2009 年开始	WS-23、薄荷酰胺、戊二酸薄荷酯等凉味剂
奇华顿 Givaudan	终端客户	全球日用及食用香精领域的领导者。	2006 年开始	丁香酚香兰素、阿魏酸香兰素等天然香料和格蓬酯、苹果酯等合成香料
芬美意 Firmenich	终端客户	全球最大的从事香精原料研究和生产的公司，拥有一项诺贝尔化学奖在内的多项国际大奖。	2004 年开始	丁香酚香兰素、苹果酯、格蓬酯、薄荷酰胺等

数据来源：公司公告，西南证券

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司天然香料产品 2023-2025 年销量 720 吨、1100 吨、1400 吨；价格综合历史数据、调研资料及行业整体供需判断 2023-2025 年均价为 48.1 万元/吨，考虑到公司工艺改善成本下降影响，23-25 年毛利率为 42%、44%、45%。

假设 2：公司合成香料产品 2023-2025 年销量 140 吨、160 吨、165 吨；价格根据行业整体供需判断，考虑到产品放量带来的价格微降，工艺改善带来的成本微降，预计 2023-2025 年均价分别为 88 万元/吨、87 万元/吨、86 万元/吨，毛利率为 26.5%。

假设 3：公司凉味剂产品 2023-2025 年销量 30 吨、35 吨、40 吨；价格综合历史数据、调研资料及行业整体供需判断，2023-2025 年均价为 840 万元/吨，考虑到公司改进技术使用新的合成技术，可能带来成本下降，预计 23-25 毛利率分别为 33%、34%、35%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 4：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
天然香料	收入	3.3	3.5	5.3	6.7
	增速		5.9%	52.8%	27.3%
	毛利率	42.4%	42.0%	44.0%	45.0%
合成香料	收入	1.2	1.232	1.392	1.419
	增速		1.8%	13.0%	1.9%



单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
凉味剂	毛利率	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
	收入	2.4	2.52	2.94	3.36
	增速		38.0%	40.0%	42.0%
	毛利率	32.4%	33.0%	34.0%	35.0%
合计	收入	7.1	7.2	9.6	11.5
	增速		2.3%	33.4%	19.6%
	毛利率	36.1%	36.2%	38.4%	39.8%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 7.2 亿元（+2.3%）、9.6 亿元（+33.4%）和 11.5 亿元（+19.6%），归母净利润分别为 1.3 亿元（+3.7%）、2.0 亿元（+47.9%）、2.6 亿元（+26.9%），EPS 分别为 1.69 元、2.50 元、3.17 元，对应动态 PE 分别为 20 倍、14 倍、11 倍。

综合考虑业务范围，选取了食品添加剂行业 3 家上市公司作为估值参考，其中公司和爱普股份均为香精香料制造商，爱普股份也具有凉味剂等香料产品；新和成为维生素等食品添加剂企业，科思股份主要生产日化香料。

**表 5：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002001.SZ	新和成	490.2	15.9	1.28	1.25	1.51	1.79	16.0	12.7	10.5	8.8
603020.SH	爱普股份	33.9	8.8	0.37	0.40	0.54	0.70	34.5	22.3	16.4	12.6
300856.SZ	科思股份	116.9	69.1	1.63	3.80	4.81	5.86	22.7	18.2	14.4	11.8
平均值								24.4	17.7	13.8	11.1
301220.SZ	亚香股份	27.1	33.6	0.22	1.69	2.50	3.17	22.6	20.3	13.7	10.8

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 14 倍，行业平均值为 14 倍。公司产品下游应用广泛，需求旺盛，海外基地正在建设，看好公司海外业务快速扩张及关税优势，给予公司 24 年超行业平均的 17 倍 PE，目标价 42.50 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 3 风险提示

下游需求或不及预期，原材料价格大幅上涨风险，汇率波动风险，产能投放或不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	705.40	721.52	962.30	1151.30	净利润	131.12	135.78	200.94	254.90
营业成本	455.31	460.26	592.65	693.07	折旧与摊销	36.22	28.68	28.89	29.12
营业税金及附加	4.67	4.89	6.63	7.84	财务费用	-8.57	8.38	8.63	8.49
销售费用	5.55	5.41	7.02	8.29	资产减值损失	-0.16	0.00	0.00	0.00
管理费用	68.10	68.54	87.57	101.31	经营营运资本变动	-92.99	-12.93	-168.07	-131.41
研发费用	37.02	39.68	53.89	65.62	其他	23.50	-0.18	7.07	3.34
财务费用	-8.57	8.38	8.63	8.49	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>89.12</b>	<b>159.74</b>	<b>77.46</b>	<b>164.44</b>
资产减值损失	-0.16	0.00	0.00	0.00	资本支出	-66.99	-5.00	-6.00	-5.00
投资收益	-1.82	-0.44	-1.13	-0.78	其他	-482.46	4.74	3.96	4.30
公允价值变动损益	-0.14	0.00	-0.08	-0.09	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-549.45</b>	<b>-0.26</b>	<b>-2.04</b>	<b>-0.70</b>
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-106.98	-69.01	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>149.08</b>	<b>133.91</b>	<b>204.70</b>	<b>265.81</b>	长期借款	-25.00	-0.50	-0.50	-0.50
其他非经营损益	3.64	1.87	2.46	2.51	股权融资	667.98	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>152.72</b>	<b>135.78</b>	<b>207.15</b>	<b>268.32</b>	支付股利	0.00	-26.36	-27.33	-40.43
所得税	21.60	0.00	6.21	13.42	其他	-21.05	-5.30	-11.53	-7.44
净利润	131.12	135.78	200.94	254.90	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>514.95</b>	<b>-101.17</b>	<b>-39.36</b>	<b>-48.37</b>
少数股东损益	-0.67	-0.87	-1.20	-1.56	<b>现金流量净额</b>	<b>57.86</b>	<b>58.31</b>	<b>36.06</b>	<b>115.37</b>
归属母公司股东净利润	131.79	136.65	202.14	256.46					
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	124.20	182.51	218.57	333.94	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	205.21	222.87	290.78	349.89	销售收入增长率	13.58%	2.29%	33.37%	19.64%
存货	417.91	423.07	543.53	636.57	营业利润增长率	54.91%	-10.17%	52.86%	29.86%
其他流动资产	486.95	487.14	489.98	492.21	净利润增长率	44.70%	3.56%	47.99%	26.85%
长期股权投资	13.02	13.02	13.02	13.02	EBITDA 增长率	24.92%	-3.25%	41.66%	25.27%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	368.33	349.78	332.03	313.05	毛利率	35.45%	36.21%	38.41%	39.80%
无形资产和开发支出	50.64	45.85	41.06	36.27	三费率	9.22%	16.91%	16.33%	15.96%
其他非流动资产	60.65	55.13	49.61	44.10	净利率	18.59%	18.82%	20.88%	22.14%
<b>资产总计</b>	<b>1726.91</b>	<b>1779.37</b>	<b>1978.59</b>	<b>2219.04</b>	ROE	8.49%	8.22%	11.00%	12.49%
短期借款	69.01	0.00	0.00	0.00	ROA	7.59%	7.63%	10.16%	11.49%
应付和预收款项	102.74	114.45	142.53	167.26	ROIC	12.74%	14.13%	19.06%	21.19%
长期借款	0.00	-0.50	-1.00	-1.50	EBITDA/销售收入	25.05%	23.70%	25.17%	26.35%
其他负债	10.63	12.86	10.71	12.10	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>182.38</b>	<b>126.80</b>	<b>152.24</b>	<b>177.87</b>	总资产周转率	0.51	0.41	0.51	0.55
股本	80.80	80.80	80.80	80.80	固定资产周转率	2.03	2.02	2.86	3.62
资本公积	943.88	943.88	943.88	943.88	应收账款周转率	3.47	3.42	3.82	3.65
留存收益	497.60	607.89	782.69	998.72	存货周转率	1.25	1.09	1.22	1.17
归属母公司股东权益	1545.18	1654.09	1829.07	2045.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.29%	—	—	—
少数股东权益	-0.66	-1.52	-2.72	-4.28	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1544.53</b>	<b>1652.57</b>	<b>1826.35</b>	<b>2041.17</b>	资产负债率	10.56%	7.13%	7.69%	8.02%
负债和股东权益合计	1726.91	1779.37	1978.59	2219.04	带息债务/总负债	37.84%	-0.39%	-0.66%	-0.84%
					流动比率	6.97	10.73	10.34	10.31
					速动比率	4.61	7.28	6.70	6.69
					股利支付率	0.00%	19.29%	13.52%	15.76%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	176.72	170.98	242.21	303.42	每股收益	1.63	1.69	2.50	3.17
PE	21.08	20.33	13.74	10.83	每股净资产	19.12	20.47	22.64	25.31
PB	1.80	1.68	1.52	1.36	每股经营现金	1.10	1.98	0.96	2.04
PS	3.94	3.85	2.89	2.41	每股股利	0.00	0.33	0.34	0.50
EV/EBITDA	12.37	12.10	8.40	6.35					
股息率	0.00%	0.95%	0.98%	1.46%					

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。

公司评级	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
	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
行业评级	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
	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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	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
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn