

## 规划清晰引领高增，盈利能力提升逐步兑现

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年半年报, 上半年实现营业收入 53 亿元, 同比增长 10.8%, 实现归母净利润 2.4 亿元, 同比增长 25.1%, 扣非后归母净利润 2.3 亿元, 同比增长 60.8%。2023Q2 实现营业收入 27.8 亿元, 同比增长 12.7%, 实现归母净利润 1.8 亿元, 同比增长 20.5%, 扣非后归母净利润 1.5 亿元, 同比增长 43.2%。
- **唯品引领高端化升级, DTC 能力增强。** 1、分产品看, 上半年液体乳、奶粉分别实现营业收入 48.2 亿元(+12.3%)、4102 万元(+17.7%)。其中, 鲜奶同比增长 10%, 定位高端的唯品乳业增速超过 30%, 毛利率提升超过 3pp。不断推动产品迭代创新, 一年内推出的新品收入占比保持约 10%。2、分渠道看, 上半年经销、直营分别实现营业收入 21.4 亿元(-7%)、27.2 亿元(+34.4%)。其中 DTC 业务增长 20%, 业务能力不断增强。升级“鲜活 go”平台, 整合全域数字化用户, 从而实现品牌营销的精准触达, 2023H1 末数字化用户达 1600 万。
- **利润弹性兑现, 23Q2 盈利能力创新高。** 1、上半年整体毛利率 28%, 同比提升 2.8pp, 主要由于原奶价格下降、直销模式占比提高、产品结构优化。2、费用率方面, 销售费用率 15.7%, 同比增加 1.3pp, 主要由于产品促销力度及广宣费用增加。管理费用率 4.3%, 同比下降 0.9pp。研发费用率、财务费用率分别为 0.4%、1.5%, 基本保持稳定。3、此外, 由于牛只淘汰及长期资产处置, 上半年实现资产处置损失 3257 万元, 净利率增幅不及毛利率, 同比提升 0.6pp 至 4.6%。2023Q2 净利率达 6.6%, 盈利能力创历史新高。
- **战略规划清晰, 实现高质量发展。** 公司发布 2023-2027 年战略规划, 将力争收入复合双位数增长, 净利率翻倍, 以内生增长为主、外延并购为辅, 实现高质量发展。1) 产品端: 以鲜立方战略为核心, 低温鲜奶、低温酸奶为重点品类, 推动高端鲜奶未来五年复合增速不低于 20%, 通过产品创新带动低温特色酸奶增长, 力争未来五年新品复合增速超过 10%。2) 渠道端: 以 DTC 业务作为渠道增长第一引擎, 2027 年收入占比目标 30%, 数字化用户目标达 5000 万人。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.0 亿元、6.5 亿元、8.3 亿元, EPS 分别为 0.58 元、0.75 元、0.95 元, 对应动态 PE 分别为 26 倍、20 倍、16 倍。考虑到公司高端化趋势明确、未来净利率提升较快, 给予公司 2024 年 25 倍 PE, 对应目标价 18.75 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示。** 原奶价格大幅波动; 高端化升级不及预期; 食品安全风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	100.06	114.47	127.83	141.23
增长率	11.59%	14.40%	11.67%	10.48%
归属母公司净利润(亿元)	3.62	5.03	6.46	8.26
增长率	15.77%	39.25%	28.25%	27.93%
每股收益 EPS(元)	0.42	0.58	0.75	0.95
净资产收益率 ROE	13.58%	16.80%	19.04%	21.21%
PE	36	26	20	16
PB	5.12	4.53	3.98	3.45

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 夏霖  
执业证号: S1250523070006  
电话: 021-68415380  
邮箱: xiaji@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)	8.66
流通 A 股(亿股)	8.46
52 周内股价区间(元)	10.2-17.63
总市值(亿元)	129.09
总资产(亿元)	91.79
每股净资产(元)	2.78

### 相关研究

## 目 录

1 区域乳制品龙头，跻身百亿乳企.....	1
2 鲜立方战略清晰，深耕 DTC 渠道 .....	3
3 盈利预测与估值.....	5
3.1 盈利预测.....	5
3.2 相对估值.....	5
4 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.....	2
图 3：公司收入情况.....	2
图 4：公司归母净利润情况 .....	2
图 5：公司毛利率、净利率情况 .....	3
图 6：公司费用率情况 .....	3
图 7：公司旗下主要品牌.....	4
图 8：公司销售渠道占比.....	4
图 9：公司数字化会员数量（万人） .....	4

## 表 目 录

表 1：公司产品矩阵.....	4
表 2：分业务收入及毛利率 .....	5
表 3：可比公司估值.....	6
附表：财务预测与估值 .....	7

## 1 区域乳制品龙头，跻身百亿乳企

新希望乳业为新希望集团旗下的乳制品企业，拥有 15 个主要品牌、16 个生产主体。公司发展历程主要分为四个阶段：

### 1) 2001-2006 年：通过并购切入乳制品行业

新希望集团于 2001 年收购四川阳平乳业，开始进入乳制品行业。此后，集团收购四川华西、邓川蝶泉、安徽白帝、杭州双峰等十余家地方乳企。2004 年新希望集团基本完成了对乳业的整合，主要控股子公司实现扭亏为盈。2006 年，集团设立新希望乳业控股有限公司，积极塑造和提升新希望乳业的品牌形象。

### 2) 2007-2014 年：经营压力较大，从新希望六和剥离

受行业竞争加剧、三聚氰胺事件等多重影响，公司经营压力加大。2010 年席刚先生出任总裁，并提出“鲜”战略，开启良性发展。此外，2011 年新希望六和为使主营业务集中于农牧并辅以投资，新希望乳业从新希望六和剥离。

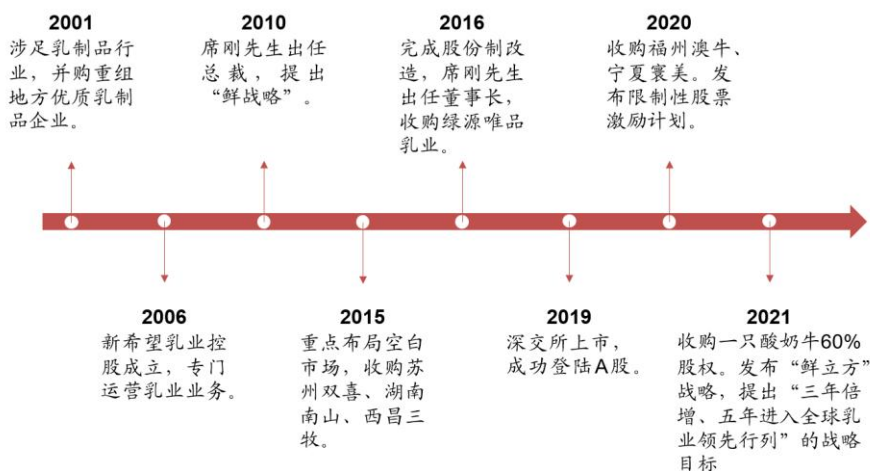
### 3) 2015-2018 年：开启第二轮收购

2015 年公司开启第二轮收购，重点布局空白市场，收购了苏州双喜、湖南南山、西昌三牧、唯品乳业等子公司。

### 4) 2019-2023 年：升级“鲜立方”战略，力争未来五年净利率翻倍

2019 年公司实现深交所上市，成功登陆资本市场。此后，公司收购福州澳牛、宁夏寰美，并在奶源端布局现代牧业、澳亚集团，布局现制茶饮一只酸奶牛，向乳业上下游延伸。2021 年公司把“鲜”战略升级为“鲜立方”战略，巩固在区域低温乳制品市场的领先地位。2022 年公司实现营业收入 100 亿元，成功跻身百亿乳企。2023 年公司提出未来五年将努力实现规模复合年均双位数增长，净利率翻倍的目标，以内生增长为主、外延并购为辅，推动高质量发展。

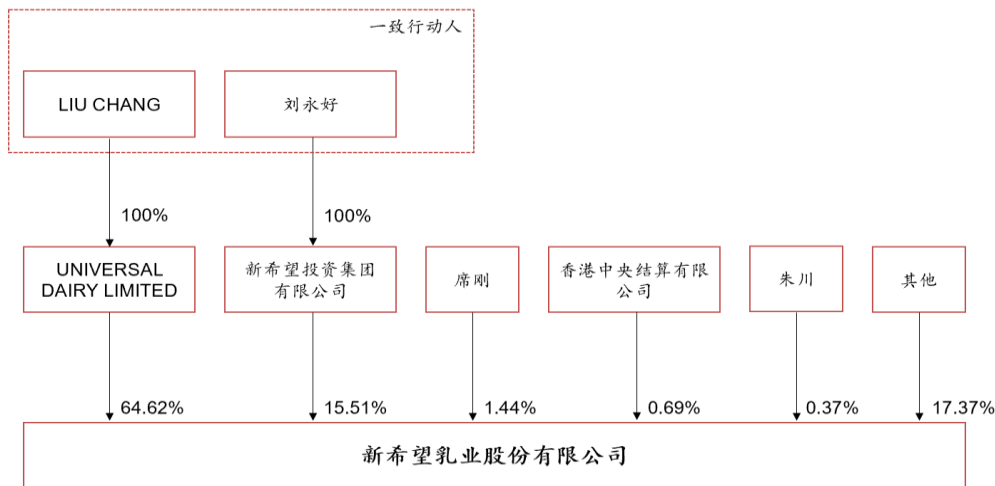
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权集中于实控人，背靠新希望集团。公司股权结构集中，实际控制人刘永好、刘畅持股 80.13%，董事长席刚先生、总经理朱川先生分别持股 1.44%、0.37%。2020 年公司发布股权激励计划，向 41 名高管人员、核心管理人员、核心骨干人员授予 1378 万股限制性股票，完善长期激励机制。公司背靠国内最大农牧集团之一的新希望，在经营管理、资金等方面具备优势。

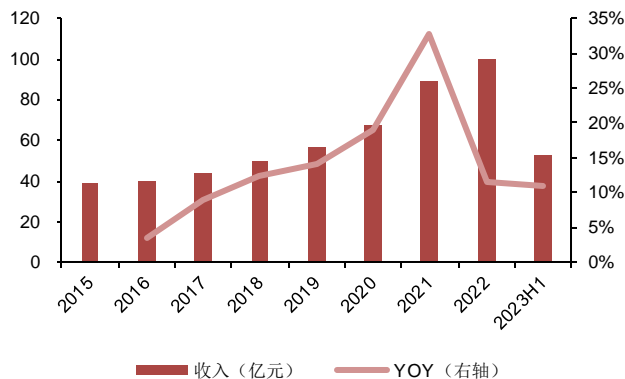
图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

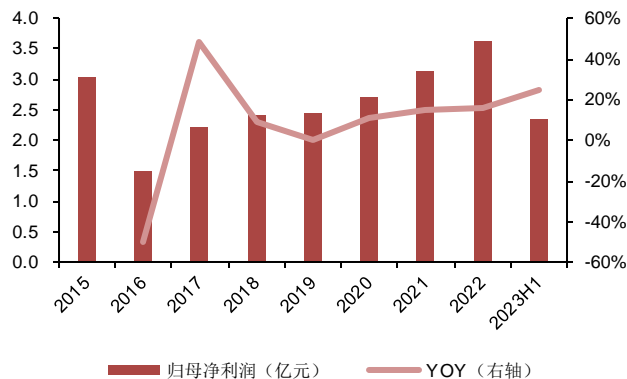
**23H1 逆势高增，盈利提升逻辑逐渐兑现。**2015 年开启第二轮并购以来，公司收入、利润持续增长。2019-2021 年增长提速，收入、归母净利润复合增速分别为 25.7%、13.2%，其中 2021 年实现收入 89.7 亿元，同比增长 32.9%，主要由于收购寰美乳业（夏进），投后管理整合效果优秀，为公司布局食品生态圈奠定基础。2022 年公司实现收入 100.1 亿元，同比增长 11.6%，成功跻身百亿乳企。2023H1 公司分别实现收入、归母净利润、扣非后归母净利润 53 亿元（+10.8%）、2.4 亿元（+25.1%）、1.8 亿元（+60.8%），表现好于行业，高质量发展逐渐兑现。

图 3：公司收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

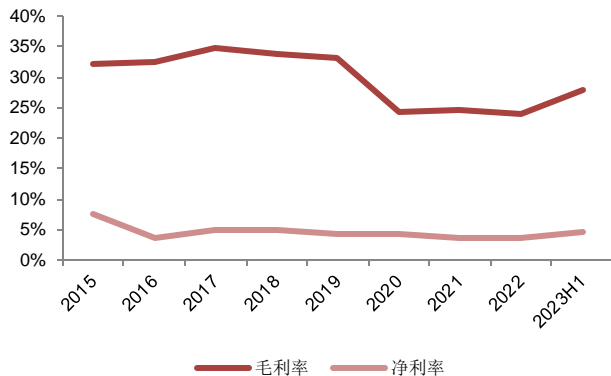
图 4：公司归母净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

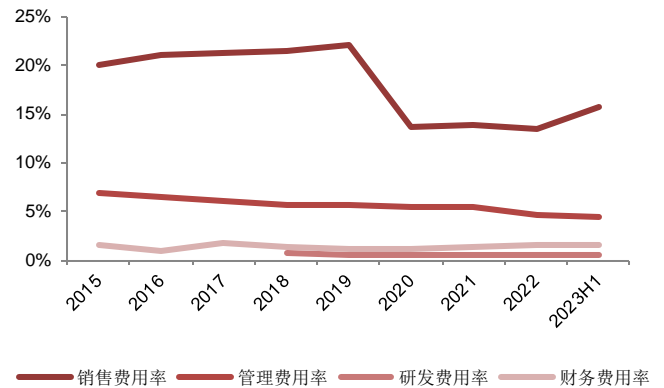
利润弹性兑现，23Q2 盈利能力创新高。1) 上半年整体毛利率 28%，同比提升 2.8pp，主要由于原奶价格下降、直销模式占比提高、产品结构优化。2) 费用率方面，销售费用率 15.7%，同比增加 1.3pp，主要由于产品促销力度及广宣费用增加。管理费用率 4.3%，同比下降 0.9pp。研发费用率、财务费用率分别为 0.4%、1.5%，基本保持稳定。3) 此外，由于牛只淘汰及长期资产处置，上半年实现资产处置损失 3257 万元，净利率增幅不及毛利率，同比提升 0.6pp 至 4.6%。2023Q2 净利率达 6.6%，盈利能力创历史新高。

图 5：公司毛利率、净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 鲜立方战略清晰，深耕 DTC 渠道

公司坚持“鲜立方”战略，聚焦低温鲜奶、低温酸奶，打造全国性明星产品及区域特色产品，品牌及产品矩阵清晰。

**1) 全国性低温鲜奶：**主要包括 24 小时、今日鲜奶铺、唯品，均获得了较好的市场反应。24 小时为全国首款只售卖上市当天的鲜牛乳产品，新鲜度领先；结构持续升级，推出黄金、铂金、黑金、娟姗产品。今日鲜奶铺强化国潮鲜牛乳、口味香浓的品牌定位，受年轻人欢迎。唯品以循环农作模式定位高端产品，B 端主要面向精品咖啡店，充分受益于咖啡行业成长的红利，C 端主攻华东市场的高端消费者，其快速增长可带动公司整体收入及毛利率水平提升。

**2) 全国性低温酸奶：**主要包括活润、初心、酸奶生气了、味蕾游记等产品，分别主打益生菌晶球、无化学食品添加剂、气泡口感、慕斯口感，以差异化口味和功能创新实现逆势增长。

**3) 区域特色产品：**主要包括牧场系列、地域酸奶等，充分发挥区域品牌优势。

图 7：公司旗下主要品牌



数据来源：公司公告，西南证券整理

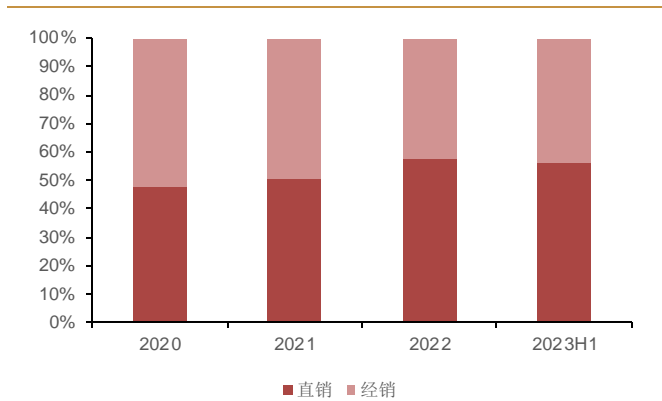
表 1：公司产品矩阵

产品类型	代表产品
全国性低温鲜奶	24 小时鲜牛乳、今日鲜奶铺、唯品
全国性低温酸奶	活润晶球酸奶、初心系列、酸奶生气了、味蕾游记
区域特色产品	牧场系列、心花怒 FUN、云上时光、地域酸奶

数据来源：公司公告，西南证券整理

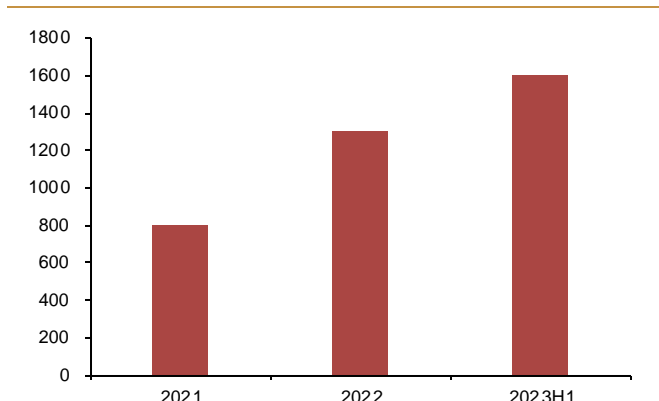
深耕 D2C 渠道，力争 2027 占比达 30%。D2C 模式下，品牌直接服务于消费者，比经销模式相应链条更短，天然适合低温乳企。2023 年上半年经销、直营分别实现营业收入 21.4 亿元（-7%）、27.2 亿元（+34.4%），直销、经销模式分别占比 56%、44%，直销占比进一步提高。新乳业率先提出将 D2C 作为渠道增长的第一引擎，并将推动 2027 年 D2C 业务规模占比达到 30%，主要包括远场电商、订奶入户、形象店、自主征订四方面，2023 年上半年 D2C 业务收入增速 20%，保持快速增长。升级“鲜活 go”平台，整合全域数字化用户，从而实现品牌营销的精准触达，2023H1 末数字化用户达 1600 万。

图 8：公司销售渠道占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司数字化会员数量（万人）



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 3 盈利预测与估值

### 3.1 盈利预测

#### 关键假设：

1) 公司聚焦低温鲜奶、低温特色酸奶，随着乳制品消费恢复、公司不断精耕 DTC 渠道，预计 2023-2025 年液体乳及乳制品制造业分别实现销售量 108 万吨、115 万吨、120 万吨，增速分别为 8%、6%、5%。

2) 随着唯品、24 小时、活润等明星大单品持续放量，公司产品结构升级，叠加原奶价格平稳下降，预计 2023-2025 年液体乳及乳制品制造业吨单价分别提升 2%、1.7%、1.4%，毛利率分别为 28.6%、29.8%、30.7%。

表 2：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
液体乳 及乳制品制造业	收入	88	97	105	112
	增速	5.6%	10.2%	7.8%	6.4%
	成本	65	70	74	77
	毛利率	26.1%	28.6%	29.8%	30.7%
奶粉	收入	0.7	0.8	0.9	0.9
	增速	-2.9%	10.0%	10.0%	10.0%
其他	收入	11.6	16.2	21.9	28.5
	增速	95.6%	40.0%	35.0%	30.0%
合计	收入	100	114	128	141
	增速	11.6%	14.4%	11.7%	10.5%
	成本	76	83	92	101
	毛利率	24.0%	27.4%	28.2%	28.6%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 114 亿元（+14.4%）、128 亿元（+11.7%）、141 亿元（+10.5%），归母净利润分别为 5.0 亿元（+39.2%）、6.5 亿元（+28.2%）、8.3 亿元（+27.9%），EPS 分别为 0.58 元、0.75 元、0.95 元，对应动态 PE 分别为 26 倍、20 倍、16 倍。

### 3.2 相对估值

综合考虑行业地位和未来成长空间，此处选择乳制品全国性龙头伊利股份、蒙牛乳业，区域性龙头光明乳业作为可比估值对象，3 家公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 18 倍、16 倍、14 倍。考虑到新乳业高端化趋势明确、未来净利率提升较快，给予公司 2024 年 25 倍 PE，对应目标价 18.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。



表 3：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
600887.SH	伊利股份	1655	26.00	1.38	1.66	1.95	2.24	22	16	13	12
2319.HK	蒙牛乳业	1120	28.42	1.47	1.57	1.82	2.08	21	18	16	14
600597.SH	光明乳业	144	10.44	0.37	0.49	0.56	0.65	29	21	19	16
平均值								<b>24</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>14</b>
002946.SZ	新乳业	129	14.91	0.42	0.58	0.75	0.95	31	26	20	16

数据来源：Wind，西南证券整理

## 4 风险提示

原奶价格大幅波动；高端化升级不及预期；食品安全风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表（亿元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（亿元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	100.06	114.47	127.83	141.23	净利润	3.62	5.04	6.46	8.26
营业成本	76.01	83.07	91.84	100.84	折旧与摊销	4.53	3.05	3.05	3.05
营业税金及附加	0.46	0.80	0.89	0.99	财务费用	1.48	2.76	2.80	2.53
销售费用	13.57	17.06	18.92	20.76	资产减值损失	0.00	-0.30	0.00	0.00
管理费用	4.70	5.27	5.88	6.50	经营营运资本变动	-1.15	-3.43	0.21	0.09
财务费用	1.48	2.76	2.80	2.53	其他	1.86	0.26	2.07	-0.91
资产减值损失	0.00	-0.30	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>10.34</b>	<b>7.38</b>	<b>14.59</b>	<b>13.02</b>
投资收益	0.52	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.29	0.00	0.00	0.00	其他	-4.87	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-6.53</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>4.03</b>	<b>5.82</b>	<b>7.50</b>	<b>9.62</b>	短期借款	-9.27	15.83	-7.93	-5.93
其他非经营损益	0.03	0.10	0.10	0.10	长期借款	1.30	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>4.06</b>	<b>5.92</b>	<b>7.60</b>	<b>9.72</b>	股权融资	-0.37	0.00	0.00	0.00
所得税	0.44	0.89	1.14	1.46	支付股利	-0.65	-1.81	-2.52	-3.23
净利润	3.62	5.04	6.46	8.26	其他	4.30	-14.90	-2.80	-2.53
少数股东损益	0.01	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-4.69</b>	<b>-0.87</b>	<b>-13.25</b>	<b>-11.68</b>
归属母公司股东净利润	3.62	5.03	6.46	8.26	<b>现金流量净额</b>	<b>-0.86</b>	<b>6.51</b>	<b>1.34</b>	<b>1.34</b>
资产负债表（亿元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4.94	11.45	12.78	14.12	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	8.15	10.20	11.09	12.21	销售收入增长率	11.59%	14.40%	11.67%	10.48%
存货	8.00	8.74	7.67	9.62	营业利润增长率	9.57%	44.34%	28.89%	28.31%
其他流动资产	0.35	0.05	0.06	0.07	净利润增长率	6.12%	39.05%	28.25%	27.93%
长期股权投资	4.89	4.89	4.89	4.89	EBITDA 增长率	13.77%	15.83%	14.80%	13.84%
投资性房地产	0.16	0.16	0.16	0.16	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	29.24	27.09	24.95	22.80	毛利率	24.04%	27.43%	28.16%	28.60%
无形资产和开发支出	19.66	18.78	17.90	17.02	三费率	19.73%	21.91%	21.59%	21.09%
其他非流动资产	19.50	19.48	19.46	19.44	净利率	3.62%	4.40%	5.05%	5.85%
<b>资产总计</b>	<b>94.90</b>	<b>100.86</b>	<b>98.96</b>	<b>100.33</b>	ROE	13.58%	16.80%	19.04%	21.21%
短期借款	8.28	24.11	16.18	10.25	ROA	3.82%	4.99%	6.53%	8.23%
应付和预收款项	12.11	13.78	15.10	16.56	ROIC	9.95%	14.17%	17.37%	21.52%
长期借款	15.95	15.95	15.95	15.95	EBITDA/销售收入	10.03%	10.16%	10.44%	10.76%
其他负债	31.91	17.05	17.83	18.63	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>68.24</b>	<b>70.89</b>	<b>65.05</b>	<b>61.39</b>	总资产周转率	1.05	1.17	1.28	1.42
股本	8.67	8.66	8.66	8.66	固定资产周转率	3.54	4.24	5.14	6.22
资本公积	6.29	6.30	6.30	6.30	应收账款周转率	15.69	16.01	15.38	15.50
留存收益	14.32	17.54	21.48	26.51	存货周转率	10.23	9.91	9.97	9.94
归属母公司股东权益	25.19	28.50	32.44	37.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.53%	—	—	—
少数股东权益	1.47	1.47	1.47	1.48	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>26.66</b>	<b>29.97</b>	<b>33.91</b>	<b>38.94</b>	资产负债率	71.91%	70.29%	65.74%	61.18%
负债和股东权益合计	94.90	100.86	98.96	100.33	带息债务/总负债	45.32%	65.97%	59.69%	53.60%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	0.50	0.67	0.80	1.01
EBITDA	10.04	11.63	13.35	15.20	速动比率	0.32	0.48	0.61	0.74
PE	35.71	25.64	20.00	15.63	股利支付率	17.93%	35.91%	38.99%	39.08%
PB	5.12	4.53	3.98	3.45	<b>每股指标</b>				
PS	1.29	1.13	1.01	0.91	每股收益	0.42	0.58	0.75	0.95
EV/EBITDA	14.70	12.43	10.14	8.43	每股净资产	2.91	3.29	3.75	4.33
股息率	0.50%	1.40%	1.95%	2.50%	每股经营现金	1.19	0.85	1.69	1.50
					每股股利	0.07	0.21	0.29	0.37

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