

## 业绩企稳，静待扩能

### 投资要点

- **事件：**公司发布2023年三季报，前三季度实现收入2.2亿元，同比-17.9%，实现归母净利润0.7亿元，同比-16.9%；其中单Q3实现收入7701万元，同比-28.2%，实现归母净利润3167万元，同比-24.3%。
- **下游需求逐步复苏，公司业绩有望持续好转。**公司三季度业绩同比回落，但环比二季度有明显好转，营收环比增长13.6%，归母净利润环比增长56.2%。公司复配食品添加剂产品下游需求逐步复苏，营收逐步回暖；益生菌业务壁垒较高，国产需求空间大。随着下游食品添加剂领域需求持续恢复，高毛利的益生菌业务营收占比持续提高，公司业绩有望维持增长。
- **在建产能丰富，业绩增长空间大。**公司现有复配食品添加剂产能3500吨/年，目前公司复配食品添加剂在建产能10000吨/年；现有益生菌原料菌粉产能30吨/年，在建产能400吨/年；现有益生菌终端消费品产能100吨/年，在建产能1200吨/年；在建酸奶发酵剂产能100吨/年，后生元产能600吨/年；公司还拥有植物微生物制剂产能1800吨/年。在建项目完全达产后，复配食品添加剂、益生菌原料菌粉和益生菌终端消费品产能将分别为现有产能的3.9倍、14.3倍和13倍，公司新布局产能较大，产能的成倍扩张将为公司业绩增长打开新空间。
- **国产益生菌龙头，产品多元应用范围广。**公司于2003年成立，专注于食品配方、复配食品添加剂配方及相应工艺技术的研发，长期从事复配食品添加剂生产和销售，与下游食品生产企业紧密合作并为其提供或共同开发食品配方及相应工艺技术，并与蒙牛乳业等多家知名乳制品企业建立起良好的合作关系。公司注重研发，截至2022年6月末，公司拥有76项发明专利（含2项国外专利）、19项实用新型专利、多项非专利技术、众多产品配方、大量检测数据、乳酸菌菌种资源库数据以及多项独特的工艺技术。公司拥有研发带来的高技术壁垒，未来发展前景广阔。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为0.43元、0.48元、1.06元，对应动态PE分别为46倍、41倍、18倍。公司25年新建产线集中投产，产能快速扩张，下游需求逐步回暖，新建产能毛利率高，长远布局，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期、原材料价格大幅上涨、产能投放不及预期等风险。

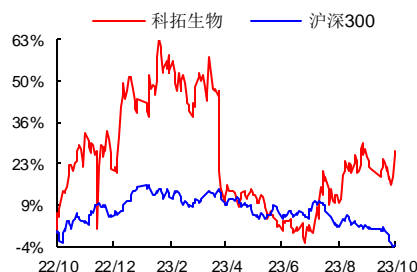
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	369.17	395.19	462.58	864.59
增长率	1.25%	7.05%	17.05%	86.91%
归属母公司净利润（百万元）	109.89	112.70	126.06	280.02
增长率	0.32%	2.56%	11.85%	122.14%
每股收益EPS（元）	0.42	0.43	0.48	1.06
净资产收益率ROE	6.48%	6.31%	6.67%	13.05%
PE	47	46	41	18
PB	3.03	2.87	2.72	2.39

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)	2.63
流通A股(亿股)	1.92
52周内股价区间(元)	15.08-38.38
总市值(亿元)	51.91
总资产(亿元)	17.83
每股净资产(元)	6.50

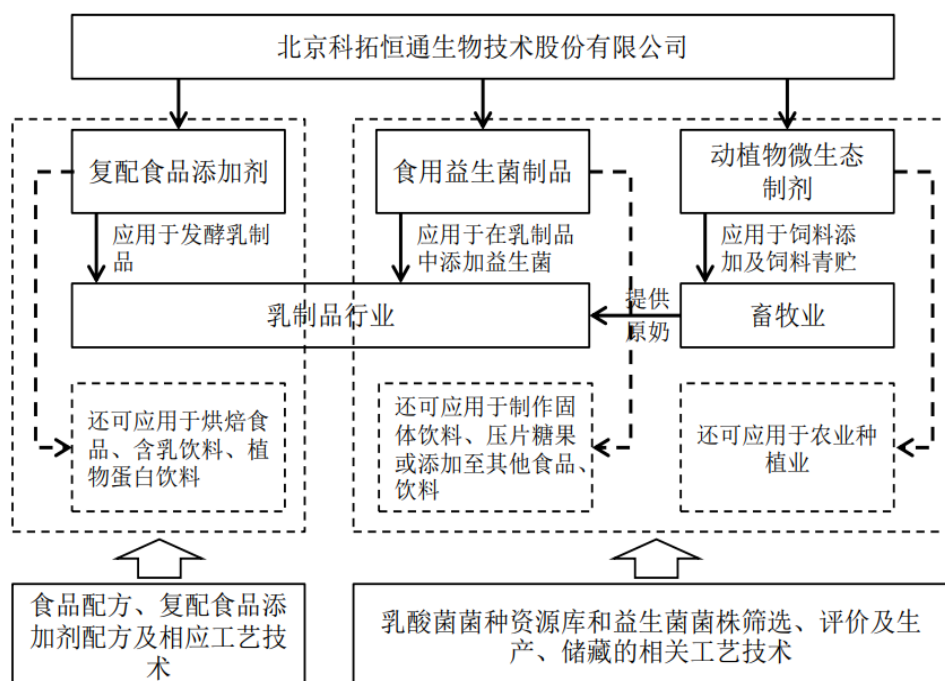
### 相关研究

## 1 国产益生菌龙头

公司成立于 2003 年，是国产益生菌龙头企业。公司是一家主要从事复配食品添加剂、食用益生菌制品以及动植物微生态制剂研发、生产与销售的高新技术企业。

公司以成为“中国益生菌第一品牌和食品配料领军企业”为长期战略目标，公司的愿景是“源于自然，传递健康”。公司已经形成了“两个基础，三大系列”的良好业务发展布局，两个基础是指食品配方、复配食品添加剂配方及相应工艺技术以及乳酸菌菌种资源库和益生菌菌株筛选、评价及生产、储藏的相关工艺技术；三大系列是指复配食品添加剂、食用益生菌制品和动植物微生态制剂。

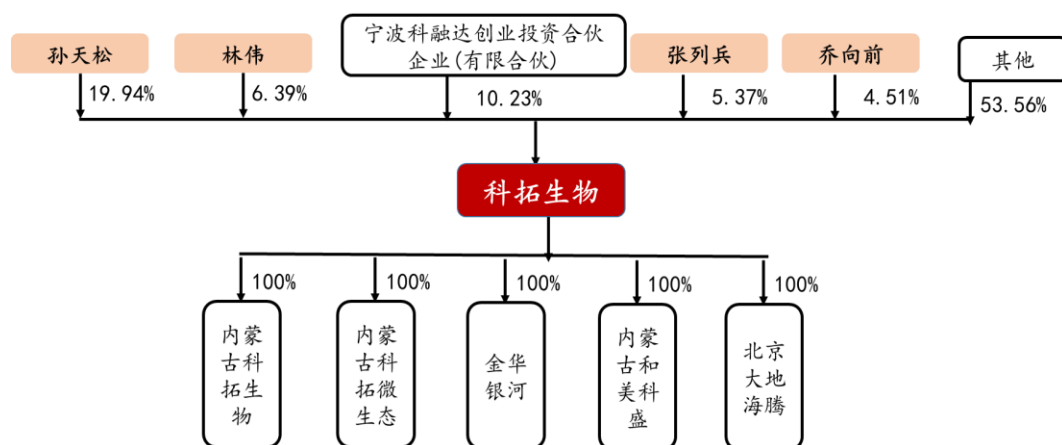
图 1：公司业务布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构稳定，实控人孙天松。孙天松是公司控股股东、实际控制人，截至 2023 年 10 月 24 日，持有公司 19.94% 股权。

图 2：公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

公司五大全资子公司，各司其职共同发展。公司布局有内蒙古科拓生物、内蒙古科拓微生态、金华银河、内蒙古和美科盛、北京大地海腾五家全资子公司，分别从事不同业务，各子公司各司其职，业务相互协同。



表 1：子公司及主要业务

子公司	业务范围
内蒙古科拓生物	益生菌、乳酸菌、乳酸菌代谢产物(后生元)及其制品;发酵制品、饮料、食品配料;活菌制药、益生菌保健食品等
内蒙古科拓微生态	饲料原料、饲料添加剂、混合饲料添加剂;微生物肥料、微生物菌剂、生物有机肥有机物料腐熟剂等
金华银河	益生乳酸菌原料菌粉(活菌数:2000-8000 亿 CFU/g)、益生菌衍生物、酸奶发酵剂、复合益生菌粉剂/片剂、即食型乳酸菌、OEM
内蒙古和美科盛	反刍动物、单胃畜禽动物、水产动物、宠物专用微生态制剂
北京大地海腾	食品配料、复配食品业添加剂，应用于发酵乳、调制乳、饮料及烘焙等领域

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司主营业务产品种类多，下游用途广泛。公司的复配食品添加剂配方与终端产品配方和工艺技术紧密结合，解决终端产品配方中的某些特定需求，比如：提升风味口感、改善组织状态、增强稳定性、延长货架期等，是终端产品配方的重要组成部分。

表 2：公司主要产品

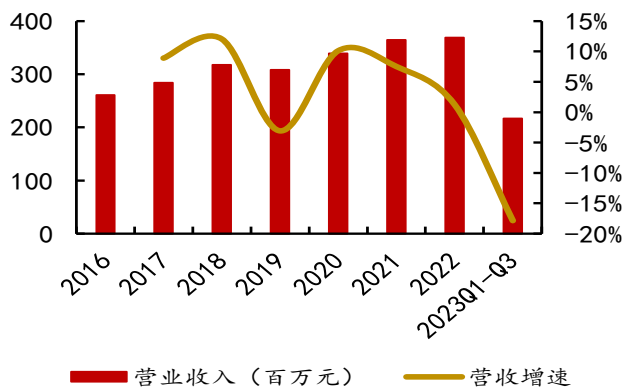
产品系列	应用范围	主要功效	应用产品示意图
KY 系列	酸奶及其他发酵乳	提高发酵乳的凝胶性、黏稠度，改善发酵乳组织状态，增强风味;使产品具有较强的可塑性，常温运输中抗后性强。	
MD 系列	含乳饮料	防止产品蛋白沉淀、析水及油脂上浮，产品黏度适中，口感细腻。	

产品系列	应用范围	主要功效	应用产品示意图
B 系列	乳味饮料及果汁	防止析水和果肉成分沉淀, 口感爽滑、黏度适宜。	
FL 系列	调制乳	防止油层析出和蛋白沉淀, 保证添加物均匀悬浮。	
FM 系列	植物蛋白饮料	减少植物蛋白饮料脂肪上浮、蛋白沉淀等现象; 提供植物蛋白饮料浓厚滑腻口感。	
A 系列	烘焙食品	提高面团拉伸性、增加面团韧性、延迟老化、保持水分, 改善面团性能和成品品质。	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

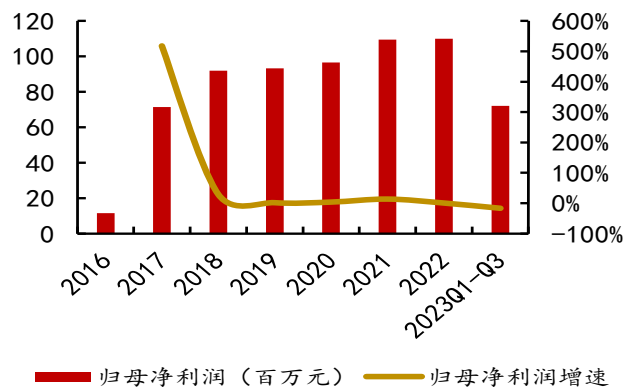
公司主营产品需求波动, 业绩有望复苏。公司复配食品添加剂产品下游需求逐步复苏, 营收逐步回暖; 益生菌业务壁垒较高, 国产需求空间大。随着下游食品添加剂领域需求持续恢复, 高毛利的益生菌业务营收占比持续提高, 公司业绩有望维持增长。

图 3: 公司营收



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

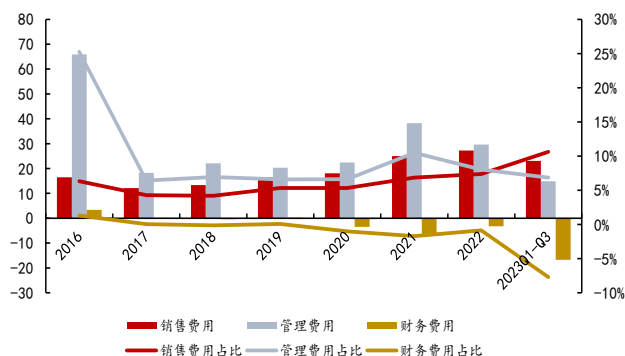
图 4: 公司归母净利润



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

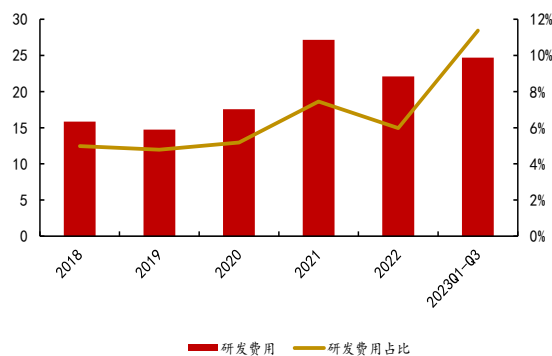
公司三费率呈下降趋势, 研发费用稳步提升。公司销售费用占比提高, 主要系本报告期广告宣传投入增加所致, 公司财务费用明显降低, 主要系本报告期内购买定期存款的利息收入增加所致。公司研发费用及占比增幅较大, 主要系本报告期内研发项目投入增加所致。

图 5：公司三费及三费率（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司研发投入及占比（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司在建产能较多，未来产能大幅增长。公司现有复配食品添加剂产能 3500 吨/年，目前公司复配食品添加剂在建产能 10000 吨/年；现有益生菌原料菌粉产能 30 吨/年，在建产能 400 吨/年；现有益生菌终端消费品产能 100 吨/年，在建产能 1200 吨/年；公司在建酸奶发酵剂产能 100 吨/年，后生元产能 600 吨/年；除此之外公司还拥有植物微生态制剂产能 1800 吨/年。在建项目完全达产后，复配食品添加剂、益生菌原料菌粉和益生菌终端消费品产能将分别为现有产能的 3.9 倍、14.3 倍和 13 倍。

表 3：公司产能

	现有产能（吨/年）	规划产能（吨/年）	预期投产年份
复配食品添加剂	3500	10000	2025
益生菌原料菌粉	30	1200	2026
酸奶发酵剂	-	100	2026
后生元	-	600	2026
益生菌终端消费品	100	-	2026
植物微生态制剂	1800	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

益生菌菌种丰富，应用功效多。公司的食用益生菌制品主要包括面向企业客户的食品级益生菌原料菌粉(用作食品配料或宠物食品配料)和面向终端消费者的“益适优”和“益适”品牌系列益生菌终端消费品。

表 4：公司益生菌种类及功效

菌种名称	菌种来源	主要功效
干酪乳杆菌 Zhang	分离自内蒙古大草原自然发酵酸马奶	改善肠道菌群、拮抗肠道致病菌及降低肠道内毒素、提高机体免疫力及抗氧化能力、改善血脂代谢、保护肝脏、预防立型糖尿病和降低肿瘤及结肠癌发生风险、预防中老年人群上呼吸道感染
乳双歧杆菌 V9	分离自健康蒙古族儿童肠道	改善肠道菌群、拮抗肠道致病菌、有效治疗腹泻和便秘
植物乳杆菌 P-8	分离自内蒙古大草原自然发酵牛乳	改善血脂代谢、保护肝脏、提高机体抗氧化及免疫力、改善肠道菌群、减少腹部脂肪沉积
瑞上乳杆菌 H9	分离自西藏自然发酵酸牦牛乳	使发酵乳 ACE(血管紧张素转换酶)抑制率达 86%，富含 VPP 和 IPP 等降血压肽

菌种名称	菌种来源	主要功效
植物乳杆菌 P9	分离自巴彦淖尔市自然发酵酸粥	可显著降解有机磷农药，改善由甲拌磷引起的大鼠血液乙酰胆碱酯酶活性降低，减轻农药对机体的毒害作用
植物乳杆菌 LP-6	分离自内蒙古巴彦淖尔市杭锦后旗陕坝镇酸粥	调节肠道菌群，抑制幽门螺杆菌
嗜热球菌 S10	分离自青海自然发酵酸牛乳	凝乳特性良好、发酵豆乳组织状态细腻光滑;可有效去除豆腥味，其发酵豆乳具有豆乳特有的香味，可使无活性大豆异黄酮转化为功能性活性异黄酮

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司复配食品添加剂 2023-2025 年销量 3675 吨、4850 吨、7850 吨；价格综合历史数据及考虑到 23 年需求较差未来需求拉动下价格增长，判断 2023-2025 年均价分别为 4.9 万元/吨、5.1 万元/吨、5.5 万元/吨，由于 23 年需求较差，未来需求逐步恢复，预计 23-25 年毛利率为 34.1%、36.5%、38.1%。

假设 2：公司食用益生菌 2023-2025 年销量 208 吨、208 吨、336 吨；价格综合历史数据、参考公司历史上产品在产线建成前均有部分试生产产品出售，预计 25 年有部分食用益生菌产品出售，售价较高的益生菌原料菌粉产品、益生菌终端消费品拉高均价，判断 2023-2025 年均价分别为 74 万元/吨、73 万元/吨、110 万元/吨，毛利率为 63%、63%、63.8%。

假设 3：公司动植物微生态制剂及其他产品产销量、价格及毛利率基本维持稳定。

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 5：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
复配食品添加剂	收入	172.7	178.9	249.3	431.2
	增速		3.6%	39.4%	73.0%
	毛利率	41.8%	34.1%	36.5%	38.1%
食用益生菌制品	收入	139.53	154.02	150.94	370.96
	增速		10.4%	-2.0%	145.8%
	毛利率	63.3%	63.0%	63.0%	63.8%
动植物微生态制剂	收入	41.57	45.92	45.00	44.10
	增速		10.4%	-2.0%	-2.0%
	毛利率	50.5%	50.0%	50.0%	50.0%
其他主营业务	收入	15.36	16.36	17.36	18.36
	增速		6.5%	6.1%	5.8%
	毛利率	67.0%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	369.2	395.2	462.6	864.6
	增速		7.0%	17.1%	86.9%
	毛利率	52.0%	48.3%	47.3%	50.2%

数据来源：Wind，西南证券



预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 4.0 亿元（+7.1%）、4.6 亿元（+17.1%）和 8.7 亿元（+86.9%），归母净利润分别为 1.1 亿元（2.6%）、1.3 亿元（+11.9%）、2.8 亿元（+122.1%），EPS 分别为 0.43 元、0.48 元、1.06 元，对应动态 PE 分别为 46 倍、41 倍、18 倍。

综合考虑业务范围，选取了 3 家上市公司作为估值参考，其中科拓生物主要生产益生菌产品，具有世界领先水平，主要竞争对手为海外企业，与凯赛生物在其行业中所处地位接近；百龙创园为食品添加剂公司，其业务与公司食品添加剂产品在食品饮料方面应用接近，公司与华恒生物均具有高技术壁垒。

表 6：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
688065.SH	凯赛生物	305.5	52.4	1.04	1.01	1.45	2.02	64.6	52.1	36.0	25.9
688639.SH	华恒生物	144.3	91.6	2.61	2.79	4.05	5.44	52.6	32.8	22.6	16.8
605016.SH	百龙创园	64.6	26.0	0.83	0.82	1.22	1.61	25.5	31.7	21.3	16.1
平均值								47.6	38.9	26.6	19.6
300858.SZ	科拓生物	51.4	19.5	0.4	0.43	0.48	1.06	46.8	45.6	40.8	18.3

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 40.8 倍，行业平均值为 26.6 倍，公司 25 年新建产线集中投产，产能将会快速扩张，下游需求逐步回暖，新建产能毛利率高，长远布局，首次覆盖，给予“持有”评级。

### 3 风险提示

下游需求不及预期、原材料价格大幅上涨、产能投放不及预期等风险。

**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	369.17	395.19	462.58	864.59	净利润	109.89	112.70	126.06	280.02
营业成本	177.29	204.29	243.62	430.83	折旧与摊销	16.82	17.77	18.57	19.10
营业税金及附加	3.76	3.68	4.37	8.24	财务费用	-3.19	-23.44	0.36	0.33
销售费用	27.23	39.52	32.38	56.20	资产减值损失	0.00	-0.19	0.28	0.99
管理费用	29.63	27.66	27.75	34.58	经营营运资本变动	31.08	-79.74	-2.55	-153.03
研发费用	22.09	39.52	32.38	47.55	其他	-6.15	-10.41	-8.03	-10.27
财务费用	-3.19	-23.44	0.36	0.33	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>148.46</b>	<b>16.69</b>	<b>134.69</b>	<b>137.14</b>
资产减值损失	0.00	-0.19	0.28	0.99	资本支出	-68.63	-5.00	-6.00	-5.00
投资收益	9.17	10.39	9.78	10.09	其他	-304.41	-53.60	-145.00	-144.34
公允价值变动损益	0.17	0.00	0.61	0.53	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-373.04</b>	<b>-58.60</b>	<b>-151.00</b>	<b>-149.34</b>
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>127.58</b>	<b>114.54</b>	<b>131.82</b>	<b>296.49</b>	长期借款	0.00	-0.50	-0.50	-0.50
其他非经营损益	-1.92	-1.84	-1.87	-1.73	股权融资	693.74	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>125.66</b>	<b>112.70</b>	<b>129.96</b>	<b>294.76</b>	支付股利	-74.46	-21.98	-22.54	-25.21
所得税	15.76	0.00	3.90	14.74	其他	-1.16	23.30	-0.54	-0.49
净利润	109.89	112.70	126.06	280.02	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>618.12</b>	<b>0.82</b>	<b>-23.58</b>	<b>-26.21</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>现金流量净额</b>	<b>393.54</b>	<b>-41.09</b>	<b>-39.89</b>	<b>-38.41</b>
归属母公司股东净利润	109.89	112.70	126.06	280.02					
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	875.36	834.27	794.38	755.97	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	116.32	128.77	149.26	279.31	销售收入增长率	1.25%	7.05%	17.05%	86.91%
存货	50.93	57.90	67.70	121.96	营业利润增长率	2.30%	-10.22%	15.09%	124.91%
其他流动资产	284.37	245.17	237.04	278.94	净利润增长率	0.32%	2.56%	11.85%	122.14%
长期股权投资	2.02	2.02	2.02	2.02	EBITDA 增长率	5.59%	-22.90%	38.48%	109.55%
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	236.29	229.97	223.85	216.19	毛利率	51.98%	48.31%	47.33%	50.17%
无形资产和开发支出	54.96	48.52	42.08	35.65	三费率	14.54%	21.07%	20.08%	16.04%
其他非流动资产	170.31	316.30	462.28	608.27	净利率	29.77%	28.52%	27.25%	32.39%
<b>资产总计</b>	<b>1790.56</b>	<b>1862.91</b>	<b>1978.60</b>	<b>2298.31</b>	ROE	6.48%	6.31%	6.67%	13.05%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.14%	6.05%	6.37%	12.18%
应付和预收款项	63.98	63.37	75.45	138.00	ROIC	26.84%	20.66%	27.11%	50.43%
长期借款	0.00	-0.50	-1.00	-1.50	EBITDA/销售收入	38.25%	27.55%	32.59%	36.54%
其他负债	30.01	12.75	13.34	16.19	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>93.99</b>	<b>75.62</b>	<b>87.79</b>	<b>152.69</b>	总资产周转率	0.26	0.22	0.24	0.40
股本	175.66	263.50	263.50	263.50	固定资产周转率	1.85	1.95	2.21	4.15
资本公积	1197.49	1109.65	1109.65	1109.65	应收账款周转率	3.32	3.54	3.64	4.42
留存收益	323.42	414.14	517.66	772.47	存货周转率	3.42	3.75	3.82	4.47
归属母公司股东权益	1696.57	1787.29	1890.81	2145.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.99%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1696.57</b>	<b>1787.29</b>	<b>1890.81</b>	<b>2145.62</b>	资产负债率	5.25%	4.06%	4.44%	6.64%
负债和股东权益合计	1790.56	1862.91	1978.60	2298.31	带息债务/总负债	0.00%	-0.66%	-1.14%	-0.98%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	15.56	18.74	15.52	9.84
EBITDA	141.21	108.87	150.76	315.92	速动比率	14.96	17.88	14.68	9.00
PE	46.76	45.59	40.76	18.35	股利支付率	67.76%	19.50%	17.88%	9.00%
PB	3.03	2.87	2.72	2.39	<b>每股指标</b>				
PS	13.92	13.00	11.11	5.94	每股收益	0.42	0.43	0.48	1.06
EV/EBITDA	14.87	34.81	24.37	11.26	每股净资产	6.44	6.78	7.18	8.14
股息率	1.45%	0.43%	0.44%	0.49%	每股经营现金	0.56	0.06	0.51	0.52
					每股股利	0.28	0.08	0.09	0.10

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
	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
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	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	xyx@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