

## 功能糖醇龙头，蓄力厚积薄发

### 投资要点

- 事件:**华康股份发布2023年三季报,2023年前三季度公司实现营收20.4亿元,同比+28.6%;归母净利润2.8亿元,同比+7.9%。2023Q3单季度,公司实现营收6.7亿元,同比+5.5%;归母净利润0.9亿元,同比-20.4%。
- 毛利率稳中有升,控费水平持续稳健。**2023Q3毛利率25.3%,同比上升0.6pp;净利率13.4%,同比下降4.3pp。2023Q3毛利率是近7个季度以来最高水平,环比大幅攀升,主要源于毛利率更高的晶体糖醇占比上升而液体糖醇占比下降带来的产品结构优化。净利率环比略有提升,同比有所下滑,主要因去年同期有约700万的投资收益所致。2023Q3销售/管理/财务/研发费用率分别为1.3%/2.7%/0.1%/4.7%,分别同比-0.1/-5.0/+1.5/+0.2pp。公司销售、管理费用维持稳定,研发费用率攀升主要源于公司为舟山新厂提前布局,加码研发力度。
- 技改完善原材料配套,舟山工厂加码投资。**原材料木糖的配套决定木糖醇的盈利能力,公司于2022年5月开工建设“年产3万吨D-木糖绿色智能化提升改造项目”,目前已进入试产阶段,预计公司木糖醇产品的竞争优势将进一步加强。同时公司新增1万吨麦芽糊精及玉米胚芽榨油产能,有望再度增厚舟山新厂业绩。2023年10月24日,公司拟分别投资近1.48亿元和9960万元投建10万吨麦芽糊精及10万吨玉米胚芽榨油产能,投产后预计每年分别新增营收4.44/1.43亿元,每年新增利润3754/2353万元。
- 可转债审批通过,产能布局添砖加瓦。**公司可转债项目已获上交所审议通过,为舟山新产能的持续落地提供坚实的资金支持。本次可转债项目预计新增产能100万吨,涵盖山梨糖醇、阿洛酮糖等高毛利产品。目前产能是公司现阶段发展的主要瓶颈,2022年公司晶体糖醇产能利用率超过95%接近饱和,建设新产能已迫在眉睫。新厂产能预计将在明年Q3逐步落地,公司大力拓展境内客户,叠加境外产品出口替代的长期趋势,看好新厂落地后产能快速消化,业绩迅速释放。
- 盈利预测与投资建议。**华康股份作为功能糖醇龙头,持续丰富优化产品结构,内延外伸布局新赛道,高毛利单品产能持续落地,成长性优异。故给予公司2024年14倍估值,对应目标价27.3元,首次覆盖,给予“买入”评级。
- 风险提示:**市场需求低迷风险;原材料供应及价格波动风险;汇率波动风险;产能不及预期风险。

### 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: zhz@swsc.com.cn  
联系人: 杜雨聪  
电话: 18716686475  
邮箱: dyuc@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)	2.28
流通A股(亿股)	1.52
52周内股价区间(元)	21.7-32.5
总市值(亿元)	49.58
总资产(亿元)	46.99
每股净资产(元)	12.23

### 相关研究

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	22.00	26.58	31.32	36.31
增长率	38.02%	20.81%	17.86%	15.92%
归属母公司净利润(亿元)	3.19	3.63	4.46	5.39
增长率	34.88%	13.75%	22.82%	20.75%
每股收益EPS(元)	1.40	1.59	1.95	2.36
净资产收益率ROE	12.02%	12.77%	13.98%	15.00%
PE	16	14	11	9
PB	1.87	1.70	1.53	1.36

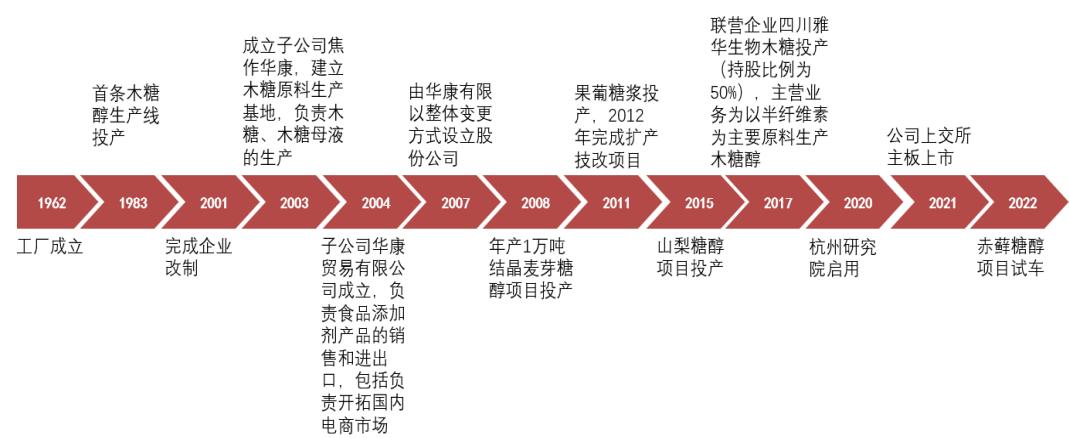
数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 1 功能糖醇龙头，着眼长期成长

华康股份成立于2001年，主要从事木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇等功能性糖醇和果葡糖浆等淀粉糖的研发、生产和销售。公司与玛氏箭牌、亿滋、不凡帝、费列罗、好时、好丽友等国内外知名食品饮料行业企业建立良好的长期合作关系，产品销往国内市场及欧洲、美洲、亚洲等全球主要国家和地区。公司以雄厚的产品研发技术实力、完备的糖醇生产制备工艺、丰富的下游客户资源形成产销综合竞争力，是全球主要的木糖醇、晶体山梨糖醇和晶体麦芽糖醇生产企业，现已成为功能性糖醇行业龙头。

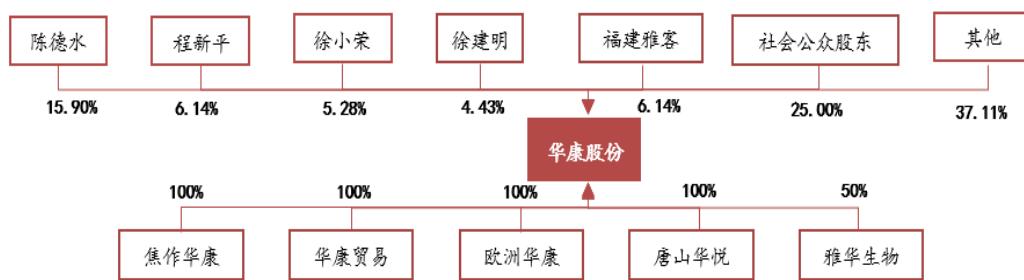
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

**股权结构清晰，高管经验丰富。**截至2023年6月30日，董事长兼总经理陈德水先生持有公司15.90%的股份，为公司第一大股东；程新平先生、徐小荣先生、余建明先生分别持有公司6.14%、5.28%、4.43%的股份，同为公司实控人。公司经营团队核心成员均在公司前身开化华康药厂工作三十余年，一线生产、管理经验丰富，在公司发展中起到关键引导作用。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年 6 月 30 日）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司营收稳健增长，利润逐步提升。2017-2022年公司营业收入从9.3亿元增长至22亿元，CAGR达到18.8%，2022年较上年同期增长38%。归母净利润从0.6亿元增长至3.2亿元，CAGR达到39.8%，2022年同比增长34.9%。营收和利润稳步提升主要受益于下游糖果食品的需求增加，公司木糖醇销量持续增长。2023年前三季度，公司实现营收20.4亿元，同比增长28.6%；归母净利润2.8亿元，同比增长7.9%。受益于代糖订单转移红利，年初以来山梨糖醇等晶体糖醇产品供不应求。2023Q3单季度收入增速放缓主要源于Q3木糖醇等产品出口平均单价承压所致。

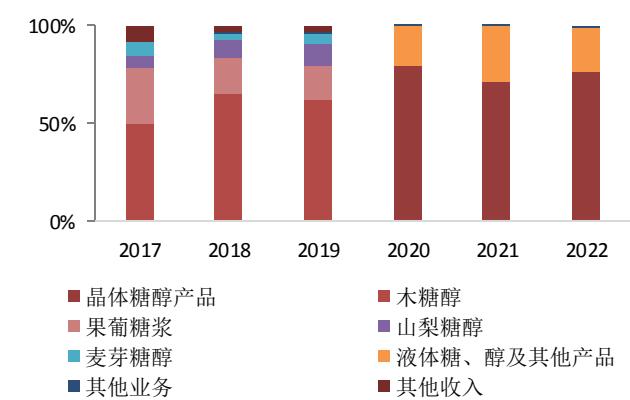
**图3：2017-2023Q3公司营收及同比增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

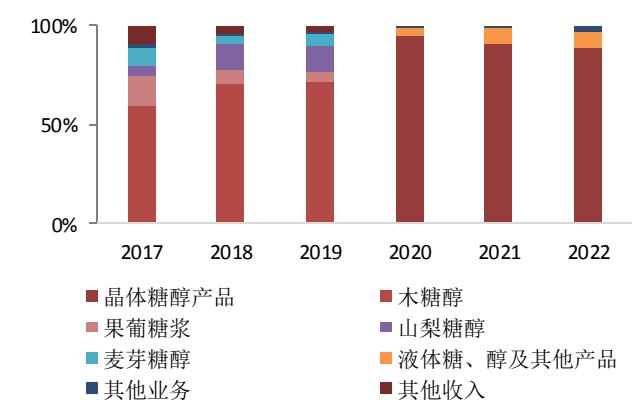
**图4：2017-2023Q3公司归母净利润及同比增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

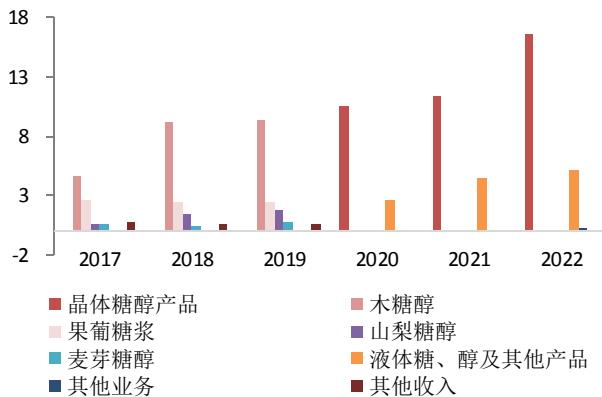
**主营业务稳中求进，晶体糖醇延续高增。**公司主营业务收入主要来自晶体糖醇产品和液体糖醇产品，晶体糖醇贡献主要毛利。2022年晶体糖醇业务实现营收16.7亿元，同比增长46.7%，营收占比为75.9%，毛利占比为88.4%。液体糖醇业务实现营收5.1亿元，同比增长13.7%，营收占比23.3%，毛利占比为7.8%。2022年，公司主营业务呈现良好的增长态势，晶体糖醇和液体糖醇销售量较2021年分别增长28.1%和17.2%。公司在力争保持原有客户销售稳定增长的前提下，及时跟进客户需求，制定进取的销售计划和积极的市场策略，挖掘市场潜力，抢占更大的市场份额。2023Q3单季度晶体糖醇实现营收4.2亿元，同比下降16.0%；液体糖醇实现营收2.5亿元，同比增长14.0%。晶体木糖醇海外发货减少，但出口替代趋势不变，液体类及其他产品需求持续旺盛，公司业绩维持稳定。

**图5：2017-2022年公司主营业务收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

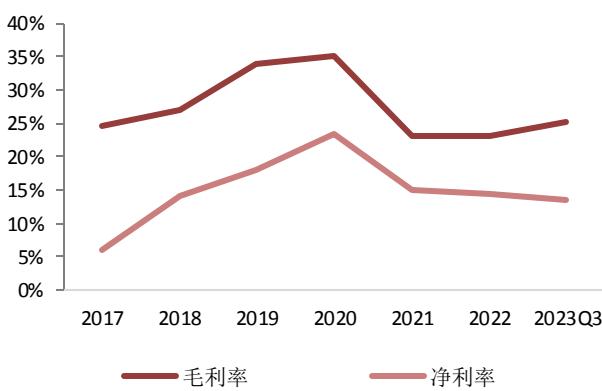
**图6：2017-2022年公司主营业务毛利结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 7：2017-2022 年公司分品类营收 (亿元)**


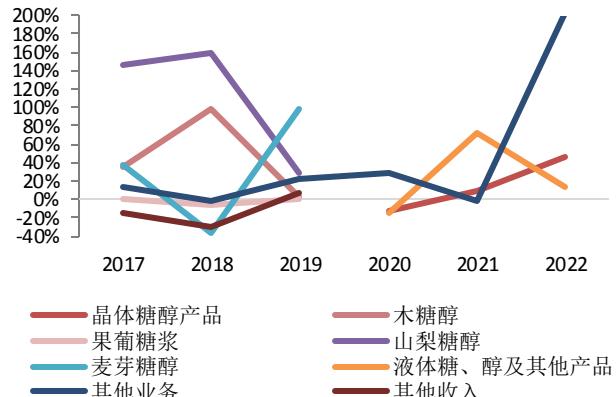
数据来源：公司公告，西南证券整理

**毛利率稳中有升，产品结构持续优化。**2022 年公司毛利率 22.9%，同比下降 0.1pp；净利率 14.5% 同比下降 0.3pp。2023Q3 毛利率 25.3% 同比上升 0.6pp，净利率 13.4%，同比下降 4.3pp。近年来，公司毛利率呈现稳中有升的态势，2023Q3 毛利率是近 7 个季度以来最高水平，环比大幅攀升，主要源于毛利率更高的晶体糖醇占比上升而液体糖醇占比下降带来的产品结构优化。净利率环比略有提升，同比有所下滑，主要因去年同期有约 700 万的投资收益所致。

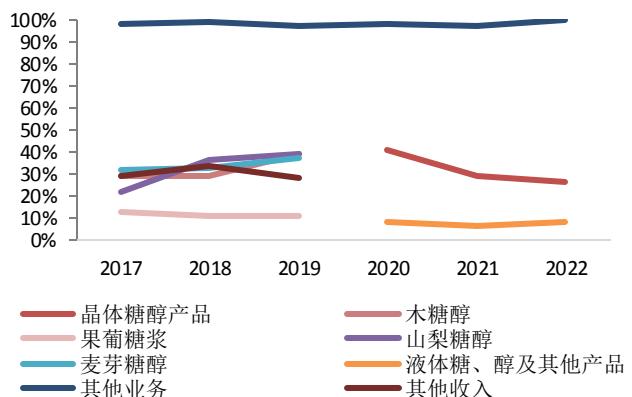
**图 9：2017-2022 年公司毛利率及净利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

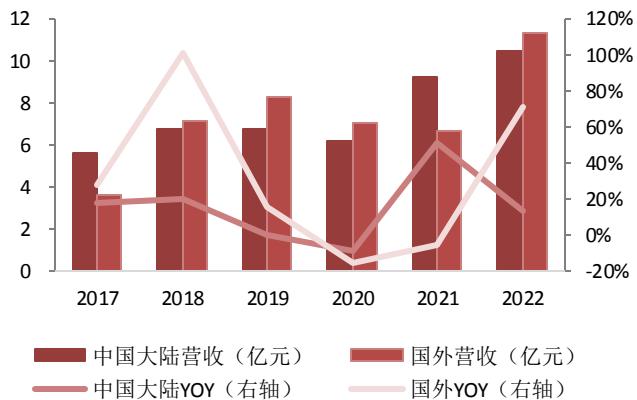
**海外市场增速显著，大客户深度绑定。**分地区看，2022 年境内/境外实现收入 10.5/11.3 亿元，分别同比增长 13.4%/70.9%。国际业务的大幅增长主要得益于俄乌冲突等因素导致欧洲能源成本高涨，相关糖醇企业生产及成本受到影响，公司抓紧订单转移的产业红利形成境外大客户深度绑定。2023Q3 单季度公司境内/境外收入 3.9/2.6 亿元，分别同比下降 3.0%/18.0%。晶体糖醇 Q3 收入下滑主要源于海外木糖醇发货有所下滑，尤其俄罗斯等地区 Q3 消化库存带来影响。但因海外能源成本高涨带来的新增市场份额有望持续，产品出口替代长期趋势不变。

**图 8：2017-2022 年公司分品类营收增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

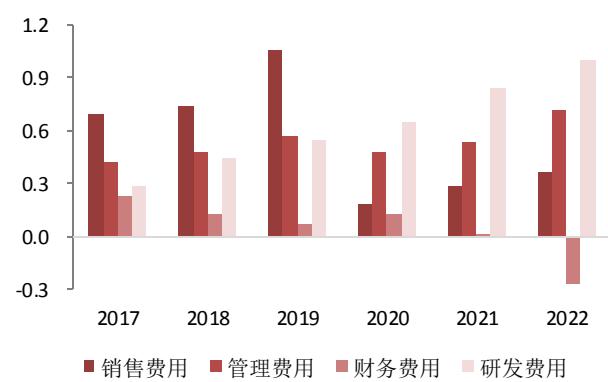
**图 10：2017-2022 年公司分品类毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

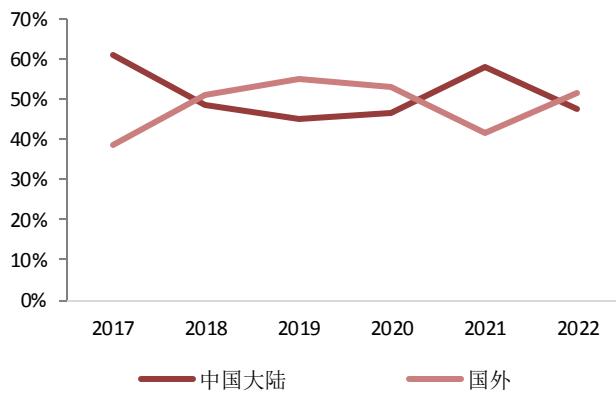
**图 11：2017-2022 年公司分区域营收及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

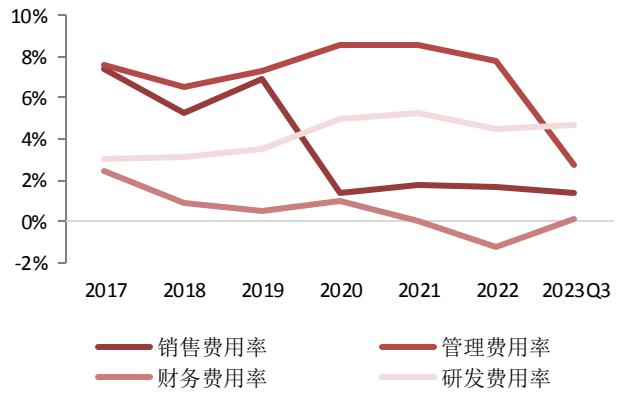
**成本管控卓有成效，控费水平持续稳健。**费用方面，2022 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.5%/7.8%/-1.2%/1.6%，分别同比-0.9/-0.1/-1.6/-0.8pp；2023Q3 销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.3%/2.7%/0.1%/4.7%，分别同比-0.1/-5.0/+1.5/+0.2pp。公司销售、管理费用维持稳定，研发费用率攀升主要源于公司为舟山新厂提前布局，加码研发力度。

**图 13：2017-2022 年公司各项费用（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 12：2017-2022 年公司分区域营收占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 13：2017-2022 年公司各项费用（亿元）**
**图 14：2017-2022Q3 公司费用率变动情况**


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：考虑到下游客户端需求持续增长，公司新产能释放节奏加速，公司木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖、赤藓糖醇等晶体糖醇产品营收有望稳定增长。预计 23-25 年木糖醇销量分别同比增长 10%、9%、8%，均价分别增长 -5%、3%、5%；山梨糖醇销量分别同比增长 15%、14%、13%，均价分别增长 1%、2%、3%；麦芽糖醇销量分别同比增长 3%、2%、1%，均价分别增长 1%、2%、3%；赤藓糖醇销量分别同比增长 100%、50%、30%，均价分别增长 -1%、-1%、-1%；

假设 2：考虑到公司接订单代工生产，近年来供需稳定，预计 23-25 年液体糖、醇及其他产品营收增速分别为 20%、15%、13%，毛利率分别为 8%、9%、10%。

假设 3：预计 23-25 年其他业务营收增速分别为 50%、30%、20%，毛利率分别为 98%、98%、98%。

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 1：分业务收入及毛利率

亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>合计</b>				
营业收入	22.0	26.6	31.3	36.3
yoy	38.0%	20.8%	17.9%	15.9%
营业成本	17.0	20.8	24.6	28.4
毛利率	22.9%	21.9%	21.5%	21.9%
<b>晶体糖醇产品</b>				
营业收入	16.7	20.1	23.9	27.9
yoy	46.7%	20.7%	18.6%	16.7%
营业成本	12.2	15.1	18.2	21.2
毛利率	26.7%	25.0%	24.0%	24.0%
<b>木糖醇</b>				
收入	10.3	11.5	12.9	14.7
Yoy	38.9%	11.8%	12.3%	13.4%
销量 (吨)	44200	52000	56680	61214
销量 yoy	15.6%	10.0%	9.0%	8.0%
均价 (万元/吨)	2.3	2.2	2.3	2.4
均价 yoy	20.1%	-5.0%	3.0%	5.0%
毛利率	27.0%	30.0%	32.0%	35.0%
<b>山梨糖醇</b>				
收入	3.9	4.5	5.2	6.1
Yoy	46.2%	16.2%	16.3%	16.4%
销量 (吨)	42500	48875	55718	62961
销量 yoy	21.4%	15.0%	14.0%	13.0%
均价 (万元/吨)	0.91	0.92	0.94	0.97
均价 yoy	20.4%	1.0%	2.0%	3.0%

亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	25.0%	27.0%	28.0%	30.0%
<b>麦芽糖醇</b>				
收入	0.9	0.9	1.0	1.0
Yoy	20.0%	4.0%	4.0%	4.0%
销量 (吨)	7500	7725	7880	7958
销量 yoy	0.0%	3.0%	2.0%	1.0%
均价 (万元/吨)	1.2	1.2	1.2	1.2
均价 yoy	20.0%	1.0%	2.0%	3.0%
毛利率	20.0%	25.0%	27.0%	30.0%
<b>赤藓糖醇</b>				
收入	1.6	3.2	4.8	6.1
Yoy		98.0%	48.5%	28.7%
销量 (吨)	9000	18000	27000	35100
销量 yoy		100.0%	50.0%	30.0%
均价 (万元/吨)	1.8	1.8	1.8	1.8
均价 yoy		-1.0%	-1.0%	-1.0%
毛利率	12.0%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>液体糖、醇及其他产品</b>				
收入	5.1	6.1	7.1	8.0
yoy	13.7%	20.0%	15.0%	13.0%
成本	4.7	5.6	6.4	7.2
毛利率	7.7%	8.0%	9.0%	10.0%
<b>其他业务</b>				
收入	19.5	29.3	38.1	45.7
yoy	201.7%	50.0%	30.0%	20.0%
成本	0.1	0.6	0.8	0.9
毛利率	99.7%	98.0%	98.0%	98.0%

数据来源: Wind, 西南证券

可比公司方面，我们以百龙创园、莱茵生物、晨光生物作为可比公司。华康股份作为国际领先的功能性糖醇企业，持续完善全产业链布局，丰富并优化产品结构，内延外伸布局新赛道，随着高毛利单品产能持续落地，成长性优异。参考可比公司估值，给予公司 2024 年 14 倍估值，对应目标价 27.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 2：可比公司一致性预期**

证券代码	证券简称	股价	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
605016.SH	百龙创园	27.69	1.5	2.0	3.0	4.0	26	34	23	17
300138.SZ	晨光生物	13.19	4.3	5.3	6.5	8.0	22	13	11	9
002166.SZ	莱茵生物	7.28	1.8	1.8	2.5	3.6	39	29	21	15
平均值							29	25	18	14
605077.SH	华康股份	21.70	3.2	3.6	4.5	5.4	16	14	11	9

数据来源: Wind, 西南证券整理

### 3 风险提示

市场需求低迷风险：公司下游主要是消费领域，包括餐饮、食品、化妆品等，容易受到全球宏观经济波动的影响。

原材料供应及价格波动风险：公司生产所需的原材料以农副产品为主，其价格和供应量容易受气候条件、病虫害等因素影响。而原材料价格和供应量的大幅波动将导致公司经营的不稳定。

汇率波动风险：公司海外业务占比比较高，公司收入易受国际汇率影响。

产能不达预期风险：公司有新建产能计划于 2024 年投产，新建产能投产及达产进度或不及预期。

**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	22.00	26.58	31.32	36.31	净利润	3.19	3.73	4.54	5.46
营业成本	16.95	20.76	24.58	28.38	折旧与摊销	1.12	1.51	1.67	1.91
营业税金及附加	0.11	0.13	0.16	0.18	财务费用	-0.27	0.32	0.23	0.28
销售费用	0.36	0.40	0.44	0.47	资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.71	0.85	0.97	1.09	经营营运资本变动	-5.02	1.55	-1.61	-1.37
财务费用	-0.27	0.32	0.23	0.28	其他	3.70	0.08	0.05	0.02
资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2.72	7.19	4.89	6.29
投资收益	0.33	0.05	0.08	0.10	资本支出	-4.02	-4.00	-4.00	-4.00
公允价值变动损益	-0.10	-0.06	-0.07	-0.07	其他	4.66	-0.14	-0.14	-0.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	0.64	-4.14	-4.14	-4.12
<b>营业利润</b>	<b>3.49</b>	<b>4.10</b>	<b>4.95</b>	<b>5.94</b>	短期借款	1.40	-0.84	2.64	1.64
其他非经营损益	-0.06	-0.05	-0.05	-0.05	长期借款	3.25	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3.43</b>	<b>4.04</b>	<b>4.90</b>	<b>5.89</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.24	0.31	0.36	0.43	支付股利	-0.98	-1.12	-1.27	-1.56
<b>净利润</b>	<b>3.19</b>	<b>3.73</b>	<b>4.54</b>	<b>5.46</b>	其他	0.24	-0.86	-0.21	-0.25
少数股东损益	0.00	0.10	0.08	0.07	筹资活动现金流净额	3.92	-2.82	1.16	-0.18
归属母公司股东净利润	3.19	3.63	4.46	5.39	<b>现金流量净额</b>	7.33	0.23	1.90	2.00
<b>资产负债表 (亿元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
货币资金	10.40	10.63	12.53	14.52	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3.80	4.25	5.14	5.96	销售收入增长率	38.02%	20.81%	17.86%	15.92%
存货	2.79	3.45	4.06	4.69	营业利润增长率	36.08%	17.29%	20.83%	20.09%
其他流动资产	4.38	2.54	3.47	4.29	净利润增长率	34.88%	16.89%	21.68%	20.16%
长期股权投资	1.23	1.23	1.23	1.23	EBITDA 增长率	24.96%	36.36%	15.66%	18.65%
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	13.53	16.12	18.54	20.72	毛利率	22.94%	21.88%	21.52%	21.86%
无形资产和开发支出	2.69	2.61	2.53	2.45	三费率	3.61%	5.91%	5.23%	5.07%
其他非流动资产	0.23	0.35	0.48	0.62	净利率	14.51%	14.04%	14.50%	15.03%
<b>资产总计</b>	<b>39.05</b>	<b>41.16</b>	<b>47.98</b>	<b>54.48</b>	ROE	12.02%	12.77%	13.98%	15.00%
短期借款	2.60	1.76	4.40	6.04	ROA	8.18%	9.07%	9.46%	10.02%
应付和预收款项	3.87	4.89	5.67	6.58	ROIC	12.39%	12.90%	13.39%	13.91%
长期借款	3.45	3.45	3.45	3.45	EBITDA/销售收入	19.75%	22.29%	21.87%	22.39%
其他负债	2.56	1.83	1.96	2.02	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>12.49</b>	<b>11.94</b>	<b>15.49</b>	<b>18.09</b>	总资产周转率	0.64	0.66	0.70	0.71
股本	2.28	2.28	2.28	2.28	固定资产周转率	2.20	2.13	2.36	2.45
资本公积	14.05	14.05	14.05	14.05	应收账款周转率	7.16	6.84	6.98	6.81
留存收益	10.23	12.74	15.93	19.76	存货周转率	7.07	6.64	6.54	6.48
归属母公司股东权益	26.56	29.12	32.31	36.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.17%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.10	0.18	0.25	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>26.56</b>	<b>29.22</b>	<b>32.49</b>	<b>36.39</b>	资产负债率	31.99%	29.01%	32.28%	33.21%
负债和股东权益合计	39.05	41.16	47.98	54.48	带息债务/总负债	48.49%	43.71%	50.74%	52.48%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	流动比率	2.78	2.93	2.37	2.23
EBITDA	4.34	5.92	6.85	8.13	速动比率	2.42	2.45	1.99	1.87
PE	15.53	13.65	11.11	9.20	股利支付率	30.67%	30.77%	28.50%	28.99%
PB	1.87	1.70	1.53	1.36	<b>每股指标</b>				
PS	2.25	1.87	1.58	1.37	每股收益	1.40	1.59	1.95	2.36
EV/EBITDA	10.52	7.41	6.50	5.41	每股净资产	11.62	12.79	14.22	15.93
股息率	1.97%	2.25%	2.56%	3.15%	每股经营现金	1.19	3.15	2.14	2.76
					每股股利	0.43	0.49	0.56	0.68

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

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	cyrf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@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	cyyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@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
北京	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	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

广深	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	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
	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	cryf@swsc.com.cn