



国内蛋液行业第一品牌，发力预制品开拓增长空间

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 消费复苏引导订单放量，国内市场空间广阔。2019-2022年间，我国烘焙行业、餐饮行业实现年均复合增速 9.9%、10.0%，蛋液市场发展空间广阔；2) 创新产品稀缺性强，优质存量客户合作良好。公司首创新型鸡蛋白饮料，目前市场上尚无同类产品；公司终端客户大部分为下游行业知名企业，涉及好利来、联合利华、百盛集团等，订单量稳定增长；3) 募投扩产突破产能限制，重点发力预制品把握市场机遇。公司募投项目达产后预计可增加 500 吨/年的预制产品、2000 吨/年的液体产品、6000 吨/年的蛋白饮料预混液产能，优化公司在高附加值预制品的产品布局，开拓业绩增长空间。
- 消费复苏引导订单放量，国内市场空间广阔。**根据《中国禽业导刊》，现阶段我国鸡蛋的加工比例仅 5.0%-7.0%，随着消费者的消费观念逐渐转变，烘焙业、餐饮业对蛋品行业的依赖逐渐提高，提升空间广阔。2019-2022 年，我国烘焙与餐饮行业 CAGR 分别达 9.9%、10.0%，下游需求高涨将持续拉动行业规模扩张。
- 创新产品稀缺性强，优质存量客户合作良好。**公司坚持创新驱动策略，首创超长保质期蛋液、热稳定蛋液产品和耐热蛋制品、新型鸡蛋白饮料等产品，其中新型鸡蛋白饮料在市场上尚无同类产品，有助于为公司开拓新增长空间；公司下游客户大部分为下游知名企业，客户群体质量较高，同时至 2022 年 H1 新增客户收入占比已达 6.8%，实现连续 3 年增长，新客户开拓情况良好。
- 募投扩产突破产能限制，重点发力预制品把握市场机遇。**公司募投项目达产后将形成 500 吨/年的预制产品、2000 吨/年的液体产品、6000 吨/年的蛋白饮料预混液产能，布局重点为新品蛋白饮料与预制品。2019 年-2023H1 间，预制品类产品毛利率由 13.4% 上升到 25.1%，该产品有望成为公司新的盈利爆发点。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 43.2/53.3/70.1 百万元，CAGR 为 25.1%，对应 PE 为 22/17/13 倍。考虑到公司在国内蛋制品行业占有率居前、下游客户大部分为知名头部企业、下游消费复苏，且新品鸡蛋白饮料具备市场稀缺性，叠加募投扩产突破产能瓶颈，公司业绩有望进一步高增。鉴于 2024 年可比公司平均估值为 22 倍，我们给予公司 2024 年 22 倍 PE，对应目标价为 5.72 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动及业绩波动风险、境外股权架构及实际控制权的风险、禽类疫病的风险、募投项目实施导致的产能过剩风险。

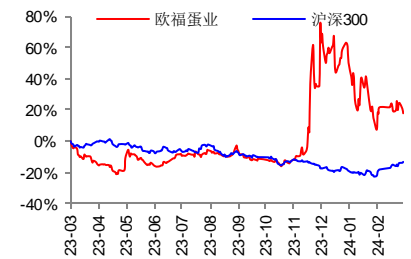
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	892.43	972.22	1090.55	1310.68
增长率	5.08%	8.94%	12.17%	20.19%
归属母公司净利润（百万元）	35.81	43.16	53.30	70.14
增长率	59.22%	20.53%	23.51%	31.58%
每股收益 EPS（元）	0.17	0.21	0.26	0.34
净资产收益率 ROE	9.22%	7.69%	8.68%	10.25%
PE	26	22	17	13
PB	2.40	1.66	1.51	1.36

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：023-67791663
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(万股)	20544.55
流通 A 股(万股)	5310.76
总市值(亿元)	9.31
总资产(亿元)	6.44
每股净资产(元)	2.54

相关研究

目 录

1 蛋制品加工龙头企业，参与制订两项国家标准	1
1.1 背靠 Thornico 集团，中国资本市场第一家欧美控股上市企业.....	1
1.2 深入蛋制品领域，研发新产品以拓展零售市场.....	2
1.3 摆脱疫情影响，经营重回增长快车道.....	3
2 国内蛋制品市场蓬勃发展，下游需求快速修复	5
2.1 消费复苏带动需求修复，消费观念转变拓展市场增量空间.....	5
2.2 国内蛋制品市场发展空间广阔，国际市场未来可期.....	6
2.3 行业集中度低，仍处于发展起步阶段.....	8
3 产品品质安全稳定，募投扩产开拓新增长空间	9
3.1 产品核心竞争力突出，积极开发新品打造新增长曲线.....	9
3.2 联合利华、肯德基稳定供应商，客户拓展情况良好.....	10
3.3 加码高附加值产品，募投扩产突破产能瓶颈.....	12
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测.....	13
4.2 相对估值.....	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 5 日)	2
图 3: 公司营业总收入整体快速增长.....	4
图 4: 公司归母净利润显著修复	4
图 5: 公司主要产品收入占比	4
图 6: 公司各产品毛利率	4
图 7: 公司毛利率和净利率情况	5
图 8: 公司费用率情况	5
图 9: 蛋制品产业链情况	5
图 10: 中国消费情况	6
图 11: 国内烘焙行业市场规模	6
图 12: 国内餐饮行业市场规模	6
图 13: 中国鸡蛋产量	7
图 14: 中国蛋制品加工情况	7
图 15: 2022 年全球蛋制品加工情况	7
图 16: 全球蛋品加工企业分布数量 (个)	7
图 17: 全球液态蛋进出口情况	8
图 18: 中国液态蛋进出口情况	8
图 19: 畜产品主要行业内上市企业情况 (截至 2024/03/05)	8
图 20: 畜产品主要行业内企业规模 (截至 2024/03/05)	8
图 21: 公司研发投入情况	10
图 22: 公司新品蛋白质饮品	10
图 23: 公司对部分大客户销售情况 (万元)	12
图 24: 公司新增客户收入情况	12
图 25: 公司预制蛋品收入及占比	12
图 26: 公司预制蛋品毛利率	12
图 27: 公司各产品产销率	13
图 28: 公司新增产能与现有产能情况	13

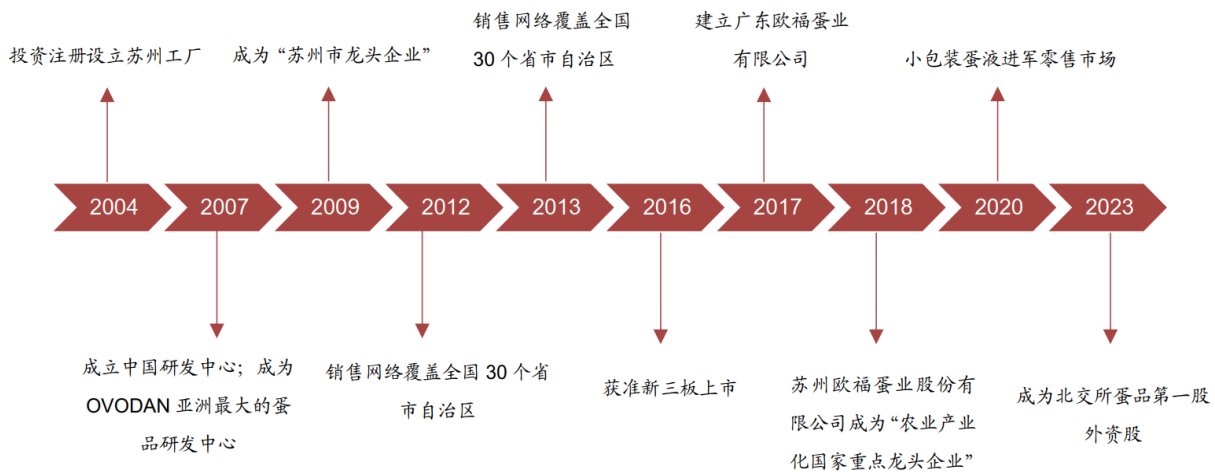
表 目 录

表 1: 公司主要产品类型.....	2
表 2: 行业可比公司基本情况.....	9
表 3: 公司主要核心技术.....	9
表 4: 公司创新产品.....	10
表 5: 各应用领域前十大客户.....	11
表 6: 公司扩产情况.....	13
表 7: 分业务收入及毛利率.....	14
表 8: 可比公司估值.....	15
附表: 财务预测与估值.....	16

1 蛋制品加工龙头企业，参与制订两项国家标准

深耕蛋制品加工行业 19 年，造就农业产业化国家重点龙头企业。公司成立于 2004 年，现已发展成为集生产、加工、研发、销售、产业链整合为一体的蛋品加工领域龙头企业，主要产品包括蛋液、蛋粉及各类预制蛋品等，还可以根据客户需求定制蛋类产品，主要用于食品加工、餐饮等领域。近年公司蛋液产品在国内市场占有率保持在 19% 左右，年产量位居国内蛋品加工行业前列，并与联合利华、亿滋、味可美等国际食品巨头，以及好利来、桃李面包等烘焙行业巨头建立了长期稳定的合作关系。截至 2023 年 11 月 29 日，公司已取得 28 项专利，其中发明专利 7 项，发明专利 5 项。于 2018 年被江苏省科学技术厅认定为江苏省农业科技型企业；2020 年被评为省级企业技术中心；2023 年作为第一起草人编制蛋液、蛋粉两项蛋制品国家标准（GBT42235-2022, GBT42237-2022），两项国标已于 2022 年 12 月 30 日正式发布，2023 年 7 月 1 日正式实施。

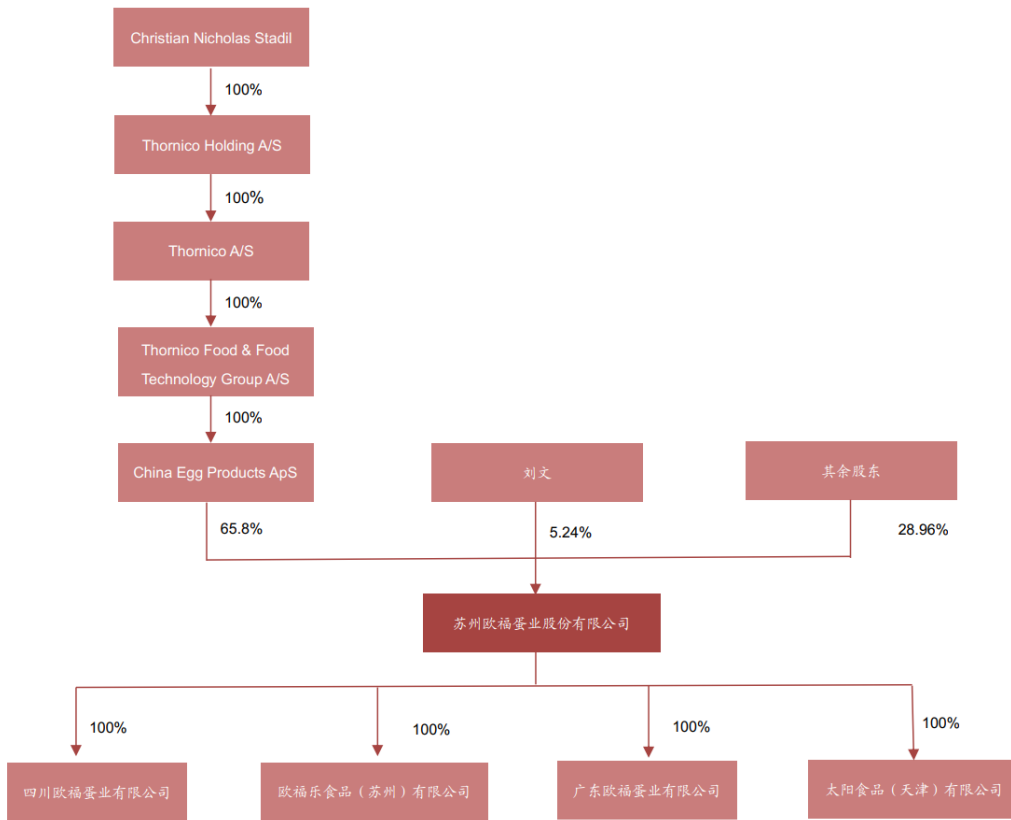
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

1.1 背靠 Thornico 集团，中国资本市场第一家欧美控股上市企业

北交所首家外资企业，实控人为 **Christian Nicholas Stadil**。至 2024 年 3 月 5 日，公司实控人 China Egg Products ApS（丹麦）通过境外公司多层持股，间接控制公司 65.8% 的股份，持有公司股份 13518.9 万股；总经理刘大为第二大股东，持股 5.2%。欧福蛋业是丹麦 Ovodan 集团在中国的成员企业，主营蛋制品业务，Ovodan 集团隶属于 Thornico 集团，集团下辖近 150 家成员企业，业务分布全球 50 多个国家，涉及领域包括食品工业、运动休闲服饰、航运、地产等。为开拓全国市场，欧福蛋业分别在苏州、天津、广东、四川设立了 100% 控股子公司。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 5 日）


数据来源：iFinD，西南证券整理

1.2 深入蛋制品领域，研发新产品以拓展零售市场

公司产品可分为蛋液类、蛋粉类、预制蛋品类和其他类，主要用于食品加工、餐饮等领域。公司的蛋液类、蛋粉类细分产品主要分为蛋白类、蛋黄类和全蛋类，多用于烘焙、食品加工行业。预制蛋品类主要供应各类餐厅、超市以及食品再加工企业，研发较早的预制蛋包括蛋皮、炒蛋、欧姆蛋。在现有产品基础上，公司开发了新的高技术附加值产品，新型预制蛋产品如蛋白饮料、蛋挞液已推行上市，将进一步拓展零售市场。其他类包括白煮蛋和卤蛋等，主要销售给餐饮企业和各类食品加工企业。

表 1：公司主要产品类型

产品类型	细分产品	产品图片	主要用途
蛋液产品	蛋白液		主要作为烘焙制品、肉制品、配餐、面制品、膨化食品、糖果、精细饲料生产中的原辅料
	蛋黄液		主要用于烘焙制品、调味酱、肉制品、配餐产品、面制品、冰激凌、糖果、干调品、膨化食品、特种饲料等

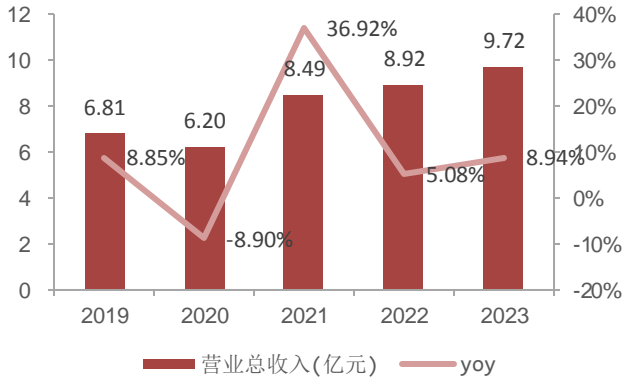
产品类型	细分产品	产品图片	主要用途
	全蛋液		主要用于烘焙制品、调味酱、肉制品、配餐产品、面制品、冰激凌、糖果、干调品、膨化食品、特种饲料等
蛋粉产品	蛋白粉		肉制品、面制品、烘焙制品、乳化酱和糖果等产品
	蛋黄粉		可用于面包、饼干等焙烤制品、冰淇淋、调味酱、肉制品、面制品的生产
	全蛋粉		可用于面包、饼干等焙烤制品、冰淇淋、调味酱、肉制品、面制品的生产
预制蛋品	蛋皮		主要用于烘焙、餐饮等
	炒蛋		主要用于超市、餐厅的方便快捷配料等
	欧姆蛋		主要用于餐饮、超市等
	蛋挞液		主要用于烘焙、餐饮、超市等
其他产品	白煮蛋		主要用于餐厅以及食品加工企业的再生产等
	卤蛋		主要用于餐饮、酒店等
	蛋白饮料		功能饮品，主要针对健身、健美、营养轻食人群

数据来源：公司招股说明书，欧福淘宝旗舰店，西南证券整理

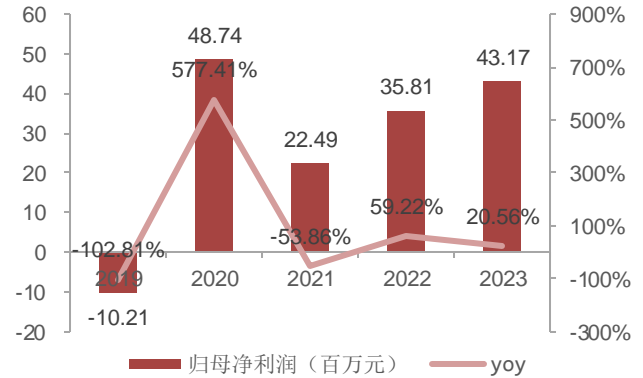
1.3 摆脱疫情影响，经营重回增长快车道

营收增长迅速，净利润显著修复。营收端，除 2020 年受新冠疫情爆发影响、收入小幅下降外，公司收入总体呈快速增长趋势：2020-2022 年，在疫情消费整体遇冷的情况下，公司积极采取工厂联动、有效保障订单供应的措施，使营业收入从 6.2 亿元增长至 8.9 亿元，年化复合增长率为 9.4%；2023 年，受益于餐饮、旅游的快速复苏，公司积极优化渠道策略，

全年实现收入 9.7 亿元，同比+8.9%。**利润端**，公司盈利能力受原材料价格波动影响较大，2021 年后公司通过调整售价、全国采购等措施以平抑蛋价波动对公司成本的影响，自 2022 年以来公司归母净利润呈稳步上升趋势，于 2022 年与 2023 年分别同比增长 59.2% 与 20.6%，2023 年归母净利润达 43.2 百万元。

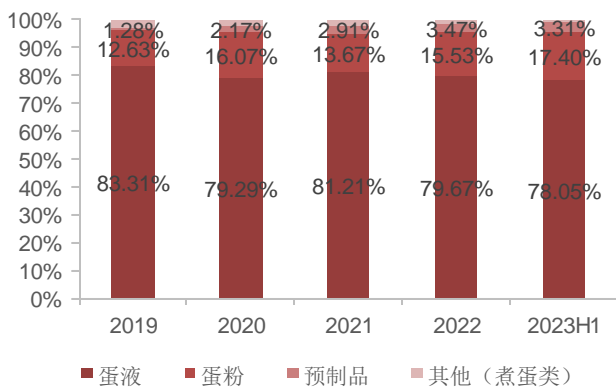
图 3：公司营业总收入整体快速增长


数据来源：iFinD，西南证券整理

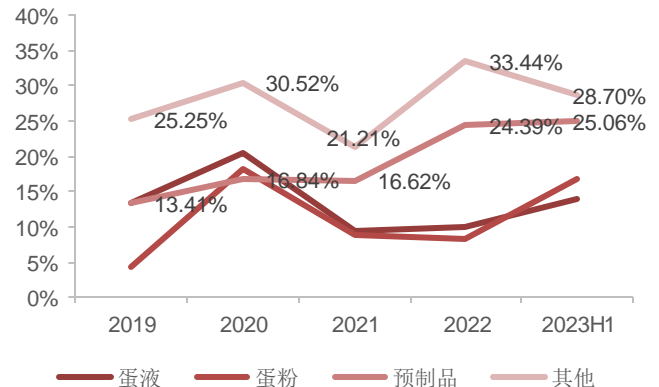
图 4：公司归母净利润显著修复


数据来源：iFinD，西南证券整理

蛋液为主要收入来源，高毛利预制品将成新的增长点。2019-2023 年 H1，蛋液类产品收入占主营业务收入比例均超过 75.0%，为公司的主要收入来源；蛋粉类产品在 2021-2023 年 H1 的收入占比逐年提高，至 2023 年 H1，其营收占比达 17.4%。此外，公司着重发力预制品，相比 2019 年，2023 年 H1 预制品的营收占比提升至 3.3%，提高 2.0pp，同时预制品盈利能力显著攀升，截至 2023 年 H1，其毛利率达到 25.1%，相比 2019 年提高 11.7pp，该产品未来有望成为新盈利爆发点。

图 5：公司主要产品收入占比


数据来源：iFinD，西南证券整理

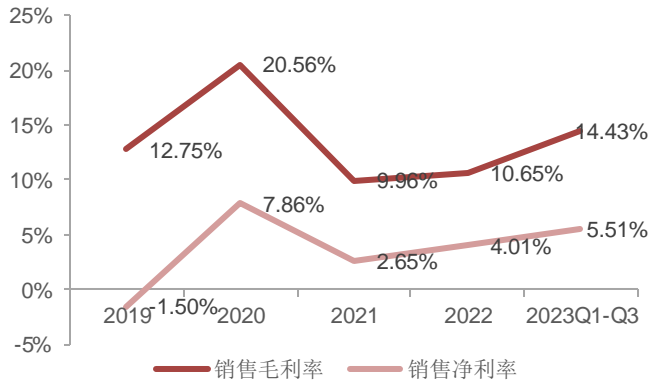
图 6：公司各产品毛利率


数据来源：iFinD，西南证券整理

盈利能力与蛋价强关联，费用率持续降低。1) **利润率**：2020 年，受新冠疫情影响，交通运输管制极为严格，鸡蛋价格跌幅创历史记录，而公司主要生产基地皆邻近鸡蛋主要产地，因此受益，毛利率、净利率分别提升至 20.6%、7.9%。2021 年，鸡蛋价格上涨致使毛利率承压。2022 年，鸡蛋价格持续高位运行，公司及时调整产品销售价格，仍取得了较好的盈利。2023 年 Q1-Q3，公司进一步优化产品结构，毛利率修复至 14.4%，提高 3.8pp；净利率为 5.5%，提高 1.5pp。

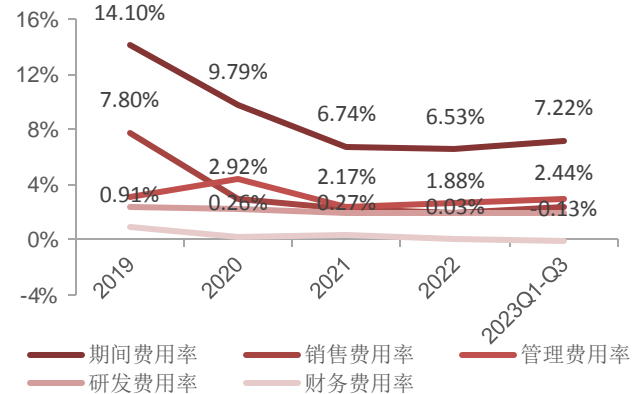
2) 费用率：2019-2022年，公司整体期间费用率呈逐年降低趋势，从14.1%下降7.6pp至6.5%。2019年销售费用占比较高，主要原因为会计准则变动；广东新建厂的外部融资金额较大，在成本端造成较大影响。除此之外，公司各项费用率保持稳定。2023年Q1-Q3，由于业务规模扩大及零售市场开拓，整体期间费用率小幅上升至7.2%。

图 7：公司毛利率和净利率情况



数据来源：iFinD, 西南证券整理

图 8：公司费用率情况



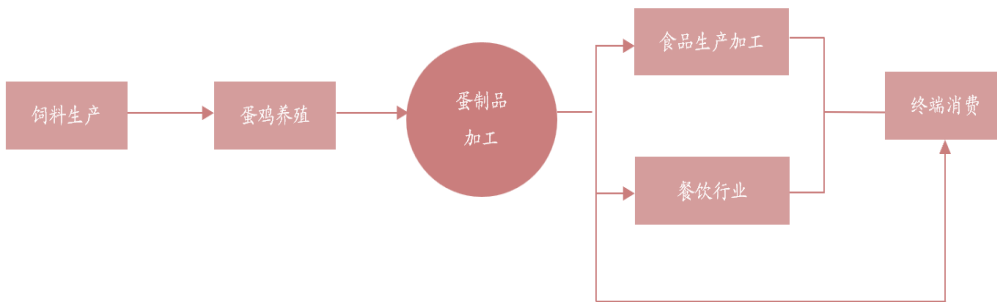
数据来源：iFinD, 西南证券整理

2 国内蛋制品市场蓬勃发展，下游需求快速修复

2.1 消费复苏带动需求修复，消费观念转变拓展市场增量空间

行业的上游主要为鸡蛋供应商，下游应用领域广泛。公司属于蛋制品加工业，从属于农产品深加工行业，处于产业链中游。全产业链包括饲料生产、蛋鸡养殖、鸡蛋加工、食品生产及餐饮、终端消费五个环节，蛋制品加工业是整个鸡蛋行业的重要子行业，在整个产业链上的重要性正在不断加大。公司所处行业的下游主要为烘焙行业、餐饮行业等。

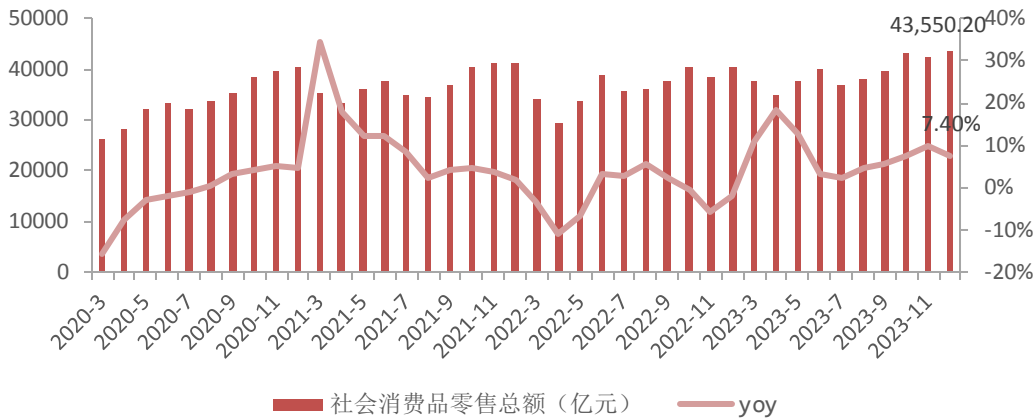
图 9：蛋制品产业链情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

消费复苏拉动蛋制品需求，消费理念转变促进蛋制品进一步推广。根据国家统计局数据，2023 年以来，截至 2023 年 12 月，国内已实现连续 10 个月社会消费品零售总额正增长，连续 3 个月同比增长率超过 7%，国内消费平稳复苏，有助于拉动蛋制品相关需求。同时，随着人们生活水平的提高，对食品安全的重视程度也逐渐提高，由最初的以量取胜、实现温饱转变成安全、健康的消费理念，消费理念的转变有助于蛋制品加工行业的进一步发展，推动蛋液、蛋粉使用量的大幅度增长。

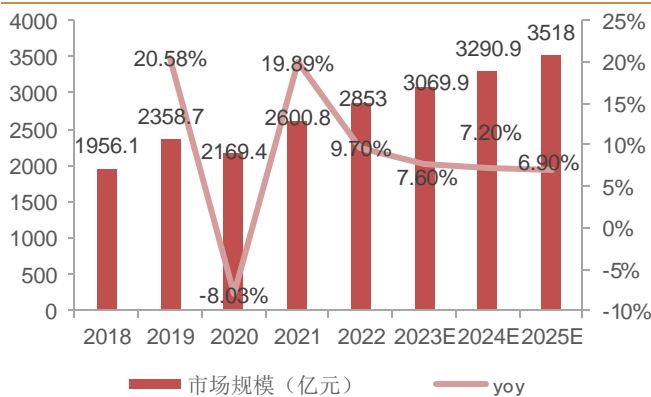
图 10：中国消费情况



数据来源：国家统计局，同花顺 iFinD，西南证券整理

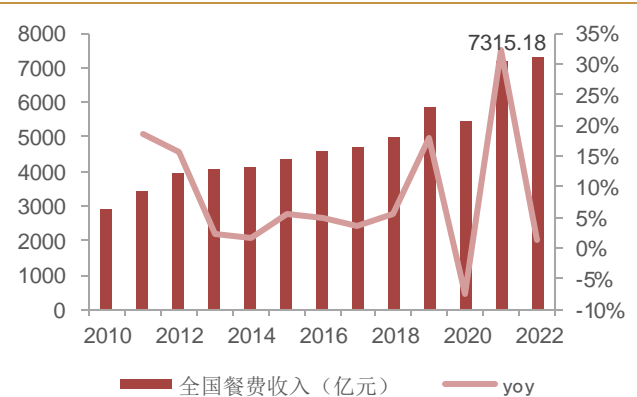
受益于消费复苏，蛋制品下游需求快速修复。蛋制品的重要下游行业包括烘焙、餐饮行业。根据艾媒咨询数据，我国烘焙行业市场规模由 2019 年的 2358.7 亿元增长至 2022 年的 2853 亿元，CAGR 达 9.9%，预计至 2025 年增至 3518 亿元。根据国家统计局数据，我国 2022 年餐饮收入达 7315.2 亿元，2019-2022 年 CAGR 达 10.0%。两者的市场规模在 2020 年均受疫情影响而下滑，在 2021 年大幅回升并超过疫情前水平，下游需求修复显著。随着烘焙业、餐饮业对蛋品行业的依赖性逐渐提高，在高速增长的下市场带动下，蛋制品市场规模有望进一步扩张。

图 11：国内烘焙行业市场规模



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

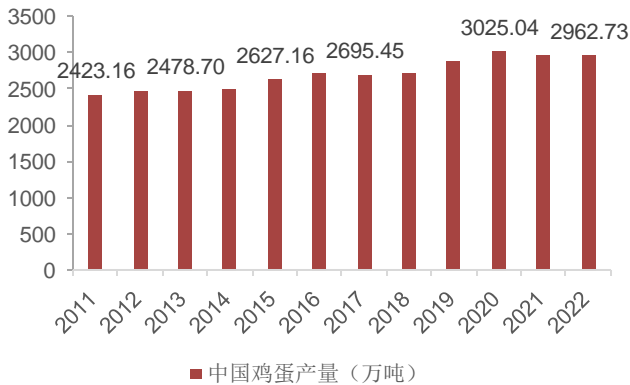
图 12：国内餐饮行业市场规模



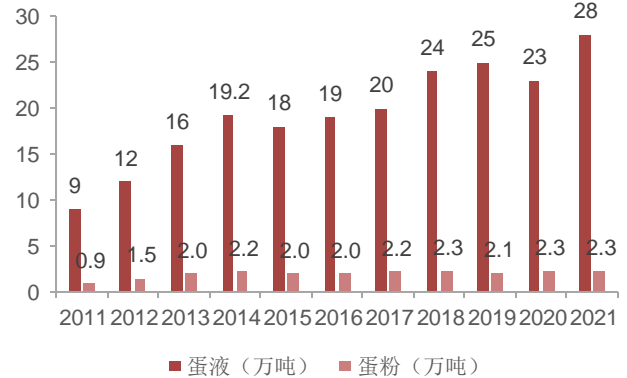
数据来源：国家统计局，西南证券整理

2.2 国内蛋制品市场发展空间广阔，国际市场未来可期

蛋制品行业仍处于起步阶段，未来发展前景良好。截至 2022 年，我国鸡蛋产量受疫情影响小幅下滑，近 3 年的年产量维持于 2900 万吨以上。然而，目前我国蛋液与蛋粉加工量较低，根据《中国禽业导刊》，现阶段我国鸡蛋的加工比例仅为 5.0%-7.0%，且 80% 是加工为传统蛋制品；据世界蛋品协会数据，2021 年中国蛋液产量为 28 万吨，蛋粉产量为 2.3 万吨，二者合计仅占当年鸡蛋产量的 1.0%。蛋液生产量已呈现显著波动上升趋势，依托于国内鸡蛋产量与消费者对蛋制品的消费观念转变，国内蛋制品市场发展空间广阔且市场庞大。

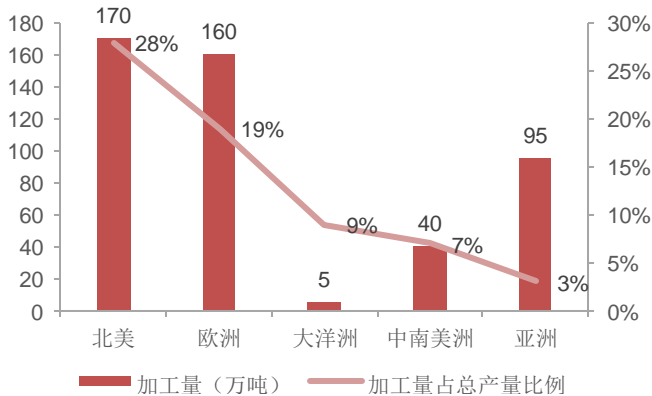
图 13：中国鸡蛋产量


数据来源：iFinD，西南证券整理

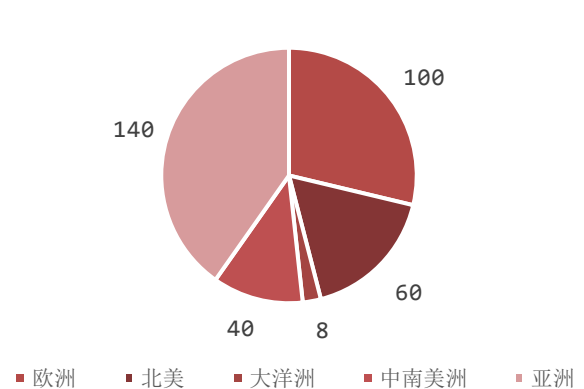
图 14：中国蛋制品加工情况


数据来源：IEC 国际蛋品协会，公司招股说明书，西南证券整理

全球蛋制品加工空间分布不均，蛋制品进出口需求攀升。从蛋制品加工比例来看，截至 2022 年，蛋制品加工主要区域为北美、欧洲，两地共有 160 家蛋品加工企业，蛋品加工量分别占鸡蛋产量的 28% 与 19%；人口较多、鸡蛋需求量较大的亚洲地区共拥有 140 家蛋品加工企业，蛋制品加工比例仅 3%，即亚洲蛋制品企业仍处于传统加工阶段，但行业具备较好的发展基础，在推动已有企业转型升级的基础上有望实现蛋制品行业的快速发展。

图 15：2022 年全球蛋制品加工情况


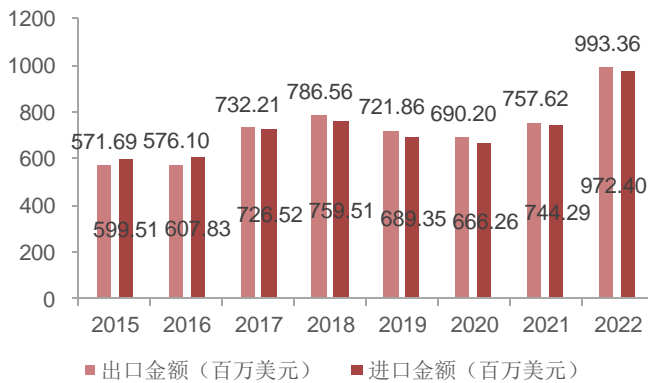
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 16：全球蛋品加工企业分布数量 (个)


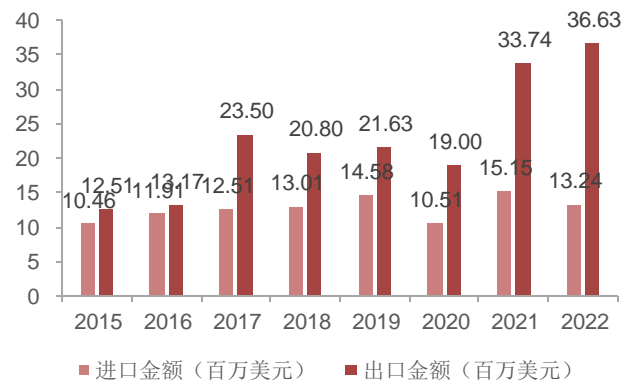
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

在蛋品加工量空间分布不均的背景下，全球蛋制品进出口贸易蓬勃发展。近年来，全球蛋液进出口贸易呈逐年增长趋势，仅在疫情期间因交通受阻而有所下滑。根据联合国粮农组织数据，2016-2022 年间，全球液态蛋进口金额由的 607.8 百万美元上涨到 972.4 百万美元，CAGR 为 7.2%；出口金额由 576.1 百万美元上涨到 993.4 百万美元，CAGR 达 8.2%。中国的蛋制品增速显著快于全球，出口金额于 2021 年实现爆发式增长，达 33.7 百万美元，同比

+77.6%；2022年中国蛋制品进口金额下降，出口金额保持增长趋势，即中国国内蛋制品企业生产能力发展进一步向好，中国蛋制品行业方兴未艾。

图 17：全球液态蛋进出口情况


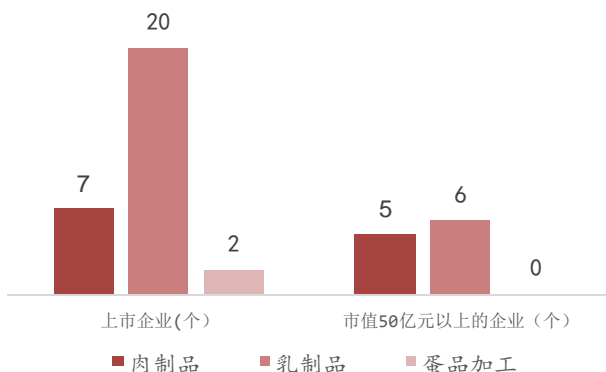
数据来源：联合国粮农组织，同花顺 iFinD，西南证券整理

图 18：中国液态蛋进出口情况


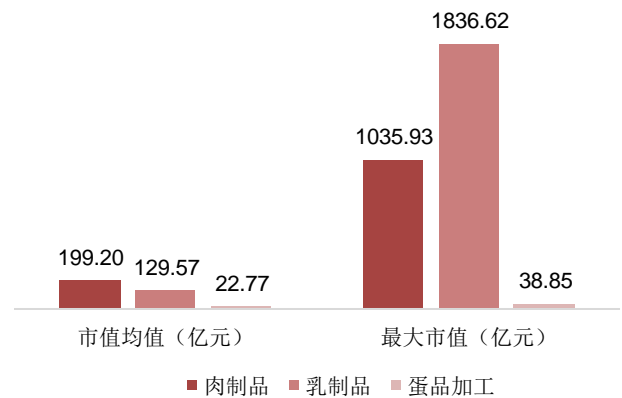
数据来源：联合国粮农组织，同花顺 iFinD，西南证券整理

2.3 行业集中度低，仍处于发展起步阶段

我国蛋制品行业发展处于起步阶段，行业集中度低。蛋制品行业属于畜产品三大支柱（乳、肉、蛋）之一，根据 ifind 数据，截至 2024 年 3 月 5 日，A 股上市的蛋品加工企业仅 2 家，且市值均小于 50 亿元，最大市值企业仅 36.2 亿元，相比于平均市值超 100 亿元、具备近千亿元市值的肉制品与乳制品市场，蛋制品企业的规模显著偏小。同时，受早期食品安全意识重视程度较低，产品创新性不足等因素影响，我国的蛋制品行业集中度较低。根据蛋品世界统计，截至 2020 年底，我国蛋液生产企业达到 32 家。大多蛋制品企业生产规模较小，以蛋液、蛋粉、传统蛋制品（卤蛋、皮蛋等）生产居多，我国蛋制品企业仍处于初步发展阶段。随着人们对食品安全重视度逐渐提高，终端消费者对功能、风味等方面要求不断提升，下游行业企业对蛋制品的更新迭代创新和品质提升的要求逐渐提高，未来国内蛋制品行业将面对广阔的创新发展空间。

图 19：畜产品主要行业内上市企业情况（截至 2024/03/05）


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 20：畜产品主要行业内企业规模（截至 2024/03/05）


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

公司竞争对手主要包括艾格生物、中农兴和。公司与艾格生物、中农兴和可比业务为蛋粉等蛋制品研发、生产、销售；公司的产品质量控制得到一批优质客户的认可，销售规模与客户群体知名度远高于艾格生物和中农兴和。

表 2：行业可比公司基本情况

公司名称	所属行业	基本情况	产品
艾格生物	农副食品加工业	公司主营蛋黄球蛋白粉、溶菌酶、蛋白粉、蛋黄粉、全蛋粉等精加工蛋制品的研发、生产、销售	蛋黄粉、蛋白粉、全蛋粉、溶菌酶、蛋黄球蛋白粉、冻干粉
中农兴和	农副食品加工业	公司主营业务包括鲜蛋的生产与销售；蛋粉、蛋液等蛋制品的生产、销售及研发	蛋白粉、蛋黄粉、全蛋粉和各类冰冻蛋液产品

数据来源：公司公告，同花顺 iFind，西南证券整理

3 产品品质安全稳定，募投扩产开拓新增长空间

3.1 产品核心竞争力突出，积极开发新品打造新增长曲线

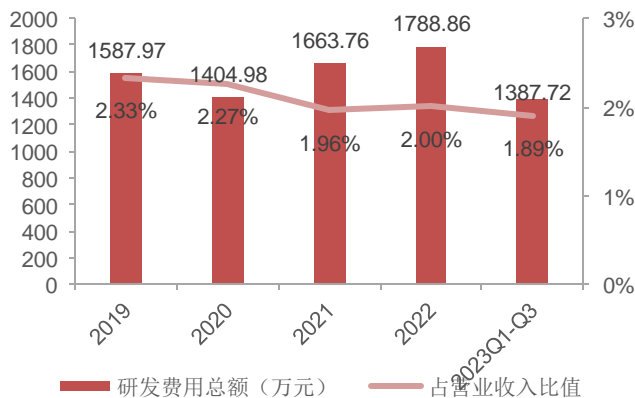
着力加强产品安全性、功能性、便捷性，技术组合筑牢壁垒。公司产品重点保障安全、功能与便捷性的平衡，经过多年技术积累，公司已具备了自主研发的核心技术组合，其中，通过自研杀菌技术，公司蛋液保质期达到国际领先的 45 天（绝大部分竞争对手保质期不超过 2-3 周）；为了在延长保质期以及高温杀菌的基础上保证产品的功能性，公司自研了相对应的生物技术与复配技术，以保证其耐高温、乳化性能、凝胶性能、起泡性与成型性。互补的各项技术形成了公司核心技术组合，为公司差异化竞争提供了有效支撑。

表 3：公司主要核心技术

技术名称	技术描述	应用情况及技术先进性	对应产品类型
生物技术	筛选合适的酶制剂，对蛋制品进行生物改性，提高其乳化、耐高温及热反应性质	开发生产乳化能力高且乳化稳定性好的改性蛋制品；可让蛋制品在 100 度以上加热条件下不凝结	烘焙蛋白液、热稳定蛋黄液、热稳定全蛋液、热稳定蛋黄粉，即饮鸡蛋蛋白液
复配技术	通过不同配料的组织，有效地提高蛋制品的耐冷冻性	生产可以耐冻的预制蛋品	蛋皮、欧姆蛋、鸡蛋碎、冷冻炒蛋
杀菌技术	利用现有杀菌机开发全新的杀菌工艺，大大延长产品的保质期	生产长保质期蛋液产品	长保质期（45 天）蛋液
热反应技术	通过适当的酶处理结合配糖和热反应形成新的风味	提高凝胶强度，强化或形成新的风味	高胶蛋白粉、改性蛋黄粉、咸蛋黄粉、咸蛋黄酱

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

以创新为本拉动公司发展，新品鸡蛋白饮料为国内首创。公司高度重视自主创新能力，研发投入长期维持行业领先水平。在逐年增长的研发投入支撑下，公司不断开发新产品，丰富自身产品矩阵，推出超长保质期蛋液、热稳定蛋液产品和耐热蛋制品、新型蛋白饮料等国内市场首创产品。其中，超长保质期蛋液已成为公司的主力产品；新型蛋白饮料具备蛋白质含量高、口感良好、可直接饮用的特点，目前市场尚无在售的同类鸡蛋白饮料产品，开创了蛋制品加工的新应用领域。该产品开拓了公司直面终端消费者的产品类型并拓展了对应的应用产品，为公司未来业绩增长开拓新空间。

图 21：公司研发投入情况


数据来源: ifind, 西南证券整理

图 22：公司新品蛋白质饮品


数据来源: 公司天猫旗舰店, 西南证券整理

表 4：公司创新产品

产品名称	产品特点	市场地位
超长保质期蛋液产品	目前绝大部分蛋液产品保质期通常不超过 2-3 周, 公司产品保质期为 45 天且功能优良, 可大规模稳定量产	公司首创
热稳定蛋液产品和耐热蛋制品	热稳定蛋液可有效提升乳化调味料的稳定性, 减少鸡蛋的用量; 耐热改性蛋制品可在强化蛋香味的同时可让蛋制品在较高温度加热条件下不凝结	公司首创, 获发明专利 ZL201710135267.5 (一种极耐高温不胶凝蛋液的制备和应用)
鸡蛋制成蛋黄 (酱)	利用酶制剂和热反应技术工艺开发, 用于薯条、曲奇、饼干等多种零食和馅料、餐饮调味等领域	--
新型蛋白饮料	公司运用生物技术对鸡蛋蛋白进行改性, 并采用复合调味技术及新型杀菌技术, 可实现超高温杀菌制备高蛋白含量且耐贮存的蛋白液态体系	国内首创, 开创蛋制品加工的新应用领域
福利蛋及相关产品	推行动物福利政策, 推动蛋鸡福利养殖	获“人道农场动物关怀组织 (HFAC)”动物福利认证证书, 成为中国第 1 家获得国际认证的蛋鸡动物福利加工企业

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

3.2 联合利华、肯德基稳定供应商, 客户拓展情况良好

服务于下游头部客户, 国内蛋制品市场优势明显。公司下游终端客户包括联合利华、亿滋、味可美、百胜集团 (肯德基) 等国际食品巨头与 85 度 C、好利来、味多美、桃李面包等烘焙行业巨头, 大部分下游客户为所在行业内的知名品牌, 客户群体质量较高。公司提供的人所提供的蛋制品在大部分客户原料体系中属于重要原料, 在功能性、口感等方面发挥重要作用, 且对其原料安全性要求较高, 产品可替代性较弱, 客户合作较为稳定。根据 IEC 数据, 公司 2021 年在蛋液和蛋粉市场的市占率分别达 18.1% 与 9.3%, 呈逐年上升趋势, 排名位居前列。

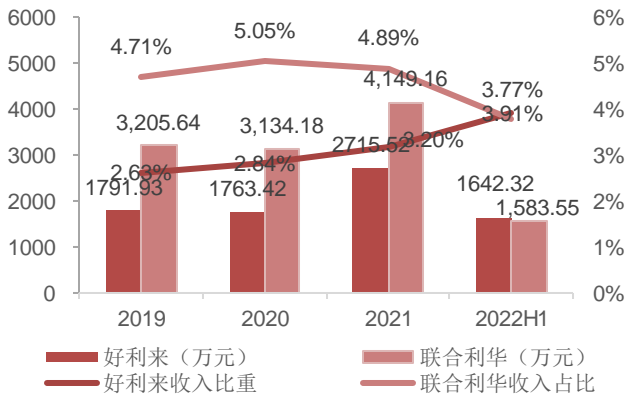
表 5：各应用领域前十大客户

序号	客户品牌	主要采购产品	订单获取方式
烘焙			
1	好利来	蛋黄液、全蛋液、蛋白液、冰蛋白	商务谈判
2	味多美	蛋黄液、全蛋液、蛋白液	商务谈判
3	美丽家	蛋黄液、蛋白液、全蛋液	商务谈判
4	美心	全蛋液、蛋白液、蛋黄液	商务谈判
5	诺心	全蛋液、蛋白液、蛋黄液	商务谈判
6	元祖	蛋黄液、蛋白粉	商务谈判
7	廿一客	全蛋液、蛋白液、蛋黄液	商务谈判
8	圣安娜饼屋	全蛋液、蛋白粉	商务谈判
9	麦果	蛋黄液、蛋白液、全蛋液	商务谈判
10	佳田	蛋黄液、蛋白液、全蛋液	商务谈判
餐饮			
1	必胜（百胜集团控股）	加辅料蛋液	邀请招标
2	真功夫	全蛋液、卤蛋	邀请招标
3	避风塘	蛋白液、白煮蛋、蛋黄液、全蛋液	商务谈判
4	36 MATCHART	蛋黄液、蛋白液、全蛋液	商务谈判
5	佰翔空厨	预制品	商务谈判
6	谷田稻香	全蛋液	商务谈判
7	海底捞	全蛋液	商务谈判
8	乐乐茶	蛋黄液、蛋白液、全蛋液	商务谈判
9	鲜誉	全蛋液	商务谈判
10	味千	蛋白液	商务谈判
食品制造			
1	联合利华	全蛋液	邀请招标
2	维益	蛋黄液、蛋白粉、全蛋液	邀请招标
3	桃李	蛋黄液、蛋白液、全蛋液	商务谈判
4	伊利	全蛋粉、冰蛋黄	邀请招标
5	安井	冰蛋白、蛋白粉	商务谈判
6	宾堡	蛋黄液、蛋白液、全蛋液	商务谈判
7	统一	蛋黄液、蛋白液、全蛋液、全蛋粉、蛋白粉	邀请招标
8	味可美	热稳定冰蛋黄、蛋黄粉、蛋白粉	邀请招标
9	嘉华食品	蛋黄液、蛋白液、全蛋液	商务谈判
10	立高食品	全蛋液	商务谈判

数据来源：公司问询函回复，西南证券整理

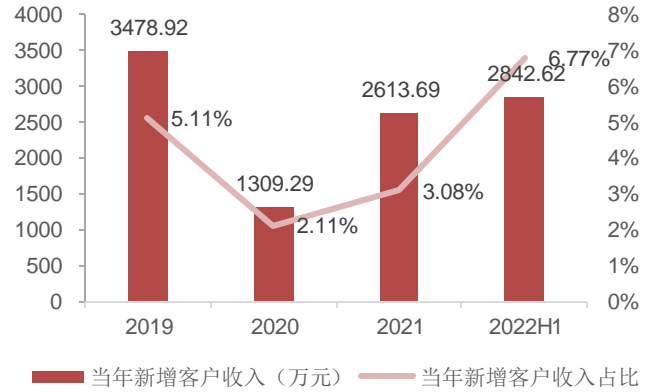
优质存量客户合作规模持续扩张，客户拓展效果良好。公司在各领域销售排名第一的客户分别为好利来、必胜（百盛控股）、联合利华，好利来与联合利华在 2019-2022 年 H1 均实现了销售收入的增长，且在 2021 年的销售增长最为显著，分别达到 2715.5 万元与 4149.2 万元。其中，好利来在公司销售中的收入占比逐年提升，至 2022 年 H1，其销售占比已达到 3.9%，相比 2019 年上升 1.3%，优质存量客户合作稳定扩张。此外，公司着力于开拓新客户

户，至 2022 年 H1，公司当年新增客户占比已达到 6.8%，新增客户收入为 2842.6 万元，实现了自 2020 年疫情后的连续增长，客户开拓效果良好。

图 23：公司对部分大客户销售情况（万元）


数据来源：公司问询函回复，西南证券整理

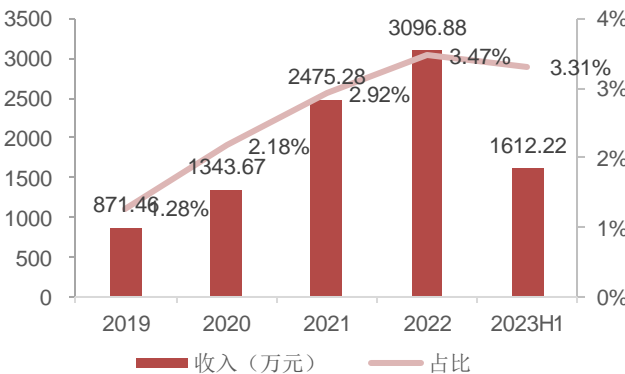
注：必胜（百盛集团控股）未披露其销售收入。

图 24：公司新增客户收入情况


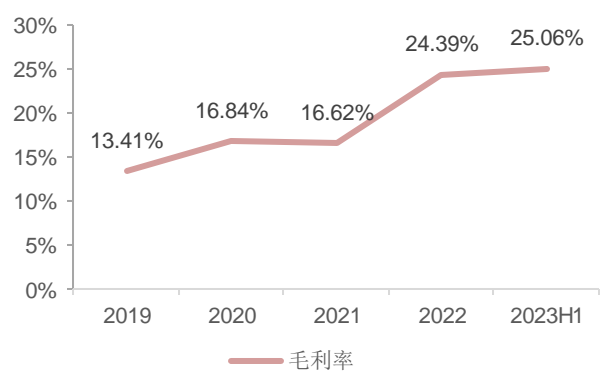
数据来源：公司问询函回复，西南证券整理

3.3 加码高附加值产品，募投扩产突破产能瓶颈

聚焦高附加值产品，盈利水平持续提升。在公司现有产品中，毛利率相对较高的预制品目前规模尚小，但近年来收入及占比均呈上升趋势。随着消费者对食品风味、营养、功能需求等方面的要求提升，以及下游行业企业对蛋制品更新迭代创新和品质提升的要求，高附加值预制品接受程度将不断提高。2020 年-2022 年间，公司预制品收入由 1343.7 万元增长到 3096.9 万元，CAGR 高达 52.6%；2023H1，预制品收入占总收入比例达到 3.3%；同时，预制品类产品毛利率逐年增加，由 2020 年的 16.8% 上升到 2023H1 的 25.1%。公司预期重点布局预制品产品，该产品有望成为公司新的盈利爆发点。

图 25：公司预制蛋品收入及占比


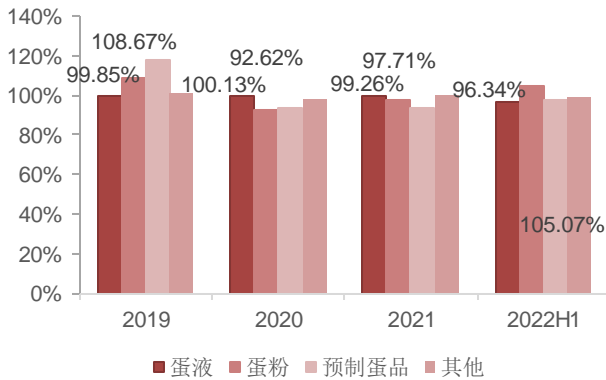
数据来源：公司公告，公司招股说明书，西南证券整理

图 26：公司预制蛋品毛利率


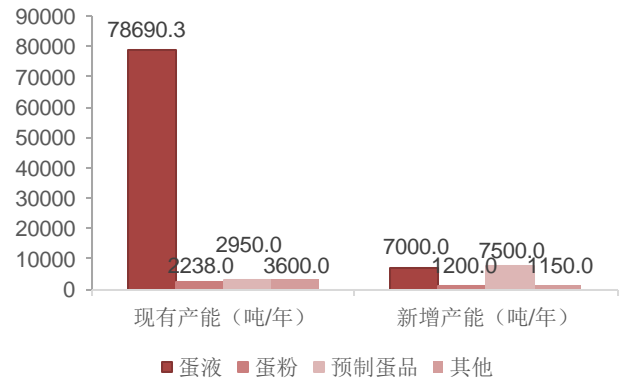
数据来源：公司公告，公司招股说明书，西南证券整理

公司处于满销状态，募投增产提高公司订单承接能力。2019 年-2022H1 公司各产品的产销率水平处于 100.0%，公司生产已处于满负荷状态。公司上市募集资金将投入预制蛋制品、蛋液及蛋制品生产线技术改造项目和苏州欧福年产 15000 吨蛋制品加工项目。2023 年 10 月，公司投资建设“欧福蛋业（雁江）生产基地项目，新建蛋液、蛋粉、白煮蛋及各

类预制蛋制品的生产厂房及研发办公配套用房等，项目建成后将达到年处理鸡蛋约 2 万吨。2023 年 12 月，公司全资子公司天津太阳与瑞士 FORDRAS SA 合作，投资建设年产 150 吨食品级溶菌酶生产线项目。上述产线满产后，公司总计可年新增 7000 吨蛋液、1200 吨蛋粉、7500 吨预制蛋品产能，包括 1000 吨蛋挞液、6000 吨蛋白饮料预混液以及 500 吨欧姆蛋。产能扩张将进一步缓解公司现有生产压力，提高公司承接订单能力，并着力提升高附加值预制制品在公司产品结构中的比重，助推公司业绩增长。

图 27：公司各产品产销率


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 28：公司新增产能与现有产能情况


数据来源：公司公告，公司招股说明书，西南证券整理

表 6：公司扩产情况

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)	预计增产情况
预制蛋制品、蛋液及蛋制品生产技术改造项目	7600.00	4189.99	500 吨/年的欧姆蛋；2000 吨/年的液体产品（蛋挞液和咸蛋黄酱各 1000 吨/年）；蛋白饮料预混液 6000 吨/年
年增产 15000 吨蛋制品加工项目	7500.00	3990.46	年新增蛋处理量约 15000 吨，满产后增加蛋液产量 7000 吨/年，蛋粉产量 1200 吨/年
天津太阳与 FORDRASSA 合作项目	800.00	/	年新增 150 吨溶菌酶产量
欧福蛋业（雁江）生产基地项目	15000.00	/	年新增 20000 吨蛋处理量
合计	18169.55	11250.00	/

数据来源：公司公告，招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着国内消费复苏，下游烘焙与餐饮行业需求预期增长，叠加公司产能扩张，公司蛋液收入预期稳步上升。我们预计 2023-2025 年，公司蛋液产品产量逐年提升至 5.5/6.2/7.2 万吨；假设蛋价自 2023 年有所回落后，在 2023-2025 年间保持稳定，公司蛋液产品毛利率维持稳定在 11.5% 水平。

假设 2: 受益于公司新建产线产能逐步释放, 公司蛋粉产品收入预期稳步上升。我们预计 2023-2025 年公司蛋粉产量逐年提升至 2300/2400/2500 吨; 假设蛋价自 2023 年有所回落后, 在 2023-2025 年间保持稳定, 公司蛋粉产品毛利率维持稳定在 14.5% 水平。

假设 3: 公司预制蛋品主要供应各类餐厅、超市以及食品再加工企业, 部分产品直接面向终端消费者。随着公司重点发力预制蛋品并扩张产能, 且新推出市场稀缺性较高的新型鸡蛋白饮品, 市场关注度较高, 预期公司预制蛋品的盈利能力与销售收入快速增加。预计 2023-2025 年公司预制蛋品销量增速约为 5%/40%/155%; 产能释放后规模效应显现, 毛利率逐年提升至 24%/26%/28%。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及成本如下表:

表 7: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
蛋液	收入	711.0	775.0	868.0	1006.9
	增速	3.1%	9.0%	12.0%	16.0%
	成本	639.0	685.9	768.2	891.1
	毛利率	10.1%	11.5%	11.5%	11.5%
蛋粉	收入	138.6	151.1	158.7	166.6
	增速	19.4%	9.0%	5.0%	5.0%
	成本	127.1	129.2	135.7	142.4
	毛利率	8.3%	14.5%	14.5%	14.5%
预制品类	收入	30.97	32.5	45.5	116.1
	增速	25.1%	5.0%	40.0%	155.0%
	成本	23.4	24.7	33.7	83.6
	毛利率	24.4%	24.0%	26.0%	28.0%
其他	收入	11.8	13.6	18.4	21.1
	增速	-36.9%	15.0%	35.0%	15.0%
	成本	7.9	9.1	11.9	13.3
	毛利率	33.5%	33.0%	35.0%	37.0%
合计	收入	892.4	972.2	1090.5	1310.7
	增速	5.1%	8.9%	12.2%	20.2%
	成本	797.3	848.9	949.5	1130.4
	毛利率	10.7%	12.7%	12.9%	13.8%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

考虑到目前暂无与公司主营业务相似的蛋制品企业, 我们选取了属于公司下游行业且其产品涉及蛋制品的盐津铺子、劲仔食品、南侨食品、祖名股份作为可比企业。其中, 盐津铺子将蛋类作为主打零食产品, 设立“蛋皇”新品牌; 劲仔食品的蛋类零食持续放量, 其禽类产品于 2023 年 H1 占公司营收达 18.5%; 南侨食品主要从事烘焙油脂相关制品的研发、生产与销售; 祖名股份的大豆植物蛋白饮料产品为其重要收入来源, 2023 年 H1 占其营收的 13.1%。从 PE 的角度看, 23-25 年, 四家公司平均估值为 32/22/17 倍。预计公司 2023-2025

年营业收入分别为 9.7/10.9/13.1 亿元，归母净利润分别为 43.2/53.3/70.1 百万元，CAGR 为 25.1%，对应 PE 为 22/17/13 倍。考虑到公司在国内蛋制品行业占有率居前、下游客户大部分为知名头部企业、下游消费复苏，且新品鸡蛋白饮料具备市场稀缺性，叠加募投扩产突破产能瓶颈，公司业绩有望进一步高增。鉴于 2024 年可比公司平均估值为 22 倍，我们给予公司 2024 年 22 倍 PE，对应目标价为 5.72 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：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
002847.SZ	盐津铺子	136.67	69.71	2.34	2.93	3.42	4.33	46.22	26.96	20.12	15.89
003000.SZ	劲仔食品	65.41	14.50	0.31	0.43	0.59	0.76	38.13	33.34	24.66	19.1
605339.SH	南侨食品	65.82	15.45	0.38	0.47	0.81	1.07	60.66	32.35	18.94	14.4
003030.SZ	祖名股份	20.20	16.19	0.31	0.45	0.68	0.92	94.67	35.71	23.38	17.45
平均值								59.92	32.09	21.78	16.71
839371.BJ	欧福蛋业	9.31	4.53	0.17	0.21	0.26	0.34	26	22	17	13

数据来源：wind，西南证券整理（数据截止日期 2024.3.5）

5 风险提示

原材料价格波动及业绩波动风险。公司的主要原料为鸡蛋，鸡蛋价格受到供求关系及其上游饲料成本等因素影响，波动幅度较大，公司的采购价格随行就市，而公司产品销售价格的调整存在滞后性，可能无法将原料鸡蛋价格的波动及时、全部传导至下游客户，故鸡蛋价格的波动对公司的业绩和盈利可能造成不利影响。

境外股权架构及实际控制权的风险。公司的实际控制人为丹麦居民 Christian Nicholas Stadil，其通过境外公司多层持股间接控制公司股权。若未来丹麦对华投资管理政策发生重大变化，或我国对外国公司、个人向境内投资的管理政策发生变化，或各控股股东间的持股关系发生重大变化，可能导致目前的股权架构发生较大变化，极端情况下各控股股东、实际控制人可能无法实现对公司的有效控制。

禽类疫病风险。公司采购的主要原材料为鸡蛋，鸡蛋供应的稳定性受到上游蛋鸡养殖行业的影响。禽类疫情是蛋鸡养殖行业公认的重大风险，影响鸡蛋供应的稳定性。虽然公司通过分散布局，在我国主要鸡蛋产地开发了长期合作的供应商，降低了区域禽类疾病对原材料供应的影响，但重大禽类疫病一旦出现并大面积传播，仍将影响公司原材料供应的稳定性。

募投项目实施导致的产能过剩风险。本次募投项目实施并完全达产后，苏州欧福将新增鸡蛋白饮料预混液、咸蛋黄酱、蛋挞用调制蛋液、欧姆蛋产品产能。由于上述部分产品系公司推出的创新型产品，在零售市场尚无成熟的消费习惯，若公司产品产销量不达预期，可能出现产能过剩的情况，甚至项目可能产生亏损。

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	892.43	972.22	1090.55	1310.68	净利润	35.81	43.16	53.30	70.14
营业成本	797.35	848.90	949.46	1130.41	折旧与摊销	26.32	27.86	29.95	32.04
营业税金及附加	3.78	4.22	4.61	9.04	财务费用	0.30	-1.42	-1.54	-1.85
销售费用	16.79	22.24	21.81	26.21	资产减值损失	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
管理费用	23.26	47.64	53.44	64.22	经营营运资本变动	-31.59	-10.04	-15.15	-27.60
财务费用	0.30	-1.42	-1.54	-1.85	其他	28.66	0.09	2.09	-0.90
资产减值损失	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	经营活动现金流净额	59.40	59.56	68.57	71.74
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	15.45	-60.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-26.23	-3.00	-0.50	-0.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10.78	-63.00	-50.50	-50.50
营业利润	33.74	50.74	62.87	82.73	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.41	0.03	-0.16	-0.22	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	34.16	50.77	62.71	82.51	股权融资	1.83	129.38	0.00	0.00
所得税	-1.65	7.62	9.41	12.38	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	35.81	43.16	53.30	70.14	其他	-73.21	1.11	1.29	1.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-71.37	130.49	1.29	1.60
归属母公司股东净利润	35.81	43.16	53.30	70.14	现金流量净额	-22.47	127.04	19.35	22.83
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	51.29	178.33	197.69	220.52	成长能力				
应收和预付款项	153.65	178.98	196.65	236.13	销售收入增长率	5.08%	8.94%	12.17%	20.19%
存货	51.29	54.61	59.09	71.72	营业利润增长率	28.93%	50.37%	23.90%	31.60%
其他流动资产	20.09	21.88	24.55	29.50	净利润增长率	59.22%	20.53%	23.51%	31.58%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.35%	27.86%	18.26%	23.71%
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	196.92	229.83	250.66	269.40	毛利率	10.65%	12.69%	12.94%	13.75%
无形资产和开发支出	29.82	29.04	28.26	27.48	三费率	4.52%	7.04%	6.76%	6.76%
其他非流动资产	10.29	13.29	13.79	14.29	净利率	4.01%	4.44%	4.89%	5.35%
资产总计	513.35	705.98	770.69	869.05	ROE	9.22%	7.69%	8.68%	10.25%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.97%	6.11%	6.92%	8.07%
应付和预收款项	97.49	117.94	127.12	151.13	ROIC	8.76%	9.48%	10.63%	12.56%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.76%	7.94%	8.37%	8.62%
其他负债	27.38	27.03	29.26	33.47	营运能力				
负债合计	124.87	144.96	156.37	184.60	总资产周转率	1.67	1.59	1.48	1.60
股本	153.70	205.45	205.45	205.45	固定资产周转率	4.38	5.30	5.79	6.86
资本公积	60.13	137.76	137.76	137.76	应收账款周转率	5.80	5.91	5.87	6.12
留存收益	174.65	217.81	271.11	341.25	存货周转率	14.40	16.03	16.41	16.90
归属母公司股东权益	388.48	561.01	614.31	684.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.98%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	388.48	561.01	614.31	684.45	资产负债率	24.33%	20.53%	20.29%	21.24%
负债和股东权益合计	513.35	705.98	770.69	869.05	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.31	3.10	3.15	3.10
					速动比率	1.88	2.71	2.76	2.70
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.17	0.21	0.26	0.34
					每股净资产	1.89	2.73	2.99	3.33
					每股经营现金	0.29	0.29	0.33	0.35
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	60.37	77.19	91.28	112.93					
PE	25.99	21.56	17.46	13.27					
PB	2.40	1.66	1.51	1.36					
PS	1.04	0.96	0.85	0.71					
EV/EBITDA	10.53	9.59	7.89	6.17					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@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
	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
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	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
