

成熟业务稳健增长，新兴板块未来可期

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年报，2023年全年公司实现营业收入115.4亿元，同比增长12.4%；实现归母净利润16亿元，同比增长16.5%；实现扣非归母净利润15.1亿元，同比增长6.5%；经调整 Non-IFRS 归母净利润19亿元，同比增长3.8%。2023Q4 实现营收29.8亿元，同比增长4%；归母净利润4.6亿元，同比下降9.6%；扣非归母净利润4.3亿元，同比上升18.4%。
- 收入端稳健增长，利润端受生物性资产价值变动等因素扰动。** 盈利能力来看，2023年全年公司整体毛利率为35.8%(-1pp)，净利率为16%(-0.4pp)；费用率来看，2023年全年公司销售费率为2.2%，同比持平，管理费率为13.9%(-0.7pp)，财务费率为0%(-1.7pp)，研发费率为3.9%(+1.1pp)。经调整 Non-IFRS 归母净利润增速低于收入增速，主要系2022年生物资产公允价值变动导致2022年同期利润基数较高，剔除生物资产公允价值变动影响后公司2023年全年经调整 Non-IFRS 归母净利润约为19亿元(+11.4%)。2023年公司经营活动现金流量净额为27.5亿元(+28.5%)，现金流水平持续向好。
- 成熟业务稳定增长，新板块未来可期。** 公司收入主要分为四大板块：实验室服务，CMC(小分子CDMO)服务，临床研究服务和大分子和细胞与基因治疗服务。
1) 实验室服务: 2023实现营收66.6亿元(+9.4%)，占总收入比例的57.7%，毛利率44.3%(-1.25pp)，其中生物科学板块占比超过51%，报告期内共参与764个药物发现项目，同比增加17%。
2) CMC服务: 2023实现营收27.1亿元(+12.6%)，占总收入比例的23.5%，尽管生物医药投融资阶段性遇冷、客户需求增速放缓、部分后期临床试验订单取消的影响，公司CMC服务收入仍然保持稳健的增长；毛利率33.7%(-1.1pp)，随着绍兴工厂、美国Coventry和英国Cramlington工厂产能利用率持续爬坡，板块毛利率有望逐步提升。
3) 临床研究服务: 2023全年实现收入17.4亿元(+24.7%)，毛利率17.1%(+5.6pp)；公司一体化临床服务平台成效显著，客户认可度、市场份额和毛利率均快速提升，截至2023年底，公司临床CRO在进行项目1035个(临床III期/临床I-II期/其他临床试验分别达83/443/509个)，SMO项目超1450个。
4) 大分子和细胞与基因治疗服务: 2023全年实现收入4.3亿元(同比+21.1%)，毛利率-8.3%(+19.4pp)；截至2023年底，公司为26个CGT项目提供分析测试服务(包括2个商业化项目)，已完成和在进行21个CGT药物的GLP和Non-GLP毒理试验，为13个基因治疗项目提供CDMO服务(临床前/临床I-II期/临床III期项目分别为4/7/2个)。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2024-2026年的归母净利润分别为17.3亿元、20.1亿元、23.5亿元。给予公司2024年26倍PE，目标价为25.22元，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 订单数量下滑或波动、产能投放不及预期、业务拓展不及预期、公允价值波动等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11538.00	12763.38	14556.45	16912.03
增长率	12.39%	10.62%	14.05%	16.18%
归属母公司净利润(百万元)	1601.10	1727.50	2007.76	2354.14
增长率	16.48%	7.90%	16.22%	17.25%
每股收益EPS(元)	0.90	0.97	1.12	1.32
净资产收益率ROE	11.95%	11.86%	12.39%	12.98%
PE	23	21	18	15
PB	2.90	2.64	2.36	2.09

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@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)	17.87
流通A股(亿股)	14.29
52周内股价区间(元)	19.16-55.64
总市值(亿元)	375.53
总资产(亿元)	264.77
每股净资产(元)	6.91

相关研究

目 录

1 康龙化成：成熟业务稳健增长，一体化平台成效显著.....	1
1.1 成熟业务稳健增长，一体化台成效显著.....	1
1.2 收入稳步增长，利润端短期受生物资产价值变动影响.....	1
1.3 公司股权结构清晰，业务涵盖医药外包服务全产业链.....	3
2 盈利预测与估值.....	4
2.1 盈利预测.....	4
2.2 相对估值.....	5
3 风险提示.....	5

图 目 录

图 1：康龙化成发展历程.....	1
图 2：2017-2023 年公司营业总收入及增速.....	2
图 3：2017-2023 年公司归母净利润及增速.....	2
图 4：2017-2023 年公司四费率情况.....	2
图 5：2017-2023 年公司毛利率、净利率情况.....	2
图 6：2017-2023 年公司主营业务收入占比情况.....	3
图 7：2017-2023 年公司主营业务毛利率情况.....	3
图 8：公司股权结构清晰.....	3

表 目 录

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

1 康龙化成：成熟业务稳健增长，一体化平台成效显著

1.1 成熟业务稳健增长，一体化平台成效显著

康龙化成成立于 2004 年，2019 年相继在深交所创业板和港交所上市，是国际领先的医药研发服务平台，业务遍及全球，在中国、英国和美国有 21 个研发中心和生产基地，提供从药物发现到药物开发的全流程一体化药物研究、开发及生产服务。公司目前具有实验室服务、CMC（小分子 CDMO）服务、临床研究服务、大分子和细胞与基因治疗服务四大业务平台业务。

图 1：康龙化成发展历程

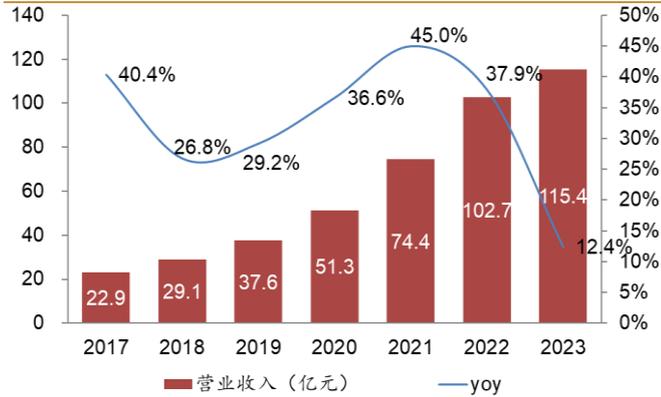
2004年	2008年	2009年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
公司成立	康龙天津成立，布局CMC业务	收购Vital Bridge股权，加强药物安全性评价业务	康龙宁波成立；设立宁波康泰博，加强CMC能力	收购Quotient股权，布局放射化学合成与代谢动力学研究	收购Xceleron；收购SNBL 80%股权；康龙绍兴成立，进一步加强CMC业务能力	宁波康龙生物成立，布局大分子药物研究、开发和生产	A股、H股上市，收购南京思睿，持股比例55.56%；收购北京联斯达48%股权	收购Accugen Group 50%股权；收购ASL和ABL，加强大分子药物研发、生产能力	收购ABL，收购恩远医药和德泰迈医药，收购中科灵瑞；成立康龙临床。	收购美国Coventry和英国Cramlington原料药基地，收购北京安凯数博	宁波大分子开发和生产服务基地建设，2条2kL产能预计24年初投产

数据来源：公司官网，西南证券整理

竞争优势持续提升，产能陆续释放。 1) **实验室服务**：生物科学占比超过 51%，2023 年共参与 764 个药物发现项目，同比增加 17%，公司宁波第三园区预期将于 2024 年逐步投入使用，西安园区和北京第二园区的建设工作正在推进； 2) **CMC（小分子 CDMO）**：公司持续加强 CMC（小分子 CDMO）服务全球化布局，2023 年 CMC（小分子 CDMO）约 85% 的收入来自于公司现有客户，公司参与投资新加坡的 PharmaGend，进一步丰富公司全球服务网络； 3) **临床研究服务**：临床前期布局的一体化临床服务平台成效显著，客户认可度和市场份额均快速提升，毛利率持续改善，康龙临床建立“数字创新技术部”，并打造了一支精通数字化及 AI 人工智能等前沿科技，初步实现降本增效； 4) **大分子和细胞与基因治疗服务**：公司大分子和细胞与基因治疗服务平台康龙生物融资 9.5 亿元，投后估值 85.5 亿元，加利福尼亚州 Carlsbad 的体内毒理研究中心将于 2024 年投入运营；大分子 CDMO 服务方面，宁波的大分子药物开发和生产服务平台将于 2024 年开始投入使用，并逐步开始承接大分子 GMP 生产服务项目。

1.2 收入稳步增长，利润端短期受生物资产价值变动影响

收入稳步增长，利润端短期受生物资产价值变动影响。 收入端从 2017 年的 22.9 亿元增长到 2022 年的 102.7 亿元，CAGR 达 35%，2023 年营收 115.4 亿元（+12.4%），增速降低主要系国外医药行业投融资阶段性遇冷导致客户需求增速放缓；归母净利润从 2017 年的 2.3 亿元增长到 2023 年的 16 亿元，CAGR 高达 38.2%，其中 2022、2023 年归母净利润分别为 13.7 亿元（-17.2%）、16 亿元（+16.5%），增速降低主要系 2022、2023 年生物资产公允价值变动较大，剔除生物资产公允价值变动影响后公司 2022、2023 年经调整 Non-IFRS 归母净利润分别为 18.3 亿元（+25.5%）、19 亿元（+11.4%）。2023 年公司经营活动现金流量净额为 27.5 亿元（+28.5%），现金流水平持续向好。归母净利润增速远高于收入增速，主要与公司盈利能力提升以及非经常性损益较大有关。整体来看，随着公司业务布局逐步全面，规模效应持续凸显，盈利能力逐步提升，利润增速快于收入增速。

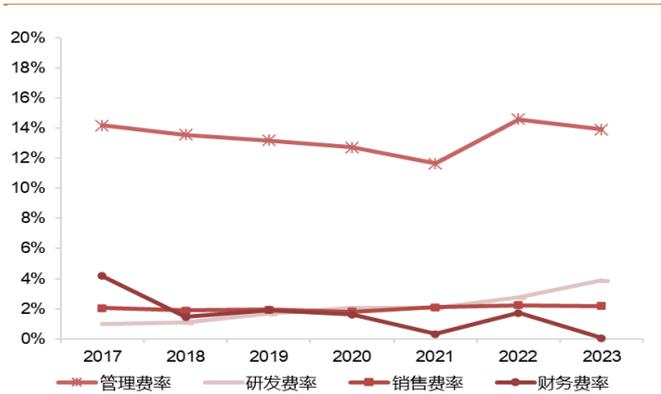
图 2：2017-2023 年公司营业总收入及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

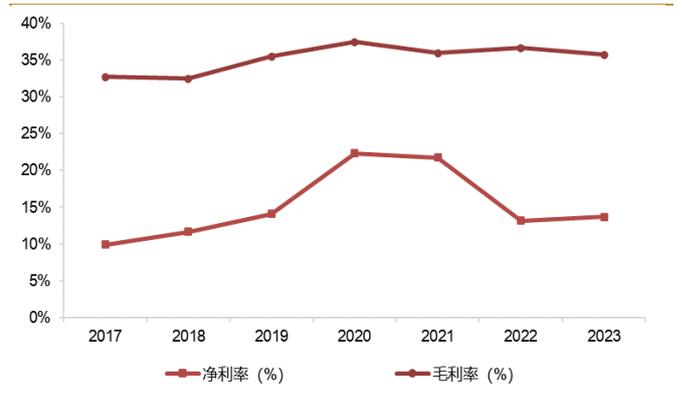
图 3：2017-2023 年公司归母净利润及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

管理费率略有增加，研发费率稳步提升，净利率受公允价值扰动。管理费率方面，2017-2022 年先降后升，2022 年提高到 14.6% (+3pp)，主要系公司经营规模扩大，管理人员数量和人工成本相应增加，以及当年完成多家公司并购，管理费用增加所致，2023 略有下降达到 13.9% (-0.7pp)，主要系人效提升；销售费率整体平稳，常年维持在 2% 左右，2023 年为 2.2%；研发费率由 2017 年的 1% 提升到 2023 年的 3.9% (+1.1pp)，研发费率稳步提升，主要系公司致力提高研发能力和专业技术水平，持续加大研发投入所致；财务费率长期维持在低位，因公司国际业务较多，财务费率变化主要由汇率变动引起，2017 年财务费用高达 4.2% 主要系公司未上市，因资金需求而产生银行借款引起。公司毛利率持续提升，由 2017 年的 32.7% 增至 2022 年的 36.7%，2023 年略有下降，为 35.7% (-1pp)，主要系下游需求疲软；净利率从 2017 年的 9.9% 增长到 2020 年的 22.3%，主要系产能利用率提升及公允价值增幅较大，2022、2023 年公允价值增幅减小导致净利率下降，分别为 13.2%、13.7%。

图 4：2017-2023 年公司四费率情况


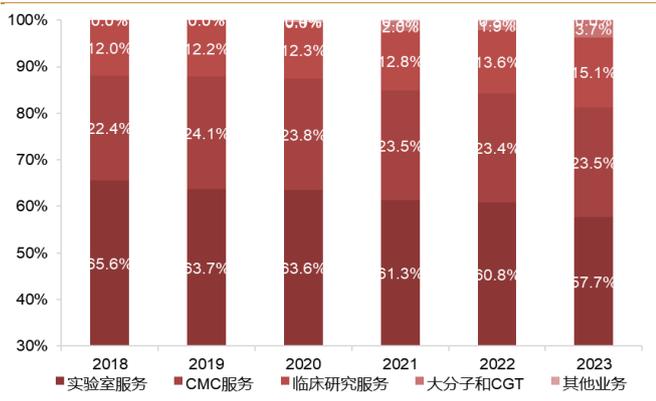
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 5：2017-2023 年公司毛利率、净利率情况


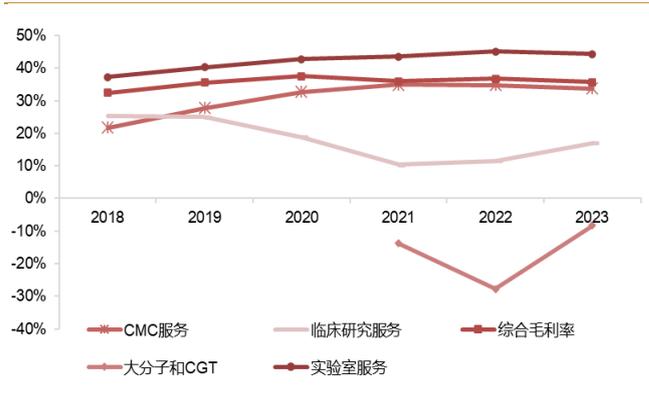
数据来源：Wind, 西南证券整理

成熟业务稳定增长，新板块未来可期。公司收入主要分为四大板块：实验室服务，CMC（小分子 CDMO）服务，临床研究服务和大分子和细胞与基因治疗服务。**1) 实验室服务：**2023 实现营收 66.6 亿元 (+9.4%)，占总收入比例的 57.7%，毛利率 44.3%，其中生物科学板块占比超过 51%，报告期内共参与 764 个药物发现项目，同比增加 17%。**2) CMC 服务：**2023 实现营收 27.1 亿元 (+12.6%)，占总收入比例的 23.5%，尽管生物医药投融资阶段性遇冷、客户需求增速放缓、部分后期临床试验订单取消的影响，公司 CMC 服务收入仍然保持稳健增长；毛利率为 33.7%，随着绍兴工厂、美国 Coventry 和英国 Cramlington 工

厂产能利用率持续爬坡，板块毛利率有望逐步提升。**3) 临床研究服务**：2023 全年实现收入 17.4 亿元 (+24.7%)，毛利率 17.1%；公司一体化临床服务平台成效显著，客户认可度、市场份额和毛利率均快速提升，截至 2023 年底，公司临床 CRO 在进行项目 1035 个（临床 III 期/临床 I-II 期/其他临床试验分别达 83/443/509 个），SMO 项目超 1450 个。**4) 大分子和细胞与基因治疗服务**：2023 全年实现收入 4.3 亿元（同比+21.1%），毛利率-8.3% (+19.4pp)；截至 2023 年底，公司为 26 个 CGT 项目提供分析测试服务（包括 2 个商业化项目），已完成和在进行 21 个 CGT 药物的 GLP 和 Non-GLP 毒理试验，为 13 个基因治疗项目提供 CDMO 服务（临床前/临 I-II 期/临床 III 期项目分别为 4/7/2 个）。

图 6：2017-2023 年公司主营业务收入占比情况


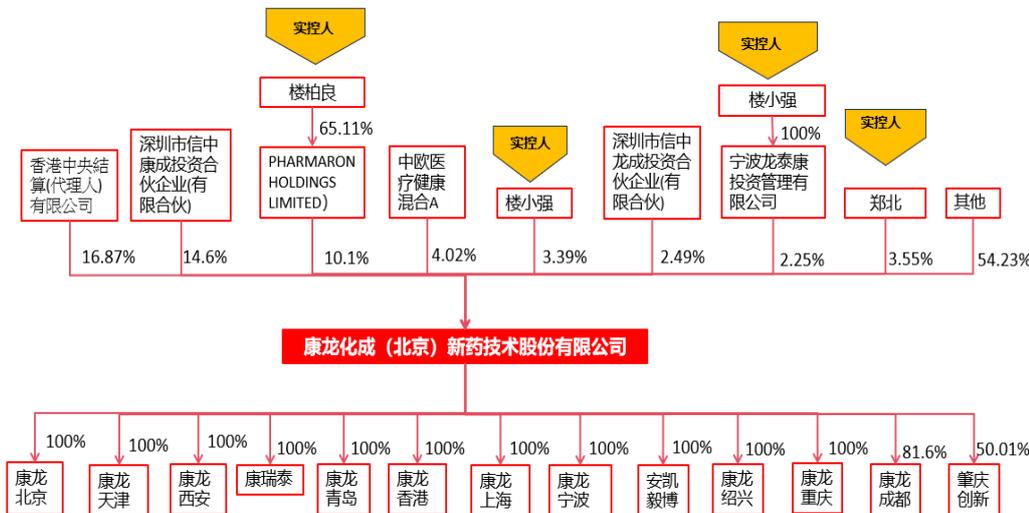
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 7：2017-2023 年公司主营业务毛利率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

1.3 公司股权结构清晰，业务涵盖医药外包服务全产业链

截至 2023 年 12 月，公司实际控制人为楼柏良、楼小强、郑北，实际控制人通过直接和间接合计持有公司 19.3% 的股权，各子公司业务涵盖实验室服务、小分子 CMC、临床研究服务及大分子和 CGT 研发服务等医药外包各个领域，各业务板块相互促进、协同发展。

图 8：公司股权结构清晰


数据来源：公司公告（截至 2023.12），西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) 实验室服务：作为公司业绩基本盘以及项目导流入口，随着公司实验室服务产能持续提升，我们预计 2024-2026 年实验室服务收入增速分别为 10%、12.6%、14.1%；高毛利率的生物科学业务收入占比持续提高，预计 2024-2026 年实验室服务毛利率分别为 44.5%、46%、46.5%；

2) CMC 业务：随着 CMC 新产能不断释放，项目漏斗效应充分体现，早期项目向临床后期和商业化阶段持续导流，我们预计 2024-2026 年 CMC 业务收入增速分别为 6.2%、11.2%、13.5%，毛利率随着新产能爬坡持续提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 34%、35%、36%；

3) 临床研究服务：2016-2021 年公司在国内外收购多家公司扩充临床 CRO 板块，毛利率短期承压，2021 年子公司康龙临床成立，国内外业务协同效应和品牌效应逐步显现，我们预计 2024-2026 年临床研究服务收入增速分别为 17.6%、20.6%、23.1%，预计 2024-2026 年毛利率分别为 18%、20%、22%；

4) 大分子和 CGT 业务：为公司新兴业务板块，目前仍处于发展初期，我们预计 2024-2026 年大分子和 CGT 业务收入增速分别为 19.8%、24.9%、29.9%，毛利率分别为 -5%、-3%、-3%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
实验室服务	收入	66.6	73.3	82.5	94.2
	增速	9.4%	10.0%	12.6%	14.1%
	毛利率	44.3%	44.5%	46.0%	46.5%
CMC (小分子 CDMO) 服务	收入	27.1	28.8	32.0	36.3
	增速	12.6%	6.2%	11.2%	13.5%
	毛利率	33.7%	34.0%	35.0%	36.0%
临床研究服务	收入	17.4	20.4	24.6	30.3
	增速	24.7%	17.6%	20.6%	23.1%
	毛利率	17.1%	18.0%	20.0%	22.0%
大分子和细胞与基因治疗服务	收入	4.2	5.1	6.4	8.3
	增速	21.1%	19.8%	24.9%	29.9%
	毛利率	-8.3%	-5.0%	-3.0%	-3.0%
其他	收入	0.0	0.0	0.0	0.1
	增速	-82.4%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	37.2%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	收入	115.4	127.6	145.6	169.1

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
	增速	12.4%	10.6%	14.0%	16.2%
	毛利率	35.8%	36.3%	37.3%	37.8%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取了行业中与康龙化成业务最为相近的泰格医药、药明康德和昭衍新药三家公司，2024 年三家公司平均 PE 为 17 倍。公司是国内 CRO 龙头，在项目经验、团队规模、服务范围等方面具有显著优势，龙头地位有望持续强化，国际化程度也在不断提升，具备一定龙头溢价，我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 17.3 亿元、20.1 亿元、23.5 亿元，给予公司 2024 年 26 倍 PE，目标价为 25.22 元，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
泰格医药	53.10	2.32	3.03	3.70	3.71	23	18	14	14
药明康德	47.84	3.24	3.55	4.15	4.41	15	13	12	11
昭衍新药	18.86	0.53	0.91	1.10	0.94	36	21	17	20
平均						25	17	14	15

数据来源：Wind, 西南证券整理

3 风险提示

订单数量下滑或波动、产能投运不及预期、业务拓展不及预期、公允价值波动等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11538.00	12763.38	14556.45	16912.03	净利润	1581.78	1712.50	1992.76	2339.14
营业成本	7413.51	8134.84	9121.76	10527.67	折旧与摊销	822.62	571.51	611.73	657.41
营业税金及附加	82.75	85.92	99.52	115.98	财务费用	5.26	696.16	832.32	936.31
销售费用	252.78	229.74	291.13	372.06	资产减值损失	-12.55	-8.00	-6.00	-5.00
管理费用	1606.62	1659.24	1921.45	2266.21	经营营运资本变动	-191.16	-477.07	-324.94	-372.32
财务费用	5.26	696.16	832.32	936.31	其他	547.59	-61.96	-63.49	-60.14
资产减值损失	-12.55	-8.00	-6.00	-5.00	经营活动现金流净额	2753.54	2433.15	3042.38	3495.41
投资收益	45.41	50.00	50.00	50.00	资本支出	-2038.61	-1680.00	-1650.00	-1620.00
公允价值变动损益	18.75	30.00	30.00	30.00	其他	-212.22	124.33	-20.00	-20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2250.83	-1555.67	-1670.00	-1640.00
营业利润	1847.89	2045.47	2376.27	2778.79	短期借款	-85.70	-77.07	0.00	0.00
其他非经营损益	-10.01	-11.85	-12.85	-12.94	长期借款	3594.82	2500.00	2000.00	1500.00
利润总额	1837.89	2033.63	2363.42	2765.85	股权融资	563.38	0.00	0.00	0.00
所得税	256.11	321.13	370.66	426.71	支付股利	-357.35	-320.22	-345.50	-401.55
净利润	1581.78	1712.50	1992.76	2339.14	其他	200.10	-1215.54	-822.32	-926.31
少数股东损益	-19.32	-15.00	-15.00	-15.00	筹资活动现金流净额	3915.26	887.17	832.18	172.14
归属母公司股东净利润	1601.10	1727.50	2007.76	2354.14	现金流量净额	4429.40	1764.65	2204.56	2027.55
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5918.92	7683.57	9888.13	11915.67	成长能力				
应收和预付款项	2373.10	2578.85	2958.27	3430.00	销售收入增长率	12.39%	10.62%	14.05%	16.18%
存货	1013.08	1105.86	1242.66	1434.14	营业利润增长率	9.35%	10.69%	16.17%	16.94%
其他流动资产	1569.32	1074.13	1137.65	1221.10	净利润增长率	16.98%	8.26%	16.37%	17.38%
长期股权投资	722.95	722.95	722.95	722.95	EBITDA 增长率	7.14%	23.82%	15.31%	14.45%
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	9129.18	10200.21	11231.01	12216.13	毛利率	35.75%	36.26%	37.34%	37.75%
无形资产和开发支出	3569.97	3659.49	3719.00	3748.51	三费率	16.16%	20.25%	20.92%	21.14%
其他非流动资产	2180.20	2228.15	2276.10	2324.06	净利率	13.71%	13.42%	13.69%	13.83%
资产总计	26476.71	29253.21	33175.77	37012.56	ROE	11.95%	11.86%	12.39%	12.98%
短期借款	577.07	500.00	500.00	500.00	ROA	5.97%	5.85%	6.01%	6.32%
应付和预收款项	1318.83	1473.99	1648.50	1908.35	ROIC	11.91%	15.08%	15.95%	16.94%
长期借款	4308.16	6808.16	8808.16	10308.16	EBITDA/销售收入	23.19%	25.96%	26.24%	25.85%
其他负债	7034.60	6034.44	6135.24	6274.59	营运能力				
负债合计	13238.67	14816.60	17091.90	18991.10	总资产周转率	0.49	0.46	0.47	0.48
股本	1787.39	1787.39	1787.39	1787.39	固定资产周转率	1.90	1.91	2.04	2.21
资本公积	5221.58	5221.58	5221.58	5221.58	应收账款周转率	5.42	5.29	5.40	5.43
留存收益	5817.55	7224.84	8887.10	10839.69	存货周转率	7.16	7.66	7.74	7.84
归属母公司股东权益	12556.80	13770.36	15432.62	17385.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.03%	—	—	—
少数股东权益	681.25	666.25	651.25	636.25	资本结构				
股东权益合计	13238.05	14436.61	16083.86	18021.46	资产负债率	50.00%	50.65%	51.52%	51.31%
负债和股东权益合计	26476.71	29253.21	33175.77	37012.56	带息债务/总负债	66.30%	75.59%	77.23%	77.40%
					流动比率	2.98	4.57	5.10	5.33
					速动比率	2.70	4.16	4.68	4.91
					股利支付率	22.32%	18.54%	17.21%	17.06%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	2675.77	3313.14	3820.32	4372.51	每股收益	0.90	0.97	1.12	1.32
PE	22.74	21.08	18.13	15.47	每股净资产	7.03	7.70	8.63	9.73
PB	2.90	2.64	2.36	2.09	每股经营现金	1.54	1.36	1.70	1.96
PS	3.16	2.85	2.50	2.15	每股股利	0.20	0.18	0.19	0.22
EV/EBITDA	13.95	11.33	9.75	8.37					
股息率	0.98%	0.88%	0.95%	1.10%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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	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
