

生物发酵龙头，多品类蓄势待发

投资要点

- 事件：**阜丰集团发布2024年中报，24H1公司实现营收133.7亿元，同比下降1.6%；实现归母净利润10.4亿元，同比下降32.3%。公司整体营收增速回落，短期盈利承压。
- 食品添加剂及动物营养基本盘稳健，收益组合多元化。**分业务来看，24H1食品添加剂/动物营养/高档氨基酸/胶体/其他分别实现营收69.2/42.0/10.8/9.0/2.8亿元，同比+5.5%/+2.5%/+29.9%/-44.9%/-40.1%，营收占比分别为51.7%/31.4%/8.0%/6.7%/2.1%。24H1公司营收下降主要由于胶体和其他收入减少较多，抵销了另外三个板块的收入增长。归母净利润下降较多主要是由于胶体毛利率下降较多叠加其他板块毛利率由正转负所致。
- 味精及黄原胶价格波动致毛利承压，苏氨酸赖氨酸格局改善。**24H1公司毛利率为17.2%，同比-5.1pp，净利率为7.8%，同比-3.4pp。24H1毛利率下滑较多主要源于胶体和其他板块的利润率下降较多，影响净利率。分业务来看，食品添加剂/动物营养/高档氨基酸/胶体的毛利率为11.0%/20.4%/36.8%/39.2%，分别同比-3.8pp/+5.9pp/+0.7pp/-21.9pp。食品添加剂板块毛利率下降主要源于味精的毛利贡献减少，24H1味精销量同比增长22.2%，但平均售价同比减少13.8%，需求回升幅度整体低于预期。动物营养板块毛利率上升主要受养殖周期改善影响，苏氨酸与赖氨酸量价齐升驱动毛利贡献增加。高档氨基酸板块毛利率略有上升，主要来自于价格保持平稳的同时销量略有上升。胶体板块毛利率大幅下降主要源于黄原胶的平均售价较去年同期下跌48.2%。
- 费用率保持平稳，规模效应摊薄成本。**24H1销售费用率和管理费用率分别为6.9%和3.5%，分别同比+0.5pp/-0.5pp，主要源于24H1公司销售费用同比增长6.1%，研发费用同比减少14.9%。近年来公司销售、管理费用保持较为平稳，随收入上涨费率逐步摊薄，公司计划完善物流体系、进一步降低单位运输成本，预计销售费用率和管理费用率将得到进一步优化。
- 盈利预测与评级：**预计2024-2026年归母净利润分别为21.9亿元、32.3亿元、43.2亿元，EPS分别为0.87元、1.28元、1.71元。给予公司2025年4倍估值，按照0.93:1的汇率，对应目标价5.51港元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**产品价格波动、行业竞争加剧、海外市场波动等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	280.07	284.42	308.11	334.88
增长率	1.94%	1.56%	8.33%	8.69%
归属母公司净利润(亿元)	31.44	21.88	32.29	43.16
增长率	-18.57%	-30.40%	47.58%	33.66%
每股收益EPS	1.25	0.87	1.28	1.71
净资产收益率	18.15%	11.61%	15.31%	17.92%
PE	3.10	4.45	3.01	2.26

数据来源：公司公告，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：zhz@swsc.com.cn

分析师：杜雨聪
执业证号：S1250524070007
电话：023-63786049
邮箱：dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	3.86-6.4
3个月平均成交量(百万)	3.7
流通股数(亿)	25.20
市值(亿)	106.87

相关研究

1 全球生物发酵龙头，多品类布局产业链

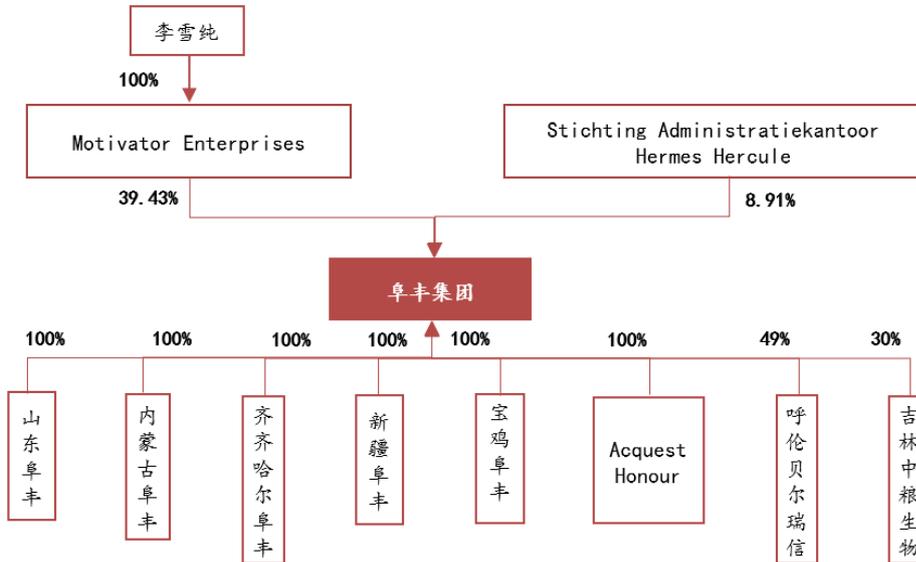
阜丰集团成立于 1999 年，是一家国际化生物发酵制品公司。公司通过早期低成本扩张，并逐渐布局优势资源地带实现产品市占率提升，于 2007 年 2 月 8 日港股上市。公司是全球第一大味精生产商和第一大黄原胶生产商，具备领先的生物发酵技术和资源整合能力。布局玉米深加工全产业链 5 大分部：食品添加剂（味精、淀粉甜味剂、谷氨酸、调味品、玉米油），动物营养（玉米提炼产品、苏氨酸、赖氨酸），高档氨基酸，胶体（黄原胶等），其他（肥料、合成氨、医药等）。主导产品味精、黄原胶销往全国各地，并出口世界 90 多个国家和地区。

表 1：公司发展历程

分类	时间	事件
发展大事记	1999	山东阜丰发酵有限公司成立，主营味精和甜味剂
	2002	公司业务扩张至肥料领域
	2003	公司开始从事黄原胶生产及销售
	2004	陕西省宝鸡市高新区实施 20 万吨玉米深加工项目
	2006	创立内蒙古阜丰，建立 100 万吨玉米深加工项目
	2007	港交所挂牌上市
	2008	兼并江苏神华药业有限公司，涉足制药领域
	2010	建设呼伦贝尔东北阜丰生物科技有限公司
	2012	建设新疆阜丰生物科技有限公司
	2017	建设龙江阜丰生物科技有限公司，龙江厂房一期投产
	2019	龙江厂房二期投产
产品构成	2007	原有：味精、淀粉甜味剂、谷氨酸、玉米提炼产品、黄原胶、肥料
	2008	新增：医药产品
	2009	新增：玉米油、调味品
	2010	新增：苏氨酸
	2011	新增：高档氨基酸
	2013	新增：赖氨酸
	2014	新增：合成氨

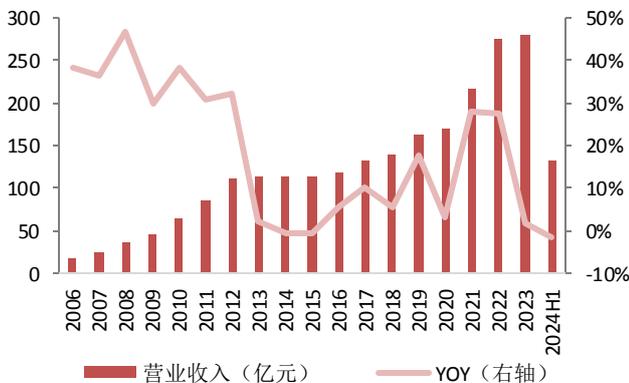
数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定，核心高管经验丰富。截至 2024 年 6 月 30 日，创始人李学纯先生通过 Motivator Enterprises Limited 持股 39.43%，第二大股东 Stichting Administratiekantoor Hermes Hercule 持股 8.91%。执行董事中，创始人及董事长李学纯先生深耕发酵行业 41 年，李德衡和李广玉先生分别为其妹夫和儿子，分别具有 22 年、17 年的公司管理和发酵行业经验。主要高管中，公司总经理黄兢彬先生、CFO 邱荣耀先生均在相关领域积累近 30 年工作经验。

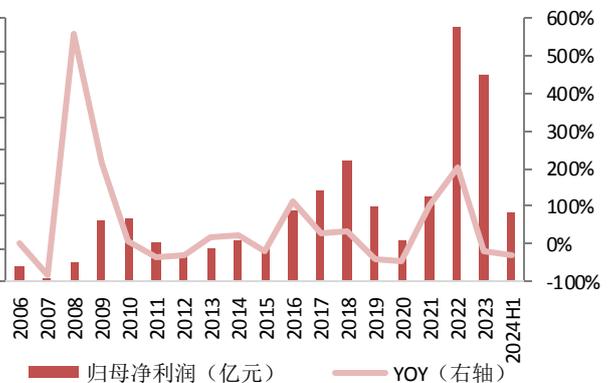
图 1：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司营收稳健增长，盈利大幅回升。2006-2023 年公司营业收入从 18.0 亿元增长至 281.3 亿元，CAGR 为 17.6%。归母净利润从 2.4 亿元增长至 31.4 亿元，CAGR 为 16.3%。公司通过多元化产品开发规划，建立了多个增长动力的业务结构提升核心竞争力。受益于持续的多元化布局，公司收益来源不断扩大。由于过去几年味精、氨基酸及黄原胶行业尚处于整合阶段，产品盈利能力波动较大，公司利润亦随之波动。在行业历经多轮整合之后，部分落后产能逐步出清，加之 2021 年以来原材料玉米及煤炭价格大幅上涨，行业供需格局向好，带动公司业绩大幅回升。2023 年，公司的收入增长主要来自食品添加剂、高档氨基酸及胶体板块，毛利下降主要是食品添加剂、动物营养及其他板块毛利贡献下降所致。24H1 公司实现营收 133.7 亿元，同比下降 1.6%；实现归母净利润 10.4 亿元，同比下降 32.3%。营收下降主要由于胶体和其他收入减少较多，抵销了另外三个板块的收入增长。归母净利润下降较多主要是由于胶体毛利率下降较多叠加其他板块毛利率由正转负所致。

图 2：2006-2024H1 公司营收及同比增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

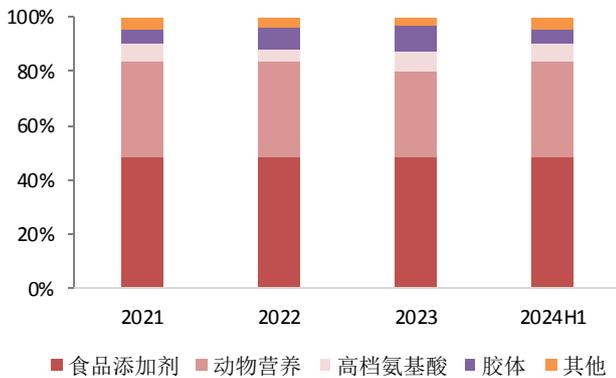
图 3：2006-2024H1 公司归母净利润及同比增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

味精及氨基酸为主要收入来源，高档氨基酸及胶体盈利能力强。公司主营业务分为食品添加剂、动物营养、高档氨基酸及胶体四大板块。食品添加剂和动物营养两大板块为公司贡献主要营收，2023 年分别贡献总营收的 48.2% 和 31.8%。

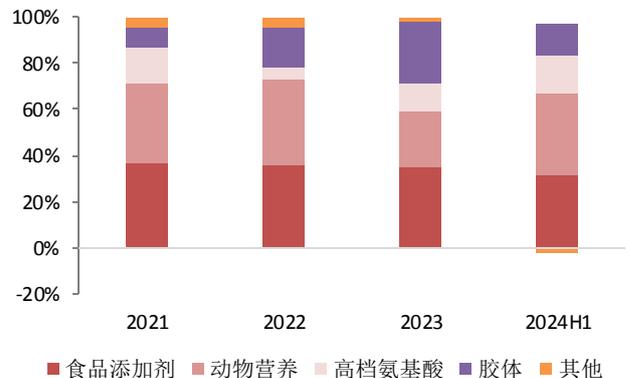
2023 年，分板块看：1) 食品添加剂板块，2023 年实现收入 134.0 亿元，同比增长 1.5%，主要由于味精收入贡献稳定以及淀粉甜味剂收入贡献增加；毛利率 16.0%，同比下降 3.5pp，主要由于味精毛利贡献下降。2) 动物营养板块，2023 年实现收入 89.0 亿元，同比下降 7.1%；毛利率 17.1%，同比下降 10.8pp，主要由于 98% 赖氨酸/70% 赖氨酸价格分别同比下降 13.3%/11.2%。3) 高档氨基酸板块，2023 年实现收入 19.7 亿元，同比增长 64.2%，主要由于销量增加；毛利率增加 7.6pp 至 39.6%，主要由于公司努力改善客户组合，增加市场份额，年内推出瓜氨酸、精氨酸、莽草酸及苯丙氨酸等新产品。4) 胶体板块，2023 年收入为 28.3 亿元，同比增长 26.3%，主要由于石油需求回暖带动黄原胶量价齐升；毛利率同比增长 4.5pp 至 59.1%。

图 4：2021-2024H1 公司主营业务收入结构（按板块划分）



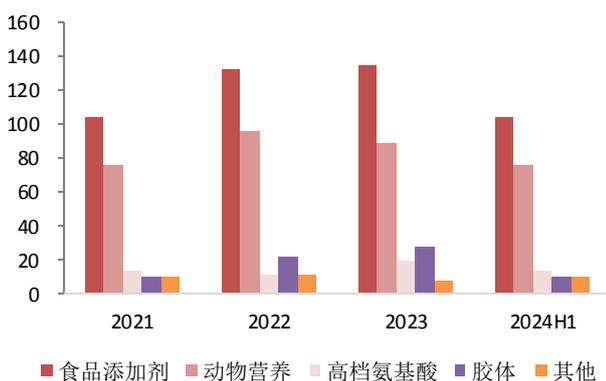
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2021-2024H1 公司主营业务毛利结构（按板块划分）



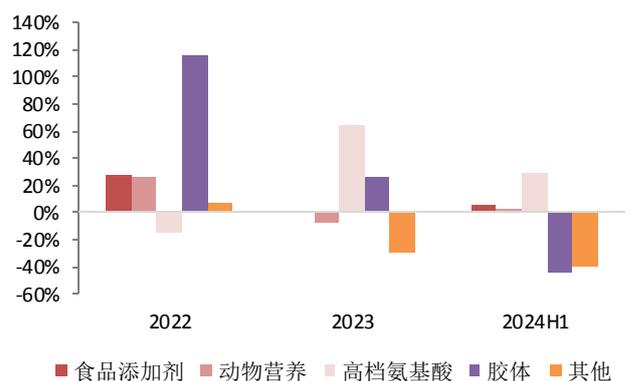
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2021-2024H1 公司主营业务收入（亿元）（按板块划分）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2022-2024H1 公司分品类营收增速



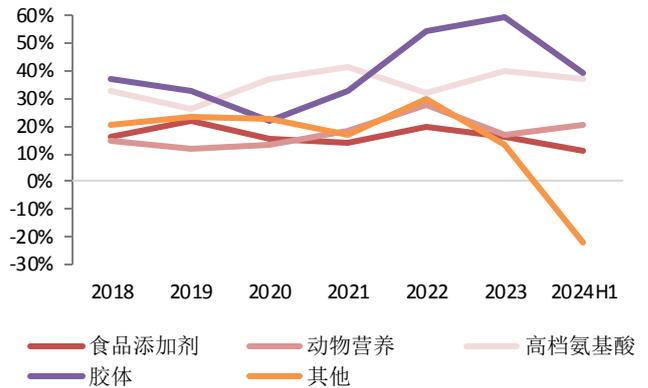
数据来源：公司公告，西南证券整理

味精及黄原胶价格波动致毛利承压，主业盈利能力相对稳定。24H1 公司毛利率为 17.2%，同比-5.1pp，净利率为 7.8%，同比-3.4pp。24H1 毛利率下滑较多主要源于胶体和其他板块的利润率下降较多，影响净利率。

2024H1, 分板块看: 1) 食品添加剂板块, 毛利率下降 3.8pp 至 11.0%, 主要由于味精的毛利贡献减少, 24H1 味精销量同比增长 22.2%, 但平均售价同比减少 13.8%, 需求回升幅度整体低于预期。2) 动物营养板块, 受养殖周期改善影响, 苏氨酸与赖氨酸量价齐升驱动毛利贡献增加, 毛利率较去年同期增加 5.9pp 至 20.4%。3) 高档氨基酸板块, 价格保持平稳, 销量略有上升, 毛利率较去年同期增加 0.7pp 至 36.8%。4) 胶体板块, 黄原胶的平均售价较去年同期下跌 48.2% 导致毛利率大幅下降 21.9pp 至 39.2%。5) 其他板块, 肥料收入减少及公司于 2023 年出售了神华药业导致收入下降 40.1%, 毛利率同比下降 42.2pp 至 -22.2%。

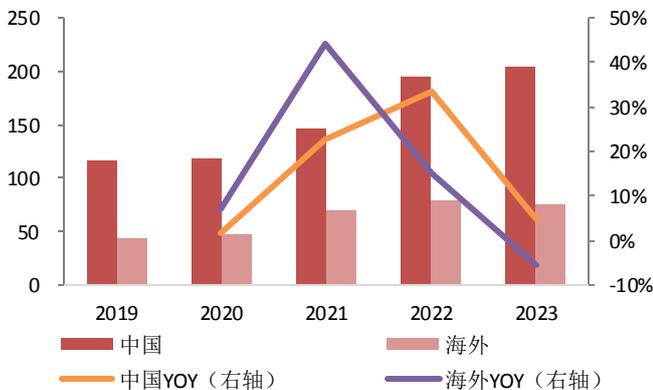
图 8: 2018-2024H1 公司毛利率及净利率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

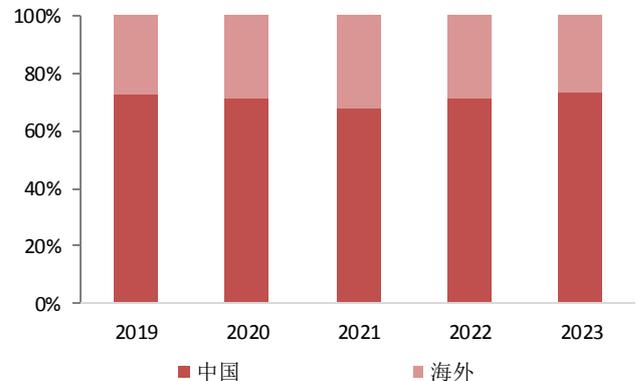
图 9: 2018-2024H1 公司分品类毛利率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

国内新增产能陆续投产, 积极布局海外生产基地。分地区看, 2023 年国内/海外分别实现收入 204.8/75.3 亿元, 分别同比+4.9%/-5.4%, 收入占比分别为 73.1%/26.9%。国内方面, 截至 2023 年, 公司化工厂建设进入最后阶段, 味精新产能进入试运行, 2024 年新增产能将进一步优化公司的成本优势, 巩固公司的市场领导地位, 预计将进一步推动国内市场扩容。海外方面, 公司分别在越南 (负责东亚市场)、美国 (负责美洲市场) 及荷兰 (负责欧洲市场) 成功设立三大区域营销中心, 更好地直接服务于海外客户。2024 年公司计划在美国及东欧建立生产苏氨酸及赖氨酸的动物营养产品生产基地, 旨在通过采购当地原材料, 在当地生产及销售产品, 从而提高生产效率, 将全球供应链中断及地缘政治紧张局势的风险降至最低, 并在当地市场提供更高的生产链透明度。

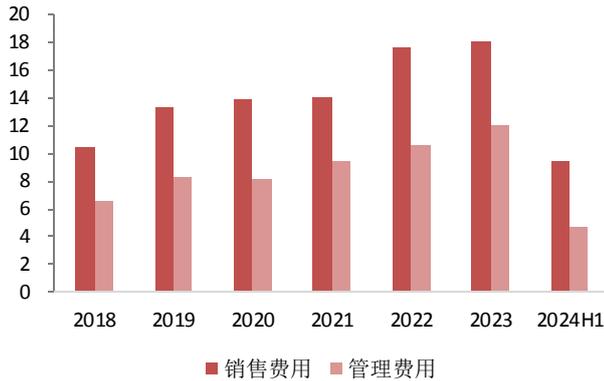
图 10: 2019-2023 年公司分区域营收 (亿元) 及同比增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

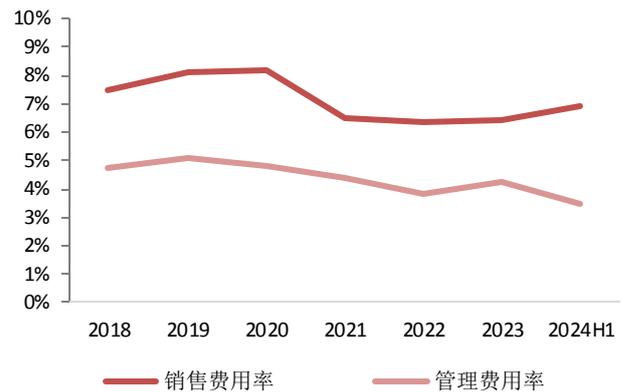
图 11: 2019-2023 年公司分区域营收占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

费用率保持平稳，规模效应摊薄成本。2023 年，公司销售费用率和管理费用率分别为 6.4% 和 4.3%，分别同比+0/0.5pp；24H1，销售费用率和管理费用率分别为 6.9% 和 3.5%，分别同比+0.5pp/-0.5pp，主要源于 24H1 公司销售费用同比增长 6.1%，研发费用同比减少 14.9%。公司产品主要销售方向为出口、食品加工企业、分销渠道等，主要为 2B 端的销售。公司销售、管理费用保持较为平稳，随收入上涨费率逐步摊薄，公司计划完善物流体系、进一步降低单位运输成本，预计销售费用率和管理费用率将得到进一步优化。

图 12：2018-2024H1 公司各项费用（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：2018-2024H1 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：

1) 食品添加剂（味精、淀粉甜味剂）：味精呈现出成熟行业的多头垄断格局，下游需求较为稳健，阜丰为产量占全国接近 50% 的供应商，作为绝对龙头可通过控制供应量和价格之间的平衡，在现有市占率的情况下提高收入。淀粉甜味剂上游供应竞争较为激烈，代糖替代成为趋势。预计 2024-2026 年收入分别增长 6%、7%、8%，毛利率分别为 13%、15%、17%。

2) 动物营养（玉米提炼产品、苏氨酸、赖氨酸）：苏氨酸、赖氨酸主要受到生猪养殖周期的影响和豆粕减量计划的长期利好，饲料需求量短期较为稳定，作为营养补充剂的产品预计渗透率将逐步提升。预计 2024-2026 年收入分别增长 3%、5%、7%，毛利率分别为 20%、22%、25%。

3) 高档氨基酸：新销售策略影响收入，但预计受益于早期的投入与销售策略的铺垫。预计 2024-2026 年收入分别增长 30%、20%、10%，毛利率分别为 36%、38%、40%。

4) 胶体（黄原胶等）：下游石油开采和勘探需求大增，2023 年预售的合同订单仍处于高位，市场供应端偏紧，价格具有较强支撑。预计市场有新增产能投放，供需紧张或将有所缓解。预计 2024-2026 年收入分别增长 35%、20%、20%，毛利率分别为 40%、45%、50%。

5) 其他（肥料、合成氨、医药产品）：预计增长较为平稳，肥料随种植行业扩容迎来增长。预计 2024-2026 年收入分别增长 30%、5%、5%，毛利率分别为 5%、10%、15%。

表 2：分业务收入及毛利率

亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
合计				
营业收入	280.1	284.4	308.1	334.9
yoy	1.9%	1.6%	8.3%	8.7%
营业成本	217.6	230.6	241.8	253.3
毛利率	22.3%	18.9%	21.5%	24.4%
食品添加剂				
营业收入	135.0	143.0	153.1	165.3
yoy	1.5%	6.0%	7.0%	8.0%
毛利	21.7	18.6	23.0	28.1
毛利率	16.0%	13.0%	15.0%	17.0%
动物营养				
收入	89.0	91.7	96.3	103.0
yoy	-7.1%	3.0%	5.0%	7.0%
毛利	15.3	18.3	21.2	25.8
毛利率	17.1%	20.0%	22.0%	25.0%
高档氨基酸				
收入	19.7	25.6	30.8	33.8
yoy	64.2%	30.0%	20.0%	10.0%
毛利	7.8	9.2	11.7	13.5
毛利率	39.6%	36.0%	38.0%	40.0%
胶体				
收入	28.3	18.4	22.1	26.5
yoy	26.3%	-35.0%	20.0%	20.0%
毛利	16.7	7.4	9.9	13.2
毛利率	59.1%	40.0%	45.0%	50.0%
其他				
收入	8.1	5.7	6.0	6.3
yoy	-29.7%	-30.0%	5.0%	5.0%
毛利	1.1	0.3	0.6	0.9
毛利率	13.0%	5.0%	10.0%	15.0%

数据来源: Wind, 西南证券

公司的资源转化效率和成本控制能力为企业长期竞争优势，海外拓展战略进一步扩大规模和成本优势，构筑坚实的护城河。核心单品味精龙头地位不改，苏氨酸、赖氨酸行业格局有望改善，盈利周期波动趋缓。随着公司各项业务稳步推进，公司盈利情况有望摆脱周期性，波动减弱，整体盈利稳定性提升。参考可比公司估值，给予公司 2025 年 4 倍估值，按照 0.93:1 的汇率，对应目标价 5.51 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价 (元/港元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002597.SZ	金禾实业	21.28	7.0	7.6	9.8	11.5	18	16	12	11
600873.SH	梅花生物	9.54	31.8	32.3	36.2	39.5	9	8	8	7
002001.SZ	新和成	19.22	27.0	47.4	54.3	61.2	19	13	11	10
平均值							15	12	10	18
0546.HK	阜丰集团	4.24	31.4	21.9	32.3	43.2	3	5	3	2

数据来源：Wind, 西南证券整理

3 风险提示

产品价格波动风险：下游客户需求疲弱可能对主要产品造成价格压力，导致公司毛利减少。

行业竞争加剧风险：同行将推出的主要产品（如味精及赖氨酸）的新产能可能会加剧市场竞争，影响公司销量。

海外市场波动风险：地缘政治限制可能对主要产品的出口造成负面影响，影响公司海外市场收入。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	280.07	284.42	308.11	334.88	税后经营利润	27.30	17.97	28.37	39.23
/销售成本	217.59	230.63	241.76	253.32	折旧与摊销	10.44	19.82	19.82	19.84
其他费用	0.49	0.37	0.40	0.44	财务费用	-1.51	1.89	-0.14	-0.29
销售费用	18.05	19.63	20.95	22.44	其他经营资金	-19.19	-7.07	-2.95	-3.17
管理费用	12.01	9.95	10.48	11.05	经营性现金净流量	17.05	32.61	45.11	55.61
财务费用	-1.51	1.89	-0.14	-0.29	投资性现金净流量	-15.14	3.91	3.90	3.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金净流量	-4.37	-104.35	-9.73	-12.90
投资收益	-0.19	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	-2.46	-67.83	39.28	46.60
公允价值变动损益	0.00	0.00	1.00	2.00					
营业利润	33.43	21.95	34.67	47.95					
其他非经营损益	5.07	4.78	4.78	4.78					
税前利润	38.50	26.73	39.45	52.73					
所得税	7.06	4.85	7.15	9.56					
税后利润	31.44	21.88	32.29	43.16					
归属于非控制股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00					
归属于母公司股东利润	31.44	21.88	32.29	43.16					
EBITDA	47.43	48.44	59.13	72.27					
NOPLAT	26.07	19.52	28.26	39.00					
EPS(元)	1.25	0.87	1.28	1.71					
资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	108.80	40.97	80.25	126.86	成长能力				
应收账款	21.29	20.96	22.70	24.68	营收额增长率	1.94%	1.56%	8.33%	8.69%
预付款项、按金及其他应收款项	4.86	5.64	6.11	6.64	EBIT 增长率	-29.53%	-22.62%	37.32%	33.39%
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-24.93%	2.13%	22.07%	22.22%
存货	61.23	63.84	66.92	70.12	税后利润增长率	-18.57%	-30.40%	47.58%	33.66%
其他流动资产	0.96	6.41	6.94	7.55	盈利能力				
流动资产总计	197.15	137.81	182.92	235.83	毛利率	22.31%	18.91%	21.53%	24.36%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	11.23%	7.69%	10.48%	12.89%
固定资产	116.45	98.21	79.96	61.72	ROE	18.15%	11.61%	15.31%	17.92%
在建工程	0.00	0.00	0.01	0.02	ROA	9.66%	8.88%	11.88%	14.16%
无形资产	9.44	7.87	6.30	4.73	ROIC	15.17%	10.29%	15.93%	23.94%
长期待摊费用	0.00	0.00	0.50	1.00	估值倍数				
其他非流动资产	2.57	2.57	2.58	2.59	P/E	3.10	4.45	3.01	2.26
非流动资产合计	128.46	108.64	88.85	69.07	P/S	0.35	0.34	0.32	0.29
资产总计	325.61	246.45	271.77	304.90	P/B	0.56	0.52	0.46	0.40
短期借款	95.78	0.00	0.00	0.00	股息率	0.13	0.07	0.10	0.14
应付账款	14.11	17.28	18.12	18.98	EV/EBIT	0.70	1.29	0.98	0.64
其他流动负债	30.56	28.81	30.85	33.12	EV/EBITDA	0.55	0.76	0.65	0.46
流动负债合计	140.45	46.09	48.97	52.11	EV/NOPLAT	0.99	1.89	1.37	0.86
长期借款	1.47	1.47	1.47	1.47					
其他非流动负债	10.45	10.45	10.45	10.45					
非流动负债合计	11.92	11.92	11.92	11.92					
负债合计	152.37	58.01	60.89	64.03					
股本	2.44	12.44	22.44	32.44					
储备	170.81	160.81	150.82	140.84					
留存收益	0.00	15.20	37.63	67.60					
归属于母公司股东权益	173.24	188.44	210.88	240.88					
归属于非控制股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
权益合计	173.24	188.44	210.88	240.88					
负债和权益合计	325.61	246.45	271.77	304.90					

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。

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
	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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	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
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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
北京	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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
