

成本红利逐季释放，期待新品增量贡献

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年报及 2025 一季报。24 年公司实现营收 32.9 亿元，同比+11.3%；归母净利润 6.7 亿元，同比+4.4%；25Q1 实现营收 10.0 亿元，同比-18.4%；归母净利润 2.2 亿元，同比-12.53%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 3 元（含税），合计派发现金红利人民币 3.15 亿元（含税），现金分红率 47%。公司 24 年股权激励和员工持股计划目标值达成，受春节错期影响，24Q4 收入同比高增，25Q1 同比下滑，24Q4+25Q1 收入合计同比基本持平。草本养生水系列新品推出后续有望带来新增量。
- **杏仁露主业稳健增长，新品开拓有望贡献增量。**1、分产品看，24 年杏仁露/果仁核桃/杏仁奶分别实现收入 31.9/0.9/0.1 亿元，同比+11.4%/-2.3%/+248.6%，其中杏仁露/果仁核桃/杏仁奶销量分别同比+11.5%/+5.0%/+171.5%。由于春节旺季提前备货，24Q4 整体单品动销表现较好。公司 25 年推出“露露草本”植物养生系列饮品，主打“药食同源”理念，单瓶定价 5 元左右，目前已在电商平台、线下多地市场铺货，预计随着中式养生水市场爆发式增长，后续有望带来新增量。2、分地区看，北部/中部/其他地区分别实现收入 29.9/1.9/1.1 亿元，同比+11.7%/+9.2%/+2.5%。3、分渠道看，经销/直销分别实现收入 31.3/1.6 亿元，同比+8.3%/+136.7%。公司积极开拓餐饮、现代、宴会、电商等渠道，致力于实现全渠道覆盖。24 年公司共开发交通枢纽商店 141 家，学校商店 203 家，打造形象店 6338 个，举办宴会 7001 场，开发餐饮店 9028 个。截止 24 年底，公司经销商数量 922 个，净增加 56 个。
- **下半年成本红利释放，盈利显著改善。**1、24 年毛利率为 40.9%，同比-0.5pp。24 年毛利率基本保持平稳，23 年受天气影响野山杏仁大幅减产，24 年产量增加带动下半年采购成本下行。24Q4 毛利率 39.8%，同比+2.1pp；25Q1 毛利率为 48.1%，同比+4.4pp；主要系杏仁自 Q3 以来采购价格下降超 30%。2、24 年销售/管理费用率分别为 12.7%/1.7%，分别同比+1.1/+0.6pp。销售费用率提升主因电商运营、新市场开发、新产品上市等方面投入增加，其中广告宣传费用 2.1 亿元，同比增长 39.0%；管理费用率提升主因股权激励，24 年股份支付 1841 万元。3、24 年净利率为 20.3%，同比-1.3pp；25Q1 净利率为 21.5%，同比+1.4pp。随着成本红利加快兑现，25Q1 盈利改善幅度增大。
- **股权激励到位，新品积极布局。**公司管理层稳定性得到验证，并成功实施股权激励，激励效果显现，既重视短期兑现，亦潜心布局长远。公司近年来加大研发投入，推新面市杏仁奶、杏仁大咖、巴旦木奶、有杏寻茶植物奶茶、汽心动力果汁碳酸饮料和草本养生水，研发储备燕窝杏仁奶和特色品类/地域性饮料。随着草本养生水市场兴起，公司起步及时，已在北方市场加快铺市，同时借力承德露露“南拓”战略的资源优势，依托杭州生产基地辐射江浙沪皖等核心区域，覆盖更多消费场景，随着市场投入同步加大，销售有望起量。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年归母净利润分别为 7.0 亿元、7.9 亿元、8.4 亿元，EPS 分别为 0.67 元、0.75 元、0.80 元。公司基本盘稳固，成本压力有望逐渐显现，未来激励机制有望进一步激发内部活力，新品升级或有望带来品类突破，渠道开拓空间明显。给予 2025 年 18 倍 PE，对应目标价 12.06 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧、原材料供应及价格波动、新品推广不达预期等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	32.87	33.55	36.53	38.69
增长率	11.26%	2.06%	8.88%	5.93%
归属母公司净利润（亿元）	6.66	7.02	7.85	8.43
增长率	4.41%	5.34%	11.88%	7.35%
每股收益 EPS（元）	0.63	0.67	0.75	0.80
净资产收益率 ROE	19.37%	18.40%	18.49%	17.94%
PE	15	14	13	12
PB	2.92	2.63	2.36	2.14

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

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

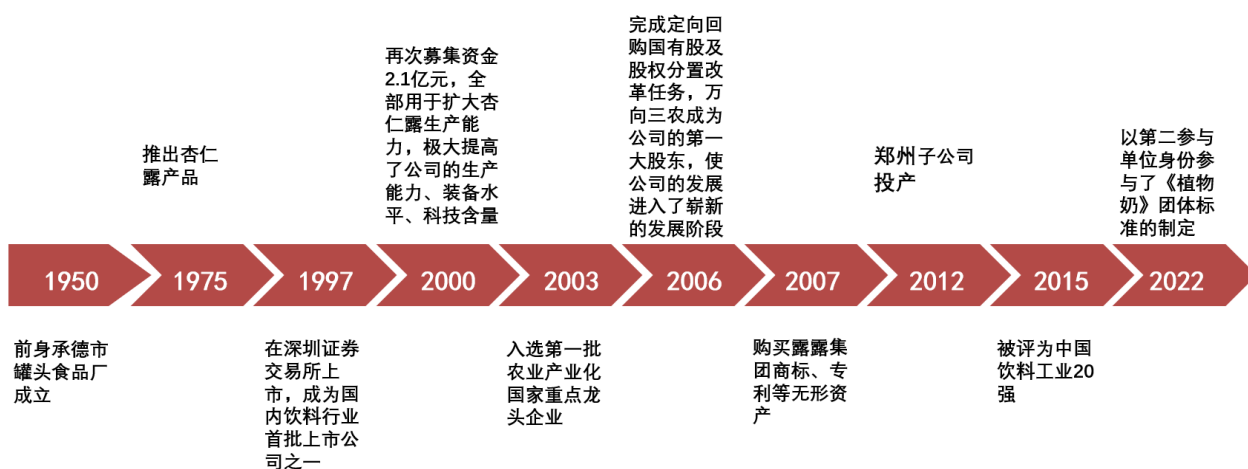
总股本(亿股)	10.53
流通 A 股(亿股)	10.40
52 周内股价区间(元)	6.8-10.14
总市值(亿元)	100.41
总资产(亿元)	45.82
每股净资产(元)	3.45

相关研究

1 植物蛋白饮料龙头，品类基本盘稳固

承德露露成立于 1950 年，前身是承德市罐头食品厂。公司于 1975 年生产出国内首款杏仁露植物蛋白饮料，后续作为代表企业主导制定了杏仁露植物蛋白饮料的行业和国家标准，是我国杏仁露细分赛道的代表性品牌和绝对领跑者。1997 年公司在河北省工商局依法注册登记成立，同年 11 月在深圳证券交易所上市，成为国内饮料行业首批上市公司之一。2006 年公司完成定向回购国有股及股权分置改革任务，万向三农成为公司的第一大股东，公司进入了崭新的发展阶段。公司曾获得“产业农业化国家重点龙头企业”“中国饮料工业 20 强”等荣誉，并参与了多项行业标准的制定。作为民族饮料品牌中的经典，公司是国产饮料发展的推动者和见证者，品牌美誉度和消费者忠诚度较高。

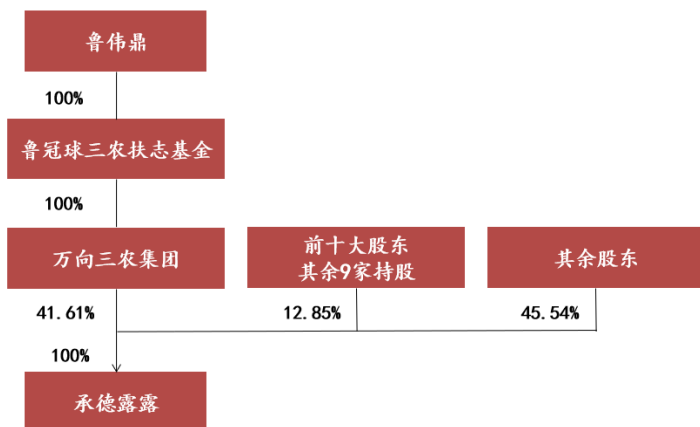
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

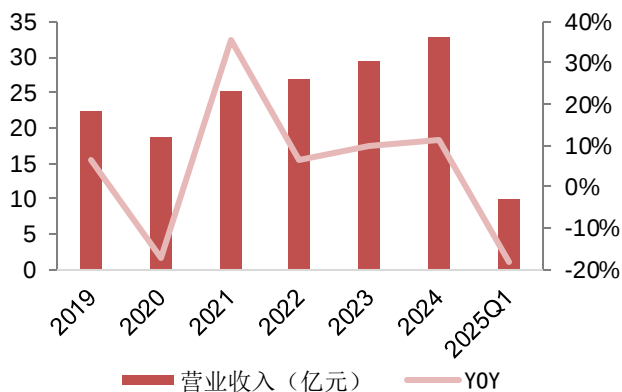
股权结构清晰，股东背景稳定。2006 年股权改革之后，万向三农集团成为承德露露第一大股东，截止 2025 年 3 月 31 日，当前持股比例为 41.61%。万向三农集团由万向信托股份公司 100% 控股，鲁伟鼎先生为实际控制人。承德露露在北京、郑州和杭州拥有控股子公司。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）

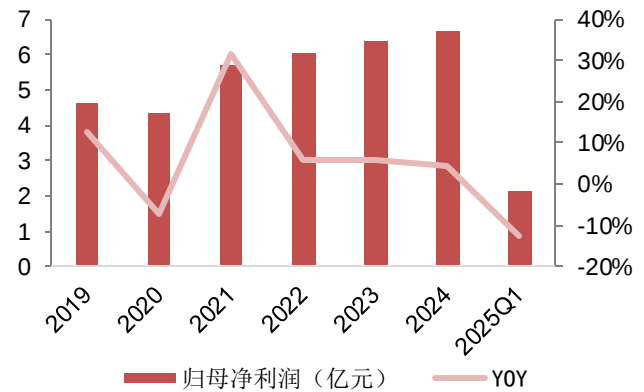


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司营收稳健增长，利润逐步提升。2019-2024 年公司营业收入从 22.6 亿元增长至 32.9 亿元，CAGR 为 8.1%，2024 年较上年同比+11.3%。归母净利润从 4.7 亿元增长至 6.7 亿元，CAGR 为 7.5%，2024 年较上年同比+4.4%。营收和利润稳步提升主要受益于公司经营调整和新品开拓。2025Q1，公司实现营收 10.0 亿元，同比-18.4%；归母净利润 2.2 亿元，同比-12.5%。由于春节旺季提前，加总来看，24Q4+25Q1 收入合计 21.3 亿元，同比-0.8%；利润合计 4.6 亿元、同比+4.9%；还原股权激励费用后利润 4.7 亿元，同比+6.4%。

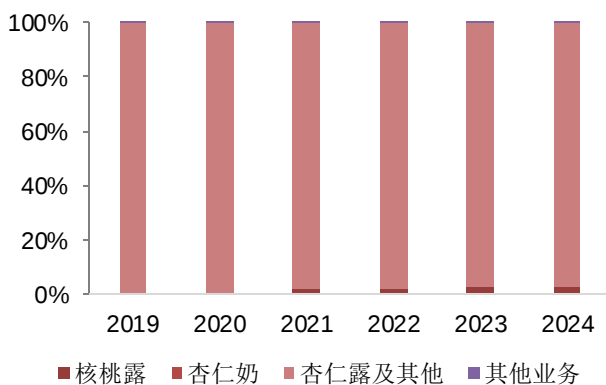
图 3：2019-2025Q1 公司营收及同比增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

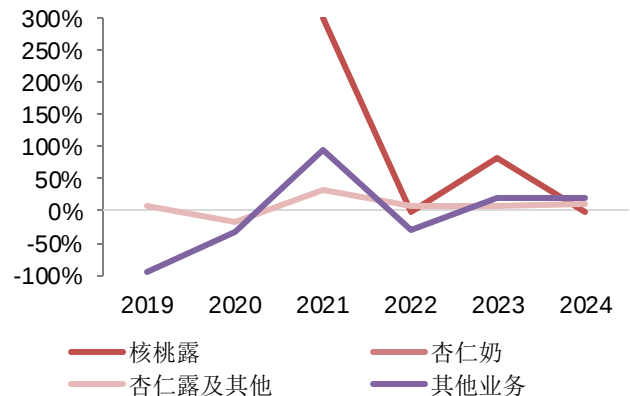
图 4：2019-2025Q1 公司归母净利润及同比增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

杏仁露主业稳健增长，新品开拓有望贡献增量。2024 年杏仁露/果仁核桃/杏仁奶分别实现收入 31.9/0.9/0.1 亿元，同比+11.4%/-2.3%/+248.6%，其中杏仁露/果仁核桃/杏仁奶销量分别同比+11.5%/+5.0%/+171.5%。由于春节旺季提前备货，24Q4 整体单品动销表现较好。公司 25 年推出“露露草本”植物养生系列饮品，主打“药食同源”理念，单瓶定价 5 元左右，目前已在电商平台、线下多地市场铺货，预计随着中式养生水市场爆发式增长，后续有望带来新增量。

图 5：2019-2024 年公司主营业务收入结构


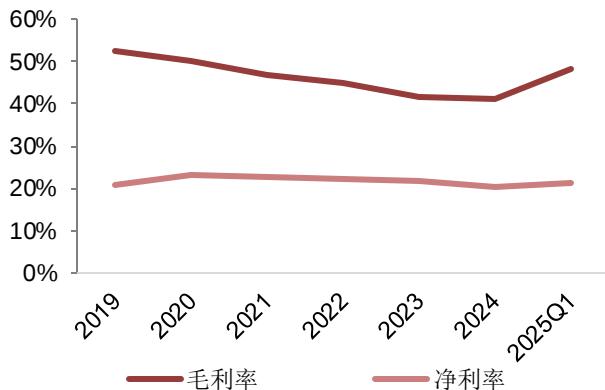
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2019-2024 年公司分品类营收增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

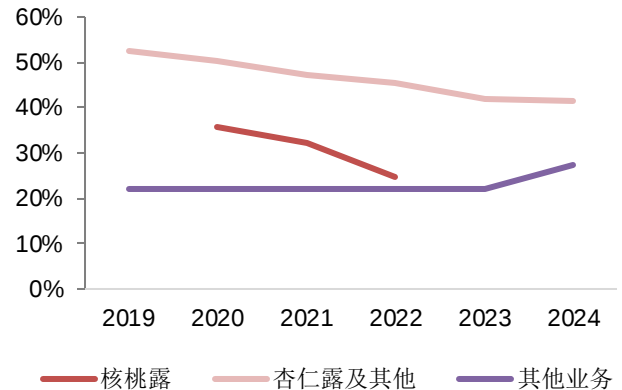
毛利率稳中有升，产品结构持续优化。2024 年毛利率为 40.9%，同比-0.5pp；净利率为 20.3%，同比-1.3pp。24 年毛利率基本保持平稳，23 年受天气影响野山杏仁大幅减产，24 年产量增加带动下半年采购成本下行，杏仁自 24Q3 以来采购价格下降超 30%。2025Q1 毛利率为 48.1%，同比+4.4pp；净利率为 21.5%，同比+1.4pp；25Q1 盈利改善幅度显著增大。

图 7：2019-2025Q1 公司毛利率及净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

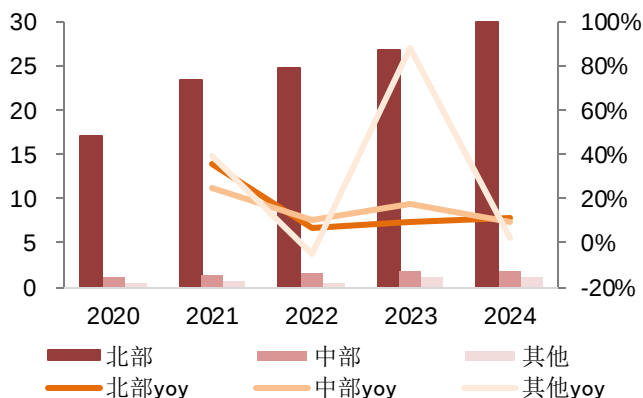
图 8：2019-2024 年公司分品类毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

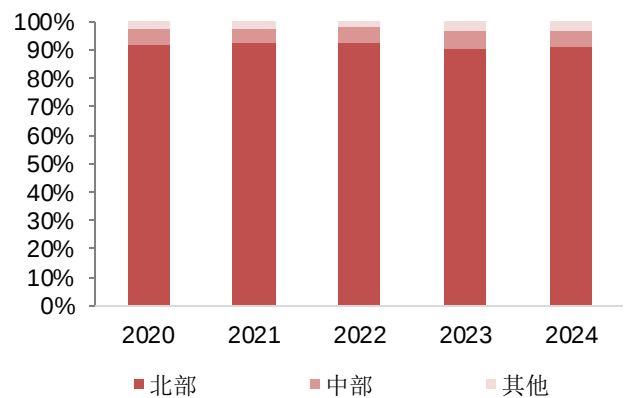
公司空白市场广阔，开拓有望加快。分地区看，24 年北部/中部/其他地区分别实现收入 29.9/1.9/1.1 亿元，同比+11.7%/+9.2%/+2.5%，分别占比 91.0%/5.8%/3.2%。公司销售市场区域分布相对集中，90%以上的收入来自北部地区（华北京津冀、西北、东北），其他区域存在较大拓展空间。公司产品主销北方原因排序为：1）一开始是销售半径限制，公司仅在承德有工厂，其他如廊坊，北京布局均立足北方；2）南北口感接受度差异，盛产苦杏仁的北方对杏仁饮品的口感接受度更高；3）公司市场策略变动，对沿江及长江以南市场一度采取收缩，造成市场的退出。公司现阶段重点开拓无争议的华东、西南等空白市场目前已在杭州、重庆等试点城市建设展开线下销售网络，随着经典低糖系列、杏仁奶等重点新品导入，开拓加速可期，区域有望进一步扩大。

图 9：2020-2024 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

图 10：2019-2024 年公司分区域营收占比

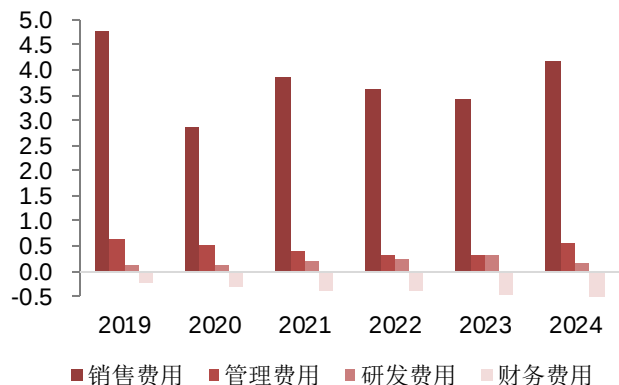


数据来源：公司公告，西南证券整理

成本管控卓有成效，控费水平持续稳健。费用方面，2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.7%/1.7%/0.5%/-1.6%，分别同比+1.1/+0.6/-0.6/+0.2pp；2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.1%/1.2%/0.2%/-0.8%，分别同比+2.1/+0.5/-0.4/-0.4pp。销售费用率

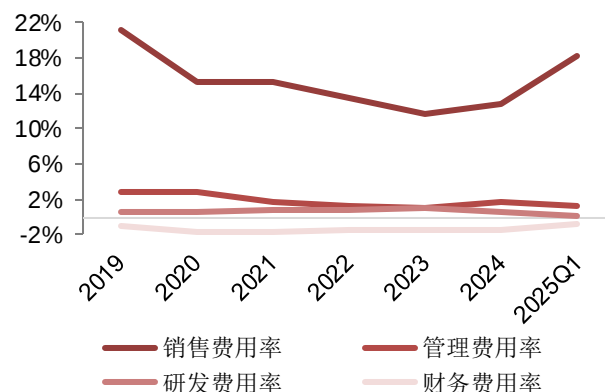
大幅提升主要系电商运营、新市场开发、新产品上市等方面投入增加，管理费用率提升系股权激励支付费用增加。

图 11：2019-2025Q1 公司各项费用（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2019-2025Q1 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：公司基本盘稳固，产品品类逐渐丰富，杏仁露系列保持稳定增长，预计杏仁露 2025-2027 年销量分别同比+1.0%/+8.0%/+5.0%，吨单价分别同比+1.0%/+1.0%/+1.0%，吨成本分别同比-1.0%/+0.5%/+1.0%，毛利率分别为 42.7%/43.0%/43.0%。

假设 2：新品杏仁奶保持较快增速，预计杏仁奶 2025-2027 年收入分别同比+4.0%/+3.0%/+2.0%，毛利率分别为 30.0%/31.0%/32.0%。

假设 3：核桃露稳步提升渗透率，预计核桃露 2025-2027 年收入分别同比+3.0%/+2.0%/+1.0%，毛利率分别为 25.0%/26.0%/27.0%。

假设 4：公司持续开拓其他品类，预计其他饮料 2025-2027 年收入分别同比+20.0%/+20.0%/+20.0%，毛利率分别为 25.0%/25.0%/25.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入	3,287.3	3,354.9	3,652.9	3,869.4
yoy	11.3%	2.1%	8.9%	5.9%
营业成本	1,928.7	1,939.6	2,099.7	2,222.5
毛利率	41.3%	42.2%	42.5%	42.6%
杏仁露				
收入	3,187.7	3,251.7	3,547.0	3,761.6
yoy	11.4%	2.0%	9.1%	6.1%

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
成本	1,863.0	1,862.9	2,021.9	2,144.3
毛利率	41.6%	42.7%	43.0%	43.0%
销量（吨）	330,512	333,817	360,522	378,548
yoy	11.5%	1.0%	8.0%	5.0%
吨单价（元）	9644.6	9741.0	9838.4	9936.8
yoy	-0.1%	1.0%	1.0%	1.0%
吨成本（元）	5636.8	5580.5	5608.4	5664.5
yoy	0.8%	-1.0%	0.5%	1.0%
杏仁奶				
收入	12.0	12.5	12.9	13.2
yoy	249.0%	4.0%	3.0%	2.0%
成本	8.4	8.8	8.9	9.0
毛利率	30.0%	30.0%	31.0%	32.0%
核桃露				
收入	85.0	87.5	89.3	90.2
yoy	-2.3%	3.0%	2.0%	1.0%
成本	63.7	65.6	66.1	65.8
毛利率	25.0%	25.0%	26.0%	27.0%
其他饮料				
收入	2.6	3.2	3.8	4.6
yoy	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	1.9	2.4	2.9	3.4
毛利率	27.2%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以香飘飘、养元饮品、欢乐家作为可比公司。承德露露核心大单品杏仁露经久不衰，健康化趋势下作为植物蛋白饮料中的独特品类有望继续延伸生命周期。全国空白市场较广，渠道精耕亦有空间，新品的培育推广也将成为区域扩张和渠道开拓的重要抓手，未来突破可期。参考可比公司估值，给予 2025 年 18 倍 PE，对应目标价 12.06 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（元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300997.SZ	欢乐家	13.94	1.47	1.66	1.83	1.99	44	39	35	32
603156.SH	养元饮品	25.31	17.21	13.56	13.93	15.05	17	22	22	20
603711.SH	香飘飘	12.78	2.53	2.56	2.96	3.18	23	23	20	18
平均值							28	28	26	23
000848.SZ	承德露露	9.54	6.66	7.02	7.85	8.43	15	14	13	12

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

市场竞争加剧风险：国内植物蛋白饮料市场竞争较激烈，若有企业跨界入局，或者有海外、新锐品牌进入，导致竞争进一步加剧，或对公司业务扩张产生不利影响。

原材料供应及价格波动风险：公司原材料包括马口铁、纸箱、铝、杏仁和糖等，原材料价格波动尤其是上涨如果公司不能有效应对则会对生产经营和盈利率产生影响。

新品推广不达预期风险：新品推广需要多种有利因素配合，产品定位、渠道选择、营销推广方式等都对新品推广是否成功产生影响。公司经典产品相对单一且有一定程度的老化，新品推广如果不达预期将影响公司营收成长预期。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	32.87	33.55	36.53	38.69	净利润	6.66	7.02	7.85	8.43
营业成本	19.41	19.40	21.00	22.22	折旧与摊销	0.21	0.91	0.91	0.91
营业税金及附加	0.29	0.30	0.33	0.35	财务费用	-0.52	-0.11	-0.13	-0.15
销售费用	4.18	4.19	4.46	4.64	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.55	0.54	0.55	0.54	经营营运资本变动	0.48	-2.06	0.55	0.36
财务费用	-0.52	-0.11	-0.13	-0.15	其他	-0.52	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	6.30	5.76	9.19	9.56
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2.81	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	0.66	-0.13	-0.15	-0.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2.15	-0.13	-0.15	-0.15
营业利润	8.80	9.23	10.33	11.09	短期借款	0.06	-0.06	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.01	0.00	长期借款	1.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	8.80	9.23	10.33	11.09	股权融资	0.22	0.00	0.00	0.00
所得税	2.14	2.22	2.48	2.66	支付股利	0.00	-3.33	-3.51	-3.93
净利润	6.66	7.02	7.85	8.43	其他	-3.06	0.01	0.15	0.17
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1.45	-3.38	-3.36	-3.75
归属母公司股东净利润	6.66	7.02	7.85	8.43	现金流量净额	2.70	2.25	5.67	5.65
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	33.90	36.15	41.82	47.47	成长能力				
应收和预付款项	0.24	0.23	0.24	0.26	销售收入增长率	11.26%	2.06%	8.88%	5.93%
存货	1.93	2.68	2.78	2.86	营业利润增长率	4.19%	4.92%	11.86%	7.36%
其他流动资产	0.05	0.03	0.03	0.04	净利润增长率	4.39%	5.35%	11.88%	7.35%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	3.72%	18.23%	10.74%	6.64%
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	6.70	5.92	5.14	4.36	毛利率	40.94%	42.19%	42.52%	42.56%
无形资产和开发支出	2.98	2.84	2.71	2.57	三费率	12.84%	13.77%	13.35%	13.01%
其他非流动资产	0.12	0.25	0.40	0.55	净利率	20.26%	20.92%	21.49%	21.78%
资产总计	45.91	48.09	53.12	58.12	ROE	19.37%	18.40%	18.49%	17.94%
短期借款	0.06	0.00	0.00	0.00	ROA	14.51%	14.59%	14.78%	14.50%
应付和预收款项	6.49	6.84	7.43	7.79	ROIC	62.41%	55.61%	60.38%	68.03%
长期借款	1.34	1.34	1.34	1.34	EBITDA/销售收入	25.82%	29.91%	30.42%	30.63%
其他负债	3.64	1.79	1.88	2.02	营运能力				
负债合计	11.52	9.96	10.65	11.15	总资产周转率	0.75	0.71	0.72	0.70
股本	10.53	10.53	10.53	10.53	固定资产周转率	8.88	6.44	8.24	10.58
资本公积	0.32	0.32	0.32	0.32	应收账款周转率	219.77	180.28	202.21	196.48
留存收益	24.28	27.96	32.31	36.81	存货周转率	7.58	8.28	7.58	7.76
归属母公司股东权益	34.39	38.13	42.47	46.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.68%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	34.39	38.13	42.47	46.98	资产负债率	25.10%	20.71%	20.04%	19.18%
负债和股东权益合计	45.91	48.09	53.12	58.12	带息债务/总负债	12.07%	13.41%	12.54%	11.98%
					流动比率	3.75	4.85	5.15	5.51
					速动比率	3.55	4.52	4.83	5.20
					股利支付率	0.00%	47.47%	44.69%	46.58%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	8.49	10.03	11.11	11.85	每股收益	0.63	0.67	0.75	0.80
PE	15.07	14.31	12.79	11.91	每股净资产	3.27	3.62	4.04	4.46
PB	2.92	2.63	2.36	2.14	每股经营现金	0.60	0.55	0.87	0.91
PS	3.05	2.99	2.75	2.60	每股股利	0.00	0.32	0.33	0.37
EV/EBITDA	8.01	6.51	5.36	4.53					
股息率	0.00%	3.32%	3.49%	3.91%					

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。

西南证券研究院

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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@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
北京	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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	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
	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyr@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lze@swsc.com.cn