

业绩短期承压，产能释放打开成长新空间

投资要点

- **事件：**公司发布2023年中报，上半年实现收入7.5亿元，同比-17.3%，实现归母净利润1.6亿元，同比+16.1%；其中单Q2实现收入3.8亿元，同比-17.2%，实现归母净利润8411万元，同比-34.8%。
- **业绩短期承压，静待下游需求恢复。**23年上半年公司主营业务产品中，纤维素醚产品实现营收5519万元，同比减少1.2%，基本维持稳定，随着下游建筑业需求逐渐恢复对建材级纤维素醚需求回升，消费行业逐步复苏对食品级纤维素醚需求增加，预计纤维素醚业务未来业绩有望持续向好；植物胶囊业务实现营收997万元，同比-44.4%，植物胶囊业务营收减少较多，主要原因是下游库存较高，短期需求减弱，随着库存逐渐降低，植物胶囊销量有望逐步恢复，业绩有望持续增长。
- **产能逐步释放，业绩有望持续增长。**公司在建产能较多，产能持续增长。公司现有纤维素醚产能3.4万吨/年，其中医药食品级0.4万吨/年，建材级纤维素醚产能3万吨/年。目前公司纤维素醚在建产能4.1万吨/年，其中2万吨建材级。2023年预计完成1万吨/年建材级纤维素醚，植物胶囊预计23年达到300亿粒。公司2023年6月发布可转债募投项目包括年产3万吨纤维素醚及150亿粒植物胶囊，预计于24-25年陆续完成建设。预计在23/24/25年，公司纤维素醚年产能达到4.9万吨/6.4万吨/6.9万吨，其中医药食品级纤维素醚年产能9000吨/1.4万吨/1.9万吨；公司植物胶囊年产能300亿粒/350亿粒/400亿粒，产能的持续释放将打开公司业绩增长新空间。
- **纤维素醚龙头企业，产品多元应用范围广。**公司成立于1992年，2000年开始进入非离子型纤维素醚行业，公司主要产品纤维素醚的下游应用涉及建材、医药、食品添加剂领域，公司现已布局医药领域植物胶囊业务，食品添加剂领域人造肉业务。其中食品添加剂领域应用壁垒较高，公司产品已取得多体系认证，并已取得多国客户的供货认证，具有较大且稳定的海内外客户团体。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为0.99元、1.37元、1.66元，对应动态PE分别为17倍、12倍、10倍。公司23年新建产线逐步投产，产能逐步释放，公司产品下游需求逐步回暖，新建产能毛利率高，给予公司24年16倍PE，目标价21.92元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期、原材料价格大幅上涨、产能投放不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1723.48	1746.26	2274.92	2758.78
增长率	10.44%	1.32%	30.27%	21.27%
归属母公司净利润（百万元）	353.80	339.26	469.16	567.31
增长率	7.36%	-4.11%	38.29%	20.92%
每股收益EPS（元）	1.03	0.99	1.37	1.66
净资产收益率ROE	18.80%	15.79%	18.40%	18.76%
PE	16	17	12	10
PB	2.99	2.62	2.20	1.86

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：黄寅斌
执业证号：S1250523030001
电话：13316443450
邮箱：hyb@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)	3.42
流通A股(亿股)	3.16
52周内股价区间(元)	16.41-35.4
总市值(亿元)	60.65
总资产(亿元)	33.93
每股净资产(元)	5.66

相关研究

1 国内纤维素醚领先企业

公司成立于 1992 年，2000 年进军纤维素醚行业。公司成立于 1992 年，前身是淄博市周村区王村柳焊厂，2000 年开始进入非离子型纤维素醚行业，2016 年在深交所中小板上市。

图 1：公司发展历史

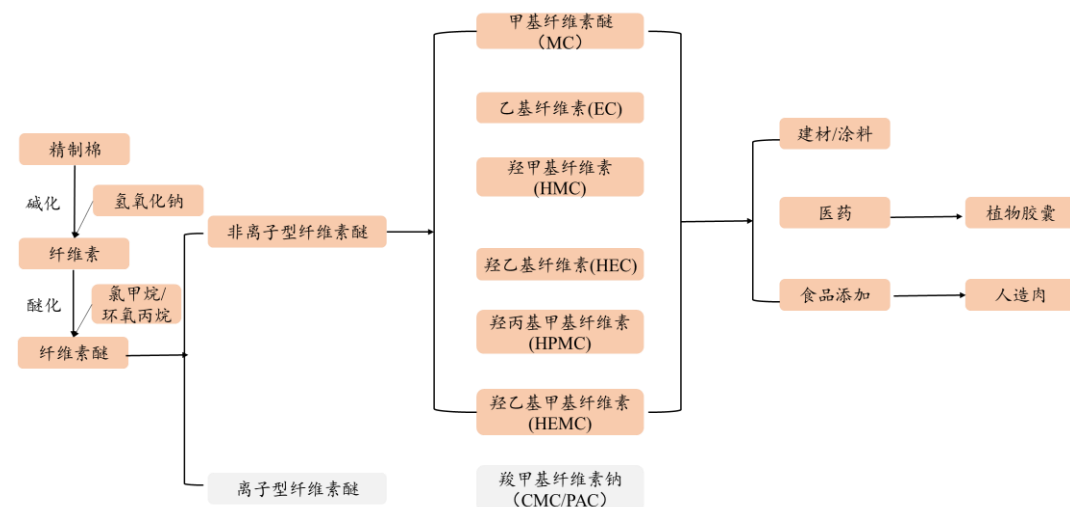


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务纤维素醚产品种类多，用途广。公司致力于水溶性高分子化合物的研发、生产和销售，主要产品是非离子型纤维素醚，具有自主研发、生产中高端型号建材级、医药级和食品级非离子型纤维素醚的能力。主导产品包括纤维素醚系列产品、石墨制化工设备、HPMC 植物胶囊、原乙酸三甲酯、双丙酮丙烯酰胺，为市场提供近百个品种纤维素醚系列产品。

公司产业链布局完善，纤维素醚不断向下游延伸。公司不断完善纤维素醚产业链布局，扩展纤维素醚下游应用。公司上游原料为精制棉、环氧丙烷等，纤维素醚的下游应用涉及建材、医药、食品添加剂领域，公司现已布局医药领域植物胶囊业务，食品添加剂领域人造肉业务。

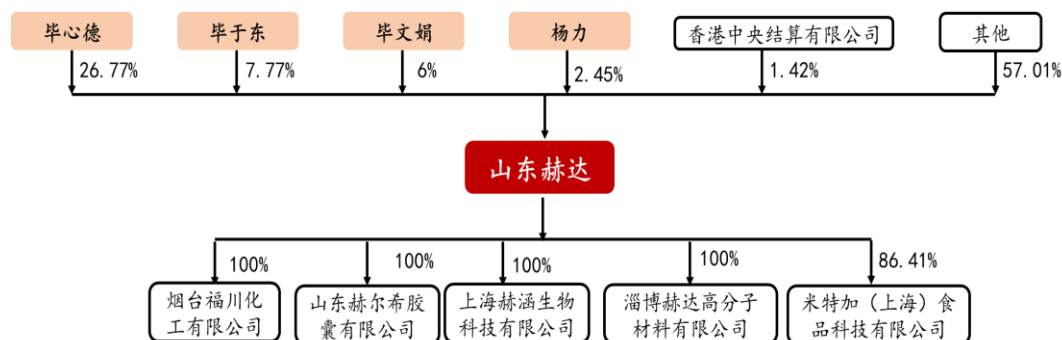
图 2：公司产品产业链



数据来源：wind，西南证券整理

公司股权结构稳定，实控人毕氏家族。毕心德与毕于东、毕文娟系父亲、子女关系。截至 2023 年上半年，毕氏家族共持有公司股份 40.54%。

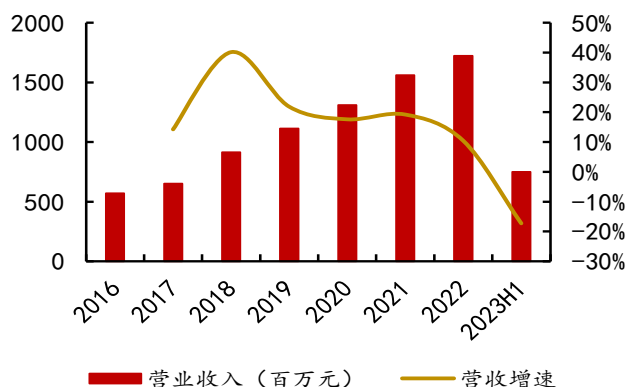
图 3：公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

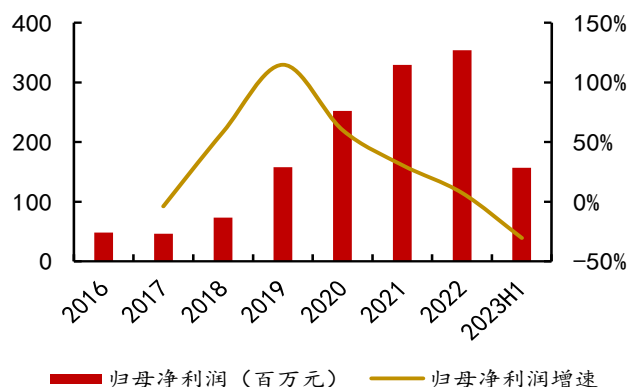
公司产品需求减弱，业绩短期承压。23 年上半年公司主营业务产品中，纤维素醚产品实现营收 5519 万元，同比减少 1.2%，基本维持稳定，随着下游建筑业需求逐渐恢复对建材级纤维素醚需求回升，消费行业逐步复苏对食品级纤维素醚需求增加，预计纤维素醚业务未来业绩有望持续向好；植物胶囊业务实现营收 997 万元，同比-44.4%，植物胶囊业务营收减少较多，主要原因是下游库存较高，短期需求减弱，随着库存逐渐降低，植物胶囊销量有望逐步恢复，业绩有望持续增长。

图 4：公司营收



数据来源：公司公告，西南证券整理

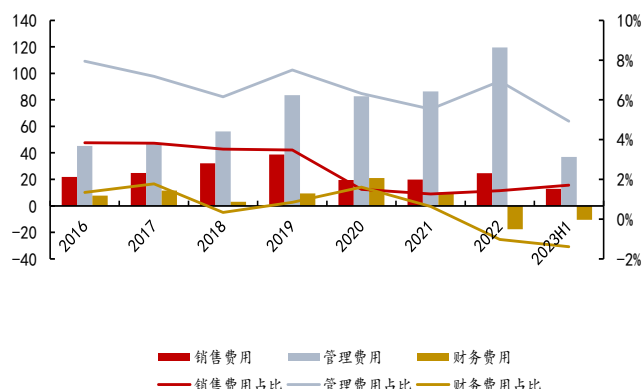
图 5：公司归母净利润



数据来源：公司公告，西南证券整理

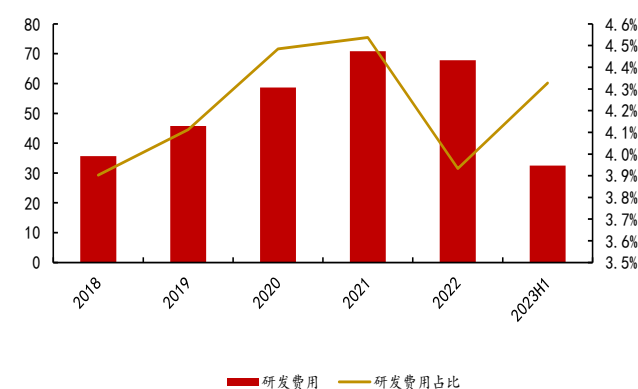
公司三费率呈下降趋势，研发费用稳步提升。公司治理得当，三费率呈现下降趋势，公司重视研发，研发费用呈上升趋势。

图 6：公司三费及三费率（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司研发投入及占比（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产能稳步扩张，延伸布局下游产业。公司现有纤维素醚产能 3.4 万吨/年，其中医药食品级 0.4 万吨/年，建材级纤维素醚产能 3 万吨/年。目前公司纤维素醚在建产能 4.1 万吨/年，其中 2 万吨建材级。2023 年预计完成 1 万吨/年建材级纤维素醚。植物胶囊预计 23 年达到 300 亿粒。

表 1：公司产能

	2022	2023E	2024E	2025E
建材涂料级纤维素醚（万吨/年）	30000	40000	50000	50000
医药食品级纤维素醚（万吨/年）	4000	9000	14000	19000
植物胶囊（亿粒/年）	277	300	350	400
双丙酮丙烯酰胺（万吨/年）	1000	1000	1500	2000
原乙酸三甲酯（万吨/年）	5000	5000	5000	7500

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司生产建材级 HPMC,应用于多种场景。建材级纤维素醚作为高性能外加剂，可以提高建筑材料的保水性及增稠性，改善施工的和易性，保证其具有较好的施工性能，被广泛用于改善和优化包括砌筑砂浆、保温砂浆、瓷砖粘接砂浆、自流平砂浆，以及 PVC 树脂制造、乳胶漆、耐水腻子等在内的建材产品的性能，使之符合节能、环保等要求，提高建筑、装饰的施工效率，并间接地应用于各类型建筑工程的，砌筑及抹面施工、内外墙装修，符合国家产业政策关于新型建材节能、环保的发展方向。公司生产的建材级纤维素醚以中高端型号的建材级 HPMC 为主，其主要应用领域包括保温砂浆、瓷砖粘结剂、自流平、壁纸胶等干混砂浆领域，以及聚氯乙烯(PVC)、电子浆料等领域；另有一部分普通型号产品，主要应用于预拌砂浆、普通砂浆和腻子类产品等。

表 2：建筑级纤维素醚用途

用途	功能
砌筑砂浆	保水增稠，提高和易性，改善施工条件，提高效率。
外墙保温砂浆	增加砂浆的保水能力，改善流动性和施工性，提高砂浆的初期强度和避免开裂。
瓷砖粘接砂浆	提高粘结砂浆的抗下垂能力，改善砂浆的早期粘结强度，抵抗较强的剪力以防止瓷砖滑落。
自流平砂浆	改善砂浆的流动度和抗沉降性能，便于施工。
耐水腻子	可替代传统工业胶水，提高腻子的保水性、粘稠度、耐擦洗度和附着力，消除甲醛危害。

用途	功能
石膏砂浆	提高增稠性、保水性和缓凝性。
乳胶漆	增稠、防止颜料凝胶化，有助于颜料分散，提高胶乳的稳定性和粘度，有助于施工的流平性能。
PVC	起分散剂作用，调节 PVC 树脂的密度，提高树脂热稳定性和控制粒度分布，改善 PVC 树脂产品的表现物性、颗粒特性和熔融流变。
陶瓷	作为陶瓷釉浆的黏结剂，起悬浮、解凝、保水作用，增加生釉强度，减少釉的干燥收缩，使得胚体和釉结合牢固，不易脱落。

数据来源：公司公告，西南证券整理

国内医药级纤维素醚产量有限，公司具有技术优势。医药级纤维素醚是医药行业的重要辅料，在医药行业广泛用于薄膜包衣、粘合剂、药膜剂、软膏剂、分散剂、植物胶囊、缓控释制剂等药用辅料。医药缓控释制剂（包括缓释制剂和控释制剂）专用的医药级纤维素醚核心技术长期由国外知名企业控制，国内仅少数企业掌握用于控释制剂纤维素醚的生产能力，价格昂贵，制约了产品推广应用和医药产业升级。

表 3：医药方面纤维素醚应用

用途	功能
缓控释制剂	通过做骨架材料达到药品缓慢持续释放的效果，以延长药效时间。
植物胶囊	凝胶、成膜性，避免发生交联固化反应。
片剂包衣	在制备的片剂上包衣达到下列目的：避免药物受空气中氧或湿气降解；在给药后提供期望的药物释药模式；掩盖药物的不良气味或臭味；或改善外观。
助悬剂	通过增加黏度来降低药物颗粒在整个介质中的沉降速度。
片剂黏合剂	在制粒过程中，用于引起粉末颗粒黏合。
片剂崩解剂	在固体制剂中使制剂可崩解成小颗粒从而容易分散或溶解。

数据来源：公司公告，西南证券整理

纤维素醚用于食品添加剂，应用范围广泛。食品级纤维素醚是公认的安全食品添加剂，可用作食品增稠剂、稳定剂和保湿剂，起到增稠、保水、改善口感等作用，在发达国家得到普遍应用，主要用于烘焙食品、胶原蛋白肠衣、植脂奶油、果汁、酱料、肉类及其他蛋白质产品、油炸食品等。中国、美国、欧盟以及其他很多国家允许 HPMC 和离子型纤维素醚 CMC 作为食品添加剂使用。

表 4：食品方面纤维素醚应用

用途	产品	功能
甜点添加剂	冷冻乳制品	改善口感、组织及质地；控制冰晶的形成
	内馅	增稠；抑制食品水分流失；避免露馅
调味料添加剂	烤肉酱	增稠；增加酱料的粘着性、味道持久度
	沙拉酱	帮助增稠及塑型
饮料添加剂	酒精饮料	非离子型产品，它能与饮料相容
	果汁	助悬浮性能；增稠，不会掩盖饮料的味道。
烘焙食品添加剂	甜圈及酥皮	改善质地；减少油脂吸附；抑制食品水分流失
	煎饼威化饼	更松脆，并使其表面纹理及色泽更均匀
	方便面饼干	优越的粘合性改善面粉产品的强度、弹性和口感
挤压食品添加剂	直接挤压膨发食品	减少粉屑产生；改善质地及口感。

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：公司纤维素醚 2023-2025 年销量 4.3 万吨、5.6 万吨、6.3 万吨；价格综合历史数据及行业整体供需判断 2023-2025 年均价分别为 2.6 万元/吨、2.7 万元/吨、2.9 万元/吨，公司生产的纤维素醚分为建材级和食品医药级，其中医药级部分外售，部分用作自身下游产品，以上售价为外售均价，23 年下游产品植物胶囊消耗较多高价高毛利医药级纤维素醚，故均价和毛利有所变动。受到外售高毛利医药级纤维素醚占比影响，预计 23-25 年毛利率为 22.8%、24.9%、26.2%。

假设 2：公司植物胶囊 2023-2025 年销量 195 亿粒、227.5 亿粒、280 亿粒；价格综合历史数据及行业整体供需判断 2023-2025 年均价分别为 218 元/万粒、215 元/万粒、213 元/万粒，售价随产能投放有小幅降低。毛利率为 60%。

假设 3：公司其他产品包含原乙酸三甲酯、双丙酮丙烯酰胺、石墨设备等，2023-2025 毛利率为 24.8%、24.7%、22.9%，毛利率变动原因为不同产品销量占比变化。

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 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
纤维素醚	收入	1156.0	1146.2	1575.3	1885.4
	增速		-0.9%	37.4%	19.7%
	毛利率	30.6%	22.8%	24.9%	26.2%
植物胶囊	收入	276	425.1	489.125	596.4
	增速		54.0%	15.1%	21.9%
	毛利率	60.1%	60.0%	60.0%	60.0%
其他	收入	127	175	210.5	276.95
	增速		37.8%	20.3%	31.6%
	毛利率	24.4%	24.8%	24.7%	22.9%
合计	收入	1723.5	1746.3	2274.9	2758.8
	增速		1.3%	30.3%	21.3%
	毛利率	34.2%	32.0%	32.4%	33.2%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 17.5 亿元（+1.3%）、22.7 亿元（+30.3%）和 27.6 亿元（+21.3%），归母净利润分别为 3.4 亿元（-4.1%）、4.7 亿元（+38.3%）、5.7 亿元（+20.9%），EPS 分别为 0.99 元、1.37 元、1.66 元，对应动态 PE 分别为 17 倍、12 倍、10 倍。

综合考虑业务范围，选取了 3 家上市公司作为估值参考，其中山东赫达主要生产纤维素醚产品，其下游应用中植物胶囊生产，具有世界领先水平，主要竞争对手为海外企业，与凯赛生物在其行业中所处地位接近；金禾实业和百龙创园均为食品添加剂公司，其业务与山东赫达纤维素醚在食品饮料方面应用接近。

表 6：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
688065.SH	凯赛生物	351.1	60.2	1.04	1.01	1.47	2.03	64.6	59.5	41.1	29.7
002597.SZ	金禾实业	118.6	21.2	3.20	1.85	2.44	2.94	10.8	11.4	8.7	7.2
605016.SH	百龙创园	53.4	21.5	0.83	0.85	1.22	1.62	25.5	25.3	17.6	13.3
平均值								33.6	32.1	22.5	16.7
002810.SZ	山东赫达	56.2	16.4	1.0	0.99	1.37	1.66	15.9	16.6	12.0	9.9

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 12 倍，行业平均值为 22.5 倍，看好公司 23 年新建产线逐步投产，产能逐步释放，公司产品下游需求复苏，新建产能毛利率高，给予公司 24 年 16 倍 PE，目标价 21.92 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

3 风险提示

下游需求不及预期、原材料价格大幅上涨、产能投放不及预期等风险。

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	1723.48	1746.26	2274.92	2758.78	净利润	353.80	339.26	469.16	567.31
营业成本	1134.13	1186.96	1537.49	1843.79	折旧与摊销	103.77	104.05	130.49	143.85
营业税金及附加	16.21	15.39	19.93	24.51	财务费用	-17.64	6.89	5.70	7.29
销售费用	24.61	24.45	27.30	33.11	资产减值损失	-3.64	0.00	0.00	0.00
管理费用	119.52	104.78	125.12	129.66	经营营运资本变动	74.84	-57.71	39.09	-0.34
研发费用	67.78	87.31	102.37	146.22	其他	-211.28	-19.84	-18.78	-17.11
财务费用	-17.64	6.89	5.70	7.29	经营活动现金流净额	299.86	372.64	625.67	701.00
资产减值损失	-3.64	0.00	0.00	0.00	资本支出	-935.89	-5.00	-6.00	-5.00
投资收益	35.17	20.19	27.68	23.94	其他	449.20	260.94	268.74	264.98
公允价值变动损益	-1.24	0.00	0.31	0.30	投资活动现金流净额	-486.69	255.94	262.74	259.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	35.49	-230.48	0.00	0.00
营业利润	411.48	340.68	485.00	598.43	长期借款	175.55	-0.50	-0.50	-0.50
其他非经营损益	-1.69	-1.42	-1.33	-1.26	股权融资	0.82	0.00	0.00	0.00
利润总额	409.79	339.26	483.67	597.17	支付股利	-34.25	-70.76	-67.85	-93.83
所得税	56.00	0.00	14.51	29.86	其他	18.94	5.02	19.35	12.48
净利润	353.80	339.26	469.16	567.31	筹资活动现金流净额	196.54	-296.71	-49.01	-81.85
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	16.23	331.87	839.40	879.13
归属母公司股东净利润	353.80	339.26	469.16	567.31					
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	150.97	482.83	1322.24	2201.37	成长能力				
应收和预付款项	410.29	403.19	532.38	642.14	销售收入增长率	10.44%	1.32%	30.27%	21.27%
存货	242.06	253.88	327.49	393.81	营业利润增长率	9.29%	-17.21%	42.36%	23.39%
其他流动资产	54.20	7.54	9.82	11.91	净利润增长率	7.36%	-4.11%	38.29%	20.92%
长期股权投资	37.19	37.19	37.19	37.19	EBITDA 增长率	3.97%	-9.24%	37.55%	20.67%
投资性房地产	9.46	9.46	9.46	9.46	获利能力				
固定资产和在建工程	2203.78	2124.94	2020.64	1901.99	毛利率	34.20%	32.03%	32.42%	33.17%
无形资产和开发支出	183.98	163.80	143.61	123.43	三费率	7.34%	12.79%	11.45%	11.46%
其他非流动资产	39.41	-201.36	-442.12	-682.89	净利率	20.53%	19.43%	20.62%	20.56%
资产总计	3331.34	3281.47	3960.71	4638.41	ROE	18.80%	15.79%	18.40%	18.76%
短期借款	230.48	0.00	0.00	0.00	ROA	10.62%	10.34%	11.85%	12.23%
应付和预收款项	723.66	655.06	898.14	1074.08	ROIC	16.88%	14.54%	20.79%	26.64%
长期借款	357.88	357.38	356.88	356.38	EBITDA/销售收入	28.87%	25.86%	27.31%	27.17%
其他负债	137.59	120.75	155.82	184.14	营运能力				
负债合计	1449.61	1133.19	1410.84	1614.60	总资产周转率	0.58	0.53	0.63	0.64
股本	342.45	342.43	342.43	342.43	固定资产周转率	2.20	1.57	1.47	1.63
资本公积	132.79	132.79	132.79	132.79	应收账款周转率	4.82	4.48	5.09	4.91
留存收益	1418.85	1687.35	2088.66	2562.14	存货周转率	4.77	4.77	5.27	5.09
归属母公司股东权益	1881.73	2148.28	2549.87	3023.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.24%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1881.73	2148.28	2549.87	3023.81	资产负债率	43.51%	34.53%	35.62%	34.81%
负债和股东权益合计	3331.34	3281.47	3960.71	4638.41	带息债务/总负债	40.59%	31.54%	25.30%	22.07%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	0.83	1.64	2.30	2.86
EBITDA	497.61	451.61	621.19	749.58	速动比率	0.59	1.28	1.95	2.51
PE	15.88	16.56	11.98	9.91	股利支付率	9.68%	20.86%	14.46%	16.54%
PB	2.99	2.62	2.20	1.86	每股指标				
PS	3.26	3.22	2.47	2.04	每股收益	1.03	0.99	1.37	1.66
EV/EBITDA	12.07	12.57	8.18	5.92	每股净资产	5.50	6.27	7.45	8.83
股息率	0.61%	1.26%	1.21%	1.67%	每股经营现金	0.88	1.09	1.83	2.05
					每股股利	0.10	0.21	0.20	0.27

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。

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
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@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	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@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
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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	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
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	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
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@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	cyryf@swsc.com.cn