2021 年 03 月 30 日
证券研究报告•2020 年年报点评
广 联 达（002410）计算机

买入（首次）
当前价：66.60 元
目标价：83.83 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期，施工业务有望加速放量

投资要点

- **业绩总结：**2020 年，公司实现营业总收入 40.1 亿元，同比增长 13.1%；实现归母利润 3.3 亿元，同比增长 40.6%。
- **造价业务持续稳定增长，公司净利率出现回暖趋势。**1）收入端：2020 年公司营收同比增长 13.1%。分业务来看，数字造价业务收入 27.9 亿元，同比增长 13.8%，其中云收入 16.2 亿元，同比增长 76.1%；施工业务收入 9.4 亿元，同比增长 10.5%；海外业务收入 1.5 亿元，同比增长 7.4%。2）利润端：公司归母净利润同比大幅增长，增速达 40.6%；公司毛利率为 88.5%，同比下降 0.8pp；净利率为 9.67%，同比增长 2.3pp。3）费用方面：公司销售费用率为 31.4%，同比增长 0.2pp；管理费用率为 22.0%，同比下降 1.2pp；公司研发投入相对保持稳定，研发费用率为 27.0%，同比变化不大。
- **造价业务云转型加速推进，云收入占比大幅提升。**公司数字造价业务云收入达 16.2 亿元，占造价收入比例 58.1%，同比增长 20+pp。截至 2020 年底，公司数字造价业务累计有 25 个地区进入了云转型，仅剩江苏、浙江、福建、安徽 4 个地区没有进入全面云转型。2020 年新转型地区全年产品综合转化率达 50%，；2019 年转型的 10 个地区产品综合转换率超 80%，续费率高达 88%；2019 年之前转型的 11 个地区产品综合转化率、续费率均超过 85%。
- **数字施工业务稳步发展，公司有望在该蓝海市场领跑。**截至 2020 年末，公司数字施工项目级产品累计服务项目 3.8 万个（2020 年新增 1.5 万个），累计服务客户 3400 家（2020 年新增 1700 家）。根据中国产业信息的预测，我国建筑信息化行业将在 2025 年达到 1298.9 亿元市场规模，复合年增长率达到 25.7%。目前国内每年大概有 50 多万个新开工项目，据此估算施工信息化市场有望达千亿规模。随着下游需求的不断释放，公司作为在建筑信息化行业积淀 20 余年的领军企业，未来有望在施工的蓝海市场领跑。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年，公司 EPS 分别为 0.45 元、0.59 元、0.72 元，未来三年归母净利润复合增长率有望达 37%左右。我们给予公司 2021 年造价业务 20 倍 PS、施工及其他业务 55 倍 PE，对应目标价格 83.83 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**云转型不达预期；施工业务整合和向下渗透不及预期；海外业务拓展不达预期；行业竞争加剧。

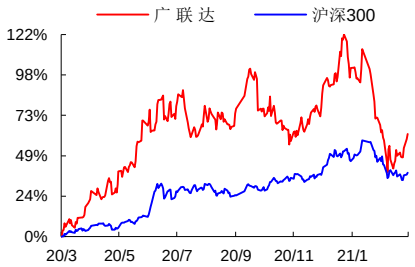
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4004.64	4993.13	6587.68	8506.09
增长率	13.10%	24.68%	31.93%	29.12%
归属母公司净利润（百万元）	330.39	537.34	699.67	851.31
增长率	40.55%	62.64%	30.21%	21.67%
每股收益 EPS（元）	0.28	0.45	0.59	0.72
净资产收益率 ROE	5.82%	8.41%	10.01%	11.07%
PE	239	147	113	93
PB	12.35	11.84	10.83	9.84

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
执业证号：S1250517050002
电话：021-58351932
邮箱：cxya@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)	11.87
流通 A 股(亿股)	9.91
52 周内股价区间(元)	41.2-91.35
总市值(亿元)	790.55
总资产(亿元)	95.47
每股净资产(元)	5.40

相关研究

1 公司为国内建筑信息化行业龙头企业

广联达成立于 1998 年，公司自成立以来就专注于建筑产业，并围绕工程项目的全生命周期，为客户提供以建设工程领域专业应用产品和解决方案。经过 20 多年的发展，公司现已成为建筑信息化领域的龙头企业。

广联达现拥有员工 8000 余人，拥有 780+个软件著作权，40 余项核心技术。公司在全球建立 70 余家分子公司，服务企业客户 20 万余家，服务工程项目 600 余万个，服务客户遍布全球 100 多个国家和地区。广联达正在为实现每一个工程项目都接水、接电、接数字建筑平台的二次创业理想而努力，将以“数字建筑”为引领，持续助力建筑产业转型升级，用科技让每一个工程项目成功。

图 1：公司基本情况



数据来源：公司官网，西南证券整理

目前，公司已经形成了数字造价业务、数字施工业务、创新业务、海外业务等业务布局。

1）**数字造价业务：**造价业务属于公司比较成熟的业务条线，主要为建设工程造价提供工具类软件产品及数据服务，包括计价业务、算量业务和工程信息业务等。经过二十多年发展，公司的造价业务在国内竞争优势明显。近年来，公司造价业务开始云转型，收入确认由一次性的 Lisence 收费转变为 SaaS 模式收费。目前公司转云进度良好，造价业务的云转型已经覆盖全国 25 个地区，2020 年新转型地区全年产品综合转化率达 50%。其中，2019 年转型的 10 个地区产品综合转换率超 80%，续费率为 88%；2019 年之前已转型的 11 个地区的产品综合转化率、续费率均超过 85%。

2）数字施工业务：施工业务是公司重点突破的成长业务，主要聚焦工程项目建造过程，通过“平台+组件”的模式，为施工企业提供平台化解决方案、软硬件产品。公司在施工业务方面持续做强产品价值，发布项企一体化 1.0 解决方案，主动调整销售策略，加快现金回款。截至 2020 年末，公司施工项目端产品累计服务项目 3.8 万个（新增 1.5 万个），累计服务客户 3400 家（新增 1700 家）。

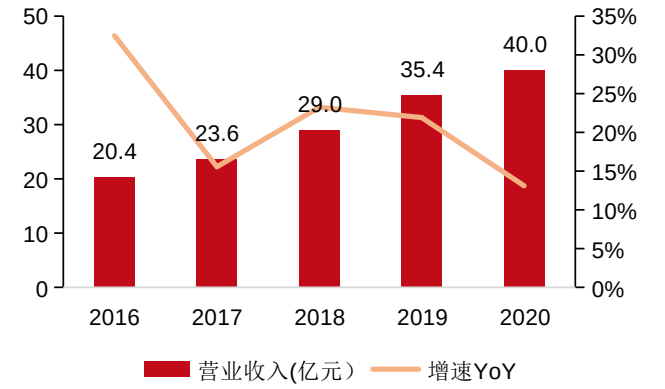
3）创新业务：创新业务是公司孵化的新兴业务，依托数字项目管理平台及相关产品的积累，面向建筑业不同细分市场，从供应链服务、园区智慧化建设、人才培养等诸多维度为

建筑业转型升级提供支持与保障。公司加速数字设计业务布局，2020 年 9 月，公司的施工建模设计软件 BIMMAKE 正式对外发布，全年新增用户 3 万多名用户；10 月，公司收购了洛阳鸿业信息科技有限公司，收购整合后，鸿业科技将与公司优势互补，并快速增强设计业务的渠道与市场能力。

4）海外业务：主要包括两部分，一部分是造价业务国际化系列产品 Cubicost，该产品主要开拓东南亚市场；Cubicost TAS 产品具备了快速规模化能力，能够通过计算规则库的快速配置满足本地化规则，目前该产品在新加坡等地已经开启规模化推广，进一步夯实了招投标阶段的编标、投标、评标及组价库的闭环应用，在东南亚地区的应用率和口碑均有大幅度提升。另一部分海外业务则是依托芬兰子公司机电专业 BIM 的相关业务，形成了 MagiCAD 产品线，主要覆盖欧美等市场。

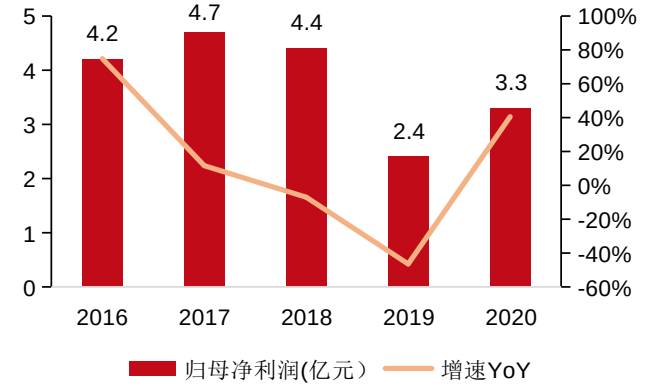
近五年营收稳步增长，净利润出现短期波动。回顾过去几年公司的业绩情况，1）收入端：2016-2020 年，公司营业收入由 20.4 亿元增长至 40.0 亿元，复合增长率约为 18%；其中 2020 年同比增长 13.1%。公司云业务合同负债余额增至 15.1 亿元，若将云合同负债的影响因素进行还原，还原后公司的营业收入为 46.2 亿元，同口径同比增长 15.0%。2）利润端：同期内，受云转型影响，公司归母净利润出现短期波动；2020 年公司归母净利润 3.3 亿元，同比增长 40.6%。

图 2：公司近五年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司近五年净利润及增速

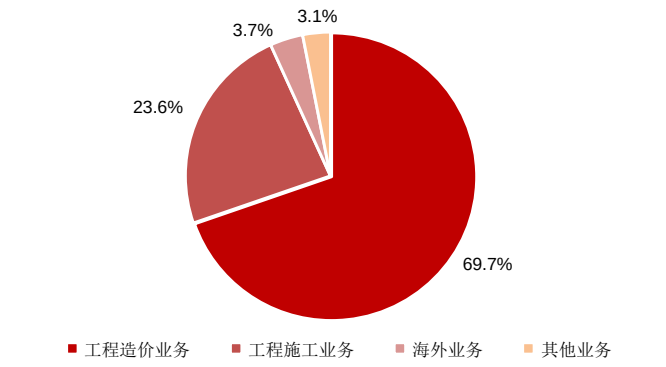


数据来源：公司公告，西南证券整理

从营收结构来看，公司主营业务包括数字造价业务、数字施工业务、海外业务等。目前公司造价业务转云进度良好，同时，公司抓住施工阶段信息化发展机遇，开展以智慧工地业务、BIM 建造业务、数字企业业务为主体的施工业务。2020 年，公司数字造价业务收入达 27.9 亿元，同比增长 13.8%，营业收入占比 69.7%，是公司收入的主要来源；其中云收入占造价业务收入比例达 58.1%。数字施工业务收入为 9.4 亿元，同比增长 10.5%，营收占比为 23.6%。海外业务收入为 1.5 亿元，同比增长 7.4%，收入占比为 3.7%。总体来看，2020 年公司各项业务收入占比基本保持稳定。

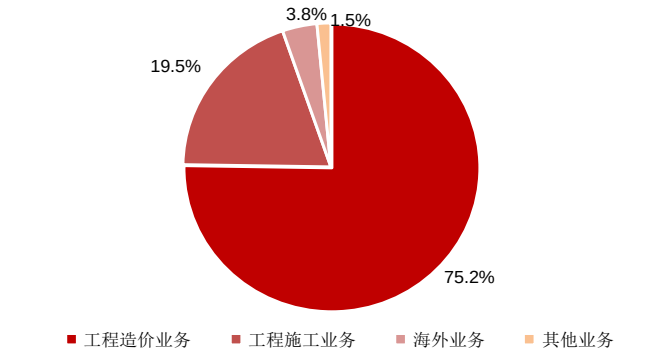
从毛利结构来看，2020 年，公司数字造价业务毛利率为 94.2%，毛利占比为 75.3%，是公司毛利的最大贡献者；数字施工业务毛利率相比其他业务较低，毛利率为 72.1%，毛利占比为 19.5%；海外业务毛利率为 89.5%，毛利占比为 3.8%。

图 4：公司 2020 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

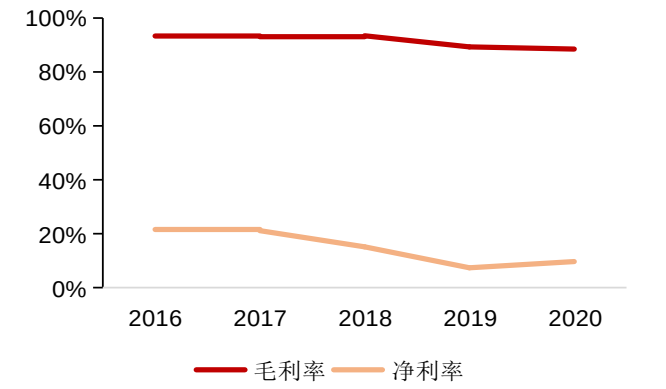
图 5：公司 2020 年主营业务毛利占比



数据来源：Wind，西南证券整理

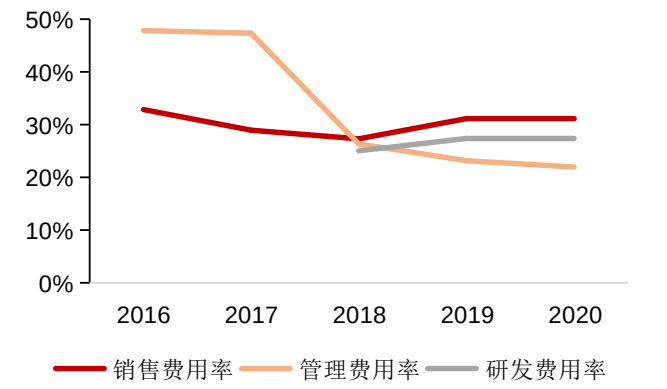
公司毛利率水平近年来有所下滑，净利率受云化转型影响出现短期波动。1）利润率方面：2020 年，公司毛利率为 88.5%，同比下降 0.8pp；净利率为 9.7%，同比上市 2.3pp，主要系受公司云化转型的影响。2020 年上半年，公司毛利率为 41.1%，同比下降 5.9pp；净利率为 4.8%，同比下降 10.9pp。**2）费用率方面：**2020 年，公司销售费用率为 31.4%，同比增长 0.2pp，主要因为报告期内公司造价业务转型市场推广和渠道功能重构，以及施工业务持续强化渠道投入增加；管理费用率为 22.0%，同比下降 1.2pp；研发费用率为 27.0%，同比下降 0.3pp。经过短暂的阵痛期后，公司财务指标逐步好转，总体来说，公司目前已经进入良性发展状态。

图 6：公司毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：截至 2020 年底，造价业务累计有 25 个地区进入了云转型，仅剩江苏、浙江、福建、安徽四个地区没有进入全面云转型。造价业务的云产品续费率目前均超过 85%，同比去年有较好的提升。我们假设未来三年，公司造价业务转云持续顺畅进行、云产品续费率继续稳步提升。随着造价业务转云程度的不断加深，带动公司造价业务未来三年持续稳定攀升。

假设 2：公司的数字施工业务经过 2018 年、2019 年的调整后（完成向平台+架构的模式转变），公司数字施工业务将重新回到稳步增长轨道。企业在施工业务方面，采取企业级向项目端渗透的发展战略。我们预计未来三年，公司施工业务自企业级向项目端渗透加速，项目端带动施工业务加速增长，施工业务占比有望提升至 40%左右。

假设 3：海外业务方面，业务实施主体主要为芬兰公司 MagiCAD，海外市场相对较为稳定。我们假设海外市场状况在未来三年仍保持相对稳定的状态，没有出现突发性的、不可抗力的影响因素。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
数字造价业务	收入	2451.7	3187.2	3897.9	4685.3
	增速	19.2%	30.0%	22.3%	20.2%
	毛利率	94.0%	95.0%	95.2%	95.3%
数字施工业务	收入	853.4	1523.3	2338.3	3390.6
	增速	29.6%	78.5%	53.5%	45.0%
	毛利率	76.0%	83.8%	86.3%	86.3%
海外业务	收入	137.3	157.9	176.9	194.6
	增速	11.3%	15.0%	12.0%	10.0%
	毛利率	88.9%	89.0%	89.2%	89.5%
其他业务	收入	76.5	124.7	174.6	235.7
	增速	78.6%	63.0%	40.0%	35.0%
	毛利率	91.0%	95.0%	95.0%	95.0%
合计	收入	4004.6	4993.1	6587.7	8506.1
	增速	13.1%	24.7%	31.9%	29.1%
	毛利率	88.7%	91.4%	91.9%	91.6%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取五家主流可比公司，分别是泛微网络、用友网络、科大讯飞、恒生电子和卫宁健康。根据 Wind 一致预期显示，2021 年五家公司的平均 PE 为 73 倍；平均 PS（TTM）为 15 倍。

我们预计 2021-2023 年公司的 EPS 分别为 0.45 元、0.59 元、0.72 元，归母净利润复合增速达到 37%左右。考虑到公司造价业务云转型顺利进行、施工业务处于蓝海市场且进入加速放量阶段，我们对公司未来长期看好。基于此，给予公司 2021 年造价业务 20 倍 PS、施工及其他业务 55 倍 PE，对应目标价格 83.83 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PS（TTM）	PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E		19A	20E	21E	22E
603039	泛微网络	86.85	0.92	0.94	1.06	1.36	13.80	63.48	94.06	82.10	64.06
600588	用友网络	36.40	0.47	0.30	0.33	0.43	13.97	60.11	145.13	109.17	83.08
002230	科大讯飞	47.99	0.37	0.54	0.72	0.99	9.90	92.54	88.69	66.19	48.65
600570	恒生电子	83.32	1.76	1.19	1.48	1.84	22.23	44.09	69.79	56.26	45.39
300253	卫宁健康	16.20	0.24	0.23	0.31	0.43	16.67	61.71	69.69	51.43	38.09
平均值							15.31	64.39	93.47	73.03	55.85

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2021.03.30 收盘）

3 风险提示

云转型不达预期；施工业务整合和向下渗透不及预期；海外业务拓展不达预期；行业竞争加剧。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4004.64	4993.13	6587.68	8506.09
营业成本	454.50	429.75	535.52	717.27
营业税金及附加	37.90	47.26	62.35	80.51
销售费用	1255.52	1561.87	2062.22	2662.09
管理费用	879.19	2435.39	3210.22	4126.20
财务费用	-17.42	3.04	4.39	6.28
资产减值损失	-20.70	-30.70	-43.27	-35.31
投资收益	10.21	57.47	50.65	38.72
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	414.21	604.00	806.91	987.78
其他非经营损益	-3.81	15.19	3.87	3.50
利润总额	410.40	619.19	810.78	991.28
所得税	29.04	41.33	54.12	66.17
净利润	381.37	577.86	756.66	925.11
少数股东损益	50.98	40.52	56.99	73.80
归属母公司股东净利润	330.39	537.34	699.67	851.31

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	381.37	577.86	756.66	925.11
折旧与摊销	134.07	72.53	72.53	72.53
财务费用	-17.42	3.04	4.39	6.28
资产减值损失	-20.70	-30.70	-43.27	-35.31
经营营运资本变动	1232.46	-1999.84	-45.24	3356.41
其他	166.36	-26.78	-7.39	-3.41
经营活动现金流净额	1876.13	-1403.89	737.68	4321.61
资本支出	-844.35	0.00	0.00	0.00
其他	147.85	95.33	136.02	135.78
投资活动现金流净额	-696.50	95.33	136.02	135.78
短期借款	-1085.62	-3.00	0.00	0.00
长期借款	-0.02	0.00	0.00	0.00
股权融资	2683.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-66.08	-107.47	-139.93
其他	-240.33	-135.15	101.26	88.03
筹资活动现金流净额	1357.03	-204.23	-6.21	-51.90
现金流量净额	2522.45	-1512.79	867.50	4405.49

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4796.95	3284.16	4151.65	8557.15
应收和预付款项	552.01	567.31	814.70	1146.86
存货	26.33	23.98	30.11	40.29
其他流动资产	44.31	239.07	287.42	296.78
长期股权投资	255.46	255.46	255.46	255.46
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	993.98	957.52	921.06	884.60
无形资产和开发支出	1652.68	1617.74	1582.79	1547.85
其他非流动资产	1225.37	1186.39	1099.90	1001.72
资产总计	9547.10	8131.63	9143.10	13730.70
短期借款	3.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	826.41	828.00	1005.80	4591.29
长期借款	0.07	0.07	0.07	0.07
其他负债	2159.80	429.06	581.14	781.76
负债合计	2989.29	1257.14	1587.02	5373.13
股本	1185.71	1187.01	1187.01	1187.01
资本公积	3134.65	3133.35	3133.35	3133.35
留存收益	1957.27	2428.53	3020.73	3732.11
归属母公司股东权益	6402.24	6678.41	7303.00	8030.70
少数股东权益	155.57	196.09	253.08	326.88
股东权益合计	6557.81	6874.50	7556.08	8357.58
负债和股东权益合计	9547.10	8131.63	9143.10	13730.70

财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	13.10%	24.68%	31.93%	29.12%
营业利润增长率	42.65%	45.82%	33.60%	22.41%
净利润增长率	49.80%	51.52%	30.94%	22.26%
EBITDA 增长率	21.58%	28.01%	30.06%	20.68%
获利能力				
毛利率	88.65%	91.39%	91.87%	91.57%
三费率	52.87%	80.12%	80.10%	79.88%
净利率	9.52%	11.57%	11.49%	10.88%
ROE	5.82%	8.41%	10.01%	11.07%
ROA	3.99%	7.11%	8.28%	6.74%
ROIC	48.55%	41.59%	33.15%	173.77%
EBITDA/销售收入	13.26%	13.61%	13.42%	12.54%
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.56	0.76	0.74
固定资产周转率	4.97	6.30	8.72	11.83
应收账款周转率	8.16	11.37	11.59	10.37
存货周转率	19.07	17.08	19.80	20.38
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	127.84%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	31.31%	15.46%	17.36%	39.13%
带息债务/总负债	0.10%	0.01%	0.00%	0.00%
流动比率	1.90	3.87	4.00	2.00
速动比率	1.89	3.85	3.98	1.99
股利支付率	0.00%	12.30%	15.36%	16.44%
每股指标				
每股收益	0.28	0.45	0.59	0.72
每股净资产	5.39	5.63	6.15	6.77
每股经营现金	1.58	-1.18	0.62	3.64
每股股利	0.00	0.06	0.09	0.12

业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	530.86	679.57	883.83	1066.59
PE	239.28	147.12	112.99	92.86
PB	12.35	11.84	10.83	9.84
PS	19.74	15.83	12.00	9.29
EV/EBITDA	137.44	109.77	83.51	65.16
股息率	0.00%	0.08%	0.14%	0.18%

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn