西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

海外制药龙头解读系列之十
赛诺菲——2020年中报解读：

疫情持续影响至二季度，Dupixent在华获批扩版图放量可期

西南证券研究发展中心
2020年10月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：张熙
执业证号：S1250520070005
邮箱：zhangxi@swsc.com.cn

分析师：陈进
执业证号：S1250517100002
邮箱：cj@swsc.com.cn

赛诺菲：疫情持续影响至二季度，Dupixent在华获批扩版图放量可期

1. 受新冠疫情的不利影响，公司上半年总体收入实现195.6亿美元，轻微上升0.4%，全年EPS增长率指引为+6%到7%。
2. 分业务来看，公司架构的战略稳步推进。公司药物板块虽受COVID-19冲击，但总体表现稳中有进，上半年同比增长4%，主要由于公司新药Dupixent表现强势（+93%），Plavix获得美国和波多黎各地区唯一专营权，Praluent实现重组计划（Q2增速+8%）。相反，疫苗板块上半年业绩疲软，同比下降5%，主要因COVID-19影响，旅行疫苗销售量缩水明显（-42%）。第三大业务保健品上半年同比下降5.5%，主要受产品Zantac销量大幅缩水（-110%）及消化类产品销量低迷的影响（-20%）。
3. 分药物品种来看，抗肿瘤药物实现收入3.8亿美元（+24%），主要品种为Jevtana和Fasturtec；Dupixent特应性皮炎药（18亿美元，+93%）为公司药物主要收入来源之一，预计下半年继续保持高增速；糖尿病药物增速略微下滑，实现净收入29.3亿美元（-4.2%），主要品种为Lantux、Toujeo和Apidra；罕见病药物实现收入18.1亿美元（+4%），其中Cerdelga收入显著提升（+17%）。整体而言，普通药物收入下降9.4%，专科疗法营收显著提升25%。
4. 分地区看，美国仍然为多数品种销售最多的地区，增速稳定（+6%）,增长受Dupixent、Praluent、Kevzara和Aubagio四个药物共同推动。欧洲市场增速略微下滑（-2.1%），主要因COVID-19大流行导致疫苗注射量大幅减少以及欧洲严格的监管措施出台。中国市场下滑12%，主要由于COVID-19的冲击以及VBP带量采购新政策的实行。
5. 公司最新公布的临床管线有83个项目，其中5项处于注册阶段，25项处于临床I期实验，24项处于临床II期实验，29项处于临床III期阶段。去年11月末，Toujeo(甘精胰岛素)扩大适应症获美国FDA批准，用于儿科I型糖尿病患者。特应性皮炎新药Dupixent于今年6月在华获批，预计下半年销量进一步提升，将持续推动公司业绩增长。
6. 公司未来继续实施其新的“赢”战略，成立三个主要的全球业务单位：专科疗法GBU(Dupixent®，多发性硬化症，神经学，其他炎症疾病和免疫，罕见疾病，肿瘤学和罕见血液疾病)，疫苗GBU，和普通药物GBU（糖尿病，心血管和已建立的处方产品），聚焦于潜在“first-in-class“或“best-in-class”产品的开发。

风险提示：新药上市销售额不符预期；疫情影响研发进度；药物研发失败的风险；疫苗安全事故。

1、概览

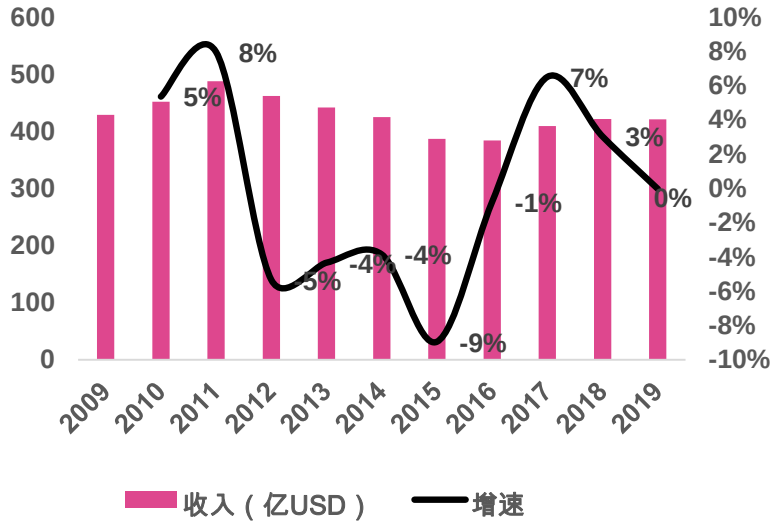
1.1 业绩回顾

- **业绩概况：**2020年H1实现营业收入195.6亿美元（+0.4%）其中单一季度+3.8%，单二季度-8%，因2020年5月29日的交易而产生的Regeneron投资收益，调整后净利润102.2亿美元（+756%）。
- **盈利预测与估值: 公司全年EPS指引约6-7%增长。根据一致性预期，预计2020、2021年调整后净利润约129亿美元、72亿美元，对应PE约10、18倍。**
- **历史收入及利润增速：**公司2009~2019年收入以及调整后净利润CAGR分别为-0.21%和-8%。

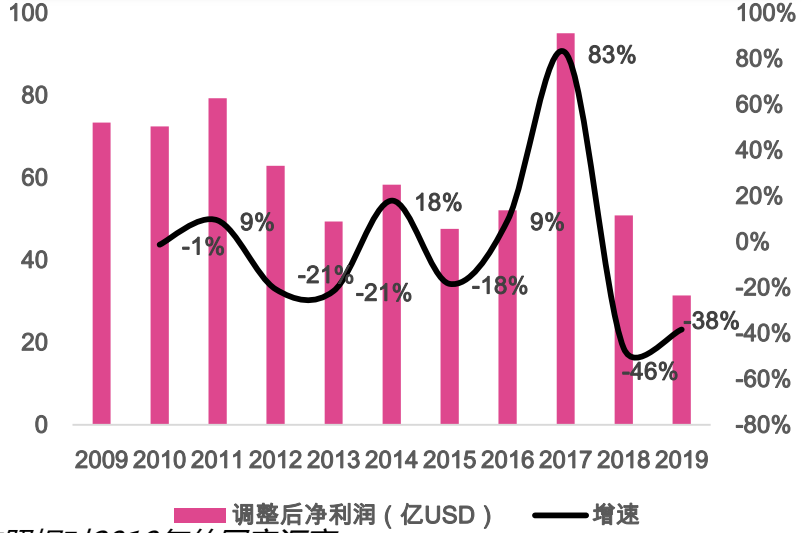
财务数据单位：亿美元，固定汇率下

2020Q2					市值	估值 PE	
收入	YOY%	调整后净利润	YOY%	EPS	亿美元	2020E	2021E
92.9	-8%	83.7	8658%	0.02	1277	10	18
2020H1					净利润指引		
收入	YOY%	调整后净利润	YOY%	EPS	2020		
195.6	-1.3%	102.2	+756%	-	83.1		

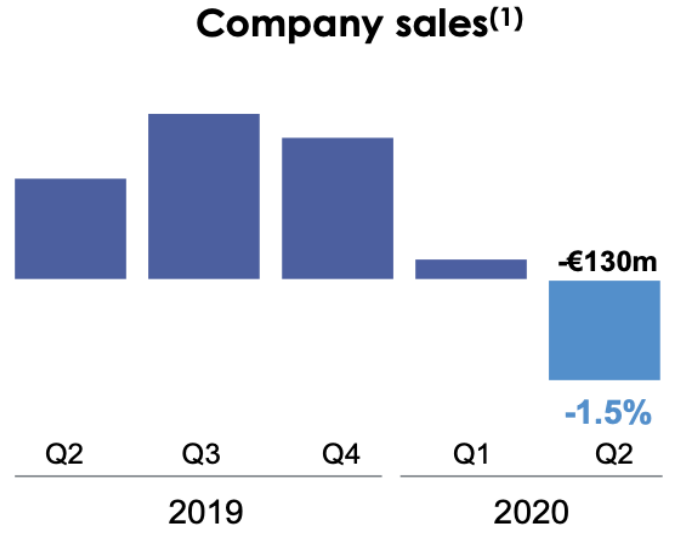
赛诺菲历史收入情况



赛诺菲历史净利润情况（调整后）



疫情影响持续，二季度营收负增长

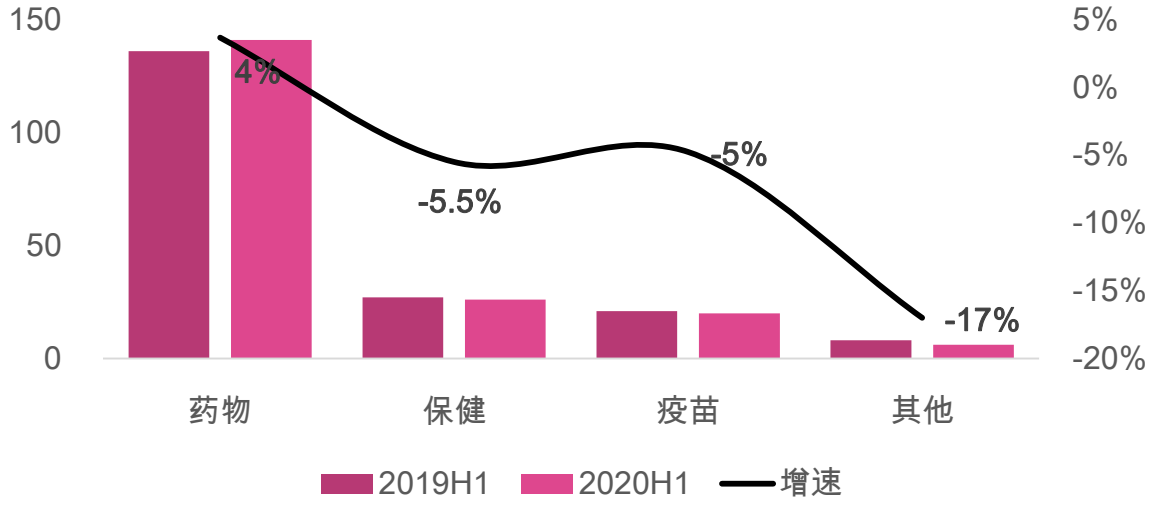


资料来源：公司财务报告和披露信息　*注：本报告Yoy按照相对2019年的固定汇率*

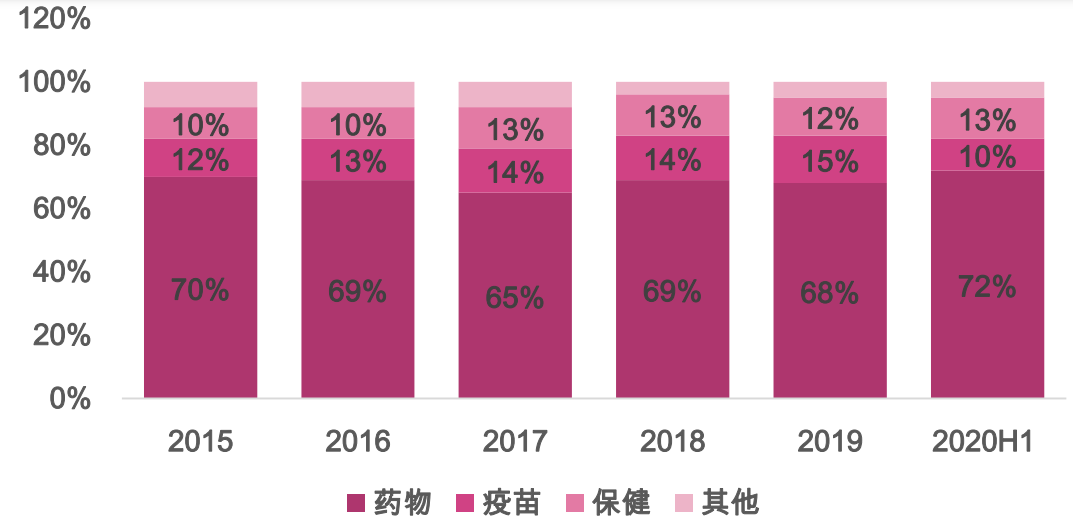
1.2 上半年主营业务收入拆分：药品+4%，保健品-5.5%

- 上半年总收入为196.5亿美元（-2%），其中药品141亿美元（+4%），保健25.6亿美元（-5.5%）；
- 药物部门上半年+4%：在首个也是唯一获批治疗成人中重度特应性皮炎的靶向生物制剂Dupixent（+93%）的推动下，药品事业部的销售额增长了4%，其中包括Cablivi， Aubagio，Toujeo在内的3种药物增长也弥补了生物仿制药竞争的影响。
- 保健部门上半年-5.5%，主要是Zantac（胃药）被召回带来负面影响，销量大幅下降110%；消化药下降20%。

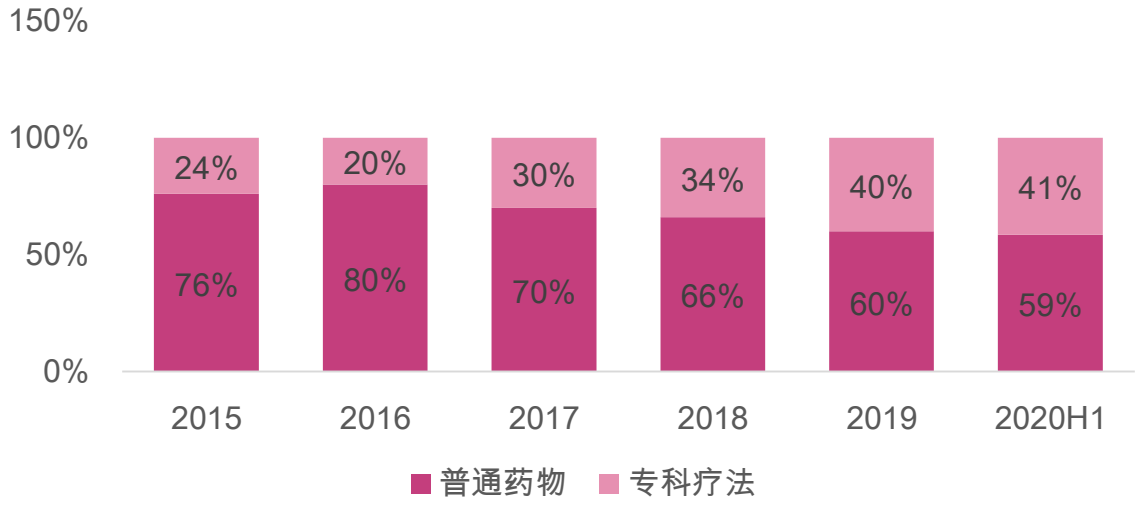
2020H1销售收入（单位：亿美元）分部门拆解



赛诺菲历史收入占比



赛诺菲药物板块历史收入结构



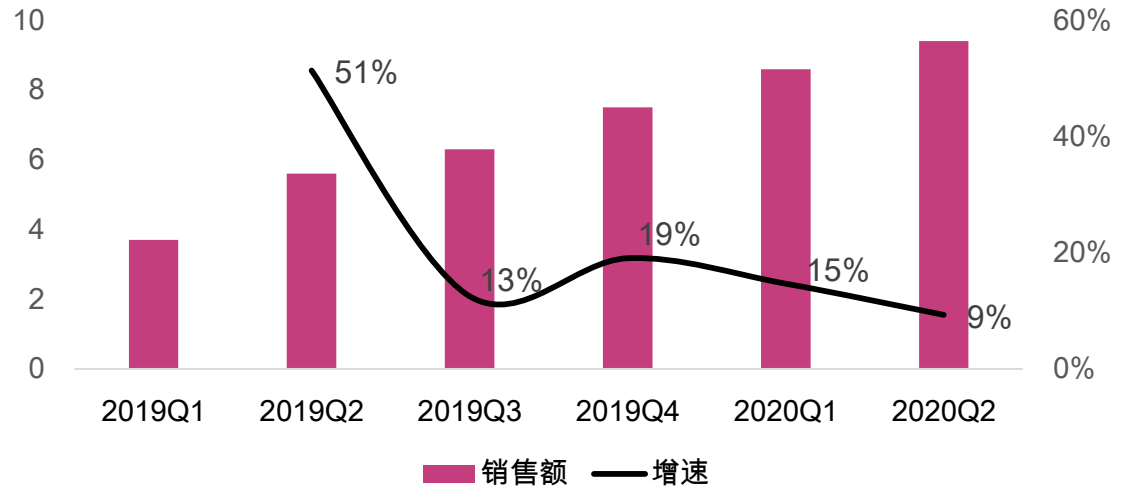
资料来源：公司财务报告和披露信息

1.3 药品销售额增长了4%，达到141亿美元

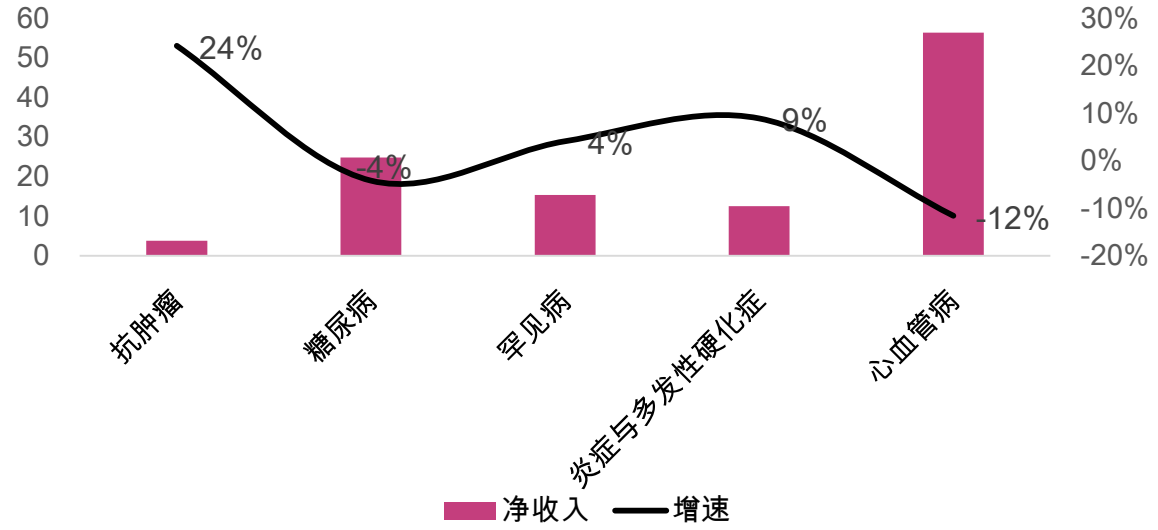
- COVID-19对销售产生了负面影响，尤其是在今年上半年。住院和门诊病人减少，特别影响了Lantus，Lovenox，旅行疫苗等需要在医院注射的药品销售。**主要的增长动力**是中重度特应性皮炎药物**Dupixent**，甘精胰岛素**Toujeo**，法布雷病新药**Fabrazyme**，多发性硬化症药物 **Aubagio**。

- **皮炎药物Dupixent仍然是赛诺菲的核心推广产品**，上半年实现了18亿美元收入，同比+93%，足以抵消上半年一般性药物收入下降的影响。Dupixent是一种靶向IL-4和IL-13的抗体，可用于治疗中重度湿疹（特应性皮炎）、鼻息肉和哮喘等多种疾病。该药于2017年首次在美国获批哮喘适应症，目前已经在全球34个国家或地区上市销售。

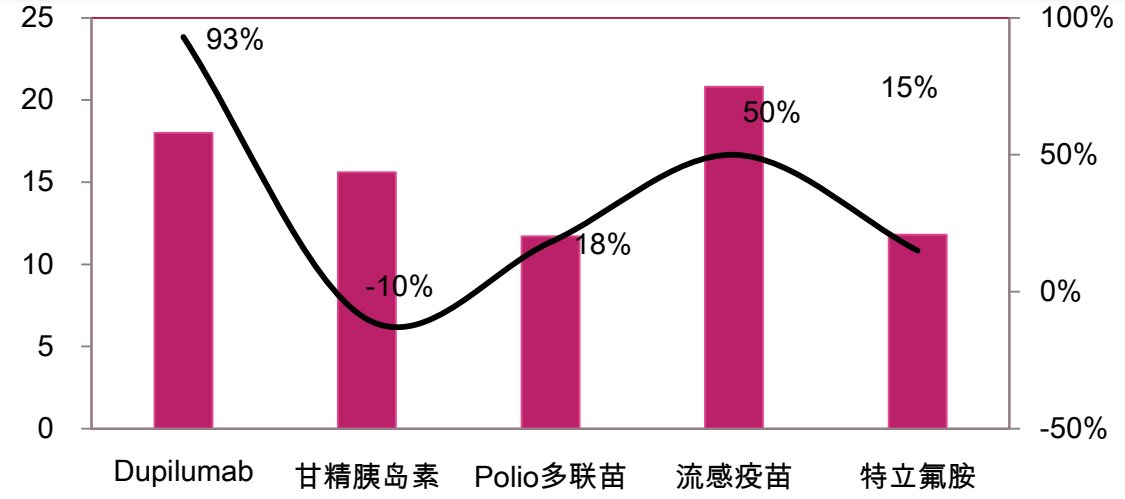
特异性皮炎新药Dupixent销售稳步提高（单位：亿美元）



赛诺菲药品部门按疾病领域净收入增速（单位：亿美元）



典型产品2020H1销售及增速（单位：亿美元）

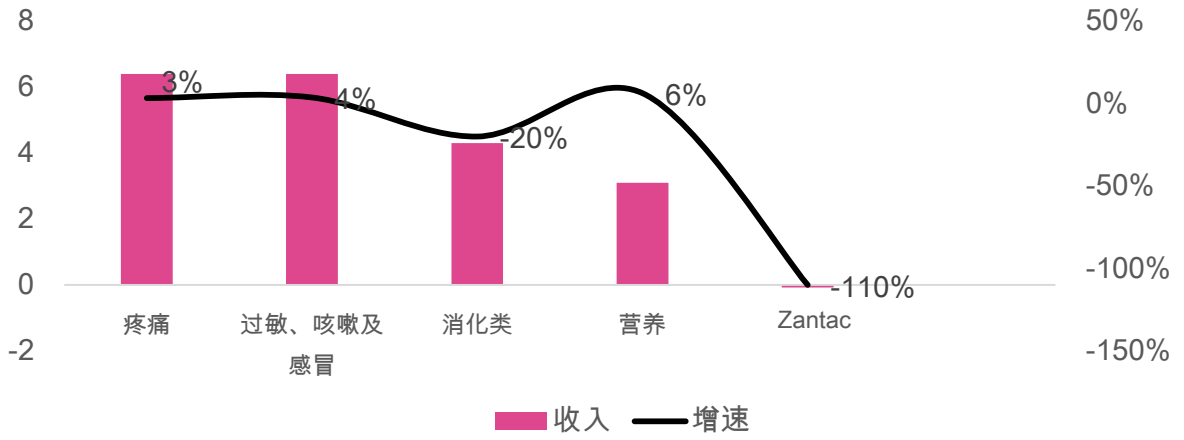


资料来源：公司财务报告和披露信息

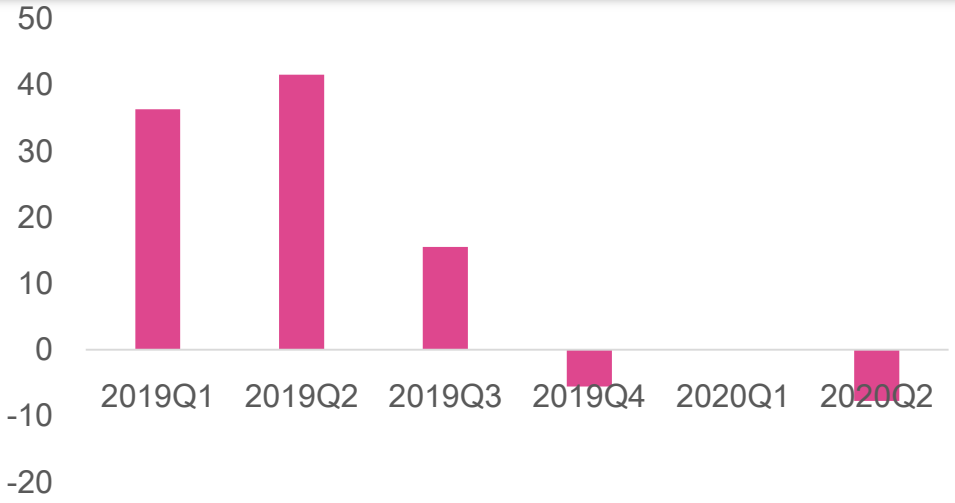
1.4 消费者保健销售额下降5.5%，第一季度同比增长0.5%，第二季度下降12.2%

- COVID-19对整个部门的销售产生了负面冲击，但疼痛、营养、过敏、咳嗽和感冒类别产品销售额的增长抵消了部分影响。
- 2019年9月，FDA宣布包括Zantac®在内的雷尼替丁药物可能含有低水平的亚硝基二甲胺(NDMA)。2020年4月，FDA下令立即撤出美国市场的所有雷尼替丁药物。Zantac受在美国和加拿大被召回事件、非战略品牌的撤资以及更严格的监管要求（尤其是在欧洲）的负面影响，销售额明显下降。
- 2020年上半年，保健的净销售额在过敏、咳嗽和感冒、疼痛和营养等类别中，有所上升，但在消化类中销量减少20%。除去Zantac，上半年该部分净销售额增加2%。

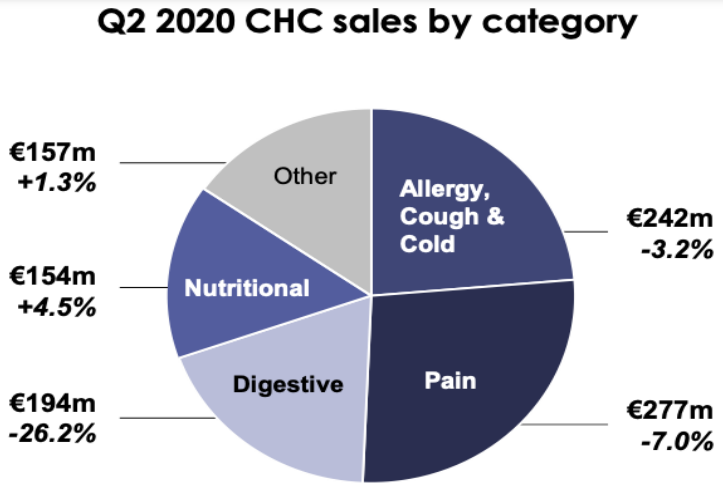
2020H1保健部门主要产品销售及增速（单位：亿美元）



Zantac2019-2020H1销售额（单位：亿美元）



保健部门Q2营收及销售额

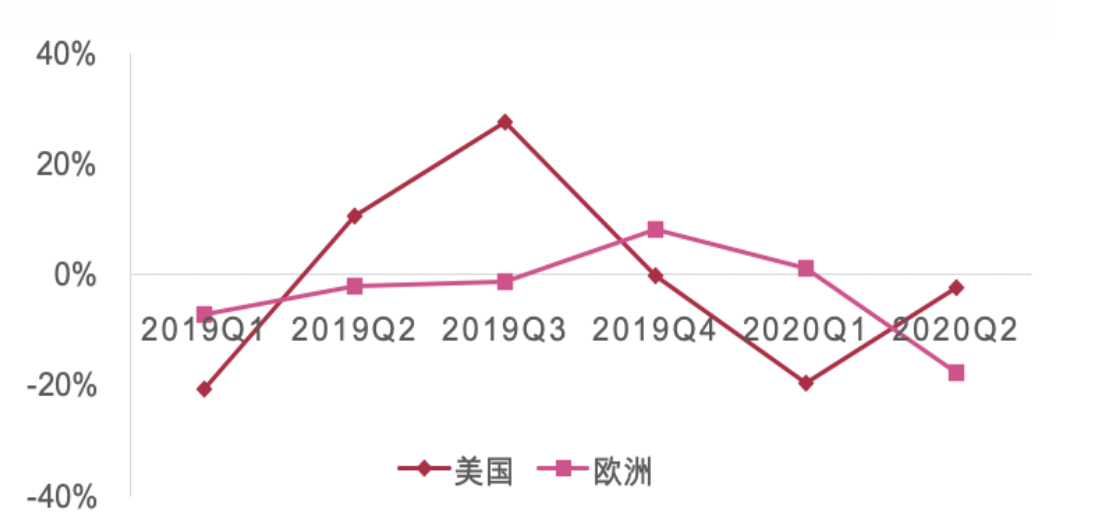


2、销售情况分析

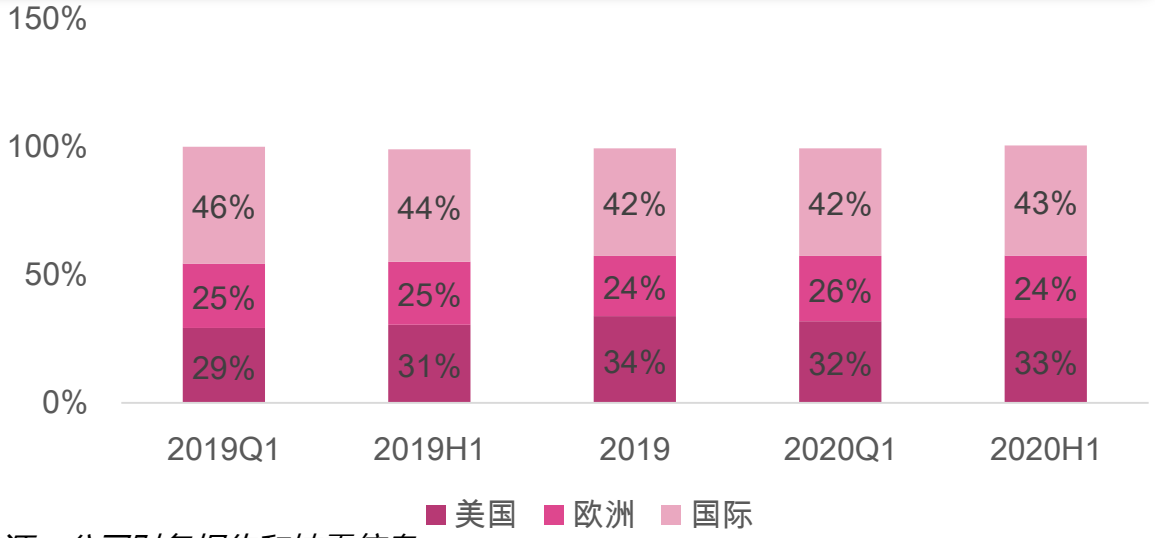
2.1 上半年各地区销售：政策因素和COVID19冲击影响较大

- **美国+6.2%，占比约为34%。**由于Dupixent®（+91%，15.4亿美元）和Aubagio®(+17.2%，9.1亿美元）的强势表现，抵消了Lantus®(-18.7%，4.74亿美元)，Zantac®（-0.8亿美元）和COVID-19对疫苗接种的负面影响（-21.3%，5.8亿美元）带来的销售额降低。
- **欧洲-2.1%，占比约为25%。**这一下降主要原因是了Lovenox®、Lemtrada®和Lantus®的销售减少；Covid-19大流行导致旅行疫苗以及消费保健产品的销售减少。这些影响一部分被Dupixent®、Aubagio®、Libtayo®和Toujeo®的营收所抵消。
- **国际地区增长0.4%，**主要由俄罗斯和巴西推动。中国区同比-12.4%，主要因为VBP带量采购政策的实施，Plavix®和Aprovel®系列的净销售额减少，尽管非VBP净销售额增长20.7%。日本地区同比-10.8%，原因是心血管已建处方产品专营权和疫苗的销售额有所下降。
- **巴西+10.5%，**罕见疾病和疫苗的销售增长带动整体销售额的上升。

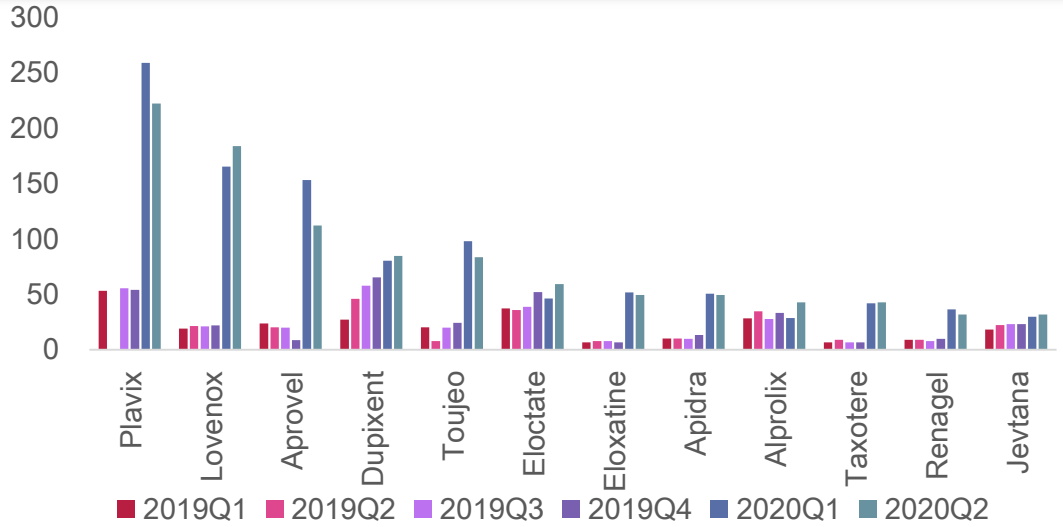
赛诺菲药品部门美欧地区历史销售增速



赛诺菲销售收入按地区结构



赛诺菲主要品种2019-2020H1美国地区情况（百万美元）



资料来源：公司财务报告和披露信息

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

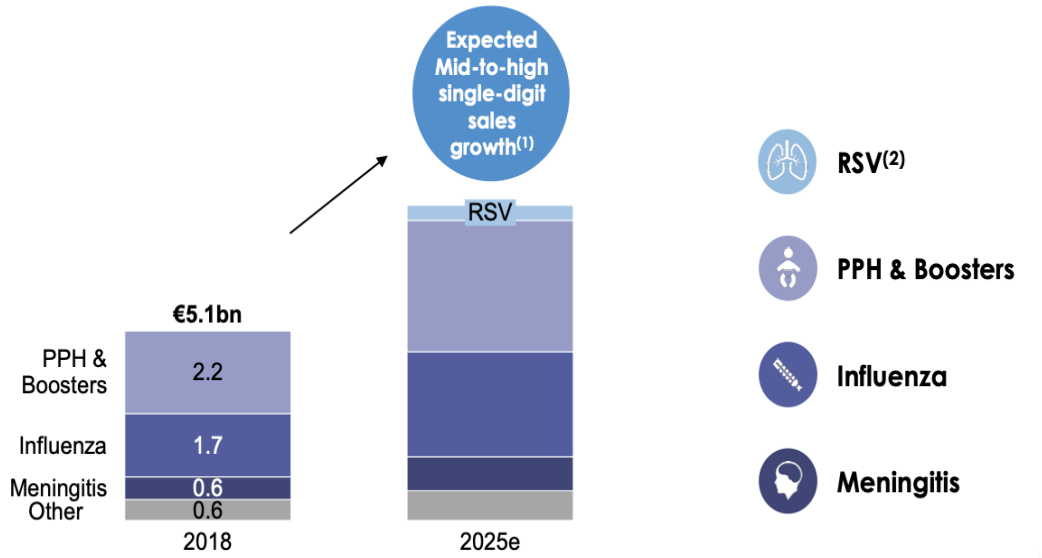
2.2 核心产品分析

- **疫苗领域：3个核心专营权和RSV推动强劲增长，COVID-19冲击明显**
  - 在2020年上半年，疫苗销售额实现20亿美元，按固定汇率计算下降5%，主要由于COVID-19对旅行及特种疫苗销量的影响（-42%）。
  - 脊髓灰质炎/百日咳/乙型肝炎疫苗： 2020年上半年销售额达到11.1亿美元，增长5%，主要原因是世界其他地区的强劲销售抵消美国销量下降带来的负面影响。
  - 流感疫苗：受COVID-19影响，2020上半年营收增长50%。

- **特应性皮炎新药Dupixent：2020上半年+93%，二季度销量同比增长70%**
  - 在2020年上半年，净销售额为18亿美元，同比增长93%。
  - 美国（主要销售地区）：上半年销售额15.4亿美元。在2020年上半年，由于特应性皮炎的持续增长，该产品被用于成人、青少年和最近6至11岁的儿童（2020年5月批准）。
  - 欧洲：该产品2020年上半年的净销售额为2.04亿美元，在关键市场特应性皮炎的进一步增长的推动下，同比上升了109.6%。
  - 其他地区：Dupixent的净销售额为1.8亿美元(+101.4%)，包括日本市场的8600万欧元销量，归因于2020年4月降价生效。2020年6月，Dupixent在中国批准用于治疗中重度特应性皮炎。

资料来源：公司财务报告和披露信息

疫苗领域未来趋势分析



皮炎药物Dupixent当前市场情况

Opportunity to increase uptake and expand to pediatric segments

U.S. population by age group (patients in '000, approximate)(1)

	Adults	12-17Y	6-11Y(4)	<6Y(4)
Prevalence	8,200	2,500	2,500	2,400
Moderate-to-severe	2,600	800	700	700
Biologics eligible(2)	1,700	400	90	75
Dupixent®	**59(3)**	**5(3)**	Submission: 2019e	2022e
Share of Biologics eligible	*3.5%*	*1.3%*		

Expanding biologics market, gaining share and seeking pediatric indication

U.S. population by age group (patients in '000, approximate)(1)

	Adults/ 12-17Y	6-11Y(4)
Prevalence	23,500	2,400
Moderate-to-severe(5)	1,600	200
Biologics eligible(6)	900	75
Treated on biologics	118	3
Dupixent®	**11(3)**	Submission 2021e
Share of Biologics eligible	*1.2%*	
Share of Biologics class	*9.0%*	

(1) Truven Payer Claims Data, IQVIA Sanofi Custom SOB Report, Data on file
(2) Moderate-to-Severe uncontrolled for adults and 12-17Y (label population); Conservative assumption for <12Y with severe uncontrolled only
(3) Reflects the number of patients currently on treatment

2、销售情况分析

2.2 核心产品分析

- **多发性硬化症药物 Aubagio ：一/二季度分别同比+20%/12%**

20H1总结： Aubagio®的净销售额为12.6亿美元，同比增长16.5%，主要由美国（9.2亿美元，+17.2%）和欧洲（2.7亿美元，+13.7%）两大市场驱动。销售额上升主要由于有利的价格效应、药品需求增加和在病人层面上的股票积累。

- **法布雷病新药 Fabrazyme：销量稳定，上半年同比增速2%**

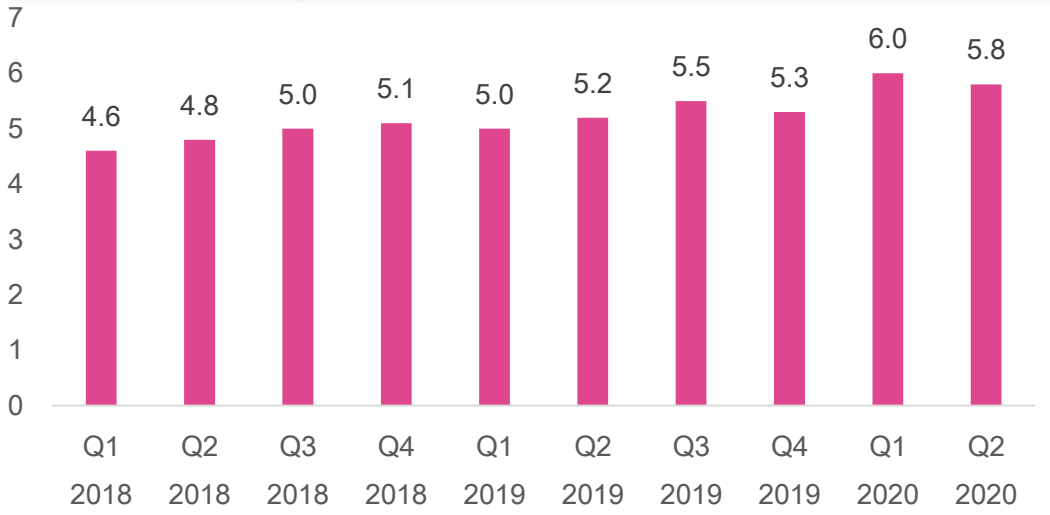
20H1总结：在欧洲的推动下，法布雷病用药Fabrazyme的净销售额达4.8亿美元。在美国和世界其他地区，Fabrazyme的净销售分别上升了1.0%和3.7%。
销售额的增长是由于在欧洲和世界其他地区诊断和治疗法布雷病患者数量的增加，也受益于一系列有利的订单。

- **糖尿病治疗药物 Lantus&Toujeo： 前者同比-10%，后者同比+12%**

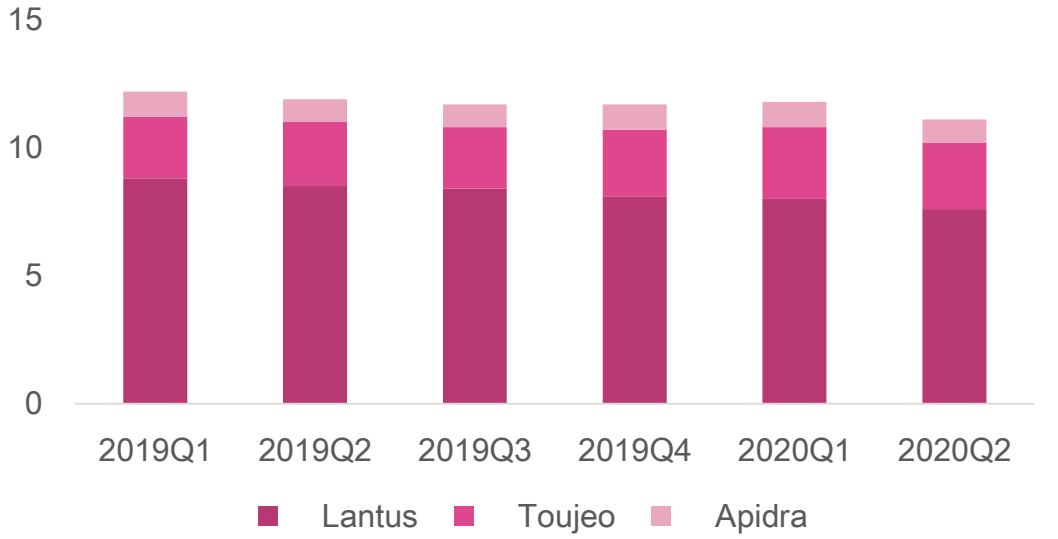
20H1总结：
Lantus:上半年销售额15亿美元,同比-10%，在美国同比-18.7%，这是由于平均价格下调。在欧洲同比-8.2%，原因是生物仿制药的竞争和一部分患者群体流失（转向使用Toujeo）。世界其他地区，由于中国市场的强劲表现，上半年的净销售额同比增长4.1%。
Toujeo:上半年销售额为5.4亿美元，增长12%，主要由于世界其他地区（+35.2%,1.94亿美元）和欧洲（+13.2%，2.23亿美元）销售的驱动；美国地区销售额稳定在1.69亿美元。

资料来源：公司财务报告和披露信息 按固定汇率计算

Aubagio销售情况（单位：亿美元）



糖尿病领域销售情况（单位：亿美元）



3、药品销售数据：特应性皮炎药品增长较快

公司	药物商品名	药物通用名	适应症	靶点	获批	专利过期	20Q2销售额（亿美元）	增速	20H1销售额（亿美元）	增速
赛诺菲	多发性硬化症，神经学，其他炎症性疾病和免疫学									
	Dupixent	达必妥	特应性皮炎	IL-4	2017	2033	9.4	70%	18	93%
	Aubagio	特立氟胺	多发性硬化症	S1P1R	2012	2030	5.8	11%	11.8	15%
	Lemtrada	阿仑单抗	多发性硬化症	CD52	2014	2028	0.2	-75%	0.74	-60%
	Kevzara	沙立芦人单抗	类风湿性关节炎	IL-6R	2017	2033	0.68	17%	1.3	39%
	罕见病									
	Cerezyme	伊米苷酶	Ⅰ型戈谢病	葡糖脑苷脂酶-2	1994	2039	2.0	-6%	4.1	-1%
	Cerdelga	依鲁司他	戈谢病	葡萄糖神经酰胺合成酶	2014	2026	0.6	12%	1.3	14%
	Myozyme	美而赞	庞培氏病	糖原	2006	2033	2.5	-5%	5.2	1%
	Gazyva	奥比妥珠单抗	慢性淋巴细胞白血病	B-lymphocyte antigen CD2	2013	2034				
	Fabrazyme	法布赞	法布雷病	脂质	2003	2039	2.2	-8%	4.6	2%
	Aldurazyme	拉罗尼酶	1型黏多糖贮积症	硫酸皮肤素	2005	2033	0.6	0%	1.3	-2%
	抗肿瘤									
	Jevtana	卡巴他赛	激素难治性前列腺癌	微管蛋白	2010	2026	1.5	3%	3.0	12%
	Fasturtec	拉布立酶	急性高尿酸血症	-	2001	-	0.4	-	-	-
	Libtayo	西米单抗	转移性皮肤鳞状细胞癌	PD-1	2018	2032	0.2	-	-	-
	Sarclisa	沙妥昔单抗	多发性骨髓瘤	CD38	2020	-	0.04	-	-	-

资料来源：公司财务报告和披露信息

3、药品销售数据：特应性皮炎药品增长较快

公司	药物商品名	药物通用名	适应症	靶点	获批	专利过期	20Q2销售额（亿美元）	增速	20H1销售额（亿美元）	增速
赛诺菲	糖尿病									
	Lantus	来得时	2型糖尿病	胰岛素受体、IGF-1R	2001	2028	7.6	-10%	15.6	-10%
	Toujeo	甘精胰岛素	1/2型糖尿病	胰岛素受体	2015	2024	2.6	6%	5.5	12%
	Apidra	谷赖胰岛素	糖尿病	胰岛素受体	2004	2015	0.9	-2%	1.9	-2%
	Soliqua	利司那肽	糖尿病	GLP-1	2016	-	0.4	33%	0.8	46%
	心血管病及处方药									
	Plavix	氯吡格雷	预防急性冠状动脉综合征等	P2Y-12	1997	-	2.6	-36%	5.6	-35%
	Lovenox	依诺肝素	急性冠状动脉综合症	抗凝血酶	2003	2017	3.3	-15%	6.9	-11%
	Renagel	司维拉姆	高血磷症	-	1998	-	0.7	-11%	1.4	-12%
	Aprovel	厄贝沙坦	高血压病	血管紧张素II受体	1998	2023	1.5	-25%	3.4	-20%
	Synvisc	玻尿酸	骨关节炎	-	1997	-	0.4	-57%	1.1	-40%
	Mozobil	普乐沙福	非霍奇金淋巴瘤和多发性骨髓瘤	CXCR4、CXCR7	2008	2023	0.5	-10%	1.1	4%
	Thymoglobulin	甲状腺球蛋白	器官移植	T淋巴细胞	2017	-	0.7	-33%	1.6	-17%
	罕见血液疾病									
	Alprolix	凝血因子IX	B型血友病	-	2017	-	1.3	9%	2.5	10%
	Eloctate	抗血友病因子	A型血友病	-	2014	-	1.9	-3%	3.6	-7%
	Cablivi	卡布利维	血小板减少型紫癜	von Willebrand	2018	-	0.3	83%	0.6	154%

资料来源：公司财务报告和披露信息

4、研发近况 III期临床

临床III期项目						
疾病类别	药物名	联合开发	靶点	适应症	发病率 (美国)	备注
罕见病	Eliglustat	Genzyme	GCS	戈谢病	0.05%	由于葡糖脑苷脂酶的缺乏而引起葡糖脑苷脂在肝、脾、骨骼和中枢神经系统的单核-巨噬细胞内蓄积而发病
	Fitusiran	Alnylam	RNAi	血友病	0.00571% (患病率)	-
	Sutimlimab	Bioverativ	C1s	冷凝集素病	0.0003%	低温时冷凝集素引起肢体末端血管内红细胞凝集，发生皮肤微循环障碍，或伴轻度溶血性贫血为特征的自身免疫性疾病
	Venglustat	Genzyme	GCS	常染色体显性多囊肾病	0.033%~0.0125%	多囊肾即正常肾组织被无数小囊所代替，外形似一串葡萄，有时囊间有岛状正常组织
	Avalglucosidase alfa	-	-	庞贝病	0.0025%	酶替代疗法;该疾病以常染色体隐性方式遗传。造成体内酸性α-葡糖苷酶缺乏，糖原不能正常代谢而贮积在肌肉细 胞的溶酶体中，导致严重的神经肌肉病变
神经系统	Teriflunomide	-	DHODH	MS	0.1%	-
	Alemtuzumab	Genzyme	CD52	MS	0.1%	-
	SAR442168	Principia	BTK	MS	0.1%	-
肿瘤	Isatuximab	ImmunoGen	CD38	MM	0.00922%	3L，ICARIA，泊马度胺、地塞米松连用
						2L
						1L，新患无法接受抑制
	Cemiplimab	再生元	PD-1	宫颈癌	0.00369%	2L
				NSCLC	0.05540%	1L
				NSCLC		1L+化疗
免疫炎症	Dupilumab	再生元	IL-4Rα	特异性皮炎	1%（患病率）	-
				哮喘	7.69% (患病率)	-
				COPD	0.90%	-
				嗜酸细胞性食管炎	0.01%	-
抗病毒	Nirsevimab	阿斯利康	未披露	RSV	1.43%(<4岁)	-

资料来源：公司财务报告和披露信息，药智网

4、研发近况 II期临床

临床II期项目						
疾病类别	药物名	联合开发	靶点	适应症	发病率 （美国）	备注
罕见病	Olipudase Alfa†	Genzyme	鞘磷脂	性鞘磷脂酶缺乏症	0.0004%	酸性鞘磷脂酶是分解一种叫做鞘磷脂的脂肪物质所必需的
	Venglustat	Genzyme	GCS	戈谢病	0.0025%	-
				法布瑞氏症	0.0022%	是因X染色体上(X q 22)出现缺陷的遗传疾病。它主要是因制造α-半乳糖甘酵素的基因发生缺陷，无法代谢的脂质堆积在细胞内的溶小体，进而引发心脏、肾脏、脑血管及神经病变
	SAR339375	-	miRNA-21	奥尔波特综合征	0.0133%	以进行性血尿,肾功能不全为主,伴有耳聋和/或眼病变的一种遗传性疾病
	FVIIIFc-VWF-XTEN（凝血因子）	Bioverativ	-	血友病	0.00571% (患病率)	Extended Half Life Factor
神经系统	SAR422459	-	基因疗法	斯特格氏病	0.01%	一种黄斑部退化病症，破坏儿童视网膜细胞
	SAR442168	-	BTK	MS	0.1%	-
	Venglustat	Genzyme	GCS	帕金森	0.286% (患病率）	有GBA变异的
肿瘤	Isatuximab + Cemiplimab	再生元 +ImmunoGen	CD38+PD-1	淋巴瘤	0.0238%	-
				转移性结直肠癌	0.0400%	-
	Isatuximab	ImmunoGen	CD38	ALL/AML	0.0073%	1L、2L
	Cemiplimab	再生元	PD-1	BCC	0.8840%	Basal cell carcinoma，皮肤癌，2L
	SAR408701 + ramucirumab	-	PD-1	NSCLC	0.05540%	2、3L
免疫炎症	Dupilumab	再生元	IL-4Rα	草花粉过敏	27.1%	-
				花生过敏	1.3000%	-
	SAR440340	再生元	IL-33	哮喘	7.69% (患病率)	-
				COPD	9.0000%	-
	Sarilumab	再生元	IL-6R	多关节性幼年特发性关节炎	-	-
				特异性皮炎	1%（患病率）	-
疫苗	DTAP疫苗	-	TDAP	百白破	-	-
	HIV疫苗	-	Viral vector prime & rgp120	HIV	-	-
	肺炎球菌结合疫苗	SK	-	肺炎链球菌肺炎	0.5%~5.0%	-
	流感疫苗	-	-	流感	-	-

资料来源：公司财务报告和披露信息，药智网

4、研发近况 I期临床

临床I期项目							
疾病类别	抗肿瘤						
药物名	SAR439459 TGF-β单抗	SAR408701 CEACAM5 ADC	REGN5458 BCMAxCD3 双抗	REGN4018 MUC16xCD3 双抗	SAR442720 SHP2抑制剂	SAR440234 CD123xCD3 双抗	SAR441000细胞因子mRNA
癌种	晚期实体瘤	NSCLC	RR MM	卵巢癌	实体瘤	白血病	实体瘤
药物名	SAR439859 SERD	SAR442085 CD38单抗	REGN5459 BCMAxCD3 双抗	SAR442257 CD38xCD28xCD3 三抗	-	-	
癌种	转移性乳腺癌	MM	RR MM	淋巴瘤	-	-	
疾病类别	其他						
药物名	SAR339375(miRNA)	Sutimlimab C1单抗	BIVV020	SAR441344单抗	SAR441236 单抗	SAR443122 RIPK1抑制剂	-
适应症	奥尔波特综合征	小板减少性紫癜	小板减少性紫癜	MS	HIV	系统性炎症	-

资料来源：公司财务报告和披露信息，药智网

西南证券投资评级说明

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

分析师承诺

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。

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 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

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样

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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@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
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@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