西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

海外制药龙头解读系列之
罗氏ROG——2020年中报解读：

新品上量超越仿制药负面影响，6月已开始从疫情影响中恢复

西南证券研究发展中心

2020年8月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：张熙
执业证号：S1250520070005
电话：021-68416017
邮箱：zhangxi@swsc.com.cn

分析师：陈进
执业证号：S1250517100002
电话：：021-68416017
邮箱：cj@swsc.com.cn

罗氏制药：新品上量超越仿制药负面影响，6月已开始从疫情影响中恢复

1. 新冠疫情影响部分需要院内注射的在售药品，但6月份已经开始好转，公司全年收入指引中低个位数增长不变。
2. 分业务来看，公司药品板块新品上量明显（Hemlibra、Ocrevus等），已开始抵消专利过期产品的负面影响，上半年同比1%，诊断部门上半年销售同比增长约3%，主要是cobas产品获FDA紧急使用权带动分子诊断业务同比+61%；
3. 分品种来看，2012年后新上市的药物增长较快，支撑公司度过专利过渡期，帕妥朱单抗、阿特朱单抗、艾乐替尼等抗肿瘤药物表现较好，抵抗疫情影响，Ocrevus(多发性硬化症药物)美国的市场领导地位继续保持，上半年同比+25%，预计下半年继续保持较高增长，血友病药物Hemlibra二季度受疫情影响增长59%，下半年有望进一步复苏，持续强化美国非抑制性市场并在欧洲推广；
4. 预计今年生物类似药将对公司收入（三大单抗专利过期）造成40亿CHF的影响，预期瑞士法郎本年度还将会持续升值；
5. 罗氏作为生物药国际巨头，未来仍将聚焦该领域，持续推进已上市产品新适应症获批和生物创新药上市，小分子药物在研发管线中占比逐渐降低。已上市产品方面，PDL1单抗药物阿特朱单抗（Tecentriq）已经进入20个III期试验，同样的产品还有Hemlibra的6个III期试验、Alecensa的2个III期试验等；Ipatasertib正在前列腺癌和多种类型的乳腺癌领域开展研究，预计2020年下半年取得结果。早期研发管线中以双抗、单抗等抗肿瘤药物和神经领域药物为主。

风险提示

抗体检测产品效果不理想；托珠单抗抗新冠肺炎临床数据不理想；药物研发失败的风险。

1、概览

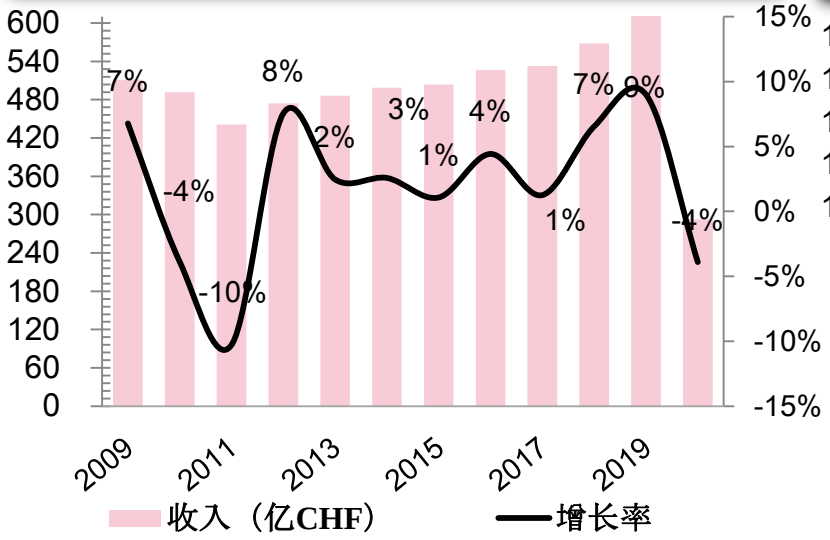
1.1 业绩回顾

- **业绩概况：**2020年H1实现营业收入292.8亿CHF（+1.3%）其中单一季度+7%，单二季度-4%，调整后净利润80.8亿CHF（+8.1%），
- **盈利预测与估值：公司全年收入指引约低~中个位数增长；EPS与收入趋同；预计生物类似药将对公司收入造成约40亿CHF的负面影响。根据ZACK一致性预期，预计2020、2021年调整后净利润约182亿CHF、195亿CHF，对应PE约15、14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1.9%和5.4%。

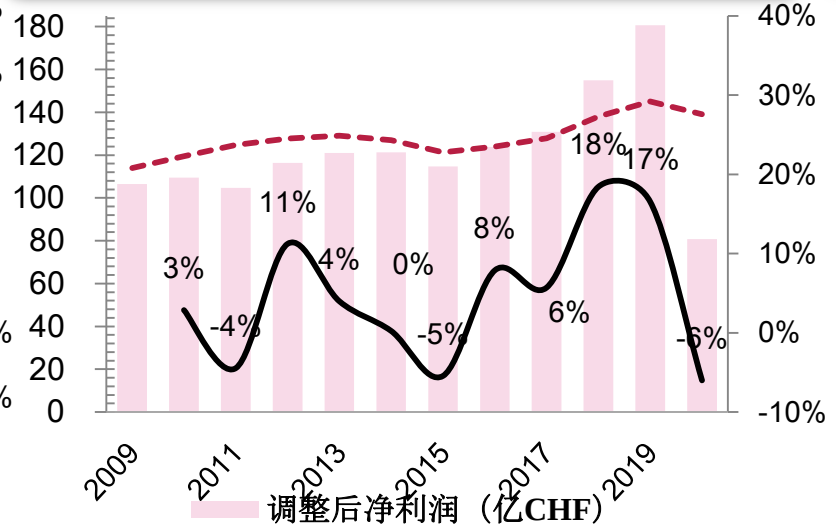
财务数据单位：亿CHF，固定汇率下

2020Q2					市值	估值 PE	
收入	YOY%	调整后净利润	YOY%	EPS	亿CHF	2020E	2020E
141.8	-4.3	-	-	-	2733	15	14
2020H1					**收入指引**		
收入	YOY%	调整后净利润	YOY%	EPS	2020		
292.8	+1.3%	80.8	+8.1%	9.3	-		

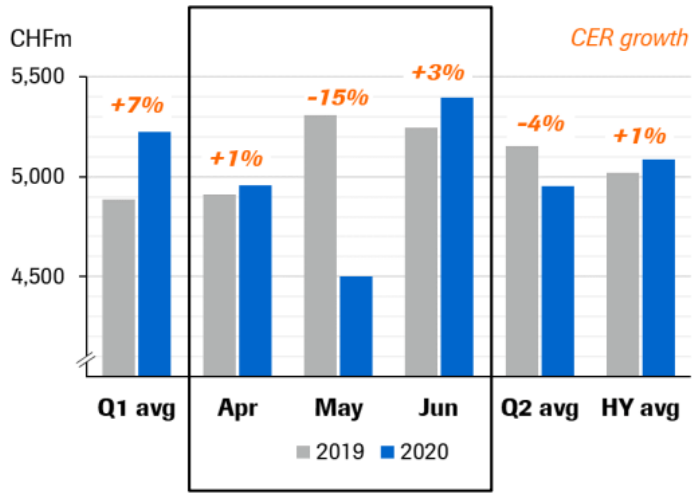
罗氏历史收入情况



罗氏历史净利润情况（调整后）



疫情影响Q2，6月已经开始恢复

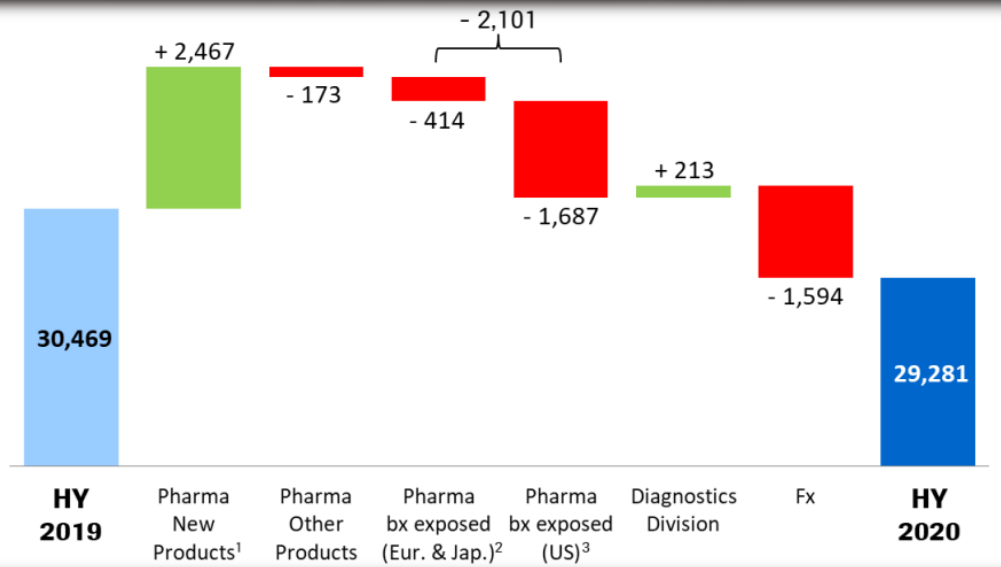


资料来源：公司财务报告和披露信息　　注：本报告Yoy按照相对2019年的固定汇率

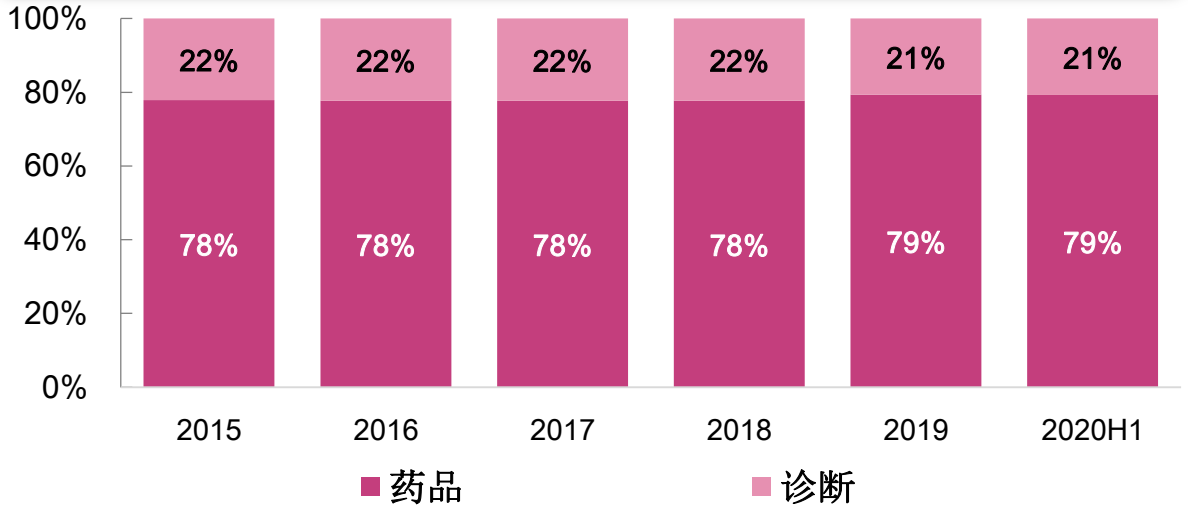
1.2 上半年主营业务收入拆分：药品+1%，诊断+3%

- **上半年总收入为293亿CHF**（+1%），其中药品232亿CHF（+1%），诊断60.8亿CHF（+3%）；
- **药品部门上半年+1%**：在新推出的药物（+37%）的推动下，药品事业部的销售额增长了1%，其中包括Tecentriq，Hemlibra，Ocrevus和Perjeta在内的2种药物弥补了生物仿制药竞争的影响
- **诊断部门上半年+3%**，主要是分子诊断大幅增长61%。

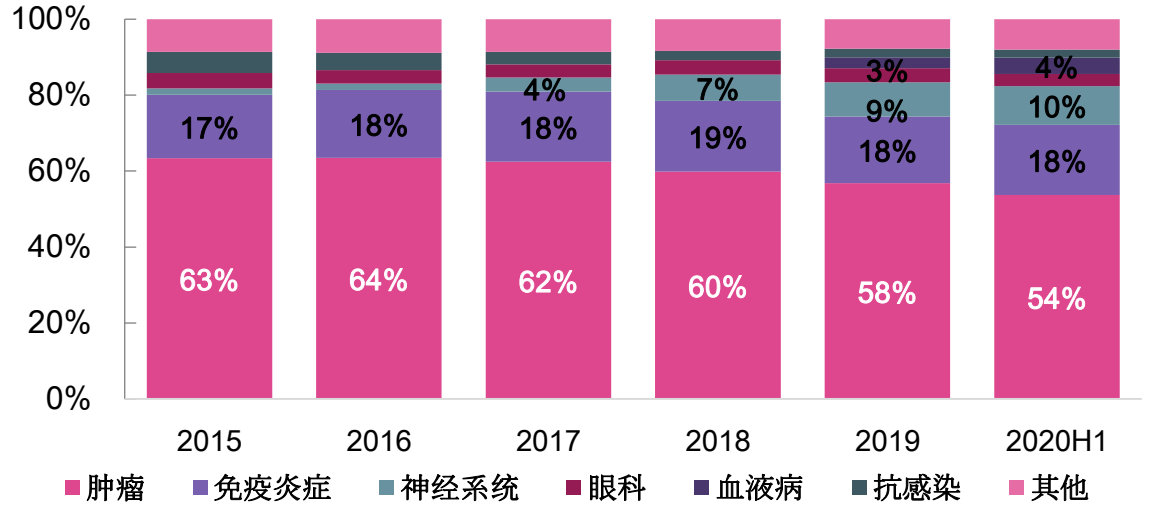
2020H1销售收入分部门拆解：关注新药



罗氏历史收入结构



罗氏药物板块历史收入结构

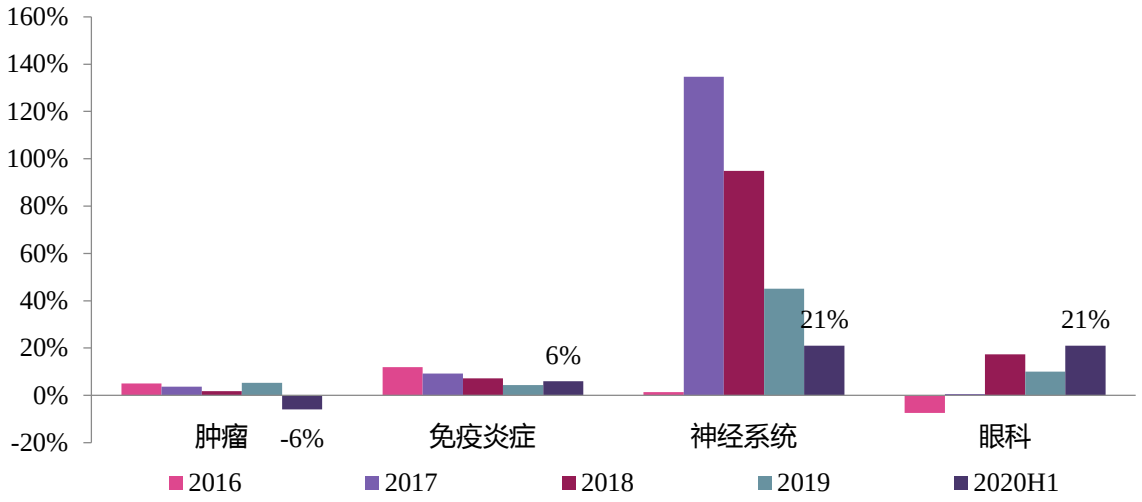


资料来源：公司财务报告和披露信息

1.3 药品销售额增长了1%，达到232亿CHF

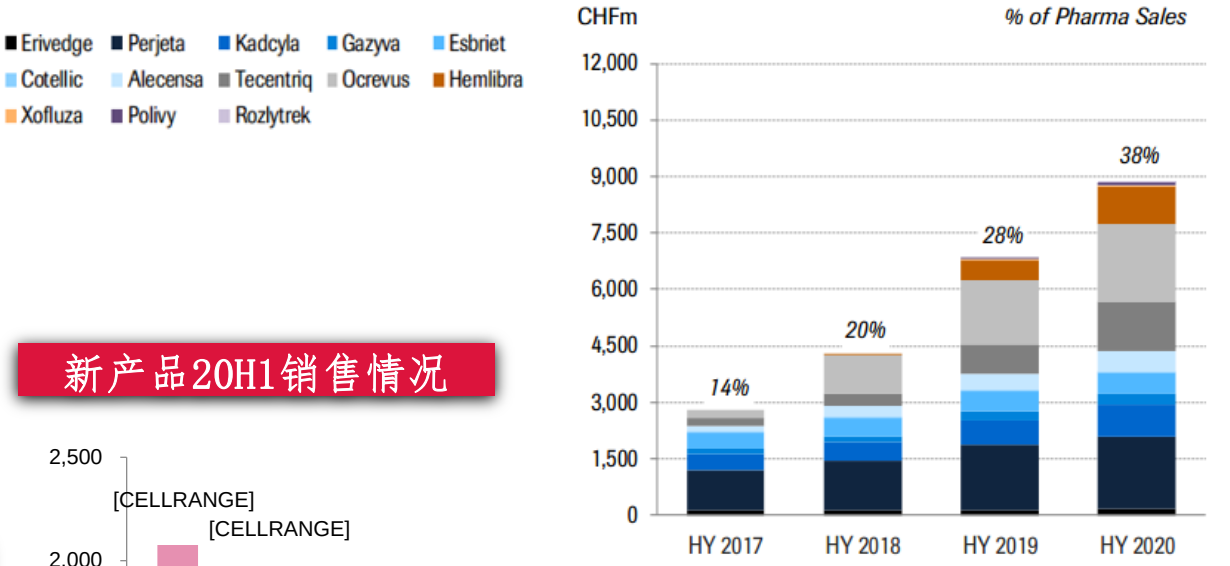
- COVID-19对销售产生了负面影响，尤其是在五月份。住院和门诊病人减少，特别影响了Ocrevus，Hemlibra，Lucentis和MabThera / Rituxan等需要在医院注射的药品销售。
- **主要的增长动力**是癌症药物**Tecentriq**，血友病药物**Hemlibra**，多发性硬化症药物**Ocrevus**，免疫炎症中的**Actemra / RoActemra**和乳腺癌中的**Perjeta**。
- **新药物增长37%，**实现了89亿CHF销售额（固定汇率），同比+25亿CHF，足以抵消生物仿制药竞争的影响（21亿CHF）

罗氏药品部门按疾病领域销售增速

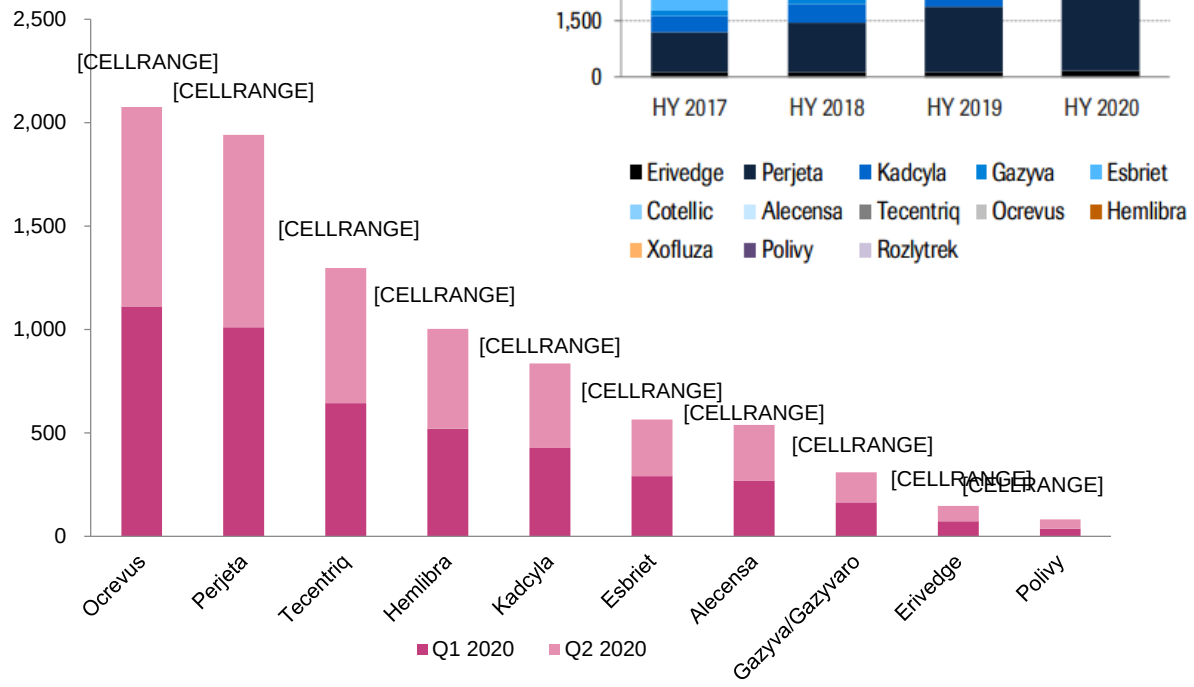


资料来源：公司财务报告和披露信息

罗氏新药物销售占比同比提升10pp



新产品20H1销售情况



单位：百万CHF，数据标签是上半年销售增速，新产品包括：自2012年推出的Erivedge, Perjeta, Kadcyla, Gazyva, Esbriet, Cotellic, Alecensa, Tecentriq, Ocrevus, Hemlibra, Xofluza, Polivy & Rozlytrek;

1.4 诊断部门销售额增长3%，第一季度同比增长5%，第二季度增长2%

- COVID-19对整个部门的销售产生了负面影响，但通过销售cobas得到了补偿。
  - 使得分子诊断业务领域的销售额为16亿CHF，增长了61%，2019年全年则增长6%。
- 疫情导致了总体诊断测试的减少，减少实验室解决方案业务中的仪器配置，减少试剂和消耗品的销售。
- 接着导致了2020年6月30日的库存增加。

2020年3月，cobas SARS-CoV-2 PCR检测新型冠状病毒的主动感染获得美国FDA紧急使用授权，并在接受CE标志的市场上上市。
医院和参考实验室可以对罗氏诊断公司基于PCR技术的大容量全自动cobas 6800和cobas 8800系统进行测试，这些系统安装在世界各地的大医院和实验室。



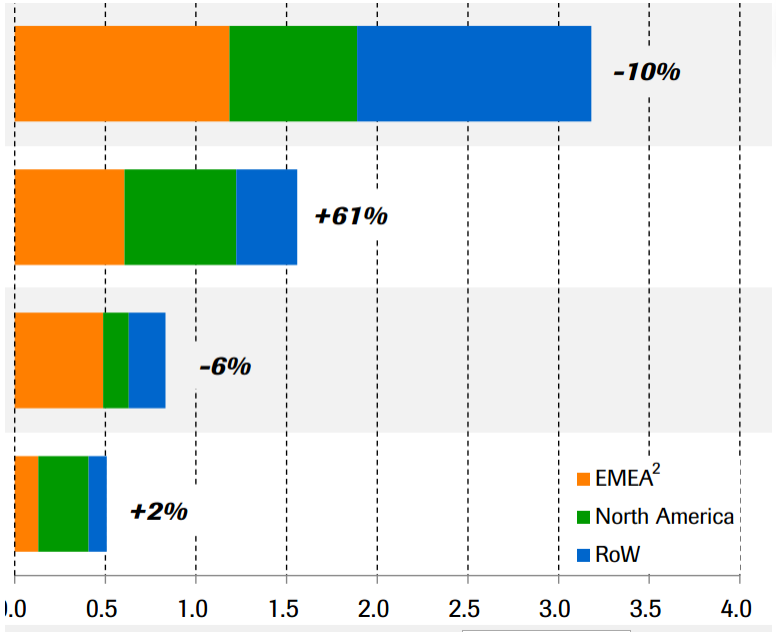
- **cobas® SARS-CoV-2 & Influenza A/B**

集中和护理点解决方案：
- 免疫诊断学（-12%）
- 临床化学（-14%）

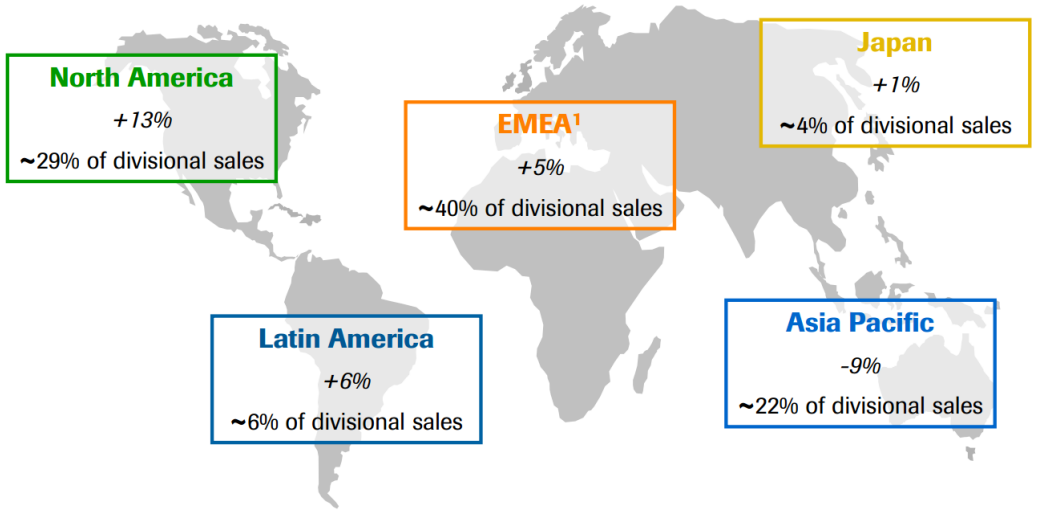
分子诊断学
- 病毒学（+115%）
- LightMix系统（+171%）
- POC MDx（+56%）

糖尿病护理
- 血糖监测（-5%）
- 胰岛素输送系统（-12%）

组织诊断学
- 伴随诊断（+20%）
- 一次染色（-12%）
- 高级染色（0%）



20H1诊断部门销售主要受到美国和EMEA地区驱动

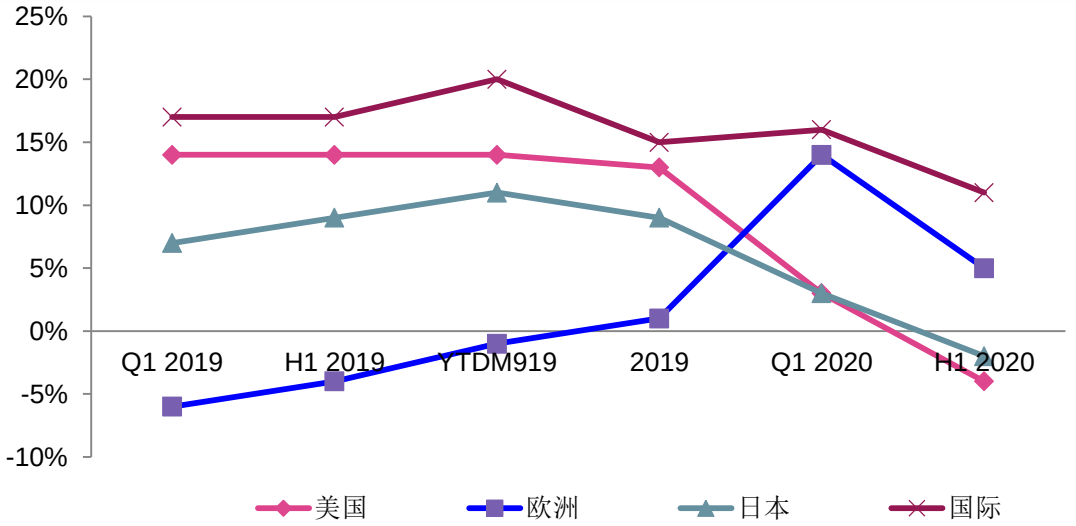


2、药品部门分析

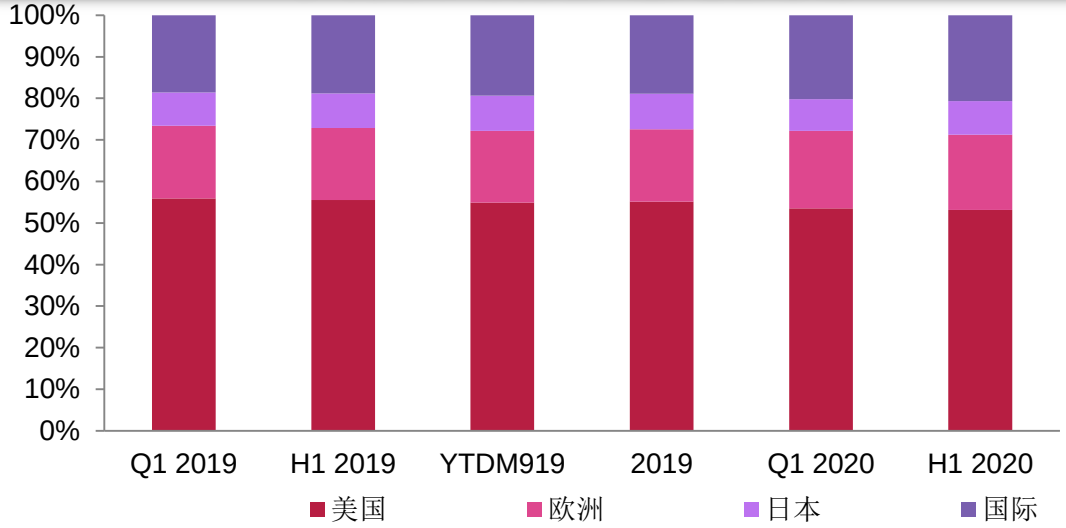
2.1 上半年各地区药品销售：仿制药和COVID19冲击影响较大

- **美国-4%，占比最大约为53%。**仿制药对Herceptin，Avastin和Rituxan的影响较大； Hemlibra血友病用药在美国+80%，主要是推广得力； Hemlibra和Ocrevus的销售均受到COVID-19效应的部分影响。在新适应症ES-SCLC和三阴性乳腺癌的增长推动下，Tecentriq的销售额增长了52%。
- **欧洲+5%，**Tecentriq，Ocrevus，Hemlibra，Kadcyla，Perjeta和Actemra 的需求很强，能够抵消Herceptin（-33%）和Rituxan（- 34%）的影响。Avastin的首个生物仿制药将于2020年下半年在欧洲上市。
- **国际地区增长11%，**主要由俄罗斯和中国推动。中国的增长归功于抗癌药物Perjeta和Alecensa，但又被国家报销药品目录降价以及赫赛汀，Rituxan和Avastin，COVID-19的影响所部分抵消。
- **日本-2%，**由于生物仿制药，仿制药和政府降价的激烈竞争。最近推出的Tecentriq，Hemlibra和Perjeta等产品弥补了这一下降。

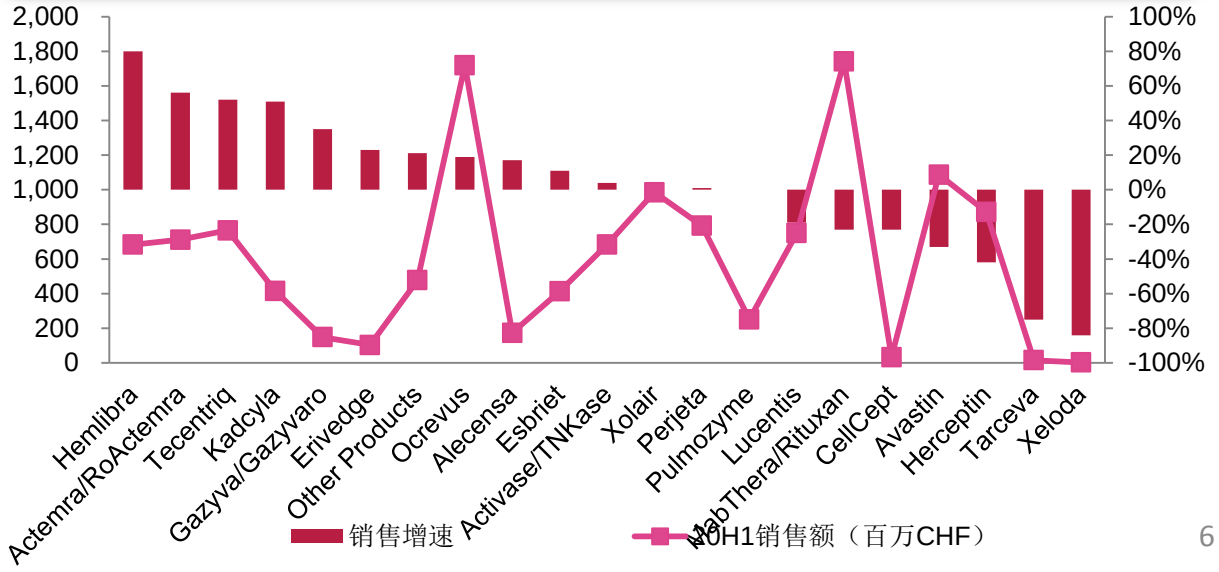
罗氏药品部门各地区历史销售增速



罗氏药品部门收入按地区结构



罗氏药品部门大品种收入2020H1美国地区情况



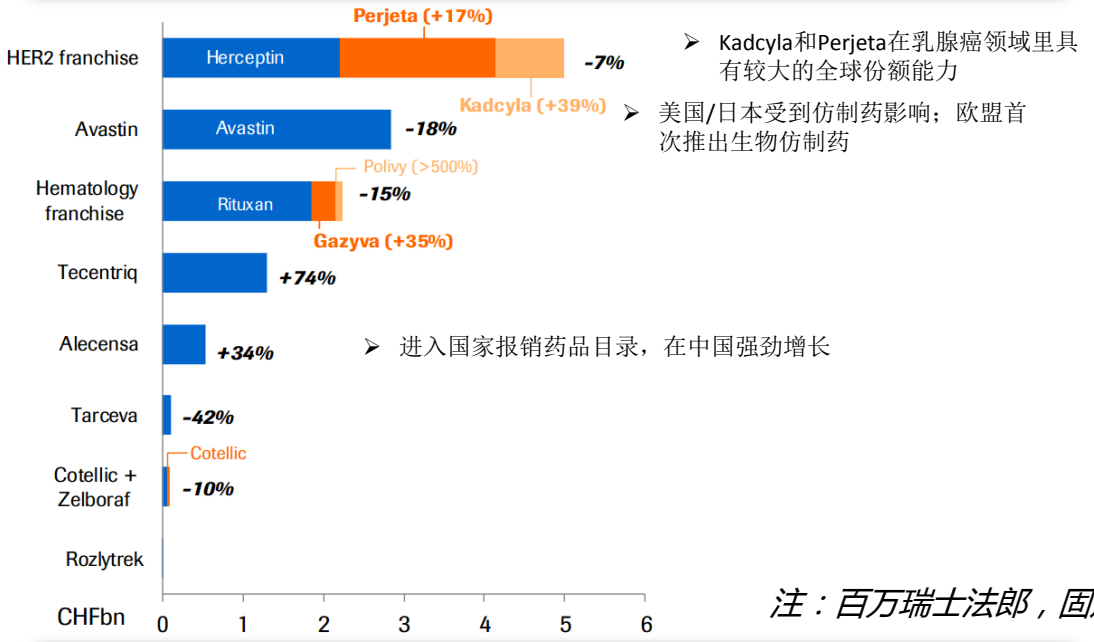
资料来源：公司财务报告和披露信息

2.2 核心药品分析

➢ **抗肿瘤领域上半年销售超过20亿美元品种：**

- Avastin（贝伐珠单抗）、Rituxan（利妥昔单抗）、Herceptin（曲妥珠单抗）专利过期，美国市场比例不断降低，受生物仿制药影响大，Avastin专利今年过期。
- Tecentriq（阿特珠单抗）2016年上市，上半年销售额超13亿美元，专利于2034年过期
- Perjet（帕妥朱单抗）2012年上市，上半年销售额超13亿美元，专利于2024年过期

抗肿瘤药物按疾病领域20H1分析



➢ Kadcyla和Perjeta在乳腺癌领域里具有较大的全球份额能力

➢ 美国/日本受到仿制药影响；欧盟首次推出生物仿制药

➢ 进入国家报销药品目录，在中国强劲增长

注：百万瑞士法郎，固定汇率

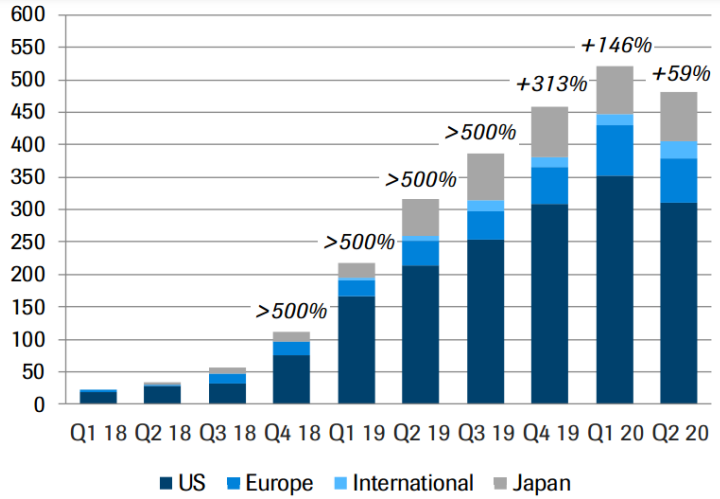
➢ **血友病药物Hemlibra：单二季度+59%，6月进一步复苏**

- 美国：非抑制剂市场份额增加；接受治疗的患者继续接受治疗，COVID-19因新患者开始推迟而受到影响
- 欧盟5国：在所有主要市场报销后，非抑制剂市场份额增加
- Spark Therapeutics:ISTH的SPK-8011（基因治疗）结果显示，在2到3.3年的时间内，SPK-8011基因表达持续稳定，具有可接受的安全性

全年展望

- 六月开始的进一步复苏
- 美国：进一步占有非抑制剂市场
- 欧盟：在主要市场持续推出

血友病药物Hemlibra销售情况



资料来源：公司财务报告和披露信息

注：百万瑞士法郎，固定汇率

2.2 核心药品分析

➢ **多发性硬化症药物 Ocrevus：一/二季度分别同比+38%/12%**
美国的市场领导地位继续保持，患者总份额为21%

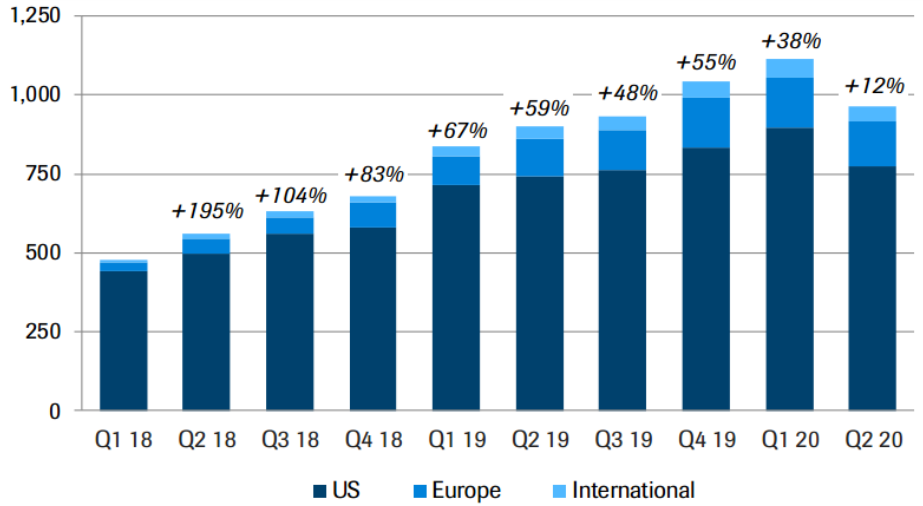
20H1总结：

- 4月/5月COVID-19的影响新患者开始减少和现有患者延迟给药，6月开始强劲复苏
- 欧盟推出的较短输液

2020年展望

- 基本面依然强劲，HY2继续复苏
- 在欧盟和国际市场持续推出
- 美国批准缩短输液时间

Ocrevus销售情况



➢ **免疫炎症中的Actemra 增长较快**

20H1总结

Esbriet吡非尼酮（2%）

- 轻度/中度细分市场增长；仍然是欧盟市场领导者

Actemra托珠单抗（+40%）

- 销售受到COVID-19 Xolair（+1%）的积极影响
- 在生物制剂哮喘市场保持领先地位；

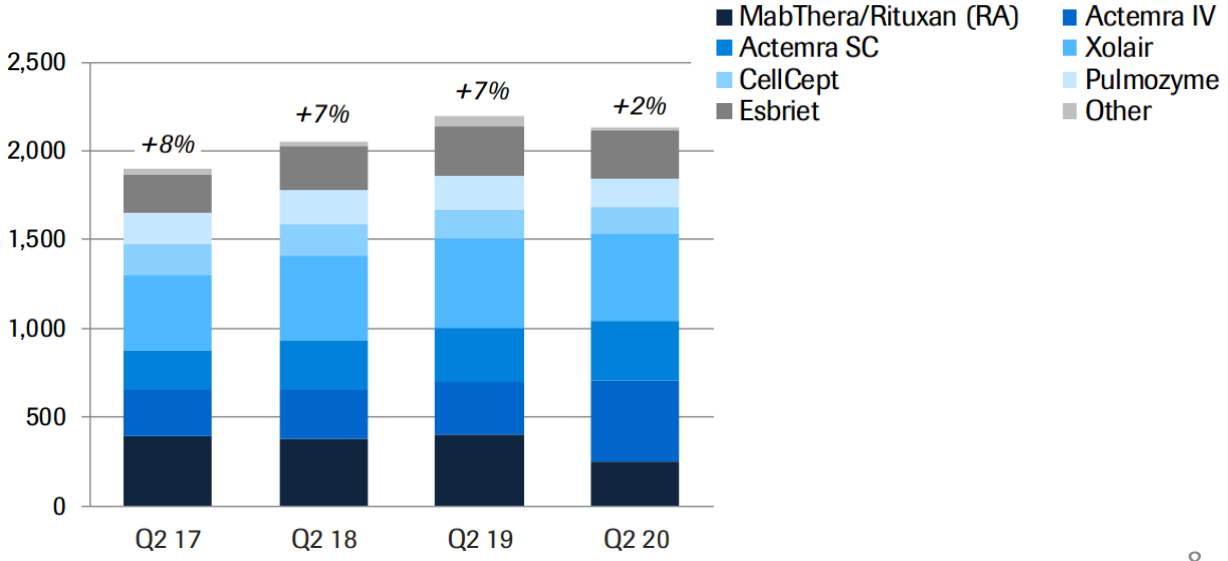
CIU-Rituxan增长（-34%）

- 由于生物仿制药和COVID-19市场而下降

2020年展望

- 预计今年夏天Actemra的PH III（COVACTA）结果
- 今夏加州大学etrolizumab的Ph III结果
- 狼疮性肾炎中Gazyva的PhⅢ（再生）启动
- IPF中pentraxin-2+SOC的Ph III启动

自身免疫领域销售情况



资料来源：公司财务报告和披露信息　　注：百万瑞士法郎，固定汇率

3、药品销售数据：抗肿瘤新产品增长较快

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
罗氏	抗肿瘤									
	Avastin	贝伐珠单抗	肺癌、结直肠癌等	VEGF	2004	2020	14.77	-24%	29.81	-23%
	Rituxan	利妥昔单抗	CLL, NHL, RA	CD20	1997	2018	11.57	-32%	19.45	-26%
	Herceptin	曲妥珠单抗	HER2+乳腺癌、胃癌	HER2	1998	2014	11.10	-33%	23.13	-33%
	Perjeta	**帕妥珠单抗**	**HER2+乳腺癌、胃癌**	**HER2 (ERBB2/neu)**	**2012**	**2024**	**10.31**	**12%**	**20.41**	**11%**
	Tecentriq	**阿特朱单抗**	**膀胱癌、NSCLC**	**PD-L1**	**2016**	**2034**	**7.15**	**54%**	**13.64**	**66%**
	Kadcyla	**ado-曲妥珠单抗emtansine**	**晚期转移性乳腺癌**	**HER2 (ERBB2/neu)**	**2013**	**2023**	**4.54**	**26%**	**8.80**	**32%**
	Alecensa	**艾乐替尼**	**NSCLC**	**ALK**	**2015**	**2030**	**2.98**	**27%**	**5.68**	**28%**
	Gazyva	**Obinutuzumab**	**FL滤泡性淋巴瘤**	**CD20**	**2013**	**-**	**1.61**	**23%**	**3.26**	**29%**
	Xeloda	卡培他滨	结肠癌	胸腺嘧啶合成酶TS	2001	2013	0.99	-12%	1.85	-19%
	Polivy	**polatuzumab vedotin-piiq**	**DLBCL**	**CD79b**	**2019**	**-**	**0.49**	**2101%**	**0.87**	**4050%**
	Tarceva	厄洛替尼	非小细胞癌、胰腺癌	EGFR	2004	2018	0.49	-49%	1.04	-45%
	others	-	-	-	-	-	-	-	3.26	14%
	传染病用药									
	Tamiflu	奥司他韦	禽流感	神经氨酸苷酶	1999	2016	0.45	-10%	1.96	-18%
	Rocephin	Ceftriaxone	如革兰氏阳性菌和革兰氏阴性菌	SLC15A1 ; penA ; SLC22A11 ; SLC22A6 ; SLC15A2 ; SLC22A11 ; SLC22A8 ;	1982	-	0.40	-51%	1.37	-25%

资料来源：公司财务报告和披露信息

3、药品销售数据：抗肿瘤新产品增长较快

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
罗氏	神经系统用药									
	Ocrevus	**Ocrelizumab**	**多发性硬化症**	**CD20**	**2017**	**2032**	**10.52**	**12%**	**21.83**	**20%**
	Madopar	levodopa benserazide	帕金森	脱羧酶	-	-	1.11	23%	2.04	3%
	自身免疫用药									
	Actemra	托珠单抗	类风湿关节炎	IL-6R	2010	2015	8.75	40%	15.36	-22%
	Xolair	奥马珠单抗	过敏性结膜炎	组胺H1受体	2003	2017	5.31	1%	10.07	1%
	Rituxan	利妥昔单抗	CLL, NHL, RA	CD20	1997	2018	11.57	-32%	6.20	41%
	Esbriet	吡非尼酮	IPF特发性肺纤维化	TGFβ	1997	2022	3.01	2%	5.95	-6%
	Pulmozyme	重组人脱氧核糖核酸酶	囊肿性纤维化病	cleaves DNA	1993	-	1.77	-10%	3.70	5%
	眼科用药									
	Lucentis	雷珠单抗	黄斑变性AMD	VEGFR	2006	2020	3.70	-25%	7.65	-22%
	血友病									
	Hemlibra	艾美赛珠单抗	血友病	Ixa-因子和X-因子	2017	-	5.24	59%	10.55	87%
	其他									
	Activase	Alteplase	急性缺血性中风、急性心肌梗死	-	1987	-	3.27	-3%	7.27	0.01
	Mircera	促红素	慢性肾衰竭相关的贫血	-	2007	2025	1.37	-7%	2.64	-0.11
	Neorecormon	倍他依泊汀	各种癌症环境中的贫血	EpoR	1997	2024	0.65	-8%	1.30	-0.05

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期研发管线									
药物类别	药物名	靶点	适应症	发病率(美国)	临床地位	联合用药	联合开发	预计提交	备注
抗肿瘤	阿特珠单抗	PD-L1	非鳞NSCLC	0.0536%	1L	-	-	2021	TMB +
			HER2+乳腺癌	-	新辅助	-	-	2022+	-
			尿路上皮癌	0.023%	1L	-	-	2020	转移性
			三阴乳腺癌	0.0246%(女性)	辅助	紫杉醇	-	2022+	-
			三阴乳腺癌	0.0246%(女性)	1L	吉西他滨/卡培他滨等	-	2022+	转移性
			三阴乳腺癌	-	1L	紫杉醇	-	2020	转移性
			肾细胞癌	0.02%	辅助	-	-	2022+	-
			肾细胞癌	-	1L	贝伐珠单抗	-	2020	-
			HNSCC	0.011%	辅助	-	-	2022+	-
			三阴乳腺癌	-	新辅助	-	-	2020	-
			卵巢癌	0.015%（女性）	前线	-	-	2022+	-
			膀胱癌	0.0206%	辅助	-	-	2022+	-
			NSCLC	0.063%	1L	-	-	2020	-
			肝癌	0.011%	1L	-	-	2020	-
			NSCLC	0.063%	2L	培美曲塞	-	2020	-
	阿来替尼	ALK	ALK+NSCLC	0.00441%	1L	-	Chugai	2021	-
			ALK+NSCLC	-	辅助	-	Chugai	2022	-
	cobimetinib	MEK	BRAF+黑色素瘤	0.002756%	1L	PD-L1/威罗菲尼	-	2020	BRAF+占所有黑色素瘤的10%
	帕妥珠单抗	HER2	HER2+乳腺癌	-	早期	曲妥珠单抗	-	2020	-
	idasanutlin	MDM2	R/R AML	<0.0031405%	-	-	-	2020	MDM2-TP53 广谱
	ipatasertib	Akt	CRPC	0.0123%	1L	-	Array	2020	抑制PI3K/Akt信号通路，广谱
			三阴乳腺癌	0.0246%(女性)	1L	-		2020（NME）	
			HR+乳腺癌	0.107%	1L	-		2020	
	polatuzumab vedotin	CD79b	DLBCL	0.007%	1L	-	Seattle Genetics	2021	B-cell specific
	venetoclax	Bcl2	ALL	0.0571%	1L	阿扎胞苷	AbbVie	2021	-

资料来源：公司财务报告和披露信息，药智网

4、研发近况 III期临床

临床III期研发管线									
药物类别	药物名	靶点	适应症	发病率(美国)	临床地位	联合用药	联合开发	预计提交	备注
自身免疫疾病	奥马珠单抗	IgE	食物过敏	9.143%	-	-	诺华	2021	-
	etrolizumab	integrinB7	克罗恩病	0.1429%（患病）	-	-	-	2022+	-
			溃疡性结肠炎	0.029%	-	-	-	2020	-
神经系统疾病	RG6042 ASO-HTT	toxic Mhtt	亨廷顿氏舞蹈病	0.0001%（患病率）	-	-	Ions	2022+	-
	gantenerumab	β淀粉样蛋白	阿兹海默症	50%（>80岁）	-	-	Morphosys	2022+（NME）	CREAD研究已于2019年初暂停，Gratuate研究继续
	balovaptan	V1a	自闭症	1.471%（8岁）	-	-	-	2022+	-
眼科	faricimab	VEGF-A、Ang-2	wAMD	0.057%	-	-	-	2022+	双抗
			DME	20%（糖尿病）	-	-		2021	
	ranibizumab	VEGF-A	wAMD	0.057%	-	-	诺华，ForSight	2020	ForSight VISION4 已被罗氏收购
其他	RG6206	myostatin	杜氏肌营养不良	0.029%（男性）	-	-	BMS	2020	-
新冠肺炎	RG1569（Actemra+remdesivir）		新冠肺炎		-	-	-	-	-

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期研发管线

药物类别	药物名	靶点	适应症	发病率(美国)	临床地位	联合用药	联合开发	预计提交	备注
抗肿瘤	idasanutlin	MDM2	AML	0.005%	1L	阿糖孢苷 道诺霉素	-	2020	cytarabine+daunorubicin
			真性红细胞增多	0.0019%	-	-	-	2022	
	polatuzumab vedotin	CD79b	滤泡性淋巴瘤	0.003%	-	-	Seattle Genetics	2022	RR
	venetoclax	bcl-2	DLBCL	0.007%	1L	-	-	2022+	-
			HR+乳腺癌	0.107%	2L	-	AbbVie	2022	-
			MDS	0.162% (>65岁)	1L	阿扎胞苷	AbbVie	2022+	-
	ipatasertib	Akt	3阴乳腺癌	0.0308%(女性)	新辅助	-	Array	2022	-
	cobimetini	BRAF	3阴乳腺癌	0.0308%(女性)	1L	-	Exelixis	2022+	BRAF 600E
	新抗原个性化疗法	-	黑色素瘤	0.026%	1L	-	BioNTech AG	-	-
神经系统疾病	prasinezumab	a-synuclein	帕金森	0.017%	-	-	Prothena	-	-
	RG6100	Tau	阿兹海默症	50%(>80岁)	-	-	AC Immune	2022+	-
	risdiplam	SMN-2	SMA	0.004%	-	-	PTC	2019	-
	crenezumab	Aβ	阿兹海默症	50%(>80岁)	-	-	AC Immune	2022+	-
	basmisanil	GABA	精神分裂症	0.015%	-	-			-
免疫炎症	RG6149	ST2	哮喘	7.69% (患病率)	-	-	安进	2022+	-
	fenebrutinib	BTK	类风关	0.040%	-	-	-	-	-
	nemolizumab	IL-31R	透析患者瘙痒	-	-	-	-	-	-
抗感染	TLR7 ago(3) + CpAM (2)	-	乙肝	-	-	-	-	-	-
其他	RG7774	-	视网膜疾病	-	-	-	-	-	-

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期研发管线						
疾病类别	抗肿瘤					
药物名	Selicrelumab	mosunetuzumab	RG7827	cibisatamab	RG7769	RG7461
靶点	CD40 单抗	CD20/CD3双抗	FAP/41BBL	CEA/CD3	PD1-TIM3双抗	IL2v/FAP
药物名	RG6292	RG6194	RG6185	iNeST	RG6171	RG6139
靶点	CD25 单抗	HER2/CD3双抗	RAF抑制剂	个体化mRNA肿瘤疫苗	SERD(降解ER)	PD1/LAG3
药物名	RG611	RG6076	tiragolumab	RG6026	ERY974	-
靶点	PI3K 抑制剂	CD19/41BBL双抗	TIGIT单抗	CD20/CD3	glypican-3/CD3	-
注：	TIM-3：肿瘤免疫抑制					
	TIGIT:阻断CD112，CD155与TIGIT结合，仿制免疫逃逸					
	4-1BBL：可通过促进CD8 T细胞的扩增而产生抗肿瘤活性					
疾病类别	免疫炎症					
药物名	RG7835	RG6287	RG6244	RG6151	RG6151	crovalimab
靶点	IgG-IL2 mutein	IgG-IL2 mutein	-	-	C5	C5
适应症	-	炎症性肠病	哮喘	哮喘	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	
疾病类别	抗感染					
药物名	CpAM	RG786	RG6084	RG6346		
靶点	HBV核心蛋白变构调制器	Anti-S.aureusTAC	-	乙肝病毒RNAi		
适应症	慢性肝炎	金黄色酿脓葡萄球菌	慢性乙肝	慢性乙肝		

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

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
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