



一碗好燕窝，滋养天下人

投资要点

- 核心观点:** (1) 燕窝行业持续高增，近6年复合增长率达35.7%，鲜炖燕窝、燕窝+迎来新一波需求热潮，公司作为头部品牌有望率先享受行业扩容红利。(2) 目前燕窝市场集中度较低，前五大燕窝公司合计份额仅为11.9%，燕之屋未来市占率仍有较大提升空间。(3) 公司全国化进程加速启动，线下实体门店已拥有635个，有望通过全渠道模式持续推进市场覆盖。
- 燕窝贡献稳定收益，鲜炖燕窝快速增长。**公司主营业务收入和毛利主要来自燕窝产品的销售，燕窝产品具体包括碗燕、鲜炖燕窝、冰糖燕窝、干燕窝以及其他产品，其他产品销售占比较低，包括燕窝粽子、燕窝月饼等。2022年纯燕窝产品占收入94.7%，纯燕窝产品中以碗燕的占比最大。2022年碗燕产生收入6.7亿元，占纯燕窝产品38.9%。碗燕销售收入保持增长势头，但销售占比总体呈下降趋势，主要原因为鲜炖燕窝产品价格更加亲民，产品消费群体更大，随着电子商务平台快速发展以及高时效物流配送服务日益完善，鲜炖燕窝销量快速提升。
- 毛利率稳步提升，成本下行增厚毛利。**2019-2022年公司毛利率分别为42.7%、48.2%和50.8%，综合毛利率呈上升趋势。2020-2021年鲜炖燕窝生产厂商加强市场推广力度，线上燕窝消费市场面临的竞争压力较大，公司开展促销活动适当降低线上产品销售价格积极应对市场竞争。2022年公司综合毛利率有所回升，主要原因包括原材料采购均价下降以及公司促销力度有所减小。
- 线下专营叠加线上零售，门店加强消费者触达。**经过多年布局发展，公司逐步搭建了线下专营与线上零售相结合的全渠道销售模式，是当前燕窝行业燕窝产品专卖实体店数量最多的品牌。相比于纯线上销售模式，线下广泛的实体店网络可以增强消费者品牌感知度、提升客户粘性，也可以充分借助经销商的渠道拓展销售市场、加强营销推广。公司正在深耕会员资源经营，将实体门店触达的已有客户和潜在客户资源进行充分整合，进一步提升客户服务能力。
- 盈利预测与评级:** 预计2023-2025年归母净利润分别为2.3亿元、2.7亿元、3.2亿元，EPS分别为0.50元、0.59元、0.69元。给予公司2024年18倍估值，对应目标价10.62元，按0.91:1的汇率对应为11.67港元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧、产品价格波动、食品安全问题、产品进口政策变动、汇率波动、线上第三方平台收入占比较高等风险。

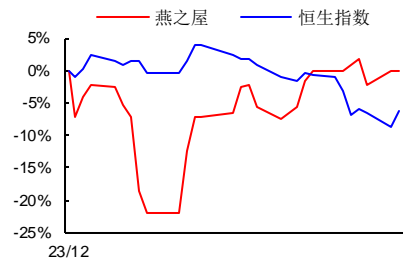
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元人民币)	17.30	19.41	21.28	22.90
增长率	14.79%	12.23%	9.58%	7.62%
归属母公司净利润(亿元人民币)	1.92	2.31	2.73	3.19
增长率	14.63%	20.22%	18.38%	16.93%
每股收益EPS	0.41	0.50	0.59	0.69
净资产收益率	42.22%	43.55%	44.07%	44.00%
PE	23.03	19.15	16.18	13.84

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 杜雨聪
电话: 18716686475
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	7.58-9.7
3个月平均成交量(百万)	2.02
流通股数(亿)	4.66
市值(亿)	41.90

相关研究

目 录

1 专注燕窝赛道，产品力优异.....	1
2 燕窝市场空间广阔，行业规范化发展.....	4
3 多品类+强品牌筑就壁垒，全渠道发展保驾护航.....	7
3.1 产品矩阵丰富，线上线下差异化布局	7
3.2 全渠道战略精耕，线上平台高速发展	11
3.3 打造优质品牌形象，传递健康生活内涵	13
4 盈利预测与估值.....	15
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 12 月 31 日)	1
图 3: 2020-2022 年公司营收及同比增速	2
图 4: 2020-2022 年公司净利润及同比增速	2
图 5: 2019-2022 年公司主营业务收入结构	2
图 6: 2019-2022 年公司主营业务毛利结构	2
图 7: 2019-2022 年公司分品类营收 (亿元)	3
图 8: 2019-2022 年公司分品类营收增速	3
图 9: 2020-2022 年公司毛利率	3
图 10: 2020-2022 年公司分品类毛利率	3
图 11: 2020-2022 年公司各季度收入 (亿元)	4
图 12: 2020-2022 年公司各季度收入占比	4
图 13: 燕窝行业产业链	4
图 14: 2014-2022 年中国溯源燕窝进口量及增速	5
图 15: 2016-2022 年中国燕窝市场规模	5
图 16: 纳入 CAIQ 溯源体系的境内外加工企业数量 (个)	5
图 17: 燕窝品牌商渠道运营情况	6
图 18: 2022 年中国前五大燕窝品牌市占率	6
图 19: 2022 年中国燕窝加工厂体量分布	6
图 20: 2022 年中国燕窝加工厂日产能分布	7
图 21: 2022 年中国燕窝加工厂年产值分布	7
图 22: 2019-2022 年碗燕销售数量 (万碗)	9
图 23: 2019-2022 年碗燕销售均价 (元/碗)	9
图 24: 2019-2022 年鲜炖燕窝销售数量 (万碗)	10
图 25: 2019-2022 年鲜炖燕窝销售均价 (元/碗)	10
图 26: 2019-2022 年其他瓶装燕窝销售数量 (万碗)	10
图 27: 2019-2022 年其他瓶装燕窝销售均价 (元/碗)	10
图 28: 2019-2022 年干燕窝销售数量 (千克)	11
图 29: 2019-2022 年干燕窝销售均价 (元/克)	11
图 30: 2019-2022 年公司各渠道收入 (亿元)	12
图 31: 2019-2022 年公司各渠道收入占比	12
图 32: 2019-2021 年公司分区域营收 (亿元)	12
图 33: 2019-2021 年公司分区域营收占比	12
图 34: 燕之屋成为中国之声两档人物专栏特约合作伙伴	14
图 35: 燕之屋荣获 2022 国民消费·影响力品牌	14
图 36: 燕之屋成为中国国家击剑队指定燕窝产品	14
图 37: 燕之屋“天才妈妈”贵州苗绣梦想工坊启动仪式	14
图 38: 燕之屋致敬国粹·浓鲜燕窝 (春期限定款)	15
图 39: 燕之屋携手品牌代言人赵丽颖演绎古今大片《传承》	15

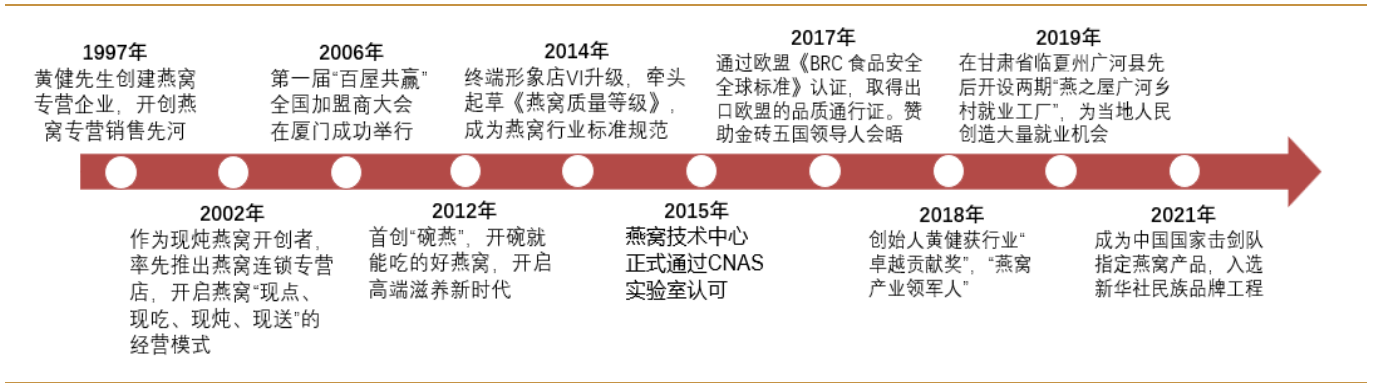
表 目 录

表 1: 燕窝行业相关政策.....	7
表 2: 公司燕窝产品矩阵.....	8
表 3: 公司销售模式.....	11
表 4: 公司线上渠道运营方式.....	13
表 5: 分业务收入及毛利率情况.....	15
表 6: 可比公司一致性预期.....	17
附表: 财务预测与估值.....	18

1 专注燕窝赛道，产品力优异

公司成立于 2014 年，主要从事研发、生产和销售优质现代燕窝产品。公司的产品组合主要包括纯燕窝产品、“燕窝+”及燕窝衍生产品，满足消费者在不同生活场景中的差异化体验需求。2022 年，公司已有 250 个 SKU，其中纯燕窝产品在四大产品系列中有 194 种，包括碗燕、鲜炖燕窝、冰糖官燕及干燕窝。公司还开发了其他燕窝产业价值链上其他产品，包括燕窝粥及燕窝护肤品等。按零售额计算，公司是中国溯源燕窝市场最大的燕窝产品公司，市场份额为 14.0%；按燕窝专营门店数量和中国检科院认证的进口数量计，同样排名第一。

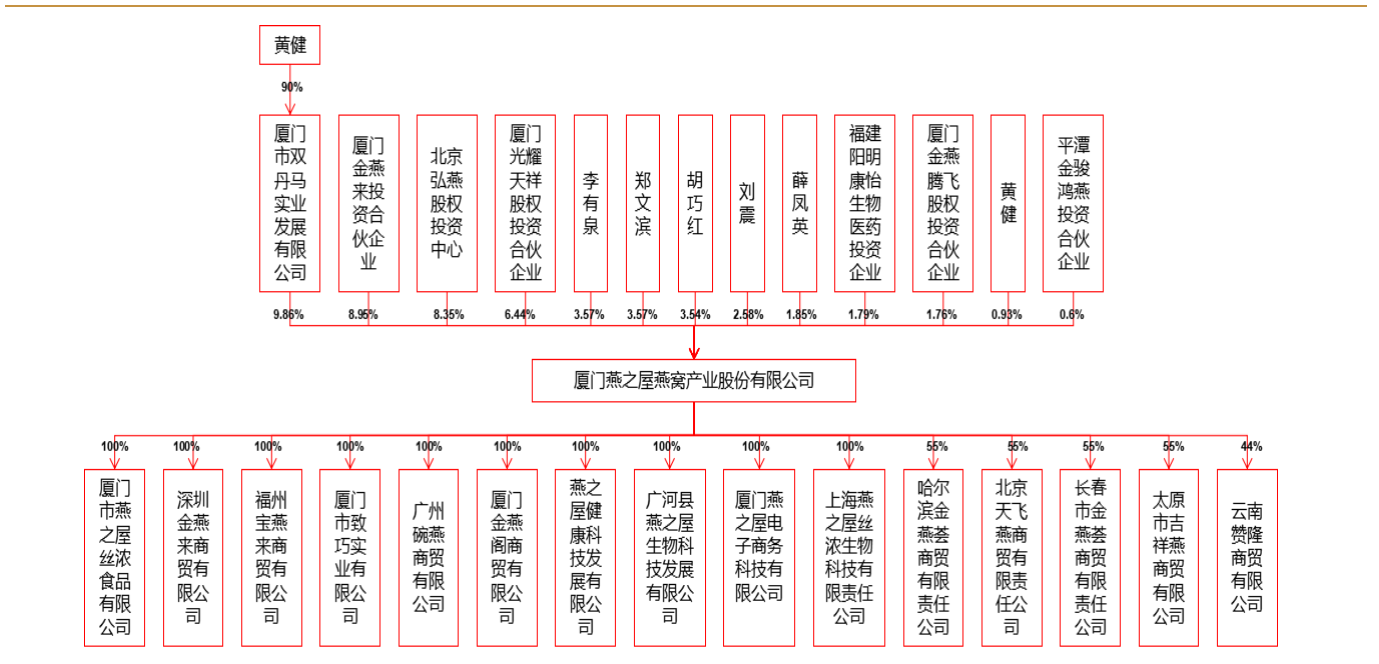
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

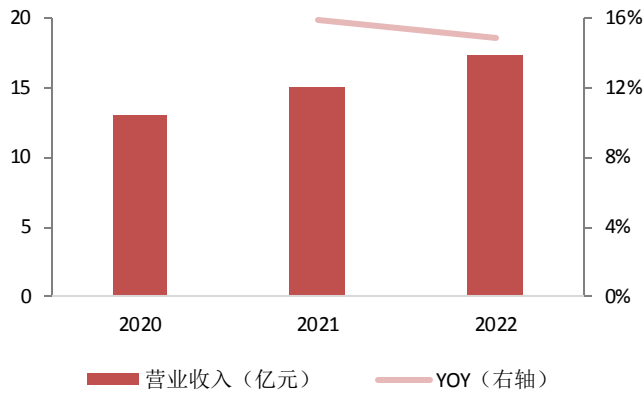
创始人实际控制，高管经验丰富。截至 2023 年 12 月 31 日，公司创始人黄健兼任董事长，通过厦门市双丹马实业发展有限公司进行间接控股，持股占比合计 9.8%。副董事长郑文滨持股 3.57%，总经理李有泉持股 3.57%。核心高管均在行业内深耕多年，经验丰富。金燕腾飞股权投资合伙企业为员工激励平台，为公司吸引及挽留人才。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年 12 月 31 日）

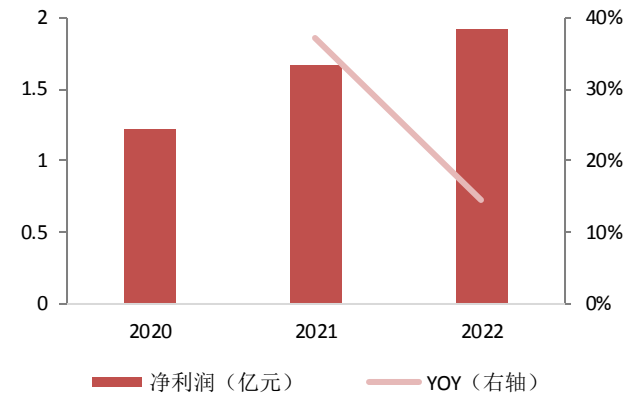


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司营收稳健增长，利润逐步提升。公司产品的销量和平均售价均稳步上升，收入从2020年的13.0亿元上升至2022年的17.3亿元，近2年CAGR为15.4%。净利润增速较高，从2020年的1.2亿元上升至2022年的1.9亿元，近2年CAGR为25.8%。

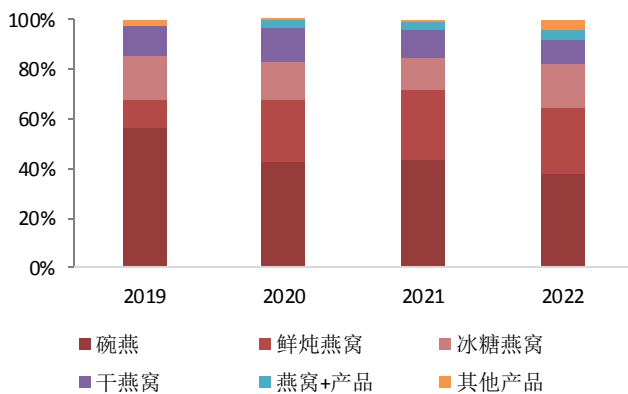
图 3：2020-2022 年公司营收及同比增速


数据来源：招股说明书，西南证券整理

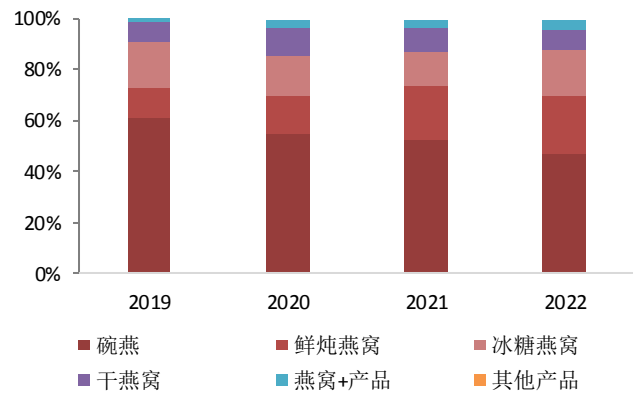
图 4：2020-2022 年公司净利润及同比增速


数据来源：招股说明书，西南证券整理

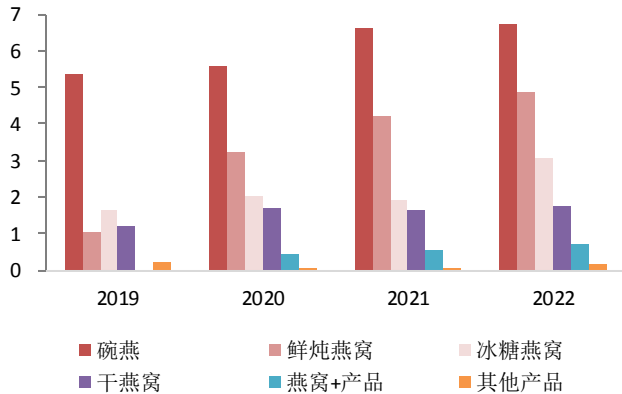
燕窝贡献稳定收益，鲜炖燕窝快速增长。公司主营业务收入和毛利主要来自燕窝产品的销售，燕窝产品具体包括碗燕、鲜炖燕窝、冰糖燕窝、干燕窝以及其他产品，其他产品销售占比较低，包括燕窝粽子、燕窝月饼等。2022年纯燕窝产品占收入94.7%，纯燕窝产品中以碗燕的占比最大。2022年碗燕产生收入6.7亿元，占纯燕窝产品38.9%。碗燕销售收入保持增长势头，但销售占比总体呈下降趋势，主要原因为鲜炖燕窝产品价格更加亲民，产品消费群体更大，随着电子商务平台快速发展以及高时效物流配送服务日益完善，鲜炖燕窝销量快速提升。

图 5：2019-2022 年公司主营业务收入结构


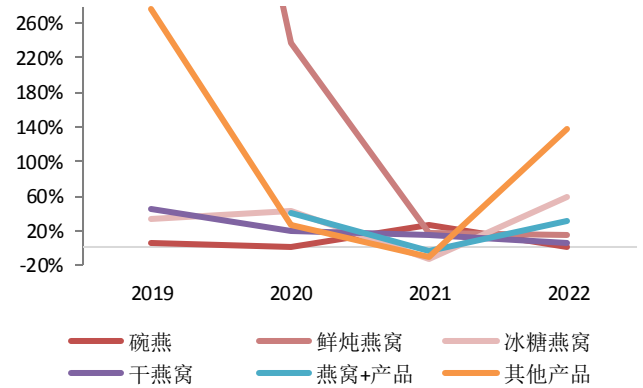
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 6：2019-2022 年公司主营业务毛利结构


数据来源：招股说明书，西南证券整理

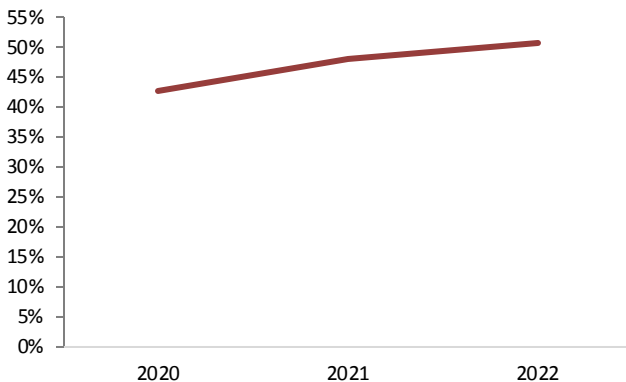
图 7：2019-2022 年公司分品类营收（亿元）


数据来源：招股说明书，西南证券整理

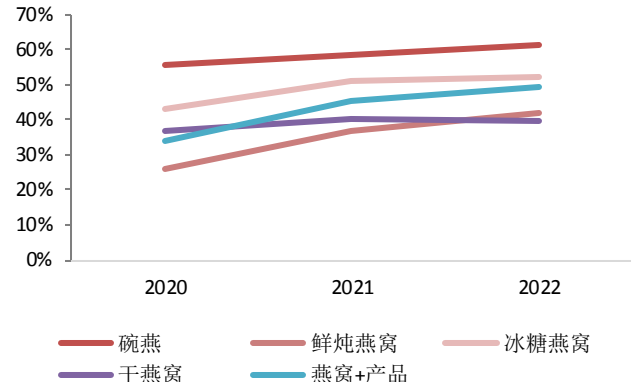
图 8：2019-2022 年公司分品类营收增速


数据来源：招股说明书，西南证券整理

毛利率稳步提升，成本下行增厚毛利。2020-2022 年公司毛利率分别为 42.7%、48.2% 和 50.8%，综合毛利率呈上升趋势。2020-2021 年鲜炖燕窝生产厂商加强市场推广力度，线上燕窝消费市场面临的竞争压力较大，公司开展促销活动适当降低线上产品销售价格积极应对市场竞争。2022 年公司原材料采购均价下降以及公司促销力度有所减小，盈利水平持续提升。

图 9：2020-2022 年公司毛利率


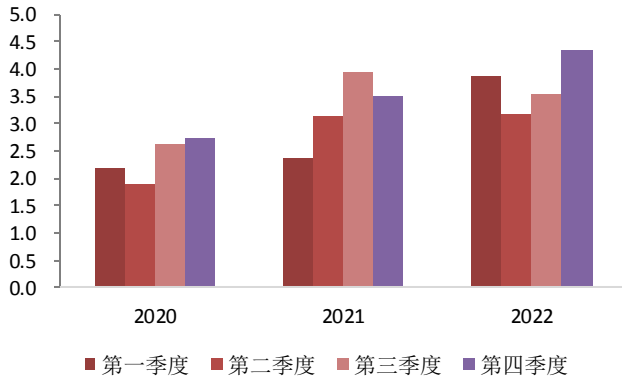
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 10：2020-2022 年公司分品类毛利率


数据来源：招股说明书，西南证券整理

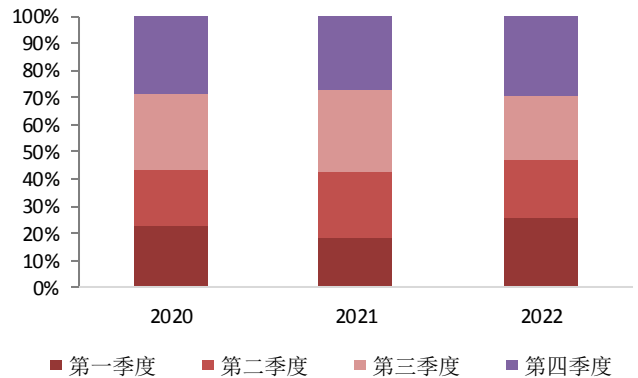
节日赠礼需求较大，销售高峰趋于分散。传统上，燕窝消费市场主要包括礼品市场、孕妇及中老年群体养生市场等，其中中秋、春节等重要节日礼品市场需求较大，使得中秋、春节销售额在全年中占比相对较高。近年来，随着常温即食燕窝、鲜炖燕窝等食用便利性更好的产品的日益成熟、电商销售和高效物流的发展、广大青年群体需求的扩张以及“618”、“双 11”、“双 12”等电商购物节的快速发展，燕窝销售高峰逐渐分散化。公司第一季度、第三季度分别在春节、中秋节的影响下收入较高，第四季度收入较高主要受电商平台“双 11”、“双 12”等促销活动的影响。

图 11：2020-2022 年公司各季度收入（亿元）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 12：2020-2022 年公司各季度收入占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 燕窝市场空间广阔，行业规范化发展

行业规模化发展，产业链精细分工。随着居民消费水平不断提高，对燕窝等高端食材的需求也不断增加，燕窝行业上下游产业链进入市场化、规模化发展新阶段。目前，燕窝行业已形成分工相对精细的产业链：产业链上游包括燕屋管理、燕窝采摘、燕窝粗加工等环节；产业链中游包括燕窝进口、燕窝深加工、燕窝经销等环节；产业链下游主要是各种燕窝销售终端和最终消费者。

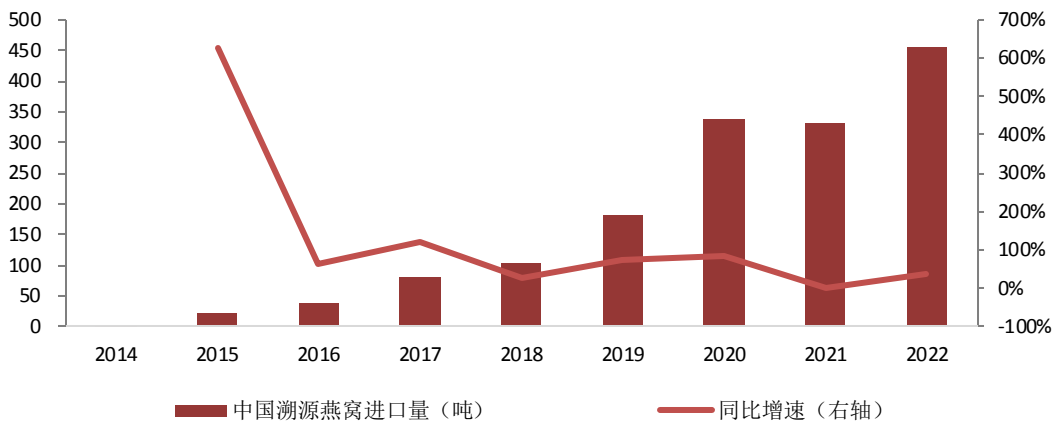
图 13：燕窝行业产业链



数据来源：头豹研究院，西南证券整理

消费需求持续扩大，进口量高速增长。燕窝同时具有食用价值和药用价值，随着燕窝文化在中国的进一步推广，中国消费者对燕窝的了解与喜爱不断加深。燕窝所具有的独特保健养生功效得到越来越多消费者的认可，食用燕窝群体逐步增多，燕窝行业市场规模进一步扩大。中国燕窝进口量从2014年的3.1吨增长至2022年的465.1吨，近8年年复合增长率高达87.1%。为规范中国燕窝行业的发展，原国家质检总局明确指出输华燕窝产品加工企业应建立从燕屋至出口的燕窝追溯体系，确保燕窝产品可追溯。由于燕窝主要生产于马来西亚及印度尼西亚等东南亚国家，中国燕窝生产量微乎其微，因此通过溯源燕窝进口量可统计中国燕窝市场规模。

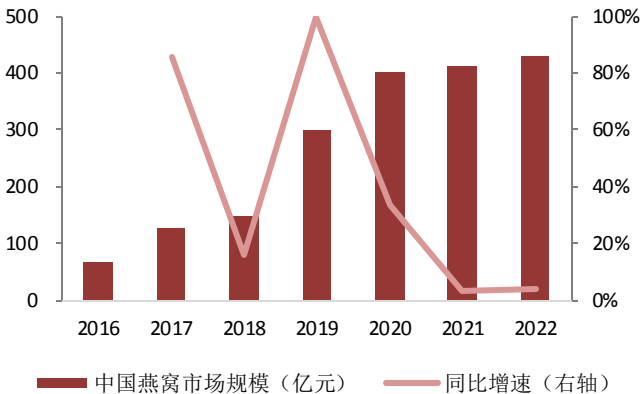
图 14：2014-2022 年中国溯源燕窝进口量及增速



数据来源：头豹研究院，西南证券整理

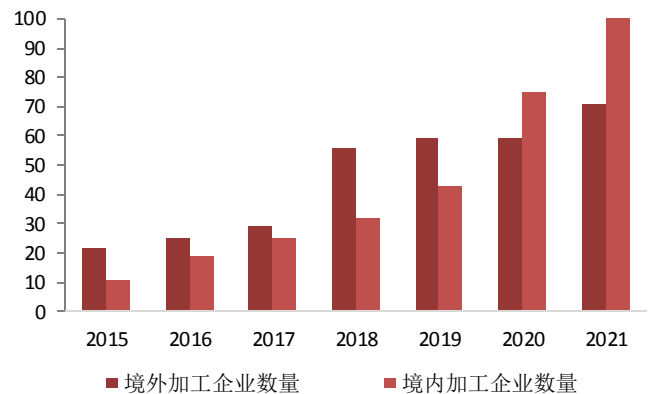
国内市场持续扩容，加工企业趋于规范化。近年来，人民生活水平持续提升，消费支付能力不断增强；燕窝企业通过创新不断推出常温即食燕窝、鲜炖燕窝、鲜泡燕窝等具有更好食用便捷性新产品，吸引日益增多的消费者；电子商务和高效物流行业的发展持续提升燕窝消费的便利性。国内燕窝消费市场呈现高速增长态势，从2016年的69亿元增至2022年的430亿元，近6年复合增长率达35.7%。下游消费市场的发展带动燕窝生产加工企业数量的持续增长，行业监管的日益加强、生产企业规范意识的提高以及消费者对产品安全性重视程度的提升，推动更多的燕窝加工企业主动加入燕窝全程溯源链条、纳入CAIQ溯源体系。

图 15：2016-2022 年中国燕窝市场规模



数据来源：国燕委，西南证券整理

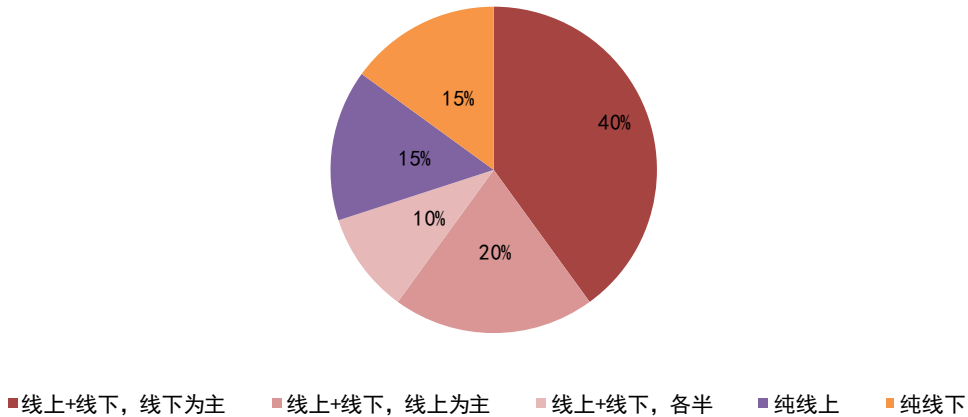
图 16：纳入 CAIQ 溯源体系的境内外加工企业数量 (个)



数据来源：中国检验检疫科学研究院，西南证券整理

线下向线上转移，新兴电商品牌崛起。传统燕窝销售渠道主要为线下门店，随着线上购物市场规模的持续扩张、消费者消费习惯的变迁以及物流行业的高速发展，以天猫、京东为代表的电商平台正成为燕窝销售的重要渠道。各大品牌商陆续试水线上渠道，并开始尝试直播带货等新营销手段，天猫、京东、小红书、抖音、快手等综合类大型电商平台、兴趣电商平台、直播平台、社交电商等平台均对燕窝品类施行不同的准入制度和扶持政策，近几年行业出现了专营电商平台的纯线上新兴品牌。

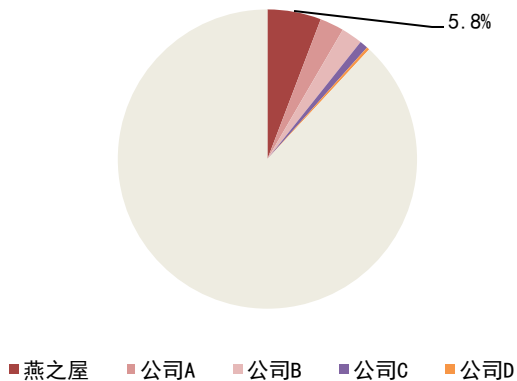
图 17：燕窝品牌商渠道运营情况



数据来源：国燕委，西南证券整理

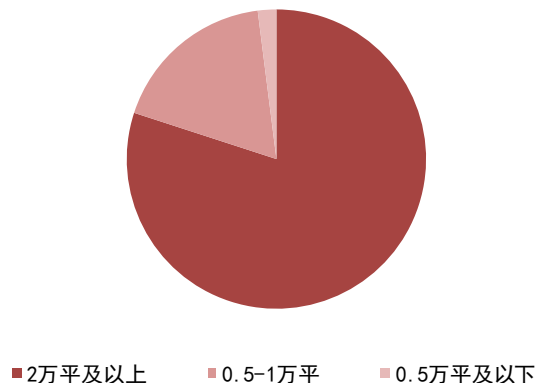
行业竞争分散、品牌化空间极大。2022年，中国燕窝市场约占全球燕窝市场的70%，中国前五大燕窝公司合计份额为11.9%。由于小作坊众多、代加工模式盛行、销售渠道多样等因素的存在，行业里存在大量中小燕窝品牌，行业集中度仍较低。国内燕窝制品加工厂企业区域集聚特征较为明显，福建省企业数量和加工产能占比最高。虽然加工企业数量较多，但加工厂量级差距较大，大部分年产值都集中在5000万元以内。总体来说，头部加工厂数量少，但在上游议价能力、产品创新能力、渠道管理能力、抗突发风险能力等方面相对成熟稳定；腰尾企业占大多数，其与大企业相比竞争优势主要体现在产品价格方面。

图 18：2022年中国前五大燕窝品牌市占率

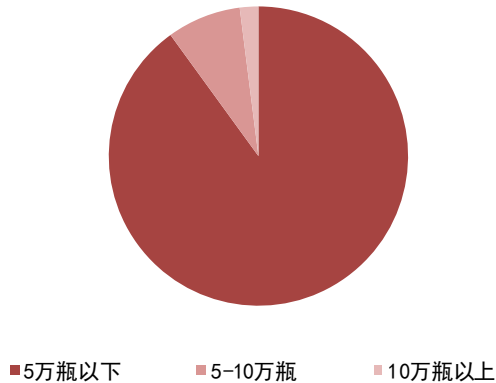


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

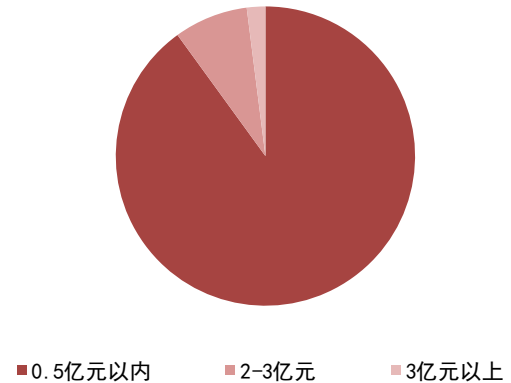
图 19：2022年中国燕窝加工厂体量分布



数据来源：国燕委，西南证券整理

图 20：2022 年中国燕窝加工厂日产能分布


数据来源：国燕委，西南证券整理

图 21：2022 年中国燕窝加工厂年产值分布


数据来源：国燕委，西南证券整理

行业规范日趋严格，政策措施逐步完善。 燕窝行业市场规模呈现快速增长态势，国家相关管理部门相继出台了系列管理政策，推动行业发展规范性日益加强。在原料进口环节，原国家质检总局针对不同进口国分别出台了《质检总局关于进口马来西亚燕窝产品检验检疫要求的公告》《质检总局关于进口印度尼西亚燕窝产品检验检疫要求的公告》《质检总局关于进口泰国燕窝产品检验检疫要求的公告》，对进口原料的产地、出口、检验检疫要求进行了明确规定；在生产环节，行业重点加工企业自觉遵守相关食品生产加工规范、积极推动燕窝行业国家标准、行业标准以及团体标准等细则的推出；在销售环节，国家市场监督管理总局等相关机构对产品营销、消费者合法权益等均采取日益严格的管理措施。

表 1：燕窝行业相关政策

政策名称	颁布日期	颁布主体	主要内容及影响
《关于进口马来西亚燕窝产品检验检疫要求的公告》	2013-12	原国家质量监督检验检疫总局	准予符合的马来西亚燕窝产品进口
《GH/T 1092-2014 燕窝质量等级》	2014-06	中华全国供销合作总社	中国燕窝行业的第一个国家标准，规定了燕窝相关术语和定义、质量等级规定及检验方法等内容
《关于进口印度尼西亚燕窝产品检验检疫要求的公告》	2014-11	原国家质量监督检验检疫总局	准予符合的印度尼西亚燕窝产品进口
《进口食品境外生产企业注册实施目录》	2016-01	原国家质量监督检验检疫总局	正式将燕窝产品纳入
《关于进口泰国燕窝产品检验检疫要求的公告》	2017-08	原国家质量监督检验检疫总局	准予符合的泰国燕窝产品进口
《中国药文化研究会即食燕窝团体标准》	2018-04	中国药文化研究会	明确即食燕窝的定义，规定即食燕窝的技术要求

数据来源：头豹研究院，西南证券整理

3 多品类+强品牌筑就壁垒，全渠道发展保驾护航

3.1 产品矩阵丰富，线上线下差异化布局

专耕燕窝产品，打造多元品类。 依托对消费者差异化需求的精准把握以及深厚的燕窝产品研发能力，公司搭建了丰富程度位居行业前列的燕窝产品线。公司主要产品分为常温即食燕窝、鲜炖燕窝、干燕窝及其他燕窝衍生产品，其中常温即食燕窝又包括碗装的“碗燕”系列产品和瓶装的冰糖燕窝系列产品。“碗燕”系列是公司明星产品，鲜炖燕窝系列产品近年来线上销售增长速度较快。

表 2：公司燕窝产品矩阵

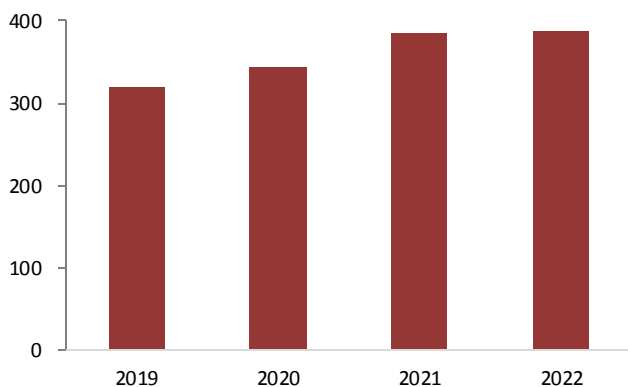
碗装常温即食燕窝（碗燕）				
线上产品	 小红碗	 小京碗	 臻选款	 随心款
线下产品	 尊享款	 元气款	 甄爱款	 经典款
	 荣耀款	 浓情款	 飞天款	 如意随心款
瓶装常温即食燕窝（冰糖燕窝）				
线上产品	 小粉瓶	 小红瓶	 花漾瓶	 浓鲜燕窝
线下产品	 橙心橙意 75g*6			
鲜炖燕窝				
线上+线下	 45g 鲜炖燕窝	 70g 鲜炖燕窝	 鲜享-鲜炖燕窝	 孕智-鲜炖燕窝
干燕窝				
线上产品	 京彩红	 俏红裳	 尼罗河蓝	 薄荷绿
	 鲜泡燕窝（粉色礼盒）	 即炖干燕窝	 鲜泡燕窝（小樱款）	
线下产品	 浓情似燕	 花信年华	 简装干燕	

其他燕窝产品				
线上产品				
	燕窝月饼			
线下产品				
	燕窝粽子	燕窝月饼	燕窝糕点	

数据来源：招股说明书，西南证券整理

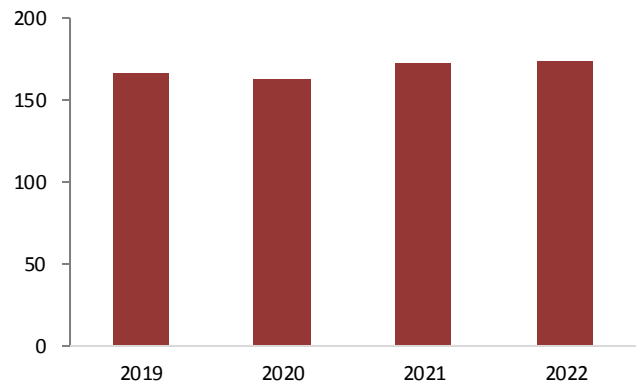
碗燕：公司不断丰富碗燕产品的种类，在线下推出规格更小、销售价格更加亲民的甄爱款等，在线上推出小红碗、随心款等。线上平台销售的碗燕产品针对的消费群体更加年轻，产品定位更为细分，销售价格也较线下经典款、尊享款碗燕更低。销量方面，公司签订正式代理合作协议的经销商数量增加较快，线下经销渠道销售数量增加。价格方面，疫情期间公司采取的促销折扣力度较大，疫情结束后公司进行销售策略调整，减小线上销售渠道碗燕促销折扣力度，线上直销、线上代销销售均价上涨近 30%。2021 年，公司在完成哈尔滨金燕荟、长春金燕荟、北京天飞燕和太原吉祥燕股权收购后，销售均价较高的线下零售渠道占比提升，驱动销量和均价同步提升。

图 22：2019-2022 年碗燕销售数量（万碗）



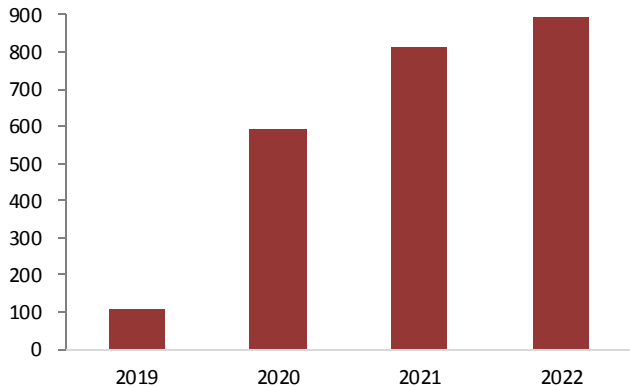
数据来源：国燕委，西南证券整理

图 23：2019-2022 年碗燕销售均价（元/碗）

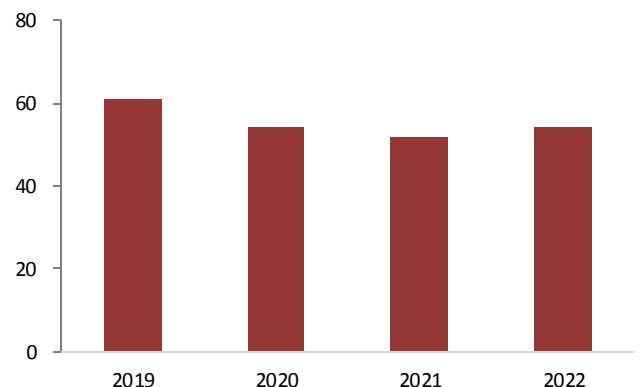


数据来源：国燕委，西南证券整理

鲜炖燕窝：公司鲜炖燕窝产品销量迎来爆发性增长，均价呈下降趋势。销量快速增长的原因主要在于以下三个方面：一是燕窝消费群体的扩大带来了差异化的消费诉求，快节奏的生活工作催生了即开即吃的即食燕窝产品的发展、电商平台下单即送即吃新鲜程度要求更高的诉求推动了鲜炖燕窝的爆发式增长；二是电子商务平台的发展结合了高时效物流配送服务，新鲜程度更高的鲜炖燕窝能够更快速地送达消费者手中；三是公司根据市场对鲜炖产品的需求调整生产规划并保障了鲜炖燕窝产能。销售均价下降一方面由于公司鲜炖燕窝产品种类不断丰富，产品规格更加多样，鲜享装鲜炖燕窝等价格更低的产品在销售结构中占比更高；另一方面公司根据鲜炖燕窝市场竞争情况，及时调整产品促销方案，适当提高了产品促销力度。

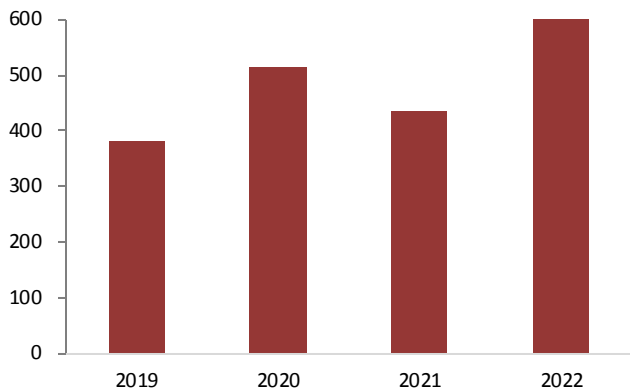
图 24：2019-2022 年鲜炖燕窝销售数量（万碗）


数据来源：国燕委，西南证券整理

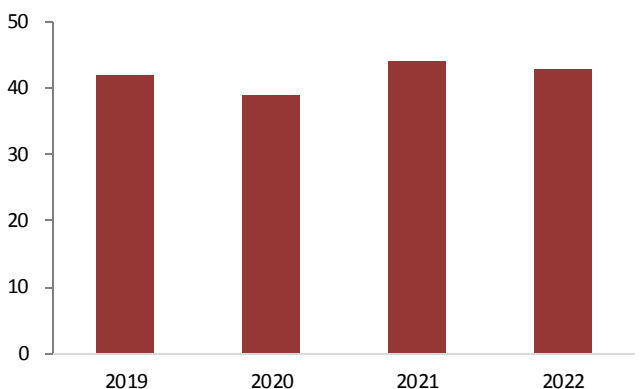
图 25：2019-2022 年鲜炖燕窝销售均价（元/碗）


数据来源：国燕委，西南证券整理

其他瓶装燕窝：其他瓶装燕窝以冰糖燕窝为主，相比鲜炖燕窝，公司通过精准把控炖煮温度、高标准执行 121°C 高温灭菌工艺最大程度保证口感，同时有效提升了产品保质期。销量方面，其他瓶装燕窝销售数量呈现先增加后减少的趋势，原因是一方面 2020 年公司向安利（中国）电子商务有限公司销售的定制冰糖燕窝产品数量较多、价格较低；另一方面 2021 年公司将鲜炖燕窝作为线上平台推广的重点产品，冰糖燕窝销量相应有所减少。价格方面，产品均价先下降而后回升，主要源于 2020 年公司为进一步拓展客户群体加大了促销活力度，同时与安利合作的产品定价较低，导致产品销售价格出现一定幅度下降。2021 年，随着产品促销力度的减小以及公司暂未再与安利合作，冰糖燕窝销售均价回升。

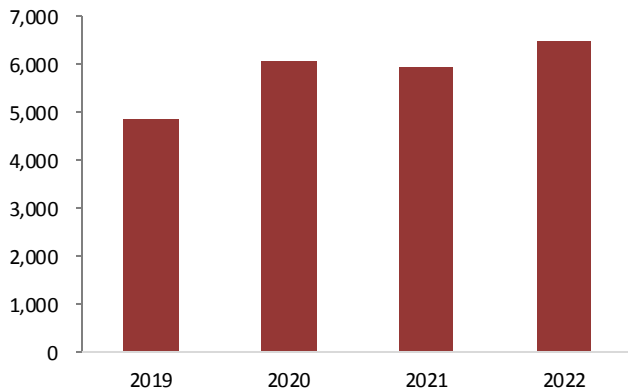
图 26：2019-2022 年其他瓶装燕窝销售数量（万碗）


数据来源：国燕委，西南证券整理

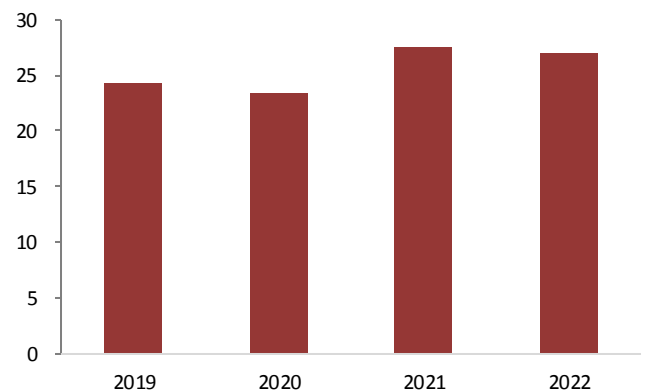
图 27：2019-2022 年其他瓶装燕窝销售均价（元/碗）


数据来源：国燕委，西南证券整理

干燕窝：市场上部分消费者习惯于购买干燕窝自行炖煮，公司严选海关备案出口商出口、海关检验检疫进口、全程可溯源的优质燕盏作为干燕窝原料，确保为消费者提供优质、安全的干燕窝产品。同时公司在创新研发的基础上，以干燕窝为原料，经过浸泡、挑拣、清洗、风干、冻干或者超临界干燥等工艺制成鲜泡燕窝等多种创新干燕窝制品。2020 年，公司为进一步拓展客户群体，加大了促销活力度，导致产品销售价格出现一定幅度的下降。2021 年，随着产品促销力度的减小，干燕窝销售均价回升，销量略有下降。

图 28：2019-2022 年干燕窝销售数量（千克）


数据来源：国燕委，西南证券整理

图 29：2019-2022 年干燕窝销售均价（元/克）


数据来源：国燕委，西南证券整理

3.2 全渠道战略精耕，线上平台高速发展

线下专营叠加线上零售，门店加强消费者触达。经过多年布局发展，公司逐步搭建了线下专营与线上零售相结合的全渠道销售模式，是当前燕窝行业燕窝产品专卖实体店数量最多的品牌。相比于纯线上销售模式，线下广泛的实体店网络可以增强消费者品牌感知度、提升客户粘性，也可以充分借助经销商的渠道拓展销售市场、加强营销推广。目前，公司直营与经销渠道合计拥有线下实体门店 635 个，初步实现了全国性覆盖。公司正在深耕会员资源经营，将实体门店触达的已有客户和潜在客户资源进行充分整合，进一步提升客户服务能力。

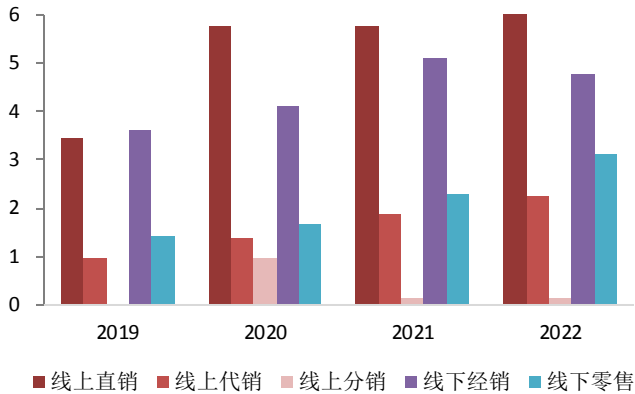
表 3：公司销售模式

销售模式	销售类型	销售模式介绍	主要销售渠道
线下销售	线下经销	公司与经销商建立代理合作关系，将产品销售给经销商，经销商通过自有门店等进行销售	经销商门店
	线下零售	公司在部分重点城市建立自有直营线下门店或商场专柜销售公司燕窝产品	厦门、福州、贵阳、广州、深圳、昆明等门店、400 电话销售
线上销售	线上直销	通过在第三方电商平台，如天猫、京东等，开设自营店铺直接向终端消费者销售商品	天猫燕之屋旗舰店、京东燕之屋旗舰店、有赞微商城等
	线上代销	公司与大型电商平台签订商品购销协议，公司直接向电商平台销售产品，与电商平台结算	京东自营、唯品会自营、苏宁易购自营等
	线上分销	授权特定经销商在网络平台开设分销网店，销售公司产品	天猫燕之屋创远专卖店、天猫燕之屋乐享专卖店等

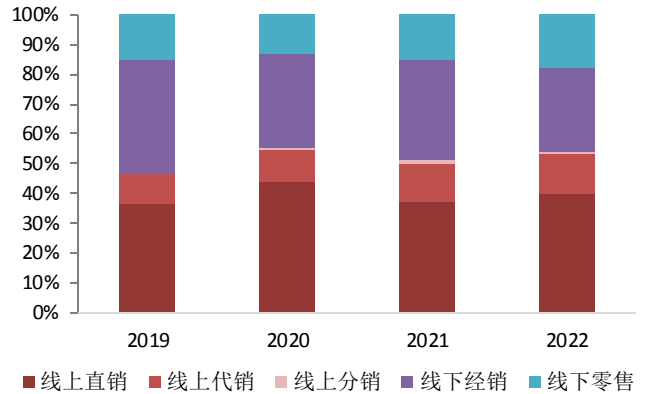
数据来源：招股说明书，西南证券整理

全渠道模式推进，线上比重大幅提升。公司通过线上渠道以及线下渠道销售燕窝产品，线上销售分为线上直销、线上代销、线上分销三种模式，线下销售分为线下经销、线下零售两种模式。在线上销售模式中，直销主要通过天猫旗舰店、京东旗舰店、有赞微商城进行产品销售；代销主要通过京东自营、唯品会自营、苏宁易购自营等电商平台代销产品；分销主要通过授权特定经销商在网络平台开设分销网店销售公司产品。在线下销售模式中，经销通过与经销商建立代理合作关系，将产品销售给经销商，经销商通过自有门店等进行销售；零售系公司在部分重点城市建立自有直营线下门店、商场专柜销售产品或者消费者通过电话向公司下单。总体而言，公司销售模式呈现出线下专营与线上零售相结合的特征。2020 年，

公司线上直销、线上代销比重大幅提升，主要原因是线上销售产品鲜炖燕窝销量大幅增长；公司线下经销、线下零售比重有所下降，主要原因是线下市场销售增速低于公司收入增长速度。2021年，公司线上销售收入增速低于线下销售，导致线上销售占比下降至51.2%，线下销售占比提升至48.8%。2022年，公司线上销售占比进一步扩大。

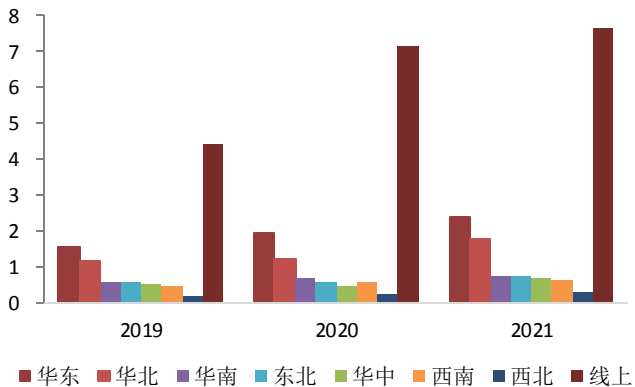
图 30：2019-2022 年公司各渠道收入（亿元）


数据来源：招股说明书，西南证券整理

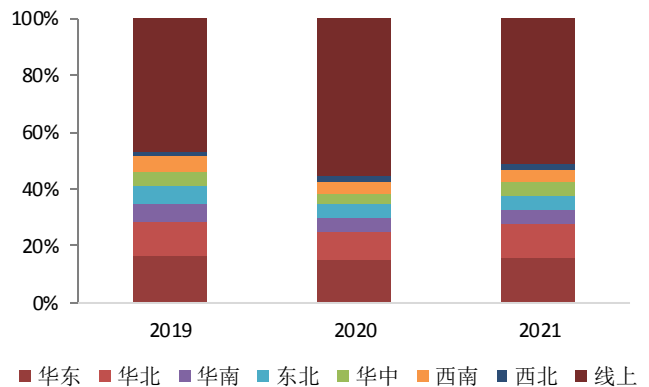
图 31：2019-2022 年公司各渠道收入占比


数据来源：招股说明书，西南证券整理

区域布局均衡，线上快速发展。公司建立了线下专营与线上零售相结合的全渠道销售模式。公司线下渠道布局全国市场，销售覆盖区域广阔，区域发展较为均衡。公司产品在各个地区的销售收入整体上较为稳定，从消费市场区域集中程度看，消费者支付能力更强的华南地区、华东地区、华北地区等经济发达地区以及东北等燕窝认可度高的地区市场规模相对较大。2019-2021年，华东地区、华北地区、华南地区以及东北地区占线下渠道销售的比重分别为76.40%、77.39%以及77.4%。同时，伴随线上鲜炖燕窝销量的快速增长，公司线上平台销售收入逐年提升，公司通过互联网覆盖销售区域逐年扩大。

图 32：2019-2021 年公司分区域营收（亿元）


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 33：2019-2021 年公司分区域营收占比


数据来源：招股说明书，西南证券整理

紧抓电商发展机遇，开展线上多平台运营。公司紧抓互联网电商渠道发展机遇，积极拥抱互联网，设立专门电商销售部门负责线上销售业务，在多电商平台店铺运营、电商细分产品类别创新、电商营销新模式利用等方面迅速反应、高效布局，公司线上销售金额在同行业中排名前列。公司开拓天猫、京东、唯品会、苏宁易购、考拉、有赞商城、抖音小店等多个电商平台，通过借助各大电商平台的用户规模效应，不断扩大公司品牌认知度，进一步推进公司对各类消费群体的深度渗透和覆盖。

表 4：公司线上渠道运营方式

销售模式	线上直销	线上代销（电商平台入仓模式）			线上分销
		京东	唯品会	苏宁易购	创远专卖店等
模式类型	直营旗舰店 (天猫、京东、有赞微商城)	京东自营店铺	唯品会自营店铺	苏宁自营店铺	专卖店
运营主体	公司	京东	唯品会	苏宁	线上分销商
销售方式	买断式	买断式		买断式	
定价政策	统一定价 +平台优惠折扣	统一定价 +平台优惠折扣	统一定价 +平台优惠折扣	统一定价 +平台优惠折扣	公司与分销商 商业谈判确定
货物流转	公司使用快递邮寄	公司将产品送到京东仓库、京东物流上门提货或直接使用快递发送至顾客	公司使用物流送至指定地点，唯品会物流上门提货或直接使用快递发送至顾客	公司使用物流送至指定地点或直接使用快递发送至顾客	公司根据分销商指令使用快递邮寄
结算收款	消费者下单并支付货款	平台出具结算单支付货款	平台出具结算单支付货款	平台出具结算单支付货款	分销商下单并支付货款
终端退换货政策	7天无理由退换 (鲜炖产品除外)	7天无理由退换 (鲜炖产品除外)	7天无理由退换 (鲜炖产品除外)	7天无理由退换 (鲜炖产品除外)	7天无理由退换 (鲜炖产品除外)
返利政策	无	月返+年返	结算价扣点	月返+年返	回款返利
收入确认时点	发货后 10 天	按月度暂估，收到平台结算单时调整差额	按月度暂估，收到平台结算单时调整差额	按月度暂估，收到平台结算单时调整差额	发货后 10 天

数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.3 打造优质品牌形象，传递健康生活内涵

借助官方平台，紧跟媒体动向。公司高度重视产品的品牌推广工作，目前已形成了一套相对有效的品牌推广战略与流程。品牌定位方面，公司以“燕窝专家与领导品牌”作为目标，坚持专注深耕燕窝产品研发、生产与销售，把为消费者提供更加优质、丰富的燕窝产品作为己任。在媒介推广方面，公司选择产品定位与媒体渠道定位相匹配的策略，重点通过央视、央广、航空媒体等媒体进行宣传，特别是在央广中国之声、经济之声等平台进行的推介极大地促进了燕之屋品牌的市场知名度，同时公司紧跟媒体领域发展动态，积极利用抖音、喜马拉雅 FM 等平台进行品牌推广以提升公司品牌的市场影响力。

图 34：燕之屋成为中国之声两档人物专栏特约合作伙伴


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 35：燕之屋荣获 2022 国民消费·影响力品牌


数据来源：公司官网，西南证券整理

赞助高端会议，致力爱心公益。公司依托强大的品牌力和产品品质，以行业头部企业的身份频频亮相国内外重要活动和高端会议场合。2017 年金砖国家峰会，燕之屋成为金砖国家领导人厦门会晤赞助商，为金砖峰会荣耀助力。2021 年，燕之屋成为中国国家击剑队指定燕窝产品，并入选新华社民族品牌工程。同时，公司也被定为 2021 年中国企业家博鳌论坛、2022 年中国企业家井冈山论坛指定燕窝产品。同时，公司积极履行企业社会责任，贡献企业社会力量。2019 年起，燕之屋在甘肃省广河县先后建设了两期燕之屋广河县乡村就业工厂，为当地群众提供“家门口”的工作岗位，共帮助 277 人实现脱贫。2021 年，燕之屋携手中国妇女发展基金会，走进甘肃省临夏回族自治州广河县，启动“燕小屋公益成长计划”，以甘肃省临夏州广河县为起点，逐步辐射其他区域，开展妇女儿童帮扶以及支教等精神建设活动，为乡村教育以及妇女发展，带去更多的支持与帮助，为乡村振兴注入强大的力量。

图 36：燕之屋成为中国国家击剑队指定燕窝产品


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 37：燕之屋“天才妈妈”贵州苗绣梦想工坊启动仪式


数据来源：公司官网，西南证券整理

绑定民族传统文化，传递健康生活理念。作为燕窝行业的“领头燕”，燕之屋不断宣扬中国传统文化，借助民族文化的价值与内涵，传承千年燕窝滋养文化，让燕窝以“东方礼”的形式走进大众视野。2021 年，燕之屋借大唐之风以及敦煌之美，打造了一系列燕窝文化产品。2022 年，燕之屋继“唐风热”之后再次推出“宋风潮”，以爆火 IP《千里江山图》为灵感，全新推出中秋高定礼盒燕之屋·江山明月·碗燕，并携手凭借国潮出圈的河南卫视，推出国风短片《江山明月》，赋予品牌全新的「东方美学」概念。2022 年 8 月，燕之屋携手品牌代言人、国民实力派演员赵丽颖打造古风大片《传承》，采用“古今穿越”的创意形式，传达了燕之屋“东方滋养，传承千年”的品牌主张。

图 38: 燕之屋致敬国粹·浓鲜燕窝 (春节限定款)


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 39: 燕之屋携手品牌代言人赵丽颖演绎古今大片《传承》


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

1) 碗燕: 随着碗燕产品种类不断丰富, 线下经销商数量不断增加, 销售均价较高的线下零售渠道销售占比持续提升, 预计 2023-2025 年销量分别同比增长 7%、6%、5%, 吨价分别提升 2%、1%、0.5%, 毛利率分别为 62%、63%、64%。

2) 鲜炖燕窝: 电商平台助力下新鲜程度更高的鲜炖燕窝处于快速爆发期, 预计 2023-2025 年销量分别同比增长 12%、10%、8%, 吨价分别提升 2%、1%、0.5%, 毛利率分别为 42%、43%、44%。

3) 其他瓶装燕窝: 公司进一步拓展客户群体, 推广定制冰糖燕窝产品, 预计 2023-2025 年销量分别同比增长 10%、8%、7%, 吨价分别提升 2%、1%、0.5%, 毛利率分别为 53%、54%、55%。

表 5: 分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入 (亿元)	17.3	19.4	21.3	22.9
	YoY	14.8%	12.2%	9.6%	7.6%
	营业成本 (亿元)	8.5	9.6	10.3	11.0
	毛利率	50.8%	50.8%	51.4%	52.1%
碗燕	收入 (亿元)	6.7	7.3	7.9	8.3
	yoy	1.7%	9.1%	7.1%	5.5%
	销量 (百万碗)	3.9	4.1	4.4	4.6
	yoy	0.3%	7.0%	6.0%	5.0%
	均价 (元/碗)	173.9	177.4	179.1	180.0
	yoy	1.4%	2.0%	1.0%	0.5%
	成本 (亿元)	2.6	2.8	2.9	3.0
	毛利率	61.6%	62.0%	63.0%	64.0%

分业务情况		2022A	2023E	2024E	2025E
鲜炖燕窝	收入 (亿元)	4.9	5.5	6.2	6.7
	yoy	14.7%	14.2%	11.1%	8.5%
	销量 (百万碗)	8.9	10.0	11.0	11.9
	yoy	10.2%	12.0%	10.0%	8.0%
	均价 (元/碗)	54.3	55.4	55.9	56.2
	yoy	4.1%	2.0%	1.0%	0.5%
	成本 (亿元)	2.8	3.2	3.5	3.7
毛利率	41.8%	42.0%	43.0%	44.0%	
其他瓶装燕窝	收入 (亿元)	3.1	3.4	3.7	4.0
	yoy	57.8%	12.2%	9.1%	7.5%
	销量 (百万碗)	716.2	787.9	850.9	910.4
	yoy	64.0%	10.0%	8.0%	7.0%
	均价 (元/碗)	42.6	43.5	43.9	44.1
	yoy	-3.8%	2.0%	1.0%	0.5%
	成本 (亿元)	1.5	1.6	1.7	1.8
毛利率	52.1%	53.0%	54.0%	55.0%	
干燕窝	收入 (亿元)	1.8	1.9	2.0	2.0
	yoy	6.1%	7.1%	5.0%	3.5%
	销量 (千克)	6497	6822	7095	7308
	yoy	9.2%	5.0%	4.0%	3.0%
	均价 (元/克)	26.9	27.5	27.8	27.9
	yoy	-2.9%	2.0%	1.0%	0.5%
	成本 (亿元)	1.1	1.1	1.2	1.2
毛利率	39.8%	40.0%	41.0%	42.0%	
燕窝+	收入 (亿元)	0.7	1.0	1.2	1.4
	yoy	30.3%	30.0%	25.0%	20.0%
	成本 (亿元)	0.4	0.5	0.6	0.7
	毛利率	49.5%	50.0%	51.0%	52.0%
其他	收入 (亿元)	0.2	0.3	0.4	0.5
	yoy	136.1%	50.0%	30.0%	20.0%
	成本 (亿元)	0.2	0.3	0.5	0.6
	毛利率	-17.8%	-20.0%	-25.0%	-30.0%

数据来源: Wind, 西南证券

可比公司方面, 我们以农夫山泉、蒙牛乳业、中国旺旺、中粮家佳康作为可比公司。公司是国内燕窝产品市场领先的知名品牌, 专注于高品质燕窝产品的研发、生产和销售。随着燕窝行业在国内迎来高速发展期, 公司凭借对消费者差异化需求的精准把握以及深厚的燕窝产品研发能力, 有望率先享受行业红利。参考可比公司, 给予公司 2024 年 18 倍估值, 对应目标价 10.62 元, 按 0.91: 1 的汇率对应为 11.67 港元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 6：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价 (港元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
9633.HK	农夫山泉	41.25	84.95	103.88	122.82	144.12	52	44	38	32
2319.HK	蒙牛乳业	18.88	53.03	59.38	69.10	80.03	24	13	11	9
0151.HK	中国旺旺	4.66	33.72	39.41	44.13	55.03	16	12	11	9
1610.HK	中粮家佳康	1.73	3.57	6.12	13.39	21.90	22	12	5	3
平均值							29	20	16	13
1497.HK	燕之屋	9.69	1.92	2.31	2.73	3.19	23	19	16	14

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

行业竞争加剧风险：加工企业数量、品牌数量不断增加，燕窝市场竞争趋于加剧，可能导致公司销售费用占比增加、市场占有率下滑等不利后果。

产品价格波动风险：燕窝市场竞争的加剧可能导致燕窝相关产品价格下降，导致公司盈利水平下降。

食品安全问题：公司生产的常温即食燕窝、鲜炖燕窝、干燕窝及燕窝月饼等衍生产品均直接应用于消费者食用，若公司生产环节出现食品安全问题，将严重损坏品牌形象，对其生产经营、产品销售产生不利影响，影响公司业绩。

产品进口政策变动风险：燕窝原料进口依赖度较高，相关国家进口政策发生变化可能对燕窝生产造成不利影响。

汇率波动风险：公司通过印尼供应商直接采购为主、国内行业知名经销商适当补充相结合的方式组织燕窝原料供应，原材料价格受到汇率波动影响较大。

线上第三方平台收入占比较高的风险：天猫平台和京东平台收入贡献超过 50%，公司存在第三方平台收入占比较高的风险，若线上电商平台销售受到影响，将对公司业绩影响较大。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	17.30	19.41	21.28	22.90	税后经营利润	1.84	2.19	2.62	3.09
销售成本	8.52	9.55	10.34	10.97	折旧与摊销	0.37	0.14	0.15	0.16
其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	0.02	-0.08	-0.09	-0.12
销售费用	5.04	5.63	6.06	6.41	其他经营资金	0.83	-0.53	0.02	0.01
管理费用	1.36	1.46	1.55	1.60	经营性现金净流量	3.06	1.72	2.69	3.14
财务费用	0.02	-0.08	-0.09	-0.12	投资性现金净流量	-0.21	0.21	0.20	0.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金净流量	-1.04	-1.48	-1.75	-2.04
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	1.81	0.45	1.14	1.29
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.01	0.02					
营业利润	2.37	2.85	3.42	4.05					
其他非经营损益	0.28	0.27	0.27	0.27					
税前利润	2.65	3.12	3.69	4.32					
所得税	0.59	0.73	0.86	1.00					
税后利润	2.06	2.39	2.83	3.31					
归属于非控制股东利润	0.14	0.09	0.10	0.12					
归属于母公司股东利润	1.92	2.31	2.73	3.19					
EBITDA	3.03	3.19	3.75	4.36					
NOPLAT	1.86	2.13	2.55	3.00					
EPS(元)	0.41	0.50	0.59	0.69					
资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3.52	3.97	5.11	6.40	成长能力				
应收账款	0.63	0.52	0.57	0.61	营收额增长率	14.79%	12.23%	9.58%	7.62%
预付款项、按金及其他应收款项	0.67	0.95	1.04	1.12	EBIT 增长率	14.00%	14.47%	18.21%	16.61%
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	15.70%	5.17%	17.60%	16.30%
存货	2.72	3.34	3.62	3.84	税后利润增长率	19.45%	16.23%	18.38%	16.93%
其他流动资产	0.19	0.30	0.33	0.35	盈利能力				
流动资产总计	7.73	9.08	10.66	12.32	毛利率	50.77%	50.80%	51.41%	52.08%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	11.90%	12.33%	13.31%	14.47%
固定资产	0.88	0.74	0.60	0.47	ROE	42.22%	43.55%	44.07%	44.00%
在建工程	0.00	0.00	0.01	0.02	ROA	19.61%	20.98%	21.92%	22.78%
无形资产	0.01	0.01	0.01	0.02	ROIC	55.85%	74.01%	73.32%	85.08%
长期待摊费用	0.00	0.00	0.01	0.01	估值倍数				
其他非流动资产	1.16	1.16	1.17	1.19	P/E	23.03	19.15	16.18	13.84
非流动资产合计	2.05	1.91	1.80	1.70	P/S	2.55	2.28	2.08	1.93
资产总计	9.78	10.99	12.45	14.01	P/B	9.72	8.34	7.13	6.09
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	股息率	1.90%	3.52%	4.17%	4.87%
应付账款	0.64	0.68	0.74	0.79	EV/EBIT	2.46	2.30	1.71	1.23
其他流动负债	4.29	4.62	5.02	5.36	EV/EBITDA	2.16	2.20	1.65	1.18
流动负债合计	4.93	5.30	5.76	6.14	EV/NOPLAT	3.53	3.30	2.42	1.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他非流动负债	0.13	0.13	0.13	0.13					
非流动负债合计	0.13	0.13	0.13	0.13					
负债合计	5.06	5.44	5.89	6.27					
股本	0.87	0.93	0.93	0.93					
储备	3.68	3.61	3.62	3.64					
留存收益	0.00	0.75	1.64	2.68					
归属于母公司股东权益	4.54	5.30	6.20	7.26					
归属于非控制股东权益	0.18	0.26	0.37	0.49					
权益合计	4.72	5.56	6.56	7.74					
负债和权益合计	9.78	10.99	12.45	14.01					

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。

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@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	yfliyu@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
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@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
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
广深	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
