

## 业绩短期承压, 关注未来 Chiplet 增长动能

### 投资要点

- **业绩总结:** 2023年一季度, 公司实现收入46.4亿元, 同比增长3.1%, 实现归母净利润0.1亿元, 同比下降97.2%。
- **业绩短暂承压, 费用率较为稳定。** 2023年一季度: 1) 营收端, 公司实现收入46.4亿元, 同比增长3.1%。2) 利润端, 公司实现归母净利润0.1亿元, 同比下降97.2%。公司2023年一季度毛利率为9.5%, 同比下降5.2pp; 净利率为0.2%, 同比下降3.5pp。3) 费用端上, 公司销售费用率为0.3%, 同比保持稳定; 管理费用率为2.8%, 同比下降0.3pp; 研发费用率为6.3%, 同比上升0.2pp。
- **需求下滑致使业绩承压, 周期回暖将带动业绩修复。** 受海外地缘政治、全球通胀等因素影响, 计算机、手机等领域需求出现明显下滑, 全球电子产业出现周期性衰退, 终端厂商进去库周期导致封测行业订单出现下滑。我们预计下半年随行业库存逐步进入较低水位, 电子行业下半年有望实现周期性复苏, 封测行业稼动率回暖将带动业绩修复, 公司毛利率有望修复至14%以上。
- **关注海外客户与先进封装领域增长动能。** 随AI、物联网、手机等产品对芯片小型化、高性能、高能耗比要求提高, 先进封装成为平衡成本上涨与性能提升的主要技术路径之一。公司深度绑定先进封装领域核心玩家AMD, 目前已具备7nm、5nm、FCBGA、Chiplet等技术沉淀, 未来有望受益于国内外先进封装需求爆发推动业绩增长。
- **下游领域布局完善, 技术积累深厚。** 1) 汽车领域: 公司布局IGBT、SiC及大功率模块封装产品实现高速增长, 车载MCU产品顺利通过车厂一级供应商考核; 2) 物联网领域: 公司实现全球首个支持Matter协议的WIFI 6 SoC产品, 物联网领域布局进一步加深; 3) 高性能处理器: 公司深度绑定AMD, 巩固CPU+GPU+FPGA全方位布局, 2022年AMD订单占比超80%, 未来有望持续受益于AI服务器带动的高性能计算需求增长。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计2023-2025年EPS分别为0.41元、0.67元、0.85元, 对应动态PE分别为45倍、28倍、22倍, 未来三年归母净利润复合增速有望达36.6%。我们给予公司2023年1.5倍PS, 对应目标价24.34元, 首次覆盖予以“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求复苏不及预期、大客户订单下滑等风险。

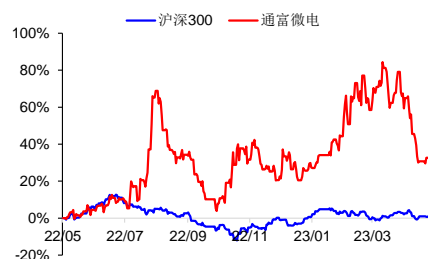
| 指标/年度         | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 21428.58 | 24558.36 | 28579.68 | 32026.88 |
| 增长率           | 35.52%   | 14.61%   | 16.37%   | 12.06%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 502.00   | 621.42   | 1009.23  | 1280.37  |
| 增长率           | -47.53%  | 23.79%   | 62.41%   | 26.87%   |
| 每股收益EPS(元)    | 0.33     | 0.41     | 0.67     | 0.85     |
| 净资产收益率ROE     | 3.64%    | 4.34%    | 6.60%    | 7.75%    |
| PE            | 55.40    | 44.76    | 27.56    | 21.72    |
| PB            | 2.01     | 1.94     | 1.81     | 1.68     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王谋  
执业证号: S1250521050001  
电话: 0755-23617478  
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 15.13       |
| 流通A股(亿股)    | 15.13       |
| 52周内股价区间(元) | 13.31-25.22 |
| 总市值(亿元)     | 278.13      |
| 总资产(亿元)     | 295.16      |
| 每股净资产(元)    | 7.97        |

### 相关研究

# 1 公司概况：国内封测领军，先进封装核心玩家

通富微电为全球客户提供一站式服务，包括设计仿真、圆片中测、封装、成品测试、系统级测试等。拥有齐全的封装类型，包含了框架类封装、基板级封装、储存级封装和晶圆级封装。通富微电的产品广泛应用于消费，工业和汽车类产品上，包括高性能计算、大数据存储、网络通讯、移动终端、车载电子、人工智能等领域。

**表 1：公司产品业务结构**

| 封装类型  | 封装品类           | 应用领域  |
|-------|----------------|---|
| 基板类封装 | FCCSP Series   | 智能手机、网络/连接设备  |
|       | FCBGA Series   | 计算机微处理器/图形、服务器、高带宽网络/通信设备   |
|       | WBBGA/LGA/PBGA | 射频、Wi-Fi、蓝牙、IoT、指纹识别、电子标签、定位导航等产品提供封装   |
|       | FO Series      | FO 技术用于 MIC、RF、CPU、GPU 和网络。   |
|       | LQFP Series    | LQFP 是大多数 IC 半导体技术的理想封装，例如 ASIC、PMU 控制器、MCU、门阵列(FPGA/PLD) 和 PC 芯片组。LQFP 封装特别适合需要广泛性能特征的系统。此类应用包括笔记本电脑、视频/音频、电信、RF、数据采集、机顶盒、通信板和汽车。  |
|       | QFN-DFN Series | QFN & DFN 是常用的逻辑、存储器和微控制器。应用于 RF、Wi-Fi、Bluetooth、IoT、蜂窝电话、无线 LAN、个人数字助理、数码相机等。  |
| 框架类封装 | SiP Series     | DSMSiP 适用于任何在更小封装中具有多功能的系统，例如 WiFi 模块、毫米波模块、射频模块和可穿戴设备（智能手表/TWS）。SiP 解决方案广泛用于智能应用，包括智能家居、智能城市和其他任何无线通信设备。开发高密度 SMT、双面模具、激光技术和屏蔽技术以满足高集成度 SiP 组装要求。                          |
| 晶圆级封装 | WLCSP Series   | 晶圆级封装有两个主要应用领域，第一个是凸块，用于高引脚数和/或高性能 ASIC、CPU/GPU、游戏、智能 AP 处理器、内存、RF 等；第二种是最小芯片尺寸封装（CSP），具有更好的电气性能优势，主要用于消费类便携式产品（包括模拟/混合信号、无线、PMIC、汽车电子等）的低引脚数封装，也能满足存储芯片封装特性对轻量化和超薄/大尺寸的要求。 |

数据来源：公司官网，西南证券

股权结构较为集中，实际控制人系石明达。公司的第一大股东为南通华达微电子集团，持有公司 20.32% 的股份，其实际控制人为石明达父子；公司的第二大股东为国家集成电路产业投资基金股份有限公司，持有公司 13.29% 的股份，为国资背景投资人。

**图 1：公司股权结构**



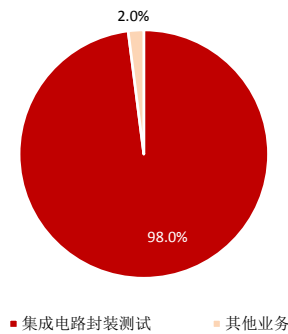
数据来源：公司公告，西南证券整理，截至 2023/03/31

**公司业务包括：**集成电路封装测试、其他业务。

从营收结构来看，2022 年公司营业总收入为 214.3 亿元，同比增长 35.5%；具体来看，集成电路封装测试达 210.0 亿元，同比增长 35.0%，占公司营业收入比重为 98.0%，贡献公司主要营收；其他业务实现营业收入 4.3 亿元，同比增长 67.1%，占公司营业收入比重为 2.0%。

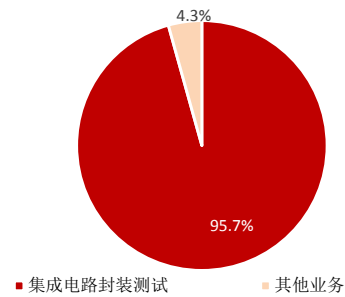
从毛利结构来看，2022 年公司毛利率为 13.9%，实现毛利 29.8 亿元，同比增长 9.8%。主要业务中，集成电路封装测试毛利率为 13.6%，同比下降 3.4pp，实现毛利 28.5 亿元，同比增长 8.0%，毛利占比为 95.7%；其他业务毛利率为 29.8%，同比提升 1.2pp，实现毛利 1.3 亿元，同比增长 74.2%，毛利占比为 4.3%。

**图 2：公司 2022 年营业收入结构**



数据来源：公司公告，西南证券整理

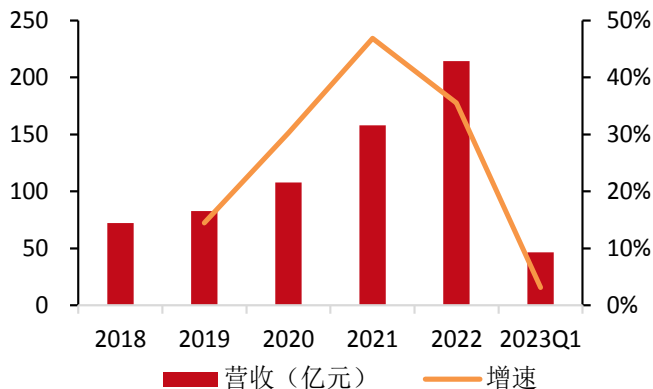
**图 3：公司 2022 年业务毛利占比**



数据来源：公司公告，西南证券整理

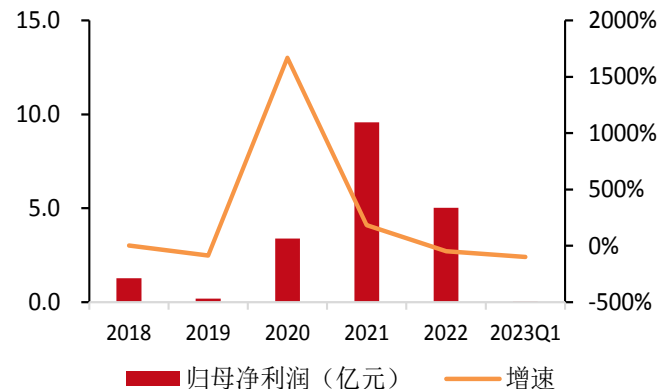
外部需求周期性衰退，营收利润短期承压。2018-2022 年，公司营业收入由 72.2 亿元增至 214.3 亿元，期间四年复合增速达 31.2%。其中 2022 年公司营业收入达 214.3 亿元，同比增长 35.5%。从利润端来看，2022 年公司归母净利润为 5.0 亿元，同比下降 47.5%。2023 年一季度，公司营收达 46.4 亿元，同比增长 3.1%，归母净利润为 0.1 亿元，同比下降 97.2%。

**图 4：公司 2018-2023Q1 年营业收入**



数据来源：公司公告，西南证券整理

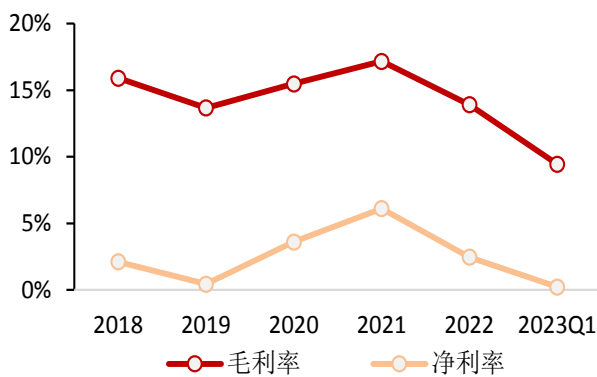
**图 5：公司 2018-2023Q1 年归母净利润**



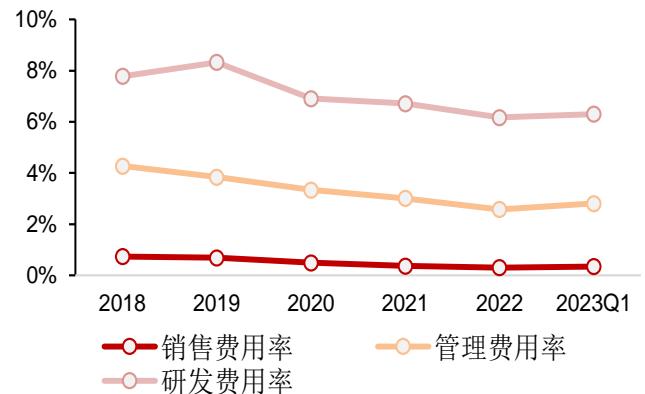
数据来源：公司公告，西南证券整理

**费用端保持平稳，稼动率下行导致利润侧承压。** 1) 利润率方面：2018-2022 年公司毛利率在 13.7%至 17.2%间波动，2022 年公司毛利率为 13.9%，较去年同期下降 3.3pp；同期间，公司 2022 年净利率为 2.5%，同比下降 3.6pp。2023 年一季度，公司毛利率为 9.5%，较去年同期下降 5.2pp；净利率为 0.2%，较去年同期下降 3.5pp。

2) 费用率方面：2022 年公司销售费用率为 0.7%，较上年下降 0.1pp；同期间，公司管理费用率为 2.6%，同比下降 0.4pp；2022 年研发费用率为 6.2%，较去年同期下降 0.5pp。2023 年一季度，公司销售费用率为 0.3%，较上年同期保持稳定；管理费用率为 2.8%，同比下降 0.3pp；研发费用率为 6.3%，同比上升 0.2pp。

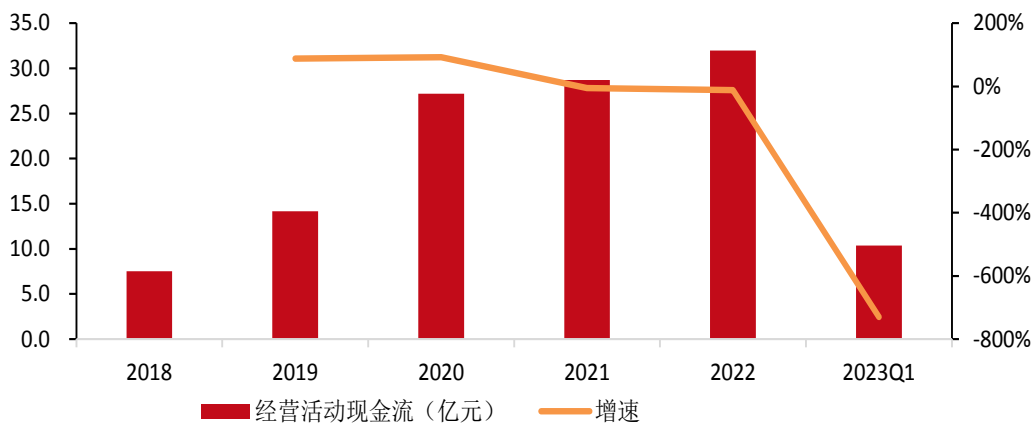
**图 6：公司 2018-2023Q1 年毛利率和净利率**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 7：公司 2018-2023Q1 年费用率**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**外部需求衰退导致经营活动现金流下滑。** 2018-2022 年，公司经营活动现金流净额在 7.5 亿元至 32 亿元之间波动，2022 年公司经营活动现金流净额为 32.0 亿元，同比下降 11.4%，主要因为一季度半导体周期下行，下游客户下单减少所致；2023 年一季度公司经营活动现金流为 10.4 亿元。

**图 8：公司 2018-2023Q1 年经营活动现金流情况**


数据来源：Wind, 西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

**假设 1：** 公司为国内封测行业龙头，未来有望受益于先进封装领域需求带动，此外行业周期复苏将带动公司稼动率上行。我们预计公司未来三年订单量将同比增长 13.0% / 15.0% / 11.0%，单价分别提升 1.5% / 1.3% / 1.0%。

**假设 2：** 我们假设公司其他业务未来三年整体保持稳定，同比增速保持 10%。

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 2：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元   |     | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 集成电路封装测试 | 收入  | 20997.8 | 24084.5 | 28058.4 | 31453.5 |
|          | 增速  | 35.0%   | 14.7%   | 16.5%   | 12.1%   |
|          | 毛利率 | 13.6%   | 12.0%   | 13.0%   | 13.5%   |
| 其他业务     | 收入  | 430.8   | 473.9   | 521.3   | 573.4   |
|          | 增速  | 67.4%   | 10.0%   | 10.0%   | 10.0%   |
|          | 毛利率 | 29.8%   | 30.0%   | 30.0%   | 30.0%   |
| 合计       | 收入  | 21428.6 | 24558.4 | 28579.7 | 32026.9 |
|          | 增速  | 35.5%   | 14.6%   | 16.4%   | 12.1%   |
|          | 毛利率 | 13.9%   | 11.4%   | 13.3%   | 13.8%   |

数据来源：Wind，西南证券

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 245.6 亿元、285.8 亿元和 320.3 亿元，归母净利润分别为 6.2 亿元、10.1 亿元、12.8 亿元，EPS 分别为 0.41 元、0.67 元、0.85 元，对应动态 PE 分别为 45 倍、28 倍、22 倍。

综合考虑业务范围，我们选取了半导体封测领域两家相近的公司作为估值参考，分别是长电科技、华天科技。

**表 3：可比公司估值**

| 证券代码      | 可比公司 | 股价<br>(元) | 营业收入 (亿元) |        |        |        | PS (倍) |      |      |      |
|-----------|------|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|------|------|------|
|           |      |           | 22A       | 23E    | 24E    | 25E    | 22A    | 23E  | 24E  | 25E  |
| 600584.SH | 长电科技 | 27.09     | 337.6     | 344.59 | 393.39 | 431.84 | 1.43   | 1.40 | 1.23 | 1.12 |
| 002185.SZ | 华天科技 | 9.10      | 119.1     | 133.80 | 158.63 | 188.55 | 2.45   | 2.18 | 1.84 | 1.55 |
| 平均值       |      |           |           |        |        |        | 1.94   | 1.79 | 1.53 | 1.33 |

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2023/05/10

从 PS 角度看，2023 年行业平均估值为 1.8 倍 PS。公司封测业务未来有望受益于行业需求复苏带动业绩大幅修复，此外公司深度绑定 AMD，未来具备较强成长性。我们给予公司 2023 年 1.5 倍 PS 估值，对应目标价 24.34 元，首次覆盖予以“买入”评级。

**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          | 21428.58        | 24558.36        | 28579.68        | 32026.88        | 净利润               | 530.48          | 656.68          | 1066.49         | 1353.00         |
| 营业成本          | 18449.07        | 21526.06        | 24775.71        | 27608.64        | 折旧与摊销             | 2965.78         | 1110.07         | 1110.07         | 1110.07         |
| 营业税金及附加       | 57.44           | 65.83           | 76.61           | 85.85           | 财务费用              | 633.79          | 138.52          | 177.79          | 217.90          |
| 销售费用          | 65.83           | 88.46           | 98.44           | 110.01          | 资产减值损失            | -27.47          | -23.21          | -24.29          | -24.99          |
| 管理费用          | 1875.90         | 2291.45         | 2630.99         | 2937.55         | 经营营运资本变动          | -1442.93        | -676.29         | -352.40         | -371.22         |
| 财务费用          | 633.79          | 138.52          | 177.79          | 217.90          | 其他                | 538.29          | 61.92           | 39.58           | 36.08           |
| 资产减值损失        | -27.47          | -23.21          | -24.29          | -24.99          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>3197.95</b>  | <b>1267.69</b>  | <b>2017.24</b>  | <b>2320.85</b>  |
| 投资收益          | -0.66           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 资本支出              | -4051.08        | -2986.70        | -4052.60        | -3564.50        |
| 公允价值变动损益      | 10.10           | 4.86            | 3.37            | 4.86            | 其他                | -3145.41        | 8.86            | 3.37            | 4.86            |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-7196.49</b> | <b>-2977.84</b> | <b>-4049.23</b> | <b>-3559.64</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>471.33</b>   | <b>476.11</b>   | <b>847.80</b>   | <b>1096.78</b>  | 短期借款              | 613.91          | 2239.52         | 2773.85         | 2044.86         |
| 其他非经营损益       | -2.63           | 138.05          | 146.61          | 143.16          | 长期借款              | 1818.41         | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>468.70</b>   | <b>614.16</b>   | <b>994.40</b>   | <b>1239.94</b>  | 股权融资              | 2705.32         | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 所得税           | -61.79          | -42.52          | -72.08          | -113.06         | 支付股利              | 0.00            | -32.65          | -28.80          | -48.66          |
| 净利润           | 530.48          | 656.68          | 1066.49         | 1353.00         | 其他                | -872.36         | -2282.95        | -310.92         | -412.68         |
| 少数股东损益        | 28.48           | 35.25           | 57.25           | 72.64           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>4265.28</b>  | <b>-76.08</b>   | <b>2434.12</b>  | <b>1583.51</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 502.00          | 621.42          | 1009.23         | 1280.37         | <b>现金流量净额</b>     | <b>413.77</b>   | <b>-1786.23</b> | <b>402.13</b>   | <b>344.72</b>   |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |
| 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          | 4242.06         | 2455.84         | 2857.97         | 3202.69         | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 应收和预付款项       | 5016.78         | 5657.43         | 6601.36         | 7403.47         | 销售收入增长率           | 35.52%          | 14.61%          | 16.37%          | 12.06%          |
| 存货            | 3476.69         | 3806.35         | 4447.54         | 4997.38         | 营业利润增长率           | -50.15%         | 1.01%           | 78.07%          | 29.37%          |
| 其他流动资产        | 397.94          | 475.68          | 515.53          | 548.92          | 净利润增长率            | -45.11%         | 23.79%          | 62.41%          | 26.87%          |
| 长期股权投资        | 396.57          | 396.57          | 396.57          | 396.57          | EBITDA 增长率        | 26.14%          | -57.63%         | 23.83%          | 13.54%          |
| 投资性房地产        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 固定资产和在建工程     | 19498.83        | 21433.84        | 24434.76        | 26947.58        | 毛利率               | 13.90%          | 12.35%          | 13.31%          | 13.80%          |
| 无形资产和开发支出     | 1454.31         | 1397.26         | 1340.21         | 1283.16         | 三费率               | 12.02%          | 10.25%          | 10.17%          | 10.20%          |
| 其他非流动资产       | 1146.25         | 1144.91         | 1143.57         | 1142.23         | 净利率               | 2.48%           | 2.67%           | 3.73%           | 4.22%           |
| <b>资产总计</b>   | <b>35629.43</b> | <b>36767.89</b> | <b>41737.51</b> | <b>45921.99</b> | ROE               | 3.64%           | 4.34%           | 6.60%           | 7.75%           |
| 短期借款          | 4249.42         | 6488.94         | 9262.79         | 11307.65        | ROA               | 1.49%           | 1.79%           | 2.56%           | 2.95%           |
| 应付和预收款项       | 6285.15         | 7210.91         | 8357.16         | 9288.76         | ROIC              | 6.31%           | 2.68%           | 3.95%           | 4.56%           |
| 长期借款          | 6025.65         | 6025.65         | 6025.65         | 6025.65         | EBITDA/销售收入       | 19.00%          | 7.02%           | 7.47%           | 7.57%           |
| 其他负债          | 4507.26         | 1925.13         | 1936.97         | 1840.65         | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>21067.47</b> | <b>21650.63</b> | <b>25582.57</b> | <b>28462.71</b> | 总资产周转率            | 0.68            | 0.68            | 0.73            | 0.73            |
| 股本            | 1513.24         | 1513.24         | 1513.24         | 1513.24         | 固定资产周转率           | 1.51            | 1.68            | 2.11            | 2.56            |
| 资本公积          | 9370.53         | 9370.53         | 9370.53         | 9370.53         | 应收账款周转率           | 6.10            | 4.86            | 4.90            | 4.81            |
| 留存收益          | 2916.73         | 3505.50         | 4485.93         | 5717.64         | 存货周转率             | 6.36            | 5.74            | 5.86            | 5.72            |
| 归属母公司股东权益     | 13833.58        | 14353.62        | 15334.05        | 16565.75        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 93.42%          | —               | —               | —               |
| 少数股东权益        | 728.38          | 763.63          | 820.89          | 893.52          | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>14561.96</b> | <b>15117.25</b> | <b>16154.94</b> | <b>17459.28</b> | 资产负债率             | 59.13%          | 58.88%          | 61.29%          | 61.98%          |
| 负债和股东权益合计     | 35629.43        | 36767.89        | 41737.51        | 45921.99        | 带息债务/总负债          | 48.77%          | 57.80%          | 59.76%          | 60.90%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 0.96            | 0.86            | 0.78            | 0.75            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 0.70            | 0.59            | 0.54            | 0.52            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 0.00%           | 5.25%           | 2.85%           | 3.80%           |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                 |                 |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 0.33            | 0.41            | 0.67            | 0.85            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 9.14            | 9.49            | 10.13           | 10.95           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 2.11            | 0.84            | 1.33            | 1.53            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.00            | 0.02            | 0.02            | 0.03            |
| 业绩和估值指标       | 2022A           | 2023E           | 2024E           | 2025E           |                   |                 |                 |                 |                 |
| EBITDA        | 4070.90         | 1724.70         | 2135.66         | 2424.75         |                   |                 |                 |                 |                 |
| PE            | 55.40           | 44.76           | 27.56           | 21.72           |                   |                 |                 |                 |                 |
| PB            | 2.01            | 1.94            | 1.81            | 1.68            |                   |                 |                 |                 |                 |
| PS            | 1.30            | 1.13            | 0.97            | 0.87            |                   |                 |                 |                 |                 |
| EV/EBITDA     | 8.48            | 21.22           | 18.25           | 16.77           |                   |                 |                 |                 |                 |
| 股息率           | 0.00%           | 0.12%           | 0.10%           | 0.17%           |                   |                 |                 |                 |                 |

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：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

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      |
|    | 薛世宇 | 销售经理       | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 汪艺  | 销售经理       | 13127920536  | 13127920536 | wyfy@swsc.com.cn     |
|    | 岑宇婷 | 销售经理       | 18616243268  | 18616243268 | cyryf@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 | cyyfy@swsc.com.cn    |
|    | 李煜  | 销售经理       | 18801732511  | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn   |
|    | 谭世泽 | 销售经理       | 13122900886  | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn      |
|    | 卞黎旻 | 销售经理       | 13262983309  | 13262983309 | bly@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 |
|    | 杜小双 | 高级销售经理     | 18810922935  | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn    |
|    | 杨薇  | 高级销售经理     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 胡青璇 | 销售经理       | 18800123955  | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn      |
|    | 王一菲 | 销售经理       | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理       | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn  |
|    | 巢语欢 | 销售经理       | 13667084989  | 13667084989 | cyh@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 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理       | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈韵然 | 销售经理       | 18208801355  | 18208801355 | cyryf@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  |