

业绩短期承压，新品放量有望带动业绩回升

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年半年报, 公司实现营业收入88.6亿元, 同比下降20%; 实现归母净利润1.5亿元, 同比下降93.3%。
- **受下游需求低迷影响, 公司业绩短期承压。** 1) 从营收端来看, 公司Q2单季度实现营收45.2亿元, 同比下降18.3%、环比增长4.3%, 收入下滑主要因为下游需求低迷、公司在库存去化过程中部分产品价格承压。2) 从利润端来看, Q2单季度归母净利润约-0.46亿元, 同比下降103.4%、环比下降123.1%。23H1公司毛利率为20.9%, 同比下降13.4pp, 净利率1.7%, 同比下降18.7pp。3) 从费用端来看, 23H1公司期间费用率较上年同期有所上行, 其中销售/管理/研发费用率分别为2.3%/3.4%/10.6%, 分别同比-0.1p/+0.14pp/+0.15pp。4) 从库存来看, 23H1公司存货净额约98.3亿元, 同比下降22.3%、环比下降20.5%; 库存周转天数约285天, 和Q1末相比减少约33.7天。
- **消费电子图像传感器业务环比改善, 汽车业务持续增长。** 23H1公司手机图像传感器业务收入约27.3亿元, 环比+23.8%; 笔电图像传感器收入约2.4亿元, 环比+8.3%。公司持续进行产品迭代和新品开发, 报告期内推出OV50H、OV50E等高阶像素新品, 随着5000万像素以上新品在23Q3量产交付, 手机相关收入有望稳步增长, 产品结构优化有望带动产品价值量和盈利能力提升。23H1公司汽车图像传感器业务收入约19.0亿元, 同比+18.9%。报告期内公司推出两款全局快门传感器, 像素尺寸仅2.2微米, 用于驾驶员监控和乘员监控系统。随着更多新设计方案导入, 公司汽车CIS业务规模有望持续增长、份额有望快速提升。
- **触控与显示业务回暖显著, 模拟产品线实现进一步扩充。** 显示驱动芯片市场景气度触底反弹, 23H1公司相关收入约6.6亿元, 同比下降44.4%, 环比大幅增长133.5%, 随着库存去化接近尾声, 相关产品盈利能力将逐步回升。报告期内公司完成对芯力特的收购, 进一步扩充模拟解决方案产品线, 芯力特是国内为数不多同时拥有CAN/LIN收发器芯片的芯片设计公司, 其产品可搭配汽车CIS提供更为系统的解决方案、助力持续向汽车及工业市场拓展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计23-25年归母净利润为12.5/25.3/38.5亿元, 给予公司24年55倍PE, 对应目标价117.7元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧风险; 下游需求回暖不达预期风险; 库存去化进度不达预期风险; 新产品推进不达预期风险。

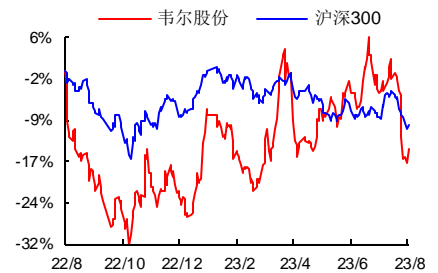
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20078.18	20833.03	25331.90	29634.46
增长率	-16.70%	3.76%	21.59%	16.98%
归属母公司净利润(百万元)	990.06	1251.18	2529.12	3850.61
增长率	-77.88%	26.37%	102.14%	52.25%
每股收益EPS(元)	0.84	1.06	2.14	3.26
净资产收益率ROE	5.29%	6.65%	11.92%	15.52%
PE	108	85	42	28
PB	5.91	5.68	5.04	4.30

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
分析师: 徐一丹
执业证号: S1250522090002
电话: 021-58351908
邮箱: xyd@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)	11.83
流通A股(亿股)	11.81
52周内股价区间(元)	71.7-111.13
总市值(亿元)	1,064.50
总资产(亿元)	375.28
每股净资产(元)	15.80

相关研究

1 国内 CIS 领域龙头企业，产品矩阵逐步扩展、升级

韦尔股份成立于 2007 年，于 2017 年在上交所成功上市。公司主要从事半导体分立器件和电源管理 IC 等半导体产品的研发设计，以及结构器件、分立器件、IC 等半导体产品的分销业务。公司成立后经过多次收购整合、内部设立，产品线不断拓展：2013 年，公司收购香港华清和北京京鸿志，进一步扩展分销业务；2014 年，公司收购北京泰和志，向 SoC 芯片领域进军；2015 年，公司收购无锡中普微，设立了上海韦玓，向射频芯片领域拓展；2016 年，公司设立上海磐巨、上海矽久和韦孜美，进一步丰富了产品线；2019 年，公司收购豪威科技和思比科，成功布局 CIS 领域；2020 年，公司收购新思科技的亚洲 TDDI 业务，同年收购芯仓光电成功进入动态视觉传感器领域。

图 1：公司主要发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

目前，公司已形成图像传感器解决方案、触控与显示解决方案和模拟解决方案三大业务体系，产品广泛用于消费电子、安防、汽车、医疗、XR 等领域。1) 图像传感器：公司持续进行产品迭代和新品开发，不断提高图像传感器的性能、丰富其功能。在手机领域，公司持续推出不同像素尺寸的高阶像素新品，如 OV50H、OV50E、OV02E 等。在汽车领域，公司凭借先进紧凑的汽车 CIS 解决方案覆盖了 ADAS、驾驶室内部分监控、电子后视镜、仪表盘摄像头、后视和全景影像等应用场景，公司研发的 HALE 组合算法、分离像素 LFM 技术配合四路捕捉等技术，可为车载应用提供更高质量的图像解决方案。

2) 触控与显示：公司专有的触控和显示解决方案具有超窄边框、高屏占比和低功耗等特点。公司在触控显示 TDDI 领域已实现产品全覆盖，从 HD720P 到 FHD1080P，显示帧率变化范围从 60Hz、90Hz、120Hz 到 144Hz，触控报点率支持 120Hz 到 240Hz。此外，公司开发出一系列以智能手机 OLED 为重点的显示驱动芯片；通过收购 CerebrEX Inc.，进一步扩大公司在显示解决方案产品布局。

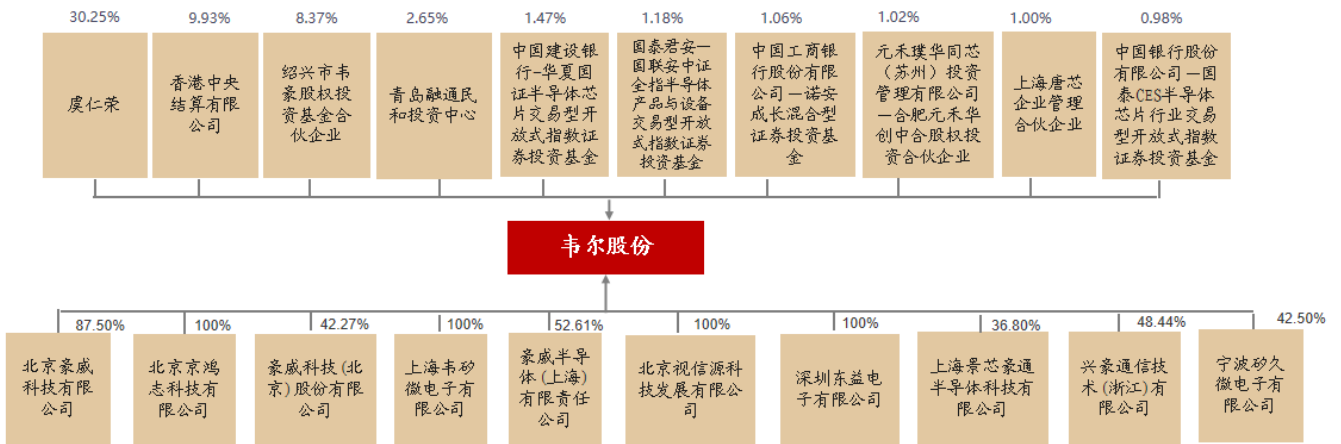
3) 模拟解决方案：公司研发的模拟产品主要包括电源管理 IC、LED 背光驱动器和模拟开关，以及分立半导体等产品。目前电源 IC 产品组合已覆盖消费电子产品和物联网多种应用，作为集成组件帮助管理电池电源充电、DC-DC 转换、电压缩放等。23H1 公司完成对芯力特的收购，芯力特率先推出 5V/3.3V CAN/CAN FD 总线接口系列芯片、LIN 总线接口系列芯片，是国内为数不多的同时拥有 CAN/LIN 收发器芯片的芯片设计公司，收购芯力特将助力公司进一步扩充模拟解决方案的产品线。

表 1：公司部分重点产品介绍

业务	主要产品	主要功能	应用领域
图像传感器解决方案	CMOS 图像传感器	将接收到的光学信息转换成电信号,是数字摄像头的重要组成部分	消费电子、安防、汽车、医疗、AR/VR 等
	微型影像模组封装 (CameraCubeChip)	采用先进的芯片级封装技术整合晶圆级光学器件和 CMOS 图像传感器创新的解决方案,可以提供图像传感、处理和单芯片输出的全部功能	医疗、物联网、眼球追踪、AR/VR 等
	硅基液晶投影显示 (LCOS)	反射模式,尺寸非常小的矩阵液晶显示装置	可穿戴设备、移动显示器、微型投影、汽车、医疗等
	特定用途集成电路产品 (ASIC)	支持公司 CMOS 图像传感器,在摄像头和主机之间起到桥梁功能的作用,提供 USB、并行、串行接口解决方案以及压缩引擎和低功耗图像信号处理等功能	汽车、安防等
触控与显示解决方案	触控和显示驱动集成芯片 (TDDI)	接收手机主机输出的图像数据,驱动 LCD 屏显示,并且侦测用户触控信号进行与智能手机的人机交互	智能手机
	显示驱动芯片 (DDIC)	负责驱动显示器和控制驱动电流等功能,实现对显示屏成像系统的控制	智能手机
	TED 芯片	基于 eDP 的高速数据传输、更低的 BOM 成本及功耗和纤薄的面板设计	笔记本电脑
模拟解决方案	MOSFET	信号放大、电子开关、功率控制等	消费类电子、安防、网络通信、汽车、工业等
	LDO	具有过流保护、过温保护、精密基准源、差分放大器、延迟器等功能	消费类电子、安防、网络通信、汽车等
	DC-DC	起调压的作用(开关电源),同时还能起到有效地抑制电网侧谐波电流噪声的作用	消费类电子如笔记本电脑、电视机、机顶盒等
	模拟开关	信号切换、功能切换等	消费类电子、安防、网络通信、汽车、工业等
	CAN 芯片	通过 CAN 协议控制器芯片和收发器芯片构建实时性强,可靠性高,通信速率快,互操作性好,灵活性高的 CAN 协议通讯网络	汽车电子、工业控制、物联网、安防等
	LIN 芯片	通过采用 LIN 可构筑简单、低成本的局域网络,为现有汽车网络提供辅助	汽车电子、工业控制、物联网、安防等
	LED 背光驱动	构造一个恒流源电路,确保任何条件下背光 LED 的发光亮度不变	手机、平板电脑、笔记本电脑、电视机等

数据来源：公司公告，西南证券整理

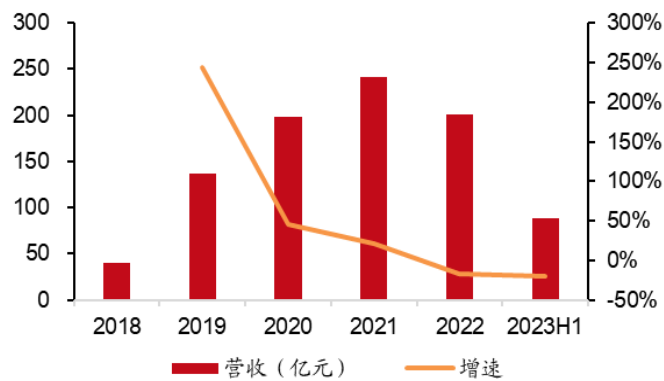
公司股权集中，前十大股东多以机构为主。2023 年半年报显示，公司第一大股东为董事长虞仁荣，直接持股比例约 30.25%；第二大股东是香港中央结算有限公司，持股比例达 9.93%。从整体股权结构来看，公司前十大股东中除了虞仁荣以外均为机构。公司股权结构相对集中、较为稳定有助于公司贯彻长期经营战略、持续布局未来成长点。

图 2：公司股权结构


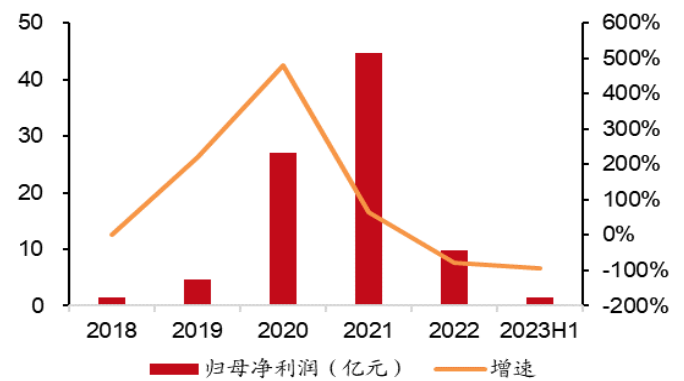
数据来源：公司公告，西南证券整理（截至 2023H1）

业绩整体呈稳健增长态势，受下游需求疲软影响短期承压。回顾公司过往业绩情况：1) 营收端：2018-2021 年，公司营业收入持续高速增长，从 39.6 亿元增至 241 亿元，期间 CAGR 约为 82.5%。2022 年，公司营业收入同比下滑 16.7%，主要由消费电子需求疲软，下游客户在各货策略和新机型方案推出节奏等方面更为保守。2) 利润端：2018-2021 年公司归母净利润从 1.4 亿元增至 44.8 亿元，期间 CAGR 约为 218%。2022 年公司归母净利润同比下滑 77.9%，主要因为半导体行业库存较高导致价格竞争剧烈，产品销售单价下降。

2023 年上半年，公司业绩短期承压，实现营业收入 88.6 亿元，同比下降 20%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比下降 93.3%，主要因为下游需求依旧低迷、公司在库存去化过程中部分产品价格承压。

图 3：公司营业收入及增速


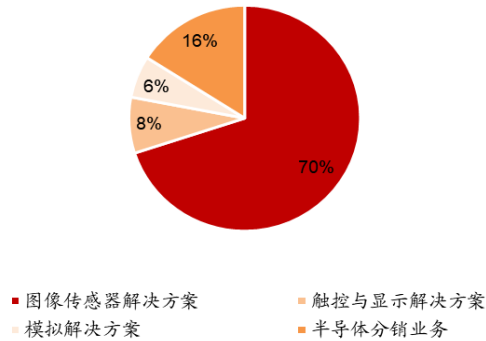
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司归母净利润及增速


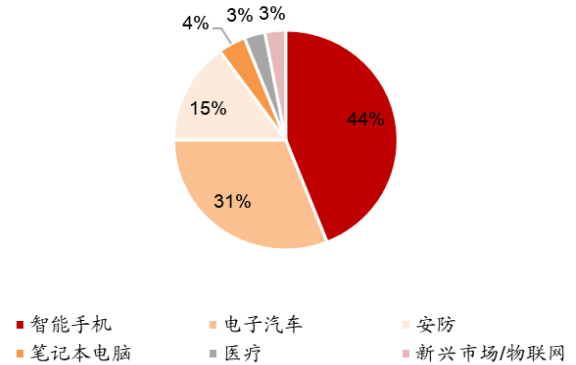
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的**主营业务包括半导体设计业务、半导体分销业务两大类**。其中，半导体设计业务包括图像传感器解决方案、触控与显示解决方案和模拟解决方案三个板块。从营收结构来看，2023 年上半年，公司半导体设计业务收入约 73.9 亿元，同比减少 18.8%，占总收入比例约 83.7%。图像传感器解决方案业务实现收入 62.2 亿元，同比下降 14.8%，营收占比约 70.4%；其中，手机图像传感器业务收入约 27.3 亿元，同比下降 14.6%，环比增长 23.8%；笔电图

像传感器收入约 2.4 亿元，同比下降 45.5%，环比增长 8.3%。公司触控与显示解决方案业务实现收入 6.6 亿元，同比下降 44.4%；模拟解决方案实现收入 5.1 亿，同比下降 17.2%。此外，公司半导体分销业务实现收入 14.4 亿元，同比下降 25.2%。

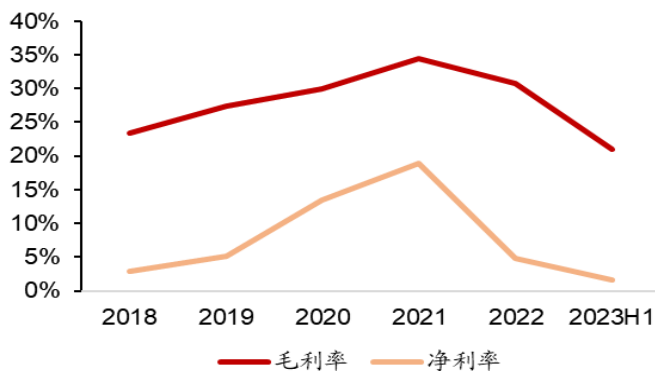
图 5：公司 2023H1 主营业务结构情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

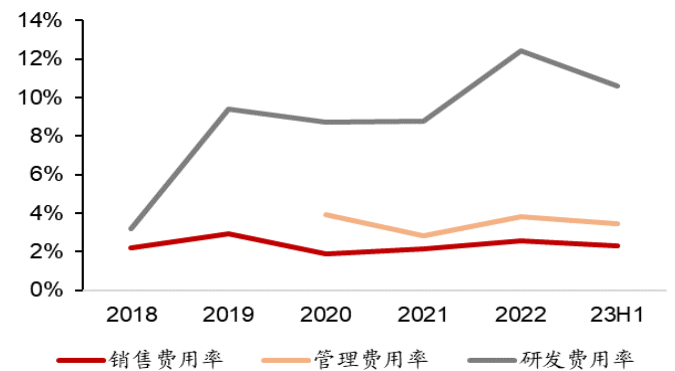
图 6：2023H1 图像传感器业务结构情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

盈利水平短期承压，随着库存去化完成、下游需求修复毛利率有望逐步回升。 1) **利润率方面**：2022 年，公司毛利率约为 30.8%，较去年同期下降 3.7pp；净利率为 4.8%，同比下降 14.1pp。2023 年 H1 公司毛利率为 20.9%，同比下降 13.4pp，净利率 1.7%，同比下降 18.7pp，主要因为库存去化过程中公司部分产品价格承压，毛利率大幅下降。2) **费用率方面**：2022 年，公司三费率有所提升，销售费用率为 2.6%，同比增加 0.4pp；管理费用率为 3.8%，同比增加 1pp；研发费用率为 12.4%，同比增加 3.7pp，主要因为公司持续加大研发投入，半导体设计业务研发投入达 32.2 亿元，同比增长 22.8%。2023 年 H1 公司销售费用率为 2.3%，同比下降 0.1pp；管理费用率为 3.4%，同比增加 0.14pp；研发费用率为 10.6%，同比增加 0.15pp。

图 7：公司利润率情况


数据来源：公司公告, 西南证券整理

图 8：公司费用率情况


数据来源：公司公告, 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：图像传感器解决方案。公司该部分业务主要包括 CMOS 图像传感器、微型影像模组封装、LCOS、ASIC 等，其中 CMOS 图像传感器占大头。CMOS 图像传感器下游应用主要是手机、汽车、安防、医疗等领域。随着 23H2 手机和汽车新品逐渐放量、消费电子需求边际改善、库存去化进一步推进，我们预计 23H2 公司手机图像传感器解决方案业务订单量环比有望增加 20%-30%，汽车图像传感器业务订单量环比有望增加 20% 以上。我们预计随着库存去化，该业务板块产品价格将逐步回暖，毛利率亦有望修复、逐步回升至常态水平，我们假设 2023-2025 年毛利率分别为 23.5%/30.0%/34.5%。

假设 2：触控与显示解决方案。该业务板块主要包括 TDDI 和 DDIC 等，下游应用领域主要为手机。从行业来看，显示驱动芯片领域市场景气度呈现触底反弹态势，23H1 该业务收入环比实现 133% 以上的增长。我们认为，随着历史库存去化接近尾声，产品价格承压的情况将逐步缓解，触控与显示相关产品盈利能力在 23H2 有望回升。我们假设 2023-2025 年该业务板块毛利率分别为 40%/47%/48%。

假设 3：模拟解决方案。该业务板块主要包括 TVS、MOS、肖特基、电源 IC、射频及微传感器等，其中 TVS 占比较高。公司模拟解决方案收入占比相对较小，目前约 6% 左右。23H1 公司完成对芯力特的收购，随着收购公司逐步整合、协同，产品线进一步扩展，长期看公司模拟解决方案业务规模有望逐步扩充。中短期来看，我们认为该业务将稳步推进，假设 2023-2025 年毛利率相对稳定，约 42% 左右。

假设 4：半导体分销业务。该业务与行业景气度相关。公司分销实力突出，与上游光宝、南亚、松下等合作关系稳定。我们认为随着半导体下一个景气周期逐步临近，公司分销业务有望逐步回暖，产品价格或将企稳回升。我们预计 2023 年-2025 年该业务在公司业务结构中占比相对稳定，约保持在 15% 上下波动；我们假设 2023-2025 年该业务毛利率分别为 7.5%/10%/12%。

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
图像传感器解决方案	收入	13664.6	14757.7	18004.4	21245.2
	增速	-19.5%	8.0%	22.0%	18.0%
	毛利率	33.6%	23.5%	30.0%	34.5%
触控与显示解决方案	收入	1470.5	1352.9	1691.1	2029.3
	增速	-25.1%	-8.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	44.4%	40.0%	47.0%	48.0%
模拟解决方案	收入	1272.4	1208.8	1426.4	1640.3
	增速	-11.9%	-5.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	41.7%	42.0%	42.0%	42.0%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
半导体分销	收入	3564.8	3386.6	4063.9	4551.5
	增速	-2.6%	-5.0%	20.0%	12.0%
	毛利率	9.0%	7.5%	10.0%	12.0%
其他业务	收入	3242.7	3132.6	3657.5	4005.4
	增速	65.8%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	78.5%	78.0%	78.0%	78.0%
合计	收入	20078.2	20833.0	25331.9	29634.5
	增速	-16.7%	3.8%	21.6%	17.0%
	毛利率	30.8%	23.4%	28.9%	32.6%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取了三家可比公司，分别是格科微、思特微、汇顶科技。2024年，三家公司Wind一致预期的平均PE约为53倍。

我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为12.5/25.3/38.5亿元。考虑到公司在国内CIS领域突出的龙头地位、23H1和2024年下游需求或有逐步回暖预期，手机和汽车CIS新品逐步导入放量，叠加库存逐步回归正常水平后毛利率回升，我们给予公司2024年55倍PE，对应目标价117.7元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688728.SH	格科微	15.17	0.18	0.16	0.23	0.24	99.88	95.76	65.80	62.58
688213.SH	思特威-W	45.14	-0.21	0.64	1.18	1.62	-187.56	70.50	38.29	27.92
603160.SH	汇顶科技	53.14	-1.63	0.16	0.95	1.12	-30.76	329.70	55.91	47.31
平均值							-	165.32	53.33	45.94

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至2023.8.22收盘）

3 风险提示

行业竞争加剧风险；下游需求回暖不达预期风险；库存去化进度不达预期风险；新产品推进不达预期风险。

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	20078.18	20833.03	25331.90	29634.46	净利润	958.33	1251.18	2529.12	3850.61
营业成本	13903.32	15963.02	18016.32	19964.59	折旧与摊销	968.18	627.16	627.16	627.16
营业税金及附加	24.58	104.17	78.83	120.20	财务费用	593.95	125.00	202.66	148.17
销售费用	516.28	520.83	633.30	740.86	资产减值损失	-1432.21	-664.29	-570.26	-151.60
管理费用	764.85	3749.94	4053.10	4445.17	经营营运资本变动	-6313.49	2347.20	-255.63	454.92
财务费用	593.95	125.00	202.66	148.17	其他	3231.93	-433.27	-106.98	-259.59
资产减值损失	-1432.21	-664.29	-570.26	-151.60	经营活动现金流净额	-1993.30	3252.99	2426.08	4669.67
投资收益	1047.37	702.94	317.75	346.15	资本支出	-1346.64	-1500.00	-1900.00	-2200.00
公允价值变动损益	-221.24	-174.38	-190.00	-184.79	其他	-2670.48	112.80	-289.42	-274.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4017.12	-1387.20	-2189.42	-2474.46
营业利润	1298.46	1562.92	3045.70	4528.43	短期借款	1245.69	205.65	328.18	-646.97
其他非经营损益	2.86	1.06	1.43	1.70	长期借款	-698.21	-600.00	200.00	250.00
利润总额	1301.32	1563.98	3047.14	4530.13	股权融资	506.19	-2.73	0.00	0.00
所得税	342.99	312.80	518.01	679.52	支付股利	-456.10	-100.88	-127.49	-257.71
净利润	958.33	1251.18	2529.12	3850.61	其他	1657.68	855.94	712.31	-249.77
少数股东损益	-31.73	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	2255.24	357.98	1113.00	-904.44
归属母公司股东净利润	990.06	1251.18	2529.12	3850.61	现金流量净额	-3635.09	2223.76	1349.66	1290.77
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	4026.15	6249.91	7599.57	8890.34	成长能力				
应收和预付款项	2849.70	2942.99	3574.23	4163.23	销售收入增长率	-16.70%	3.76%	21.59%	16.98%
存货	12356.30	11336.51	11777.52	11444.85	营业利润增长率	-74.03%	20.37%	94.87%	48.68%
其他流动资产	381.18	285.61	319.66	344.83	净利润增长率	-78.92%	30.56%	102.14%	52.25%
长期股权投资	534.07	534.07	534.07	534.07	EBITDA 增长率	-54.11%	-19.07%	67.40%	36.85%
投资性房地产	253.04	250.00	250.00	250.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2540.10	2605.34	3070.58	3835.82	毛利率	30.75%	23.38%	28.88%	32.63%
无形资产和开发支出	5998.19	6826.95	7655.72	8484.48	三费率	9.34%	21.10%	19.30%	18.00%
其他非流动资产	6251.44	6586.84	6978.74	7396.86	净利率	4.77%	6.01%	9.98%	12.99%
资产总计	35190.16	37618.22	41760.09	45344.47	ROE	5.29%	6.65%	11.92%	15.52%
短期借款	3632.36	3838.01	4166.19	3519.23	ROA	2.72%	3.33%	6.06%	8.49%
应付和预收款项	1539.57	2164.39	2296.49	2619.44	ROIC	5.97%	5.32%	10.18%	13.56%
长期借款	2749.78	2149.78	2349.78	2599.78	EBITDA/销售收入	14.25%	11.11%	15.30%	17.90%
其他负债	9168.23	10659.27	11738.97	11792.93	营运能力				
负债合计	17089.93	18811.44	20551.43	20531.37	总资产周转率	0.60	0.57	0.64	0.68
股本	1185.38	1182.65	1182.65	1182.65	固定资产周转率	10.27	10.80	14.95	20.30
资本公积	8630.68	8630.68	8630.68	8630.68	应收账款周转率	6.85	7.50	8.09	7.95
留存收益	8698.59	9848.89	12250.52	15843.43	存货周转率	1.16	1.18	1.42	1.62
归属母公司股东权益	18018.36	18724.90	21126.78	24731.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.31%	—	—	—
少数股东权益	81.87	81.87	81.87	81.87	资本结构				
股东权益合计	18100.23	18806.77	21208.65	24813.10	资产负债率	48.56%	50.01%	49.21%	45.28%
负债和股东权益合计	35190.16	37618.22	41760.09	45344.47	带息债务/总负债	51.08%	49.62%	50.42%	46.10%
					流动比率	1.89	1.68	1.70	1.88
					速动比率	0.70	0.76	0.84	1.02
					股利支付率	46.07%	8.06%	5.04%	6.69%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	2860.60	2315.08	3875.52	5303.76	每股收益	0.84	1.06	2.14	3.26
PE	107.52	85.08	42.09	27.65	每股净资产	15.24	15.83	17.86	20.91
PB	5.91	5.68	5.04	4.30	每股经营现金	-1.69	2.75	2.05	3.95
PS	5.30	5.11	4.20	3.59	每股股利	0.39	0.09	0.11	0.22
EV/EBITDA	37.93	45.98	27.32	19.49					
股息率	0.43%	0.09%	0.12%	0.24%					

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。

本报告

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 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
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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
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
	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
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	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
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
