

行业景气度提升, IP龙头有望扭亏为盈

投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年H1实现营业收入8.73亿元,较上年同期增长27.0%,实现归母净利润-0.46亿元,较上年同期亏损收窄28.6%。**2021Q2单季度扭亏为盈,实现归母净利润0.22亿元。**
- **公司业绩持续稳定增长,一站式芯片定制业务增长迅猛。**2021H1: 1) 从营收端来看,营业收入的增长主要由公司一站式芯片定制服务业务所驱动,其中公司芯片设计业务实现营收2.2亿元,同比大增78.0%;芯片量产业务实现营收3.91亿元,同比增长32.73%。2) 从利润端来看,公司毛利率为37.81%,同比下降7.74pp,净利率则由上年同期的-9.29%提升到-5.23%,主要系一站式芯片定制业务占比提升,其毛利率相对IP授权业务较低,但产生的毛利大部分可贡献于净利润。
- **公司 SiPaaS 平台傲立潮头,经营模式具有前瞻性优势。**平台化、全方位、一站式的三个特点,为公司带来了可复用性、应用领域扩展性、可规模化的独特优势。公司通过对各类半导体IP进行工艺节点、面积、带宽、性能和软件等系统级优化,打造出可复用的芯片设计平台,从而降低客户的设计时间、成本和风险,提高自身的服务质量和效率,而产品的终端销售则由客户自身负责。此经营模式使得公司可以集力量于自身最为擅长的技术授权和研发平台输出,市场风险和库存风险压力较小。
- **在手订单充足,量产业务规模效应显现。**公司2021年Q2单季度芯片量产业务收入达到2.3亿元,同比增长40.82%,规模效应已经开始显现。报告期内公司实现毛利3.3亿元,同比增长5.4%,主要受益于量产业务收入的高速增长,以及其毛利率从12.41%提升至15.41%。2021H1公司新签订单金额约17.2亿元,同比增长超过120%,也主要来自于芯片量产业务。预计未来公司芯片量产业务将加速放量,持续增厚公司业绩。
- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年,公司营收分别为20.3亿元、25.7亿元、32.8亿元,未来三年营收复合增速有望达到29%以上。公司整体盈利拐点已现,考虑到公司在芯片设计的技术积累和IP授权领域的龙头地位,我们给予公司26倍PS估值,对应目标价107.92元,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:** 公司技术研发进展不达预期;新冠疫情反复导致需求受挫;股权分散可能导致的公司经营稳定性风险。

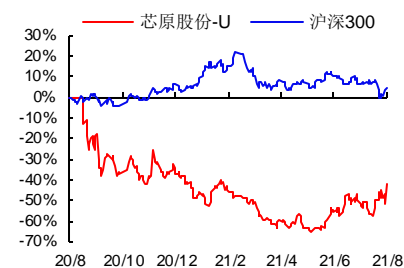
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1506.13	2034.71	2569.39	3278.72
增长率	12.40%	35.10%	26.28%	27.61%
归属母公司净利润(百万元)	-25.57	34.78	162.90	279.08
增长率	37.90%	236.06%	368.31%	71.32%
每股收益EPS(元)	-0.05	0.07	0.33	0.57
净资产收益率ROE	-0.97%	1.27%	5.64%	8.91%
PE	-1642.99	1217.58	259.99	151.76
PB	16.13	15.51	14.67	13.52

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)	4.90
流通A股(亿股)	0.45
52周内股价区间(元)	51.00-174.00
总市值(亿元)	423.53
总资产(亿元)	34.56
每股净资产(元)	5.34

相关研究

1 芯片 IP 行业龙头，芯片定制与 IP 授权双轮驱动

芯原股份成立于 2001 年，是一家依托自主半导体 IP，为客户提供平台化、全方位、一站式芯片定制服务和半导体 IP 授权服务的企业。多年以来公司一直坚持以内部自主研发为主，同时适时对公司所需的技术和团队进行准确的收购和引进、吸收再创新。在此过程中，公司的 IP 得到了充实，芯片定制能力也逐渐变强。主营业务面向社会经济中市场规模较大、使用场景较多、用户范围广泛的主流行业及应用领域，包括消费电子、汽车电子、计算机及周边、工业、数据处理、物联网等，主要客户包括半导体垂直整合制造商、芯片设计公司，以及系统厂商、大型互联网公司。公司至今已拥有高清视频、高清音频及语音、车载娱乐系统处理器、视频监控、物联网连接、数据中心等多种一站式芯片定制解决方案，以及自主可控的图形处理器 IP、神经网络处理器 IP、视频处理器 IP、数字信号处理器 IP 和图像信号处理器 IP 五类处理器 IP、1,400 多个数模混合 IP 和射频 IP。

芯原股份的主要经营模式为芯片设计平台即服务(Silicon Platform as a Service, SiPaaS®)模式。SiPaaS 模式是指基于公司自主半导体 IP 搭建的技术平台，为客户提供一站式芯片定制服务和半导体 IP 授权的一种商业模式。

与传统的芯片设计服务公司经营模式不同，芯原自主拥有的各类处理器 IP、数模混合 IP 和射频 IP 是 SiPaaS 模式的核心。通过对各类半导体 IP 进行工艺节点、面积、带宽、性能和软件等系统级优化，芯原打造出可复用的芯片设计平台，从而降低客户的设计时间、成本和风险，提高芯原的服务质量和效率。

图 1：公司战略布局“一站式芯片定制服务+半导体 IP 授权服务”



资料来源：公司公告，西南证券整理

一站式芯片定制业务：

公司根据自身技术优势、设计经验、目标客户群体需求及对行业的理解，为上述四类客户打造了一系列经过验证的、系统性的解决方案，具体包括高清视频解决方案、高清音频及语音解决方案、车载娱乐系统处理器解决方案、视频监控解决方案、物联网连接解决方案、数据中心解决方案等。这些行业应用解决方案，针对具体应用领域的典型需求、技术要点及差异化诉求，在 IP 选型及集成、工艺节点选择、设计方法学等方面进行了优化和验证，具有较强的可复用性，能够提高芯片定制效率和成功率，加快客户产品上市。公司按照行业应用领域区分的不同解决方案主要面向消费电子、汽车电子、工业、物联网、计算机及周边和数据处理等。

图 2：芯原的典型应用解决方案

消费电子	 无线基带解决方案  高清视频解决方案  高清音频及语音解决方案  图像信号处理解决方案等
汽车电子	 车载娱乐系统处理器解决方案  可重构仪表盘解决方案  胎压监测解决方案
工业	 网络通信解决方案  智能卡解决方案  电力线通信解决方案
物联网	 视频监控解决方案  物联网连接解决方案
计算机及周边	 打印机控制解决方案  桌面显示解决方案
数据处理	 虚拟货币  数据中心解决方案

资料来源：芯原招股书，西南证券整理

半导体 IP 授权业务：

除在一站式芯片定制业务中使用自主半导体 IP 之外，公司也向客户单独提供处理器 IP、数模混合 IP 和射频 IP 等半导体 IP 授权业务。

半导体 IP 授权业务主要是将集成电路设计时所需用到的经过验证、可重复使用且具备特定功能的模块(即半导体 IP)授权给客户使用，并提供相应的配套软件。公司的半导体 IP 授权业务收入主要系公司将其研发的半导体 IP 授权给客户使用。在客户芯片设计阶段，公司直接向客户交付半导体 IP，并获取知识产权授权使用费收入；待客户利用该 IP 完成芯片设计并量产后，公司依照合同约定，根据客户芯片的销售情况，按照量产芯片销售颗数获取特许权使用费收入。

处理器 IP 指应用于程序控制、语音处理、图形处理、图像信号处理、视频编解码、计算机视觉和神经网络等微处理器的数字 IP。公司处理器 IP 主要包括图形处理器 IP、数字信号处理器 IP、神经网络处理器 IP、图像处理器 IP、视频处理器 IP，可以应用在医疗电子、汽车电子、智能手机、平板电脑、可穿戴&物联网等领域。

图 3：芯原的典型应用解决方案



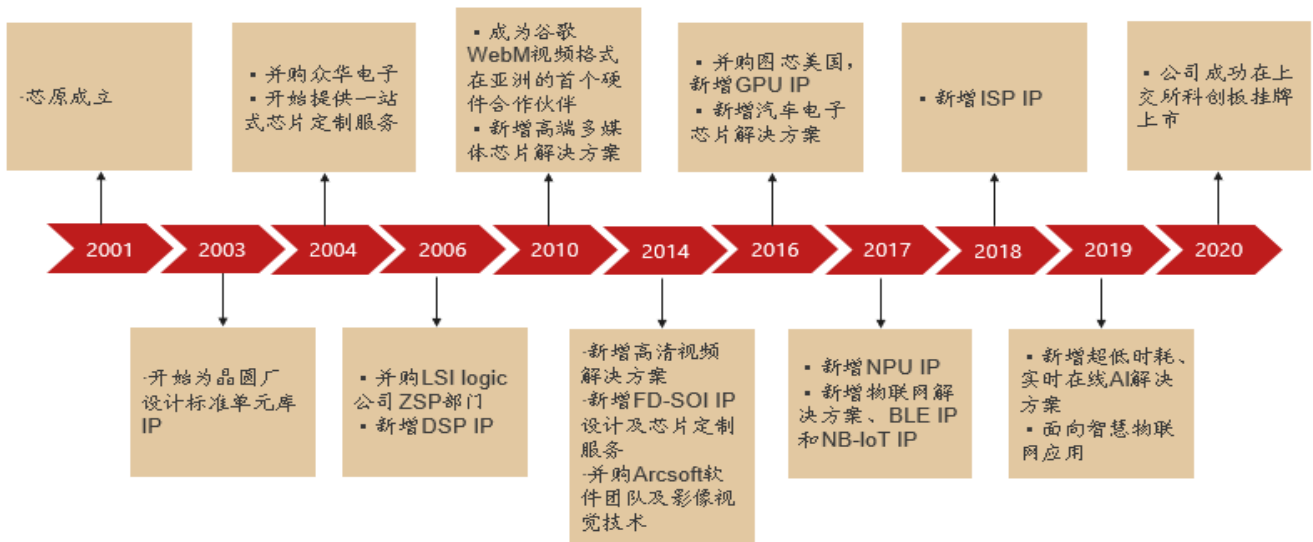
资料来源：芯原招股书，西南证券整理

2001 年芯原股份在上海创立，成为首批入驻张江的芯片设计公司。公司依靠 30 人团队研发出了中国第一套 180nm 标准单元库，随后逐步壮大，助力中芯国际等晶圆厂顺利开展晶圆代工业务，为中国半导体产业起步奠定基石。公司于 2004 年收购国内专业的集成电路设计服务提供商上海众华，获得了系统级芯片的研发设计能力，从后端设计发展到前端设计，并结合已有的基础 IP 设计能力，开始推出从规格定义到芯片成品的一站式芯片定制服务。在 2006 年，芯原收购了 LSI Logic 的 ZSP(数字信号处理器)部门，不仅稳定了华为、中兴通讯和大唐电信等 ZSP 在中国的原通讯基带客户，而且在接下来的两年中陆续开发出了语音和高清音频解决方案。这是芯原的第一个国际并购，也是芯原通过并购获取的第一个 IP。2010 年谷歌为实现高质量视频格式开源并免费而收购 On2，一年后 On2/谷歌将其相关客户协议

转让给芯原。2010年WebM公布的合作伙伴名单中，芯原是谷歌WebM视频格式在亚洲首个硬件合作伙伴。经过内部团队的持续开发，在2014年芯原新增了高清视频解决方案，在2018年拥有了4K和8K分辨率的视频编解码的能力，并增加了视频压缩处理模块。2014年芯原收购了ArcSoft软件开发团队，在2017年研发出了图像信号处理器产品。通过2016年对图芯美国的收购，芯原获得了GPU IP，并开发出了汽车电子的综合解决方案和高效的NPU IP。从此芯原具备了除了CPU外的主要核心数字IP。在数模混合IP和射频IP，尤其在射频IP方面，经过多年自主研发，2013年芯原利用ZSP，开发设计了多模通信解决方案；在2017年和2018年分别开发出了物联网解决方案、BLE IP和NB-IoT IP。

创立19年来，公司持续地投入研发，在自主创新的同时，通过收购和战略合作，引进、吸收再创新，自主的核心半导体IP逐步累积，一站式芯片定制服务的能力不断提高，为SiPaaS模式的发展奠定了坚实的基础。

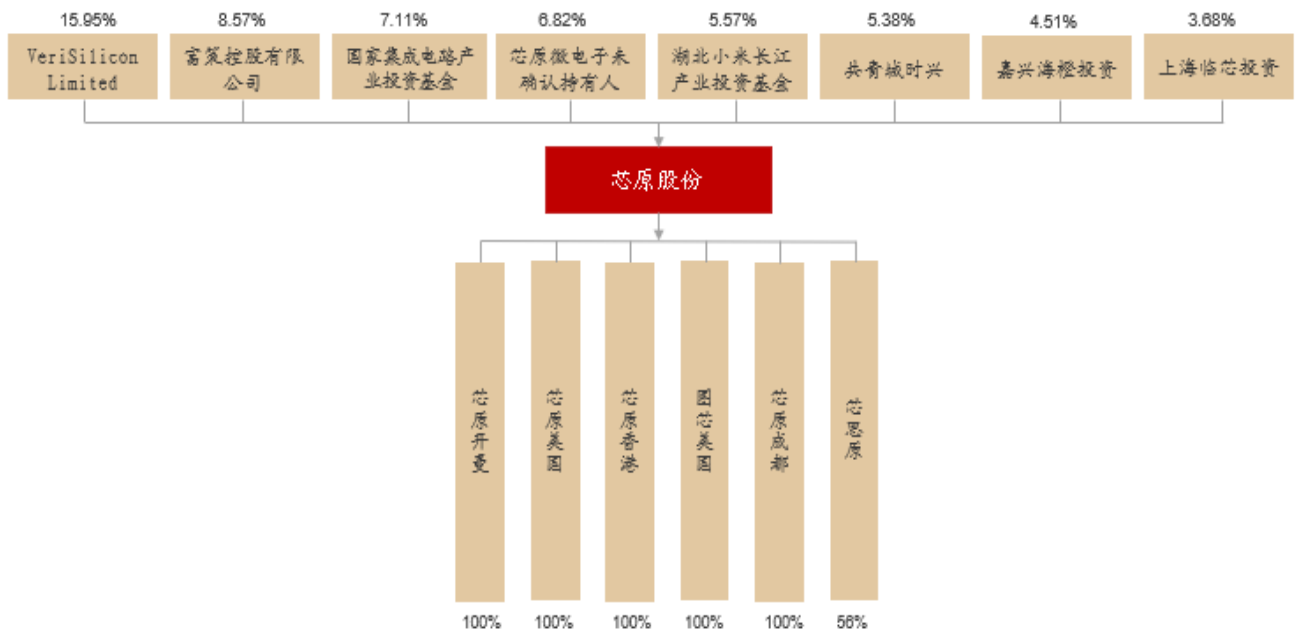
图4：公司主要发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

公司股权结构分散，不存在控股股东和实际控制人。截至2021Q1，公司前三大股东分别为VeriSilicon Limited、富策控股有限公司和国家集成电路产业投资基金，分别持有15.95%、8.57%和7.11%的股份。

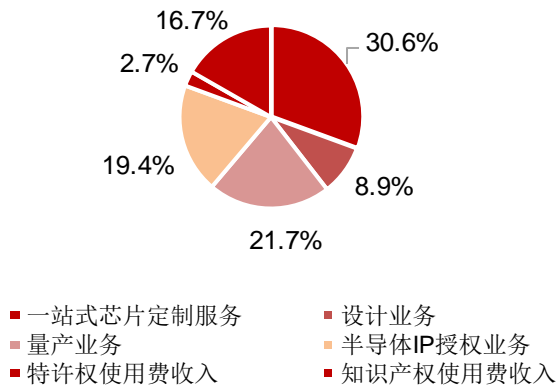
境外员工持股平台包括VeriSilicon Limited(与Wayne Wei-Ming Dai为一致行动人)和VeriVision LLC(与VeriSilicon Limited及Wayne Wei-Ming Dai非一致行动人)，9家境内员工持股平台包括：共青城原天、共青城原厚、共青城原德、共青城原道、共青城原酬、共青城原勤、共青城原载、共青城原物和共青城原吉。

图 5：公司股权结构


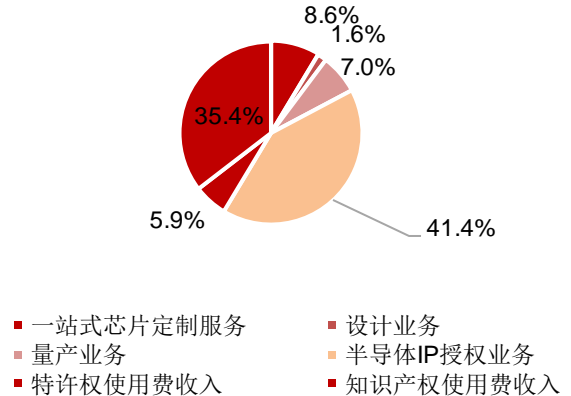
资料来源：公司招股说明书，西南证券整理（截至 2021 年中报）

从营收结构来看，2020 年，公司一站式芯片定制服务完成收入 9.22 亿元，同比增长 34.8%，营业收入占比 30.6%，是公司营收的主要来源；设计业务实现收入 2.68 亿元，同比增长 16.5%，营业收入占比为 8.9%；量产业务完成收入 6.53 亿元，同比增长 22.7%，营业收入占比 21.6%；半导体 IP 授权业务收入达 5.84 亿元，同比增长 28.6%，营业收入占比 19.4%；此外，特许权使用费收入和知识产权使用费收入占比分别为 2.67%、16.73%。

从毛利结构来看，2017~2020 年，公司主营业务毛利占比分别为 41.4%、35.4%、8.6%、7.0%、5.9%、1.6%。公司一站式芯片定制业务毛利率分别为 15.06%、18.08%、13.66%、12.67%。其中，2018 年较 2017 年毛利率有所上升，一方面随着设计经验积累、设计技术增强，设计业务毛利率上升，另一方面亦受到亿邦国际量产业务采取净额法确认收入影响。2019 年较 2018 年毛利率有所下降，主要受芯片量产业务毛利率下降影响，2018 年量产业务毛利率受亿邦国际量产业务采取净额法确认收入影响本身较高。2017~2020 年，公司半导体 IP 授权业务毛利率分别为 92.68%、96.35%、94.78%、95.87%，处于较高水平。由于 IP 研发投入进行费用化处理，IP 授权业务成本构成主要为知识产权授权使用中的技术支持成本，该等成本占项目收入比例较低，由于各项目服务内容不同而存在一定差异，因此毛利率存在小范围波动。

图 6：公司 2020 年主营业务结构情况


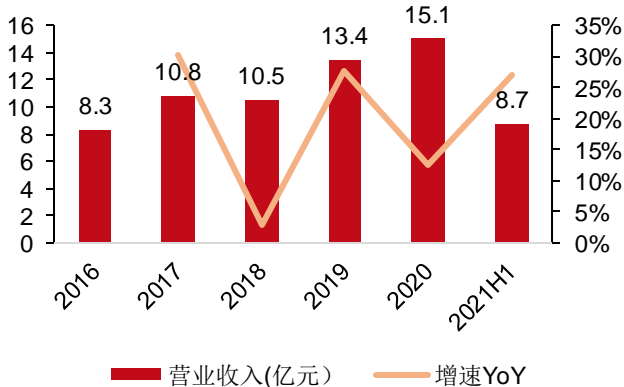
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 7：公司 2020 年主营业务毛利占比


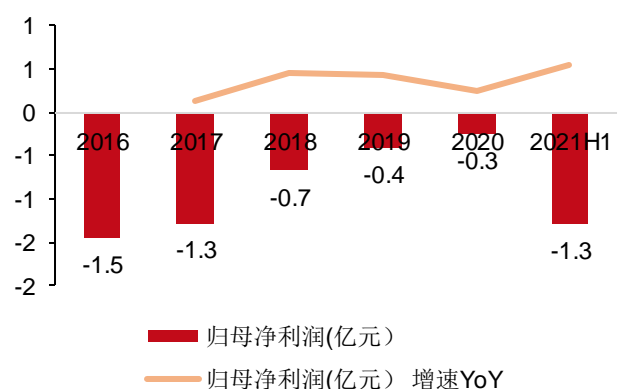
数据来源：Wind, 西南证券整理

“一站式芯片定制服务”战略优势凸显，营业收入稳步增长，利润进入加速释放期。回顾公司往年的经营情况：2016-2020 年，公司营业收入由 8.3 亿元增至 15.1 亿元，年复合增长率约为 12.4%；公司归母净利润由-1.5 亿元到-0.3 亿元，亏损不断收窄。公司设计部门去年抽调到战略研发项目上的人员自 21Q1 正式回归，设计业务逐渐回归正常增长，同时因为设计业务收入按照项目的进度节点确认，而一季度部分项目还未到相应的确认节点，预计设计业务后续会有更好表现。

“量产业务”占比逐渐提升。公司独特的 SiPaaS 商业模式使得公司业务之间的客户可以相互导入，为收入提供增量，国产化机遇也有望为公司芯片量产业务带来大量新客户和订单。在目前半导体产业链产能紧缺的环境下，公司量产业务订单出货比(Book-to-Bill Ratio)超 3 倍，较去年同期增长超 100%，体现出公司量产业务的规模效应，为公司未来的业绩加速增长奠定基础。

图 8：公司营业收入及增速情况


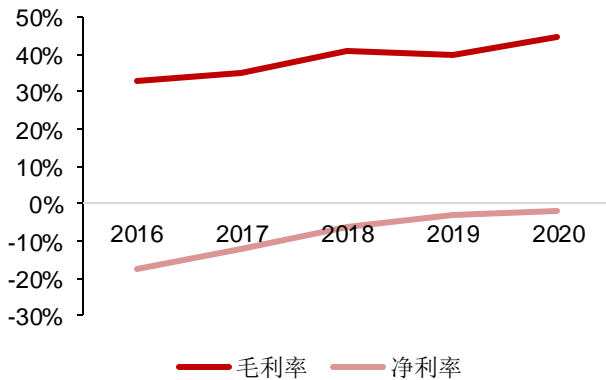
数据来源：公司公告, 西南证券整理

图 9：公司归母净利润及增速情况


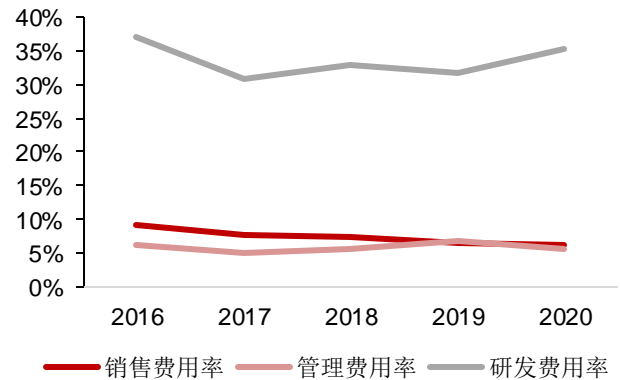
数据来源：公司公告, 西南证券整理

公司盈利能力持续提升，研发投入力度逐渐加强。1) 利润率方面：2020 年，公司毛利率为 45.0%，较去年同期增加 4.8pp；净利率为-1.7%，较去年同期增加 1.4pp。综合毛利率和净利率的不断提升，主要受益于高毛利率业务占比的提升。

2) 费用率方面：2020 年，公司销售费用率为 6.2%，同比下降 0.2pp；管理费用率为 5.7%，同比下降 0.9pp；研发费用率为 35.2%，同比增加 3.5pp。

图 10：公司毛利率和净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：公司费用率情况


数据来源：Wind，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：随着公司 2020 年度抽调至战略研发项目的部分研发人员逐步回归客户设计项目，以及在半导体产业链产能紧缺环境下带来的量产业务的提升，预计公司 2021-2023 年芯片设计业务销量同比增长 55%、20%、20%，毛利率分别为 10%、12%、15%；同期芯片量产业务销量同比增长 25%、27%、30%，毛利率分别为 15.5%、18.5%、20%。

假设 2：随着公司 IP 授权业务的核心竞争力不断加强，以及优质客户的不断积累，预计公司 2021-2023 年知识产权 IP 授权次数同比增长 40%、30%、30%，毛利率维持在 95% 的水平；特许权授权同比增长 20%、20%、20%，该项业务毛利率为 100%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入毛利率如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
芯片设计业务	收入	2.7	4.2	5.0	6.0
	增速	-27.3%	55.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	8.2%	10.0%	12.0%	15.0%
芯片量产业务	收入	6.5	8.2	10.4	13.5
	增速	22.5%	25.0%	27.0%	30.0%
	毛利率	14.5%	15.5%	18.5%	20.0%
知识产权授权使用费	收入	5.0	7.1	9.2	11.9
	增速	46.9%	40.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	95.2%	95.0%	95.0%	95.0%
特许权使用费	收入	0.8	1.0	1.2	1.4
	增速	-15.0%	20.0%	20.0%	20.0%

单位：亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
合计	收入	15.1	20.3	25.7	32.8
	增速	12.4%	35.1%	26.3%	27.6%
	毛利率	45.0%	46.0%	48.2%	49.8%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

公司 16-20 年亏损幅度不断收窄，我们预计 2021 年公司可扭亏为盈，运用 PS 估值方法进行估值。我们选取了四家可比公司，分别是恒玄科技、澜起科技、瑞芯微和兆易创新，2021 年四家公司的 Wind 一致预期的平均 PS 为 23 倍。

我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 20.3 亿元、25.7 亿元、32.8 亿元，未来三年营收增速有望达到 29% 以上。公司整体盈利拐点已现，考虑到公司在芯片设计领域的技术积累和芯片量产业务的规模效应，以及 IP 储备的不断完善，我们给予公司 21 年 26 倍 PS 估值，对应总市值为 529.0 亿元，对应目标价 107.92 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司 PS 估值

证券代码	可比公司	总市值（亿元）	营收（亿元）				PS（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
688608.SH	恒玄科技	390.00	10.61	19.81	29.62	44.32	36.75	19.68	13.17	8.80
688008.SH	澜起科技	708.59	18.24	23.90	34.58	45.09	38.86	29.65	20.49	15.72
603893.SH	瑞芯微	666.89	18.63	29.77	40.33	53.85	35.79	22.40	16.53	12.38
603986.SH	兆易创新	1,337.60	44.96	72.49	94.79	119.48	29.74	18.45	14.11	11.20
平均值							35.29	22.55	16.08	12.02

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2021.08.04 收盘）

3 风险提示

- 1) 公司技术研发进展不达预期；
- 2) 新冠疫情反复导致需求受挫；
- 3) 股权分散可能导致的公司经营稳定性风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1506.13	2034.71	2569.39	3278.72	净利润	-25.57	34.78	162.90	279.08
营业成本	828.94	1099.63	1330.30	1647.29	折旧与摊销	82.88	43.16	43.16	43.16
营业税金及附加	2.07	2.80	3.53	4.51	财务费用	29.63	11.99	16.38	25.61
销售费用	93.40	150.57	171.05	221.41	资产减值损失	-7.50	0.00	0.00	0.00
管理费用	85.98	748.77	899.29	1114.77	经营营运资本变动	-170.61	-232.63	-142.96	-171.17
财务费用	29.63	11.99	16.38	25.61	其他	-34.23	-6.74	-11.31	-10.39
资产减值损失	-7.50	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-125.40	-149.44	68.17	166.29
投资收益	24.40	0.00	0.00	0.00	资本支出	-76.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	15.44	15.44	15.44	15.44	其他	-1404.30	16.05	15.44	15.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1480.92	16.05	15.44	15.44
营业利润	-7.08	36.39	164.28	280.57	短期借款	0.00	83.39	-6.80	-52.61
其他非经营损益	-1.15	-1.60	-1.38	-1.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-8.23	34.78	162.90	279.08	股权融资	1692.14	4.03	0.00	0.00
所得税	17.34	0.00	0.00	0.00	支付股利	0.00	5.11	-6.96	-32.58
净利润	-25.57	34.78	162.90	279.08	其他	-30.73	34.61	-16.38	-25.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1661.40	127.14	-30.14	-110.80
归属母公司股东净利润	-25.57	34.78	162.90	279.08	现金流量净额	48.35	-6.24	53.47	70.93
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	209.71	203.47	256.94	327.87	成长能力				
应收和预付款项	535.77	705.79	892.28	1140.25	销售收入增长率	12.40%	35.10%	26.28%	27.61%
存货	83.47	89.24	116.58	146.41	营业利润增长率	70.95%	613.97%	351.48%	70.79%
其他流动资产	1780.29	1822.46	1837.72	1871.40	净利润增长率	37.90%	236.06%	368.31%	71.32%
长期股权投资	84.74	84.74	84.74	84.74	EBITDA 增长率	97.62%	-13.18%	144.51%	56.08%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	51.53	45.77	40.01	34.25	毛利率	44.96%	45.96%	48.23%	49.76%
无形资产和开发支出	423.33	387.29	351.25	315.21	三费率	13.88%	44.79%	42.29%	41.53%
其他非流动资产	26.38	25.03	23.67	22.31	净利率	-1.70%	1.71%	6.34%	8.51%
资产总计	3195.23	3363.78	3603.17	3942.44	ROE	-0.97%	1.27%	5.64%	8.91%
短期借款	0.00	83.39	76.60	23.99	ROA	-0.80%	1.03%	4.52%	7.08%
应付和预收款项	275.02	382.29	467.56	574.92	ROIC	10.50%	5.30%	16.35%	23.96%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.00%	4.50%	8.71%	10.65%
其他负债	293.76	167.59	172.56	210.58	营运能力				
负债合计	568.78	633.27	716.72	809.48	总资产周转率	0.64	0.62	0.74	0.87
股本	486.17	490.20	490.20	490.20	固定资产周转率	32.97	41.83	59.91	88.31
资本公积	3806.52	3806.52	3806.52	3806.52	应收账款周转率	3.95	3.41	3.31	3.32
留存收益	-1606.10	-1566.20	-1410.26	-1163.75	存货周转率	11.07	12.08	12.44	12.14
归属母公司股东权益	2626.45	2730.51	2886.46	3132.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.90%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2626.45	2730.51	2886.46	3132.96	资产负债率	17.80%	18.83%	19.89%	20.53%
负债和股东权益合计	3195.23	3363.78	3603.17	3942.44	带息债务/总负债	0.00%	13.17%	10.69%	2.96%
					流动比率	4.68	4.54	4.40	4.37
					速动比率	4.53	4.39	4.23	4.18
					股利支付率	0.00%	-14.70%	4.27%	11.67%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	105.43	91.54	223.82	349.34	每股收益	-0.05	0.07	0.33	0.57
PE	-1642.99	1217.58	259.99	151.76	每股净资产	5.36	5.57	5.89	6.39
PB	16.13	15.51	14.67	13.52	每股经营现金	-0.26	-0.30	0.14	0.34
PS	28.12	20.82	16.48	12.92	每股股利	0.00	-0.01	0.01	0.07
EV/EBITDA	380.41	442.79	180.83	115.50					
股息率	0.00%	—	0.02%	0.08%					

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

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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

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	zfy@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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn