

2021年08月13日

证券研究报告·2021年半年报点评

柏楚电子(688188) 计算机

持有(首次)

当前价: 461.42元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 业绩爆发再超预期, 成长边际逐步打开

### 投资要点

- **业绩总结:** 2021年H1, 公司实现营业收入4.67亿元, 同比增长111.5%; 实现归母净利润2.98亿元, 同比增长112.7%。传统强势的激光切割控制系统订单量持续增长, 新兴智能切割头业务亦有重大突破, 新老产品的快速放量合力助推公司业绩超过此前中报预告披露的2.80亿元利润, 成长性卓越。
- **中低功率保持领先, 高功率快速放量。** 公司是国产激光控制系统的绝对龙头, 中低功率系统市占率超过60%, 2021年H1随动系统和板卡系统实现收入均为1.6亿元, 分别同比增长75%和87%, 优势地位持续放大; 高功率领域目前仍是国外厂商主导, 但公司领衔的国产化破局趋势迅速, 公司在该领域几乎占据所有国产品牌份额, 市占率已快速提升至20%左右, 2021年H1总线系统实现收入0.66亿元, 同比增速高达210%。
- **智能切割头表现亮眼, 软硬协同提升竞争力。** 智能切割头技术壁垒较高, 国外产品售价昂贵, 国产化替代空间广阔; 公司2019年收购上海波刺公司后相关切割头产品于2020年小批量推出, 现已步入放量阶段, 2021年H1销售该产品近600套, 实现收入0.3亿元, 同比增长超过2600%, 未来有望与公司高功率控制系统实现协同作用, 持续贡献爆发增量, 进一步提升公司产品竞争力。
- **依托核心底层技术, 逐步拓宽成长边际。** 公司经过多年的积累与升级迭代, 现已掌握了激光切割控制系统研发所需的CAD、CAM、NC、传感器和硬件设计五大核心底层技术, 形成覆盖激光切割全流程的技术链条; 公司以此为依托, 前瞻性布局的高精度视觉定位、智能焊接机器人等业务已有所突破, 与下游客户签订小规模意向订单, 并且拟定增募资10亿元进行持续研发投入, 未来平台式发展的成长边际正逐步打开, 多项业务均具备成为新利润增长点的潜质。
- **盈利预测与投资建议。** 暂不考虑定增因素, 预计2021-2023年公司归母净利润复合增速达45.6%, 伴随下游需求持续景气叠加国产化替代趋势的双重推动, 公司作为国产激光控制系统的绝对龙头有望持续强化领先优势, 依托底层核心技术拓展业务边际, 逐步打开第二曲线, 实现高质量成长。但考虑到公司目前估值处于较高水平, 暂不给予目标价, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 政策推进力度不及预期, 下游订单量不及预期, 行业竞争加剧等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	570.83	981.81	1444.34	1900.05
增长率	51.79%	72.00%	47.11%	31.55%
归属母公司净利润(百万元)	370.59	603.12	861.47	1142.85
增长率	50.46%	62.74%	42.84%	32.66%
每股收益EPS(元)	3.69	6.01	8.59	11.39
净资产收益率ROE	14.82%	19.43%	22.41%	23.74%
PE	125	77	54	40
PB	18.55	14.95	12.07	9.64

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅

执业证号: S1250517050002

邮箱: cxya@swsc.com.cn

联系人: 叶泽佑

电话: 021-58351932

邮箱: yezy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

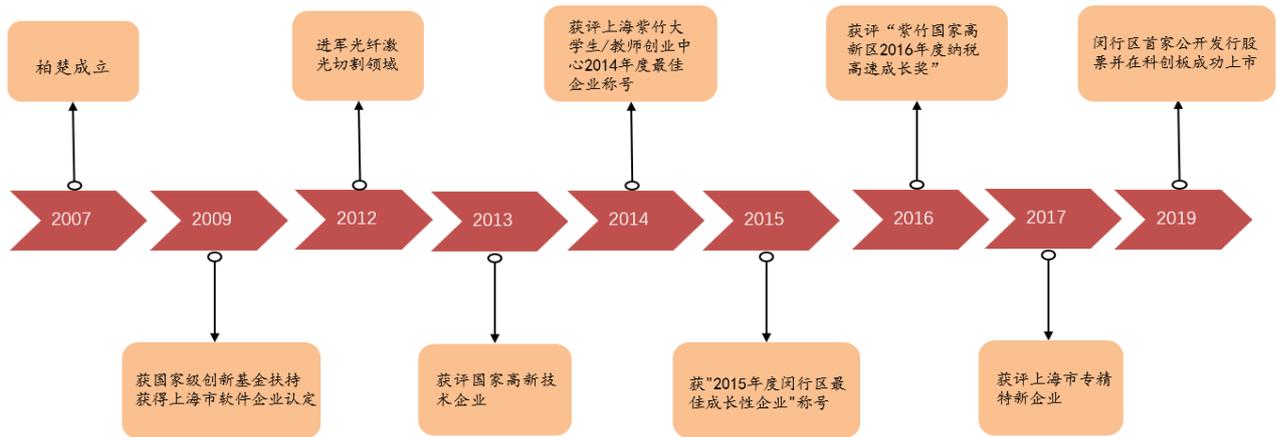
总股本(亿股)	1.00
流通A股(亿股)	0.27
52周内股价区间(元)	25.89-48.80
总市值(亿元)	462.80
总资产(亿元)	28.41
每股净资产(元)	26.84

### 相关研究

## 1 专注激光切割控制系统底层技术，开启平台化延伸

柏楚电子成立于 2007 年，聚焦于激光切割控制系统的研发、生产和销售，主要产品包括随动控制系统、板卡控制系统、总线控制系统以及智能切割头等其他相关配套产品，已实现激光切割的全流程覆盖。历经多年的积累和深耕，公司在国内激光加工控制领域已占据绝对的领导地位，中低功率系统市占率超过 60%，高功率系统市占率亦为国内第一，累计为超过 400 家激光加工设备制造商提供了成套的系统解决方案。

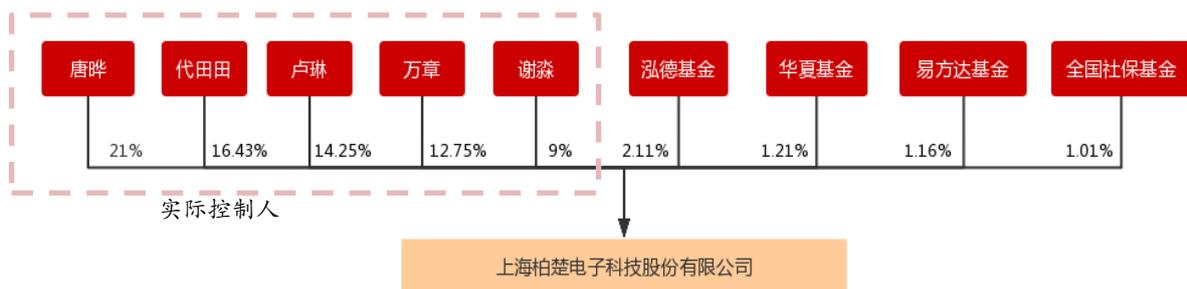
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

**股权集中稳定，创始团队分工明确，合作紧密。**公司由唐晔、代田田、卢琳、万章、谢森共同创办，合计持有公司 73% 的股权，是公司的共同实际控制人；五位创始人均毕业于上海交通大学自动化专业，根据各自专长明确分工研发方向，在经营决策上密切协作，共同推动公司成长。

图 2：公司主要股东持股比例



资料来源：公司公告，西南证券整理

**下游需求旺盛叠加国产替代，激光加工市场持续景气，公司领先地位突出。**激光加工可广泛应用于光刻、通信、军工、医疗、制造等诸多领域，2010-2020 年，我国激光设备市场规模由 97 亿元提升至 692 亿元，CAGR 达到 22%，是快速发展的高景气赛道。目前，国内激光切割控制系统在中低功率领域已实现 90% 的国产化替代，公司市占率超过 60%，处于绝对优势地位；高功率领域目前仍是国外厂商主导，但公司领衔的国产化破局趋势迅速，公司在该领域几乎占据所有国产品牌份额，市占率已快速提升至 20% 左右。

**五大关键底层技术护航，奠定全流程核心优势。**激光加工是集数控技术、激光技术、软件技术于一体的技术密集型行业，公司实行扁平化研发架构，由创始人牵头成立自主研发小组，经过多年的积累与升级迭代，现已掌握了激光切割控制系统研发所需的 CAD、CAM、NC、传感器和硬件设计五大核心底层技术，形成覆盖激光切割全流程的技术链条，技术体系的完整性和技术水平全球领先。

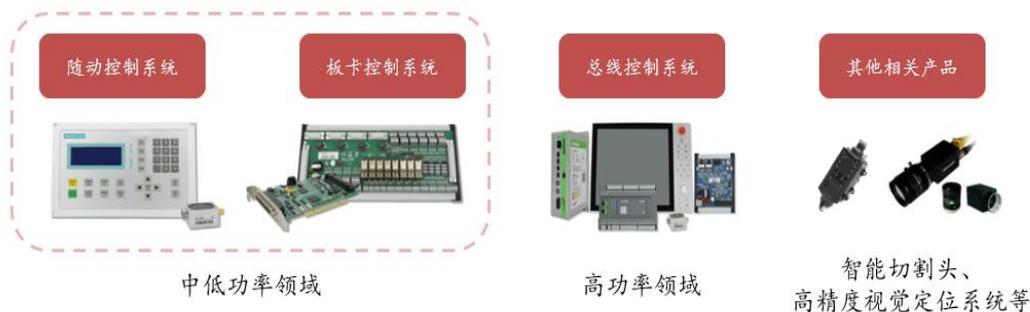
**表 1：五大核心技术的主要优势**

技术类别	相关应用	主要优势	竞争对手的相关技术水平
CAD	计算机图形设计	智能化处理客户“问题图纸”	国内：在激光切割领域没有竞争对手 国外：图纸容易出现信息不完整或精度损失等问题
CAM	工业图形图像处理，输出运动指令执行代码	界面简单好用，功能齐全 绝大部分情况下做到图纸打开即用	国内：技术落后，尚在摸索阶段 国外：操作步骤繁琐，用户体验不够友好
NC	接收指令，执行加工	实现高速、高精度轨迹控制 达到国外同类先进水平	国内：技术落后，不支持五轴联动与工业现场总线 国外：采用工业现场总线
传感器技术	数据监测反馈，提升运动控制精度	高可靠，低温漂，动态响应快 达到国外同类先进水平	国内：速度慢，温漂大，工作不稳定 国外：无法实现一键切断、方管寻中、智能避障等高级功能
硬件设计	电容传感等通用技术	切割随动、电容寻边、智能避障等	国内：可扩展性与稳定性较差 国外：价格较高、易用性较差

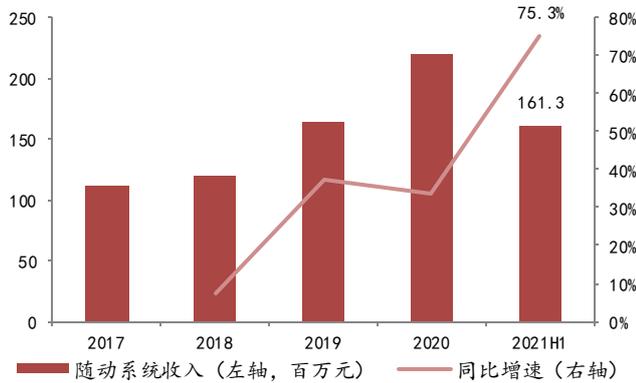
资料来源：招股说明书，公司官网、西南证券整理

**技术为基，全线产品突破放量。**公司产品主要分为随动控制系统、板卡控制系统、总线控制系统及其他业务。**1) 随动控制系统和板卡控制系统保持强势：**两项产品主要应用于中低功率的激光切割，技术成熟，领先优势明显，2021年 H1 分别实现营收 1.61 亿元和 1.59 亿元，同比增速分别达到 75.3%和 87.2%。**2) 总线控制系统快速放量：**2017 年公司开始切入高功率控制系统领域，现已达到国际先进技术水平，并且凭借性价比优势快速打开市场抢占份额，2021 年 H1 总线控制系统实现营收 6560 万元，同比增速高达 210.3%。**3) 其他业务全线拓展：**公司凭借五大底层通用技术快速扩充产品线，其中智能切割头表现突出，具备国产替代潜力和快速放量基础，现已实现初步突破；同时，公司还布局高精度视觉定位、智能焊接机器人等，业务边界大幅拓宽，未来有望实现平台化发展；2021 年 H1 其他业务实现营收 8100 万，同比增长 274.5%。

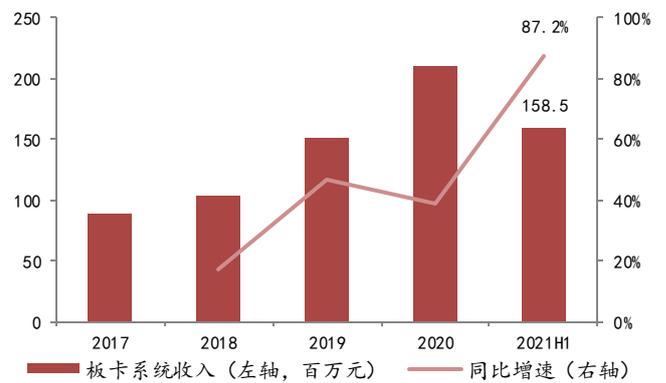
**图 3：公司主要产品系列**



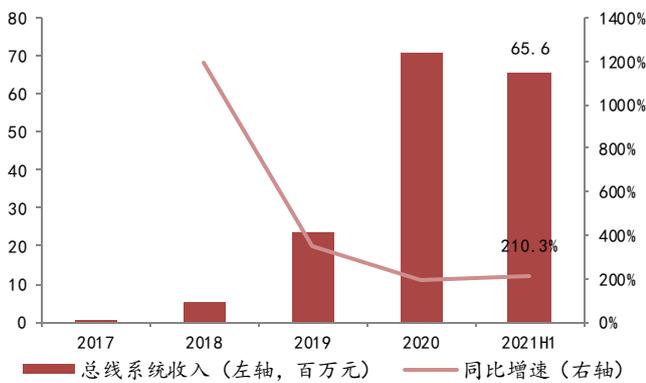
资料来源：公司公告，西南证券整理

**图 4：随动系统营业收入及增速情况**


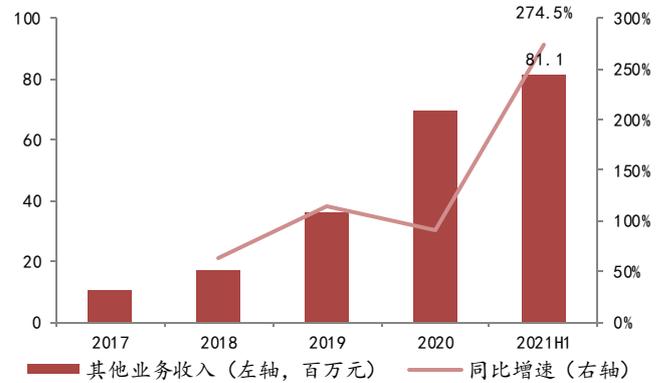
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：板卡系统营业收入及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

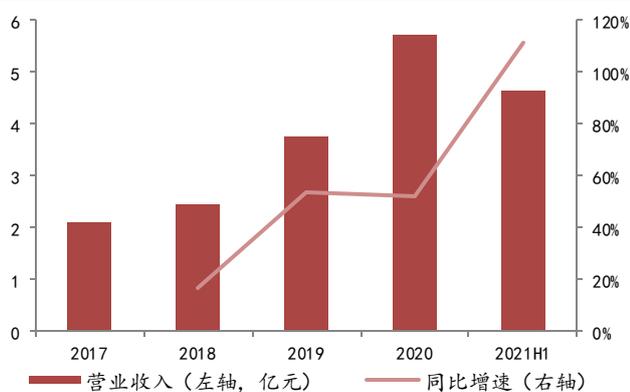
**图 6：总线系统营业收入及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

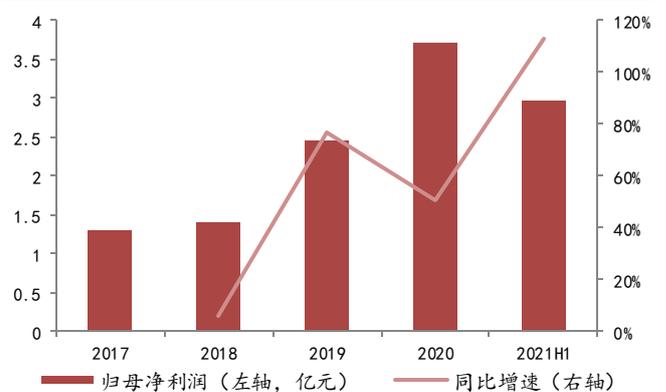
**图 7：其他业务营业收入及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**营收加速度明显，净利润持续高增。**总体来看，受益于下游需求提振及公司自身产品线的持续拓宽，2018-2020 年公司实现营业收入分别为 2.5 亿元、3.8 亿元、5.7 亿元，呈现明显加速度，CAGR 达到 52.6%；公司 2018-2020 年分别实现归母净利润 1.4 亿元、2.5 亿元、3.7 亿元，复合增速高达 63.2%，业绩弹性不断释放。2021 年上半年公司实现营收 4.7 亿元，同比增长 111.5%；实现归母净利润 2.98 亿元，同比增长 112.7%，营收和利润两端均完成强势翻倍，爆发趋势持续，高成长性凸显。

**图 8：公司营业收入及增速情况**


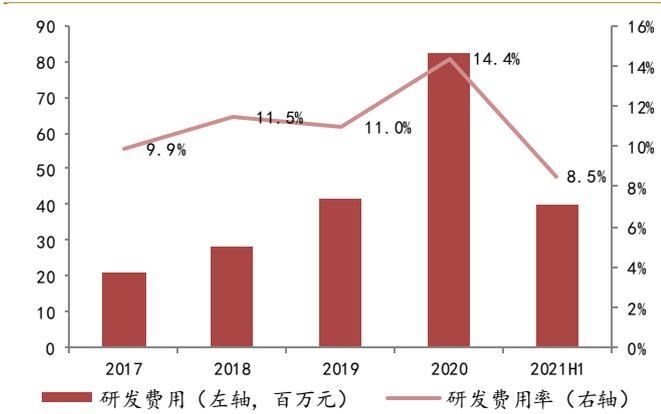
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 9：公司归母净利润及增速情况**


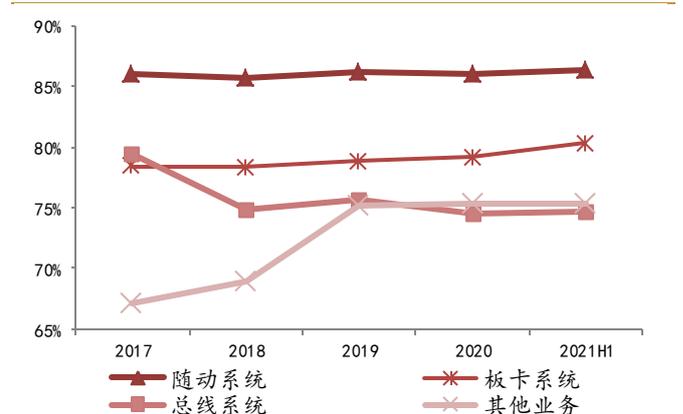
数据来源：公司公告，西南证券整理

**技术驱动，不断加码研发。**公司是技术驱动型企业，研发人员约占半数，为保持产品竞争力，不断拓宽业务布局，研发费用始终保持较高水平，2020 年公司研发费用超过 8000 万元，费用率达到 14.4%；若不考虑股份支付费用的 3000 万元，2020 年研发费用率约为 9%。

**软件属性突出，产品议价力强，毛利率保持高位。**持续的高研发投入下，公司龙头地位稳固，议价能力较强。公司随动系统、板卡系统和总线系统的单价分别保持在 0.8 万元/套、0.7 万元/套和 3.5 万元/套左右，毛利率亦维持在较高水平，未受竞争对手影响；其中总线系统由于设计较为复杂，配备了较多的外购硬件，单价较高的同时成本也相对较高，但毛利率仍保持在 75% 左右水平。

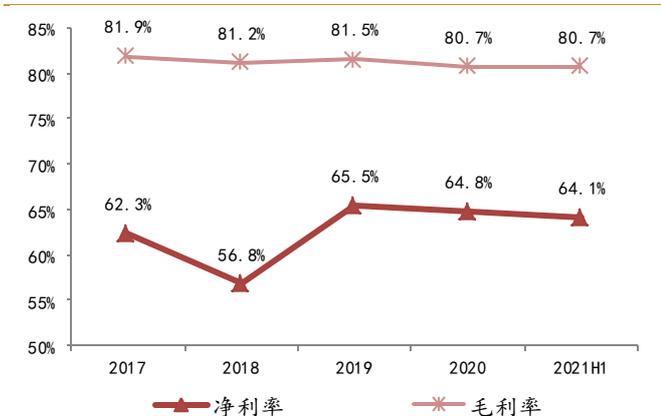
**图 10：公司研发费用情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 11：公司各类产品毛利率维持高位**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**盈利能力优异，费用管控效果显著。**1) **利润率方面：**2017-2021 年 H1，公司收入规模快速扩大，业绩相应实现高速增长，期间净利率和毛利率分别保持在 60% 和 80% 左右，实现高位稳定，盈利能力突出。2) **费用率方面：**2018-2020 年，公司三项费用率总体呈现下降趋势，2020 年销售费用率增至 4.7%，主要因市场投入加大所致；2021 年 H1，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别降至 2.6%、4.6%、-2.3%，费用管控成果显著，规模优势凸显。

**图 12：公司净利率及毛利率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 13：公司三费率情况**


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：

1) 随动系统/板卡系统：中低功率的激光切割应用场景广泛，下游客户出于成本考虑仍将有大量长期需求，公司在该领域处于绝对强势地位，市占率超过 60%，将充分享受下游需求激增带来的规模化放量；预计 2021-2023 年，随动系统的收入增速分别为 55%、35%、25%，板卡系统收入增速分别达到 58%、38%、27%，两项产品毛利率均略微提升。

2) 总线系统：高功率激光切割对中低功率属于逐步替代的技术升级，公司产品现已达到国际先进技术水平并具有性价比优势，可进一步提升下游客户替换原有设备的积极性，有望持续抢占国外品牌的市场份额；“需求提振+国产替代”的双重推动下，预计 2021-2023 年，该业务收入增速分别达到 90%、45%、35%，毛利率分别为 74.6%、74.8%、75.0%。

3) 其他业务：公司依托五大底层核心技术的掌控，持续丰富产品线，其中下游对于智能切割头产品的国产化替代诉求较为强烈，具备较高成长空间，公司 2019 年收购上海波刺公司之后相关切割头产品于 2020 年小批量推出，现已步入放量阶段，订单量表现亮眼；同时，公司前瞻性布局的智能焊接控制系统领域及超高精度控制系统领域亦有所突破，业务边界大大拓宽，未来有望实现平台化发展；预计该板块将贡献较高增速，2021-2023 年分别达到 150%、90%、45%，毛利率伴随硬件产品的加入有所下降，分别为 75.3%、74.6%、74.0%。

4) 业务扩大带来规模效应，费用率逐步下降。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 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		2020A	2021E	2022E	2023E
随动系统	收入	220.35	341.54	461.08	576.35
	增速	33.9%	55.0%	35.0%	25.0%
	毛利率	86.0%	86.4%	86.7%	86.9%
板卡系统	收入	210.35	332.35	458.65	582.48
	增速	39.0%	58.0%	38.0%	27.0%
	毛利率	79.1%	80.3%	80.6%	80.9%
总线系统	收入	70.68	134.29	194.72	262.88
	增速	197.6%	90.0%	45.0%	35.0%
	毛利率	74.5%	74.6%	74.8%	75.0%
其他业务	收入	69.45	173.63	329.89	478.34
	增速	91.1%	150.0%	90.0%	45.0%
	毛利率	75.3%	75.30%	74.60%	74.00%
合计	收入	570.83	981.81	1444.34	1900.05
	增速	51.8%	72.0%	47.1%	31.6%
	毛利率	80.7%	80.8%	80.6%	80.6%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 9.8 亿元 (+72.0%)、14.4 亿元 (+47.1%) 和 19.0 亿元 (+31.6%)，归母净利润分别为 6.0 亿元 (+62.7%)、8.6 亿元 (+42.8%)、11.4 亿元 (+32.7%)，EPS 分别为 6.01 元、8.59 元、11.39 元，对应动态 PE 分别为 77 倍、54 倍、40 倍。

## 2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取三家上市公司进行估值比较，其中奥普特以机器视觉控制系统赋能下游 3C、半导体等多个智能制造领域，现已实现国产替代；大族激光和瑞科激光均国内激光设备行业的领军企业，为下游厂商提供一整套激光加工解决方案及相关配套设施。

**表 3：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	最新价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
688686.SH	奥普特	297	360.50	2.96	4.32	5.76	7.50	73	83	63	48
300747.SZ	瑞科激光	319	73.80	0.92	1.62	1.99	2.38	47	49	21	18
002008.SZ	大族激光	449	42.10	0.92	1.62	1.99	2.38	85	63	47	36
平均值								68	65	44	34
688188.SH	柏楚电子	449	461.42	3.69	6.01	8.59	11.39	125	77	54	40

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2021 年估值为 77 倍，行业平均值为 65 倍，高于行业平均估值水平。伴随下游制造业的持续复苏，国产替代趋势明显，公司激光切割控制系统优势有望持续放大，并逐步拓宽业务范围，实现平台化持续发展。我们充分看好公司未来的成长性，但考虑到目前估值处于相对较高水平，暂不给予目标价，首次覆盖，给予“持有”评级。

## 3 风险提示

- 1) 新业务拓展不及预期；
- 2) 订单量不及预期；
- 3) 行业竞争加剧。

**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	570.83	981.81	1444.34	1900.05	净利润	369.61	601.52	859.18	1139.82
营业成本	109.99	188.92	283.16	376.84	折旧与摊销	5.75	13.26	13.26	13.26
营业税金及附加	6.34	10.73	15.91	20.84	财务费用	-2.18	-27.72	-46.86	-71.38
销售费用	26.93	32.40	46.22	58.90	资产减值损失	-2.61	-0.59	0.06	0.42
管理费用	664.65	142.36	202.21	256.51	经营营运资本变动	-233.64	7.00	-277.75	-52.83
财务费用	-2.18	-27.72	-46.86	-71.38	其他	225.54	-30.05	-0.01	-0.04
资产减值损失	-2.61	-0.59	0.06	0.42	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>362.47</b>	<b>563.41</b>	<b>547.88</b>	<b>1029.25</b>
投资收益	60.75	30.00	0.00	0.00	资本支出	-138.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	98.50	30.00	0.00	0.00
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>-39.71</b>	<b>30.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>395.42</b>	<b>665.72</b>	<b>943.64</b>	<b>1257.91</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	13.30	-0.04	-0.04	-0.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>408.72</b>	<b>665.68</b>	<b>943.61</b>	<b>1257.87</b>	股权融资	48.04	0.00	0.00	0.00
所得税	39.11	64.16	84.42	118.05	支付股利	-74.00	0.00	-120.62	-172.29
净利润	369.61	601.52	859.18	1139.82	其他	-48.04	27.72	46.86	71.38
少数股东损益	-0.98	-1.60	-2.28	-3.03	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-74.00</b>	<b>27.72</b>	<b>-73.76</b>	<b>-100.92</b>
归属母公司股东净利润	370.59	603.12	861.47	1142.85	<b>现金流量净额</b>	<b>248.76</b>	<b>621.14</b>	<b>474.12</b>	<b>928.33</b>
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	483.36	1104.50	1578.62	2506.95	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	46.39	79.41	117.63	156.78	销售收入增长率	51.79%	72.00%	47.11%	31.55%
存货	41.43	70.54	107.57	143.88	营业利润增长率	52.02%	68.36%	41.75%	33.30%
其他流动资产	1819.57	1783.92	2061.85	2112.24	净利润增长率	50.16%	62.74%	42.84%	32.66%
长期股权投资	10.46	10.46	10.46	10.46	EBITDA 增长率	50.62%	63.23%	39.74%	31.84%
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	75.25	71.61	67.97	64.33	毛利率	80.73%	80.76%	80.39%	80.17%
无形资产和开发支出	107.83	98.40	88.98	79.55	三费率	120.77%	14.98%	13.96%	12.84%
其他非流动资产	27.14	26.95	26.75	26.56	净利率	64.75%	61.27%	59.49%	59.99%
<b>资产总计</b>	<b>2611.43</b>	<b>3245.79</b>	<b>4059.83</b>	<b>5100.75</b>	ROE	14.82%	19.43%	22.41%	23.74%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.15%	18.53%	21.16%	22.35%
应付和预收款项	70.84	119.51	179.91	238.31	ROIC	127.46%	139.06%	152.01%	156.01%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	69.90%	66.33%	63.01%	63.15%
其他负债	46.06	30.23	45.31	60.29	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>116.90</b>	<b>149.73</b>	<b>225.21</b>	<b>298.61</b>	总资产周转率	0.24	0.34	0.40	0.41
股本	100.00	100.30	100.30	100.30	固定资产周转率	74.12	145.20	462.44	-3689.14
资本公积	1768.66	1768.36	1768.36	1768.36	应收账款周转率	18.57	19.51	18.89	17.68
留存收益	624.12	1227.23	1968.07	2938.63	存货周转率	3.15	3.26	3.13	2.96
归属母公司股东权益	2492.78	3095.89	3836.74	4807.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.30%	—	—	—
少数股东权益	1.76	0.16	-2.12	-5.15	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2494.53</b>	<b>3096.05</b>	<b>3834.61</b>	<b>4802.14</b>	资产负债率	4.48%	4.61%	5.55%	5.85%
负债和股东权益合计	2611.43	3245.79	4059.83	5100.75	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	20.45	20.29	17.16	16.48
					速动比率	20.10	19.82	16.69	15.99
					股利支付率	19.97%	0.00%	14.00%	15.08%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	398.99	651.25	910.04	1199.79	每股收益	3.69	6.01	8.59	11.39
PE	124.88	76.73	53.72	40.49	每股净资产	24.87	30.87	38.23	47.88
PB	18.55	14.95	12.07	9.64	每股经营现金	3.61	5.62	5.46	10.26
PS	81.07	47.14	32.04	24.36	每股股利	0.74	0.00	1.20	1.72
EV/EBITDA	110.49	66.95	47.39	35.17					
股息率	0.16%	0.00%	0.26%	0.37%					

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
	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
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	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
	王兴	销售经理	15395317859	15395317859	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	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