

## 业绩稳定增长，气凝胶业务未来可期

### 投资要点

- 事件：**公司发布2023年半年报，上半年实现收入1.8亿元，同比+20.3%，实现归母净利润4002万元，同比+51.4%；其中单Q2实现收入9850万元，同比+38.7%，实现归母净利润2849万元，同比+238.0%。
- 气凝胶业务蓄势待发，公司业绩持续向上。**公司23年H1营收和净利润同比增长，主要是因为核心产品CMD、气凝胶等销售增长所致。分产品来看，公司ePTFE产品实现营收4892万元，同比微降3.43%，主要原因为下游汽车产量波动影响，预计随着汽车产量企稳回升，ePTFE产品或将持续好转。公司气凝胶毡业务实现营收2862万元，同比增长490%，增幅较大，主要原因是产品产量增加，随着公司气凝胶产品逐步放量，未来营收有望持续快速增长。公司CMD业务实现营收1833万元，同比增长172%，增速较快，主要原因是公司CMD产品产能释放，预计未来随产能持续释放，或将维持增长。
- 深耕长尾利基市场，公司持续拓展业务。**公司所处行业的市场特点是细分市场众多，单个细分市场容量虽相对较小，但汇总的市场大且毛利率高，是典型的长尾利基市场。因此公司采取了“产品多元、市场利基”的发展战略，公司气凝胶项目、消费电子用耐水压透声膜项目均已建成达到预定可使用状态。目前公司投资新设江苏源氢新能源科技股份有限公司，布局质子交换膜业务，有望实现氢燃料电池中最核心的关键基础材料的完全国产替代；公司增资常州凌天达传输科技有限公司，积极布局高性能膜材料在线缆及线缆组件等方面的应用，有望在线缆膜材料方面实现国产替代。
- 国内高性能e-PTFE薄膜行业的先行者，品种类丰富，应用范围广。**公司掌握e-PTFE膜核心技术，具备微透膜及膜组件全产业链能力；公司进一步围绕e-PTFE膜开发出一系列高性能复合材料，不断为客户提供定制化地开发具有特殊声、电、磁、热、防水透气、气体管理、耐候耐化学等特性的组件产品。该技术广泛应用于汽车、消费电子等领域。公司同时布局气凝胶产品，主要用于新能源车动力电池包、船舶、核电、LNG等相关领域。
- 盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为1.69元、2.64元、3.67元，对应动态PE分别为21倍、13倍、10倍。看好公司气凝胶产品放量带来的业绩弹性和现有产品景气度回升空间大，给予公司24年18倍PE，目标价47.52元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期、原材料价格大幅上涨、产能投放不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	364.46	584.00	894.00	1259.00
增长率	15.11%	60.24%	53.08%	40.83%
归属母公司净利润（百万元）	31.34	118.52	185.10	257.24
增长率	-52.79%	278.11%	56.18%	38.98%
每股收益EPS（元）	0.45	1.69	2.64	3.67
净资产收益率ROE	4.85%	15.68%	20.15%	22.59%
PE	79	21	13	10
PB	4.02	3.40	2.78	2.23

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：黄寅斌  
执业证号：S1250523030001  
电话：13316443450  
邮箱：hyb@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	0.70
流通A股(亿股)	0.47
52周内股价区间(元)	35.22-70.11
总市值(亿元)	29
总资产(亿元)	8.76
每股净资产(元)	0.64

### 相关研究

## 1 国内高性能 e-PTFE 薄膜行业的先行者，打造世界级高质量膜产品

公司创始于 1995 年，国内高性能 e-PTFE 薄膜行业的先行者。公司是一家专注于产品研发和技术革新的高新技术企业，公司创建于 1995 年，自主创新研发的微透高分子透气新材料及器件，应用于汽车工业、包装工业及其他保护性透气领域。掌握 e-PTFE 膜核心技术，具备微透膜及膜组件全产业链能力；向汽车及其他领域提供微透材料的解决方案。是通用、大众、一汽、上汽等众多知名企业的一级供应商。公司于 2011 年成功开发出 e-PTFE 透气膜，成为世界上少数具备该项技术的厂商之一。2017 年，与浙江大学联合攻克 SiO<sub>2</sub> 气凝胶批量化生产技术难题，并实现 e-PTFE 膜与 SiO<sub>2</sub> 气凝胶复合新材料开始广泛进军汽车、消费电子、新能源、包装、军工等多个应用领域。2020 年公司于上海证券交易所创业板成功上市，2021 年收购上海大音希声新材料有限公司 60% 股权加快 SiO<sub>2</sub> 气凝胶行业布局。

图 1：公司发展历史



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司作为 e-PTFE 膜材料技术领先者，逐步实现高性能透气膜国产替代。公司拥有 10 项核心技术，并利用这些核心技术建立起了完整的 e-PTFE 膜及其组件技术体系，覆盖了从 e-PTFE 膜的生产制造到改性、复合以及组件应用的全部主要过程，可生产具有不同特性的 e-PTFE 膜材料。同时，公司进一步围绕 e-PTFE 膜开发出一系列高性能复合材料，不断为客户提供定制化地开发具有特殊声、电、磁、热、防水透气、气体管理、耐候耐化学等特性的组件产品。该项技术广泛应用于汽车、消费电子等领域，成功作为继美国戈尔、日本电子等知名企业在掌握 e-PTFE 透气膜技术的企业。

公司产品种类丰富，应用范围广。公司围绕以 e-PTFE 以及 SiO<sub>2</sub> 气凝胶为核心的技术主线开发出了透气栓、透气膜、耐水压透声膜以及 CMD、SiO<sub>2</sub> 气凝胶复合材料、PTFE 电缆膜等产品已经实现在汽车、消费电子、航天军工等行业的广泛应用，也是公司营业收入的主要贡献产品，毛利相对更高。其他产品：密封件、挡水膜属于公司传统产品；公司吸隔声产品主要包括基础吸音棉以及 e-PTFE 膜复合吸音棉，该类产品主要应用于汽车内饰中，起到吸音降噪的功能；气体管理产品主要包括干燥剂与吸雾剂，目前主要应用于汽车车灯。

**表 1：公司产能**

产品大类	细分产品	主要原材料	下游应用场景	实现功能	主要客户
ePTFE 微透产品	透气栓、透气膜	ePTFE膜、橡胶件	汽车车灯	压力平衡、防水、防尘	燎旺车灯、星宇车灯、华域视觉、法雷奥、三立车灯等
	耐水压透声膜	ePTFE膜	智能手机、智能可穿戴设备	压力平衡、防水、防尘、透声	SELMAG ENTERPRISE CO.,LTD.(中国台湾)、千彩鑫、金世达康等
	包装保护垫片	ePTFE膜、铝箔垫片	化学品、液态有机化肥包装	压力平衡、防水、防尘、防油、抗腐蚀	上海沣奇、上海源铢等
	泄压阀	ePTFE膜、橡胶件	新能源动力电池包	压力平衡、防水、防尘	上汽大众、一汽大众、多氟多等
密封件	密封件	EPDM、聚氨酯发泡料、PU海绵等	汽车车灯、汽车、家电	密封、减震	上海南强、星宇车灯、上汽大众、上汽通用、华域视觉等
SiO2 气凝胶	SiO2气凝胶 与ePTFE膜复合材料	SiO2气凝胶、ePTFE膜复合材料	消费电子、汽车、输气输油管道	隔热、支撑、缓冲、阻燃、隔音	上汽大众等
	SiO2气凝胶玻纤毡 复合材料	SiO2气凝胶、玻纤毡	新能源动力电池包	隔热、缓冲	验证测试中
挡水膜	挡水膜	PE、EVA、XPE等	汽车	防水、隔音	上汽通用、上汽集团、北汽集团等
吸隔声 产品	基础吸音棉	PET纤维	汽车	吸音降噪	上汽大众、一汽大众、上汽通用等
	ePTFE膜复合吸音棉	PET纤维、ePTFE膜	汽车	吸音降噪	上汽大众
	隔离膜	隔离膜	汽车地毡	隔音	江苏中联地毯
气体管理 产品	干燥剂	氯化镁	汽车车灯	吸湿、干燥	长城汽车、燎旺车灯、安瑞光电、海拉车灯
	吸雾剂	氯化镁、ePTFE膜、橡胶件	汽车车灯	湿度调节	安瑞光电、星宇车灯等
机械设备	机械设备		医疗	涂布、模切	常州四药等
CMD	CMD	氯化镁、ePTFE膜、橡胶件	汽车车灯、新能源汽车动力电池包	压力平衡、防水、防尘、吸湿、干燥	星宇车灯、赛迈科技、宁德时代等

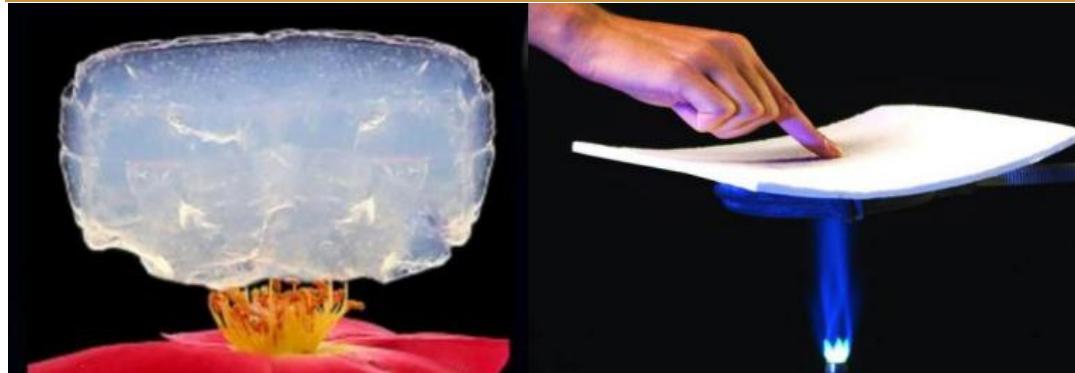
数据来源：公司公告，西南证券整理

**ePTFE微透产品应用领域广。**基于材料的优异性能，公司的ePTFE微透产品应用领域涵盖了汽车、消费电子、包装、医疗、航空航天等领域，主要产品包括用于汽车领域的透气栓、透气膜、泄压阀等产品；用于消费电子领域的耐水压透声膜产品；用于包装透气领域的包装保护垫片；用于航空线缆的特种膜材料以及用于生物医疗的膜材等。

**图 2: ePTFE 产品用途广**

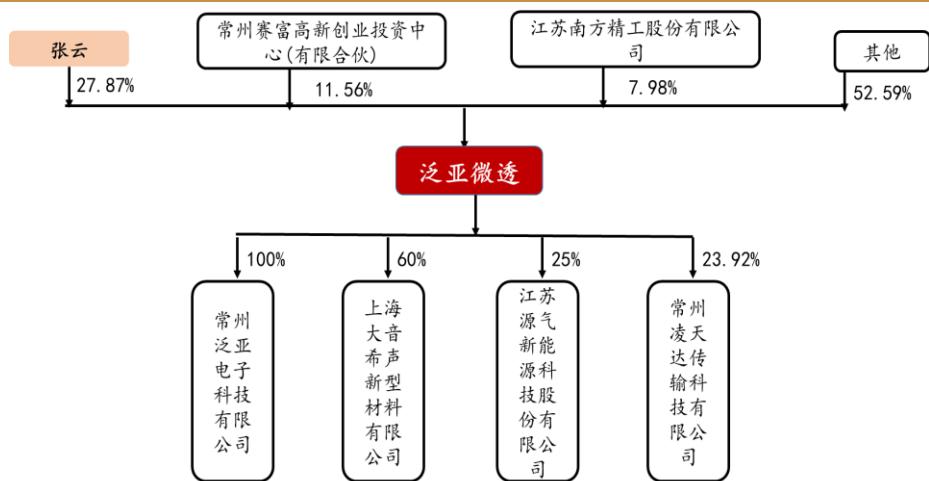

数据来源：公司公告，西南证券整理

**气凝胶产品性能优秀，在多处高端领域使用。**  $\text{SiO}_2$ 气凝胶是一种体积密度和导热系数非常低的新型微观多孔材料，被誉为“最轻的固体材料”和“性能最好的保温材料”，公司及控股子公司的气凝胶产品主要用于新能源车动力电池包、船舶、核电、LNG 等相关领域。

**图 4: 气凝胶**


数据来源：公司官网，西南证券整理

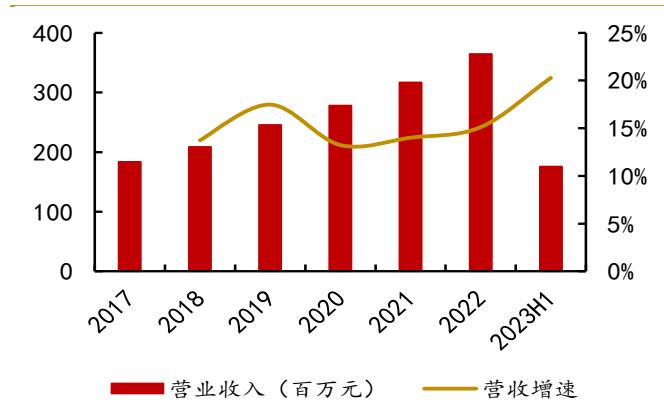
**公司股权结构稳定，实控人张云。**截至 2023 年上半年，公司实控人张云持有公司 27.87% 股权，是公司第一大股东。

**图 5: 公司股权结构**


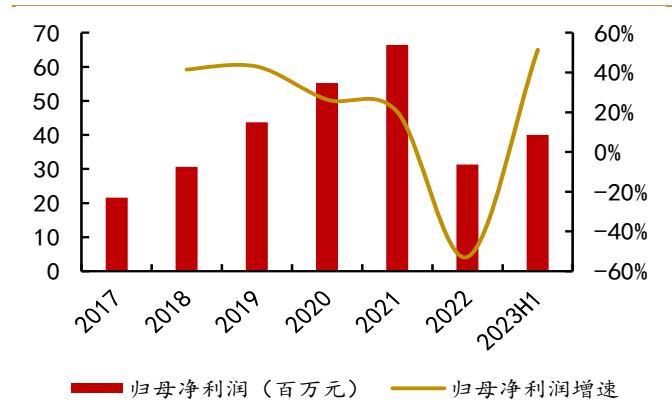
数据来源：wind，西南证券整理

请务必阅读正文后的重要声明部分

气凝胶业务蓄势待发，公司业绩持续向上。公司 23 年 H1 营收和净利润同比增长，主要是因为核心产品 CMD、气凝胶等销售增长所致。分产品来看，公司 ePTFE 产品实现营收 4892 万元，同比微降 3.43%，主要原因为下游汽车产量波动影响，预计随着汽车产量企稳回升，ePTFE 产品或将持续好转。公司气凝胶毡业务实现营收 2862 万元，同比增长 490%，增幅较大，主要原因是产品产量增加，随着公司气凝胶产品逐步放量，未来营收有望持续快速增长。公司 CMD 业务实现营收 1833 万元，同比增长 172%，增速较快，主要原因是公司 CMD 产品产能释放，预计未来随产能持续释放，或将维持增长。

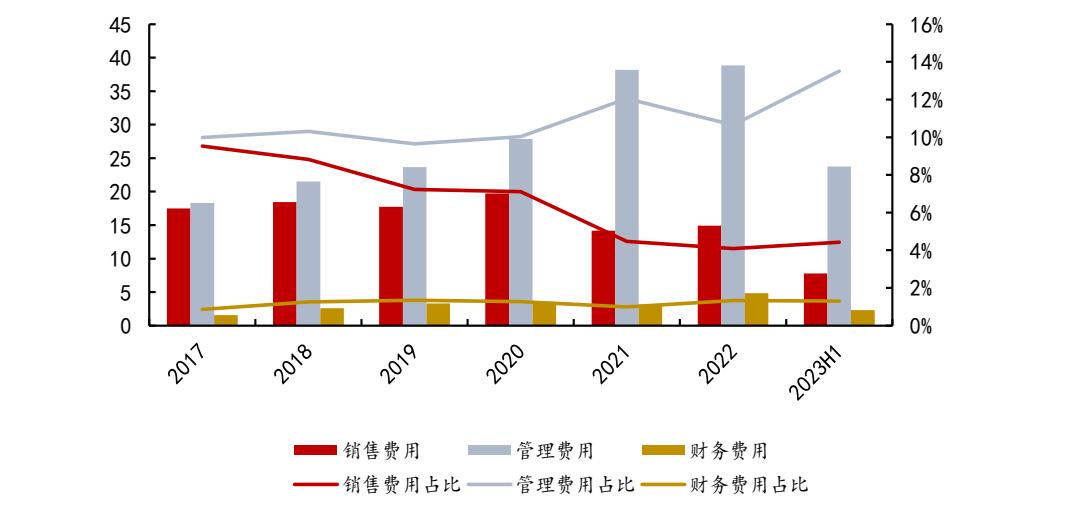
**图 6：公司营收**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 7：公司归母净利润**


数据来源：公司公告，西南证券整理

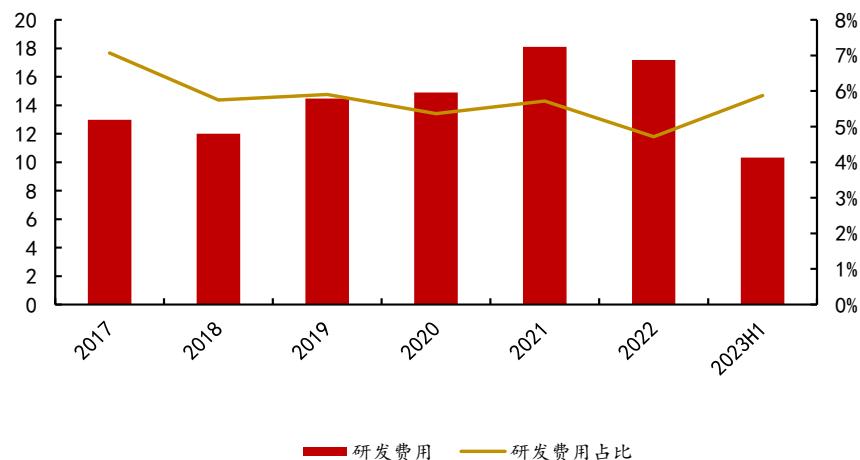
公司三费率变化幅度不大。本期销售费用较上年同期增长 2.11%，主要系销售人员薪酬、相关费用增长所致。本期管理费用较上年同期增长 8.69%，主要系本期折旧、无形资产摊销、业务招待费及中介机构费用增加。本期财务费用较上年同期增长 8.69%，主要系本期折旧、无形资产摊销、业务招待费及中介机构费用增加。

**图 8：公司三费及三费率（百万元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司重视研发，研发投入提升。**本期研发费用较上年同期增长 33.73%，主要系为公司加大了研发人员的引进，新增研发人员的工资和社保政策变化使职工薪酬大幅增长；折旧费用有所增长；为开发新产品，拓展市场空间，公司启动多个新研发项目，研发物料消耗、检测费用有所增长，带动相关支出增长。

**图 9：公司研发费用及研发费用率 (百万元)**



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

**关键假设：**

假设 1：公司 ePTFE 产品 2023-2025 年销量 1.9 亿个、2.0 亿个、2.1 亿个万吨；价格综合历史数据及行业整体供需判断 2023-2025 年均价为 0.6 元/个，23-25 年毛利率为 70%。

假设 2：公司气凝胶产品 2023-2025 年销量 0.5 万立方米、2 万立方米、4 万立方米；价格根据行业整体供需判断 2023-2025 年均价分别为 15000 元/立方米，毛利率为 45%。

假设 3：公司 CMD 产品 2023-2025 年销量 500 万个、800 万个、850 万个；价格综合历史数据及行业整体供需判断 12 元/个，预计 23-25 毛利率分别为 60%。

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
ePTFE 产品	收入	112.0	114.0	120.0	126.0
	增速		1.8%	5.3%	5.0%
	毛利率	72.1%	70.0%	70.0%	70.0%
气凝胶	收入	17.6	75	300	600
	增速		325.2%	300.0%	100.0%
	毛利率	44.8%	45.0%	45.0%	45.0%
CMD	收入	20.5	60	96	102

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速		193.1%	60.0%	6.3%
	毛利率	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
密封条	收入	73.4	75	78	81
	增速		2.2%	4.0%	3.8%
	毛利率	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
其他产品	收入	141.0	260	300	350
	增速		38.0%	40.0%	42.0%
	毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	364.5	584	894	1259
	增速		60.2%	53.1%	40.8%
	毛利率	42.5%	40.9%	42.3%	42.6%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 5.8 亿元 (+60.2%)、8.9 亿元 (+53.1%) 和 12.6 亿元 (+40.8%)，归母净利润分别为 1.2 亿元 (+278.1%)、1.9 亿元 (+56.2%)、2.6 亿元 (+39.0%)，EPS 分别为 1.69 元、2.64 元、3.67 元，对应动态 PE 分别为 21 倍、13 倍、10 倍。

综合考虑业务范围，选取了 3 家新材料上市公司作为估值参考，其中公司和晨光新材均有气凝胶业务，公司与斯迪克、瑞华泰均生产高性能高分子膜，但具体应用领域有所区别。

**表 3：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
605399.SH	晨光新材	45.0	14.4	3.31	0.88	1.30	1.84	7.0	16.4	11.1	7.8
300806.SZ	斯迪克	75.5	16.7	0.76	0.67	1.05	1.47	45.0	25.0	15.9	11.3
688323.SH	瑞华泰	38.4	21.3	0.26	0.29	0.65	1.06	98.7	74.1	32.8	20.2
平均值								50.2	38.5	19.9	13.1
688386.SH	泛亚微透	24.8	35.4	0.4	1.69	2.64	3.67	79.1	20.9	13.4	9.6

数据来源: Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 13 倍，行业平均值为 20 倍。随着新建产能逐步投产，看好公司气凝胶产品放量带来的业绩弹性和现有产品景气度回升空间大，给予公司 24 年 18 倍 PE，目标价 47.52 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 3 风险提示

下游需求不及预期、原材料价格大幅上涨、产能投放不及预期等风险。

**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	364.46	584.00	894.00	1259.00	净利润	31.37	119.18	185.85	258.41
营业成本	198.80	345.20	515.70	722.45	折旧与摊销	27.84	27.36	27.67	27.96
营业税金及附加	4.33	7.11	10.88	15.26	财务费用	4.83	4.12	4.39	4.79
销售费用	14.92	23.36	35.76	50.36	资产减值损失	-49.39	0.00	0.00	0.00
管理费用	38.84	58.40	88.51	123.38	经营营运资本变动	-45.22	-53.92	-132.58	-152.65
研发费用	17.18	29.20	49.17	73.02	其他	109.71	1.35	4.59	5.45
财务费用	4.83	4.12	4.39	4.79	经营活动现金流量净额	79.14	98.09	89.91	143.97
资产减值损失	-49.39	0.00	0.00	0.00	资本支出	29.97	-5.00	-6.00	-5.00
投资收益	1.51	2.67	2.09	2.38	其他	-168.32	5.08	4.50	4.79
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-138.36	0.08	-1.50	-0.21
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-0.50	-49.55	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>42.66</b>	<b>119.29</b>	<b>191.69</b>	<b>272.11</b>	长期借款	-8.01	-0.50	-0.50	-0.50
其他非经营损益	-0.01	-0.10	-0.10	-0.10	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>42.64</b>	<b>119.18</b>	<b>191.59</b>	<b>272.02</b>	支付股利	0.00	-6.27	-23.70	-37.02
所得税	11.27	0.00	5.75	13.60	其他	0.23	-6.76	-0.84	-4.35
<b>净利润</b>	<b>31.37</b>	<b>119.18</b>	<b>185.85</b>	<b>258.41</b>	筹资活动现金流量净额	-8.28	-63.08	-25.05	-41.86
少数股东损益	0.03	0.67	0.75	1.18	<b>现金流量净额</b>	<b>-66.74</b>	<b>35.09</b>	<b>63.37</b>	<b>101.90</b>
归属母公司股东净利润	31.34	118.52	185.10	257.24					
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	106.23	141.32	204.69	306.58	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	165.51	255.56	396.22	555.35	销售收入增长率	15.11%	60.24%	53.08%	40.83%
存货	77.42	136.42	205.33	288.25	营业利润增长率	-44.89%	179.65%	60.70%	41.95%
其他流动资产	30.29	0.50	0.77	1.08	净利润增长率	-53.46%	279.89%	55.93%	39.05%
长期股权投资	99.80	99.80	99.80	99.80	EBITDA 增长率	-28.54%	100.16%	48.41%	36.26%
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	267.26	252.61	238.64	223.37	毛利率	45.45%	40.89%	42.32%	42.62%
无形资产和开发支出	136.50	128.80	121.10	113.40	三费率	16.07%	19.70%	19.89%	19.98%
其他非流动资产	8.71	6.30	3.89	1.48	净利率	8.61%	20.41%	20.79%	20.53%
<b>资产总计</b>	<b>891.73</b>	<b>1021.31</b>	<b>1270.43</b>	<b>1589.31</b>	ROE	4.85%	15.68%	20.15%	22.59%
短期借款	49.55	0.00	0.00	0.00	ROA	3.52%	11.67%	14.63%	16.26%
应付和预收款项	71.51	124.62	188.89	262.59	ROIC	5.91%	19.62%	26.42%	30.41%
长期借款	76.09	75.59	75.09	74.59	EBITDA/销售收入	20.67%	25.82%	25.03%	24.22%
其他负债	47.33	60.94	84.14	108.43	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>244.48</b>	<b>261.15</b>	<b>348.13</b>	<b>445.61</b>	总资产周转率	0.42	0.61	0.78	0.88
股本	70.00	70.00	70.00	70.00	固定资产周转率	1.48	2.31	3.74	5.59
资本公积	351.41	351.41	351.41	351.41	应收账款周转率	2.67	2.96	2.93	2.83
留存收益	196.14	308.39	469.78	689.99	存货周转率	2.80	3.16	2.98	2.90
归属母公司股东权益	617.54	729.79	891.18	1111.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.63%	—	—	—
少数股东权益	29.70	30.37	31.12	32.30	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>647.24</b>	<b>760.16</b>	<b>922.30</b>	<b>1143.70</b>	资产负债率	27.42%	25.57%	27.40%	28.04%
负债和股东权益合计	891.73	1021.31	1270.43	1589.31	带息债务/总负债	51.39%	28.95%	21.57%	16.74%
					流动比率	2.45	3.13	3.14	3.26
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	速动比率	1.95	2.33	2.34	2.44
EBITDA	75.32	150.76	223.75	304.87	股利支付率	0.00%	5.29%	12.81%	14.39%
PE	79.12	20.93	13.40	9.64	<b>每股指标</b>				
PB	4.02	3.40	2.78	2.23	每股收益	0.45	1.69	2.64	3.67
PS	6.80	4.25	2.77	1.97	每股净资产	8.82	10.43	12.73	15.88
EV/EBITDA	33.21	16.01	10.52	7.39	每股经营现金	1.13	1.40	1.28	2.06
股息率	0.00%	0.25%	0.96%	1.49%	每股股利	0.00	0.09	0.34	0.53

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。

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

公司评级 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

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

行业评级 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	cyrf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@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	cyyyf@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

广深	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
	郑龑	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
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文峰	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