

国产替代加速，中高端产品实现突破

投资要点

- **事件：**公司发布2023年半年度报告，2023年H1实现营收9.9亿元，同比下降21.7%；归母净利润0.9亿元，同比下降13.5%。其中，Q2单季度实现营收4.9亿元，同比下降27.4%，环比下降3.5%；归母净利润0.4亿元，同比下降6.3%，环比下降36.2%。
- **短期业绩承压，不改长期向好趋势。**从收入端来看，2023年H1实现营收9.9亿元，同比下降21.7%；从利润端来看，报告期公司实现归属于上市公司股东的净利润0.9亿元，较上年同期减少13.5%。公司短期业绩承压主要系市场需求下降，客户订单减少。分业务来看，交换机业务仍是主要收入来源，实现收入8.1亿元，同比下降29.8%，占营收比81.4%；毛利率为15.4%，同比下降0.1pp；路由器及无线产品毛利率为23.9%，同比上升2.5pp；通信组件类产品及其他毛利率达34.88%，同比上升15.6pp。
- **费用管控能力良好，研发投入持续增长。**从费用端来看，2023H1销售费用率为1.1%，同比上升0.1pp，主要系销售规模扩大，销售成本增加；管理费用率为2%，同比上升0.1pp，财务费用率为-0.5%。同时，公司紧跟网络通信设备行业的技术发展趋势，不断提升自主研发和设计能力，能够自主完成产品的结构设计和硬件设计，并具备系统软件、驱动程序及应用程序的开发能力。2023年上半年研发费用为4868万元，研发费用率达4.9%，同比上升0.9pp。
- **中高端交换机有望突破，募投项目稳步推进。**今年以来AIGC不断催化，算力需求暴增，数据流量持续增长带动网络设备市场发展。叠加网络设备行业4-5年进行一轮升级迭代，预计23/24年迎来新周期元年。截止2023H1，新华三是公司第一大客户，营收占比约为58.1%。公司积极拓展数通市场，目前已经实现100G/400G中高端交换机的量产交付。海宁中高端交换机募投项目进展顺利，预计25年Q1达到预定可使用状态，产能充足，下游客户份额仍存在较大提升空间。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为2.95元、4.26元、5.83元，分别对应25、17、13倍PE，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**下游客户需求波动、市场竞争加剧、募投项目进展不及预期、上游原材料价格上涨等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2352.26	2774.62	3728.22	4732.34
增长率	6.54%	17.96%	34.37%	26.93%
归属母公司净利润（百万元）	195.34	204.24	295.33	404.34
增长率	15.68%	4.56%	44.60%	36.91%
每股收益EPS（元）	2.82	2.95	4.26	5.83
净资产收益率ROE	12.37%	11.38%	14.13%	16.21%
PE	26	25	17	13
PB	3.22	2.83	2.43	2.04

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：叶泽佑
执业证号：S1250522090003
电话：13524424436
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)	0.69
流通A股(亿股)	0.22
52周内股价区间(元)	66.31-137.18
总市值(亿元)	53.18
总资产(亿元)	24.03
每股净资产(元)	23.32

相关研究

目 录

1 二十余载峥嵘岁月，菲菱科思谱写发展新篇章.....	1
2 财务分析	4
3 盈利预测与估值.....	6
3.1 盈利预测.....	6
3.2 相对估值.....	7
4 风险提示	7

图 目 录

图 1：菲菱科思历史沿革.....	1
图 2：公司股权结构及子公司.....	2
图 3：业务结构清晰.....	2
图 4：2023 H1 营收同比下降.....	5
图 5：2023H1 公司归母净利润短期承压.....	5
图 6：交换机业务仍是主要收入来源.....	5
图 7：公司毛利率稳步提升.....	5
图 8：公司费用管控能力良好.....	6
图 9：研发投入持续平稳上升.....	6

表 目 录

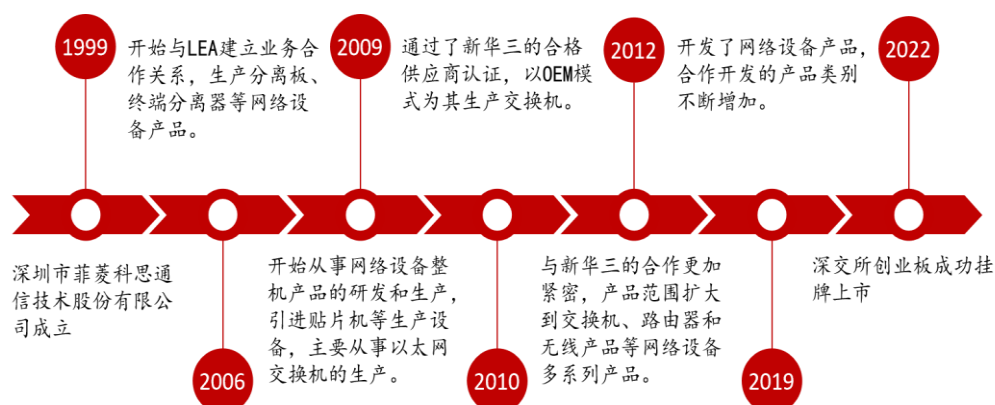
表 1：公司主要产品.....	2
表 2：公司管理层成员情况.....	4
表 3：分业务收入及毛利率.....	6
表 4：可比公司估值.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

1 二十余载峥嵘岁月，菲菱科思谱写发展新篇章

深圳市菲菱科思通信技术股份有限公司于 1999 年 04 月 16 日在深圳市市场监督管理局宝安局登记成立，于 2022 年 5 月 26 日在深交所创业板成功挂牌上市。公司的主营业务为网络设备的研发、生产和销售，以 ODM/OEM 模式与网络设备品牌商进行合作，为其提供交换机、路由器及无线产品、通信设备组件等产品的研发和制造服务。公司的主要产品为交换机、路由器及无线产品、通讯组件类产品及其他。

聚焦建立合作关系，推动公司纵深发展。公司创立初期主要为华为生产保安单元、配线等通信设备组件产品。2006 年，菲菱科思开始与 LEA 建立业务合作关系，生产分离板、终端分离器等网络设备产品。2009 年，菲菱科思开始从事网络设备整机产品的研发和生产，引进贴片机等生产设备，主要从事以太网交换机的生产。2010 年，公司通过了新华三的合格供应商认证，以 OEM 模式为其生产交换机，2011 年即实现大批量生产。至此，公司与新华三建立起了稳定的业务合作关系，业务规模和产品领域不断扩大。2012 年起，菲菱科思与新华三的合作更加紧密，产品范围扩大到交换机、路由器和无线产品等网络设备多系列产品。随着公司菲菱科思与新客户合作的深入，公司于 2019 年起开发了网络设备产品并于 2020 年开始批量供货，合作开发的产品类别不断增加。

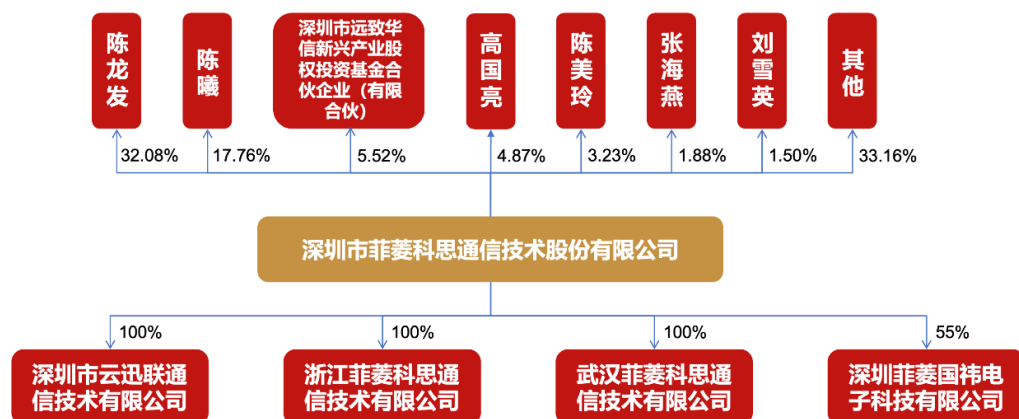
图 1：菲菱科思历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司控股股东性质为自然人控股，陈龙发为公司控股股东及实际控制人。持股 5% 以上的股东有：陈龙发、陈曦和深圳市远致瑞信股权投资管理有限公司，持股比例分别为：32.08%、17.76%、5.52%。2022 年 7 月 25 日，公司收购了武汉知远科技有限公司，本次收购完成后，公司持有武汉知远科技 100% 的股权，武汉知远科技成为公司的全资子公司。2022 年 9 月，根据武汉知远科技股东会决议，决定变更该公司名称为“武汉菲菱科思通信技术有限公司”。本次收购进一步增强公司的核心竞争力与服务客户的技术支持能力，从而实现互利共赢，符合公司和全体股东利益。公司共有三家聚焦于通信设备制造及通信技术开发的全资子公司，分别为：深圳市云迅联通信技术有限公司、浙江菲菱科思通信技术有限公司、武汉菲菱科思通信技术有限公司。

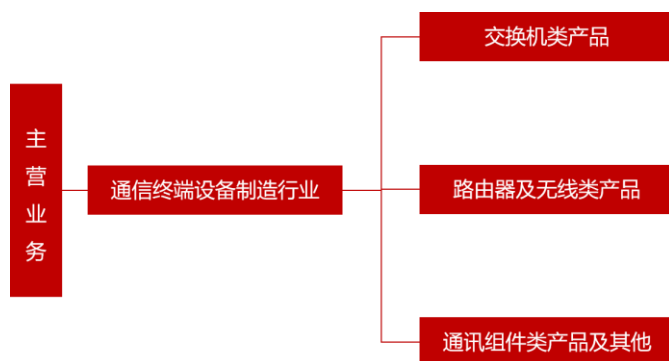
图 2：公司股权结构及子公司



数据来源：wind，西南证券整理

菲菱科思紧跟网络通信设备行业的技术发展趋势，不断提升自主研发和设计能力。公司的主营业务为网络设备的研发、生产和销售，以 ODM/OEM 模式与网络设备品牌商进行合作，为其提供交换机、路由器及无线产品、通信设备组件等产品的研发和制造服务。公司产品定位于企业级网络设备市场，兼顾消费级市场，广泛应用于运营商、政府、金融、教育、能源、电力、交通、中小企业、医院等以及个人消费市场等诸多领域。公司的主要产品有：交换机产品、路由器及无线产品和通信设备组件，其中，交换机类产品占公司营业收入的比重最大。

图 3：业务结构清晰



数据来源：wind，西南证券整理

表 1：公司主要产品

通信终端设备制造行业				
产品系列	主要产品	产品展示	主要应用领域	产品功能及特点
交换机类产品	无管理交换机		楼道布线/酒店/网吧等小型局域网组建	即插即用，无需用户配置； 一键聚合，一键 VLAN
	二层管理交换机		企业/医院/酒店等局域网组建	Websmart 交换机，相比无管理机型增加了一些通过 web 管理的简单功能：VLAN、QOS、聚合等；支持 STP/RSTP/MSTP、IGMPSnooping、VLANMapping、QinQ 等功能，以及支持 WEB、

通信终端设备制造业				
产品系列	主要产品	产品展示	主要应用领域	产品功能及特点
				CLI、SNMP 等多种管理方式
	三层管理交换机		企业网/园区网等大型局域网组建	支持静态路由、RIP、OSPF、BGP 等三层网络协议，可满足组网配置需求较多的用户需求
	PoE 交换机		安防监控/AP 集中布线	网口支持 IEEE802.3af/at 标准 PoE 供电，每端口最大输出功率 30W； 可以给连接的 IPCamera、无线 AP、IPPhone 等设备进行供电，简化了工程安装
	数据中心交换机		主要应用在城市区域级别、工业园区级别数据中心	采用 CLOS 架构，实现交换网板与管理板的物理分离式，提高设备的可靠性； 支持 40G/100G 以太网标准，满足数据中心及园区网的应用需求； 支持 IPv6、全速速 MPLSVPN 等业务
	工业交换机		主要应用在能源、电力、交通、冶金、石油天然气、煤炭、工控等领域及工业互联网	采用工业宽温设计和三级电磁兼容设计，产品进行“三防处理”（防霉菌、防潮湿、防盐雾），具有高可靠性和安全性； 采用冗余交直流电源输入，具备可恢复性； 适应各种恶劣环境和特殊的使用场景，适应各种不同工业控制系统的功能和性能需求
路由器及无线产品	企业级路由器		中小企业	企业网关出口，连接互联网； 提供防火墙、QOS、应用控制等功能
	无线路由器		家庭和 SOHO 环境网络	SOHO 或家庭宽带接入； 支持无线 WIFI 接入； 支持路由功能
	无线 AP		企业/酒店/网吧/商超等场合	无线 WIFI 多用户接入，支持 11n、11ac 等标准； 支持多种认证方式：WEB、Portal、短信、微信等
	AC 控制器		企业/医院/酒店/商超等场合	无线瘦 AP 网络，设备的集中控制和管理； 统一认证，集中转发； 支持无线漫游、负载均衡等功能，提高用户体验
	硬件防火墙		企业/医院/酒店/商超等场合	应用控制； 上网行为管理
通信设备组件产品	保安单元		运营商窄带接入防护	用于总配线架（MDF）保安接线排上，防止对人体和设备产生过压、过流伤害
	PoE 注入器		无线 AP 等设备供电	用于替代本地电源，多端口 PoE 供电交换机和多端口供电配线板的选项，增加无线局域网接入点部署的灵活性

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

管理层深耕于网络设备领域，助力推动企业创新发展。目前，菲菱科思已形成了一支高素质的专业技术人才队伍。截至 2021 年 3 月，菲菱科思共有员工 1300 余人，其中技术人员 296 人，占公司员工总数的比例为 22.53%，该比例高于行业平均标准，成功构筑起人才壁垒。高管层中：公司控股股东及实际控制人陈龙发同时担任董事长和总经理，万圣、王乾担任副总经理，李玉同时担任副总经理、董事会秘书和董事，闫凤露任财务总监。

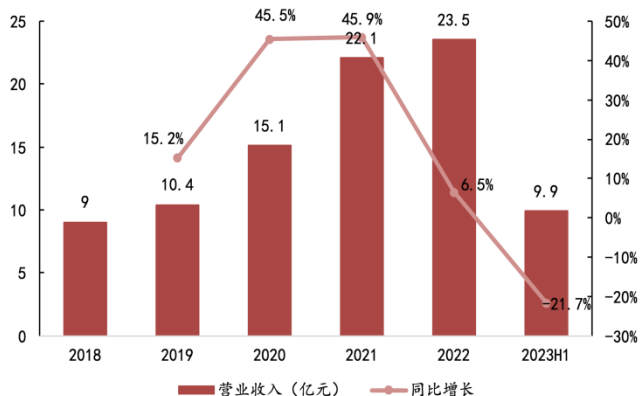
表 2：公司管理层成员情况

姓名	职位	主要经历
陈龙发	董事长，总经理	毕业于合肥工业大学无线电技术专业，大学本科学历。2000 年 7 月至 2016 年 2 月，任深圳市菲菱科思通信技术有限公司董事长及总经理；2016 年 3 月至今，任菲菱科思董事长、总经理；2015 年 7 月至今，兼任云迅联执行董事、总经理；2020 年 11 月至今，兼任浙江菲菱科思通信技术有限公司执行董事、总经理；2023 年 3 月至今，兼任深圳菲菱国祯电子科技有限公司执行董事。
庞业军	副总经理	毕业于东北财经大学工商管理专业，大学本科学历。2001 年 8 月至 2016 年 2 月历任菲菱科思有限品质经理助理、品质经理、宽带事业副总监、开发项目管理副总监、副总经理，2016 年 3 月至今任菲菱科思副总经理。
李玉	副总经理，董事会秘书，董事	毕业于华中科技大学，法学硕士。2012 年 3 月至 2014 年 2 月任深圳市长盈精密技术股份有限公司证券法务部董事会秘书助理，2014 年 2 月至 2017 年 3 月历任深圳和而泰智能控制股份有限公司董事会秘书助理、证券事务代表以及公司治理与法务部经理，2017 年 3 月至今任菲菱科思副总经理、董事会秘书，2020 年 9 月至今任菲菱科思董事。
王乾	副总经理	湖南工商大学市场营销专业，大学本科毕业，2001 年 1 月至 2016 年 2 月历任菲菱科思有限车间主管、仓库主管、采购主管、采购经理、商务总监，2016 年 3 月至今历任菲菱科思商务总监、副总经理。
万圣	副总经理	毕业于中南民族大学，工学学士。2009 年 3 月至 2009 年 10 月任昊阳天宇科技（深圳）有限公司电子工程师，2009 年 11 月至 2016 年 2 月历任菲菱科思有限研发工程师、研发经理、研发总监，2016 年 3 月至今历任菲菱科思研发总监、副总经理。
闫凤露	财务总监	毕业于中南财经政法大学会计学专业，大学本科学历，中国注册会计师，高级会计师。2010 年 10 月至 2011 年 12 月任深圳市龙泽宏天会计事务所项目经理，2011 年 12 月至 2017 年 2 月任深圳安培龙科技股份有限公司财务总监。2017 年 3 月至今任菲菱科思财务总监。

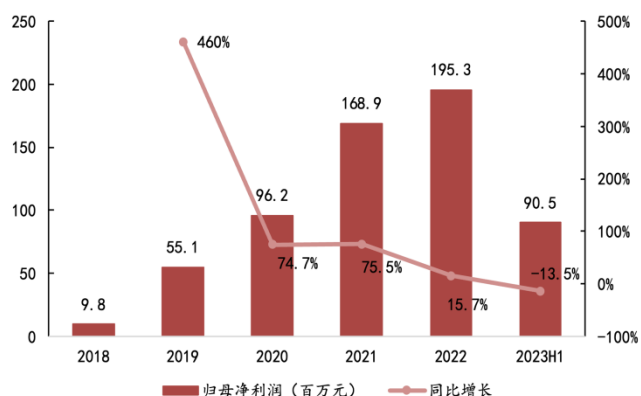
数据来源：公司年报，西南证券整理

2 财务分析

2023 年上半年，营业收入同比下降，净利润增长短期承压。2018 年营业收入为 9 亿元，2018-2022 年间的复合增长率达 25.7%。2022 年，公司营业收入达 23.5 亿元，同比增长 6.5%，归母净利润达 2 亿元，同比增长 15.7%，实现了公司营业收入和净利润的双增长。但公司产量同比减少 36.39%，销量同比减少 32.93%。主要原因在于公司产品结构性变化，公司低售价的无线消费类产品产量、销量减少，而高售价的中高端交换机产品产量、销量提高。2023 年上半年，公司实现营业收入为 9.9 亿元，较去年同期下降 21.7%，归属于上市公司股东的利润为 9051.8 万元，同比下降 13.5%。主要系市场需求下降，客户订单减少所致。

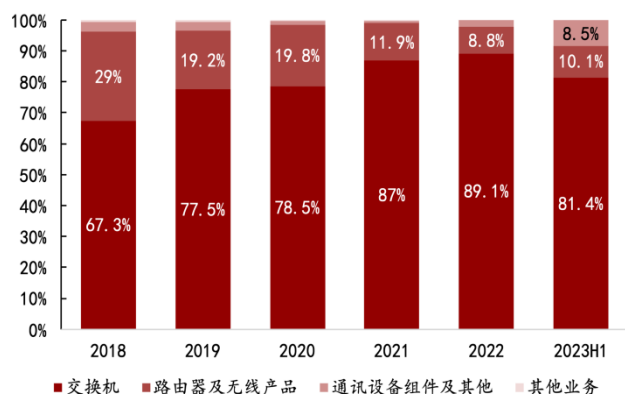
图 4：2023 H1 营收同比下降


数据来源：公司公告，西南证券整理

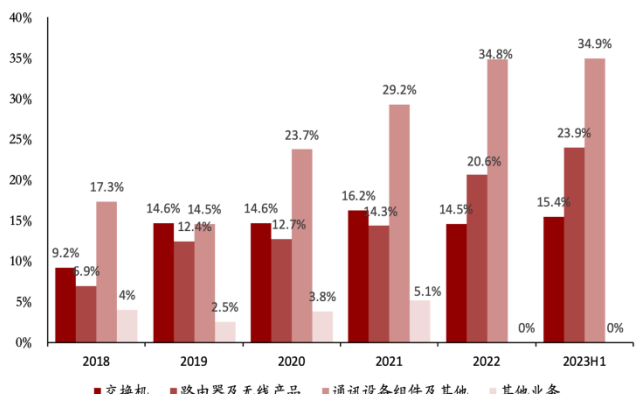
图 5：2023H1 公司归母净利润短期承压


数据来源：公司公告，西南证券整理

交换机业务仍是主要收入来源，公司毛利率稳步提升。2018 年，交换机占公司总营收份额为 67.3%。2022 年，交换机占比已达 89.1%。2023 上半年，通信组件及其他业务份额达 8.5%，增幅巨大。2023H1 公司毛利率达 17.9%。2023 年上半年，交换机类产品毛利率为 15.4%，同比下降 0.1pp；路由器及无线产品毛利率为 23.9%，同比上升 2.5pp；通信组件类产品及其他毛利率达 34.88%，同比上升 15.6pp。

图 6：交换机业务仍是主要收入来源


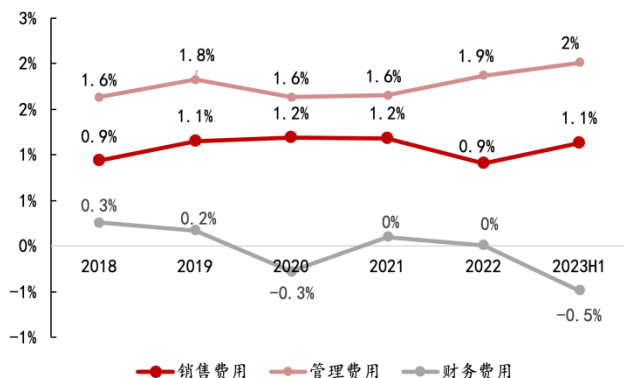
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司毛利率稳步提升


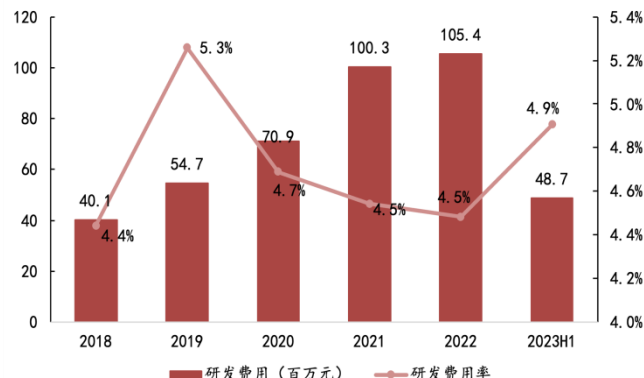
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司费用管控能力良好，费用率常年维持平稳。2022 年销售费用为 2128.7 万元，同比增加 15.9%，销售费用率为 0.9%，主要因为销售规模扩大，销售成本增加；同年，管理费用为 4390.3 万元，同比上升 20.7%，管理费用率为 1.9%，原因在于公司管理人员工资增加；2022 年，财务费用为 16.7 万元，同比下降 92.2%，主要系报告期融资租赁利息支出减少及汇率变动所致。2023H1，销售费用因销售规模扩大而同比增加 11.1%；管理费用同比下降 17.6%，主要系公司在创业板首次公开发行股票相关费用减少所致；财务费用仍因融资租赁利息支出减少而同比下降 217.6%。

研发投入持续平稳上升。公司紧跟网络通信设备行业的技术发展趋势，不断提升研发和设计能力，自主完成产品的结构设计和硬件设计，并具备系统软件、驱动程序及应用程序的开发能力。2018-2022 年间，公司研发费用持续平稳上升，复合增长率为 27.3%。2022 年研发投入达 1.1 亿元，研发费用率为 4.5%。2023 年 H1 研发费用为 4868 万元，研发费用率达 4.9%。

图 8：公司费用管控能力良好


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：研发投入持续平稳上升


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到数字经济政策不断推进，叠加 AIGC 带来的通信行业景气度上行，数通市场需求旺盛，同时，公司募投项目稳步推进，中高端交换机占比提升，预计 23-25 年销量增速为 10%/24%/14%，价格增速为 5%/5%/5%，毛利率稳定在 14.5%；

假设 2：22 年由于下游需求放缓，路由器及无线产品需求承压，目前，公司在手订单饱满，未来随着新产线产能释放，预计路由器及无线产品 23-25 年销量增速为 5%/5%/5%，价格趋于稳定；毛利率保持在 20.5%。

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 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
交换机	收入	2096.00	2410.40	3133.52	3760.22
	增速	9.1%	15.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
路由器及无线产品	收入	207.50	217.88	228.77	240.21
	增速	-21.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%
通讯设备组件及其他	收入	48.80	146.40	366.00	732.00
	增速	164.0%	200.0%	150.0%	100.0%
	毛利率	34.8%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	收入	2352.3	2774.7	3728.3	4732.4
	增速	6.5%	18.0%	34.4%	26.9%
	毛利率	15.5%	16.1%	16.9%	18.0%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

我们选取行业中的三家主流公司。22 年可比公司平均 PE 为 29.6 倍，23 年为 24.6 倍。AIGC 催化叠加高端产品占比提升，公司经营持续向好，预计未来三年营收复合增速为 26.24%，归母净利润复合增速为 27.48%。首次覆盖给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
000938.SZ	紫光股份	24.42	0.75	0.94	1.15	1.39	25.86	25.99	21.22	17.6
301165.SZ	锐捷网络	41.34	0.97	1.34	1.79	2.2	35.24	30.88	23.15	18.8
603118.SH	共进股份	10.4	0.29	0.62	0.79	0.95	27.74	16.78	13.14	10.93
平均值							29.61	24.55	19.17	15.78

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

下游客户需求波动、市场竞争加剧、募投项目进展不及预期、下游原材料价格上涨等风险。

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	2352.26	2774.62	3728.22	4732.34	净利润	195.34	204.24	295.33	404.34
营业成本	1988.28	2329.22	3098.87	3881.68	折旧与摊销	24.37	19.04	19.04	19.04
营业税金及附加	7.28	7.77	10.44	13.25	财务费用	0.17	5.55	7.36	9.36
销售费用	21.29	25.11	33.74	42.83	资产减值损失	-2.02	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	489.44	183.13	253.52	340.73	经营营运资本变动	63.90	170.96	-57.25	-56.52
财务费用	0.17	5.55	7.36	9.36	其他	-34.47	9.94	9.68	10.16
资产减值损失	-2.02	-2.00	-2.00	-2.00	经营活动现金流净额	247.29	407.73	272.16	384.38
投资收益	3.17	0.00	0.00	0.00	资本支出	-44.84	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-38.12	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-82.96	-40.00	-40.00	-40.00
营业利润	216.04	225.85	326.29	446.49	短期借款	-49.50	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.65	-0.65	-0.65	-0.65	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	215.39	225.20	325.64	445.84	股权融资	881.39	0.00	0.00	0.00
所得税	20.05	20.96	30.31	41.50	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	195.34	204.24	295.33	404.34	其他	-16.30	13.37	16.96	14.96
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	815.58	13.37	16.96	14.96
归属母公司股东净利润	195.34	204.24	295.33	404.34	现金流量净额	979.90	381.10	249.12	359.34
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	1220.85	1601.95	1851.07	2210.41	成长能力				
应收和预付款项	251.68	368.00	492.04	605.31	销售收入增长率	6.54%	17.96%	34.37%	26.93%
存货	594.14	699.12	931.20	1166.40	营业利润增长率	18.33%	4.54%	44.47%	36.84%
其他流动资产	11.34	12.83	16.20	19.75	净利润增长率	15.68%	4.56%	44.60%	36.91%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	20.37%	4.10%	40.83%	34.65%
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	200.12	222.44	244.76	267.07	毛利率	15.47%	16.05%	16.88%	17.98%
无形资产和开发支出	5.09	4.56	4.04	3.51	三费率	2.78%	7.70%	7.90%	8.30%
其他非流动资产	103.31	102.48	101.64	100.81	净利率	8.30%	7.36%	7.92%	8.54%
资产总计	2386.52	3011.38	3640.95	4373.26	ROE	12.37%	11.38%	14.13%	16.21%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.19%	6.78%	8.11%	9.25%
应付和预收款项	559.32	940.26	1202.61	1457.88	ROIC	35.39%	45.93%	66.00%	68.58%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.23%	9.03%	9.46%	10.04%
其他负债	247.97	275.65	347.54	420.24	营运能力				
负债合计	807.29	1215.91	1550.15	1878.12	总资产周转率	1.16	1.03	1.12	1.18
股本	53.34	69.34	69.34	69.34	固定资产周转率	13.00	14.51	21.48	30.35
资本公积	925.91	909.91	909.91	909.91	应收账款周转率	6.96	8.77	8.38	8.36
留存收益	599.98	804.22	1099.55	1503.89	存货周转率	2.86	3.58	3.79	3.69
归属母公司股东权益	1579.23	1795.47	2090.80	2495.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.04%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1579.23	1795.47	2090.80	2495.14	资产负债率	33.83%	40.38%	42.58%	42.95%
负债和股东权益合计	2386.52	3011.38	3640.95	4373.26	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.91	2.44	2.34	2.34
					速动比率	2.08	1.81	1.68	1.66
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	240.58	250.44	352.69	474.89	每股收益	2.82	2.95	4.26	5.83
PE	26.05	24.92	17.23	12.59	每股净资产	22.77	25.89	30.15	35.98
PB	3.22	2.83	2.43	2.04	每股经营现金	3.57	5.88	3.92	5.54
PS	2.16	1.83	1.36	1.08	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	10.92	13.59	8.94	5.88					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@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	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@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
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	xyx@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	cyyf@swsc.com.cn