



精细氧化铝粉体隐形冠军，产能释放+创新产品助推业绩高增

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 下游需求筑底回升，拉动公司业绩增长。GFK数据显示，消费电子消费市场于2023年Q2销售额增长率由负转正并达到6%；WSTS数据显示，全球半导体市场销售额增幅由负转正后实现连续3个月的正增长，下游需求修复有助于拉动公司业绩增长；2) 5N高纯氧化铝技术突破，开拓新增量空间。公司高纯氧化铝产品中试样品质对标进口产品并已得到下游客户认证，预期为公司开拓新的增长空间；3) 2024年进入产能释放周期，产品布局优化提高盈利能力。公司3条在建产线预期于2024年中期释放新产能，并扩张了高毛利的球形氧化铝与勃姆石产能，进一步提升公司盈利能力。
- 下游需求筑底回升，拉动公司业绩增长。** IDC数据显示，23Q3下游智能显示产品出货量回暖，同比跌幅缩小且环比上升；GFK数据显示，消费电子行业已于23Q2出现拐点，销售额增长率由负转正并达6%；WSTS数据显示，半导体市场整体修复，于2023年9月同比变动由负转正，并在9-11月实现连续3个月的正增长，2023年同比增长率达7.6%，将进一步带动公司相关产品需求。
- 5N高纯氧化铝技术突破，开拓新增量空间。** 2022年公司共完成5个创新产品的研发，其中1项已完成小样试制。高纯氧化铝(纯度达4N与5N)的中试样可对标进口产品参数，已得到下游客户认证，该产品应用空间广阔，且已建有1条待完善生产线，后续将视需求进行新产线建设，为公司打开新的业绩增长空间。
- 2024年进入产能释放周期，产品布局优化提高盈利能力。** 公司将在2024年中期释放的年产能包括5万吨电子陶瓷粉体材料、5000吨球形氧化铝与5000吨勃姆石。目前球形氧化铝的进口产品价格高昂，国产替代有助于提升公司现有盈利能力，推动产品布局优化。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司2023-2025年归母净利润分别为12.2/46.0/74.8百万元，CAGR为28.1%，对应PE为84/22/14倍。考虑到下游需求筑底回升，公司于2024年进入产能释放周期，5N高纯氧化铝技术突破，公司业绩有望进入快速增长阶段。鉴于2024年可比公司平均估值为32倍，考虑到不同市场间的流动性差异，我们给予公司2024年30倍PE，对应目标价为12.90元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 主要客户收入占比较高的风险、应用领域拓展不达预期的风险、原材料价格波动的风险、存货跌价的风险、募集资金投资项目效益不达预期风险。

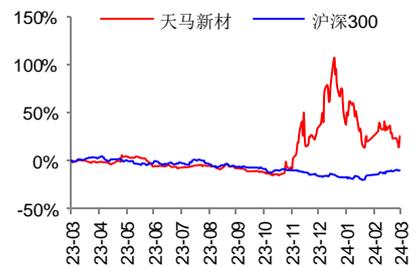
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	185.93	188.80	281.97	402.92
增长率	-10.57%	1.54%	49.35%	42.90%
归属母公司净利润(百万元)	35.64	12.24	45.97	74.81
增长率	-34.31%	-65.65%	275.54%	62.74%
每股收益EPS(元)	0.34	0.12	0.43	0.70
净资产收益率ROE	8.15%	2.66%	9.08%	12.87%
PE	29	84	22	14
PB	2.36	2.24	2.03	1.77

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(万股)	10612.80
流通A股(万股)	3207.11
总市值(亿元)	10.31
总资产(亿元)	5.10
每股净资产(元)	4.21

相关研究

目 录

1 精细氧化铝粉体行业领军者，业绩修复通道开启	1
1.1 专注高性能精细氧化铝粉细分赛道，产品应用于 5G 通信、消费电子、半导体及新能源领域.....	1
1.2 股权结构稳定，董事长为公司研发核心技术人员.....	3
1.3 下游需求回暖，高附加值产能释放有望修复利润.....	3
2 半导体与消费电子筑底回暖，国产替代方兴未艾	6
2.1 下游领域覆盖面广，政策支持助力行业快速发展.....	6
2.2 消费电子、半导体迎周期拐点，终端产品销售企稳修复.....	7
2.3 国产化进程深化发展，国内企业细分领域优势突出.....	9
3 下游需求整体复苏，产能释放助力产品结构升级	11
3.1 消费电子复苏带动需求回升，下游客户扩产开拓电子玻璃增长空间.....	11
3.2 专注高性能产品研发，5N 高纯氧化铝获突破.....	12
3.3 产能释放助推业绩增长，推动产品结构优化.....	13
4 盈利预测与估值	14
4.1 盈利预测.....	14
4.2 相对估值.....	15
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 14 日)	3
图 3: 营业总收入及增速	4
图 4: 扣非后归母净利润及增速	4
图 5: 公司主营业务收入按产品分类情况	4
图 6: 公司各产品毛利率情况	4
图 7: 公司主营业务收入按地区拆分情况	5
图 8: 公司主营业务收入按销售模式拆分情况	5
图 9: 公司毛利率及净利率情况	5
图 10: 公司期间费用率情况	5
图 11: 电子陶瓷粉体产业链	6
图 12: 电子玻璃产业链	6
图 13: 中国平板出货量 (百万部)	7
图 14: 中国智能手机出货量 (百万部)	7
图 15: 中国科技消费电子市场分产品零售同比增长率	8
图 16: 全球半导体市场销售额	8
图 17: 各机构对全球半导体市场增长预测	8
图 18: 中国半导体市场销售额	9
图 19: 中国精细氧化铝发展进程	9
图 20: 彩虹股份 2022-2023 年各季度营业收入	12
图 21: 彩虹股份 2022-2023 年各季度扣非后归母净利润	12
图 22: 公司研发投入情况	12
图 23: 公司专利情况	12
图 24: 公司各产线产能	13
图 25: 公司各产线产能利用率	13

表 目 录

表 1: 公司主要产品类型	2
表 2: 非金属材料行业相关政策	6
表 3: 部分主要可比公司	10
表 4: 公司电子玻璃前三大客户情况	11
表 5: 公司 2022 年研发项目情况	13
表 6: 公司在建项目情况	13
附表: 财务预测与估值	17

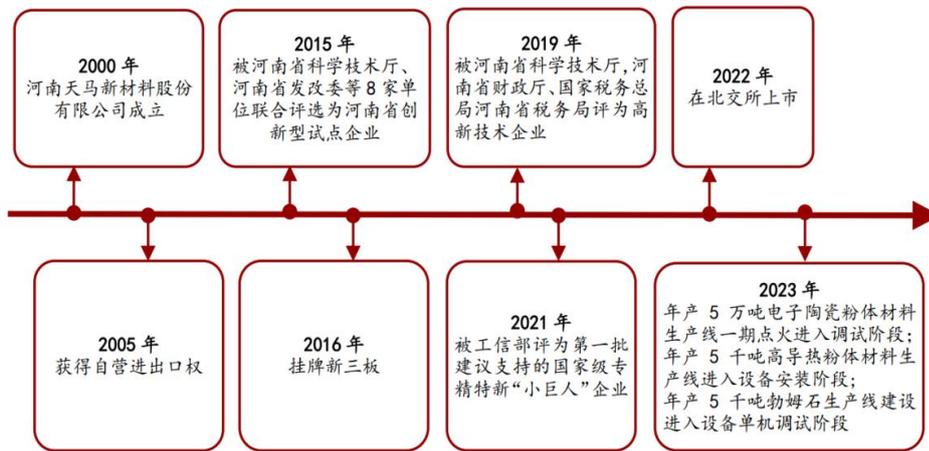
1 精细氧化铝粉体行业领军者，业绩修复通道开启

深耕精细氧化铝粉体行业二十载，与下游龙头企业合作紧密。公司成立于2000年9月，专注于精细氧化铝粉体的自主研发、性能提高和生产工艺优化，主要生产非冶金用的特种氧化铝粉体，其产品广泛应用于陶瓷、耐火、抛光、导热、光伏、液晶玻璃、高压开关、锂电池等领域。公司经过多年的研发和技术创新，已经掌握了一系列的核心技术，与三环股份、彩虹集团等达成稳定合作。截至2023年9月30日，公司已拥有41项专利，其中发明专利4项，实用新型37项，入选工信部与中国工业经济联合会认定的第六批“制造业单项冠军示范企业”、第二批国家局专精特新小巨人企业。

1.1 专注高性能精细氧化铝粉细分赛道，产品应用于5G通信、消费电子、半导体及新能源领域

国家级专精特新“小巨人”企业，技术研发实力强劲。公司自2000年成立之初就专注于精细氧化铝粉体的自主研发、性能提高和生产工艺优化，目前已拥有包括矿化剂选择和配方控制技术、不同粒度的均化技术、粒度分选技术，以及特定行业产品的产业化技术等。公司在2005年，公司获得了自营进出口权。2015年，公司被河南省科学技术厅、河南省发改委等8家单位联合评选为河南省创新型试点企业。2016年，公司在新三板挂牌，完成在资本市场的首次亮相。2019-2021年，公司业绩快速增长，营业收入与归母净利润年复合增长率分别达到36.2%和77.8%，在此期间陆续获评河南省高新技术企业与第一批国家级专精特新小巨人企业。2022年9月27日，公司在北交所上市。2023年，公司的年产5万吨电子陶瓷粉体材料生产线一期进入调试阶段，预计同年年底投入生产，生产规模进一步扩大。

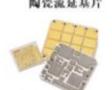
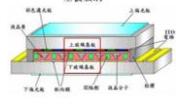
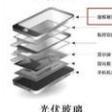
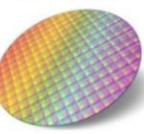
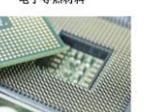
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，公司招股说明书，西南证券整理

精细氧化铝产品类别丰富，下游覆盖5G通信、消费电子、新能源汽车等多个行业。公司主要产品包括电子陶瓷用粉体材料、电子及光伏玻璃用粉体材料，以及高压电器用粉体材料。电子陶瓷用粉体材料主要用于生产各种电子陶瓷芯片基板、电真空管壳、IGBT、HTCC陶瓷、耐磨耐高温瓷件等材料，电子及光伏玻璃用粉体材料主要应用于生产LCD、LED、OLED液晶基板玻璃及盖板玻璃，高压电器用粉体材料广泛用于提升各类高压电器的绝缘性能和安全性。

表 1：公司主要产品类型

品种	技术特点	主要用途	应用示意
电子陶瓷用粉体材料	1、原晶形貌好，晶体粒度分布合理，晶体间结合疏松，可磨性好，成瓷密度高，易烧结，可降低陶瓷制品烧成温度； 2、易粉碎，微粉粒度分布范围窄，具有良好的分散性，成瓷收缩稳定	用于生产各种电子陶瓷基片、电真空管壳、HTCC 陶瓷、耐磨耐高温瓷件等材料，能够广泛应用于流延、干压、等静压、轧膜、热压铸和注浆等成型工艺生产的各种陶瓷制品	  
电子及光伏玻璃用粉体材料	1、产品纯度高、粒度分布合理，反应活性好，可降低玻璃溶解温度； 2、流动性好、易混合，可降低玻璃溶解缺陷并提高稳定性； 3、光电性能好，可提高并稳定玻璃的弹性模量、透光率等指标	生产电子玻璃、光伏玻璃的主要原材料之一，可增强玻璃基板的化学稳定性，降低膨胀系数，使玻璃性能稳定并具有良好的绝缘性	  
高压电器用粉体材料	1、粒度分布合理、比表面积小、填充量高、浇注性能优越； 2、绝缘性能、机电性能、耐高压击穿性好； 3、低电导率控制技术先进	可用于生产高压、特高压电器用绝缘件的专用填料	
锂电池隔膜用粉体材料	1、纯度高、晶体形貌好，粒度分布窄，涂覆后隔膜透气性好，涂覆厚度均匀，膜面光滑，热收缩小，可降低隔膜的堵孔率及隔膜水份； 2、工艺性能稳定，分散性好，满足不同粘合剂的水性浆料体系，浆料稳定性好，稳定提高成膜良品率	用于涂覆在新能源动力电池和消费电子等锂电池隔膜上，有效提升隔膜的热收缩性能，保证电池的安全性	
研磨抛光用粉体材料	1、粒度分布范围窄，研磨效率高，抛光效果好； 2、单晶硅片研磨用板状产品，晶体形貌呈板状、边角形状圆滑，不易产生划痕，硬度高，磨削力强，研磨后材料表面光洁度高	主要作为研磨介质用于生产晶圆研磨抛光材料	
高导热材料用粉体材料	1、形貌为等径球形，比表面积小；堆积密度大； 2、高填充性； 3、高热传导率； 4、低磨损率	应用于导热硅胶填料、导热树脂填料、导热电子封装及 LED 塑料填充材料等行业；有效提高电子产品的绝缘、散热性能，从而提高了电子产品的使用效率和寿命	 

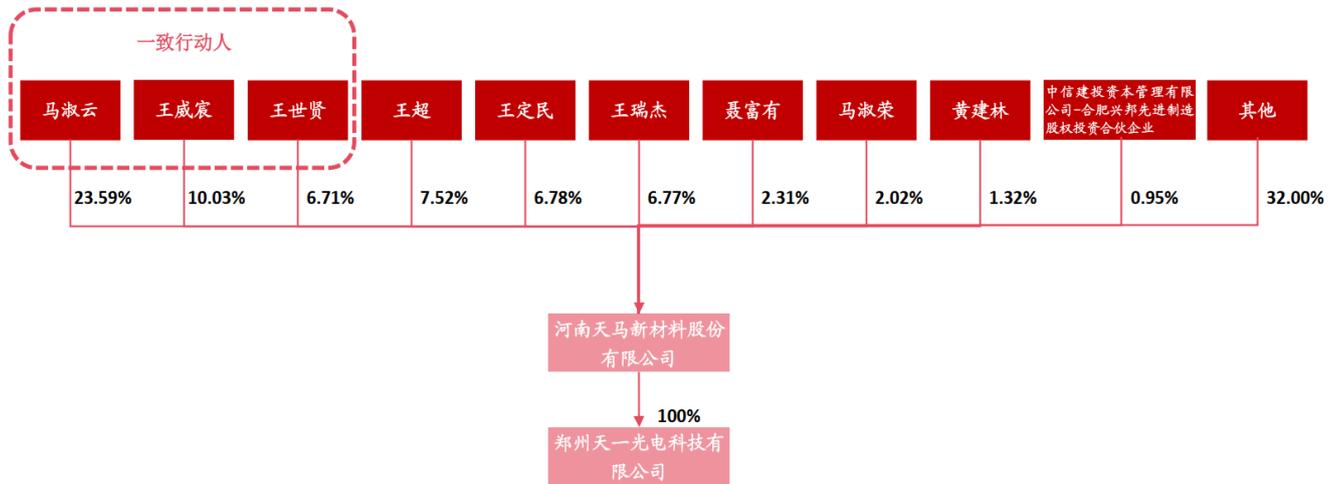
品种	技术特点	主要用途	应用示意
耐火材料用粉体材料	1、产品原晶控制稳定，易粉碎，有较好的填充性能和浇注活性，含水料浆具有良好的触变流动性，干粉易于压制成型，具有较好的烧结活性； 2、可提高浇注料的烧结密度及高温抗折、耐压强度，增强浇注料的耐磨、耐腐蚀、耐冲刷等性能	产品可用于不定型耐火材料、定型耐火材料等，特别是应用在钢包透气砖的精细氧化铝产品，能提高钢包等使用寿命	不定型耐火材料 

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.2 股权结构稳定，董事长为公司研发核心技术人员

董事长深耕精细氧化铝行业二十余年，股权结构稳定。截至 2024 年 3 月 14 日，马淑云女士直接持有公司 23.6% 的股份，王世贤先生直接持有公司 6.7% 的股份，夫妇二人与其子王威宸先生为一致行动人，三人合计控制公司 40.3% 的表决权，为公司实控人。公司坚持以科技研发为导向促进企业发展，注重研发团队的建设，形成了以拥有二十余年精细氧化铝技术研发与生产经营经验的董事长马淑云女士为核心、具备深厚理论基础和丰富实践经验的研发及生产团队，对精细氧化铝理论基础研究、工艺技术和产业化应用形成了独到的理解。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 14 日）

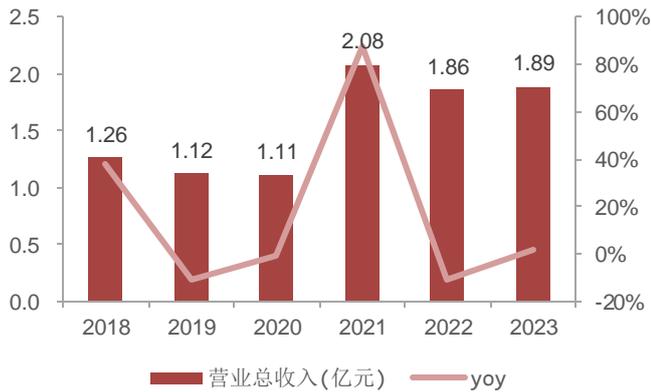


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

1.3 下游需求回暖，高附加值产能释放有望修复利润

下游消费电子与半导体需求回升，收入进入修复通道。1) 营收端，受益于国家经济复苏和产业扩张，2019 年-2021 年公司总营收从 1.1 亿元增至 2.1 亿元，期间 CAGR 达 18.1%。2022 年以来，公司经营受疫情影响，消费电子行业整体需求放缓，当年营收下滑 10.6% 至 1.9 亿元。2023 年上半年，受下游需求影响，收入同比下滑 10.6%，而三季度起下游需求回暖，收入有所改善，前三季度收入同比降幅收窄至 5.9%，并在全年实现收入同比+1.5%。未来随着下游消费电子与半导体需求进一步回升，叠加公司市场扩张的积极效应，公司营收有望持续稳定增长。

2) 从利润端看, 2021 年公司扣非后归母净利润显著上升至 49.3 百万元, 增长率高达 234.4%, 主要是 2020 年受疫情和市场原材料价格上涨影响较大, 基数较低, 2021 年下游行业高速发展, 公司订单量增长较快, 带动利润增长。2022 年, 下游需求放缓, 叠加主要原材料工业氧化铝价格维持高位, 当年扣非净利润下滑至 31.0 百万元。2023 年下滑趋势延续, 当期扣非净利润同比下滑 26.3% 至 22.8 百万元。后续伴随着高附加值产品产能释放, 公司利润有望迎来修复。

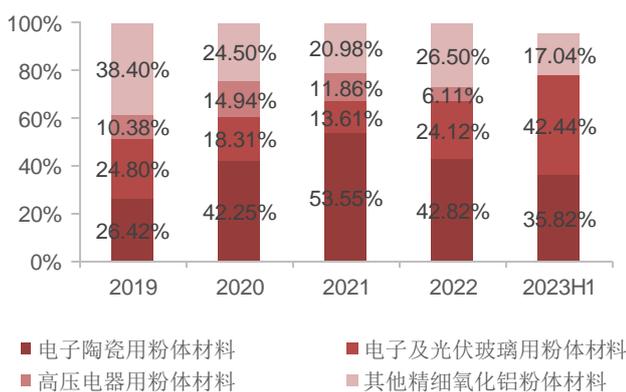
图 3: 营业总收入及增速


数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

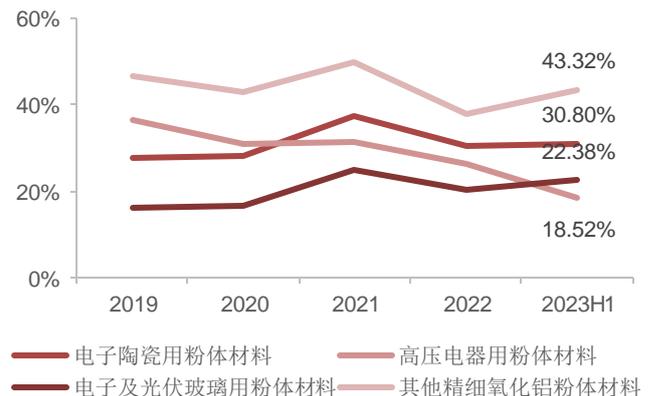
图 4: 扣非后归母净利润及增速


数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

电子陶瓷用粉体材料与电子及光伏玻璃用粉体材料为公司主要产品, 毛利率逐步上升。2023 年 H1, 电子陶瓷用粉体材料为公司贡献 35.8% 的收入, 电子及光伏玻璃用粉体材料收入占总营收的 42.4%, 为公司的核心产品。未来, 公司新开发的球形氧化铝与 5N 高纯氧化铝或将在中高端市场逐步实现进口替代, 成为新的营收增长点。从产品利润率来看, 2019 年-2023 年 H1, 公司多数主营产品毛利率波动上升, 其中电子陶瓷用粉体材料从 27.8% 上升至 30.8%, 电子及光伏玻璃用粉体材料从 16.3% 升至 22.4%。

图 5: 公司主营业务收入按产品分类情况


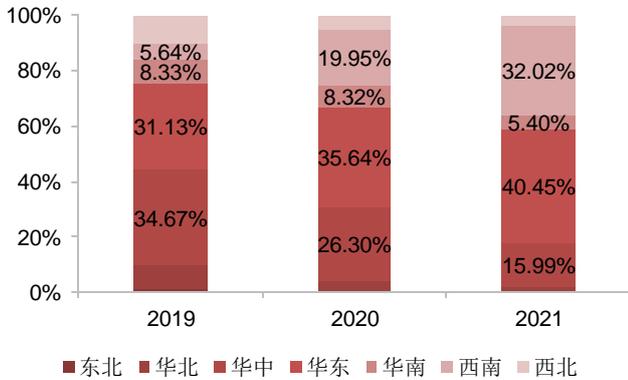
数据来源: iFinD, 公司招股说明书, 西南证券整理

图 6: 公司各产品毛利率情况


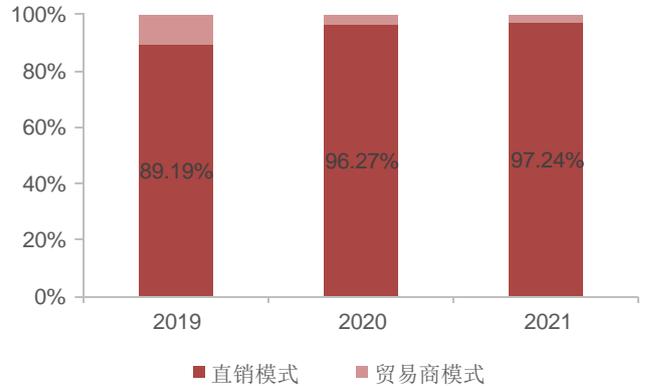
数据来源: iFinD, 公司招股书, 西南证券整理

华东地区为主要销售地区, 以直销模式为主。从销售区域来看, 2019-2021, 华东地区的业务收入逐年上涨, 从 31.1% 上升至 40.5%。主要原因是公司地处河南省, 周边属华东区域的经济较为发达, 对于公司相关的下游产品需求量较为广泛。从销售模式来看, 2019 年贸易商销售模式占比 10.8%, 但伴随 2020-2021 年国内疫情形势逐步严峻, 与中间商的货

物运输难度增大，贸易商模式占公司销售模式的比例逐步下降，从 2019 年的 10.8% 逐步降至 2021 年的 2.8%。

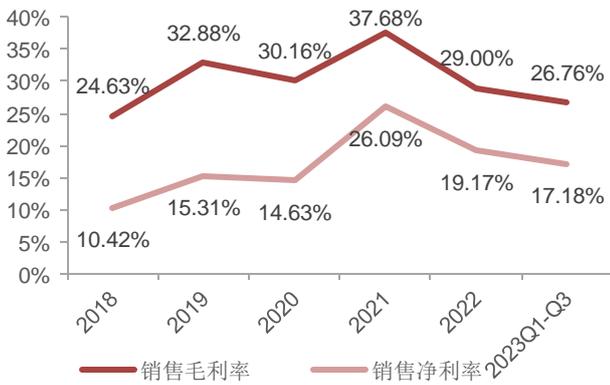
图 7：公司主营业务收入按地区拆分情况


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 8：公司主营业务收入按销售模式拆分情况


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

毛利率短期承压，研发费用稳步上升。2018-2021 年，公司毛利率、净利润波动上升，2020 年毛利率下降的主要原因为原材料价格上涨，毛利率与净利率分别回落至 30.2%/14.6%。2021 年，受高毛利率产品占比提升驱动，毛利率与净利率修复至 37.7%/26.1%。2023 年 Q1-Q3 由于市场开拓，销售毛利率和净利率分别下降至 26.8%/17.2%。从费用端看，公司整体费用率水平波动较大，主要受经济复苏带来的业务招待费用、人员薪酬增加的影响。2021 年-2023 年 Q1-Q3，期间费用率上升至 9.7%；另外，企业为进行新品开发，研发费用从 3.4% 上升至 4.0%。

图 9：公司毛利率及净利率情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 10：公司期间费用率情况

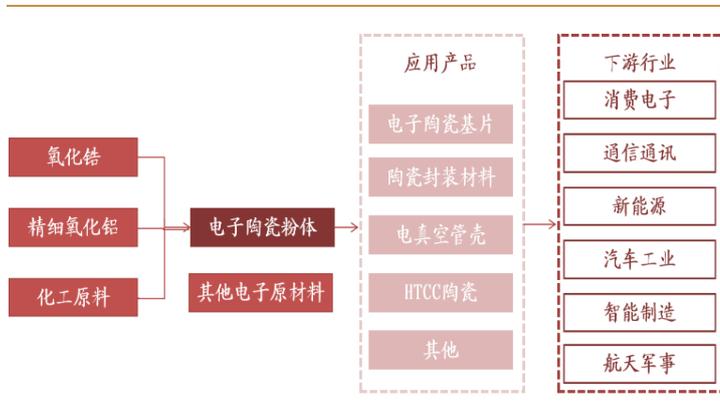

数据来源：iFinD，西南证券整理

2 半导体与消费电子筑底回暖，国产替代方兴未艾

2.1 下游领域覆盖面广，政策支持助力行业快速发展

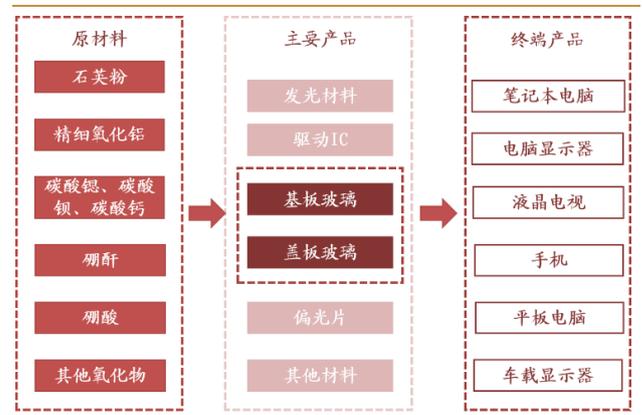
下游领域主要包括消费电子与半导体行业。公司属于精细氧化铝行业，目前销售占比较高的产品为电子陶瓷用粉体材料与电子及光伏玻璃用粉体材料，分别从属于不同的产业链上游。精细氧化铝为大部分电子陶瓷粉体材料的主材，通过与其他粉体材料混合制造为电子陶瓷粉体，其配方具有较高的技术壁垒，其产品广泛应用于消费电子、通信通讯、新能源、汽车工业等行业。电子玻璃产业链中游的主要产品包括基板玻璃与盖板玻璃，其中，电子玻璃用精细氧化铝粉体是生产 LCD 面板和 OLED 刚性面板中基板玻璃和盖板玻璃的关键原材料，下游为智能显示产品生产企业，例如笔记本电脑、电脑显示器、液晶电视、手机、平板电脑、车载显示器等生产企业。

图 11：电子陶瓷粉体产业链



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 12：电子玻璃产业链



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

下游领域多为国家重点发展领域，宏观政策环境良好。国内精细氧化铝行业起步较晚，为进一步推进中高端产品的国产替代，国家制定了多项相关联的产业政策。《产业结构调整指导目录（2023 年本，征求意见稿）》指出应鼓励新型显示等电子化学品及关键原料的开发与生产，有助于推动电子玻璃用精细氧化铝粉体的发展；《质量强国建设纲要》等多项政策均提出应聚焦新材料与其他战略性新兴产业，促进品质升级；《重点新材料首批次应用示范指导目录（2021 年版）》明确指出球形氧化铝粉、高导热氧化铝粉体、高纯氧化铝、氧化铝陶瓷基板作为新材料的重要性。公司立足于新材料领域，下游应用前景广泛，包括集成电路、消费电子、新能源汽车、平板显示、光伏发电等国家重点发展领域，获得国家一系列政策的支持，为公司可持续向好发展创造了良好的宏观政策环境。

表 2：非金属材料行业相关政策

政策及法规	发布部门	发布时间	主要内容
《产业结构调整指导目录（2023 年本，征求意见稿）》	国家发改委	2023 年	鼓励 新型显示 、先进封装材料等电子化学品及关键原料的开发与生产
《质量强国建设纲要》	国务院	2023 年	引导企业加大质量技术创新投入推动新技术、新工艺、 新材料 应用，促进品种开发和品质升级
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和	全国人民代表大会	2021 年	聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、 新材料 、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业，培育

政策及法规	发布部门	发布时间	主要内容
《2035 年远景目标纲要》			壮大产业发展新动能。
《关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见》	工信部、科技部、财政部、商务部、国务院、国资委、中国证监会	2021 年	加大 基础材料 、基础工艺、高端仪器设备、集成电路、网络安全等领域关键核心技术、产品、装备攻关和示范应用；鼓励增强根植性， 引导有意愿的单项冠军企业、领航企业 带动关联产业向中西部和东北地区有序转移
《重点新材料首批次应用示范指导目录（2021 年版）》	工信部	2021 年	“四、先进无机非金属材料”之“（三）先进陶瓷粉体及制品”中包括 球形氧化铝粉、高导热氧化铝粉体、高纯氧化铝、氧化铝陶瓷基板
《国家发展改革委办公厅、工业和信息化部办公厅关于促进氧化铝产业有序发展的通知》	国家发改委、工信部	2018 年	严格落实安全、环保、能耗、质量等要求，规范市场秩序，促进转型升级，实现市场供需动态平衡，满足国内发展需求， 推动氧化铝产业有序健康发展
《新材料产业发展指南的通知》	工信部、发改委、科技部、财政部	2017 年	发展新材料要发展 先进基础材料、关键战略材料和前沿新材料 ，研究 氧化铝、氧化锆、碳化硅、氮化铝、氮化硅 等陶瓷粉末、片材制备方法，提高材料收得率与性能一致性

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.2 消费电子、半导体迎周期拐点，终端产品销售企稳修复

消费电子迎来周期拐点，下游需求复苏。电子玻璃用粉体材料的主要下游应用为基板玻璃与盖板玻璃，多用于智能显示产品。从平板与智能手机出货量来看，根据 IDC 数据，两者在中国市场的出货量均已连续多个季度下滑，截至 2023 年 Q3，两者出货量跌幅整体企稳并呈恢复趋势，分别同比下降 3.4% 与 6.3%，但环比上升 4.1% 与 2.1%。随着华为、小米等新品手机的发布以及整体经济恢复，2024 年有望迎来增长。从科技消费电子市场来看，根据 GFK 数据，科技消费电子市场于 2023 年 Q2 迎来拐点，销售额增长率由负转正，达到 6%；从细分产品的零售情况来看，增速最快的产品为相机，预计至 2023 年末，相机、消费电子、移动通信产品销售均将企稳修复，下游需求显著复苏，电子玻璃用粉体材料需求预期进一步增加。

图 13：中国平板出货量（百万部）



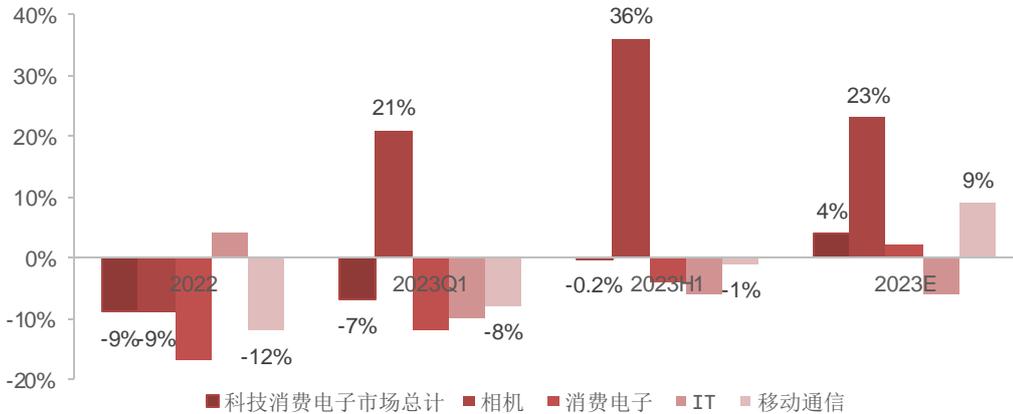
数据来源：IDC, ifind, 西南证券整理

图 14：中国智能手机出货量（百万部）



数据来源：IDC, ifind, 西南证券整理

图 15: 中国科技消费电子市场分产品零售同比增长率



数据来源: GfK, 西南证券整理

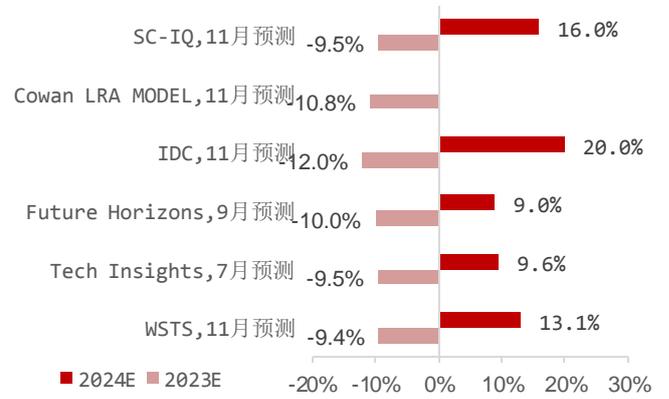
半导体市场整体回暖, 带动电子粉体材料需求增长。受下游消费电子回暖影响, 全球半导体市场开始修复。据 WSTS 数据, 2023 年下半年全球半导体销售额开始同比回升, 并于 9-11 月分别实现 0.3%、4.9%、11.4% 的连续同比正向增长。当前市场对 2024 年的半导体前景持乐观态度, WSTS、Tech Insight、SC-IQ 分别对 2024 年的半导体市场给予 13.1%、9.6% 与 16% 的增长预期, IDC 的增长预期达 20.0%。从中国市场来看, 根据 WSTS 数据, 自 2022 年 7 月开始, 中国半导体销售量进入快速下行阶段, 至 2023 年下半年开始回暖, 2023 年 11 月同比增长率由负转正, 达 7.6%, 销售额达 144.6 亿美元。随着下游半导体市场需求的上升, 应用于芯片基板的电子陶瓷粉体需求有望进一步增长。

图 16: 全球半导体市场销售额



数据来源: WSTS, 西南证券整理

图 17: 各机构对全球半导体市场增长预测



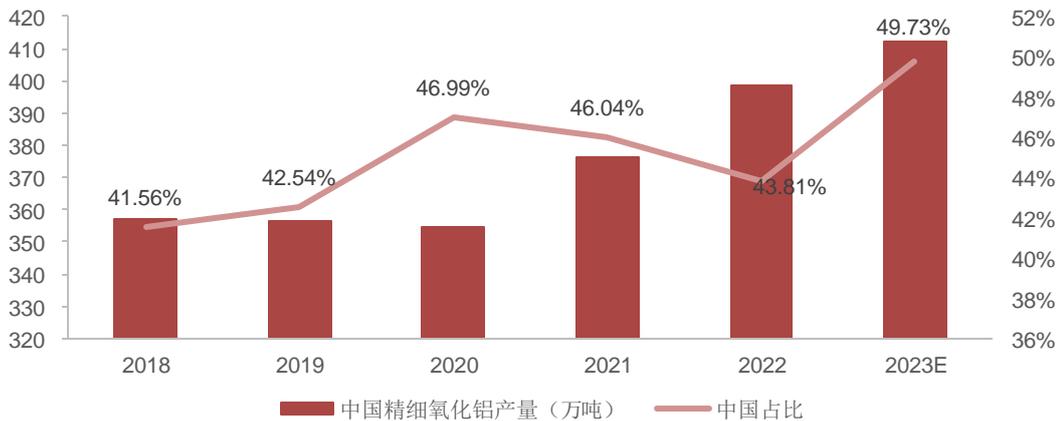
数据来源: 36Kr, 西南证券整理

图 18：中国半导体市场销售额


数据来源：WSTS, Wind, 西南证券整理

2.3 国产化进程深化发展，国内企业细分领域优势突出

国产化进程深化发展，国内精细氧化铝产能逐步扩张。相比于国内企业，国外精细氧化铝粉体行业起步较早，具有先发优势。传统精细氧化铝生产强国包括德国、法国与日本等国家，其产品品类多且技术先进。受国际产业转移趋势、工业氧化铝盈利水平较低、国内铝土矿供应紧张的影响，国内更多企业开始涉足精细氧化铝行业。根据国际铝业协会统计，自2020年以来，中国精细氧化铝产量逐年上升，2022年产量达398.5万吨，预计2023年产量达412.1万吨，为全球产量的49.7%，中国精细氧化铝在全球行业内的重要性进一步提高。

图 19：中国精细氧化铝发展进程


数据来源：国际铝业协会, 西南证券整理

国内企业专注细分领域，高端产品以外资供应为主。安迈铝业、德国马丁、阿泰欧法铝等国外大型公司凭借其数十年的技术积累进行大且广的产业布局，下游应用领域覆盖陶瓷、耐火材料、钢铁、电子信息等多个行业。相比于国外企业，国内企业发展时间相对较短，更聚焦于专业细分领域，如国瓷材料专注于功能性陶瓷材料、联瑞新材专注于硅微粉等。现阶段国内精细氧化铝产品主要集中于中低端品类，在化学纯度、颗粒形貌、产品稳定性、应用性能等方面需要进一步改善，部分高性能、高技术的产品仍需国外进口。

随着国内精细氧化铝企业研发水平与生产工艺不断进步，国产精细氧化铝产品在物理和化学性能上将大幅度提升，加之国家各项支持政策推动，产品种类将更加丰富，下游领域不断扩大，产品结构将由中低端逐步走向高端，并进一步推进国产替代进程。

表 3：部分主要可比公司

同行业公司	基本情况	主要产品	下游应用领域
天马新材	成立于 2000 年 9 月，主要从事高性能精细氧化铝粉体的研发、生产和销售	电子陶瓷用粉体材料、高压电器用粉体材料、电子及光伏玻璃用粉体材料、其他精细氧化铝粉体材料	消费电子、通信通讯、新能源、汽车工业、半导体、智能显示等
海外企业			
安迈铝业	成立于 1910 年，是全球领先的高品质氧化铝产品研发、制造、供应商，是专门生产应用于耐火材料、陶瓷和抛光材料的氧化铝基原料的生产商	板状氧化铝、煅烧氧化铝、活性氧化铝、铝酸钙水泥、尖晶石、特种产品、拜耳法水合物等	钢铁生产、水泥生产、有色金属冶炼、塑料制造、造纸、陶瓷制造、地毯生产以及电子行业
德国马丁	成立于 1914 年，是基于氢氧化铝和氧化铝的特种化学品制造商	氢氧化镁、氢氧化铝、钼酸盐基配合物、煅烧氧化铝、活性氧化铝、有机消光剂和载体等	特种陶瓷、抛磨表面处理、导热材料、锂电池涂覆、耐火材料等行业
阿泰欧法铝	具有近 120 年历史。在被 H.I.G 欧洲资本收购后，Alteo 集团于 2012 年 8 月 1 日正式成立	氢氧化铝、煅烧氧化铝、板状刚玉、电熔刚玉等	耐火材料、陶瓷、玻璃等
纳博特	成立于 1994 年，以氢氧化铝和氧化铝为基础，主营功能性填料和特种氧化铝两大业务	氢氧化铝、勃姆石、氧化铝等	隧道机场高楼和电子设备用电线电缆的阻燃填料、催化剂和电动汽车中的添加剂，以及工业陶瓷和耐火材料的原材料等
昭和电工株式会社	成立于 1936 年，是世界著名的综合性集团企业	环氧树脂填料用氧化铝、球形氧化铝、金属基板、半导体封装用绝缘填料用粉体材料	石油、化学、无机、铝金属、电子信息等
国内企业			
中国铝业	是中国有色金属行业的龙头企业，是中国铝行业唯一集铝土矿、煤炭等资源勘探开采，氧化铝、原铝和铝合金产品生产、销售、技术研发等业务于一体的大型生产经营企业	氧化铝、电解铝、精细氧化铝、高纯铝和铝用阳极等	国际贸易，物流产业，火力及新能源发电等
壹石通	成立于 2006 年，致力于先进无机非金属复合材料的应用，主要产品分为锂电池涂覆材料、电子通信功能填充材料和低烟无卤阻燃材料等三大类	勃姆石、高纯氧化铝、球形氧化铝、二氧化硅、氢氧化铝阻燃材料等	新能源汽车、消费电子、芯片、覆铜板以及防火安全等
国瓷材料	成立于 2005 年，专业从事功能陶瓷材料研发和生产	电子陶瓷介电材料、结构陶瓷材料、建筑陶瓷材料、电子金属浆料、催化材料等	电子信息、5G 通讯、生物医药、汽车及工业催化等领域
联瑞新材	成立于 2002 年，专注于硅微粉产品的研发、制造和销售	球形氧化铝、角形无机粉体、硅微粉	导热填料等
博迁新材	成立于 2010 年，主营业务为电子专用高端金属粉体材料的研发、生产和销售	纳米级、亚微米级镍粉和亚微米级、微米级铜粉、银粉、合金粉	电子元器件（为电子陶瓷行业上游原材料企业）

数据来源：企业官网、公司招股说明书，西南证券整理

3 下游需求整体复苏，产能释放助力产品结构升级

3.1 消费电子复苏带动需求回升，下游客户扩产开拓电子玻璃增长空间

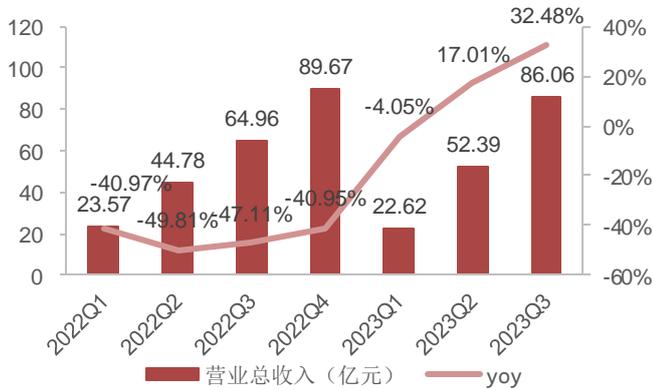
下游核心客户扩产与技术升级有望进一步扩大下游市场复苏的积极影响，推动公司电子玻璃粉体需求持续增长。公司电子玻璃的主要下游客户为彩虹集团、南玻集团与中国建材，其中彩虹集团为核心大客户。2019-2021年，彩虹集团占公司电子玻璃销售额的比例逐年上升，分别达 34.0%、44.6%与 51.1%；公司向中国建材集团的销售量在 2021 年实现突出增长，由 2020 年的 198.7 万元增长至 2021 年的 856.7 万元，占公司电子玻璃销售额的 30.4%。

表 4：公司电子玻璃前三大客户情况

序号	集团名称	客户所属领域	销售收入（万元）	占同类产品销售收入比例
2021 年				
1	彩虹集团	平板显示材料及光伏组件玻璃制品	1438.74	51.08%
2	中国建材集团	平板显示材料	856.69	30.42%
3	南玻集团	平板显示材料及光伏组件玻璃制品	231.39	8.22%
		合计	2526.82	89.72%
2020 年				
1	彩虹集团	平板显示材料及光伏组件玻璃制品	900.04	44.64%
2	南玻集团	平板显示材料及光伏组件玻璃制品	799.16	39.64%
3	中国建材集团	平板显示材料	198.66	9.85%
		合计	1897.86	94.13%
2019 年				
1	南玻集团	平板显示材料及光伏组件玻璃制品	1319.31	51.01%
2	彩虹集团	平板显示材料及光伏组件玻璃制品	879.85	34.02%
3	中国建材集团	平板显示材料	363.22	14.04%
		合计	2562.38	99.07%

数据来源：公司问询函回复，西南证券整理

在公司电子玻璃前三大客户中，中国建材集团与彩虹集团均具备 8.5、8.6 代基板玻璃生产技术并配备相关产线，在打破国外技术垄断的基础上有助于进一步拓展其市场份额。彩虹股份合肥基地 G8.5+基板玻璃项目与咸阳 G8.5+基板玻璃项目投产并稳定运行、自主知识产权的溢流法大吨位、高世代（G8.5+）液晶基板玻璃产品已批量进入市场，产能扩张、技术升级与下游需求恢复影响叠加，促使彩虹股份 2023 年业绩修复，其扣非后归母净利润于 2023 年 Q3 由负转正，达 231.6 百万元，同比增长 32.5%，营收实现连续 2 个季度同比增长。

图 20：彩虹股份 2022-2023 年各季度营业收入


数据来源: ifind, 西南证券整理

图 21：彩虹股份 2022-2023 年各季度扣非后归母净利润


数据来源: ifind, 西南证券整理

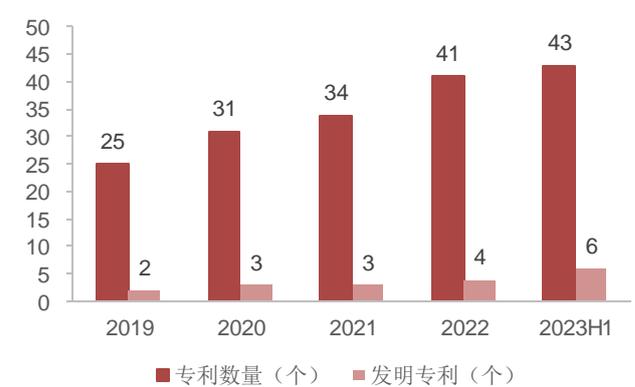
3.2 专注高性能产品研发，5N 高纯氧化铝获突破

研发投入持续提升，5N 高纯氧化铝技术突破，国产替代未来可期。公司长期重视新品类产品研发，研发投入持续增长，2023 年 Q1-Q3，研发投入同比增长 30.4%，达 543.0 万元。在研发投入持续提升的支撑下，截至 2023 年 6 月，公司共拥有 43 项专利，包括 6 项发明专利，专利量呈逐年增长趋势。从公司研发成果来看，2022 年，公司共完成了 5 个创新产品的研发，1 项已完成小样试制，为公司拓展产品应用领域、保障产品质量稳定性产生有效助力。

公司的创新产品中，高纯氧化铝（纯度达到 4N 和 5N 的氧化铝粉体材料）中试样品已对标进口产品技术参数并得到下游客户的认证，该产品可广泛应用于生产高端陶瓷基板、汽车传感器、蓝宝石衬底等产品，应用领域涉及集成电路、半导体、汽车行业等，市场前景广阔。目前公司已建有 1 条待完善生产线，年产量为数十吨，后续将根据下游需求适时进行新产品线的建设，预期为公司开拓新的增量空间。

图 22：公司研发投入情况


数据来源: ifind, 西南证券整理

图 23：公司专利情况


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

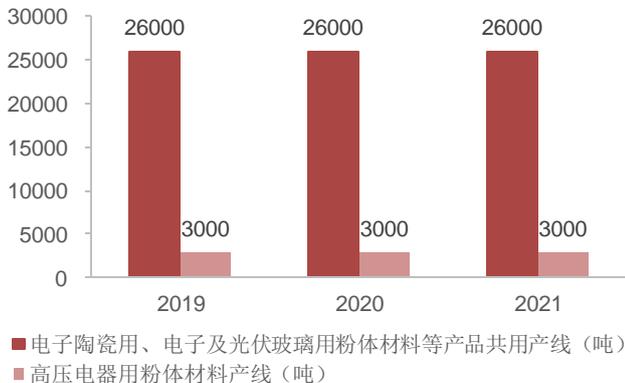
表 5：公司 2022 年研发项目情况

研发项目名称	项目进展	对公司未来发展的影响
95 瓷 X 射线管 3D 打印制备工艺研究	基础研发阶段，完成了小样试制	增加公司产品特种氧化铝的应用领域
碳热还原法氯化铝粉体研发	完成研发目标	为公司氯化铝粉体研发和产业化提供技术保障
α、β 砖耐火材料用氧化铝粉体的研发	完成研发目标	增加公司产品特种氧化铝的应用领域
流延陶瓷基板用 CL3000 氧化铝粉体的研发	完成研发目标	降低单位产品的能耗成本，在提升产品的量产能力的同时，提升产品批次的质量稳定性
电真空管壳用 CB 氧化铝粉体的研发	完成研发目标	提升产品批次的质量稳定性
LAB 氧化铝粉体的研发	完成研发目标	增加公司产品在锂电池行业领域的应用用户

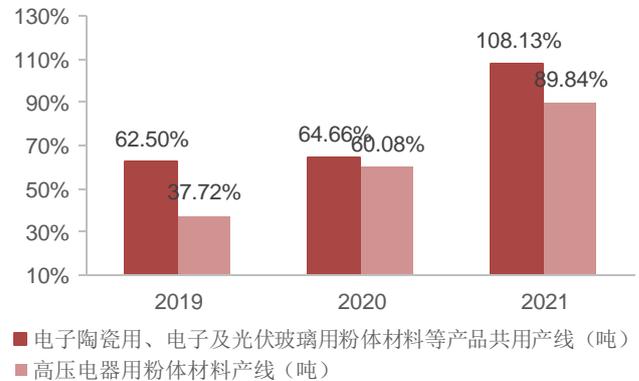
数据来源：公司 2022 年年度报告，西南证券整理

3.3 产能释放助推业绩增长，推动产品结构优化

在建项目逐步落地，2024 年进入产能释放周期。公司遭遇产能瓶颈，2019-2021 年公司产能利用率逐步攀升，至 2021 年，2 条产线产能利用率分别达 108.1% 与 89.8%。在公司主要产线维持 26000 吨（共用产线）以及 3000 吨高压电器用粉体材料的情况下，公司亟需进行产能扩张。目前公司共有 3 条在建产线，其中年产 5 万吨电子陶瓷粉体材料产线已进入试运行阶段，年产 5000 吨球形氧化铝的高导热粉体材料产线、年产 5000 吨勃姆石生产线均预期于 2024 年中期释放新产能。公司产能扩张幅度较大，有助于公司突破现有产能瓶颈，打开营收增长空间。

图 24：公司各产线产能


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 25：公司各产线产能利用率


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 6：公司在建项目情况

序号	项目名称	年产能	建设进度	预期投产时间
1	电子陶瓷粉体材料生产线一期	5 万吨电子陶瓷粉体材料	试运行阶段	/
2	高导热粉体材料生产线	5000 吨球形氧化铝	设备安装阶段	2024 年中期将释放新产能
3	勃姆石生产线	5000 吨勃姆石	设备单机调试阶段	2024 年中期将释放新产能

数据来源：公司投资者调研，西南证券整理

新增产能拓展产品品类，产品布局优化。新建产线在原有的陶瓷粉体材料之外扩张了球形氧化铝与勃姆石产能。其中，球形氧化铝的下游主要用于制作导热界面材料(如导热垫片、导热硅脂、导热灌封胶等)、导热工程塑料、导热铝基覆铜板、特种陶瓷领域等，最终延伸可用于新能源、电子材料、高端基板行业等的封装封测，目前国外进口产品价格高昂，进行国产替代有助于提升公司现有盈利能力，推动公司产品布局优化。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：自 2023 年三季度以来。消费电子下游需求转好，下游核心客户扩产与技术升级有望推动公司电子玻璃粉体需求持续增长。由于公司电子陶瓷用、电子及光伏玻璃用粉体材料等产品共用产线，难以拆分具体产量，我们预计 2023-2025 年，伴随着公司新建产能逐步释放，公司电子及光伏玻璃业务收入增速约为 2%/20%/20%，伴随着下游消费电子需求修复，毛利率分别为 20.0%/20.2%/20.4%；公司电子陶瓷业务收入增速约 1.5%/10%/10%，扩产产能释放过程中，毛利率将出现下滑，之后随着高毛利产品实现销售，同时规模效应显现，毛利率逐渐修复，预计毛利率分别为 28.7%/24.5%/26.5%。

假设 2：公司高纯氧化铝中试样品已对标进口产品技术参数并得到下游客户的认证，随着高纯氧化铝业务的持续推进，公司有望开拓新的增量空间。我们预计 2023-2025 年，公司氧化铝系列业务收入增速约为 1.5%/150%/80%，毛利率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
电子及光伏玻璃	收入	44.4	45.2	54.3	65.2
	增速	57.5%	2.0%	20.0%	20.0%
	成本	35.3	36.2	43.3	51.9
	毛利率	20.4%	20.0%	20.2%	20.4%
电子陶瓷	收入	78.8	79.9	87.9	96.7
	增速	-28.9%	1.5%	10.0%	10.0%
	成本	55.0	57.0	66.4	71.1
	毛利率	30.2%	28.7%	24.5%	26.5%
氧化铝系列	收入	49.56	50.3	125.8	226.4
	增速	14.2%	1.5%	150.0%	80.0%
	成本	30.7	31.2	78.0	140.3
	毛利率	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%
高压电器	收入	11.24	11.3	11.9	12.5
	增速	-54.2%	0.5%	5.0%	5.0%
	成本	8.3	9.3	9.7	10.2
	毛利率	26.4%	18.0%	18.0%	18.0%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
其他	收入	2.0	2.0	2.1	2.2
	增速	108.9%	0.0%	5.0%	5.0%
	成本	2.7	1.8	1.9	2.0
	毛利率	-33.7%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	185.9	188.8	282.0	402.9
	增速	-10.6%	1.5%	49.3%	42.9%
	成本	132.0	135.5	199.3	275.5
	毛利率	29.0%	28.3%	29.3%	31.6%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

国内外专业从事精细氧化铝行业的企业少，我们选取了与公司主营业务和产品存在一定相似性的壹石通、国瓷材料、联瑞新材、博迁新材作为可比公司。从 PE 的角度看，23-25 年，四家公司平均估值为 112/32/23 倍。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1.9/2.8/4.0 亿元，归母净利润分别为 12.2/46.0/74.8 百万元，CAGR 为 28.1%，对应 PE 为 84/22/14 倍。考虑到下游需求筑底回升，公司于 2024 年进入产能释放周期，5N 高纯氧化铝技术突破，公司业绩有望进入快速增长阶段。鉴于 2024 年可比公司平均估值为 32 倍，考虑到不同市场间的流动性差异，我们给予公司 2024 年 30 倍 PE，对应目标价为 12.90 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：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
688733.SH	壹石通	44.93	22.49	0.74	0.12	0.62	0.92	51.23	238.44	36.97	24.72
300285.SZ	国瓷材料	185.10	18.44	0.5	0.63	0.84	1.06	55.68	29.6	22.11	17.44
688300.SH	联瑞新材	86.46	46.55	1.51	0.94	1.36	1.71	32.24	56.53	34.19	27.33
605376.SH	博迁新材	53.05	20.28	0.59	0.17	0.62	0.96	79.14	124.91	33.81	21.73
平均值								54.57	112.37	31.77	22.81
838971.BJ	天马新材	10.31	9.71	0.34	0.12	0.43	0.70	29	84	22	14

数据来源：wind, 西南证券整理 (数据截止日期 2024.3.14)

5 风险提示

主要客户收入占比较高的风险。公司前五大客户包括三环集团、彩虹集团、泰开集团及南玻集团等，收入占比较高。若公司未能及时培育新的客户，同时与主要客户的合作关系发生不利变化，或者主要客户的经营、财务状况出现不利变化，将对公司未来生产经营和财务状况产生不利影响。

应用领域拓展不达预期的风险。公司生产和销售的精细氧化铝粉体材料主要应用于电子陶瓷、电子玻璃、高压电器、锂电池隔膜等领域。由于不同应用领域的竞争态势与客户需求不同，新领域的市场培育和产品推广存在不同维度的挑战。如技术创新未能满足下游应用领域的不断变化的要求，可能会导致市场拓展不达预期，进而对公司的业务发展产生不利影响。

原材料价格波动的风险。公司主要原材料为工业氧化铝、白刚玉等，报告期内，原材料成本占公司主营业务成本的比例较高。由于原材料价格波动的不确定性及未来市场竞争的不确定性，若原材料价格出现持续上涨，或公司不能通过对下游客户的议价及时有效地将原材料价格波动转移到下游，公司经营可能受到不利影响。

存货跌价的风险。随着公司生产规模的扩大，公司原材料储备、半成品将增加，未来随着公司业务规模的进一步扩大，存货可能进一步增多，若下游市场的供求状况或部分客户需求出现重大变动，或同期原材料或成品价格大幅波动，将可能导致存货出现跌价的风险，使公司业绩受到影响。

募集资金投资项目效益不达预期风险。在募集资金投资项目实施过程中，公司面临市场变化、技术变革、政策调整等诸多不确定因素。如果募投项目预期收益无法实现，将对公司净利润水平造成一定影响。因此公司的募集资金投资项目面临不能达到预期效益的风险，进而影响公司的业务发展和盈利水平。

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	185.93	188.80	281.97	402.92	净利润	35.64	12.24	45.97	74.81
营业成本	132.02	135.46	199.32	275.52	折旧与摊销	6.84	12.75	20.42	25.82
营业税金及附加	1.28	1.91	2.79	3.93	财务费用	1.01	0.06	0.26	1.60
销售费用	1.92	3.43	4.61	6.06	资产减值损失	0.15	-2.00	-0.50	-0.50
管理费用	8.50	16.99	23.97	32.23	经营营运资本变动	-140.76	82.25	-74.86	-98.49
财务费用	1.01	0.06	0.26	1.60	其他	75.82	1.17	1.67	-0.78
资产减值损失	0.15	-2.00	-0.50	-0.50	经营活动现金流净额	-21.30	106.47	-7.04	2.46
投资收益	0.50	0.50	0.50	0.50	资本支出	-30.56	-100.00	-75.00	-55.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-110.67	-16.65	-1.50	-1.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-141.24	-116.65	-76.50	-56.50
营业利润	39.86	33.45	52.02	84.58	短期借款	-13.27	0.00	0.00	65.56
其他非经营损益	-0.19	-19.56	0.05	0.05	长期借款	-2.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	39.67	13.89	52.06	84.63	股权融资	282.18	10.80	0.00	0.00
所得税	4.03	1.65	6.09	9.82	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	35.64	12.24	45.97	74.81	其他	2.72	-0.21	-0.41	-1.75
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	269.40	10.59	-0.41	63.81
归属母公司股东净利润	35.64	12.24	45.97	74.81	现金流量净额	106.86	0.41	-83.94	9.77
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	114.05	114.46	30.52	40.29	成长能力				
应收和预付款项	77.07	78.77	115.97	166.26	销售收入增长率	-10.57%	1.54%	49.35%	42.90%
存货	63.00	59.31	87.02	121.27	营业利润增长率	-36.45%	-16.08%	55.50%	62.60%
其他流动资产	111.59	40.86	70.18	109.88	净利润增长率	-34.31%	-65.65%	275.54%	62.74%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-33.51%	-3.04%	57.14%	54.07%
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	80.31	168.21	223.44	253.28	毛利率	29.00%	28.25%	29.31%	31.62%
无形资产和开发支出	27.68	27.05	26.42	25.79	三费率	6.15%	10.85%	10.23%	9.90%
其他非流动资产	14.28	31.41	33.38	35.35	净利率	19.17%	6.48%	16.30%	18.57%
资产总计	487.98	520.08	586.93	752.12	ROE	8.15%	2.66%	9.08%	12.87%
短期借款	10.00	10.00	10.00	75.56	ROA	7.30%	2.35%	7.83%	9.95%
应付和预收款项	14.84	24.18	33.94	45.45	ROIC	14.93%	8.66%	11.19%	13.82%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.66%	24.50%	25.78%	27.80%
其他负债	25.69	25.40	36.52	49.83	营运能力				
负债合计	50.53	59.58	80.46	170.84	总资产周转率	0.53	0.37	0.51	0.60
股本	57.63	106.13	106.13	106.13	固定资产周转率	3.62	1.81	1.52	1.75
资本公积	294.89	257.19	257.19	257.19	应收账款周转率	5.57	5.55	6.54	6.50
留存收益	84.93	97.17	143.15	217.96	存货周转率	2.47	2.20	2.68	2.61
归属母公司股东权益	437.45	460.49	506.47	581.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	59.15%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	437.45	460.49	506.47	581.28	资产负债率	10.35%	11.46%	13.71%	22.71%
负债和股东权益合计	487.98	520.08	586.93	752.12	带息债务/总负债	19.79%	16.78%	12.43%	44.23%
					流动比率	7.48	5.05	3.84	2.58
					速动比率	6.19	4.03	2.74	1.87
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.34	0.12	0.43	0.70
					每股净资产	4.12	4.34	4.77	5.48
					每股经营现金	-0.20	1.00	-0.07	0.02
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	47.71	46.26	72.70	112.00					
PE	28.92	84.18	22.42	13.77					
PB	2.36	2.24	2.03	1.77					
PS	5.54	5.46	3.65	2.56					
EV/EBITDA	9.25	19.34	13.44	9.20					
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。

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@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	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	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
