

多项业务经营改善, 业绩拐点已现

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年报。2023 年营收为 204.2 亿元, 同比减少 1%; 毛利率 16.9%, 同比减少 1.4pp; 净利润 7.4 亿元, 同比减少 9.9%。其中, 2023 下半年营收 112 亿元, 同比减少 0.1%; 毛利率 19.2%, 同比提升 1.4pp; 净利润 5.9 亿元, 同比增长 25.2%。2023 年下半年业绩显著改善, 公司业绩拐点初现。
- **升规升配提升声学 ASP, 收购 PSS 落地拓展车载市场。** 公司声学业务 2023 年收入为 75 亿元, 同比减少 15.4%。其中 2023H2 收入 41.8 亿元, 环比增加 25.7%; 毛利率为 30.7%, 同比增加 1.8pp, 环比增加 5.2pp。2023H2 由于智能手机对声学产品规格升级需求, 带动 ASP 环比提升 10%。公司 SLS 大师级扬声器出货突破千万只。公司于 2024 年 2 月完成对 PSS 80% 股权的收购, 加速在车载领域的拓展。
- **光学业务盈利改善。** 光学业务 2023 年收入 36.3 亿元, 同比增加 12.7%, 毛利率-13%, 同比持平。其中 2023H2 收入 18.6 亿元, 同比增加 36%, 环比增加 4.8%; 毛利率为-9.2%, 同比增加 20.5pp, 环比增加 7.8pp。公司镜头产品结构持续升级, 5P 及以上镜头出货同比增长 37%, 6P 镜头出货占比近 14%; WLG 玻塑混合镜头出货 304 万只, 同比增长 22%。
- **触控马达高端市场份额提升, 精密结构件快速增长。** 公司电磁传动及精密结构件业务 2023 年收入 82.5 亿元, 同比增长 13.3%, 主要得益于触控马达、金属中框、转轴、VC 散热板等在更多折叠机和高端旗舰机上应用。电磁传动方面, 横向线性马达出货量增长 13.3%, 在旗舰机市场份额有所提升。精密结构件方面, 金属中框收入同比增长 34.3%, 出货量和 ASP 均实现双位数提升; 转轴出货近 70 万个; 散热收入增长超 100%。
- **AI 手机或推动 MEMS 麦克风规格升级。** 传感器及半导体业务 2023 年收入 10.3 亿元, 同比减少 18.4%; 毛利率 13.6%, 同比增加 2pp。AI 手机对 MEMS 麦克风在灵敏度、信噪比、空间定位和降噪、频率响应范围、低功耗等提出更高要求, 或推动公司 MEMS 麦克风业务新的成长曲线。
- **盈利预测与评级:** 预计公司 2024-2026 年归母净利润复合增速为 40.6%。考虑到公司多项业务经营改善, 业绩开始步入拐点, 给予 2024 年 25 倍 PE, 对应目标价 32.50 港元(港元兑人民币汇率 0.9077), 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 手机需求或不及预期; 光学业务扭亏或不及预期; 竞争加剧的风险。

指标/年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元人民币)	20625.09	20419.07	24567.48	27607.36	30119.82
增长率	16.74%	-1.00%	20.32%	12.37%	9.10%
归属母公司净利润(百万元人民币)	821.31	740.37	1412.95	1788.78	2059.31
增长率	-37.60%	-9.85%	90.84%	26.60%	15.12%
每股收益 EPS	0.69	0.62	1.18	1.49	1.72
净资产收益率	3.79%	3.38%	6.07%	7.13%	7.59%
PE	33.91	37.62	19.71	15.57	13.52

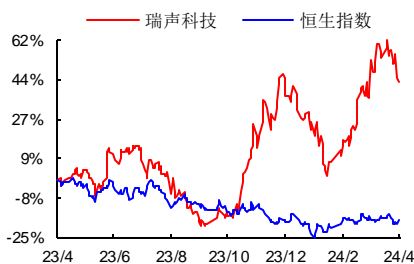
数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 杨镇宇
执业证号: S1250517090003
电话: 023-67563924
邮箱: yzyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	13.0-26.45
3 个月平均成交量(百万)	5.43
流通股数(亿)	11.98
市值(亿)	306.82

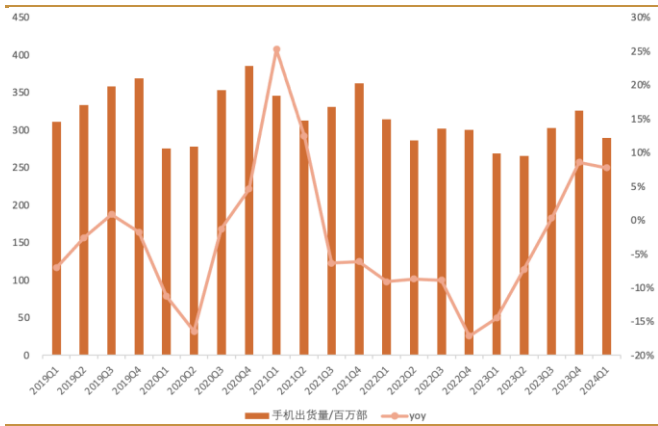
相关研究

1 消费电子周期逐步回暖，公司业绩拐点初现

瑞声科技于 1993 年成立，起初专于声学业务，经过近三十年的发展，公司布局智能设备声学、光学、精密结构件和传动马达等多元赛道，并成为相关行业的 TOP 厂商。目前公司的下游应用涵盖智能手机、平板、PC、智能汽车、VR/AR、IoT 等多个领域。

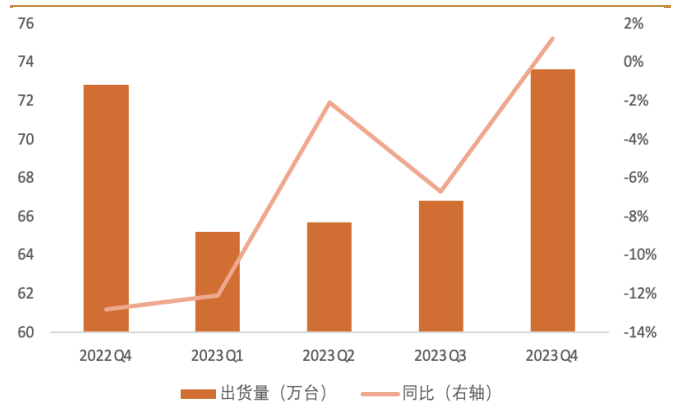
据 IDC 的数据统计，2023 年全球智能手机出货量为 11.7 亿部，同比下降 3.2%；中国智能手机出货量为 2.7 亿台，同比下降 5%，为近十年最低出货量。受此影响，2023 年公司实现营业收入 204.2 亿元，同比下降 1%；毛利率为 16.9%，同比下降 1.4pp；归母净利润为 7.4 亿元，同比下降 9.9%。

图 1：全球智能手机季度出货量



数据来源：IDC，西南证券整理

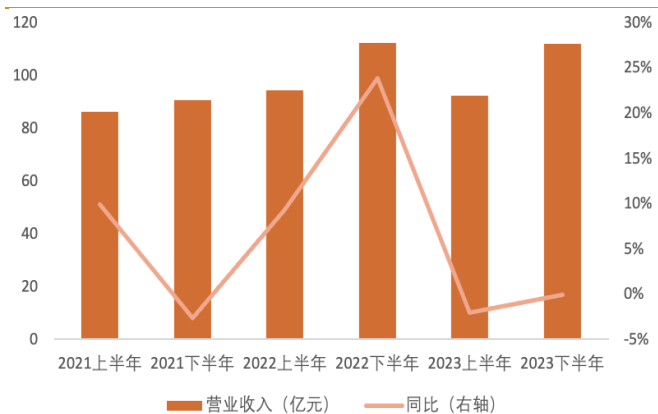
图 2：中国智能手机出货量



数据来源：IDC，西南证券整理

经历两年多的下行调整后，2023 年下半年手机市场的热度逐渐恢复，市场需求有了较为明显的提升。2023 三季度和四季度全球智能手机出货量单季超过 3 亿部，同比增长 0.3% 和 8.6%；中国智能手机出货量逐季度增加，在 2023Q4 实现了连续十个季度同比下降之后的首次反弹，同比增长 1.2%，出货量达到 73.6 万台。2023 年下半年，公司营业收入为 112 亿元，同比持平；毛利率为 19.2%，同比提升 1.4pp；归母净利润为 5.9 亿元，同比增长 25.2%，业绩拐点初现。需求复苏主要出现在中高端智能手机市场，而销售量更大的中低端产品仍然有较大的增长空间。

图 3：公司营收及增速



数据来源：wind，西南证券整理

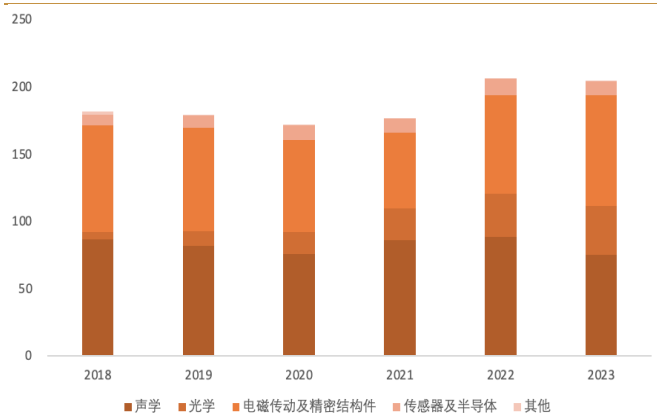
图 4：公司归母净利润及增速



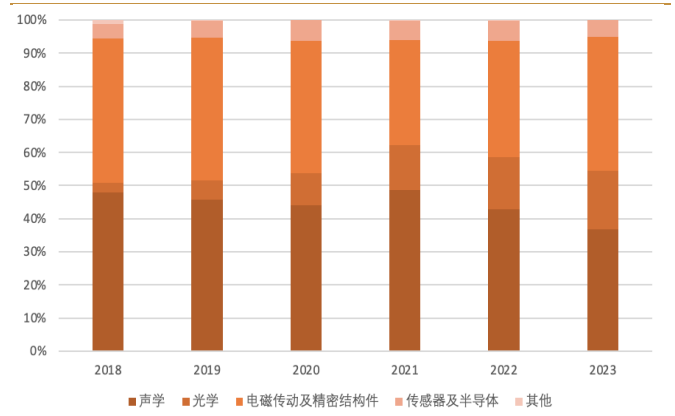
数据来源：wind，西南证券整理

公司主营业务分为四大板块：声学、光学、电磁传动和精密结构件、传感器及半导体，主要应用涵盖智能手机，并积极向非手机的消费电子、智能汽车、AR/VR、智能家电等市场拓展。声学、电磁传动和精密结构件业务板块作为公司的成熟业务，贡献了大部分营收。

声学业务方面，公司凭借技术优势，积极优化客户结构，安卓机型的渗透率逐步提高，2023 年收入占比 36.7%。光学业务方面，公司玻塑混合镜头在高端机型渗透率提升，摄像头模组出货量逐年上涨，光学业务比重不断增大，2023 年光学收入 36.3 亿元，营收占比达到 17.8%。电磁传动和精密结构件业务维持增长态势，2023 年收入占比 40.4%。传感器及半导体业务主要产品为 MEMS 麦克风，营收规模近四年维持在 10 亿元左右。

图 5：瑞声科技分业务收入规模（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

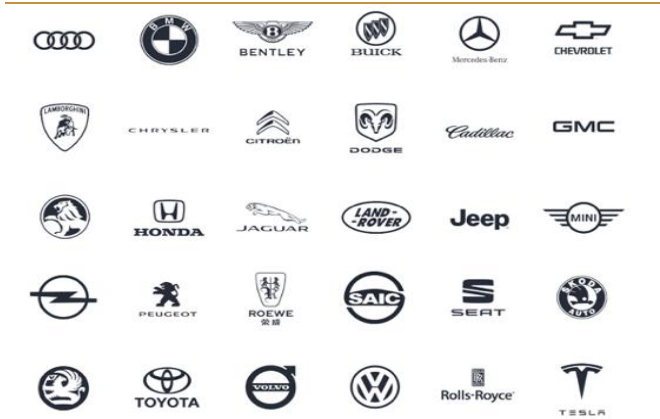
图 6：瑞声科技产品线收入占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 完成 PSS 收购，进军车载声学

智能汽车方面，公司已于 2024 年 2 月 9 日完成了对 Premium Sound Solutions (PSS) 公司 80% 股权的收购。PSS 作为瑞声科技的间接附属公司，其财务业绩综合已于今年二月中旬并入瑞声科技的整体业绩。

Premium Sound Solutions 是一家规模庞大的汽车扬声器制造商，直接向全球 OEM 供货，专注于开发先进的汽车音频技术，根据不同车型、车场品牌 and 市场需求提供定制化的音频解决方案。PSS 有着 54 年的声学解决方案技术研究经验，超过 300 位工程师和 3500 名员工；与全球三十多个汽车制造商合作超 200 种车型，在七个国家和地区设有办事处和生产基地。PSS 的 82 条自动化生产线每年平均生产超过 8000 万只扬声器，是全球音响品牌的领先硬件供应商。PSS 的财务运营状况良好，现金流稳健，毛利水平处于业界领先的地位。2022 财年 PSS 实现收入 4.64 欧元，同比增长 3.1%。

图 7: PSS 全球合作汽车制造商


数据来源: PSS 官网, 西南证券整理

图 8: PSS 产品组合

	扬声器	其它相关声学系统	安全扬声器和系统	基于传感器的触觉系统
产品组合	<ul style="list-style-type: none"> 高频扬声器 全频扬声器 中频扬声器 低频扬声器 其它 	箱式声学系统: <ul style="list-style-type: none"> 低音炮 门内板箱式音响系统 头枕解决方案 3D解决方案 	<ul style="list-style-type: none"> 紧急呼叫扬声器 行人警示系统: <ul style="list-style-type: none"> AVAS (Acoustic Vehicle Alerting System) 	<ul style="list-style-type: none"> 执行器 激励器
应用	<ul style="list-style-type: none"> 娱乐 信息交互系统 沟通 安全 健康 其它 	<ul style="list-style-type: none"> 娱乐 信息交互系统 沟通 安全 健康 其它 	<ul style="list-style-type: none"> 安全 	<ul style="list-style-type: none"> 娱乐 信息交互系统 安全 健康 其它
应用市场	<ul style="list-style-type: none"> 汽车 消费者 其它应用市场 	<ul style="list-style-type: none"> 汽车 消费者 其它应用市场 	<ul style="list-style-type: none"> 汽车 消费者 其它应用市场 	<ul style="list-style-type: none"> 汽车 消费者 其它应用市场

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

通过收购 PSS, 不仅加快公司在汽车行业多元化拓展, 提升了音响解决方案组合, 丰富产品结构, 同时也实现了业务发展的重大转型。通过将公司的技术、资源优势与 PSS 的丰富产品组合、全球生产布局及稳固的供应链关系相结合, 瑞声科技可以提供创新的高品质音频系统解决方案, 以增强汽车资讯娱乐及用户感知体验。这一战略举措将加速公司在全球汽车行业的渗透, 并在全球范围内扩展经营能力。

3 光学业务盈利改善

2023 年全年公司光学业务营收为 36.3 亿元, 同比增长 12.7%; 其中 2023 年下半年营收为 18.6 亿元, 同比增长 36%。2023 下半年的良好营收主要得益于产品组合的持续改善。

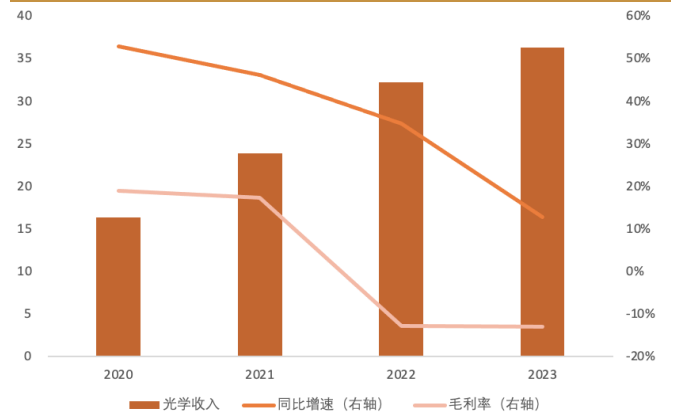
2023 年公司高端镜头产量占比显著提升, 5P 及以上高规格镜头出货 3.5 亿只, 同比增长 48%, 占比接近 70%; 6P 镜头出货量占比约 14%, 同比提升 5pp。OIS 模组是一种用于摄像头或相机系统的光学防抖技术, 通过微调光学元件的位置来减少由相机移动引起的图像模糊, 着重于影像差异化的体验, 2023 年公司 OIS 模组开始出货; 同时, 智能手机非球面玻璃镜片产出效率显著提高, 有效扩大客户群。

玻塑混合镜片 (玻璃镜片和塑料镜片) 是近年来新发展的一项技术, 折射率和透光性均介于玻璃镜片与塑料镜片两者之间, 但工艺难度和量产难度增大, 主要为了满足智能手机对更加轻薄且高精度的镜头需求。公司玻塑混合镜头 2023 年开始放量, 累计出货量约 800 万只; 其中, WLG 玻塑混合镜头产量突出, 出货占比快速提升, 全年出货 304 万只, 同比增长约 22%, 主要供应智能手机、车载摄像头、运动相机、无人机等领域。

图 9：光学镜片特性对比

	玻璃镜片	塑料镜片	玻塑混合镜头
折射率	最好	较好	介于玻璃镜片与塑料镜片之间
透光性	最好	较好	介于玻璃镜片与塑料镜片之间
热膨胀系数	高	低	介于玻璃镜片与塑料镜片之间
成本	高	低	较低
工艺难度	高	低	高
量产难度	较高	低	高
应用场景	相机、高端扫描仪	手机、平板	手机、车载摄像头

数据来源：西南证券

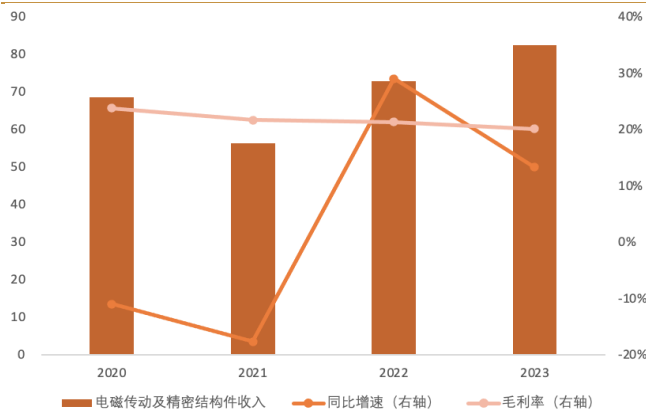
图 10：公司光学业务业绩情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 精密结构件快速增长，AI 手机或推动 MEMS 麦克风升规

公司电磁传动及精密器件业务 2023 年收入 82.5 亿元，同比增长 13.3%。其中 2023H2 收入 46.3 亿元，同比增加 6.5%；毛利率为 20.7%，同比减少 1.3pp，环比增加 1.4pp。该分部业务增长主要得益于触控马达、金属中框、转轴、VC 散热板等产品在更多款折叠机和高端旗舰机上应用。

公司的精密结构件分为 3D 玻璃方案和金属方案。2023 年精密结构件分部的营收同比增长超 30%。其中，受到高端手机市场对于铝合金外壳的欢迎，金属中框的需求量大增，收入同比增长 34.3%，出货量和 ASP 均实现双位数提升，并且在主要客户的高端机型中市场份额依然保持领先。公司不断发展高价质量业务，转轴全年出货量接近 70 万个，提供了更轻薄和坚固的折叠屏体验。由于智能手机芯片规格的提高和游戏、直播等大功率场景出现频率增加，市场对于散热性能的需求也急剧上升，2023 年公司散热收入同比增长高达 100%。

图 11：公司电磁传动及精密器件业务业绩情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：瑞声科技触听和折叠屏手机解决方案

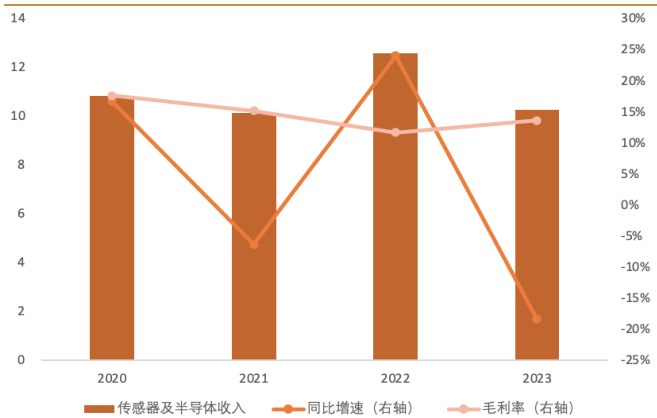

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的传感器及半导体分部主要产品为 MEMS 麦克风。2023 年此部营收为 10.3 亿元，同比下降 18.4%；其中 2023 年下半年营收为 5.3 亿元，同比减少 31.7%，环比增长 7.5%。

MEMS 麦克风是一种基于 MEMS（微电子机械系统）技术制造的麦克风，通过利用微型机械结构来转换声音波压力变化为电信号，广泛应用于移动设备、消费电子产品和传感器网络等领域，具有微小尺寸、低功耗和高性能的特点。公司目前拥有 3 座 MEMS 产品的生产基地，分别在深圳、南宁以及马来西亚，国内外协同布局能帮助公司更灵活地调动资源，从而满足各地市场的需求。公司持续推广自研高性能 MEMS 麦克风，安卓机中高价值量产品出货同比提升约 17pp 至 50% 以上，引领行业向中高端化升级。

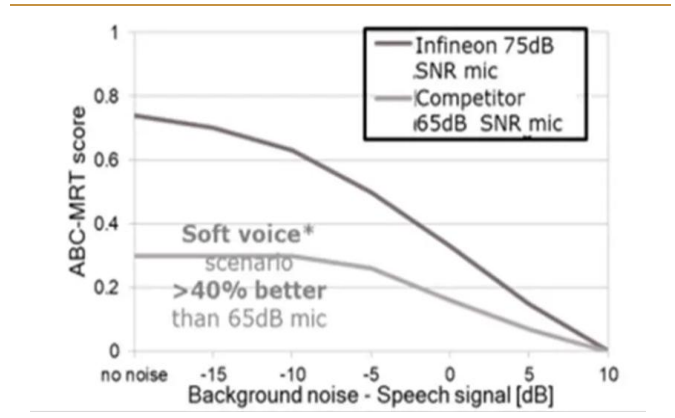
随着 AI 浪潮的到来，对智能语音交互的需求越来越高，对 MEMS 麦克风的规格要求也随之升级。AI 手机通常需要更高的麦克风灵敏度以捕获细微的声音变化，并确保语音识别和其他 AI 功能的准确性，更高的信噪比可提高声音信号的清晰度和质量。AI 手机对 MEMS 麦克风的规格要求还包括支持多麦克风阵列，其可提供空间定位和降噪功能，有助于提高在复杂环境中的声音捕获性能，同时支持更高级的语音识别和语音交互功能。升级还需要更广的频率响应范围，以捕获更多种类的声音信号。在性能规格提升的同时也对低功耗有更高要求，以确保终端续航能力。长期来看，AI 手机或推动公司 MEMS 麦克风业务新的成长曲线。

图 13：公司传感器及半导体业务业绩情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：高信噪比麦克风在低语或轻声说话场景下拥有更高性能



数据来源：英飞凌，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：下游智能手机出货小幅复苏，公司的手机声学器件和触控马达维持全球市占率第一的份额；

假设 2：6P 镜头和 WLG 玻塑混合镜头放量，光学产能利用率的提升，带动光学产品盈利持续改善，毛利率逐步回升至个位数；

假设 3：铝合金外壳和折叠屏手机渗透率的提升，带动公司的金属中框、转轴、VC 散热板等产品增长，精密结构件未来三年复合增速达 15%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2023A	2024E	2025E	2026E
声学	收入	7,498.97	10,011.12	11,062.29	11,947.27
	增速	-15.25%	33.50%	10.50%	8.00%
	毛利率	28.41%	26.00%	26.50%	27.00%
光学	收入	3,626.94	4,352.32	5,005.17	5,505.69
	增速	12.73%	20.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	-13.00%	2.00%	5.00%	8.00%
电磁传动及精密结构件	收入	8,245.31	9,028.62	10,247.48	11,272.23
	增速	13.32%	9.50%	13.50%	10.00%
	毛利率	20.09%	21.00%	21.50%	22.00%
传感器及半导体	收入	1,025.08	1,148.09	1,262.89	1,363.93
	增速	-18.41%	12.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	13.58%	14.00%	14.00%	14.00%
其他	收入	22.78	27.34	29.53	30.71
	增速	-15.75%	20.00%	8.00%	4.00%
	毛利率	-9.49%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	20,419.07	24,567.48	27,607.36	30,119.82
	增速	-1.00%	20.32%	12.37%	9.10%
	毛利率	16.90%	19.33%	20.15%	21.04%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 245.7 亿元、276.1 亿元、301.2 亿元，归母净利润分别为 14.1 亿元、17.9 亿元、20.6 亿元，对应动态 PE 分别为 20 倍、16 倍、14 倍。

综合考虑业务范围，选取了消费电子行业 4 家上市公司作为估值参考，2024 年可比公司平均估值为 21 倍 PE。

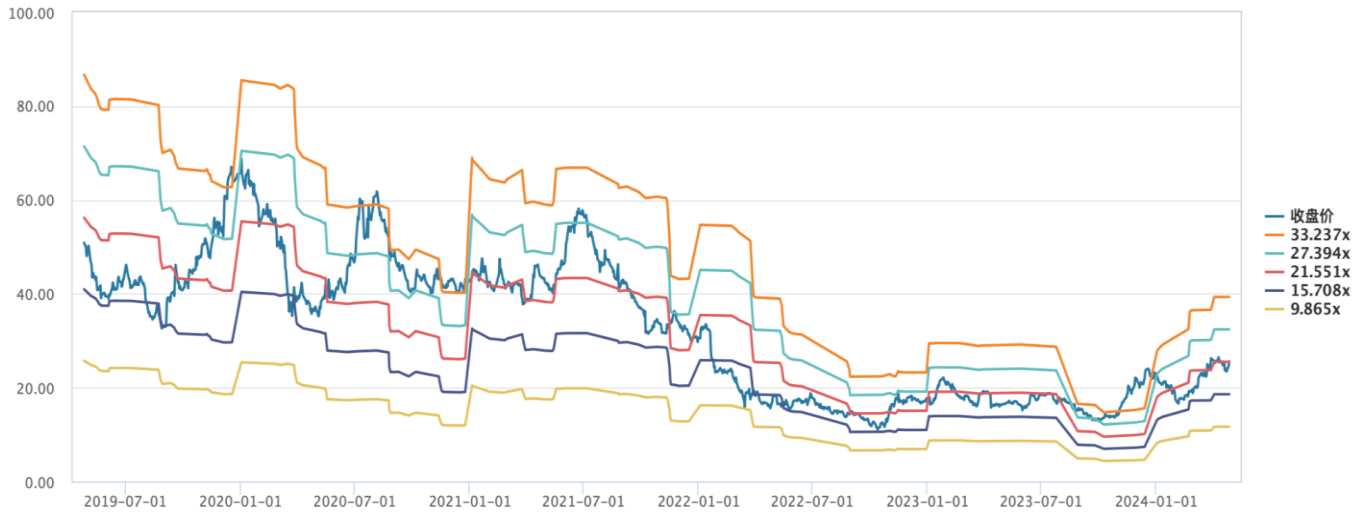
表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿港元/亿元)	股价 (港元/元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
2382.HK	舜宇光学科技	417.67	38.15	1.01	1.53	1.93	2.17	42	23	18	16
1415.HK	高伟电子	149.64	17.54	0.05	0.12	0.21	0.28	390	19	11	8
002475.SZ	立讯精密	2066.55	28.79	1.53	1.93	2.40	2.88	19	15	12	10
002241.SZ	歌尔股份	532.73	15.59	0.32	0.62	0.85	1.05	49	25	18	15
平均值								125	21	15	12
2018.HK	瑞声科技	306.82	25.60	0.62	1.18	1.49	1.72	38	20	16	14

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 20 倍，行业平均值为 21 倍，低于行业平均估值水平。伴随下游市场需求复苏，公司业绩拐点出现，看好利润端进一步的弹性释放。结合公司 2024-2026 年归母净利润 40.6% 的年复合增长，给予 2024 年 25 倍估值，对应目标价 32.50 港元，给予“买入”评级。

图 15: 瑞声科技 PE-PBAND



数据来源: Wind, 西南证券整理

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6845.82	2456.75	2760.74	4212.11	营业额	20419.07	24567.48	27607.36	30119.82
应收账款	5362.05	5933.95	6548.34	7442.93	销售成本	16967.41	19819.44	22044.10	23781.23
预付款项	658.95	896.13	897.97	1016.79	销售费用	443.07	509.59	590.33	640.79
存货	2992.36	5791.80	6444.63	6974.59	管理费用	2551.50	2908.79	3312.88	3749.92
其他流动资产	667.83	1071.96	1160.93	1188.64	财务费用	376.47	361.77	313.22	267.84
流动资产总计	16527.01	16150.59	17812.60	20835.05	营业利润	80.36	967.90	1346.82	1680.05
长期股权投资	3.03	3.03	3.03	3.03	其他非经营损益	742.50	537.67	601.74	627.30
固定资产	18070.36	20299.33	19901.64	18877.29	税前利润	822.86	1505.57	1948.57	2307.35
无形资产	2387.00	2405.83	2341.33	2193.50	所得税	252.25	225.83	292.29	346.10
其他非流动资产	1923.39	1906.44	1889.49	1872.54	税后利润	570.61	1279.73	1656.28	1961.25
非流动资产合计	22383.78	24614.64	24135.50	22946.36	归属于非控制股东利润	-169.76	-133.22	-132.50	-98.06
资产总计	38910.78	40765.23	41948.10	43781.41	归属于母公司股东利润	740.37	1412.95	1788.78	2059.31
应付账款	4060.77	4970.14	5015.44	5688.61	EBITDA	1199.34	6136.47	7240.92	8264.33
其他流动负债	2647.16	3788.84	4354.66	4414.15	NOPLAT	204.58	1130.22	1411.04	1655.70
流动负债合计	10129.39	10704.10	10230.70	10102.75	EPS(元)	0.62	1.18	1.49	1.72
长期债务	5388.12	5388.12	5388.12	5388.12					
其他非流动负债	1022.01	1022.01	1022.01	1022.01					
非流动负债合计	6410.13	6410.13	6410.13	6410.13					
负债合计	16539.51	17114.23	16640.82	16512.88	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
归属母公司权益	21881.45	23294.40	25083.19	27142.50	销售收入增长率	-1.00%	20.32%	12.37%	9.10%
少数股东权益	489.82	356.60	224.09	126.03	EBIT 增长率	-5.51%	55.70%	21.12%	13.86%
股东权益合计	22371.27	23651.00	25307.28	27268.53	EBITDA 增长率	-70.17%	411.66%	18.00%	14.13%
负债和股东权益合计	38910.78	40765.23	41948.10	43781.41	税后利润增长率	-9.31%	124.28%	29.42%	18.41%
					毛利率	16.90%	19.33%	20.15%	21.04%
					净利率	2.79%	5.21%	6.00%	6.51%
					ROE	3.38%	6.07%	7.13%	7.59%
					ROA	1.90%	3.47%	4.26%	4.70%
					ROIC	0.76%	4.28%	4.55%	5.25%
					P/E	37.62	19.71	15.57	13.52
					P/S	1.36	1.13	1.01	0.92
					P/B	1.27	1.20	1.11	1.03
					股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBIT	5.63	5.33	3.86	2.55
					EV/EBITDA	1.71	1.62	1.21	0.80
					EV/NOPLAT	33.03	8.80	6.19	3.97
现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E					
税后经营利润	55.91	822.71	1144.80	1428.04					
折旧与摊销	0.00	4269.14	4979.14	5689.14					
财务费用	376.47	361.77	313.22	267.84					
其他经营资金	4200.12	-1961.59	-746.90	-838.42					
经营性现金净流量	4632.50	3492.02	5690.25	6546.59					
投资性现金净流量	-1511.80	-6042.98	-3988.52	-3966.79					
筹资性现金净流量	-3170.60	-1838.11	-1397.74	-1128.43					
现金流量净额	-49.90	-4389.07	303.99	1451.37					

数据来源：公司公告，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。

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 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
	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
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	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
