

利润端持续修复，AI 终端创新驱动新一轮成长

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年一季报，25Q1 实现营业收入 163.1 亿元，同比减少 15.6%；实现归母净利润 4.7 亿元，同比增长 23.5%。
- **业绩符合预期，盈利水平持续修复。**1) 营收端：公司 Q1 营业收入同比减少 15.6%，收入下降主要因为智能硬件业务板块中的主力游戏机产品进入生命周期后半段，销量同比下滑明显。2) 利润端：Q1 归母净利润同比增长 23.5%，主要受益于外汇衍生品投资收益以及对联营企业的投资收益增加，合计带来 1.4 亿元的投资收益。公司盈利水平持续修复，Q1 毛利率约 12.4%，同比增长 2.1pp；净利率约 2.7%，同比增长 0.8pp。3) 费用端：Q1 销售费用率为 1.07%，同比增长 0.3pp；管理费用率为 3.1%，同比增长 0.77pp；研发费用率为 6.7%。同比增长 2.4pp，主要因为报告期内公司研发投入有所增加。
- **AI 眼镜市场或处于爆发前夜，未来终端放量有望打开公司新的成长空间。**端侧 AI 的发展使智能眼镜开拓更多应用场景成为可能。2024 年 4 月 Meta Rayban 落地 AI 功能后，销量明显提升，Meta Rayban 眼镜的火爆引发诸多大厂对 AI 眼镜高度关注。2025 年或为大厂正式参与 AI 眼镜市场的开局之年，预计 2025-2026 年小米、三星、华为、Google、亚马逊、字节、阿里等头部厂商将陆续推出智能眼镜产品，大厂入局有望带动智能眼镜行业提速发展。公司在智能眼镜整机、AR 光学零组件等方面充分布局，并且已经同多家智能眼镜客户合作、对接，未来随着终端放量公司有望开启新一轮快速成长周期。
- **智能声学整机业务逐步回暖，盈利水平有望进一步提升。**随着端侧 AI 的发展，智能耳机和音箱的功能也进一步向多元化、智能化升级。受益于 AI 与耳机、音箱联动、新品迭代催生的换机需求，公司智能声学整机业务有望重回稳健增长态势。此外，公司在大客户耳机项目的份额逐渐恢复，预计 2025 年整体份额持续提升，大客户项目产能利用率的回升有望带动盈利水平上行。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 36.4、46.1、54.3 亿元。考虑到公司同大客户的合作进一步恢复、深入，公司在 XR 和智能眼镜卡位优势突出、25H2 公司多款智能眼镜产品有望开始量产，AI 终端发展有望带动零组件业务量价齐升，我们给予公司 2025 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 26.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**贸易摩擦升级的风险；新项目导入不及预期的风险；AI 终端落地和需求不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	100953.85	109251.00	129086.10	139607.71
增长率	2.41%	8.22%	18.16%	8.15%
归属母公司净利润 (百万元)	2665.04	3635.15	4610.67	5430.98
增长率	144.93%	36.40%	26.84%	17.79%
每股收益 EPS (元)	0.76	1.04	1.32	1.56
净资产收益率 ROE	7.60%	10.02%	11.54%	12.20%
PE	28	21	16	14
PB	2.25	2.05	1.86	1.67

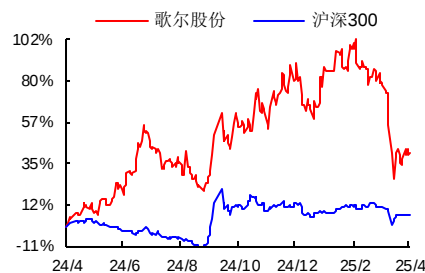
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

分析师: 徐一丹
执业证号: S1250522090002
电话: 021-58351908
邮箱: xyd@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)	34.91
流通 A 股(亿股)	30.84
52 周内股价区间(元)	15.15-30.3
总市值(亿元)	747.07
总资产(亿元)	785.19
每股净资产(元)	9.65

相关研究

1 零整协同、垂直整合，打造精密制造平台型龙头企业

歌尔股份成立于 2001 年，由原潍坊电子八厂技术员姜滨创立，公司前身为潍坊怡力达电声。公司做声学产品起家，而后逐步向光电等领域拓展，深耕产业价值链的上下游，贯穿上游的精密元器件、模组、下游的智能硬件整机，打造高度垂直整合的精密加工与智能制造的平台，成为国内“零组件+整机”布局最完善的厂商，为客户提供精密零组件和智能硬件的垂直整合的产品解决方案。

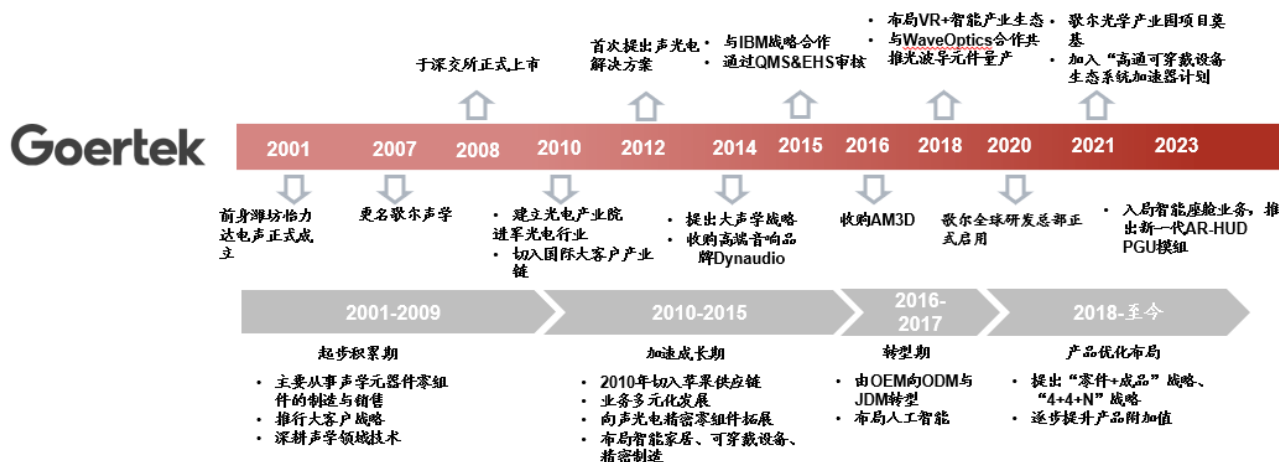
图 1：公司战略布局“4+4+N”和“零件+整机”战略

“4” --整机	“4” --零组件	“N”
智能耳机：TWS耳机、音频眼镜、头戴耳机	声学：麦克风元件及模组、喇叭、扬声器、受声器等	汽车电子
智能穿戴：智能手表、智能手环	光学：pancake光机模组、衍射光波导、LCoS光机、Micro LED光机、DLP光机模组、菲涅尔镜片、车载AR HUD光机等	无线充电
虚拟/增强现实：虚拟/增强现实头显、360°摄像头、交互设备	微电子：MEMS麦克风、MEMS传感器、微系统模组等等	触觉
智能家居：智能音箱、无人机、智能机器人	结构件：注塑件、冲压件、金属件、粉末冶金等	

资料来源：公司官网、公司公告，西南证券整理

逐步拓展业务布局广度，从声学龙头向国内外声光电龙头跃升。公司的发展主要可以分为四个阶段：**1) 2001-2009 年：起步积累期。**该时期，公司深耕声学领域，主要从事于声学元器件、零组件的生产与销售，如麦克风、喇叭等，在声学领域积累了深厚的技术优势。**2) 2010-2015 年：加速成长期。**公司成功切入苹果手机产业链，为其提供声学组件、有线耳机等产品，伴随苹果产品销量的加速爬坡，公司进入高速发展期。2013 年，公司开始加大海外并购和建厂，进一步拓展全球化布局。**3) 2016-2017 年：模式转型期。**公司从原本的 OEM 厂商逐步向 ODM 和 JDM 厂商转型。此外，公司战略布局以人工智能领域为核心的智能穿戴、智能音频、机器人等领域。**4) 2018 年至今：产品优化布局。**公司持续深耕产业价值链上下游，形成“零件+整机”为核心的“4+4+N”发展战略。“零件”主要覆盖声学、光学、微电子和精密结构件，“整机”主要包括智能耳机、VR/AR 产品、智能可穿戴设备以及智能家居产品。该阶段，公司切入苹果 TWS 耳机产业链、Meta 的 VR 头显产业链，拿下 Sony 的游戏机主机代工业务，整机代工成为公司近几年规模扩张的重要支柱。

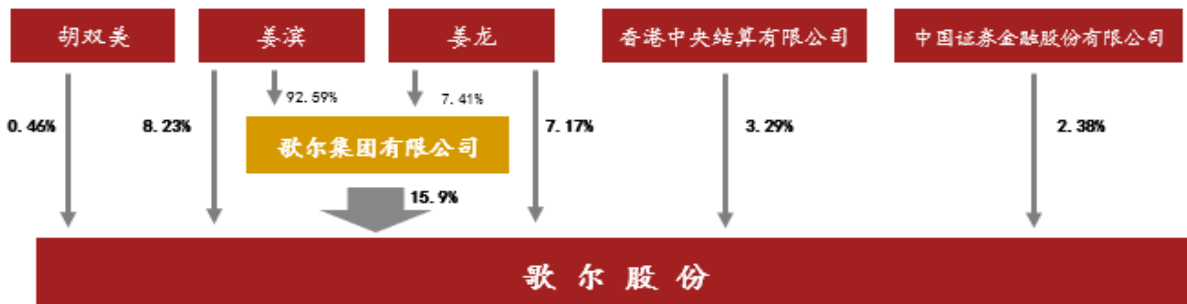
图 2：公司主要发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

公司股权结构较为集中，多次员工激励夯实长期稳定发展的基础。公司第一大股东为歌尔集团有限公司，其持有公司 15.9% 的股份；姜滨、姜龙分别持有歌尔集团有限公司 92.6%、7.4% 的股份。公司的实际控制人为姜滨和胡双美夫妇，其直接或间接持有公司 23.4% 的股权；一致行动人姜龙直接或间接持有公司 8.3% 的股权。公司股权结构相对集中，有利于公司长期稳定经营。2015 年以来，公司先后推行了 7 次员工持股计划，有助于激发员工积极性，保持核心员工稳定，健全长期发展机制。

图 3：公司主要股东情况



资料来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务由智能声学整机、智能硬件、精密零组件三大部分构成，其中智能声学整机和智能硬件属于整机业务。分业务来看：

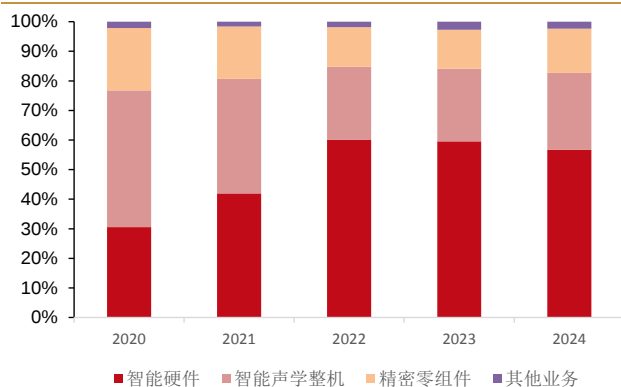
1) 智能声学整机：主要产品包括智能无线耳机、有线/无线耳机、智能音箱等。2018 年之后受益于 TWS 耳机需求高速增长，该业务板块营收占比逐年提升，2020 年最高占比达 46.2%。2022 年，由于智能硬件业务高速增长、大客户 TWS 耳机业务遭遇砍单，公司智能声学整机业务占比下滑至 24.7%，实现收入 259 亿元，毛利率从 2021 年的 10.3% 下滑至 5.7%。2024 年，公司关于大客户耳机业务的份额逐步修复，相关收入和毛利率也取得明显回升，

带动整个智能声学整机业务毛利率回升至 9.5%。2024 年，公司智能声学整机业务收入约 263.0 亿元，同比增长 8.7%，占营收比例 26%。TWS 耳机行业虽已过高速增长阶段，未来受益于 AI 与耳机、音箱联动、新品迭代催生的换机需求，公司智能声学整机业务仍有望保持稳健增长。

2) 智能硬件：主要产品包括 VR/AR 产品、智能可穿戴、智能家用电子游戏机及配件、智能家居等。2024 年，公司智能硬件业务实现收入约 572 亿元，同比下降 2.6%，收入占比约 56.7%；该业务毛利率约 9.2%，同比增长 1.9pp。短期来看，多款智能眼镜产品将陆续进入量产阶段、游戏机主机产品即将进入新的迭代周期，长期来看 XR、智能眼镜等终端成长空间广阔，公司智能硬件业务有望重回快速增长通道。

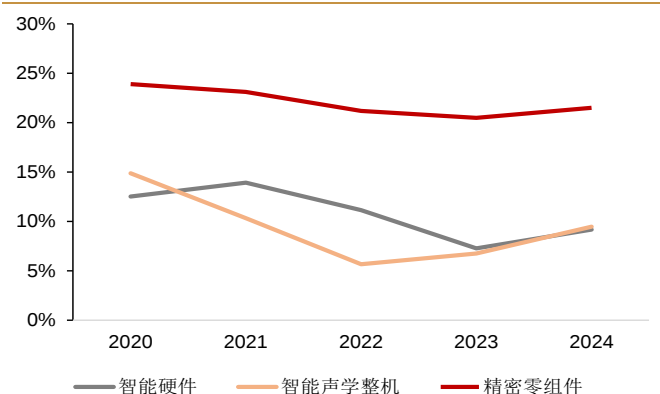
3) 精密零部件：主要产品包括微型扬声器、扬声器模组、微型麦克风、传感器、光学器件及模组、精密结构件等。2024 年，公司精密零部件业务实现营收 150.5 亿元，同比增长 15.9%，营收占比接近 15%；该业务毛利率最高，约 21.5%。公司持续贯彻“零整”战略，用整机业务的发展带动零部件业务成长、以零部件业务自供助力整机业务毛利率提升。公司在光学零部件领域布局多年，产品矩阵、技术路线多元化，未来随着 XR 和智能眼镜放量，公司有望在整机产品中导入更多的零部件产品。

图 4：公司主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司分业务毛利率情况

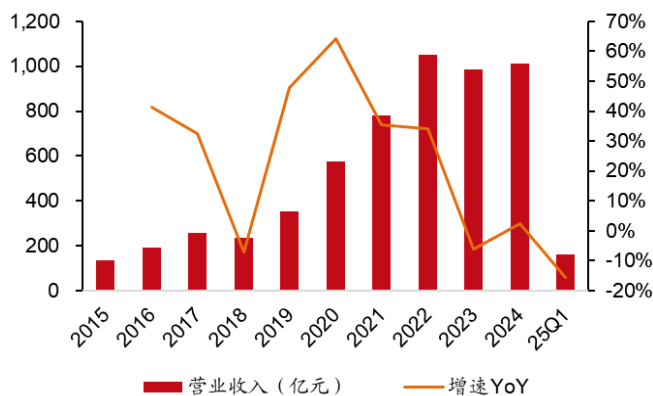


数据来源：Wind，西南证券整理

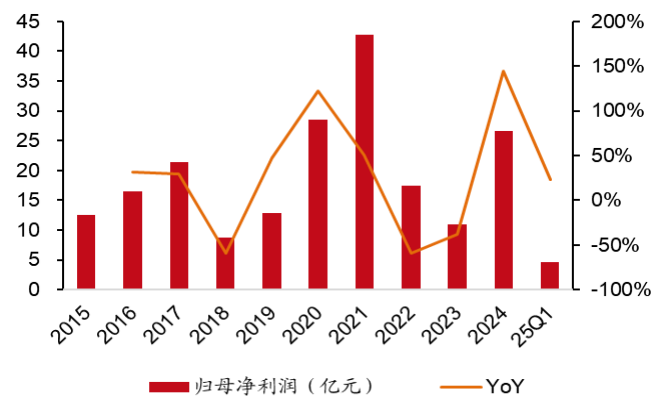
公司业绩短期承压后持续修复，AI 终端创新有望开启公司新的成长曲线。1) 收入端：2015-2022 年，公司营业收入整体呈现高速增长态势，从 136.6 亿元增至 1048.9 亿元，期间营收 CAGR 超过 30%。其中 2018 年营收出现短暂波动，主要因为下游手机市场需求不及预期、公司 TWS 耳机生产线的产能和良率正处于爬坡阶段、XR 市场处于调整冷静期。2019 年受益于 TWS 耳机和智能穿戴产品需求大幅提升、2021 年受益于 VR 头显销量需求爆发式增长、2022 年受益于索尼 PS 5 迎来生命周期的出货巅峰时段，公司营业收入在增长引擎的成功切换下重回高速增长通道。近两年由于大客户耳机项目砍单、XR 终端需求下滑、游戏主机产品逐渐进入生命周期后期，公司营业收入增长趋势短期有所波动。2024 年，公司实现营收 1009.5 亿元，同比小幅增长；2025Q1 公司实现营收 163.0 亿元，同比下滑 15.6%，主要受到游戏机主机业务下滑的影响。

2) 利润端：2015-2021 年，公司归母净利润从 12.5 亿元增至 42.7 亿元，期间 CAGR 约 22.7%；由于毛利率相对较低的整机业务占比的提升，公司的盈利水平整体呈下行态势。其中，2018 年公司净利润出现明显下滑，主要因为受智能手机行业竞争加剧影响，公司电

声器件产品毛利率下降，以及 TWS 耳机业务利润贡献低于预期；之后随着 TWS 耳机良率提升、产品盈利能力上行、产品结构优化，公司 2019-2021 年归母净利润平均增速达 70% 以上。2022 年、2023 年公司归母净利润下滑明显，主要受大客户砍单以及资产减值准备的影响。2024 年公司实现归母净利润 26.7 亿元，同比增长 144.9%，公司利润端明显修复主要因为公司减值影响减弱、大客户耳机项目份额逐步修复等。25Q1 公司归母净利润同比增长 23% 以上，主要受益于外汇衍生品投资收益及对联营企业的投资收益增加，带来 1.4 亿元的投资收益。

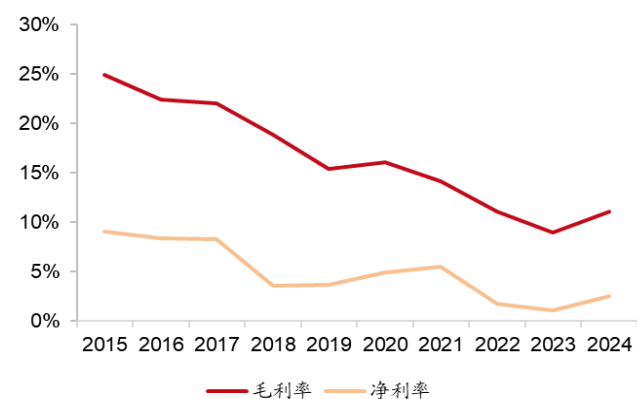
图 6：公司营业收入及增速情况


数据来源：Wind，西南证券整理

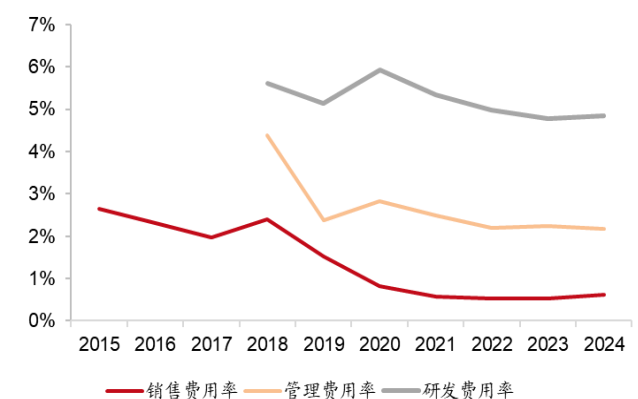
图 7：公司净利润及增速情况


数据来源：Wind，西南证券整理

公司盈利水平持续回升，费用率整体相对稳定。1) **利润率**：近几年，由于毛利率相对较低的游戏机整机业务放量，大客户耳机项目和 XR 业务产能利用率下降，以及资产减值等因素的影响，公司的盈利水平有所下滑，在 2023 年触及低点。经过近两年的调整、大客户耳机份额的回升，公司的盈利水平亦企稳上行。2024 年，公司的毛利率为 11.1%，同比增长 3.2pp；净利率为 2.6%，同比增长 1.5pp。2025Q1 公司盈利水平持续修复，毛利率约为 12.4%，同比增长 2.1pp；净利率为 2.7%，同比增长 0.8pp。2) **费用端**：近年来公司的三费率相对平稳。2024 年，公司销售费用率为 0.6%，管理费用率为 2.2%，研发费用率为 4.8%，基本较上一年持平。2025Q1，公司销售费用率为 1.07%，同比增长 0.3pp；管理费用率为 3.1%，同比增长 0.77pp；研发费用率为 6.7%。同比增长 2.4pp，主要因为报告期内公司研发投入有所增加。

图 8：公司毛利率与净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：公司三费率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

1) 智能声学整机：公司在大客户 2025 年秋季即将发布 TWS 新机型中份额或将进一步提升，整体份额未来有望逐步恢复至 4 成以上。随着大客户耳机业务份额的恢复、产能利用率提升，以及 AI 带动硬件端升级变化，我们认为该业务板块毛利率有望逐步回升，假设 2025-2027 年分别为 10%、10.5%、11%。

2) 智能硬件：2025 年是诸多大厂陆续推出智能眼镜产品的开局之年，公司已和多家客户取得合作，预计 2025 年公司智能眼镜产品出货有望达 500 万部以上、2026-2027 年延续高增长态势；游戏机主机业务受 PS 5 生命周期影响有所下滑，预计待新机迭代后，2027 年该业务有望恢复增长态势。我们假设 2025-2027 年公司智能硬件业务毛利率分别为 9.8%、10.3%、10.6%。

3) 精密零组件：语音成为 AI 终端交互的主要方式之一，随着 AI 终端对电声零部件升级需求的提升，公司相关零组件产品有望实现量价齐升。我们假设 2025-2027 年公司精密零组件业务毛利率有望逐渐提升，假设分别为 21.7%、22%、22.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
智能声学整机	收入	263.0	303.1	349.9	368.2
	增速	8.7%	15.2%	15.4%	5.2%
	毛利率	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
智能硬件	收入	572.0	574.7	678.6	730.5
	增速	-2.6%	0.5%	18.1%	7.6%
	毛利率	9.2%	9.8%	10.3%	10.6%
精密零组件	收入	150.5	188.2	233.2	265.3
	增速	15.9%	25.0%	23.9%	13.8%
	毛利率	21.5%	21.7%	22.0%	22.2%
其他业务	收入	24.1	26.5	29.2	32.1
	增速	-10.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	9.2%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	1009.5	1092.5	1290.9	1396.1
	增速	2.4%	8.2%	18.2%	8.2%
	毛利率	11.1%	11.9%	12.5%	12.9%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取立讯精密、国光电器作为可比公司。2024 年，两家公司 Wind 一致预期平均 PE 约为 21 倍，2025 年约为 16 倍。

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 36.4、46.1、54.3 亿元。考虑到公司同大客户的合作进一步恢复、深入，公司在 XR 和智能眼镜卡位优势突出、25H2 公司多款智能眼镜产品有望开始量产，AI 终端发展有望带动零组件业务量价齐升，我们看好公司中长期

的成长性。基于公司在 AR 和智能眼镜卡位优势考虑，参考 2021 年 VR 产品起量对公司估值中枢提升的带动（2021 年 PE-TTM 大约保持在 30-45 倍区间），终端放量有望提高公司的估值中枢，我们给予 2025 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 26.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24A/E	25E	26E	23A	24A/E	25E	26E
002475.SZ	立讯精密	31.53	1.53	1.87	2.36	2.90	22.52	16.84	13.34	10.89
002045.SZ	国光电器	14.31	0.63	0.57	0.78	0.98	21.62	24.92	18.38	14.66
平均值							22.07	20.88	15.86	12.78

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2025.4.23 收盘）

3 风险提示

贸易摩擦升级的风险；新项目导入不及预期的风险；AI 终端落地和需求不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	100953.85	109251.00	129086.10	139607.71	净利润	2586.29	3747.58	4777.90	5627.96
营业成本	89759.39	96238.90	113000.56	121603.78	折旧与摊销	3886.34	3135.43	3135.43	3135.43
营业税金及附加	278.73	301.64	356.40	385.45	财务费用	70.71	109.25	129.09	139.61
销售费用	619.83	721.06	877.79	977.25	资产减值损失	-643.07	-358.59	-303.41	-191.80
管理费用	2200.02	8139.20	9810.54	10540.38	经营营运资本变动	-1168.71	-5793.85	-401.03	-687.85
财务费用	70.71	109.25	129.09	139.61	其他	1468.89	358.91	164.82	128.90
资产减值损失	-643.07	-358.59	-303.41	-191.80	经营活动现金流净额	6200.45	1198.74	7502.78	8152.24
投资收益	109.04	81.33	67.96	53.95	资本支出	260.52	300.00	300.00	300.00
公允价值变动损益	41.04	46.00	44.35	44.90	其他	-5506.46	-155.09	-513.71	-594.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5245.93	144.91	-213.71	-294.05
营业利润	2847.47	4226.87	5327.44	6251.88	短期借款	2498.79	286.72	0.00	0.00
其他非经营损益	-73.63	-153.41	-134.07	-134.53	长期借款	-5290.27	100.00	100.00	100.00
利润总额	2773.84	4073.46	5193.37	6117.35	股权融资	1360.76	4.64	0.00	0.00
所得税	187.55	325.88	415.47	489.39	支付股利	-850.46	-533.01	-727.03	-922.13
净利润	2586.29	3747.58	4777.90	5627.96	其他	-9.05	-4731.99	-1051.08	-996.76
少数股东损益	-78.76	112.43	167.23	196.98	筹资活动现金流净额	-2290.24	-4873.63	-1678.11	-1818.89
归属母公司股东净利润	2665.04	3635.15	4610.67	5430.98	现金流量净额	-1361.84	-3529.98	5610.97	6039.30
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	17466.49	13936.51	19547.47	25586.77	成长能力				
应收和预付款项	18368.17	19821.69	23452.05	25355.78	销售收入增长率	2.41%	8.22%	18.16%	8.15%
存货	10478.87	11125.76	13197.09	14211.63	营业利润增长率	213.19%	48.44%	26.04%	17.35%
其他流动资产	3125.99	2862.22	3181.98	3351.60	净利润增长率	153.70%	44.90%	27.49%	17.79%
长期股权投资	734.41	734.41	734.41	734.41	EBITDA 增长率	30.83%	9.80%	15.00%	10.88%
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	23162.67	20610.96	18059.25	15507.54	毛利率	11.09%	11.91%	12.46%	12.90%
无形资产和开发支出	3826.47	2979.52	2132.56	1285.60	三费率	2.86%	8.21%	8.38%	8.35%
其他非流动资产	5543.69	6178.16	6767.42	7423.56	净利率	2.56%	3.43%	3.70%	4.03%
资产总计	82706.77	78249.24	87072.25	93456.90	ROE	7.60%	10.02%	11.54%	12.20%
短期借款	7713.28	8000.00	8000.00	8000.00	ROA	3.13%	4.79%	5.49%	6.02%
应付和预收款项	27563.37	28124.14	33586.72	35955.17	ROIC	8.11%	11.49%	14.09%	17.21%
长期借款	1341.20	1441.20	1541.20	1641.20	EBITDA/销售收入	6.74%	6.84%	6.66%	6.82%
其他负债	12040.84	3282.33	2536.65	1732.11	营运能力				
负债合计	48658.70	40847.67	45664.57	47328.47	总资产周转率	1.29	1.36	1.56	1.55
股本	3486.34	3490.99	3490.99	3490.99	固定资产周转率	4.58	5.32	7.18	9.05
资本公积	10293.19	10293.19	10293.19	10293.19	应收账款周转率	6.59	5.81	6.05	5.81
留存收益	20517.75	23619.90	27503.54	32012.38	存货周转率	8.26	8.66	9.04	8.68
归属母公司股东权益	33186.34	36427.40	40266.28	44790.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.66%	—	—	—
少数股东权益	861.74	974.17	1141.39	1338.37	资本结构				
股东权益合计	34048.08	37401.57	41407.68	46128.42	资产负债率	58.83%	52.20%	52.44%	50.64%
负债和股东权益合计	82706.77	78249.24	87072.25	93456.90	带息债务/总负债	18.61%	23.11%	18.70%	16.15%
					流动比率	1.10	1.29	1.43	1.60
					速动比率	0.87	0.99	1.11	1.27
					股利支付率	31.91%	14.66%	15.77%	16.98%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	6804.52	7471.54	8591.95	9526.91	每股收益	0.76	1.04	1.32	1.56
PE	28.03	20.55	16.20	13.76	每股净资产	9.51	10.43	11.53	12.83
PB	2.25	2.05	1.86	1.67	每股经营现金	1.78	0.34	2.15	2.34
PS	0.74	0.68	0.58	0.54	每股股利	0.24	0.15	0.21	0.26
EV/EBITDA	9.53	8.47	6.53	5.09					
股息率	1.14%	0.71%	0.97%	1.23%					

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。

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。

西南证券研究院

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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@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
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn