

## 业绩优于指引, 静待新业务放量

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2025年一季度财报, 公司实现营业收入136.5亿元, 同比增长1.2%; 实现归母净利润约3.3亿元, 与去年同期基本持平。
- **整体经营稳健, Q1业绩优于先前指引。2025Q1:** 1) 从营收端来看, 公司营收同比增长1.2%。分业务来看, 通讯类业务因市场的竞争及客户产品的变化, 同比小幅下滑3.2%; 消费电子业务因受美国关税影响客户提前下单, 收入同比增长16.3%; 云端及存储类因客户转移订单, 同比下滑8.2%; 汽车电子类产品营收同比下降15.4%; 工业类业务下游需求有所回暖, 同比增长3.5%。2) 从利润端来看, 公司归母净利润同比基本持平; 毛利率约为9.4%, 净利率为2.4%, 较去年同期相对稳定。3) 从费用端来看, 公司销售费用率约为0.74%, 管理费用率为2.43%, 较去年同期基本持平; 研发费用率为3.31%。同比增加0.13pp。
- **SiP在AI终端应用需求增加, 智能眼镜放量有望打开新的成长空间。** SiP具有轻薄短小、低功耗的特性, 在集成度要求更高的AI终端设备方面有望得到越来越多的重视。一方面, 手机等传统终端 Siplet 功能性模组的需求有进一步增加的趋势; 另一方面, 智能眼镜等新型终端放量有望进一步扩充 SiP 的市场容量。公司已成功导入头部智能眼镜厂商, 预计2025年Wi-Fi模组开始批量出货, 2026年集成度更高的N-in-one主板模组有望实现放量, 进而为公司带来较为显著的营收增量。随着智能眼镜终端放量、逐步导入更多新项目, 公司 SiP 业务有望注入新的成长动能。
- **积极拓宽云端存储业务的布局, 静待未来多点开花。** 公司在服务器主板业务的基础上向L10、L11级别服务器业务延伸, 进一步深化服务器领域的业务布局。2024年公司AI加速卡业务开始批量出货, 扩充的自动化产线有望于25Q2快速放量, 产能释放和份额提升将带动加速卡业务高速增长。此外, 公司同母公司日月光合作开发AI服务器电源模组PDU相关业务, 25Q3有望完成POC样品并进行送样测试, 若成功落地将成为云端存储业务板块贡献新的重要增量业务。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2025-2027年公司归母净利润分别为18.9、25.1、32.5亿元。考虑到公司在SiP领域领先的技术实力、AI终端对SiP应用需求的增加、云端及存储新业务未来的成长性, 我们给予公司2025年20倍PE, 对应目标价17.2元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 国际贸易摩擦升级风险; 市场竞争加剧风险; 新项目、新产品落地不及预期风险。

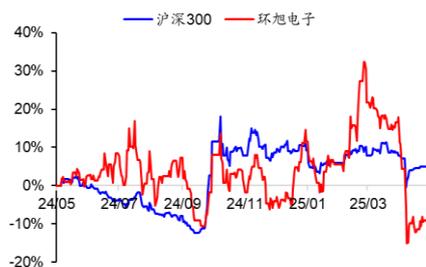
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	60690.65	66191.40	77492.50	87788.23
增长率	-0.17%	9.06%	17.07%	13.29%
归属母公司净利润(百万元)	1652.48	1891.68	2507.64	3249.24
增长率	-15.16%	14.48%	32.56%	29.57%
每股收益EPS(元)	0.75	0.86	1.14	1.48
净资产收益率ROE	9.10%	9.74%	11.66%	13.44%
PE	18	16	12	9
PB	1.64	1.52	1.38	1.22

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: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	21.96
流通A股(亿股)	21.96
52周内股价区间(元)	12.56-19.57
总市值(亿元)	294.29
总资产(亿元)	393.38
每股净资产(元)	8.16

### 相关研究

# 1 公司是 SiP 微小化技术的领导者

环旭电子总部位于上海，成立于 2003 年，2012 年在上交所挂牌上市。公司是电子领域提供专业设计制造服务及解决方案的服务商，通过为客户提供设计制造与相关服务，提升产品制造与整体服务的附加值。公司深耕 SiP 模组的研究，围绕微小化技术和 SiP 模组的应用推广，致力于满足国内外客户对微小化、模组化的产品需求，提供从设计到制造的“一站式服务”。公司是 SiP 微小化技术的领导者，“微小化”产品的设计制造能力是公司的竞争优势。公司以通讯、消费电子及汽车电子等高端电子产品 ODM、JDM、EMS 为主，与苹果、友达光电、联想、英特尔、IBM 等多家国际电子产品品牌商建立了长期稳定的供应链合作关系。公司重视全球化布局，截至目前，公司已在中国大陆、中国台湾、美国、墨西哥、波兰、法国、德国等 12 个国家（含地区）设有 30 个生产服务据点，依托北美、欧洲、亚太、北非的在地化营运体系，为全球客户提供可供选择和差异化的制造服务方案。

图 1：公司主要发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

公司主营业务主要聚焦在无线通讯类产品、消费电子产品、工业类产品、云端及存储类产品、汽车电子类产品、医疗电子产品。其中：1) 通讯产品：主要包括无线通讯系统级封装模组（SiP）、系统级物联网模块及无线路由器等。2) 消费电子产品：主要包括智能手表 SiP 模组、真无线蓝牙耳机（TWS）模组、光学心率模组等，以及智能头戴式设备上的 WiFi 模组、多功能集成或特定功能的 SiP 模组。3) 云端及存储类产品：主板产品主要包括服务器主板、AI Card、工作站主板、笔记本电脑 CPU Module 等；电脑周边产品主要包括笔记本电脑的扩展坞、外接适配器产品；存储和互联产品主要包括固态硬盘 SSD 和高速交换机、网络适配卡等。4) 工业类产品：主要包括销售点管理系统（POS）、智能手持终端机（SHD）、智能车队记录仪、工厂自动化控制模块等。5) 汽车电子产品：主要包括功率模组（Power Module）、驱动牵引逆变器、BMS、智能座舱产品、域控制器、车载天线、LED 车灯等等。

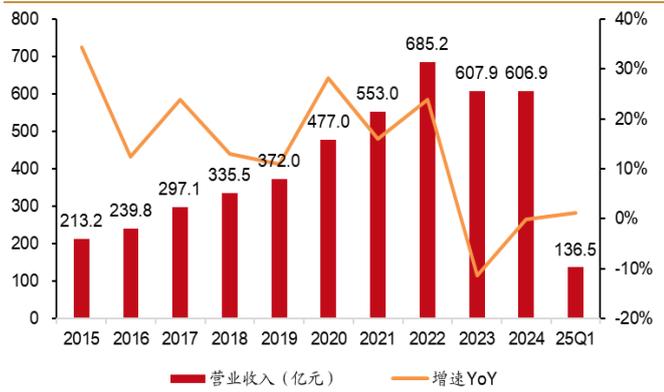
**表 1: 公司部分主要产品一览**

产品大类	产品示例	产品大类	产品示例
工业类产品		云端及存储类产品	
消费电子产品	<ul style="list-style-type: none"> <li>智能手表、智能手环 ✓ All-in-One SIP    ✓ CPU + BT + Memory + IMU    ✓ Optical HRM</li> <li>无线耳机 ✓ TWS SIP    ✓ TWS Bluetooth + Touch</li> <li>智能头戴设备 ✓ Wi-Fi Module    ✓ XR SIP / SiPlet</li> </ul>	医疗类产品	
无线通讯产品	<ul style="list-style-type: none"> <li>WiFi/BT模组</li> <li>UWB模组</li> <li>mmWave AiP</li> <li>远距通讯低功耗模块</li> </ul>		
汽车电子产品			

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

**业绩短期承压, 新业务拓展有望带动公司重回稳健增长态势。**回顾公司往年经营情况, 公司营业收入整体保持稳健增长态势, 2015-2024 年公司营收从 213.2 亿元增至 606.9 亿元, 期间年复合增长率约为 12.3%; 其中, 2024 年公司营业收入同比下降 0.2%, 主要因为通讯类产品及消费电子类业务受大客户销量下滑影响收入有所下滑。2015-2022 年公司归母净利润持续增长, 从 6.9 亿元增至 30.6 亿元, 期间年复合增长率约为 23.7%; 2023 年归母净利润出现较大幅度下滑, 同比下降 36.3%, 主要受收入下滑、材料成本率增加、汇兑相关收益减少等因素的影响。2024 年公司实现归母净利润 16.5 亿元, 同比下降 15.2%, 主要受到原材料成本上涨和市场竞争加剧的影响。

2025Q1, 公司实现营业收入 136.5 亿元, 同比增长 1.2%, 主要因为消费电子业务因受美国关税影响客户提前下单带动收入增长、工业类业务下游需求有所回暖; 公司实现归母净利润 3.3 亿元, 同比基本持平, 其中非流动性资产处置损益和政府补助分别为 -6090 万元和 3235 万元, 导致整体非经常性损益对净利润有一定影响。展望 2025 年, 公司 SiP 模组成功导入智能眼镜大客户、云端及存储业务新产品陆续放量、工业类产品下游需求或逐渐回暖, 公司业绩有望重回增长通道。

**图 2：公司营业收入及增速情况**


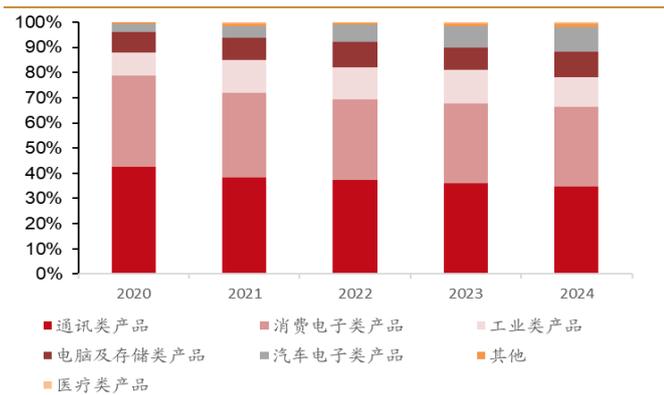
数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 3：公司归母净利润及增速情况**

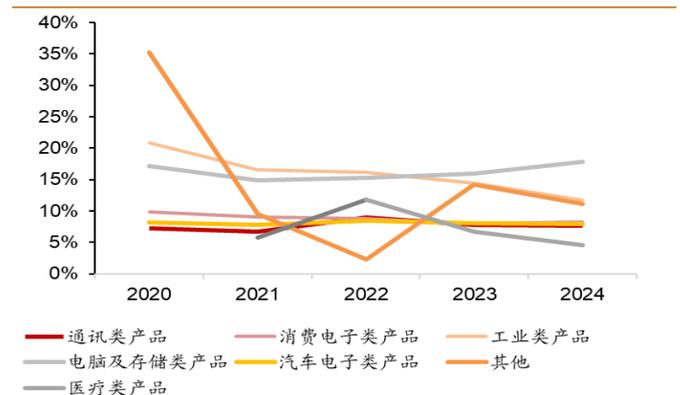

数据来源：Wind, 西南证券整理

业务结构不断优化, 云端及存储类、汽车电子类业务占比进一步提升。分业务来看, 2024 年, 公司汽车电子类和云端及存储类产品营收同比逆势增长, 其中汽车电子类收入约 59.7 亿元, 同比增长 16.2%, 占营收比重约 9.8%, 汽车电子业务收入增长主要因为并表赫思曼汽车通讯公司; 云端及存储类产品收入约 61.0 亿元, 同比增长 13.4%, 收入占比约 8.5%, 占营收比重约 10%。公司通讯类产品收入约 210.7 亿元, 同比减少 3.4%, 收入占比约 34.7%, 收入下滑主要因为客户端销量下滑; 消费电子类产品收入约 192.0 亿元, 同比微降, 收入占比约 31.7%; 工业类产品和医疗电子类产品因下游市场需求影响, 分别同比减少 12.8%、11.2% 至 71.2、3.3 亿元。

2025Q1, 公司通讯类业务因市场的竞争及客户产品的变化, 同比小幅下滑 3.2%, 营收占比约 33%; 消费电子业务因受美国关税影响客户提前下单, 收入同比增长 16.3%, 营收占比约 31%, 同比提升 4pp; 云端及存储类因客户转移订单, 同比下滑 8.2%, 营收占比约 10%; 汽车电子类产品营收同比下降 15.4%, 收入占比约 10%; 工业类业务下游需求有所回暖, 同比增长 3.5%, 收入占比约 13%。

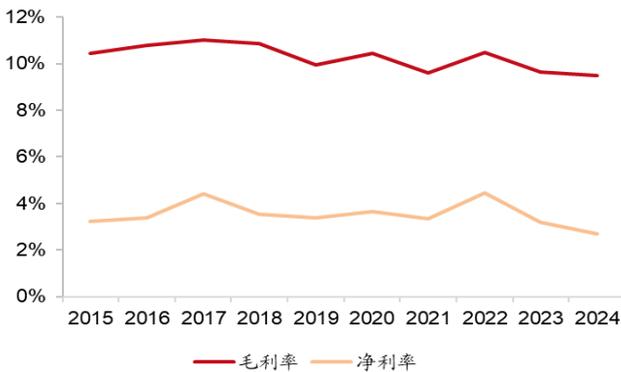
**图 4：公司营业收入构成**


数据来源：Wind, 西南证券整理

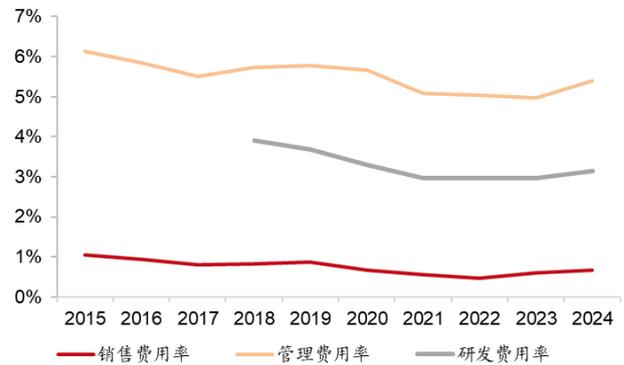
**图 5：公司主营业务毛利率变化**


数据来源：Wind, 西南证券整理

盈利水平短期有所下滑，高毛利业务逐步放量有望带动利润率上行。1) 利润率方面：2024 年，公司毛利率为 9.5%，同比下滑 0.1pp，主要受原材料成本上涨和市场竞争加剧的影响；净利率为 2.7%，同比下滑 0.5pp。2025Q1，公司毛利率为 9.4%，净利率为 2.4%，较去年同期相对稳定。公司云端及存储业务毛利率相对较高，2024 年约为 17.8%，未来随着高毛利业务快速增长公司整体盈利水平有望企稳回升。2) 费用率方面：2024 年，公司期间费用率较上一年有所增长，其中销售费用率为 0.7%，同比上升 0.07pp；管理费用率为 2.3%，同比增加 0.26pp；研发费用率为 3.1%。同比增加 0.17pp。25Q1，公司销售费用率约为 0.74%，管理费用率为 2.43%，较去年同期基本持平；研发费用率为 3.31%。同比增加 0.13pp。

**图 6：公司毛利率和净利率情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 7：公司费用率情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：通讯类产品：大客户采用自研芯片的趋势较为明确，由于芯片成本降低公司供应的部分 SiP 模组价格或有所下降。AI 手机陆续推进硬件端升级、设计优化，手机对内部空间利用率、机身轻薄和低功耗的需求有望提升，SiP 有望得到越来越多的重视和应用。我们假设 2025-2027 年通讯类产品毛利率分别为 7.4%、7.6%、7.8%。

假设 2：消费电子类产品。公司已成功导入头部智能眼镜厂商，预计 2025 年 Wi-Fi 模组开始批量出货，2026 年集成度更高的 N-in-one 主板模组有望放量，随着智能眼镜终端放量、逐步导入更多新项目，公司消费电子类业务有望打开新的成长空间。伴随毛利率较高的智能眼镜业务逐渐放量，我们假设 2025-2027 年消费电子类产品毛利率分别为 8.1%、9%、10%。

假设 3：云端及存储类产品。我们假设公司 AI 加速卡业务在客户端份额逐步提升；公司布局的 L10、L11 级别服务器业务、AI 服务器电源模组等新业务在 2026 年开始陆续贡献增量。我们假设 2025-2027 年公司该业务板块毛利率分别为 18%、18.5%、18.7%。

假设 4：汽车电子类产品。2025 年 4 月公司董事会决议通过出售赫思曼的业务，我们假设受此影响 2026 年公司汽车电子类业务收入有所下滑。我们假设 2025-2027 年公司该业务板块毛利率分别为 8%、8.5%、9%。

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 2：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
通讯类产品	收入	210.7	215.3	226.5	252.1
	增速	-3.4%	2.2%	5.2%	11.3%
	毛利率	7.6%	7.4%	7.6%	7.8%
消费电子类产品	收入	192.0	220.8	301.1	337.2
	增速	-0.3%	13.0%	36.3%	12.0%
	毛利率	8.3%	8.1%	9.0%	10.0%
工业类产品	收入	71.2	80.1	88.3	95.4
	增速	-12.8%	12.5%	10.3%	8.0%
	毛利率	11.7%	12.0%	13.0%	14.0%
云端及存储类产品	收入	61.0	70.4	86.8	112.5
	增速	13.4%	15.5%	23.2%	29.6%
	毛利率	17.8%	18.0%	18.5%	18.7%
汽车电子类产品	收入	59.7	62.7	58.4	65.6
	增速	16.2%	5.0%	-8.9%	12.3%
	毛利率	8.0%	8.0%	8.5%	9.0%
医疗类	收入	3.3	3.5	3.9	4.1
	增速	-11.2%	5.0%	10.0%	7.0%
	毛利率	4.5%	4.5%	5.0%	6.0%
其他业务	收入	8.3	9.1	10.0	11.0
	增速	33.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%
合计	收入	606.9	661.9	774.9	877.9
	增速	-0.2%	9.1%	17.1%	13.3%
	毛利率	9.5%	9.4%	10.1%	10.8%

数据来源：Wind，西南证券

## 2.2 相对估值

我们选取同为精密制造行业的立讯精密、歌尔股份、长电科技作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 约为 34 倍，2025 年 Wind 一致预期的平均 PE 约为 20 倍。

预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 18.9、25.1、32.5 亿元。考虑到公司在 SIP 领域领先的技术实力、AI 终端对 SiP 应用需求的增加、云端及存储新业务未来的成长性，我们给予公司 2025 年 20 倍 PE，对应目标价 17.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002241	歌尔股份	20.85	0.76	1.02	1.25	1.46	33.76	20.46	16.68	14.31
002475	立讯精密	30.53	1.85	2.36	2.86	3.37	22.07	12.94	10.66	9.05
600584	长电科技	33.02	0.90	1.28	1.62	1.93	45.43	25.78	20.36	17.14
平均值							33.75	19.73	15.90	13.50

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至2025.04.29收盘）

### 3 风险提示

国际贸易摩擦升级风险；市场竞争加剧风险；新项目、新产品落地不及预期风险。

**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	60690.65	66191.40	77492.50	87788.23	净利润	1644.17	1893.58	2510.15	3252.50
营业成本	54929.61	59963.45	69682.24	78274.78	折旧与摊销	1164.07	876.57	876.57	876.57
营业税金及附加	137.97	127.38	162.65	176.60	财务费用	312.65	120.11	176.74	207.68
销售费用	409.35	430.24	503.70	570.62	资产减值损失	0.31	-67.45	-70.20	-70.16
管理费用	1370.51	3640.53	4339.58	5091.72	经营营运资本变动	1256.08	-1317.07	-1084.75	-1091.61
财务费用	312.65	120.11	176.74	207.68	其他	-167.01	21.23	-74.07	-101.04
资产减值损失	0.31	-67.45	-70.20	-70.16	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4210.27</b>	<b>1526.99</b>	<b>2334.45</b>	<b>3073.94</b>
投资收益	213.46	157.39	163.86	167.55	资本支出	-168.49	-50.00	-100.00	-150.00
公允价值变动损益	-2.46	-4.96	-7.82	-5.97	其他	-1027.38	123.04	84.41	86.80
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1195.87</b>	<b>73.04</b>	<b>-15.59</b>	<b>-63.20</b>
<b>营业利润</b>	<b>1872.48</b>	<b>2129.56</b>	<b>2853.83</b>	<b>3698.57</b>	短期借款	-701.73	-676.70	0.00	0.00
其他非经营损益	-18.67	0.44	-1.38	-2.55	长期借款	-17.51	5.00	5.00	5.00
<b>利润总额</b>	<b>1853.82</b>	<b>2130.01</b>	<b>2852.44</b>	<b>3696.02</b>	股权融资	-254.38	5.66	0.00	0.00
所得税	209.65	236.43	342.29	443.52	支付股利	-590.30	-418.25	-462.25	-601.54
净利润	1644.17	1893.58	2510.15	3252.50	其他	-199.05	884.28	-74.12	-140.69
少数股东损益	-8.31	1.89	2.51	3.25	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1762.97</b>	<b>-200.01</b>	<b>-531.37</b>	<b>-737.23</b>
归属母公司股东净利润	1652.48	1891.68	2507.64	3249.24	<b>现金流量净额</b>	<b>1278.00</b>	<b>1400.01</b>	<b>1787.49</b>	<b>2273.51</b>
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	12487.36	13887.37	15674.86	17948.37	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	10522.81	11498.73	13464.21	15245.94	销售收入增长率	-0.17%	9.06%	17.07%	13.29%
存货	7750.21	8348.25	9720.43	10951.02	营业利润增长率	-14.01%	13.73%	34.01%	29.60%
其他流动资产	836.23	12364.71	14477.95	16394.32	净利润增长率	-15.67%	15.17%	32.56%	29.57%
长期股权投资	516.49	516.49	516.49	516.49	EBITDA 增长率	-3.62%	-6.66%	24.98%	22.41%
投资性房地产	4.04	2.50	2.78	2.98	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5484.72	4688.86	3892.99	3097.13	毛利率	9.49%	9.41%	10.08%	10.84%
无形资产和开发支出	896.61	883.47	920.32	1007.18	三费率	3.45%	6.33%	6.48%	6.69%
其他非流动资产	1499.55	1555.01	1608.84	1665.89	净利率	2.71%	2.86%	3.24%	3.70%
<b>资产总计</b>	<b>39998.03</b>	<b>42246.77</b>	<b>46814.77</b>	<b>51583.48</b>	ROE	9.10%	9.74%	11.66%	13.44%
短期借款	3676.70	3000.00	3000.00	3000.00	ROA	4.11%	4.48%	5.36%	6.31%
应付和预收款项	12350.40	13337.22	15556.33	17455.12	ROIC	11.07%	11.37%	14.22%	17.06%
长期借款	29.87	34.87	39.87	44.87	EBITDA/销售收入	5.52%	4.72%	5.04%	5.45%
其他负债	5882.52	6442.54	6697.56	6888.80	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>21939.50</b>	<b>22814.64</b>	<b>25293.76</b>	<b>27388.79</b>	总资产周转率	1.53	1.61	1.74	1.78
股本	2190.56	2196.22	2196.22	2196.22	固定资产周转率	12.36	14.02	19.74	28.04
资本公积	2049.02	2049.02	2049.02	2049.02	应收账款周转率	5.96	6.14	6.35	6.25
留存收益	13208.75	14682.18	16727.57	19375.28	存货周转率	6.70	7.40	7.62	7.50
归属母公司股东权益	17934.52	19306.23	21392.60	24063.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.75%	—	—	—
少数股东权益	124.01	125.90	128.41	131.66	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>18058.53</b>	<b>19432.13</b>	<b>21521.01</b>	<b>24194.68</b>	资产负债率	54.85%	54.00%	54.03%	53.10%
负债和股东权益合计	39998.03	42246.77	46814.77	51583.48	带息债务/总负债	32.70%	28.50%	25.73%	23.78%
					流动比率	1.80	1.88	1.91	1.98
					速动比率	1.36	1.42	1.45	1.50
					股利支付率	35.72%	22.11%	18.43%	18.51%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	3349.20	3126.25	3907.14	4782.82	每股收益	0.75	0.86	1.14	1.48
PE	17.81	15.56	11.74	9.06	每股净资产	8.17	8.79	9.74	10.96
PB	1.64	1.52	1.38	1.22	每股经营现金	1.92	0.70	1.06	1.40
PS	0.48	0.44	0.38	0.34	每股股利	0.27	0.19	0.21	0.27
EV/EBITDA	6.82	7.01	5.14	3.71					
股息率	2.01%	1.42%	1.57%	2.04%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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

---

	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
广深	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	lzh@swsc.com.cn