

扭亏为盈, PA 模组龙头持续渗透国产替代空间

投资要点

- 业绩总结:** 2022Q1, 公司实现营业收入 8.6 亿元, 同比增长 1.8%; 实现归母净利润 3675.8 万元, 扭亏为盈。
- 公司营收持续攀升, 归母净利润扭亏为盈。** 结合 2021 年年报: 1) 营收端: 2021 年, 公司主营业务实现收入 35.1 亿元, 其中 PA 模组/射频开关/Wi-Fi 射频前端模组/接收端模组业务分别实现收入 33.4/0.3/0.9/0.5 亿元, 分别同比 -3.9pp/+0.1pp/+2.5pp/+1.3pp。2) 利润端: 2021 年, 公司毛利率/净利率分别为 27.8%/-2.0%, 分别同比+9.8pp/+2.3pp; 2022Q1, 公司毛利率/净利率分别为 29.9%/4.3%。3) 费用端: 2021 年, 公司销售/管理/研发费用率分别为 1.2%/13.7%/13.3%, 分别同比+0.3pp/+5.8pp/+1.2pp; 2022Q1, 销售/管理/研发费用率分别为 1.1%/6.2%/14.3%。
- PA 模组国产龙头有望提前锁定高集成度射频市场份额。** 公司基于自身在 PA 模组的核心技术, 积极向高性能、高集成度方向拓宽产品线, 增加了各类接收端模组、Wi-Fi 模组、L-PAMiD、基站射频前端等多类产品。截至 2021H1, L-PAMiF 在公司收入占比已快速提升至 6.7%, L-PAMiD 亦已向客户送样。2021 年, 公司 4G PA 模组累计出货超 12 亿颗, 稳居国内厂商第一, 5G 射频 PA 模组累计出货亦超 1 亿颗。PA 为射频接收端向发射端进阶的必要器件, 随着 5G L-PAMiF 模组国产替代进程加速, 公司有望凭借其 PA 模组的领先优势提前锁定份额。
- 产品受客户广泛认可, 上下游合作稳定。** 下游方面, 公司 PA 模组的终端客户已覆盖小米、OPPO、vivo 等主流手机品牌和华勤、龙旗、闻泰等业内知名 ODM 厂商; 上游方面, 公司与产业链上游晶圆、封测及基板等供应商已实现长期稳定合作。公司与产业链稳定的合作关系有利于实现订单和产能的双重保障。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 22-24 年, 公司营收分别为 44.1/55.3/69.2 亿元, 归母净利润分别为 5.0/6.7/8.3 亿元, EPS 分别为 1.24/1.67/2.09 元。考虑到公司在 PA 模组领域的多年实力、稳定的手机品牌和 ODM 厂商客户群体, 以及 L-PAMiF 等高集成度 5G PA 模组量产后的持续渗透, 我们给予公司 2022 年 45 倍 PE, 对应目标价 55.80 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 研发进展不及预期风险; 终端需求持续下调风险; 产品迭代加速风险; 竞争加剧风险; 外采滤波器易受供应链波动影响风险。

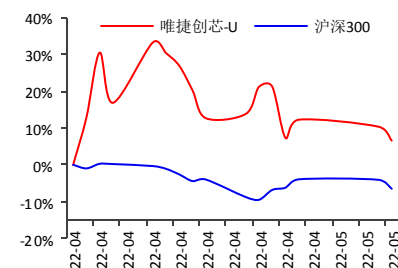
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3508.56	4413.18	5532.39	6916.35
增长率	93.80%	25.78%	25.36%	25.02%
归属母公司净利润(百万元)	-68.42	495.98	667.04	834.92
增长率	11.98%	824.95%	34.49%	25.17%
每股收益 EPS(元)	-0.19	1.24	1.67	2.09
净资产收益率 ROE	-6.23%	29.68%	28.53%	26.31%
PE	-236.84	36.31	27.00	21.57
PB	16.39	10.78	7.70	5.68

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

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

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.00
流通 A 股(亿股)	0.31
52 周内股价区间(元)	42.00-58.88
总市值(亿元)	181.64
总资产(亿元)	22.52
每股净资产(元)	3.36

相关研究

1 深耕 PA 模组产品，国内智能手机领域优质供应商

唯捷创芯电子技术股份有限公司成立于 2010 年，于 2022 年在科创板上市，简称唯捷创芯（股票代码 688153.SH），是一家专注于射频前端芯片的研发、设计与销售的集成电路企业。公司深耕射频功率放大器产品，主要应用于无线通信领域，此外，公司逐渐布局射频开关、Wi-Fi 射频前端模组、接收端模组等产品，并广泛应用于智能手机、平板电脑、智能穿戴设备等移动终端。公司始终致力于设计和生产高质量的产品，为客户提供最高性价比的射频集成电路。公司射频功率放大器模组的终端客户主要为手机品牌厂商，公司产品已覆盖小米、OPPO、vivo 等主流手机品牌厂商和华勤通讯、龙旗科技、闻泰科技等业内知名的移动终端设备 ODM 厂商，产品性能和质量受到客户的广泛认可，与客户建立了长期稳定的服务与合作关系，目前，公司已成为智能手机射频前端功率放大器领域国内优质的供应商之一。

图 1：公司业务布局



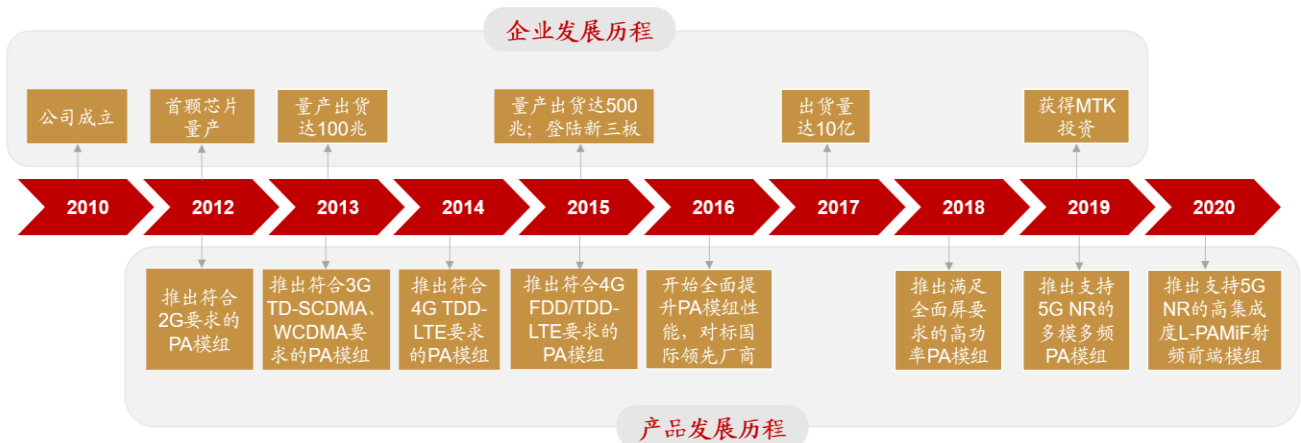
资料来源：公司官网，招股说明书，西南证券整理

公司采用 Fabless 的经营模式。公司主要负责产业链中的集成电路研发、设计和销售环节，将晶圆的制造、封装环节分别交由产业链对应的专业晶圆代工厂商和封装厂商完成，测试环节根据公司的产品类型和产能规划等因素选择由外部供应商或唯捷精测完成。其中，公司晶圆的主要供应商为稳懋、格罗方德、台积电；SMD 和基板的主要供应商分别为村田、珠海越亚；封装测试服务的主要供应商为长电科技、甬矽电子和苏州日月新，目前与产业链上游供应商已实现长期稳定合作。在 Fabless 模式下，公司无需花费高额成本建立晶圆生产线，可以充分发挥公司技术优势快速开发产品和满足市场需求。

公司发展历程可以分为以下三个阶段：

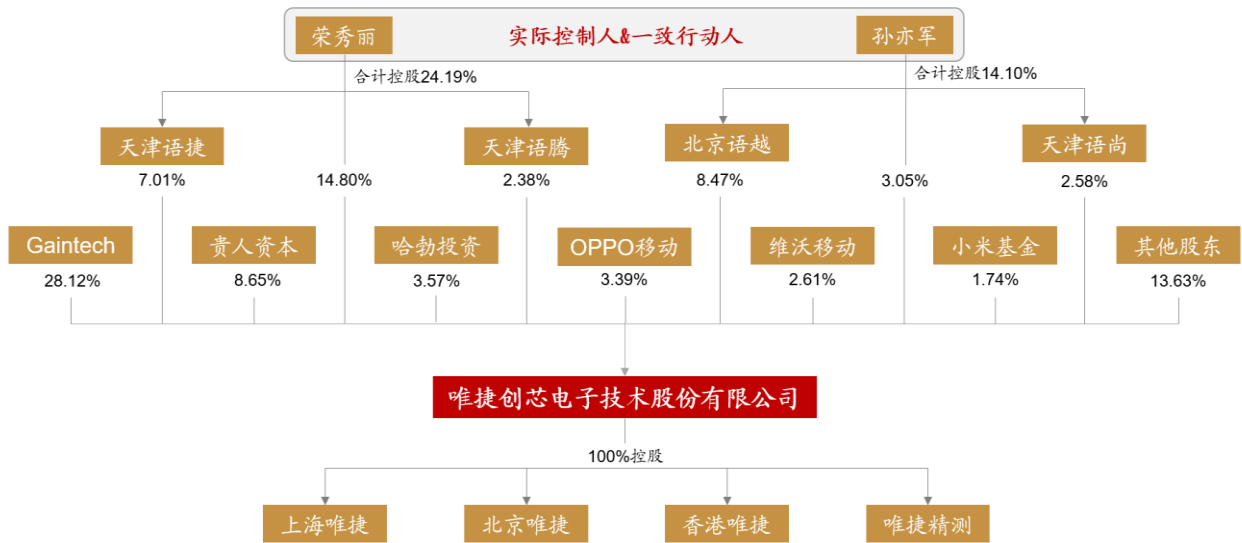
- **2010-2013 年：崭露头角，有序覆盖 2G、3G 射频放大器模组。**公司于 2010 年成立，2012 年公司独立研发的 2G 射频功率放大器芯片开始量产，次年推出符合 3G 要求的 PA 模组，公司产品量产出货合计达 100 兆，并成功进入全国集成电路设计企业前 30 强，奠定前期发展基础。
- **2014-2018 年：加速发展，打造国内 4G 射频功率放大器龙头。**公司于 2014 年和 2015 年分别推出符合 4G TDD-LTE 和 4G FDD/TDD-LTE 要求的模组，公司产品在 2015 年出货量达 10 亿。2018 年，公司推出满足全面屏要求的高功率 PA 模组。在该阶段中，通过不断的设计迭代和量产验证，公司 4G 射频功率放大器模组产品实现性能全面提升，公司凭借其积累的 GaAs PA 丰富设计经验以及对 GaAs 晶圆的深刻理解，逐步在 4G 射频功率放大器领域占据领先地位。
- **2019 年至今：拓展深度与广度，具备 5G 射频功率放大器先发优势。**在 PA 模组方面，随着 5G 商用化进程加速，公司较早布局 5G 领域，不断增强产品性能，向高性能、高集成度方向深化产品布局，目前公司的 5G 射频前端产品已经应用于知名终端客户的中高端产品。在其他射频前端产品领域，公司基于射频前端的研发设计核心技术，通过增加 Wi-Fi 射频前端模组、L-PAMiD、各类接收端模组和基站射频前端等多种射频前端产品拓宽产品线宽度。截至 2021 年，公司 4G PA 模组累计出货超 12 亿颗，5G PA 模组累计出货超 1 亿颗。根据 CB Insights 发布的《中国芯片设计企业榜单 2020》，公司 4G PA 产品出货量位居国内厂商第一。

图 2：公司发展历程



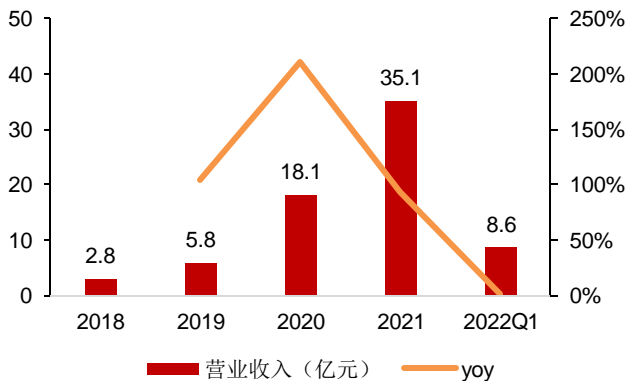
资料来源：公司官网，招股说明书，西南证券整理

股权结构较为集中，荣秀丽女士和孙亦军先生为公司实控人。截至 2022 年一季报，联发科全资子公司 Gaintech 持有公司 28.12% 股权，为公司第一大股东。荣秀丽女士直接持有公司 14.80% 股份，通过天津语捷和天津语腾间接控制公司 9.39% 股份，最终合计持有 24.19% 股权；孙亦军先生直接持有公司 3.05% 股份，通过北京语越和天津语尚间接控制公司 11.05% 股份，最终合计持有 14.1% 股权，荣秀丽女士与孙亦军先生合计持有公司股份的比例达到 38.29%，共同对公司实施有效控制，是一致行动人。公司旗下有 4 家子公司，分别为上海唯捷、北京唯捷、香港唯捷和唯捷精测。

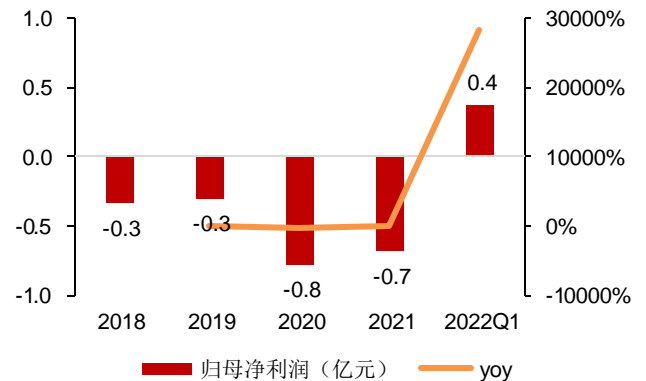
图 3：公司股权结构图


资料来源：公司公告，西南证券整理（截至 2022Q1）

营业收入持续高增，归母净利润扭亏为盈。回顾公司往年的经营情况：**2018-2021 年**，随着下游市场需求增长、公司产品结构优化以及竞争力增强，公司营收从 2.8 亿元逐年攀升至 35.1 亿元，CAGR 为 131.2%；而归母净利润从 2018 年的 -0.3 亿元波动下降至 -0.7 亿元，其中，公司于 2018 年、2020 年共实施了 3 次股权激励和 1 次股票期权激励，导致股份支付费用大幅增加，叠加高额研发投入，从而拖累期间归母净利润水平，但对公司业务不造成实质影响。**2022Q1**，公司与下游品牌厂商和 ODM 厂商持续拓展、产品竞争力进一步加强、产品组合丰富，公司实现营业收入 8.6 亿元，同比增长 1.8%；归母净利润扭亏为盈，约 0.4 亿元，主要系毛利率改善和股份支付费用较上年同期减少所致。

图 4：公司营业收入及 yoy


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

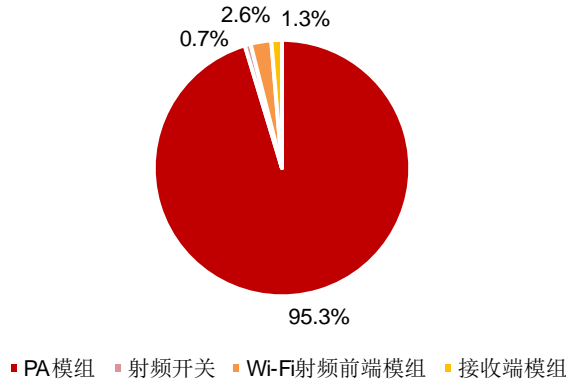
图 5：公司归母净利润及 yoy


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

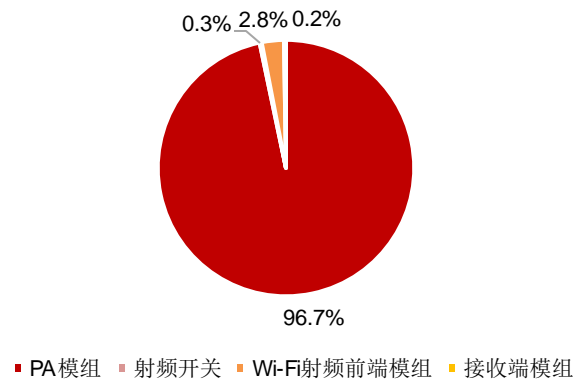
公司业务主要分为：**PA 模组、射频开关、Wi-Fi 射频前端模组、接收端模组。**

1) 从营收结构来看：2021 年，公司主营业务实现收入 35.1 亿元，其中 PA 模组/射频开关/Wi-Fi 射频前端模组/接收端模组业务分别实现收入 33.0/0.5 亿元，营收占比分别为 95.3%/0.7%/2.6%/1.3%，较上年同期 -3.9pp/+0.1pp/+2.5pp/+1.3pp，PA 模组是

公司营业收入的主要来源。**2) 从毛利结构来看:** 2021H1, PA 模组/射频开关/Wi-Fi 射频前端模组/接收端模组业务的毛利率分别为 26.5%/7.7%/46.2%/29.6, 毛利占比分别为 96.7%/0.3%/2.8%/0.2%。

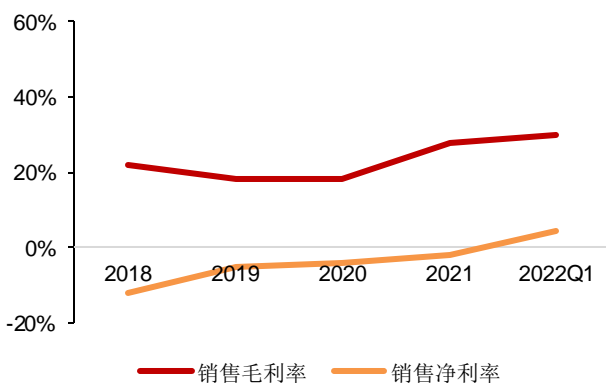
图 6: 公司 2021 年主营业务收入占比


数据来源: Wind, 西南证券整理

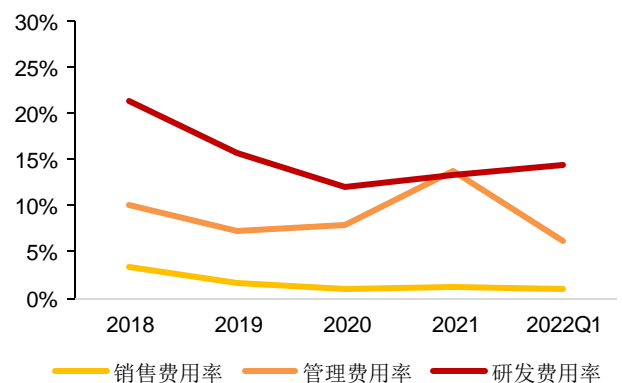
图 7: 公司 2021 年上半年主营业务毛利占比


数据来源: Wind, 西南证券整理

利润率逐渐改善, 费用管控优化。**1) 利润率方面:** 近年来, 随着公司 5G PA 模组收入占比增加、产品竞争力增强以及总体销售价格提升, 公司盈利水平逐渐改善。**2018-2021 年,** 公司销售毛利率从 21.9% 上升至 27.8%, 销售净利率为从 -11.9% 改善为 -2.0%。**2022Q1,** 公司毛利率进一步提升至 29.9%; 净利率由负转正为 4.3%。**2) 费用率方面:** **2021 年,** 公司销售/管理/研发费用率分别为 1.2%/13.7%/13.3%, 同比+0.3pp/+5.8pp/+1.2pp。**2022Q1,** 公司销售/管理/研发费用率分别为 1.1%/6.2%/14.3%, 同比-0.2pp/-3.9pp/+3.2pp。近年来, 公司保持高研发投入, 2018-2021 年研发费用分别为 0.6/0.9/2.2/4.7 亿元, 占公司营业收入的比例分别为 21.4%/15.8%/12.1%/13.3%, 研发投入金额逐年增加但占比呈下降趋势, 主要系研发投入增速小于销售规模增速所致。

图 8: 公司毛利率和净利率情况


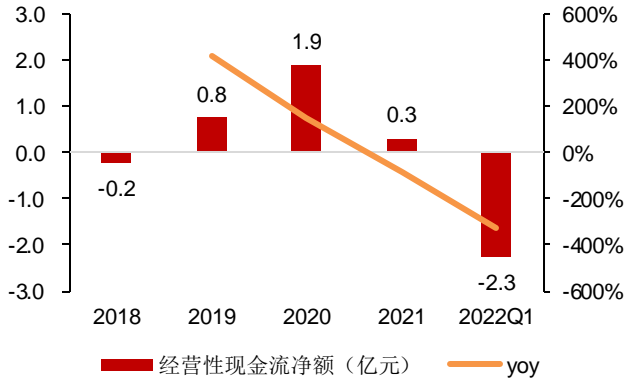
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 9: 公司费用率情况


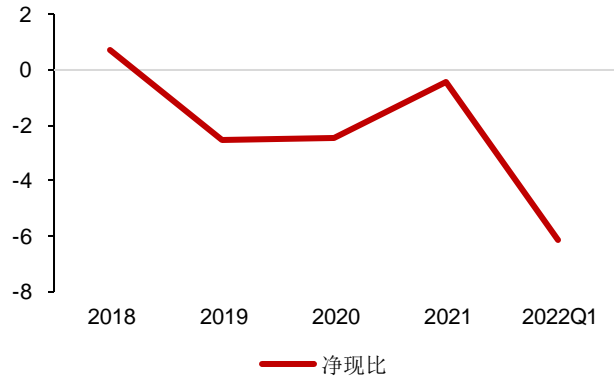
数据来源: Wind, 西南证券整理

经营性现金流净额波动较大, 净现比受归母净利润影响仍然为负。**1) 经营活动现金流净额:** 近年来, 公司经营活动现金流不稳定, 波动较大。**2021 年,** 公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期有所下降, 为 0.3 亿元, 主要原因研发投入加大、库存储备增加导致采购款支付金额快速增长、公司直销规模扩大使得应收账款规模增加。**2022Q1,**

公司经营活动产生的现金流量净额大幅减少，由正转负，为-2.3 亿元，主要系原材料采购规模进一步增加使得采购金额增长所致。2) **净现比**：2018-2021 年，受归母净利润常年为负的影响，公司净现比多为负值；**2022Q1**，叠加经营性现金流大幅下降，净现比进一步下降至-6.2。

图 10：公司经营活动现金流情况及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 11：公司净现比


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：公司 PA 模组与下游手机品牌客户与 ODM 厂商均有稳定合作，有望在持续进一步吃透 4G PA 领域的同时，通过 5G L-PAMiF 加速国产替代。假设公司 PA 模组在 2022-2024 年销量同比增长 25%、25%、25%，对应毛利率分别为 30%、31%、32%。

假设 2：射频开关市场虽竞争激烈，但公司射频开关及体量均占比较小，未来随着份额的逐渐提升，预计公司开关业务营收增速以及毛利率稳定。假设公司射频开关在 2022-2024 年销量同比增长 30%、20%、15%，对应毛利率分别为 15%、15%、15%。

假设 3：随着公司面向 Wi-Fi6 通信技术的新产品占比提升，营收和毛利率有望均进一步提升。假设公司 WiFi 射频前端模组在 2022-2024 年销量同比增长 40%、30%、25%，对应毛利率分别为 50%、51%、52%。

假设 4：公司部分接收端模组已向头部手机厂商批量出货，由于其体量仍然较小，预计未来将会有较大提升。假设公司接收端模组在 2022-2024 年销量同比增长 50%、40%、30%，对应毛利率分别为 51%、52%、53%。

假设 5：其他业务稳定增长。假设其他业务在 2022-2024 年销量同比增长 50%、40%、25%，对应毛利率分别为 50%、50%、50%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入毛利率如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
PA 模组	收入	3341.2	4176.5	5220.6	6525.8
	增速	86.0%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	27.0%	30.0%	31.0%	32.0%
射频开关	收入	26.0	33.8	40.5	46.6
	增速	112.4%	30.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
WiFi 射频前端模组	收入	91.6	128.2	166.7	208.4
	增速	4094.4%	40.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	47.0%	50.0%	51.0%	52.0%
接收端模组	收入	46.8	70.3	98.4	127.9
	增速	---	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	50.0%	51.0%	52.0%	53.0%
其他业务	收入	2.9	4.4	6.1	7.6
	增速	---	50.0%	40.0%	25.0%
	毛利率	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	3508.6	4413.2	5532.4	6916.4
	增速	93.8%	25.8%	25.4%	25.0%
	毛利率	27.8%	30.8%	31.9%	32.9%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取了行业内 4 家主流可比公司，分别是卓胜微、韦尔股份、乐鑫科技、艾为电子，2022 年 4 家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 32 倍，2023 年 4 家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 23 倍。

我们预计 2022-2024 年，公司营收分别为 44.1/55.3/69.2 亿元，归母净利润分别为 5.0/6.7/8.3 亿元，EPS 分别为 1.24/1.67/2.09 元。考虑到公司在 PA 模组领域的多年实力、稳定的手机品牌和 ODM 厂商客户群体、以及 L-PAMiF 等高集成度 5G PA 模组量产后的持续渗透，我们给予公司 2022 年 45 倍 PE，对应目标价 55.80 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)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300782.SZ	卓胜微	182.82	6.40	7.35	9.36	11.18	51.06	24.88	19.54	16.35
603501.SH	韦尔股份	147.11	5.11	6.58	8.33	10.02	60.80	22.36	17.65	14.68
688018.SH	乐鑫科技	101.90	2.48	3.60	5.05	6.51	76.77	28.31	20.19	15.64
688798.SH	艾为电子	134.03	1.74	2.59	3.89	5.47	124.35	51.68	34.49	24.51
平均值							78.25	31.81	22.97	17.80

数据来源：Wind, 西南证券整理 (数据截至 2022/5/5 收盘)

3 风险提示

- 1) 研发进展不及预期风险；
- 2) 需求进一步下调风险；
- 3) 产品迭代加速风险；
- 4) 竞争加剧风险；
- 5) 外采滤波器易受供应链波动影响风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3508.56	4413.18	5532.39	6916.35	净利润	-68.42	495.98	667.04	834.92
营业成本	2534.48	3053.02	3768.68	4641.14	折旧与摊销	43.81	28.18	28.18	28.18
营业税金及附加	6.53	8.40	10.41	13.09	财务费用	11.22	8.83	11.06	0.00
销售费用	43.75	35.31	55.32	69.16	资产减值损失	1.09	0.00	0.00	0.00
管理费用	480.87	785.55	984.77	1314.11	经营营运资本变动	-569.63	12.25	-87.61	-205.46
财务费用	11.22	8.83	11.06	0.00	其他	613.62	3.88	0.65	0.32
资产减值损失	1.09	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	31.71	549.12	619.32	657.96
投资收益	5.79	0.00	0.00	0.00	资本支出	-136.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-85.59	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	-222.52	0.00	0.00	0.00
营业利润	14.21	522.09	702.15	878.86	短期借款	-40.64	-38.82	0.00	0.00
其他非经营损益	1.60	0.00	0.00	0.00	长期借款	52.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	15.81	522.09	702.15	878.86	股权融资	607.25	75.35	0.00	0.00
所得税	84.22	26.10	35.11	43.94	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-68.42	495.98	667.04	834.92	其他	-540.40	-72.72	-11.06	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	78.47	-36.19	-11.06	0.00
归属母公司股东净利润	-68.42	495.98	667.04	834.92	现金流量净额	-119.45	512.93	608.26	657.96
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	381.15	894.08	1502.34	2160.30	成长能力				
应收和预付款项	228.86	318.21	404.30	497.63	销售收入增长率	93.80%	25.78%	25.36%	25.02%
存货	1073.95	1205.26	1418.68	1769.51	营业利润增长率	119.48%	3575.15%	34.49%	25.17%
其他流动资产	57.20	77.18	95.70	119.83	净利润增长率	11.98%	824.95%	34.49%	25.17%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	366.14%	707.44%	32.61%	22.34%
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	190.03	169.21	148.39	127.57	毛利率	27.76%	30.82%	31.88%	32.90%
无形资产和开发支出	26.08	23.32	20.55	17.78	三费率	15.27%	18.80%	19.00%	20.00%
其他非流动资产	82.11	77.51	72.92	68.33	净利率	-1.95%	11.24%	12.06%	12.07%
资产总计	2039.38	2764.78	3662.89	4760.94	ROE	-6.23%	29.68%	28.53%	26.31%
短期借款	38.82	0.00	0.00	0.00	ROA	-3.35%	17.94%	18.21%	17.54%
应付和预收款项	730.21	979.23	1216.44	1476.67	ROIC	-14.87%	41.56%	51.08%	53.04%
长期借款	52.25	52.25	52.25	52.25	EBITDA/销售收入	1.97%	12.67%	13.40%	13.11%
其他负债	119.29	62.30	56.15	59.06	营运能力				
负债合计	940.57	1093.78	1324.84	1587.98	总资产周转率	2.17	1.84	1.72	1.64
股本	360.00	400.08	400.08	400.08	固定资产周转率	28.86	24.57	34.84	50.13
资本公积	942.71	1018.06	1018.06	1018.06	应收账款周转率	20.89	18.23	17.14	17.13
留存收益	-203.05	252.86	919.90	1754.82	存货周转率	3.41	2.67	2.86	2.90
归属母公司股东权益	1098.81	1671.00	2338.04	3172.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.82%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1098.81	1671.00	2338.04	3172.96	资产负债率	46.12%	39.56%	36.17%	33.35%
负债和股东权益合计	2039.38	2764.78	3662.89	4760.94	带息债务/总负债	9.68%	4.78%	3.94%	3.29%
					流动比率	2.02	2.46	2.75	3.01
					速动比率	0.77	1.27	1.61	1.84
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	-0.19	1.24	1.67	2.09
					每股净资产	2.75	4.18	5.84	7.93
					每股经营现金	0.08	1.37	1.55	1.64
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	69.24	559.10	741.40	907.04					
PE	-236.84	36.31	27.00	21.57					
PB	16.39	10.78	7.70	5.68					
PS	5.13	4.08	3.25	2.60					
EV/EBITDA	230.23	30.64	22.28	17.49					
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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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东路166号中国保险大厦20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：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn