

去库见效，黎明将至

——2023年家电行业海外专题报告（二）

行业评级：看好

2023年5月27日

分析师	闵繁皓
邮箱	minfanhao@stocke.com.cn
证书编号	S1230522040001

01

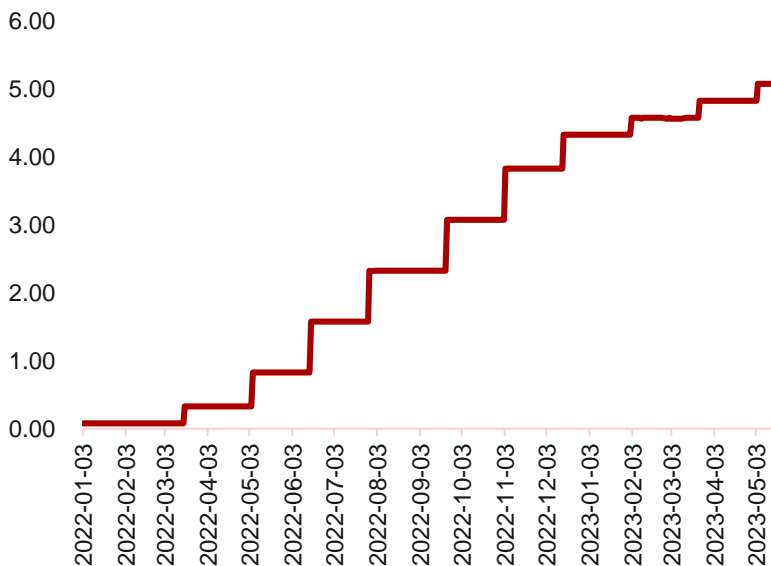
**北美零售商库存见效，
23Q1出口降幅收窄**

- 通胀收窄，加息力度放缓，美国消费景气仍有压力。

1) 自2022年初以来，美联储加息，联邦基金利率从22年初的0.08%提升至23年2月的4.58%，共提升450 bp。考虑到美国通货膨胀开始收窄，23年2月以来美联储加息的力度也相应放缓（2023年5月加息25 bp）。2) 高通胀+强加息压制消费需求，美国消费者自2023年初以来持续下滑。根据Wind数据，2023年5月美国消费者信心指数下滑至57.7，相比年初下降7.2。

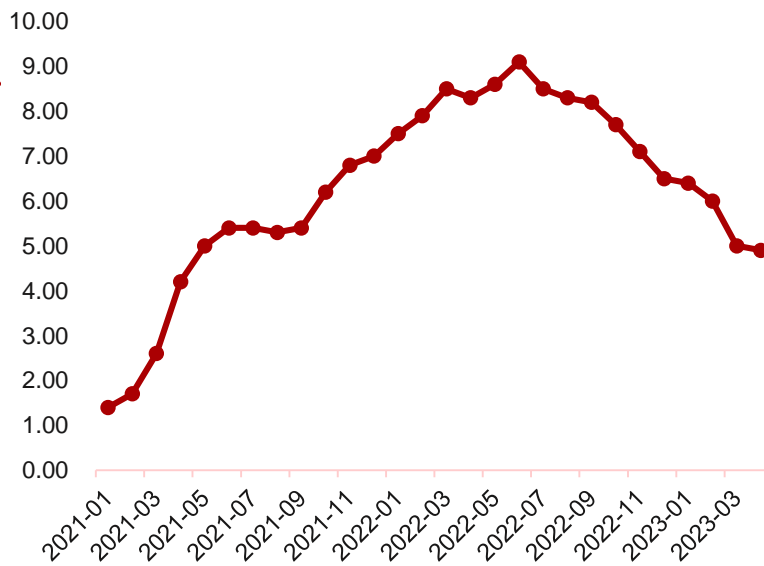
图：截至2023年5月，美国联邦利率为5%

美国:联邦基金利率(日)



图：2023年以来美国通胀持续收窄

美国CPI同比



图：美国消费者信心指数下滑

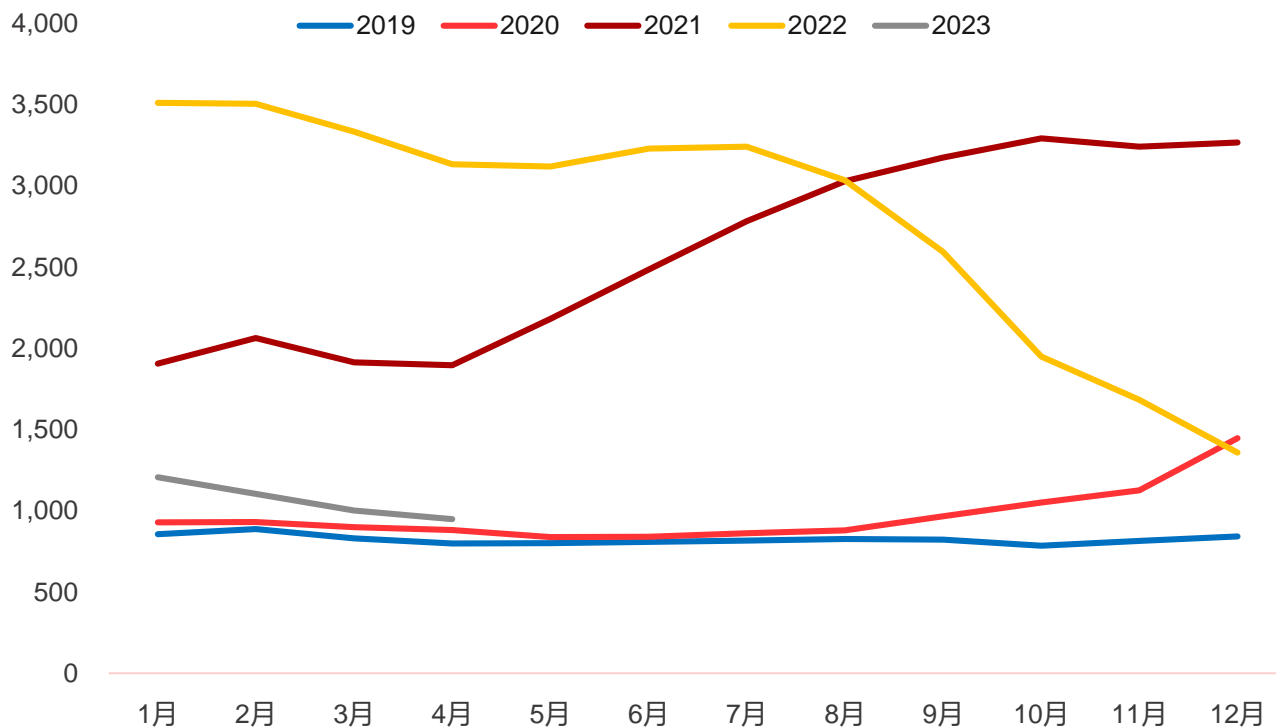
美国消费者信心指数



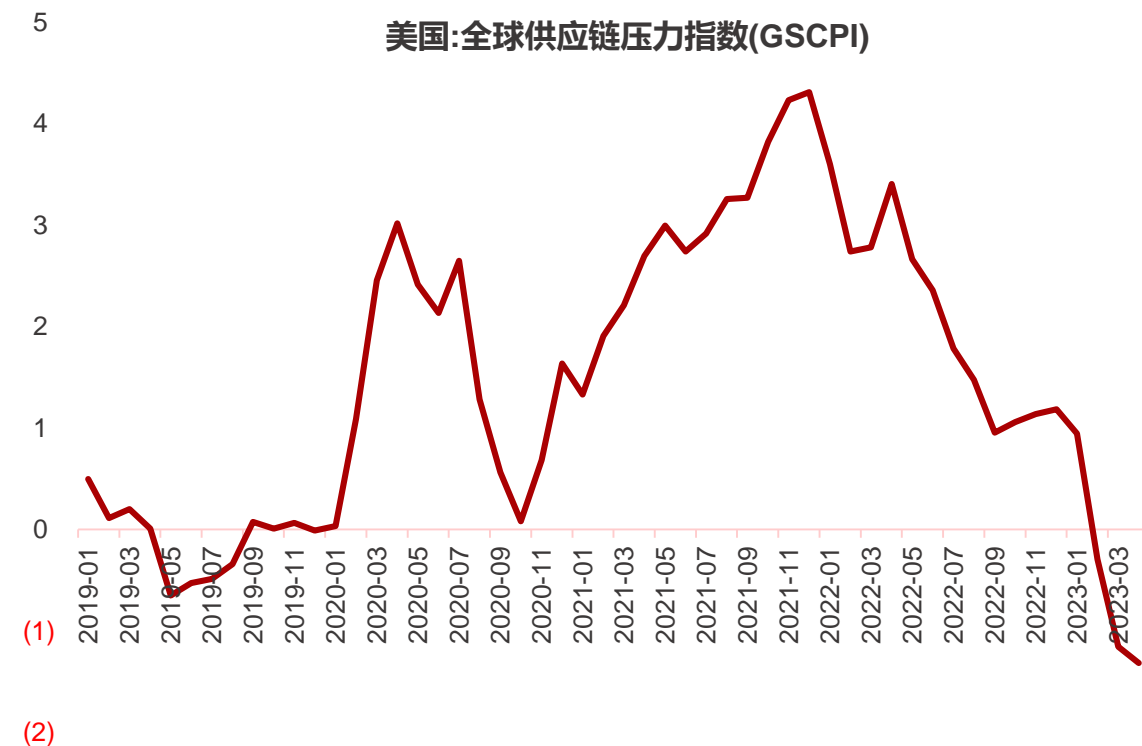
□ 供给端处于触底阶段，美国供应链压力指数回撤

- 美国国内制造业订单开始回升，中国出口短期阵痛触底，2023年以来美国全球供应链压力指数大幅回撤。
- 在当前情况下，传统的港口集装箱吞吐对出口的指示作用有所减弱，中期来看，我国港口空集装箱去化、欧美国家重箱进口边际好转或可作为我国出口相较可靠的高频映射。

图：目前中国出口集装箱运价综合指数处于相对低位



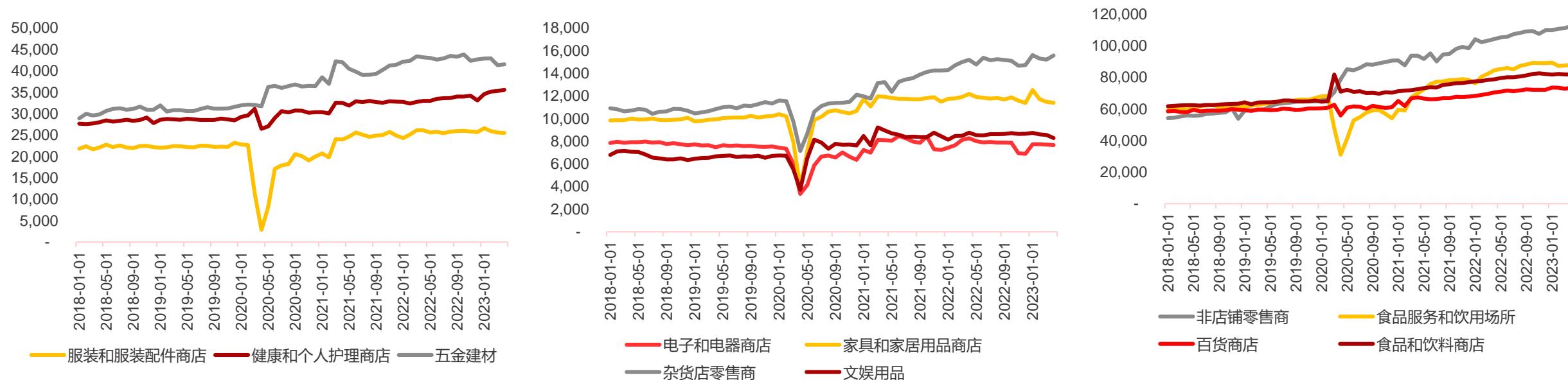
图：美国供应链压力指数回撤



□ 人均工资持续提升，并且美国各类消费零售额稳定，居民消费能力或被低估。

目前来看，美国各类消费品零售额超过疫情前水平，并且自2023年以来保持稳定。家电消费没有达到疫情前的水平，主要是线上化+降价促销+疫情透支使得电子和电器导致恢复较慢，但已经企稳。

图：美国可选消费零售额基本稳定，线上化+降价促销+疫情透支是的电子和电器回复较慢，但已经企稳

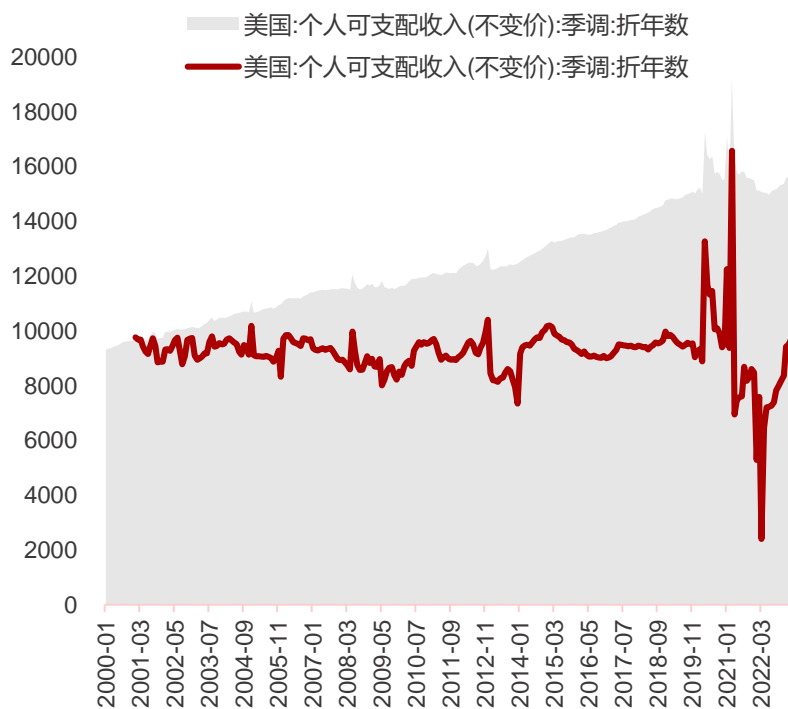


资料来源：美国国家统计局，浙商证券研究所，注：以上单位为百万美元

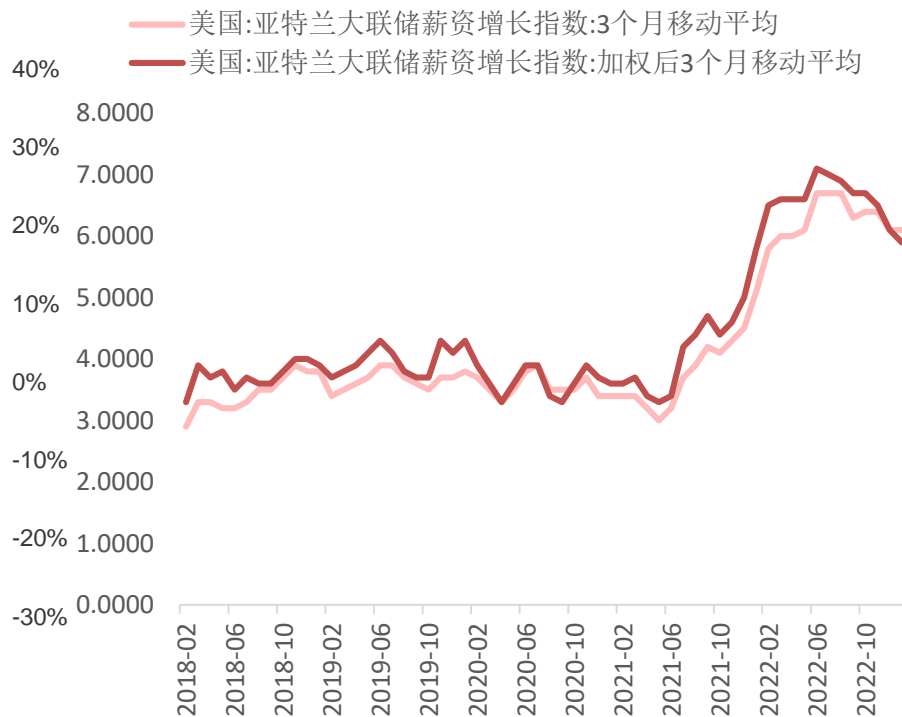
美国居民消费能力或被低估

常规情况下，通胀对需求的抑制是来自于物价飞涨和薪资调整的滞后带来的。截至23年4月，美国非农业职位空缺数为959万人，在就业率保持较高水平的情况下，当前劳动力紧缺推动美国人均工资上涨。

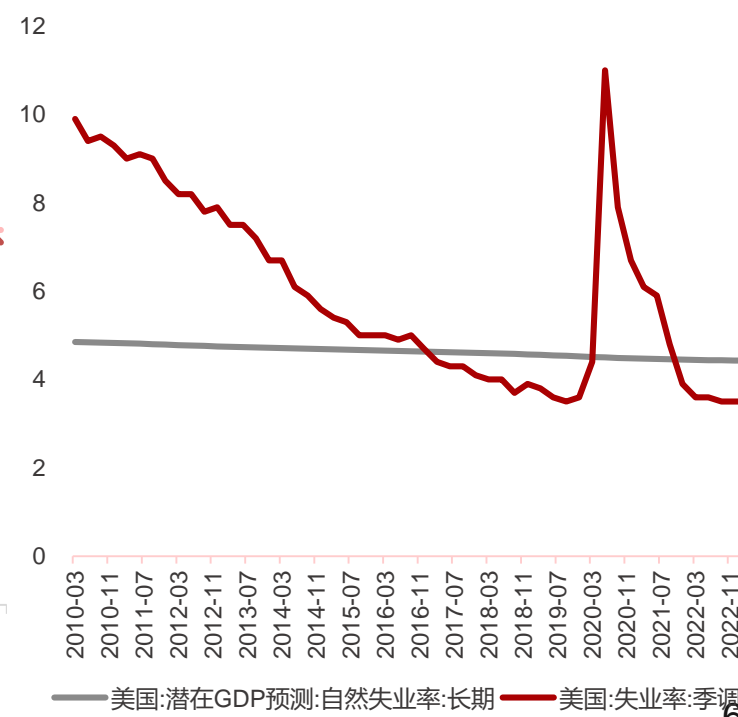
图：2022年中以来，美国人均工资持续上升（单位：美元/月）



图：美国个人名义工资仍保持较高增幅



图：目前美国失业率低于长期自然失业率



资料来源：美国国家统计局，浙商证券研究所

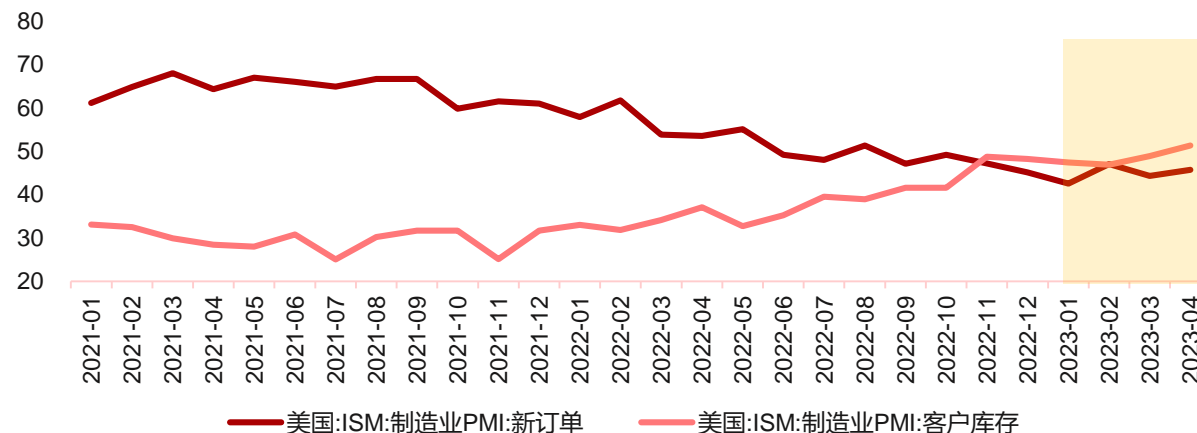
23Q1美国家电零售商去库见效

美国制造业订单开始有起色，重点家电零售商库存Q1环比下降。

1) 随着美国渠道库存去化，制造业新订单开始有所起色。根据美国统计局数据，23年4月美国制造业新订单相比23年初增长8%，而客户库存水平也增长8%。

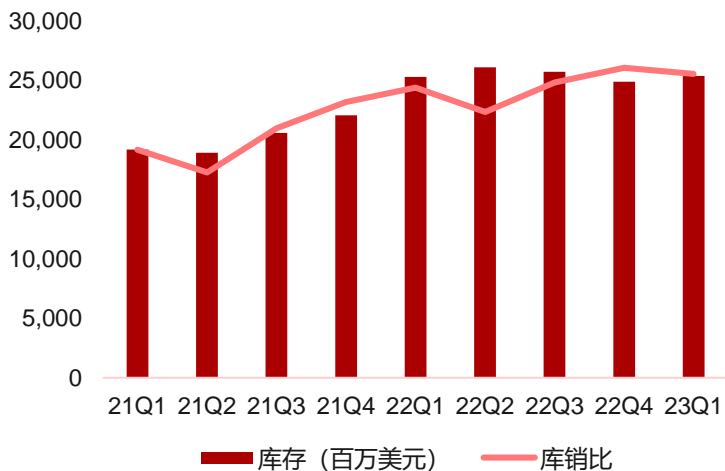
2) 美国三大家电零售商百思买、劳氏、家得宝去库存取得阶段性成果，持续推动去库存有助于订单未来向上游回流。截至2022Q4，百思买、劳氏、家得宝的库存分别环比-30%、-2%、-2%，若还原通货膨胀的影响，渠道去库存效果或更加明显。

图：自2023年初，制造业订单开始上升



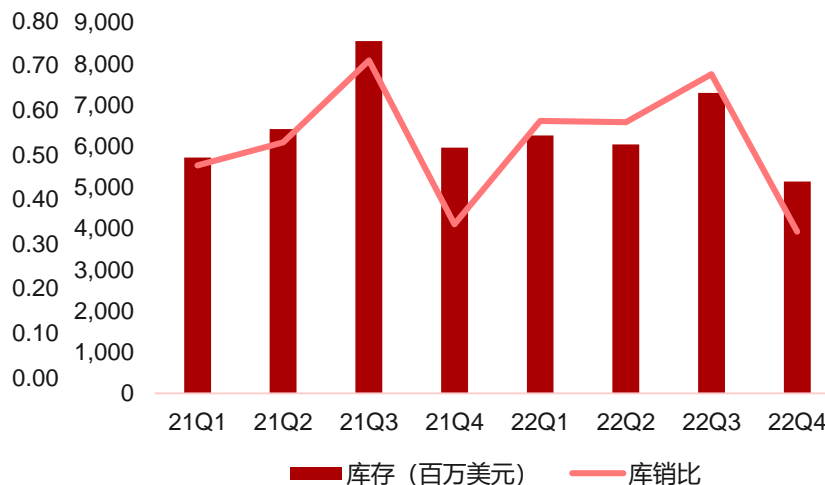
图：家得宝22Q4库存环比-2%，同比+13%

家得宝库存及同比变化



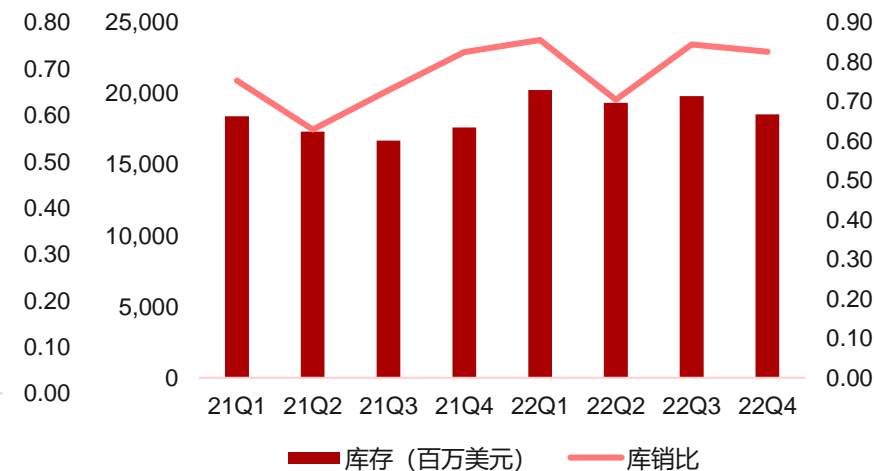
图：百思买22Q4库存环比-30%，同比-14%

百思买库存及同比变化



图：劳氏22Q4库存环比-2%，同比+5%

劳氏库存及同比变化

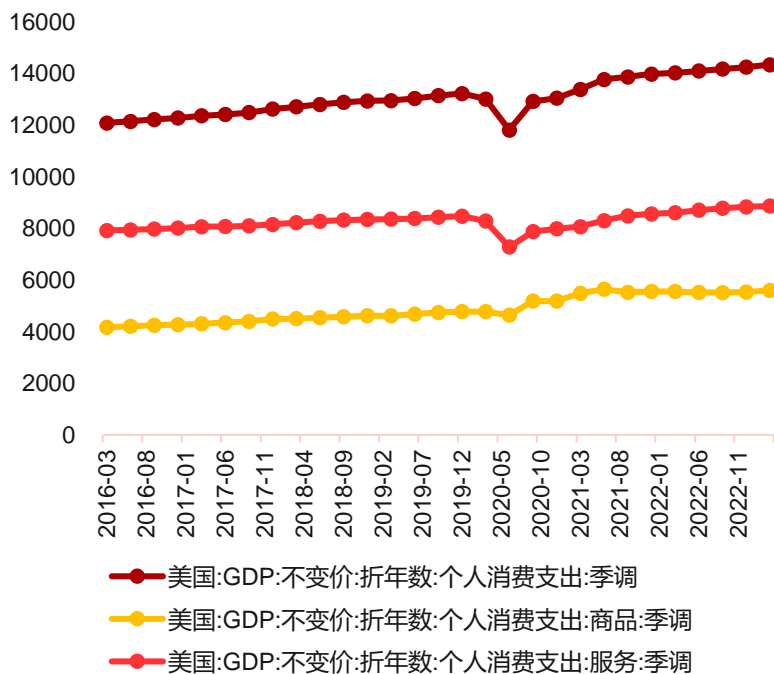


海外家电消费：22年家电终端零售不悲观，23Q1商品占GDP比重环比提升

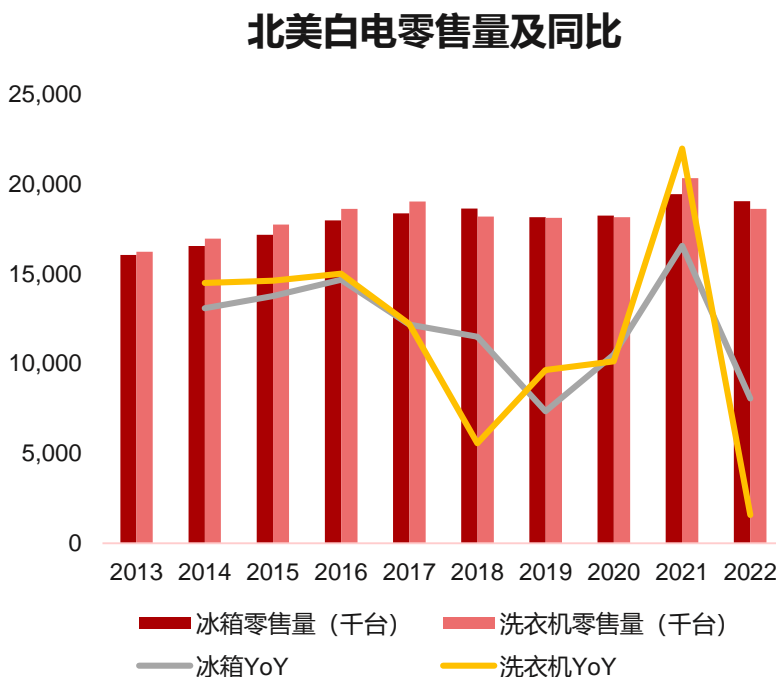
美国家电终端零售不悲观，23Q1商品占消费GDP的比重环比提升。

- 从终端零售来看，22年家电消费没有大幅度下滑。根据欧睿国际数据，2022年北美冰箱、洗衣机的终端零售量分别同比-2%、-8%，而大型厨电和厨房小家电的零售量基本持平。
- 2022年美国商品消费支出GDP增长压力较大，2023年商品在消费GDP的占比提升。1) 根据美国经济分析局数据，美国个人消费支出GDP在2022年全年仍然保持正增长，商品消费GDP增长压力较大，而服务消费增速明显快于商品消费。2) 截至23Q1，美国商品消费的GDP占比为39.12%，环比提升0.24 pct，商品消费的压制因素开始边际缓解，消费或服务开始转向商品。

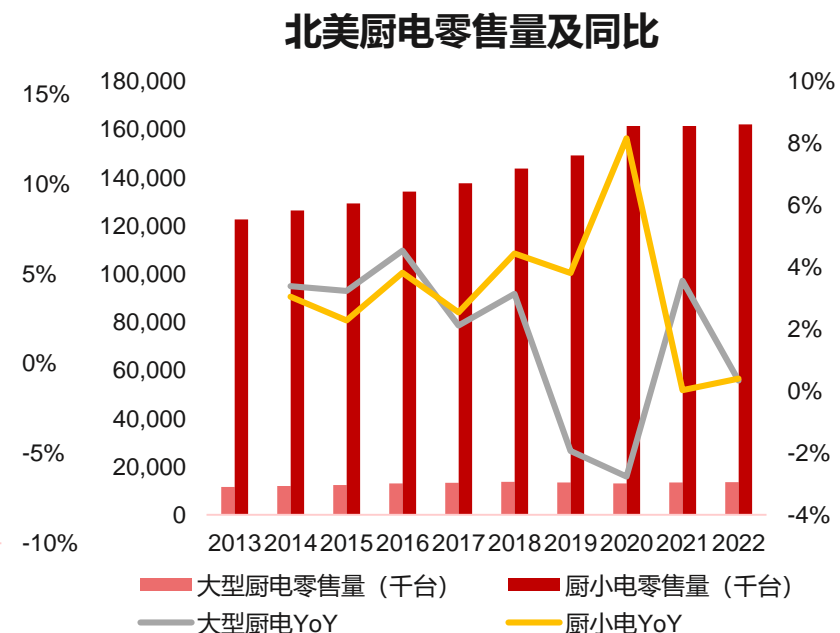
图：美国分消费和服务个人消费支出GDP



图：22年北美冰洗终端零售量个位数下滑



图：22年北美厨电零售量基本持平



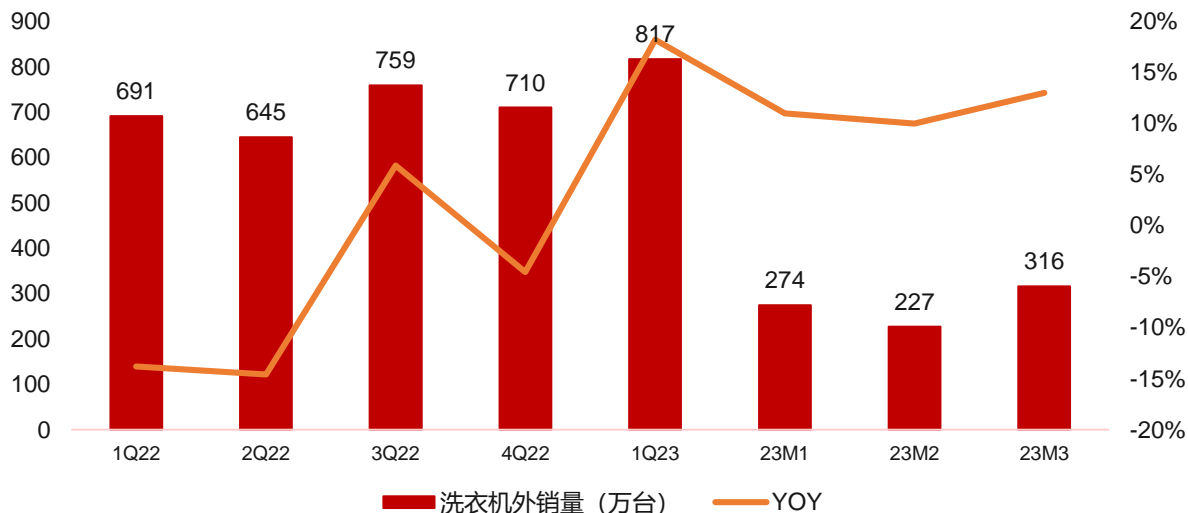
23Q1冰箱外销降幅收窄，洗衣机表现亮眼

- **23Q1冰箱、空调出口仍有压力，洗衣机表现亮眼。**根据产业在线数据，23Q1冰箱、洗衣机、空调出口量分别同比-10%、+18%、-5%，其中冰箱降幅环比收窄8 pct。
- 22年海外终端需求承压+库存压力突出，各大零售商进入主动去库阶段。考虑到产业链从下游传导到上游的牛鞭效应，国内代工企业的出口量大幅下滑。
- 23Q1以来，虽然终端需求表现稳定，海外渠道去库见效后，冰箱出口降幅环比明显改善，洗衣机则恢复至正增长，空调有望在Q2转正。

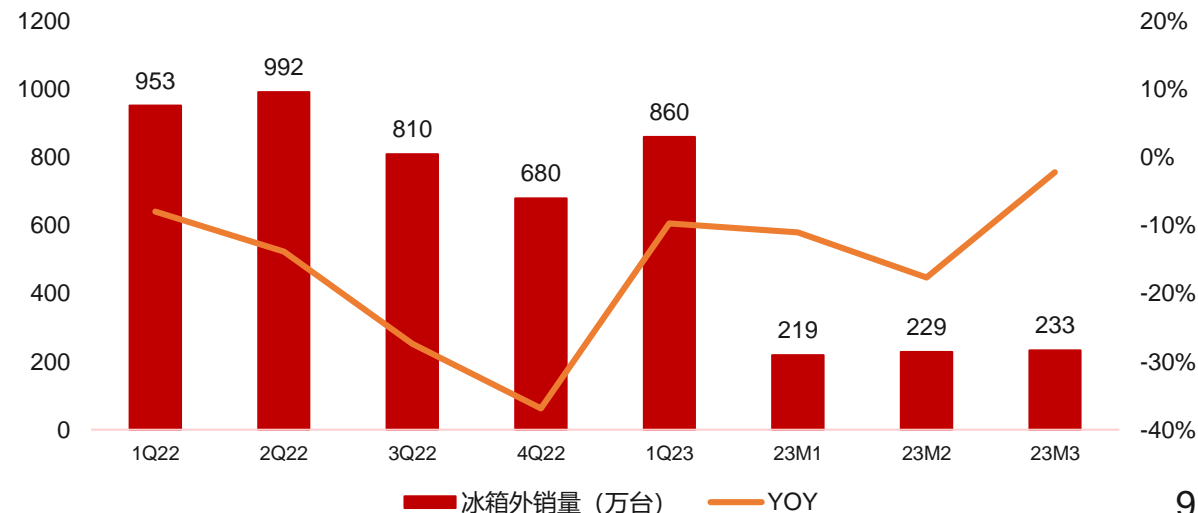
图：23Q1空调行业出口同比-5%



图：23Q1洗衣机行业出口同比+18%



图：23Q1冰箱行业出口同比-10%



小家电出口虽整体承压，但延续逐月修复态势

- 小家电出口整体延续增长态势，其中电炒锅、电饭锅、榨汁机、吸尘器4月出口额分别同比+47%、+21%、+16%、+9%。
- 我们预计4月各品类出口额改善的主要原因为：1) 海外需求改善带动出口量回暖（电炒锅销量+30%/电饭锅销量+7%/电烤箱销量+5%）。2) 美元升值影响（4月末美元兑人民币汇率较去年同期+5%）。

表：小家电出口同比增速正在逐季度改善

出口额YOY	23M1	23M2	23M3	23M4	23Q1	23M1-4
电饭锅	-7.71%	19.71%	56.66%	20.83%	19.33%	19.72%
电咖啡机或茶壶	-29.77%	-34.72%	17.61%	-23.79%	-17.10%	-19.06%
电烤箱	-15.62%	-28.72%	4.70%	2.16%	-12.54%	-8.91%
多士炉	-22.65%	-49.07%	2.87%	-19.05%	-22.00%	-21.16%
吸尘器	-13.82%	-20.14%	11.14%	9.25%	-7.40%	-3.21%
电炒锅	1.57%	40.06%	67.31%	46.71%	30.03%	33.64%
榨汁机	-9.77%	-26.88%	43.30%	16.24%	1.73%	5.52%
出口量YOY	22M1	22M2	22M3	22M4	23Q1	23M1-4
电饭锅	-14.07%	2.41%	20.96%	7.24%	1.37%	2.88%
电烤箱	-23.10%	-28.29%	-4.22%	5.11%	-17.92%	-12.29%
多士炉	-19.16%	-47.89%	5.77%	-18.84%	-18.98%	-18.94%
电炒锅	1.24%	8.88%	27.12%	29.57%	11.51%	15.19%

注：销售额YOY按照美元口径销售额计算。

02

海外家电上市公司一季 报总结

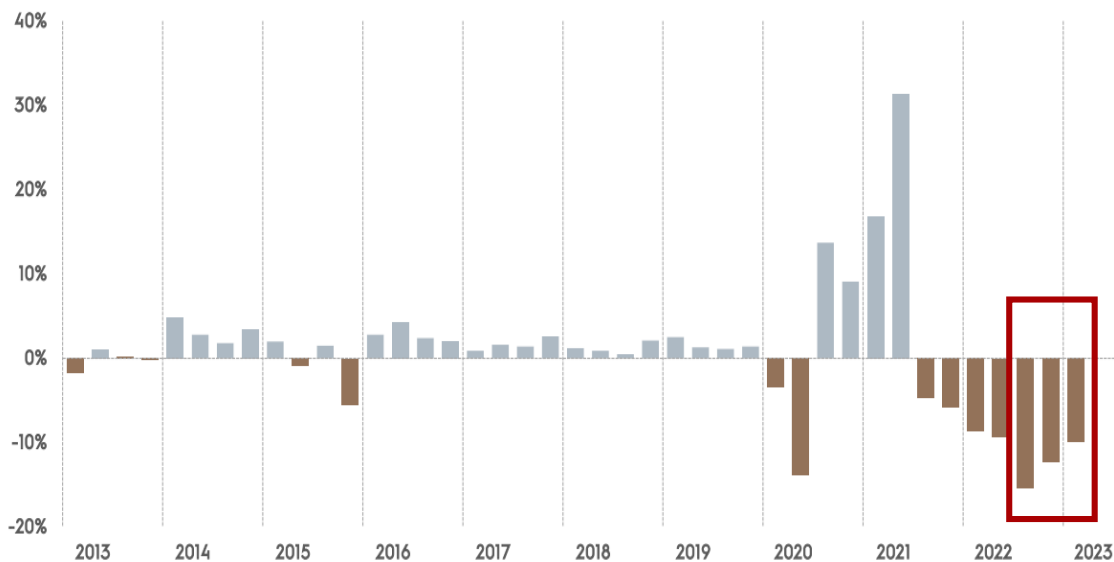
23Q1欧美家电出货量降幅收窄，美国白电龙头维持此前对行业的判断

□ 海外家电出货端23Q1降幅收窄，行业预期不变

- 根据伊莱克斯的公告，**欧洲和美国家电23Q1同比降幅收窄**。目前来看，同比降幅的收窄的主因是同比基数的降低，后续随着欧美通胀的收缩，以及消费修复，且同比基数持续走低，我们预计欧美家电同比降幅有望持续收窄。
- 根据惠而浦公告，惠而浦对全年各地区行业需求的判断保持不变，预计2023年北美、EMEA家电行业预期增速为-6%~-4%。

图：23Q1欧洲家电出货量同比降幅环比收窄（俄罗斯除外）

Total European shipments, quarterly unit comparison y-o-y



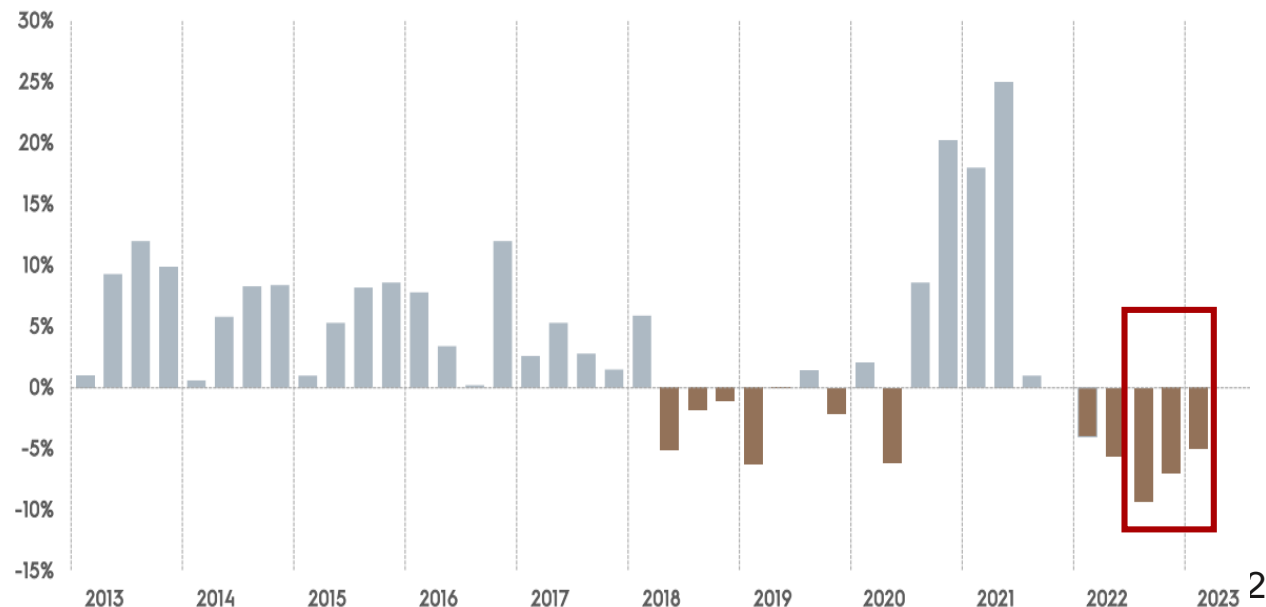
Source: Electrolux estimates. As from Q1 2020, Russia is excluded.

表：2023年家电行业预期增速

	2023年家电行业预期增速
北美	-6%~-4%
EMEA	-6%~-4%
拉美	-3%~-1%
亚洲	2%~4%

图：23Q1美国家电出货量同比降幅环比收窄

U.S. shipments, quarterly unit comparison y-o-y



*Source: Based on the AHAM Factory Shipment Report. Q1 2023 is a comparison of weeks between January 1 - April 1, 2023, vs January 1 - April 2, 2022. Core appliances include AHAM 6 (Washers, Dryers, Dishwashers, Refrigerators, Freezers, Ranges, and Ovens) and Cooktops.

□ 23Q1收入表现普遍反弹，盈利能力受通胀影响有所修复

- **23Q1海外家电企业收入普遍反弹。**1) 其中，以惠而浦、伊莱克斯、AO史密斯为代表的传统家电制造商经营压力有所缓解，欧美市场收入环比提高（伊莱克斯列报货币为瑞典克朗）。我们预计随着海外通胀下行，原材料成本下降，家电企业盈利能力将持续回暖。2) 商用暖通持续走强，开利、江森自控等商用暖通公司收入同比正增长。3) 伊莱克斯、AO史密斯的收入同比上升，惠而浦收入降幅收窄。
- **海外通胀收窄影响，家电企业盈利能力有所修复。**受到海外通胀收窄、成本压力边际缓解，各家电企业的盈利能力环比有所修复。

表：各家电企业北美/美国地区收入增速（列报货币口径）

收入YoY	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
惠而浦	22%	5%	3%	-8%	-2%	-8%	-14%	-2%
伊莱克斯	19%	-6%	7%	10%	17%	24%	12%	16%
江森自控	10%	5%	6%	6%	10%	9%	10%	13%
开利	30%	2%	16%	18%	11%	11%	9%	3%
AO史密斯	26%	21%	27%	32%	23%	-1%	-3%	3%
iRobot	40%	5%	-29%	33%	-29%	-32%	-22%	-53%

表：各家电企业分季度EBIT%（列报货币口径）

EBIT%	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
惠而浦	11%	11%	9%	10%	9%	5%	3%	6%
伊莱克斯	7%	5%	4%	5%	2%	0%	-6%	1%
江森自控	13%	13%	9%	8%	9%	11%	9%	10%
开利	14%	15%	9%	13%	14%	14%	8%	10%
AO史密斯	18%	18%	17%	16%	17%	17%	17%	19%
iRobot	0%	10%	-9%	-6%	-25%	-24%	-17%	-50%

表：各家电企业欧洲/EMEA地区收入增速（列报货币口径）

收入YoY	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
惠而浦	49%	0%	0%	-7%	-19%	-28%	-27%	-18%
伊莱克斯	32%	-3%	4%	-1%	-3%	-7%	-11%	-2%
江森自控	32%	10%	1%	3%	-5%	-2%	2%	8%
开利	51%	8%	2%	-25%	-23%	-28%	-22%	14%
iRobot	29%	15%	-2%	-44%	-39%	-60%	-26%	-29%

海外主要的家电上市公司23Q1业绩基本符合管理层预期，大部分公司维持此前2023年的指引。其中，暖通空调龙头特灵科技（Trane）、大金工业（Daikin）上调指引，全球热水器制造企业AO史密斯（AOS）也上调指引。

表：海外重点上市公司业绩增速及指引变化

公司名称	主营业务	财务指标	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022A	2023F	23年指引相较22Q4调整方向
Whirlpool	白电、厨电、小家电	收入yoy	-8%	-4%	-13%	-15%	-6%	-10%	预计FY2023营业收入约为194亿美元，同比下降1%至2% 按GAAP和持续基准计算，摊薄每股收益为16.00美元至18.00美元 经营活动现金流约为14亿美元，自由现金流约为8亿美元 GAAP和调整后（非GAAP）税率为14%至16%	维持
		净利润yoy	-28%	-164%	-70%	-638%	-156%	-185%		
Carrier	HVAC	收入yoy	-1%	-4%	2%	-1%	13%	-1%	公司预计FY2023营业收入约220亿美元，有机增长率水平约为中等个位数； 调整后营业利润率约14%，其中包括了50bps的TCC负面影响； 调整后每股收益约2.50~2.60美元，约高单位数到低双位数的增长； 自由现金流约19亿美元	维持
		净利润yoy	259%	18%	180%	-17%	-73%	112%		
Trane	HVAC	收入yoy	11%	9%	18%	14%	9%	13%	公司预计FY2023营业收入同比增长9~10%，有机营收增长率约7~8%； 预计GAAP持续每股收益约8.2~8.4美元，调整后持续每股收益约8.3~8.5美元	上调
		净利润yoy	11%	10%	35%	38%	18%	23%		
JCI	温控、空调、机械设备和能源领域	收入yoy	10%	9%	4%	5%	4%	7%	FY2023有机营收同比增长率约高单位数至低双位数水平； 调整后EBITDA利润率约同比提升90~120基点； 调整后每股收益约3.30~3.60美元，同比增长10-20%	维持
		净利润yoy	-16%	-97%	-34%	183%	-69%	-6%		
LENNOX	空调及制冷设备	收入yoy	9%	10%	17%	13%	4%	13%	公司维持先前FY2023业绩指引水平，预计营业收入同比持平至+4%，GAAP和调整后每股收益约14.25~15.25美元，自由现金流约2.5亿~3.5亿美元，CAPEX约2.5亿美元，税率约19~21%	维持
		净利润yoy	-1%	4%	12%	13%	17%	7%		
AOS	热水装置	收入yoy	27%	12%	-4%	-6%	-1%	6%	预计FY2023净销售额同比持平（+/-2%）。摊薄每股收益约3.20~3.40美元，调整后每股收益约3.30~3.50美元。	上调
		净利润yoy	23%	7%	-17%	-186%	6%	-52%		
iRobot	机器人	收入yoy	-4%	-30%	-37%	-21%	-45%	-24%		
		净利润yoy	-508%	1450%	-324%	167%	167%	-1042%		
DAIKIN	空调及制冷设备	收入yoy	24%	21%	38%	30%	23%	25%	FY2023业绩指引：预计销售收入约4.1万亿日元； 预计营业利润4000亿日元； 对归母净利润约2640亿日元；	上调
		净利润yoy	42%	-10%	42%	33%	25%	39%		
LG-H&A	白电	收入yoy	19%	18%	6%	-2%	1%	10%		
		税前利润yoy	-51%	-34%	-54%	-85%	129%	-49%		
Electrolux	白电	收入yoy	4%	11%	14%	1%	9%	7%	营业收入同比增长高于4%，净资产收益率高于20%，营业利润率高于6%，资金周转率高于4倍	维持
		净利润yoy	-39%	-81%	-153%	-422%	-162%	-128%		
Delonghi	小家电	收入yoy	8%	-6%	-5%	-4%	-18%	-2%	调整后的Ebitda在3.7 - 3.9亿欧元之间。	
		净利润yoy	-33%	-78%	-54%	-1%	-24%	-43%		

资料来源：Capital IQ，各公司公告，浙商证券研究所

03

投资建议

表：海外收入占比高、业绩弹性大的相关标的

(单位: 百万元)	2017A	2018H1	2018A	2019H1	2019A	2020H1	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A
美的集团											
外销收入	103,956	58,233	110,408	62,106	116,784	61,834	121,081	73,959	137,654	77,839	142,645
外销占比 (%)	43.0	40.5	42.2	40.2	41.8	44.3	42.4	42.3	40.1	42.4	41.3
外销同比增长	62.4	5.0	6.2	6.7	5.8	-0.4	3.7	19.6	13.7	5.2	3.6
石头科技											
外销收入					581		1,868		3,364		3,484
外销占比 (%)					13.8		41.2		57.6		52.6
外销同比增长							198.4		39.8		3.6
新宝股份											
外销收入	7,041	3,130	7,158	3,282	7,237	3,536	10,175	5,074	11,624	5,447	9,733
外销占比 (%)	85.6	83.2	84.8	81.2	79.3	70.1	77.1	76.4	78.0	76.4	71.1
外销同比增长	14.3	-6.0	1.7	4.9	1.1	7.7	40.6	43.5	14.2	7.4	-16.3
苏泊尔											
外销收入	3,975	1,970	4,742	2,184	5,110	2,026	5,727	3,417	7,326	2,847	5,196
外销占比 (%)	28.0	22.3	26.6	22.2	25.7	24.7	30.8	32.7	33.9	27.6	25.8
外销同比增长	13.2	16.8	19.3	10.9	7.8	-7.2	12.1	68.7	27.9	-16.7	-29.1
莱克电气											
外销收入	3,813		3,877		3,601		4,368		5,538		5,909
外销占比 (%)	66.8		66.1		63.1		69.5		69.7		66.3
外销同比增长	22.0		2.7		-6.5		21.5		30.5		6.7
荣泰健康											
外销收入	967		949	520	1,070	490	1,055		1,392		1,125
外销占比 (%)	50.4		41.3	47.4	46.2	55.7	52.2		53.3		56.1
外销同比增长	9.8		-1.9		12.8	-5.8	-1.4		31.9		-19.2

表：2020年以来，相关标的逐季度收入和业绩情况

(单位: 百万元)	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
美的集团											
营业收入	77,694	67,460	82,504	91,306	87,532	79,891	90,381	92,280	87,706	73,551	96,263
同比增长(%)	15.71	17.74	42.22	12.65	12.66	18.43	9.55	1.07	0.20	-7.94	6.51
归母净利润	8,090	5,205	6,469	8,540	8,446	5,118	7,178	8,818	8,474	5,084	8,042
同比增长(%)	32.00	79.77	34.45	-6.33	4.40	-1.66	10.97	3.24	0.33	-0.68	12.04
石头科技											
营业收入	1,203	1,551	1,112	1,236	1,479	2,010	1,360	1,564	1,469	2,236	1,160
同比增长(%)	33.03	31.98	82.01	6.09	22.88	29.62	22.30	26.46	-0.65	11.25	-14.68
归母净利润	439	470	315	337	364	386	343	274	238	328	204
同比增长(%)	123.26	134.20	150.81	0.54	-17.01	-17.80	8.76	-18.66	-34.54	-15.00	-40.42
新宝股份											
营业收入	4,070	4,076	3,210	3,434	4,060	4,209	3,642	3,484	3,591	2,979	2,829
同比增长(%)	46.23	77.37	64.09	11.17	-0.25	3.26	13.46	1.46	-11.54	-29.22	-22.32
归母净利润	479	209	170	144	281	198	178	308	357	118	138
同比增长(%)	72.09	23.76	36.80	-52.96	-41.45	-5.24	4.60	113.90	27.42	-40.47	-22.27
苏泊尔											
营业收入	5,117	5,292	5,136	5,298	5,231	5,920	5,612	4,712	4,657	5,190	4,963
同比增长(%)	1.12	6.76	43.42	15.01	2.22	11.87	9.25	-11.05	-10.98	-12.34	-11.56
归母净利润	414	765	505	361	375	703	538	395	376	759	438
同比增长(%)	1.01	13.97	64.59	0.28	-9.40	-8.16	6.61	9.39	0.16	7.95	-18.63
莱克电气											
营业收入	1,707	2,040	2,013	2,057	1,671	2,205	2,351	2,159	2,228	2,172	1,828
同比增长(%)	20.43	36.77	78.03	46.55	-2.07	8.07	16.79	4.97	33.31	-1.46	-22.25
归母净利润	164	-88	191	141	146	25	211	271	338	162	185
同比增长(%)	12.12	-173.55	114.19	-13.55	-11.05	128.15	10.64	92.46	131.60	554.22	-12.24
荣泰健康											
营业收入	526	615	520	728	617	748	565	537	461	443	386
同比增长(%)	-1.04	-10.15	59.49	31.76	17.14	21.50	8.55	-26.30	-25.26	-40.80	-31.71
归母净利润	61	33	69	72	48	48	58	28	39	39	38
同比增长(%)	-15.88	-61.50	131.82	3.24	-20.36	43.13	-15.02	-60.91	-18.52	-19.23	-35.70

海外渠道去库取得进展，家电出口订单有望回流。根据美国家电经销渠道百思买的财报看，库存基本上回到正常水平，劳氏的库存水平也环比有所改善，3月小家电多品类出口增速转正。此外考虑近期人民币贬值、海运费价格处于低位等因素，成本及费用端压力缓解。

随着海外渠道去库取得进展，部分代工企业订单有所回流，建议关注后续订单转化为收入的弹性。同时，也应关注自主品牌在海外运营的抗风险能力和经营韧性。

推荐标的：美的集团、海尔智家、科沃斯、石头科技、荣泰健康

建议关注：新宝股份、苏泊尔、海信家电

04

风险提示

- 1) **去库存周期持续时间长**：本报告主要分析的是海外主动去库存周期，但主动去库后常伴随被动去库存的过程，若海外零售商被动去库存持续时间过长，对家电企业业绩同样不利。
- 2) **汇率波动**：家电出口通常以美元结算，若汇率出现波动，会对家电企业的汇兑收益造成影响
- 3) **消费需求不及预期**：海外零售商去库存需要通过预判下游消费需求调节库销比，从而控制向上游的提货节奏，若海外消费需求不及预期造成零售商去库存不及预期，则影响也会同样传导到上游制造企业。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>