



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

轻工行业2023年中期投资策略

看好出口和消费边际复苏

西南证券研究发展中心  
轻工研究团队 蔡欣/赵兰亭  
2023年6月

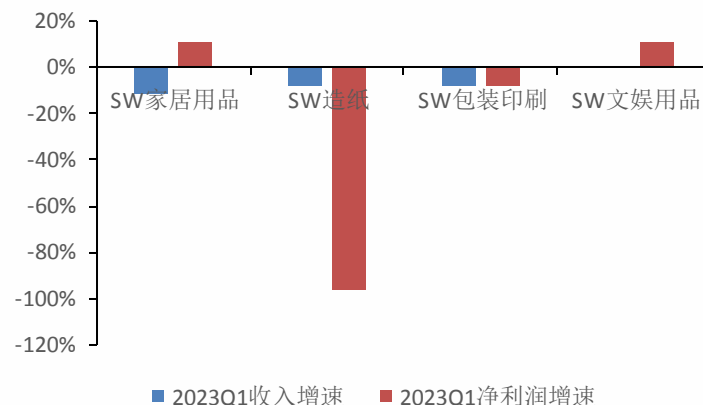
# 核心观点

- **家居**：在保交付政策推动，及地产商积极复工的催化下，竣工增速向好，家具社零增速持续正增长，预计家居企业增速平稳修复。展望后续来看，一方面竣工端稳步改善将在短期内对家具零售市场形成支撑，家居企业订单有望稳步复苏；另一方面，考虑到2020年以来头部品牌扩展新渠道、探索套系化销售模式成效较好，行业集中度有望继续提升。目前家居企业估值回落至较低位置，政策性催化或带动估值修复。
- **出口**：2023年初以来海外渠道库存压力已经有所缓解，经历为期9-12个月去库周期，目前终端渠道有小批量备货、采购新品意愿。出口数据来看，单月家具出口金额2023年2月以来整体有所修复，企业出货量边际改善。一季度各公司报表多现边际改善趋势，基数效应于23Q2开始显现，考虑到国内出口上市公司大客户质地佳，在海外需求偏弱时表现出更强竞争力，建议关注去年增长压力较大，订单有边际改善的品类。
- **造纸**：受海外浆厂投产增加影响，2023年年初以来阔叶浆价格快速回落至4000元左右。5月海外浆厂限产保价支撑浆价回升至4400元/吨，但预计供给仍然偏多。从纸企盈利能力来看，22Q4-23Q1大部分木浆系纸企的毛利率处于历史底部区间，考虑到海外浆到港周期及纸企木浆库存储备影响，浆价下跌对纸企毛利率的影响将滞后1-2个季度，预计23Q2-23Q3将体现于报表端。随着纸企高价浆库存减少，平均成本降低，盈利拐点有望显现。
- **个护**：女性、婴儿、成人卫生用品及生活用纸需求偏刚性，23年随着客流量恢复，各品牌恢复渠道扩张节奏，；成本端，23年浆价大幅回落，预计成本弹性从Q2开始在报表端有所体现。口腔护理行业有量价齐升趋势，漱口水、牙线签等新品类迭出，国产品牌在新品以及抖音等新渠道投入灵活，有望进一步打开市场。品类需求偏刚性，增长稳健，全年成本弹性逐步释放，关注渠道扩张持续推进、及困境反转的成长性标的。
- **风险提示**：地产竣工不及预期的风险；原材料价格波动的风险；终端需求疲弱的风险；汇率波动的风险。

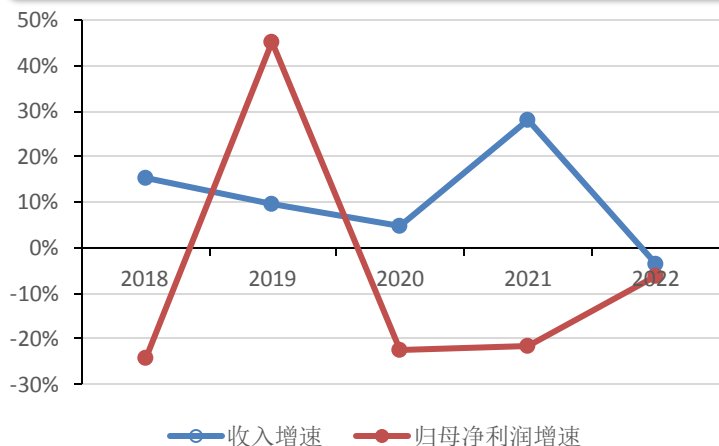
# 板块数据回顾

□ 2022年申万轻工板块收入6063.4亿元（+2.0%），净利润253.2亿元（-32.4%）。23Q1来看，申万轻工板块收入1265.5亿元（-8.4%），净利润50.2亿元（-27.7%）。分子板块来看，家居/造纸/包装/文娱板块收入增速-11.1%/-7.9%/-7.9%/+0.5%，净利润增速+11.2%/-96.6%/-7.6%/+11.3%。展望下半年来看，家居企业开店节奏及营销活动恢复，头部品牌套系化打法成熟，发力整装等新渠道开发流量入口，有望保持稳健增长；造纸板块浆价高位回落，有望迎来利润弹性。

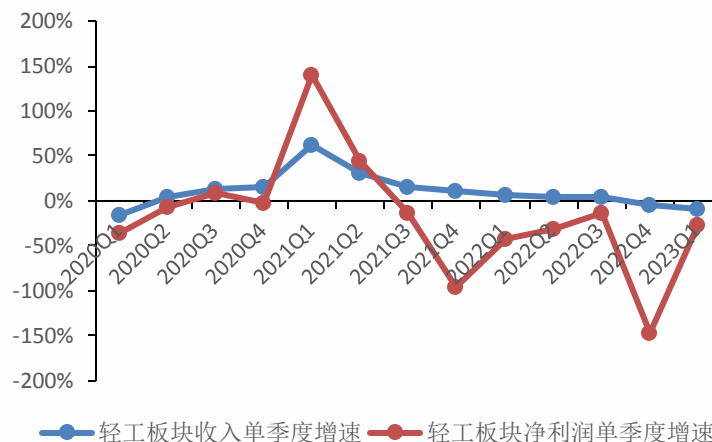
## 2023Q1各子板块收入/净利润增速



## 18-22年申万轻工板块收入/利润增速



## 单季度申万轻工板块收入/净利润增速



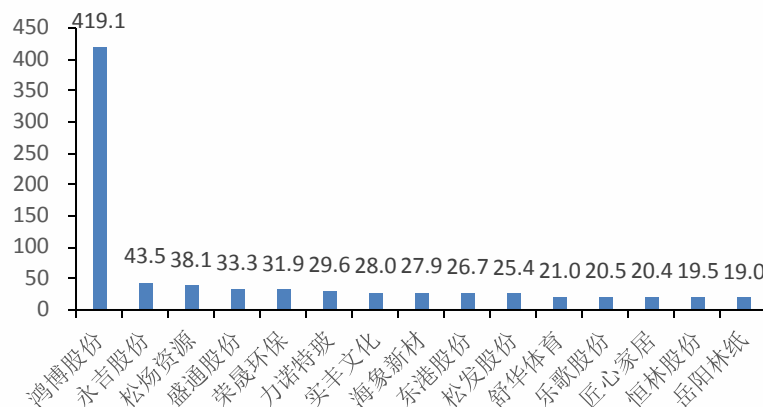
数据来源: Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

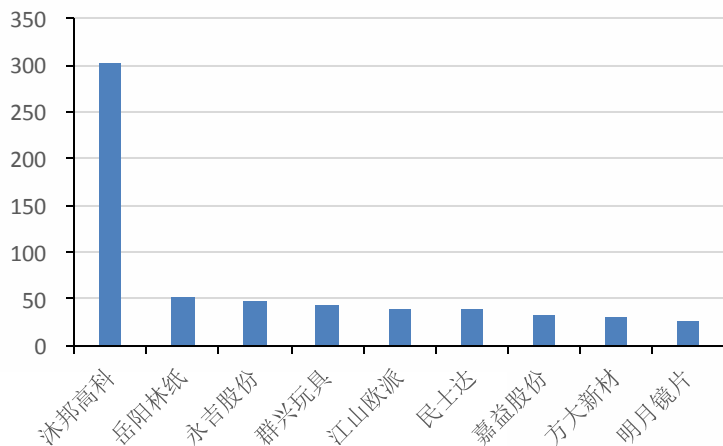
# 板块数据回顾

□ 个股层面来看，23Q1个股的收入利润增速在基数效应下分化较大。除跨界转型公司外，2023年1-5月涨幅居前的个股以出口公司为主，如海象新材、乐歌股份、匠心家居等，主要由于部分公司一季报呈现底部回暖趋势，收入利润降幅有所收窄或增速转正，出口宏观数据边际改善，汇兑收益增厚，出口板块信心有所增强。

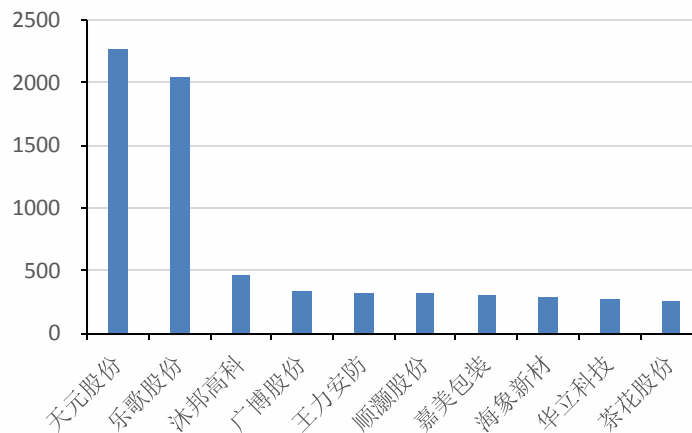
### 23年1-5月申万轻工板块涨跌幅TOP10 (%)



### 23Q1年申万轻工板块收入增速TOP10 (%)



### 23Q1申万轻工板块净利润增速TOP10 (%)



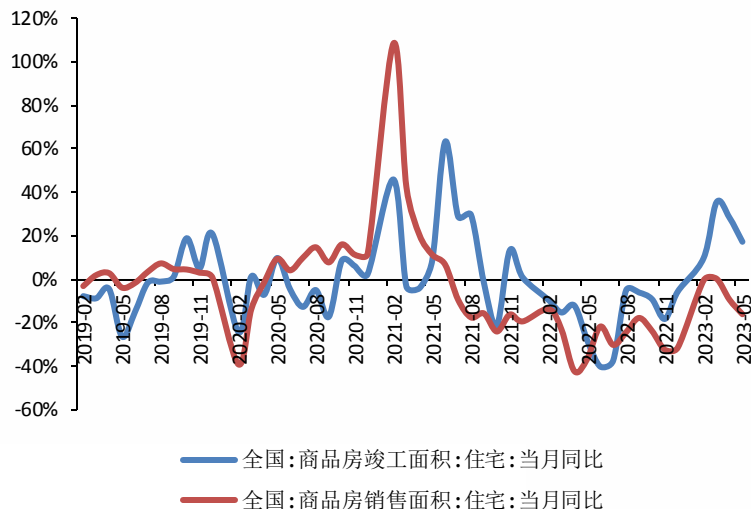
数据来源: Wind, 西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

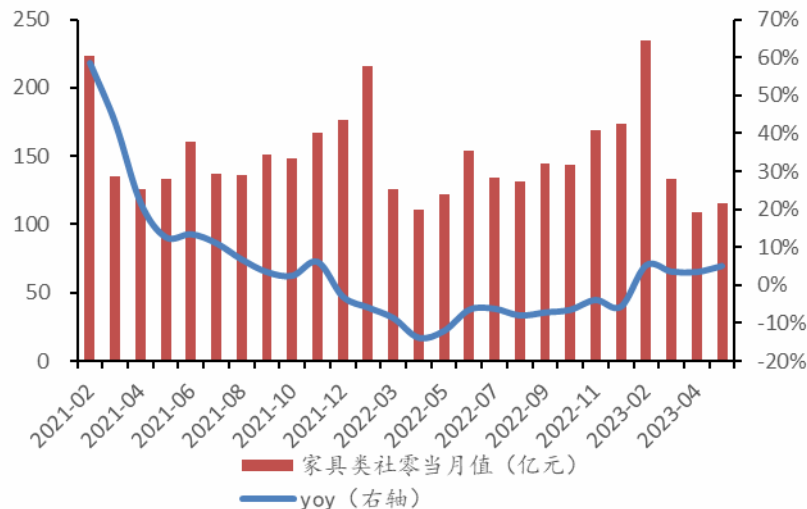
# 家居：竣工及家具社零数据向好

- 2023年以来竣工单月增速数据向好，2023年2-4月竣工面积同比增速分别达到9.7%、35.4%、28.3%、17.2%，保交付政策效果逐渐传导。在竣工增速回暖、积压需求释放以及线下消费场景修复作用下，家具社零增速年初以来维持正增长，2023年4-5月家具类社零当月增速分别为3.4%、5%。
- 展望后续来看，一方面竣工端稳步改善将在短期内对家具零售市场形成支撑，家具企业订单有望稳步复苏；另一方面，考虑到2020年以来头部品牌扩展新渠道、探索套系化销售模式成效较好，行业集中度有望继续提升。

### 商品住宅竣工/销售单月增速



### 家居社零金额及增速



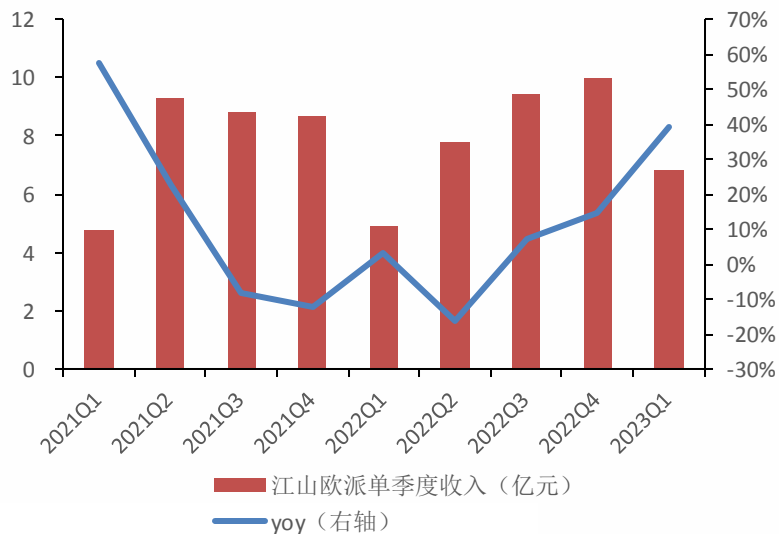
数据来源: Wind, 西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 家居：受益于竣工改善，工程端有望保持稳健增长趋势

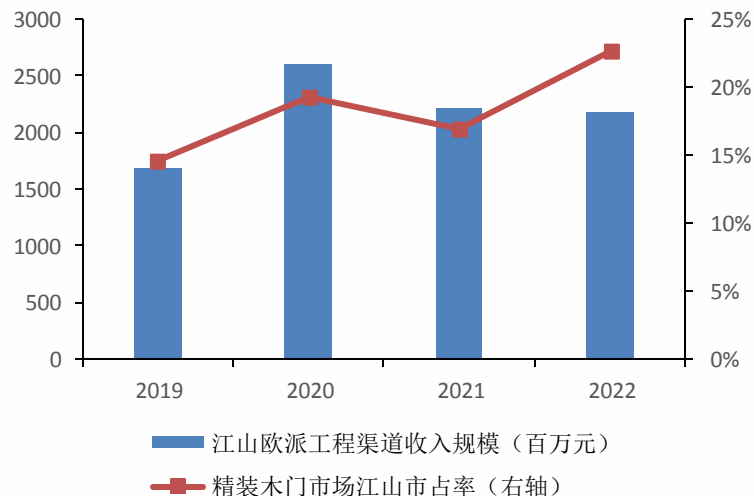
- 工程端受益于竣工改善，增速修复较快，中长期来看精装供应商格局持续优化。过去两年间精装率下行，地产交付周期延长，中小厂商资金压力较大，供给端部分出清，行业进一步向头部优质供应商集中。目前头部精装供应商在手订单充足，预计随着地产商竣工交付节奏加快，供应商在手订单有望较快兑现收入。精装配套比例较高的瓷砖、地板、木门、橱柜等品类有望优先受益。

### 2020-2023Q1江山单季度收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

### 精装木门市场江山欧派市占率

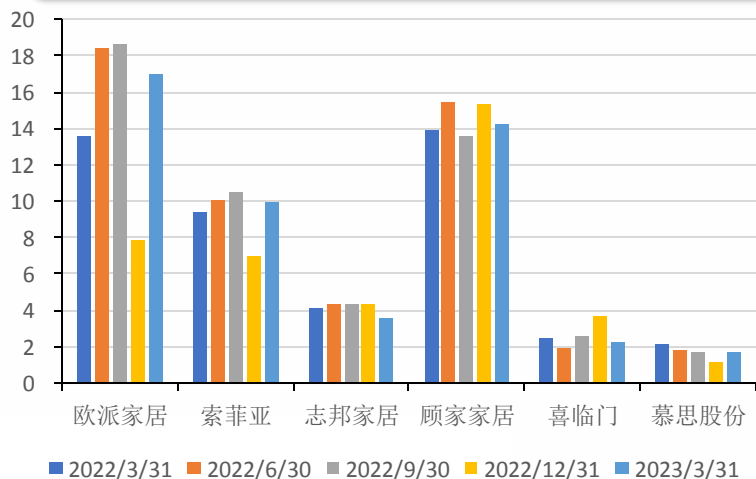


数据来源：引用自西南证券2023年3月报告《江山欧派(603208)：工程零售全面复苏，业绩有望较快兑现》，西南证券整理

## 家居：零售端订单有望平稳复苏，发力品牌营销

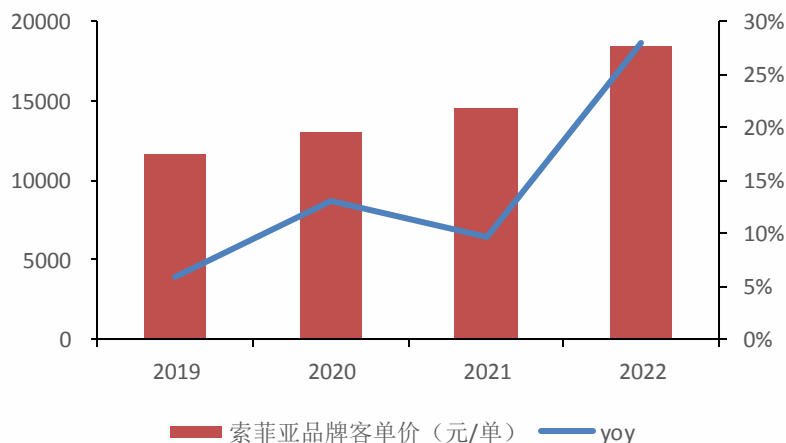
- 短期来看，2023Q1部分零售家居企业如欧派家居、索菲亚等合同负债环比增长，侧面说明在手订单充足，订单改善趋势有望逐步传导至软体家居等装修后端产品。2023年以来各公司营销打法更加积极，在上半年315和618两大关键营销节点增加品牌宣传，提升套餐灵活性和性价比。
- 中长期来看，终端客流量入口分散化趋势下，整装公司等新渠道及套餐策略成为家居品牌提升客单值和转化率的胜负手。2022年欧派/索菲亚整装渠道收入增速分别为38%/118%；索菲亚品牌2022年工厂端客单价18498元，同比增长28%；慕思股份2023年将主卧+次卧的套餐销售作为终端重要营销手段。整体来看，头部品牌的整装渠道建设逐渐成熟，客单价水平已经与二线品牌形成一定差距，α优势有望逐步彰显。

### 家居企业季度末合同负债金额（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

### 索菲亚品牌客单价及增速

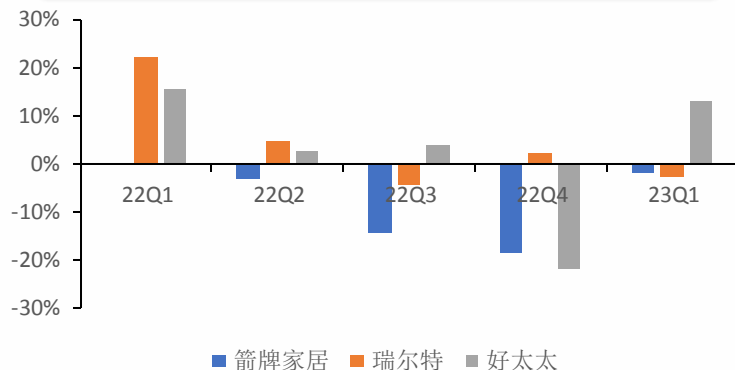


数据来源：公司公告，西南证券整理

# 智能家居：成长属性强，渗透率有望稳步提升

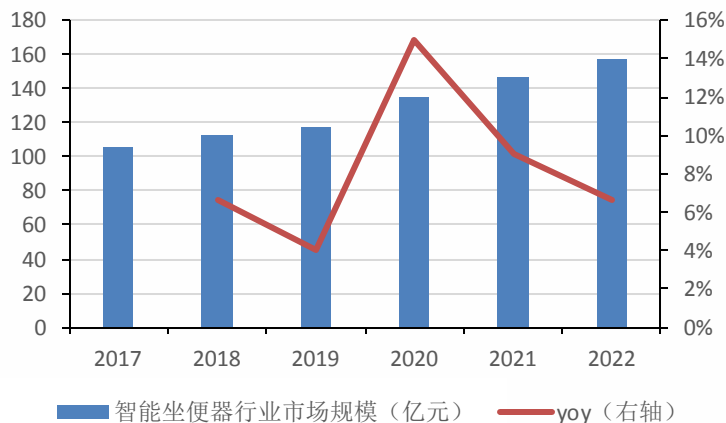
□ 智能家居成长属性强，渗透率有望稳步提升。智能家居应用领域包括智能卫浴、智能照明、智能安防、智能睡眠等系统，其中智能马桶、智能晾衣机等产品近几年由于品牌方加大产品开发投入，中端入门款产品SKU增加，行业规模保持较快增长。此外由于卫浴空间和阳台空间的产品需求部分来自于存量房及二手房翻新改造，受新房销售波动影响较小，品类渗透率有望随着住房改造需求释放逐步提升。

## 箭牌/瑞尔特/好太太单季度收入增速



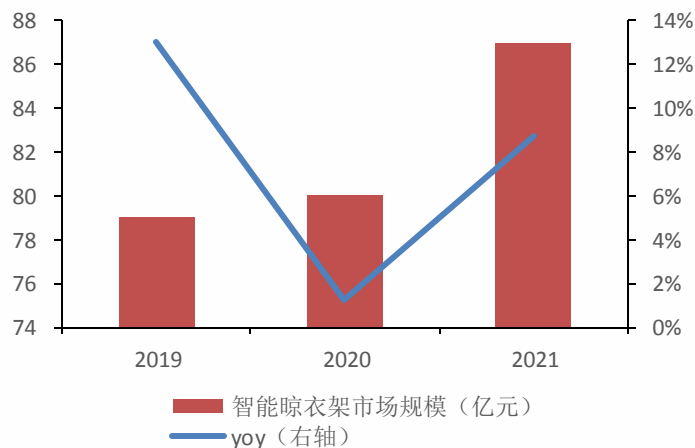
数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

## 智能坐便器行业规模及增速



数据来源：华经产业研究院，奥维云网，西南证券整理  
www.swsc.com.cn

## 智能晾衣架市场规模及增速



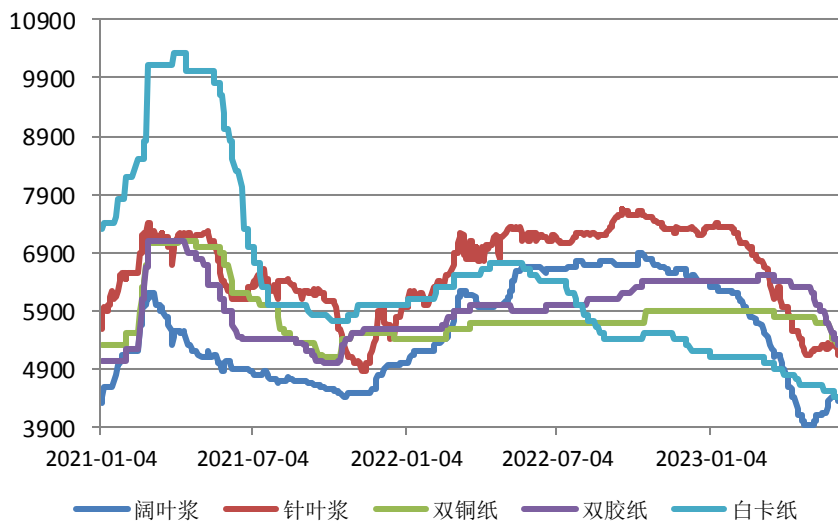
数据来源：华经产业研究院，《2022智能晾衣机生态发展白皮书》，西南证券整理



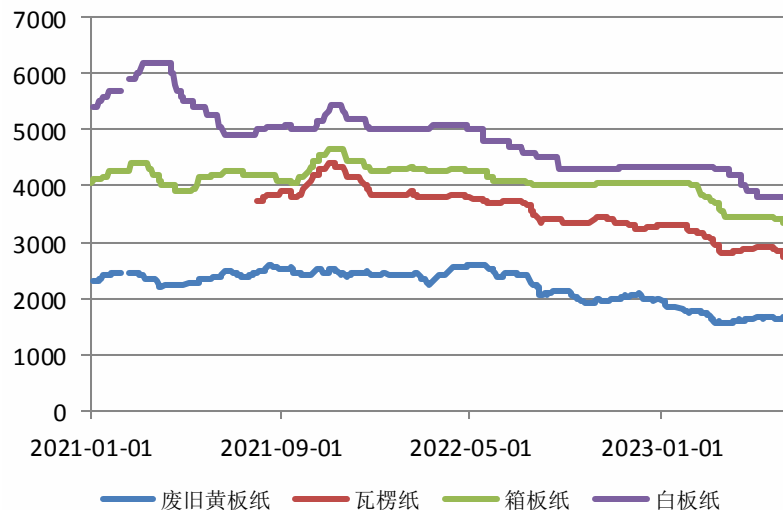
# 造纸：浆价进入底部盘整，成本逐步传导

- **木浆系：浆价快速回落，纸价表现分化。**受海外浆厂投产增加影响，2023年年初以来阔叶浆价格快速回落至4000元左右。进入5月海外浆厂限产保价，一定程度上支撑浆价回升至4400元/吨，但由于2023-2024年仍有阔叶浆厂规划投产，预计供给仍然偏多。纸价方面，一季度党建期刊及教辅教材资料需求有所增长，双胶纸价格偏稳定，需求支撑下价格较坚挺；白卡纸价格仍在缓慢回落。
- **废纸系：2023年2月以来废纸系价格震荡下探，**主要由于下游纸厂提货意愿偏弱，叠加箱板瓦楞进口量同比增加，废纸系纸价承压。预计随着纸厂停产保价、收缩供给，废纸系价格有望企稳。

### 木浆系纸种价格（元/吨）



### 废纸系纸种价格（元/吨）



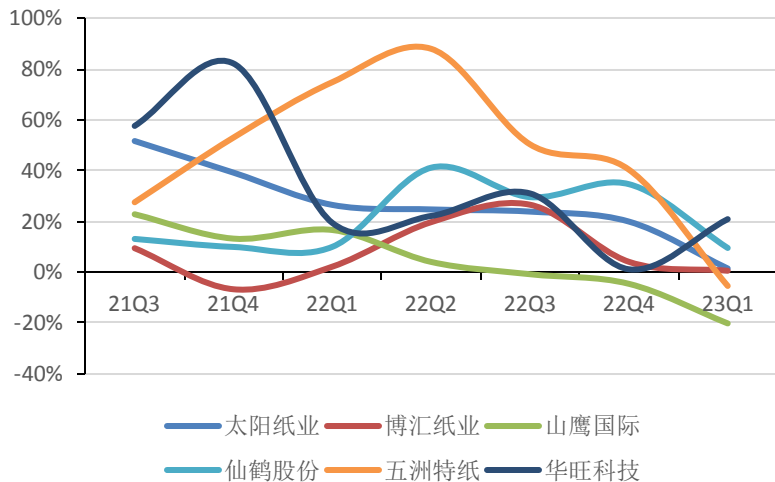
数据来源：隆众资讯，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

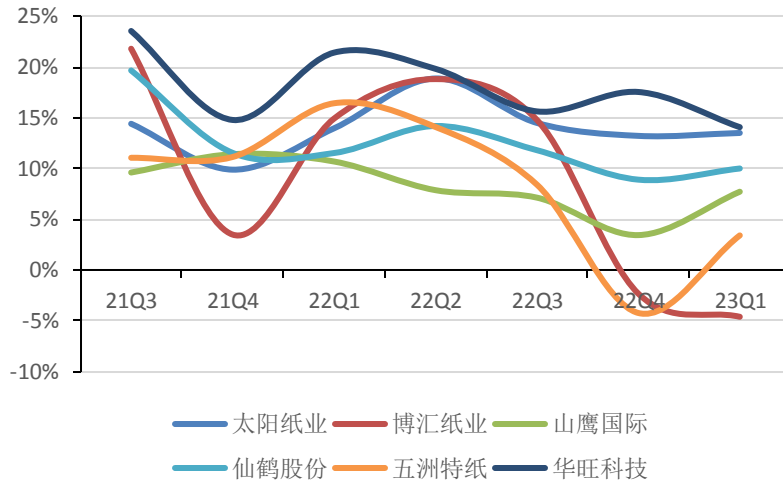
## 造纸：纸企盈利能力有望底部改善

- **成本逐渐传导，盈利拐点有望显现。**从纸企盈利能力来看，22Q4-23Q1大部分木浆系纸企的毛利率处于历史底部区间，考虑到海外浆到港周期及纸企木浆库存储备影响，浆价下跌对纸企毛利率的影响将滞后1-2个季度，预计23Q2-23Q3将体现于报表端。随着纸企高价浆库存减少，平均成本降低，盈利拐点有望显现。
- 从价格来看，部分纸种如文化纸、装饰原纸、特种纸等，由于新增产能较少，供需格局较好；或行业集中度高，龙头议价力强，有望表现出更好的价格韧性。推荐供需格局较好的仙鹤股份、华旺科技、太阳纸业。

### 主要纸企收入增速



### 主要纸企毛利率



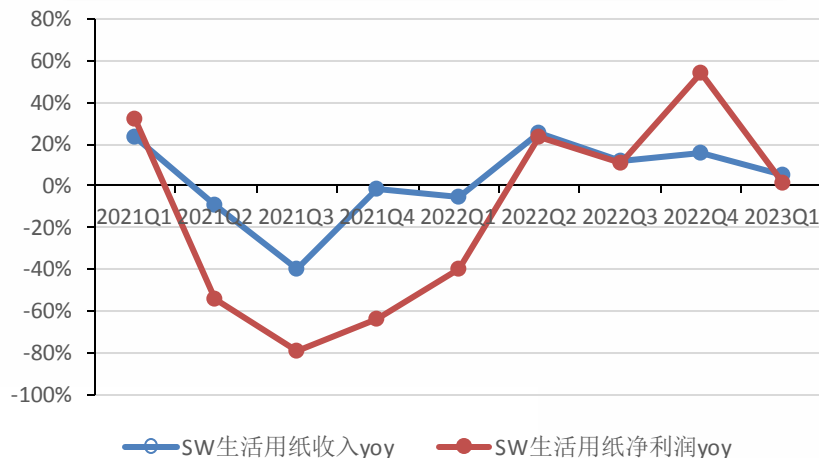
数据来源：Wind，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

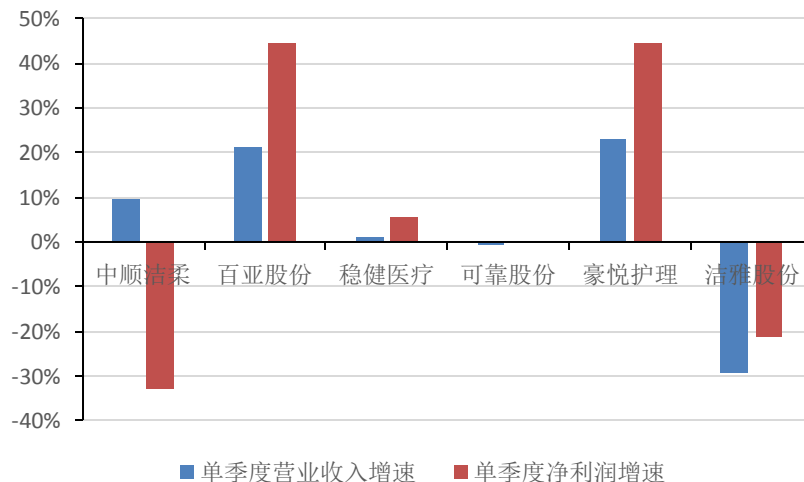
## 生活用纸&卫生用品：渠道扩张节奏恢复

- **卫生巾**：1) 产品具备刚需属性，今年以来渠道经营恢复常态后，消费量仍可保持稳定增长；2) 各品牌新品迭出，且消费者对新品、中高端产品认可度高，行业均价上行；3) 直播、O2O等渠道兴起，中型品牌渠道转型灵活，有望在新渠道占据先发优势。
- **生活用纸**：1) 木浆成本高企压缩品牌的盈利空间，但预计小厂吨盈利压力更大，头部品牌市占率有望提升；2) 品类消费场景扩充至母婴、日用、美妆等，头部企业品牌力强，新品扩张顺利，盈利能力结构性改善；3) 湿巾等品类经过两年调整，基数压力减轻，回归常态增长。
- **婴儿及成人卫生用品**：1) 前期受出生率影响婴儿用品增长压力较大，目前基数回调基本到位，主要企业前三季度收入有所修复，23年预计恢复常态增长；2) 成人失禁用品仍在早期消费者教育阶段，成长空间充足；3) 原材料结构与卫生巾类似，受益于SAP高分子和无纺布等原材料价格下行，利润有望增厚。
- **推荐标的**：百亚股份、中顺洁柔、晨光文具、明月镜片；其他主要标的，洁雅股份。

### SW生活用纸板块单季度收入/净利润增速



### 2023Q1重点个护公司收入/净利润增速



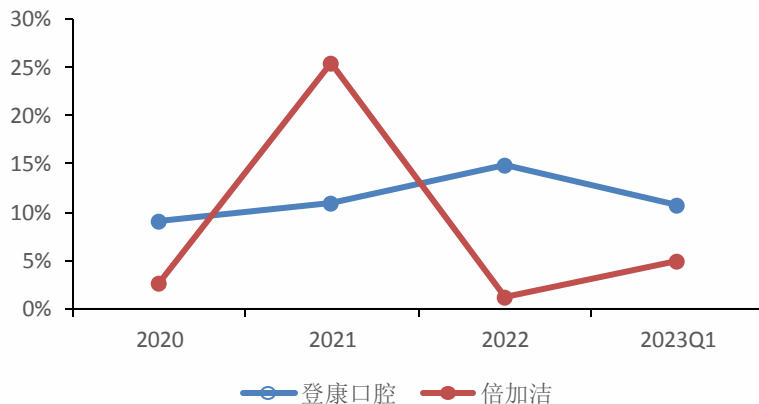
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

# 口腔护理行业：新品迭出，头部品牌有望保持稳健增长

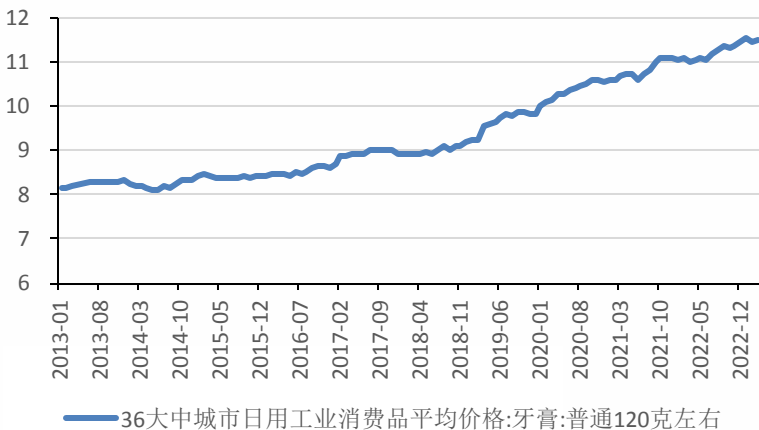
- 口腔清洁护理行业的市场规模稳步扩张，新品类增长可期。根据登康口腔招股书数据，2017-2021年国内口腔清洁护理行业规模从388.5亿扩张至521.7亿元，复合增速为7.7%，其中牙膏规模311.6亿，保持稳步增长。此外新品类电动牙刷、漱口水/液2017-2021年市场规模复合增速分别为27.3%、45.7%，新品成长可期。
- 国产头部品牌线下渠道壁垒较高，有望保持稳健增长。2019-2021年牙膏品类国产头部品牌如云南白药、冷酸灵线下份额稳步提升。按线下渠道零售额计算，2021年前十厂商的市场份额达75%，线下渠道传统品牌根基深厚、壁垒较高。2020-2023Q1登康口腔在外部环境变动下仍保持稳健增速，彰显公司抗风险能力，随着线下消费场景修复，公司有望继续保持稳健增长态势。

### 2020-2023Q1登康/倍加洁收入增速



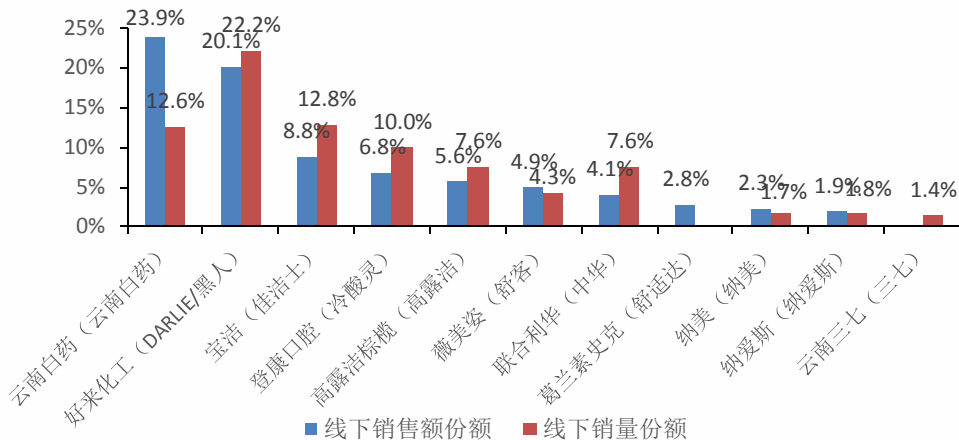
数据来源：Wind，西南证券整理

### 牙膏均价走势（元/盒）



— 36大中城市日用工业消费品平均价格:牙膏:普通120克左右

### 2021年牙膏线下TOP10厂商份额



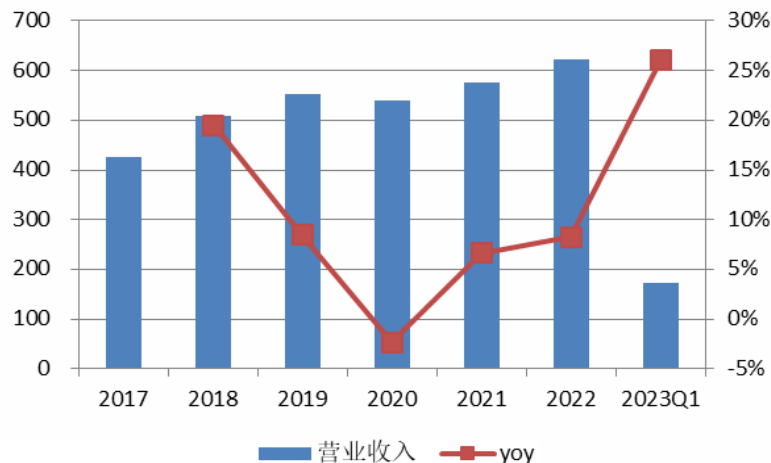
数据来源：登康口腔招股书，西南证券整理

数据来源：Wind，西南证券整理  
www.swsc.com.cn

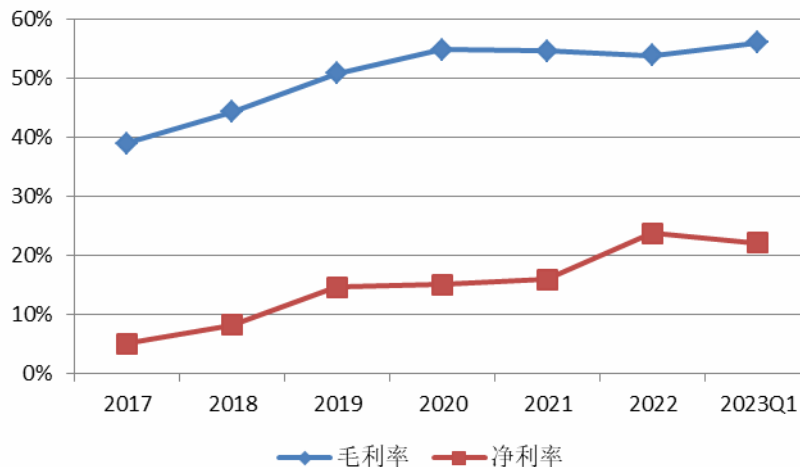
## 离焦镜：渗透率稳步提升中

- **线下零售店销售场景修复，近视防控镜片产品渗透率有望稳步提升。** 近视防控镜片销售依赖于线下销售人员推荐及医师验配，随着线下眼镜零售店恢复营业，预计近视防控镜片销售有望保持较快增速。明月镜片轻松控系列产品2022年销售额为7857万元（+65.9%），2023Q1销售额为2757万元（+80%）。2023年5月明月镜片发布轻松控Pro产品12个月的临床数据，数据显示戴镜12个月，轻松控Pro延缓近视加深有效率为60%，有效性随着佩戴时间延长增加。此外公司积极布局医院渠道，医院渠道专供8款SKU已经面世，公司有望凭借临床数据背书，以及良好的产品性价比，进一步开拓医疗渠道市场。

### 明月镜片收入及增速



### 明月镜片利润率变化趋势



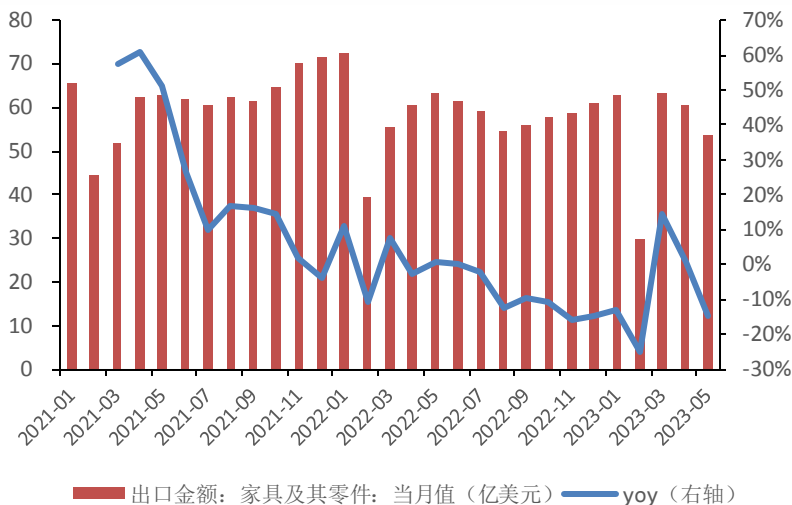
数据来源：Wind，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 出口：海外去库压力减弱，订单有望边际改善

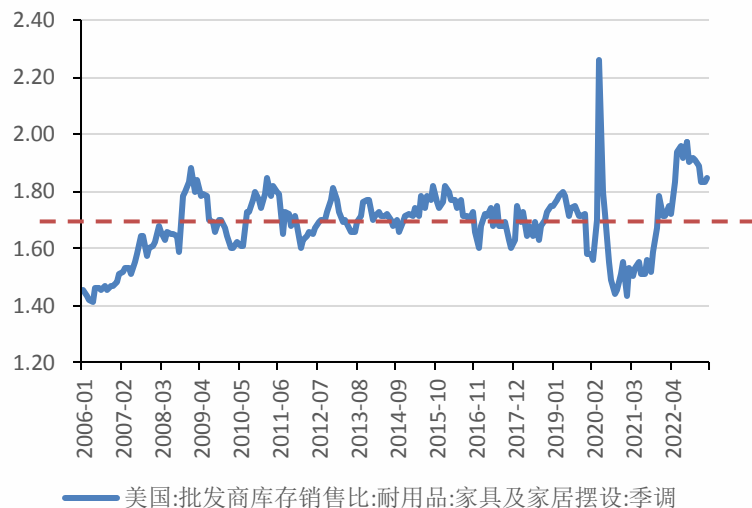
- **海外去库压力逐渐减弱，需求边际修复。**从美国家具及家居摆设批发商库存销售比数据来看，2020年下半年至2021年Q3，渠道库存去化、库销比保持低位；2021年Q4开始库销比升高，2022年6月达到阶段性峰值2.3；2023年初以来家具批发商库销比逐渐回落，库存逐渐去化，库销比达到1.8左右，库存压力已经有所缓解。经历为期9-12个月去库周期，目前终端渠道有小批量备货、采购新品意愿。出口数据来看，单月家具出口金额2023年2月以来整体有所修复，企业出货量边际改善。

### 家具及零部件单月出口金额增速



数据来源：Wind，海关总署，西南证券整理

### 美国家居批发商库存销售比



数据来源：Wind，西南证券整理

## 出口：海外去库压力减弱，订单有望边际改善

- 从季度收入增速波动来看，2022年在海外去库压力下，大部分出口企业已经经历了连续几个季度的低增长或者下滑，2022年整体收入基数较低。23Q1来看部分公司的收入降幅收窄或增速转正，如匠心家居、海象新材、玉马遮阳等，海外渠道补库逐渐传导至上市公司的订单端，在低基数下全年修复趋势有望延续。
- 利润端来看，原材料价格低位及人民币汇率贬值对盈利能力仍有提振作用。2023年3月以来人民币对美元汇率呈现贬值趋势，出口企业有望受益于汇兑收益；此外钢材、PVC、木浆等大宗原材料价格下行的影响在23Q1-Q2仍在报表中有所体现，盈利能力预计保持环比改善趋势。

表：主要出口公司单季度收入/净利润增速

| 公司   | 收入增速   |        |        |        |        | 净利润增速  |        |        |         |         |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
|      | 22Q1   | 22Q2   | 22Q3   | 22Q4   | 23Q1   | 22Q1   | 22Q2   | 22Q3   | 22Q4    | 23Q1    |
| 匠心家居 | 1.1%   | -39.0% | -35.6% | -18.8% | -7.4%  | -15.8% | 52.8%  | -1.8%  | 24.5%   | 8.7%    |
| 海象新材 | 11.5%  | 19.1%  | 0.3%   | -7.0%  | 7.2%   | -32.7% | 111.5% | 142.0% | 297.1%  | 290.7%  |
| 嘉益股份 | 131.2% | 97.1%  | 116.2% | 120.4% | 32.5%  | 177.6% | 153.5% | 183.8% | 405.8%  | 61.0%   |
| 玉马遮阳 | 9.6%   | 9.3%   | 3.4%   | -0.5%  | 14.4%  | -12.8% | 30.6%  | 13.2%  | 13.1%   | 0.3%    |
| 共创草坪 | 27.8%  | 0.3%   | 9.1%   | -6.2%  | -18.0% | -13.8% | 5.1%   | 39.6%  | 55.5%   | 9.8%    |
| 乐歌股份 | 15.8%  | 6.4%   | 8.6%   | 16.2%  | 4.3%   | -43.6% | 116.1% | -29.6% | -1.1%   | 2047.1% |
| 麒盛科技 | 14.1%  | 2.2%   | -20.2% | -30.1% | -6.4%  | -21.8% | -34.2% | -40.7% | -233.5% | -57.4%  |
| 家联科技 | 35.8%  | 111.8% | 79.2%  | 20.5%  | -20.8% | 57.2%  | 198.9% | 324.1% | 55.1%   | -18.9%  |
| 浙江自然 | 46.6%  | 13.2%  | -1.2%  | -19.8% | -27.2% | 37.8%  | 18.0%  | -45.4% | -62.3%  | -20.9%  |
| 久祺股份 | 3.3%   | -29.4% | -49.7% | -54.7% | -37.1% | 27.4%  | 13.2%  | -15.2% | -75.8%  | -67.4%  |
| 依依股份 | 13.9%  | 43.7%  | 10.3%  | 2.8%   | -19.5% | -44.9% | 73.4%  | 42.6%  | 123.9%  | -112.3% |

人民币对美元汇率



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn



# 江山欧派（603208）：新零售发力，渠道结构调整成效显著

## □ 投资逻辑：

1) 大B业务底部改善，现金流压力减弱，基本盘稳定。随着保交付政策推进，竣工修复，大B业务有望优先受益。公司通过深耕优质地产商，已成为万科、保利木门品类重要供应商，反映出公司较强的生产制造和落地服务能力。新开拓华润、龙湖等客户，目前在手合同订单充裕；新品类入户门、防火门有望贡献新增量；2) 公司的品牌和稳定供应优势进一步凸显，供应格局和市占率有望随着地产龙头提升，同时工程代理招商数量较快增长，现金流持续优化；3) 家装业务占比有望快速提升，家装新业务为全款后货模式的现金流业务，家装业务占比提升且快速增长。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为5.2亿元、6.5亿元、7.8亿元，对应PE为13倍、10倍和8倍，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：

地产政策变化的风险；市场竞争加剧的风险；投产进度不及预期的风险；现金流回收不及预期的风险。

表：盈利预测与估值

| 指标/年度         | 2022A    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 3208.92  | 4525.87 | 5547.41 | 6442.19 |
| 增长率           | 1.63%    | 41.04%  | 22.57%  | 16.13%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | -298.51  | 517.66  | 645.89  | 779.35  |
| 增长率           | -216.20% | 273.42% | 24.77%  | 20.66%  |
| 每股收益EPS（元）    | -1.68    | 2.92    | 3.65    | 4.40    |
| 净资产收益率ROE     | -20.82%  | 25.89%  | 25.60%  | 24.72%  |
| PE            | -22      | 13      | 10      | 8       |
| PB            | 4.62     | 3.30    | 2.61    | 2.09    |

数据来源：Wind，西南证券



# 欧派家居（603833）：渠道力、产品力、品牌力领先，龙头地位夯实

## □ 投资逻辑：

1) 橱衣木卫全品类发展，目前橱、衣柜市占率均达到行业第一，同时不断丰富墙板、家配等品类，打造一站式产品供应能力，产品力、品牌力领先行业，定制龙头地位不断夯实；2) 传统经销渠道布局树大根深、下沉充分，经销商管理精细动力充足，单店增长已经成为零售增长的主要驱动，零售能力逐步验证；3) 率先理顺整装渠道模式，经销与整装利润分配机制完善，收入开始放量，在公司高效供应链支撑下，整装渠道有望和传统渠道形成品牌合力，贡献重要业绩增长。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为32亿元、37.5亿元、43亿元，对应PE为17倍、15倍和13倍，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：

房地产市场变化的风险、原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险。

表：盈利预测与估值

| 指标/年度         | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 22479.50 | 26238.10 | 30456.31 | 34901.54 |
| 增长率           | 9.97%    | 16.72%   | 16.08%   | 14.60%   |
| 归属母公司净利润（百万元） | 2688.43  | 3204.36  | 3747.44  | 4301.81  |
| 增长率           | 0.86%    | 19.19%   | 16.95%   | 14.79%   |
| 每股收益EPS（元）    | 4.41     | 5.26     | 6.15     | 7.06     |
| 净资产收益率ROE     | 16.24%   | 17.16%   | 17.20%   | 16.98%   |
| PE            | 20       | 17       | 15       | 13       |
| PB            | 3.30     | 2.92     | 2.50     | 2.15     |

数据来源：Wind，西南证券

# 顾家家居（603816）：内外销齐头并进，零售能力优势彰显

## □ 投资逻辑：

1) 渠道向综合店态转型升级，大店占比快速提升，目前拓展的大店和定制软体融合店盈利能力良好，大店模式逐渐理顺后门店效率有望持续优化；2) 全品类战略持续推进，品类增长点频出，功能沙发、床垫、定制三大高潜品类贡献重要收入增长，产品线丰富，天禧派高性价比系列推出，配合渠道下沉步伐，对小品牌进行降维打击；3) 渠道管理精细化优势逐渐体现，新老经销商均衡发展，同时前瞻性布局仓配服务，增加西南地区产能布局，对经销商赋能加深；4) 外销组织架构再梳理，产研销一体化提升响应效率，利润率有望边际改善。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为21.4亿元、24.9亿元、28.8亿元，对应PE为14倍、12倍和11倍，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：

市场竞争加剧的风险；中美贸易摩擦加剧的风险；原材料价格大幅波动的风险；公司业务整合情况不及预期的风险。

表：盈利预测与估值指标

| 指标/年度         | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 18010.45 | 20813.93 | 24075.99 | 27446.74 |
| 增长率           | -1.81%   | 15.57%   | 15.67%   | 14.00%   |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1812.05  | 2136.66  | 2491.18  | 2882.06  |
| 增长率           | 8.87%    | 17.91%   | 16.59%   | 15.69%   |
| 每股收益EPS（元）    | 2.20     | 2.60     | 3.03     | 3.51     |
| 净资产收益率ROE     | 20.36%   | 20.22%   | 20.86%   | 21.33%   |
| PE            | 17       | 14       | 12       | 11       |
| PB            | 3.47     | 2.91     | 2.59     | 2.29     |

数据来源：Wind，西南证券

# 喜临门 ( 603008 ) : 渠道下沉充分, 品牌力逐渐彰显

## □ 投资逻辑 :

1) 床垫中端价格带为消费主流, 国产品牌抢位中端价格带快速开店, 渠道占有率超越外资品牌, 充分受益于床垫行业渗透率提升; 2) 公司净眠、法施曼等系列定位年轻消费群体, 通过近两年加大营销投放力度, 品牌知名度提升, 喜眠系列通过分销模式快速扩张已初具规模, 低线市场份额有望持续扩大; 3) 公司自主品牌沙发可尚的产品培育逐渐成熟, 目前可尚门店数量尚少, 开店空间充分, 有望与公司卧室系列形成连带销售, 提高客单值。

## □ 业绩预测与投资建议 :

预计2023-2025年归母净利润分别为7亿元、8.4亿元、10亿元, 对应PE为13倍、11倍和9倍, 维持“买入”评级。

## □ 风险提示 :

原材料价格大幅波动的风险, 门店拓展进度不及预期的风险, 行业竞争加剧的风险。

表 : 盈利预测与估值

| 指标/年度            | 2022A   | 2023E   | 2024E    | 2025E    |
|------------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入 ( 百万元 )     | 7838.73 | 9535.14 | 11331.82 | 13318.45 |
| 增长率              | 0.86%   | 21.64%  | 18.84%   | 17.53%   |
| 归属母公司净利润 ( 百万元 ) | 237.55  | 699.07  | 836.50   | 1001.59  |
| 增长率              | -57.49% | 194.29% | 19.66%   | 19.74%   |
| 每股收益EPS ( 元 )    | 0.61    | 1.80    | 2.16     | 2.59     |
| 净资产收益率ROE        | 7.32%   | 17.52%  | 17.88%   | 18.14%   |
| PE               | 39      | 13      | 11       | 9        |
| PB               | 2.65    | 2.24    | 1.92     | 1.64     |

数据来源 : Wind , 西南证券

# 太阳纸业（002078）：林浆纸一体化布局推进，成本优势持续凸显

## □ 投资逻辑：

1) 从供需角度看，随着线下教学及消费场景修复，需求侧有望迎来好转，文化纸行业新增产能较少，供需格局良好；2) 公司产能释放在即，老挝基地已经形成150万吨的浆、纸年生产能力，广西林浆纸一体化项目将逐步投产，产业链优势进一步完善，规模效应有望逐步释放；3) 公司自身成本优势明显，伴随原材料浆价回落、能耗成本压制明显缓解，盈利能力弹性较强。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为32亿元、36.5亿元、41.1亿元，对应PE为9倍、8倍和7倍，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：

原材料价格大幅波动的风险，纸价出现大幅波动的风险，投资项目投产不及预期的风险。

表：盈利预测与估值

| 指标/年度         | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 39766.93 | 42815.99 | 46980.16 | 50262.46 |
| 增长率           | 24.28%   | 7.67%    | 9.73%    | 6.99%    |
| 归属母公司净利润（百万元） | 2808.77  | 3202.05  | 3652.57  | 4113.23  |
| 增长率           | -5.01%   | 14.00%   | 14.07%   | 12.61%   |
| 每股收益EPS（元）    | 1.01     | 1.15     | 1.31     | 1.47     |
| 净资产收益率ROE     | 12.16%   | 12.62%   | 12.84%   | 12.89%   |
| PE            | 10       | 9        | 8        | 7        |
| PB            | 1.26     | 1.14     | 1.02     | 0.91     |

数据来源：Wind，西南证券

# 华旺科技（605377）：议价能力强，静待盈利拐点

## □ 投资逻辑：

1) 高端装饰原纸行业集中度较高，未来两年新投放产能较少，且主要集中于大厂，头部企业议价力强，且下游客户主要为中高端家具及板材厂商，对品质稳定性要求高，价格敏感度低，纸价具备韧性；2) 公司产能规划有序，装饰原纸产能稳步增长，新拓展特种纸产能逐渐投放，打开新增长曲线；3) 公司原材料中木浆成本占比较高，浆价下行后成本压力有望较快缓解，盈利弹性充足。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为5.5亿元、6.8亿元、7.6亿元，对应PE为11倍、9倍和8倍，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：

主要原材料价格大幅波动的风险，新产能投产进展不及预期的风险，国际贸易摩擦的风险。

表：盈利预测与估值

| 指标/年度         | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 3436.40 | 4177.73 | 4792.60 | 5327.69 |
| 增长率           | 16.88%  | 21.57%  | 14.72%  | 11.16%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 467.34  | 551.07  | 684.41  | 759.52  |
| 增长率           | 4.18%   | 17.92%  | 24.20%  | 10.97%  |
| 每股收益EPS（元）    | 1.41    | 1.66    | 2.06    | 2.29    |
| 净资产收益率ROE     | 12.88%  | 11.39%  | 12.88%  | 13.06%  |
| PE            | 13      | 11      | 9       | 8       |
| PB            | 1.74    | 1.30    | 1.19    | 1.08    |

数据来源：Wind，西南证券

# 仙鹤股份（603733）：产品多元布局，盈利弹性充足

## □ 投资逻辑：

1) 特种纸下游需求主要与食品饮料、医疗等偏消费领域以及高端制造挂钩，供需结构在各类纸中处于较好水平，对下游具备较好的成本传导能力，预计随着下游消费场景修复，特种纸需求有望较快转好；2) 公司产品矩阵丰富，且在多个细分纸种占据较高市占率，和下游客户粘性高，随着产能逐步释放议价能力稳步提升；3) 海外浆厂待投产产能较多，浆价下行预期增强，随着浆价下行公司盈利弹性有望充分释放。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为12.1亿元、15.2亿元、18.9亿元，对应PE为12倍、10倍和8倍，维持“持有”评级。

## □ 风险提示：

纸浆价格大幅波动的风险；需求增长不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

表：盈利预测与估值

| 指标/年度         | 2022A   | 2023E   | 2024E    | 2025E    |
|---------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 7738.31 | 9594.62 | 11762.18 | 14242.66 |
| 增长率           | 28.61%  | 23.99%  | 22.59%   | 21.09%   |
| 归属母公司净利润（百万元） | 710.29  | 1208.08 | 1523.96  | 1894.18  |
| 增长率           | -30.14% | 70.08%  | 26.15%   | 24.29%   |
| 每股收益EPS（元）    | 1.01    | 1.71    | 2.16     | 2.68     |
| 净资产收益率ROE     | 10.34%  | 15.78%  | 17.15%   | 18.19%   |
| PE            | 21      | 12      | 10       | 8        |
| PB            | 2.14    | 1.92    | 1.66     | 1.41     |

数据来源：Wind，西南证券

# 百亚股份（003006）：产品力突出，区域扩张成长潜力充足

## □ 投资逻辑：

1) 卫生巾产品具备刚需属性，消费量保持稳定增长，行业中高端趋势持续，行业有望量价齐升，公司产品高端化升级成果良好，有机纯棉等新系列快速打开市场，兼具性价比和产品差异化优势；2) 百亚核心区域根基深厚，外围省份扩张潜力充足，疫情后有望恢复扩张节奏；3) 电商持续高增并具备一定规模，电商渠道盈利后有望对整体盈利水平有拉动。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为2.4亿元、3.1亿元、3.9亿元，对应PE为31倍、24倍和19倍，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：

主要原材料价格大幅波动的风险；募投项目投产进展不及预期的风险；新品推广进展不及预期的风险。

表：盈利预测与估值

| 指标/年度         | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 1612.14 | 2029.94 | 2485.26 | 3044.97 |
| 增长率           | 10.19%  | 25.92%  | 22.43%  | 22.52%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 187.29  | 244.62  | 312.90  | 393.42  |
| 增长率           | -17.83% | 30.61%  | 27.91%  | 25.73%  |
| 每股收益EPS（元）    | 0.44    | 0.57    | 0.73    | 0.91    |
| 净资产收益率ROE     | 14.59%  | 17.03%  | 19.40%  | 21.51%  |
| PE            | 40      | 31      | 24      | 19      |
| PB            | 5.83    | 5.23    | 4.66    | 4.09    |

数据来源：Wind，西南证券

# 明月镜片（301101）：离焦镜赛道高景气，镜片龙头成长可期

## □ 投资逻辑：

1) 离焦镜新赛道延续高景气，预计随着线下消费场景修复，离焦镜线下推广持续发力，渗透率有望持续提升；  
2) 公司产品开发进展迅速，SKU逐步丰富，临床数据表现良好，凭借高性价比、多元化产品结构等优势，产品竞争力充足；  
3) 中长期来看，公司在眼镜零售店渠道布局广泛，下沉市场前景广阔，并已经开发医院专供产品进入医院渠道，市场份额仍有提升空间。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为1.6亿元、2亿元、2.7亿元，对应PE为53倍、43倍和32倍，维持“持有”评级。

## □ 风险提示：

行业竞争加剧的风险；原材料成本大幅波动的风险；国内外疫情反复的风险，产能释放不及预期的风险。

表：盈利预测与估值

| 指标/年度         | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E   |
|---------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 623.07 | 749.15 | 925.29 | 1134.64 |
| 增长率           | 8.25%  | 20.24% | 23.51% | 22.63%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 136.19 | 159.62 | 197.51 | 266.80  |
| 增长率           | 65.89% | 17.21% | 23.73% | 35.08%  |
| 每股收益EPS（元）    | 0.68   | 0.79   | 0.98   | 1.32    |
| 净资产收益率ROE     | 9.79%  | 10.93% | 12.41% | 15.11%  |
| PE            | 62     | 53     | 43     | 32      |
| PB            | 5.75   | 5.38   | 5.01   | 4.58    |

数据来源：Wind，西南证券



# 登康口腔（001328）：深耕口腔大健康领域，份额稳步增长

## □ 投资逻辑：

1) 冷酸灵品牌知名度高，线下渠道管理精细、壁垒深厚，县域城市仍有进一步渗透空间；2) 牙膏行业定价稳步提升，公司产品价格定位中端，价格带上行空间充分，此外新品储备充足，逐步扩展漱口水、口喷、电动牙刷等，品类扩张天花板高；3) 重视抖音等新渠道布局，品牌认知有望进一步提升。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为1.6亿元、1.9亿元、2.3亿元，对应PE为36倍、30倍和25倍，维持“持有”评级。

## □ 风险提示：

行业竞争加剧的风险，原材料价格大幅波动的风险，渠道扩张不及预期的风险，产能投放不及预期的风险。

表：盈利预测与估值

| 指标/年度         | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 1313.33 | 1533.79 | 1785.84 | 2060.52 |
| 增长率           | 14.95%  | 16.79%  | 16.43%  | 15.38%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 134.61  | 160.03  | 192.76  | 229.34  |
| 增长率           | 13.25%  | 18.88%  | 20.45%  | 18.98%  |
| 每股收益EPS（元）    | 0.78    | 0.93    | 1.12    | 1.33    |
| 净资产收益率ROE     | 24.82%  | 10.92%  | 12.90%  | 14.94%  |
| PE            | 43      | 36      | 30      | 25      |
| PB            | 10.59   | 3.92    | 3.85    | 3.74    |

数据来源：Wind，西南证券

# 公牛集团（603195）：电连接业务现金牛属性强，新业务产品稳步推出

## □ 投资逻辑：

1) 传统电连接产品系列趋于丰富，市场地位难以撼动，现金牛属性依然强大，且高端品占比有望提升。新拓展家用充电桩、充电枪新品市场空间充足，能力基因匹配，目前新品已经逐渐落地；2) 电工照明顺应智能化趋势，产品线延伸成果良好。为满足消费者家庭前装阶段一站式购买需求，充分发挥公司品牌及渠道优势，公司孵化并推出了浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机等智能生态产品，产品线继续丰富；3) 公司持续推动装饰渠道的专卖化和综合化，把握装饰渠道流量入口，网点有望持续加密，进一步提升市占率。

## □ 盈利预测与投资建议

预计2023-2025年归母净利润分别为37.1亿元、42.9亿元、48.8亿元，对应PE为24倍、21倍和19倍，维持“持有”评级。

## □ 风险提示：

原材料价格大幅波动的风险、终端销售不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

表：盈利预测与估值

| 指标/年度         | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 14081.37 | 16099.91 | 18243.75 | 20470.47 |
| 增长率           | 13.70%   | 14.33%   | 13.32%   | 12.21%   |
| 归属母公司净利润（百万元） | 3188.62  | 3708.20  | 4289.59  | 4878.16  |
| 增长率           | 14.68%   | 16.29%   | 15.68%   | 13.72%   |
| 每股收益EPS（元）    | 3.58     | 4.17     | 4.82     | 5.48     |
| 净资产收益率ROE     | 25.66%   | 26.09%   | 26.10%   | 25.83%   |
| PE            | 28       | 24       | 21       | 19       |
| PB            | 7.29     | 6.37     | 5.51     | 4.79     |

数据来源：Wind，西南证券

# 嘉益股份（301004）：大客户放量高增，保温杯龙头制造商壁垒凸显

## □ 投资逻辑：

1) 第一大客户PMI订单仍保持亮眼增速，爆款单品仍供不应求，产能利用率维持高水平，在手订单充足；2) 中长期来看，公司产品开发响应及时，大客户粘性高，公司供货比例有望继续提升；3) 盈利能力仍在改善过程中，受益于原材料价格同比低位+人民币贬值因素，公司盈利能力预计保持同比改善趋势，展望后续，随着公司新增产能落地，自动化效率提升，降本增效仍有望助力公司提高盈利水平。

## □ 盈利预测与投资建议

预计2023-2025年归母净利润分别为3.5亿元、4.3亿元、5.4亿元，对应PE为11倍、9倍和7倍，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：

行业竞争加剧的风险，原材料成本大幅波动的风险，国内外疫情反复的风险，产能释放不及预期的风险。

表：盈利预测与估值

| 指标/年度         | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 1259.54 | 1643.77 | 2010.22 | 2420.04 |
| 增长率           | 115.08% | 30.51%  | 22.29%  | 20.39%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 271.91  | 345.13  | 431.51  | 537.63  |
| 增长率           | 230.90% | 26.93%  | 25.03%  | 24.59%  |
| 每股收益EPS（元）    | 2.61    | 3.32    | 4.15    | 5.17    |
| 净资产收益率ROE     | 31.24%  | 29.75%  | 28.47%  | 27.40%  |
| PE            | 14      | 11      | 9       | 7       |
| PB            | 4.27    | 3.20    | 2.45    | 1.89    |

数据来源：Wind，西南证券

# 匠心家居（301061）：产品定位差异化，海外订单稳步修复

## □ 投资逻辑：

1) 功能沙发产品差异化定位中高端，并通过自产铁架、电机电控等上游零部件垂直整合供应链，盈利能力优于同业；2) 下游客户主要为Ashley Furniture等北美头部家居品牌商和渠道商，客户实力优质，订单稳定，抗风险能力良好；3) 逐步增加自主品牌布局，打开长期成长空间。

## □ 盈利预测与投资建议

预计2023-2025年归母净利润分别为3.7亿元、4.6亿元、5.7亿元，对应PE为12倍、10倍和8倍，维持“持有”评级。

## □ 风险提示：

原材料价格大幅波动的风险，汇率大幅波动的风险，国际贸易摩擦加剧的风险，行业竞争加剧的风险，新客户拓展不及预期的风险。

表：盈利预测与估值

| 指标/年度         | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 1462.65 | 1862.74 | 2309.46 | 2817.44 |
| 增长率           | -24.02% | 27.35%  | 23.98%  | 22.00%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 334.11  | 373.83  | 463.01  | 568.90  |
| 增长率           | 11.95%  | 11.89%  | 23.86%  | 22.87%  |
| 每股收益EPS（元）    | 2.61    | 2.92    | 3.62    | 4.44    |
| 净资产收益率ROE     | 12.38%  | 12.61%  | 13.99%  | 15.28%  |
| PE            | 13      | 12      | 10      | 8       |
| PB            | 1.66    | 1.51    | 1.36    | 1.21    |

数据来源：Wind，西南证券

# 海象新材（003011）：PVC地板渗透率提升，客户结构持续优化

## □ 投资逻辑：

1) PVC地板渗透率稳步提升，由于PVC地板物理性能优越、安装简易节约人工成本，在海外市场的地面装饰材料中占比逐渐提升；2) 公司产能储备充足，上市后公司产能快速爬坡，越南第一和第二工厂已经达产，第三工厂产能逐步释放中，可应对客户快速增长的订单需求；3) 客户结构优化，公司凭借良好的产品品质和响应能力，在产能提升后逐步接洽采购体量较大的客户，订单有望逐步释放。

## □ 盈利预测与投资建议

预计2023-2025年归母净利润分别为3亿元、3.5亿元、4.2亿元，对应PE为11倍、9倍和8倍，维持“持有”评级。

## □ 风险提示：

原材料价格大幅波动的风险，中美贸易摩擦加剧的风险，产能投放进展不及预期的风险，市场竞争加剧的风险。

表：盈利预测与估值

| 指标/年度         | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 1894.50 | 2259.29 | 2662.36 | 3089.95 |
| 增长率           | 5.39%   | 19.26%  | 17.84%  | 16.06%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 212.84  | 298.89  | 354.23  | 417.68  |
| 增长率           | 119.49% | 40.43%  | 18.51%  | 17.91%  |
| 每股收益EPS（元）    | 2.07    | 2.91    | 3.45    | 4.07    |
| 净资产收益率ROE     | 14.59%  | 17.52%  | 17.79%  | 17.96%  |
| PE            | 15      | 11      | 9       | 8       |
| PB            | 2.15    | 1.84    | 1.58    | 1.35    |

数据来源：Wind，西南证券

## 推荐标的估值表

| 代码     | 公司   | 股价<br>(元) | EPS (元) |       |       | PE (倍) |       |       | 投资评级 |
|--------|------|-----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|------|
|        |      |           | 2023E   | 2024E | 2025E | 2023E  | 2024E | 2025E |      |
| 603208 | 江山欧派 | 53.64     | 2.92    | 3.65  | 4.40  | 13     | 10    | 8     | 买入   |
| 603833 | 欧派家居 | 103.20    | 5.26    | 6.15  | 7.06  | 17     | 15    | 13    | 买入   |
| 603816 | 顾家家居 | 39.93     | 2.60    | 3.03  | 3.51  | 14     | 12    | 11    | 买入   |
| 603008 | 喜临门  | 25.90     | 1.80    | 2.16  | 2.59  | 13     | 11    | 9     | 买入   |
| 002078 | 太阳纸业 | 10.68     | 1.15    | 1.31  | 1.47  | 9      | 8     | 7     | 买入   |
| 605377 | 华旺科技 | 19.89     | 1.66    | 2.06  | 2.29  | 11     | 9     | 8     | 买入   |
| 603733 | 仙鹤股份 | 21.65     | 1.71    | 2.16  | 2.68  | 12     | 10    | 8     | 持有   |
| 003006 | 百亚股份 | 17.09     | 0.57    | 0.73  | 0.91  | 31     | 24    | 19    | 买入   |
| 301101 | 明月镜片 | 43.32     | 0.79    | 0.98  | 1.32  | 53     | 43    | 32    | 持有   |
| 001328 | 登康口腔 | 34.53     | 0.93    | 1.12  | 1.33  | 36     | 30    | 25    | 持有   |
| 603195 | 公牛集团 | 103.68    | 4.17    | 4.82  | 5.48  | 24     | 21    | 19    | 持有   |
| 301004 | 嘉益股份 | 35.71     | 3.32    | 4.15  | 5.17  | 11     | 9     | 7     | 买入   |
| 301061 | 匠心家居 | 36.11     | 2.92    | 3.62  | 4.44  | 12     | 10    | 8     | 持有   |
| 003011 | 海象新材 | 30.06     | 2.91    | 3.45  | 4.07  | 11     | 9     | 8     | 持有   |

数据来源：Wind，西南证券（截止2023/6/16）



分析师：蔡欣  
执业证号：S1250517080002  
电话：023-67511807  
邮箱：cxin@swsc.com.cn

分析师：赵兰亭  
执业证号：S1250522080002  
电话：023-67511807  
邮箱：zhlt@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

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

## 分析师承诺

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。

## 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，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

## 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         | 手机          | 邮箱                   | 姓名  | 职务   | 手机          | 邮箱                  |
|----|-----|------------|-------------|----------------------|-----|------|-------------|---------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理/销售总监 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      | 汪艺  | 销售经理 | 13127920536 | wyf@swsc.com.cn     |
|    | 崔露文 | 销售经理       | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn    |
|    | 谭世泽 | 销售经理       | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn      | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | cyf@swsc.com.cn     |
|    | 薛世宇 | 销售经理       | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      | 李煜  | 销售经理 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn  |
|    | 刘中一 | 销售经理       | 19821158911 | lzhongy@swsc.com.cn  | 卜黎旻 | 销售经理 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn     |
|    | 岑宇婷 | 销售经理       | 18616243268 | cyryf@swsc.com.cn    | 龙思宇 | 销售经理 | 18062608256 | lsyu@swsc.com.cn    |
| 北京 | 李杨  | 销售总监       | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     | 徐铭婉 | 销售经理 | 15204539291 | xumw@swsc.com.cn    |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn     |
|    | 杨薇  | 高级销售经理     | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
|    | 王一菲 | 销售经理       | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | lmtf@swsc.com.cn    |
|    | 姚航  | 销售经理       | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    | 巢语欢 | 销售经理 | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn     |
| 广深 | 郑龔  | 广深销售负责人    | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn     |
|    | 杨新意 | 销售经理       | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn  |
|    | 龚之涵 | 销售经理       | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn   |
|    | 丁凡  | 销售经理       | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn  |     |      |             |                     |