西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

家电行业2023年投资策略

否极泰来，终见曙光

西南证券研究发展中心
家电研究团队
2022年12月

核 心 观 点

- **回顾2022年：多重不利因素下艰难前行**

2022年，前期困扰家电行业的不利因素并没有得到根本性改善。原材料价格处于高位，国内房地产波动及疫情干扰，海外高通胀及复杂的国际局势，诸多因素导致市场需求疲软，家电行业整体承压。根据产业在线数据显示，2022年1-9月空调总销量为1.2亿台，同比下降1.3%；冰箱总销量为5765万台，同比下降10.4%；洗衣机总销量5030万台，同比下降7.4%。但我们也看到，家电品牌高端化持续推进，渠道布局进一步完善，拓展产业链布局及多元化外延，家电企业在困境中仍在探索与改革，寻求长期发展路径。

- **展望2023年：否极泰来，终见曙光**

2023年，我们认为压制行业的因素终是迎来了确定性的转折，随着房地产、防疫政策的持续优化，经济活力焕发，国内家电消费需求稳步复苏；原材料价格趋稳回落，改善盈利能力同时为多样化营销提供空间。我们认为，2023年是家电历经两年调整筑底后，回归正常经营节奏的一年。外部环境向好对行业估值与盈利具有较强的修复作用，而高端化，渠道调整，降本增效，拓展海外市场，布局多元化业务仍是家电公司发展的长期议题。

核 心 观 点

- **投资逻辑（一）：政策优化，需求向好**

大家电具有装修属性，与地产周期相关性较大，随着房地产保交付等政策持续落地实施，装修属性最强的厨电板块估值及业绩的压制因素均得以改善。推荐关注厨电龙头老板电器（002508）、集成灶优质企业亿田智能（300911）、火星人（300894）。

另外，疫情防控政策的持续优化，家电需求尤其是线下需求回升，行业整体受益，其中影响最大的为重点布局交通枢纽的倍轻松（688793）。

- **投资逻辑（二）：原材料回落，盈利改善**

原材料作为家电企业成本构成中最大科目，其价格波动对盈利能力影响较大。2022年9月，LME铜、 LME铝和国内ABS现货价格同比下降了15.4%、23.5%和30%。其中长尾小家电品类依赖电商渠道，消费者重视价格优势，成本转嫁能力较弱，因此我们认为原材料回落带来的盈利弹性也表现较为突出。推荐关注小熊电器（002959）

- **投资逻辑（三）：估值修复，白马稳健**

目前家电估值位于历史低位，具有较强安全边际。在估值切换行情中，白马股收益明显。我们推荐关注高股息率、边际向好的龙头标的：美的集团（000333）、海尔智家（600690）、格力电器（000651）。

风险提示：原材料价格大幅波动风险、终端销售不及预期风险、行业竞争加剧风险。

目　录

2022行业回顾

家电行情走弱，细分赛道个股看涨

家电消费需求疲软，成本压力逐步缓解

2023年投资策略

2023年重点推荐个股

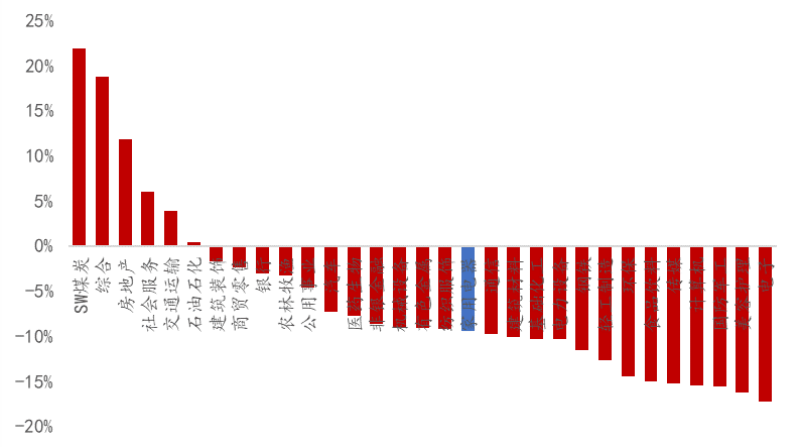
2022年行业回顾：家电整体走势较弱

- 2022年初截至11月30日申万家电指数指数下跌23%，跑输沪深300指数0.9个百分点，在申万行业中涨跌幅排名18。
- 受到房地产周期下行以及疫情干扰，国内家电消费需求减弱；海外市场在复杂的国际形势以及高通胀的影响下，家电消费需求疲软。整体来看，国内外家电销售均承压。盈利端来看，年中原材料价格逐步趋稳回落，叠加海运费价格回落以及人民币汇率贬值，家电盈利能力呈现一定的修复趋势。

家电指数走势弱于大盘



年初至今家电行业位居中下游

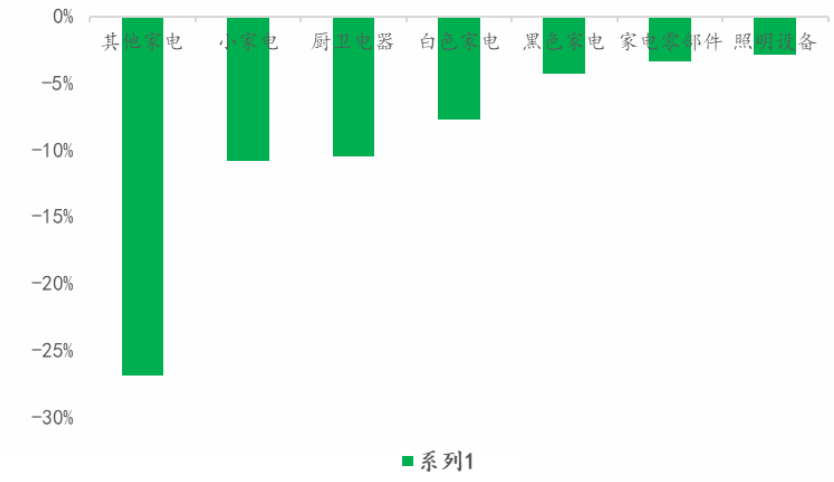


数据来源：wind，西南证券整理（数据截止11月30日）

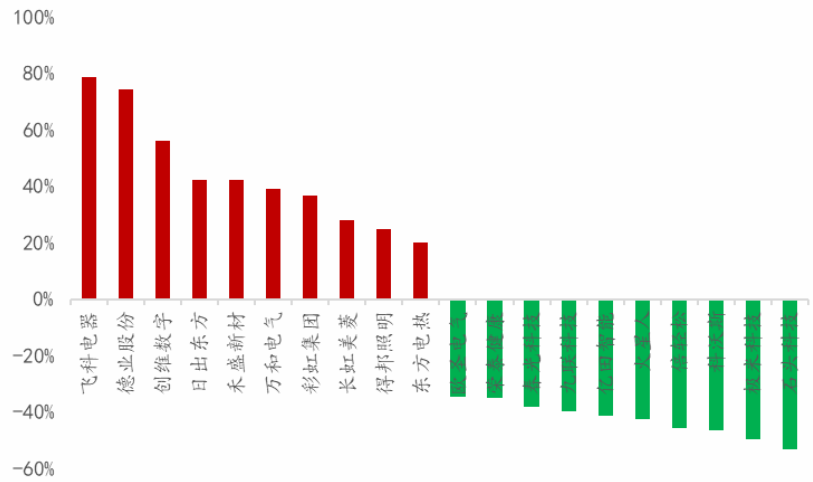
2022年行业回顾：细分赛道个股上涨

- 分板块来看，家电行业各个板块均有不同程度的下跌。以按摩椅为主的其他家电，在内外需求均疲软的背景下，下跌幅度最大，年初至今下跌达到了26.9%。个股来看，涨幅居前的主要是品牌升级见效的飞科电器（78.4%）、受益于汽零订单放量以及欧洲供暖需求提升的家用零部件企业德业股份（74.1%）等。跌幅前十多为去年新上市的个股，在整体消费需求较弱的背景下，行业竞争逐步加剧，细分赛道龙头估值有所回落。
- 整体来看，在国内外多因素影响下，家电行业消费需求较弱。白电厨电等受到房地产景气影响较大，部分新兴行业增速也有所回落，2022年家电走势偏弱。

家电行业子板块走势



家电行业个股涨跌幅前十



数据来源：wind，西南证券整理（数据截止12月6日）

目　录

2022行业回顾

家电行情走弱，细分赛道个股看涨

家电消费需求疲软，成本压力逐步缓解

2023年投资策略

2023年重点推荐个股

2022年行业回顾：原材料价格年中回落

- 2021年下半年到今年初，原材料价格持续上涨。随着全球供需矛盾的逐步缓解，2022年5月原材料价格环比出现回落趋势。截止今年9月份，元大宗原材料价格已经出现同比回落趋势。2022年9月，LME铜、 LME铝和国内ABS现货价格同比下降了15.4%、23.5%和30%。
- 原材料价格回落，家电企业成本端压力逐步缓解，部分转型见效的个股盈利率先好转，预计未来家电企业将延续盈利好转的趋势。

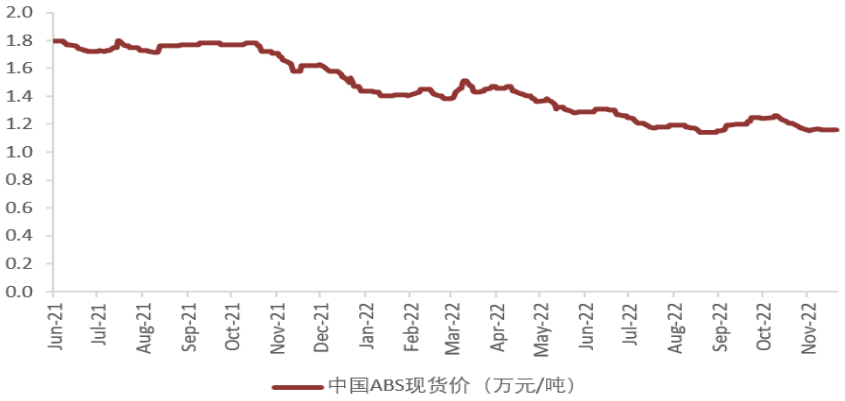
LME铝现货价格



LME铜现货价格



ABS现货价格



数据来源：Wind，西南证券整理

2022年行业回顾：下半年人民币汇率贬值

- 人民币汇率自6月份以来持续下行，2022年9月底至今，美元对人民币报价持续在7以上。考虑到家电出口企业多以美元计价，人民币的贬值将拉动有出口业务的家电企业收入提升；此外，家电出口企业也因持有的外汇资产将带来一定的汇兑收益；人民币贬值也会提升我国家电出口企业的价格竞争力，带动新一批订单的增长。

美元兑人民币汇率

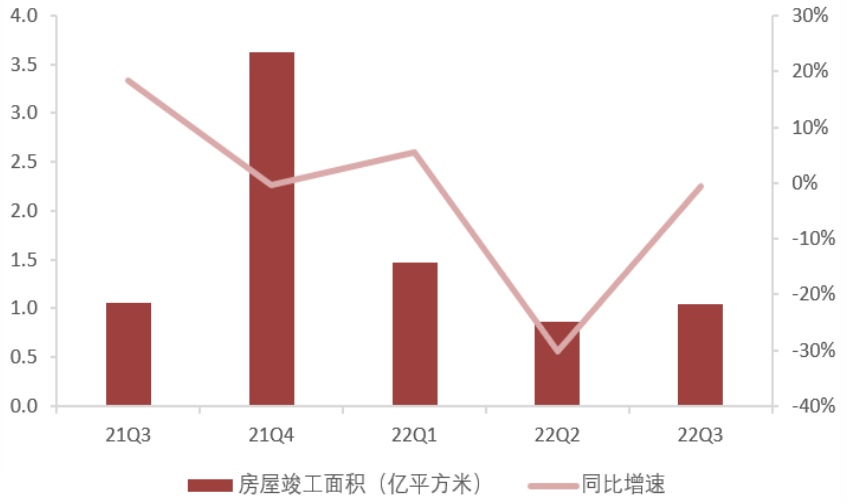


数据来源：Wind，西南证券整理

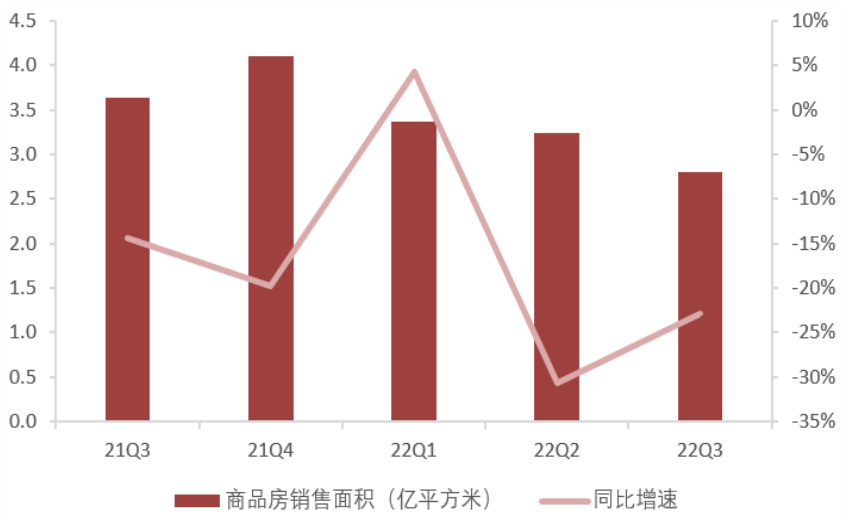
2022年行业回顾：家电消费需求疲软

- 受房地产市场波动和疫情的影响，2022年前三季度家电国内需求疲软。据国家统计局数据显示，相较于21Q4,2022年房屋竣工面积和商品房销售面积均呈现下降趋势，22Q3商品房销售面积同比下降23%。由于央行近日提出了保交付政策，预计房地产行业未来边际向好。
- 海外市场方面，普遍的高通胀抑制了家电的消费需求，2022年1-10月，美国CPI上涨了6个百分点，英国CPI上涨了9.8个百分点，欧元区CPI上涨了9.3个百分点。此外，俄乌冲突所带来的的欧洲能源危机导致欧洲人均生活成本上升，对家电等非刚需类产品需求进一步减弱。

房屋竣工面积及增速



商品房销售面积及增速

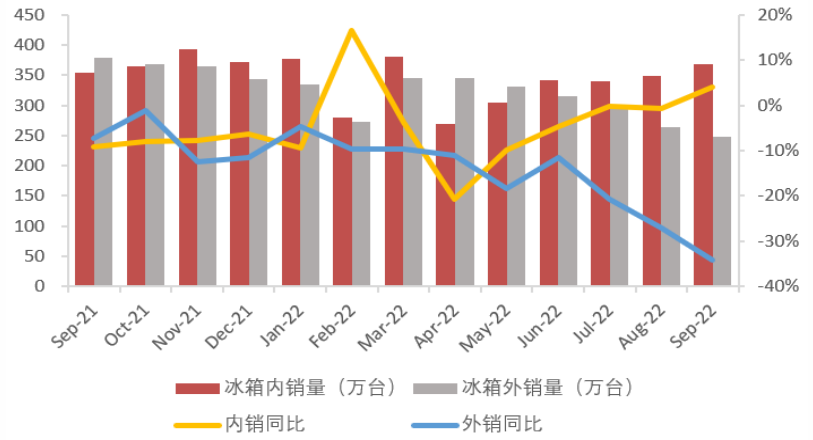


数据来源：国家统计局，西南证券整理

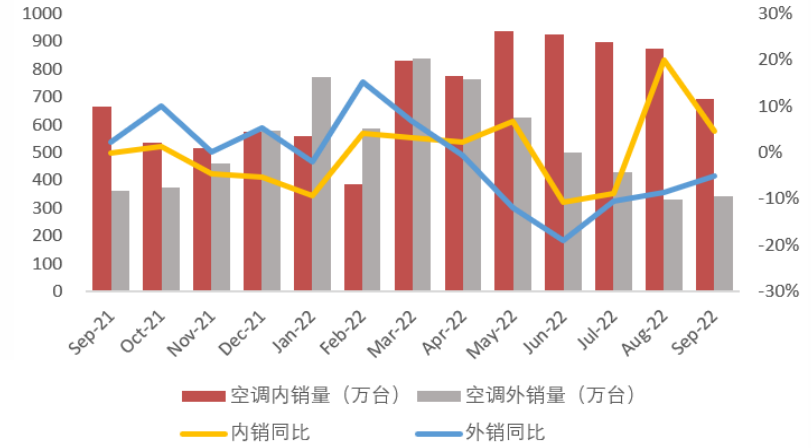
白电：内销彰显韧性，高基数下外销承压

- 根据产业在线数据显示，2022年1-9月空调总销量为1.2亿台，同比下降1.3%。其中内销量6878万台，同比增长0.5%，受益于今年持续高温的天气，空调内销出货小幅增长；外销量5187万台，同比下降3.6%，在海外需求减弱和高基数的影响下，空调外销表现较弱。
- 2022年1-9月，冰箱总销量为5765万台，同比下降10.4%。其中内销量3011万台，同比下降3.9%，疫情下大容量冰箱需求较强，冰箱内销表现明显强于外销；外销量2754万台，同比下降16.6%。洗衣机总销量5030万台，同比下降7.4%，其中内销量2913万台，同比下降7.8%，外销量2117万台，同比下降6.9%。

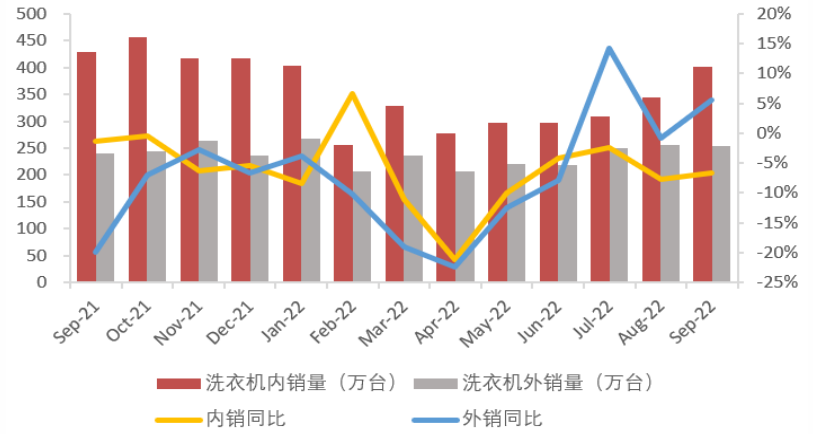
冰箱销量及增速



空调销量及增速



洗衣机销量及增速

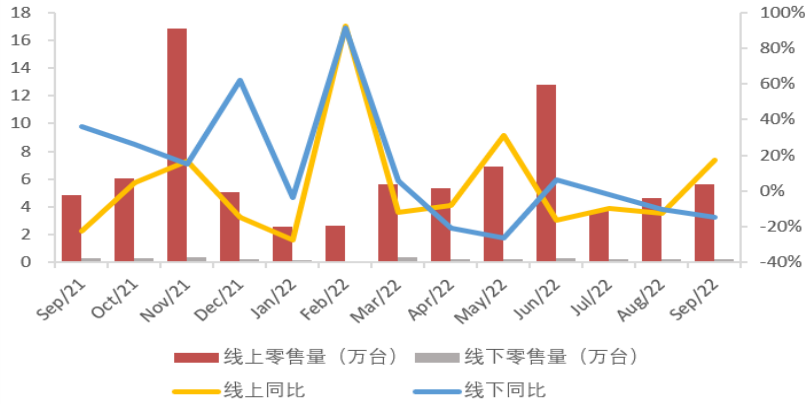


数据来源：产业在线，奥维云网西南证券整理

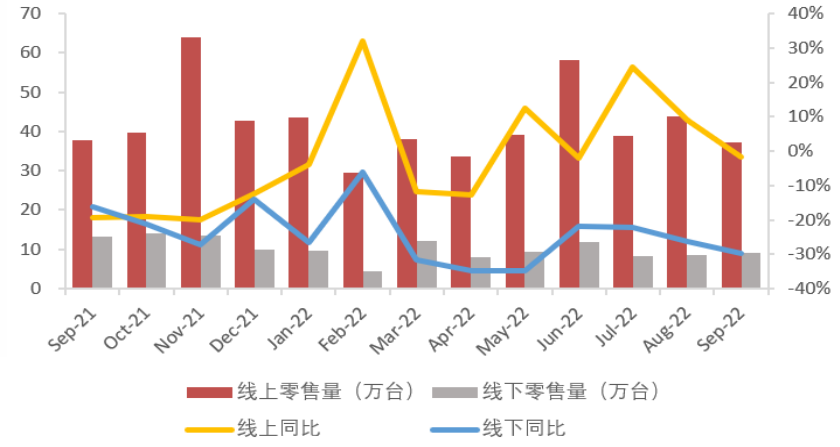
厨电：传统品类增长疲软，新品渗透率持续提升

- 在房地产市场不景气和疫情反复的多重外部因素的影响下，2022年前三季度传统厨电市场销售量负增长。根据奥维云网数据显示，2022年1-9月油烟机线上零售量为354万台，同比上涨2.3%；线下零售量为81万台，同比下降27.8% 。
- 新兴品类的厨电处于渗透率快速提升的阶段，但经过前几年过快的增长期后，在整体消费需求较弱的背景下，集成灶、洗碗机等新兴厨电增速有所回落。根据奥维云网数据显示，2022年1-9月集成灶线上零售量为50万台，同比下降4.2%；线下零售量为1.8万台，同比下降5.9%。洗碗机线上零售量为79万台，同比上涨1.3%，线下零售量为17万台，同比下降5.7% 。

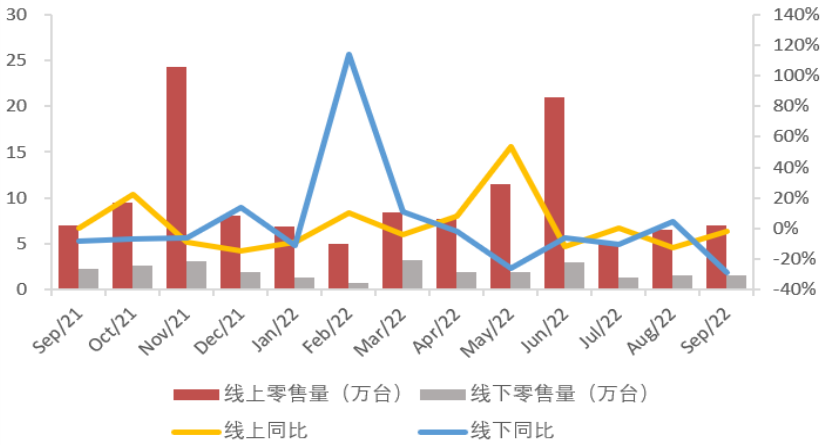
集成灶零售量及其增速



油烟机零售量及其增速



洗碗机零售量及其增速

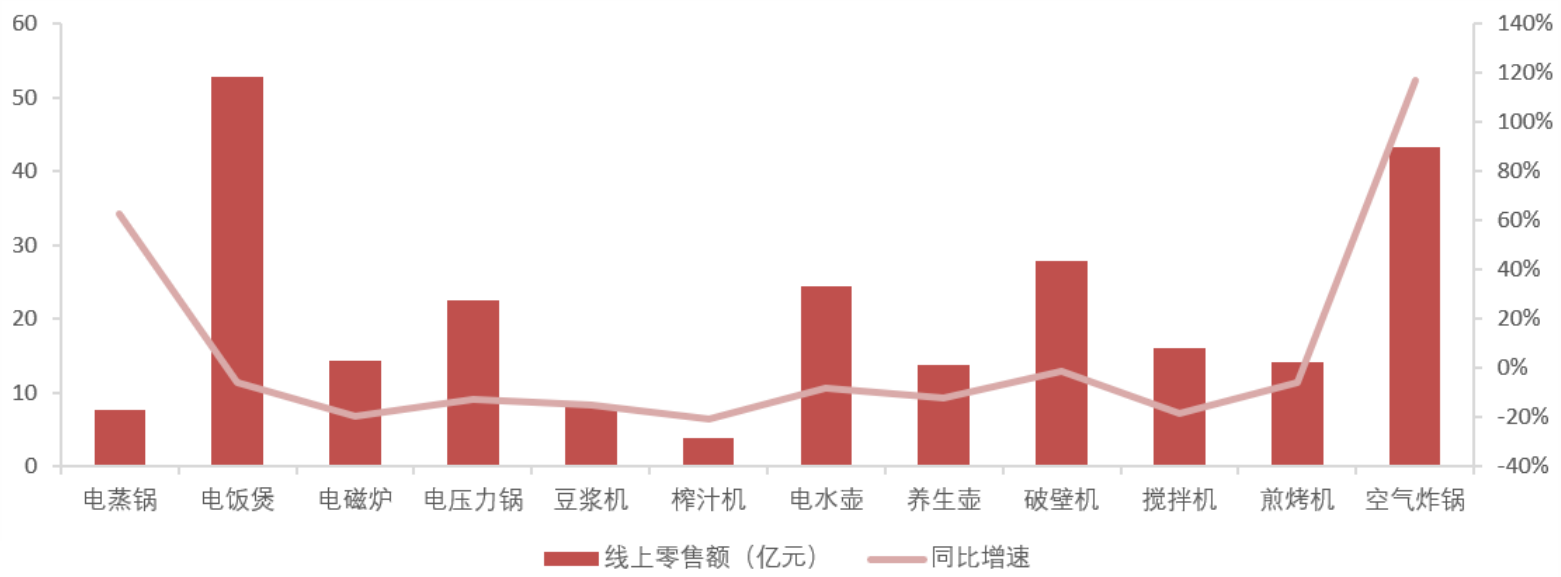


数据来源：奥维云网，西南证券整理

厨电小家电：传统品类增长乏力，新兴品类逆趋势增长

- 受疫情影响，2022年小家电市场规模增速都趋于放缓。根据奥维云网统计，2022年1-10月，小家电线上零售量同比下降5.8%，线下零售量同比下降26.9%。传统小家电表现欠佳。其中电饭煲零售额为52.7亿元，同比下降了6%；电磁炉零售额为14.2亿元，同比下降了19%。新兴品类小家电依靠较低的渗透率实现销售额逆趋势增长。其中电蒸锅销售额为7.7亿元，同比增长了63%；空气炸锅销售额为43.2亿元，同比上涨了117%。

小家电部分品类零售额及其增速

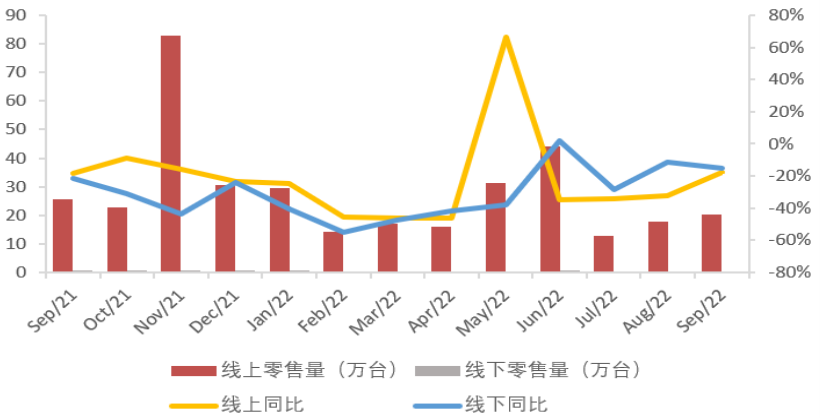


数据来源：奥维云网，西南证券整理

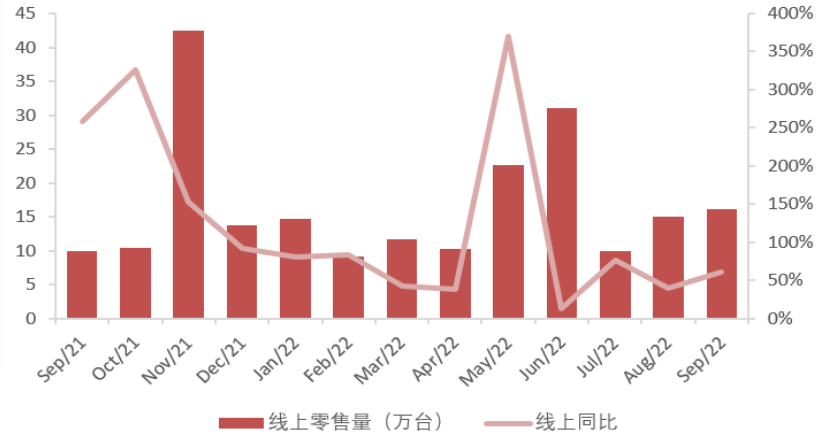
新兴家电：短期增速放缓，降价助力放量

- 2022年前三季度扫地机行业增长速度放缓，行业内竞争逐步加剧。根据奥维云网数据显示，2022年9月扫地机线上零售量同比下降18%，线下零售量同比下降15%。国内扫地机行业进入平台期，国外需求受宏观因素压制，扫地机行业短期增长承压。展望后市来看，龙头主动推动价格带下沉，扫地机销量有望快速释放，行业渗透率有望进一步提升。
- 在整体消费较弱的背景下，渗透率相对更低的洗地机、投影仪增速略有放缓，但是仍然保持了较快的增长态势。2022年9月洗地机线上零售量16.1万台，同比上涨了61%；投影仪线上零售量32.7万台，同比上涨12%。

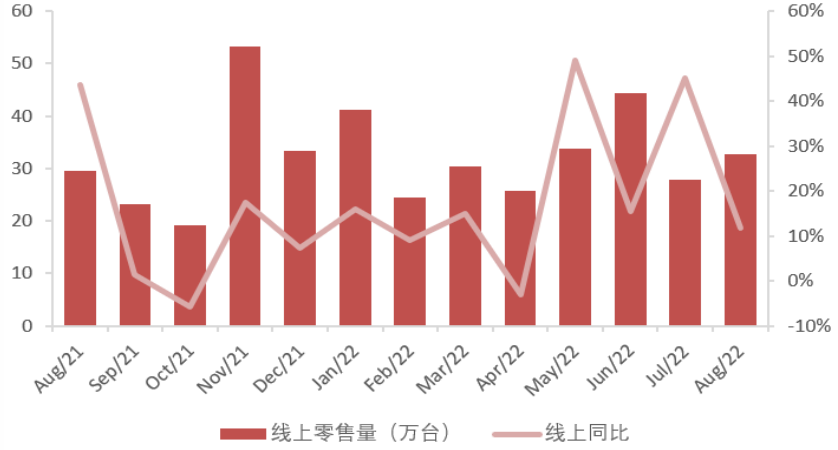
扫地机零售量及其增速



洗地机线上零售量及其增速



投影仪线上零售量及其增速



数据来源：产业在线，奥维云网，西南证券整理

目　录

2022行业回顾

2023年投资策略

原材料价格回落，家电盈利持续修复

政策边际优化，家电消费向好

龙头边际向好，低估值高分红安全边际高

2023年重点推荐个股

原材料价格回落，家电盈利持续修复

回顾前两轮原材料上涨周期：

- 第一轮上涨：2009Q4到2011Q3，原材料价格上涨持续2年左右。2010Q1过半家电企业毛利率同比下滑，2011Q4过半家电企业毛利率同比回升，家电企业毛利率变化滞后1-2个季度。
- 第二轮上涨：2016Q3到2018Q2，这轮上涨持续了大约2年。从2016Q4起，多数家电企业毛利率同比下滑，直到2018Q4家电过半公司毛利率开始同比转正。家电企业毛利率变化滞后大约1个季度。
- 第三轮上涨：2020Q3到2022Q2，原材料价格上涨不到2年。由于受到疫情影响，多数家电企业从2020年年初毛利率就呈现下滑的趋势，到22Q2过半的重点家电企业毛利率同比转正。

具体可见附表1-3

整体来看，原材料价格波动对于家电企业的盈利端的影响表现出几个特点：

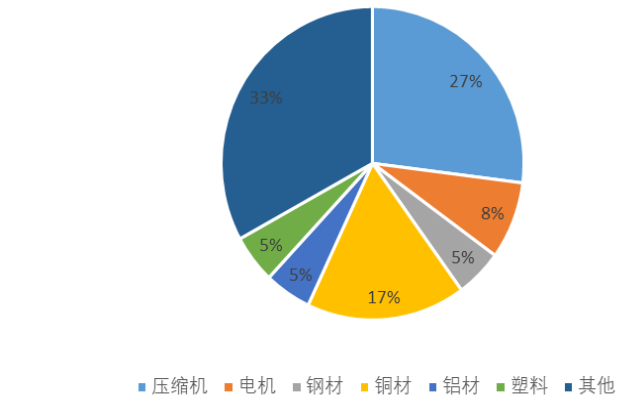
（1）原材料价格波动传导到家电企业盈利端的时间越来越短。回顾原材料价格三轮上涨周期来看，家电企业毛利率变化滞后时间越来越短，我们认为家电企业成本传导越来越快或许是得益于渠道效率的提升。2008年的时候家电企业的销售基本是线下经销商。2016年起线上渠道销售占比逐步提升，以美的为首的龙头推进渠道变革，T+3效率升级。2020年疫情催化下家电行业渠道变革进一步深化，效率逐步提升。家电上游成本提升到产品提价转嫁给消费者的时间逐步缩短。

（2）龙头企业表现出了更强的抗压能力。原材料价格上行期间，龙头盈利端受到的影响稍晚、毛利率降幅稍低并且成本传递比较快（龙头提价幅度更高，提价反应更快）。分板块来看，白电和小家电成本传导更快。家电企业龙头大多经营白电产品，抗压能力较强，并且通过渠道变革零售效率提升，成本传导较快。小家电方面，我们认为相较于白电、厨电等相对更标准化的大家电而言，小家电个性化需求更强，更容易通过推新卖贵进行提价。此外，考虑到小家电单品价值量更低，消费者对于小家电的价格不敏感，小家电企业成本传导也相对容易。

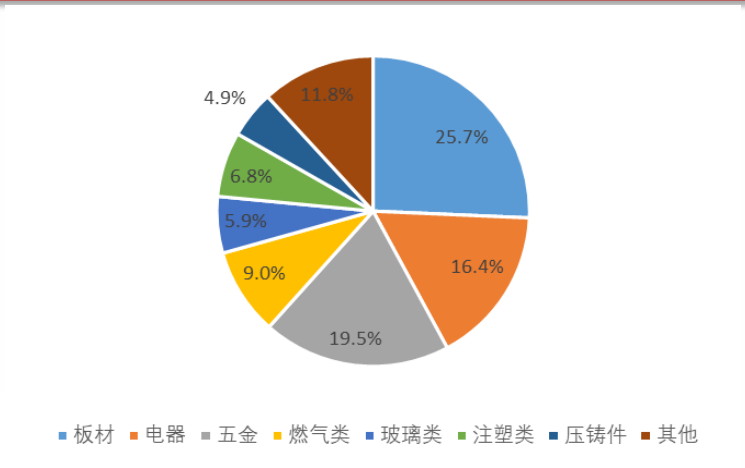
原材料价格回落，家电盈利持续修复

- 空调、冰洗等白电原材料在成本中占比在90%以上，而在油烟机、集成灶等厨电产品中原材料占比多在80%以上；厨房小电中原材料占比多在75%左右。具体来看，空调中压缩机和铝材占比较高，集成灶中板材和电器占比较高，厨房小电中电子元器件、五金和塑料占比较高。对应到大宗原材料来看，就是钢材、铜材、铝材以及塑料等价格波动会对家电产品成本形成影响。

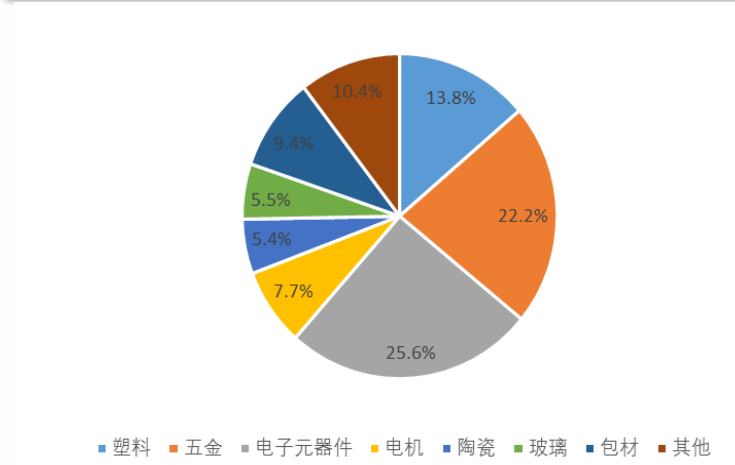
空调原材料拆分



集成灶原材料拆分



厨房小家电原材料拆分



数据来源：公司公告，西南证券整理

原材料价格回落，家电盈利持续修复

❑ 短期来看，白电率先受益

从原材料占比来看，白电>厨电>小家电，因此原材料价格下降过程中，白电和厨电盈利的反弹幅度可能最高。但是考虑到厨电渠道结构线下占比较高，成本传导需要更多的时间，在原材料价格持续下行的时候，白电和小家电盈利率先修复。考虑到今年5月份至今，大宗原材料价格已经延续3个季度稳步回落，预期白电、小家电企业将延续盈利修复趋势；厨电盈利修复略有滞后，但是预计在明年也有会有所好转。

❑ 长期来看，高端化转型见效的个股能够跳出周期

回顾2020Q3至今家电企业盈利表现来看，虽然受到原材料涨价影响，多数家电企业毛利率有所下滑，但是也有个别公司盈利受损较小，甚至逆势上涨。综合来看，这些公司几乎都推进了高端化转型升级，产品均价提升对冲原材料价格上涨；内部变革，经营效率提升期间费用得到优化。以细分赛道龙头为主，白电龙头海尔智家、美的集团，个股小电龙头飞科电器以及小家电明星公司小熊电器等。长期来看，我们认为高端化转型逐步见效，内部运营灵活的个股能够跳出原材料价格波动的影响，在不利背景下实现较好的营收业绩。

目　录

2022行业回顾

2023年投资策略

原材料价格回落，家电盈利持续修复

政策边际优化，家电消费向好

龙头边际向好，低估值高分红安全边际高

2023年重点推荐个股

房地产政策持续加码，大家电消费向好

- 自2021年下半年起，房地产竣工面积持续下滑。近期地产产业政策密集出台，保交付为核心方向，在政策托底之下，短期内房地产有望迎来集中竣工交付。地产竣工好转将支撑家电产品消费需求回升，以厨电、白电经营为主的企业将率先受益。其中厨电由于其更换工程量较大，安装顺序又较为靠前，与橱柜等产品安装需要相互配合，甚至在水电走线阶段就需要预设安装类型，厨电装修属性更前置，其购买与更新与地产销售密切相关。

发布时间	部门/领导/会议/文件	相关内容
11月8日	交易商协会官网发文	在央行的支持和指导下，继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
11月16日	央行《2022年第三季度中国货币政策执行报告》	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。
11月21日	央行行长易刚“金融街论坛年会”	配合有关部门和地方政府，“一城一策”用好政策工具箱，降低个人住房贷款利率和首付比例，支持刚性和改善性住房需求；出台2000亿元“保交楼”专项借款，支持已售住房的建设交付，并研究设立了鼓励商业银行支持“保交楼”结构性政策工具。
11月23日	央行、银保监会《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	稳定房地产开发贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，稳定建筑企业信贷投放，支持开发贷款，信托贷款等存量融资合理展期，保持债券融资基本稳定，保持信托等资管产品融资稳定，支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款，鼓励金融机构提供配套融资支持，做好房地产项目并购金融支持，积极探索市场化支持方式，鼓励依法自主协商延期还本付息，切实保护延期贷款的个人征信权益，延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排，阶段性优化房地产项目并购融资政策，优化租房租赁信贷服务，拓宽租房租赁市场多元化融资渠道。
11月28日	证监会新闻发言人	决定在股权融资方面调整优化5项措施：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。

数据来源：西南证券整理

防疫政策边际优化，线下消费稳步修复

- 近日国务院持续发布防疫政策优化文件，推动各项防疫措施更加精准化人性化。新冠以来三年内，家电消费或多或少受到了一定的影响，一方面疫情下居民对于长期收入信心不足，对于家电等耐用消费品消费减少；另一方面疫情防控下社交频次减少，对于消费的刺激也变小。此外，家电线下销售渠道客流量减少，甚至部分疫情严峻的地方家电产品的物流安装等都受到一定的限制。
- 未来随着防疫政策的持续优化，短期来看家电线下渠道客流逐步恢复，家电产品消费需求有望提振。此前线下渠道占比较高，受到疫情影响较多的个股有望率先反弹。长期来看，随着疫情防控更加人性化，经济活力快速回升，居民消费信心恢复，预期家电等耐用消费品有望重回增长。以线下门店宣传为主，布局中高端市场的品牌有望持续受益，家电高端化转型有望持续深化。

发布时间	部门/领导/会议/文件	相关内容
11月11日	国务院联防联控机制《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》	对密切接触者，将“7天集中隔离+3天居家健康监测”管理措施调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出；及时准确判定密切接触者，不再判定密接的密接；将高风险区外溢人员“7天集中隔离”调整为“7天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出；将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，最大限度减少管控人员；对结束闭环作业的高风险岗位从业人员由“7天集中隔离或7天居家隔离”调整为“5天居家健康监测”；没有发生疫情的地区严格按照第九版防控方案确定的范围对风险岗位、重点人员开展核酸检测，不得扩大核酸检测范围；取消入境航班熔断机制，并将登机前48小时内2次核酸检测阴性证明调整为登机前48小时内1次核酸检测阴性证明；对入境人员，将“7天集中隔离+3天居家健康监测”调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出；加大“一刀切”、层层加码问题整治力度。
11月21日	国务院联防联控机制《新冠肺炎疫情防控核酸检测实施办法》	没有发生疫情的地区，严格按照《新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)》确定的范围对风险岗位、重点人员开展核酸检测，不得扩大核酸检测范围，一般不按行政区域开展全员核酸检测。按照“自愿、免费、即采即走、不限制流动”原则，在机场、火车站、长途客运站、高速公路省界服务区、港口等地设置核酸采样点，面向跨省流动人员提供“落地检”服务。
12月2日	北京市交通委员会发布	公交、地铁运营企业在核验健康信息时，不得拒绝无48小时核酸阴性证明的乘客乘车。
12月5日	上海市疫情防控工作领导小组办公室发布继续优化调整疫情防控的相关措施	除养老机构、儿童福利机构、医疗机构、学校（含托幼机构）以及密闭娱乐场所（包括KTV、棋牌室、密室剧本杀、网吧）、餐饮服务（含酒吧）场所等有特殊防疫要求的场所外，其余公共场所不再查验核酸检测阴性证明。保留全市常态化核酸检测采样点，继续提供免费检测服务，对7天内无核酸检测记录的不再赋黄码。

数据来源：西南证券整理

目　录

2022行业回顾

2023年投资策略

原材料价格回落，家电盈利持续修复

政策边际优化，家电消费向好

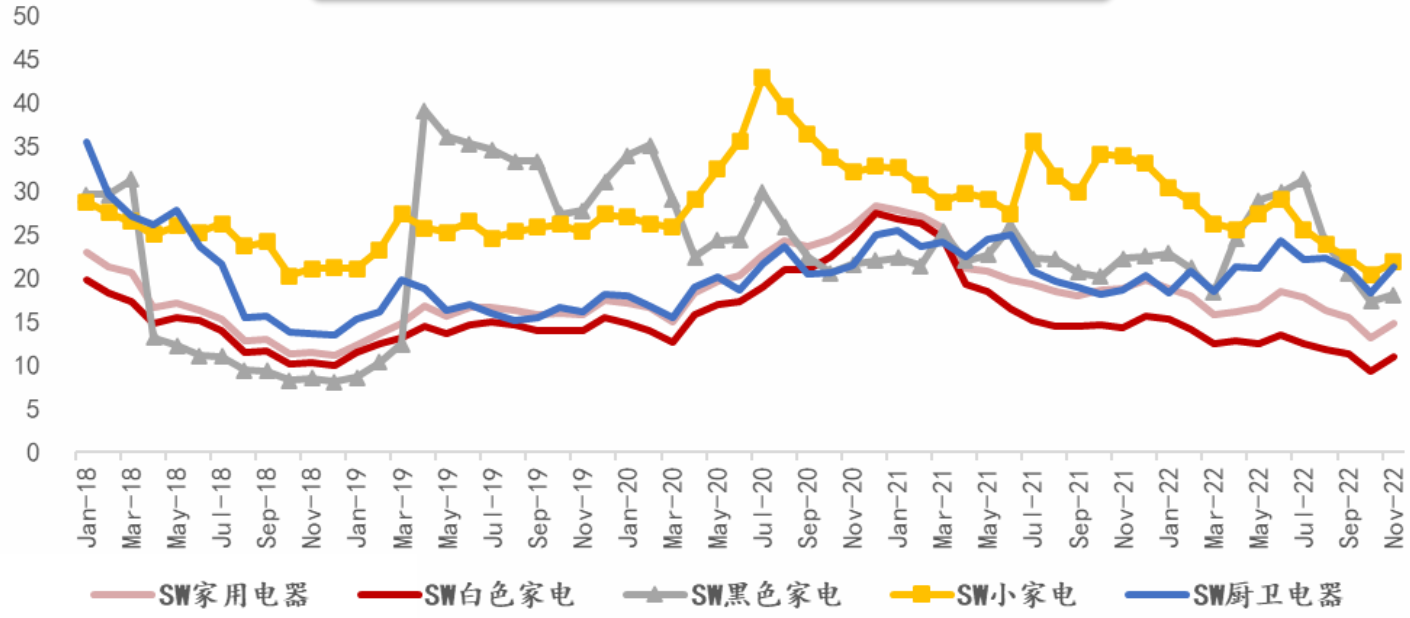
龙头边际向好，低估值高分红安全边际高

2023年重点推荐个股

龙头边际向好，低估值高分红安全边际高

- 家电行业估值已经回落到了近3年的底部水平，长期投资价值凸显。分板块来看，白电估值已经位于较低水平；受益于房地产政策刺激，厨电板块估值近期有所回升；在新品放量推动下，小家电板块估值相对稳定，近期也在防疫政策优化推动下，估值有所提升。
- 综合来看，房地产政策、防疫政策持续释放利好信号，家电消费有望提振；原材料价格回落推动成本优化，预期家电企业盈利持续好转，家电行业估值稳步修复。

家电行业历史估值



数据来源：wind，西南证券整理

龙头边际向好，低估值高分红安全边际高

- 家电企业以2C业务为主，并且大都实行经销商先款后货模式，现金流充沛。经过几十年的发展，家电行业逐步趋向成熟，家电企业运营稳健，经营转向高端化、智能化、精细化，资本性支出较少。因而分红保持在较高的水平，根据家电公司公告来看，近5年来家电企业平均分红率多数在30%以上。受益于较高的红利保护，多数家电企业抗风险能力突出。

家电行业高股利率公司一览

股票名称	分红总金额（亿元）					分红率均值	2022E归母净利润（亿元）	预计2022分红（亿元）	总股本（亿股）	每股股利（元）	股价（元）	预计股息率
	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年							
格力电器		126.33	72.19	226.74	166.10	50.34%	261.12	131.45	56.31	2.33	31.71	7.36%
浙江美大	3.00	3.00	3.50	3.88	4.26	77.92%	5.96	4.64	6.46	0.72	11.12	6.46%
莱克电气	0.76	8.90	1.04	8.21	5.74	123.35%	9.44	11.64	5.74	2.03	33.04	6.13%
九阳股份	9.94	6.14	8.29	7.67	7.64	102.06%	7.09	7.24	7.67	0.94	16.11	5.86%
万和电气	2.20	2.46	2.45	2.45	2.45	50.64%	7.30	3.70	7.44	0.50	9.99	4.97%
帅丰电器	--	--	--	0.58	1.97	55.07%	2.40	1.32	1.85	0.72	16.07	4.46%
美的集团	79.01	85.62	111.31	110.66	116.78	43.11%	303.89	130.99	69.96	1.87	47.80	3.92%
苏泊尔	5.91	12.15	12.99	10.49	15.59	64.53%	20.58	13.28	8.09	1.64	44.77	3.67%
新宝股份	2.44	2.81	3.21	4.96	1.63	45.44%	11.11	5.05	8.27	0.61	17.13	3.56%
华帝股份	1.75	2.58	2.54	1.27	0.85	35.69%	4.71	1.68	8.48	0.20	6.38	3.11%
老板电器	7.12	7.59	4.75	4.73	4.72	38.81%	18.63	7.23	9.49	0.76	25.32	3.01%

数据来源：wind，西南证券测算

龙头边际向好，低估值高分红安全边际高

- 整体来看，目前家电行业的整体估值已经回落到了近三年的中低位置。此外，考虑到家电常年保持了较高的分红金额，高股息率带来较强的安全边际，家电行业投资性价比凸显。
- 具体来看，随着原材料价格稳步回落，叠加海运费成本下降，家电企业盈利逐步呈现向好趋势。部分龙头高端化转型稳步推进，内部效率升级降本控费持续见效，盈利能力率先优化。
- 未来随着房地产、防疫政策的边际向好，预期家电消费需求稳步修复；在原材料价格、海运费等持续趋稳回落的背景下，家电企业成本压力逐步缓解，高端化转型推动下家电产业链升级延续，预期行业盈利将保持向好态势。

部分家电企业净利率同比变化（%）

公司简称	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
美的集团	-0.33	-1.95	-0.78	-1.21	0.04	0.17	0.09
格力电器	2.67	0.56	0.10	-5.70	-0.24	1.64	-0.51
海尔智家	2.54	2.45	-2.15	-0.50	0.27	0.43	0.55
万和电气	-1.17	5.56	-4.77	-19.35	-0.12	0.36	5.17
海信家电	2.32	-1.74	-2.40	-5.81	-0.37	-0.61	1.01
老板电器	-0.50	-1.27	-1.22	-22.02	-1.45	-3.00	-2.03
华帝股份	0.57	-1.91	-5.34	-14.27	-0.22	-0.42	-0.23
火星人	19.85	1.40	-1.69	-5.51	0.51	-3.05	-6.90
浙江美大	9.13	0.33	0.41	-1.12	2.13	-2.49	-6.29
亿田智能	8.11	-5.66	2.30	-7.54	-1.38	0.54	-6.63
帅丰电器	-3.58	4.29	-1.40	-6.82	-2.32	-9.55	-3.00
苏泊尔	1.25	-0.97	-0.95	-2.55	-0.19	1.56	0.90
九阳股份	-0.75	0.85	0.06	-4.85	-0.83	-2.93	-1.58
新宝股份	-0.96	-6.05	-4.93	-0.39	-0.51	4.92	3.40
小熊电器	-4.03	-8.68	-1.85	-1.54	0.75	-1.73	4.00
飞科电器	-1.19	-1.37	-1.20	-3.70	4.22	0.02	2.98
北鼎股份	-2.60	-2.04	-4.60	0.71	-7.36	-8.69	-7.35
倍轻松	14.46	-2.88	-1.72	-5.54	-9.15	-21.38	-20.68
奥佳华	9.69	-0.74	-6.62	0.59	-4.27	-9.94	1.42
荣泰健康	4.80	-1.99	-3.77	0.84	-2.90	-4.48	1.29
科沃斯	10.83	10.10	9.86	1.35	-1.76	-4.01	-9.22
石头科技	7.78	-1.50	-11.84	-11.09	-3.14	-9.71	-8.41
莱克电气	1.61	-4.73	-0.83	5.49	-0.51	5.70	6.46
极米科技	2.36	3.42	0.96	3.04	1.01	2.61	-4.14
海信视像	1.34	-1.25	0.29	-1.47	1.44	1.36	2.13
兆驰股份	1.65	1.65	0.15	-38.84	0.26	-4.41	1.29
创维数字	3.03	0.35	-5.35	1.46	0.43	2.51	8.21
盾安环境	6.67	12.37	7.30	38.84	-0.40	12.24	1.01
奇精机械	0.33	0.24	0.89	1.35	0.77	-2.19	-1.30
三花智控	2.17	-4.08	-2.20	-1.54	-1.22	-0.61	-0.08
欧普照明	8.41	0.98	-3.35	-0.04	-3.32	-2.21	3.49

数据来源：wind，西南证券整理

目　录

2022行业回顾

2023年投资策略

2023年重点推荐个股

海尔智家（600690）：全球协同发力，营收利润逆势增长

□ 投资逻辑：

1）国内外协同发展，市场份额稳步优化。分地区来看，国内市场方面，公司通过升级高端品牌与场景方案，同时加速新产业发展，丰富场景品类，多品类市场份额均有所提升。海外市场方面，公司坚持本土化运营，2022年前三季度公司海外业务同比增长8.7%。2）内部运营提效，盈利能力持续提升。前三季度公司综合毛利率为30.5%，同比提升0.3pp。3）高端市场布局见效，份额一马当先。根据中怡康数据显示，卡萨帝冰箱线下渠道15000元以上价位段份额达到45%，同比提升3.3 pp。

□ 业绩预测与投资建议：

公司作为家电龙头，高端化全球化数字化多维优化，盈利能力持续修复。预计2022-2024年EPS分别为1.64/1.86/2.08元，维持“买入”评级。

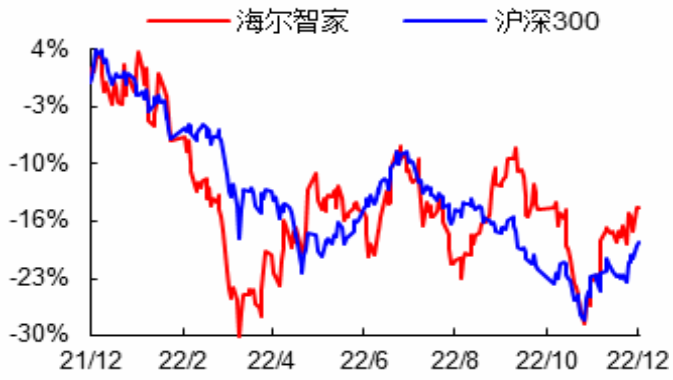
□ 风险提示：

原材料价格或大幅波动、终端销售不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	227556.14	249256.70	274024.83	299996.58
营业收入增长率	8.50%	9.54%	9.94%	9.48%
归母净利润（百万元）	13067.04	15486.40	17563.76	19683.04
净利润增长率	47.21%	18.52%	13.41%	12.07%
EPS（元）	1.38	1.64	1.86	2.08
P/E	18	15	13	12

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

美的集团（000333）：B端业务稳健增长，盈利能力持续修复

□ 投资逻辑：

1）家电行业承压，公司双高端品牌快速增长。一方面国内地产销量下行，家电消费需求减弱，另一方面，海外高通胀及耐用品消费提前释放等因素，外销业务承压。公司作为家电龙头，家电业务受行业影响，整体增速放缓。公司双高端品牌COLMO、TOSHIBA实现零售收入59.7亿、17.2亿，分别同比增长138%、61%。2）TOB业务稳健的增长，多维事业群成效显现。报告期内，公司工业技术事业群、楼宇科技事业群、机器人与自动化事业部以及数字化创新业务分别增长14.8%、22.7%、5.7%和37.3%。3）公司盈利能力持续改善，未来随着原材料价格的进一步回落，预计公司盈利能力将持续修复。

□ 业绩预测与投资建议：

公司作为家电企业龙头企业，多元业务稳步推荐，内部变革提效，盈利能力持续修复，预计2022-2024年EPS分别为4.45/5.01/5.66元，维持“买入”评级。

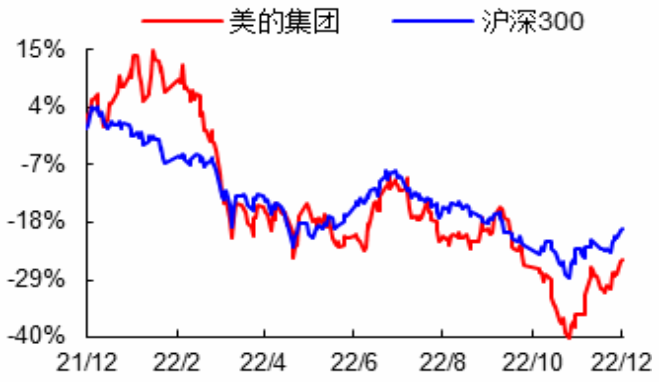
□ 风险提示：

原材料价格或大幅波动、终端销售不及预期风险、人民币汇率大幅波动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	343360.83	355151.53	389308.46	425182.57
营业收入增长率	20.18%	3.43%	9.62%	9.21%
归母净利润（百万元）	28573.65	31116.62	35080.71	39589.12
净利润增长率	4.96%	8.90%	12.74%	12.85%
EPS（元）	4.08	4.45	5.01	5.66
P/E	12	11	10	9

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

老板电器（002508）：经营企稳，盈利能力环比改善

□ 投资逻辑：

1）公司经营企稳，新品类增长亮眼。公司作为行业龙头企业，行业传统烟灶业务基本盘稳定，新兴品类中集成灶份额提升明显。2）盈利能力环比改善，费用率方面持续优化。Q3公司毛利率52.3%，环比提升5.3pp。一方面由于公司效率优化，新品类上量规模效用显现等因素；另一方面，工程渠道客户结构改善也有利于整体毛利率提升。随着原材价格压力减缓，预计公司盈利能力将持续恢复。3）集中度提升+新品类贡献仍是未来看点。我们认为随着烟灶市场进一步成熟，包括电商平台占比持续提升，烟灶市场集中度进一步提升仍是大趋势，公司作为业内产品、营销等综合能力最强的龙头之一将持续受益。一体机、洗碗机、集成灶等新品类持续增长，也是公司未来重要的增量贡献。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2022-2024年EPS分别为2.06元、2.33元、2.61元，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

原材料价格或大幅波动风险、地产销售大幅波动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10147.71	10683.94	11813.57	13063.18
营业收入增长率	24.84%	5.28%	10.57%	10.58%
归母净利润（百万元）	1331.71	1956.24	2212.65	2475.67
净利润增长率	-19.81%	46.90%	13.11%	11.89%
EPS（元）	1.40	2.06	2.33	2.61
P/E	19	13	12	10

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

亿田智能（300911）：营收快速增长，加码营销业绩承压

□ 投资逻辑：

1）在房地产景气波动，疫情反复等因素影响下，集成灶行业增速有所放缓。公司作为集成灶行业的优质企业，前三季度营收实现了较快的增长，依旧保持了行业领先的增速。尤其第三季度，行业整体增速进一步放缓，公司增速尤其亮眼，一方面得益于公司产品结构升级带来的均价上升，另一方面，公司市占率也在持续提升。2）前三季度公司综合毛利率为47.1%，同比提升1.9pp。随着原材料价格逐渐回落，未来毛利率水平有望持续提升。3）研发持续加码，终端实力强化。公司进一步强化研发实力，2022年前三季度公司累计研发投入0.5亿元，同比增长49.5%；研发费用率为5%，同比提升1pp。充分的研发投入为公司奠定了技术基础，公司产品矩阵持续丰富，产品综合竞争力进一步提升。

□ 业绩预测与投资建议：

公司作为集成灶优质企业，产品矩阵逐步完善，渠道布局稳步优化，预计公司2022-2024年EPS分别为2.22元、2.89元、3.74元，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

原材料价格或大幅波动风险、终端销售不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1229.66	1445.15	1874.34	2400.10
营业收入增长率	71.66%	17.52%	29.70%	28.05%
归母净利润（百万元）	209.55	239.35	312.29	404.31
净利润增长率	45.76%	14.22%	30.48%	29.47%
EPS（元）	1.94	2.22	2.89	3.74
P/E	24	21	16	12

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

小熊电器（002959）：收入持续增长，Q3业绩亮眼

□ 投资逻辑：

1）多品类助推，营收保持较快增长。小熊Q3单季度收入同比增长16%。我们推测公司产品零售均价进一步提升，销量也在新兴品类推动下有所释放。以增速较快的空气炸锅和电蒸锅为例，小熊电器市场份额均稳居前列。其中电蒸锅9月线上零售份额达到了19.9%，位列行业第一。2）前三季度公司综合毛利率为35.8%，同比提升1.5pp。公司毛利率持续改善，我们认为主要得益于①原材料价格持续回落，公司强化内部管理，生产效率提升，成本得到优化； ②产品结构优化推动终端零售均价提升。3）在国内外消费疲软的背景下，公司积极修炼内功，内部变革提效，取得了良好的经营效果。2022前三季度公司存货周转天数为93.5，同比减少了7.6。

□ 业绩预测与投资建议：

随着电蒸锅、空气炸锅等新品类持续贡献增量，公司后续收入有望保持稳健增长。预计公司2022-2024年EPS分别为2.37元、2.86元、3.4元，维持“持有”评级。

□ 风险提示：

原材料价格大幅波动风险、市场竞争加剧风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3606.34	4102.23	4725.54	5449.79
营业收入增长率	-1.46%	13.75%	15.19%	15.33%
归母净利润（百万元）	283.40	370.17	446.57	529.85
净利润增长率	-33.81%	30.62%	20.64%	18.65%
EPS（元）	1.82	2.37	2.86	3.40
P/E	34	26	22	18

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

部分家电公司估值表

代码	公司	股价	EPS			PE			投资评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600690	海尔智家	24.54	1.38	1.64	1.86	18	15	13	买入
000333	美的集团	51.25	4.08	4.45	5.01	12	11	10	买入
000651	格力电器	33.12	4.10	4.72	5.18	8	7	6	买入
002508	老板电器	27.26	1.40	2.06	2.33	19	13	12	买入
300911	亿田智能	45.39	1.94	2.22	2.89	24	21	16	买入
605336	帅丰电器	16.61	1.34	1.42	1.80	12	12	9	买入
603486	科沃斯	79.08	3.51	2.99	3.62	23	27	22	买入
688169	石头科技	271.99	14.97	12.89	17.09	19	22	16	买入
002032	苏泊尔	47.15	2.40	2.60	2.96	20	18	16	持有
002242	九阳股份	15.97	0.97	0.95	1.09	16	17	15	买入
002959	小熊电器	61.55	1.82	2.37	2.86	34	26	22	持有
002705	新宝股份	18.48	0.96	1.37	1.54	19	13	12	买入
002050	三花智控	22.99	0.47	0.60	0.78	48	37	29	持有
603868	飞科电器	74.24	1.47	2.21	2.69	51	34	28	持有

数据来源：Wind，西南证券（截止2022/12/7）

附表1：第一轮原材料价格上涨周期

2009-2011年大宗原材料价格同比变化

大宗原材料	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
ABS价格同比	-32.17%	-24.84%	-22.41%	11.97%	46.70%	32.67%	28.35%	37.70%	21.78%	9.27%	6.86%	-16.41%
LME铜价格同比	-56.04%	-44.53%	-24.73%	71.27%	110.43%	49.55%	24.09%	29.92%	32.70%	30.29%	24.02%	-13.24%
LME铝价格同比	-50.59%	-49.33%	-35.86%	9.82%	59.43%	39.96%	15.64%	16.94%	15.06%	24.29%	14.92%	-10.74%

2009-2011年家电企业单季度毛利率变化

	公司简称	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
白电	美的集团	1.71%	6.15%	0.68%	4.90%	-3.23%	-5.33%	-6.15%	-2.51%	-0.42%	-1.61%	6.86%	1.88%
	海尔智家	0.86%	2.64%	11.36%	-3.39%	2.89%	-2.97%	-5.42%	-4.74%	-3.33%	-0.95%	2.53%	2.03%
	格力电器	5.87%	8.04%	4.48%	-0.40%	-2.72%	-13.56%	0.24%	1.78%	-4.95%	2.06%	-4.73%	-4.93%
	海信家电	7.00%	0.85%	4.43%	5.37%	-9.23%	-0.62%	1.34%	-5.57%	1.55%	0.59%	0.02%	6.89%
厨电	老板电器	--	--	--	--	--	--	--	1.95%	-4.05%	-2.90%	-1.66%	-0.52%
	浙江美大	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
	华帝股份	-2.06%	2.07%	3.48%	-0.11%	2.69%	-0.30%	-3.80%	6.77%	0.43%	-0.70%	0.89%	-7.26%
小家电	苏泊尔	3.64%	5.99%	4.07%	0.33%	-4.61%	-2.46%	-2.22%	-3.20%	-0.40%	-1.04%	-1.41%	0.15%
	九阳股份	3.46%	3.13%	-1.86%	-1.48%	-4.43%	-2.21%	-1.57%	-2.40%	0.71%	-2.00%	-2.39%	1.27%
	莱克电气	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
黑电	海信视像	3.71%	2.60%	2.64%	-2.98%	-4.11%	-5.59%	-3.22%	4.42%	4.56%	5.82%	2.26%	2.19%
	四川长虹	0.58%	-1.05%	0.11%	3.22%	-1.30%	-1.36%	-3.40%	-2.17%	-2.19%	2.47%	-0.41%	-2.50%

数据来源：Wind，西南证券整理

附表2：第二轮原材料价格上涨周期

- 2016-2018年大宗原材料价格同比变化

大宗原材料	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
ABS价格同比	-15.91%	-16.77%	4.51%	50.42%	61.74%	40.56%	43.19%	15.00%	0.89%	8.85%	-3.77%	-15.96%
LME铜价格同比	-19.70%	-21.75%	-9.26%	7.88%	24.82%	19.73%	33.03%	29.02%	19.36%	21.38%	-3.84%	-9.35%
LME铝价格同比	-15.78%	-10.97%	1.83%	14.38%	22.13%	21.49%	24.15%	22.93%	16.63%	18.34%	2.24%	-6.26%

- 2016-2018年家电企业单季度毛利率同比变化

	公司简称	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
白电	美的集团	2.99%	0.58%	2.49%	1.42%	-4.77%	-3.25%	0.12%	-1.57%	0.57%	3.25%	1.90%	4.66%
	海尔智家	0.92%	1.29%	1.56%	7.34%	1.51%	1.07%	0.08%	-1.49%	-1.49%	-0.97%	-1.02%	-5.05%
	格力电器	1.04%	14.01%	-6.77%	-5.95%	1.12%	-8.04%	-1.36%	9.07%	-3.51%	-0.72%	-0.08%	-6.80%
	海信家电	2.81%	2.77%	2.89%	-1.94%	-3.98%	-5.71%	-3.03%	-2.45%	-1.21%	0.73%	-1.18%	-0.08%
厨电	老板电器	2.03%	1.38%	-1.17%	-4.26%	0.53%	-3.37%	-4.97%	-5.86%	-6.67%	-1.73%	-0.77%	6.32%
	浙江美大	-0.42%	7.17%	2.32%	-0.14%	3.70%	-3.02%	-0.46%	-1.71%	-1.42%	-3.50%	-2.16%	-2.24%
	华帝股份	3.80%	4.18%	3.40%	4.31%	1.51%	2.64%	4.78%	2.76%	4.56%	1.42%	1.27%	1.60%
小家电	苏泊尔	1.62%	1.11%	1.89%	1.43%	0.01%	-0.60%	-1.13%	-2.27%	-0.08%	0.64%	0.59%	3.28%
	九阳股份	1.19%	0.52%	0.55%	1.19%	-0.89%	-0.25%	1.29%	0.64%	0.93%	0.56%	-2.70%	-1.90%
	莱克电气	6.96%	4.42%	4.09%	5.93%	1.24%	-0.32%	-4.06%	-6.17%	-7.09%	-2.92%	4.21%	4.73%
黑电	海信视像	1.85%	0.93%	-0.75%	-3.37%	-4.26%	-1.25%	-4.14%	-1.40%	0.76%	1.47%	2.79%	1.11%
	四川长虹	0.42%	1.58%	2.74%	-0.57%	-0.92%	-1.48%	-2.98%	-0.45%	-0.61%	-2.37%	0.54%	0.68%

数据来源：Wind，西南证券整理

附表3：第三轮原材料价格上涨周期

2020年至今大宗原材料价格同比变化

大宗原材料	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
ABS价格同比	-11.72%	-13.02%	6.01%	37.02%	46.24%	65.15%	38.86%	-1.41%	-13.82%	-24.83%	-32.34%
LME钢价格同比	-9.31%	-12.37%	12.36%	21.86%	50.86%	81.09%	43.76%	35.34%	17.56%	-1.93%	-17.36%
LME铝价格同比	-9.11%	-16.51%	-3.28%	9.32%	24.07%	60.35%	55.37%	44.17%	56.46%	19.80%	-11.12%

2020年至今家电企业单季度毛利率同比变化

	公司简称	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
白电	美的集团	-3.22%	-4.69%	-3.39%	-3.43%	-2.14%	-2.43%	0.13%	-6.40%	-0.82%	0.62%	-0.31%
	海尔智家	-1.68%	-0.65%	-0.97%	2.33%	1.04%	3.13%	2.40%	-0.03%	0.05%	0.25%	0.56%
	格力电器	-13.10%	-8.71%	-2.57%	16.10%	6.94%	0.72%	-1.24%	-9.71%	-0.77%	1.65%	2.55%
	海信家电	0.75%	3.49%	4.20%	0.94%	0.18%	-3.24%	-3.09%	-9.56%	-2.20%	-1.19%	1.35%
厨电	老板电器	1.73%	-0.82%	4.32%	1.93%	0.82%	1.90%	-4.34%	-10.44%	-4.78%	-8.64%	-3.42%
	浙江美大	-7.32%	-0.87%	0.71%	-0.36%	4.59%	2.93%	-1.72%	-4.61%	-1.34%	-13.96%	-6.52%
	华帝股份	-4.19%	-5.57%	-0.33%	-8.65%	-1.85%	-2.39%	-7.39%	0.96%	-2.94%	0.16%	1.11%
小家电	苏泊尔	-7.31%	-4.14%	-4.67%	-3.56%	2.52%	-0.57%	-0.13%	-13.62%	-1.13%	0.68%	-0.01%
	九阳股份	0.62%	0.14%	-3.99%	0.79%	-1.90%	-2.21%	0.05%	-10.20%	-4.81%	0.89%	0.25%
	莱克电气	0.99%	1.69%	-1.05%	-5.11%	-4.17%	-6.40%	-2.71%	-2.80%	1.35%	-0.71%	-3.92%
黑电	海信视像	1.11%	1.98%	-3.39%	0.41%	0.49%	-3.04%	-0.49%	-4.70%	1.02%	2.06%	3.34%
	四川长虹	-4.05%	-0.96%	-1.53%	0.28%	1.45%	-0.35%	-1.80%	0.33%	0.02%	-0.02%	2.22%

数据来源：Wind，西南证券整理

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：龚梦泓
执业证号： S1250518090001
电话：023-63786049
邮箱：gmh@swsc.com.cn

分析师：夏勤
执业证号：S1250522080003
电话：15730244616
邮箱：xiaqin@swsc.com.cn

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

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 SOUTHWEST SECURITIES

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	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
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@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
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn