

聚焦核心品类，盈利稳步优化

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年半年报, 2023年上半年实现营收15.6亿元, 同比增长2.6%; 实现归母净利润0.7亿元, 同比增加10.8%。其中Q2单季度实现营业收入8.9亿元, 同比增长0.1%; 实现归母净利润0.4亿元, 同比增加8.4%。
- 聚焦核心品类, 收入稳健增长。** 分地区来看, 2023年1-6月公司内销收入12.9亿元, 同比下降3.2%; 外销收入2.7亿元, 同比增加43.7%。公司积极开拓海外市场, 德尔玛品牌和飞利浦品牌海外收入均实现较快增长。分产品来看, 报告期内家居环境类收入7.2亿元, 同比增长2%; 水健康类收入5.2亿元, 同比增长14.4%; 个护健康类收入3亿元, 同比增长5.5%; 生活卫浴类收入同比减少92.5%, 主要是公司聚焦核心品牌和品类, 与华帝签署《商标授权使用许可合同》终止协议, 不再开展“华帝”品牌生活卫浴类产品业务。
- 盈利能力稳步优化。** 报告期内, 公司综合毛利率为30.1%, 同比增长0.7pp。其中Q2单季度毛利率为30.5%, 同比增长0.9pp。分产品来看, 家居环境类/水健康类产品毛利率分别提升3/1.9pp。费用率方面, 公司销售费用率为17%, 同比增长1.1pp; 管理费用率为9.1%, 同比增长0.3pp; 研发费用率为4.6%, 同比增长0.2pp; 受现金管理收益增加及持有的汇兑收益增加影响, 财务费用率为-0.8%, 同比下降0.9pp。综合来看, 公司净利率为4.1%, 同比增长0.4pp。
- 互联网运营经验深厚, 募投扩产优化生产能力。** 公司2010年进入电商代运营领域, 先后为华帝、万和、格兰仕等知名品牌提供电商代运营服务, 沉淀了丰富的电商运营能力。围绕高速增长的新兴家电消费品类, 针对不同市场定位、目标客群和经营模式, 公司形成了成熟的品牌矩阵。公司以“德尔玛”和“飞利浦”双核心品牌驱动, 覆盖不同品类产品, 贴近不同细分消费人群。随着募集资金投入智能家电制造基地项目、研发品控中心建设项目和信息化建设项目, 公司进一步优化生产制造能力, 核心竞争力有望进一步提升。
- 盈利预测与投资建议。** 公司作为行业新秀小家电企业, 聚焦核心品类核心品牌。随着国内外消费稳步修复, 公司核心品类型号持续丰富, 预计2023-2025年EPS分别为0.46/0.57/0.70元, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- 风险提示:** 原材料价格或大幅波动风险、人民币汇率大幅波动风险、终端销售不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3306.65	3563.22	4111.75	4751.40
增长率	8.85%	7.76%	15.39%	15.56%
归属母公司净利润(百万元)	190.52	211.59	261.24	321.70
增长率	12.03%	11.06%	23.47%	23.14%
每股收益EPS(元)	0.41	0.46	0.57	0.70
净资产收益率ROE	12.79%	12.07%	13.25%	14.36%
PE	36	32	26	21
PB	4.75	4.02	3.57	3.13

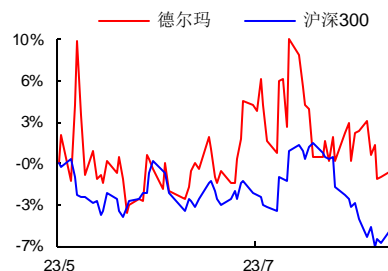
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

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: 023-63786049
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.62
流通A股(亿股)	0.85
52周内股价区间(元)	13.79-15.74
总市值(亿元)	68.68
总资产(亿元)	44.82
每股净资产(元)	5.96

相关研究

1 互联网家电新秀，经营规模快速增长

互联网运营经验丰富。公司成立于 2007 年，主要开展品牌形象策划和创意设计业务。公司于 2011 年开始进入电商代运营领域，先后为华帝、万和、格兰仕等知名品牌提供电商代运营服务。在积累了丰富的电商代运营经验后，公司创始团队于 2011 年创立自主品牌“德尔玛”。在积累了丰富的小家电供应链管理能力和后，公司于 2014 年开始逐渐自建产能，深度参与产品生产环节，为研产销一体化发展奠定了基础。2018 年，公司收购飞利浦水健康业务，并创立“薇新”品牌，逐渐实现通过多品牌覆盖多品类的业务布局。2019 年以来，公司抓住高效供应链能力优势，积极开拓境外销售渠道，实现境外销售额快速增长。2021 年公司获得飞利浦品牌移动按摩产品独家授权，实现品类的进一步延伸，形成深耕国内市场，突破境外市场的业务发展格局。

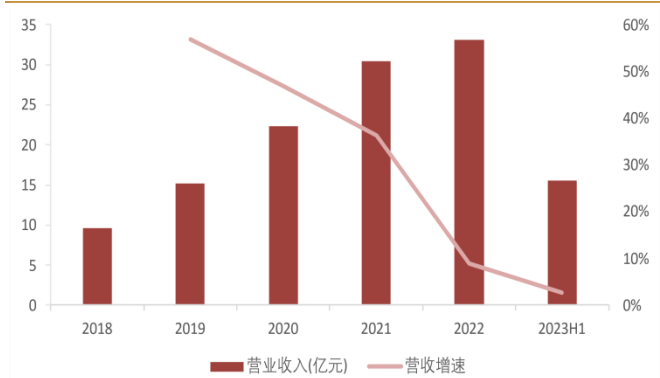
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

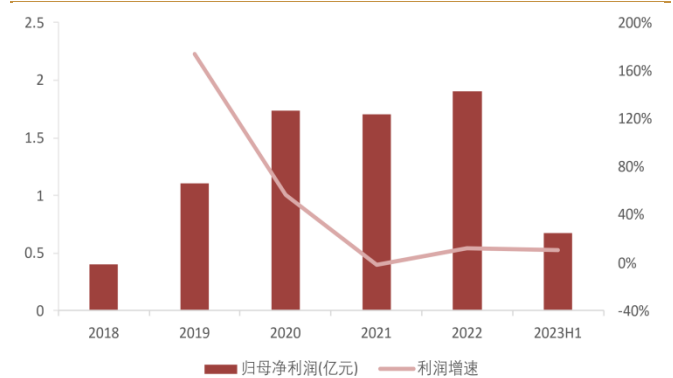
营收规模快速增长，五年归母净利润 CAGR 达 47.3%。2018-2022 年间，公司营收与业绩快速增长，营收 CAGR 达到 36%，归母净利润 CAGR 达到 47.3%。2020 年小家电需求爆发，2020 年公司实现营收 22.3 亿元，同比增长 46.9%；实现归母净利润 1.7 亿元，同比增长 56.6%。2023 年上半年，受经济环境及需求疲软的影响，宏观经济环境复杂多变，小家电作为可选消费品，行业整体有所承压，公司实现营收 15.55 亿元，同比增长 2.6%；归母净利润 0.7 亿元，同比增长 10.8%。

图 2：2018-2023H1 公司营收及增速



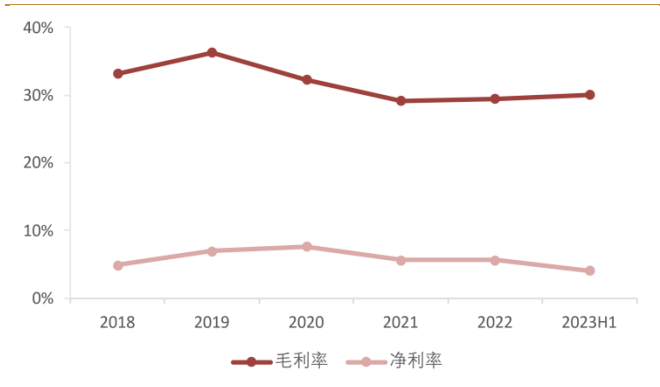
数据来源：Choice，西南证券整理

图 3：2018-2023H1 公司归母净利润及增速

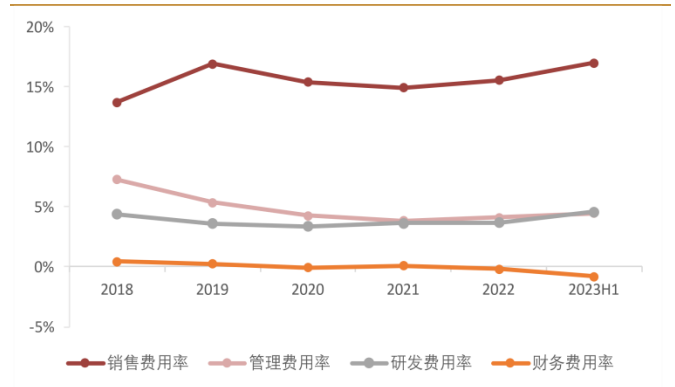


数据来源：Choice，西南证券整理

盈利能力短期好转。2020 年度和 2021 年度，受到用工成本、原材料采购成本整体提高，以及毛利率较低的米家 ODM 产品收入占比提高影响，公司主营业务毛利率发生下降。2018-2022 年公司毛利率从 33.2% 下降到 29.5%；净利率从 4.9% 提升到 5.6%。2022 年度，原材料压力缓解及毛利率较高的飞利浦品牌业务占比提升，公司毛利率企稳回升，同比提升 0.3pp。2023 年 H1 公司综合毛利率为 30.1%，同比增长 0.7pp。费用率方面，随着公司经营规模的扩大以及内部管理的优化，公司费用率整体呈现减少趋势。2023 年上半年公司销售费用率为 17%，同比增长 1.1pp；管理费用率为 9.1%，同比增长 0.3pp；研发费用率为 4.6%，同比增长 0.2pp；受现金管理收益增加及持有的汇兑收益增加影响，财务费用率为 -0.8%，同比下降 0.9pp。综合来看，公司净利率为 4.1%，同比增长 0.4pp。单季度数据来看，2023Q2 毛利率为 30.5%，同比增长 0.9pp，净利率为 4.8%，同比增长 0.5pp。

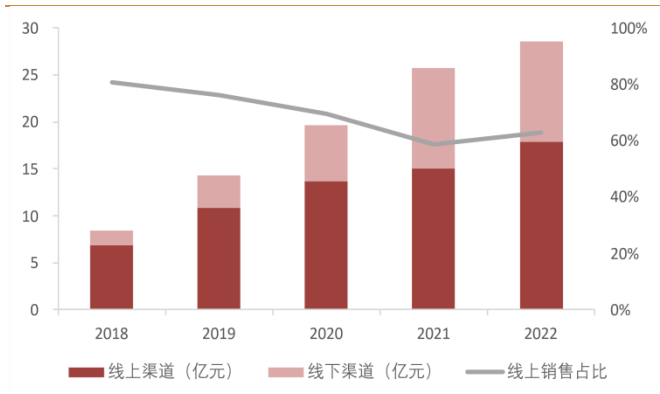
图 4：2018-2023H1 公司盈利能力情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

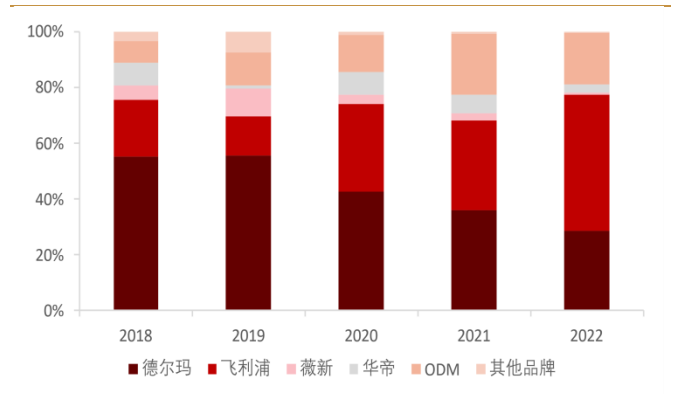
图 5：2018-2023H1 公司费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

境内线上销售为主要销售渠道，飞利浦逐渐成为主要品牌。公司目前以境内销售为主，并以线上销售为主，线下销售为辅。其中线上销售主要包括线上直销、电商平台及线上经销；线下销售主要包括线下自有/授权品牌销售及境内 ODM 业务，其中，线下自有/授权品牌销售业务主要包括线下直销、线下经销和线下代销。线上渠道占比虽然近年来有所下降，但仍然超过 50%，是公司主要的销售渠道。**2022 年线上渠道实现营收 17.9 亿，同比增长 18.8%，占总营收的 62.8%。**品牌方面，公司于 2018 年收购飞利浦水健康业务，对其业务进行了整合，相关业务收入大幅提升，占营收比例从 2018 年的 20.4% 提升到 2022 年的 49%。自 2019 年开始，公司与小米合作生产“米家”品牌小家电产品，引起公司 ODM 业务快速增长，占营收比例从 2019 年的 12.1% 提升到 2022 年的 18.5%。

图 6：2018-2022 公司分渠道营收


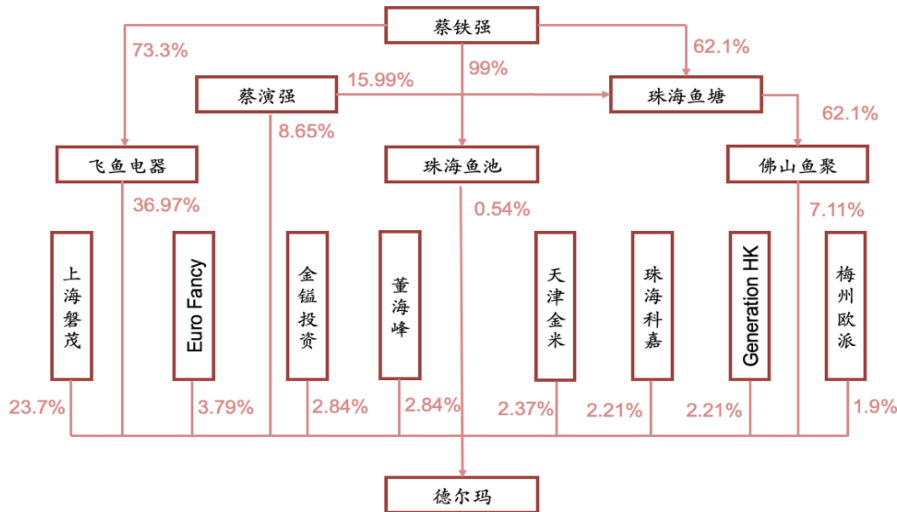
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 7：2018-2022 公司分品牌营收


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司股权结构集中、控制权较为稳定。截至 2023 年 2 月 28 日，公司董事长兼创始人蔡铁强通过飞鱼电器、珠海鱼池以及佛山鱼聚总计持有公司总计 1.65 亿股股份，占公司总股本的 44.6%，是公司实际控制人。其兄弟蔡演强直接持有公司 8.7% 股份，是蔡铁强的一致行动人；二人合计持有公司股份 1.97 亿股，占公司总股本的 53.3%。珠海鱼塘是公司高管及骨干的股权激励实施平台。此外，小米通过旗下的天津金米持有公司 2.4% 股份，是公司的战略投资者。

图 8：公司股权结构图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 多元化布局持续推进，产能扩建进一步优化成本

多品牌矩阵布局，产品类型丰富。公司建立了多品牌矩阵牌覆盖不同品类产品，切入不同的消费场景，其中，“德尔玛”品牌主要覆盖吸尘清洁类、加湿环境类以及家居厨房类等家居环境类产品，主要产品有吸尘器、拖地机和加湿器；“飞利浦”品牌主要覆盖水健康类及个护健康类产品，主要产品涵盖净饮水机、过滤器和智能马桶；“薇新”品牌主要覆盖个护健康类产品，包括按摩眼罩、头部按摩仪和足浴按摩。公司产品类型丰富，能够满足客户差异化的需求。

表 1：公司主要品牌及产品

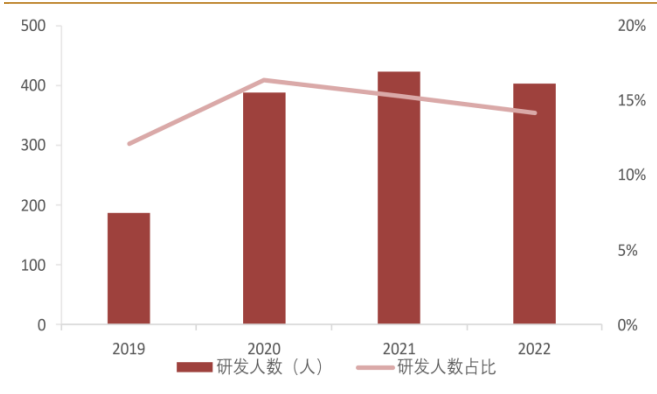
品牌	类型	主要产品品类	主要产品		
 德尔玛	自有品牌	家居环境类			
			吸尘器	拖地机	加湿器

品牌	类型	主要产品品类	主要产品		
PHILIPS	授权品牌	水健康类 及个护健康类	 净饮机	 过滤器	 智能马桶
WellSkins 薇新	自有品牌	个护健康类	 按摩眼罩	 头部按摩仪	 足浴按摩

数据来源：招股说明书，西南证券整理

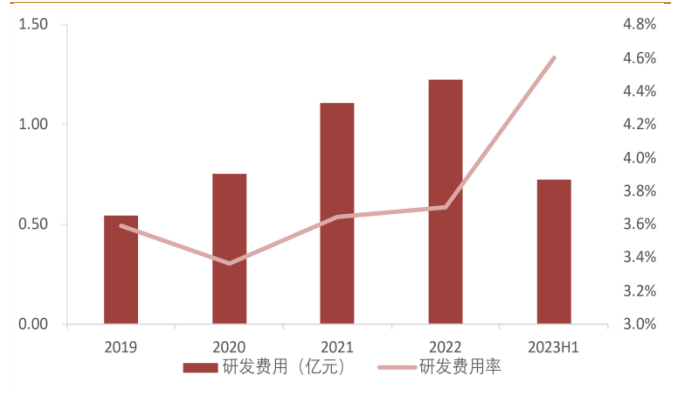
研发投入加大，产品迭代快速。公司 2018 年 6 月收购飞利浦水家电业务以来，公司通过原有研发体系与飞利浦研发体系的交互学习，持续提升自身研发能力，保持“系统化”的同时实现“敏捷化”，促进产品快速迭代。为不断提升产品开发能力，保持公司在产品端的优势，近年来公司持续在研发方面加码，研发费用与研发人员数量逐年提升，研发费用率和研发人员占比均维持在行业中上水平。在产品开发投入不断加大的带动下，截至 2023 年 2 月 28 日，公司及控股子公司共持有 1494 项境内主要专利及 19 项境外主要专利。其中，境内专利包括 15 项发明专利、862 项实用新型专利及 617 项外观设计专利。2023 年上半年公司研发费用为 0.7 亿元，同比增长 6.6%；研发费用率为 4.6%，同比增长 0.2pp。

图 9：2019-2022 公司研发人员数量及占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

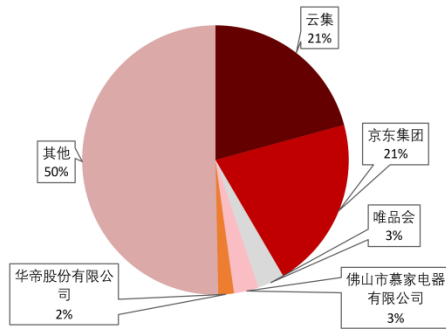
图 10：2019-2023H1 公司研发费用及费用率



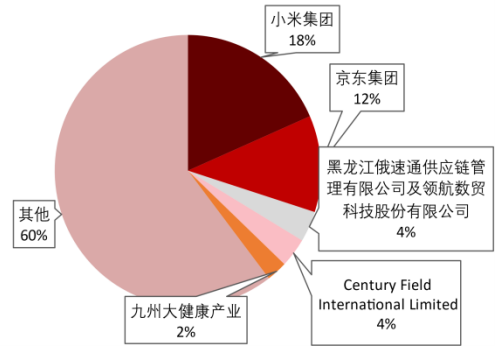
数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司与小米合作不断深化，推动营收快速扩张。公司与小米合作开展米家 ODM 业务，由公司负责产品开发、物料采购及成品生产，并以协议价格销售给小米，由小米负责渠道销售。2022 年度，公司通过米家 ODM 业务实现的销售收入达到 6.1 亿元，占当期主营业务收入的 18.4%。

客户资源不断丰富。公司持续加强与小米集团的 ODM 业务合作，对小米集团的销售金额及占比整体有一定上升。2022 年小米集团成为公司第一大客户，公司对小米集团的销售占比 18.4%。同时，公司积极开发经销商及贸易商，相关客户销售额有所上升。随着公司业务进一步发展，客户集中度从 2018 年度的 49.7% 下降至 2022 年度的 39.6%。

图 11：2018 年公司前五大客户销售情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 12：2022 年公司前五大客户销售情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

产能利用率趋于饱和，募集资金助力产能扩张。生产模式上，公司采用自主生产及外协生产相结合的模式，以销定产，总产量与销量基本吻合，产销率较高。公司精准把握消费者需求的变化，通过敏锐的商业嗅觉，结合快速响应的产品设计、开发能力，不断推出爆款产品。公司所处的珠三角地区拥有天然的小家电产业链集群优势，同时，公司也建立了强大的自主生产能力，并利用自己的生产能力与小米开展战略合作，生产米家定制产品。随着业务规模快速增长，订单持续增加，公司自有产能趋于饱和，近两年大部分产品产能利用率达到 85% 以上。

外协生产弥补自身产能，推动营收规模扩张。为弥补自身产能不足，公司部分产品选择优秀的外协生产商、加工商进行部分工序、零部件或成品外协生产。其中，小家电事业部以自主生产为主、外协生产和外协加工为辅，水健康事业部以外协生产为主、自主生产为辅，卫浴事业部以外协生产为主。2021 年，公司因新增部分总装线以及收购沃德沃特，自有产能增长较多。2022 年，公司机器设备增加自有产能略有减少，主要是因为生产更为复杂的洗地机等产品增加引起的产能减少。2022 年度，公司吸尘清洁类产品自有产能为 693 万台，外协生产 128.2 万台，产销率达到 99.4%。

表 2：公司分产品类别产能利用率

产品	2022			2021		
	产能 (万台)	总产量 (万台)	产能利用率	产能 (万台)	总产量 (万台)	产能利用率
吸尘清洁类	693.00	725.71	86.21%	829.00	876.23	88.66%
加湿环境类	436.00	398.70	85.82%	442.00	420.21	88.15%
家居厨房类	100.00	205.92	85.33%	126.00	353.24	87.56%
水健康类	152.00	548.06	85.32%	197.00	547.44	87.63%
个护健康类	89.00	325.89	84.87%	-	117.61	-
生活卫浴类	-	71.20	-	-	182.39	-

数据来源：招股说明书，西南证券整理

Ipo 募集资金投资项目围绕公司主营业务展开，分为 3 个项目：**智能家电制造基地项目、研发品控中心建设项目和信息化建设项目**。智能家电制造基地项目旨在实现智能家电规模化生产，以应对不断扩大的市场需求，与公司现有的核心技术高度关联。研发品控中心建设项目将根据公司业务发展现状，构建先进的自主研发平台，巩固公司在研发品控领域的核心竞争力。信息化建设项目旨在进一步加强公司信息化基础设施建设，提高公司信息化管理水平和公司运营效率，进一步提升公司的核心竞争力。公司此次获准向社会公众公开发行股票 9231.33 万股，发行价为每股人民币 14.8 元，共募集资金 13.7 亿元，扣除承销费后总计 12.8 亿元，调整后拟用募集资金投入智能家电制造基地项目、研发品控中心建设项目和信息化建设项目的金额分别为：11.6 亿/0.3 亿/0.4 亿。

表 3：公司募集资金运用计划

项目	项目总投资 (万元)	拟用募集资金投入金额 (万元)	项目建设期 (年)
智能家电制造基地项目	123798.18	116417.61	3
研发品控中心建设项目	12683.94	3000.00	2
信息化建设项目	9965.43	3693.33	3

数据来源：招股说明书，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：小家电产品品类丰富，同海外市场相比，国内人均保有量仍有提升的空间，假设未来 3 年小家电行业规模保持 10% 的复合增速；

假设 2：公司取得飞利浦品牌水健康/个护健康产品品牌授权，产品型号逐步完善，假设 2023-2025 年公司飞利浦品牌旗下水健康/个护健康产品销量分别增长 18%/20%/20%，8%/15%/15%。公司主品牌德尔玛聚焦家居清洁产品，假设 2023-2025 年德尔玛产品销量增长 9%/15%/15%。

假设 3：随着公司募投扩产，自主生产占比进一步提高，生产成本优化，盈利能力改善，假设 2023-2025 年，公司德尔玛/飞利浦品牌毛利率分别为 32.5%/32.5%/32.5%，36%/36.2%/36.4%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入	3306.6	3563.2	4111.8	4751.4
	yoy	8.8%	7.8%	15.4%	15.6%
	营业成本	2331.3	2483.1	2847.6	3270.7
	毛利率	29.5%	30.3%	30.7%	31.2%
德尔玛	收入	938.3	1022.7	1176.1	1352.6
	yoy	-13.7%	9.0%	15.0%	15.0%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	成本	642.92	690.3	793.9	913.0
	毛利率	31.5%	32.5%	32.5%	32.5%
飞利浦	收入	1638.7	1875.3	2218.9	2626.5
	yoy	54.8%	14.4%	18.3%	18.4%
	成本	1054.1	1200.5	1415.6	1670.1
	毛利率	35.7%	36.0%	36.2%	36.4%
小米代工业务	收入	610.8	641.4	692.7	748.1
	yoy	-8.9%	5.0%	8.0%	8.0%
	成本	542.8	570.8	616.5	665.8
	毛利率	11.1%	11.0%	11.0%	11.0%
其他业务	收入	118.8	23.8	24.0	24.2
	yoy	-46.5%	-80.0%	1.0%	1.0%
	成本	91.5	21.4	21.6	21.8
	毛利率	23.0%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源：Wind, 西南证券

3.2 相对估值

我们选取了小家电行业主流公司作为参考，2023 年五家公司的平均 PE 为 16 倍。公司作为行业新秀小家电企业，聚焦核心品类核心品牌。随着国内外消费稳步修复，公司核心品类型号持续丰富，预计未来三年公司业绩复合增速为 19.1%，首次覆盖给予“持有”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2022A	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002705	新宝股份	17.82	1.25	1.44	1.59	14.26	12.42	11.24
002959	小熊电器	65.97	3.21	3.80	4.40	20.52	17.38	14.99
002032	苏泊尔	50.66	2.79	3.08	3.42	18.19	16.44	14.82
603486	科沃斯	75.88	3.35	3.94	4.59	22.63	19.25	16.52
688169	石头科技	265.64	10.57	12.62	14.84	25.14	21.05	17.90
平均值						18.90	16.37	14.39

数据来源：Wind (数据截止 2023.08.30)，西南证券整理

4 风险提示

原材料价格大幅波动风险；人民币汇率大幅波动风险；终端需求不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3306.65	3563.22	4111.75	4751.40	净利润	185.95	206.51	254.98	313.99
营业成本	2331.30	2483.06	2847.56	3270.68	折旧与摊销	84.19	58.45	58.45	58.45
营业税金及附加	14.79	15.77	17.75	20.81	财务费用	-6.31	5.69	4.72	3.58
销售费用	513.51	552.30	637.32	736.47	资产减值损失	-5.78	-6.00	-6.00	-6.00
管理费用	135.62	285.06	328.94	380.11	经营营运资本变动	64.64	-53.87	30.47	29.48
财务费用	-6.31	5.69	4.72	3.58	其他	-55.17	2.39	7.24	4.23
资产减值损失	-5.78	-6.00	-6.00	-6.00	经营活动现金流净额	267.52	213.19	349.86	403.72
投资收益	0.94	3.00	3.00	3.00	资本支出	-274.01	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.01	0.00	0.01	其他	-50.07	3.01	3.00	3.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-324.09	3.01	3.00	3.01
营业利润	205.43	230.35	284.46	348.76	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.45	-2.15	-2.40	-2.32	长期借款	123.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	202.98	228.20	282.07	346.44	股权融资	0.89	92.31	0.00	0.00
所得税	17.03	21.68	27.09	32.45	支付股利	0.00	-38.10	-42.32	-52.25
净利润	185.95	206.51	254.98	313.99	其他	-24.95	-22.33	-4.72	-3.58
少数股东损益	-4.57	-5.07	-6.26	-7.71	筹资活动现金流净额	99.49	31.87	-47.04	-55.82
归属母公司股东净利润	190.52	211.59	261.24	321.70	现金流量净额	50.60	248.07	305.83	350.90
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	789.04	1037.11	1342.94	1693.84	成长能力				
应收和预付款项	567.76	568.94	651.12	765.65	销售收入增长率	8.85%	7.76%	15.39%	15.56%
存货	498.09	530.51	606.39	697.79	营业利润增长率	3.02%	12.13%	23.49%	22.60%
其他流动资产	116.05	66.55	76.80	88.75	净利润增长率	8.03%	11.06%	23.47%	23.14%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	3.88%	3.95%	18.05%	18.17%
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	515.35	495.05	474.76	454.46	毛利率	29.50%	30.31%	30.75%	31.16%
无形资产和开发支出	493.65	455.95	418.25	380.55	三费率	19.44%	23.66%	23.61%	23.58%
其他非流动资产	87.71	87.25	86.80	86.34	净利率	5.62%	5.80%	6.20%	6.61%
资产总计	3067.65	3241.38	3657.05	4167.38	ROE	12.79%	12.07%	13.25%	14.36%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.06%	6.37%	6.97%	7.53%
应付和预收款项	1299.19	1309.63	1504.26	1743.13	ROIC	19.47%	20.14%	24.83%	31.27%
长期借款	123.55	123.55	123.55	123.55	EBITDA/销售收入	8.57%	8.26%	8.45%	8.65%
其他负债	190.69	96.68	105.06	114.78	营运能力				
负债合计	1613.42	1529.85	1732.87	1981.46	总资产周转率	1.19	1.13	1.19	1.21
股本	369.25	461.56	461.56	461.56	固定资产周转率	13.79	14.51	18.26	23.19
资本公积	564.23	564.22	564.22	564.22	应收账款周转率	8.34	7.43	8.09	8.03
留存收益	507.61	681.10	900.02	1169.47	存货周转率	4.66	4.83	5.00	5.00
归属母公司股东权益	1444.51	1706.88	1925.81	2195.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.15%	—	—	—
少数股东权益	9.71	4.64	-1.62	-9.34	资本结构				
股东权益合计	1454.23	1711.52	1924.18	2185.92	资产负债率	52.59%	47.20%	47.38%	47.55%
负债和股东权益合计	3067.65	3241.38	3657.05	4167.38	带息债务/总负债	7.66%	8.08%	7.13%	6.24%
					流动比率	1.36	1.61	1.71	1.79
					速动比率	1.02	1.22	1.32	1.40
					股利支付率	0.00%	18.01%	16.20%	16.24%
					每股指标				
					每股收益	0.41	0.46	0.57	0.70
					每股净资产	3.13	3.70	4.17	4.76
					每股经营现金	0.58	0.46	0.76	0.87
					每股股利	0.00	0.08	0.09	0.11
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	283.30	294.50	347.64	410.79					
PE	36.05	32.46	26.29	21.35					
PB	4.75	4.02	3.57	3.13					
PS	2.08	1.93	1.67	1.45					
EV/EBITDA	16.80	19.94	16.01	12.69					
股息率	0.00%	0.55%	0.62%	0.76%					

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

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 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
