

华西证券2023年资本市场峰会

布局轻工优质龙头，把握景气新赛道

轻工行业首席分析师：徐林锋

SAC NO:S1120519080002

2022年10月30日



请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

 证券研究报告

目录

- 01 2023年轻工行业投资策略
- 02 造纸：出口改善行业供需格局
- 03 包装：成本端压力缓和，金属包装格局改善
- 04 家居：结构转变，品牌家居强者恒强
- 05 新消费：电子烟进入有序发展、化妆品高景气持续
- 06 宠物板块：景气赛道、韧性凸显
- 07 珠宝：行业景气延续，投资保值属性受追捧
- 08 风险提示



01 2023年轻工行业投资策略



华西证券
HUAXI SECURITIES

2023年轻工行业投资策略

新时代 新征程

2023华西证券资本市场峰会

- **核心观点：轻工板块的危与机，阳光总在风雨后**
- **展望轻工行业2023年，困难依然不少，但如何将危转机，则也是给优势龙头酝酿了发展良机：1) 疫情反复常态化仍然是趋势，企业如何发挥优势通过内生外延等方式扩张；2) 地产政策托底，关注竣工改善与存量需求增加；3) 成本端预计将迎来改善，有望带来盈利改善，但如何提高产业议价能力更加重要；4) 海外环境仍不明朗，关注必选品类以及人民币贬值带来汇兑收益；5) 消费呈现分层化，并非简单消费降级或者升级。**
- **投资主线：布局优质长跑冠军，拥抱景气新赛道**
- **主线一：轻工优质龙头处于历史估值低位，左侧布局正当时。家居：地产政策托底，竣工数据改善、存量需求增加，以及优势家居龙头品类扩张与份额提升下，行业有望迎来景气回升。推荐欧派家居、公牛集团、顾家家居、敏华控股、志邦家居、曲美家居；造纸：明年成本压力有望缓解，看好产能持续扩张以及产业链向上延伸的林浆纸一体化的企业，推荐太阳纸业；包装：看好需求稳健，成本下行，以及行业集中度提升下，包装板块业绩增速靓丽，推荐昇兴股份、裕同科技；日常轻工消费：推荐晨光文具、周大生、稳健医疗；电子烟：监管政策逐步落地，带来行业竞争格局清晰以及有利于行业有序发展。**
- **主线二：消费景气赛道，国货品牌崛起。化妆品：本土优势国货品牌，凭借营销优势与功效研发能力方面的后来居上，有望持续抢占份额。推荐贝泰妮、珀莱雅、上海家化；宠物用品消费：宠物消费前景良好，随着渗透率提升以及国内市场的拓展，产业链公司迎来发展良机，推荐依依股份，受益标的：源飞宠物。新兴领域：铝塑膜等运用在新能源汽车上的新材料有望持续放量，推荐：紫江企业。**
- **风险提示：原材料价格大幅上涨风险；汇率波动风险；下游需求不及预期风险；行业竞争加剧风险；国际贸易环境变化风险。**



华西证券
HUAXI SECURITIES

1.1：疫情常态化，轻工板块的 危与机

新时代 新征程

2023华西证券资本市场峰会

疫情常态化预计仍然是2023年趋势，对于大部分轻工企业而言，表面上看有需求下滑和生产物流受限等风险，但我们认为对于优势龙头企业而言，也酝酿着大机会：行业龙头往往能在市场大环境有变化的时候依托自己在各方面的优势，抢占市场，通过内生外延等方式，提高自己的市场份额。

对于偏中上游制造的轻工企业：凭借自身管理优势，由于供应链体系更加完善，对下游客户的需求可以实时满足，在生产和物流方面保证较强。同时在此基础上，具有资本优势的企业还可以通过扩大产能或者并购等方式抢占因为疫情导致困难的工厂的市场份额。例如造纸、包装、代工出口等。

对于偏中下游消费品的轻工企业，龙头企业在品牌、渠道、产品、产能等综合优势突出，拥有优质的经销商资源，护城河深，尤其在疫情的大环境下，会持续抢占二三线品牌及中小企业市场份额，市场份额会加速向龙头靠拢。例如文具、家居、化妆品等。

家居企业作为地产链下游，受房地产整体压力和部分房企债务风险影响，家居企业业绩和估值双杀，表现不尽人意。但我们认为，站在目前时点不需过度悲观：

短期看，多部门出台政策确保“保交楼、稳民生”，对于房企纾困出台多种方式。另外，对于地产销售也出台了更多积极政策，保证刚性需求。我们预计地产竣工数据将先行改善，新开工销售数据则已经处在筑底过程，后续有望回暖。目前大部分家居企业，估值已经回落至**2022年10-15倍的PE**，伴随地产产业链改善，家居板块的估值影响因素有望首先回升。

中长期看，随着我国各城市陆续进入存量房时代，存量房翻新需求持续提升，有助于家居行业稳步发展，其中品牌家居企业凭借渠道、产品、品牌、供应链等优势，持续领先同行，行业集中度将加速提升。优势龙头企业，在行业景气下行期，仍然能够通过份额提升与品类扩张实现较好的业绩增长，并实现强者恒强的局面。



华西证券
HUAXI SECURITIES

1.3：成本压力预期将进一步缓解

新时代 新征程

2023华西证券资本市场峰会

成本预期整体将缓解。前期受供需错配、夏季用电短缺以及地缘政治等因素影响，大宗品价格波动较大。但从三季度以来的趋势看，随着供给的恢复、整体需求疲软，大宗品价格整体开始回落，对企业压力有所缓解。海运方面，国际运输交付周期拉长，给国际订单交付造成一定的困难。目前来看，海运价格自8月开始陆续回落，运力短缺问题将逐步缓解。

具体来看，**浆价**：虽然2022年木浆价格一直在高位盘整，不过随着Arauco新项目的投产有望缓解木浆供应的紧张压力，而2023年还有UPM、南美金鱼等项目逐步投放，造纸行业的成本压力有望在2023年逐步缓解。**马口铁与铝价**：近期价格逐渐回落（铝价由高点回落21.6%，马口铁价格由高点回落26.5%），有效地缓解了金属包装企业成本压力。**家居企业**：原材料是主要的营业成本，其中，板材、皮革、海绵等占比相对较高。2021年以来上游大宗产品价格持续上行，对家居企业盈利影响相对较大，而在2022年以来原材料价格不断回落，成本压力有所下滑。

当前国际环境仍然较为复杂，出口企业面临不确定性。当前海外存在着区域军事冲突、高通货膨胀、居民需求下滑、贸易壁垒增强等不确定因素，出口企业面临较大不确定风险。我们认为出口需重点关注：

必选产品好于可选耐用品消费。由于持续高通胀再加上疫情的扰动，海外整体需求承压，居民消费偏弱。因而，海外消费更多倾向于优先满足生活必需品物资，轻工类产品包括像生活用纸、宠物用品、金属包装（食品饮料相关需求）等，相对需求更加稳定。另外，在成本改善和人民币贬值下，出口企业盈利持续得到改善。

优势企业多元举措，提升议价能力。如自中美贸易战以来，家居龙头企业纷纷进行全球化产能布局，其中越南、泰国、印尼等东南亚国家在文化习惯、空间距离上与中国相近，在劳动力成本等方面较中国具有优势，有望承接新一轮的家具产业转移。海外产能布局短期有助于企业灵活调整供应链应对贸易政策变化的影响，长期看，随着全球贸易环境的变化，全球化产能布局有助于保证产品供应安全，深度绑定核心海外大客户，降低家居出口企业产品运输半径和运输成本。此外通过自主品牌和研发制造硬实力的提升，也有助于国内企业提升在全球产业链的议价能力。



华西证券
HUAXI SECURITIES

1.5：消费分层化，抓住消费痛点是关键

新时代 新征程

2023华西证券资本市场峰会

消费呈现分层化，并非简单消费降级或者升级。一方面，以“90后”“00后”为代表的Z世代逐渐成为消费主力军，这部分消费者触网时间长，信息获得全面，且拥有较强的文化自信，对生活品质有更高的追求，在购买产品时，更加注重产品品质，而并非仅仅是价格。另外一方面，在当前环境下，也有不少消费者开始变得谨慎，消费倾向于保守，减少了非必要的开支，消费更加理性。

以家居消费为例，当前主力家装消费者的家装消费理念从原来的省钱变为现在的省事，同时对家装产品的需求已不仅仅满足其基本的使用功能，更加关注房屋空间整体布局和风格统一，一站式需求渐起。这对于上市公司企业而言，从原有的流量高红利发展逐渐过渡到深耕单个客户，做大客单值，必须抓住消费趋势，满足消费者需求，这对企业供应链、产品、渠道、信息化等全方位的能力要求较高，也倒逼了行业份额逐步向品牌企业集中。



02 造纸：出口改善行业供需格局

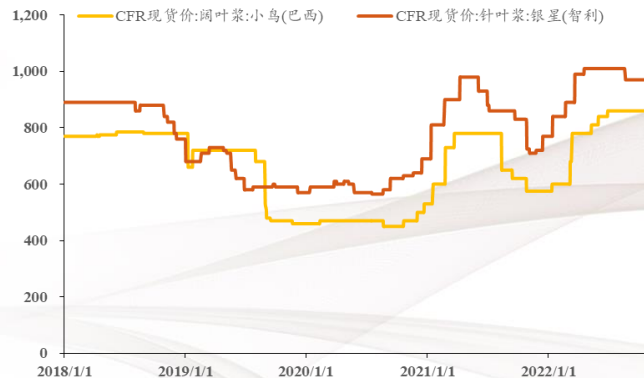
今年以来，受疫情等因素影响，能源、化工原料、木片、物流等价格居高不下，造纸行业运行成本上行，造纸行业盈利空间受到挤压。由于今年以来纸浆价格大幅上行，目前纸浆价格和大部分纸品的出厂价格已经倒挂。智利Arauco公司宣布，新的漂白桉木(BEK)纸浆生产线正处在建设的尾声，第一包浆板会在10月底投产。该项目是Arauco浆厂建设的一条新的纸浆生产线，属于Arauco公司MAPA大型投资项目的一部分，是全球最大的制浆项目之一，纸浆产能将达到156万吨/年。Arauco新项目的投产有望缓解木浆供应的紧张压力，而2023年还有UPM、南美金鱼等项目逐步投放，造纸行业的成本压力有望在2023年逐步缓解。

图：国内木浆价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

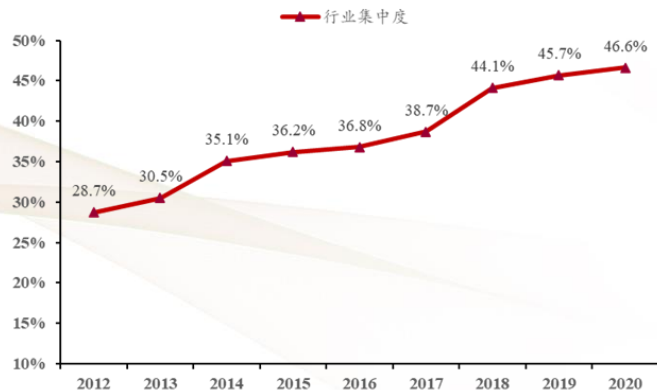
图：外盘木浆价格走势（美元/吨）



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

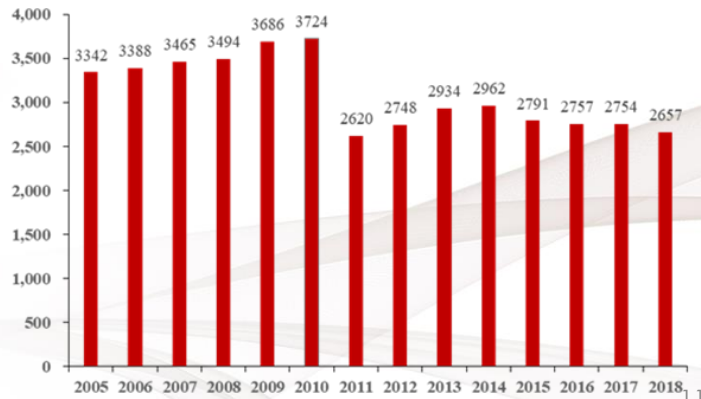
近十多年来，中国造纸行业集中度持续提升。造纸协会数据显示，2021年中国前30名重点造纸企业产量同比增长约8.20%，约占国内纸和纸板总产量的62.19%，这一比例与2020年相比增加约1个百分点。造纸行业的CR10从2012年的28.7%逐步上升到2020年的46.6%。2012年至2021年期间，中国前30名重点造纸企业产量占国内纸和纸板总产量的比例呈现增长趋势，整体占比共增长16.35pct。作为资源型产业，造纸企业的规模效应非常显著。规模扩大通常意味着采购条件更为优惠，单位消耗和成本下降，销售渠道和群体更广泛。因而造纸企业往往有非常强的动力扩大生产规模，进而带动整个行业集中度提升。欧美造纸行业集中度基本已达到相当高的水平，国内集中度提升的趋势在未来数年仍将持续。

图：行业集中度提升



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图：规模以上企业家数量减少



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

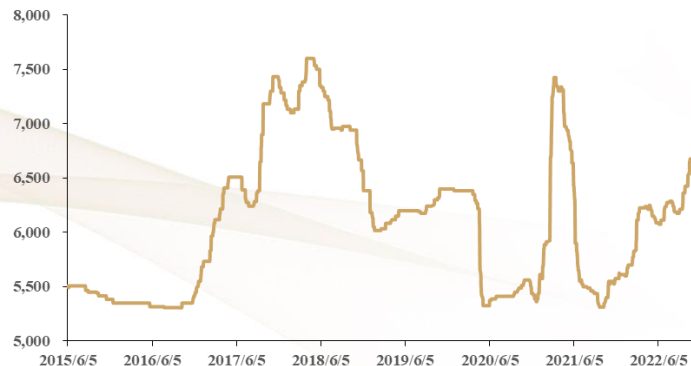


欧洲纸张市场存在供给缺口，国内工厂有望受益于出口增长。2021 年中国纸浆、白纸板、箱板瓦楞纸、印刷书写纸以及生活用纸共计投产新产能 1,202.01 万吨，与 2020 年 904.68 万吨的增量相比明显增长。产能的持续投放加剧了国内纸张市场的供需压力。而进口的减少以及出口的增加则有效的缓和了目前国内市场的供需格局。2022年上半年中国纸及纸制品进口总量433万吨，同比下降21.06%；我国纸及纸制品出口总量535万吨，同比增长46.93%。2022年7月中国纸及纸制品进口总量73.84万吨，同比下降34.35%；我国纸及纸制品出口总量111.12万吨，同比增长57.98%。

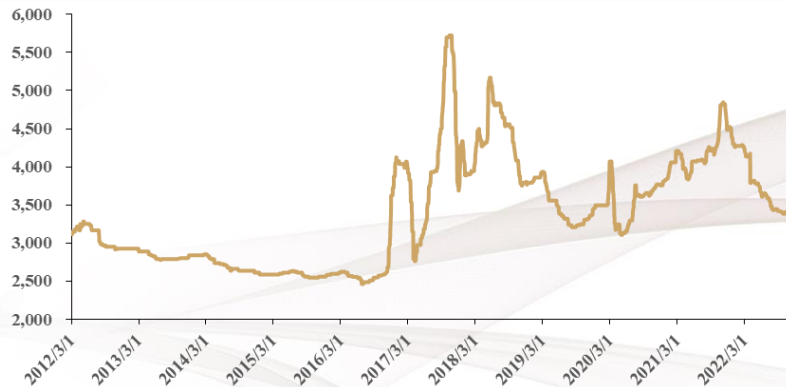
8月份，德国每家包装厂都宣布将回收纸的采购量削减2-5万吨，比正常情况下少近15%，此外，一些造纸厂已经提前或延长了原定的检查和停工期。减产不仅仅发生在德国，欧洲领先的瓦楞包装巨头Smurfit Kappa也宣布在8月减产约3-5万吨的生产。而近年来欧洲已有十几家纸张生产商宣布退出或转业，有600万吨的纸张产能消失，我们预计欧洲本土的纸张供给缺口大概率会持续。随着国内纸张价格回暖，以及欧洲市场的供给缺口，我们判断国内纸张出口有望恢复到前期高点的水平，从而缓解国内市场的供需压力。

从价格上来看，能够出口的白纸表现相对较好，而没有出口途径的黑纸则表现较差。今年文化纸价格一直处于比较强势的地位，出版社订单以及党政订单陆续释放也对文化纸价格形成了一定的支撑，双胶纸价格年初至今上涨了18.93%。而白卡纸价格除了在出口较弱的8月下跌到了低点5000元/吨左右，在出口开始好转的9月就开始反弹，而且后续双十一、春节等又都是消费旺季，白卡纸价格有望持续上升。而黑纸价格今年表现则明显弱于白纸，箱板纸价格年初至今下跌了15.57%，而竞争格局相对更差的瓦楞纸价格年初至今下跌了21.57%。

图：文化纸价格（元/吨）



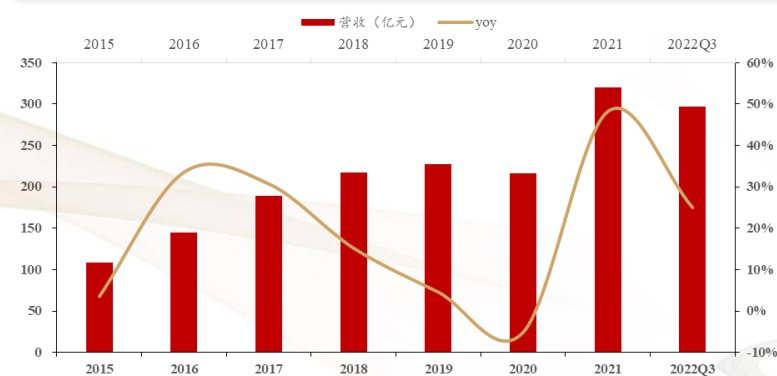
图：瓦楞纸价格（元/吨）



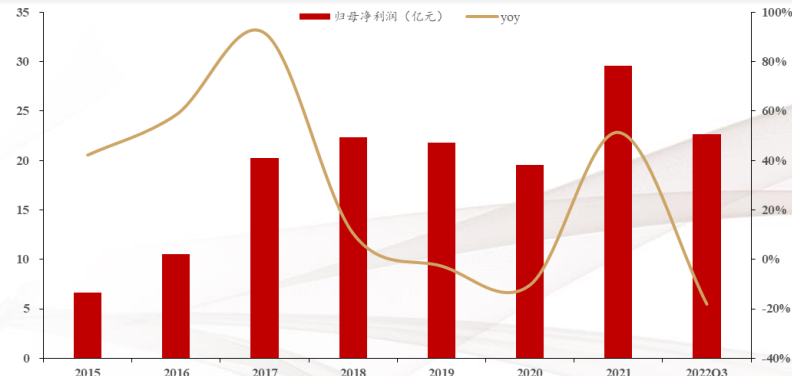
木浆价格保持高位运行，带动了公司溶解浆等木浆系产品的景气度明显好转，山东基地和老挝基地三条溶解浆生产线均实现产销量的历史新高。同时，广西基地北海园区的 80 万吨化学浆项目于 2021 年 11 月投产后，项目团队抓住国际商品木浆持续高位运行的良好机遇，全力以赴推进项目实现稳定生产，有效的降低了公司纸制品的用浆成本。

公司全资子公司南宁太阳纸业有限公司完成了收购广西六景成全投资有限公司资产的交接工作，公司用较短的时间高效地完成了收购资产的交接、整合和盘活工作，并实现了盈利。根据公司与广西壮族自治区南宁市人民政府签署的《战略合作框架协议》，公司将通过南宁太阳纸业有限公司在南宁市投资建设“525 万吨林浆纸一体化技改及配套产业园项目”。新产能的投放将在未来增厚公司的收入和利润。

图：公司营收情况



图：公司利润情况





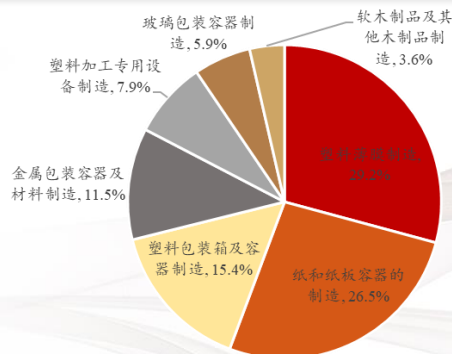
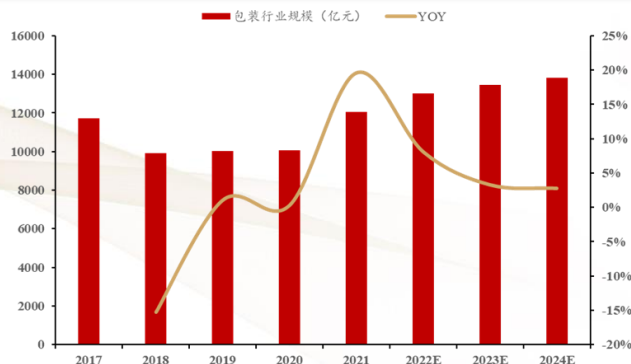
03 包装：成本端压力缓和，金属包装格局改善

2021年我国包装行业累计完成营业收入12041.81亿元，同比增长16.39%；累计实现利润总额710.56亿元，同比增长13.52%。2018年宏观经济下行与顺应纸箱轻量化趋势，使得我国包装消费需求增速放缓。2021年疫情得到有效控制后，各种包装材料需求持续，市场规模回升至12042亿元，2016年到2021年，行业年均复合增长率达2.36%。预计未来3年，包装行业的复合增速能维持在3%左右。

根据原材料的不同，包装行业主要分为纸包装、塑料包装、金属包装三大类。分品类看，2021年，塑料薄膜制造、纸和纸板容器包装、塑料包装箱及容器制造、金属包装容器及材料制造分别占包装行业的29.19%、26.51%、15.43%和11.5%，是包装行业重要的细分领域。其中纸和纸板容器包装规模约为3192.03亿元，同比增长了13.56%。金属包装容器及材料制造规模约为1384.22亿元，同比增长了25.61%。

图：中国包装行业规模

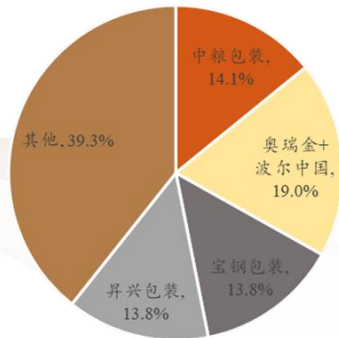
图：2021年各包装品类占比



金属包装龙头加速整合。外资龙头波尔、皇冠受反垄断影响需要从部分国家撤资，而且其中国业务盈利减弱、核心客户被抢，因此开始退出国内市场；国内龙头开始整合，推动集中度进一步提升。目前国内二片罐主要集中在奥瑞金、中粮包装、昇兴股份、太平洋制罐、宝钢包装等龙头企业（上述几家龙头市场占有率约 69%）。三片罐市场则主要集中于国内的奥瑞金、嘉美包装、昇兴股份、福贞、吉源等公司，产量占比约 70%，其中奥瑞金在三片罐市场的产量占比约 23%，仍然位居行业第一。

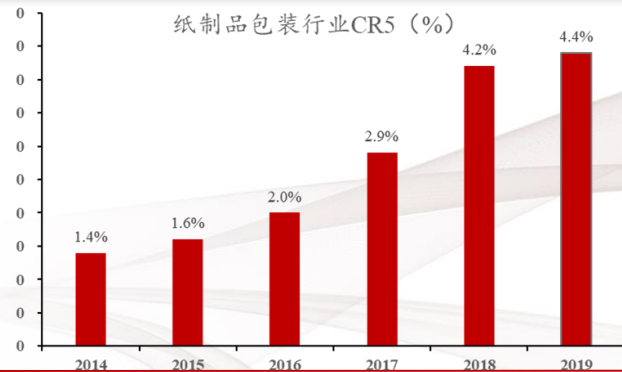
纸包装集中度有较大提升空间。尽管我国纸包装行业具备千亿级市场规模，但受制于行业门槛低、服务半径小、下游需求分散等原因，行业格局呈现分散状态，生产效率低下、设备技术陈旧、创新能力较差的中小企业占绝大多数。2019年我国纸包装行业 CR5 仅 4.4%，相较于美国 CR5 的 78%，澳大利亚 CR2 的 90%的市占率仍有明显差距。

图：我国金属包装市场CR5约70%



资料来源：wind，华西证券研究所

图：我国纸包装市场CR5约4.5%



资料来源：wind，华西证券研究所

虽然行业集中度提升提高了行业企业的议价能力，不过前期原材料价格上涨过快，而公司成本传导具有一定的滞后性导致金属包装企业的利润率有所下滑，而随着近期原材料的价格逐渐回落（铝价由高点回落21.6%，马口铁价格由高点回落26.5%），有效地缓解了企业成本压力。

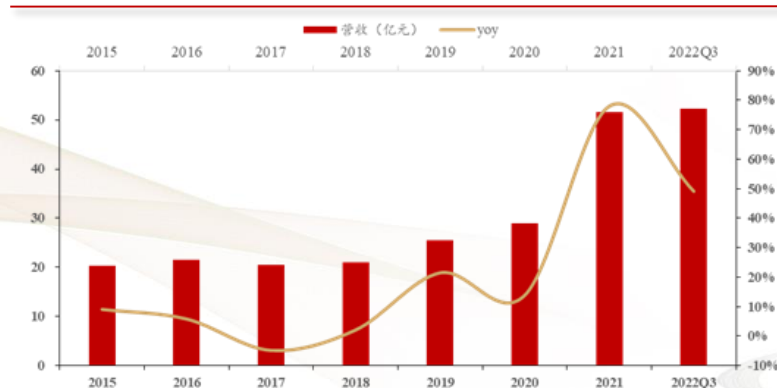
图：铝锭与镀锡板市场价格近期有所回落



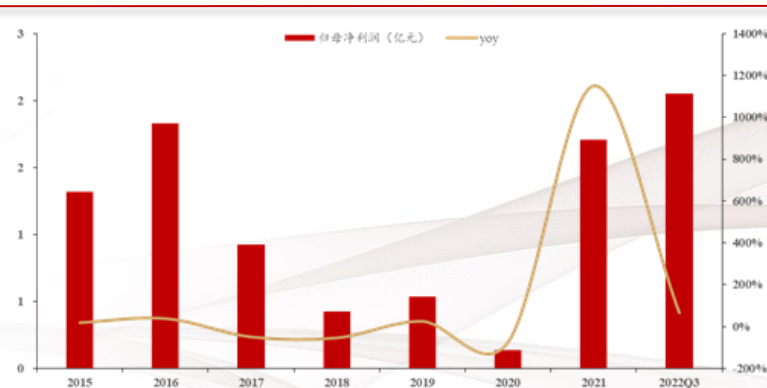
产能扩张+海外市场拓展。公司二片罐产能持续提升，我们预计公司明年二片罐国内产能将超过110亿罐，同时罐装产能也在稳步提升。东南亚二片罐供需格局相对偏紧，定价也较国内为高，对应的利润率也相对较优。公司柬埔寨工厂于2021年4季度正式投产。同时二期也预计将于年内投产，我们预计将增加超过10亿罐产能，有望成为公司二片罐业务新的增长点。

与大客户共生长。公司目前为泰国天丝红牛的国内一供，伴随着泰国天丝红牛在国内的销量增长而成长，并且改善公司三片罐产能利用率。同时功能饮料的利润率较高，公司整体的盈利能力有望得到提升。

图：公司营收情况



图：公司利润情况

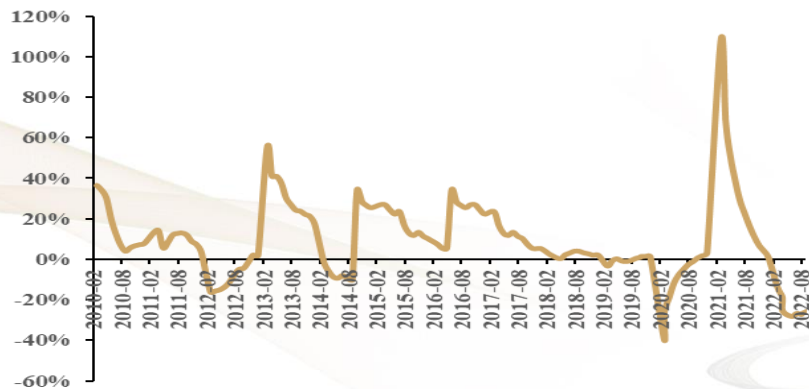




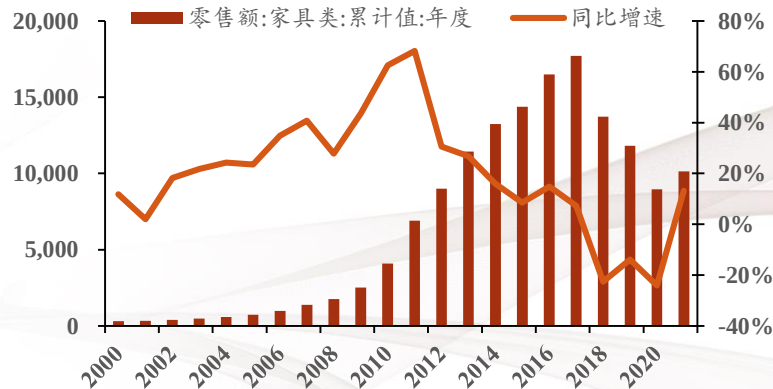
04 家居：结构转变，品牌家居强者恒强

家居行业从粗放式扩张向结构优化过渡。随着房地产市场红利消退，销售面积增速下滑会逐渐传导至竣工面积增速的回落，从而导致新房销售带动的家具需求不再延续高增，地产后周期属性减弱，我国商品房市场发展进入相对稳健状态，家居行业逐渐从粗放式扩张阶段过渡到结构优化阶段，家具行业与商品房销售及竣工相关度有望逐步减弱，中长期看，家具消费仍有望保持一定的持续性及稳定性，家具企业增长动力将由原来的行业高增——转向自身份额提升。此外，2021年下半年来地产政策态度缓和，融资端、土地端乃至销售端，都有不同程度的放松，对于家居企业而言，短期估值压制因素或有所缓解。

图：住宅销售已经过了快速增长期



图：家居行业增速放缓（亿元）



存量房时代，存量房翻新需求将成为主要家居消费需求。据中国装修协会和中装新网，2019年我国装修需求分布中，存量房的装修占比33.6%，较2014年提升3pct，预计未来五年复合增速有望达10%，存量房二次更新需求有力支撑家居行业稳健增长。

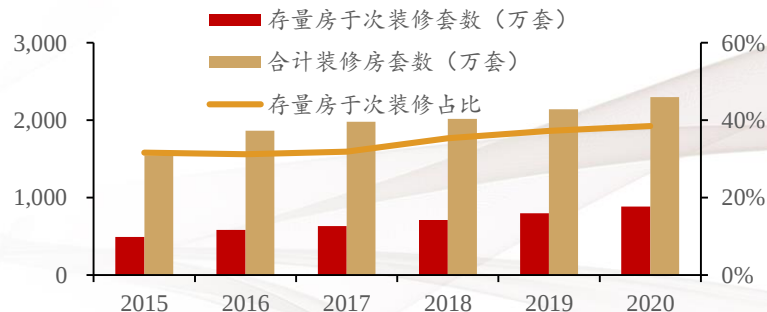
大家居战略持续推进。据奥维云网，2022年1-8月精装房开盘规模渗透率为40.4%，同比增长接近4pct，全装修、装配式仍砥砺前行带动中国房地产精装率持续提升，据《2021装修消费趋势报告》，2021年一站式装修需求用户同比增长160%，家居一站式采购需求渐起，定制家居通过与软体家居品牌合作推出一系列方案做大客单值；软体家居则开设定制家居品牌，抢占前置流量，并从设计源头解决风格统一问题，推动市场份额加速向品牌企业集中。

图：风格统一，家居一站式采购



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

图：存量房翻新需求逐年提升



资料来源：中国产业研究院，华西证券研究所

4.3 地产政策态度缓和

地产政策态度缓和，家居板块估值压制因素有所缓解。当前房企融资偏紧、且新增债券、银行融资后期偿还仍有时间限制，以及三道红线限制，使得房企在相关领域可融资金仍然有限，近日证监会在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许以下存在少量涉房业务单不以房地产为主业的企业在A股市场融资，该政策能够让建筑企业通过股权融资有望有效降低自身资产负债率，进一步打开债务融资空间，地产政策态度缓和，融资端、土地端乃至销售端，都有不同程度的放松，对于家居企业而言，短期估值压制因素或有所缓解。

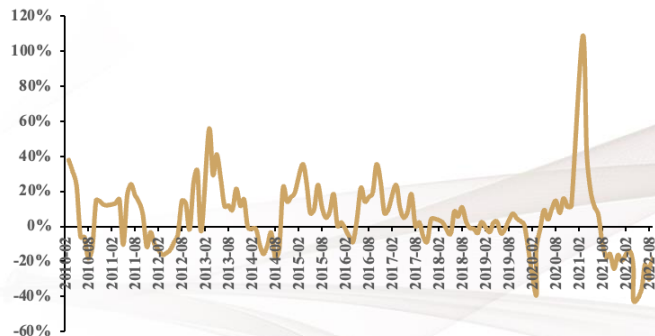
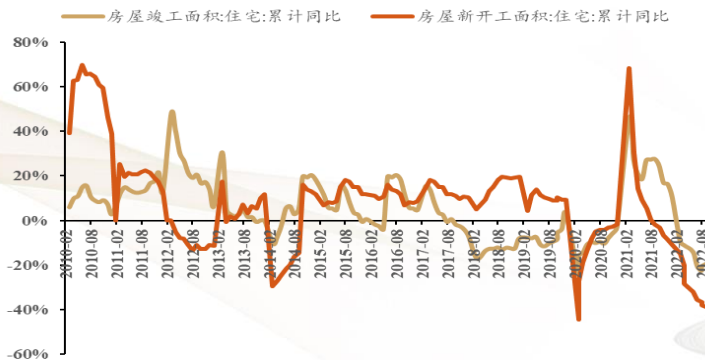
图：近期放松政策

时间	事件	地区/部门	地产政策与高层表态	政策工具
2022/10/21	江西省住建厅开展住建领域安全和房地产“保交楼”调研	江西	要将“保交楼”作为稳定房地产市场预期的重要举措，以实际行动回应社会关切、强化市场预期、稳定市场信心，继续发展保障性租赁住房，进一步规范公租房管理，大力推进城市棚户区改造攻坚行动，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，促进实现全体人民住有所居。	保交楼
2022/10/20	允许部分存在少量涉房业务、但不以房地产为主业企业在A股市场融资	证监会	证监会相关人士表示，对于涉房地产企业，证监会在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许以下存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资：自身及控股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务收入、利润占企业当期相应指标的比例不超过10%；参股公司涉房的，最近一年一期房地产业务产生的投资收益占企业当期利润的比例不超过10%。	融资支持
2022/10/20	四川泸州部分国有大行首套房贷利率降至3.9%	泸州	财联社记者从四川泸州多位房产中介处了解到，当地部分国有大行将首套房贷利率降至3.9%，此前为4.1%，二套利率维持不变，仍为4.9%。截至目前，至少有十余个符合条件的城市阶段性下调首套房贷利率，仅本周以来，昆明、大理、大连三地的首套房贷利率相继降至3.95%。	房贷利率
2022/10/20	大连首套房贷利率今起降至3.95% 首套利率“破4”城市已超12个 二套房贷利率调整空间多大？	大连	首套房贷利率降至4%以下的城市进一步扩围。财联社记者从大连多位房产中介以及银行个人贷人处独家获悉，今日起大连首套房贷利率最低由此前的4.1%降至3.95%，据不完全统计，央行、银保监会9月底发布通知决定阶段性调整差别化住房信贷政策后，市场机构统计的符合条件的23个城市中，至少已有12个城市将首套房贷利率降至此前下限4.1%下。	房贷利率
2022/10/19	云南大理部分银行首套房贷利率降至3.95%	大理	财联社记者从云南大理多位房产中介处了解到，当地部分国有大行及股份行今日将首套房贷利率降至3.95%，此前为4.1%，二套利率维持不变，仍为4.9%。据市场机构梳理，在纳入统计局调查的70个大城市中，大理为符合条件可阶段性调整差别化住房信贷政策的23个城市之一。	房贷利率
2022/10/18	青岛开展“手拉手”特价房活动市住建局与房企对接确保优惠力度最大	青岛	近日，一份青岛市住建局关于开展“手拉手”特价房活动的文件在网上流传，文件显示，为进一步支持刚性和改善性住房需求，提振市场信心，结合楼市“金九银十”重要节点，该局指导房地产业协会在全市范围内组织开展了金秋购房节系列活动，其中针对医护人员、教师、现役退役军人、模范先进、公安干警、大型企业人才等群体组织开展“手拉手”特价房专题活动，由优质房企推出部分特价房，满足不同群体的购房需求。该局将根据确定意向房源进一步与开发企业对接，确保优惠力度最大。对此，青岛市住建局相关人士对记者表示，上述文件属实，主要是针对特定人群推出特价房，活动预计于10月底结束。	特价房优惠活动
2022/10/18	宁波再度放宽市区落户条件 租赁落户社保缴纳从2年降至1年	宁波	宁波市政府官网近日公布《宁波市市区户口迁移实施细则》，进一步放宽市区落户条件，试行以经常居住地登记户口，并探索户籍准入年限累计认定，将于10月27日起施行。居住（就业）落户方面，新政作了三方面调整，即实行“70年产权即可落户”，取消原先先缴社保的要求；租赁落户从城镇地区同一街道（镇）的成套住宅连续租住登记和社保缴纳均满2年放宽至均满1年。	落户条件
2022/10/18	“房产契税地方留存部分50%补贴”政策延长至年底	绍兴越城区	据浙江省绍兴市人民政府官网网站消息，为进一步维护房地产市场稳定、促进房地产业良性循环、更好满足人民群众的住房需求，经研究，决定将《绍兴市越城区行政区域内推行房地产交易契税财政补贴实施细则》（以下简称实施细则）（越建交〔2022〕23号）中原定给予房地产交易契税地方留存部分50%补贴的截止时间，从2022年9月30日延期至2022年12月31日。其他事宜仍按照《实施细则》执行。	契税补贴
2022/10/18	广东韶关印发农业转移人口住房支持细则：给予契税补贴、购房专项优惠	韶关	韶关市17日发布《韶关市人民政府办公室关于印发韶关市农业转移人口住房支持实施细则的通知》，通知称，各级财政部门给予农业转移人口购买新建商品住房专项财政补贴，积极鼓励支持农业转移人口在城镇购买新建商品住房并落户。农业转移人口在城镇购买新建商品住房、依法缴纳契税并落户的（同一住房），经住建管理部门核实相关完税凭证和落户资料，对缴纳的契税给予全额财政补贴。	购房补贴、契税补贴

竣工预计将保持韧性，销售端环比改善。 1-9月全国住宅新开工面积、竣工面积、销售面积、房地产开发投资完成额分别同比-38.7%/-29.6%/-25.7%/-7.5%，较22年1-8月分别-0.6/+1.2/+1.1/-0.6pct。受房企债务压力、现金流压力、信用风险以及房地产大盘收紧等因素影响，1-9月房地产新开工、竣工及开发投资完成额仍有下降，需求端修复进入长周期、房企获得资金渠道仍然受阻，预计拿地、开工等投资活动短期内仍将承压；**销售数据方面**，9月单月同比-17.9%，增速环比8月+6.6pct，有所改善。但整体来看，房地产投资数据仍处于历史高位，竣工端则随着房企结算高峰期的到来，预计将保持较强韧性，从而带来新房家居消费需求将持续释放。展望后市，随着对于地产保交付以及维稳政策的逐步落地，预计地产行业景气将有所回升，市场对地产链过度担忧情绪也将有所缓解。

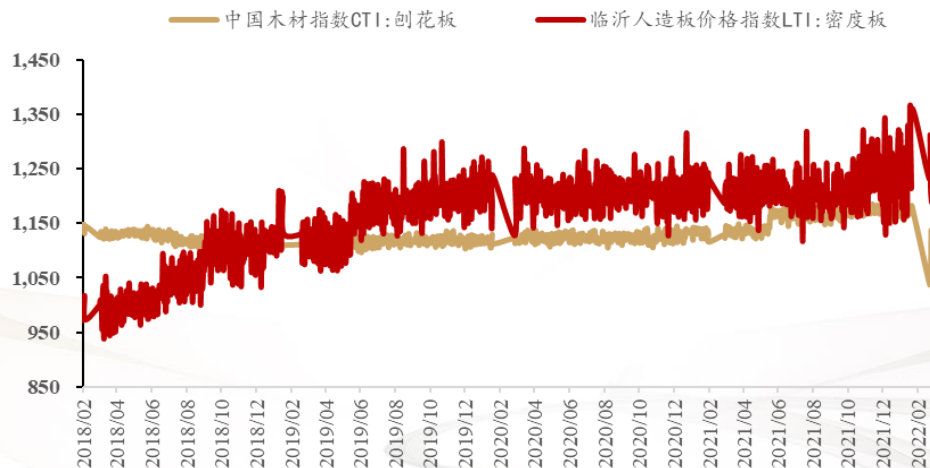
图：竣工及新开工剪刀差持续收窄

图：9月单月住宅销售同比增速环比8月提升6.6pct



原材料价格下行&企业提价落实，盈利改善可期。家居企业原材料是主要的营业成本，其中，板材、皮革、海绵等占比相对较高。2021年以来上游大宗产品价格持续上行，对家居企业盈利影响相对较大，以木材为例，国内外木材价格持续走高，2022年以来价格不断回落，原材料成本压力有所下滑。为了应对原材料价格上涨压力，部分家居企业多次提价，有助于盈利持续改善。

图：家具行业主要原材料价格变动情况



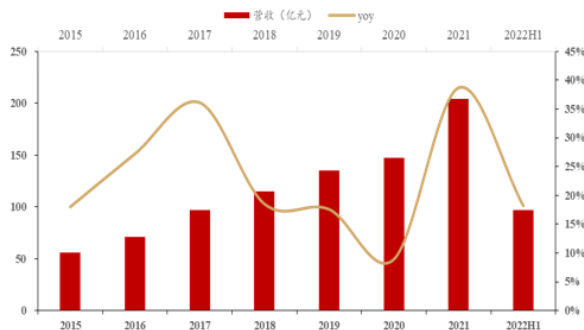
欧派启动回购、大家居龙头厚积待薄发。10月20日，欧派家居发布《关于收到控股股东提议回购公司股份的提示性公告》，公司拟通过集中竞价回购公司股份，拟以自有资金不低于1.25亿元且不超过2.5亿元，回购价格不超过前30个交易日均价的150%，回购期限为自公司董事会通过回购方案之日起12个月内，回购股份将被用于转换已发行的可转债、股权激励、员工持股计划，彰显对自身成长信心。

索菲亚大股东全额认购定制、彰显底对公司发展的充足信心。近日，公司发布定增预案，拟募集资金总额不超过6.91亿元，股票数量不超过5400万股，占发行前总股本的5.92%，由公司控股股东江淦钧先生、柯建生先生共同以现金全额认购，发行价格12.8元/股，两者共计控股比例由39.91%增至43.27%，此次非公开发行资金将用于补充流动资金及偿还银行贷款，优化公司经营质量，同时此次回购彰显了实控人对上市公司以及对未来发展前景的信心，有利于保护全体股东利益，树立公司良好的市场形象和社会形象。

Q3收入增长提速，盈利阶段性承压。公司前三季度营业收入162.69亿元，同比增长12.96%；归母净利润19.90亿元，同比减少5.82%。其中Q3单季度营业收入65.75亿元，同比增长6.02%，归母净利润9.72亿元，同比减少11.71%，受到疫情影响，数据有所承压。随着涨价的落地及费用端的收缩，公司整体盈利能力有望得到修复。

公司优势：1) 全品类齐头并进，2022 年二季度衣柜及配套家品、木门收入增长表现强劲，橱柜、卫浴韧性凸显。2) 各渠道量效齐增，2022 年二季度公司经销店、大宗、直营店渠道分别实现收入 45.84/6.96/1.44 亿元，同比分别增长19.94%/-19.46%/25.85%。截至 2022年6月末，公司各品类终端门店数与年初相比净增加 285 家至 7760家。3) 整装大家居战略多维度持续推进。提出欧派大家居“定制装修一体化”概念，推出“整家定制 2.0”模式，通过衣柜高端全屋定制+家配模式延伸至空间定制，实现品类融合、整装渠道快速拓展。4) 已形成覆盖多层次消费群体的品牌发展矩阵，全方位满足差异化的市场需求。

图：公司营业收入

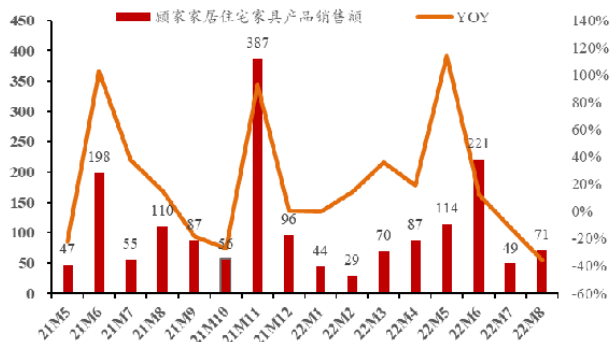


图：欧派品牌矩阵



软体家居行业龙头，持续看好公司大家居发展战略推进以及受益行业集中度的加速提升。前三季度实现收入137.62亿元，同比增长4.06%，归母净利润14.03亿元，同比增长13.35%，扣非归母净利润12.81亿元，同比增长15.08%，业绩持续稳步增长，品类融合有望释放成长潜力。具体业务方面：1) 内销业务：公司提出 9-12 月“百日奋战”目标，通过加大营销活动力度，积极应对多地疫情反复等外部挑战，下半年经营情况有望回暖。产品上：公司致力于三大高潜品类的培育：床垫、定制、功能沙发。渠道上：公司坚持“1+N+X”的渠道战略，持续巩固品类专业店优势，加快融合大店布局速度，结合“软体+定制”的融合套餐发力整装渠道。2) 外销：公司坚持海外供应链优化与大客户策略，受益于人民币持续贬值、原材料与海运费价格回落，叠加提价策略逐步落地、海外本土化运营成效渐显，预计下半年外贸利润率弹性空间较大。

图：顾家家居住宅家具产品天猫销售额（百万元）



资料来源：久谦中台，华西证券研究所

图：顾家家居推出整体睡眠解决方案



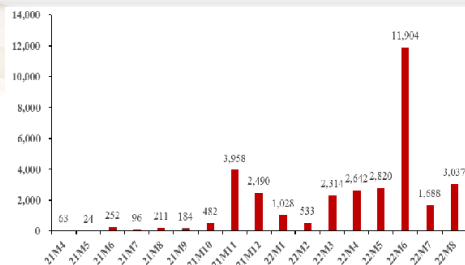
资料来源：顾家家居官网

Q3 收入端同比略下滑，但利润端表现亮眼。2022 年前三季度公司实现收入 13.86 亿元，同比增加5.85%；归母净利润为 1.54 亿元，同比增加 38.26%；扣非后归母净利润为 1.44 亿元，同比增加 52.30%。分季度来看，2022Q3 公司实现收入为 4.85 亿元，同比-4.09%；归母净利润为 0.71 亿元，同比增加35.38%；扣非后归母净利润为 0.68亿元，同比增加52.35%。

从卫浴配件到一体化智能卫浴产品，产品结构持续丰富。上半年公司智能坐便器及盖板、同层排水营收分别同比增长20%以上，其中智能坐便器及盖板已成为公司主要收入来源，同时高毛利的同层排水业务营收增长且占比提升，产品结构持续优化。

以冲水组件为基础拓展智能马桶，优势有望得以延伸。1) 客户优势：卫浴厂商一般对水件的品质要求较高，公司与客户合作多年，产品力和交付能力得到充分认可，新品类导入会更加顺利；2) 制造优势：核心部件的自产能力能有效保障整机产品的高品质并降低成本，同时公司持续大力投入研发，强化整体产品力；3) 技术优势：截至2022 年6月末，已拥有1612项专利权，具备行业领先的卫浴节水技术。

图：瑞尔特智能坐便器天猫销售额（千元）



图：瑞尔特产品：从卫浴配件到一体化智能卫浴产品





05 新消费：电子烟进入有序发展、 化妆品高景气持续

2022年4月15日，国家烟草专卖局发布电子烟产品追溯管理细则、电子烟产品技术审评实施细则、关于电子烟批发企业布局的指导意见、关于对电子烟相关生产企业核发烟草专卖生产企业许可证工作的指导意见、关于电子烟零售点布局和许可管理工作的指导意见五大细则，将电子烟的监管进一步细化。2022年4月25日，国家烟草专卖局官方发布《关于促进电子烟产业法治化规范化的若干政策措施（试行）》。强调了：1）坚持市场价格机制。2）境内销售总量管理。3）推动产业集群。4）鼓励技术创新。

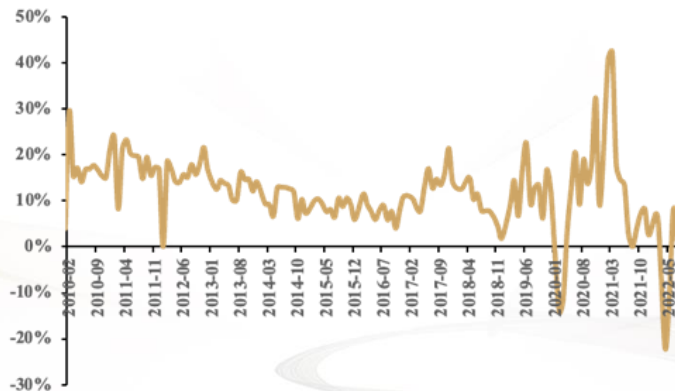
2022年6月15日，全国统一电子烟交易管理平台如期正式运行，依法取得烟草专卖许可证的电子烟相关经营主体将逐步上平台进行交易和结算。截至2022年7月7日，共64家电子烟经营主体获得烟草专卖生产企业许可证，其中电子烟用烟碱生产企业和雾化物生产企业共25家、电子烟产品生产企业28家，小野、铂德、魔笛等品牌企业获持牌许可。

2022年10月26日，财政部、海关总署、税务总局联合发布《关于对电子烟征收消费税的公告》，将电子烟（包括烟弹、烟具以及两者组合销售的产品）纳入消费税征收范围，从价定率计算纳税，其中生产（进口）环节的税率为36%，批发环节的税率为11%，出口电子烟适用出口退（免）税政策。

我们认为，在行业进入有序发展的大背景下，具有规模化优势、研发优势、客户优势的行业龙头企业在未来的确定性最高。公司可以凭借大量的研发投入以及已有的客户体系保障自己在行业未来发展中始终处于领先地位。全球电子烟代工龙头思摩尔国际（6969.HK）以及雾芯科技（RLX.N）有望受益。

1-9月化妆品零售额增速同比上涨6.8pct，单9月化妆品零售额增速同比-3.1pct，但增速环比+3.3pct。主要还是由于超头主播回归+天猫99划算节，9月淘系美妆增速回暖。9月淘系平台化妆品类(美容护肤+彩妆)合计GMV为195.56亿元，环比增长7%，其中，国货头部品牌珀莱雅、薇诺娜及夸迪9月销额分别同比增长9.31%、19.52%、118.52%，环比增长31.50%、23.71%、306.55%。10月初品牌商进入双十一备战阶段，超头主播选品综艺《所有女生的offer2》10月9日正片上线，助力国货品牌增加曝光度和品牌声量。优质国货龙头品牌有望在超头主播流量加持下，行业在双十一有望实现强势爆发。

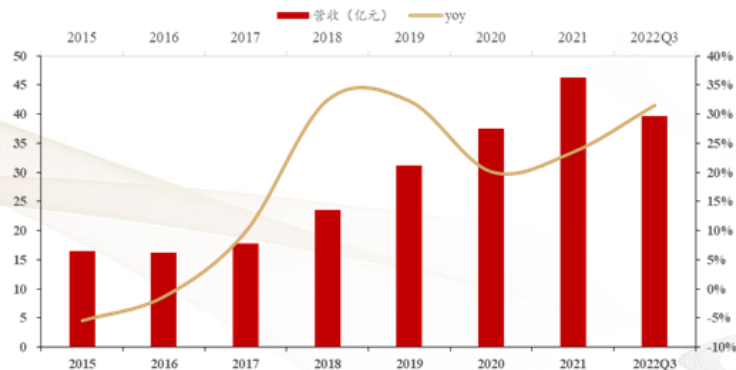
图：9月限额以上化妆品类零售额同比-3.1%





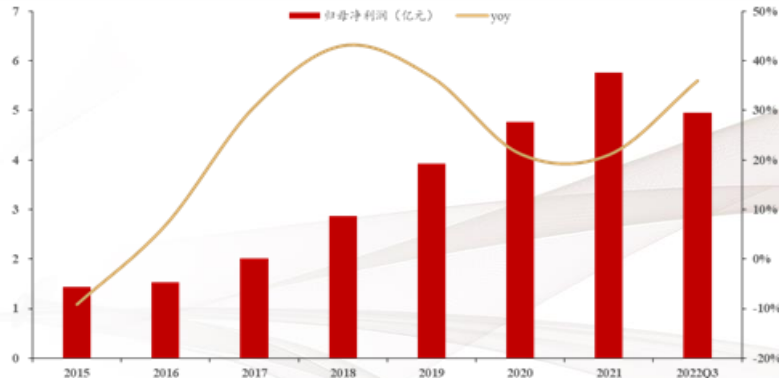
公司继续夯实、深化以“研发、产品、内容、运营”为主线的精细化运营管理体系。通过加强自主研发能力，整合全球研发资源，在敏锐洞察消费者需求基础上，持续打造、优化核心大单品矩阵。辅以“文化—战略—机制—人才”的自驱型组织构建。基于企业文化与战略，建立以价值创造为导向的组织运行与绩效管理机制，提升组织活力与效率。公司7月份推出“双白瓶”精华进入美白赛道，9月底推出源力精华2.0和源力面膜，新品有望于未来几个季度持续放量，打造新增长点。长期看，22年为公司实施大单品策略的第三年，珀莱雅品牌目前仍处于大单品S型增长曲线的前半段，增量空间广阔。

图：公司营收情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

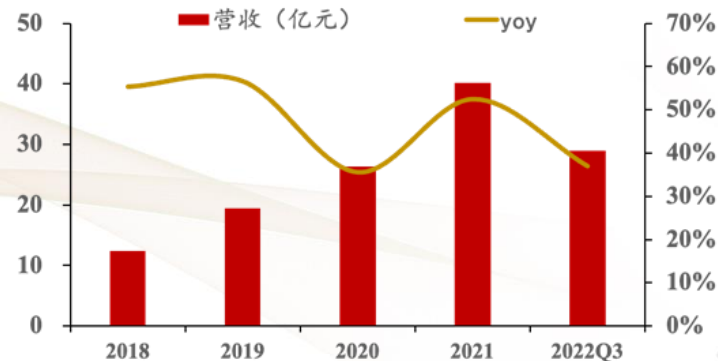
图：公司利润情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

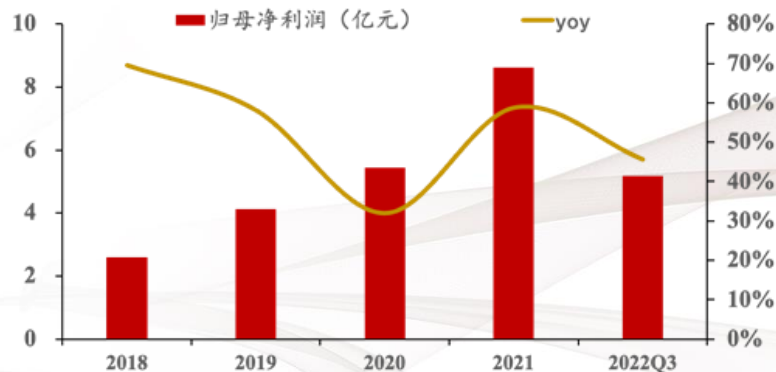
依托自身医药背景，众多医院皮肤科将薇诺娜应用在临床辅助治疗上。公司作为国内功能性护肤品龙头企业，产品和品牌知名度持续提升。目前公司拥有专注于敏感肌肤护理和修饰的“薇诺娜”主品牌；专注于专业婴幼儿护理的“WINONA Baby”品牌以及专注于高端皮肤修护的“Beauty Answers”品牌。同时，公司旗下抗衰高端新品牌“AOXMED瑷科缦”将于今年11月底或12月初召开新品发布会，正式面世。公司专业化产品矩阵日益完善。

图：公司营收情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图：公司利润情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

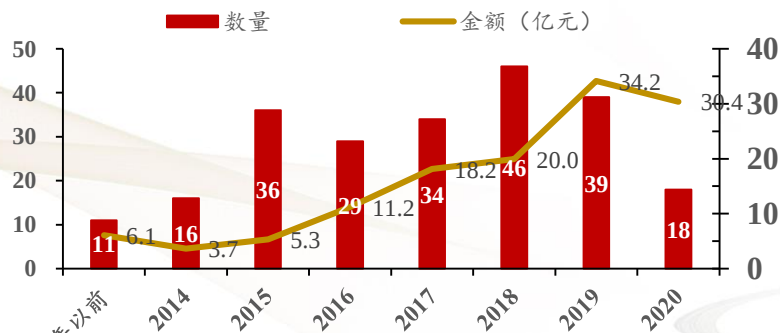


06 宠物经济：景气赛道，韧性凸显

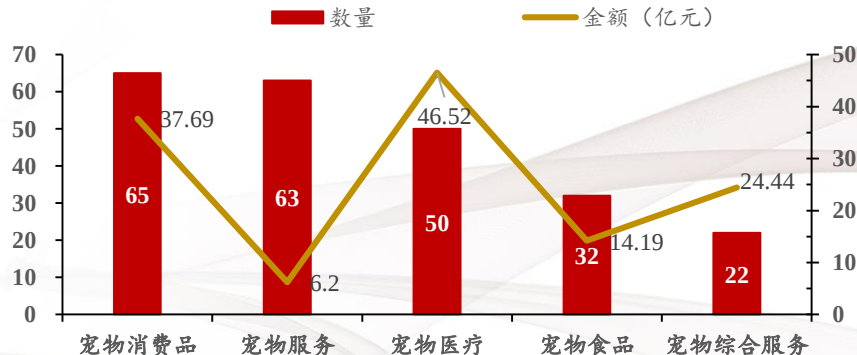
宠物赛道获资本亲睐：宠物消费市场的投融资在2013年以后逐渐兴起，2018年是宠物产业投融资“井喷”年，IT桔子数据显示，2018年宠物消费市场供给发生46起投资事件，2020年截止至11月25日共计发生18起投资事件，受疫情影响和整体股权投资市场大环境影响投资事件与投资金额出现较明显下滑，因此我们认为，在资本市场趋于理性和募资难度提升的环境下，中小企业加速退局，细分领域龙头更易获资本亲睐。此外，2016年头部PE高瓴资本收购德国宠物品牌俊宝Gimborn，开始其在宠物行业的布局，目前高瓴资本已通过投资并购方式布局宠物产业链多个领域，并重仓宠物医疗领域。

细分领域方面，宠物消费品领域投资事件数量最多，共计65起，依然是资本投资的主流方向；其次是宠物服务市场，共计发生63起；宠物医疗最具“吸金”能力，是当前投资事件金额合计最高的领域，总金额超45亿元。

图：2000-2020中国宠物市场融资事件年份及金额分布

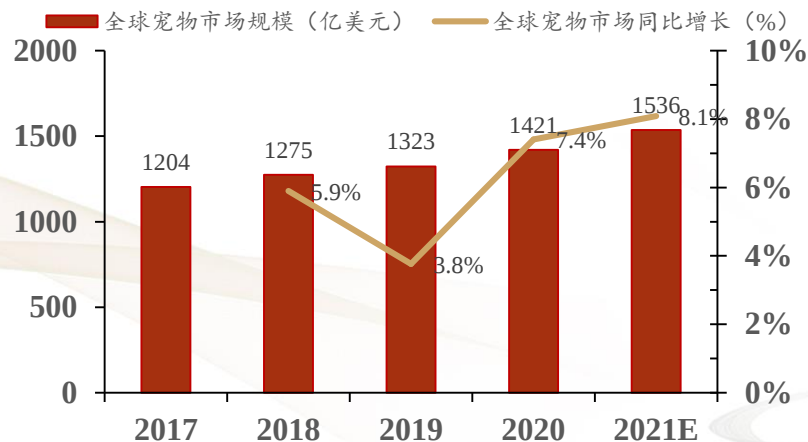


图：2000-2020中国宠物市场融资事件领域及金额分布



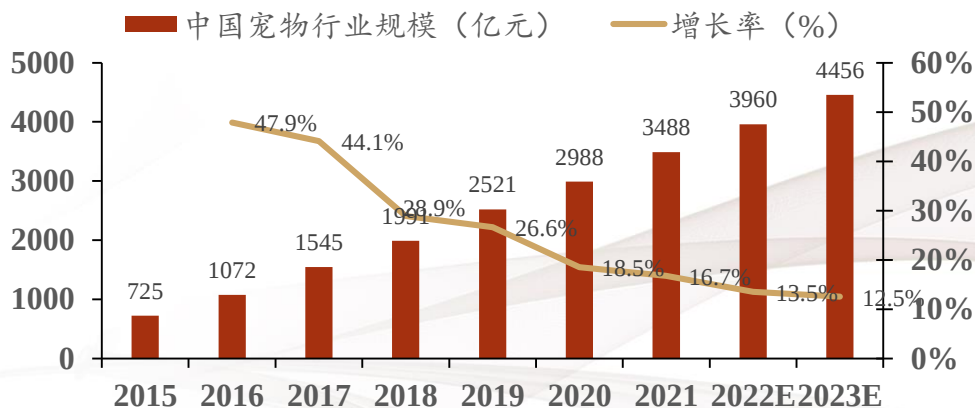
全球宠物市场规模超1500亿美元，中国宠物市场规模快速扩张。2021年全球宠物市场规模预计同比增长8.1%至1536亿美元，2018-20年全球宠物市场增长率分别为5.9%、3.8%、7.4%，全球宠物行业持续增长。我国2015-2020年复合增速达到32.8%至2988亿元，受政策、经济、社会和技术因素驱动，以及疫情带来的更多潜在养宠人群及情感消费，未来三年宠物行业将继续保持平稳增长，复合增速预计为14.2%，到2023年行业规模将达到4456亿元。

图：全球宠物行业规模及增速



资料来源：欧睿，华西证券研究所

图：2015-2013E中国宠物行业规模及增长率



资料来源：2021宠物白皮书，华西证券研究所

图：公司主要客户情况

Q3利润端增长强劲，依依盈利持续向好。2022Q3公司营收/归母净利/扣非后归母净利分别为11.41/1.27/0.94亿元，同比+20.77%/+22.53%/-8.20%；其中Q3单季度公司营收/归母净利润/扣非后归母净利润4.09/0.61/0.45亿元，同比+10.26%/+42.60%/+5.99%。

公司优势：1) **先发优势：**较早切入宠物赛道，属于宠物经济“中游”目前A股唯一一家；2) **产品研发端：**洞悉市场需求、加速产品迭代创新，持续的研发投入亦为公司储备了较为丰富的专利，赋能差异化产品；3) **产销规模化、成本可控：**生产制造端凭借规模化采购及领先的生产工艺实现较好的成本管控；并向上游无纺布业务延伸进一步夯实成本及品质优势，同时采用高标准且较全面的质控体系，产品品质深受客户认可；4) **客户资源优质：**国内、国际双循环并行，前五大客户主要包括PetSmart、亚马逊、沃尔玛以及日本JAPPELL和日本伊藤公司，客户黏性较强且订单稳定增长。

所属销售渠道	客户名称	客户商标	所在地区	客户简介	2020年营收贡献	合作起始时间
综合连锁商超	Walmart		美国	世界最大的连锁零售商	10.27%	2014.02
	JAPPELL		日本	宠物用品批发商	7.90%	2012.04
	ITO		日本	宠物用品，宠物食品零售商	5.25%	2004.08
	AEON		日本	大型零售公司，经营购物中心、综合零售业(综合百货超市、食品超市)为主	3.56%	2016.01
	TARGET		美国	美国第四大零售商，高级折扣零售店	3.33%	2020.05
宠物连锁超市	PetSmart		美国	美国大型宠物专营店，针对宠物在整个生命周期的不同需求提供服务	14.19%	2015.11
	Pets at home		英国	英国宠物护理行业龙头	2.15%	2012.04
	Yiampanich		泰国	综合电商平台	0.78%	2013.03
	Fetch for Pets		美国	美国宠物产品制造商，从事制造、自有品牌开发，卡法你夸品牌类的产品线	2.88%	2016.04
综合电商平台	Amazon		美国	全球化网络零售商，提供各类零售产品	9.54%	2015.01
	Yamazén		日本	集贸易、技术服务于一体的机械电子工具美国国际化、专业化综合性商社	2.35%	2008.07
宠物电商平台	CHEWY,INC		美国	美国最大的宠物垫子零售商	1.60%	2018.09

募投项目逐步落地，打开成长天花板。17-21公司上市所募集资金将新增宠物垫、宠物尿裤、无纺布项目，扩大原有主营业务产品的规模化生产能力，预计完全投产后宠物垫/宠物尿布/无纺布将新增22.5亿片/2.2亿片/3.1万吨，达产后产能为48.9亿片/4.1亿片/4.8万吨，约为现有产能的1.9/2.2/2.8倍，贡献年均利润为8000/2700/4000万元，截至2021年年底，公司一期工程年产7亿片宠物垫项目和年产1.2亿片宠物尿裤项目，部分生产线已具备生产条件并正式进行投产，新投产的生产线累计生产宠物垫5.40亿片、宠物尿裤0.38亿片、卫生护理材料3542.6吨，产能得到了一定的释放。2021年11月公司河北中捷产业园区的智能化工厂部分产能顺利投产，强势助力公司进一步加大在规模化生产生产层面的优势。

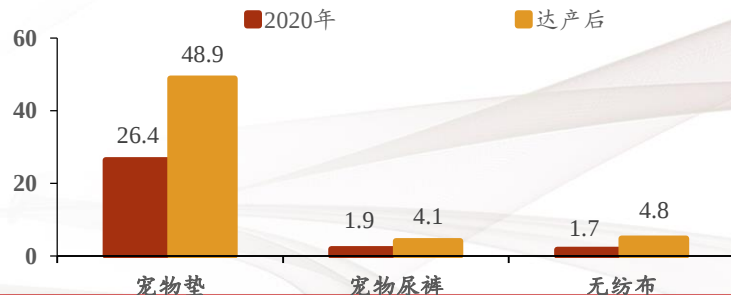
持续围绕主业拓展业务版图。公司上市后：1) 横向扩张在于：公司于2022年6月9日设立了一坪花房（天津）宠物用品有限公司，开始拓展经营宠物食品及用品批发及零售；2) 纵向扩张在于：2022年6月15日公告拟与北京方圆金鼎投资有限公司共同发起设立依依股份产业基金，该基金将围绕公司的战略发展方向，聚焦宠物、养老产业等消费赛道，帮助公司打造自身供应链的核心竞争力，逐步实现公司的资本战略。

图：公司募投项目概况

项目	项目总投资额 (万元)	建设期	达产后贡献年均收入/净利润
宠物垫	38,611.20	3年	85000万元/8000万元
宠物尿裤	11,413.55	1.5年	12000万元/2700万元
无纺布	25,430.51	2	37000万元/4000万元

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图：公司已有产能和达产后产能情况



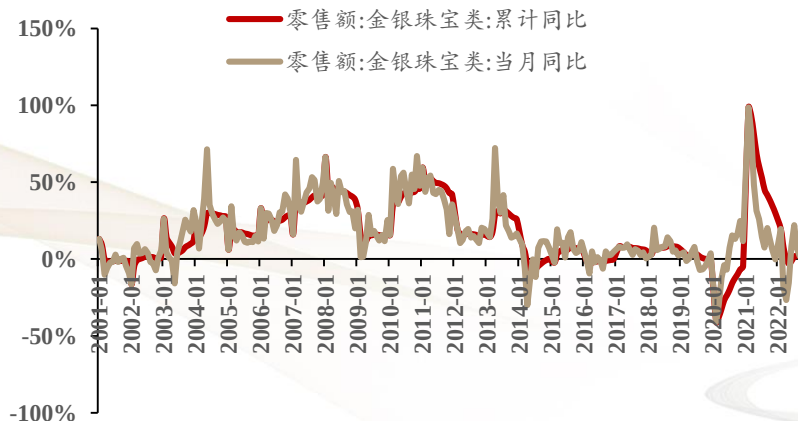
资料来源：招股说明书，华西证券研究所



07 珠宝：行业景气延续， 投资保值属性受追捧

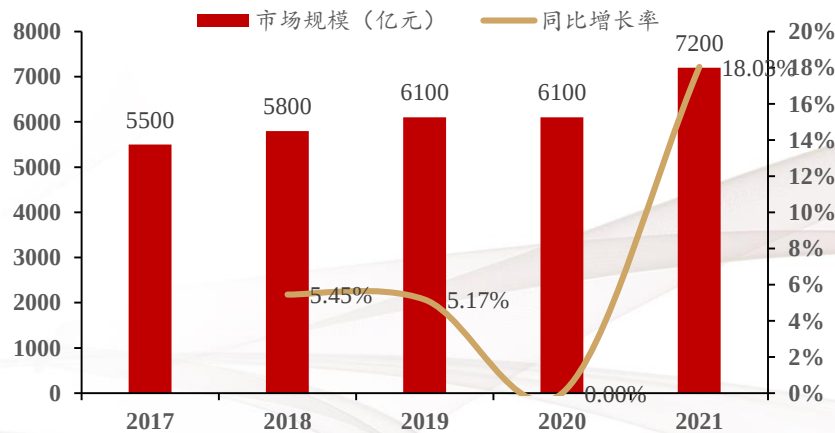
1-9 月金银珠宝零售额同比+2.2%，单9月来看，9月金银珠宝零售额同比+1.9%，9月金银珠宝景气度相对较好。我国珠宝首饰行业规模2021年达到7200亿元，黄金仍为主要品类。我国珠宝行业起步于20世纪80年代世界珠宝首饰产业向亚洲市场转移，起步较晚但是发展迅速。国内珠宝行业规模在过去多年时间内实现的持续扩容，一方面得益于国家对于黄金交易政策的逐步放开，另一方面则是居民可支配收入提升，进而驱动对可选消费品的需求增长。目前来看，我国金银珠宝处于景气向上发展周期，随国内疫情逐步得到控制，珠宝消费需求实现快速反弹。

图：10月金银珠宝零售额同比增长1.9%



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图：2017-2021年中国珠宝行业规模



资料来源：中宝协，华西证券研究所

头部品牌加速拓展，行业集中度提升。我国珠宝市场高中低市场层次分明，高端市场由一些国际大牌垄断，主要集中于一二线城市；中高端市场则由中国香港及中国内地品牌占据，低端市场则以网络销售的品牌为主。

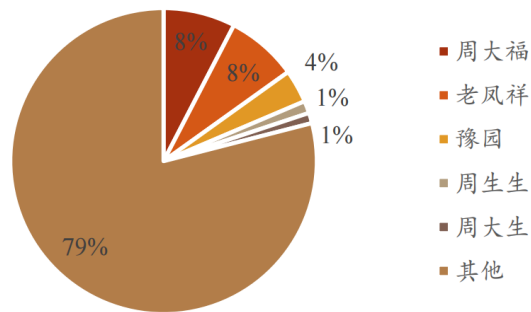
目前周大福、老凤祥、周大生在中国内地市场门店数均超4000家，为我国珠宝首饰行业内门店数第一梯队品牌，占据主要市场份额。2020年周大福、周生生、六福集团等港资品牌加大对中国内地市场的开拓，门店数加速拓展，挤压中小企业份额，中长期看，随着内地市场主要品牌加大渠道、品牌、产品等投入，行业中小品牌将持续退出市场。

图：我国品牌集中度呈不断提升态势



资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

图：港资、内资品牌市占率领先



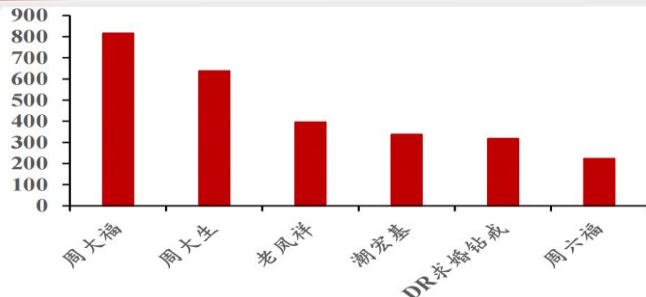
资料来源：Euromonitor，华西证券研究所



公司优势：1) **品牌力逐渐提升：**周大生则以快速拓店的方式迅速抢占终端市场，品牌知名度不断提升，品牌价值从2018年的377亿元上升到2021年的638亿元，仅次于周大福，位居我国珠宝行业第二；2) **业内首创“情景风格珠宝”模式：**2018年9月，公司推出“情景风格珠宝”2.0升级版，依据消费者消费观念、消费目的、消费水平、等方面的不同，对消费者进行细化分类，并将风格美学、情感共鸣与场景需求融入到了产品研发中；3) **引入省代模式：**公司成立 20 年以来，以轻资产加盟模式快速扩展，目前已成为我国珠宝首饰行业内门店数第一梯队品牌；2021年开始公司采取省代模式，借助省代客户资源、渠道资源、市场经验等优势进一步加快公司加盟开店进度，黄金品类销售占比迅速提升，市场份额有望加速向头部企业集中

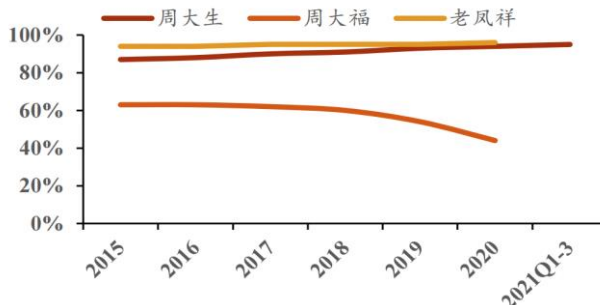
4) **线上电商渠道迅速发展：**周大生自 2013 年起开始组建电商团队，加速布局电商渠道，疫情催化使直播电商快速爆发，线上渠道迎来高速发展。

图：周大生品牌价值领先



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：公司加盟店数占比高于同行



资料来源：公司公告，华西证券研究所

风险提示

➤ 风险提示

原材料价格大幅上涨风险；

汇率波动风险；

下游需求不及预期风险；

行业竞争加剧风险；

国际贸易环境变化风险。

分析师简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，6年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年6月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。