

否极泰来，静待花开

——轻工制造行业2023年投资策略

报告要点：

● 家居：至暗时刻已过，基本面复苏在途

今年地产政策有所回暖但居民避险情绪仍然占据主导，家居板块整体估值仍处于底部蓄势状态。11月以来，政策面持续发出利好信号，我们认为2023年家居的主线将由地产基本面的复苏驱动（估值层面复苏已经启动）。在今年海外需求走弱、大宗市场不振的情况下，我们看到了部分企业在零售端的韧性（整装渠道是亮点），预判在明年市场一定程度回暖后今年提前布局以待业绩释放的标的有望充分受益。建议关注：欧派家居、敏华控股。

● 造纸：浆价回落预期有望兑现，看好特种、生活用纸盈利修复

大宗用纸，我们认为布局林浆纸一体化的龙头有望受益于库存周期带来的行业出清，提升自身市场份额；特种纸、生活用纸，去年Q4以来木浆价格不断上扬。我们预判在需求弱增长、全球纸浆产能有序释放的情况下浆价有望进入下行通道；总结历史规律我们发现特种纸在具备更强消费属性的情况下具备在浆价下探时延后降价获取较大宗用纸更大的盈利空间的能力；而生活用纸板块同样将受益于浆价下行，我们看好具备提价能力穿越周期波动的龙头。建议关注：太阳纸业、仙鹤股份、五洲特纸、华旺科技、中顺洁柔。

● 包装：把握高景气下游，展望一体化龙头

随着疫情后生产逐步恢复以及核心原料价格的回落，包装行业迎来需求回暖以及盈利修复。长期来看，随着人均可支配收入提升，下游中高端消费品需求提升，消费包装品类多元化、高端化、去塑料化的发展趋势已成，在市场集中度具备较大提升空间的竞争格局下，我们认为，能够整合资源、有效提升产能质量、具备绑定下游客户能力的企业有望脱颖而出。建议关注：裕同科技。

● 快速消费品：长坡厚雪，增量与格局机会并存

个人护理行业我们认为增量和格局机会并存，成人失禁用品行业在加速渗透的情况下有望快速增长，国货在具备本土优势的情况下也在不断地对产品推陈出新以抢夺市场份额。家清赛道在受疫情催化成长过程中一批本土企业乘浪潮而上，不断完善品类、渠道以提升竞争力。我们建议关注基本面扎实、中期表现绩优的企业。建议关注：可靠股份、百亚股份、蓝月亮、朝云集团。

● 新型烟草：政策风险基本出清，关注行业长期内在驱动

11月电子烟消费税正式落地后，电子烟行业系统风险基本已经出清，我们认为或许会给行业带来短期抑制，但长期来看更利于其健康有序的发展。且消费税落地以后，多数商家进行了提价以对冲消费税带来的毛利率降低的影响，短期内相关企业业绩可能下滑，但行业出清下格局也愈发清晰。建议关注：思摩尔国际。

● 出口链：短期存汇率利好，中期望需求复苏

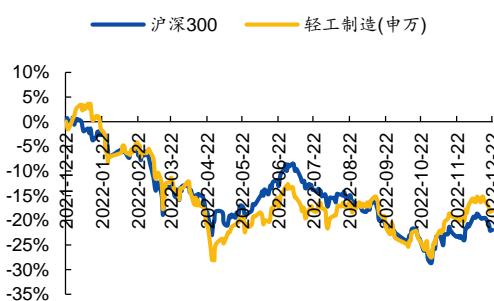
当前欧美均处于高通胀状态，区别在于美已见顶得到控制而欧盟通胀率仍在上行。短期来看，我们认为美元对人民币的升值能带来营收端的刺激以及汇兑损益的利好；长期来看，根据美联储的态度，我们或能期待加息节奏放慢后美国需求的复苏。出口链是典型的半消费、半周期版块，我们看好处高景气赛道、有强议价能力的标的。建议关注：嘉益股份、海象新材、大叶股份、盈趣科技。

风险提示

房地产行业政策风险、下游需求不及预期风险、原材料价格波动风

推荐|维持

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《【国元大消费】社零月度数据跟踪（9月）》2022.10.24

《【国元大消费】社零月度数据跟踪（8月）》2022.09.16

报告作者

分析师 徐恺
 执业证书编号 S002052105003
 电话 021-51097188
 邮箱 xucai@gyzq.com.cn

险、疫情发展不确定风险、国际贸易政策风险、汇率波动加剧风险。

目 录

1.业绩走弱，估值下探，市场表现等待回暖	7
2.家居：至暗时刻已过，基本面复苏在途	11
2.1 定制家居：大宗贡献下滑，零售渠道重新成为主要增长极	17
2.2 软体家居：长期天花板高，头部企业持续进行品类融合	20
3.造纸：浆价回落预期有望兑现，看好特种、生活用纸盈利修复	23
4.包装：把握高景气下游，展望一体化龙头	30
5.快速消费品：长坡厚雪，增量与格局机会并存	35
5.1 个护：成人失禁用品百亿蓝海，国产品牌昂扬向前	35
5.2 家清：人均消费提升空间大，全渠道、品类企业值得关注	39
6.新型烟草：政策风险基本出清，关注行业长期内在驱动	42
7.出口链：短期存汇率利好，中期需求复苏	48
8.风险提示	53

图表目录

图 1：轻工制造年初至今涨幅在所有行业中排 21 位（不含沪深 300）	7
图 2：轻工制造年初至今累计涨幅情况	8
图 3：轻工制造二级板块年初至今累计涨跌幅	8
图 4：轻工制造前三季度营业收入增速为 4.8%	9
图 5：轻工制造前三季度归母净利润增速为 -33.2%	9
图 6：轻工制造子板块营业收入分季度及增长情况（亿元）	9
图 7：轻工制造子板块归母净利润分季度及增长情况（亿元）	9
图 8：轻工制造及子行业单季度毛利率情况	10
图 9：轻工制造及子行业单季度归母净利率情况	10
图 10：轻工制造及子行业前三季度期间费率情况（含销售费用、管理费用、研发费用、财务费用）	10
图 11：轻工制造及各子版块年初至今 PE（TTM）变化情况（截止 2022 年 12 月 20 日）	11
图 12：轻工制造及各子版块估值水平与历史分位数（截止 2022 年 12 月 20 日）	11
图 13：轻工制造行业个股持股机构数（截至 2022 年 Q3）	11
图 14：轻工制造行业个股机构持股比例排名（截至 2022 年 Q3）	11
图 15：房屋新开工面积及变动情况	12
图 16：房屋竣工面积及变动情况	12
图 17：商品房销售面积及变动情况	12
图 18：北京、深圳、广州、杭州二手房成交面积同比增速	12
图 19：家具月度零售额及增长情况	13
图 20：2022 年 8 月 22 日 1 年期 LPR 下降 15 个基点	14

图 21: 2022 年 1-9 月中国商品住宅精装开盘项目累计房间规模结构 (区域)	17
图 22: 定制家居企业营业收入分品类贡献情况	17
图 23: 定制家居企业各渠道营收及同比增速 (亿元)	18
图 24: 大宗渠道业务对营业收入的贡献率	18
图 25: 零售渠道业务对营业收入的贡献率	18
图 26: 家居企业的大宗业务收入占比	19
图 27: 家居企业剔除大宗业务后的营收增速	19
图 28: 定制家居主要企业应收账款及应收票据占比	19
图 29: 定制家居主要企业合同负债情况 (亿元)	19
图 30: 定制家居主要企业 2022 年终端门店情况 (家)	20
图 31: 我国软体家居市场规模情况	21
图 32: 2020 年我国及欧美国家床垫普及率对比	21
图 33: 我国及美国人均床垫消费水平对比	21
图 34: 软体家居主要企业营收及同比 (亿元)	22
图 35: 软体家居主要企业毛利率及净利率	22
图 36: 主要企业床垫业务营收及占总营收比重 (亿元)	22
图 37: 主要企业沙发业务营收及占总营收比重 (亿元)	22
图 38: 主要软体家居企业线下门店数量 (家)	23
图 39: 梦百合及喜临门线上业务收入及同比 (亿元)	23
图 40: 主要企业海外收入及同比增速 (亿元)	23
图 41: 主要企业海外业务毛利率走势	23
图 42: 造纸行业逻辑框架	24
图 43: 文化纸价格变化情况	25
图 44: 包装纸价格变化情况	25
图 45: 文化纸年初至今周均价同比 (%)	25
图 46: 包装纸年初至今周均价同比 (%)	25
图 47: 造纸行业原材料及产成品库存同比增速	26
图 48: 库存周期四个阶段的表现形式	26
图 49: 针叶浆、阔叶浆价处于高位	27
图 50: 海外纸浆价格处于历史高点	27
图 51: 全球意外停机纸浆产能情况	27
图 52: 中国 PMI 指数情况	28
图 53: 全球纸浆产能扩张情况	28
图 54: 木浆价格变动及对应仙鹤股份机制纸吨价及利润情况	29
图 55: 仙鹤股份、华旺科技、五洲特纸存货、盈利能力与浆价的关系	29
图 56: 木浆生活用纸涨价情况	30
图 57: 中国生活用纸原料结构情况	30
图 58: 各包装行业营业收入及同比增长情况	31
图 59: 各包装行业利润及利润率情况	31
图 60: 裕同包装占包装行业规模以上市场份额为 1.2%	31

图 61: 裕同包装占纸包装行业规模以上市场份额为 4.6%	31
图 62: 不同类型包装盈利能力情况	32
图 63: 不同业务包装公司毛利率情况	32
图 64: 国内手机出货量及 5G 手机占比 (万部)	33
图 65: 中国在线外卖市场规模增长率及预测	33
图 66: 卷烟产量及当月同比情况	33
图 67: 年度白酒产量及贵州茅台、五粮液、泸州老窖营收合计变化情况	33
图 68: 裕同科技营业成本构成	33
图 69: 核心纸种原材料价格变动情况	33
图 70: 裕同科技营业收入及归母净利润情况	34
图 71: 裕同科技毛利率及净利率情况	34
图 72: 裕同科技不同业务营收及增长情况	34
图 73: 中国吸收性卫生用品市场规模及增速 (单位: 亿元)	35
图 74: 中国吸收性卫生用品公司 CR5 变化情况	36
图 75: 中国吸收性卫生用品品牌 CR3 情况	36
图 76: 中国 65 岁以上人口占比增加	36
图 77: 我国失能/半失能老人占老人比例增加	36
图 78: 2019 年中国成人失禁用品渗透率仅 5%	37
图 79: 各国成人失禁用品市场规模对比 (单位: 亿美元)	37
图 80: 自由点品牌女性卫生巾市场份额变化情况	38
图 81: 可靠品牌成人失禁用品市场份额变化情况	38
图 82: 中国家居护理市场规模及主要细分行业 CR5 变动情况 (2007-2026E)	39
图 83: 中美家居护理产品人均消费额对比 (美元/人)	40
图 84: 中国家居护理市场销售渠道份额变动情况 (2007-2021 年)	40
图 85: 朝云集团分渠道营收及同比增速 (亿元)	41
图 86: 蓝月亮集团分渠道营收比例变动情况	41
图 87: 俄罗斯、意大利、葡萄牙电子雾化烟市场规模及增速变化	45
图 88: 国标电子烟品牌征税后价格变化情况	46
图 89: 电子雾化烟烟具&烟弹行业价值链拆分 (元)	46
图 90: 全球电子烟市场规模及增速	47
图 91: 中国电子烟出口市场规模及增速	47
图 92: 中国电子烟出口市场各地区占比	48
图 93: 2022 年 Q1 中国电子烟各类型企业数量	48
图 94: 全球及各国电子烟渗透率	48
图 95: 我国出口金额变动情况 (亿美元)	49
图 96: 我国出口国家结构及出口金额贡献情况	49
图 97: 2022 年 1-10 月我国主要出口地区出口金额及同比增速	50
图 98: 欧盟通胀持续恶化	50
图 99: 欧盟加息情况	50
图 100: 美国通胀水平自 7 月以来有所下降	51

图 101: 美国加息情况	51
图 102: 美国通货膨胀已见回落趋势	51
图 103: 主要海运价格指数走势	52
图 104: 东南亚国家制造 PMI 自 2021 年以来一直在荣枯线以上	52
图 105: 出口链板块业绩梳理	52
图 106: 美元兑人民币汇率处于高位	53

表 1: 年初至今轻工制造一级行业个股表现情况（截止 2022 年 12 月 20 日）	8
表 2: 2022 年 H1 地方性房地产鼓励政策	14
表 3: 房地产行业“三支箭”政策组合主要内容	15
表 4: 定制家居主要企业整装渠道开拓情况	20
表 5: 三大纸浆产能扩张项目具体情况	28
表 6: 不同类型包装对应下游产业及产品类型	32
表 7: 中国成人失禁用品市场规模测算相关假设	37
表 8: 中国成人失禁用品市场规模测算	38
表 9 可靠及自由点品牌双十一战报	38
表 10: 朝云集团向市场推出的主要新产品或对现有产品的升级	41
表 11: 蓝月亮向市场推出的主要新产品或对现有产品的升级	42
表 12: 关于对电子烟征收消费税的公告梳理	43
表 13: 我国电子烟相关政策梳理	44
表 14: 假设电子烟品牌提价后批发商与零售商毛利率变动情况	47

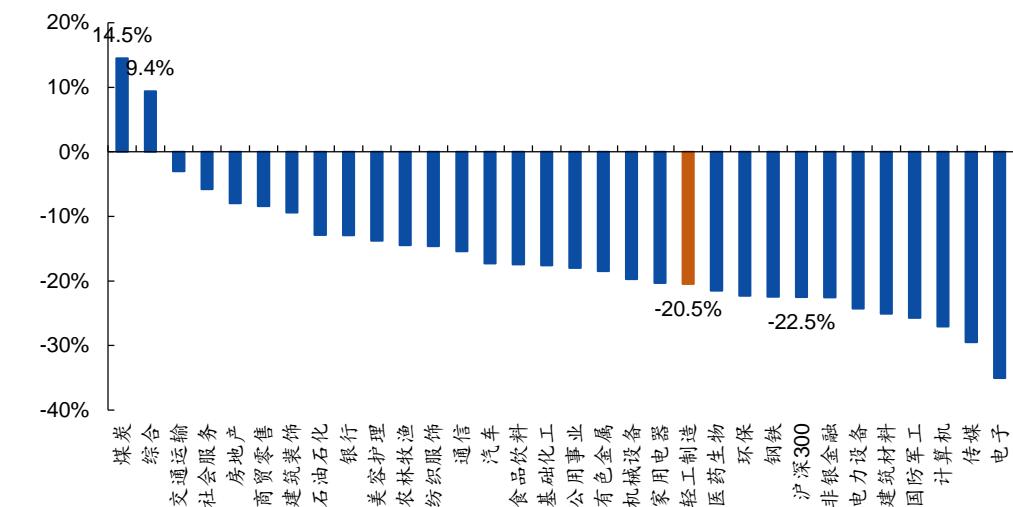
1. 业绩走弱，估值下探，市场表现等待回暖

截止 2022 年 12 月 20 日，轻工制造板块累计下跌 20.5%，在 SW31 个一级行业中排名第 21 位，较沪深 300 涨跌幅相比+2.04pct。从年初至今累计涨跌幅情况来看，轻工制造涨跌幅走势与沪深 300 涨跌幅走势基本保持一致且落后于市场表现，但在 11 月地产政策面有所改善后出现反超趋势。

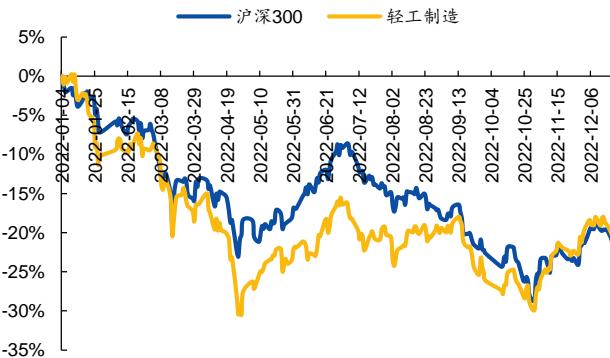
从二级板块年初至今累计涨跌幅情况来看，家居/造纸/包装印刷/文娱用品年初至 12 月 20 日累计分别下跌 22.8%/12.7%/28.5%/11.9%，四个板块涨跌幅变动趋势较为一致，其中包装印刷板块前中期表现总体弱于其他三个板块，进入 10 月后家居板块表现稍落后于包装印刷，并于 11 月末再次赶超。

个股表现方面，轻工制造板块累计涨跌幅排名前 20 的个股中属于家居/造纸/包装印刷/文娱用品行业的公司分别有 6/3/5/6 家。轻工制造一级行业涨幅前五个股美利云/高乐股份/沐邦高科/嘉益股份/松炀资源年初至 12 月 20 日累计涨幅分别为 112.8%/69.7%/61.8%/48.3%/44.5%，分别属于造纸/文娱用品/文娱用品/家居/造纸板块。

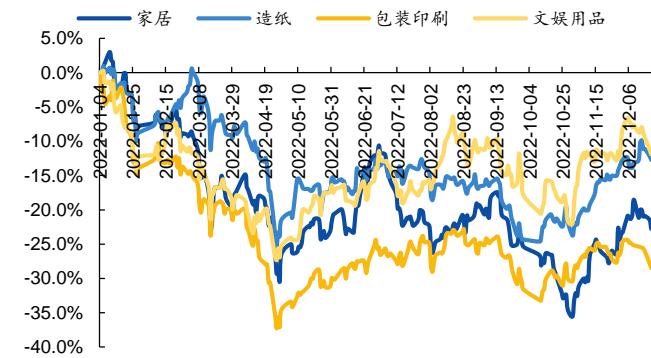
图 1：轻工制造年初至今涨幅在所有行业中排 21 位（不含沪深 300）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：轻工制造年初至今累计涨幅情况


资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 3：轻工制造二级板块年初至今累计涨跌幅


资料来源：Wind, 国元证券研究所

表 1：年初至今轻工制造一级行业个股表现情况（截止 2022 年 12 月 20 日）

排名	代码	公司名称	累计涨跌幅	所属板块	排名	代码	公司名称	累计涨跌幅	所属板块
1	000815.SZ	美利云	112.8%	造纸	11	001222.SZ	源飞宠物	29.8%	文娱用品
2	002348.SZ	高乐股份	69.7%	文娱用品	12	001238.SZ	浙江正特	29.8%	文娱用品
3	603398.SH	沐邦高科	61.8%	文娱用品	13	002014.SZ	永新股份	24.1%	包装印刷
4	301004.SZ	嘉益股份	48.3%	家居用品	14	002836.SZ	新宏泽	17.7%	包装印刷
5	603863.SH	松炀资源	44.5%	造纸	15	603021.SH	山东华鹏	14.0%	家居用品
6	605377.SH	华旺科技	39.1%	造纸	16	002162.SZ	悦心健康	12.8%	家居用品
7	000695.SZ	滨海能源	35.2%	包装印刷	17	002799.SZ	环球印务	12.2%	包装印刷
8	002575.SZ	群兴玩具	34.3%	文娱用品	18	002862.SZ	实丰文化	11.8%	文娱用品
9	002846.SZ	英联股份	30.9%	包装印刷	19	002615.SZ	哈尔斯	10.5%	家居用品
10	603208.SH	江山欧派	30.1%	家居用品	20	002084.SZ	海鸥住工	10.4%	家居用品

资料来源：Wind, 国元证券研究所

业绩端：子版块需求走弱，原材料涨价、汇率变动致盈利能力承压。轻工制造行业 2022 年前三季度营收/归母净利润分别同比 4.8%/-33.2%。其中：

从营业收入及归母净利润来看，前三季度各子版块营收微增但归母净利润均呈下降趋势，其中造纸、包装成本压力较大。2022 年前三季度家居/造纸/包装印刷/文娱用品板块营收分别同比增长 0.4%/8.5%/6.4%/3.0%，对应归属于母公司净利润分别下降 17.6%/57.0%/21.1%/10.5%，其中家居因为地产竣工情况萎靡，利润端出现一定幅度的收窄；造纸、包装行业则多因原材料、能源等成本端元素价格高涨而产生利润较营收大幅下滑等情况（美元不断升值压力下，出口企业因锁汇从而确认公允价值变动损失情况也较多）。

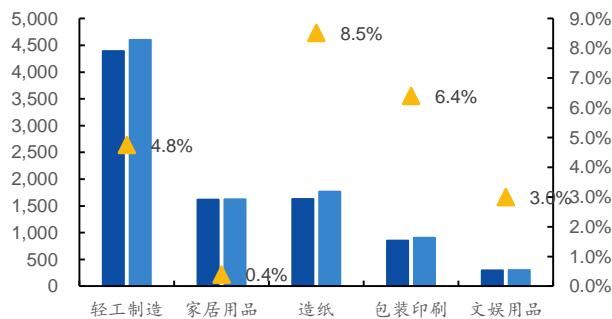
从盈利能力来看，各版块盈利能力均有所下滑，期间费用管控较为稳定，其中文娱板块销售及财务费用管控较好。毛利率：轻工制造整体相较去年同期有一定的下降，其中 22Q1/Q2/Q3 同比回分别下降 5.63/4.69/1.83pcts；细分来看，家居、造纸、包装印刷、文娱用品板块 Q1/Q2/Q3 毛利率同比去年分别 -3.25/-1.34/-0.22、-9.94/-9.46/-2.75、-2.79/-2.22/-1.23、-0.85/-1.06/-1.83pcts。净利率：轻工制造 22Q1/Q2/Q3 同比回分别下降 4.48/3.78/1.18 pcts；细分来看，家居、造纸、包装印

刷、文娱用品板块 Q1/Q2/Q3 归属于母公司净利率同比去年分别 -3.07/-1.84/-0.16、-7.35/-7.09/-2.09、-2.02/-2.48/-0.92、-1.28/-0.27/-1.13pcts。其中造纸板块因浆价处于高位因而毛利率大幅降低，Q3 有所收窄；文娱板块由于销售费用及财务费用管控得当单季度净利率下滑幅度小于毛利率。

图 4：轻工制造前三季度营业收入增速为 4.8%

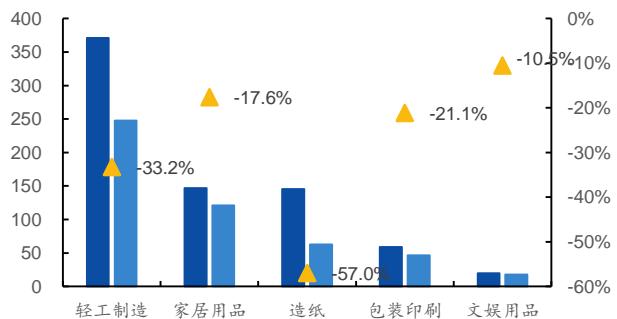
图 5：轻工制造前三季度归母净利润增速为 -33.2%

■21Q1-3 ■22Q1-3 ▲oy



资料来源：Wind，国元证券研究所

■21Q1-3 ■22Q1-3 ▲oy



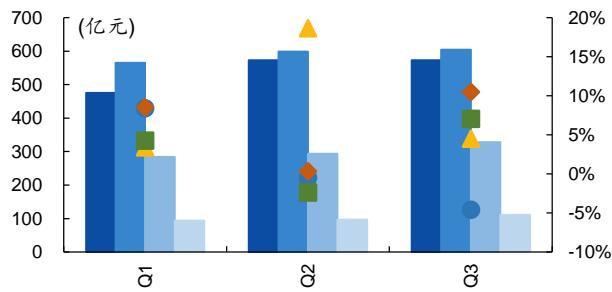
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：轻工制造子板块营业收入分季度及增长情况（亿元）

图 7：轻工制造子板块归母净利润分季度及增长情况（亿元）

■家居用品 ■造纸 ■包装印刷 ■文娱用品

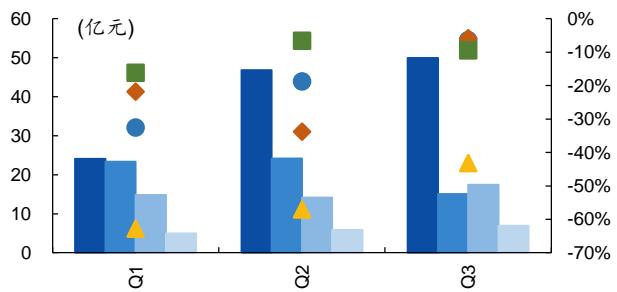
●家居用品oy ▲造纸oy ◆包装印刷oy ■文娱用品oy



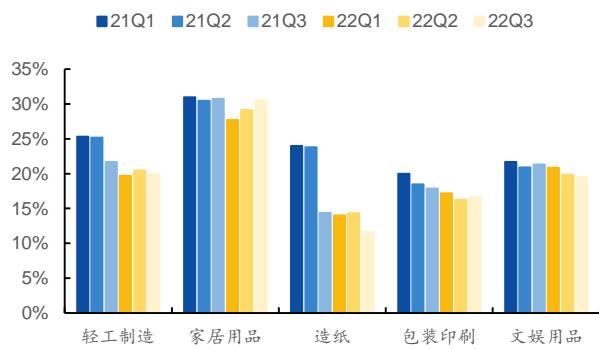
资料来源：Wind，国元证券研究所

■家居用品 ■造纸 ■包装印刷 ■文娱用品

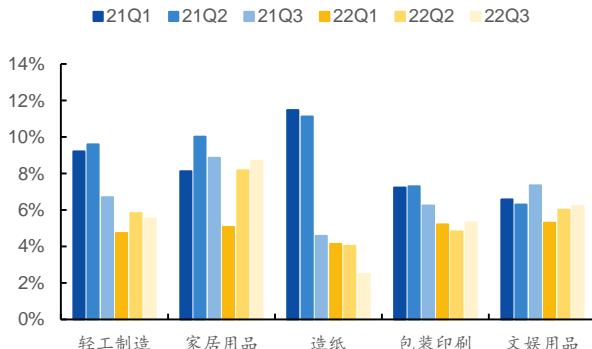
●家居用品oy ▲造纸oy ◆包装印刷oy ■文娱用品oy



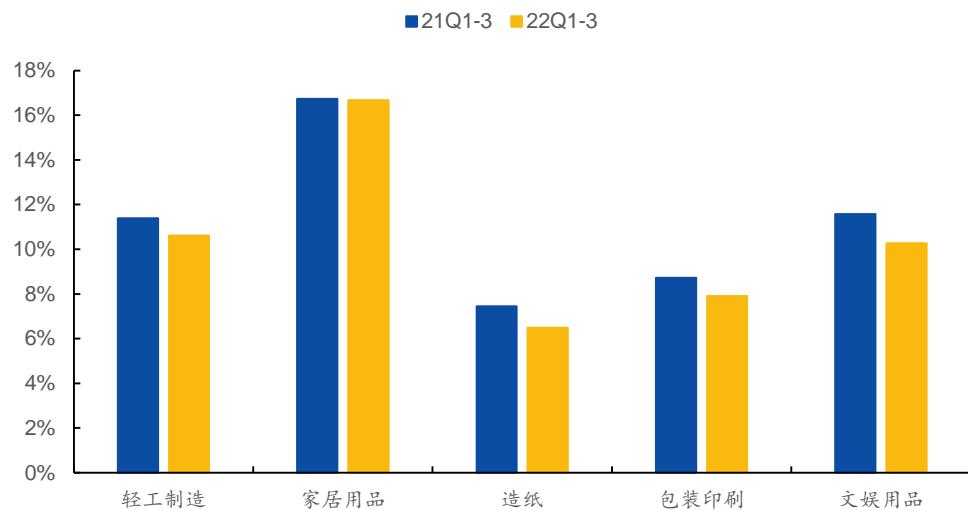
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8: 轻工制造及子行业单季度毛利率情况


资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 9: 轻工制造及子行业单季度归母净利率情况


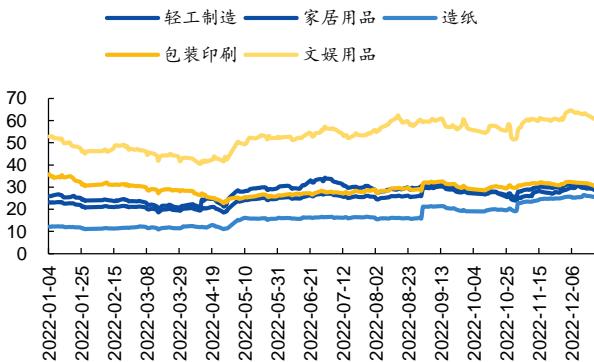
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 10: 轻工制造及子行业前三季度期间费率情况 (含销售费用、管理费用、研发费用、财务费用)


资料来源: Wind, 国元证券研究所

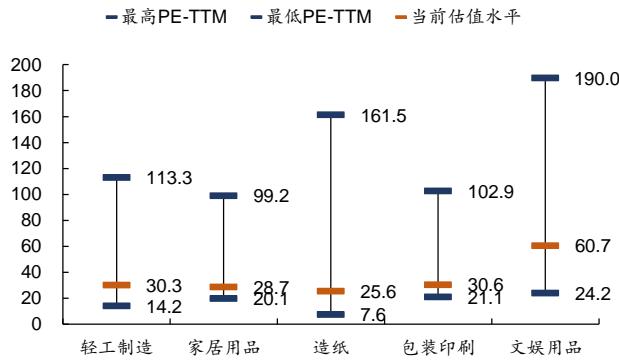
估值方面, 家居蓄势, 造纸反弹, 文娱向好, 包装向下探底。截至 2022 年 12 月 20 日, 家居/造纸/包装印刷/文娱用品 PE-TTM 分别为 28.7/25.6/30.6/60.7 倍, 分别处于近十年历史中的 26.8%/51.9%/47.6%/66.8% 分位, 家居板块估值当前仍处于底部 (与年初较为相近), 造纸、文娱板块较年初均有所提高, 包装板块有所下降。个股持股机构数与机构持股比例层面, 持股机构数量排名前五位的公司分别为顾家家居/欧派家居/晨光股份/太阳纸业/裕同科技, 对应持股机构数分别为 97/70/41/39/38 家, 机构持股比例排名前五的个股仙鹤股份/珠江钢琴/金时科技/晨光股份/菲林格尔对应持股比例分别为 86.9%/83.4%/82.8%/77.6%/74.3%, 就持股机构数量以及持股比例而言, 逻辑扎实的细分龙头标的 (如仙鹤股份、顾家家居) 更容易受到青睐。

图 11：轻工制造及各子版块年初至今 PE (TTM) 变化情况（截止 2022 年 12 月 20 日）



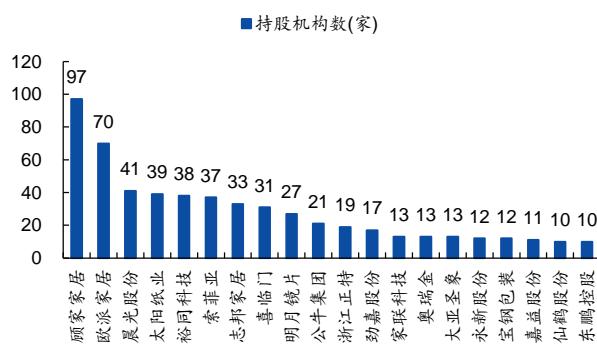
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 12：轻工制造及各子版块估值水平与历史分位数（截止 2022 年 12 月 20 日）



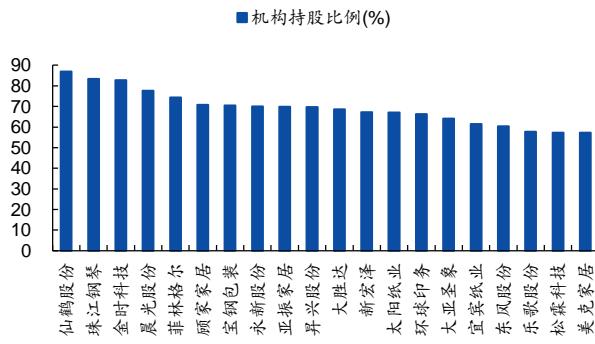
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 13：轻工制造行业个股持股机构数（截至 2022 年 Q3）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 14：轻工制造行业个股机构持股比例排名（截至 2022 年 Q3）



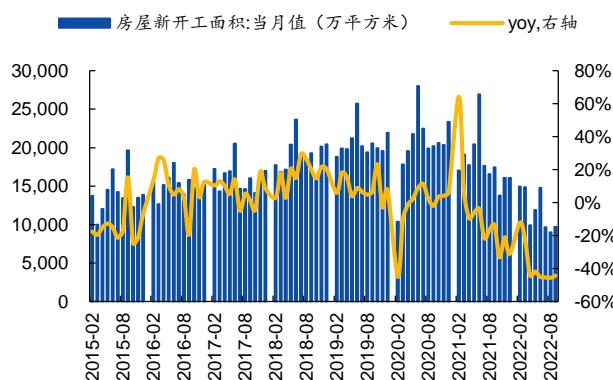
资料来源：Wind, 国元证券研究所

2.家居：至暗时刻已过，基本面复苏在途

投资展望：就今年前三季度房屋竣工/销售的表现来看，地产政策变化方向和我们去年预期的方向较为一致（边际宽松），但在上半年基本都是以地方宽松政策为主，房企信用事件使得居民避险情绪大幅上升，家居板块整体估值仍处于底部蓄势状态。11月13日央行及银保监会发布的金融支持房地产16条措施在一定程度上代表了政策面的反转信号，我们认为2023年家居的主线将由地产基本面的复苏驱动（估值层面复苏已经启动）。标的方面，在今年海外需求走弱、大宗市场不振的情况下，我们看到了部分企业在零售端的韧性（整装渠道是亮点），预判在明年市场一定程度回暖后今年提前布局以待业绩释放的标的有望充分受益。建议关注：欧派家居、敏华控股。

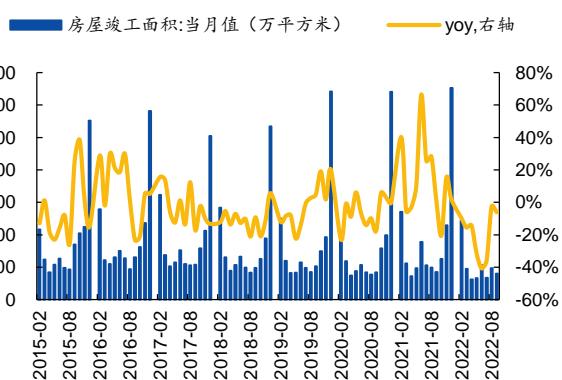
短期：新房竣工数据不佳，二手房成交面积走弱。家居作为典型的地产后周期板块，需求主要来源于新房以及二手房的成交。2022年房屋竣工以及商品房销售情况较差，主要城市二手房成交数据也表现不佳，其中房屋新开工面积/竣工面积/商品房销售面积至9月累计同比分别为-38.0%/-19.9%/-22.2%，北京/深圳/广州/杭州等主要城市二手房成交面积从年初至今也一路走弱，就同比增速来看有所修复但尚未出现明显反转信号。

图 15：房屋新开工面积及变动情况



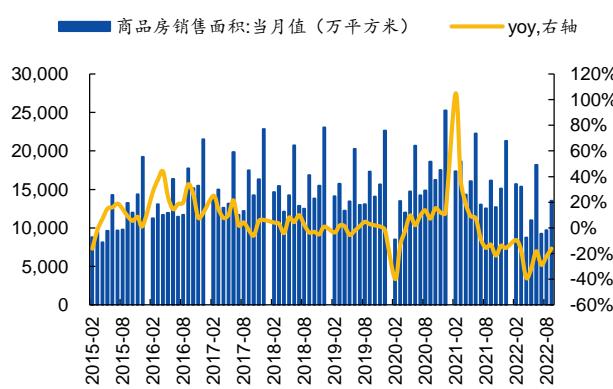
资料来源：Wind, 国家统计局, 国元证券研究所

图 16：房屋竣工面积及变动情况



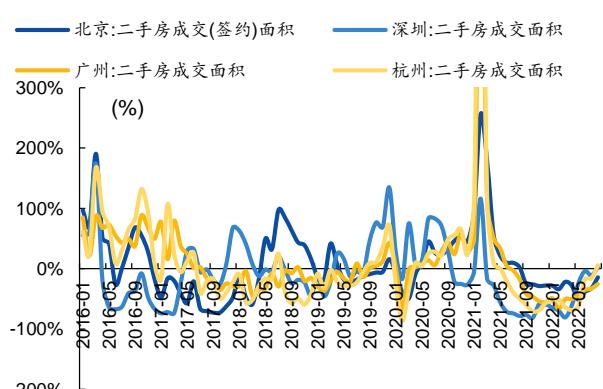
资料来源：Wind, 国家统计局, 国元证券研究所

图 17：商品房销售面积及变动情况



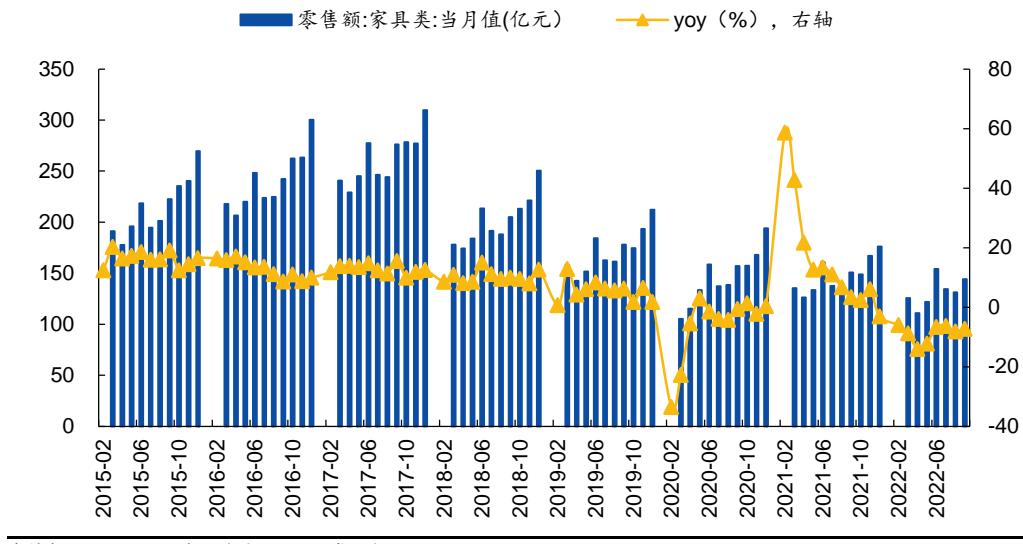
资料来源：Wind, 国家统计局, 国元证券研究所

图 18：北京、深圳、广州、杭州二手房成交面积同比增速



资料来源：Wind, 北京市住房和城乡建设委员会, 深圳市国土资源和房产管理局, 广州市国土资源和房屋管理局, 杭州市房地产管理局, 国元证券研究所

图 19：家具月度零售额及增长情况



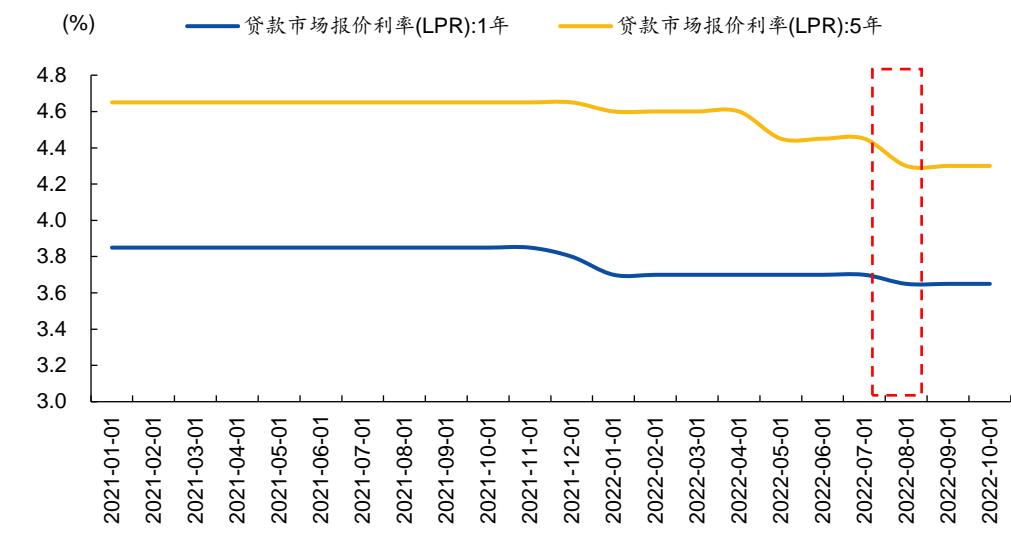
资料来源：Wind, 国家统计局, 国元证券研究所

政策端：探底回升，复苏在途。从去年 Q4 以来政策端呈现边际宽松迹象，但地产行业销售情况仍未见回暖；22H1 以来更多的是以地方宽松政策为主，7 月住建部向房地产提出“保交楼、保民生、保稳定”目标以稳定市场情绪，并且于 8 月开始对 LPR 进行调整（超预期降息）。11 月 8 日，中国银行间市场交易商协会发布继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）的消息；11 月 11 日，中国人民银行、银保监会发布《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》，从四大方面共十六条措施支持房地产市场平稳健康发展；11 月 28 日，证监会新闻发言人在就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问中提出房地产行业股权融资方面调整优化 5 项措施。自此，房地产行业信贷、债券、股权三个融资渠道的“三箭”皆发，共同助力房地产市场发展早日重回正轨。地产后周期板块复苏在途，家居板块整体估值有望修复。

表 2：2022 年 H1 地方性房地产鼓励政策

政策类型	时间	城市	政策内容
放松限购政策	2022 年 3 月	福州	非福州五城区户籍家庭（含港澳台）在五城区购房，无需提供近两年内满 12 个月医社保或纳税证明或落户，即可购买一套福州五城区 144 平方米以下的普通住宅，购买后该房屋仍受限售政策影响。此外，长乐户籍也属于福州本地户籍，拥有长乐户籍的购房者可在福州五城区购买两套住宅
	2022 年 4 月	南京	外地户籍购房者，无须提交社保或个税证明，可在南京市六合区限制购买一套房，凭借户口本、身份证，已婚家庭携带结婚证等证明，即可前往当地开具购房证明
	2022 年 4 月	上海	将原《购房资格确认函》调整为《临港新片区人才住房政策认定函》，有效期由原 6 个月调整为 12 个月。2022 年重点支持单位中工作的人才，获得人才住房购买资格时，“须在新片区工作满一年以上”可缩短为 3 个月或 6 个月
降低首付比例	2022 年 1 月	延吉	符合优惠政策条件的农民可申请办理住房贷款，最低首付款比例为 30%
	2022 年 2 月	重庆	部分银行将首套房贷首付比例降至 20%。如果房贷结清的话则首付 30%，二套则首付 40%
	2022 年 3 月	广西	职工个人及家庭购买第二套住房或第二次申请住房公积金贷款的，最低首付比例由 40% 下调为 30%
发放购房补贴	2022 年 3 月	绵阳	对符合政策生育二孩、三孩的家庭，在绵阳城区（含安州区）购买新建商品住房的，按建筑面积给予每平方米 200 元的财政补贴，单户财政补贴最高不超过 2 万元
	2022 年 7 月	宜昌	在宜首次就业（含返乡创业）两年内的博士（含 D 类及以上人才）、硕士（含 E 类人才）、本（专）科毕业生（含 F 类人才），在宜昌城区购买人才房，符合条件的分别一次性发放 10 万元、6 万元、5 万元的“购房首付款补贴券”
	2022 年 1 月	北京	房贷利率下调 0.05 个百分点，即首套房利率为 5.15%（5 年期以上 LPR+55 个基点），二套房利率为 5.65%（5 年期以上 LPR+105 个基点）
降低房贷利率	2022 年 2 月	杭州	各大银行首套房利率基本稳定在 5.6%-5.65%，个别银行最低可以做到 5.5%，二套房利率则普遍在 5.85% 左右
	2022 年 3 月	武汉	主要银行机构从 3 月 25 日起对新签约的按揭贷款首套房利率按照 LPR+60BP，即 5.2% 执行；二套房利率按照 LPR+80BP，即 5.4% 执行
	2022 年 3 月	青岛	对即墨区限售政策进行松绑，新房由原来的取得不动产权证书满 5 年，变更为网签后满五年便可交易，二手房则是拿证满两年即可交易
取消限售	2022 年 3 月	哈尔滨	在主城区 6 区（道里区、南岗区、道外区、香坊区、平房区和松北区）区域范围内，取消建设单位网签合同备案信息注销权限，凡新购买商品住房的，自商品房网签合同签订之日起满 3 年方可上市交易
	2022 年 4 月	苏州	二手房限售由 5 年改为 3 年；新房转让年限不变，自取得不动产权证起 3 年内不得转让

资料来源：上海证券，环球网，上海市人民政府，人民网，中证网，新华网，中房网，钱江晚报，新华财经，财联社，新京报，中国网，国元证券研究所

图 20：2022 年 8 月 22 日 1 年期 LPR 下降 15 个基点


资料来源：全国银行间同业拆借中心，国元证券研究所

表3：房地产行业“三支箭”政策组合主要内容

事件	日期	政策名称	主要内容
稳定房地产开发贷款投放			坚持“两个毫不动摇”，对国有、民营等各类房地产企业一视同仁。鼓励金融机构重点支持治理完善、聚焦主业、资质良好的房地产企业稳健发展。金融机构要合理区分项目子公司风险与集团控股公司风险，在保证债权安全、资金封闭运作的前提下，按照市场化原则满足房地产项目合理融资需求。支持项目主办行和银团贷款模式，强化贷款审批、发放、收回全流程管理，切实保障资金安全。
保持房地产融资平稳有序		支持个人住房贷款合理需求	支持各地在全国政策基础上，因城施策实施好差别化住房信贷政策，合理确定当地个人住房贷款首付比例和贷款利率政策下限。鼓励金融机构结合自身经营情况、客户风险状况和信贷条件等，在城市政策下限基础上，合理确定个人住房贷款具体首付比例和利率水平。支持金融机构优化新市民住房金融服务，合理确定符合购房条件新市民首套住房个人住房贷款的标准。
保持债券融资基本稳定		稳定建筑企业信贷投放	鼓励金融机构在一定条件下，优化建筑企业信贷服务，提供必要的贷款支持，保持建筑企业融资连续稳定。
		支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期	对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，在保证债权安全的前提下，鼓励金融机构与房地产企业基于商业性原则自主协商，积极通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持，促进项目完工交付。自本通知印发之日起，未来半年内到期的，可以允许超出原规定多展期1年，可不调整贷款分类，报送征信系统的贷款分类与之保持一致。
保持房地产融资平稳有序		保持债券融资基本稳定	支持优质房地产企业发行债券融资。推动专业信用增进机构为财务总体健康、面临短期困难的房地产企业债券发行提供增信支持。鼓励债券发行人与持有人提前沟通，做好债券兑付资金安排。按期兑付确有困难的，通过协商做出合理展期、置换等安排，主动化解风险。支持债券发行人在境内外市场回购债券。
《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作》(第一支箭-信贷融资)	2022.11.11	保持信托等资管产品融资稳定	鼓励信托等资管产品支持房地产合理融资需求。鼓励信托公司等金融机构加快业务转型，在严格落实资管产品监管要求、做好风险防控的基础上，按市场化、法治化原则支持房地产企业和项目的合理融资需求，依法合规为房地产企业项目并购、商业养老地产、租赁住房建设等提供金融支持。
积极做好“保交楼”金融服务		支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款	支持国家开发银行、农业发展银行按照有关政策安排和要求，依法合规、高效有序地向经复核备案的借款主体发放“保交楼”专项借款，封闭运行、专款专用，专项用于支持已售逾期难交付住宅项目加快建设交付。
做好房地产项目并购金融支持		鼓励金融机构提供配套融资支持	在专项借款支持项目明确债权债务安排、专项借款和新增配套融资司法保障后，鼓励金融机构特别是项目个人住房贷款的主融资商业银行或其牵头组建的银团，按照市场化、法治化原则，为专项借款支持项目提供新增配套融资支持，推动化解未交楼个人住房贷款风险。
积极配合做好受困房地产企业风险处置			对于剩余货值的销售回款可同时覆盖专项借款和新增配套融资的项目，以及剩余货值的销售回款不能同时覆盖专项借款和新增配套融资，但已明确新增配套融资和专项借款配套机制安排并落实还款来源的项目，鼓励金融机构在商业自愿前提下积极提供新增配套融资支持。
积极探索市场化支持方式			新增配套融资的承贷主体应与专项借款支持项目的实施主体保持一致，项目存量资产负债应经地方政府组织有资质机构进行审计评估确认并已制定“一楼一策”实施方案。商业银行可在房地产开发贷款项下新设“专项借款配套融资”子科目用于统计和管理。配套融资原则上不应超过对应专项借款的期限，最长不超过3年。项目销售回款应当划入在主融资商业银行或其他商业银行开立的项目专用账户，项目专用账户由提供新增配套融资的商业银行参与共同管理。明确按照“后进先出”原则，项目剩余货值的销售回款要优先偿还新增配套融资和专项借款。
			对于商业银行按照本通知要求，自本通知印发之日起半年内，向专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类；对债务新老划断后的承贷主体按照合格借款主体管理。对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的，可予免责。
			鼓励商业银行稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，重点支持优质房地产企业兼并收购受困房地产企业项目。鼓励金融资产管理公司、地方资产管理公司（以下简称资产管理公司）与地方政府、商业银行、房地产企业等共同协商风险化解模式，推动加快资产处置。鼓励资产管理公司与第三方机构开展合作，提高资产处置效率。支持符合条件的商业银行、金融资产管理公司发行房地产项目并购主题金融债券。
			对于部分已进入司法重整的项目，金融机构可按自主决策、自担风险、自负盈亏原则，一企一策协助推进项目复工交付。鼓励资产管理公司通过担任破产管理人、重整投资人等方式参与项目处置。支持有条件的金融机构稳妥探索通过设立基金等方式，依法依规市场化化解受困房地产企业风险，支持项目完工交付。

事件	日期	政策名称	主要内容	
		依法保障住房金融消费者合法权益	对于因疫情住院治疗或隔离，或因疫情停业失业而失去收入来源的个人，以及因购房合同发生改变或解除的个人住房贷款，金融机构可按市场化、法治化原则与购房人自主协商，进行延期展期等调整。在此过程中，金融机构要依法保障金融消费者合法权益，同时按相关规定做好资产分类。对于恶意逃废金融债务的行为，依法依规予以处理，维护良好市场秩序。	
《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作》(第 一支箭-信贷 融资)	2022.11.11	阶段性调整部分 金融管理政策	切实保护延期 贷款的个人征 信权益	个人住房贷款已调整还款安排的，金融机构按新的还款安排报送信用记录；经人民法院判决、裁定认定应予调整的，金融机构根据人民法院生效判决、裁定等调整信用记录报送，已报送的予以调整。金融机构应妥善处置相关征信异议，依法保护信息主体征信权益。
推进并扩大民 营企业债券融 资支持工具 (第二支箭- 债券融资)	2022.11.08	优化住房租赁 信贷服务 加大住房租赁金 融支持力度	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	对于受疫情等客观原因影响不能如期满足房地产贷款集中度管理要求的银行业金融机构，人民银行、银保监会或人民银行分支机构、银保监会派出机构根据房地产贷款集中度管理有关规定， 基于实际情况并经客观评估，合理延长其过渡期。
证监会新闻发 言人就资本市 场支持房地 产平稳健康 发展答记者问 (第三支箭- 股权融资)	2022.11.28	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	拓宽住房租赁 市场多元化融 资渠道 允许符合条件的房地产企业实施重组上市，重组对象须为房地产行业上市公司。允许房地产行业上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产；发行股份购买资产时，可以募集配套资金；募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，不能用于拿地拍地、开发新楼盘等。 建筑等与房 地产紧密相关行业的上市公司，参照房地产行业上市公司政策执行，支持“同行业、上下游”整合。 允许上市房企非公开方式再融资，引导募集资金用于政策支持的房地产业务，包括与“保交楼、保民 生”相关的房地产项目，经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设，以及符合上市公司再 融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。允许其他涉房上市公司再融资，要求再融资募集资金投向 主业。	在人民银行的支持和指导下，交易商协会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。“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业 机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持 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。
		调整完善房地产 企业境外上市 政策 进一步发挥 REITs 盘活房企 存量资产作用	企业境外市场上允许以房地产为主业的 H 股上市公司再融资；允许主业非房地产业务的其他涉房 H 股上市公司再融资。 开展不动产私募投资基金试点，允许符合条件的私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金，引入机 构资金，投资存量住宅地产、商业地产、在建未完成项目、基础设施，促进房地产企业盘活经营性不动 产并探索新的发展模式。	

资料来源：中国人民银行，金融监管研究院，中国证券监督管理委员会，中国银行间市场交易商协会，国元证券研究所

长期：我国精装修渗透率提升趋势明显且空间广阔。根据奥维云网，2019 年 CR5 房企精装修市场份额为 32.1%，精装修市场总规模 319.3 万套，同比增长 26.2%。在政策积极推动作用下，批量精装修已经逐步渗透到三四线城市，根据公司资料及奥维云网数据，我国精装修渗透率(新开工全装修成品住宅面积比重)由 2015 年的 14%提升至 2020 年的 30%，顺利完成国家《建筑业发展“十三五”规划》的普及率目标。但与发达国家 80%以上的整体住宅精装修比例相比，我国精装修市场提升空间广阔。

图 21：2022 年 1-9 月中国商品住宅精装开盘项目累计房间规模结构（区域）

地区	1线城市	2线城市	3线城市	4线城市	其它级别	总计
东北	0.0%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%
华北	3.7%	1.6%	1.1%	0.3%	0.1%	6.8%
华东	4.9%	31.6%	3.1%	1.8%	0.0%	41.4%
华南	12.2%	11.2%	4.4%	0.3%	1.5%	29.5%
华中	0.0%	5.2%	0.2%	0.5%	0.0%	5.9%
西北	0.0%	2.7%	1.5%	0.3%	0.1%	4.6%
西南	0.0%	8.6%	0.0%	0.7%	0.2%	9.5%
总计	20.8%	63.1%	10.4%	3.9%	1.9%	100.0%

资料来源：奥维云网，国元证券研究所

2.1 定制家居：大宗贡献下滑，零售渠道重新成为主要增长极

品类：新品类增长放缓，定制龙头聚焦核心业务。在主品类增速放缓后，定制家居龙头都显现出新品类拓展趋势，在主品类实现稳健增长的基础上积极开辟第二成长曲线，最大品类营收占比近年均呈现下降趋势，但在 2022 年整体需求不振的情况下，定制龙头开始重新聚焦主品类，其中欧派家居（整体衣柜）、索菲亚（定制衣柜及配件）、我乐家居（全屋定制及衣柜）、好莱客（整体衣柜及配套家具）2022 年前三季度最大品类营收占比分别较 2021 全年有所上升。志邦家居（整体厨柜）、金牌厨柜（整体厨柜）在总营业收入增长受限的情况下最大品类同样表现不佳，2022 年前三季度增长贡献率相较 2021 全年分别同比变化-94.3/-44.2pcts 至-61.1%/6.2%。

图 22：定制家居企业营业收入分品类贡献情况

公司名称	项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-3	公司名称	项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-3
欧派家居	总收入	97.1	115.1	135.3	147.4	204.4	162.7	我乐家居	总收入	9.2	10.8	13.3	15.8	17.3	11.7
	YoY	18.5%	17.6%	8.9%	38.7%	13.0%			YoY	18.3%	23.1%	18.9%	8.9%	-5.6%	
	整体衣柜	33.0	41.5	51.7	57.7	101.7	87.1		全屋定制及衣柜	3.4	4.9	6.1	7.4	9.7	7.8
	YoY	25.9%	24.6%	11.7%	76.2%	51.8%			YoY	46.3%	22.6%	22.4%	31.3%	20.7%	
	增长贡献率 (%)	47.4%	50.3%	50.2%	77.2%	159.2%			增长贡献率 (%)	93.6%	44.7%	53.7%	164.4%	-	
索菲亚	总收入	61.6	73.1	76.9	83.5	104.1	79.3	好莱客	总收入	18.6	21.3	22.3	21.8	33.7	21.2
	YoY	18.7%	5.1%	8.7%	24.6%	9.5%			YoY	14.5%	4.3%	-1.9%	54.4%	-12.6%	
	定制衣柜及其配件	51.6	60.6	61.8	67.0	82.7	67.7		整体衣柜及配套家具	18.3	20.6	20.2	18.4	21.7	14.5
	YoY	17.5%	1.9%	8.5%	23.4%	-			YoY	12.4%	-1.9%	-8.9%	18.0%	-5.3%	
	增长贡献率 (%)	78.6%	30.6%	78.9%	76.3%	-			增长贡献率 (%)	84.2%	-41.4%	428.2%	28.0%	-	
志邦家居	总收入	21.6	24.3	29.6	38.4	51.5	35.2	金牌厨柜	总收入	14.4	17.0	21.3	26.4	34.5	24.9
	YoY	12.8%	21.7%	29.7%	34.2%	5.9%			YoY	18.0%	24.9%	24.2%	30.6%	12.1%	
	整体厨柜	18.8	19.3	21.2	25.0	29.3	17.5		整体厨柜	13.9	15.4	17.8	20.7	24.8	16.6
	YoY	2.8%	9.8%	18.0%	17.4%	-6.4%			YoY	10.8%	16.0%	16.4%	19.6%	1.0%	
	增长贡献率 (%)	18.7%	35.7%	43.4%	33.2%	-61.1%			增长贡献率 (%)	57.5%	58.1%	56.7%	50.4%	6.2%	

资料来源：公司公告，国元证券研究所；注：“-”表示当前总营收同比为负值，索菲亚未披露 2021Q3 主要业务数据

渠道：大宗渠道收缩，零售端进一步凸显重要地位，应收款项占比均有所提高。整体来看，2022 年地产销售整体萎靡，居民消费欲望下滑（更偏好储蓄）的大环境下，零售渠道和大宗渠道营收增速均呈现放缓趋势，2022 年六大定制家居头部企业整体

零售渠道营收同比增速为 12.2%，大宗渠道营收同比增速为-9.7%。从贡献度来看，大宗渠道主要还是因地产企业订单交付不畅等原因，除金牌厨柜外均出现了不同程度的下滑，对应零售端增长贡献率从 2021 全年的 75.9%增至 2022 年前三季度的 114.6%，其中 22Q1-3 欧派家居/索菲亚/志邦家居零售渠道增长贡献率分别为 111.5%/98.5%/111.4%，分别同比 29.3/5.0/58.8pcts。从应收款项占当期营收占比来看，受上游地产回款及竣工不利影响，截至 2022 年 Q3 各头部企业较 2021 年底应收款项占比均有所提高。

图 23：定制家居企业各渠道营收及同比增速（亿元）

公司名称	项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-3	公司名称	项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-3
欧派家居	零售渠道	82.98	95.53	109.03	115.83	162.67	134.09	好莱客	零售渠道	18.31	20.89	21.17	20.09	25.43	16.80
	YoY	15.1%	14.1%	6.2%	40.4%	16.9%			YoY	14.1%	1.3%	-5.1%	26.5%	-6.0%	
	零售渠道增长贡献率 (%)	69.7%	66.7%	56.3%	82.2%	111.5%			零售渠道增长贡献率 (%)	95.5%	30.3%	-	44.9%	-	
	大宗渠道	9.64	14.18	21.62	26.82	36.73	24.32		大宗渠道	0.00	0.01	0.12	1.23	7.40	3.66
索菲亚	YoY	47.0%	52.5%	24.1%	36.9%	-7.7%			YoY	3271.6%	795.2%	962.5%	499.5%	-37.3%	
	大宗渠道增长贡献率 (%)	25.2%	36.8%	43.1%	17.4%	-11.6%			大宗渠道增长贡献率 (%)	0.5%	11.2%	-	51.9%	-	
	零售渠道	58.78	67.82	68.89	67.82	87.03	67.37	金牌厨柜	零售渠道	12.42	14.21	15.35	16.00	20.70	13.52
	YoY	15.4%	1.6%	-1.6%	28.3%	11.2%			YoY	14.4%	8.0%	4.2%	29.4%	3.6%	
志邦家居	零售渠道增长贡献率 (%)	78.7%	28.5%	-16.0%	93.5%	98.5%			零售渠道增长贡献率 (%)	68.9%	26.9%	12.7%	58.2%	17.6%	
	大宗渠道	2.37	4.84	7.55	15.04	16.04	10.60		大宗渠道	1.24	2.03	5.05	8.93	11.45	9.08
	YoY	104.4%	56.0%	99.1%	6.6%	-8.7%			YoY	63.7%	149.3%	76.8%	28.2%	20.8%	
	大宗渠道增长贡献率 (%)	21.5%	72.2%	112.3%	4.9%	-14.6%			大宗渠道增长贡献率 (%)	30.3%	71.4%	75.4%	31.2%	58.0%	
我乐家居	零售渠道	16.44	18.61	21.31	24.62	31.52	23.92	好莱客	零售渠道	8.77	9.87	10.86	11.89	13.94	10.53
	YoY	13.2%	14.5%	15.5%	28.0%	10.0%			YoY	12.6%	10.0%	9.5%	17.2%	11.6%	
	零售渠道增长贡献率 (%)	78.5%	51.1%	37.6%	52.6%	111.4%			零售渠道增长贡献率 (%)	66.1%	39.5%	41.0%	144.8%	-	
	大宗渠道	3.96	3.91	6.39	11.75	16.51	8.56		大宗渠道	0.35	0.89	2.41	3.90	3.27	1.13
好莱客	YoY	-1.3%	63.7%	83.7%	40.6%	-7.7%			YoY	151.4%	170.5%	61.8%	-16.3%	-61.5%	
	大宗渠道增长贡献率 (%)	-1.9%	47.0%	60.9%	36.3%	-36.9%			大宗渠道增长贡献率 (%)	32.1%	60.8%	59.1%	-44.9%	-	

资料来源：公司公告，国元证券研究所；注：索菲亚 2017-2019 零售渠道收入为主营收入-大宗渠道收入；增长贡献率为“-”表示当期总营收同比为负值

图 24：大宗渠道业务对营业收入的贡献率

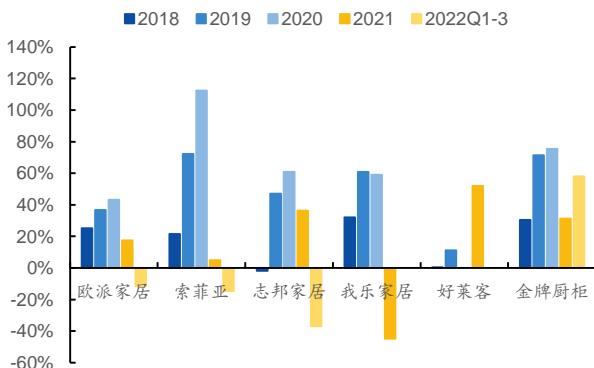
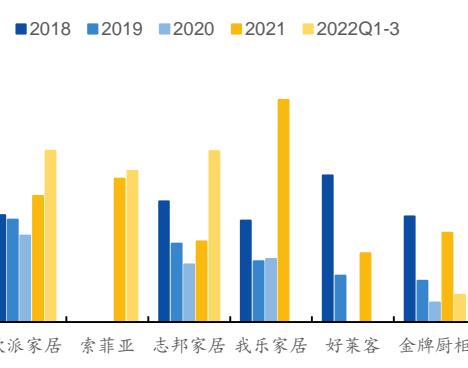
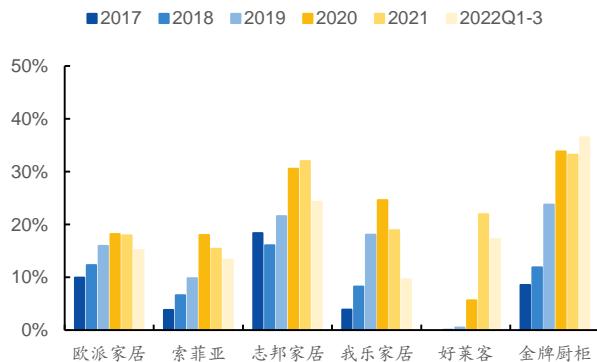


图 25：零售渠道业务对营业收入的贡献率

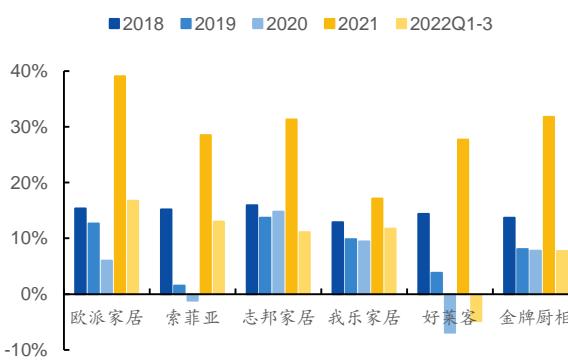


资料来源：公司公告，国元证券研究所

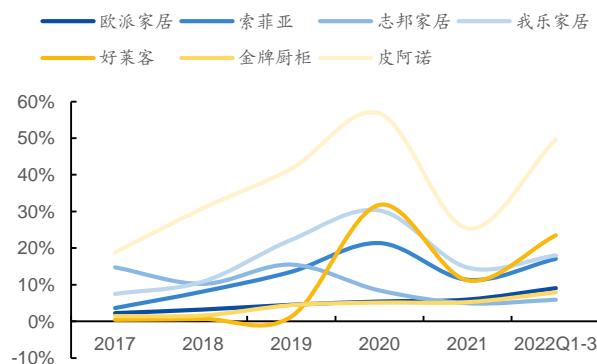
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 26：家居企业的大宗业务收入占比


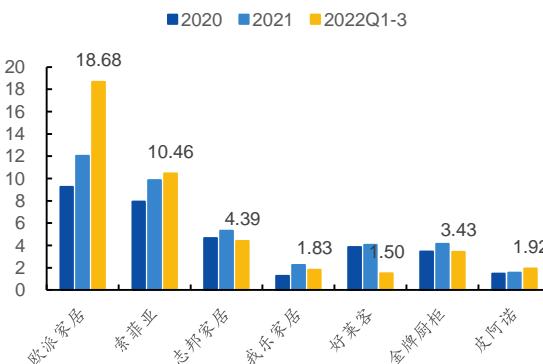
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 27：家居企业剔除大宗业务后的营收增速


资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 28：定制家居主要企业应收账款及应收票据占比


资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 29：定制家居主要企业合同负债情况（亿元）


资料来源：公司公告，国元证券研究所

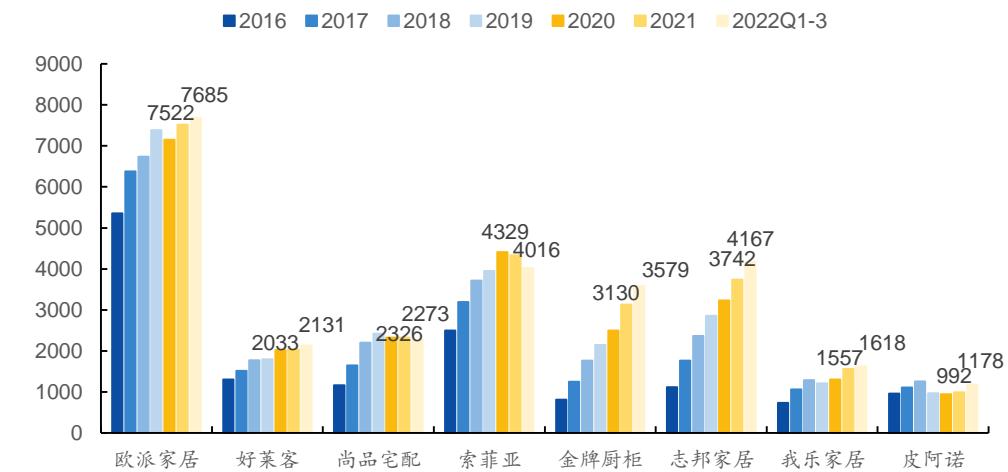
整装家居战略继续推进，成零售渠道亮点。虽然零售端整体表现较为平淡，但近年来定制家居各头部企业纷纷开始拓展整装业务，22Q1-3 索菲亚/金牌厨柜在零售端增速较缓的情况下，实现整装渠道/业务营收同比 120.7%/101.7% 成绩，成为新增长点。整装主要提供一站式服务，涵盖设计、材料、软装、定制、安装等全套服务，为消费者免除在设计、材料、施工等环节所耗费的大量时间和精力，相较大宗业务在应收账款以及现金流等方面具备极大优势，在便利消费者的同时也为自身提供更大的议价空间，目前整装市场尚处于初始阶段，我们看好整装龙头后续在抢夺流量入口带来客单价的提升以及获客成本的降低。

表 4：定制家居主要企业整装渠道开拓情况

公司名称	整装渠道情况
欧派家居	2021 年是欧派整装大家居领势先行的第四年，年度接单业绩同比增长超 90%。
索菲亚	2019 年在全国范围与实力较强的装企开展合作；2021 年，经销商合作装企叠加公司直签装企营业收入 5.29 亿元，同比 2020 年实现 3 倍增长； 2022 前三季度整装渠道营业收入同比增长 120.7%。
志邦家居	2020 年重构整装产品体系，以“志邦”和“IK”双品牌运营，营收占比为 2.7%；2021 年持续开拓整装渠道，与第三方共同开发整装渠道专用软件。
金牌厨柜	截止 2022Q3，公司共有 71 家整装馆，相较 2021 年度新开 36 家；金牌木门业务定位轻整装战略， 2022Q1-3 营收占总营收比重为 4.1%，营收同比 101.7%。
皮阿诺	2022H1 合作开发了近 600 家整装/家装公司，整装渠道 194 家门店完成 224 家整装/家装公司上大样，占总店数近 20%，较 2021 年同期增长 186 家，经销商通过整装渠道实现出库销售额约 3800 万元，较去年同期增长达 172.44%。
尚品宅配	2022H1 整装业务占总营收比重为 8.8%，达 2.03 亿元，2021 年达 7.89 亿元，同比增长 46.14%。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

拓店：把握地产萎靡窗口，头部品牌持续拓店方向不改。线下终端门店是提升品牌与消费者触及率的核心要素，2022 年地产政策风向回暖但表现不佳的情况下，定制家居大多选择逆风布局仍然保持持续拓店的节奏。根据公司公告，2022 年前三季度欧派家居/好莱客/金牌厨柜/志邦家居/我乐家居相较 2021 年末新增门店数量分别为 163/98/449/425/61 家，皮阿诺 2022 年 H1 较 2021 年新增 186 家，地产萎靡窗口期定制家居仍在为后续市场回暖后抢占市场份额做准备。

图 30：定制家居主要企业 2022 年终端门店情况（家）


资料来源：公司公告，国元证券研究所

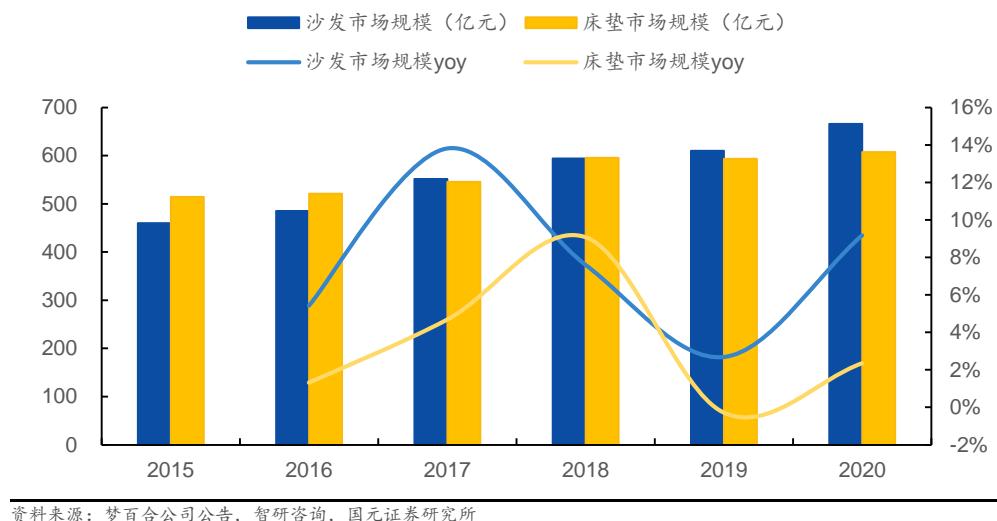
注：尚品宅配与皮阿诺 2022Q3 数据均对应 2022H1 门店数量

2.2 软体家居：长期天花板高，头部企业持续进行品类融合

对标欧美，软体家居长期成长空间巨大。软体家居主要涵盖床垫与沙发，根据智研咨询及梦百合公司公告（引用 CSIL 数据），2020 年中国沙发/床垫市场规模分别为 666/608 亿元，分别同比 9.2%/2.3%。2020 年中国/美国床垫渗透率分别为 60%/85%，我国床垫渗透率仍与美国存在一定差距。从床垫人均消费水平来看，

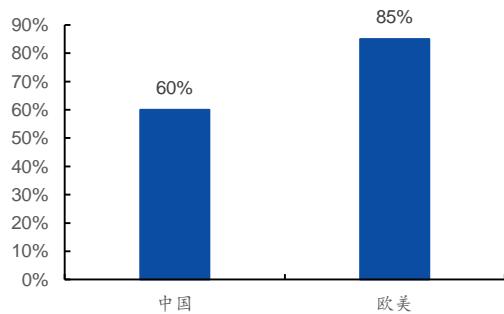
2020年中国/美国分别为27.25/6.05美元/人，美国床垫人均消费水平为中国的近5倍。整体来看，对标美国及整个欧美市场软体家居行业，我国在产品渗透率及人均消费水平方面仍存在较大提升空间。

图31：我国软体家居市场规模情况



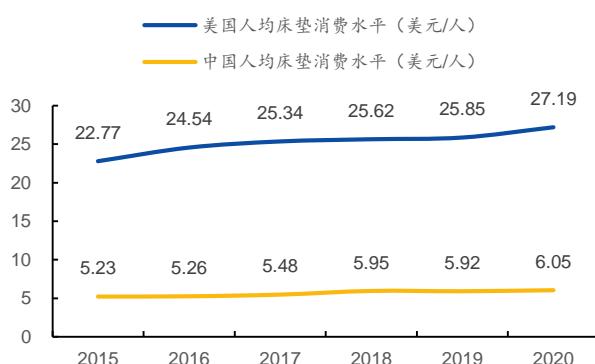
资料来源：梦百合公司公告，智研咨询，国元证券研究所

图32：2020年我国及欧美国家床垫普及率对比



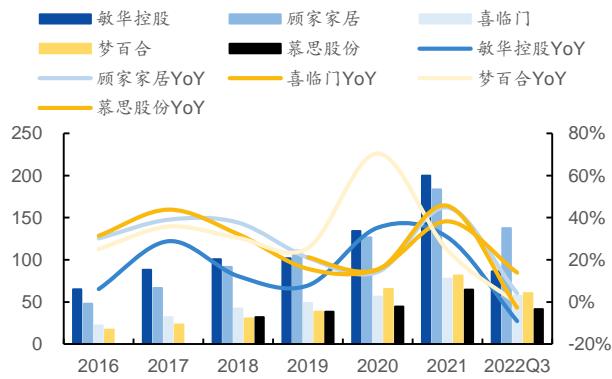
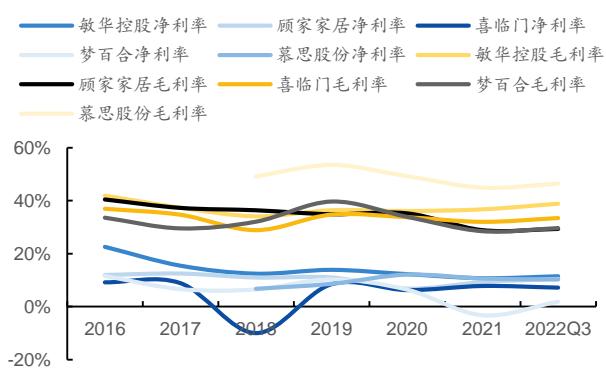
资料来源：梦百合公司公告，国元证券研究所

图33：我国及美国人均床垫消费水平对比



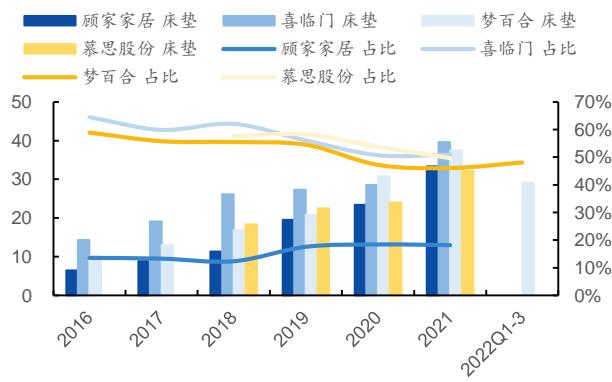
资料来源：梦百合公司公告，国家统计局，美国经济分析局，国元证券研究所

头部企业增速放缓，品类融合持续推进。2022Q1-3 敏华 (FY2023H1) /顾家家居/喜临门/梦百合/慕思营收分别为86.33/137.62/57.41/60.68/41.53亿元，分别同比-9.1%/+4.1%/+13.8%/-0.7%/-2.8%，整体增速均有所放缓。分品类来看，床垫业务方面，2021全年喜临门/慕思床垫业务收入占总营收比重分别达51.0%/49.7%，较2020年分别变动+0.2/-4.2pcts。梦百合(22Q1-3)、顾家家居(22H1)该品类营收占比分别为48.0%、19.1%，较2021全年分别提升1.9/0.9pcts。沙发业务方面，22Q1-3敏华/梦百合沙发业务收入占比分别为75.2%/15.0%，较2021全年分别+3.1/-1.0pct；顾家、喜临门2021年占比与2020年则基本保持一致。

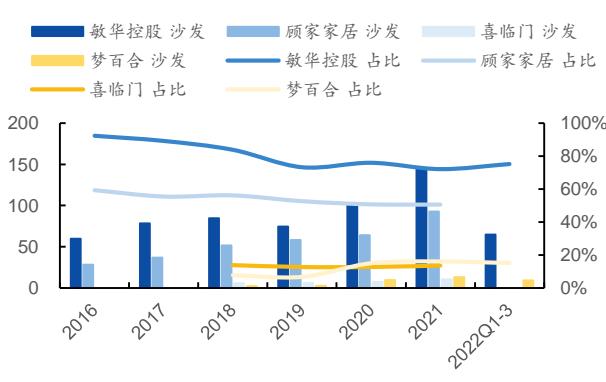
图 34: 软体家居主要企业营收及同比 (亿元)

图 35: 软体家居主要企业毛利率及净利率


资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：敏华控股一财年指当年二季度到次年一季度，2022Q3指2022Q2-3

图 36: 主要企业床垫业务营收及占总营收比重 (亿元)


资料来源：公司公告，国元证券研究所

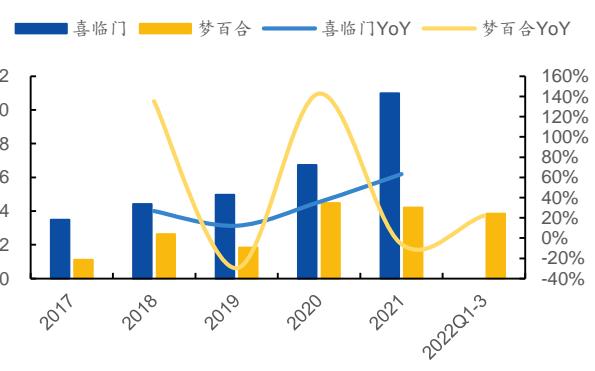
图 37: 主要企业沙发业务营收及占总营收比重 (亿元)


资料来源：公司公告，国元证券研究所

内销：龙头企业拓店趋势不改，线上线下齐头并进。线下门店方面，22Q1-3 喜临门/敏华（FY2023H1）/慕思线下门店数量分别达到 5186/6230/5500 家，相较 2021 全年新增门店数量分别为 691/861/600 家，疫情不稳定形势之下各头部企业仍保持拓店步伐。线上渠道，2021 年喜临门线上业务营收规模达 10.98 亿元，同比增速达 63.3%，2018-2021 年喜临门线上业务营收增速实现快速上升；22Q1-3 梦百合线上业务营收规模为 3.84 亿元，同比 22.1%。

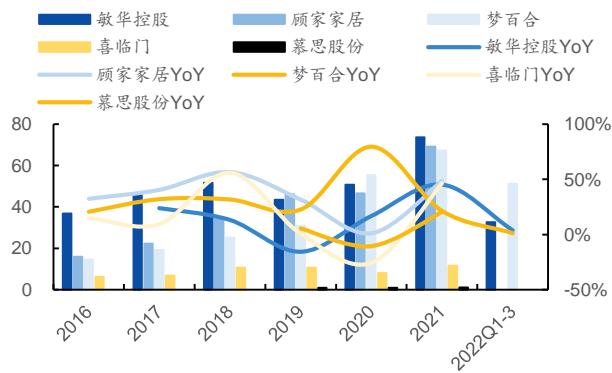
图 38：主要软体家居企业线下门店数量（家）


资料来源：公司公告，上证路演，国元证券研究所
注：顾家家居 22Q3 数据对应 22H1 门店数量

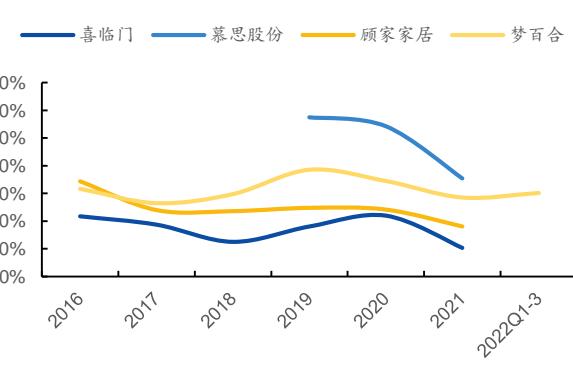
图 39：梦百合及喜临门线上业务收入及同比（亿元）


资料来源：公司公告，国元证券研究所

外销：受海外通胀压力影响，海外业务营收增速有所回落。各品牌企业海外收入增速变动趋势略有差异，2021 年敏华/顾家/梦百合/喜临门/慕思海外业务营收分别同比 45.1%/48.7%/21.3%/46.4%/20.5%，均保持较高增速；敏华（FY2023H1）/梦百合（2022Q1-3）海外业务营收分别为 32.66/51.29 亿元，分别同比 3.8%/1.1%，相较 2021 年增速分别变动-41.3/-20.2pcts，其中梦百合海外业务毛利率达到 30.2%，相较 2021 整年上升 1.6pct，盈利能力有所回暖。

图 40：主要企业海外收入及同比增速（亿元）


资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 41：主要企业海外业务毛利率走势


资料来源：公司公告，国元证券研究所

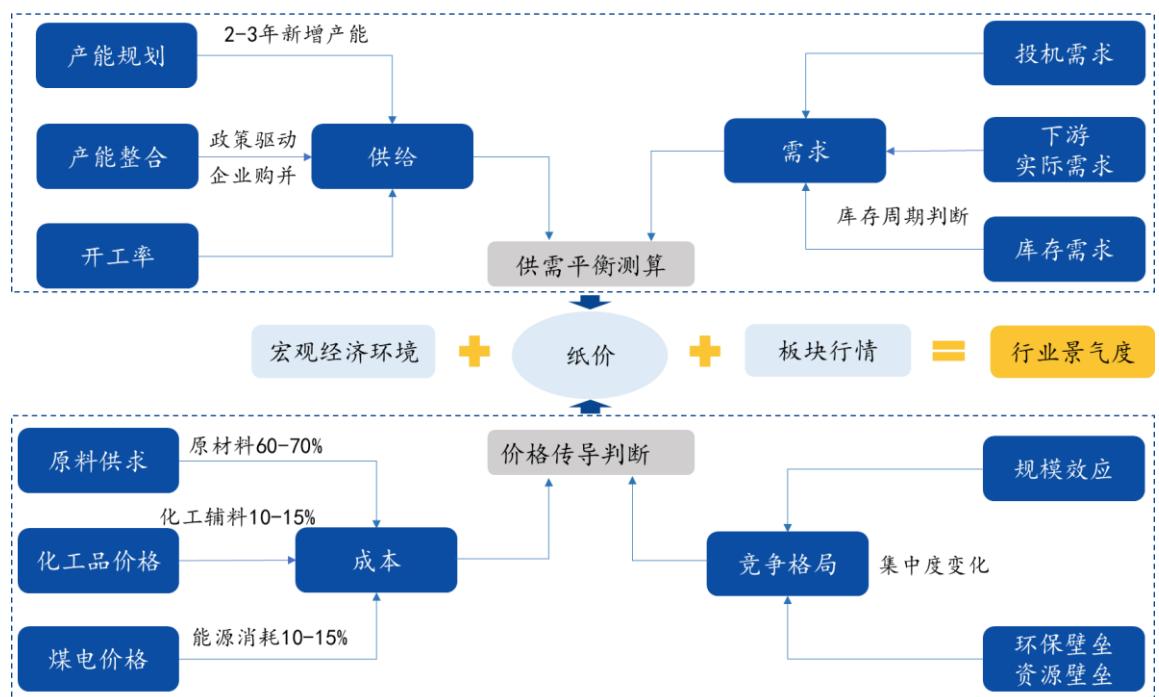
3. 造纸：浆价回落预期有望兑现，看好特种、生活用纸盈利修复

投资展望：大宗用纸，从库存周期角度来看，行业当前正处于被动补库存阶段，企业盈利有所承压，该阶段大宗用纸龙头凭借长期林浆纸一体化的布局在行业出清背景下抢夺市场份额，建议关注具备长期投资价值的标的。特种纸及生活用纸，受意外停机产能破新高、新增产能项目落地延误、供应链受阻等因素影响，从去年 Q4

以来木浆价格不断上扬。我们预判在需求弱增长、全球纸浆产能有序释放的情况下，浆价有望进入下行通道；总结历史规律我们发现特种纸在具备更强消费属性的情况下具备在浆价上涨时通过库存管理降低成本、于浆价下探时延后降价保证盈利的能力，较大宗用纸有更大的盈利空间。而生活用纸在木浆占比不断提升的情况下，具备提价能力的龙头同样有望穿越周期享受浆价下行红利。建议关注：太阳纸业、仙鹤股份、五洲特纸、华旺科技、中顺洁柔。

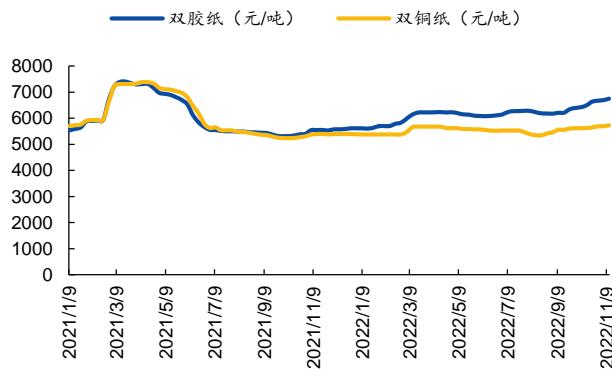
行业供需平衡状态影响原材料与产成品的价格方向，企业盈利水平与利润空间取决于纸价。造纸行业上游主要为造纸原材料，下游为印刷企业或消费品市场，属于资本密集型和资源约束型产业。供需关系的平衡度决定原材料和成品的价格方向，盈利弹性主要来自于纸价，原材料价格在上行或下行周期中具有助推作用。行业竞争格局更多地影响提价频次、纸价变动幅度和价格传导顺畅度。

图 42：造纸行业逻辑框架

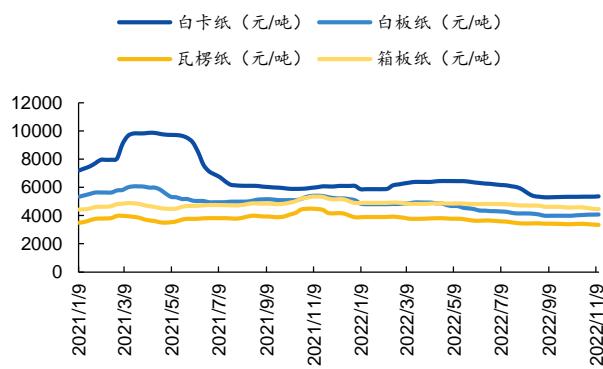


资料来源：国元证券研究所绘制

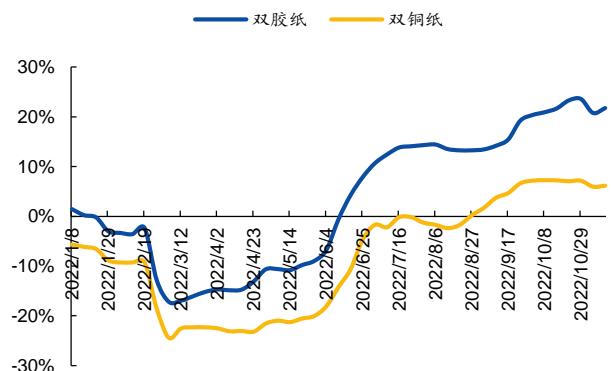
纸价：文化纸企稳拉升，包装纸有所回落。文化纸，年初截至 2022 年第 45 周（1 月 2 日-11 月 12 日）双胶纸/双铜纸均价分别为 6163.2/5539.8 元/吨，同比 2021 年涨幅分别为 1.6%/-9.3%，其中双胶纸价格不断创今年新高，而双铜纸价格高于 2021 年基本回到 2020 年水平。包装纸，年初截至 2022 年第 45 周（1 月 2 日-11 月 12 日）白卡纸/白板纸/瓦楞纸/箱板纸均价分别为 5939.2/4448.4/3638.7/4772.2 元/吨，同比 2021 年分别变化-21.9%/-16.9%/-5.8%/-0.0%，在经历 2021 年价格高涨后均于今年年初开始下滑。

图 43：文化纸价格变化情况


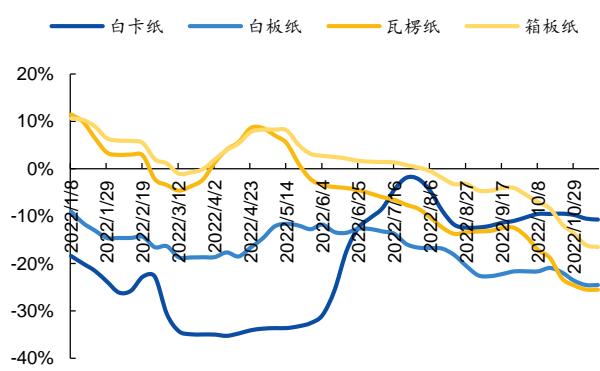
资料来源：卓创资讯，国元证券研究所

图 44：包装纸价格变化情况


资料来源：卓创资讯，国元证券研究所

图 45：文化纸年初至今周均价同比 (%)


资料来源：卓创资讯，国元证券研究所

图 46：包装纸年初至今周均价同比 (%)


资料来源：卓创资讯，国元证券研究所

目前行业正处于被动补库存阶段，保持盈利能力的龙头具备长期投资价值。根据原材料库存、产成品库存、原材料价格、成品价格和成品纸吨盈，将库存周期主要划分为四个阶段：被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存。我们认为造纸当前处于被动补库存周期中，该阶段企业股价一般处磨底阶段，大部分企业亏损，少数企业盈利，而大宗用纸龙头凭借自身前期林浆纸一体化的布局有望在行业出清的大环境下抢占更多的市场份额，我们建议关注具备长期投资价值的行业龙头：太阳纸业。

1) 被动去库存：2016.5-2016.11 和 2019.11-2021.1。 原材料库存持平或者上涨，产成品库存下降；原材料价格下降，原纸价格持平或者略微提升，纸企吨盈利呈现复苏迹象。

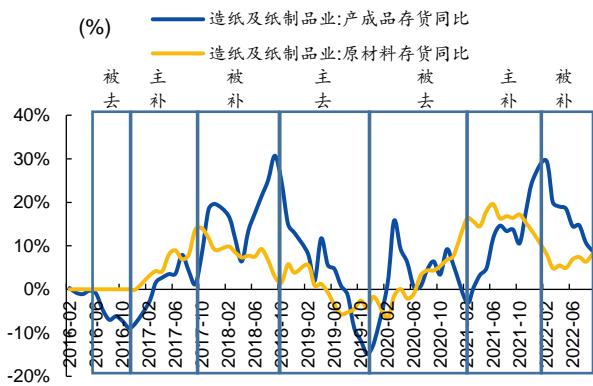
2) 主动补库存：2016.11-2017.10 和 2021.1-2021.11。 原材料库存和产成品库存同比都出现上升；原材料价格和原纸价格均出现上涨，背后反应需求向好，吨盈利首先上行，后随原材料与产成品价格浮动而变动。

3) 被动补库存：2017.10-2018.10 和 2021.11 至今。 原材料库存下行，产成品库存

上涨；原材料价格上涨，纸价持平或者略有下降，吨盈利下降。

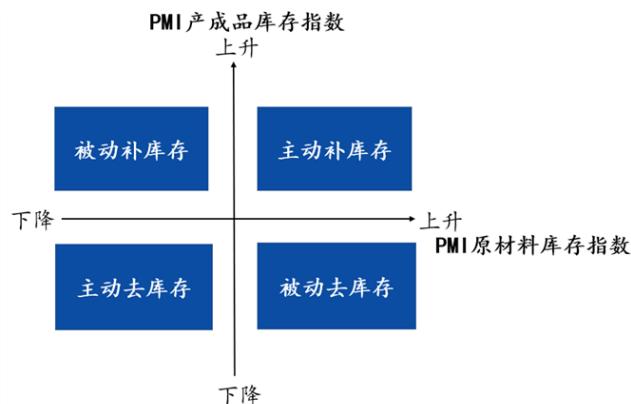
4) 主动去库存：2018.10-2019.11。 原材料和产成品库存均同比下行。原材料和纸价均出现下降，吨盈利下行后逐步企稳。

图 47：造纸行业原材料及产成品库存同比增速



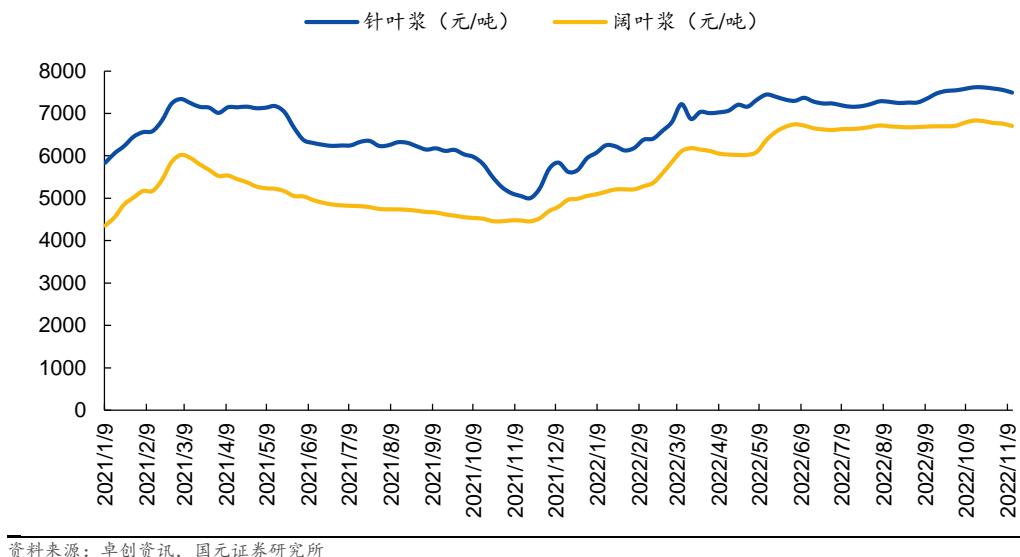
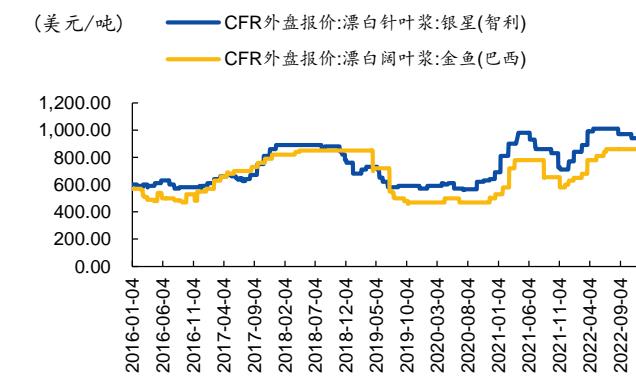
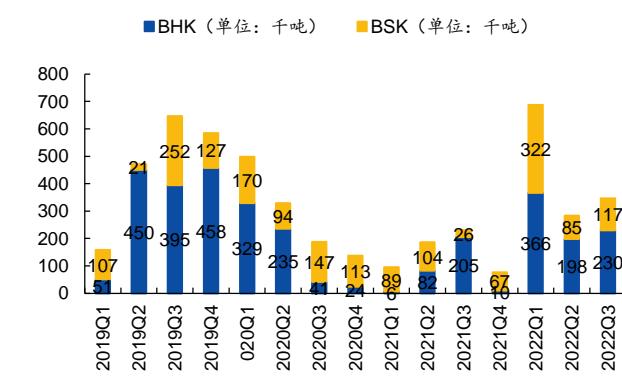
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 48：库存周期四个阶段的表现形式

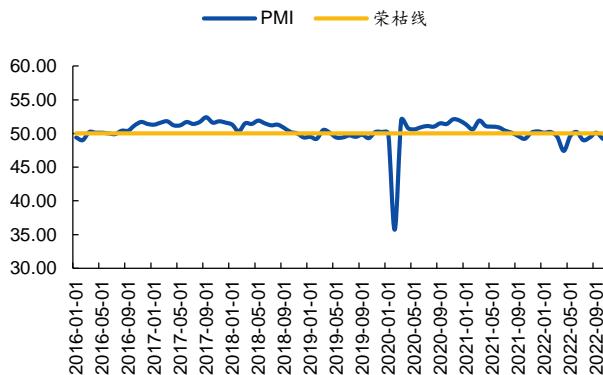


资料来源：国元证券研究所绘制

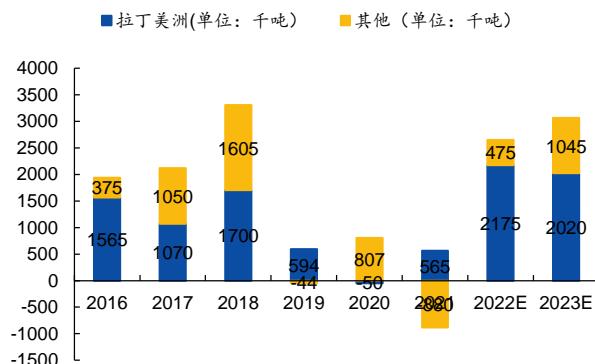
浆价：供给端多方因素干扰，突破历史新高。 2022 年年初截至 2022 年第 45 周（1 月 2 日-11 月 12 日）针叶浆/阔叶浆均价分别为 7107.3/6292.9 元/吨，同比 2021 年涨幅分别为 10.6%/26.2%，自 2021 年 Q4 以来浆价不断上扬，现突破近三年来高点。本轮浆价之所以处于高点并且突破高点主要有以下几方面原因：①2021 年 Q4 以来我国处于造纸周期的被动补库存阶段，该阶段企业未意识到需求的回落，仍然加大原材料的库存，因此浆价持续提升。②意外停机产能创纪录，意外停机包括机械故障、火灾、供水、干旱等导致纸浆厂停止生产等因素，2022 年 Q1 市场意外停机导致纸浆停产数量创历史新高，截至 2022 年 9 月底，已有超过 150 万吨商品纸浆供应量被削减。③新增产能项目延误，在过去的一年半中，Arauco 的 MAPA 项目（150 万吨 BHK）以及 UPM 的 Paso de Los Toros 工厂（210 万吨 BHK 产能）均因各种原因被推迟开工，抵消了部分市场对新增产能的预期。④供应链受阻，受疫情影响，全球铁路及卡车运输、海运集装箱等运力资源短缺及港口拥堵带来准点率的下滑缩减了纸浆在全球市场的流动性，纸浆平均交货时间的延长以及每吨纸浆成本的抬升也造成了纸浆价格的上扬。

图 49：针叶浆、阔叶浆价处于高位

图 50：海外纸浆价格处于历史高点

图 51：全球意外停机纸浆产能情况


展望 2023 年：弱需求增长叠加新产能投放，浆价或迎回落。我国是世界上最大的商品纸浆消费国，但由于森林资源匮乏等原因纸浆长期依赖进口，受疫情影响，我国 3 月以来 PMI 长期处于荣枯线以下，未来对纸浆的需求可能呈现弱增长的状态。根据 RISI 数据及各公司官网，Arauco 位于智利的 MAPA 项目 (156 万吨)、UPM 位于乌拉圭的 Paso de los Toros 纸浆厂 (210 万吨)、Metsä Fibre 位于芬兰的 Kemi 纸浆厂 (88 万吨) 分别计划于 2022 年 12 月、2023 年 3 月、2023 年 Q3 落地投产，2023 年浆价或迎回落。

图 52：中国 PMI 指数情况


资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 53：全球纸浆产能扩张情况


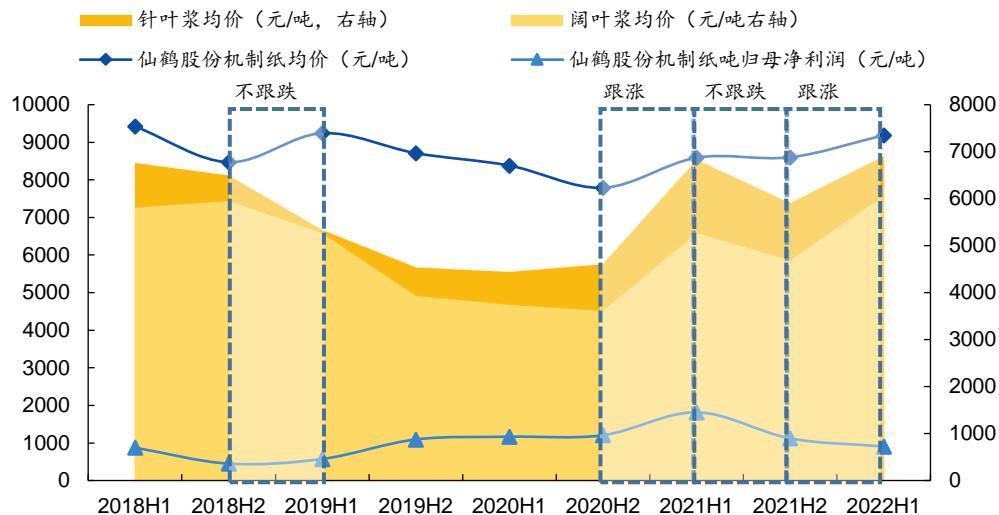
资料来源：RISI，国元证券研究所

表 5：三大纸浆产能扩张项目具体情况

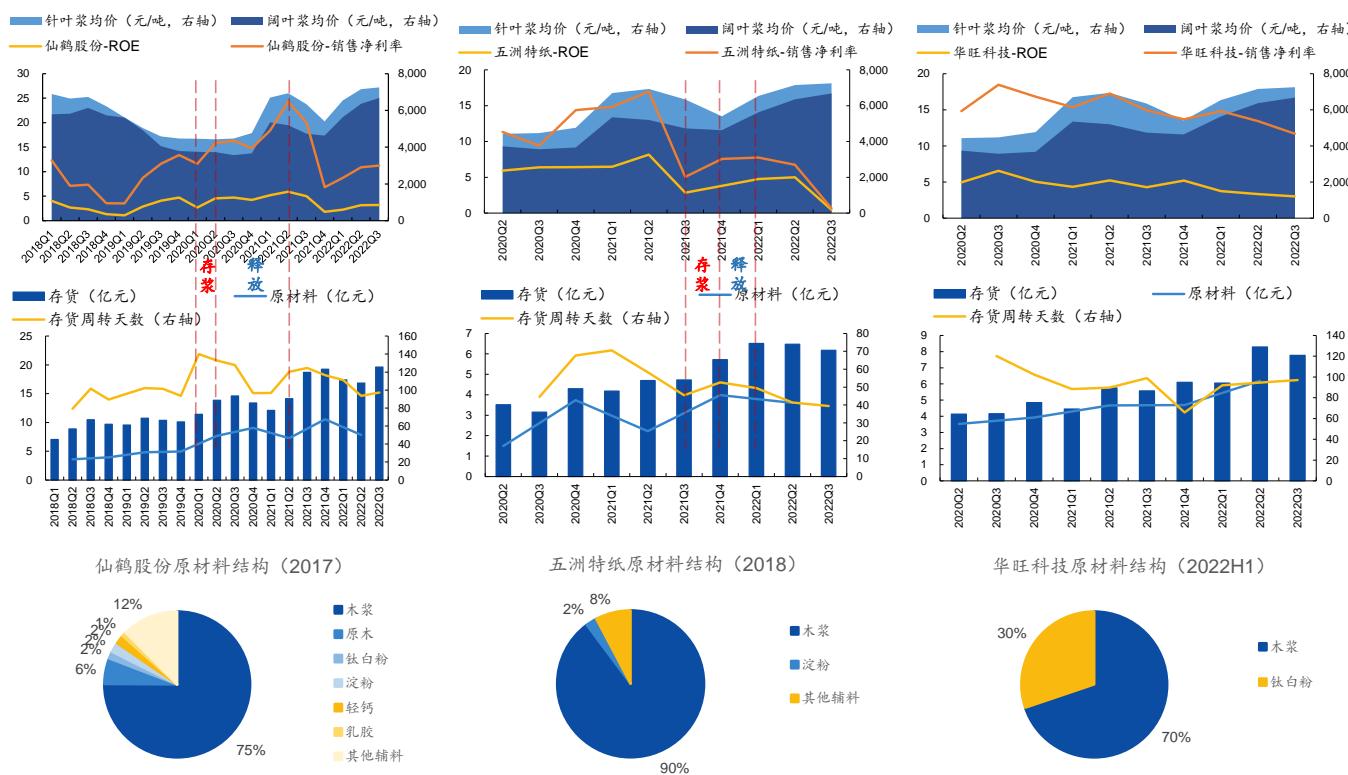
企业	浆种	产能 (万吨)	预计投产时间	项目延期原因
Arauco	漂白阔叶浆	156	2022 年 12 月中旬 (延迟 7 个季度)	新冠流行导致的劳动力短缺及高技能工人签证复杂化和关键设备交付的推迟
UPM	漂白阔叶浆	210	2023 年 3 月底 (原计划于 2022 下半年启动)	同上
Metsä Fibre	漂白针叶浆、漂白阔叶浆及其他产品	150 (目前该纸浆厂生产能力为 62 万吨)	2023Q3	-

资料来源：RISI，各公司官网，国元证券研究所

特种纸企在浆价上涨时通过库存管理降低成本，于浆价下探时延后降价保证盈利，若浆价回落盈利空间优于大宗纸企。特种纸是典型的利基市场，相较于大宗用纸的经销模式，其更多采用直销的销售方式，具有多元化、定制化、小批量等属性，对应消费属性也更加突出。价格端，浆价上涨时特种纸企业往往会采取提价措施控制盈利，但在浆价下跌时往往纸价在回调时会有所滞后，成本与纸价的剪刀差成为企业盈利的关键。成本端，纸企盈利的空间除了取决于企业提价以外，对纸浆的库存管理（特种纸木浆自给率较低）同样能决定其盈利的上限，如仙鹤股份、五洲特纸均会在浆价底部购入大量原材料（体现在当季的原材料存货及存货周转天数大幅上升），在纸浆价格上升时通过提价及使用前期库存的木浆来保证自身盈利水平（华旺科技因为自身有木浆贸易业务，因此盈利能力与浆价高度相关，且原材料库存处于持续上升状态）。我们认为当浆价回落时，特种纸盈利空间会比大宗用纸更大，受益标的包括仙鹤股份、五洲特纸、华旺科技。

图 54：木浆价格变动及对应仙鹤股份机制纸吨价及利润情况


资料来源：中纸在线，公司公告，国元证券研究所

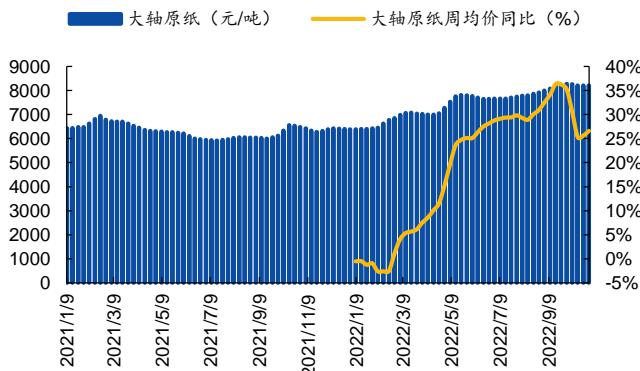
图 55：仙鹤股份、华旺科技、五洲特纸存货、盈利能力与浆价的关系


资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

生活用纸原料中木浆占比不断提高，浆价下行周期同样有望受益。生活用纸原材料包括木浆、草浆、竹浆等纤维浆构成，一般来说木浆的占比越高代表生活用纸品质越好，近年我国消费生活用纸品质持续提升，木浆占比已从 2012 年的 71.2%增至

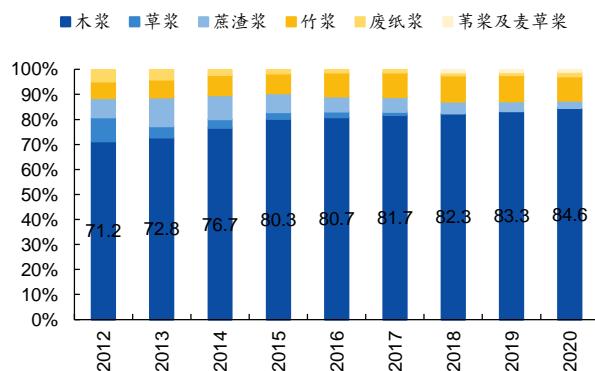
2020 年的 84.6%；对应占生活用纸总成本比重也逐渐升高（2021 年中顺洁柔耗费纸浆成本占公司成产成本比重的 40%-60%），我们预计生活用纸在提价后具备较强粘性的情况下（生活用纸多为 2C 端），浆价下行阶段同样有望迎来盈利的提升。看好具备强抗周期能力的生活用纸龙头，建议关注：中顺洁柔。

图 56：木浆生活用纸涨价情况



资料来源：卓创资讯，国元证券研究所

图 57：中国生活用纸原料结构情况

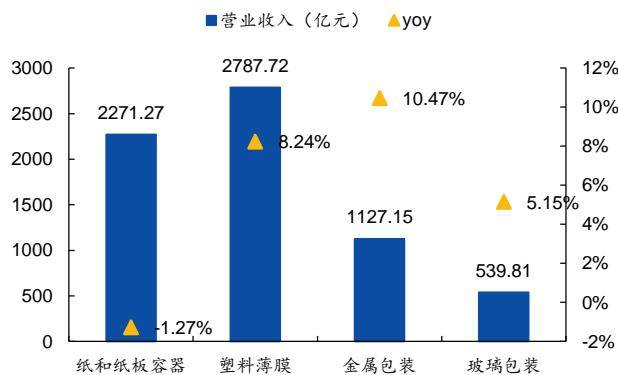


资料来源：中国生活用纸年鉴，国元证券研究所

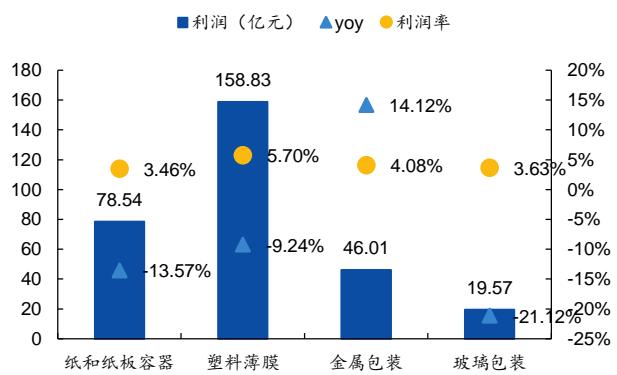
4. 包装：把握高景气下游，展望一体化龙头

投资展望：随着疫情后生产逐步恢复以及核心原料价格的回落，包装行业迎来需求回暖以及盈利修复。长期来看，随着人均可支配收入提升，下游中高端消费品需求提升，消费包装品类多元化、高端化、去塑料化的发展趋势已成，在市场集中度具备较大提升空间的格局下，我们认为，能够整合资源、有效提升产能质量、具备绑定下游客户能力的企业有望脱颖而出。建议关注：裕同科技。

需求端：疫情扰动，未延续 2021 年修复高景气，营收增速有所下滑。据中国包装联合会，2022 年 1-9 月，纸和纸板容器/塑料薄膜/金属包装/玻璃包装行业分别营收 2271.27/2787.72/1127.15/539.81 亿元，同比分别增减-1.27%/8.24%/10.47%/5.15%；其中纸和纸板容器/金属包装规模以上企业分别实现累计利润 78.54/46.01 亿元，同比分别增减-13.57%/14.21%，塑料薄膜/玻璃包装行业分别实现利润 158.83/19.57 亿元，同比分别下滑 9.24%/21.12%。受疫情扰动，2022 年并未延续 2021 年的修复景气，营收同比增速较去年均出现不同程度的下滑。

图 58：各包装行业营业收入及同比增长情况


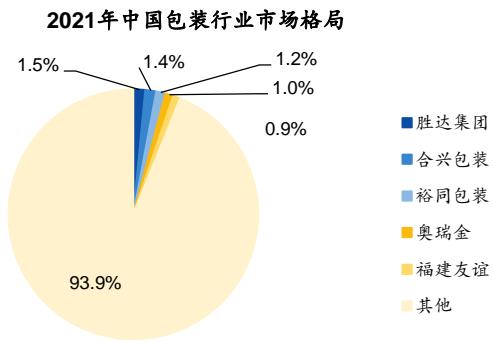
资料来源：中国包装联合会，国元证券研究所

图 59：各包装行业利润及利润率情况


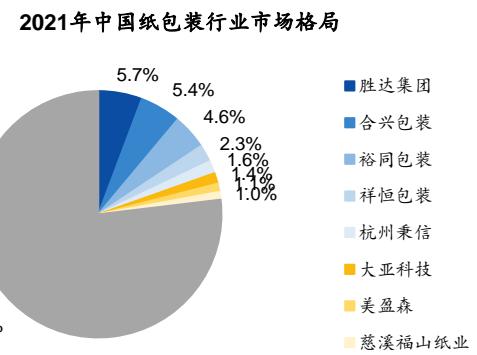
资料来源：中国包装联合会，国元证券研究所

注：纸和纸板容器、金属包装利润为规模以上企业累计口径；塑料薄膜、玻璃包装容器制造行业为全国累计口径
营业收入利润率均为全国行业累计口径

格局：集中度提升空间大，头部企业以纸包装为主。中国包装行业市场规模较大，中小企业占比过半，行业集中度提升空间大。根据中国包装联合会数据，2021年中国包装行业规模以上企业累计完成营业收入1.2万亿元，同增16.39%，对应CR5为6.1%；其中纸包装行业累计完成营收3192.03亿元，同增13.56%，对应CR5为19.6%（鉴于规模以下企业数量众多，真实口径或更低）。从公司来看，包装行业整体前三企业均为纸包装，奥瑞金、福建友谊则分别为金属包装/塑料薄膜制造行业。

图 60：裕同包装占包装行业规模以上市场份额为 1.2%


资料来源：中国包装联合会，国元证券研究所
注：市场总量采取规模以上企业规模

图 61：裕同包装占纸包装行业规模以上市场份额为 4.6%


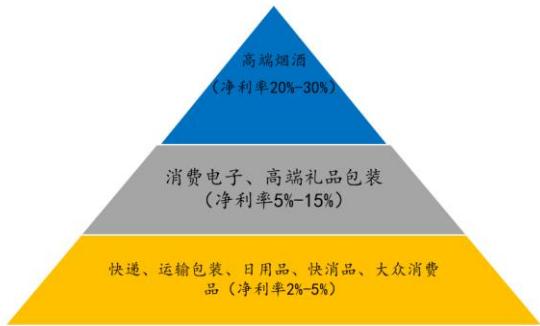
资料来源：中国包装联合会，国元证券研究所
注：市场总量采取规模以上企业规模

表 6: 不同类型包装对应下游产业及产品类型

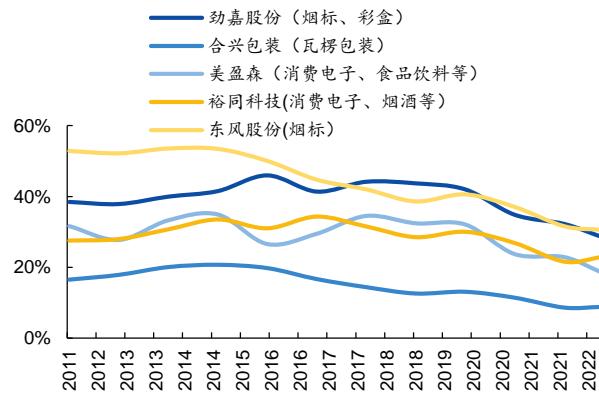
	主要上游产业	主要下游产业	主要产品类型
纸质包装	造纸、油墨、机械设备	电子电器、食品、烟草、饮品饮料、医药	彩盒（含精品盒）、纸箱、说明书、无菌复合纸包装、纸袋
塑料包装	化工原料、机械设备	食品、药品、服装、日化用品	软管产品、注塑产品、复合高阻隔包材
金属包装	金属制品、涂料、油墨、机械设备	食品、饮料、化工、药品、化妆品、军火	二片罐、三片罐、皇冠盖、易拉盖、食品罐、气雾罐

资料来源：裕同科技招股书，国元证券研究所

纸包装呈现金字塔结构，高端包装企业具备更高的盈利能力。纸包装市场按照利润率和规模体量呈现金字塔状，底层为工业包装及低端商业包装，规模体量最大，原材料以箱板瓦楞纸为主，主要用于低客单价的日用、快消品、快递包装等商品。而像消费电子、高端白酒、精品烟盒、高端礼品等高客单价、小体积的商品往往采用印刷精美、结构复杂、设计附加值高的中高端包装，对企业如裕同科技、美盈森、劲嘉股份、东风股份等能享受到高于低端包装企业的盈利能力。

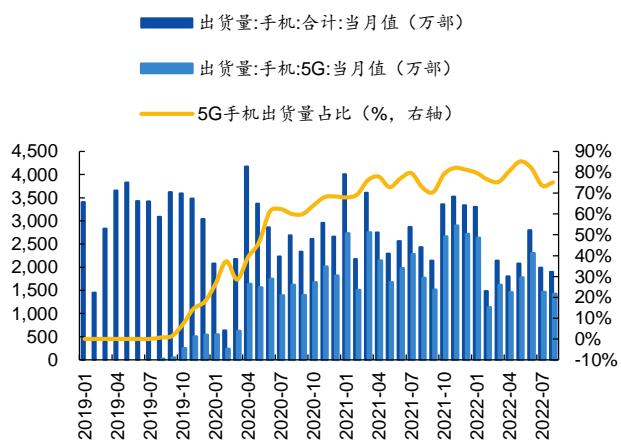
图 62: 不同类型包装盈利能力情况


资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

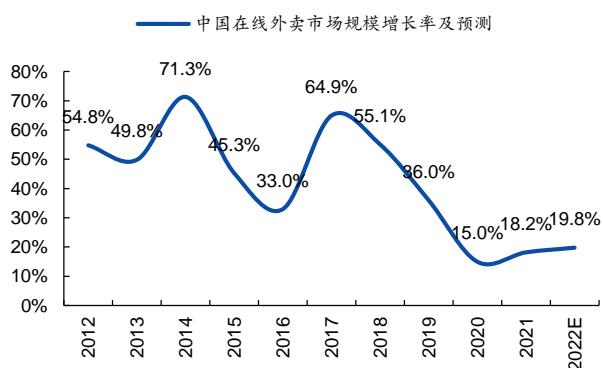
图 63: 不同业务包装公司毛利率情况


资料来源：Wind，国元证券研究所

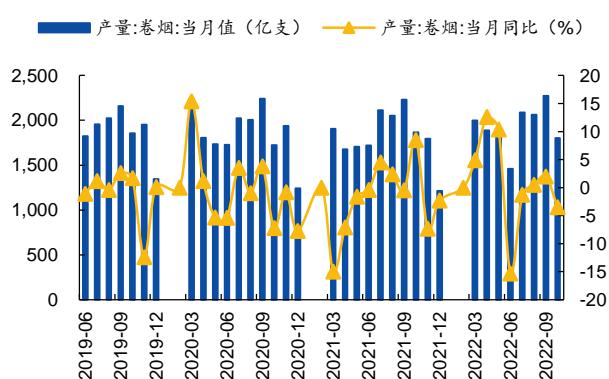
高端包装需求稳定增长，盈利有所回暖。需求端：消费电子，行业伴随科技发展不断成长，消费者需求随着下游产品的更新换代而稳定增长；环保，在线外卖市场受2020年疫情影响增速大幅下滑，但随着动态清零政策持续推进，行业复苏对应环保包装产品渗透率快速提升，在增速边际改善的情况下逐步打开市场需求；卷烟，2022年1-10月卷烟产量2.15万亿支，同比增长1.4%，6月虽然存在疫情干扰（当月产量同比下滑15.30%）但不改稳定增长趋势；白酒，高端化是主要趋势，我国白酒面临从量到质的消费转变，“喝少点、喝好点”成主要消费心理，在产量下降的同时，贵州茅台、五粮液、泸州老窖代表的高端白酒营收稳步上升，进一步打开对应包装需求。**盈利端**，纸制品包装公司成本端受上游原材料价格影响较大，公司成本中原材料占比约为55%-60%；我们在去年展望纸价下行给行业带来盈利端的修复如期兑现，核心纸种成本下降给纸制品包装企业带来了利润率的提升。

图 64：国内手机出货量及 5G 手机占比（万部）


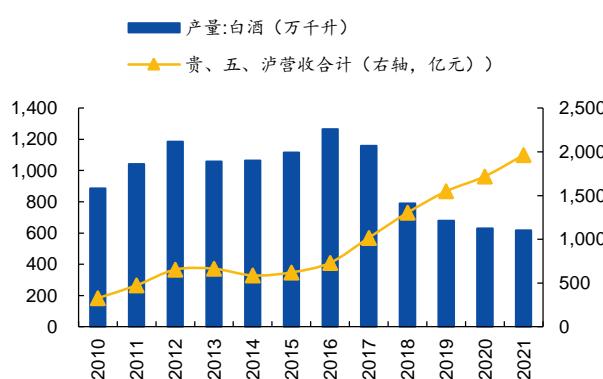
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 65：中国在线外卖市场规模增长率及预测


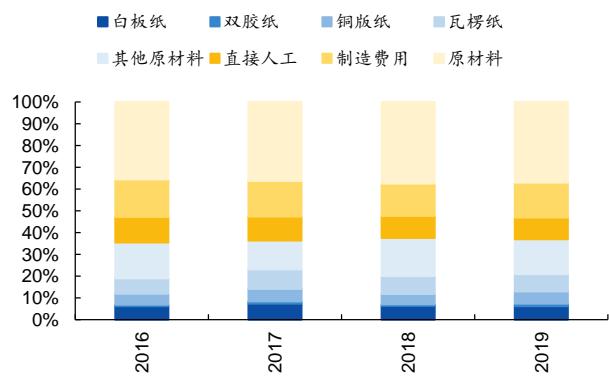
资料来源：艾媒数据中心, 国元证券研究所

图 66：卷烟产量及当月同比情况


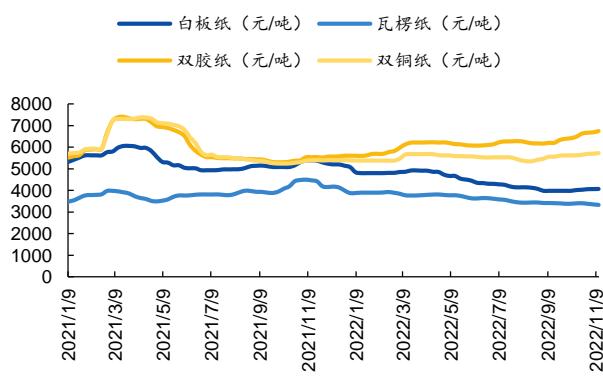
资料来源：国家统计局, 国元证券研究所

图 67：年度白酒产量及贵州茅台、五粮液、泸州老窖营收合计变化情况


资料来源：国家统计局, Wind, 国元证券研究所

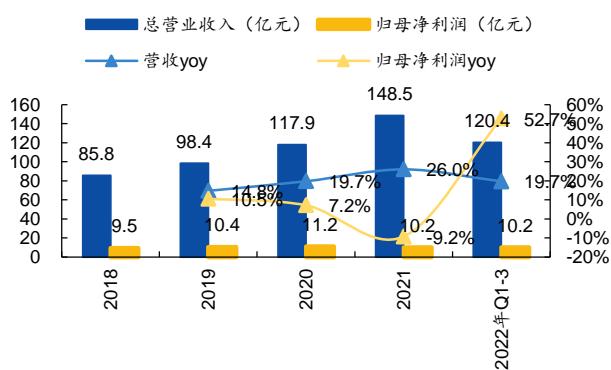
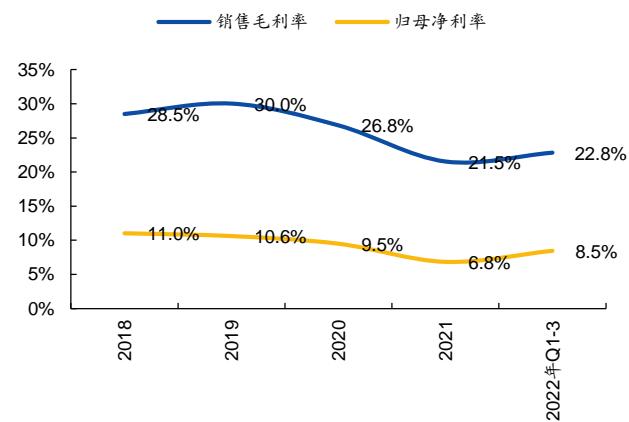
图 68：裕同科技营业成本构成


资料来源：公司公告, 国元证券研究所

图 69：核心纸种原材料价格变动情况


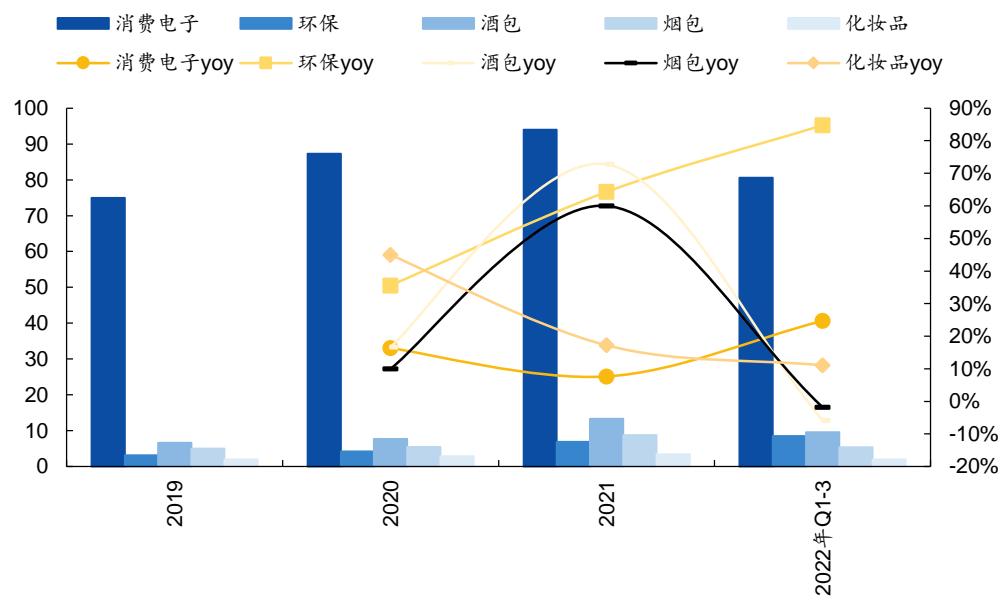
资料来源：卓创资讯, 国元证券研究所

优化产能，整合资源，裕同科技有望进一步提升市占率。伴随全球化生产布局以及多元业务结构优化，裕同科技前三季度消费电子/环保包装/酒包/烟包/化妆品包装收入分别为80.6/8.5/9.6/5.4/2.0亿元，同比分别+24.8%/+84.8%/-5.9%/-1.8%/+11.1%。资产整合方面，公司积极拓展新业务增长点，成功收购仁禾智能(智能穿戴软材料供应商)及华宝利电子(声学类产品开发和制造商)，进一步提升公司的综合竞争力以及客户一体化服务能力。产能方面，公司许昌、合肥智能工厂已经建成/改造完成开始投产，武汉智能工厂第一阶段已见成效，湖南智能工厂也在规划建设中，有望将其制造能力再上台阶。当前公司在积极布局烟酒、化妆品及环保纸塑等高毛利率领域，有望借助客户结构优势加速成长，获得更多市场份额。

图 70：裕同科技营业收入及归母净利润情况

图 71：裕同科技毛利率及净利率情况


资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 72：裕同科技不同业务营收及增长情况


资料来源：裕同科技公众号，国元证券研究所

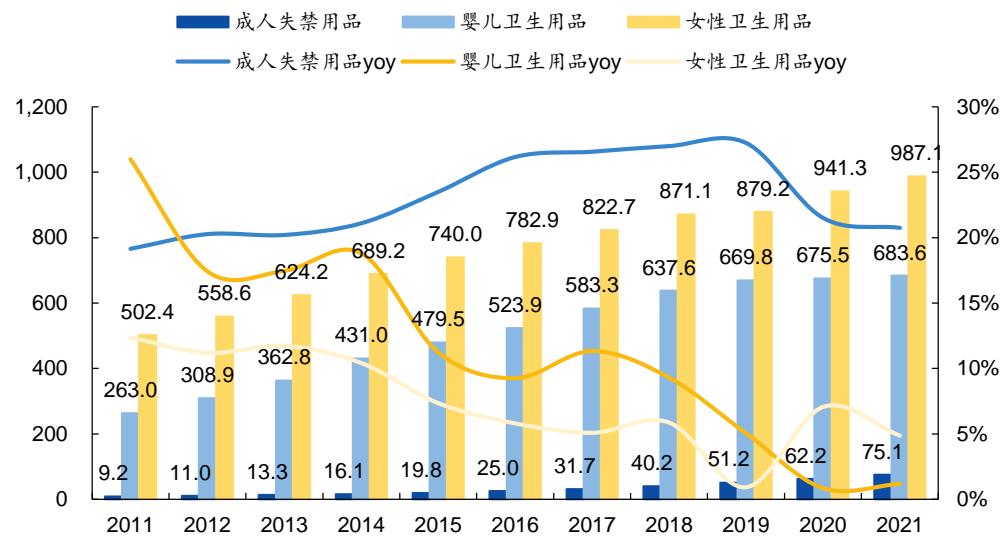
5.快速消费品：长坡厚雪，增量与格局机会并存

投资展望：快速消费品行业诸多子版块为孕育巨头的沃土，市场规模超万亿，成长空间广阔。消费升级浪潮下，下游多元化需求驱动产品端加速推陈出新，衍生出愈来愈多的新兴高成长细分赛道，推动行业整体持续扩容。个人护理行业我们认为增量和格局机会并存，成人失禁用品行业在快速渗透的情况下有望快速成长，国货在具备本土优势的情况下也在不断地对产品推陈出新以抢夺市场份额。家清板块的增量机会来自于远低于发达国家的人均消费量，赛道在受疫情催化成长过程中一批本土企业乘浪潮而上，不断完善品类、渠道以提升竞争力。我们建议关注基本面扎实、中期表现绩优的企业，受益标的包括：百亚股份、可靠股份、蓝月亮、朝云集团。

5.1 个护：成人失禁用品百亿蓝海，国产品牌昂扬向前

需求端：婴儿纸尿裤及女性卫生用品发展趋于饱和，成人失禁用品市场增速仍为亮点。中国吸收性卫生用品主要可分为女性卫生用品、婴儿纸尿裤及成人失禁用品三大细分赛道，女性卫生用品/婴儿纸尿裤/成人失禁用品市场规模分别从2011年的502.4/263.0/9.2亿元增至2021年的987.1/683.6/75.1亿元，对应过去十年的复合增长率分别为7.7%/12.5%/23.2%，2021年占吸收性卫生用品市场份额分别为56.5%/39.2%/4.3%。成人失禁用品市场是过去十年中增速最快的赛道。

图 73：中国吸收性卫生用品市场规模及增速（单位：亿元）



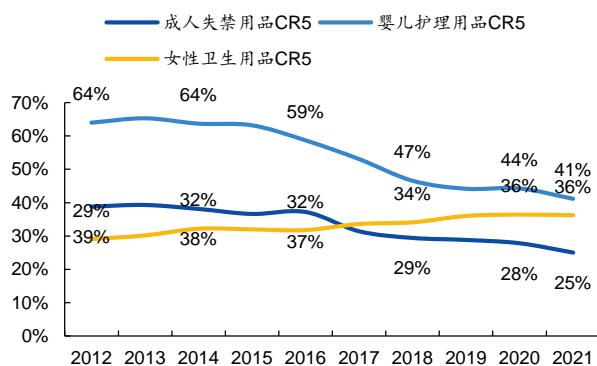
资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

注：成人失禁用品市场包括离家市场（医院及保健护理机构）及零售市场

供给端：格局分化，国货份额提升。婴儿护理用品/女性卫生用品/成人失禁用品CR5分别从2012年的64%/29%/39%变成2021年的41%/36%/25%，分别变化-23/+7/-14pcts。其中婴儿护理用品呈现国际龙头（宝洁、花王、大王、尤妮佳、金佰利）市场份额被国货替代趋势；女性卫生用品格局不断优化，头部国际品牌及国内品牌不断出清中小企业；而成人失禁用品市场不断有新进入者涌入，仍处于发展

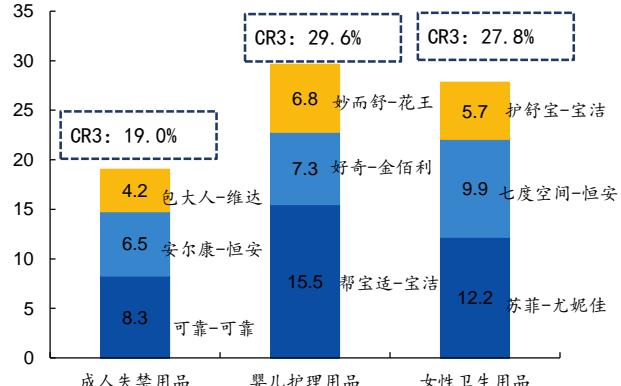
初期。

图 74: 中国吸收性卫生用品公司 CR5 变化情况



资料来源: Euromonitor International, 国元证券研究所

图 75: 中国吸收性卫生用品品牌 CR3 情况



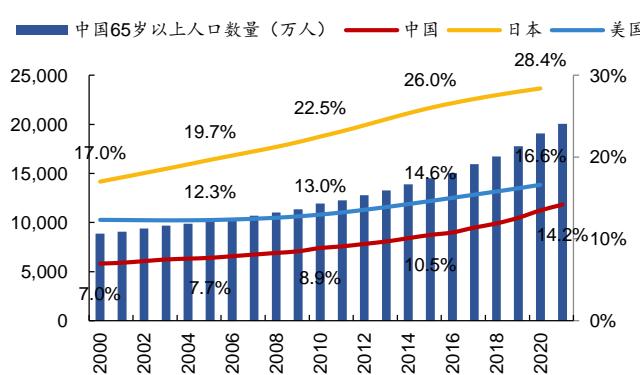
资料来源: Euromonitor International, 国元证券研究所

增量: 成人失禁用品市场低渗透率下有望快速增长。

中国人口老龄化比率增高, 潜在用户增长。成人失禁用品使用者一般为老年失禁者和残疾失禁者, 其中老年失禁者为主要目标消费群体。2021 年中国 60/65 岁以上人口数量分别达 2.7/2.0 亿, 对应占总人口比例达 18.9%/14.2%。据国家统计局测算, 2025 年 65 岁及以上的老年人将超过 2.1 亿, 对应占总人口数比例约 15%; 2050 年中国 60 岁以上老人将接近 5 亿, 其中 65 岁以上接近 3.8 亿人, 占总人口比例 27.9%。

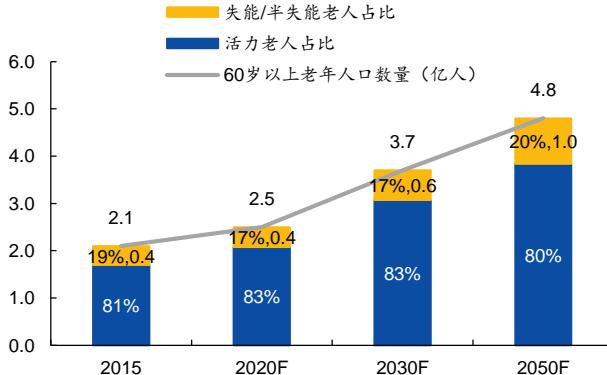
失能/半失能老人占比持续增加。据 2017 年中国老年消费习惯白皮书披露, 中国 2015 年全国城乡失能、半失能老人约 4063 万人, 占全体老年人口比例达 19%。由于我国养老机构发展仍然较为滞后, 老年人护理服务供给不足, 因而形成了失能/半失能老人长期护理服务供需失衡的局面, 预计 2030/2050 年失能/半失能老人占比将分别增至 17%/20%。

图 76: 中国 65 岁以上人口占比增加



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 77: 我国失能/半失能老人占老人比例增加



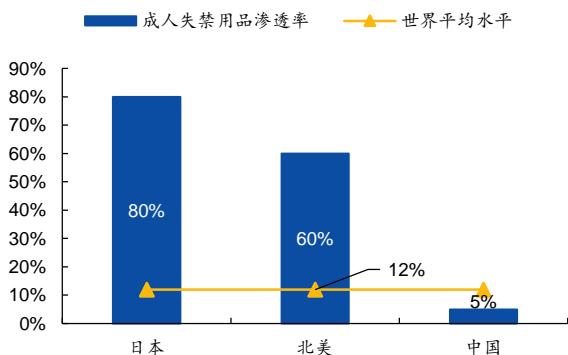
资料来源: 2017 年中国老年消费习惯白皮书, 国元证券研究所

中国市场渗透率远低于世界平均水平, 成长空间大。受文化影响, 中国成人失禁人群较为保守, 使用失禁护理用品的意愿较低, 2019 年中国成人失禁用品市场渗透率

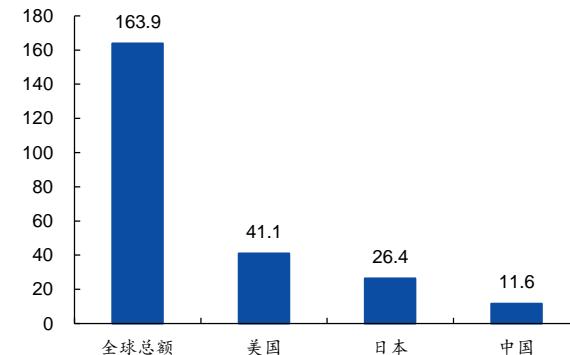
仅为 5%，远低于世界平均水平（12%）及日本（80%）、北美（60%）等发达国家和地区。就市场规模来看，中国成人失禁用品 2021 年市场规模为 11.6 亿美元，占全球总额的 7.1%，是美国/日本对应市场总额的 28.2%/43.9%，成长空间巨大。

图 78：2019 年中国成人失禁用品渗透率仅 5%

图 79：各国成人失禁用品市场规模对比（单位：亿美元）



资料来源：GIR，国元证券研究所



资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

我们预计中国成人失禁用品市场将从 2021 年的 75.1 亿元增至 2030 年的 408.3 亿元，CAGR 为 20.7%。失能群体方面，我们预测时仅假设 60 岁以上失能群体为成人失禁用品的需求者进行测算。渗透率方面，我们假设该市场是一个加速渗透的过程，故假设市场渗透率每年较前年增长比前年多 0.2pct。在平均消费额方面，因中国成人失禁用品零售市场及离家市场单价均逼近日本、美国等发达国家水平，故假设单人平均消费额不再随年份增长，每人每年消费额约为 3397 元，折合每日约为 9.44 元（约 4-5 片成人失禁产品）。根据我们的测算，中国成人失禁用品市场规模或将于 2025/2030 年分别达 162/408 亿元，对应 4/9 年 CAGR 分别为 21.2%/20.7%。

表 7：中国成人失禁用品市场规模测算相关假设

项目	假设内容
总人口数量	2021 年人口数量参考 2021 年中国实际人口数量；增长率参考联合国贸易和发展会议 2019 年对中国未来所估计
65 岁及以上人口比例	参考 2020 年中国发展报告中相关数据
失能群体人数占 65 岁及以上老年人比例	参考中国老龄科学研究中心披露 2020 年 11 月数据
渗透率	目前为 5%，判断市场处于快速成长期，处于加速渗透状态
单人平均消费额	根据 2021 年实际市场规模数据测算得出，由于当年我国成人失禁用品单价已基本与美、日等成熟市场相近，故假设单人平均消费额保持不变

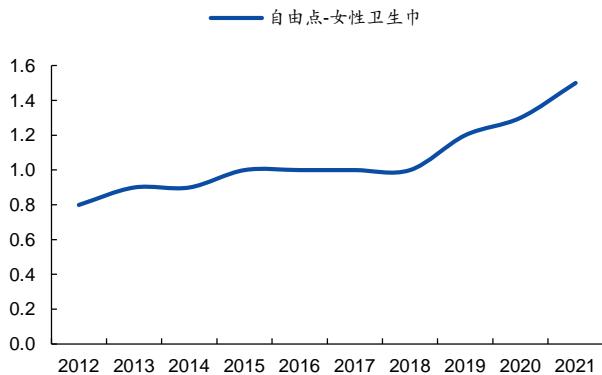
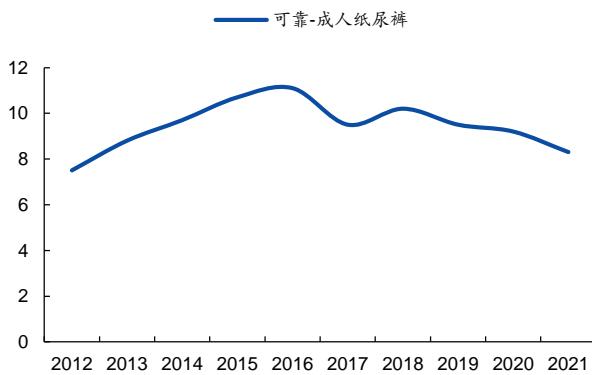
资料来源：国家统计局，联合国贸易和发展会议，2020 中国发展报告，Euromonitor International，中国老龄科学研究中心，国元证券研究所

表 8：中国成人失禁用品市场规模测算

	2021 年	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总人口数量(万人)	141, 260	141, 676	142, 034	142, 340	142, 599	142, 813	142, 980	143, 102	143, 184	143, 228
总人口增长率		0.29%	0.25%	0.22%	0.18%	0.15%	0.12%	0.09%	0.06%	0.03%
65 岁及以上人口比例	14.2%	14.4%	14.6%	14.8%	15%	15.6%	16.2%	16.8%	17.5%	18%
65 岁及以上人口数量(万人)	20058.9	20383.7	20713.7	21049.1	21389.9	22247.5	23139.5	24067.3	25032.3	26036.0
失能群体占 65 岁以上老人比例						22.0%				
失能群体人数(万人)	4, 419	4, 491	4, 564	4, 637	4, 713	4, 901	5, 098	5, 302	5, 515	5, 736
渗透率	5.0%	6.0%	7.1%	8.5%	10.1%	11.8%	13.8%	16.0%	18.4%	21.0%
单人平均消费额(元/年)						3397.02				
市场规模(亿元)	75.1	91.3	110.8	134.4	162.2	195.7	238.1	287.3	343.8	408.3

资料来源：国家统计局，联合国贸易和发展会议，2020 中国发展报告，Euromonitor International，中国老龄科学研究中心，国元证券研究所测算

格局：国产品类在具备本土优势的情况下对产品推陈出新占据份额。婴儿纸尿裤及女性卫生用品快速渗透时我国尚处于高速发展阶段，因此具备品牌美誉的国际品牌通过成熟的工艺以及充足的产能快速占据了我国市场，而国内企业主要负责代工生产这一微笑曲线低谷环节。但随着本土公司日益成熟，部分国内企业已经完成了工艺、产能方面的积累，在本就具备渠道优势的情况下推出了自己的产品和品牌抢夺消费者心智，我们认为在产品升级、国货替代的大背景下，受益标的包括百亚股份、可靠股份等逻辑扎实、中期表现绩优的企业。

图 80：自由点品牌女性卫生巾市场份额变化情况

图 81：可靠品牌成人失禁用品市场份额变化情况


资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

表 9 可靠及自由点品牌双十一战报

品牌		2022 年双十一战报
可靠		<p>天猫、京东、淘宝网、拼多多等平台成人纸尿裤类目 Top1</p> <p>天猫热门店铺排名第一、京东高潮期 28h 母婴实时竞速榜成人尿裤品牌榜第一、拼多多品牌成人纸尿裤畅销榜、好评榜第一</p>
自由点		<p>双十一期间全域曝光量 8.1 亿+，用户互动 100 万+</p> <p>安心裤品类售出 1280 万片，同比增加 500%+</p> <p>天猫自由点旗舰店卫生巾店铺排名国产第二、抖音直播团队双十一销售额同比 400%+、唯品会自由点双十一销售额同增 100%+、拼多多平台自由点近 30 天国产品牌单店排名第一</p>

资料来源：百亚品牌说，可靠 CocoHealthcare，国元证券研究所

注：自由点各平台数据来源截止 2022 年 11 月 12 日 24 点 00 分后台发货销售额

5.2 家清：人均消费提升空间大，全渠道、品类企业值得关注

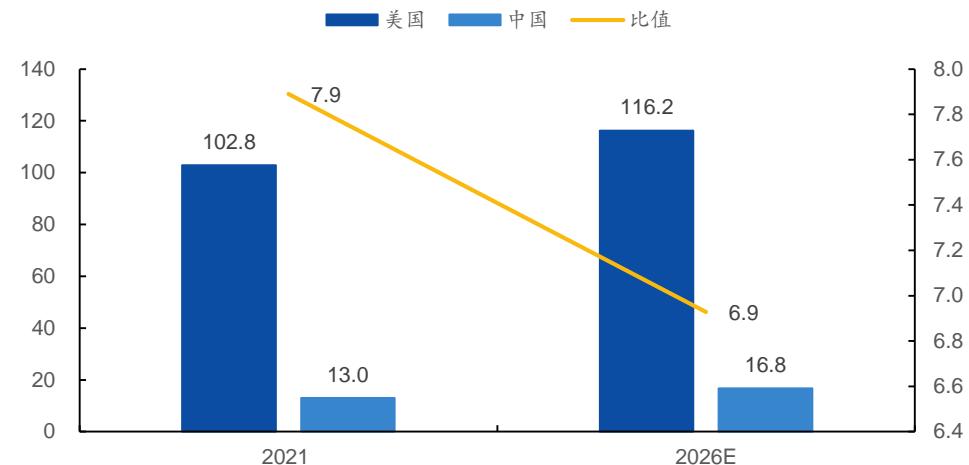
千亿赛道稳健成长，格局稳固多品牌持续演进。根据欧睿国际的统计口径，家居护理行业分为空气护理/漂白剂/餐具护理/杀虫驱蚊/衣物护理/抛光剂/表面清洁/厕所清洁八个子行业。2021年中国家居护理市场规模为1205亿元，规模比重前四的子行业为餐具护理/杀虫驱蚊/衣物护理/表面清洁，2021年市场规模分别为153/74/722/163亿元，分别占比12.7%/6.2%/59.9%/13.5%。据欧睿国际预测，餐具护理/杀虫驱蚊/衣物护理/表面清洁行业2022-2026E复合增长率将分别达到3.8%/1.1%/6.2%/5.8%。

图82：中国家居护理市场规模及主要细分行业CR5变动情况（2007-2026E）



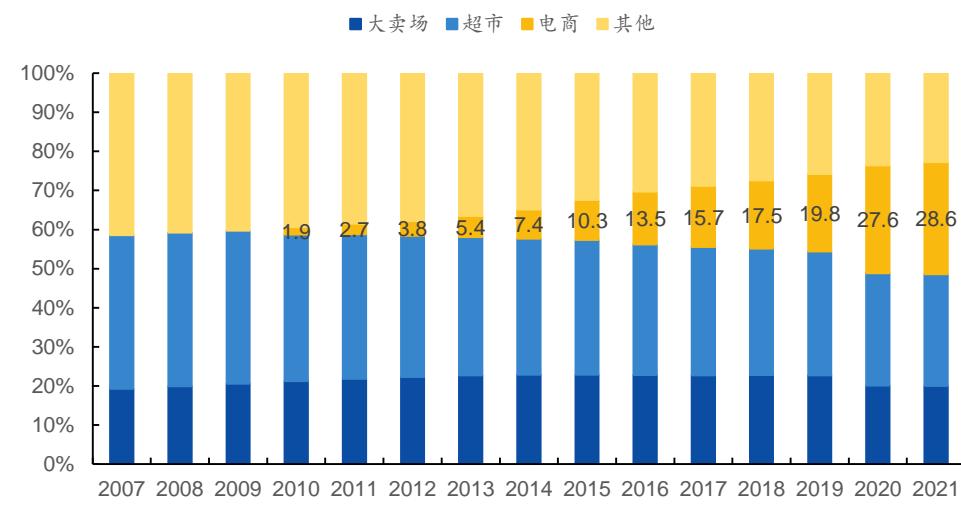
资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

人均消费额处于相对较低水平，未来有望进一步提升进而拉动行业发展。2021年中国/美国家居护理产品人均消费额分别为102.8/13.0美元/人，美国人均消费额为中国的7.9倍，据欧睿国际预测，2026年中国家居护理产品人均消费额将上升至16.8美元/人，与美国的差距将缩小至1:6.8，随着人们对生活质量与环境质量要求的不断提高，我国家居护理行业仍有进一步的拓展空间。

图 83：中美家居护理产品人均消费额对比（美元/人）


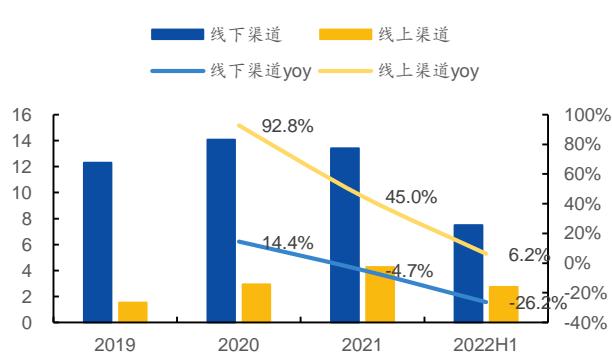
资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

加速提升线上销售份额，持续强化全渠道战略。2007-2021 年中国家居护理市场线上销售份额从无到有、持续增加，2021 年末达 28.6%。2020-2022H1 朝云线上渠道营收分别为 2.94/4.27/2.73 亿元，占总营收比重分别为 17.3%/24.1%/26.7%，分别同比 92.8%/45.0%/6.2%，线上渠道持续拓展，同比增速逐年放缓；2019-2022H1 蓝月亮线上渠道销售份额分别为 47.2%/53.9%/50.1%/51.2%，围绕 50% 上下波动。近年来蓝月亮将线上渠道关注视角从份额转向精细化程度，优化传统线下渠道，强化全渠道战略。

图 84：中国家居护理市场销售渠道份额变动情况（2007-2021 年）


资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

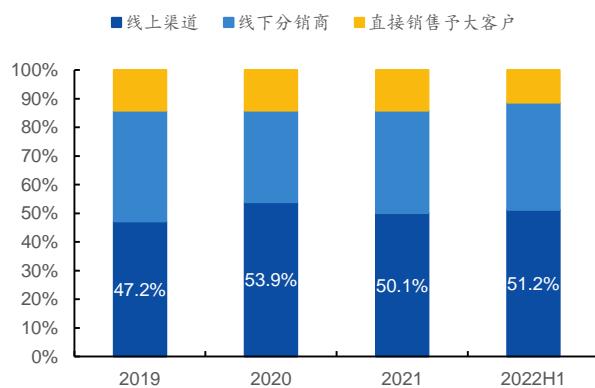
图 85：朝云集团分渠道营收及同比增速（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：线上渠道包括自营线上商店/线上分销商/社区电商平台；线下渠道包括线下分销商/零售渠道/企业及团体客户和代工业务，其中代工业务及社区电商平台为2021年新增渠道

图 86：蓝月亮集团分渠道营收比例变动情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

紧跟消费者需求升级浪潮，瞄准未来需求空间不断推陈出新。品类方面，随着消费升级的浪潮，现有企业不断推陈出新以实现对各个细分品类的精准覆盖，在整体行业实现稳健增长的前提下不断开辟/扩大/切入细分市场。我们看好品类全面、渠道领先的家清企业。建议关注：朝云集团、蓝月亮。

表 10：朝云集团向市场推出的主要新产品或对现有产品的升级

品类	具体产品	推出时间	特点
杀虫驱蚊	超威羟哌酯驱蚊喷雾	2022 年	采用国际权威机构认可的驱蚊成分羟哌酯，有效驱蚊 8 小时，添加龙胆根提取物及牛油果成分，安全温和
	超威防蚊网	2018 年	改良型驱蚊剂，在室内下会挥发而不需点燃或通电，可持续 30 或 100 天
	贝贝健防蚊网	2020 年	
	贝贝健驱蚊啫喱	2019 年	首批使用羟哌酯的驱蚊剂之一，啫喱质地无刺激性、温和配方，可为儿童提供长达八小时安全、久保护
	超威小旋风驱蚊片	2014 年	可携带离心式室温下具挥发性的驱蚊产品，提供持续的防蚊保护
家居清洁	威王魔力果净	2022 年	采用鲜果精油增溶技术，添加含乳酸等进口洁净成分；采用国际调香配方，天然果香不刺鼻
	威王消毒凝珠	2021 年	行业首款创新型凝珠型态消毒液，高达 99.999% 杀菌率和超 99% 杀螨率，一颗稀释 500 倍，采用美国进口水溶膜品质稳定、遇水快速溶解
	威王除菌包	2020 年	首批空间除菌产品之一，可在室温环境条件下释放出高效的消毒物质；发售两个月内实现了 5000 万零售额
	威王橙宝厨房清洁剂	2020 年	可强力瓦解重垢且具有安全、无毒、可生物降解、环保特点
	洗衣机槽清洁剂	2013 年	率先采用活氧技术并引领洗衣机槽清洁剂的快速发展
空气护理	威王厨房清洁剂	2012 年	采用公司的荷花洁净技术，有效减少清洁后的污垢附着
	西兰去味香珠	2019 年	率先推出具有除甲醛除臭功能的香珠产品
	西兰防蛀片	2018 年	率先推出含拟除虫菊酯的防蛀产品，提高了安全性和持效性
	西兰藤蔓香薰	2017 年	率先将卧室用高端无焰藤蔓香薰产品扩展到大陆线下渠道

资料来源：公司公告，朝云集团 CHEERWIN，国元证券研究所

表 11：蓝月亮向市场推出的主要新产品或对现有产品的升级

品类	具体产品	推出时间	特点
蓝月亮男士内衣洗衣液	2022 年	含有除菌因子、活性酶和去异味因子，专效去除男性分泌物等，有效防发黄	
蓝月亮运动型洗衣液	2022 年	添加强效洁净因子、活性酶以及除菌因子，在保证深层瓦解污渍的基础上高效除菌并长效抑菌，通过洗去衣物纤维上的异味/汗臭分子来去除衣物汗味	
蓝月亮内衣专用洗衣液	2021 年	添加洁净因子、活性酶、去异味因子，采用多重去渍技术，高效去除血渍、分泌物等，温和无刺激，漂洗无残留	
蓝月亮除菌去味洗衣液	2021 年	特含除菌因子、甜橙精油，除菌 99.9%，长效抑味	
蓝月亮浓缩柔顺剂	2020 年	采用创新密集排列技术、双重香氛技术，柔软又除菌，持久留香 30 天；浓缩配方，用量减少 50%	
衣物清洁	蓝月亮至尊生物科技洗衣液	2018 年	采用高能洁净因子搭配多重活性酶，定向去除蛋白类、淀粉类污渍，深层洁净衣物，防止衣物发黄；升级抗污渍再沉积性能，抗沉积防发灰；创新纤维微整理技术
	蓝月亮机洗至尊洗衣液	2015 年	国内首款计量式泵头装“浓缩+”洗衣液，准确计量，1 泵洗 8 件；高能洁净因子搭配活性蛋白酶，去渍防发灰
	蓝月亮宝宝专用洗衣液	2011 年	配方针对 0-3 岁宝宝设计，有效清洁奶渍、水果渍、口水渍；以天然棕榈仁油为原料，植物萃取无刺激
	蓝月亮手洗专用洗衣液	2011 年	含有多种活性洁净成分，搭配蓝月亮干衣预涂法，轻松去渍；配方温和，易漂无残留，可洗内衣裤、贴身衣物等；创新泵头设计
	蓝月亮深层洁净洗衣液	2008 年	含有高效洁净因子，总活性物质高于国家标准洗衣液，温和易漂洗；突破技术难关，率先在全国大力推广洗衣液，颠覆了中国消费者的传统洗衣习惯，从此拉开了中国洗衣“液”时代的帷幕
家居清洁	蓝月亮洗衣机清洁剂	2021 年	采用新一代内简洁净技术，高效氯液态配方，深层渗透，无需二次清洁
	蓝月亮多用途除菌液	2021 年	采用阳离子除菌技术，仅需 10 分钟达到除菌 99.99%，安全无刺激，全家日常适用

资料来源：公司官网，蓝月亮的世界公众号，国元证券研究所

6. 新型烟草：政策风险基本出清，关注行业长期内在驱动

投资展望：基于新型烟草减害的产品属性，以及产业链成熟度提升，对传统烟草的替代趋势已成。全球多数国家相继出台相关政策，对新型烟草进行产品定性、流通监管、税收管理，行业在规范化下高增速高质量发展。国内市场，11 月电子烟消费税正式落地后，行业基本风险已经出清，我们认为合理的管控在短期内或许会给行业带来短期抑制，但长期来看更利于其健康有序的发展。且当前消费税落地以后，商家均进行了提价以对冲消费税带来的毛利率降低的影响，我们认为短期内相关企业业绩可能下滑，但行业出清下格局也愈发清晰。长期来看，产业链议价能力强、具备技术或品牌壁垒的优质标的具备长期投资价值。建议关注：思摩尔国际。

电子烟消费税政策落地，生产/进口/批发环节税率分别为 36%/36%/11%。2022 年 10 月 25 日，财政部、海关总署、税务总局发布关于对电子烟征收消费税的公告，将电子烟纳入消费税征收范围，在烟税目下增设电子烟子目。自 2022 年 11 月 1 日起执行。电子烟实行从价定率的办法计算纳税。生产（进口）环节的税率为 36%，批发环节的税率为 11%。**进出口政策中**，出口电子烟适用出口退（免）税政策，而进口电子烟被列入边民互市进口商品不予免税清单并照章征税。此外，个人携带或者寄递进境电子烟的消费税按照国务院有关规定执行。

表 12：关于对电子烟征收消费税的公告梳理

细则	对应内容		
税目和征税对象	消费税-电子烟		
纳税主体	生产环节纳税人：取得烟草专卖生产企业许可证，并取得或经许可使用他人电子烟产品注册商标（以下简称持有商标）的企业。其中，通过代加工方式生产电子烟的，由持有商标的企业缴纳消费税	进口环节纳税 人：进口电子烟的单位和个人	批发环节纳税人：取得烟草专卖批发企业许可证并经营电子烟批发业务的企业
适用税率	36%	36%	11%
计税价格	总体：按照生产电子烟的销售额计算纳税 其中：1) 采用代销方式销售：按照经销商（代理商）销售给电子烟批发企业的销售额计算纳税 2) 从事电子烟代加工业务：将持有商标电子烟的销售额和代加工电子烟的销售额分开核算；未分开核算的，一并缴纳消费税	按照组成计税价格计算纳税	按照批发电子烟的销售额计算纳税
进出口政策	出口电子烟：适用出口退（免）税政策 进口电子烟：1) 列入边民互市进口商品不予免税清单并照章征税 2) 个人携带或者寄递进境电子烟的消费税按照国务院有关规定执行		

资料来源：财政部，国元证券研究所

政策端，电子烟相关产品、生产批发许可、消费税等细则均已落地，国内电子烟管控确定性不断增强。我国对于电子烟生产经营主体，电子烟产品，以及电子烟消费税的规定愈加明朗。今年3月至4月，电子烟生产经营主体和电子烟产品的标准不断明确，政府相关部门相继出台了《电子烟管理办法》，《电子烟》强制性国家标准等政策，并发布了数条电子烟行业的指导意见和细则，对电子烟烟具、材料、雾化物、添加剂和释放物等标准进行了规定；8月16日，国家烟草专卖局发布《电子烟相关生产企业、批发企业烟草专卖许可证管理细则》，明确了相关生产、批发企业许可证的要求。10月末又规定了对电子烟消费税的政策，可以看到我国对电子烟的管控确定性在不断增强，基本政策风险已经全部出清。

表 13：我国电子烟相关政策梳理

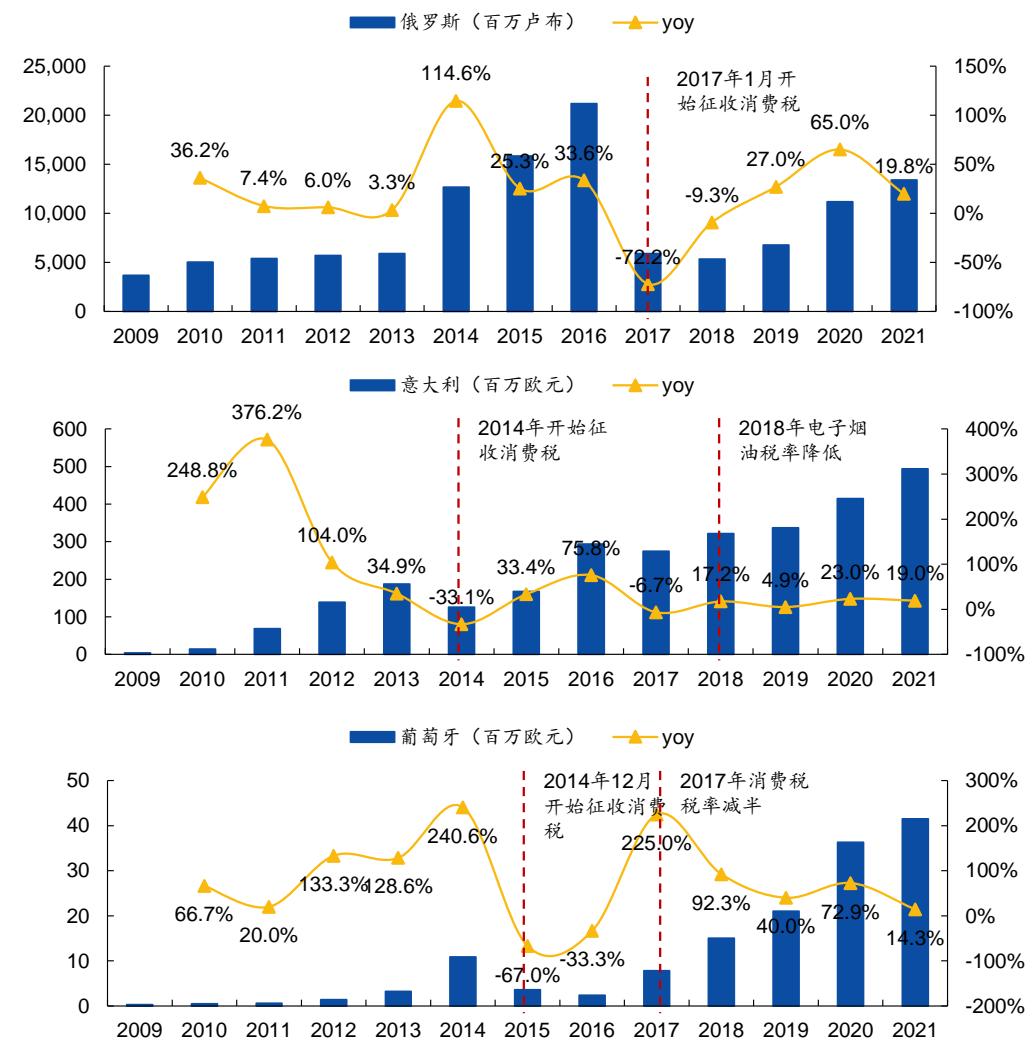
日期	发布主体	相关政策	主要内容
2018.8.31	国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局	《国家烟草专卖局关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》	明确市场主体不得向未成年人销售电子烟。
2019.11.01	国家市场监督管理总局	《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》	敦促电子烟生产、销售企业或个人及时关闭电子烟互联网销售网站或客户端，撤回通过互联网发布的电子烟广告。并敦促电商平台及时关闭电子烟店铺，并将电子烟产品及时下架。
2019.11.08	国家卫生健康委、市场监管总局、国家烟草局等8部门	《关于进一步加强青少年控烟工作的通知》	全面开展电子烟危害宣传和规范管理，不得向未成年人销售电子烟。并加强对电子烟危害的宣传教育，不将电子烟作为戒烟方法进行宣传推广，倡导青少年远离电子烟。
2020.7.14	国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局	《电子烟市场专项检查行动方案》	全面清理互联网电子烟销售，以及通过短视频、自媒体等社交平台电子烟销售行为。全面清理互联网虚假违法电子烟广告，采取有效年龄核验措施以避免未成年人购买等情况。
2021.3.22	工信部、国家烟草专卖局	《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》	推进电子烟监管法治化，增强电子烟监管效能。将在附则中增加一条：电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行。
2021.5.30	国家卫生健康委、世卫组织驻华代表	《中国吸烟危害健康报告 2020》	新增了电子烟对健康的危害内容：“有充分证据表明，电子烟是不安全的，会对健康产生危害。对于青少年而言，电子烟会对青少年的身心健康和成长造成不良后果，同时会诱导青少年使用卷烟。”
2021.6.18	国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局	《保护未成年人免受烟侵害“守护成长”专项行动方案》	全面从严监管电子烟经营行为，持续加强互联网渠道管控，引导电子烟实体店合法规范经营。
2021.11.26	国务院	《中华人民共和国烟草专卖法实施条例（2021 版）》	电子烟正式纳入烟草体系监管，附则中增加一条：电子烟等新型烟草制品参照本条例卷烟的有关规定执行。
2022.3.11	国家烟草专卖局	《电子烟管理办法》	国家烟草专卖局制定了《电子烟管理办法》，予以公告，自2022年5月1日起施行。
2022.4.08	国家市场监督管理总局	《电子烟》强制性国家标准	批准《电子烟》强制性国家标准，予以发布。（标准编号：GB 41700-2022 标准名称：电子烟 实施日期：2022.10.01）
2022.4.15	国家烟草专卖局	《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》、《关于电子烟批发企业布局的指导意见》、《关于电子烟零售点布局和许可管理工作的指导意见》、《电子烟产品技术审评实施细则》、《电子烟产品追溯管理细则》	国家烟草专卖局同日发布了5条电子烟相关的意见和细则，为产业链各环节监管工作的开展提供依据和指导。
2022.9.28	国家烟草专卖局	《关于加强电子烟监管有关事项的通知》	2022年10月1日起，从事电子烟生产经营的电子烟市场主体应当取得烟草专卖许可证，严格按照相应法律法规开展生产经营活动；境内销售的电子烟产品应当符合《电子烟》强制性国家标准和《电子烟警语标识规定》。
2022.10.02	财政部、海关总署、税务总局	《关于对电子烟征收消费税的公告》	将电子烟纳入消费税征收范围，在烟税目下增设电子烟子目。电子烟实行从价定率的办法计算纳税。生产（进口）环节的税率为36%，批发环节的税率为11%。自2022年11月1日起执行。

资料来源：国家市场监督管理总局，国家烟草专卖局，国家卫生健康委，工信部，国务院，财政部，国元证券研究所

通过回顾主要的欧美电子烟市场发展变化，我们能看到税收政策对本地电子烟市场的影响较大，但是税收政策只会产生短期的抑制，从长期来看，合理有序的管控会让行业更加健康有序的发展。**(1) 俄罗斯：**自2017年1月起，俄罗斯政府对含尼古丁的电子烟和烟油征收消费税，且税率将逐年增加。从2010-2020年俄罗斯电子烟市场增速来看，仅2017及2018年出现负增长(-72.2%、-9.3%)，2020年增速高达65.0%。**(2) 意大利：**2014年，意大利作为欧盟第一个对电子烟征税的国家，对电子烟征收与传统卷烟香烟相同的消费税率（每毫升烟油征税0.385欧元），并限制线上销售，导致2014年市场增速转负(-33.1%)，而2015-2016年重回高速增长通道。意大利议会于2018年底批准了一项新的、更低的电子烟油税率，对不含尼古丁的烟油每毫升征税0.04欧元（降低90%），对含尼古丁的烟油每毫升征税0.08欧元（降低80%）。**(3) 葡萄牙：**2014年12月，葡萄牙开始对含尼古丁烟油征收

消费税，税率为每毫升 0.60 欧元，致 2015 年市场出现负增长 (-67.0%)。2017 年，消费税税率减半至每毫升 0.30 欧元，税率政策松动促使葡萄牙市场开始修复，2017-2020 年 CAGR 达 65.9%。综合来看，税收政策初次落地后，电子雾化烟市场增速短期内存在放缓的可能性。随着行业规模化、市场发展趋于成熟后，部分国家会根据对电子烟的定位调整税率，进而控制市场规模的发展方向与增速。

图 87：俄罗斯、意大利、葡萄牙电子雾化烟市场规模及增速变化



资料来源：欧睿国际，蓝洞新消费，国元证券研究所

内销：消费税落地之后商家提价，在一定程度上能够对冲消费税带来的毛利率降低的影响。在电子烟消费税开征后，全国统一电子烟交易管理平台更新了国标产品的含税批发价和建议零售价，其中悦刻、柚子、魔笛等多个品牌选择提高其烟具和烟弹的含税批发价和建议零售价，我们选择了当前市场份额最大的品牌悦刻 RELX 不同品类的涨价幅度作为参考，以测定 1 个烟具及 3 颗烟弹在批发商和品牌商提价以及消费税落地之后给商家带来的毛利率变化（即消费税落地以后在商家对产品不同提价幅度下与不考虑消费税和提价时毛利率的差别）。经测算，当烟具含税批发价/

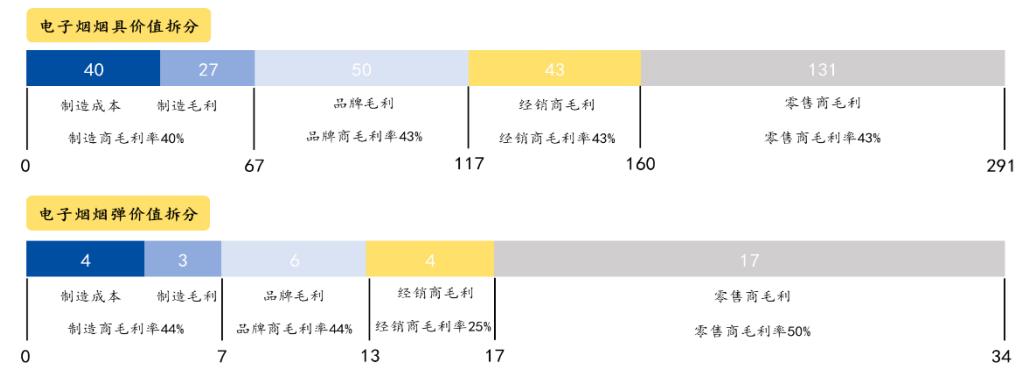
烟弹含税批发价/烟具含税零售价/烟弹含税零售价变时，批发商/零售商毛利率变化分别在+9.84 至+24.61pct/-17.31 至-6.50pct 之间浮动，能够部分抵消消费税带来毛利率下滑的影响（尤其是批发商）。并且虽然短期内可能电子烟整体业绩下滑，但行业出清下格局也越发清晰，我们建议关注国内品牌龙头——雾芯科技。

图 88：国标电子烟品牌征税后价格变化情况

品牌	产品SKU	含税批发价变动	含税建议零售价变动	品牌	产品SKU	含税批发价变动	含税建议零售价变动
悦刻RELX	幻影（烟具）	32.83%	33.52%	刻米KMOSE	烟具	204.07%	203.39%
	幻影PRO（烟具）	67.81%	67.59%		烟弹	62.80%	61.02%
	青羽（烟具）	95.30%	97.49%		源点LITE套装	99.65%	91.04%
	幻影（烟弹）	66.29%	66.67%		源点套装	97.18%	94.64%
	青羽（烟弹）	75.04%	76.00%		云印、忆江南（烟弹）	75.30%	72.97%
	幻影POWER版（烟弹）	46.22%	47.50%		本香（烟弹）	92.00%	91.89%
雷加SNOWPLUS	外星人G（烟具）	23.72%	26.09%	烟具		36.28%	35.97%
	外星人GO（烟具）	58.62%	59.52%	可逸COEE	秋月韵（烟弹）	102.76%	106.25%
	外星人（烟弹）	60.67%	61.90%		满江虹（烟弹）	88.08%	89.71%
柚子YOOZ	ZROW（烟具）	38.89%	39.06%	烟具		52.78%	53.27%
	ZROW（烟弹）	54.67%	54.79%	铂岚POOLAN	套装	46.36%	48.11%
	UNI独角兽（烟弹）	59.90%	60.60%		烟弹	40.21%	42.03%
魔笛MOTI	S（烟具）	129.26%	126.05%	烟具		21.55%	22.33%
	S（烟弹）	68.78%	67.80%	千慕Hillmist	烟弹	46.28%	45.76%
小野vvild	V2（烟具）	89.42%	85.61%	烟具		81.78%	80.30%
	V2经典烟草（烟弹）	75.20%	59.42%	慕色MOOSEE	烟弹	15.27%	42.42%
	V2清韵烟草（烟弹）	124.79%	124.49%		套装	63.23%	64.77%
火器ammo	烟具	22.99%	18.56%	烟具		66.63%	64.65%
	烟弹	33.70%	34.43%	徕米LAMI	烟弹	8.68%	8.70%
VAZO	烟具	-32.12%	-31.66%	烟具		1.60%	0.00%
	JP沧浪	-1.63%	-7.25%	米我Mevol	烟弹	36.72%	34.85%
	JP晴露	-28.15%	-30.61%	烟具		44.97%	98.73%
	JP幽泉	-12.28%	-16.95%	梵高VANGO	烟弹	6.58%	65.00%

资料来源：蓝洞新消费，电子烟，国元证券研究所

图 89：电子雾化烟烟具&烟弹行业价值链拆分（元）



资料来源：思摩尔国际，雾芯科技，Wind，草根调研，国元证券研究所测算

注：1) 烟具制造商毛利率选取思摩尔国际 2016-2021H1 毛利率均值；2) 烟具品牌商毛利率选取雾芯科技 2019-2021H1 毛利率均值；3) 根据草根调研信息拆分烟弹价值，数据或存在误差

表 14：假设电子烟品牌提价后批发商与零售商毛利率变动情况

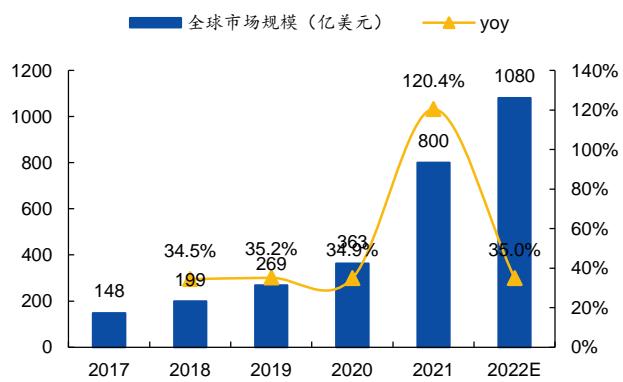
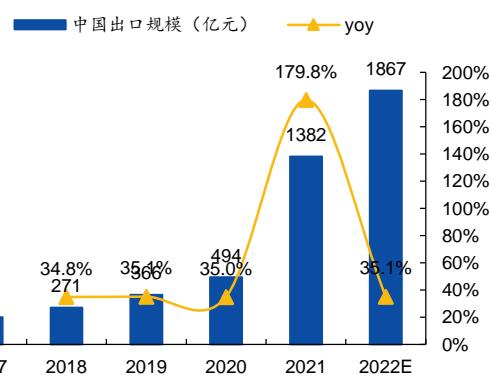
假设电子烟烟具含税批发价变动比例	假设电子烟烟弹含税批发价变动比例	1烟具3颗烟弹批发均价提升比例	假设原批发商毛利率（消费税未落地，终端商家未提价时）	叠加 11% 消费税后经销商毛利率（消费税落地，商家提价以后）	毛利率较原来变化
32.83%	46.22%	36.3%		36%	9.84pct
45.32%	50.23%	46.6%		40%	13.62pct
57.82%	54.25%	56.9%	26.5%	43%	16.91pct
70.31%	58.26%	67.2%		46%	19.80pct
82.81%	62.28%	77.5%		49%	22.34pct
95.30%	66.29%	87.8%		51%	24.61pct

假设电子烟烟具含税零售价变动比例	假设电子烟烟弹含税零售价变动比例	1烟具3颗烟弹零售均价提升比例	假设原零售商毛利率（消费税未落地，终端商家未提价时）	叠加 36% 消费税后零售商毛利率（消费税落地，商家提价以后）	毛利率较原来变化
33.52%	47.50%	37.1%		29%	-17.31pct
46.31%	51.33%	47.6%		32%	-14.54pct
59.11%	55.17%	58.1%	46.3%	34%	-12.13pct
71.90%	59.00%	68.6%		36%	-10.02pct
84.70%	62.84%	79.0%		38%	-8.15pct
97.49%	66.67%	89.5%		40%	-6.50pct

资料来源：蓝洞新消费，国元证券研究所测算

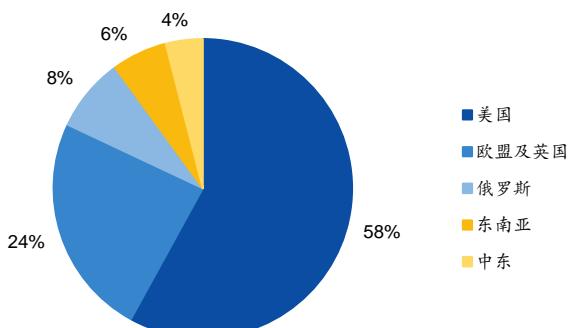
注：此处仅考虑消费税以及商品提价对毛利率产生的影响，未考虑成本变化

出口：适用退税条款，全球市场空间仍然巨大。根据中国电子商会电子烟行业委员会等联合发布的《2022 电子烟产业出口蓝皮书》，2021 年全球电子烟市场规模达 800 亿美元，同比增长 120.4%，其中中国出口规模 1382 亿元，同比增长 179.8%。并且蓝皮书预计 2022 年全球市场/中国出口市场规模同比增速分别达 35.0%/35.1%，海外市场依旧增长旺盛。此外，出口电子烟适用出口退（免）税政策，不受消费税影响，我们建议关注全球雾化设备生产龙头——思摩尔国际。

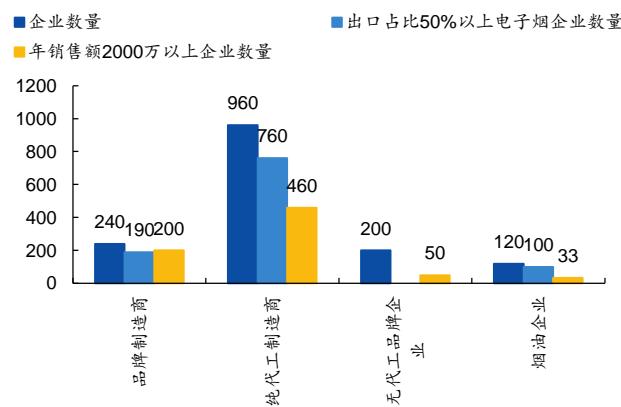
图 90：全球电子烟市场规模及增速

图 91：中国电子烟出口市场规模及增速


资料来源：《2022 电子烟产业出口蓝皮书》，国元证券研究所

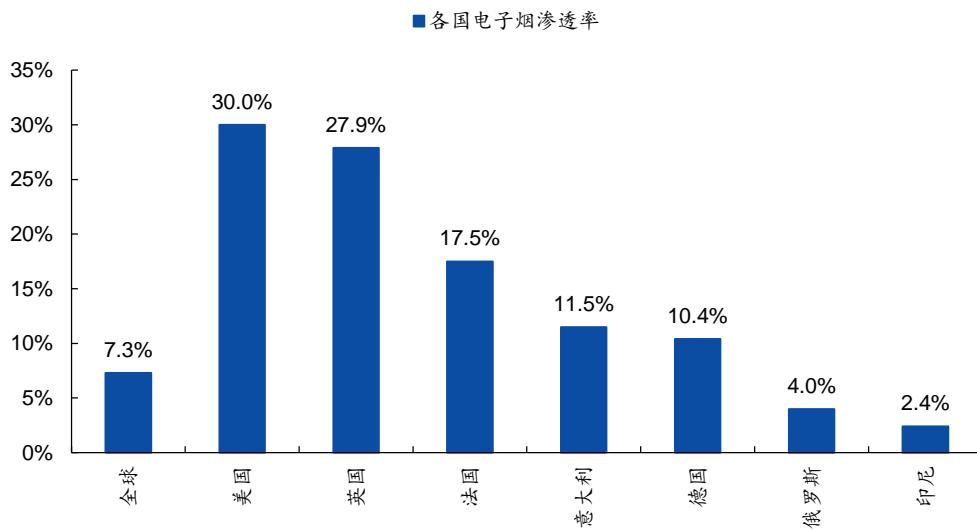
资料来源：《2022 电子烟产业出口蓝皮书》，国元证券研究所

图 92：中国电子烟出口市场各地区占比


资料来源：《2022 电子烟产业出口蓝皮书》，国元证券研究所

图 93：2022 年 Q1 中国电子烟各类型企业数量


资料来源：《2022 电子烟产业出口蓝皮书》，国元证券研究所

图 94：全球及各国电子烟渗透率


资料来源：《2022 电子烟产业出口蓝皮书》，国元证券研究所

7. 出口链：短期存汇率利好，中期需求复苏

投资展望：2022 年 1-10 月我国出口总值 2.99 万亿美元，同比增长 10.8%，增速下降 20.8pct。分地区来看，1-10 月我国对东盟/欧盟/美国出口占总出口金额比重分别为 15.5%/15.8%/16.5%，出口金额分别同比 20.10%/13.79%/6.29%，增长贡献占比分别为 26.7%/19.7%/10.1%。由于能源问题，今年欧美均处于高通胀水平，区别在于美已见顶得到控制而欧盟通货膨胀率仍在上行。短期来看，我们认为美元对人民币的升值能带来营收端的刺激以及汇兑损益的利好（出口版块企业持有的美元升值）；长期来看，根据美联储的态度，我们或能期待加息节奏放慢后（最早在 2023

年H1) 美国需求的复苏。出口链是典型的半消费、半周期版块，我们看好下游赛道高景气，公司具备逆势提价能力的标的：嘉益股份、海象新材、大叶股份、盈趣科技。

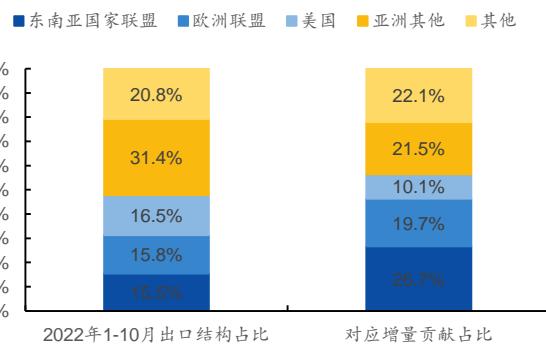
出口金额增速放缓，欧美出口额显著下滑。据海关总署统计，2022年1-10月我国出口总值2.99万亿美元，同比增长11.1%，增速下降20.8pct。10月份我国出口总值为0.3万亿美元，同比-0.3%，环比-7.5%，同比增速下滑26.9pct。分地区来看，1-10月我国对东盟/欧盟/美国/亚洲其他国家出口占总出口金额比重分别为15.5%/15.8%/16.5%/31.4%，出口金额分别同比20.1%/13.8%/6.3%/7.1%，增长贡献占比分别为26.7%/19.7%/10.1%/21.5%，其中东盟、欧盟出口额增量贡献占比超过出口额占总金额比重。自2022年7月起，由于能源价格高涨，海外通胀严重，欧美多次加息以抑制通胀等因素，我国对欧盟/美国出口金额同比增速呈现明显下滑趋势，10月同比增速分别降至-9.0%/-12.6%。

图 95：我国出口金额变动情况（亿美元）

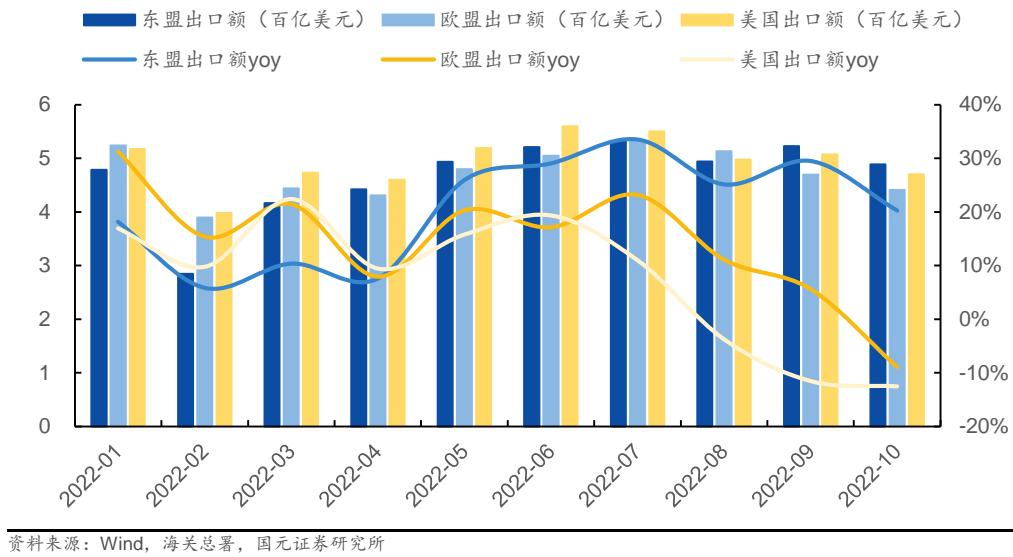


资料来源：Wind, 海关总署, 国元证券研究所

图 96：我国出口国家结构及出口金额贡献情况

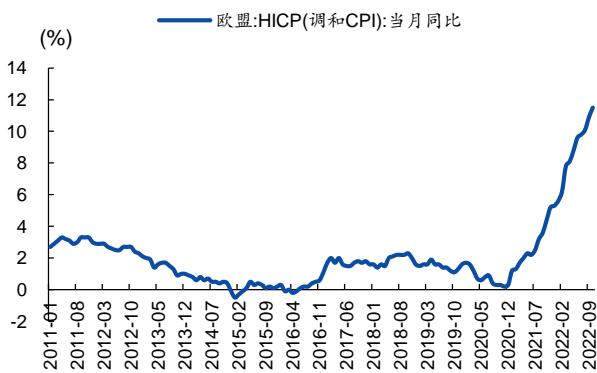


资料来源：Wind, 海关总署, 国元证券研究所

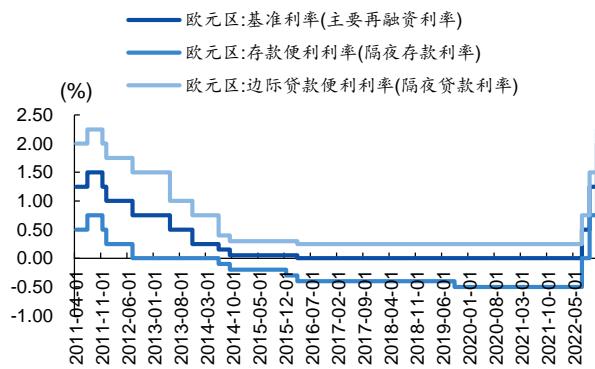
图 97：2022 年 1-10 月我国主要出口地区出口金额及同比增速


资料来源：Wind, 海关总署, 国元证券研究所

欧盟通胀尚未见顶，美国通胀已经回落，或有加息放缓迹象。受俄乌冲突导致的能源危机和供应链瓶颈影响，美国及欧盟通胀率持续攀升，两地分别于 2022 年 3/7 月开始第一轮加息，就当前数据来看，美国通胀在 6 月份美联储坚定加息以后得到遏制，于 6 月达 9.1% 见顶回落，在加息周期下逐步回落。欧盟虽然也在通过加息遏制通胀，但因为其能源问题，至今通货膨胀率仍未见顶，10 月份达 11.5%，但由于传统出口制造强国德国生产受阻，欧盟对中国的进口需求降幅较美国稍小。根据美联储官员态度，我们预计美联储加息节奏或将有放缓迹象，最早可以期待 2023 年 H1 美国需求的复苏。

图 98：欧盟通胀持续恶化


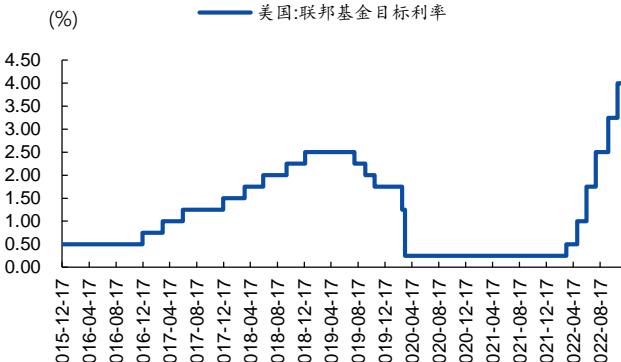
资料来源：Wind, 欧洲央行, 国元证券研究所

图 99：欧盟加息情况


资料来源：Wind, 欧洲央行, 国元证券研究所

图 100：美国通胀水平自 7 月以来有所下降


资料来源：Wind, 美联储, 国元证券研究所

图 101：美国加息情况


资料来源：美联储, 国元证券研究所

图 102：美国通货膨胀已见回落趋势

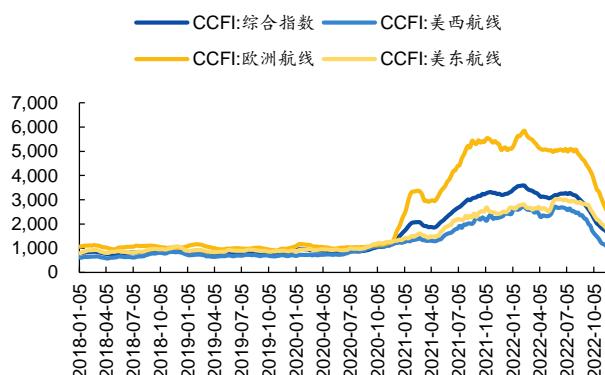
美国 CPI 分项指标	同比 (部分细分项为季调数据)				环比, 季调			
	2022-10	2022-9	2022-8	2022-7	2022-10	2022-9	2022-8	2022-7
CPI	7.7%	8.2%	8.3%	8.5%	0.4%	0.4%	0.1%	0.0%
食品	10.9%	11.2%	11.4%	10.9%	0.6%	0.8%	0.8%	1.1%
家庭食品	12.4%	13.0%	13.5%	13.1%	0.4%	0.7%	0.7%	1.3%
非家用食品	8.6%	8.5%	8.0%	7.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.7%
能源	17.6%	19.8%	23.8%	32.9%	1.8%	-2.1%	-5.0%	-4.6%
能源类商品	19.3%	19.7%	27.2%	44.9%	4.4%	-4.7%	-10.1%	-7.6%
燃油	68.5%	58.1%	68.8%	75.6%	19.8%	-2.7%	-5.9%	-11.0%
汽油(所有种类)	17.5%	18.2%	25.6%	44.0%	4.0%	-4.9%	-10.6%	-7.7%
能源服务	15.6%	19.9%	19.9%	18.9%	-1.2%	1.1%	2.1%	0.1%
电力	14.1%	15.5%	15.8%	15.2%	0.1%	0.4%	1.5%	1.6%
公共事业(管道)燃气服务	20.0%	33.1%	33.0%	30.5%	-4.6%	2.9%	3.5%	-3.6%
核心 CPI	6.3%	6.6%	6.3%	5.9%	0.3%	0.6%	0.6%	0.3%
核心商品, 不含食品和能源类商品	5.1%	6.7%	7.0%	6.9%	-0.4%	0.0%	0.5%	0.2%
服装	4.1%	5.5%	5.1%	5.1%	-0.7%	-0.3%	0.2%	-0.1%
新汽车	9.6%	10.5%	10.9%	11.7%	0.3%	0.8%	0.7%	0.8%
二手汽车和卡车	2.0%	7.2%	7.8%	6.6%	-2.4%	-1.1%	-0.1%	-0.4%
医疗护理商品	3.1%	3.7%	4.1%	3.7%	0.0%	-0.1%	0.2%	0.6%
酒精饮料	5.0%	4.1%	4.3%	4.2%	0.8%	0.0%	0.4%	0.5%
烟草和烟草制品	6.6%	8.2%	8.8%	7.7%	0.3%	0.2%	1.1%	0.3%
服务, 不含能源服务	6.8%	6.7%	6.1%	5.6%	0.5%	0.8%	0.6%	0.4%
住宅	7.9%	8.0%	7.8%	7.4%	0.5%	0.7%	0.8%	0.4%
主要居所租金	7.5%	7.2%	6.7%	6.3%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
其他外宿, 包括酒店和旅馆	6.4%	3.1%	4.5%	1.3%	5.6%	-1.2%	0.0%	-3.2%
医疗护理服务	5.4%	6.5%	5.6%	5.1%	-0.6%	1.0%	0.8%	0.4%
运输服务	15.3%	14.6%	11.4%	9.5%	0.8%	1.9%	0.5%	-0.5%
机动车维修保养	10.3%	11.1%	9.1%	8.1%	0.7%	1.9%	1.7%	1.1%
机票	42.9%	42.9%	33.4%	27.7%	-1.1%	0.8%	-4.6%	-7.8%

资料来源：美国劳工部, 国元证券研究所

短期汇率存利好，长期需求望复苏。就出口链板块业绩来看，随着全球供应链的恢

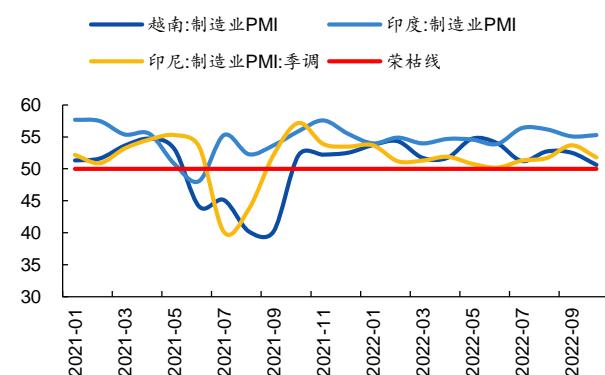
复（主要体现在航运价格回落），中国的产能优势如期削弱，叠加海外高通胀之后出台的加息政策，今年出口链板块企业增速较去年有所下滑。展望 2023 年，我们认为出口至美国企业短期机会在于美元较人民币有较大幅度升值，会对企业营收端以及汇兑收益科目产生利好；长期则在于其通胀得到控制后对应海外需求的复苏。

图 103：主要海运价格指数走势



资料来源：Wind，国元证券研究所
注：1998 年 1 月 1 日=1000

图 104：东南亚国家制造 PMI 自 2021 年以来一直在荣枯线以上



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 105：出口链板块业绩梳理

公司名	主要产品	海外业务收入（亿元）			海外业务收入 yoy			海外业务毛利率			净利率同比变动（ppt）		
		2020	2021	2022H1	2020	2021	2022H1	2020	2021	2022H1	2020Q1	2020Q2	2020Q3
浙江永强	户外休闲家具	46.46	75.90	47.73	6.8%	63.4%	21.0%	28.9%	14.0%	14.6%	-4.31	-9.41	-8.71
顾家家居	沙发及其配套产品	46.53	69.18	36.66	1.0%	48.7%	24.1%	24.2%	18.1%	19.9%	-0.07	0.94	1.83
梦百合	床垫	55.45	67.27	34.79	79.6%	21.3%	8.0%	34.5%	28.5%	29.9%	-1.82	4.89	9.46
恒林股份	办公椅、沙发、按摩椅及板式家具	41.03	44.42	22.59	69.5%	8.3%	6.8%	30.9%	22.3%	18.6%	-1.36	1.36	-1.89
海象新材	PVC 地板	12.18	17.88	9.47	43.1%	46.8%	15.1%	29.7%	16.8%	18.2%	-2.79	4.53	7.24
曲美家居	舒适椅、沙发等高档家居产品及配套家居产品	25.33	32.14	18.71	3.4%	26.9%	20.0%	47.8%	39.1%	-1.59	0.13	-1.69	
喜临门	床垫、软床及配套产品	7.96	11.65		-25.7%	46.4%		22.0%	10.4%	-3.46	0.05	-0.19	
乐歌股份	办公升降桌、智能电动床、电动儿童学习桌等以线性驱动为核心的人体工学产品	17.46	26.05		112.3%	49.2%		48.7%	41.1%	-2.48	7.28	-1.97	
永艺股份	办公椅、沙发	26.84	37.08		44.1%	38.2%		21.9%	16.5%	-0.43	3.10	10.82	
浙江自然	充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外运动用品	4.52	6.72		2.7%	48.6%		39.0%		-1.13	0.64	-13.04	
麒盛科技	智能电动床	20.78	27.54	13.23	-12.4%	32.5%	7.9%	38.6%	35.4%	31.2%	-3.47	-3.25	-3.54
共创草坪	人造草坪	15.43	20.13	12.27	20.1%	30.4%	15.1%	36.8%	27.4%	25.7%	-6.04	0.88	4.98
久祺股份	自行车整车及其零部件	22.34	36.63	13.29	26.5%	64.0%	-14.6%	20.2%	12.7%	1.04	3.77	4.14	
盈趣科技	家用雕刻机、电子烟核心部件等创新消费电子产品和智能控制部件	49.53	65.02	20.01	38.6%	31.3%	-41.4%	27.7%		-3.64	3.38	0.97	
大叶股份	割草机	9.45	15.17	10.54	-0.1%	60.6%	22.2%	19.2%	14.9%	0.14	-1.52	-7.14	
敏华控股	沙发及其配套产品	47.42	52.57	31.78	10.9%	22.4%	3.6%						
泉峰控股	割草机	73.84	105.34	62.87	35.3%	42.7%	20.5%						

资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所
注：敏华控股为财年数据，年度数据截至次年一季度，半年数据截至当年三季度

图 106：美元兑人民币汇率处于高位



8. 风险提示

1、房地产行业政策风险

为进一步加强和改善房地产市场监管，稳定市场预期，促进房地产市场平稳健康发展，国家陆续出台了限购、限贷、二手房买卖征收营业税、个人所得税等宏观调控政策，力求打击投机性房地产投资，力求稳定房价；上述政府房地产宏观调控政策带来了商品住宅需求增速放缓。定制家具行业作为家具行业一个新兴的细分行业，目前处于行业的快速成长期，市场基数小，发展空间大。但由于家具行业、装饰装修行业与房地产行业的相关性，如果宏观调控导致房地产市场持续长期低迷，家具行业将会受到影响，对相关公司的经营业绩产生不利影响。

2、下游需求不及预期风险

包装行业下游行业发展现状及趋势会直接影响其产品需求，下游企业产品的产量和销量则会对包装生产企业产生较大影响；如果未来行业下游客户市场增速放缓甚至下滑，可能会对对应包装行业公司经营业绩产生重大不利影响。

3、原材料价格波动风险

家居、造纸、包装等众多轻工制造板块直接材料成本占生产成本的比例较高，原材料价格变化对公司生产成本的影响较大。若未来原材料采购价格发生剧烈波动，可能会影响对公司盈利水平带来不确定性影响。

4、疫情发展不确定风险

新冠疫情在全国部分区域及城市的反复导致企业生产经营及市场状况存在一定的不确定性，疫情管控下的停工停产和隔离政策一方面给企业的生产带来挑战，如家居行业终端零售渠道承压，存在家具卖场及终端网点暂时关闭、安装服务人员无法上门进行交付安装环节的情况；另一方面全球疫情多发导致国内外需求的不稳定性给企业经营带来不利影响。另外疫情反复在一定程度上影响到全球的供应链、交通物流等，也对企业的生产经营产生不利影响。

5、国际贸易政策风险

国际贸易存在诸多不稳定因素，如各国政治局势会因为政府的换届产生重大变化，进而影响该国的国际贸易；随着国际贸易市场摩擦不断，产品进口国的贸易保护主义倾向有日益加重的趋势。如果产品进口国改变了进口关税政策，或实行贸易保护主义政策，则会影响公司产品在该国的销售，将对对应公司的经营业绩产生一定的不利影响。

6、汇率波动加剧风险

出口链板块销售主要集中于境外，并主要以美元进行结算，如果人民币/美元汇率出现大幅波动将直接影响公司以本币计量的营业收入。2022年，因美国加息等原因，美元兑人民币大幅升值，虽然在营收端以及汇兑收益方面对企业利好，但也对主要原材料在国外的企业造成了成本压力，若汇率波动加剧，或对公司产生不利影响。

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188