

轻工制造行业周报（24年第2周）

亚马逊提费与红海事件催化，中大件品海外仓需求趋势向好

超配

核心观点

本周研究跟踪与投资思考：跨境电商发展已然驶入快车道，无论是此前国内品牌建成建制出海，还是以 Shein、Temu 与 Tiktok 等为代表的电商海外崛起引起的出海小高潮，海外仓作为跨境链条中关键节点的重要性愈发凸显。

2023 年海外线上大件家具消费整体延续景气，且近期受亚马逊针对大件提费与红海事件催化，短期中大件品的海外仓需求向好趋势仍将有望延续。

海外仓打通跨境物流最后一公里。海外仓以空间换时间，平滑生产与配送周期且兼顾成本与配送效率，解决了跨境电商效率低、成本高、时效低等痛点。以全球海外仓数量前十的国家计，2022 年合计共 2356 个仓库/+30%，合计面积约 2600 万平方米/+58%。其中以家居家具、园艺等为代表的大件品成为海外仓主要发货品类，2022 年占比+10.9pct 至 41.8%，其次为消费电子、汽车摩托车及其配件，分别占比 12.3%/11.5%。

承接亚马逊 FBA 外溢需求，第三方海外仓格局逐步出清。亚马逊自 2020 年以来多次上调 FBA 履约费用，2023 年美亚小件产品的 FBA 配送成本较 2020 年高出 30% 以上，大型和重型商品的配送成本高出近 20%，因此越来越多的卖家需求外溢至第三方海外仓，在 2022 年海外仓客户中，主营亚马逊平台的卖家占比达到 78.9%。当前第三方海外仓的格局正逐步走向集中，一方面海外工业仓库租金快速上涨的压力不小，另一方面，以美国为代表的发达地区海外仓密度也已达到较高水平，除了资金实力支撑下的土地和仓库布局先发优势外，当前对海外仓服务商的运营管理能力要求也在逐步提高，与垂直品类匹配的专业服务管理与规模化优势或成为新的竞争要点。

海外线上家居家具景气，叠加亚马逊提费与红海事件催化，中大件海外仓需求旺盛。中大件品的线上化时间晚于 3C 消费电子与服饰类产品，近两年海外线上平台上偏大件的家居家具增速整体较为景气，2023 年美亚沙发、梳妆台椅、餐桌椅、茶几、橱柜销额分别+111%/77%/19%/18%/4%。此外，亚马逊美国站于 2023 年 12 月 6 日再次发布一系列费用调整政策，针对大件产品加收的费用主要体现为入库配置费与提高超龄库存附加费，叠加红海事件扰动下集运成本升高，截至 1 月 5 日，欧洲/美西/美东航线出口集运指数分别较 2023 年 12 月初提升 1.5%/5.7%/21.2%，海运不确定性增大，发往美东的大件客户备货也有明显提升，预计短期中大件产品对第三方海外仓需求的向好趋势仍将有望延续。

重点数据跟踪：市场回顾：上周轻工板块-1.28%，月相对收益+0.07%。**家居板块：**11 月家具类零售额同比+2.2%，建材家居卖场销额同比+116.8%；上周 TDI 国内现货价上涨 50 元/吨，纯 MDI 现货价上涨 50 元/吨，软泡聚醚市场价持平。**浆价纸价：**上周外盘针/阔叶浆报价持平，内盘针/阔叶浆分别下跌 150 元/吨、下跌 50 元/吨；上周内盘溶解浆价格持平，废纸现货价下跌 30 元/吨；上周双胶纸、白卡纸市场价均持平，箱板纸价格持平、瓦楞纸下跌 85 元/吨。**地产数据：**11 月住宅竣工依然延续双位数增长，12 月 30 大中城市商品房成交面积同比-11.6%，12 月二手房成交面积同比+45.2%。**出口数据：**11 月家具及纸制品的出口额同比有所好转。

投资建议：促消费及地产利好政策密集出台，浆价下行，看好家居及造纸企业的业绩弹性。家居板块当前估值位于低位，地产利好及促消费政策加码，有望推动楼市和消费持续回暖，家居板块龙头估值有望先行修复，重点推荐：

行业研究 · 行业周报

轻工制造

超配 · 维持评级

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

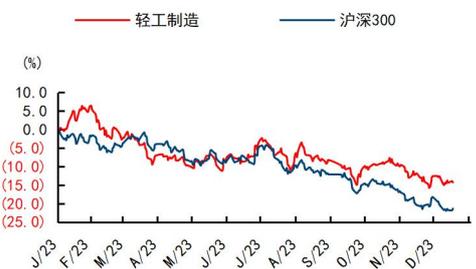
证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《轻工制造行业 1 月投资策略-跨境电商出海与补库需求拉动，关注家居家具外销链》——2024-01-03
- 《轻工制造行业周报(23 年第 50 周)-家居家具跨境电商迎机遇，美国亚马逊渠道增长强劲》——2023-12-19
- 《轻工制造行业周报(23 年第 48 周)-替代卷烟下海外电子烟快速增长，国内市场走向合规有序》——2023-12-05
- 《轻工制造行业周报(23 年第 46 周)-双十一大促落幕，家居家具行业销售表现相对靓丽》——2023-11-20
- 《轻工制造行业三季度综述&11 月投资策略-Q3 经营改善、盈利回升，家居及造纸龙头韧性显现》——2023-11-12

欧派家居/顾家家居/箭牌家居/志邦家居/索菲亚/公牛集团；关注造纸链盈利弹性，重点推荐太阳纸业以及特种纸龙头仙鹤股份；建议关注低基数的出口链板块顾家家居，重点推荐家具家居跨境电商龙头致欧科技。

风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
301376	致欧科技	买入	24.88	9,989	0.98	1.22	25.39	20.39
603833	欧派家居	买入	65.62	39,973	5.16	6.03	12.71	10.88
603816	顾家家居	买入	34.94	28,717	2.55	3.00	13.70	11.65
001322	箭牌家居	买入	11.87	11,515	0.77	0.94	15.48	12.67
603801	志邦家居	买入	15.93	6,954	1.47	1.73	10.86	9.22
002572	索菲亚	买入	15.55	14,975	1.46	1.71	10.66	9.08
603195	公牛集团	买入	89.38	79,686	4.18	4.86	21.40	18.38
002078	太阳纸业	买入	12.56	35,100	1.07	1.27	11.74	9.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

1. 核心观点与投资建议	6
2. 本周研究跟踪与投资思考	6
2.1、海外仓，打通跨境物流最后一公里	6
2.2、承接亚马逊 FBA 外溢需求，第三方海外仓格局逐步出清	8
2.3、海外线上家居家具景气，亚马逊提费与红海事件催化，中大件海外仓需求旺盛	12
3. 上周行情回顾	13
4. 重点数据跟踪	14
4.1 家居板块：11 月家具零售额延续增长，上周软体原料价格上涨	14
4.2 造纸板块：上周原料价格下跌，成品纸价格维稳持平	15
4.3 地产数据：11 月竣工延续双位数增长，商品房销售降幅走扩	17
4.4 出口数据：11 月家具及纸制品出口额同比好转	19
5. 重点公司公告与行业动态	19
5.1 公司公告	19
5.2 行业动态	20
6. 重点标的盈利预测	21

图表目录

图 1: 海外仓 2.0 运作模式	7
图 2: 2020-2022 年主要国家和地区海外仓数量 (个数)	7
图 3: 2021-2022 年海外仓发货品类订单占比 TOP10	7
图 4: 营收规模在 1 亿以下的海外仓服务商占比达 65%	8
图 5: 海外仓库资源分布: 租赁、自建与租赁+自建比例接近	8
图 6: 亚马逊美国站 FBA 费用变化 (单位: 美元)	10
图 7: 海外仓卖家主营平台以亚马逊为主	10
图 8: 谷仓北美海外仓分布	11
图 9: 无忧达北美海外仓分布	11
图 10: 美国核心港口和交通枢纽城市工业仓库租金快速上涨 (美元/平方英尺/年)	11
图 11: 2023M1-M12 美亚部分大件家居家具品类销额增速	12
图 12: 海运费价格受扰动后近期有所回升	13
图 13: 上周轻工板块实现相对正收益	13
图 14: 上周轻工子板块均为下跌	13
图 15: 社零与家具类零售额当月及累计同比	14
图 16: 建材家居卖场销售额当月及累计同比	14
图 17: TDI 国内现货价 (元/吨)	15
图 18: 纯 MDI 现货价 (元/吨)	15
图 19: 软泡聚醚华南地区市场价 (元/吨)	15
图 20: 外盘针叶浆阔叶浆价格 (美元/吨)	16
图 21: 国内针叶浆阔叶浆现货价格 (元/吨)	16
图 22: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)	16
图 23: 废纸现货价格 (元/吨)	16
图 24: 白卡纸和双胶纸价格 (元/吨)	17
图 25: 箱板纸和瓦楞纸价格 (元/吨)	17
图 26: 住宅开发、销售及竣工面积当月增速	17
图 27: 住宅开发、销售及竣工面积累计增速	17
图 28: 30 大中城市商品房成交面积及增速	18
图 29: 30 大中城市商品房成交面积积分结构增速	18
图 30: 十城二手房成交面积及同比增速	18
图 31: 家具及其零件出口额及同比增速	19
图 32: 纸浆及纸制品出口额及同比增速	19

表1: 不同类型的海外仓对比	8
表2: 以亚马逊平台为例, 针对大件产品, FBA 平台仓、自营仓与第三方海外仓的费用对比	9
表3: 国内外海外仓主要参与玩家	10
表4: 2024 年亚马逊美国站针对中大件货品提费	12
表5: A 股与港股轻工制造板块涨跌幅前五名	14
表6: 上周地产政策动态	19

1. 核心观点与投资建议

Q3 家居行业整体景气偏弱，龙头经营韧性凸显，盈利端大宗原材料价格红利与降费控本提效加持下业绩整体延续向好趋势。展望后续，地产利好及促家居消费等提振政策持续落地，Q4 家居焕新季与旺季来临，预计有望在订单与终端销售上逐渐体现。行业格局优化下龙头长期成长性凸显，看好基本面较强的龙头估值率先修复，推荐整装模式引领增长的定制家居龙头**欧派家居**，整家战略下客单值提升明显的**索菲亚**，运营稳健第二曲线快速增长的**志邦家居**以及新老业务新老渠道同步发力的**公牛集团**；推荐多元布局综合实力强的软体家具龙头**顾家家居**；同时看好成长性较好、弹性较大的智能家居标的，关注智能坐便器带动增长的卫浴龙头**箭牌家居**。

造纸产业链面临的成本高企格局迎来转机，Q3 浆价稳中上行叠加需求复苏打通提价通道，叠加前期低价浆的应用，纸企盈利底部向上。关注造纸链成本下行的盈利弹性释放，重点推荐**太阳纸业**与特种纸龙头**仙鹤股份**，建议关注大包装战略持续推进的纸包装龙头**裕同科技**。

出口链方面，随着海外库存去化补库需求回升，Q4 海外黑五、圣诞节等大促来临，同时龙头在出口复苏基础上客户与渠道拓展、供应链优化等 α 属性凸显，预计仍有望延续优异表现。推荐家居跨境电商龙头**致欧科技**，建议关注境外业务稳步拓展的软体龙头**顾家家居**。

文娱行业近年受双减与疫情双重打击，龙头通过新业务发力驱动增长。线下零售逐步复苏，大学汛文娱消费回暖，重点推荐**晨光股份**。

个护家清板块韧性显现，本土品牌通过渠道变革与产品升级实现稳健业绩，未来份额扩张成长性充足，重点推荐**百亚股份**，建议关注**蓝月亮集团**、**恒安国际**。

2. 本周研究跟踪与投资思考

在当前出海大时代下，跨境电商发展已然驶入快车道，无论是此前国内品牌成建制出海，还是近年以 Shein、Temu 与 Tiktok 等为代表的电商平台在海外崛起，从早期的产品出海进阶到当前供应链的仓储物流体系布局已渐成趋势，海外仓作为跨境电商链条中的重要境外节点，也成为各品牌商或电商平台出海的竞争高地与破局点；**2023 年以来，海外线上家具家居消费整体较为景气，且近期亚马逊提费与红海事件催化，预计短期大件产品对海外仓的需求向好趋势仍将有望延续。**

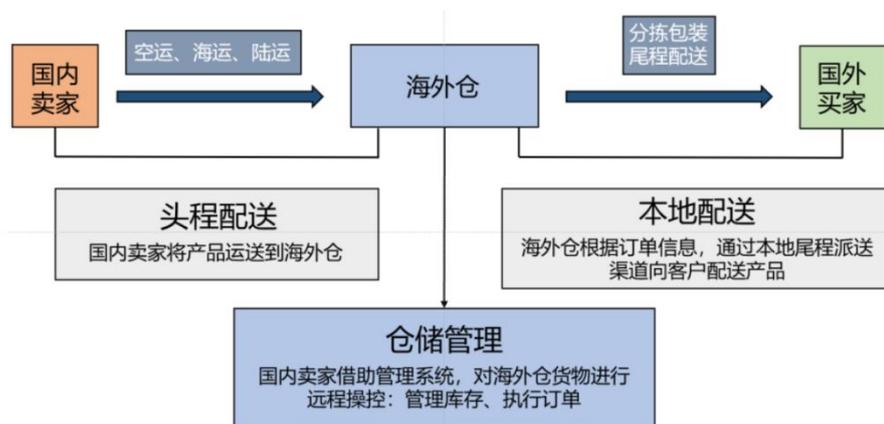
2.1、海外仓，打通跨境物流最后一公里

跨境电商物流包括前端揽收、运输分拣、国外报关、干线运输、海外清关、海外仓储、尾程派送等多个环节，长期以来由于链条较长且流程复杂，存在着效率低、成本高、时效低等多重问题；在多元的跨境物流方式中，当前国际专线与海外仓模式仍是首选，而海外仓以空间换时间、平滑生产与配送周期且兼顾成本与配送效率，近年实现了快速发展。

海外仓即通过租赁或自建形势在海外建立仓库，用以储存商品，然后再根据当地的销售订单，第一时间做出响应，即时从当地仓库进行分拣、包装和配送。其最大价值在于可根据全球预测自主备货、压缩运输周期与错开物流高峰，满足海外市场淡旺季需

求。随着智能仓储分拣技术的规模化应用，当前海外仓已进入 2.0 时代，从单一仓储功能走向包括仓储、头程尾程物流与退货售后的集合优化与整合。

图1：海外仓 2.0 运作模式

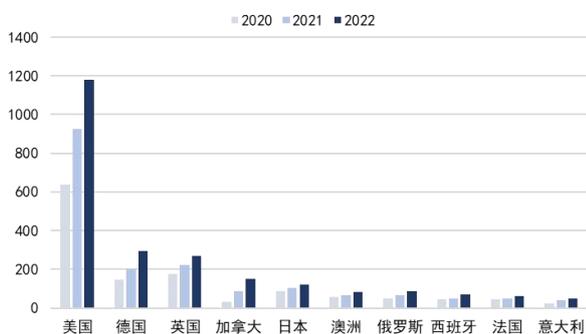


资料来源：乐歌股份公告，国信证券经济研究所整理

2020-2022 年全球海外仓数量与规模快速扩张。根据《2023 年海外仓蓝皮书》统计数据，截至 2022 年底，海外仓数量前十的国家或地区为美国、德国、英国、加拿大、日本、澳新等，合计 2356 个仓库，较 2021 年末增长 30%，面积合计约 2600 万平方米，较上年末增长约 58%。其中最大的美国市场 2022 年新增 253 至 1178 个海外仓，平均单仓面积达到 1.41 万平，呈现出一定规模化优势。

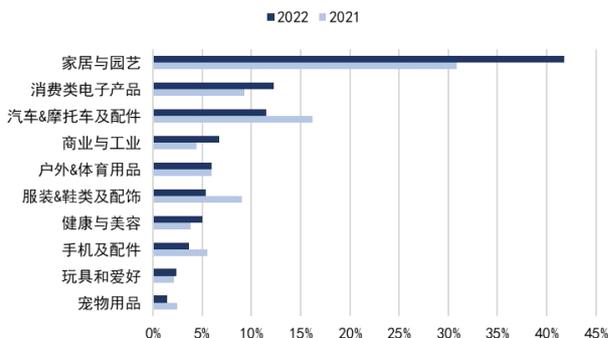
偏大件的家居与园艺为海外仓主要发货品类。早期跨境电商主要以 3C、汽配等中小件产品为主，相应的海外仓也多提供中小件的一件代发或换标等服务，近年随着基础物流的完善与大件品类跨境电商需求旺盛，以家居家具、园艺等为代表的大件成为海外仓的主要发货品类，2022 年发货订单占比同比提升 10.9pct 至 41.8%，其次为消费电子、汽车摩托车及其配件，分别占比 12.3%、11.5%。

图2：2020-2022 年主要国家和地区海外仓数量（个数）



资料来源：《2023 年海外仓蓝皮书》，国信证券经济研究所整理

图3：2021-2022 年海外仓发货品类订单占比 TOP10

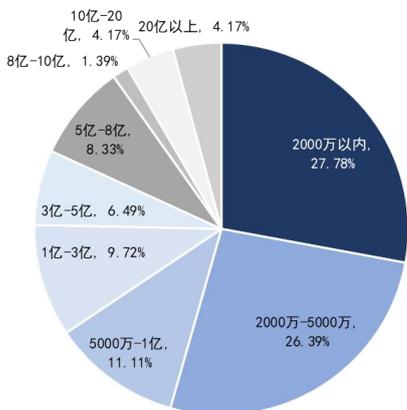


资料来源：《2023 年海外仓蓝皮书》，国信证券经济研究所整理

小规模海外仓服务商占比过半。根据《2023 年海外仓蓝皮书》对海外仓服务商的调研统计数据，当前海外仓服务商仍以中小规模为主，年营收 1 亿元以内的海外仓服务商占比达 65.3%，营收规模在 10 亿以上的占比仅 8.3%。从仓库资源分布来看，纯租赁、

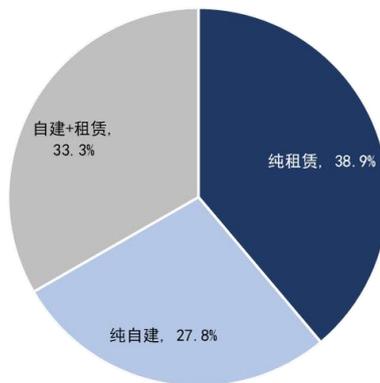
完全自建与自建+租赁的海外仓比例较为接近，分别占比为 38.9%/27.8%/33.3%。

图4: 营收规模在 1 亿以下的海外仓服务商占比达 65%



资料来源:《2023 年海外仓蓝皮书》, 国信证券经济研究所整理

图5: 海外仓库资源分布: 租赁、自建与租赁+自建比例接近



资料来源:《2023 年海外仓蓝皮书》, 国信证券经济研究所整理

2.2、承接亚马逊 FBA 外溢需求，第三方海外仓格局逐步出清

目前海外仓主要有平台自营仓、第三方海外仓与卖家自营仓等三种运营模式，其中第三方海外仓 1) 相较于 FBA/WFS 等电商平台仓，仓储、配送费用更低，可跟任意电商平台的卖家合作，售后服务也更加完善，产品被退回后更换标签、重新包装产品便可再次上架，减少损失；2) 与卖家自营仓相比，可提供清关、税保、仓储、尾程配送以及售后的一站式服务，同时规模效应明显，与 FedEx、UPS 等快递服务商的议价能力强，谈下来的运输折扣更低，此外卖家也无需投入租仓或建仓、仓库运营的巨额资金。

表1: 不同类型的海外仓对比

	亚马逊 FBA 仓	沃尔玛 WFS 仓	第三方海外仓	卖家自建/自租海外仓
				
	亚马逊仓储配送服务的仓库，为卖家提供包括仓储、打包、配送、收款以及售后等一条龙服务。	沃尔玛平台官方配送服务仓库。卖家将库存运送到沃尔玛配送中心，再由沃尔玛处理所有后续服务。	由第三方服务商在当地建设或者租赁，为跨境卖家提供海外仓储配送服务的仓库。	卖家自己出资，在海外本土开建的仓库，以满足自家产品在当地的仓储配送需求。
优势	<p>1. 增加产品曝光度: 如提高卖家的 Listing 排名、帮助卖家抢夺购物车等。</p> <p>2. 提升配送时效: FBA 仓储物流中心一般建在机场附近，同时全美仓库布局较多。</p>	<p>1. 提高产品曝光率和转化率: 享有平台首页更多曝光和转化的提升扶持，进而获得更高的搜索排名。</p> <p>2. Walmart+两天免费送货: WFS 在美国境内可以提供 2 日达服务，且卖家可以就近选择线下零售店进行退货。</p>	<p>1. 物流成本更低: 比卖家自己雇佣操作员处理订单，以及自己租用仓库管理库存实惠；费用也比电商仓库更便宜；</p> <p>2. 配送时效更快: 运营经验丰富，节省运输、报关、清关等各方面复杂流程所耗时间，配送时效更快。</p> <p>3. 库存管理更高效: 通过海外仓的系统，库存管理及盘点更清晰，还能帮助卖家优化补货决策，避免备货太多导致库存积压或是出现断货。</p>	<p>灵活: 卖家可以自己掌控系统操作和管理</p>

劣势

1. 综合费用偏高：与自配送的所有相关费用相比，卖家需要支付亚马逊物流仓储一系列费，且 FBA 多次上调配送费。

2. 标签问题影响入库：若产品标签出现错误或破损，产品无法入库，将影响店铺正常工作运营。

3. 退换货问题：亚马逊支持卖家无理由退款退货，假设卖家退货只能退回至美国地址或海外仓，通过第三方再退回国内，运费成本高昂，请亚马逊工作人员销毁还需额外付费。

适合产品

1. 质量、性能过硬的产品：一般不出现退换货情况，可以很大程度上减少卖家损耗。

2. 体积小、利润高的产品：体积小的产品就很适合通过 FBA 仓发货，因为除了易于运输外还可以节约成本，而大和重的产品收费较高。

1. 仓库供不应求：目前沃尔玛仓库投入使用的数量不够充足，官方仓容一直供不应求，平台对申请 WFS 的店铺考核较严格，也存在进仓难、上架慢的现象。

2. 无多渠道履行：与亚马逊 FBA 不同，沃尔玛只能承运 Walmart.com 上发生的订单，无法为其他平台发货，没有国际运输。

1. 非易腐烂的商品，非管制商品。

2. 商品须符合 WFS 尺寸和重量要求。

3. 现阶段已有稳定订单量的商品。

1. 运营成本提升：使用第三方海外仓服务的卖家往往需要囤货，卖家将一部分运营成本压在了海外仓备货上，运营成本提升，资金压力也更大。

2. 选品能力要求高：使用第三方美国海外仓服务的卖家需要具备较强的选品能力，因为产品滞销会产生库存积压，导致卖家资金难以回笼。

1. 单价高、贵重产品：如电子产品、珠宝首饰等，采用海外仓一件代发模式能降低产品损坏或者丢失的概率。

2. 尺寸大、重量重产品：如家居，小家电，汽配等产品，海外仓代发的仓储物流费用相对更便宜。

3. 淡旺季明显的产品：如节日主题的产品。

4. 库存周转快的产品：产品库存周转快就不会压仓或滞销，海外仓代发能助力销售，同时利于卖家回笼资金。

自租或自建仓的**风险和成本也会更高**（尤其是自建），海外仓涉及关务、法务、税务等，且如果体量不大，没有规模优势，很难拿到好的当地配送价格。

跨境卖家根据自己的战略规划与规模体量选择

资料来源：博谷仓储供应链，国信证券经济研究所整理

表2: 以亚马逊平台为例，针对大件产品，FBA 平台仓、自营仓与第三方海外仓的费用对比

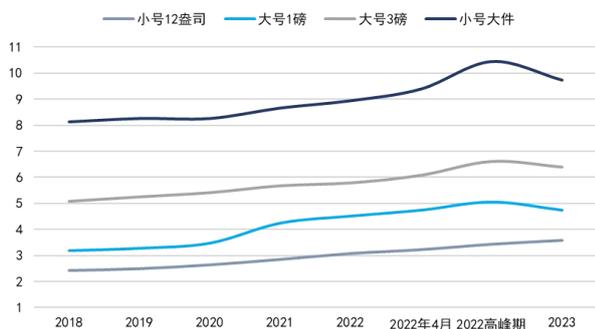
	电商平台仓	自营仓	第三方海外仓
平台交易费用率	16%-17%	16%-17%	16%-17%
运输费率	23%-25%	13%-17%	15%左右 (第三方服务商议价能力强，可与 FedEx、UPS 等快递服务商谈下来更低运输折扣)
仓储费率 (运营)	2%-4%	1.2%-1.8%	依据货物体积、占用货位天数进行阶梯式收费。但由于仓储费并非海外仓核心收入，以乐仓为例，一般会约定 1-2 个月免租期。
仓储租赁费率	-	约 3%	-

资料来源：致欧科技、乐歌股份公告，国信证券经济研究所整理

注：上述费用率是为了简化测算的近似费用率，并非精确费用率

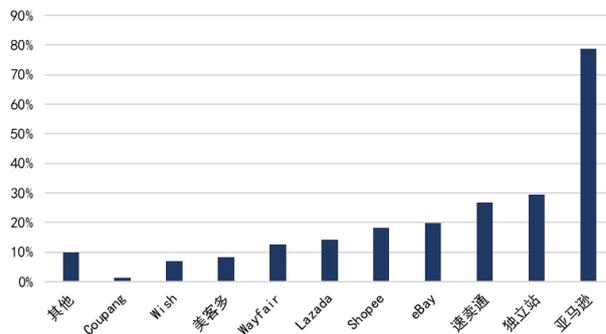
亚马逊自 2020 年以来多次上调 FBA 费用，第三方海外仓顺势承接外溢需求。自 2020 年以来亚马逊将不断增长的成本转嫁给第三方卖家，与 2020 年相比，2023 年亚马逊美国站 FBA 履约费中小件商品的配送成本高出 30% 以上，大型和重型商品的配送成本高出近 20%。根据《2023 年海外仓蓝皮书》的海外仓卖家统计数据，2022 年主营亚马逊平台的卖家占比已达到 78.9%，其次为独立站、速卖通与 eBay，分别占比 29.6%/26.8%/19.7%，亚马逊卖家已成为第三方海外仓的主要客户。

图6: 亚马逊美国站 FBA 费用变化 (单位: 美元)



资料来源: Marketplace Pulse, 国信证券经济研究所整理

图7: 海外仓卖家主营平台以亚马逊为主



资料来源: 《2023 年海外仓蓝皮书》, 国信证券经济研究所整理

当前国内提供直邮或海外仓的服务商超 4000 家, 整体看格局较为分散, 国内知名海外仓服务商有以中小件商品物流为主的谷仓海外仓、递四方、京东物流等, 也有专注于中大件的乐歌、无忧达、大健云仓等。1) 在提供仓储、物流快递与其他增值服务的基础上, 各家的各项业务收费模式类似, 而收费价则因服务客户群体、货物类别以及货物流向区域等方面存在差异; 2) 在仓库的地理为位置分布上, 多集中于美东美西的核心港口和交通枢纽城市, 如新泽西、萨凡纳、洛杉矶等, 但从仓库选址来看, 偏大件的海外仓更靠近港口区域, 而小件的海外仓则更靠近城市商圈与国际机场。

表3: 国内外海外仓主要参与玩家

	主要定位	市场区域以及仓储分布
乐歌股份	专注于中大件产品的海外仓服务, 涵盖头程海运, 海外仓储及尾程派送服务	截至 2023 年 9 月, 公司在美国、德国、日本、英国等地设有海外仓, 累计全球共 13 仓, 面积 28.82 万平方米, 其中全美 10 个核心港口和交通枢纽城市, 覆盖美西、美中、美南、美东, 累计服务超过 500 家客户
谷仓海外仓	以小件商品为主的海外仓、头程干线、海外仓储、尾程派送、合同物流服务	谷仓海外仓拥有海外仓面积超 120 万平方米, 海外仓分布在北美、德国、法国、英国、捷克、澳洲、日本等地, 其中美国海外仓面积突破 70 万平方米
递四方	以小件商品为主的海外仓, 全球订单履约、仓储与物流管理系统、全球退货解决方案、全球包裹直发、以及全球转运进口服务	递四方在全球 18 个国家建设 50 余个海外仓, 总面积近 100 万平方米。覆盖北美、澳大利亚、日本、英国、德国、西班牙、捷克等地, 其中美国海外仓总面积约 24.5 万平方米
京东物流	为快消品、3C、服装、家电家具、汽车、生鲜等行业客户提供一体化供应链解决方案	截至 2023 年 6 月末, 京东物流拥有接近 90 个保税仓库、直邮仓库和海外仓库, 总管理面积近 90 万平方米。截至 2023 年 2 月末, 京东物流美国自营海外仓总面积约 12.08 万平方米
无忧达	中大件产品的海外仓、国际海运、端到端物流服务	无忧达在全球拥有 19 个自营海外仓, 覆盖欧洲、北美地区, 拥有约 37 万平方米自营仓储和配送体系, 其中美国海外仓总面积约 26.89 万平方米
大健云仓	中大件产品的海外仓服务、大健云仓 B2B 物流平台	大健云仓在北美、欧洲、亚洲等地区共运营 21 个海外仓, 其中美国拥有 14 个海外仓, 总仓库面积约 37 万平方米, 主营业务分为平台模式及自营模式
Shipwire	为中小型企业 and 电商公司提供全球物流和仓储解决方案	美国 Shipwire 公司的物流中心遍布全球 30 多个国家和地区, 主要分布在美国、加拿大、欧洲等地区。Shipwire 利用母公司基华物流在全球 1030 万平方米的仓库网络, 为客户提供优质的全球物流仓储服务

资料来源: 乐歌股份公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 谷仓北美海外仓分布



资料来源: 谷仓官网, 国信证券经济研究所整理

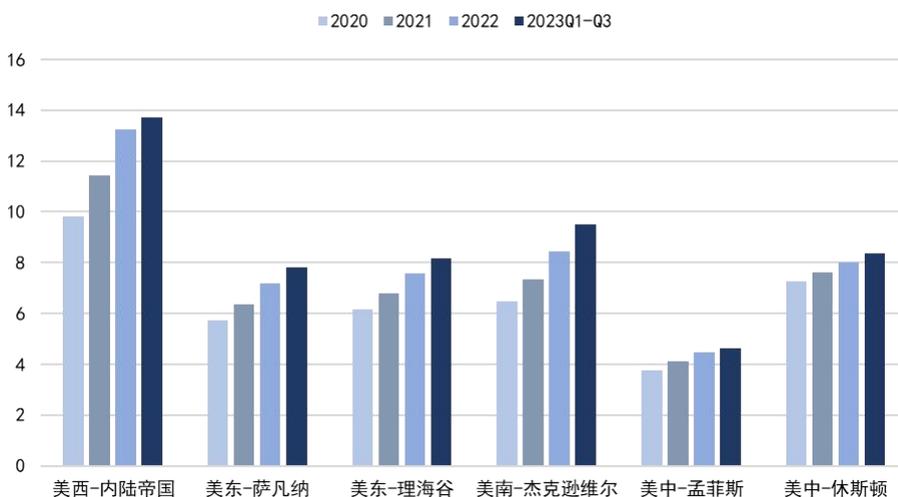
图9: 无忧达北美海外仓分布



资料来源: 无忧达官网, 国信证券经济研究所整理

第三方海外仓正处于洗牌出清过程中, 预计格局将逐步走向集中。海外仓行业具有明显的规模效应, 一方面, 随着前期合约陆续到期与海外工业仓库租金快速上涨, 部分依靠短期租赁方式运营、没有合规性物流账号且管理不规范的中小海外仓将被挤出; 另一方面, 随着近两年的扩张, 以美国为代表的发达市场的海外仓密度已经较高, 临近港口与城市枢纽的土地资源相对较为稀缺, 除了资金实力支撑下的土地和仓库布局等先发优势外, 当前对海外仓服务商的运营管理能力要求也在逐步提高, 与垂直品类匹配的专业服务管理与规模化优势或成为新的竞争要点。

图10: 美国核心港口和交通枢纽城市工业仓库租金快速上涨 (美元/平方英尺/年)

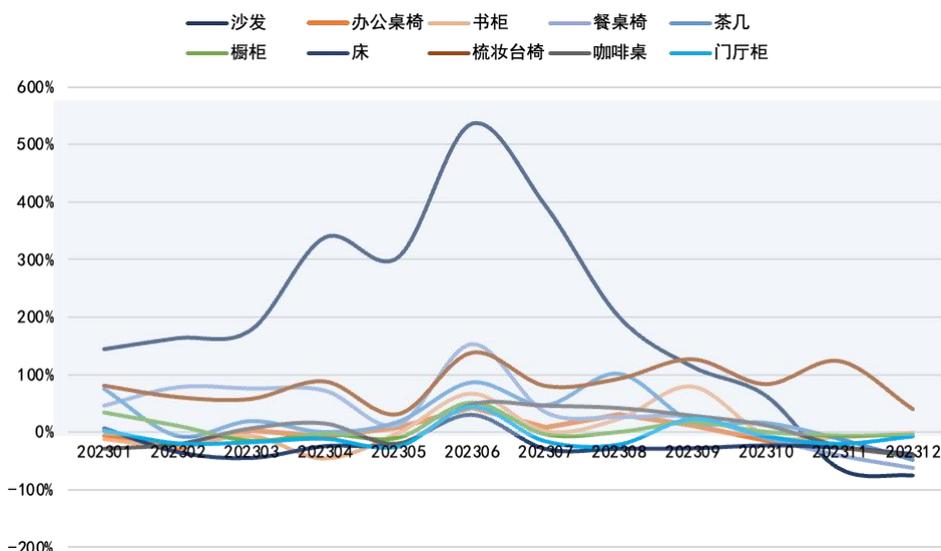


资料来源: CoStar, 乐歌股份公告, 国信证券经济研究所整理

2.3、海外线上家居家具景气，亚马逊提费与红海事件催化，中大件海外仓需求旺盛

2020 年以来跨境电商一直处于快速增长阶段，同时伴随着 Temu、Tiktok 等平台的崛起再次掀起跨境出海小高潮。分品类看，由于海外大件产品的线上化节奏略晚于 3C 消费电子、服饰等中小件产品，2023 年以来美亚马逊为主的海外线上平台中偏大件的家居家具产品的增速依然整体较为景气，2023 年美亚上沙发、梳妆台椅、餐桌椅、茶几、橱柜的销额分别增长 111%/77%/19%/18%/4%。

图11: 2023M1-M12 美亚部分大件家居家具品类销额增速



资料来源: 美国亚马逊, 国信证券经济研究所整理

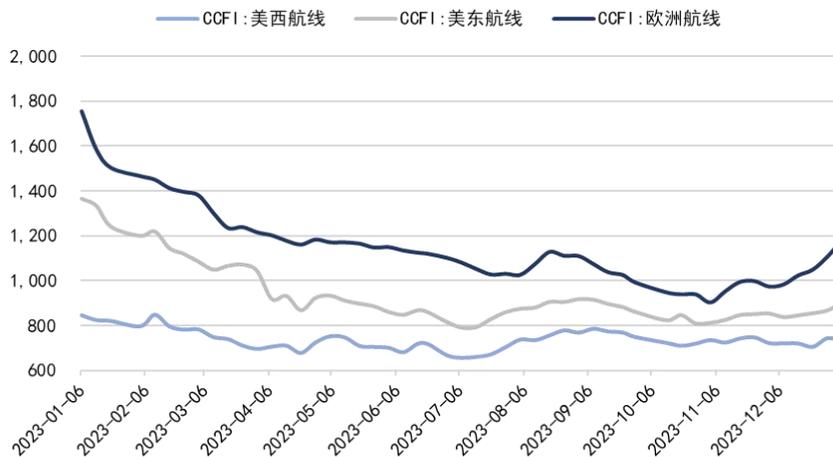
近期亚马逊提费与红海事件催化，预计中大件海外仓需求将持续旺盛。亚马逊美国站于 2023 年 12 月 6 日再次发布一系列费用调整政策，其中针对大件产品加收的费用主要体现为入库配置费与提高超龄库存附加费等，此次对周转效率偏低的中大件产品提费，或将助推越来越多卖家倾向于第三方海外仓；此外，在近期红海事件扰动下集运成本升高，当前欧洲/美西/美东航线出口集运指数分别较 2023 年 12 月初提升 1.5%/5.7%/21.2%，海运不确定性增大，发往美东的大件客户备货也有明显提升，预计短期大件海外仓需求旺盛的向好趋势仍将有有望延续。

表4: 2024 年亚马逊美国站针对中大件货品提费

入库配置服务费 (2024/3/1 生效)	针对标准尺寸商品	平均每件收费 0.27 美元		
	针对大件商品	平均每件收费 1.58 美元		
超龄库存附加费 (2024/2/15 生效)	单位 (美元/立方英尺)	库存 271-300 天	库存 301-330 天	库存 331-365 天
		2024/2/15 前	3.8	4.0
	2024/2/15 后	5.45	5.70	5.90

资料来源: 亚马逊全球开店, 国信证券经济研究所整理

图12: 海运费价格受扰动后近期有所回升

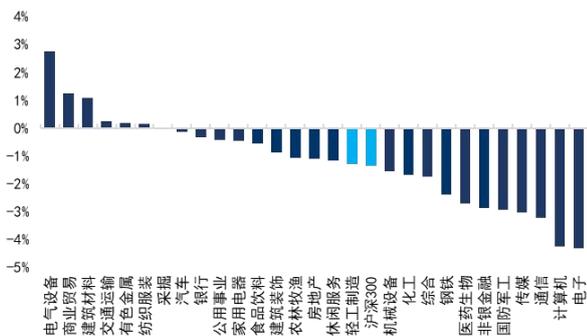


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3. 上周行情回顾

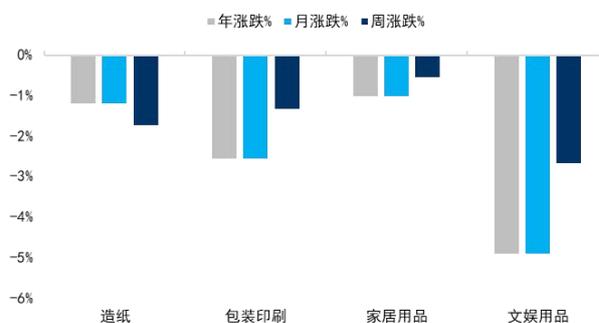
上周轻工板块-1.28%，沪深300指数-1.35%，相对收益+0.07%。上周轻工行业二级子板块均有下跌，其中造纸、包装印刷、家居用品、文娱用品分别-1.72%、-1.33%、-0.54%、-2.67%。

图13: 上周轻工板块实现相对正收益



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 上周轻工子板块均为下跌



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上周A股轻工板块涨幅榜前五的公司分别为王子新材(+16.6%)、家联科技(+14.2%)、嘉益股份(+12.2%)、翔港科技(+9.1%)以及沐邦高科(+8.2%); 港股轻工板块涨幅榜前五的公司分别为卡森国际(+5.0%)、敏华控股(+1.8%)、理文造纸(+1.0%)、维达国际(+0.7%)、纷美包装(+0.6%)。

表5: A股与港股轻工制造板块涨跌幅前五名

A股轻工制造板块涨跌幅前五						港股轻工制造板块涨跌幅前五					
涨幅前五名			跌幅前五名			涨幅前五名			跌幅前五名		
股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅
002735.SZ	王子新材	16.6%	002862.SZ	实丰文化	-28.6%	0496.HK	卡森国际	5.0%	2689.HK	玖龙纸业	-8.5%
301193.SZ	家联科技	14.2%	833075.BJ	柏星龙	-23.3%	1999.HK	敏华控股	1.8%	1812.HK	晨鸣纸业	-3.4%
301004.SZ	嘉益股份	12.2%	831526.BJ	凯华材料	-22.3%	2314.HK	理文造纸	1.0%	1044.HK	恒安国际	-3.3%
603499.SH	翔港科技	9.1%	872392.BJ	佳合科技	-17.5%	3331.HK	维达国际	0.7%	6969.HK	思摩尔国际	-3.2%
603398.SH	沐邦高科	8.2%	831445.BJ	龙竹科技	-17.5%	0468.HK	纷美包装	0.6%	0336.HK	华宝国际	-0.8%

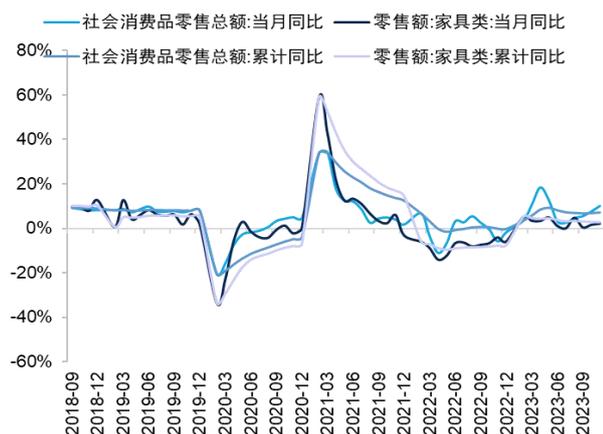
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

4. 重点数据跟踪

4.1 家居板块: 11月家具零售额延续增长, 上周软体原料价格上涨

销售跟踪: 11月家具类零售额同比+2.2%, 建材家居卖场销售额同比+116.8%。根据国家统计局, 11月我国社会消费品零售总额 42505 亿元, 当月同比+10.1%; 1-11月累计 427945 亿元, 累计同比+7.2%; 11月家具类零售额 164 亿元, 同比+2.2%; 1-11月累计 1377 亿元, 累计同比+2.8%。根据中国建筑材料流通协会, 11月建材家居卖场销售额 1319 亿元, 当月同比+116.8%; 1-11月累计销售额 14215 亿元, 累计同比+30.5%。

图15: 社零与家具类零售额当月及累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 建材家居卖场销售额当月及累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

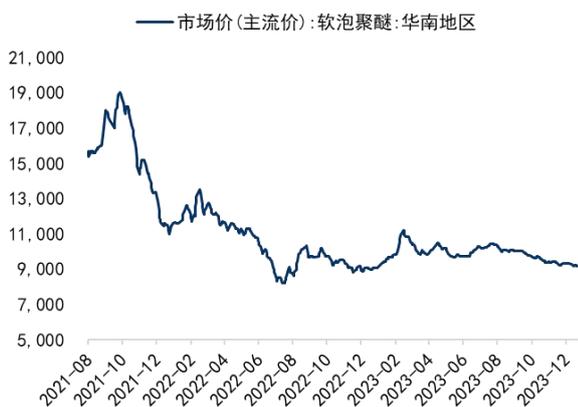
原料跟踪: 软体家具上游方面, 截至1月12日, TDI 国内现货价 16650 元/吨, 较上周上涨 50 元/吨; 纯 MDI 报价 19850 元/吨, 较上周上涨 50 元/吨; 软泡聚醚市场价 9175 元/吨, 较上周持平。

图17: TDI 国内现货价 (元/吨)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 纯 MDI 现货价 (元/吨)


资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图19: 软泡聚醚华南地区市场价 (元/吨)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4.2 造纸板块: 上周原料价格下跌, 成品纸价格维稳持平

原料价格: 针/阔叶浆外盘报价自 4 月大幅回落后呈小幅抬升趋势, 截至 1 月 12 日, 外盘阔叶浆金鱼报价为 650 美元/吨, 环比上周持平; 外盘针叶浆银星报价 760 美元/吨, 环比上周持平。

针/阔叶浆国内现货价自 3 月以来大幅回落, 近期报价也有所回升。截至 1 月 12 日, 华南地区针叶浆银星市场价 5800 元/吨, 较上周下跌 150 元/吨; 华南地区阔叶浆金鱼市场价 5100 元/吨, 较上周下跌 50 元/吨。

溶解浆内盘价格自 2022 年 7 月以来持续回落, 截至 1 月 12 日, 溶解浆内盘价格 7400 元/吨, 较上周持平; **废纸现货价**自 2022 年 5 月以来持续走低, 9 月以来价格小幅抬升, 截至 1 月 12 日, 废纸现货价 1574 元/吨, 较上周下跌 30 元/吨。

图20: 外盘针叶浆阔叶浆价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 国内针叶浆阔叶浆现货价格 (元/吨)



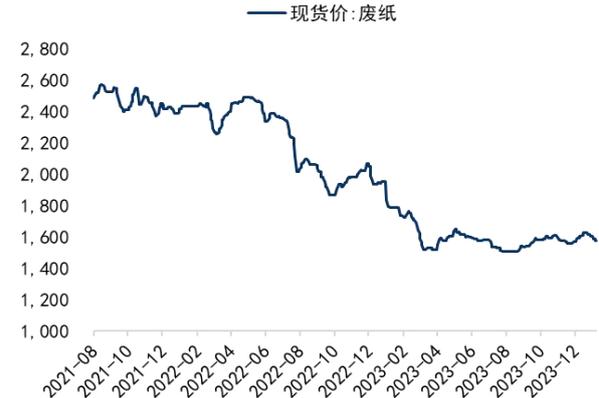
资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图22: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 废纸现货价格 (元/吨)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

成品纸价格: 文化纸方面, 白卡纸双胶纸价格大幅回落后有上涨趋势, 截至1月12日, 白卡纸(250g)市场均价为5210元/吨, 较上周持平; 双胶纸(70g 华夏太阳)市场均价为5700元/吨, 较上周持平。**包装纸方面,** 箱板纸瓦楞纸价格下行后底部逐渐抬升, 截至1月12日, 箱板纸(140g)市场均价为4650元/吨, 较上周持平; 瓦楞纸(140g)市场均价3410元/吨, 较上周下跌85元/吨。

图24: 白卡纸和双胶纸价格（元/吨）



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图25: 箱板纸和瓦楞纸价格（元/吨）



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

4.3 地产数据：11月竣工延续双位数增长，商品房销售降幅走扩

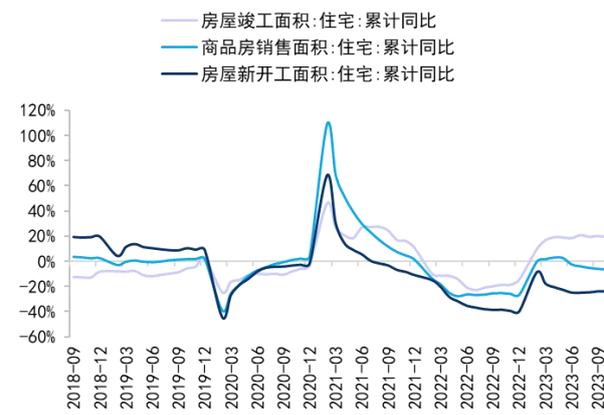
随着保交楼政策稳步推进，11月住宅竣工依然延续双位数增长。据国家统计局，11月我国商品房住宅新开工/竣工/销售面积分别同比+4.8%/+12.5%/-23.5%，累计数据看，1-11月我国商品房住宅新开工/竣工/销售面积分别同比-21.5%/+18.5%/-7.3%，较1-10月+2.1pct/-0.8pct/-0.5pct。受益于保交楼政策持续推进，住宅竣工数据依旧延续双位数增长，随着地产利好政策相继落地，住宅新开工与销售数据环比有所改善。

图26: 住宅开发、销售及竣工面积当月增速



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图27: 住宅开发、销售及竣工面积累计增速



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

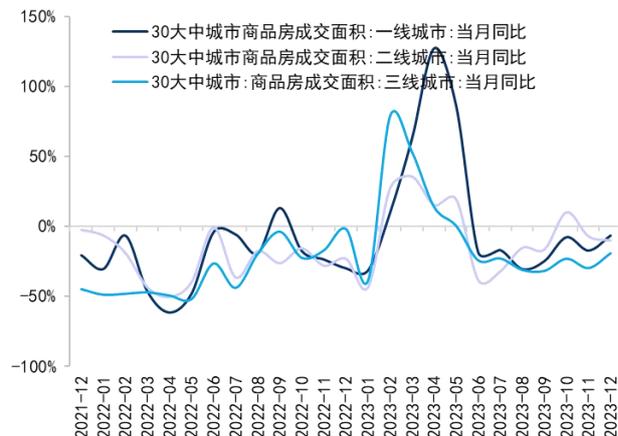
12月30大中城市商品房成交面积同比下滑11.6%。12月我国30大中城市商品房成交面积当月同比-11.6%，降幅较11月收窄3.6pct，其中一线、二线及三线城市商品房成交面积当月增速分别为-6.5%/-10.3%/-19.3%；累计数据看，1-12月30大中城市商品房成交面积累计同比-7.1%，降幅较1-11月扩大0.4pct，其中一线、二线及三线城市商品房成交面积累计同比分别为-0.7%/-9.0%/-10.7%。周度数据方面，2024W2（1/7~1/14）我国30大中城市商品房成交面积当周同比-48.5%，其中一线、二线、三线城市商品房成交面积当周同比分别-52.1%/-43.6%/-56.7%。

图28: 30大中城市商品房成交面积及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: 30大中城市商品房成交面积分结构增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

二手房市场方面，12月十城二手房成交面积双位数增长。据十城二手房成交面积数据统计(截至1月12日已更新8城数据),12月十城二手房成交面积同比+45.2%。周度数据方面,2024W2(1/8~1/14)我国十城二手房成交面积同比-6.9%,其中南京、深圳、厦门、苏州、杭州、青岛、扬州、佛山、渭南、北京二手房成交面积分别同比-27.6%、+76.1%、-25.5%、-23.1%、+76.1%、+17.8%、+0.8%、+29.7%、+11.5%、-15.9%。

图30: 十城二手房成交面积及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

政策端:据克而瑞地产研究,2024W1(1/1~1/7)中央层面,1月2日,央行公布数据,2023年12月净新增抵押补充贷款3500亿元。地方层面,佛山、菏泽等18城政策微调,需求端主要涉及放松限贷、放松公积金贷款、发放购房补贴等方面。

表6: 上周地产政策动态

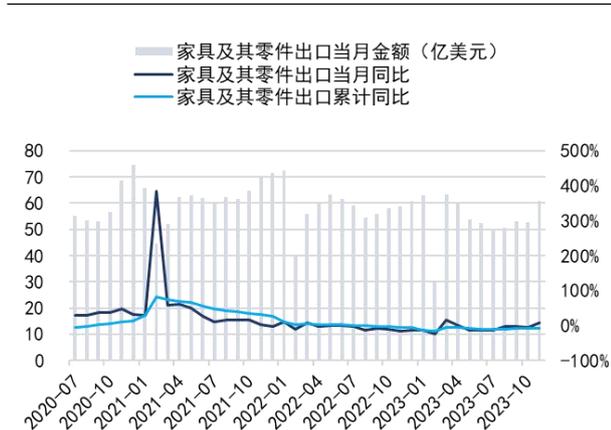
日期	部门	主要内容
1月2日	央行	央行重启PSL, 规模达到单月净投放历史第三高
1月2日	盐城市东台市	加大征迁“房票”补贴力度, 支持购房即落户
1月2日	常州	常州经开区在市级补贴的基础上, 给予人才最高30万元额外购房补贴
1月2日	曲靖	公积金贷款最高限额提高至100万元, 允许提取公积金付首付款
1月3日	漳州	父母既有住房加装电梯的, 可提取本人、配偶、子女的公积金
1月3日	菏泽	将公积金贷款首付比例的阶段性政策调整为常规性政策
1月3日	海南	海南拟优化公积金“存贷挂钩”, 夫妻双方缴存保底贷款额度40万元
1月3日	洛阳	购房抽奖最高可获50万元, 在棚户区改造项目试点推行“房票”制度
1月3日	达州	达州买新建商品住房可获每平米200元补贴, 允许公积金又提又贷
1月4日	济宁	住房公积金贷款最长期限由25年延长至30年
1月4日	上饶	经济适用住房上市交易从取得房产证满5年改为合同满5年
1月4日	呼和浩特	启动“五万大学生留呼”专项行动, 买房最高补贴10万元
1月4日	湛江	高校毕业生缴存公积金起5年内, 首次公积金贷款额度提高10万元
1月4日	佛山	双缴存职工家庭首套住房最高可贷130万元
1月4日	通辽	优化商转公积金贷款政策, 新增公积金贷款缩期业务
1月5日	深圳	拟出新规推进城中村改造涉全市约40%建面
1月5日	黄冈	4项住房公积金阶段性支持政策执行时限延期至今年年底
1月5日	苏州	六区细则全部公布, “卖旧买新”购房最高可全额补贴购房契税
1月5日	海南	拟出台灵活就业人员公积金办法: 缴存比例不得低于10%, 不得高于24%
1月5日	成都	成都“8+1”县(市)取消积分入户, 人才落户放宽至大专学历

资料来源: 克而瑞地产研究, 国信证券经济研究所整理

4.4 出口数据: 11月家具及纸制品出口额同比好转

11月家具与纸制品出口额同比有所好转。根据海关总署, 11月我国家具及其零件出口额61.0亿美元, 单月同比+8.1%, 增速较10月的-5.8%实现转正; 1-11月累计出口额590.1亿美元, 累计同比-7.3%。11月纸浆、纸及其制品出口额25.2亿美元, 单月同比-7.8%, 降幅较10月收窄7.7pct; 1-11月累计出口273.6亿美元, 累计同比-6.2%。

图31: 家具及其零件出口额及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: 纸浆及纸制品出口额及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

5. 重点公司公告与行业动态

5.1 公司公告

【慕思股份】截至 2024 年 1 月 5 日，以集中竞价交易方式累计回购公司股份数量为 407.29 万股，占总股本 1.02%，成交总金额 13259.07 万元。

【公牛集团】1) 选举阮立平先生为第三届董事会董事长，选举阮学平先生为第三届董事会副董事长，拟聘任阮立平先生为总裁、刘圣松先生为董事会秘书兼财务总监，拟聘任刘圣松先生、周正华先生、李国强先生为资深副总裁，拟聘任靳晓雪女士为证券事务代表。2) 在确保正常生产经营活动的前提下，拟开展铜、银、铝、锡、塑料粒子、纸浆等大宗原材料的期货业务，涉及主要结算币种为人民币，投入的流动性资金（保证金）最高额度不超过人民币 8 亿元，有效期限 2024 年 2 月 6 日至 2025 年 2 月 5 日。

【尚品宅配】第一期员工持股计划存续期将于 2024 年 2 月 11 日期满，截至目前，本员工持股计划尚持有公司股票 79500 股，占总股本 0.04%。基于对公司未来发展的信心和对公司价值的认可，拟同意将第一期员工持股计划的存续期展期 12 个月，即延期至 2025 年 2 月 11 日。

【顾家家居】顾家集团和 TB Home 合计持有公司 388555.53 万股股票，占总股本 47.28%。本次部分股票解除质押后，累计质押股票 14162.18 万股，占顾家集团和 TB Home 共同持有公司股数的 36.45%，占总股本 17.23%。

【顾家家居】公司于 2024 年 1 月 10 日收到盈峰睿和投资、顾家集团及 TB Home 的通知，本次股份转让的过户手续已办理完成，并取得了中国证券登记结算有限责任公司上海分公司出具的《过户登记确认书》。本次股份转让后，顾家集团、TB Home 及盈峰睿和投资分别持股 12.84%/5.01%/29.42%。

【慕思股份】公司部分经销商增持公司股份计划实施完成，2023 年 8 月 26 日至 2024 年 1 月 11 日以集中竞价交易方式累计增持股份 215.0 股，占总股本 0.54%，合计增持金额为 6734.62 万。

5.2 行业动态

近日，中央经济工作会议顺利召开，提出了多项关系着家居行业发展的重要政策：落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展；积极培育智能家居、国货“潮品”等新的消费增长点；推动大规模设备更新和消费品以旧换新；促进房地产市场平稳健康发展，加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。以上政策将给家居行业带来重要影响。

尚品宅配：2023 年 12 月 30 日，布蘭斯&尚品宅配颜选定制超级 MALL 正式揭幕，作为定制+软体双品牌融合专卖店模式，可实现全屋定制+软体定制的深度融合体验。除了双品牌融合店态，它还有 2 种店态模式：1) 布蘭斯店，以家具展示为主+全屋定制配套陈列为辅，门店将对布蘭斯的蘭雅、蘭逸、蘭栖等七大系列，与全屋定制配套进行展示；2) 尚品宅配店，以全屋定制为主+家具配套情景间为辅。门店将以展示尚品宅配全屋定制产品为主，辅以展示布蘭斯软装。

志邦家居：2023 年 12 月 27 日，志邦家居受邀参加广东星艺装饰集团供应链 2024 年度合作共融恳谈会，并正式签署战略合作协议。基于双方在整装战略层面认知的高度契合，志邦家居将携手星艺装饰依托各自资源覆盖范围和业务领域优势，充分把握市场需求，为消费者提供更高品质的产品和服务。未来，双方将聚焦整装赛道，开展更广领域、更深层次的合作。

江山欧派：公司取消经销商独家代理模式，推行各类经销商同步开拓的业务模式，提高市场占有率。公司执行走出去战略，持续开拓中东、东南亚、北美等市场，

跟进主流市场项目，加强主流客户开发及转化，主流媒介引流及品牌推广，扩充销售类别，助力多品类销售。

索菲亚：2024 年会加快门店开店速度，通过多品牌、全渠道快速开店，布局空白市场，门店拓展也将会成为公司 2024 年发展的重要渠道之一。索菲亚品牌主要是进行终端市场的加密补充，米兰纳、司米、华鹤以及整装渠道的门店主要是对空白市场的覆盖，截至 2023Q3，索菲亚品牌拥有经销商 1636 个，专卖店 2773 家；米兰纳品牌共有经销商 497 个，专卖店 487 家；司米品牌拥有经销商 219 个，专卖店 252 家；华鹤品牌共有经销商 279 个，专卖店 282 家。

居然之家：作为“销售分成”政策发布后的首批实施门店，居然之家内江智能家居体验中心自 2023 年 12 月中旬开业以来，半月销售额逾 2000 万元，实现门店招商率达 98%，共计引入品牌 122 个，日均销售额突破 100 万元。居然之家采取“一店两制”模式即收租模式与销售分成并行不悖，预计 2024 年居然之家的整体招商率将提升至 98%。

纸业网：我国延长对七种美国阔叶木材的关税豁免。根据《国务院关税税则委员会关于对美加征关税商品第十一次排除延期清单的公告》，对美加征关税商品第十一次排除延期清单于 2023 年 12 月 31 日到期。国务院关税税则委员会按程序决定，对相关商品延长排除期限。其中，根据国务院关税税则委公布的对美加征关税商品第十三次排除延期清单，包含税则号列为“44039100”的橡木原木、“44039960”北美硬阔叶木原木等，继续不加征我为反制美 301 措施所加征的关税，期限为自 2024 年 1 月 1 日至 2024 年 7 月 31 日。

6. 重点标的盈利预测

表 3：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022
001322.SZ	箭牌家居	买入	11.87	0.67	0.77	0.94	17.72	15.48	12.67	2.36
002572.SZ	索菲亚	买入	15.55	1.17	1.46	1.71	13.29	10.66	9.08	2.46
300616.SZ	尚品宅配	买入	17.50	0.23	0.69	1.06	76.09	25.36	16.51	0.97
301061.SZ	匠心家居	无评级	53.68	2.61	3.12	3.66	20.57	17.21	14.67	2.36
603208.SH	江山欧派	增持	29.09	-2.19	2.38	2.95	-13.28	12.23	9.85	3.68
603801.SH	志邦家居	买入	15.93	1.76	1.47	1.73	9.07	10.86	9.22	2.30
603816.SH	顾家家居	买入	34.94	2.20	2.55	3.00	15.88	13.70	11.65	3.06
603833.SH	欧派家居	买入	65.62	4.41	5.16	6.03	14.88	12.71	10.88	2.34
002078.SZ	太阳纸业	买入	12.56	1.04	1.07	1.27	12.08	11.74	9.89	1.39
600963.SH	岳阳林纸	无评级	5.81	0.34	0.34	0.43	17.09	17.09	13.51	1.15
603733.SH	仙鹤股份	买入	15.37	1.01	1.67	2.18	15.22	9.21	7.04	1.60
002831.SZ	裕同科技	买入	26.80	1.61	1.81	2.17	16.63	14.78	12.33	2.36
003006.SZ	百亚股份	买入	14.80	0.44	0.58	0.72	33.64	25.53	20.46	4.78
603195.SH	公牛集团	买入	89.38	5.32	4.18	4.86	16.80	21.40	18.38	5.97
603899.SH	晨光股份	买入	34.45	1.39	1.91	2.30	24.83	18.07	14.97	4.28
301376.SZ	致欧科技	买入	24.88	0.69	0.98	1.22	36.06	25.39	20.39	3.34
300729.SZ	乐歌股份	无评级	17.36	0.91	1.90	1.42	19.08	9.14	12.23	1.86
603661.SH	恒林股份	无评级	43.28	2.54	3.27	3.96	17.04	13.24	10.93	1.65
1044.HK	恒安国际	无评级	28.10	1.82	2.57	3.00	15.44	10.93	9.37	1.50
2689.HK	玖龙纸业	无评级	3.12	0.77	-0.56	0.45	4.05	-5.57	6.93	0.30
6993.HK	蓝月亮集团	无评级	1.91	0.11	0.16	0.18	17.36	11.94	10.61	1.14

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：无评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期；港股收盘价单位为港元

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032