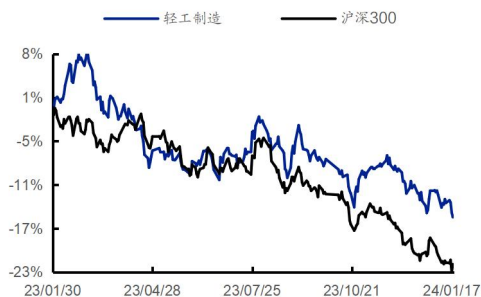


研究所：
 证券分析师：林昕宇 S0350522110005
 linxy01@ghzq.com.cn
 联系人：杨蕊菁 S0350122090030
 yangrj01@ghzq.com.cn

静待家居基本面复苏，关注出口链个股机会 ——轻工制造行业双周报（2024.01.08-01.21）

最近一年走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
轻工制造	-3.7%	-4.1%	-14.4%
沪深300	-1.9%	-7.5%	-21.3%

相关报告

《聚焦优质龙头，挖掘景气赛道——轻工制造行业2024年度策略（推荐）*轻工制造*林昕宇》——2023-12-18

《轻工制造行业双周报（2023.11.06-11.19）：家居行业头部整合，把握低估值龙头布局机会（推荐）*轻工制造*林昕宇》——2023-11-21

《轻工制造行业双周报（2023.10.23-11.05）：轻工板块Q3表现分化，双十一预售表现亮眼（推荐）*轻工制造*林昕宇》——2023-11-06

《轻工制造行业双周报（2023.10.09-10.22）：家居需求有望逐步修复，降本增效释放规模效应（推荐）*轻工制造*林昕宇》——2023-10-24

《轻工制造行业双周报（2023.9.25-10.08）：“双节”家居市场表现稳定，纸企提价陆续落地（推荐）*轻工制造*林昕宇》——2023-10-10

投资要点：

- **家居内需有望迎来阶段性改善，外需有望受益家具补库。**2023年12月地产销售及新开工数据仍弱势运行，家具类社零数据同比持续小幅增长。板块悲观情绪压制之下，重点公司估值在历史低分数位徘徊，估值筑底企稳，安全边际较高。2023年竣工周期传导，家居前端需求有望恢复，叠加低基数效应，2024Q1家居企业接单同比改善得到支撑。外需方面，海外家居去库完成叠加海运费下降后订单回流，带来出口恢复性增长。目前海外家具库存处于相对低位，随着家具补库周期到来，有望带动外销持续增长。同时，若后续美联储降息落地，有望进一步拉动美国和家居消费。
- **关注轻工供应链及品牌出海，挖掘出口链个股机会。**受益下游去库转补库+降息预期带来的需求改善预期+跨境出海，近期轻工出口链相关公司股价表现亮眼。建议持续关注海外仓利润释放+新仓投入在即+具备跨境电商品牌效应的乐歌股份，外销客户库存去化完成、订单逐步恢复+规模化生产成本优势的依依股份以及存在订单改善预期的松霖科技、建霖家居、瑞尔特。
- **造纸板块进入需求淡季，纸价偏弱运行。**2024年2月Arauco针叶浆外盘报价760美元/吨，较上轮报价持平，阔叶浆外盘报价为650美元/吨，较上轮报价持平。纸张消费进入淡季，多家纸企陆续进入节前停工检修、开工率环比有所下降，供需两端较为平淡，预计纸价整体趋势稳定运行。
- **行业评级及投资建议：**当前家居板块整体估值处于低位，后续基本面若回暖，叠加家居政策落地，有望对板块情绪形成正向催化，带动板块估值修复。维持轻工行业“推荐”评级，**建议配置主线为“地产后周期+出口链细分龙头+造纸龙头”。****建议组合：**欧派家居、顾家家居、志邦家居、裕同科技、太阳纸业、共创草坪、晨光股份、奥普家居。
- **风险提示：**原材料价格波动，地产销售修复不达预期，行业竞争加剧，消费复苏不及预期，重点关注公司业绩不及预期风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2024/01/19 股价	EPS			PE			投资 评级
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
603833.SH	欧派家居	64.80	4.41	4.99	5.72	27.56	12.99	11.33	买入
603899.SH	晨光股份	33.78	1.39	1.73	2.05	39.63	19.53	16.48	买入
002572.SZ	索菲亚	15.49	1.17	1.43	1.68	15.52	10.83	9.22	增持
603801.SH	志邦家居	15.55	1.76	1.43	1.65	15.31	10.87	9.42	买入
001322.SZ	箭牌家居	11.67	0.67	0.54	0.62	22.69	21.61	18.82	增持
001323.SZ	慕思股份	29.72	1.87	2.04	2.34	17.71	14.57	12.70	增持
603180.SH	金牌厨柜	23.25	1.80	2.01	2.33	15.93	11.57	9.98	增持
603816.SH	顾家家居	34.53	2.20	2.54	2.92	19.37	13.59	11.83	买入
603008.SH	喜临门	16.91	0.61	1.37	1.72	46.05	12.34	9.83	增持
01999.HK	敏华控股	4.70	0.49	0.58	0.68	13.25	8.10	6.91	增持
603551.SH	奥普家居	10.12	0.61	0.75	0.86	15.98	13.49	11.77	增持
605099.SH	共创草坪	21.40	1.12	1.28	1.48	20.71	16.72	14.46	增持
002301.SZ	齐心集团	6.58	0.17	0.26	0.31	39.47	25.31	21.23	增持
003006.SZ	百亚股份	14.45	0.44	0.58	0.70	31.39	24.91	20.64	增持
001206.SZ	依依股份	15.48	1.14	0.69	0.90	21.33	22.43	17.20	买入
603208.SH	江山欧派	29.20	-2.19	2.26	2.78	-	12.91	10.51	未评级
002078.SZ	太阳纸业	12.19	1.04	1.09	1.29	11.08	11.18	9.44	未评级
603733.SH	仙鹤股份	14.91	1.01	0.92	1.52	30.17	16.27	9.78	未评级
002831.SZ	裕同科技	25.38	1.61	1.63	1.92	20.52	15.62	13.23	未评级
002191.SZ	劲嘉股份	5.06	0.14	0.44	1.44	51.64	0.44	1.44	未评级
002701.SZ	奥瑞金	3.99	0.22	0.33	0.39	22.95	11.96	10.21	未评级
002511.SZ	中顺洁柔	9.17	0.27	0.30	0.42	50.89	31.03	21.69	未评级
301193.SZ	家联科技	20.47	1.49	0.52	0.76	22.22	39.04	26.91	未评级
301004.SZ	嘉益股份	68.95	2.72	4.17	4.98	10.95	16.54	13.84	未评级
301296.SZ	新巨丰	10.44	0.45	0.45	0.66	34.33	23.35	15.84	未评级
300888.SZ	稳健医疗	37.46	3.90	4.04	2.34	18.33	9.28	16.02	未评级
002790.SZ	瑞尔特	10.62	0.59	0.60	0.72	15.78	17.63	14.66	未评级

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所; 注: 未评级公司预测数据来自 2024 年 1 月 19 日 Wind 一致预期; 港股货币单位为港币, 1 月 19 日港币兑人民币即期汇率为 0.92。

内容目录

1、 核心观点	6
2、 本期核心要点回顾	6
2.1、 本期建议组合复盘及下期建议组合	6
2.2、 行业及公司变化：家具销售同比持续增长，估值有望向合理区间修复	8
2.2.1、 家具行业：家具销售额同比持续增长	8
2.2.2、 造纸高频数据变化	12
2.3、 出口产业链：估值相对低位，细分龙头有望率先修复	12
2.4、 轻工转债跟踪	14
3、 家具板块估值处于历史低位，静待行业基本面边际改善	15
3.1、 新房竣工回暖，30大中城市成交套数同比下降	15
3.2、 静待家具行业基本面边际改善	17
4、 造纸包装静待需求端修复，成本优化有望带动盈利回升	18
4.1、 传统造纸需求端压力仍存	18
4.2、 包装需求端有待改善，成本改善有望带动盈利回升	19
5、 消费类轻工线下消费场景出现恢复	20
6、 重点关注个股	22
7、 风险提示	23

图表目录

图 1: 建议关注标的股价累计涨跌幅 (2024.01.08-01.19)	7
图 2: 2023 年 12 月家具类零售额当月值同比增长	8
图 3: 2023 年 12 月建筑及装潢材料类当月值同比下降	8
图 4: 2023 年 12 月建材家居卖场销售额当月同比大幅增长	9
图 5: 2023 年 12 月全国建材家居景气度下滑	9
图 6: 2023 年 12 月我国出口金额当月同比上升	12
图 7: 2023 年家具及其零件出口金额累计同比下降	12
图 8: 2023 年 11 月带软垫的木框架坐具出口金额环比提升	13
图 9: 2023 年 11 月弹簧床垫出口金额单月增速环比提升	13
图 10: 2023 年 11 月带软垫金属框架坐具出口金额环比提升	13
图 11: 2023 年 11 月塑料制餐具出口金额环比提升	13
图 12: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 呈现持续回落趋势	13
图 13: 2023 年新房销售面积累计同比下降	15
图 14: 2023 年住宅新开工面积累计同比下降	15
图 15: 2023 年 12 月 30 大中城市及各层级城市商品房成交套数当月同比下降	16
图 16: 家居板块指数走势	17
图 17: 家居板块估值处于历史低位	17
图 18: 欧派家居估值历史变化	17
图 19: 2023 年 1-11 月家具制造营业收入同比下降 5.5%	18
图 20: 2023 年 1-11 月家具制造利润总额同比下降 6.3%	18
图 21: 原材料 TDI 现货价 2023 年 10 月以来整体下调 (元/吨)	18
图 22: 2023 年 12 月家具制造业 PPI 同比基本持平	18
图 23: 2023 年 1-11 月造纸及纸制品月营收同比下降	19
图 24: 2023 年 12 月造纸 PPI 环比上升 (%)	19
图 25: 2023 年 12 月机制纸及纸板产量同比增长	19
图 26: 2023 年固定资产投资完成额累计同比降幅收窄	19
图 27: 2022Q2 镀锡板卷吨价下降后目前已企稳	20
图 28: 2022Q2 铝价下降后目前已企稳	20
图 29: 2023 年 12 月啤酒产量单月同比下降	20
图 30: 2023 年 12 月软饮料单月产量同比提升	20
图 31: 2023 年 12 月智能手机产量单月同比增长	20
图 32: 2023Q4 平板电脑全球出货量同比仍为负	20
图 33: 2023 年 1-12 月文化办公用品类零售额累计同比下降	21
图 34: 2023 年 1-12 月日用品类零售额累计同比增长	21
图 35: 2023 年 1-12 月体育娱乐用品类累计同比增速提升	21
图 36: 2023 年 1-12 月书报杂志类零售额累计同比增速下滑	21
表 1: 本期建议关注组合主要逻辑与核心催化	7
表 2: 2023 年 6 月以来房地产及家居支持政策持续发布	9
表 3: 欧派 699 元套餐发布, 友商跟进表态	10
表 4: 家具行业多家公司估值水平位于历史低分位数	11
表 5: 各造纸原材料与纸种近两周行情概要 (截至 2024.01.21)	12
表 6: 出口产业链估值在历史分位数相对低位, 多家公司估值处于 2018 年以来底部区间	14
表 7: 轻工转债相关标的跟踪 (截至 2024 年 01 月 19 日)	14

表 8: 2024 年各地购房政策优化..... 16

1、核心观点

家居内需有望迎来阶段性改善，外需有望受益家具补库。2023年12月地产销售及新开工数据仍弱势运行，家具类社零数据同比持续小幅增长。板块悲观情绪压制之下，重点公司估值在历史低分数位徘徊，估值筑底企稳，安全边际较高。2023年竣工周期传导，家居前端需求有望恢复，叠加低基数效应，2024Q1家居企业接单同比改善得到支撑。外需方面，海外家居去库完成叠加海运费下降后订单回流，带来出口恢复性增长。目前海外家具库存处于相对低位，随着家具补库周期到来，有望带动外销持续增长。同时，若后续美联储降息落地，有望进一步拉动美国和家居消费。

关注轻工供应链及品牌出海，挖掘出口链个股机会。受益下游去库转补库+降息预期带来的需求改善预期+跨境出海，近期轻工出口链相关公司股价表现亮眼。建议持续关注海外仓利润释放+新仓投入在即+具备跨境电商品牌效应的乐歌股份，外销客户库存去化完成、订单逐步恢复+规模化生产成本优势的依依股份以及存在订单改善预期的松霖科技、建霖家居、瑞尔特。

造纸板块进入需求淡季，纸价偏弱运行。2024年2月 Arauco 针叶浆外盘报价 760 美元/吨，较上轮报价持平，阔叶浆外盘报价为 650 美元/吨，较上轮报价持平。纸张消费进入淡季，多家纸企陆续进入节前停工检修、开工率环比有所下降，供需两端较为平淡，预计纸价整体趋势稳定运行。

行业评级及投资建议：当前家居板块整体估值处于低位，后续基本面若回暖，叠加家居政策落地，有望对板块情绪形成正向催化，带动板块估值修复。维持轻工行业“推荐”评级，**建议配置主线为“地产后周期+出口链细分龙头+造纸龙头”。**
建议组合：欧派家居、顾家家居、志邦家居、裕同科技、太阳纸业、共创草坪、晨光股份、奥普家居。

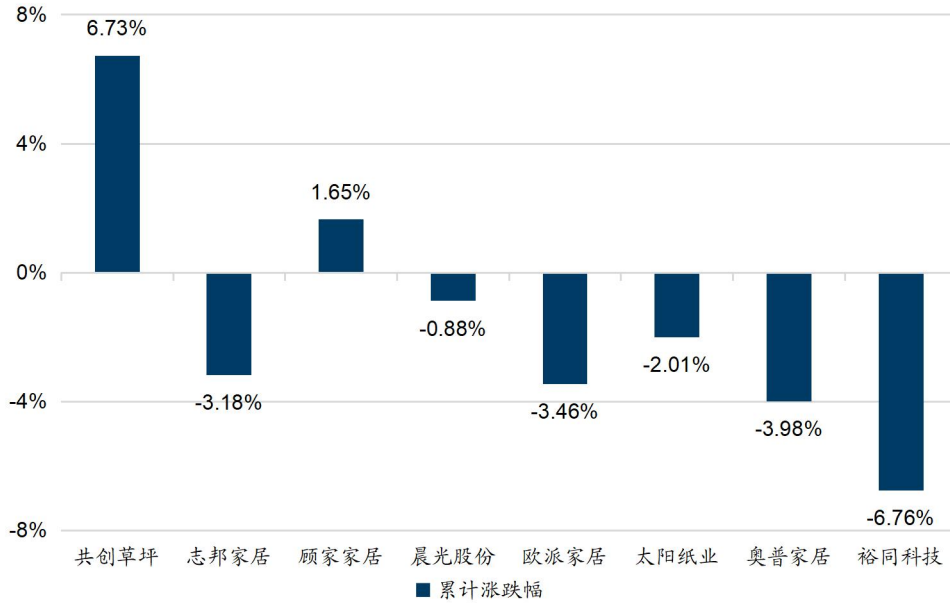
风险提示：原材料价格波动，地产销售修复不达预期，行业竞争加剧，消费复苏不及预期，重点关注公司业绩不及预期风险。

2、本期核心要点回顾

2.1、本期建议组合复盘及下期建议组合

本期（2024.01.08-01.19）建议组合相对 SW 轻工制造超额收益为 1.97%。我们在本期建议以“地产后周期+出口链细分龙头+造纸龙头”作为配置主线，建议组合标的为欧派家居、顾家家居、志邦家居、奥普家居、晨光股份、裕同科技、太阳纸业、共创草坪，其中累计收益率变化如图 1 所示，平均收益率为-1.49%，SW 轻工制造收益率为-3.46%，建议关注标的组合超额收益为 1.97%。

图 1: 建议关注标的股价累计涨跌幅 (2024.01.08-01.19)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

复盘本期建议关注组合的变化, 我们认为主要逻辑与催化为: ①家居组合有望受地产政策利好, 进一步实现估值修复, 并逐渐趋于相对合理的估值区间; ②预期原材料价格下行带来成本改善。

表 1: 本期建议关注组合主要逻辑与核心催化

代码	公司简称	主要逻辑	核心催化
603833.SH	欧派家居	供需两端持续推出利好政策, 板块估值处于低位, 家居龙头及细分领域领先企业估值有望在多项政策刺激下先行修复。	供需端边际改善
603816.SH	顾家家居		
603801.SH	志邦家居		
603551.SH	奥普家居		
002831.SZ	裕同科技	1) 下半年传统 3C 电子进入消费旺季, 大型客户推出新品, 3C 电子订单有望回暖; 2) 烟标下游客户老品库存消化, 公司服务交付能力强, 后续烟标订单需求有望恢复; 3) 智能工厂降本增效。	成本改善需求修复
002078.SZ	太阳纸业	1) 外购木浆占比较高, 浆厂产能释放推动用浆成本下行; 2) 下游需求随经济复苏逐渐修复, 公司文化纸全线提价。	
605099.SH	共创草坪	1) 全球人造草坪龙头, 产能位列全球第一; 2) 出口链已进入去库存阶段尾声, 海外订单恢复; 3) 海运费、原材料价格处于低位, 成本端压力释放。	下游需求修复+成本优化
603899.SH	晨光股份	1) 积极进行已有品类价格带提升、聚焦爆品新品, 新拓高利润率品类; 2) 九木杂物社单店提升及拓店节奏向好; 3) 科力普业务拓展 MRO、福利等品类, 获客顺利。	产品结构优化+门店及品类拓展

资料来源: 国海证券研究所

展望下期, 我们建议配置主线为“地产后周期+出口链细分龙头+造纸龙头”。建议组合: 欧派家居、顾家家居、志邦家居、奥普家居、晨光股份、裕同科技、太阳纸业、共创草坪。主要考虑如下:

第一，政策利好释放，家居板块估值有望回升。目前头部及二线公司对应 2023 年的 PE 水平再次回落至 2018 年至今的低分位数，我们认为从交易层面地产后周期阶段性底部或确立。地产及家居板块利好政策持续释放，促进家居消费具体措施已经发布，板块估值有望在政策刺激下底部回升，建议继续积极配置细分龙头及配置短期数据反馈相对稳健标的。

第二，出口链或迎修复拐点，细分龙头有望先行修复。出口链已进入去库存阶段尾声，终端消费需求预期回升。海运费处于 2019 年以来相对低位，成本端压力得到缓解，出口企业盈利能力有所改善。目前出口产业链估值整体处于历史分位数相对低位，随着海外客户库存逐步去化，我们预计新的补库周期到来将推动出口产业链景气度提升，人造草坪、宠物用品等细分出口赛道龙头有望随着预期改善先于基本面修复。

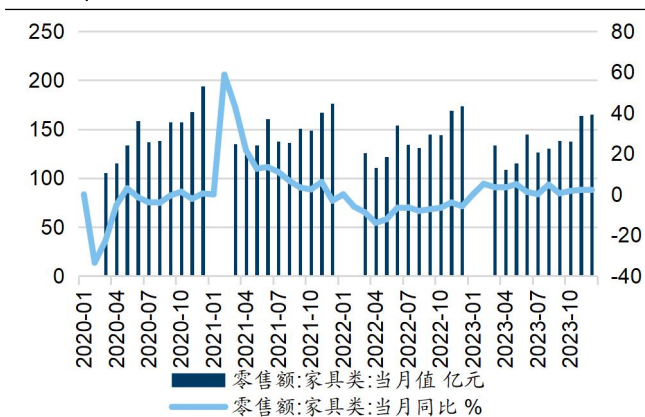
第三，造纸企业成本端改善，建议关注龙头纸企。海外大型浆厂陆续投产，随着全球产能释放，木浆供给紧张局面得到缓解，浆价高位回调，造纸企业存在成本改善空间。同时随着疫后经济逐步恢复，需求端有望回暖，推动造纸环节盈利修复，建议关注各品类龙头企业。

2.2、行业及公司变化：家具销售同比持续增长，估值有望向合理区间修复

2.2.1、家具行业：家具销售额同比持续增长

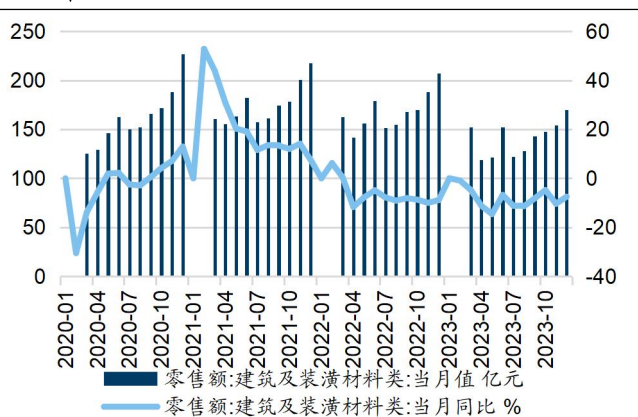
家具类零售额当月值同比持续增长。2023 年 12 月，家具类、建筑及装潢材料类零售额当月值分别实现 165/170 亿元，同比上升 2.3%/下降 7.5%，同比增速较 11 月分别上升 0.1/2.9 pct。2023 年 12 月，全国建材家居景气度指数有所下降。

图 2：2023 年 12 月家具类零售额当月值同比增长



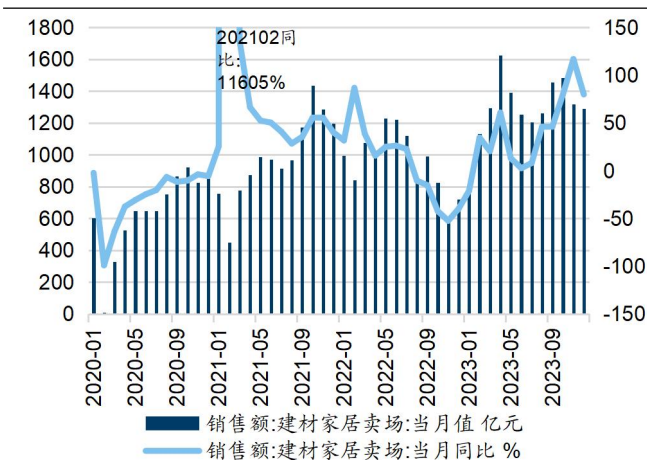
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：2023 年 12 月建筑及装潢材料类当月值同比下降



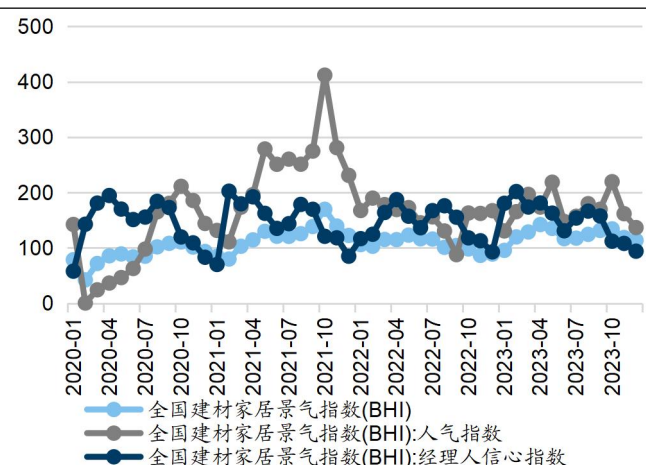
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4: 2023 年 12 月建材家居卖场销售额当月同比大幅增长



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 2023 年 12 月全国建材家居景气度下滑



资料来源: Wind, 国海证券研究所

需求端政策围绕降低购房门槛和购房成本展开，中央持续推进，各城市跟进积极。2023 年 9 月 7 日，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行相继发布关于存量首套住房贷款利率调整公告，符合条件的存量房贷，均 2023 年 9 月 25 日起开始调整。9 月 1 日，北京住建委、上海四部门印发通知，执行“认房不用认贷”政策，一线城市首套房“认房不认贷”政策全部落地，市场活跃度回暖速度超出预期，多个城市纷纷跟进，修复市场低迷情绪和悲观预期，提振市场信心。执行“认房不认贷”政策使得首套房购房门槛和购房成本下降，可以减轻刚需购房者，特别是置换类改善需求家庭的负担。

2023 年 6 月以来，商务部、住建部等多部门持续推出房地产及家居支持政策，利好政策具备较强延续性，推动需求端改善。

表 2: 2023 年 6 月以来房地产及家居支持政策持续发布

时间	单位	主要内容
2023/9/7	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行	符合条件的存量房贷，均 2023 年 9 月 25 日起开始调整房贷利率
2023/9/1	北京住建委、上海四部门	执行“认房不用认贷”政策
2023/8/31	中国人民银行，国家金融监管总局	联合发布《关于调整优化差异化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，不再区分限购和不限购城市，统一全国首套和二套的商贷最低首付比例下限分别为 20%和 30%，二套利率下限调整为不低于相应期限贷款 LPR 20bp
2023/8/30	广州市政府、深圳住建局	落实“认房不认贷”政策
2023/8/27	证监会	房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制，为房企现金流提供流动性支持
2023/8/25	住建部、中国人民银行、国家金融监管总局	首套房贷款“认房不用认贷”纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用
2023/7/27	住建部	进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施
2023/7/24	中共中央政治局	召开会议指出，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足

		居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展
2023/7/21	国常会	审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，指出要加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营
2023/7/12	商务部等 13 部门	发布关于促进家居消费若干措施的通知，从供给端、消费场景、消费条件、消费环境等 4 个方面提出 11 条具体措施，对促进家居消费做出指引
2023/7/10	中国人民银行，国家金融监管总局	联合发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》，其中有关政策有适用期限的，将适用期限统一延长至 2024 年 12 月 31 日
2023/6/29	国常会	审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，是近年来关于促进家居消费的级别最高且最为直接的措施，会议指出采取针对性措施加以提振家居消费，有利于带动居民消费增长和经济恢复

资料来源：国务院，住建部，中国人民银行，证监会，环球网，光明网，人民日报，中国青年网，工日人报，第一财经，凤凰网，国海证券研究所

欧派家居率先推出 699 营销方案，行业内多家公司先后跟进，有望拓展目标客群及流量来源。

1) 欧派家居：2023 年 9 月 1 日，欧派衣柜官方公众号宣布推出，菲思卡尔系列衣柜/橱柜 699 元/m² (m)，限时钜惠，于 9 月 1 日至 10 月 15 日开启家居惠民风暴，助力更多国人实现“有家有爱有欧派”的美好人居生活，全国门店全线推出。欧铂丽推出 599 元/m² 方案；2023 年 9 月 4 日官方公众号再度发布相关营销活动方案，主要以成品配套套餐报价为主。2023 年双 11 前夕，欧派家居推出 29800 元全案大家居套餐，包含 20 m² 定制衣柜、7 m² 定制橱柜、3 樘卧室房门、卫浴空间 4 件套。

2) 索菲亚：2023 年 9 月 7 日推出米兰纳 688 元/m²，9 月 8 日，推出 39800 元装整套套餐，超出部分 799 元/m²，使用环保 ENF 级（实木级）康纯板。

3) 好莱客：发布海报，主推衣柜橱柜 0 元升级 UV 。

4) 尚品宅配：推出衣柜橱柜 699 元/m²，活动周期 2023 年 9 月 5 日-10 月 6 日。

表 3：欧派 699 元套餐发布，友商跟进表态

发布/持续时间	公司	套餐名称	套餐价格	营销方案
2023. 9. 1-10. 15	欧派家居	699 元菲思卡尔系列衣柜/橱柜	699 元/m ²	欧派为响应国家号召发起的一次史无前例的巅峰让利，活动仅限于 9 月 1 日至 10 月 15 日，45 天超长普惠期，大牌品质亲民惠购
		19800 元家具普惠套餐	19800 元	客厅家具：沙发（4 选 1）+茶几（1.2/1.3 米通选） 餐厅家具：餐桌（1.4/1.6 米通选）+餐椅 4 把 卧室家具：软床（1.5/1.8 米通选）+床垫（1.5/1.8 米通选）
		29800 元两房两厅家具随心配套餐	29800 元	客厅家具：沙发（18 选 1）+茶几（5 选 1） 餐厅家具：餐桌（5 选 1）+餐椅 4 把（5 选 1）

				卧室家具：软床（11选2）+床垫（6选2）
		3980元欧派厨电普惠套餐	3980元	欧派烟机（3选1）+欧派灶具（2选1）
		1499元欧派抗菌普惠套餐	1499元	欧派抗菌单/双槽2选1 或 模法拉篮2件套 （碗盘拉篮、平网拉篮）
2023.9	欧铂丽	599元装好家套餐	599元/m ²	
2023.9.6	米兰纳	688元/m ² 真普惠整装家	688元/m ²	42款花色款款皆热销；免费升级F4星板材；0套路，不限平方数
2023.9.8	索菲亚	39800元装整家，超出部分799元/m ²	39800元+799元/m ²	使用环保ENF级（实木级）康纯板，更有热门百搭花色可供选择，送橱再享卡萨帝
2023.9	好莱客	49800元高颜潮家套餐	49800元	25m ² 全屋定制+12m ² 背景墙+家品10件套+3樘木门+送整橱，再送晾衣机，还送乳胶床垫
2023.9.5-10.6	尚品宅配	橱柜衣柜699元套餐	699元/m ²	AI智能好设计；个性定制合心意；全屋家具随心选
2023.9.1-10.3	太子家居	全民无醛定制599元套餐	599元/m ²	

资料来源：欧派衣柜|高颜整家定制，欧派集团官方，欧派家居，定峰汇，米兰纳轻定制，索菲亚衣柜|整家定制，泛家居圈微信公众号，国海证券研究所

家具行业多家公司估值水平仍位列历史底部区间，有望向合理区间修复。

表4：家具行业多家公司估值水平位于历史低分位数

公司	市值（亿元） （2024.01.19）	归母净利润（亿元）		PE		最新估值对应分位数 （区间2018.1.1-2024.01.19）
		2022A	2023E	2022A	2023E	
欧派家居	394.73	26.88	30.42	27.56	12.99	0.3%
索菲亚	149.18	10.64	13.00	15.52	10.83	0.2%
志邦家居	67.88	5.37	6.25	15.31	10.87	0.2%
金牌厨柜	35.86	2.77	3.10	15.93	11.57	0.0%
顾家家居	288.81	18.12	20.88	19.37	13.59	1.3%
慕思股份	118.88	7.09	8.16	17.71	14.57	1.5%
喜临门	64.09	2.38	5.32	46.05	12.34	40.5%
敏华控股	182.90	19.15	22.67	13.25	8.10	4.6%
公牛集团	811.03	31.89	37.62	26.93	21.56	1.1%
江山欧派	51.73	-2.99	4.01	-	12.91	53.3%
坚朗五金	120.38	0.66	3.27	509.83	36.84	3.4%
箭牌家居	113.21	5.93	5.20	22.69	21.61	2.8%
曲美家居	29.25	0.37	-1.37	100.13	-	29.6%
好太太	63.26	2.19	3.12	25.59	20.28	18.8%
奥普家居	40.64	2.40	3.01	15.98	13.49	0.6%
好莱客	34.74	4.31	2.71	8.17	12.84	8.6%
皮阿诺	27.57	1.54	1.38	23.66	16.34	47.4%

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：江山欧派、坚朗五金、曲美家居、好莱客、皮阿诺预测数据来自2024年01月19日Wind一致预期，敏华控股货币单位为港元。

2.2.2、造纸高频数据变化

表 5: 各造纸原材料与纸种近两周行情概要 (截至 2024.01.21)

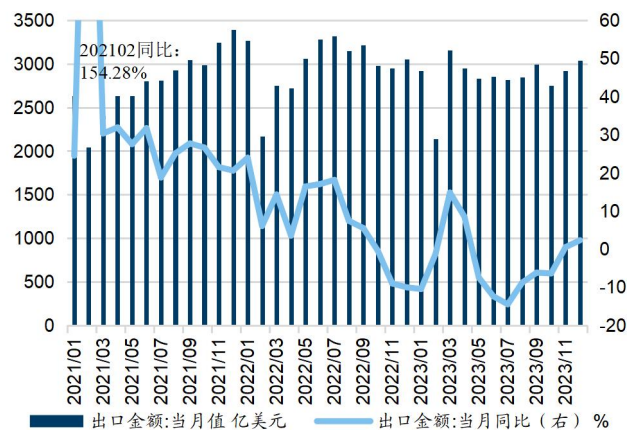
品种	2024.01.21 更新			2024.01.14 更新			环比速度表现	
	周均价 (元/吨)	环比	同比	周均价 (元/吨)	环比	同比		
废纸	国废黄板纸	1542	-1.85%	-12.59%	1571	-1.57%	-11.44%	基本稳定
	国废书页纸	1655	-2.99%	-28.91%	1706	-0.99%	-26.66%	降幅走阔
	国废报纸	2284	-5.61%	-20.29%	2419	-7.00%	-15.75%	降幅收窄
木浆	进口针叶浆	5826	0.13%	-21.23%	5819	-1.60%	-21.33%	增速转正
	进口阔叶浆	5001	0.05%	-21.65%	4998	-0.04%	-21.75%	基本稳定
	进口本色浆	5557	-0.21%	-12.38%	5568	-0.57%	-12.19%	基本稳定
	进口化机浆	4395	-1.24%	-19.11%	4450	-1.66%	-18.10%	降幅收窄
文化纸	157g 铜版纸	5750	-0.24%	2.86%	5764	-1.89%	3.11%	降幅收窄
	70g 双胶纸	5730	-0.56%	-13.83%	5763	-1.18%	-13.35%	降幅收窄
白板白卡纸	A 级 250g 灰底白板纸	3874	-0.14%	-5.66%	3879	-0.21%	-5.53%	基本稳定
	250-400g 平张白卡纸	4768	-0.17%	-8.31%	4776	-0.19%	-8.22%	基本稳定
生活用纸		6393	0.31%	-18.81%	6373	0.04%	-18.97%	基本稳定

资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

2.3、出口产业链: 估值相对低位, 细分龙头有望率先修复

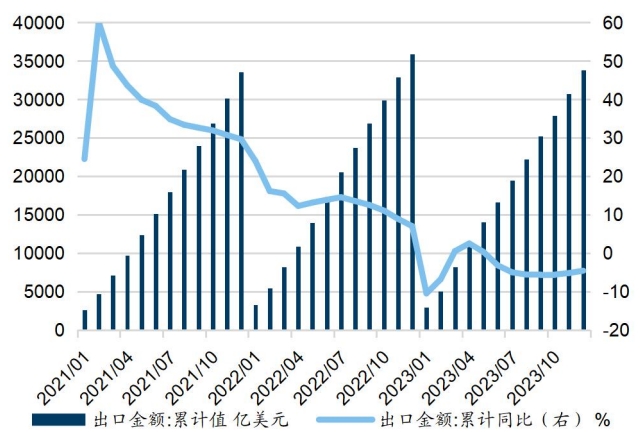
出口累计同比增速转负, 家具及零件表现优于整体。2023 年我国出口金额累计同比上升 2.3%, 其中家具及其零件出口金额累计同比下降 4.6%。从主要品类看, 2023 年 11 月, 带软垫的木框架坐具出口金额同比上升 24.67%, 同比增速环比提升 6.36 pct; 弹簧床垫 11 月单月同比增长 25.99%, 同比增速环比增长 7.42 pct; 带软垫金属框架坐具 11 月单月同比下降 5.99%, 同比降幅环比收窄 14.78 pct; 塑料餐具、厨房用具等同比下降 9.44%, 同比降幅环比收窄 8.94 pct。

图 6: 2023 年 12 月我国出口金额当月同比上升



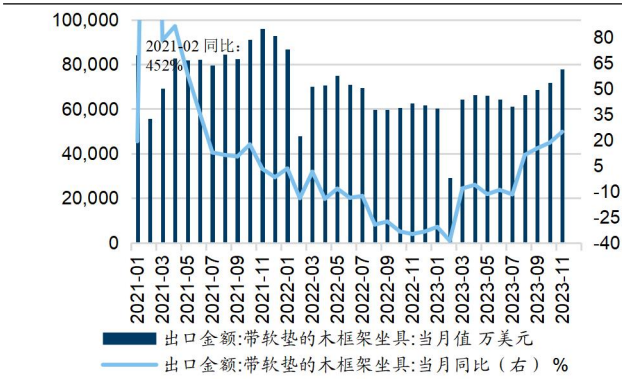
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 7: 2023 年家具及其零件出口金额累计同比下降



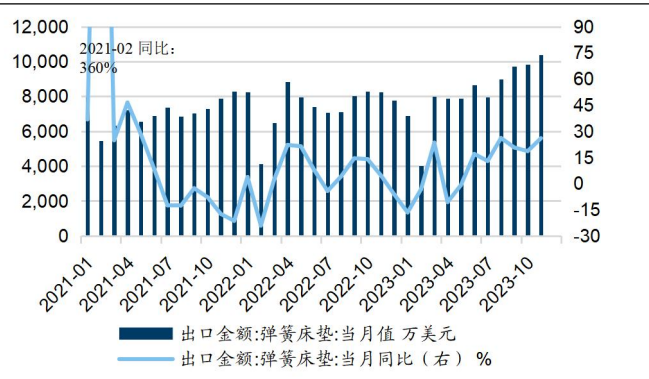
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 8: 2023 年 11 月带软垫的木框架坐具出口金额环比提升



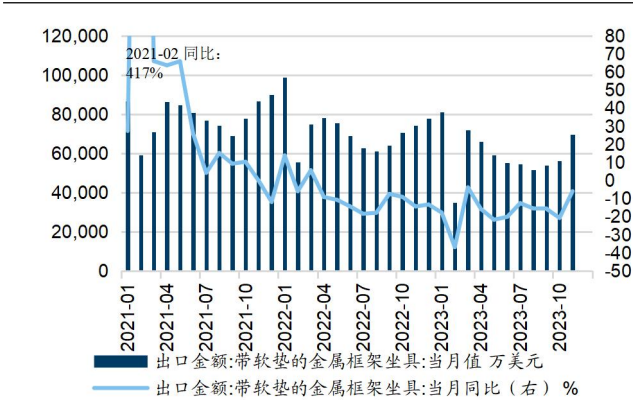
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 9: 2023 年 11 月弹簧床垫出口金额单月增速环比提升



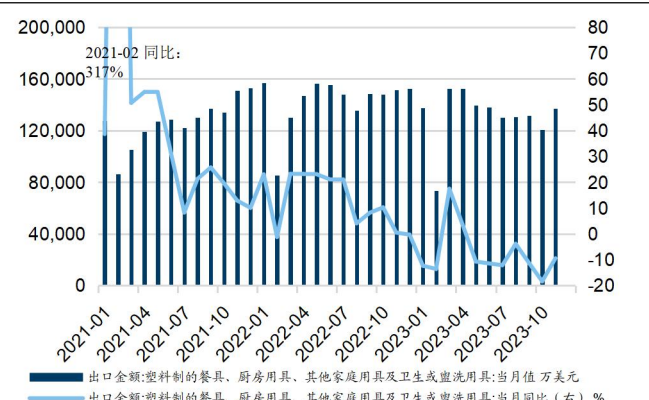
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 10: 2023 年 11 月带软垫金属框架坐具出口金额环比提升



资料来源: Wind, 国海证券研究所

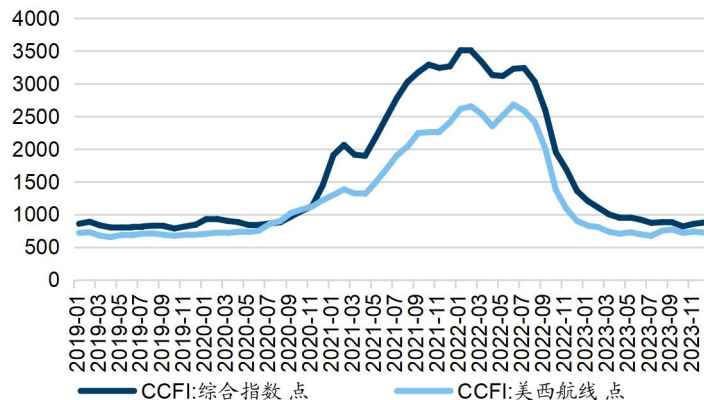
图 11: 2023 年 11 月塑料制餐具出口金额环比提升



资料来源: Wind, 国海证券研究所

海运费价格回暖, 出口端成本处于近年来较低水平。截至 2023 年 12 月, 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 综合指数为 875 点, 其中美西航线指数 721 点, 环比 2023 年 11 月分别上升 2.31%/下降 2.04%, 同比 2022 年 12 月下降 35.61%/19.80%。

图 12: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 呈现持续回落趋势



资料来源: Wind, 国海证券研究所

出口产业链估值处于历史分位数相对低位，细分出口赛道的龙头企业有望率先修复。随着海外客户库存逐步去化，我们预计新的补库周期到来将推动出口产业链景气度提升。宠物用品、保温杯、自行车等细分出口赛道龙头有望随着预期改善先于基本面修复，估值底部修复有望启动。

表 6：出口产业链估值在历史分位数相对低位，多家公司估值处于 2018 年以来底部区间

公司	市值 (亿元) (2024.01.19)	归母净利润 (亿元)		PE		最新估值对应分位数 (区间 2018.1.1-2024.01.19)
		2022A	2023E	2022A	2023E	
共创草坪	85.62	4.47	5.11	20.71	16.72	4.4%
恒林股份	66.99	3.53	4.54	11.22	14.75	19.1%
永艺股份	41.78	3.35	3.05	8.80	13.71	24.6%
久祺股份	32.98	1.68	1.48	22.82	21.12	5.5%
乐歌股份	58.74	2.19	5.88	17.68	10.00	6.7%
梦百合	63.51	0.41	2.53	124.38	25.07	31.5%
依依股份	28.62	1.51	1.42	21.33	20.18	3.0%
嘉益股份	71.71	2.72	4.34	11.30	16.54	31.5%
家联科技	39.30	1.79	1.01	22.17	39.04	45.1%
匠心家居	68.80	3.34	3.99	11.02	17.23	57.3%
浙江自然	29.66	2.13	1.80	22.41	16.53	2.0%
玉马遮阳	32.82	1.57	1.69	19.67	19.39	20.1%
松霖科技	73.71	2.61	3.54	23.86	20.85	19.5%
源飞宠物	28.63	1.59	1.41	21.32	20.27	14.3%
天元宠物	25.26	1.29	0.86	24.79	29.55	29.5%

资料来源：Wind，国海证券研究所；注：除共创草坪外，其余公司预测数据来自 2024 年 01 月 19 日 Wind 一致预期

2.4、轻工转债跟踪

表 7：轻工转债相关标的跟踪（截至 2024 年 01 月 19 日）

证券代码	证券简称	正股代码	正股简称	正股周涨跌幅	转股价 (元)	未转股比例	债券价格(元)	转股溢价率	纯债价值(元)	纯债溢价率	存量可转债余额 (亿元)	评级
113542.SH	好客转债	603898.SH	好莱客	0.6%	15.39	95.7%	110.21	52.0%	107.25	2.8%	6.03	AA
113625.SH	江山转债	603208.SH	江山欧派	0.4%	55.04	99.9%	109.78	106.9%	103.00	6.6%	5.83	AA-
113655.SH	欧 22 转债	603833.SH	欧派家居	-1.2%	123.69	100.0%	103.13	96.9%	100.64	2.5%	20.00	AA
123072.SZ	乐歌转债	300729.SZ	乐歌股份	8.3%	35.47	99.9%	124.55	135.0%	104.24	19.5%	1.42	A+
110047.SH	山鹰转债	600567.SH	山鹰国际	-4.2%	2.37	97.7%	109.84	43.0%	110.60	-0.7%	40.91	AA+
110063.SH	鹰 19 转债	600567.SH	山鹰国际	-4.2%	2.37	99.2%	106.61	38.8%	107.39	-0.7%	40.91	AA+
111002.SH	特纸转债	605007.SH	五洲特纸	-5.0%	14.54	98.8%	118.51	25.8%	102.79	15.3%	6.62	AA
113566.SH	翔港转债	603499.SH	翔港科技	15.9%	10.74	80.6%	135.00	6.7%	105.33	28.2%	1.61	A+
113591.SH	胜达转债	603687.SH	大胜达	-4.0%	8.68	0.4%	0.00	0.0%	0.00	0.0%	0.00	AA-
113632.SH	鹤 21 转债	603733.SH	仙鹤股份	-3.0%	19.84	100.0%	109.13	45.2%	103.09	5.9%	20.50	AA
127042.SZ	嘉美转债	002969.SZ	嘉美包装	4.3%	4.85	100.0%	113.82	27.5%	104.22	9.2%	7.50	AA
128049.SZ	华源转债	002787.SZ	华源控股	-6.0%	7.37	50.2%	126.00	14.8%	105.48	19.5%	2.01	AA-
128063.SZ	未来转债	002631.SZ	德尔未来	-7.3%	6	99.9%	120.07	23.8%	116.53	3.0%	6.29	AA-

128071.SZ	合兴转债	002228.SZ	合兴包装	-5.5%	3.92	50.3%	112.82	34.8%	107.11	5.3%	3.00	AA
128130.SZ	景兴转债	002067.SZ	景兴纸业	-5.3%	3.4	78.0%	114.18	20.9%	105.19	8.5%	9.99	AA

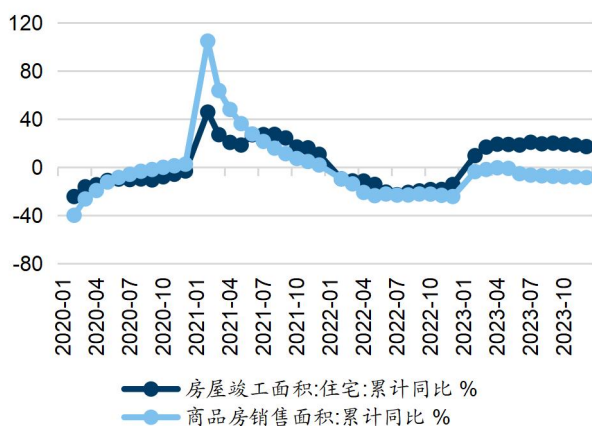
资料来源: Wind, 国海证券研究所

3、家具板块估值处于历史低位，静待行业基本面边际改善

3.1、新房竣工回暖，30大中城市成交套数同比下降

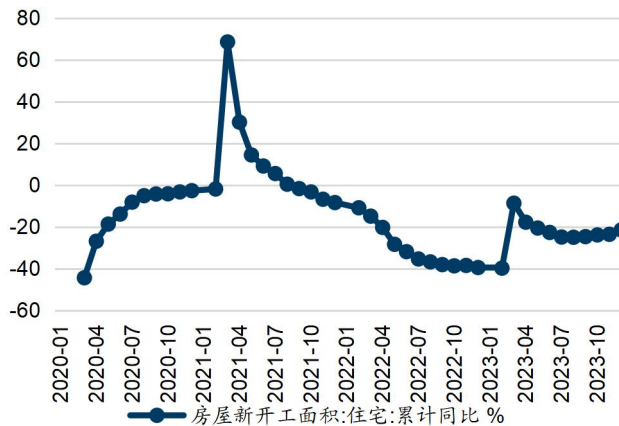
2023 年新房竣工数据同比回暖，新房销售及商品房开工数据同比下降。2023 年，商品房住宅销售面积累计 9.48 亿平方米，同比下降 8.2%，同比增速较 1-11 月下月下滑 0.9 pct；房屋住宅竣工面积 7.24 亿平方米，同比增长 17.20%，同比增速较 1-11 月下降 1.3 pct；商品房住宅新开工面积 6.93 亿平方米，同比下降 20.9%，同比增速较 1-11 月提升 0.6 pct。

图 13: 2023 年新房销售面积累计同比下降



资料来源: Wind, 国海证券研究所

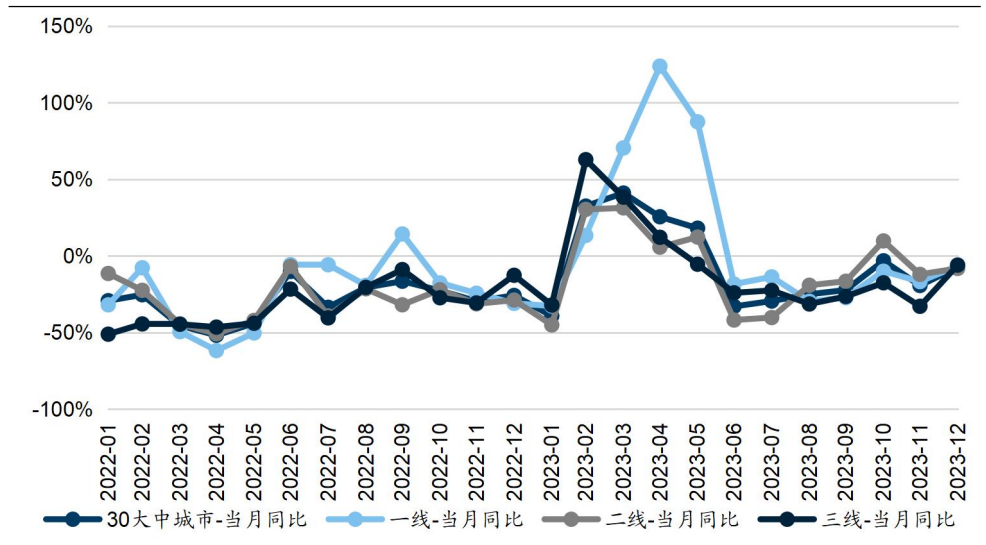
图 14: 2023 年住宅新开工面积累计同比下降



资料来源: Wind, 国海证券研究所

30 大中城市及各层级城市商品房成交套数月度同比下降。2023 年 12 月当月，30 大中城市商品房成交套数 11.50 万套，同比下降 7.35%，其中一线、二线、三线城市分别同比变化-6.61%/-8.27%/-6.07%。

图 15: 2023 年 12 月 30 大中城市及各层级城市商品房成交套数当月同比下降



资料来源: Wind, 国海证券研究所

地产端政策持续释放, 地产及后周期板块的估值端修复先行。自 2023 年 7 月以来地产供需端政策持续释放, 宽松政策的持续性较强。2024 年 1 月, 据经济观察报, 央行已批复总额 1000 亿元的住房租赁团体购房贷款, 支持 8 个试点城市购买商品用作长租房, “金融支持租赁 17 条”中明确提出支持发放住房租赁团体购房贷款购买存量住房。此外, 住建部和金监总局共同推动建立房地产融资协调机制。地方层面, 上海、杭州等 10 城政策优化, 需求端主要涉及放松限购、放松限贷、放松公积金贷款、发放购房补贴等方面。

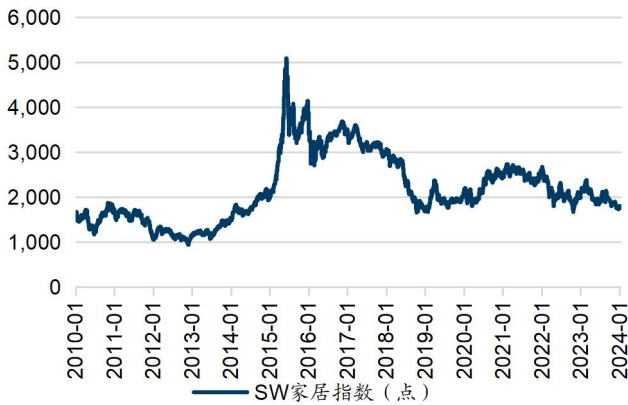
表 8: 2024 年各地购房政策优化

时间	单位	主要内容
1 月 8 日	重庆	重庆 11 区发布购房补贴政策, 涉及契税补贴、消费补贴、人才购房补贴
1 月 8 日	宁波	宁波北仑青年人才新政, 最高补贴 30 万元支持无房青年购房
1 月 9 日	河南	河南三门峡: 动态调整普通住房标准, 按上年度商品住房均价 1.2 倍执行
1 月 9 日	泉州	福建泉州拟修订商品房预售资金监管规定, 设农民工工资专用账户
1 月 10 日	娄底	无房家庭租赁住房一年最多可提取公积金 18000 元
1 月 10 日	贵州	黔南州支持多子女家庭购买住房, 公积金最高贷款额上调至 60 万元
1 月 11 日	洛阳	洛阳孟津区开展房展会对新购商品房的购房者抽奖, 最高奖现金 30 万元
1 月 11 日	合肥	合肥已发放多子女家庭公积金贷款 1.78 亿元, 公积金付首付政策延期两年
1 月 11 日	开封市尉氏县	开封市尉氏县支持住房公积金“全家贷”, 最高贷款额度上调至 100 万元
1 月 11 日	西安	召集 18 家房企座谈, 为企业投资创造有利条件, 帮助困难企业渡过难关
1 月 11 日	浙江省	浙江推进商品房预售制度改革, 稳步推进配售型保障性住房建设
1 月 12 日	杭州	杭州临安区支持公积金以家庭为单位支付首付款, 人才购房最高补贴 60 万元
1 月 12 日	宁波	全面实施城市更新行动, 划定 55 个先行片区
1 月 13 日	上海	上海青浦、奉贤调整住房限购政策, 对符合条件非沪籍单身人士松绑限购

资料来源: 克而瑞地产研究, 国海证券研究所

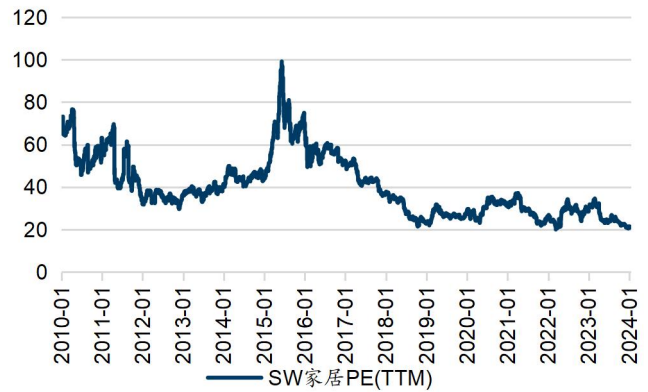
目前家居板块估值处于历史底部。2022 年初至 2024 年 01 月 19 日, 家居板块估值在 20-35x PE 波动, 大多处于 2010 年以来 26%分位以下。

图 16: 家居板块指数走势



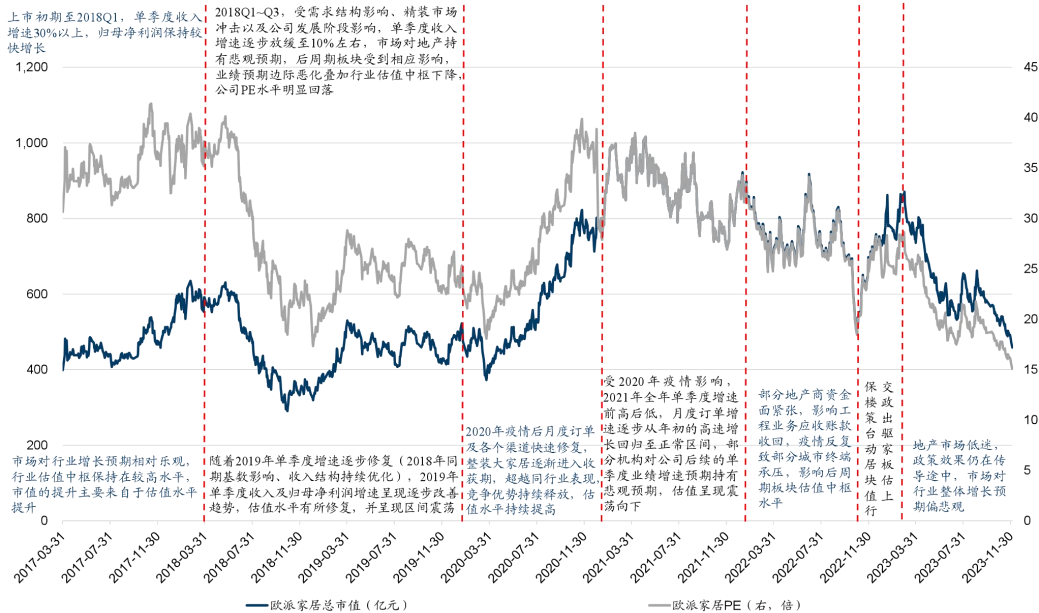
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 17: 家居板块估值处于历史低位



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 18: 欧派家居估值历史变化

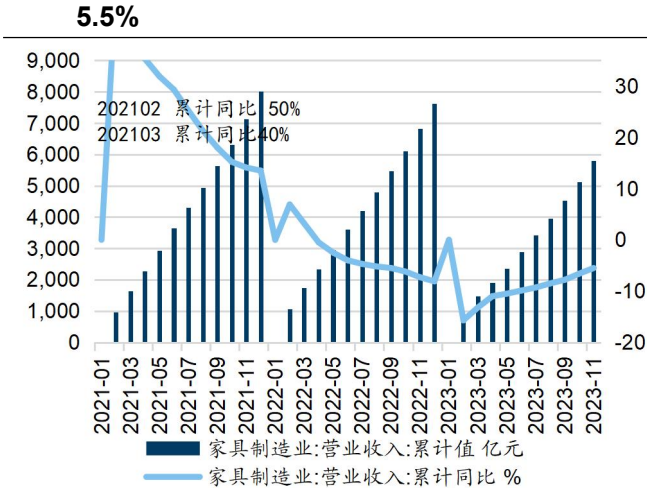


资料来源: Wind, 欧派家居公司公告, 国海证券研究所

3.2、静待家具行业基本面边际改善

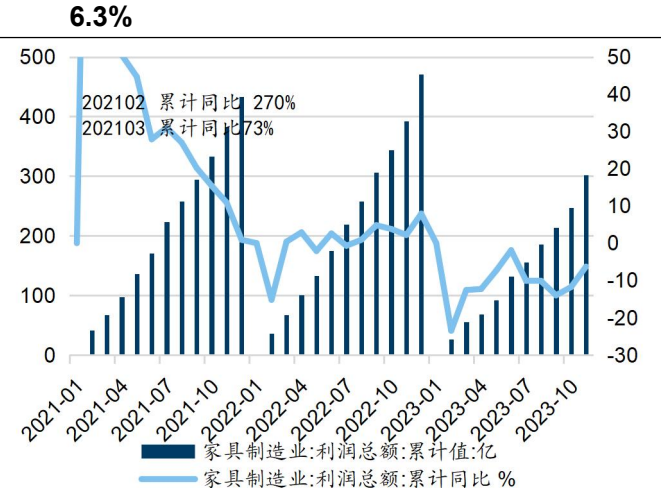
2023 年 1-11 月家具制造业营业收入 5796.6 亿元, 累计同比下降 5.5%; 利润总额 301.5 亿元, 累计同比下降 6.3%。

图 19: 2023 年 1-11 月家具制造营业收入同比下降



资料来源: Wind, 国海证券研究所

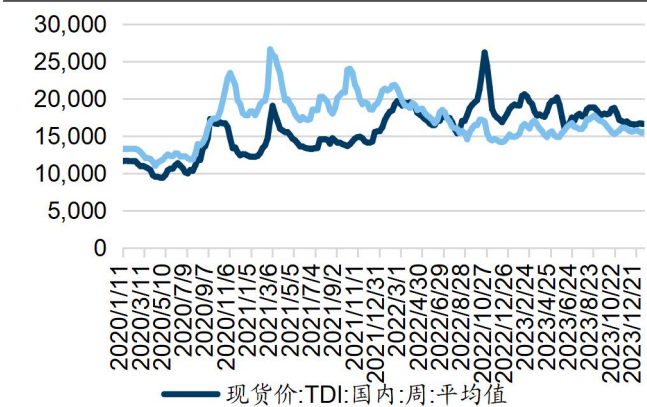
图 20: 2023 年 1-11 月家具制造利润总额同比下降



资料来源: Wind, 国海证券研究所

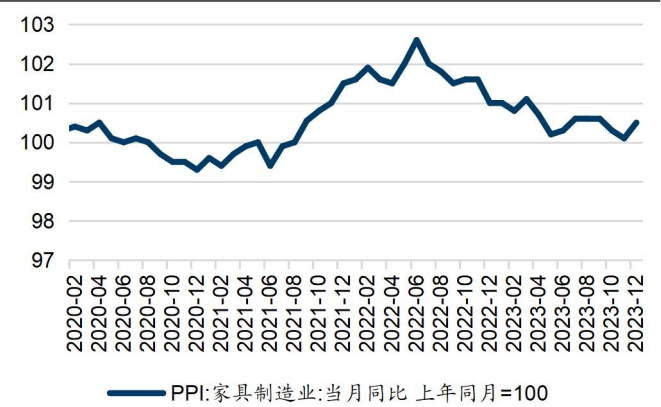
2023 年 10 月以来原材料成本端小幅回调。2023 年 10 月以来，原材料 TDI 同比小幅下降。

图 21: 原材料 TDI 现货价 2023 年 10 月以来整体下调 (元/吨)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 22: 2023 年 12 月家具制造业 PPI 同比基本持平



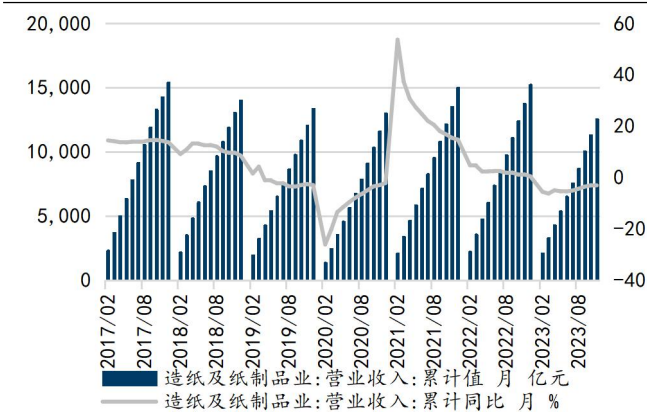
资料来源: Wind, 国海证券研究所

4、造纸包装静待需求端修复，成本优化有望带动盈利回升

4.1、传统造纸需求端压力仍存

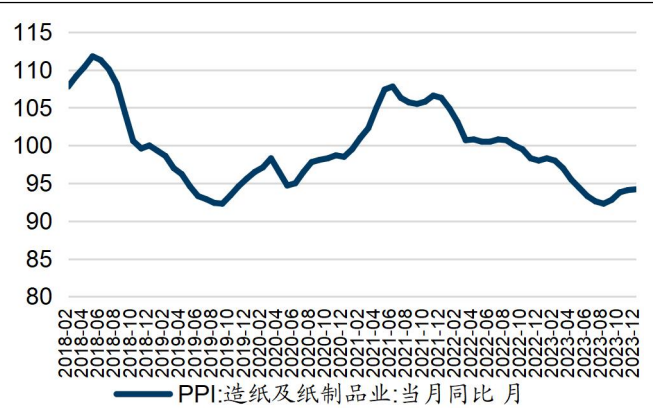
造纸板块静待需求端改善，包装成本端改善有望带动盈利回升。从营收端看，2023 年 1-11 月纸及纸制品月营收降幅环比收窄。

图 23: 2023 年 1-11 月造纸及纸制品月营收同比下降



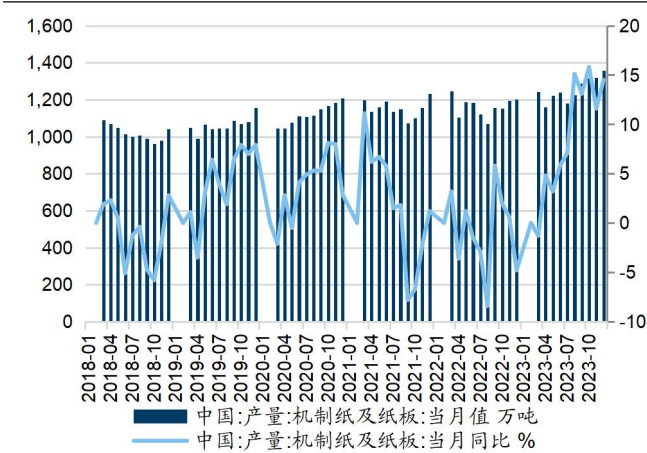
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 24: 2023 年 12 月造纸 PPI 环比上升 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 25: 2023 年 12 月机制纸及纸板产量同比持续增长



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 26: 2023 年固定资产投资完成额累计同比降幅收窄

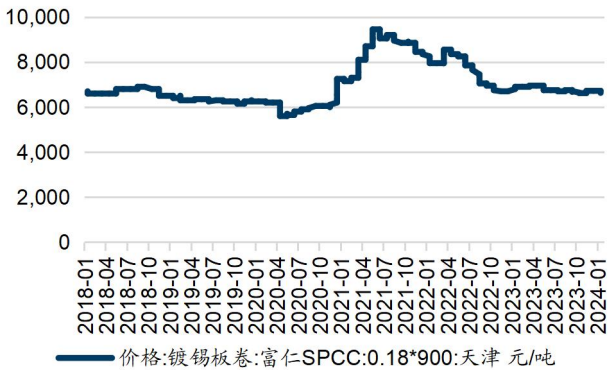


资料来源: Wind, 国海证券研究所

4.2、包装需求端有待改善，成本改善有望带动盈利回升

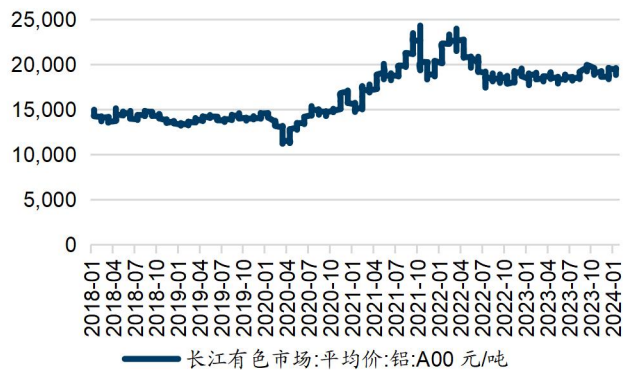
2023 年 12 月软饮料及智能手机单月产量同比上升，成本改善有望带动盈利回升。2023 年 12 月，啤酒单月产量同比下降，软饮料单月产量同比提升；成本端方面，2022Q2 以来镀锡板卷吨价呈下降后趋稳态势。随着原材料压力缓解和价格改善，包装板块有望实现盈利回升。

图 27: 2022Q2 镀锡板卷吨价下降后目前已企稳



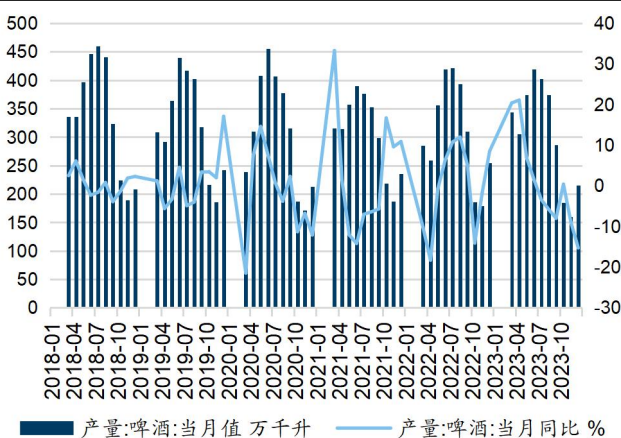
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 28: 2022Q2 铝价下降后目前已企稳



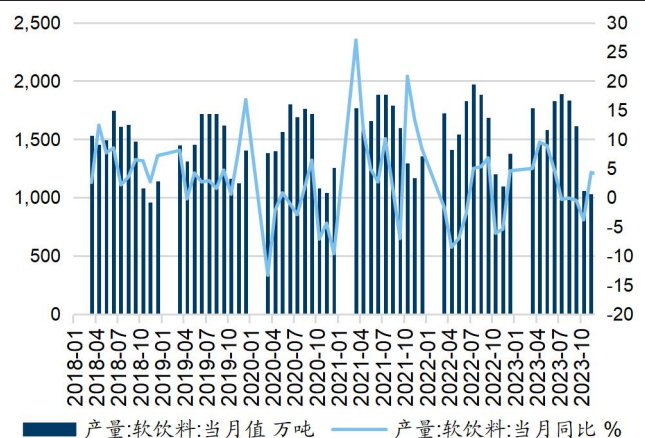
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 29: 2023 年 12 月啤酒产量单月同比下降



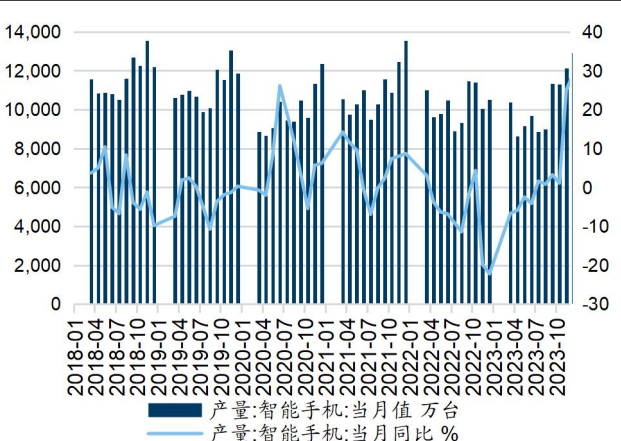
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 30: 2023 年 12 月软饮料单月产量同比提升



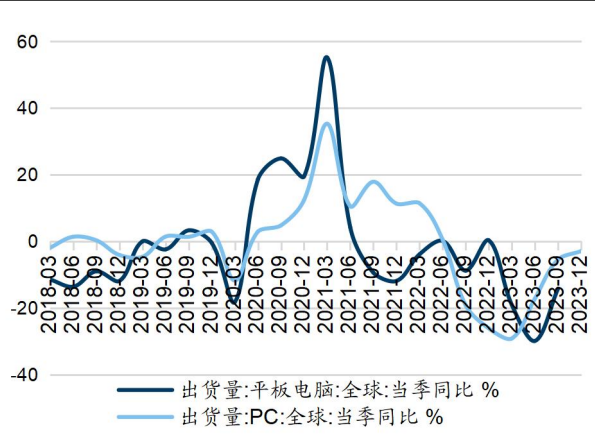
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 31: 2023 年 12 月智能手机产量单月同比增长



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 32: 2023Q4 平板电脑全球出货量同比仍为负

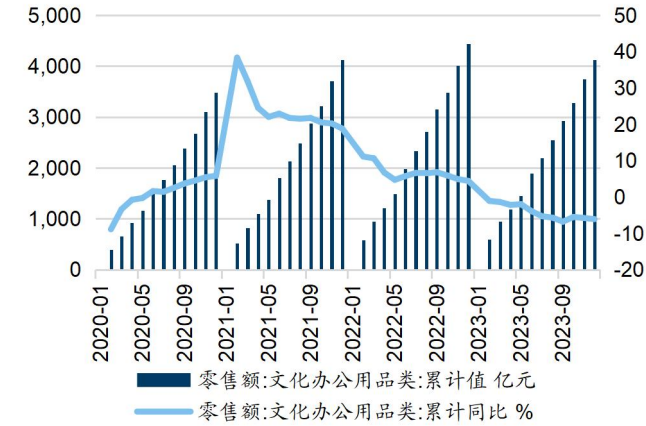


资料来源: Wind, 国海证券研究所

5、消费类轻工线下消费场景出现恢复

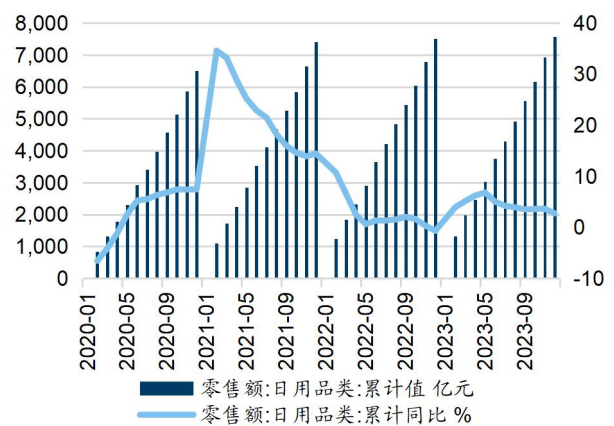
2023 年 1-12 月文化办公用品类、体育娱乐用品类、日用品类、书报杂志类的零售额累计同比增速分别为-6.1%/+11.2%/+2.7%/+4.8%，较 1-11 月同比增速变化为-0.3/+0.5/-0.9/-1.3 pct。

图 33: 2023 年 1-12 月文化办公用品类零售额累计同比下降



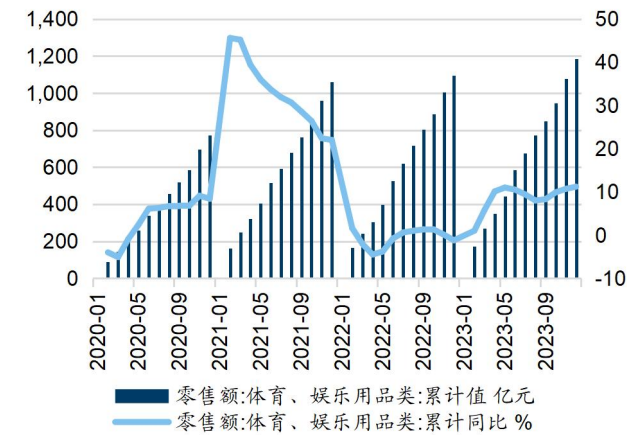
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 34: 2023 年 1-12 月日用品类零售额累计同比增长



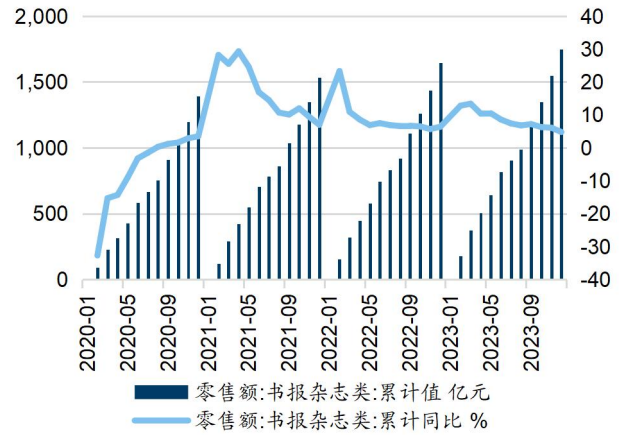
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 35: 2023 年 1-12 月体育娱乐用品类累计同比增速提升



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 36: 2023 年 1-12 月书报杂志类零售额累计同比增速下滑



资料来源: Wind, 国海证券研究所

6、重点关注个股

展望下期，我们建议配置主线为“地产后周期+出口链细分龙头+造纸龙头”。建议组合：欧派家居、顾家家居、志邦家居、奥普家居、晨光股份、裕同科技、太阳纸业、共创草坪。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2024/01/19 股价	EPS			PE			投资 评级
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
603833.SH	欧派家居	64.80	4.41	4.99	5.72	27.56	12.99	11.33	买入
603899.SH	晨光股份	33.78	1.39	1.73	2.05	39.63	19.53	16.48	买入
002572.SZ	索菲亚	15.49	1.17	1.43	1.68	15.52	10.83	9.22	增持
603801.SH	志邦家居	15.55	1.76	1.43	1.65	15.31	10.87	9.42	买入
001322.SZ	箭牌家居	11.67	0.67	0.54	0.62	22.69	21.61	18.82	增持
001323.SZ	慕思股份	29.72	1.87	2.04	2.34	17.71	14.57	12.70	增持
603180.SH	金牌厨柜	23.25	1.80	2.01	2.33	15.93	11.57	9.98	增持
603816.SH	顾家家居	34.53	2.20	2.54	2.92	19.37	13.59	11.83	买入
603008.SH	喜临门	16.91	0.61	1.37	1.72	46.05	12.34	9.83	增持
01999.HK	敏华控股	4.70	0.49	0.58	0.68	13.25	8.10	6.91	增持
603551.SH	奥普家居	10.12	0.61	0.75	0.86	15.98	13.49	11.77	增持
605099.SH	共创草坪	21.40	1.12	1.28	1.48	20.71	16.72	14.46	增持
002301.SZ	齐心集团	6.58	0.17	0.26	0.31	39.47	25.31	21.23	增持
003006.SZ	百亚股份	14.45	0.44	0.58	0.70	31.39	24.91	20.64	增持
001206.SZ	依依股份	15.48	1.14	0.69	0.90	21.33	22.43	17.20	买入
603208.SH	江山欧派	29.20	-2.19	2.26	2.78	-	12.91	10.51	未评级
002078.SZ	太阳纸业	12.19	1.04	1.09	1.29	11.08	11.18	9.44	未评级
603733.SH	仙鹤股份	14.91	1.01	0.92	1.52	30.17	16.27	9.78	未评级
002831.SZ	裕同科技	25.38	1.61	1.63	1.92	20.52	15.62	13.23	未评级
002191.SZ	劲嘉股份	5.06	0.14	0.44	1.44	51.64	0.44	1.44	未评级
002701.SZ	奥瑞金	3.99	0.22	0.33	0.39	22.95	11.96	10.21	未评级
002511.SZ	中顺洁柔	9.17	0.27	0.30	0.42	50.89	31.03	21.69	未评级
301193.SZ	家联科技	20.47	1.49	0.52	0.76	22.22	39.04	26.91	未评级
301004.SZ	嘉益股份	68.95	2.72	4.17	4.98	10.95	16.54	13.84	未评级
301296.SZ	新巨丰	10.44	0.45	0.45	0.66	34.33	23.35	15.84	未评级
300888.SZ	稳健医疗	37.46	3.90	4.04	2.34	18.33	9.28	16.02	未评级
002790.SZ	瑞尔特	10.62	0.59	0.60	0.72	15.78	17.63	14.66	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所；注：未评级公司预测数据来自 2024 年 1 月 19 日 Wind 一致预期；港股货币单位为港币，1 月 19 日港币兑人民币即期汇率为 0.92。

7、风险提示

- 1) **原材料价格波动的风险。**在成本结构中，原材料占比相对较高，若下游价格传导受限，则公司盈利能力有所波动。
- 2) **地产销售修复不达预期的风险。**受多方面的影响，房地产市场整体表现相对低迷，若后续修复不达预期则可能对地产后周期板块的需求端进一步承压。
- 3) **行业竞争加剧的风险。**轻工各个细分板块根据发展阶段不同，处在从分散到集中的过程中，若行业竞争加剧，则可能对竞争格局变化产生预期之外影响。
- 4) **消费复苏不及预期。**居民收入与消费行为受到宏观经济环境影响，存在受到收入约束、消费复苏不及预期的可能。
- 5) **重点关注公司业绩不及预期风险。**

【轻工小组介绍】

林昕宇：轻工行业首席分析师，6年卖方研究工作经验，中国人民大学金融学硕士，曾就职于国泰君安证券研究所。紧密跟踪轻工各细分领域并进行深入研究，擅长自上而下及运用国际比较等研究方法。2016年、2017年《新财富》造纸印刷行业第2名团队核心成员，2020年“*Institutional Investor*·财新”家电与家具行业第3名团队核心成员。

杨蕊菁：轻工行业研究助理，西南财经大学本科，南开大学硕士，拥有社服、轻工等大消费行业研究经验。

【分析师承诺】

林昕宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。