



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2024年12月16日

传统消费复苏在途，新兴赛道空间可期

——轻工制造2025年度策略

分析师：徐 偲 SAC执业证书号：S0010523120001 邮箱：xucai@hazq.com
分析师：余倩莹 SAC执业证书号：S0010524040004 邮箱：yuqianying@hazq.com

核心观点

➤ 家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

- **地域层面**，家居以旧换新补贴属于首次享受补贴政策，在全国推进的省市数量少于家电，行业集中度较低，资质审核需要更多时机，推行落地偏慢。展望后续，有望全国大范围推广。**品类层面**，根据我们的统计，各省市对智能马桶/功能沙发/智能床&床垫的以旧换新政策补贴覆盖率较高，分别为93%/90%/87%。**格局层面**，审核资质严格，需要商家先行垫资，政府的资金拨付有时滞，规模较小、资金实力较弱的小型个体专卖店、夫妻老婆店参与的积极性较弱，市场份额有望向资金实力较强的头部品牌集中。**业绩层面**，从家居企业门店接到订单定金到工厂接单排产需要2-3月的时间，从工厂排产到完成出货转化为财报收入需要7-20日的时间，预计此轮以旧换新国补对于家居企业的业绩刺激将于24Q4和25Q1体现，且软体家居快于定制家居。**估值层面**，对标上一轮家电政策刺激，此轮家居刺激政策对估值的提升催化作用未完全体现，家居板块估值仍处于历史低位，有较大向上修复空间。**建议关注**：1) **渠道覆盖度高、品类布局完善、资金实力强的头部家居公司**。2) **布局政策覆盖率较高的智能家居品类的品牌**。**建议关注【欧派家居、索菲亚、志邦家居、顾家家居、瑞尔特、好太太】**。

➤ 造纸：周期底部供需优化，关注造纸格局改善

- **从库存周期来看**，我们认为造纸行业已从2023年10月开始进入被动去库存周期，复盘上一轮2019.11-2021.1被动去库存周期阶段，板块头部企业具有明显的“超额前置”特征，头部企业超额收益在该阶段最为明显。此外，按照库存周期的演绎逻辑，每个阶段运行时间在12个月左右，预计造纸行业或将于2025Q1进入主动补库存阶段。**从浆纸价格来看**，2024年3月以来内外盘木浆价格偏强势，5月末以来浆价处于下行通道，主要系供给端扰动消除叠加新增产能投放预期影响，纸价亦处于历史低位，纸企盈利能力承压。**从市场格局来看**，晨鸣纸业部分债务面临逾期，11月份以来对部分生产基地进行了限产、停产，停机浆、纸产能703万吨，占总产能的71.7%。晨鸣纸业停产时间若较长，文化纸及白卡纸供需情况有望好转，纸产品价格有望上涨，带动相关纸企盈利能力提升。**建议关注【太阳纸业、博汇纸业】**。

核心观点

➤ 烟草：传统烟草积极谋变，新型烟草创新发展

- **传统烟草方面**，在全球不断推进控烟背景下，成人烟民数量和卷烟销量持续下降，卷烟市场规模的增长主要由单价和人均消费额增长贡献，中国烟草积极通过高价格&新产品&新市场战略推动收入规模增长。在新市场方面，中烟香港作为中烟国际负责境外资本市场运作及国际业务拓展的指定境外平台，承载中国烟草全球化战略使命，前路星辰大海。**新型烟草方面**，近年来在控烟与减害背景下，新型烟草产品的技术不断创新迭代、吸食体验逐步完善，消费者对电子烟产品的接受程度不断提高，全球新型烟草快速发展，新型烟草的用户渗透率不断上升，其中，加热不燃烧（HNB）电子烟为主品类，增速领跑新型烟草。四大烟草公司积极布局新型烟草领域，如英美烟草将在2024年年底推出加热不燃烧的突破性新品GloHilo，由思摩尔国际提供一体化产品解决方案，并将在2025年于关键市场中进一步推广。**建议关注【中烟香港、思摩尔国际】。**

➤ 新消费：跨境电商蓬勃发展，谷子经济推动IP变现

- **跨境电商方面**，随着我国跨境出口产品向更大出口量级、更多出口品类以及更高客单价的趋势发展，我国跨境出口电商市场规模持续增长，根据艾瑞咨询数据，2023年，我国跨境电商出口市场规模达到102969.1亿元，同比增长29%；同年，全球电商市场规模达59200.7亿美元，中国跨境电商市场的渗透率达到24.68%。过去，我国企业以工贸一体化形式出海，2019年以来，各品牌商不断强化自身数字化能力，加速整合供应链，筑高品牌壁垒，中国跨境出口电商品牌商迈向品牌精耕期。**相关标的：【恒林股份、永艺股份、乐歌股份、致欧科技、赛维时代、华凯易佰、吉宏股份】。****谷子经济方面**，谷子经济是二次元IP变现的一大形式，主要消费群体是年轻的二次元群体，根据前瞻产业研究院数据，2016年至2023年间，中国二次元产业规模从189亿元增长至2219亿元，复合年均增长高达42.2%；2024年至2029年，二次元产业规模预测将增长至5900亿元，年均复合增长率达16.6%。相关企业通过自有IP与授权IP结合，提升品牌竞争力和市场份额。**相关标的：【广博股份、实丰文化、创源股份、晨光股份、泡泡玛特】。**
- **风险提示**：全球宏观经济形势变化风险，全球需求变化的风险，行业竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，汇率波动的风险。

目录

1

复盘：估值仍处历史低位，各板块整体业绩承压

2

家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

3

造纸：周期底部供需优化，关注造纸格局改善

4

烟草：传统烟草积极谋变，新型烟草创新发展

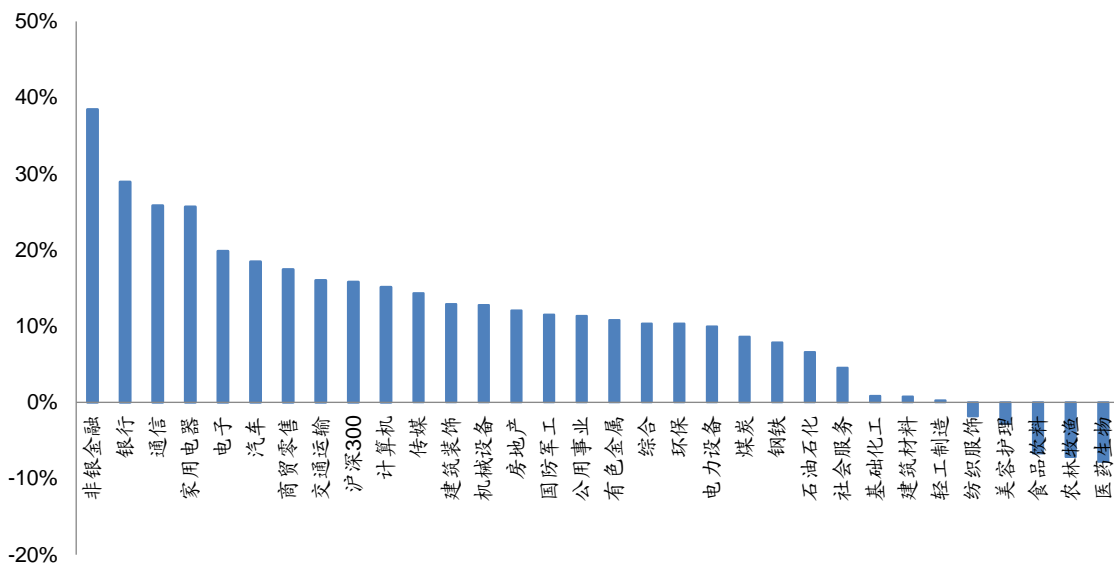
5

新消费：跨境电商蓬勃发展，谷子经济推动IP变现

1.复盘：估值仍处历史低位，各板块整体业绩承压

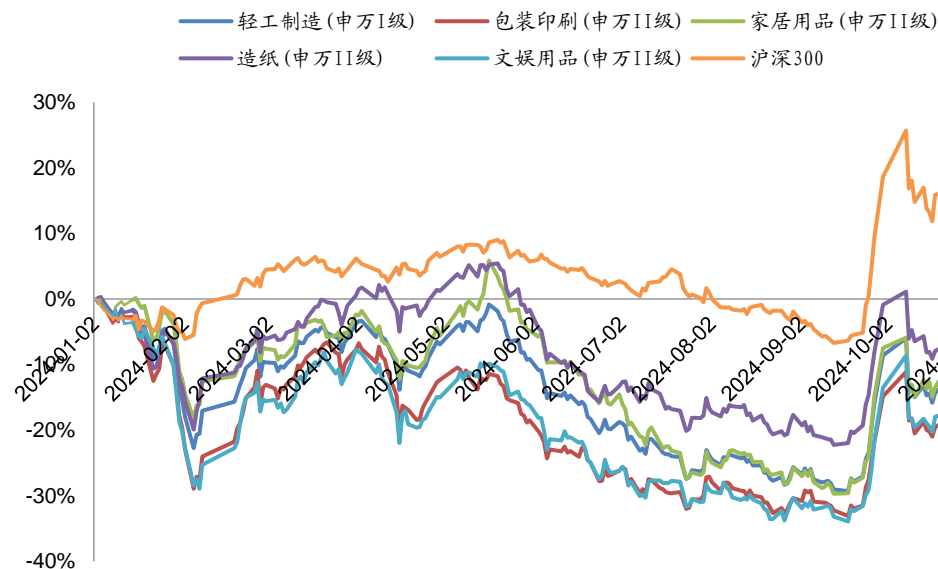
▶ 从行业累计涨跌幅来看，A股轻工制造行业排名26。2024年1月2日至12月6日，A股轻工制造行业的累计涨幅为0.27%，在申万31个一级行业中排名第26位，落后于银行、通信、家用电器、建筑装饰、煤炭、交通运输等行业的表现。从市场表现来看，轻工二级行业中，各板块均跑输沪深300。2024年1月2日至12月6日，A股轻工制造(申万I级)/包装印刷(申万II级)/家居用品(申万II级)/造纸(申万II级)/文娱用品(申万II级)/沪深300的累计涨跌幅分别为+0.27%/+0.98%/-3.56%/+2.08%/+5.46%/+15.80%，轻工制造(申万I级)/包装印刷(申万II级)/家居用品(申万II级)/造纸(申万II级)/文娱用品(申万II级)相对于沪深300的超额收益率分别为-15.53/-14.82/-19.36/-13.72/-10.34pcts。其中，文娱用品板块在轻工各二级行业中表现较好。

A股申万一级行业年初至今累计涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所（时间范围：2024年1月2日至12月6日，下同）

A股轻工制造行业年初至今累计涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

1.复盘：估值仍处历史低位，各板块整体业绩承压

- ▶ 从个股表现来看，申万轻工制造分类下164只标的中，有83只在2024年1月2日到2024年12月6日收获正收益，有83只跑赢轻工指数，37只跑赢沪深300指数。轻工板块涨幅前20的标的市值均值为61.11亿元，翔港科技、美之高、柏星龙、嘉益股份、ST金运等公司涨幅居前，2024年1月2日到2024年12月6日分别累计上涨230.29%、176.22%、145.08%、130.75%、122.34%，北交所企业市场表现较好。

轻工行业24年至今涨幅前15

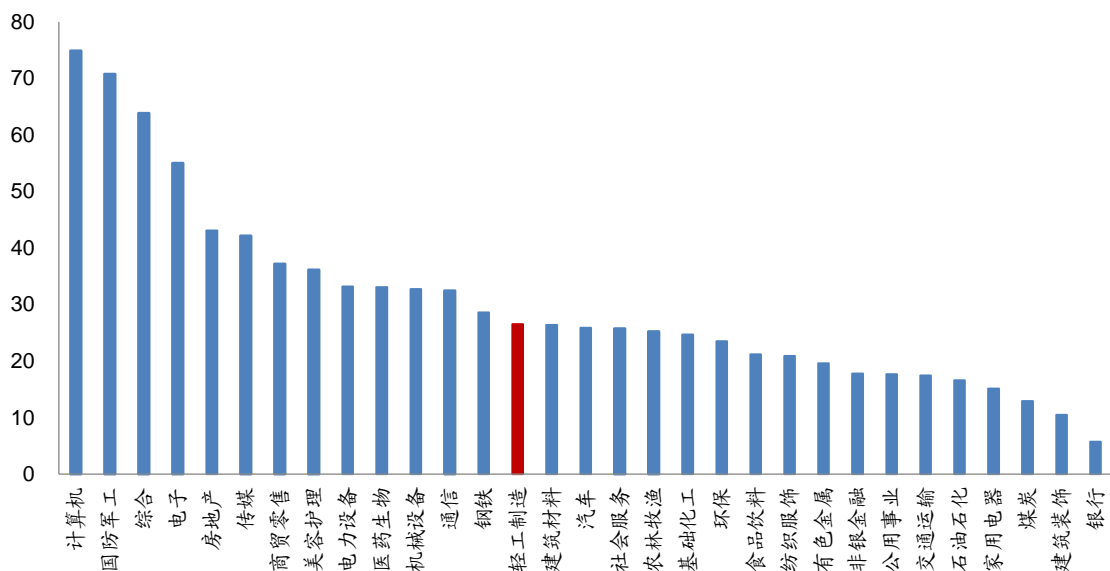
证券代码	证券简称	市值 (亿元)	24年1月2日至24年12月6日 涨跌幅 (%)	相对轻工指数超额收益率 (%)	相对沪深300超额收益率 (%)
603499.SH	翔港科技	76.64	230.29	230.02	214.49
834765.BJ	美之高	16.94	176.22	175.95	160.42
833075.BJ	柏星龙	24.16	145.08	144.81	129.28
301004.SZ	嘉益股份	106.11	130.75	130.48	114.95
300220.SZ	ST金运	26.19	122.34	122.07	106.54
603268.SH	松发股份	46.63	117.30	117.03	101.51
870204.BJ	沪江材料	22.51	112.76	112.49	96.96
838163.BJ	方大新材	23.08	98.42	98.15	82.62
872392.BJ	佳合科技	13.44	84.69	84.42	68.89
600210.SH	紫江企业	110.57	62.65	62.38	46.85
002103.SZ	广博股份	67.43	57.55	57.28	41.76
002862.SZ	实丰文化	38.33	51.23	50.96	35.43
301061.SZ	匠心家居	93.34	48.40	48.13	32.60
000659.SZ	珠海中富	44.23	42.74	42.47	26.94
002303.SZ	美盈森	60.95	38.89	38.62	23.10

资料来源：Wind，华安证券研究所

1.复盘：估值仍处历史低位，各板块整体业绩承压

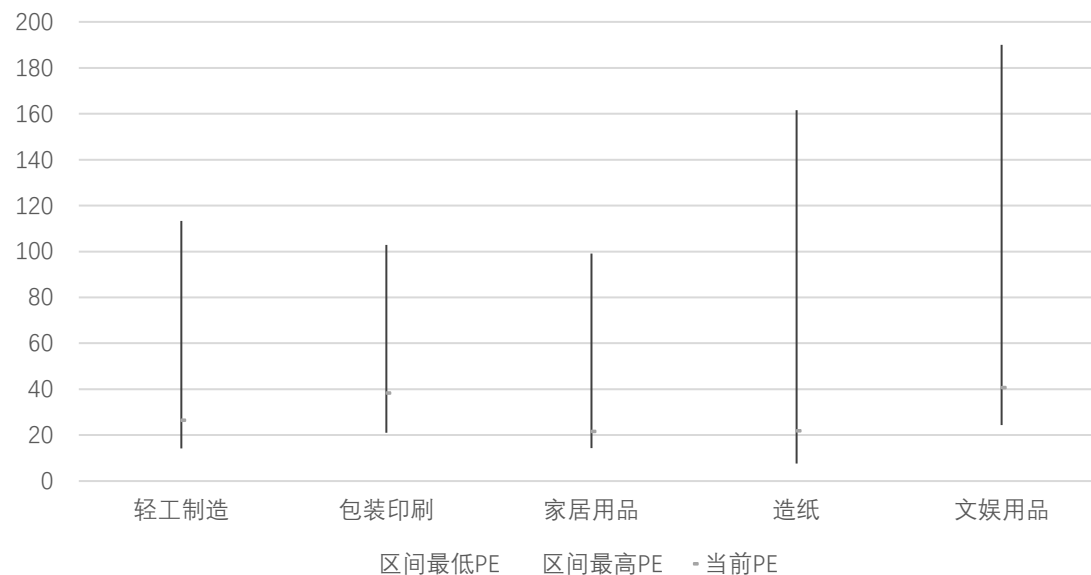
从估值来看，轻工制造行业PE(TTM)处于各行业中等偏下水平，除包装印刷外，各子板块估值处于历史低位。截至2024年12月6日，轻工制造行业PE(TTM)为26.53倍，处于近十年（2014年12月6日至2024年12月6日）历史45.91%分位，在31个申万一级行业中排名第14位，低于计算机、国防军工、电子、房地产、传媒、商贸零售等行业。子板块方面，包装印刷PE(TTM)为38.32倍，处于近十年历史70.88%分位；家居用品PE(TTM)为21.65倍，处于近十年历史10.32%分位；造纸PE(TTM)为21.94倍，处于近十年历史52.02%分位；文娱用品PE(TTM)为40.74倍，处于近十年历史29.81%分位。

A股申万一级行业PE(TTM)



资料来源：Wind，华安证券研究所

A股轻工制造行业及其子板块PE(TTM)

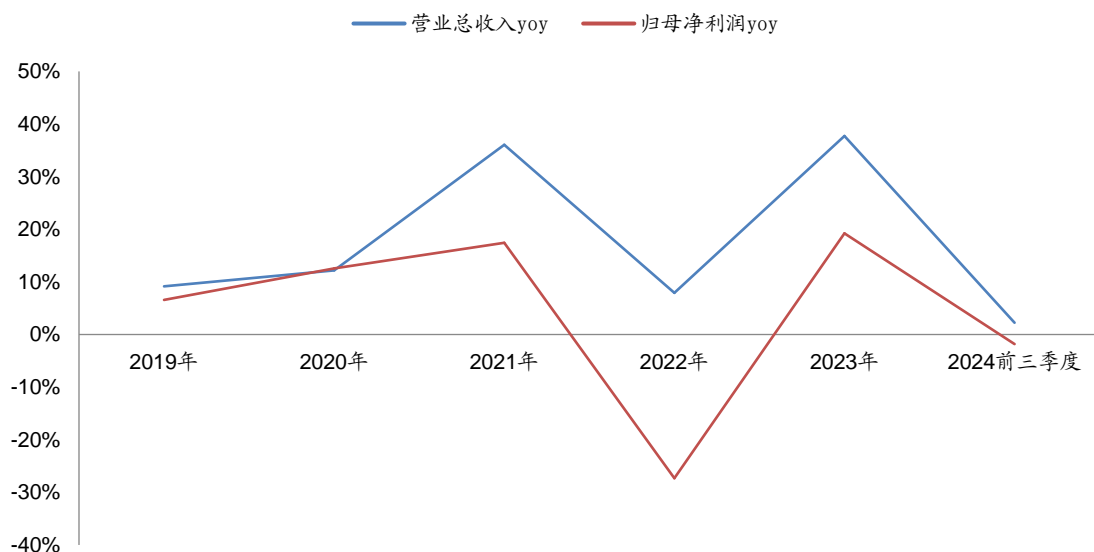


资料来源：Wind，华安证券研究所

1. 复盘：估值仍处历史低位，各板块整体业绩承压

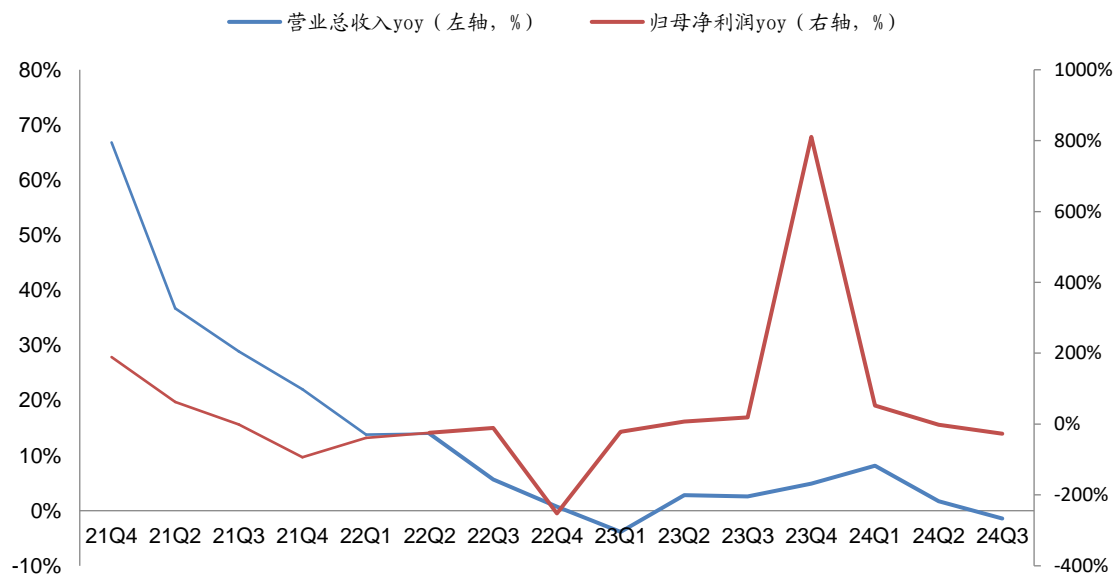
➤ 24Q3业绩整体承压，盈利能力有所下滑。2024前三季度，申万轻工制造业行业总营收为4453.82亿元，同比增长2.24%；归母净利润为251.06亿元，同比下降 1.82%。2024Q1/Q2/Q3申万轻工制造业总营收分别为1364.70/1525.73/1552.07亿元，同比变化+8.18%/+1.71%/-1.41%；归母净利润为76.75/94.78/77.39亿元，同比变化+52.77%/-1.78%/-27.58%，营收端表现好于利润端。其中，头部企业凭借自身供应链、产能、客户运营等优势，业绩受外部环境影响较小，经营韧性较强。

申万轻工制造行业营收及归母净利润增速 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

申万轻工制造行业分季度营收及归母净利润增速 (%)

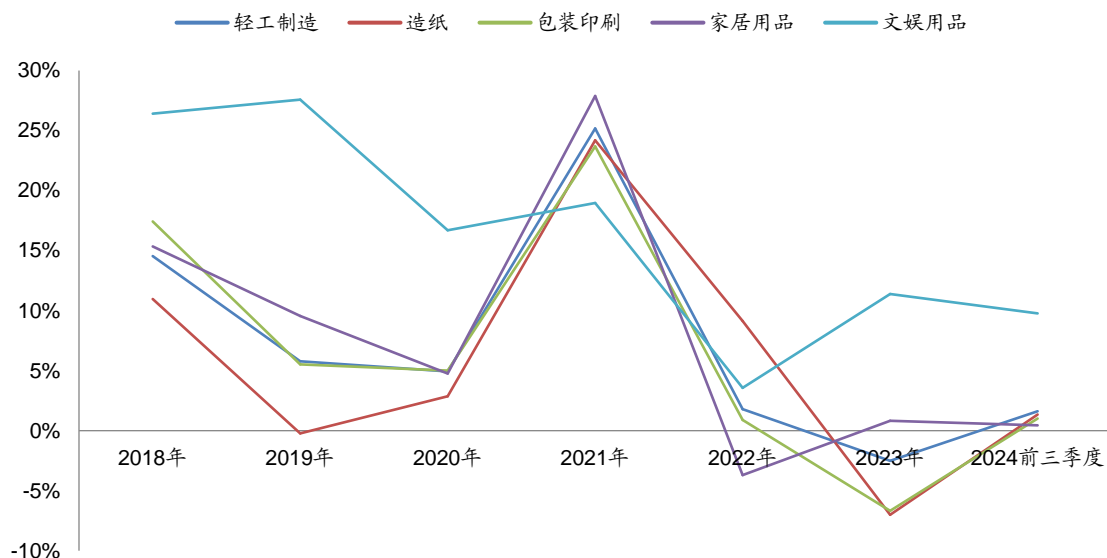


资料来源：Wind，华安证券研究所

1.复盘：估值仍处历史低位，各板块整体业绩承压

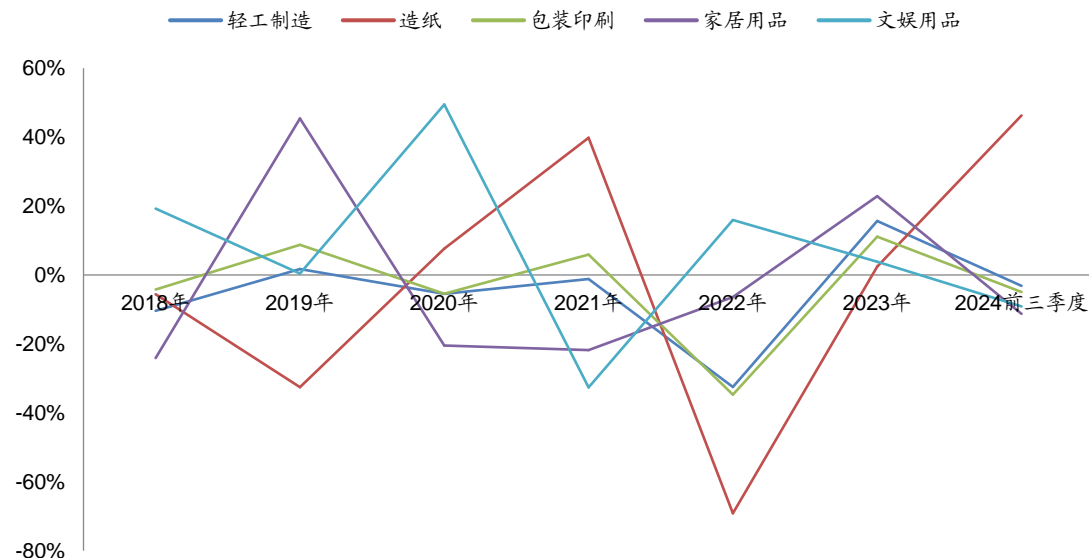
▶ 前三季度造纸板块盈利领先，其他板块业绩承压。按照申万行业分类口径，2024年前三季度，造纸/包装印刷/家居用品/文娱用品营收分别同比增长1.34%/1.01%/0.44%/9.77%，归母净利润分别同比+46.26%/-4.94%/-11.27%/-9.13%。2024年前三季度造纸板块盈利领先，家居板块业绩承压较大。

申万轻工制造及子板块营收增速 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

申万轻工制造及子板块净利润增速 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

1. 复盘：估值仍处历史低位，各板块整体业绩承压

► **家居：三季度业绩调整，海外市场布局有待成长。**2024年前三季度，欧派家居/索菲亚/金牌家居/志邦家居4家定制家居公司的营业总收入同比增速分别为-16.21%/-6.65%/-5.15%/-6.46%，归母净利润同比增速分别为-12.08%/-3.24%/-28.09%/-23.80%。2024第三季度，欧派家居/索菲亚/金牌家居/志邦家居4家定制家居公司的营业总收入同比增速分别为-21.21%/-21.13%/-13.91%/-10.14%，归母净利润同比增速分别为-11.56%/-21.16%/-44.22%/-30.93%。2024Q3大部分定制家居企业营收和归母净利润增速均同比下滑，主要受房地产深度调整、消费者偏好变化、消费驱动力不足等因素的综合叠加。

家居行业部分企业业绩情况

	营业总收入同比增速					归母净利润同比增速				
	2020	2021	2022	2023	2024 Q1-3	2020	2021	2022	2023	2024 Q1-3
603833.SH 欧派家居	8.91%	38.68%	9.97%	1.35%	-16.21%	12.13%	29.23%	0.86%	12.92%	-12.08%
002572.SZ 索菲亚	8.67%	24.59%	7.84%	3.95%	-6.65%	10.66%	-89.72%	768.28%	18.51%	-3.24%
603180.SH 金牌厨柜	24.20%	30.61%	3.06%	2.59%	-5.15%	20.68%	15.49%	-18.03%	5.40%	-28.09%
603801.SH 志邦家居	29.65%	34.17%	4.58%	13.50%	-6.46%	20.04%	27.84%	6.17%	10.76%	-23.80%

资料来源：Wind，华安证券研究所

1. 复盘：估值仍处历史低位，各板块整体业绩承压

► **造纸：行业景气度下行，各纸企盈利能力承压。**2024年前三季度，太阳纸业/博汇纸业/山鹰国际/晨鸣纸业/仙鹤股份/华旺科技/五洲特纸7家造纸公司的营业总收入同比增速分别为+6.07%/+2.12%/+1.36%/+0.52%/+16.89%/-4.45%/+17.18%，归母净利润同比增速分别为+15.08%/+260.55%/+158.86%/+7.57%/+113.97%/+2.94%/+205.87%。2024第三季度，太阳纸业/博汇纸业/山鹰国际/晨鸣纸业/仙鹤股份/华旺科技/五洲特纸7家造纸公司的营业总收入同比增速分别为+5.99%/-6.29%/-2.87%/-17.00%/+8.68%/-19.44%/+11.60%，归母净利润同比增速分别为-20.84%/-92.85%/-129.11%/-820.98%/+32.49%/-33.89%/-20.55%。原材料木浆价格上升，产成品纸价承压，导致造纸行业盈利能力下降。

造纸行业部分企业业绩情况

	营业总收入同比增速					归母净利润同比增速				
	2020	2021	2022	2023	2024 Q1-3	2020	2021	2022	2023	2024 Q1-3
002078.SZ 太阳纸业	-5.16%	48.21%	23.66%	-0.56%	6.07%	-10.33%	51.39%	-4.12%	9.86%	15.08%
600966.SH 博汇纸业	43.56%	16.41%	12.81%	1.80%	2.12%	523.50%	104.50%	-86.63%	-20.27%	260.55%
600567.SH 山鹰国际	7.44%	32.29%	2.97%	-13.76%	1.36%	1.39%	9.74%	-248.87%	106.92%	158.86%
000488.SZ 晨鸣纸业	1.12%	7.43%	-3.08%	-16.86%	0.52%	3.35%	20.65%	-90.84%	-776.89%	7.57%
603733.SH 仙鹤股份	6.04%	24.24%	28.61%	10.53%	16.89%	63.02%	41.76%	-30.14%	-6.55%	113.97%
605377.SH 华旺科技	-2.54%	82.40%	16.88%	15.70%	-4.45%	52.23%	72.53%	4.18%	21.13%	2.94%
605007.SH 五洲特纸	10.89%	40.04%	61.59%	9.35%	17.18%	69.91%	15.24%	-47.41%	32.97%	205.87%

资料来源：Wind，华安证券研究所

1.复盘：估值仍处历史低位，各板块整体业绩承压

► **包装：原材料价格下降，包装企业业绩表现较佳。** 2024年前三季度，裕同科技/奥瑞金/上海艾录/新巨丰/合兴包装营业收入同比增速分别为+13.44%/+1.40%/+15.13%/+0.98%/-8.41%，归母净利润同比增速为+13.05%/+7.74%/+22.77%/+11.91%/+20.52%。2024第三季度，裕同科技/奥瑞金/上海艾录/新巨丰/合兴包装营业收入同比增速分别为+10.45%/+1.92%/+14.50%/+15.31%/-7.69%，归母净利润同比增速为+11.41%/-12.55%/-35.90%/+19.91%/+41.27%。产品需求回暖带动产品销量增长，叠加原材料价格下降，大部分核心包装企业收入和利润双升。

包装行业部分企业业绩情况

	营业总收入同比增速					归母净利润同比增速				
	2020	2021	2022	2023	2024 Q1-3	2020	2021	2022	2023	2024 Q1-3
002831.SZ 裕同科技	19.75%	25.97%	9.49%	-6.96%	13.44%	7.20%	-9.19%	45.46%	-3.35%	13.05%
002701.SZ 奥瑞金	12.72%	20.22%	0.63%	-1.59%	1.40%	3.54%	19.68%	-36.69%	37.05%	7.74%
301062.SZ 上海艾录	20.14%	44.55%	0.18%	-4.95%	15.13%	73.45%	30.18%	-26.55%	-29.17%	22.77%
301296.SZ 新巨丰	8.48%	22.42%	29.48%	8.05%	0.98%	46.35%	-7.04%	7.84%	0.39%	11.91%
002228.SZ 合兴包装	8.20%	46.16%	-12.39%	-19.26%	-8.41%	8.73%	-24.73%	-39.46%	-21.98%	20.52%

资料来源：Wind，华安证券研究所

1.复盘：估值仍处历史低位，各板块整体业绩承压

► **个护：消费承压，业绩下滑，百亚股份表现亮眼。**2024年前三季度，个护产品企业中顺洁柔/百亚股份/豪悦护理/可靠股份4家公司营收同比增速分别为-12.72%/+57.51%/-1.62%/-2.19%，归母净利润同比增速分别为-67.61%/+30.77%/-5.06%/-18.87%。2024年第三季度，中顺洁柔/百亚股份/豪悦护理/可靠股份营收同比增速分别为-9.54%/+50.64%/+1.45%/+9.86%，归母净利润同比增速分别为-142.01%/+16.10%/-9.05%/-121.52%。受到消费环境影响，市场竞争加剧、经销商降库存，部分个护企业业绩承压。

个护行业部分企业业绩情况

	营业总收入同比增速					归母净利润同比增速				
	2020	2021	2022	2023	2024 Q1-3	2020	2021	2022	2023	2024 Q1-3
002511.SZ 中顺洁柔	17.91%	16.95%	-6.34%	14.37%	-12.72%	50.02%	-35.85%	-39.77%	-4.92%	-67.61%
003006.SZ 百亚股份	8.82%	16.97%	10.19%	33.00%	57.51%	42.41%	24.89%	-17.83%	27.21%	30.77%
605009.SH 豪悦护理	32.64%	-4.98%	13.82%	-1.62%	-1.62%	90.90%	-39.75%	16.60%	3.72%	-5.06%
301009.SZ 可靠股份	39.31%	-27.44%	-0.01%	-8.83%	-2.19%	144.72%	-81.43%	-208.51%	146.80%	-18.87%

资料来源：Wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

1.复盘：估值仍处历史低位，各板块整体业绩承压

► **文娱：产品结构优化，明月镜片业绩韧性较强。**2024年前三季度，文娱企业明月镜片/晨光股份2家公司营业收入同比增速分别为+3.61%/+7.91%，归母净利润同比增速分别为+11.91%/-6.63%。2024第三季度，明月镜片/晨光股份营收同比增速分别为+0.64%/+2.78%，归母净利润同比增速分别为+13.57%/-20.61%。消费环境的变化使得消费者对自身收入增长的预期相对谨慎，短期内消费潜力释放趋缓，营收增速放缓，明月镜片产品结构优化效果持续显现，盈利能力进一步加强。

文娱行业部分企业业绩情况

	营业总收入同比增速					归母净利润同比增速				
	2020	2021	2022	2023	2024 Q1-3	2020	2021	2022	2023	2024 Q1-3
301101.SZ 明月镜片	-2.32%	6.65%	8.25%	20.17%	3.61%	0.23%	17.27%	65.89%	15.65%	11.91%
603899.SH 晨光股份	17.92%	34.02%	13.57%	16.78%	7.91%	18.43%	20.90%	-15.51%	19.05%	-6.63%

资料来源：Wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

目录

1 复盘：估值仍处历史低位，各板块整体业绩承压

2 家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

3 造纸：周期底部供需优化，关注造纸格局改善

4 烟草：传统烟草积极谋变，新型烟草创新发展

5 新消费：跨境电商蓬勃发展，谷子经济推动IP变现

2.家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

▶ 以旧换新政策落地，家居消费修复可期，头部公司有望明显受益。2024年2月23日，中央财经委员会第四次会议指出，要推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新，其中，家居产品是以旧换新政策支持的重要部分。叠加近来各地陆续发布家居消费品以旧换新的政策细则，主要包括鼓励旧房改造、厨卫局部改造以及家居适老化改造，给予消费补贴，支持绿色智能家居生产与消费等举措，有望带动家居消费回暖向好。而头部公司由于合规性较高，一方面更能容易推动补贴申请落地，另一方面能够通过让利加码补贴政策，满足消费者多元化的焕新需求，有望更明显受益于以旧换新政策。

国家层面以旧换新政策

发布日期	发布部门	政策名称	涉及家居消费的政策内容
2024/3/13	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推动家装消费品换新。通过政府支持、企业让利等多种方式，支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造，持续推进居家适老化改造，积极培育智能家居等新型消费。推动家装样板间进商场、进社区、进平台，鼓励企业打造线上样板间，提供价格实惠的产品和服务，满足多样化消费需求。
2024/3/27	商务部等14部门	《推动消费品以旧换新行动方案》	以扩大存量房装修改造为切入点，推动家装厨卫消费品换新，促进智能家居消费，持续释放家居消费潜力。鼓励开展旧房装修、厨卫等局部改造和适老化改造，对购买智能化家居产品给予补贴，鼓励设置“家装便民服务点”，设置“公益维修队”，推动智能家居在智慧厨房、健康卫浴、家庭安防、养老监护等场景落地，加快完善智能家居互联互通标准，制定推行家装合同示范文本。
2024/7/24	国家发展改革委、财政部	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	支持地方提升消费品以旧换新能力。直接安排超长期特别国债资金，用于支持地方自主提升消费品以旧换新能力。国家发展改革委商财政部综合各地区常住人口、地区生产总值、汽车和家电保有量等因素，合理确定对各地区支持资金规模。各地区要重点支持汽车报废更新和个人消费者乘用车置换更新，家电产品和电动自行车以旧换新，旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费等。

资料来源：国务院，商务部，国家发展改革委，华安证券研究所

2.家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

▶ **全国：补贴资金使用积极，消费拉动效果显著。**补贴金额方面，本轮家居以旧换新资金形式为1500亿超长期特别国债，家居支持资金按照总体 9:1 的原则实行央地共担，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为 85%、90%、95%。按照广东省和湖南省以旧换新工作目标和补贴金额推算，我们预计家居品类补贴占比在5%-10%，补贴金额约83-167亿元，带动终端销售额437-875亿元，对家居+建材社零拉动为14%-28%。**补贴使用进度方面**，根据商务部数据，截至11月8日，已有超过2000万名消费者参与了家电以旧换新活动，购买了3000多万台家电产品，累计销售额高达1377.9亿元。据此我们测算，截至11月8日，全国家电补贴预计使用265亿元，使用率约为64%，预计于12月中上旬使用完毕，家居家电品类补贴使用进度或相仿。

家居品类以旧换新补贴金额及带动销售额测算

项目	数据		
中央超长期国债资金 (亿元)	1500		
中央/地方出资配套比例	9:1		
地方出资金额 (亿元)	167		
合计补贴资金 (亿元)	1667		
品类补贴占比假设	5%	7.5%	10%
对应补贴金额 (亿元)	83	125	167
带动终端销售系数	5.25	5.25	5.25
2024年预计带动终端销售 (亿元)	437	656	875
2023年限额以上家具+建材社零总额 (亿元)	3085	3085	3085
对限额以上家具+建材社零拉动	14%	21%	28%

资料来源：国务院，商务部，华安证券研究所测算

敬请参阅末页重要声明及评级说明

家电以旧换新补贴资金使用情况测算

	台数 (万台)	中央补贴金额 (亿元)	带动销售额 (亿元)	销售额/补贴系数	使用比例	
	9月25日	520.00	46.70	243.00	5.20	11%
	10月15日	1462.00	131.70	690.90	5.25	32%
	21日日均	44.86	4.05	21.33		
	11月8日	3000.00	264.81	1377.90		64%
依据	1、国家发展改革委：截至9月25日，全国约386万名消费者购买8大类家电产品超520万台，享受46.7亿元中央补贴，带动销售额超243亿元；2、商务部：截至10月15日，2066.7万名消费者申请，1013.4万名消费者购买8大类家电产品1462.4万台，享受131.7亿元中央补贴，带动销售690.9亿元；3、商务部：截至11月8日，已有超过2000万名消费者参与了家电以旧换新活动，购买了3000多万台家电产品，累计销售额高达1377.9亿元。					
假设	1、家电品类占1500亿超长期国债资金比例为25%，即总金额为417亿元；1、补贴拉动销售额系数为5.20；2、日均使用中央补贴金额为4.05亿元。					

资料来源：国务院，商务部，发改委，华安证券研究所测算

2.家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

► **地域：因地制宜推进补贴政策，有望全国大规模推广。**家居以旧换新细则需要各市政府根据中央和省府政策细化落实举措，各省市的推进进度和补贴力度各不相同，广东省、湖北省、福建省等为全国最早一批推出家装厨卫“焕新”补贴细则的省份，涵盖品类全面，优惠力度大。其中，广州市上线淘宝、京东电商平台，补贴辐射范围扩大至全国。目前来看，家居以旧换新补贴属于首次享受补贴政策，在全国推进的省市数量少于家电，行业集中度较低，资质审核需要更多时间，推行落地偏慢。如，北京市、天津市、青海仅对家电、智能家居等补贴，未涉及家具类目；重庆市、吉林省、山东省、江苏省于11月中旬起开始推进家装厨卫“焕新”补贴；部分省仅部分市落地家居补贴细则，未在全省范围推广，如辽宁省大连市、河北省廊坊市、山西省太原市等。展望后续，家居补贴后续有望全国大范围推广。

各地区因地制宜推进旧换新政策

全国	家居家装细则实施时间	细则内容
北京	/	仅家电以旧换新补贴实施细则
上海	2024年9月7日至2024年12月31日	15%立减补贴，每单补贴不超过2000元。
天津	2024年9月28日至2024年12月31日	15%立减补贴，每单补贴不超过2000元。
重庆	2024年11月15日至2024年12月25日	15%立减补贴，每个消费者限补2件（套），每件（套）补贴最高不超过2000元。
辽宁-大连	2024年11月8日至2024年12月31日	20%立减补贴，每户最多不超过2000元。
吉林	2024年11月12日至2024年12月31日	15%立减补贴，每类产品补贴不超过2000元，每位消费者累计补贴最高15000元。
黑龙江	2024年9月21日至2024年12月31日	20%立减补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。
河北-廊坊	2024年9月18日至2024年12月31日	15%立减补贴，每位消费者每类产品可补贴1次，每类补贴不超过2000元。
山西-太原	2024年9月29日至2024年12月31日	15%立减补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。
河南-郑州	2024年9月30日至2024年12月31日	20%立减补贴；进行全屋整体装修的，按照与装饰装修企业签订合同总价款的10%给予补贴。每人且每套房补贴金额最高不超过2万元。
山东-济南	2024年11月10日至2024年12月31日	20%立减补贴，每类产品仅可享受补贴1件，每件产品补贴金额不超过2000元。
江苏-扬州	2024年11月中下旬至2024年12月31日	15%立减补贴，每户享受总补贴金额不超过30000元。
安徽	2024年9月30日至2024年12月31日	15%立减补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。

资料来源：国务院，商务部，各省市府，本地宝，云闪付app，华安证券研

2.家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

- ▶ **品类：**各地区以旧换新政策补贴品类有所差异。大部分省市补贴品类涵盖智能家居类、旧房装修和厨卫改造类、居家适老化改造类，具体品类包括成品橱柜及配件、卫浴洁具、软体成品等。部分省份仅落地家电和适老化改造补贴，品类仅涵盖智能马桶、功能沙发、智能床/床垫等智能家居产品。

各地区以旧换新政策补贴品类有所差异

全国	卫浴	智能马桶	功能沙发	智能床/床垫	桌椅	柜类	沙发	床/床垫	适老化产品
北京									
上海	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
天津		✓	✓	✓					✓
重庆	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
辽宁-大连	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
吉林	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
黑龙江		✓							
河北-廊坊	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
山西-太原	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
河南-郑州	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
山东-济南	✓	✓	✓	✓					✓
江苏-扬州	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
安徽		✓	✓	✓					
江西-赣州/九江	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
浙江	✓	✓	✓	✓					✓
福建	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
广东	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
海南	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
云南		✓	✓						
四川	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
湖南	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
湖北	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
陕西	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
甘肃	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
青海									✓
内蒙古	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
新疆	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
西藏	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
广西	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
宁夏	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
比例	80%	93%	90%	87%	73%	77%	73%	73%	87%

资料来源：国务院，商务部，各省市市政府，本地宝，云闪付app，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2.家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

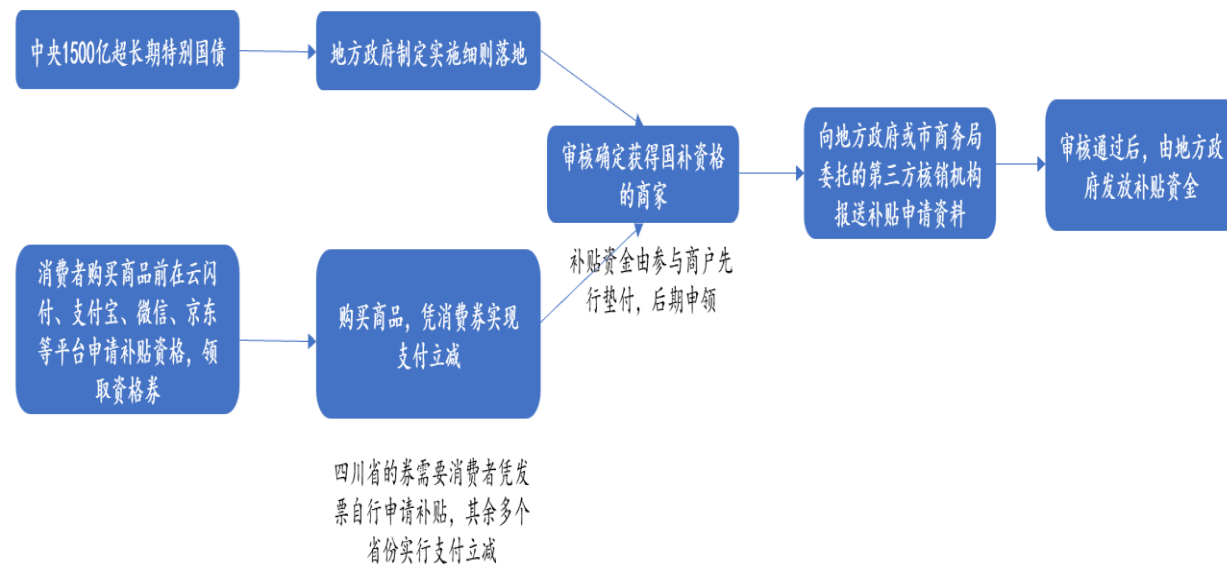
➤ **格局：审核资质严格，需要商家先行垫资，市场份额有望向头部品牌集中。**一方面，部分地区对申报以旧换新国补活动的商家资质设立了一定门槛，包括合法纳税、网点布局广、货源充足、具备物流配送、安装调试、保修维护等综合服务能力等，需要提交较多报名资料，头部企业由于合规性较高，在各地有销售实体执行能力强，更容易推动经销商补贴活动资格申请落地。另一方面，在线上线下通过审批获取国补资格的商家凭消费券实现支付立减，涉及补贴资金由参与商家先行垫付，再按程序和要求向政府申请拨付。由于需要商家垫资，且审核、清算等环节需要一定的时间，政府的资金拨付有时滞，规模较小、资金实力较弱的小型个体专卖店、夫妻老婆店参与的积极性较弱，市场份额有望向资金实力较强的头部品牌集中。

湖南省家装厨卫“焕新”活动参与企业要求

1.在湖南省内合法经营的企业（包括生产企业和销售企业），有固定经营场所和合法营业执照，经营范围符合补贴目录。2.自觉遵守法律法规，履行社会责任，经营状况良好，财务制度健全，未被“信用中国”网站或相关政府部门列为失信被执行人，在湖南省内合法纳税，可开具正规的增值税发票。3.与商品生产企业有稳定的产销合作关系，具备物流配送、安装调试、保修维护等综合服务能力，有完备的线下服务队伍。具备POS机刷卡支付功能。4.自愿参加活动，遵守活动规则，确保产品质量安全，不趁机涨价，不骗取财政资金，广泛开展政策宣传，按要求及时准确报送补贴政策实施情况及相关数据，自愿配合商务、税务、财政等部门监督检查。5.各市州根据实际情况合法提出的其他条件。

(1) 申报表。(2) 企业负责人及门店负责人身份证复印件。(3) 企业有效的营业执照复印件。(4) “信用中国”官网提供的企业信用报告。(5) 全国电子税务局提供的企业纳税信用等级证明。(6) 企业参与活动承诺书。(7) 企业在质量、品牌、纳税、公益等方面获得的荣誉证书。(8) 企业与生产品牌签订的长期经销或代理协议、授权函等证明资料。(9) 各市州根据实际情况合法要求提供的其他资料。

以旧换新国补实施流程



基本条件

报名资料

资料来源：湖南商务，华安证券研究所

资料来源：国务院，商务部，汕头商务，九江永修发布，华安证券研究所

2.家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

► **格局：头部品牌加码补贴，实现国补+企补双重优惠。**在政府以旧换新补贴的基础上，各头部定制家居品牌纷纷加大了企业补贴力度，给予约20%的企业加码补贴，并推出优惠套餐，配合国家的补贴政策，更好地助力消费者焕新家，有望抢占市场份额，更大程度受益于国补刺激。

部分家居企业加码补贴

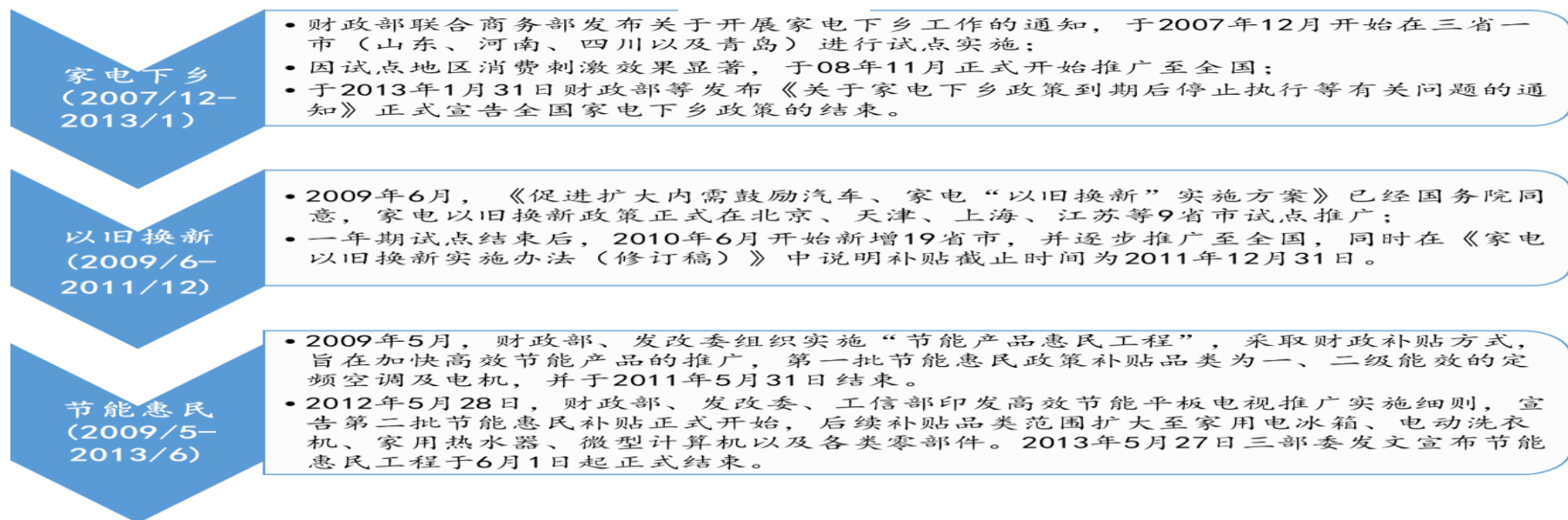
公司	注册地	补贴活动
欧派家居	广州市	购买欧派橱衣木卫定制类产品，享合同金额20%的企业补贴金，最高1万元/户；企业补贴金可用于在欧派购买全球大牌家具家电产品，促销价之上再享20%补贴优惠；推出“消费者+99元享健康升级补贴”优惠，包括欧派799惠民系列衣柜、899德系高颜系列衣柜。
索菲亚	广州市	政府补贴15%+总部至高20%；米兰纳亦推出集团加码补贴20%的重磅让利活动。
志邦家居	合肥市	根据各地方政策不同至高补贴20%，企业至高再补贴30%，政策累加有机会享受高达50%的双重补贴。并推出多个整家套餐，包括明星整家29700满配套餐升级高品质的欧松板门板、Ag+抗菌柜体、BARCA HOME高端沙发；整家组合29700、39700、59700多种材料与配置组合，每多选购一个品类，还可额外收获2000元的焕新补贴消费券。
金牌家居	厦门市	在全国各地政府补贴的20%基础上，再给予消费者50%的补贴，消费者在购买家居产品时能享受到高达70%的总补贴额度；推出899元/m ² /m高颜值系列、1499元/m ² /m的王牌豪车烤漆系列，以及49800元的大牌整家套餐；厨衣门墙定制类产品，最高可享产品50%的专项补贴；购买金牌整家全品类产品可额外加码1000元焕新消费券。
尚品宅配	广州市	加码优惠力度，集团补贴20%，推出全屋定制随心选套餐，并针对旧房焕新和局部改造需求，推出臻选焕新全案套餐和局改焕新套餐，套餐可灵活组合。
好莱客	广州市	发起普惠行动专项补贴，好莱客直补20%，全国门店商场加码补贴20%。消费者在好莱客天猫店下单，最高可获得政企商合计补贴55%。
顾家家居	杭州市	在线下各大门店，持续推进“以旧换新”惠民焕新工程优惠活动，在各地政府补贴的基础上，再增加最高2000元的企业补贴，并提供免费上门回收废旧家具服务。在线上电商平台，在国家政策补贴基础上，再提供满10000送1000的优惠政策。
喜临门	绍兴市	在政府补贴的基础上，额外提供“以旧换新最高可享2000元补贴”和“床垫加价即可换购真皮软床”的补贴政策。
慕思股份	东莞市	消费者可将旧床垫换新，购买慕思新床垫，享“政府和慕思10%”双重补贴，即政府补贴之上，慕思再补贴千元，慕思补贴（即减免金额）最高不超过1500元。
箭牌家居	佛山市	在国家换新补贴基础，ARROW箭牌加码补贴最高2000元/户，普通马桶、智能马桶、浴室柜、花洒等全场景单款产品以旧换新补贴200-500元/户不等。

资料来源：广州日报，千龙网，中国财富网，乐居财经，华安证券研究所

2.家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

- **格局：对标上一轮家电政策刺激，有望推动行业集中度提升。**以家电行业为参考，上轮家电消费刺激政策推行时间段集中于2007年底-2013年，主要可分为家电下乡、以旧换新和节能惠民三类刺激政策。国家刺激政策下，家电行业迎来了快速增长，龙头企业凭借着规模效益和品牌优势占据了较大的市场份额，中小企业加速出清，家电行业集中度提升趋势明显。根据产业信息网数据，空调CR3从2008年的69%提升至2013年的77%，洗衣机CR3从2008年的56%提升至2013年的61%。当前家居行业的集中度较低，头部公司市占率低于10%，此轮刺激政策有望加速提升行业集中度。

三类家电消费刺激政策具体情况梳理

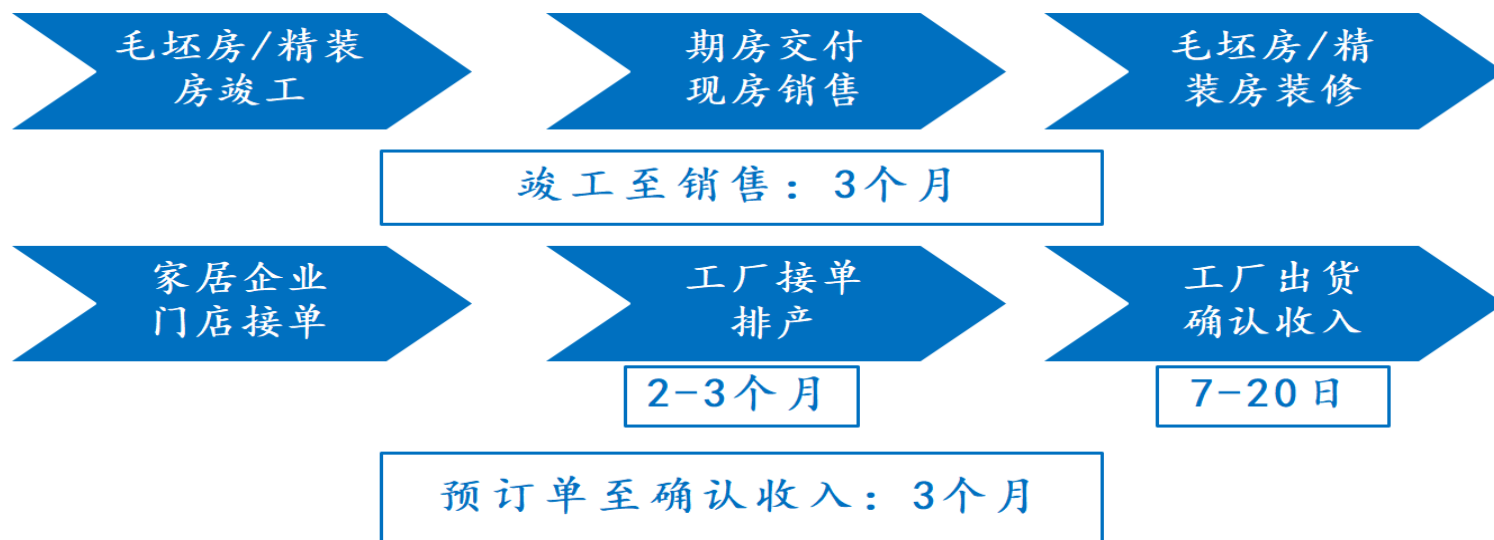


资料来源：国务院，财政部，华安证券研究所

2.家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

- ▶ **业绩：地产销售—家居订单—上市公司收入确认的转化存在一定期限的转化周期。**从消费者一端看，作为毛坯房/精装房的新房竣工后，完成期房交付/现房销售期存在2个月左右的时间，之后再转化为全屋装修/精装订单；存量房从销售时点开始算起，需要1-3个月时间完成交付，再转化为局部/全屋装修订单。从定制家居企业一端看，其订单转化完成包括：家居企业门店接到订单定金、与消费者完成全屋产品的最终确认、工厂接单安排生产、工厂完成生产出货，其中从家居企业门店接到订单定金到工厂接单排产需要2-3月的时间，从工厂排产到完成出货转化为财报收入需要7-20日的的时间。我们预计，此轮以旧换新国补对于家居企业的业绩刺激将于24Q4和25Q1体现，且软体家居快于定制家居。

地产销售与定制家居订单转化流程



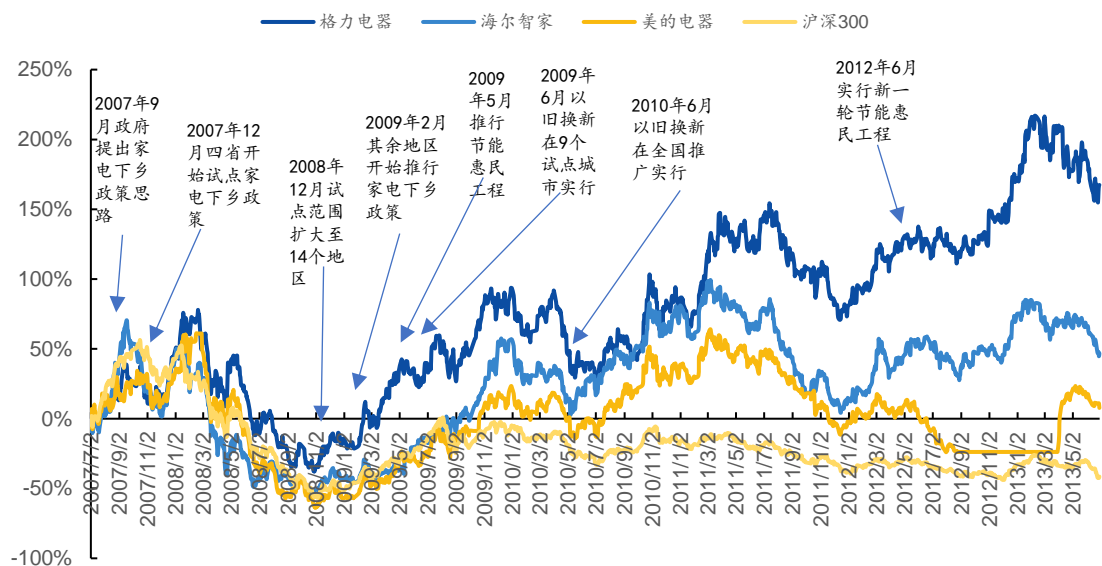
资料来源：华安证券研究所整理

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2.家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

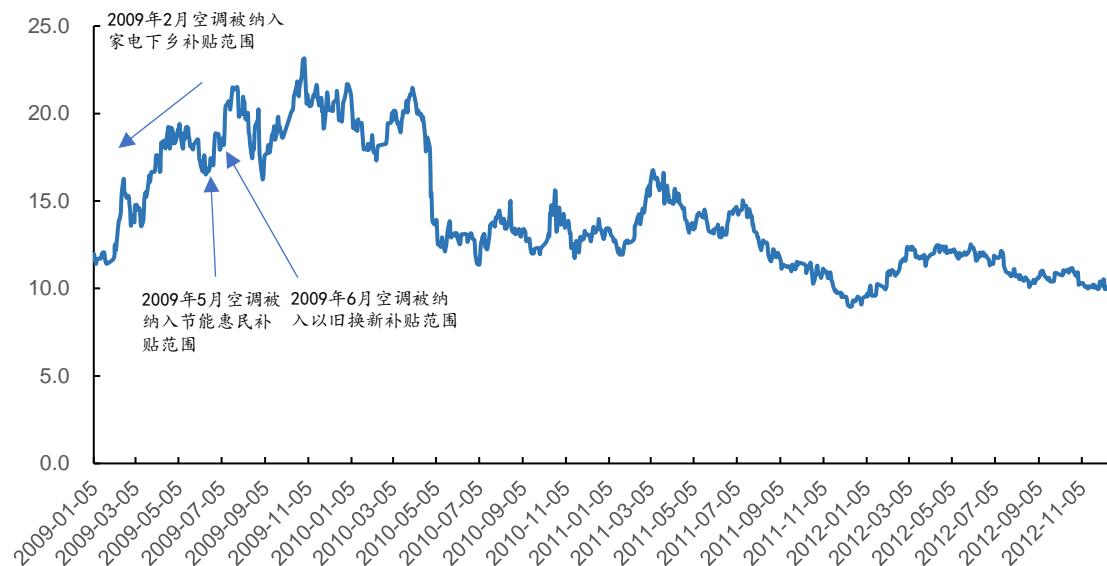
▶ **估值：对标上一轮家电政策刺激，对估值提升催化明显。**选取白电代表企业格力、海尔及美的公司为例，在家电刺激政策预期及落地期间，其股价走势均相对于沪深300有明显超额收益。具体而言，以格力电器为例，2009年2月、5月、6月政府分别将空调依次纳入家电下乡、节能惠民及以旧换新范围内，格力电器估值水平由2009年2月的12倍一路上涨至2009年底的22倍，期间高点达到23倍，提振效益显著。反观家居行业，全国范围的以旧换新补贴活动大多于2024年9月底开启，而家居用品(申万)指数PE (TTM) 仅从10月8日的19.33倍上涨至12月6日的21.65倍，头部家居企业欧派家居/索菲亚/顾家家居PE (TTM) 仅从10月8日的12.84/12.81/12.52倍上涨至12月6日的16.18/13.78/12.54倍，政策对估值的提振未明显体现。

家电刺激政策发布期间主要电器企业收益率情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

家电刺激政策发布期间格力电器PE情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

2.家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

► **估值：家居板块估值仍处于历史低位。**截至2024年12月6日，轻工制造-家居用品板块PE(TTM)为21.65倍，处于近三年（2021年12月6日至2024年12月6日）历史34.20%分位。欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌家居/顾家家居/喜临门的PE（TTM）分别为16.18/13.78/12.01/13.36/12.54/16.99倍，处于近3年历史分位的33.10%/38.19%/24.73%/48.76%/10.30%/17.31%水平。对比上一波家居板块行情，家居用品板块PE(TTM)于2022年10月31日达到阶段性低点23.99倍，后随着疫情管控放开，消费预期修复叠加政策刺激，家居用品板块估值开始修复，于2023年2月22日达到阶段性高点33.92倍，区间涨幅为41%。当前家居板块PE(TTM)仅为22年低点的90%，为23年高点的64%，仍未修复至上一波PE(TTM)低点，估值仍有较大向上修复空间。

家居板块部分标的估值水平

证券代码	证券简称	PE (TTM)	近3年市盈率分位数 (%)	PE (2024E)	PE (2025E)
603833.SH	欧派家居	16.18	33.10	16.49	15.57
002572.SZ	索菲亚	13.78	38.19	13.13	11.84
603801.SH	志邦家居	12.01	24.73	11.94	10.90
603180.SH	金牌家居	13.36	48.76	12.34	11.17
603816.SH	顾家家居	12.54	10.30	12.12	11.06
603008.SH	喜临门	16.99	17.31	13.85	12.23

资料来源：Wind，华安证券研究所（均采用wind一致预期，以12月6日收盘价计算）

2022年以来申万家居用品板块PE(TTM)



资料来源：Wind，华安证券研究所

2.家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

- 从具体标的来看，我们将各标的当前PE(TTM)与2022年的低点、2023年的高点进行比较，计算各标的的估值修复空间。欧派家居、志邦家居、顾家家居的估值向上修复的弹性较大，向下下跌的空间较小，安全边际较高。
- 建议关注：1) 渠道覆盖度高、品类布局完善、资金实力强的头部家居公司。2) 布局政策覆盖率较高的智能家居品类的品牌。建议关注欧派家居、索菲亚、志邦家居、顾家家居、瑞尔特、好太太。
- 欧派家居：公司正处于“大家居”深化改革阶段，随着营销组织架构变革落地，品类融合将进一步加快，提升公司核心竞争力和市场份额，业绩有望稳定增长。

部分家居公司估值修复空间测算

证券代码	证券简称	2022年PE(TTM)低点	2023年PE(TTM)高点	当前PE(TTM)	PE(TTM)修复空间
603833.SH	欧派家居	19.51	33.55	16.18	21%-107%
002572.SZ	索菲亚	164.80	273.79	13.78	/
603801.SH	志邦家居	12.50	21.46	12.01	4%-79%
603180.SH	金牌家居	11.14	18.31	13.36	-17%-37%
603816.SH	顾家家居	13.52	21.65	12.54	8%-73%
603008.SH	喜临门	14.90	24.96	16.99	-12%-47%

资料来源：Wind，华安证券研究所（当前指2024年12月6日）

2.家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

- **索菲亚**：公司旗下四大品牌定位清晰，能够满足不同层次消费者的需求，并围绕“大家居”战略进行品类扩充升级，以整家模式带动客单增长和品类拓展仍有较大空间。
- **志邦家居**：公司稳步推进大家居战略，衣柜木门品类仍有增长空间，广东清远基地和泰国工厂投产有望助力公司开拓华南市场和海外市场。
- **顾家家居**：公司作为软体家具头部企业，沙发、床垫、定制家具三大高潜品类持续发力，进行多元化布局，施行“1+N+X”渠道战略，不断布局全球化，外销业务有望稳健发展。
- **瑞尔特**：全球智能马桶渗透率提升空间广阔，公司基于智能座便器制造优势，以“自有品牌+代工”双轮驱动成长。
- **好太太**：智能家居终端消费需求旺盛，智能晾衣机行业渗透率有望持续提高，公司作为头部智能晾衣机企业依托产品优势，积极拓展线上线下渠道，将继续保持行业领先地位。

部分家居公司盈利一致预期

公司	EPS (元)			PE		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
欧派家居	4.35	4.64	4.88	16.83	15.78	15.01
索菲亚	1.42	1.59	1.74	12.40	11.08	10.12
志邦家居	1.17	1.28	1.39	12.04	11.01	10.14
顾家家居	2.35	2.57	2.57	12.12	11.06	11.06
瑞尔特	0.45	0.54	0.54	18.00	14.92	14.92
好太太	0.78	0.88	0.88	21.46	19.10	19.10

资料来源：Wind，华安证券研究所（欧派家居、索菲亚、志邦家居采用华安证券盈利预测，顾家家居、瑞尔特、好太太采用wind一致预期，以12月6日收盘价计算） 27

目录

1

复盘：估值仍处历史低位，各板块整体业绩承压

2

家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

3

造纸：周期底部供需优化，关注造纸格局改善

4

烟草：传统烟草积极谋变，新型烟草创新发展

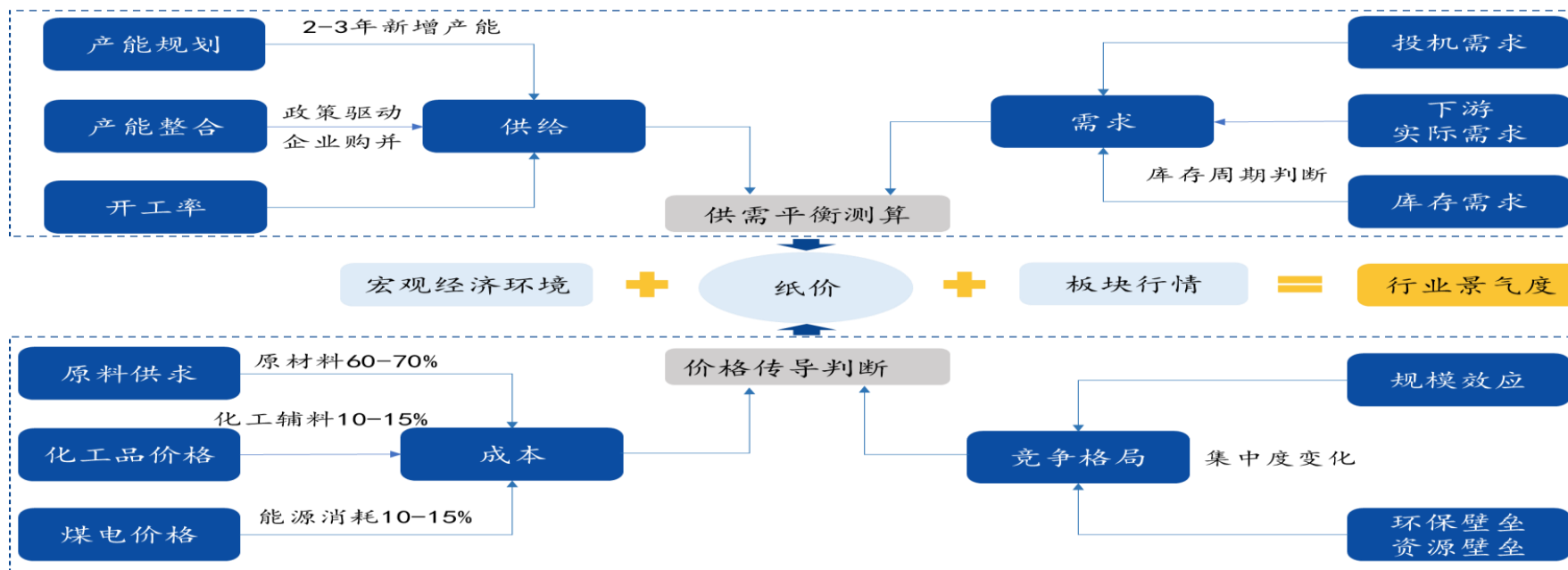
5

新消费：跨境电商蓬勃发展，谷子经济推动IP变现

3.造纸：周期底部供需优化，关注造纸格局改善

- ▶ 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。

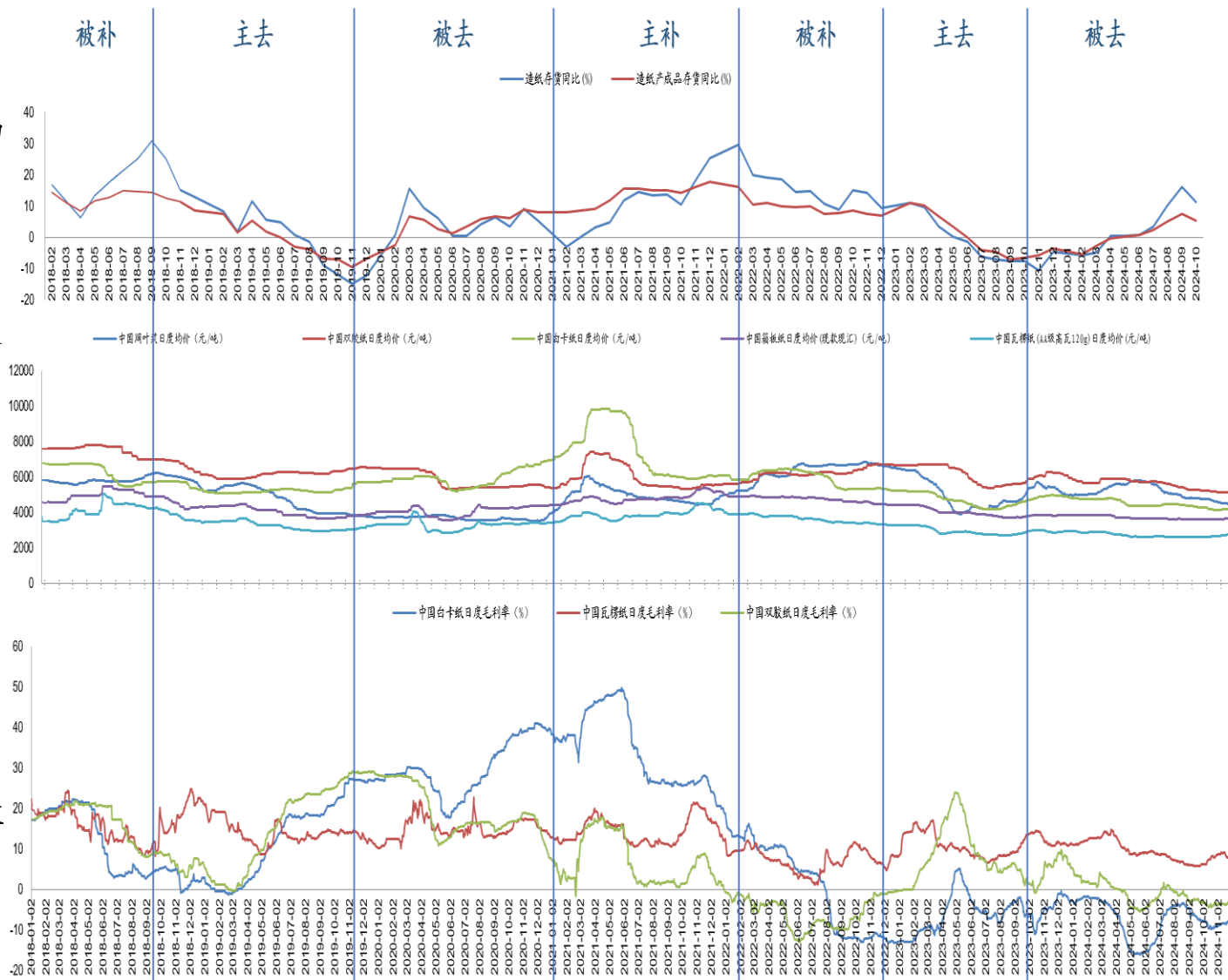
造纸行业逻辑框架



3.造纸：周期底部供需优化，关注造纸格局改善

2018年至今造纸行业周期复盘

- ▶ 库存周期已进入被动去库存阶段。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。我们认为造纸行业已从2023年10月开始进入被动去库存周期，该阶段主要特征为，经济开启回暖，需求明显复苏，但生产端存在一定滞后，具体表现为：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，成品纸价格持平或者略有提升，纸企盈利呈现复苏迹象。
- ▶ 1) 被动去库存：2019.11-2021.1和2023.10-至今。经济开启回暖需求明显复苏，但生产端存在一定滞后，具体表现为：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，成品纸价格持平或者略有提升，纸企盈利呈现复苏迹象。
- ▶ 2) 主动补库存：2021.1-2022.2。为应对需求增长，企业积极生产备货，具体表现为：原材料库存和产成品库存同比出现上升；原材料价格和成品纸价格均出现上涨，纸企盈利首先上行，后随原材料与产成品价格浮动而变动。
- ▶ 3) 被动补库存：2017.10-2018.9和2022.2-2022.11。需求出现回落，但生产反应不能及时调整，具体表现为：原材料库存下行，产成品库存上涨；原材料价格上涨，成品纸价格持平或者略有下降，纸企盈利能力下降。
- ▶ 4) 主动去库存：2018.10-2019.11和2022.12-2023.9。需求持续收缩，企业减少产能，具体表现为：原材料和产成品库存均同比下行。原材料和成品纸纸价均出现下降，纸企盈利下行后逐步企稳。

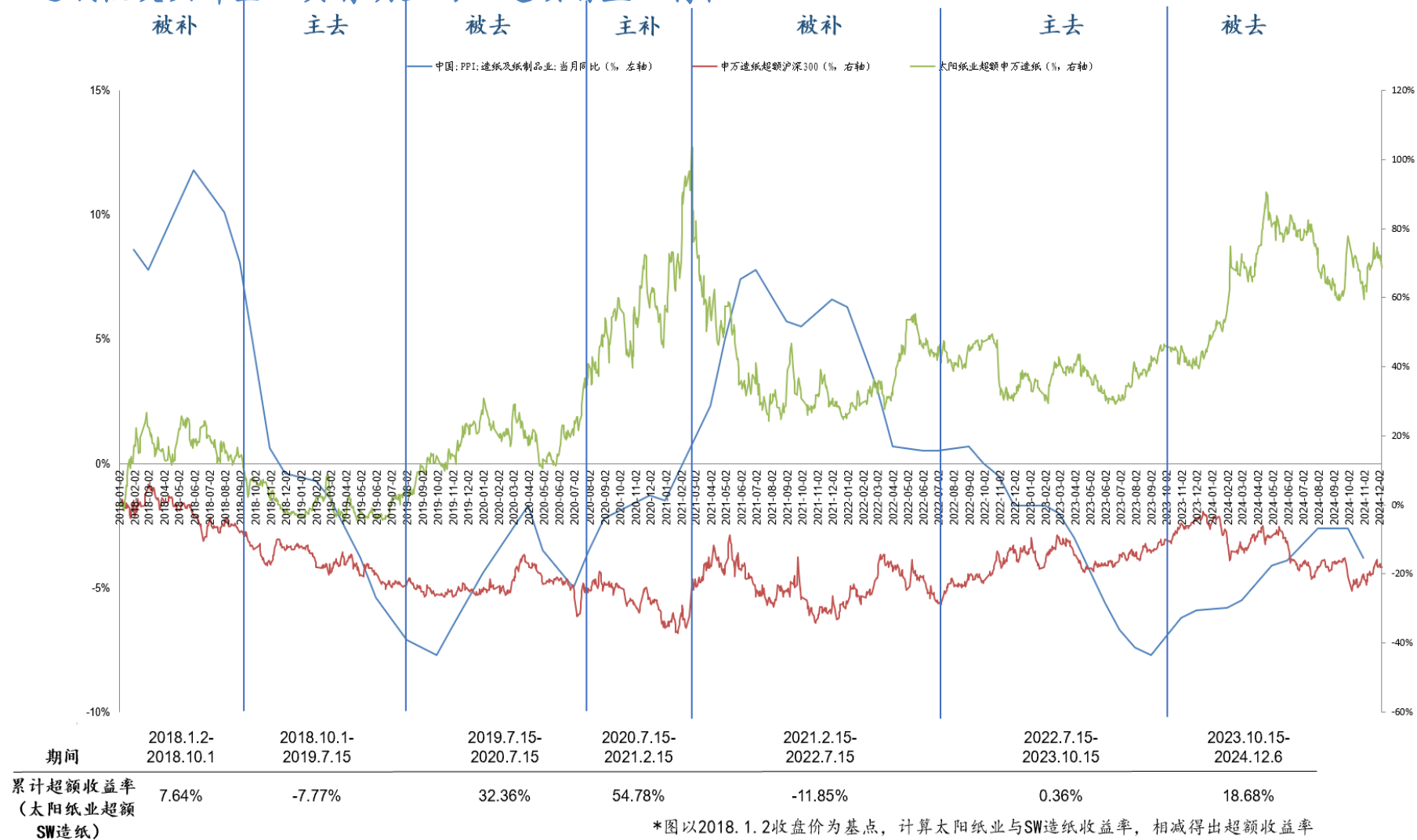


资料来源：Wind，卓创资讯，华安证券研究所

3.造纸：周期底部供需优化，关注造纸格局改善

造纸板块头部企业具有明显的“超额前置”特征

▶ 行业已进入被动去库存阶段，头部企业超额收益在该阶段最为明显。我们判断2023年10月造纸行业已进入被动去库存阶段，成品纸价格提升，纸企盈利呈现复苏迹象。复盘上一轮2019.1-2021.1被动去库存周期阶段，板块头部企业具有明显的“超额前置”特征，头部企业超额收益在该阶段最为明显。此外，按照库存周期的演绎逻辑，每个阶段运行时间在12个月左右，预计造纸行业或将于2025Q1进入主动补库存阶段。

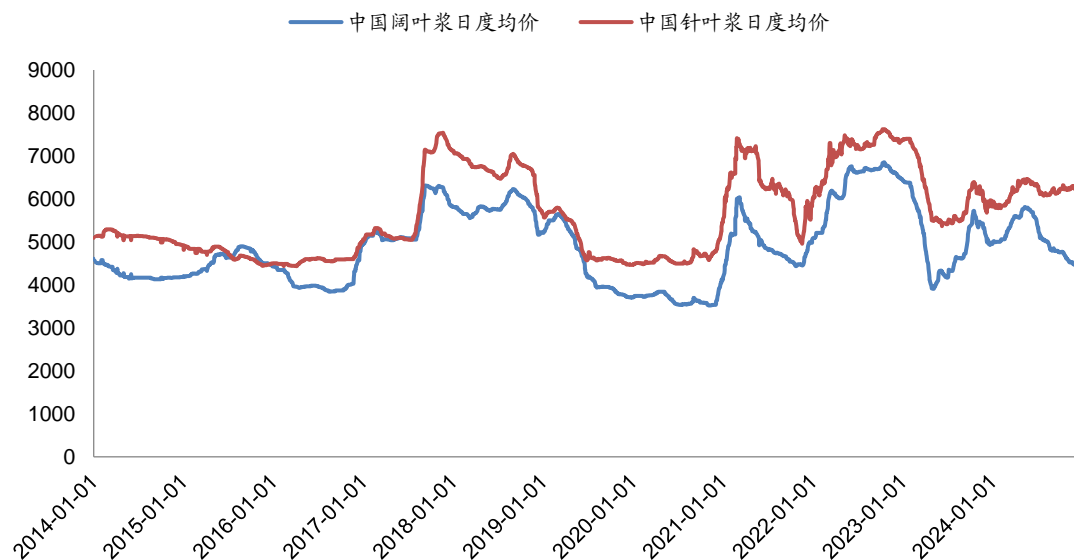


*图以2018.1.2收盘价为基点，计算太阳纸业与SW造纸收益率，相减得出超额收益率
*表格以期间起点收盘价为基点，以期间终点收盘价为终点，计算太阳纸业与SW造纸收益率，相减得出超额收益率

3.造纸：周期底部供需优化，关注造纸格局改善

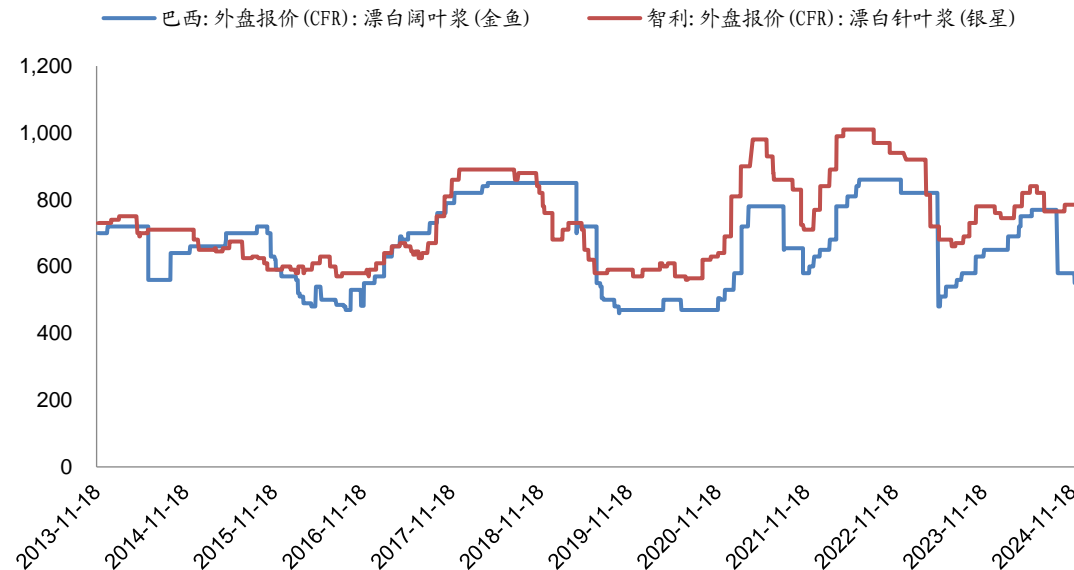
➤ 2024年3月以来内外盘木浆价格偏强势，5月末以来浆价处于下行通道。内盘方面，截至2024年12月6日，针叶浆/阔叶浆日度均价分别为6267.86/4412.05元/吨，内盘价格自5月末起开始下跌；外盘方面，截至2024年12月6日，针叶浆银星/阔叶浆金鱼分别为785/550美元/吨，外盘价格自9月末开始下跌。

中国针叶浆、阔叶浆日度均价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

外盘针叶浆、阔叶浆报价（美元/吨）



资料来源：Wind，中纸在线，华安证券研究所

3.造纸：周期底部供需优化，关注造纸格局改善

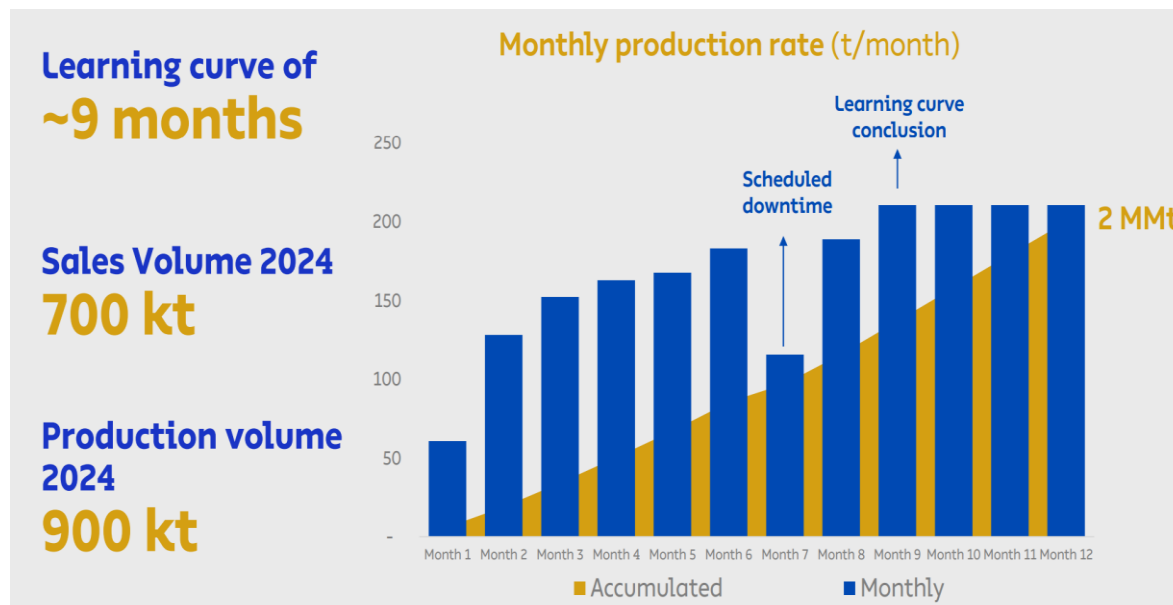
- 供给端扰动消除叠加新增产能投放预期，推动浆价下行。1) 芬兰罢工：芬兰政治罢工结束，芬兰所有港口从4月8日06:00开始正常运营。2) 浆厂停机：6月20日，芬林集团 (MetsäGroup) 重启了位于芬兰凯米 (Kemi) 的生物制品工厂并恢复生产。3) 新增产能：①漳州联盛项目：于6月末顺利完成化学浆投料，正式进入试生产阶段，将新增阔叶浆产能120万吨。②Suzano巴西Cerrado项目：将于7月底投产，将新增255万吨/年商品阔叶浆产能。根据Suzano公告，新项目有9个月的产能爬坡期，将于Q3起备货，Q4向市场出货，预计2024年贡献90万吨生产量和70万吨销售量。③其他项目：2024年内，国内华泰纸业/北海玖龙/仙鹤分别有70/110/20万吨阔叶浆待投产。由于全球范围内新增产能均为阔叶浆产能，因此针阔价差扩大，针叶浆价格较阔叶浆更为坚挺。

Suzano巴西Cerrado项目规划



资料来源：Suzano，华安证券研究所

Suzano巴西Cerrado项目产能爬坡情况

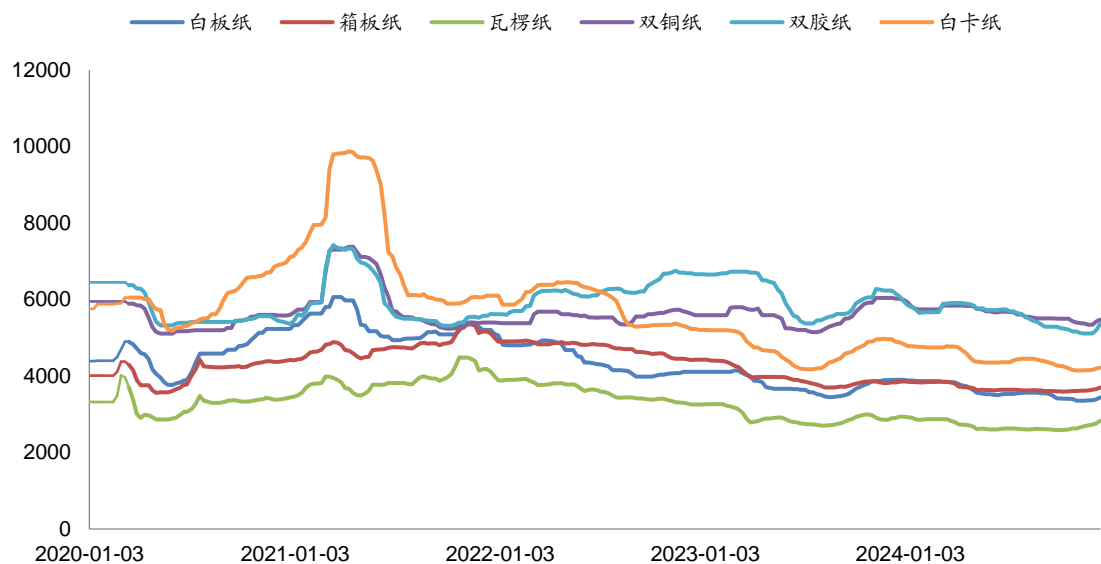


资料来源：Suzano，华安证券研究所

3.造纸：周期底部供需优化，关注造纸格局改善

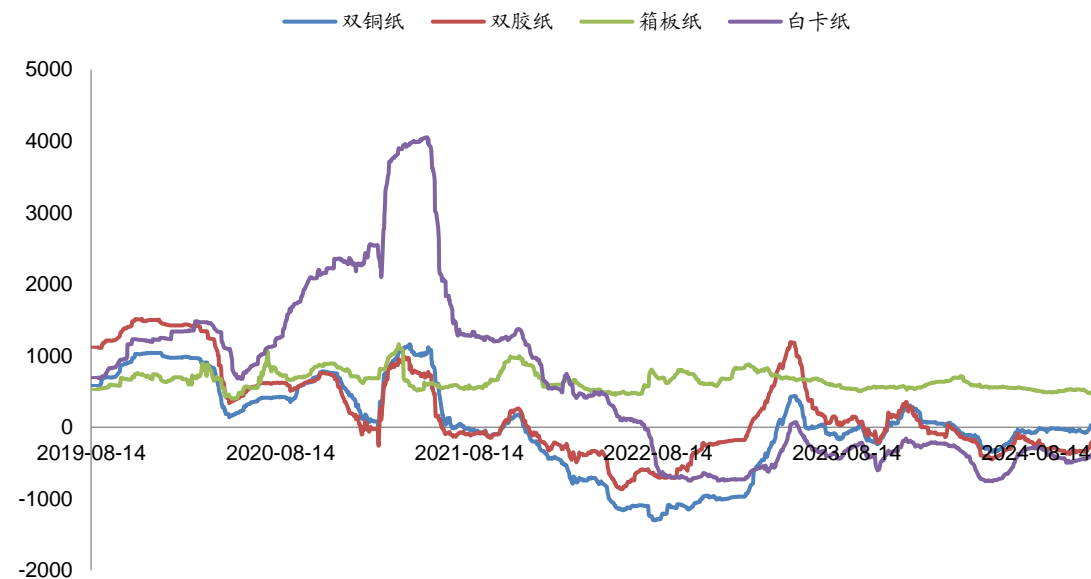
▶ 纸价处于历史低位，纸企盈利能力承压。截至2024年12月6日，双胶纸/双铜纸/白卡纸/白板纸/箱板纸/瓦楞纸价格分别为5363/5470/4220/3438/3697/2826元/吨，较年初1月5日分别下降438/350/560/444/149/86元/吨。双胶纸/双铜纸/箱板纸/白卡纸每吨税后毛利分别为-63/91/494/-351元/吨，较年初1月2日分别下降145/119/62/86元/吨。

中国各纸产品日度均价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

中国各纸产品税后毛利（元/吨）

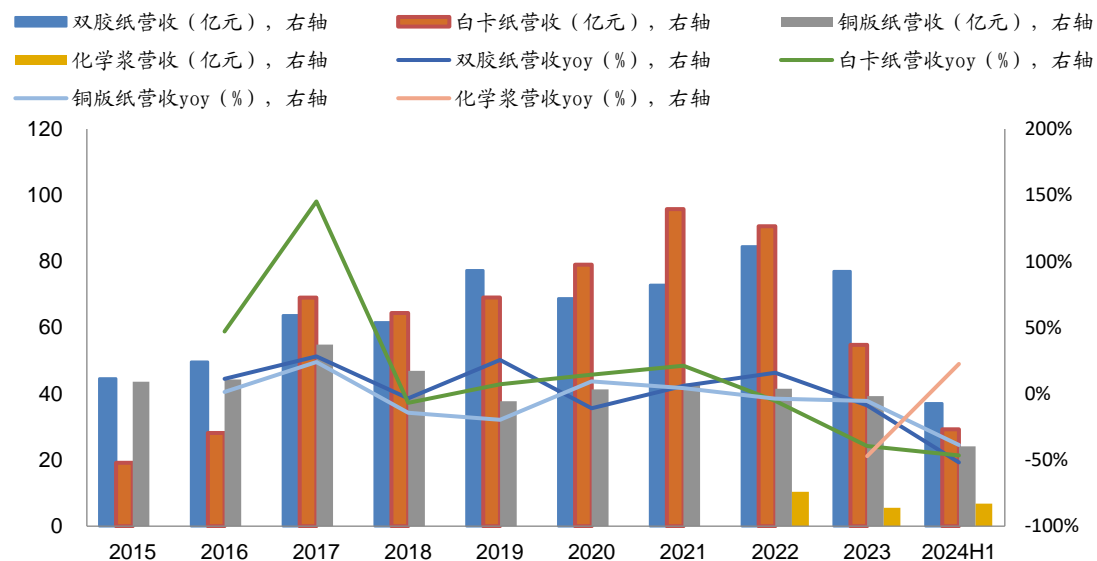


资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

3.造纸：周期底部供需优化，关注造纸格局改善

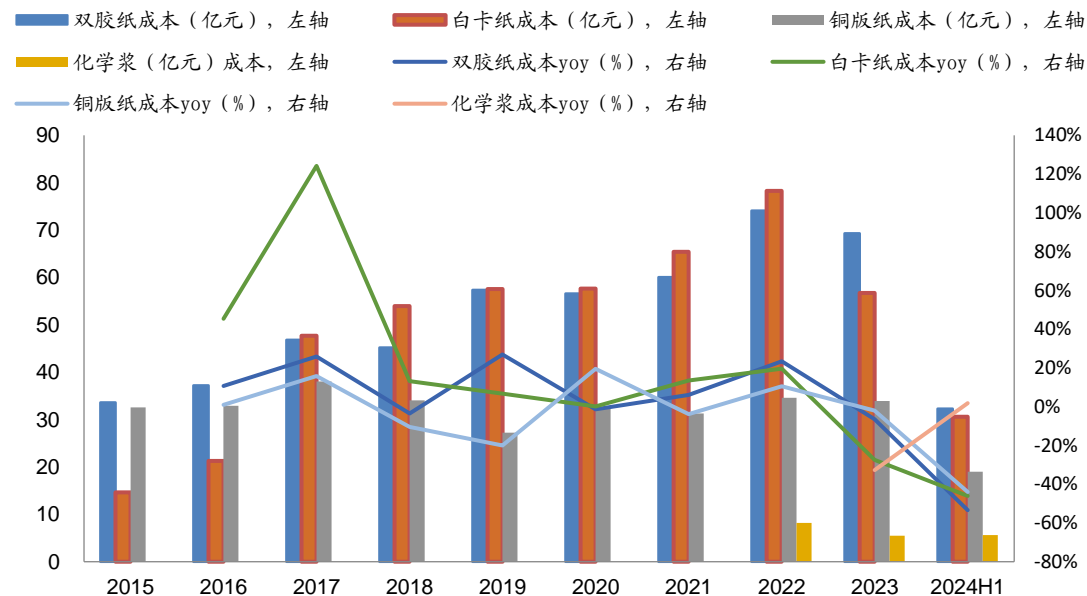
➤ 晨鸣纸业部分债务面临逾期，公司称超七成产能已停产。11月19日晚间，山东晨鸣纸业集团股份有限公司（晨鸣纸业，000488.SZ）公告，三季度以来，公司主要产品价格特别是白卡纸价格持续走低，公司经营亏损严重，叠加部分金融机构压缩公司贷款规模，导致公司流动资金紧张。为减少亏损，11月份以来公司对部分生产基地进行了限产、停产。截至公告披露日，公司寿光基地1条白卡纸生产线、1条文化纸生产线和1条铜版纸生产线、湛江基地化学浆生产线、1条文化纸生产线和1条白卡纸生产线、江西基地及吉林基地临时停产，停机浆、纸产能703万吨，占总产能的71.7%，影响月度浆纸产量约58万吨、纸销量约35万吨，公司正全力筹措流动资金，积极复工复产。

2015-2024年H1晨鸣纸业分产品营业收入及yoy (亿元, %)



资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

2015-2024年H1晨鸣纸业分产品营业成本及yoy (亿元, %)

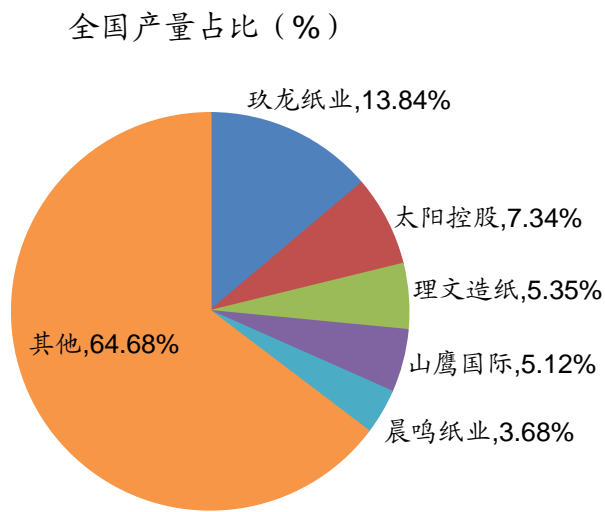


资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

3.造纸：周期底部供需优化，关注造纸格局改善

➤ 全国和区域市场产能占比较大，影响白卡纸和文化纸市场供需。根据中国造纸协会数据，2023年全国纸及纸板总产量为12965万吨，2023年晨鸣纸业产能477万吨，产量占比为3.68%。2023年山东省纸及纸板产量2150万吨，占全国纸及纸板总产量的16.58%，而晨鸣纸业产量大约占山东省产量的五分之一。因此，晨鸣纸业的大规模停产将会带来相应的市场份额的空缺。晨鸣纸业年产能约1100万吨，其中木浆产能430万吨，制浆与造纸产能基本平衡。此次停产预计影响月度浆、纸产量约58万吨，纸销量约35万吨，停产纸种包括白卡纸、文化纸。停产时间若较长，文化纸及白卡纸供需情况有望好转，纸产品价格有望上涨，带动相关纸企盈利能力提升。

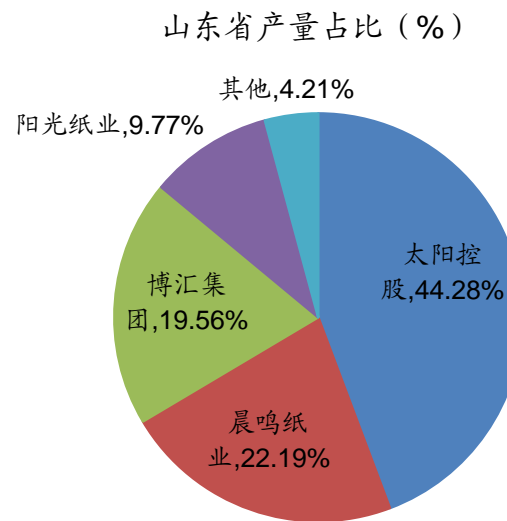
2023年全国造纸企业产量占比 (%)



资料来源：中国造纸协会，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2023年山东省造纸企业产量占比 (%)



资料来源：中国造纸协会，华安证券研究所

3.造纸：周期底部供需优化，关注造纸格局改善

▶ **关注太阳纸业：长周期成长股，核心竞争力显著。**截至2023年，公司合并纸、浆总产能已超过1200万吨，纸产品的年产能约为725万吨左右，浆产品的年产能约为500万吨，漂白木浆自给率达60%左右。2012-2023年公司纸浆产能从225万吨增长至1225万吨，CAGR为16.66%；营业收入从104.09亿元增长至395.44亿元，CAGR为12.90%；归母净利润从1.76亿元增长至30.86亿元，CAGR为29.72%。公司业绩增长节奏与产能拓展节奏匹配，并通过规模效应、林浆纸一体化、运营管理效率提升等推动盈利能力提升，利润增速高于收入增速。公司为长周期成长股，盈利穿越周期，在不同的库存周期阶段，公司的利润率水平都在同行业处于领先地位，即使在行业最悲观的时期，公司依旧能够取得稳定的盈利能力。这也使得公司在行业库存周期的各个阶段大多都能获得明显的超额收益率，且在被动去库存和主动补库存周期阶段超额收益较为明显。

公司纸、浆产能情况（万吨）

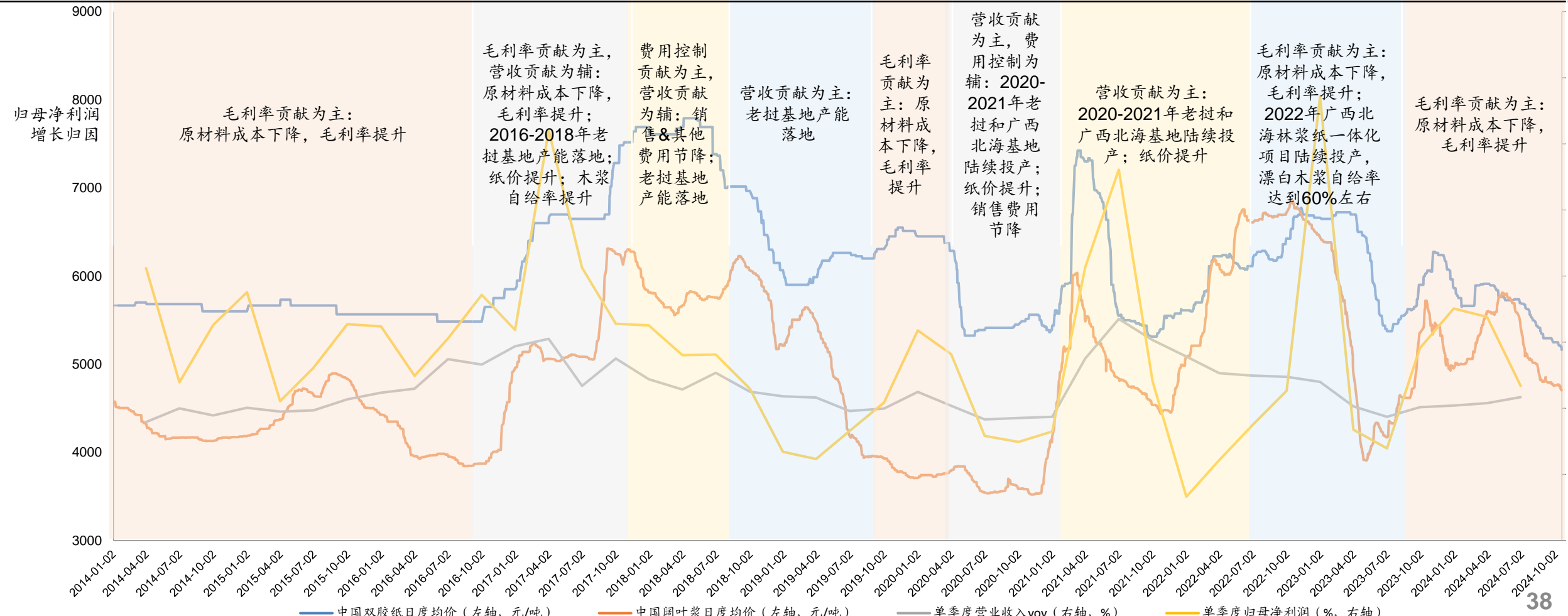
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
非涂布文化纸	90	120	120	120	140	160	160	216	236
铜版纸	80	80	80	80	80	80	80	80	80
生活用纸	12	12	12	12	12	12	12	24	39
淋膜原纸	20	20	20	20	20	20	20	20	30
牛皮箱板纸		80	80	160	140	140	240	240	340
纸产能合计	202	312	312	392	392	412	512	580	725
化机浆	70	70	70	90	90	120	120	140	140
溶解浆	30	50	50	80	80	80	80	80	80
化学浆			10	10	10	10	20	105	105
废纸浆					40	40	40	40	40
半化学浆					20	20	40	40	55
本色浆							20	20	70
木屑浆					10	10	10	10	10
浆产能合计	100	120	130	180	250	280	330	435	500
纸、浆产能合计	302	432	442	572	642	692	842	1015	1225

资料来源：公司公告，历年公司债券信用评级报告，可转换公司债券募集说明书，华安证券研究所测算

敬请参阅末页重要声明及评级说明

纸价、浆价与太阳纸业业绩归因复盘

库存周期	被动去库存	主动补库存	被动补库存	主动去库存	被动去库存	主动补库存	被动补库存	主动去库存	被动去库存
营收表现	2014-2016 CAGR +17.57%	2017 yoy+30.71%	2018 yoy+15.21%	2019 yoy+4.57%	2020 yoy-5.16%	2021 yoy+48.21%	2022 yoy+24.28%	2023 yoy-0.56%	2024H1 yoy+6.11%
净利润表现	2014-2016 CAGR +50.14%	2017 yoy+91.55%	2018 yoy+10.54%	2019 yoy-2.66%	2020 yoy-10.33%	2021 yoy+51.39%	2022 yoy-5.01%	2023 yoy+9.86%	2024H1 yoy+40.49%
毛利率	2014-2016 平均 21.79%	2017 26.03%	2018 23.45%	2019 22.54%	2020 23.44%	2021 20.81%	2022 18.49%	2023 19.24%	2024H1 19.24%



资料来源：Wind，华安证券研究所（2020年起，执行新收入准则，将销售费用中的运输费用调整至营业成本，我们测算时将运输费用还原至销售费用，毛利率为扣除运输费用影响后毛利率）

3.造纸：周期底部供需优化，关注造纸格局改善

- ▶ **太阳纸业：**公司作为国内领先的造纸企业，林浆纸一体化成本优势明显。短期随着广西南宁基地一期项目达产及二期项目投建，产能扩张贡献业绩增量，长期老挝基地林木资源壁垒稳固。公司为长周期成长股，在行业低景气阶段保持韧性，在行业上行周期释放较大业绩弹性。
- ▶ **博汇纸业：**公司为白卡纸头部企业，产品结构持续升级，随着无菌液包、烟包、食品卡、铜卡、办公用纸、淋膜纸等差异化产品持续产量爬坡，市场份额有望不断提升，中长期格局优化下，公司盈利能力亦有望提升。

部分造纸公司盈利一致预期

公司	EPS (元)			PE		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
太阳纸业	1.15	1.32	1.45	12.49	10.88	9.90
博汇纸业	0.26	0.47	0.47	21.06	11.97	11.97

资料来源：Wind，华安证券研究所（太阳纸业采用华安证券盈利预测，博汇纸业采用wind一致预期，以12月6日收盘价计算）

敬请参阅末页重要声明及评级说明

目录

1

复盘：估值仍处历史低位，各板块整体业绩承压

2

家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

3

造纸：周期底部供需优化，关注造纸格局改善

4

烟草：传统烟草积极谋变，新型烟草创新发展

5

新消费：跨境电商蓬勃发展，谷子经济推动IP变现

4.烟草：传统烟草积极谋变，新型烟草创新发展

▶ **全球卷烟市场增长主要由人均消费额增长贡献。**全球卷烟市场规模由2009年的5754亿美元增长至2023年的7634亿美元，CAGR为2.04%。**拆分量价来看**，全球卷烟零售量由2009年的59202亿支下降至2023年的51761亿支，CAGR为-0.95%；单价由2009年的0.0972美元/支增长至2023年的0.1475美元/支，CAGR为3.02%。**拆分人均消费来看**，全球成人烟民数量由2009年的13.51亿人下降至2023年的12.37亿人，CAGR为-0.63%；成人烟民人均消费量由2009年的4381支下降至2023年的4184支，CAGR为-0.33%；成人烟民人均消费额由2009年的425.79美元增长至2023年的617.08美元，CAGR为2.69%。近年来，在全球不断推进控烟背景下，成人烟民数量和卷烟销量持续下降，卷烟市场规模的增长主要由单价和人均消费额增长贡献。

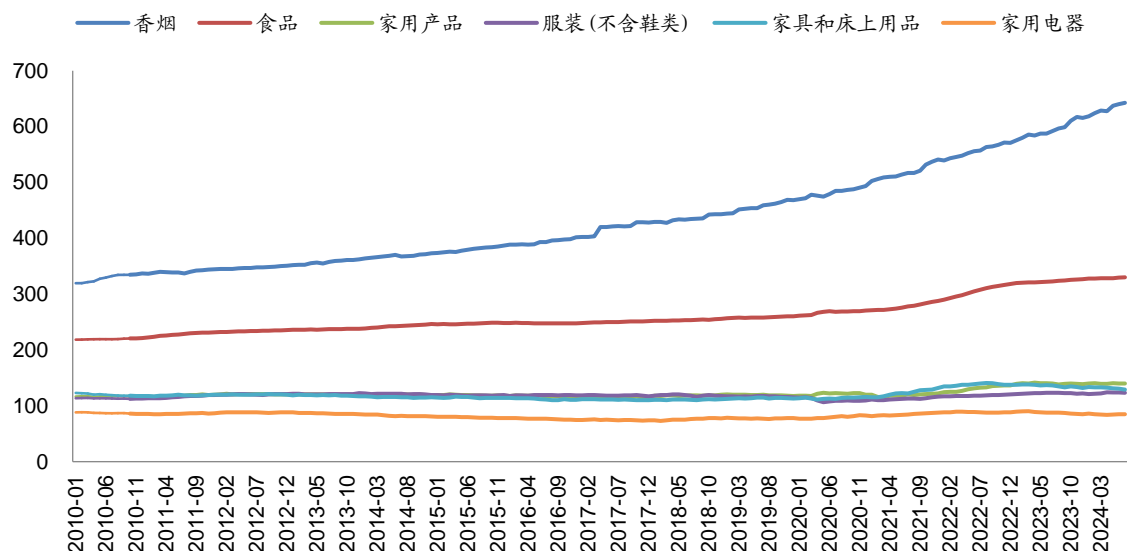
2009-2023年全球卷烟销售额及量价拆分

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	09-23年 CAGR
全球卷烟销售额（亿美元）	5754.03	6162.67	6868.25	7089.17	7251.74	7368.51	7044.90	6842.27	6955.48	7156.68	7104.02	7245.16	7771.49	7598.54	7634.12	2.04%
yoy		7.10%	11.45%	3.22%	2.29%	1.61%	-4.39%	-2.88%	1.65%	2.89%	-0.74%	1.99%	7.26%	-2.23%	0.47%	
销量（亿支）	59201.86	59045.01	59268.21	59755.60	58886.28	58647.62	57492.34	55564.22	54434.89	53907.82	53191.64	52197.33	52533.64	52265.58	51761.20	-0.95%
yoy		-0.26%	0.38%	0.82%	-1.45%	-0.41%	-1.97%	-3.35%	-2.03%	-0.97%	-1.33%	-1.87%	0.64%	-0.51%	-0.97%	
单价（美元/支）	0.0972	0.1044	0.1159	0.1186	0.1231	0.1256	0.1225	0.1231	0.1278	0.1328	0.1336	0.1388	0.1479	0.1454	0.1475	3.02%
yoy		7.39%	11.03%	2.37%	3.80%	2.02%	-2.47%	0.49%	3.76%	3.90%	0.60%	3.93%	6.58%	-1.72%	1.45%	
成人烟民数量（亿人）	13.51	13.42	13.35	13.28	13.19	13.11	13.01	12.95	12.87	12.79	12.70	12.61	12.53	12.44	12.37	-0.63%
成人烟民人均消费额 （美元/人）	425.79	459.33	514.53	533.98	549.59	562.20	541.41	528.56	540.41	559.56	559.21	574.53	620.17	610.73	617.08	2.69%
成人烟民人均消费量 （支/人）	4381	4401	4440	4501	4463	4475	4418	4292	4229	4215	4187	4139	4192	4201	4184	-0.33%

4.烟草：传统烟草积极谋变，新型烟草创新发展

- 即使吸烟率下降，高价格&新产品&新市场将驱动全球烟草市场持续增长。1) 高价格：烟草属于成瘾类的消费品，烟草中含有的尼古丁能让消费者产生强烈的愉悦感和满足感，因此烟草具有刚性消费和重复消费的特征，价格弹性极低，具备极强的产品壁垒，无论经济周期如何波动，产品单价持续提升。2) 新产品：新型烟草产品持续创新，全球一次性电子烟市场呈现爆发式增长，销量逐年激增；具有直观的信息显示、个性化的设置、健康监测与反馈、互动体验等优势的大屏显示屏成为电子烟重要的设计趋势，屏幕渗透率快速提升。3) 新市场：近年来，拉丁美洲烟草市场规模快速增长，2023年，拉丁美洲烟草销售额为280亿美元，同比增长15%，新兴市场贡献新增量。各因素共同作用下，推动烟草消费始终保持增长。

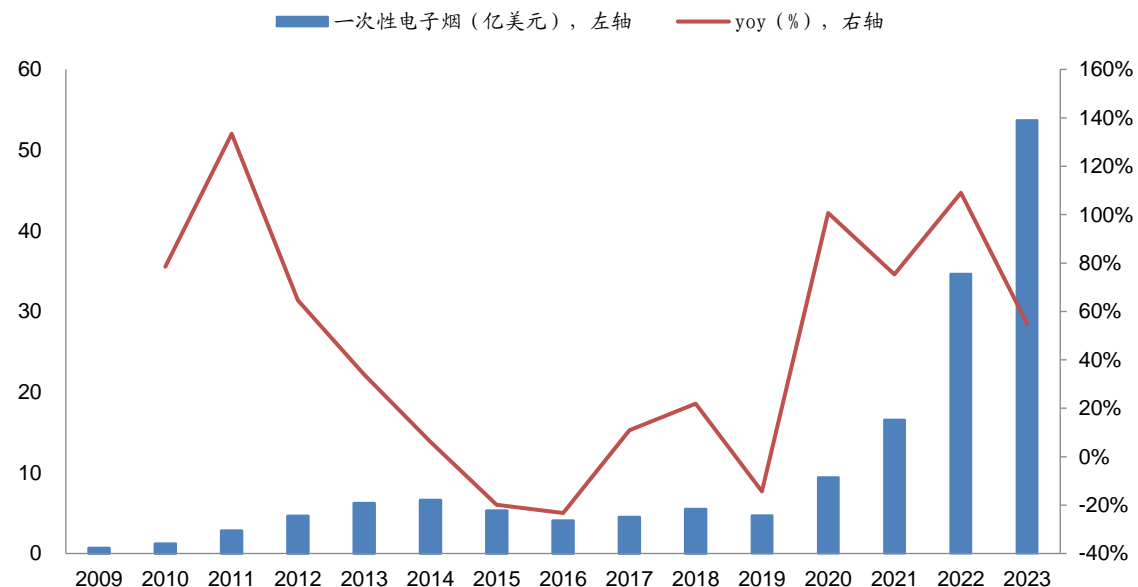
美国各消费品CPI季调



资料来源：Wind，美国劳工部，华安证券研究所（香烟、家用产品、家用电器的CPI 1997年12月=100，食品、服装、家具的CPI 1982-84年=100）

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2009-2023年一次性电子烟市场规模及yoy

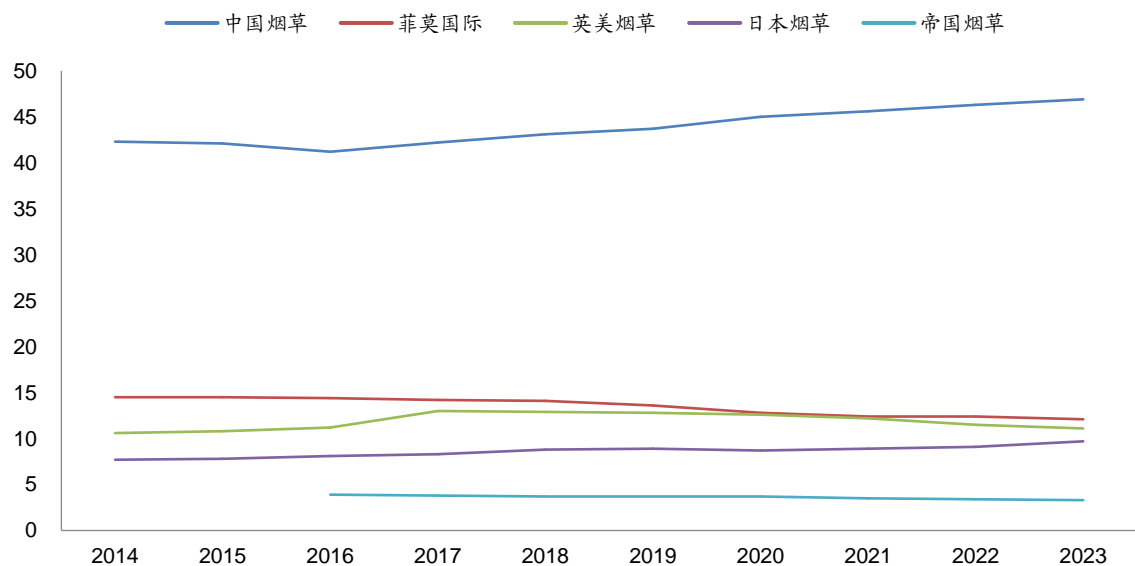


资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

4.烟草：传统烟草积极谋变，新型烟草创新发展

- 中国烟草为全球销量第一大公司，万宝路为全球销量第一大品牌。根据欧睿数据，2023年，全球卷烟销量Top5公司分别为中国烟草/菲莫国际/英美烟草/日本烟草/帝国烟草，市占率分别为46.9%/12.1%/11.1%/9.7%/3.3%，CR5为83.1%，其中，中国烟草的销售量占比从2014年的42.3%提升至2023年的46.9%，菲莫国际的销售量占比有所下滑。2023年，全球卷烟销量Top5品牌分别为万宝路/云斯顿/云烟/利群/南京，市占率分别为4.6%/3.7%/3.2%/3.1%/2.6%，Top10品牌中有8个品牌属于中国烟草，且中国品牌市占率大多处于提升趋势。

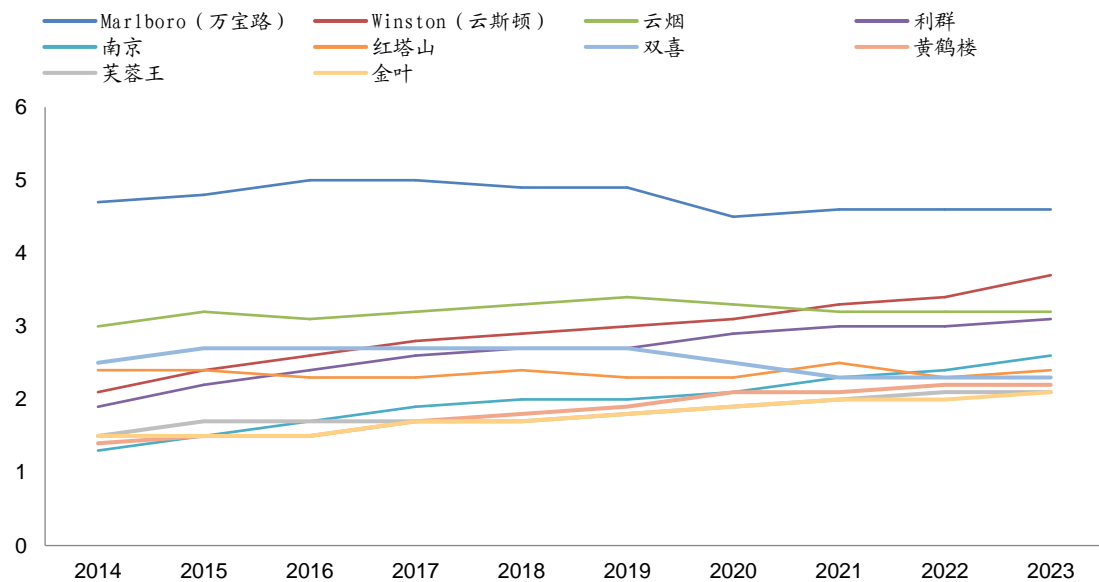
2014-2023年全球卷烟销量Top5公司市占率 (%)



资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2014-2023年全球卷烟销量Top10品牌市占率 (%)

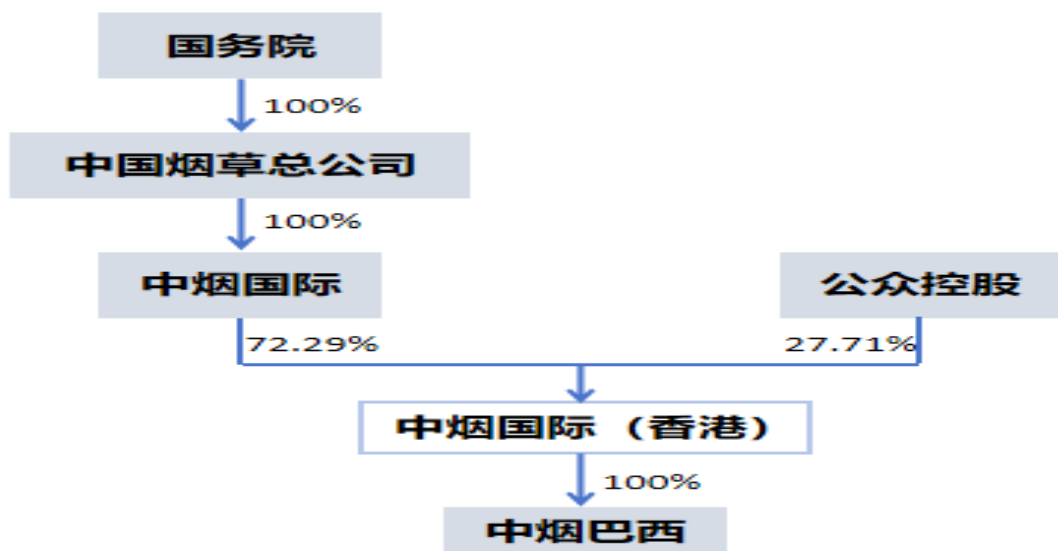


资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

4.烟草：传统烟草积极谋变，新型烟草创新发展

- 中烟香港为中烟国际负责资本市场运作和国际业务拓展的指定境外平台。公司成立于2004年，于2018年进行重组，于2019年于港交所上市，是中国烟草总公司旗下第一个登陆资本市场的子公司，公司独家运营烟叶制品进出口、卷烟出口至两国两地免税店及中国境内关外免税店、新型烟草制品出口等业务，并于2021年通过收购中烟巴西，开启巴西经营业务。

中烟香港股权结构图（截至2023年末）



资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

中烟香港五大业务简介

业务分类	业务简介
烟叶制品进口业务	从世界各地的原产国或地区采购烟叶类产品，并向母公司出售，母公司再转售给国内的卷烟生产企业。
烟叶制品出口业务	向海外卷烟生产企业出售烟叶类产品。
卷烟出口业务	向免税店和批发商出口卷烟产品。
新型烟草制品出口业务	向零售商和批发商出售新型烟草制品。
巴西经营业务	从事在巴西和从巴西到世界各地的烟叶采购、加工、销售以及烟叶所需生产物资的采购。

资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

4.烟草：传统烟草积极谋变，新型烟草创新发展

- 中烟香港承载中国烟草全球化战略使命，前路星辰大海。根据中国加入WTO协议，烟草专卖品的进出口业务在我国属于国营贸易，《烟草专卖法》及中烟办60号文规定，中烟香港拥有指定地理区域内烟草制品进出口业务的独家经营权。中烟香港的重组上市，有利于：1) 区别于从前依靠各个企业分散的力量发展进出口业务，重组后的中烟香港可以有效整合国内资源，增强整体竞争力。2) 从资本运作上有利于在国际市场融资并进行投资并购。展望未来，1) 中烟国际或把更多进出口业务置于中烟香港上市公司体内；2) 地方中烟公司的海外资产亦或置于上市公司，以统一主体进行海外布局；3) 中烟香港收购烟叶类产品供应商、具有增长潜力的卷烟品牌、有价值的新型烟草制品品牌和专有技术、优质批发商和销售渠道来提高市占率和产品渗透率。

2018年中烟香港重组安排

公司重组原则	具体安排
明确的业务地域划分	与中烟旗下其他实体的业务在地理位置上清晰界定
独家经营业务	在明确界定的地理区域内独家经营相关产品的进出口业务
天利先前业务的部分转让，部分保留	转让给中烟香港的：自非受制裁国进口烟叶类产品、向东南亚出口烟叶类产品、向泰国，新加坡的免税店出口免税卷烟 天利保留的：自受制裁国（包括津巴布韦）进口烟叶类产品、向欧洲及北美客户出口烟叶类产品、向韩国免税店出口卷烟
缺乏开展能力的业务未纳入重组范围	部分由中烟旗下其他实体的开展的业务中烟香港目前缺乏能力开展，则未纳入重组范围，但日后可能纳入
具有巨大增长潜力的新业务	业务包括新型烟草的出口业务，增长潜力巨大
各实体的业务和管理连续性	重组保留了重组前中烟旗下实体的业务和管理连续性

资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

4.烟草：传统烟草积极谋变，新型烟草创新发展

► **控烟与减害背景下，新型烟草市场规模稳步较快增长。**近年来在控烟与减害背景下，新型烟草产品的技术不断创新迭代、吸食体验逐步完善，消费者对电子烟产品的接受程度不断提高，全球新型烟草快速发展，新型烟草的用户渗透率不断上升。全球无烟气烟草制品市场规模由2009年的135亿美元增长至2023年的769亿美元，CAGR为13.25%。**拆分量价来看**，全球无烟气烟草制品零售量由2009年的5003亿支增长至2023年的5170亿支，CAGR为0.23%；单价由2009年的0.0269美元/支增长至2023年的0.1488美元/支，CAGR为12.98%。**拆分品类来看**，加热卷烟市场规模由2013年的0.04亿美元增长至2023年的345亿美元，CAGR为145.69%，雾化电子烟市场规模由2009年的6亿美元增长至2023年的212亿美元，CAGR为28.86%。电子烟产品为消费者提供了更佳的使用体验和个性化选择，推动全球电子烟市场规模稳步较快增长。

2009-2023年全球无烟气烟草制品销售额及量价拆分

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	09-23年 CAGR
无烟气烟草制品销售额 (亿美元)	134.76	153.83	165.76	158.21	150.99	180.09	196.99	224.66	292.62	403.21	498.09	532.84	642.36	687.06	769.00	13.25%
yoy		14.15%	7.76%	-4.56%	-4.56%	19.28%	9.39%	14.05%	30.25%	37.80%	23.53%	6.98%	20.55%	6.96%	11.93%	
销售量(亿支)	5002.71	5199.47	5184.88	4250.11	2541.32	2454.79	2923.76	3055.38	3386.91	3965.96	4348.79	4257.18	4740.82	4972.61	5169.58	0.23%
yoy		3.93%	-0.28%	-18.03%	-40.21%	-3.40%	19.10%	4.50%	10.85%	17.10%	9.65%	-2.11%	11.36%	4.89%	3.96%	
单价(美元/支)	0.0269	0.0296	0.0320	0.0372	0.0594	0.0734	0.0674	0.0735	0.0864	0.1017	0.1145	0.1252	0.1355	0.1382	0.1488	12.98%
yoy		9.83%	8.06%	16.43%	59.61%	23.48%	-8.16%	9.13%	17.50%	17.68%	12.66%	9.28%	8.25%	1.97%	7.66%	
加热卷烟(亿美元)					0.04	0.16	1.56	13.80	56.65	121.05	161.82	212.03	278.29	307.11	344.63	145.69%
yoy						262.79%	900.00%	784.29%	310.66%	113.68%	33.68%	31.02%	31.25%	10.36%	12.22%	
雾化电子烟(亿美元)	6.08	10.06	15.73	22.70	40.67	67.53	81.68	92.25	111.94	153.98	200.71	174.30	199.73	198.02	211.57	28.86%
yoy		65.44%	56.36%	44.35%	79.14%	66.03%	20.96%	12.94%	21.34%	37.56%	30.35%	-13.16%	14.59%	-0.86%	6.84%	

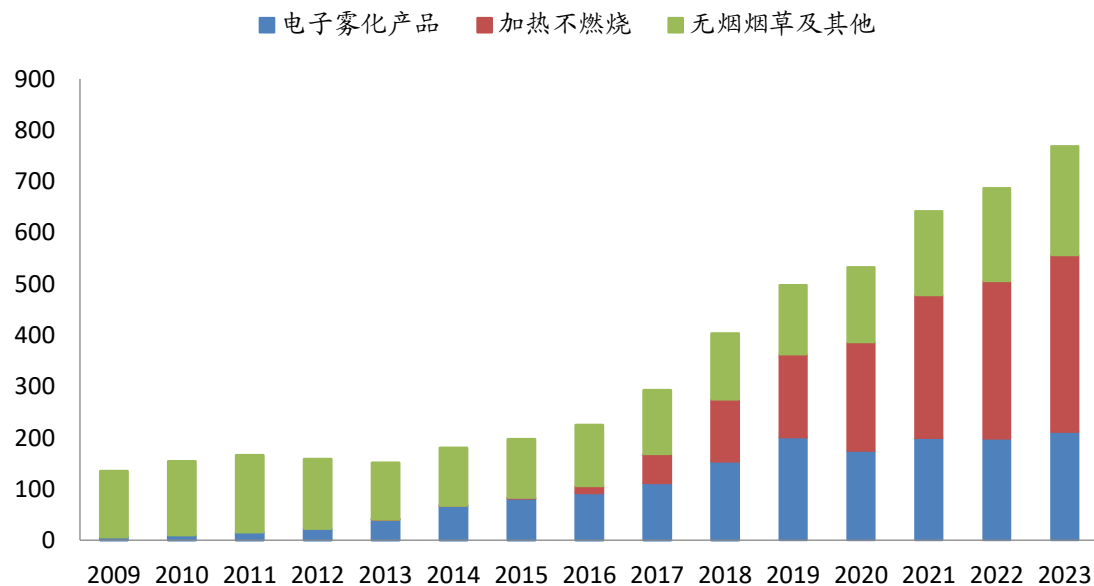
资料来源：欧睿数据，华安证券研究所（加热卷烟CAGR为2013-2023年销售额CAGR）

敬请参阅末页重要声明及评级说明

4.烟草：传统烟草积极谋变，新型烟草创新发展

- **加热不燃烧（HNB）电子烟为主品类，增速领跑新型烟草。**新型烟草制品可以分为三类：雾化电子烟、加热不燃烧烟草制品、无烟气烟草制品。其中，雾化电子烟、加热不燃烧烟草制品是目前主要产品近年来，在口味烟发展受阻、传统烟草企业积极布局下，加热不燃烧电子烟市场扩张迅猛，于2020年市场规模反超雾化电子烟。根据欧睿国际数据，2023年，加热不燃烧市场约344.63亿美元，同比增长12.22%，占新型烟草市场的比例为44.82%；雾化电子烟市场约211.57亿美元，同比增长6.84%，占新型烟草市场的比例为27.51%；2018-2022年，加热不燃烧电子烟和雾化电子烟的复合年均增长率分别为23.28%和6.56%。

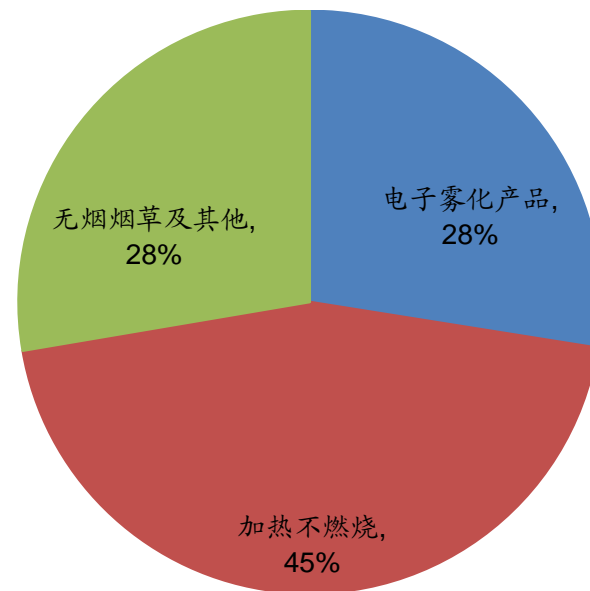
全球电子烟零售市场规模-按产品品类划分（亿美元）



资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2023全球电子烟零售市场各产品零售额占比

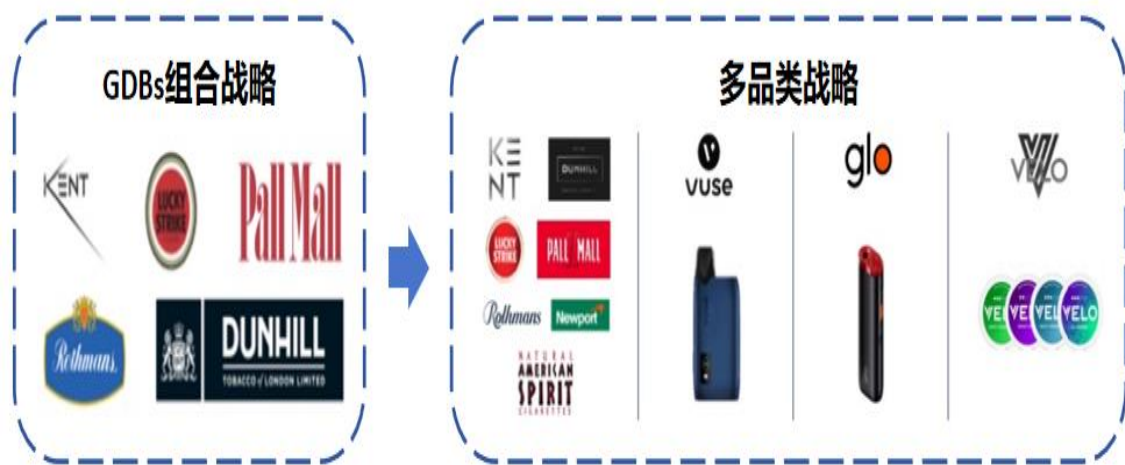


资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

4.烟草：传统烟草积极谋变，新型烟草创新发展

- ▶ 2013-2023年里，英美烟草涉足电子烟（Vuse）、加热不燃烧（Glo）、尼古丁袋（Velo）三大领域，共发布了38款新型烟草产品。根据BAT公告，BAT无烟产品的收入已经占到集团总收入的18%，若剔除美国的传统燃烧烟草产品，这一比例达到27%。BAT的雾化产品Vuse在全球多个市场中占据了重要的市场份额，尤其是在法国和英国的高端市场中，Vuse市占率分别达到67.9%和41.3%。Glo加热烟草设备表现亮眼，特别是在意大利、波兰、德国和捷克等欧洲国家，Glo的市场份额持续增长。Velo在欧洲的主要市场中稳居领导地位，特别是在波兰、丹麦、挪威，市场份额分别达到94%、88.5%、63.4%。

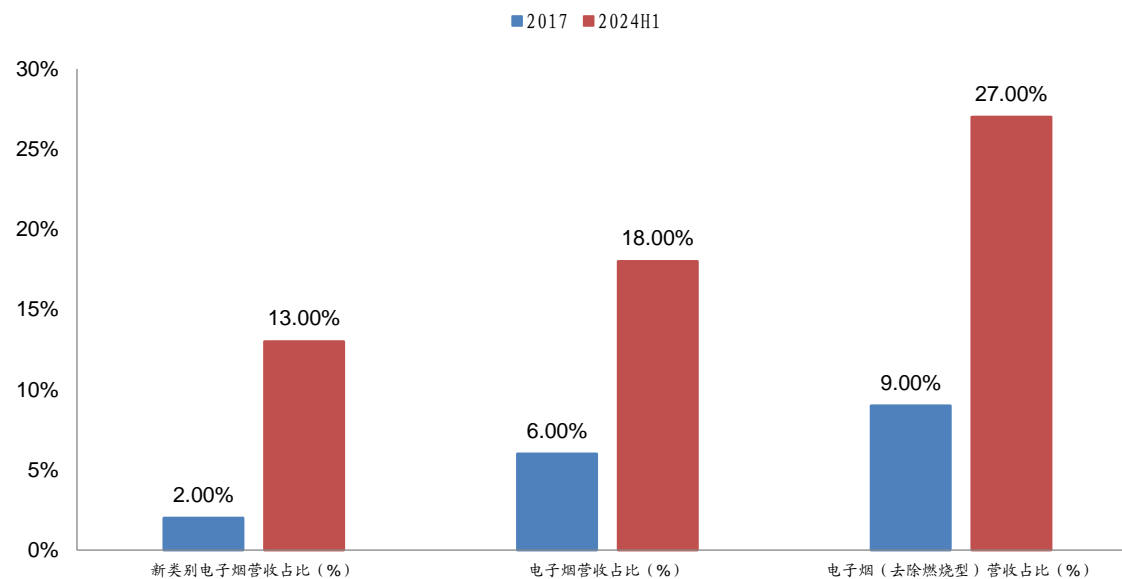
英美烟草产品矩阵战略发展历程



资料来源：BAT，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

新类别电子烟、电子烟、电子烟（去除燃烧型）烟草产品的营收占比（%）

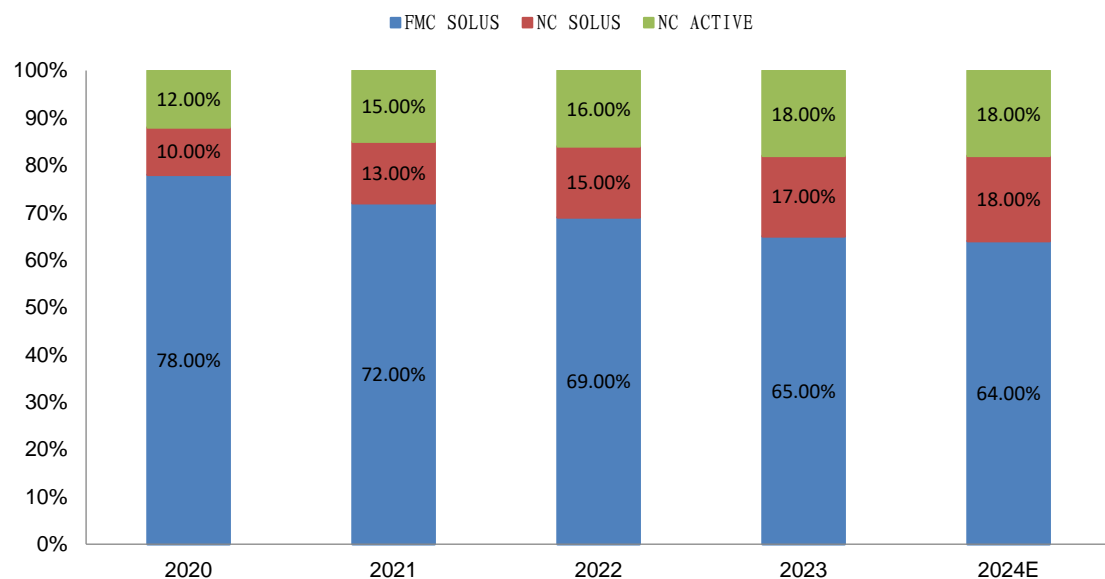


资料来源：BAT，华安证券研究所

4.烟草：传统烟草积极谋变，新型烟草创新发展

- ▶ 英美烟草（BAT）发力加热不燃烧品类布局，合作思摩尔国际推出GloHilo。根据BAT最新财报数据，到2024年上半年，BAT无烟产品的收入已经占到集团总收入的18%，若剔除美国的传统燃烧烟草产品，这一比例达到27%。全球有大约10亿吸烟者，BAT的无烟新类别产品为这些消费者提供了健康的替代选择，公司预计到2035年，全球无烟产品的年增长率将达到4.6%，大幅超过之前3.8%的增长水平。BAT将在2024年年底前推出加热不燃烧的突破性新品GloHilo，由思摩尔国际提供一体化产品解决方案，该产品定位高端市场，作为一款两件式设备，不仅包含了IQOS ILUMA和Glo Hyper系列产品的优点，还设计包含独立的充电设备和可分离的加热设备。GloHilo将在2025年于关键市场中进一步推广，目前英美烟草已为Glo产品提交了美国PMTA申请，将在合适的时机正式进入美国市场。

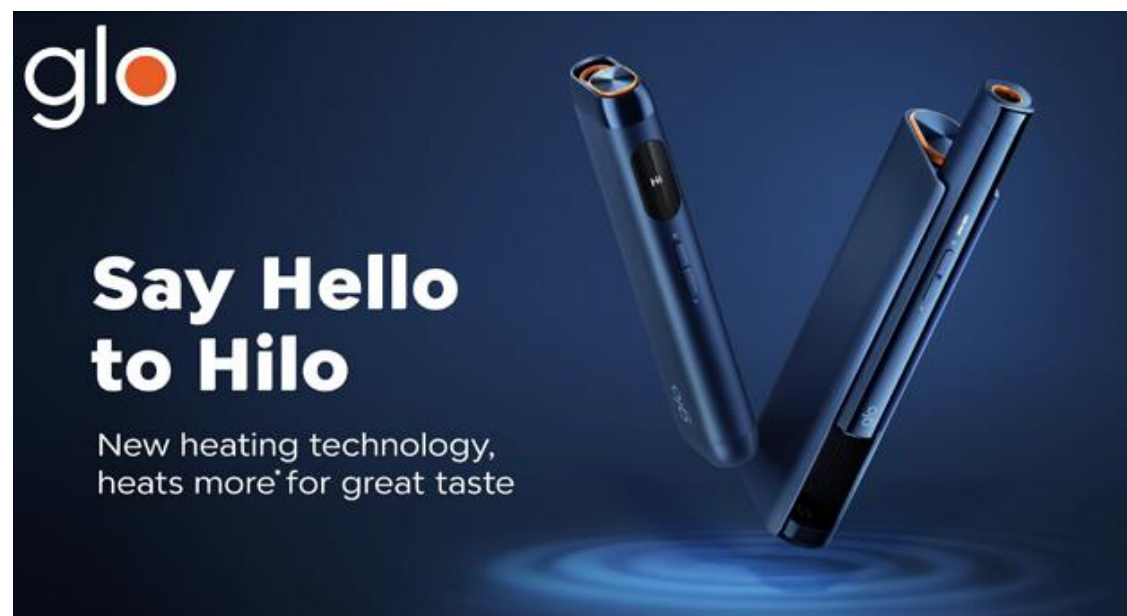
2020-2024年新型烟草和传统烟草产品占比 (%)



资料来源：BAT，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

Glo hilo的产品图



资料来源：BAT，华安证券研究所

4.烟草：传统烟草积极谋变，新型烟草创新发展

- ▶ **中烟香港**：公司为中烟旗下负责资本运作和国际业务拓展的指定平台，承载中烟全球化使命。从安全边际来看，公司烟叶进出口业务为特许经营权下的基本盘，商业模式决定盈利能力稳定，现金流优秀，卷烟及新型烟草出口提供新增长点，伴随全球烟草市场持续稳定增长和公司份额提升，公司业绩有望持续稳定增长。从远期空间看，中烟香港承载中烟海外业务的重任，在全球新格局/新产品背景下，公司或通过并购产能/渠道/品牌等资产，加速切入海外市场。
- ▶ **思摩尔国际**：我们认为，在全球监管趋严的趋势下，行业集中度将加速提升，而公司依靠合规能力、技术领先优势、健康的客户结构和开放灵活的商业模式，竞争壁垒凸显，市场份额有望持续提升。此外，公司布局的雾化医疗/美容/HNB等业务有望逐渐进入放量阶段，提供新业绩增量。

部分烟草公司盈利一致预期

公司	EPS (港元)			PE		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中烟香港	1.15	1.31	1.31	22.95	20.12	20.12
思摩尔国际	0.27	0.31	0.35	41.19	35.87	31.77

资料来源：Wind，华安证券研究所（思摩尔国际采用华安证券盈利预测，中烟香港采用wind一致预期，以12月6日收盘价计算）

目录

1 复盘：估值仍处历史低位，各板块整体业绩承压

2 家居：以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

3 造纸：周期底部供需优化，关注造纸格局改善

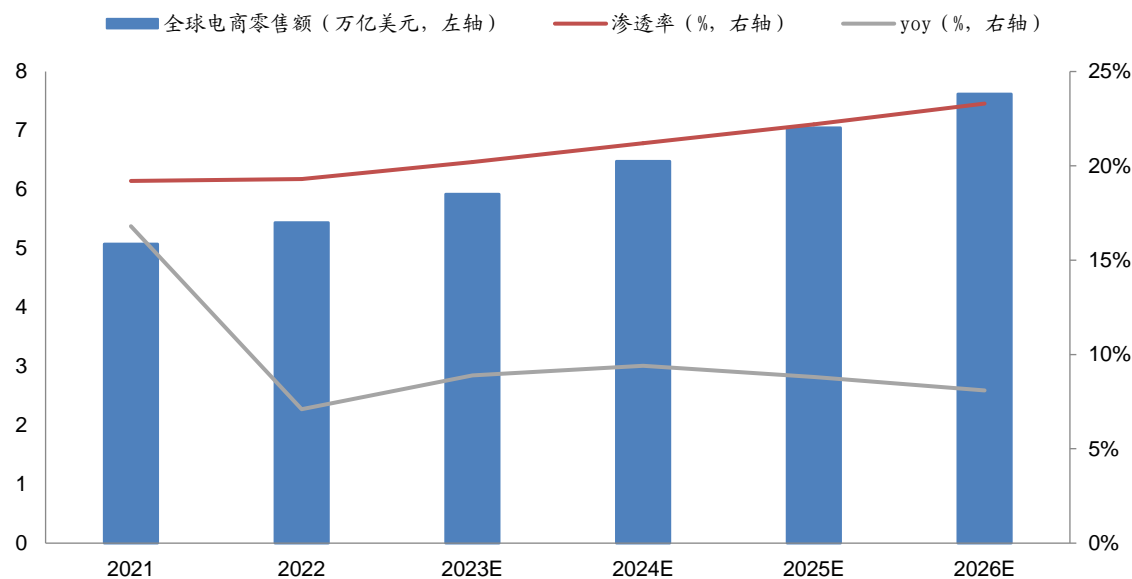
4 烟草：传统烟草积极谋变，新型烟草创新发展

5 新消费：跨境电商蓬勃发展，谷子经济推动IP变现

5.新消费：跨境电商蓬勃发展，谷子经济推动IP变现

- ▶ **全球电商渗透率提升，跨境电商蓬勃发展。**随着全球互联网的普及，线上购物受到越来越多的消费者青睐，电商渗透率持续提升。根据eMarketer数据，2023年全球电商零售额为5.92万亿美元，同比增长8.90%，预计2024年行业规模将达6.48万亿美元。随着我国跨境出口产品向更大出口量级、更多出口品类以及更高客单价的趋势发展，我国跨境出口电商市场规模持续增长。根据中商产业研究院数据，2023年，国内跨境电商市场规模达16.8万亿元，2024年将达17.9万亿元。

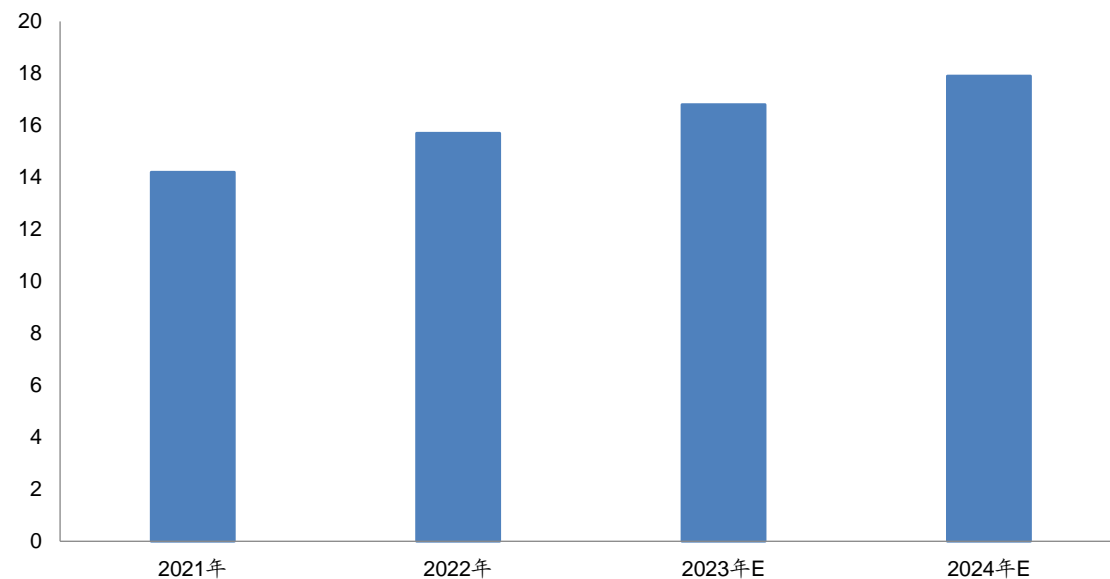
2021-2026年全球电商零售额及渗透率



资料来源：eMarketer，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

我国跨境电商市场规模 (万亿元)

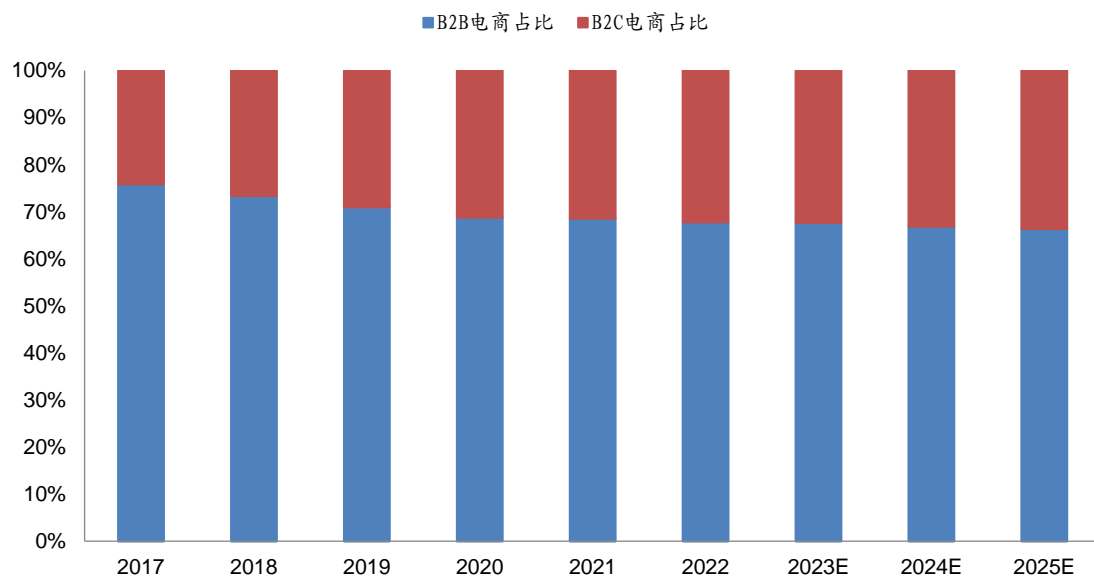


资料来源：网经社，中商产业研究院，华安证券研究所

5.新消费：跨境电商蓬勃发展，谷子经济推动IP变现

➤ B2B为主要市场，服饰鞋履为主要品类，平台型为主要模式。按模式划分，B2B为主要模式，占比约7成，但随着订单的碎片化和平台竞争的激烈化趋势，许多小B商家和新创业者将小批量的进货行为转向零售平台，B2C电商市场量级持续提升。根据弗若斯特沙利文数据，2023年我国跨境出口B2C电商市场达到4.82万亿美元，同比增长14%。拆分B2C电商市场规模，按品类划分，家具家居类产品、服装鞋类、美容及日用品及科技消费品是全球B2C电商市场的主要类别，2023年占比分别为6.8%、26.4%、16.6%及16.8%。按商业模式划分，平台型电商市场规模最大，2023年出口的GMV总额达到2.76万亿美元，占比57%，自营型电商占比为43%。

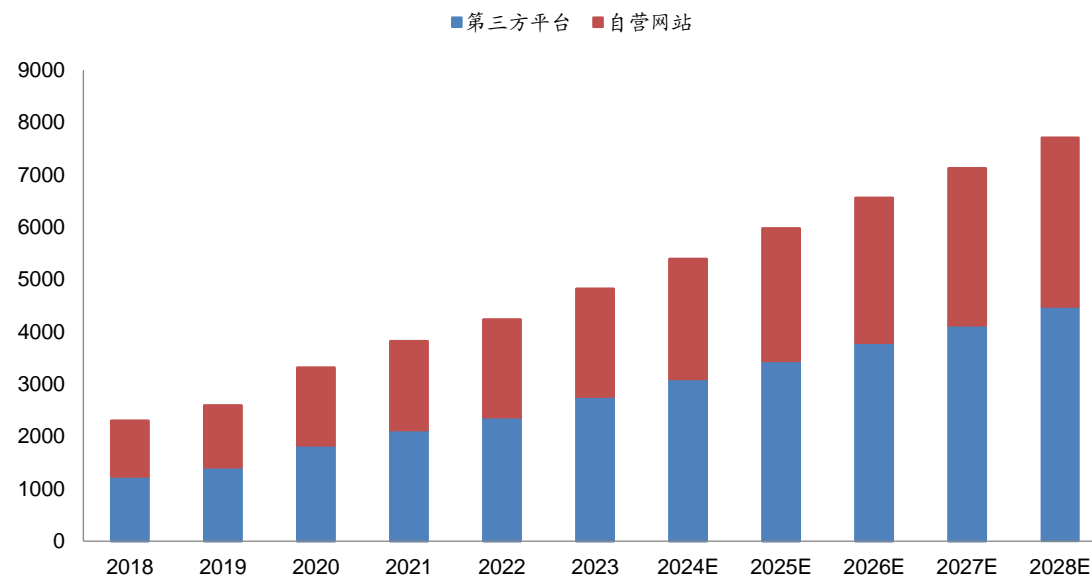
2017-2025年中国跨境出口电商B2B&B2C分布 (%)



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2018-2028年全球B2C电商市场GMV (十亿美元)



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

5.新消费：跨境电商蓬勃发展，谷子经济推动IP变现

➤ 从外贸工厂代工模式，逐步迈向品牌精耕模式。1992-2003年，品牌商基于中国制造业红利，以工贸一体化形式出海；2004-2012年随着中国卖家入驻eBay与亚马逊等电商平台，B2C品牌商大量涌现，多以代销模式销售高性价比产品；2013-2018年品牌商开始关注产品研发，其中2017年亚马逊开启品牌备案计划加速了中国卖家自有品牌建设进程；2019年后，国内数字技术应用愈发成熟，加之2021年亚马逊陆续整治平台不良现象，各品牌商不断强化自身数字化能力，加速整合供应链，筑高品牌壁垒，中国跨境出口电商品牌商迈向品牌精耕期。

中国跨境品牌商出海历程示意图



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

5.新消费：跨境电商蓬勃发展，谷子经济推动IP变现

▶ 跨境电商行业竞争加剧，主要企业通过多元化业务布局和优化供应链，不断提升在全球市场的竞争力。乐歌股份深耕智能家居和智慧办公领域，通过海外仓和拓展销售渠道推动业绩增长；吉宏股份依托AI精准营销和社交电商模式，实现跨境电商业务扩展；赛维时代聚焦欧美市场，通过电商平台深耕B2C市场，提升供应链效率；致欧科技以自有品牌为核心，在欧美市场稳步扩张并开拓新兴市场；永艺股份在全球布局生产基地，通过内外销并重策略应对市场波动；华凯易佰通过优化供应链和快速反应的物流体系，推动跨境电商收入高速增长；联络互动依托Newegg平台拓展IT产品市场，探索内容营销；恒林家居凭借灵活的生产与运营模式，实现跨境电商业务的持续增长；傲基股份通过多品牌战略和数字化运营，在欧美市场取得显著成绩。总体而言，各企业通过精准的业务定位、全球化渠道拓展和数字化管理能力，在挑战中展现出较强的发展韧性与战略优势。

部分跨境电商轻工个股概况

公司	主营产品	业务布局	业务表现
乐歌股份	智能家居、智慧办公产品	公司销售模式覆盖境内、境外、线上、线下多类型、多渠道的多元化销售模式。境外线下客户主要包括零售、超市、批发、工程渠道等，采用ODM模式外住。境内线下客户主要以实体门店、民用家居品牌商等，主要产品以自主品牌为主。境内外的线上销售主要通过独立站和大型电商平台进行，M2C直营模式为主，分销模式为辅。	2023年实现营收39.02亿元，同比增长21.61%，其中境外营业收入35.98亿元，占比92.21%。家居制造业营收29.5亿元，占比75.62%。同比增长8.55%。海外仓收入实现9.51亿元，毛利率12.69%，同比增长94.03%。
	公共海外仓跨境物流服务	公司自2020年开始推出海外仓跨境物流服务，目前在全球拥有17个自营海外仓，面积48.21万平方米，乐歌海外仓在为自身跨境电商业务赋能的同时，已累计服务778家外贸企业。	

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

5.新消费：跨境电商蓬勃发展的，谷子经济推动IP变现

部分跨境电商轻工个股概况

公司	主营产品	业务布局	业务表现
吉宏股份	包装业务	通过运用AI算法分析海外市场，精准推送独立站广告，跨境销售中国产品至多个国家和地区，采用多平台投放策略降低对单一平台的依赖，实施泛品类策略满足不同消费者需求。同时，持续研发跨境电商运营管理系统“Giikin”，实现业务的数字化、智能化，并通过自研AI工具优化选品、广告投放和售后服务，助力公司拓展全球市场。公司还通过打造吉喵云SaaS服务平台，为跨境卖家提供全链路一站式服务，包括选品、建站、营销、支付、物流等，帮助品牌全球化。同时，公司通过积累营销数据和技术优势，孵化自有品牌，如SENADA BIKES、Veimia、Konciwa和PETTENA等，以增强市场竞争力和品牌影响力。	2023年公司营收66.95亿元，同比增长24.53%，其中跨境社交电商业务实现营收42.57亿元，同比增长37.02%，包装业务实现营收20.97亿元，同比增长5.75%。
	电商业务		
赛维时代	服饰配饰品类（男装、女装、家居服等）	积极布局欧美市场，重点依托Amazon等平台实现品牌业务的扩展，并结合先进的采购、仓储及物流系统提升运营效率。未来将继续深化全渠道发展，根据市场和平台动态调整区域和渠道策略，优化品牌运营和供应链管理，推动高效、智能的柔性供应链系统应用。	公司实现营业总收入65.64亿元，同比增长33.70%；实现归属于上市公司股东的净利润3.36亿元，同比增长81.62%。其中境外营业收入64.02亿元，占比97.99%，同比增长34.77%。B2C渠道营收63.32亿元，占比96.47%，同比增长34.59%。
	非服饰配饰品类（运动娱乐等）		
永艺股份	办公椅	公司通过“内外销并重、自主品牌和ODM模式并重”的战略布局，拓展全球市场。外销方面，采用ODM模式销售至北美、欧洲、亚洲和澳洲，与全球大型零售商和系统集成商合作，同时发展跨境电商。内销方面，重点建设自主品牌，线上与电商平台深度合作，线下加快渠道建设。公司还在越南和罗马尼亚设立生产基地，优化全球生产布局，提升市场份额。这一全方位布局帮助公司在全球市场中占据领先地位。	2023年公司实现营收35.27亿元，毛利率22.83%，同比下降12.6%。其中境外营收26.35亿元，占比74.73%
	沙发		
	按摩椅椅身		
	休闲椅		

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

5.新消费：跨境电商蓬勃发展的，谷子经济推动IP变现

部分跨境电商轻工个股概况

公司	主营产品	业务布局	业务表现
华凯易佰	泛品业务（家居园艺、摩托车汽车配件、工业及商业用品等）	公司通过全资子公司易佰网络开展跨境电商业务，利用中国优质供应链资源，将高性价比中国制造商品销售至全球，涵盖家居、电子、健康等多个品类，主要通过Amazon、eBay、AliExpress等平台。公司在产品开发、采购、销售和物流方面实行数据化、系统化管理，以提高效率与竞争力。通过“一体两翼”战略，精品业务专注于高品质产品和品牌打造，泛品业务则通过大规模SKU和低成本运营覆盖广泛市场。亿迈生态平台为中小卖家提供全方位跨境电商解决方案，助力全球化布局，并通过AIGC技术提升采购、选品、客服等环节的智能化和自动化，进一步增强全球竞争力。	2023年公司实现营收65.18亿元，同比增加47.56%，其中境外营收64.81亿元，占比99.44%，同比增长47.84%。跨境出口电商业务营业收入56.96亿元，同比增长38.62%，毛利率达40.15%。
	精品业务（清洁电器、家电、宠物用品、灯具）		
	亿迈生态平台业务		
联络互动	海外跨境电商平台 Newegg	Newegg通过跨境电商平台为全球客户提供B2C和B2B服务。B2C业务以IT/CE产品为核心，拓展至家居、游戏、健康等领域，目标客户包括IT专业人士、游戏玩家及技术爱好者。B2B业务通过Newegg Business平台，为医疗、教育、政府等行业提供办公和IT设备支持。同时，Newegg Marketplace为第三方卖家提供电商解决方案，如物流、营销和数据分析。通过高效物流、个性化购物体验 and 丰富产品线公司在20多个国家实现市场拓展，强化跨境电商生态系统建设。	2023年公司营业收入11.55亿元，同比下降8.14%。其中电商业务营业收入10.55亿元，占比91.38%，同比下降8.84%；毛利率10.88%，同比下降1.71%。海外收入10.56亿元，占比91.47%，同比下降8.72%；毛利率11.05%，同比下降1.55%。
	广告传媒		
恒林家居	人体工学坐具	通过“制造+服务型”转型，全面布局跨境电商和品牌出海。公司在北美设立5个仓储中心，覆盖Amazon、Wayfair等平台，同时借助TikTok等渠道进行内容营销，家居类目销量居首。2023年跨境电商收入达16.21亿元，同比增长60.50%。公司通过供应链优化、全球化品牌战略及自主研发，不断提升产品竞争力和服务能力，推动从制造出海向品牌出海转变，成为中国家居品牌出海的领军者。	2023年公司实现营业收入8.17亿元，同比增长25.76%，毛利率23.76%。其中境外营业收入6.64亿元，占比81.27%，同比增长25.76%；毛利率23.76%，同比增长1.96%。
	系统办公		
	新材料地板		

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

5.新消费：跨境电商蓬勃发展的，谷子经济推动IP变现

部分跨境电商轻工个股概况

公司	主营产品	业务布局	业务表现
傲基股份	家具家居类产品	公司专注于跨境B2C电商业务，主要通过Amazon、Walmart和Wayfair等平台在美国、欧洲等海外市场销售家具家居产品，其11个专有品牌在亚马逊多个品类中排名第一。2023年，公司全球家具家居类B2C电商GMV排名第五，基于中国卖家排名第一市场份额达0.2%。公司依托强大的产品设计能力、供应链管理和海外仓模式，实现高效物流解决方案，尤其在中大件包裹物流领域处于领先地位。凭借多样化的品类和品牌资产，公司持续提升竞争力并稳步扩大市场份额。	2023年主营业务收入8.68亿元，同比增长22.29%，毛利率39.2%；其中北美地区营业收入6.20亿元，占比71.4%，同比增长20.65%。销售收入8.58亿元，其中第三方电商平台销售收入6.66亿元，亚马逊销售收入4.67亿元，占比53.8%，同比增长3.18%。
	电动工具类产品		
	家用电器类产品		
	消费电子类产品		
致欧科技	运动健康类产品	专注于欧美线上家居零售市场，已深耕十余年，形成了强大的品牌影响力和认知度。公司通过自有品牌SONGMICS、VASAGLE和Feandrea等，在欧美市场积累了较高的品牌认知度，亚马逊德国站点的314个ASIN排名进入TOP20，法国站点有340个，且在多个国家市场位列家居家具品类第1。公司在供应链方面通过数字化管理体系提升效率，库存周转率达到3.43，并持续优化物流布局，形成自营仓、平台仓和三方合作仓的全球仓储网络。通过不断创新产品和优化营销渠道，公司积极拓展包括亚马逊、OTTO、Wayfair、SHEIN等平台，并扩大至墨西哥、澳大利亚等新兴市场，进一步提升品牌的市场覆盖和竞争力。	2023年主营业务收入59.84亿元，同比增长11.26%，其中，欧洲地区营收37.29亿元，占比62.31%。B2B渠道营收10.45亿元。B2C渠道总营收45.11亿元，同比增长14.04%，亚马逊平台保持着稳健增长，主营业务收入同比增长12.82%，占比提升至68.55%，较上2022年提升了0.94个百分点。同时，公司在OTTO平台业务发展迅猛，贡献主营业务收入同比增长80.99%，占比提升了1.61个百分点。
	家居系列（收纳类、装饰等）		
	家具系列（生活、办公家具）		
	宠物系列（宠物家具等）		
	庭院系列（家居类、运动类等）		

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

5.新消费：跨境电商蓬勃发展，谷子经济推动IP变现

- ▶ “谷子经济”的商业模式逐渐成熟。“谷子”来源于‘goods’的音译，是二次元文化中的衍生商品的统称，通常包括徽章、手办、立牌、卡牌等商品，这些商品通常是基于动漫、漫画、游戏等版权作品设计的。“谷子”的主要消费群体是年轻的二次元群体。围绕“谷子经济”已经形成了一个完整的产业链，主要由内容生产、内容传播和衍生周边三个部分构成。内容生产方面，主要集中在头部厂商如米哈游、腾讯和网易等，负责原创动漫和游戏内容的创作与开发。内容传播环节包括线上和线下的运营公司，其中线下代理商如阿里鱼和艺洲人在产业链中占据重要地位。衍生周边市场则包括金昌明、衡立泰等生产商，它们和零售商一起推动手办、卡牌等衍生商品的销售，进一步扩展IP的商业价值。

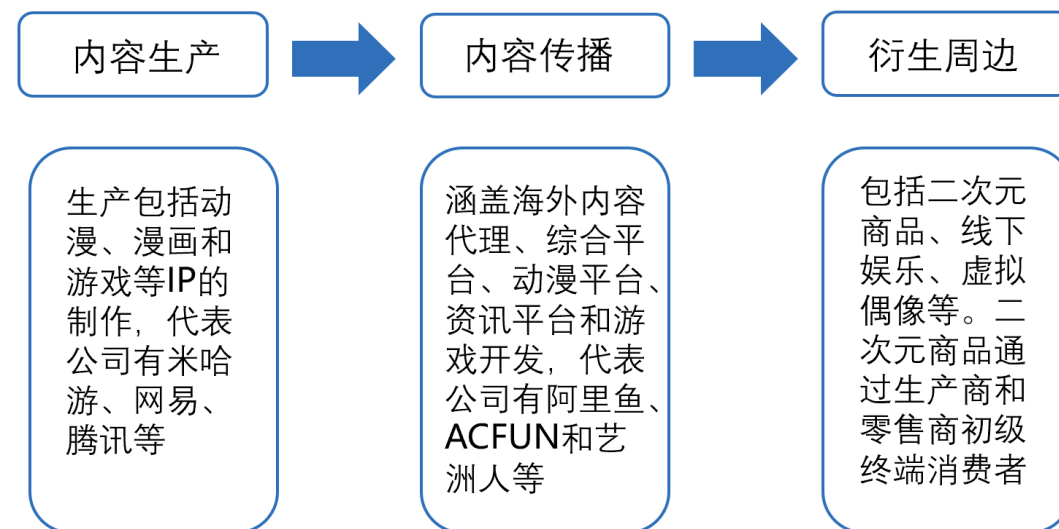
相关“谷子经济”产品



资料来源：全景网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

二次元产业链布局

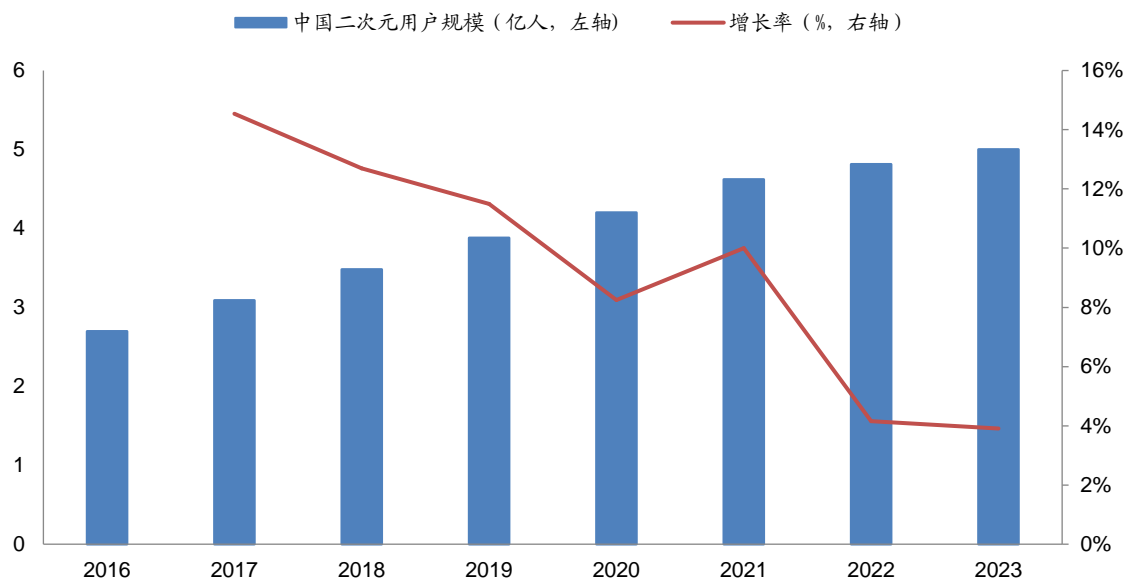


资料来源：普华有策公众号，华安证券研究所

5.新消费：跨境电商蓬勃发展的，谷子经济推动IP变现

▶ 中国二次元市场的产业规模与用户规模不断飞速增长。泛二次元人群对二次元文化有一定兴趣，消费主要集中于动画、漫画和游戏等基础内容，人均消费较低但因群体庞大，是市场传播和增长的重要推动力。而核心二次元人群则是深度爱好者，消费能力强且品牌忠诚度高，不仅积极购买IP衍生品和限量商品，还参与线下活动，其高频消费显著提升市场价值，推动行业规模持续扩大。根据前瞻产业研究院数据，到2023年，中国泛二次元用户规模突破5亿人，2016-2023年复合年增长率达到9.2%，预计到2026年，这一用户群体将增长至5.2亿人。2016年至2023年间，中国二次元产业规模从189亿元增长至2219亿元，复合年均增长高达42.2%，二次元周边衍生规模从53亿元增长至1023亿元；而2024年至2029年，二次元产业规模预测将增长至5900亿元，年均复合增长率达16.6%。

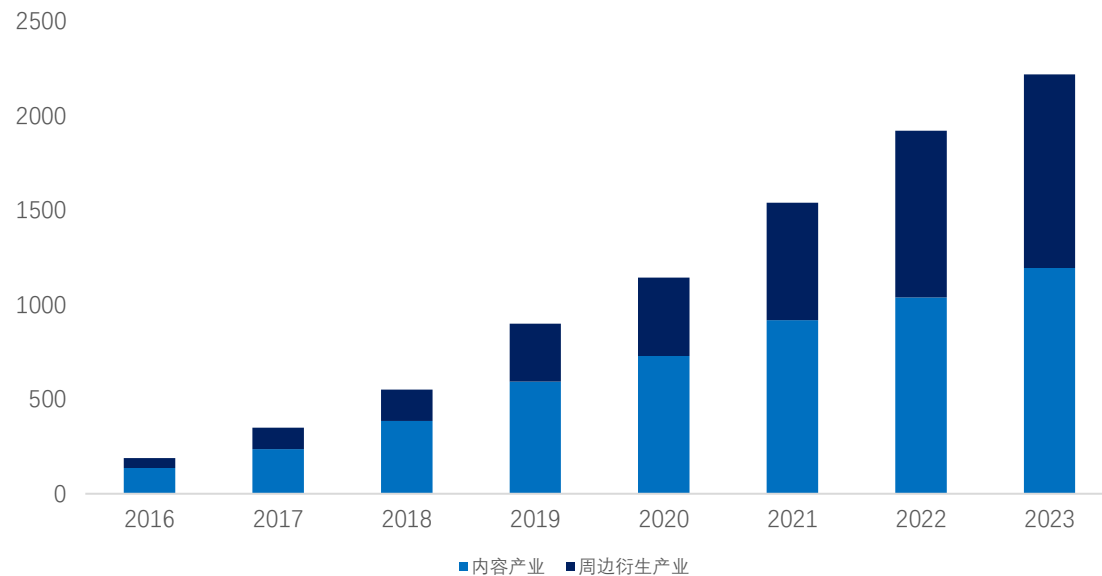
2016-2023年中国二次元用户规模变化情况



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2016-2023年中国二次元产业规模变化情况 (单位：亿元)



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

5.新消费：跨境电商蓬勃发展的，谷子经济推动IP变现

➤ 相关企业通过自有IP与授权IP结合，提升品牌竞争力和市场份额。广博股份依托自有IP“汐西酱”及授权IP“名侦探柯南”“魔道祖师”，开发文创类文具，实现品牌与产品的双向赋能。名创优品通过自有IP“Mini Family”及授权IP“哈利波特”“第五人格”等，推出差异化文创产品，布局全球市场。实丰文化专注于智能玩具及IP衍生品，凭借自有IP“智能飞飞兔”及“宝可梦”等热门授权IP开发创新产品。泡泡玛特通过“Molley”和“Dimoo”等经典自有IP构建多产业链商业化体系，包括产品开发、展览与乐园运营，港澳台及海外市场表现尤为亮眼。创源股份以“通灵妃”“猫妖的诱惑”等授权IP开发文创产品，深耕海外市场。晨光股份通过“米菲兔”“故宫文化”等IP创新与合作，升级品牌与产品体系。这些企业在IP运营与产品创新的持续投入，为其核心业务增长提供了有力支撑，同时展现了在文创谷子经济领域的强劲竞争力。

部分“谷子经济”轻工个股概况

公司	IP	IP类型	产品类型	公司业务布局	业务情况
广博股份	汐西酱	自有IP	文创类谷子	革新产品线，巩固传统文具优势，同时深耕文创领域，与知名IP合作开发文创文具及二次元周边，推动IP与产品双向赋能，提升品牌影响力和市场竞争力。	2023年营收26.9亿元，同比增长8.20%
	名侦探柯南	授权IP			
	魔道祖师	授权IP			
	三丽鸥	授权IP			
	天官赐福	授权IP			
	初音未来	授权IP			
	盗墓笔记	授权IP			
名创优品	Mini Family	自有IP	文创类谷子、日常类谷子	依托强大的供应链和覆盖全球渠道，通过IP授权合作与原创IP孵化，打造差异化产品，布局全球市场，提升品牌竞争力和客户黏性。	2024年上半年，公司总收入为77.59亿元人民币，同比增长25%。其中，中国内地收入达到50.27亿元人民币，同比增长17.2%，主要由名创优品线下门店收入增长16.5%和TOP TOY收入增长37.9%推动。
	哈利波特	授权IP			
	Chiikawa	授权IP			
	第五人格	授权IP			

资料来源：各公司官方公众号，中国制笔协会官网，上海交大安泰研究院公众号，各公司官网公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

5.新消费：跨境电商蓬勃发展的，谷子经济推动IP变现

部分“谷子经济”轻工个股概况

公司	IP	IP类型	产品类型	公司业务布局	业务情况
实丰文化	宝可梦	授权IP	玩具类谷子	聚焦智能电动玩具与IP动漫衍生品，联合热门IP开发产品并打造原创IP，满足全球市场需求，提升品牌竞争力。	2023年玩具业务营收约2.84亿元，占比90%
	奶龙	授权IP			
	智能飞飞兔	自有IP			
	企鹅嗡嗡	自有IP			
泡泡玛特	MOLLY, DIMOO等经典IP	自有IP	玩具类谷子及IP衍生品	打造了涵盖创意设计、自有IP孵化和授权IP合作的多产业链商业化体系，覆盖产品开发、主题展览以及乐园运营等多个环节。	2023年收入达到6301百万元人民币，同比增速36.5%，其中港澳台及海外业务收入达到1066.1百万元人民币，同比增速134.9%。
	哈利波特	授权IP			
	迪士尼	授权IP			
创源股份	两不疑	授权IP	文创类谷子及IP衍生品	通过IP授权设计文创产品，涵盖文具和IP衍生品等品类，目前主要面向海外市场，同时不断开拓国内市场。	2023年时尚文具类营收7.02亿元，占比51.69%，其中海外营收占比高达97.26%
	通灵妃	授权IP			
	猫妖的诱惑	授权IP			
	山河社稷图	授权IP			
	敦煌博物馆	授权IP			
	知乎	授权IP			
晨光股份	米菲兔	授权IP	文创类谷子	通过多阶段的IP创新与运营，构建了完整的品牌和产品升级体系。其业务涵盖自有IP孵化、授权IP合作、产品设计与开发、品牌营销等多个环节。	2023年营收233.51亿元，同比增长16.78%
	故宫文化	授权IP			
	航海王	授权IP			
	小王子	授权IP			

资料来源：各公司官方公众号，中国制笔协会官网，上海交大安泰研究院公众号，各公司官网公告，华安证券研究所

5.新消费：跨境电商蓬勃发展，谷子经济推动IP变现

部分新消费公司盈利一致预期

公司	EPS			PE		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
吉宏股份	0.52	0.75	0.75	29.97	20.89	20.89
华凯易佰	0.87	1.14	1.14	18.22	13.90	13.90
乐歌股份	1.28	1.47	1.47	13.23	11.60	11.60
致欧科技	1.00	1.37	1.37	20.74	15.20	15.20
赛维时代	0.96	1.28	1.28	28.09	21.10	21.10
永艺股份	0.99	1.22	1.22	11.74	9.57	9.57
恒林股份	3.40	4.36	4.36	9.65	7.52	7.52
晨光股份	1.71	1.97	1.97	18.47	15.96	15.96
泡泡玛特	1.81	2.45	2.45	51.54	38.05	38.05

资料来源：Wind，华安证券研究所（采用wind一致预期，以12月6日收盘价计算，除泡泡玛特单位为港元，其余单位为元）

感谢关注!

风险提示：全球宏观经济形势变化风险，全球需求变化的风险，行业竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，汇率波动的风险。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。