

## 拐点已至，业绩可期

### 核心观点

公司拟向董事会主席陈志平先生授予 6100 万份购股权，行权价为每股 11.26 港元，考核目标为自 2025 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日期间，若任何连续 15 个营业日的公司平均市值首次达到或超过 3000、4000、5000 亿港元，则分别归属 30%、60%、100% 购股权。此次公司向核心高管授予购股权激励并设定积极的市值考核目标，彰显公司对长期业务发展的信心。近期，公司大客户在塞尔维亚试销新一代加热不燃烧产品 glo Hilo 系列，较前代产品性能明显改善，相比 IQOS 的产品竞争力亦有所提升，有望在加热不燃烧市场中获取更多份额。公司多年以来大力投入加热不燃烧等领域技术研发，携手大客户深度合作，有望受益于大客户新产品放量。

### 事件

公司发布《建议修订股份计划及有条件授出购股权》公告。12 月 27 日，思摩尔国际发布公告，拟向公司董事会主席、执行董事、行政总裁及主要股东陈志平先生授予 6100 万份购股权，行权价为每股 11.26 港元。本次股权激励计划的绩效考核目标为自 2025 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日期间，若任何连续 15 个营业日的公司平均市值首次达到或超过 3000、4000、5000 亿港元，则分别归属 30%、60%、100% 购股权。我们认为该股权激励计划设定积极的市值考核目标，彰显管理层对公司长期业务发展信心。

### 简评

大客户新款加热不燃烧烟草产品 glo Hilo 塞尔维亚上市试销，参数较前代产品明显改善，缩小与 IQOS 差距。公司大客户已于 12 月初推出新款 HNB 烟草产品 glo Hilo 系列，并在塞尔维亚试销，包括一体式的 glo Hilo 和分体式的 glo Hilo Plus 两款产品。根据 Tobacco Insider，glo Hilo 系列产品改善了加热技术，可提供更浓郁的口感，目前在 Reddit 上的消费者反馈较为积极。1) 与 glo 前代产品相比（以 glo Hyper Pro 为例），在几乎全部参数性能上均有所提升，但定价也相对更高，目标为高端市场客群。2) 与 IQOS 产品相比（以 Iluma 系列为例），glo Hilo 系列产品在预热时间（从 20 秒以上降至 5 秒）、充电时间（从 135 分钟降至 100 分钟）、加热温度（从 350 度升至 370 度）上有一定优势，但在烟弹的稳定性、一致性以及味道还原度上仍有提升空间。整体而言，大客户

## 思摩尔国际 (6969. HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期： 2025 年 01 月 06 日

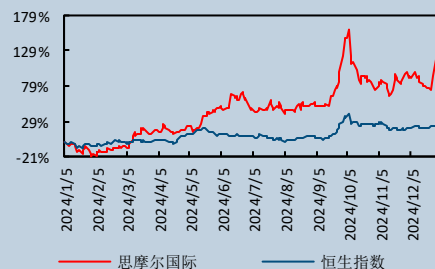
当前股价： 14.12 港元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月               | 3 个月       | 12 个月       |
|--------------------|------------|-------------|
| -0.12/-0.65        | 6.09/16.53 | 10.91/13.36 |
| 12 月最高/最低价 (港元)    |            | 10.12/4.73  |
| 总股本 (万股)           |            | 613,823.87  |
| 流通 H 股 (万股)        |            | 613,823.87  |
| 总市值 (亿港元)          |            | 524.21      |
| 流通市值 (亿港元)         |            | 524.21      |
| 近 3 月日均成交量 (万)     |            | 1254.09     |
| 主要股东               |            |             |
| SMR & Alon Limited |            | 32.55%      |

#### 股价表现



#### 相关研究报告

【中信建投轻工纺织及服务】思摩尔国际(6969):自有品牌高增，ODM 上半年承压、下半年展望良好

的新一代 HNB 产品 glo Hilo 系列的使用体验较前代有明显改善，相对 IQOS 产品的竞争力有所提升，有望获取更高市场份额。

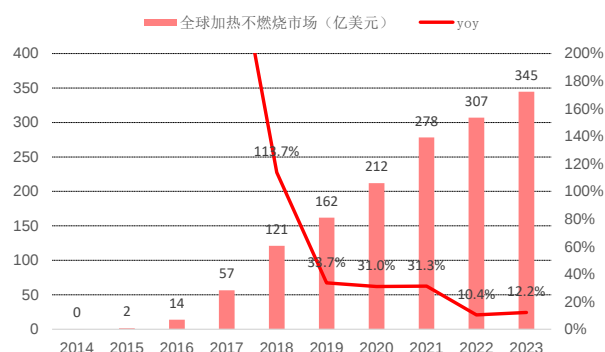
图 1: glo 与 IQOS 产品对比

| 分体式产品      |                         |                           |                              |
|------------|-------------------------|---------------------------|------------------------------|
| 产品名称       | glo Hilo Plus           | IQOS Iluma I<br>(菲莫国际)    | IQOS Iluma i Prime<br>(菲莫国际) |
| 定价 (折合人民币) | 4990RSD (319元)          | 6980JPY (322元)            | 9980JPY (460元)               |
| 重量         | 107克                    | 146克                      | 169.5克                       |
| 充电时间       | 100分钟                   | 135分钟                     | 135分钟                        |
| 加热温度       | 370摄氏度                  | 350摄氏度                    | 350摄氏度                       |
| 加热方式       | 红外加热                    | 电磁加热                      | 电磁加热                         |
| 预热时间       | 约5秒                     | 约20秒                      | 约20秒                         |
| 抽吸时间       | 标准模式5分10秒，<br>增强模式3分40秒 | 6分钟或18口                   | 6分钟或18口                      |
| 使用次数       | 单体2次，配合充电<br>舱20次       | 单体2-3次，配合充电<br>舱20次       | 单体2-3次，配合充电舱<br>20次          |
| 烟弹         | Virto、Rivo              | Terea、Sentia              | Terea、Sentia                 |
| 一体式产品      |                         |                           |                              |
| 产品名称       | glo Hilo                | glo Hyper Pro             | IQOS Iluma i ONE<br>(菲莫国际)   |
| 定价 (折合人民币) | 2990RSD (191元)          | 1990RSD (127元)            | 3980JPY (183元)               |
| 重量         | 76克                     | 92克                       | 73克                          |
| 充电时间       | 80分钟                    | 90分钟                      | 90分钟                         |
| 加热温度       | 370摄氏度                  | 标准模式285摄氏度，<br>增强模式300摄氏度 | 350摄氏度                       |
| 加热方式       | 红外加热                    | 电磁加热                      | 电磁加热                         |
| 预热时间       | 约5秒                     | 20-30秒                    | 约20秒                         |
| 抽吸时间       | 标准模式5分10秒，<br>增强模式3分40秒 | 4分30秒                     | 6分钟或18口                      |
| 使用次数       | 20次                     | 20次                       | 20次                          |
| 烟弹         | Virto、Rivo              | Neo                       | Terea、Sentia                 |

数据来源: IQOS 官网、glo 官网、Tobacco Insider、Seeking Alpha, 中信建投证券

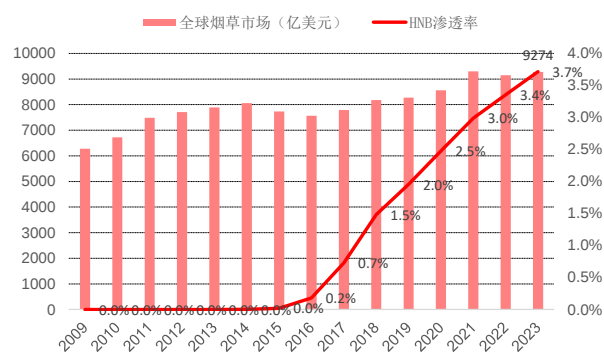
全球 HNB 市场渗透仍处早期、发展空间广阔，菲莫国际占据领先地位。根据欧睿数据，2023 年全球烟草市场规模达 9274 亿美元，其中加热不燃烧（HNB）烟草市场 345 亿美元/+12.2%，占全部烟草市场渗透率分别为 3.7%。加热不燃烧烟草在全球各国受政策和消费习惯影响渗透程度不同，目前日本、东欧市场渗透率分别达 39.2%、12.0%较为领先。菲莫国际 IQOS 加热不燃烧产品自 2014 年推出以来，从产品设计、续航、加热技术等维度持续迭代优化，保持市场领先地位，2023 年菲莫国际减害烟草产品收入 128 亿美元/占比 36.5%，加热烟弹出货量 1253 亿支/+14.7%，全球 HNB 市占率 71.0%。截至 24H1，IQOS 在全球拥有 2750 万用户，其中 2210 万人已通过 IQOS 产品戒烟。

图 2:2023 年全球加热不燃烧市场规模 345 亿美元/+12.2%



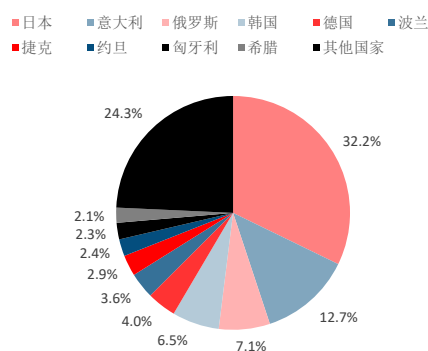
数据来源：欧睿，中信建投证券

图 3:全球烟草市场规模及 HNB 渗透率（亿美元，零售额）



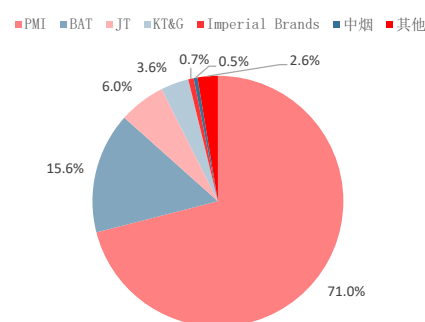
数据来源：欧睿，中信建投证券

图 4: 2023 年全球各国 HNB 烟草市场规模占比



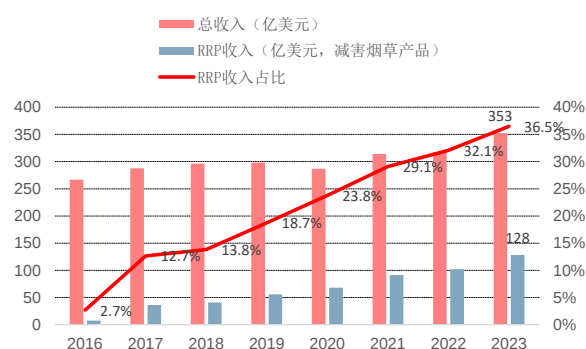
数据来源：欧睿，中信建投证券

图 5: 2023 年全球 HNB 各公司股份额



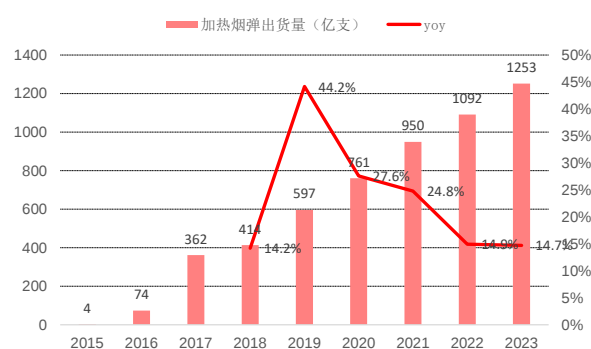
数据来源：欧睿，中信建投证券

图 6: 2023 年菲莫国际减害烟草产品收入 128 亿美元



数据来源：菲莫国际，中信建投证券

图 7: 2023 年菲莫国际加热烟弹出货量 1253 亿支/+14.7%



数据来源：菲莫国际，中信建投证券

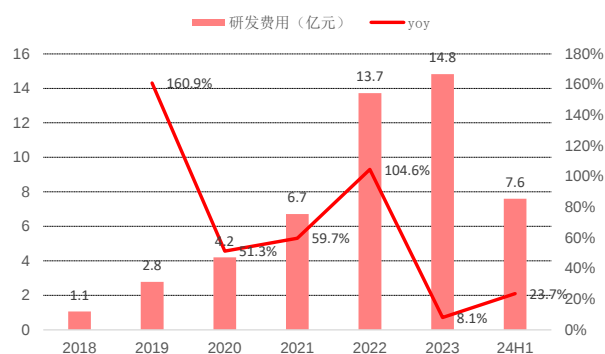
图 8: IQOS 产品持续迭代进步



数据来源：PMI Science，中信建投证券

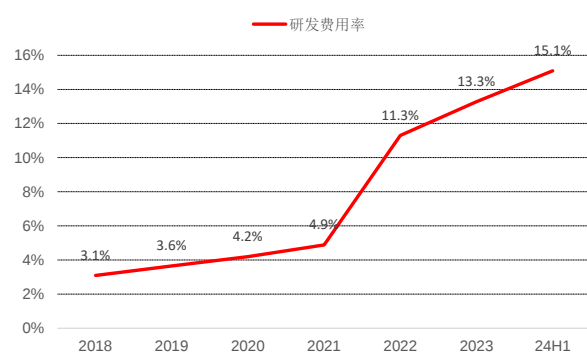
**公司展望：**1) **加热不燃烧：**积极投入研发布局未来，携手大客户深度合作、有望受益。公司着眼未来，积极投入技术研发，2022/2023 年分别投入 13.7/14.8 亿元、24 年上半年进一步投入 7.6 亿元研发费用，研发费用率占比达 15.1%，其中用于电子尼古丁传输系统研发（主要为加热不燃烧）的研发投入占比 63.4%。在加热不燃烧领域，公司持续强化专利及技术壁垒，储备差异化的技术和产品，为客户提供全产业链解决方案，携手大客户深度合作，有望参与烟具、烟弹等核心环节，受益于客户新产品快速放量。2) **雾化电子烟：**全球电子烟监管政策波动，强洞察、快响应的合规厂商预计受益。美国电子烟市场仍存在大量不合规产品，但执法力度已明显加强；欧洲多国亦加强监管，不能充电、不能换弹的传统一次性产品正在向新的产品形态转变，公司换弹式及自主品牌产品均相对受益。长期看，监管波动趋势下，我们认为以公司为代表的具有多元化产品和技术储备、对市场强洞察快响应、合规经营的生产商有望受益。3) **新业务：**在雾化医疗领域和雾化美容领域公司持续投入，技术和产品均在逐步打磨走向成熟，预计贡献未来成长。

图 9: 思摩尔国际研发费用及增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 10: 思摩尔国际研发费用率



数据来源：公司公告，中信建投证券

**盈利预测与投资建议：**预计思摩尔国际 2024-2026 年实现营收 120.59、139.57、180.25 亿元，同增 8.0%、15.7%、29.1%；归母净利润分别为 14.30、18.09、28.10 亿元，同比-13.1%、26.5%、55.4%；对应最新 PE 分别为 56.4x、44.6x、28.7x。在监管政策变动及消费趋势变化下，公司着眼长期，坚持研发投入、渠道开拓和品牌建设，大客户 HNB 新产品有望放量，我们维持“买入”评级。

**风险提示：1）新型烟草政策变动风险：**公司主要业务为雾化电子烟设备和组件，下游客户在美国、欧洲等地区，受当地法律及法规要求，电子烟化行业现有法律法规的变更及新法律、法规的实施及任何其他进入壁垒或会增加公司的成本，公司可能因向位于相关受当地机关颁布的法律法规禁令所规限国家或地区的客户销售而受到不利影响；**2）美国 FDA 监管变动风险：**2023 年 10 月 12 日，美国 FDA 向 VUSE Alto 电子烟 6 款非烟草味产品（包括薄荷口味、混合果味）发出营销拒绝令（MDO）。MDO 原因：在帮助成年烟民减少卷烟使用方面，BAT 提交的材料未能证明该薄荷味产品较烟草味更有效。2024 年 2 月 5 日，美国第五巡回法院通过大客户 RJR 的上诉，该 MDOs 暂停执行，VUSE Alto 薄荷醇烟弹仍可继续在美国销售。根据思摩尔国际公告，公司向大客户提供的薄荷味产品占公司前三季度收入的 13%，若后续 FDA 仍做出禁止销售的相关决策，或将对公司美国市场收入造成不利影响。

**图表1：思摩尔国际业务拆分**

| 单位：亿元人民币    |     | 2020A  | 2021A  | 2022A   | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|-----|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 收入合计        |     | 100.10 | 137.55 | 121.45  | 111.68 | 120.59 | 139.57 | 180.25 |
|             | yoy | 31.5%  | 37.4%  | -11.7%  | -8.0%  | 8.0%   | 15.7%  | 29.1%  |
| 毛利率         |     | 52.9%  | 53.6%  | 43.3%   | 38.8%  | 40.6%  | 40.6%  | 41.7%  |
| 净利润         |     | 24.0   | 52.87  | 25.10   | 16.45  | 14.30  | 18.09  | 28.10  |
|             | yoy | 10.4%  | 120.3% | -52.5%  | -34.5% | -13.1% | 26.5%  | 55.4%  |
| 净利率         |     | 24.0%  | 38.4%  | 20.7%   | 14.7%  | 11.9%  | 13.0%  | 15.6%  |
| 一、境内收入      |     | 22.0   | 46.7   | 22.46   | 1.6    | 2.4    | 3.4    | 4.6    |
|             | yoy | 39%    | 112.2% | -51.9%  | -92.7% | 50%    | 40%    | 35%    |
|             | 占比  | 22%    | 34.0%  | 18.5%   | 1.5%   | 2.0%   | 2.5%   | 2.6%   |
| 境内毛利率       |     | 52.9%  | 53.6%  | 43.3%   | 38.3%  | 38.3%  | 38.3%  | 38.3%  |
| 二、境外收入      |     | 78.1   | 90.82  | 98.99   | 110.05 | 118.1  | 136.2  | 175.6  |
|             | yoy | 30%    | 16.3%  | 9.0%    | 11.2%  | 7.4%   | 15.2%  | 29.0%  |
|             | 占比  | 78%    | 66.0%  | 81.5%   | 98.5%  | 98.0%  | 97.5%  | 97.4%  |
| 境外毛利率       |     | 52.9%  | 53.6%  | 43.3%   | 38.8%  | 40.7%  | 40.7%  | 41.8%  |
| 加热不燃烧       |     |        |        |         |        |        | 30.0%  | 45.0%  |
| 一次性         |     |        |        |         | 19.0%  | 20.0%  | 20.0%  | 20.0%  |
| 换弹式         |     |        |        |         | 50.0%  | 50.0%  | 48.0%  | 47.0%  |
| 开放式         |     |        |        |         | 40.0%  | 40.0%  | 40.0%  | 40.0%  |
| 1、面向企业客户的销售 |     | 70.3   | 79.2   | 84.3    | 91.6   | 88.6   | 96.2   | 127.7  |
|             | yoy | 37.2%  | 12.6%  | 6.5%    | 8.6%   | -3.3%  | 8.6%   | 32.7%  |
| 加热不燃烧产品     |     |        |        |         |        |        | 4.0    | 30.0   |
|             | yoy |        |        |         |        |        |        | 650.0% |
| 一次性         |     | 0.0    | 1.0    | 19.3    | 33.7   | 27.0   | 21.6   | 19.4   |
|             | yoy |        |        | 1919.2% | 74.5%  | -20.0% | -20.0% | -10.0% |
| 换弹式及其他产品    |     | 70.3   | 78.2   | 65.0    | 57.9   | 61.6   | 70.7   | 78.3   |
|             | yoy |        |        | -16.9%  | -11.0% | 6.5%   | 14.7%  | 10.8%  |
| 其中：美国       |     |        |        | 37.7    | 40.8   | 42.9   | 46.3   | 49.1   |
|             | yoy |        |        |         | 8.2%   | 5.0%   | 8.0%   | 6.0%   |
| 其中：欧洲及其他    |     |        |        | 27.3    | 17.0   | 18.7   | 24.4   | 29.2   |
|             | yoy |        |        |         | -37.6% | 10.0%  | 30.0%  | 20.0%  |
| 2、面向零售客户的销售 |     | 7.8    | 11.6   | 14.7    | 18.5   | 29.6   | 39.9   | 47.9   |
|             | yoy | -13.7% | 49.9%  | 26.2%   | 26.0%  | 60.0%  | 35.0%  | 20.0%  |
| 其中：美国       |     |        |        | 3.4     | 3.7    |        |        |        |
|             | yoy |        |        |         | 8.8%   |        |        |        |
| 其中：欧洲及其他    |     |        |        | 11.2    | 14.8   |        |        |        |
|             | yoy |        |        |         | 31.3%  |        |        |        |

资料来源：公司公告，中信建投

**资产负债表（百万元）**

| 会计年度           | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金           | 9,764         | 5,336         | 24,658        | 38,978        | 52,591        |
| 应收账款           | 2,302         | 1,888         | 2,145         | 2,483         | 3,207         |
| 预付款项、按金及其他应收款项 | 406           | 375           | 330           | 381           | 493           |
| 其他应收款          | -             | -             | -             | -             | -             |
| 存货             | 841           | 781           | 774           | 895           | 1,136         |
| 其他流动资产         | 5,886         | 11,190        | 6,959         | 8,055         | 10,402        |
| <b>流动资产总计</b>  | <b>19,199</b> | <b>19,571</b> | <b>34,866</b> | <b>50,793</b> | <b>67,829</b> |
| 长期股权投资         | -             | -             | -             | -             | -             |
| 固定资产           | 4,275         | 4,676         | 4,383         | 4,090         | 3,797         |
| 在建工程           | -             | -             | -             | -             | -             |
| 无形资产           | 79            | 90            | 75            | 60            | 45            |
| 长期待摊费用         | -             | -             | -             | -             | -             |
| 其他非流动资产        | 807           | 1,172         | 1,172         | 1,172         | 1,172         |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>5,161</b>  | <b>5,938</b>  | <b>5,630</b>  | <b>5,321</b>  | <b>5,013</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>24,359</b> | <b>25,508</b> | <b>40,496</b> | <b>56,114</b> | <b>72,842</b> |
| 短期借款           | -             | -             | -             | -             | -             |
| 应付账款           | 1,150         | 1,270         | 1,152         | 1,333         | 1,691         |
| 其他流动负债         | 2,439         | 2,297         | 2,549         | 2,939         | 3,748         |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>3,589</b>  | <b>3,566</b>  | <b>3,701</b>  | <b>4,272</b>  | <b>5,439</b>  |
| 长期借款           | -             | -             | -             | -             | -             |
| 其他非流动负债        | 393           | 532           | 532           | 532           | 532           |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>393</b>    | <b>532</b>    | <b>532</b>    | <b>532</b>    | <b>532</b>    |
| <b>负债合计</b>    | <b>3,982</b>  | <b>4,099</b>  | <b>4,233</b>  | <b>4,805</b>  | <b>5,971</b>  |
| 股本             | 424           | 428           | 1,428         | 2,428         | 3,428         |
| 储备             | 19,953        | 20,981        | 34,101        | 47,221        | 60,341        |
| 留存收益           | -             | -             | 733           | 1,660         | 3,101         |
| 归属于母公司股东权益     | 20,377        | 21,410        | 36,263        | 51,310        | 66,871        |
| 归属于非控制股东权益     | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>权益合计</b>    | <b>20,377</b> | <b>21,410</b> | <b>36,263</b> | <b>51,310</b> | <b>66,871</b> |
| <b>负债和权益合计</b> | <b>24,359</b> | <b>25,508</b> | <b>40,496</b> | <b>56,114</b> | <b>72,842</b> |

**现金流量表（百万元）**

| 会计年度            | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 税后经营利润          | 1,974         | 1,216         | 942           | 1,321         | 2,322         |
| 折旧与摊销           | 222           | 271           | 308           | 308           | 308           |
| 财务费用            | 29            | 27            | 28            | -71           | -160          |
| 其他经营资金          | -1,755        | 1,679         | 4,161         | -1,036        | -2,256        |
| <b>经营性现金净流量</b> | <b>470</b>    | <b>3,193</b>  | <b>5,438</b>  | <b>522</b>    | <b>215</b>    |
| <b>投资性现金净流量</b> | <b>-2,424</b> | <b>-7,016</b> | <b>488</b>    | <b>488</b>    | <b>488</b>    |
| <b>筹资性现金净流量</b> | <b>276</b>    | <b>-612</b>   | <b>13,396</b> | <b>13,310</b> | <b>12,911</b> |
| <b>现金流量净额</b>   | <b>-1,678</b> | <b>-4,435</b> | <b>19,322</b> | <b>14,320</b> | <b>13,613</b> |

**利润表（百万元）**

| 会计年度          | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业额</b>    | <b>12,145</b> | <b>11,168</b> | <b>12,059</b> | <b>13,957</b> | <b>18,025</b> |
| 销售成本          | 6,885         | 6,834         | 7,162         | 8,286         | 10,513        |
| 其他费用          | -             | -             | -             | -             | -             |
| 销售费用          | 388           | 526           | 868           | 1,005         | 1,298         |
| 管理费用          | 2,520         | 2,350         | 2,893         | 3,184         | 3,643         |
| 财务费用          | 29            | 27            | 28            | -71           | -160          |
| 其他经营损益        | -             | -             | -             | -             | -             |
| 投资收益          | -             | -             | -             | -             | -             |
| 公允价值变动损益      | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>营业利润</b>   | <b>2,323</b>  | <b>1,431</b>  | <b>1,108</b>  | <b>1,554</b>  | <b>2,732</b>  |
| 其他非经营损益       | 632           | 506           | 574           | 574           | 574           |
| 税前利润          | 2,954         | 1,937         | 1,681         | 2,127         | 3,305         |
| 所得税           | 444           | 291           | 252           | 319           | 495           |
| 税后利润          | 2,510         | 1,645         | 1,430         | 1,809         | 2,810         |
| <b>少数股东损益</b> | <b>-</b>      | <b>-</b>      | <b>-</b>      | <b>-</b>      | <b>-</b>      |
| <b>归母净利润</b>  | <b>2,510</b>  | <b>1,645</b>  | <b>1,430</b>  | <b>1,809</b>  | <b>2,810</b>  |
| EBITDA        | 3,205         | 2,235         | 2,017         | 2,364         | 3,453         |
| NOPLAT        | 1,998         | 1,239         | 965           | 1,260         | 2,186         |
| EPS(元)        | 0.41          | 0.27          | 0.23          | 0.29          | 0.45          |

**主要财务比率**

| 会计年度        | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b> |        |        |        |       |       |
| 营收额增长率      | -11.7% | -8.0%  | 8.0%   | 15.7% | 29.1% |
| EBIT增长率     | -52.1% | -34.2% | -13.0% | 20.3% | 53.0% |
| EBITDA增长率   | -49.3% | -30.3% | -9.8%  | 17.2% | 46.1% |
| 税后利润增长率     | -52.5% | -34.5% | -13.1% | 26.5% | 55.4% |
| <b>盈利能力</b> |        |        |        |       |       |
| 毛利率         | 43.3%  | 38.8%  | 40.6%  | 40.6% | 41.7% |
| 净利率         | 20.7%  | 14.7%  | 11.9%  | 13.0% | 15.6% |
| ROE         | 12.3%  | 7.7%   | 3.9%   | 3.5%  | 4.2%  |
| ROA         | 10.3%  | 6.4%   | 3.5%   | 3.2%  | 3.9%  |
| ROIC        | 21.8%  | 10.5%  | 5.6%   | 9.8%  | 15.9% |
| <b>估值倍数</b> |        |        |        |       |       |
| P/E         | 32.1   | 49.0   | 56.4   | 44.6  | 28.7  |
| P/S         | 6.6    | 7.2    | 6.7    | 5.8   | 4.5   |
| P/B         | 4.0    | 3.8    | 2.2    | 1.6   | 1.2   |
| 股息率         | 1.8%   | 0.9%   | 0.9%   | 1.1%  | 1.7%  |
| EV/EBIT     | -1.0   | 0.7    | -2.8   | -2.9  | -1.9  |
| EV/EBITDA   | -0.9   | 0.6    | -2.4   | -2.5  | -1.8  |
| EV/NOPLAT   | -1.5   | 1.1    | -5.0   | -4.7  | -2.8  |

资料来源：公司公告，中信建投

## 分析师介绍

### 叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

### 张舒怡

中信建投证券轻工纺服及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，专注于造纸包装、纺织制造、出口链、黄金珠宝、个护文娱等消费服务产业研究，3年证券从业经验。

## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                      |      | 评级   | 说明            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15% 以上   |
|                                                                                                                                                             |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                             |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                             |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                             |      | 卖出   | 相对跌幅 15% 以上   |
|                                                                                                                                                             | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10% 以上   |
|                                                                                                                                                             |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                             |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10% 以上   |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、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, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
电话: (8610) 56135088  
联系人: 李祉瑶  
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
电话: (8621) 6882-1600  
联系人: 翁起帆  
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼  
电话: (86755) 8252-1369  
联系人: 曹莹  
邮箱: caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话: (852) 3465-5600  
联系人: 刘泓麟  
邮箱: charleneliu@csci.hk