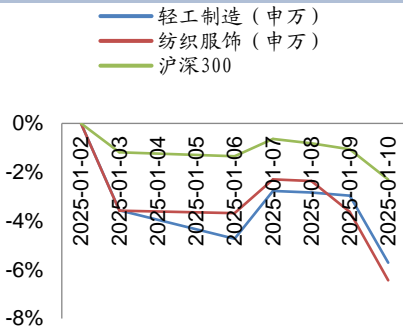


思摩尔发布修订股权激励计划，彰显发展信心

行业评级：增持

报告日期：2025-01-12

行业指数与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

《行业周报：引领潮流的首发经济，多元化发展的新动力_20241222》

《行业周报：社交电商新突破，微信小程序“送礼物”功能赋能商家营销_20241231》

《行业周报：AI 智造，助力纺织行业数智化转型_20250105》

主要观点：

● 周专题：全球电子烟监管政策趋严，利好合规品牌

中长期股权激励绑定核心骨干，彰显发展信心。2024 年 12 月 27 日，思摩尔国际发布股权激励计划，包括购股权计划和股份奖励计划。其中，购股权计划拟向公司创始人及董事会主席陈志平先生以及 12 名承授人分别授予 6100 万份、226 万份购股权。股份奖励计划拟向 9 名承授人授予 141.6 万份奖励股份。面向陈志平先生的股权激励绩效指标与公司市值挂钩，解锁方式为自 2025 年 1 月 1 日起至 2030 年 12 月 31 日止六年期间，公司任何连续 15 个营业日的平均市值首次分别达到 3000 亿港元、4000 亿港元或 5000 亿港元时，方可归属授予项下的购股权的 30%、60%及 100%。若任何绩效目标未能于 2030 年 12 月 31 日之前达成，则相关购股权将告失效。公司通过实施股权激励计划调动核心员工积极性，为公司未来发展注入了活力与信心。全球 HNB 市场规模高速增长，发展潜力巨大。2018-2023 年，全球 HNB 市场规模从 53 亿美元增长至 344.6 亿美元，CAGR 为 45.41%。预计 2024 年全球 HNB 市场规模为 388.5 亿美元，同比增长 12.70%。欧洲市场规模保持高速增长，拉美、中东及非洲地区市场处于快速起步阶段，全球 HNB 市场发展潜力巨大。英美烟草推出 Glo hilo 系列产品，提升用户体验。2024 年 11 月，英美烟草 (BAT) 在塞尔维亚推出了最新一代加热烟草设备 Glo Hilo 及其高端型号 Glo Hilo Plus，改进了 Glo Hyper 系列产品，和 IQOS ILUMA 相比也具有显著竞争优势。GloHilo 由思摩尔国际提供一体化产品解决方案，Glo Hilo 产品上市以及覆盖范围不断扩大将为公司带来新增长。全球电子烟监管政策趋严，利好合规品牌。2024 年 8 月 15 日，美国食品药品监督管理局 (FDA) 和财政部宣布了一个拟定法规，加大电子烟合规监管力度。法规要求电子烟产品进口商向海关提交 STN 码，由 FDA 向提交了预市场产品申请 (PMTA) 申请的烟草产品分配 STN 码，而未提交 STN 码的电子烟产品将被禁止进入美国销售。作为全球第一大电子烟市场，美国电子烟合规监管趋严将利好英美烟草等合规电子烟品牌。2025 年 1 月 1 日起，全球各国开始执行电子烟新规，其中口味电子烟监管受到重视。拉脱维亚收紧烟草法，要求电子烟产品必须无味或仅具有烟草味，美国加州通过法案禁止销售对未成年人有吸引力的调味烟草产品，对销售或持有意图销售调味烟草产品的烟草零售商的罚金从 1000 美元增加到超过 20000 美元。

● 一周行情回顾

2025 年 1 月 6 日至 1 月 10 日，上证综指下跌 1.34%，深证成指下跌 1.02%，创业板指下跌 2.02%。分行业来看，申万轻工制造下跌 2.23%，相较沪深 300 指数-1.09pct，在 31 个申万一级行业指数中排名 16；申万纺织服饰下跌 2.96%，相较沪深 300 指数-1.83pct，在 31 个申万一级行业指数中排名 24。轻工制造行业德力股份(+36.6%)、四通股份(+19.84%)、德艺文创(+15.44%)、匠心家居(+13.93%)、嘉益股份(+12.67%)、高乐股份(+12.28%)、菲林格尔(+10.66%)、松发股份(+9.1%)、天振股份(+7.46%)、南王科技(+6.96%)，跌幅前十分别为群兴玩具(-13.4%)、奥瑞金(-12.75%)、帝欧家居(-12.44%)、明月镜片(-12.06%)、昇兴股份(-10.9%)、松炆资源(-9.73%)、梦天家

居(-9.38%)、美之高(-8.62%)、源飞宠物(-8.61%)、好太太(-8.47%)。纺织服饰行业一周涨幅前十分别为迪阿股份(+13.51%)、恒辉安防(+10.23%)、华孚时尚(+8.08%)、太湖雪(+7.92%)、健盛集团(+7.91%)、酷特智能(+6.56%)、如意集团(+2.79%)、海澜之家(+2.67%)、浪莎股份(+2.28%)、伟星股份(+2.27%)，跌幅前十分别为奥康国际(-27.12%)、潮宏基(-13.35%)、戎美股份(-12.6%)、棒杰股份(-11.93%)、哈森股份(-11.52%)、水星家纺(-10.48%)、美邦服饰(-9.76%)、ST起步(-9.7%)、深中华 A(-9.27%)、欣贺股份(-8.86%)。

● 重点数据追踪

家居数据追踪：1) **地产数据：**2024年12月29日至1月5日，全国30大中城市商品房成交面积266.71万平方米，环比-40.73%；100大中城市住宅成交土地面积205.25万平方米，环比-80.04%。2024年1-11月，住宅新开工面积4.9亿平方米，累计同比-23.1%；住宅竣工面积3.52亿平方米，累计同比-26%；商品房销售面积8.61亿平方米，累计同比-14.3%。2) **原材料数据：**截至2024年11月26日，定制家居上游CTI指数为786.5，周环比-31.94%。截至2025年1月10日，软体家居上游TDI现货价为13150元/吨，周环比0.77%；MDI现货价为18200元/吨，周环比0.28%。3) **销售数据：**2024年11月，家具销售额为190亿元，同比10.5%；当月家具及其零件出口金额为592912.2万美元，同比-2.6%；建材家居卖场销售额为1375.44亿元，同比上涨4.24%。

包装造纸数据追踪：1) **纸浆&纸产品价格：**截至2025年1月10日，针叶浆/阔叶浆/化机浆价格分别为6413.39/4705/3678.33元/吨，周环比-0.06%/0.57%/-0.14%；废黄板纸/废书页纸/废纯报纸价格分别为1570/1600/2195元/吨，周环比-0.44%/0.44%/-1.79%；白卡纸/白板纸/箱板纸/瓦楞纸价格分别为4300/3520/3775.6/2923.13元/吨，周环比0%/0.21%/0.04%/-0.51%；双铜纸/双胶纸价格分别为5530/5412.5元/吨，周环比0%/0.46%；生活用纸价格为6083.33元/吨，周环比0.27%。截至2024年7月15日，中纤价格指数:溶解浆内盘价格为7700元/吨。2) **吨盈数据：**截至2025年1月9日，双铜纸/双胶纸/箱板纸/白卡纸每吨毛利分别为6.81/-174.6/565.85/-373.64元/吨。3) **纸类库存：**截至2024年12月31日，青岛港/常熟港木浆月度库存分别为1079/430千吨，环比1.51%/-4.44%；双胶纸/铜版纸月度企业库存分别为505.47/315千吨，环比-20.61%/-21.84%；白卡纸月度社会库存/企业库存分别为1480/452千吨，环比-8.64%/-19.53%；生活用纸月度社会库存/企业库存分别为1238/523千吨，环比2.23%/-2.97%；废黄板纸月度库存天数为7天，环比16.67%；白板纸月度企业库存/社会库存分别为738/1153千吨，环比-3.66%/-3.6%；箱板纸月度企业库存/社会库存分别为774.8/1948千吨，环比-26.97%/-8.42%；瓦楞纸月度企业库存/社会库存分别为400.2/1142.8千吨，环比-28.15%/-7.39%。

纺织服饰数据跟踪：

1) **原材料：**截至2025年1月10日，中国棉花价格指数:3128B为14643元/吨，周环比-0.57%。截至2025年1月9日，Cotlook A指数

为 78.7 美分/磅，周环比-0.25%。截至 2025 年 1 月 10 日，中国粘胶短纤市场价为 13620 元/吨，周环比-0.58%；中国涤纶短纤市场价为 7020 元/吨，周环比-0.07%。截至 2025 年 1 月 7 日，中国长绒棉价格指数:137 为 22300 元/吨，周环比 1.36%；中国长绒棉价格指数:237 为 21650 元/吨，周环比 1.41%。截至 2025 年 1 月 10 日，内外棉差价为 181 元/吨，周环比-31.18%。**2) 销售数据：**2024 年 11 月，当月服装鞋帽、针、纺织品类零售额为 1480 亿元，同比-4.5%；当月服装及衣着附件出口金额为 1301692 万美元，同比 4.3%。

● **投资建议**

1) 家居：外需方面，美联储降息，地产复苏有望带动家具出口订单；内需方面，中共中央政治局提出要促进房地产市场止跌回稳，各地以旧换新政策落地，有望刺激家居消费增长。家居板块当前估值折价较多，头部公司估值处于历史底部，建议关注经营稳健的板块头部公司和成长性较高的智能家居赛道。**2) 造纸：**随着春季招标来临，进入需求旺季，原纸行业开工回升或支撑浆价走势由跌回升，文化纸企集中度较高，在浆价涨价时，提价函更能够顺畅落地，盈利能力将进一步修复。建议关注横向产品多元化、纵向林浆纸一体化的太阳纸业。**3) 包装：**若此次中粮包装成功被收购，二片罐行业 CR3 将从 57%提升至 73%，行业集中度提升下，头部企业议价能力有望提升，从而带动行业整体盈利提升。建议关注包装头部企业。**4) 出口：**我们认为，在中美贸易摩擦的环境下，头部企业积极推动海外产能布局应对关税风险，他们的海外扩产优势将会越发明显，而中小企业或不具备海外建厂能力或海外扩产太晚，抗关税风险能力较弱，出口行业集中度或因此迎来加速提升。建议关注业绩高增+低估值+第二成长曲线+海外成熟产能布局的标的。

● **风险提示**

宏观经济增长不及预期风险；企业经营状况低于预期风险；原料价格上升风险；汇率波动风险；竞争格局加剧。

● **部分公司盈利预测与评级**

| 公司 | EPS (元) | | | PE | | | 评级 |
|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 太阳纸业 | 1.15 | 1.32 | 1.45 | 12.23 | 10.66 | 9.70 | 买入 |
| 嘉益股份 | 7.22 | 8.65 | 9.98 | 16.69 | 13.93 | 12.07 | 买入 |
| 志邦家居 | 1.17 | 1.28 | 1.39 | 9.45 | 8.64 | 7.96 | 买入 |
| 索菲亚 | 1.42 | 1.59 | 1.74 | 10.51 | 9.39 | 8.58 | 买入 |
| 裕同科技 | 1.8 | 2.06 | 2.34 | 14.62 | 12.77 | 11.24 | 买入 |
| 开润股份 | 1.68 | 1.52 | 1.98 | 13.24 | 14.64 | 11.24 | 买入 |
| 匠心家居 | 3.28 | 3.96 | 4.6 | 20.62 | 17.08 | 14.70 | 买入 |
| 欧派家居 | 4.35 | 4.64 | 4.88 | 14.64 | 13.73 | 13.05 | 买入 |

资料来源：wind，华安证券研究所（以 01 月 10 日收盘价计算）

正文目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1 周专题：思摩尔发布修订股权激励计划，彰显发展信心 | 7 |
| 2 一周行情回顾 | 9 |
| 3 重点数据追踪 | 11 |
| 3.1 家居 | 11 |
| 3.2 包装造纸 | 13 |
| 3.3 纺织服饰 | 16 |
| 4 行业重要新闻 | 18 |
| 5 公司重要公告 | 20 |
| 6 风险提示 | 21 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1 2024 年 12 月 27 日思摩尔国际股权激励情况 | 7 |
| 图表 2 2018-2024E 全球 HNB 市场规模 | 8 |
| 图表 3 2023 年全球 HNB 行业主要地区市场规模及增长情况 | 8 |
| 图表 4 GLO HILO 及 GLO HILO PLUS | 8 |
| 图表 5 2025 年已开始执行的全球口味电子烟新规 | 9 |
| 图表 6 申万轻工制造和纺织服饰指数变化 | 10 |
| 图表 7 年初至今申万轻工制造和纺织服饰指数涨跌幅与沪深 300 对比 | 10 |
| 图表 8 申万轻工制造和纺织服饰指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (%) | 10 |
| 图表 9 A 股轻工制造行业周涨跌幅 TOP5 | 10 |
| 图表 10 A 股纺织服饰行业周涨跌幅 TOP5 | 11 |
| 图表 11 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米) | 11 |
| 图表 12 100 大中城市住宅用地成交面积 (万平方米) | 12 |
| 图表 13 房屋住宅新开工面积累计值及同比 (万平方米, %) | 12 |
| 图表 14 房屋住宅竣工面积累计值及同比 (万平方米, %) | 12 |
| 图表 15 房屋住宅销售面积累计值及同比 (万平方米, %) | 12 |
| 图表 16 CTI、LTI 指数 | 12 |
| 图表 17 TDI、MDI 现货价 (元/吨) | 12 |
| 图表 18 当月家具社会零售额及同比变化 (亿元, %) | 13 |
| 图表 19 当月家具及其零件出口金额及同比变化 (万美元, %) | 13 |
| 图表 20 当月建材家居卖场销售额及同比变化 (亿元, %) | 13 |
| 图表 21 建材家居卖场累计销售额及累计同比变化 (亿元, %) | 13 |
| 图表 22 木浆价格 (元/吨) | 14 |
| 图表 23 废纸价格 (元/吨) | 14 |
| 图表 24 浆纸系价格 (元/吨) | 14 |
| 图表 25 废纸系价格 (元/吨) | 14 |
| 图表 26 溶解浆内盘价格指数 (元/吨) | 14 |
| 图表 27 主要纸种税后毛利 (元/吨) | 15 |
| 图表 28 青岛港、保定港、常熟港木浆库存 (千吨) | 15 |
| 图表 29 双胶纸、铜版纸库存 (千吨) | 15 |
| 图表 30 白卡纸库存 (千吨, 天) | 16 |
| 图表 31 生活用纸库存 (千吨) | 16 |
| 图表 32 废黄板纸库存 (天) | 16 |
| 图表 33 白板纸库存 (千吨, 天) | 16 |
| 图表 34 箱板纸库存 (千吨) | 16 |
| 图表 35 瓦楞纸库存 (千吨) | 16 |
| 图表 36 中国棉花价格指数: 3128B (元/吨) | 17 |
| 图表 37 COTLOOK A 指数 (美分/磅) | 17 |
| 图表 38 中国:市场价:粘胶短纤:国内主要轻纺原料市场 (元/吨) | 17 |
| 图表 39 中国:市场价:涤纶短纤:国内主要轻纺原料市场 (元/吨) | 17 |
| 图表 40 中国长绒棉价格走势 (元/吨) | 17 |
| 图表 41 内外棉价格走势 (元/吨) | 17 |
| 图表 42 当月服装鞋帽、针、纺织品类社会零售额及同比变化 (亿元, %) | 18 |

图表 43 当月服装及衣着附件出口金额及同比变化（万美元，%）18

1 周专题：思摩尔发布修订股权激励计划，彰显发展信心

中长期股权激励绑定核心骨干，彰显发展信心。2024 年 12 月 27 日，思摩尔国际发布修订股权激励计划公告，包括购股权计划和股份奖励计划。其中，购股权计划拟向公司创始人及董事会主席陈志平先生以及 12 名承授人分别授予 6100 万份、226 万份购股权。股份奖励计划拟向 9 名承授人授予 141.6 万份奖励股份。面向陈志平先生的股权激励绩效指标与公司市值挂钩，解锁方式为自 2025 年 1 月 1 日起至 2030 年 12 月 31 日止六年期间，公司任何连续 15 个营业日的平均市值首次分别达到 3000 亿港元、4000 亿港元或 5000 亿港元时，方可归属授予项下的购股权的 30%、60%及 100%。若任何绩效目标未能于 2030 年 12 月 31 日之前达成，则相关购股权将告失效。公司通过实施股权激励计划调动核心员工积极性，为公司未来发展注入了活力与信心。

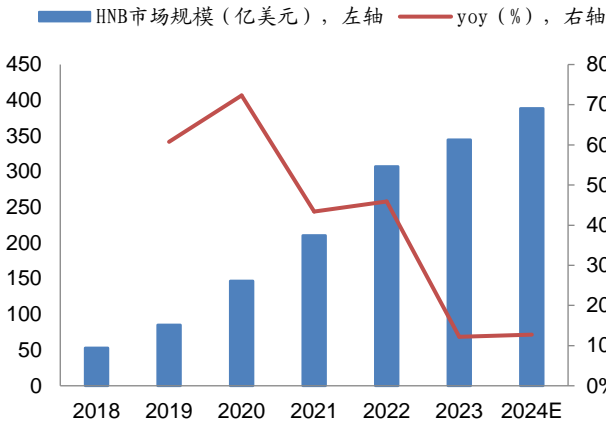
图表 1 2024 年 12 月 27 日思摩尔国际股权激励情况

| 激励对象 | 激励计划 | 股份数量 | 行权价格 | 绩效目标 |
|---------|------|----------|------------|---|
| 陈志平 | 购股权 | 6100 万份 | 11.26 港元/股 | 仅当自 2025 年 1 月 1 日起至 2030 年 12 月 31 日止六年期间，公司任何连续 15 个营业日的平均市值首次分别达到 3000 亿港元、4000 亿港元或 5000 亿港元时，方可归属授予项下的购股权的 30%、60%及 100%。若任何绩效目标未能于 2030 年 12 月 31 日之前达成，则相关购股权将告失效。 |
| 9 名承授人 | 股份奖励 | 141.6 万份 | 11.26 港元/股 | 授予承授人的奖励股份数目基于承授人的职位、任期及绩效评估结果而定。 |
| 12 名承授人 | 购股权 | 226 万份 | 11.26 港元/股 | 授予承授人的奖励股份数目基于承授人的职位、任期及绩效评估结果而定。 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

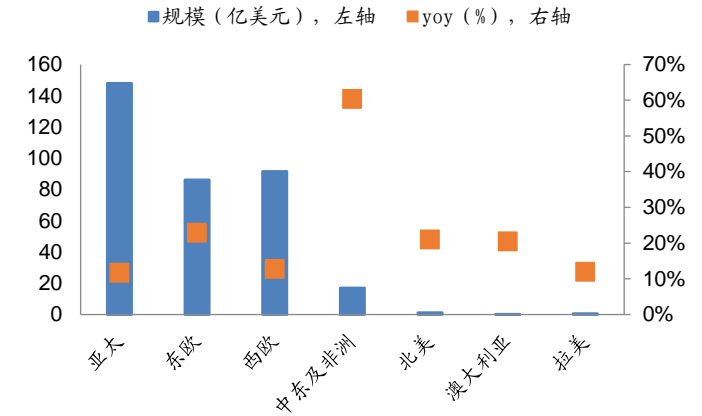
全球 HNB 市场规模高速增长，发展潜力较大。2018-2023 年，全球 HNB 市场规模从 53 亿美元增长至 344.6 亿美元，CAGR 为 45.41%。预计 2024 年全球 HNB 市场规模为 388.5 亿美元，同比增长 12.70%。分区域来看，HNB 市场主要集中在欧洲和亚太地区。2023 年，亚太/东欧/西欧/中东及非洲/北美/澳大利亚/拉美 HNB 市场规模分别为 148/86.2/91.6/17.02/1.22/0.08/0.6 亿美元，同比+11.70%/+22.90%/+12.80%/+60.40%/+21.00%/+20.50%/+12.00%，占全球市场比重为 42.95%/25.01%/26.58%/4.94%/0.35%/0.02%/0.17%。2020-2023 年东欧/西欧/拉美/中东及非洲 HNB 市场 CAGR 分别为 31.1%/32.7%/58.2%/71.8%。欧洲市场规模保持高速增长，拉美、中东及非洲地区市场处于快速起步阶段，全球 HNB 市场发展潜力较大。

图表 2 2018-2024E 全球 HNB 市场规模



资料来源：艾媒咨询，观研报告网，华安证券研究所

图表 3 2023 年全球 HNB 行业主要地区市场规模及增长情况



资料来源：观研报告网，华安证券研究所

英美烟草推出 Glo hilo 系列产品，提升用户体验。2024 年 11 月，英美烟草 (BAT) 在塞尔维亚推出了最新一代加热烟草设备 Glo Hilo 及其高端型号 Glo Hilo Plus，改进了 Glo Hyper 系列产品，和 IQOS ILUMA 相比也具有显著竞争优势。

(1) 重量更加轻便：Glo Hilo 重量仅有 76 克，Glo Hilo Plus 是两件式设备，包含独立的充电设备和可分离的加热设备，总重量也仅有 92 克，相较于 IQOS ILUMA 的 147 克更加轻便。(2) 加热技术创新：Glo Hilo 及 Glo Hilo Plus 将加热温度从先前设备的 300°C 提高到 370°C，能为消费者提供更加浓郁的口感，高于 IQOS 的加热温度 350°C。(3) 使用时间延长：Glo Hilo 及 Glo Hilo Plus 在标准、劲爆模式下可使用时间分别为 5 分 10 秒、3 分 40 秒，相比于 Glo Hyper 系列产品延长了 40 秒。IQOS 虽然使用时间长达 6 分钟，但是最多只能抽吸 14 次，而使用 Glo Hilo 及 Glo Hilo Plus 设备可以无限次抽吸，直至时间耗尽。(4) 充电时间更短：Glo Hilo 及 Glo Hilo Plus 充满电只需要 90 分钟，而 IQOS 则需要 135 分钟。GloHilo 由思摩尔国际提供一体化产品解决方案。

图表 4 Glo Hilo 及 Glo Hilo Plus



资料来源：BAT，华安证券研究所

全球电子烟监管政策趋严，利好合规品牌。2024 年 8 月 15 日，美国食品药品

监管局（FDA）和财政部宣布了一个拟定法规，加大电子烟合规监管力度。法规要求电子烟产品进口商向海关提交STN码，由FDA向提交了预市场产品申请（PMTA）申请的烟草产品分配STN码，而未提交STN码的电子烟产品将被禁止进入美国销售。作为全球第一大电子烟市场，美国电子烟合规监管趋严将利好美英烟草等合规电子烟品牌。2025年1月1日起，全球各国开始执行电子烟新规，其中口味电子烟监管受到重视。拉脱维亚收紧烟草法，要求电子烟产品必须无味或仅具有烟草味，美国加州通过法案禁止销售对未成年人有吸引力的调味烟草产品，对销售或持有意图销售调味烟草产品的烟草零售商的罚金从1000美元增加到超过20000美元。

图表 5 2025 年已开始执行的全球口味电子烟新规

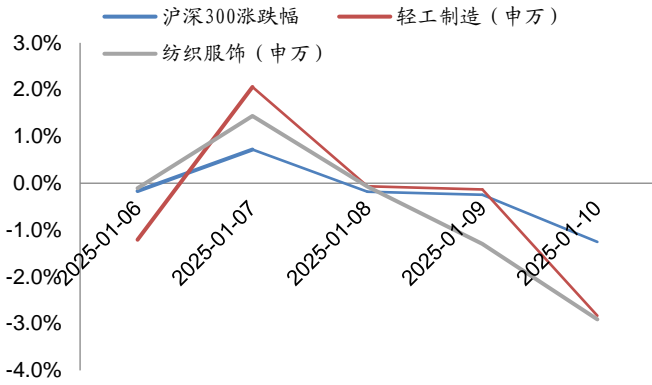
| 国家/地区 | | 政策生效时间 | 政策内容 |
|-------|--------|----------------|--|
| 美国 | 罗德岛州 | 2025 年 1 月 1 日 | 要求禁止销售或“持有并意图销售”调味型电子烟产品 |
| | 加利福尼亚州 | 2025 年 1 月 1 日 | 该法案旨在禁止销售对未成年人有吸引力的调味烟草产品，并加大了对销售或持有意图销售调味烟草产品的烟草零售商的民事处罚力度，处罚金额从 1000 美元增加到超过 20000 美元。 |
| | 犹他州 | 2025 年 1 月 1 日 | 禁止销售除烟草和薄荷以外口味的电子烟产品 |
| 拉脱维亚 | | 2025 年 1 月 | 要求电子烟产品必须无味或仅具有烟草味 |

资料来源：烟草在线，华安证券研究所

2 一周行情回顾

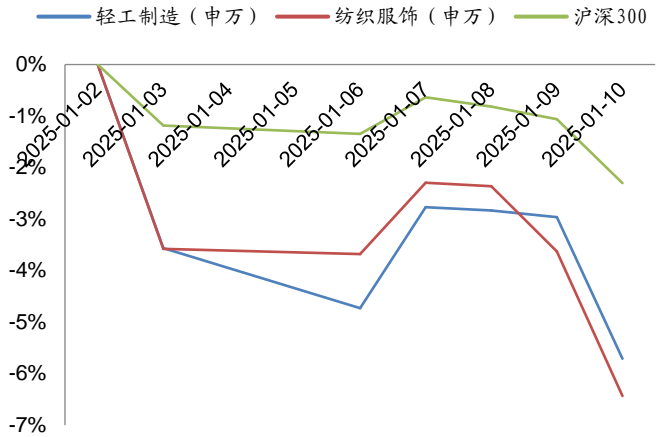
2025 年 1 月 6 日至 1 月 10 日，上证综指下跌 1.34%，深证成指下跌 1.02%，创业板指下跌 2.02%。分行业来看，申万轻工制造下跌 2.23%，相较沪深 300 指数 -1.09pct，在 31 个申万一级行业指数中排名 16；申万纺织服饰下跌 2.96%，相较沪深 300 指数 -1.83pct，在 31 个申万一级行业指数中排名 24。

图表 6 申万轻工制造和纺织服饰指数变化



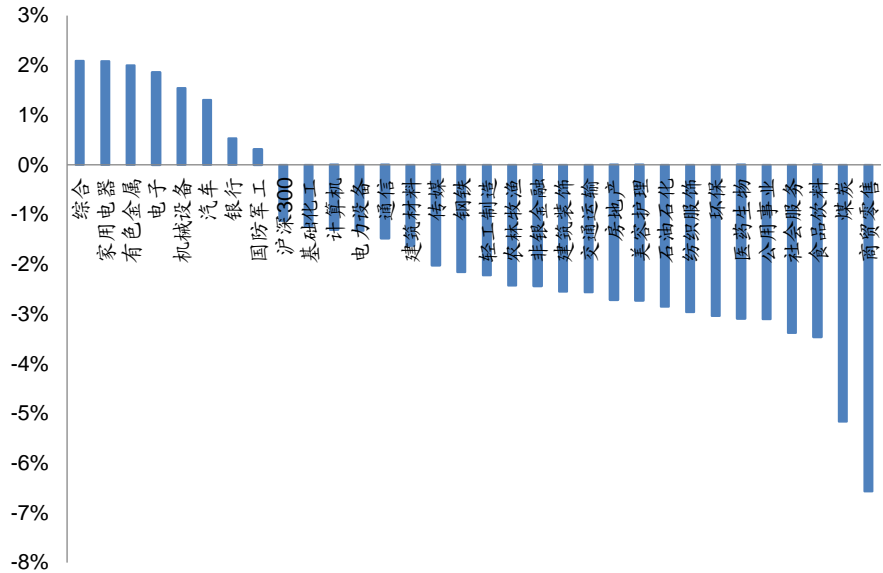
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 年初至今申万轻工制造和纺织服饰指数涨跌幅与沪深 300 对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 申万轻工制造和纺织服饰指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

轻工制造行业一周涨幅前十分别为德力股份(+36.6%)、四通股份(+19.84%)、德艺文创(+15.44%)、匠心家居(+13.93%)、嘉益股份(+12.67%)、高乐股份(+12.28%)、菲林格尔(+10.66%)、松发股份(+9.1%)、天振股份(+7.46%)、南王科技(+6.96%)，跌幅前十分别为群兴玩具(-13.4%)、奥瑞金(-12.75%)、帝欧家居(-12.44%)、明月镜片(-12.06%)、昇兴股份(-10.9%)、松场资源(-9.73%)、梦天家居(-9.38%)、美之高(-8.62%)、源飞宠物(-8.61%)、好太太(-8.47%)。

图表 9 A 股轻工制造行业周涨跌幅 Top5

| 排序 | 代码 | 名称 | 涨幅 top5 (%) | 排序 | 代码 | 名称 | 跌幅 top5 (%) |
|----|-----------|------|-------------|----|-----------|------|-------------|
| 1 | 002571.SZ | 德力股份 | 36.60 | 1 | 002575.SZ | 群兴玩具 | -13.40 |
| 2 | 603838.SH | 四通股份 | 19.84 | 2 | 002701.SZ | 奥瑞金 | -12.75 |
| 3 | 300640.SZ | 德艺文创 | 15.44 | 3 | 002798.SZ | 帝欧家居 | -12.44 |

| | | | | | | | |
|---|-----------|------|-------|---|-----------|------|--------|
| 4 | 301061.SZ | 匠心家居 | 13.93 | 4 | 301101.SZ | 明月镜片 | -12.06 |
| 5 | 301004.SZ | 嘉益股份 | 12.67 | 5 | 002752.SZ | 昇兴股份 | -10.90 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

纺织服装行业一周涨幅前十分别为迪阿股份(+13.51%)、恒辉安防(+10.23%)、华孚时尚(+8.08%)、太湖雪(+7.92%)、健盛集团(+7.91%)、酷特智能(+6.56%)、如意集团(+2.79%)、海澜之家(+2.67%)、浪莎股份(+2.28%)、伟星股份(+2.27%)，跌幅前十分别为奥康国际(-27.12%)、潮宏基(-13.35%)、戎美股份(-12.6%)、棒杰股份(-11.93%)、哈森股份(-11.52%)、水星家纺(-10.48%)、美邦服饰(-9.76%)、ST起步(-9.7%)、深中华 A(-9.27%)、欣贺股份(-8.86%)。

图表 10 A 股纺织服装行业周涨跌幅 Top5

| 排序 | 代码 | 名称 | 涨幅 top5 (%) | 排序 | 代码 | 名称 | 跌幅 top5 (%) |
|----|-----------|------|-------------|----|-----------|------|-------------|
| 1 | 301177.SZ | 迪阿股份 | 13.51 | 1 | 603001.SH | 奥康国际 | -27.12 |
| 2 | 300952.SZ | 恒辉安防 | 10.23 | 2 | 002345.SZ | 潮宏基 | -13.35 |
| 3 | 002042.SZ | 华孚时尚 | 8.08 | 3 | 301088.SZ | 戎美股份 | -12.60 |
| 4 | 838262.BJ | 太湖雪 | 7.92 | 4 | 002634.SZ | 棒杰股份 | -11.93 |
| 5 | 603558.SH | 健盛集团 | 7.91 | 5 | 603958.SH | 哈森股份 | -11.52 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

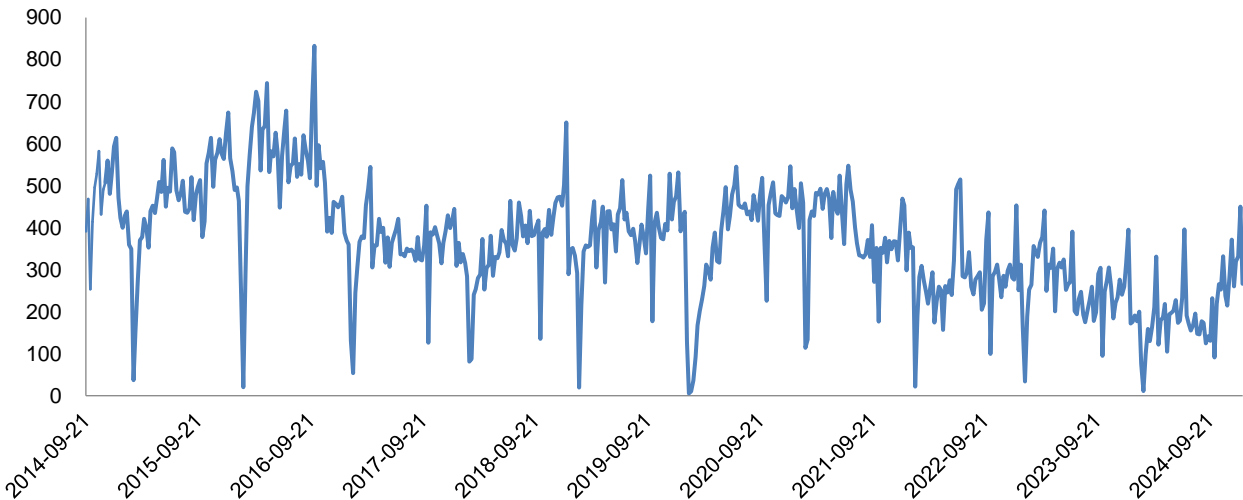
3 重点数据追踪

3.1 家居

地产数据: 2024 年 12 月 29 日至 1 月 5 日, 全国 30 大中城市商品房成交面积 266.71 万平方米, 环比-40.73%; 100 大中城市住宅成交土地面积 205.25 万平方米, 环比-80.04%。2024 年 1-11 月, 住宅新开工面积 4.9 亿平方米, 累计同比-23.1%; 住宅竣工面积 3.52 亿平方米, 累计同比-26%; 商品房销售面积 8.61 亿平方米, 累计同比-14.3%。

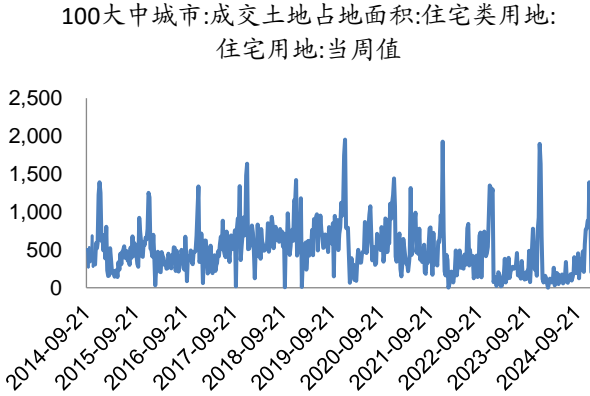
图表 11 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)

30大中城市:商品房成交面积:当周值



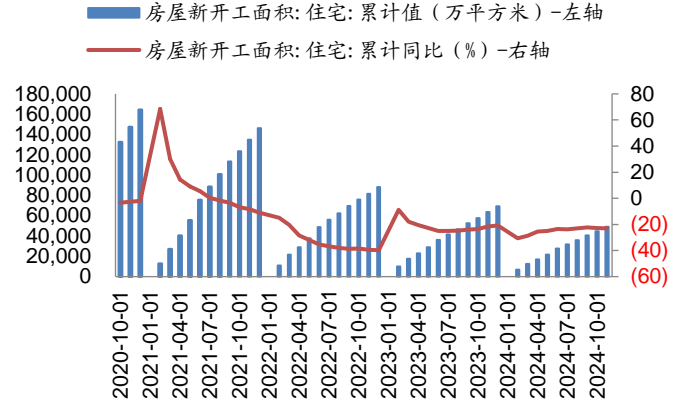
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 100 大中城市住宅用地成交面积 (万平方米)



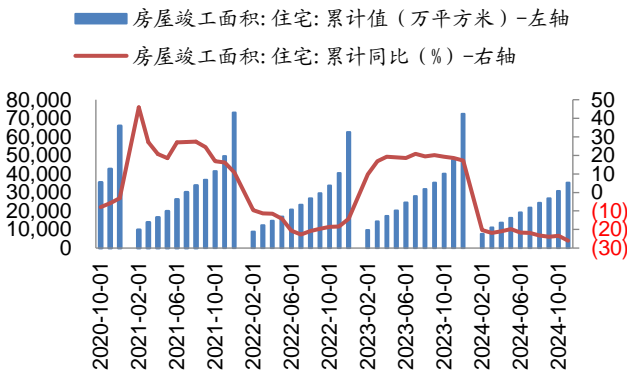
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 房屋住宅新开工面积累计值及同比 (万平方米, %)



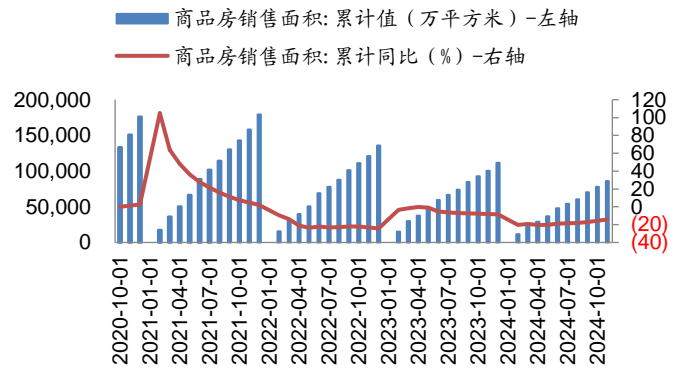
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 房屋住宅竣工面积累计值及同比 (万平方米, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

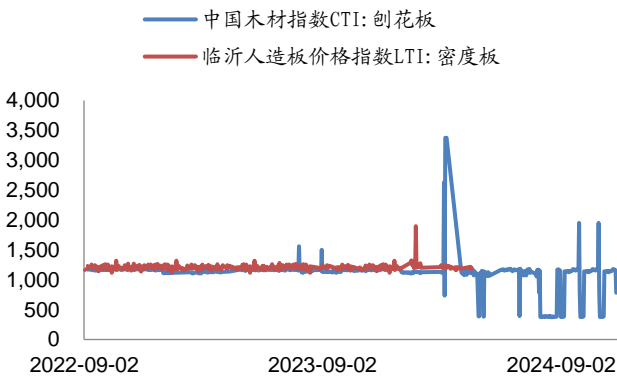
图表 15 房屋住宅销售面积累计值及同比 (万平方米, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

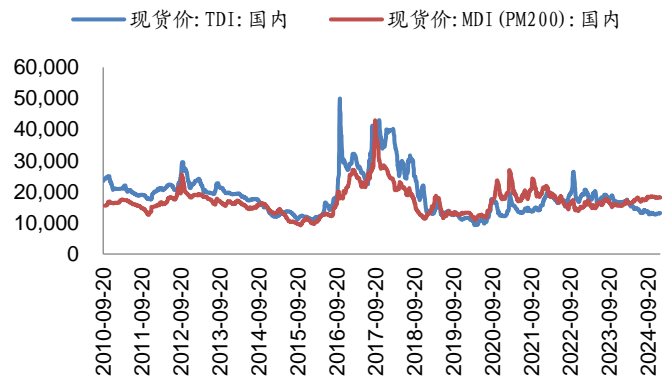
原材料数据:截至 2024 年 11 月 26 日,定制家居上游 CTI 指数为 786.5,周环比-31.94%。截至 2025 年 1 月 10 日,软体家居上游 TDI 现货价为 13150 元/吨,周环比 0.77%;MDI 现货价为 18200 元/吨,周环比 0.28%。

图表 16 CTI、LTI 指数



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 TDI、MDI 现货价 (元/吨)

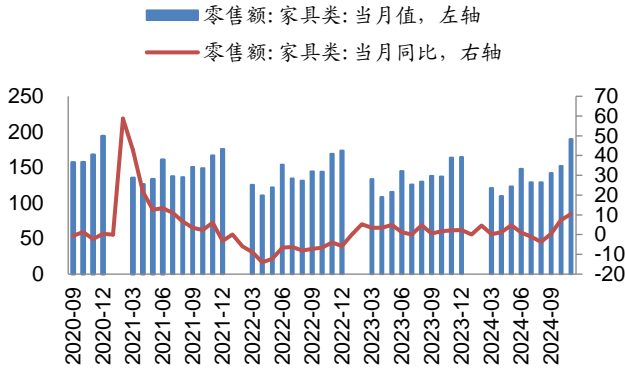


资料来源: wind, 华安证券研究所

销售数据:2024 年 11 月,家具销售额为 190 亿元,同比 10.5%;当月家具及其零件出口金额为 592912.2 万美元,同比-2.6%;建材家居卖场销售额为 1375.44

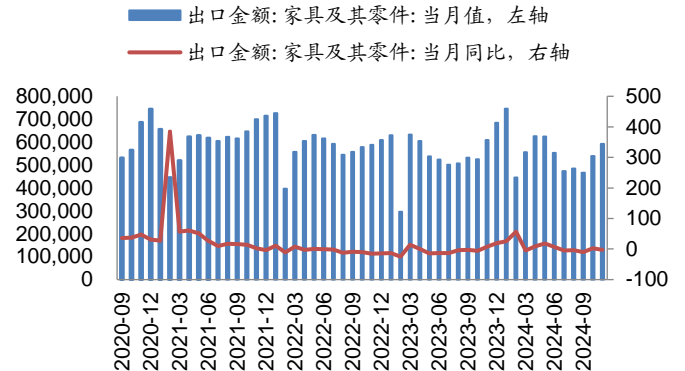
亿元，同比上涨 4.24%。

图表 18 当月家具社会零售额及同比变化 (亿元, %)



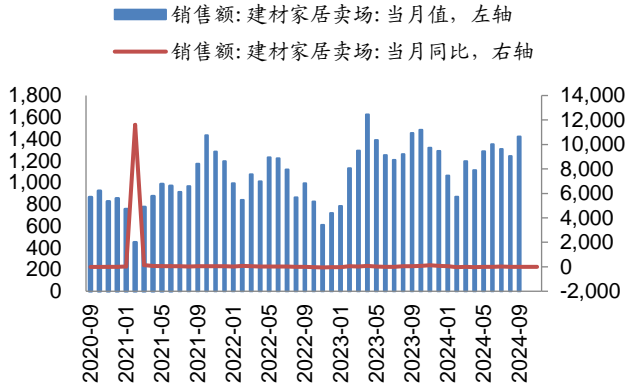
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 19 当月家具及其零件出口金额及同比变化 (万美元, %)



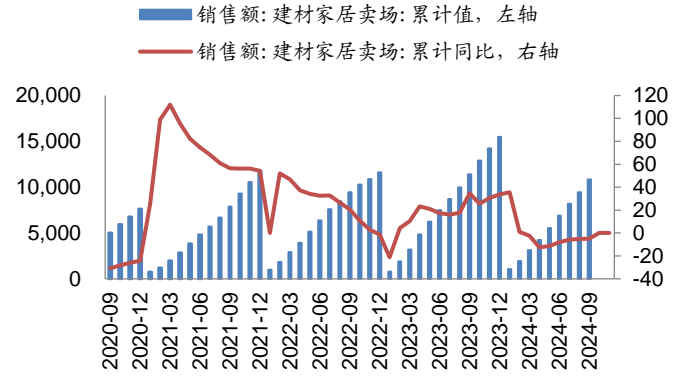
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 当月建材家居卖场销售额及同比变化 (亿元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 21 建材家居卖场累计销售额及累计同比变化 (亿元, %)

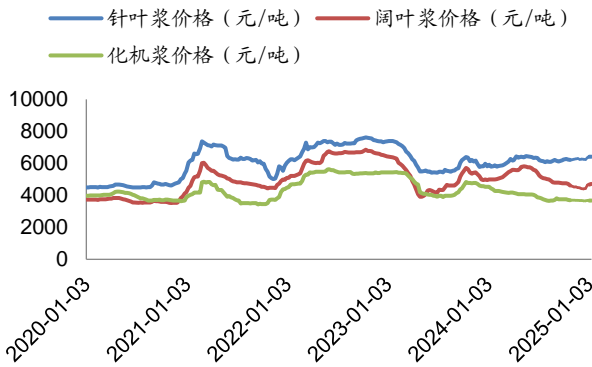


资料来源: wind, 华安证券研究所

3.2 包装造纸

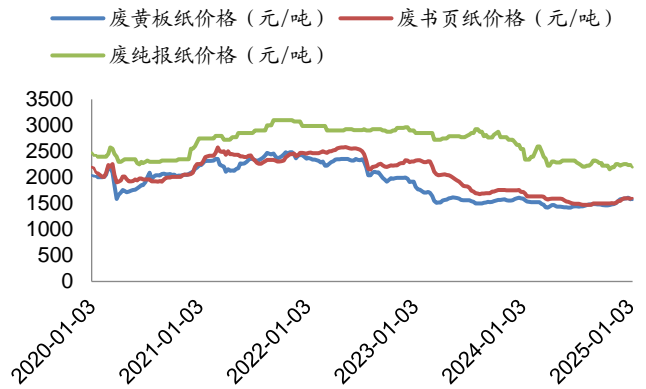
纸浆&纸产品价格: 截至 2025 年 1 月 10 日, 针叶浆/阔叶浆/化机浆价格分别为 6413.39/4705/3678.33 元/吨, 周环比-0.06%/0.57%/-0.14%; 废黄板纸/废书页纸/废纯报纸价格分别为 1570/1600/2195 元/吨, 周环比-0.44%/0.44%/-1.79%; 白卡纸/白板纸/箱板纸/瓦楞纸价格分别为 4300/3520/3775.6/2923.13 元/吨, 周环比 0%/0.21%/0.04%/-0.51%; 双铜纸/双胶纸价格分别为 5530/5412.5 元/吨, 周环比 0%/0.46%; 生活用纸价格为 6083.33 元/吨, 周环比 0.27%。截至 2024 年 7 月 15 日, 中纤价格指数:溶解浆内盘价格为 7700 元/吨。

图表 22 木浆价格 (元/吨)



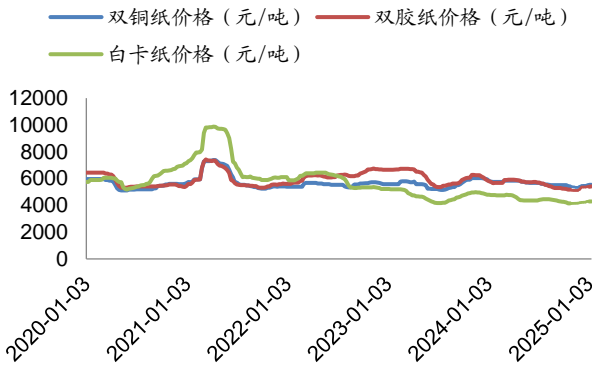
资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 23 废纸价格 (元/吨)



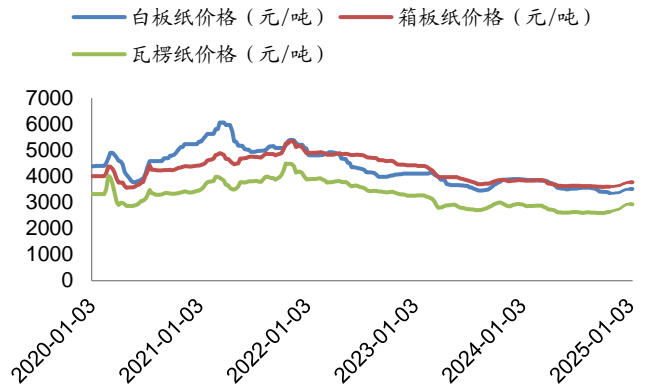
资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 24 浆纸系价格 (元/吨)



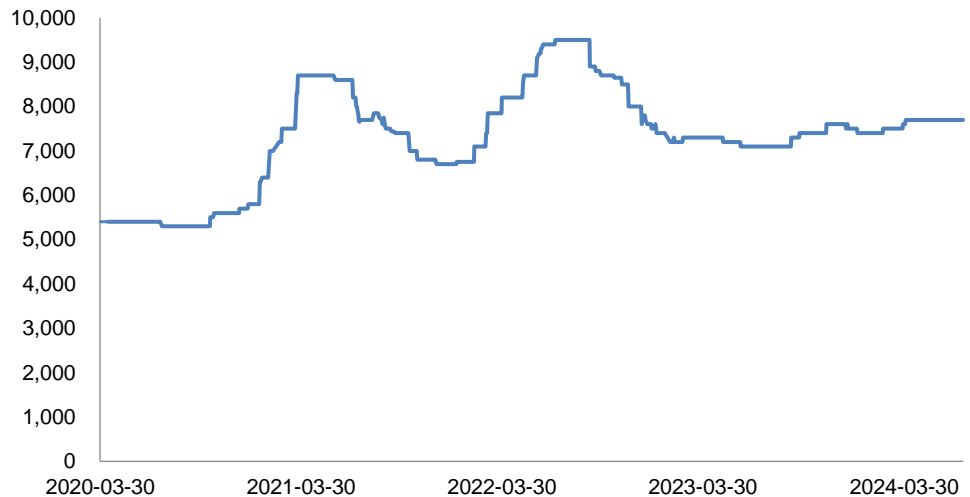
资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 25 废纸系价格 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

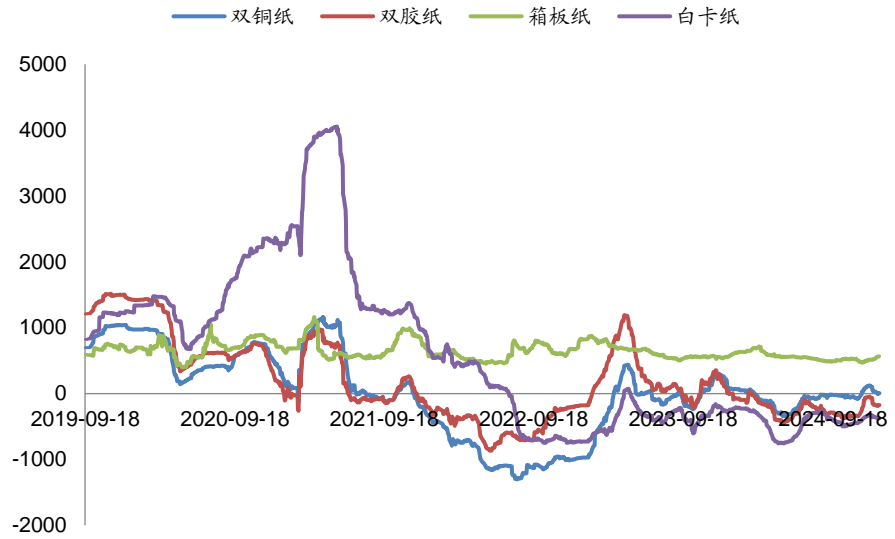
图表 26 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

吨盈数据: 截至 2025 年 1 月 9 日, 双铜纸/双胶纸/箱板纸/白卡纸每吨毛利分别为 6.81/-174.6/565.85/-373.64 元/吨。

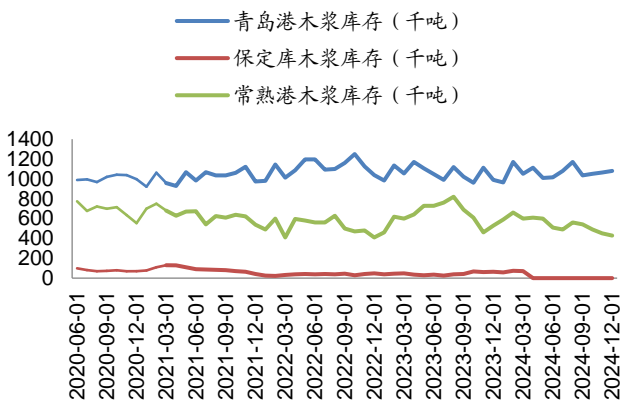
图表 27 主要纸种税后毛利 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

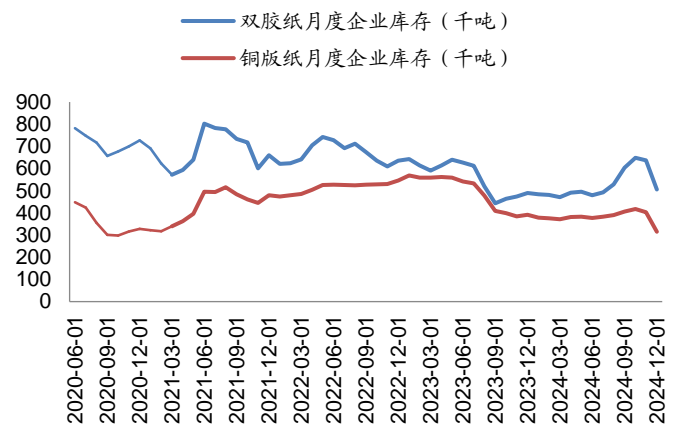
纸类库存: 截至 2024 年 12 月 31 日, 青岛港/常熟港木浆月度库存分别为 1079/430 千吨, 环比 1.51%/-4.44%; 双胶纸/铜版纸月度企业库存分别为 505.47/315 千吨, 环比-20.61%/-21.84%; 白卡纸月度社会库存/企业库存分别为 1480/452 千吨, 环比-8.64%/-19.53%; 生活用纸月度社会库存/企业库存分别为 1238/523 千吨, 环比 2.23%/-2.97%; 废黄板纸月度库存天数为 7 天, 环比 16.67%; 白板纸月度企业库存/社会库存分别为 738/1153 千吨, 环比-3.66%/-3.6%; 箱板纸月度企业库存/社会库存分别为 774.8/1948 千吨, 环比-26.97%/-8.42%; 瓦楞纸月度企业库存/社会库存分别为 400.2/1142.8 千吨, 环比-28.15%/-7.39%。

图表 28 青岛港、保定港、常熟港木浆库存 (千吨)



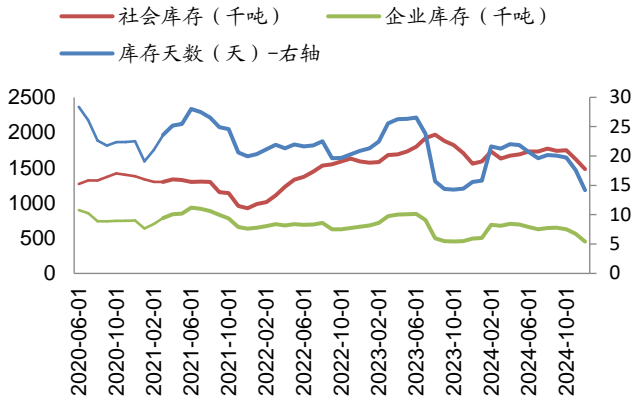
资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 29 双胶纸、铜版纸库存 (千吨)



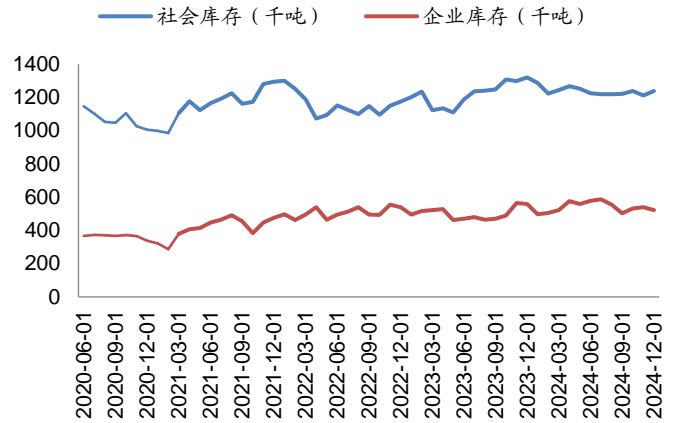
资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 30 白卡纸库存 (千吨, 天)



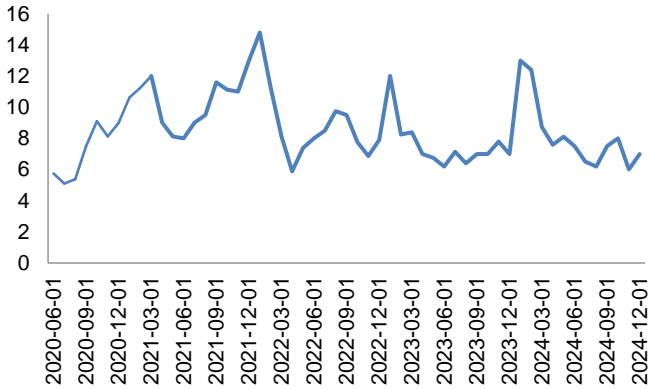
资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 31 生活用纸库存 (千吨)



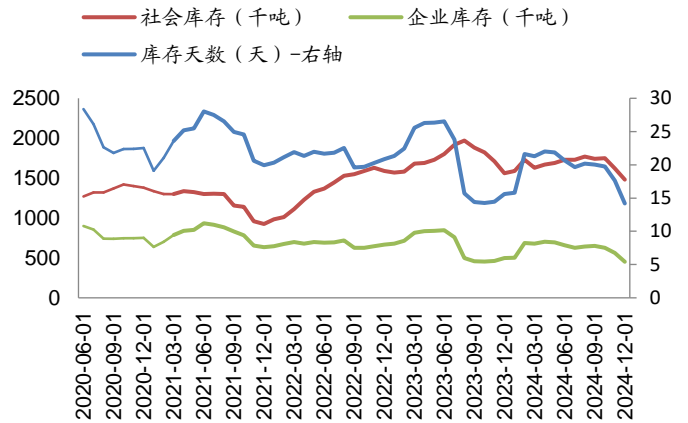
资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 32 废黄板纸库存 (天)



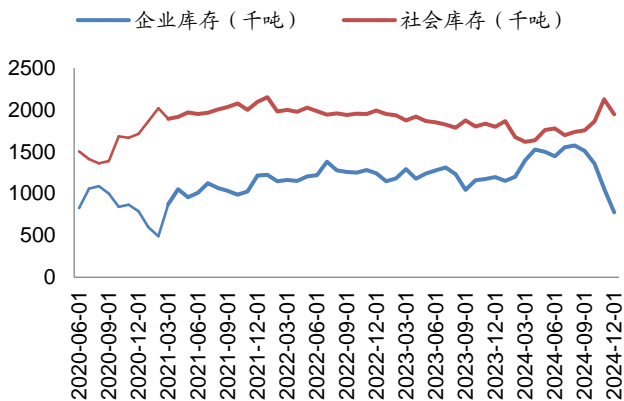
资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 33 白板纸库存 (千吨, 天)



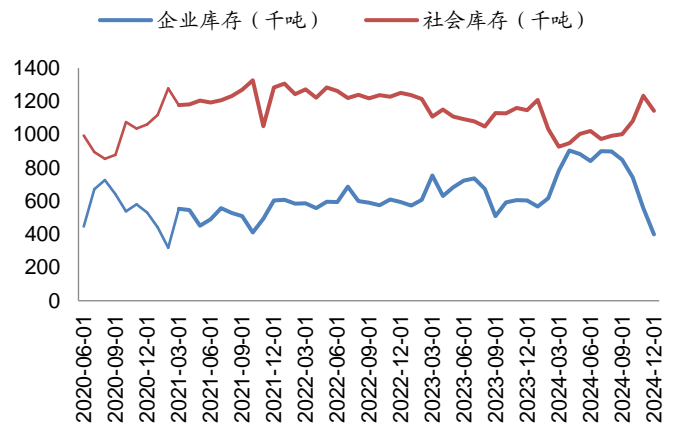
资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 34 箱板纸库存 (千吨)



资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 35 瓦楞纸库存 (千吨)



资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

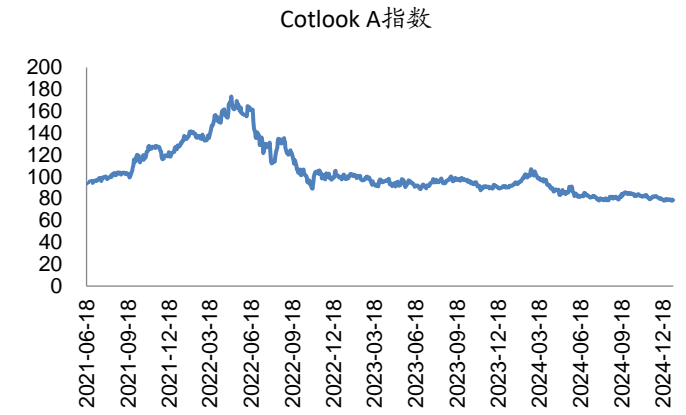
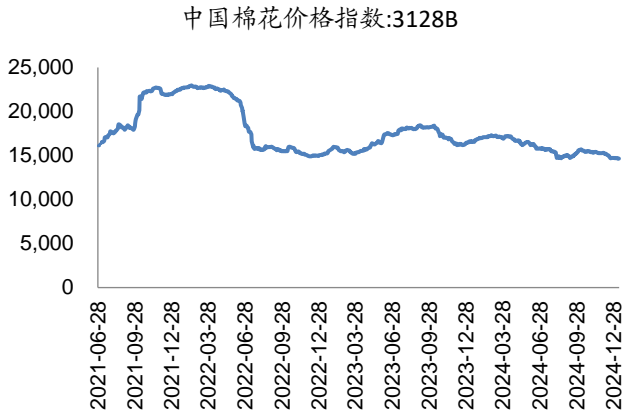
3.3 纺织服饰

原材料: 截至 2025 年 1 月 10 日, 中国棉花价格指数:3128B 为 14643 元/吨, 周环比-0.57%。截至 2025 年 1 月 9 日, Cotlook A 指数为 78.7 美分/磅, 周环比-

0.25%。截至 2025 年 1 月 10 日，中国粘胶短纤市场价为 13620 元/吨，周环比-0.58%；中国涤纶短纤市场价为 7020 元/吨，周环比-0.07%。截至 2025 年 1 月 7 日，中国长绒棉价格指数:137 为 22300 元/吨，周环比 1.36%；中国长绒棉价格指数:237 为 21650 元/吨，周环比 1.41%。截至 2025 年 1 月 10 日，内外棉差价为 181 元/吨，周环比-31.18%。

图表 36 中国棉花价格指数：3128B（元/吨）

图表 37 Cotlook A 指数（美分/磅）

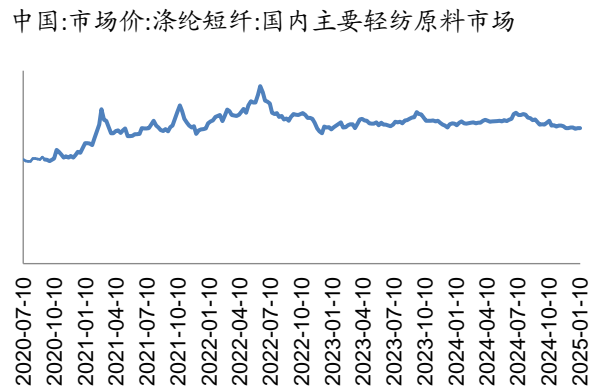


资料来源：wind，全国棉花交易市场，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 38 中国:市场价:粘胶短纤:国内主要轻纺原料市场（元/吨）

图表 39 中国:市场价:涤纶短纤:国内主要轻纺原料市场（元/吨）

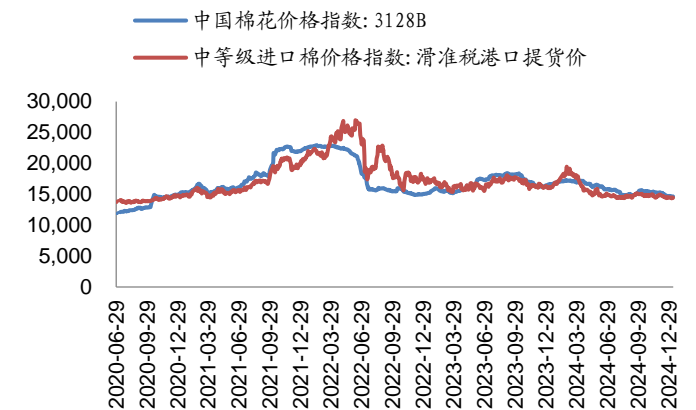
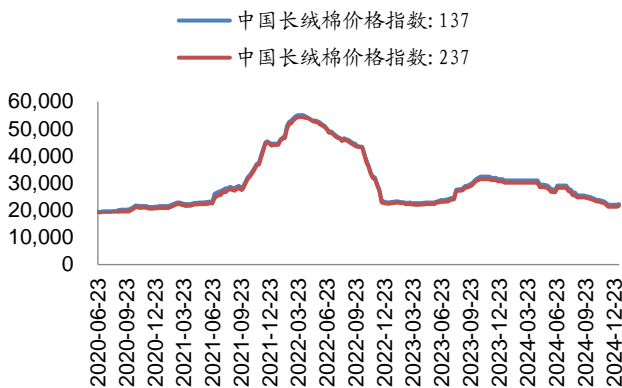


资料来源：wind，锦桥纺织网，华安证券研究所

资料来源：wind，锦桥纺织网，华安证券研究所

图表 40 中国长绒棉价格走势图（元/吨）

图表 41 内外棉价格走势（元/吨）



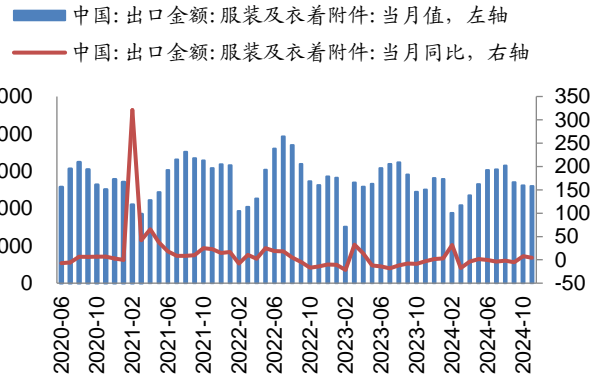
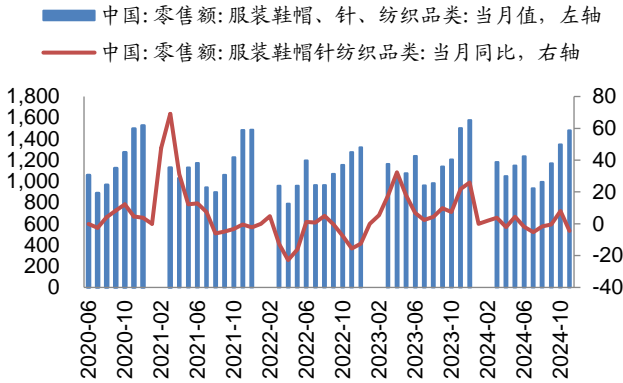
资料来源：wind，中国棉花信息网，华安证券研究所

资料来源：wind，中国棉花信息网，华安证券研究所

销售数据：2024年11月，当月服装鞋帽、针、纺织品类零售额为1480亿元，同比-4.5%；当月服装及衣着附件出口金额为1301692万美元，同比4.3%。

图表 42 当月服装鞋帽、针、纺织品类社会零售额及同比变化（亿元，%）

图表 43 当月服装及衣着附件出口金额及同比变化（万美元，%）



资料来源：wind，国家统计局，华安证券研究所

资料来源：wind，海关总署，华安证券研究所

4 行业重要新闻

(1) 纸业网：2025 年纸浆趋势预测：新产能拖累价格，预计下半年浆价回升 (2025-01-08)

据分析师和市场消息人士称，2025 年开始时，全球桉木浆价格预计将处于较低水平，中国市场约为每吨 545 美元。预计 2025 年下半年开始出现反弹，供需有望达到一定平衡，有利于库存补充。

根据 Fastmarkets RISI 的历史数据，中国市场阔叶漂白木浆 (BHKP) 价格在 2023 年上涨近 26% 后，在 2024 年趋于稳定，与上年同期相比平均上涨近 9%。关键是 2024 年全年的价格行为并不是线性的。上半年价格上涨近 16% (6 月份中国达到每吨 745 美元的峰值)，此后价格一直在下降。此次价格调整主要是由新产能进入市场推动的。2024 年 7 月，Suzano 开始运营 Ribas do Rio Pardo 的 Cerrado 项目，该项目每年将为市场增加 255 万吨桉木浆。预计 2024 年该工厂的产量为 90 万吨，销量为 70 万吨。在中国，行业内相对较新的工厂联盛浆纸推出了一条新生产线，这将使其位于福建省的一个制造基地的浆纸综合产能达到每年 390 万吨。

根据 Fastmarkets 的每周调查，目前中国阔叶漂白木浆 (BHKP) 的净价稳定在每吨 545 美元。在欧洲，价格在 12 月中旬经历了更大幅度的调整，稳定在 1.000 美元。Fastmarkets RISI 拉丁美洲经济学家 Rafael Barisauskas 表示：“2025 年上半年，以美元计算的国际纸浆价格仍有进一步小幅下跌的空间，尤其是第一季度。” Fastmarkets 预计 2025 年前三个月亚洲阔叶漂白木浆价格将进一步下降 6.7%，预计第二季度将保持稳定。预计下半年开始价格将再次上涨。Barisauskas 补充道，价格将在整个第一季度保持稳定，随后不久就会出现复苏，具体取决于国际需求。

需求的潜在变化可以用目前买家的纸浆库存水平较低来解释。这位经济学家表示：“如果出于某种原因，他们进入市场寻求额外的产量——这意味着如果需求改善超出了同期预期——纸浆价格就有更快复苏的空间。”

(2) 纸箱网：回顾 2024 年包装行业：可持续、智能、个性化成新常态！

(2025-01-08)

2024 年包装行业经历了一场显著的变革，这得益于技术进步、可持续发展的要求以及不断变化的消费者偏好。

可持续性：主导力量。可持续性继续处于包装行业的最前沿，消费者和监管机构都在推动更环保的解决方案。从一次性塑料转向可生物降解、可堆肥和可回收材料的趋势已经增强。许多公司采用了创新的包装设计，以减少塑料使用量或用纸和黄麻等替代品代替塑料。

智能包装的兴起：技术创新在 2024 年对包装产生了影响，智能包装解决方案提供了一系列新的可能性。从允许消费者与品牌互动并获取产品信息的二维码，到指示新鲜度的温度敏感包装，这些技术既提升了消费者体验，又增强了产品安全性。

个性化和定制化：随着消费者期望的演变，包装的个性化在 2024 年变得更加突出。品牌越来越多地根据个人消费者偏好定制包装设计，提供个性化信息和限量版包装，以创造更有意义和更具吸引力的体验。这一趋势在奢侈品领域尤为明显，该领域使用定制包装设计来提升品牌形象和培养忠诚度。

循环经济和数字化成为焦点：今年出现的另一个关键主题是循环经济的日益突出。现在，企业比以往任何时候都更致力于通过重复使用和回收利用来减少浪费并最大限度地延长包装材料的生命周期。包装材料的创新对于实现这些目标至关重要，尤其要注重耐用性和可持续性。数字化也在不断发展，人工智能和数据驱动的洞察力在改进包装流程和消费者参与方面发挥着核心作用。

展望未来：持久趋势。包装行业将继续发展，可持续性和创新仍然是进步的核心支柱。随着法规收紧和消费者要求承担更大的环境责任，采用可持续和智能包装的公司将处于长期成功的有利位置。技术与包装的持续融合还将增强整个供应链的消费者参与度和效率。人工智能和自动化有望进一步简化包装生产并改进设计流程，突破形式和功能方面的极限。

(3) 纸业网：2024 年前 11 个月规上轻工企业实现利润超万亿元 (2025-01-09)

央视网消息(新闻联播)：记者从中国轻工业联合会获悉，2024 年前 11 个月，我国轻工行业生产平稳增长，规模以上轻工企业实现利润超万亿元。

在消费品以旧换新等系列稳增长、促消费政策推动下，我国轻工业生产平稳增长，内外贸市场规模稳步扩大，投资较快恢复，盈利持续改善。2024 年前 11 个月，规模以上轻工企业实现营业收入 20.6 万亿元，实现利润 1.32 万亿元，同比增长 9.1%，利润增速高于全国工业 13.8 个百分点。规模以上轻工业增加值同比增长 4.8%。在国家统计局统计的 91 种主要轻工业产品中，58 种产品产量实现增长。其中，家用电器行业增加值增长 9.7%，盈利水平持续改善，造纸、电池、自行车等行业利润保持两位数增长。市场规模稳步扩大，全行业出口 8373.4 亿美元，同比增长 3.3%。

(4) 纸业网：2024 年 12 月份造纸和纸制品业工业生产者出厂价格同比下降 3.1% (2025-01-10)

1 月 9 日，国家统计局发布 2024 年 12 月份工业生产者出厂价格数据情况。2024 年 12 月份，全国工业生产者出厂价格和购进价格同比均下降 2.3%，降幅比上月均收窄 0.2 个百分点；环比均下降 0.1%。

2024 年全年，工业生产者出厂价格和购进价格均下降 2.2%，降幅比上年分别

收窄 0.8、1.4 个百分点。

5 公司重要公告

(1) 上海艾录：上海艾录包装股份有限公司关于董事减持股份预披露公告（2025-01-08）

持有上海艾录包装股份有限公司（以下简称“公司”）股份 18,458,108 股（占本公司总股本比例 4.27%）的股东陈曙先生拟通过集中竞价方式预计减持本公司股份合计不超过 2,000,000 股，即不超过公司总股本的 0.46%（若计划减持期间公司发生送股、资本公积金转增股本等股份变动事项，上述减持股份数量将进行相应调整）。

上述减持计划将在本公告披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内（即 2025 年 2 月 7 日至 2025 年 5 月 6 日）进行，且在任意连续 90 个自然日内，减持股份的总数不超过公司总股本的 1.00%（根据相关法律法规规定禁止减持的期间除外）。

(2) 华旺科技：杭州华旺新材料科技股份有限公司关于注销回购股份减少注册资本暨通知债权人的公告（2025-01-09）

杭州华旺新材料科技股份有限公司（以下简称“公司”）于 2024 年 12 月 23 日、2025 年 1 月 8 日分别召开第四届董事会第八次会议、2025 年第一次临时股东大会，审议通过《关于变更部分回购股份用途并注销的议案》，同意公司对已回购股份中尚未使用的 813,040 股股份用途进行变更，由原方案“用于股权激励或员工持股计划”变更为“用于注销并减少注册资本”。本次回购股份注销完成后，公司总股本将由 464,704,930 股减少至 463,891,890 股，注册资本由人民币 464,704,930 元减少至人民币 463,891,890 元。

(3) 尚品宅配：广州尚品宅配家居股份有限公司第一期员工持股计划存续期延期的公告（2025-01-10）

2020 年 5 月 13 日，公司在巨潮资讯网披露《关于第一期员工持股计划完成股票购买的公告》。本员工持股计划以大宗交易方式累计购买公司股票 132,500 股，占披露当日公司总股本的 0.0667%，成交均价为人民币 60.34 元/股，成交金额合计为 7,995,050.00 元，股票锁定期从 2020 年 5 月 13 日起至 2021 年 5 月 12 日止。根据公司《第一期员工持股计划（草案）》《第一期员工持股计划管理办法》的规定，本员工持股计划的存续期为 48 个月，自本员工持股计划通过公司股东大会审议通过之日起计算，即从 2020 年 2 月 12 日起至 2024 年 2 月 11 日止。公司于 2024 年 1 月 9 日召开第四届董事会第十三次会议，审议通过了《关于第一期员工持股计划存续期延期的议案》，将第一期员工持股计划的存续期展期 12 个月，即延期至 2025 年 2 月 11 日。

截至目前，本员工持股计划尚持有公司股票 79,500 股，占公司总股本的 0.04%。本员工持股计划所持有的股票不存在累计超过公司股本总额的 10%，单个持有人持有的员工持股计划份额所对应的股票数量不存在超过公司股本总额的 1% 的情形。本员工持股计划所持有的公司股票未出现用于抵押、质押、担保、偿还债务等情形，也未出现持有人之外的第三人提出过权利主张的情形。本员工持股计划目前不存在转让给个人的安排。

(4) 报喜鸟：报喜鸟控股股份有限公司关于 2021 年度非公开发行股票限售股份解除限售上市流通的提示性公告（2025-01-10）

经中国证券监督管理委员会《关于核准报喜鸟控股股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可[2021]3477号）核准，公司向吴志泽共 1 名特定对象非公开发行（以下简称“本次发行”）人民币普通股股票 241,721,855 股，发行价格为人民币 3.02 元/股，并于 2022 年 1 月 10 日在深圳证券交易所上市。吴志泽认购的本次发行股票锁定期为 36 个月，其对应持有的限售股将于 2025 年 1 月 15 日上市流通。本次发行后，公司总股本由 1,217,611,874 股增加至 1,459,333,729 股。

(5) 大叶股份：宁波大叶园林设备股份有限公司重大资产购买报告书（草案）（修订稿）（2025-01-11）

大叶股份通过其全资子公司大叶润博，以现金方式收购 AL-KO GmbH 持有的 AL-KO Geräte GmbH 100% 股权，交易价格为 2,000.00 万欧元。

6 风险提示

宏观经济增长不及预期风险；企业经营状况低于预期风险；原料价格上升风险；汇率波动风险；竞争格局加剧。

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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。