

轻工制造行业周报（23 年第 48 周）

替代卷烟下海外电子烟快速增长，国内市场走向合规有序

超配

核心观点

本周研究跟踪与投资思考：基于对卷烟的替代近年海外电子烟市场快速增长，2020 年以来一次性烟迎爆发式增长，短期仍以监管政策为核心关切。国内电子烟新规落地一年，后续随着对非合规品的整治出清与新国标产品优化，或有望迎来新国标终端动销好转。10 月我国电子烟出口额同比-9.6%，预计与海外需求下滑和 2022 年以来国内的电子烟产业链外迁有关。

海外：替代卷烟下电子烟市场快速增长，一次性烟仍是市场趋势。1) 全球卷烟市场规模呈下降趋势，电子烟实现快速增长。2022 年日本/西欧/北美的卷烟销量分别较 2017 年下滑-38.9%/-10.3%/-22.2%，电子烟基于减害性对传统卷烟形成替代，海外电子烟市场规模从 2015 年的 70.1 亿美元快速增长至 2022 年的 171.2 亿美元，2020 年受供应链中断以及部分国家监管趋严等影响同比-17.9%，2021-2022 年市场重回增长。分地区看，欧美为电子烟主要消费市场，2022 年美国、西欧及中东非占全球的比重为 32.0%/30.2%/5.5%。2) 一次性电子烟仍是市场趋势，短期以监管政策为核心关切。全球一次性电子烟市场规模从 2019 年的 4.4 亿美元增长至 2022 年的 28.9 亿美元，年复合增速 87.7%。据 ECigIntelligence 数据，2023 年以来全球一次性烟占电子烟行业的近 40%，份额提升仍是趋势。近期澳大利亚、法国针对一次性烟的监管收紧，此外英国于 10 月 12 日起发起了为期八周的青少年电子烟公众咨询，提案涉及一次性电子烟的监管问题，建议关注后续相关政策方向。

国内：电子烟新规落地一年，行业发展走向有序与合规。政策短期对内销形成冲击，2022 年国内电子烟市场规模同比-40.5%至 17.3 亿美元，在全球的占比也从 2021 年的 15.7%下滑至 2022 年的 9.2%，2023 年以来非合规产品泛滥、消费者对新国标烟草口味的接受度等均在一定程度上压制新国标的销售。后续看，随着对非法电子烟销售的严厉打击与整治清理工作加强，叠加新国标产品的不断优化，或有望带来新国标的终端动销好转。

我国电子烟出口增速回落，美元口径 10 月出口额同比-9.6%。2023 年下半年以来电子烟出口转弱，根据海关总署数据，10 月我国电子烟出口额 8.7 亿美元，同比-9.6%，1-10 月累计出口额 90.5 亿美元，同比+14.6%，增速较前 9 月下滑 3.4%。电子烟出口增速放缓一方面受海外需求下滑影响，此外或也与 2022 年以来国内电子烟产业链迁移至东南亚等地有关。

重点数据跟踪：市场回顾：上周轻工板块-0.58%，月相对收益+0.97%。**家居板块：**10 月家具类零售额同比+1.7%，建材家居卖场销售额同比+79.9%；本周 TD1 国内现货价下跌 200 元/吨，纯 MDI 现货价下跌 300 元/吨，软泡聚醚市场价上涨 50 元/吨。**浆价纸价：**本周外盘针/阔叶浆报价持平，内盘针/阔叶浆分别下跌 300 元/吨、100 元/吨；本周内盘溶解浆价格持平，废纸现货价下跌 2 元/吨；本周双胶纸、白卡纸市场价均持平，箱板纸价格持平、瓦楞纸上涨 25 元/吨。**地产数据：**10 月住宅竣工依然延续双位数增长，11 月 30 大城市商品房成交面积同比-15.2%，11 月二手房成交面积同比+29.7%。**出口数据：**10 月家具及纸制品的出口额延续下滑。

投资建议：促消费及地产利好政策密集出台，浆价持续下行，看好家居及造纸企业的业绩弹性。家居板块当前估值位于低位，地产利好及促消费政策加码，有望推动楼市和消费持续回暖，家居板块龙头估值有望先行修复，重点推荐：欧派家居/顾家家居/箭牌家居/志邦家居/索菲亚/公牛集团；关注造

行业研究 · 行业周报

轻工制造

超配 · 维持评级

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《轻工制造行业周报（23 年第 46 周）-双十一大促落幕，家居家具行业销售表现相对靓丽》——2023-11-20
 《轻工制造行业三季报综述&11 月投资策略-Q3 经营改善、盈利回升，家居及造纸龙头韧性显现》——2023-11-12
 《轻工制造行业周报（23 年第 42 周）-双十一预售开启，9 月地产数据改善，10 月浆纸价延续上涨》——2023-10-24
 《轻工制造行业 10 月投资策略-关注家居及造纸顺周期板块，出口链有望迎来复苏》——2023-10-11
 《轻工制造行业周报（23 年第 38 周）-CCER 管理办法审议通过，欧盟 CBAM 即将试运行》——2023-09-25

纸链盈利弹性，重点推荐**太阳纸业**以及特种纸龙头**仙鹤股份**；建议关注低基数即将到来的出口链板块：**匠心家居/顾家家居/致欧科技**。

风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
603833	欧派家居	买入	75.26	45,845	5.16	6.03	14.58	12.47
603816	顾家家居	买入	36.30	29,835	2.55	3.00	14.24	12.11
001322	箭牌家居	买入	12.29	11,923	0.77	0.94	16.03	13.12
603801	志邦家居	买入	17.84	7,788	1.47	1.73	12.17	10.33
002572	索菲亚	买入	15.91	14,516	1.46	1.71	10.91	9.29
603195	公牛集团	买入	95.95	85,560	4.18	4.86	22.98	19.73
603899	晨光股份	买入	39.86	36,934	1.91	2.30	20.91	17.32
003006	百亚股份	买入	15.90	6,827	0.58	0.72	27.43	21.98
002078	太阳纸业	买入	11.71	32,726	1.07	1.27	10.94	9.22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

1. 核心观点与投资建议	6
2. 本周研究跟踪与投资思考	6
一、海外：替代卷烟下电子烟快速增长，一次性烟仍是市场趋势	6
二、国内：电子烟新规落地一年，行业逐步走向合规与有序	10
三、10月电子烟出口额同比下滑9.6%，出口增速放缓	11
3. 上周行情回顾	12
4. 重点数据跟踪	13
4.1 家居板块：10月家具零售额延续增长，上周软体原料价格分化	13
4.2 造纸板块：上周原料价格略有下跌，成品纸价格维稳持平	15
4.3 地产数据：10月竣工延续双位数增长，11月商品房销售降幅扩大	16
4.4 出口数据：10月家具及纸制品出口额同比延续下滑	19
5. 重点公司公告与行业动态	19
5.1 公司公告	19
5.2 行业动态	20
6. 重点标的盈利预测	21

图表目录

图 1: 近年全球卷烟销量呈下滑趋势	7
图 2: 2017-2022 年发达国家卷烟销量出现明显下降	7
图 3: 海外电子烟市场自 2015 年以来快速增长	7
图 4: 美国与西欧为全球电子烟主要市场 (2022)	7
图 5: 2017-2022 年海外主要国家/地区的电子烟销售情况 (百万美元)	8
图 6: 2020 年以来美国电子烟规模的下滑来自换弹电子烟 (百万美元)	8
图 7: 2022 年英国电子烟规模增长主要源自一次性烟的爆发 (百万美元)	8
图 8: 结构性看, 2020-2022 年以来海外一次性电子烟迎来爆发式增长 (百万美元)	9
图 9: 2023 年英国成年电子烟群体中一次性电子烟占 31%	9
图 10: 2023 年英国年轻电子烟群体 69% 选择一次性电子烟	9
图 11: 国内电子烟行业已纳入全链条的监管	10
图 12: 2022 年国内电子烟销额同比-40.5%至 17.3 亿美元	11
图 13: 10 月我国电子烟出口额下滑 9.6%	11
图 14: 10 月电子烟及类似的电子雾化设备增速下滑更明显	11
图 15: 10 月出口美国电子烟金额同比下滑 11.5%	12
图 16: 10 月出口英国电子烟金额同比下滑 17.8%	12
图 17: 10 月出口德国电子烟金额同比下滑 31.1%	12
图 18: 10 月出口法国电子烟金额同比下滑 0.4%	12
图 19: 上周轻工板块实现相对正收益	13
图 20: 上周轻工子板块收益分化	13
图 21: 社零与家具类零售额当月及累计同比	14
图 22: 建材家居卖场销售额当月及累计同比	14
图 23: TDI 国内现货价 (元/吨)	14
图 24: 纯 MDI 现货价 (元/吨)	14
图 25: 软泡聚醚华南地区市场价 (元/吨)	15
图 26: 外盘针叶浆阔叶浆价格 (美元/吨)	15
图 27: 国内针叶浆阔叶浆现货价格 (元/吨)	15
图 28: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)	16
图 29: 废纸现货价格 (元/吨)	16
图 30: 白卡纸和双胶纸价格 (元/吨)	16
图 31: 箱板纸和瓦楞纸价格 (元/吨)	16
图 32: 住宅开发、销售及竣工面积当月增速	17
图 33: 住宅开发、销售及竣工面积累计增速	17
图 34: 30 大中城市商品房成交面积及增速	17
图 35: 30 大中城市商品房成交面积结构增速	17
图 36: 十城二手房成交面积及同比增速	18
图 37: 家具及其零件出口额及同比增速	19

图 38： 纸浆及纸制品出口额及同比增速	19
----------------------------	----

表 1： 2023 年海外电子烟监管政策：近期政策收紧，澳大利亚、法国等对一次性电子烟的监管政策收紧10

表 2： A 股与港股轻工制造板块涨跌幅前五名

13

表 3： 上周地产政策动态

18

1. 核心观点与投资建议

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

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

出口链方面，随着海外库存去化补库需求回升，Q4 海外黑五、圣诞节等大促来临，同时龙头在出口复苏基础上客户开拓、渠道拓展与供应链优化等 α 属性凸显，预计仍有望延续优异表现。建议关注自主品牌建设发力的智能家居出口龙头**匠心家居**，境外业务稳步拓展的软体龙头**顾家家居**以及家居跨境电商龙头**致欧科技**。

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

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

2. 本周研究跟踪与投资思考

卷烟替代逻辑下海外电子烟市场实现快速增长，一次性烟占比提升仍为主要趋势，短期以监管政策为核心关切。国内电子烟新规落地一年，后续随着对非合规品的整治出清与新国标产品的优化，或有望迎来终端动销好转。10 月我国电子烟出口额同比-9.6%，预计与海外需求下滑和 2022 年以来国内的电子烟产业链外迁有关。

一、海外：替代卷烟下电子烟快速增长，一次性烟仍是市场趋势

近年全球范围内传统卷烟的市场规模呈下降趋势。根据欧睿数据，全球卷烟销量从 2012 年的 64593.1 亿支逐年下滑至 2022 年的 57082.7 亿支，预计既有新型烟草的替代作用，亦有传统卷烟的监管政策、消费税上调等因素影响。分市场来看，发达国家的卷烟销量均出现明显下降，2022 年日本/西欧/北美的卷烟销量分别较 2017 年下滑-38.9%/-10.3%/-22.2%，其中日本卷烟销量的下滑幅度最大，主要是加热卷烟销量增长的结果。

图1：近年全球卷烟销量呈下滑趋势



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图2：2017-2022 年发达国家卷烟销量出现明显下降

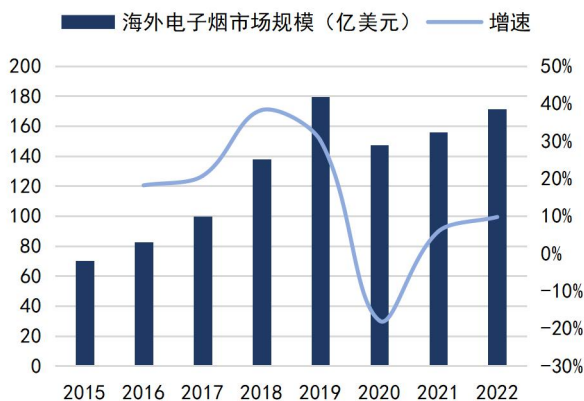


资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

电子烟减害性受广泛认可，基于对传统卷烟的替代逻辑，叠加口味上的丰富性，自 2015 年以来海外电子烟市场快速增长。据欧睿数据，海外电子烟市场规模从 2015 年的 70.1 亿美元快速增长至 2019 年的 179.6 亿美元，年复合增速达 26.5%，2020 年受疫情下的供应链中断、部分国家监管政策等影响销额同比下滑 17.9%，2021 以来重回增长，2022 年海外电子烟规模达到 171.2 亿美元，逐步接近 2019 年的水平。

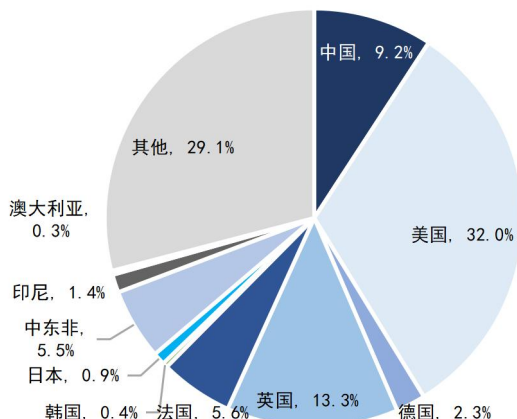
美国、西欧是全球电子烟的主要消费市场。以销额口径，2022 年美国、英国、法国、德国以及中东非占全球电子烟市场的比重分别为 32.0%/13.3%/5.6%/2.3%/5.5%。

图3：海外电子烟市场自 2015 年以来快速增长



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图4：美国与西欧为全球电子烟主要市场（2022）



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

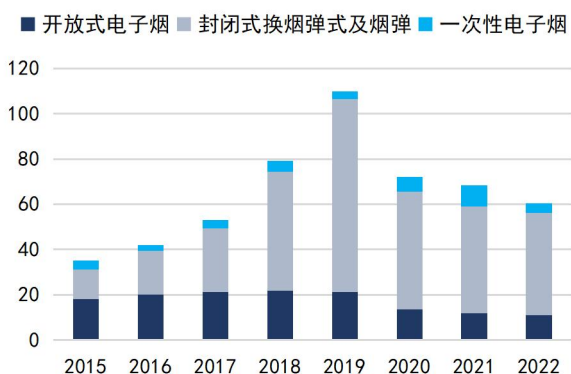
动态来看，由于各国电子烟的监管政策差异，近几年海外主要国家的电子烟增长趋势有所分化。1) 以美国为例，电子烟市场规模从 2017 年的 53.0 亿美元增长至 2019 年的 109.9 亿美元，而后下滑至 2022 年的 60.40 亿美元，主要是 2020 年以来针对换弹式的调味及销售监管政策趋严，换弹电子烟的市场规模大幅萎缩；2) 英国政府以电子烟作为控烟工具，电子烟市场规模从 2017 年的 8.1 亿美元增长至 2022 年的 25.0 亿美元，其中 2022 年的增长主要源自一次性烟的爆发，带来 10.8 亿美元的市场增量；3) 此外中东非也是海外电子烟快速发展的市场，规模从 2017 年的 2.2 亿美元增长至 2022 年的 10.4 亿美元。

图5: 2017-2022 年海外主要国家/地区的电子烟销售情况 (百万美元)



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图6: 2020 年以来美国电子烟规模的下滑来自换弹电子烟 (百万美元)



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

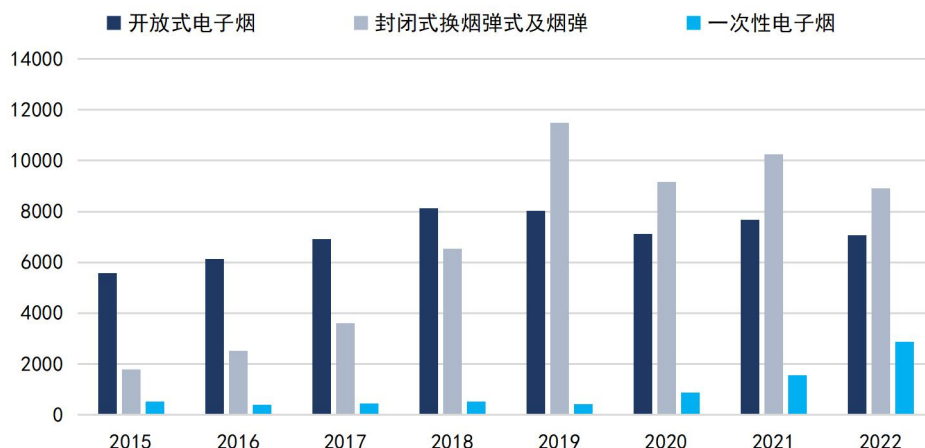
图7: 2022 年英国电子烟规模增长主要源自一次性烟的爆发 (百万美元)



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

2020-2022 年海外一次性电子烟迎来爆发式增长。据欧睿数据, 全球一次性电子烟市场规模从 2019 年的 4.4 亿美元增长至 2022 年的 28.9 亿美元, 年复合增速达 87.7%, 海外消费者主要因一次性小烟的价格便宜、使用便捷以及口味多样而被吸引。

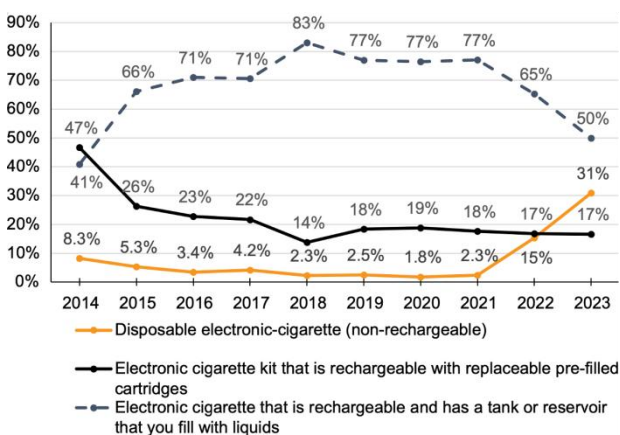
图8: 结构性看, 2020-2022 年以来海外一次性电子烟迎来爆发式增长 (百万美元)



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

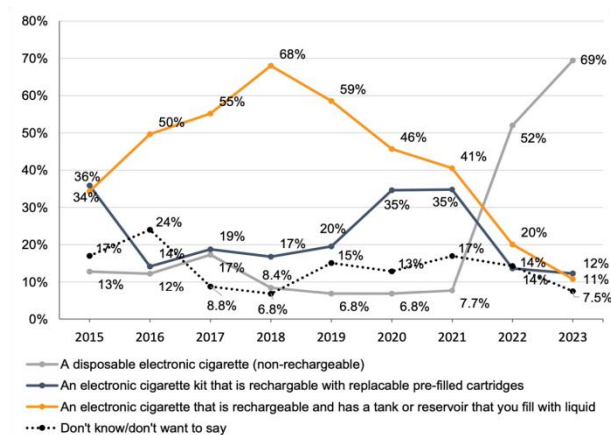
2023 年以来一次性电子烟的占比提升仍为海外市场趋势。据 ECigIntelligence 最新数据, 当前全球一次性电子烟的份额占比已经提升至近 40%。1) **英国: 2023 年以来电子烟使用率创历史新高, 一次性电子烟占比继续提升。**2023 年 8 月, 英国吸烟与健康行动组织 (ASH) 发布数据, 成年人中电子烟的使用率达 9.1%, 已达到历史最高水平, 其中一次性电子烟的占比从 2021 年的 2.3% 提升至 2023 年以来的 31%; 对应在年轻电子烟群体中, 一次性电子烟占比提升至 69%。2) **美国: 一次性电子烟依然是青年电子烟群体最常用的类型。**2023 年 11 月, 美国疾病控制与预防中心 (CDC) 发布统计数据, 2023 年美国青年 (中学与高中生) 使用电子烟的比例达 7.1%, 其中一次性电子烟占比 60.7%。

图9: 2023 年英国成年电子烟群体中一次性电子烟占 31%



资料来源: ASH, 国信证券经济研究所整理

图10: 2023 年英国年轻电子烟群体 69% 选择一次性电子烟



资料来源: ASH, 国信证券经济研究所整理

注: 年轻群体主要指 11-17 岁儿童

一次性烟政策有所收紧, 短期仍以监管政策为核心关切。海外对一次性电子烟的争议集中于青少年吸烟、电池与环保问题, 近期澳大利亚、法国等国针对一次性烟的监管政策收紧。11 月 28 日, 澳大利亚从 2024 年 1 月 1 日起禁止进口一次性电子烟; 法国将扩大禁烟区并在 2025 年前禁止销售一次性电子烟, 目标 2032 年进入无烟时代; 此外, 英国于 10 月 12 日起发起了为期八周的青少年电子烟公众咨询, 提

案涉及限制口味、限制一次性电子烟销售等，该公众咨询将于 12 月 6 日结束，当前政策尚未明朗，建议关注后续的政策方向。

表1: 2023 年海外电子烟监管政策：近期政策收紧，澳大利亚、法国等对一次性电子烟的监管政策收紧

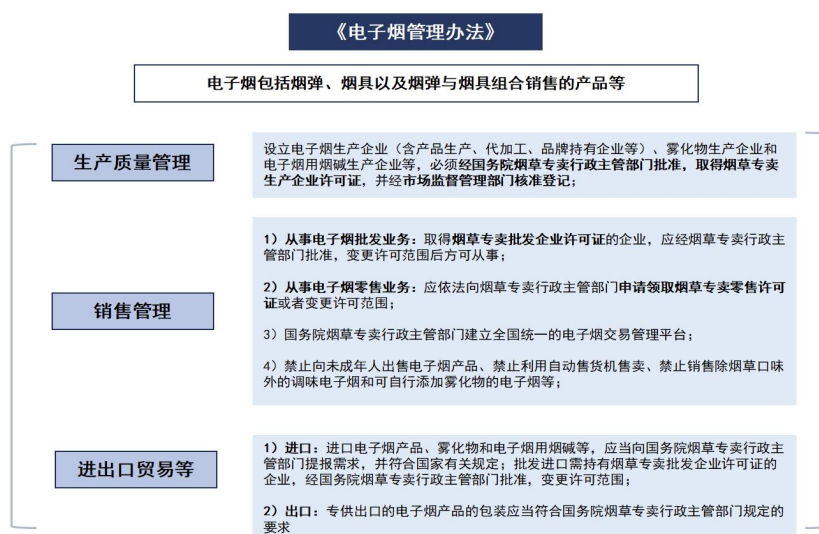
时间	国家/地区	监管政策
11 月 28 日	澳大利亚	自 2024 年 1 月 1 日起禁止进口一次性电子烟
11 月 28 日	法国	政府将立法禁止一次性电子烟，2025 年之前禁止销售一次性电子烟
11 月 25 日	爱尔兰	英国爱尔兰政府发起限制电子烟的公众咨询，即日起持续到 2024/1/5 结束
11 月 1 日	美国路易斯安那州	新电子烟法律正式生效，只有经 FDA 批准的电子烟，以及在 ATC 注册的电子烟、替代尼古丁产品，才被允许在该州合法销售
10 月 31 日	加拿大魁北克省	针对调味电子烟的禁令于 10 月 31 日生效，将只允许烟草味电子烟
10 月 29 日	埃及	对当地的烟草产品（包括卷烟和电子烟）征收 0.5 埃及镑的税
10 月 26 日	荷兰	荷兰立法者投票通过了一项对电子烟产品征税的动议
10 月 24 日	摩洛哥	2024 年财政草案预计将显著提高一次性电子烟的进口税，将从 2.5% 提升至 40%。
10 月 22 日	捷克	依照欧洲烟草指令禁止各类口味的加热烟草产品
10 月 24 日	葡萄牙	2024 年烟草税的征收范围将扩大到不含尼古丁的电子烟
10 月 12 日	英国	政府就青少年吸电子烟问题发起公众咨询，为期八周，提议包括限制“儿童友好型”电子烟口味、限制一次性电子烟等
8 月 7 日	委内瑞拉	颁布电子烟禁令，禁止所有电子烟产品
7 月 29 日	哈萨克斯坦	全面禁止电子烟
7 月 11 日	乌克兰	禁止调味电子烟
7 月 1 日	夏威夷	禁止运输电子烟或其他烟草产品
6 月 1 日	南非	对电子烟征收每毫升 2.9 兰特（0.15 美分）的税
4 月 11 日	俄罗斯	禁止调味电子烟、网售电子烟，该条款将于 9 月 1 日生效
1 月 1 日	荷兰	禁止调味电子烟，10 月 1 日之前将调味电子烟产品必须下架

资料来源：各国政府官网，电子烟，国信证券经济研究所整理

二、国内：电子烟新规落地一年，行业逐步走向合规与有序

国内电子烟监管政策组合落地已一年。2022 年 10 月，电子烟管理办法、强制国标两大监管措施与电子烟税率政策全面生效和施行，国内电子烟监管组合正式落地，终止了前期电子烟无序、疯狂与野蛮式的发展阶段，行业也建立起从生产—销售—监督检查的全链条监管框架，并持续开展规范电子烟市场秩序的专项检查。

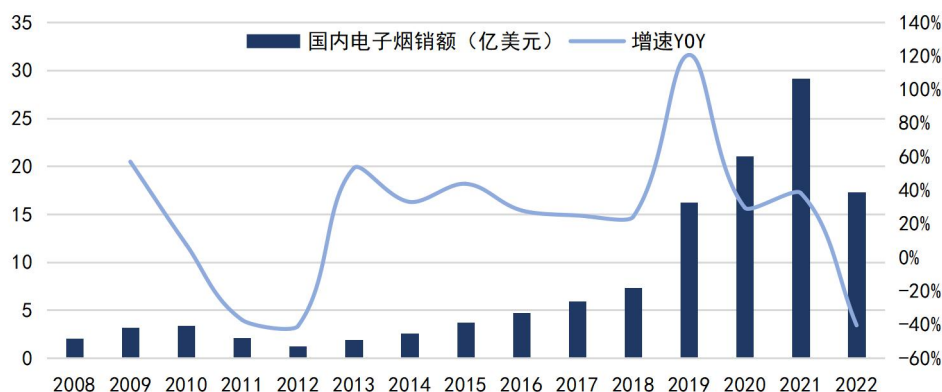
图11: 国内电子烟行业已纳入全链条的监管



资料来源：国家烟草专卖局《电子烟管理办法》，国信证券经济研究所整理

监管政策短期对内销形成冲击，随着电子烟市场走向合规与有序的过程中，新国标产品终端动销或有望迎来好转。据欧睿数据，2022 年我国电子烟市场规模同比-40.5%至 17.3 亿美元，在全球市场的占比也从 2021 年的 15.7%下滑至 2022 年的 9.2%，2023 年以来，非合规产品泛滥、消费者对新国标烟草口味的接受度等因素均在一定程度上压制新国标的销售。后续看，随着对非法电子烟销售的严厉打击与整治清理工作加强，叠加新国标产品的不断优化，或有望带来国内新国标电子烟的终端动销好转。

图12: 2022 年国内电子烟销额同比-40.5%至 17.3 亿美元



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

三、10 月电子烟出口额同比下滑 9.6%，出口增速放缓

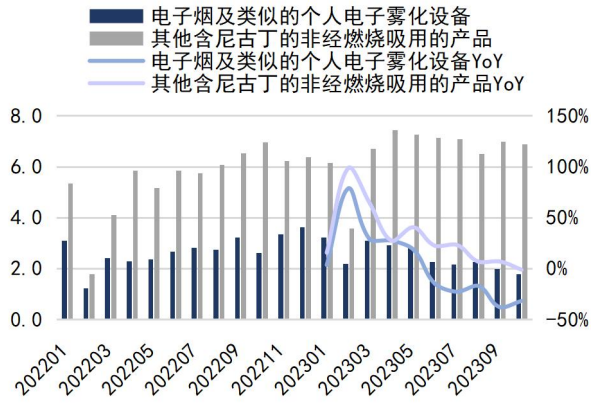
2023 年下半年以来电子烟出口增速回落，美元口径下 10 月出口额同比-9.6%。根据海关总署数据，2023 年 10 月我国电子烟出口额 8.67 亿美元，同比-9.6%，环比-3.5%，其中 10 月电子烟及类似的个人电子雾化设备、其他含尼古丁的非经燃烧吸用的产品出口额为 1.78/6.88 亿美元，分别同比-31.9%/-1.2%。累计数据看，2023M1-M10 我国电子烟累计出口额达 90.49 亿美元，同比+14.6%，增速较前 9 月下滑 3.4%。电子烟出口增速放缓一方面受海外需求下滑影响，此外或也与 2022 年以来国内电子烟产业链迁移至东南亚有关。

图13: 10 月我国电子烟出口额下滑 9.6%



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

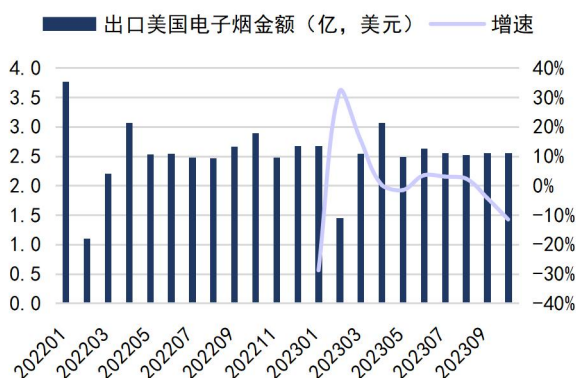
图14: 10 月电子烟及类似的电子雾化设备增速下滑更明显



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

从我国电子烟的主要出口市场来看：10月我国对美国的电子烟出口额为2.56亿美元，同比-11.5%，降幅较9月的-4.2%有所走扩，1-10月累计出口额25.08亿美元，累计同比-2.5%；欧洲市场方面，10月对英国/德国/法国的电子烟出口额为1.20/0.55/0.15亿美元，分别同比-17.8%/-31.1%/-0.4%，1-10月累计出口额为11.73/6.93/1.32亿美元，累计同比+21.5%/+47.8%/-11.8%。

图15: 10月出口美国电子烟金额同比下滑11.5%



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图16: 10月出口英国电子烟金额同比下滑17.8%



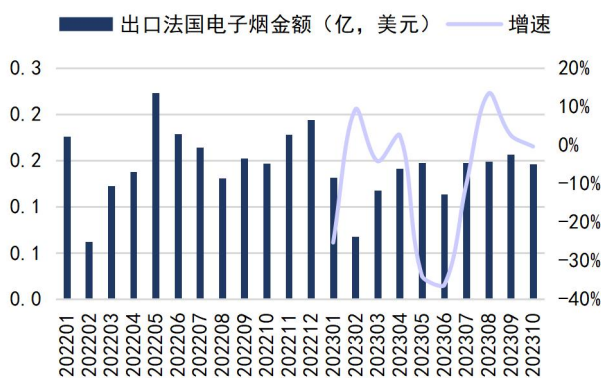
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图17: 10月出口德国电子烟金额同比下滑31.1%



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图18: 10月出口法国电子烟金额同比下滑0.4%

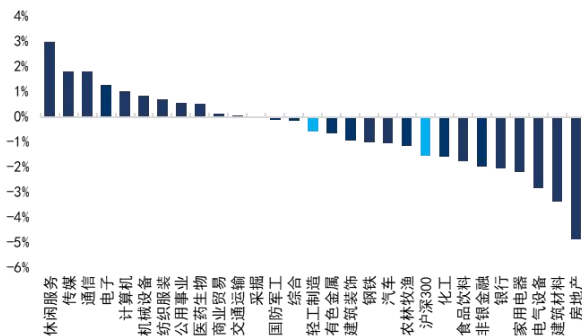


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

3. 上周行情回顾

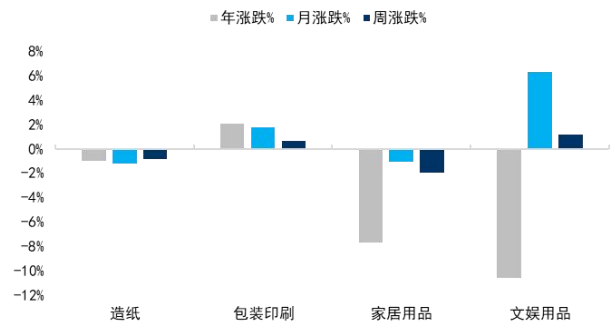
上周轻工板块-0.58%，沪深300指数-1.56%，相对收益+0.97%。上周轻工行业二级子板块收益分化，其中造纸、包装印刷、家居用品、文娱用品分别-0.79%、+0.65%、-1.92%、+1.22%。

图19：上周轻工板块实现相对正收益



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：上周轻工子板块收益分化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

上周 A 股轻工板块涨幅榜前五的公司分别为群兴玩具（+17.3%）、松炆资源（+12.0%）、ST 熊猫（+9.3%）、美克家居（+8.2%）以及中锐股份（+7.6%）；港股轻工板块涨幅榜前二公司分别为卡森国际（+1.7%）、维达国际（+0.9%）。

表2：A 股与港股轻工制造板块涨跌幅前五

A 股轻工制造板块涨跌幅前五						港股轻工制造板块涨跌幅前五					
涨幅前五名			跌幅前五名			涨幅前五名			跌幅前五名		
股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅
002575.SZ	群兴玩具	17.3%	871553.BJ	凯腾精工	-13.6%	0496.HK	卡森国际	1.7%	2689.HK	玖龙纸业	-7.5%
603863.SH	松炆资源	12.0%	833075.BJ	柏星龙	-12.1%	3331.HK	维达国际	0.9%	6969.HK	思摩尔国际	-6.1%
600599.SH	ST 熊猫	9.3%	831445.BJ	龙竹科技	-12.0%	0468.HK	纷美包装	-0.6%	1812.HK	晨鸣纸业	-3.7%
600337.SH	美克家居	8.2%	870204.BJ	沪江材料	-10.9%	0336.HK	华宝国际	-1.1%	6055.HK	中烟香港	-2.8%
002374.SZ	中锐股份	7.6%	838163.BJ	方大新材	-8.9%	2314.HK	理文造纸	-1.8%	1999.HK	敏华控股	-2.6%

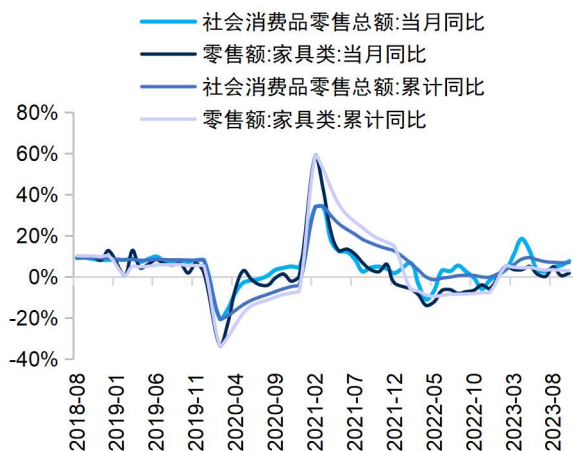
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

4. 重点数据跟踪

4.1 家居板块：10 月家具零售额延续增长，上周软体原料价格分化

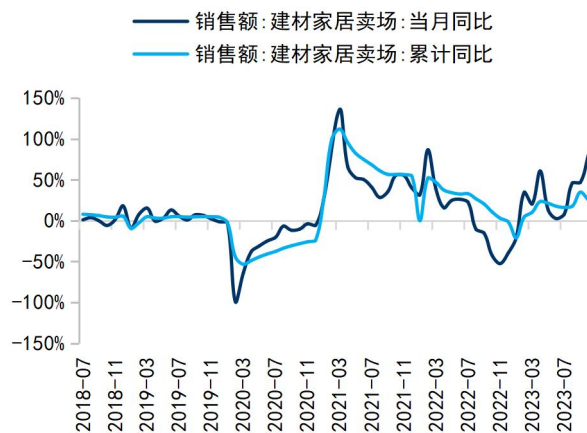
销售跟踪：10 月家具类零售额同比+1.7%，建材家居卖场销售额同比+79.9%。根据国家统计局，10 月我国社会消费品零售总额 43333 亿元，当月同比+7.6%；1-10 月累计 385440 亿元，累计同比+6.9%；10 月家具类零售额 137 亿元，同比+1.7%；1-10 月累计 1221 亿元，累计同比+2.9%。根据中国建筑材料流通协会，10 月建材家居卖场销售额 1484 亿元，当月同比+79.9%；1-10 月累计销售额 12895 亿元，累计同比+25.4%。

图21: 社零与家具类零售额当月及累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

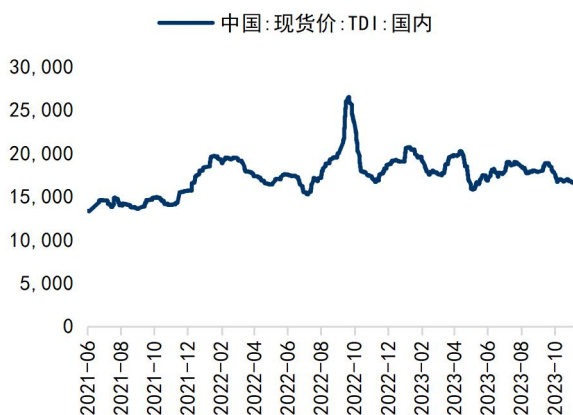
图22: 建材家居卖场销售额当月及累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

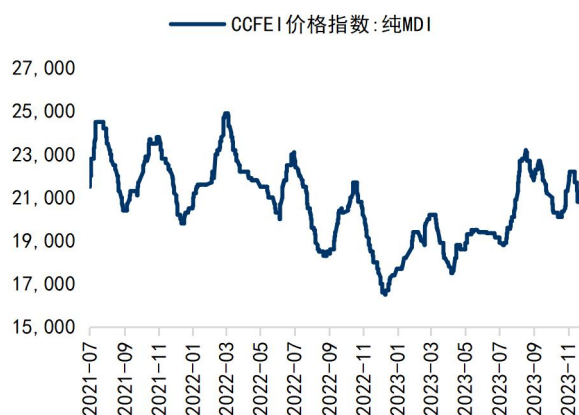
原料跟踪: 软体家具上游方面, 截至 12 月 01 日, TDI 国内现货价 16600 元/吨, 较上周下跌 200 元/吨; 纯 MDI 报价 20600 元/吨, 较上周下跌 300 元/吨; 软泡聚醚市场价 9400 元/吨, 较上周上涨 50 元/吨。

图23: TDI 国内现货价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 纯 MDI 现货价 (元/吨)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图25: 软泡聚醚华南地区市场价（元/吨）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

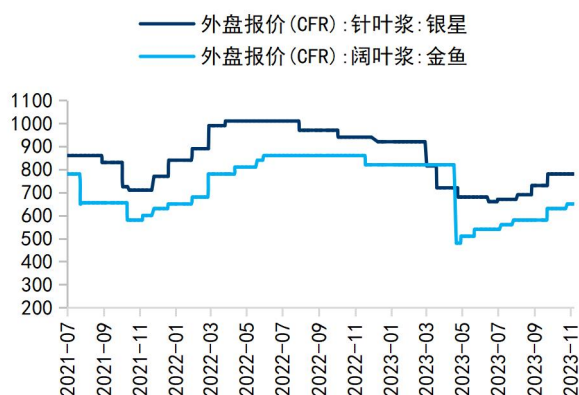
4.2 造纸板块：上周原料价格略有下跌，成品纸价格维稳持平

原料价格：针/阔叶浆外盘报价自4月大幅回落后呈小幅抬升趋势，截至12月01日，外盘阔叶浆金鱼报价为650美元/吨，环比上周持平；外盘针叶浆银星报价780美元/吨，环比上周持平。

针/阔叶浆国内现货价自3月以来大幅回落，近期报价也有所回升。截至12月01日，华南地区针叶浆银星市场价5700元/吨，较上周下跌300元/吨；华南地区阔叶浆金鱼市场价5350元/吨，较上周下跌100元/吨。

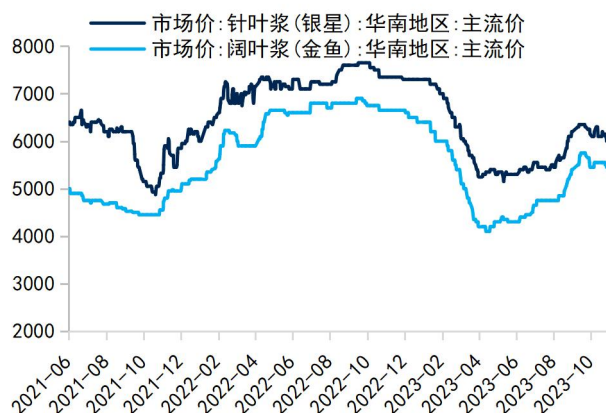
溶解浆内盘价格自2022年7月以来持续回落，截至12月01日，溶解浆内盘价格7600元/吨，环比上周持平；**废纸现货价**自2022年5月以来持续走低，9月以来价格小幅抬升，截至12月01日，废纸现货价1558元/吨，较上周下跌2元/吨。

图26: 外盘针叶浆阔叶浆价格（美元/吨）



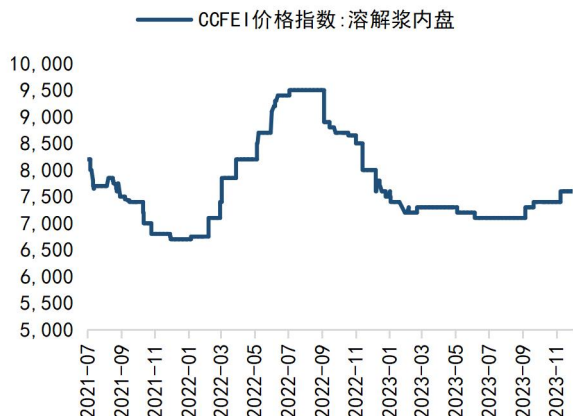
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 国内针叶浆阔叶浆现货价格（元/吨）



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图28: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

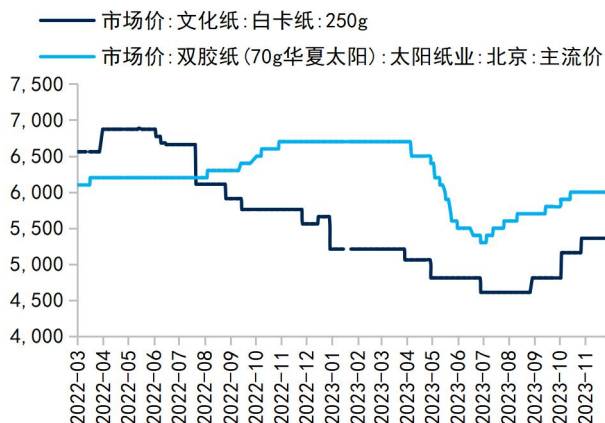
图29: 废纸现货价格 (元/吨)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

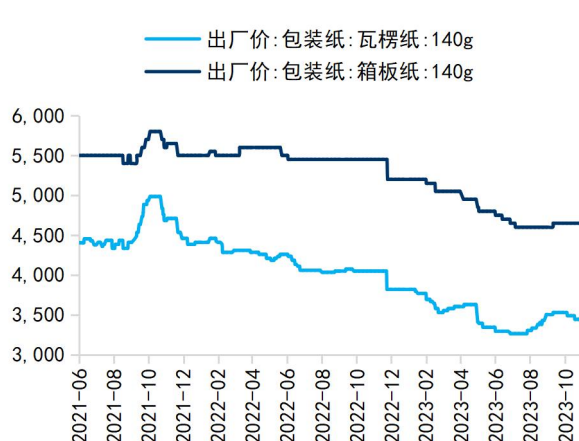
成品纸价格: 文化纸方面, 白卡纸双胶纸价格大幅回落后有上涨趋势, 截至 12 月 01 日, 白卡纸 (250g) 市场均价为 5360 元/吨, 较上周持平; 双胶纸 (70g 华夏太阳) 市场均价为 6000 元/吨, 较上周持平。**包装纸方面,** 箱板纸瓦楞纸价格下行后底部逐渐抬升, 截至 12 月 01 日, 箱板纸 (140g) 市场均价为 4650 元/吨, 较上周持平; 瓦楞纸 (140g) 市场均价 3470 元/吨, 较上周上涨 25 元/吨。

图30: 白卡纸和双胶纸价格 (元/吨)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图31: 箱板纸和瓦楞纸价格 (元/吨)



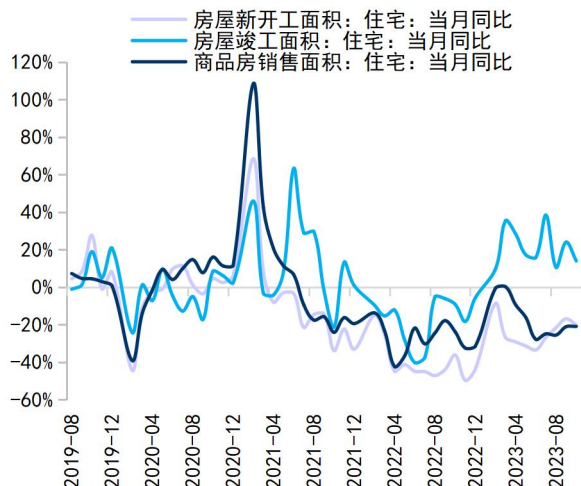
资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

4.3 地产数据: 10 月竣工延续双位数增长, 11 月商品房销售降幅扩大

随着保交楼政策稳步推进, 10 月住宅竣工依然延续双位数增长。据国家统计局, 10 月我国商品房住宅新开工/竣工/销售面积分别同比-20.2%/+14.0%/-21.0%, 累计数据看, 1-10 月我国商品房住宅新开工/竣工/销售面积分别同比-23.6%/+19.3%/-6.8%, 较 1-9 月+0.3pct/-0.8pct/-0.5pct。受益于保交楼政策

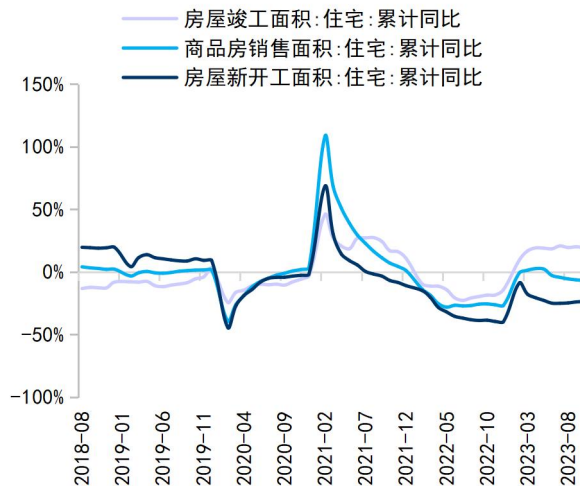
持续推进，住宅竣工数据依旧延续双位数增长，随着地产利好政策相继落地，住宅新开工与销售数据环比有所改善。

图32: 住宅开发、销售及竣工面积当月增速



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图33: 住宅开发、销售及竣工面积累计增速



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

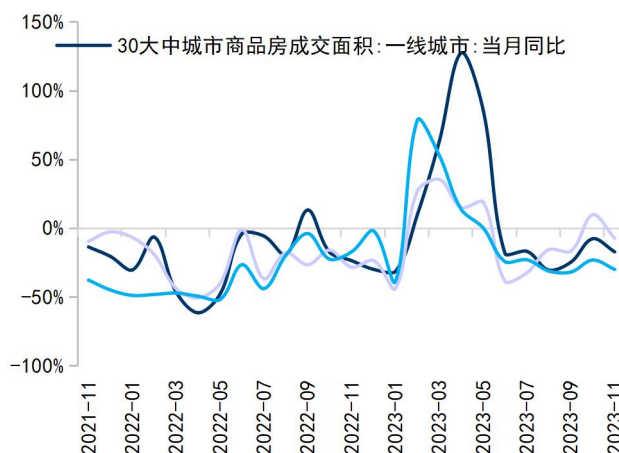
11月30大中城市商品房成交面积同比下滑15.2%。11月我国30大中城市商品房成交面积当月同比-15.2%，降幅较10月走扩12.7pct，其中一线、二线及三线城市商品房成交面积当月增速分别为-17.2%/-7.4%/-30.0%；累计数据看，1-11月30大中城市商品房成交面积累计同比-7.1%，降幅较1-10月扩大0.8pct，其中一线、二线及三线城市商品房成交面积累计同比分别为-0.2%/-8.8%/-9.7%。周度数据方面，2023W47（11/19~11/26）我国30大中城市商品房成交面积当周同比-10.2%，其中一线、二线、三线城市商品房成交面积当周同比分别+2.1%/+0.6%/-38.1%。

图34: 30大中城市商品房成交面积及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 30大中城市商品房成交面积分结构增速

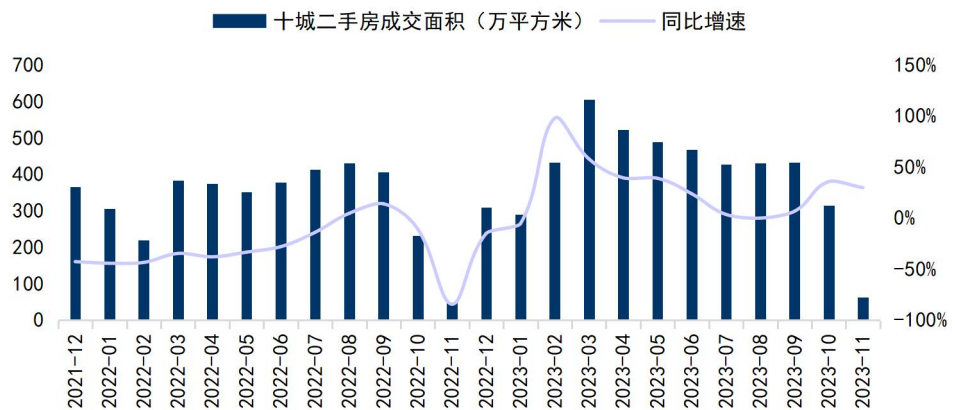


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

二手房市场方面，11月十城二手房成交面积双位数增长。据十城二手房成交面积

数据统计（截至 12 月 01 日已更新 2 城数据），11 月十城二手房成交面积同比 +29.7%。周度数据方面，2023W48（11/26~12/02）我国十城二手房成交面积同比 +34.1%，其中南京、深圳、厦门、苏州、杭州、青岛、扬州、佛山、渭南、北京二手房成交面积分别同比 +24.4%、+46.8%、+2.2%、+4.2%、+45.4%、+50.1%、-59.3%、+68.9%、+192.0%、+69.0%。

图36：十城二手房成交面积及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

政策端：据克而瑞地产研究，2023W47（11/20~11/26）中央层面，央行、金监局、证监会、国家发改委等八部门联合发文，强调抓好《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》等政策落实落地，保持信贷、债券等重点融资渠道稳定，合理满足民营房地产企业金融需求。地方层面，深圳、长沙、泉州等 20 城政策优化，主要涉及放松限购、放松限贷、放松限售、放松公积金贷款、放松落户、发放购房补贴、调整普宅标准、优化新房摇号等方面。

表3：上周地产政策动态

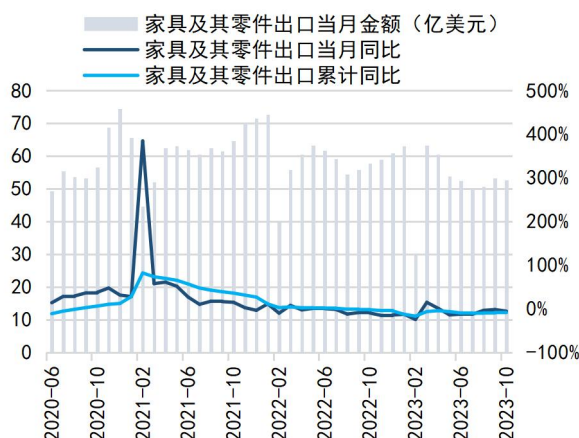
日期	部门	主要内容
11 月 27 日	央行等八部门	合理满足民营房地产企业金融需求
11 月 20 日	海南	将于 12 月全面开展住房公积金个人住房贴息贷款业务
11 月 20 日	上海	优化应届生临港新区直接落户政策，居转户年限缩短至 3 年
11 月 20 日	百色	2024 年底前购买商品房最高可享 100% 契税补贴
11 月 20 日	安庆	购买居住类绿色建筑，住房公积金可贷额度上浮 20%
11 月 20 日	上海	增加居住用地尤其保障房用地规模，推进开发边界内存量工业用地二次开发
11 月 20 日	泉州	放松住房限购和限售，多孩家庭公积金贷款最高可贷 90 万元
11 月 21 日	湛江	住房公积金每户最高贷款额度拟升至 80 万元
11 月 22 日	湖州	首次用公积金买首套新建绿色建筑的，贷款额最高上浮 20%
11 月 22 日	绍兴市嵊州市	首套房最低首付比例不低于 20%，二套房不低于 30%
11 月 22 日	日照	公积金贷款政策延至明年底，多子女家庭贷款额度最高 80 万元
11 月 22 日	山东	山东省高院：坚持优先保护居住权，依法保障商品房消费者合法权益
11 月 22 日	深圳	深圳调整享受优惠政策普通住房认定标准
11 月 23 日	南京	南京拟调整积分落户政策，租赁住房将纳入积分
11 月 23 日	临汾	多子女家庭买首套房公积金贷款额上浮 20%，最高 100 万元
11 月 23 日	林海	拟实施购房补贴，买住宅最高补贴成交计税价格的 1%
11 月 24 日	长沙	购买第 2 套商品住房不受首套房时间限制
11 月 24 日	钦州	执行“认房不认贷”，开展房地产促销活动
11 月 24 日	青岛	从“聚人才”转向“增人口”，青岛等多城明确可租房落户
11 月 24 日	广东	支持广州、深圳结合城中村改造规模化建设保障性租赁住房

资料来源：克而瑞地产研究，国信证券经济研究所整理

4.4 出口数据：10月家具及纸制品出口额同比延续下滑

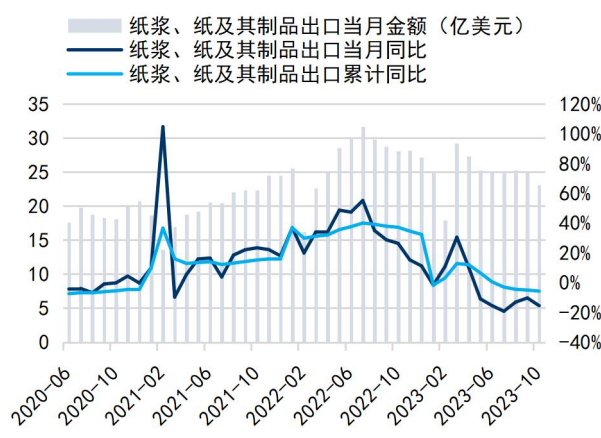
10月家具与纸制品出口额同比延续下滑。根据海关总署，10月我国家具及其零件出口额 52.6 亿美元，单月同比-5.8%，降幅较 9 月走扩 3.7pct；1-10 月累计出口额 529.1 亿美元，累计同比-8.5%。10 月纸浆、纸及其制品出口额 23.1 亿美元，单月同比-15.5%，降幅较 9 月走扩 5.2pct；1-10 月累计出口 248.4 亿美元，累计同比-5.7%。

图37：家具及其零件出口额及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图38：纸浆及纸制品出口额及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5. 重点公司公告与行业动态

5.1 公司公告

【中顺洁柔】公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股份，本次回购资金总额不低于 5000 万，不超过 10000 万，回购价格不超过 15.5 元/股，该价格不高于公司董事会审议通过回购股份决议前 30 个交易日股票交易均价的 150%。按照回购资金总额的上下限及回购价格上限 15.5 元/股计算，预计回购股份数量约为 3225807 股至 6451612 股，约占公司目前总股本的 0.24%至 0.48%。

【欧派家居】公司拟使用总额度不超过 100000 万元暂时闲置募集资金适时进行现金管理，投资种类为银行结构性存款。

【顾家家居】公司控股股东顾家集团及其一致行动人 TB Home 以及公司实际控制人顾江生先生、顾玉华先生和王火仙女士于 2023 年 11 月 9 日与盈峰睿和投资签署了《战略合作暨股份转让协议》，盈峰睿和投资以协议转让的方式受让顾家集团和 TB Home 共计持有的 2.42 亿股顾家家居股份，占顾家家居总股本的 29.42%，转让价格 42.58 元/股，转让总价款 102.98 亿。本次交易完成后，公司控股股东将由顾家集团变更为盈峰睿和投资，公司的实际控制人也将变更为何剑锋先生。

【岳阳林纸】子公司诚通凯胜于 2023 年 11 月 9 日收到宁海县水利投资有限公司签发的《宁波市公共资源交易平台中标通知书》，项目名称为宁海三门湾北部生态建设和无居民海岛生态保护及周边配套提升工程(一期)总承包(EPC)项目，中标

价为 2.47 亿，诚通凯胜负责该项目的园林绿化部分。截至目前诚通凯胜 2023 年累计中标金额 10.67 亿元。

【欧派家居】公司拟以集中竞价交易方式回购股份，本次回购资金总额不低于 5000 万且不超过 10000 元。在回购价格不超过 100 元/股的前提下，按本次最高回购金额测算，且本次回购全部实施完毕，预计回购股份数量约为 100 万股，占公司目前总股本的比例为 0.16%。

【敏华控股】发布截至 2023 年 9 月 30 日止六个月中期业绩。报告期内敏华控股实现总收益 91.52 亿港元（约合 84.91 亿元人民币），同比减少约 4%；权益拥有人应占溢利 11.36 亿港元（约合 10.54 亿元人民币），同比增长 4.02%。公司整体毛利率约 39.1%，去年同期约 38.8%。

【永安林业】由于市场环境变化，公司拟终止 2022 年度向特定对象发行股票事项并撤回申请文件事宜。

【中顺洁柔】为减少、规避因外汇结算、汇率波动引起的汇兑风险，公司及子公司 2024 年拟开展的外汇衍生品交易合约量不超过 3000 万美元。

【致欧科技】公司作为有限合伙人使用自有资金与普通合伙人兼执行事务合伙人招商局资本（北京）及其他有限合伙人共同投资设立海南招服贸易基金。合伙企业目标募集规模为 5 亿，其中，公司以自有资金认缴出资 3000 万，持股比例占本次认购时合伙企业出资份额的 30.00%。合伙企业目前尚处于筹备和募集阶段，后续能否完成募集计划尚存在不确定性。

【慕思股份】2023 年 8 月 26 日至 2023 年 11 月 24 日，公司部分经销商以集中竞价交易方式累计增持公司股份 1126876 股，占公司总股本 0.28%，合计增持金额 3688.71 万。

【中顺洁柔】公司全资子公司四川中顺于近日收到《高新技术企业证书》，发证时间为 2023 年 10 月 16 日，有效期三年。在相关部门办理税收优惠备案后三年内享受国家关于高新技术企业的相关优惠政策，即按 15% 税率缴纳企业所得税。

【箭牌家居】截至 2023 年 11 月 30 日，公司以集中竞价交易方式累计回购公司股份 18.25 万股，占总股本 0.02%，成交总金额 227.42 万。

【岳阳林纸】2023 年 11 月，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 156.7 万股，占总股本 0.09%，支付金额 999.56 万元。截至 2023 年 11 月月底，公司已累计回购股份 477.98 万股，占总股本 0.27%，已支付总金额为 2999.42 万元。

【顾家家居】2023 年 11 月，公司通过集中竞价交易方式累计回购股份 218.52 万股，占总股本 0.27%，成交总金额 8177.95 万。截至 2023 年 11 月 30 日，公司已累计回购股份 685.11 万股，占总股本 0.83%，成交总金额 26496.62 万元。

【欧派家居】2023 年 11 月，公司以集中竞价交易方式回购股份 31.03 万股，占总股本 0.0509%，成交总金额 2498.5 万元。

5.2 行业动态

11 月 27 日，四川省发展改革委制定的《关于恢复和扩大消费的若干措施》印发实施。《措施》围绕大力促进汽车消费、强化住房家居家电消费、扩大餐饮文旅消费、促进文体体育会展消费、推进健康服务消费、深挖农村消费、拓展新型消费、优化消费环境等八个方面制定 22 条细化措施。本次措施的出台，将为四川家居行业注入了新的活力，有助于促进家居消费的进一步回暖。

志邦家居：11月6日，志邦家居在泰国曼谷召开2024年全球新品发布会暨全球战略发布会，并带来“科莫木屿II（ISOLA COMACINA II）”和“杰作（Masterpiece）”两套全新集成整家定制方案。发布会上，志邦家居携手海福乐、米兰理工大学和来自澳洲、印尼、泰国的战略合作伙伴代表，共同启动《志邦HOME+全球发展计划》，意味着志邦品牌开启“大航海”时代。

欧派家居：11月14日-25日，欧派营销第三事业部大家居专题研讨会成功召开。此次研讨会欧派营销第三事业部全新推出欧派大家居217运营模式——即2种落地模式，1个核心流量足，7个落地支持等。并在大家居战略的指引下，推出29800全案大家居套餐，打造29800/39800/59800的立体式套餐矩阵，全面满足毛坯、精装、旧改、局改等多元需求。

欧派家居：旗下品牌欧铂尼发起“688亲民套餐”，这是欧派集团先于“惠民”的“亲民之举”，也是欧派将欧铂尼视为长期担任“惠民、亲民”品牌角色的战略布局。从长远价值来看，欧铂尼让更多民众享受到高品质的定制家居产品和服务，低门槛升级居住品质；同时，推动定制家居市场渗透率进一步扩大，打造“欧铂尼式长期亲民主义”为行业真惠民标杆，让“精致生活，小奢定制”真正成为新时代大众的家居标配。

欧派家居：自今年5月欧派家居进行组织结构及人事的重大变革以来，11月欧派家居启动新一轮组织架构调整。本轮组织结构的调整基本上延续了5月组织架构策略，最大不同在于，原来负责欧派营销第一事业部的总经理（高级总经理级）刘顺平已不在新的任命之列，任命原集团总裁营销助理杨冬为欧派营销第一事业部总经理。同时扩大了集团总裁助理周宇和集团总裁营销助理王枢的管理职能。本次组织架构调整自2024年1月1日起生效。

纸视界：2023年10月份，国内有6家浆、纸企业共7条新纸机生产线开机投产，新释放浆、纸产能约258万吨/年。有11家浆纸企业投资了新的浆纸项目，项目种类有漂白化学热磨机械浆、生活用纸、牛皮纸、箱板纸、瓦楞纸等。

纸业网：海关数据显示，10月中国纸浆进口量305.4万吨，环比-6.5%，同比+34.5%，继续保持高增长状态，1-10月累计2988.4万吨，同比增长22.9%。随着海外消费的放缓和受阻，今年新增的三大国外木浆新产能的释放后，大量新增产量涌入了中国市场成为事实。从数据上看，1-10月的木浆进口量已超过去年全年，同比多了近557万吨，而今年1-10月国内木片进口同比减少了近25%（约400万吨），其中相互关系可见端倪。

纸业网：中国原木进口市场回暖。根据海关总署，今年1-10月中国木材进口数量同比减少了5%，共计5484万立方米，价值总额同比下降11.2%至780亿；但10月的木材进口情况有所回升，数量环比增长了6.3%，共计517.8万立方米，价值金额环比增长3%至70亿。中国木材进口开始有了回升迹象，其中软木原木进口数量环比增长12.6%，共计222万立方米。从价格走势来看，10月原木的到港均价来看并没有出现明显涨幅。

6. 重点标的盈利预测

表3：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
001322.SZ	箭牌家居	买入	12.29	0.67	0.77	0.94	18.34	16.03	13.12	2.45
002572.SZ	索菲亚	买入	15.91	1.17	1.46	1.71	13.60	10.91	9.29	2.38

300616. SZ	尚品宅配	买入	17.99	0.23	1.19	1.59	78.22	15.09	11.30	1.00
301061. SZ	匠心家居	无评级	43.79	2.61	2.81	3.43	16.78	15.60	12.76	1.93
603208. SH	江山欧派	增持	31.61	-2.19	2.38	2.95	-14.43	13.29	10.71	3.99
603801. SH	志邦家居	买入	17.84	1.76	1.47	1.73	10.16	12.17	10.33	2.57
603816. SH	顾家家居	买入	36.30	2.20	2.55	3.00	16.50	14.24	12.11	3.18
603833. SH	欧派家居	买入	75.26	4.41	5.16	6.03	17.07	14.58	12.47	2.68
603848. SH	好太太	无评级	15.98	0.55	0.77	0.92	29.05	20.84	17.35	2.93
002078. SZ	太阳纸业	买入	11.71	1.04	1.07	1.27	11.26	10.94	9.22	1.30
600963. SH	岳阳林纸	无评级	6.29	0.34	0.39	0.46	18.50	16.13	13.67	1.25
603733. SH	仙鹤股份	买入	17.57	1.01	1.67	2.18	17.40	10.53	8.05	1.83
002831. SZ	裕同科技	无评级	25.75	1.61	1.81	2.17	15.98	14.20	11.84	2.27
003006. SZ	百亚股份	买入	15.90	0.44	0.58	0.72	36.14	27.43	21.98	5.13
603195. SH	公牛集团	买入	95.95	5.32	4.18	4.86	18.04	22.98	19.73	6.41
603899. SH	晨光股份	买入	39.86	1.39	1.91	2.30	28.73	20.91	17.32	4.95
001206. SZ	依依股份	无评级	16.45	1.14	0.92	1.09	14.43	17.93	15.15	1.68
301376. SZ	致欧科技	无评级	23.67	0.69	0.99	1.23	34.30	23.91	19.24	3.17
1044. HK	恒安国际	无评级	27.95	1.66	2.66	2.93	16.84	10.51	9.54	1.49
1999. HK	敏华控股	无评级	5.10	0.57	0.49	0.61	8.95	10.41	8.36	1.73
2689. HK	玖龙纸业	无评级	3.78	0.70	-0.24	0.84	5.40	-15.75	4.50	0.37
6993. HK	蓝月亮集团	无评级	1.95	0.11	0.20	0.24	17.73	9.75	8.13	1.17

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：无评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期；港股收盘价单位为港元

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032