



华安证券  
HUAAN SECURITIES

证券研究报告  
2025年12月30日

# 攻守兼备，布局基本面拐点

## ——轻工制造2026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

# 目录

1

造纸：拐点将至，格局为首要逻辑

2

包装：行业整合加速，二片罐盈利有望改善

3

烟草：长牛赛道，逐步配置

4

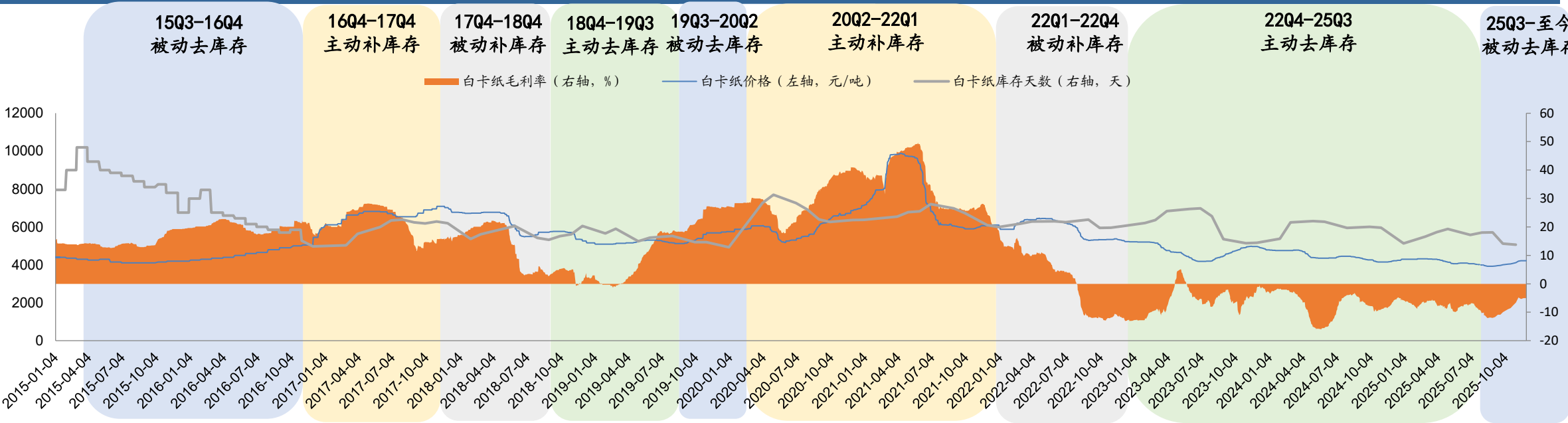
家居：美国开启降息，关注家居出口标的

➤ **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。

# 1.1造纸行业正处于被动去库存阶段

➤ 库存周期本质上是供需平衡变化的结果，从而反映行业的市场环境和景气度。库存周期可以根据量价关系划分为四个阶段：被动补库存（价格先于库存下跌）→主动去库存（库存和价格同时下降）→被动去库存（价格先于库存上升）→主动补库存（库存和价格同时上升）。按照库存周期的演绎逻辑，我们判断25Q3造纸行业已进入被动去库存阶段，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，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。

白卡纸库存周期复盘



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

# 1.1白卡纸是格局最佳的纸种

➤ 复盘白卡纸两轮提价周期，供给侧驱动为主导因素。两轮提价周期下，皆有库存下降、需求回暖、原材料成本提升等因素共振，但纸厂的强势提涨是主要原因，核心就在于白卡纸行业产能集中度高，使得企业间协同效应明显，当原材料的成本大幅上涨时，造纸企业定价权和协性进一步加强，推动了纸价的持续上涨。2023年随着联盛浆纸白卡纸项目投产，标志着白板纸规模以上企业开始进军白卡纸市场，出现低档社会白卡纸将对中高档白板纸形成替代趋势，产品价格较主流品牌低500元/吨左右，头部企业在中高档白卡纸中的市场份额仍较高。

白卡纸行业产能情况（万吨）

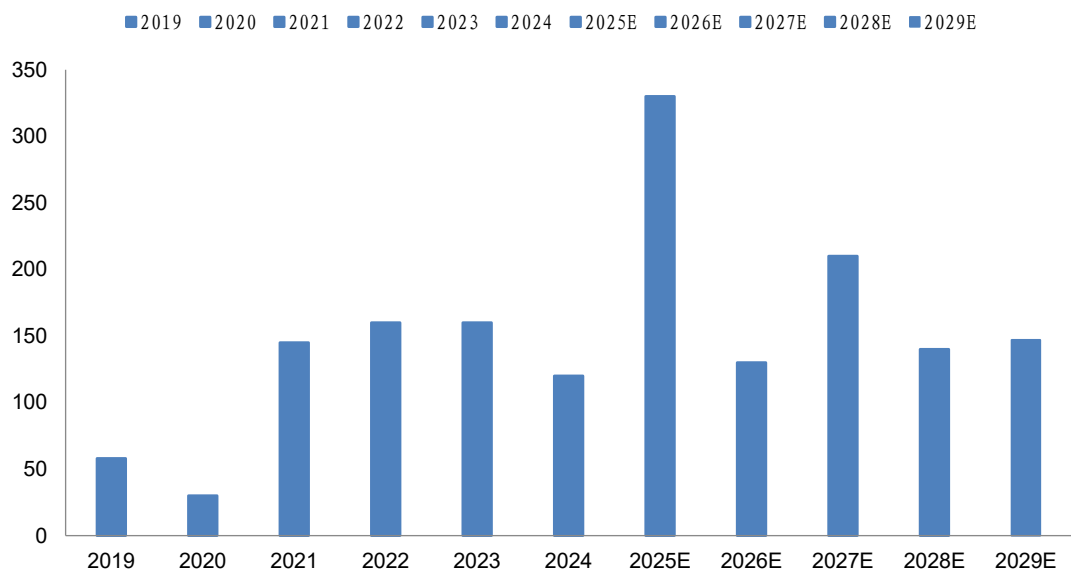
|         | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 行业产能    | 1012 | 1034 | 1034 | 1092 | 1122 | 1267 | 1427 | 1587 | 1707 | 2037  |
| 国内需求量   | 754  | 759  | 781  | 858  | 901  | 834  | 781  | 809  | 811  | 850   |
| CR4产能   | 824  | 790  | 790  | 855  | 965  | 1145 | 1145 | 1270 | 1290 | 1505  |
| CR4占比   | 81%  | 76%  | 76%  | 78%  | 86%  | 90%  | 80%  | 80%  | 76%  | 74%   |
| 产量      | 803  | 805  | 818  | 904  | 933  | 866  | 1034 | 1060 | 1102 | /     |
| 产能利用率   | 79%  | 78%  | 79%  | 83%  | 83%  | 68%  | 72%  | 67%  | 65%  | /     |
| 各企业产能情况 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |
| 晨鸣      | 180  | 180  | 180  | 180  | 180  | 180  | 180  | 205  | 205  | 205   |
| APP     | 310  | 310  | 310  | 310  | 310  | 400  | 400  | 400  | 400  | 400   |
| 博汇      | 150  | 150  | 150  | 215  | 265  | 265  | 265  | 265  | 265  | 345   |
| 万国太阳    | 150  | 150  | 150  | 150  | 150  | 240  | 240  | 240  | 240  | 240   |
| 红塔      | 51   | 55   | 55   | 55   | 60   | 60   | 60   | 60   | 60   | 60    |
| 亚太森博    | 52   | 52   | 52   | 52   | 60   | 60   | 60   | 160  | 160  | 160   |
| 斯道拉恩索   | 40   | 45   | 45   | 45   | 50   | 50   | 55   | 55   | 55   | 55    |
| 玖龙      |      |      |      |      |      |      | 60   | 60   | 180  | 300   |
| 联盛      |      |      |      |      |      |      | 100  | 100  | 100  | 220   |
| 其他      | 79   | 92   | 92   | 85   | 47   | 12   | 7    | 42   | 42   | 52    |

资料来源：卓创数据，中华纸业，亚太森博，广西金桂浆纸业，华安证券研究所测算（标黄的为CR4公司，2020年金光完成对博汇收购）

# 1.1 白卡纸是格局最佳的纸种

➤ 白卡纸26年起新增供给边际明显减少。2026-2030年，白卡纸产能高速扩张期在前一个五年即将结束，周期内产能扩增速较2021-2025年周期放缓。根据目前已公布的产能扩建计划统计，未来五年白卡纸新增产能投放相对分散。2026-2030年，预计白卡纸年度产能增速在2%-5%之间，2025年开工建设的项目减少，并且新增规划的项目也寥寥，未来五年白卡纸产能增速及当年新增产能均有下降。原计划于2025年10月份投产的120万吨白卡纸新增产能有所推迟，目前仅有少量B级产品释放，正式出纸时间尚未明确，新产能投放节奏的放缓，也减轻了市场对供应过剩的担忧。随着2026年起产能扩张速度放缓、供需缺口收窄，白卡纸价格有望脱离五年底部区间，进入震荡向上的修复通道，行业开工率和吨盈利有望进一步改善。

2019-2029E年白卡纸新增产能（万吨）



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

2024-2029E年白卡纸已投产及新增产能统计

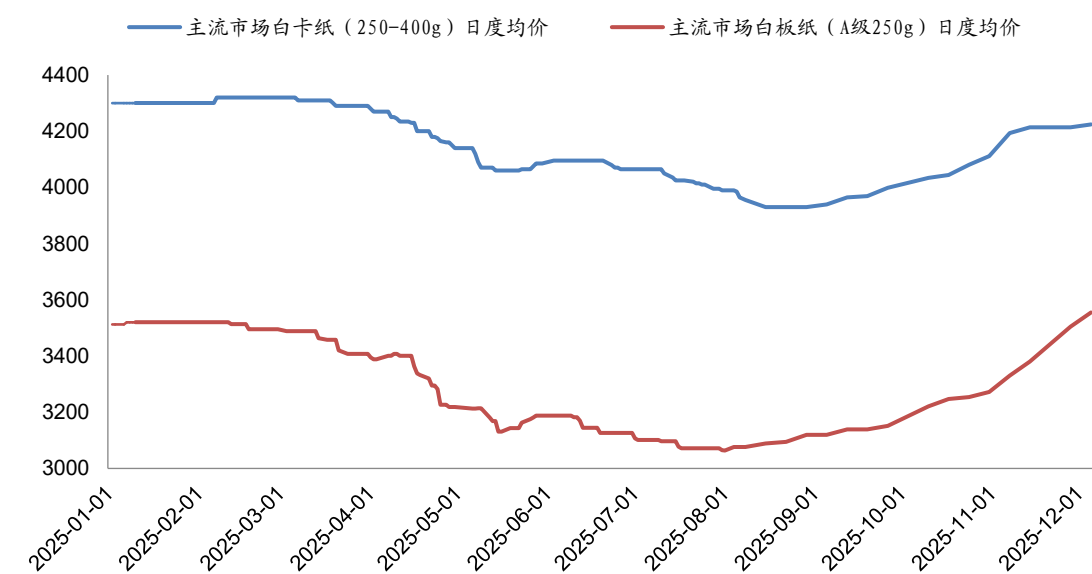
| 企业   | 地点 | 白卡纸产能                        | 纸浆 产能            | 已投产/预计投产时间 |
|------|----|------------------------------|------------------|------------|
| 玖龙纸业 | 广西 | 120万吨白卡纸                     | 110万吨化学浆、60万吨化机浆 | 2024Q3     |
| 玖龙纸业 | 湖北 | 120万吨白卡纸                     | 65万吨化学浆、75万吨化机浆  | 2025Q2     |
| 联盛浆纸 | 福建 | 100万吨白卡纸                     | 50万吨化机浆          | 2025Q3     |
| 博汇纸业 | 江苏 | 20万吨零塑纸杯纸、40万吨社会卡纸、20万吨烟卡    | /                | 2026年      |
| 金和纸业 | 山东 | 50万吨食品级涂布白卡纸                 | 25万吨化机浆          | 2026年      |
| 金桂纸业 | 广西 | 110万吨白卡纸（扩建项目，190万吨增产至300万吨） | /                | 2027年      |
| 金桂纸业 | 广西 | 100万吨                        | 160万吨化学浆         | 2027年      |
| 博汇纸业 | 江苏 | 100万吨                        | 40万吨化机浆          | 2028年      |
| 新亚纸业 | 河南 | 40万吨                         | /                | 2028年      |
| 亚洲浆纸 | 浙江 | 102万吨                        | 40.8万吨化机浆        | 2029年      |
| 恩索   | 广西 | 45万吨                         | /                | 2029年      |

资料来源：卓创数据，华安证券研究所

# 1.1白卡纸有望周期底部反转

➤ 2025年9月起，白卡纸持续涨价。自8月底白卡纸企业通知9月价格提涨100元/吨开始，10-12月纸厂价格逐月提涨，从涨价函来看累计进行4轮、600元/吨价格上调，前三轮纸厂价格均已落实，第四轮涨价有待落实。由于纸价低位，以及长期价格倒挂，贸易商拿货热度陆续释放，出货价格亦逐步上调。截至12月11日，国内白卡纸市场均价4244元/吨，较8月底价格上涨7.99%；常规品牌落实400-550元/吨涨幅，少数中高端品牌价格偏稳。

2025年白卡纸与白板纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

2025年8-12月纸厂调价表

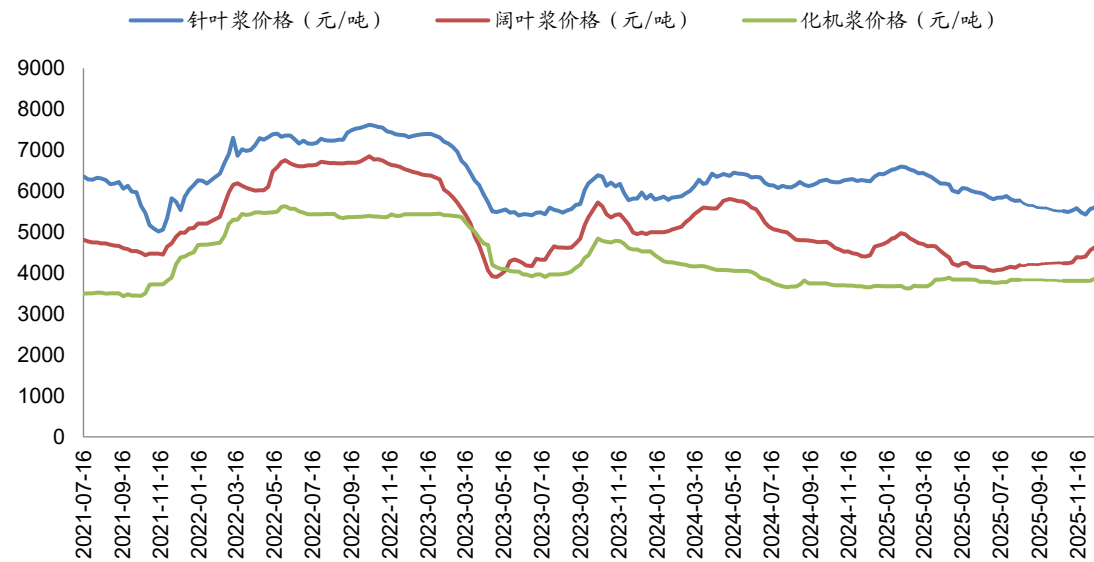
| 生产企业          | 第一轮                    | 第二轮                     | 第三轮                       | 第四轮                       |
|---------------|------------------------|-------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 万国纸业太阳白卡纸有限公司 | 8月27日通知9月1日起价格上调100元/吨 | 9月23日通知9月26日起价格上调100元/吨 | 10月22日通知10月26日起价格上调200元/吨 | 11月20日通知11月26日起价格上调200元/吨 |
| 宁波亚洲浆纸业有限公司   | 8月27日通知9月1日起价格上调100元/吨 | 9月24日通知10月1日起价格上调100元/吨 | 10月22日通知11月1日起价格上调200元/吨  | 11月20日通知12月1日起价格上调200元/吨  |
| 广西金桂浆纸业有限公司   | 8月27日通知9月1日起价格上调100元/吨 | 9月24日通知10月1日起价格上调100元/吨 | 10月22日通知11月1日起价格上调200元/吨  | 11月20日通知12月1日起价格上调200元/吨  |
| 江苏博汇纸业有限公司    | 8月27日通知9月1日起价格上调100元/吨 | 9月24日通知10月1日起价格上调100元/吨 | 10月22日通知11月1日起价格上调200元/吨  | 11月20日通知12月1日起价格上调200元/吨  |
| 山东博汇纸业有限公司    | 8月27日通知9月1日起价格上调100元/吨 | 9月24日通知10月1日起价格上调100元/吨 | 10月22日通知11月1日起价格上调200元/吨  | 11月20日通知12月1日起价格上调200元/吨  |
| 亚太森博（江苏）有限公司  | 8月27日通知9月1日起价格上调100元/吨 | 9月23日通知9月26日起价格上调100元/吨 | 10月22日通知10月27日起价格上调200元/吨 | 11月20日通知11月24日起价格上调200元/吨 |
| 联盛浆纸（漳州）有限公司  | 8月27日通知9月1日起价格上调100元/吨 | 9月24日通知10月1日起价格上调100元/吨 | 10月22日通知11月1日起价格上调200元/吨  | 11月20日通知12月1日起价格上调200元/吨  |
| 玖龙纸业（控股）有限公司  | 8月27日通知9月1日起价格上调100元/吨 | 9月24日通知10月1日起价格上调100元/吨 | 10月22日通知11月1日起价格上调200元/吨  | 11月20日通知12月1日起价格上调200元/吨  |

资料来源：卓创数据，华安证券研究所

# 1.1 白卡纸有望周期底部反转

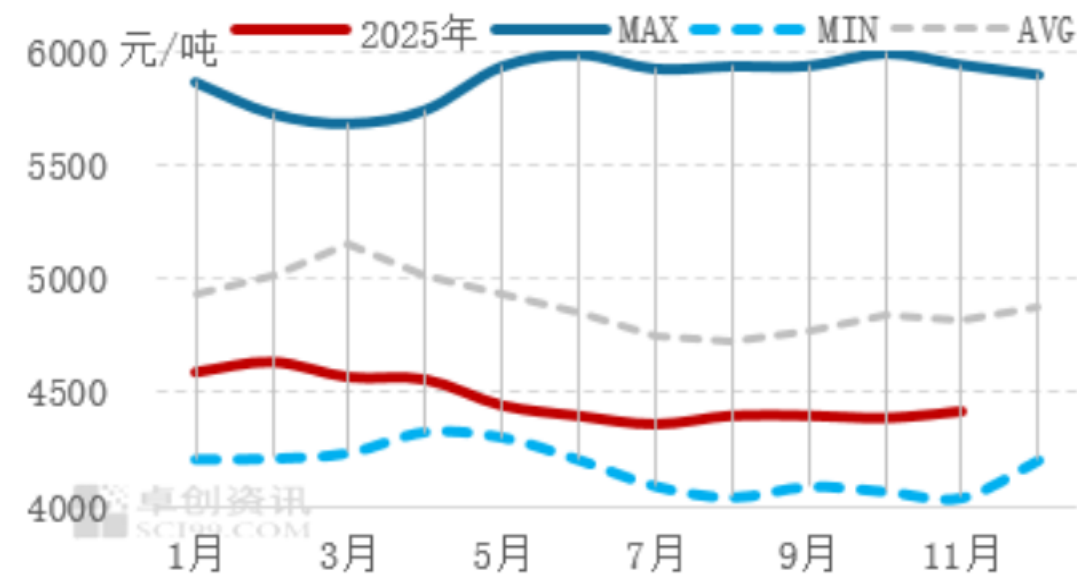
➤ 白卡纸作为首选赛道，有望周期底部反转。1) 白卡纸基本面向好。成本方面，8月底以来，原料木浆不同浆种走势分化。其中阔叶浆在外盘价格上调、国内浆厂价格拉涨及国外浆厂检修等因素支撑下以震荡上涨为主。针叶浆受自身供需、金融属性、浆厂检修等消息面多重因素影响下先跌后涨；化机浆则整体波动不大。受原料价格波动影响，白卡纸成本整体呈现先窄幅下滑后震荡增加波动。截至12月11日，白卡纸成本较8月底上涨2.51%。展望后续，原料进口木浆受市场可外售货源不多、国产浆及外盘价格上涨等利多因素影响，部分浆种价格存上行预期，市场在成本方面尚存支撑。

原材料木浆价格走势（元/吨）



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

近五年白卡纸成本波动水平

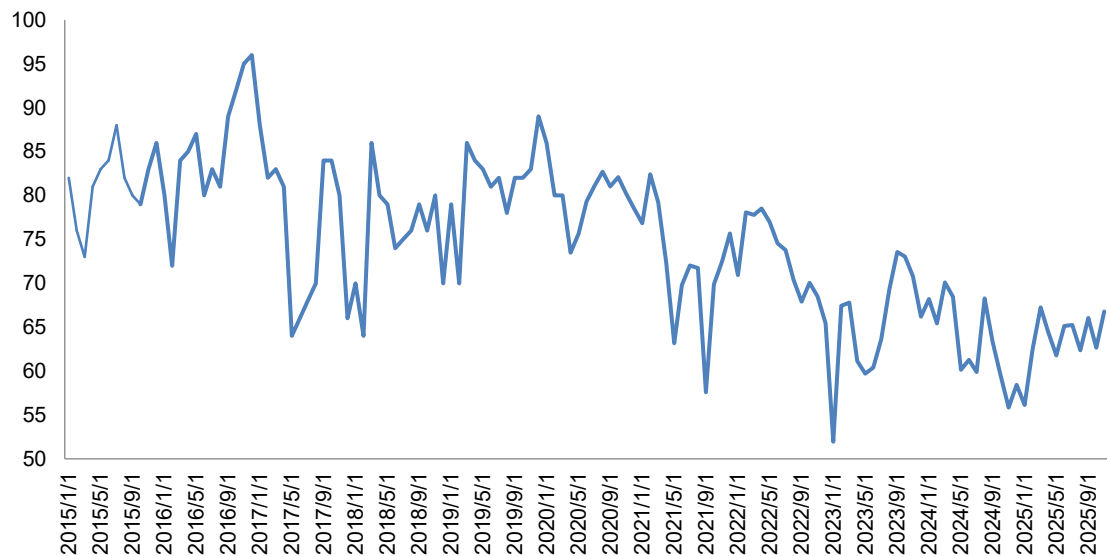


资料来源：卓创数据，华安证券研究所

# 1.1 白卡纸有望周期底部反转

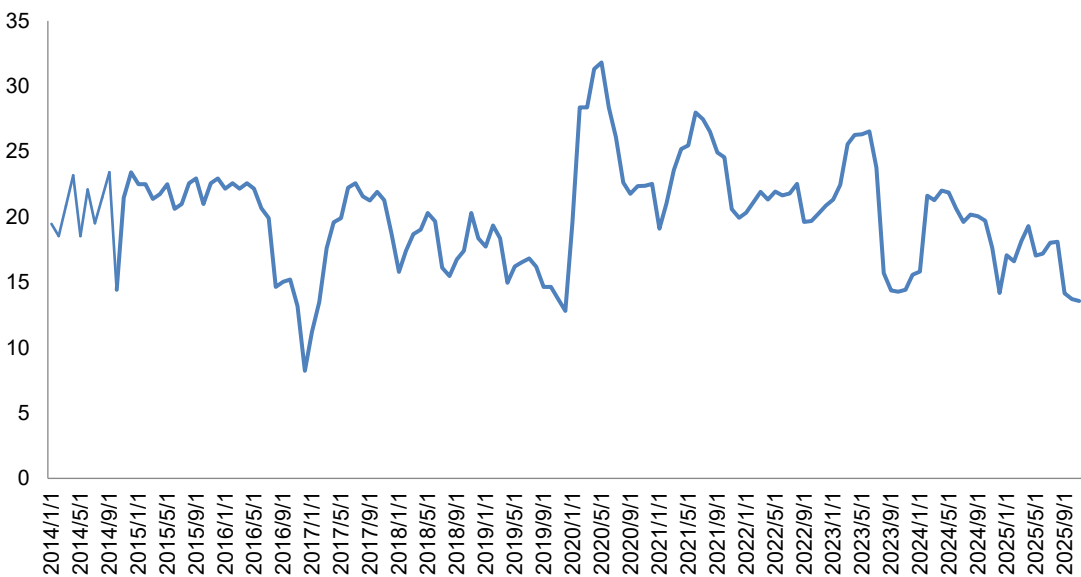
➤ 白卡纸作为首选赛道，有望周期底部反转。1) 白卡纸基本面向好。需求方面，自8月底开始，企业接单向好，加之在长期盈利偏弱行情下纸厂持续进行产品结构调整，9-10月普通白卡纸部分规格出现发货紧张情况，企业库存整体呈现下滑趋势。据卓创资讯数据显示，截至11月30日，白卡纸企业库存天数为13.56天，较8月底下降25%。另外，在“国废紧张+再生浆到厂延迟”的双重压力影响下，原料废纸货紧价涨对白板纸市场走势起到推涨作用，作为相关产品白板纸企业价格接连上调，进一步拉升白卡纸市场涨价情绪。

白卡纸开工负荷率 (%)



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

中国白卡纸月度企业库存天数 (天)



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

# 1.1白卡纸有望周期底部反转

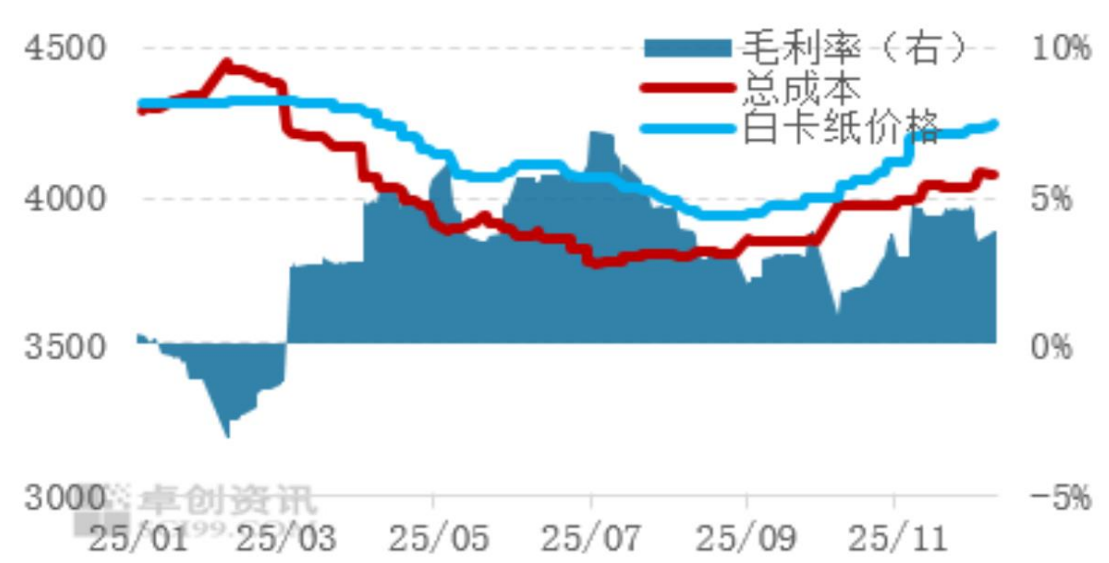
➤ 白卡纸作为首选赛道，有望周期底部反转。1) 白卡纸基本面向好。盈利方面，8月底以来白卡纸价格与成本变化相比较，纸价涨势较为明显，毛利率整体呈现回升趋势。根据卓创数据，依照进口浆价进行成本以及毛利核算，截至12月11日，白卡纸毛利率为 -6.31%，较8月底增加5.68个百分点，整体仍处于亏损状态。目前国内白卡纸企业在原料方面的国产替代化不断提升，尤其是新上产能普遍配套化机浆以及阔叶浆产线，成本优势较为明显。考虑当前国内市场总体情况，在各浆种中市场化机浆基本实现自给，阔叶浆及针叶浆仍存在进口需求，因此按照国产化机浆替代进口化机浆进行成本及毛利率进行核算，不考虑其他浆种替换的情况下，8月底以来白卡纸毛利率整体在0.98%-4.84%，行业整体处于微利状态。

2025年白卡纸成本及毛利率(按进口浆)



资料来源：卓创数据，华安证券研究所

2025 年白卡纸成本及毛利率(按部分国产浆)

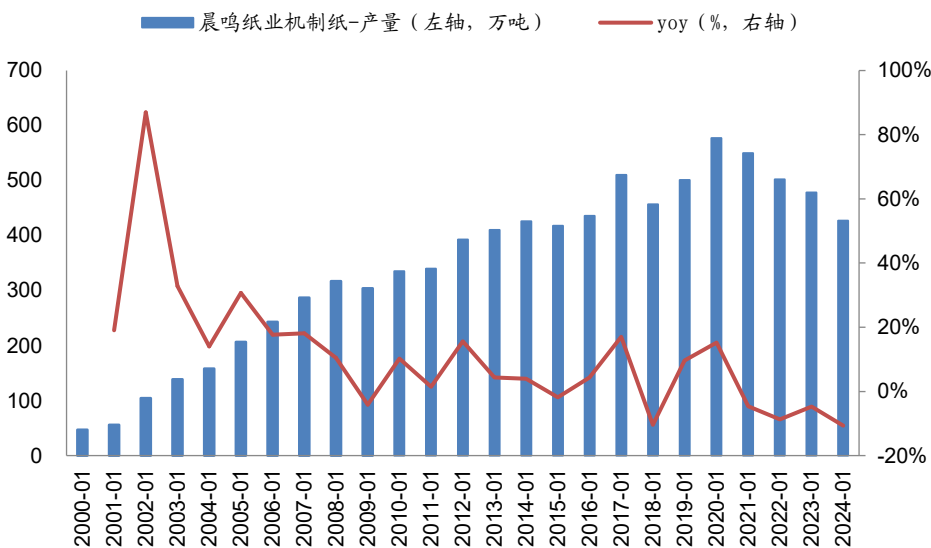


资料来源：卓创数据，华安证券研究所

# 1.1白卡纸有望周期底部反转

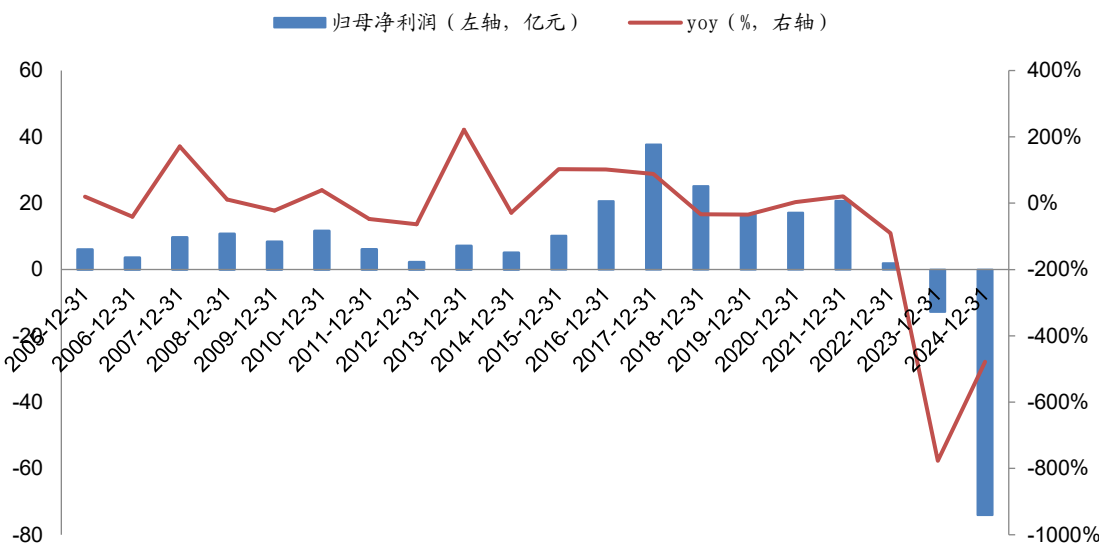
➤ 白卡纸作为首选赛道，有望周期底部反转。2) 晨鸣纸业停产，行业供需有望好转。2024年11月起，晨鸣纸业为减少亏损对生产基地实施限产、停产，涉及浆纸产能约703万吨，占其总产能的71.7%；其中，白卡纸产能共计205万吨。截至2025年12月，晨鸣纸业五大基地中，寿光基地、吉林基地已全面复工复产，黄冈基地和江西基地二厂正常生产，江西基地一厂、湛江基地仍处于停机检修状态。晨鸣纸业共有三条白卡纸产线，江西二厂主要生产扑克卡，盈利稳定；寿光四厂计划生产高附加值的铜版卡、游戏卡、食品卡等，进一步提高盈利能力；湛江四厂待复工复产后，主要通过降低自制浆成本、提高生产效率等措施压降成本，提升盈利空间。

晨鸣纸业机制纸产量



资料来源：Wind，华安证券研究所

晨鸣纸业归母净利润



资料来源：Wind，华安证券研究所

## 1.2博汇纸业：解决同业竞争问题在即，盈利弹性有望加速释放

➤ 2025年9月底完成员工持股计划股份购买，锁定期于2026年9月到期。公司于2025年8月发布《领航者员工持股计划（草案）》，涉及员工范围为公司董事长林新阳、总经理刘继春等核心管理人员，拟持有股份数占公司总股本的4.49%；发布《奋斗者员工持股计划（草案）》，涉及员工范围为公司监事、高级管理人员、核心技术/业务人员和其他员工，拟持有股份数占公司总股本的2.99%；两项员工持股计划考核目标均为2025年公司纸制品总销量不低于470万吨。2025年9月底，公司完成领航者与奋斗者员工持股计划股份购买，成交价分别为4.83元/股、4.88元/股，锁定期自2025年9月26日起12个月，即2026年9月到期；自员工持股计划锁定期届满之日起每12个月内，领航者计划和奋斗者计划减持的股份总数合计不超过公司股份总数的1%。

博汇纸业领航者员工持股计划

| 姓名           | 职务         | 拟持有份额上限对应的标的股票数量（万股） | 拟持有份额占本员工持股计划比例 |
|--------------|------------|----------------------|-----------------|
| 林新阳          | 董事长        |                      |                 |
| 刘继春          | 董事兼总经理     |                      |                 |
| 王乐祥          | 董事         |                      |                 |
| 魏同秋          | 董事兼财务总监    | 1,730.00             | 28.83%          |
| 卫永清          | 副总经理兼董事会秘书 |                      |                 |
| 核心管理人员（45 人） |            | 3,080.00             | 51.33%          |
| 预留           |            | 1,190.00             | 19.83%          |
| 合计           |            | 6,000.00             | 100.00%         |

资料来源：博汇纸业公司公告，华安证券研究所

博汇纸业奋斗者员工持股计划

| 姓名                    | 职务    | 拟持有份额上限对应的标的股票数量（万股） | 拟持有份额占本员工持股计划比例 |
|-----------------------|-------|----------------------|-----------------|
| 卢永强                   | 副总经理  |                      |                 |
| 徐善彬                   | 副总经理  |                      |                 |
| 程晨                    | 监事会主席 | 640                  | 15.99%          |
| 蒋道军                   | 监事    |                      |                 |
| 向开均                   | 监事    |                      |                 |
| 核心技术/业务人员和其他员工（195 人） |       | 2,582.00             | 64.50%          |
| 预留                    |       | 781                  | 19.51%          |
| 合计                    |       | 4,003.00             | 100.00%         |

资料来源：博汇纸业公司公告，华安证券研究所

# 1.2博汇纸业：解决同业竞争问题在即，盈利弹性有望加速释放

➤ 金光纸业将在2026年9月前解决同业竞争问题。公司于2020年8月发布《要约收购报告书》，金光投资在白纸板、双胶纸业务上与博汇纸业存在同业竞争情况，为避免未来与上市公司之间产生同业竞争，金光出具了《关于避免同业竞争的承诺函》，将在收购完成后6年内（即2026年9月前）逐步解决与上市公司之间部分业务存在的同业竞争问题。目前，金光投资在白纸板方面的资产包括宁波中华、亚洲浆和金桂浆，合计白卡纸产能约400万吨（为当前博汇纸业白卡纸产能2倍）；在双胶纸方面的资产为金华盛，双胶纸产能约30万吨。

## 《关于避免同业竞争的承诺函》内容

| 序号 | 承诺内容                                                                                                                                         |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | 本公司将保持中立地位，不损害上市公司以及上市公司其他股东的权益。                                                                                                             |
| 2  | 本公司将结合自身业务、上市公司的实际情况以及所处行业特点与发展状况，履行相关决策程序，根据相关业务资产是否符合盈利性及资产注入条件，在收购完成后6年内逐步解决与上市公司之间部分业务存在的同业竞争问题。                                         |
| 3  | 本次收购完成后，如本公司及本公司实际控制的其他企业获得的且可能与上市公司构成同业竞争的新业务的商业机会，将优先将上述新业务的商业机会提供给上市公司；若此类新业务尚不具备转移给上市公司的条件，则本公司将在此类新业务具备注入上市公司的条件时，以合理的商业条件推动相关业务注入上市公司。 |
| 4  | 本公司作为纸业行业龙头，资信良好，履约风险较低。若本公司未能按时履行上述承诺，本公司将对上市公司所受到的实际损失依法履行赔偿责任，同时将持续优化相关业务资产使其符合注入条件并注入上市公司。                                               |

资料来源：博汇纸业公司公告，华安证券研究所

# 1.2博汇纸业：解决同业竞争问题在即，盈利弹性有望加速释放

➤ 若实现整合，博汇纸业盈利能力将明显提升。2024年，金光纸业工业用纸收入为342.83亿元，毛利率为12.99%；博汇纸业白纸板收入为115.42亿元，毛利率为9.37%；若扣除博汇纸业白纸板收入后金光纸业的工业用纸收入为227.41亿元，毛利率为14.83%。金光纸业工业用纸和文化纸体量规模大、出口占比高、原材料自给率高，毛利率优于博汇纸业。若金光纸业的白纸板和双胶纸业务注入博汇纸业体内，博汇纸业的收入体量和盈利能力有望明显提升。

金光纸业与博汇纸业白卡纸业务情况

|              | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 博汇纸业-白卡纸业务   |         |         |         |         |         |         |         |
| 收入（亿元）       | 65.22   | 78.83   | 110.08  | 125.08  | 131.02  | 119.41  | 115.42  |
| 成本（亿元）       | 53.77   | 66.37   | 85.58   | 89.81   | 113.16  | 106.37  | 104.61  |
| 毛利率（%）       | 17.55%  | 15.81%  | 22.26%  | 28.20%  | 13.63%  | 10.92%  | 9.37%   |
| 销量（万吨）       | 134.03  | 175.93  | 226.96  | 225.75  | 255.47  | 279.69  | 289.50  |
| 单价（元/吨）      | 4865.77 | 4480.69 | 4850.24 | 5540.80 | 5128.55 | 4269.42 | 3986.95 |
| 金光纸业-工业用纸业务  |         |         |         |         |         |         |         |
| 收入（亿元）       | 156.36  | 163.4   | 246.59  | 364.44  | 371.36  | 347.52  | 342.83  |
| 毛利率（%）       | 21.74%  | 25.22%  | 31.97%  | 32.01%  | 16.57%  | 14.03%  | 12.99%  |
| 成本（亿元）       | 122.37  | 122.19  | 167.76  | 247.78  | 309.83  | 298.76  | 298.30  |
| 销量（万吨）       | 361.87  | 407     | 523.68  | 641     | 760     | 830     | /       |
| 单价（元/吨）      | 4320.89 | 4014.74 | 4708.79 | 5685.49 | 4886.32 | 4186.99 | /       |
| 金光纸业-扣除博汇纸业后 |         |         |         |         |         |         |         |
| 收入（亿元）       | 156.36  | 163.40  | 136.51  | 239.36  | 240.34  | 228.11  | 227.41  |
| 成本（亿元）       | 122.37  | 122.19  | 167.76  | 157.97  | 196.66  | 192.39  | 193.69  |
| 毛利率（%）       | 21.74%  | 25.22%  | 31.97%  | 34.00%  | 18.17%  | 15.66%  | 14.83%  |
| 销量（万吨）       | 361.87  | 407     | 296.72  | 415.25  | 504.53  | 550.31  | /       |
| 单价（元/吨）      | 4320.89 | 4014.74 | 4600.60 | 5764.15 | 4763.66 | 4145.09 | /       |

资料来源：金光纸业债券评级报告，金光纸业审计报告，博汇纸业公司公告，Wind，华安证券研究所

## 1.2博汇纸业：解决同业竞争问题在即，盈利弹性有望加速释放

➤ 产能有序扩张，盈利弹性有望加速释放。产能层面，公司未来预计新增100万吨高档包装纸板产能（江苏盐城，在建中）、150万吨高档包装纸板产能（山东淄博，预计于2029年竣工）、80万吨高档特种纸板产能（20万吨全木浆零塑纸杯、年产40万吨高档白卡纸以及年产20万吨烟卡纸，预计于2026年竣工）、32万吨化学浆产能（扩建），有望持续为业绩贡献增量。

博汇纸业产能计划

| 投产项目                          | 投资金额    | 时间       | 新增产能                                     | 投产时间  |
|-------------------------------|---------|----------|------------------------------------------|-------|
| 建设15万吨石膏护面纸项目                 | 2.26亿元  | 2007年    | 15万吨石膏护面纸                                | 2008年 |
| 建设9.5万吨化学木浆技改工程               | 4.32亿元  | 2007年    | 9.5万吨化学木浆                                | 2008年 |
| 年产35万吨高档包装纸项目                 | 18.39亿元 | 2008年    | 35万吨涂布白卡纸                                | 2010年 |
| 年产75万吨高档包装纸板工程项目              | 30.86亿元 | 2010年    | 75万吨涂布白卡纸                                | 2013年 |
| 年产14万吨文化纸项目（恢复生产）             | -       | -        | 14万吨文化纸                                  | 2018年 |
| 二期年产75万吨高档包装纸板项目              | 32.31亿元 | 2017年    | 75万吨涂布白卡纸                                | 2019年 |
| 年产50万吨高档牛皮箱板纸项目和年产50万吨高强瓦楞纸项目 | 23.36亿元 | 2017年    | 50万吨高档牛皮箱板纸，50万吨高强瓦楞纸                    | 2019年 |
| 年产45万吨高档信息用纸项目                | 17.19亿元 | 2019年    | 45万吨静电复印纸                                | 2022年 |
| 三期年产100万吨高档包装纸板及其配套项目         | 38.33亿元 | 2021年2月  | 100万吨高档包装纸板                              | -     |
| 年产80万吨高档特种纸板扩建项目              | 27.85亿元 | 2022年10月 | 80万吨高档特种纸板（全木浆零塑纸杯纸、高端社会卡纸、烟卡纸）          | -     |
| 年产80万吨高档特种纸扩建项目               | 32.26亿元 | 2024年6月  | 80万吨高档特种纸（20万吨全木浆零塑纸杯、40万吨高档白卡纸、20万吨烟卡纸） | -     |
| 年产32万吨化学浆项目                   | 17亿元    | 2025年12月 | 32万吨化学浆                                  | -     |
| 年产150万吨高档包装纸板项目               | -       | 2027年    | 150万吨高档包装纸板                              | -     |

资料来源：iFinD，博汇纸业公告，中华人民共和国自然资源部，中国造纸杂志社，华安证券研究所

# 目录

1

造纸：拐点将至，格局为首要逻辑

2

包装：行业整合加速，二片罐盈利有望改善

3

烟草：长牛赛道，逐步配置

4

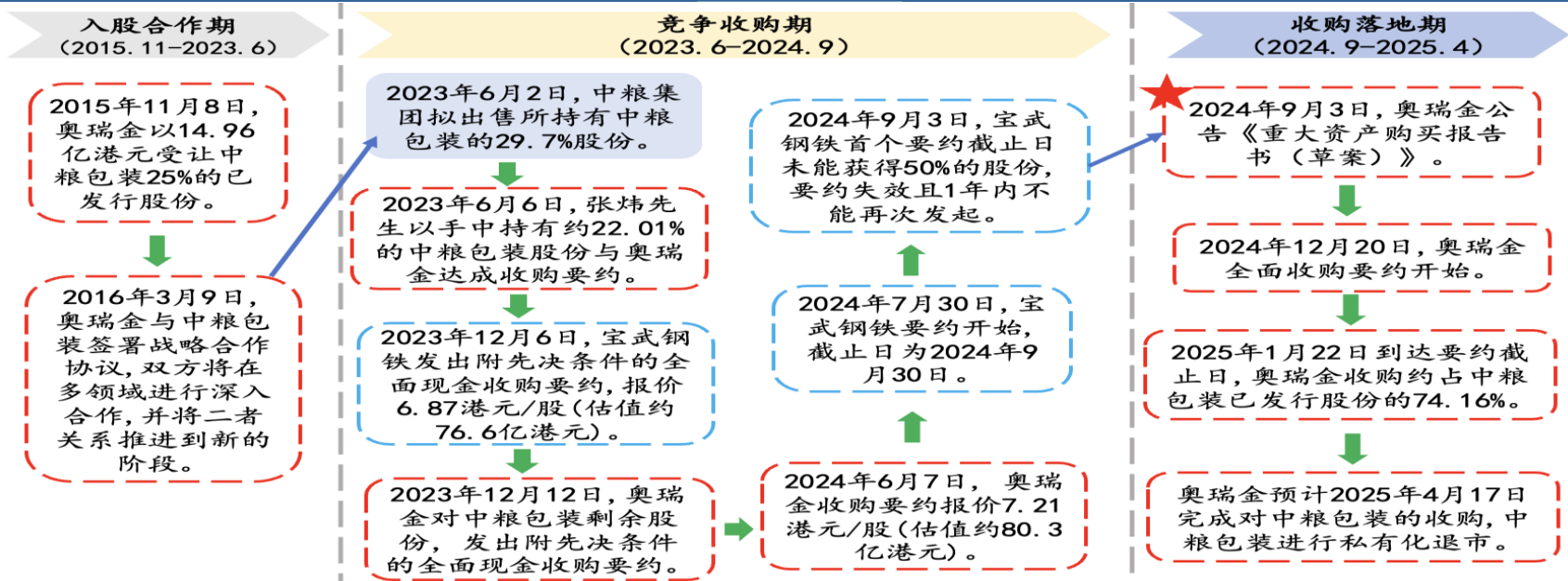
家居：美国开启降息，关注家居出口标的

➤ **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。

## 2.1 行业整合加速，二片罐盈利有望改善

➤ **奥瑞金收购中粮包装，并购迎来落地。**奥瑞金收购中粮包装整体分为三个阶段。一是入股合作期，奥瑞金收购中粮起源于2015年11月，以14.96亿港元受让中粮包装25%的股份。此后，双方签署战略合作协议，加强多领域的合作。二是竞争收购期，2023年6月2日，中粮集团发布拟出售中粮包装29.7%股份的消息。根据奥瑞金公告，同年6月6日就与其他股东达成约22.01%的股份收购要约。而同年12月，宝武钢铁以报价6.87港元/股发出全面现金收购要约。随后奥瑞金也发布了全面收购要约，但报价于2024年6月7日提出，为7.21港元/股。2024年9月3日，随着宝武钢铁未获得50%股份，要约失效，奥瑞金成为了最后的买家。三是收购落地期，截至2025年4月22日，奥瑞金已完成以现金方式收购中粮包装全部已发行股份，2025年4月22日9时起，中粮包装股份正式撤销于香港联交所的上市地位，从香港联交所退市。

### 奥瑞金收购中粮包装历程



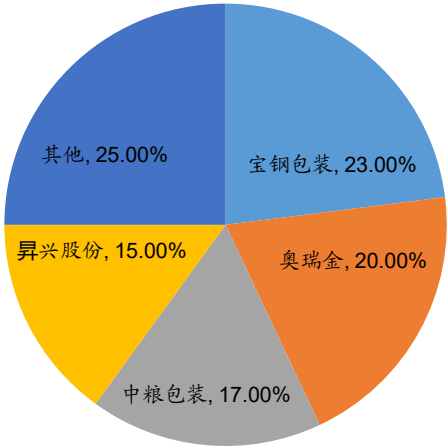
资料来源：奥瑞金官网，东方财富网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2.1 行业整合加速，二片罐盈利有望改善

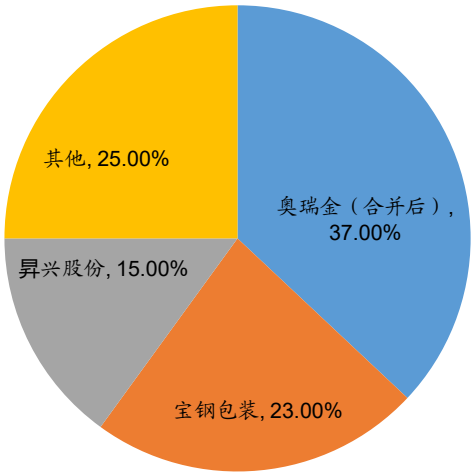
➤ 并购后，奥瑞金成为二片罐领域龙头。根据观研天下数据，2023年，二片罐市场主要集中在宝钢包装、奥瑞金、中粮包装、昇兴股份等头部企业，以产能口径计算，2023年市场占有率分别为23%、20%、17%、15%。据此测算，在奥瑞金成功合并中粮包装后，奥瑞金产能的市场占有率达到37%，居二片罐市场份额第一。随着二片罐市场份额进一步向头部企业集中，头部公司的议价能力与盈利能力有望提升，二片罐行业在提价趋势下有望迎来困境反转。

2023年按产能计中国二片罐企业市场占有率 (%)



资料来源：观研天下，华安证券研究所

2023年合并后按产能计中国二片罐企业市场占有率 (%)

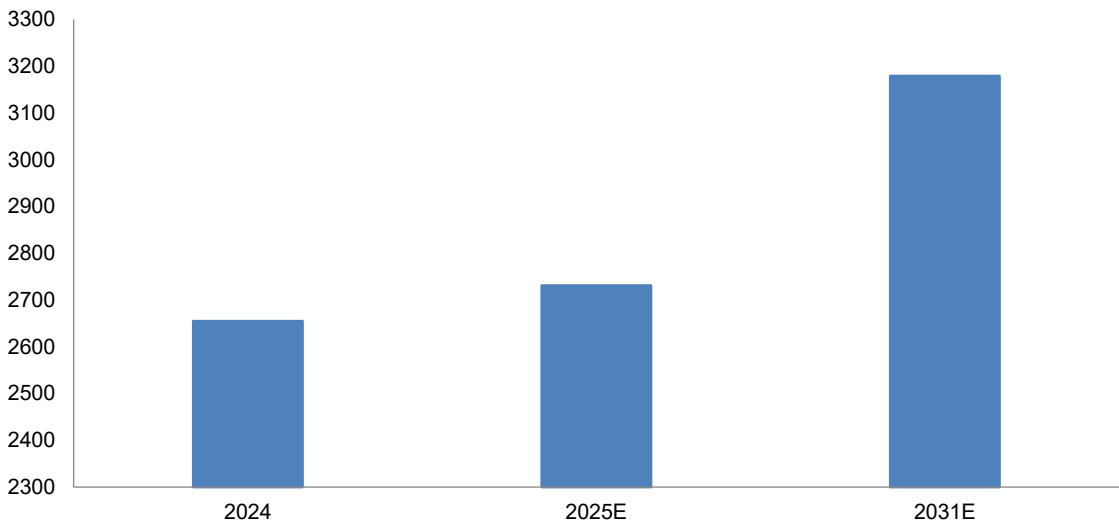


资料来源：观研天下，华安证券研究所

## 2.1 行业整合加速，二片罐盈利有望改善

➤ **金属包装海外市场前景广阔。**根据恒州诚思调研统计，2024年全球二片罐市场规模为2654.72亿元，未来二片罐市场将保持平稳增长态势。根据恒州诚思预计，到2031年全球二片罐市场规模将达3179亿元，2025-2031年的CAGR为3%。从应用方面来看，啤酒是最大的下游市场，约占57%的份额。根据Grand View Research的数据显示，2024年全球啤酒市场规模为8393亿美元，预计到2030年将达到12483亿美元，2025-2030年的CAGR将达6.8%。从包装形式来看，Grand View Research预计罐装啤酒市场规模在2025-2030年会以7.2%的CAGR增长，轻量化设计使其成为户外活动、社交聚会和旅行场景的首选。啤酒市场的增长也将间接推动二片罐市场的发展，国内金属包装企业出海存在较大机遇。

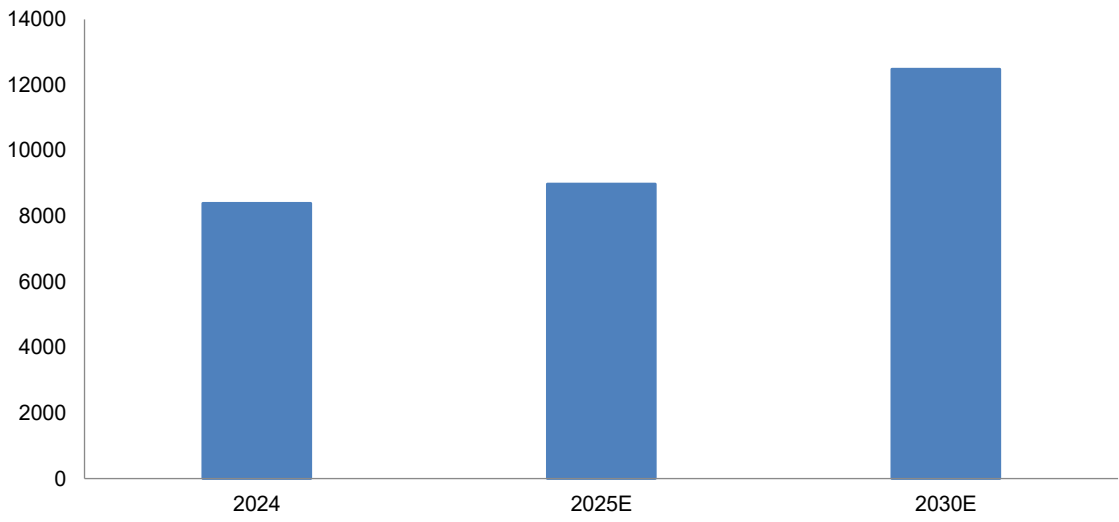
全球二片罐市场规模（亿元）



资料来源：恒州诚思，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

全球啤酒市场规模（亿美元）

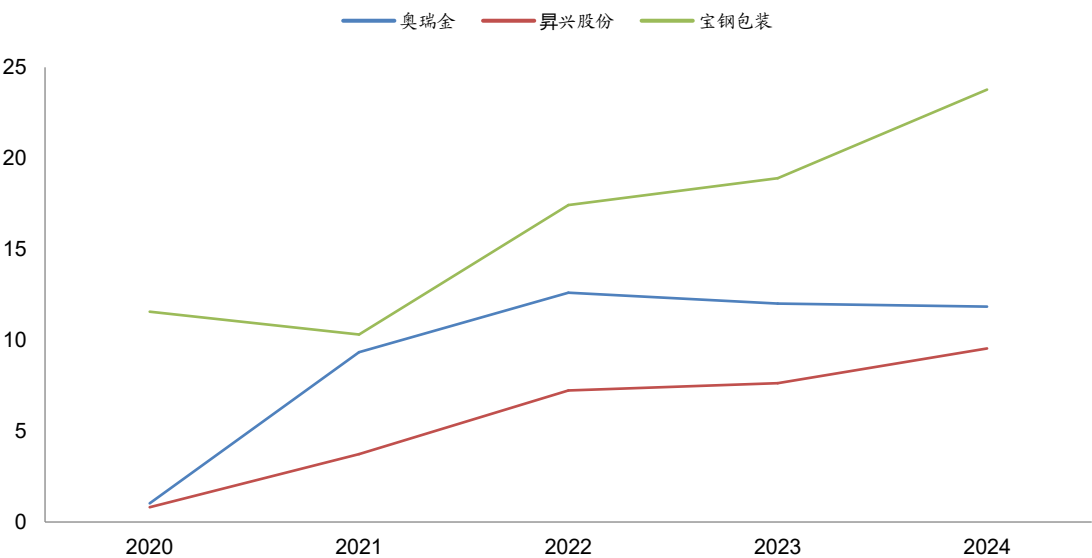


资料来源：Grand View Research，华安证券研究所

## 2.1行业整合加速，二片罐盈利有望改善

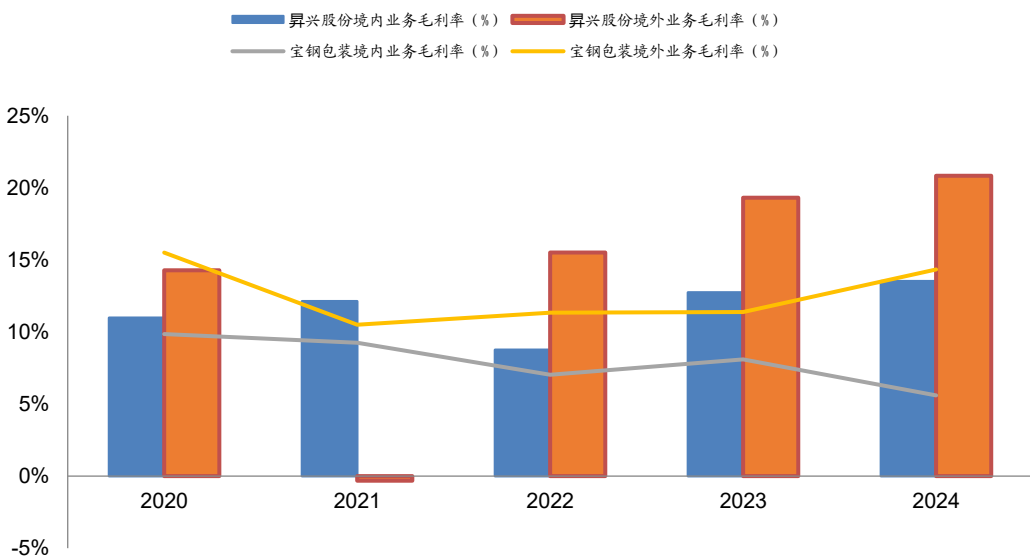
➤ 头部企业境外营业收入稳步提升，境外毛利率表现亮眼。2020-2024年，奥瑞金、昇兴股份和宝钢包装的境外营业收入不断上升，CAGR分别为84.26%/85.12%/19.74%。2024年，奥瑞金/昇兴股份/宝钢包装的境外收入分别为11.84亿元/9.54亿元/23.77亿元，同比-1.39%/+25.01%/+25.78%，分别占到公司总收入的8.66%/13.38%/28.58%。头部金属包装企业境外业务毛利率也显著高于境内业务。2024年，昇兴股份境外业务毛利率为20.84%，较境内业务毛利率+7.32pct；宝钢包装境外业务毛利率为14.33%，较境内业务毛利率+8.73pct。高的境外毛利率也促使企业加快出海步伐，境外业务将在未来成为企业营收的重要支撑。

头部金属包装企业境外业务收入（亿元）



资料来源：iFind，华安证券研究所

头部金属包装企业境内外毛利率（%）



资料来源：iFind，华安证券研究所

## 2.2奥瑞金： 并购与创新并举， 业务版图稳健扩张

➤ 深耕行业三十余年，为中国金属包装行业领军者。公司以三片罐业务起家，为中国红牛罐主供应商，2012年拓展二片罐业务，2014年进军灌装业务，2022年加快多元化布局，推出自有品牌快消品（犀旺功能饮料、预制菜等）、上马新能源项目、探索海外市场，2025年并购中粮包装成功落地。

### 奥瑞金主营业务情况

| 业务  | 制造基地                                              | 产品用途                                                                | 主要客户                                                           |
|-----|---------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| 三片罐 | 12家生产制造基地，布局北京、天津、河北、山东、江苏、湖北、浙江、四川、福建、广东、海南、黑龙江。 | 功能饮料、植物蛋白饮料、乳饮料、果蔬汁、即饮茶饮料、即饮咖啡、配方奶粉、啤酒、番茄酱、调味品、水果罐头、海鲜罐头、肉罐头、冲调饮品等。 | 红牛、战马、东鹏特饮、体质能量、达利园、健力宝、北冰洋、冰峰、飞鹤、伊利、蒙牛、燕之屋、君乐宝、露露、旺旺等。        |
| 二片罐 | 14家生产制造基地，布局浙江、广东、广西、山东、陕西、湖北。                    | 啤酒、碳酸饮料、功能饮料、植物蛋白饮料、植物饮料、果醋饮料、果蔬汁饮料、预调鸡尾酒、即饮茶饮料、即饮咖啡、调味品、含乳饮料等。     | 百威啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、雪花啤酒、珠江啤酒、元气森林、可口可乐、百事可乐、达能、安利、统一、日加满、爱洛星、加多宝等。 |
| 灌装  | 3家生产制造基地，遍布湖北、辽宁、云南等地区。                           | 碳酸饮料、茶饮料、果汁饮料、植物饮料、含乳饮料、保健类等饮料等。                                    | 安利、加多宝、达能、东鹏特饮、日加满、统一等。                                        |

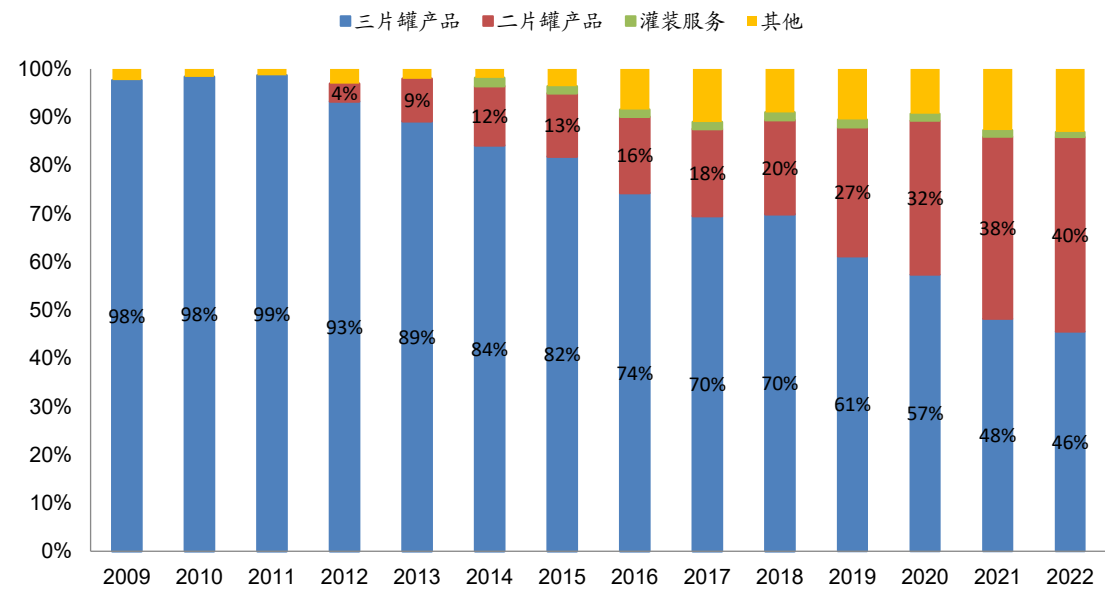
资料来源：奥瑞金官网，奥瑞金公司公告，华安证券研究所（截至2024年年底）

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2.2奥瑞金：并购与创新并举，业务版图稳健扩张

- ▶ 三片罐提供基本盘，二片罐占比持续提升。2009-2022年，公司三片罐收入由12.69亿元增长至64.09亿元，CAGR为13%，收入占比由98%下降至46%。公司于2012年自建第一家二片罐厂，并伴随收购波尔亚太等，二片罐业务规模和收入占比持续提升。2012-2022年，公司二片罐收入由1.29亿元增长至56.68亿元，CAGR为46%，收入占比由4%提升至40%。
- ▶ 三片罐毛利率高且稳定，二片罐提供利润弹性。公司三片罐毛利率高于二片罐毛利率，2022年三片罐/二片罐毛利率分别为22%/3%，三片罐/二片罐对毛利的贡献分别为83%/9%。

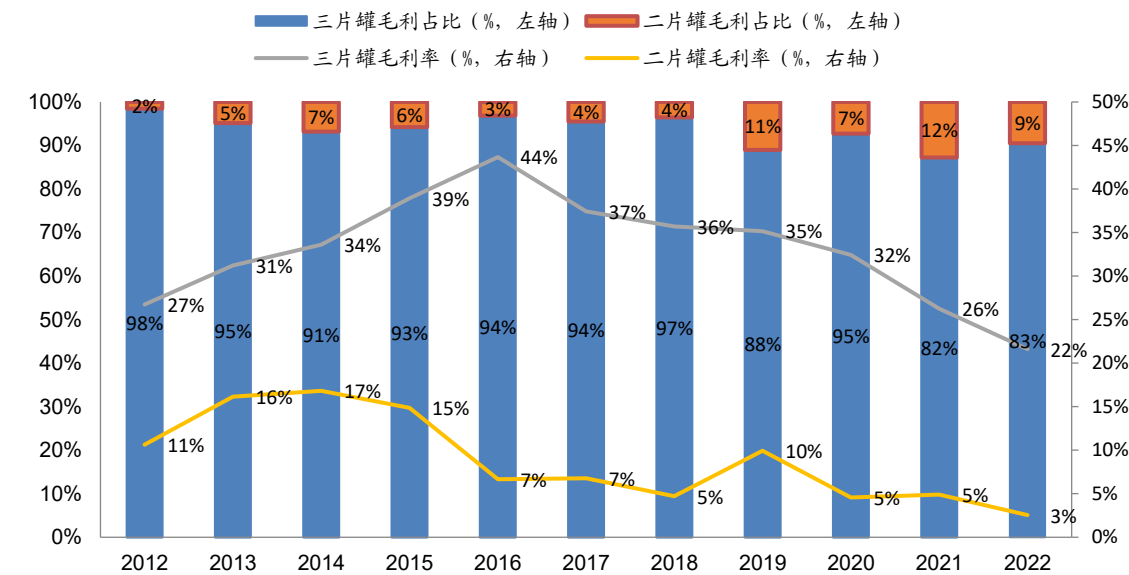
2009-2022年公司分产品收入占比



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

2009-2022年公司分产品毛利占比

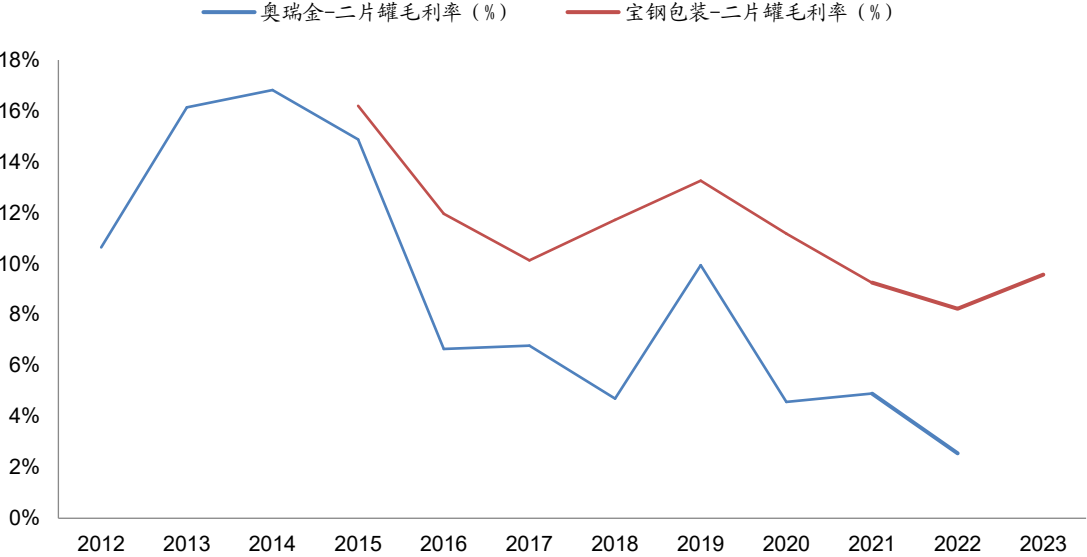


资料来源：Wind，华安证券研究所

## 2.2奥瑞金：并购与创新并举，业务版图稳健扩张

➤ 规模扩张及整合增效，二片罐业务盈利能力有望提升。公司当前二片罐业务毛利率较低，2022年二片罐业务毛利率为2.22%，明显低于同行业核心竞争对手（2023年宝钢包装二片罐业务毛利率为9.57%，2024年波尔/皇冠控股毛利率分别为20.70%/17.72%）。随着二片罐市场份额进一步集中，公司的议价能力与盈利能力有望提升。未来，二片罐市场将成为公司主要利润增长点，一方面，公司将结合下游市场需求、主要客户的产能布局及潜在客户挖掘机会等多方面因素，通过规模的扩张，进一步强化公司市场竞争地位，进而提高公司产品议价能力；另一方面，公司将持续优化二片罐细分业务布局，推进业务整合，开展降本增效、精益生产等工作。

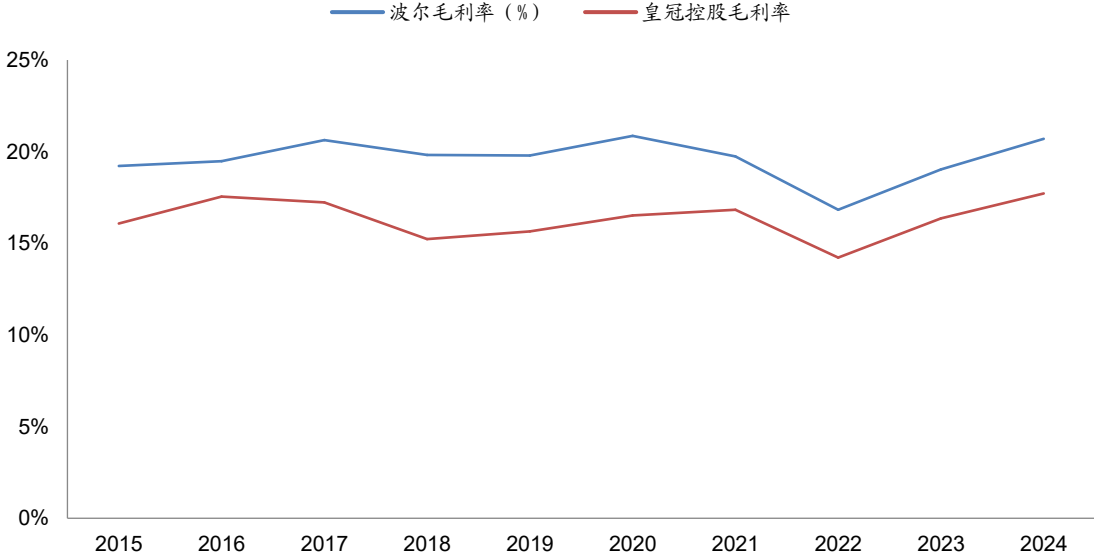
奥瑞金与宝钢包装二片罐业务毛利率对比（%）



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

波尔与皇冠控股毛利率情况（%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

## 2.2奥瑞金：并购与创新并举，业务版图稳健扩张

➤ 高度重视海外增长机会，2025年加快海外生产线建设。2021年，奥瑞金收购澳洲Jamestrong公司，获得标的公司在澳洲拥有的6家制罐工厂和1家制盖工厂，扩大了在澳洲市场的产能布局。同时，Jamestrong在澳洲拥有亨氏（Heinz）、联合利华（Unilever）、辛莱特（Synlait）等国际知名食品、日化行业企业客户，收购进一步优化了奥瑞金的客户资源与销售渠道。奥瑞金也一直与中粮包装进行合作，在欧洲投资制罐公司，积极拓展欧洲市场。2025年，面临国内二片罐产能结构性过剩的局面，奥瑞金积极开展海外生产线的布局，拟在泰国和哈萨克斯坦建立二片罐生产线。两条产线的规划年产能分别为7亿罐/年和9亿罐/年，预计于2026-2027年具备量产能力，这将为奥瑞金海外业务拓展打下产能基础。

### 奥瑞金出海项目

| 时间    | 出海目的地       | 产线/产能规划                                   | 项目投资额       | 建设周期                        | 公司主要客户                                                        |
|-------|-------------|-------------------------------------------|-------------|-----------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 2021年 | 澳大利亚<br>新西兰 | 收购的标的公司Jamestrong在澳大利亚和新西兰拥有6家制罐工厂和1家制盖工厂 | 40,016.28万元 | /                           | 红牛、战马、东鹏特饮、安利、统一、体质能量、百威啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、雪花啤酒、珠江啤酒、加多宝、可口可乐、百事可乐等 |
| 2025年 | 泰国          | 项目预计配套一条二片罐生产线，规划年产能7亿罐。                  | 44,160万元    | 项目建设期12个月，预计2026年9月具备量产能力   |                                                               |
| 2025年 | 哈萨克斯坦       | 项目预计配套一条二片罐生产线，规划年产能9亿罐                   | 64,652万元    | 项目建设期18个月，预计2027年第一季度具备量产能力 |                                                               |

资料来源：奥瑞金公司公告，iFinD，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

造纸：拐点将至，格局为首要逻辑

2

包装：行业整合加速，二片罐盈利有望改善

3

烟草：长牛赛道，逐步配置

4

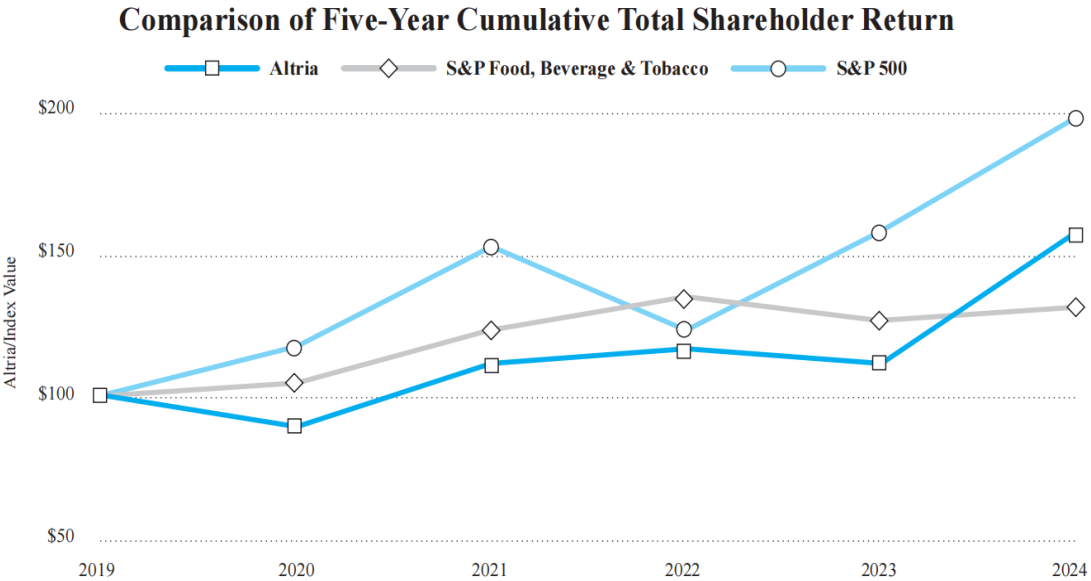
家居：美国开启降息，关注家居出口标的

➤ **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。

### 3.1 长牛赛道，逐步配置

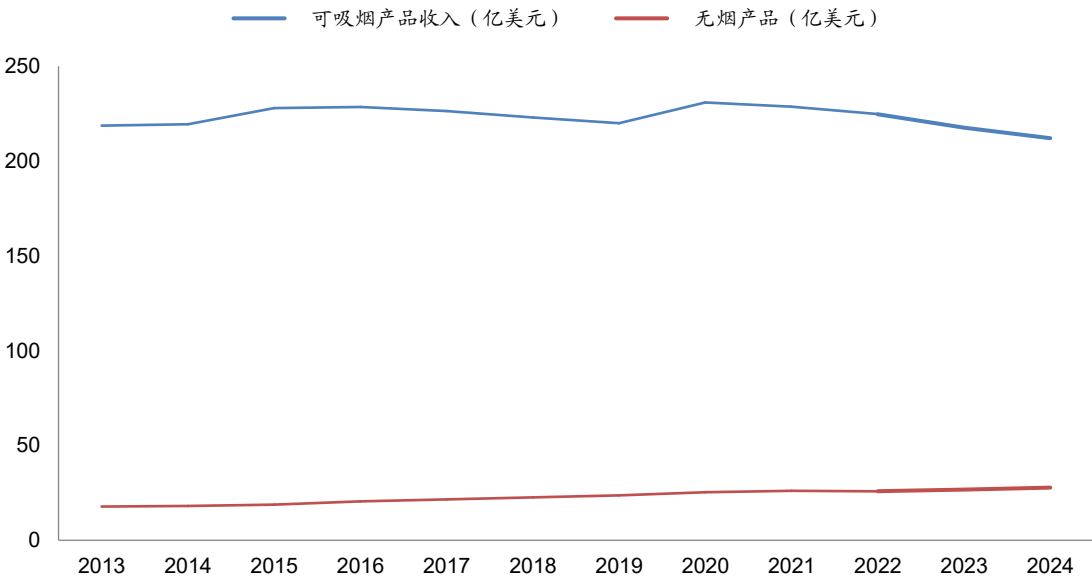
➤ **奥驰亚股价实现穿越周期增长。**2013-2024年，奥驰亚可吸烟产品的出货量由1305.1亿支下降至703.36亿支，以每年3%-5%的速度下降。而可吸烟产品的营业收入由218.68亿美元下降至212.04亿美元，并未出现较大幅度的下滑。奥驰亚强大的定价权在维持其营业收入稳定方面发挥了巨大的作用，公司通过每年数次提价，轻松抵消了销量下滑带来的负面影响，确保了营收和利润的稳定增长。奥驰亚通过对美国无烟烟草公司和哥本哈根等品牌的收购和整合，使得无烟烟草领域成为新的增长点，部分弥补了香烟销量的下滑。奥驰亚旗下的口服尼古丁袋品牌“on!”增长迅速，2024年全年出货量上涨40.2%，第四季度上涨44.4%，已成为美国市场的领导者之一，未来将成为助力奥驰亚EPS增长的重要原因。

奥驰亚与S&P 500 回报率比较



资料来源：奥驰亚官网，华安证券研究所

奥驰亚可吸烟产品和无烟产品营业收入

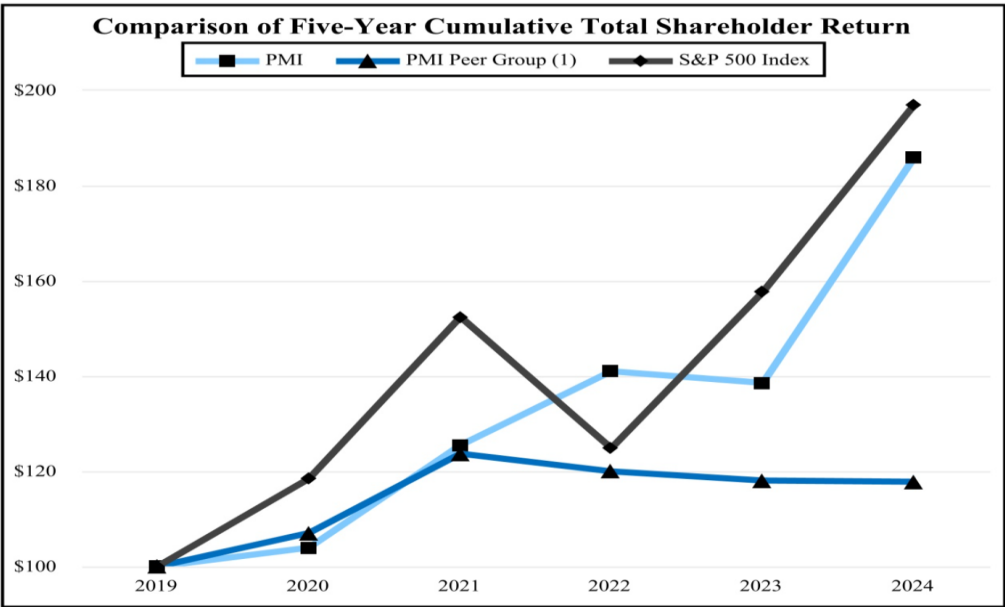


资料来源：奥驰亚官网，华安证券研究所

### 3.1 长牛赛道，逐步配置

➤ 稳定的业绩增长和高股息是推动菲莫国际股价上涨的两大重要因素。以菲莫国际为例，2009/1/1至2024/12/31，菲莫国际的股价收益率为499%，期间，公司的EPS CAGR为0.71%，每股股利 CAGR为5.79%。分四大因素来看，估值贡献/盈利贡献/分红贡献/股本贡献分别为24%/35%/26%/15%，稳定的业绩增长和高股息是推动菲莫国际股价上涨的两大重要因素。从股息层面看，烟草公司现金流较好，可以提供稳定的股利，菲莫国际自2008年上市以来，每年都在增加年度股息，累计增长193.5%，年复合增长率为6.6%。从EPS层面看，自1982年以来，美国香烟销量持续下降，香烟行业主要通过提高价格来维持收入规模，除此之外，PMI还通过区域扩展和产品创新来驱动收入增长。

PMI与S&P 500 回报率比较



资料来源：PMI公告，华安证券研究所

菲莫国际年度股息



资料来源：PMI官网，华安证券研究所

### 3.1进攻属性：区域和品类多元化推动EPS增长

➤ 烟草的进攻属性：烟草公司通过区域和品类多元化持续推动EPS增长。以PMI为例，2016年以前，由区域扩展贡献PMI EPS核心增量。自上市以来，PMI来自亚洲/拉丁美洲和加拿大的收入占比由2008年的19.7%/5.0%提升至2016年的28.7%/8.4%，而PMI来自欧盟的收入占比由2008年的45.40%下降至2016年的35.80%。2016年以后，由RRP系列贡献PMI EPS核心增量。PMI自2005年就开始启动IQOS研发项目，于2014年在日本推出IQOS产品，2016年以来，PMI的业绩增长主要由RRP系列贡献。此外，受益于电子烟的高科技属性，产品利润率较高，且电子烟税率低于传统卷烟，经我们的测算2016和2017年PMI RRP系列税率仅为0.8%和5.1%，RRP系列产量放量带动PMI综合税率即使是在各国加征烟草税的背景下仍实现边际下降，为PMI进一步释放净收入与毛利空间。

2016年以来，PMI的收入、成本和税金情况（亿美元）

|        | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2016-2024CAGR |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 收入     | 74,953 | 78,098 | 79,823 | 77,921 | 76,047 | 82,223 | 80,720 | 84,578 | 89,441 | 2.23%         |
| 成本     | 9,391  | 10,432 | 10,758 | 10,513 | 9,569  | 10,030 | 11,402 | 12,893 | 13,329 | 4.47%         |
| 税金     | 48,268 | 49,350 | 50,198 | 48,116 | 47,353 | 50,818 | 48,958 | 49,404 | 51,563 | 0.83%         |
| 税后收入   | 26,685 | 28,748 | 29,625 | 29,805 | 28,694 | 31,405 | 31,762 | 35,174 | 37,878 | 4.48%         |
| 可燃产品收入 | 25,952 | 25,107 | 25,529 | 24,218 | 21,867 | 22,067 | 21,572 | 22,334 | 23,218 | -1.38%        |
| RRP收入  | 733    | 3640   | 4096   | 5587   | 6827   | 9115   | 9919   | 12,534 | 14,327 | 45.00%        |
| 毛利     | 17,294 | 18,316 | 18,867 | 19,292 | 19,125 | 21,375 | 20,360 | 22,281 | 24,549 | 4.48%         |
| 税率     | 64.40% | 63.20% | 62.90% | 61.70% | 62.30% | 61.80% | 60.65% | 58.41% | 57.65% |               |
| 毛利率    | 23.10% | 23.50% | 23.60% | 24.80% | 25.10% | 26.00% | 25.22% | 26.34% | 27.45% |               |

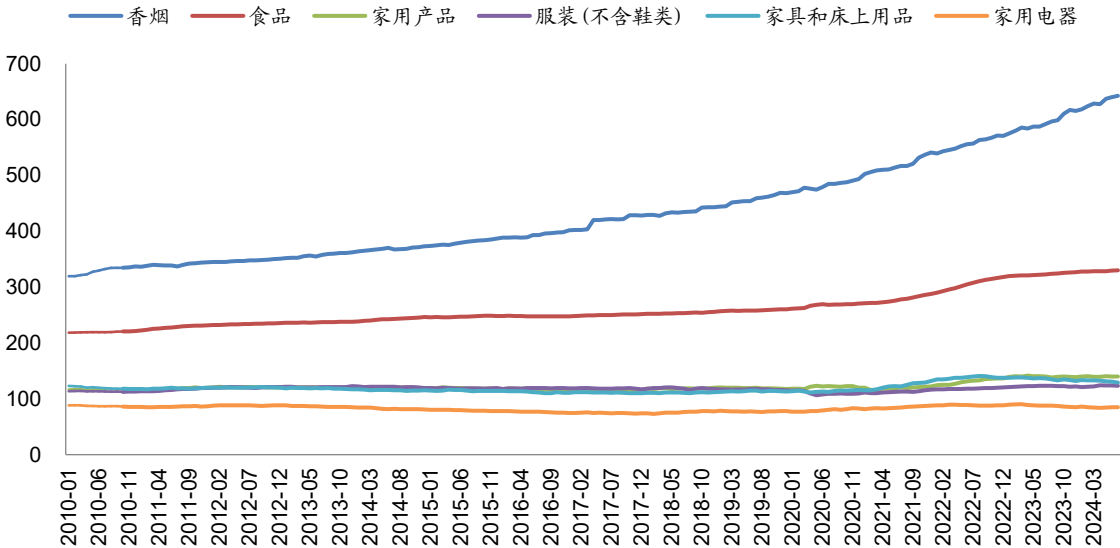
资料来源：PMI公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

# 3.1 防守属性：需求刚性，逆周期属性强

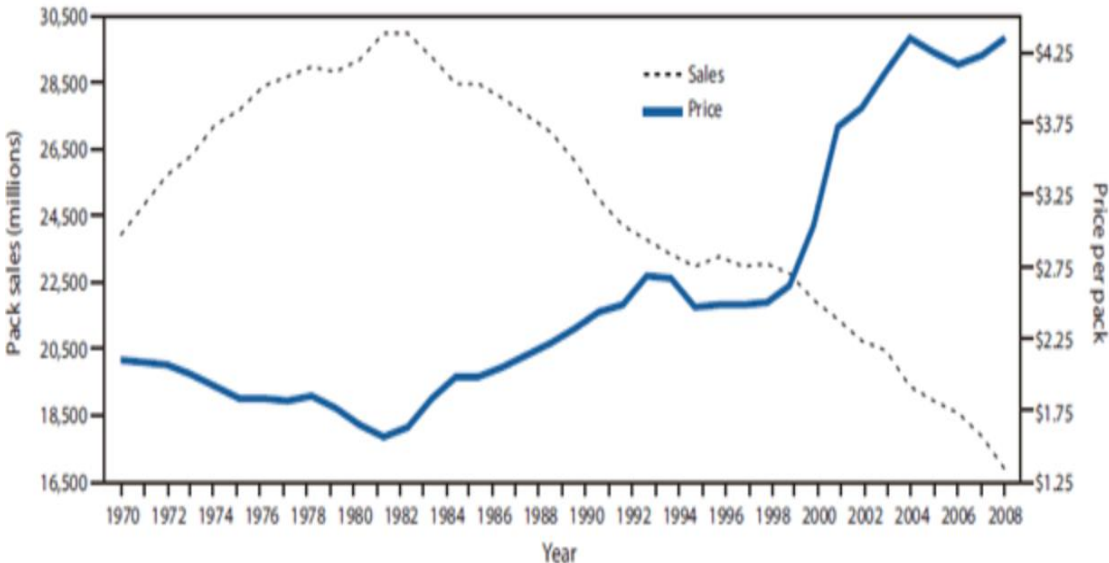
➤ 烟草的防守属性：烟草消费需求刚性，逆周期属性强。烟草属于成瘾类消费品，其中含有的尼古丁可以让消费者产生强烈的愉悦感和满足感，因此烟草具有刚性消费和重复消费的特征，价格弹性极低，具备极强的产品壁垒，无论经济周期如何波动，烟草消费受到的影响都较小。拉长周期来看，从1982年以来，美国香烟销量持续下滑，香烟行业主要通过提高价格来提升收入，即使在衰退时期香烟价格仍然保持增长而销量并未大幅下降。2001年互联网泡沫下，美国香烟销量同比下降2%，但香烟价格同比增长20%，推动市场规模同比增长17%。

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）

1970-2008年美国香烟销量和每包平均价格



资料来源：Chaloupka FJ。《烟草税的经济学》，华安证券研究所（销量左轴，单位为百万包，价格右轴，单位为美元/包）

### 3.1政策、技术与需求的三重博弈

➤ **新型烟草减害性优势显著，口感更为多样。**新型烟草主要可分为电子烟、加热不燃烧烟草制品、口含烟和其他烟草制品（鼻吸、贴片等）形态，有三个共同特征：不用燃烧、提供尼古丁、基本无焦油。实验表明，新型烟草制品的安全性远高于传统卷烟，就释放物而言，电子烟释放量是传统卷烟的8%，加热不燃烧烟草制品则只有5%；从细胞毒性角度看，电子烟只有传统卷烟的9%，加热不燃烧烟草制品是传统卷烟的14%。此外，新型烟草可以提供多样化口味，在提供接近传统吸烟体验的同时满足多样化需求，吸引追求新奇体验的消费者。2024年，全球电子烟/HNB/口含烟的市场规模分别为226.45/370.61/68亿美元，占新型烟草的比例分别为26.73/43.74/8.02%；2020-2024年CAGR分别为6.77/14.98/42.9%。

#### 新型烟草各形态对比

|      | 电子烟                                                | 加热不燃烧（HNB）                                         | 口含烟                                           |
|------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| 原理   | 并不直接使用烟丝形态的烟草，主要是将来源于烟草的尼古丁液体雾化形成气状物               | 利用外部热源加热烟草而不是点燃烟草以产生烟草风味气体，有炭加热、电加热等方式             | 是一种无烟气烟草制品（STPs），由磨碎的烟草颗粒加工后直接放在口腔中消费         |
| 主要成分 | 烟油主要成分为尼古丁、丙二醇、甘油、香料等调味制剂                          | 烟弹主要成分为烟草、香料等                                      | 将烟草、碳酸钠及水加以混合，并添加如香柠檬油、玫瑰油、甘草和辛香料等成分制成        |
| 使用次数 | 封闭式小烟为一次性/更换烟弹；开放式大烟为注入烟油                          | 更换烟弹                                               | 一次性                                           |
| 目标群体 | 消费者年轻化，美国Truthinitiative统计44.3%的消费者原先为非烟民          | 专为重度烟草用户设计，传统烟民转化                                  | 主要面向已吸烟人群和寻求戒烟的消费者                            |
| 代表产品 | Juul/vuse/blu                                      | IQOS/ploom/glo                                     | ZYN/ZoneX/Velo                                |
| 价格   | 烟杆价格在200-400元，烟弹价格在30-60元之间                        | IQOS售价60美元，配套烟弹8美元                                 | 一罐15个Zyn袋的售价约为5美元，VELO 为3.99美元/罐              |
| 优势   | 释放量是传统卷烟的8%；细胞毒性只有传统卷烟的9%                          | 口感接近传统烟草，但毒性细胞仅为传统卷烟的14%；释放量是传统卷烟的5%               | 医药级的尼古丁通过口腔吸收进血液，不会损害肺部；不产生烟雾，对环境对身体影响较小      |
| 劣势   | 口感与卷烟相差较大，各种添加香料可能吸入后有害                            | 单个烟弹一次性中途无法停止，价格相对较高                               | 成瘾性较强，并且为一次性产品，消耗较大                           |
| 市场规模 | 2024年为226.45亿美元（占新型烟草26.73%%）；2020-2024年CAGR为6.77% | 2024年为370.61亿美元（占新型烟草43.74%）；2020-2024年CAGR为14.98% | 2024年为68亿美元（占新型烟草比8.02%）；2020-2024年CAGR为42.9% |

# 3.1政策、技术与需求的三重博弈

➤ 跨国烟草公司积极布局新型烟草制品，推动市场份额扩大。1) 菲莫国际：在2030年要使无烟产品的收入占比突破三分之二，加速告别传统烟草，实现“无烟未来”。2) 日本烟草：拓展加热不燃烧（RRP）的市场份额，加速Ploom系列产品的全球化布局，计划在2035年前将加热不燃烧销量占比提升至50%。3) 英美烟草：推出全新加热技术，对HNB赛道持续加码，目标在2035年之前完成公司业务向无烟替代品转变，成为一家以无烟为主的企业。4) 帝国烟草：加大新型烟草产品（NGP）领域的布局，扩大业务规模，预计2030年NGP净收入实现两位数增长。

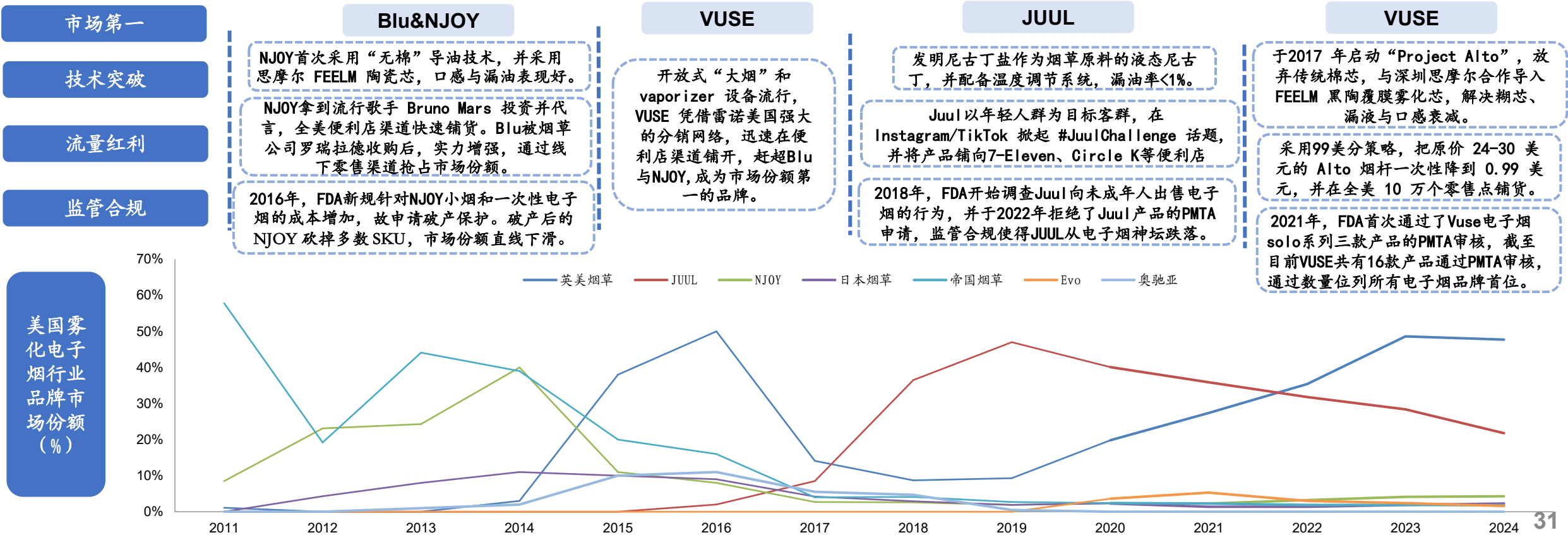
## 四大烟草公司新型烟草业务发展情况及战略布局

| 新型烟草战略布局 |                                                                                                    | 市场规模                                                                                 | 运营数据                                                                         |
|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| 菲莫国际     | 自2008年以来，PMI已向其无烟业务投资125亿美元，在2030年要使无烟产品的收入占比突破三分之二，加速告别传统烟草，实现“无烟未来”。                             | 2024年，无烟业务收入达147亿美元，同比增长14.2%，占总收入的38.79%。HNB全年出货量增长11.6%，口含烟全年出货量增长24.6%。           | 2024年，用户数超4100万。整体市场份额达28.7%，其中卷烟23.5%，加热不燃烧HTU5.2%。2025Q2，日本市场HNB渗透率提升至48%。 |
| 日本烟草     | 以加热不燃烧（RRP）作为利润的基础，继续向加热烟草（HTS）集中管理资源，探索加热烟草（HTS）以外产品类别的可行性。将加速Ploom X全球化布局，计划2035年将HNB销量占比提升至50%。 | 2024年，减害产品收入达989亿日元，同比增长21.1%，占总收入的3.14%，销量同比增长24.2%至109亿支。其中，旗舰产品PloomX在日本的销量增长33%。 | 2024年，在全球新型烟草市场份额达13.9%。Ploom在日本加热不燃烧的市场份额达11.7%，全球市场份额达12.6%，美国市场份额达8.2%。   |
| 英美烟草     | 预计到2030年，新型替代产品的销售额将超过其总销售额的一半到2035年将吸烟者从香烟转向无烟替代品，并成为一家以无烟为主的企业。                                  | 2024年，新型烟草收入达34.32亿英镑，同比增长2.5%，占总收入的13.26%。其中电子烟收入17.21亿英镑，HNB收入9.21亿英镑，口含烟收入7.9亿英镑。 | 2024年，用户数达2910万。电子烟在全球TOP市场中的份额达40%，Glo在全球TOP市场的份额约为16.7%，口含烟在全球的销量份额达28.4%。 |
| 帝国烟草     | 帝国烟草2030战略指出在新型烟草产品（NGP）领域，IMB计划进一步扩大NGP业务规模，预计到2030年NGP净收入将实现两位数增长，新型替代品的销售比例将达到50%。              | 2024年，NGP净收入3.29亿英镑，同比增长26.4%，占总收入的4.01%，三大品类（加热烟草、电子烟和现代口含烟）都实现增长。                  | 2024年，五个优先市场份额整体增长0.05%，其中美国、德国、西班牙和澳大利亚市场实现增长。                              |

# 3.1政策、技术与需求的三重博弈

➤ 复盘雾化电子烟行业格局演绎，技术突破、流量红利、监管合规为三大主导因素。短短十余年，电子烟行业市场第一从 Blu（帝国烟草）→NJOY→JUUL→Vuse（英美烟草）经历了多次易主。复盘市场头部品牌的沉浮，我们认为，技术突破、流量红利、监管合规是交替主导电子烟“王者轮替”的三条主线，HNB市场有望复刻其演绎规律。

## 雾化电子烟行业品牌格局演绎



## 3.2中烟香港：承载中烟全球化使命，前路星辰大海

➤ 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。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<br>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                                                                                       |

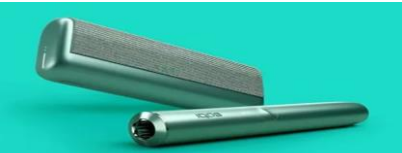
资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 3.2思摩尔国际： 合作BAT，HNB业务有望加速放量

➤ Glo Hilo具备加热时间短、温度高、成本低等优势。思摩尔国际为BAT新品Glo Hilo核心供应商，相较于菲莫国际IQOS与日本烟草Ploom，Glo Hilo在多方面存在优势：1) 采用TurboStart加热技术，通过将红外线与高导热性石英相结合，仅需 5 秒即可完成加热，远低于IQOS和Ploom。加热温度达到约370℃，为Glo历史上的最高温度。2) 使用专用烟支virto，中空蜂窝状排列，能够最大限度地释放口感和香气。3) 设备不限制单次充电后的使用次数，以时间控制吸烟周期，标准模式使用时间为5分10秒，增强模式为4分10秒。4) 通过蓝牙连接到“myglo”手机应用程序，用户可以查看吸烟次数、自定义吸烟时间、自定义屏幕显示内容、设备定位以及锁定/解锁设备。5) 烟具首发定价3980日元/套，配套烟弹零售价580日元/包，价格为IQOS的1/2。随着Glo Hilo扩大市场份额，思摩尔国际HNB业务有望加速放量。

### 主流HNB产品参数对比

|      | Glo Hilo                                                                          | IQOS ILUMA                                                                          | Ploom AURA                                                                              |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
|      |  |  |      |
| 规格   | 30.3×16×123.4mm，75g                                                               | 101×14.5×30.5 mm，146g                                                               | 24.2×109.4×29.2mm，75.5g                                                                 |
| 兼容烟弹 | virto                                                                             | TEREA                                                                               | EVO                                                                                     |
| 加热方式 | TurboStart技术                                                                      | 电磁感应加热技术                                                                            | SMART HEATFLOW                                                                          |
| 加热温度 | 370℃                                                                              | 350℃                                                                                | 320℃                                                                                    |
| 使用次数 | 不限                                                                                | 6min，14次                                                                            | Standard Mode: 5min，20次；Strong Mode: 3min，25次<br>Long Mode: 6min，19次；Eco Mode: 3min，27次 |
| 预热时间 | 5s                                                                                | 20s                                                                                 | 25s                                                                                     |
| 价格   | JP: ¥ 3,980; virto: ¥ 580 (JT)                                                    | 烟具: \$ 60; 烟弹: \$ 8                                                                 | JP: ¥ 2,980                                                                             |

资料来源：两个至上，烟草在线，艾邦新消费，华安证券研究所

# 目录

1

造纸：拐点将至，格局为首要逻辑

2

包装：行业整合加速，二片罐盈利有望改善

3

烟草：长牛赛道，逐步配置

4

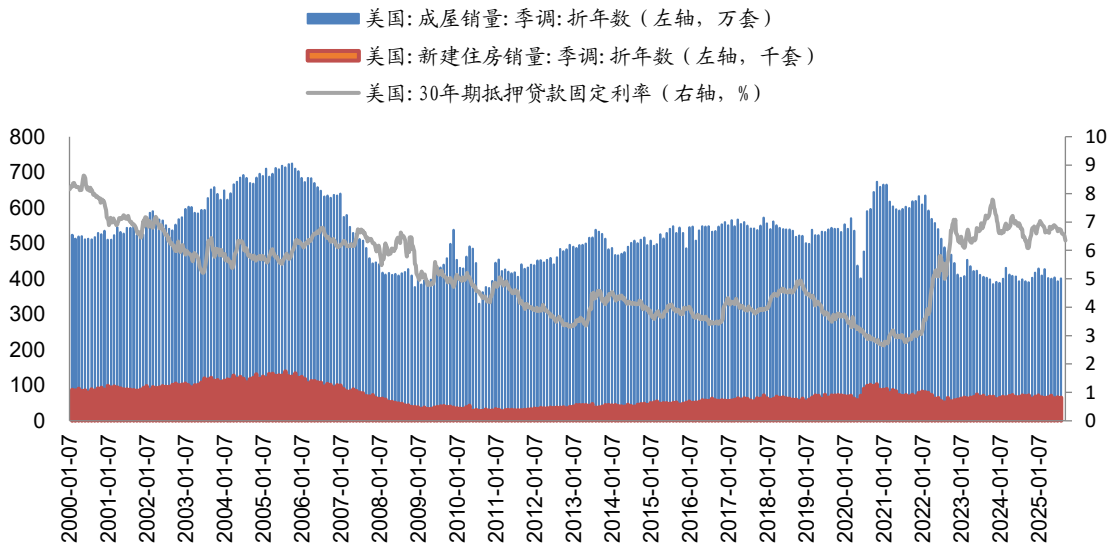
家居：美国开启降息，关注家居出口标的

➤ **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。

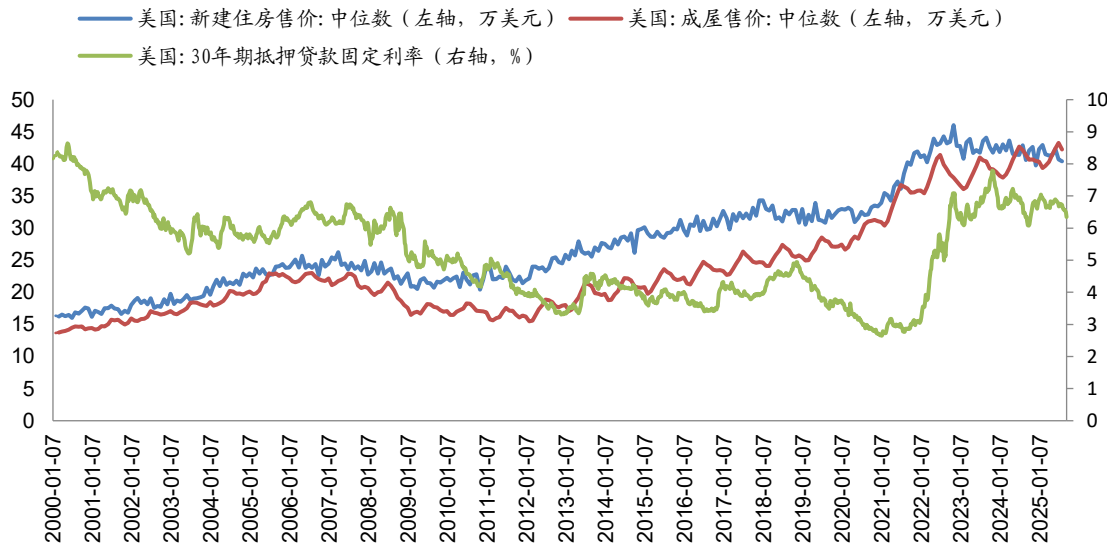
# 4.1美国开启降息，关注家居出口高景气度分支

➤ 2025年美联储三次降息。12月10日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调25个基点至3.5%至3.75%之间，这是美联储继今年第三次降息，也是自2024年9月以来第六次降息。截至2025年12月18日，美国30年期抵押贷款固定利率为6.21%，高利率既限制了二手房供给，也限制了居民购房需求，美国房地产市场整体表现为量缩价稳。美国30年期按揭利率与成屋、新房销售量之间呈显著负相关关系，若美国继续大幅降息，一方面，能够刺激居民信贷需求，改善房地产销量；另一方面，能够改善房企现金流，促进新开工好转。

美国按揭利率和新房二手房成交量



美国按揭利率和新房二手房房价



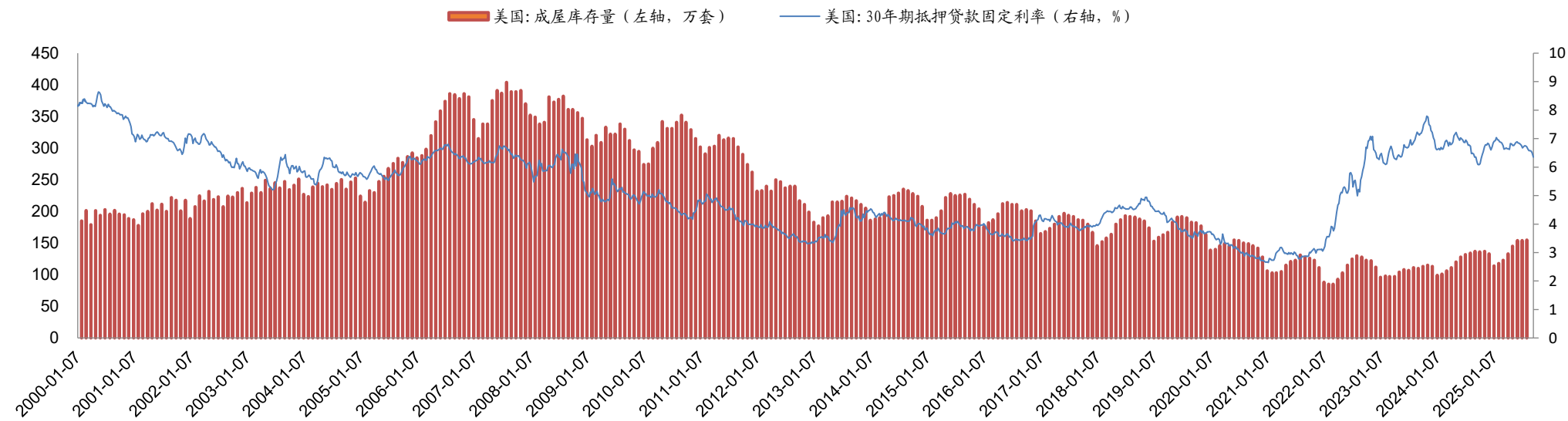
资料来源：Wind，全美地产经纪商协会，美国商务部普查局，房地美，华安证券研究所

资料来源：Wind，全美地产经纪商协会，美国商务部普查局，房地美，华安证券研究所

# 4.1美国开启降息，关注家居出口高景气度分支

➤ **供给端：高利率产生锁定效应，大幅限制二手房供给。**2022-2023年，美联储快速加息，高利率环境产生了显著的锁定效应，之前享受低利率的二手房业主不愿出售房产，导致二手房挂牌量锐减。由于高按揭利率对二手房供给形成锁定，部分购房需求被迫转向新房市场，新房市场受影响相对有限。未来若美联储进一步降息，存量房贷利率与市场利率的利差有望收窄，从而逐步释放被抑制二手房挂牌量，其释放规模将主要取决于降息的深度与节奏。当前美国30年期抵押贷款固定利率为6.21%，而存量按揭利率大部分低于4.5%，可能需要利率进一步下降才会有大量锁定房源释放。同时，降息也有利于开发商开工意愿和信心的提升，从而增加新房供给。

美国按揭利率和二手房库存量

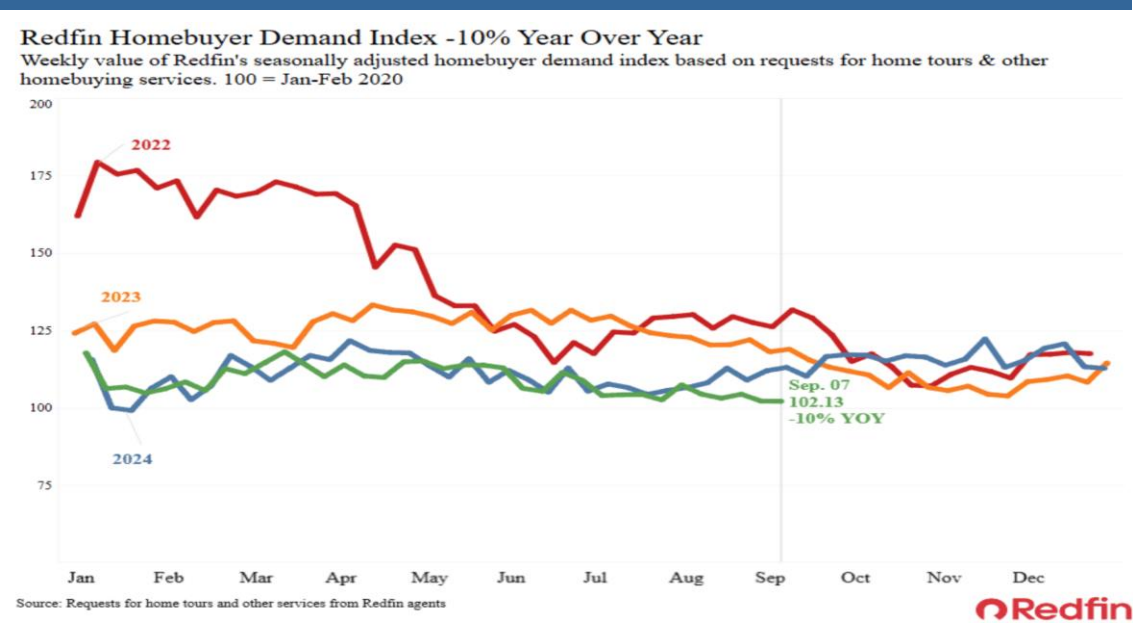


资料来源：Wind，全美地产经纪商协会，房地美，华安证券研究所

# 4.1美国开启降息，关注家居出口高景气度分支

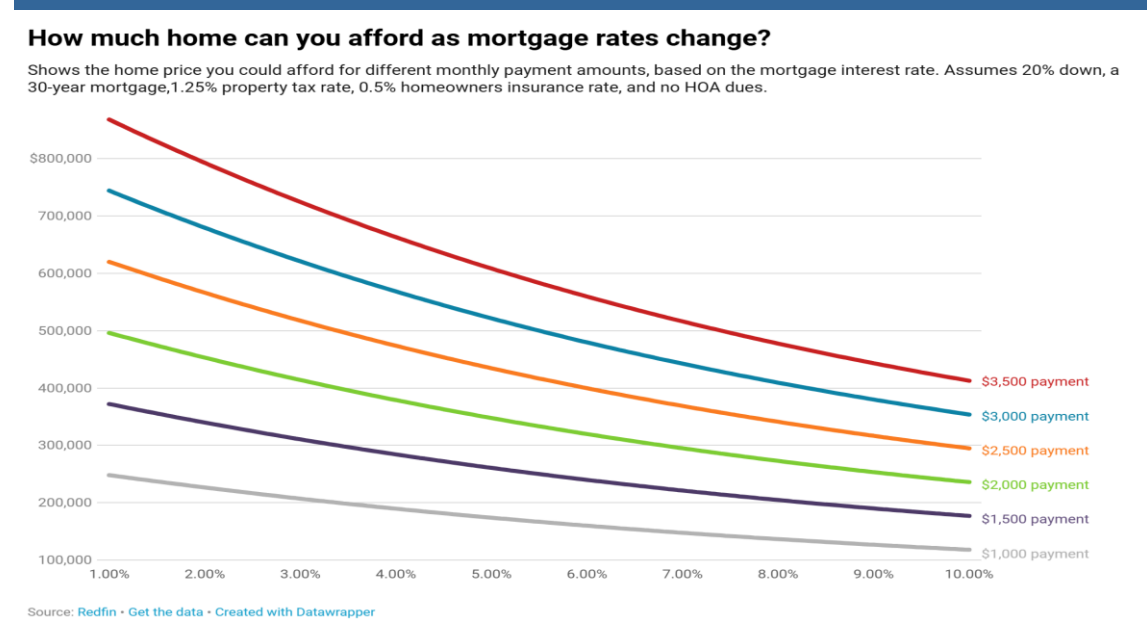
➤ 需求端：高利率+高房价增加购房负担，降息有利于需求释放。当前美国居民月供占收入比重、房价收入比均达到历史高位，高利率+高房价大幅增加了居民购房负担，使得美国居民购房意愿处于历史低位。降息有利于缓解购房负担，释放购房需求。根据Redfin数据，在6.29%/6.5%/6.9%的抵押贷款利率下，月付预算为3,000美元的买家可购买的房屋价值分别为46.80/46.05/44.60万美元，降息将显著增加房屋买家购买力。

美国居民购房需求指数



资料来源：Redfin，华安证券研究所

抵押贷款利率与居民可负担的房价关系



资料来源：Redfin，华安证券研究所（假设首付20%，贷款期限30年，房产税率为1.25%，房主保险费率为0.5%，且无业主协会（HOA）费用）

# 4.1美国开启降息，关注家居出口高景气度分支

➤ 从零售商视角看，关注花园、木材、管道、工具等品类。根据Traqline数据，2023年，在家庭装修/厨房和浴室/草坪和花园/电动和手动工具品类，家得宝的市场份额分别为21%/31%/24%/24%，占据市场第一的位置，劳氏排名第二，分析家得宝和劳氏在降息周期中分品类的销售数据可以得知降息对各品类销售的利好程度。从销售额占比来看，室内花园、电器、电气/照明、管道工程、工具等为主要品类，销售额占比较大，将有望受益于降息。从上一轮降息周期来看，家得宝的木材、装饰/收纳、电器、室内花园、工具销售额同比增长显著，劳氏的装饰、硬件、管道和电气工程、木材与建筑材料、季节性与户外生活销售额同比增长显著，明显受益于零售商补库。

家得宝分品类营业收入同比变化 (%)

|                     | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023    | 2023年销售额占比 |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|------------|
| Appliances          | 10.53% | 9.14%  | 20.43% | 19.95% | 1.61%  | -4.14%  | 9.08%      |
| Building Materials  | 6.94%  | -0.75% | 12.24% | 13.48% | 15.02% | 5.99%   | 7.84%      |
| Décor/Storage       | 12.85% | 4.88%  | 31.96% | 22.91% | 4.30%  | -5.43%  | 3.94%      |
| Electrical/Lighting | 5.30%  | -0.98% | 13.55% | 20.53% | 2.03%  | -8.91%  | 8.20%      |
| Flooring            | 7.18%  | -0.68% | 9.58%  | 13.11% | -0.03% | -5.07%  | 5.73%      |
| Hardware            | 5.53%  | 2.87%  | 14.59% | 7.67%  | 2.93%  | 0.53%   | 5.34%      |
| Indoor Garden       | 6.80%  | 5.16%  | 33.31% | 6.12%  | -3.58% | -1.65%  | 9.66%      |
| Kitchen and Bath    | 6.23%  | -0.14% | 8.63%  | 24.44% | 6.42%  | -4.58%  | 6.94%      |
| Lumber              | 7.64%  | -5.95% | 43.26% | 17.99% | 0.87%  | -12.85% | 7.68%      |
| Millwork            | 6.97%  | 0.00%  | 12.21% | 14.74% | 13.64% | -1.45%  | 5.44%      |
| Outdoor Garden      | 3.94%  | 4.20%  | 26.94% | 7.45%  | -2.32% | 1.98%   | 6.73%      |
| Paint               | 5.72%  | 2.12%  | 16.61% | 3.99%  | 6.95%  | -0.96%  | 7.25%      |
| Plumbing            | 8.26%  | 1.36%  | 9.68%  | 22.65% | 15.25% | -0.75%  | 8.19%      |
| Tools               | 10.41% | 5.26%  | 23.92% | 13.03% | 3.18%  | -1.69%  | 7.97%      |
| Total               | 7.23%  | 1.87%  | 19.85% | 14.42% | 4.13%  | -3.01%  | 100.00%    |

劳氏分品类营业收入同比变化 (%)

|                             | 2018   | 2019    | 2020   | 2021    | 2022   | 2023    | 2024   | 2024年销售额占比 |
|-----------------------------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|------------|
| Appliances                  | 9.19%  | 5.31%   | 21.09% | 10.98%  | 0.63%  | -8.62%  | -2.36% | 14.40%     |
| Lumber & Building Materials | 8.79%  | -0.23%  | 27.85% | 16.48%  | 2.20%  | -17.30% | -0.81% | 14.54%     |
| Seasonal & Outdoor Living   | 2.93%  | 3.31%   | 28.51% | 5.27%   | -6.69% | -11.00% | -4.78% | 8.81%      |
| Lawn & Garden               | 3.86%  | 5.32%   | 37.23% | -15.57% | -7.42% | -2.89%  | -3.02% | 7.80%      |
| Rough Plumbing & Electrical | 3.82%  | 0.97%   | 17.40% | 36.90%  | 6.64%  | -11.42% | -2.33% | 11.03%     |
| Kitchens & Bath             | 0.11%  | -2.67%  | 13.27% | 9.15%   | 3.48%  | -11.28% | -4.83% | 7.01%      |
| Tools                       | 4.59%  | 4.79%   | 23.55% | -0.99%  | -4.11% | -8.91%  | -3.90% | 5.42%      |
| Millwork                    | 1.89%  | 3.51%   | 18.58% | 7.40%   | 8.07%  | -10.21% | -3.76% | 5.96%      |
| Paint                       | 0.18%  | 4.11%   | 30.23% | -5.17%  | 6.12%  | -5.33%  | -2.77% | 5.95%      |
| Flooring                    | -1.66% | -0.54%  | 14.65% | 11.56%  | 1.75%  | -14.25% | -5.20% | 4.90%      |
| Hardware                    | 1.94%  | 3.12%   | 35.48% | 27.59%  | 3.14%  | -5.71%  | -0.12% | 6.96%      |
| Lighting                    | -4.20% | -5.11%  | 21.84% | -1.49%  |        |         |        |            |
| Décor                       | -0.26% | 4.71%   | 42.00% | 58.37%  | -3.71% | -21.08% | -7.50% | 4.62%      |
| Other                       | 13.83% | -24.22% | -2.96% | 27.25%  | 3.76%  | -10.24% | -6.69% | 2.60%      |
| Net sales                   | 3.92%  | 1.18%   | 24.19% | 7.43%   | 0.84%  | -11.01% | -3.13% | 100.00%    |

资料来源：家得宝公司公告，华安证券研究所

资料来源：劳氏公司公告，华安证券研究所

# 4.1美国开启降息，关注家居出口高景气度分支

从出口金额视角看，关注割草机、沙发、卫生洁具、PVC地板等品类。轻工出口企业主要涉及办公椅、沙发、人造草坪、床垫、PVC地板、割草机、瓷器具、盥洗具等家居品类出口。从上一轮降息周期来看，中国出口的割草机、沙发、卫生洁具、PVC地板等品类出口金额同比增长显著，明显受益。

中国各品类产品出口金额同比变化（%）

| 品类    | 产品                                | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2021VS2019 |
|-------|-----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------------|
| 办公椅   | 木制的可调高度的转动坐具(940131)              | /    | /    | /    | /    | /    | /    | /    | -13% | 24%  | /          |
| 办公椅   | 非木制可调高度的转动坐具(940139)              | /    | /    | /    | /    | /    | /    | /    | 4%   | 6%   | /          |
| 沙发    | 带软垫的木框架坐具(940161)                 | -18% | 33%  | 7%   | -12% | -1%  | 29%  | -19% | -3%  | 1%   | 27%        |
| 沙发    | 带软垫的金属框架坐具(940171)                | -19% | 7%   | 21%  | 22%  | 29%  | 26%  | -9%  | -16% | 6%   | 62%        |
| 人造草坪  | 其他化学纤维制簇绒人造草皮(570331)             | /    | /    | /    | /    | /    | /    | /    | 14%  | -3%  | /          |
| 人造草坪  | 其他化学纤维簇绒地毯及未列名簇绒铺地制品(570339)      | /    | /    | /    | /    | /    | /    | /    | -8%  | 10%  | /          |
| 床垫    | 弹簧床垫(940410)                      | 9%   | 17%  | 42%  | 0%   | 13%  | 6%   | 5%   | 12%  | 25%  | 20%        |
| 床垫    | 海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫,不论是否包面(940421)       | -3%  | 52%  | 13%  | -32% | -16% | 31%  | -8%  | 8%   | 12%  | 10%        |
| PVC地板 | 氯乙烯聚合物制铺地制品和糊墙品(391810)           | 8%   | 43%  | 35%  | 6%   | 14%  | 20%  | -7%  | -17% | -1%  | 37%        |
| 庭院用伞  | 雨伞及阳伞(包括手杖伞、庭园用伞及类似伞)(6601)       | -13% | -4%  | 2%   | 3%   | -18% | 26%  | 20%  | -8%  | 3%   | 4%         |
| 户外水池  | 未列名运动或户外游戏用品及设备;游泳池或戏水池(95069990) | /    | /    | /    | /    | /    | /    | -9%  | -30% | 14%  | /          |
| 割草机   | 割刀水平旋转草坪、公园或运动场机动割草机(843311)      | -19% | 57%  | 14%  | 28%  | 15%  | 51%  | 6%   | -36% | 59%  | 74%        |
| 割草机   | 其他草坪、公园或运动场地割草机(843319)           | -9%  | 17%  | 2%   | -6%  | -9%  | 60%  | 2%   | -11% | 7%   | 45%        |
| 割草机   | 其他割草机,包括牵引装置用的刀具杆(843320)         | -30% | 16%  | -19% | -45% | 33%  | 55%  | -16% | -1%  | 27%  | 106%       |
| 瓷器具   | 瓷餐具、厨房器具及其他家用或盥洗用瓷器(6911)         | -33% | 64%  | 19%  | 7%   | 9%   | 35%  | 16%  | -8%  | 2%   | 47%        |
| 厨房盥洗具 | 塑料制的餐具、厨房用具、其他家庭用具及卫生或盥洗用具(3924)  | -19% | 20%  | 12%  | 12%  | 13%  | 32%  | 13%  | -8%  | 2%   | 49%        |

资料来源：Wind，海关总署，华安证券研究所

# 4.2轻工家居出口相关标的梳理

## 轻工家居出口企业梳理

| 代码        | 简称    | 21VS19年收入增<br>长 (%) | 21VS19净利润增<br>长 (%) | 21VS19区间最大<br>涨幅 (%) | 2024年海外收入<br>规模 (亿元) | 2024年海外收入占比<br>(%) | SW三级行业 | 主营收入占比第一产品名<br>称 | PE (TTM) |
|-----------|-------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|--------------------|--------|------------------|----------|
| 301061.SZ | 匠心家居  | 66.00               | 164.25              | 29.43                | 25.36                | 99.49              | 成品家居   | 智能电动沙发           | 22.39    |
| 301376.SZ | 致欧科技  | 156.35              | 122.07              | 0.00                 | 80.66                | 99.28              | 成品家居   | 家具系列             | 23.03    |
| 301113.SZ | 雅艺科技  | 197.21              | 161.09              | 5.77                 | 2.93                 | 98.94              | 其他家居用品 | 火炉火盆类            | 318.55   |
| 301356.SZ | 天振股份  | 84.38               | -17.45              | 0.00                 | 8.76                 | 98.25              | 瓷砖地板   | SPC地板            | 51.26    |
| 003011.SZ | 海象新材  | 110.06              | -29.89              | 65.63                | 13.36                | 97.63              | 瓷砖地板   | SPC地板            | 16.20    |
| 603221.SH | 爱丽家居  | -7.26               | -95.86              | 20.15                | 12.76                | 97.51              | 瓷砖地板   | 锁扣地板             | 46.36    |
| 301588.SZ | 美新科技  | 97.35               | 346.32              | 0.00                 | 8.09                 | 97.08              | 瓷砖地板   | 墙板               | 47.28    |
| 300640.SZ | 德艺文创  | 30.19               | -53.72              | 56.09                | 8.72                 | 96.20              | 其他家居用品 | 创意装饰品            | 229.31   |
| 002489.SZ | 浙江永强  | 74.42               | -74.96              | 40.32                | 54.59                | 96.18              | 成品家居   | 休闲家具             | 13.32    |
| 603709.SH | 中源家居  | -5.63               | -145.48             | 21.37                | 15.31                | 95.60              | 成品家居   | 功能沙发             | -33.96   |
| 301575.SZ | 艾芬达   | 31.84               | 85.30               | 0.00                 | 9.97                 | 95.01              | 卫浴制品   | 喷涂毛巾架            | 32.99    |
| 301004.SZ | 嘉益股份  | 49.82               | 14.28               | 30.27                | 26.90                | 94.85              | 其他家居用品 | 不锈钢器皿            | 12.97    |
| 873132.BJ | 泰鹏智能  | 173.34              | 233.79              | 73.45                | 2.76                 | 93.43              | 成品家居   | 硬顶帐篷             | 0.00     |
| 300729.SZ | 乐歌股份  | 216.61              | 193.23              | 594.81               | 51.79                | 91.33              | 其他家居用品 | 人体工学工作站          | 19.69    |
| 603610.SH | 麒盛科技  | 16.08               | -9.56               | 114.81               | 26.75                | 90.43              | 成品家居   | 智能电动床            | 46.27    |
| 603661.SH | 恒林股份  | 83.57               | 38.73               | 187.02               | 98.87                | 89.64              | 成品家居   | 办公家具             | 16.16    |
| 605099.SH | 共创草坪  | 56.58               | 33.62               | 152.60               | 26.24                | 88.91              | 其他家居用品 | 休闲草坪             | 22.38    |
| 002615.SZ | 哈尔斯   | 37.14               | 145.85              | 87.18                | 29.00                | 87.06              | 其他家居用品 | 真空器皿             | 22.31    |
| 834765.BJ | 美之高   | 10.69               | -63.84              | 218.77               | 4.70                 | 86.69              | 定制家居   | 家用类              | 0.00     |
| 603313.SH | 梦百合   | 117.91              | -173.74             | 192.06               | 67.50                | 79.89              | 成品家居   | 记忆绵床垫            | 32.56    |
| 920445.BJ | 龙竹科技  | /                   | /                   | 342.83               | 2.50                 | 78.42              | 定制家居   | 收纳系列             | 81.97    |
| 603408.SH | 建霖家居  | 39.64               | 12.68               | 6.75                 | 38.58                | 77.05              | 卫浴制品   | 厨卫产品             | 14.67    |
| 605155.SH | 西大门   | 21.14               | 1.27                | 30.72                | 6.29                 | 76.97              | 其他家居用品 | 成品窗帘             | 25.67    |
| 603600.SH | 永艺股份  | 99.10               | 0.00                | 137.18               | 36.06                | 75.93              | 成品家居   | 办公椅              | 15.37    |
| 603992.SH | 松霖科技  | 66.22               | 28.66               | 88.06                | 22.64                | 75.10              | 卫浴制品   | 智能厨卫业务           | 63.99    |
| 603818.SH | 曲美家居  | 31.17               | 116.55              | 132.69               | 25.31                | 71.26              | 成品家居   | Ekornes旗下产品      | -29.45   |
| 001216.SZ | 华瓷股份  | 31.75               | 23.77               | 83.99                | 9.52                 | 71.06              | 其他家居用品 | 色釉陶瓷             | 19.12    |
| 001356.SZ | 富岭股份  | 15.05               | 22.23               | 0.00                 | 16.12                | 71.06              | 其他家居用品 | 塑料餐饮具            | 57.99    |
| 300993.SZ | 玉马科技  | 44.13               | 28.60               | 61.41                | 5.30                 | 68.87              | 其他家居用品 | 阳光面料             | 28.15    |
| 603838.SH | *ST四通 | -26.60              | -26.02              | 91.62                | 1.86                 | 65.25              | 其他家居用品 | 日用陶瓷             | -45.88   |
| 002084.SZ | 海鸥住工  | 52.91               | -34.59              | 238.97               | 17.63                | 61.79              | 卫浴制品   | 五金龙头类产品          | -14.13   |
| 603268.SH | *ST松发 | -33.11              | -1,187.98           | 111.00               | 1.56                 | 56.93              | 其他家居用品 | 日用瓷              | 66.75    |
| 301193.SZ | 家联科技  | -4.22               | -420.87             | 3.56                 | 12.89                | 55.43              | 其他家居用品 | 塑料制品             | -52.52   |

资料来源：Wind，华安证券研究所（PE截至2025年12月26日）

# 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。