

关注供给创新和政策支持

——2025 年纺服轻工教育投资策略报告

核心观点

回顾 2024 年，具备独立逻辑的高景气消费标的和政策发力板块领跑行业，消费板块内部个股分化明显。展望 2025 年，我们认为有三条主线：

- 1.从需求到供给：消费疲软环境下，投资逻辑从需求端逐步转向供给端，关注产品、技术创新企业，开创新的需求、实现非线性高增。
- 2.内需看政策：7 月以来“以旧换新”政策带动家电、汽车品类表现良好，家居板块有所提振。当前宏观及国际形势背景下，扩内需政策加码既是主观意愿，亦是客观必然。预计 25 年政策有望加大家居家装资金支持（如覆盖品类、规模等），此外家纺、运动服饰亦可关注。
- 3.外需看关税进展和产能出海：关注产能出海布局较早、海外产能充足的公司，加征关税的直接风险可控，同时或有利于获取更多订单份额。

摘要

方向一：从需求侧转向供给侧，消费疲软环境中，要在产品创新中寻找牛股。需求侧看，2024 年消费整体仍较为低迷、景气度偏弱且存在内部结构分化。2024 年前三季度社零总额同比增长 3.3%，较上半年增速 3.7% 有所放缓，也低于 GDP 增速。我们认为在消费疲软、人口下降的大环境下，对于消费行业投资逻辑应从需求端逐步转向供给端，更加关注具备产品创新、技术创新的企业，从而开创新的需求，实现非线性高增。我们覆盖的老铺黄金（高端古法金第一品牌）、锦波生物（医美胶原蛋白注射剂龙头）、思摩尔国际（电子烟龙头）均是重要代表，首创新产品并引领行业发展、实现爆发式增长。

方向二：关注内需政策发力方向，“以旧换新”支持范围和支持规模有望再拓宽。以中央财政（发改委、财政部）主导的以旧换新政策刺激以 7 月 25 日发布的《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》为开端，8 月 1500 亿资金逐步到位地方。从 7 月以来政策实施的效果看，补贴政策明显拉动 C 端相关耐用品的消费需求，家电和汽车拉动效果明显。展望 25 年，

轻工制造

维持

强于大市

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

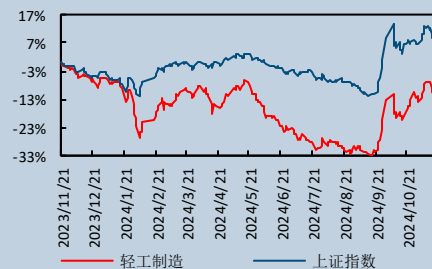
张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2024 年 11 月 22 日

市场表现



推测后续或将扩充品类以及扩大金额，消费电子是可能方向（广东地区今年特别提出对手机等电子消费产品的补贴、22年5月曾推出补贴政策），以及后地产链的家居家装有望加大资金支持政策（如覆盖品类、资金规模等）。除此之外，以旧换新政策中，还要关注消费行业中其他潜在受益品类，如上海等地新增家纺品类，还有国家政策鼓励全民健身、冰雪运动等，运动服饰品类未来或有机会纳入政策支持。

方向三：海外需求端稳健，美国若加关税整体利空，关注产能出海企业。美国消费者信心指数持续回升，通胀温和回落，外需表现稳健。美国关税政策风险及应对能力是筛选出海公司的重要因素，多数轻纺出口链公司在上一轮特朗普政府对华加征关税中已有应对经验。建议重点关注产能出海布局较早、海外产能充足的公司，一方面加征关税对公司直接风险可控，另一方面海外产能及制造经验的稀缺性或有利于公司获取更多份额。此外我们建议关注两类美国关税政策影响程度相对有限的公司：1) 非美出口收入占比高的公司；2) 渠道加价倍数较高的代工型企业。

目录

1.从需求侧转向供给侧，消费疲软环境中，要在产品创新中寻找牛股.....	1
1.1.核心逻辑：供给创新带来新需求，且往往是非线性增长.....	1
1.2.黄金珠宝：黄金饰品化大变革拉开序幕，从渠道时代迈向产品时代.....	2
1.3.医美：产品驱动型赛道，再生/胶原蛋白新材料开辟新的增长点.....	5
1.4.新型烟草：产品创新推动新型烟草对传统烟草的快速替代，后遇到监管环境变化.....	8
2.内需：关注政策发力方向，“以旧换新”支持范围和支持规模有望再拓宽.....	9
2.1.政策脉络：以旧换新整体可分为两轮政策刺激，2024 年以旧换新对汽车和家电支持力度最大.....	9
2.2.实施效果：家电、汽车作为支持力度最强的品类表现良好，家居品类需求有所提振.....	10
2.3.展望后续：预计 2025 年以旧换新政策仍是主旋律、财政政策将更加给力，期待家居家装、手机	
3C、消费等其他领域加大资金支持政策.....	14
3.外需：需求端稳健，美国若加关税整体利空，关注产能出海企业.....	15
3.1.外需：美国消费者信心指数回升，社零表现稳健.....	15
3.2.关税：美国若进一步加征关税整体利空，关注产能出海企业有望份额提升.....	18
风险分析.....	21

图目录

图 1:过去十年我国居民消费水平和可支配收入快速增长	1
图 2:目前我国社零增速低于 GDP 增速.....	1
图 3:四家供给侧创新的消费典范都曾走出大牛股行情	2
图 4:老铺黄金收入及增速	2
图 5:老铺黄金归母净利润及增速.....	2
图 6:我国黄金首饰零售额（亿元）及增速	3
图 7:黄金首饰零售额占比	3
图 8:黄金首饰消费量占比	3
图 9:我国黄金工艺主要变化.....	3
图 10:老铺黄金以原创设计潜心打制“经典、极致、传世”的金饰与金器，引领新中式审美	4
图 11:古法金主要工艺和步骤.....	5
图 12:锦波生物营收及业绩	6
图 13:锦波生物单季度营收及业绩.....	6
图 14:锦波生物主要医美产品.....	6
图 15:薇旖美和其他胶原蛋白产品对比.....	7
图 16:全球及中国烟草市场规模	8
图 17:中国卷烟产量及增速	8
图 18:全球电子雾化烟市场规模及增速.....	8
图 19:全球加热不燃烧烟草市场规模及增速.....	8
图 20:思摩尔国际股价表现	9

图 21:思摩尔国际收入及增速.....	9
图 22:PMI 股价表现.....	9
图 23:IQOS 加热烟弹出货量及增速.....	9
图 24:2024 年以来中央层面关于以旧换新的表述.....	10
图 25:各行业单月社零数据	11
图 26:2024 年家电七大品类线下分阶段增速.....	11
图 27:2024 年家电七大品类线上分阶段增速.....	11
图 28:家电以旧换新进度数据.....	12
图 29:24 年 8 月份以来部分省份以旧换新政策关于“家居家装”的表述中涉及品类.....	12
图 30:家居家装焕新补贴落地后部分地区效果	13
图 31:家居线上补贴可全国通用（以好太太为例）	13
图 32:定制家居公司推出政企双补.....	13
图 33:2025 年家居补贴对于终端消费拉动测算	14
图 34:美国 10 月失业率维持低位.....	16
图 35:美国 10 月核心 CPI 保持稳定.....	16
图 36:美国 11 月消费者信心指数继续上行	16
图 37:美国 9 月二手房销量仍位于底部区间.....	16
图 38:家具和家用装饰店零售及库销比情况.....	17
图 39:美国家具及家居摆设批发商销售及库销比情况.....	17
图 40:美国服装及服装配饰店零售及库销比情况.....	17
图 41:美国服装及服装面料批发商销售及库销比情况.....	18
图 42:主要纺服出口链企业梳理	20
图 43:主要轻工出口链企业梳理	20

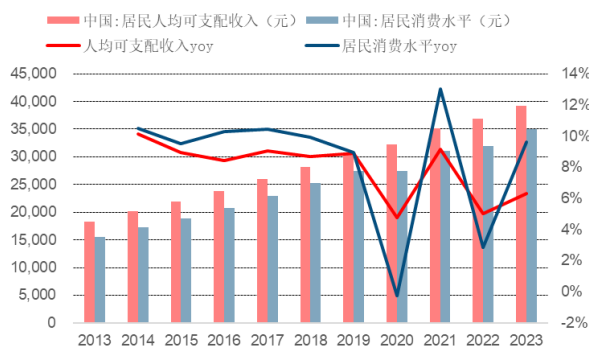
表目录

表 1:我国胶原蛋白注射剂储备情况.....	7
表 2:美国分品类零售和食品服务销售额同比（季调）	15
表 3:美国分品类零售和食品服务销售额环比（季调）	15
表 4:2018 年前两轮加征关税以高技术产品为主.....	18

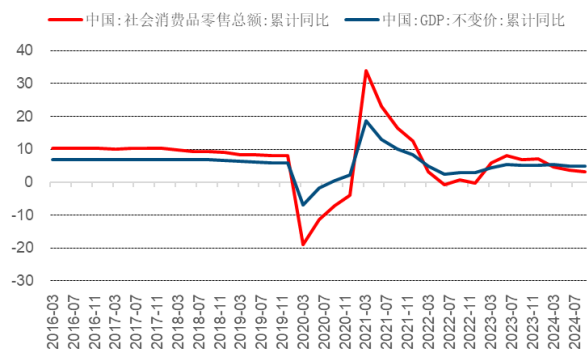
1.从需求侧转向供给侧，消费疲软环境中，要在产品创新中寻找牛股

1.1.核心逻辑：供给创新带来新需求，且往往是非线性增长

需求端看，2024年消费整体仍较为低迷、景气度偏弱且存在内部结构分化。2024年前三季度社零总额同比增长3.3%，较上半年增速3.7%有所放缓，也低于GDP增速。主要系整体宏观环境影响，居民消费信心和消费整体较为疲软。

图 1:过去十年我国居民消费水平和可支配收入快速增长


数据来源：国家统计局，中信建投证券

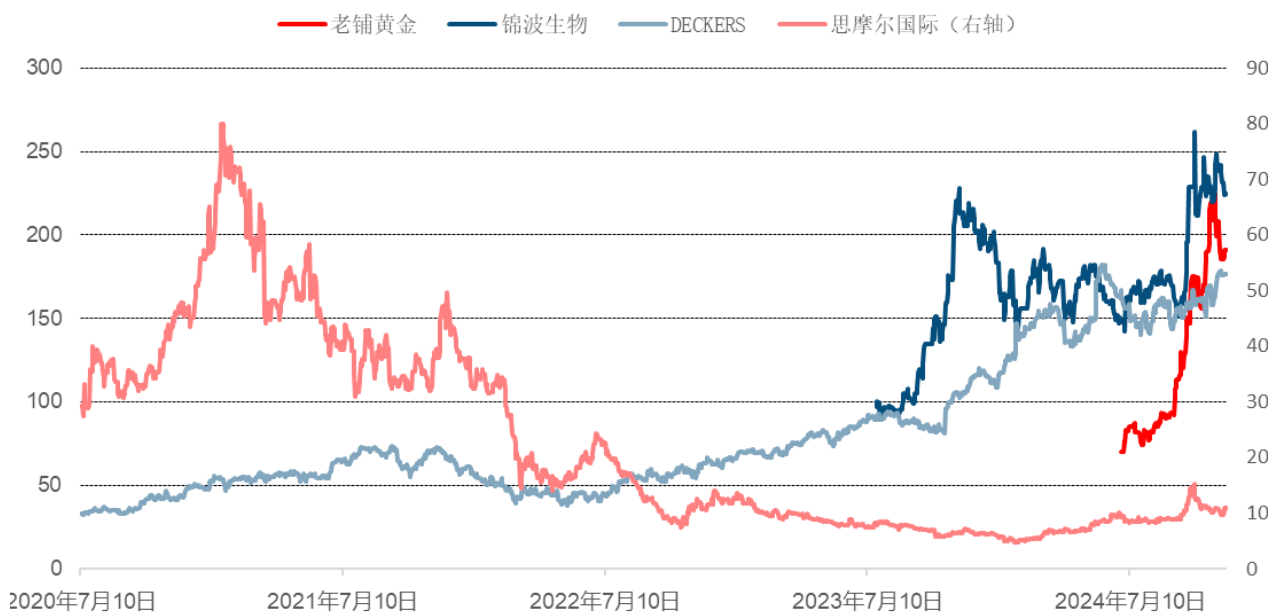
图 2:目前我国社零增速低于 GDP 增速


数据来源：国家统计局，中信建投证券

供给侧看，2024年7月政治局会议提到“要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”。政策指引下我国加快产业结构调整，不断增加优质消费供给。我们认为在消费疲软、人口下降的大环境下，对于消费行业投资逻辑应从需求端逐步转向供给端，更加关注具备产品创新、技术创新的企业，从而开创新的需求，实现非线性高增。

我们复盘覆盖的黄金珠宝、纺服、轻工、美护等板块，其中老铺黄金（古法金高端第一品牌，金镶嵌引领行业）、锦波生物（医美胶原蛋白注射针剂龙头）、海外户外的 Deckers（旗下 HOKA 引领户外跑步潮流）、思摩尔国际（全球电子雾化烟龙头）均是供给侧产品创新的重要典范。（除此之外，今年大火的泡泡玛特亦是）

图 3: 四家供给侧创新的消费典范都曾走出大牛股行情

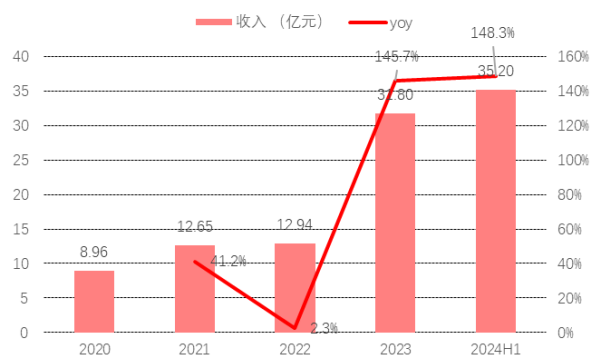


数据来源: Wind, 中信建投证券

1.2. 黄金珠宝：黄金饰品化大变革拉开序幕，从渠道时代迈向产品时代

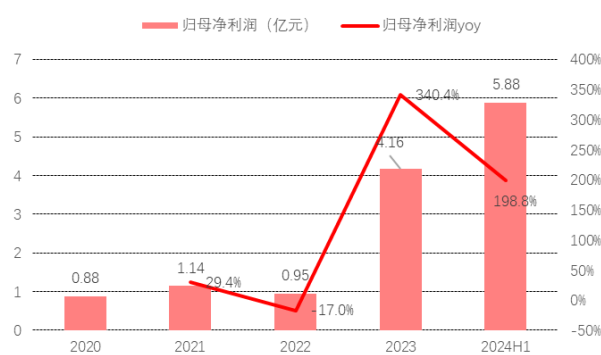
以老铺黄金为例，2024 年上半年老铺黄金收入、净利润同比增速分别高达 148%、199%，在 Q2 以来金价高位震荡、黄金饰品及国内外资珠宝奢侈品行业整体下滑的环境下其成长性表现尤为亮眼。主要系：在公司强大产品力加持下，随着在小红书等社交内容平台爆火，公司品牌成功破圈，高端消费理性化背景下，消费者人数快速增加（公司客群一方面来自于传统黄金饰品的消费升级，另一方面来自于外资高奢珠宝品牌的消费转移）。

图 4: 老铺黄金收入及增速



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 5: 老铺黄金归母净利润及增速

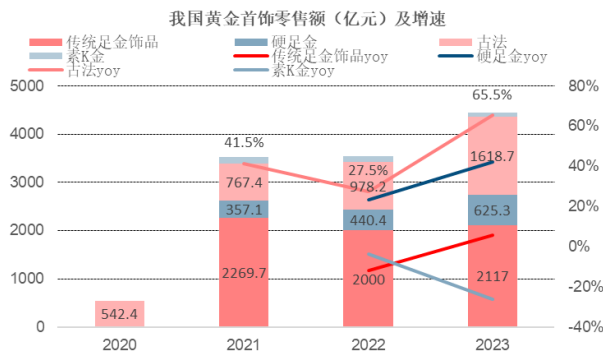


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

老铺黄金高增的背后在于在黄金饰品化浪潮下，公司开创性地将中国传统文化元素、古法黄金工艺、现代审美综合运用到黄金饰品上，并围绕高端黄金饰品定位去构建相应的服务、门店场景布置等，实现从精致产品到高端品牌心智的全方位领先。行业视角上看工艺进步与设计共同推动黄金首饰产品力提升，古法金黄金产品的销售量占比从 19 年的 10.8% 提升至 23 年的 35.3%，古法金保持高速增长态势。公司创始人在中国传统文化

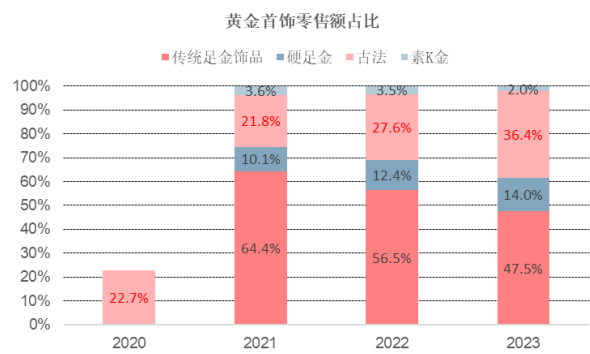
及手工艺品领域深耕 20 余年，曾创立过“文房一号”和“金色宝藏”两大品牌，对传统文化和现代审美有卓越的理解，亲任研发总监把关产品设计。公司善于从中国传统文化和佛教文化经典元素中汲取设计灵感，以原创设计打造“金饰+金器”产品矩阵，产品引领新中式古法金审美，金镶钻类产品更是在业内一骑绝尘。23 年公司自产比例达 59%，高自产比例亦保证了产品质量和原创度。

图 6:我国黄金首饰零售额（亿元）及增速



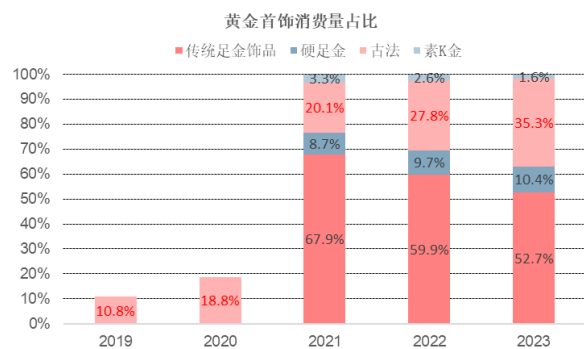
数据来源：中国黄金协会《中国黄金首饰市场报告 2021-2024》中信建投证券

图 7:黄金首饰零售额占比



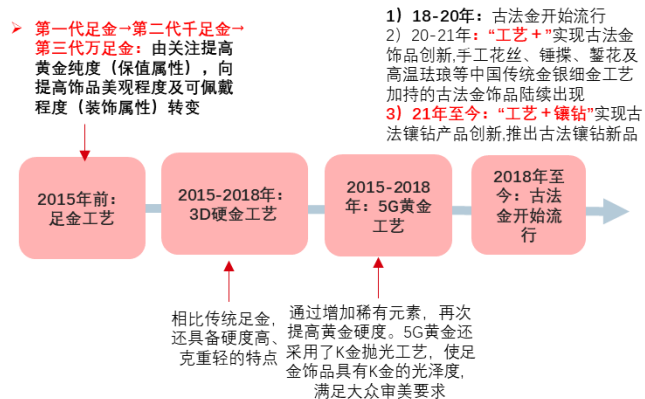
数据来源：中国黄金协会《中国黄金首饰市场报告 2021-2024》中信建投证券

图 8:黄金首饰消费量占比



数据来源：中国黄金协会《中国黄金首饰市场报告 2021-2024》中信建投证券

图 9:我国黄金工艺主要变化



数据来源：中国黄金协会《中国黄金首饰市场报告 2021-2024》中信建投证券

2016 年 5 月，足金标准进行修订，取消“千足金”（999 金）的纯度命名、（99 金）成为新的“足金”标准，给黄金饰品材料端创新带来更多可能。2016 年初，国家标准化委员会通过强制性 GB11887-2012 国家标准《首饰贵金属纯度的规定及命名方法》1 号修改单。其中规定：企业在宣传黄金首饰的纯度时，将不得再出现千足金（999 金）称号，“足金”（99 金）成为最高标准，该规定于 2016 年 5 月开始实施。

老铺黄金通过打造“金饰+金器”产品矩阵，产品引领新中式审美，其中金镶嵌类饰品（点钻系列）和佛教法器内涵产品特色鲜明。老铺黄金产品坚持原创设计，擅长从中国文化经典元素中汲取设计灵感，以及将佛教文化元素及寓意巧妙应用在产品设计中，产品既包含供日常佩戴的饰品，亦包含文房文玩金器、日用金器和居家摆件金器。热门饰品如十字金刚杵吊坠（既包括佛教坚固锋利智慧、可断除烦恼的美好寓意，又饱含现代审美设计）、花丝蓝翅蝴蝶锁骨链、太阳花吊坠、玫瑰花窗戒指、镶嵌红宝石钻石的和合戒指等。

图 10:老铺黄金以原创设计潜心打制“经典、极致、传世”的金饰与金器，引领新中式审美



数据来源：公司官网，中信建投证券

2021年行业标准明确“古法金由两种及以上古法工艺制成(共15种)”，老铺19年首推“足金镶嵌”、22年首推“金胎烧蓝”，增添金饰产品的华贵感和精致度。

图 11:古法金主要工艺和步骤

古法金工艺	要点	古法金工艺	要点
接胎	制作金器的第一步骤。『眼、手、心』配合，全神贯注，用锤具手工敲击金片成型，敲成形制标准，器型规整，薄厚均匀	宝石镶嵌	包括『镶宝石』和『嵌素金丝』，以『锉、接、闷、打、崩、挤』等纯手工技法，将金丝、金片或珊瑚等珠宝嵌入凹槽内，最后打磨平整。2008年被列入国家非物质文化遗产名录。
制胎	一种手工成型工艺，是将金银片放在上下阴阳模之间，用专用锤敲打，使金片在两个模具中拉伸延展成型的手工艺。	炸珠	将黄金溶液滴入温水中会形成大小不等的金珠。炸珠形成的金珠通常焊接在金、银器物上以作装饰，如联珠纹、鱼子纹等。
拊胎	是将金银片通过与按照设计要求制成的胎体形状模具配合拊成符合设计要求的主体形态的手工艺。	吸珠	将同等规格的金(或银)丝，单独熔化成液态金或银，自然冷却后，制成相同尺寸的金(或银)珠的手工艺技法。
锤揲	又称『打作法』、『金属敲花法』。锤揲修饰金器细节造型与图案，使金器肌理朴实，质感浑厚，精美细腻，灵气饱满	吹珠	将金(或银)丝悬空用火焙灼熔化成符合设计要求规格的金(或银)珠的手工艺技法。
花丝	纯手工将黄金抽成极细丝状，通过『堆、垒、编、织、掐、填、攒、焊』八大手工技法完成。编丝成器，美轮美奂，宛若天工。2008年被列入国家非物质文化遗产名录。	手工修金	用专用工具，纯手工打磨、抛光金器表面，使金器表层平整，质感醇厚静美，呈现熠熠生辉的光泽效果。
錾花	以『摆、悬、捻、推』等錾法，配合『敲、点、打、斩』的锤技，在金胚表面手工錾出图案或纹饰。	点翠	中国传统的金属工艺和羽毛工艺的结合，先用金或镏金的金属做成不同图案的底座，再把翠鸟背部亮丽的蓝色的羽毛仔细地镶嵌在座上，以制成各种首饰器物。
失蜡浇铸	通过蜡模加热、融化，再将金属注入模型，制造出各种精密的金属制品	烧蓝	烧蓝工艺是一种装饰工艺，是在金胎表面涂上彩色珐琅釉，经烧制从而呈现出鲜艳多彩的外观。其中：高温珐琅需在800-1000℃烧制多次、制作成本较高，成色成品质量高；低温珐琅一般200℃一次成型，以单色为主
金银错	我国传统的金属表面装饰方法，工艺技法主要有两种:涂画法和镶嵌法。涂画法是将金银液涂在所需的纹饰线条上的手工技法;镶嵌法是把金、银或者其他金属锤锻成丝、片，镶嵌在金属器物，构成各种花纹、图像、文字的手工艺技法。		



接胎：
敲出形制标准



锤揲：
修饰造型与图案



錾刻：
錾出造型与图案



花丝：
将黄金抽成极细丝状



镶嵌：
珠宝嵌入凹槽



修金：
打磨、抛光金器



烧蓝：
表面涂上彩色珐琅

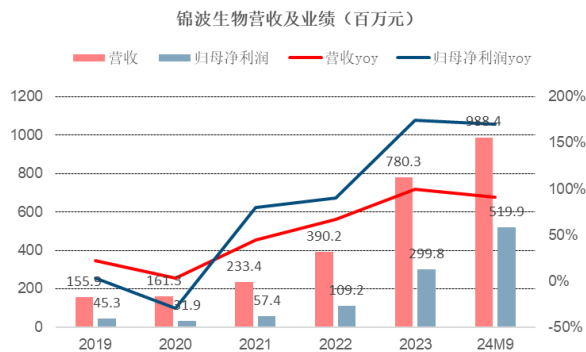
数据来源：老铺黄金官网，中国黄金协会《古法金饰品标准》，中信建投证券

1.3.医美：产品驱动型赛道，再生/胶原蛋白新材料开辟新的增长点

医美行业具备高壁垒（技术、医药监管、获证审批等），是典型的产品驱动型赛道，通常由上游厂商供给端创新和变革，引领下游医美机构和求美者医美需求，目前正从玻尿酸→再生材料→胶原蛋白材料更迭，一方面可以挖掘消费潜力、另一方面可对于老产品进行替换。

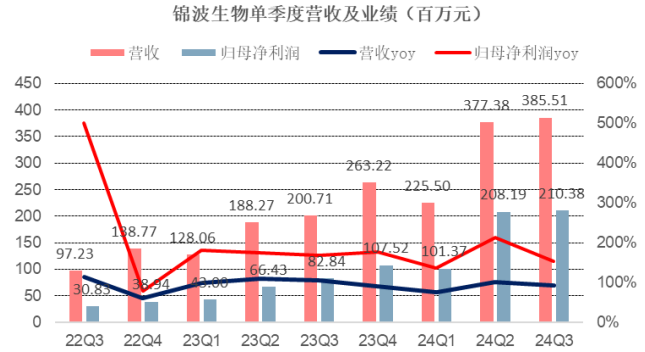
以重组胶原蛋白医美赛道纯正标的锦波生物为例，公司 2020-2023 年营收、归母净利润 CAGR 为 69%、111%，24M9 营收 9.88 亿元/+91.2%、归母净利润 5.2 亿元/+170.4%，主要系独占重组胶原蛋白填充剂医美赛道，核心产品薇旖美放量带动业绩高增。公司目前手握国内重组胶原蛋白唯二三类针剂、竞争格局良好（目前国内仅有 5 款胶原蛋白产品），其中薇旖美于 2021 年获批上市。薇旖美极纯（4mg）主要用于眼部年轻化（细纹改善）+美塑治疗（水光针），出厂价 800-1000 元、终端零售价 6800 元，机构推广动力足且无负担，目前增加机构覆盖数（目前覆盖 2000+机构）及深挖单机构需求。且 23 年 6 月已推出薇旖美至真系列（10mg/瓶）、聚焦高净值用户人群，出厂价 3000 元、零售价 2 万元。24 年 3 月修丽可推出“修丽可铂研胶原针”，为公司 23 年 8 月获批的重组 III 型人源化胶原蛋白溶液，终端机构定价 7200 元/支。

图 12:锦波生物营收及业绩



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 13:锦波生物单季度营收及业绩



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 14:锦波生物主要医美产品



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

除此之外, 公司医美矩阵充足&XVII 型重组胶原蛋白+兰蜜私密抗衰整形打开成长空间。公司研发及产业化能力行业领先, 重组胶原蛋白医美产品矩阵持续拓展, 1) 24、25 年拿证情况: 兰蜜聚焦私密抗衰(三类械), 预计 24 年底或者 25 年拿到三类证; 主打面中部增容的重组胶原蛋白低温凝胶预计有望于年底或者 25 年获批; 2) XVII 型重组胶原蛋白: 23 年 7 月“薇莱美”正式发布(深层修复基底膜带, 实现表皮细胞焕新, 根源对抗衰老), 重组 XVII 型人源化胶原蛋白相关产品已完成临床前研究, 动物实验未见免疫原性和任何不良反应, 目前正在开展多中心临床。

图 15:薇旖美和其他胶原蛋白产品对比

公司名称	商品名称	产品特性			技术优势	终端市场价格	维持时间
		主要成分	胶原类型	适用范围			
汉福生物 (荷兰)	爱贝美	聚甲基丙烯酸甲酯 (PMMA) 微球体的胶原蛋白悬浮液, 含微量利多卡因	/	该产品用于注射到真皮深层以纠正鼻唇沟纹, 或填充到骨膜外层已进行(鼻骨段)隆鼻	安全性高, 过敏率小于0.1%, 大小精确, 刺激皮下胶原分泌替代外源性胶原, 除皱自然平整状态, 组织柔软无硬结	10,000 元以上/支	6-12个月
长春斐缦	弗缦	3.5% 牛胶原蛋白及 0.3% 盐酸利多卡因的生理盐水悬浮液	III型医疗器械	用于面部真皮组织填充以纠正中、重度鼻唇沟	无任何交联剂, 降解产物为18种氨基酸和水, 持续提供肌肤营养成分	约为 6,000 元/支	6-8个月
双美生物 (中国台湾)	肤柔美	由猪皮纯化而成的 I 型胶原蛋白经过滤除菌及无菌操作方式分散于磷酸盐生理食盐水缓冲溶液	III型医疗器械	该产品用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹(如眉间纹、额头纹和鱼尾纹等)	ZDT去端肽技术, 可完全去除致敏原	约为 4,000 元/支	6-8个月
	肤丽美	由猪皮纯化而成的交联 I 型胶原蛋白及磷酸盐缓冲生理盐水构成	III型医疗器械	该产品适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹		约为 8,000 元/支	
锦波生物	薇旖美	重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维	III型医疗器械	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹(包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹)	避免了病毒污染风险和免疫原性; 具备更强的亲水性和水溶性, 能更安全和高效率的补充皮肤的胶原蛋白, 保持皮肤弹性、缓解皮肤衰老。	约为 6,800 元/支	3-6个月

数据来源: 公司招股书, 新氧, 各公司公告, 中信建投证券

现阶段胶原蛋白针剂产品较少, 目前我国共计 4 家公司的 8 款胶原蛋白医美产品获批。2020 年之前主要是台湾双美旗下的肤丽美、肤柔美等, 其来源为提取自猪的动物源性胶原蛋白; 2021 年锦波生物获批首款重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维医美产品——薇旖美, 23 年获批溶液, 锦波生物旗下 2 款三类医疗器械证的人源化胶原蛋白产品。多家公司加大重组胶原蛋白研发力度, 其中以巨子生物为代表, 加大力度布局重组胶原蛋白赛道, 逐步完善产品布局, 预计 2024-2026 年多款产品有望上市。

表 1:我国胶原蛋白注射针剂储备情况

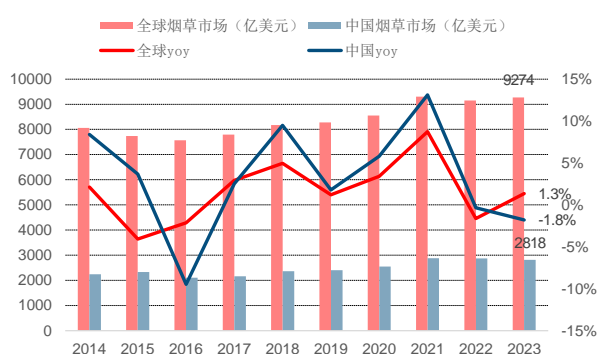
公司	胶原蛋白注射针剂产品储备情况	预计获批时间
锦波生物	妇科用冻干纤维; 面部增容凝胶产品	2024 年/2025 年
巨子生物	①重组胶原蛋白液体制剂、重组胶原蛋白固体制剂	2025 年
	②2 款交联凝胶产品	2025 年
创健医疗	重组胶原蛋白冻干纤维、重组胶原蛋白植入剂、3 型冻干纤维、重组胶原蛋白蛋白敷料、3 型膀胱修复剂	预计 2024 年、2025 年上市
	重组胶原蛋白水光针 (三类证) 医美产品	2026 年
丸美生物	重组胶原蛋白填充类 (三类证) 医美产品	2028 年
	重组胶原蛋白人工角膜和人工关节	2030 年
	重组胶原蛋白 3D 打印的人体器官	2032 年
聚源生物	重组三型冻干纤维; 一型冻干纤维	2024 年
华熙生物	公司在 III 类医疗器械注射类产品、医用敷料 (面膜) 以及功能性护肤品上均有胶原蛋白相关的研究布局, 并将逐步推出相关产品。	
江苏吴中	自研胶原蛋白、东万生物	2025、2026 年

资料来源: 各公司公告&官网&医与美前沿, 中信建投证券

1.4.新型烟草：产品创新推动新型烟草对传统烟草的快速替代，后遇到监管环境变化

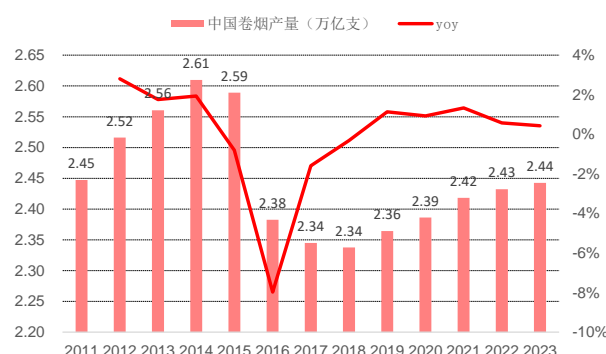
基于广阔的烟草市场，产品创新驱动新型烟草快速成长。新型烟草本质是在科技进步、产品创新下，人类对于尼古丁摄取方式的迭代。2023 年全球烟草市场规模达 9274 亿美元，基于烟草市场广阔的市场空间，供给侧的进步、新产品对旧产品的替代，如尼古丁盐、加热不燃烧、雾化陶瓷芯等技术的出现，带来的增长往往是爆发式的，供给是需求的决定因素。

图 16:全球及中国烟草市场规模



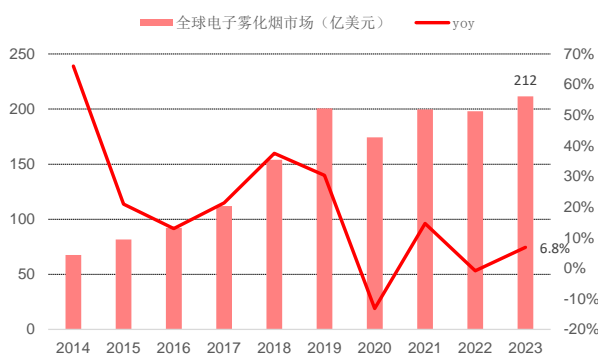
数据来源：欧睿，中信建投证券

图 17:中国卷烟产量及增速



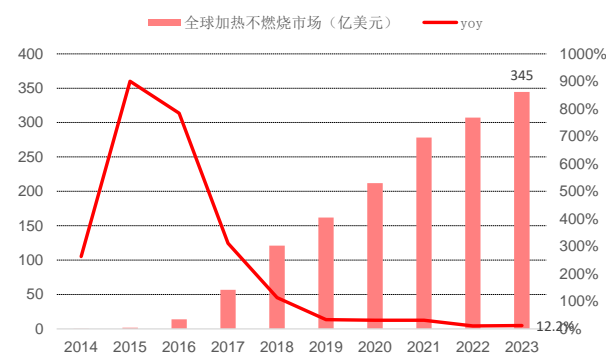
数据来源：国家统计局，中信建投证券

图 18:全球电子雾化烟市场规模及增速



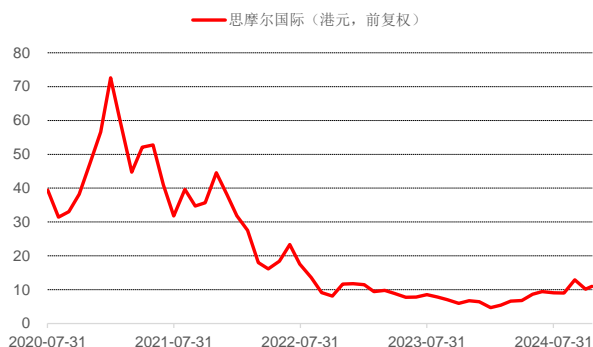
数据来源：欧睿，中信建投证券

图 19:全球加热不燃烧烟草市场规模及增速

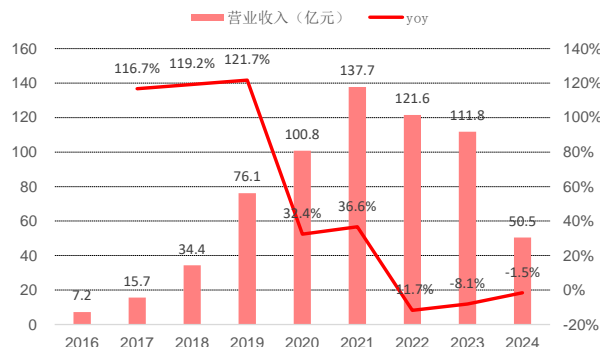


数据来源：欧睿，中信建投证券

思摩尔国际推出 FEELM 陶瓷雾化技术，提升雾化电子烟抽吸体验。2016 年公司推出 FEELM 陶瓷雾化技术品牌，将金属薄膜与陶瓷导体相结合，实现迅速升温、恒定高温、更低的漏液率、无炸油、饱满的烟雾量，为消费者带来更好的口感和更强的满足感，在 2021 年前，公司收入业绩实现爆发式增长。2021 年后，受到海内外监管及政策扰动公司业绩开始回落，如国内 21 年 3 月工信部就修改《烟草专卖法实施条例》征求意见，拟将电子烟等新型烟草制品参照卷烟有关规定执行，后续《电子烟管理办法》等监管文件发布，对电子烟全产业链实施烟草专卖管理，且口味仅限于烟草味。

图 20:思摩尔国际股价表现


数据来源: Wind, 中信建投证券

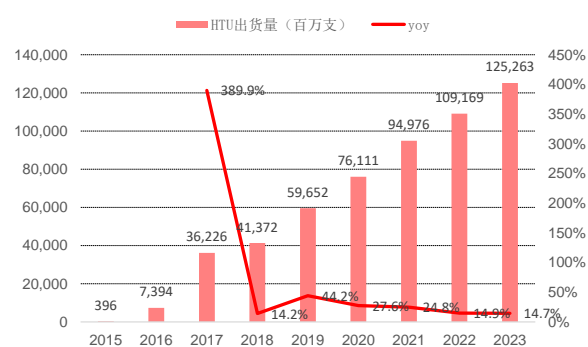
图 21:思摩尔国际收入及增速


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

菲莫国际开创减害烟草新品类——加热不燃烧卷烟。菲莫国际是加热不燃烧卷烟品类的开创者，2014年首次在日本市场推出 IQOS 产品，2016年起加速商业化，在全球多个市场推出 IQOS 并取得良好反馈，2015-2017年，IQOS 出货量爆发式增长。当前 IQOS 产品已经迭代到第 7 代 IQOS ILUMA i 机型，截至 2023 年末，IQOS 已在 84 国发售，并预计将于 2025 年进入美国市场，IQOS 用户数量已达 2860 万人，其中 73% 已经完成从传统烟草到 IQOS 的转化。

图 22:PMI 股价表现


数据来源: Wind, 中信建投证券

图 23:IQOS 加热烟弹出货量及增速


数据来源: PMI, 中信建投证券

2.内需：关注政策发力方向，“以旧换新”支持范围和支持规模有望再拓宽

2.1.政策脉络：以旧换新整体可分为两轮政策刺激，2024 年以旧换新对汽车和家电支持力度最大

回顾年初以来的政策演进时间线，1 月国新办发布会提及今年推动汽车、家电以旧换新，2 月 23 日中央财经委员会第四次会议首提“新一轮消费品以旧换新”；3 月初国常会通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/068011136130007004>