

轻工造纸行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：张杨桓（执业 S1130522090001） 分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

yinxinyue@gjzq.com.cn

重视中烟香港获“长城”雪茄独家经销权，舆论或催化个护线上格局优化

行业观点更新：

- **家居板块：**1) 内销方面，近日，国家发展改革委已会同财政部宣布向地方下达了今年第三批 690 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金，各地家具国补有望逐步重启，在政策刺激下，终端需求有望再现边际改善，或推动内销家居企业估值边际修复；2) 外销方面，6 月中国家具出口金额当月同比+0.6%，1-6 月中国家具累计出口同比-7.0%。此外，根据 CME 跟踪，9 月美国降息概率为 64.5%，降息预期正抬升。整体来看，内销板块重点关注 25 年业绩增长确定性高并且具备相对高股息支撑的内销龙头企业。外销板块重点关注具备自身较强成长逻辑或者具备海外产能优势，盈利有望底部反转的企业。
- **新型烟草：**HNB 方面，菲莫发布 FY25H1 财报，25H1HTU 销量同比+10.5%至 759 亿支。欧洲市场中风味禁令的影响正逐渐消散，推动意大利、德国等主要市场重新加速增长，25Q2 欧洲市场 HTU 销量重回双位数增长。此外 IQOS 用户数仍在提升，25Q2 末用户数达 3400 万，HNB 行业成长无忧。雾化方面，近期据美国广播公司报道，美国 FDA 局长表示目前电子烟店中销售的 85% 产品都是非法的，25 年上半年美国海关已累计查获价值 6030 万美元的非法电子烟，后续打击非法电子烟将成为 FDA 的首要任务。由此来看，我们认为后续雾化合规市场扩容可期，依然建议重点关注深度切入海外大烟草集团的雾化+HNB 供应链的思摩尔国际。此外，中烟香港本周发布公告，其与四川中烟签订“长城”雪茄全球市场独家经销协议，后续经销区域将扩展至全球，后续相关整合预期正进一步抬升，继续重视中烟香港作为中烟体系的国际业务拓展及资本运作平台的布局价值。
- **造纸包装：**1) 截至 7 月 25 日，针叶浆/阔叶浆单位价格 6250/4150 元，环比上周+50/+50 元，双胶纸/白卡纸/生活纸/箱板纸单位价格 5100/4460/5700/3730 元，环比上周持平/持平/-100/持平。截止 7 月 24 日，国内主流港口库存木浆较上周去库 3.8 万吨至 214.3 万吨，港口库存呈小幅去库的态势。与上周相比，浆价小幅回升，受淡季需求未有实质性改善、港口库存虽有去库态势但过程缓慢等因素影响，预计纸浆市场供需矛盾缓解仍需时间，预计短期现货浆价短期较难持续上行。2) 包装：本周裕同公告拟注销部分回购库存股增强股东回报。延续此前观点，一方面关注推荐行业地位稳固、稳健高分红的纸包装及塑料包装龙头，积极关注龙头企业拓展出海业务、开辟新增长空间。另一方面关注并购整合下金属包装行业竞争格局不断优化带来的两片罐企业盈利能力改善机会。
- **轻工个护&宠物&AI 眼镜：**Q3 淡季重视国货品牌的新品周期&线下渠道进展；AI 眼镜：阿里本周推出首款自研 AI 眼镜。1) 轻工个护宠物：近期电商【投流税】的影响、网红卫生巾翻车事件等，竞争格局角度有望边际利好【多渠道】布局的卫生巾头部专业品牌；短期两条思路：① 关注各家新品进展，例如冷酸灵美白新品/下月亚克展重点品牌新品等，节奏上为 4Q 大促销水；② 线下渠道成长逻辑：百亚等卫生巾线下区域走向全国的成长逻辑仍有看点关注边际加速趋势。2) AI 眼镜：产业趋势爆发前期，跟踪大厂突破性产品/放量节奏，重点围绕绑定优质大厂的具备品牌力的镜片制造标的。
- **潮玩：**行业扩容下首推龙头泡泡，关注优质潮玩 IP 内容设计方+高效的营销&线下渠道运营端。本周泡泡玛特创始人王宁接受采访，透露新款彩色 LABUBU 或十月推出。IP 矩阵模式运营优势强，公司优秀且领先的 IP 孵化与运营竞争力未变，新公司/新渠道运营模式持续涌现，关注传统公司积极转型（晨光等），带动行业渗透率加速提升；量子之歌推出全新 IPSI INONO 在名创线下首发，Wakuku 初获成功下关注后续多 IP 运作能力。
- **两轮车：**国补第三批资金到位+新国标下终端补库，关注 3Q 小阳春。近期我们草根调研了解到两轮车补贴资金兑现边际向优，叠加 Q3 新国标落地前补货弹性，关注 Q3 起经营数据边际向好预期。9 月 1 日起伴随新国标正式实施，我们仍可期待供给约束带来的格局优化，中期视角加速市场份额的抢夺的支撑点更多来自头部产品力提升（三电、智能化、电摩品类）、供应链集约管理带来的成本优势。我们从两条思路方向做推荐，① 产品力具备性价比、渠道规模效应强且具备一定店效改善空间的龙头公司；② 中高端电自、电摩类产品力带动价格带不断突破、用户群体和渠道具备增量开拓空间的新势力品牌。
- **各板块景气度判断：**家居板块（底部企稳）、新型烟草（稳健向上）、造纸（底部企稳）、包装（稳健向上）、宠物食品（略有承压）、潮玩（高景气维持）、两轮车（拐点向上）、轻工个护（略有承压）。

投资建议

- **家居：**推荐索菲亚、顾家家居、慕思股份、志邦家居、敏华控股等。
- **新型烟草：**推荐思摩尔国际（雾化业务有望受益海外合规市场扩容，中期 HNB 业务弹性可期）、中烟香港等。
- **轻工消费：**推荐乖宝宠物（宠物消费韧性凸显、国货龙头势能强化，稀缺性成长，股东减持释放流动性）、中宠股份、泡泡玛特、登康口腔、百亚股份等。
- **造纸包装：**推荐裕同科技、太阳纸业、华旺科技、仙鹤股份、奥瑞金等。
- **出海：**推荐匠心家居（家居出口优质企业，后续有望受益美国降息，店中店模式正在加速推进，成长空间有望打开）、恒林股份、致欧科技、乐歌股份等。

风险因素

- 地产竣工恢复速度低于预期；原材料价格大幅上涨；新品推广不及预期；汇率大幅波动。

内容目录

一、本周重点行业及公司基本面更新.....	3
1.1 家居板块.....	3
1.2 新型烟草.....	3
1.3 造纸包装.....	3
1.4 轻工个护&潮玩.....	4
1.5 两轮车.....	4
二、行业重点数据及热点跟踪.....	6
2.1 新型烟草行业出口数据跟踪和一周热点回顾.....	6
2.2 轻工个护宠物&潮玩板块线上销售数据.....	7
2.3 两轮车板块以旧换新数据跟踪.....	8
2.4 家居板块行业高频数据跟踪.....	9
2.5 造纸板块行业高频数据跟踪.....	16
三、本周行情回顾.....	19
四、重点公司估值及盈利预测.....	21
五、风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 电子烟月度出口数据跟踪 (单位: 亿美元)	6
图表 2: 全球电子烟行业一周热点回顾	6
图表 5: 中国地产数据走势一	10
图表 6: 中国地产数据走势二	11
图表 7: 美国地产数据走势	12
图表 8: 家具出口及国内零售金额走势一	13
图表 9: 家具出口及国内零售金额走势二	14
图表 10: 家居原材料价格走势	15
图表 11: 造纸产业链价格跟踪	16
图表 12: 本周纸品及原材料价格变动一览 (单位: 元/吨)	16
图表 13: 纸浆和成品纸产销及进出口月度数据追踪	17
图表 14: 其他主要原材料价格变动	19
图表 15: 轻工子板块及重点公司行情表现	20
图表 16: 重点公司标的估值及盈利预测	21

一、本周重点行业及公司基本面更新

1.1 家居板块

家居板块：1) 内销方面，近日，国家发展改革委已会同财政部，向地方下达了今年第三批 690 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金，各地家具国补有望逐步重启，在政策刺激下，终端需求有望再现边际改善，或推动内销家居企业估值边际修复；2) 外销方面，6 月中国家具出口金额当月同比+0.6%，1-6 月中国家具累计出口同比-7.0%。此外，根据 CME 跟踪，9 月美国降息概率为 64.5%，降息预期正抬升，并且美国对各地关税影响正逐步落地，出口板块布局机会值得逐步重视。整体来看，内销板块重点关注 25 年业绩增长确定性高并且具备相对高股息支撑的内销龙头企业。外销板块重点关注具备自身较强成长逻辑或者具备海外产能优势，盈利有望底部反转的企业。

- **顾家家居-动态：**7 月 23 日，顾家家居发布关于持股 5%以上股东部分股份将被司法拍卖的进展公告截至本公告披露日，顾家集团有限公司持有顾家家居股份有限公司 1.03 亿股股票，占本公司总股本的 12.55%，上述股份目前均处于冻结状态；顾家集团拟被司法拍卖的股票数量为 0.29 亿股，占其所持有本公司股数的 28.42%，占本公司总股本的 3.57%。截至拍卖结束，本次股份司法拍卖(拍)已流拍。
- **志邦家居-动态：**7 月 23 日，志邦家居发布关于大股东部分股份解除质押及再质押的公告，大股东许帮顺先生持有志邦家居股份有限公司 0.88 亿股股份，占公司总股本的 20.35%；本次解余质押并再质押后，累计质押公司股份(含本次)516 万股，占其所持公司股份数的 5.84%，占公司股份总数的 1.19%。许帮顺先生及其一致行动人合计持有本公司 1.79 亿股股票，占本公司总股本的 41.32%。本次许帮顺先生解除质押并再质押后，累计质押 516 万股股票，占许帮顺先生及其一致行动人共同持有公司股类的 2.88%，占本公司总股本的 1.19%。

1.2 新型烟草

新型烟草：HNB 方面，菲莫发布 FY25H1 财报，25H1HTU 销量同比+10.5%至 759 亿支。欧洲市场中风味禁令的影响正逐渐消散，推动意大利、德国等主要市场重新加速增长，25Q2 欧洲市场 HTU 销量重回双位数增长。此外 IQOS 用户数仍在提升，25Q2 末用户数达 3400 万，HNB 行业成长无忧。雾化方面，近期据美国广播公司报道，美国 FDA 局长表示目前电子烟店中销售的 85%产品都是非法的，25 年上半年美国海关已累计查获价值 6030 万美元的非法电子烟，后续打击非法电子烟将成为 FDA 的首要任务。由此来看，我们认为后续雾化合规市场扩容可期，依然建议重点关注深度切入海外大烟草集团的雾化+HNB 供应链的思摩尔国际。此外，中烟香港本周发布公告，其与四川中烟签订“长城”雪茄全球市场独家经销协议，后续经销区域将扩展至全球，后续相关整合预期正进一步抬升，继续重视中烟香港作为中烟体系的国际业务拓展及资本运作平台的布局价值。

- **动态：**7 月 22 日，菲莫国际发布 2025H1 财报。25Q2 公司实现营收/经调整营业利润同比+7.1%/+16.1%至 101/43 亿美元，25H1 营收/经调整营业利润同比+6.5%/+14.5%至 194/80 亿美元。其中 25Q2 新型烟草营收同比+15.2%至 42 亿美元，25H1 营收同比+15.1%至 81 亿美元，25Q2 新型烟草营收占比同比+4.3pct 至 41.6%。25Q2HTU 销售量同比+9.2%至 388 亿支（25Q1 增速为 11.9%），25H1 销量同比+10.5%至 759 亿支，Q2 销售未出现实质降速，HTU25Q2 IMS（剔除渠道库存扰动影响）销量同比+11.4%（25Q1 为 9.4%），实际 HTU 销售情况仍较优。

1.3 造纸包装

造纸包装：1) 截至 7 月 25 日，针叶浆/阔叶浆单位价格 6250/4150 元，环比上周+50/+50 元，双胶纸/白卡纸/生活纸/箱板纸单位价格 5100/4460/5700/3730 元，环比上周持平/持平/-100/持平。截止 7 月 24 日，国内主流港口库存木浆较上周去库 3.8 万吨至 214.3 万吨，港口库存呈小幅去库的态势。与上周相比，浆价小幅回升，受淡季需求未有实质性改善、港口库存虽有去库态势但过程缓慢等因素影响，预计纸浆市场供需矛盾缓解仍需时间，预计短期现货浆价短期较难持续上行。2) 包装：本周裕同公告拟注销部分回购库存股增强股东回报。延续此前观点，一方面关注推荐行业地位稳固、稳健高分红的纸包装及塑料包装龙头，积极关注龙头企业拓展出海业务、开辟新增长空间。另一方面关注并购整合下金属包装行业竞争格局不断优化带来的两片罐企业盈利能力改善机会。

- **动态：**7 月 25 日，裕同科技公告称为进一步维护投资者价值，拟注销部分回购库存股 1000 万股，相应的减少公司注册资本。拟注销的库存股于 2022 年 9 月回购完成，回购金额为 2.3 亿元，占当时总股本比例的 1.0747%。在经历 19-21 年的产能扩张期后，21 年以来公司资本开支持续下降，24 年资本开支 9.78 亿元，较 21 年高点下降

47%，为公司实现高分红奠定坚实基础。公司自 23 年以来股利支付率保持在 60% 以上，显著高于往年的 20%。我们认为公司注销部分已回购股份，彰显未来长期发展信心及积极回报股东决心。

1.4 轻工个护&潮玩

轻工个护&宠物：Q3 淡季重视国货品牌的新品周期&线下渠道进展；**AI 眼镜**：阿里本周推出首款自研 AI 眼镜。1) 轻工个护宠物：近期电商【投流税】的影响、网红卫生巾翻车事件等，竞争格局角度有望边际利好【多渠道】布局的卫生巾头部专业品牌；短期两条思路：①关注各家新品进展，例如冷酸灵美白新品/下月亚宠展重点品牌新品等，节奏上为 4Q 大促蓄水；②线下渠道成长逻辑：百亚/豪悦等卫生巾线下区域走向全国的成长逻辑仍有看点关注边际加速趋势。2) AI 眼镜：产业趋势爆发前期，跟踪大厂突破性产品/放量节奏，重点围绕绑定优质大厂的具备品牌力的镜片制造标的。

潮玩：行业扩容下首推龙头泡泡，关注优质潮玩 IP 内容设计方+高效的营销&线下渠道运营端。本周泡泡玛特创始人王宁接受采访，透露新款彩色 LABUBU 或十月推出。IP 矩阵模式运营优势强，公司优秀且领先的 IP 孵化与运营竞争力未变，新公司/新渠道运营模式持续涌现，关注传统公司积极转型（晨光等），带动行业渗透率加速提升；量子之歌推出全新 IPSIINONO 在名创优品首发，Wakuku 初获成功下关注后续多 IP 运作能力。

- **个护-卫生巾动态**：辛巴自创品牌“棉密码”卫生巾翻车，检出超高含量硫脲。7 月 24 日，据新京报报道，今年 5 月，消费者王先生在自媒体上曝光“棉密码”卫生巾添加硫脲，并组织消费者集体送检。随后，检测机构报告显示，棉密码”多个批次产品检出超高含量致癌物硫脲，其中一款樱花·舒缓型卫生巾中的硫脲含量高达 16653.4679 $\mu\text{g/g}$ 。
- **个护-冷酸灵动态**：冷酸灵“色修美白”牙膏在抖音首发上线，直播间活动价格 29.9/支（原价 39.9/支），49.9/2 支（原价 59.9/2 支），单只 120g；30 天无效退两支，69.9 购买 3 支+赠品三面牙刷两支（原价 79.9/3 支）。
- **宠物-雀巢动态**：全球最大的宠物业务集团之一的雀巢宠物公布其 2025 年半年度业绩，其以普瑞纳为核心的宠物护理部门营收为 92.29 亿欧元瑞士法郎，约合人民币 1097.79 亿元。基础交易营业利润为 242.30 亿元，占营收比为 22.1%。宠物业务在 2025 上半年的有机增长率为 1.3%，其中因销售带来的增长为 1.8%，价格上的变化则导致该业务分部增长减少 0.5%。另外，在 2025 年 Q2，宠物业务营收为 45.25 亿瑞士法郎，有机增长率为 1.0%。
- **AI 眼镜-动态**：据 36 氪旗下《智能涌现》报道，阿里巴巴即将在本周推出其首款自研 AI 眼镜，正式加入“百镜大战”。据报道，这款 AI 眼镜具备了市场上多数同类产品的基础功能，如语音助手、音乐播放、电话通话、实时翻译以及会议纪要等。此外，其还将深度整合阿里巴巴生态内的多种功能，包括地图、支付和购物等。
- **AI 眼镜-Meta 动态**：Meta 成功地与 Orion（其第一款真正的 AR 眼镜）合作，开发了 sEMG 腕带原型。研究团队开发了先进的机器学习模型，能够将控制手腕肌肉的神经信号转化为驱动用户与眼镜互动的指令，从而消除对传统且繁琐的输入方式的依赖。
- **潮玩-泡泡玛特动态**：本周，泡泡玛特创始人王宁接受了央视的独家专访。在访谈中，王宁展示了即将推出的新款彩色 LABUBU，并透露这款新品有望在十月与消费者见面。
- **潮玩-名创优品动态**：量子之歌并购潮玩品牌 Letsvan 后推出的全新原创 IPSIINONO 赛诺诺日前于上海 MINISO LAND 全球壹号店线下首发，当日单店售出数千个盲盒，拉动店铺单日总销售额环比飙升 31.3%。除上海首发外，该系列新品还在北京、广州、成都、南京等 12 个城市的 MINISO LAND 同步开售，7 月 22 日晚 8 点开始在 Letsvan 天猫旗舰店、抖音、小红书及官方小程序等线上渠道同步发售。
- **潮玩-名创优品动态**：7 月 18 日起，名创优品 x《罗小黑战记 2》联名在 MINISO LAND 正式开售，罗小黑、无限、哪吒、池年及全新角色鹿野化作限定谷子集体亮相，软萌的猫猫形态生活周边也同步上线；单笔消费满额即可获赠联名透卡与限定购物袋。北京、上海、广州、天津、重庆、成都、南京、苏州、贵阳的 12 家 MINISO LAND 与 MINISO SPACE 已抢先首发，更多大电影系列周边即将陆续登场。

1.5 两轮车

两轮车：国补第三批资金到位+新国标下终端补库，关注 3Q 小阳春。近期我们草根调研了解到两轮车补贴资金兑现边际向优，叠加 Q3 新国标落地前补货弹性，关注 Q3 起经营数据边际向好预期。9 月 1 日起伴随新国标正式实施，我们仍可期待供给约束带来的格局优化，

中期视角加速市场份额的抢夺的支撑点更多来自头部产品力提升(三电、智能化、电摩品类)、供应链集约管理带来的成本优势。我们从两条思路方向做推荐,①产品力具备性价比、渠道规模效应强且具备一定店效改善空间的龙头公司;②中高端电自、电摩类产品力带动价格带不断突破、用户群体和渠道具备增量开拓空间的新势力品牌。推荐【雅迪控股】,建议关注【爱玛科技】、【九号公司】、【春风动力】。

- **九号公司:优质创新产品开发型公司,新产品线逐步进入收获期,关注中长期盈利弹性释放。**1)两轮车:产品智能化创新引领带动新客群&高客单,伴随产品&渠道端规模效应释放、看好后续盈利能力超预期兑现。近期发布针对女性用户的产品,如增加情绪价值、优化产品体验等。2)多元高成长品类:新品/新市场/渠道复用,奠定持续高成长动力,进入盈利收获期。①割草机:欧美渗透率提升带动行业景气度上行、智能化产品推出加快推进;②全地形车:产品力领先行业,产品结构持续优化,Segway 高端机型持续推出,长期市场开拓落地需跟踪海外产能的进展。
- **雅迪控股:内销产品结构优化市占率持续提升,出海&后装成长空间可期。**1)内销:龙头地位夯实,产品力/渠道/供应链综合竞争优势领先,新国标催化份额加速提升。三电技术储备领先,加快布局中高端价格带(3000元以上)车型强化市场地位。2)出海:海外布局前瞻,产品力打磨、渠道加速铺设,中长期第二成长曲线。定位中高端,短期聚焦轻度两轮车使用,在越南/印尼买地设厂配套产能建设。3)后装:聚焦差异化产品,短期加速拓渠道,中期小型动力解决方案赋能产品力。先后收购华宇、凌博夯实上游供应链布局、赋能产品研发,石墨烯电池链后续渠道发力有望形成增量。
- **两轮车-动态:**7月24日,工业和信息化部举行电动自行车相关标准政策新闻发布会,介绍新版电动自行车强制性国家标准及《关于强化电动自行车强制性国家标准实施加快新产品供应意见》有关情况。

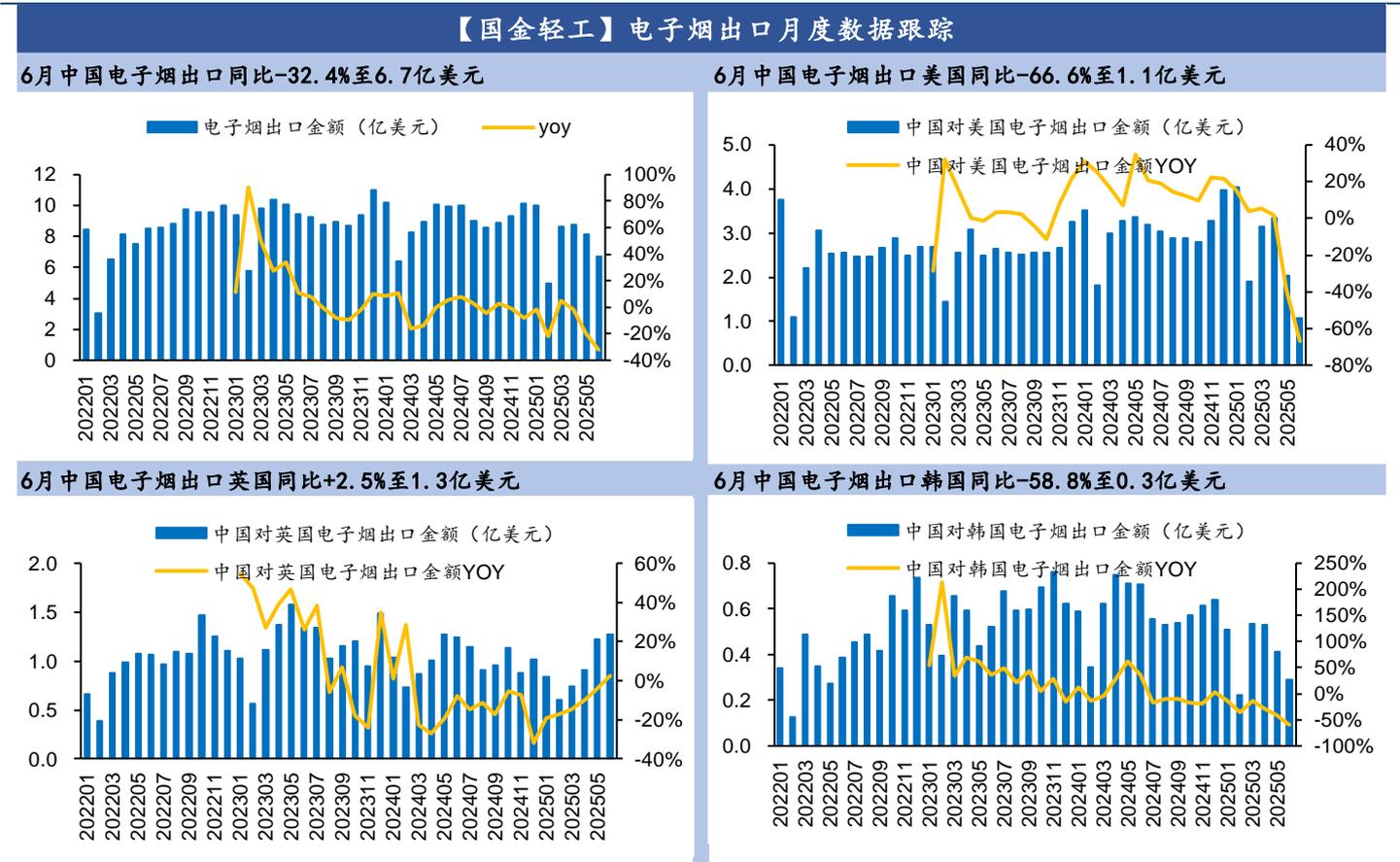
二、行业重点数据及热点跟踪

2.1 新型烟草行业出口数据跟踪和一周热点回顾

2.1.1 中国电子烟月度出口数据跟踪

6月，国内电子烟出口金额同比-32.4%，其中出口韩国电子烟金额同比-58.8%，出口美国电子烟金额同比-66.6%，出口英国电子烟金额同比+2.5%。

图表1：电子烟月度出口数据跟踪（单位：亿美元）



来源：wind，国金证券研究所。

2.1.2 全球新型烟草行业一周热点回顾

图表2：全球电子烟行业一周热点回顾

时间	标题	内容
7.21	菲律宾大幅上调电子烟最低售价 2 毫升烟弹价格翻倍至约 6 美元	菲律宾国税局 7 月 18 日发布新规，全面上调烟草及电子烟产品最低售价，其中 2 毫升尼古丁烟弹价格近乎翻倍至 353.18 比索（约 6 美元）。新规将在公布 15 天后生效。
7.22	英国德文郡整治非法电子烟市场 四家商铺遭强制停业	英国德文郡警方联合贸易标准部门开展专项执法，四家持续销售非法电子烟及假冒烟草的商铺被法院勒令停业三个月。缉毒犬协助查获大量违禁品，近一年该地区累计发出 28 项关闭令。据 BBC7 月 18 日报道，英国德文郡四家商铺因销售非法电子烟及假冒烟草被勒令停业。 德文郡和康沃尔郡警方表示，在与西南贸易标准中心的联合执法行动中，成功取缔了非法产品销售。此次行动导致托贝区四家商铺被强制关闭三个月，必要时将延长停业期限。警方指出，这些商铺此

		前已收到警告但仍继续非法经营。普利茅斯地方法院于7月17日听证会上批准了商铺关闭令。
7.23	新加坡女子因网络销售电子烟被起诉 或面临最高6个月监禁	19岁的新加坡女子因在WhatsApp上销售电子烟并持有电子烟被起诉。她面临三项指控，包括宣传电子烟、销售电子烟和持有电子烟。如果罪名成立，她可能面临最高六个月的监禁、最高1万新加坡元（约7800美元）的罚款或两者并罚。此次起诉是在卫生科学局（HSA）加强打击电子烟违规行为之后进行的。
7.24	美国FDA局长：打击非法电子烟将成“首要任务”，电子烟店中85%产品属非法	美国FDA局长马蒂·马卡里接受媒体采访时称，FDA将打击非法电子烟列为首要任务，并已采取没收和扣押措施。在2025年的前六个月，美国海关与边境保护局查获的电子烟产品国内价值就达到了6030万美元，在6月查获了价值近3400万美元的非法电子烟产品。FDA数据显示，电子烟店的85%的在售电子烟为非法产品。
7.25	新西兰政府：撤销电子烟及加热烟草设备“电池可拆卸”新规，一次性产品禁售令仍有效	新西兰联合政府决定从9月1日起撤销对所有电子烟设备（包括加热烟草制品）必须配备可拆卸电池的要求，以解决电子烟商店Shosha的母公司梅森集团（Mason Corporation）提起的法律挑战。该决定不影响对一次性电子烟设备的禁令，该禁令已于6月17日生效。

来源：两个至上，国金证券研究所整理

2.2 轻工个护宠物&潮玩板块线上销售数据

卫生巾板块：25年6月线上销售额总计7.70亿元，同比-22.95%。

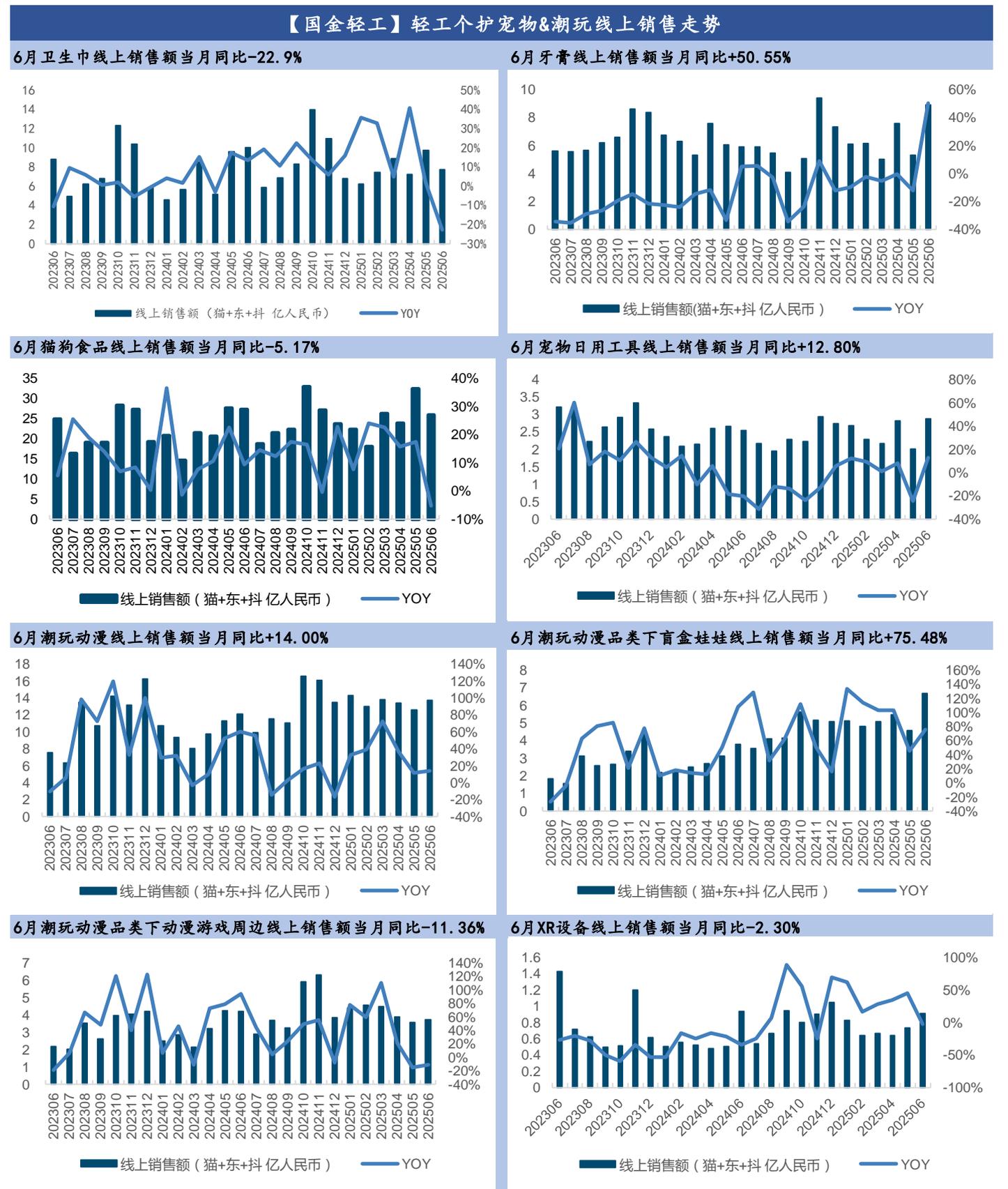
牙膏板块：25年6月线上销售额总计8.92亿元，同比+50.55%。

宠物板块：猫狗食品25年6月线上销售额总计25.83亿元，同比-5.17%；日用工具25年6月线上销售额达2.88亿元，同比+12.80%。

潮玩动漫板块：25年6月线上销售额总计13.76亿元，同比+14.00%；其二级品类盲盒娃娃/动漫游戏周边线上销售额为6.68/3.73亿元，同比+75.48%/-11.36%。

AI眼镜板块：XR设备线上销售额25年6月销售额达0.91亿人民币，同比-2.30%。

图表3: 轻工个护宠物&潮玩线上销售额



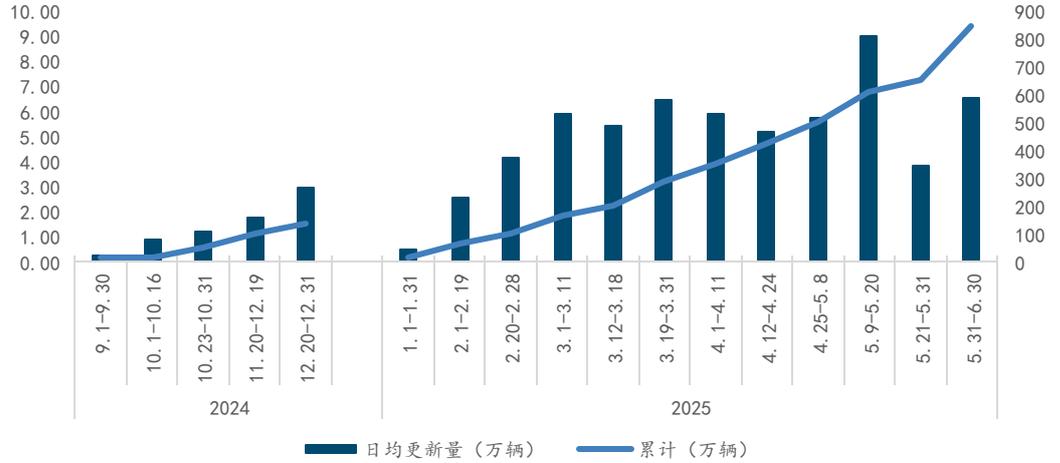
来源: 久谦, 国金证券研究所;

2.3 两轮车板块以旧换新数据跟踪

截至25年6月30日, 两轮电动车以旧换新累计846.5万辆, 25年5月31日-6月30日

平均日更新 6.55 万辆，较 5.9-5.20 日平均日增速加快。

图表4：两轮电动车国补进展梳理回顾



来源：商务部，新华社，新华观点，央视新闻，国金证券研究所

2.4 家居板块行业高频数据跟踪

2.4.1 中美地产数据

周度商品房成交面积：本周（7.21-7.25）30大中城市成交面积 147.1（万平方米），同比-9.2%。周度商品房累计成交面积 52.8（百万平方米），累计同比-2.48%。

周度二手房成交面积：本周（7.21-7.25）14城二手房成交面积 163.76（万平方米），同比-9.03%。周度二手房累计成交面积 56.37 百万平方米，累计同比+17.25%。

房地产开发投资完成额：25年1-6月累计房地产开发完成额 357.7 百亿元，同比下降 10.3%。

房屋新开工面积：25年1-6月房地产新开工面积累计 222.9（百万平方米），累计同比下降 19.7%。

月度竣工面积：25年6月全国房屋竣工面积 29.3 百万平方米，当月同比下降 4.3%。

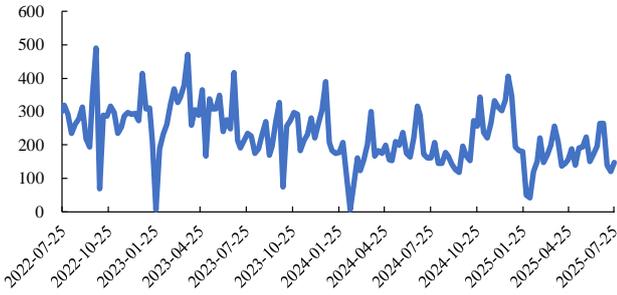
25年1-6月全国房屋竣工面积累计 162.7 百万平方米，累计同比下降 15.5%。

月度销售面积：25年6月全国商品房住宅销售面积 86.1（百万平方米），当月同比下降 8.0%；25年1-6月全国商品房住宅销售面积累计 383.6（百万平方米），累计同比下降 4.4%。

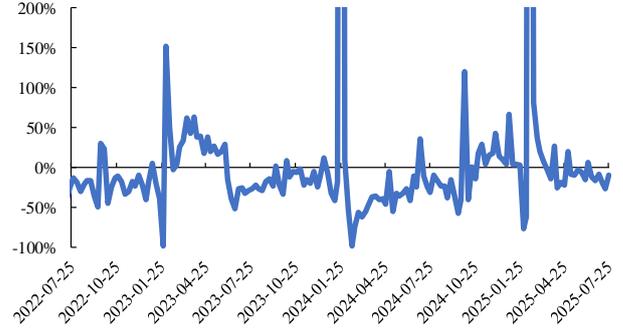
图表5：中国地产数据走势一

【国金轻工】中国地产数据走势

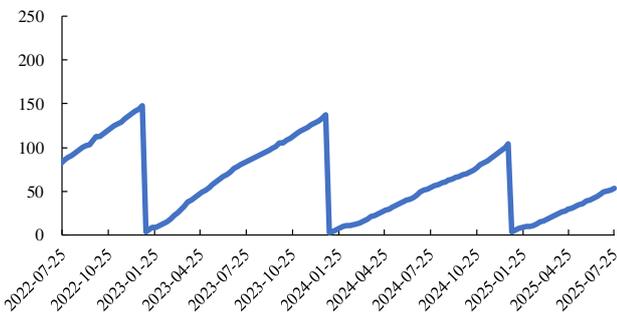
本周30大中城市成交面积当周绝对值147.1（万平方米）



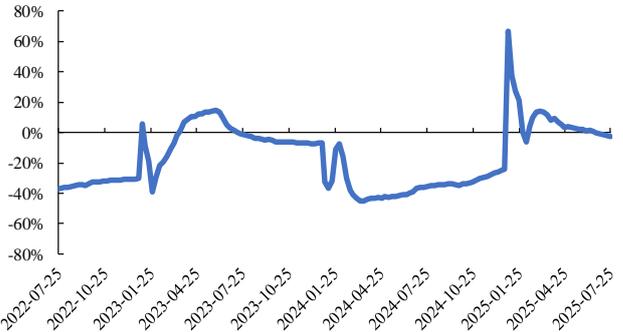
本周30大中城市成交面积当周同比-9.2%



30大中城市成交面积累计绝对值52.87（百万平方米）



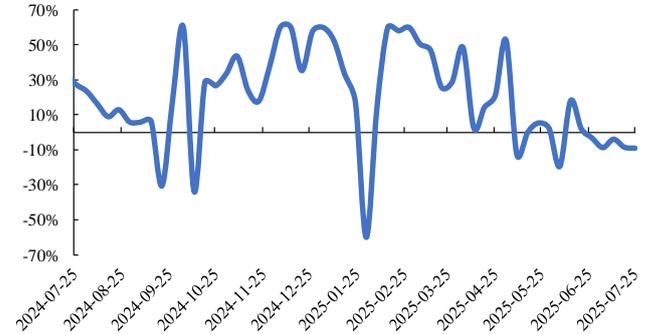
30大中城市成交面积累计同比-2.48%



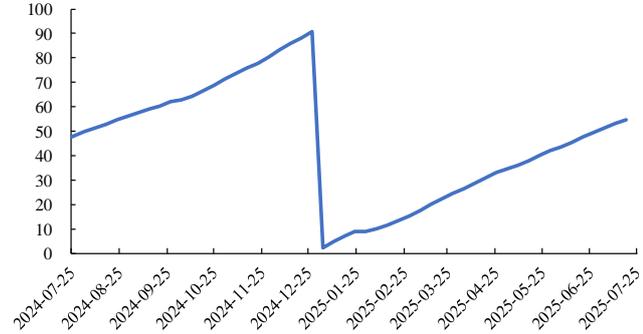
本周14城二手房成交面积当周绝对值163.76（万平方米）



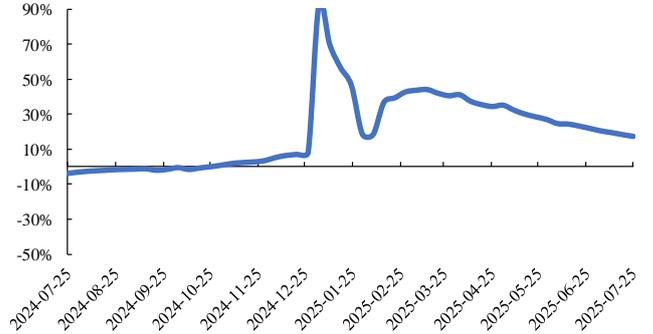
本周14城二手房成交面积当周同比-9.03%



14城二手房成交面积累计绝对值56.37（百万平方米）



14城二手房成交面积累计同比+17.25%

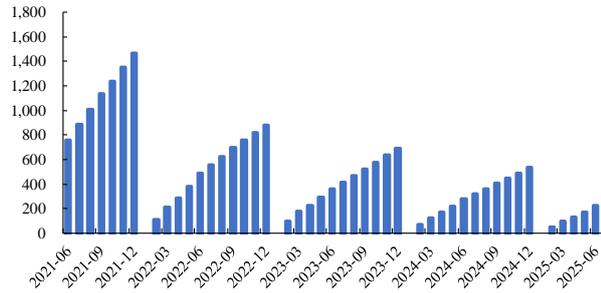


来源：Wind，国金证券研究所；注：部分波动较大数值已做平滑处理

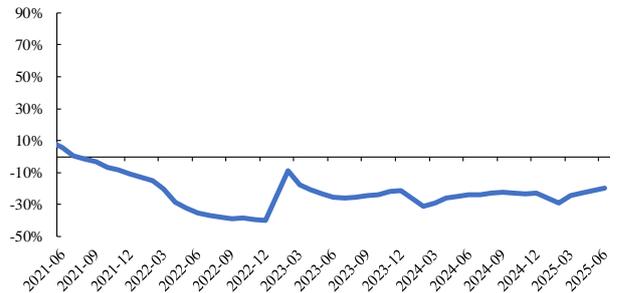
图表6：中国地产数据走势二

【国金轻工】中国地产数据走势

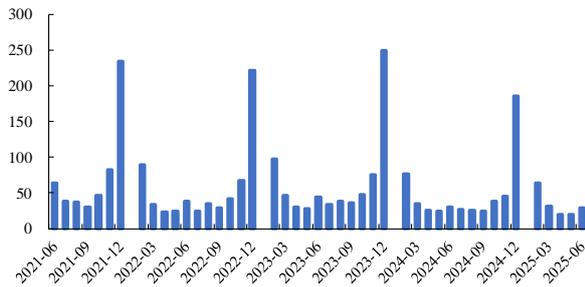
6月房屋新开工面积累计绝对值222.9（百万平方米）



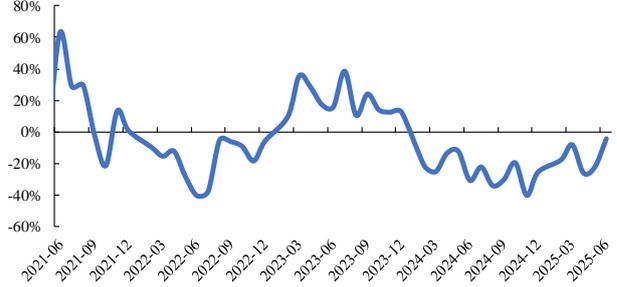
6月房屋新开工面积累计同比-19.68%



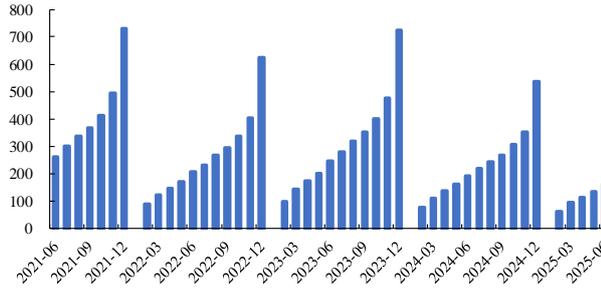
6月全国房屋竣工面积当月绝对值29.3（百万平方米）



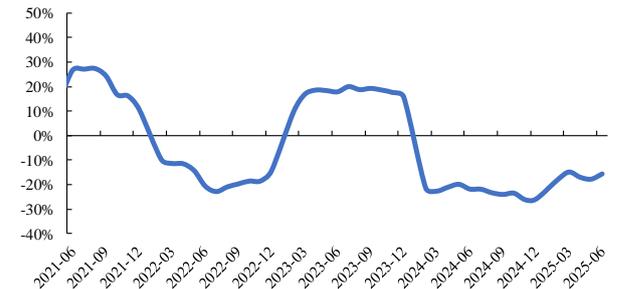
6月全国房屋竣工面积当月同比-4.26%



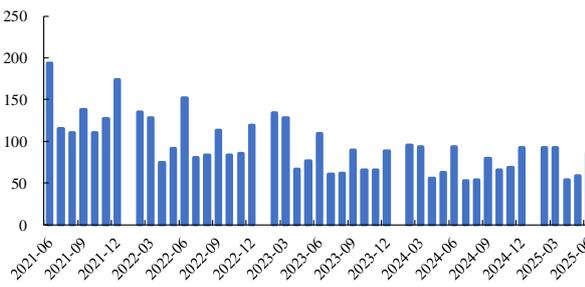
6月全国房屋竣工面积累计绝对值162.7（百万平方米）



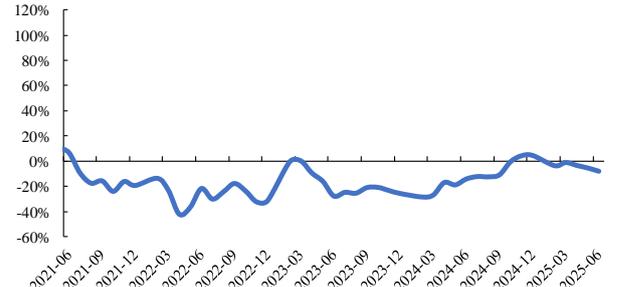
6月全国房屋竣工面积累计同比-15.54%



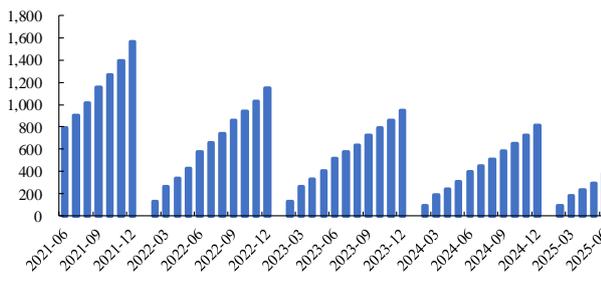
6月全国商品房住宅销售面积当月绝对值86.1（百万平方米）



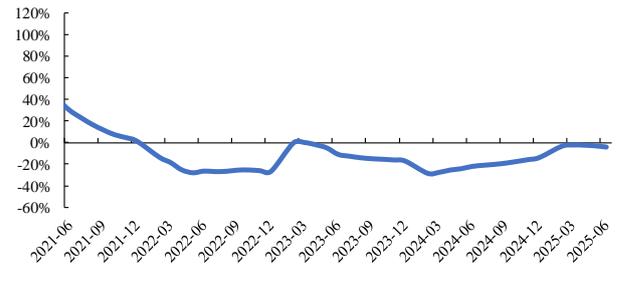
6月全国商品房住宅销售面积当月同比-8.03%



6月全国商品房住宅销售面积累计绝对值383.6（百万平方米）



6月全国商品房住宅销售面积累计同比-4.38%



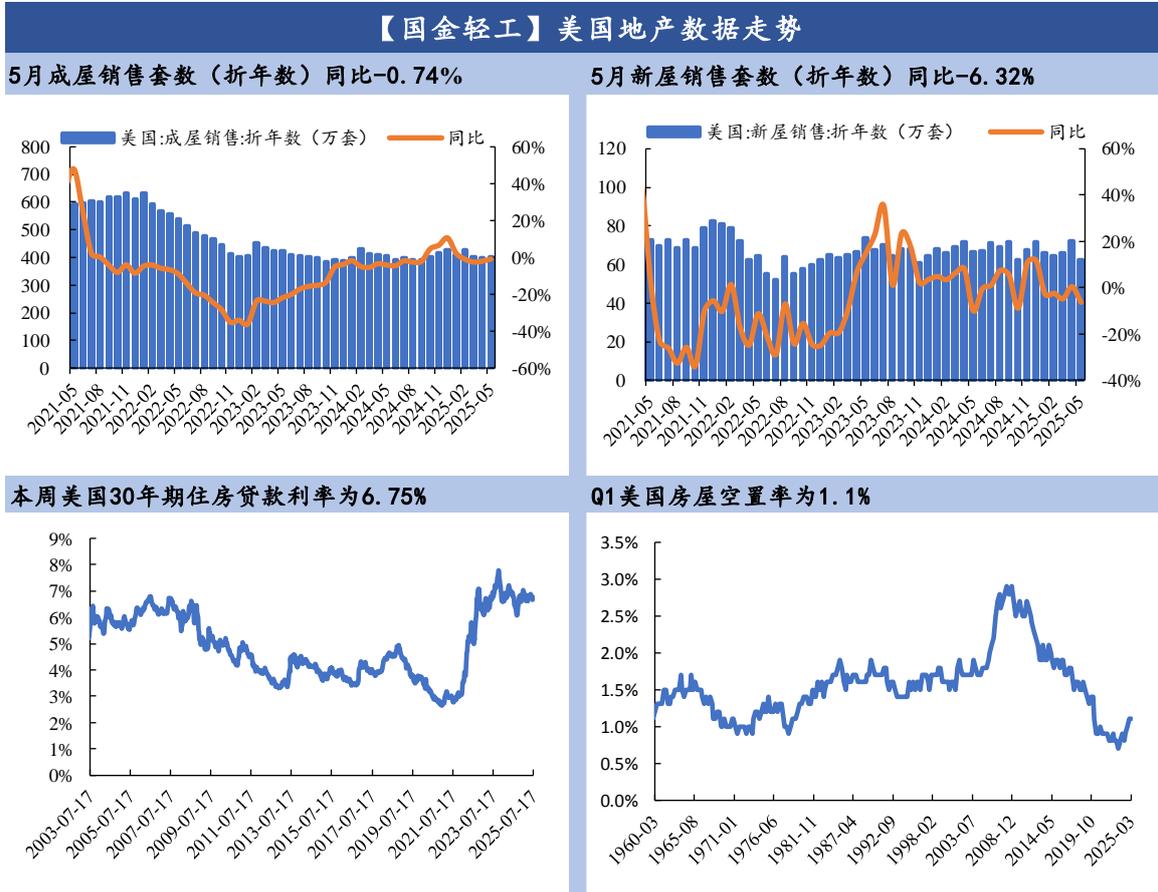
来源：Wind，国金证券研究所；注：部分波动较大数值已做平滑处理

美国房屋销售：2025年5月成屋销售套数（折年数）同比-0.74%，2025年5月新屋销售套数（折年数）同比-6.32%。

美国贷款利率：美国30年期住房贷款利率本周为6.75%，环比+0.03pct。

美国房屋空置率：2025年Q1为1.1%，环比持平。

图表7：美国地产数据走势



来源：Wind，国金证券研究所

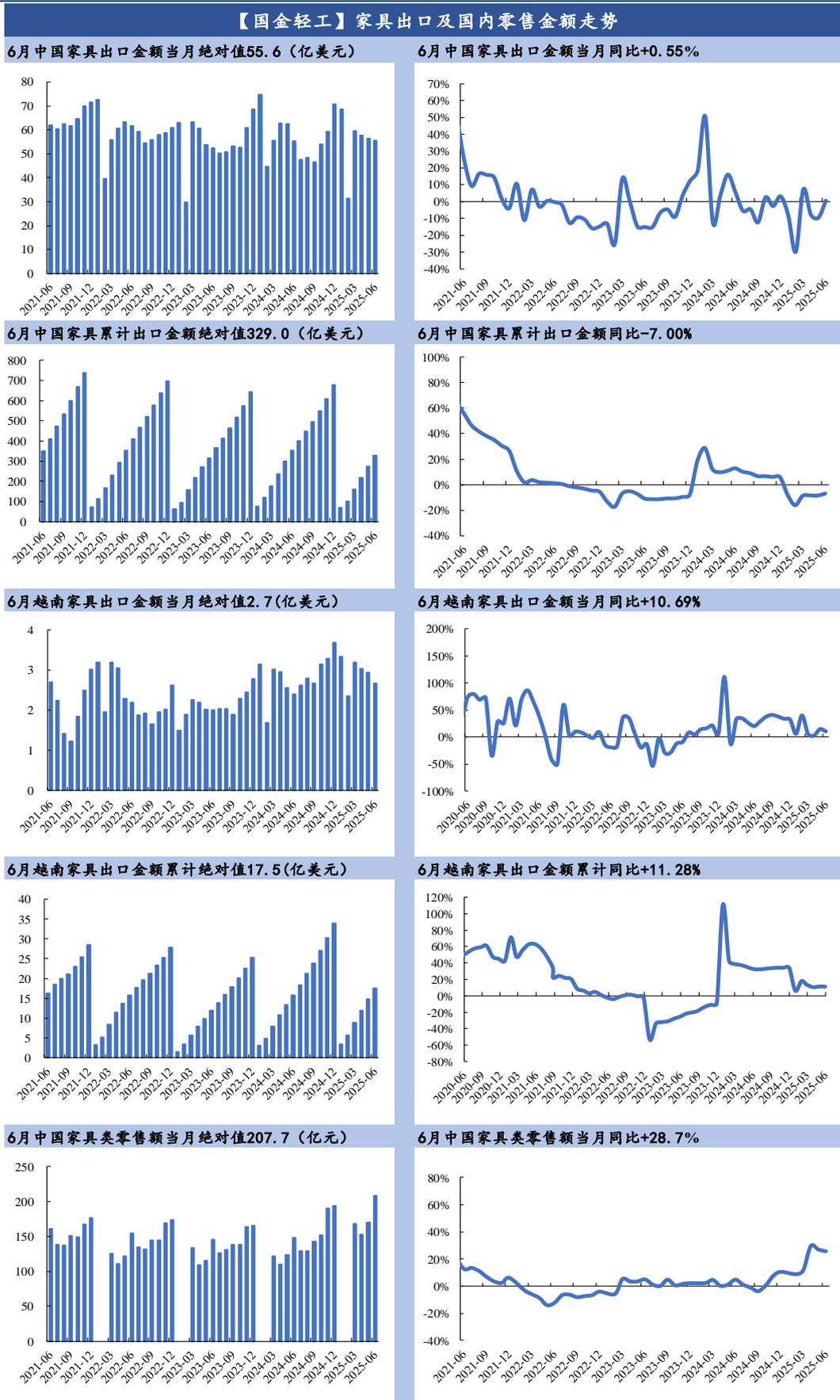
2.4.2 家具出口及国内零售额数据

中越家具出口：中国家具出口金额（美元计价）2025年6月当月55.6亿美元，同比增长0.6%，1-6月累计出口329.0亿美元，同比下降7.0%。越南家具出口金额（美元计价）2025年6月当月2.7亿美元，同比增加10.7%；25年1-6月越南家具累计出口17.5亿美元，同比上升11.3%。

国内家具零售额：2025年6月中国家具类零售额为207.7亿元，同比增长28.7%；25年1-6月中国家具类零售额累计982.1亿元，累计同比增长22.9%。

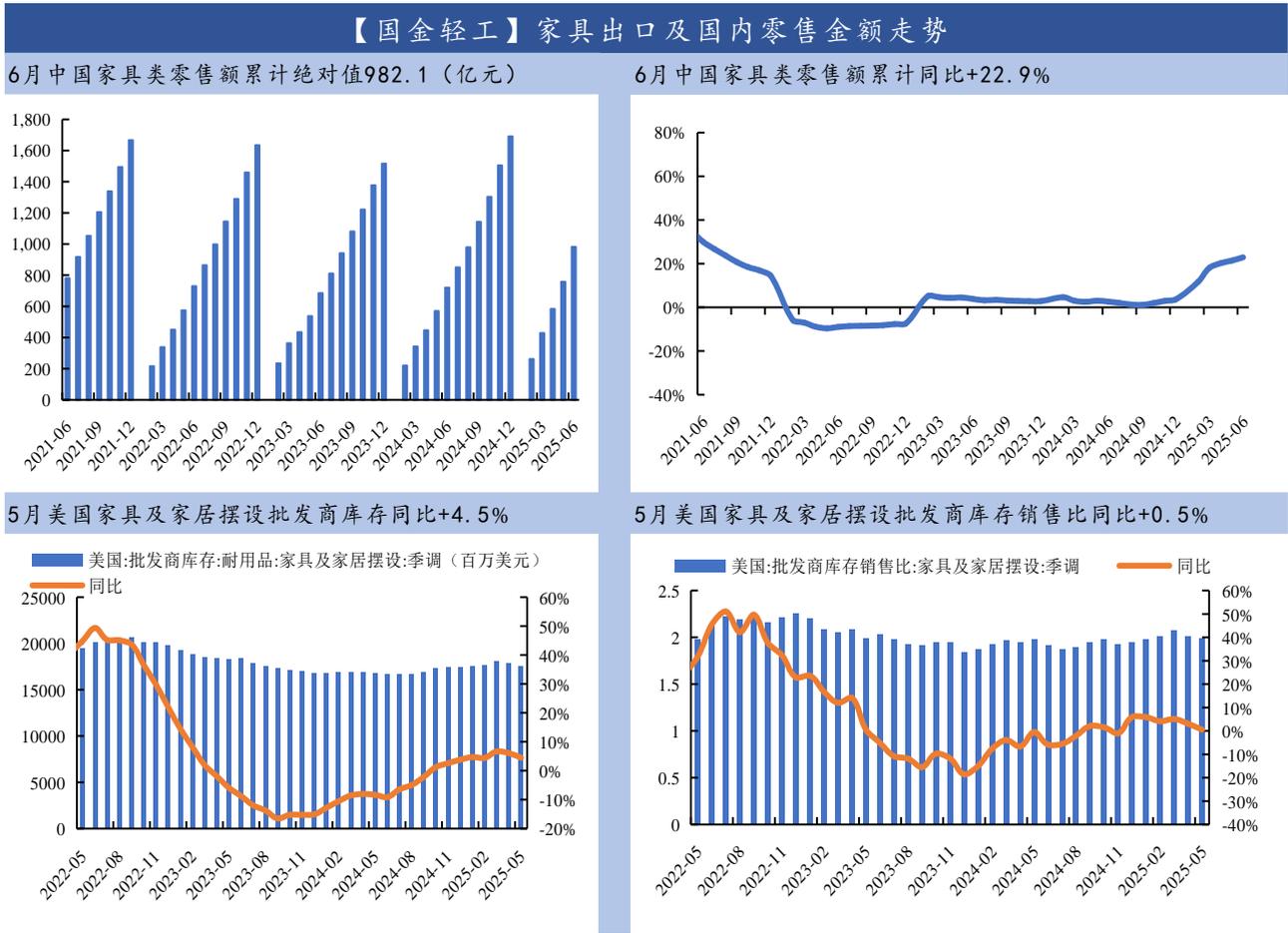
美国家具库存：美国家具及家居摆设批发商库存2025年5月当月同比增长4.5%，库存销售比同比上升0.5%。

图表8：家具出口及国内零售金额走势一



来源：Wind，国金证券研究所；注：部分波动较大数值已做平滑处理

图表9: 家具出口及国内零售金额走势二



来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 部分波动较大数值已做平滑处理

2.4.3 家具原材料价格数据

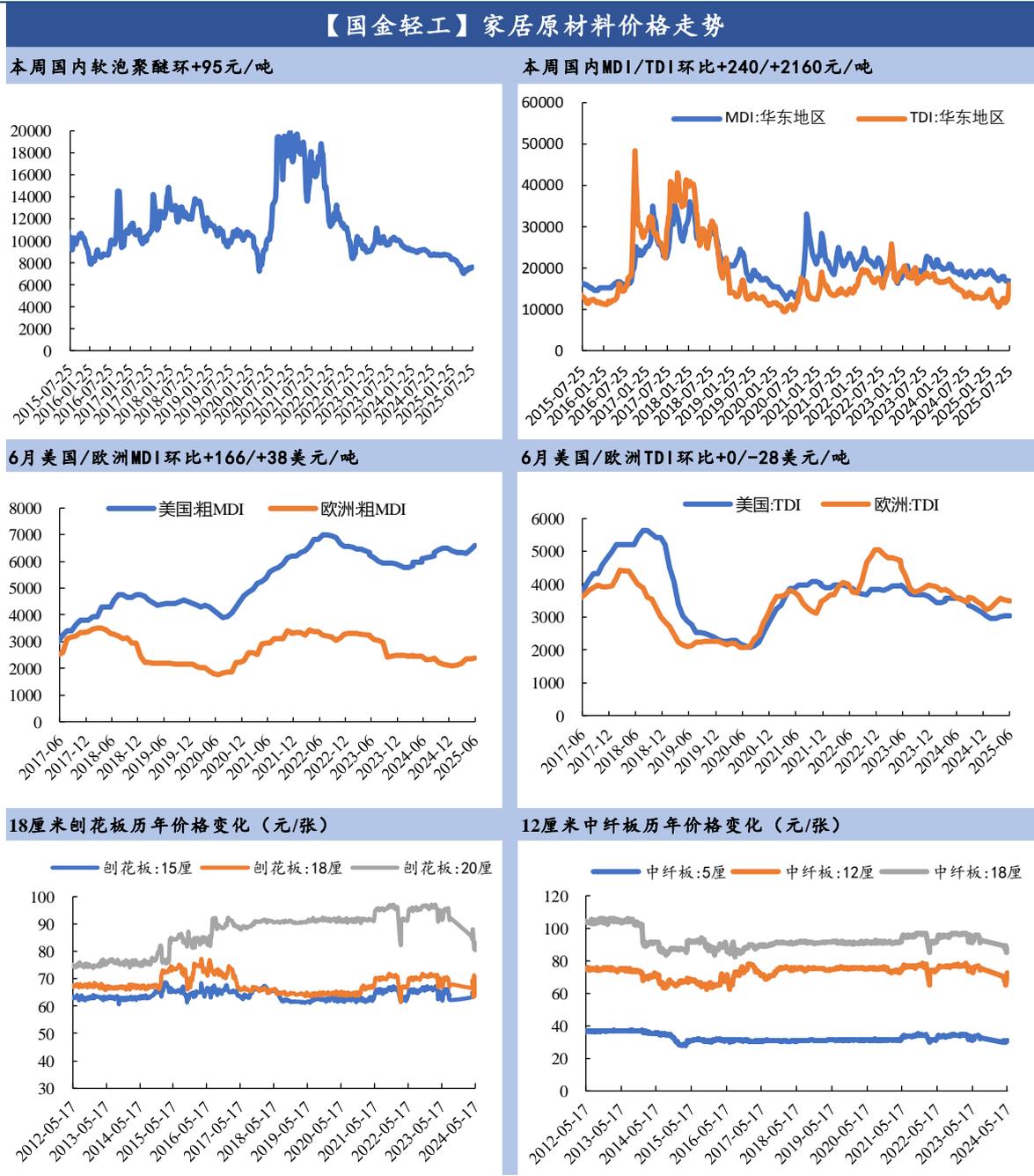
本周国内软泡聚醚均价为 7620.00 元/吨, 环比上涨 95 元/吨, 今年以来截止 7.25 均价为 7761.61 元/吨, 较 2024 年均价下降 12.9%。

本周国内 MDI 均价为 16860.00 元/吨, 环比上升 240 元/吨, 今年以来截止 7.25 均价为 17917.618/吨, 较 2024 年均价下降 5.71%。

本周国内 TDI 均价为 16020.00 元/吨, 环比上涨 2160 元/吨, 今年以来截止 7.25 均价为 12631.72 元/吨, 较 2024 年均价下降 12.9%。

海外原材料价格方面, 美国地区 MDI 价格 6 月环比上涨 166 美元/公吨, TDI 价格环比持平; 欧洲地区 MDI 价格 6 月环比上升 38 美元/公吨, TDI 价格环比下降 28 美元/公吨。

图表10: 家居原材料价格走势



来源: Wind, 国金证券研究所

2.5 造纸板块行业高频数据跟踪

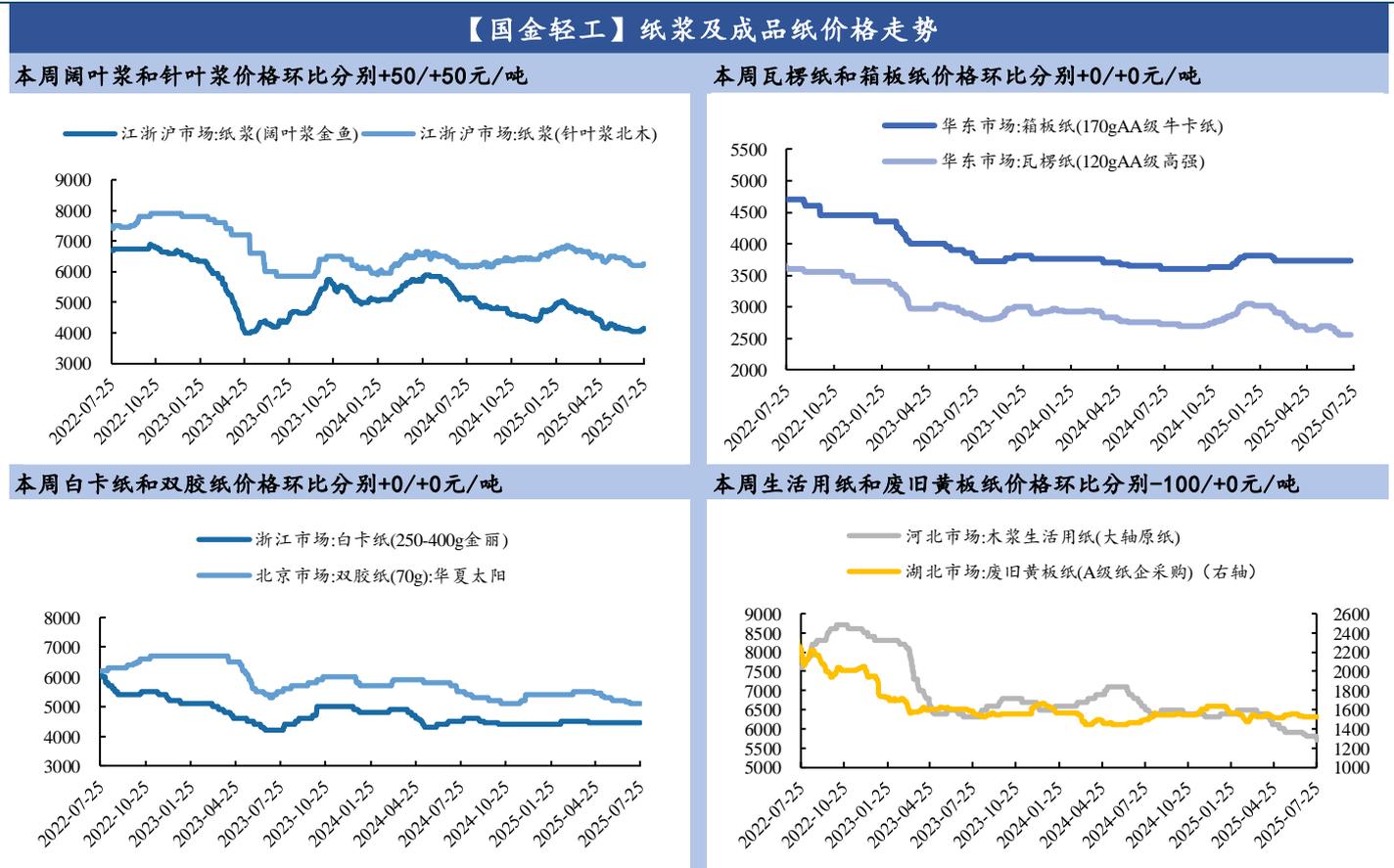
图表11: 造纸产业链价格跟踪

【国金轻工】造纸产业链价格跟踪																
产品名称	季度						月度				周度					
	24Q1	24Q2	环比24Q1	24Q3	环比24Q2	24Q4	环比24Q3	25Q1	环比24Q4	25年6月	25年5月	25年4月	25年3月	本周均价(元/吨)	环比上周	
原材料																
木浆系	针叶浆	6122	6348	226	6125	-223	6288	163	6517	229	6078	6234	6317	6122	5924	4
	阔叶浆	5500	5670	170	4810	-860	4504	-306	4792	288	4095	4467	4467	5500	4114	77
废纸系	化机浆	4095	3914	-181	3520	-394	3550	30	3550	0	3860	3900	4017	4095	3700	0
	国废黄板纸	1498	1477	-21	1544	67	1647	103	1603	-44	1510	1486	1500	1482	1521	11
纸品																
木浆系	双胶纸	5958	5750	-208	5177	-573	5213	36	5213	0	5029	5318	5318	5325	4943	0
	铜版纸	6200	6000	-200	5900	-100	5800	-100	5800	0	5675	5875	6196	6124	5575	0
废纸系	白卡纸	4943	4560	-383	4360	-200	4260	-100	4343	83	4210	4210	4916	4443	3949	1
	箱板纸	3769	3623	-146	3565	-58	3712	147	3761	49	3545	3542	3696	3649	3504	1
	瓦楞纸	2987	2814	-173	2753	-61	3037	284	3059	22	2754	2738	2881	2826	2717	8

来源: 隆众资讯, 国金证券研究所; 注: 周度核算时间为 2025 年 7 月 18 日至 2025 年 7 月 24 日

本周(7.18-7.24)针叶浆和阔叶浆价格环比分别+50/+50元/吨,瓦楞纸和箱板纸价格环比分别+0/+0元/吨,白卡纸和双胶纸价格环比分别+0/+0元/吨,生活用纸和废旧黄板纸价格环比分别-100/+0元/吨。

图表12: 本周纸品及原材料价格变动一览(单位:元/吨)



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所; 注: 周度核算时间为 2025 年 7 月 18 日至 2025 年 7 月 24 日

6月,白卡纸/白板纸/箱板纸/瓦楞纸/双胶纸/双铜纸单月产量同比-3.2%/+5.6%/+6%/+12%/-4.3%/-10.8%,白纸板/箱板纸/瓦楞纸/双胶纸/双铜纸单月表观消费量同比+10.6%/+1.0%/+7.3%/-2.7%/-5.5%。

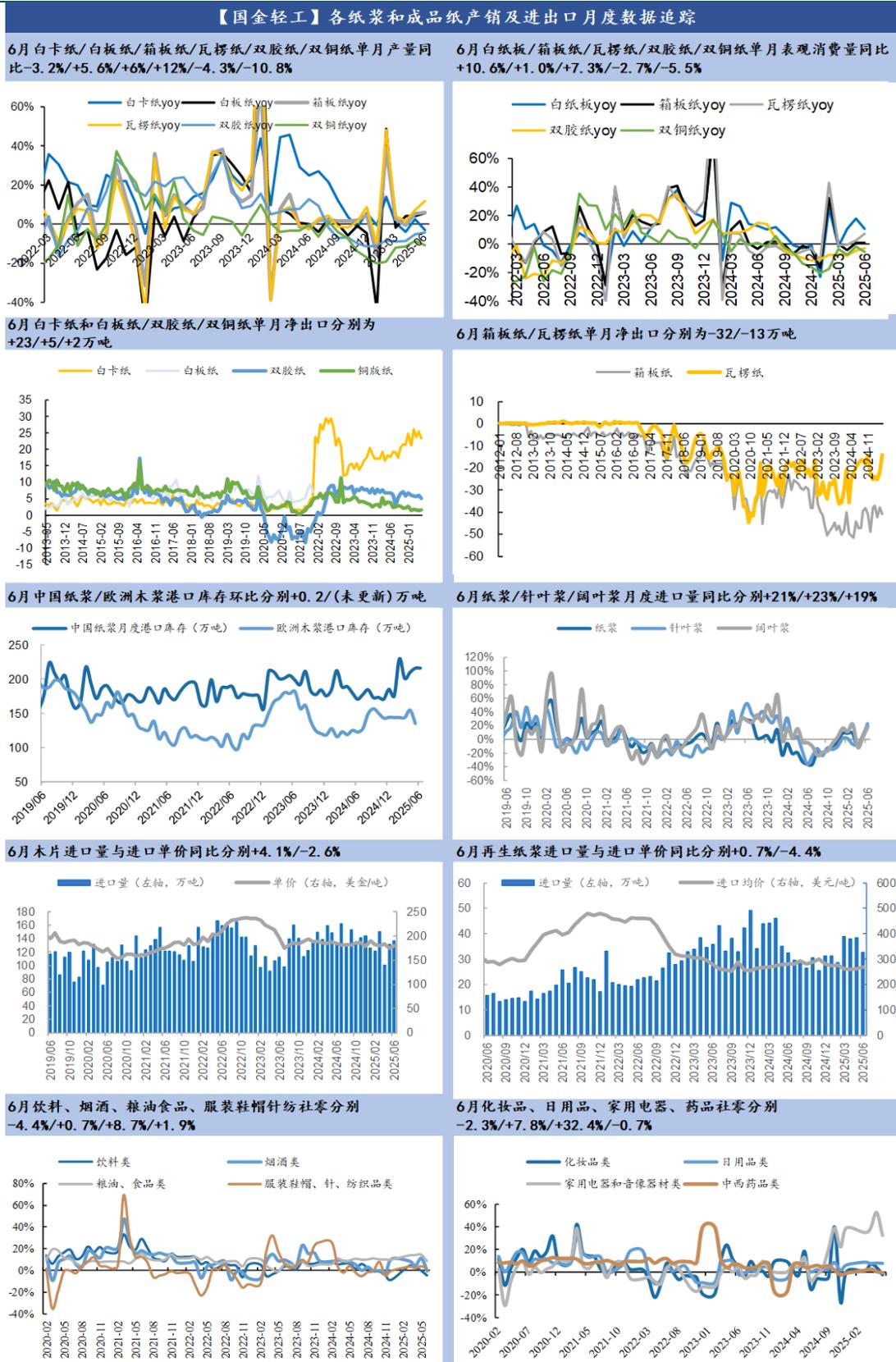
6月,白卡纸和白板纸/双胶纸/双铜纸单月净出口分别为+23/+5/+2万吨,箱板纸/瓦楞纸单月净出口分别为-32/-13万吨。

6月,中国纸浆/欧洲木浆港口库存环比分别+0.2/(未更新)万吨,纸浆/针叶浆/阔叶浆月度进口量同比分别+21%/+23%/+19%,木片进口量与进口单价同比分别+4.1%/-2.6%,再生纸

浆进口量与进口单价同比分别+0.7%/-4.4%。

6月，饮料、烟酒、粮油食品、服装鞋帽针纺社零分别-4.4%/+0.7%/+8.7%/+1.9%，化妆品、日用品、家用电器、药品社零分别-2.3%/+7.8%/+32.4%/-0.7%。

图表13: 纸浆和成品纸产销及进出口月度数据追踪



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

2.5.1、浆纸系原料及纸品价格变动情况

1) 原材料:

隆众资讯监测数据显示,本期进口纸浆均价小幅上涨,但日度价格走势平稳。截至本周四,本周期进口浆主流品牌针叶浆现货含税均价 5924 元/吨,环比上期上涨 0.1%;阔叶浆现货含税均价 4114 元/吨,环比上期上涨 1.9%;本色浆现货含税均价 5000 元/吨,环比上期持平;化机浆现货含税均价 3700 元/吨,环比上期持平。具体来看,本期山东纸浆市场现货品牌中上涨局面居多,针叶浆主流品牌价格波动区间在 5280-5920 元/吨。期货主力合约 SP2509 周期内大涨,涨幅弱于其他工业品,现货跟涨乏力。供需基本面维持僵局,供应端港口库存压力不减;需求端下游纸企开工率低位,采购仅维持刚性补库,耗浆量无改善。本期纸浆价格波动原因:一是期货跟涨与现货分化。国内经济刺激政策提振大宗商品情绪,纸浆期货被动跟涨,但现货受高库存压制及外盘成本下移,抑制现货跟涨动力。二是现货下游需求乏力。下游原纸市场淡季订单清淡,原纸市场出货不畅,市场维持刚需小单成交为主,拖累浆市。三是成本面抑制情绪。外盘报价与现货价格差距不大,进口成本支撑弱化情绪下,现货难以坚挺高位报盘。

2) 成品纸:

隆众资讯监测数据显示,本期双胶纸企业均价小幅走低,70g 双胶纸企业含税均价为 4942.9 元/吨,环比持平。目前行业盈利水平不高,部分纸机转产/交叉排产情况存在,新增装置生产暂未放量,且周内有产线计划内检修,行业货源供应稍有减量。需求端,秋季出版订单延续供货中,工厂产销平衡情况尚可,然社会面订单不旺,下游印厂开工水平不高,用户多刚需定采为主。木浆处于窄幅震荡的格局,对纸张市场支撑力度有限,加之考虑中长期基本面变化趋势,业者多谨慎操盘,贸易商多维持随进随出节奏,局部成交价格混乱,70g 本白双胶纸主流品牌价格区间在 4650-4750 元/吨,70g 高白双胶纸主流品牌价格区间在 4950-5150 元/吨,成交实谈为主。

隆众资讯监测数据显示,本期铜版纸企业均价平稳,157g 铜版纸企业含税均价为 5575.0 元/吨,环比持平。企业利润水平尚可,工厂多稳定生产,个别工厂有增产情况,行业纸张供应充裕。出版封面订单延续供货中,工厂阶段产销平衡情况尚可,然电子媒体冲击下,社会面需求仍显不振,用户囤库意愿较低,多延续刚需定采为主,行业供需双弱的特点延续。贸易商多谨慎操盘,对后市信心不足,随进随出为主,局部倒挂情况存在,157g 平张铜版纸主流品牌价格区间在 5300-5500 元/吨,实单可议。

2.5.2、废纸系原料及纸品价格变动情况

1) 原材料:

据隆众资讯调研显示,本周期废旧黄板纸均价 1506.6 元/吨,环比-0.6%,同比-6.2%。本周废纸市场僵持阴跌局面转明,各地区迎来轮番下调。周初由于局部暴雨天气影响,纸企到货小幅回落,纸价僵持维稳,然而后续由于成品纸方面终端需求不佳,出货情况欠佳,龙头纸企下调报价,玖龙多基地成品纸报价下调,市场信心受挫,拖累废纸市场下探,打包站业者恐慌性出货加剧,纸企到货回升,故采购意愿下降,供应端利好难寻,需求端支撑疲软,隆众预计,下周废旧黄板纸市场延续下跌趋势。

据隆众数据监测显示,本周期国内废旧书本纸均价 1585.3 元/吨,环比+0.4%,同比-19.3%。本周废旧书本纸市场涨多跌少,目前国内纸企整体收购价格窄幅调整,多见涨价吸货动作。原纸市场供应稳定,需求端低迷,难寻利好时机。供需差下的累库压力使得部分纸企生产热情一般,纸企多按需调整废旧书本纸价格以控制成本。供应方面打包站货源低位,少数打包站有部分囤货意愿,供应纸企稍显不足,纸企窄幅调整收购价格,心态略显悲观,观望交易。隆众预计,下周国内废旧书本纸市场窄幅调整。

据隆众数据监测显示,本周期废旧报纸均价 2425.7 元/吨,环比+0.6%,同比-13.9%。本周废旧报纸市场先稳后跌,环比较上周偏高。打包站对报纸随性收货,华北纸企再降收购价。终端需求提振不足,纸企生产热情平平;供方市场货源低位运行,打包站收货较少,废旧报纸供应偏弱,市场供需双弱趋势难改。隆众预计,下周废旧报纸市场弱稳运行。

2) 成品纸:

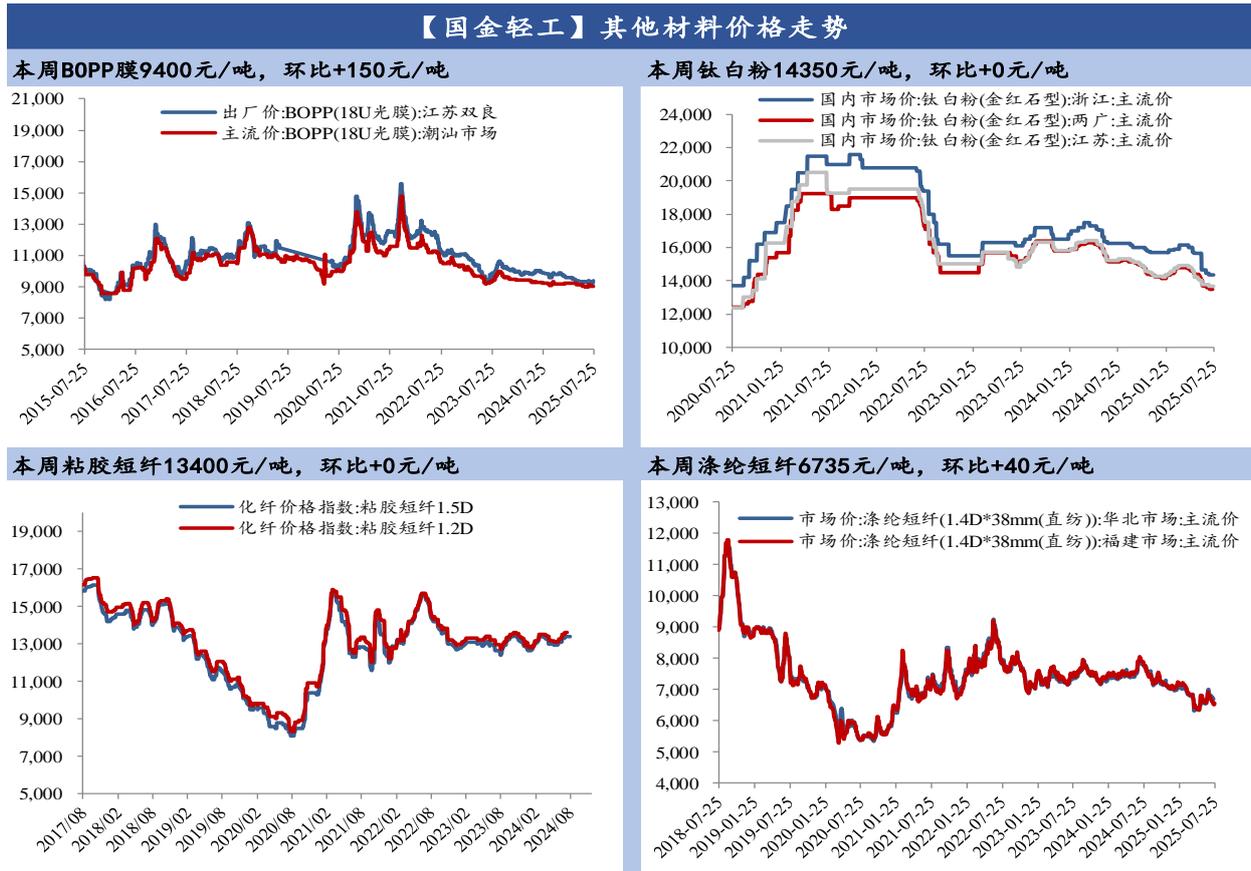
据隆众监测数据显示,本期,箱板纸含税均价为 3504.3 元/吨,环比增长 0.1%,同比下降 2.3%。具体来看,本期箱板纸市场稳中偏强整理。周内规模纸企积极拉涨,中小纸企有所跟涨。从需求面看,目前淡季持续深入,终端订单释放不足,下游二级厂原纸采购情绪谨慎,纸企出货氛围一般,成品纸库存居高不下,不利于箱板纸价格走势,但进入雨季,废纸供应收紧,纸企原料库存水平降至低位,其废纸采购意愿增强,推动废旧黄板纸价格走

高，成本面压力上升，涨价压力传导至下游，支撑箱板纸价格偏强震荡。

据隆众监测数据显示，本期，瓦楞纸含税均价为 2717 元/吨，环比上涨 8 元/吨，同比涨幅 0.3%。具体来看，本期瓦楞纸市场稳中零星小幅试探性上涨，整体涨幅有限。规模纸企本周期再次上调再生牛卡纸价格 30 元/吨，同时发布 7 月底或 8 月初继续上调瓦楞纸价格 30 元/吨的通知。加之原料废黄板纸价格持续小幅上扬，原料成本承压下，多地区均有少数中小纸企上调瓦楞纸价格。虽部分纸企提价后继续执行返利或保价政策，然纸企方面提价动作不断。

2.5.3、其他主要原材料价格变动一览

图表14：其他主要原材料价格变动

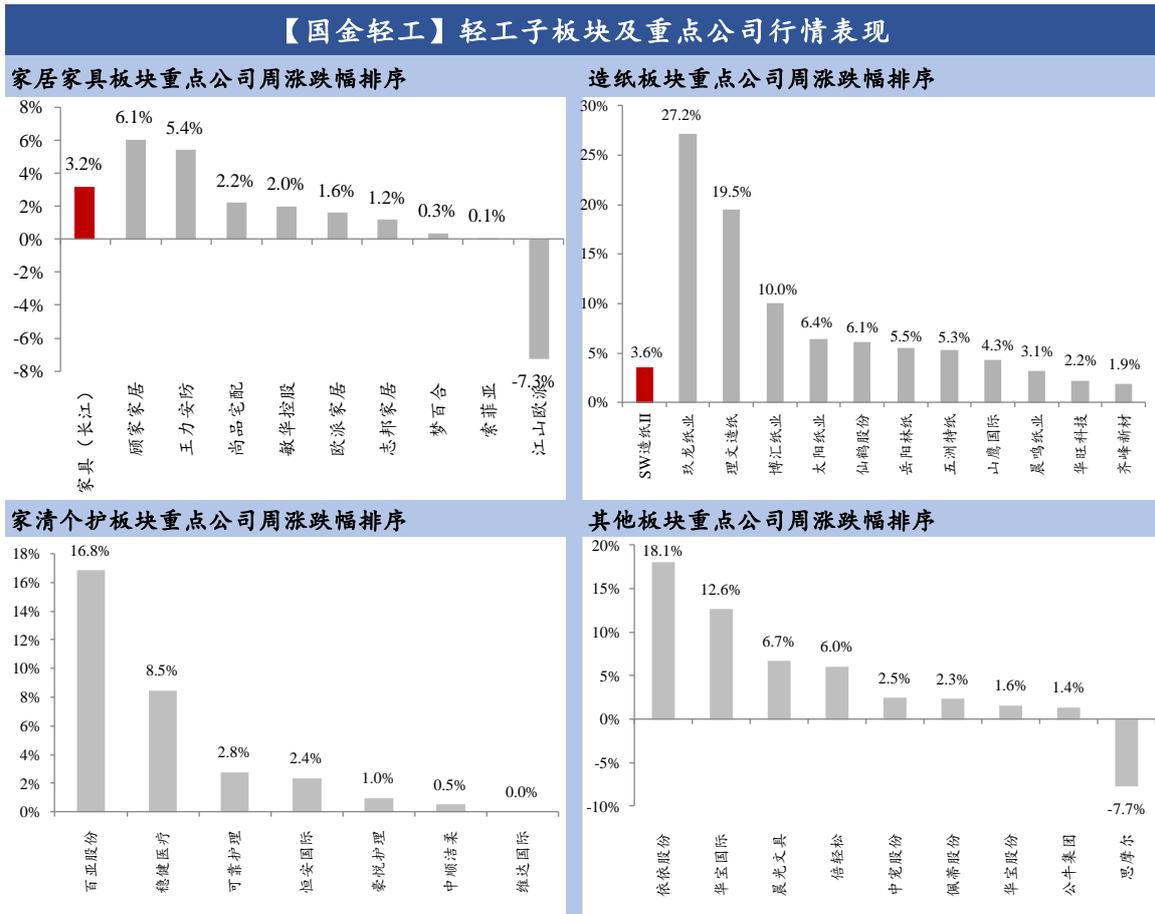


来源：Wind，国金证券研究所；注：数据截至日期为 2025.7.25

三、本周行情回顾

轻工子板块及重点公司行情表现

图表15: 轻工子板块及重点公司行情表现



来源: wind, 国金证券研究所; 注: 数据区间为 7.21-7.25

四、重点公司估值及盈利预测

图表16: 重点公司标的估值及盈利预测

【国金轻工】重点公司估值															
板块分类	代码	公司	市值 (亿元)	周涨跌幅	年初至今 涨跌幅	归母净利润 (亿元)				PE				PB	2025年PE历史分位数
						2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
造纸包装	002078.SZ	太阳纸业	404	6.4%	-0.8%	31.0	35.4	40.2	44.2	13.0	11.4	10.1	9.1	1.4	36.2%
	600966.SH	博汇纸业	68	10.0%	-1.4%	1.8	4.2	5.9	2.3	38.5	15.9	11.5	29.7	1.0	
	000488.SZ	晨鸣纸业	40	3.1%	-35.4%	-74.1				-0.5				0.8	
	600567.SH	山鹰国际	107	4.3%	-0.5%	-4.5	3.6	5.1	6.3	-23.7	30.0	20.9	16.9	0.7	
	605377.SH	华旺科技	51	2.2%	-14.2%	4.7	4.4	4.9	5.4	10.9	11.8	10.5	9.5	1.3	
	605007.SH	五洲特纸	59	5.3%	-1.8%	3.6	4.4	5.7	7.3	16.2	13.3	10.4	8.0	1.7	
	603733.SH	仙鹤股份	154	6.1%	8.2%	10.0	12.6	15.1	17.7	15.3	12.2	10.2	8.7	1.9	
	002701.SZ	奥瑞金	146	1.4%	2.7%	7.9	12.4	13.4	15.5	18.5	11.7	10.9	9.4	1.5	
家居	002572.SZ	索菲亚	137	0.1%	-12.0%	13.7	13.3	14.8	15.9	10.0	10.3	9.2	8.6	1.8	29.0%
	300616.SZ	尚品宅配	31	2.2%	23.0%	-2.2	0.7	1.1	1.5	-14.6	44.1	29.7	21.3	0.9	38.6%
	603833.SH	欧派家居	344	-2.6%	-15.1%	26.0	28.1	30.3	32.9	13.2	12.2	11.4	10.5	1.8	37.9%
	603801.SH	志邦家居	45	1.2%	-14.8%	3.9	4.3	4.7	5.0	11.7	10.4	9.6	9.0	1.3	45.0%
	603816.SH	顾家家居	216	6.1%	0.3%	14.2	18.7	20.4	22.3	15.3	11.5	10.6	9.7	2.1	20.1%
	301227.SZ	森鹰窗业	29	7.4%	86.3%	-0.4	0.0	0.6	0.8	-68.1		45.8	35.0	1.7	-
	002790.SZ	瑞尔特	32	1.9%	7.5%	1.8	2.0	2.3	2.6	17.6	15.6	13.8	12.2	1.5	51.0%
	1999.HK	敏华控股	178	2.0%	-4.6%	20.6	20.2	21.9	23.8	8.6	8.8	8.1	7.5	1.3	6.5%
603313.SH	梦百合	49	0.3%	29.3%	-1.5	2.7	4.1	6.4	-32.6	18.3	12.1	7.7	1.3	72.6%	
消费轻工	605009.SH	豪悦护理	86	1.0%	42.8%	3.9	4.9	5.5	6.3	22.1	17.7	15.5	13.5	2.5	14.3%
	6969.HK	思摩尔	1,262	-7.7%	53.4%	13.0	13.1	25.9	36.1	96.9	96.3	48.8	35.0	3.7	48.6%
	003006.SZ	百亚股份	126	16.8%	33.1%	2.9	4.0	5.2	6.5	43.6	31.1	24.0	19.2	7.9	30.6%
	603899.SH	晨光股份	289	6.7%	7.4%	14.0	15.5	17.9	20.1	20.7	18.7	16.1	14.4	3.1	3.0%
宠物	301498.SZ	乖宝宠物	373	2.3%	19.5%	6.2	8.0	10.3	13.3	59.7	48.4	36.4	28.1	8.6	10.2%
	002891.SZ	中宠股份	170	2.5%	57.2%	3.9	4.6	5.8	7.3	43.2	37.0	29.5	23.2	6.7	6.2%
	001206.SZ	依依股份	48	18.1%	62.1%	2.2	2.5	3.0	3.5	22.5	19.3	16.2	14.0	2.6	9.1%
	300673.SZ	佩蒂股份	40	2.3%	-7.9%	1.8	2.0	2.4	2.8	21.9	19.9	16.7	14.5	2.2	10.1%
出口链	603661.SH	恒林股份	41	0.2%	-2.4%	2.6	4.1	5.0	5.7	15.4	9.9	8.1	7.1	1.1	25.8%
	301061.SZ	匠心家居	205	5.3%	99.5%	6.8	7.9	9.3	11.1	30.0	25.9	22.1	18.5	5.4	84.4%
	301004.SZ	嘉益股份	110	5.3%	-6.3%	7.3	8.9	10.8	13.1	15.0	12.4	10.1	8.4	5.3	28.7%
	300993.SZ	玉马科技	44	-1.8%	27.3%	1.9	1.9	2.2	2.5	23.6	23.2	19.9	17.9	3.0	10.9%
	301193.SZ	家联科技	37	-0.6%	18.0%	0.6	0.9	1.5		65.7	41.9	25.2		2.5	15.7%
	605099.SH	共创草坪	129	-4.6%	58.3%	5.1	6.2	7.2	8.4	25.3	21.0	17.9	15.4	4.4	15.1%
001368.SZ	通达创智	30	10.0%	39.2%	1.0	1.3	1.6	2.0	28.8	22.6	18.5	15.1	2.1	26.5%	
跨境电商	301376.SZ	致欧科技	75	2.5%	-1.7%	3.3	4.0	5.5	7.2	22.4	18.6	13.5	10.4	2.2	29.6%
	300729.SZ	乐歌股份	51	3.1%	-5.0%	3.4	3.9	4.4	5.2	15.1	13.1	11.6	9.7	1.4	15.0%
	301381.SZ	赛维时代	86	4.2%	-6.4%	2.1	2.5	3.4	4.4	40.2	34.3	25.5	19.5	3.4	8.2%

来源: wind, iFind, 国金证券研究所预测; 注: 公司市值截至日期为 2025.7.25; 其中, 顾家家居、敏华控股、匠心家居、梦百合、思摩尔、瑞尔特、百亚股份、晨光股份、乖宝宠物、中宠股份、通达创智、乐歌股份、恒林股份、赛维时代为国金证券研究所预测, 表格中其他上市公司 25-27 年归母净利润预测为 iFind 一致盈利预测。

五、风险提示

地产竣工及销售恢复速度低于预期: 若国内房地产销售未有相应改善, 并且地产竣工改善低于预期, 将直接影响家居行业的终端需求。

原材料价格大幅上涨的风险: 若原材料价格大幅上涨, 则导致企业成本压力加大, 无法向下游及时传导进而导致盈利能力削弱, 造成业绩不及预期。

新品推广不及预期的风险: 家清及个护企业积极应对行业竞争, 推出新品以迎合下游消费需求, 若新品推广销售不及预期, 则会影响公司的业绩表现。

汇率大幅波动: 汇率大幅波动可能会使得出口企业产生汇兑损失。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806