

轻工造纸行业研究

买入（维持评级）

行业周报
证券研究报告

轻工组

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

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

yinxinyue@gjzq.com.cn

把握家居板块回调机会，关注结构性纸种 Q2 盈利弹性

行业观点更新：

- **家居**：本周统计局公布 1-3 月全国商品房竣工面积同比+14.7%，单 3 月同比+32.0%，地产竣工改善态势开始显现。此外，家具类社零 1-3 月同比+4.6%，单 3 月+3.5%，家居终端需求改善正逐步体现，Q2 起相关企业报表端有望呈现逐季改善态势，板块估值也有望进一步修复。在此过程中，虽然板块仍将受地产改善、终端接单情况改善等催化，但各企业改善幅度将现分化，也将驱动板块内行情分化，更需精选个股，市场将越发关注今年以来增长态势、历史业绩兑现度以及中期维度的增长驱动力较强的企业。具体布局方向：一方面重点布局客单价提升逻辑更为顺畅的定制家居板块，重点关注 315 期间及后续五一活动期间前端接单较为理想的企业，另一方面建议布局具备品类渗透率提升、渠道扩张逻辑的企业，如森鹰窗业等。
- **新型烟草**：雾化电子烟板块，国内市场考虑铺货与动销节奏，口味禁令对代工商带来的最大影响节点或已在 Q1 体现，随着后续相关动销、补库节奏正常化叠加口味持续优化，产业链各环节经营情况有望于 Q2 起逐季改善。美国市场方面，有望依托 FDA 对不合规产品后续执法趋严，换弹式产品有望重拾较优规模增长。整体来看，在外部环境逐步改善的情况下，思摩尔换弹式产品 2023 年有望迎来逐季改善，对此业务后续依然核心关注国内销售改善拐点及美国 FDA 对于更多薄荷醇电子烟产品的审核结果。此外，公司一次性烟产品延续快速增长，并且在公司高研发投入驱动下，HNB、医疗美容雾化业务有望对公司业绩逐步作出实质性贡献。整体来看，思摩尔在长期成长空间依然明显的情况下，长期布局价值凸显。
- **造纸**：浆价下行，优先关注供需格局较优的细分特种纸/生活纸赛道投资机会。外需偏弱+UPM 新浆厂产能顺利投放，前期纸浆超预期下行已被充分反映，从纸价表现来看，配合国内淡季背景下，浆系纸（白卡、文化等）价格伴随浆价进入下行调整通道，盈利温和走阔，需求弱修复仍是影响盈利修复斜率的关键因素，从行业自身演变周期来看，行业从主动去库逐步进入被动去库阶段，中长期机会凸显。箱板纸价格企稳进入小幅温和回升期，看好 2H 需求改善支撑纸价温和向上修复、驱动吨盈利进入走阔区间，左侧投资布局时点值得重视。优先关注供需格局较优的细分特种纸/生活纸赛道投资机会，如装饰原纸等特种纸、生活纸等。
- **宠物**：外销基本面/低迷情绪消化已行至尾声，内销大盘重启靓丽成长。根据公司反馈，1Q 末起下游零售商去库结束，结合宠物食品终端需求降幅未见大幅向下，且具备 9~12 月保质期、快消刚需补库等特征，宠物食品 4-5 月出口订单已出现边际改善，预计 2Q 起订单环比现拐点、3Q 同比拐点预期强化。内销方面。宠食大盘 3 月天猫/京东同比+22%/+28%，恢复双位数正增再次验证成长性，天猫增速放缓，京东/抖音接力成长，上市公司旗下中高端副牌成长靓丽，外资品牌短期略显疲态。乖宝旗下（麦富迪/弗列加特）借助抖音店铺矩阵，店播成果显著领跑。

投资建议

- **家居板块**：推荐志邦家居（估值较低&零售能力持续验证）、索菲亚（客单价提升逻辑顺畅，估值修复空间较大）、森鹰窗业（铝包木窗渗透率提升叠加新品类开拓，正迎快速发展期）
- **造纸板块**：推荐维达国际（成本压力缓解 2H 起盈利能力望逐季修复，高端纸得宝、个护打开第二成长曲线）。
- **宠物板块**：推荐中宠股份（外销订单预期转暖，国内高管到位看好高端化战略转型推进，盈利模型有望优化）。

风险因素

- 国内消费恢复不及预期；地产销售进入较长时间大幅萎缩的状态；原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动的风险。

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 新型烟草板块..... | 4 |
| 1.3 造纸板块..... | 4 |
| 1.4 宠物板块&轻工消费..... | 5 |
| 二、行业重点数据及热点跟踪..... | 7 |
| 2.1 全球新型烟草行业一周热点回顾..... | 7 |
| 2.2 家居板块行业高频数据跟踪..... | 7 |
| 2.3 造纸板块行业高频数据跟踪..... | 12 |
| 三、本周行情回顾..... | 14 |
| 四、重点公司估值及盈利预测..... | 15 |
| 风险提示..... | 15 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1： 全球电子烟行业一周热点回顾..... | 7 |
| 图表 2： 中国地产数据走势..... | 8 |
| 图表 3： 美国地产数据走势..... | 9 |
| 图表 4： 家具出口及国内零售金额走势..... | 10 |
| 图表 5： 家居原材料价格走势..... | 11 |
| 图表 6： 本周纸品及原材料价格变动一览..... | 12 |
| 图表 7： 本周上期所针叶浆期货收盘价 5208 元/吨， 环比上周-214 元/吨..... | 12 |
| 图表 8： 其他材料价格变动..... | 14 |
| 图表 9： 轻工子板块及重点公司行情表现..... | 15 |
| 图表 10： 重点公司标的估值及盈利预测..... | 15 |

一、本周重点行业及公司基本面更新

1.1 家居板块

本周统计局公布 1-3 月全国商品房竣工面积同比+14.7%，单 3 月同比+32.0%，地产竣工改善态势开始显现。此外，家具类社零 1-3 月同比+4.6%，单 3 月+3.5%，家居终端需求改善正逐步体现，Q2 起相关企业报表端有望呈现逐季改善态势，板块估值也有望进一步修复。在此过程中，虽然板块仍将受地产改善、终端接单情况改善等催化，但各企业改善幅度将现分化，也将驱动板块内行情分化，更需精选个股，市场将越发关注今年以来增长态势、历史业绩兑现度以及中期维度的增长驱动力较强的企业。具体布局方向：一方面重点布局客单价提升逻辑更为顺畅的定制家居板块，重点关注 315 期间及后续五一活动期间前端接单较为理想的企业，另一方面建议布局具备品类渗透率提升、渠道扩张逻辑的企业，如森鹰窗业等。

- **索菲亚**：公司战略方向已明确，整装&拎包入住等新渠道建设稳步推进，产品升级以及渠道赋能变革也进入实质性阶段，经销商配合度明显提升，公司战略&战术均显现积极信号。2023 年在行业需求逐步改善的情况下，公司零售渠道增长有望显著提速。目前 23 年 PE 仅 15x，在预期改善下，公司估值具备较大修复空间。

动态：1) 4 月 9 日公司发布 2022 年年度报告，22 年公司实现营业收入 112.2 亿元，同比+7.8%；归母净利润 10.6 亿元（22 年共计计提减值 1.6 亿元），同比+768.3%，若剔除 21 年恒大业务减值影响，同比+3.2%。其中 4Q 实现营业收入 32.9 亿元，同比+4.0%，实现归母净利润 2.6 亿元，整体业绩基本符合预期。

2) 根据渠道调研反馈，预计索菲亚 3 月工厂接单同比增长约 20%。

3) 根据渠道调研反馈，目前司米与索菲亚经销商重合率预计已降至 30%~40%，计划今年年底将进一步下降至 20%以下。

- **梦百合**：短期来看，公司外销收入受海外需求放缓影响而承压，但原材料、海运、海外工厂效率等几大变量均处于向好趋势，利润将处修复通道。后续随着美国工厂产能释放及需求复苏，未来公司盈利弹性仍可期。

动态：1) 本周国内软泡聚醚/MDI/TDI 环比上周分别-160/+780/+860 元/吨。

2) 根据公司调研反馈，欧洲出口订单已开始显现好转，美国订单目前仍有一定压力，公司 23 年将加大跨境电商拓展，以此弥补代工出口业务的影响。

- **欧派家居**：公司目前在渠道布局、品类融合、品牌口碑等方面均已明显领先行业，在 CAXA 软件越发成熟的情况下，公司前后端的效率均在提升，零售优势进一步扩大。在地产商资金链紧张叠加精装渗透速度放缓的情况下，大宗渠道增长贡献下降不可避免，但公司凭借强大的零售能力，多品类扩张越发顺利，持续提升自身在零售市场份额，足以支撑公司继续稳健增长，具备自身 α ，长期配置价值凸显。

动态：根据渠道调研反馈，预计公司 3 月工厂接单同比增长达 20%+。

- **顾家家居**：短期来看，公司近年来持续深化“1+N+X”渠道布局，大家居店态持续升级，并且区域零售中心布局效果逐步体现，这一系列渠道变革将显著推动定制+功能+床垫三大高潜品类增长，随着定制家具业务的逐步增长，其为软体引流效果也将逐步显现，公司全品类融合销售优势正越发明显叠加外销利润弹性显现，业绩增长路径清晰。中长期来看，在迈向大家居时代中，尤其将考验各公司组织力，而公司经过多次组织变革，组织架构与组织活力将充分为公司在大家居时代进攻赋能，份额提升将越发顺畅，业绩持续增长可期，估值有望迎来实质性抬升。

动态：1) 公司将于 4 月 22 日开启 5.1 狂欢购活动。

2) 根据渠道调研反馈，3 月内销工厂接单相较于 1-2 月改善明显。

- **敏华控股**：虽然内销方面目前公司品类渗透红利释放的逻辑已在兑现，但整体空间依然巨大，并且公司新零售布局持续深化，前端推出升级版门店 CRM 系统进一步赋能经销商，生产端依托大数据精准推出热销产品叠加数字化提升生产效率，前后端持续优化，渗透率边际提升速度依然可期。公司目前估值较低，随着后续渠道调整逐步到位叠加行业需求恢复，估值修复可期，建议积极关注。

- **慕思股份**：公司引入杨鑫总后，慕思经典事业部渠道管理逐步优化，整装、分销等新渠道开拓已开始，并且公司 V6 大家居快速开拓，将共同支撑公司收入取得理想增长，此外公司产品 SKU 显著精简，生产效率有望提升，利润率改善可期。

动态：公司在经销商大会上明确提出：1. 进入整装渠道，23 年将大力开拓整装店，产品与零售产品有严格区隔；2. 推广分销模式；3. 产品端，推出相应城市套餐，拉升客单价。

- **志邦家居：**公司的衣柜业务在全国仍有较大空白市场亟待布局，此外整装渠道方面，除了总部与全国性大型装企形成战略联盟外，公司也正通过树立标杆以及专项支持来推动加盟商与地区性装企进行合作，公司渠道布局正逐步完善。此外，公司厨衣木品类外的软体配套成品也已丰富，在渠道布局逐步完善的情况下，多品类协同效果将进一步显现，公司中长期成长依然可期，目前估值仍较低，在疫情影响逐步消除，公司业绩逐步改善叠加地产压力逐步释放的情况下，估值仍具较大修复空间。

动态：根据渠道调研反馈，公司 3 月工厂接单同比增长约 20%。

1.2 新型烟草板块

雾化电子烟板块，考虑铺货与动销节奏，国内口味禁令对代工商带来的最大影响节点或已在 Q1 体现，随着后续相关动销、补库节奏正常化叠加口味持续优化，产业链各环节经营情况有望于 Q2 起逐季改善。美国市场方面，有望依托 FDA 对不合规产品后续执法趋严，换弹式产品有望重拾较优规模增长。整体来看，在外部环境逐步改善的情况下，思摩尔换弹式产品 2023 年有望迎来逐季改善，对此业务后续依然核心关注国内销售改善拐点及美国 FDA 对于更多薄荷醇电子烟产品的审核结果。此外，公司一次性烟产品延续快速增长，并且在公司高研发投入驱动下，HNB、医疗美容雾化业务有望对公司业绩逐步作出实质性贡献。整体来看，思摩尔在长期成长空间依然明显的情况下，长期布局价值凸显。

- **思摩尔：**从目前跟踪情况来看，海外市场公司大客户换弹式电子烟产品销售相对稳健，而一次性烟快速增长。整体来看，公司海外业务仍有望实现稳健增长，虽然短期来看国内确将受到口味禁令的影响，但目前公司估值已较为充分反应对公司国内业务的悲观预期。在国内业务长期增长空间依然可期的情况下，公司长期布局价值已凸显。

动态：1) 4 月 14 日公司发布 2023 年 Q1 业绩公告，公司 Q1 收入同比+11.9%至 25.27 亿元，经调整后净利润同比-44.8%至 3.06 亿元，整体利润短期略承压。

2) 公司于 2023 年 4 月 19 日发布公告，i) 根据股份奖励计划条款，向特定获选参与者（皆为集团员工）授出合共 172.7 万股奖励股份，授出日期的收市价为每股股份 9.62 港元，授出事项须待承授人接纳后，方可作实 ii) 根据于 2020 年 6 月 15 日采纳的首次公开发售后购股权计划向集团特定合资格雇员授出合计 346 万份购股权，购股权的行使价为每股 9.71 港元。

3) 根据尼尔森统计，截至 3 月 25 日，Vuse 在美国市场便利店渠道份额进一步提升，已达 42.2%（环比提升 0.7pct），Njoy 和 blu 份额环比持平。

1.3 造纸板块

造纸：2Q 起浆系迎来盈利温和修复，被动去库背景下中长期机会凸显，需求重启为主要变量。外需偏弱+UPM 新浆厂产能顺利投放，前期纸浆超预期下行已被充分反映，从纸价表现来看，配合国内淡季背景下，浆系纸（白卡、文化等）价格伴随浆价进入下行调整通道，盈利温和走阔，需求弱修复仍是决定盈利修复斜率的关键因素。箱板纸价格企稳进入小幅温和回升期，看好 2H 需求改善支撑纸价温和向上修复、驱动吨盈利进入走阔区间，左侧投资布局时点值得重视。重点关注标的：低估值顺周期标的太阳纸业、玖龙纸业、山鹰国际；纸浆下行受益标的重点关注华旺科技、仙鹤股份、维达国际、中顺洁柔、恒安国际等。

- **五洲特纸：**50 万吨食品卡稳步爬坡以及格拉辛需求景气。展望 23 年，公司前期 50 万吨食品卡有望继续爬坡，另一方面 23H2 原 30 万吨包装纸转产格拉辛（预计 23 万吨左右）投产、2.2 万吨转印纸 2 月投产、1.8 万吨描图纸产能 9 月投放能，公司有望实现食品包装纸、格拉辛纸产品矩阵全方位升级，即囊括从直接接触食品饮料的淋膜食品卡、格拉辛纸提升综合竞争力，推动企业成长。30 万吨化机浆有望 2023Q4 投产，中长期有望弱化成本端周期波动。纸浆下行看好盈利弹性逐季兑现。

动态：2022 年实现营收 59.6 亿元，同比 61.6%；归母净利润 2.05 亿元，同比-47.4%。其中，4Q 实现营收 14.1 亿元，同比 40.4%；归母净利润-0.19 亿元，同比-124.7%。量价拆分角度，22 年销量 76.1 万吨（同比+29.9%），单位价格 7812 元/吨（同比+1536 元/吨），单位成本 7138 元/吨（+1940 元/吨）。

- **中顺洁柔：**

动态：2022 年实现营收 85.7 亿元，同比-6.3%；归母净利润 3.50 亿元，同比-39.8%。其中，4Q 实现营收 24.6 亿元，同比-14.6%；归母净利润 0.75 亿元，同比-21.9%。

1Q23 实现营收 20.6 亿元，同比+9.35%，归母净利 0.89 亿元，同比-32.9%。

提价和渠道调整导致短期收入增速承压，产品结构持续优化。1) 分品类角度，22A 生活用纸/个人护理营收 83.5/0.51 亿元，同比-3.6%/-34.1%，公司积极调整产品结构：主动降低卷纸、软抽等低毛利产品比例，重点主推锦鲤油画等中高端产品以及非卷纸系列，其中锦鲤系列同比+70%。2) 分渠道角度，RC 新零售+超 50%，商销同比+30%，GT 经销商小幅增长，KA 有所下滑，EC 电商渠道小幅下滑，公司积极进行渠道结构优化，调整部分低效渠道和市场。

浆价成本高企导致短期盈利承压，积极控费提效。22A 毛利率 31.96%(同比-3.96pct)，其中 4Q 毛利率 30.57% (同/环比-0.92/-0.9pct)，11 月起单月用浆成本达到最高。22A 净利率 4.07% (同比-2.3pct)，销售/管理&研发费用率分别为 20.4%/6.7%，同比-1.3/+0.68pct，广告宣传/促销投放力度边际有所收窄。

1Q23 收入稳健修复，看好 2H 起消费复苏下产品升级、盈利弹性兑现。1Q 毛利率 27.5% (同/环比-5/-3.1pct)，销售/管理&研发/财务费用率分别同比-1.0/-0.78/-0.07pct，净利率 4.33% (同比-2.75pct)。3 月起公司用浆成本已进入下行通道，伴随海外浆厂投放落地，5 月外盘阔叶浆报价下调至 580 美金/吨，较高点下行幅度达 30%，预计 2H 起盈利弹性释放可期。

1.4 宠物板块&轻工消费

宠物：1) 外销：去库后周期订单回暖预期提升，关注出口左侧布局投资机会。尽管 1-2 月高基数+去库形势下延续双外位数下滑，下滑幅度北美>欧洲>日韩，但根据公司反馈，1Q 末起下游零售商去库结束，结合宠物食品终端需求降幅未见大幅向下，且具备 9~12 月保质期、快消刚需补库等特征，宠物食品 4-5 月出口订单已出现边际改善，预计 2Q 起订单环比现拐点、3Q 同比拐点预期强化。重点关注中宠股份、佩蒂股份、依依股份等。

2) 内销：3 月大盘重回靓丽成长，上市公司旗下自主品牌矩阵形成且增速靓丽。宠食大盘 3 月天猫/京东同比+22%/+28%，恢复双位数正增再次验证成长性，猫犬持续分化，天猫狗粮/犬粮成交额增速+23%/+8%；天猫增速放缓，京东/抖音接力成长，零食借力创新新品推出成长性优于大盘。品牌格局角度，上市公司旗下中高端副牌成长靓丽，外资品牌显疲态。乖宝旗下（麦富迪/弗列加特）借助抖音店铺矩阵，店播成果显著领跑。

■ **中宠股份：**干粮加速发力+外销企稳回暖，双轮驱动成长，底部回购彰显管理层信心。1) 海外业务，短期受成本压力+下游去库存订单量预计有所扰动，根据公司反馈，4 月已接订单已恢复至去年同期 80%水平，降速边际收窄，预计 3Q 订单转正可期。2) 国内自主品牌方面，公司提升高毛利主粮、Zeal 高端线占比优化产品结构、签约分众提升品牌曝光度，公司当前已逐步构建零食、湿粮、干粮的全品类组合，中期看好国内自主品牌加速成长。

动态：2022 年实现营收 32.48 亿元，同比+12.72%；归母净利润 1.06 亿元，同比-8.38%。其中，4Q 实现营收 8.06 亿元，同比-7.32%；归母净利润-0.09 亿元。23Q1 实现营收 7.06 亿元，同比-11%；实现归母净利润 0.16 亿元，同比-33.06%。

1) 区域业务情况：海外受去库存影响营收增速阶段性放缓，国内保持靓丽成长。以区域来划分，22A 境内/境外营收分别为 9/23.5 亿元，同比+30.55%/+7.1%，3Q 起外销受海外客户去库存影响订单承压，内销受益于新品类开拓保持快速成长。

2) 各品类业务情况：湿粮结构优化&主粮自产率提升毛利率，营销投入持续扩张。宠物零食/罐头/主粮/用品等营收 21.4/6/3.6/1.47 亿元，同比+8.1%/+26.3%/+17.5%/+22.3%，其中 2H 增速-2.6%/+22.6%/持平；22A 毛利率 20.05% (同比+1.12pct)，宠物零食/罐头/主粮毛利率 18.57%/26.41%/ 20.45%，同比-1.23/+1.8/+1.55pct；费用率方面，公司加大 Zeal 等品牌营销费用投放，22A 净利率 3.72% (同比-0.67pct)，销售/管理&研发/财务费用率分别为 9.33%/4.93%/0.46%，同比+0.88/-0.14/-0.38pct。

3) 海外业务情况：1Q 海外短期订单仍承压，美国工厂表现较优。1Q 营收同比-11%，外销预计双位数下滑，美国 Jerky 工厂由于产品结构偏高端化需求较优，海外鸡肉价格回归正常，整体保持快速成长且利润表现较优，内销疫后稳步修复，自主品牌加大营销力度，销售/管理&研发/财务费用率同比+2.78/+2/+0.85pct，净利率 3.83% (同/环比+0.4/+4.5pct)。

■ **豪悦护理：**新品预期加速上市+海外自主品牌成长，看好个护 ODM 龙头逆势成长。公司上游原料木浆、高分子价格进入下行通道，且考虑到公司成人经期裤可穿脱创新系列、婴儿尿裤超透气新品等持续保持更新迭代并预期逐步放量，有望持续赋能下游品

牌客户，盈利能力有望稳中有升，2Q 湖北新工厂有望开工进一步提升生产效率。泰国厂房搬迁完成，海外自主品牌 23 有望进入修复通道，看好公司成长势能。

动态：2022 年实现营收 28.02 亿元，同比+13.82%；归母净利润 4.23 亿元，同比+16.60%。其中，4Q 实现营收 8.17 亿元，同比+0.19%；归母净利润 1.61 亿元，同比+19.10%，扣非归母净利同比+46.1%。1Q2023 实现营收 6.32 亿元，同比+22.79%；归母净利润 0.79 亿元，同比+44.65%，1Q 业绩略超预期。

疫情影响下 22A 婴儿尿裤稳健成长，海外厂房搬迁短期拖累增速。1) 分品类：公司加大市场开拓、产能提升以及研发投入，婴儿卫生用品保持逆势成长，22A 婴儿/成人卫生用品/其他产品营收 20.3/6.2/0.87 亿元，同比+15.5%/+6.2%/+44.5%，其中 2H22 营收同比+13.1%/+5.9%/-21.8%，4Q 受疫情、下游去库影响，营收同比持平。2) 分区域：海外业务受泰国厂房设备搬迁影响收入有所扰动，22A 境内/境外营收 24.8/2.6 亿元，同比+15.9%/-1.8%。

成本压力趋缓 4Q 起毛利率进入修复通道，经期裤占比提升成人卫生用品毛利率表现更优。22A 毛利率 23.2% (-3.2pct)，净利率 15.1% (+0.36pct)，主要受上游石油价格影响，高分子、橡胶、纸箱等公司主要原材料采购成本涨幅较高，叠加竞争较为激烈影响了婴儿尿裤品类成本压力转嫁，下半年起原料压力缓解，4Q 毛利率 24.8% (同/环比+5.2%/+0.84pct)。分品类角度，22A 婴儿/成人卫生用品毛利率 21.3%/25.1%，同比-4.35%/-0.28pct。22A 销售/管理&研发费用率分别为 3.5%/5.7%，同比-0.2pct/持平。

1Q23 营收同比+22.8%，看好可穿戴、超透气等新品推出加速成长。23 年起下游景气度有所修复订单重回双位数增长，1Q 毛利率 23.1% (同比+0.9pct) 呈稳步修复趋势，销售/管理&研发/财务费用率分别同比-0.71%/+0.16%/-0.81 pct，净利率 12.6% (同比+1.9pct)。

- **百亚股份：品牌势能向上，全渠道成长动能充沛，优质国产品牌扬帆起航。** 电商放量&盈利优化、外围积极开拓、产品升级是未来主要看点，伴随短期线下消费复苏，渠道改革效果有望逐步凸显；公司先后发布有机纯棉、天然蚕丝“敏感肌”新品推动中高端产品结构升级，优选代言人虞书欣提升品牌势能，看好中期份额持续提升空间。

动态：1Q2023 实现营收 5.23 亿元，同比+20.99%；实现归母净利润 0.80 亿元，同比+44.60%，1Q 业绩端超预期。

1) 产业情况：电商延续靓丽高增，1Q 线下核心区域稳健修复。1) 分渠道来看，1Q 预计电商渠道增速超过 85%，抖音店播持续提效预计翻倍增长，京东/天猫传统线上平台亦保持靓丽成长，电商占比预计提升至 30%+；疫后修复节奏较优，线下预计营收增速+11%，其中经销渠道双位数增长，KA 渠道因去年同期某华中百货基数问题导致双位数下滑。2) 分区域，川渝核心区/云贵陕预计营收同比+12%/+23%，疫后修复趋势下增速环比加快；外围区域受去年高基数、KA 渠道出货问题双位数下滑，预计 4 月起基数效应减弱。

2) 品牌情况：品牌势能向上，全渠道成长动能充沛，优质国产品牌扬帆起航。电商放量&盈利优化、外围积极开拓、产品升级是未来主要看点，伴随短期线下消费复苏，渠道改革效果有望逐步凸显；公司先后发布有机纯棉、天然蚕丝“敏感肌”新品推动中高端产品结构升级，优选代言人虞书欣提升品牌势能，看好中期份额持续提升空间。

- **新巨丰：液包行业中期消费升级驱动量稳价升，国产厂商凭高性价比产品&高效服务份额提升大势所趋。** 公司近期发布重大资产购买预案拟购买纷美 28.22% 股权，若交易完成公司在液包行业地位有望进一步提升，产品、客户、海外产能布局赋能融合有望全面加快，成长空间有望进一步打开。

动态：2022 年实现营收 16.08 亿元，同比+29.5%；归母净利润 1.70 亿元，同比+7.84%。其中，4Q 实现营收 4.86 亿元，同比+28%；归母净利润 0.48 亿元，同比+19.11%；1Q2023 实现营收 4.33 亿元，同比+23.9%，剔除股权激励费用影响后净利润同比+45.53%，扣非净利润同比+62.09%，业绩超预期。

1) 产能情况：新产能投放营收保持靓丽成长，占第一大客户伊利市场份额持续提升。22A 公司液态奶无菌包装/非碳酸软饮料类无菌包装营收 15.7/0.27 亿元，同比+30.86%/-14.85%，量价拆分角度，销量 114.8 亿包 (同比+32.3%)，均价-2%；伴随新产能爬坡放量，公司产能由期初 105 亿包提升至 180 亿包，增幅达到 71.43%。22A

对伊利/新希望营收分别为 12/1.62 亿元，同比+38.4%/+10%。

2) 成本情况：原料成本压力缓解，毛利率逐季环比修复。剔除会计准则对运费调整影响，22A 毛利率 20.1% (同比-7.2pct)，其中 4Q 毛利率 20.2% (环比+1.9pct)，主因公司上游原材料卡纸、聚乙烯、铝箔等价格进入下行通道，高价库存消化盈利弹性逐步兑现。22A 销售(同比口径)/管理&研发费用率 4.2%/3.89%，同比-0.56/-2.08pct，费效比持续优化。1Q 营收同比+23.9%，毛利率延续修复趋势，剔除股权激励费用后净利率 11.8% (同比+1.75pct)。伴随木浆原料价格进入中期下行通道，我们预计后续卡纸价格仍有下行空间，公司在定价端保持稳定的情况下，盈利弹性在年内持续兑现。

二、行业重点数据及热点跟踪

2.1 全球新型烟草行业一周热点回顾

图表1：全球电子烟行业一周热点回顾

| 时间 | 标题 | 内容 |
|------|---|---|
| 4.14 | 思摩尔国际发布 23Q1 季报 | 4 月 14 日，思摩尔发布第一季度财务信息，2023 年前三个月营业收入为 25.27 亿元，同比上涨 11.9%；税前利润为 3.19 亿元，经调整后净利润为 3.056 亿元。同比下跌 44.8%。 |
| 4.20 | 菲莫国际一季度业绩不及市场预期，当日股价下跌超 4.7% | 4 月 20 日，菲利普·莫里斯国际公司 (PMI) 公布其 2023 年第一季度业绩。其 2023 年第一季度净营业收入 80 亿美元，同比增长 3.5%。无烟产品净收入增长 14.5% 至 28 亿美元。该公司本季度的营业利润为 27 亿美元，同比下降 17.2%。 |
| 4.21 | 中国海关总署数据：3 月电子烟产品出口额同比增长 96.6%，环比增长 71.9% | 近日，中国海关总署更新 3 月份进出口贸易数据，电子烟产品（电子烟及类似的个人电子雾化设备、其他含尼古丁的非经燃烧吸用的产品）3 月出口额环比增长 71.9%，同比增长 96.6%。 |

来源：国金证券研究所整理

2.2 家居板块行业高频数据跟踪

2.2.1 中美地产数据

周度商品房成交面积：本周（4.16-4.22）30 大中城市成交面积同比增长 16.1%，累计同比增长 10.9%。

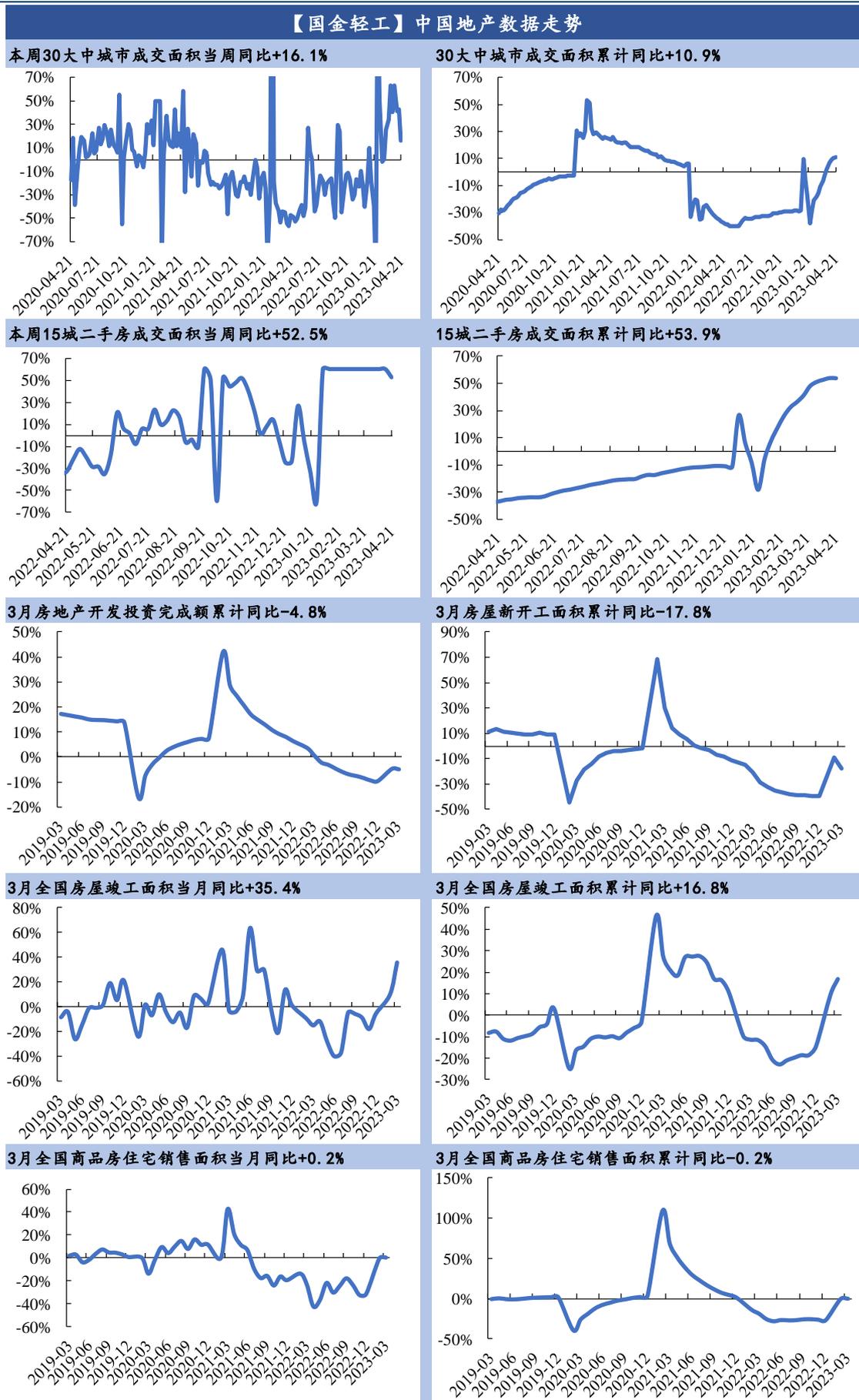
周度 15 城二手房成交面积：本周（4.16-4.22）同比增长 52.5%，累计同比增长 53.9%。

房地产开发投资完成额：23 年 1-3 月累计同比下降 4.8%，房屋新开工面积累计同比下降 17.8%。

月度竣工面积：23 年 1-3 月全国房屋竣工面积同比增长 16.8%，单 3 月同比增长 35.4%。

月度销售面积：23 年 1-3 月全国商品房住宅销售面积同比下降 0.2%，单 3 月同比增长 0.2%。

图表2: 中国地产数据走势



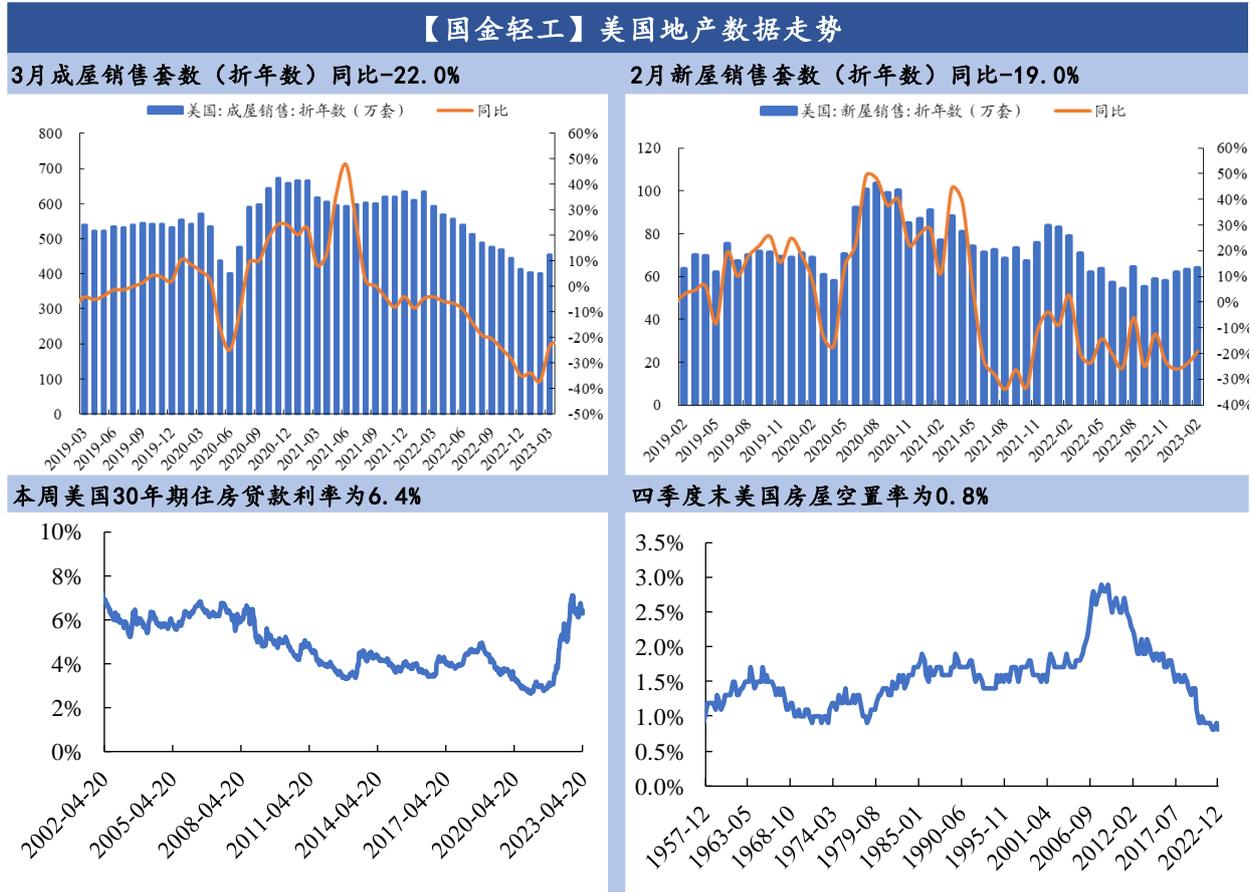
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 部分波动较大数值已做平滑处理

美国房屋销售：2023年3月成屋销售套数（折年数）同比下降22.0%，2023年2月新屋销售套数（折年数）同比下降19.0%。

美国贷款利率：美国30年期住房贷款利率本周为6.4%，环比增长0.1pct。

美国房屋空置率：2022年四季度末为0.8%，环比三季度下降0.1pct。

图表3：美国地产数据走势



来源：Wind，国金证券研究所

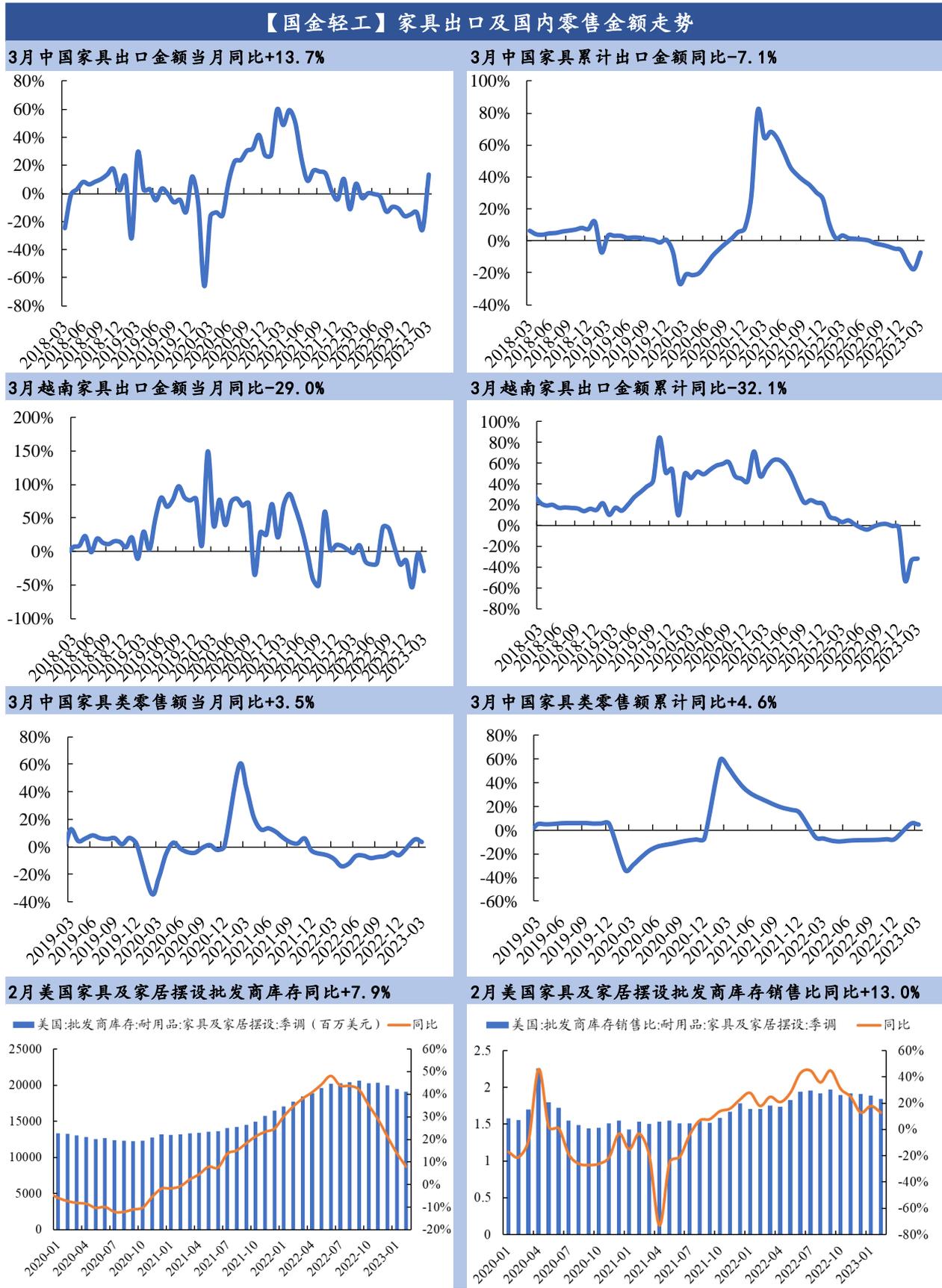
2.2.2 家具出口及国内零售额数据

中越家具出口：越南家具出口金额2023年3月当月同比下降29.0%，累计同比下降32.1%。中国家具出口金额2023年3月美元计价同比增长13.7%，1-3月美元计价累计同比下降7.1%。

美国家具库存：美国家具及家居摆设批发商库存2023年2月当月同比增长7.9%，库存销售比同比增长13.0pct。

国内家具零售额：2023年3月中国家具类零售额同比增长3.5%，1-3月累计同比增长4.6%。

图表4: 家具出口及国内零售金额走势



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

2.2.3 家具原材料价格数据

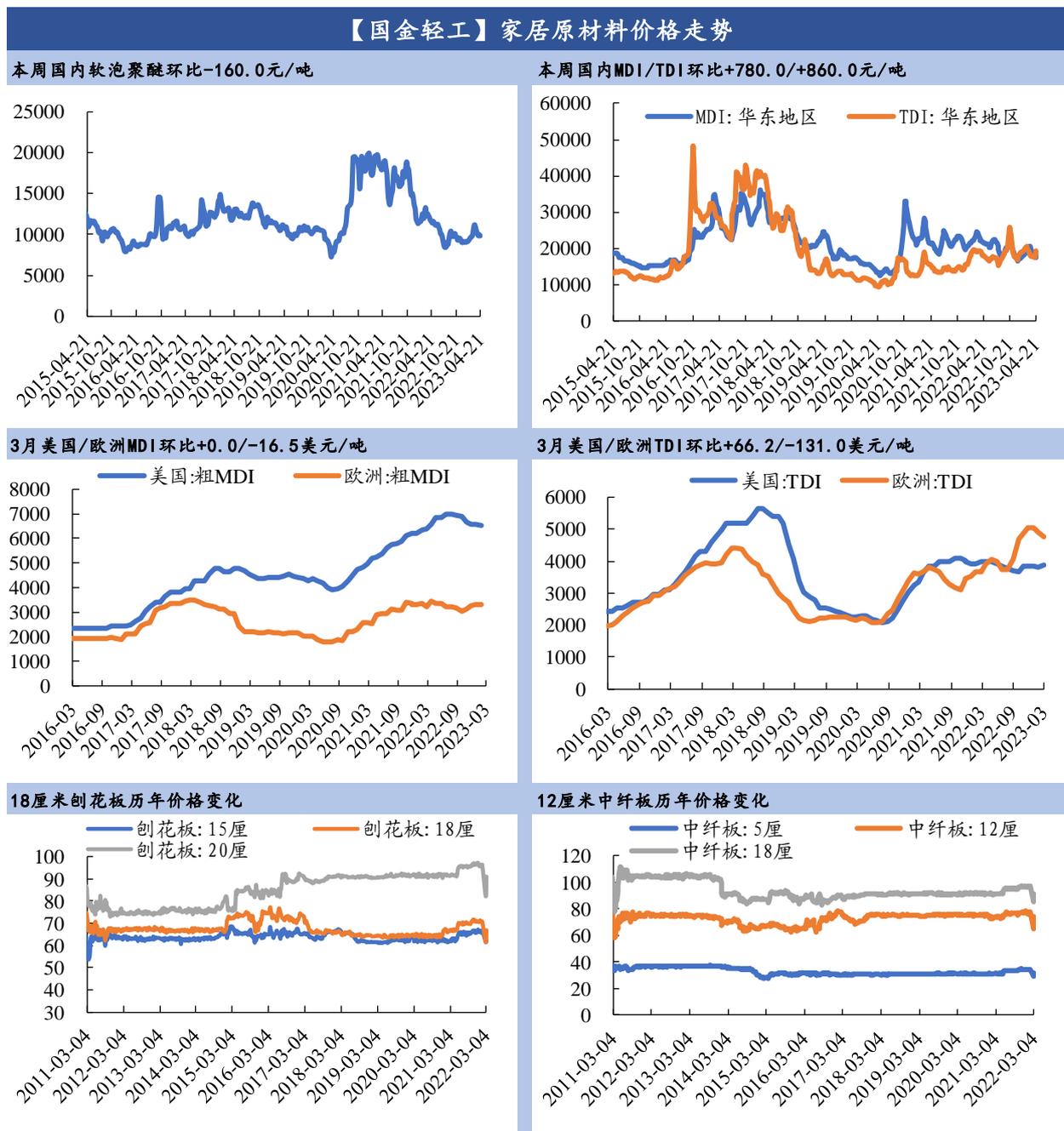
本周国内软泡聚醚均价为 9810.0 元/吨，环比上周下降 160.0 元/吨，今年以来截止 4.21 均价为 9939.8 元/吨，较 2022 年均价下降 5.6%。

本周国内 MDI 均价为 18260.0 元/吨，环比上周上升 780.0 元/吨，今年以来截止 4.21 均价为 18729.6 元/吨，较 2022 年均价下降 9.1%。

本周国内 TDI 均价为 19200.0 元/吨，环比上周上升 860.0 元/吨，今年以来截止 4.21 均价为 18917.6 元/吨，较 2022 年均价上升 3.3%。

海外原材料价格方面，美国地区 MDI 价格 3 月环比持平，TDI 价格环比上涨 66.2 美元/吨；欧洲地区 MDI 价格 3 月环比下降 16.5 美元/吨，TDI 价格环比下降 131.0 美元/吨。

图表5：家居原材料价格走势



来源：Wind，国金证券研究所

2.3 造纸板块行业高频数据跟踪

图表6: 本周纸品及原材料价格变动一览

| 【国金轻工】造纸产业链价格跟踪 | | | | | | | | | | |
|-----------------|-----------------|------|-----------------|------|--------|------|------|------|---------------|------|
| 产品名称 | 2Q22均价 (元/吨) | 环比1Q | 3Q22均价 (元/吨) | 环比2Q | 4Q22均价 | 环比3Q | 1Q23 | 环比4Q | 本周均价 (元/吨) | 环比上周 |
| 原材料 | | | | | | | | | | |
| 木浆系 针叶浆 | 7253 | 706 | 7293 | 40 | 7470 | 177 | 7073 | -398 | 5880 | -163 |
| 木浆系 阔叶浆 | 6395 | 827 | 6674 | 279 | 6662 | -12 | 5940 | -721 | 4199 | -350 |
| 木浆系 化机浆 | 5517 | 619 | 5408 | -109 | 5402 | -7 | 5365 | -36 | 4733 | -19 |
| 废纸系 国废黄板纸 | 2343 | 34 | 2119 | -224 | 1969 | -150 | 1678 | -291 | 1564 | -7 |
| 纸品 | | | | | | | | | | |
| 木浆系 双胶纸 | 6155 | 293 | 6245 | 90 | 6658 | 413 | 6691 | 33 | 6500 | -58 |
| 木浆系 铜版纸 | 5593 | 125 | 5491 | -102 | 5657 | 166 | 5682 | 25 | 5590 | -46 |
| 木浆系 白卡纸 | 6374 | 268 | 5642 | -732 | 5301 | -341 | 5117 | -185 | 4678 | -20 |
| 废纸系 箱板纸 | 4844 | -44 | 4705 | -139 | 4484 | -220 | 4277 | -207 | 3974 | 2 |
| 废纸系 瓦楞纸 | 3725 | -138 | 3464 | -261 | 3325 | -138 | 3140 | -185 | 2876 | 31 |

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所; 注: 周度核算时间为 2023 年 04 月 14 日至 2023 年 04 月 20 日

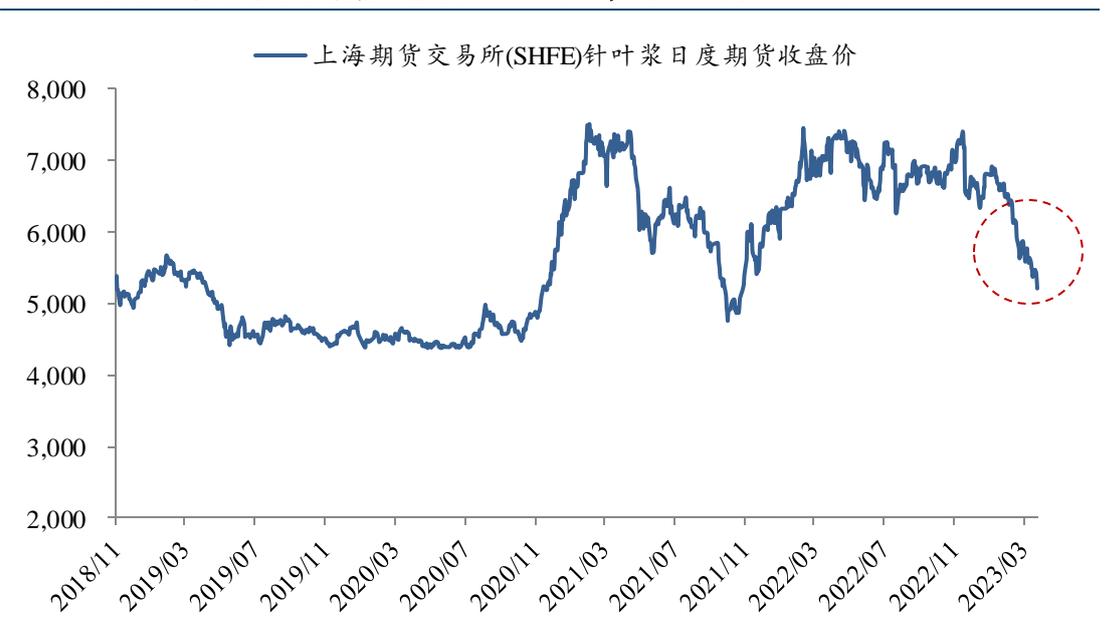
2.3.1、浆纸系原料及纸品价格变动情况

1) 原材料:

本周进口木浆现货市场价格偏弱运行, 来单商谈为主, 局部地区价格混乱。影响价格走势的因素主要有以下几点: 第一, 进口阔叶浆价格领跌, 不利于进口木浆价格稳定; 第二, 下游原纸市场价格承压下行, 业者预期偏空, 继续影响浆价走势; 第三, 业者根据自身情况定价, 以出货为主, 叠加下游纸厂对高价原料接受度偏低, 因此现货价格持续偏弱运行。

卓创资讯监测数据显示, 截至 4 月 20 日, 本周进口针叶浆周均价 5880 元/吨, 较上周下滑 2.70%, 跌幅较上期收窄 0.65 个百分点; 进口阔叶浆周均价 4199 元/吨, 较上周下滑 7.71%, 跌幅较上期放大 2.55 个百分点; 进口本色浆周均价 5438 元/吨, 较上周下滑 2.74%, 跌幅较上期放大 1.17 个百分点; 进口化机浆周均价 4733 元/吨, 较上周下滑 0.39%, 跌幅较上期放大 3.38 个百分点。

图表7: 本周上期所针叶浆期货收盘价 5208 元/吨, 环比上周-214 元/吨



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

2) 成品纸:

本周铜版纸市场趋稳整理。据卓创资讯数据显示, 本周 157g 铜版纸市场均价为 5590 元/吨, 环比下调 46 元/吨, 跌幅为 0.82%, 跌幅较上周收窄 1.44 个百分点。影响价格走势的

主要因素有：第一，周内纸企仍延续稳定，经销商让利促单效果欠佳，心态多转为观望；第二，上游纸浆价格继续弱势，成本端潜在压制仍在延续；第三，周内有出版招标订单继续放出，对业者心态略有支撑。

本周双胶纸市场转稳整理。据卓创资讯数据显示，本周 70g 木浆双胶纸市场均价为 6500 元/吨，环比下调 58 元/吨，跌幅为 0.88%，跌幅较上周收窄 1.23 个百分点。影响价格走势的主要因素有：第一，周内有部分出版订单继续放出，略支撑业者信心；第二，纸厂稳盘为主，经销商谨慎操作；第三，上游浆价仍延续弱势，成本端缺乏利好。

本周其他文化用纸市场稳中趋弱。卓创资讯数据显示，新闻纸均价为 5960 元/吨，环比持稳，本周市场继续平稳运行；静电复印纸均价为 5820 元/吨，环比下调 1.36%，跌幅扩大 0.09 个百分点，个别厂家出厂价格仍有松动；轻型纸均价为 7000 元/吨，环比持平，本周市场继续平稳。

2.3.2、废纸系原料及纸品价格变动情况

1) 原材料：

本周废黄板纸市场价格下跌。据卓创资讯监测数据显示，本周（4 月 14 日至 4 月 20 日）废黄板纸市场周均价为 1564 元/吨，环比下跌 0.45%，与上周趋势相反。影响价格运行的原因有以下几个方面：1. 因打包站集中出货，本周局部市场废黄板纸供应偏多，导致局部废黄板纸市场价格下跌；2. 龙头纸企采购价格持稳运行，多数纸厂选择观望，个别纸厂依据自身供需情况适当调整采购价格。

本周废书页纸市场价格稳中有降。卓创资讯数据监测显示，本周（4 月 14 日至 4 月 20 日）废书页纸周均价为 2056 元/吨，环比下跌 0.34%，与上周相比跌幅扩大 1.52 个百分点。价格下跌原因有以下几个方面：1. 国内白板纸需求较弱，且价格下跌，对废书页纸价格形成一定压力；2. 国内废黄板纸价格再度下跌，亦令废书页纸价格承压。但废书本纸供应整体偏紧，纸企到货量偏少，限制废书页纸价格跌幅。

本周废纯报纸市场价格走势稳定。卓创资讯数据监测显示，本周（4 月 14 日至 4 月 20 日）废纯报纸周均价为 2705 元/吨，环比持平，与上周相比涨幅收窄 0.56 个百分点。本周国内废报纸供需面相对平淡，市场观望心态，价格维持稳定。

2) 成品纸：

本周瓦楞纸市场涨势有所放缓，成交上移 50-100 元/吨。据卓创资讯监测数据显示，本周中国 AA 级瓦楞纸 120g 市场周均价 2876 元/吨，较上期均价上调 31 元/吨，环比涨幅 1.09%，较上周均价涨幅收窄 0.08 个百分点，同比跌幅 24.59%。影响本周瓦楞纸市场走势的因素有以下几方面：首先，规模纸厂多个基地上调部分规格出厂价 30-50 元/吨，区域内纸厂跟涨意愿减弱，涨势有所放缓；其次，主要原料废纸价格下跌，受上下游产品相互传导效应，继续上涨动力减弱；最后，终端订单放量一般，下游包装厂多消耗原纸库存为主，交投气氛转弱。

本周箱板纸市场价格稳中上调，上涨级别多为再生纸，调整幅度 50 元/吨。据卓创资讯监测数据显示，本周中国箱板纸市场周均价 3974 元/吨，较上期均价上调 2 元/吨，环比涨幅 0.05%，较上周均价涨幅一致，同比跌幅 18.39%。当前影响市场的主要因素有：首先，周内规模纸厂价格上调 30-50 元/吨，上涨级别多为再生级别，中小纸厂部分跟涨，市场成交重心略有上移；其次，下游包装厂订单一般，原纸采购积极性有所下滑，维持刚需为主；最后，上游主要原料废纸价格下跌，成本面支撑有所减弱。

2.3.3、其他材料价格变动一览

图表8: 其他材料价格变动

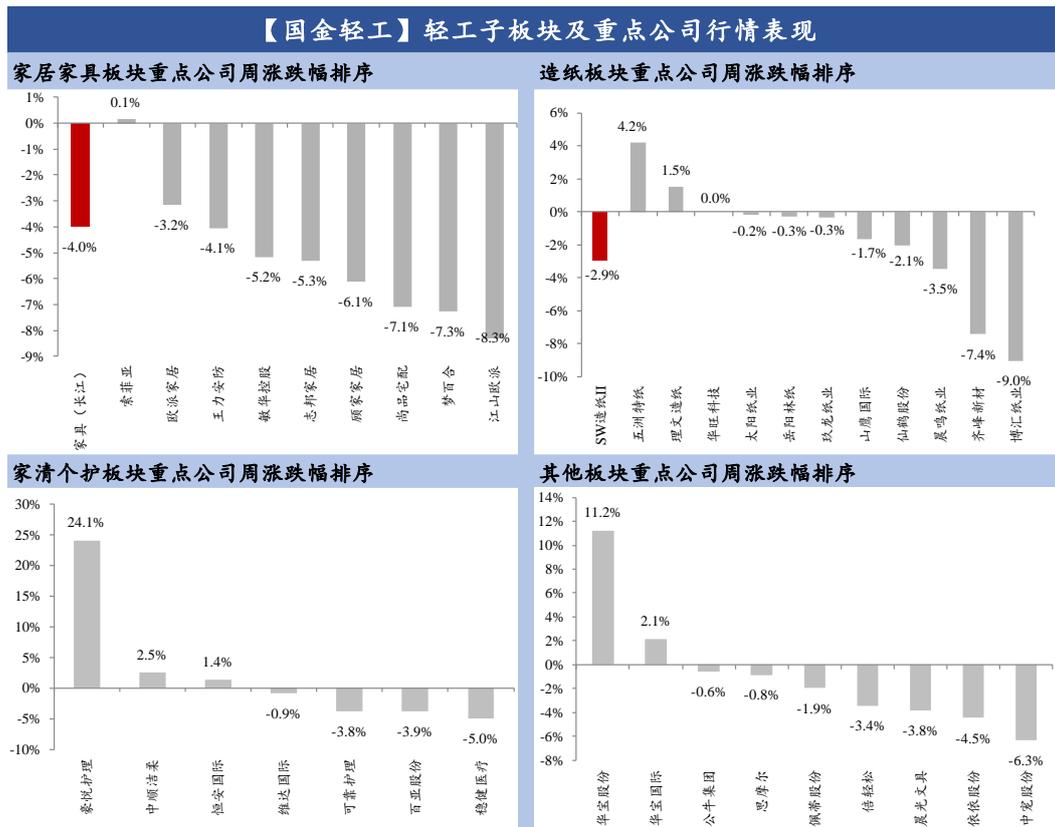


来源: wind, 国金证券研究所

三、本周行情回顾

轻工子板块及重点公司行情表现

图表9：轻工子板块及重点公司行情表现



来源：wind，国金证券研究所

四、重点公司估值及盈利预测

图表10：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 | | | | 评级 | PB |
| | | | | | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | | |
| 生活用纸 | 002511.SZ | 中顺洁柔 | 156 | 2.5% | -14.8% | 5.8 | 7.4 | 9.4 | 26.9 | 27.0 | 21.1 | 16.6 | 买入 | 3.0 | |
| | 3331.HK | 维达国际 | 267 | -0.9% | -3.7% | 16.4 | 17.8 | 20.8 | 24.3 | 16.3 | 15.0 | 12.8 | 11.0 | 买入 | 2.2 |
| 大宗造纸 | 002078.SZ | 太阳纸业 | 322 | -0.2% | 0.0% | 29.6 | 31.6 | 35.6 | 38.2 | 10.9 | 10.2 | 9.0 | 8.4 | 买入 | 1.5 |
| | 600966.SH | 博汇纸业 | 86 | -9.0% | -27.6% | 17.1 | 12.9 | 15.2 | 17.8 | 5.0 | 6.7 | 5.7 | 4.8 | 买入 | 1.4 |
| | 000488.SZ | 晨鸣纸业 | 149 | -3.5% | 0.4% | 20.7 | 6.7 | 8.4 | 10.4 | 7.2 | 22.2 | 17.7 | 14.3 | 买入 | 0.8 |
| | 600567.SH | 山鹰国际 | 109 | -1.7% | -4.8% | 15.2 | 6.8 | 14.8 | 18.5 | 7.2 | 16.0 | 7.4 | 5.9 | 买入 | 0.7 |
| | 603733.SH | 仙鹤股份 | 174 | -2.1% | -19.1% | 10.2 | 9.1 | 13.3 | 16.3 | 17.1 | 19.1 | 13.1 | 10.7 | 买入 | 2.6 |
| 定制 | 002572.SZ | 索菲亚 | 184 | 0.1% | 10.9% | 1.2 | 10.8 | 12.5 | 14.8 | 149.4 | 17.0 | 14.7 | 12.4 | 买入 | 3.2 |
| | 300616.SZ | 尚品宅配 | 44 | -7.1% | 13.2% | 0.9 | 1.8 | 2.5 | 3.0 | 49.2 | 24.3 | 17.6 | 14.7 | 买入 | 1.2 |
| | 603833.SH | 欧派家居 | 734 | -3.2% | -0.8% | 26.7 | 26.6 | 32.0 | 37.4 | 27.5 | 27.6 | 23.0 | 19.6 | 买入 | 4.8 |
| | 603801.SH | 志邦家居 | 102 | -5.3% | 22.0% | 5.1 | 5.3 | 6.3 | 7.6 | 20.2 | 19.3 | 16.2 | 13.5 | 买入 | 3.9 |
| 软体 | 603816.SH | 顾家家居 | 317 | -6.1% | -9.6% | 16.6 | 18.0 | 20.6 | 24.2 | 19.1 | 17.7 | 15.4 | 13.1 | 买入 | 3.7 |
| | 1999.HK | 敏华控股 | 259 | -5.2% | -14.9% | 24.7 | 24.8 | 28.5 | 32.9 | 10.5 | 10.4 | 9.1 | 7.9 | 买入 | 2.4 |
| | 603313.SH | 梦百合 | 48 | -7.3% | -6.2% | -2.8 | 1.3 | 3.2 | 6.3 | - | 37.1 | 15.1 | 7.7 | 买入 | 1.6 |
| 其他消费轻工 | 605009.SH | 豪悦护理 | 83 | 24.1% | 4.8% | 3.6 | 3.6 | 4.5 | 4.6 | 23.0 | 23.2 | 18.5 | 18.1 | 增持 | 2.7 |
| | 6969.HK | 思摩尔 | 470 | -0.8% | -22.8% | 52.9 | 28.2 | 31.9 | 38.1 | 8.9 | 16.7 | 14.8 | 12.4 | 买入 | 2.4 |
| | 002891.SZ | 中瓷股份 | 63 | -6.3% | -4.7% | 1.2 | 1.7 | 2.4 | 3.0 | 53.9 | 36.8 | 26.1 | 21.0 | 买入 | 3.0 |
| | 001206.SZ | 依依股份 | 31 | -4.5% | -3.1% | 1.1 | 1.2 | 1.5 | 1.7 | 27.3 | 25.9 | 20.7 | 18.3 | 买入 | 1.7 |
| | 603899.SH | 晨光股份 | 416 | -3.8% | -18.3% | 15.2 | 15.6 | 19.1 | 25.9 | 27.4 | 26.7 | 21.8 | 16.1 | 买入 | 6.1 |

来源：wind，国金证券研究所预测；注：公司市值截至日期为 2023.04.21

风险提示

国内消费增长放缓的幅度和时间超预期：今年国内消费表现疲软，如果国内需求持续放缓，且持续的时间超预期，对消费行业的基本面将带来不利影响。

地产销售进入较长时间大幅萎缩的状态：若受共同富裕、房住不炒的政策作用，国内房地产交易进入较长时间大幅萎缩的状态，将对家居板块的基本面带来不利影响。

化工原料价格上涨幅度和时间超预期:若化工原料价格受双碳政策影响,在目前价格已经大幅上涨的基础之上,继续大幅上涨,且上涨时间超出预期,将对下游软体家居产业的基本面带来不利影响。

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。

公司投资评级的说明：

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：021-60753903 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-83831378 |
| 传真：021-61038200 | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 | 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 |
| 紫竹国际大厦 7 楼 | | 嘉里建设广场 T3-2402 |