

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

家居 315 进入关键期，福贝宠物更新招股书

行业观点更新：

- 家居：本周家居板块有所回调或主因一方面近期末见进一步的地产需求端政策落地，另一方面板块逐步进入业绩及 315 活动情况的兑现期，存在一定避险情绪。整体无需过度悲观，后续地产端仍存催化，终端家居需求有望逐步释放，家居企业报表端业绩也有望逐季改善，布局机会再次显现。本周已进入 315 活动关键期，根据渠道反馈，3 月第二周各地表现有所分化，部分 1、2 月表现优异的城市，近期接单增长相对平缓，而 3 月前接单未显著爆发的地区反馈 3 月以来接单逐周有所加速。整体来看，3 月第二周多数地区基本可达成既定接单目标。布局方向方面，延续此前观点，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，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：本周悦刻发布 2022 年业绩，22 年整体营收同比-37.4%，22 年 Q4 营收同比/环比分别下降 82.2%/67.5%，Q4 受电子烟新规、征税及疫情影响明显。从渠道反馈来看，1、2 月新国标产品销售相对平稳，3 月以来，部分终端反馈新国标产品销售有所改善，一方面由于非法电子烟产品查处趋于严格，另一方面部分新产品口味有所优化，消费者接受度有所提升。我们延续此前观点，随着刚性需求的释放及产品的优化，整体新国标产品销售 Q2 起有望逐季改善。海外市场方面，虽然海外市场不同地区出现产品结构分化，但海外整体电子烟销售增长仍相对稳健，预计 2023 年依然有望实现稳健增长。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。
- 造纸板块：3 月木浆报价稳步下调，欧洲木浆库存创新高，原料端中期下行逻辑持续，造纸环节行业主动去库进行时，文化纸提价缓慢落地/白卡落地略低于预期，能源/浆成本下行趋势明确，盈利修复“剪刀差”或超预期，我们认为盈利弹性排序：优质格局下强定价/粘性的特种纸（转印/格拉辛等）、大宗纸（文化&白卡）、生活纸、箱板纸。
- 宠物：福贝宠物更新招股书，看好中高端宠食代工龙头蓄势成长。宠物行业成长红利下，公司凭借产品迭代创新&稳定供应链，为品牌商提供安全稳定干粮产品，有效提升客户黏性，深度绑定网易严选、倍内菲等优质新锐宠粮品牌，2020-1H2022 营收分别为 6.64、9.78、5.25 亿元，同比+64%、+47%、+22%，净利率 21%、23%、18%。自主品牌以“比乐”主品牌，聚焦主粮中高端价格带，21/1H22 营收 3.8、2 亿元，同比+35.2%、12.4%。我们看好宠物行业成长红利期，国货崛起背景，品牌&代工商双向成就。

投资建议

- 造纸板块：推荐太阳纸业（盈利触底，旺季小阳春支撑纸企提价落地，成本压力缓解盈利能力望逐季抬升）。
- 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）。
- 家居：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）

风险因素

- 国内消费增长放缓的幅度和时间超预期；地产销售进入较长时间大幅萎缩的状态；原材料价格上涨幅度和时间超预期；汇率大幅波动的风险。

内容目录

一、福贝宠物更新招股书，中高端宠食代工龙头蓄势成长.....	4
1.1 国产宠食代工龙头，ODM+自主品牌双轮驱动成长.....	4
1.2 ODM 占比超六成，猫粮体量超越犬粮.....	4
1.3 募集资金用途.....	10
二、本周重点行业及公司基本面更新.....	10
2.1 家居板块.....	10
2.2 新型烟草板块.....	12
2.3 造纸板块.....	12
2.4 宠物板块.....	12
三、行业重点数据及热点跟踪.....	13
3.1 全球新型烟草行业一周热点回顾.....	13
3.2 家居板块行业高频数据跟踪.....	13
3.3 造纸板块行业高频数据跟踪.....	18
四、本周行情回顾.....	20
五、重点公司估值及盈利预测.....	21
风险提示.....	22

图表目录

图表 1： 公司与下游部分重要客户合作历史复盘.....	4
图表 2： 19-1H22 公司营业收入（百万元）及增速.....	4
图表 3： 19-1H22 公司归母净利润（百万元）及增速.....	4
图表 4： ODM 业务与自主品牌业务营收（百万元）及增速.....	5
图表 5： ODM 业务与自主品牌业务毛利率对比.....	5
图表 6： 自有外协产量（吨）及合计产量增速.....	5
图表 7： 犬粮猫粮销量（吨）及增速.....	5
图表 8： ODM 业务前五大客户销售收入（百万元）及占比.....	6
图表 9： ODM 业务部分重要客户销售收入占比.....	6
图表 10： 1H2022 主营业务成本结构（百万元）及占比.....	6
图表 11： 1H2022 原材料采购金额（百万元）及占比.....	6
图表 12： 犬粮单吨收入成本（元/吨）及毛利率.....	6
图表 13： 猫粮单吨收入成本（元/吨）及毛利率.....	6
图表 14： 犬粮、猫粮营业收入（百万元）及增速.....	7
图表 15： 福贝自主品牌分布矩阵图.....	8

图表 16: 自主品牌按渠道分类营收.....	9
图表 17: 猫、犬粮自主品牌单价分布.....	9
图表 18: 自主品牌销售收入.....	9
图表 19: 公司自主品牌毛利率分布.....	9
图表 20: 自主品牌各销售模式模拟净毛利率.....	10
图表 21: 福贝募集资金用途表.....	10
图表 22: 全球电子烟行业一周热点回顾.....	13
图表 23: 中国地产数据走势.....	14
图表 24: 美国地产数据走势.....	15
图表 25: 家具出口及国内零售金额走势.....	16
图表 26: 家居原材料价格走势.....	17
图表 27: 本周纸品及原材料价格变动一览.....	18
图表 28: 本周上期所针叶浆期货收盘价 6240 元/吨, 环比上周-130 元/吨.....	18
图表 29: 其他材料价格变动.....	20
图表 30: 轻工子板块及重点公司行情表现.....	21
图表 31: 重点公司标的估值及盈利预测.....	21

一、福贝宠物更新招股书，中高端宠食代工龙头蓄势成长

1.1 国产宠食代工龙头，ODM+自主品牌双轮驱动成长

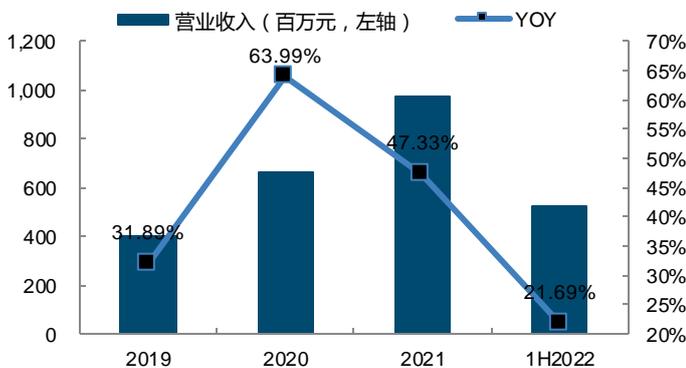
公司成立于 2005 年，主营宠物干粮的研发、生产与销售，以安徽、上海两大基地为核心，当前已成为下游网易严选、倍内菲、里兜等重点宠物品牌的优质供应商。公司于近期公布更新主板上市招股书，根据公告显示，2019-1H2022 营收分别为 4.05、6.64、9.78、5.25 亿元，同比+32%、+64%、+47%、+22%；归母净利润分别为 0.65 亿元、1.38 亿元、2.21 亿元、0.95 亿元，同比+40%、+112%、+60%、-4%。其中，受主要原材料价格上涨、福智工厂新增折旧摊销及销售推广投入增长等因素影响，净利率有所收窄，21、1H22 净利率分别为 22.9%、18.2%。伴随产能投放、订单成长，2019 至 2022 年公司产品市场占有率由 4.3% 上升至约 6.1%，公司自主品牌业务产品市场占有率由 1.38% 上升至约 1.90%。

图表1：公司与下游部分重要客户合作历史复盘

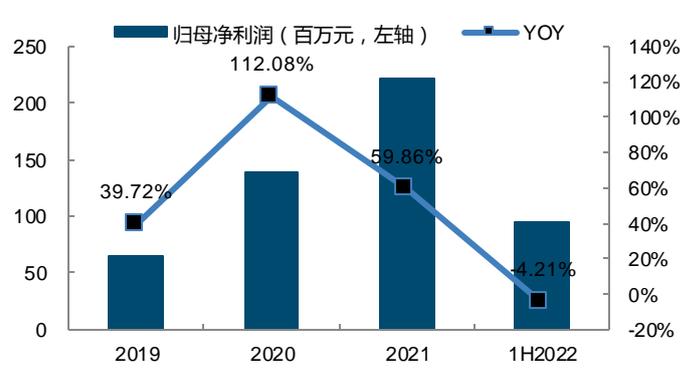


来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：19-1H22 公司营业收入（百万元）及增速



图表3：19-1H22 公司归母净利润（百万元）及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

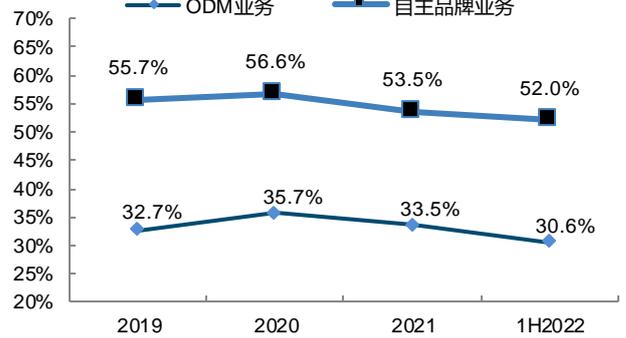
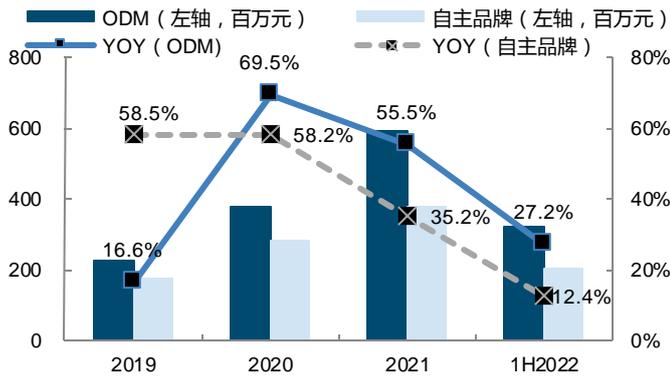
1.2 ODM 占比超六成，猫粮体量超越犬粮

ODM 业务为基本盘，持续受益于国产新锐品牌崛起趋势。从行业格局变化角度来看，宠物行业成长红利、渠道分散导致下游宠粮品牌仍处分散化格局，国产品牌凭借较优的产品迭代力、更灵活的渠道运营能力整体成长速度优于外资品牌，当前产品配方处于快速迭代期，和代工厂的发展形成双向促进，宠粮代工也迎来历史发展机遇。

国货崛起，品牌&代工商双向成就。公司作为干粮代工龙头，20、21、1H22 ODM 业务实现营收 3.82、5.93、3.23 亿元，同比+70%、+56%、+27%，营收占比超 60%，1H22 受疫情、产品结构调整影响收入增速有所收窄。以比乐为代表的自主品牌业务营收亦保持同步快速增长。21、1H22 营收分别为 3.81、2.02 亿元，同比+35%、+12%。

图表4: ODM 业务与自主品牌业务营收 (百万元) 及增速

图表5: ODM 业务与自主品牌业务毛利率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

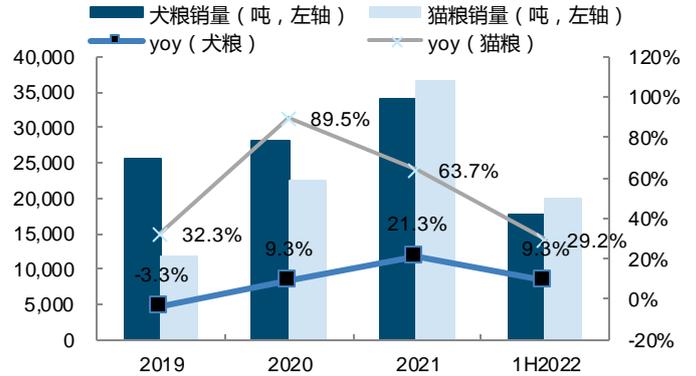
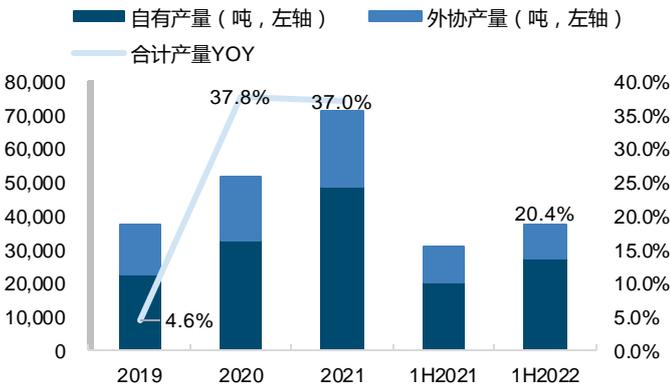
紧随热点推进产品创新迭代, 供应链基础扎实产能利用率超 100%。

1) 研发为先, 多款产品受市场认可: 根据宠物的品种、宠物年龄、宠物成长环境等个体差异因素, 不断探索产品配方、产品品类及口味特点, 不断追求和提升产品的营养均衡性和功能多元性, 例如公司推出的以食材新鲜、低敏无谷、高钙高蛋白为设计理念的产品系列, 具有营养价值高、适口性强的优点, 是公司中高端宠物食品的代表之一。

2) 工艺稳定: 多年来深耕宠物食品挤压膨化工艺, 优化调整并掌握挤压膨化制备宠物食品技术、真空后喷涂添加等核心技术, 当前拥有已授权专利 54 项。2020-1H2022, 公司拥有四条干粮产线, 产品产量维持高速增长, 增速维持在 20% 以上。

图表6: 自有外协产量 (吨) 及合计产量增速

图表7: 犬粮猫粮销量 (吨) 及增速



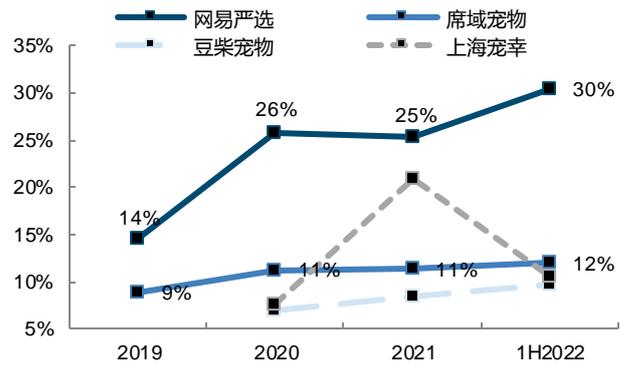
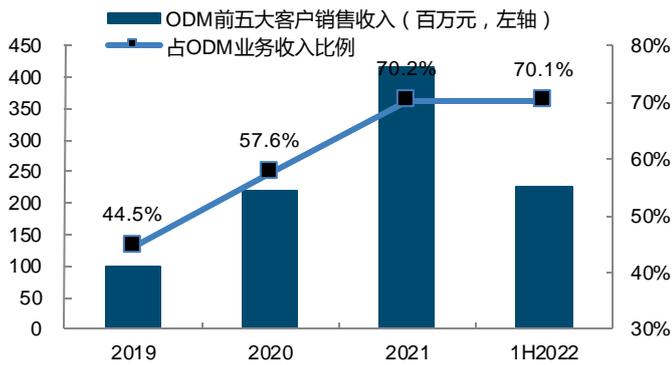
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

绑定网易严选、倍内菲等优质品牌, 客户矩阵不断完善, 前五大客户占比达 70%。对品牌而言, 供应链的安全稳定较重要, 品牌倾向于与大厂合作, 促进以福贝、帅克为代表的代工厂做大规模。2019、2020、2021、1H2022 前五大客户营收分别为 1.0、2.2、4.2、2.3 亿元, 占比 ODM 业务整体营收 45%、58%、70%、70%。其中, 中高端品牌网易严选销售占比持续提升, 1H2022 占 ODM 业务的 30%。其余 ODM 业务重要客户, 如席域(倍内菲母公司)、豆柴宠物、上海宠幸等销售占比在 10% 左右。

图表8: ODM 业务前五大客户销售收入 (百万元) 及占比

图表9: ODM 业务部分重要客户销售收入占比



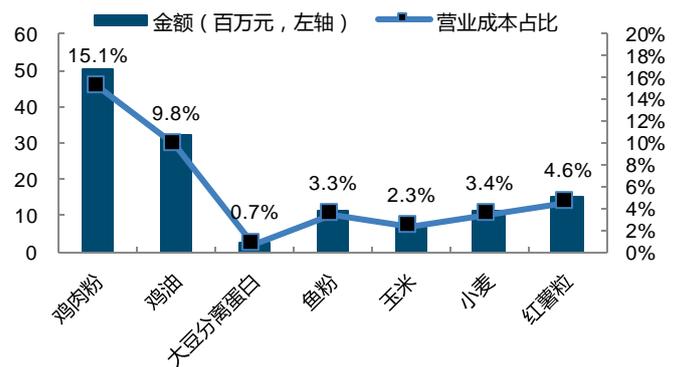
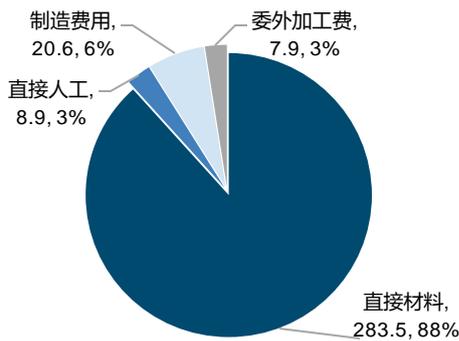
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

直接材料占比超 80%，鸡肉、谷物价格周期对毛利率形成波动。2019 年至 1H2022，公司成本结构中直接材料占比超过 85%。拆分材料构成，鸡肉粉、鸡油、红薯粒、小麦居于前列，1H22 占比分别为 15.1%/9.8%/4.6%/3.4%，鸡肉、谷物等农产品价格变动对毛利率产生阶段性扰动。2021-1H2022，犬粮猫粮产品受原材料价格上涨因素影响，致使产品生产成本上升、毛利率有所下降。此外，1H2022 犬粮生产基地福智工厂由于试生产期间单位产品制造费用较高，导致犬粮毛利率阶段性下行。

图表10: 1H2022 主营业务成本结构 (百万元) 及占比

图表11: 1H2022 原材料采购金额 (百万元) 及占比

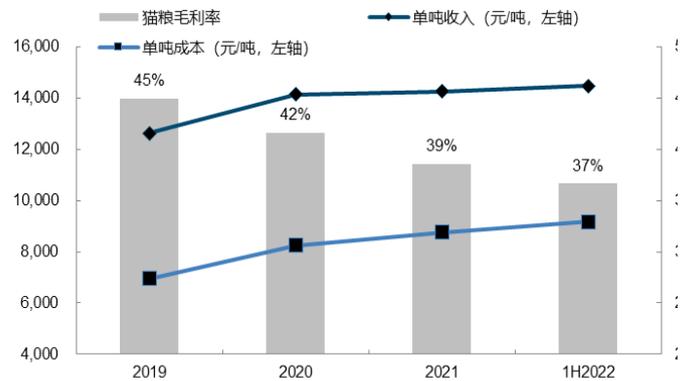
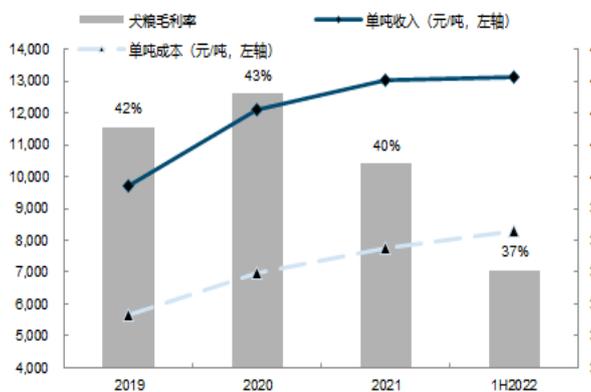


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表12: 犬粮单吨收入成本 (元/吨) 及毛利率

图表13: 猫粮单吨收入成本 (元/吨) 及毛利率



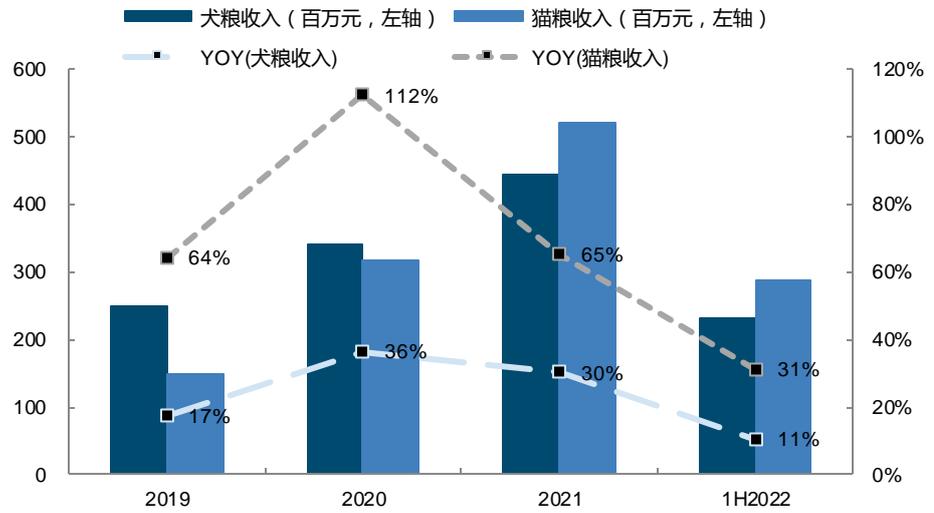
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

猫粮快速成长，犬粮业务稳健放量。2020、2021、1H2022 犬粮实现营收分别为 3.4、4.4、2.3 亿元，同比+36%、+30%、+11%；猫粮实现营收分别为 3.2、5.2、2.7 亿元，同比+112%、+65%、+31%。犬粮方面，因 ODM 客户产品结构配比优化、自主品牌“比乐”系列中高端品

牌的销售规模提升，犬粮保持稳健增长。猫粮业务：顺应猫经济，积极布局猫粮产品线，绑定大客户网易严选加快成长。

图表14：犬粮、猫粮营业收入（百万元）及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

自主品牌：比乐为主品牌，主粮为先，定位中高端

公司当前拥有比乐、爱倍、品卓等多个自有品牌，其中“比乐”主品牌，定位 40-80 元/kg 中高端价格带，聚焦主粮产品线，2020、2021、2022H1 营收分别为 2.4、3.3、1.7 亿元，同比+88%、38%、+11%，占自主品牌营收比重 86%/87%/86%。

图表15: 福贝自主品牌分布矩阵图

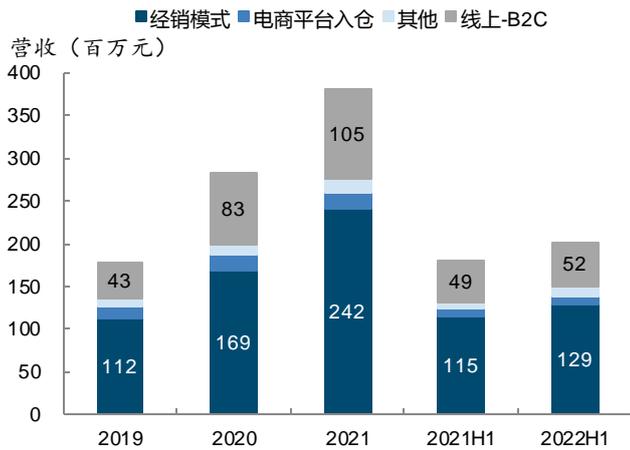
自主品牌	2021年营收 (百万元)	产品系列	产品特点	部分产品图示
 <p>比乐比去还是比乐</p>	333	比乐原味鲜系列	高鲜肉含量, 营养价值较高	36-40%粗蛋白 
		比乐极速鲜系列	改善宠物肠道健康	100元/kg 4种护肠因子 
		比乐原味臻系列	均衡营养, 多元易吸收	52-93元/kg 4种冻干 低敏无谷 
		比乐原味专系列	缓解泪痕、保持毛发健康等功效	49-65元/kg 38-78元/kg 含DHA、Omega-3、益生菌等 
		比乐守护者系列	营养全面, 物美价廉	61-117元/kg 添加果蔬颗粒与冻干 
	13	食力胃系列3+2系列	3+2护胃因子, 适用于肠胃受到损害的宠物	32-70元/kg 含双益生元: FOS&MOS 
		优生胃系列	为繁殖期宠物提供营养来源	44-80元/kg 添加dl-α-生育酚、β-胡萝卜素 
		元气胃系列	获取优质蛋白, 0添加0鼓舞, 绿色健康	充沛动物蛋白+优质果蔬 
	19	通用型产品系列	全犬种、猫种通用	36-60元/kg 全年龄瘦猫、犬适用  19-45元/kg

来源: 公司公告, 国金证券研究所

1) 渠道角度: 经销占比超 60%, 充分利用渠道杠杆。1H22 经销/线上 B2C/电商平台入仓营收占比分别为 63.7%/25.6%/5.3%, 经销模式下借助经销商的渠道资源有效地开拓和巩固市场, 提升品牌知名度网络销售渠道主要包括以阿里巴巴(淘宝、天猫)为代表的线上 B2C 渠道及以京东为代表的电商平台入仓渠道, 两种渠道销售金额在 2019-2021 年均实现不断增长。

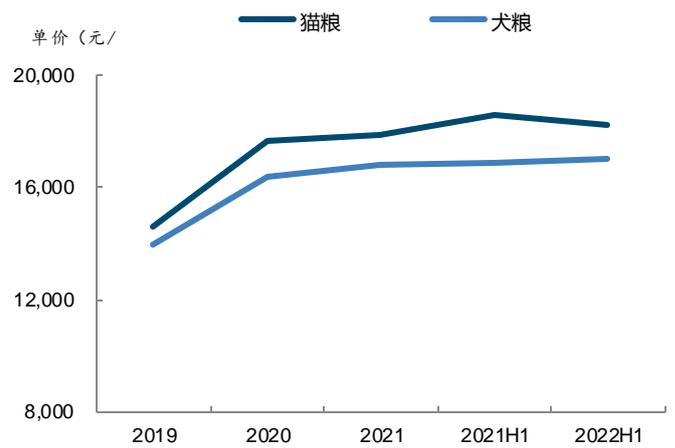
2) 猫粮定价高于犬粮, 自主品牌毛利率 50%-55%, 模拟净毛利率。2022H1, 公司犬粮与猫粮产品出货单价分别为 13150、14478 元/吨, 同比增加 1.06%、1.53%, 犬粮定价略低于猫粮。2019-2021、2022H1 公司自主品牌业务毛利率分别 55.66%、56.64%、53.49%和 52.00%, 2021 年以来, 受原材料价格上涨等因素影响, 毛利率整体略有下降。根据公司公告, 经销、线上 B2C 模式及平台入仓模式模拟净毛利率 40%-45%。

图表16: 自主品牌按渠道分类营收



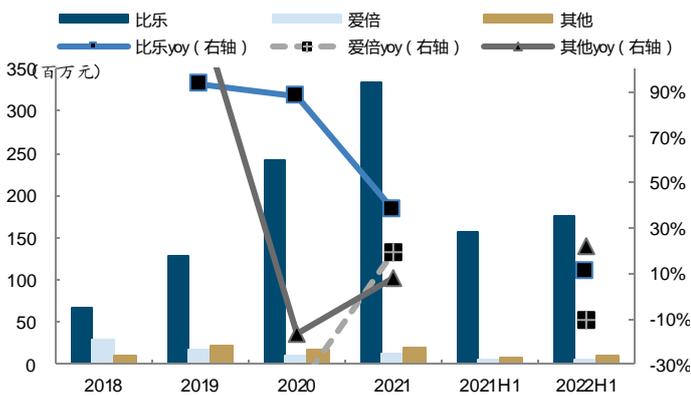
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表17: 猫、犬粮自主品牌单价分布



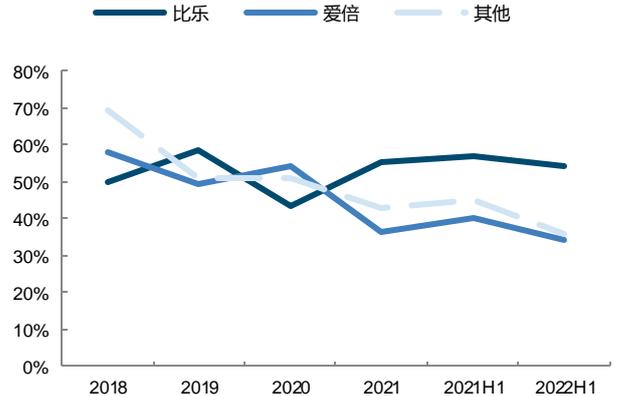
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表18: 自主品牌销售收入



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表19: 公司自主品牌毛利率分布



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表20: 自主品牌各销售模式模拟净毛利率

业务模式	财务指标 (万元, %)	2019	2020	2021	2022 H1
经销模式	收入	11200	16898	24160	12857
	毛利率	50%	49%	46%	45%
	销售费用-物流费	437	530	693	413
	物流费率	4%	3%	3%	3%
	净毛利额	5187	7746	10439	5425
	模拟净毛利率	46.3%	45.8%	43.2%	42.2%
线上 B2C模式	收入	4255	8325	10476	5165
	毛利率	73%	74%	72%	69%
	销售费用-平台推广费	675	1740	2565	1495
	平台推广费率	16%	21%	24%	29%
	销售费用-物流费	506	693	721	426
	物流费率	12%	8%	7%	8%
	净毛利额	1946	3699	4267	1630
模拟净毛利率	45.7%	44.4%	40.7%	31.6%	
平台入仓模式	收入	1396	1807	1852	1062
	毛利率	57%	62%	59%	62%
	销售费用-平台推广费	57	115	167	115
	平台推广费率	4%	6%	9%	11%
	销售费用-物流费	220	228	219	120
	物流费率	16%	13%	12%	11%
	净毛利额	513	777	709	422
模拟净毛利率	36.8%	43.0%	38.3%	39.7%	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3 募集资金用途

根据 23 年 3 月公布的招股书, 本次发行募集资金 5.7 亿元, 将主要用于宠物干粮生产线扩能建设、营销及管理信息化建设、研发中心建设及智能仓储配送中心建设, 募集资金投资项目的建成将提高公司的生产制造能力、技术研发实力、管理决策效率和市场营销能力, 巩固并进一步提高公司的核心竞争力。

图表21: 福贝募集资金用途表

项目名称	实施主体	投资总额 (万元)	拟募集资金投资额 (万元)
宣城福贝宠物食品扩建项目	宣城福贝	24285	24285
智能仓储配送中心建设项目	宣城福新	22000	22000
营销及管理信息化建设项目	上海福益	5441	5441
研发中心建设项目	福贝宠物	5065	5065
合计		56791	56791

来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、本周重点行业及公司基本面更新

2.1 家居板块

本周家居板块有所回调或主因一方面近期未见进一步的地产需求端政策落地, 另一方面板块逐步进入业绩及 315 活动情况的兑现期, 存在一定避险情绪。整体无需过度悲观, 后续地产端仍存催化, 终端家居需求有望逐步释放, 家居企业报表端业绩也有望逐季改善, 布局机会再次显现。本周已进入 315 活动关键期, 根据渠道反馈, 3 月第二周各地表现有所分化, 部分 1、2 月表现优异的城市, 近期接单增长相对平缓, 而 3 月前接单未显著爆发的地区反馈 3 月以来逐周有所改善。整体来看, 3 月第二周多数地区基本可达成既定接单

目标。布局方向方面，延续此前观点，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，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) 本周进入315活动关键期，据渠道调研反馈，周末集中进行落地活动，西南地区经销商反馈，整体增长情况基本符合此前预判，今年以来截至3.11，该区域整体接单同比仍能增长约20%。

- **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+450/+0/-940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：1) 据渠道反馈，多地经销商3月第二周接单情况有所分化，部分1、2月表现理想的地区经销商，本周反馈增长较为平缓，而部分此前1、2月接单爆发不明显的区域，3月以来接单逐步向好。

2) 3月3日，欧派软装召开经销商大会，会议上提出3年5亿的目标。

- **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。

- **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：1) 公司近期召开了经销商大会，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。

2) 3月5日公司公告，董事会同意聘任杨鑫先生为公司副总经理，杨鑫此前任职于欧派家居、索菲亚等公司。

- **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：据渠道调研，华东、西南等地区经销商汇总反馈今年以来截至3月11日，前端接单量增长近20%。

2.2 新型烟草板块

本周悦刻发布 2022 年业绩，22 年整体营收同比-37.4%，22 年 Q4 营收同比/环比分别下降 82.2%/67.5%，Q4 受电子烟新规、征税及疫情影响明显。从渠道反馈来看，1、2 月新国标产品销售环比相对平稳，3 月以来，部分终端反馈新国标产品销售有所改善，一方面由于非法电子烟产品查处趋于严格，另一方面部分新产品口味有所优化，消费者接受度有所提升。我们延续此前观点，随着刚性需求的释放及产品的优化，整体新国标产品销售 Q2 起有望逐季改善。海外市场方面，虽然海外市场不同地区出现产品结构分化，但海外整体电子烟销售增长仍相对稳健，预计 2023 年依然有望实现稳健增长。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：雾芯科技（悦刻）3 月 10 日披露 2022 年业绩，2022 年营收同比-37.4%至 53.3 亿元，净利润同比-28.8%至 14.4 亿元，其中 2022 年 Q4 营收同比-82.2%至 3.4 亿元，亏损 2.3 亿元。

2.3 造纸板块

造纸板块：3 月木浆报价已出符合预期，欧洲木浆库存创新高，中期下行逻辑持续，产业链主动去库进行中，文化纸提价缓慢落地/白卡落地略低于预期，能源/浆成本下行趋势明确，盈利修复“剪刀差”或超预期，我们认为盈利弹性排序：优质格局下强定价/粘性的特种纸（转印/格拉辛等）、大宗纸（文化&白卡）、生活纸、箱板纸。

动态：2 月造纸产业链数据显示文化纸库存持续去化，港口木浆库存同/环比大增，箱瓦类连续两个月去化，文化纸企去化显著，白卡纸社库水平略回升。双胶纸社会库存 130 万吨，同/环比-8.0/-8.0 万吨；开工负荷率 68.61%，同/环比+6.5/+11.8pct。

■ **山鹰国际**：行业集体去库，纸价带动原料仍处下行通道，关注拐点来临。由于外销需求下行、国内消费需求节奏弱于预期影响，仍有大厂停机现象。关注 23Q2 起需求修复带动的纸价拐点，龙头企业受益高端箱板纸“外废”成本优势，有望获得超额盈利。

动态：箱瓦纸价继续探底，停机导致 1-2 月销量下探。公司发布 2 月经营数据，造纸业务：2 月销量 43.07 万吨，同比+27.8%，均价 3320.9 元/吨，同比-16.1%。1-2 月合计销量同比-18.5%，均价同比-15.4%；包装业务：2 月销量 1.43 亿平方米，同比+17.1%，均价 3.57 元/平方米，同比-15.1%。

■ **华旺科技**：强产品力助力海外市场开拓，木浆、钛白粉价格中枢回落，成本端压力有望逐步缓解，看好利润弹性兑现。目前公司医疗用纸已进入客户验证阶段，预计未来随更多品类推出，及获得下游客户认可，公司其他特种纸有望实现高速增长，打造第二增长曲线。

动态：公司发布 2022 年年报，装饰原纸外销快速增长；受益浆价高位，木浆贸易业务快速增长。2022 年实现收入 34.36 亿元，同比增长 16.9%；实现归母净利 4.67 亿元，同比增长 4.2%。原材料趋于回落，盈利环比改善，2022 年 Arauco156 万吨阔叶浆投产，UPM210 万吨阔叶浆预计于 2023Q2 投产，供给释放带动浆价持续回落，目前针叶浆银星/阔叶浆金鱼外盘最新报价 920/760 美元/吨，较 2022Q4 均价进一步下降 2.8%/10.6%，且当前钛白粉价格稳定在 1.5 万元/吨左右，较 2022 年均价 1.78 元/吨有大幅回落。

2.4 宠物板块

宠物出口板块观点：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。根据公司调研反馈，1Q 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，宠物食品出口预计 2Q 起订单环比现拐点、3Q 同比拐点预期强化，欧洲受基数因素影响预计修复节奏先于北美。

2.5 消费轻工

名创优品发布 2QFY23 业绩：品牌升级&海外占比提升提振毛利率，国内复苏加速展店可期。单季度实现营收 24.9 亿元人民币，同比-10%；调整后净利润 3.71 亿元，同比+68%，净利率 14.9%（同比/环比+6.9/+1.7pct）创新高，看好后续国内外重启高速开店、东南亚国家单店收入提升等多重催化。

1) 海外消费旺季，盈利能力超预期：2Q 毛利率 40% (同/环比+8.9/+4.3pct)，主因：海外疫后修复节奏快于国内导致营收占比提升，从 2HFY22 的 24.7% 提升至 2HFY23 的 36.2%，其中海外/国内 2Q 毛利率分别 45%/35%，对毛利率贡献约+5pct；削减产品供应链成本；国内品牌升级战略，预计对毛利率贡献+3~4pct。

2) 国内放开加速下沉展店可期，品牌升级进一步优化盈利模型：国内名创门店 2Q 为 3325 家，环比+56 家 (VS1Q 环比+43 家)，下沉三线城市拓店为主，2Q 受疫情影响客流下滑 32%，客单提升+6%，23 年以来线下营收边际修复靓丽，1-2 月线下营收预计同比+20%+，23 年计划国内新增店铺 250~350 家。TOP TOY 门店模型跑出，二线城市加速开拓，2Q 门店新增至 109 家 (同比+28 家)，受疫情期间线下购物中心客流影响，营收 0.99 亿元 (同比-25%)。

3) 海外：拉美修复程度最优，印度/北美/东南亚 23 年加速拓店可期。2Q 海外营收 9.9 亿元 (同比+38%)，门店数 2115 家 (同比/环比+238/+88 家)，单店 GMV 水平恢复至 19 年同期的 86%，北美/拉美/欧洲/亚洲分别恢复至 19 年同期的 151%/93%/76%/66%，伴随旅游业修复，23 年亚洲单店修复弹性值得期待，预计 23 年海外净新增店铺有望达到 350~450 家。

三、行业重点数据及热点跟踪

3.1 全球新型烟草行业一周热点回顾

图表22：全球电子烟行业一周热点回顾

时间	标题	内容
3.03	奥驰亚宣布收购 NJOY 品牌，正式结束对 Juul 的投资	奥驰亚发表声明称，已将 Juul35% 的股份换成其公司的部分加热烟草知识产权，正式结束了对 Juul 的投资。以至少 27.5 亿美元收购电子烟初创企业 NJOY Holdings。该公司已获得美国 FDA 的许可，可在美国销售烟草味的电子烟。
3.05	思摩尔发布全新一次性产品解决方案——Power Alpha	在 2023 美国国际烟草展览会 TPE 上，思摩尔发布了全新一次性产品解决方案——Power Alpha。TOPOWER 一次性电池和 COREX 发热体技术，解决了大口数一次性产品续航时间短、充电不便和充电后味道变淡的问题。
3.10	美国 FDA 对电子烟制造商生产规范提出新要求！	美国食品和药物管理局正就电子烟和其他烟草产品的制造、设计、包装和储存向烟草产品制造商提出新要求。这些提议的要求将有助于保护公众健康，除其他外，通过确保产品一致性最大限度地减少或防止污染并限制额外风险。

来源：国金证券研究所整理

3.2 家居板块行业高频数据跟踪

3.2.1 中美地产数据

周度商品房成交面积：本周(2022.3.4-2023.3.10)30 大中城市成交面积同比增长 30.9%，累计同比下降 6.9%。

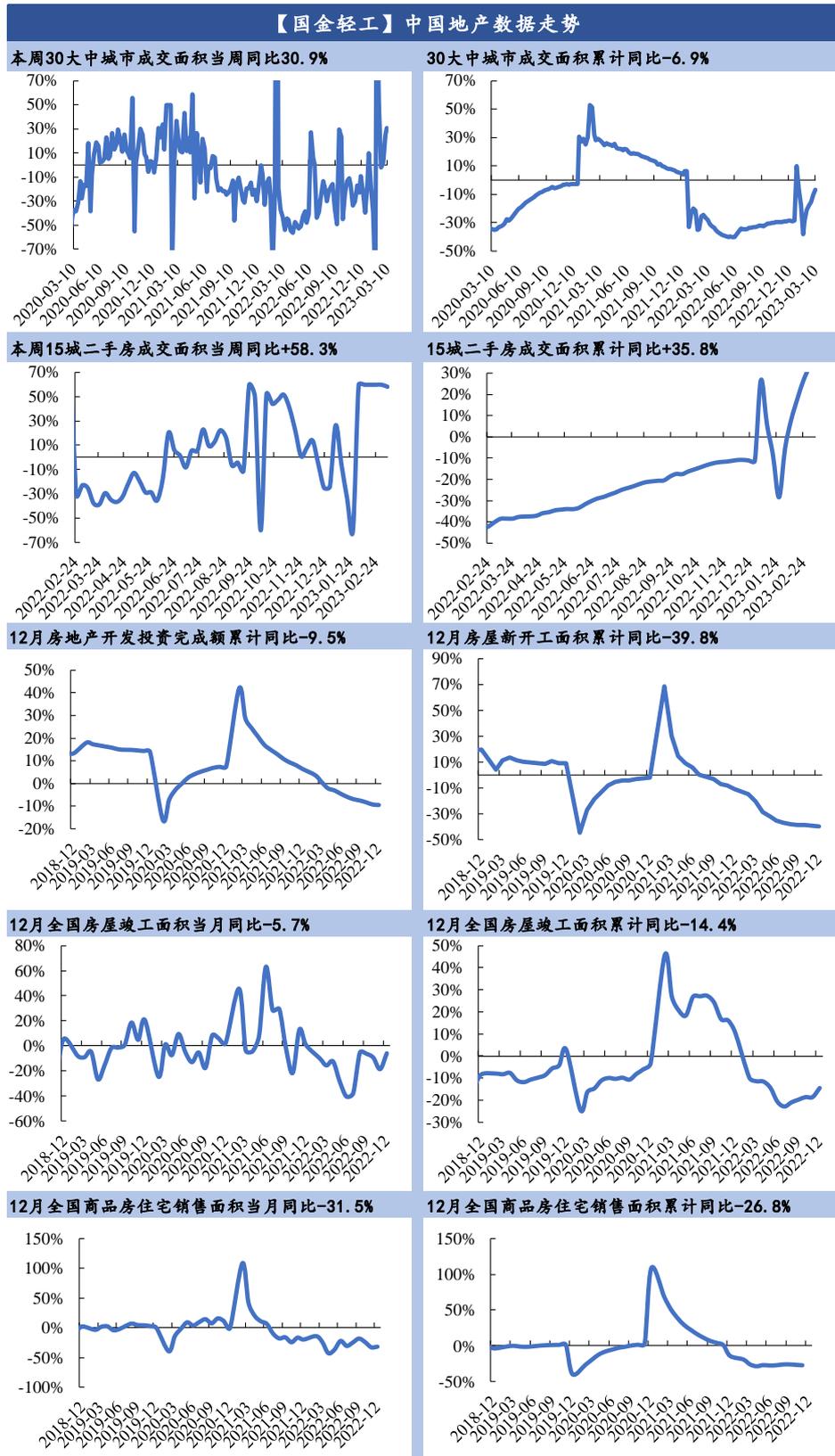
周度 15 城二手房成交面积：本周(2022.3.4-2023.3.10)15 城二手房成交面积同比增长 58.3%，累计同比增长 35.8%。

房地产开发投资完成额：2022 年 1-12 月累计同比下降 9.5%，房屋新开工面积累计同比下降 39.8%。

月度竣工面积：2022 年 1-12 月全国房屋竣工面积同比下降 14.4%，单 12 月同比下降 5.7%。

月度销售面积：2022 年 1-12 月全国商品房住宅销售面积同比下降 26.8%，单 12 月同比下降 31.5%。

图表23: 中国地产数据走势



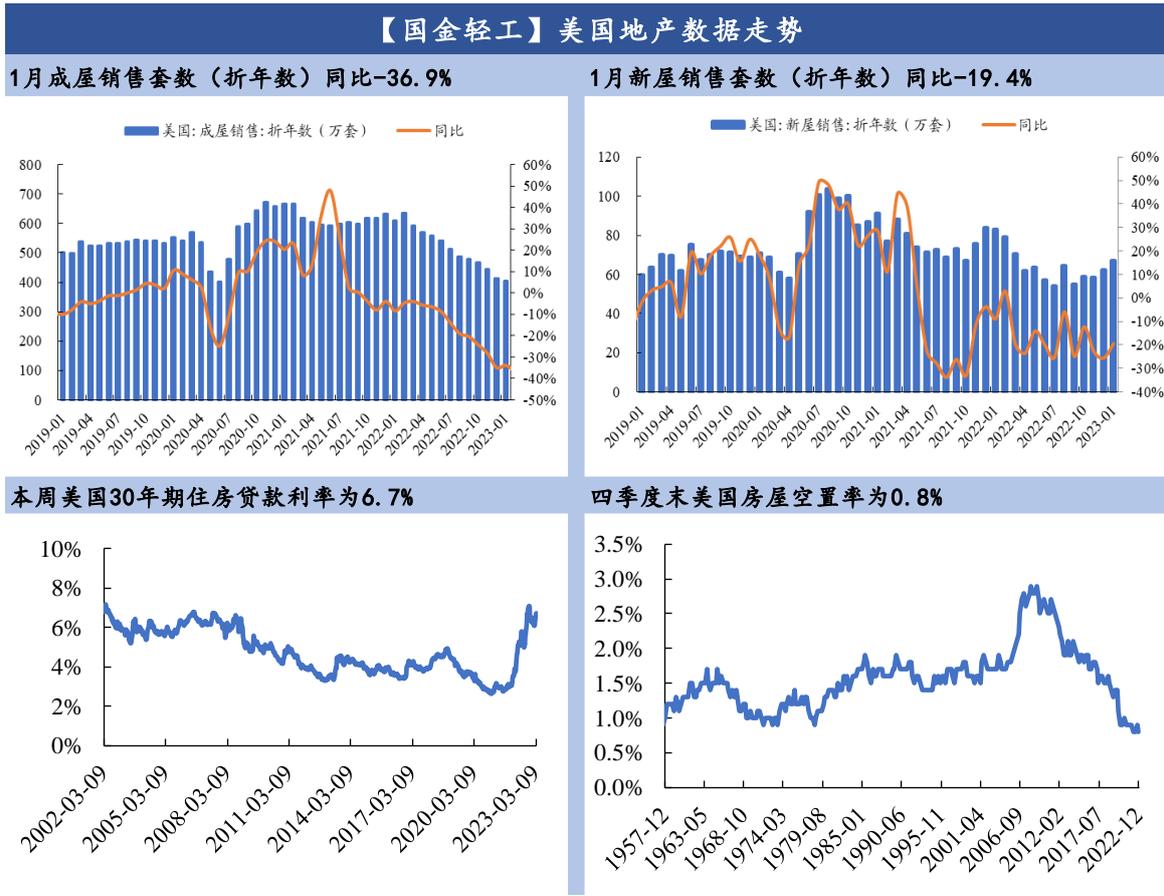
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 部分波动较大数值已做平滑处理

美国房屋销售: 2023年1月成屋销售套数(折年数)同比下降36.9%, 2023年1月新屋销售套数(折年数)同比下降19.4%。

美国贷款利率: 美国30年期住房贷款利率本周为6.7%, 环比+0pct。

美国房屋空置率: 2022年四季度末为0.8%, 环比三季度-0.1pct。

图表24：美国地产数据走势



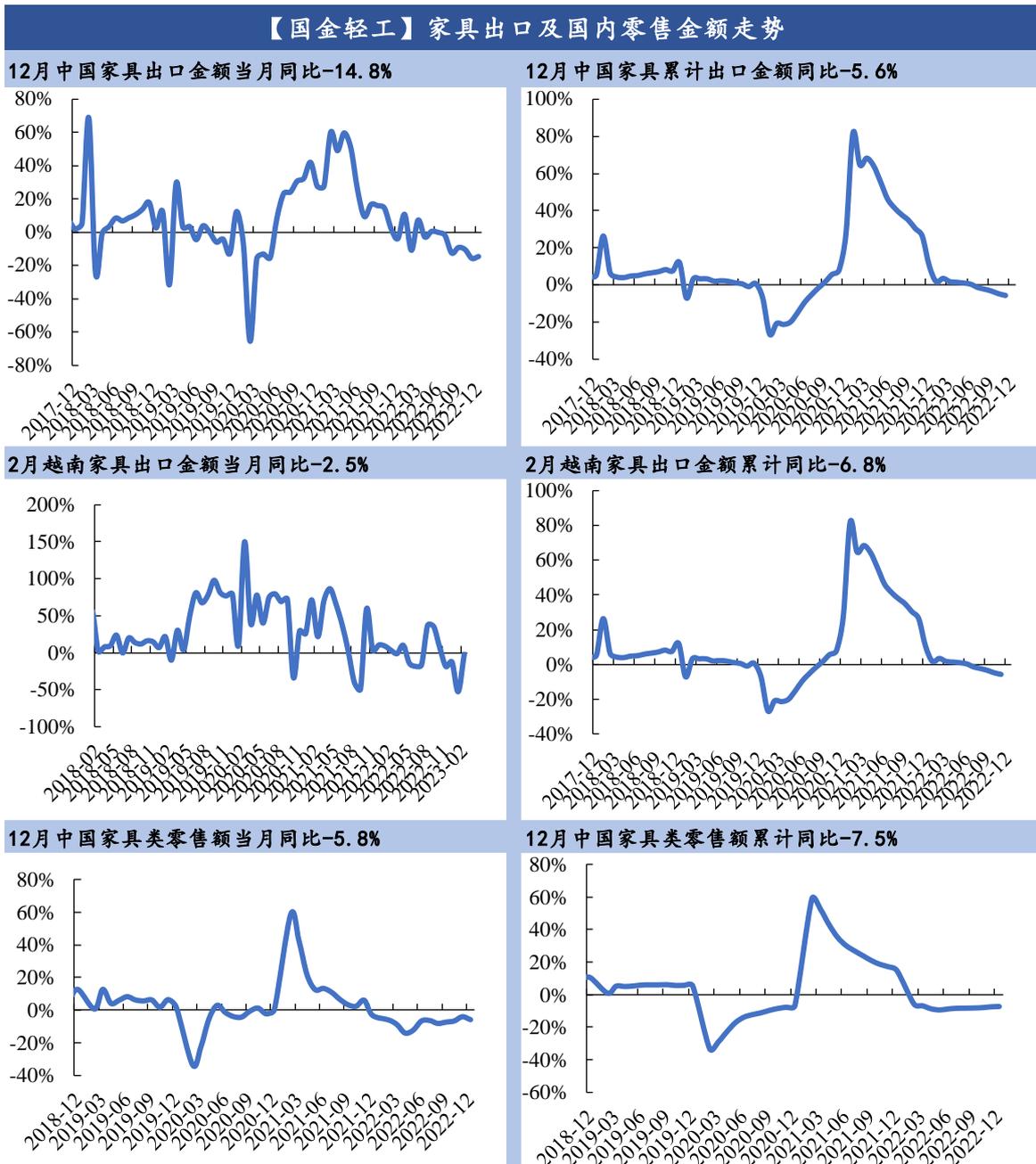
来源：Wind，国金证券研究所

3.2.2 家具出口及国内零售额数据

家具出口：越南家具出口金额 2023 年 2 月当月同比-2.5%，累计同比-6.8%。中国家具出口金额 2022 年 12 月美元计价同比-14.8%，1-12 月美元计价累计同比-5.6%。

国内家具零售额：2022 年 12 月中国家具类零售额同比下降 5.8%，1-12 月累计同比下降 7.5%。

图表25: 家具出口及国内零售金额走势



来源: Wind, 国金证券研究所

3.2.3 家具原材料价格数据

本周国内软泡聚醚均价为 11180.0 元/吨, 环比上周上升 450.0 元/吨, 今年以来截止 3.10 均价为 9782.7 元/吨, 较 2022 年均价下降 7.7%。

本周国内 MDI 均价为 20500.0 元/吨, 环比上周上升 0.0 元/吨, 今年以来截止 3.10 均价为 19001.0 元/吨, 较 2022 年均价下降 9.8%。

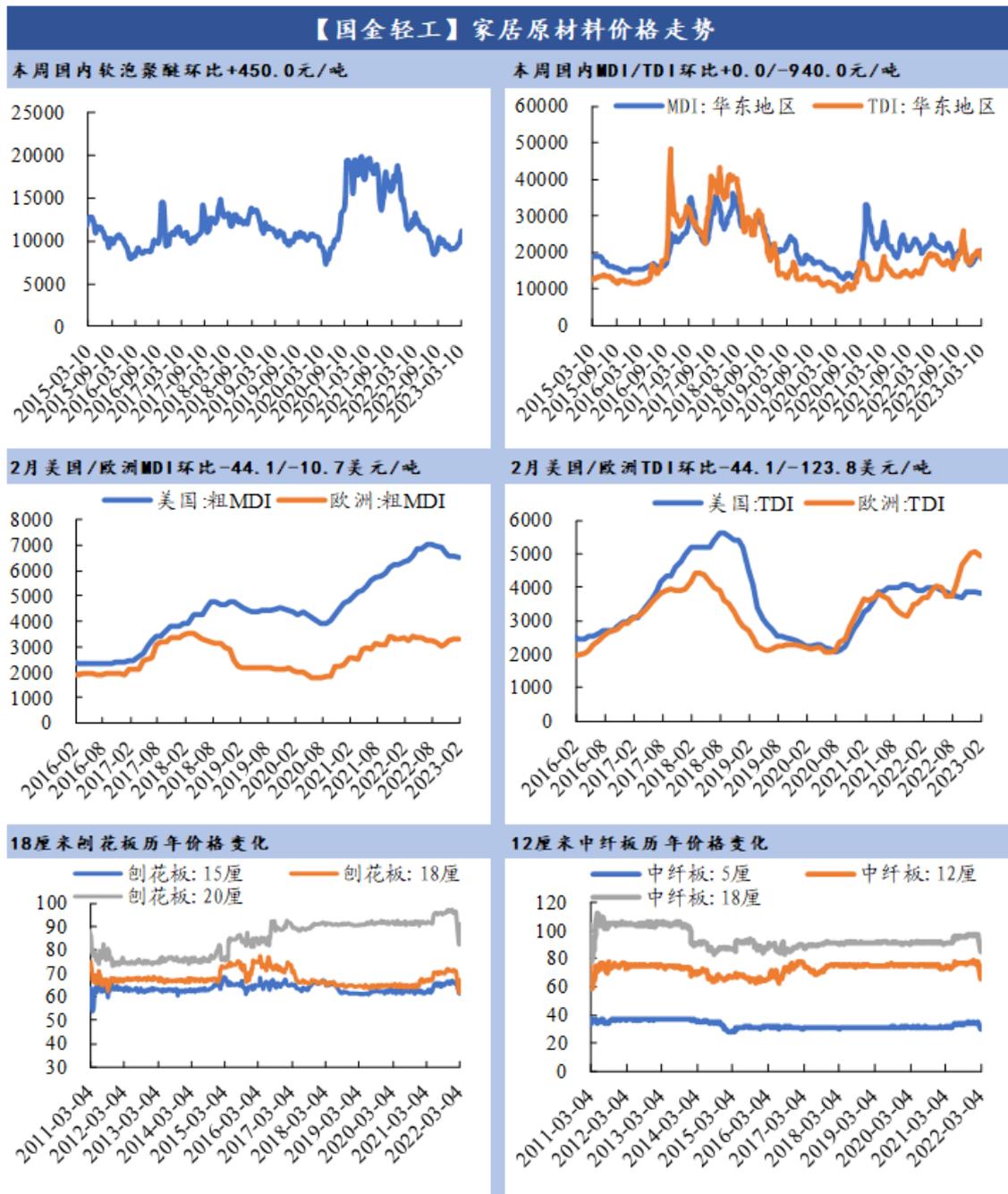
本周国内 TDI 均价为 182000.0 元/吨, 环比上周下降 940.0 元/吨, 今年以来截止 3.10 均价为 19463.2 元/吨, 较 2022 年均价上升 6.2%。

海外原材料价格方面, 美国地区 MDI 价格 2 月环比下降 44.1 美元/吨, TDI 价格环比下降 44.1 美元/吨; 欧洲地区 MDI 价格 2 月环比下降 10.7 美元/吨, TDI 价格环比下降 123.8 美元/吨。

刨花板: 18 厘米刨花板 (2022.2.26-3.4) 均价为 67.0 元/张, 环比上涨 5.4 元/张, 2022 年以来均价为 68.2 元/张, 较 2021 年均价下降 1.5%。

中纤板：12厘米中纤板（2022.2.26-3.4）均价为74.5元/张，环比上涨9.3元/张，2022年以来均价为74.3元/张，较2021年均价下降2.0%。

图表26：家居原材料价格走势



来源：Wind，国金证券研究所

3.3 造纸板块行业高频数据跟踪

图表27: 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	1Q22均价 (元/吨)	环比 4Q	2Q22均价 (元/吨)	环比1Q	3Q22均价 (元/吨)	环比2Q	本周均价 (元/吨)	环比上周	
原材料									
木浆系	针叶浆	6547	1050	7253	706	7293	40	7126	99
	阔叶浆	5568	932	6395	827	6674	279	5905	119
	化机浆	4898	1051	5517	619	5408	-109	5402	4
废纸系	国废黄板纸	2309	-70	2343	34	2119	-224	1710	42
纸品									
木浆系	双胶纸	5862	361	6155	293	6245	90	6725	0
	铜版纸	5468	114	5593	125	5491	-102	5796	-4
	白卡纸	6106	97	6374	268	5642	-732	5183	27
废纸系	箱板纸	4888	-275	4844	-44	4705	-139	4304	52
	瓦楞纸	3863	-397	3725	-138	3464	-261	3194	42

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所; 注: 周度核算时间为 2023 年 03 月 03 日至 2023 年 03 月 09 日

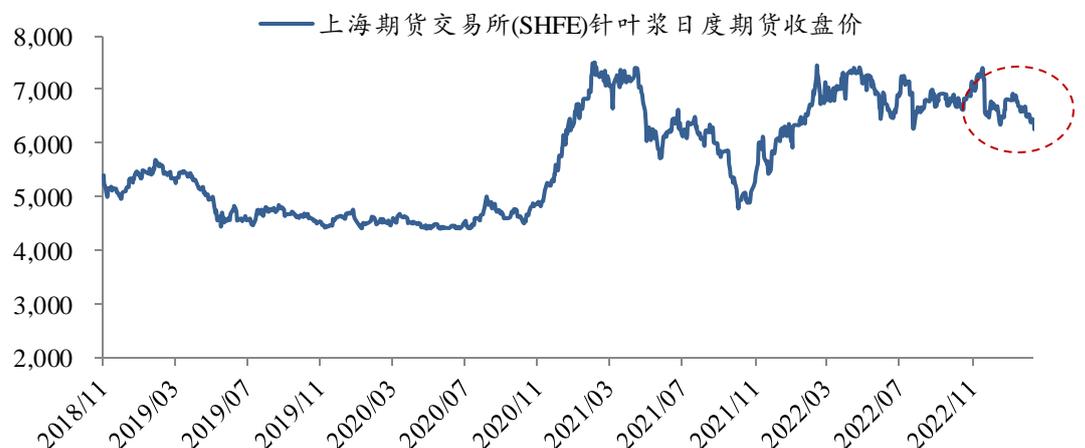
3.3.1、浆纸系原料及纸品价格变动情况

1) 原材料:

本周进口木浆现货市场价格偏弱运行, 其中针叶浆价格稳中下滑 50-600 元/吨, 阔叶浆价格稳中下滑 50-250 元/吨。影响因素主要有以下几方面: 第一, 浆市信心不足、业者根据自身情况出货、国产阔叶浆调价动作存在及纸厂买涨不买跌心态的共同作用下, 浆价承压下滑; 第二, 供应面相对平稳, 据闻 2 月巴西出口到中国的阔叶浆量有增, 进一步增加业者偏空预期; 第三, 下游白卡纸、生活用纸价格稳中下滑 50-200 元/吨, 同时纸厂考量自身成本及原纸出货情况, 采浆积极性进一步下降; 第四, 上海期货交易所纸浆期货主力合约价格下行, 现货市场价格随市调整。

卓创资讯监测数据显示, 截至 3 月 9 日, 本周进口针叶浆周均价 6907 元/吨, 较上周下滑 1.71%, 跌幅较上周放大 0.31 个百分点; 进口阔叶浆周均价 5693 元/吨, 较上周下滑 1.61%, 跌幅较上周收窄 0.41 个百分点; 进口本色浆周均价 6190 元/吨, 较上周下滑 0.21%, 跌幅较上周持平; 进口化机浆周均价 5390 元/吨, 较上周下滑 0.15%, 跌幅较上周放大 0.09 个百分点。

图表28: 本周上期所针叶浆期货收盘价 6240 元/吨, 环比上周-130 元/吨



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

2) 成品纸:

本周铜版纸市场大势横盘运行。据卓创资讯数据显示,本周157g铜版纸市场均价为5800元/吨,环比维稳,本周走势由涨转稳。影响价格走势的主要因素有:第一,纸企方面个别报盘偏高,但新单跟进平平,下游对于高价的消化意愿不强;第二,经销商环节出货平平,出货价格多数偏稳,观望氛围仍存;第三,终端印厂采购有限,社会订单跟进水平欠佳;第四,上游纸浆价格继续趋弱运行,成本面缺乏利好指引。

本周双胶纸市场主稳运行。据卓创资讯数据显示,本周70g木浆双胶纸市场均价为6725元/吨,环比持平,本周走势延续稳定。影响价格走势的主要因素有:第一,周内纸厂反映订单尚可,部分招标订单需求适量跟进;第二,经销商出货暂未见明显向好,重心多维稳运行,业者心态随行就市为主,华南个别出货价稍有松动迹象;第三,印厂方面适度跟单,个别招标订单加持下,备货意愿稍见增强;第四,纸浆价格仍在下行通道,成本面仍有承压表现。

本周其它文化用纸市场窄幅震荡。卓创资讯数据显示,新闻纸均价为5960元/吨,环比持平,本周市场延续稳定;静电复印纸均价为6300元/吨,环比持平,周内市场延续稳定;轻型纸均价为7000元/吨,环比上涨0.72%,涨幅较上周持平。其中,轻型纸主要受到纸厂继续跟进订单落实情况支撑,价格小幅提涨。

3.3.2、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(3月3日至3月9日)废黄板纸市场价周均价为1594元/吨,环比下跌4.44%,与上周相比跌幅扩大1.98个百分点。影响价格运行的原因有以下几个方面:1.因纸厂看空气氛浓重,纸厂废黄板纸采购价格轮番下调;2.部分纸厂成品纸价格下调,不利于废黄板纸价格走势;3.超大型纸厂废黄板纸采购价格连续下调,不利于市场看空气氛降温。

本周废书页纸市场价格延续下跌格局。卓创资讯数据监测显示,本周(3月3日至3月9日)废书页纸周均价为2158元/吨,环比下跌4.64%,与上周相比跌幅扩大2.61个百分点。价格下跌原因有以下几个方面:1.纸企下调成品纸价格,加大市场对需求放缓担忧,且废书页纸与废黄板纸价差较大,纸企加快下调废书页纸价格节奏;2.成品纸进口量增加,对废纸市场形成一定利空影响;3.下跌预期增强,打包站出货加快。

本周废纯报纸市场价格持续下调。卓创资讯数据监测显示,本周(3月3日至3月9日)废纯报纸周均价为2781元/吨,环比下跌4.00%,与上周相比跌幅扩大5.12个百分点。受成品纸需求减弱预期增强的影响,本周废纸市场看跌氛围加大,部分纸企亦加大废报纸价格下调幅度。

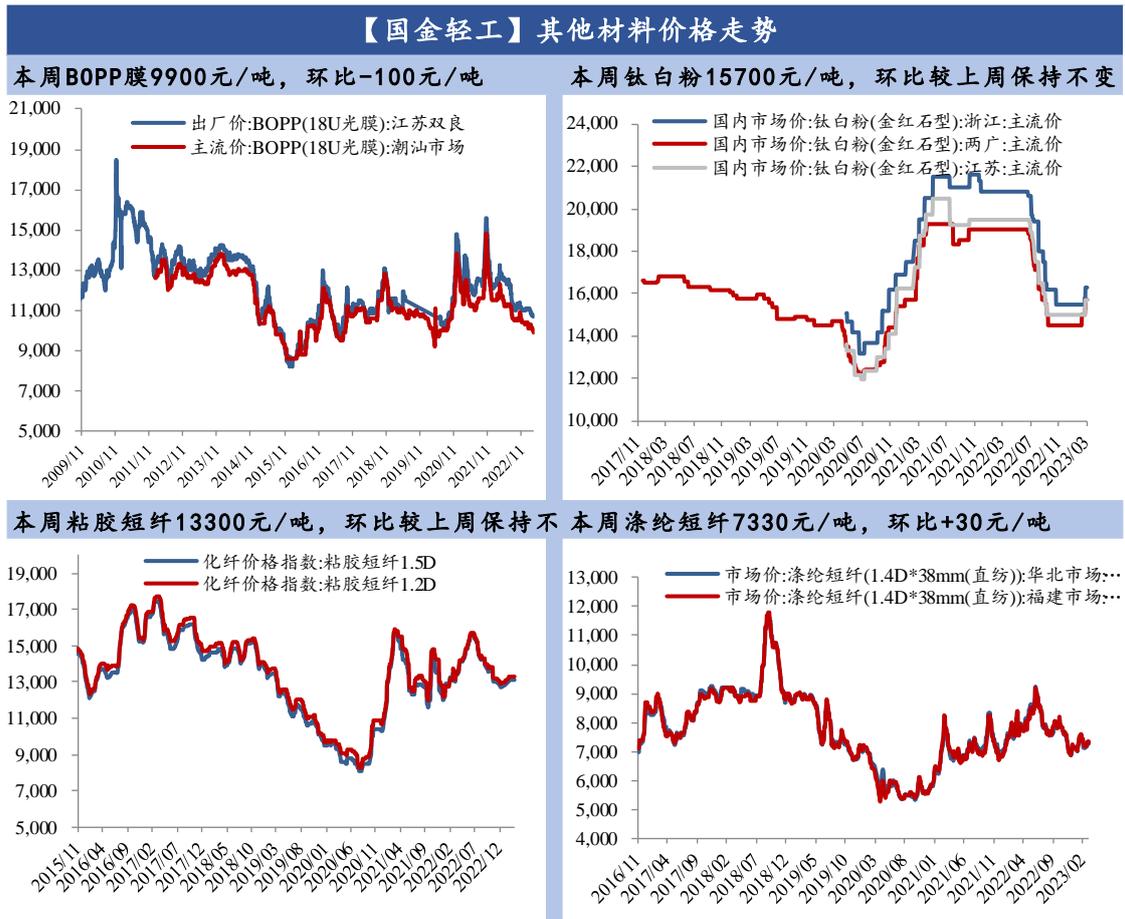
2) 成品纸:

本周瓦楞纸市场继续下跌,市场成交下调50-150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3095元/吨,较上期均价下调57元/吨,环比跌幅1.81%,较上周均价跌幅扩大0.50个百分点,同比跌幅18.66%。影响本周瓦楞纸市场走势的因素有以下几方面:首先,规模纸厂月内第二轮下调出厂报盘价50-80元/吨,中小纸厂累计跟跌50-150元/吨,市场看跌气氛浓郁;其次,原料废纸价格下跌,成本面持续下跌加重市场悲观心态;最后,受市场持续下跌影响,业者悲观心态浓郁,下游采购意愿欠佳,整体市场成交量有限。

本周箱板纸市场延续下滑趋势,市场价格下调50-250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4184元/吨,较上期均价下调68元/吨,环比跌幅1.60%,较上周跌幅扩大0.39个百分点,同比跌幅13.87%。当前影响市场的主要因素有:首先,周内规模纸厂多数基地出厂价格再次下调30-250元/吨,中小纸厂跟跌,市场成交重心下移,交投氛围一般;其次,终端消费增量有限,下游包装厂心态维持谨慎,原纸刚需采购,加之进口纸到港较多,市场供需矛盾较为明显;最后,上游主要原料废纸价格持续下滑,成本面支撑有限。

3.3.3、其他材料价格变动一览

图表29：其他材料价格变动

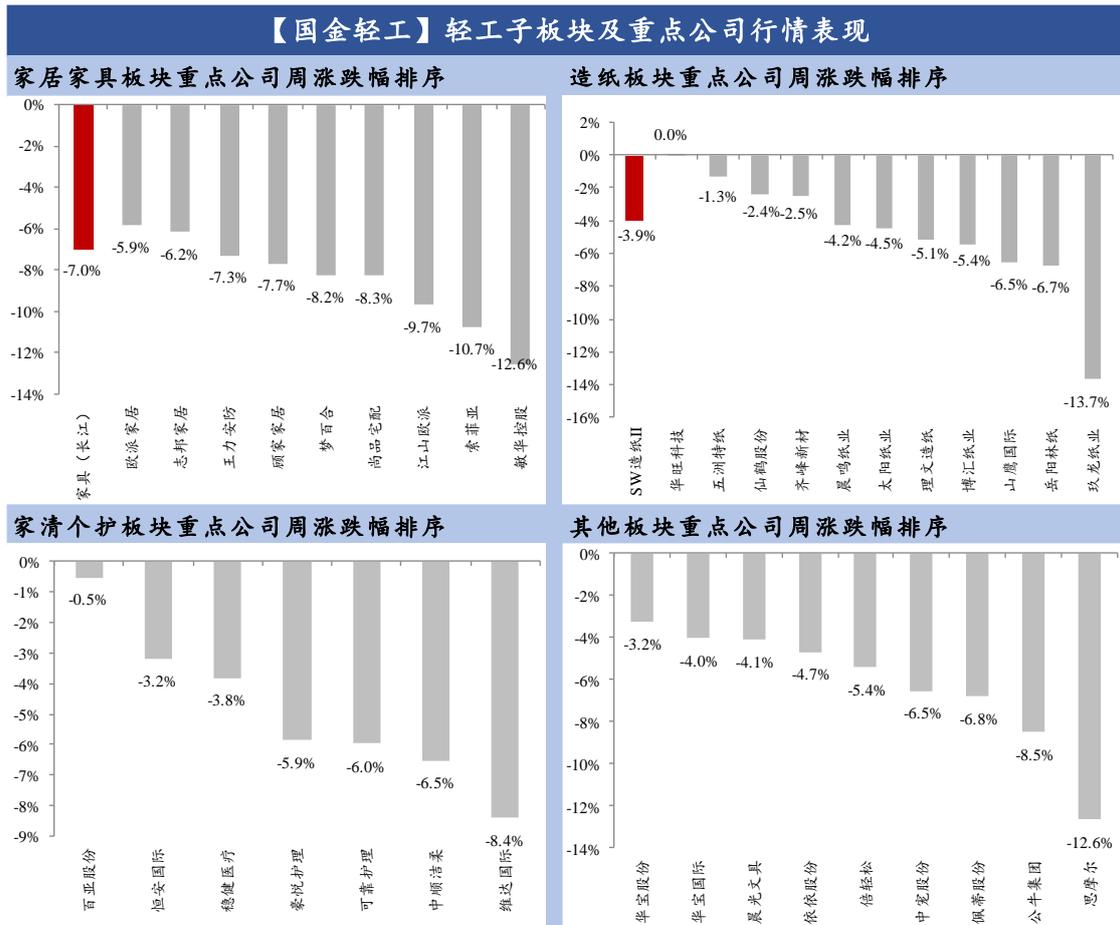


来源：wind，国金证券研究所

四、本周行情回顾

轻工子板块及重点公司行情表现

图表30: 轻工子板块及重点公司行情表现



来源: wind, 国金证券研究所

五、重点公司估值及盈利预测

图表31: 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	157	-6.5%	-14.6%	5.8	5.8	7.4	9.4	27.0	27.0	21.2	16.7	买入	3.1
	3331.HK	维达国际	240	-8.4%	-13.4%	16.4	17.8	20.8	24.3	14.6	13.5	11.5	9.9	买入	2.0
大宗造纸	002078.SZ	太阳纸业	338	-4.5%	4.9%	29.6	31.6	35.6	38.2	11.4	10.7	9.5	8.8	买入	1.6
	600966.SH	博汇纸业	105	-5.4%	-11.6%	17.1	12.9	15.2	17.8	6.2	8.1	6.9	5.9	买入	1.5
	000488.SZ	晨鸣纸业	155	-4.2%	4.4%	20.7	6.7	8.4	10.4	7.5	23.1	18.4	14.9	买入	0.9
	600567.SH	山鹰国际	119	-6.5%	4.0%	15.2	6.8	14.8	18.5	7.9	17.5	8.0	6.4	买入	0.8
	603733.SH	仙鹤股份	199	-2.4%	-7.7%	10.2	9.1	13.3	16.3	19.5	21.8	14.9	12.2	买入	3.1
定制	002572.SZ	索菲亚	185	-10.7%	11.6%	1.2	10.8	12.5	14.8	150.4	17.1	14.8	12.5	买入	3.1
	300616.SZ	尚品宅配	45	-8.3%	16.6%	0.9	1.8	2.5	3.0	50.7	25.0	18.1	15.2	买入	1.3
	603833.SH	欧派家居	790	-5.9%	6.7%	26.7	26.6	32.0	37.4	29.6	29.7	24.7	21.1	买入	5.1
	603801.SH	志邦家居	101	-6.2%	20.5%	5.1	5.3	6.3	7.6	20.0	19.0	16.0	13.4	买入	3.8
软件	603816.SH	顾家家居	364	-7.7%	3.7%	16.6	18.0	20.6	24.2	21.9	20.3	17.6	15.1	买入	4.3
	1999.HK	敏华控股	294	-12.6%	-3.5%	24.7	24.8	28.5	32.9	11.9	11.9	10.3	9.0	买入	2.7
	603313.SH	梦百合	53	-8.2%	2.9%	-2.8	1.3	3.2	6.3	-	40.7	16.6	8.4	买入	1.8
其他消费轻工	605009.SH	豪悦护理	71	-5.9%	10.5%	3.6	3.6	4.5	4.6	19.7	19.8	15.9	15.5	增持	2.4
	6969.HK	思摩尔	472	-12.6%	-22.4%	52.9	28.2	31.9	38.1	8.9	16.8	14.8	12.4	买入	2.6
	002891.SZ	中宠股份	67	-6.5%	2.2%	1.2	1.7	2.4	3.0	57.8	39.4	27.9	22.5	买入	3.5
	001206.SZ	依依股份	33	-4.7%	1.6%	1.1	1.2	1.5	1.7	28.6	27.2	21.7	19.2	买入	1.8
	603899.SH	晨光股份	471	-4.1%	-7.5%	15.2	15.6	19.1	25.9	31.0	30.2	24.7	18.2	买入	7.1

来源: wind, 国金证券研究所预测; 注: 公司市值截至日期为 2023.03.10

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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