

轻工制造行业周报（25年第15周）

美国对等关税对轻工行业的影响梳理

优于大市

核心观点

本周研究跟踪与投资思考：近期美国“对等关税”政策反复，外销链出现大幅回调。当前政策仍有博弈空间，考虑到轻工业海外其他地区的产能承接与替代性较低、美国制造业回流难度较大与关税压力存在转移手段，具备美国本土产能或品类加价倍率高的代工企业预计短期更安全。

美国“对等关税”政策反复扰动出口市场。4月3日，美国宣布对所有进口商品普遍性加征10%“最低基准关税”，同时对与其贸易逆差较大的经济体征收额外对等关税，其中柬埔寨49%、越南46%、泰国36%、中国34%、印尼32%、印度26%、韩国25%、日本24%、欧盟20%，符合美墨加贸易协定的商品免征关税。4月9日，美国进一步宣布继续对我国产品加税至125%，同时对不采取报复行动的国家实施90天关税暂缓。本次美国对全球征税范围广、幅度大，超出市场预期，高税额地区主要为我国与我国转口贸易地东南亚，目前政策尚有博弈空间，若政策落地无论是国内直接出口或是转口贸易预计均将受到较大冲击。

轻工外销公司的美国收入占比普遍不低，海外基地对美收入的覆盖度较高。以沙发、办公家具、保温杯与PVC地板品类为例，美国占全球消费市场的比例约为28%-50%；而我国在上述品类的市场占比约10-30%，产能占比30%-65%，凭借着产业链与制造优势成为主要生产地与出口国。上市公司方面，家居与保温瓶出口公司的美国收入占比普遍超过了50%，户外、卫浴与镜片等其他品类为主的公司的美国收入占比预计在10-30%区间。自2018年贸易战以来出口龙头加速海外产能转移，海外生产基地主要集中于东南亚，其中敏华控股与梦百合进一步布局了墨西哥、美国工厂，当前大部分公司的海外基地对美收入的覆盖度较高。

具备美国本土产能或品类加价倍率高的企业预计短期更安全。此次对等关税政策尚未明朗化，国内出口短期或出现观望情绪，部分客户等待政策明朗而暂缓下单节奏；由于美对其他地区已暂停对等关税，海外产能与转口贸易可能存在窗口期的加速出货现象。轻工公司现有的海外基地布局有利于灵活应对与调度全球资源，但若此次美国对全球尤其是东南亚的对等关税落地，则海外产能普遍享有的关税优势将不再存在，届时非美的海外产能预计均会受到冲击，盈利能力承压。**但我们认为当前也不必过于悲观：**1) 关税谈判在进行中，东南亚国家如越南等正在积极启动与美的零关税贸易协定磋商，政策仍有博弈空间；2) 产能维度，中国与东南亚作为全球轻工制造业的主要产能地，其他国家和地区短期没有能够承接订单转移的大规模低成本产能；同时美国当地劳工成本高、制造效率低，预计制造业回流难度较大；3) 从关税转移手段来看，品牌方预计将通过终端涨价来应对成本冲击，但提价将削弱国内企业的性价比优势，可能面临着竞争优势与市场份额的丢失；代工企业或将与客户协商分摊高额关税，尤其是加价倍率高的品类是有可能将关税完全转移给下游客户，关税影响预计整体有限。

重点数据跟踪：市场回顾：上周轻工板块-5.84%，周相对收益-2.96%。**家居板块：**1-2月家具类零售额同比+11.7%，1月建材家居卖场销额同比+3.1%；上周TDI国内现货价下跌450元/吨，软泡聚醚市场价下跌150元/吨。**浆价纸价：**上周外盘针、阔叶浆价格持平；内盘针叶浆持平、阔叶浆下跌150元/吨；溶解浆下跌100元/吨；废纸现货价下跌8元/吨；成品纸方面，上周

行业研究 · 行业周报

轻工制造

优于大市 · 维持

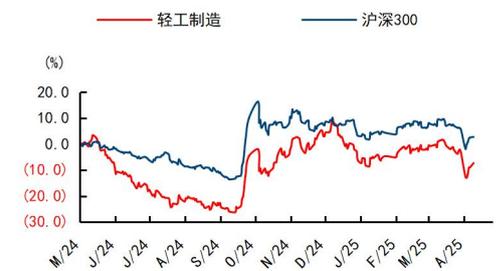
证券分析师：陈伟奇 0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn S0980520110004

证券分析师：王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn S0980520120004

证券分析师：邹会阳 0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn lijing29@guosen.com.cn S0980523020001

联系人：李晶

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《轻工制造行业周报（25年第13周）-4月外盘浆价延续报涨，1-2月轻工出口增速走弱》——2025-03-31

《轻工制造行业周报（25年第11周）-浆厂装置面释放利好，1-2月IP潮玩线上市场高增》——2025-03-18

《轻工+AI科技消费全梳理》——2025-03-12

《轻工制造行业周报（25年第3周）-鉴往知来：五十年日本玩具市场复盘》——2025-01-21

《轻工制造行业周报（25年第2周）-周思考：关于布鲁可的三问三答》——2025-01-14

双胶纸、双铜纸市场价均持平，箱板纸持平、瓦楞纸上涨 30 元/吨，白卡纸下跌 150 元/吨、白板纸持平。**地产数据**：3 月 30 大中城市商品房成交面积同比+2.5%，3 月二手房成交面积同比+34.1%。**出口数据**：1-2 月我国家具出口额累计增速为-15.5%，纸及纸制品出口额增速-6.4%。

投资建议：随着政企双补在重点城市落地，看好家居龙头经营与估值修复，重点关注**欧派家居/索菲亚/顾家家居/公牛集团**；关注造纸短期供给改善、成本支撑纸价提涨落地，重点推荐**太阳纸业**，推荐业绩稳健、高分红率的精品纸包装龙头**裕同科技**；文娱板块推荐传统主业稳健、新业务快速成长的**晨光股份**；新型烟草重点推荐雾化电子烟业务迎触底反转、HNB 有望伴随大客户市场开拓而快速成长的**思摩尔国际**。

风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
002078	太阳纸业	优于大市	13.98	39,068	1.11	1.20	12.59	11.65
002831	裕同科技	优于大市	21.46	19,969	1.75	2.01	12.26	10.68
603195	公牛集团	优于大市	70.24	90,761	3.33	3.60	21.09	19.51
603899	晨光股份	优于大市	30.55	28,223	1.51	1.79	20.23	17.07
002572	索菲亚	优于大市	16.08	15,486	1.32	1.46	12.18	11.01
603833	欧派家居	优于大市	65.82	40,094	4.48	4.83	14.69	13.63
603816	顾家家居	优于大市	23.85	19,602	2.26	2.54	10.55	9.39
6969	思摩尔国际	优于大市	12.18	75,306	0.21	0.25	58.00	48.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：思摩尔国际 EPS 单位为港元

内容目录

1. 核心观点与投资建议	6
2. 本周研究跟踪与投资思考	6
2.1 美国“对等关税”政策反复扰动出口市场	6
2.2 具备美国本土产能或品类加价倍率高的企业短期更安全	7
3. 上周行情回顾	10
4. 重点数据跟踪	11
4.1 家居板块：1-2月家具零售额同比+11.7%，上周软体原料价格下跌	11
4.2 造纸板块：上周内盘阔叶浆价格下跌，文化纸价格持平	12
4.3 地产数据：3月30大中城市商品房成交面积增速回落	14
4.4 出口数据：2月家具及其零件出口额同比-29.4%	15
4.5 潮玩消费：1-2月潮玩动漫线上增速39.8%，积木玩具增速15.9%	16
5. 公司公告与行业动态	17
5.1 公司公告	17
5.2 行业动态	18
6. 重点标的盈利预测	19

图表目录

图 1: 4 月 3 日, 美国对与其贸易逆差较大的经济体征收额外对等关税	7
图 2: 轻工制造外销公司的美国收入占比普遍不低, 在关税政策扰动下股价近期出现大幅回调	8
图 3: 主要轻工品类全球产能分布: 中国占比 30-60%	8
图 4: 主要轻工品类全球消费市场分布: 美国占比 30-50%	8
图 5: 上周轻工板块实现相对负收益	10
图 6: 上周轻工子板块指数齐跌	10
图 7: 家具类零售额当月及累计同比	11
图 8: 建材家居卖场销售额当月及累计同比	11
图 9: TDI 国内现货价 (元/吨)	12
图 10: 软泡聚醚华南地区市场价 (元/吨)	12
图 11: 外盘针叶浆阔叶浆价格 (美元/吨)	12
图 12: 国内针叶浆阔叶浆现货价格 (元/吨)	12
图 13: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)	13
图 14: 废纸现货价格 (元/吨)	13
图 15: 双胶纸和双铜纸价格 (元/吨)	13
图 16: 箱板纸和瓦楞纸价格 (元/吨)	13
图 17: 白卡纸和白板纸价格 (元/吨)	14
图 18: 住宅开发、销售及竣工面积当月增速	14
图 19: 住宅开发、销售及竣工面积累计增速	14
图 20: 30 大中城市商品房成交面积及增速	15
图 21: 30 大中城市商品房成交面积分结构增速	15
图 22: 十城二手房成交面积及同比增速	15
图 23: 家具及其零件出口额及同比增速	16
图 24: 纸浆及纸制品出口额及同比增速	16
图 25: 1-2 月潮玩动漫线上 GMV 同比+34.6%	16
图 26: 1-2 月盲盒娃娃周边 GMV 同比+156.8%	16
图 27: 1-2 月积木玩具线上 GMV 同比+15.9%	17
图 28: 1-2 月布鲁可线上 GMV 同比+7.5%	17

表1：美国此轮关税时间线梳理	7
表2：轻工制造外销公司的海外基地布局相对完善，主要集中于东南亚国家	9
表3：上市公司目前对此轮美国加征关税影响的预期	10
表4：A股与港股轻工制造板块涨跌幅前五名	11

1. 核心观点与投资建议

2024Q4 以来，随着家装厨卫国补在重点城市加速落地，后地产的家居龙头迎来困境反转，终端客流与接单数据有明显改善，市场预期与情绪转强，基本面和估值迎双重修复。重点推荐深入推进大家居战略、组织改革提效与供应链优化降本定制家居龙头**欧派家居**，在多品牌全渠道全品类布局下客单值提升明显的**索菲亚**，以及内外贸转型变革、品类扩充与提效增益的软体龙头**顾家家居**；推荐新老业务与新老渠道同步发力的**公牛集团**；看好成长性较好且弹性较大的智能家居标的，推荐自主品牌加速布局的卫浴龙头**瑞尔特**，以及全面发力智能家居赛道的智能晾晒龙头**好太太**。

造纸包装板块，2024Q4 龙头限产停产缓解行业供应压力，利好短期市场维持供需平衡局面，2024Q4-2025Q1 年海内外浆厂集中停机检修，浆厂挺价意愿强烈，外盘浆价持续上涨，支撑浆纸系温和提涨落地，关注造纸盈利修复弹性。重点推荐大宗纸龙头**太阳纸业**，以及基本面稳健、高股息回馈股东的 3C 包装龙头**裕同科技**。

出口板块，受美国“对等关税”政策扰动，近期外销出现大幅回调。出口公司的海外基地对美收入的覆盖度较高，考虑到此次关税政策尚未明朗化，短期或影响出口市场信心与订单节奏，长期仍需看博弈结果，预计具备美国本土产能或品类加价倍率高的代工企业短期相对更安全。

文娱板块，龙头通过调结构扩品类、产品结构优化升级等举措实现稳健经营，重点推荐传统核心业务稳健、办公直销与零售大店等新业务快速成长的**晨光股份**。

新型烟草板块，基于减害性而对传统烟草形成替代，渗透率快速提升且成长空间广阔，美国非合规监管执法趋严有利于需求回流至合规换弹式、HNB 市场从 0 到 1 开拓，欧洲主要国家一次性电子烟禁令预计在 2025 年陆续生效，利好换弹式与开放式市场增长，重点推荐全球合规雾化龙头**思摩尔国际**，雾化电子烟业务迎触底反转、HNB 业务有望伴随大客户业务与市场开拓而快速成长。

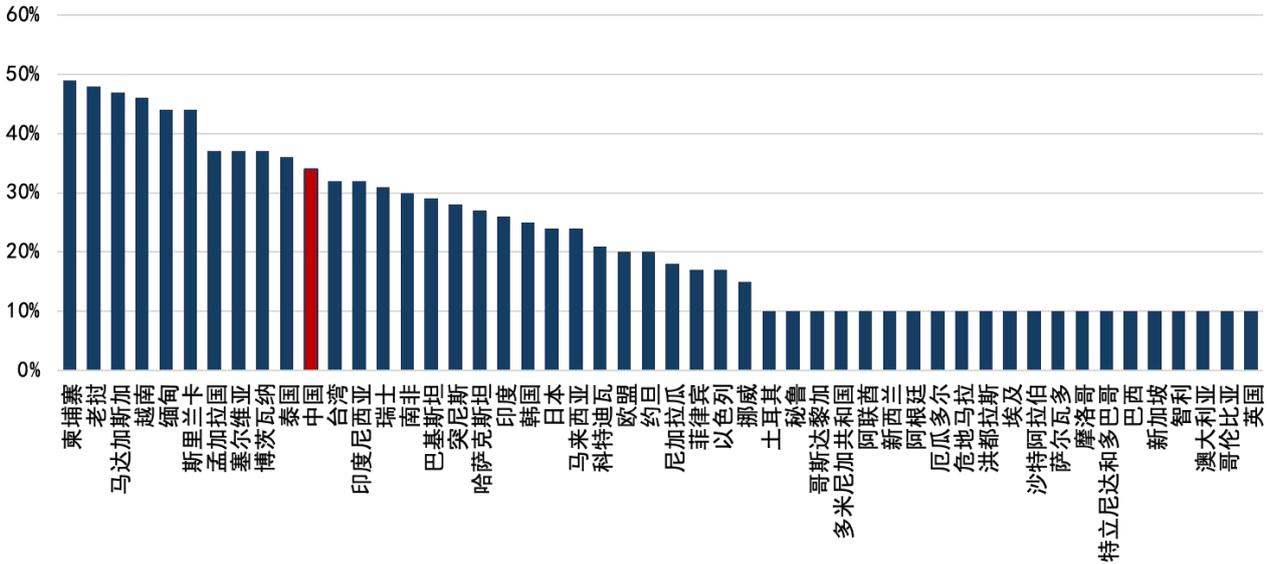
2. 本周研究跟踪与投资思考

近期美国“对等关税”政策反复扰动出口市场，外销链企业出现大幅回调。我们认为不必过于悲观，当前政策仍有博弈空间，考虑到轻工业海外其他地区的产能承接与替代性较低、美国制造业回流难度较大与关税压力存在转移手段，具备美国本土产能或品类加价倍率高的代工企业预计短期相对更安全。

2.1 美国“对等关税”政策反复扰动出口市场

4 月 3 日，美国推出“对等关税”政策，宣布对所有进口商品普遍性加征 10% “最低基准关税”，同时对与其贸易逆差较大的经济体征收额外对等关税，其中柬埔寨 49%、越南 46%、泰国 36%、中国 34%（4 月 9 日，美国已将对华关税税率提高至 125%）、印尼 32%、印度 26%、韩国 25%、日本 24%、欧盟 20%、英国 10%，对等关税为叠加税率，此外符合美墨加贸易协定的商品免征关税。本次美国对全球征税范围广、幅度大，超出市场预期，税率测算方法主要根据美国与贸易伙伴的贸易逆差计算，因此高税额地区主要为我国与我国转口贸易地东南亚等，若政策落地无论是国内直接出口或是转口贸易预计均将受到较大冲击。

图1: 4月3日, 美国对与其贸易逆差较大的经济体征收额外对等关税



资料来源: 美国白宫官网, 国信证券经济研究所整理

目前美国“对等关税”政策反复, 仍有博弈空间, 尚存在较大不确定性。在我国推出关税反制措施后, 4月8日, 美国宣布将此前的对我国输美产品的对等关税由34%提高50%至84%; 4月9日, 美国进一步宣布继续对我国产品加税至125%, 同时对不采取报复行动的国家实施90天关税暂缓(不包括10%的基础关税), 后续关税的具体落地时间、加征税率等仍取决于美国与相关国家的谈判结果, 政策尚有博弈空间。

表1: 美国本轮关税时间线梳理

2025 年时间	进展
2月1日	美国宣布对进口自中国的商品加征10%关税, 并取消T86清关政策(即800美金以内包裹免税); 宣布对加拿大和墨西哥商品加征25%关税;
2月4日	我国宣布2/10起对原产于美国的部分进口商品加征关税, 其中对煤炭、液化天然气加征15%关税; 对原油、农业机械、皮卡、大排量汽车加征10%关税;
3月3日	美国将中国输美商品的额外关税从10%上调至20%;
3月4日	我国宣布3/10起对原产于美国的部分进口商品加征关税, 其中鸡肉、小麦、玉米、棉花加征15%关税, 高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品加征10%关税;
3月12日	美国宣布对所有进口至美国的钢铁和铝征收25%关税;
4月2日	美国宣布对所有贸易伙伴设立10%的最低基准关税, 于4月3日生效; 并对贸易逆差较大的经济体征收额外关税, 于4月9日生效;
4月4日	我国宣布对原产于美国的所有进口商品, 在现行适用关税税率基础上加征34%关税;
4月8日	美国宣布将此前的对等关税34%提升至84%, 部分商品综合税率提升至104%;
4月9日	我国宣布对原产于美国的进口商品加征关税税率从34%提升至84%;
4月9日	美国宣布继续对我国产品加税至125%; 同时已授权对不采取报复行动的国家实施90天的关税暂缓, 但不包括10%的基础关税;
4月12日	我国宣布对原产于美国的进口商品加征关税税率由84%提高至125%;

资料来源: 美国白宫官网、中国国务院关税税则委员会, 国信证券经济研究所整理

2.2 具备美国本土产能或品类加价倍率高的企业短期更安全

轻工主要外销公司的美国收入占比普遍不低, 在关税政策扰动下近期出口链出现大幅回调。根据CSIL、QY Research与弗若斯特沙利文数据, 美国是全球最大的轻工业品消费市场之一, 以沙发、办公家具、保温杯与PVC地板品类为例, 美国占全球消费市场的比例约为28%-50%; 而我国在上述品类的市场占比约10-30%,

产能占比 30%-65%，凭借着产业链与制造优势成为全球主要生产地与出口国。上市公司方面，家具与保温瓶出口公司的美国收入占比预计普遍超过了 50%，户外、卫浴与镜片等其他品类的公司全球市场相对更分散，美国收入占比在 10-30% 区间。

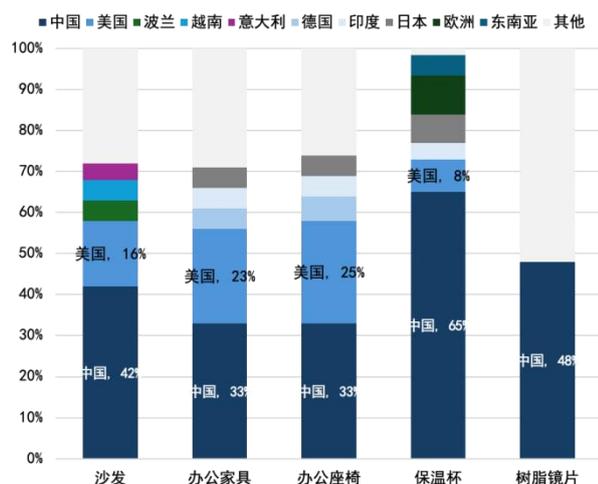
图2：轻工制造外销公司的美国收入占比普遍不低，在关税政策扰动下股价近期出现大幅回调

公司	主营产品类	外销业务形式	外销收入占比	美国收入占比	总营收 (2023)	归母净利润 (2023)	PE-TTM	4/2-4/8 涨跌幅	4/2至今 涨跌幅
敏华控股	沙发、床垫等	代工	60%	41%	152	16.8	6.4	-20%	-15%
顾家家居	沙发、床垫等	代工	44%	预计20%	191	20.1	10.5	-10%	-7%
梦百合	床垫	代工和品牌	80%	53%	79	1.1	-27.3	23%	25%
匠心家居	电动沙发为主	代工为主	99%	90%	19	4.1	19.2	-32%	-24%
麒盛科技	智能床	代工	89%	79%	31	2.1	20.8	-21%	-15%
永艺股份	办公椅为主	代工为主	75%	预计40-50%	35	3.0	10.2	-25%	-18%
恒林股份	办公椅、沙发、PVC地板、板式家居等	代工和品牌	81%	预计50-60%	82	2.6	21.8	-18%	-13%
致欧科技	中小件家具家居	品牌	98%	36%	61	4.1	16.9	-16%	-10%
乐歌股份	升降桌为主	代工、品牌与海外仓	92%	预计50-60%	39	6.3	11.3	-21%	-17%
哈尔斯	保温杯	代工为主	90%	68%	24	2.5	9.9	-18%	-13%
嘉益股份	保温杯	代工	95%	90%	18	4.7	12.1	-28%	-18%
浙江自然	户外运动用品	代工	79%	预计15-20%	8	1.3	21.9	-31%	-23%
天振股份	PVC地板	代工	99%	95%	3	-2.7	-12.9	-21%	-11%
英派斯	健身器材	代工为主	78%	预计35-40%	9	0.9	27.6	-22%	-13%
松霖科技	卫浴配件等	代工为主	73%	20%	30	3.5	20.7	-19%	-5%
康耐特光学	镜片	代工为主	68%	13%	18	3.3	24.4	-20%	-15%
思摩尔国际	新型烟草	代工为主	100%	34%	112	16.5	52.5	-27%	-10%
裕同科技	包装	产业链供应商	30%	-	151	14.4	12.7	-20%	-15%
瑞尔特	卫浴产品	代工	29%	预计10-15%	22	2.2	15.3	-15%	-11%
广博股份	文具文创产品	代工为主	28%	预计20%	27	1.7	28.6	-18%	-10%

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

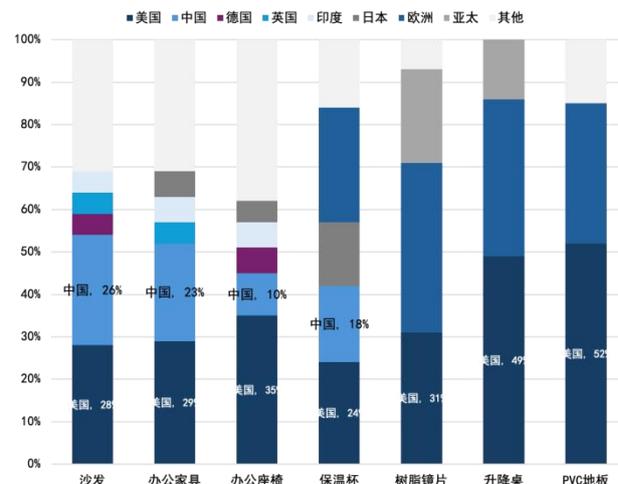
备注：外销收入占比与美国收入占比主要为 2023-2024 年期间数据，其中天振股份为 2022H1 数据

图3：主要轻工品类全球产能分布：中国占比 30-60%



资料来源：CSIL、弗若斯特沙利文、QY Research，国信证券经济研究所整理

图4：主要轻工品类全球消费市场分布：美国占比 30-50%



资料来源：CSIL、弗若斯特沙利文、QY Research，国信证券经济研究所整理

自 2018 年贸易战以来，为规避关税影响出口龙头已加速了海外产能转移，海外生产基地主要集中于东南亚地区，其中敏华控股与梦百合进一步布局了墨西哥、美国工厂，当前**大部分公司的海外基地对美国收入的覆盖度较高**。另一方面，部分加价倍率高或产业链议价能力强的代工品类如保温杯、镜片等，可以通过 FOB 模式下由客户承担关税或向下游涨价等方式来转移与传导关税成本，目前仍以国内出货为主；而对于品牌商而言，则主要通过提高终端零售价或开拓新市场来转移关税成本压力。

表2：轻工制造外销公司的海外基地布局相对完善，主要集中于东南亚国家

公司	目前生产基地分布	海外基地对美国收入的覆盖度	目前对等关税下的税率
敏华控股	国内、越南、墨西哥生产基地；	越南、墨西哥基地覆盖美国 100%收入	越南 46%
顾家家居	国内、越南、墨西哥与美国生产基地；	越南基地覆盖美国 70%收入	越南 46%
梦百合	国内、西班牙、塞尔维亚、泰国与美国生产基地；	美国有较为完善的本土产能	-
匠心家居	国内常州、越南生产基地；	越南覆盖美国 80%收入	越南 46%
麒盛科技	国内、越南与墨西哥生产基地；	越南平阳 60 万张、墨西哥 50 万张年组装产能	越南 46%
永艺股份	国内、越南和罗马尼亚三大基地；	对美业务大部分在越南生产出货	越南 46%
恒林股份	国内、越南与瑞士生产基地；	对美业务大部分在越南生产出货	越南 46%
致欧科技	国内、越南生产基地；	正在加速向越南转移供应链	越南 46%
乐歌股份	国内、越南生产基地； 永康基地年产 4150 万只、临安基地年产 450 万只、泰国基地年产 550 万只。国内原哈尔斯路老厂区产能搬迁后预计产能将提升至 4600 万只，泰国二期年产 500 万只预计 2025Q1 投产。	越南基地覆盖美国 79%收入	越南 46%
哈尔斯	国内金华基地年产 2600 万只；海外越南基地年产 1350 万只、国内金华年产 1000 万只正在建设中。	国内为主	国内 125%
嘉益股份	国内、越南、柬埔寨生产基地；	国内为主	国内 125%
浙江自然	国内、越南、泰国与美国生产基地；	-	国内 125%、越南 46%、柬埔寨 49%
天振股份	生产基地都在国内；	目前订单主要由东南亚工厂生产	越南 46%、泰国 36%
英派斯	国内厦门、漳州基地，海外越南生产基地；	国内为主	国内 125%
松霖科技	国内上海、江苏启东与日本三大工厂；	-	国内 125%、越南 46%
康耐特光学	国内、东南亚生产基地；	东南亚印尼基地基本覆盖美国收入	国内 125%、日本 24%
思摩尔国际	海外 9 大生产基地，分布于东南亚、墨西哥；	靠近客户工厂就近生产供货，直接关税比例非常小	国内 125%、印尼 32%
裕同科技	生产基地都在国内；	国内为主	东南亚 17-36%不等
瑞尔特	国内、越南、柬埔寨和马来西亚生产基地；	海外基地覆盖大部分美国收入	国内 125%
广博股份			越南 46%、柬埔寨 49%、马来西亚 24%

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

考虑到此次关税政策尚未明朗化，短期或影响出口的市场信心与订单节奏，长期仍需要看博弈结果。国内出口短期或出现观望情绪，部分客户等待政策明朗而暂缓下单节奏；由于美对其他地区已暂停对等关税，海外产能与转口贸易可能存在窗口期的加速出货现象。轻工公司现有的海外基地布局有利于灵活应对与调度全球资源，但若此次美国对全球尤其是东南亚的对等关税落地，则海外产能普遍享有的关税优势将不再存在，届时非美的海外产能预计均会受到冲击，盈利能力承压。

但我们认为当前也不必过于悲观：1) 关税谈判在进行中，东南亚国家如越南等正在积极启动与美的零关税贸易协定磋商，政策仍有博弈空间；2) 从产能维度看，中国与东南亚是全球轻工制造业的主要产能地，其他国家和地区短期没有能够承接订单转移的大规模低成本产能；同时美国当地劳工成本高、制造效率低，预计制造业回流难度较大；3) 从关税转移手段来看，品牌方预计将主要通过终端涨价来应对成本冲击，但提价将削弱国内企业的性价比优势，可能面临着竞争优势与市场份额的丢失；代工企业或将与客户协商分摊高额关税，尤其是加价倍率高的品类是有可能将关税完全转移给下游客户，关税影响预计整体有限，具备美国本

土产能或品类加价倍率高的代工企业短期相对更安全。

表3: 上市公司目前对此轮美国加征关税影响的预期

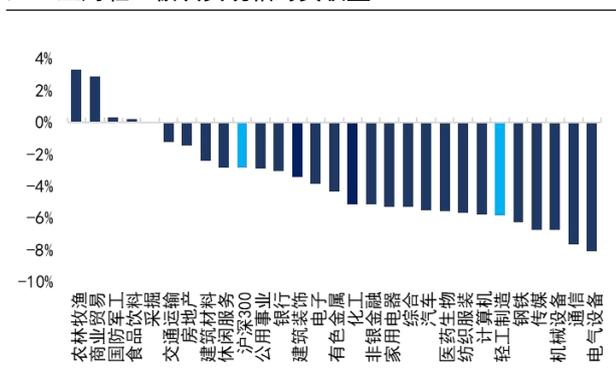
公司	上市公司对美国关税影响的预期
梦百合	美国本土有较为完善的产能布局和销售渠道布局 , 有助于公司夯实在美市场竞争力, 并在此轮贸易摩擦中寻求更多的市场机遇在越南, 公司智能电动床产品属于美国 232 关税清单中的豁免品类, 可免于征收对等关税; 在墨西哥, 通过少量工序的本地化调整, 智能电动床产品符合 USMCA 协议政策, 从而得到关税豁免。 美国 4 月 3 日公布的关税政策暂未对公司主力产品线及主要客户订单产生实质性影响。
麒盛科技	美国市场终端价格敏感性较低, 公司产品加价倍率高, 而全球镜片产能集中于中国及东南亚地区, 预计影响可控, 美国以外市场的高速增长将有效对冲风险。根据公司测算, 假设公司承担新增关税的 50% (即 17%), 结合美国市场去年在公司整体收入中的 13% 占比, 初步测算对全年收入的直接影响为 2.2% ;
康耐特光学	目前以 FOB 模式为主, 海运费和关税主要由客户承担 。目前泰国工厂的生产经营情况一切正常, 产线安排可依据订单需求进行有效调整。
哈尔斯	目前以 FOB 模式为主, 海运费和关税主要由客户承担 。目前工厂的生产经营情况一切正常。
嘉益股份	目前以 FOB 模式为主, 海运费和关税主要由客户承担 。后续关税将与美国客户进行协商形成相应方案。
浙江自然	目前以 FOB 模式为主, 海运费和关税由客户承担 。美国进口的 PVC 地板绝大部分来自于中资企业且目前 60% 以上供给仍来自中国, 公司是行业内少有的同时在中国、东南亚及美国均有产能布局的企业且目前国内工厂占比较小。
天振股份	目前以 FOB 模式为主, 海运费和关税大部分由客户承担 。此轮关税将与美国客户进行协商形成相应方案。
英派斯	目前以 FOB 模式为主, 海运费和关税由客户直接承担 。公司客户粘性强, 主要分布在欧美日中等区域, 同时其他区域境外收入占比在提升, 对单一市场依赖低, 预计美国对等关税整体影响有限。
松霖科技	中国和越南是美国进口办公椅的主要来源国, 其他国家和地区目前没有能够承接订单转移的大规模低成本产能。相较于下越南的税率更有优势, 同时罗马尼亚生产基地的稀缺性也进一步上升。
永艺股份	公司在 2018 年后与客户建立关税成本分摊约定, 由于与客户关税分摊模式不同, 关税增加可能导致产品售价下降 (FOB 模式), 也可能导致产品售价和产品成本同时上升 (上门提货、FOB CDP、送货上门等模式)。公司部分出口至美国的产品确实面临一定的挑战, 体现在关税成本可能上升、客户下单节奏可能放缓与供应链节奏调整。
匠心家居	一方面继续夯实欧洲大本营, 开拓新兴市场; 另一方面, 美国市场将以整体涨价应对短期内成本冲击, 并以东南亚和中国构建双供应中心。公司商业模式是负责产品的设计和营销两端, 生产环节全部委外, 向具有成本优势的地区或国家的供应商进行采购, 灵活应对未来变局。
致欧科技	

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

3. 上周行情回顾

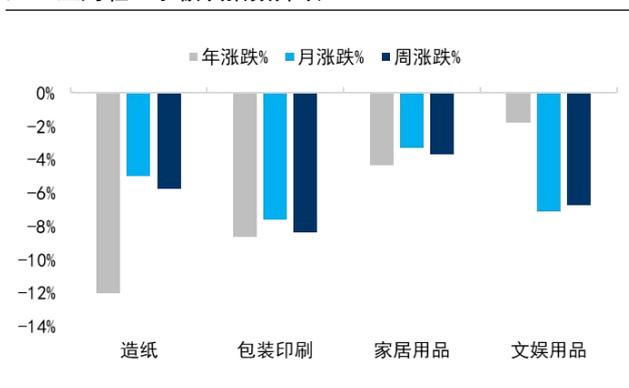
上周轻工制造板块-5.84%, 沪深 300 指数-2.87%, 相对收益-2.96%。上周轻工二级子板块指数齐跌, 其中造纸、包装印刷、家居用品、文娱用品分别-5.76%、-8.35%、-3.67%、-6.76%。

图5: 上周轻工板块实现相对负收益



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 上周轻工子板块指数齐跌



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上周 A 股轻工板块涨幅榜前五的公司分别为中源家居 (+41.0%)、海鸥住工 (+31.9%)、民士达 (+29.1%)、美克家居 (+15.1%) 与亚振家居 (+12.7%)。

表4: A股与港股轻工制造板块涨跌幅前五名

A股轻工制造板块涨跌幅前五						港股轻工制造板块涨跌幅前五					
涨幅前五名			跌幅前五名			涨幅前五名			跌幅前五名		
股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅
603709.SZ	中源家居	41.0%	002918.SZ	蒙娜丽莎	-16.6%	1196.HK	伟禄集团	-1.0%	0325.HK	布鲁可	-24.5%
002084.SZ	海鸥住工	31.9%	002862.SZ	实丰文化	-15.5%	6055.HK	中烟香港	-2.1%	1910.HK	新秀丽	-19.0%
833394.BJ	民士达	29.1%	002735.SZ	王子新材	-15.1%	1044.HK	恒安国际	-3.0%	1812.HK	晨鸣纸业	-13.1%
600337.SH	美克家居	15.1%	603499.SH	翔港科技	-14.9%	6969.HK	思摩尔国际	-6.4%	0496.HK	卡森国际	-12.9%
603389.SH	亚振家居	12.7%	301588.SZ	美新科技	-14.6%	2314.HK	理文造纸	-6.8%	1999.HK	敏华控股	-10.5%

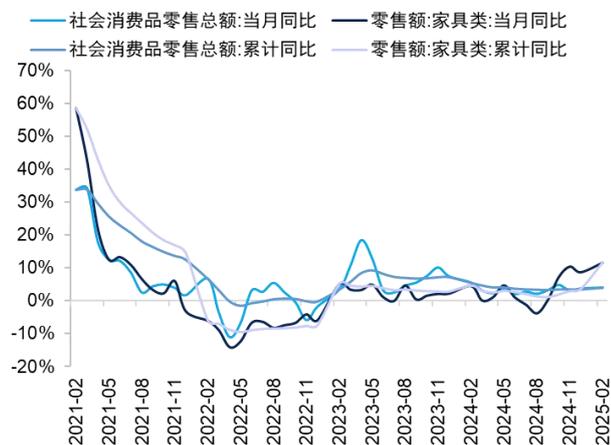
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

4. 重点数据跟踪

4.1 家居板块: 1-2月家具零售额同比+11.7%, 上周软体原料价格下跌

销售跟踪: 1-2月家具类零售额同比+11.7%。根据国家统计局数据, 2025年1-2月我国社会消费品零售总额83731亿元, 同比+4.0%; 2025年1-2月家具类零售额262亿元, 同比+11.7%。根据中国建筑材料流通协会, 2025年1月建材家居卖场销售额1095亿元, 当月同比+3.1%。

图7: 家具类零售额当月及累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 建材家居卖场销售额当月及累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

原料跟踪: 软体家具上游方面, 截至4月11日, TDI国内现货价11450元/吨, 较上周下跌450元/吨; 软泡聚醚市场价7625元/吨, 较上周下跌150元/吨。

图9: TDI 国内现货价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 软泡聚醚华南地区市场价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4.2 造纸板块: 上周内盘阔叶浆价格下跌, 文化纸价格持平

原料价格: 近期外盘针、阔叶浆外盘报价上涨。截至4月11日, 外盘阔叶浆金鱼报价 610 美元/吨, 环比上周持平; 外盘针叶浆银星报价 825 美元/吨, 环比上周持平。

近期针阔叶浆国内现货价下跌。截至4月11日, 华南地区针叶浆银星市场价 6500 元/吨, 较上周持平; 华南地区阔叶浆金鱼市场价 4550 元/吨, 较上周下跌 150 元/吨。

溶解浆内盘价格震荡下跌,截至4月11日, 溶解浆内盘价格 7400 元/吨, 较上周下跌 100 元/吨; **废纸现货价近期波动下跌,**截至4月11日, 废纸现货价 1482 元/吨, 较上周下跌 8 元/吨。

图11: 外盘针叶浆阔叶浆价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 国内针叶浆阔叶浆现货价格 (元/吨)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图13: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

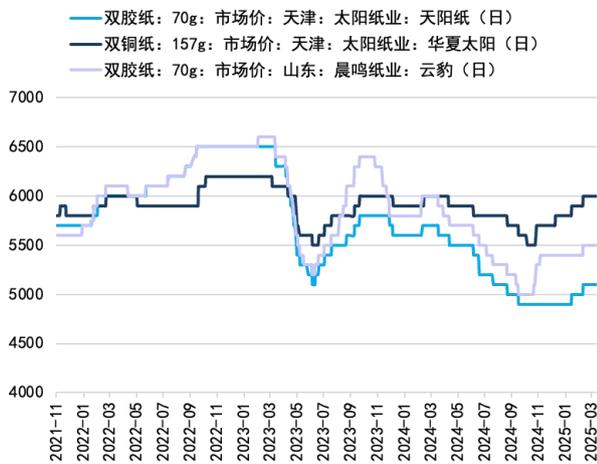
图14: 废纸现货价格 (元/吨)



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

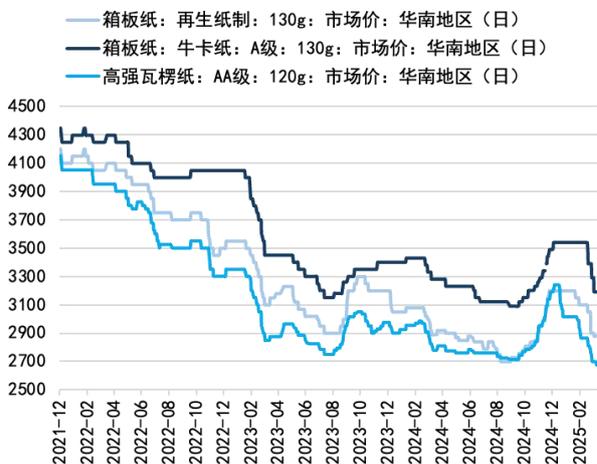
成品纸价格：文化纸方面，近期市场价上涨，截至4月11日，双铜纸（157g 华夏太阳）市场均价为 6000 元/吨，较上周持平；双胶纸（70g 晨鸣）市场均价为 5500 元/吨，较上周持平。**包装纸方面**，近期市场价回落，截至4月11日，箱板纸（130g 再生纸制）市场价为 2880 元/吨，较上周持平；瓦楞纸（120g）市场价 2705 元/吨，较上周上涨 30 元/吨；白卡纸（250g-400g 社会级）市场价 4160 元/吨，较上周下跌 150 元/吨；白板纸（250g）市场价 3750 元/吨，较上周持平。

图15: 双胶纸和双铜纸价格 (元/吨)



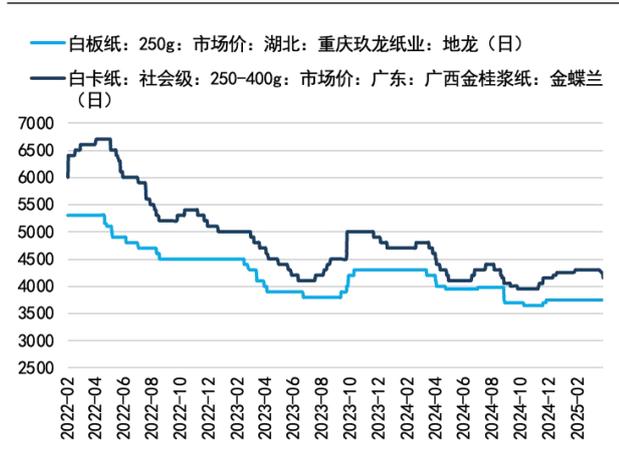
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图16: 箱板纸和瓦楞纸价格 (元/吨)



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图17: 白卡纸和白板纸价格（元/吨）

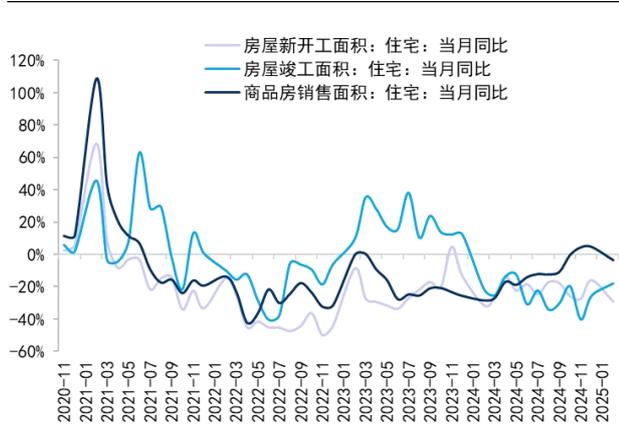


资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

4.3 地产数据: 3月30大中城市商品房成交面积增速回落

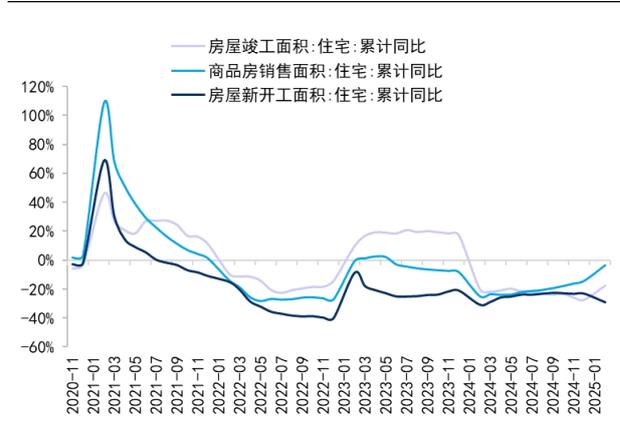
2025年1-2月商品房住宅销售同比下跌。根据国家统计局, 2025年1-2月我国商品房住宅新开工/竣工/销售面积同比为-29.1%/-17.8%/-3.7%。

图18: 住宅开发、销售及竣工面积当月增速



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图19: 住宅开发、销售及竣工面积累计增速



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

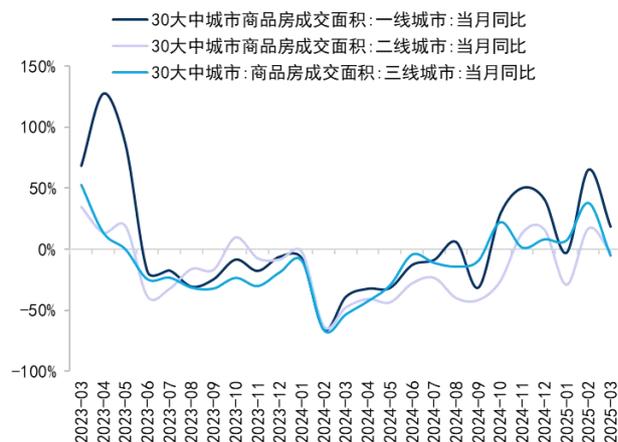
2025年3月30大中城市商品房成交面积同比+2.5%。3月我国30大中城市商品房成交面积当月同比+2.5%, 1-3月30大中城市商品房成交面积累计同比+1.4%; 分结构看, 3月一线、二线及三线城市商品房成交面积同比分别为+18.4%/-2.2%/-4.9%, 增速分别较2月-46.7pct/-19.5pct/-43.1pct; 1-3月一线、二线及三线城市商品房成交面积累计同比为+17.1%/-8.6%/+8.5%。周度数据看, 2025W15 (4/7~4/13) 我国30大中城市商品房成交面积当周同比-27.2%, 其中一线、二线、三线城市商品房成交面积当周同比分别-14.6%/-25.6%/-45.0%。

图20: 30大中城市商品房成交面积及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

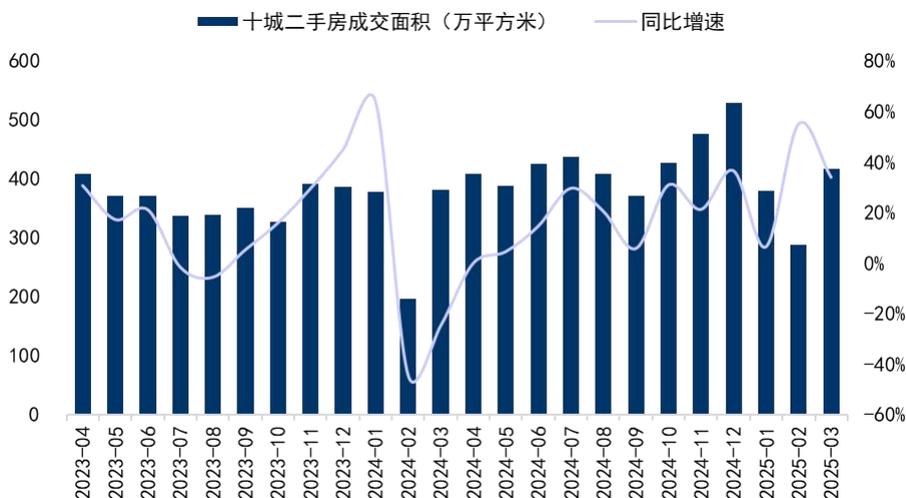
图21: 30大中城市商品房成交面积分结构增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

二手房市场方面，3月十城二手房成交面积同比+34.1%。据十城二手房成交面积数据统计(截至4月11日已更新6城数据),3月十城二手房成交面积同比+34.1%。周度数据来看,2025W15(4/6~4/12)我国十城二手房成交面积同比-2.7%,其中深圳、厦门、苏州、杭州、青岛、扬州、佛山、渭南、北京二手房成交面积分别同比+29.5%、-20.0%、-6.9%、+16.5%、-10.0%、-16.8%、+8.1%、-15.6%、+9.4%。

图22: 十城二手房成交面积及同比增速

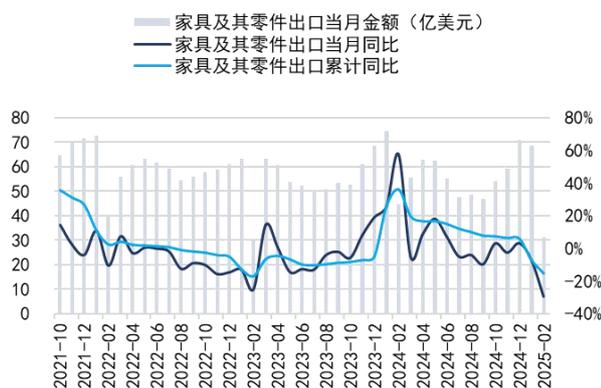


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4.4 出口数据：2月家具及其零件出口额同比-29.4%

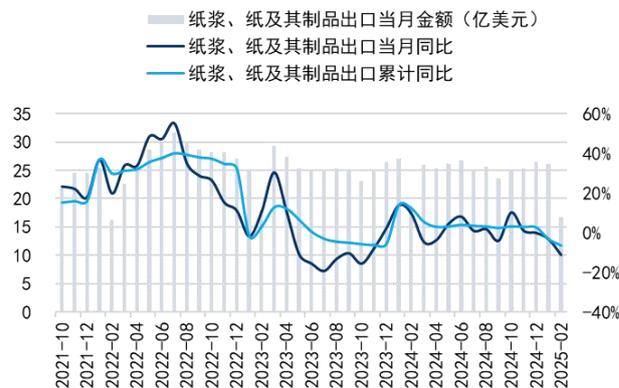
2025年2月家具及其零件出口额同比-29.4%。根据海关总署,2025年2月我国家具及其零件出口额31.3亿美元,当月同比-29.4%,1-2月家具及其零件累计出口额99.8亿美元,累计同比-15.5%;2025年2月纸浆、纸及其制品出口额16.7亿美元,当月同比-11.1%,1-2月纸浆、纸及其制品累计出口额42.8亿美元,累计同比-6.4%。

图23: 家具及其零件出口额及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 纸浆及纸制品出口额及同比增速

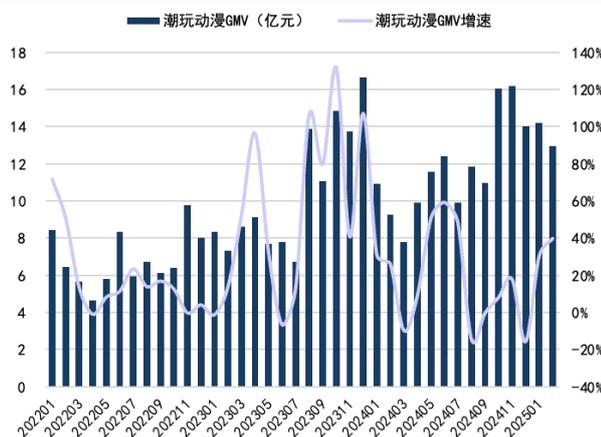


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4.5 潮玩消费：1-2 月潮玩动漫线上增速 39.8%，积木玩具增速 15.9%

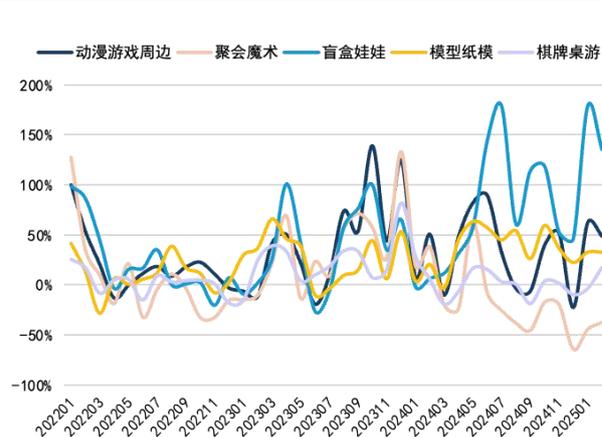
1-2 月潮玩动漫线上销售同比+39.8%，积木玩具线上销售同比+15.9%。根据久谦线上全平台数据，2025 年 2 月潮玩动漫行业线上销售额 12.9 亿，同比+39.8%，1-2 月累计增速 34.6%，其中动漫游戏周边、盲盒娃娃品类维持高景气度，1-2 月线上累计增速分别为+55.1%/+156.8%；玩具市场方面，2025 年 2 月积木玩具行业线上销售额 4.0 亿，同比+4.0%，1-2 月累计增速 15.9%，其中布鲁可 1-2 月线上零售增速 7.5%。

图25: 1-2 月潮玩动漫线上 GMV 同比+34.6%



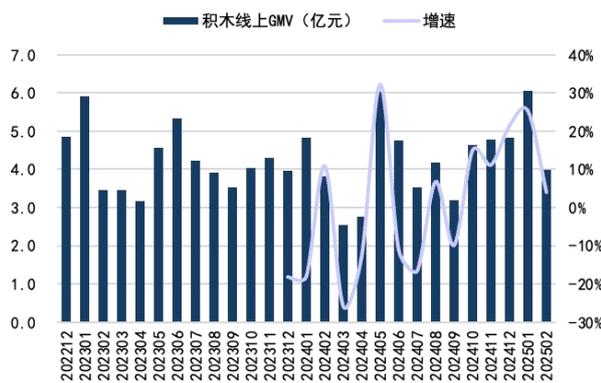
资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

图26: 1-2 月盲盒娃娃周边 GMV 同比+156.8%



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

图27: 1-2月积木玩具线上GMV同比+15.9%



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

图28: 1-2月布鲁可线上GMV同比+7.5%



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

5. 公司公告与行业动态

5.1 公司公告

【思摩尔国际】更新 2025Q1 财务。根据目前对集团未经审核综合管理账目的初步审阅得出, 2025Q1 公司税前利润 2.55 亿/-36.3%, 税后利润 1.92 亿/-43.4%, 期内全面收益总额 2.08 亿/-32.9%。本期税前利润同比下降主要系行政开支、分销及销售开支、研发开支总体较上年同期有较大增长。

【裕同科技】发布以集中竞价方式回购公司 A 股股份方案。公司拟以自有资金或自筹资金 1-2 亿元, 回购公司 A 股股票, 回购价格不超过 37.36 元/股, 按回购金额上下限测算, 预计占目前已发行总股本的 0.29%-0.58%。回购股份将用于员工持股计划或股权激励。

【康耐特光学】发布美国关税对公司影响的公告。由于美国市场终端价格敏感性较低, 对公司产品的实际影响较小; 全球树脂眼镜镜片产品供应格局稳固, 替代性有限。根据保守测算, 假设公司承担新增关税的 50%, 结合去年美国收入占比 13%, 初步测算对全年收入的直接影响约 2.2%。此外美国以外的市场包括国内业务将维持强劲增长势头。1 季度公司收入预计仍维持在一个较高水平, 客户订单数量符合公司预期, 业绩预计仍保持在一个令人满意的状况。

【山鹰国际】截至 4 月 3 日, 实际控制人吴明武先生累计增持公司股份 62,151,200 股, 占总股本的比例 1.14%, 增持金额 10,916.03 万元 (不含交易费用), 本次增持计划已实施完毕。

【哈尔斯】关于控股股东一致行动人增持公司股份计划公告。公司控股股东吕强先生之一致行动人吕丽珍女士、欧阳波先生计划自本公告之日起 6 个月内, 以自有资金或自筹资金通过集中竞价方式增持公司股份。合计拟增持股份的金额不低于 600 万元, 不超过 1,200 万元。董事长吕强先生提议公司以自有资金或自筹资金回购部分公司股份, 回购的股份将用于未来实施股权激励计划或员工持股计划, 回购股份的资金总额不低于 8,000 万元 (含), 不超过 16,000 万元 (含)。

【致欧科技】截至 4 月 9 日, 公司以集中竞价交易方式回购股份 1,525,100 股, 占公司目前总股本的 0.38%, 成交金额为 24,578,801 元,

【太阳纸业】发布 2024 年年报。2024 年公司实现收入 407.3 亿/+2.99%，归母 31.0 亿/+0.50%，扣非归母 32.3 亿/+6.88%，现金分红率 27%。2024Q4 收入 97.5 亿/-5.71%，归母 6.42 亿/-32.31%，扣非归母 6.44 亿/-31.62%。

【博汇纸业】公司子公司江苏博汇获得政府补助 2,740 万元，将计入 2025 年当期损益。

【广博股份】发布 2024 年年报。2024 年公司实现收入 27.8 亿/+3.3%，归母 1.5 亿/-10.1%，扣非归母 1.4 亿/+10.5%；2024Q4 收入 10.2 亿/+12.5%，归母 0.5 亿/-6.9%，扣非归母 0.5 亿/+69.4%。

【康耐特光学】发布 2024 年业绩。2024 年实现收入 20.6 亿元，同比+16%，净利润 4.3 亿元，同比+31%，扣非归母净利润 4.3 亿元，同比+36%。

【山鹰国际】公司全资子公司山鹰私募将其持有的 39500.00 万元嘉兴英凰股权投资合伙企业实缴份额转让给海盐杭州湾创业投资有限公司。根据《嘉兴英凰股权投资合伙企业（有限合伙）合伙份额转让协议》约定，截至 2025 年 3 月 31 日，公司收到全部价款 54621.85 万元。产业并购基金已办理完成工商变更登记手续，本次交易已完成。

【致欧科技】截至 2025 年 3 月 31 日，公司通过股份回购专用账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份数量为 191800 股，占公司总股本 0.0478%，最高成交价为 19.00 元/股，最低成交价为 18.74 元/股，已使用资金总额为 3623221 元（不含交易费用）。

【志邦家居】公司本次发行的 67,000 万元可转换公司债券将于 2025 年 4 月 8 日起在上海证券交易所上市交易，债券简称“志邦转债”，可转换公司债券存续的起止日期为 2025 年 3 月 18 日至 2031 年 3 月 17 日，转股起止日期 2025 年 9 月 24 日至 2031 年 3 月 17 日。

5.2 行业动态

思摩尔国际获熊少明先生增持 1979.2 万股普通股股份，价值约 1.99 亿港元。根据香港联交所 4 月 11 日披露的文件，思摩尔国际执行董事，副总经理熊少明于 4 月 9 日以每股均价 10.0333 港元增持思摩尔国际 1,979.2 万股普通股股份，价值约 1.99 亿港元。增持后，熊少明最新持股数目为 24.36 亿股股份，好仓比例由 39.08% 升至 39.40%。

智利 Arauco 公司国际木浆 4 月外盘报价。近期智利 Arauco 公司公布 2025 年 4 月份木浆外盘：针叶浆银星 825 美元/吨，持平；阔叶浆明星 630 美元/吨，涨 20 美元/吨。本色浆金星 690 美元/吨，持平。

太阳白卡纸 PM22 停机维修，多家纸业今日上调价格。万国纸业太阳白卡纸有限公司宣布，其山东基地 PM22 号机将于 2025 年 4 月 30 日起进行停机改造，导致在 2025 年 5 月 1 日至 6 月 25 日期间无法生产烟卡、食品类等无荧光产品。另外，多家白卡纸生产厂家因原材料价格上涨，为维持工厂正常运作并响应国家政策等原因发布白卡纸涨价函，玖龙纸业宣布自 2025 年 4 月 1 日起，生产的所有白卡纸系列产品在现有价格基础上，执行价上调 200 元/吨；博汇纸业宣布自 2025 年 4 月 1 日起，在 2025 年 3 月售价基础上上调 200 元/吨（含税）；联盛浆纸宣布自 2025 年 4 月 1 日起，生产的蓝叶涂布白卡产品在 3 月价格基础上统一上调 200 元/吨；万国太阳宣布自 2025 年 3 月 26 日起，生产的全系列产品在目前执行价格基础上

统一张价 200 元/吨。APP（中国）宣布自 2025 年 4 月 1 日起，在 2025 年 3 月价格基出上调 200 元/吨(含税)；亚太森博宣布 2025 年 3 月 20 日起，江苏基地各品牌社卡、食品卡在现执行价格基础上统一上调 200 元/吨(含税)。

近期国内包装纸市场出现新一轮价格上涨动向。继东莞区域部分中小型纸企于上周末试探性调价 30 元/吨后，主要纸业大厂陆续释放提价信号。江西理文造纸基地率先发布通知，计划于 4 月 7 日上调 Q 纸与 K 纸报价 30 元/吨。玖龙纸业东莞、太仓两大生产基地宣布自 4 月 8 日起，瓦楞纸系列产品全线上调同等幅度。

斯科尔 2024 年业绩：营收下降 4.5%至 31.9 亿元，净利润增长 28%至 12.9 亿元。赢合科技发布了 2024 年年度报告，公司 2024 年营业收入达 85.24 亿元人民币，同比下降 12.58%；归属于上市公司股东的净利润为 5.03 亿元人民币，同比下降 9.14%；扣非归母净利润为 4.96 亿元，同比下降 7.4%。其中电子烟业务（均来自于子公司斯科尔）营业收入约下降 4.5%至 31.91 亿元，净利润增长 28.28%达 12.86 亿元。

6. 重点标的盈利预测

表 3：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023
001322.SZ	箭牌家居	优于大市	7.92	0.44	0.31	0.39	18.00	25.55	20.31	1.58
002572.SZ	索菲亚	优于大市	16.08	1.00	1.32	1.46	16.08	12.18	11.01	2.22
603801.SH	志邦家居	优于大市	10.83	1.00	1.09	1.21	10.83	9.94	8.95	1.43
603816.SH	顾家家居	优于大市	23.85	2.44	2.26	2.54	9.77	10.55	9.39	2.00
603833.SH	欧派家居	优于大市	65.82	4.98	4.48	4.83	13.22	14.69	13.63	2.22
603848.SH	好太太	优于大市	13.93	0.81	0.89	1.00	17.20	15.65	13.93	2.37
603195.SH	公牛集团	优于大市	70.24	4.34	3.33	3.60	16.18	21.09	19.51	6.11
002790.SZ	瑞尔特	优于大市	6.96	0.52	0.52	0.65	13.38	13.38	10.71	1.39
002078.SZ	太阳纸业	优于大市	13.98	1.10	1.11	1.20	12.71	12.59	11.65	1.37
002831.SZ	裕同科技	优于大市	21.46	1.55	1.75	2.01	13.85	12.26	10.68	1.78
603899.SH	晨光股份	优于大市	30.55	1.65	1.51	1.79	18.52	20.23	17.07	3.17
301376.SZ	致欧科技	优于大市	17.80	1.14	0.97	1.45	15.61	18.35	12.28	2.23
300729.SZ	乐歌股份	优于大市	12.89	2.03	1.31	1.58	6.35	9.84	8.16	1.40
6969.HK	思摩尔国际	优于大市	12.18	0.27	0.21	0.25	45.11	58.00	48.72	3.18
600567.SH	山鹰国际	无评级	1.66	0.03	0.04	0.11	55.33	41.50	15.09	0.67
600966.SH	博汇纸业	无评级	4.35	0.14	0.15	0.46	31.07	29.00	9.46	0.86
603733.SH	仙鹤股份	无评级	21.04	0.94	1.53	1.89	22.38	13.75	11.13	1.95
605377.SH	华旺科技	无评级	11.67	1.70	1.18	1.36	6.86	9.89	8.58	1.39
301004.SZ	嘉益股份	无评级	86.54	4.54	7.08	8.50	19.06	12.22	10.18	4.74
002615.SZ	哈尔斯	无评级	7.03	0.54	0.70	0.80	13.02	10.04	8.79	1.97
301061.SZ	匠心家居	无评级	58.54	3.18	3.21	3.88	18.41	18.24	15.09	2.98
301062.SZ	天振股份	无评级	8.06	-1.24	-0.18	0.85	-6.50	-44.78	9.48	2.88

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：无评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032