

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

重视新型烟草后续验证催化，新消费持续重点关注潮玩/宠物

行业观点更新：

- **家居板块：**内销维度，国补延续有望助力家居需求进一步企稳回升。国家发改委、财政部将在7月、10月分别下达第三季度和第四季度支持以旧换新的中央资金，共计1380亿元，也要求各地持续做好配套资金支持，国补政策延续后续有望进一步催化25H2家居需求释放。地产端来看，本周（6.28-7.4）47城新房销售514万方，环比-3.3%，同比-8.1%，22城二手房成交240万方，环比-10.0%，房地产销售冲量结束后季节性回落，二手成交环比下滑，整体销售仍待企稳。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。外销维度，近期多国将陆续与美国达成相关关税协定，关税影响边际有所缓解，重点仍关注后续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，BAT正式宣布GloHilo将于9月1日在日本全境上市，且英美烟草CEO表明该产品是公司迄今为止最具突破性的HNB产品，在英美烟草对glo hilo推广倾斜足够资源的基础上，后续日本市场表现值得期待。雾化方面，美国打击非法产品的信心依旧坚定。据路透社报道，部分位于美国的报关公司帮助非法电子烟进入美国市场，FDA承认边境管控松懈，并计划采用AI手段加强拦截。英国全面禁售一次性烟后，英国换弹式产品SKU大幅增加，海外合规雾化市场扩容趋势依旧。综合来看，思摩尔国际雾化业务拐点已开始显现，HNB业务依托与英美烟草的深度合作，后续成长空间可期，继续重点推荐。
- **造纸包装：**浆价走势仍偏弱，出版订单支撑下文化纸价有望迎来修复。1)造纸：截至7月4日，针叶浆/阔叶浆单位价格6200/4050元，环比上周-50/-30元，双胶纸/白卡纸/生活纸/箱板纸单位价格5100/4460/5800/3730元，环比上周-50/持平/-50/持平。截止7月3日，国内主流港口库存木浆累库5.0万吨至221.3万吨，港口库存处于年内高位水平。市场需求疲软与库存水平不断累积下，木浆价格继续下跌，带动成品纸价格走势偏弱运行。后续来看，秋季出版订单开始供货，一定程度上可平衡文化纸产销情况，预计双胶纸/铜版纸价格有望迎来一定修复。2)包装：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，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：**国货个护品牌强调关注线下成长节奏/新品周期；AI眼镜：小米26日发布首款AI眼镜初步破圈，后续持续关注有显产品的发布节奏。1)轻工个护宠物：关注后续表现分化，在注重估值位置的同时，优选边际成长抓手&业绩兑现清晰的成长标的。2)AI眼镜：产业趋势爆发前期，关注大厂突破性产品/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：**首推业绩高度确定的龙头泡泡玛特，关注新模式/新业态。近期泡泡玛特头部IP二手价格边际趋于稳定，星星人进驻乐园&发布单曲，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。
- **两轮车：**3Q行业补库可期，前期以旧换新对景气度催化环比短期放缓市场已充分反应，关注近期爱玛高端品牌线亮相达沃斯。以旧换新对景气度催化环比短期放缓市场已充分反应，两轮车头部公司中报增速预计仍良好，Q3新国标落地前补货弹性可期，关注经营数据边际向好预期。2H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（高景气维持）、潮玩（高景气维持）、两轮车（下行趋缓）、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、名创优品、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、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.....	4
1.3 造纸包装.....	4
1.4 轻工个护&潮玩.....	4
1.5 两轮车.....	5
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.....	21
四、重点公司估值及盈利预测.....	22
五、风险提示.....	22

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.....	18
图表 14: 其他主要原材料价格变动.....	20
图表 15: 轻工子板块及重点公司行情表现.....	21
图表 16: 重点公司标的估值及盈利预测.....	22

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：内销维度，国补延续有望助力家居需求进一步企稳回升。国家发改委、财政部将在7月、10月分别下达第三季度和第四季度支持以旧换新的中央资金，共计1380亿元，也要求各地持续做好配套资金支持，国补政策延续后续有望进一步催化25H2家居需求释放。地产端来看，本周（6.28-7.4）47城新房销售514万方，环比-3.3%，同比-8.1%，22城二手房成交240万方，环比-10.0%，房地产销售冲量结束后季节性回落，二手成交环比下滑，整体销售仍待企稳。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。外销维度，近期多国将陆续与美国达成相关关税协定，关税影响边际有所缓解，重点仍关注后续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。

- **索菲亚：**公司大家居战略方向已明确，由于公司厨衣同商比例较高，经销商积极配合，在公司战术逐步优化的情况下，多渠道+多品类+多品牌正支撑公司对冲行业下行压力。公司目前25年PE10x，在消费补贴带动终端需求修复的背景下，公司业绩有望边际改善，估值具备较大修复空间。
- **动态：**6月28日，公司2024年度员工持股计划第一个锁定期届满，根据公司2024年度业绩完成情况，第一个锁定期解锁条件已达成，员工持股计划第一个锁定期符合解锁条件的股份为567.2万股，占公司目前总股本的0.59%。
- **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，在行业下行期公司业绩韧性或将明显。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。此外，公司虽然有外销业务，但由于公司具备海外产能转移能力可较好平抑潜在的关税风险，整体影响可控。
- **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，但公司目前已针对性调整组织架构、渠道策略等，后续有望凭借强大的零售能力，大家居扩张越发顺利，持续提升自身在零售市场份额。
- **志邦家居：**公司在传统零售渠道方面仍有较大空白市场亟待布局，并且整装渠道方面，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，整体渠道布局正逐步完善。公司品类也逐步完善，多品类协同效果将进一步显现，公司中长期成长路径清晰。
- **梦百合：**目前美国第三轮反倾销已落地，订单有望回流美国，公司美国工厂产能利用率有望显著提升。此外公司跨境电商发展越发顺畅，今年迎来快速增长，国内自主品牌也已迎来加速增长。整体来看，待公司后续订单逐步增长，海外工厂产能利用率将持续爬升，公司盈利拐点正显现，后续盈利弹性可期。
- **动态：**7月2日，梦百合发布关于股份回购进展公告，2025年6月公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份831.19万股，占公司总股本的比例为1.46%，购买的最高价为8.46元/股、最低价为8.07元/股，支付的金额为6905.08万元（不含交易费用）。
- **恒林股份：**公司跨境电商业务近年来快速发展，依托产品自产奠定性价比优势，后续多平台+多品类加速扩张可期。ODM业务方面，公司具备海外产能转移能力，可较好平抑潜在的美国关税风险。
- **致欧科技：**家居跨境电商龙头，正迎接“品牌出海”新阶段，品类+渠道拓展空间巨大。随着公司海外自营仓布局趋于完善，公司综合仓储物流成本有望降低，待后续海运费逐步回落，公司整体盈利能力恢复可期。
- **动态：**7月2日，致欧科技发布关于回购公司股份的进展公告。截止2025年6月30日，公司通过集中竞价交易方式回购股份154.65万股，占公司目前总股本的0.39%，最高成交价为19.00元/股，最低成交价为14.82元/股，成交金额为2494.2万元（不含交易费用）。

- **慕思股份：**公司通过推出明星爆款 AI 床垫产品、激励经销商进行店态升级等策略，提升客流量、成单率和高端产品的销售额。在“以旧换新”消费补贴的刺激下，随着渠道优化升级，线上线下同步发力，公司份额有望稳步提升，较好抵御行业下行压力。近期，公司在 AI 方面加强布局，成立智慧睡眠事业部，引入深度求索 AI 技术，公司 AI 战略部署进入实质推进阶段。
- **动态：**7 月 2 日，慕思股份发布回购公司股份进展公告，截至 2025 年 6 月 3 日，公司通过集中竞价交易方式累计回购公司股份数量为 426.6 万股，占公司目前总股本的 1.07%，最高成交价为 30.07 元/股，最低成交价为 27.72 元/股，成交总金额为 1.22 亿元（不含交易费用）。

1.2 新型烟草

新型烟草板块：HNB 方面，BAT 正式宣布 Glo hilo 将于 9 月 1 日在日本全境上市，且英美烟草 CEO 表明该产品是公司迄今为止最具突破性的 HNB 产品，在英美烟草对 glo hilo 推广倾斜足够资源的基础上，后续日本市场表现值得期待。雾化方面，美国打击非法产品的信心依旧坚定。据路透社报道，部分位于美国的报关公司帮助非法电子烟进入美国市场，FDA 承认边境管控松懈，并计划采用 AI 手段加强拦截。英国全面禁售一次性烟后，英国换弹式产品 SKU 大幅增加，海外合规雾化市场扩容趋势依旧。综合来看，思摩尔国际雾化业务拐点已开始显现，HNB 业务依托与英美烟草的深度合作，后续成长空间可期，继续重点推荐。

1.3 造纸包装

造纸包装：浆价走势仍偏弱，出版订单支撑下文化纸价有望迎来修复。1) 造纸：截至 7 月 4 日，针叶浆/阔叶浆单位价格 6200/4050 元，环比上周-50/-30 元，双胶纸/白卡纸/生活纸/箱板纸单位价格 5100/4460/5800/3730 元，环比上周-50/持平/-50/持平。截止 7 月 3 日，国内主流港口库存木浆累库 5.0 万吨至 221.3 万吨，港口库存处于年内高位水平。市场需求疲软与库存水平不断累积下，木浆价格继续下跌，带动成品纸价格走势偏弱运行。后续来看，秋季出版订单开始供货，一定程度上可平衡文化纸产销情况，预计双胶纸/铜版纸价格有望迎来一定修复。2) 包装：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，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。

1.4 轻工个护&潮玩

轻工个护&宠物：国货个护品牌强调关注线下成长节奏/新品周期；AI 眼镜：小米 26 日发布首款 AI 眼镜初步破圈。1) 轻工个护宠物：关注后续表现分化，在注重估值位置的同时，优选边际成长抓手&业绩兑现清晰的成长标的。重申三条推荐思路：①品类创新加快且在终端阶段性成绩斐然、后续拓系列/拓平台（抖音→天猫/线上→线下）逻辑打开中期成长路径、且利润率具备向上弹性；②成长叙事中老带新明显；③企业 α 优选角度在数次渠道变迁与变化中运营能力得到验证的头部标的。2) AI 眼镜：产业趋势爆发前期，关注大厂突破性产品/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：首推业绩高度确定的龙头泡泡玛特，关注新模式/新业态。近期泡泡玛特头部 IP 二手价格边际趋于稳定、星星人进驻乐园&发布单曲，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。

- **宠物-源飞宠物动态：**近期公司公告变更 IPO 募资用途，将原计划用于咬胶及牵引用具产能提升项目的约 1.71 亿元，转向投入“2.2 万吨宠物干粮项目”，以满足快速增长的宠物干粮需求。
- **AI 眼镜-小米动态：**6 月 26 日，小米发布首款 AI 眼镜，标准版 1999 元起，高配变色版首发售罄。该眼镜采用“高通+恒玄”双芯片架构平衡性能与功耗，搭载索尼 IMX681 传感器及舜宇光学镜头保障拍摄。亮点包括 0.2 秒电致变色技术（与唯酷光电合作）和集成自研 MiLM 大模型实现智能交互。
- **个护-豪悦护理动态：**近期洁婷新品“吸隐力”正在全国 26 个城市的商超开展线下推广活动。该产品拥有中国发明专利的速干芯技术，采用 0 绒毛浆一体成型工艺，并通过消毒级标准及绿标认证，抑菌率达 99%，旨在保障女性经期卫生。

- **潮玩-泡泡玛特动态:** 星星人已成为泡泡玛特旗下人气爆棚的明星 IP 之一。该 IP 诞生于 2020 年,由插画师组合大欣和阿力创作,现属泡泡玛特旗下。其核心是金黄圆润的卡通形象和采用群体叙事(类似小黄人)的治愈系故事,围绕勇气、思念与爱展开,设计灵感为“星星在黑暗中闪耀”。产品方面,“星星人”推出了《我们都是星星人》、《来自星星的礼物》等多个盲盒系列,其温暖表情与童趣美学,成功吸引了寻求情感陪伴的成年消费群体。
- **潮玩-名创优品动态:** 根据名创公众号,公司位于上海南京东路的全球旗舰店“MINISO LAND 全球壹号店”开业仅 9 个月,单店销售额突破 1 亿元,其中 IP 产品贡献近 80% 的业绩。这验证了其“大店战略”和“兴趣消费”模式的成功。该店通过融合全球顶级 IP 资源(已发布超 135 个系列,含 12 个全球首发),打造沉浸式体验,重塑零售边界。目前名创已在全国核心城市布局 10 家此类大店,并于 2025 年 6 月在南京高奢商圈开出全球首家“MINISO SPACE”,再次创下中国品牌在兴趣消费领域进驻高端商圈的里程碑。

1.5 两轮车

两轮车: 3Q 行业补库可期,前期以旧换新对景气度催化环比短期放缓市场已充分反应,关注近期爱玛高端品牌线亮相达沃斯。以旧换新对景气度催化环比短期放缓市场已充分反应,两轮车头部公司中报增速预计仍良好,Q3 新国标落地前补货弹性可期,关注经营数据边际向好预期。2H 伴随新国标正式实施,我们仍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。
- **爱玛-动态:** 爱玛高端产品线代表——零动 M20 电助力车,作为 2025 夏季达沃斯论坛赞助用车亮相。这已是爱玛继 2023 年后再次登上这一国际顶级平台,零动 M20 凭借其 15 秒快速折叠、镁合金高精度车架带来的舒适骑行、以及智能系统保障的稳定操控等精品特性,成为焦点。此次亮相展示了爱玛在高端制造与绿色智能出行领域的实力,更以“中国高端智造名片”的姿态,显著提升了品牌国际形象,为中国电动车赢得全球认可。
- **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。

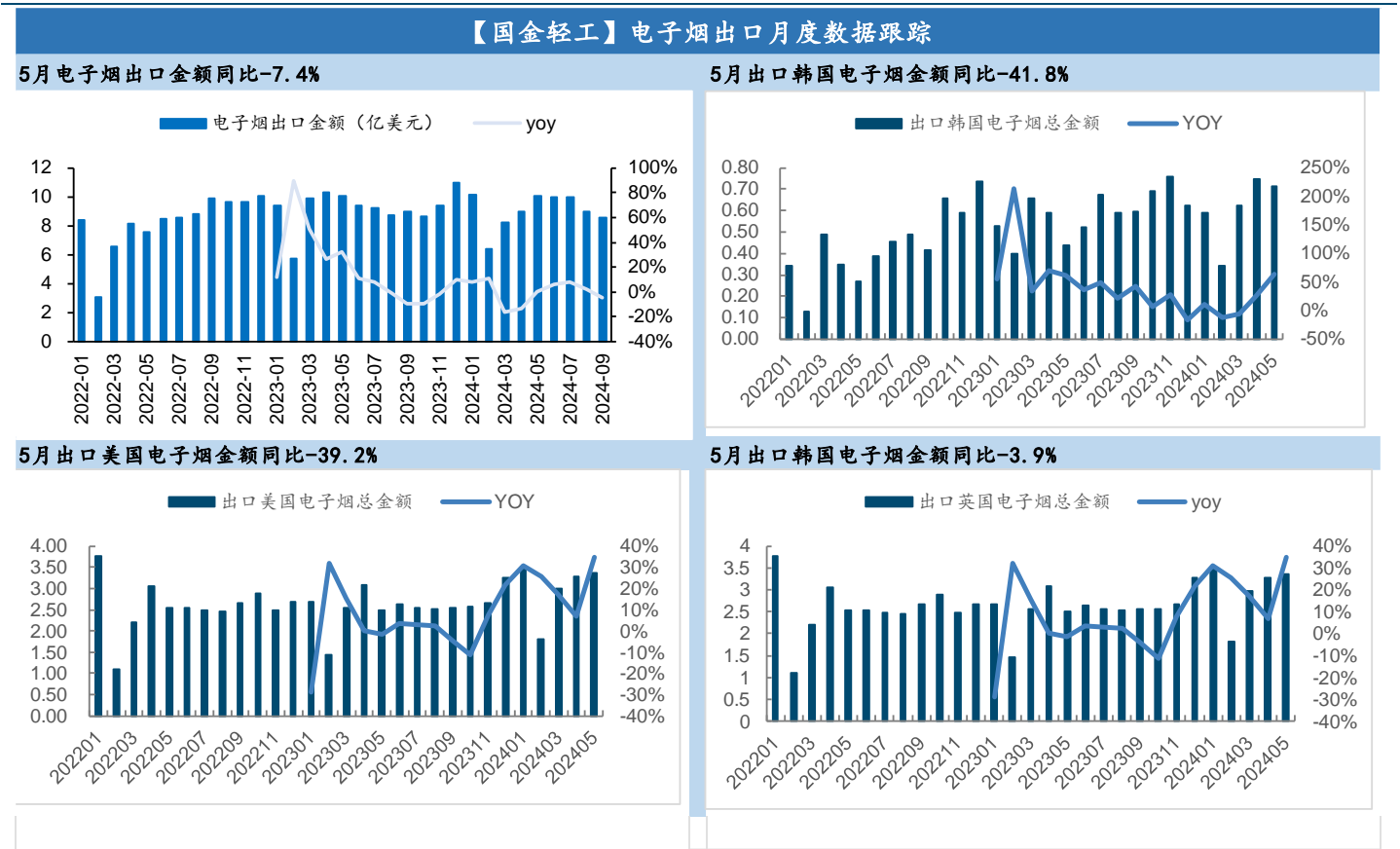
二、行业重点数据及热点跟踪

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

5月，国内电子烟出口金额同比-7.4%，其中出口韩国电子烟金额同比-41.8%，出口美国电子烟金额同比-39.2%，出口韩国电子烟金额同比-3.9%。

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
6.30	澳大利亚昆士兰投入 1270 万澳元打击非法烟草与电子烟	澳大利亚昆士兰州政府宣布投入 1270 万澳元（约 850 万美元）预算用于新增 43 名执法人员，覆盖全州 11 个卫生部门。政府执法能力提升 25% 以上；实施全国最高罚款标准及最严检查制度。政府防止烟草、电子烟流向未成年人；电子烟含致癌物并增加心脏病风险。
7.1	日本电子烟用户不足 1%，年轻消费者与替代产品需求快速增长	日本电子烟在整个烟草相关产品市场中占比不到 1%，约 92% 的日本人从未尝试过电子烟，显示出巨大的未开发潜力。加热不燃烧（HNB）产品主导日本新型烟草市场，年销售额超过 1 万亿日元（约合 69.7 亿美元）。日本电子烟用户中约有一半为双重使用者（同时使用卷烟或加热烟草产品），另一半完全使用电子烟，其中包括大量 Z 世代年轻消费者。
7.3	日本烟草全国发售 Ploom AURA 与 EVO 套装，限时半价约 9 美元	日本烟草公司（JT）最新的加热烟草产品 Ploom AURA 和 EVO 于 7 月 1 日在全国发布，Ploom AURA 套装限时特价为 1480 日元（约 9 美元），Ploom AURA 设备配备“HEAT SELECT SYSTEM”加热技术；同

		步推出的 EVO，为其首款高端烟弹品牌。
7.4	尼泊尔高等法院裁定解除电子烟进口销售禁令	尼泊尔帕坦高等法院裁定政府不得限制电子烟进口与销售，要求相关部门解除禁令。此前，尼泊尔卫生部依据《烟草制品控制和监管指令》禁止电子烟交易，但法院认为该禁令缺乏法律依据。数据显示，2023-2024 财年尼泊尔电子烟进口海关收入超 2.3 亿卢比（约合 173 万美元）。

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 5 月线上销售额总计 9.74 亿元，同比+2.06%。

牙膏板块：25 年 5 月线上销售额总计 5.31 亿元，同比-12.26%。

宠物板块：猫狗食品 25 年 5 月线上销售额总计 32.43 亿元，同比+17.38%；日用工具 25 年 5 月线上销售额达 2.02 亿元，同比-24.36%。

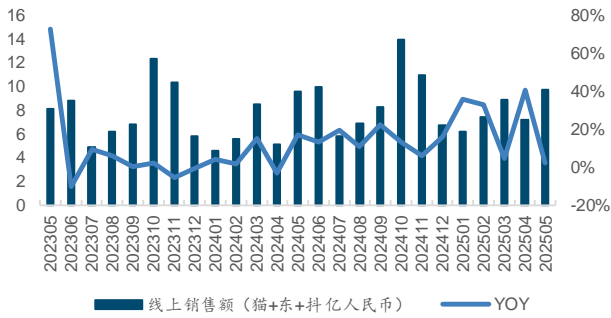
潮玩动漫板块：25 年 5 月线上销售额总计 12.61 亿元，同比+11.42%；其二级品类盲盒娃娃/动漫游戏周边线上销售额为 4.59/3.57 亿元，同比+45.87%/-15.6%。

AI 眼镜板块：XR 设备线上销售额 25 年 5 月销售额达 4.59 亿人民币，同比+44.54%。

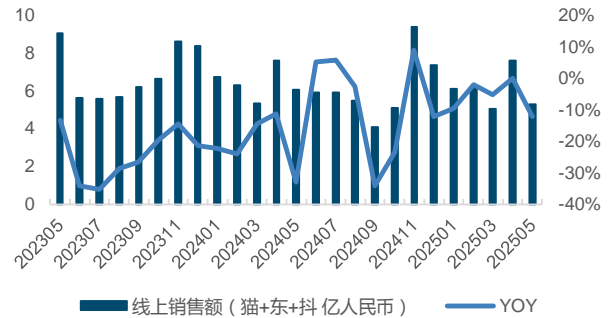
图表3: 轻工个护宠物&潮玩线上销售额

【国金轻工】轻工个护宠物&潮玩线上销售走势

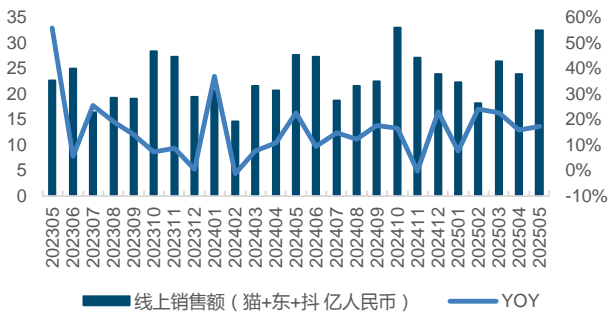
5月卫生巾线上销售额当月同比+2.06%



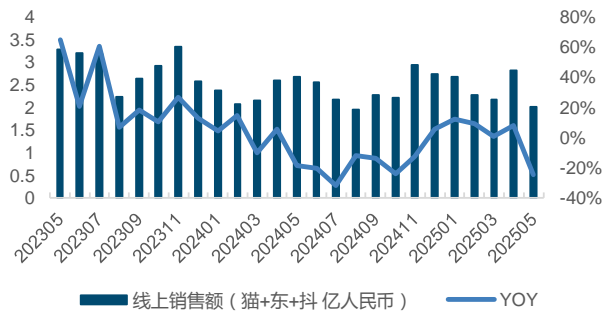
5月牙膏线上销售额当月同比-12.26%



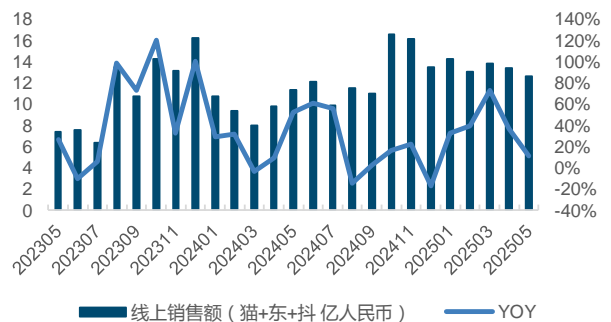
5月猫狗食品线上销售额当月同比+17.38%



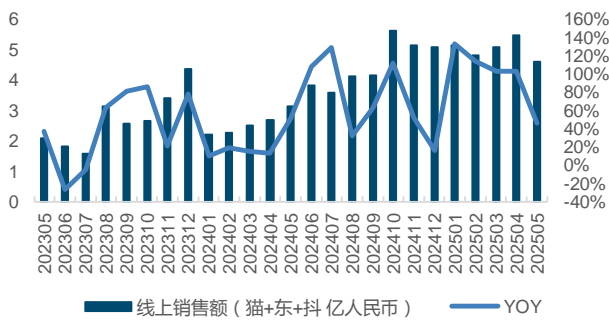
5月宠物日用工具线上销售额当月同比+24.36%



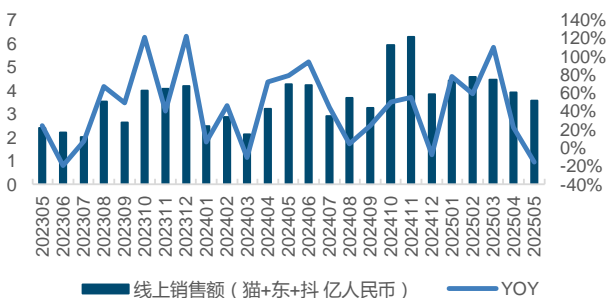
5月潮玩动漫线上销售额当月同比+11.42%



5月潮玩动漫品类下盲盒娃娃线上销售额当月同比+45.87%



5月潮玩动漫品类下动漫游戏周边线上销售额当月同比-15.6%



5月XR设备线上销售额当月同比+44.54%

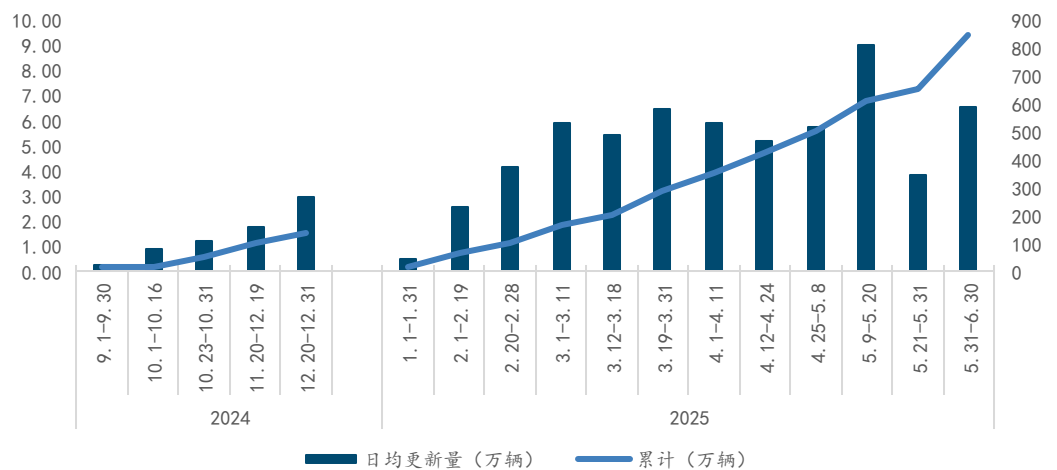


来源: 久谦, 国金证券研究所;

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（6.30-7.4）30大中城市成交面积 262.9（万平方米），同比-9.03%。周度商品房累计成交面积 48.8（百万平方米），累计同比-0.97%。

周度二手房成交面积：本周（6.30-7.4）14城二手房成交面积 152.47（万平方米），同比-21.37%。周度二手房累计成交面积 51.02 百万平方米，累计同比+19.82%。

房地产开发投资完成额：25年1-5月累计房地产开发完成额 277.3 百亿元，同比下降 10.03%。

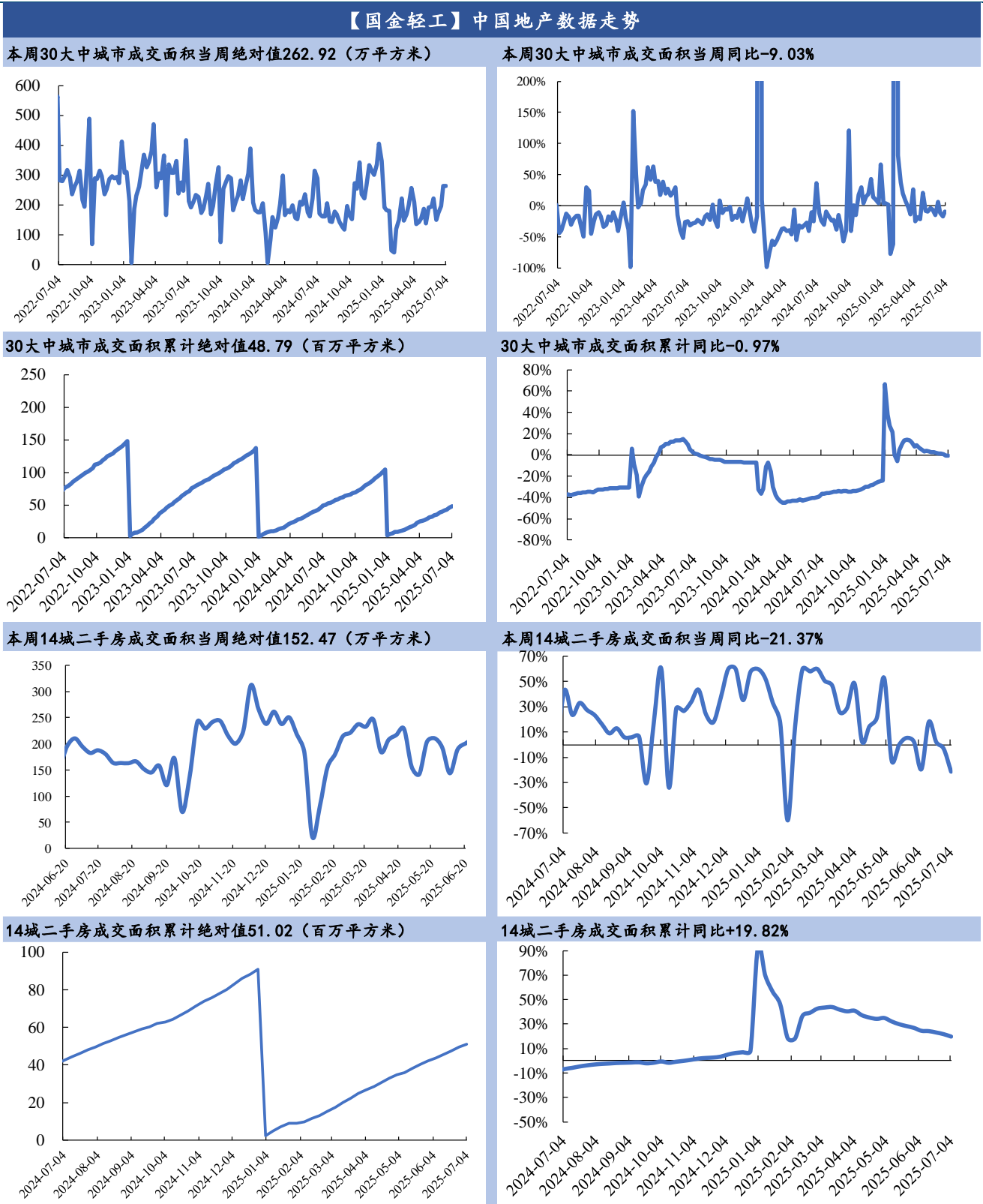
房屋新开工面积：25年1-5月房地产新开工面积累计 170.9（百万平方米），累计同比下降 21.47%。

月度竣工面积：25年5月全国房屋竣工面积 19.1 百万平方米，当月同比下降 22.05%。

25年1-5月全国房屋竣工面积累计 133.4 百万平方米，累计同比下降 17.67%。

月度销售面积：25年5月全国商品房住宅销售面积 58.9（百万平方米），当月同比下降 5.53%；25年1-5月全国商品房住宅销售面积累计 297.5（百万平方米），累计同比下降 3.25%。

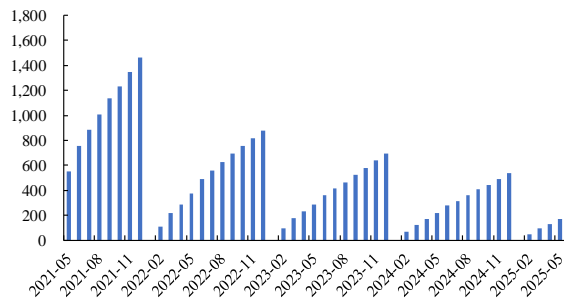
图表5: 中国地产数据走势一



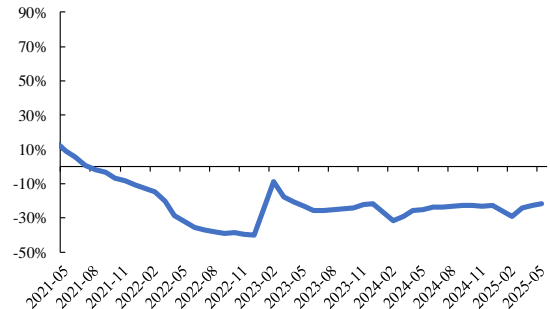
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 部分波动较大数值已做平滑处理

图表6: 中国地产数据走势二

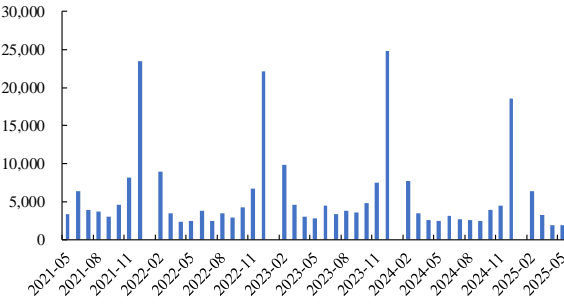
5月房屋新开工面积累计绝对值170.9 (百万平方米)



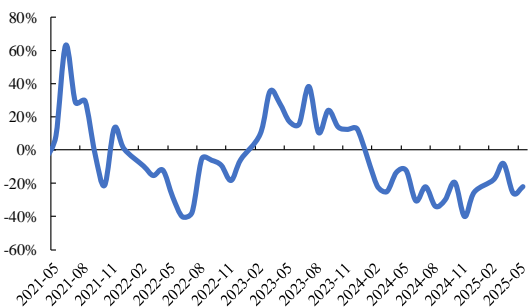
5月房屋新开工面积累计同比-21.47%



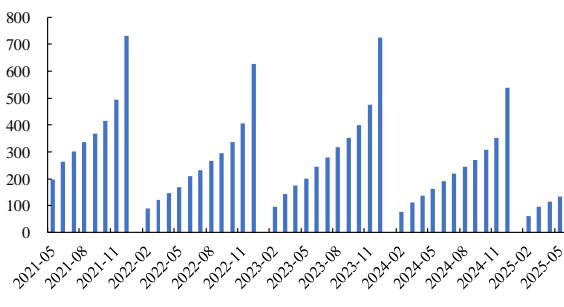
5月全国房屋竣工面积当月绝对值19.1 (百万平方米)



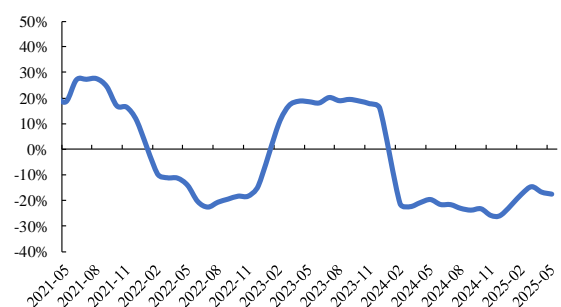
5月全国房屋竣工面积当月同比-22.05%



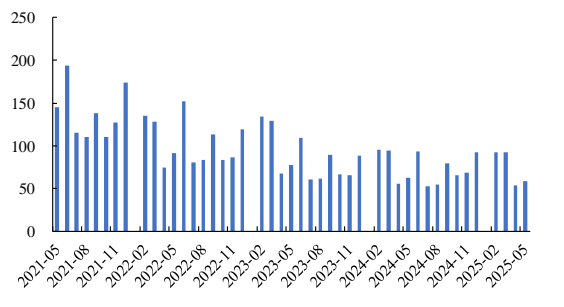
5月全国房屋竣工面积累计绝对值133.4 (百万平方米)



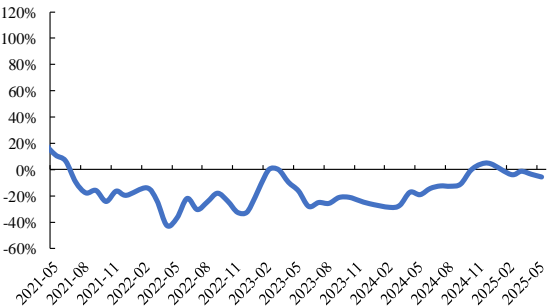
5月全国房屋竣工面积累计同比-17.67%



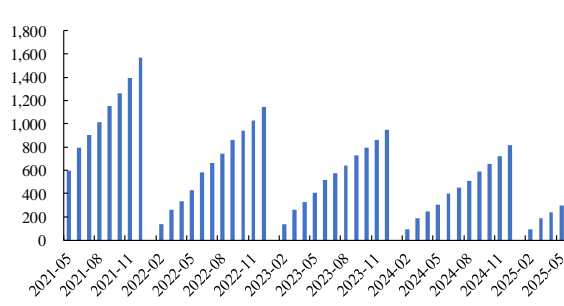
5月全国商品房住宅销售面积当月绝对值58.9 (百万平方米)



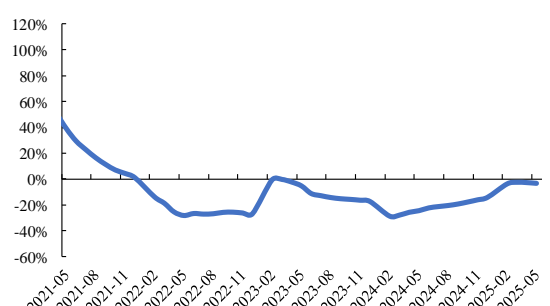
5月全国商品房住宅销售面积当月同比-5.53%



5月全国商品房住宅销售面积累计绝对值297.5 (百万平方米)



5月全国商品房住宅销售面积累计同比-3.25%



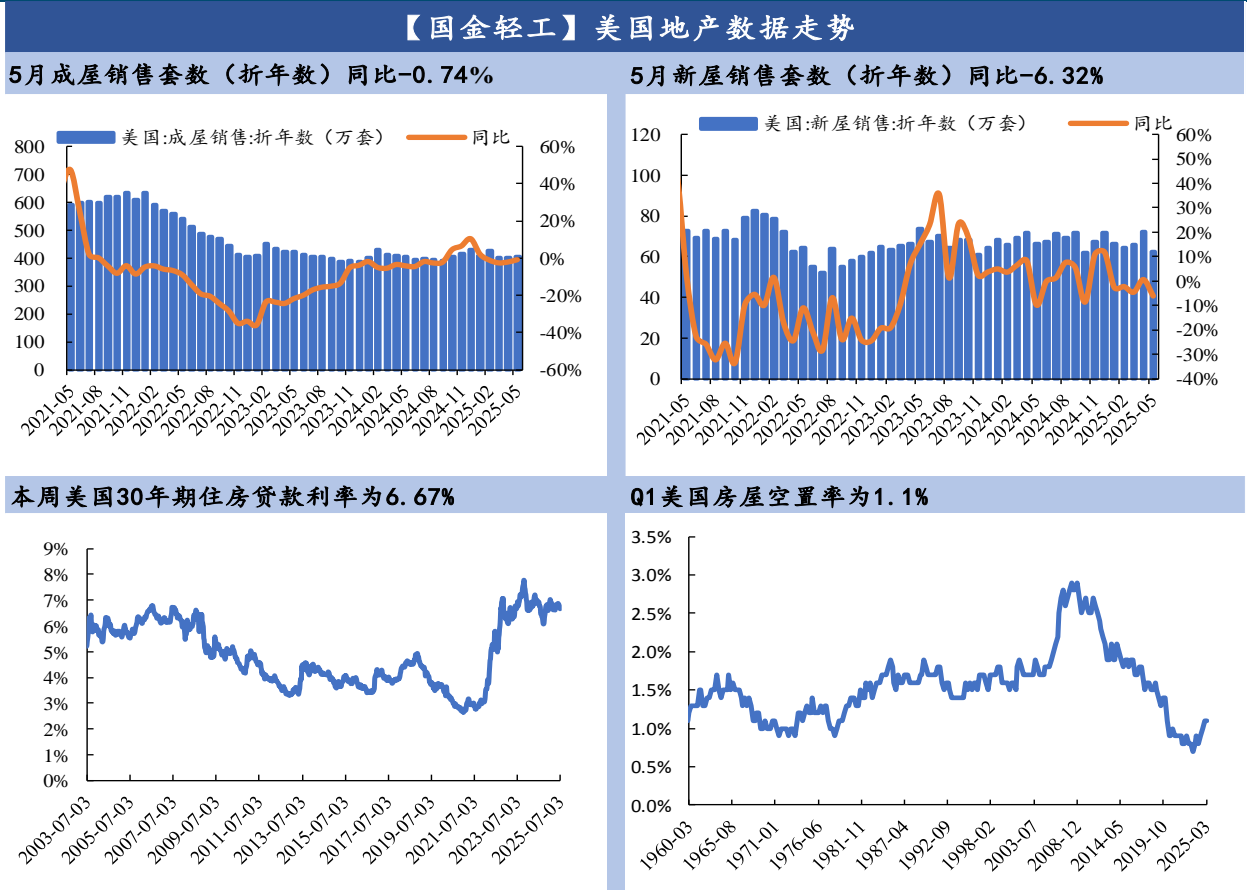
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 部分波动较大数值已做平滑处理

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6.67%，环比持平。

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

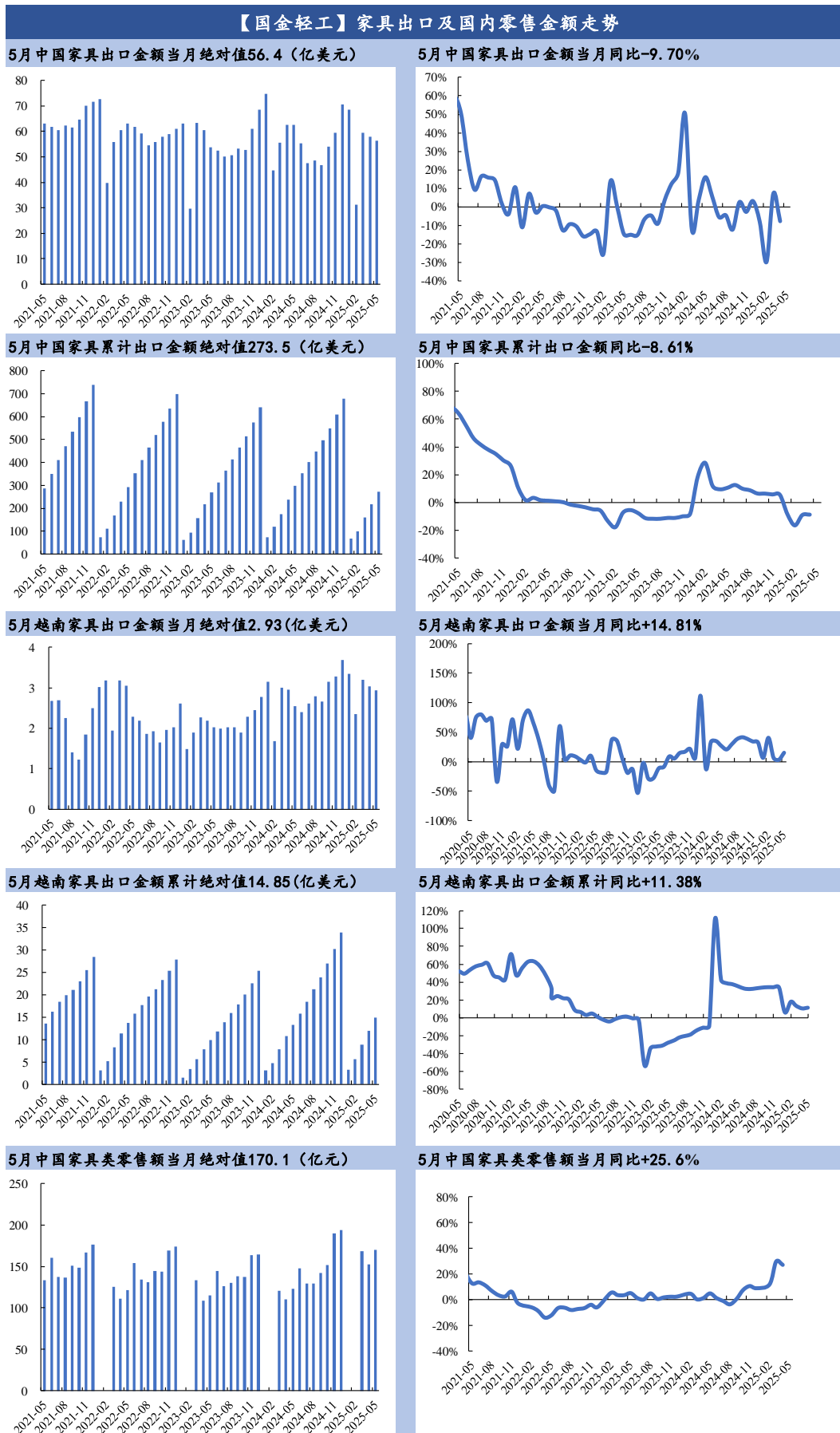
2.4.2 家具出口及国内零售额数据

中越家具出口：中国家具出口金额（美元计价）2025年5月当月56.4亿美元，同比下降9.70%，1-5月累计出口273.5亿美元，同比下降8.61%。越南家具出口金额（美元计价）2025年5月当月2.93亿美元，同比增加14.81%；25年1-5越南家具累计出口14.85亿美元，同比上升11.38%。

国内家具零售额：2025年5月中国家具类零售额为170.1亿元，同比增长25.6%；25年1-5月中国家具类零售额累计757.4亿元，累计同比增长21.4%。

美国家具库存：美国家具及家居摆设批发商库存2025年3月当月同比增长6.8%，库存销售比同比上升5.6%。

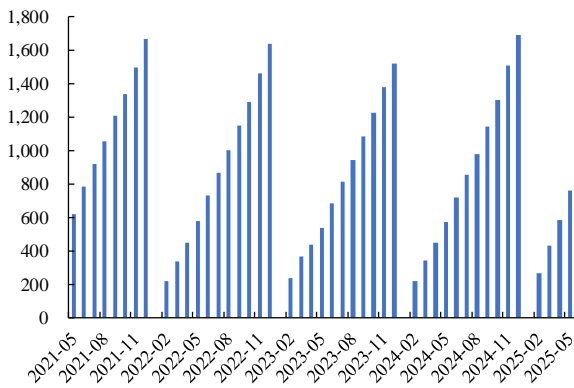
图表8: 家具出口及国内零售金额走势一



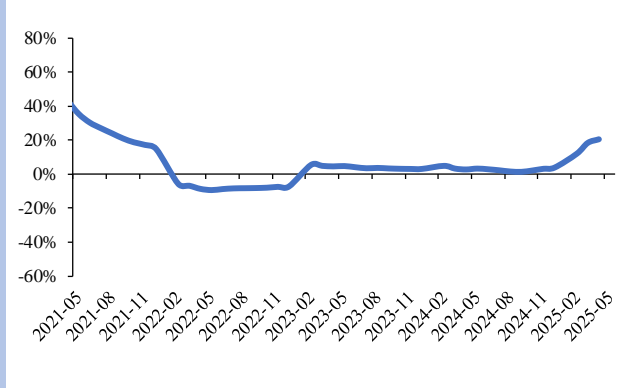
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 部分波动较大数值已做平滑处理

图表9: 家具出口及国内零售金额走势二

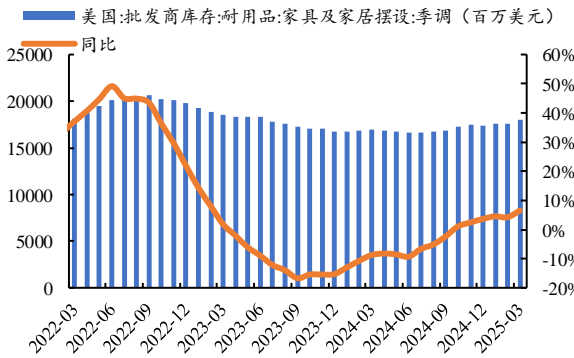
5月中国家具类零售额累计绝对值757.4 (亿元)



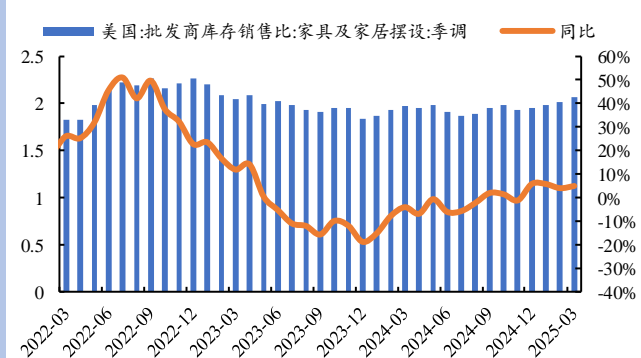
5月中国家具类零售额累计同比+21.4%



3月美国家具及家居摆设批发商库存同比+6.8%



3月美国家具及家居摆设批发商库存销售比同比+5.6%



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

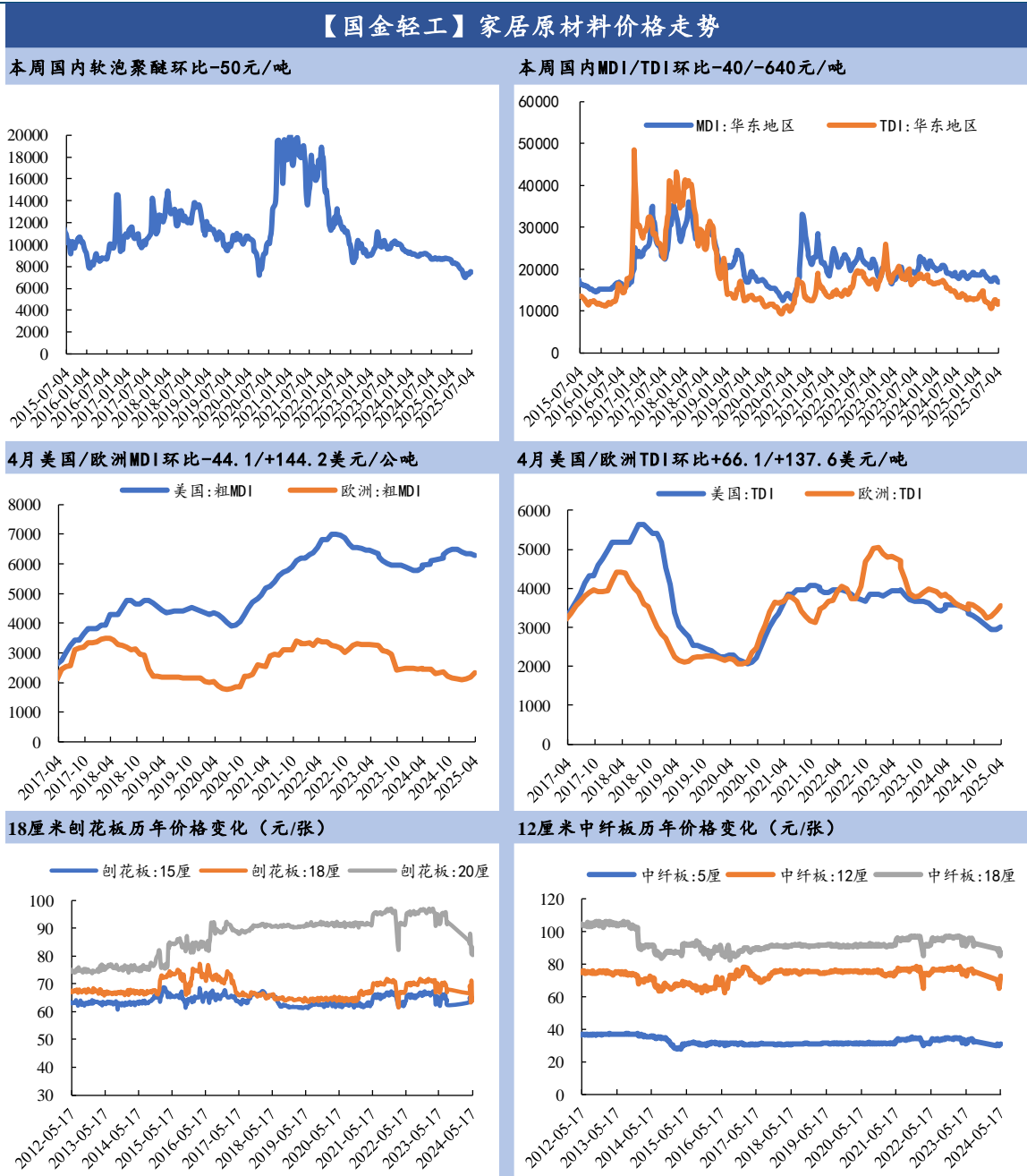
本周国内软泡聚醚均价为 7515 元/吨, 环比下降 50 元/吨, 今年以来截止 7.4 均价为 7786.23 元/吨, 较 2024 年均价下降 12.40%。

本周国内 MDI 均价为 16960.00 元/吨, 环比下降 40 元/吨, 今年以来截止 7.4 均价为 18205.58 元/吨, 较 2024 年均价下降 4.19%。

本周国内 TDI 均价为 12200.00 元/吨, 环比下降 640 元/吨, 今年以来截止 7.4 均价为 12473.77 元/吨, 较 2024 年均价下降 13.99%。

海外原材料价格方面, 美国地区 MDI 价格 4 月环比下降 44.1 美元/公吨, TDI 价格环比上升 66.1 美元/公吨; 欧洲地区 MDI 价格 4 月环比上升 144.2 美元/公吨, TDI 价格环比上升 137.6 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

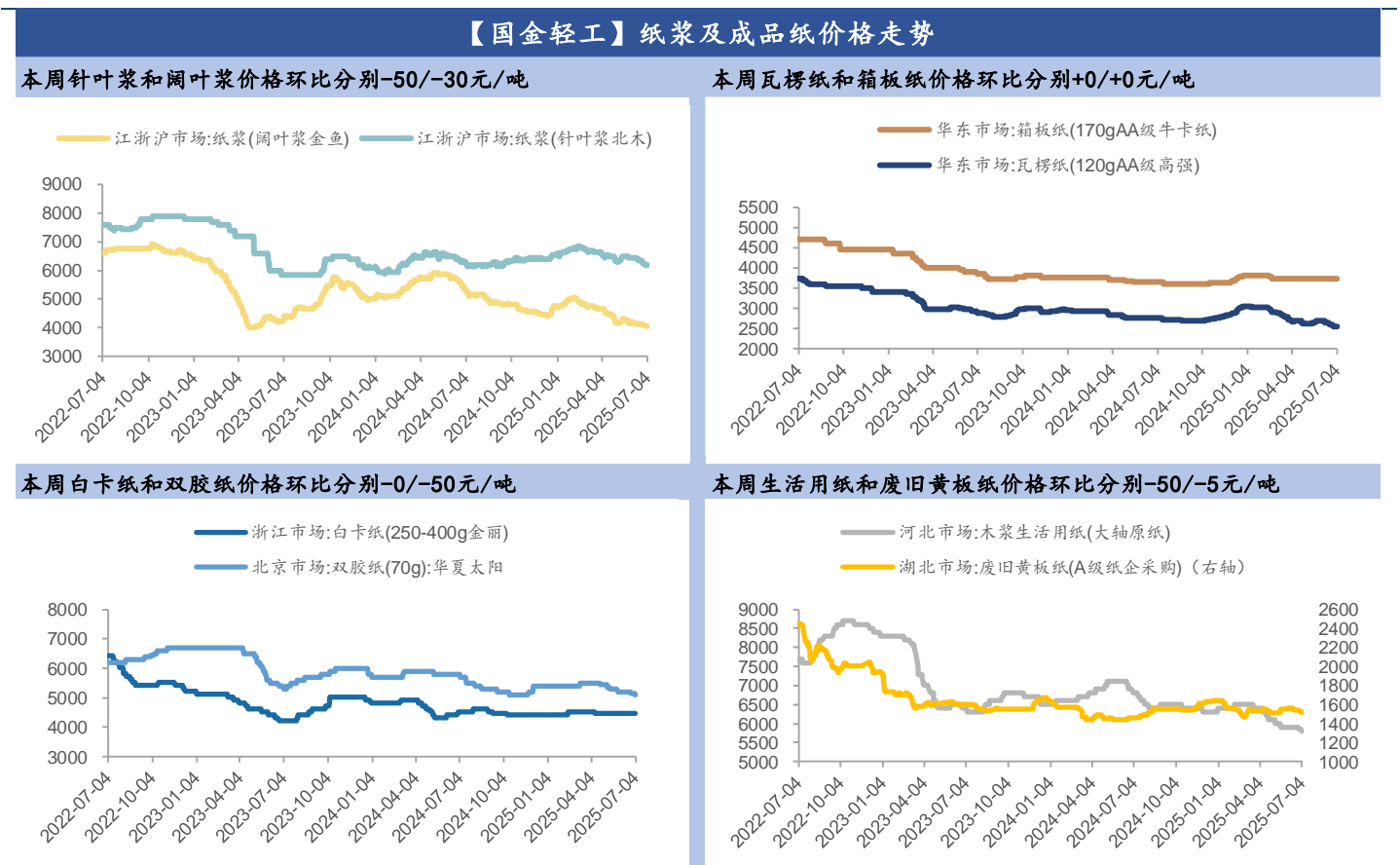
图表11: 造纸产业链价格跟踪

【国金轻工】造纸产业链价格跟踪																
产品名称	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	5921	-93
	阔叶浆	5500	5670	170	4810	-860	4504	-306	4792	288	4095	4467	4467	5500	4033	-46
	化机浆	4095	3914	-181	3520	-394	3550	30	3550	0	3860	3900	4017	4095	3700	-143
废纸系	国废黄板纸	1498	1477	-21	1544	67	1647	103	1603	-44	1510	1486	1500	1482	1495	-6
	纸品															
木浆系	双胶纸	5958	5750	-208	5177	-573	5213	36	5213	0	5029	5318	5318	5325	5029	0
	铜版纸	6200	6000	-200	5900	-100	5800	-100	5800	0	5675	5875	6196	6124	5675	0
	白卡纸	4943	4560	-383	4360	-200	4260	-100	4343	83	4210	4210	4916	4443	4013	-30
废纸系	箱板纸	3769	3623	-146	3565	-58	3712	147	3761	49	3545	3542	3696	3649	3510	-20
	瓦楞纸	2987	2814	-173	2753	-61	3037	284	3059	22	2754	2738	2881	2826	2709	-21

来源: 隆众资讯, 国金证券研究所; 注: 周度核算时间为 2025 年 6 月 30 日至 2025 年 7 月 4 日

本周(6.30-7.4)针叶浆和阔叶浆价格环比分别-50/-30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/-50元/吨,生活用纸和废旧黄板纸价格环比分别-50/-5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 6 月 27 日至 2025 年 7 月 3 日

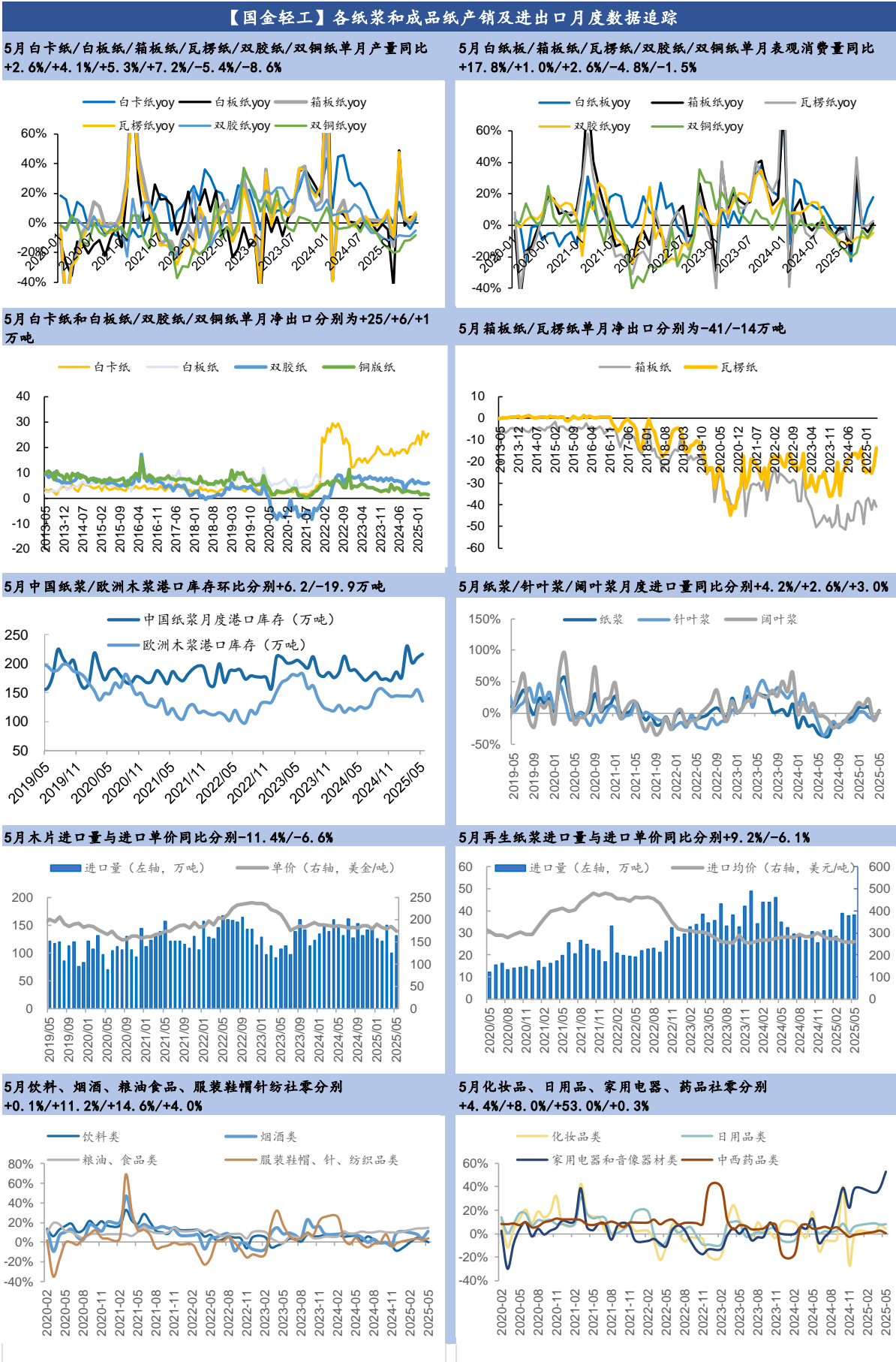
5月,白卡纸/白板纸/箱板纸/瓦楞纸/双胶纸/双铜纸单月产量同比+2.6%/+4.1%/+5.3%/+7.2%/-5.4%/-8.6%,白纸板/箱板纸/瓦楞纸/双胶纸/双铜纸单月表观消费量同比+17.8%/+1.0%/+2.6%/-4.8%/-1.5%。

5月,白卡纸和白板纸/双胶纸/双铜纸单月净出口分别为+25/+6/+1万吨,箱板纸/瓦楞纸单月净出口分别为-41/-14万吨。

5月，中国纸浆/欧洲木浆港口库存环比分别+6.2/-19.9万吨，纸浆/针叶浆/阔叶浆月度进口量同比分别+4.2%/+2.6%/+3.0%，木片进口量与进口单价同比分别-11.4%/-6.6%，再生纸浆进口量与进口单价同比分别+9.2%/-6.1%。

5月，饮料、烟酒、粮油食品、服装鞋帽针纺社零分别+0.1%/+11.2%/+14.6%/+4.0%，化妆品、日用品、家用电器、药品社零分别+4.4%/+8.0%/+53.0%/+0.3%。

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,本期进口纸浆市场延续下行趋势,针叶浆、阔叶浆现货均价环比向下。截至本周四,本周期进口浆主流品牌针叶浆现货含税均价 5921 元/吨,环比上期下降-1.55%;阔叶浆现货含税均价 4033 元/吨,环比上期下降 1.13%;本色浆现货含税均价 5000 元/吨,环比上期下降 1.40%;化机浆现货含税均价 3700 元/吨,环比下降 3.72%。具体来看,本期山东纸浆市场现货品牌下降产品居多,针叶浆主流品牌价格波动区间在 5000-5900 元/吨。期货主力合约大跌,拖累现货贸易商跟跌抛货。港口库存攀升至 221.3 万吨高位,叠加巴西新货源陆续抵港,供应压力持续加剧;需求端受淡季压制,纸厂采购仅维持刚需小单,供需矛盾进一步深化。本期纸浆价格波动原因:一是期货暴跌传导现货恐慌。纸浆期货主力合约周内下探,逼近 5000 元关键支撑位,现货市场恐慌情绪蔓延,贸易商被迫降价促成成交。二是供应压力持续强化。港口库存环比增至 221.3 万吨,且 7 月到港压力预期增强,现货流动性严重承压,拖累浆市。三是淡季需求刚性萎缩。原纸出货不畅致纸厂毛利率深度承压,原料采购以“压价+刚需”为主,囤货意愿缺失,进一步承压纸浆走势。

2) 成品纸:

本期双胶纸企业均价平稳,70g 双胶纸企业含税均价为 5029 元/吨,环比持平。本期国内双胶纸市场窄幅整理,成交情况仍显清淡。行业盈利情况偏低,纸机转产/交叉排产情况存在,同时新增装置生产趋稳,行业供应变化不大。需求端,秋季出版订单开始供货,一定程度平衡企业产销情况,行业供需关系部分缓和,然电子媒体及政策面影响下,社会面订单仍显不振,终端消费集中度不高,用户多刚需补入为主,木浆处于窄幅震荡的格局,加之新产能投产在即,业者多谨慎操盘,贸易商维持随进随出节奏,局部倒挂情况仍较为严重,70g 本白双胶纸主流品牌价格区间在 4700-4800 元/吨,70g 高白双胶纸主流品牌价格区间在 5000-5100 元/吨,成交实谈为主。

本期铜版纸企业均价平稳,157g 铜版纸企业含税均价为 5675 元/吨,环比持平。本期国内铜版纸市场淡稳为主,年前停产工厂暂未全面复产,企业利润韧性偏强,其它工厂多正常排产,行业供应情况变化不大。季节性封面订单开始供货,下游消费情况有所提升,一定程度缓和市场僵持情况。然电子化背景下,社会面需求仍显不旺,用户无明显补库意愿,刚需散单采购为主,供需双弱行业特点存在,贸易商多随进随出,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:

本期,废旧黄板纸周度均价下降。据隆众监测数据显示,7月3日周四,废旧黄板纸均价为 1495 元/吨,较 6 月 26 日下跌 6 元/吨,环比-0.37%。本期废旧黄板纸市场整体维持弱势盘整态势,价格重心小幅下移。分区域来看,华南地区出货情况相对良好,原纸库存压力有所缓解,华北地区价格相对坚挺,其余地区则维持弱势整理。虽然近期龙头纸企发布涨价函对市场信心有所提振,但实际传导效果有限,整体需求仍显疲弱,业者多持观望态度。当前终端订单恢复缓慢,原纸库存压力犹存,纸企采购维持刚需策略。供应方面,市场流通货源整体仍偏紧,但受制于需求端压制,价格上行乏力。隆众预计,下周国内废旧黄板纸市场或保持稳中窄幅整理态势。

本期,废旧书本纸周度均价下降。7月3日周四,废旧书本纸周度均价为 1581 元/吨,较 6 月 26 日下降 34 元/吨,环比-2.11%。本期国内废旧书本纸市场呈现稳中偏弱态势。废旧书本纸市场货源的短期放量,促使废旧书本纸回收量显著增长。叠加市场对后市价格看空情绪升温,从业者加速出货,货源流通节奏加快,打包站为规避跌价风险,主动增加现货投放;终端消费疲软态势延续,白板纸市场缺乏有效提振,纸企订单承接压力突出。成本管控诉求下,纸企对废旧书本纸压价采购意愿强烈,但因供应端整体改善幅度有限,纸企为维持生产连续性,仍以稳价刚需补库为主。当前市场无核心利好驱动,供应增量与需求疲软的矛盾持续,下行风险主导市场预期。隆众预计,下周国内废旧书本纸市场或稳中偏弱运行。

本期,废旧报纸价格稳中局部走弱。7月日周四,废旧报纸周度均价为 2207 元/吨,较 6 月 26 日下降 0 元/吨,环比下降 0%。本期国内废旧报纸市场整体平稳运行,主流区域价格以稳为主。夏季高温多雨天气对废旧报纸回收环节形成显著干扰,回收周期拉长叠加废旧报纸出货意愿低迷,打包站回收难度大,对后市持谨慎观望态度,出货节奏以平稳去库为主;终端消费市场提振动能不足,包装纸需求疲软态势延续。纸企受终端需求拖累,采

购决策保守，倾向于根据即时库存动态调整采购量。供需双方均遵循随行就市原则，市场交易活跃度维持一般水平，博弈陷入僵持状态。隆众预计，下周国内废旧报纸市场延续区间整理、局部微调走势。

2) 成品纸:

据隆众监测数据显示，本期，箱板纸含税均价为 3510 元/吨，环比下降 0.57%。具体来看，本期箱板纸市场窄幅偏弱整理。本周龙头纸企仍有降价操作，不乏规模纸企存在优惠或返利政策，市场悲观情绪犹在。终端需求低迷不振，下游拿货情绪难有改善，纸企去库进展不快，高位库存持续压制箱板纸价格。部分纸企或减产停机，或让利促销，缓解库存压力。月初部分纸企库存增速放缓，龙头纸企试探性涨价，中小纸企亦有所跟进，但受需求疲弱制约，业者对市场依旧保持谨慎观望心态。上游废旧黄板纸市场以稳为主，成本面支撑稳固。

据隆众监测数据显示，本期，瓦楞纸含税均价为 2709.0 元/吨，环比下降 0.75%。本期瓦楞纸市场延续下行通道，整体呈现弱勢格局。周初规模纸企部分基地降价返利政策实施，引领价格下调趋势，后随着场内涨价函频发，跌势逐渐收窄。主因生产企业装置运行维持稳定状态，多数纸厂库存处于中高水平，市场现货供应量较为充足。而在市场传统淡季的大背景下，下游订单寥寥，纸厂库存消耗速度缓慢，供应压力难降。原料废旧黄板纸市场维持弱勢盘整态势，成本面支撑力度欠佳。

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

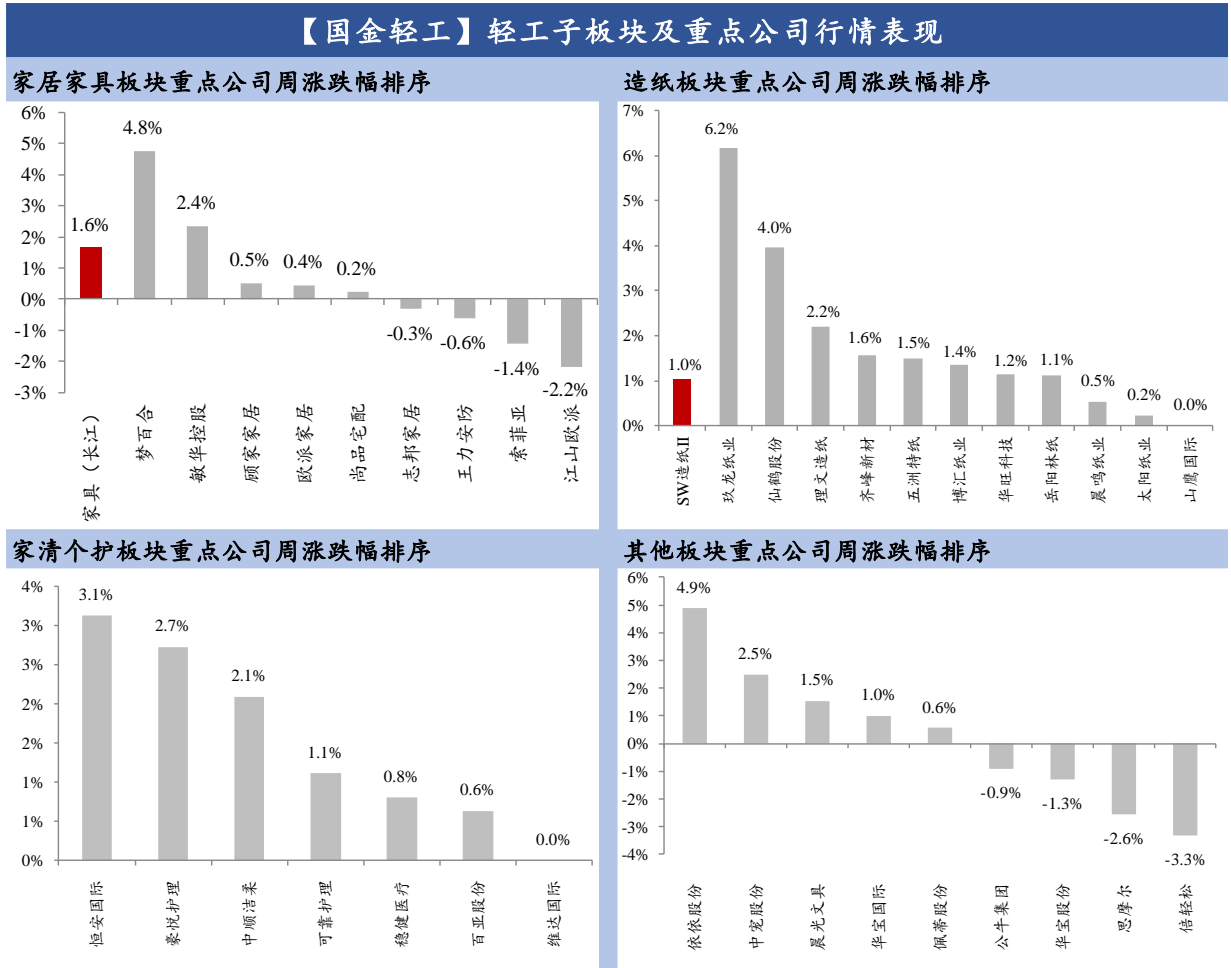


来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 数据截至日期为 2025.7.4

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 6.30-7.4

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	025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	377	0.2%	-9.2%	31.0	35.4	40.2	44.2	12.2	10.7	9.4	8.5	1.3	36.2%
	600966.SH	博汇纸业	60	1.4%	-13.0%	1.8	4.2	5.9	2.3	34.1	14.1	10.2	26.4	0.9	
	000488.SZ	晨鸣纸业	40	0.5%	-36.7%	-74.1				-0.5				0.7	
	600567.SH	山鹰国际	103	0.0%	-3.6%	-4.5	3.6	5.1	6.3	-22.9	29.1	20.2	16.4	0.7	46.0%
	605377.SH	华旺科技	49	1.2%	-18.2%	4.7	4.4	4.9	5.4	10.4	11.2	10.0	9.0	1.2	33.3%
	605007.SH	五洲特纸	55	1.5%	-8.5%	3.6	4.4	5.7	7.3	15.1	12.4	9.7	7.5	1.6	10.5%
	603733.SH	仙鹤股份	148	4.0%	1.7%	10.0	12.6	15.1	17.7	14.8	11.7	9.8	8.4	1.8	2.2%
	002701.SZ	奥瑞金	152	-0.3%	7.0%	7.9	12.1	12.3	13.7	19.2	12.5	12.4	11.1	1.6	27.4%
家居	002572.SZ	索菲亚	132	-1.4%	-15.0%	13.7	13.3	14.8	15.9	9.7	9.9	8.9	8.3	1.8	29.0%
	300616.SZ	尚品宅配	29	0.2%	14.7%	-2.2	0.7	1.1	1.5	-13.6	41.1	27.7	19.9	0.9	38.6%
	603833.SH	欧派家居	341	0.4%	-18.9%	26.0	28.1	30.3	32.9	13.1	12.1	11.3	10.4	1.8	37.9%
	603801.SH	志邦家居	42	-0.3%	-21.6%	3.9	4.3	4.7	5.0	10.8	9.6	8.9	8.4	1.2	45.0%
	603816.SH	顾家家居	199	-4.7%	-7.4%	14.2	18.7	20.4	22.3	14.1	10.7	9.8	9.0	1.9	20.1%
	301227.SZ	森鹰窗业	22	-4.5%	41.4%	-0.4	0.0	0.6	0.8	-51.7		34.7	26.6	1.3	-
	002790.SZ	瑞尔特	30	1.0%	2.5%	1.8	2.0	2.3	2.6	16.8	14.9	13.2	11.7	1.4	51.0%
	1999.HK	敏华控股	168	-0.5%	-10.2%	20.6	20.2	21.9	23.8	8.1	8.3	7.6	7.1	1.3	6.5%
消费轻工	603313.SH	梦百合	50	4.8%	31.3%	-1.5	2.6	3.6	4.6	-33.2	19.2	14.1	10.9	1.4	72.6%
	605009.SH	蒙悦护理	87	2.7%	45.6%	3.9	4.9	5.5	6.3	22.6	18.0	15.8	13.8	2.6	14.3%
	6969.HK	思摩尔	1,080	-2.6%	31.3%	13.0	12.4	24.5	34.5	82.9	87.0	44.1	31.3	3.7	48.6%
	003006.SZ	百亚股份	116	0.6%	33.1%	2.9	4.0	5.2	6.5	40.2	28.6	22.1	17.7	7.3	30.6%
宠物	603899.SH	晨光股份	268	1.5%	-0.6%	14.0	15.5	17.9	20.1	19.2	17.3	14.9	13.3	2.9	3.0%
	301498.SZ	乖宝宠物	438	1.0%	40.2%	6.2	8.0	10.3	13.3	70.1	54.4	42.7	33.0	10.1	10.2%
	002891.SZ	中宠股份	187	2.5%	72.4%	3.9	4.6	5.8	7.3	47.4	40.6	32.4	25.5	7.3	6.2%
	001206.SZ	依依股份	40	4.9%	34.5%	2.2	2.5	3.0	3.5	18.7	16.0	13.4	11.6	2.1	9.1%
出口链	300673.SZ	佩蒂股份	40	0.6%	-6.6%	1.8	2.0	2.4	2.8	22.2	20.2	16.9	14.7	2.2	10.1%
	603661.SH	恒林股份	41	3.2%	-1.5%	2.6	4.1	5.0	5.7	15.6	10.0	8.2	7.2	1.1	25.8%
	301061.SZ	匠心家居	184	15.2%	79.3%	6.8	7.9	9.3	11.1	26.9	23.3	19.8	16.6	4.9	84.4%
	301004.SZ	嘉益股份	106	11.4%	-9.3%	7.3	8.9	10.8	13.1	14.5	12.0	9.8	8.1	5.2	28.7%
	300993.SZ	玉马科技	48	6.6%	39.9%	1.9	1.9	2.2	2.5	26.0	25.4	21.8	19.6	3.3	10.9%
	301193.SZ	家联科技	31	3.7%	-3.1%	0.6	0.9	1.5		54.0	34.5	20.7		2.0	15.7%
	605099.SH	共创草坪	137	2.8%	67.2%	5.1	6.2	7.2	8.4	26.7	22.2	18.9	16.2	4.7	15.1%
跨境电商	001368.SZ	通达创智	26	3.4%	23.8%	1.0	1.3	1.6	2.0	25.6	20.1	16.5	13.5	1.9	26.5%
	301376.SZ	致欧科技	73	-0.2%	-4.4%	3.3	4.0	5.5	7.2	21.8	18.1	13.1	10.1	2.2	29.6%
	300729.SZ	乐歌股份	49	0.4%	-8.6%	3.4	3.9	4.4	5.2	14.5	12.6	11.2	9.3	1.3	15.0%
301381.SZ	赛维时代	79	-0.2%	-13.7%	2.1	2.5	3.4	4.4	37.0	31.6	23.5	18.0	3.1	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 2025.7.4; 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 一致盈利预期。

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