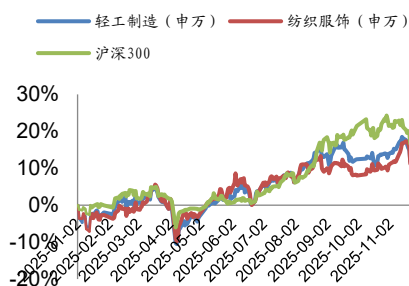


# 白卡纸纸价触底反升，行业盈利有所恢复

行业评级：增 持

报告日期：2025-11-23

## 行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

## 相关报告

《行业周报：需求与技术双重叠加，羽绒服市场前景广阔\_20251116》

主要观点：

### ● 周专题：白卡纸纸价触底反升，行业盈利有所恢复

**白卡纸纸价触底反升，价格维持上涨态势。**从全国市场均价来看，据卓创资讯数据显示，11月21日白卡纸市场价格4214元/吨，较上月底上涨2.48%，较8月中下旬年内低点3930元/吨上涨7.23%。国内白卡纸市场也在十月底迎来新一轮集中调价。博汇纸业、玖龙纸业和万国纸业等多家纸企相继发布涨价函，宣布自2025年11月1日起，旗下白卡纸产品价格统一上调200元/吨。在经历了长达五年的历史性低迷后，白卡纸行业触底反升。

**供给与需求双双上升，供需缺口逐步收窄。**近两年，中国白卡纸月度产量与月度消费量均呈现波动上升态势。其中白卡纸月度产量由2023年1月的689.4千吨上升至2025年10月的1076.2吨，白卡纸月度消费量由2023年1月的540.37千吨上升至2025年9月的809.42千吨。2024年，白卡纸新增120万吨产能，2025年将继续保持扩张趋势，据卓创资讯统计，2025年白卡纸市场预计新增产能将在330万吨左右。但由于需求增长相对乏力，中国白卡纸行业一直面临着较为严重的产能过剩问题，近两年过剩的供需缺口一度达到2024年2月的367.7千吨，这也一度影响白卡纸价格持续低迷走势与整体行业的健康发展。2025年以来，中国白卡纸行业供需缺口由1月的308.97千吨下降至9月的255.68千吨，呈现出明显的收窄态势，这也在一定程度上有助于拉升白卡纸价格，促进价格修复。

**开工率小幅上升，去库存效果显现。**中国白卡纸行业开工负荷率在长期位于低位后呈现出小幅上升态势。2025年10月，白卡纸开工负荷率为62.65%，同比+3.16pct，国内生产企业的生产积极性得到提高，新产能有待释放。白卡纸库存在长时间处于高位后也迎来下降，去库存效果显现。2025年10月，白卡纸月度生产库存天数为13.72天，同比下降6天，整体库存处于偏低水平。总体来看，白卡纸行业的开工率和库存均得到改善，行业或将迎来上升。

**纸浆价格下降，行业盈利有所恢复。**随着行业下行，白卡纸毛利率出现倒挂。国内白卡纸价格自2025年9月以来维持持续上涨趋势，而原料木浆价格走势分化，由于针叶浆以及化机浆价格以震荡下跌为主，白卡纸理论生产成本总体呈现下滑趋势，因此白卡纸毛利率陆续回升。据卓创资讯数据显示，10月白卡纸价格较9月上涨2.44%，生产成本下滑0.24%，毛利率+2.91pct。依进口木浆价格进行成本测算，行业仍处于亏损状态，但使用国产浆替代化企业盈利已扭亏为盈，而目前国内规模企业多数拥有化机浆或阔叶浆配套产线，盈利整体呈现修复趋势，从而改善纸厂生产意愿，成为推动市场价格上行的关键因素。

**白卡纸行业集中度较高，头部企业定价权较高。**2024年，白卡纸CR4为77.33%，金光纸业、博汇纸业、玖龙纸业、太阳纸业等企业市占率领先，白卡纸相较于双胶纸、双铜纸、瓦楞纸等纸种行业集中度更高，头部企业享有更高的定价权。过去由于行业产能扩张、供需失衡等因素，头部企业短期可能面临盈利较低甚至亏损的局面，但通过扩大规模，企业可以摊薄固定成本，提升生产效率，从而改善盈利能力，且在未来市场回暖时可以获得更大的收益。

### ● 一周行情回顾

2025年11月17日至11月21日，上证综指下跌3.90%，深证成指下跌5.13%，创业板指下跌6.15%。分行业来看，申万轻工制造下跌5.26%，相较沪深300指数-1.49pct，在31个申万一级行业指数中排名18；申万纺织服饰下跌4.80%，相较沪深300指数-1.03pct，在31个申万一级行业指数中排名14。轻工制造行业一周涨幅前十分别为好莱客(+35.42%)、梦天家居(+33.12%)、华瓷股份(+31.69%)、新宏泽(+11.91%)、家联科技(+9.49%)、匠心家居(+6.6%)、海鸥住工(+6.28%)、安妮股份(+6.03%)、齐心集团(+5.99%)、集友股份(+4.93%)，跌幅前十分别为青山纸业(-18.38%)、英联股份(-17.4%)、金富科技(-16.18%)、海象新材(-15.5%)、玉马科技(-13.9%)、金牌家居(-13.88%)、康欣新材(-12.93%)、创源股份(-12.81%)、中锐股份(-12.44%)、珠海中富(-12.3%)。纺织服饰行业一周涨幅前十分别为真爱美家(+38.96%)、深中华A(+32.23%)、九牧王(+31.72%)、深中华B(+11.73%)、康隆达(+8.33%)、太平鸟(+7.05%)、泰慕士(+4.31%)、华生科技(+4.17%)、联发股份(+3.69%)、中胤时尚(+2.83%)，跌幅前十分别为三夫户外(-24.74%)、万里马(-22.6%)、孚日股份(-20.42%)、新华锦(-15.87%)、金发拉比(-13.8%)、新澳股份(-13.54%)、万事利(-13.15%)、华纺股份(-13.07%)、众望布艺(-12.74%)、美邦服饰(-12.71%)。

### ● 重点数据追踪

**家居数据跟踪：**1) **地产数据：**2025年11月9日至11月16日，全国30大中城市商品房成交面积172.56万平方米，环比+23.69%；100大中城市住宅成交土地面积304.32万平方米，环比+148.28%。2025年前十个月，住宅新开工面积3.6亿平方米，累计同比-19.3%；住宅竣工面积2.49亿平方米，累计同比-18.9%；商品房销售面积7.2亿平方米，累计同比-6.8%。2) **原材料数据：**截至2025年11月21日，软体家居上游TDI现货价为13850元/吨，周环比-1.07%；MDI现货价为14600元/吨，周环比0%。3) **销售数据：**2025年10月，家具销售额为179亿元，同比+9.6%；当月家具及其零件出口金额为470600万美元，同比-12.66%；2025年9月，建材家居卖场销售额为1308.38亿元，同比-8.02%。

**包装造纸数据跟踪：**1) **纸浆&纸产品价格：**截至2025年11月21日，针叶浆/阔叶浆/化机浆价格分别为5480.18/4381.32/3808.33元/吨，周环比-1.85%/-0.15%/0%；废黄板纸/废书页纸/废纯报纸价格分别为1886.67/1782.5/2250元/吨，周环比-1.12%/+0.28%/-3.43%；白卡纸/白板纸/箱板纸/瓦楞纸价格分别为4214/3442.5/3875.2/3200.63元/吨，周环比0%/+1.85%/+0.26%/+0.49%；双铜纸/双胶纸价格分别为4750/4731.25元/吨，周环比-0.42%/0%；生活用纸价格为5600元/吨，周环比+0.3%。2) **吨盈数据：**截至2025年11月21日，双铜纸/双胶纸/箱板纸/白卡纸每吨毛利分别为-447.22/-509.61/362.68/-325.44元/吨。3) **纸类库存：**截至2025年10月31日，青岛港月度库存为1347千吨，月环比-2.32%；白卡纸/双胶纸/铜版纸月度企业库存天数分别为13.72/18.82/21.82天，月环比-3.11%/+5.97%/+4.65%；白板纸/瓦楞纸/箱板纸月度企业库存分别为915/410.3/879

千吨，月环比-3.48%/-19.47%/-15.2%；生活用纸月度企业库存为520.3千吨，月环比0%。

**纺织服饰数据跟踪：1) 原材料：**截至2025年11月21日，中国棉花价格指数:3128B为14796元/吨，周环比-0.07%。截至2025年11月20日，Cotlook A指数为74美分/磅，周环比-1.27%。截至2025年11月14日，中国粘胶短纤市场价为12850元/吨，周环比-0.77%；中国涤纶短纤市场价为6300元/吨，周环比-0.32%。截至2025年11月18日，中国长绒棉价格指数:137为25000元/吨，周环比0%；中国长绒棉价格指数:237为24450元/吨，周环比0%。截至2025年11月20日，内外棉差价为948元/吨，周环比+8.59%。**2) 销售数据：**2025年10月，当月服装鞋帽、针、纺织品类零售额为1470.8亿元，同比+6.3%；当月服装及衣着附件出口金额为1100348万美元，同比-15.9%。

#### ● 投资建议

**1) 家居：**中共中央政治局提出要促进房地产市场止跌回稳，各地以旧换新政策落地，有望刺激家居消费增长。家居板块当前估值折价较多，头部公司估值处于历史底部，建议关注经营稳健的板块头部公司和成长性较高的智能家居赛道。**2) 造纸：**反内卷催化，叠加头部企业停机减产下，行业格局或有所改善，行业底部，建议关注横向产品多元化、纵向林浆纸一体化的太阳纸业。**3) 包装：**奥瑞金收购中粮包装，市占率将从20%提升至37%，成为二片罐行业头部企业，议价能力有望提升，从而带动行业整体盈利提升。建议关注包装头部企业。**4) 出口：**关税扰动持续，关注后续全球博弈，建议关注交易关税情绪下错杀的出海标的。

#### ● 风险提示

宏观经济增长不及预期风险；企业经营状况低于预期风险；原料价格上升风险；汇率波动风险；竞争格局加剧。

## 正文目录

1 周专题：白卡纸纸价触底反升，行业盈利有所恢复 .....	6
2 一周行情回顾 .....	8
3 重点数据追踪 .....	10
3.1 家居 .....	10
3.2 包装造纸 .....	12
3.3 纺织服饰 .....	14
4 行业重要新闻 .....	16
5 公司重要公告 .....	18
6 风险提示 .....	21

## 图表目录

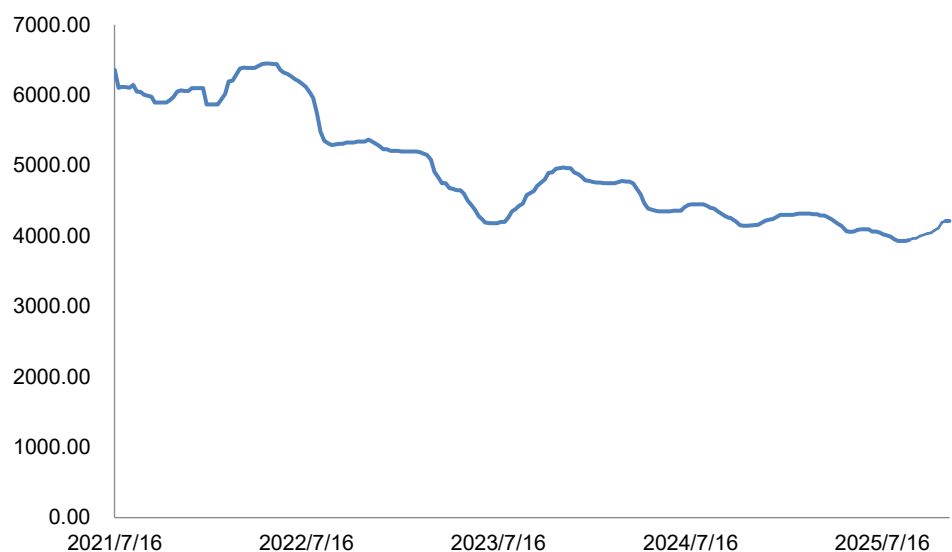
图表 1 中国白卡纸（250-400G）日度均价（元/吨） .....	6
图表 2 2024-2025 年白卡纸已投产及新增产能统计 .....	6
图表 3 中国白卡纸月度产量、月度消费量与供需缺口（千吨） .....	7
图表 4 中国白卡纸月度生产库存天数与开工负荷率（天，%） .....	7
图表 5 木浆价格（元/吨） .....	8
图表 6 主要纸种税后毛利（元/吨） .....	8
图表 7 白卡纸产能集中度 CR4（%） .....	8
图表 8 博汇纸业 2019-2024 年白纸板产量（万吨） .....	8
图表 9 申万轻工制造和纺织服饰指数变化 .....	9
图表 10 年初至今申万轻工制造和纺织服饰指数涨跌幅与沪深 300 对比 .....	9
图表 11 申万轻工制造和纺织服饰指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比（%） .....	9
图表 12 A 股轻工制造行业周涨跌幅 Top5 .....	9
图表 13 A 股纺织服饰行业周涨跌幅 Top5 .....	10
图表 14 30 大中城市商品房成交面积（万平方米） .....	10
图表 15 100 大中城市住宅用地成交面积（万平方米） .....	11
图表 16 房屋住宅新开工面积累计值及同比（万平方米，%） .....	11
图表 17 房屋住宅竣工面积累计值及同比（万平方米，%） .....	11
图表 18 房屋住宅销售面积累计值及同比（万平方米，%） .....	11
图表 19 TDI、MDI 现货价（元/吨） .....	11
图表 20 当月家具社会零售额及同比变化（亿元，%） .....	12
图表 21 当月家具及其零件出口金额及同比变化（万美元，%） .....	12
图表 22 当月建材家居卖场销售额及同比变化（亿元，%） .....	12
图表 23 建材家居卖场累计销售额及累计同比变化（亿元，%） .....	12
图表 24 木浆价格变化 .....	13
图表 25 废纸价格变化 .....	13
图表 26 浆纸系价格 .....	13
图表 27 废纸系价格 .....	13
图表 28 主要纸种税后毛利（元/吨） .....	13
图表 29 青岛港木浆库存 .....	14
图表 30 包装用纸企业库存 .....	14
图表 31 生活用纸企业库存 .....	14
图表 32 文化用纸企业库存 .....	14
图表 33 中国棉花价格指数：3128B（元/吨） .....	15
图表 34 COTLOOK A 指数（美分/磅） .....	15
图表 35 中国:市场价:粘胶短纤:国内主要轻纺原料市场（元/吨） .....	15
图表 36 中国:市场价:涤纶短纤:国内主要轻纺原料市场（元/吨） .....	15
图表 37 中国长绒棉价格走势（元/吨） .....	15
图表 38 内外棉价走势（元/吨） .....	15
图表 39 当月服装鞋帽、针、纺织品类社会零售额及同比变化（亿元，%） .....	16
图表 40 当月服装及衣着附件出口金额及同比变化（万美元，%） .....	16



## 1 周专题：白卡纸纸价触底反升，行业盈利有所恢复

白卡纸纸价触底反升，价格维持上涨态势。从全国市场均价来看，据卓创资讯数据显示，11月21日白卡纸市场价格4214元/吨，较上月底上涨2.48%，较8月中下旬年内低点3930元/吨上涨7.23%。国内白卡纸市场也在十月底迎来新一轮集中调价。博汇纸业、玖龙纸业和万国纸业等多家纸企相继发布涨价函，宣布自2025年11月1日起，旗下白卡纸产品价格统一上调200元/吨。在经历了长达五年的历史性低迷后，白卡纸行业触底反升。

图表 1 中国白卡纸（250-400g）日度均价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

供给与需求双双上升，供需缺口逐步收窄。近两年，中国白卡纸月度产量与月度消费量均呈现波动上升态势。其中白卡纸月度产量由2023年1月的689.4千吨上升至2025年10月的1076.2吨，白卡纸月度消费量由2023年1月的540.37千吨上升至2025年9月的809.42千吨。2024年，白卡纸新增120万吨产能，2025年将继续保持扩张趋势，据卓创资讯统计，2025年白卡纸市场预计新增产能将在330万吨左右。但由于需求增长相对乏力，中国白卡纸行业一直面临着较为严重的产能过剩问题，近两年过剩的供需缺口一度达到2024年2月的367.7千吨，这也一度影响白卡纸价格持续低迷走势与整体行业的健康发展。2025年以来，中国白卡纸行业供需缺口由1月的308.97千吨下降至9月的255.68千吨，呈现出明显的收窄态势，这也在一定程度上有助于拉升白卡纸价格，促进价格修复。

图表 2 2024-2025 年白卡纸已投产及新增产能统计

生产企业	白卡纸产能	纸浆产能	已投产或计划投产时间
玖龙纸业（北海）有限公司	120 万吨白卡纸	110 万吨化学浆、60 万吨化学机械浆	2024 年第三季度
玖龙纸业（湖北）有限公司	120 万吨白卡纸	65 万吨化学浆、75 万吨化学机械浆	2025 年第二季度
联盛浆纸（漳州）有限公司	120 万吨白卡纸	50 万吨化机浆	2025 年第三季度

江苏博汇纸业有限公司

20 万吨零塑纸杯纸、40 万吨社会卡纸、20 万吨烟卡

-

2025 年

山东金天和纸业

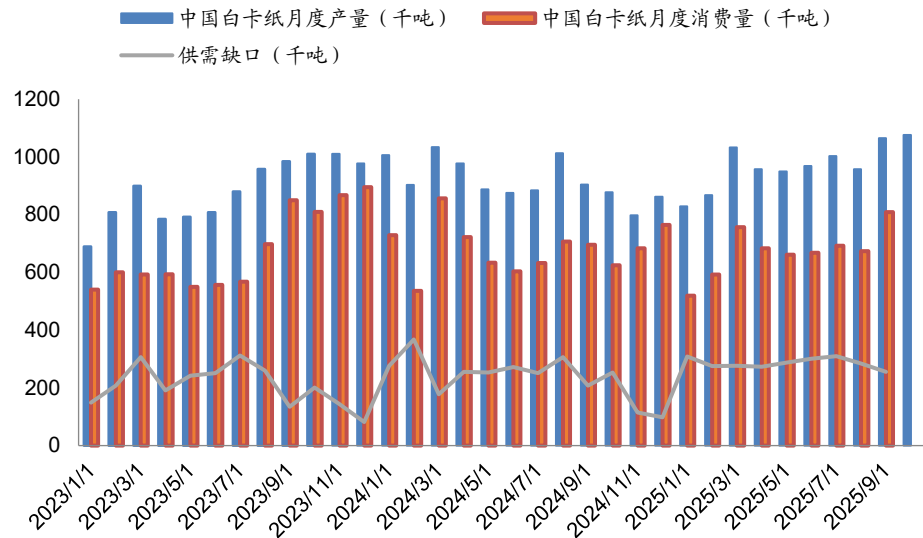
30 万吨食品级涂布白卡纸

20 万吨化机浆

2025 年上半年

资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

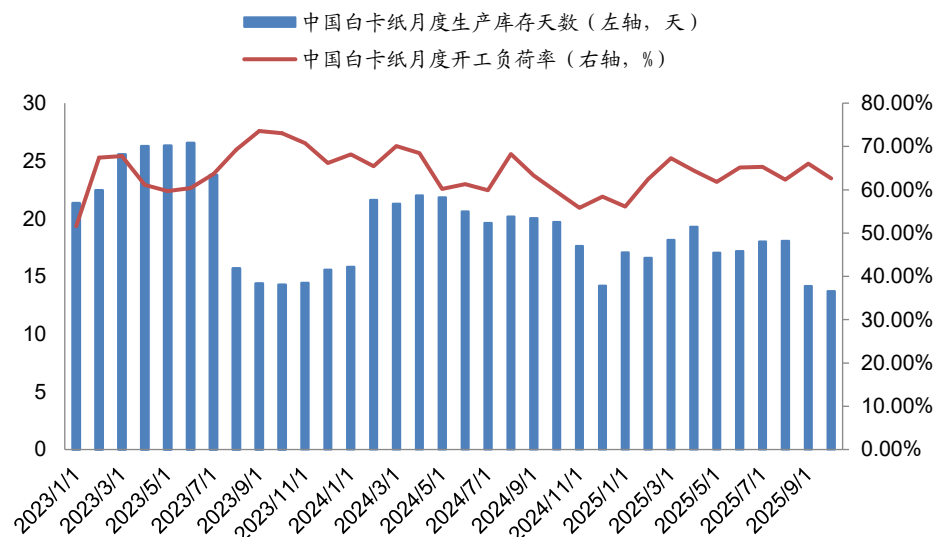
图表 3 中国白卡纸月度产量、月度消费量与供需缺口（千吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

**开工率小幅上升，去库存效果显现。**中国白卡纸行业开工负荷率在长期位于低位后呈现出小幅上升态势。2025 年 10 月，白卡纸开工负荷率为 62.65%，同比 +3.16pct，国内生产企业的生产积极性得到提高，新产能有待释放。白卡纸库存在长时间处于高位后也迎来下降，去库存效果显现。2025 年 10 月，白卡纸月度生产库存天数为 13.72 天，同比下降 6 天，整体库存处于偏低水平。总体来看，白卡纸行业的开工率和库存均得到改善，行业或将迎来上升。

图表 4 中国白卡纸月度生产库存天数与开工负荷率（天，%）

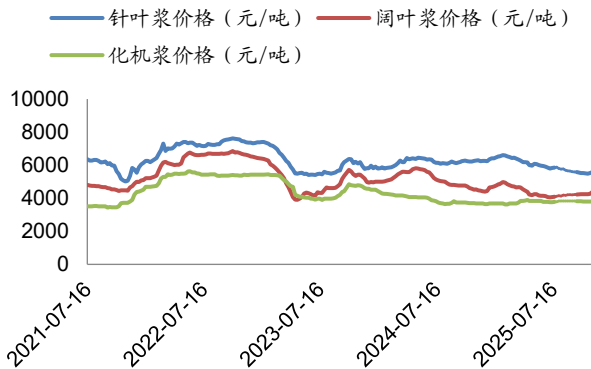


资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

**纸浆价格下降，行业盈利有所恢复。**随着行业下行，白卡纸毛利率出现倒挂。国内白卡纸价格自 2025 年 9 月以来维持持续上涨趋势，而原料木浆价格走势分化，

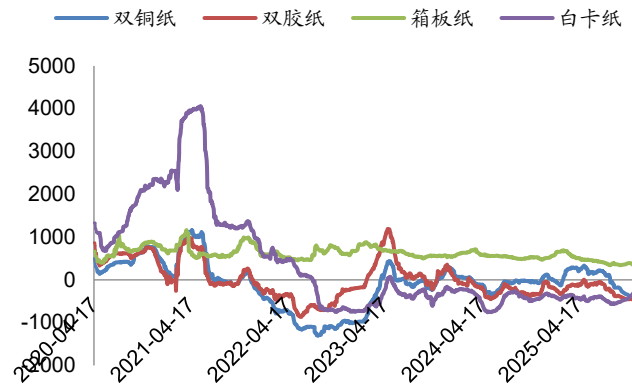
由于针叶浆以及化机浆价格以震荡下跌为主，白卡纸理论生产成本总体呈现下滑趋势，因此白卡纸毛利率陆续回升。据卓创资讯数据显示，10月白卡纸价格较9月上涨2.44%，生产成本下滑0.24%，毛利率+2.91pct。依进口木浆价格进行成本测算，行业仍处于亏损状态，但使用国产浆替代企业盈利已扭亏为盈，而目前国内规模企业多数拥有化机浆或阔叶浆配套产线，盈利整体呈现修复趋势，从而改善纸厂生产意愿，成为推动市场价格上行的关键因素。

图表 5 木浆价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

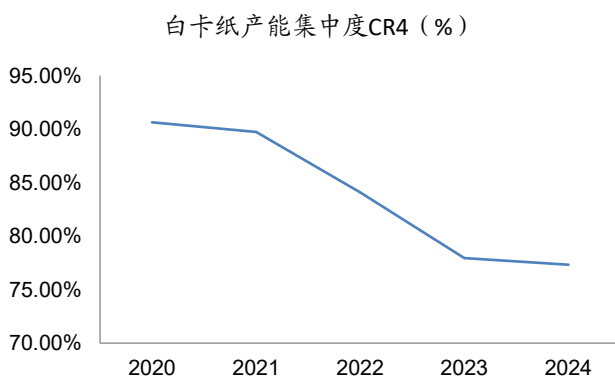
图表 6 主要纸种税后毛利（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

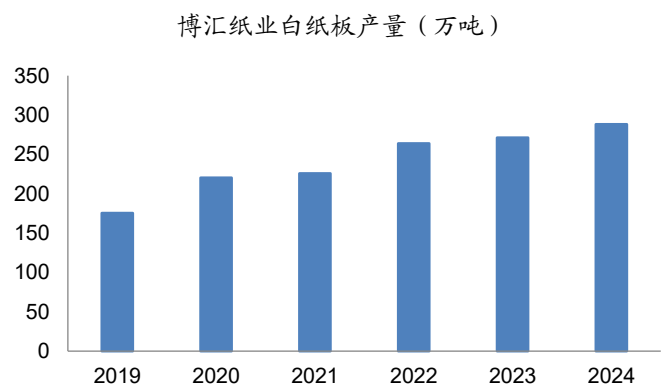
白卡纸行业集中度较高，头部企业定价权较高。2024 年，白卡纸 CR4 为 77.33%，金光纸业、博汇纸业、玖龙纸业、太阳纸业等企业市占率领先，白卡纸相较于双胶纸、双铜纸、瓦楞纸等纸种行业集中度更高，头部企业享有更高的定价权。过去由于行业产能扩张、供需失衡等因素，头部企业短期可能面临盈利较低甚至亏损的局面，但通过扩大规模，企业可以摊薄固定成本，提升生产效率，从而改善盈利能力，且在未来市场回暖时可以获得更大的收益。

图表 7 2020-2024 年白卡纸产能集中度 CR4（%）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 8 博汇纸业 2019-2024 年白纸板产量（万吨）



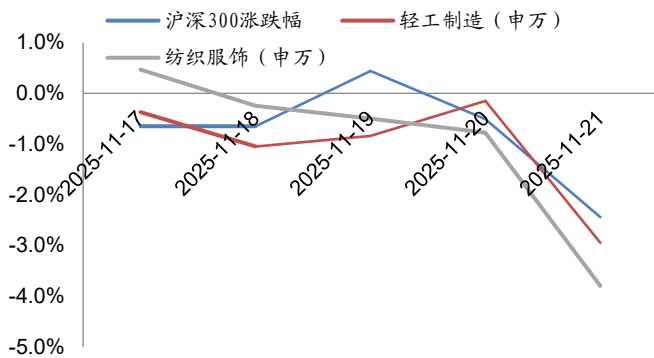
资料来源：iFinD，华安证券研究所

## 2 一周行情回顾

2025 年 11 月 17 日至 11 月 21 日，上证综指下跌 3.90%，深证成指下跌 5.13%，创业板指下跌 6.15%。分行业来看，申万轻工制造下跌 5.26%，相较沪深 300 指数 -1.49pct，在 31 个申万一级行业指数中排名 18；申万纺织服饰下跌 4.80%，相较沪深 300 指数 -1.03pct，在 31 个申万一级行业指数中排名 14。

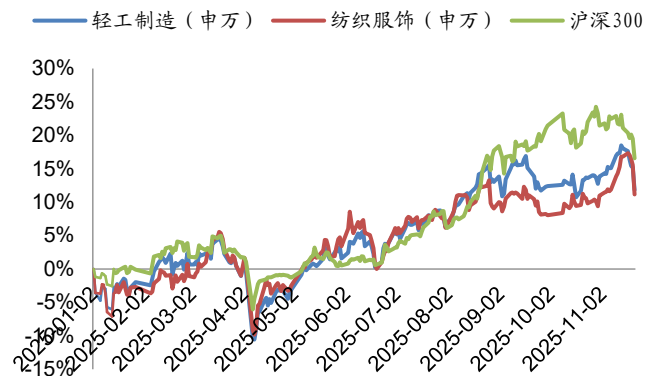


图表 9 申万轻工制造和纺织服饰指数变化



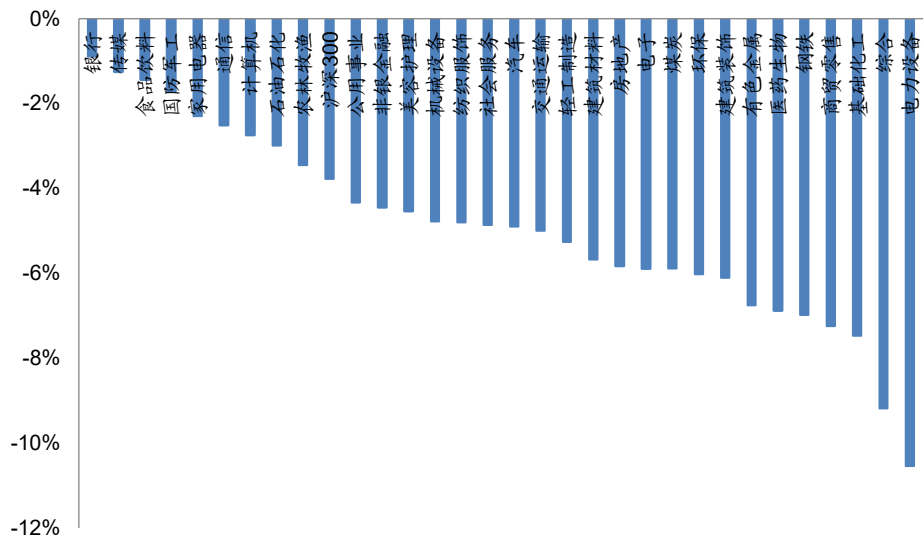
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 年初至今申万轻工制造和纺织服饰指数涨跌幅与沪深 300 对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 申万轻工制造和纺织服饰指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

轻工制造行业一周涨幅前十分别为好莱客(+35.42%)、梦天家居(+33.12%)、华瓷股份(+31.69%)、新宏泽(+11.91%)、家联科技(+9.49%)、匠心家居(+6.6%)、海鸥住工(+6.28%)、安妮股份(+6.03%)、齐心集团(+5.99%)、集友股份(+4.93%)，跌幅前十分别为青山纸业(-18.38%)、英联股份(-17.4%)、金富科技(-16.18%)、海象新材(-15.5%)、玉马科技(-13.9%)、金牌家居(-13.88%)、康欣新材(-12.93%)、创源股份(-12.81%)、中锐股份(-12.44%)、珠海中富(-12.3%)。

图表 12 A 股轻工制造行业周涨跌幅 Top5

排序	代码	名称	涨幅 top5 (%)	排序	代码	名称	跌幅 top5 (%)
1	603898.SH	好莱客	35.42	1	600103.SH	青山纸业	-18.38
2	603216.SH	梦天家居	33.12	2	002846.SZ	英联股份	-17.40
3	001216.SZ	华瓷股份	31.69	3	003018.SZ	金富科技	-16.18
4	002836.SZ	新宏泽	11.91	4	003011.SZ	海象新材	-15.50
5	301193.SZ	家联科技	9.49	5	300993.SZ	玉马科技	-13.90

资料来源: wind, 华安证券研究所

纺织服饰行业一周涨幅前十分别为真爱美家(+38.96%)、深中华 A(+32.23%)、九牧王(+31.72%)、深中华 B(+11.73%)、康隆达(+8.33%)、太平鸟(+7.05%)、泰慕士(+4.31%)、华生科技(+4.17%)、联发股份(+3.69%)、中胤时尚(+2.83%)，跌幅前十分别为三夫户外(-24.74%)、万里马(-22.6%)、孚日股份(-20.42%)、新华锦(-15.87%)、金发拉比(-13.8%)、新澳股份(-13.54%)、万事利(-13.15%)、华纺股份(-13.07%)、众望布艺(-12.74%)、美邦服饰(-12.71%)。

图表 13 A 股纺织服饰行业周涨跌幅 Top5

排序	代码	名称	涨幅 top5 (%)	排序	代码	名称	跌幅 top5 (%)
1	003041.SZ	真爱美家	38.96	1	002780.SZ	三夫户外	-24.74
2	000017.SZ	深中华 A	32.23	2	300591.SZ	万里马	-22.60
3	601566.SH	九牧王	31.72	3	002083.SZ	孚日股份	-20.42
4	200017.SZ	深中华 B	11.73	4	600735.SH	新华锦	-15.87
5	603665.SH	康隆达	8.33	5	002762.SZ	金发拉比	-13.80

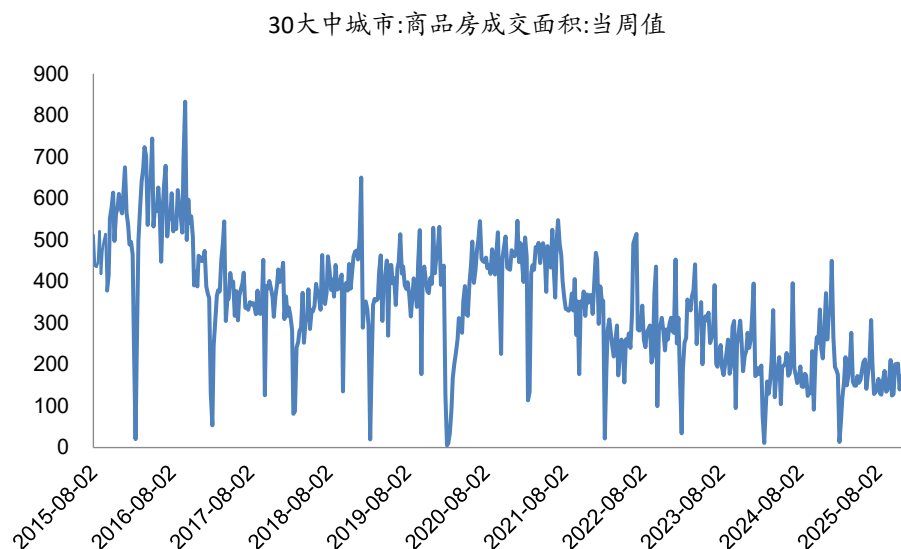
资料来源：wind，华安证券研究所

## 3 重点数据追踪

### 3.1 家居

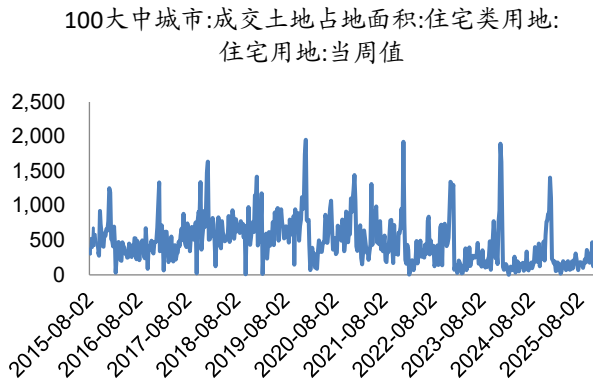
**地产数据：**2025 年 11 月 9 日至 11 月 16 日，全国 30 大中城市商品房成交面积 172.56 万平方米，环比+23.69%；100 大中城市住宅成交土地面积 304.32 万平方米，环比+148.28%。2025 年前十个月，住宅新开工面积 3.6 亿平方米，累计同比-19.3%；住宅竣工面积 2.49 亿平方米，累计同比-18.9%；商品房销售面积 7.2 亿平方米，累计同比-6.8%。

图表 14 30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



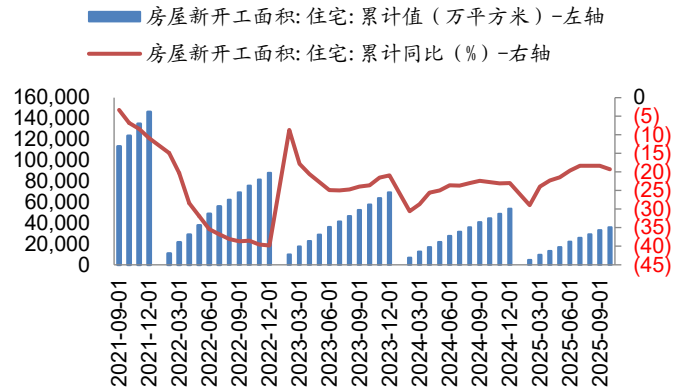
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 100 大中城市住宅用地成交面积 (万平方米)



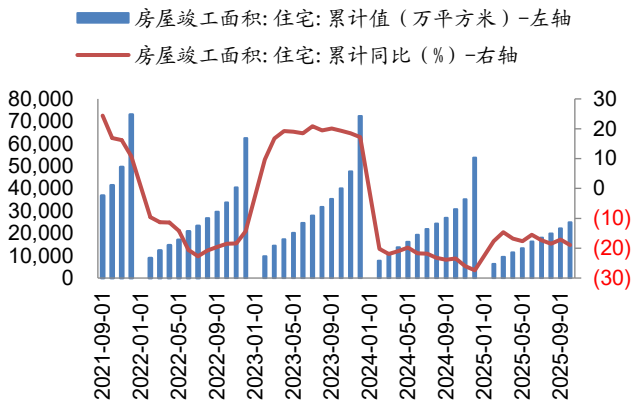
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 房屋住宅新开工面积累计值及同比 (万平方米, %)



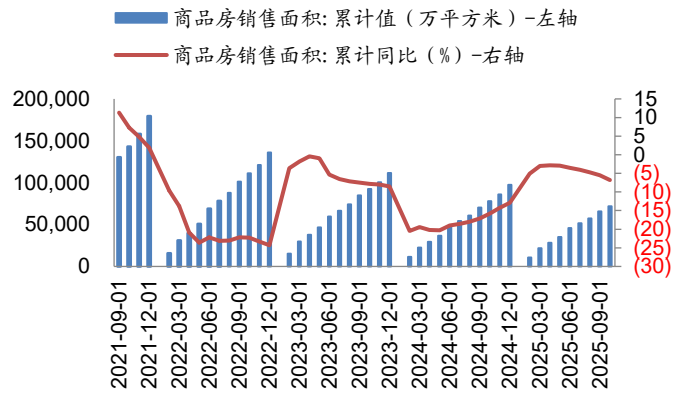
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 房屋住宅竣工面积累计值及同比 (万平方米, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

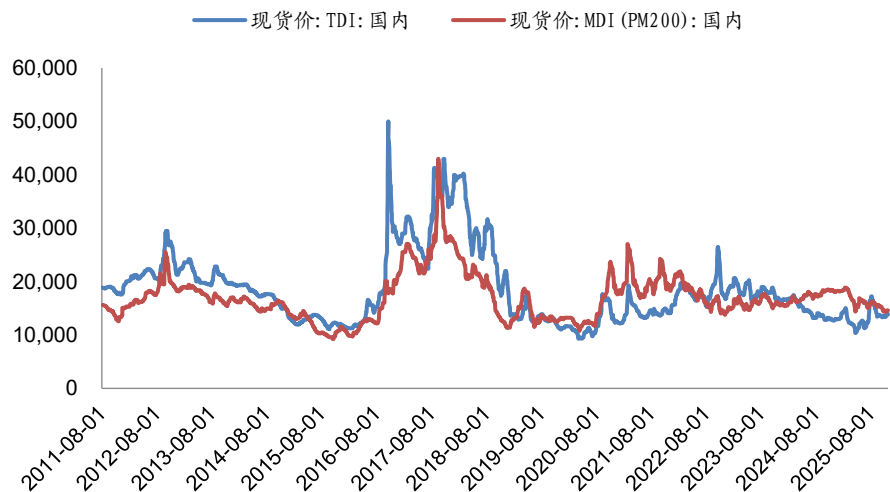
图表 18 房屋住宅销售面积累计值及同比 (万平方米, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

原材料数据: 截至 2025 年 11 月 21 日, 软体家居上游 TDI 现货价为 13850 元/吨, 周环比-1.07%; MDI 现货价为 14600 元/吨, 周环比 0%。

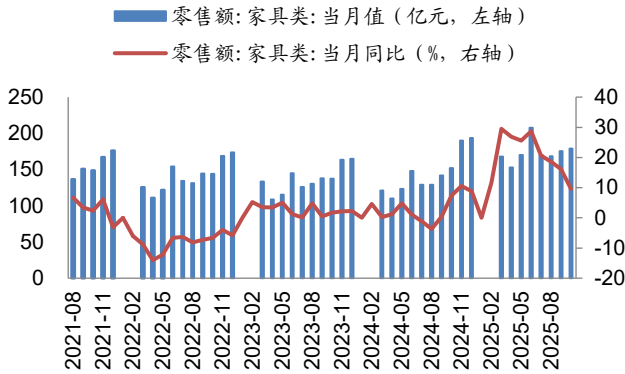
图表 19 TDI、MDI 现货价 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

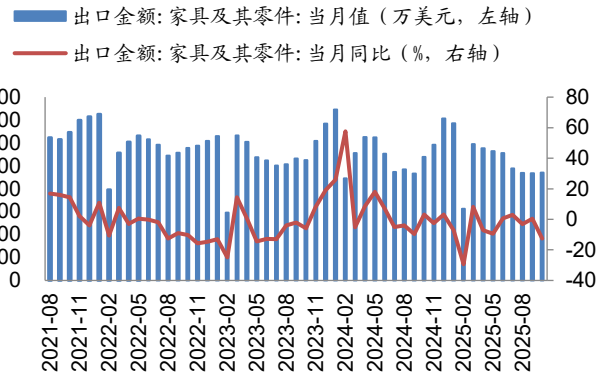
**销售数据:** 2025 年 10 月, 家具销售额为 179 亿元, 同比+9.6%; 当月家具及其零件出口金额为 470600 万美元, 同比-12.66%; 2025 年 9 月, 建材家居卖场销售额为 1308.38 亿元, 同比-8.02%。

图表 20 当月家具社会零售额及同比变化 (亿元, %)



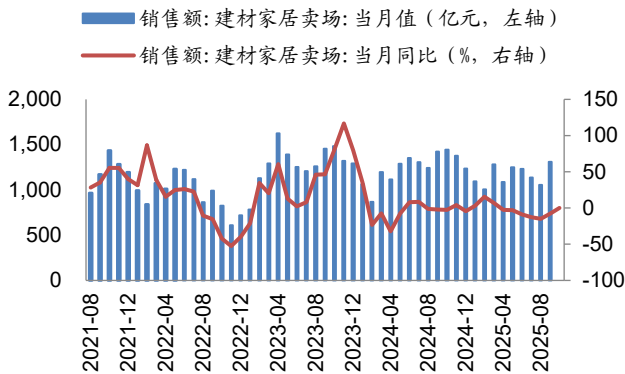
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 21 当月家具及其零件出口金额及同比变化 (万美元, %)



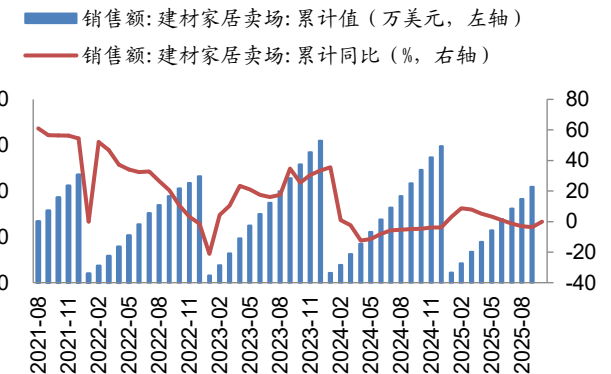
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 22 当月建材家居卖场销售额及同比变化 (亿元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 23 建材家居卖场累计销售额及累计同比变化 (亿元, %)



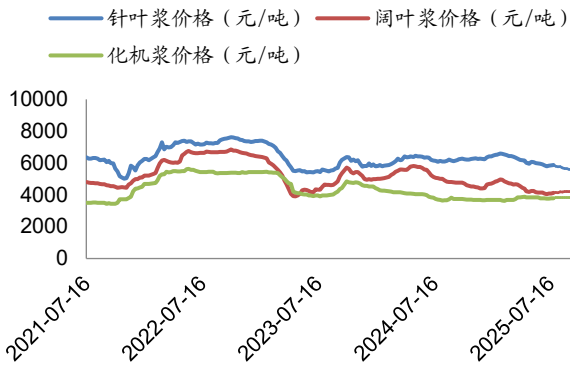
资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3.2 包装造纸

**纸浆&纸产品价格:** 截至 2025 年 11 月 21 日, 针叶浆/阔叶浆/化机浆价格分别为 5480.18/4381.32/3808.33 元/吨, 周环比-1.85%/-0.15%/0%; 废黄板纸/废书页纸/废纯报纸价格分别为 1886.67/1782.5/2250 元/吨, 周环比-1.12%/+0.28%/-3.43%; 白卡纸/白板纸/箱板纸/瓦楞纸价格分别为 4214/3442.5/3875.2/3200.63 元/吨, 周环比 0%/+1.85%/+0.26%/+0.49%; 双铜纸/双胶纸价格分别为 4750/4731.25 元/吨, 周环比-0.42%/0%; 生活用纸价格为 5600 元/吨, 周环比+0.3%。

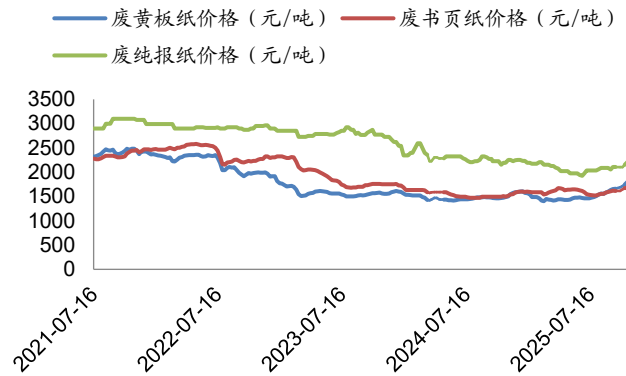


图表 24 木浆价格变化



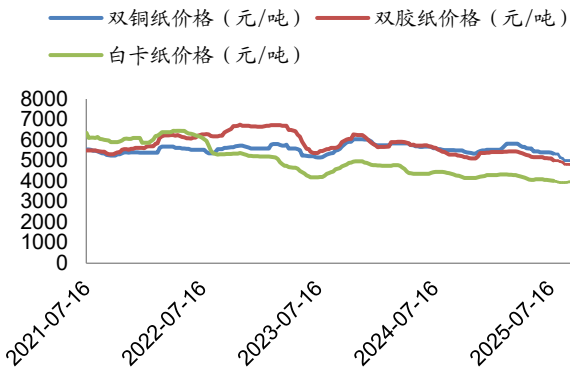
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 25 废纸价格变化



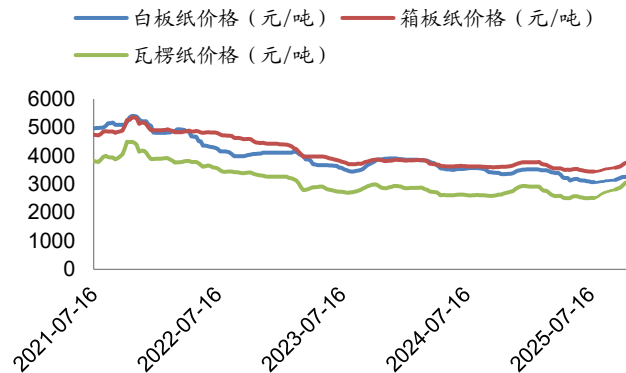
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 26 浆纸系价格



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

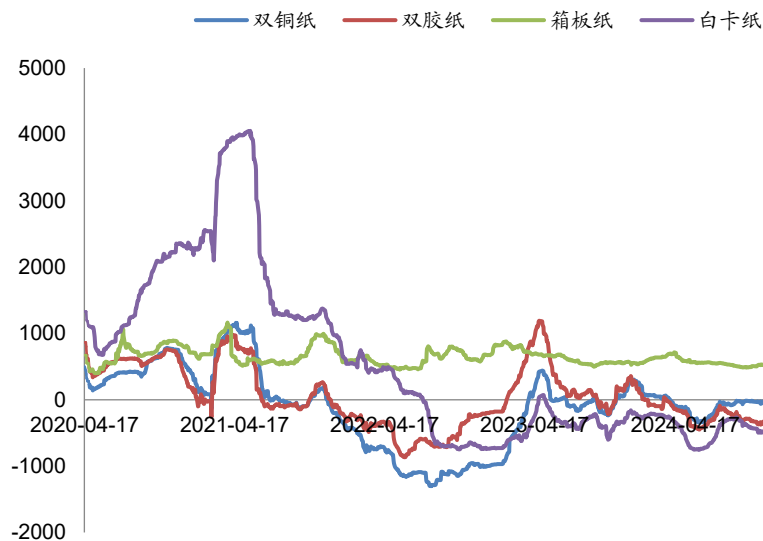
图表 27 废纸系价格



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

**吨盈数据：**截至 2025 年 11 月 21 日，双铜纸/双胶纸/箱板纸/白卡纸每吨毛利分别为-447.22/-509.61/362.68/-325.44 元/吨。

图表 28 主要纸种税后毛利（元/吨）

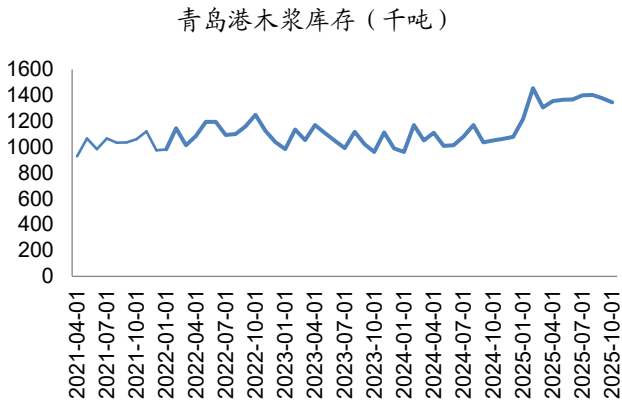


资料来源：wind，华安证券研究所



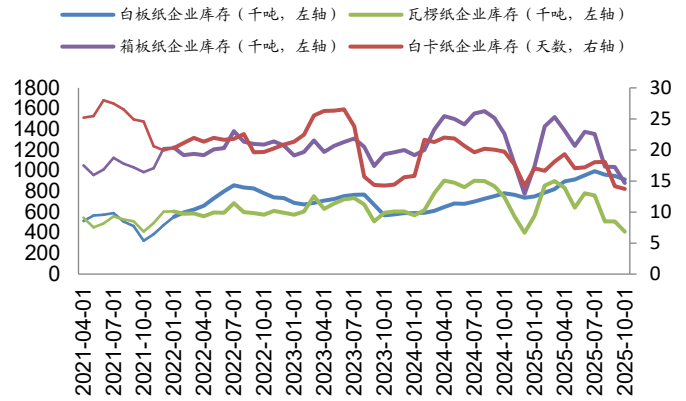
**纸类库存：**截至 2025 年 10 月 31 日，青岛港月度库存为 1347 千吨，月环比-2.32%；白卡纸/双胶纸/铜版纸月度企业库存天数分别为 13.72/18.82/21.82 天，月环比-3.11%/+5.97%/+4.65%；白板纸/瓦楞纸/箱板纸月度企业库存分别为 915/410.3/879 千吨，月环比-3.48%/-19.47%/-15.2%；生活用纸月度企业库存为 520.3 千吨，月环比 0%。

图表 29 青岛港木浆库存



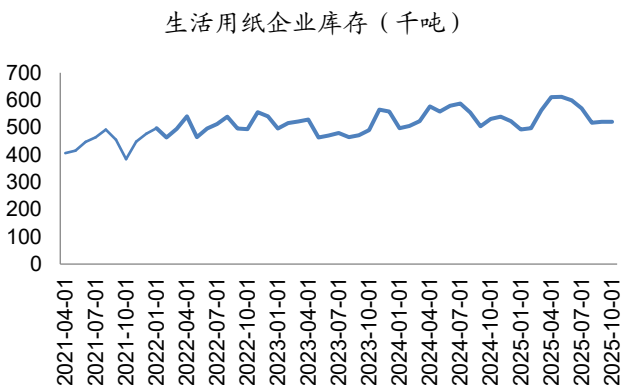
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 30 包装用纸企业库存



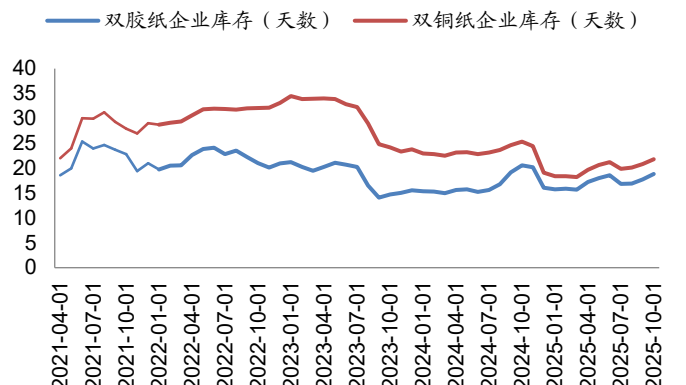
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 31 生活用纸企业库存



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 32 文化用纸企业库存

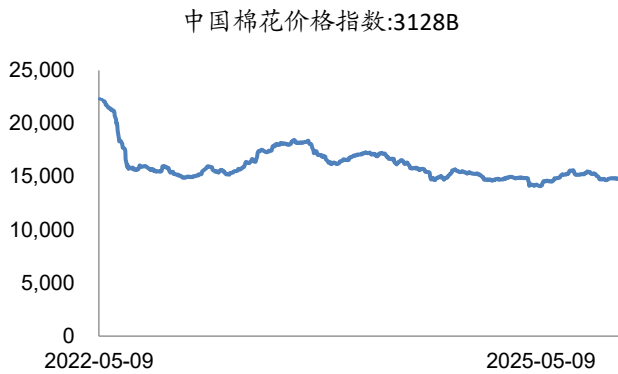


资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

### 3.3 纺织服饰

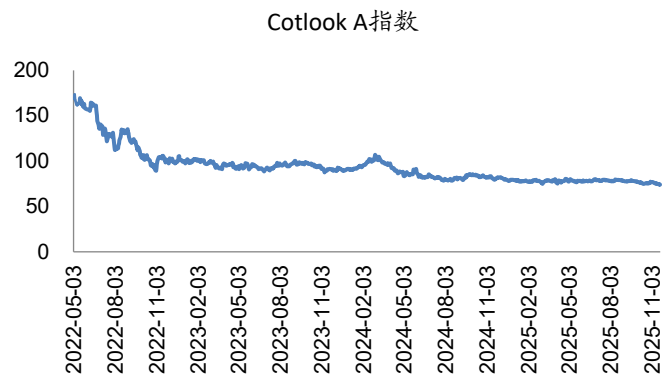
**原材料：**截至 2025 年 11 月 21 日，中国棉花价格指数:3128B 为 14796 元/吨，周环比-0.07%。截至 2025 年 11 月 20 日，Cotlook A 指数为 74 美分/磅，周环比-1.27%。截至 2025 年 11 月 14 日，中国粘胶短纤市场价为 12850 元/吨，周环比-0.77%；中国涤纶短纤市场价为 6300 元/吨，周环比-0.32%。截至 2025 年 11 月 18 日，中国长绒棉价格指数:137 为 25000 元/吨，周环比 0%；中国长绒棉价格指数:237 为 24450 元/吨，周环比 0%。截至 2025 年 11 月 20 日，内外棉差价为 948 元/吨，周环比+8.59%。

图表 33 中国棉花价格指数: 3128B (元/吨)



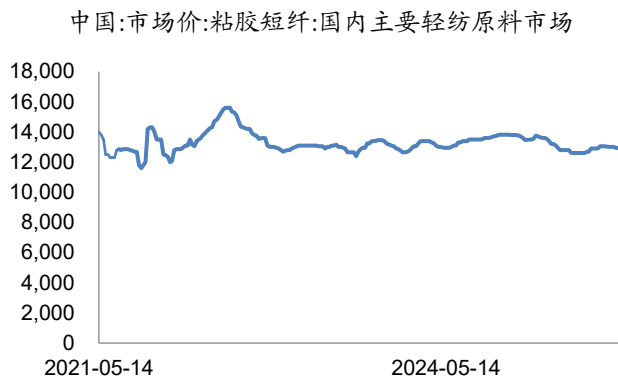
资料来源: wind, 全国棉花交易市场, 华安证券研究所

图表 34 Cotlook A 指数 (美分/磅)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 35 中国:市场价:粘胶短纤:国内主要轻纺原料市场 (元/吨)



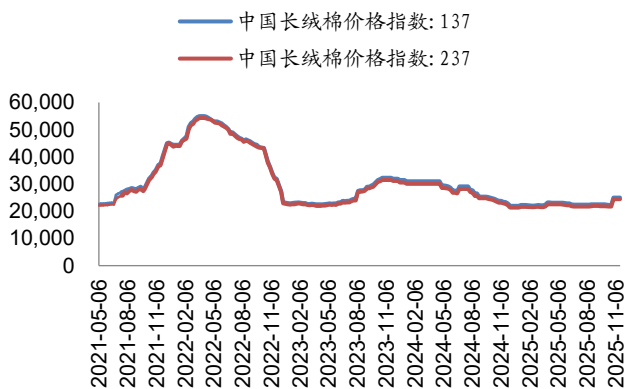
资料来源: wind, 锦桥纺织网, 华安证券研究所

图表 36 中国:市场价:涤纶短纤:国内主要轻纺原料市场 (元/吨)



资料来源: wind, 锦桥纺织网, 华安证券研究所

图表 37 中国长绒棉价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 中国棉花信息网, 华安证券研究所

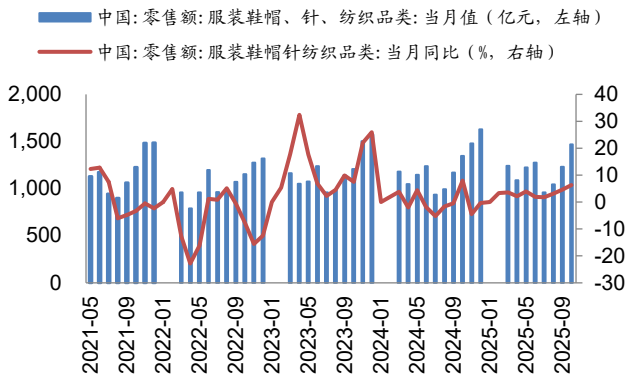
图表 38 内外棉价走势 (元/吨)



资料来源: wind, 中国棉花信息网, 华安证券研究所

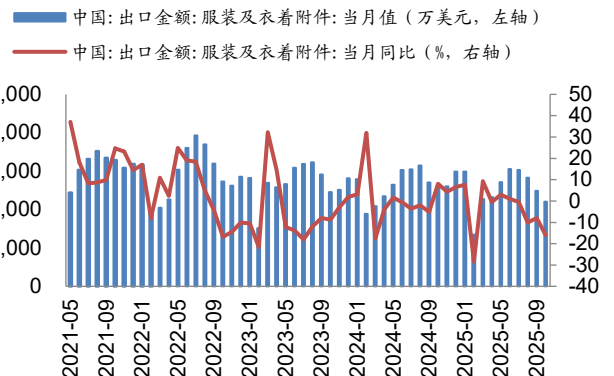
**销售数据:** 2025 年 10 月, 当月服装鞋帽、针、纺织品类零售额为 1470.8 亿元, 同比+6.3%; 当月服装及衣着附件出口金额为 1100348 万美元, 同比-15.9%。

图表 39 当月服装鞋帽、针、纺织品类社会零售额及同比变化（亿元，%）



资料来源：wind，国家统计局，华安证券研究所

图表 40 当月服装及衣着附件出口金额及同比变化（万美元，%）



资料来源：wind，海关总署，华安证券研究所

## 4 行业重要新闻

### （1）纸业网：多家企业上调产品价格，涉白卡、瓦楞、牛卡等多纸种（2025-11-21）

近期国内多家知名浆纸企业密集发布产品调价通知，涉及白卡纸、铜卡、食品卡、再生牛卡纸、高强瓦楞纸等多个纸种，调价幅度集中在 50 元/吨至 200 元/吨区间，执行时间主要集中在 2025 年 11 月下旬至 12 月 1 日。

企业普遍表示，调价旨在缓解经营压力、维护健康的市场秩序，确保能够持续为客户提供稳定的高品质产品及服务，推动行业长期健康发展。

**万国纸业太阳白卡纸有限公司：**自 2025 年 11 月 26 日起，我公司生产的白卡、铜卡、食品卡类全系列产品在目前执行价格基础上统一涨价 200 元/吨。

**东莞市金田纸业：**自 2025 年 11 月 21 日起，对东莞市金田纸业有限公司所产的金泊牌再生牛卡纸、金牌高强瓦楞纸在原价格基础上统一上涨 50 元/吨。

**江西晨阳纸业：**自 2025 年 12 月 1 日起，现将原纸价格暂时统一上调 200 元每吨，后期再根据市场情况随时做出调整。

**亚太森博(江苏)浆纸有限公司：**2025 年 11 月 24 日起，亚太森博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)。

**APP(中国)工业用纸事业部：**自 2025 年 12 月 1 日起，在 2025 年 11 月价格基础上上调 200 元/吨(含税)。

**联盛浆纸(漳州)有限公司：**自 2025 年 12 月 1 日起，我司生产的蓝叶涂布白卡产品在原有价格基础上统一上调 200 元/吨。

**玖龙纸业：**自 2025 年 12 月 1 日起，我司生产的所有白卡纸系列(包含社卡、铜版卡和食品卡等)产品在现有价格基础上，执行价上调 200 元/吨。

**博汇纸业：**自 2025 年 12 月 1 日起，在 2025 年 11 月价格基础上上调 200 元/吨(含税)。

**亚太森博(江苏)浆纸有限公司：**2025 年 11 月 24 日起，亚太森博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)。

**山鹰纸业：**山鹰纸业宿州基地自 11 月 20 日起，瓦纸上调 50 元/吨。山鹰纸业安徽基地自 11 月 20 日起，T 纸、瓦纸上调 50 元/吨。山鹰纸业广东基地自 11 月 21 日起，T 纸、瓦纸上调 50 元/吨。山鹰纸业福建基地自 11 月 21 日起，红杉系、瓦

纸系上调 50 元/吨。山鹰纸业吉林基地自 11 月 24 日起，瓦纸上调 30 元/吨。

## （2）纸视界：2025 中国造纸产品及流通服务市场研讨会暨胶版纸专题会在重庆成功举办（2025-11-21）

2025 年 11 月 19 日，由中国造纸协会主办的 2025 中国造纸周重磅活动——“2025 中国造纸产品及流通服务市场研讨会暨胶版纸专题会”（以下简称“研讨会”）在重庆成功举办。

本次研讨会在主办单位中国造纸协会，承办单位浙江豪盛智能装备有限公司、中国造纸协会胶版印刷纸工作委员会、上海全纸联网络科技有限公司，以及联合承办单位中国纸业投资有限公司、山东华泰纸业股份有限公司、山东太阳纸业股份有限公司、山东晨鸣纸业集团股份有限公司、金光纸业（中国）投资有限公司、亚太森博（广东）纸业有限公司、玖龙纸业（控股）有限公司、岳阳林纸股份有限公司、大河纸业股份有限公司、山东江河纸业有限责任公司、天邦控股有限公司、厦门建发浆纸集团有限公司的共同努力下胜利召开。

研讨会汇聚了行业协会领导、造纸企业代表、纸贸易商、印厂用户及咨询机构专家等近 700 位业界人士参会，围绕市场现状、价值重塑、协同机制等，深入剖析了中国造纸产品市场当前面临的挑战与机遇，明确了产业链协同共进的方向，为文化纸市场的稳定发展注入了强劲信心。

中国造纸协会理事长赵伟在“坚守初心 协同共进”致辞中指出，当前全球经济形势严峻，造纸行业面临生产运营困难、供需阶段性失衡、价格低位运行等问题，部分品种增产不增收、利润归零。他强调，行业要回归本质，应坚守质量、服务、发展三大底线，推动产业链协同发展——纸厂需优化产能、创新技术，贸易商要向服务转型，全链条构建风险共担、价值共创、利益共享的协同机制。尽管当前面临生产经营困难，但市场仍具发展空间，协会将持续推动各方合作，携手促进行业高质量发展。

## （3）电子烟资讯网：帝国烟草在英国推出 ZONE 尼古丁袋（2025-11-21）

帝国烟草（Imperial Brands）在英国推出全新尼古丁袋品牌 ZONE，旨在帮助零售商抓住消费者对尼古丁袋日益增长的兴趣，同时吸引寻求风险更低的尼古丁递送系统的成年尼古丁使用者。

ZONE 尼古丁袋每罐包含 20 片，采用更纤细的设计，提升口感并便于隐蔽使用。售价设定为 6.50 英镑。初始产品系列提供五种口味选择：Sweet Mint（甜薄荷）、Cool Mint（清凉薄荷）、Watermelon Ice（西瓜冰）、Juicy Peach（多汁蜜桃）和 Berry Blast（浆果风暴）。

在英国尼古丁袋市场中，尼古丁强度 9-12mg 区间约占 43.4%，因此 ZONE 定位于该区间，旨在把握该细分市场的增长机会。ZONE 的四种口味将提供 10mg 强度版本，清凉薄荷和浆果风暴口味还将额外推出 11mg 强度版本。

帝国烟草英国市场经理 Andrew Malm 表示：“预计未来五年该品类销量将增长 234%，因此为英国市场开发高品质尼古丁替代产品的机会极为可观。”他补充道，“ZONE 是经过广泛研究和产品开发的成果，同时也为零售业提供了绝佳的业务拓展机会。该品牌将在未来几周内逐步进驻独立零售渠道，旨在为零售商提供一个“具有吸引力且具竞争力的尼古丁袋消费者产品，同时，该品牌产自“欧洲顶尖生产基地”，与公司推广非燃烧产品组合的战略一致。”

**(4) 纸箱网：包装纸提价+库存收缩造纸板块复苏动能强化（2025-11-18）**

玖龙、山鹰等头部企业多基地率先上调瓦楞纸、牛卡纸等价格 50 元每吨，山西强伟纸业等中小纸企跟进，涨幅 30-8 元每吨。终端市场同步走强，箱板纸、瓦楞纸均价周环比均涨 80 元每吨；白板纸受停机检修、库存下降影响，价格区间扩至 2500-3850 元每吨。

废旧黄板纸均价 1934 元每吨居高不下，再生浆进口政策调整加剧供给收缩。纸浆市场亦添助力，呈现“库存去化+价格稳升”特征，国内主流港口纸浆库存环比减 5.3 万吨，期货库存降至 22.20 万吨，反映需求改善。价格端，纸浆期货收盘价均值微升 10.8 元每吨，国内漂针浆、漂阔浆均价分别涨 11.25 元每吨、18.75 元每吨，成本预期趋稳。

## 5 公司重要公告

**(1) 公牛集团：公牛集团股份有限公司股东大宗交易减持股份结果公告（2025-11-18）**

本次减持计划实施前，公牛集团股份有限公司（以下简称“公司”）实际控制人之一阮学平先生持有公司股份 255,580,569 股，占公司总股本的 14.13%；阮学平先生与一致行动人宁波良机实业有限公司、阮立平先生、宁波凝晖投资管理合伙企业（有限合伙）、宁波梅山保税港区铄今投资管理有限公司合计持有公司股份 1,532,941,975 股，占公司总股本的 84.76%；上述股份来源均为公司首次公开发行前持有的股份及公司上市后资本公积金转增股本方式、股东解散非交易过户方式取得的股份。

公司于 2025 年 10 月 10 日在上海证券交易所网站（[www.sse.com.cn](http://www.sse.com.cn)）披露了《股东大宗交易减持股份计划公告》（公告编号：2025-074），阮学平先生拟通过大宗交易方式减持公司股份不超过 36,171,753 股（不超过公司总股本的 2%），减持期间为自减持计划公告之日起 15 个交易日之后 3 个月内。

公司分别于 2025 年 11 月 4 日、2025 年 11 月 12 日在上海证券交易所网站（[www.sse.com.cn](http://www.sse.com.cn)）披露了《关于持股 5%以上股东权益变动触及 1%刻度的提示性公告》（公告编号：2025-085、2025-086），阮学平先生因实施减持，其与一致行动人合并持有公司的股份比例分别由 84.76%减少至 83.55%以及由 83.55%减少至 82.97%，持股权益变动两次触及 1%的整数倍。

公司于 2025 年 11 月 17 日收到阮学平先生发来的《关于减持所持公牛集团股份有限公司股份结果的告知函》，在本次减持计划实施期间，阮学平先生累计减持公司股份数 36,171,753 股，占公司总股本的 2.00%，本次减持计划实施完毕。

截至本公告披露日，阮学平先生持有公司股份数 219,408,816 股，占公司总股本的 12.13%。阮学平先生与一致行动人宁波良机实业有限公司、阮立平先生、宁波凝晖投资管理合伙企业（有限合伙）、宁波梅山保税港区铄今投资管理有限公司合计持有公司股份 1,496,770,222 股，占公司总股本的 82.76%

**(2) 东鹏控股：关于股份回购完成暨股份变动的公告（2025-11-20）**

广东东鹏控股股份有限公司（以下简称“公司”）于 2024 年 11 月 18 日召开第五届董事会第十三次会议，审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的议案》，公司拟使用自有资金及回购专项贷款以集中竞价交易方式回购公司股份，回购总金额不低于人民币 10,000 万元（含）且不超过 20,000 万元（含），回购价



格不超过 9.08 元/股。具体情况详见公司于 2024 年 11 月 19 日披露的《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案暨取得回购专项贷款承诺函的公告》（公告编号：2024-093）。

截至 2025 年 11 月 18 日，公司本次股份回购方案已实施完成，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份 17,330,200 股，占公司目前总股本的 1.50%，其中最低成交价为 5.65 元/股，最高成交价为 7.45 元/股，成交总金额为人民币 106,745,186.00 元（不含交易费用）。公司本次实际回购的时间区间为 2025 年 1 月 23 日至 2025 年 10 月 28 日。

本次回购股份的资金来源为公司自有资金及回购专项贷款，回购价格未超过回购方案中拟定的上限，本次回购符合相关法律法规的要求，符合既定的回购股份方案。

### （3）松霖科技：关于 2023 年限制性股票激励计划首次授予部分第一个解除限售期解除限售暨上市的公告（2025-11-19）

2025 年 11 月 13 日，厦门松霖科技股份有限公司（以下简称“公司”或“松霖科技”）召开第三届董事会第二十七次会议，审议通过了《关于 2023 年限制性股票激励计划首次授予部分第一个解除限售期解除限售条件成就的议案》。

根据本激励计划及相关法律法规的规定，本激励计划首次授予的限制性股票限售期分别为首次授予的限制性股票登记完成之日起 14 个月、26 个月、38 个月。本次拟解除限售的限制性股票的首次授予登记日为 2024 年 1 月 24 日，第一个限售期已于 2025 年 3 月 23 日届满。第一个解除限售期为 2025 年 3 月 24 日—2026 年 3 月 23 日，即自首次授予登记完成之日（2024 年 1 月 24 日）起 14 个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起 26 个月内的最后一个交易日当日止，首次授予的限制性股票在符合解除限售条件后可申请解除限售所获总量的 40%。

根据《激励计划》的有关规定，公司激励计划首次授予限制性股票第一个解除限售期的相关解除限售条件已成就，本次 114 名激励对象主体资格合法、有效，均符合解除限售条件；解除限售安排符合《上市公司股权激励管理办法》及公司激励计划的有关规定，不存在损害公司及全体股东利益的情形，同意公司为本次符合解除限售条件的 114 名激励对象办理限制性股票解除限售相关事宜，对应的解除限售股票数量为 277.80 万股，约占公司目前总股本的 0.64%。

### （4）五洲特纸：关于控股股东、实际控制人及其一致行动人权益变动触及 1% 刻度的提示（2025-11-19）

公司于 2025 年 8 月 7 日在上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）披露了《五洲特种纸业集团股份有限公司股东减持股份计划公告》（公告编号：2025-050），因自身资金需求，林万明先生拟通过集中竞价交易方式减持其持有的公司股份不超过 1,240,818 股，即不超过公司当时总股本的 0.26%；赵云飞女士拟通过集中竞价交易方式减持其持有的公司股份不超过 480,900 股，即不超过公司当时总股本的 0.10%。本次减持价格将按照减持实施时的市场价格确定，减持期间为自减持股份计划公告披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内（根据中国证券监督管理委员会及上海证券交易所相关规定禁止减持的期间除外）。若在减持计划实施期间公司发生派发红利、送红股、资本公积转增股本、增发新股或配股等股本变动、股本除权除息事项的，则上述减持计划将做相应调整。

公司于 2025 年 11 月 17 日收到股东发来的《五洲特种纸业集团股份有限公司

控股股东、实际控制人及其一致行动人权益变动触及 1%刻度的告知函》，公司控股股东、实际控制人之一致行动人林万明先生于 2025 年 11 月 3 日至 2025 年 11 月 17 日期间，通过集中竞价交易方式累计减持公司股份 616,200 股。

本次权益变动后，公司控股股东、实际控制人及其一致行动人合计持有公司股份比例由 82.13%减少至 82.00%，触及 1%刻度。

#### **(5) 吉宏股份：关于公司董事会完成换届选举及聘任高级管理人员的公告 (2025-11-22)**

厦门吉宏科技股份有限公司（以下简称“公司”）于 2025 年 11 月 21 日召开 2025 年第三次临时股东会，审议通过公司董事会换届选举相关事项，以累积投票方式选举 4 名非独立董事和 4 名独立董事，并与职工代表大会选举产生的 1 名职工代表董事组成公司第六届董事会。同日，公司召开第六届董事会第一次会议，审议通过选举公司董事长、副董事长、各专门委员会委员及聘任高级管理人员等议案，现将有关情况公告如下：

##### **一、第六届董事会组成情况**

###### **(一) 第六届董事会构成**

1、董事长：庄浩女士；2、副董事长：张和平先生；3、执行董事：庄浩女士、张和平先生、庄澍先生、陆它山先生；4、非执行董事：白雪婷女士；5、独立非执行董事：薛永恒先生、邓以海先生、张国清先生、蔡庆辉先生

公司第六届董事会由 9 名董事组成，任期自 2025 年第三次临时股东会审议通过之日起三年。董事会中兼任公司高级管理人员以及由职工代表担任的董事人数总计未超过公司董事总数的二分之一，独立非执行董事人数比例不低于董事会成员的三分之一，且兼任境内上市公司独立董事均未超过 3 家。独立非执行董事的任职资格和独立性已经深圳证券交易所审核无异议。

###### **(二) 董事会专门委员会组成情况**

1、战略委员会：庄浩、张和平、薛永恒，召集人：庄浩；2、审计委员会：张国清、邓以海、蔡庆辉，召集人：张国清；3、提名委员会：蔡庆辉、薛永恒、张和平，召集人：蔡庆辉；4、薪酬与考核委员会：邓以海、张国清、庄澍，召集人：邓以海

##### **二、公司聘任高级管理人员情况**

根据公司第六届董事会第一次会议决议，同意聘任庄浩女士为公司总经理，聘任庄澍先生和陆它山先生为公司副总经理，聘任陆它山先生为公司董事会秘书，聘任吴明贵先生为公司财务总监，前述高级管理人员的任期与公司第六届董事会任期一致。陆它山先生尚未取得深圳证券交易所颁发的董事会秘书资格证书，其已承诺参加最近一期上市公司董事会秘书资格培训并取得深圳证券交易所颁发的董事会秘书资格证书，待取得上述董事会秘书任职资格证书后聘任正式生效。由于陆它山先生亦为公司第六届董事会董事，在聘任正式生效前，董事会特别指定其代行董事会秘书职责。公司证券事务代表许文秀女士已取得深圳证券交易所颁发的董事会秘书资格证书，具备履行相关职责所必需的财务、管理和法律专业知识，具有良好的职业道德和个人品德，任职资格符合《公司法》《深圳证券交易所股票上市规则》等法律法规相关规定。

#### **(5) 嘉益股份：关于限制性股票归属增发股份调整可转债转股价格的公告 (2025-11-18)**

2025 年 11 月 5 日，公司召开了第三届董事会第十九次会议，审议通过了《关于 2024 年限制性股票激励计划首次授予部分第一个归属期归属条件成就的议案》，同意公司为符合归属资格的 202 名激励对象办理归属限制性股票共计 45.92 万股，授予价格（调整后）为 31.37 元/股。

公司按照有关规定办理上述限制性股票登记手续，上市流通日定为 2025 年 11 月 20 日。本次新增股份登记完成后，公司总股本将由 145,446,962 股增加至 145,906,162 股，详见公司披露于巨潮资讯网的《关于 2024 年限制性股票激励计划首次授予部分第一个归属期归属结果暨股份上市的公告》（公告编号：2025-089）。

根据《募集说明书》以及中国证监会关于可转换公司债券发行的有关规定，增发新股或配股将按下述公式对转股价格进行调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

增发新股或配股： $P1 = (P0 + A \times k) / (1 + k)$ 。

其中：P0 为调整前有效的转股价，k 为该次增发新股率或配股率，A 为该次增发新股价或配股价，P1 为调整后有效的转股价。

本次公司实施上述限制性股票激励计划股份归属并登记上市后，“嘉益转债”的转股价格调整如下：P0=79.76 元/股，A=31.37 元/股， $k=459,200/145,446,962=0.32\%$ ，

$P1 = (P0 + A \times k) \div (1 + k) = (79.76 + 31.37 \times 0.32\%) \div (1 + 0.32\%) = 79.61$  元/股因此，“嘉益转债”的转股价格由原 79.76 元/股调整为 79.61 元/股。调整后的转股价格自 2025 年 11 月 20 日起生效。

## 6 风险提示

宏观经济增长不及预期风险；企业经营状况低于预期风险；原料价格上升风险；汇率波动风险；竞争格局加剧。

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

**分析师：**余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。