

轻工制造行业周报（25年第31周）

海外烟草龙头 2025H1 财报梳理：新型烟草增速向好

优于大市

核心观点

本周研究跟踪与投资思考：近期海外烟草龙头相继发布 2025H1 财报，业绩整体稳健，新型烟草依然是重要的增长驱动，英美烟草、菲莫国际与日本烟草均上调全年预期。本周我们对海外烟草龙头 25H1 财报进行梳理。

英美烟草：25H1 收入同比-2.2%，新型烟草业务占比 13.7%。2025H1 实现收入 120.69 亿英镑/-2.2%；其中新型烟草收入 16.5 亿英镑，基本持平，新型烟草收入占比提升至 13.7%，无烟产品消费者达 3050 万人。1) **雾化电子烟：**2025H1 收入 7.4 亿英镑/-15.3%，销量 2.53 亿支/-12.9%。2025H2 BAT 将推出新高端产品 Vuse Ultra，预计下半年收入将加速增长。2) **加热不燃烧：**2025H1 收入 4.4 亿英镑/+0.8%，销量 101 亿支/+1.6%。高端产品 Glo Hilo 在日本仙台推出 5 周后带动 Glo 在当地市占率提升 1.5pct，随着下半年 Hilo 在主要市场陆续试点推出，预计收入增长有望提速。3) **新型口含烟：**2025H1 收入 4.7 亿英镑/+38.1%，销量 50 亿袋/+42.2%。

菲莫国际：25Q2 收入同比+7.1%，无烟烟草业务占比 41.6%。Q2 实现净收入 101.4 亿美元/+7.1%；其中无烟烟草收入 41.6 亿美元/+15.2%，无烟烟草收入占比 41.6%，无烟烟草用户数达 4150 万人，其中 IQOS 用户数 3400 万人。1) **加热不燃烧：**Q2 出货量 388 亿支/+9.2%，剔除渠道库存影响后同比+11.4%，IQOS 在日本的调整后市场份额增至 31.7%，在欧洲的调整后市场份额增至 10.9%。2) **口含烟：**Q2 口含烟出货量 3.1 亿罐/+26.5%，尼古丁袋出货量 2.15 亿罐/+43%，ZYN 已进入全球 44 个市场。3) **雾化电子烟：**Q2 出货量 8.6 亿个/+123.4%。VEEV 目前已在全球 42 个市场销售，在包括意大利、希腊等在内 6 个市场的封闭式电子烟市占率第一。

日本烟草：25Q2 收入同比+9.4%，HTS 出货量同比+31.2%。Q2 实现收入 9076 亿日元/+9.4%；其中 RRP 收入 292 亿日元/+8.8%，新型烟草收入占比 3.2%。Q2 RRP 全球出货量 33 亿支/+21.4%，其中加热不燃烧出货量 26 亿支/+31.2%。5 月 JT 在日本推出新产品 Ploom AURA，上市 3 周销量为前代 3 倍，推动 JT 在日本 HTS 市场份额第二季度升至 13.6%。

奥驰亚：25Q2 收入同比-1.7%，ON! 实现强劲增长。Q2 实现收入 61.0 亿美元/-1.7%；其中口含烟收入 7.5 亿美元/+5.9%，口含烟收入占比约 12.3%。1) **口含烟：**Q2 销量 1.99 亿罐/-1.0%。其中 Copenhagen 销量 0.96 亿罐/-7.7%；Skoal 销量 0.34 亿罐/-8.8%；ON! 销量 0.52 亿罐/+26.5%。2) **电子烟：**含 NJOY 在内的“所有其他”项在 Q2 录得净收入负 800 万美元与营业亏损 1.08 亿美元，主要系 NJOY 受到美国 ITC 发布的禁止 NJOY ACE 产品在美国进口和销售的禁令影响，上半年商誉减值 8.73 亿美元。

重点数据跟踪：市场回顾：上周轻工板块-1.59%，周相对收益+0.16%。**家居板块：**6 月家具类零售额同比+28.7%，建材家居卖场销额同比-8.9%；上周 TDI 国内现货价上涨 1200 元/吨，软泡聚醚市场价上涨 650 元/吨。**浆价纸价：**上周外盘针阔叶浆价格持平；内盘针叶浆下跌 50 元/吨、阔叶浆价格持平；溶解浆价格持平；废纸现货价上涨 30 元/吨；成品纸方面，上周双胶纸与双铜纸市场价均下跌 50 元/吨，箱板纸与瓦楞纸价格持平，白卡纸下跌 100 元/吨、白板纸价格持平。**地产数据：**7 月 30 大中城市商品房成交面积同比-18.6%，6 月十城二手房成交面积同比+7.3%。**出口数据：**6 月我国家具出口额同比+0.6%，纸及纸制品出口额同比-3.7%。**潮玩消费：**6 月潮玩动漫线上

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
S0980523020001

联系人：李晶 0755-81983063
lijing29@guosen.com.cn
S0980523020001

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25周）-5月轻工出口延续走弱，Meta发布AI运动眼镜新品》——2025-06-23

《轻工制造行业周报（25年第23周）-英美烟草上半年营收略超预期，6月9日布鲁可入通》——2025-06-09

《轻工制造行业周报（25年第16周）-卡游招股说明书梳理：爆款IP驱动，线下渠道占位，全产业链能力夯实优势》——2025-04-22

《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》——2025-04-15

《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

GMV 增速 13.7%，积木与卡牌线上增速为-12.4%/-17.3%。

投资建议：随着下半年以旧换新资金有序下达，关注家居龙头经营与估值修复，推荐**欧派家居/索菲亚/顾家家居/公牛集团**；造纸板块重点推荐新产能投放驱动增长的**太阳纸业**；包装板块推荐基本面稳健的高分红标的**裕同科技**；文娱板块推荐传统主业修复、新业务快速成长的**晨光股份**；烟草板块重点推荐雾化业务触底反转、HNB 二次增长逻辑持续验证的**思摩尔国际**，以及具备独家经营壁垒和资产注入预期的烟草稀缺标的**中烟香港**。

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；烟草行业政策监管风险；新品及新市场开拓不及预期。

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	
					2025E	2026E	2025E	2026E
002078	太阳纸业	优于大市	14.11	39,431	1.20	1.41	11.8	10.0
002831	裕同科技	优于大市	23.68	22,035	1.80	2.05	13.2	11.6
603195	公牛集团	优于大市	47.30	85,546	3.53	3.83	13.4	12.3
603899	晨光股份	优于大市	31.17	28,707	1.70	1.91	18.3	16.3
002572	索菲亚	优于大市	13.62	13,117	1.36	1.51	10.0	9.0
603833	欧派家居	优于大市	51.58	31,420	4.52	4.98	11.4	10.4
603816	顾家家居	优于大市	25.49	20,947	2.19	2.41	11.6	10.6
6969	思摩尔国际	优于大市	19.98	123,643	0.25	0.35	79.9	57.1
6055	中烟香港	优于大市	31.65	21,892	1.30	1.41	24.3	22.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：思摩尔国际与中烟香港 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 英美烟草：25H1 收入同比-2.2%，新型烟草业务占比 13.7%	6
2.2 菲莫国际：25Q2 收入同比+7.1%，无烟烟草业务占比 41.6%	8
2.3 日本烟草：25Q2 收入同比+9.4%，HTS 出货量同比+31.2%	10
2.4 奥驰亚：25Q2 收入同比-1.7%，ON! 实现强劲增长	10
3. 上周行情回顾	11
4. 重点数据跟踪	12
4.1 家居板块：6 月家具零售额同比+28.7%，建材家居卖场销售额同比-8.9%	12
4.2 造纸板块：上周内盘针叶浆价格小跌，文化纸价格小跌	13
4.3 地产数据：7 月 30 大中城市商品房成交面积增速-18.6%	15
4.4 出口数据：6 月家具及其零件出口额同比+0.6%	16
4.5 潮玩消费：6 月潮玩动漫线上增速 13.7%	17
5. 公司公告与行业动态	18
5.1 公司公告	18
5.2 行业动态	18
6. 重点标的盈利预测	19

图表目录

图 1: 2025H1 英美烟草总收入 120.7 亿英镑, 同比-2.2%	7
图 2: 2025H1 英美烟草新型烟草 16.5 亿英镑, 占比 13.7%	7
图 3: 2025H1 英美烟草新型烟草分品类收入	7
图 4: 2025H1 英美烟草无烟制品使用人数达 3050 万人	7
图 5: 英美烟草财报数据拆分	8
图 6: 2025Q2 菲莫国际净收入 101 亿美元, 同比+7.1%	9
图 7: 2025Q2 菲莫国际无烟烟草 42 亿美元, 占比 41.6%	9
图 8: 2025Q2 菲莫国际 HTU 烟弹出货量 388 亿支	9
图 9: 2025Q2 菲莫国际无烟烟草用户数 4100 万人	9
图 10: 菲莫国际财报数据拆分	9
图 11: 日本烟草财报数据拆分	10
图 12: 奥驰亚财报数据拆分	11
图 13: 上周轻工板块实现相对正收益	11
图 14: 上周轻工子板块指数均下跌	11
图 15: 家具类零售额当月及累计同比	12
图 16: 建材家居卖场销售额当月及累计同比	12
图 17: TDI 国内现货价 (元/吨)	13
图 18: 软泡聚醚华南地区市场价 (元/吨)	13
图 19: 外盘针叶浆与阔叶浆价格 (美元/吨)	13
图 20: 国内针叶浆与阔叶浆现货价格 (元/吨)	13
图 21: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)	14
图 22: 废纸现货价格 (元/吨)	14
图 23: 双胶纸和双铜纸价格 (元/吨)	14
图 24: 箱板纸和瓦楞纸价格 (元/吨)	14
图 25: 白卡纸和白板纸价格 (元/吨)	15
图 26: 住宅开发、销售及竣工面积当月增速	15
图 27: 住宅开发、销售及竣工面积累计增速	15
图 28: 30 大中城市商品房成交面积及增速	16
图 29: 30 大中城市商品房成交面积结构增速	16
图 30: 十城二手房成交面积及同比增速	16
图 31: 家具及其零件出口额及同比增速	17
图 32: 纸浆及纸制品出口额及同比增速	17
图 33: 6 月潮玩动漫线上 GMV 同比+13.7%	17
图 34: 6 月盲盒娃娃线上 GMV 增速+75.5%	17
图 35: 6 月积木玩具线上 GMV 同比-12.4%	18
图 36: 6 月卡牌线上 GMV 同比-17.3%	18

表1： A 股与港股轻工制造板块涨跌幅前五名	12
------------------------------	----

1. 核心观点与投资建议

随着家装厨卫国补在重点城市落地,后地产的家居龙头有望迎来困境反转,2025Q1 基本面已环比修复,Q2 终端客流与接单数据底部企稳改善。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、全渠道与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,Q2 进入造纸传统淡季,浆纸价格持续下跌,文化纸与包装纸终端市场需求相对疲软。近期“反内卷”倡议有望引导企业停止低价无序竞争,近期包装纸龙头已在积极联合提价,后续行业周期有望磨底向上,关注造纸的供给出清、需求修复与盈利弹性。重点推荐周期底部蓄力向上、25Q4 新产能投放驱动增长的造纸龙头**太阳纸业**;纸包装方面,推荐基本面稳健的高股息标的**裕同科技**。

出口板块,7月31日,美国发布最新关税税率,其中东南亚国家中的越南20%,泰国、印尼、马来西亚与柬埔寨均为19%,更新税率将于8月7日前正式生效。中美暂停对等关税及反制展期90天至11月11日。美国关税政策仍存在高度不确定性,长期仍需看博弈结果,短期预计具备美国本土产能或品类加价倍率高的代工企业相对更安全。

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修复、办公直销与零售大店等新业务快速成长的**晨光股份**。

烟草板块,新型烟草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,2025年以来美国对非合规电子烟市场的监管执法趋严,欧洲主要国家一次性电子烟禁令陆续生效,利好合规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**,公司雾化电子烟主业迎触底反转,HNB业务有望伴随大客户的全球市场推广而快速成长;以及重点推荐具备独家经营壁垒与全球化扩张的烟草稀缺标的**中烟香港**,公司基本盘业务稳健,内生增长与外延拓展并重,未来资产整合与注入有望带来跨越式发展。

2. 本周研究跟踪与投资思考

近期海外烟草龙头相继发布2025半年度财报,龙头业绩整体表现稳健,新型烟草依然是重要的增长驱动,英美烟草、菲莫国际与日本烟草均上调全年预期。本周我们对海外烟草龙头25H1财报进行梳理。

2.1 英美烟草:25H1收入同比-2.2%,新型烟草业务占比13.7%

7月31日,英美烟草发布2025H1财报:2025H1实现收入120.69亿英镑,同比-2.2%(固定汇率同比+1.8%);业务利润50.69亿英镑,同比+19.1%,业绩略超此前指引。25H1传统烟草收入95.2亿英镑,同比-3.5%;新型烟草收入16.5亿英镑,同比持平,新型烟草收入占比提升至13.7%,利润率增长2.8pct至10.6%,无烟产品消费者达到3050万人。BAT上调全年预期,预计全年收入增长在1-2%的上限,其中新品类预计为中个位数增长。

① **雾化电子烟**：2025H1 收入 7.4 亿英镑，同比-15.3%（固定汇率同比-13.0%）；销量 2.53 亿支，同比-12.9%；Vuse 在 Top7 市场的市占率为 38.2%，同比持平。上半年雾化电子烟收入下降主要系受美国和加拿大非法产品的冲击、以及英法等市场的动态变化所致，2025H2 BAT 将推出新高端产品 Vuse Ultra，预计下半年收入将加速增长。

② **加热不燃烧**：2025H1 收入 4.4 亿英镑，同比+0.8%（固定汇率同比+3.1%）；销量 101 亿支，同比+1.6%；Glo 在 Top10 市场的市占率为 15.7%，同比-0.7pct。上半年销量增长主要系受益于日本与哈萨克斯坦推动，份额略有下降主要系日本竞争加大与超细支产品影响，高端产品 Glo Hi lo 在日本仙台推出 5 周后带动 Glo 在当地市占率提升 1.5pct，2025H2 随着 Hi lo 在主要市场陆续试点推出，预计下半年收入增长有望提速。

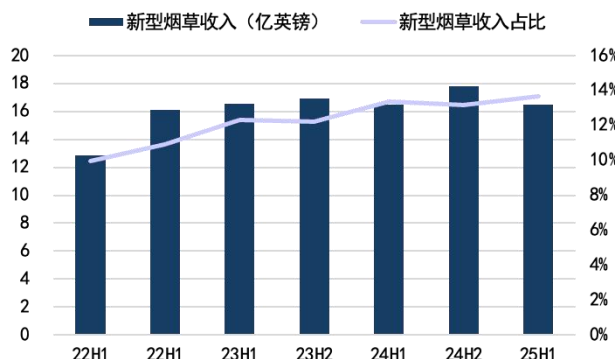
③ **新型口含烟**：2025H1 收入 4.7 亿英镑，同比+38.1%（固定汇率同比+40.6%）；销量 50 亿袋，同比+42.2%；Velo 在现代口含烟 Top7 市场的市占率为 30.2%，同比+4.4pct。上半年得益于 Velo Plus 推出，美国市场收入同比+372%。

图1：2025H1 英美烟草总收入 120.7 亿英镑，同比-2.2%



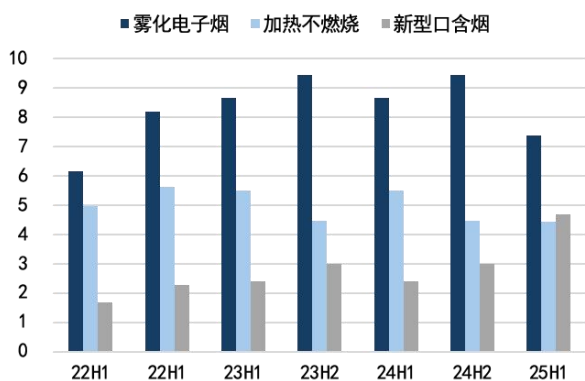
资料来源：英美烟草财报，国信证券经济研究所整理

图2：2025H1 英美烟草新型烟草 16.5 亿英镑，占比 13.7%



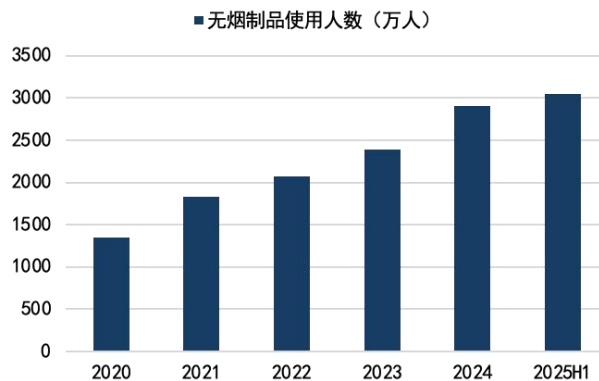
资料来源：英美烟草财报，国信证券经济研究所整理

图3：2025H1 英美烟草新型烟草分品类收入



资料来源：英美烟草财报，国信证券经济研究所整理

图4：2025H1 英美烟草无烟制品使用人数达 3050 万人



资料来源：英美烟草财报，国信证券经济研究所整理

图5: 英美烟草财报数据拆分

收入(合计, 亿英镑)	22H1	22H2	22A	23H1	23H2	23A	24H1	24H2	24A	25H1
总收入	128.7	147.8	276.5	134.4	138.4	272.8	123.4	135.3	258.7	120.69
YOY				4.4%	-6.4%	-1.3%	-8.2%	-2.3%	-5.2%	-2.2%
传统烟草	107.7	122.6	230.3	109.7	111.4	221.1	98.6	108.3	206.9	95.2
YOY				1.8%	-9.1%	-4.0%	-10.1%	-2.8%	-6.4%	-3.5%
新型烟草	12.8	16.1	29.0	16.6	16.9	33.5	16.5	17.8	34.3	16.5
YOY				29.0%	4.9%	15.6%	-0.3%	5.3%	2.5%	0.0%
雾化电子烟	6.2	8.2	14.4	8.7	9.5	18.1	8.7	8.5	17.2	7.4
YOY				40.3%	15.6%	26.2%	0.3%	-9.9%	-5.0%	-15.3%
加热不燃烧	5.0	5.6	10.6	5.5	4.5	10.0	4.4	4.8	9.2	4.4
YOY				10.7%	-20.7%	-6.0%	-19.8%	7.6%	-7.5%	0.8%
新型口含烟	1.7	2.3	4.0	2.4	3.0	5.4	3.4	4.5	7.9	4.7
YOY				41.8%	30.5%	35.3%	42.1%	50.2%	46.6%	38.1%
传统口含烟	6.0	6.1	12.1	5.7	5.9	11.6	5.6	5.4	10.9	5.4
YOY				-4.5%	-3.1%	-3.8%	-2.8%	-9.3%	-6.1%	-2.4%
其他	2.1	3.1	5.2	2.5	4.2	6.7	2.8	3.8	6.6	3.6
销量	22H1	22H2	22A	23H1	23H2	23A	24H1	24H2	24A	25H1
传统烟草 (亿支)	3110	3106	6216	2930	2770	5700	2564	2616	5180	2341
YOY				-5.8%	-10.8%	-8.3%	-12.5%	-5.6%	-9.1%	-8.3%
新型烟草										
雾化电子烟 (亿支)	2.93	3.19	6.11	3.19	3.35	6.54	2.90	3.26	6.16	2.53
YOY				9.0%	5.2%	7.0%	-9.1%	-2.7%	-5.8%	-12.9%
加热不燃烧 (亿支)	110	130	240	121	116	237	99	110	209	101
YOY				9.8%	-10.7%	-1.3%	-18.2%	-5.2%	-11.8%	1.6%
新型口含烟 (亿包)	17.7	22.4	40.1	23.5	30.1	53.6	35.2	47.8	83.0	50.0
YOY				32.3%	34.6%	33.6%	50.0%	58.6%	54.9%	42.2%
传统口含烟 (亿支)	39	34	74	33	33	66	31	30	61	28
YOY				-15.9%	-3.9%	-10.3%	-6.1%	-9.1%	-7.6%	-10.4%

资料来源: 英美烟草财报, 国信证券经济研究所整理

2.2 菲莫国际: 25Q2 收入同比+7.1%, 无烟烟草业务占比 41.6%

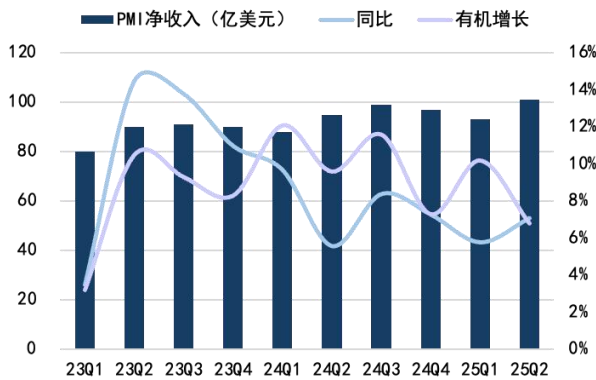
7月22日, 菲莫国际发布 2025Q2 财报: 二季度实现净收入 101.4 亿美元, 同比+7.1% (有机增长+6.8%); 营业利润 37.1 亿美元, 同比+7.8%。25Q2 传统烟草收入 60 亿美元, 同比+2.1%; 无烟烟草收入 41.6 亿美元, 同比+15.2%, 无烟烟草收入占比 41.6%, 无烟烟草用户数达 4150 万人, 其中 IQOS/Oral/VEEV 用户数分别约 3400/650/100 万人。PMI 预计全年收入同比 6-8%, 无烟烟草产品出货量预计同比 12-14%, 其中 HTU 出货量同比 10-12%, 维持不变; 全年有机营业利润增速由 Q1 的 10.5-12.5% 上调至 11-12.5%。

① **加热不燃烧**: 25Q2 全球出货量 388 亿支, 同比+9.2%, 剔除渠道库存影响后同比+11.4%。IQOS 在日本的调整后市场份额增至 31.7%, 在欧洲的调整后市场份额增至 10.9%, IQOS 单季度收入首次突破 30 亿美元。二季度增长主要系意大利的特色香精禁令影响减弱、日本市场维持强劲增长。美国在继奥斯汀后, Q2 启动劳德戴尔试点, 未来 PMI 将继续推进美国小规模试点项目, 为后续获得 FDA 授权后大规模推出 IQOS ILUMA 做准备。

② **口含烟**: 25Q2 口含烟全球出货量 3.1 亿罐, 同比+26.5%; 尼古丁袋出货量 2.15 亿罐, 同比+43%, 其中 ZYN 美国出货量同比+41%至 1.9 亿罐, 其他国际地区出货量同比+65%至 0.24 亿罐, 目前 ZYN 已进入全球 44 个市场。

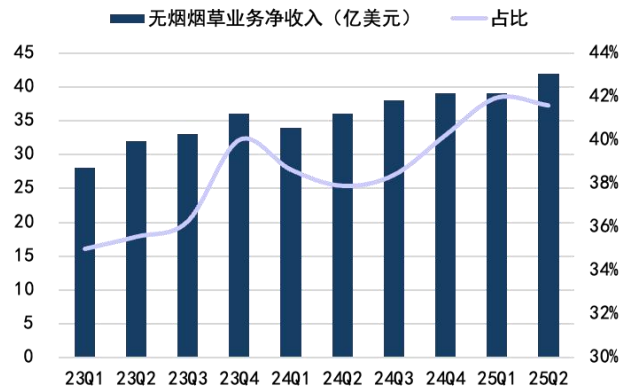
③ **雾化电子烟**: 25Q2 全球出货量 8.58 亿个, 同比+123.4%。VEEV 目前在包括意大利、希腊等在内的 6 个市场的封闭式电子烟市占率第一, 在印尼、加拿大与哥伦比亚等市场均取得不错成绩, VEEV 已在全球 42 个市场销售。

图6: 2025Q2 菲莫国际净收入 101 亿美元, 同比+7.1%



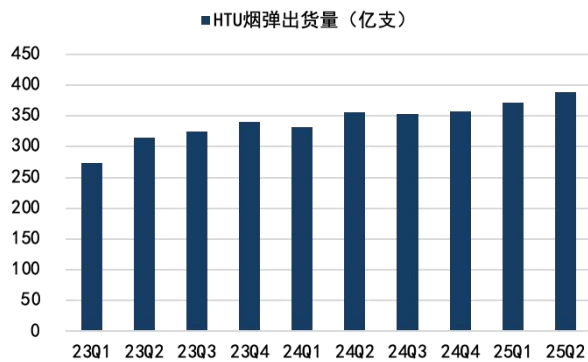
资料来源: 菲莫国际财报, 国信证券经济研究所整理

图7: 2025Q2 菲莫国际无烟烟草 42 亿美元, 占比 41.6%



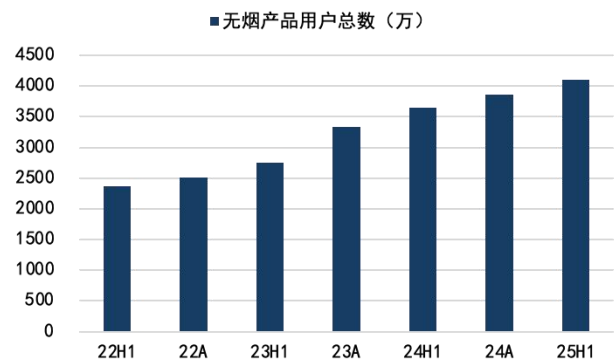
资料来源: 菲莫国际财报, 国信证券经济研究所整理

图8: 2025Q2 菲莫国际 HTU 烟弹出货量 388 亿支



资料来源: 菲莫国际财报, 国信证券经济研究所整理

图9: 2025Q2 菲莫国际无烟烟草用户数 4100 万人



资料来源: 菲莫国际财报, 国信证券经济研究所整理

图10: 菲莫国际财报数据拆分

收入 (亿美元)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024A	2025Q1	2025Q2
PMI当季净收入	80	90	91	90	352	88	95	99	97	379	93	101
YOY	3.5%	14.5%	13.8%	11.0%	10.7%	9.7%	5.6%	8.4%	7.3%	7.7%	5.8%	7.1%
有机增长	3.2%	10.5%	9.3%	8.3%	7.8%	12.1%	9.6%	11.6%	7.3%	9.8%	10.2%	6.8%
可燃烧烟草业务收入	52	58	58	54	223	54	59	61	58	232	54	60
YOY	-2.4%	6.6%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%	1.2%	5.2%	6.0%	4.0%	0.0%	2.1%
占比	65.0%	64.4%	63.7%	60.0%	63.5%	61.4%	62.1%	61.6%	59.8%	61.2%	58.1%	59.4%
无烟烟草业务净收入	28	32	33	36	128	34	36	38	39	147	39	42
YOY	-17.2%	34.1%	35.6%	21.1%	26.0%	21.1%	13.6%	14.2%	9.2%	14.2%	15.0%	15.2%
占比	35.0%	35.6%	36.3%	40.0%	36.5%	38.6%	37.9%	38.4%	40.2%	38.7%	41.9%	41.6%
出货量	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024A	2025Q1	2025Q2
可燃烧烟草出货量 (亿支)	1437	1570	1611	1511	6129	1432	1576	1632	1528	6168	1448	1552
YOY	-3.1%	-0.4%	-0.5%	-1.9%	-1.4%	-0.4%	0.4%	1.3%	1.1%	0.6%	1.1%	-1.5%
口含烟出货量 (亿罐)	1.7	2.0	2.1	2.2	8.0	2.4	2.4	2.6	2.7	10.2	3.2	3.1
YOY					100.0%	40.0%	23.5%	24.7%	25.0%	27.8%	31.0%	26.5%
其中: 尼古丁袋ZYN (亿罐)	0.81	1.00	1.15	1.26	4.22	1.46	1.50	1.65	1.84	6.45	2.23	2.15
YOY					77.3%	80.2%	50.0%	43.5%	46.0%	52.8%	52.7%	43.3%
HTU烟弹出货量 (亿支)	274	314	325	340	1253	331	355	354	357	1397	371	388
YOY	10.4%	26.6%	18.0%	6.1%	14.7%	20.9%	13.1%	8.9%	5.1%	11.6%	11.9%	9.2%
VEEV出货量 (亿个)						3.05	3.84	4.63	4.99	16.51	6.32	8.58

资料来源: 菲莫国际财报, 国信证券经济研究所整理

2.3 日本烟草：25Q2 收入同比+9.4%，HTS 出货量同比+31.2%

7月31日，日本烟草发布 2025Q2 财报：二季度实现收入 9076 亿日元，同比+9.4%；净利润 1624 亿日元，同比+9.8%。25Q2 可燃烟草收入 8440 亿日元，同比+9.6%；RRP 收入 292 亿日元，同比+8.8%，新型烟草收入占比 3.2%。JT 上调全年收入增速至 8.4%、上调全年调整后营业利润增长预期至 14.6%。

减害烟草方面：2025Q2 RRP 全球出货量 33 亿支，同比+21.4%，主要系得益于加热不燃烧的增长，Q2 加热不燃烧出货量 26 亿支，同比+31.2%，其中在日本出货量 23 亿支，同比+31.5%。5 月 JT 在日本推出新产品 Ploom AURA，上市 3 周销量为前代 3 倍，推动 JT 在日本 HTS 市场份额第二季度升至 13.6%。

图11：日本烟草财报数据拆分

收入（十亿日元）	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024	2025Q1	2025Q2
总收入	665.3	727.5	764.2	684.1	2841.1	740.3	829.6	823.4	756.5	3149.8	827.0	907.6
YOY	14.4%	6.2%	3.0%	5.4%	11.0%	11.3%	14.0%	7.7%	10.6%	10.9%	11.7%	9.4%
烟草业务收入	604.3	612.9	757.3	616.4	2590.9	681.0	770.4	760.3	684.9	2896.6	764.8	844.0
YOY	15.3%	-2.6%	11.1%	5.7%	7.2%	12.7%	25.7%	0.4%	11.1%	11.8%	12.3%	9.6%
占比	90.8%	84.2%	99.1%	90.1%	91.2%	92.0%	92.9%	92.3%	90.5%	92.0%	92.5%	93.0%
其中：RRP收入（减害产品）	20.3	19.2	22.7	19.5	81.6	23.9	26.9	24.9	23.2	98.9	26.6	29.2
RRP收入YOY	6.40%	-4.40%	15.00%	17.80%	8.30%	17.70%	40.10%	9.80%	19.10%	21.10%	11.30%	8.80%
RRP相关收入占比	3.36%	3.13%	3.00%	3.16%	3.15%	3.51%	3.49%	3.28%	3.39%	3.41%	3.22%	3.22%
出货量（十亿支）	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024	2025Q1	2025Q2
可燃烟草出货量	128.2	137	139	127.1	531.3	130.3	139.3	142	130.4	541.9	131.4	145.6
YOY	1.2%	3.7%	1.2%	3.1%	2.3%	1.7%	1.6%	2.1%	2.5%	2.0%	-1.7%	2.3%
RRP出货量	2	2.1	2.3	2.4	8.8	2.5	2.7	2.7	3.0	10.9	3.0	3.3
YOY	3.0%	4.7%	17.1%	23.2%	11.8%	25.2%	25.7%	18.1%	27.7%	24.2%	19.0%	21.4%
其中：HTS出货量											2.3	2.6
YOY											27.7%	31.2%
日本市场	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024	2025Q1	2025Q2
出货量	15.1	16.1	16.5	16	63.7	14.7	15.8	15.9	15.9	62.3	14.2	15.4
YOY	4.5%	2.1%	0.6%	-1.5%	1.3%	-2.5%	-1.8%	-3.3%	-1.0%	-2.2%	-3.6%	-2.3%
其中：可燃烟草出货量	13.4	14.3	14.5	14	56.3	12.7	13.6	13.6	13.4	53.3	11.8	12.7
YOY	2.6%	0.3%	-1.8%	-4.6%	-1.0%	-5.5%	-4.7%	-6.1%	-4.6%	-5.3%	-7.2%	-6.5%
RRP出货量	1.7	1.8	1.9	2.0	7.4	2.0	2.2	2.3	2.5	9.0	2.4	2.7
YOY	22.4%	19.1%	22.6%	28.3%	23.2%	20.8%	21.8%	17.9%	24.8%	21.3%	19.3%	24.6%
HTS出货量	1.2	1.3	1.5	1.6	5.5	1.6	1.7	1.9	2.1	7.3	2.0	2.3
YOY	51.8%	41.8%	46.5%	51.4%	47.8%	34.7%	36.3%	28.1%	33.8%	33.0%	26.7%	31.5%
日本市场份额	42.7%	42.8%	43.1%	42.5%	42.8%	41.2%	41.6%	41.2%	40.9%	41.2%	40.0%	40.6%
可燃烟草	38.0%	38.1%	38.0%	37.2%	37.8%	35.5%	35.9%	35.2%	34.5%	35.3%	33.1%	33.5%
RRP	4.8%	4.7%	5.1%	5.3%	5.0%	5.7%	5.7%	5.9%	6.5%	6.0%	6.8%	7.1%
HTS	9.4%	9.6%	10.7%	10.9%	10.2%	11.0%	11.4%	11.8%	12.6%	11.7%	12.7%	13.6%

资料来源：日本烟草财报，国信证券经济研究所整理

2.4 奥驰亚：25Q2 收入同比-1.7%，ON! 实现强劲增长

7月30日，奥驰亚发布 2025Q2 财报：二季度实现收入 61.02 亿美元，同比-1.7%；净利润 23.8 亿美元，同比-37.5%，净利润同比下降明显主要系 2024 年同期出售 IQOS 商业化权利产生一次性收益。25Q2 可燃烟草收入 53.6 亿美元，同比-2.5%；口含烟收入 7.5 亿美元，同比+5.9%，口含烟收入占比约 12.3%。奥驰亚将全年调整后摊薄 EPS 预期缩窄至 5.35-5.45 美元。

① **口含烟：**Q2 口含烟收入 7.5 亿美元，同比+5.9%；销量 1.99 亿罐，同比-1.0%。其中 Copenhagen 销量 0.96 亿罐，同比-7.7%；Skool 销量 0.34 亿罐，同比-8.8%；ON! 销量 0.52 亿罐，同比+26.5%。

② **电子烟：**Q2 “所有其他”录得净收入为负 800 万美元与营业亏损 1.08 亿美元，主要系 NJOY 受到美国国际贸易委员会 ITC 发布的禁止 NJOY ACE 产品在美国进口和销售的禁令影响，上半年商誉减值 8.73 亿美元。

图12: 奥驰亚财报数据拆分

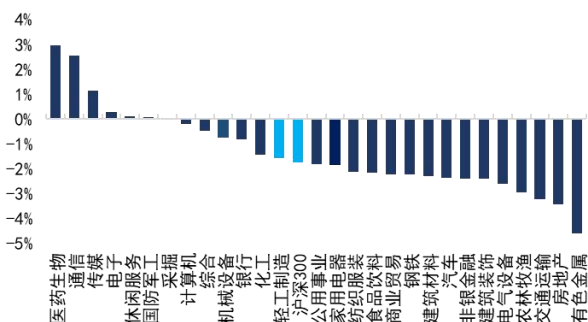
收入 (亿美元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
总收入	57.19	65.08	62.81	59.75	55.76	62.09	62.59	59.74	52.59	61.02
YOY	-2.9%	-0.5%	-4.1%	-2.2%	-2.5%	-4.6%	-0.4%	-	-5.7%	-1.7%
传统烟草	50.90	58.20	55.72	52.74	49.06	54.95	55.40	52.63	46.22	53.57
YOY	-3.3%	-0.9%	-5.3%	-3.3%	-3.6%	-5.6%	-0.6%	-0.2%	-5.8%	-2.5%
口含烟	6.28	6.80	6.85	6.74	6.51	7.11	7.22	6.92	6.54	7.53
YOY	2.4%	2.3%	2.2%	6.6%	3.7%	4.6%	5.4%	2.7%	0.5%	5.9%
销量	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
传统烟草 (亿支)	187.13	210.27	197.53	186.23	168.67	183.60	180.85	170.24	146.09	165.45
YOY	-11.1%	-8.3%	-11.4%	-7.5%	-9.9%	-12.7%	-8.4%	-8.6%	-13.4%	-9.9%
口含烟 (亿罐)	1.91	2.04	1.95	1.93	1.85	2.01	1.97	1.92	1.75	1.99
YOY	-1.5%	-1.9%	-3.0%	-2.0%	-3.1%	-1.5%	1.0%	-0.5%	-5.0%	-1.0%

资料来源: 奥驰亚财报, 国信证券经济研究所整理

3. 上周行情回顾

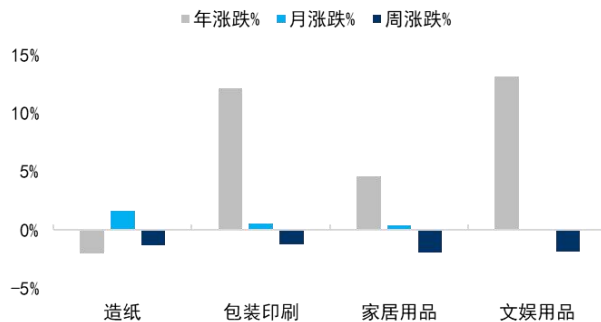
上周轻工制造板块-1.59%，沪深 300 指数-1.75%，相对收益+0.16%。上周轻工二级子板块指数均下跌，其中造纸、包装印刷、家居用品、文娱用品分别-1.31%、-1.24%、-1.95%、-1.83%。

图13: 上周轻工板块实现相对正收益



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 上周轻工子板块指数均下跌



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环球印务 (+20.2%)、松炆资源 (+15.8%)、凯恩股份 (+12.5%)、海伦钢琴 (+12.2%) 与佳合科技 (+10.3%)；港股轻工板块涨幅榜前五的公司分别为卡森国际 (+11.5%)、康耐特光学 (+9.1%)、晨鸣纸业 (+5.4%)、玖龙纸业 (+1.8%) 与伟禄集团 (+0.6%)。

表1: 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
002799.SZ	环球印务	20.2%	603898.SH	好莱客	-13.8%	0496.HK	卡森国际	11.5%	0325.HK	布鲁可	-9.8%
603863.SH	松炆资源	15.8%	300703.SZ	创源股份	-11.7%	2276.HK	康耐特光学	9.1%	0336.HK	华宝国际	-8.7%
002012.SZ	凯恩股份	12.5%	603833.SH	欧派家居	-8.6%	1812.HK	晨鸣纸业	5.4%	2314.HK	理文造纸	-5.7%
300329.SZ	海伦钢琴	12.2%	301004.SZ	嘉益股份	-8.6%	2689.HK	玖龙纸业	1.8%	1999.HK	敏华控股	-4.6%
872392.BJ	佳合科技	10.3%	002067.SZ	景兴纸业	-8.2%	1196.HK	伟禄集团	0.6%	6055.HK	中烟香港	-3.1%

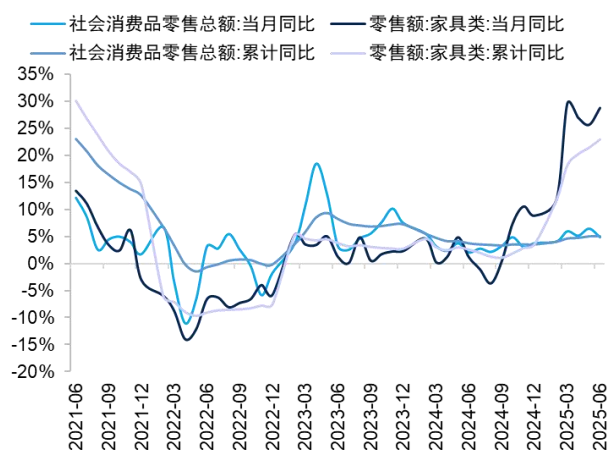
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

4. 重点数据跟踪

4.1 家居板块: 6月家具零售额同比+28.7%, 建材家居卖场销售额同比-8.9%

销售跟踪: 6月我国家具类零售额同比+28.7%, 建材家居卖场销售额同比-8.9%。根据国家统计局数据, 2025年6月我国社会消费品零售总额42287亿元, 当月同比+4.8%; 1-6月社会消费品零售总额累计值245458亿元, 累计同比+5.0%; 6月家具类零售额208亿元, 当月同比+28.7%; 1-6月家具类零售额累计值982亿元, 累计同比+22.9%。根据中国建筑材料流通协会, 2025年6月我国建材家居卖场销售额1231亿元, 当月同比-8.9%, 1-6月建材家居卖场销售额累计值6945亿元, 累计同比+0.9%。

图15: 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16: 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8月1日, TDI 国内现货价17200元/吨, 较上周上涨1200元/吨; 软泡聚醚市场价8400元/吨, 较上周上涨650元/吨。

图17: 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18: 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

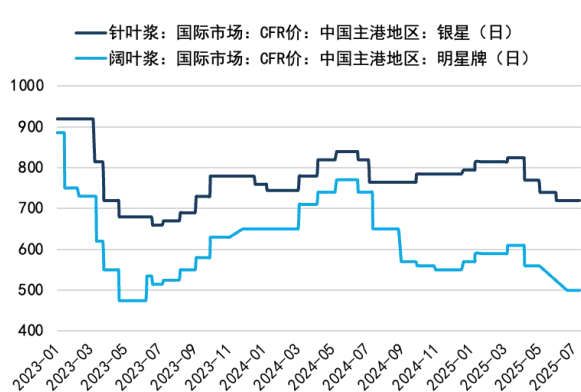
4.2 造纸板块：上周内盘针叶浆价格小跌，文化纸价格小跌

原料价格：近期外盘针、阔叶浆外盘报价持平。截至8月1日，外盘阔叶浆明星报价 500 美元/吨，环比上周持平；外盘针叶浆银星报价 720 美元/吨，环比上周持平。

近期针阔叶浆国内现货价止跌企稳。截至8月1日，华南地区针叶浆银星市场价 5950 元/吨，较上周下跌 50 元/吨；华南地区阔叶浆金鱼市场价 4200 元/吨，较上周持平。

溶解浆内盘价格震荡下跌，截至8月1日，溶解浆内盘价格 6600 元/吨，较上周持平；**废纸现货价近期波动上涨，**截至8月1日，废纸现货价 1558 元/吨，较上周上涨 30 元/吨。

图19: 外盘针叶浆与阔叶浆价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 国内针叶浆与阔叶浆现货价格 (元/吨)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图21: 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

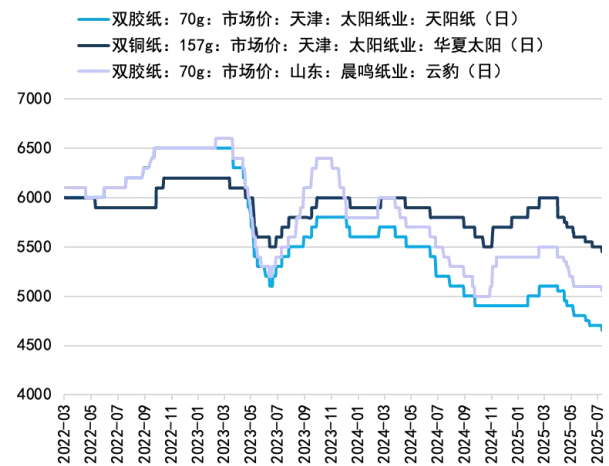
图22: 废纸现货价格 (元/吨)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

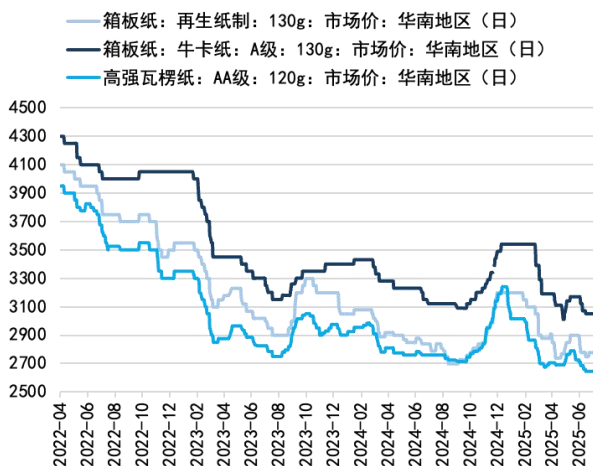
成品纸价格: 文化纸方面, 近期市场价底部平稳, 截至 8 月 1 日, 双铜纸 (157g 华夏太阳) 市场均价为 5450 元/吨, 较上周下跌 50 元/吨; 双胶纸 (70g 晨鸣) 市场均价为 4650 元/吨, 较上周下跌 50 元/吨。**包装纸方面,** 近期市场价底部平稳, 截至 8 月 1 日, 箱板纸 (130g 再生纸制) 市场价为 2810 元/吨, 较上周价格持平; 瓦楞纸 (120g) 市场价 2645 元/吨, 较上周持平; 白卡纸 (250g-400g 社会级) 市场价 3660 元/吨, 较上周下跌 100 元/吨; 白板纸 (250g) 市场价 3550 元/吨, 较上周持平。

图23: 双胶纸和双铜纸价格 (元/吨)



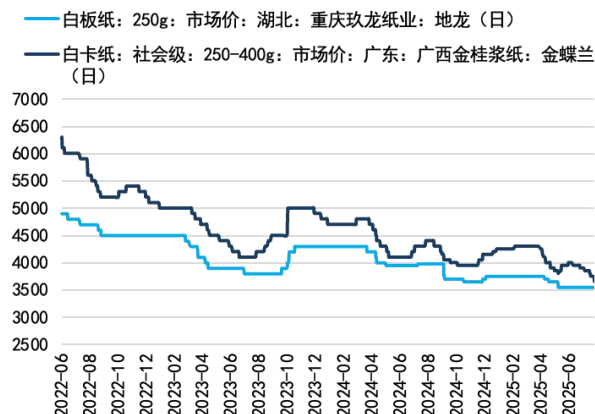
资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图24: 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25: 白卡纸和白板纸价格（元/吨）

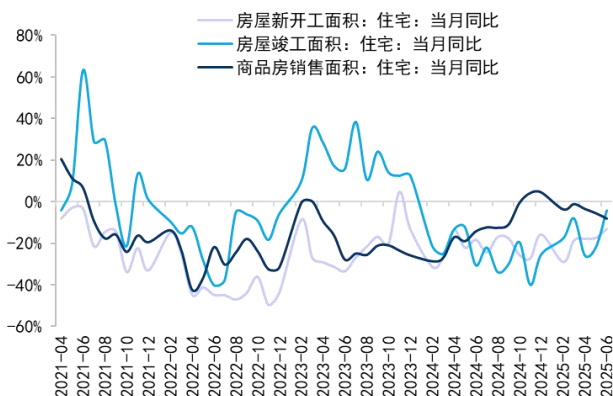


资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

4.3 地产数据：7 月 30 大中城市商品房成交面积增速-18.6%

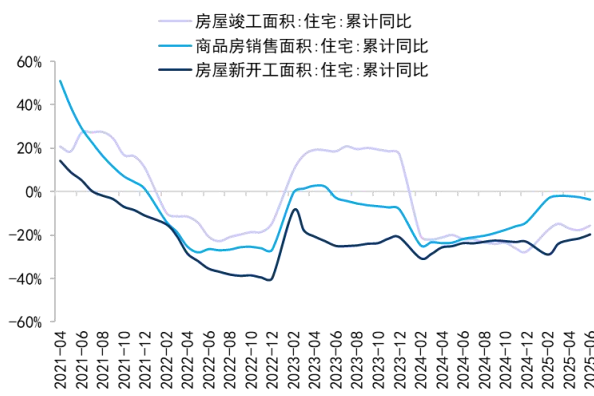
6 月商品房住宅销售同比-8.1%。根据国家统计局，2025 年 6 月我国商品房住宅新开工/竣工/销售面积同比为-13.2%/-4.3%/-8.1%，1-6 月商品房住宅新开工/竣工/销售面积累计同比为-19.6%/-15.5%/-3.7%。

图26: 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

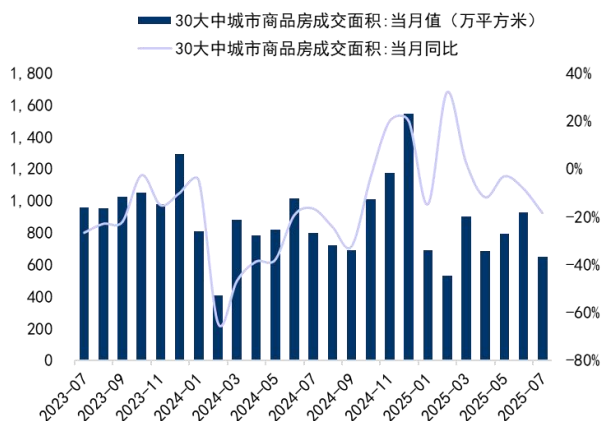
图27: 住宅开发、销售及竣工面积累计增速



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

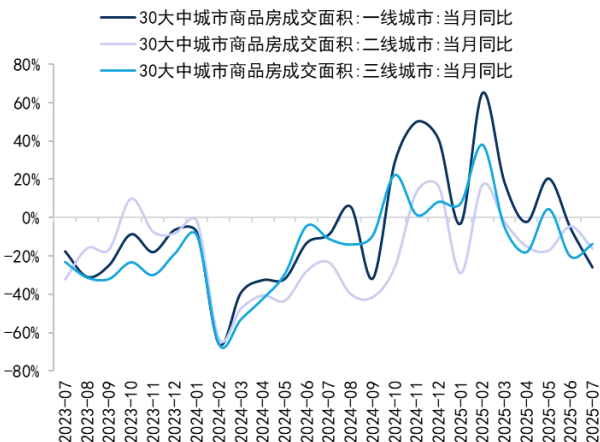
7 月 30 大中城市商品房成交面积同比-18.6%。7 月我国 30 大中城市商品房成交面积当月同比-18.6%，1-7 月 30 大中城市商品房成交面积累计同比-5.9%；分结构看，7 月一线、二线及三线城市商品房成交面积同比分别为-25.8%/-16.3%/-13.7%，1-7 月一线、二线及三线城市商品房成交面积累计同比为+3.2%/-11.2%/-4.6%。周度数据看，2025W31（7/28~8/3）我国 30 大中城市商品房成交面积当周同比-22.1%，其中一线、二线、三线城市商品房成交面积当周同比分别-18.6%/-17.8%/-37.7%。

图28: 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

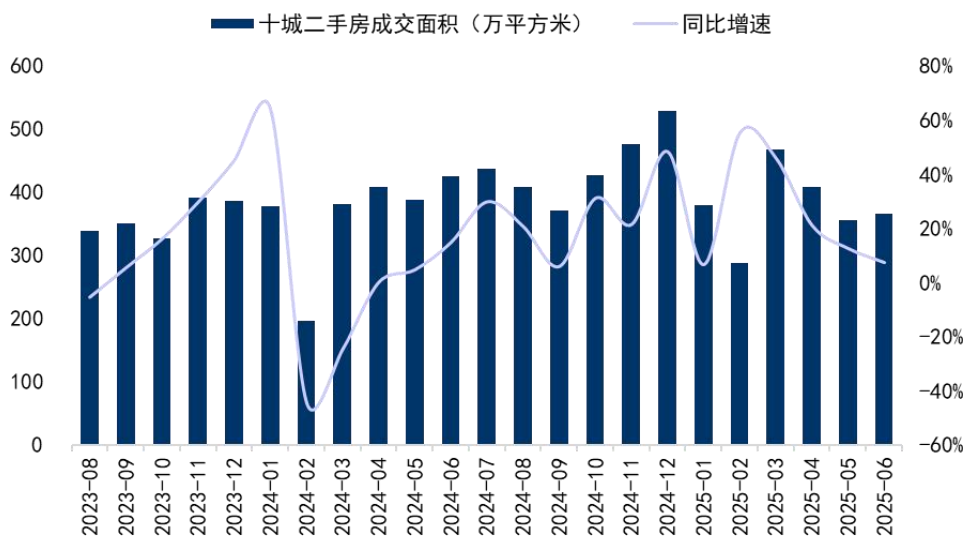
图29: 30 大中城市商品房成交面积分结构增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

二手房市场方面，6 月十城二手房成交面积同比+7.3%。据十城二手房成交面积数据统计（截至 8 月 1 日已更新 6 城数据），6 月十城二手房成交面积同比+7.3%。周度数据来看，2025W31（7/28~8/2）我国十城二手房成交面积同比-9.6%，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+5.6%、-13.8%、-8.5%、-33.4%、-4.8%、-10.4%、+1.4%、+23.9%、-9.3%。

图30: 十城二手房成交面积及同比增速

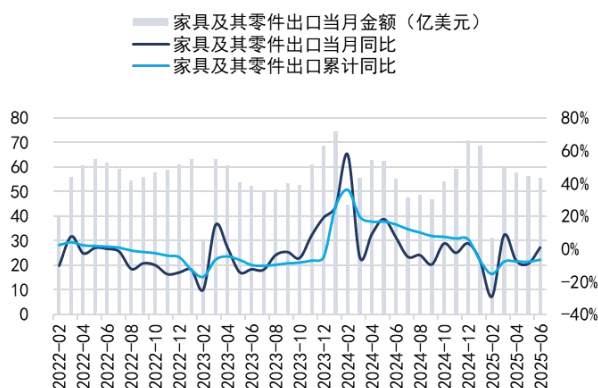


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4.4 出口数据：6 月家具及其零件出口额同比+0.6%

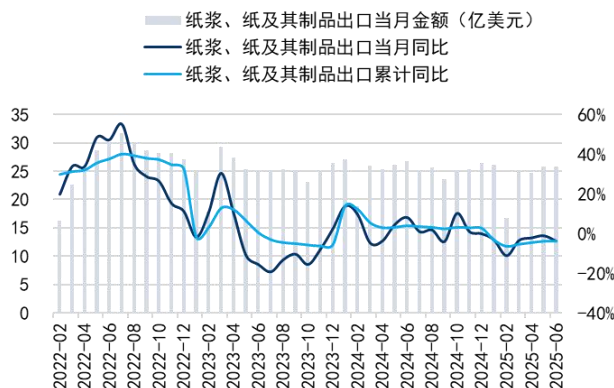
6 月家具及其零件出口额同比+0.6%。根据海关总署，2025 年 6 月我国家具及其零件出口额 55.6 亿美元，当月同比+0.6%，1-6 月家具及其零件累计出口额 329.1 亿美元，累计同比-6.8%；2025 年 6 月纸浆、纸及其制品出口额 25.8 亿美元，当月同比-3.7%，1-6 月纸浆、纸及其制品累计出口额 143.9 亿美元，累计同比-3.8%。

图31: 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32: 纸浆及纸制品出口额及同比增速

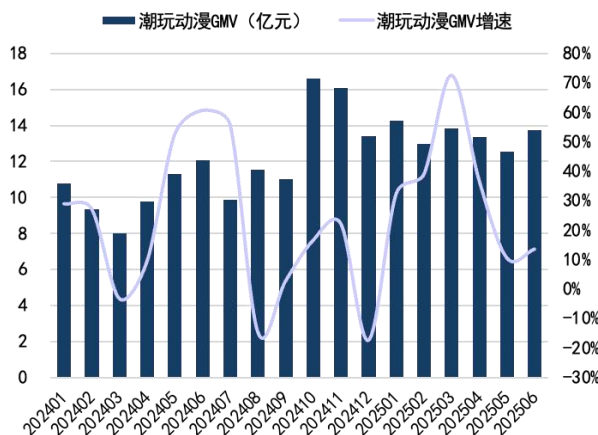


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4.5 潮玩消费：6月潮玩动漫线上增速13.7%

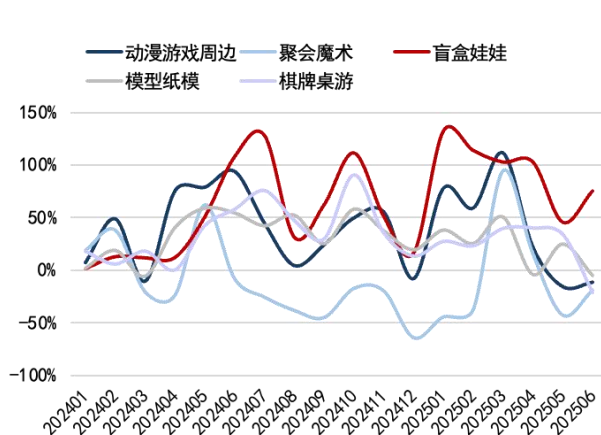
6月潮玩动漫线上销售同比+13.7%。根据久谦线上全平台数据，2025年6月潮玩动漫行业线上销售额13.7亿，同比+13.7%，其中6月动漫游戏周边、盲盒娃娃品类线上增速分别为-11.6%/+75.5%。玩具市场方面，2025年6月积木玩具行业线上销售额4.2亿，同比-12.4%，6月卡牌行业线上销售额0.8亿，同比-17.3%。

图33: 6月潮玩动漫线上GMV同比+13.7%



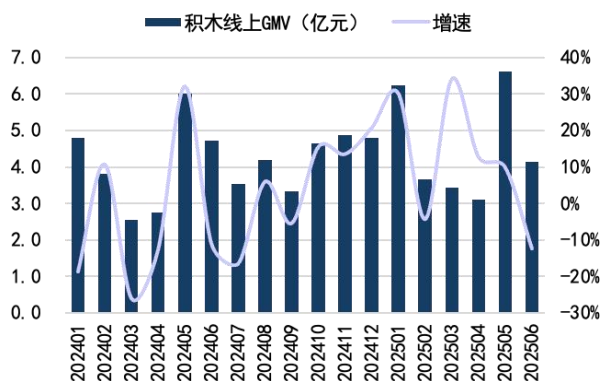
资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

图34: 6月盲盒娃娃线上GMV增速+75.5%



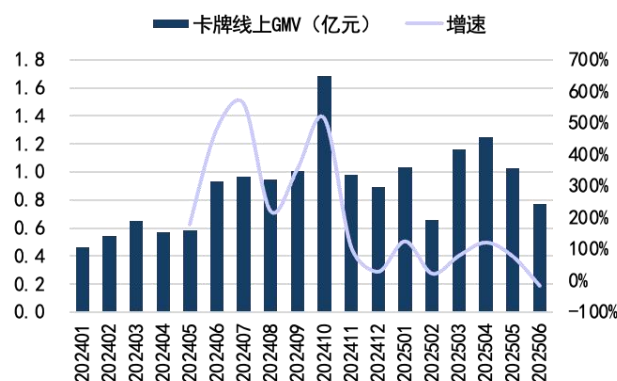
资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

图35: 6月积木玩具线上 GMV 同比-12.4%



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

图36: 6月卡牌线上 GMV 同比-17.3%



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

【晨光股份】公司于7月28日收到股东晨光控股、科迎投资、杰葵投资、陈湖雄、陈湖文和陈雪玲共同出具的《简式权益变动报告书》，因主动增减持及上市公司总股本变动综合导致信息披露义务人合计持股数量由624,100,000股下降至598,630,758股，合计持股比例由67.837%下降至65.000%，触及5%整数倍刻度线的情形，不触及要约收购。

【致欧科技】截至2025年7月31日，在本次回购方案中，公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购股份2,103,500股，占目前总股本的0.52%。

【公牛集团】截至2025年7月末，公司已累计回购股份497.22万股，占公司总股本的比例为0.27%，支付金额为24,719.15万元。

5.2 行业动态

玖龙纸业7月四次调价，造纸行业密集涨价。玖龙纸业于7月24日发布第四轮涨价函，宣布自8月1日起上调瓦楞纸、再生牛卡纸30元/吨。这是该纸企继7月1日、7月10日、7月12日后的第四次调价行动。7月初以来，玖龙纸业、山鹰纸业等多家大型造纸企业同步启动价格上调措施。各企业调价动作高度协同，行业涨价预期随之升温。

2025年1-6月造纸和纸制品业实现利润总额175.7亿元，同比下降21.4%。2025年1-6月，全国规模以上工业企业实现利润总额34365.0亿元，同比下降1.8%。其中，造纸和纸制品业实现利润总额175.7亿元，同比下降21.4%；印刷和记录媒介复制业实现利润总额152.5亿元，同比下降1.0%。营收方面，规模以上工业企业实现营业收入66.78万亿元，同比增长2.5%。其中，造纸和纸制品业实现营业收入6812.1亿元，同比下降2.3%；印刷和记录媒介复制业实现营业收入3141.1亿元，同比下降0.3%。

英国药品与健康产品管理局（MHRA）电子烟产品通告数据库在 7 月 19 日至 28 日期间公示 227 个 SKU，含 ELFBAR、LOST MARY、VAPORESSO 等品牌的高口数设备、可再填充烟弹与多口味烟弹等产品更新。其中 1）爱奇迹（ELFBAR、LOST MARY）推出多款高抽吸口数的电子烟设备，最大抽吸口数达 50k；2）烟油容器/烟弹更新 SKU 达 208 个，主要涉及 LOST MARY、SKE、MAXFEL、JNR 等品牌。

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 2024
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
001322.SZ	箭牌家居	优于大市	8.59	0.07	0.30	0.37	122.7	28.6	23.2	1.74
002572.SZ	索菲亚	优于大市	13.62	1.42	1.36	1.51	9.6	10.0	9.0	1.76
603801.SH	志邦家居	优于大市	9.94	0.88	0.96	1.08	11.3	10.4	9.2	1.25
603816.SH	顾家家居	优于大市	25.49	1.72	2.19	2.41	14.8	11.6	10.6	2.02
603833.SH	欧派家居	优于大市	51.58	4.27	4.52	4.98	12.1	11.4	10.4	1.66
603848.SH	好太太	优于大市	17.56	0.61	0.75	0.89	28.8	23.4	19.7	2.85
603195.SH	公牛集团	优于大市	47.30	3.31	3.53	3.83	14.3	13.4	12.3	5.07
002790.SZ	瑞尔特	优于大市	7.61	0.43	0.48	0.55	17.7	15.9	13.8	1.48
002078.SZ	太阳纸业	优于大市	14.11	1.11	1.20	1.41	12.7	11.8	10.0	1.34
002831.SZ	裕同科技	优于大市	23.68	1.51	1.80	2.05	15.7	13.2	11.6	1.88
603899.SH	晨光股份	优于大市	31.17	1.51	1.70	1.91	20.6	18.3	16.3	3.12
301376.SZ	致欧科技	优于大市	17.93	0.92	0.95	1.33	19.5	18.9	13.5	2.16
300729.SZ	乐歌股份	优于大市	14.35	0.98	1.06	1.31	14.6	13.5	11.0	1.34
6969.HK	思摩尔国际	优于大市	19.98	0.21	0.25	0.35	95.1	79.9	57.1	5.23
6055.HK	中烟香港	优于大市	31.65	1.23	1.30	1.41	25.7	24.3	22.4	7.28
603733.SH	仙鹤股份	无评级	21.51	1.42	1.78	2.14	15.1	12.1	10.1	1.88
301004.SZ	嘉益股份	无评级	68.95	7.06	6.12	7.51	9.8	11.3	9.2	4.88
1999.HK	敏华控股	无评级	4.38	0.53	0.59	0.64	8.3	7.4	6.8	1.34

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

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