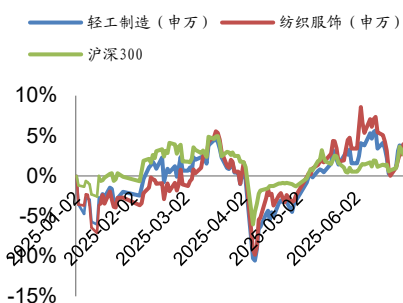


家居估值历史低位，静待预期修复行情

行业评级：增 持

报告日期：2025-07-06

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：AI 科技赋能，开启智能
缝纫新篇章_20250630》

主要观点：

● 周专题：家居估值历史低位，静待预期修复行情

家居用品板块估值处于历史低位。截至 2025 年 7 月 4 日，轻工制造-家居用品板块 PE(TTM)为 22.39 倍，处于近五年（2020 年 7 月 4 日至 2025 年 7 月 4 日）历史 34.82%分位。欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌家居/顾家家居/喜临门/慕思股份的 PE（TTM）分别为 12.67/10.88/10.99/15.25/13.16/19.52/16.23 倍，处于近 5 年历史分位的 9.41%/4.79%/15.68%/52.81%/14.93%/33.42%/31.84%水平。对比前几轮估值修复，当前家居板块估值仍有较大修复空间。1）2022-2023 年家居板块行情：家居用品板块 PE(TTM)于 2022 年 10 月 31 日达到阶段性低点 23.99 倍，后随着疫情管控放开，消费预期修复叠加政策刺激，家居用品板块估值开始修复，于 2023 年 2 月 22 日达到阶段性高点 33.92 倍，区间涨幅为 41%。当前家居板块 PE(TTM)仅为 22 年低点的 93%，为 23 年高点的 66%。2）2024 年家居板块行情：家居用品板块 PE(TTM)于 2024 年 9 月 13 日达到阶段性低点 14.46 倍，后随着各地以旧换新国补政策的实施，叠加 924 政策发力，家居板块估值开始修复，于 2024 年 12 月 12 日达到阶段性高点 23.09 倍，区间涨幅为 60%。从具体标的来看，我们将各标的当前 PE(TTM)与 2024 年的低点和高点进行比较，计算各标的的估值修复空间。索菲亚和欧派家居估值向上修复的弹性较大，索菲亚和慕思股份估值向下下跌的空间较小，安全边际较高。当前家居板块估值处于历史低位，若未来出现政策端催化或地产基本面好转，板块估值有望逐步修复，相关公司：1）软体家居板块：以旧换新需求占比较高，有望明显受益于以旧换新政策的刺激，相关公司慕思股份、顾家家居等。2）定制家居板块：由于白牌无法参与以旧换新补贴且经销商执行力较差，定制家居头部企业市占率有望提升，相关公司欧派家居、索菲亚等。3）智能家居板块：技术推动叠加国补刺激，智能家居渗透率提升，相关公司慕思股份、好太太、趣睡科技等。慕思股份：公司一方面在产品、渠道、产能方面持续发力，巩固传统床垫领域的竞争优势；另一方面不断加强研发投入，构建技术壁垒，推动 AI 床垫产品性能升级，并不断丰富智能产品矩阵，打造智慧睡眠新生态，有望创造新的增长空间。欧派家居：公司正处于“大家居”深化改革阶段，2023 年积极推进组织架构改革，变“垂直产品条线组织”为“横向区域块状组织”，随着营销组织架构变革落地，品类融合将进一步加快，优化业绩表现。2025Q1 公司实现营业收入 34.47 亿元，同比下降 4.8%；实现归母净利润 3.08 亿元，同比增长 41.29%；公司毛利率为 34.29%，同比+4.31pct；归母净利率为 8.93%，同比+2.91pct。公司主动实施供应链改革、自动化产线迭代升级、工艺研发升级、优化组织架构、精准实施费控绩效考核等举措，效果已逐步兑现。索菲亚：公司旗下拥有多品牌全渠道矩阵，实现定制家居市场全覆盖，分别是定位中高端市场的“索菲亚”品牌，定位大众市场的“米兰纳”品牌，定位高精人群的“司米”和“华鹤”品牌，四大品牌均拥有差异化竞争优势。随着四大品牌的推出和持续深耕，公司顺应全屋定制消费需求，围绕“大家居”战略，对索菲亚、司米、华鹤品牌进行品类扩充升级，索菲亚推出橱柜和门窗产品，司米推出衣柜产品，华鹤

也提供全屋定制产品服务。公司现阶段以整家模式带动客单增长和品类拓展仍有较大空间，整装渠道处于快速发展阶段，米兰纳等形成良好的品牌矩阵补充和增长动能。

● 一周行情回顾

2025年6月30日至7月4日，上证综指上涨1.40%，深证成指上涨1.25%，创业板指上涨1.50%。分行业来看，申万轻工制造上涨0.58%，相较沪深300指数-0.96pct，在31个申万一级行业指数中排名21；申万纺织服饰上涨1.36%，相较沪深300指数-0.18pct，在31个申万一级行业指数中排名12。轻工制造行业一周涨幅前十分别为森林包装(+22.76%)、恒鑫生活(+15.95%)、匠心家居(+15.19%)、宜宾纸业(+14.06%)、嘉益股份(+11.41%)、佳合科技(+10.54%)、恒达新材(+9%)、英派斯(+8.58%)、茶花股份(+8.49%)、顺灏股份(+8.19%)，跌幅前十分别为英联股份(-17.66%)、新通联(-15.7%)、*ST金时(-8.45%)、四通股份(-7.21%)、松炆资源(-6.48%)、海顺新材(-6.09%)、安妮股份(-5.7%)、明月镜片(-5.08%)、宏裕包材(-4.52%)、森鹰窗业(-4.46%)。纺织服饰行业一周涨幅前十分别为飞亚达(+21.56%)、ST金一(+19.29%)、际华集团(+15.45%)、云中马(+7.6%)、爱慕股份(+6.93%)、莱百股份(+6.07%)、*ST天创(+5.36%)、百隆东方(+5.27%)、嘉曼服饰(+5.16%)、潮宏基(+4.31%)，跌幅前十分别为华升股份(-8.34%)、新华锦(-6.44%)、南山智尚(-5.44%)、聚杰微纤(-5.19%)、康隆达(-4.54%)、金发拉比(-4.3%)、夜光明(-4.19%)、众望布艺(-3.84%)、ST起步(-3.68%)、ST雪发(-3.04%)。

● 重点数据追踪

家居数据追踪：1) **地产数据：**2025年6月22日至6月29日，全国30大中城市商品房成交面积305.79万平方米，环比45.73%；100大中城市住宅成交土地面积285.02万平方米，环比46.26%。2025年前五个月，住宅新开工面积1.71亿平方米，累计同比-21.4%；住宅竣工面积1.33亿平方米，累计同比-17.6%；商品房销售面积3.53亿平方米，累计同比-2.9%。2) **原材料数据：**截至2025年7月4日，软体家居上游TDI现货价为12250元/吨，周环比6.99%；MDI现货价为15400元/吨，周环比-3.14%。3) **销售数据：**2025年5月，家具销售额为170亿元，同比25.6%；当月家具及其零件出口金额为563716.3万美元，同比-9.4%；建材家居卖场销售额为1251.18亿元，同比-2.86%。

包装造纸数据追踪：1) **纸浆&纸产品价格：**截至2025年7月4日，针叶浆/阔叶浆/化机浆价格分别为5801.43/4048.95/3766.67元/吨，周环比-0.83%/-0.67%/-0.44%；废黄板纸/废书页纸/废纯报纸价格分别为1460/1545/2035元/吨，周环比-0.14%/-2.52%/3.04%；白卡纸/白板纸/箱板纸/瓦楞纸价格分别为4065/3101.25/3455/2509.38元/吨，周环比0%/-0.8%/-0.26%/0.07%；双铜纸/双胶纸价格分别为5400/5125元/吨，周环比0%/0%；生活用纸价格为5633.33元/吨，周环比-0.59%。截至2024年7月15日，中纤价格指数:溶解浆内盘价格为7700元/吨。2) **吨盈数据：**截至2025年7月3日，双铜纸/双胶纸/箱板纸/白卡纸每吨毛利分别为223.25/-49.28/426.79/-382.74元/吨。3) **纸类库存：**截至2025年6月30日，青岛港/常熟港木浆月度库存分别

为 1368/540 千吨，环比 0.15%/1.89%；双胶纸/铜版纸月度企业库存分别为 585.78/350 千吨，环比 3.42%/2.94%；白卡纸月度社会库存/企业库存分别为 1640/551.4 千吨，环比 3.14%/0.84%；生活用纸月度社会库存/企业库存分别为 1275/599 千吨，环比-0.7%/-2.12%；废黄板纸月度库存天数为 7 天，环比 16.67%；白板纸月度企业库存/社会库存分别为 955/1385 千吨，环比 4.37%/3.75%；箱板纸月度企业库存/社会库存分别为 1374/1784 千吨，环比 10.9%/-6.66%；瓦楞纸月度企业库存/社会库存分别为 782/1090 千吨，环比 21.81%/-10.67%。

纺织服饰数据跟踪：1) 原材料：截至 2025 年 7 月 4 日，中国棉花价格指数:3128B 为 15200 元/吨，周环比 0.6%。截至 2025 年 7 月 3 日，Cotlook A 指数为 79.4 美分/磅，周环比 0.32%。截至 2025 年 7 月 4 日，中国粘胶短纤市场价为 12600 元/吨，周环比 0%；中国涤纶短纤市场价为 6740 元/吨，周环比-0.59%。截至 2025 年 7 月 1 日，中国长绒棉价格指数:137 为 22400 元/吨，周环比 0%；中国长绒棉价格指数:237 为 21720 元/吨，周环比 0%。截至 2025 年 7 月 3 日，内外棉差价为 733 元/吨，周环比 25.51%。**2) 销售数据：**2025 年 5 月，当月服装鞋帽、针、纺织品类零售额为 1225 亿元，同比 4%；当月服装及衣着附件出口金额为 1357774 万美元，同比 3%。

● 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：**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，二片罐行业 CR3 将从 57%提升至 73%，行业集中度提升下，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：家居估值历史低位，静待预期修复行情	6
2 一周行情回顾	8
3 重点数据追踪	9
3.1 家居	9
3.2 包装造纸	12
3.3 纺织服饰	15
4 行业重要新闻	17
5 公司重要公告	19
6 风险提示	21

图表目录

图表 1 家居板块部分标的估值水平	6
图表 2 2022 年以来申万家居用品板块 PE(TTM)	6
图表 3 家居板块部分标的估值水平	7
图表 4 申万轻工制造和纺织服饰指数变化	8
图表 5 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	8
图表 6 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 (%)	8
图表 7 A 股轻工制造行业周涨跌幅 TOP5	9
图表 8 A 股纺织服饰行业周涨跌幅 TOP5	9
图表 9 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	10
图表 10 100 大中城市住宅用地成交面积 (万平方米)	10
图表 11 房屋住宅新开工面积累计值及同比 (万平方米, %)	10
图表 12 房屋住宅竣工面积累计值及同比 (万平方米, %)	10
图表 13 房屋住宅销售面积累计值及同比 (万平方米, %)	10
图表 14 TDI、MDI 现货价 (元/吨)	11
图表 15 当月家具社会零售额及同比变化 (亿元, %)	11
图表 16 当月家具及其零件出口金额及同比变化 (万美元, %)	11
图表 17 当月建材家居卖场销售额及同比变化 (亿元, %)	12
图表 18 建材家居卖场累计销售额及累计同比变化 (亿元, %)	12
图表 19 木浆价格变化	12
图表 20 废纸价格变化	12
图表 21 浆纸系价格	13
图表 22 废纸系价格	13
图表 23 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)	13
图表 24 主要纸种税后毛利 (元/吨)	14
图表 25 青岛港、保定库、常熟港木浆库存	14
图表 26 双胶纸、铜版纸库存	14
图表 27 白卡纸库存	15
图表 28 生活用纸库存	15
图表 29 废黄板纸库存 (天)	15
图表 30 白板纸库存	15
图表 31 箱板纸库存	15
图表 32 瓦楞纸库存	15
图表 33 中国棉花价格指数: 3128B (元/吨)	16
图表 34 COTLOOK A 指数 (美分/磅)	16
图表 35 中国:市场价:粘胶短纤:国内主要轻纺原料市场 (元/吨)	16
图表 36 中国:市场价:涤纶短纤:国内主要轻纺原料市场 (元/吨)	16
图表 37 中国长绒棉价格走势 (元/吨)	16
图表 38 内外棉价走势 (元/吨)	16
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, %)	17
图表 40 当月服装及衣着附件出口金额及同比变化 (万美元, %)	17

1 周专题：家居估值历史低位，静待预期修复行情

家居用品板块估值处于历史低位。截至 2025 年 7 月 4 日，轻工制造-家居用品板块 PE(TTM)为 22.39 倍，处于近五年（2020 年 7 月 4 日至 2025 年 7 月 4 日）历史 34.82%分位。欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌家居/顾家家居/喜临门/慕思股份的 PE（TTM）分别为 12.67/10.88/10.99/15.25/13.16/19.52/16.23 倍，处于近 5 年历史分位的 9.41%/4.79%/15.68%/52.81%/14.93%/33.42%/31.84%水平。

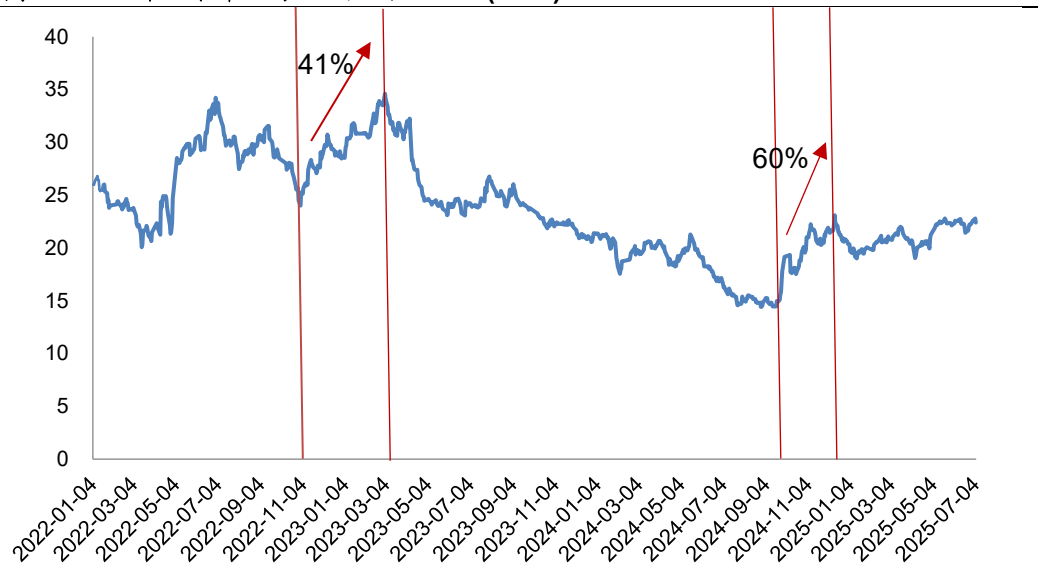
图表 1 家居板块部分标的估值水平

证券代码	证券简称	PE（TTM）	近 5 年市盈率分位数（%）	PE（2025E）	PE（2026E）
603833.SH	欧派家居	12.67	9.41	12.12	11.27
002572.SZ	索菲亚	10.88	4.79	9.95	8.98
603801.SH	志邦家居	10.99	15.68	9.56	8.74
603180.SH	金牌家居	15.25	52.81	13.41	12.43
603816.SH	顾家家居	13.16	14.93	10.73	9.82
603008.SH	喜临门	19.52	33.42	14.61	13.11
001323.SZ	慕思股份	16.23	31.84	15.13	13.95

资料来源：Wind，华安证券研究所（以 2025 年 7 月 4 日收盘价计算）

对比前几轮估值修复，当前家居板块估值仍有较大修复空间。1）2022-2023 年家居板块行情：家居用品板块 PE(TTM)于 2022 年 10 月 31 日达到阶段性低点 23.99 倍，后随着疫情管控放开，消费预期修复叠加政策刺激，家居用品板块估值开始修复，于 2023 年 2 月 22 日达到阶段性高点 33.92 倍，区间涨幅为 41%。当前家居板块 PE(TTM)仅为 22 年低点的 93%，为 23 年高点的 66%。2）2024 年家居板块行情：家居用品板块 PE(TTM)于 2024 年 9 月 13 日达到阶段性低点 14.46 倍，后随着各地以旧换新国补政策的实施，叠加 924 政策发力，家居板块估值开始修复，于 2024 年 12 月 12 日达到阶段性高点 23.09 倍，区间涨幅为 60%。

图表 2 2022 年以来申万家居用品板块 PE(TTM)



资料来源：wind，华安证券研究所

从具体标的来看，我们将各标的的当前 PE(TTM)与 2024 年的低点和高点进行比较，计算各标的的估值修复空间。索菲亚和欧派家居估值向上修复的弹性较大，索菲亚和慕思股份估值向下下跌的空间较小，安全边际较高。

图表 3 家居板块部分标的的估值水平

证券代码	证券简称	2024 年 PE(TTM)低点	2024 年 PE(TTM)高点	当前 PE(TTM)	PE(TTM) 修复空间
603833.SH	欧派家居	8.57	17.29	12.67	-32%~36%
002572.SZ	索菲亚	9.09	15.00	10.88	-16%~38%
603801.SH	志邦家居	7.04	12.96	10.99	-36%~18%
603180.SH	金牌家居	8.55	14.98	15.25	-44%~-2%
603816.SH	顾家家居	9.06	13.79	13.16	-31%~5%
603008.SH	喜临门	11.52	17.91	19.52	-41%~-8%
001323.SZ	慕思股份	13.98	19.37	16.23	-14%~19%

资料来源：Wind，华安证券研究所（以 2025 年 7 月 4 日收盘价计算）

当前家居板块估值处于历史低位，若未来出现政策端催化或地产基本面好转，板块估值有望逐步修复，相关公司：1）软体家居板块：以旧换新需求占比较高，有望明显受益于以旧换新政策的刺激，相关公司慕思股份、顾家家居等。2）定制家居板块：由于白牌无法参与以旧换新补贴且经销商执行力较差，定制家居头部企业市占率有望提升，相关公司欧派家居、索菲亚等。3）智能家居板块：技术推动叠加国补刺激，智能家居渗透率提升，相关公司慕思股份、好太太、趣睡科技等。

慕思股份：公司一方面在产品、渠道、产能方面持续发力，巩固传统床垫领域的竞争优势；另一方面不断加强研发投入，构建技术壁垒，推动 AI 床垫产品性能升级，并不断丰富智能产品矩阵，打造智慧睡眠新生态，有望创造新的增长空间。

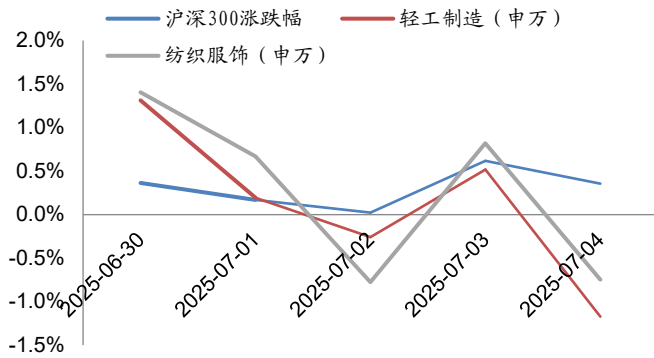
欧派家居：公司正处于“大家居”深化改革阶段，2023 年积极推进组织架构改革，变“垂直产品条线组织”为“横向区域块状组织”，随着营销组织架构变革落地，品类融合将进一步加快，优化业绩表现。2025Q1 公司实现营业收入 34.47 亿元，同比下降 4.8%；实现归母净利润 3.08 亿元，同比增长 41.29%；公司毛利率为 34.29%，同比+4.31pct；归母净利率为 8.93%，同比+2.91pct。公司主动实施供应链改革、自动化产线迭代升级、工艺研发升级、优化组织架构、精准实施费控绩效考核等举措，效果已逐步兑现。

索菲亚：公司旗下拥有多品牌全渠道矩阵，实现定制家居市场全覆盖，分别是定位中高端市场的“索菲亚”品牌，定位大众市场的“米兰纳”品牌，定位高精人群的“司米”和“华鹤”品牌，四大品牌均拥有差异化竞争优势。随着四大品牌的推出和持续深耕，公司顺应全屋定制消费需求，围绕“大家居”战略，对索菲亚、司米、华鹤品牌进行品类扩充升级，索菲亚推出橱柜和门窗产品，司米推出衣柜产品，华鹤也提供全屋定制产品服务。公司现阶段以整家模式带动客单增长和品类拓展仍有较大空间，整装渠道处于快速发展阶段，米兰纳等形成良好的品牌矩阵补充和增长动能。

2 一周行情回顾

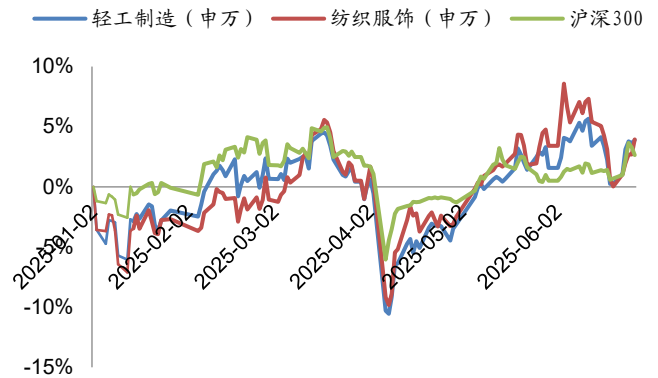
2025年6月30日至7月4日，上证综指上涨1.40%，深证成指上涨1.25%，创业板指上涨1.50%。分行业来看，申万轻工制造上涨0.58%，相较沪深300指数-0.96pct，在31个申万一级行业指数中排名21；申万纺织服饰上涨1.36%，相较沪深300指数-0.18pct，在31个申万一级行业指数中排名12。

图表4 申万轻工制造和纺织服饰指数变化



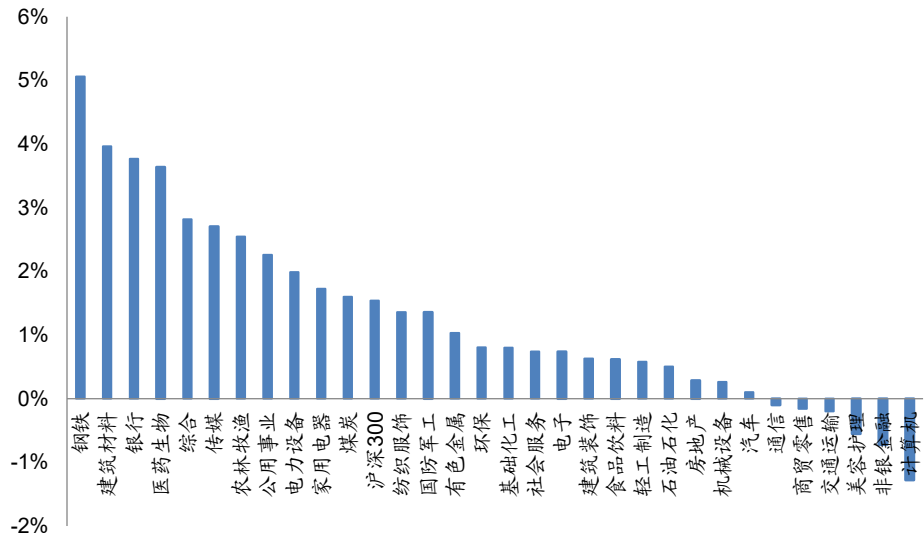
资料来源：wind，华安证券研究所

图表5 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6 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森林包装(+22.76%)、恒鑫生活(+15.95%)、匠心家居(+15.19%)、宜宾纸业(+14.06%)、嘉益股份(+11.41%)、佳合科技(+10.54%)、恒达新材(+9%)、英派斯(+8.58%)、茶花股份(+8.49%)、顺灏股份(+8.19%)，跌幅前十分别为英联股份(-17.66%)、新通联(-15.7%)、*ST金时(-8.45%)、四通股份(-7.21%)、松炆资源(-6.48%)、海顺新材(-6.09%)、安妮股份(-5.7%)、明月镜片(-5.08%)、宏裕包材(-4.52%)、森鹰窗业(-4.46%)。

图表 7 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	605500.SH	森林包装	22.76	1	002846.SZ	英联股份	-17.66
2	301501.SZ	恒鑫生活	15.95	2	603022.SH	新通联	-15.70
3	301061.SZ	匠心家居	15.19	3	002951.SZ	*ST 金时	-8.45
4	600793.SH	宜宾纸业	14.06	4	603838.SH	四通股份	-7.21
5	301004.SZ	嘉益股份	11.41	5	603863.SH	松炆资源	-6.48

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飞亚达(+21.56%)、ST 金一(+19.29%)、际华集团(+15.45%)、云中马(+7.6%)、爱慕股份(+6.93%)、莱百股份(+6.07%)、*ST 天创(+5.36%)、百隆东方(+5.27%)、嘉曼服饰(+5.16%)、潮宏基(+4.31%)，跌幅前十分别为华升股份(-8.34%)、新华锦(-6.44%)、南山智尚(-5.44%)、聚杰微纤(-5.19%)、康隆达(-4.54%)、金发拉比(-4.3%)、夜光明(-4.19%)、众望布艺(-3.84%)、ST 起步(-3.68%)、ST 雪发(-3.04%)。

图表 8 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	000026.SZ	飞亚达	21.56	1	600156.SH	华升股份	-8.34
2	002721.SZ	ST 金一	19.29	2	600735.SH	新华锦	-6.44
3	601718.SH	际华集团	15.45	3	300918.SZ	南山智尚	-5.44
4	603130.SH	云中马	7.60	4	300819.SZ	聚杰微纤	-5.19
5	603511.SH	爱慕股份	6.93	5	603665.SH	康隆达	-4.54

资料来源：wind，华安证券研究所

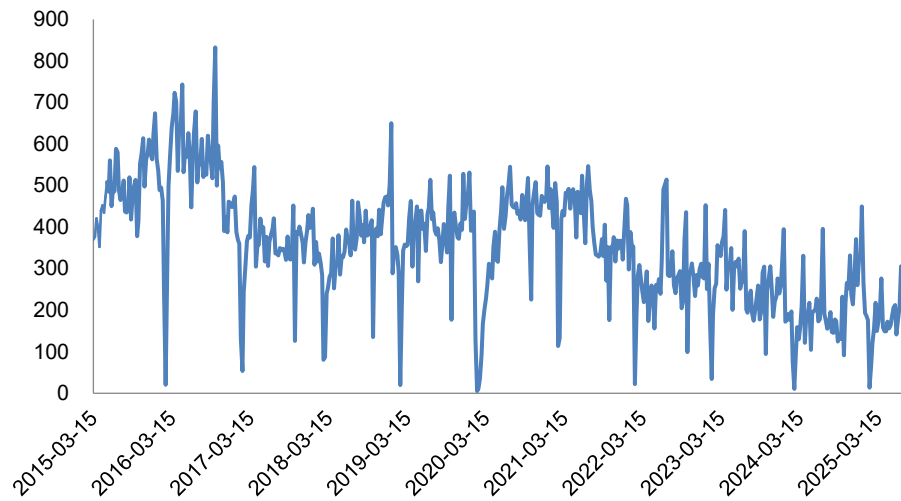
3 重点数据追踪

3.1 家居

地产数据：2025 年 6 月 22 日至 6 月 29 日，全国 30 大中城市商品房成交面积 305.79 万平方米，环比 45.73%；100 大中城市住宅成交土地面积 285.02 万平方米，环比 46.26%。2025 年前五个月，住宅新开工面积 1.71 亿平方米，累计同比-21.4%；住宅竣工面积 1.33 亿平方米，累计同比-17.6%；商品房销售面积 3.53 亿平方米，累计同比-2.9%。

图表 9 30 大中城市商品房成交面积（万平方米）

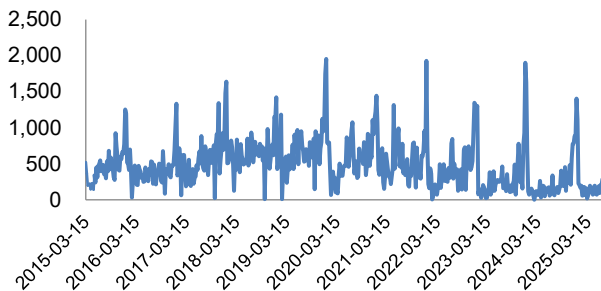
30大中城市:商品房成交面积:当周值



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 100 大中城市住宅用地成交面积（万平方米）

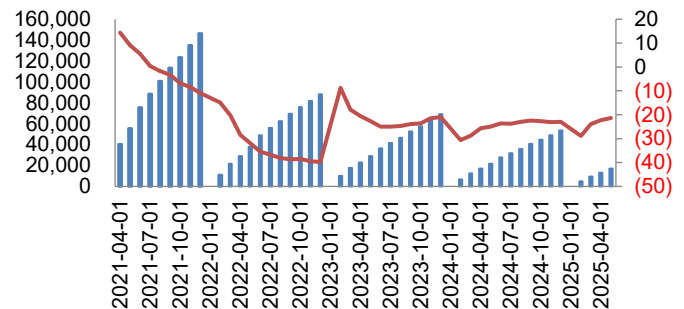
100大中城市:成交土地占地面积:住宅类用地:
住宅用地:当周值



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 房屋住宅新开工面积累计值及同比（万平方米，%）

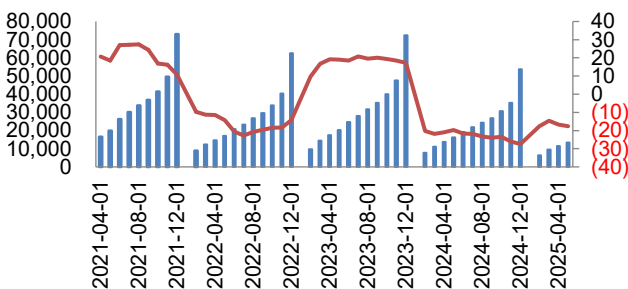
■ 房屋新开工面积:住宅:累计值（万平方米）-左轴
— 房屋新开工面积:住宅:累计同比（%）-右轴



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 房屋住宅竣工面积累计值及同比（万平方米，%）

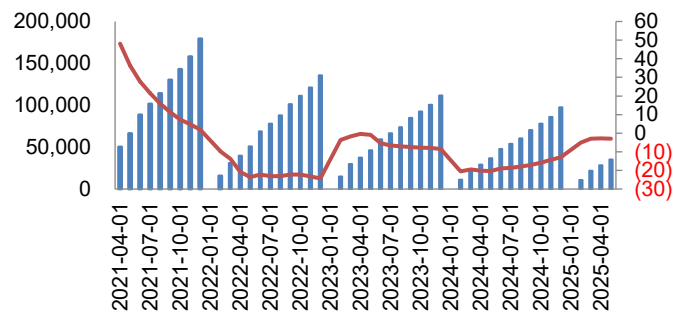
■ 房屋竣工面积:住宅:累计值（万平方米）-左轴
— 房屋竣工面积:住宅:累计同比（%）-右轴



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 房屋住宅销售面积累计值及同比（万平方米，%）

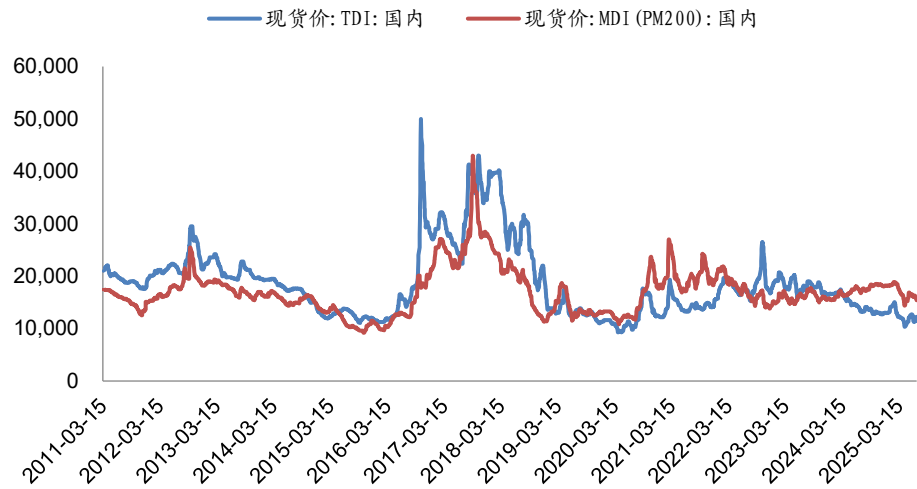
■ 商品房销售面积:累计值（万平方米）-左轴
— 商品房销售面积:累计同比（%）-右轴



资料来源：wind，华安证券研究所

原材料数据：截至 2025 年 7 月 4 日，软体家居上游 TDI 现货价为 12250 元/吨，周环比 6.99%；MDI 现货价为 15400 元/吨，周环比-3.14%。

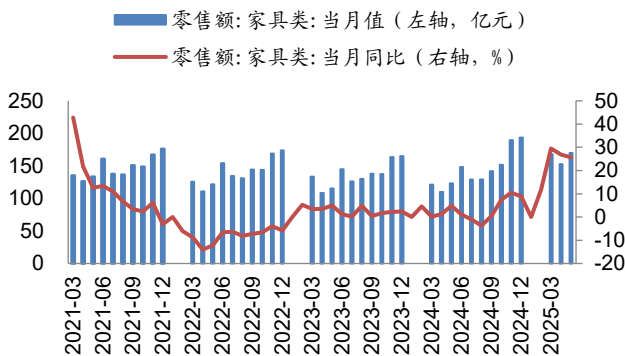
图表 14 TDI、MDI 现货价（元/吨）



资料来源：wind，华安证券研究所

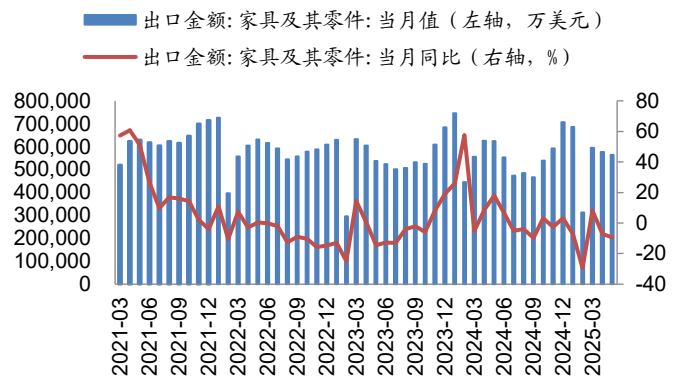
销售数据：2025 年 5 月，家具销售额为 170 亿元，同比 25.6%；当月家具及其零件出口金额为 563716.3 万美元，同比-9.4%；建材家居卖场销售额为 1251.18 亿元，同比-2.86%。

图表 15 当月家具社会零售额及同比变化（亿元，%）



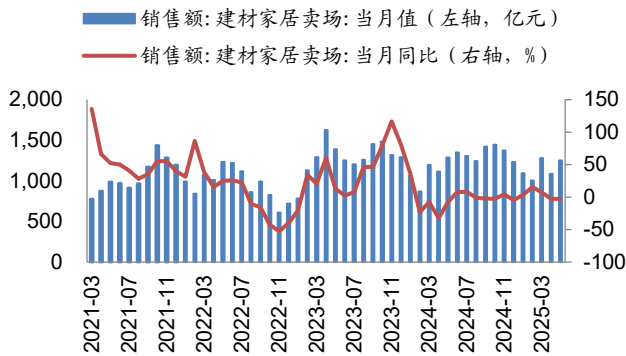
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 当月家具及其零件出口金额及同比变化（万美元，%）



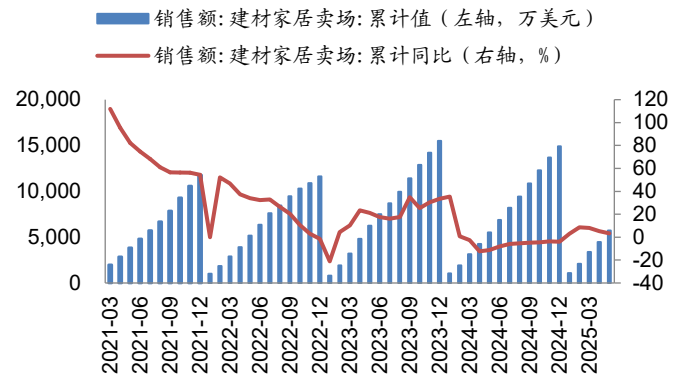
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 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 18 建材家居卖场累计销售额及累计同比变化（亿元，%）

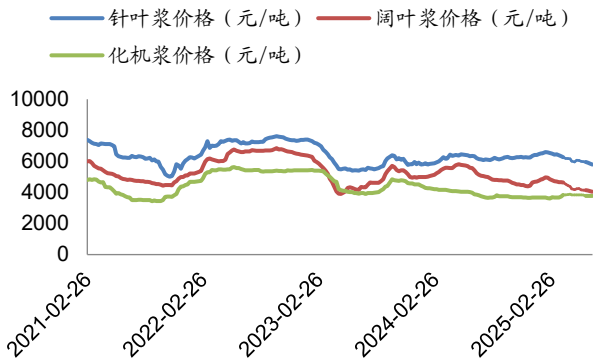


资料来源：wind，华安证券研究所

3.2 包装造纸

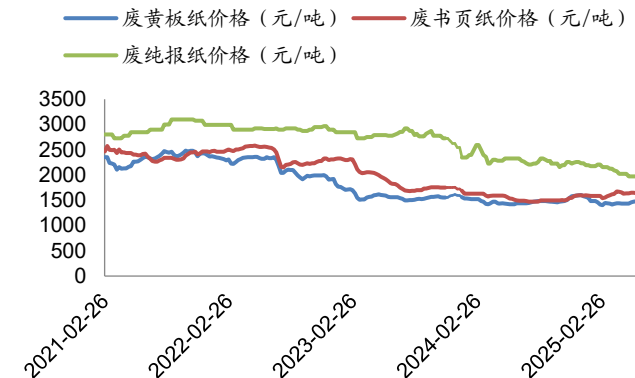
纸浆&纸产品价格：截至 2025 年 7 月 4 日，针叶浆/阔叶浆/化机浆价格分别为 5801.43/4048.95/3766.67 元/吨，周环比-0.83%/-0.67%/-0.44%；废黄板纸/废书页纸/废纯报纸价格分别为 1460/1545/2035 元/吨，周环比-0.14%/-2.52%/3.04%；白卡纸/白板纸/箱板纸/瓦楞纸价格分别为 4065/3101.25/3455/2509.38 元/吨，周环比 0%/-0.8%/-0.26%/0.07%；双铜纸/双胶纸价格分别为 5400/5125 元/吨，周环比 0%/0%；生活用纸价格为 5633.33 元/吨，周环比-0.59%。截至 2024 年 7 月 15 日，中纤价格指数:溶解浆内盘价格为 7700 元/吨。

图表 19 木浆价格变化



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

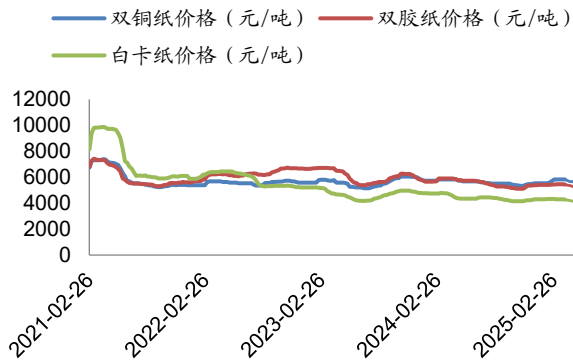
图表 20 废纸价格变化



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

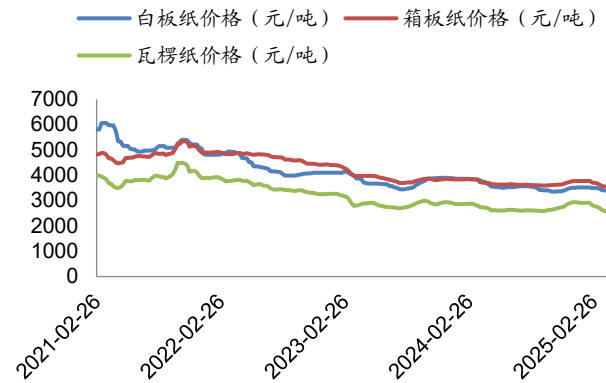


图表 21 浆纸系价格



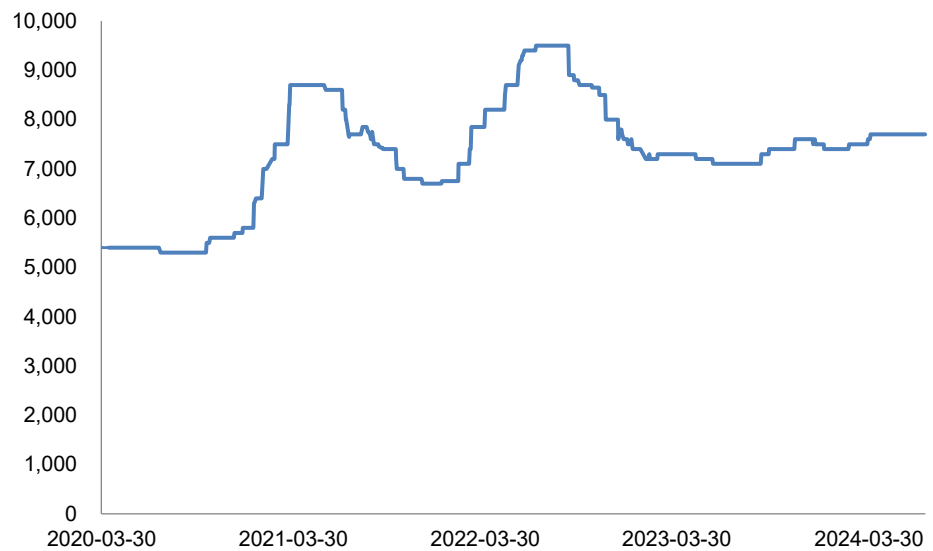
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 22 废纸系价格



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

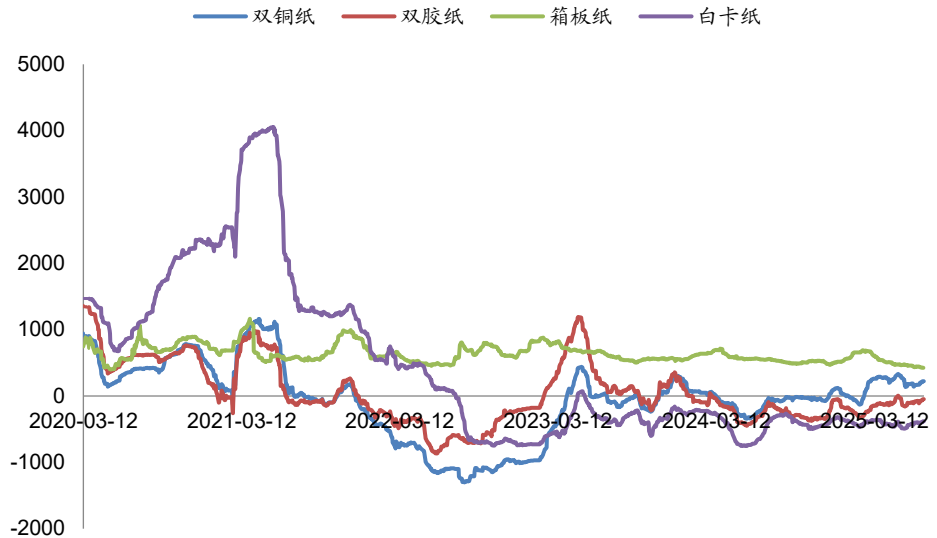
图表 23 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)



资料来源：wind，华安证券研究所

吨盈数据：截至 2025 年 7 月 3 日，双铜纸/双胶纸/箱板纸/白卡纸每吨毛利分别为 223.25/-49.28/426.79/-382.74 元/吨。

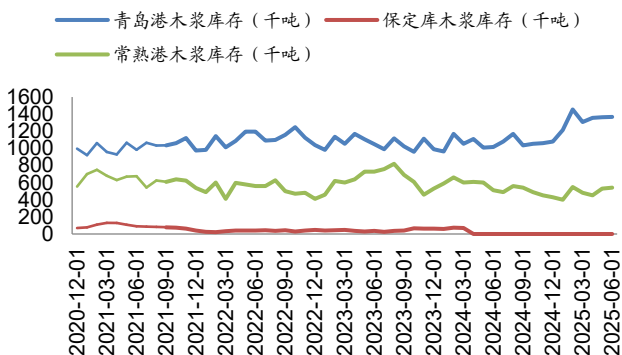
图表 24 主要纸种税后毛利（元/吨）



资料来源：wind，华安证券研究所

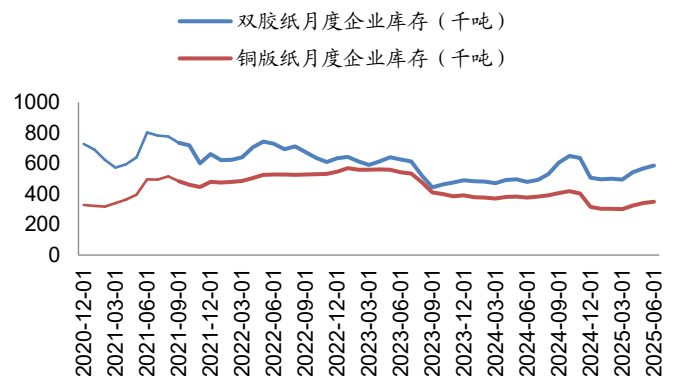
纸类库存：截至 2025 年 6 月 30 日，青岛港/常熟港木浆月度库存分别为 1368/540 千吨，环比 0.15%/1.89%；双胶纸/铜版纸月度企业库存分别为 585.78/350 千吨，环比 3.42%/2.94%；白卡纸月度社会库存/企业库存分别为 1640/551.4 千吨，环比 3.14%/0.84%；生活用纸月度社会库存/企业库存分别为 1275/599 千吨，环比-0.7%/-2.12%；废黄板纸月度库存天数为 7 天，环比 16.67%；白板纸月度企业库存/社会库存分别为 955/1385 千吨，环比 4.37%/3.75%；箱板纸月度企业库存/社会库存分别为 1374/1784 千吨，环比 10.9%/-6.66%；瓦楞纸月度企业库存/社会库存分别为 782/1090 千吨，环比 21.81%/-10.67%。

图表 25 青岛港、保定库、常熟港木浆库存



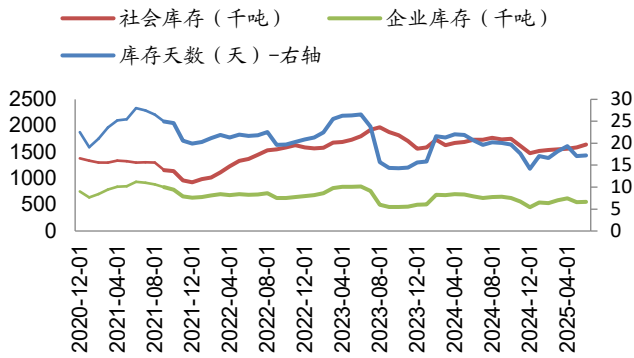
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 26 双胶纸、铜版纸库存



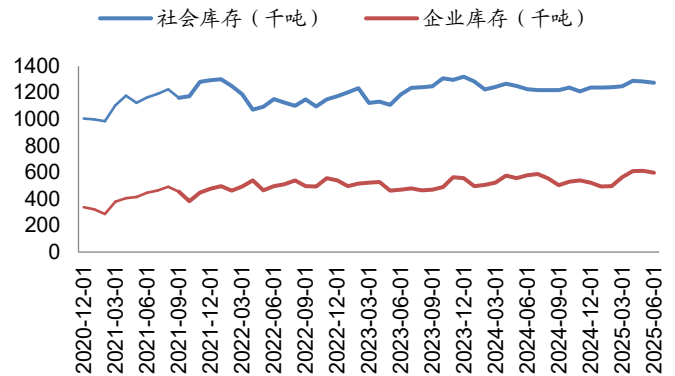
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 27 白卡纸库存



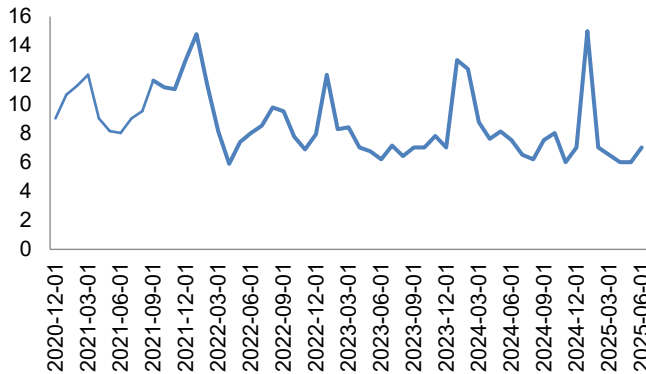
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 28 生活用纸库存



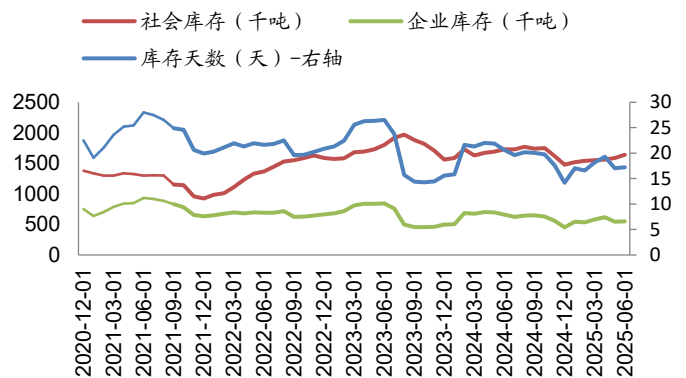
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 29 废黄板纸库存 (天)



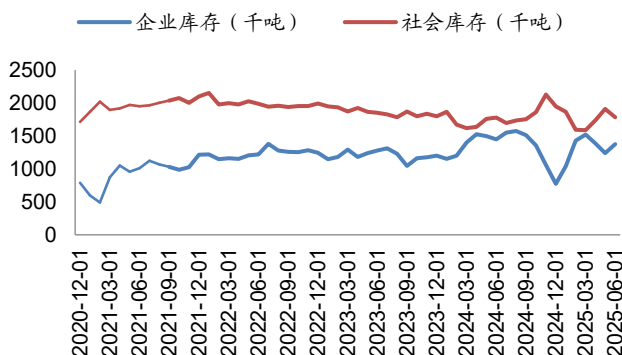
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 30 白板纸库存



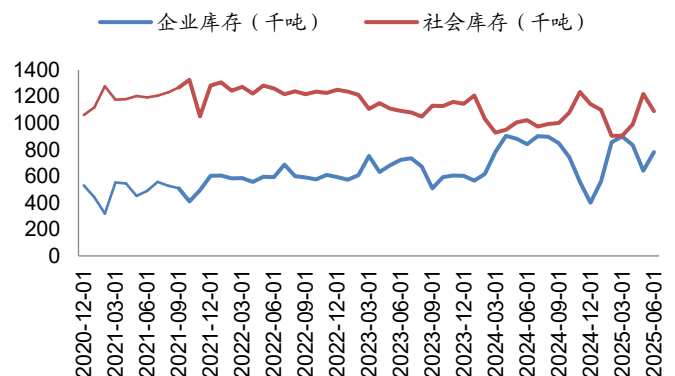
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 31 箱板纸库存



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 32 瓦楞纸库存



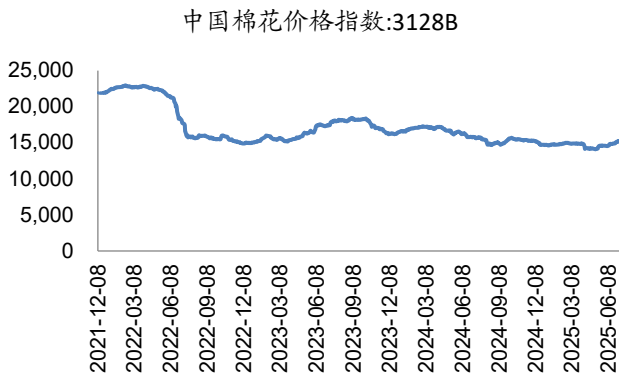
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

3.3 纺织服饰

原材料：截至 2025 年 7 月 4 日，中国棉花价格指数:3128B 为 15200 元/吨，周环比 0.6%。截至 2025 年 7 月 3 日，Cotlook A 指数为 79.4 美分/磅，周环比 0.32%。截至 2025 年 7 月 4 日，中国粘胶短纤市场价为 12600 元/吨，周环比 0%；中国涤纶短纤市场价为 6740 元/吨，周环比-0.59%。截至 2025 年 7 月 1 日，中国长绒棉价格指数:137 为 22400 元/吨，周环比 0%；中国长绒棉价格指数:237 为

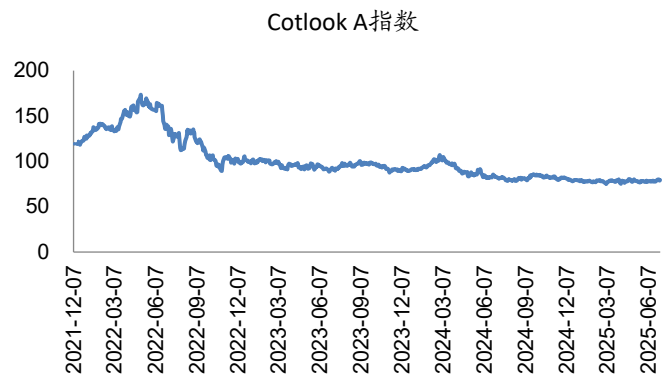
21720 元/吨，周环比 0%。截至 2025 年 7 月 3 日，内外棉差价为 733 元/吨，周环比 25.51%。

图表 33 中国棉花价格指数: 3128B (元/吨)



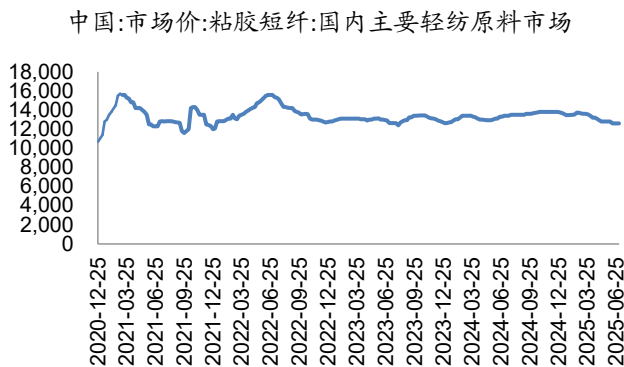
资料来源: wind, 全国棉花交易市场, 华安证券研究所

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)



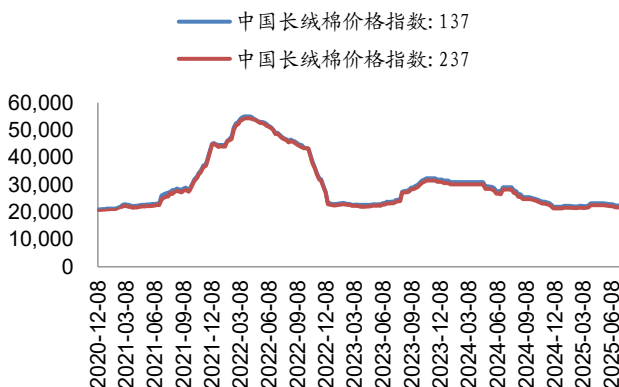
资料来源: wind, 锦桥纺织网, 华安证券研究所

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

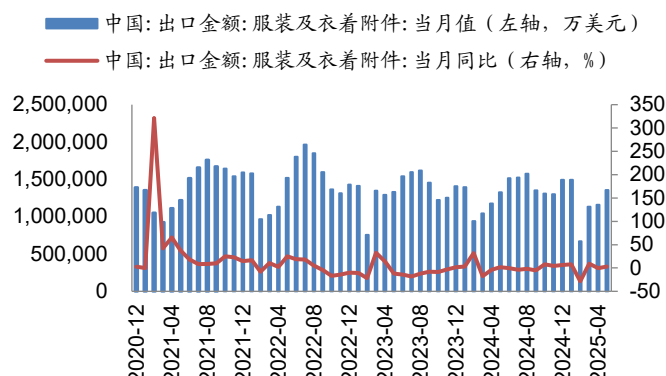
销售数据: 2025 年 5 月, 当月服装鞋帽、针、纺织品类零售额为 1225.4 亿元, 同比 4%; 当月服装及衣着附件出口金额为 1357774 万美元, 同比 3%。

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）中国产业经济信息网：前 5 个月我国轻工业经济运行回升向好（2025-07-04）

中国轻工业联合会最新数据显示，今年前 5 个月，规模以上轻工业增加值同比增长 7.0%，实现营业收入 9.27 万亿元。轻工业生产稳中有进，延续了去年四季度以来回升向好的发展态势。

随着一系列扩内需、促消费政策发力显效，前 5 个月，轻工 11 类商品零售额超 3.5 万亿元，同比增长 11.9%，市场活力逐步增强，市场规模稳步扩大。

与此同时，相关商品消费潜力不断释放。家具类商品零售额同比增长 21.4%，家用电器和音像器材类商品零售额增长 30.2%，连续 10 个月保持两位数增长。

此外，我国轻工企业总体出口形势好于预期。前 5 个月，轻工商品出口 3732.1 亿美元，占全国出口总额的四分之一，外贸出口继续保持韧性。

（2）纸业网：2025 年 1-5 月全国规上造纸和纸制品利润总额 141.3 亿元，同比下降 22.5%（2025-06-30）

6 月 27 日，国家统计局发布 2025 年 1—5 月份全国规模以上工业企业利润情况。1—5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 27204.3 亿元，同比下降 1.1%(按可比口径计算)。

1—5 月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 8709.5 亿元，同比下降 7.4%;股份制企业实现利润总额 20170.7 亿元，下降 1.5%;外商及港澳台投资企业实现利润总额 6856.8 亿元，增长 0.3%;私营企业实现利润总额 7592.5 亿元，增长 3.4%。

值得关注的是，造纸和纸制品业实现利润总额 141.3 亿元，同比下降 22.5%;印刷和记录媒介复制业实现利润总额 129.2 亿元，同比增长 0.3%。

1—5 月份，规模以上工业企业实现营业收入 54.76 万亿元，同比增长 2.7%;发生营业成本 46.88 万亿元，增长 3.0%;营业收入利润率为 4.97%，同比下降 0.19 个百分点。其中，造纸和纸制品业实现营业收入 5638.6 亿元，同比下降 1.7%;印刷和记录媒介复制业实现营业收入 2607.1 亿元，同比增长 1.0%。

(3) 纸箱网：玖龙、山鹰等多家造纸企业宣布纸价上调（2025-07-04）

近期，玖龙、山鹰等多家造纸企业宣布纸价上调，最早将于 7 月 4 日生效。

玖龙纸业**• 东莞基地**

自七月四日起，东莞基地地龙牌瓦楞纸上调 RMB/HKD30 元/吨(USD4 元/吨)。

• 太仓基地

自七月四日起，太仓基地所有瓦楞纸价格上调 RMB30 元/吨。

• 泉州基地

自七月四日起，泉州基地瓦楞纸上调 RMB30 元/吨。

山鹰纸业**• 浙江、安徽、华中、广东、福建、吉林基地**

自 2025 年 7 月 4 日起，在原有价格基础上：瓦纸上调 30 元/吨。

浙江金龙再生资源科技股份有限公司

1、从 2025 年 7 月 5 日起，我公司生产的高强瓦楞纸销售价格上调 30 元/吨。

2、本次价格调整包含之前所有未交订单。

湖北中集超纤科技有限公司

1、自 2025 年 7 月 4 日起，我司所有原纸产品将在原有价格基础上做出如下调整：高强瓦楞原纸全系列价格上调 30 元/吨。

2、本次价格调整包含之前已收的预付款及未交付的订单。

(4) 纸视界：全球产能最大针叶浆生产线即将恢复生产（2025-06-24）

芬兰芬林集团宣布，凯米纸浆厂及其毗邻的造纸厂将在数周维护和维修停工后于 7 月 4 日恢复生产。芬林集团表示，生产将分阶段恢复，工厂的启动大约需要两天时间。

芬林集团旗下子公司芬宝利用为期五周的年度维护停工期，更换了凯米纸浆厂在 2024 年 3 月爆炸中受损的蒸煮装置。此前，为了尽快恢复生产，该蒸煮装置仅进行了临时维修。芬宝集团表示，该工厂还开展了其他大规模维护工作，使凯米工厂能够恢复稳定连续的生产，并再次达到满负荷生产能力。

新的凯米纸浆厂于 2023 年第四季度投入使用，有目前全球产能最大的针叶浆生产线，每年可生产 100 万吨针叶木浆、30 万吨阔叶木浆和 18 万吨的未漂白纸浆。总生产能力约为 150 万吨/年，其中约 110 万吨/年为商品纸浆。2024 年 3 月，该工厂的蒸煮装置发生气体爆炸，使得整个厂区的纸浆和纸板生产全部中断。

为应对疲软的针叶浆市场形势，早些时候芬宝公司宣布暂时关闭其位于 Joutseno 的针叶浆厂。

据芬宝公司称，Joutseno 纸浆厂的停产将使公司能够调整纸浆库存水平，并使产量与亚洲的低订单量和不确定性的市场形势相匹配。

停工已经于 6 月 9 日开始，生产将暂停，直至另行通知。Joutseno 工厂拥有 190 名员工，年生产能力为 69 万吨针叶浆。

(5) 电子烟资讯网：JNR 推出 Flux Pro 电子烟，搭载 NIPLO 技术：提升 50% 的电子烟效率（2025-07-02）

2025 年 6 月 30 日，据 prnewswire 报道，电子烟品牌 JNR 宣布推出 JNR Flux

Pro，这是一款搭载 NIPLO Tech 技术的新一代 JNR 电子烟，旨在带来无与伦比的电子烟体验。这项创新技术将雾化效率提升了 50%，带来更顺滑、更浓郁的口感，同时显著减少有害副产品的产生。

内置 NIPLO 技术，优化每一次抽吸

JNR Flux Pro 的核心技术是 NIPLO 技术，它采用特殊设计的吸油材料，确保快速、持续地输送烟油。该技术与精确的温控系统相结合，可优化雾化效率，减少有害副产品。此外，NIPLO 技术还可防止干烧，延长线圈使用寿命，并将烟弹使用成本降低 50%。

高级功能的个性化体验

JNR Flux Pro 提供完全可定制的电子烟体验。该设备配备 2.02 英寸高清触摸屏，用户可调整气流、尼古丁浓度和其他设置，从而获得个性化的电子烟体验。JNR Flux Pro 提供可定制的体验，满足个人喜好，提供顺滑、温和的抽吸体验和更强劲、更凉爽的吸入体验。

此外，该设备支持 APP 控制和蓝牙功能，允许用户将设备与智能手机同步，从而更好地控制设置。这种无缝集成确保 JNR Flux Pro 尽可能保持动态和用户友好性。

每一口都带来顺滑浓郁的蒸汽

JNR Flux Pro 配备 0.6Ω 雾化器和 2ml 容量的烟弹系统，旨在让每一次抽吸都带来顺滑浓郁的烟雾。该设备由 1200mAh 锂离子电池供电，确保全天持久使用。Type-C 充电接口支持快速充电，减少停机时间，让用户充分享受 JNR Flux Pro 带来的高级电子烟体验。

为用户带来便利和价值

JNR Flux Pro 还具有可调节的气流，让用户能够进一步个性化他们的体验，无论他们喜欢更激烈的体验还是更轻松的经验。包装内含两个 10 毫升的烟油瓶和一根 USB-C 数据线，让用户可以立即体验各种口味。

5 公司重要公告

（1）欧派家居：欧派家居关于可转债转股结果暨股份变动公告（2025-07-03）

经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）“证监许可[2022]1328 号”文核准，公司于 2022 年 8 月 5 日公开发行了 2,000 万张可转换公司债券，每张面值 100 元，发行总额 20.00 亿元。

经上海证券交易所自律监管决定书[2022]234 号文同意，公司 20.00 亿元可转换公司债券于 2022 年 9 月 1 日起在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“欧 22 转债”，债券代码“113655”。

根据有关规定和《欧派家居集团股份有限公司公开发行可转换公司债券募集说明书》的约定，公司本次发行的“欧 22 转债”自 2023 年 2 月 13 日起可转换为本公司股份，初始转股价格为 125.46 元/股，当前转股价格为 120.95 元/股。因公司实施 2023 年度权益分派，“欧 22 转债”转股价格由 123.69 元/股调整至 120.95 元/股，转股价格调整实施日期为 2024 年 7 月 9 日，具体内容详见 2024 年 7 月 2 日披露的《欧派家居关于实施 2023 年度权益分派时调整“欧 22 转债”转股价格的公告》

自 2023 年 2 月 13 日至 2025 年 6 月 30 日，公司累计共有 75,000.00 元“欧 22 转债”已转换成公司 A 股普通股股票，累计转股数为 574 股，占可转债转股前

公司已发行股份总额 609,151,948 股的 0.00009%。其中，2025 年 4 月 1 日至 2025 年 6 月 30 日期间，“欧 22 转债”累计转换成公司 A 股普通股股票 0 股。

截至 2025 年 6 月 30 日，尚未转股的“欧 22 转债”金额为 1,999,925,000 元，占可转债发行总量的 99.9963%。

(2) 喜临门：喜临门家具股份有限公司关于公司控股股东部分股份质押的公告（2025-07-01）

喜临门家具股份有限公司（以下简称“公司”）控股股东浙江华易智能制造有限公司（以下简称“华易智能制造”）持有公司股份 84,799,659 股，占公司总股本的 22.83%。本次股份质押后，华易智能制造累计被质押股份 55,170,000 股，占其所持股总数的 65.06%，占公司总股本的 14.85%。

华易智能制造、华易智能制造一致行动人绍兴市越城区华瀚股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“华瀚投资”）、公司实际控制人陈阿裕先生、陈阿裕先生和其子女共同委托设立的陕国投·金玉 201 号证券投资集合资金信托计划（以下简称“金玉 201 号信托计划”）合计持有公司股份 133,910,234 股，占公司总股本的 36.05%。本次股份质押后，控股股东及其一致行动人累计被质押股份 80,020,000 股，占其所持总股数的 59.76%，占公司总股本的 21.54%。

(3) 仙鹤股份：仙鹤股份关于对外投资的公告（2025-07-02）

仙鹤股份有限公司（以下简称“公司”）在经过周密的实地考察与深入的交流磋商之后，2025 年 6 月 30 日，公司与四川省合江县人民政府正式签署了《竹浆纸用一体化高性能纸基新材料项目投资协议书》，项目预计总投资约 110 亿元人民币。

建设年产 80 万吨竹浆和 120 万吨高性能纸基新材料生产线及相关配套设施。项目整体规划，分期按阶段实施。其中：一期投资约 55 亿元，占地约 2,000 亩，建设年产 40 万吨竹浆和 60 万吨高性能纸基新材料生产线及相关配套设施。二期工程投资约 55 亿元，占地约 2,000 亩，建设年产 40 万吨竹浆和 60 万吨高性能纸基新材料生产线及相应配套工程和竹林基地。以上投资额、产能和经济指标为预估数，具体以项目实际建设和运营为准。

项目分二期建设，正式动工之日起计三年内实现一期投产。一期项目计划投资约 55 亿元，建成达产后，预计年产值约 51.5 亿元，年税收约 4.5 亿元，提供就业岗位约 2000 人。二期项目将根据一期项目的实施情况，参照市场形势和企业经营情况，适时投资建设。二期项目在满足投资条件的前提下将和四川省合江县人民政府另行签订投资协议。一期项目建设年产 40 万吨竹浆和 60 万吨高性能纸基新材料生产线，配套工程包括碱回收、废渣锅炉、余热发电、二氧化氯制备、原料存储、备料系统、给排水系统、办公楼、职工宿舍、码头泊位、光伏发电和竹林基地等。二期项目在一期项目完成后根据市场情况、一期项目实际运营效益及公司经营情况适时进行投资建设，建设年产 40 万吨竹浆和 60 万吨高性能纸基新材料生产线及相应配套工程和竹林基地。

(4) 中顺洁柔：第四期员工持股计划（2025-07-02）

本员工持股计划的参加对象包括公司董事（不含独立董事）、高级管理人员，以及公司（含子公司）其他核心员工。本员工持股计划参加对象预计不超过 150 人，其中，含公司董事、高级管理人员 6 人，具体人数根据实际情况而定。

本员工持股计划的资金来源为参加对象自筹出资，包括但不限于参加对象合法薪酬、自有资金以及通过法律法规允许的其他方式取得的资金。本员工持股计划不

涉及公司向参加对象提供财务资助或为参加对象贷款提供担保，不涉及杠杆资金，不涉及第三方为参加对象提供奖励、资助、补贴、兜底等安排。

本员工持股计划筹集资金总额不超过 7,774 万元，以“份”作为认购单位，每份份额为 1.00 元，本员工持股计划的份额上限为 7,774 万份，具体金额根据实际情况而定。

本员工持股计划的股票来源为公司以集中竞价交易方式回购 A 股普通股。公司于 2025 年 4 月 2 日召开第六届董事会第八次会议，审议通过《关于公司回购股份方案的议案》，决定以集中竞价交易方式回购股份用于后期实施员工持股计划或股权激励计划，回购资金总额不低于 3,000 万元（含）且不超过 6,000 万元（含），回购价格不超过 9.77 元/股，回购实施期限自公司董事会审议通过回购方案之日 12 个月内。详见公司于 2025 年 4 月 2 日在巨潮资讯网披露的《关于公司回购股份方案的公告》（公告编号：2205-05）。公司于 2025 年 6 月 19 日披露《关于调整回购股份方案的公告》，将回购资金总额由“不低于人民币 3,000 万元（含），不超过人民币 6,000 万元（含）”调整至“不低于人民币 11,000 万元（含），不超过人民币 16,000 万元（含）”，除上述事项调整外，回购股份方案的其他内容未发生变化。截至 2025 年 6 月 30 日，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 9,684,600 股，占公司目前总股本的 0.75%，其中，最高成交价为 7.15 元/股，最低成交价 6.01 元/股，成交总金额为 66,070,071 元（不含交易费用）。

本员工持股计划的存续期为 48 个月，自公司股东大会审议通过本员工持股计划之日起算。

公司层面的考核标准为：第一批次 2025 年净利润不低于 3.00 亿元，第二批次 2026 年净利润不低于 4.00 亿元。个人层面考核标准为：通过对持有人的工作绩效进行评价，得出综合得分，确定个人层面解锁比例。 $80 \leq \text{综合得分}(S) \leq 100$ ，个人层面解锁比例为 $S\%$ ； $\text{综合得分}(S) < 80$ ，个人层面解锁比例 0%。

（5）吉宏股份：2025 年半年度业绩预告（2025-07-03）

公司 2025 年上半年净利润 13,016.27 万元至 13,739.90 万元，比上年同期增长 97.25%—108.21%；归属于上市公司股东的净利润 11,216.27 万元至 11,939.90 万元，比上年同期增长 55.00%—65.00%；扣除非经常性损益后的净利润 10,616.27 万元至 11,339.90 万元，比上年同期增长 68.16%—79.62%；基本每股收益 0.29 元/股—0.31 元/股。

（6）浙江自然：浙江自然股东减持股份计划公告（2025-07-04）

截至本公司披露日，浙江大自然户外用品股份有限公司（以下简称“公司”）股东天台瑞聚股权投资中心（有限合伙）持有公司股份 9,450,000 股，占公司总股本的 6.67%。上述股份来源于首次公开发行前持有的股份及上市后资本公积转增股本方式取得的股份。

因部分合伙人自身资金需求，天台瑞聚股权投资中心（有限合伙）计划通过集中竞价方式减持不超过公司股份总数的 1%（即 1,415,730 股）；减持股份计划自公告披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内进行。

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。