

轻工造纸行业研究

买入（维持评
级）

行业深度研究

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）
yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师：龚轶之（执业 S1130523050001）
gongyizhi@gjzq.com.cn

分析师：叶思嘉（执业 S1130523080001）
yesijia@gjzq.com.cn

24Q3 业绩综述：多数板块业绩筑底，景气度回升曙光显现

投资逻辑

家居板块：Q3 内销承压明显，景气回升曙光显现，外销开始分化，优选具备 α 企业。内销方面，24Q1/Q2/Q3 内销家居板块营收同比分别+9.3%/-10.1%/-14.9%，Q3 板块收入同比进一步承压，内销家居企业在收入承压的情况下，多数企业加大促销力度叠加生产端规模效应边际走弱，利润端 Q3 承压更为明显，24Q3 板块整体归母净利润同比下降 22.6%，少数头部企业表现相对仍具韧性。外销方面，24Q1/Q2/Q3 板块营收同比分别+26.9%/+23.2%/+25.0%，Q3 出口板块内部各企业收入表现开始出现分化，此外 24Q3 板块整体（剔除梦百合减值影响）归母净利润同比仅+1.0%，主因汇兑损失及海运费上涨。展望后续，内销依托于地产宽松政策持续推出叠加各地家具以旧换新消费补贴持续落地，目前终端消费已逐步显现积极信号，Q4 起家居企业报表端业绩有望呈现边际回升态势。外销方面，虽然 Q3 开始中国整体家具出口金额同比已开始转弱，但考虑海外跨境电商平台仍在快速扩张叠加后续美国或进一步降息，部分具备 α 的企业或将延续较优表现。整体来看，家居板块重点推荐关注两个布局方向：1) C 端收入占比较高、零售能力持续兑现的优质内销大家居头部企业；2) 技工贸一体化或品牌化程度较高，具备 α 的出口企业。

造纸板块：纸价回落+成本高位，景气度 Q3 触底 Q4 回暖，需求是重要变量，优选细分赛道。由于下游需求修复趋势和节奏弱于预期，Q3 企业用浆成本达到年内高点，而大部分浆系纸种在有限需求支撑下，伴随纸浆现价同步下行，大部分纸企 24Q3 盈利能力环比 Q2 显著收窄。Q4 起伴随中大型纸企高价浆库存消化结束，低价浆逐步计入报表端成本，成本曲线下行，4Q 行业整体盈利能力开启修复，但盈利修复弹性关键在价格，背后是需求支撑，根据下游消费韧性、细分赛道供需格局差异，盈利修复弹性呈现差异，整体来说特种纸>浆系大宗纸>废纸系。板块资本开支整体放缓且内部现分化，关注成熟纸企高分红，特种纸关注转固折旧影响，优先推荐综合成本管控较优的纸浆一体化企业，推荐太阳纸业、华旺科技。

个护文娱宠物板块：宠物表现靓丽，重视细分优质国货品牌势能&份额提升。终端消费力疲弱影响下 Q3 收入增长表现延续低位，线下客流表现一般同比表现回落，且线上等渠道竞争加剧投放效率下降，盈利能力短期有所压制，宠物等细分赛道受外销拓客户、内销行业成长红利+自主品牌产品力/渠道运营力处于上行周期业绩表现超预期，成长稀缺性凸显。展望未来，短期对于个护生活纸品类，伴随 Q4 用浆成本回落，成本端压力有望减弱盈利有望逐步回暖，中期看好优质国货在基于消费者洞察的高效差异化产品策略、精准渠道运营能力不断迭代趋势下，品牌势能&份额提升逻辑，推荐百亚股份、乖宝宠物。

投资建议

家居板块：推荐顾家家居（总裁大比例回购展现发展信心，公司第二增长曲线显现叠加优异组织能力有望支撑公司中长期显著领先行业）、索菲亚（公司总部组织+渠道架构合理清晰，支撑后续大家居发展，估值修复空间较大）、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）。

造纸板块：推荐太阳纸业（优质浆纸一体化龙头，文化纸进入旺季，价格逐步企稳，4Q 吨盈利修复趋势明确）。

宠物板块：关注乖宝宠物（内销延续高成长，烘焙条线新品驱动产品升级，品牌势能上升期）。

风险提示

地产竣工改善速度与进度不及预期的风险；原料价格大幅上涨的风险；下游需求不及预期导致提价不及预期的风险；代工商大客户流失的风险

内容目录

1. 家居板块：Q3 内销进一步承压，外销分化已显现.....	5
1.1 内销-定制家居：Q3 零售&大宗全面走弱，整体盈利下降明显.....	6
1.2 内销-软体家居：收入表现相对优于定制企业，盈利能力有所分化.....	10
1.3 外销家居：Q3 整体景气度边际走弱，优质 α 企业仍保持较优表现.....	13
1.4 投资建议：内销把握 C 端大家居龙头，外销布局具备 α 企业.....	16
2 造纸：行业景气度 Q3 触底 Q4 稳步修复，优选细分赛道.....	17
2.1 行业回顾：纸价回落、成本高位，Q3 产业链盈利环比回落.....	17
2.2 行业展望：行业景气度 Q3 触底 Q4 稳步修复，关注成熟纸企高分红，特种纸关注转固折旧影响.....	23
2.3 投资建议：资本开支放缓，推荐纸浆一体化成本优势强化的头部纸企、细分赛道特种纸.....	24
3 个护文娱宠物：头部公司业绩更稳健，细分优质国货品牌势能&份额提升.....	24
3.1 行业回顾：终端消费力疲弱 Q2 收入回落，宠物等细分赛道成长亮眼.....	24
3.2 行业展望：产品&渠道双线发力，看好中期优质国货品牌势能&份额提升.....	26
3.3 投资建议：推荐头部国产品牌、宠食龙头、出海先锋.....	26
风险提示.....	27

图表目录

图表 1：内销家居板块历年营收与净利润同比增长率.....	5
图表 2：内销家居板块单季度营收与净利润同比增长率.....	5
图表 3：外销家居板块历年营收与净利润同比增长率.....	5
图表 4：外销家居板块单季度营收与净利润同比增长率.....	5
图表 5：内销家居上市企业 24 年三季报业绩统览.....	6
图表 6：一线品牌单季度营收增速（%）.....	6
图表 7：二线品牌单季度营收增速（%）.....	6
图表 8：大宗渠道收入占比稳中有降.....	7
图表 9：一线品牌零售渠道历年增长率（%）.....	8
图表 10：二线品牌零售渠道历年增长率（%）.....	8
图表 11：各公司衣柜门店历年净增情况.....	8
图表 12：各公司橱柜门店历年净增情况.....	8
图表 13：定制家居企业分季度利润同比情况.....	9
图表 14：定制家居单季度毛利率.....	9
图表 15：定制家居单季度净利率.....	9
图表 16：各公司预收款同比变化情况（亿元）.....	10

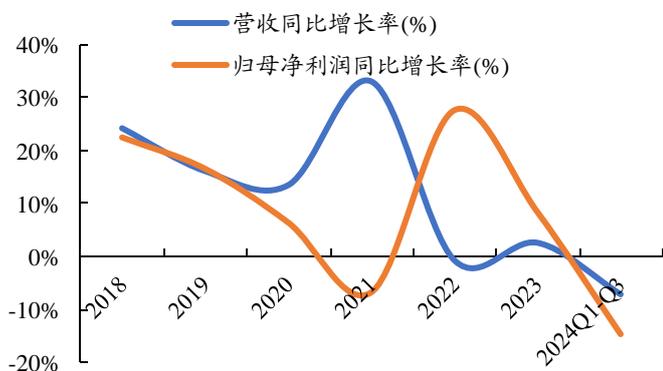
图表 17: 大宗渠道收入占比低于 20%的企业净现比.....	10
图表 18: 大宗渠道收入占比大于 20%的企业净现比.....	10
图表 19: 软体家居企业历年收入增速 (%)	11
图表 20: 软体家居企业各季度收入增速 (%)	11
图表 21: 软体家居历年毛利率	11
图表 22: 软体家居历年单季度毛利率	11
图表 23: 软体家居原材料价格 (元/吨)	12
图表 24: 软体家居历年净利率	12
图表 25: 软体家居历年单季度净利率	12
图表 26: 软体家居历年 Q3 预收款同比增长 (亿元, %)	13
图表 27: 软体家居预收款 (分季度) 同比增长 (%)	13
图表 28: 9 月中国家具及零件出口金额当月同比-9.7%.....	13
图表 29: 1-9 月中国家具及零件累计出口金额同比+7.7%.....	13
图表 30: 23 年以来中国轻工消费品出口金额同比变化趋势.....	14
图表 31: 外销家居上市企业 24 年业绩统览 (亿元)	14
图表 32: 美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速 (百万美元, %)	15
图表 33: 美国家具及家居摆设批发商库存销售比及同比增速.....	15
图表 34: 美国家居零售商&批发商库存历史复盘	15
图表 35: 美国 9 月新屋销售套数 (折年数) 同比-3.52%.....	16
图表 36: 美国 9 月成屋销售套数 (折年数) 同比+6.34%.....	16
图表 37: 家居重点公司盈利预测及估值	16
图表 38: 浆纸系纸价及木浆价格复盘	17
图表 39: 废纸系纸价及废纸成本价格复盘	18
图表 40: 重点造纸企业营收及同比增速	18
图表 41: 重点纸企净利润及同比增速	18
图表 42: 各重点纸企当季购买商品支付现金占营业成本的比重	19
图表 43: 分纸种季度收入及同比增速	19
图表 44: 分纸种季度净利润及同比增速	20
图表 45: 重点纸企单季度毛利率	20
图表 46: 重点纸企单季度净利率变化	21
图表 47: 3Q 净利率持续环比回落, 浆纸系回落幅度更大.....	21
图表 48: 重点纸企应收账款周转天数	21
图表 49: 重点纸企存货周转天数	21
图表 50: 重点纸企 3Q 账面存货 (亿元) 环比下行.....	22
图表 51: 重点纸企经营性现金流与净利润	22

图表 52: 重点纸企固定资产增速放缓	22
图表 53: 重点纸企分季度资本开支及同比增速	22
图表 54: 部分重点纸企资本开支情况 (亿元)	23
图表 55: 24 年以来木浆价格处于强势上行期	23
图表 56: 纸浆库存处于平均水位	23
图表 57: 25-27 年全球没有新增商品阔叶浆投放	24
图表 58: 欧洲港口木浆港口库存 (单位: 吨) 进入补库周期	24
图表 59: 个护文娱宠物消费重点公司营业收入变化情况	25
图表 60: 个护文娱宠物消费重点公司归母净利变化情况	25
图表 61: 重点宠物板块公司国内外增速、占比梳理	26

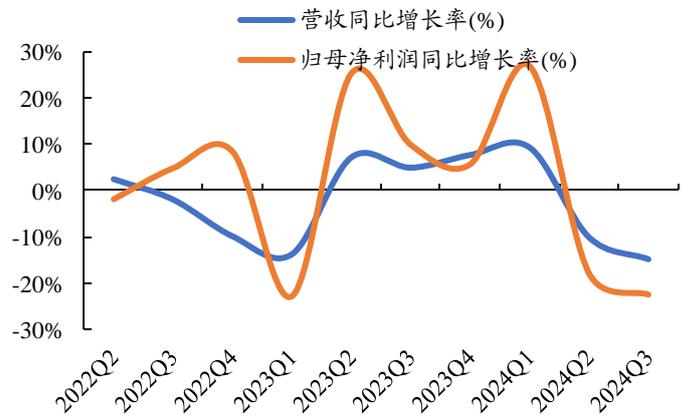
1.家居板块：Q3 内销进一步承压，外销分化已显现

业绩综述：内销方面，24Q1/24Q2/24Q3 内销家居板块营收同比分别+9.3%/-10.1%/-14.9%，Q3 板块收入同比进一步承压，内销家居企业在收入承压的情况下，多数企业加大促销力度叠加生产端规模效应边际走弱，利润端 Q3 承压更为明显，24Q3 板块整体归母净利润同比下降 22.6%，少数头部企业表现相对仍具韧性。外销方面，24Q1/24Q2/24Q3 板块营收同比分别+26.9%/+23.2%/+25.0%，整体 Q3 出口景气度依然较优，而 24Q3 板块整体（剔除梦百合减值影响）归母净利润同比仅增长 1.0%，主因汇兑损失及海运费上涨。展望后续，内销板块依托于地产宽松政策持续推出叠加各地家具以旧换新消费补贴持续落地，目前终端消费已逐步显现积极信号，Q4 起家居企业报表端业绩有望逐步呈现边际回升态势。外销板块，虽然 Q3 开始中国整体家具出口金额同比已开始转弱，但考虑海外跨境电商平台仍在快速扩张叠加后续美国进一步降息预期，部分具备 α（尤其技工贸一体化或品牌化程度较高）的企业或将延续较优表现。

图表1：内销家居板块历年营收与净利润同比增长率



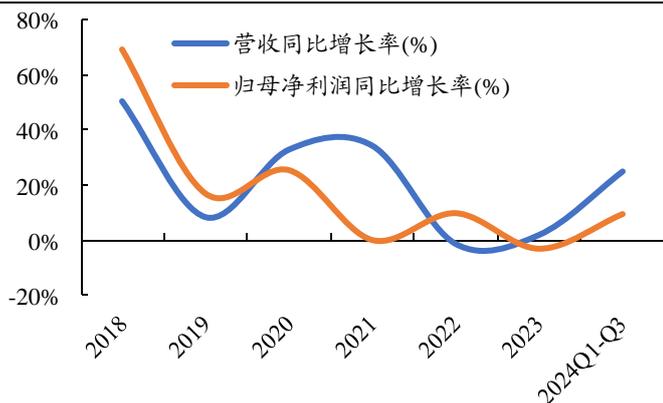
图表2：内销家居板块单季度营收与净利润同比增长率



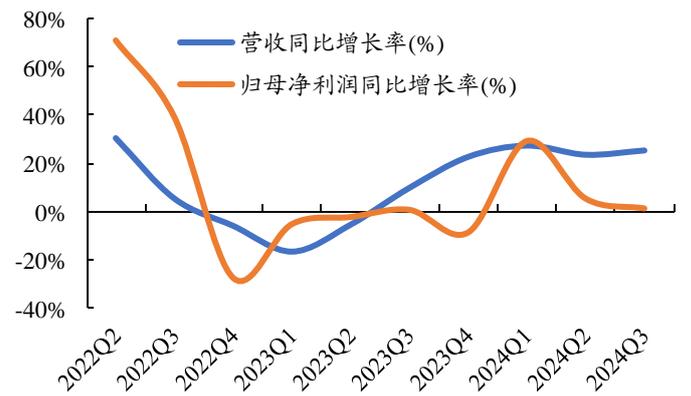
来源：Wind，国金证券研究所；注：内销利润不含喜临门数据

来源：Wind，国金证券研究所；注：内销利润不含喜临门数据

图表3：外销家居板块历年营收与净利润同比增长率



图表4：外销家居板块单季度营收与净利润同比增长率



来源：Wind，国金证券研究所。注：利润数据剔除梦百合。

来源：Wind，国金证券研究所。注：利润数据剔除梦百合。

图表5: 内销家居上市企业24年三季度业绩统览

	24年Q1-Q3营收同比	24年Q1-Q3归母净利润同比	24年Q1-Q3扣非归母净利润同比	24年Q3营收同比	24年Q3归母净利润同比	24年Q3扣非归母净利润同比
定制家居						
欧派家居	-16.2%	-12.1%	-19.9%	-21.2%	-11.6%	-12.6%
索菲亚	-6.6%	-3.2%	-3.6%	-21.1%	-21.2%	-21.7%
尚品宅配	-22.2%	-2904.9%	539.2%	-29.1%	-112.3%	-124.8%
志邦家居	-6.5%	-23.8%	-28.3%	-10.1%	-30.9%	-33.0%
金牌厨柜	-5.1%	-28.1%	-25.5%	-13.9%	-44.2%	-36.1%
好莱客	-11.2%	-48.9%	-51.1%	-20.4%	-50.8%	-52.8%
我乐家居	-16.5%	-47.6%	-55.5%	-25.1%	-62.6%	-61.8%
皮阿诺	-27.9%	-86.7%	-121.9%	-39.2%	-87.0%	-115.6%
软体家居						
顾家家居	-2.4%	-9.5%	-10.7%	-6.9%	-19.9%	-16.9%
梦百合	7.2%	-235.5%	-225.3%	3.0%	-1442.3%	-781.4%
喜临门	-1.5%	-3.9%	-3.9%	-10.8%	-15.8%	-15.2%
慕思股份	1.9%	0.8%	-2.3%	-11.2%	-8.3%	-17.1%

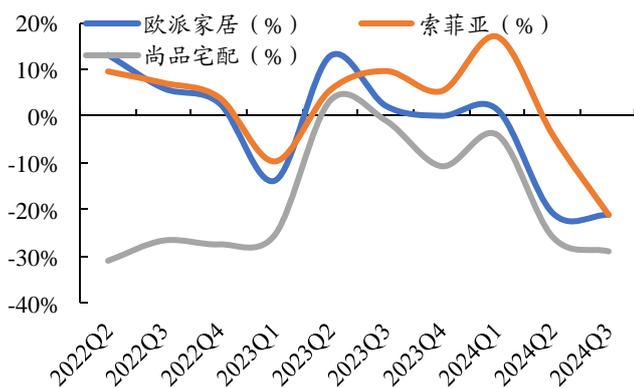
来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.1 内销-定制家居: Q3 零售&大宗全面走弱, 整体盈利下降明显

1.1.1 收入端: Q3 板块下滑幅度扩大, 零售&大宗全面影响

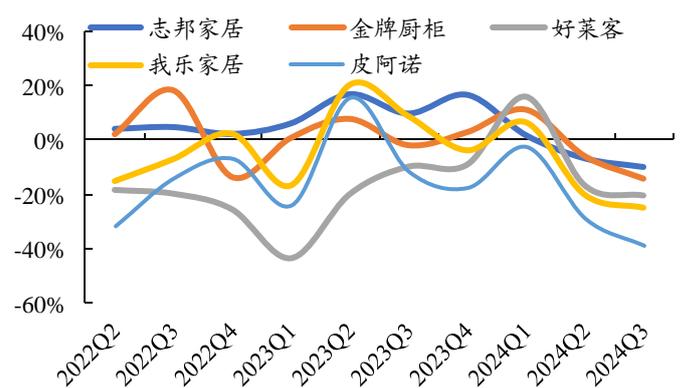
从收入端来看, 24年以来行业终端需求走弱明显, 虽由于同期低基数, 24Q1多数企业收入端均有增长, 而终端需求承压情况已滞后反应至24Q2、24Q3报表端, 尤其24Q3多数家居企业收入端下滑幅度进一步扩大, 欧派/索菲亚/志邦24Q3收入分别同比-21.2%/-21.1%/-10.1%。

图表6: 一线品牌单季度营收增速 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 二线品牌单季度营收增速 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

零售&大宗渠道全面承压: 在地产销售、竣工下降的大背景下, 终端装修及家居需求下降较为明显, 并且部分消费者由于消费预期变化使得改善型装修需求延后, 行业整体零售渠道销售压力更为明显, 欧派/志邦/金牌24Q3零售渠道收入分别-19.5%/-11.8%/-15.2%。此外, 大宗渠道方面, 在新房销售整体放缓叠加精装修渗透率提升逐步进入瓶颈期的背景下, 各企业大宗渠道压力也正显著显现。

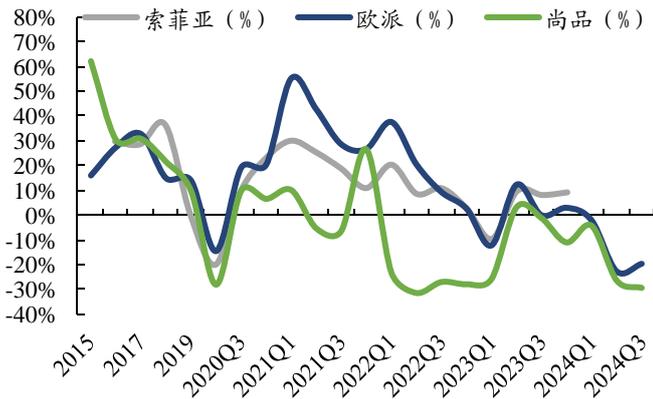
图表8: 大宗渠道收入占比稳中有降

		收入总增量(亿元)	零售增速 (%)	大宗增速 (%)
欧派家居	2019	20.2	12.7%	52.5%
	2020	12.1	6.0%	24.1%
	2021	54.0	42.2%	36.9%
	2022	20.4	13.2%	-4.8%
	2023	3.0	1.1%	2.6%
	2024Q1	(0.2)	-4.4%	18.8%
	2024Q2	(13.1)	-22.6%	-10.6%
	2024Q3	(14.3)	-19.5%	-28.9%
索菲亚	2019	3.8	0.3%	-
	2020	6.7	1.4%	47.2%
	2021	20.5	28.5%	6.7%
	2022	8.2	9.2%	-4.9%
	2023	4.4	4.6%	-4.9%
	2024Q1	-	-	-
	2024Q2	-	-	-
	2024Q3	-	-	-
志邦家居	2019	5.3	13.7%	63.4%
	2020	8.8	14.7%	83.9%
	2021	13.1	48.6%	40.6%
	2022	2.4	6.6%	0.4%
	2023	7.3	6.2%	21.2%
	2024Q1	0.1	-7.4%	9.7%
	2024Q2	(1.0)	-12.7%	7.8%
	2024Q3	(1.7)	-11.8%	-6.7%
金牌厨柜	2019	4.2	8.0%	149.3%
	2020	5.2	7.8%	76.8%
	2021	7.4	39.8%	28.2%
	2022	1.0	-1.6%	11.8%
	2023	0.7	3.2%	-0.3%
	2024Q1	0.7	5.3%	24.7%
	2024Q2	(0.5)	-14.1%	9.7%
	2024Q3	(1.4)	-15.2%	-11.3%

来源: Wind, 国金证券研究所

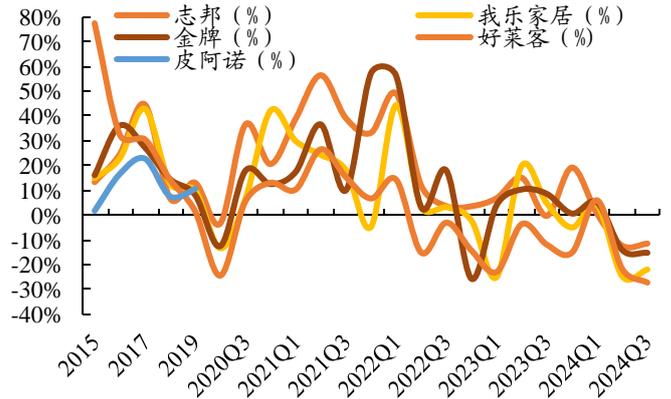
零售渠道两大特点依然明显: 1) 零售渠道由门店扩张驱动转为同店增长驱动的趋势越发明显, 此外整装渠道越发重要。一线品牌企业由于流量分散化趋势明显叠加自身渠道布局已较为充分, 逐步进入存量门店优化调整、单品类门店向全品类门店进化的阶段, 门店数量短期已出现净减少状态。二线品牌企业虽然渠道仍有扩张空间, 但整体开店贡献度也正边际减弱。整体来看, 行业整体的增长驱动力已明显开始从渠道门店扩张转为多品类连带+流量转化率提升带动同店增长。并且前置整装渠道布局也越发关键, 逐渐成为重要增长驱动力。2) 大家居发展领先并且渠道架构顺应发展模式的企业在行业承压阶段, 零售渠道依然可保持理想表现, 体现出自身增长韧性。在这一背景下, 对于品牌商渠道管理赋能以及经销商团队的能力要求明显提升, 各品牌间该能力差异使得整体业绩表现逐渐分化, 行业集中度有望迎来加速提升。

图表9：一线品牌零售渠道历年增长率 (%)



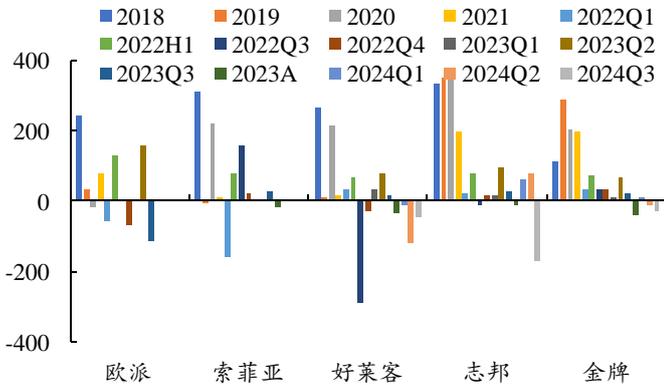
来源：Wind，国金证券研究所；注：2021年Q1、Q2增速为同比2019年

图表10：二线品牌零售渠道历年增长率 (%)



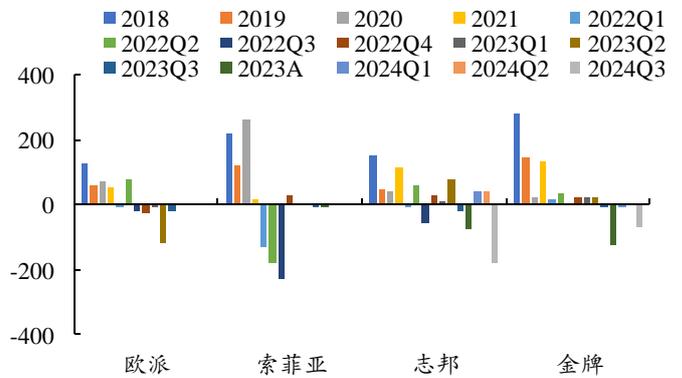
来源：Wind，国金证券研究所；注：2021年Q1、Q2增速为同比2019年

图表11：各公司衣柜门店历年净增情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表12：各公司橱柜门店历年净增情况



来源：Wind，国金证券研究所

1.1.2 盈利能力：延续分化趋势，二三线品牌盈利显著下行

产能利用率同比下降+行业价格竞争加剧共同使得行业 24Q3 盈利承压，而内部分化趋势依然明显。兼具品牌、生产端优势及强费用管控能力的头部公司整体盈利韧性相对更强，其中欧派家居 24Q3 净利率逆势提升 2.2pct。一方面由于大宗渠道竞争加剧，大宗渠道占比较高的企业整体毛利率受大宗毛利率降低拖累明显，另一方面零售渠道存量竞争也在进一步加剧，各企业纷纷推出性价比套餐产品引流获客，对企业成本控制及产品研发要求明显提升，部分优质企业依托内部研发匹配、精益降本、精准费用投放，整体盈利能力保持相对稳健。

图表13: 定制家居企业分季度利润同比情况

	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2024Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
一线品牌									
欧派家居	-11.7%	26.4%	-39.8%	28.1%	21.1%	4.0%	43.0%	-21.3%	-11.6%
索菲亚	-2.8%	扭亏	-8.9%	32.9%	15.6%	18.4%	58.6%	1.0%	-21.2%
尚品宅配	59.9%	2757.4%	-4.9%	扭亏	-5.6%	-20.1%	9.2%	-159.9%	-112.3%
二线品牌									
志邦家居	6.0%	8.0%	0.5%	20.0%	8.2%	10.5%	-8.4%	-20.5%	-30.9%
金牌厨柜	0.9%	-37.5%	8.2%	-29.9%	24.8%	11.8%	11.2%	-24.4%	-44.2%
好莱客	167.1%	-129.9%	-70.7%	-14.0%	-63.3%	-22.4%	5.3%	-55.6%	-50.8%
我乐家居	8.3%	-117.7%	-50.7%	97.8%	75.7%	-93.6%	185.8%	-50.3%	-62.6%
皮阿诺	-27.7%	-104.7%	-120.7%	-10.8%	-44.1%	-42.3%	-112.3%	-65.3%	-87.0%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 定制家居单季度毛利率

	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
一线品牌									
欧派家居	33.1%	30.5%	26.7%	34.3%	37.6%	34.6%	30.0%	34.5%	40.4%
索菲亚	34.2%	33.3%	33.3%	35.7%	36.8%	37.4%	32.6%	38.1%	35.9%
尚品宅配	36.7%	34.9%	31.0%	36.1%	35.2%	36.0%	27.8%	32.9%	34.2%
二线品牌									
志邦家居	37.5%	39.4%	36.9%	36.8%	40.7%	34.6%	37.2%	36.4%	37.0%
金牌厨柜	27.9%	31.7%	29.1%	27.8%	29.8%	31.2%	28.0%	25.7%	28.3%
好莱客	35.5%	32.7%	35.5%	36.1%	37.4%	31.5%	33.2%	36.5%	34.0%
我乐家居	46.1%	45.4%	40.2%	46.2%	48.1%	47.8%	44.1%	47.5%	47.7%
皮阿诺	28.9%	31.1%	24.4%	29.1%	31.2%	30.6%	21.8%	24.2%	24.2%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 定制家居单季度净利率

	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
一线品牌									
欧派家居	14.8%	11.2%	4.2%	15.6%	17.5%	11.6%	6.0%	15.6%	19.7%
索菲亚	12.5%	7.8%	5.8%	13.9%	13.8%	9.6%	8.2%	14.9%	13.8%
尚品宅配	4.9%	4.9%	-11.8%	2.6%	4.7%	4.4%	-11.1%	-2.1%	-0.8%
二线品牌									
志邦家居	10.6%	11.8%	6.4%	8.5%	10.4%	11.2%	5.8%	7.3%	8.0%
金牌厨柜	6.7%	10.4%	5.5%	4.6%	8.5%	11.5%	5.4%	3.6%	5.4%
好莱客	35.2%	5.9%	3.5%	11.6%	14.3%	6.1%	3.1%	6.2%	8.9%
我乐家居	11.6%	9.4%	2.5%	11.3%	18.8%	0.6%	6.7%	7.0%	9.4%
皮阿诺	12.7%	8.4%	-2.3%	9.1%	7.8%	5.9%	-5.2%	4.3%	1.4%

来源: Wind, 国金证券研究所

1.1.3 预收款及现金流: Q3 末预收款表现仍相对较弱

预收款: 24Q3 终端接单压力延续, 多数定制家居企业预收款(合同负债)同比仍下降明显。虽然 Q3 末多数企业预收款情况环比仍未有明显改善, 但考虑各地家具以旧换新消费

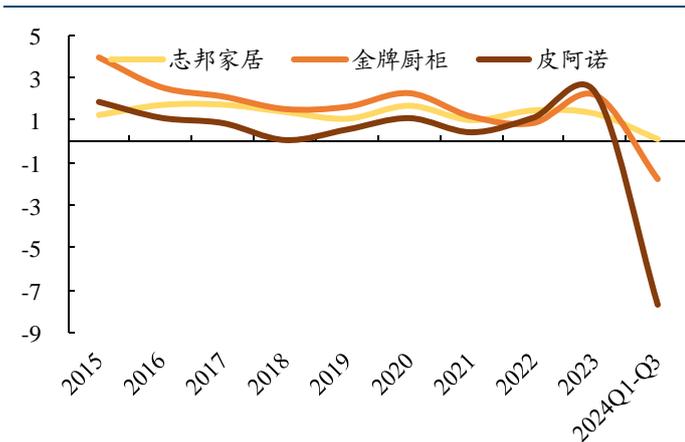
补贴政策启动时间相对晚于家电品类，结合国庆以来终端家具消费逐步显现积极信号，后续 Q4 家居企业出货表现仍值得期待。

图表16: 各公司预收款同比变化情况 (亿元)

	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
一线品牌									
欧派	21.9	11.5	20.9	20.8	19.6	15.0	16.4	17.8	16.1
索菲亚	10.5	7.0	10.0	13.0	12.0	13.1	8.7	8.8	8.5
尚品	8.1	6.2	7.1	7.4	6.1	6.4	5.3	6.1	5.6
欧派 yoy	-10.2%	-45.1%	5.6%	-5.6%	-10.6%	31.1%	-21.5%	-14.2%	-17.7%
索菲亚 yoy	27.2%	-28.4%	6.2%	28.7%	14.5%	86.1%	-13.2%	-32.6%	-29.6%
尚品 yoy	-17.0%	-37.2%	-7.0%	-11.5%	-24.2%	3.5%	-24.6%	-18.1%	-8.5%
二线品牌									
志邦	4.4	4.4	3.6	4.4	4.2	4.7	2.4	2.6	2.7
金牌	3.4	3.3	2.8	4.2	2.8	4.4	3.0	3.8	2.6
好莱客	1.5	1.0	1.5	1.7	1.5	1.9	1.4	1.2	1.3
我乐家居	2.7	2.6	2.7	2.8	2.4	2.7	2.1	2.1	2.2
皮阿诺	1.9	1.4	1.7	1.5	1.6	1.8	1.6	1.4	1.7
志邦 yoy	-12.5%	-17.8%	-12.4%	1.5%	-5.2%	8.7%	-31.8%	-41.5%	-34.1%
金牌 yoy	-18.1%	-22.1%	-6.3%	2.2%	-17.1%	34.7%	5.2%	-9.6%	-8.5%
好莱客 yoy	-60.3%	-75.1%	-63.8%	-64.0%	1.6%	90.0%	-7.5%	-30.9%	-15.8%
我乐家居 yoy	-0.9%	-24.6%	7.4%	-0.7%	-10.9%	3.8%	-21.4%	-25.0%	-8.4%
皮阿诺 yoy	25.6%	-11.9%	24.5%	-20.0%	-18.4%	31.0%	-6.5%	-9.6%	12.1%

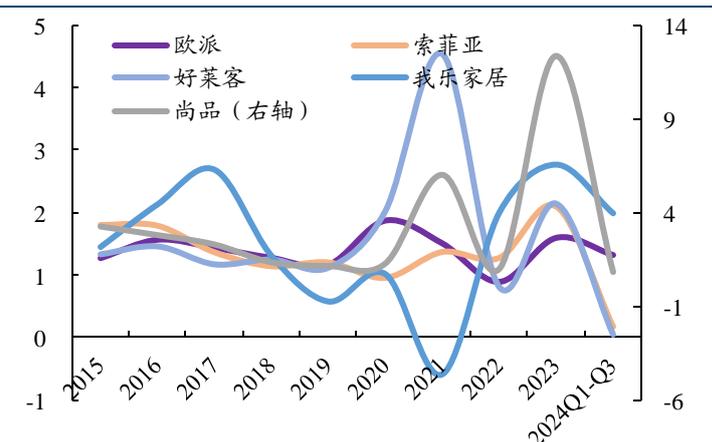
来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 大宗渠道收入占比低于20%的企业净现比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 大宗渠道收入占比大于20%的企业净现比



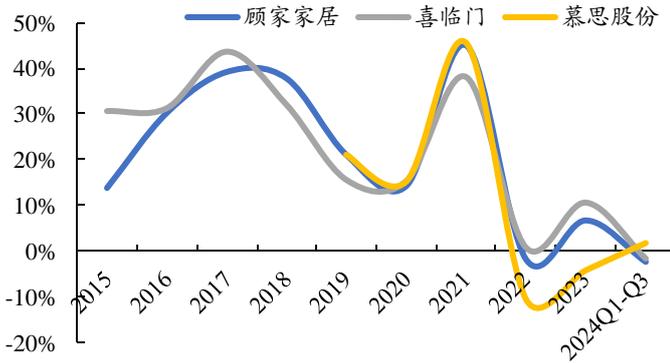
来源: Wind, 国金证券研究所

1.2 内销-软体家居: 收入表现相对优于定制企业, 盈利能力有所分化

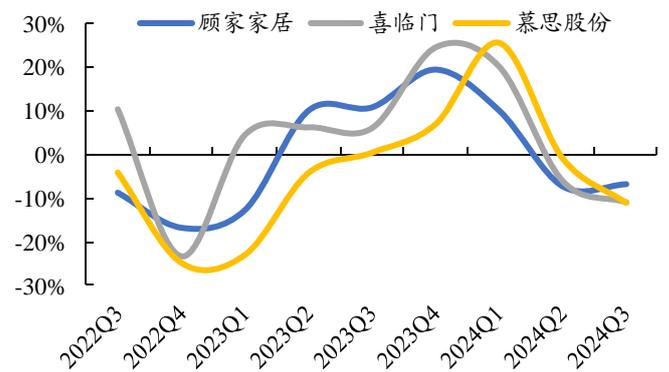
1.2.1 收入端: 两大因素驱动收入表现相对优于定制家居企业

今年以来, 家具行业整体需求承压, 而 24Q1-Q3 整体来看, 软体家居企业同比表现相对优于定制家具企业, 其中顾家/慕思/喜临门收入分别同比-2.4%/+1.9%/-1.5%, 24Q3 收入分别同比-6.9%/-11.2%/-10.9%, 预计一方面由于去年同期软体家居企业受定制家居企业的大家居套餐影响显著, 使得基数压力相对较小, 另一方面, 软体家居行业相对由于具备一定标品属性, 其集中度提升速度或相对快于定制家居企业。此外, 部分软体家居企业外销业务今年整体增长相对较优一定程度上支撑公司整体业绩相对具韧性。

图表19：软体家居企业历年收入增速（%）



图表20：软体家居企业各季度收入增速（%）



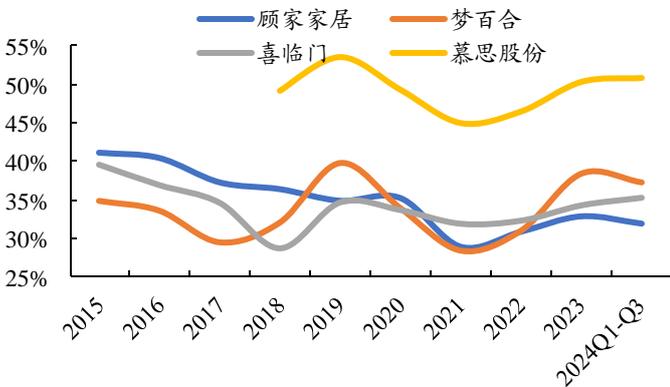
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

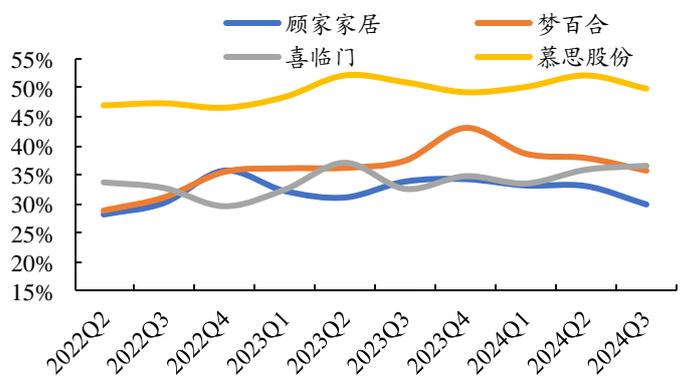
1.2.2 盈利能力：行业竞争加剧，多数企业盈利承压

毛利率方面，虽然原材料价格有所下降，但在行业竞争加剧，企业主动加大促销让利叠加消费力偏弱或使得中低端产品销售占比提高的背景下，多数企业毛利率同比承压，2024Q3 顾家家居/慕思股份/喜临门/梦百合毛利率分别同比-4.0/-1.1/+4.0/-1.7pct 至 29.8%/49.9%/36.5%/35.6%，2024Q1-Q3 毛利率分别同比-0.5/+0.0/+1.1/+0.7pct 至 31.9%/50.8%/35.3%/37.2%。而净利率方面，除毛利率影响因素外，主因各企业打法策略差异，费用投放有所区别叠加汇兑收益波动，净利率表现也有所分化，2024Q3 顾家家居/慕思股份/喜临门净利率分别-1.4/+0.4/-0.5/-11.3pct 至 9.7%/11.9%/7.1%，2024Q1-Q3 净利率分别同比-0.5/-0.2/-0.2pct 至 10.1%/13.5%/6.3%。

图表21：软体家居历年毛利率



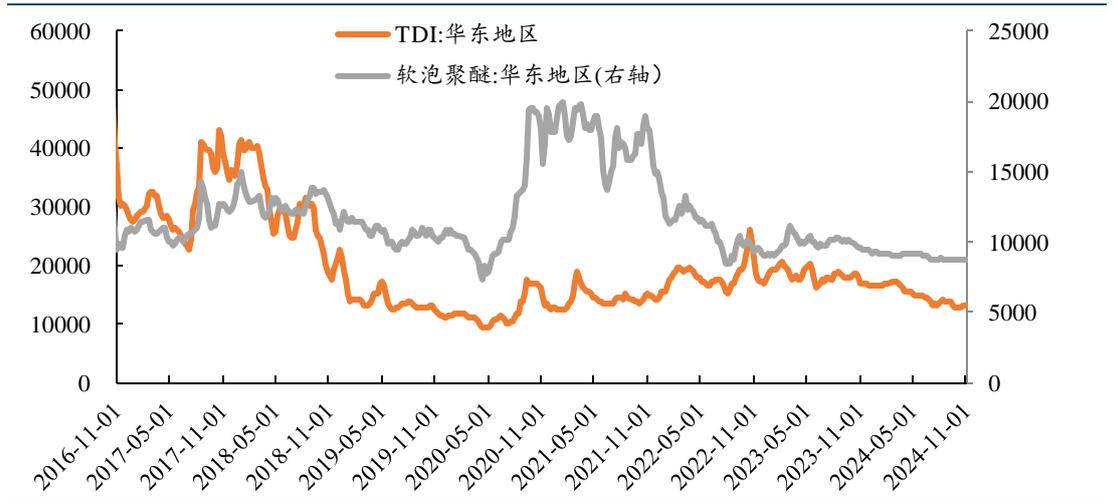
图表22：软体家居历年单季度毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

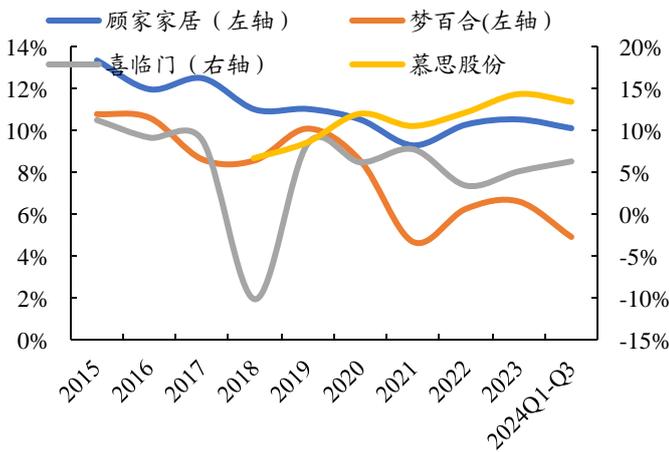
来源：Wind，国金证券研究所

图表23: 软体家居原材料价格 (元/吨)



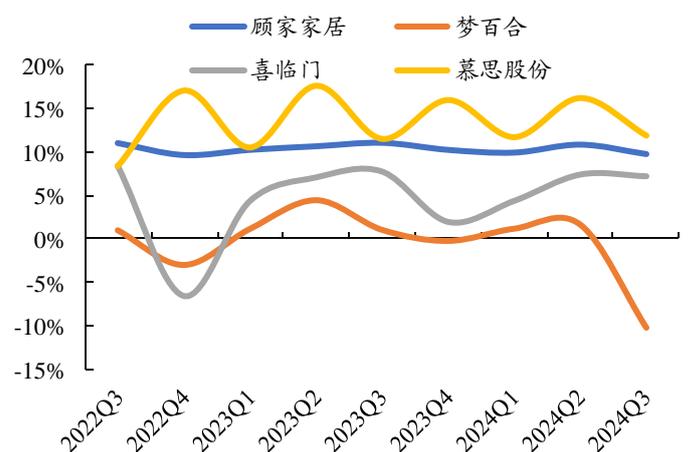
来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 软体家居历年净利率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 软体家居历年单季度净利率

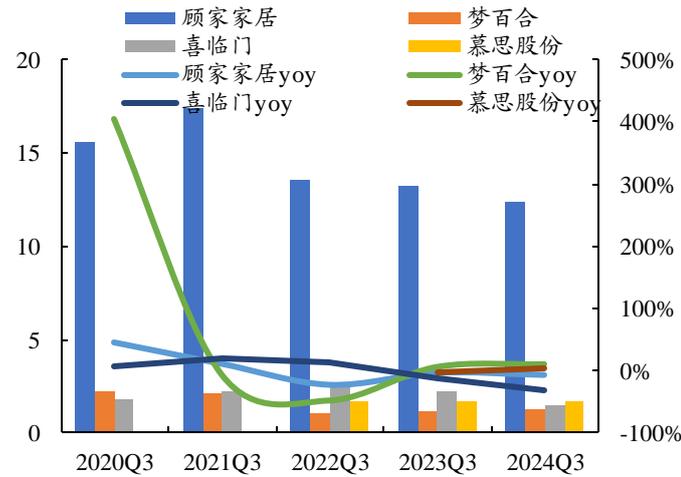


来源: Wind, 国金证券研究所;

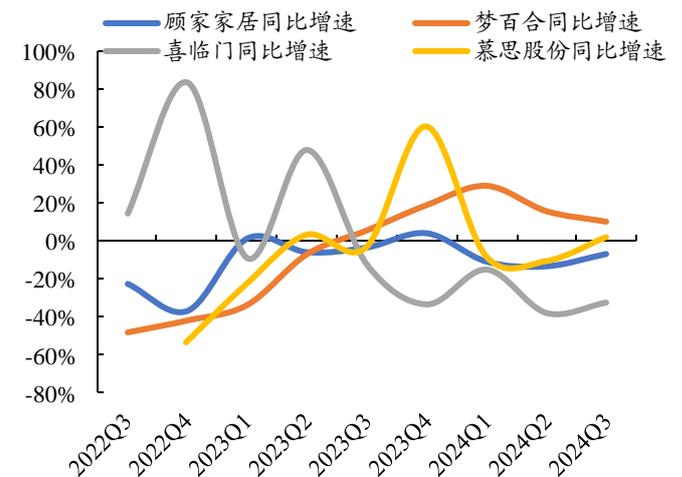
1.2.3 预收款: 同比仍偏弱, 内需亟待政策效果显现

预收款方面, 24Q3 顾家家居/慕思股份/喜临门/梦百合预收款分别同比-6.2%/+2.3%/-32.3%/+10.4%至 12.4/1.7/1.5/1.3 亿元, 预收款表现整体偏弱。目前各地消费补贴政策正在加速落地, 补贴范围也正逐步扩大, 软体家具品类由于更换周期相对较短叠加更换难度较低, 或将更为受益于政策刺激, 相关效果有望显现, 无需对于 Q4 软体家居企业业绩过于悲观。

图表26: 软体家居历年 Q3 预收款同比增长 (亿元, %)



图表27: 软体家居预收款 (分季度) 同比增长 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

1.3 外销家居: Q3 整体景气度边际走弱, 优质 α 企业仍保持较优表现

现状: 2024 年 1-9 月中国家具及零件出口金额 (美元计价) 累计同比+7.7%, 7 月起家具出口金额同比转负, 9 月家具出口金额进一步下滑 9.7%。分品类来看, 床垫、办公椅、保温杯等品类出口金额 24Q3 仍相对保持较优增长。具体公司来看, 虽然 Q3 中国家具整体出口表现转弱, 但板块内部分化开始显现, Q3 部分受益于细分品类外需仍较优的 ODM 家居企业以及以自主品牌为主的跨境电商家居企业仍延续较优增长。而利润端来看, 24Q3 多数出口企业同比表现相对较弱, 主因海运费大幅上涨叠加汇兑损失影响。

图表28: 9 月中国家具及零件出口金额当月同比-9.7%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 1-9 月中国家具及零件累计出口金额同比+7.7%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表30：23年以来中国轻工消费品出口金额同比变化趋势

		2024年9月	2024年8月	2024年7月	2024年6月	2024年5月	2024年4月	2024年3月	2024年2月	2024年1月	2023年12月	2023年11月	2023年10月	2023年9月	2023年8月	2023年7月
家具产品																
办公椅	木制的可调节高度的转动坐具	14.38%	36.82%	29.58%	-1.81%	16.11%	23.56%	-11.04%	156.11%	93.90%	19.28%	14.41%	18.03%	3.94%	7.63%	-4.73%
	非木制可调节高度的转动坐具	-17.06%	-1.65%	-3.81%	10.46%	26.23%	14.55%	-8.38%	43.56%	42.98%	20.10%	14.92%	2.52%	14.39%	7.04%	0.71%
沙发	带软垫的木框架坐具	-12.03%	-5.77%	-2.14%	2.24%	6.73%	5.59%	-6.65%	65.54%	35.53%	28.79%	24.61%	18.20%	14.72%	10.97%	-11.97%
	带软垫的金属框架坐具	-15.68%	-11.67%	-15.45%	8.90%	25.44%	21.04%	-2.32%	59.02%	23.35%	9.47%	-6.09%	-20.96%	-18.85%	-16.31%	-13.21%
床垫	弹簧床垫	14.26%	11.19%	23.67%	24.56%	43.81%	32.52%	19.12%	55.67%	70.23%	40.03%	25.55%	18.34%	18.41%	25.69%	12.41%
	海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫，不论是否包面	1.94%	21.23%	20.43%	14.36%	14.98%	3.38%	4.04%	30.51%	18.29%	20.94%	12.93%	3.67%	12.05%	18.77%	13.93%
PVC地板	氯乙烯聚合物制铺地制品	-17.52%	-4.42%	-0.49%	0.45%	-5.32%	-3.46%	-13.52%	55.15%	17.83%	8.59%	7.50%	1.11%	0.36%	-9.65%	-30.90%
其他轻工产品																
保温瓶	保温瓶和其他真空容器及其零件，但玻璃瓶胆除外	-0.79%	22.55%	12.98%	32.46%	36.06%	1.14%	-15.75%	90.90%	26.31%	21.16%	21.42%	4.17%	22.76%	24.75%	-2.28%
塑料餐具	塑料制餐具及厨房用具	-2.29%	-0.28%	-0.06%	12.11%	10.44%	-0.80%	-13.23%	44.65%	22.21%	5.98%	-7.79%	-18.56%	-17.64%	-6.67%	-18.70%
宠物牵引绳	各种材料制成的鞍具及挽具，适合各种动物用	-13.16%	-0.80%	-3.79%	-4.80%	-11.78%	-7.72%	-15.36%	29.36%	-9.77%	3.05%	-7.09%	-14.60%	-5.93%	-14.80%	-31.82%
宠物食品	零售包装的狗食或猫食饲料	11.04%	33.97%	20.76%	34.68%	21.45%	10.91%	2.91%	22.30%	35.55%	19.34%	28.15%	14.61%	29.35%	-3.93%	-5.38%
人造草坪																
人造草坪	其他化学纤维制簇绒人造草皮	-6.84%	-10.85%	-10.69%	-10.23%	2.66%	-5.55%	-10.78%	5.64%	9.19%	2.24%	15.66%	4.22%	-2.85%	19.36%	5.71%
	其他化学纤维簇绒地毯及未列名簇绒铺地制品	12.32%	18.02%	2.19%	20.47%	11.69%	8.69%	-9.02%	17.04%	14.70%	13.35%	2.96%	-7.52%	-7.58%	-14.17%	-13.05%

来源：Wind，国金证券研究所

图表31：外销家居上市企业24年业绩统览（亿元）

单位：亿元	24年 Q1-Q3 营收同比	24年 Q1-Q3 归母净利同比	24年 Q1-Q3 扣非归母净利同比	24年 Q2 营收同比	24年 Q2 归母净利同比	24年 Q2 扣非归母净利同比	24年 Q3 营收同比	24年 Q3 归母净利同比	24年 Q3 扣非归母净利同比
梦百合	7.2%	-235.5%	-781.4%	11.9%	-59.5%	-58.4%	7.2%	-235.5%	-225.3%
中源家居	50.5%	-91.8%	-107.8%	46.2%	-125.3%	-122.3%	50.5%	-91.8%	-85.2%
麒盛科技	-6.9%	-19.0%	-58.5%	-15.0%	-59.0%	-30.8%	-6.9%	-19.0%	-22.2%
浙江正特	10.7%	-6.5%	-1955.0%	6.9%	24.5%	-30.6%	10.7%	-6.5%	-32.9%
匠心家居	27.1%	33.6%	24.3%	25.2%	31.9%	28.9%	27.1%	33.6%	39.0%
浙江自然	17.7%	21.8%	44.5%	12.6%	16.4%	11.3%	17.7%	21.8%	13.1%
恒林股份	35.2%	-27.3%	-54.0%	25.7%	-36.3%	-29.2%	35.2%	-27.3%	-21.9%
永艺股份	35.6%	6.5%	36.9%	42.4%	-7.3%	-5.8%	35.6%	6.5%	14.9%
松霖科技	-0.1%	5.5%	-42.2%	-3.0%	43.2%	10.0%	-0.1%	5.5%	1.9%
建霖家居	22.2%	36.7%	4.2%	20.1%	19.8%	8.0%	22.2%	36.7%	37.8%
玉马遮阳	15.4%	7.0%	-9.7%	16.4%	8.3%	7.4%	15.4%	7.0%	7.5%
西大门	30.6%	14.6%	16.6%	28.1%	0.2%	10.5%	30.6%	14.6%	17.4%
天振股份	93.6%	39.1%	19.2%	113.9%	77.4%	78.8%	93.6%	39.1%	43.4%
海象新材	-18.2%	-98.8%	98.6%	-21.3%	-105.0%	-104.8%	-18.2%	-98.8%	-96.2%
嘉益股份	61.6%	69.2%	34.2%	78.1%	90.9%	77.9%	61.6%	69.2%	61.7%
哈尔斯	38.8%	47.0%	-13.4%	42.4%	131.5%	88.0%	38.8%	47.0%	37.7%
乐歌股份	48.0%	-8.6%	-53.7%	48.1%	74.0%	6.5%	48.0%	-48.6%	-8.6%
致欧科技	38.5%	-3.1%	-1.5%	36.5%	-27.9%	-50.4%	38.5%	-3.1%	-17.4%

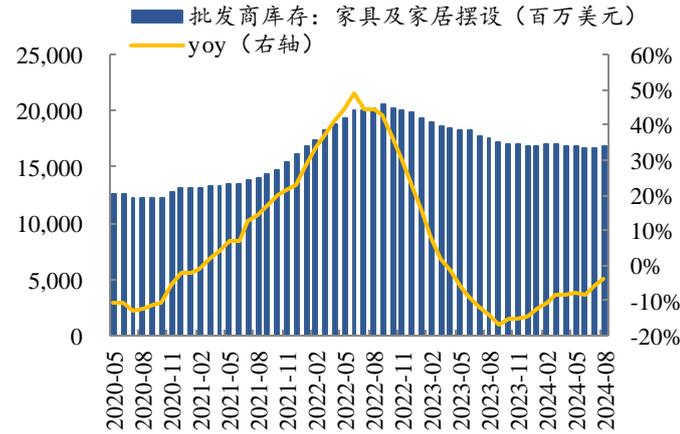
来源：Wind，国金证券研究所

展望：补库或已接近尾声，亟待进一步降息，具备α企业或仍将延续优异表现

补库角度来看，库销比目前已逐渐回落至历史正常水平，并且通过对历史复盘，可发现历

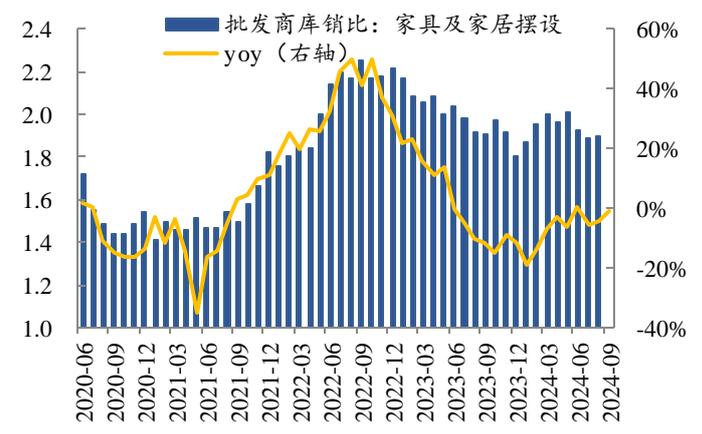
史上美国家居行业库存见底后通常会迎来一段补库周期，普遍为6-12个月，本轮拉动式补库从23Q4开始，或已进入尾声阶段。展望后续，出口需求增长仍存驱动力，一方面后续若美国降息进一步落地，地产销售有望改善，或将进一步助推家居需求明显提升，带动中国家具出口景气度进一步上行，另一方面，目前海外跨境电商平台仍处扩张期，部分跨境电商家居企业有望受益。整体来看，考虑海外跨境电商平台仍在快速扩张叠加后续美国进一步降息预期，部分具备自身增长逻辑的企业后续或将进一步兑现自身α，业绩端有望延续优异表现。

图表32: 美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速
(百万美元, %)



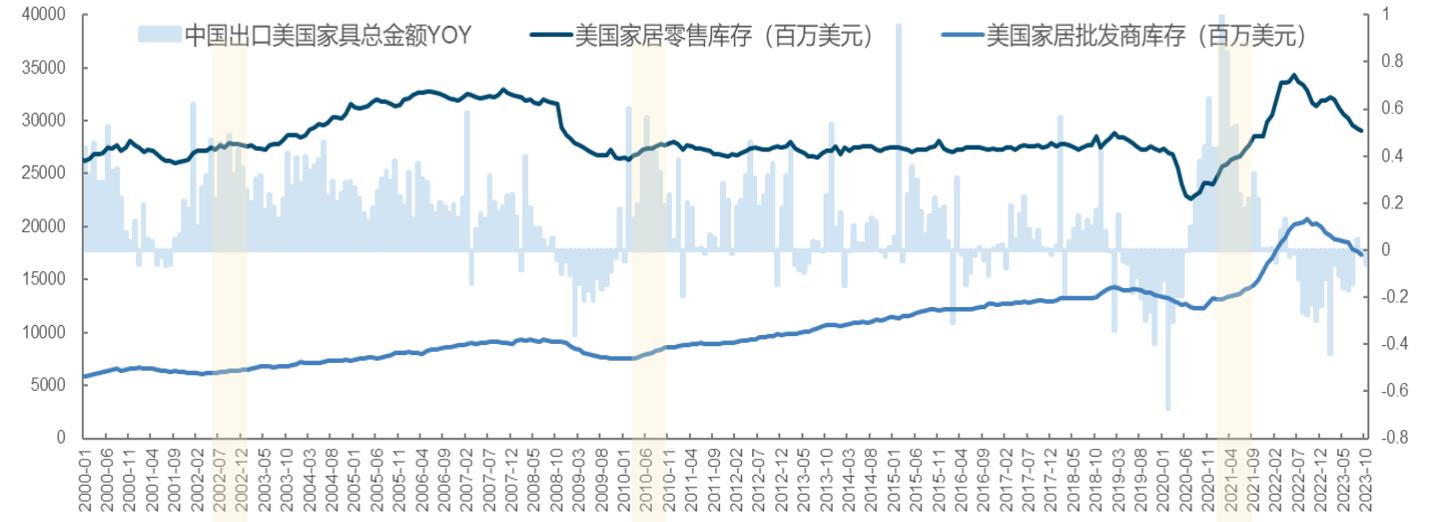
来源: Wind, 国金证券研究所

图表33: 美国家具及家居摆设批发商库存销售比及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表34: 美国家居零售商&批发商库存历史复盘



来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 美国9月新屋销售套数(折年数)同比-3.52%

图表36: 美国9月成屋销售套数(折年数)同比+6.34%



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

1.4 投资建议: 内销把握C端大家居龙头, 外销布局具备α企业

内销: 延续此前观点, 国庆以来家具终端消费已逐步显现积极信号, 并且家具消费补贴边际有一定“加码”, 考虑家具补贴政策各地落地时间晚于家电, 参照家电消费补贴效果(9月家电社零同比+20.5%, 较上月提升17.1pct), 家具消费补贴效果后续有望全面显现。头部家居企业目前也正积极加码推出企业补贴, 头部企业进一步让利叠加目前部分省市对于参与政府补贴的产品(品牌)有一定门槛的背景下, 这一轮消费补贴活动或将边际推动行业集中度加速提升, 此轮终端消费改善有望在家居企业Q4报表端显现。目前阶段, 多数头部家居企业仍具备低估值+高股息的特性, 布局性价比凸显, 优选C端收入占比较高、零售能力持续兑现的优质大家居头部企业。

外销: 虽然美国补库或已进入尾声, 但若后续美国降息进一步兑现, 整体家具出口景气度仍有望延续, 并且展望明年部分受海运费上涨、汇兑影响等外部因素影响的企业盈利能力或将边际回升。技工贸一体化或品牌化程度较高且具备估值性价比的出口企业表现或将更优, 与此同时需关注关税风险扰动, 建议关注恒林股份、嘉益股份、致欧科技、匠心家居、乐歌股份、永艺股份等。

图表37: 家居重点公司盈利预测及估值

公司	股价(元)	EPS(元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
*欧派家居	70.0	4.5	4.8	5.2	13.1	11.9	10.9
索菲亚	18.9	1.5	1.8	2.0	12.3	10.6	9.4
志邦家居	14.4	1.5	1.7	1.9	9.4	8.3	7.4
顾家家居	33.2	2.9	3.4	3.9	11.5	9.9	8.5
致欧科技	18.4	0.9	1.3	1.6	19.5	14.5	11.5
乐歌股份	15.5	1.4	1.5	1.6	11.5	10.5	9.5
梦百合	6.2	0.5	0.8	1.0	11.6	8.1	5.9
恒林股份	31.6	4.0	4.9	5.9	8.0	6.5	5.4
匠心家居	61.1	2.9	3.6	4.3	20.7	17.1	14.1
*慕思股份	37.6	1.1	1.5	1.8	17.7	16.0	14.5
*喜临门	19.8	1.2	1.6	1.9	14.7	12.9	11.5

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 股价11月1日收盘价, 加*公司的EPS预测使用Wind一致预期)

2 造纸：行业景气度 Q3 触底 Q4 稳步修复，优选细分赛道

2.1 行业回顾：纸价回落、成本高位，Q3 产业链盈利环比回落

回顾 24Q1-3 造纸板块表现，由于下游需求修复趋势和节奏弱于预期，大部分纸种库存基于渠道较低的预期处于低位，纸浆价格自年初以来不断攀升至前期高点后，6 月起开始逐步下行，24 年 7 月以来受供给端产能投放/欧洲补库结束影响进入下行通道。受库存消化影响，Q3 企业用浆成本达到年内高点，而大部分浆系纸种在有限需求支撑下，价格伴随纸浆现价同步下行，大部分纸企 24Q3 盈利能力环比 Q2 显著收窄。

Q4 起伴随中大型纸企高价浆库存消化结束，低价浆逐步计入报表端成本，成本曲线下行，成本压力减弱，行业整体盈利能力开启修复，根据下游消费韧性、细分赛道供需格局差异，盈利修复弹性呈现差异，整体来说特种纸>浆系大宗纸>废纸系。废纸系内需疲软导致纸价继续走弱，产能供给过剩，盈利能力仍在低位徘徊。

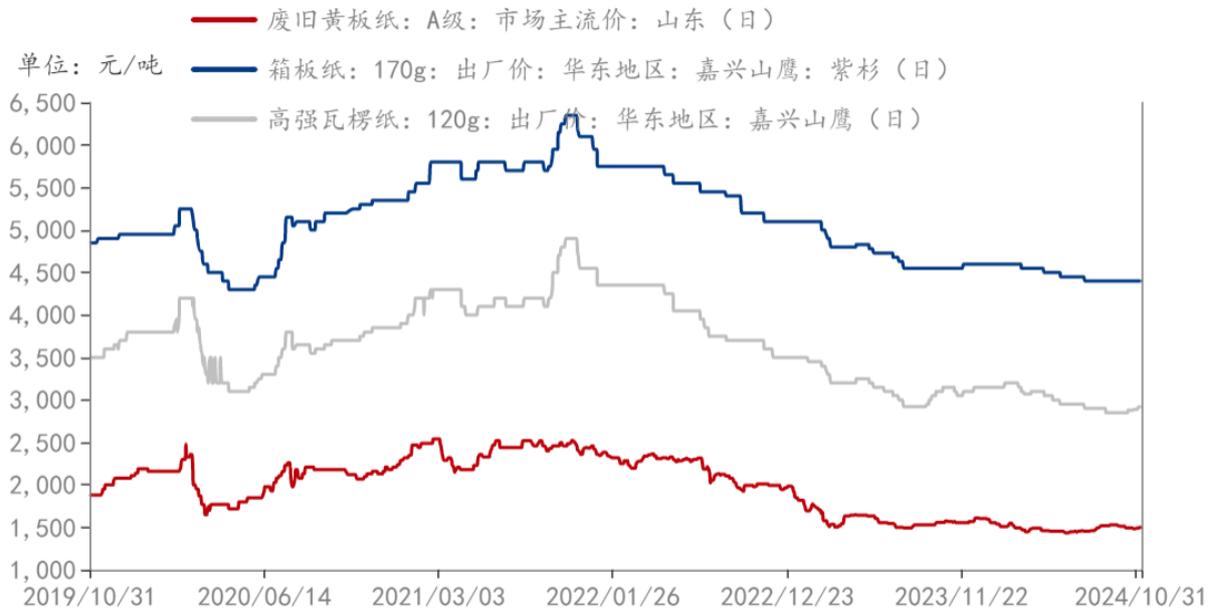
后续研判：由于造纸下游需求以广谱性消费为主，整体景气度与整体社零消费相关性较强，后续盈利修复弹性关键在价格，背后是内需消费支撑，在经营活动环比改善预期下，4Q 到 25H1 纸企价格逐步企稳，盈利稳健修复。

图表 38：浆纸系纸价及木浆价格复盘



来源：钢联数据，国金证券研究所

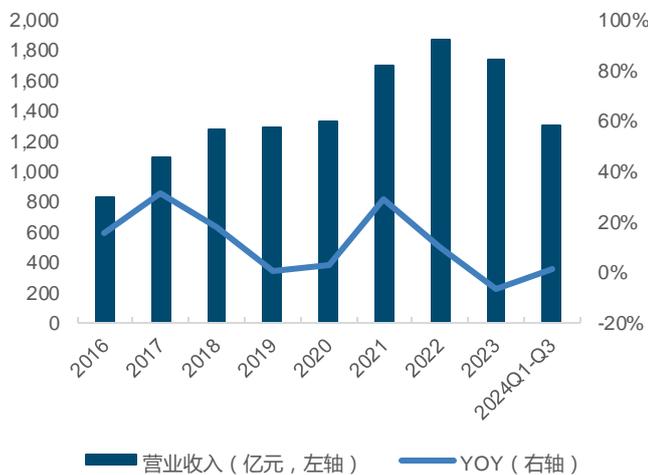
图表39：废纸系纸价及废纸成本价格复盘



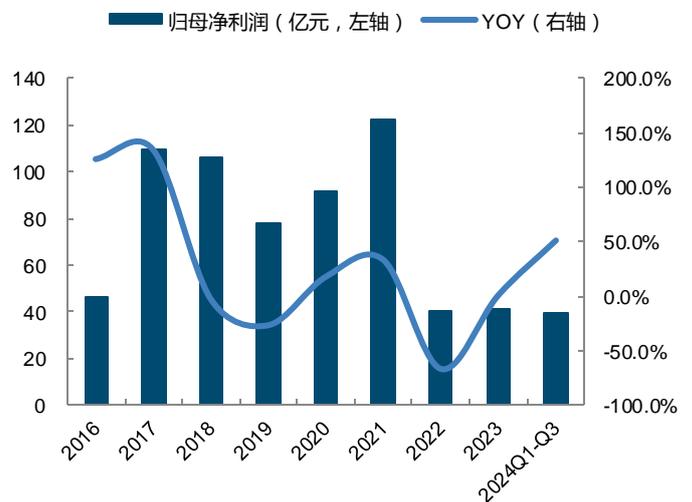
来源：钢联数据，国金证券研究所

根据我们跟踪的 13 家重点造纸公司业绩表现，24Q1-3 年营收增速同比+1.5%，受基数影响，归母净利润同比大幅增长+51.1%，但单季度看环比有所回落。板块整体盈利水平自 21H2 以来进入下行周期，根据细分纸种供需表现、库存情况对比，特种纸和文化纸受益于竞争格局更优，前期盈利稳定性更为突出，但 3Q 仍表现出盈利压力，白卡纸、废纸系等则受产能供给过剩、下游需求恢复节奏等影响纸价表现低迷，盈利能力持续承压。

图表40：重点造纸企业营收及同比增速



图表41：重点纸企净利润及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所；注：13 家重点纸企为：浆纸系 5 家：太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业、岳阳林纸、华泰股份；废纸系 3 家：森林包装、山鹰国际、景兴纸业；特种纸企业 5 家：仙鹤股份、齐峰新材、五洲特纸、冠豪高新、华旺科技，下同

来源：Wind，国金证券研究所

浆纸系：盈利能力处于过去 6 个季度以来最低点，具备强成本优势的浆纸一体化龙头具备韧性。1) 文化纸支撑偏弱价格下探：3Q 文化纸处于淡季，成本弱支撑下价格进一步下探，考虑到双胶纸新增产能主要为大厂投放，双胶纸行业出版社招投标模式占比较高，品质要求更严格，小厂逐渐出清带动格局优化，头部纸企间价格协同性更强。以太阳为代表的浆纸一体化龙头基于更强的综合配套成本优势，拉开与中小纸企的成本差距，且公司在老挝积极布局自营林、合作林项目，逐步深化更上游木片环节成本优势。2) 白卡纸盈利弹性修复偏弱，头部企业借助强化成本管控、优化产品结构保持盈利稳定性。24H2 白卡在供给

压力下预计盈利仍承压，中期看好行业固定投资进入稳定期后盈利底部修复弹性。根据纸企当季购买商品支付现金占营业成本比重数据的边际变化，该数据 Q3 呈普遍下降趋势，我们认为纸企成本压力减弱但当前补库意愿仍弱，短期纸浆成本或仍有下降空间。

特种纸：部分细分纸种格局更优&盈利中枢更高，但受消费降级等影响价格支撑不强盈利回落，例如热转印/装饰原纸等。头部特纸企业由于对上游的布局较大宗纸企更晚，尽管前期采取原料的战略性囤货平滑木浆成本的快速上行，3Q 用浆成本线在高位，4Q 有望底部修复。由于特种纸的定价周期比大宗纸更长、且装饰纸、格拉辛纸等格局较为集中，预计本轮特纸板块头部企业盈利弹性修复更优。1) 供给侧：龙头针对部分纸种积极投产扩大市场份额，低成本环境下短期或造成价格压力；2) 成本侧：仙鹤、五洲等特种纸龙头加快浆纸一体化建设，中期角度亦有望减弱成本端波动。

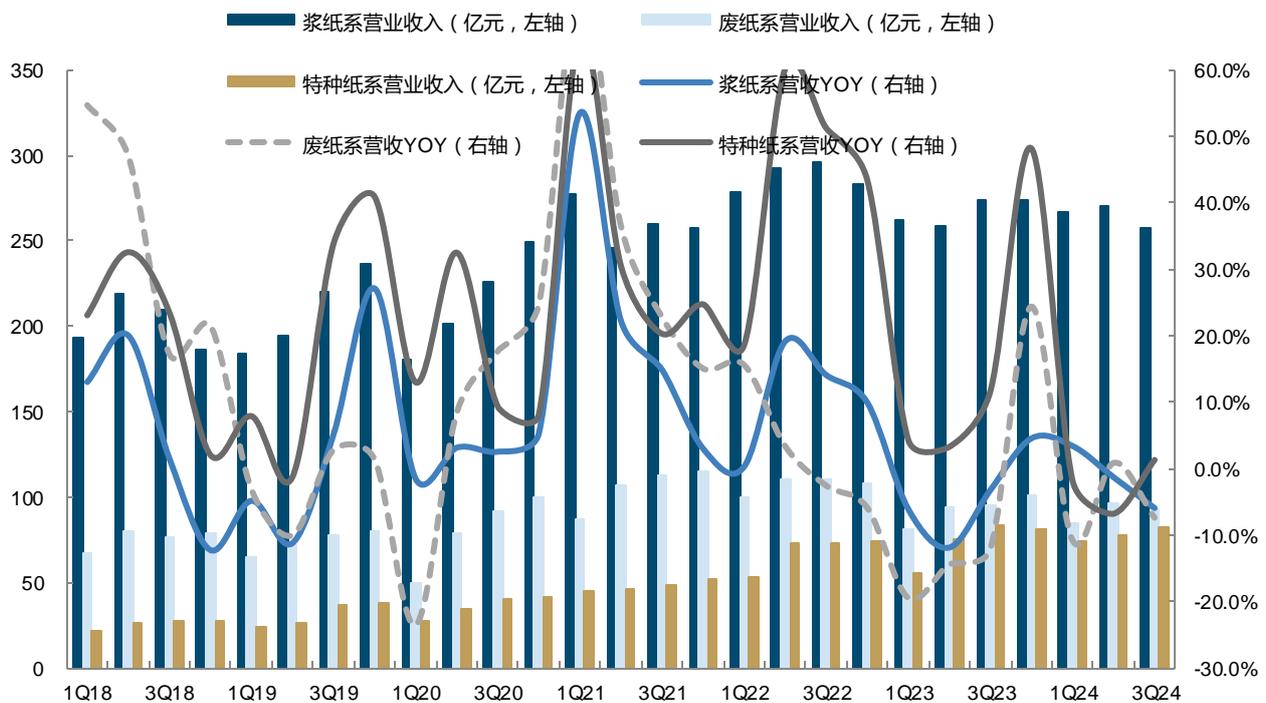
废纸系：资本开支放缓但存量供给影响显著，盈利底部徘徊。尽管当前大厂基本结束新增产能投放，但前期产能供给过剩仍需时间消化，仍对国内箱瓦纸的提价空间形成制约。

图表42：各重点纸企当季购买商品支付现金占营业成本的比重

代码	公司名称	当季购买商品等支付现金/当季营业成本														
		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
605377.SH	华旺科技	0.94	1.18	1.22	1.05	1.15	1.17	1.08	1.56	1.21	1.19	1.02	1.37	1.45	1.29	0.87
605500.SH	森林包装	1.26	0.82	0.98	0.45	0.54	1.10	0.97	0.64	0.84	0.86	0.98	0.75	1.14	1.04	0.78
600433.SH	冠豪高新	0.54	0.69	0.78	0.58	0.70	0.80	1.04	0.69	1.23	0.70	0.62	0.79	1.10	0.80	0.77
603733.SH	仙鹤股份	0.70	0.99	1.01	0.90	0.77	0.62	0.89	0.99	1.44	0.95	0.90	0.82	1.09	1.07	0.73
600308.SH	华泰股份	0.83	0.97	1.06	1.21	1.08	1.13	1.21	1.08	1.11	1.23	1.07	0.95	1.05	1.25	1.20
002078.SZ	太阳纸业	1.08	1.04	1.08	1.02	1.02	1.18	1.16	1.18	0.92	0.91	0.98	1.25	1.04	1.06	1.00
002067.SZ	景兴纸业	1.02	0.84	0.93	1.08	0.82	0.89	0.85	0.91	0.78	0.90	0.95	1.06	1.00	0.80	0.89
000488.SZ	晨鸣纸业	0.91	1.32	0.89	1.03	1.03	1.11	1.04	0.87	0.96	0.78	0.65	1.08	0.95	0.79	0.90
605007.SH	五洲特纸	1.02	1.00	0.71	1.34	0.83	0.74	0.94	0.76	0.99	0.98	0.79	0.73	0.91	0.89	0.66
600966.SH	博汇纸业	0.91	0.95	0.96	0.23	0.72	0.69	0.65	1.53	0.75	1.17	0.66	0.61	0.85	0.82	0.71
600567.SH	山鹰国际	0.89	0.76	1.46	0.50	0.88	0.90	0.82	0.83	0.77	0.75	0.79	0.79	0.82	0.61	0.84
002521.SZ	齐峰新材	0.77	0.76	1.01	0.92	0.90	0.77	0.76	2.62	0.46	0.41	0.60	1.40	0.74	0.63	0.81
600963.SH	岳阳林纸	0.65	0.74	0.76	1.06	1.08	0.82	0.97	0.67	0.92	0.84	1.01	0.86	0.66	0.77	0.80

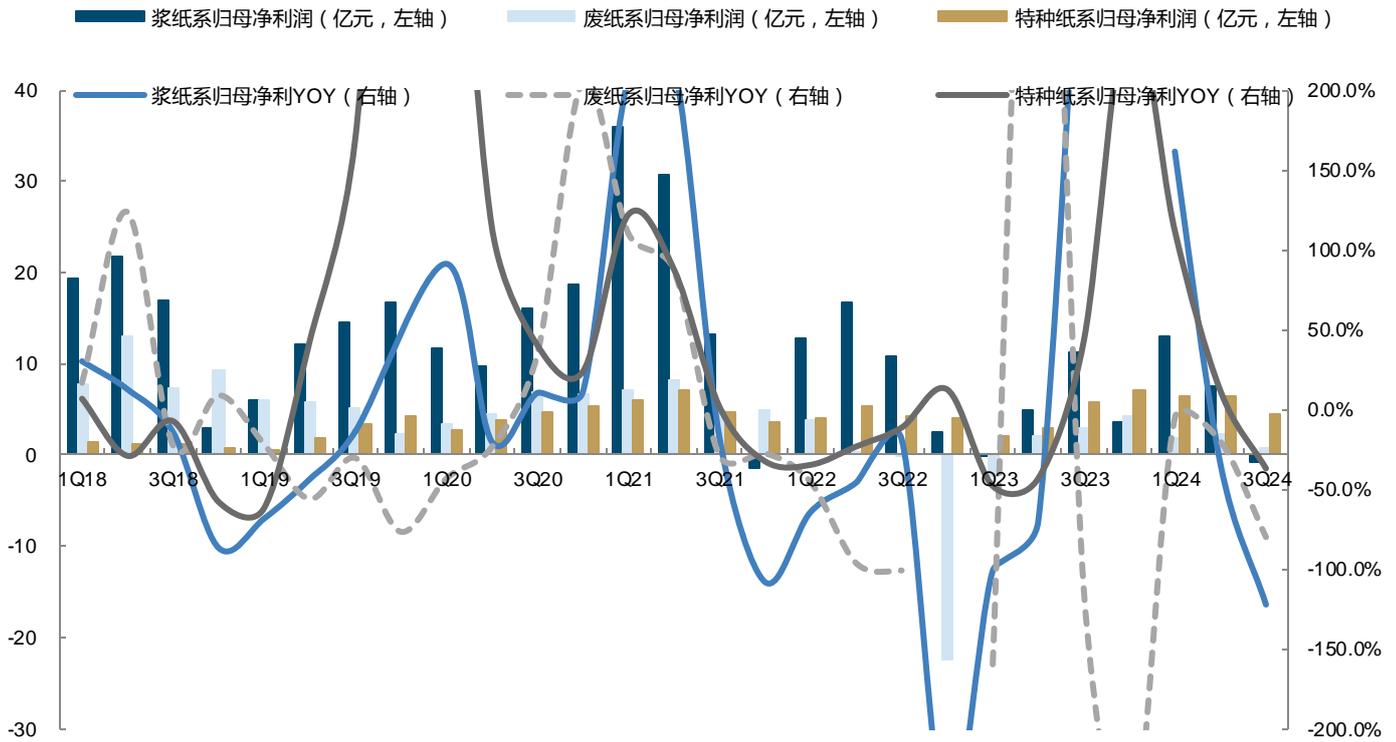
来源：Wind，国金证券研究所

图表43：分纸种季度收入及同比增速



来源：WIND，国金证券研究所

图表44: 分纸种季度净利润及同比增速



来源: WIND, 国金证券研究所

图表45: 重点纸企单季度毛利率

单季度毛利率		4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
浆纸系	太阳纸业	9.90%	13.97%	18.88%	14.50%	13.22%	13.51%	16.13%	16.74%	17.12%	17.99%	17.16%	13.96%
	晨鸣纸业	16.20%	16.19%	15.23%	12.36%	14.09%	10.52%	6.57%	4.38%	11.34%	12.37%	12.11%	0.82%
	博汇纸业	3.50%	14.92%	18.82%	14.79%	-2.32%	-4.60%	12.58%	15.81%	17.09%	13.30%	9.30%	9.79%
	岳阳林纸	7.18%	18.70%	17.20%	15.47%	12.55%	11.81%	8.64%	5.02%	7.64%	7.05%	8.63%	4.95%
	华泰股份	12.92%	11.91%	10.73%	9.39%	7.82%	11.92%	11.30%	7.63%	-2.12%	9.89%	9.16%	5.97%
废纸系	森林包装	15.81%	7.93%	8.91%	10.49%	10.03%	11.85%	9.84%	12.00%	14.76%	13.82%	14.05%	13.39%
	山鹰国际	11.42%	10.70%	7.87%	7.14%	3.45%	7.72%	9.49%	10.15%	11.66%	9.88%	7.82%	5.73%
	景兴纸业	12.57%	5.89%	6.67%	4.16%	4.45%	3.73%	4.95%	5.86%	9.32%	8.38%	6.91%	4.78%
特种纸系	仙鹤股份	11.55%	11.54%	14.20%	11.81%	8.91%	10.01%	8.25%	9.32%	18.05%	18.01%	17.39%	14.58%
	齐峰新材	8.11%	9.55%	9.31%	4.99%	7.38%	6.01%	13.20%	19.68%	15.47%	13.51%	13.44%	6.43%
	五洲特纸	11.14%	16.44%	14.10%	8.42%	-4.22%	3.42%	6.75%	10.72%	15.11%	12.96%	11.24%	10.68%
	华旺科技	14.79%	21.42%	19.83%	15.63%	17.55%	14.08%	18.80%	20.61%	22.11%	20.16%	17.19%	14.14%
冠豪高新	23.21%	14.54%	17.44%	14.12%	10.99%	10.00%	2.66%	6.08%	7.04%	14.03%	9.33%	8.66%	

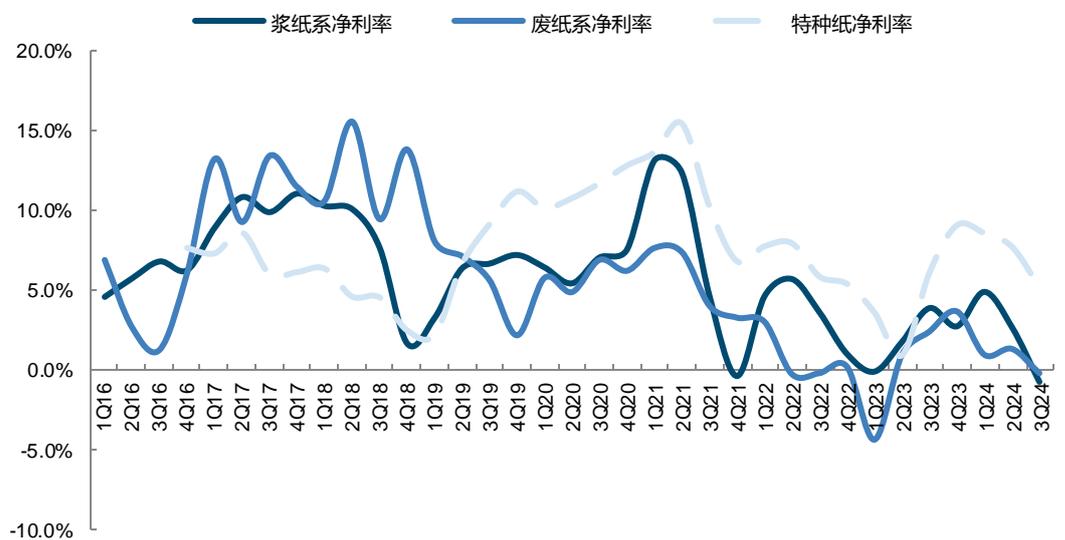
来源: WIND, 国金证券研究所

图表46: 重点纸企单季度净利率变化

单季度净利率		4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
浆纸系	太阳纸业	2.29%	6.99%	9.67%	6.24%	5.39%	5.80%	7.22%	9.03%	9.22%	9.41%	7.79%	6.74%
	晨鸣纸业	-0.53%	1.55%	1.74%	0.32%	0.24%	-4.35%	-6.66%	-1.74%	-7.37%	1.00%	-0.58%	-14.07%
	博汇纸业	-4.86%	4.36%	5.33%	3.62%	-8.52%	-11.94%	3.35%	5.05%	5.48%	2.29%	0.63%	0.39%
	岳阳林纸	-2.83%	7.50%	8.05%	6.87%	4.27%	3.49%	0.77%	0.75%	0.00%	4.16%	-8.00%	-2.94%
废纸系	华泰股份	0.89%	4.80%	3.17%	2.55%	-0.56%	2.68%	1.15%	1.21%	1.35%	3.29%	2.44%	-0.60%
	森林包装	10.82%	5.64%	5.04%	6.04%	4.19%	3.45%	4.87%	11.67%	7.94%	16.66%	14.68%	13.55%
	山鹰国际	2.28%	2.37%	-1.19%	-0.64%	0.00%	-5.92%	0.57%	7.98%	9.77%	7.36%	6.96%	9.60%
	景兴纸业	5.04%	5.76%	2.55%	-0.03%	-0.05%	0.81%	1.51%	1.32%	2.97%	1.63%	1.85%	0.16%
特种纸系	仙鹤股份	6.84%	8.73%	10.90%	11.24%	6.47%	6.67%	3.07%	8.28%	12.08%	12.25%	11.84%	10.11%
	齐峰新材	0.75%	2.48%	-0.55%	-1.49%	0.75%	-0.20%	5.41%	11.08%	8.40%	5.98%	6.46%	-0.28%
	五洲特纸	7.56%	7.74%	6.73%	0.65%	-1.33%	-2.37%	1.12%	6.57%	9.01%	7.82%	5.84%	4.61%
	华旺科技	13.67%	14.83%	13.42%	11.68%	14.37%	11.72%	13.53%	14.30%	17.06%	15.42%	15.61%	11.74%
	冠豪高新	4.24%	4.12%	7.38%	5.34%	6.27%	0.22%	-8.40%	-4.32%	2.16%	2.16%	0.31%	-1.81%

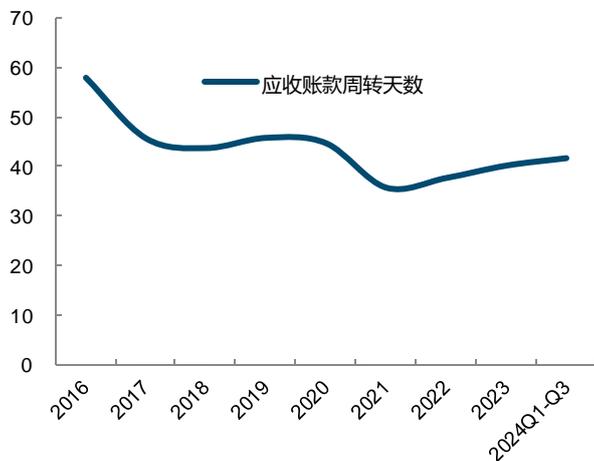
来源: WIND, 国金证券研究所

图表47: 3Q 净利率持续环比回落, 浆纸系回落幅度更大



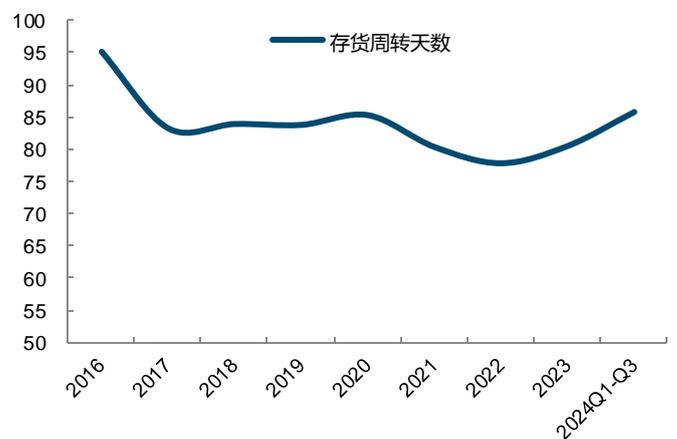
来源: WIND, 国金证券研究所

图表48: 重点纸企应收账款周转天数



来源: WIND, 国金证券研究所

图表49: 重点纸企存货周转天数

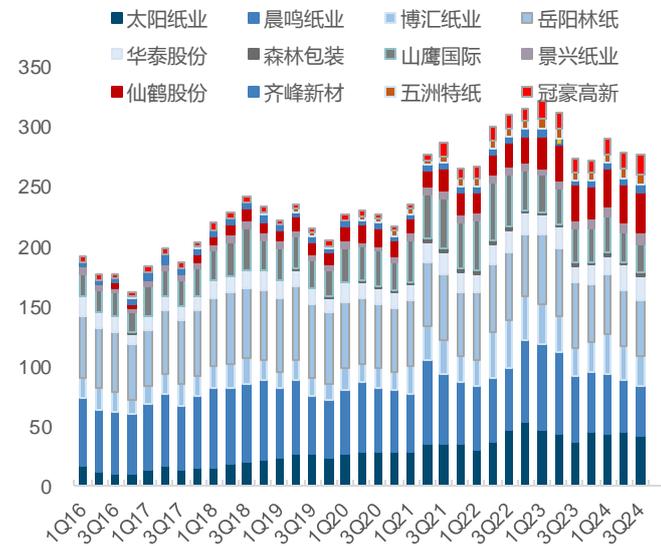


来源: WIND, 国金证券研究所

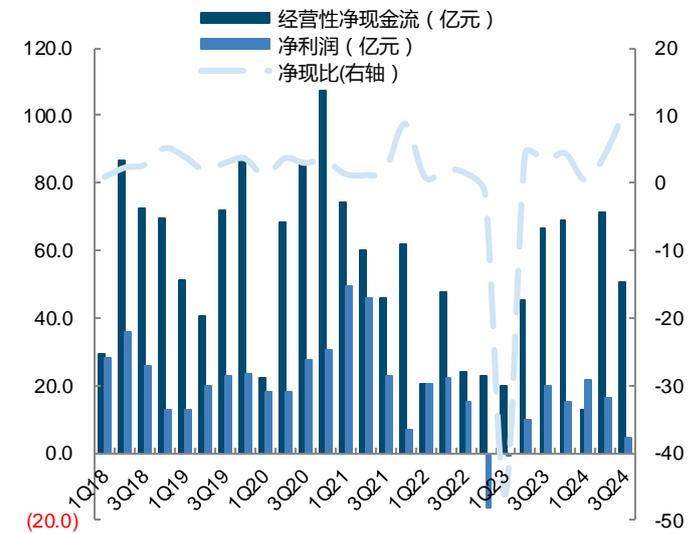
纸企库存环比回落, 资本开支整体放缓内部现分化。受库存浆消耗且浆价下行趋势下囤浆意愿偏弱的影响, 库存环比回落。浆系龙头太阳一直保持扩张节奏但扩张节奏亦有放缓,

岳阳林纸受新增文化纸产能影响阶段性资本开支有所提升，浆系其他纸企资本开支显著收缩；头部特种纸仙鹤、五洲等资本开支仍在高位，积极向多品类、上下游产业链等方向延伸扩张；废纸系资本开支持续保持低位。

图表50: 重点纸企 3Q 账面存货 (亿元) 环比下行



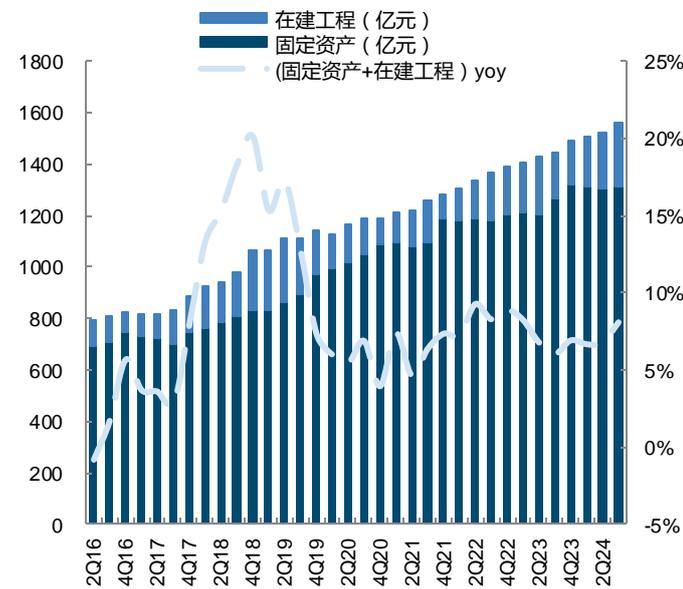
图表51: 重点纸企经营性现金流与净利润



来源: WIND, 国金证券研究所

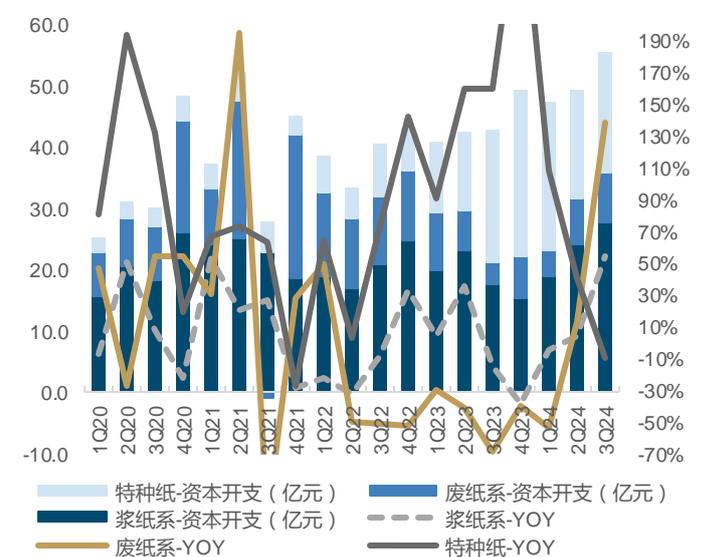
来源: WIND, 国金证券研究所

图表52: 重点纸企固定资产增速放缓



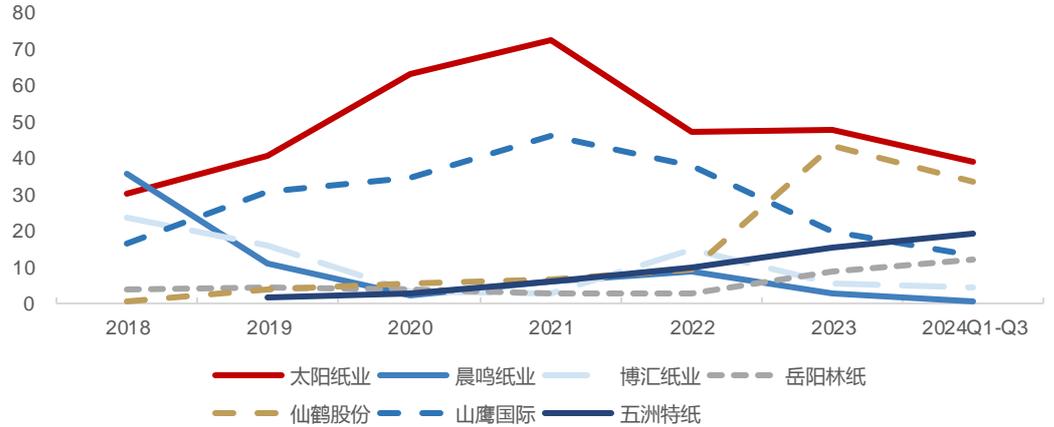
来源: WIND, 国金证券研究所

图表53: 重点纸企分季度资本开支及同比增速



来源: WIND, 国金证券研究所

图表54: 部分重点纸企资本开支情况 (亿元)



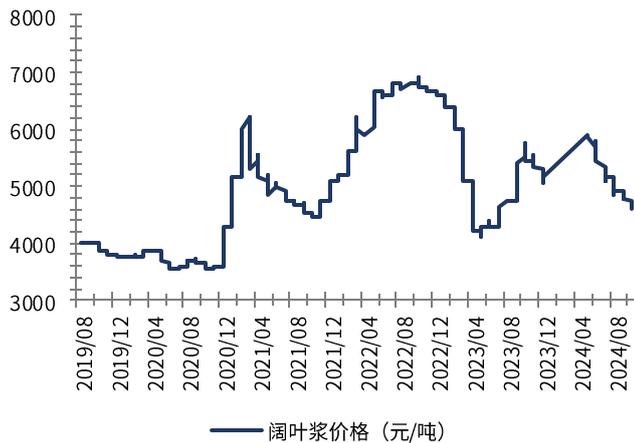
来源: Wind, 国金证券研究所

2.2 行业展望: 行业景气度 Q3 触底 Q4 稳步修复, 关注成熟纸企高分红, 特种纸关注转固折旧影响

新产能投放+欧洲港口木浆进入被动补库, 纸浆价格预计短期仍在低位徘徊。欧洲港口进入被动补库, 当前海内外需求较为平稳, 短期我们维持浆价下行调整判断。10月南美漂阔浆订单报价为550-560美元/吨, 较过去周期底部价格仍有一定下行空间。中期角度, 由于25-27年全球没有新增商品阔叶浆产能投放, 中期我们维持纸浆价格中长期向上的判断。

后续需求修复预期或成短期稳价关键要素, 纸企盈利表现取决于细分赛道格局差异。成本控制能力强的大宗纸企、具备前瞻性木浆储备能力、在薄型特种纸等细分赛道(如装饰原纸、格拉辛纸、热转印纸等)布局领先的特种纸企业有望具备更强的盈利能力。华旺科技、太阳纸业为代表的企业后续资本开支进入稳健成熟期, 关注后续加大分红力度, 提高投资者回报。

图表55: 24年以来木浆价格处于强势上行期



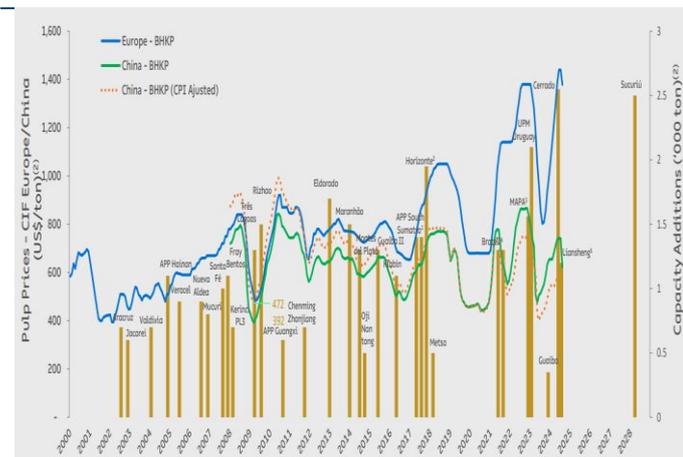
图表56: 纸浆库存处于平均水位



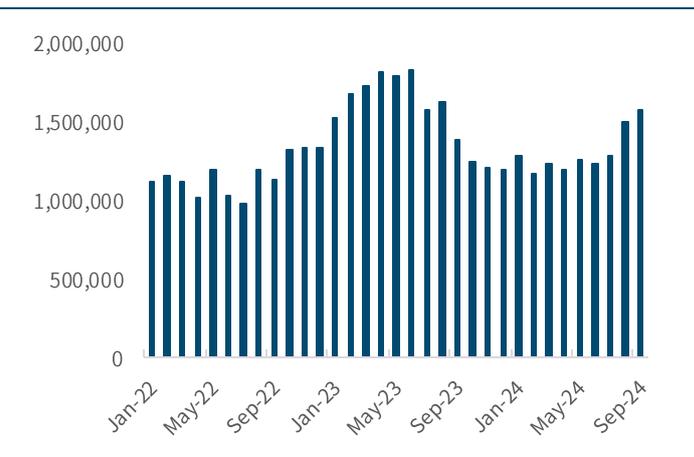
来源: 钢联数据, 国金证券研究所

来源: 钢联数据, 国金证券研究所

图表57: 25-27 年全球没有新增商品阔叶浆投放



图表58: 欧洲港口木浆港口库存 (单位: 吨) 进入补库周期



来源: Suzano 公告, 国金证券研究所

来源: Europulp, 国金证券研究所

2.3 投资建议: 资本开支放缓, 推荐纸浆一体化成本优势强化的头部纸企、细分赛道特种纸

大宗纸资本开支整体放缓, 优先推荐成本优势仍在不断强化的头部纸企、壁垒更高格局表现更优的细分赛道特种纸。重点推荐林浆纸一体化布局前瞻、综合成本管理能力强的大宗纸企太阳纸业; 推荐格局更优、利润兑现稳定性更强的特种纸企业华旺科技、仙鹤股份, 关注五洲特纸。

太阳纸业: 多元化纸种布局平抑波动, 南宁二期项目扩充特纸/纸浆布局, 成长动能充分。2023 年末公司纸+浆合计总产能超 1200 万吨, 根据公司公告, 南宁二期项目将建设年产 40 万吨特种纸、35 万吨漂白化学浆、15 万吨机械木浆生产线。山东、广西和老挝“三大基地”进入全面协同发展新阶段; 公司持续在林浆纸一体化全产业链上延伸和拓展, 不断提升太阳纸业的产业链核心竞争力。

华旺科技: 优质高股息资产, 中期增加分红值得关注。中高端装饰原纸行业领军者, 产品升级&出海打开成长天花板, 品类扩张打造长期成长曲线。Q4 进入传统旺季+成本压力放缓, 盈利有望环比改善。马鞍山 18 万吨特种纸项目(二期)投放后, 公司有望巩固装饰原纸行业龙头地位, 中期公司积极布局特种纸新赛道, 包括高品质食品纸、医疗级用纸、工业用纸等细分差异化产品。

3 个护文娱宠物: 头部公司业绩更稳健, 细分优质国货品牌势能&份额提升

3.1 行业回顾: 终端消费力疲弱 Q2 收入回落, 宠物等细分赛道成长亮眼

生活纸&个人护理: 重点公司收入 24Q1/24Q2/24H1 收入同比+0.4%/-3.4%/-2.4%, 归母净利润同比表现优于收入, 但 Q2 也呈回落趋势, 主因今年上半年整体终端消费较为疲软, 线下客流表现一般同比表现回落, 线上竞争加剧渠道费用有所提升, 生活纸企业受终端提价难、且纸浆成本上涨影响盈利能力环比走弱, 但也有少数企业凭借外围开拓和线上渠道高速增长, 营收利润均呈现环比加速趋势, 例如百亚股份。

轻工消费: 重点公司收入 24Q1/24Q2/24H1 收入同比+20.1%/+14.9%/+17.4%, Q2 收入增速环比回落, 主因受去年同期高基数、以及今年线下客流减弱、消费呈降级趋势的大环境的影响, 部分公司凭借出海业务高增部分对冲业绩波动, 例如名创优品。

宠物:

1) 外销: 食品类收入增速环比放缓, 用品类由于恢复节奏偏晚增速环比提升提振, 汇率&原材价格波动不大对利润影响有限。中宠为代表的宠物食品出口龙头在于 23Q2 营收呈现回暖, 24H1 进入平稳增长期; 依依、源飞为代表的宠物尿垫、宠物牵引绳等宠物用品于 24H1 同比均实现正增长。中期来看, 从历史复盘角度宠物食品消费韧性好于消费行业大盘, 且头部宠物食品企业均已建设海外产能, 中期角度看国内头部宠物食品公司凭借成

本&供应链优势外销份额攀升。

2)内销：延续双位数快速成长，加快主品牌建设、中高端产品结构升级，大单品构建力逐步增强。24H1 中宠/佩蒂内销收入+23.9%/+24.6%。乖宝受益于主品牌麦富迪主流经典大单品增长、高端猫粮品牌弗列加特发力，整体实现量利齐升；中宠主粮加速成长，旗下互联网品牌凭借主食罐、烘焙粮等大单品实现快速成长，主品牌顽皮增速亦于2Q呈现拐点；佩蒂旗下爵宴进一步巩固在狗零食领域高端品牌心智，并逐步切入主粮领域进行全品类开拓。

图表59：个护文娱宠物消费重点公司营业收入变化情况

行业分类	公司名称	收入(亿元)							收入同比		
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1
生活纸&个人护理	百亚股份	5.23	4.27	5.26	6.68	7.65	7.67	15.32	46.4%	79.6%	61.3%
	登康口腔	3.43	3.24	3.44	3.65	3.61	3.43	7.03	5.2%	5.7%	5.4%
	豪悦护理	6.32	7.25	7.18	6.82	6.40	6.73	13.13	1.2%	-7.1%	-3.2%
	可靠股份	3.19	2.44	2.44	2.75	2.83	2.38	5.21	-11.2%	-2.4%	-7.4%
	中顺洁柔	20.61	26.25	21.38	29.78	18.45	21.76	40.21	-10.5%	-17.1%	-14.2%
	恒安国际	-	-	-	-	-	-	123.39	-	-	-3.0%
轻工消费	晨光股份	48.82	50.79	58.99	74.92	54.85	55.66	110.51	12.4%	9.6%	10.9%
	名创优品	27.72	32.52	29.54	38.41	37.24	40.35	77.59	34.3%	24.1%	28.8%
	明月镜片	1.72	1.94	1.97	1.86	1.92	1.93	3.85	11.9%	-0.7%	5.2%
宠物	乖宝宠物	9.05	11.61	10.47	12.15	10.97	13.29	24.27	21.3%	14.5%	17.5%
	中宠股份	7.06	10.09	9.97	10.35	8.78	10.78	19.56	24.4%	6.8%	14.1%
	佩蒂股份	1.59	3.34	4.24	4.95	3.84	4.61	8.46	142.4%	38.1%	71.6%
	依依股份	2.84	3.45	3.58	3.51	3.84	4.29	8.12	35.2%	24.5%	29.3%
13家重点公司合计		137.5	157.2	158.5	195.8	160.4	172.9	456.7	16.6%	10.0%	8.3%
生活纸&个人护理合计		38.8	43.4	39.7	49.7	38.9	42.0	204.3	0.4%	-3.4%	-2.4%
轻工消费合计		78.3	85.3	90.5	115.2	94.0	97.9	192.0	20.1%	14.9%	17.4%
宠物公司合计		20.5	28.5	28.3	31.0	27.4	33.0	60.4	33.7%	15.7%	23.2%

来源：Wind，国金证券研究所

图表60：个护文娱宠物消费重点公司归母净利润变化情况

行业分类	公司名称	归母净利润(亿元)							归母净利润同比		
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1
生活纸&个人护理	百亚股份	0.80	0.52	0.51	0.56	1.03	0.77	1.80	28.1%	49.4%	36.4%
	登康口腔	0.32	0.34	0.42	0.34	0.37	0.35	0.72	15.6%	4.2%	9.8%
	豪悦护理	0.79	1.20	1.10	1.28	0.86	1.08	1.94	8.0%	-10.0%	-2.9%
	可靠股份	0.11	0.11	0.05	-0.07	0.18	0.05	0.23	65.2%	-54.7%	6.1%
	中顺洁柔	0.89	-0.05	0.81	1.67	0.95	-0.08	0.88	6.7%	-	3.7%
	恒安国际	-	-	-	-	-	-	14.09	-	-	15.0%
轻工消费	晨光股份	3.34	2.71	4.90	4.33	3.80	2.53	6.33	13.9%	-6.6%	4.7%
	名创优品	4.12	5.39	4.66	6.36	5.82	5.88	11.70	41.5%	9.0%	23.0%
	明月镜片	0.35	0.45	0.42	0.35	0.42	0.47	0.89	20.4%	3.7%	11.0%
宠物	乖宝宠物	0.85	1.21	1.09	1.14	1.48	1.60	3.08	74.5%	32.6%	49.9%
	中宠股份	0.16	0.81	0.81	0.56	0.56	0.86	1.42	259.0%	7.1%	48.1%
	佩蒂股份	-0.38	-0.05	0.14	0.18	0.42	0.56	0.98	-	-	-
	依依股份	-0.02	0.47	0.42	0.16	0.42	0.53	0.95	-	12.1%	111.7%
13家重点公司合计		11.3	13.1	15.3	16.9	16.3	14.6	45.0	44.1%	11.4%	22.7%
生活纸&个人护理合计		2.9	2.1	2.9	3.8	3.4	2.2	19.7	16.1%	2.8%	13.7%
轻工消费合计		7.8	8.6	10.0	11.0	10.0	8.9	18.9	28.7%	3.8%	15.7%
宠物公司合计		0.6	2.4	2.5	2.0	2.9	3.6	6.4	378.3%	45.8%	111.7%

来源：Wind，国金证券研究所

图表61：重点宠物板块公司国内外增速、占比梳理

			增速	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
宠物食品	002891.SZ	中宠股份	国内	36.6%	57.1%	28.1%	30.5%	20.7%	23.9%
		国外	18.4%	19.8%	27.7%	7.0%	18.6%	16.0%	
	300673.SZ	佩蒂股份	国内	108.1%	40.7%	5.6%	30.9%	27.0%	24.6%
		国外	8.2%	31.6%	-7.0%	37.3%	-27.1%	87.8%	
	301498.SZ	乖宝宠物	国内	39.7%	37.6%	28.4%	52.8%	39.4%	-
		国外	-4.9%	49.7%	26.9%	9.3%	9.0%	-	
宠物用品	001206.SZ	依依股份	国内	-2.7%	10.7%	59.9%	-54.6%	27.8%	28.7%
		国外	14.0%	16.9%	13.9%	16.0%	-13.9%	29.4%	
	001222.SZ	源飞宠物	国内	128.8%	4.5%	26.1%	-4.2%	189.8%	166.2%
		国外	15.7%	18.9%	77.8%	-11.0%	-3.6%	16.9%	
	301335.SZ	天元宠物	国内	22.2%	295.3%	35.2%	31.2%	30.4%	44.4%
		国外	18.5%	12.6%	23.6%	-10.1%	-5.2%	6.5%	

来源：Wind, 国金证券研究所

3.2 行业展望：产品&渠道双线发力，看好中期优质国货品牌势能&份额提升

产品&渠道双线发力，看好中期优质国货品牌势能&份额提升。短期对于个护生活纸品类，伴随 4Q 用浆成本回落，成本端压力有望减弱，盈利有望逐步回暖。中期我们观察到，优秀 C 端快消品企业呈现两大趋势：1) 差异化产品策略：在消费力恢复缓慢背景下，部分优秀的快消品企业主动推出差异化&功能性创新产品策略，强化终端消费者洞察并指导产品研发，借助低成本的新渠道积极拓圈，积极提升份额。2) 渠道角度：优质国货品牌加大对小红书、抖音等内容电商、社交电商资源的投入力度，建立更精准的营销投放和销售转化，此外尤其注意，宠物板块内需稀缺性成长+外需稳健，细分赛道投资机会亦需要关注。

1) 卫生巾：国产品牌现分化，二线国货品牌弯道超车。①市场规模稳中有进，根据欧睿，23 年终端零售规模 1021 亿元，同比增长 3.06%，18-23 年复合增速 2.68%。②品牌格局：以自由点（百亚）为代表的区域国产/线上品牌（洁婷、自由点、她研社、淘淘氧棉）产品力与外资品牌缩小差距，渠道层借助抖音精细化运营提升品牌力、快速发力。根据欧睿，百亚股份旗下自由点市场份额从 2018 年 1.0%提升至 2023 年 2.1%。

2) 眼镜：功能化带动产品升级，离焦镜凭借高性价比、周边&多点离焦技术升级带动防控效果优化、低门槛佩戴要求等，驱动细分赛道渗透率提升，国产品牌借助供应链优势战略追随外资品牌。优质品牌基于国内消费者洞察进行针对性产品优化（鼻侧区设计等）、更快的交付速度、提高价格覆盖段扩大细分人群等加速成长，品牌力逐步建立，看好后续基于渠道扩张、产品升级、品牌溢价带动的量利齐升成长空间。

3) 文娱：IP 化率提升构建产品结构升级新支点，渠道业态更新强化品牌力，中期出海贡献新成长。①情绪消费背景下，日用品/文具等与 IP 有效连接，有效构建产品差异化、提升客单值。②渠道端：线下大店&主题店店态升级提升品牌力，线上运营更精细化；③出海：渠道/产品/组织管理由粗到细，各企业出海阶段有差异。

4) 宠物：成长景气稀缺，国内头部品牌凭借优质产品力+强渠道抓手积极抢夺海外高端品牌份额、提升高线城市养宠人品牌心智的趋势仍持续。乖宝等宠食头部公司在品牌力表达、产品力升级已呈现快速提升趋势，消费趋势洞察能力领先，且逐步进入到基础研究赋能研发，宠物品牌底层构建能力不断深化，看好中长期品牌成长空间。①产品迭代：国产品牌从品类形态、营养角度进行升级，国产品牌在生骨肉冻干、羊奶粉冻干、低温烘焙猫粮等新兴品类上发展迅速，产品形态创新更为丰富。②渠道：品牌矩阵构建逐步齐全。

3.3 投资建议：推荐头部国产品牌、宠食龙头、出海先锋

重点关注标的：百亚股份（品牌势能向上，线上+外围加速扩张，优质国产品牌扬帆航）、乖宝宠物（内销延续高成长，烘焙条线新品驱动产品升级，品牌势能上升期）、中宠股份（海外工厂订单饱满且净利率优化，优质海外资产带动业绩稳定性增强）、名创优品（线下出海先锋，IP 战略、海外&Toptoy 加速开店推动成长）

乖宝宠物：24Q3 营收/归母净利润分别+18.9%/+49.1%至 12.4/1.62 亿元。国内宠食品牌领跑者，品牌布局完善，成长路径清晰。公司基于强消费者需求洞察力形成较强的产品创新迭代，且凭借强大线上精细化运营力实现持续领先。看好两大驱动：1) 主品牌麦富迪推出 BARF 系列，主推烘焙粮等新品类加快主流价格带布局，高端副牌弗列加特对标外资高端品牌积极破圈拓新，保持高速增长，中期看好国货优质自主品牌份额持续提升；2) 高毛利线上直营渠道加速发展，强化品牌触达。公司敏锐捕捉直播电商风口，强势入驻抖音等平台，凭借精准营销与内容驱动，人群资产有效扩容。渠道角度，24H1 电商直销收入

8.7 亿元 (+61.2%)，订单数/单笔订单收入 1098 万笔/78.9 元，其中阿里系/抖音平台直销收入 6.07 亿元 (+50.7%)，占线上直销比例 70%，订单数/单笔订单收入 673 万笔/90.2 元。

百亚股份：电商+线下外围共同发力彰显稀缺成长。新品益生菌 PRO 提升高线人群覆盖度，优质国货品牌势能持续向上，成长动能充沛。1) 渠道端：外围省份重点突围且组织保持迭代 2H 高成长有望延续。2) 产品端：近期大健康系列新品益生菌 PRO 开启重点推广，力图实现都市白领更广泛的人群覆盖，产品竞争力强化&品牌势能提升，看好中期份额持续提升空间。

名创优品：IP 零售出海先锋，看好公司战略定位“IP 潮流生活集合店”背后对消费趋势的前瞻洞察战略力&及时优化业态背后的强执行力带来的业绩兑现。

近期公司发布 2024 全球品牌战略升级成果发布会,1)渠道层面:提出构建七层店态矩阵,以满足消费者多样化场景需求。其中,全球级 MINISO LAND 作为名创优品最高级别的店态,承载着品牌荣耀和全球化渠道升级的重任,还计划推出势能店“中国名创”和主题店“MINISO FRIENDS”,以进一步深耕品类场景化,夯实全层级、全渠道的消费者品牌地位。2)产品方面:通过构建以中国为中心,韩国、日本、美国三大海外设计中心为支撑的全球设计网络,持续推动 IP 战略的发展,公司现已与超过 150 个全球知名 IP 合作。

风险提示

地产竣工改善速度与进度不及预期的风险：若地产竣工改善速度较慢或进度低于预期，将直接影响家居行业的终端需求。

原料价格大幅上涨的风险：若原料价格大幅上涨，将对下游家居企业的利润带来不利影响

下游需求不及预期导致提价不及预期的风险：若下游需求持续疲弱，则影响了大宗造纸下游消费需求，提价有望无法推进，导致企业盈利持续承压。

代工商大客户流失的风险：若出口企业出现大客户减少订单或流失，则会影响公司的业绩表现。

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：北京市东城区建国内大街 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