

分析师：龙羽洁  
登记编码：S0730523120001  
longyj@ccnew.com 0371-65585753

# 轻工制造行业 2024 年三季报总结：业绩整体承压，出口相对较好，需求预期改善

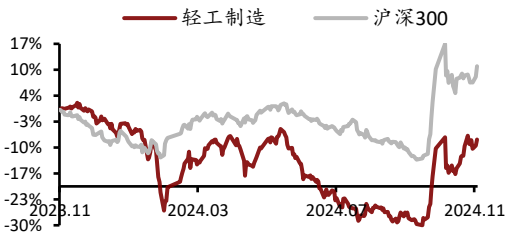
——轻工制造行业专题研究

## 证券研究报告-行业专题研究

同步大市(维持)

轻工制造相对沪深 300 指数表现

发布日期：2024 年 11 月 06 日



资料来源：中原证券研究所，聚源

### 相关报告

《轻工制造行业点评报告：河南省内出台地产及以旧换新相关政策，家居板块有望受益》

2024-10-14

《轻工制造行业月报：地产政策及以旧换新带动下，家居板块估值修复可期》 2024-10-10

《轻工制造行业点评报告：美联储降息开启，关注家居出口链》 2024-09-24

联系人：马崑琦

电话：021-50586973

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

### 投资要点：

- **轻工制造行业**：2024 年前三季度，行业合计实现营业收入 4546.04 亿元，同比+2.14%，相比去年同期由负转正，实现归母净利润 228.02 亿元，同比-5.12%，相比去年同期降幅收窄，收入及利润情况均有所改善。单看 24Q3，实现营业收入 1579.83 亿元，同比-1.00%，收入略有下降，实现归母净利润 68.31 亿元，同比-30.32%，呈现明显下滑。前三季度各二级子行业收入均实现不同程度增长，造纸及其他轻工利润实现增长；24Q3 仅其他轻工和包装印刷收入增长，利润方面仅其他轻工实现增长。前三季度行业毛利率、净利率均出现小幅下滑，24Q3 下滑幅度加大。
- **造纸**：2024 年前三季度造纸行业收入稳中有增，业绩改善明显，但 24Q3 由于成本攀升导致业绩承压，盈利能力下滑；按细分纸种来看，卫生护理用纸及特种纸公司的收入及业绩表现好于包装纸和文化纸；进入 24Q4，生产成本随浆价回落将有所下降，叠加政策带动消费预期改善，经济基本面有望好转，各类纸品需求有望回升。
- **家居**：2024 年前三季度家居行业收入稳中略升，业绩出现下滑，由于地产各项数据承压和消费复苏不及预期，24Q3 收入及利润均出现下滑；2024 年 9 月国家加码发布地产政策修复市场信心，部分城市商品房网签成交量出现不同程度好转，地产有望止跌企稳；另外国家加力支持消费品以旧换新政策带动下，家居消费也有望增长；家居板块存在地产与消费的双重改善预期，估值开启修复。
- **出口链**：2024 年前三季度轻工出口企业收入双位数增长，利润也呈现个位数增长，24Q3 仍然保持增长趋势，在出口景气度较好的背景下，轻工出口企业情况明显优于行业整体；海运费走高及汇兑收益下降对企业盈利能力产生一定影响，海运费自 7 月末开始回落，预计未来运力增加改善供需关系，海运费将回落，企业成本改善将带动利润端回升；另外随着美联储降息开启，出口景气度有望维持。
- **投资建议**：维持行业“同步大市”投资评级。造纸板块建议关注具备林浆纸一体化优势的头部企业太阳纸业以及特种纸企业仙鹤股份、华旺科技。家居板块建议关注相关龙头企业欧派家居、索菲亚、公牛集团。出口链建议关注受益于外需提升的企业包括致欧科技、乐歌股份。

**风险提示**：房地产景气度不及预期的风险；消费需求不及预期的风险；原材料价格大幅上涨的风险；海外需求不及预期的风险；汇率及海运费大幅波动的风险。

## 内容目录

<b>1. 轻工制造行业 2024 年三季报总结:</b>	<b>4</b>
1.1. 前三季度行业整体收入稳中有增, 业绩有所改善	4
1.2. 前三季度各子行业收入普遍增长, 利润增速分化	5
1.3. 盈利能力略有下滑, 期间费用有所提升	5
<b>2. 重点子行业三季报分析</b>	<b>6</b>
2.1. 造纸: 24Q3 业绩承压, 24Q4 盈利有望修复	6
2.1.1. 前三季度造纸整体收入稳中有增, 业绩明显改善, 24Q3 业绩承压	6
2.1.2. 前三季度盈利能力同比提升, 24Q3 盈利能力明显下滑	7
2.1.3. 卫生护理及特种纸公司的收入及业绩表现相对较好	8
2.1.4. 24Q4 需求复苏下, 企业盈利有望改善	9
2.2. 家居: 24Q3 收入利润双降, 政策推动下, 24Q4 有望触底回升	10
2.2.1. 前三季度家居整体收入稳中略升, 业绩出现下滑, 24Q3 收入利润双降	10
2.2.2. 前三季度盈利能力同比下降, 24Q3 盈利能力持续下滑	11
2.2.3. 软体家居收入增速优于定制家居, 企业 24Q3 利润端均承压	12
2.2.4. 地产宽松政策持续出台, 效果初步显现, 家居有望受益	13
2.3. 出口链: 出口景气带动出口链企业收入增长, 利润受海运和汇兑影响承压	14
2.3.1. 轻工出口企业收入及利润情况明显优于行业整体	14
2.3.2. 出口高景气度带动轻工出口企业收入提升, 利润受海运费及汇兑影响不及收入增速	15
2.3.3. 海运费上升影响出口企业毛利率, 2025 年存改善预期	17
<b>3. 投资建议</b>	<b>19</b>
<b>4. 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 2019-2024 年前三季度轻工制造营业收入及增速	4
图 2: 2019-2024 年前三季度轻工制造利润及增速	4
图 3: 2019Q3-2024Q3 轻工制造营业收入及增速	4
图 4: 2019Q3-2024Q3 轻工制造利润及增速	4
图 5: 轻工制造行业毛利率、净利率	6
图 6: 轻工制造行业净资产收益率	6
图 7: 轻工制造行业期间费用率	6
图 8: 轻工制造行业期间费用率分拆	6
图 9: 2019-2024 年前三季度造纸行业营业收入及增速	7
图 10: 2019-2024 年前三季度造纸行业利润及增速	7
图 11: 2019Q3-2024Q3 造纸行业营业收入及增速	7
图 12: 2019Q3-2024Q3 造纸行业利润及增速	7
图 13: 造纸行业毛利率、净利率	8
图 14: 造纸行业净资产收益率	8
图 15: 造纸行业期间费用率	8
图 16: 造纸行业期间费用率分拆	8
图 17: 造纸行业上市公司单季度营业收入增速 (%)	9
图 18: 造纸行业上市公司单季度归母净利润增速 (%)	9
图 19: 纸浆价格 (元/吨)	10
图 20: 浆纸系纸品价格 (元/吨)	10

图 21: 废黄板纸价格 .....	10
图 22: 废纸系纸品价格 .....	10
图 23: 2010-2024 年前三季度家居行业营业收入及增速 .....	11
图 24: 2020-2024 年前三季度家居行业利润及增速 .....	11
图 25: 2020Q3-2024Q3 家居行业营业收入及增速 .....	11
图 26: 2020Q3-2024Q3 家居行业利润及增速 .....	11
图 27: 家居行业毛利率、净利率 .....	12
图 28: 家居行业净资产收益率 .....	12
图 29: 家居行业期间费用率 .....	12
图 30: 家居行业期间费用率分拆 .....	12
图 31: 行业部分重点上市公司单季度营业收入增速 (%) .....	13
图 32: 行业部分重点上市公司单季度归母净利润增速 (%) .....	13
图 33: 2020 年以来前三季度轻工出口营业收入及增速 .....	15
图 34: 2020 年以来前三季度轻工出口利润及增速 .....	15
图 35: 2020Q3-2024Q3 轻工出口营业收入及增速 .....	15
图 36: 2020Q3-2024Q3 轻工出口利润及增速 .....	15
图 37: 30 家轻工出口上市公司单季度营业收入增速 (%) .....	16
图 38: 30 家轻工出口上市公司单季度归母净利润增速 (%) .....	17
图 39: 30 家轻工出口上市公司单季度毛利率变化 (%) .....	18
图 40: 2023 年以来海运费走势 .....	18
图 41: 中信一级行业市盈率排名 .....	19
图 42: 轻工制造各子板块的市盈率 .....	19
表 1: 轻工制造各子行业 2024 年前三季度收入与利润增速排名 .....	5
表 2: 轻工制造各子行业 2024Q3 收入与利润增速排名 .....	5

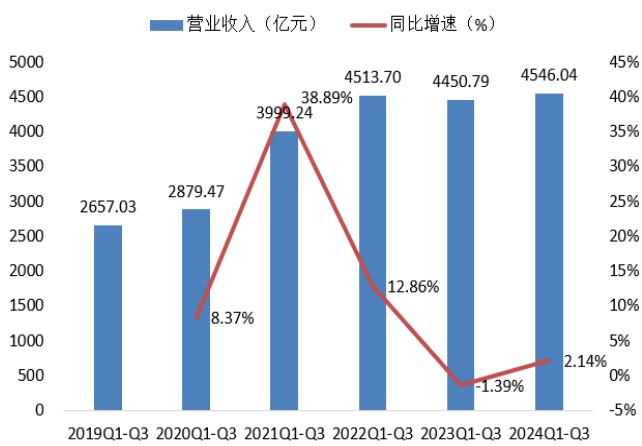
## 1. 轻工制造行业 2024 年三季报总结:

### 1.1. 前三季度行业整体收入稳中有增，业绩有所改善

中信轻工制造行业 2024 年前三季度营业收入稳中有增，利润较去年同期有所改善；从 24Q3 单季度来看，营业收入略有下滑，利润出现明显下滑。

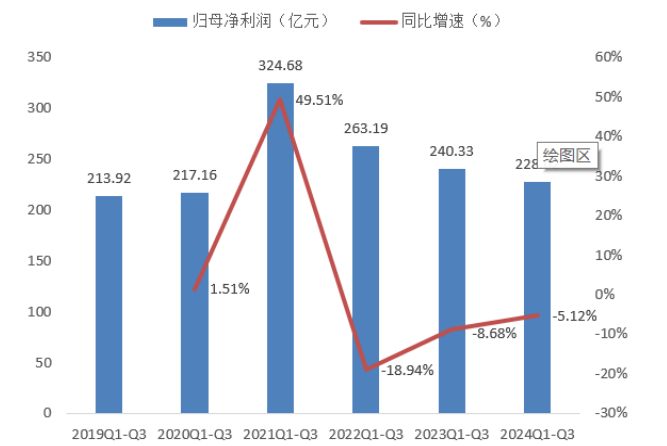
2024 年前三季度，中信轻工制造行业合计实现营业收入 4546.04 亿元，同比+2.14%，营收增速相比去年同期的-1.39%由负转正并提升了 3.53 个百分点，行业整体收入略有增长；2024 年前三季度，中信轻工制造行业合计实现归母净利润 228.02 亿元，同比-5.12%，归母净利润增速相比去年同期的-8.68%的降幅收窄了 3.56 个百分点，行业整体利润情况也有所改善。

图 1：2019-2024 年前三季度轻工制造营业收入及增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

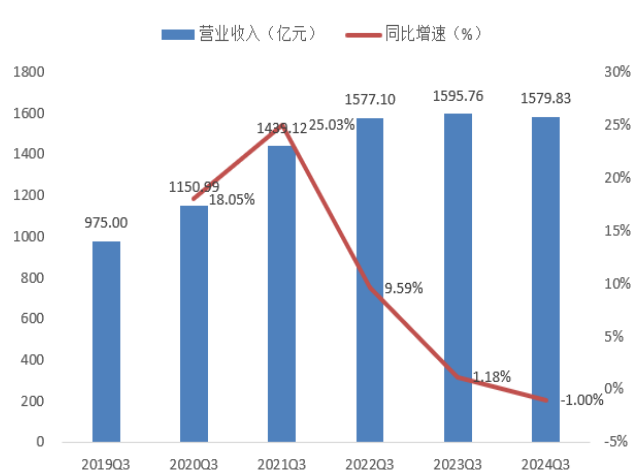
图 2：2019-2024 年前三季度轻工制造利润及增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

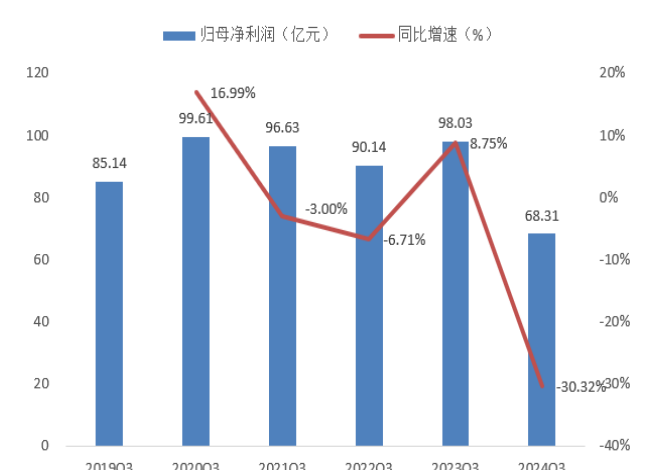
24Q3 中信轻工制造行业合计实现营业收入 1579.83 亿元，同比-1.00%，营收增速相比去年同期 23Q3 的 1.18%由正转负，减少了 2.18 个百分点，行业整体收入略有下降；24Q3 中信轻工制造行业合计实现归母净利润 68.31 亿元，同比-30.32%，归母净利润增速相比去年同期 23Q3 的 8.75%大幅下降，减少了 39.07 个百分点，出现了明显下滑。

图 3：2019Q3-2024Q3 轻工制造营业收入及增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：2019Q3-2024Q3 轻工制造利润及增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

## 1.2. 前三季度各子行业收入普遍增长，利润增速分化

前三季度各二级子行业收入均实现不同程度增长，造纸及其他轻工利润实现增长；从 24Q3 单季度来看，仅其他轻工和包装印刷收入增长，利润方面仅其他轻工实现增长。

从二级子行业来看，2024 年前三季度，轻工制造的 5 个二级子行业收入均实现同比增长，增速由高到低排序依次为：其他轻工（20.61%）、包装印刷（3.67%）、文娱轻工（2.21%）、造纸（0.54%）、家居（0.06%）；净利润方面，两个二级子行业实现同比增长，分别为造纸（29.10%）以及其他轻工（6.24%），而另外三个子行业的归母净利润均出现下滑，分别为包装印刷（-8.74%）、家居（-12.80%）、文娱轻工（-20.45%）。

表 1：轻工制造各子行业 2024 年前三季度收入与利润增速排名

排名	二级子行业	2024 年前三季度营业收入 (亿元)	同比 (%)	排名	二级子行业	2024 年前三季度归母净利润 (亿元)	同比 (%)
1	其他轻工	221.86	20.61%	1	造纸	45.10	29.10%
2	包装印刷	1168.72	3.67%	2	其他轻工	16.81	6.24%
3	文娱轻工	339.68	2.21%	3	包装印刷	55.04	-8.74%
4	造纸	1447.68	0.54%	4	家居	93.93	-12.80%
5	家居	1368.09	0.06%	5	文娱轻工	17.14	-20.45%

资料来源：Wind，中原证券研究所

单看 24Q3，收入方面，有两个二级子行业收入实现同比增长，分别为其他轻工（27.78%）、包装印刷（3.70%），而另外三个子行业的收入出现下滑，分别为文娱轻工（-0.72%）、造纸（-4.28%）、家居（-5.01%）；净利润方面，只有其他轻工子行业实现同比增长，增速为 6.62%，其余四个子行业的归母净利润均出现下滑，分别为包装印刷（-11.33%）、文娱轻工（-23.03%）、家居（-23.54%）、造纸（-76.51%）。

表 2：轻工制造各子行业 2024Q3 收入与利润增速排名

排名	二级子行业	2024Q3 营业收入 (亿元)	同比 (%)	排名	二级子行业	2024Q3 归母净利润 (亿元)	同比 (%)
1	其他轻工	79.18	27.78%	1	其他轻工	4.77	6.62%
2	包装印刷	413.38	3.70%	2	包装印刷	19.50	-11.33%
3	文娱轻工	124.09	-0.72%	3	文娱轻工	6.00	-23.03%
4	造纸	478.89	-4.28%	4	家居	33.27	-23.54%
5	家居	484.29	-5.01%	5	造纸	4.76	-76.51%

资料来源：Wind，中原证券研究所

## 1.3. 盈利能力略有下滑，期间费用有所提升

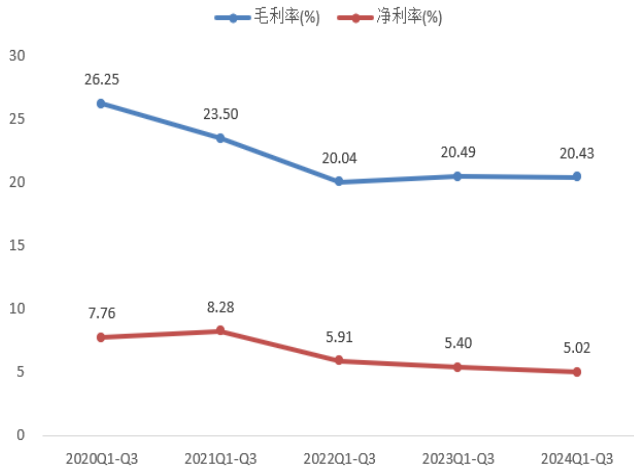
前三季度行业整体毛利率、净利率均出现小幅下滑，24Q3 下滑幅度加大，但前三季度行业 ROE (TTM) 有小幅增长；费用方面，期间费用整体有所上升，其中销售费用率和财务费用率同比增加。

2024 年前三季度，中信轻工制造行业整体毛利率为 20.43%，较 2023 年前三季度下滑了 0.05 个百分点，单 24Q3 毛利率为 19.68%，同比-1.74pct，环比-1.07pct；前三季度行业净利率为



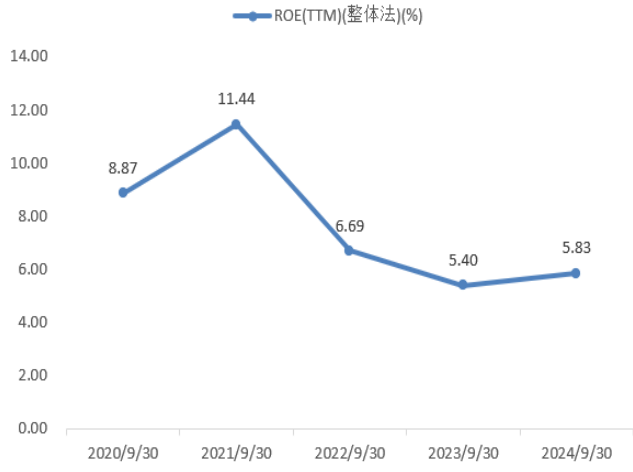
5.02%，较 2023 前三季度下滑了 0.39 个百分点，单 24Q3 净利率为 4.26%，同比-1.91pct，环比-1.20pct；三季度末，行业净资产收益率 ROE（TTM）（整体法）为 5.83%，同比+0.44pct，单 24Q3 净资产收益率 ROE-摊薄（整体法）为 1.44%，同比-0.68pct，环比-0.35pct。

图 5：轻工制造行业毛利率、净利率



资料来源：Wind，中原证券研究所

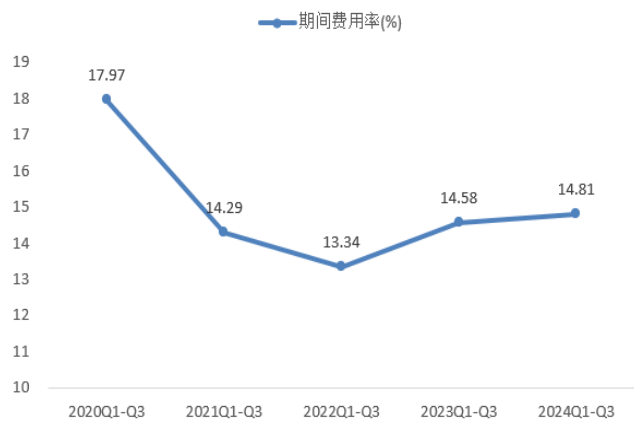
图 6：轻工制造行业净资产收益率



资料来源：Wind，中原证券研究所

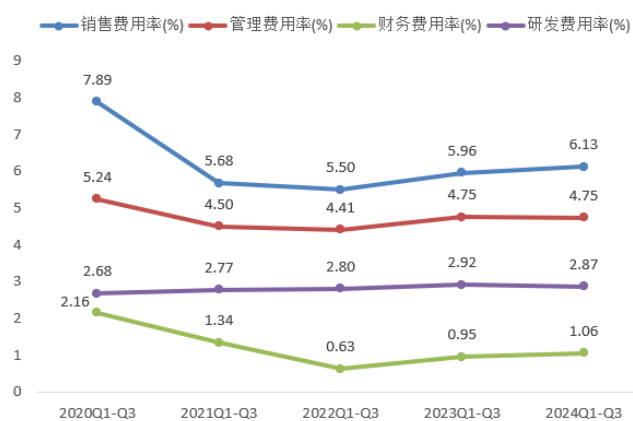
2024 年前三季度，中信轻工制造行业期间费用率为 14.81%，较 2023 年前三季度提升了 0.23 个百分点，其中，销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 6.13%/4.75%/1.06%/2.87%，同比分别+0.17pct/-0.005pct/+0.11pct/-0.05pct，销售费用率和财务费用率有所提升，而管理费用率和研发费用率有所下降。

图 7：轻工制造行业期间费用率



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 8：轻工制造行业期间费用率分拆



资料来源：Wind，中原证券研究所

## 2. 重点子行业三季度报分析

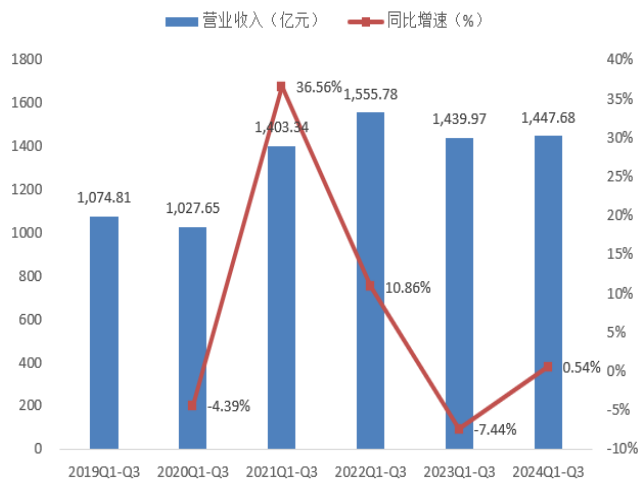
### 2.1. 造纸：24Q3 业绩承压，24Q4 盈利有望修复

#### 2.1.1. 前三季度造纸整体收入稳中有增，业绩明显改善，24Q3 业绩承压

2024 年前三季度，中信二级造纸行业实现营业收入 1447.68 亿元，同比+0.54%，较 2023 年前三季度营业收入稳中略升，处于 2019 年以来同期营收的较高水平，仅次于 2022 年同期的

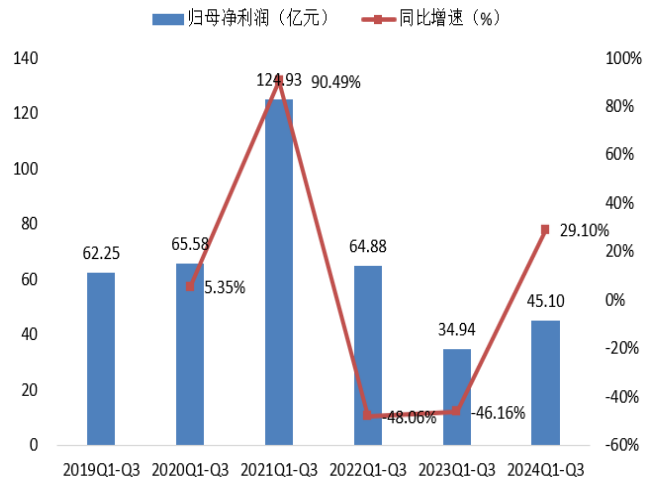
1555.78 亿元;2024 年前三季度,中信二级造纸行业实现归母净利润 45.10 亿元,同比+29.10%,较 2023 年前三季度归母净利润明显改善,处于近几年中的利润底部回升状态。

图 9: 2019-2024 年前三季度造纸行业营业收入及增速



资料来源: Wind, 中原证券研究所

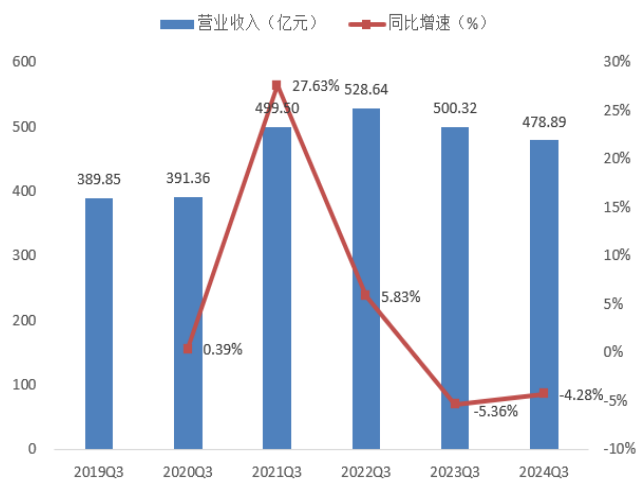
图 10: 2019-2024 年前三季度造纸行业利润及增速



资料来源: Wind, 中原证券研究所

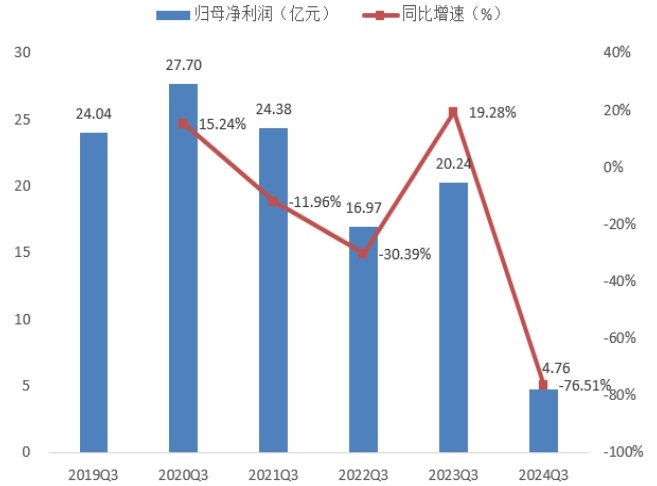
单看 24Q3, 中信二级造纸行业实现营业收入 478.89 亿元, 同比-4.28%, 较去年同期略有下滑; 单看 24Q3, 造纸行业实现归母净利润 4.76 亿元, 同比-76.51%, 较去年同期大幅下滑, 主要受到成本端上行影响。

图 11: 2019Q3-2024Q3 造纸行业营业收入及增速



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 12: 2019Q3-2024Q3 造纸行业利润及增速

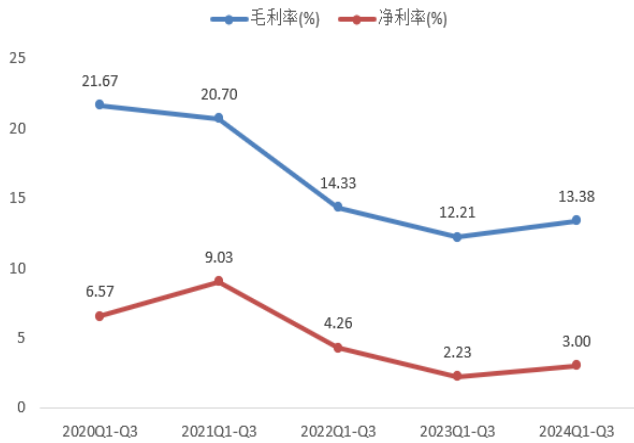


资料来源: Wind, 中原证券研究所

### 2.1.2. 前三季度盈利能力同比提升, 24Q3 盈利能力明显下滑

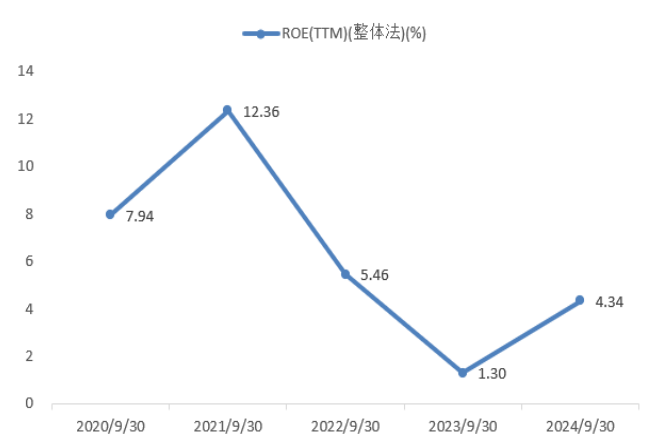
2024 年前三季度, 中信二级造纸行业整体毛利率为 13.38%, 较 2023 年前三季度提高了 1.17 个百分点, 单 24Q3 毛利率为 10.83%, 同比-2.07pct, 环比-3.20pct; 前三季度造纸行业净利率为 3.00%, 较 2023 前三季度提高了 0.77 个百分点, 单 24Q3 净利率为 0.71%, 同比-3.15pct, 环比-2.58pct; 三季度末, 行业净资产收益率 ROE (TTM) (整体法) 为 4.34%, 同比+3.04pct, 单 24Q3 净资产收益率 ROE-摊薄(整体法)为 0.35%, 同比-1.16pct, 环比-0.87pct。

图 13: 造纸行业毛利率、净利率



资料来源: Wind, 中原证券研究所

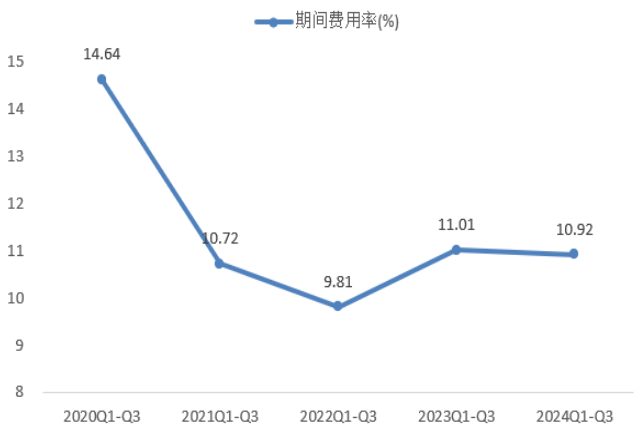
图 14: 造纸行业净资产收益率



资料来源: Wind, 中原证券研究所

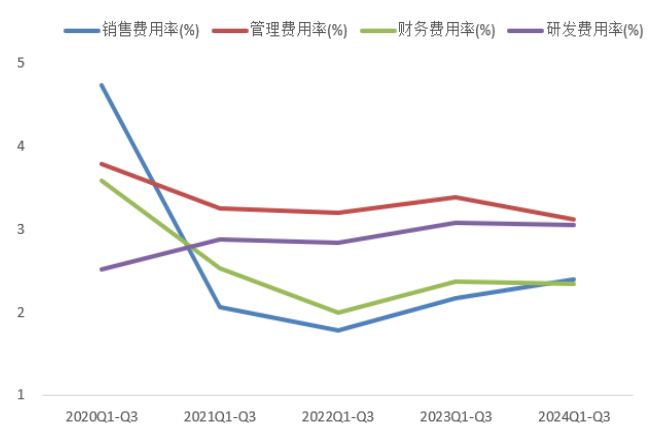
2024 年前三季度, 中信二级造纸行业期间费用率为 10.92%, 较 2023 年前三季度下降了 0.09 个百分点, 其中, 销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 2.40%/3.12%/2.35%/3.05%, 同比分别+0.23pct/-0.27pct/-0.02pct/-0.03pct, 除销售费用率有所提升外, 其余费用率均有所下降。

图 15: 造纸行业期间费用率



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 16: 造纸行业期间费用率分拆



资料来源: Wind, 中原证券研究所

### 2.1.3. 卫生护理及特种纸公司的收入及业绩表现相对较好

截至 2024 年三季度末, 中信二级造纸行业共 27 家上市公司, 按照 24Q3 单季度营业收入增速从高到低进行排序, 可以看到, 行业内有 9 家上市公司增速为正, 占比为 33%, 增速排名靠前的公司主营产品类型多分布在卫生护理用纸和特种纸领域, 而以包装用纸和文化纸为主营产品类型的公司的营收增速排名相对靠后。其中, 营收增速排名第一的是百亚股份, 主营产品为卫生巾、成人失禁用品和婴儿纸尿裤等, 收入增速近 7 个季度均维持在双位数水平, 保持较高增长; 营收增速排名第二的民士达, 主营产品为芳纶纸及其衍生产品的特种纸, 也是近 7 个季度营收保持正增长; 另外, 24Q3 收入增速为正增长的公司中, 可靠股份、豪悦护理也是主营护理类清洁用品, 仙鹤股份是生产特种纸的大型企业, 太阳纸业是经营多种纸品的林浆纸一体化发展的龙头企业。



图 17：造纸行业上市公司单季度营业收入增速（%）

上市公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	主营产品类型
百亚股份	21	39	35	38	46	80	51	纸品
民士达	38	28	11	10	5	9	14	特种纸
可靠股份	-1	-4	-11	-19	-11	-2	10	清洁用品、医用耗材、纸品
松炆资源	-46	-31	-30	-4	19	16	10	造纸机械
仙鹤股份	10	0	28	5	20	24	9	书写用纸、特种纸、印刷用纸、纸浆
恒丰纸业	16	-5	14	7	-16	25	8	生活用纸、特种纸
太阳纸业	1	-6	1	2	4	8	6	水电、特种纸、印刷用纸、纸板
青山纸业	-10	-20	-20	21	-5	18	3	纸包装制品、纸浆
豪悦护理	23	-5	1	-17	1	-7	1	妇女卫生用品、清洁用品
景兴纸业	-13	-9	-12	-15	-1	-2	0	箱板纸、纸板
荣晟环保	-11	-15	-13	-3	1	-2	-3	纸包装制品
冠豪高新	-5	-13	-7	-8	4	-3	-3	工业用纸、特种纸、涂料与油漆、纸品、专业咨询服务、专用设备与零部件
山鹰国际	-20	-15	-14	-6	5	3	-3	书写用纸、箱板纸、新闻用纸、纸包装制品
民丰特种	-1	11	-14	-6	-1	0	-5	生活用纸、特种纸、纸包装制品
博汇纸业	1	-5	1	11	6	8	-6	书写用纸、特种纸、箱板纸、印刷用纸、纸板
华泰股份	-9	-20	-6	-14	-3	-4	-10	无机化工原料、新闻用纸、印刷用纸
中顺洁柔	9	6	22	21	-10	-17	-10	生活用纸
安妮股份	-43	-11	25	128	-7	-6	-12	互联网服务、书写用纸、特种纸、印刷品及印刷器材、纸品、专业咨询服务
宜宾纸业	-12	-40	-37	-18	-30	9	-14	生活用纸、新闻用纸
凯恩股份	-9	-51	-46	-52	-51	-35	-14	低压电器类、特种纸
晨鸣纸业	-28	-21	-18	4	10	11	-17	生活用纸、书写用纸、特种纸、箱板纸、新闻用纸、印刷用纸、纸浆、纸品
晨鸣B	-28	-21	-18	4	10	11	-17	生活用纸、书写用纸、特种纸、箱板纸、新闻用纸、印刷用纸、纸浆、纸品
岳阳林纸	51	-1	-25	-40	-22	-26	-18	工业用纸、新闻用纸、印刷用纸、纸包装制品
华旺科技	21	11	27	5	4	5	-19	装饰材料
齐峰新材	-5	14	23	43	8	-3	-21	特种纸、有机化工原料
洁雅股份	-29	-15	1	24	1	2	-27	美容产品、清洁用品
美利云	-18	-3	31	-12	13	11	-27	书写用纸、箱板纸、印刷用纸、纸板

资料来源：Wind，中原证券研究所

按照 24Q3 单季度归母净利润增速从高到低进行排序，可以看到，行业内有 11 家上市公司增速为正，占比为 41%，其中与 24Q3 单季度营业收入增速为正的 9 家公司比对，重合的公司有 6 家，增速排名靠前的公司主营产品类型仍然多分布在卫生护理用纸和特种纸领域。

图 18：造纸行业上市公司单季度归母净利润增速（%）

上市公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	主营产品类型
安妮股份	43	-24	-11	-109	-37	205	170	互联网服务、书写用纸、特种纸、印刷品及印刷器材、纸品、专业咨询服务
青山纸业	-7	-73	-71	-2	-64	87	137	纸包装制品、纸浆
恒丰纸业	11	16	-28	40	-12	15	61	生活用纸、特种纸
松炆资源	-1342	13	-40	58	14	24	54	造纸机械
美利云	-398	111	53	99	200	-517	46	书写用纸、箱板纸、印刷用纸、纸板
仙鹤股份	-16	-72	-5	97	120	381	32	书写用纸、特种纸、印刷用纸、纸浆
冠豪高新	-79	-152	-119	-83	482	172	17	工业用纸、特种纸、涂料与油漆、纸品、专业咨询服务、专用设备与零部件
百亚股份	45	125	6	-9	28	49	16	纸品
荣晟环保	2	180	131	47	12	11	13	纸包装制品
民士达	27	71	30	-3	21	3	11	特种纸
可靠股份	-79	186	403	2537	861	31	7	生活用纸、特种纸、纸包装制品
凯恩股份	249	-63	-75	-63	-88	-33	-4	低压电器类、特种纸
豪悦护理	45	13	9	-20	8	-10	-9	妇女卫生用品、清洁用品
太阳纸业	-16	-30	45	76	69	17	-21	水电、特种纸、印刷用纸、纸板
华旺科技	-4	12	55	24	37	21	-34	装饰材料
洁雅股份	-21	-33	-28	80	-63	-54	-72	美容产品、清洁用品
景兴纸业	-86	-43	694	5956	104	18	-87	箱板纸、纸板
宜宾纸业	51	-538	-290	-919	-400	-53	-89	生活用纸、新闻用纸
博汇纸业	-375	-40	41	171	120	-80	-93	书写用纸、特种纸、箱板纸、印刷用纸、纸板
齐峰新材	-109	1158	1002	1565	2893	16	-102	特种纸、有机化工原料
可靠股份	467	869	-63	88	65	-55	-122	清洁用品、医用耗材、纸品
华泰股份	-44	-55	-45	606	6	15	-128	无机化工原料、新闻用纸、印刷用纸
山鹰国际	-271	198	311	112	111	6	-129	书写用纸、箱板纸、新闻用纸、纸包装制品
中顺洁柔	-33	-105	73	122	7	-59	-142	生活用纸
岳阳林纸	-30	-91	-92	-350	-8	-939	-452	工业用纸、新闻用纸、印刷用纸、纸包装制品
晨鸣纸业	-342	-455	-869	-900	121	93	-821	生活用纸、书写用纸、特种纸、箱板纸、新闻用纸、印刷用纸、纸浆、纸品
晨鸣B	-342	-455	-869	-900	121	93	-821	生活用纸、书写用纸、特种纸、箱板纸、新闻用纸、印刷用纸、纸浆、纸品

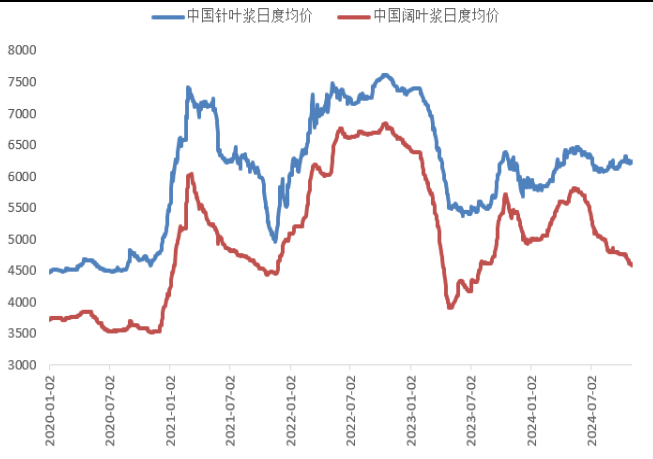
资料来源：Wind，中原证券研究所

### 2.1.4. 24Q4 需求复苏下，企业盈利有望改善

浆纸系方面，2024 年初起，纸浆价格开始上行通道，直至年中开始回落，特别是阔叶浆，在供给端新增产能投放的情况下，价格出现快速下跌，由于企业使用的纸浆较市场价格有所滞后，浆纸系生产企业使用的原材料价格在 24Q3 为年内阶段性高位，致使企业生产成本攀

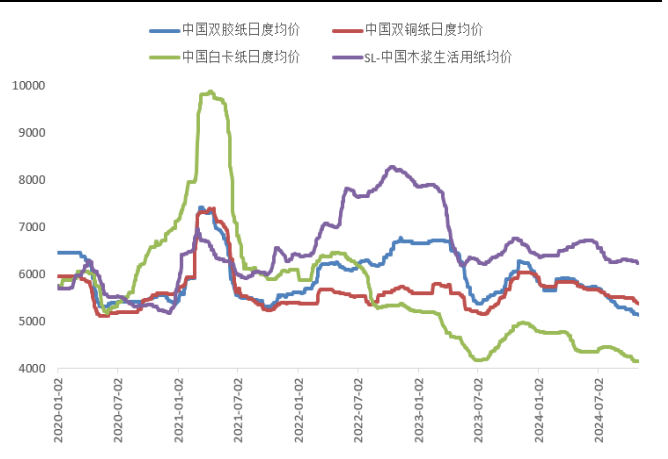
升；另外，需求端表现较弱，对纸价支撑有限，2024 年前三季度浆纸系纸品价格弱势运行，整体呈现下行态势；因此在需求端偏弱和成本端较高综合影响下，造纸行业 24Q3 盈利出现大幅下滑。展望 24Q4，企业在成本端将有所改善，浆纸系纸品在需求端相对稳定，预计盈利环比将有所改善。

图 19：纸浆价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

图 20：浆纸系纸品价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

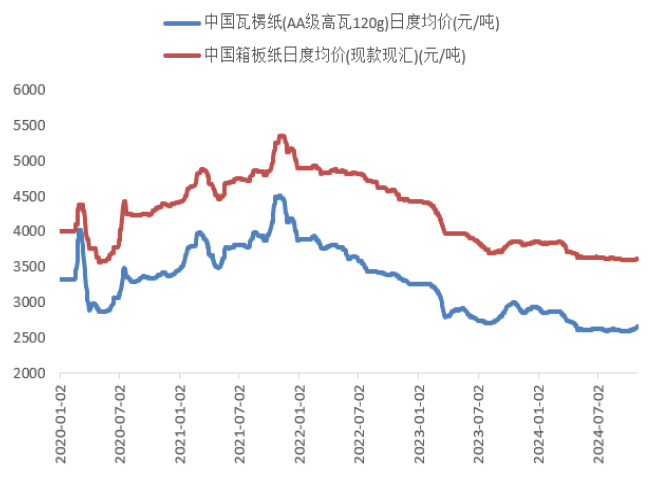
废纸系方面，仍然呈现出供大于求的局面，由于供应端宽松、下游需求不及预期以及成本端黄板纸价格低位运行缺乏支撑，废纸系纸品价格表现持续低迷，废纸系生产企业盈利情况欠佳。展望 24Q4，供需格局仍待改善，废纸系纸品价格与经济基本面呈现高度相关，近期国家持续出台刺激消费的相关政策，预计将对需求端形成支撑，废纸系企业盈利端环比有望得到改善。

图 21：废黄板纸价格



资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

图 22：废纸系纸品价格



资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

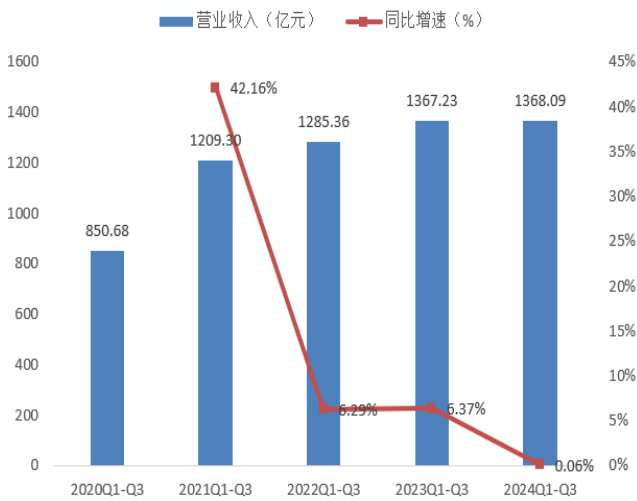
## 2.2. 家居：24Q3 收入利润双降，政策推动下，24Q4 有望触底回升

### 2.2.1. 前三季度家居整体收入稳中略升出现下滑，24Q3 收入利润双降

2024 年前三季度，中信二级家居行业实现营业收入 1368.09 亿元，同比+0.06%，较 2023 年前三季度营业收入稳中略升，处于 2019 年以来的最高值；2024 年前三季度，中信二级家居

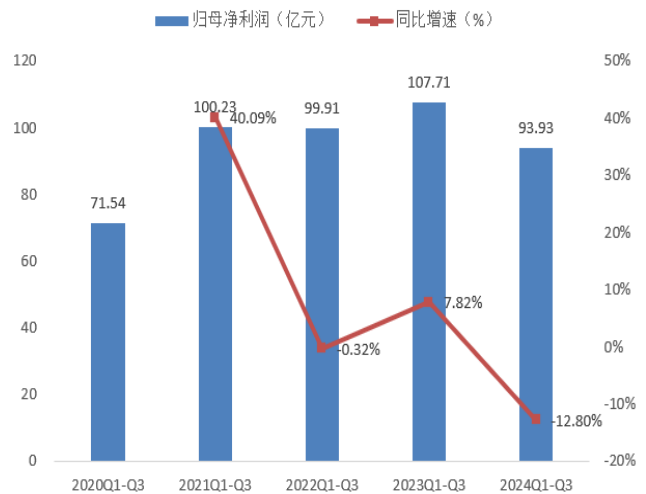
行业实现归母净利润 93.93 亿元，同比-12.80%，较 2023 年前三季度归母净利润出现下滑。

图 23：2010-2024 年前三季度家居行业营业收入及增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

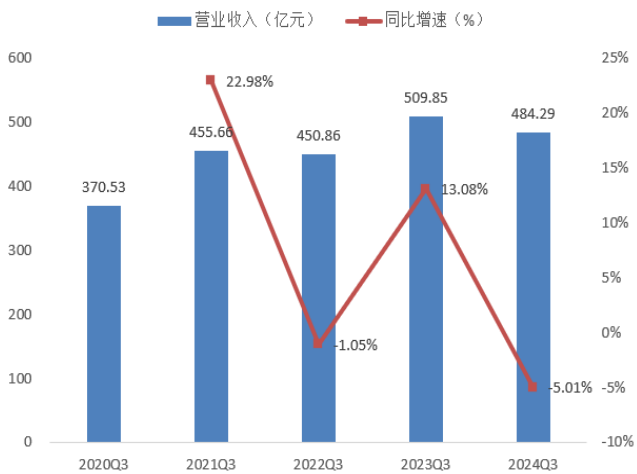
图 24：2020-2024 年前三季度家居行业利润及增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

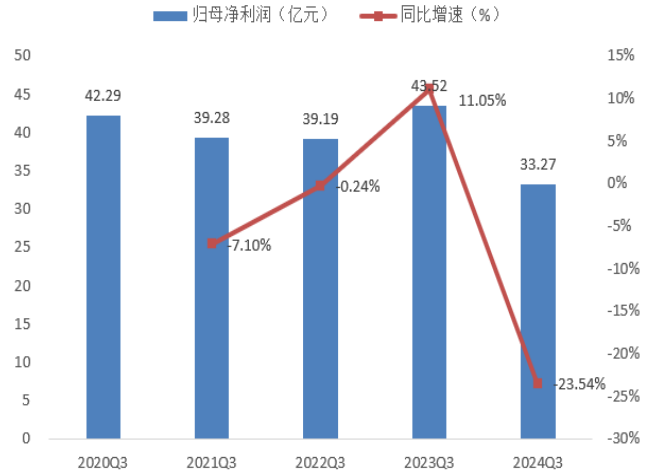
单看 24Q3，中信二级家居行业实现营业收入 484.29 亿元，同比-5.01%，较去年同期有所下滑；单看 24Q3，家居行业实现归母净利润 33.27 亿元，同比-23.54%，较去年同期明显下滑。地产竣工端持续低迷，地产各项数据承压，消费端复苏不及预期，家居行业收入及利润均承压。

图 25：2020Q3-2024Q3 家居行业营业收入及增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 26：2020Q3-2024Q3 家居行业利润及增速

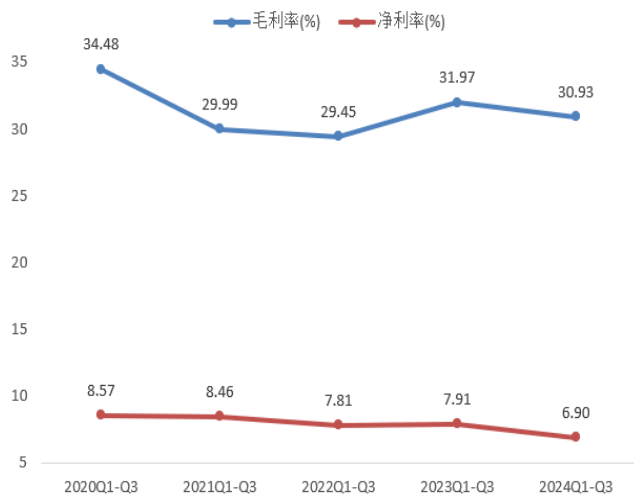


资料来源：Wind，中原证券研究所

### 2.2.2. 前三季度盈利能力同比下降，24Q3 盈利能力持续下滑

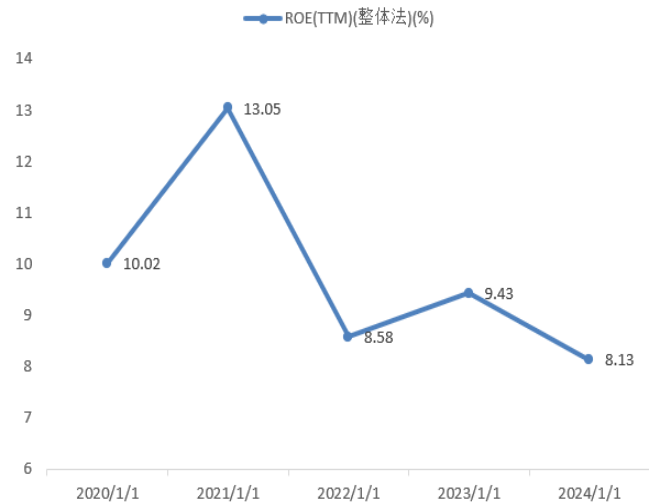
2024 年前三季度，中信二级家居行业整体毛利率为 30.93%，较 2023 年前三季度降低了 1.04 个百分点，单 24Q3 毛利率为 30.90%，同比-2.12pct，环比-0.48pct；前三季度家居行业净利率为 6.90%，较 2023 前三季度降低了 1.00 个百分点，单 24Q3 净利率为 6.87%，同比-1.74pct，环比-1.58pct；三季度净资产收益率 ROE (TTM) (整体法) 为 8.13%，同比-1.29pct，单 24Q3 净资产收益率 ROE-摊薄(整体法)为 2.26%，同比-0.81pct，环比-0.51pct。

图 27: 家居行业毛利率、净利率



资料来源: Wind, 中原证券研究所

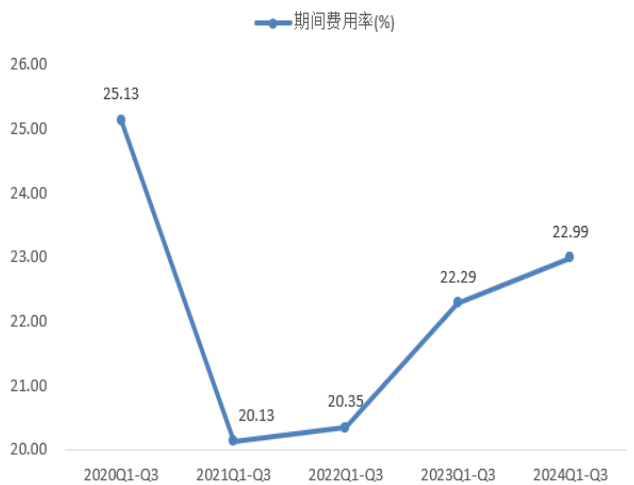
图 28: 家居行业净资产收益率



资料来源: Wind, 中原证券研究所

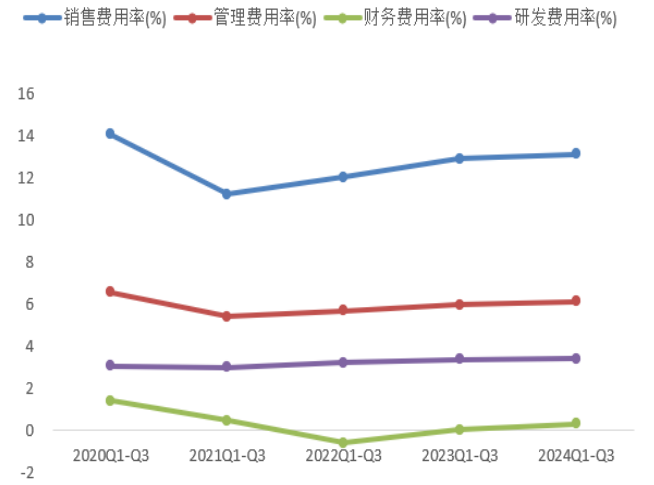
2024 年前三季度, 中信二级家居行业期间费用率为 22.99%, 较 2023 年前三季度提高了 0.71 个百分点, 其中, 销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 13.15%/6.13%/0.31%/3.40%, 同比分别+0.23pct/+0.17pct/+0.28pct/+0.04pct, 行业竞争加剧情况下各项费用均有所上升。

图 29: 家居行业期间费用率



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 30: 家居行业期间费用率分拆



资料来源: Wind, 中原证券研究所

### 2.2.3. 软体家居收入增速优于定制家居, 企业 24Q3 利润端均承压

截至 2024 年三季度末, 中信二级家居行业共 54 家上市公司, 我们选出有代表性的 9 家定制家居及 4 家软体家居上市公司, 按照 24Q3 单季度营业收入增速从高到低进行排序, 可以看到, 家居企业普遍自 24Q2 开始收入呈现负增长, 24Q3 收入延续下滑趋势, 24Q3 仅梦百合的收入保持正增长; 其中, 软体家居下滑速度较定制家居更慢, 体现了软体家居受地产销售及竣工影响相对较弱的特点。

图 31：行业部分重点上市公司单季度营业收入增速（%）

	公司名称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
定制家居	志邦家居	6	17	10	17	2	-7	-10
	金牌家居	1	8	-2	3	11	-6	-14
	好莱客	-43	-20	-10	-9	16	-17	-20
	索菲亚	-10	6	10	5	17	-4	-21
	欧派家居	-14	13	2	0	1	-21	-21
	我乐家居	-17	20	9	-4	6	-20	-25
	江山欧派	39	18	17	4	-8	-11	-26
	尚品宅配	-26	3	-1	-11	-4	-26	-29
	皮阿诺	-24	16	-12	-18	-3	-29	-39
软体家居	公司名称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
	梦百合	-21	-2	7	16	7	12	3
	顾家家居	-13	10	11	19	10	-7	-7
	喜临门	4	6	6	24	20	-6	-11
	慕思股份	-23	-4	0	7	25	-1	-11

资料来源：Wind，中原证券研究所

以上重点企业按照 24Q3 单季度归母净利润增速从高到低进行排序，可以看到，家居行业利润普遍承压，但软体家居和定制家居仍表现出差异，定制家居自 2023 年起的连续 7 个季度利润普遍持续负增长，而软体家居 2023 年利润仍能保持较好增速，自 24Q2 开始利润增速由正转负，受到地产调整、消费疲弱及出口放缓等多重因素影响，整个家居行业 24Q3 利润表现不佳。

图 32：行业部分重点上市公司单季度归母净利润增速（%）

	公司名称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
定制家居	欧派家居	-40	28	21	4	43	-21	-12
	索菲亚	-9	33	16	18	59	1	-21
	志邦家居	0	20	8	11	-8	-21	-31
	金牌家居	8	-30	25	12	11	-24	-44
	好莱客	-71	-14	-63	-22	5	-56	-51
	江山欧派	6	36	275	130	-51	-9	-61
	我乐家居	-51	98	76	-94	186	-50	-63
	皮阿诺	-121	-11	-44	-42	-112	-65	-87
	尚品宅配	5	6599	-6	-20	9	-160	-112
软体家居	公司名称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
	慕思股份	-18	38	37	1	39	-9	-8
	喜临门	14	-3	-1	125	20	-1	-16
	顾家家居	-10	17	13	23	5	-9	-20
	梦百合	-46	53	2	89	18	-59	-1442

资料来源：Wind，中原证券研究所

#### 2.2.4. 地产宽松政策持续出台，效果初步显现，家居有望受益

2024 年 9 月 26 日，中共中央政治局召开会议，会议强调，要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。住房和城乡建设部会同有关部门打出一套“组合拳”，抓紧落实存量政策、加快出台增量政策，市场信心得到有效提振，房地产市场出现了积极变化，具体包括：1) 四个



取消，取消或调减限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准；2) 四个降低，降低住房公积金贷款利率，降低住房贷款的首付比例，统一首套、二套房贷最低首付比例到 15%，降低存量贷款利率，降低“卖旧买新”换购住房的税费负担；3) 两个增加，一是通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造，二是今年年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿元。

根据住房和城乡建设部“全国房地产市场监测系统”网签数据显示，10 月份商品房成交同比、环比实现“双增长”。10 月份全国新建商品房网签成交量同比增长 0.9%，比 9 月份同比扩大 12.5 个百分点，自去年 6 月份连续 15 个月下降后首次实现增长；全国二手房网签成交量同比增长 8.9%，连续 7 个月同比增长；新建商品房和二手房成交总量同比增长 3.9%，自今年 2 月份连续 8 个月下降后首次实现增长。10 月份全国新建商品房网签成交量环比增长 6.7%；二手房网签成交量环比增长 4.5%；新建商品房和二手房成交总量环比增长 5.8%。

分城市看，很多城市商品房网签成交量出现不同程度的增长。一线城市增长更为明显，新建商品房网签成交量同比增长 14.1%，二手房网签成交量同比增长 47.3%。广州、深圳、南京、宁波、大连、东莞等城市新房成交量同比增长超过 30%，北京、上海、深圳、杭州等城市二手房成交量同比增长超过 50%。分地区看，11 个省份新建商品房网签成交量同比增长，较上月增加 6 个。其中，湖南、天津、广东、江西、江苏同比增长超过 10%；20 个省份二手房网签成交量同比增长，较上月增加 2 个，其中，北京、上海、河北、辽宁、浙江、湖南、重庆、贵州、甘肃、陕西、宁夏同比增长超过 10%。

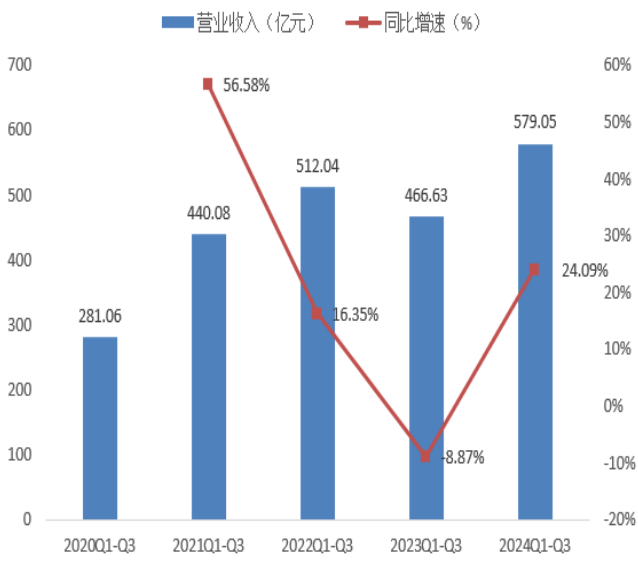
### 2.3. 出口链：出口景气带动出口链企业收入增长，利润受海运和汇兑影响承压

#### 2.3.1. 轻工出口企业收入及利润情况明显优于行业整体

2023 年境外收入占营业收入比重在 70% 以上的轻工制造行业上市公司共 33 家，我们以这 33 家上市公司作为轻工出口企业代表对出口链情况进行分析：

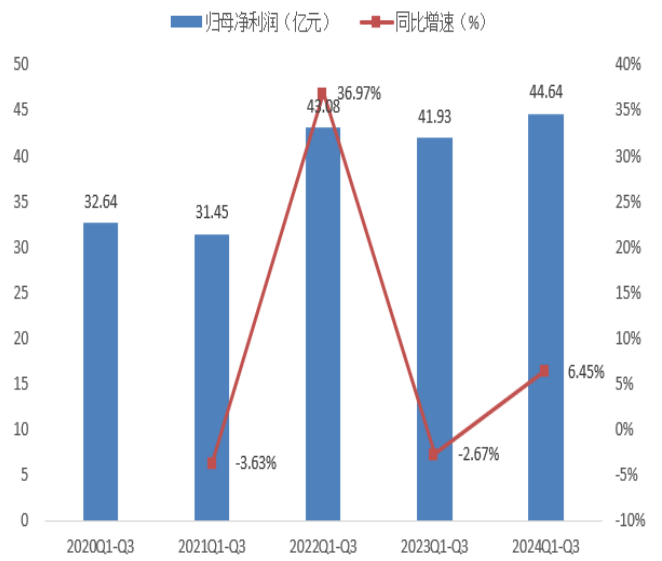
2024 年前三季度，轻工出口上市公司实现营业收入 579.05 亿元，同比+24.09%，较 2023 年前三季度营业收入提升，且为 2020 年以来的最高值，收入增速显著优于整个轻工制造行业的增速，高出了 21.95 个百分点；2024 年前三季度，轻工出口上市公司实现归母净利润 44.64 亿元，同比+6.45%，利润增速也明显优于轻工制造行业增速，高出了 11.57 个百分点。由此可见，出口企业依赖外需提升，维持着较好的收入及业绩，景气度好于轻工内销。

图 33：2020 年以来前三季度轻工出口营业收入及增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

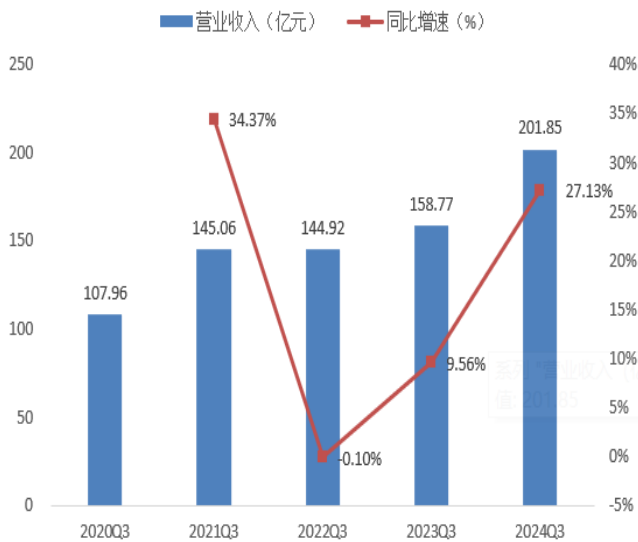
图 34：2020 年以来前三季度轻工出口利润及增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

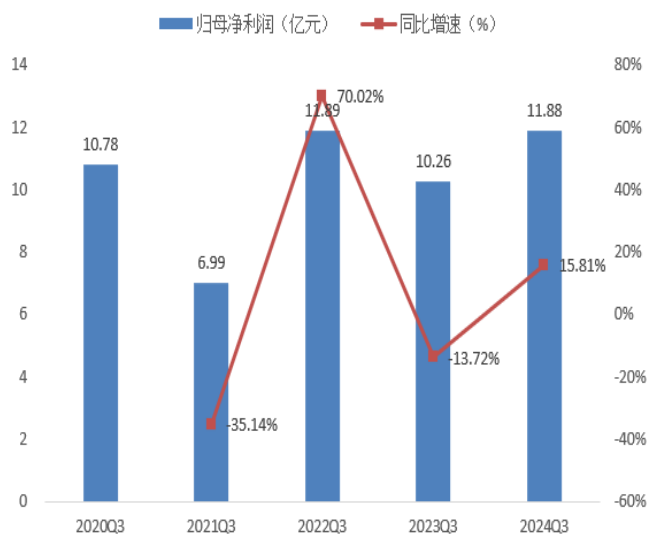
单看 24Q3，轻工出口上市公司实现营业收入 201.85 亿元，同比+27.13%，较去年同期有明显提升，收入增速仍显著优于整个轻工制造行业的增速，高出了 28.13 个百分点；单看 24Q3，轻工出口上市公司实现归母净利润 11.88 亿元，同比+15.81%，利润增速保持正增长，区别于轻工制造行业下滑的态势，增速较整体行业高出了 46.13 个百分点。

图 35：2020Q3-2024Q3 轻工出口营业收入及增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 36：2020Q3-2024Q3 轻工出口利润及增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

### 2.3.2. 出口高景气度带动轻工出口企业收入提升，利润受海运费及汇兑影响不及收入增速

2023 年境外收入占营业收入比重在 70% 以上的轻工制造行业上市公司共 33 家，除去 3 家单季度数据披露缺失的企业后剩余 30 家，按照 24Q3 单季度营业收入增速从高到低进行排序，可以看到，随着 2023 年下半年出口景气度的提升，多数企业收入增速开始由负转正，截至 24Q3，27 家企业的收入呈现正增长，仅 3 家企业收入负增长，轻工出口景气度较高。

图 37：30 家轻工出口上市公司单季度营业收入增速（%）

公司名称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
天振股份	-80	-92	-97	-91	-13	114	839
创源股份	-19	-6	15	30	30	23	63
浙江永强	-23	-74	-69	-35	-7	51	63
实丰文化	-27	-23	-15	94	23	27	59
乐歌股份	4	12	32	36	41	48	54
美之高	-12	-34	-14	2	13	12	51
嘉益股份	32	50	52	29	78	78	43
中源家居	-4	54	85	89	68	46	42
恒林股份	21	26	27	28	39	26	41
依依股份	-20	-9	-13	-6	35	24	41
永艺股份	-31	-30	-1	20	23	42	39
浙江正特	-9	-25	-26	-25	2	7	38
浙江自然	-27	-5	-16	7	14	13	35
致欧科技	-11	0	14	45	45	37	34
德艺文创	-20	-23	-9	0	7	24	32
通达创智	-19	-41	-14	48	14	28	30
三柏硕	-59	-43	-17	5	54	29	29
源飞宠物	-46	22	28	53	31	23	29
匠心家居	-7	62	56	32	31	25	26
英派斯	2	7	39	-8	20	70	23
ST熊猫	-39	-31	22	-40	-4	13	21
康力源	-10	1	-8	23	-2	3	20
雅艺科技	-73	-38	125	12	150	205	17
共创草坪	-18	12	1	5	23	15	16
建霖家居	-29	-12	22	47	43	20	10
梦百合	-21	-2	7	16	7	12	3
海象新材	7	-11	-30	-26	-30	-21	2
龙竹科技	-26	-32	39	17	-15	-5	-3
爱丽家居	-32	25	108	124	106	3	-10
麒盛科技	-6	20	27	30	8	-15	-12

资料来源：Wind，中原证券研究所

以上重点企业按照 24Q3 单季度归母净利润增速从高到低进行排序，可以看到，超半数轻工出口企业在 24Q3 的利润增速保持正增长，利润增速不及收入增速，主要受到海运费上升、汇兑收益减少等因素影响，但增速仍优于行业增速。

图 38: 30 家轻工出口上市公司单季度归母净利润增速 (%)

公司名称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
浙江自然	-21	-40	-47	-122	-42	16	372
实丰文化	56	-252	-468	-14	39	25	118
海象新材	291	97	-166	-219	-84	-105	91
浙江永强	196	-175	-62	-143	-37	336	90
龙竹科技	-92	-87	66	-113	203	29	60
乐歌股份	2,082	-59	164	94	-80	74	43
永艺股份	9	1	-53	72	-17	-7	42
嘉益股份	61	106	86	52	102	91	42
天振股份	-44	-173	-110	-11,567	-121	77	41
依依股份	-112	1	-31	-33	1,975	12	31
ST熊猫	-42	-40	182	-1,448	-50	-31	28
匠心家居	9	22	44	9	58	32	20
源飞宠物	-64	2	7	8	73	-16	19
康力源	3	128	-60	-19	-18	-77	16
致欧科技	70	67	65	61	15	-28	5
建霖家居	-53	-13	1	34	170	20	5
麒盛科技	-57	136	-6	114	88	-59	2
英派斯	151	138	152	-57	314	11	2
创源股份	-339	-7	-16	171	167	-40	-9
美之高	38	-74	-51	305	38	-3	-11
共创草坪	10	8	-13	-15	29	22	-12
通达创智	-8	-46	-18	-8	2	28	-17
三柏硕	-90	-84	-86	-88	220	26	-33
爱丽家居	-40	2,077	292	723	340	161	-34
德艺文创	-15	-103	-30	-38	-77	208	-41
恒林股份	7	32	21	-270	31	-36	-56
浙江正特	26	-58	16	-438	-6	24	-69
雅艺科技	-82	-89	98	-173	-34	100	-101
中源家居	148	861	252	76	3	-125	-105
梦百合	-46	53	2	89	18	-59	-1,442

资料来源: Wind, 中原证券研究所

### 2.3.3. 海运费上升影响出口企业毛利率, 2025 年存改善预期

30 家轻工出口企业按照 24Q3 单季度毛利率环比情况从高到低进行排序, 可以看到, 多数企业 2024 年 Q1-Q3 毛利率呈现下降趋势, 24Q3 毛利率同比提升的企业有 8 家, 占比 27%, 环比提升的企业有 11 家, 占比 37%, 24Q3 较 24Q2 毛利率略有改善。

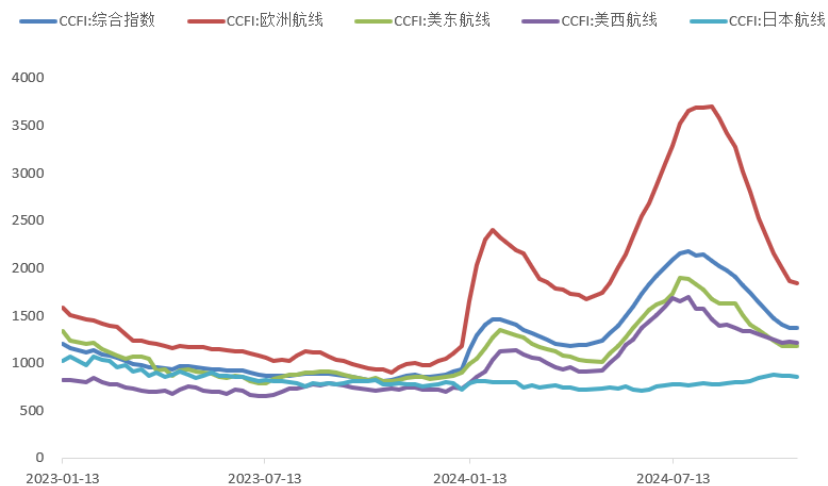
图 39: 30 家轻工出口上市公司单季度毛利率变化 (%)

公司名称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q3同比	24Q3环比
实丰文化	18	21	22	1	41	27	35	13	8
康力源	31	32	32	34	33	31	34	2	3
海晏新材	30	33	25	4	23	28	31	6	3
英派斯	23	41	31	33	28	32	34	3	2
天振股份	22	20	-67	-164	7	2	4	71	2
麒盛科技	36	31	38	42	33	33	35	-3	2
致欧科技	37	36	38	35	36	34	35	-2	2
匠心家居	30	33	33	40	33	33	35	2	2
依依股份	7	19	22	19	18	19	21	-1	1
德艺文创	19	19	20	19	16	17	18	-3	1
美之高	25	23	26	27	26	25	26	-1	1
三柏硕	21	32	25	-76	25	23	23	-2	0
源飞宠物	24	21	23	21	22	22	23	0	0
建霖家居	23	25	27	28	27	26	26	-1	0
龙竹科技	18	19	25	26	30	28	27	2	-1
嘉益股份	37	40	40	44	39	40	39	-1	-1
永艺股份	22	24	23	22	22	23	22	-1	-1
中源家居	27	25	25	25	26	21	20	-6	-1
浙江永强	29	19	-17	22	24	16	15	32	-1
创源股份	30	30	34	38	35	30	28	-5	-2
梦百合	36	36	37	43	39	38	36	-2	-2
爱丽家居	10	14	23	22	24	24	22	-1	-2
共创草坪	32	30	33	31	30	31	29	-4	-3
ST熊猫	46	40	43	7	39	35	32	-11	-3
雅艺科技	37	31	41	31	35	27	24	-17	-3
恒林股份	25	23	25	23	25	18	14	-10	-3
乐歌股份	37	34	38	37	31	31	27	-10	-4
通达创智	29	28	30	23	29	29	24	-6	-5
浙江自然	38	34	30	31	38	36	29	-1	-7
浙江正特	24	27	28	15	26	30	22	-6	-8

资料来源: Wind, 中原证券研究所

2024 年多数轻工出口企业的毛利率较去年下降主要由于受到红海事件影响, 海运费价格较去年同期有所上涨, 根据同花顺数据, 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 2024 年前三季度呈现波动上升走势, 平均值为 1584.76, 较去年同期+64.44%。2024 年初 CCFI 为 936.83, 7 月下旬涨至年内高点 2180.69, 涨幅达 132.77%, 而后开始回落, 截至 2024 年 10 月 25 日, CCFI 回落至 1366.40。展望 2025 年, 随着运力增加, 供需关系改善, 预计海运费将回落, 成本方面将有所改善, 从而带动出口企业毛利率修复。

图 40: 2023 年以来海运费走势



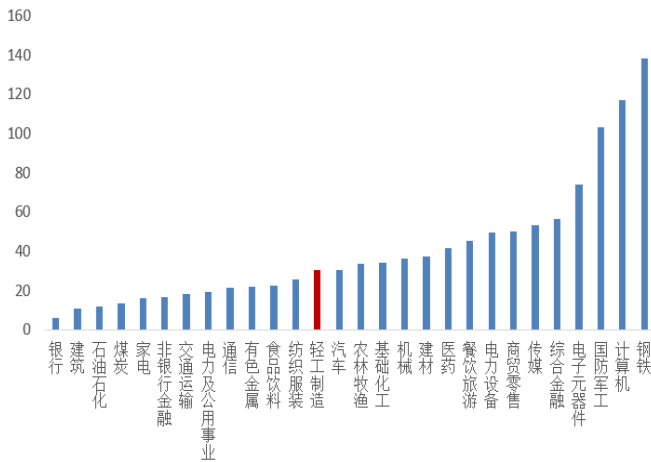
资料来源: iFinD, 中原证券研究所



### 3. 投资建议

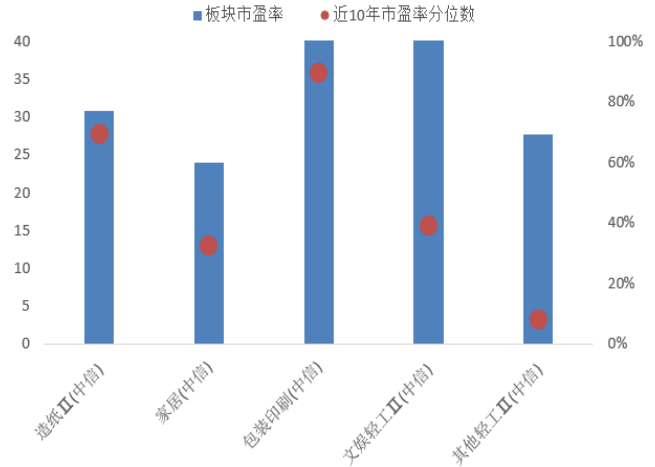
从行业估值情况来看，截至 2024 年 11 月 5 日，板块的 PE (TTM) 为 30.43 倍，处于近十年 41.96%分位，在 30 个中信一级行业中排在第 13 位；PB (LF) 为 1.76 倍，处于近十年 6.46%分位。细分子板块造纸、家居、包装印刷、文娱轻工、其他轻工的 PE (TTM) 分别为 30.84/24.01/40.76/44.06/27.70 倍，分别处于历史 69.36%、32.69%、89.44%、39.06%、8.13%分位，其中家居、文娱轻工、其他轻工估值仍处于历史偏低水平。维持行业“同步大市”的投资评级。

图 41：中信一级行业市盈率排名



资料来源：Wind，中原证券研究所（估值为截至 2024 年 11 月 5 日收盘数据）

图 42：轻工制造各子板块的市盈率



资料来源：Wind，中原证券研究所

**造纸：**2024 年前三季度造纸行业收入稳中有增，业绩改善明显，但 24Q3 由于成本攀升导致业绩承压，盈利能力下滑；按细分纸种来看，卫生护理用纸及特种纸公司的收入及业绩表现好于包装纸和文化纸；进入 24Q4，生产成本随浆价回落将有所下降，叠加政策带动消费预期改善，经济基本面有望好转，各类纸品需求有望回升。建议关注具备林浆纸一体化优势的头部企业太阳纸业，以及特种纸企业仙鹤股份、华旺科技。

**家居：**2024 年前三季度家居行业收入稳中略升，业绩出现下滑，24Q3 收入及利润均出现下滑，地产各项数据承压，消费端复苏不及预期，家居行业收入及利润均承压；2024 年 9 月，国家加码发布地产政策修复市场信心，推动地产销售企稳，部分城市商品房网签成交量出现不同程度好转，地产有望止跌企稳；另外，国家加力支持消费品以旧换新政策带动下，家居消费也有望增长；家居板块前期由于受制于地产与消费的双重影响，估值一直处在历史低位，当前估值已开始修复，建议关注家居板块相关龙头企业欧派家居、索菲亚、公牛集团。

**出口链：**2024 年前三季度轻工出口企业收入双位数增长，利润也呈现个位数增长，24Q3 仍然保持增长趋势，在出口景气度较好的背景下，轻工出口企业情况明显优于行业整体；海运费走高及汇兑收益下降对企业盈利能力产生一定影响，海运费自 7 月末开始回落，预计未来运力增加，供需关系改善，海运费将回落，企业成本将有所改善，带动利润端回升；另外，随着

美联储降息开启，出口景气度有望维持，建议关注受益于外需提升的相关出口链企业致欧科技、乐歌股份。

#### 4. 风险提示

- 1) 房地产景气度不及预期的风险；
- 2) 消费需求不及预期的风险；
- 3) 原材料价格大幅上涨的风险；
- 4) 海外需求不及预期的风险；
- 5) 汇率及海运费大幅波动的风险。

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；  
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；  
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；  
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；  
谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；  
减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；  
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。