

索菲亚（002572.SZ） 龙头竞争力持续巩固

买入（首次评级）

投资要点：

➤ **定制行业领军企业，国补有望驱动行业需求、格局改善。**公司作为中国定制衣柜开创者，卡位定制行业里最优的衣柜子赛道，从早期卧室空间走向全屋空间，从衣柜拓展至全屋柜类、橱柜、木门等，品牌矩阵不断丰富，营收规模多年稳居前列。随着家居国补持续推进，行业需求和格局有望改善：需求端，10-12 月家居社零分别同比+7.4%、+10.5%、+8.8，均较 9 月明显好转；格局端，大部分地区要求参与商户正规合同、正规发票、正规销售渠道，合规经营的龙头有望率先受益。

➤ **品牌、制造、渠道三板斧稳定发挥，盈利能力持续较强。**公司核心优势近年保持稳定：1）索菲亚品牌认知度较高，零售渠道（含零售整装）广告费用 ROI 显著领先行业；2）制造优势稳固，工厂对经销商的平均交货周期多年保持在 7-12 天，帮助工厂和渠道降低运营成本；3）品牌及产品端的赋能为公司培育了一支优秀的代理商队伍，终端实力领先，23 年零售单店（含整装）平均提货额 253 万元、同比+19.2%，24H1 年化单店提货额 212 万元、同比+9.4%。2024 年公司预计收入同比下降 10%-0%，实现归母净利 13.2 亿元-14.5 亿元、同比增长 5%-15%，扣非净利 10.2 亿元-11.3 亿元、同比下降 10%-0%；以中值测算，24 年归母净利率 12.5%、同比+1.7pct，扣非净利率 9.7%、同比稳定，仍处于行业较好水平。

➤ **整家整装强势起量，再显龙头实力，近两年收入表现领先。**公司 23 年、24 年前三季度收入分别同比+3.9%、-6.6%，快于申万定制家居行业平均同期分别+2.3%、-12.5%的增速，主要得益于：1）整家战略深化，龙头拓品类对单值拉升成效显著。23 年索菲亚品牌橱柜、木门业绩增速分别 293.81%、47.33%，24 年前三季度索菲亚品牌出厂单值 23,679 元/单，同比+22.4%；2）整装高增进一步彰显龙头实力，23 年和 24 年前三季度公司整装渠道收入分别同比+ 67.52%、+26.34%。截至 24 年 9 月底，公司集成整装事业部合作装企数量 277 个，覆盖全国 196 个城市及区域。我们认为，整家整装战略虽已是行业共识，但以公司为代表的头部企业拓展成效显著，是龙头企业在品牌、渠道、产品等综合竞争实力的体现，行业调整期分化加速；未来随着行业景气复苏，龙头多品类、全渠道的布局有望提供更多增长驱动。

➤ **低估值、高股息，首次覆盖给予“买入”评级。**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 13.5 亿元 14.4 亿元、15.6 亿元，增速分别为 7.4%、6.1%、8.7%，目前股价对应 25 年 PE 为 11x，略低于可比公司 25 年平均 12x 的估值水平。公司作为定制行业领军企业，多品牌、全品类、全渠道战略深化，提质增效成效显著、盈利稳定性较强，重视股东回报、按上期分红比例估算 24 年股息率约 6.6%，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观环境与房地产行业形势的风险、市场竞争加剧风险、原材料价格上涨的风险

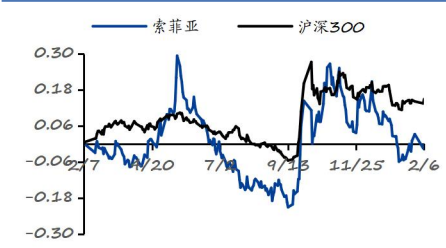
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11,223	11,666	10,811	11,699	12,682
增长率	8%	4%	-7%	8%	8%
净利润（百万元）	1,064	1,261	1,354	1,437	1,561
增长率	768%	19%	7%	6%	9%
EPS（元/股）	1.11	1.31	1.41	1.49	1.62
市盈率（P/E）	14.3	12.1	11.3	10.6	9.8
市净率（P/B）	2.6	2.2	2.1	2.0	1.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-02-06
收盘价:	15.84 元
总股本/流通股本(百万股)	963.05/651.46
流通 A 股市值(百万元)	10,319.18
每股净资产(元)	7.24
资产负债率(%)	47.31
一年内最高/最低价(元)	21.54/12.36

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn	
分析师:	李含稚(S0210524060005)
lh30597@hfzq.com.cn	

相关报告



正文目录

1 定制行业领军企业.....	3
2 品牌、制造、渠道三板斧稳定发挥，盈利能力持续较强.....	5
3 整家整装强势起量，再显龙头实力.....	7
4 盈利预测与投资建议.....	9
4.1 盈利预测.....	9
4.2 投资建议.....	10
5 风险提示.....	11

图表目录

图表 1: 索菲亚发展历程.....	3
图表 2: 截止 9M24 索菲亚股权结构.....	3
图表 3: 索菲亚品牌矩阵.....	4
图表 4: 公司营业收入及增速.....	4
图表 5: 公司归母净利润及增速.....	4
图表 6: 家具社零 10-12 月明显改善.....	5
图表 7: 零售渠道（含整装）广宣费 ROI 领先同行.....	5
图表 8: 公司生产基地全国性布局完善.....	6
图表 9: 23 年衣柜柜类单价和成本同降、毛利率显著提升.....	6
图表 10: 近年公司单店提货额表现较好.....	7
图表 11: 毛利率消耗分解.....	7
图表 12: 经营净利率整体稳健.....	7
图表 13: 整家战略下公司产品类不断丰富（分品类营收占比）.....	8
图表 14: 近年公司出厂客单值明显提升.....	8
图表 15: 近年公司整装渠道快速拓展.....	8
图表 16: 业绩拆分预测表.....	9
图表 17: 可比公司估值表.....	10
图表 18: 财务预测摘要.....	12

1 定制行业领军企业

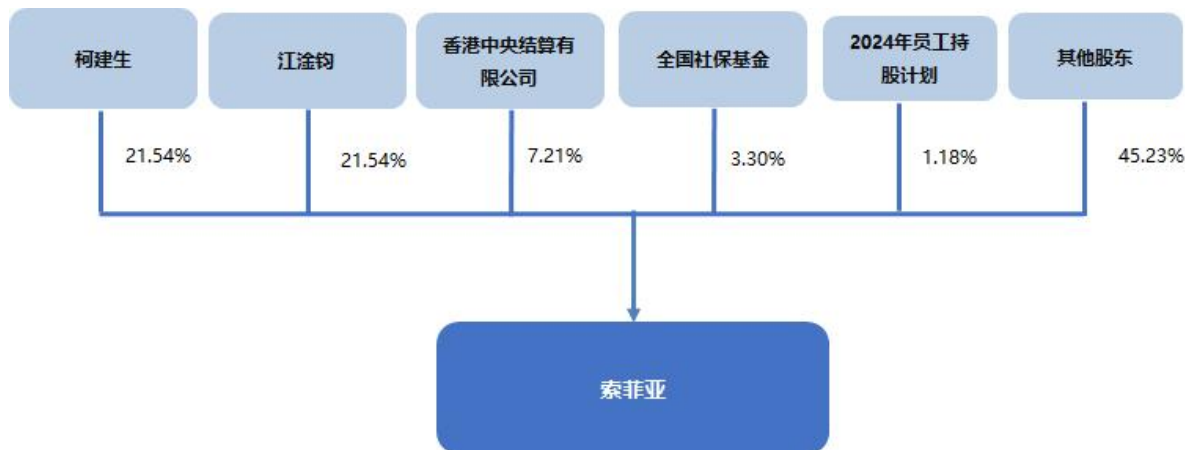
公司成立于 2003 年，最早在国内提出“定制衣柜”的概念，凭借量身定做的定制衣柜和壁柜移门相结合的崭新产品概念，成功把定制衣柜推向市场并获得中国消费者的认同。以“定制衣柜”产品起步，运用数字化技术和现代化管理手段，解决了消费者个性化定制需求和规模化生产的矛盾，开启和推动了全屋定制产业发展，是定制家居行业领军企业。

图表 1：索菲亚发展历程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 2：截止 9M24 索菲亚股权结构



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

目前公司主要从事全屋家具（包括衣柜、橱柜、门窗、墙板、地板、家品、家电、卫浴等）的设计研发和生产销售，旗下拥有多品牌、全渠道、全品类矩阵，实现定制家居市场全覆盖，分别是以中高端市场为目标的“索菲亚”品牌，以大众市场为目标的“米兰纳”品牌，以轻高定市场为目标的“司米”品牌和以中高端中式人群细分市场为目标的“华鹤”品牌。

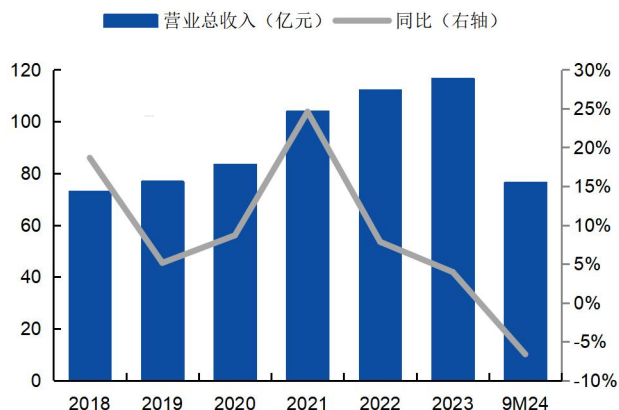
图表 3: 索菲亚品牌矩阵



数据来源：公司公告，华福证券研究所

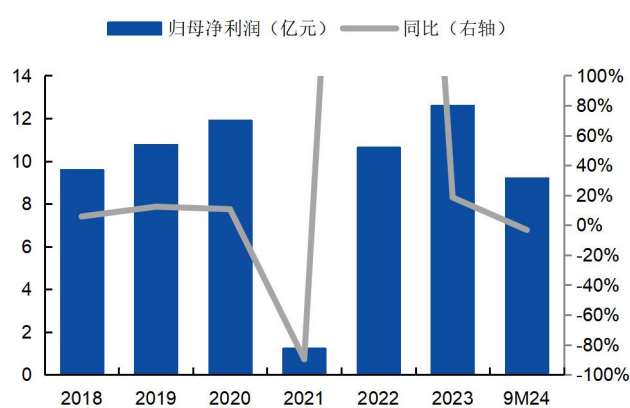
2018 至 2023 年,公司营业收入、归母净利润年复合增长率分别为 9.8%、5.6%，2023 年,公司实现营业收入 116.7 亿元、同比增长 3.9%，实现归母净利 12.6 亿元、同比增长 18.5%。2024 年在地产和消费环境偏弱的背景下，公司经营有所承压，24 年前三季度营业收入、归母净利分别同比-6.65%、-3.24%。

图表 4: 公司营业收入及增速



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 5: 公司归母净利润及增速

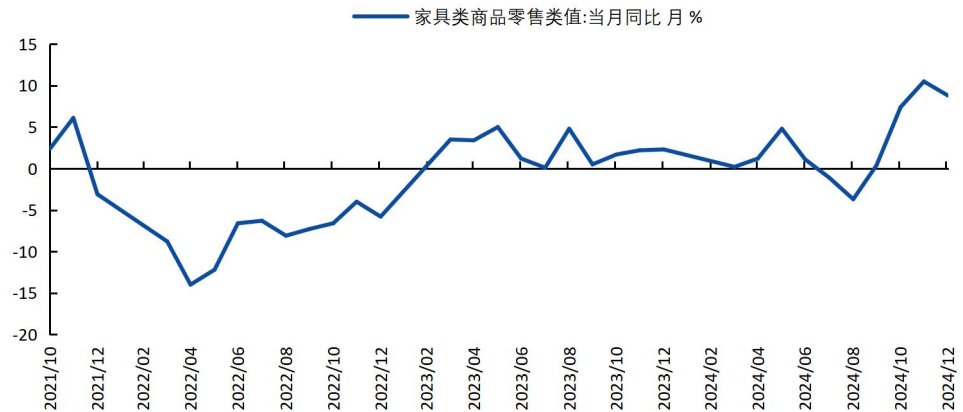


数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

随着家居国补持续推进，行业需求和格局有望改善，龙头有望率先受益。从 24 年家居国补实施效果看，对行业需求拉动明显，10-12 月限额以上家具社零分别同比 +7.4%、+10.5%、+8.8%，均较 9 月明显好转（9 月同比+0.4%）。同时，由于大部分地区要求参与商户正规合同、正规发票、正规销售渠道，合规经营的龙头有望率先受益。



图表 6: 家具社零 10-12 月明显改善

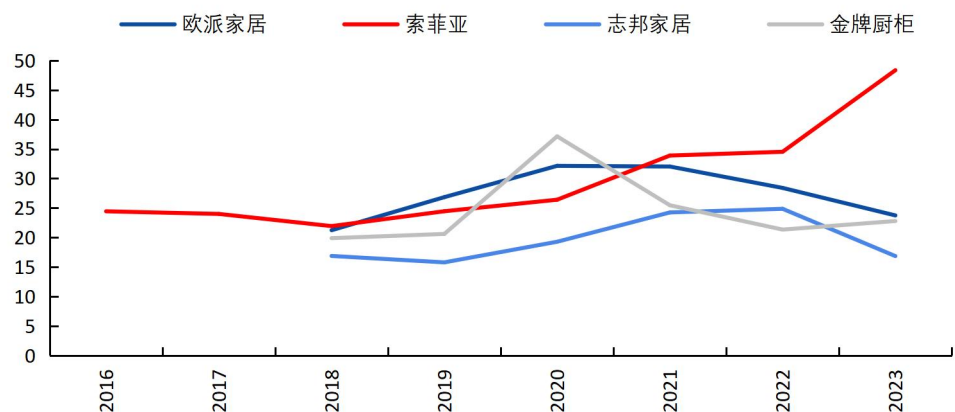


数据来源: ifind, 华福证券研究所

2 品牌、制造、渠道三板斧稳定发挥，盈利能力持续较强

公司核心优势近年保持稳定: 1) 索菲亚品牌认知度较高，零售渠道（含零售整装）广宣费用 ROI 显著领先行业。索菲亚品牌源自法国 SOGAL，距今已有 43 年品牌历史。1981 年，Hassenfratz 创立法国 SOGAL，改变欧洲衣柜版图，2001 年，索菲亚品牌创始人与 Hassenfratz 先生基于中国消费者需求，把 SOGAL 壁柜移门产品引入中国，奠定中国定制衣柜行业基础。

图表 7: 零售渠道（含整装）广宣费 ROI 领先同行



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

2) 制造优势稳固，工厂对经销商的平均交货周期多年保持在 7~12 天，帮助工厂和渠道降低运营成本。2023 年，公司开始启动 IPD 项目，搭建矩阵化运作模式，协助赋能六大事业部，贯穿了从规划、销售、研发、供应链、上市和产品全生命周期管理的体系，实现依托职能平台的强力高效、低成本，以及面向市场灵活快速反

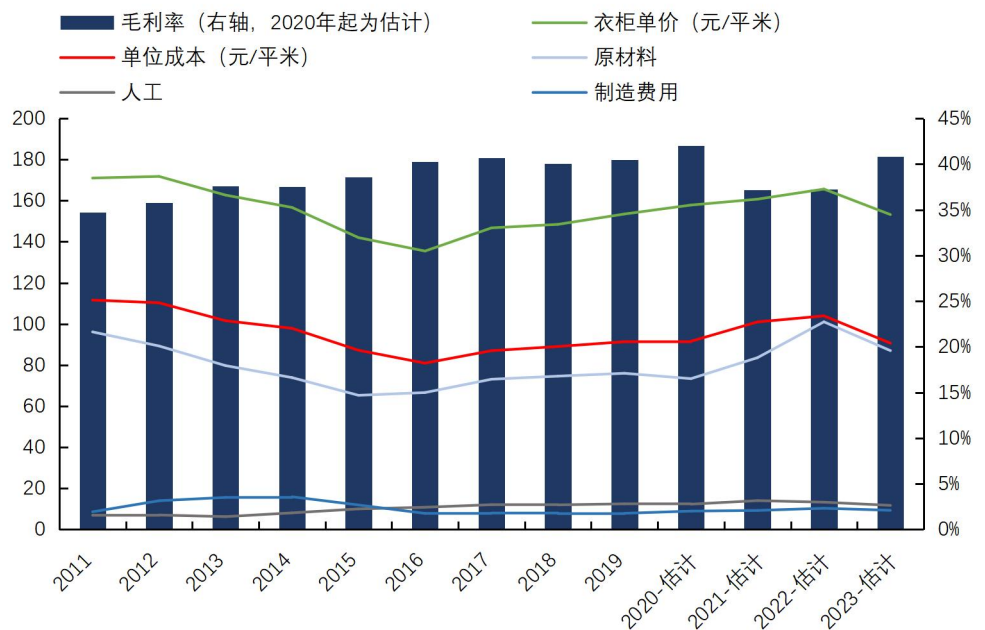
应，业务端到端高效闭环，适应未来复杂、易变的市场环境，支撑公司“多品牌、全渠道、全品类”战略达成。

图表 8：公司生产基地全国性布局完善



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 9：23 年衣柜柜类单价和成本同降、毛利率显著提升



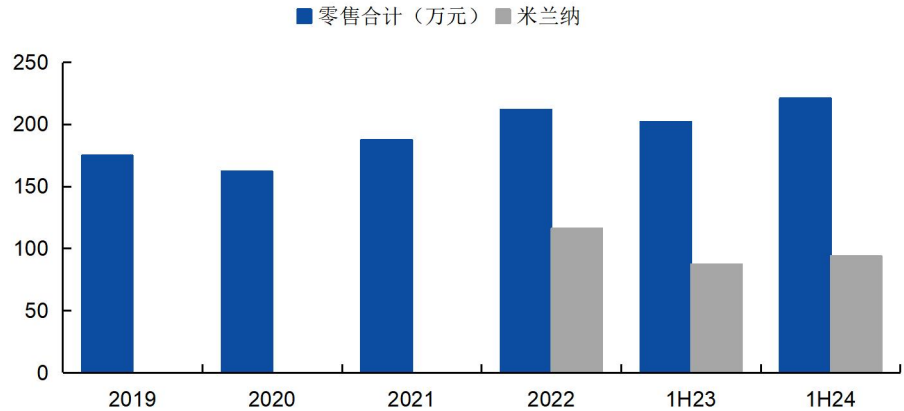
数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

3) 品牌及产品端的赋能为公司培育了一支优秀的代理商队伍，终端实力领先，23 年零售单店（含整装）平均提货额 253 万元、同比+19.2%，24H1 年化单店提货额



221 万元、同比+9.4%。同时，子品牌米兰纳快速成长，23 年米兰纳平均单店提货额 111 万元、已连续两年提货额突破 100 万元门槛，24H1 米兰纳年化单店提货额 94 万元、同比+7.5%。

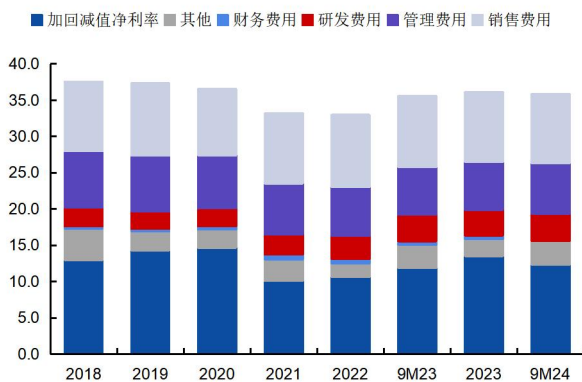
图表 10：近年公司单店提货额表现较好



数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

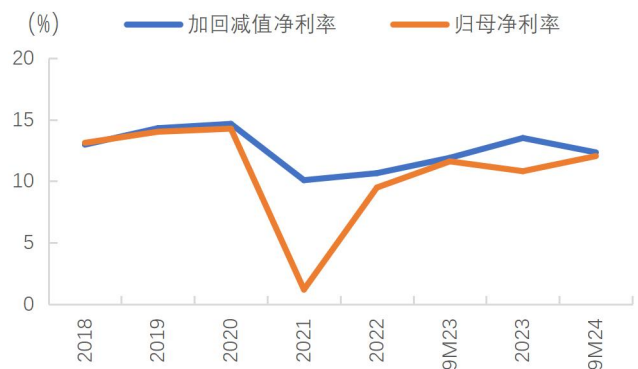
24 年前三季度公司毛利率 35.8%、同比+0.17pct，归母净利率 12.04%、同比+0.43pct，加回减值后净利率 12.3%，虽较 23 年略有下降但仍高于 21-22 年且处于行业较好水平。2024 年公司预计收入同比下降 10%-0%，实现归母净利 13.2 亿元-14.5 亿元、同比增长 5%-15%，扣非净利 10.2 亿元-11.3 亿元、同比下降 10%-0%；以中值测算，24 年归母净利率 12.5%、同比+1.7pct，扣非净利率 9.7%、同比稳定。

图表 11：毛利率消耗分解



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 12：经营净利率整体稳健



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

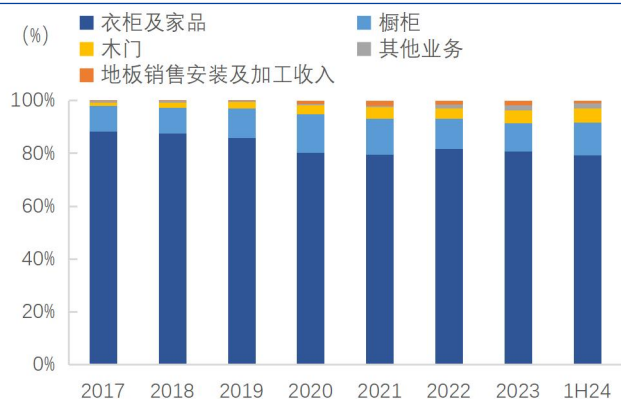
3 整家整装强势起量，再显龙头实力

公司 23 年、24 年前三季度收入分别同比+3.9%、-6.6%，快于申万定制家居行业平均同期分别+2.3%、-12.5%的增速，主要得益于：

1) 整家战略深化，龙头拓品类对单值拉升成效显著。目前公司已实现衣柜、橱

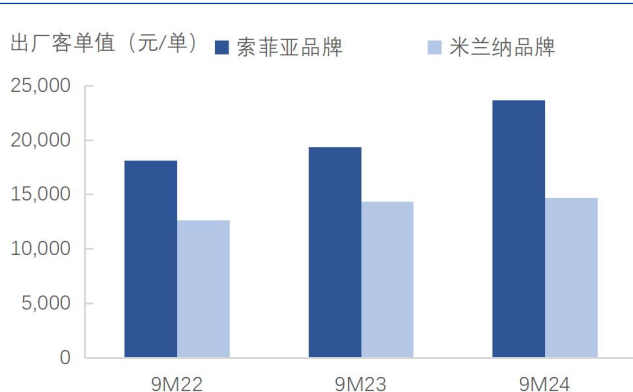
柜、门窗、墙板、地板、家品、家电、卫浴全品类覆盖，公司之所以能实现精准选品、快速拓品，主要取决于强大的品牌拉力、渠道张力、产品研发能力和供应链整合能力。23 年索菲亚品牌橱柜、木门业绩增速分别 293.81%、47.33%，24 年前三季度索菲亚品牌出厂单值 23,679 元/单，同比+22.4%。

图表 13：整家战略下公司品类不断丰富（分品类营收占比）



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 14：近年公司出厂客单值明显提升

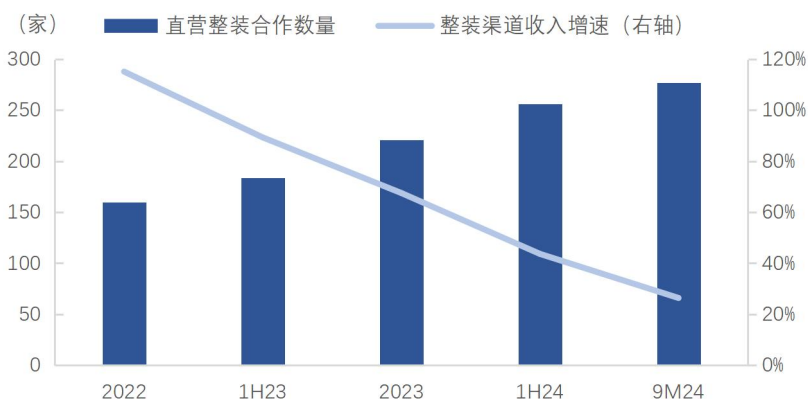


数据来源：索菲亚公众号，华福证券研究所

2) 整装高增进一步彰显龙头实力，23 年和 24 年前三季度公司整装渠道收入分别同比+ 67.52%、+26.34%。截至 24 年 9 月底，公司集成整装事业部合作装企数量 277 个，覆盖全国 196 个城市及区域。

我们认为，整家整装战略虽已是行业共识，但以公司为代表的头部企业拓展成效显著，是龙头企业在品牌、渠道、产品等综合竞争实力的体现，行业调整期分化加速；未来随着行业景气复苏，龙头多品类、全渠道的布局有望提供更多增长驱动。

图表 15：近年公司整装渠道快速拓展



数据来源：公司公告，索菲亚公众号，华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 营业收入：

①**经销+直营**：公司零售渠道采用多品牌发展，2024 年预计在门店调整之下门店总数有所下降，2025 年预计米兰纳品牌保持较快的开店速度，其他品牌门店数相对平稳；单店方面，预计在大家居品类融合下单店保持增长，25-26 年公司零售渠道营收增速约 8%-10%。

②**大宗**：公司承接大型房地产精装修项目，酒店、企事业单位、长租公寓、学校、医院等样板房及工程批量项目，提供室内家居全屋定制产品。公司坚持优化大宗业务客户结构，巩固发展与优质地产客户的合作，优质客户收入贡献持续保持稳定，预估该业务保持较为平稳的增长趋势。

(2) **毛利率与期间费用率**：毛利率方面，公司 24 年前三季度毛利率同比平稳，预估 24 年公司毛利率保持现有水平，25-26 年在降本及规模化之下有一定的优化。期间费用率方面，据公司 24 年业绩预告公司优化负债结构，使得财务费用大幅下降，预估 24 年公司财务费用率有所优化。历史公司主要期间费率相对稳定，预计 25-26 年各项费率随营收规模增长相对平稳、略有摊薄。

综上，我们预计公司 2024-2026 年公司收入分别为 108 亿元、117 亿元、127 亿元，增速分别为-7.3%、+8.2%、+8.4%，归母净利润分别为 13.5 亿元 14.4 亿元、15.6 亿元，增速分别为 7.4%、6.1%、8.7%。

图表 16：业绩拆分预测表

万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,040,709	1,122,254	1,166,565	1,081,088	1,169,866	1,268,151
YOY	24.6%	7.8%	3.9%	-7.3%	8.2%	8.4%
经销+直营	870,275	950,191	994,213	898,465	974,887	1,070,379
YOY	28.3%	9.2%	4.6%	-9.6%	8.5%	9.8%
大宗	160,376	152,509	145,100	155,257	163,020	167,910
YOY	6.6%	-4.9%	-4.9%	7.0%	5.0%	3.0%
营业成本	695,121	752,001	744,800	695,924	748,531	808,419
毛利率	33.2%	33.0%	36.2%	35.6%	36.0%	36.3%
销售费用	100,922	111,556	112,667	105,947	112,658	122,123
	9.7%	9.9%	9.7%	9.8%	9.6%	9.6%
管理费用	72,994	75,806	76,949	74,811	78,966	85,600
	7.0%	6.8%	6.6%	6.9%	6.8%	6.8%
研发费用	28,990	35,811	41,325	38,297	39,775	43,117

	2.8%	3.2%	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%
财务费用	6,802	6,907	5,346	1,578	1,958	4,070
	0.7%	0.6%	0.5%	0.1%	0.2%	0.3%
归母净利润	12,258	106,430	126,128	135,423	143,657	156,127
YOY	-89.7%	768.3%	18.5%	7.4%	6.1%	8.7%
净利率	1.2%	9.5%	10.8%	12.5%	12.3%	12.3%

数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

4.2 投资建议

目前股价对应 25 年 PE 为 11x，略低于可比公司 25 年平均 12x 的估值水平。公司作为定制行业领军企业，多品牌、全品类、全渠道战略深化，提质增效成效显著、盈利稳定性较强，重视股东回报、按上期分红比例估算 24 年股息率约 6.6%，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 17：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价（元）	归母净利润（亿元）					PE（倍）			
		2025-02-06	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
603833.SH	欧派家居	61.94	30.36	26.83	28.58	30.74	12.43	14.06	13.20	12.27	
603801.SH	志邦家居	11.47	5.95	5.17	5.65	6.20	8.41	9.69	8.87	8.08	
603180.SH	金牌家居	19.78	2.92	2.62	2.91	3.22	10.45	11.67	10.48	9.49	
603816.SH	顾家家居	27.66	20.06	19.15	20.97	22.99	11.33	11.87	10.84	9.89	
001323.SZ	慕思股份	34.90	8.02	8.31	9.15	10.08	17.40	16.79	15.26	13.85	
603008.SH	喜临门	16.32	4.29	4.98	5.64	6.37	14.42	12.41	10.98	9.71	
平均值							12.41	12.75	11.60	10.55	
002572.SZ	索菲亚	15.84	12.61	13.54	14.37	15.61	12.09	11.26	10.62	9.77	

数据来源：iFind 一致预期，华福证券研究所（索菲亚为华福证券研究所预测）



5 风险提示

宏观环境与房地产行业形势的风险。公司的主营业务为消费者提供整家定制家居方案，从事全屋家具（包括衣柜、厨柜、门窗、墙板、地板、家品、家电、卫浴等）的设计研发和生产销售。由于家具行业与国家宏观环境及房地产行业的相关性较高，当宏观经济整体向好时，国民经济行为趋向扩张，消费者的购买力和对房地产的需求将会提升，反之则会下降。因此，如果未来宏观经济发展态势不及预期，将对整个房地产行业的景气度带来不确定性，从而传导至公司，将直接影响终端消费者对公司产品的需求，对公司的经营业绩产生不利影响。

市场竞争加剧风险。定制家居市场潜力巨大，发展前景广阔，已成为家具行业平稳发展中的一个新的经济增长点。因此，部分传统家居行业企业开始向定制家居领域转型；此外，许多其他细分家居行业也看好定制家居市场前景，包括家装企业、地板企业，开始涉足这个行业，这些因素导致行业竞争将从产品、价格的低层次竞争进入到品牌、网络、服务、人才、管理以及规模等构成的复合竞争层级上。至此，A股上市的定制家居公司形成“多家争鸣”的局面，竞争逐步加剧。

原材料价格上涨的风险。公司主要原材料为中密度板和以钢材与铝材为主的五金配件，其价格随市场供求及国际金属价格的周期波动而变化。如果未来国内中密度板和五金配件的价格随木材和大宗原材料价格上涨，将增加公司产品的成本，对公司的盈利水平产生不利的影响。

图表 18: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,495	2,248	2,815	3,424
应收票据及账款	1,016	1,191	1,115	1,156
预付账款	45	104	112	121
存货	564	608	654	673
合同资产	46	37	42	47
其他流动资产	1,266	1,213	1,251	1,292
流动资产合计	6,384	5,365	5,948	6,665
长期股权投资	66	66	66	66
固定资产	3,712	3,735	3,816	3,948
在建工程	765	865	865	765
无形资产	1,647	1,898	1,846	1,849
商誉	19	19	19	19
其他非流动资产	1,961	2,003	2,043	2,074
非流动资产合计	8,171	8,586	8,655	8,721
资产合计	14,555	13,951	14,603	15,387
短期借款	2,022	1,399	1,399	1,399
应付票据及账款	1,670	1,577	1,655	1,781
预收款项	0	0	0	0
合同负债	1,306	984	1,053	1,127
其他应付款	340	340	340	340
其他流动负债	908	885	916	959
流动负债合计	6,246	5,185	5,364	5,607
长期借款	868	868	868	868
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	163	163	163	163
非流动负债合计	1,030	1,030	1,030	1,030
负债合计	7,276	6,215	6,394	6,637
归属母公司所有者权益	7,015	7,406	7,809	8,273
少数股东权益	263	329	400	476
所有者权益合计	7,278	7,736	8,209	8,750
负债和股东权益	14,555	13,951	14,603	15,387

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,654	1,231	2,167	2,302
现金收益	1,888	2,006	2,132	2,295
存货影响	73	-45	-45	-19
经营性应收影响	476	-106	147	31
经营性应付影响	21	-94	79	126
其他影响	196	-531	-146	-132
投资活动现金流	-1,725	-875	-546	-555
资本支出	-800	-943	-634	-652
股权投资	19	0	0	0
其他长期资产变化	-945	68	88	96
融资活动现金流	427	-1,602	-1,054	-1,138
借款增加	649	-623	0	0
股利及利息支付	-763	-1,185	-1,242	-1,342
股东融资	608	0	0	0
其他影响	-67	206	188	204

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,666	10,811	11,699	12,682
营业成本	7,448	6,959	7,485	8,084
税金及附加	108	93	99	108
销售费用	1,127	1,059	1,127	1,221
管理费用	769	748	790	856
研发费用	413	383	398	431
财务费用	53	16	20	41
信用减值损失	-186	-80	-60	-60
资产减值损失	-129	-129	-80	-80
公允价值变动收益	88	88	88	88
投资收益	22	22	40	40
其他收益	81	60	80	80
营业利润	1,623	1,743	1,848	2,009
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	1,619	1,738	1,844	2,004
所得税	296	318	337	366
净利润	1,323	1,421	1,507	1,638
少数股东损益	62	66	70	76
归属母公司净利润	1,261	1,354	1,437	1,561
EPS（按最新股本摊薄）	1.31	1.41	1.49	1.62

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	3.9%	-7.3%	8.2%	8.4%
EBIT 增长率	23.0%	4.9%	6.2%	9.7%
归母公司净利润增长率	18.5%	7.4%	6.1%	8.7%
获利能力				
毛利率	36.2%	35.6%	36.0%	36.3%
净利率	11.3%	13.1%	12.9%	12.9%
ROE	17.3%	17.5%	17.5%	17.8%
ROIC	21.8%	23.4%	23.4%	24.0%
偿债能力				
资产负债率	50.0%	44.5%	43.8%	43.1%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	35	36	35	32
存货周转天数	29	30	30	30
每股指标（元）				
每股收益	1.31	1.41	1.49	1.62
每股经营现金流	2.76	1.28	2.25	2.39
每股净资产	7.28	7.69	8.11	8.59
估值比率				
P/E	12	11	11	10
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	17	16	15	14

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn