

志邦家居 (603801.SH)

买入 (首次评级)

志邦的进与退

投资要点:

- 战略前瞻、执行力强支撑多年稳进，发展节奏把握得当。**我们认为，志邦是一家兼具激进和稳健经营风格的公司，公司从“单品类厨柜”起家，由橱拓衣顺利、较早完成橱衣品牌统一，逐步发展“全屋定制”再到“整家定制”，未来将发展“全案交付”，目前产品包括整体厨房、全屋定制、木门、墙板、卫浴、成品家居等九大空间系列产品。渠道布局日趋完善，大宗业务在地产调整期及时优化，对公司整体影响可控。2015-2023年营收、归母净利润 CAGR 分别为 22.7%、20.7%，2023年营收规模 61.16 亿元，连续 3 年迈过 50 亿营收门槛、跻身定制第一梯队。
- 24 年遇成长瓶颈，单价下降拖累营收下滑、客户数预计稳定，25 年调整蓄势再出发。**2024 年是公司规模上台阶后的休整之年，行业下行叠加竞争加剧，前三季度累计营收出现首次下滑，前三季度营收同比 -6.46%，但仍处于同行较好水平。其中，前三季度橱衣收入分别同比 -5.2%/-10.2%，厨柜量价同比 +1.96%/-7%，衣柜量价同比 -2.64%/-7.79%，从橱衣销量变化看，我们估计公司 24 年客户数仍较稳定；同时，随着公司整家战略深化，也将有助于公司客单值提升。展望 25 年，我们认为一方面随着消费回暖以及家居国补推进，行业景气有望回升；另一方面，过去多次攻坚克难已验证公司应对挑战的实力，多品类、全渠道布局初步成型，零售渠道多品类配套率仍有提升空间、工程渠道预期稳健、海外快速开拓，整装作为公司第一渠道预计仍将大力发展，逐步推动整装多入口对接。
- 降本增效是公司长期主旋律，利润率预期将渐企稳。**24 年前三季度公司经营净利率同降 4.3pct，主要影响因素有二：一是毛利率下行（同比 -1.6pct），橱衣毛利率分别同降 2pct/1pct，若以同期橱衣均价降幅测算，对应毛利率负向影响超过表现降幅，表明公司通过内部降本已积极应对；二是销售费用率提升（同比 +2.5pct），其中广告装饰费增加较多，主要因公司加强广宣力度，拓展流量入口。25 年我们预计盈利能力将逐步企稳：1) 国补加持下消费力有望温和复苏，降价压力预计减轻；2) 广宣费用进一步大增可能性不大；3) 24 年股票期权及限制性股票激励需摊销费用共计 3873 万元，25 年计划摊销费用将降至 1001 万元。
- 盈利预测与投资建议：**公司近年在定制行业的快速发展已印证管理层前瞻的战略眼光，志邦品牌定位大众群体受众广、多品类全渠道较早布局，风险管控稳健。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.7 亿元、5.1 亿元、5.6 亿元，同比分别 -21.8%、+9.9%、+8.9%，目前股价对应 25 年 PE 为 10x，低于可比公司 25 年平均 12x 的估值水平，首次覆盖给予“买入”评级。

- 风险提示：**行业竞争加剧风险，房地产市场调控风险，渠道和品类开拓不及预期风险

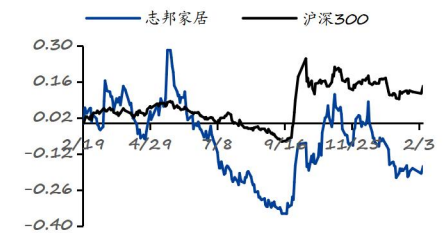
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,389	6,116	5,773	6,225	6,716
增长率	5%	14%	-6%	8%	8%
净利润 (百万元)	537	595	465	512	557
增长率	6%	11%	-22%	10%	9%
EPS (元/股)	1.23	1.36	1.07	1.17	1.28
市盈率 (P/E)	9.5	8.6	11.0	10.0	9.2
市净率 (P/B)	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-02-07
收盘价:	11.68 元
总股本/流通股本(百万股)	436.51/434.35
流通 A 股市值(百万元)	5,073.21
每股净资产(元)	7.56
资产负债率(%)	47.83
一年内最高/最低价(元)	19.15/8.85

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lh30568@hfzq.com.cn	
分析师:	李含稚(S0210524060005)
lh30597@hfzq.com.cn	

相关报告



正文目录

1 战略前瞻、执行力强，进入定制第一梯队.....	3
2 24 年单价下降拖累营收、客户数预计稳定，25 年调整蓄势再出发.....	5
3 降本增效是公司长期主旋律，利润率预期将渐企稳.....	7
4 盈利预测与投资建议.....	10
4.1 盈利预测.....	10
4.2 投资建议.....	11
5 风险提示.....	12

图表目录

图表 1: 志邦家居发展历程.....	3
图表 2: 截止 9M24 公司股权结构.....	3
图表 3: 公司主要经营模式.....	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: 24 年前三季度产品单价下行拖累营收.....	5
图表 8: 公司品类结构.....	6
图表 9: 公司渠道结构.....	6
图表 10: 公司海外工程项目和零售门店.....	6
图表 11: 公司整装业务推出超级服务邦.....	7
图表 12: 公司木门门店数持续增加.....	7
图表 13: 18&22 年两次优化大宗业务后盈利提升.....	7
图表 14: 24 年前三季度毛利率消耗分解.....	8
图表 15: 木门毛利率仍有提升空间.....	8
图表 16: 24 年前三季度销售费用率增加明显.....	8
图表 17: 24 年前三季度销售费用增长因广宣增加.....	8
图表 18: 25 年股票期权和限制性股票费用摊销规模预计下降.....	9
图表 19: 业绩拆分预测表.....	10
图表 20: 可比公司估值表.....	11
图表 21: 财务预测摘要.....	13



1 战略前瞻、执行力强，进入定制第一梯队

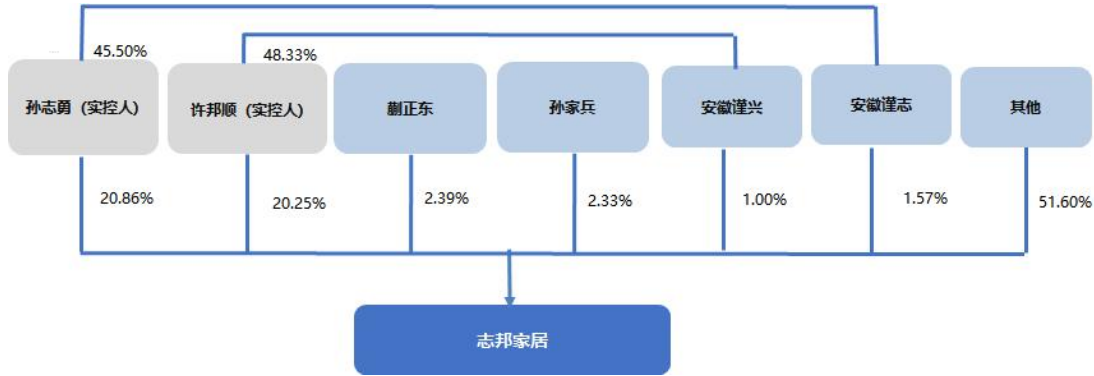
我们认为，志邦是一家兼具激进和稳健经营风格的公司，公司创立于1998年，从“单品类厨柜”起家，由橱拓衣顺利、较早完成橱衣品牌统一，逐步发展“全屋定制”再到“整家定制”，未来将发展“全案交付”，目前产品包括整体厨房、全屋定制、木门、墙板、卫浴、成品家居等九大空间系列产品。渠道布局日趋完善，大宗业务在地产调整期及时优化，对公司整体影响可控。

图表 1: 志邦家居发展历程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

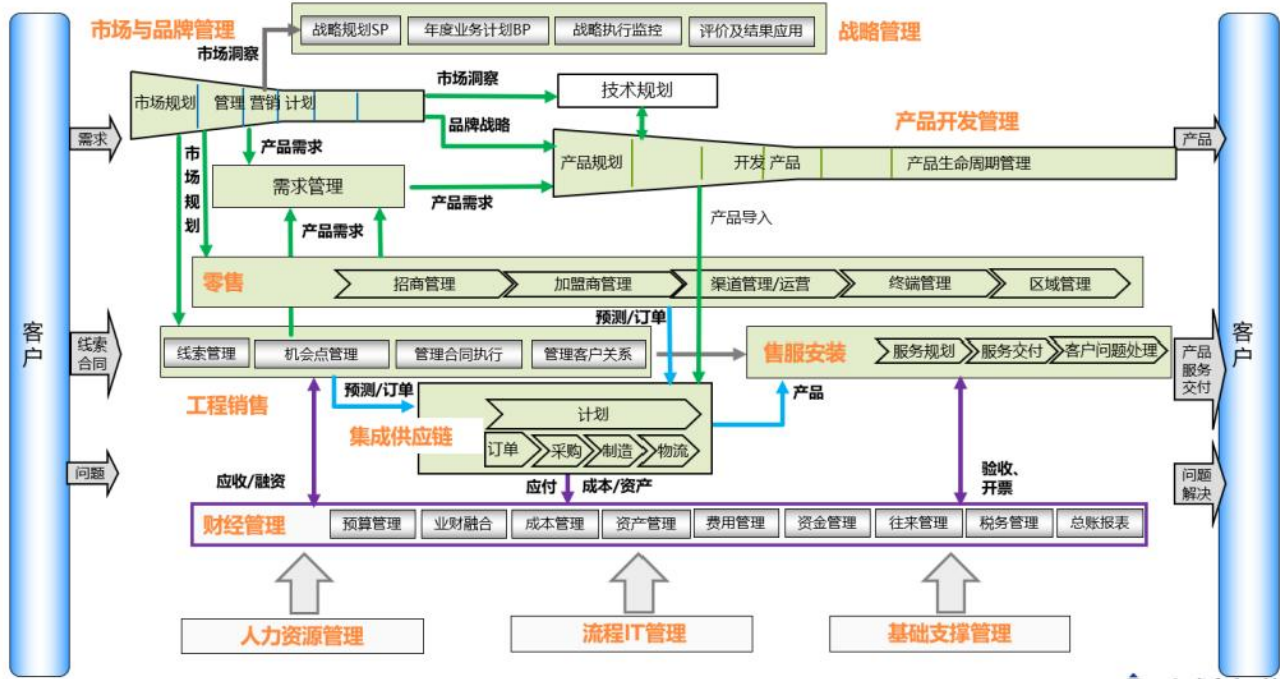
图表 2: 截止 9M24 公司股权结构



数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

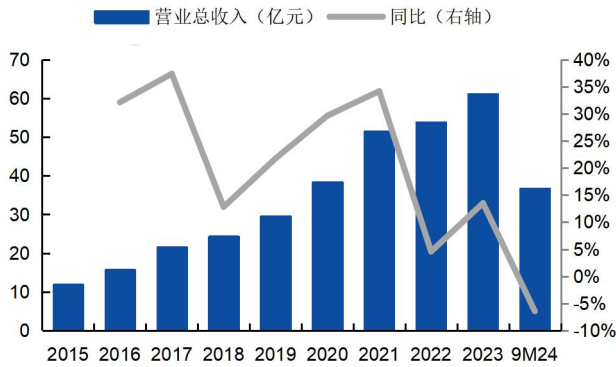
公司以“更懂生活”的经营理念，通过二十多年来，持续洞察消费者的变化、坚持以客户需求为导向的产品与设计、开拓各渠道销售商并整合服务商，依据客户个性化设计需求，采用订单式柔性化生产，为家居消费者提供整家定制产品及设计安装服务。2015-2023年营收、归母净利润 CAGR 分别为 22.7%、20.7%，2023 年营收规模 61.16 亿元，连续 3 年迈过 50 亿营收门槛、跻身定制第一梯队。

图表 3: 公司主要经营模式



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

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



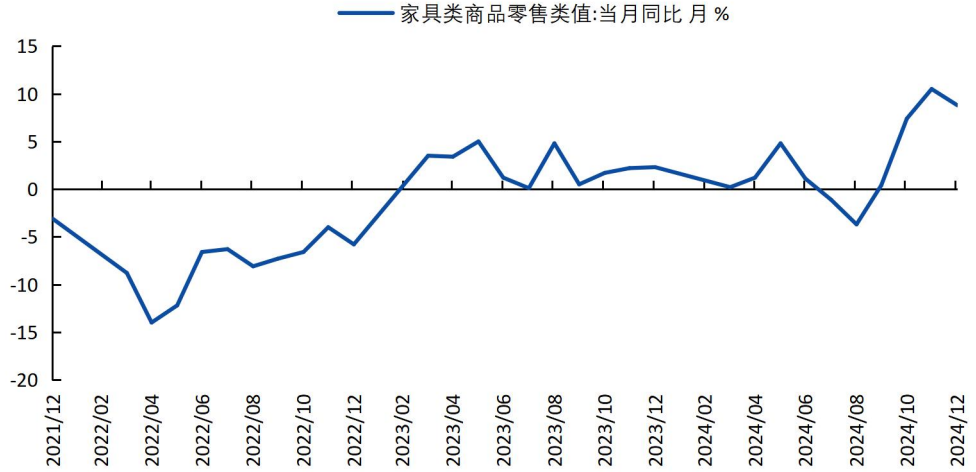
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

随着家居国补持续推进, 行业需求和格局有望改善, 头部企业有望率先受益。

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%, 环比 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

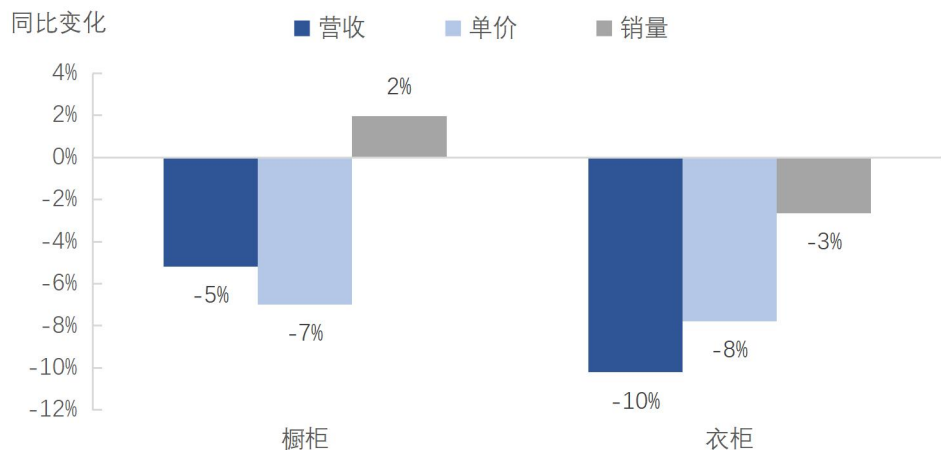


数据来源: ifind, 华福证券研究所

2 24 年单价下降拖累营收、客户数预计稳定, 25 年调整蓄势再出发

2024 年是公司规模上台阶后的休整之年, 行业下行叠加竞争加剧, 前三季度累计营收出现首次下滑, 前三季度公司营收同比-6.46%, 但仍处于同行较好水平。其中, 前三季度公司橱衣收入分别同比-5.2%/-10.2%, 厨柜量价同比+1.96%/-7%, 衣柜量价同比-2.64%/-7.79%, 从橱衣销量变化看, 我们估计公司 24 年客户数仍较稳定。同时, 随着公司多品类融合推进, 对单一客户的销售或由单品逐步转向整家多品类, 也将有助于公司客单值提升。

图表 7: 24 年前三季度产品单价下行拖累营收



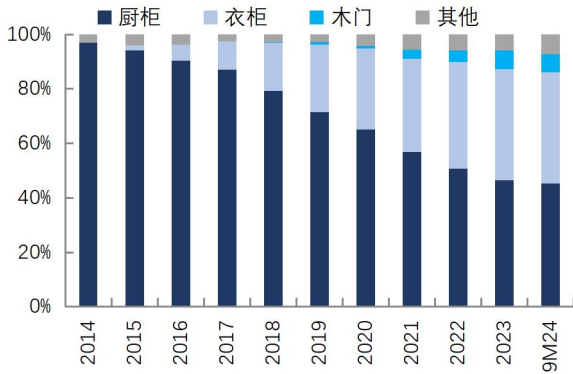
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

24 年前三季度, 公司橱衣木营收占比分别为 45%/41%/7%, 近年在整家战略推动下, 衣柜和木门营收贡献持续增加, 公司围绕“厨衣门墙卫阳配”全品类家居产品, 打造全空间风格一体化、材质一体化、交付一体化的家居供应链平台。24 年前



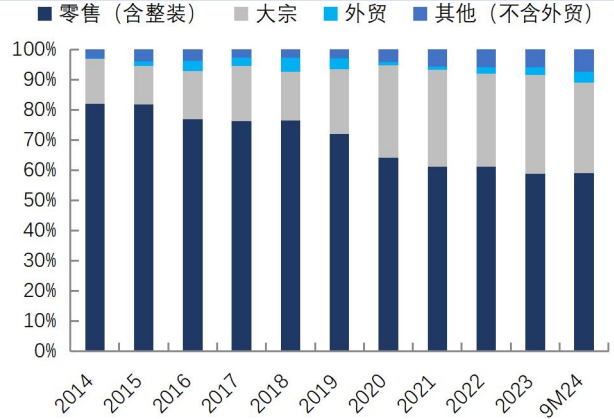
三季度，公司零售/大宗/外贸渠道营收占比分别 59%/30%/4%，近年来大宗占比基本稳定在 30%左右、海外贡献增加。公司在 2014 年就开始走向国际市场，大宗业务涉及北美、中东、澳洲、东南亚等地区，海外零售店已在泰国、新加坡、柬埔寨、菲律宾、缅甸、马尔代夫、马来西亚、印度尼西亚、科威特、日本等多个国家落地，海外业务形成国际 B、C 端双核驱动、齐头并进。

图表 8: 公司品类结构



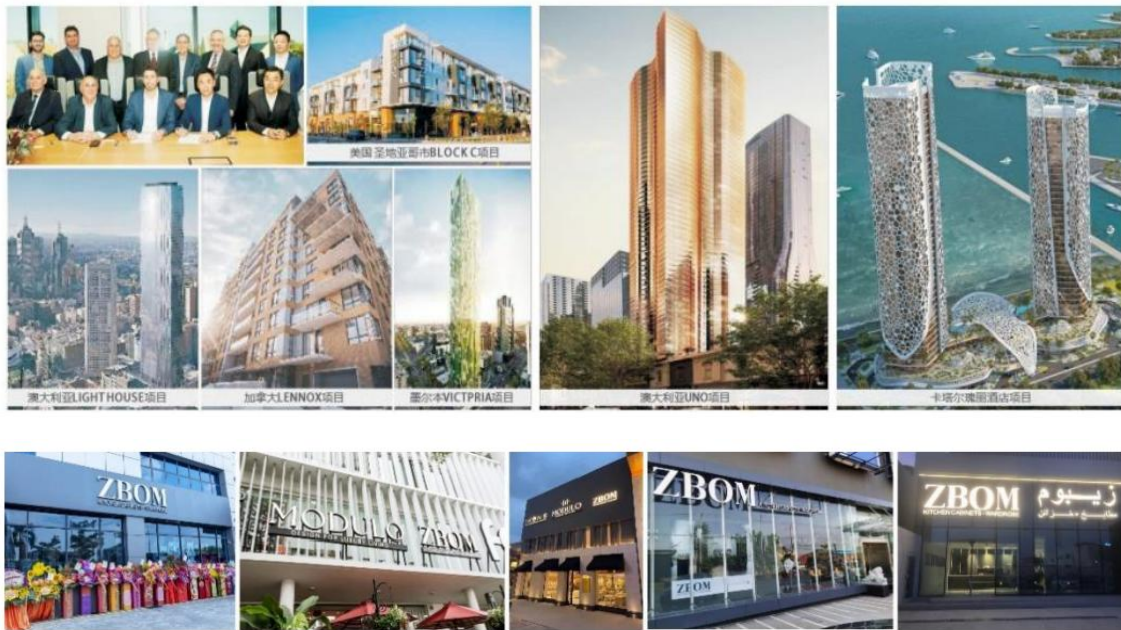
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 9: 公司渠道结构



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 10: 公司海外工程项目和零售门店



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

展望 25 年，我们认为一方面随着消费回暖以及家居国补推进，行业景气有望回升、消费力下降导致的价格压力或将缓解；另一方面，过去多次攻坚克难已验证公司应对挑战的实力，公司在 2018 年、2022 年曾两次主动优化大宗业务客户结构，虽然造成当年工程规模停滞、但而后工程渠道盈利能力均实现了显著提升或维持较高水平，表明公司对大宗业务较好的风险和盈利质量管控能力。当前公司多品类、全



渠道布局已初步成型，零售渠道多品类配套率仍有提升空间、工程渠道未来预期稳健、海外快速开拓，整装作为公司第一渠道预计仍将大力发展，逐步推动整装多入口对接。

图表 11: 公司整装业务推出超级服务邦



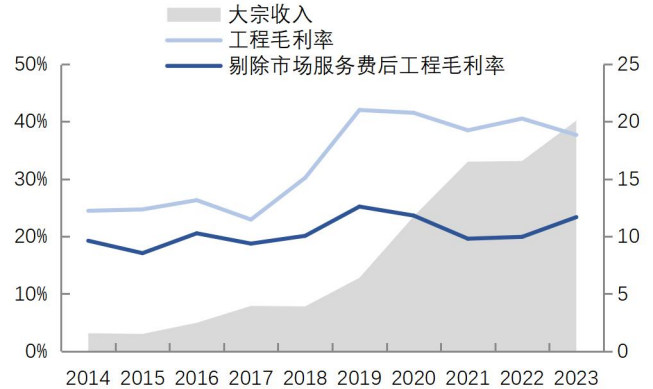
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 12: 公司木门门店数持续增加



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 (注: 2014-2015 年未披露衣柜门店数量)

图表 13: 18&22 年两次优化大宗业务后盈利提升



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

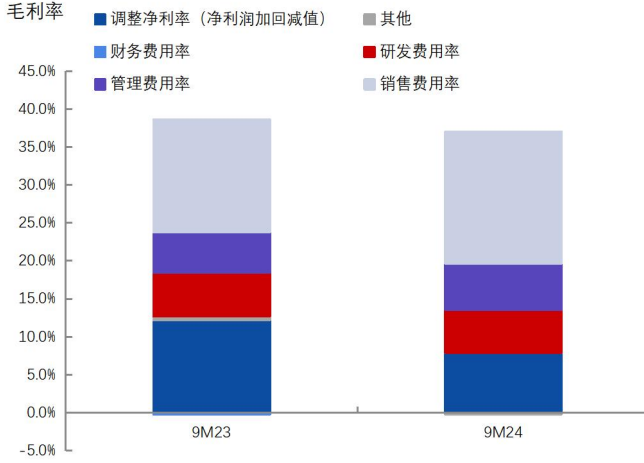
3 降本增效是公司长期主旋律，利润率预期将渐企稳

公司集成供应链能力行业领先，2021 年借助流程体系建设率先推动供应链业务流程变革，进行纵向一体化布局，以 SCOR 模型为基础规划志邦“1+6+3”供应链体系，即以“一个管控模式、六个核心业务、三个支撑要素”为核心能力的供应链体系。

24 年前三季度，公司加回减值后经营净利率同降 4.3pct，主要影响因素有二：一是毛利率下行（同比-1.6pct），橱衣毛利率分别同降 2pct/1pct，若以同期橱衣均价

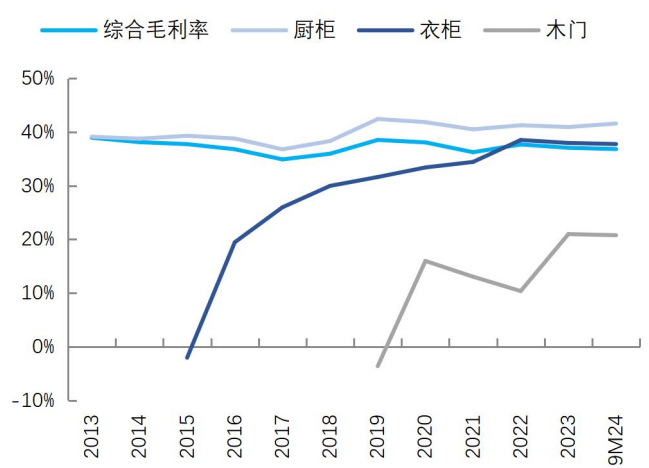
降幅测算，对应毛利率负向影响超过表观降幅，表明公司通过内部降本已积极应对；二是销售费用率提升（同比+2.5pct），其中广告装饰费增加较多，主要因公司为积极应对市场竞争、扩大品牌影响力，拓展宣传渠道，加大参加商场展销活动、抖音等平台的推广宣传力度，广告投入有所增加。

图表 14: 24 年前三季度毛利率消耗分解



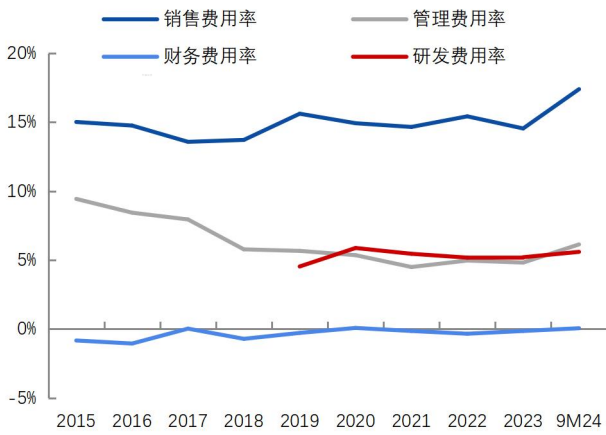
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 15: 木门毛利率仍有提升空间



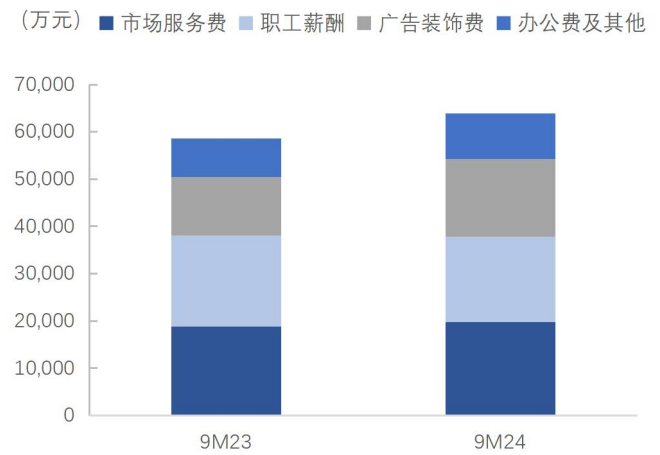
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 16: 24 年前三季度销售费用率增加明显



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 17: 24 年前三季度销售费用增长因广宣增加

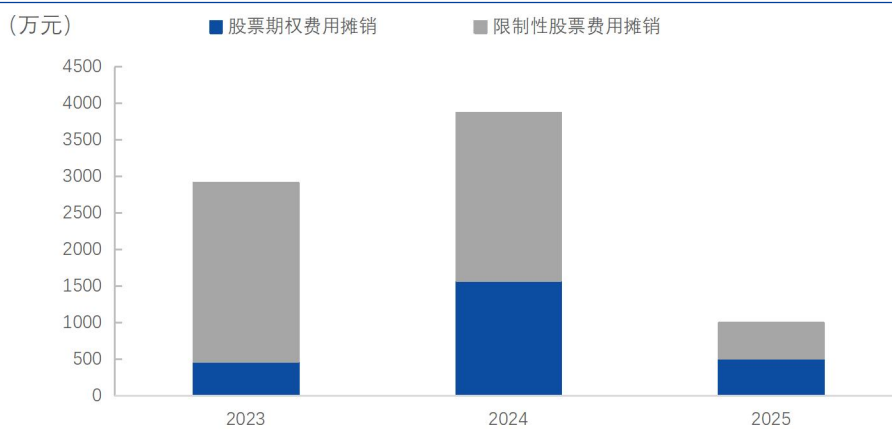


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2025 年, 我们预计公司盈利能力将逐步企稳: 1) 国补加持下消费力有望温和复苏, 降价压力预计减轻; 2) 在 24 年的支出规模上, 我们认为公司广宣费用进一步大增可能性不大, 如果未来营收改善, 广宣费用率仍有下降空间; 3) 24 年股票期权及限制性股票激励需摊销费用共计 3873 万元, 25 年计划摊销费用将降至 1001 万元。



图表 18: 25 年股票期权和限制性股票费用摊销规模预计下降



数据来源: 公司公告, 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**：公司通过全渠道、多品类的战略，布局多层次市场。通过立足华东区域、布局全国市场，拥有强大的零售营销网络。零售门店方面，2024 年前三季度公司衣柜门店数量平稳、橱柜有所下降、木门门店增长较多，预计全年公司门店数量相对稳定，25-26 年预计木门门店数量仍保持较快增长，其他品牌门店数相对稳定；单店方面，考虑整家联动和新增门店单店保持平稳增长，25-26 年预计公司零售渠道营收增速约 9%。

②**大宗**：公司作为房产建造精装修交付标准中橱柜、衣柜、木门、收纳柜等制造供应商，致力于为房企构建全面的战略服务体系，同时积极开发适老公寓、企事业公寓、人才公寓、工程高定等产品。预估该业务保持较为平稳的增长趋势。

③**出口**：公司布局新兴海外市场，大宗及零售业务模式并行，营收近三年来保持较快的双位数增长。24-26 年预计公司出口仍将保持较快增长。

(2) 毛利率与期间费用率：

①**毛利率**，公司 24 年前三季度由于产品价格因素影响，毛利率同比有所下降，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。

②**期间费用率**，公司 24 年前三季度销售、管理费率有所提高，25-26 年考虑到激励摊销递减的效应，预估费用率呈优化趋势。

综上，我们预计公司 2024-2026 年公司收入分别为 57.7 亿元、62.3 亿元、67.2 亿元，增速分别为-5.6%、+7.8%、+7.9%，归母净利润分别为 4.7 亿元、5.1 亿元、5.6 亿元，同比分别-21.8%、+9.9%、+8.9%。

图表 19：业绩拆分预测表

万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	515,280	538,878	611,647	577,289	622,532	671,581
YOY	34.2%	4.6%	13.5%	-5.6%	7.8%	7.9%
经销+直营	315,202	329,649	359,455	319,095	347,322	378,584
YOY	28.0%	4.6%	9.0%	-11.2%	8.8%	9.0%
大宗	165,125	165,727	200,888	200,888	210,933	221,479
YOY	40.6%	0.4%	21.2%	0.0%	5.0%	5.0%
出口	6,050	11,345	14,959	20,195	24,234	29,081
YOY	29.7%	87.5%	31.9%	35.0%	20.0%	20.0%
其他	28,903	32,157	36,344	37,111	40,042	42,437
YOY	83.4%	11.3%	13.0%	2.1%	7.9%	6.0%



营业成本	328,534	335,798	384,935	365,834	393,580	424,826
毛利率	36.2%	37.7%	37.1%	36.6%	36.8%	36.7%
销售费用	75,552	83,164	88,974	98,139	103,963	111,482
费用率%	14.7%	15.4%	14.5%	17.0%	16.7%	16.6%
管理费用	23,183	26,762	29,459	33,483	33,617	36,265
费用率%	4.5%	5.0%	4.8%	5.8%	5.4%	5.4%
研发费用	28,151	27,887	31,854	30,019	32,372	34,922
费用率%	5.5%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
财务费用	-708	-1,826	-873	-1,144	-1,727	-1,599
费用率%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
归母净利润	50,552	53,672	59,507	46,527	51,156	55,706
YOY	27.8%	6.2%	10.9%	-21.8%	9.9%	8.9%
净利率	9.8%	10.0%	9.7%	8.1%	8.2%	8.3%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 投资建议

公司近年在定制行业的快速发展已印证管理层前瞻的战略眼光，志邦品牌定位大众群体受众广、多品类全渠道较早布局，风险管控稳健。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.7 亿元、5.1 亿元、5.6 亿元，同比分别-21.8%、+9.9%、+8.9%，目前股价对应 25 年 PE 为 10x，低于可比公司 25 年平均 12x 的估值水平，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 20：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)			
		2025-02-09	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
603833.SH	欧派家居	63.27	30.36	26.83	28.58	30.74	12.70	14.36	13.48	12.54	
002572.SZ	索菲亚	15.88	12.61	12.99	14.10	15.44	12.13	11.77	10.84	9.91	
603180.SH	金牌家居	19.86	2.92	2.62	2.91	3.22	10.49	11.71	10.52	9.53	
603816.SH	顾家家居	28.32	20.06	19.15	20.97	22.99	11.60	12.15	11.10	10.12	
001323.SZ	慕思股份	34.52	8.02	8.31	9.15	10.08	17.21	16.61	15.09	13.70	
603008.SH	喜临门	16.34	4.29	4.98	5.64	6.37	14.44	12.42	10.99	9.72	
平均值							13.09	13.17	12.00	10.92	
603801.SH	志邦家居	11.68	5.95	4.65	5.12	5.57	8.57	10.96	9.97	9.15	

数据来源：iFind 一致预期，华福证券研究所（志邦家居为华福证券研究所预测）

5 风险提示

行业竞争加剧风险。公司所在的定制家具行业属于新兴细分行业，与传统家具行业相比，定制家具尤其是全屋定制，更能满足当代年轻消费群体时尚化和个性化的需求，是家具行业的重要利润增长点。在这一趋势下定制家具企业纷纷拓展品类，从厨柜、衣柜单品定制进入全屋定制领域，行业渗透度提高，导致市场竞争加剧。虽然公司是国内定制家具行业的领先企业，在品牌管理、营销网络、设计研发等方面具备较强的竞争优势，但市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。

房地产市场调控风险。近年来，国家和地方政府为建立房地产市场长效机制，先后因地制宜地出台了一系列房地产调控政策措施，对抑制房价过快上涨取得了积极作用，有效促进房地产行业平稳、健康发展，一定程度上减缓了我国房地产业的发展速度。自 2021 年以来，在坚持“房住不炒”政策基调的同时，受房地产市场调控政策影响，部分房地产开发企业开始出现被抽贷、断贷等现象，公开债务违约的房地产企业亦陆续增加。公司所处行业为定制家具行业，与房地产业的发展具有关联性，国家对房地产市场的调控政策在一定程度上影响了部分购房人群的购房态度和进度，同时，受房地产开发企业流动性紧张的影响，一定程度也影响了新房交付规模，进而可能影响产业链上下游企业。

渠道和品类开拓不及预期风险。公司目前采取了全渠道、多品类的战略，布局多层次市场。通过立足华东区域、布局全国市场。若公司渠道和品类的持续拓展不及预期，则可能对公司的经营情况造成不利影响。



图表 21: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	863	1,479	1,740	2,016
应收票据及账款	245	244	256	270
预付账款	54	55	59	64
存货	220	368	360	361
合同资产	1,271	1,000	1,165	1,267
其他流动资产	2,087	1,713	1,924	2,075
流动资产合计	3,469	3,859	4,339	4,785
长期股权投资	169	169	169	169
固定资产	1,450	1,597	1,628	1,656
在建工程	321	121	21	21
无形资产	262	302	324	344
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	716	719	720	723
非流动资产合计	2,918	2,907	2,862	2,914
资产合计	6,387	6,766	7,201	7,699
短期借款	130	327	327	327
应付票据及账款	1,167	1,046	1,159	1,301
预收款项	0	0	0	0
合同负债	474	552	596	643
其他应付款	726	726	726	726
其他流动负债	364	377	382	398
流动负债合计	2,861	3,029	3,190	3,394
长期借款	124	174	174	174
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	114	114	114	114
非流动负债合计	238	288	288	288
负债合计	3,099	3,317	3,478	3,682
归属母公司所有者权益	3,288	3,450	3,722	4,017
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	3,288	3,450	3,722	4,017
负债和股东权益	6,387	6,766	7,201	7,699

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	756	725	673	827
现金收益	777	644	703	755
存货影响	85	-148	8	-1
经营性应收影响	106	60	44	41
经营性应付影响	187	-121	113	141
其他影响	-398	289	-196	-110
投资活动现金流	-436	-61	-191	-304
资本支出	-359	-178	-162	-263
股权投资	-34	0	0	0
其他长期资产变化	-42	117	-29	-41
融资活动现金流	-307	-47	-222	-247
借款增加	-116	247	0	0
股利及利息支付	-231	-257	-286	-310
股东融资	0	0	0	0
其他影响	40	-37	65	63

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,116	5,773	6,225	6,716
营业成本	3,849	3,658	3,936	4,248
税金及附加	56	52	56	60
销售费用	890	981	1,040	1,115
管理费用	295	335	336	363
研发费用	319	300	324	349
财务费用	-9	-11	-17	-16
信用减值损失	-81	-60	-70	-70
资产减值损失	-122	-60	-60	-60
公允价值变动收益	16	16	12	15
投资收益	26	0	0	0
其他收益	67	130	98	98
营业利润	619	484	532	580
营业外收入	9	9	9	9
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	622	487	535	583
所得税	27	21	24	26
净利润	595	465	512	557
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	595	465	512	557
EPS (按最新股本摊薄)	1.36	1.07	1.17	1.28

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	13.5%	-5.6%	7.8%	7.9%
EBIT 增长率	9.9%	-22.6%	9.0%	9.4%
归母公司净利润增长率	10.9%	-21.8%	9.9%	8.9%
获利能力				
毛利率	37.1%	36.6%	36.8%	36.7%
净利率	9.7%	8.1%	8.2%	8.3%
ROE	18.1%	13.5%	13.7%	13.9%
ROIC	28.0%	17.5%	17.6%	17.8%
偿债能力				
资产负债率	48.5%	49.0%	48.3%	47.8%
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.4
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.3
营运能力				
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9
应收账款周转天数	13	15	14	14
存货周转天数	25	29	33	31
每股指标 (元)				
每股收益	1.36	1.07	1.17	1.28
每股经营现金流	1.73	1.66	1.54	1.89
每股净资产	7.53	7.90	8.53	9.20
估值比率				
P/E	9	11	10	9
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	72	87	80	74

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：hfjys@hfzq.com.cn