

敏华控股 (01999.HK)

关注内外销积极的边际变化

买入 (首次评级)

投资要点:

- 功能沙发龙头，全球销量第一。**公司成立于1992年，创立至今专注于功能沙发、床具及智能家居领域，产品销往国内、北美、欧洲等多个国家，是全球销量第一的功能沙发企业，公司入选欧美前十大家具企业10强。经过多年发展，公司已成功由传统出口代工企业转型出口制造+内销自主品牌并重的业务模式，FY26H1内/外销收入占比约59%/41%。FY2025公司实现营收169亿港元、同比-8.2%，净利润20.6亿港元、同比-10.4%；FY26H1营收同比-3.1%、净利同比+0.6%。
- 过去三年内外销经营调整，业务层面迎来边际改善。**在近年国内家居行业景气下行、海外需求和竞争环境变化的背景下，FY2022-2025公司内/外销营收CAGR分别-9%/-6%，FY26H1内/外销营收分别同比-6%/+1%。虽然目前线下渠道仍处调整期，但我们注意到，公司业务层面也迎来一些积极的变化：1)内销线上恢复，FY26H1公司内销电商同比+13.6%、扭转了FY24H2以来的下滑趋势，电商占内销收入比重回升至27%；2)外销拟收购美国家具商Gainline Recline Intermediate Corp，完善业务布局。标的公司总部位于美国密西西比州，拥有8处生产基地，主要运营Southern Motion和Fusion Furniture两个软体家具品牌，覆盖1000+家具零售商的分销网络，有望和敏华在产能、品牌和渠道维度形成协同互补。
- 近年盈利韧性好于市场预期，毛利率逆势提升。**公司早期通过产业链垂直整合，实现功能沙发核心部件的自研自产、成本优势领先。FY25沙发销售套均价较FY22下降19%，但同期沙发毛利率提升3.6pct；FY26H1沙发均价同比-4%、毛利率同比+1pct。得益于公司强大的成本控制力，近年盈利能力相对稳定、好于市场预期。FY25净利率12.2%，仍处于近5年来较高水平、仅略低于FY24的12.5%；FY26H1净利率14.2%、同比+0.5pct。
- 盈利预测与投资建议：**公司作为功能沙发龙头，制造优势领先，内销线下磨底、线上恢复增长，外销通过并购进一步完善业务布局。近年分红比例维持在50%左右，目前(2026年1月22日)市值对应FY26E股息率约5.7%。暂不考虑收购影响，我们预计FY2026-FY2028归母净利润分别为20.7亿港元、21.2亿港元、22.1亿港元，同比分别+0.2%、+2.5%、+4.1%，目前股价对应FY26、FY27财年PE为9X、8X，低于可比公司平均估值水平，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

国内外宏观环境风险，市场竞争加剧风险，外贸政策变化风险

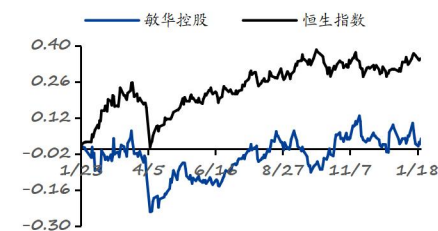
财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入(百万港元)	18,411	16,903	16,392	16,757	17,424
增长率	6%	-8%	-3%	2%	4%
归母净利润(百万港元)	2,302	2,063	2,067	2,120	2,208
增长率	20%	-10%	0%	3%	4%
EPS(港元/股)	0.59	0.53	0.53	0.55	0.57
市盈率(P/E)	7.8	8.7	8.7	8.5	8.2
市净率(P/B)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2026-01-22
收盘价:	4.64 港元
总股本/流通股本(百万股)	3,878.08/3,878.08
流通市值(百万港元)	17,994.31
每股净资产(港元)	3.52
资产负债率(%)	30.16
一年内最高/最低价(港元)	5.29/3.33

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 功能沙发龙头，全球销量第一	3
2 内外销经营调整，业务层面迎来积极变化	5
3 近年盈利韧性较强	7
4 盈利预测与投资建议	8
4.1 盈利预测	8
4.2 投资建议	10
5 风险提示	11

图表目录

图表 1: 敏华控股发展历程	3
图表 2: 敏华控股品牌矩阵	3
图表 3: 敏华控股股权结构 (截止 1H26 财年)	4
图表 4: FY2017-2025 营收 CAGR 为 10.2%	4
图表 5: FY2017-2025 净利 CAGR 为 2.1%	4
图表 6: FY26H1 内/外销收入占比 59%/41%	4
图表 7: 内销产品结构以沙发、床垫为主	4
图表 8: 内/外销营收规模及增速	5
图表 9: 内销沙发和床垫营收规模及增速	5
图表 10: 国内自 FY25H2 以来开始净关店	5
图表 11: 内销平均单店提货额待修复	5
图表 12: 内销分渠道营收规模及增速	6
图表 13: 内销分渠道营收结构	6
图表 14: 近年敏华外销毛利率也有提升	6
图表 15: 北美营收较高点仍有差距、欧洲已恢复	6
图表 16: Gainline Recline Intermediate Corp 主要经营数据	7
图表 17: 沙发销售成本和均价同降、毛利率提升	7
图表 18: 综合毛利率、归母净利率稳中有升	7
图表 19: 近年净利润现金含量大于 1	8
图表 20: ROE 维持较好水平	8
图表 21: 业绩拆分预测表	9
图表 22: 公司近年分红比例维持在 50% 左右	10
图表 23: 可比公司估值表	10
图表 24: 财务预测摘要	12



1 功能沙发龙头，全球销量第一

公司成立于1992年，2010年在香港联交所挂牌上市，创立至今专注于功能沙发、床具及智能家居领域，产品销往国内、北美、欧洲等多个国家及地区。据公司2025财年报告，2024年芝华仕品牌母公司敏华控股占据国内功能沙发领先地位，且在全球范围功能沙发销量第一。

经过多年发展，公司已成功由传统出口代工企业转型出口制造+内销自主品牌并重的业务模式，FY26H1内/外销收入占比约59%/41%。其中，内销业务模式以芝华仕自主品牌运营，线下经销为主、线上为辅，FY26H1沙发/床垫在内销营收中占比分别为65%/24%；外销以出口代工为主，产品主要为功能沙发。

图表 1: 敏华控股发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，锐迈科技公司公告，微家居，定峰汇，华福证券研究所

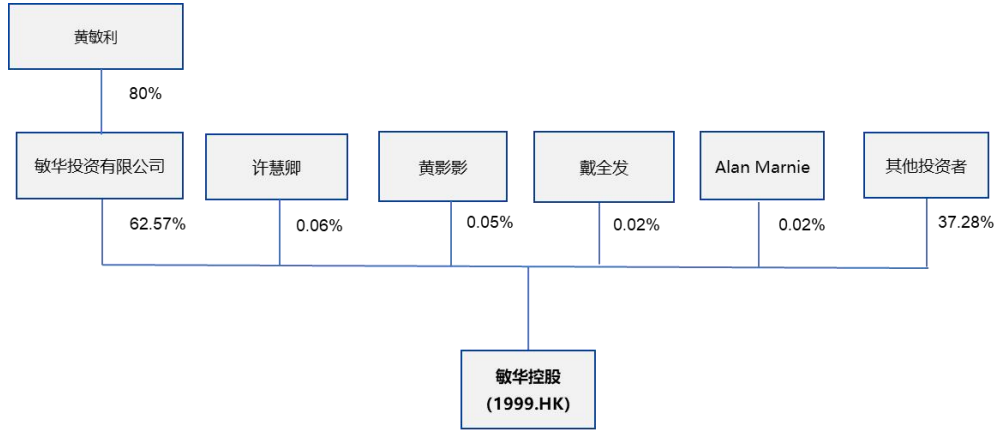
图表 2: 敏华控股品牌矩阵



数据来源：公司官网，华福证券研究所



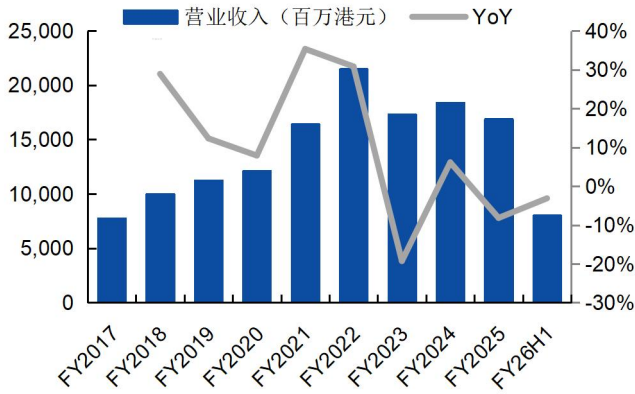
图表 3: 敏华控股股权结构 (截止 1H26 财年)



数据来源: 公司公告, ifind, 华福证券研究所

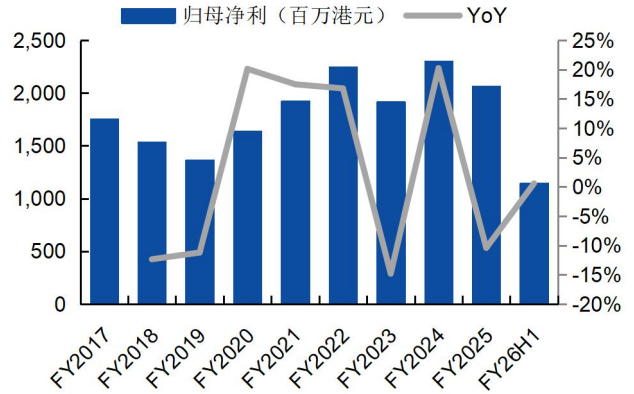
FY2017-2025 公司营业收入/净利润 CAGR 分别为 10.2%/2.1%，主要因 FY2022 以前内外销业务同步扩张驱动高增长；FY2022 以来，在国内家居行业景气下行、海外需求和竞争环境变化的背景下，公司营收和利润规模均有所下滑。FY2025 公司实现营收 169 亿港元、同比-8.2%，归母净利 20.6 亿港元、同比-10.4%；FY26H1 营收同比-3.1%、归母净利同比+0.6%。

图表 4: FY2017-2025 营收 CAGR 为 10.2%



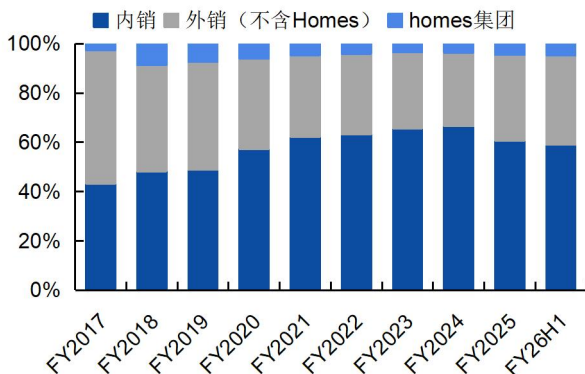
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 5: FY2017-2025 净利 CAGR 为 2.1%



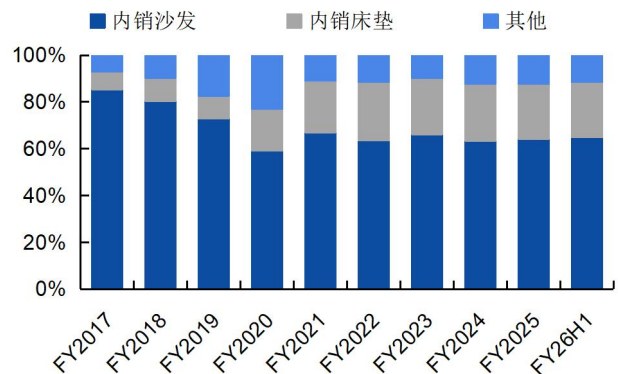
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 6: FY26H1 内/外销收入占比 59%/41%



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 7: 内销产品结构以沙发、床垫为主

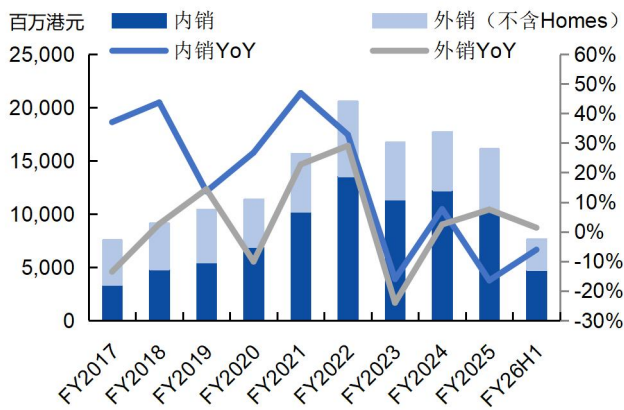


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

2 内外销经营调整，业务层面迎来积极变化

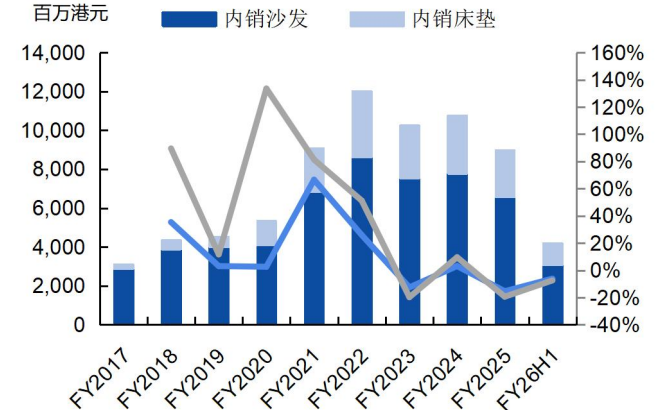
FY2022-2025 公司内/外销营收 CAGR 分别为-9%/-6%，FY26H1 内/外销营收分别同比-6%/+1%。其中，内销产品结构中沙发和床垫过去三年营收 CAGR 分别-9%/-11%，线上线下渠道也均有调整，我们判断主要因一方面国内家居行业景气走弱、竞争加剧，另一方面，公司经历了前期激进开店扩张后，线下门店在行业下行期经营压力增加，同时线上沙发竞争格局恶化。FY2022-2025，公司内销线下平均单店提货额下滑，自 FY25H2 以来开始净关店，截至 FY26H1 公司国内门店总数为 7040 家、上半财年净关店 327 家。

图表 8：内/外销营收规模及增速



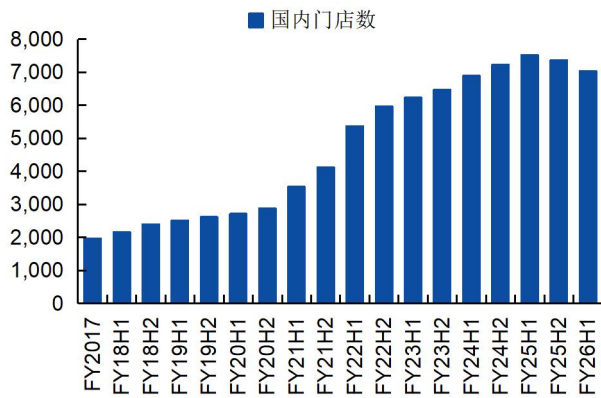
数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 9：内销沙发和床垫营收规模及增速



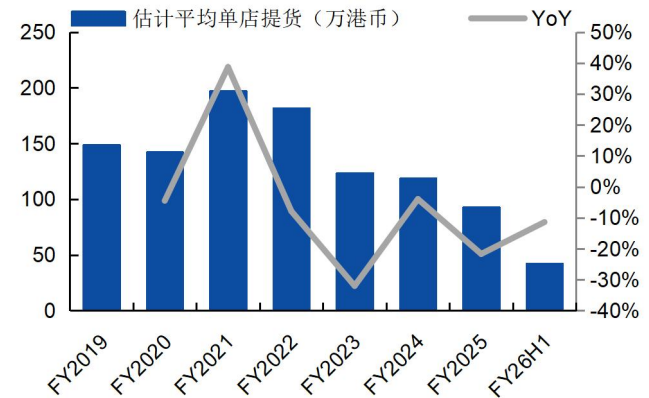
数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 10：国内自 FY25H2 以来开始净关店



数据来源：公司公告，华福证券研究所

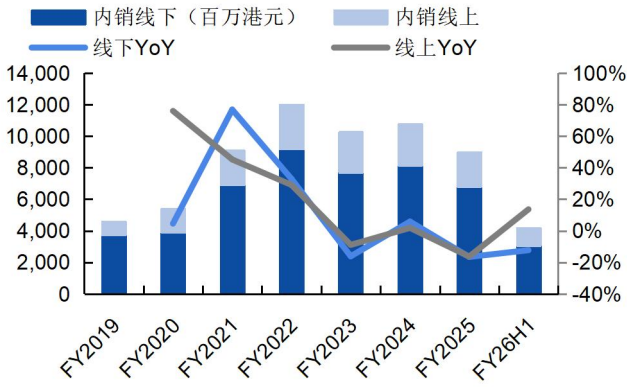
图表 11：内销平均单店提货额待修复



数据来源：公司公告，华福证券研究所

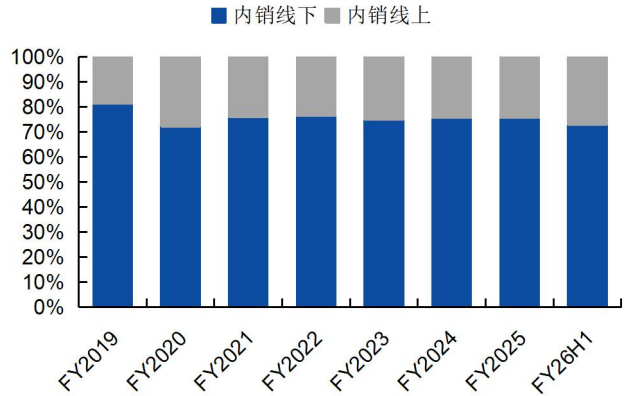
同时，我们注意到，近期公司业务层面也迎来一些积极的变化：1) 内销线上恢复。FY26H1 公司内销电商营收同比+13.6%、扭转了下滑趋势，电商占内销收入比重回升至 27%。据久谦中台，2021-2024 年电商全平台沙发品牌市场份额向非上市品牌集中，上市公司品牌敏华、顾家份额均有下降，但 2025 年随着上市品牌发力电商以及国补带动，敏华和顾家在沙发品类上电商份额均有回升。

图表 12: 内销分渠道营收规模及增速



数据来源: 公司各年度业绩 PPT, 华福证券研究所

图表 13: 内销分渠道营收结构

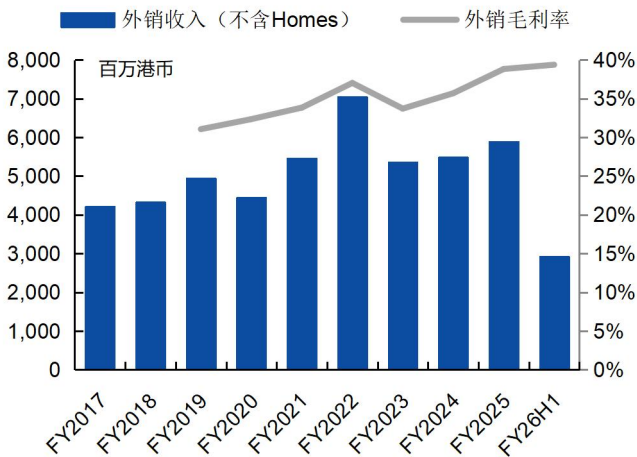


数据来源: 公司各年度业绩 PPT, 华福证券研究所
注: 不含铁架等智能部件业务

2) 外销拟收购美国家具商 Gainline Recline Intermediate Corp, 完善业务布局。

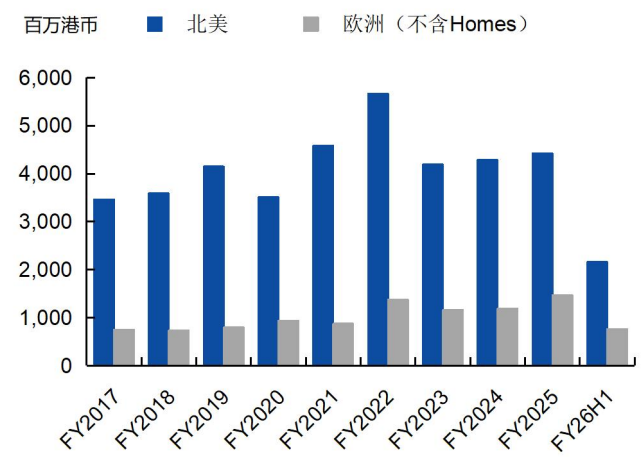
截至 FY2025 公司不含 Homes Group 外销营收规模 58.9 亿港元, 较 FY2022 历史最高规模 70.4 亿港元仍有差距, 主要受北美拖累, FY25 欧洲营收规模已超过 FY22 并再创新高。目前, 公司在越南、墨西哥均有海外工厂布局, 以应对国际贸易环境的变化挑战, 主要供应美国及部分欧洲市场。公司越南工厂于 2019 年 8 月建设完成, 面积达 37 万方, 设计产能 3500 柜/月; 墨西哥工厂于 2022 年 1 月布局, 面积达 34 万方, 设计产能约 1500 柜/月。

图表 14: 近年敏华外销毛利率也有提升



数据来源: ifind, 公司公告, 公司各年度业绩 PPT, 华福证券研究所

图表 15: 北美营收较高点仍有差距, 欧洲已恢复



数据来源: ifind, 公司公告, 公司各年度业绩 PPT, 华福证券研究所

近期, 公司公告拟 3200 万美元收购 Gainline Recline Intermediate Corp. 100% 权益, 同时, 公司还将通过一笔约 2667 万美元的免息贷款, 替标的公司偿还银行债务。标的公司 Gainline FY2024-2025 财年营收分别为 2.4 亿美元、1.9 亿美元, FY2024-2025 分别净亏损 0.04 亿美元、0.10 亿美元。Gainline 总部位于美国密西西比州, 拥有 8 处生产基地, 主要运营 Southern Motion 和 Fusion Furniture 两个软体家具品牌, 覆盖 1000+ 家具零售商的分销网络。整合完成后, 我们预计标的公司有望和敏华在产能、



品牌和渠道维度形成协同互补，同时，敏华凭借其优秀的降本能力有望帮助 Gainline 改善盈利。

图表 16: Gainline Recline Intermediate Corp 主要经营数据

(百万美元)	FY2025(截至 2025 年 6 月 28 日)	FY2024(截至 2024 年 6 月 29 日)
收益	188	239
除税前亏损	-11	-3
净亏损	-10	-4
资产净值	25	35

附注：FY2025 的净亏损包括商誉摊销约 600 万美元（FY2024 约 600 万美元）及坏账 430 万美元（FY2024 约 50 万美元）

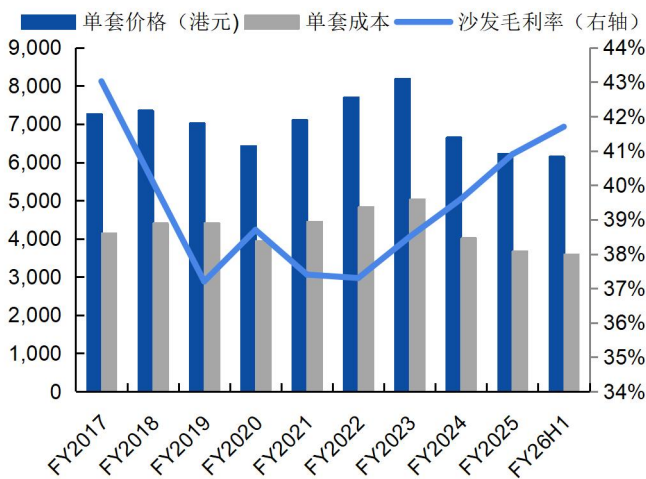
数据来源：公司公告，华福证券研究所

3 近年盈利韧性较强

公司早期通过产业链垂直整合，实现功能沙发铁架等核心部件的自研自产、成本优势领先。FY2025 公司沙发销售套均价较 FY2022 下降 19%，但同期沙发毛利率提升 3.6pct；FY26H1 沙发均价同比-4%、毛利率同比+1pct。

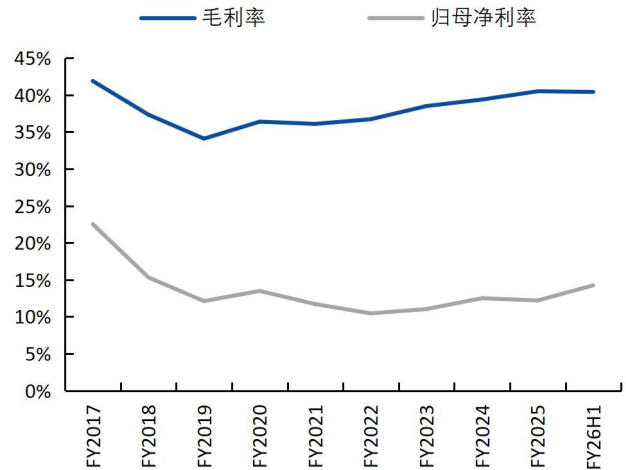
得益于公司强大的成本控制力，近年盈利能力相对稳定、盈利韧性突出。FY2025 公司净利率水平为 12.2%，仍处于近 5 年来较高水平、仅略低于 FY2024 的 12.5%；FY26H1 净利率进一步升至 14.2%、同比+0.5pct。

图表 17: 沙发销售成本和均价同降、毛利率提升

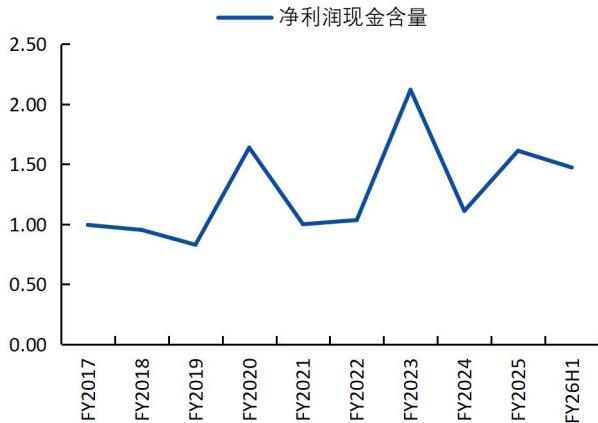


数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

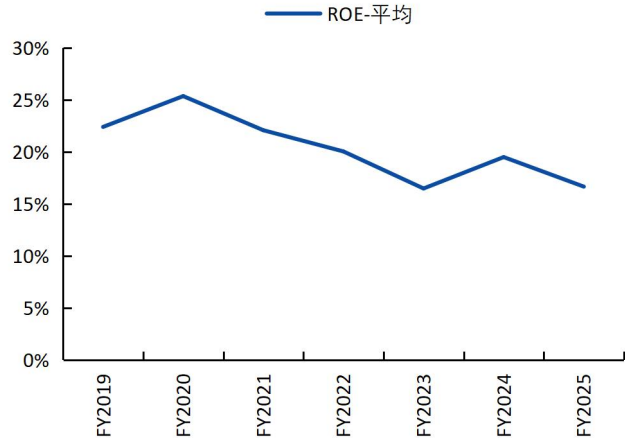
图表 18: 综合毛利率、归母净利率稳中有升



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所


图表 19: 近年净利润现金含量大于 1


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 20: ROE 维持较好水平


数据来源: ifind, 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 FY2026-FY2028 业绩做出以下假设:

(1) 营业收入:

①**内销:** 公司目前内销以线下经销为主、线上为辅。线下渠道, 考虑到近期国内家居行业景气持续承压, 预计 FY26-FY27 公司国内门店仍为净减少, 考虑到国补效应逐步退坡, 预计 FY26 国内单店同比下滑, FY27-28 随着行业景气筑底以及公司产品结构进一步丰富, 预计同店止跌。线上渠道, 假设 FY26 维持上半财年以来的双位数增长水平, FY27-28 保持高个位数增长。

②**北美:** 考虑到公司 FY26H2 可能受到美国关税的传导影响, 预计 FY26 北美营收持平; 同时, 在美国降息和关税政策缓和的背景下, 美国家居需求有望逐步迎来修复, 暂不考虑收购贡献, 假设 FY27-28 公司北美收入分别同比+7%、+6%。

③**欧洲及其他地区 (不含 Homes):** 公司欧洲业务通过积极拓展客户网络, 加强空白国家及区域市场销售, 完善扩展产品线布局, 新增研发适合欧式现代等多样化的产品风格, 近年恢复趋势较好。预计 FY26 延续上半财年个位数增长, FY27-28 保持 10%左右稳健增长。

(2) **毛利率与期间费用率:** 毛利率方面, 公司近年通过降本提效, 毛利率稳中有增, 综合考虑公司降本能力强, 假设未来几年公司毛利率水平平稳。期间费用率方面, 过去几年公司整体费用率稳定, 考虑到近期人民币升值, 假设 FY26-27 财务费用率小幅上升, 其他费用率趋势稳定。



综上，我们预计公司 FY2026-FY2028 年公司收入分别为 164 亿港币、168 亿港币、174 亿港币，增速分别为-3%、+2.2%、+4.0%，归母净利润分别为 20.7 亿港币、21.2 亿港币、22.1 亿港币，同比分别+0.2%、+2.5%、+4.1%。

图表 21: 业绩拆分预测表

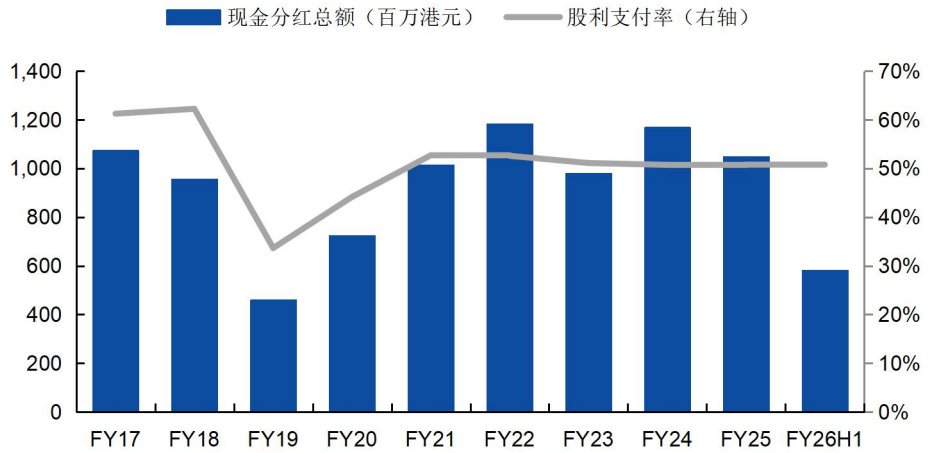
百万港元	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	17,351	18,411	16,903	16,392	16,757	17,424
YoY	-19.3%	6.1%	-8.2%	-3.0%	2.2%	4.0%
内销	11,389	12,258	10,236	9,622	9,466	9,618
YoY	-16.0%	7.6%	-16.5%	-6.0%	-1.6%	1.6%
毛利率	41.5%	41.6%	42.1%	42.2%	42.3%	42.2%
外销	5,349	5,479	5,890	5,975	6,455	6,929
YoY	-24.0%	2.4%	7.5%	1.4%	8.0%	7.3%
毛利率	33.6%	35.6%	38.9%	39.2%	39.2%	39.2%
其中: 北美	4,189	4,284	4,420	4,420	4,729	5,013
YoY	-26.1%	2.3%	3.2%	0.0%	7.0%	6.0%
其中: 欧洲及其他	1,160	1,195	1,470	1,555	1,726	1,916
YoY	-15.6%	3.0%	23.0%	5.8%	11.0%	11.0%
Homes Group	613	674	777	796	835	877
YoY	-31.2%	10.0%	15.3%	2.4%	5.0%	5.0%
毛利率	23.5%	29.2%	32.7%	31.7%	31.7%	31.7%
营业成本	10,673	11,163	10,058	9,734	9,961	10,367
毛利率	38.5%	39.4%	40.5%	40.6%	40.6%	40.5%
销售费用率	19.1%	18.0%	18.2%	19.2%	19.1%	19.0%
管理费用率	6.0%	5.2%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
财务费用率	0.3%	0.3%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
归母净利润	1,915	2,302	2,063	2,067	2,120	2,208
YoY	-14.8%	20.2%	-10.4%	0.2%	2.5%	4.1%
净利率	11.0%	12.5%	12.2%	12.6%	12.7%	12.7%

数据来源: 公司公告, ifind, 华福证券研究所

4.2 投资建议

公司作为功能沙发龙头，制造优势领先，内销线下磨底、线上恢复增长，外销通过并购进一步完善业务布局。近年分红比例维持在 50%左右，目前（2026 年 1 月 22 日）市值对应 FY26 盈利预测的股息率约 5.7%。暂不考虑收购影响，我们预计 FY2026-FY2028 归母净利润分别为 20.7 亿港元、21.2 亿港元、22.1 亿港元，同比分别+0.2%、+2.5%、+4.1%，目前股价对应 FY26、FY27 财年 PE 为 9X、8X，低于可比公司平均估值水平，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 22: 公司近年分红比例维持在 50%左右



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 23: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (港元/元)	归母净利润 (亿港元/元)					PE (倍)			
		2026-01-22	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
603816.SH	顾家家居	34.74	14.17	18.99	20.80	22.74	20.1	15.0	13.7	12.5	
301061.SZ	匠心家居	88.8	6.83	9.18	11.34	13.74	28.4	21.2	17.1	14.1	
603833.SH	欧派家居	57.82	25.99	24.82	26.73	28.85	13.6	14.2	13.2	12.2	
002572.SZ	索菲亚	14.36	13.71	10.54	11.99	13.00	10.1	13.1	11.5	10.6	
603008.SH	喜临门	22.55	3.22	4.55	5.30	6.10	25.8	18.2	15.7	13.6	
平均值							19.6	16.3	14.2	12.6	
1999.HK	敏华控股	4.64	20.63	20.67	21.20	22.08	8.7	8.7	8.5	8.2	

数据来源: iFind 一致预期, 华福证券研究所 (敏华控股为华福证券研究所预测, 敏华控股单位为港元, 敏华控股 2024 年对应财年为 FY25)



5 风险提示

国内外宏观环境风险。公司的主要销售产品为沙发、床垫等软体家具。公司产品的市场销售受经济形势和宏观调控、房地产市场景气度、居民可支配收入、消费理念及消费水平等因素的影响较大。如果全球经济出现重大波动，国内外宏观经济或消费需求增长不及预期，消费降级趋势延续，房地产行业持续下行，则公司所处的软体家具行业市场增长也将随之减速，从而对公司产品销售造成影响。

市场竞争加剧风险。若公司在未来在国内外市场面临更为激烈的市场竞争，或将对公司的经营业绩造成不利影响。

外贸政策变化风险。公司外销业务主要销往北美与欧洲，若未来海外贸易政策发生不利变动，则可能对公司的经营业绩造成不利影响。



图表 24: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万港币	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万港币	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3,364	4,044	5,609	7,084	营业总收入	16,903	16,392	16,757	17,424
应收款项合计	2,380	2,239	2,302	2,410	主营业务收入	16,903	16,392	16,757	17,424
存货	1,731	1,633	1,678	1,757	营业总支出	13,884	13,615	13,914	14,470
其他流动资产	858	861	860	858	营业成本	10,058	9,734	9,961	10,367
流动资产合计	8,333	8,777	10,449	12,109	营业开支	3,825	3,882	3,953	4,103
固定资产净额	6,697	7,518	7,011	6,707	营业利润	3,019	2,777	2,843	2,953
权益性投资	23	23	23	23	净利息支出	17	68	67	65
其他长期投资	1,012	1,012	1,012	1,012	权益性投资损益	0	0	0	0
商誉及无形资产	940	1,020	984	950	其他非经营性损益	-194	-56	-56	-56
土地使用权	2,823	2,733	2,686	2,623	非经常项目前利润	2,677	2,653	2,721	2,833
其他非流动资产	196	196	195	195	非经常项目损益	0	0	0	0
非流动资产合计	11,691	12,502	11,911	11,510	除税前利润	2,677	2,653	2,721	2,833
资产总计	20,024	21,279	22,360	23,619	所得税	522	504	517	538
应付账款及票据	653	706	668	707	少数股东损益	92	82	84	87
循环贷款	4,213	4,000	4,000	4,000	持续经营净利润	2,063	2,067	2,120	2,208
其他流动负债	1,248	1,185	1,294	1,298	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	6,114	5,891	5,962	6,005	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
长期借贷	1	1	1	1	归属普通股股东净利润	2,063	2,067	2,120	2,208
其他非流动负债	259	259	259	259	EPS (最新股本摊薄)	0.53	0.53	0.55	0.57
非流动负债合计	260	260	260	260					
负债总计	6,374	6,151	6,222	6,265					
归属母公司所有者权益	12,711	14,107	15,034	16,163					
少数股东权益	939	1,020	1,104	1,191					
股东权益总计	13,649	15,128	16,138	17,354					
负债及股东权益总计	20,024	21,279	22,360	23,619					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万港币	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,323	5,176	5,410	5,187	成长能力				
净利润	2,063	2,067	2,120	2,208	营业收入增长率	-8.2%	-3.0%	2.2%	4.0%
折旧和摊销	536	2,795	3,120	2,914	归母公司净利润增长率	-10.4%	0.2%	2.5%	4.1%
营运资本变动	287	250	-41	-148	获利能力				
其他非现金调整	438	64	212	213	毛利率	40.5%	40.6%	40.6%	40.5%
投资活动现金流	-1,547	-3,544	-2,585	-2,568	净利率	12.2%	12.6%	12.7%	12.7%
资本支出	-1,041	-3,600	-2,600	-2,600	ROE	16.6%	15.4%	14.5%	14.2%
长期投资	-568	0	0	0	ROA	10.4%	10.0%	9.7%	9.6%
其他长期资产	62	56	15	32	偿债能力				
融资活动现金流	-1,502	-952	-1,260	-1,144	资产负债率	31.8%	28.9%	27.8%	26.5%
借款增加	100	-213	0	0	流动比率	1.4	1.5	1.8	2.0
股利分配	-1,168	-1,047	-1,034	-1,060	速动比率	1.1	1.2	1.5	1.7
普通股增加	0	0	0	0	每股指标 (港元)				
其他融资活动现金流	-435	309	-226	-84	每股收益	0.5	0.5	0.5	0.6
					每股经营现金流	0.9	1.3	1.4	1.3
					每股净资产	3.3	3.6	3.9	4.2
					估值比率				
					P/E	9	9	8	8
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	36	21	19	20

数据来源: 公司公告、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

华福证券股份有限公司（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“华福证券股份有限公司”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：hfys@hfzq.com.cn