

传统业务稳健,烟标业务启航,国内HNB有望带来弹性

核心观点

2025年公司营收28.22亿元/+1.8%，归母净利润1.98亿元/+70.7%，毛利率19.48%/+1.66pct，净利率7.52%/+2.75pct，销量稳步增长、原辅材料及能源成本回落、品种结构优化共同驱动业绩高增。卷烟纸市场需求稳定、竞争格局稳固，公司近期收购锦丰纸业扩充产能、优化成本，预计推动造纸主业中“卷烟+非烟”产品、“国内+国外”业务多元化平衡发展、实现稳健增长。公司首个烟标项目正在推进中，产能80万箱烟标，聚焦东北三省并辐射华北、内蒙等区域，打开成长新空间。近日加热卷烟等强制性国标拟立项起草，国内HNB市场未来有望有序放开，推动卷烟配套用纸量价上行，公司凭借前瞻布局有望获得更高份额、带来业绩弹性。

事件

恒丰纸业发布2025年报。2025年公司实现营收28.22亿元/+1.8%，归母净利润1.98亿元/+70.7%，扣非归母净利润1.70亿元/+40.3%。非经常性收益2779万元（24年同期为损失529万元），主要为非流动资产处置收益1745万元及计入当期损益的政府补助1521万元。2025年公司经营活动净现金流2.66亿元/+14.2%，基本EPS为0.66元/+69.2%，ROE（加权）为7.44%/+2.87pct。公司拟派发现金红利每股0.19元（含税），预计分红金额6261万元，分红比例31.7%/+0.7pct。

单季度看,25Q4公司实现营收7.84亿元/-8.38%，归母净利润0.49亿元/+75.8%，扣非归母净利润0.38亿元/+47.9%。

简评

销量稳步增长、原辅材料及能源成本回落、品种结构优化共同驱动业绩高增。量价拆分看,25年公司销量23.4万吨/+3.1%，均价12052元/吨,同比-1.3%，产销量增加主要系年产4万吨绿色低定量特种涂布纸项目投产（22号机）以及锦丰纸业2/3号机技改后爬坡贡献。**盈利能力:**25年公司毛利率为19.48%/+1.66pct，净利率为7.52%/+2.75pct，所得税率为10.13%/-13.14pct。单季度看,25Q4公司毛利率为25.04%/+3.74pct，环比+7.30pct；净利率为7.66%/+5.98pct，环比-0.48pct。**期间费用:**25年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为1.93%/-0.16pct、4.07%/+0.42pct、3.32%/+0.25pct、0.28%/-0.06pct。盈利能力提升主要系原材料成本回落、品种结构优化、智能制造提效。

恒丰纸业 (600356.SH)

维持

买入

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

发布日期: 2026年04月16日

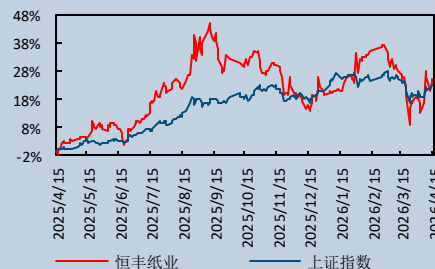
当前股价: 9.53元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	1.71/2.68	7.32/8.71	28.09/3.98
12月最高/最低价(元)			10.63/7.31
总股本(万股)			32,953.65
流通A股(万股)			29,873.14
总市值(亿元)			31.40
流通市值(亿元)			28.47
近3月日均成交量(万)			822.83
主要股东			
牡丹江恒丰纸业集团有限责任公司			27.14%

股价表现



“卷烟+非烟”产品、“国内+国外”业务多元化平衡发展。在产品层面，公司形成了以烟草工业用纸为核心、机械光泽纸与薄型印刷纸等多品类协同发展的产品矩阵：1) 烟草工业用纸：2025 年营收 18.77 亿元/+0.3%，收入占比 66.5%/-2.0pct，毛利率 27.5%/+2.1pct；2) 机械光泽纸（主要为铝箔衬纸）：2025 年营收 3.25 亿元/-5.6%，收入占比 11.5%/-0.9pct，毛利率 9.4%/+1.5pct；3) 薄型印刷纸：2025 年营收 1.28 亿元/-19.2%，收入占比 4.6%/-1.2pct，毛利率-0.7%/-2.7pct；4) 其他纸（预计主要为食品、医疗用特种纸）：2025 年营收 4.64 亿元/+30.6%，收入占比 16.4%/+3.6pct，毛利率-0.5%/+4.6pct，估算公司非烟草用特种纸整体销量约 6 万吨。在地区分布上，1) 国内：2025 年营收 19.86 亿元/+3.7%，收入占比 69.0%/+0.3pct，毛利率 19.9%/+0.2pct；2) 国外：2025 年营收 8.36 亿元/+2.5%，收入占比 29.6%/+0.2pct，毛利率 18.5%/+5.1pct。

全球卷烟纸龙头，收购锦丰扩充产能稳健增长。公司以烟草工业用纸为主营产品，是国家烟草总公司确定的卷烟辅料生产基地，2024 年在卷烟工业用纸国内市场综合占有率 38.49%，并合作菲莫国际、英美烟草、日本烟草等海外大客户，全球卷烟纸销量第一。上市以来，公司稳步推进产能建设，截至 2025 年末，公司拥有机制纸生产线 22 条，年生产能力 27 万吨。2026 年初公司发行 3080.51 万股收购锦丰纸业 100% 股权，发行价格为 8.25 元/股，占发行后总股本的 9.35%，交易对价 2.54 亿元，2026 年 2 月 12 日公司已完成锦丰纸业股权的过户，3 月 4 日完成新增股份的发行。此次收购有利于公司产能形成“西南-东北”双线布局，大幅节省运费及经营成本，更好地服务西南地区客户，并通过技改等措施进一步释放新产能。在此次收购前，公司通过托管方式管理锦丰纸业，并自 22 年 10 月起推动锦丰纸业产线升级改造，其中 PM2（年产能 1 万吨）、PM3（年产能 5400 吨）已完成改造投产，PM1（年产能 3 万吨）为拆除重建、预计 26 年春节后开始试产，当前产线在调试中，PM4（年产能 6000 吨）仍在改造中。

拟进入烟标市场，产业链协同开辟增长新空间，若进展顺利预计 27 年贡献业绩。公司拟投资 3.49 亿元新建绿色印刷项目，年产 80 万箱烟标，目标市场为东三省、河北与内蒙，项目预计建设期为 2026 年 4 月至 2027 年 12 月。该项目拟分二期建设，预计 26 年 4 月末开工，一期项目有望于年末开始释放产能，二期有望于 27 年中投产。我国烟标市场空间广阔、规模稳定，根据智研咨询，以烟标价格均值 2.89 元/套测算，2023 年中国烟标需求量约为 122.14 亿套、市场规模为 352.98 亿元，近年来行业反腐力度加大，传统烟标龙头营收和业绩出现大幅下降，释放市场空间，为公司切入烟标赛道提供了黄金窗口。公司依托国资背书和烟草客户资源，有望承接烟标市场份额，拓展第二增长曲线。（注：恒丰首个烟标项目的目标市场主要覆盖东三省、河北及内蒙古地区。根据《中国烟草年鉴》，2023 年河北中烟卷烟产能约 130 万大箱，占全国总产能的 2.3%；黑龙江烟草产能约 113.6 万大箱，占比 2.0%；吉林烟草产能约 100 万大箱，占比 1.8%；红塔辽宁产能约 72.4 万大箱，占比 1.3%；蒙昆公司产能约 41.6 万大箱，占比 0.7%。上述区域合计卷烟产能约 457.6 万大箱，占全国卷烟总产能的 8.2%。）

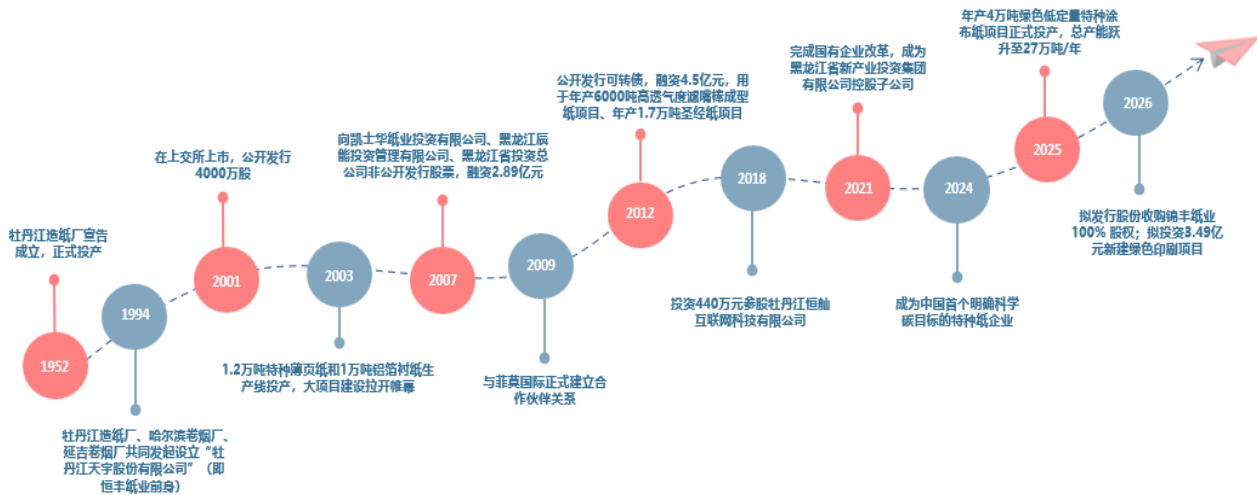
HNB 国内市场有望放开，或将推动卷烟配套用纸行业量价上行。4 月 7 日，国家标准信息公共服务平台公示了《关于征求〈加热卷烟〉等 6 项拟立项强制性国家标准项意见的通知》，由国家烟草局提出，拟制定“加热卷烟”、“尼古丁袋”的强制性国家标准，项目制定周期为 22 个月，主要起草单位包括上海新型烟草制品研究院有限公司、上海烟草集团有限责任公司、中国烟草总公司郑州烟草研究院、云南中烟工业有限责任公司、湖南中烟工业有限责任公司、上海新烟检测技术有限公司、湖北中烟工业有限责任公司、江苏中烟工业有限责任公司、四川中烟工业有限责任公司。我们认为，国家标准的起草，可为新型烟草的监管提供技术依据，或意味着加热卷烟（HNB）等新型烟草产品的国内市场销售未来有望有序放开。对于恒丰纸业而言，HNB 烟弹对高导热卷烟纸、防渗透成形纸需求爆发，且技术门槛远高于传统纸，随着国内市场放开、渗透率提升，有望推动卷烟配套用纸行业空间量价齐升。公司已布局 HNB 专用片基用纸、封口纸、防渗透成形纸、RRP 成形纸、螺旋空管用纸、HNB 接装纸原纸、HNB 卷烟纸等多种新型烟草制品用纸，并已经向海外头部烟草公司供货，技术成熟度领先、国际市场充分认证，凭借先发布局，有望获得更高份额、带来业绩弹性。

盈利预测：预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 30.46、33.73、37.50 亿元，同比分别增长 7.9%、10.7%、11.2%，归母净利润分别为 2.17、2.58、3.03 亿元，同比分别增长 10.0%、18.7%、17.5%，对应当前 PE 分别为 14.4x、12.2x、10.4x，维持“买入”评级。（注：HNB 国内市场放开对恒丰纸业的业绩增厚暂未考虑在盈利预测中）

风险提示：1) 烟标业务进展不及预期风险：烟标业务系公司拟新进入的业务领域，若烟标产线由于土建等

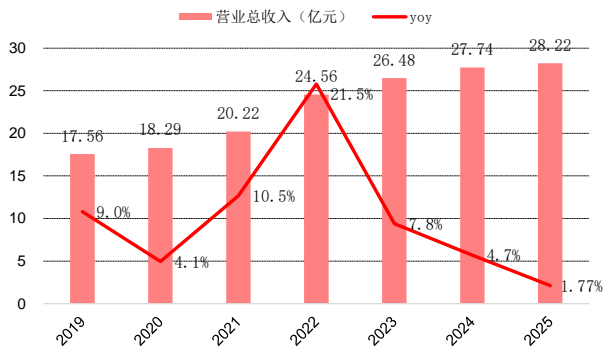
因素有所延后，或者招投标进度推迟/未能如期中标，上述情景或将导致业务开拓不及预期，或使得公司收入及利润增速低于盈利预测。**2) 原材料价格波动风险：**纸浆是公司主要原材料，价格受宏观环境影响波动较大，若纸浆价格大幅上涨而公司短期难以调整销售价格，则或影响公司毛利率。**3) 烟草供应链产品需求下滑风险：**受全球控烟政策加强影响，卷烟需求量预计小幅下降，或将影响供应链配套产品需求。**4) 国内 HNB 市场放开不及预期：**当前国标起草立项中，具体市场销售开放时间仍存较大不确定性。

图表1：恒丰纸业发展历程



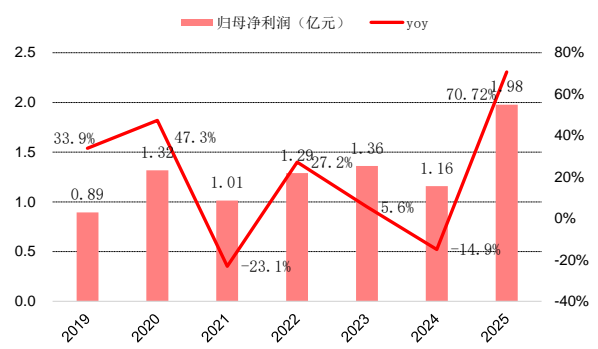
资料来源：公司官网、公司公告，中信建投证券

图表2：恒丰纸业营业收入及增速



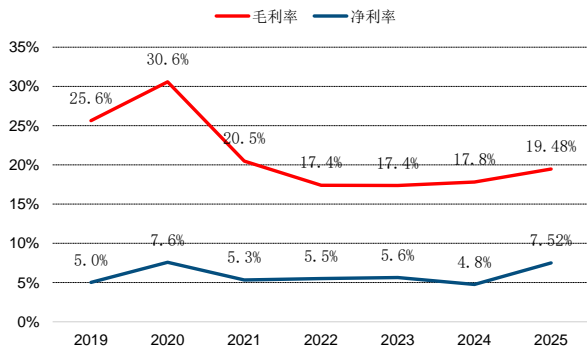
资料来源：公司公告，中信建投证券

图表3：恒丰纸业归母净利润及增速



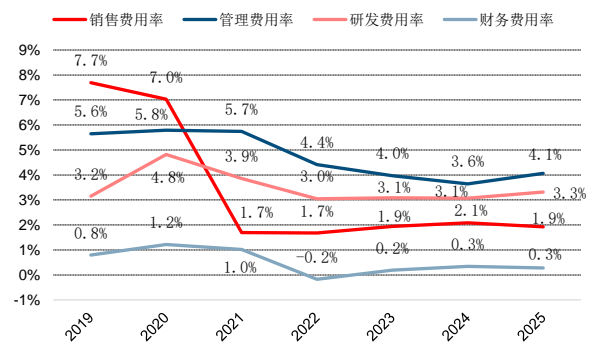
资料来源：公司公告，中信建投证券

图表4：恒丰纸业毛利率和净利率变动趋势



资料来源：公司公告，中信建投证券

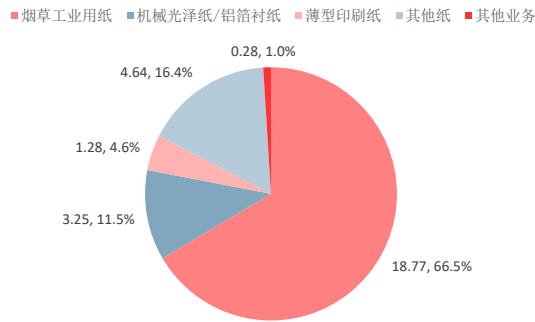
图表5：恒丰纸业各项期间费用率变动趋势



资料来源：公司公告，中信建投证券

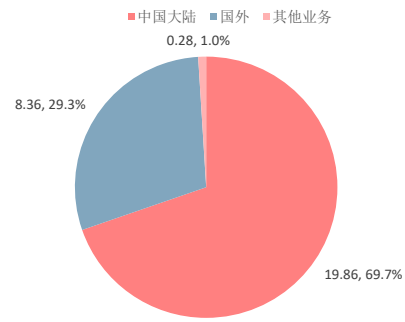
2021年毛利率和销售费用同步下降与运输费用口径调整有关

图表6：2025年恒丰纸业收入拆分（分产品）



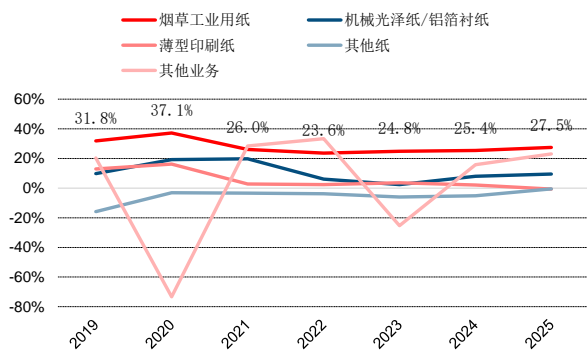
资料来源：公司公告，中信建投证券

图表7：2025年恒丰纸业收入拆分（分地区）



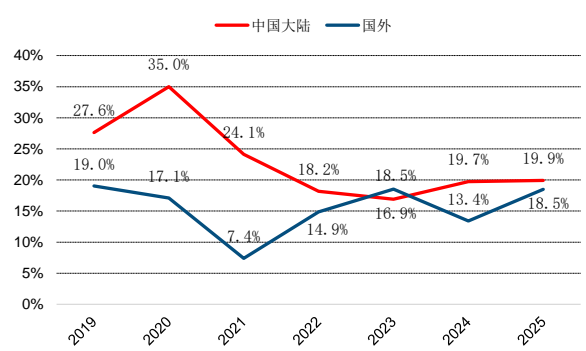
资料来源：公司公告，中信建投证券

图表8：恒丰纸业分产品毛利率变动



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表9：恒丰纸业分地区毛利率变动



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表10： 卷烟用纸分类及图例

卷烟用纸分类



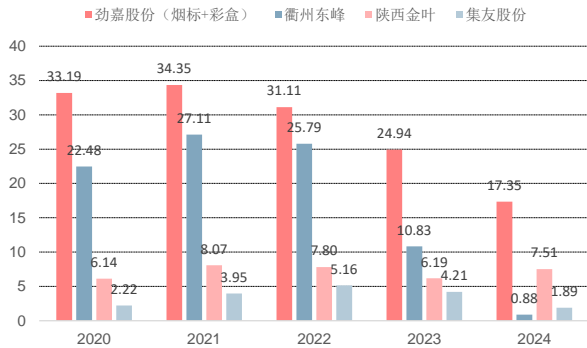
资料来源：恒达新材公司公告，中信建投证券

图表11： 锦丰纸业未来各产线及产品销量及收入预测

产线	产品	项目	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E	永续期
PM1	医用透析纸	销售数量（吨）	3000	4000	5000	5000	5000	5000
		销售金额（亿元）	0.21	0.28	0.35	0.35	0.35	0.35
	无铝衬纸	销售数量（吨）	10000	15000	20000	20000	20000	20000
		销售金额（亿元）	0.66	0.99	1.32	1.32	1.32	1.32
	无涂层热转印纸	销售数量（吨）	2000	3500	5000	5000	5000	5000
		销售金额（亿元）	0.15	0.27	0.38	0.38	0.38	0.38
PM2	卷烟纸（代工）	销售数量（吨）	5000	5000	5000	5000	5000	5000
		销售金额（亿元）	0.34	0.34	0.34	0.34	0.34	0.34
	普通成形纸（代工）	销售数量（吨）	5000	5000	5000	5000	5000	5000
		销售金额（亿元）	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
PM3	高透成形纸-6000CU（净额法）	销售数量（吨）	4400	4400	4400	4400	4400	4400
		销售金额（亿元）	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
	高透成形纸-12000CU（净额法）	销售数量（吨）	600	600	600	600	600	600
		销售金额（亿元）	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
PM4	普通成形纸（代工）	销售数量（吨）	-	5000	5000	5000	5000	5000
		销售金额（亿元）	-	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
合计（亿元）			2.30	3.11	3.63	3.63	3.63	3.63

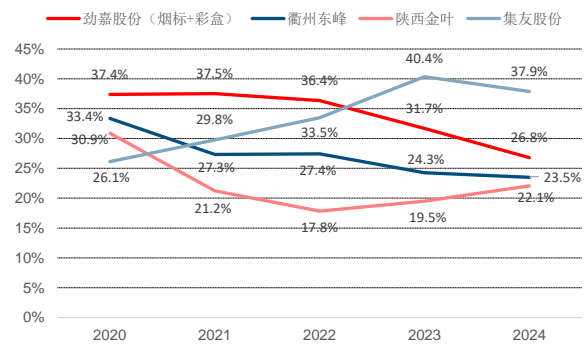
资料来源：公司公告，中信建投证券

图表12: 烟标行业主要上市公司烟标营收(单位:亿元)



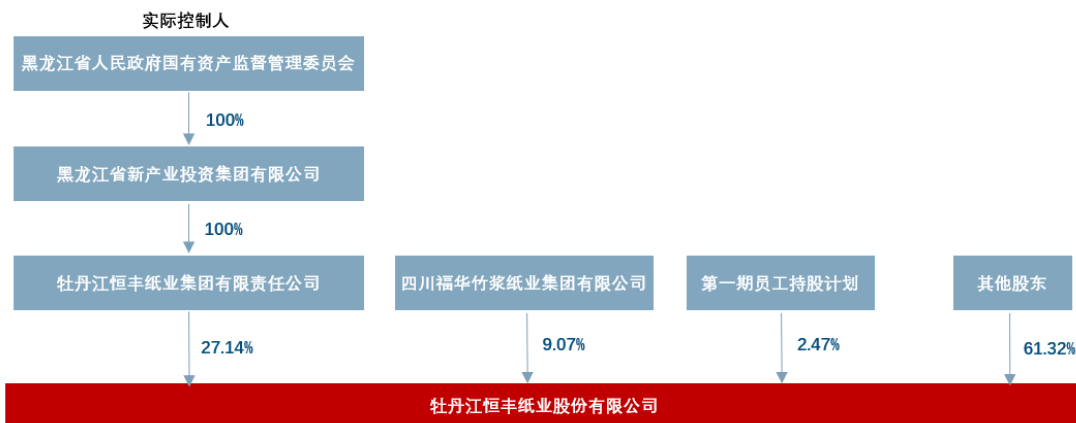
资料来源: 公司公告, 中信建投证券

图表13: 烟标行业主要上市公司烟标毛利率变动



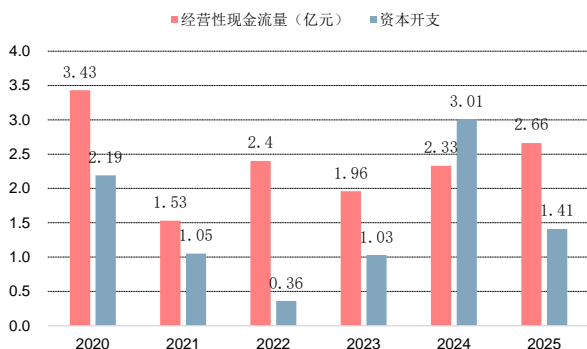
资料来源: 公司公告, 中信建投证券

图表14: 恒丰纸业股权结构(截至2026年4月15日)



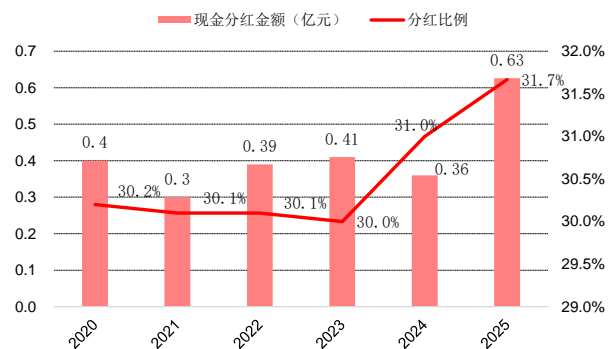
资料来源: 公司公告、Wind, 中信建投证券

图表15: 恒丰纸业经营性现金流量与资本开支



资料来源: 公司公告, 中信建投证券

图表16: 恒丰纸业现金分红金额及比例



资料来源: 公司公告, 中信建投证券

图表17： 恒丰纸业收入与毛利拆分预测

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营收 (亿元)	18.29	20.22	24.56	26.48	27.74	28.22	30.46	33.73	37.50
yoy	4.1%	10.5%	21.5%	7.8%	4.7%	1.8%	7.9%	10.7%	11.2%
成本	12.69	16.07	20.28	21.88	22.79	22.73	24.56	27.17	30.11
毛利率	30.6%	20.5%	17.4%	17.4%	17.8%	19.5%	19.4%	19.4%	19.7%
净利润	1.39	1.08	1.35	1.49	1.32	2.12	2.31	2.72	3.16
yoy	57.1%	-22.4%	25.8%	10.1%	-11.4%	60.5%	9.1%	17.4%	16.3%
净利率	7.6%	5.3%	5.5%	5.6%	4.8%	7.5%	7.6%	8.1%	8.4%
归母净利润	1.32	1.01	1.29	1.36	1.16	1.98	2.17	2.58	3.03
yoy	47.3%	-23.1%	27.2%	5.6%	-14.9%	70.7%	10.0%	18.7%	17.5%
(一) 造纸	18.29	20.22	24.56	26.48	27.74	28.22	30.46	31.54	32.63
yoy	4.1%	10.5%	21.5%	7.8%	4.7%	1.8%	7.9%	3.5%	3.5%
毛利率	30.6%	20.5%	17.4%	17.4%	17.8%	19.5%	19.4%	19.1%	18.8%
净利	1.39	1.08	1.35	1.49	1.32	2.12	2.31	2.37	2.28
净利率	7.6%	5.3%	5.5%	5.6%	4.8%	7.5%	7.6%	7.5%	7.0%
产能 (万吨)	23	23	23	23	23	27	31.5	32.1	32.1
销量 (万吨)	15.8	17.7	20.3	20.4	22.7	23.4	26.5	28.6	30.9
yoy	-0.5%	12.0%	15.1%	0.3%	11.4%	3.1%	13.1%	8.0%	7.9%
销量/产能	68.6%	76.8%	88.3%	88.6%	98.7%	86.7%	84.0%	89.0%	96.0%
吨售价 (元)	11,598	11,452	12,092	12,998	12,216	12,052	11,498	11,026	10,575
yoy	4.7%	-1.3%	5.6%	7.5%	-6.0%	-1.3%	-4.6%	-4.1%	-4.1%
吨毛利 (元)	3,548	2,348	2,106	2,260	2,177	2,348	2,226	2,101	1,985
吨净利 (元)	880	610	667	732	582	906	873	827	739
1、烟草工业用纸	13.61	13.69	17.28	18.73	18.72	18.77	19.15	19.53	19.92
yoy	2.4%	0.6%	26.2%	8.4%	-0.1%	0.3%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	37.1%	26.0%	23.6%	24.8%	25.4%	27.5%	27.5%	27.0%	26.5%
其中：卷烟纸销量			4.7	4.7	4.9				
2、机械光泽纸/铝箔衬纸	2.75	2.97	3.65	3.33	3.44	3.25	3.90	4.25	4.59
yoy	7.0%	7.9%	22.7%	-8.7%	3.3%	-5.6%	20.0%	9.0%	8.0%
毛利率	19.2%	19.7%	6.0%	2.4%	8.0%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
铝箔衬纸销量			4.3	4.0	4.6				
3、薄型印刷纸	0.67	0.98	1.07	1.01	1.59	1.28	1.34	1.39	1.44
yoy	-17.2%	44.9%	9.3%	-5.0%	56.8%	-19.2%	4.0%	4.0%	4.0%
毛利率	16.2%	2.8%	2.4%	3.6%	2.0%	-0.7%	2.0%	2.0%	2.0%
4、其他纸	1.11	2.34	2.41	3.09	3.55	4.64	5.80	6.09	6.40
yoy	53.8%	109.9%	2.9%	28.5%	14.8%	30.6%	25.0%	5.0%	5.0%
毛利率	-3.2%	-3.4%	-3.8%	-6.1%	-5.2%	-0.5%	3.0%	4.0%	5.0%
5、其他业务	0.08	0.20	0.16	0.01	0.43	0.28	0.28	0.28	0.28
yoy	-45.0%	143.2%	-21.5%	-95.5%	5997.2%	-35.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	-73.4%	28.4%	33.4%	-25.4%	15.8%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
(二) 烟标								2.19	4.88
yoy									122.9%
毛利率								25.0%	26.0%
销量 (万大箱)								35	75
售价 (元/套)								2.5	2.6
净利								0.35	0.88
净利率								16.0%	18.0%

资料来源：Wind、公司公告，中信建投证券

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,987	2,347	2,919	3,481	4,379
现金	321	617	1,123	1,494	2,173
应收票据及应收账款合计	809	759	821	909	1,011
其他应收款	20	20	23	25	28
预付账款	80	58	71	79	87
存货	748	885	874	966	1,071
其他流动资产	8	7	8	8	9
非流动资产	1,486	1,463	792	396	-323
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	924	1,145	541	64	-437
无形资产	290	272	207	142	76
其他非流动资产	271	46	43	190	37
资产总计	3,473	3,810	3,711	3,877	4,056
流动负债	564	766	349	386	428
短期借款	225	380	0	0	0
应付票据及应付账款合计	221	203	203	225	249
其他流动负债	118	183	146	161	179
非流动负债	258	233	132	70	-16
长期借款	188	190	89	26	-59
其他非流动负债	70	43	43	43	43
负债合计	823	999	481	456	413
少数股东权益	76	76	90	103	116
股本	299	299	330	330	330
资本公积	866	866	1,089	1,089	1,089
留存收益	1,409	1,571	1,721	1,899	2,109
归属母公司股东权益	2,573	2,735	3,140	3,318	3,527
负债和股东权益	3,473	3,810	3,711	3,877	4,056

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	233	267	810	809	849
净利润	132	212	231	272	316
折旧摊销	138	153	672	695	719
财务费用	10	8	12	-2	-7
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-104	-156	-103	-155	-177
其他经营现金流	57	49	-2	-2	-2
投资活动现金流	-301	-110	2	-298	2
资本支出	257	168	0	300	0
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-558	-278	2	-598	2
筹资活动现金流	29	140	-306	-140	-172
短期借款	-73	155	-380	0	0
长期借款	156	2	-101	-62	-85
其他筹资现金流	-54	-17	175	-78	-86
现金净增加额	-40	296	506	371	679

资料来源: Wind、公司公告, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,774	2,822	3,046	3,373	3,750
营业成本	2,279	2,273	2,456	2,717	3,011
营业税金及附加	21	23	23	26	29
销售费用	58	54	58	64	71
管理费用	101	115	97	105	113
研发费用	85	94	96	106	118
财务费用	10	8	12	-2	-7
资产减值损失	-51	-70	-55	-61	-68
信用减值损失	-9	5	-1	-1	-1
其他收益	24	26	24	24	24
营业利润	184	234	277	325	377
营业外收入	2	3	2	2	2
营业外支出	14	0	6	6	6
利润总额	172	236	273	321	373
所得税	40	24	42	49	57
净利润	132	212	231	272	316
少数股东损益	16	14	14	14	13
归属母公司净利润	116	198	217	258	303
EBITDA	319	397	957	1,015	1,085
EPS (元)	0	1	1	1	1

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	4.7	1.8	7.9	10.7	11.2
营业利润 (%)	6.0	27.4	18.5	17.2	16.1
归属于母公司净利润 (%)	-14.9	70.7	10.0	18.7	17.5
获利能力					
毛利率 (%)	17.8	19.5	19.4	19.4	19.7
销售净利率 (%)	4.2	7.0	7.1	7.7	8.1
所得税率 (%)	23.3	10.1	15.4	15.4	15.4
派息比率 (%)	31.0	31.7	30.9	30.9	30.9
ROE (%)	4.5	7.2	6.9	7.8	8.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.7	26.2	13.0	11.8	10.2
净负债比率 (%)	3.5	-1.7	-32.0	-42.9	-61.2
流动比率	3.5	3.1	8.4	9.0	10.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	3.4	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	10.3	11.2	12.1	12.1	12.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.60	0.66	0.78	0.92
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.71	0.81	2.46	2.45	2.58
每股净资产 (最新摊薄)	7.81	8.30	9.53	10.07	10.70
估值比率					
P/E	27.1	15.9	14.4	12.2	10.4
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9

分析师介绍

张舒怡

纺服轻工及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，2023 年加入中信建投证券研究发展部，专注于造纸包装、出口链、黄金珠宝、潮玩个护、纺织制造等消费服务产业研究。

叶乐

纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2025 年、2024 年“金牛奖”纺织服饰行业最佳分析师，2025 年“金麒麟”轻工和纺织服装行业最佳分析师，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育、医美个护、IP 潮玩等消费产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk