

俄乌冲突最新进展如何？

投资要点：

我们在 2026 年 2 月 28 日的报告《从普京的认知及俄罗斯财政状况看俄乌冲突走向》中判断俄乌冲突将在今年内持续，数月过去，俄乌冲突仍未出现重大突破。当前战线总体固化，俄军处于高消耗、低推进状态；乌克兰则通过无人机持续打击俄罗斯能源、军工和后勤目标，提高了俄方的战争成本。战争潜力方面，俄罗斯面临能源设施受损、民众对政府认可度下降、预算赤字扩大等压力；乌克兰则高度依赖欧盟援助，国防开支主导经济，且兵员短缺问题较为突出。与此同时，面对僵局，现有情报显示普京仍倾向于继续乃至升级冲突。综合来看，我们维持冲突大概率延续的判断，并提示需密切关注俄罗斯的动向。

➤ 当前战线固化、乌克兰的无人机打击初具成效

当前战场局势主要呈现四个特点：一是俄军整体仍处于高消耗、低推进状态，2026 年上半年未能取得重大突破，但近期进攻频率明显上升；二是俄军地面行动呈现东部主攻、南北牵制的布局，重点指向哈尔科夫州、卢甘斯克州和顿涅茨克州；三是从冲突以来，俄军在 2022 年快速扩张后推进明显放缓，2025 年虽有所加速，但仍未改变战线总体固化的局面；四是乌克兰的无人机攻势持续打击俄罗斯的能源、军工、后勤和军事目标，提高俄方战争成本，但尚未从根本上削弱其持续作战能力。

➤ 俄罗斯财政压力持续增大、乌克兰陷入兵员短缺

俄罗斯方面，乌克兰对石油基础设施的持续打击已造成原油减产，进一步引发燃料短缺和对普京认可度的下降；与此同时，预算赤字大幅超出目标，财政压力继续加重。兵力方面，俄军当前月度伤亡规模可能已超过新增招募人数。乌克兰方面，财政整体维持战时经济：依赖外部融资，经济增长放缓，国防支出主导经济，财政赤字、政府债务和贸易逆差明显扩大。乌克兰兵员短缺的问题较为严重，乌方正通过提高前线待遇并推行固定期限合同、扩大外籍人员招募和发展无人化作战缓解压力。

➤ 年底前俄乌冲突仍将持续，需留意俄国升级冲突

后续来看，双方仍将维持僵持格局：俄罗斯虽面临财政和兵员压力，但整体仍具备持续作战能力，而乌克兰在财政援助和兵力补充方面面临的约束更为突出。与此同时，现有情报显示普京仍倾向于继续乃至升级冲突，未来数月不排除俄罗斯扩大军事行动的可能。综合判断，俄乌冲突大概率将在 2026 年继续延续，后续需重点关注俄罗斯的动向。

➤ 风险提示

1. 相关信息及情报存在失真或滞后
2. 俄乌冲突存在超预期升级或外溢风险

团队成员

分析师：熊丰(S0210525120008)
xf30937@hfzq.com.cn

相关报告

1. 从普京的认知及俄罗斯财政状况看俄乌冲突走向——2026.02.28



正文目录

一、当前局势	3
二、俄乌后续战争潜力：财政与兵员的视角	8
三、后续展望	19
四、风险提示	20

图表目录

图表 1： 俄乌双方领土推进况，2026 年 1 月-7 月	4
图表 2： 截至 2026 年 7 月 19 日俄乌战场控制区及主要进攻方向	5
图表 3： 俄军在乌克兰年度新增控制区面积，2022-2025	6
图表 4： 乌克兰对俄罗斯打击位置，2025 年 1 月-2026 年 6 月	7
图表 5： 2026 年俄罗斯报告的乌克兰无人机日拦截数量及 7 日移动平均	7
图表 6： 乌克兰对俄罗斯石油及其他关键基础设施的月度袭击次数，2022-2026	8
图表 7： 俄罗斯原油实际日产量与 OPEC+要求产量，2024-2026	9
图表 8： 俄罗斯汽油平均价格，2025 年 7 月-2026 年 6 月	9
图表 9： 2026 年 6 月俄罗斯民众关心事项调查	10
图表 10： 俄罗斯国家发展方向与普京履职认可民调，2020 年 1 月-2026 年 6 月 ..	10
图表 11： 俄罗斯预算赤字变化，2025&2026	11
图表 12： 俄罗斯国家财富基金流动资产变化，2022-2026	11
图表 13： 欧洲四国自俄罗斯亚马尔项目进口 LNG 数量，2021-2026	12
图表 14： 俄军伤亡人数估算，2022 年 2 月-2026 年 6 月	13
图表 15： 俄罗斯在俄乌冲突的死亡人数远高于美国在二战后所有战争的总和	13
图表 16： 乌克兰外部融资占 GDP 比重，2021-2026	14
图表 17： 乌克兰实际 GDP 增长率，2010-2025	14
图表 18： 乌克兰失业率及汇率变化，2010-2025	15
图表 19： 乌克兰 CPI 同比，2010-2025	15
图表 20： 乌克兰国防支出占 GDP 和政府支出的比重，2020-2025	16
图表 21： 乌克兰财政赤字及政府债务占 GDP 比重，2010-2025	16
图表 22： 乌克兰商品贸易逆差及商品贸易占 GDP 比重，2010-2025	17
图表 23： 乌克兰军队人数变化，2020-2025	17
图表 24： 乌克兰出生人口和死亡人口，2011-2025	18
图表 25： 乌军擅离职守和逃兵案件，2022-2025	18



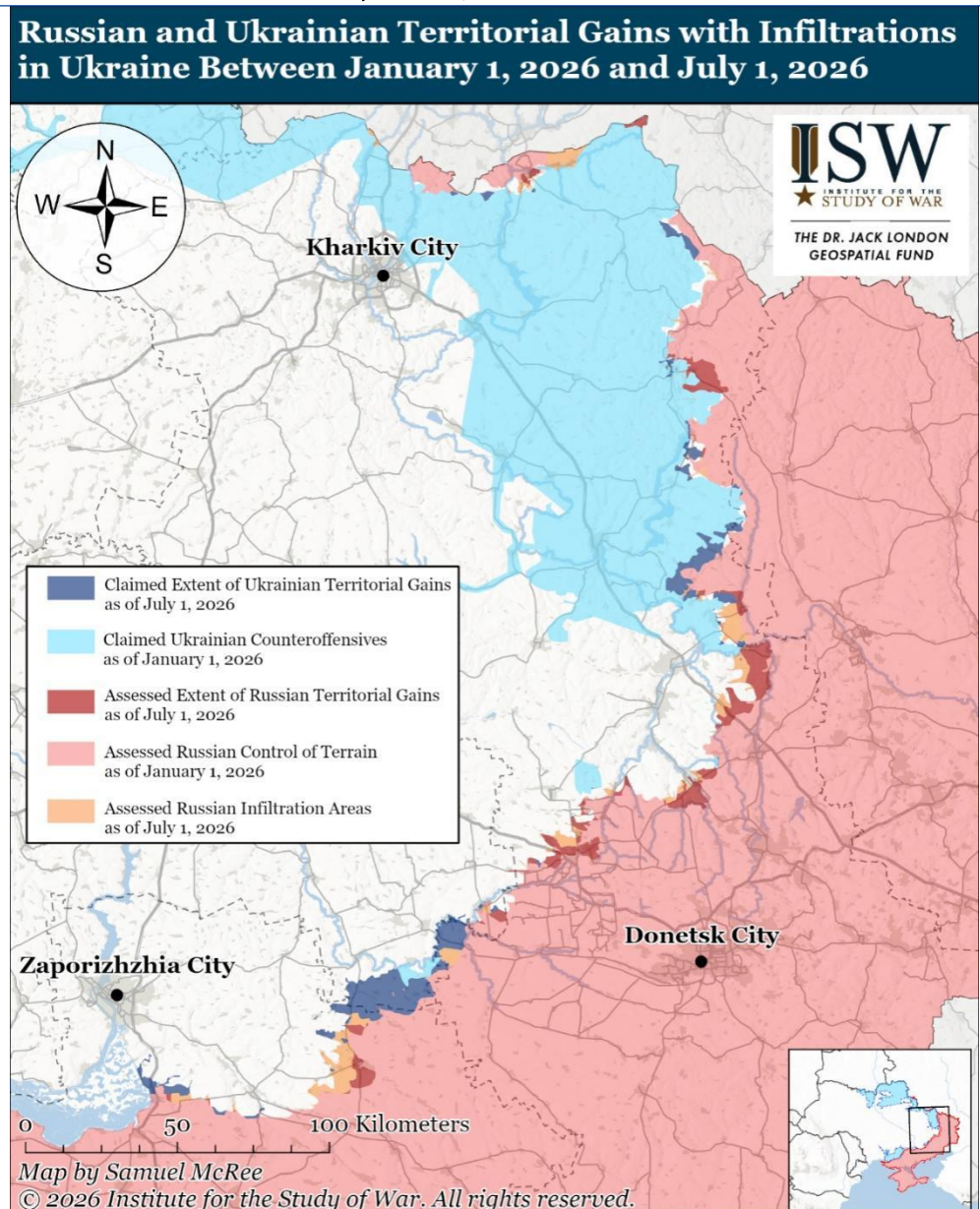
我们在 2026 年 2 月 28 日的报告,《从普京的认知及俄罗斯财政状况看俄乌冲突走向》中对俄乌冲突的后续走向进行了详细分析。当时我们曾判断,俄乌冲突将在今年内继续持续,短期很难见到停战和谈的曙光。数月过去,俄乌冲突仍未出现重大突破,克里姆林宫 7 月 16 日表示,目前看不到立即恢复与乌克兰和平谈判的可能性。虽然战况仍在持续,但战场也出现了很多新的变化。我们将通过这篇报告,对当前局势、双方的财政和兵力情况以及后续走势做最新的介绍和展望。

一、当前局势

我们从战线、俄军实际推进以及乌军的反击策略这几个角度来介绍战场最新的情况。

交战情况上,2026 年上半年消耗很大但未有突破。俄军自 1 月起推进速度放缓,2026 年 1-6 月,俄军推进或渗透的面积仅为 622.6 平方公里。2026 年 6 月,俄军伤亡人数达 39490 人,平均每占领或渗透一平方公里领土便伤亡约 1298 人。相较 2025 年 6 月每平方公里 68 人的伤亡数字,当前俄军的单位面积伤亡率同比飙升逾 19 倍。乌克兰总参谋部数据显示,同期俄军后勤和装备损失急剧扩大,油罐车与油箱损失同比增长 3.8 倍至 12867 辆,各类无人机损失增长 13.3 倍至 60849 架,火炮系统损失增长 1.65 倍至 2053 套。一名在斯拉维扬斯克方向作战的乌克兰军官于 7 月 16 日报告称,俄军近期已将进攻次数从 2026 年春季的每天 5 至 7 次增加到每天 22 至 26 次。

图表 1：俄乌双方领土推进况，2026 年 1 月-7 月

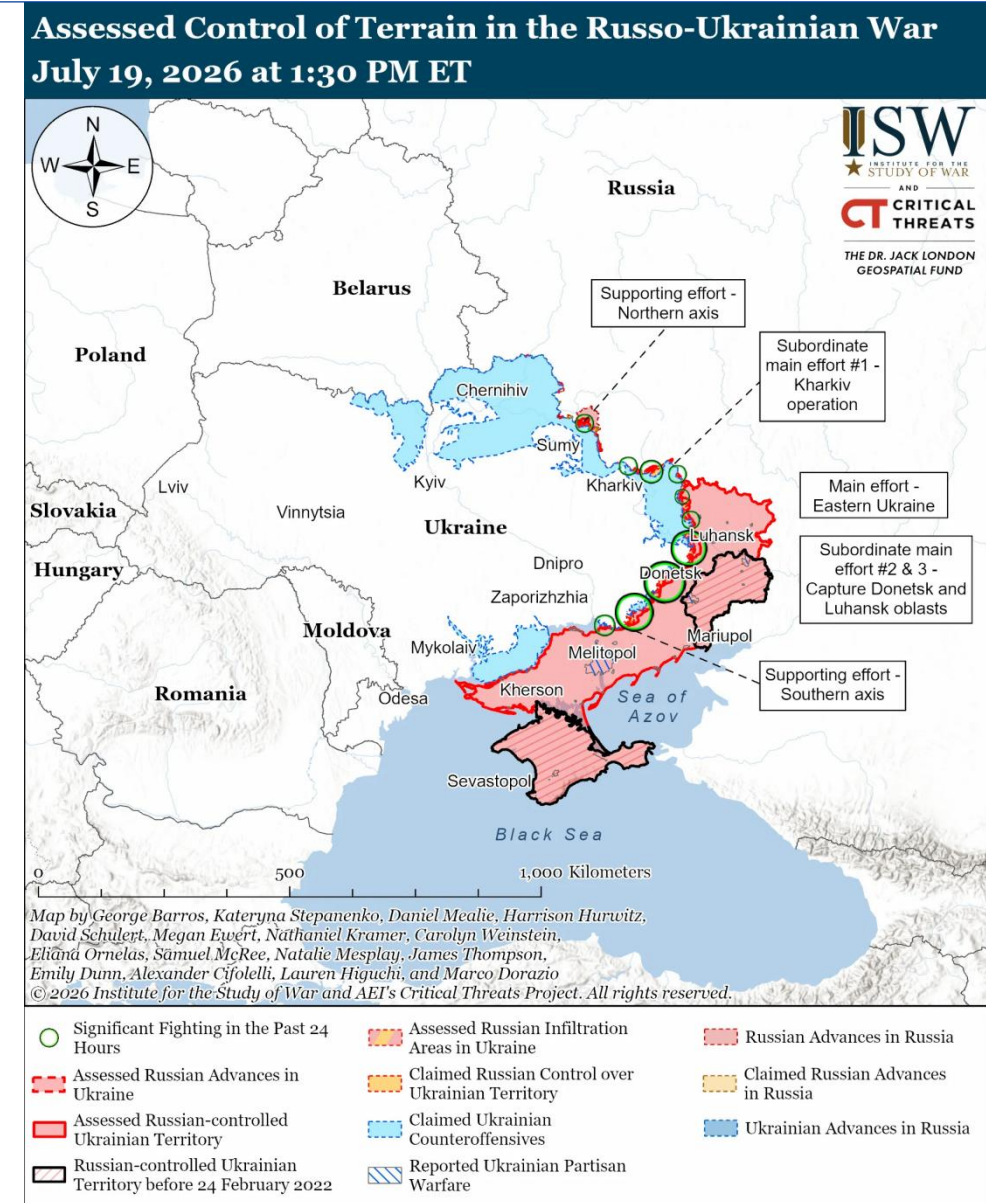


来源：Critical Threats, ISW，华福证券研究所

进攻线路上，俄军地面作战总体呈现南北部支援、东部主攻的布局。其中东部主攻分为三个方向：一是沿别尔哥罗德州与哈尔科夫州边境向南推进，将乌军推离国际边界并争取进入可用身管火炮威胁哈尔科夫市的距离；二是夺取卢甘斯克州剩余地区，向哈尔科夫州东部推进并尝试包围顿涅茨克州北部；三是夺取顿涅茨克州全境，并可能进一步向第聂伯彼得罗夫斯克州推进。北部和南部轴线主要承担牵制及支援作用。



图表 2：截至 2026 年 7 月 19 日俄乌战场控制区及主要进攻方向



来源：Critical Threats, ISW, 华福证券研究所

从开战以来的情况来看，俄军在 2022 年开战初期多线突进夺取大片领土，但此后战线趋于固化。2022 年，俄军从北、东、南三个方向发动进攻，一度逼近基辅，夺取的区域达到约 63,950 平方公里。到了 2023 年，战线逐渐固化，俄军新增控制区仅约 580 平方公里。2024 年，俄军将夺取顿涅茨克州剩余部分和在哈尔科夫州北部建立缓冲区作为主要目标，但最终未能实现。2025 年，俄军新增控制区扩大至约 5,610 平方公里，为 2022 年以来最高。



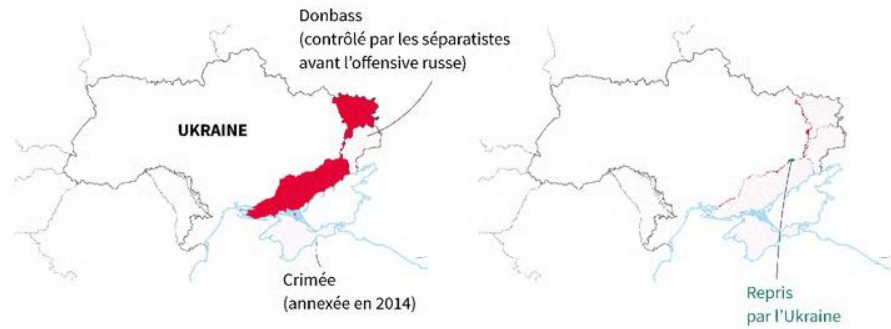
图表 3：俄军在乌克兰年度新增控制区面积，2022-2025

Ukraine : l'armée russe a accéléré en 2025

Territoires ayant basculé du côté russe de la ligne de front, chaque année, depuis le début de la guerre

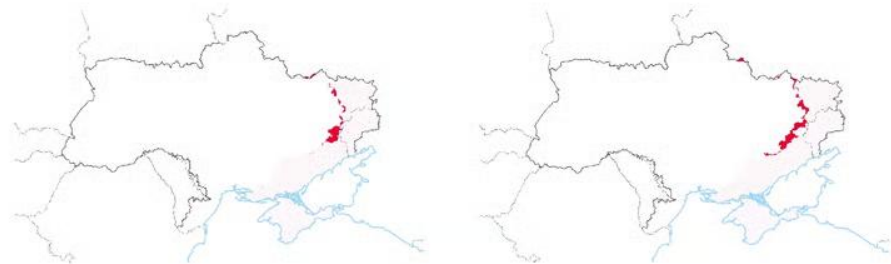
2022 : 63 950 km² d'avancées russes

2023 : + 580 km²



2024 : + 4 000 km²

2025 : + 5 610 km²



Source : Institute for the Study of War and AEI's Critical Threats Project

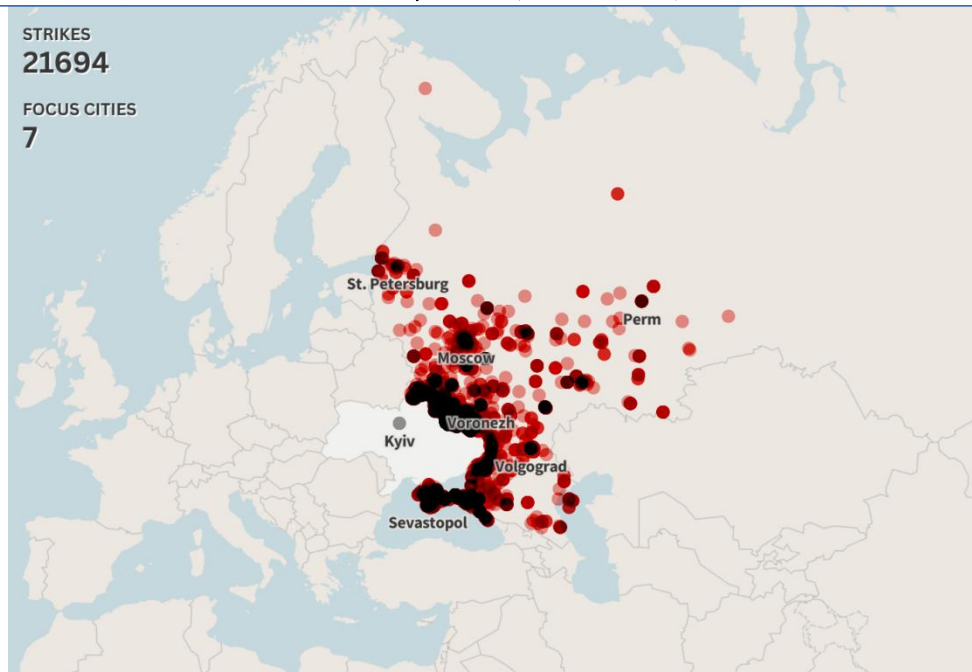
Données cartographiques : OSM

AFP

来源：AFP，ISW，AEI CTP，OpenStreetMap，Corse Matin，华福证券研究所

乌克兰方面则通过远程打击提高了俄罗斯战争成本。乌克兰的无人机主要打击俄罗斯的四类目标：一是能源基础设施，例如炼油厂、泵站、燃料储存设施和油轮；二是工厂，例如导弹和无人机生产设施、微电子工厂和半导体工厂；三是后勤目标，例如铁路、公路、桥梁和弹药库，以及运输军事物资的车辆和货运列车；四是军事基地和其他军事目标，例如总部、指挥机构、舰船、飞机、雷达、防空系统、无人机发射阵地和电子战系统等。这些打击给俄罗斯的后勤补给以及财政带来了挑战，但尚未从根本上削弱其持续作战能力。

图表 4：乌克兰对俄罗斯打击位置，2025 年 1 月-2026 年 6 月



来源：CSIS，华福证券研究所

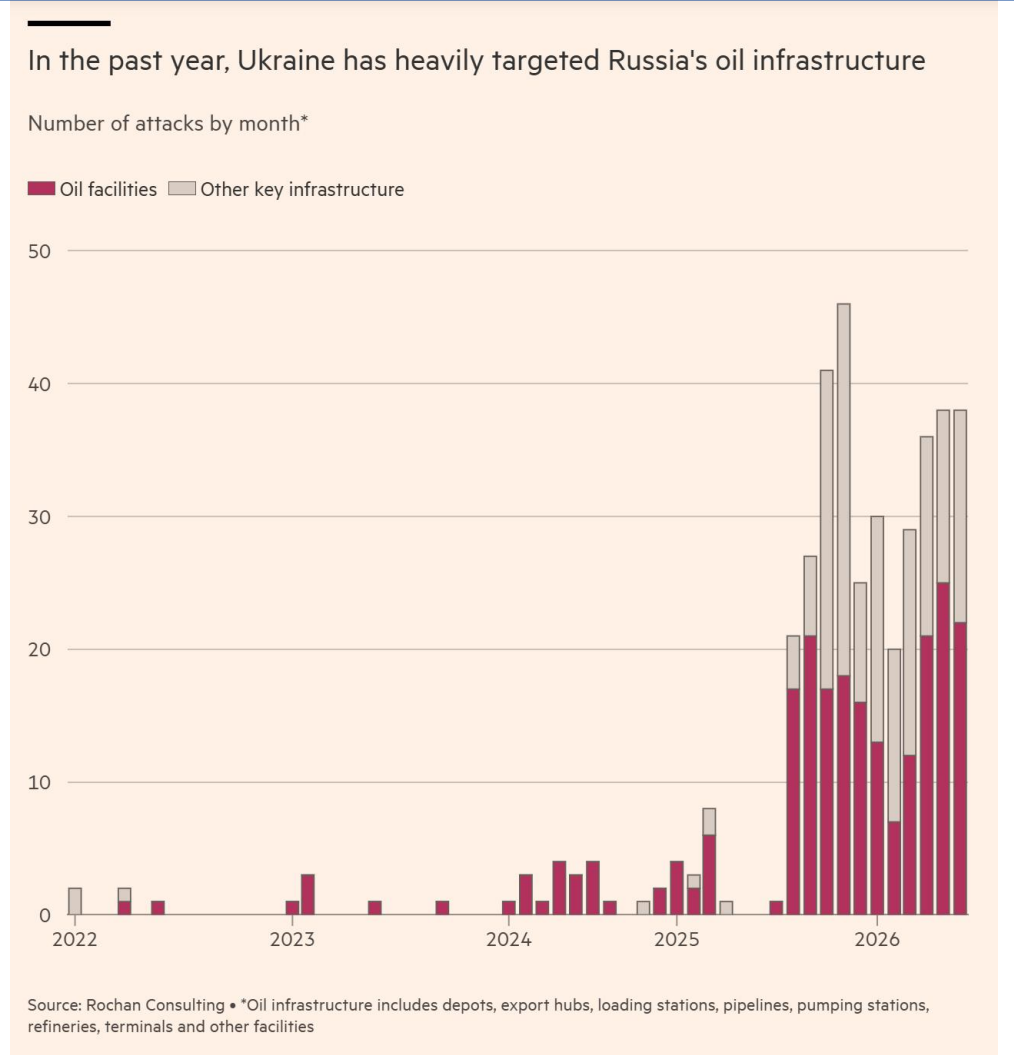
图表 5：2026 年俄罗斯报告的乌克兰无人机日拦截数量及 7 日移动平均



来源：俄罗斯国防部，金融时报，华福证券研究所



图表 6：乌克兰对俄罗斯石油及其他关键基础设施的月度袭击次数，2022-2026



来源：Rochan Consulting，金融时报，华福证券研究所

二、俄乌后续战争潜力：财政与兵员的视角

俄罗斯：财政压力持续增大，拖累普京支持率

我们在 2 月 28 日发布的《从普京的认知及俄罗斯财政状况看俄乌冲突走向》中详细拆解了俄罗斯的经济状况，结论是：俄罗斯长期财政虽承压但尚未失衡。半年多过去了，我们维持这一判断，但新的风险点在不断浮现：

第一，由于乌克兰持续袭击俄罗斯的石油基础设施，俄罗斯 6 月份的原油产量降至两年半以来的最低水平。据彭博社 7 月 14 日的报道，过去 100 天，乌方对俄燃料生产设施实施了约 50 次打击，波及 34 家大型炼油厂中的至少 24 家。6 月份俄罗斯的石油日产量比其与 OPEC 及其盟友达成的协议产量低 83.4 万桶，比 5 月份的产量低 6.1 万桶。

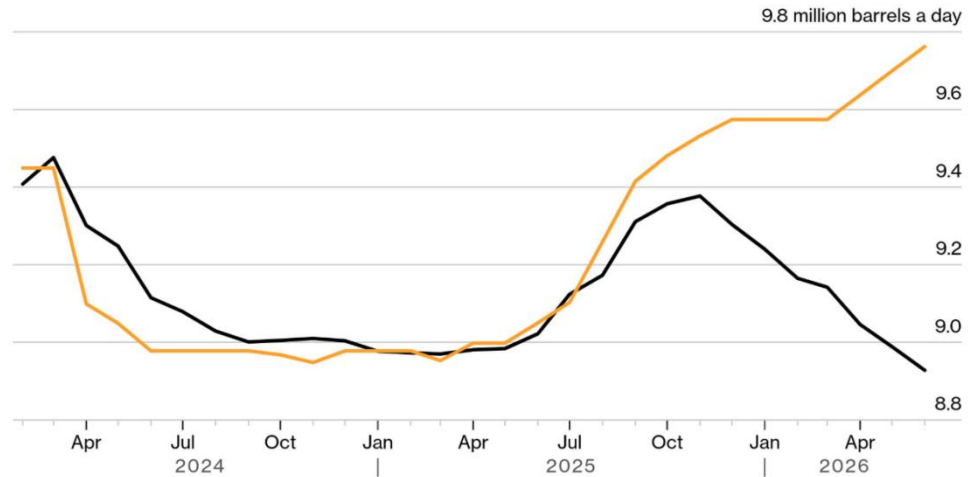


图表 7：俄罗斯原油实际日产量与 OPEC+要求产量，2024-2026

Lagging Behind

Russia's June daily crude output fell short of its OPEC+ quota by 834,000 barrels

Required output, including compensation cuts / Actual output, based on secondary sources



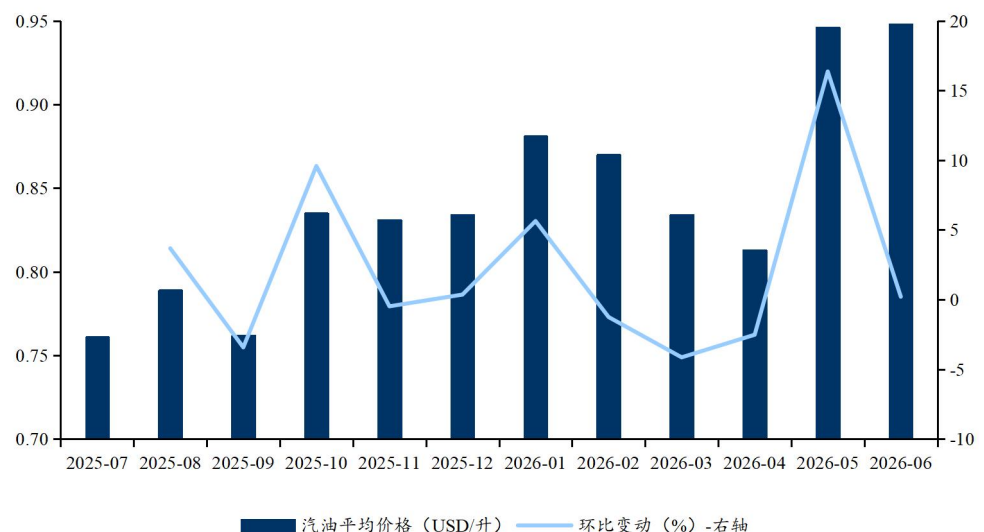
Source: OPEC Monthly Oil Market Report, Bloomberg calculations

Bloomberg

来源：Bloomberg，OPEC，华福证券研究所

第二，俄罗斯炼油能力受损正向居民端扩散，燃料短缺和价格上涨加重了民众生活负担，并降低民众对政府的信心。路透社在 2026 年 7 月 16 日报道，由于乌克兰袭击炼油厂扰乱了供应，燃料短缺已波及俄罗斯 11 个时区，多地出现排队、限购和异常高价。民调显示，汽油短缺和涨价以 22% 的提及率成为 6 月最受关注事件之一，同期普京工作认可度由 5 月的 79% 降至 74%，认为国家发展方向正确的比例由 61% 降至 52%。

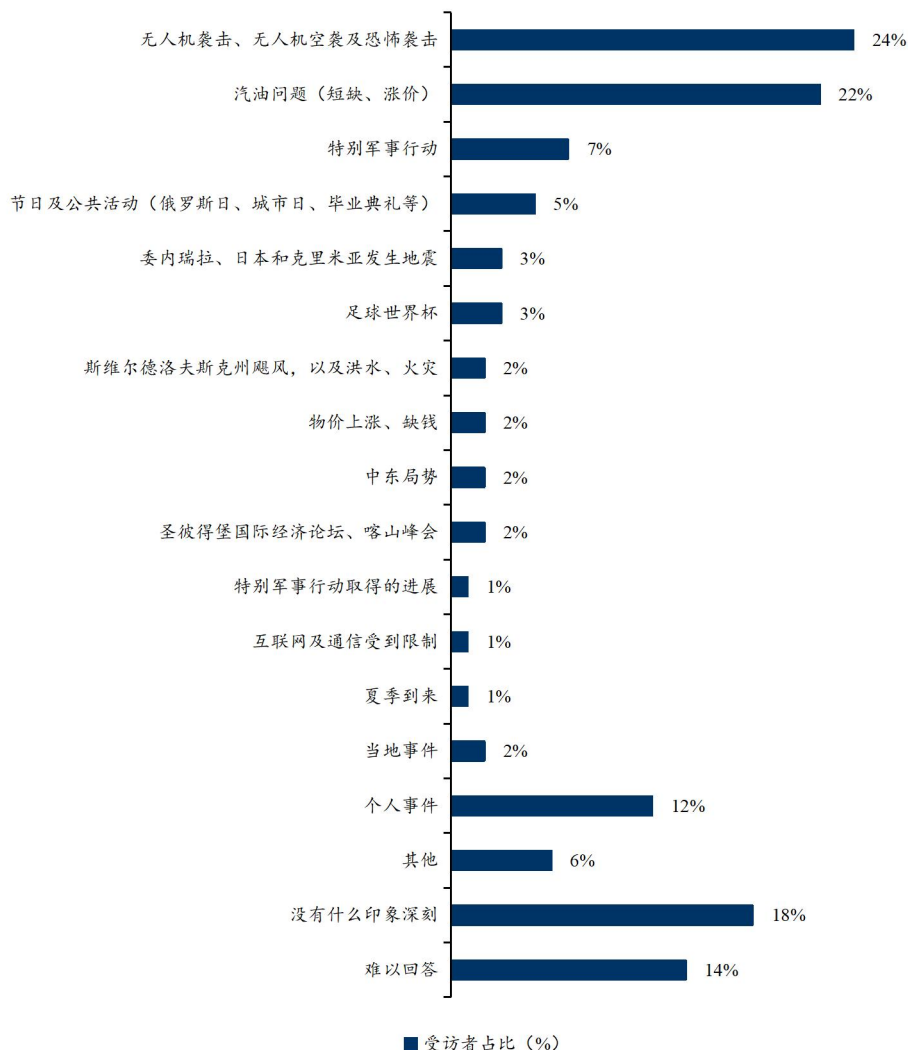
图表 8：俄罗斯汽油平均价格，2025 年 7 月-2026 年 6 月



来源：Trading Economics，华福证券研究所

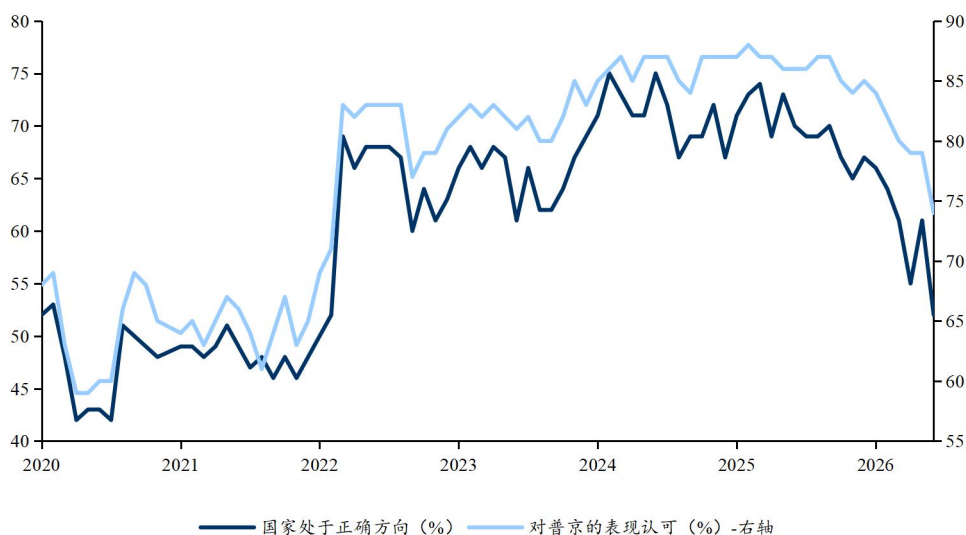


图表 9：2026 年 6 月俄罗斯民众关心事项调查



来源：列瓦达中心，华福证券研究所

图表 10：俄罗斯国家发展方向与普京履职认可民调，2020 年 1 月-2026 年 6 月

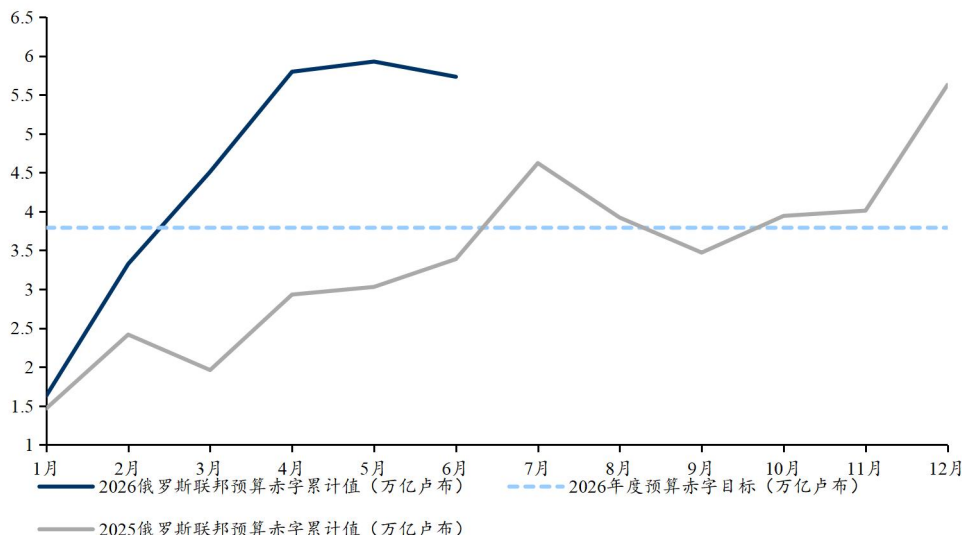


来源：列瓦达中心，华福证券研究所



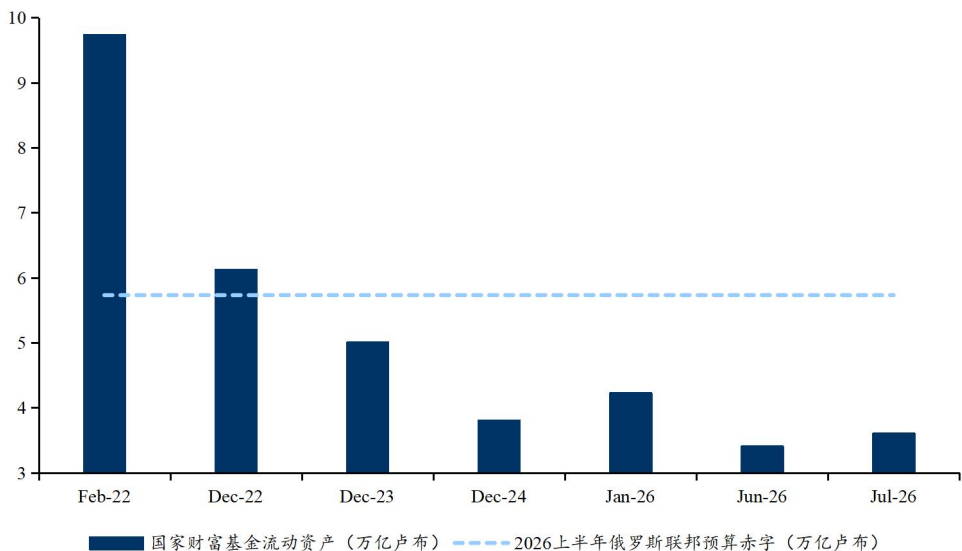
第三，俄罗斯预算赤字严重超支，财政状况进一步恶化。2026 年前 6 个月，俄罗斯预算赤字已经达到 5.73 万亿卢布，远超去年同期 3.39 万亿卢布，也远超其年初设定的 3.79 万亿卢布的预算赤字目标，俄罗斯国家财富基金的流动资产已经低于上半年的预算赤字。

图表 11：俄罗斯预算赤字变化，2025&2026



来源：ifind, ConsultantPlus, 华福证券研究所

图表 12：俄罗斯国家财富基金流动资产变化，2022-2026



来源：芬兰银行，路透社，ifind, TASS, 华福证券研究所

但俄罗斯也不全是坏消息，欧盟对俄罗斯天然气的依赖，以及内部在对俄制裁问题上的分歧，均对俄罗斯构成利好。2026 年上半年，欧盟从俄罗斯亚马尔 LNG 项目进口量达创纪录的 989 万吨，同比增长 18%，几乎吸收了该设施的全部产量。

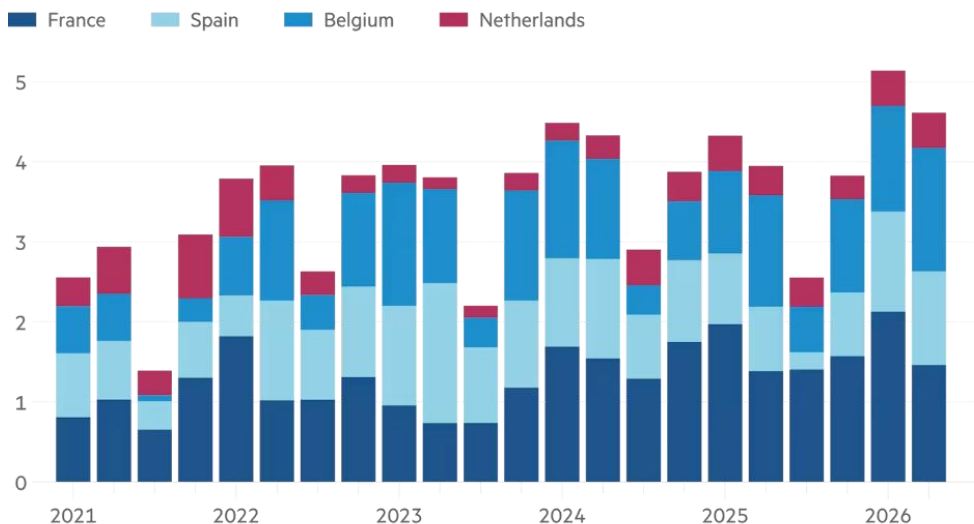


但欧盟对俄长期 LNG 合同禁令将于 2027 年 1 月 1 日生效，同年晚些时候，管道天然气也将被禁止。

图表 13：欧洲四国自俄罗斯亚马尔项目进口 LNG 数量，2021-2026

Yamal LNG exports to Europe reached record levels

million tonnes per quarter



Source: Kpler

来源：Kpler，金融时报，华福证券研究所

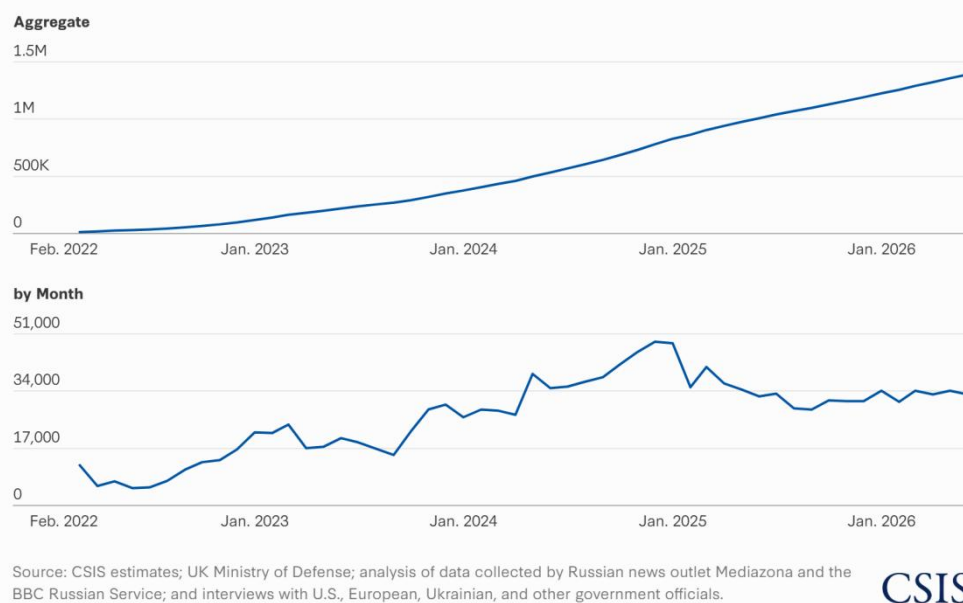
与此同时，欧盟 7 月 15 日未能批准第 21 轮对俄制裁方案，使限制俄罗斯石油收入的关键工具面临失效风险。欧盟于 2022 年建立俄罗斯石油价格上限制度，规定售价超过上限的俄罗斯海运石油不得使用欧洲企业提供的航运、保险等服务；在第 18 轮制裁方案中，欧盟将上限设定为前 22 周乌拉尔原油平均市场价的 85%，并每六个月定期审查。2026 年初，上限被下调至每桶 44.10 美元；但此后国际油价上涨，欧盟原计划将上限继续锁定在 44.10 美元，但第 21 轮对俄制裁方案未能获得成员国一致支持。若无法锁定 44.10 美元的价格，俄罗斯将能以更高的价格出售石油，财政压力将减轻。

兵力状况上，日益严重的伤亡问题已经对俄罗斯造成压力。2022 年 2 月至 2026 年 6 月期间，俄军战场伤亡人数约达 140 万。据 CSIS 在 7 月 1 日估计，2026 年，俄军每月伤亡人数约为 3 万至 3.4 万人，很可能已经超过每月约 2.7 万名新兵的招募规模。



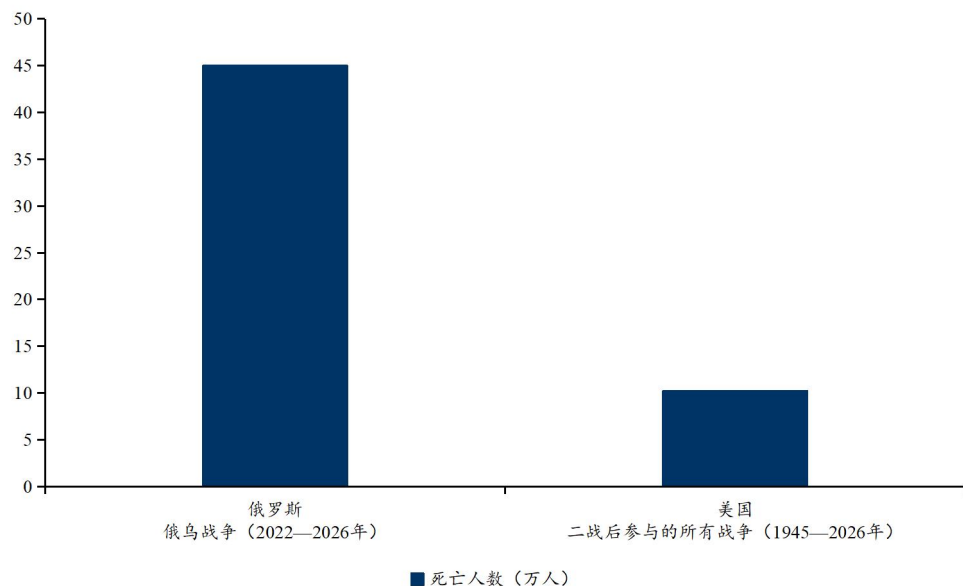
图表 14：俄军伤亡人数估算，2022 年 2 月-2026 年 6 月

Figure 3: Estimate of Russian Casualties (Killed, Wounded, and Missing), February 2022–June 2026



来源：CSIS，英国国防部，Mediazona 与 BBC 俄语部所收集数据，以及对美国、欧洲、乌克兰等政府官员的访谈，华福证券研究所

图表 15：俄罗斯在俄乌冲突的死亡人数远高于美国在二战后所有战争的总和



来源：CSIS，美国国防部，“战争相关因素”数据库，华福证券研究所

乌克兰：欧盟援助为乌克兰托底，但兵力短缺

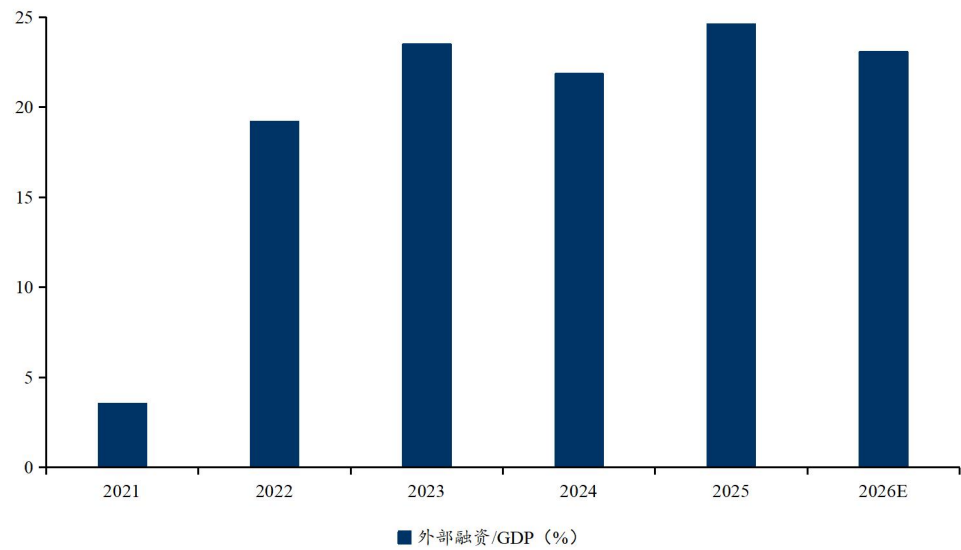
财政上，乌克兰高度依赖外部援助，维持着战时财政结构：

资金来源上，乌克兰依赖西方援助维持运转。冲突发生以前，乌克兰的外部融资占 GDP 比重仅为 3.54%，而到了 2022 年，这一数据就达到了 19.20%，此后均维



持高位。欧盟理事会于4月23日通过了对乌克兰900亿欧元的贷款，用于满足乌克兰2026-2027年的财政预算和国防工业能力建设需求。

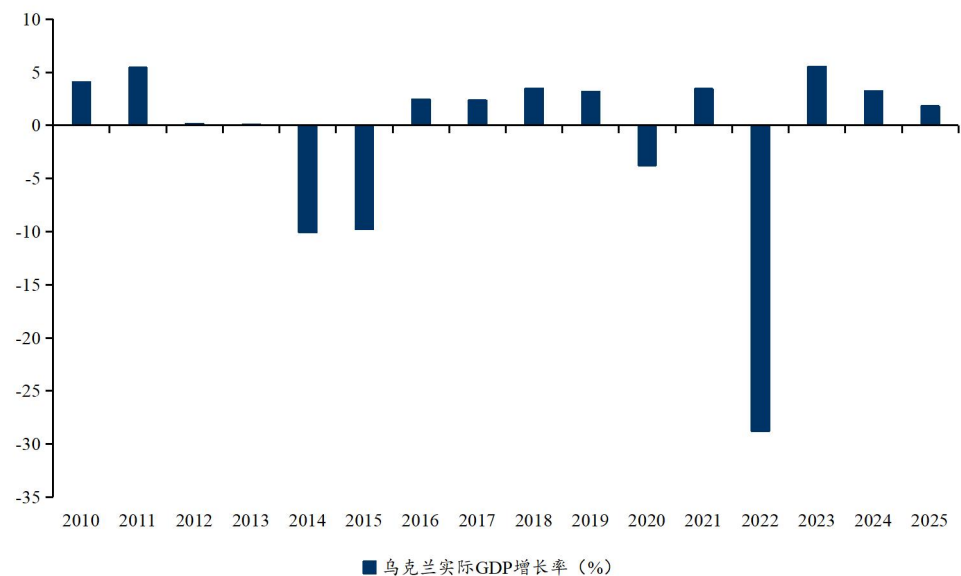
图表 16：乌克兰外部融资占 GDP 比重，2021-2026



来源：ifind，乌克兰财政部，世界银行，IMF，华福证券研究所

但乌克兰目前经济增长动能减弱，失业率仍处高位，汇率持续承压。实际 GDP 增速在 2022 年骤降，2023 年回升后，在 2024 年和 2025 年持续放缓。失业率在 2022 年升至 24.5%，此后逐步回落，但仍处高位。与此同时，美元兑格里夫纳年平均汇率由 2021 年的约 27 进一步升至 2025 年的约 42。此外，乌克兰通胀波动较大，一直偏高。

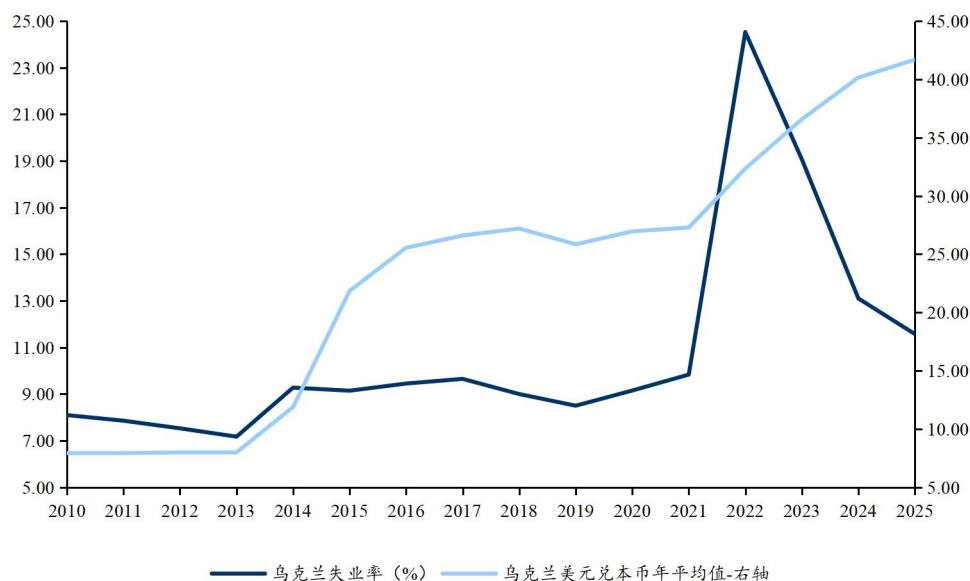
图表 17：乌克兰实际 GDP 增长率，2010-2025



来源：ifind，华福证券研究所

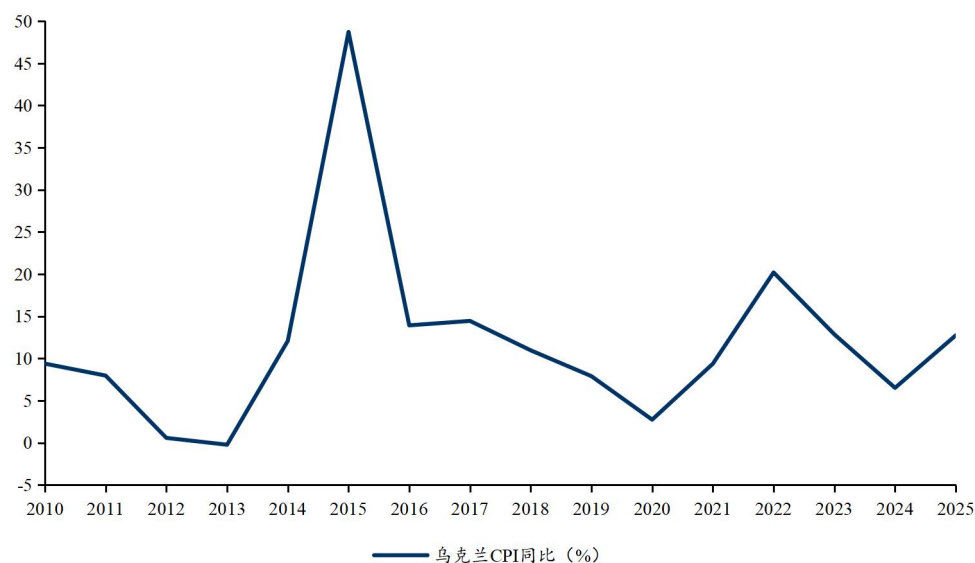


图表 18：乌克兰失业率及汇率变化，2010-2025



来源：ifind，华福证券研究所

图表 19：乌克兰 CPI 同比，2010-2025

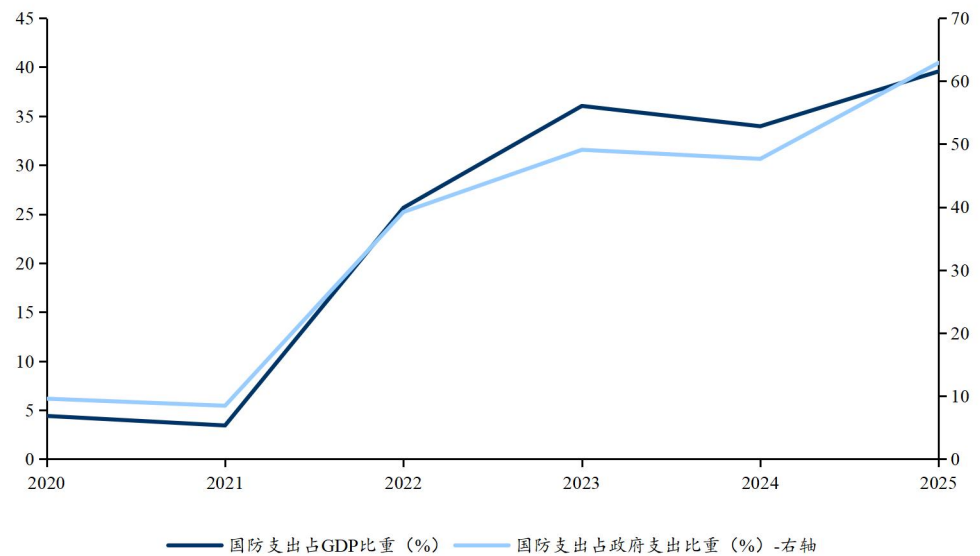


来源：ifind，华福证券研究所

经济结构上，国防支出主导乌克兰整个经济体的产出以及政府支出。乌克兰的国防支出高企，2025 年占到了 GDP 的 39.56%，占政府支出的 62.90%。



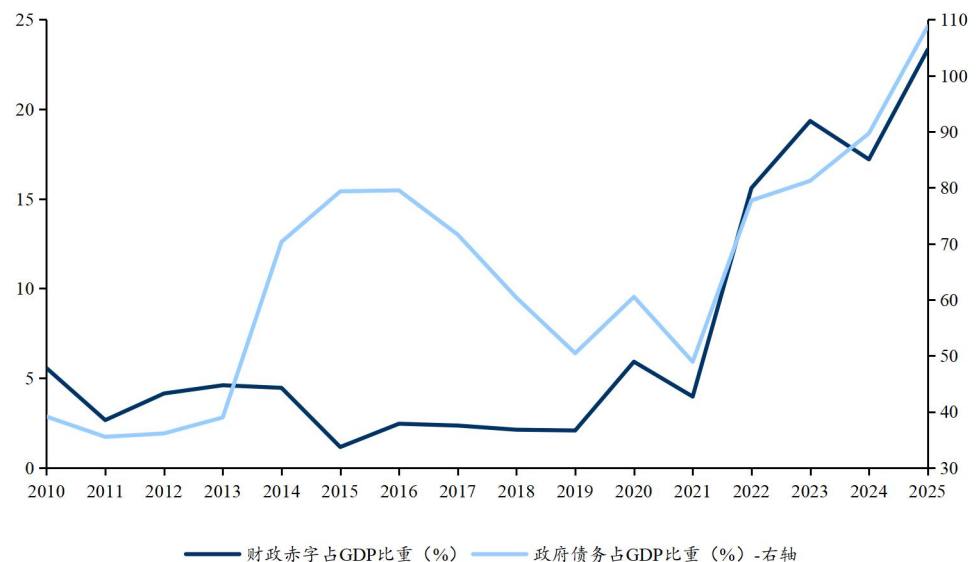
图表 20：乌克兰国防支出占 GDP 和政府支出的比重，2020-2025



来源：ifind，华福证券研究所

从财政角度看，俄乌冲突后乌克兰财政收支与债务状况明显恶化。财政赤字占 GDP 比重由 2021 年迅速扩大，2025 年升至 23.3%，同期全球总体水平仅为 5%。政府债务率也由 2021 年的 48.9% 攀升至 2025 年的 108.7%，同期全球总体水平为 93.9%。

图表 21：乌克兰财政赤字及政府债务占 GDP 比重，2010-2025

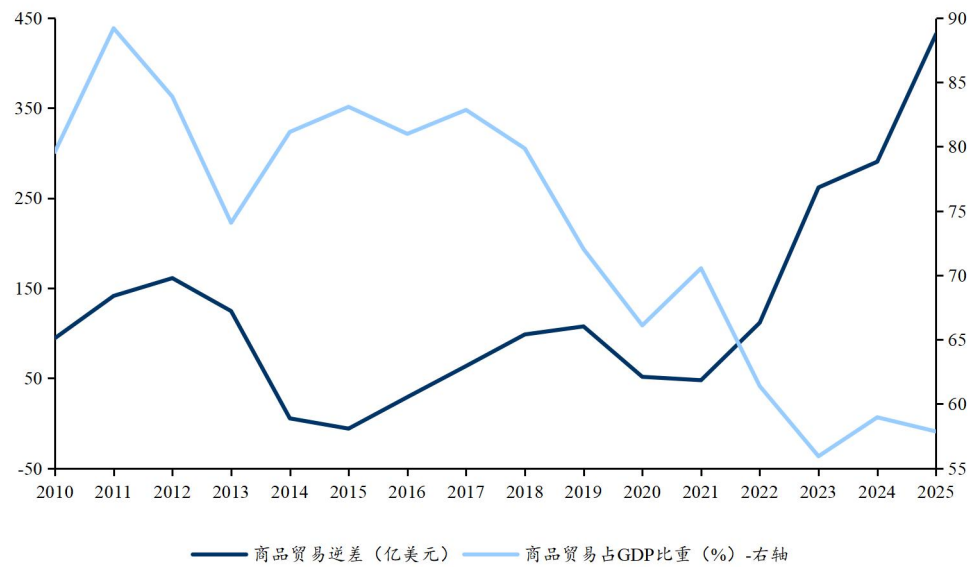


来源：IMF，华福证券研究所

贸易上，乌克兰商品贸易规模相对于经济总量明显收缩，同时外贸失衡程度有所加深。商品贸易占 GDP 比重由 2021 年的约 70.5% 降至 2023 年的约 56%，2025 年仍不足 60%。与此同时，商品贸易逆差由 2021 年的约 48 亿美元扩大至 2025 年的约 432 亿美元。



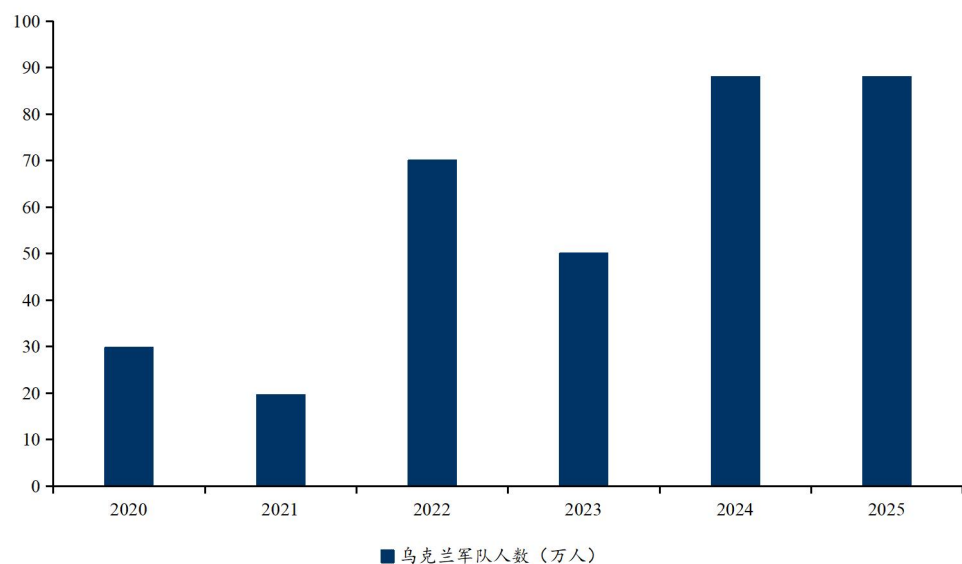
图表 22：乌克兰商品贸易逆差及商品贸易占 GDP 比重，2010-2025



来源：ifind，华福证券研究所

兵力状况上，乌克兰目前存在持续的兵员短缺。波兰东方研究中心（OSW）6月15日的分析称，兵员短缺已成为乌军面临的最严重挑战之一；其4月3日指出，乌军各旅平均编制充足率仅为40%-60%，直接在前线作战的人员不超过编制的20%-30%。

图表 23：乌克兰军队人数变化，2020-2025



来源：Trading Economics、欧洲议会研究服务处、维基百科、The Ukrainian Review、Ukrainska Pravda 及 The Kyiv Independent，华福证券研究所

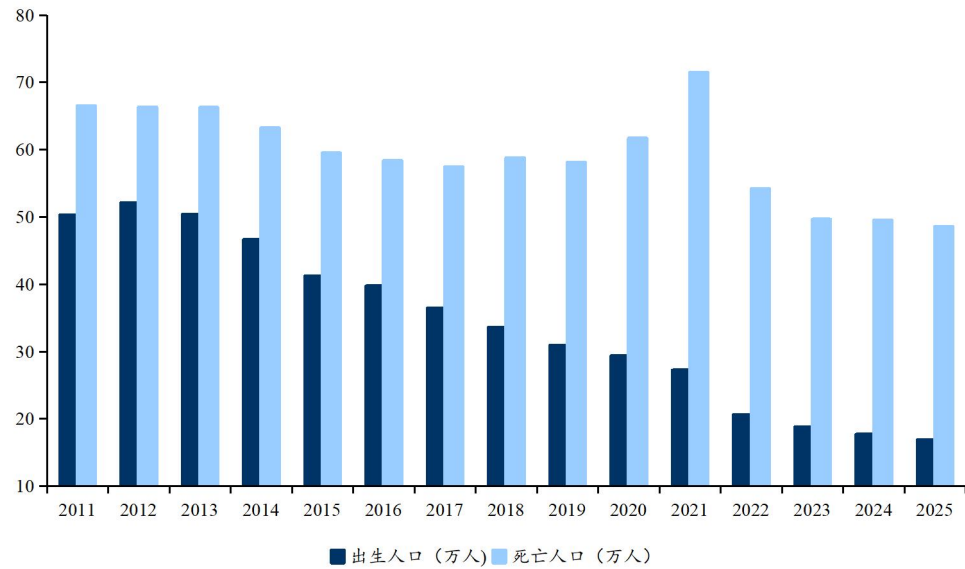
乌克兰的兵力短缺主要有三大原因：

第一，长期人口下降与经济用工需求减少了乌克兰的兵员储备。2025年，乌克兰出生人口仅16.9万，死亡人口达到48.5万。此外，由于企业劳动力短缺，2025年



有约 130 万名关键企业员工获得延缓征召资格。

图表 24：乌克兰出生人口和死亡人口，2011-2025

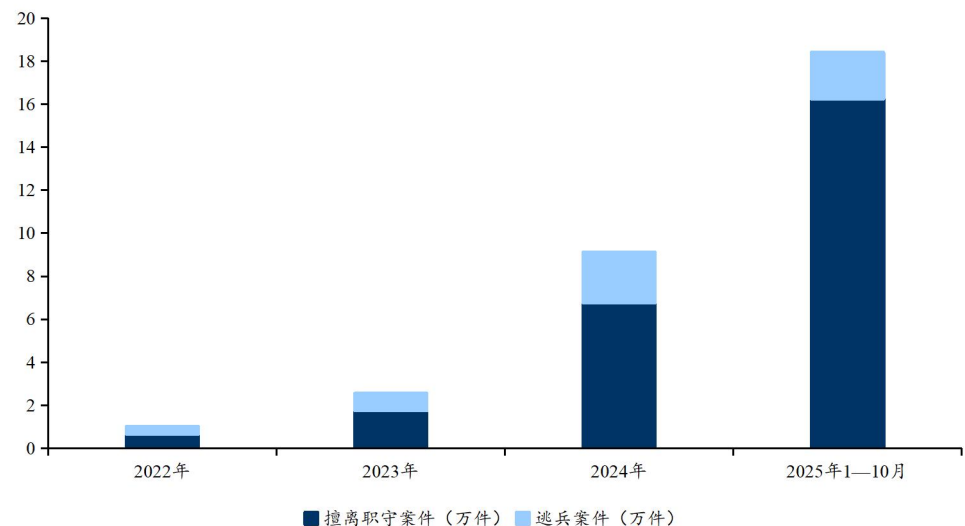


来源：维基百科，华福证券研究所

第二，对训练、指挥和服役规则的不信任削弱了征兵吸引力。波兰东方研究中心 6 月 15 日的分析指出，潜在征召对象担心被直接派往高风险突击部队，而训练不足、前线部队缺乏正常轮换以及征兵腐败进一步削弱了参军和继续服役的意愿，大量人员逃避兵役。乌克兰国防部长费多罗夫表示，有约 200 万名适龄乌克兰人被通缉、涉嫌逃避征召。

第三，现役人员长期疲劳，擅离职守和逃兵问题加重。波兰东方研究中心 4 月 3 日的分析指出，长期人员短缺导致士兵疲惫不堪，进而引发逃兵现象。2025 年前 10 个月，擅离职守案件高达 16 万件，逃兵案件达到 2 万件。

图表 25：乌军擅离职守和逃兵案件，2022-2025



来源：乌克兰新声，华福证券研究所



乌克兰正通过改善服役条件、拓宽招募渠道和扩大无人化作战缓解兵力短缺。

路透社 6 月 12 日的报道提到，乌克兰计划将前线步兵平均月薪提高至 30 万格里夫纳（约 7000 美元），高于此前的 10 万至 15 万格里夫纳，并通过固定期限合同提高高风险岗位的吸引力。作为对比，2026 年，俄罗斯士兵的月薪约为 2700 美元，低于乌克兰提高月薪前的标准，远低于乌克兰新的月薪标准。

其次，乌克兰通过招募外籍人士缓解兵力短缺，泽连斯基 6 月 12 日表示，已指示为招募外籍志愿人员创造更多机会，相关招募渠道将增加。此外，乌克兰已经在利用无人机、地面机器人、传感器网络、雷区以及由无人系统引导的火炮来替代步兵。

三、后续展望

总体来看，目前俄乌仍处在僵持，俄罗斯在前线缓慢推进，而乌克兰则通过开辟敌后战场对俄罗斯的财政和能源状况造成打击。财政上，俄罗斯的财政状况尚能维持，且欧盟对俄罗斯的 LNG 仍有依赖、欧盟内部对制裁意见并不统一；反观乌克兰，其高度依赖欧盟的支持。兵力上，双方都遇到短缺问题，但乌克兰无疑更为严重。

情报显示，普京倾向于升级冲突。据路透社 7 月 9 日的报道，普京拒绝与乌克兰进行和谈，近期乌方对俄炼油厂及港口的无人机袭击反而强化了其继续作战的决心，未来几个月冲突升级的可能性很高。消息人士表示，普京近期驳回了顾问提出的沿当前战线停火的妥协方案，并认为俄军很快将拿下顿巴斯。乌克兰情报显示普京正在准备新的军事行动，甚至可能包括对另一个欧洲国家的攻击。

综上，我们维持对俄乌冲突大概率会在 2026 年延续的基本判断。同时，我们认为后续应当密切注意俄罗斯的动向。若军事打击范围扩大、烈度上升，或冲突外溢至更多国家，可能显著推高地缘政治风险，并加剧全球能源价格与金融市场波动。



四、风险提示

1. 相关信息及情报存在失真或滞后
2. 俄乌冲突存在超预期升级或外溢风险

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：hfyjs@hfzq.com.cn