

延续稳健增长，海外表现亮眼

华泰研究

2025年8月13日 | 中国内地

中报点评

饮料

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

1,945.58

龚源月

SAC No. S0570520100001
SFC No. BQL737

研究员

gongyuanyue@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

宋英男

SAC No. S0570523100004
SFC No. BVO704

研究员

songyingnan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

公司公告 2025 年半年报, 25H1 总营收/归母净利 910.9/454.0 亿, 同比+9.2%/+8.9%; 25Q2 总营收/归母净利 396.5/185.6 亿, 同比+7.3%/+5.2%。公司顺利完成上半年目标, 延续高质量发展经营态势, 为实现全年 9% 收入增长目标打下坚实基础。上半年公司克服外部不利因素, 积极提振市场信心, 产品矩阵日趋完善, 国内国际同步发力, 市场经营也日趋精细化。我们认为领先的品质和品牌优势、日趋精细化的量价策略和公司治理、海外市场的持续开拓将助力公司经营势能向上, 维持“买入”。

Q2 茅台酒稳健增长，直营比例同比提升，海外市场加速开拓

25H1 茅台酒/系列酒营收 756/138 亿(同比+10%/+5%), 25Q2 营收 320/67 亿(同比+11%/-7%)。二季度飞天茅台批价有所松动, 主要受电商冲击及政策收紧等边际因素影响, 系列酒受需求影响 Q2 同比也略有下滑; 公司主动克制供给, 使用更精细化量价策略, 运用双渠道优势优化渠道。分渠道看, 25H1 直销/批发营收同比分别+19%/+3%, 25Q2 营收同比分别+17%/+2%, Q2 直销收入占比同比提升(营收占比同比+3.4 pct 至 43%), 其中 i 茅台 25H1 实现不含税收入 108 亿(同比+5%)。此外, 公司加大海外市场扩张力度, 25H1 国内/海外营收 865/29 亿元(同比+9%/+31%)。

25H1 盈利能力保持稳健，合同负债护航公司稳健前行

25H1 毛利率同比-0.4pct 至 91.5% (Q2 同比-0.3pct 至 90.6%) ; 25H1 销售费用率同比+0.4pct 至 3.6% (Q2 同比+0.5pct 至 4.5%) , 主要系市场营销投入增加所致; 25H1 管理费用率同比-0.5pct 至 4.1% (Q2 同比-0.3pct 至 4.5%) ; 25H1 税金及附加率同比-0.9pct 至 15.3% (Q2 同比+0.1pct 至 17.1%) ; 最终 25H1/Q2 归母净利率同比-0.1/-0.9pct 至 49.8%/46.8%。同时, 公司现金流表现稳健, 25H1 销售回款 950.9 亿元(同比+9.2%) ; 经营性净现金流 131.2 亿元(同比-64.2%) , 主因旗下财务公司吸收存款减少等因素影响。25Q2 末, 公司合同负债 55.1 亿元, 同比/环比分别-45/-33 亿元, 充足的合同负债“蓄水池”提升公司抗风险能力。

看好公司延续高质量增长，维持“买入”评级

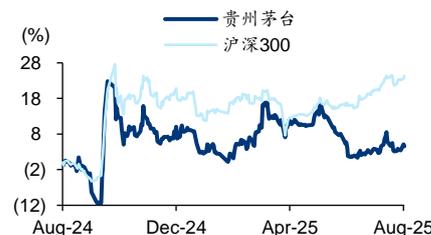
公司作为行业龙头, 治理更趋市场化和精细化, 前期批价和股价波动也释放了市场风险, 未来高质量发展可期。我们维持 25-27 年盈利预测, 预计 25-27 年 EPS 74.83/81.59/89.29 元, 参考可比公司 25 年平均 PE 18x (Wind 一致预期), 作为强品牌力龙头, 维持其 25 年 26x PE, 维持目标价 1945.58 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 消费需求不达预期, 食品安全问题。

基本数据

| | |
|----------------------|-----------------|
| 目标价(人民币) | 1,945.58 |
| 收盘价(人民币 截至 8 月 12 日) | 1,437 |
| 市值(人民币百万) | 1,805,206 |
| 6 个月平均日成交额(人民币百万) | 4,675 |
| | 1,261.00-1,748. |
| 52 周价格范围(人民币) | 00 |
| BVPS(人民币) | 189.98 |

股价走势图



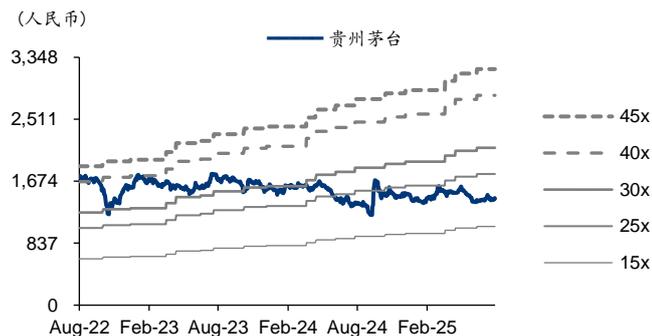
资料来源: Wind

经营预测指标与估值

| 会计年度(人民币) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 174,144 | 189,817 | 207,375 | 226,785 |
| +/-% | 15.66 | 9.00 | 9.25 | 9.36 |
| 归属母公司净利润(百万) | 86,228 | 94,006 | 102,495 | 112,160 |
| +/-% | 15.38 | 9.02 | 9.03 | 9.43 |
| EPS(最新摊薄) | 68.64 | 74.83 | 81.59 | 89.29 |
| ROE(%) | 36.91 | 35.45 | 33.58 | 31.60 |
| PE(倍) | 20.94 | 19.20 | 17.61 | 16.09 |
| PB(倍) | 7.74 | 6.88 | 6.01 | 5.19 |
| EV EBITDA(倍) | 14.59 | 13.07 | 11.84 | 10.50 |
| 股息率(%) | 3.58 | 3.58 | 3.58 | 3.58 |

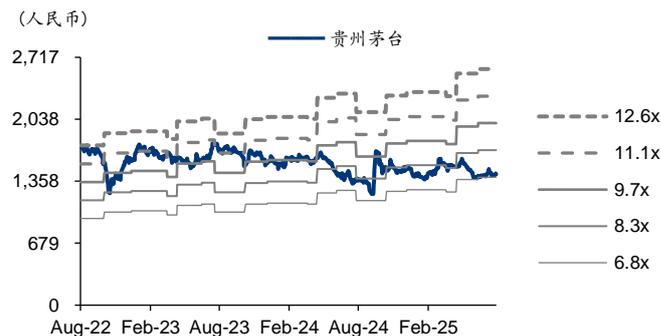
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 贵州茅台 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表2: 贵州茅台 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表3: 估值表

| 公司代码 | 公司简称 | 股价 (元) | PE (倍) | | | | EPS (元) | | | |
|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
| 000858 CH | 五粮液 | 123.19 | 16 | 15 | 14 | 13 | 7.78 | 8.21 | 8.62 | 9.17 |
| 600809 CH | 山西汾酒 | 186.80 | 22 | 19 | 17 | 15 | 8.56 | 10.04 | 10.97 | 12.11 |
| 000568 CH | 泸州老窖 | 125.43 | 14 | 14 | 13 | 13 | 9.02 | 9.18 | 9.35 | 10.02 |
| 000596 CH | 古井贡酒 | 146.28 | 17 | 14 | 13 | 11 | 8.68 | 10.44 | 11.64 | 12.97 |
| 603288 CH | 海天味业 | 38.56 | 38 | 34 | 32 | 29 | 1.01 | 1.14 | 1.20 | 1.33 |
| | 平均值 | | 21 | 19 | 18 | 16 | 7.01 | 7.80 | 8.36 | 9.12 |
| | 中间值 | | 17 | 15 | 14 | 13 | 8.56 | 9.18 | 9.35 | 10.02 |

注: 数据截至 2025 年 8 月 12 日, 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期;

资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表4: 季度盈利预测 (百万元)

| 假设简表 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 E | 2025Q4 E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|----------|
| 营业收入 | 36966 | 39671 | 51022 | 51443 | 39650 | 43653 | 55070 |
| —茅台酒 | 28860 | 32559 | 44802 | 43558 | 32032 | 35001 | 47741 |
| —系列酒 | 7211 | 6246 | 5291 | 7023 | 6740 | 8002 | 6622 |
| —其他 | 896 | 867 | 928 | 864 | 878 | 650 | 708 |
| 营业收入 yoy | 17.0% | 15.6% | 12.8% | 10.7% | 7.3% | 10.0% | 7.9% |
| —茅台酒 | 12.9% | 16.3% | 13.9% | 9.7% | 11.0% | 7.5% | 6.6% |
| —系列酒 | 42.5% | 13.1% | 5.1% | 18.3% | -6.5% | 28.1% | 25.1% |
| —其他 | -9.7% | 6.0% | 4.4% | 2.6% | -2.0% | -25.0% | -23.8% |
| 营业成本 | 3370 | 3477 | 3561 | 4061 | 3716 | 3582 | 3691 |
| 营业成本 yoy | 18.8% | 21.7% | 7.8% | 20.1% | 10.3% | 3.0% | 3.6% |
| 总毛利 | 33597 | 36194 | 47460 | 47382 | 35934.3 | 40071.5 | 51379.8 |
| 总毛利 yoy | 16.8% | 15.0% | 13.2% | 9.9% | 7.0% | 10.7% | 8.3% |
| 费用率 | 9.0% | 9.1% | 9.9% | 6.7% | 9.0% | 10.2% | 11.6% |
| 费用率同比变动 | -0.2 | -0.3 | -2.6 | -0.3 | 0.1 | 1.2 | 1.8 |
| 归母净利润 | 17630 | 19132 | 25401 | 26847 | 18555.5 | 20815.6 | 27535.8 |
| 归母净利润 yoy | 16.1% | 13.2% | 16.2% | 11.6% | 5.2% | 8.8% | 8.4% |
| 归母净利率 | 47.7% | 48.2% | 49.8% | 52.2% | 46.8% | 47.7% | 49.7% |
| 归母净利率同比变动 | -0.4 | -1.0 | 1.5 | 0.4 | -0.9 | -0.5 | -0.1 |

资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表5: 实际与季度预测数据比较

| 核心驱动(Driver) | | | 2025Q1 | 2025Q2 | YoY | 2025Q2 E | A vs E |
|-----------------------------------|---------------------------|--------|--------|--------|------|----------|--------|
| 茅台酒营收:同比 | Moutai liquor revenue yoy | % | 10% | 11% | - | 7% | - |
| 系列酒营收:同比 | Other liquor revenue yoy | % | 18% | -7% | - | 10% | - |
| 分部收入(segment revenue) | | | | | | | |
| 茅台酒 | Moutai liquor | Rmb mn | 43558 | 32032 | 11% | 30880 | 4% |
| 系列酒 | Other liquor | Rmb mn | 7023 | 6740 | -7% | 7932 | -15% |
| 其他 | Other | Rmb mn | 864 | 878 | -2% | 851 | 3% |
| 财报数据总结(financial results summary) | | | | | | | |
| 总收入 | Net Revenue | Rmb mn | 51443 | 39650 | 7% | 39,663 | 0% |
| 营业成本 | Cost of sales | Rmb mn | 4061 | 3716 | 10% | 3,605 | 3% |
| 毛利率 | Gross margin | % | 92 | 91 | - | 91 | - |
| 销售及管理费用 | SG&A | Rmb mn | 3416 | 3540 | 9% | 3,847 | -8% |
| 研发费用 | R&D | Rmb mn | 26 | 48 | -26% | 67 | -29% |
| 财务费用 | Finance costs | Rmb mn | -283 | -204 | -50% | -291 | -30% |
| 营业利润 | Operating profit | Rmb mn | 37037 | 25732 | 5% | 26,251 | -2% |
| 税前利润 | PBT | Rmb mn | 37031 | 25747 | 5% | 26,246 | -2% |
| 所得税 | Tax | Rmb mn | 9257 | 6535 | 7% | 6,659 | -2% |
| 少数股东损益 | Minority | Rmb mn | 927 | 657 | -1% | 723 | -9% |
| 归母净利润 | Net Profit | Rmb mn | 26847 | 18555 | 5% | 18,864 | -2% |
| 非经常性损益 | One offs | Rmb mn | 2 | 15 | 29% | 11.55 | 31% |
| 净利润(扣非) | Net Profit(recurring) | Rmb mn | 26850 | 18540 | 5% | 18,876 | -2% |
| EPS | EPS | Rmb/sh | 21.4 | 14.8 | - | 15.0 | - |
| EPS(扣非) | EPS-recurring | Rmb/sh | 21.4 | 14.8 | - | 15.0 | - |
| 核心财务指标(core financial indicators) | | | | | | | |
| 有效税率 | Effective tax rate | % | 25.0% | 25.4% | - | 25.4% | - |
| 销售净利率 | Net Profit margin | % | 52.2% | 46.8% | - | 47.6% | - |
| 分红比例 | Dividend payout | % | 75.0% | 75.0% | - | 75.0% | - |

资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表6: 年度预测

| 驱动概览(Driver) | | | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------------------------|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| CPI 总指数:同比 | CPI yoy | % | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 |
| 社会消费品零售总额: 同比 | Total Retail Sales of Consumer Goods yoy | % | 7.22 | 3.50 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 茅台酒营业收入: 同比 | Moutai liquor revenue yoy | % | 17% | 15% | 9% | 10% | 10% |
| 系列酒营业收入: 同比 | Other liquor revenue yoy | % | 29% | 20% | 15% | 15% | 12% |
| 分部收入(segment revenue) | | | | | | | |
| 茅台酒 | Moutai liquor | Rmb mn | 126589 | 145928 | 158332 | 173373 | 189844 |
| 系列酒 | Other liquor | Rmb mn | 20630 | 24684 | 28386 | 32644 | 36562 |
| 其他 | Other | Rmb mn | 3341 | 3532 | 3099 | 1357 | 380 |
| 分部毛利率(segment Gross margin) | | | | | | | |
| 茅台酒 | Moutai liquor | % | 94% | 94% | 95% | 95% | 95% |
| 系列酒 | Other liquor | % | 80% | 80% | 82% | 83% | 83% |
| 其他 | Other | % | 93% | 93% | 94% | 94% | 93% |
| 毛利占比(segment Gross %) | | | | | | | |
| 茅台酒 | Moutai liquor | % | 86% | 86% | 85% | 85% | 85% |
| 系列酒 | Other liquor | % | 12% | 12% | 13% | 14% | 14% |
| 核心财务指标(core financial indicators) | | | | | | | |
| EBIT | EBIT | Rmb bn | 101733 | 118176 | 129405 | 140749 | 153606 |
| EBITDA | EBITDA | Rmb bn | 103670 | 120261 | 131426 | 143069 | 156195 |
| 联合营公司投资收益 | Associate/JV income | Rmb bn | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | Net Profit | Rmb bn | 74734 | 86228 | 94006 | 102495 | 112160 |
| 扣非净利润 | Net Profit-recurring | Rmb bn | 77554 | 89327 | 97169 | 106137 | 116143 |
| EPS | EPS | Rmb/sh | 59.5 | 68.6 | 74.8 | 81.6 | 89.3 |
| EPS(扣非) | EPS- recurring | Rmb/sh | 61.7 | 71.1 | 77.4 | 84.5 | 92.5 |
| BVPS | BVPS | Rmb/sh | 171.7 | 185.6 | 208.9 | 239.0 | 276.7 |

资料来源: Wind, 华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (人民币百万) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 225,173 | 251,727 | 291,669 | 329,460 | 389,090 |
| 现金 | 69,070 | 59,296 | 99,664 | 126,483 | 185,413 |
| 应收账款 | 60.37 | 18.97 | 67.51 | 26.97 | 76.36 |
| 其他应收账款 | 27.50 | 29.96 | 32.67 | 35.75 | 39.08 |
| 预付账款 | 34.59 | 26.98 | 40.13 | 33.18 | 46.99 |
| 存货 | 46,435 | 54,343 | 55,644 | 64,669 | 67,071 |
| 其他流动资产 | 109,545 | 138,012 | 136,221 | 138,213 | 136,444 |
| 非流动资产 | 47,527 | 47,218 | 48,709 | 50,304 | 51,769 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定投资 | 19,909 | 21,871 | 23,477 | 24,779 | 25,892 |
| 无形资产 | 8,572 | 8,850 | 9,453 | 10,180 | 10,796 |
| 其他非流动资产 | 19,046 | 16,496 | 15,779 | 15,344 | 15,082 |
| 资产总计 | 272,700 | 298,945 | 340,378 | 379,764 | 440,859 |
| 流动负债 | 48,698 | 56,516 | 65,263 | 63,169 | 72,770 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 3,093 | 3,515 | 3,697 | 4,192 | 4,446 |
| 其他流动负债 | 45,605 | 53,001 | 61,567 | 58,977 | 68,324 |
| 非流动负债 | 345.58 | 417.27 | 417.27 | 417.27 | 417.27 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 345.58 | 417.27 | 417.27 | 417.27 | 417.27 |
| 负债合计 | 49,043 | 56,933 | 65,681 | 63,586 | 73,187 |
| 少数股东权益 | 7,988 | 8,905 | 12,292 | 15,985 | 20,026 |
| 股本 | 1,256 | 1,256 | 1,256 | 1,256 | 1,256 |
| 资本公积 | 1,375 | 1,375 | 1,375 | 1,375 | 1,375 |
| 留存公积 | 211,982 | 229,423 | 253,731 | 280,234 | 309,236 |
| 归属母公司股东权益 | 215,669 | 233,106 | 262,405 | 300,193 | 347,646 |
| 负债和股东权益 | 272,700 | 298,945 | 340,378 | 379,764 | 440,859 |

现金流量表

| 会计年度 (人民币百万) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 66,593 | 92,464 | 107,549 | 93,857 | 125,554 |
| 净利润 | 77,521 | 89,335 | 97,393 | 106,187 | 116,201 |
| 折旧摊销 | 1,937 | 2,085 | 2,021 | 2,320 | 2,589 |
| 财务费用 | (1,790) | (1,470) | (1,034) | (1,468) | (2,022) |
| 投资损失 | (34.03) | (9.13) | (54.80) | (54.80) | (54.80) |
| 营运资金变动 | (11,667) | 1,919 | 9,260 | (13,095) | 8,871 |
| 其他经营现金 | 625.33 | 604.17 | (35.64) | (33.30) | (30.70) |
| 投资活动现金 | (9,724) | (1,785) | (3,396) | (3,799) | (3,939) |
| 资本支出 | (2,620) | (4,679) | (3,411) | (3,783) | (3,918) |
| 长期投资 | (7,268) | 2,805 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | 163.25 | 88.65 | 15.05 | (16.51) | (21.22) |
| 筹资活动现金 | (58,889) | (71,068) | (63,785) | (63,239) | (62,685) |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (58,889) | (71,068) | (63,785) | (63,239) | (62,685) |
| 现金净增加额 | (2,019) | 19,610 | 40,368 | 26,819 | 58,930 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

| 会计年度 (人民币百万) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 150,560 | 174,144 | 189,817 | 207,375 | 226,785 |
| 营业成本 | 11,867 | 13,789 | 15,050 | 16,462 | 18,026 |
| 营业税金及附加 | 22,234 | 26,926 | 27,903 | 30,380 | 33,224 |
| 营业费用 | 4,649 | 5,639 | 6,202 | 6,880 | 7,750 |
| 管理费用 | 9,729 | 9,316 | 11,488 | 12,882 | 14,088 |
| 财务费用 | (1,790) | (1,470) | (1,034) | (1,468) | (2,022) |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 3.15 | 60.98 | 60.98 | 60.98 | 60.98 |
| 投资净收益 | 34.03 | 9.13 | 54.80 | 54.80 | 54.80 |
| 营业利润 | 103,709 | 119,689 | 130,192 | 142,201 | 155,602 |
| 营业外收入 | 86.78 | 70.94 | 240.50 | 13.40 | 21.88 |
| 营业外支出 | 132.88 | 120.94 | 2.30 | 6.89 | 5.78 |
| 利润总额 | 103,663 | 119,639 | 130,430 | 142,208 | 155,618 |
| 所得税 | 26,141 | 30,304 | 33,037 | 36,021 | 39,417 |
| 净利润 | 77,521 | 89,335 | 97,393 | 106,187 | 116,201 |
| 少数股东损益 | 2,787 | 3,107 | 3,387 | 3,693 | 4,041 |
| 归属母公司净利润 | 74,734 | 86,228 | 94,006 | 102,495 | 112,160 |
| EBITDA | 103,670 | 120,261 | 131,426 | 143,069 | 156,195 |
| EPS (人民币, 基本) | 59.49 | 68.64 | 74.83 | 81.59 | 89.29 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 18.04 | 15.66 | 9.00 | 9.25 | 9.36 |
| 营业利润 | 18.01 | 15.41 | 8.78 | 9.22 | 9.42 |
| 归属母公司净利润 | 19.16 | 15.38 | 9.02 | 9.03 | 9.43 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 92.12 | 92.08 | 92.07 | 92.06 | 92.05 |
| 净利率 | 51.49 | 51.30 | 51.31 | 51.21 | 51.24 |
| ROE | 34.66 | 36.91 | 35.45 | 33.58 | 31.60 |
| ROIC | 52.91 | 51.62 | 60.48 | 61.55 | 72.02 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 17.98 | 19.04 | 19.30 | 16.74 | 16.60 |
| 净负债比率 (%) | (30.86) | (24.46) | (36.28) | (40.00) | (50.43) |
| 流动比率 | 4.62 | 4.45 | 4.47 | 5.22 | 5.35 |
| 速动比率 | 1.43 | 1.09 | 1.54 | 2.04 | 2.56 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.57 | 0.61 | 0.59 | 0.58 | 0.55 |
| 应收账款周转率 | 3,703 | 4,389 | 4,389 | 4,389 | 4,389 |
| 应付账款周转率 | 4.31 | 4.17 | 4.17 | 4.17 | 4.17 |
| 每股指标 (人民币) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 59.49 | 68.64 | 74.83 | 81.59 | 89.29 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 53.01 | 73.61 | 85.62 | 74.72 | 99.95 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 171.68 | 185.56 | 208.89 | 238.97 | 276.74 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 24.16 | 20.94 | 19.20 | 17.61 | 16.09 |
| PB (倍) | 8.37 | 7.74 | 6.88 | 6.01 | 5.19 |
| EV EBITDA (倍) | 16.82 | 14.59 | 13.07 | 11.84 | 10.50 |

免责声明

分析师声明

本人, 龚源月、宋英男, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 贵州茅台（600519 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、宋英男本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 贵州茅台（600519 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司