

Q2 业绩拐点清晰，自有 IP 战略启航

华泰研究

2025 年 8 月 22 日 | 中国香港

中报点评

零售

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

52.46

樊俊豪

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

石狄

SAC No. S0570524090003
SFC No. BVO045

研究员

shidi@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

刘思奇

SAC No. S0570523090004
SFC No. BSE590

研究员

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

杨耀*

SAC No. S0570124070059

联系人

yangyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

公司发布 25Q2 业绩，营收同增 23.1%至 49.7 亿元，高于此前指引（18-21%），经营利润同增 11.3%至 8.4 亿元，高于此前指引（持平或略降）。基本面好转主因大店战略显效、同店转正及经营杠杆优化。Q2 业绩拐点清晰，此外建议关注两个新逻辑：1) 成长驱动由快速拓店转向店效提升，通过开大店好店+精细化运营实现收入目标，推动利润率加快向好，该逻辑在国内已跑通，正向海外复制；2) 加强布局自有 IP，在组织架构上强化产品-渠道-运营一体化，发挥大店作为 IP 赛马场及推广平台的优势。看好上述战略迭代赋能公司的全球扩张，维持“买入”评级，重点推荐。

国内及美国同店转正，大店策略显效并向海外市场复制

Q2 营收端：1) Miniso 中国营收同增 13.6%，季度净增 30 家门店。同店增速转正，其中 ASP 增长对冲了客流的微降，得益于①梳理尾部渠道，存量门店货盘优化；②供应链改善，提升爆品满足率；③产品-渠道-运营联动造势等。大店策略显效，已开业 11 家 IP Land 平均月店效数百万，大店以 5% 店数贡献中双位数收入占比；2) Miniso 海外营收同增 28.6%，同店降幅收窄，其中美国转正，得益于大店策略（新店平均店效达老店 1.5 倍）、集群式开店、大力发展搪胶毛绒等潮玩，opm 环比改善。3) TopToy 营收同增 87.0%至 4.0 亿元，同店增长转正至低个位数，印证边际向好趋势。

毛利率再创新高，opm 降幅环比收窄

Q2 受益于 IP 战略及海外收入占比提升，毛利率同增 0.6pct 至 44.3%。Q2 opm 同降 1.8pct 至 16.8%，主因利润率较低的海外直营、TT 收入占比提升；但降幅较 Q1 (-3.9pct) 收窄，我们预计主因国内及美国同店转正、闪电仓转盈及强化费控措施带动。永辉投资损益 Q2 并表，影响额-1.2 亿元，于经调整净利润中剔除。综合影响下，Q2 经调整净利率同降 1.6pct 至 13.9%。

大店战略跑通助力成长逻辑迭代，自有 IP 战略布局启航

公司预计全年营收增速 25%+，经调整营业利润达 36.5-38.5 亿元。两大策略转变值得关注：1) 国内外转向精细化运营，兼具了业绩驱动和盈利改善的作用。通过更好的供应链管理，与 IP 上新互相配合，实现爆品对同店更强的推动，如 Wakuku 签售/独家首发/见面会等。大店跑通开启了店铺运营、供应链、产品开发生的新机制，并向海外进行经验传授及复制；2) 自有 IP 战略：公司计划发挥全球渠道对 IP 推广的作用，在组织架构上打通产品-渠道-宣发的联动协同，该协同对打造 IP 的作用已在潮玩龙头上反复验证。公司预计全年 Nommi gmv 约达 2.5-3 亿元，新 IP YOYO 酱 gmv 达 4000 万元。

盈利预测与估值

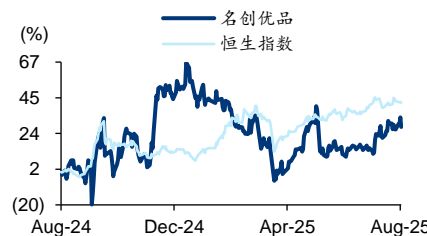
考虑到公司同店提升及大店策略显效，我们上调 2025-27 年营收预测 3.7%/3.7%/3.8%至 214.7/256.6/303.6 亿元，此外考虑到公司美国直营业务及 TOPTOY 收入占比提升，但两项业务的利润率低于整体，因此对整理利润率仍有结构性摊薄，出于谨慎起见维持经调整净利润预测 29.9/37.3/45.7 亿元。参考 25 年可比公司 PE 一致预期均值 28x（前值 29x），考虑盈利能力修复节奏的不确定性，给予 25 年 20xPE，对应目标价 52.46 港元（前值 47 港元，18xPE，目标 PE 调增主因公司印证业绩拐点，精细化运营策略显效），维持“买入”评级。

风险提示：零售竞争加剧、关税相关政策扰动、海外拓店进展不及预期。

基本数据

目标价(港币)	52.46
收盘价(港币 截至 8 月 21 日)	39.06
市值(港币百万)	48,537
6 个月平均日成交额(港币百万)	319.61
52 周价格范围(港币)	20.00-55.00
BVPS(人民币)	8.67

股价走势图



资料来源：S&P

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)	16,994	21,467	25,655	30,363
+/-%	22.80	26.32	19.51	18.35
归母净利润(百万)	2,618	2,550	3,474	4,275
+/-%	16.17	(2.58)	36.24	23.06
归母净利润(调整后,百万)	2,721	2,993	3,731	4,568
+/-%	15.44	10.01	24.66	22.44
EPS(调整后,最新摊薄)	2.18	2.40	2.99	3.66
PE(调整后,倍)	16.41	14.92	11.97	9.78
PB(倍)	4.31	4.01	3.46	2.97
ROE(调整后,%)	27.84	27.85	31.04	32.73
EV EBITDA(倍)	10.97	11.65	8.09	6.76
股息率(%)	3.55	4.22	5.39	6.59

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 季度经营情况总结

季度财报数据总结		2Q24A	1H24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	YoY	QoQ	1H25A	YoY	3Q25E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	4035	7759	4523	4713	4427	4966	23%	12%	9393	21%	5713	26%	15%
营业成本	Rmb mn	2262	4369	2493	2495	2469	2767	22%	12%	5236	20%	3022	21%	9%
毛利率	%	44%	44%	45%	47%	44%	44%	0.33pct	0.05pct	44%	1%	47%	+2pct	+3pct
销售及管理费用	Rmb mn	1053	1941	1233	1278	1263	1421	35%	13%	2685	38%	1608	30%	13%
财务费用	Rmb mn	-9	-34	-8	16	49	79	-	-	128	-	-40	-	-
营业利润	Rmb mn	752	1495	853	969	710	836	11%	18%	1546	3%	1008	18%	21%
税前利润	Rmb mn	761	1529	862	956	568	627	-18%	10%	1194	-22%	950	-	52%
所得税	Rmb mn	-169	-352	-214	-146	-151	-137	-19%	-9%	-288	-18%	-150	-	10%
少数股东损益	Rmb mn	4	7	7	4	0	0	-	-	0	-	-18	-	-
归母净利润	Rmb mn	588	588	641	806	416	490	-17%	18%	906	54%	804	-	64%
非经常性损益	Rmb mn	-29	-37	-45	13	-171	-202	590%	18%	-373	897%	-10	-	-95%
净利润(扣非)	Rmb mn	617	625	686	793	587	691	12%	18%	1279	105%	812	-	17%
EPS	Rmb/sh	0.47	0.47	0.52	0.65	0.34	0.40	-15%	18%	0.74	57%	0.66	26%	64%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.49	0.50	0.56	0.64	0.48	0.56	14%	18%	1.04	109%	0.70	26%	24%
分部收入(segment revenue)														
MINISO 中国	Rmb mn	2308	4593	2438	2297	2494	2621	14%	5%	5115	11%	2836	16%	8%
MINISO 海外	Rmb mn	1510	2732	1811	2132	1592	1942	29%	22%	3534	29%	2420	34%	25%
国内其他业务 (TOP TOY)	Rmb mn	217	434	273	284	341	403	86%	18%	744	71%	468	71%	16%
核心财务指标														
应收账款周转天数	days	36	36	36	39	47	57	20	10	52	15	38	0	-18
应付账款周转天数	days	138	138	139	141	138	150	11	12	144	5	130	0	-20
存货周转天数	days	45	45	80	43	56	51	6	-5	53	8	125	1	75
经营净现金流	Rmb mn	-	1294	737	137	-	-	-	-	-	-	-	-	-
净负债	Rmb mn	-4371	-4371	672	-2834	3382	-548	-	-	2833	-	813	-	-
净负债率	%	-45%	-45%	7%	-27%	32%	-5%	-	-	26%	-	7%	-	-

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表2: 核心假设和财务预测

驱动概览		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
中国社会零售额增速	%	6.1%	3.5%	5.0%	5.4%	5.7%
名创优品海外营收增速	%	46.6%	41.9%	30.8%	26.9%	24.5%
分部收入						
MINISO 中国	Rmb mn	8416	9328	10849	11948	13039
MINISO 海外	Rmb mn	4705	6675	8921	11332	14118
国内其他业务 (TOP TOY)	Rmb mn	718	991	1697	2375	3207
核心财务指标						
EBIT	Rmb bn	2820	3316	3660	4731	5747
EBITDA	Rmb bn	3284	4124	4620	5902	7139
净利润	Rmb bn	2253	2618	2550	3474	4275
扣非净利润	Rmb bn	2357	2721	2993	3731	4568
EPS	Rmb/sh	1.87	2.16	2.31	2.71	3.30
EPS(扣非)	Rmb/sh	1.96	2.18	2.40	2.99	3.66
BVPS	Rmb/sh	34	39	40	37	37
应收账款周转天数	days	139	141	130	119	111
应付账款周转天数	days	72	90	88	78	72
存货周转天数	days	2330	2328	3877	4524	5445
经营净现金流	Rmb mn	361	698	371	386	456
资本支出	Rmb mn	1969	1629	3506	4138	4989
自由现金流	Rmb bn	-5163	-3218	2632	2594	2776
净负债	Rmb bn	-56.2%	-31.1%	24.0%	20.6%	19.1%
净负债率	%	8416	9328	10849	11948	13039

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

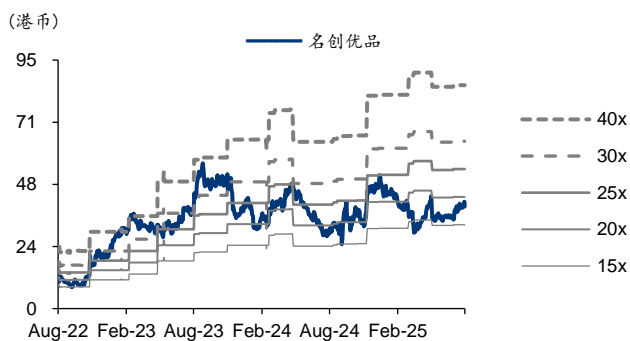
图表3: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 (当地币种)	市值(百万) (当地币种)	PE(倍)	
				2025E	2026E
9992 HK	泡泡玛特	316.00	424370.0	38.1	25.5
DG US	达乐(DOLLAR GENERAL)	114.85	25275.1	16.1	14.1
DLTR US	美元树(DOLLAR TREE)	113.35	23655.7	16.3	14.0
DOL CN	Dollarama	195.10	2070.6	40.0	35.8
平均		181.40	157766.9	27.6	22.4

注: 可比公司盈利均采用 Bloomberg 一致预期, 数据截至 2025.08.20。

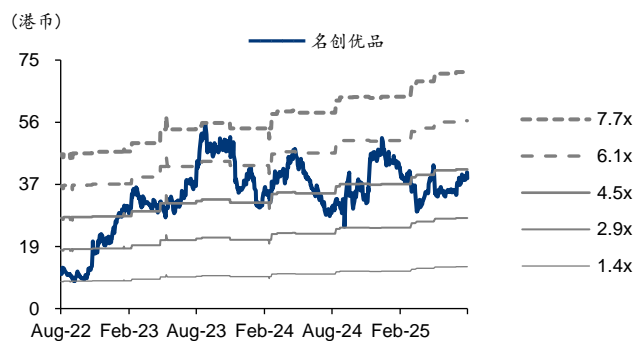
资料来源: Bloomberg、华泰研究

图表4: 名创优品 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表5: 名创优品 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,839	16,994	21,467	25,655	30,363
销售成本	(8,140)	(9,357)	(11,829)	(13,982)	(16,457)
毛利润	5,698	7,637	9,639	11,673	13,906
销售及分销成本	(2,281)	(3,520)	(4,846)	(5,597)	(6,582)
管理费用	(677.39)	(931.65)	(1,173)	(1,206)	(1,383)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	161.03	25.75	(165.66)	(176.02)	(206.40)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	2,981	3,348	3,161	4,794	5,830
税费开支	(706.95)	(712.10)	(695.37)	(1,149)	(1,389)
少数股东损益	20.75	17.87	8.93	5.00	5.00
净利润	2,253	2,618	2,550	3,474	4,275
非通用准则调整项	103.48	103.07	443.00	257.00	293.20
调整后归母净利润	2,357	2,721	2,993	3,731	4,568
折旧和摊销	(390.17)	(323.60)	(564.71)	(558.04)	(457.89)
EBITDA	3,210	3,645	3,891	5,528	6,494
EPS (人民币, 基本)	1.90	2.19	2.41	3.00	3.68

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	1,922	2,750	2,921	3,125	3,485
应收账款和票据	1,518	2,207	2,454	2,881	3,379
现金及现金等价物	6,415	6,328	8,563	9,380	10,413
其他流动资产	232.40	232.40	232.40	232.40	27.07
总流动资产	10,328	11,656	14,308	15,756	17,648
固定资产	769.31	1,437	1,480	1,640	1,830
无形资产	19.55	8.80	19.38	20.18	22.29
其他长期资产	3,468	4,946	5,652	6,747	8,271
总长期资产	4,158	6,465	13,264	14,684	16,668
总资产	14,485	18,120	27,572	30,440	34,316
应付账款	3,628	4,196	4,728	5,085	5,669
短期借款	448.05	1,202	1,373	1,538	1,808
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总流动负债	4,407	5,727	6,510	7,111	8,055
长期债务	563.33	561.11	7,963	7,963	7,963
其他长期债务	120.78	114.98	124.23	132.89	62.79
总长期负债	887.11	2,037	9,926	10,429	11,246
股本	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
储备/其他项目	9,383	10,398	11,184	12,966	15,219
股东权益	9,191	10,356	11,137	12,900	15,015
少数股东权益	23.02	40.55	49.48	54.48	59.48
总权益	9,214	10,396	11,186	12,955	15,074

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	18.95	16.41	14.92	11.97	9.78
PB	4.86	4.31	4.01	3.46	2.97
调整后 PE (倍)	18.95	16.41	14.92	11.97	9.78
调整后 ROE	29.05	27.84	27.85	31.04	32.73
EV EBITDA	12.19	10.97	11.65	8.09	6.76
股息率 (%)	2.65	3.55	4.22	5.39	6.59
自由现金流收益率 (%)	1.69	3.15	6.61	8.38	10.00

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	3,210	3,645	3,891	5,528	6,494
融资成本	(161.03)	(25.75)	165.66	176.02	206.40
营运资本变动	(1,093)	(948.86)	114.55	(274.65)	(273.48)
税费	(706.95)	(712.10)	(695.37)	(1,149)	(1,389)
其他	416.88	25.75	(72.14)	(342.22)	(161.42)
经营活动现金流	1,666	1,984	3,404	3,938	4,876
CAPEX	(698.13)	(590.00)	(340.00)	(340.00)	(340.00)
其他投资活动	378.60	(93.62)	134.82	160.17	(71.09)
投资活动现金流	(293.41)	(683.62)	(205.18)	(179.83)	(411.09)
债务增加量	(0.21)	752.05	7,572	165.76	269.67
权益增加量	470.07	0.00	0.00	0.00	(0.00)
派发股息	(407.19)	(1,178)	(1,578)	(1,875)	(2,392)
其他融资活动现金流	7,370	839.30	394.68	1,336	1,791
融资活动现金流	(325.96)	412.99	6,389	(373.39)	(331.50)
现金变动	1,047	1,714	9,587	3,385	4,134
年初现金	5,348	6,415	8,129	17,716	21,102
汇率波动影响	94.05	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	6,415	8,129	17,716	21,102	25,235

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	39.43	22.80	26.32	19.51	18.35
毛利润	95.84	34.02	26.21	21.11	19.13
营业利润	304.53	17.60	0.32	49.42	21.44
净利润	397.15	16.17	(2.58)	36.24	23.06
调整后净利润	109.66	15.44	10.01	24.66	22.44
EPS (基本)	113.72	15.44	10.01	24.66	22.44
盈利能力比率 (%)					
毛利率	41.18	44.94	44.90	45.50	45.80
EBITDA	23.20	21.45	18.13	21.55	21.39
净利润率	16.28	15.40	11.88	13.54	14.08
调整后净利润率	17.03	16.01	13.94	14.54	15.05
ROE	27.78	26.78	23.73	28.91	30.63
调整后 ROE	29.05	27.84	27.85	31.04	32.73
ROA	17.49	16.06	11.16	11.98	13.20
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(58.80)	(44.08)	6.93	0.94	(4.28)
流动比率	2.34	2.04	2.20	2.22	2.19
速动比率	1.91	1.55	1.75	1.78	1.76
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.07	1.04	0.94	0.88	0.94
应收账款周转天数	33.49	39.46	39.08	37.43	37.11
应付账款周转天数	158.29	150.52	135.81	126.32	117.62
存货周转天数	68.78	89.89	86.31	77.83	72.29
现金转换周期	(56.03)	(21.17)	(10.42)	(11.06)	(8.22)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	1.90	2.19	2.41	3.00	3.68
EPS (调整后, 基本)	1.90	2.19	2.41	3.00	3.68
每股净资产	7.40	8.33	8.96	10.38	12.08

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、石狄、刘思奇，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。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

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/或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。
- 名创优品（9896 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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

- 分析师樊俊豪、石狄、刘思奇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。
- 名创优品（9896 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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