盈利能力回升，关注下半年利润弹性

华泰研究 中报点评

2025 年 8 月 30 日 | 中国内地 白色家电

公司公布上半年业绩：25 H1 实现营收 21.16 亿元（yoy-8.76%），归母净利 3.21 亿元（yoy+1.77%），扣非净利 2.95 亿元（yoy+7.20%）。其中 Q2 实现营收 9.58 亿元（yoy-16.25%，qoq-17.17%），归母净利 1.40 亿元（yoy+3.45%，qoq-22.56%）。Q2 营收增长承压，但盈利能力明显改善。展望下半年，随着销售策略调整到位，公司经营有望迎来进一步改善，给予“增持”。

Q2 营收增长承压，下半年营收降幅有望收窄

分品牌看，25H1 博锐品牌营收 4.11 亿元，同比-18%；销额占比 19.5%，同比-2.22pct。博锐品牌强调性价比，该细分市场价格竞争较激烈，营收增长承压。而飞科品牌定位高端，得益于产品结构的优化，上半年营收同比-6%。分产品看，剃须刀营收 14.18 亿元，同比-5.66%；电吹风营收 3.97 亿元，同比-3.20%。公司核心产品营收同比降幅较小，而电动牙刷、鼻毛修剪器等新品类营收降幅较大。展望下半年，随着博锐品牌产品、渠道结构的调整到位，公司营收降幅有望逐步收窄。

销售策略调整带来盈利能力底部回升

25H1 公司毛利率为 57.52%，同比提升+1.91pct。其中，电吹风毛利率为 37.81%，同比+2.16pct。同期销售费用率为 33.25%，同比-1.30pct。对应毛销差为 24.27%，同比+3.21pct。今年公司调整销售策略，盈利能力底部回升趋势明显。最终上半年公司归母净利率为 15.18%，同比+1.57pct。

持续推动品牌年轻化，强化品效合一

公司产品研发聚焦剃须刀、高速电吹风和电动牙刷等个护电器核心品类，基于 95 后、00 后年轻消费者的消费特征，推动产品研发智能化、时尚化、年轻化升级，搭建多维产品创新矩阵。营销端，公司对双品牌运营进行同步升级，强化品效合一营销，提升消费者数据和需求的分析能力。

盈利预测与估值

今年上半年公司盈利能力回升趋势明确，我们认为随着销售策略调整的到位，公司经营有望迎来进一步改善。我们预计公司 2025-27 年归母净利润至 6.64 亿元、7.76 亿元和 9.14 亿元，对应 EPS 为 1.52、1.78、2.10 元，同比分别为+44.99%、+16.84%、+17.89%。Wind 可比公司 2025 年一致预期 PE 为 27 倍，给予公司 25 年 27 倍 PE，对应目标价为 41.04 元。

风险提示：市场竞争加剧；原材料等价格不利波动；新品不及预期风险。

投资评级(维持)：	增持
目标价(人民币)：	41.04

樊俊豪 研究员
SAC No. S0570524050001 fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986 +(852) 3658 6000

周衍峰* 研究员
SAC No. S0570521100002 zhouyanfeng@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

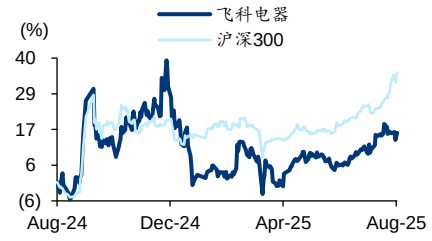
王森泉 研究员
SAC No. S0570518120001 wangsenquan@htsc.com
SFC No. BPX070 +(86) 755 2398 7489

刘微* 联系人
SAC No. S0570125070023 liuwei024778@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价 (人民币)	41.04
收盘价 (人民币 截至 8 月 29 日)	39.33
市值 (人民币百万)	17,132
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	44.94
52 周价格范围 (人民币)	32.46-47.91
BVPS (人民币)	7.20

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)	4,147	4,058	4,252	4,558
+/-%	(18.03)	(2.15)	4.77	7.21
归属母公司净利润 (百万)	457.86	663.83	775.59	914.33
+/-%	(55.10)	44.99	16.84	17.89
EPS (最新摊薄)	1.05	1.52	1.78	2.10
ROE (%)	15.10	19.08	21.80	23.86
PE (倍)	37.42	25.81	22.09	18.74
PB (倍)	5.65	4.93	4.82	4.47
EV EBITDA (倍)	23.23	16.70	14.56	12.43
股息率 (%)	1.27	4.07	3.73	3.02

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测

我们预计公司 2025/2026/2027 营收分别为 40.58 亿元、42.52 亿元和 45.58 亿元，同比变化-2.15%、4.77%、7.21%，核心逻辑是公司持续聚焦电动剃须刀和电吹风两大核心产品，丰富产品矩阵，经营效率不断改善。

电动剃须刀产品

公司于 2023 年下半年推动品牌升级计划，“飞科”品牌定位中高端，而“博锐”品牌定位性价比，并对营销策略、渠道进行了调整。受此影响叠加国内消费日趋理性，2024 年电动剃须刀收入同比-18.11%，其中销量同比-24.6%，均价同比+8.7%。我们认为，2025 年公司有望进入营销策略、渠道调整的尾声，今年上半年电动剃须刀营收 14.18 亿元，同比降幅收窄至-5.66%。展望未来，公司将加大新品推出力度，推动电动剃须刀收入增速的回暖。

电吹风产品

2022 年以来高速吹风机迎来快速发展，在此背景下 2023 年秋季公司推出高速吹风机新品，并在 2024 年进行全面推动新老产品的切换。2024 年公司电吹风营收-7.4%，其中销量同比-41.9%，均价同比+59.3%。随着销量基数的下降，我们认为今年公司电吹风营收同比降幅有望收窄，并于 2026 年实现正增长。

其他主营产品

公司其他主营产品以电动牙刷、鼻毛修剪器、毛球修剪器为主。2024 年以来公司聚焦主业，不断优化其他主营产品的 sku，强调品效。24 年、今年上半年公司其他主营产品营收同比分别为-28%、-36%。我们认为该业务仍处于阵痛期，今明两年营收规模或仍将下滑。

图表1：飞科电器按产品类别拆分营收情况

（人民币百万）		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）		4627.13	5059.68	4147.21	4058.21	4251.89	4558.43
电动剃须刀产品		3212.47	3281.01	2686.96	2736.67	2930.98	3167.51
	同比	15.45%	2.13%	-18.11%	1.85%	7.10%	8.07%
销量（百万个）		47.74	55.60	41.91	40.65	42.68	47.74
	同比	-12.59%	16.46%	-24.63%	-3.00%	5.00%	7.00%
均价（元/个）		67.29	59.01	64.12	67.32	68.67	69.36
	同比	32.07%	-12.30%	8.65%	5.00%	2.00%	1.00%
电吹风产品		602.42	832.10	770.62	728.23	750.08	795.76
	同比	16.31%	38.13%	-7.39%	-5.50%	3.00%	6.09%
销量（百万个）		13.02	15.10	8.78	7.90	7.90	8.14
	同比	4.18%	15.97%	-41.88%	-10.00%	0.00%	3.00%
均价（元/个）		46.27	55.11	87.80	92.19	94.96	97.81
	同比	11.64%	19.10%	59.34%	5.00%	3.00%	3.00%
其他主营产品		798.32	935.33	673.82	572.75	544.11	560.43
	同比	14.88%	17.16%	-27.96%	-15.00%	-5.00%	3.00%
其他业务		13.92	11.24	15.81	20.55	26.72	34.73
	同比	41.74%	-19.25%	40.67%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司年报，华泰研究预测

毛利率方面，公司毛利率主要受销售策略和产品结构的影响。2024 年公司综合毛利率 54.58%，同比-1.91pct，主要系高速吹风机降价促销和电动剃须刀产品结构下沉所致。随着今年电动剃须刀品牌结构调整到位，产品结构优化将对其毛利率提升产生积极影响。同时，公司也对高速吹风机的销售策略做出调整，今年毛利率有望明显回升。结合公司毛利率的驱动因素，我们认为 2025-2027 年公司综合毛利率回升趋势明确。

图表2：飞科电器按产品类别毛利率情况

（人民币百万）	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	53.63%	56.49%	54.58%	55.68%	56.13%	56.56%
电动剃须刀产品	58.24%	62.24%	61.38%	61.50%	61.70%	62.00%
电吹风产品	38.06%	39.86%	35.04%	38.00%	38.20%	38.50%
其他主营产品	46.66%	50.95%	49.17%	49.50%	49.70%	50.00%

资料来源：公司年报，华泰研究预测

费用预测：1）2022-24 年公司销售费用率逐年上升，2024 年销售费用率为 35.84%，同比+6.65pct，主要系高速吹风机加大流量推广所致。随着今年高速吹风机销售策略的调整，以及渠道结构的优化，我们认为公司销售费用率水平有望逐年回落，故预计 2025-27 年销售费用率分别为 33%、31%和 29%。2）2024 年公司管理、研发费用率为 6.7%，同比+1.23pct。随着营收重回增长公司管理费用率有望回落，而研发费用率也有望随着产品矩阵的完善而逐步回落，故预计 2025-2027 年管理费用率分别为 3.53%、3.43%和 3.40%，研发费用率分别为 2.00%、1.95%和 1.92%。

图表3：飞科电器四项费用预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	24.69%	29.19%	35.84%	33.00%	31.00%	29.00%
管理费用率	3.48%	3.51%	4.38%	3.53%	3.43%	3.40%
研发费用率	1.92%	1.96%	2.32%	2.00%	1.95%	1.92%
财务费用率	-0.12%	-0.13%	-0.06%	-0.12%	-0.16%	-0.17%
四项费用合计	29.97%	34.52%	42.49%	38.41%	36.22%	34.15%

资料来源：Wind，华泰研究预测

综合对公司收入、毛利率及期间费用的预测，我们预计公司 2025-27 年归母净利润分别为 6.64 亿元、7.76 亿元和 9.14 亿元，同比分别为+44.99%、+16.84%和 17.89%，对应 EPS 分别为 1.52、1.78 和 2.10 元。截至 8 月 29 日，Wind 可比公司 2025 年平均 PE 为 27 倍，给予公司 2025 年 27 倍，对应目标价 41.04 元，给予“增持”评级。

图表4：行业可比公司 Wind 一致预期 PE

		PE				归母净利润（百万元）				未来 3 年归母净利
证券代码	证券简称	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	复合增速
603195 CH	公牛集团	21.24	18.83	17.28	15.86	4272.2	4526.87	4935.21	5375.68	7.96%
300824 CH	北鼎股份	45.92	39.41	33.21	29.07	69.51	107.74	127.83	146.03	28.08%
002959 CH	小熊电器	26.15	21.38	18.81	16.72	287.79	385.26	437.99	492.79	19.64%
平均		23.70	26.54	23.10	20.55					

注：均为 Wind 一致预测，数据截至 2025/8/29。
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

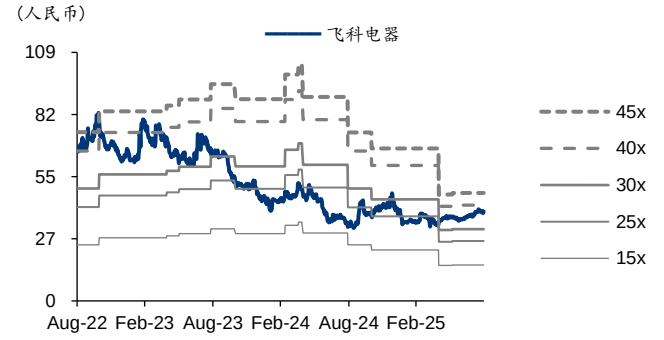
风险提示

市场竞争加剧。如果小家电市场竞争持续加剧，可能会对公司的盈利能力造成影响。

原材料等价格不利波动。如果原材料价格大幅度上升，公司成本有可能上升，盈利能力有可能下降。

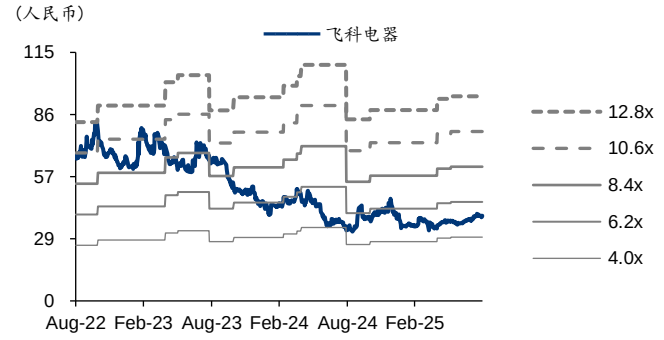
新品不及预期风险。个护行业已进入稳定期，存量需求的开发主要依靠技术创新、产品迭代。若公司产品创新不及预期，可能对经营产生不利影响。

图表5： 飞科电器 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表6： 飞科电器 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

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	2,724	2,160	2,743	3,081	2,858
现金	524.76	186.58	1,038	1,038	1,038
应收账款	242.35	261.04	231.54	284.55	268.75
其他应收账款	0.00	4.09	0.00	4.20	0.30
预付账款	58.76	77.91	55.83	84.29	65.93
存货	472.91	635.96	422.85	675.21	490.59
其他流动资产	1,425	994.76	994.76	994.76	994.76
非流动资产	1,735	1,616	1,506	1,254	1,815
长期投资	219.95	196.58	208.26	216.44	231.44
固定投资	1,064	1,015	937.93	922.12	921.21
无形资产	191.90	186.90	176.26	166.40	156.64
其他非流动资产	259.40	217.13	183.54	(51.22)	505.22
资产总计	4,459	3,776	4,249	4,335	4,673
流动负债	771.13	670.41	697.23	704.36	767.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	446.53	379.01	409.27	408.23	459.70
其他流动负债	324.60	291.40	287.96	296.13	307.31
非流动负债	111.72	73.08	73.08	73.08	73.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	111.72	73.08	73.08	73.08	73.08
负债合计	882.85	743.49	770.31	777.44	840.08
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	435.60	435.60	435.60	435.60	435.60
资本公积	690.89	690.72	690.72	690.72	690.72
留存公积	2,450	1,968	2,075	2,256	2,537
归属母公司股东权益	3,576	3,032	3,479	3,557	3,833
负债和股东权益	4,459	3,776	4,249	4,335	4,673

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	1,311	296.26	1,019	493.58	1,256
净利润	1,020	457.86	663.83	775.59	914.33
折旧摊销	132.60	136.07	96.96	94.75	103.53
财务费用	(6.68)	(2.34)	(4.78)	(6.72)	(7.63)
投资损失	(6.92)	(9.84)	(20.80)	(20.80)	(20.80)
营运资金变动	167.44	(263.02)	300.46	(332.60)	283.49
其他经营现金	4.87	(22.47)	(16.73)	(16.65)	(16.53)
投资活动现金	(403.24)	385.58	51.83	(22.88)	(59.00)
资本支出	(71.54)	(87.78)	28.43	(52.65)	(82.36)
长期投资	(354.63)	451.80	(11.68)	(8.18)	(15.00)
其他投资现金	22.92	21.56	35.08	37.96	38.37
筹资活动现金	(891.16)	(1,021)	(219.50)	(690.24)	(631.25)
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	(0.47)	(0.17)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(890.69)	(1,021)	(219.50)	(690.24)	(631.25)
现金净增加额	16.86	(339.09)	851.27	0.00	0.00

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,060	4,147	4,058	4,252	4,558
营业成本	2,171	1,883	1,798	1,865	1,980
营业税金及附加	53.14	49.13	46.26	49.10	52.42
营业费用	1,477	1,486	1,339	1,318	1,322
管理费用	177.36	181.81	143.25	145.84	154.99
财务费用	(6.68)	(2.34)	(4.78)	(6.72)	(7.63)
资产减值损失	0.59	(9.20)	(0.81)	(0.85)	(0.91)
公允价值变动收益	24.15	22.69	18.00	18.00	18.00
投资净收益	6.92	9.84	20.80	20.80	20.80
营业利润	1,131	489.34	700.35	843.12	1,014
营业外收入	130.07	74.02	125.00	120.00	120.00
营业外支出	7.62	2.23	5.80	5.60	5.60
利润总额	1,253	561.13	819.55	957.52	1,129
所得税	233.44	103.27	155.71	181.93	214.47
净利润	1,020	457.86	663.83	775.59	914.33
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,020	457.86	663.83	775.59	914.33
EBITDA	1,370	691.61	910.50	1,044	1,223
EPS (人民币，基本)	2.34	1.05	1.52	1.78	2.10

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	9.35	(18.03)	(2.15)	4.77	7.21
营业利润	7.87	(56.72)	43.12	20.39	20.31
归属母公司净利润	23.90	(55.10)	44.99	16.84	17.89
获利能力 (%)					
毛利率	57.10	54.58	55.68	56.13	56.56
净利率	20.15	11.04	16.36	18.24	20.06
ROE	28.51	15.10	19.08	21.80	23.86
ROIC	63.09	25.76	49.32	54.68	54.41
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.80	19.69	18.13	17.94	17.98
净负债比率 (%)	(12.09)	(3.61)	(27.80)	(27.19)	(25.24)
流动比率	3.53	3.22	3.93	4.37	3.73
速动比率	2.71	2.10	3.19	3.24	2.95
营运能力					
总资产周转率	1.15	1.01	1.01	0.99	1.01
应收账款周转率	19.47	16.48	16.48	16.48	16.48
应付账款周转率	4.54	4.56	4.56	4.56	4.56
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.34	1.05	1.52	1.78	2.10
每股经营现金流(最新摊薄)	3.01	0.68	2.34	1.13	2.88
每股净资产(最新摊薄)	8.21	6.96	7.99	8.17	8.80
估值比率					
PE (倍)	16.80	37.42	25.81	22.09	18.74
PB (倍)	4.79	5.65	4.93	4.82	4.47
EV EBITDA (倍)	11.23	23.23	16.70	14.56	12.43

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、周衍峰、王森泉，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。
- 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、周衍峰、王森泉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。
- 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

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

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

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年华泰证券股份有公司