

盈利受运营调整扰动，期待环比改善

华泰研究

2025 年 9 月 01 日 | 中国香港

更新报告

餐饮

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

17.46

樊俊豪

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

曾璐

SAC No. S0570523120004
SFC No. BTM417

研究员

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

洪洋*

SAC No. S0570125070021

联系人

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

特海国际 2Q25 实现营收 1.99 亿美元/yoy+8.5%，经营利润 3.7 百万美元/yoy-56.5%，经营利润率 1.9%/yoy-2.7pcts，主因投入之年，人工成本提振影响经营利润。2Q25 实现归母净利润 0.16 亿美元/同比扭亏，主因期内外汇损失同比减少 0.23 亿美元，抵消部分费用增长影响。1H25 营收 3.97 亿美元/yoy+7.0%，归母净利润 0.28 亿美元/同比扭亏。25 年公司继续做优顾客体验，同店销售保持稳健，同步拓展现有市场和新市场。我们认为，做优顾客体验和员工满意度，虽然可能对短期经营利润率产生阶段性扰动，但系列调整策略切实利好海底捞品牌特色的巩固和经营质量长期提升，叠加红石榴多品牌计划逐步落地，中长期主品牌+新品牌成长潜力可观。维持“买入”。

同店经营稳健，员工福利优化短期扰动盈利能力

2Q25 海底捞餐厅/外卖业务/其他业务收入 1.9/0.04/0.06 亿美元，yoy+7.3%/+60.9%/27.1%。2Q25 同店+5.3%，东南亚/东亚/北美/其他地区同店分别-0.7%/28.7%/7.1%/5.2%/5.3%，各地区同店实现正增长或基本持平，东亚地区增幅明显，彰显日本管理深化调整成效。拆分量价，2Q25 实现同店翻台 3.9 次、平均翻台 3.8 次，同比均持平；人均消费为 24.3 美元/yoy-0.1 美元，基本持平，主业经营保持稳定。2Q25 毛利率 66.0%/yoy-0.3pct，主要系引入更加质价比的菜单。费用端，2Q25 员工成本/租金及相关开支/水电/折旧摊销占比 35.3%/3.0%/3.6%/9.9%，yoy+1.1/+0.5/-0.1/-0.2pct。公司增加员工福利、部分国家法定最低工资增加，导致人力成本有所上升。

红石榴计划稳步推进，拓店速度和质量并重

截至 2Q25，公司共运营 126 家店（东南亚 74 家/东亚 20 家/北美 20 家/其他地区 12 家），环比 1Q25 净增 3 家门店（新开 4 家/闭店 1 家）。开店质与量并重，持续调整经营不善门店。此外，公司坚定打造“不一样的海底捞”，推进红石榴计划，丰富顾客体验。期内马来西亚首家烧烤门店开业，并将在新国家继续探索其他发展机会，覆盖其他类型火锅、烧烤、快餐等类别，已识别并立项超过 10 个新项目赛道（业绩交流会），为探索第二增长曲线奠定坚实基础。我们认为，随主品牌运营质量提升和红石榴品牌陆续落地，2H 公司经营环比有望迎来改善。

盈利预测与估值

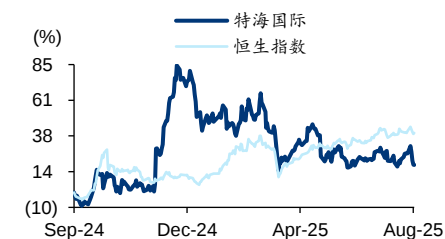
考虑公司加大经营建设投入、费用端或承压，我们下调 25-27 年经调整净利润 43%/21%/17%至 0.30/0.52/0.68 亿美元。考虑公司中餐出海定位差异化、增长动能充沛，给予估值溢价，参考可比公司 26 年彭博一致预期均值 20 倍 PE，给予公司 28X 26 年 PE，目标价 17.46 港币（前值 19.69 港币，对应 28X 26 年 PE）。

风险提示：扩张不及预期，市场竞争加剧，各国居民消费意愿下滑。

基本数据

目标价(港币)	17.46
收盘价(港币 截至 8 月 29 日)	14.96
市值(港币百万)	9,728
6 个月平均日成交额(港币百万)	14.06
52 周价格范围(港币)	11.20-24.10
BVPS(美元)	0.57

股价走势图



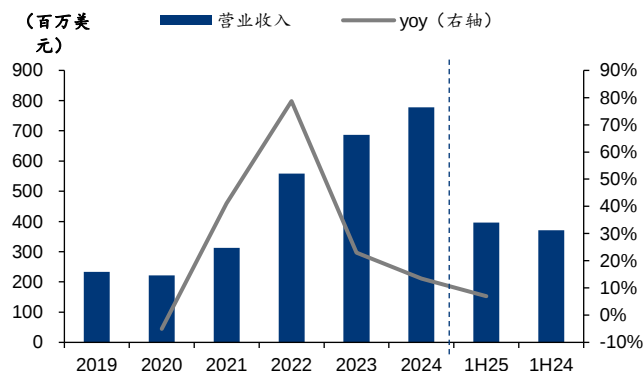
资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	778.31	867.17	995.03	1,142
+/-%	13.40	11.42	14.74	14.79
归母净利润(百万)	21.81	50.00	52.47	67.52
+/-%	(15.00)	129.29	4.95	28.68
归母净利润(调整后,百万)	41.51	30.00	52.47	67.52
+/-%	35.47	(27.74)	74.92	28.68
EPS(调整后,最新摊薄)	0.06	0.05	0.08	0.10
PE(调整后,倍)	30.08	41.62	23.79	18.49
PB(倍)	3.47	3.04	2.70	2.36
ROE(调整后,%)	13.18	7.79	12.03	13.61
EV EBITDA(倍)	10.62	7.78	7.06	5.64
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

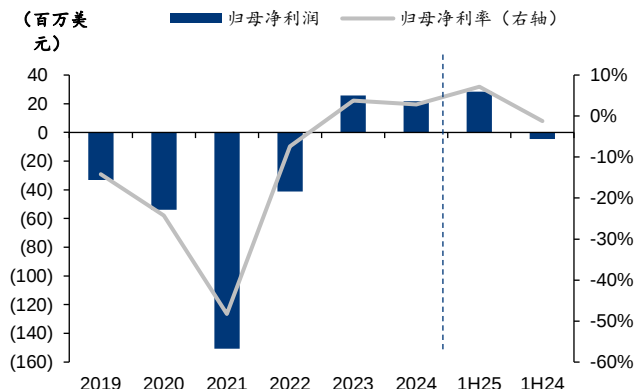
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1：特海国际营业收入



资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：特海国际归母净利润



资料来源：公司公告，华泰研究

考虑 1H25 东南亚/北美洲平均翻台率分别持平/略有下滑，东亚或有同比高基数影响，我们略下调各地区收入，对应总营业收入 8.67/9.95/11.42 亿美元，较原预测-2.1%/-1.6%/-1.5%。我们预计推行质价比菜品后公司毛利或有小幅下降，预计 25-27 年毛利率分别达 66.93%/67.11%/67.21%，较原预测分别-0.26pct/-0.35pct/-0.35pct。我们预计人工成本将持续受各国最低法定工资上升影响，上调销售及分销成本至 4.49/5.07/5.76 亿美元，较原预测分别+1.1%/+1.1%/+1.2%。综上，我们下调 25-27 年经调整净利润至 0.3/0.52/0.68 亿美元，较前值分别 -43%/-21%/-17%。

图表3：特海国际：盈利预测变动表

(百万美元)	原预测			新预测		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	885.62	1,011.31	1,160.13	867.17	995.03	1,142.21
YoY(%)	14%	14%	15%	11%	15%	15%
餐厅经营	850.57	971.60	1,114.40	834.48	957.83	1,099.33
yoy	14%	14%	15%	12%	15%	15%
东南亚地区	438.61	468.18	495.59	425.45	457.90	484.71
YOY	8%	7%	6%	5%	8%	6%
东亚	117.69	133.31	149.84	116.53	132.00	148.37
YoY	25%	13%	12%	24%	13%	12%
北美	181.62	222.91	277.03	179.84	220.73	274.31
YOY	15%	23%	24%	14%	23%	24%
其他地区	112.65	147.20	191.93	112.65	147.20	191.93
yoy	25%	31%	30%	25%	31%	30%
外卖	12.08	13.47	15.64	11.83	13.26	15.40
其他	22.97	26.23	30.09	20.86	23.95	27.48
销售成本	(291)	(329)	(376)	(287)	(327)	(375)
毛利	595	682	784	580	668	768
YoY(%)	14%	15%	15%	11%	15%	15%
毛利率	67.19%	67.46%	67.56%	66.93%	67.11%	67.21%
同比变化 (pct)	0.30	0.28	0.10	0.04	0.18	0.10
销售及分销成本	(444)	(501)	(570)	(449)	(507)	(576)
管理费用	(7)	(8)	(9)	(7)	(8)	(9)
其他经营收入/费用	(88)	(100)	(113)	(58)	(86)	(95)
营业利润	55	73	92	66	67	88
营业利润率	6.3%	7.2%	8.0%	7.6%	6.8%	7.7%
净利息费用	2	4	6	2	4	6
税前利润	60	79	101	70	74	95
净利润	43	57	72	50	52	68
YoY(%)	95%	33%	27%	129%	5%	29%
非经常性项目	(10.00)	(10.00)	(10.00)	20.00	-	-
经调整净利润	53	67	82	30	52	68

资料来源：华泰研究预测

图表4：特海国际：季度拆分预测表

(百万美元)	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3E	2025Q4E
营业收入	198.62	208.76	197.78	198.95	228.41	242.03
营业收入同比增速	14.64%	10.35%	5.40%	8.55%	15.00%	15.94%
营业收入环比增速	8.37%	5.11%	-5.26%	0.59%	14.81%	5.96%
营业成本	65.46	67.684	67.167	67.577	74.23	77.80
营业成本同比增速	9.79%	2.90%	6.88%	9.46%	13.40%	14.95%
营业成本环比增速	6.04%	3.40%	-0.76%	0.61%	9.85%	4.81%
总毛利	133.16	141.08	130.62	131.37	154.18	164.23
总毛利同比增速	17.19%	14.32%	4.66%	8.08%	15.79%	16.41%
总毛利环比增速	9.55%	5.95%	-7.42%	0.58%	17.36%	6.52%
总毛利率	67.04%	67.58%	66.04%	66.03%	67.50%	67.85%
总毛利率同比变动	1.46%	2.35%	-0.47%	-0.28%	0.46%	0.28%
总毛利率环比变动	0.72%	0.54%	-1.54%	-0.01%	1.47%	0.35%
费用率						
-销售及管理费用率	50.64%	49.46%	52.52%	52.96%	52.96%	52.13%
-研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
费用率同比变动						
-销售及管理费用率	-0.42%	-1.37%	0.58%	0.39%	2.3%	2.7%
-研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
费用率环比变动						
-销售及管理费用率	-1.93%	-1.18%	3.06%	0.44%	0.00%	-0.84%
-研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
归母净利润	37.72	-11.34	11.94	16.41	7.31	14.34
归母净利润(同比)	转正	-148.24%	转正	转正	-80.62%	转正
归母净利润(环比)	转正	-130.06%	转正	37.49%	-55.47%	96.13%
归母净利润率	18.99%	-5.43%	6.04%	8.25%	3.20%	5.92%
归母净利润率(同比)	19.8%	-17.9%	8.4%	8.3%	-15.8%	转正
归母净利润率(环比)	19.1%	-24.4%	11.5%	2.2%	-5.1%	2.7%
EPS(GAAP/IFRS)	0.058	(0.017)	0.018	0.025	0.011	0.022
调整后归母净利润	16.20	9.69	5.29	3.58	7.31	13.82
调整后净利润率	8.2%	4.6%	2.7%	1.8%	3.2%	5.7%
EPS(Non-GAAP/IFRS)	0.025	0.015	0.008	0.006	0.011	0.021

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表5：特海国际：年度业绩预测

驱动概览		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
东南亚餐厅数量	家	70	73	76	80	86
东南亚餐厅数量 yoy	%	3%	4%	4%	5%	8%
东南亚地区门店收入	百万美元	5.26	5.55	5.60	5.72	5.64
东南亚地区门店收入 yoy	%	10%	6%	1%	2%	-2%
运营数据概览						
餐厅数量	家	115	122	134	149	169
翻台率	次/天	3.5	3.71	3.78	3.9	3.9
顾客人均消费	美元	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8
单店客流量	百万人	0.24	0.25	0.25	0.26	0.26
核心财务指标						
收入	百万美元	686.4	778.3	867.2	995.0	1142.2
毛利率	%	66%	67%	67%	67%	67%
EBIT	百万美元	39.7	36.7	67.6	69.2	88.9
EBITDA	百万美元	118.2	117.7	153.5	162.3	192.7
联合营公司投资收益	百万美元	0	0	0	0	0
净利润	百万美元	25.7	21.8	50.0	52.5	67.5
扣非净利润	百万美元	30.6	41.5	30.0	52.5	67.5
EPS	美元/股	0.04	0.03	0.08	0.08	0.10
EPS(扣非)	美元/股	0.05	0.06	0.05	0.08	0.10
BVPS	美元/股	0.44	0.55	0.63	0.71	0.82

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表6：特海国际：可比公司估值表

股票名称	股票代码	市值	收盘价	EPS (元)			PE (倍)		
		(当地货币 亿元)	(当地货币 元)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中国香港									
海底捞	6862 HK	768.65	13.79	0.79	0.89	0.98	15.90	14.13	12.78
百胜中国	9987 HK	1,286.80	349.40	2.53	2.86	3.20	17.66	15.59	13.96
中国香港均值							16.78	14.86	13.37
美国									
MCDONALDS	MCD US	2,237.44	313.54	12.32	13.37	14.58	25.45	23.45	21.51
DOMINOS PIZZA	DPZ US	155.59	458.30	17.62	19.50	21.40	26.02	23.50	21.41
CHIPOTLE	CMG US	565.05	42.14	1.21	1.42	1.67	34.71	29.70	25.25
YUM CHINA	YUMC US	164.70	44.72	2.53	2.86	3.20	17.68	15.61	13.98
美国均值							25.97	23.07	20.54
整体均值							22.90	20.33	18.15

注：港股数据截至 2025 年 8 月 29 日收盘，美股数据截至 2025 年 8 月 30 日收盘；人民币：港币汇率=1:0.91；美元：港币汇率=0.128：1，EPS 中港股记账币种为人民币，美股为美元。皆为彭博一致预期
资料来源：Bloomberg，华泰研究

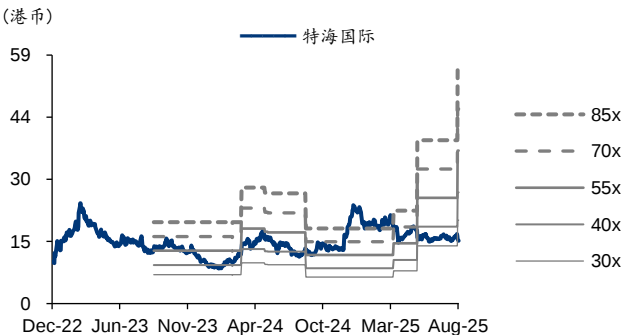
风险提示

扩张不及预期：海外扩张不确定较大，需要较强的异地复制、运营能力，或面临一定阻力。

市场竞争加剧：近年线下消费疲软，市场恢复初期，为吸引客流，市场竞争或加剧，影响餐饮相关企业净利润水平。

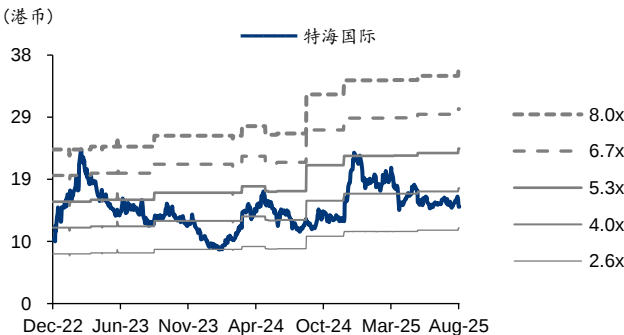
居民消费意愿下滑：外部因素持续影响，居民消费习惯或发生改变，整体消费意愿和信心恢复或需要一定调整时间。

图表7：特海国际 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表8：特海国际 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	686.36	778.31	867.17	995.03	1,142
销售成本	(234.72)	(257.72)	(286.78)	(327.26)	(374.50)
毛利润	451.65	520.59	580.39	667.77	767.71
销售及分销成本	(347.81)	(388.76)	(449.30)	(506.90)	(576.36)
管理费用	(5.76)	(6.45)	(7.08)	(7.88)	(8.93)
其他收入/支出	4.85	2.45	1.82	1.99	1.14
财务成本净额	(6.58)	(3.46)	2.50	4.36	5.75
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	33.11	33.24	70.11	73.58	94.68
税费开支	(7.85)	(11.84)	(21.03)	(22.07)	(28.40)
少数股东损益	(0.40)	(0.40)	(0.92)	(0.97)	(1.24)
净利润	25.65	21.81	50.00	52.47	67.52
非通用准则调整项	4.99	19.70	(20.00)	0.00	0.00
调整后归母净利润	30.64	41.51	30.00	52.47	67.52
折旧和摊销	(78.56)	(80.97)	(85.88)	(93.09)	(103.77)
EBITDA	118.24	117.68	153.48	162.31	192.70
EPS (美元, 基本)	0.04	0.03	0.08	0.08	0.10

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	29.76	31.52	36.05	41.06	47.18
应收账款和票据	29.32	30.75	35.77	40.56	47.06
现金及现金等价物	152.91	254.72	336.45	414.29	488.56
其他流动资产	6.97	6.23	6.23	6.23	6.23
总流动资产	218.96	323.23	414.50	502.14	589.04
固定资产	168.72	151.90	160.31	167.43	188.17
无形资产	0.40	0.28	0.24	0.18	0.13
其他长期资产	188.80	209.02	202.59	194.53	190.08
总长期资产	357.92	361.20	363.14	362.14	378.37
总资产	576.88	684.43	777.63	864.28	967.41
应付账款	69.26	68.81	84.83	90.50	110.14
短期借款	39.00	41.41	29.82	29.82	29.82
其他负债	20.31	18.35	18.35	18.35	18.35
总流动负债	128.57	128.57	133.00	138.67	158.31
长期债务	163.95	171.22	210.92	240.40	257.61
其他长期债务	12.24	22.98	22.98	22.98	22.98
总长期负债	176.19	194.20	233.90	263.38	280.59
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
储备/其他项目	270.08	360.03	410.02	462.49	530.01
股东权益	270.09	360.03	410.02	462.49	530.01
少数股东权益	2.04	1.63	0.71	(0.26)	(1.50)
总权益	272.12	361.66	410.74	462.24	528.51

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	46.35	57.26	24.97	23.79	18.49
PB	4.40	3.47	3.04	2.70	2.36
调整后 PE (倍)	38.81	30.08	41.62	23.79	18.49
调整后 ROE	12.02	13.18	7.79	12.03	13.61
EV EBITDA	11.27	10.62	7.78	7.06	5.64
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	7.21	1.57	4.52	3.63	4.25

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	118.24	117.68	153.48	162.31	192.70
融资成本	6.58	3.46	(2.50)	(4.36)	(5.75)
营运资本变动	(1.05)	(3.64)	6.48	(4.14)	7.02
税费	(7.85)	(11.84)	(21.03)	(22.07)	(28.40)
其他	0.29	(4.69)	2.50	4.36	5.75
经营活动现金流	116.21	100.97	138.93	136.10	171.32
CAPEX	(17.77)	(81.38)	(83.30)	(92.10)	(120.00)
其他投资活动	(1.48)	8.38	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(19.26)	(73.00)	(83.30)	(92.10)	(120.00)
债务增加量	(39.36)	9.68	28.12	29.48	17.21
权益增加量	0.00	56.11	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	30.16	(25.21)	2.50	4.36	5.75
融资活动现金流	(9.19)	40.59	30.61	33.84	22.96
现金变动	87.77	68.56	86.24	77.84	74.28
年初现金	93.88	181.64	250.21	336.45	414.29
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	181.64	250.21	336.45	414.29	488.56

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	22.95	13.40	11.42	14.74	14.79
毛利润	24.91	15.26	11.49	15.06	14.97
营业利润	(231.76)	(1.66)	92.04	2.18	30.59
净利润	(162.19)	(15.00)	129.29	4.95	28.68
调整后净利润	(258.28)	35.47	(27.74)	74.92	28.68
EPS (基本)	(162.19)	(19.05)	129.29	4.95	28.68
盈利能力比率 (%)					
毛利率	65.80	66.89	66.93	67.11	67.21
EBITDA	17.23	15.12	17.70	16.31	16.87
净利润率	3.74	2.80	5.77	5.27	5.91
调整后净利润率	4.46	5.33	3.46	5.27	5.91
ROE	10.06	6.92	12.99	12.03	13.61
调整后 ROE	12.02	13.18	7.79	12.03	13.61
ROA	4.45	3.46	6.84	6.39	7.37
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	18.39	(11.64)	(23.30)	(31.17)	(38.06)
流动比率	1.70	2.51	3.12	3.62	3.72
速动比率	1.47	2.27	2.85	3.33	3.42
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.19	1.23	1.19	1.21	1.25
应收账款周转天数	14.71	13.89	13.81	13.81	13.81
应付账款周转天数	102.18	96.43	96.43	96.43	96.43
存货周转天数	42.75	42.80	42.41	42.41	42.41
现金转换周期	(44.72)	(39.74)	(40.21)	(40.21)	(40.21)
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	0.04	0.03	0.08	0.08	0.10
EPS (调整后, 基本)	0.05	0.06	0.05	0.08	0.10
每股净资产	0.44	0.55	0.63	0.71	0.82

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、曾琨，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、曾琨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。
- 特海国际（9658 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之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 特海国际（9658 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之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 特海国际（9658 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 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