

外围省份延续高增，电商重回增长可期

华泰研究

季报点评

2025 年 10 月 22 日 | 中国内地

百亚股份公布三季报：1-3Q25 实现收入 26.2 亿元，同比+12.8%；归母净利润 2.45 亿元，同比+2.5%。单季度看，3Q25 营业收入 8.59 亿元，同比+8.3%；归母净利润 0.57 亿元，同比-3.9%，净利润下降主要系线上渠道因受短期舆情及平台策略调整影响，线上营业收入和经营利润有所下滑。展望后续，我们认为公司产品迭代快、渠道拓展强、品牌建设不断增强等核心竞争优势稳固，随着舆情影响逐渐减弱及公司完成电商渠道调整，我们预计线上渠道有望重拾增长，线下渠道保持较快增长势头，全国化扩张支撑未来中长期成长空间可观，维持“买入”评级。

线下收入韧性强，电商渠道受短期舆情及平台策略调整影响有所承压

3Q25 公司实现收入 8.59 亿元，同比+8.3%。1) 分产品看，3Q25 自由点产品实现收入 8.20 亿元，同比+8.9%，其中益生菌/有机纯棉等大健康系列产品收入增速更快、同比+35.5%。2) 分渠道看，公司有序拓展全国市场，3Q25 线下渠道实现收入 4.91 亿元，同比增长 27.2%，其中核心区域以外的省份收入同比+94.0%，继续保持高速增长势头；核心五省收入亦保持稳健增长；电商渠道短期受到舆情影响及平台策略调整，3Q25 收入 3.41 亿元，同比下降 11.4%。

产品结构优化助推毛利率保持在较高水平

3Q25 公司综合毛利率为 55.6%，同比基本持平 (-0.2pct)，若不考虑公司自 4Q24 起将电商渠道的物流包装费调整至成本的影响，我们预计毛利率稳中有升。3Q25 公司期间费用率为 47.1%，同比-0.9pct，其中，销售费用同比增加 10.7%、费用率同比+0.9pct 至 42.4%，我们预计主因包括双 11 种草等在内的品牌费用投入增加，以及电商渠道调整期的 ROI 未完全恢复至去年同期水平；管理费用率、研发费用率同比分别-1.5pct、-0.4pct 至 2.8%、1.8%，反映出公司精细化运营效果持续显现。综合影响下，3Q25 公司归母净利率为 6.6%，同比-0.8pct。现金流方面，3Q25 公司经营性现金净流入 0.87 亿元，净现比为 1.54，环比 (1.06) 进一步改善。

盈利预测与估值

考虑到公司电商渠道受到舆情的影响较为持久，我们下调 2025-2027 年归母净利润预测 9%、6%、3%至 3.37、4.60、6.36 亿元，同比增速分别为 17%、37%、38%。参考可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PE 中值 27 倍，考虑到百亚旗下自由点品牌知名度和影响力领先，线上、线下全渠道布局完善，并加速拓展全国市场，成长空间可观，给予百亚 2026 年 30 倍 PE，对应目标价 32.1 元（前值 34.8 元，基于 2025 年 40 倍 PE），维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、品牌形象受损、渠道拓展不及预期。

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

32.10

樊俊豪

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

惠普

SAC No. S0570524090006
SFC No. BSE005

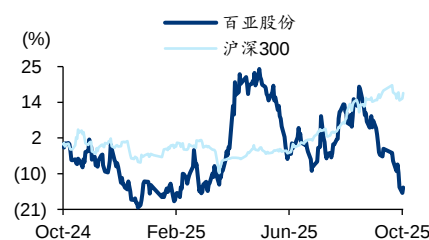
研究员

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

基本数据

收盘价 (人民币 截至 10 月 21 日)	23.05
市值 (人民币百万)	9,903
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	149.85
52 周价格范围 (人民币)	21.70-33.27

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)	3,254	3,802	4,617	5,673
+/-%	51.77	16.85	21.42	22.87
归属母公司净利润 (百万)	287.67	336.77	459.75	636.28
+/-%	20.74	17.07	36.52	38.40
EPS (最新摊薄)	0.67	0.78	1.07	1.48
ROE (%)	20.28	22.45	27.48	32.26
PE (倍)	34.43	29.41	21.54	15.56
PB (倍)	6.83	6.39	5.51	4.61
EV EBITDA (倍)	23.45	20.21	14.91	10.63
股息率 (%)	2.39	2.16	2.86	2.86

资料来源: 公司公告、华泰研究预测



图表1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价	市值(百万)	归母净利润(当地币种 百万)				PE(倍)			
		(当地币种)	(当地币种)	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
002511 CH	中顺洁柔	8.38	10779.8	77.2	301.6	385.9	456.7	139.7	35.7	27.9	23.6
300888 CH	稳健医疗	38.25	22274.1	695.4	1061.3	1301.2	1589.4	32	21	17.1	14
301009 CH	可靠股份	13.88	3773.4	31.2	36.5	43.9	51.3	121	103.3	86	73.6
001328 CH	登康口腔	38.94	6704.4	161.2	204.2	253.3	313.1	41.6	32.8	26.5	21.4
1044 HK	恒安国际	27.82	32330.2	2298.5	2230.8	2338.0	2428.3	12.8	13.2	12.6	12.1
中值		27.82	10779.8	161.2	301.6	385.9	456.7	41.6	32.8	26.5	21.4

注：稳健医疗盈利采用华泰研究预期，其余可比公司盈利均采用 Wind 一致预期；采用港币兑人民币汇率 0.91；数据截至 2025.10.21。

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

图表2：季度经营情况总结

季度财报数据总结		4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25	YoY	QoQ	1-3Q25A	YoY	4Q25E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	929	995	768	859	8.3%	11.8%	2623	12.8%	1180	27.0%	37.4%
营业成本	Rmb mn	-474	-465	-360	-382	9.0%	6.0%	-1206	15.0%	-565	19.2%	48.1%
毛利率	%	49.0%	53.3%	53.1%	55.6%	-0.2pct	2.5pct	54.0%	-0.9pct	52.1%	6.4%	-6.2%
销售及管理费用	Rmb mn	-394	-363	-321	-388	6.9%	21.1%	-1072	13.0%	-499	26.6%	28.4%
研发费用	Rmb mn	-22	-15	-18	-16	-9.8%	-14.7%	-49	-2.0%	-23	8.1%	49.0%
财务费用	Rmb mn	-1	0	0	0	n.a.	n.a.	0	-96.9%	4	n.a.	n.a.
营业利润	Rmb mn	50	153	70	67	3.9%	-4.3%	291	4.1%	106	111.7%	57.2%
税前利润	Rmb mn	59	152	70	66	-0.9%	-5.2%	288	2.8%	108	84.6%	62.8%
所得税	Rmb mn	-9	-21	-13	-10	21.0%	-22.0%	-44	4.2%	-16	68.9%	60.9%
少数股东损益	Rmb mn	0	0	0	0	n.a.	n.a.	0	n.a.	0	n.a.	n.a.
归母净利润	Rmb mn	49	131	57	57	-3.9%	-1.6%	245	2.5%	92	87.6%	63.1%
非经常性损益	Rmb mn	-21	-1	-4	-1	-74.8%	-71.0%	-7	-45.4%	-3	-88.1%	114.6%
净利润(扣非)	Rmb mn	28	129	53	55	2.3%	3.8%	238	5.2%	90	222.4%	62.0%
EPS	Rmb/sh	0.11	0.31	0.13	0.13	-3.9%	-1.6%	0.57	2.1%	0.21	84.6%	60.6%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.07	0.30	0.12	0.13	2.3%	3.8%	0.56	2.1%	0.21	217.2%	59.4%
分部收入												
线下渠道	Rmb mn	420	650	484	491	27.2%	1.4%	1624	35.8%	620	47.6%	26.3%
电商渠道	Rmb mn	486	322	270	341	-11.4%	26.3%	933	-10.2%	546	12.4%	60.0%
ODM	Rmb mn	24	24	14	27	22.6%	86.7%	66	-27.1%	14	-41.1%	-48.3%
核心财务指标												
应收账款周转天数	days	21	24	33	30	6	-2	28	6	21	-1	-10
应付账款周转天数	days	51	53	49	47	-9	-2	62	3	45	-6	-2
存货周转天数	days	44	52	55	46	2	-9	54	9	36	-8	-11
经营净现金流	Rmb mn	103	7	61	87	179.8%	43.4%	155	-30.3%	291	182.3%	234.0%
资本支出	Rmb mn	-26	-51	-32	-40	-11.8%	24.3%	-124	-199.0%	-28	5.9%	-31.0%
自由现金流	Rmb mn	77	-44	29	47	-430.9%	65.0%	31	-67.9%	43	-43.6%	-7.8%
净负债	Rmb mn	-363	-398	-301	-297	-5.1%	-1.4%	-297	-5.1%	-410	13.1%	38.1%
净负债率	%	-25.0%	-25.2%	-21.3%	-20.2%	2.1pct	1.1pct	-20.2%	2.1pct	-26.5%	-3.1pct	8.0pct

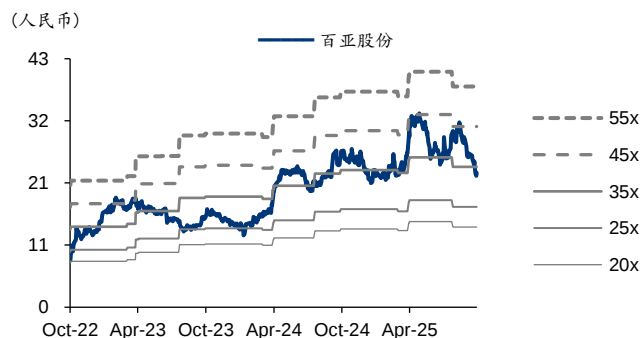
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表3：核心假设和财务预测

驱动概览(Driver)		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
人均 GDP	%	5.5%	5.1%	2.8%	6.2%	6.8%
中国女性护理市场规模	%	3.1%	3.5%	3.5%	3.6%	3.4%
百亚线下渠道收入	%	14.8%	26.7%	38.8%	22.0%	22.9%
百亚电商渠道收入	%	101.5%	103.8%	-3.0%	23.2%	24.5%
分部收入(segment revenue)						
线下渠道	Rmb mn	1275	1616	2243	2738	3364
电商渠道	Rmb mn	748	1525	1479	1823	2270
ODM	Rmb mn	121	114	80	56	39
分部毛利率(segment Gross margin)						
线下渠道	%	52.1%	56.1%	55.5%	55.6%	55.8%
电商渠道	%	52.5%	52.7%	52.3%	53.4%	54.1%
ODM	%	17.9%	19.0%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利占比(segment Gross %)						
线下渠道	%	61.6%	52.3%	61.3%	60.8%	60.3%
电商渠道	%	36.4%	46.4%	38.1%	38.9%	39.5%
核心财务指标(core financial indicators)						
EBIT	Rmb bn	275	337	392	534	740
EBITDA	Rmb bn	331	394	453	608	831
联合营公司投资收益	Rmb bn	9	5	5	5	5
净利润	Rmb bn	239	288	337	460	636
扣非净利润	Rmb bn	216	254	327	447	619
EPS	Rmb/sh	0.56	0.67	0.78	1.07	1.48
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.51	0.59	0.76	1.04	1.44
BVPS	Rmb/sh	3.23	3.37	3.61	4.18	5.00
应收账款周转天数	days	28	21	20	19	19
应付账款周转天数	days	71	64	64	64	64
存货周转天数	days	59	54	54	54	54
经营净现金流	Rmb mn	331	325	446	495	735
资本支出	Rmb mn	-84	-151	-151	-206	-240
自由现金流	Rmb bn	248	174	295	289	495
净负债	Rmb bn	-334	-341	-410	-505	-737
净负债率	%	-24.1%	-23.5%	-26.5%	-28.1%	-34.3%

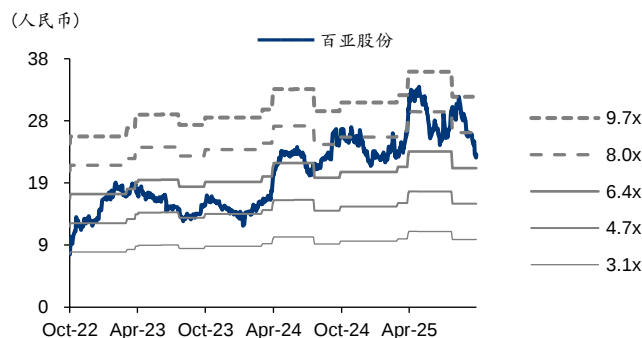
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表4：百亚股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表5：百亚股份 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	1,214	1,328	1,361	1,668	1,945
现金	356.27	394.66	461.14	559.91	763.33
应收账款	166.57	219.24	206.34	283.01	318.25
其他应收账款	12.51	15.63	17.25	22.67	26.38
预付账款	27.75	30.24	37.51	44.75	56.33
存货	172.86	283.41	247.23	385.53	381.78
其他流动资产	477.60	384.61	391.57	372.01	398.48
非流动资产	670.93	823.07	916.23	1,046	1,190
长期投资	19.42	20.72	25.90	27.47	29.59
固定投资	491.25	626.26	710.42	829.79	964.63
无形资产	65.15	63.20	60.38	57.63	54.97
其他非流动资产	95.11	112.89	119.53	130.71	141.21
资产总计	1,884	2,151	2,277	2,713	3,135
流动负债	478.68	638.49	664.25	854.81	923.32
短期借款	0.00	0.00	24.60	28.62	0.00
应付账款	230.93	309.48	319.01	430.43	478.38
其他流动负债	247.75	329.01	320.64	395.76	444.94
非流动负债	18.86	62.73	62.73	62.73	62.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	18.86	62.73	62.73	62.73	62.73
负债合计	497.53	701.22	726.98	917.54	986.04
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	429.40	429.32	429.65	429.65	429.65
资本公积	266.32	270.45	270.45	270.45	270.45
留存公积	703.36	755.12	815.46	897.83	1,012
归属母公司股东权益	1,387	1,450	1,550	1,796	2,149
负债和股东权益	1,884	2,151	2,277	2,713	3,135

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	331.39	325.22	445.93	494.86	735.43
净利润	238.53	287.67	336.77	459.75	636.28
折旧摊销	56.41	57.74	68.00	80.00	100.21
财务费用	(4.40)	(1.98)	(4.56)	(6.93)	(8.51)
投资损失	(8.67)	(5.12)	(4.87)	(5.03)	(5.03)
营运资金变动	16.62	(36.45)	69.59	(16.92)	29.55
其他经营现金	32.91	23.36	(19.00)	(16.01)	(17.07)
投资活动现金	(136.00)	(44.88)	(144.89)	(192.94)	(228.59)
资本支出	(83.64)	(150.99)	(151.29)	(205.50)	(239.95)
长期投资	(52.36)	105.90	(5.18)	(1.57)	(2.12)
其他投资现金	0.00	0.21	11.58	14.13	13.48
筹资活动现金	(144.94)	(237.18)	(234.55)	(203.15)	(303.42)
短期借款	0.00	0.00	24.60	4.02	(28.62)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(0.93)	(0.08)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(11.20)	4.13	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(132.81)	(241.23)	(259.15)	(207.17)	(274.80)
现金净增加额	50.48	42.36	66.49	98.77	203.42

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	2,144	3,254	3,802	4,617	5,673
营业成本	1,065	1,523	1,772	2,113	2,562
营业税金及附加	18.68	26.34	30.78	37.37	45.92
营业费用	669.01	1,226	1,469	1,760	2,106
管理费用	72.09	116.87	102.34	124.26	149.84
财务费用	(4.40)	(1.98)	(4.56)	(6.93)	(8.51)
资产减值损失	(10.13)	(3.27)	(1.90)	(3.23)	(3.97)
公允价值变动收益	4.54	11.39	11.39	11.39	11.39
投资净收益	8.67	5.12	4.87	5.03	5.03
营业利润	280.83	329.06	396.39	541.13	748.91
营业外收入	0.23	12.89	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.51	2.89	0.00	0.00	0.00
利润总额	279.55	339.06	396.39	541.13	748.91
所得税	41.02	51.39	59.62	81.39	112.64
净利润	238.53	287.67	336.77	459.75	636.28
少数股东损益	0.28	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	238.25	287.67	336.77	459.75	636.28
EBITDA	330.51	393.62	453.35	608.03	830.74
EPS (人民币，基本)	0.56	0.67	0.78	1.07	1.48

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	33.00	51.77	16.85	21.42	22.87
营业利润	29.71	17.17	20.46	36.52	38.40
归属母公司净利润	27.21	20.74	17.07	36.52	38.40
获利能力 (%)					
毛利率	50.32	53.19	53.41	54.24	54.84
净利率	11.12	8.84	8.86	9.96	11.22
ROE	17.87	20.28	22.45	27.48	32.26
ROIC	41.49	38.58	42.82	49.09	60.10
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.40	32.60	31.92	33.81	31.45
净负债比率 (%)	(24.08)	(23.52)	(26.48)	(28.13)	(34.31)
流动比率	2.54	2.08	2.05	1.95	2.11
速动比率	2.11	1.58	1.61	1.44	1.63
营运能力					
总资产周转率	1.19	1.61	1.72	1.85	1.94
应收账款周转率	12.85	16.87	17.87	18.87	18.87
应付账款周转率	5.09	5.64	5.64	5.64	5.64
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.67	0.78	1.07	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	0.76	1.04	1.15	1.71
每股净资产(最新摊薄)	3.23	3.37	3.61	4.18	5.00
估值比率					
PE (倍)	41.57	34.43	29.41	21.54	15.56
PB (倍)	7.14	6.83	6.39	5.51	4.61
EV EBITDA (倍)	27.67	23.45	20.21	14.91	10.63

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、惠普，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/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。
- 百亚股份（003006 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

- 分析师樊俊豪、惠普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。
- 百亚股份（003006 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