

液奶业务持续承压，盈利端保持平稳

华泰研究

季报点评

2025 年 10 月 30 日 | 中国内地

公司公布三季度业绩：25Q1-3 营收/归母净利润/扣非净利润 905.6/104.3/101.0 亿元，同比+1.7%/-4.1%/+18.7%，对应 25Q3 营收/归母净利润/扣非净利润 286.3/32.3/30.9 亿元，同比-2.9%/-3.3%/-3.1%。收入端，液奶业务 25Q3 收入同比-8.8%，主要系中秋/国庆双节备货&动销表现平淡、外卖价格战对于酸奶等品类的销售造成一定的负面影响；25Q3 奶粉业务延续 Q2 以来的正增态势，主要系婴配粉贡献、行业主要产品价盘企稳；25Q3 冰品业务收入亦延续正增，明年有望维持较好的成长速度。利润端，25Q3 毛利率同比-1.1pct，主因：1) 24Q3 毛利率基数较高；2) 奶价成本红利收窄；3) 公司低毛利率的性价比产品收入占比提升，25Q3 毛销差同比-0.4pct，归母净利率同比-0.2pct，扣非净利率同比-0.2pct。公司经营有望维持稳健，期待春节备货表现，维持“买入”评级。

25Q3 液态奶业务销售承压，奶粉与冰品业务延续正增

分品类看，25Q1-3 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮实现营收 549.4/242.6/94.3 亿元，同比-4.5%/+13.7%/+13.0%，25Q3 实现营收 188.1/76.8/12.0 亿元，同比-8.8%/+12.6%/+17.4%。25Q3 液奶业务收入下滑幅度较 25H1 扩大（25H1 公司液奶业务收入同比-2.1%），主要系中秋/国庆双节备货&动销表现平淡、外卖价格战对于酸奶等品类的销售造成一定的负面影响。分品类看，25Q3 常温奶中乳饮料收入维持正增，白奶和酸奶收入下滑幅度接近，低温品类维持收入增长，低温白奶增速表现较好，低温酸奶保持稳定。奶粉及奶制品业务中，婴配粉贡献主要收入增长，25 年以来，行业主要产品价盘企稳。25Q3 冰品业务收入亦延续正增，明年有望维持较好的成长速度。

25Q3 毛利率同比-1.1pct，归母净利率同比-0.2pct

25Q1-3 毛利率同比+0.5pct 至 35.3%（25Q3 同比-1.1pct 至 33.9%），25Q3 毛利率同比下行，主因：1) 24Q3 毛利率基数较高；2) 奶价成本红利收窄；3) 公司低毛利率的性价比产品收入占比提升。25Q1-3 销售费用率同比-1.0pct 至 18.3%（25Q3 同比-0.7pct），25Q1-3 毛销差同比+1.4pct 至 17.2%（25Q3 同比-0.4pct）。25Q1-3 管理费用率同比+0.0pct 至 3.8%（25Q3 同比+0.4pct）；25Q1-3 归母/扣非净利率同比-0.7/+1.6pct 至 11.5%/11.2%（25Q3 同比-0.2/-0.2pct 至 11.3%/10.8%），盈利端保持平稳。

盈利预测与估值

考虑外部消费环境的背景下，公司液奶业务持续承压，我们下调公司盈利预测，预计 25-27 年归母净利 112.4/120.6/127.7 亿元，对应 EPS 1.78/1.91/2.02 元（较前次-2%/-4%/-6%），参考可比公司 26 年平均 PE 18x（Wind 一致预期），给予其 26 年 18x PE，对应目标价 34.38 元（前次 36.25 元，对应 25 年 20xPE），维持“买入”。

风险提示：原材料价格波动，行业需求不达预期，食品安全问题。

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

34.38

吕若晨

SAC No. S0570525050002
SFC No. BEE828

研究员

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

王可欣

SAC No. S0570524020001
SFC No. BVO215

研究员

wangkexin019215@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(人民币 截至 10 月 30 日)	27.36
市值(人民币百万)	173,062
6 个月平均日成交额(人民币百万)	1,327
52 周价格范围(人民币)	26.85-30.98

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)	115,780	116,368	120,458	124,336
+/-%	(8.24)	0.51	3.52	3.22
归属母公司净利润	8,453	11,238	12,056	12,773
(百万)				
+/-%	(18.94)	32.95	7.28	5.95
EPS(最新摊薄)	1.34	1.78	1.91	2.02
ROE(%)	14.85	19.22	19.17	18.83
PE(倍)	20.47	15.40	14.35	13.55
PB(倍)	3.25	3.05	2.85	2.65
EV EBITDA(倍)	14.36	10.78	9.76	9.01
股息率(%)	4.46	4.59	4.73	4.87

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：可比公司估值表

公司简称	公司代码	市值 (百万元)	PE (倍)				EPS (元)			
			2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
光明乳业	600597 CH	11,662	12	16	23	21	0.70	0.52	0.36	0.41
新乳业	002946 CH	14,640	34	27	21	17	0.50	0.62	0.82	0.97
蒙牛乳业	2319 HK	2,507	9	363	13	12	1.22	0.03	1.29	1.45
平均值		9,603	18	136	19	18	0.81	0.39	0.82	0.94
中间值		11,662	12	27	21	17	0.70	0.52	0.82	0.97

注：数据截至 2025 年 10 月 30 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

图表2：季度财报数据总结

季度财报数据总结		3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	YoY	QoQ	4Q25E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	29,125	26,740	33,018	28,915	28,631	-3%	-1%	25,804	-4%	-10%
营业成本	Rmb mn	18,917	18,451	20,531	18,978	18,920	0%	0%	17,574	-5%	-7%
毛利率	%	35%	31%	38%	34%	34%	-1pct	0pct	32%	1pct	-2pct
销售及管理费用	Rmb mn	6,553	5,936	6,835	6,836	6,358	-3%	-7%	5,624	-5%	-12%
研发费用	Rmb mn	215	314	191	189	247	15%	31%	340	8%	37%
财务费用	Rmb mn	264	-4.3	233	215	310	17%	44%	-4	-3%	-101%
营业利润	Rmb mn	3756	-2321	5739	2,847	3,731	-1%	31%	1,090	-147%	-71%
税前利润	Rmb mn	3747.5	-2,377	5,754	2,521	3,606	-4%	43%	944	-140%	-74%
所得税	Rmb mn	423.7	56	808	230	422	-1%	83%	112	99%	-73%
少数股东损益	Rmb mn	-14	-18	71	-36	-41	202%	14%	-8	-52%	-80%
归母净利润	Rmb mn	3,337	-2416	4,874	2,326	3,226	-3%	39%	812	转正	-75%
EPS	Rmb/sh	0.53	(0.38)	0.77	0.37	0.51	-3%	39%	0.13	转正	-75%
核心财务指标											
所得税率	%	11.3%	-2.4%	14.1%	9.1%	11.7%	-2.2pct	2.5pct	11.8%	14.2pct	0.2pct
销售及管理费用率	%	22.5%	22.2%	20.7%	23.6%	22.2%	1.1pct	-1.4pct	21.8%	-0.4pct	-0.4pct
研发费用率	%	0.7%	1.2%	0.6%	0.7%	0.9%	-0.1pct	0.2pct	1.3%	0.1pct	0.5pct
财务费用率	%	0.9%	0.0%	0.7%	0.7%	1.1%	-0.2pct	0.3pct	0.0%	0.0pct	-1.1pct
营业利润率	%	12.9%	-8.7%	17.4%	9.8%	13.0%	-3.0pct	3.2pct	4.2%	12.9pct	-8.8pct
税前利润率	%	12.9%	-8.9%	17.4%	8.7%	12.6%	-4.1pct	3.9pct	3.7%	12.5pct	-8.9pct
归母净利率	%	11.5%	-9.0%	14.8%	8.0%	11.3%	-3.4pct	3.2pct	3.1%	12.2pct	-8.1pct

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表3：实际和预测比较

分部收入		2025Q1	2025Q2	2025Q3	YoY	2025Q3 E	A vs E
液态乳	Rmb mn	19,640	16,485	18,814	-9%	21,256	-11%
奶粉及奶制品	Rmb mn	8,813	7,765	7,683	13%	7,367	4%
冷饮产品系列	Rmb mn	4,105	4,124	1,199	17%	1,092	10%
混合饲料和其他	Rmb mn	460	540	590	-9%	563	5%
财报数据总结							
总收入	Rmb mn	33,018	28,915	28,631	-3%	30,278	-5%
营业成本	Rmb mn	20,531	18,978	18,920	0%	19,433	-2pct
毛利率	%	38%	34%	34%	-1pct	36%	-6%
销售及管理费用	Rmb mn	6,835	6,836	6,358	-3%	6,964	-9%
研发费用	Rmb mn	191	189	247	15%	215	15%
财务费用	Rmb mn	233	215	310	17%	264	17%
营业利润	Rmb mn	5739	2,847	3,731	-1%	3,166	18%
税前利润	Rmb mn	5,754	2,521	3,606	-4%	3,181	13%
所得税	Rmb mn	808	230	422	-1%	359	17%
少数股东损益	Rmb mn	71	-36	-41	202%	-14	193%
归母净利润	Rmb mn	4,874	2,326	3,226	-3%	2,835	14%
EPS	Rmb/sh	0.77	0.37	0.51	-3%	0.45	14%
核心财务指标							
销售及管理费用率	%	20.7%	23.6%	22.2%	-0.3pct	23.0%	-0.8pct
研发费用率	%	0.6%	0.7%	1.3%	0.1pct	0.7%	0.6pct
财务费用率	%	0.7%	0.7%	1.1%	0.0pct	0.9%	0.2pct

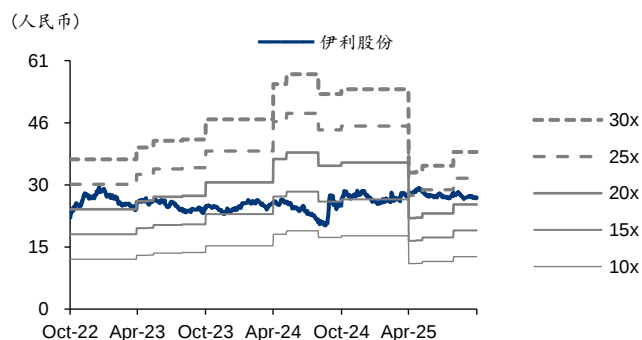
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表4：年度预测表

驱动概览(Driver)		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
社零餐饮收入：同比增速	%	20%	5%	5%	5%	5%
社零收入：同比增速	%	7%	4%	2%	2%	2%
运营收入数据概览						
液态乳	Rmb mn	85,540	75,003	71,195	72,618	73,926
yoy	%	0.7%	-12.3%	-5.1%	2.0%	1.8%
冷饮产品系列	Rmb mn	10,688	8,721	9,843	10,335	10,749
yoy	%	11.7%	-18.4%	12.9%	5.0%	4.0%
核心财务指标						
总收入	Rmb mn	126,179	115,780	116,367	120,458	124,335
毛利率	%	32.8%	34.1%	34.7%	35.0%	35.2%
销售费用率	%	17.9%	19.0%	18.1%	18.1%	18.0%
管理费用率	%	4.1%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
研发费用率	%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
EBIT	Rmb mn	11,435	9,491	13,976	14,860	15,651
EBITDA	Rmb mn	15,867	14,103	18,502	19,602	20,574
归母净利润	Rmb mn	10,429	8,453	11,238	12,056	12,773
EPS	Rmb/sh	1.65	1.34	1.78	1.91	2.02

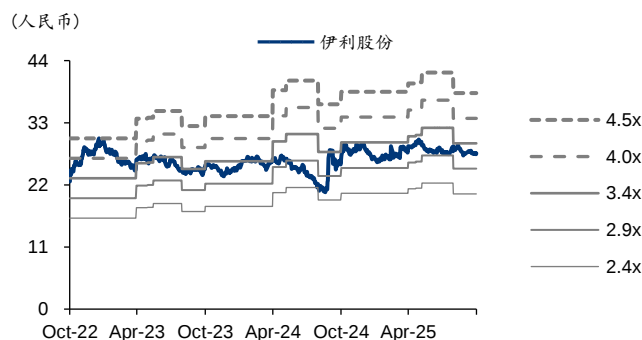
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表5：伊利股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表6：伊利股份 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	69,355	66,619	62,744	67,116	75,351
现金	43,372	25,404	19,255	24,874	30,837
应收账款	3,085	2,878	3,115	3,089	3,315
其他应收账款	194.69	125.65	196.32	136.97	207.05
预付账款	1,480	1,176	1,494	1,270	1,583
存货	12,512	10,745	12,422	11,439	13,133
其他流动资产	8,713	26,290	26,262	26,307	26,278
非流动资产	82,265	87,099	86,190	86,946	83,165
长期投资	4,408	3,992	3,932	3,873	3,813
固定投资	35,242	34,619	34,685	35,818	32,054
无形资产	4,729	4,780	5,160	5,607	6,166
其他非流动资产	37,885	43,708	42,412	41,647	41,132
资产总计	151,620	153,718	148,934	154,062	158,517
流动负债	76,860	89,925	82,216	83,546	84,249
短期借款	39,755	36,355	36,355	36,355	36,355
应付账款	13,799	12,313	13,698	13,093	14,496
其他流动负债	23,306	41,257	32,163	34,098	33,398
非流动负债	17,440	6,786	5,762	4,941	3,564
长期借款	11,705	4,687	3,662	2,842	1,464
其他非流动负债	5,735	2,099	2,099	2,099	2,099
负债合计	94,300	96,710	87,978	88,487	87,812
少数股东权益	3,781	3,828	4,305	4,817	5,359
股本	6,366	6,366	6,325	6,325	6,325
资本公积	13,380	13,211	13,211	13,211	13,211
留存公积	34,615	35,429	38,358	41,500	44,829
归属母公司股东权益	53,539	53,180	56,651	60,759	65,345
负债和股东权益	151,620	153,718	148,934	154,062	158,517

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	18,290	21,740	14,763	19,959	16,436
净利润	10,284	8,464	11,715	12,568	13,316
折旧摊销	4,431	4,612	3,885	4,451	4,788
财务费用	(152.85)	(591.65)	1,156	992.53	687.65
投资损失	31.09	(2,417)	(368.91)	(648.20)	(939.15)
营运资金变动	(222.44)	5,021	(2,388)	1,808	(2,228)
其他经营现金	3,919	6,652	762.86	788.15	812.12
投资活动现金	(16,044)	(32,709)	(2,650)	(4,602)	(111.85)
资本支出	(6,956)	(3,978)	(2,926)	(5,120)	(916.59)
长期投资	(9,292)	(28,848)	59.63	59.63	59.63
其他投资现金	202.82	117.33	216.06	458.07	745.11
筹资活动现金	7,258	(7,278)	(18,261)	(9,738)	(10,362)
短期借款	12,955	(3,400)	0.00	0.00	0.00
长期借款	2,407	(7,019)	(1,024)	(820.42)	(1,378)
普通股增加	(33.25)	(0.20)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(854.89)	(168.86)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(7,216)	3,310	(17,237)	(8,917)	(8,984)
现金净增加额	9,624	(18,266)	(6,149)	5,619	5,962

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	126,179	115,780	116,368	120,458	124,336
营业成本	84,789	76,299	76,004	78,283	80,614
营业税金及附加	732.66	732.78	736.49	762.38	786.92
营业费用	22,572	21,982	21,070	21,810	22,388
管理费用	5,154	4,465	4,581	4,742	4,895
财务费用	(152.85)	(591.65)	1,156	992.53	687.65
资产减值损失	(1,526)	(4,676)	930.94	(963.66)	(994.68)
公允价值变动收益	278.19	(28.15)	(28.15)	(28.15)	(28.15)
投资净收益	(31.09)	2,417	368.91	648.20	939.15
营业利润	11,873	10,182	13,313	13,751	15,044
营业外收入	229.84	77.80	90.93	625.64	186.41
营业外支出	381.96	132.84	40.00	40.00	40.00
利润总额	11,721	10,127	13,364	14,337	15,190
所得税	1,437	1,663	1,649	1,769	1,874
净利润	10,284	8,464	11,715	12,568	13,316
少数股东损益	(144.23)	10.85	477.03	511.76	542.21
归属母公司净利润	10,429	8,453	11,238	12,056	12,773
EBITDA	15,867	14,103	18,534	19,864	20,753
EPS (人民币, 基本)	1.64	1.33	1.78	1.91	2.02

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	2.44	(8.24)	0.51	3.52	3.22
营业利润	9.33	(14.25)	30.75	3.29	9.40
归属母公司净利润	10.58	(18.94)	32.95	7.28	5.95
获利能力 (%)					
毛利率	32.80	34.10	34.69	35.01	35.16
净利率	8.15	7.31	10.07	10.43	10.71
ROE	17.94	14.85	19.22	19.17	18.83
ROIC	23.84	18.37	29.50	32.74	36.38
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.19	62.91	59.07	57.44	55.40
净负债比率 (%)	26.11	45.02	36.87	24.49	12.18
流动比率	0.90	0.74	0.76	0.80	0.89
速动比率	0.61	0.32	0.28	0.34	0.41
营运能力					
总资产周转率	0.89	0.76	0.77	0.80	0.80
应收账款周转率	40.88	38.83	38.83	38.83	38.83
应付账款周转率	5.70	5.84	5.84	5.84	5.84
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.65	1.34	1.78	1.91	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	2.89	3.44	2.33	3.16	2.60
每股净资产(最新摊薄)	8.46	8.41	8.96	9.61	10.33
估值比率					
PE (倍)	16.60	20.47	15.40	14.35	13.55
PB (倍)	3.23	3.25	3.05	2.85	2.65
EV EBITDA (倍)	12.09	14.36	10.78	9.76	9.01

免责声明

分析师声明

本人，吕若晨、王可欣，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。
- 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

- 分析师吕若晨、王可欣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