

# 聚焦保健按摩主业并实现经营复苏

华泰研究

2025年12月26日 | 中国内地

更新报告

小家电

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

9.21

公司是主营保健按摩产品的国际化智能健康产业集团,成功转型为自有品牌+ODM 双轮驱动模式,持续聚焦主业改善经营质量,25Q1-3 公司实现营收 37.2 亿元/同比+8.4%,实现修复性增长。展望未来,我们认为公司有望受益于银发经济市场机遇,重回营收及利润增长通道,目标价 9.21 元,维持买入。

## 聚焦主业,自主品牌业务占比持续提升

公司聚焦保健按摩主业,对内围绕“AI+按摩”等技术革新带来产品代际升级,对外优化线上线渠道布局重构消费体验;自主品牌 OGAWA、cozzia、FUJI 等持续孵化新产品+新场景,在 C 端形成梯度覆盖。24 年公司保健按摩业务中自主品牌收入占比 54.5%,较 20 年提升 6.7pct,已完成 ODM 代工企业向“自主品牌+ODM”双轮驱动的转型。展望未来,随着公司产品进入山姆等成长性 KA 渠道,看好自主品牌业务发展潜力,海外产能爬坡亦有望加强公司 ODM 业务的规模和利润韧性。

## 银发群体健康需求扩张,营收改善预期增强

中国老龄化加深及银发群体消费力增强、消费观念转变共同推动银发经济规模快速增长,养老保健需求持续释放,“一老一小”、“以旧换新”等政策助力为保健按摩行业发展提供有利环境,根据复旦大学老龄研究估算,24 年中国智慧养老产业规模已达到 11.4 万亿元规模(14-24 年 CAGR+52%)。受益于行业需求回暖,24 年起公司按摩椅、按摩小电器销量企稳回升,25H1 “OGAWA 奥佳华”品牌收入同比+16.0%,净利润同比+425.7% (公司公告),保健按摩主业营收已呈现弱复苏,改善预期逐步增强。

## 盈利修复,主业毛利率趋势性回升

按摩椅、按摩小电器业务毛利率自 21 年起总体呈上行趋势,25H1 受关税影响同比有所回落(25H1 毛利率分别同比下滑 4.7/0.1pct 至 44.7/29.9%),但仍处于近 5 年的中上水平,体现保健按摩主业重回趋势性上升区间。营收回升推动规模效应显现,公司费用端亦有所改善,25Q1-3 期间费用率同比 -1.8pct。展望未来,我们认为公司内销受政策催化将迎来修复与结构升级,越南产能支撑 ODM 业务边际改善与北美 cozzia 品牌增长;盈利端也有望受益于产能爬坡和产品结构升级实现企稳回升。

## 盈利预测与估值

我们预计公司 25-27 年归母净利润为 0.95 亿元、1.63 亿元和 2.32 亿元,分别同比+47.4%、71.8%、42.8%,对应 EPS 为 0.15、0.26、0.37 元。参考 26 年可比公司 Wind 一致预期 PE 均值为 33 倍,考虑到公司营收、利润改善预期增强,自主品牌业务经营渐入佳境,我们给予公司 26 年 35 倍 PE 估值,对应目标价为 9.21 元(前值 6.75 元,对应 24 年 25 倍目标 PE),维持“买入”评级。

风险提示:保健按摩需求下滑,多元业务表现乏力,人民币升值。

樊俊豪

SAC No. S0570524050001  
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com  
+(852) 3658 6000

周衍峰

SAC No. S0570521100002  
SFC No. BXA731

研究员

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

王森霖

SAC No. S0570518120001  
SFC No. BXP070

研究员

wangsenquan@htsc.com  
+(86) 755 2398 7489

刘徽\*

SAC No. S0570125070023

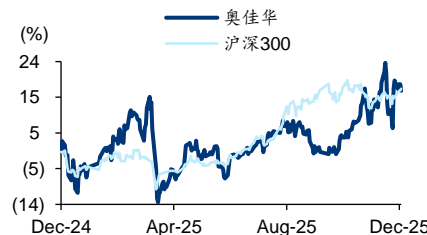
联系人

liuwei024778@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

收盘价(人民币 截至 12 月 26 日)	7.66
市值(人民币百万)	4,776
6 个月平均日成交额(人民币百万)	113.71
52 周价格范围(人民币)	5.79-8.15

## 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)	4,833	5,341	5,813	6,278
+/-%	(3.92)	10.50	8.83	8.00
归属母公司净利润(百万)	64.24	94.70	162.68	232.31
+/-%	(37.76)	47.42	71.79	42.80
EPS(最新摊薄)	0.10	0.15	0.26	0.37
ROE (%)	1.64	2.12	3.58	4.96
PE(倍)	74.35	50.43	29.36	20.56
PB(倍)	1.08	1.07	1.05	1.02
EV EBITDA(倍)	12.22	11.40	9.35	9.19
股息率 (%)	1.31	1.96	1.96	1.96

资料来源: 公司公告、华泰研究预测



## 正文目录

<b>自主品牌+ODM 双轮驱动，营收恢复增长</b> .....	<b>3</b>
持续建设品牌矩阵，自主品牌业务占比过半 .....	3
深化聚焦主业，营收利润恢复增长.....	4
<b>顺应银发康养需求，公司完善产品矩阵并加快境外产能爬坡</b> .....	<b>6</b>
银发群体健康需求扩张，保健按摩空间广阔 .....	6
把握政策红利，公司完善产品矩阵.....	8
境外产能释放，奠定 ODM 业务改善基础 .....	9
主业经营质量改善，关注汇兑及投资损益.....	10
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>12</b>
风险提示.....	14

## 自主品牌+ODM 双轮驱动，营收恢复增长 持续建设品牌矩阵，自主品牌业务占比过半

起步于 ODM 制造，长期推动自主品牌矩阵建设。公司是一家国际化健康产业集团，主营保健按摩（按摩椅、按摩小电器），辅以健康环境（新风系统、空气净化器）等健康环境产品。公司创立于 1996 年，从 ODM 制造起家，多年来通过并购、合资、自建等方式拥有“OGAWA 奥佳华”、“ihoco 轻松伴侣”、“FUJI”等 10 个自主品牌，分别分布于亚洲、北美洲及欧洲等市场，多个品牌市场份额已跃居当地前三。

图表 1：奥佳华业务组合及品牌矩阵

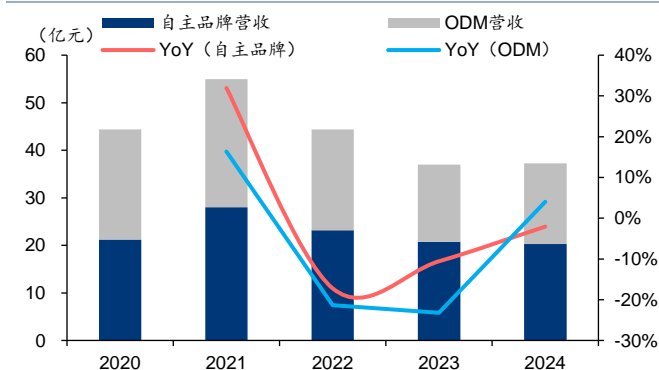


资料来源：公司官网，华泰研究

巩固双轮驱动模式，自主品牌收入占比过半。公司充分利用其长期沉淀的 ODM 制造与供应链、研发能力支撑品牌扩张与效率提升，持续发展“自主品牌+ODM”双轮驱动的业务模式。

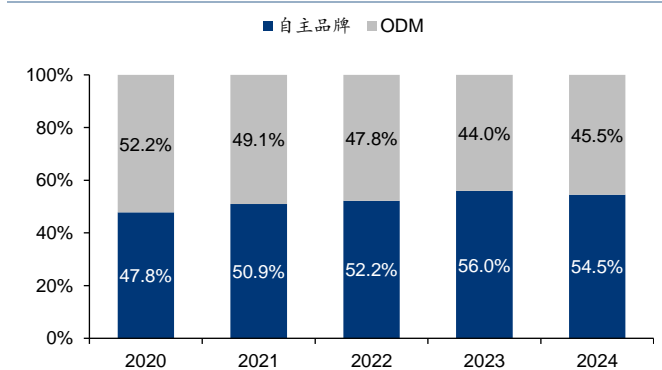
- 自主品牌**：国内以“OGAWA 奥佳华”为核心，定位高端和爆款产品；国际市场以 OGAWA（东南亚）、cozzia（北美）、FUJI（台湾）、medisana（欧洲）等自主品牌为主，持续推动渠道本地化和品牌深化运营。2024 年保健按摩业务中自主品牌收入占比 54.5%，较 2020 年的 47.8% 提升 6.7pct。
- ODM**：公司是全球最大的按摩椅 ODM 厂商，自 2005 年以来连续十九年稳居龙头；过去 20 余年间以代工身份渗透全球 80% 的按摩椅市场，与 HoMedics、Honeywell、松下、HELEN OF TROY 等企业建立稳固合作关系，产品遍及全球八十多个国家和地区。

图表2：保健按摩业务自主品牌&ODM 规模及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：保健按摩业务自主品牌&ODM 收入比重

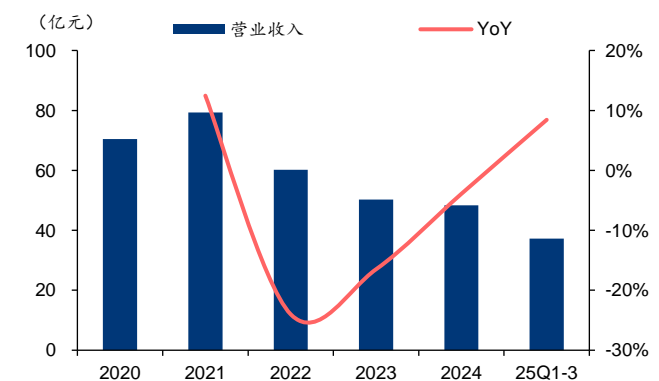


资料来源：公司公告，华泰研究

### 深化聚焦主业，营收利润恢复增长

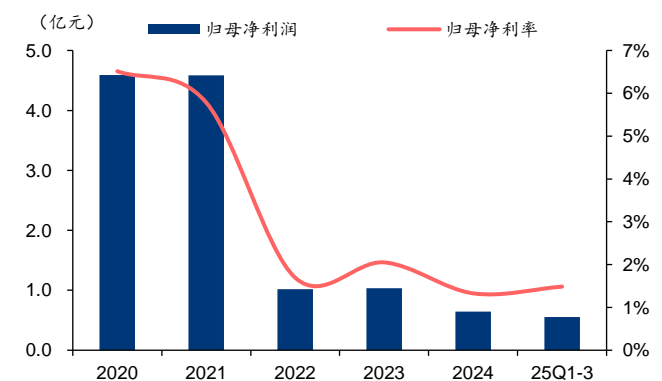
营收利润恢复增长，盈利能力开启修复。25Q1-3 公司实现营收 37.2 亿元，同比+8.4%；实现归母净利润 0.55 亿元，同比+8.4%；归母净利率 1.5%，同比持平。受全球经济放缓和消费日趋理性的影响，保健按摩需求承压，2021 年以来公司整体营收规模持续收缩。面对营收持续下滑的挑战，公司主动优化业务布局，持续聚焦主业，25 年前三季度营业收入、归母净利润均实现修复性增长，归母净利率止跌回升，业绩触底后有望持续修复。

图表4：2020 至 2025Q1-3 整体营收规模



资料来源：公司公告，华泰研究

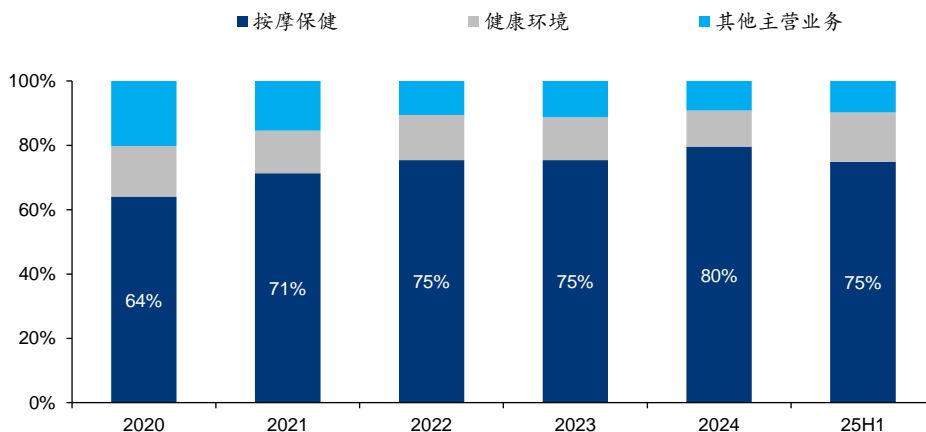
图表5：2020 至 2025Q1-3 归母净利润及归母净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

分产品看，主业聚焦程度持续提升。公司调整非核心业务，聚焦保健按摩主业。2024 年保健按摩/健康环境/其他主营业务分别实现营收 37.2/5.2/4.3 亿元，同比+0.6%/-19.9%/-22.5%；占总营收比重分别为 79.6%/11.2%/9.2%，同比+4.2pct/-2.1pct/-2.1pct。为应对行业不利因素带来的业绩压力，公司持续聚焦主业，非核心业务收入同比下降，保健按摩主业占比同比 2020 年提升 15.6pct。25H1 保健按摩/健康环境/其他主营业务分别实现营收 16.9/3.5/2.2 亿元，同比+3.7%/+15.4%/+13.7%；保健按摩主业中，按摩椅/按摩小电器分别营收 10.0/6.9 亿元，同比+1.0%/+7.8%，合计营收占比 74.9%，同比-1.9pct，主业占比小幅下降主要系业绩重回增长轨道，副业收入快速回升。

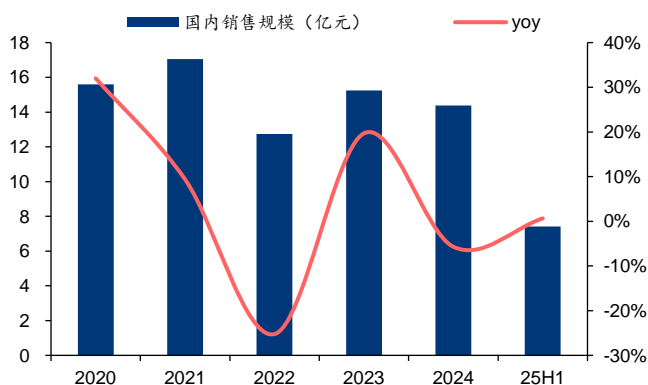
图表6：奥佳华分产品营收比重



资料来源：公司公告，华泰研究

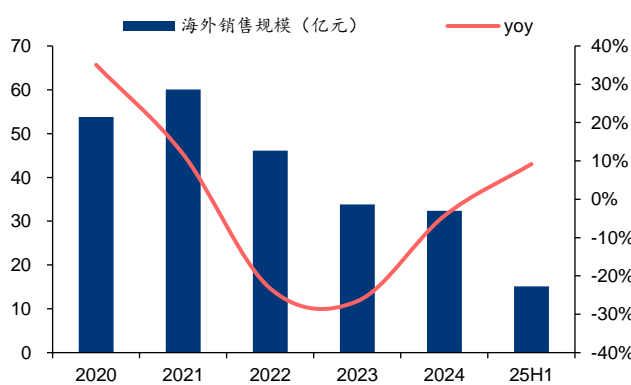
分区域看，2024 年至今国内外营收规模呈现底部企稳迹象。公司海外业务以 ODM 制造为主，受海外需求疲软及经营不确定性因素增加的影响，近些年 ODM 订单下滑明显。而国内业务在自主品牌的带动下有良好的经营韧性。2024 年国内销售规模 14.39 亿元，占主营业务收入的 30.75%，较 2020 年提升 8.28pct。25H1 国内外营收同比分别为 +0.66%、+9.20%，其中海外营收增长较快受益于海外新客户的拓展及 5 月下旬公司恢复对美客户原有订单的出货。

图表7：国内销售规模



资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：海外销售规模



资料来源：公司公告，华泰研究

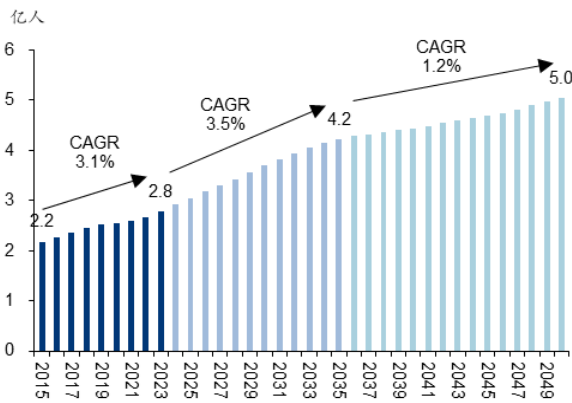
## 顺应银发康养需求，公司完善产品矩阵并加快境外产能爬坡

### 银发群体健康需求扩张，保健按摩空间广阔

中国老龄化程度加深，银发群体基数大。据《2024 年度国家老龄事业发展公报》，截至 2024 年底，我国 60 岁及以上人口占比 22.0%，65 岁及以上人口占比 15.6%；据联合国中性假设预测，中国 60 岁以上人口占比将在 2034 年突破 30%。“婴儿潮”周期出生人口步入老年、人均寿命延长驱动银发群体快速扩容，联合国预测 2033 年中国 60 岁以上人口约达 4.1 亿人，较 2023 年复合增速约 3.8%，十年内扩容约 46%。

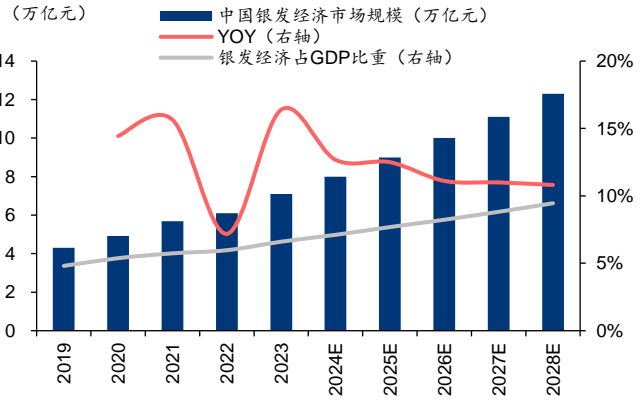
银发群体潜在消费力较强，市场规模有望快速增长。根据中国人民银行调研，2019 年国内户主年龄在 46-55 岁、56-64 岁的家庭的平均总资产最高，分别为 350 万元/355 万元，其积累的财富基础和日益迭代的消费观念有望为银发消费市场注入新的活力。据沙利文数据，2023 年中国银发经济市场规模达 7.1 万亿元，2020-23 年复合增速为 13.4%，2028 年市场规模有望增至 12.3 万亿元，2024-28 年复合增速 11.6%。从占 GDP 比重来看，2019-23 年银发经济占 GDP 份额已从 4.8% 提升至 6.6%，2028 年有望进一步增至 9.5%，银发经济在国民经济中的地位愈发凸显。

图表9：中国银发人群绝对数量大



资料来源：联合国人口司《世界人口展望 2024》，华泰研究

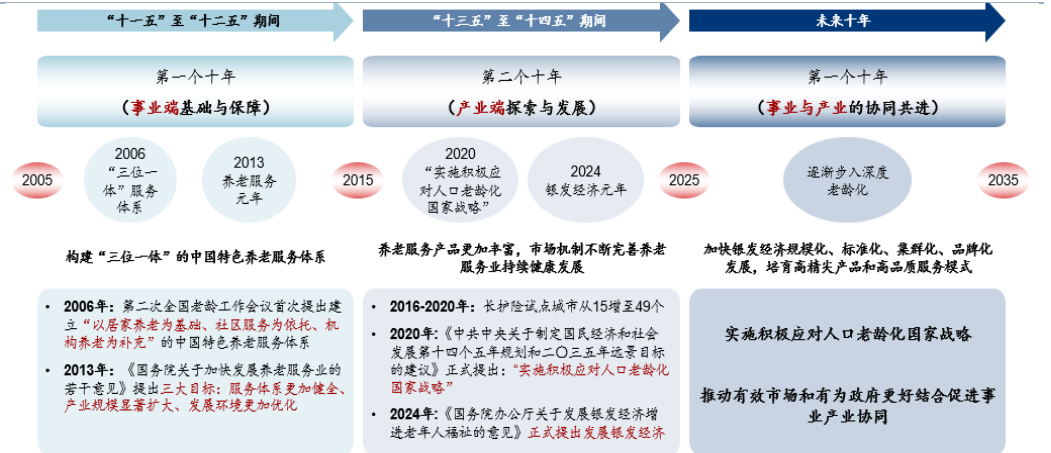
图表10：2019-2028E 中国银发经济市场规模及占 GDP 比重



资料来源：弗若斯特沙利文，IMF，华泰研究

政策端支持银发消费与健康服务供给。我国养老相关政策经历了从基础体系建设到产业扶持的演变。国务院 2024 年 1 号文件发布《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，首次用“发展银发经济”取代“解决老龄化问题”的表述，明确提出要打造智慧健康养老新业态，推进新一代信息技术以及移动终端、可穿戴设备、服务机器人等智能设备在居家、社区、机构等养老场景集成应用。加强科技创新应用，围绕康复辅助器具、智能健康养老等重点领域，谋划一批前瞻性、战略性科技攻关项目。

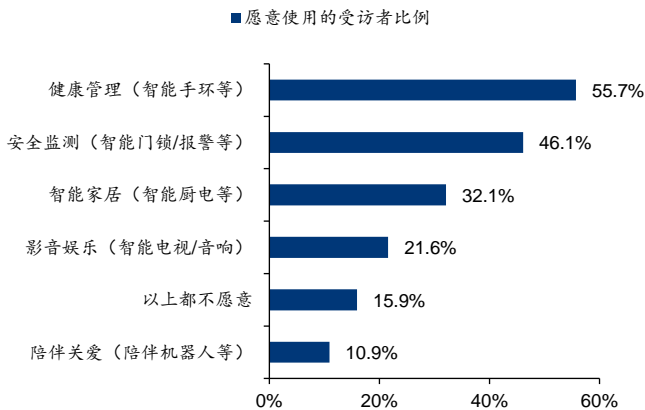
图表11：中国养老体系及银发经济政策演变



资料来源：国务院办公厅，中国政府网，AgeClub，华泰研究

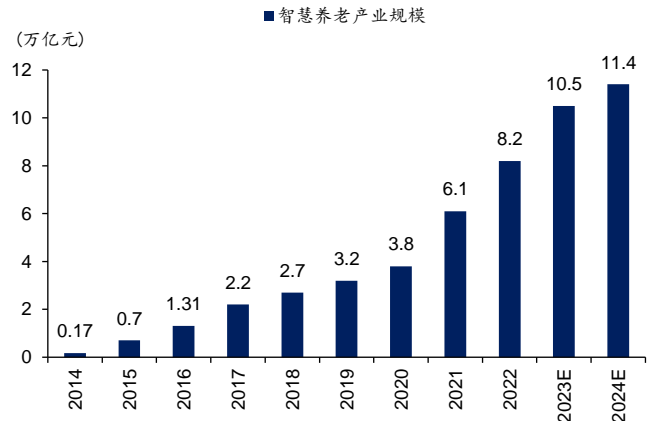
老年群体对智能健康产品意愿提升，推动适老化智能设备普及。银发人群对智能产品的消费意愿显著提高，据北京市统计局，2023年受访老年人中84.1%愿意使用智能产品，其中健康管理（55.7%）、安全监测（46.1%）和智能家居（32.1%）为三个最热门的品类。智能养老产业快速发展，2023年注册企业数量达到7.4万家，2022年市场规模达到8.2万亿元，2014~2022年CAGR达到62%；智慧科技的适老化产品可大幅提升智慧健康养老产业的服务效率、降低成本，减少对人力的需求，未来大有可为。我们预计适老化智能设备渗透率提升将驱动居家康养器械的规模化普及，按摩椅、护理床、轮椅/助行器等品类需求有望快速增长。

图表12：北京市老年人对各类智能产品使用意愿



注：数据统计时间为2023年10月，N=803  
资料来源：北京市统计局，华泰研究

图表13：国内智慧养老市场规模

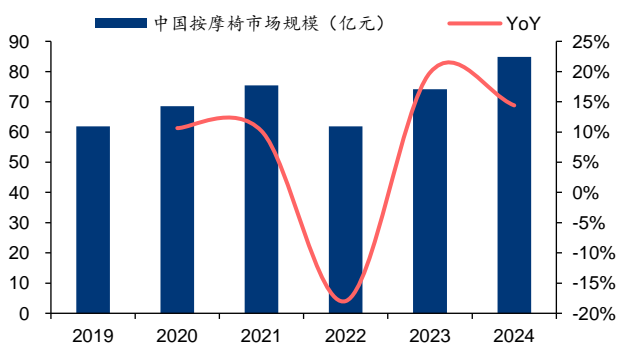


资料来源：复旦大学老龄研究院，中商产业研究院，华泰研究

保健按摩行业在国内市场渗透率尚低，未来空间广阔。据观研报告网数据，我国按摩椅市场规模从2019年的61.91亿元增长至2024年的84.85亿元，CAGR为6.51%；渗透率从2015年的0.2%提升至2024年的3.1%，但与日本（27%）、韩国（12%）等成熟市场相比差距显著，未来仍具广阔发展空间。人口老龄化及消费升级创造需求，居民健康意识提升推动保健按摩产品持续渗透，据灼识咨询数据，2023年中国中老年人（45岁以上）在保健、医养上的支出比例分别为21%/27%，新一代银发群体的健康消费比重有望提高。

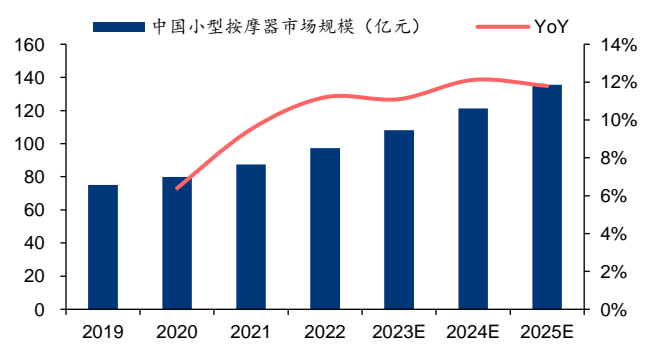
国家出台支持政策，为行业发展提供有利环境。1) 一老一小：“十四五”规划《纲要》设置“实施积极应对人口老龄化国家战略”专章，明确以“一老一小”为重点完善人口服务体系，明确健全婴幼儿发展政策、完善养老服务体系等重点任务。2) 以旧换新：2025年政策加力支持家电产品以旧换新，扩大以旧换新补贴范围；海南、陕西等省份将按摩椅纳入消费品以旧换新补贴范围，最高可享15%的补贴。

图表14：国内按摩椅市场规模



资料来源：观研报告网，华泰研究

图表15：国内小型按摩器市场规模



资料来源：《中国按摩器行业发展趋势报告》勤策消费研究（2023.06），华泰研究

### 把握政策红利，公司完善产品矩阵

高端产品强化品类心智。公司坚持高强度研发投入，加速产品“AI+按摩”智能化升级，确保核心大单品的迭代节奏与技术领先地位。2019年推出搭载第五代4D机芯（无刷变频温感机芯）技术的AI按摩机器人，实现“按摩椅+AI”战略的落地，在拟人化立体按摩手法、用户体验等方面表现出众；2024年推出行业首创的第六代5D自适应机芯技术，实现按摩力度精准检测和自适应闭环控制，并融入DeepSeek等AI大模型，智能化、个性化提升，形成差异化体验。

图表16：公司围绕“AI+按摩”持续投入研发，2024年推出5D机芯按摩椅



资料来源：ogawa 奥佳华天猫旗舰店，华泰研究

中端与大众产品抢占细分市场。凭借全球最大的按摩器具生产基地和近三十年的制造经验，公司保持着较强的议价能力和成本控制优势；采用爆品策略在不同人群层面实现快速渗透，例如OG-7858/7898家用智能按摩椅中端性能升级，OG-7508系列按摩椅大众质价比领先；不断拓展渠道，2024年上半年新开拓了越南Shopee、TikTok等线上渠道。按摩小电器方面，创新业务团队以IP联名的方式提升年轻客群的产品感知与购买，与LINE FRIENDS联名推出“牛角包”肩颈按摩器、揉腹仪、DIY泡泡沙发等按摩产品，获得LINE FRIENDS“2024最佳授权商奖”；与“唐妞”联名推出定制款艾灸盒等产品，将现代智能科技与盛唐养生文化相融合，实现品类间的互补和导流。

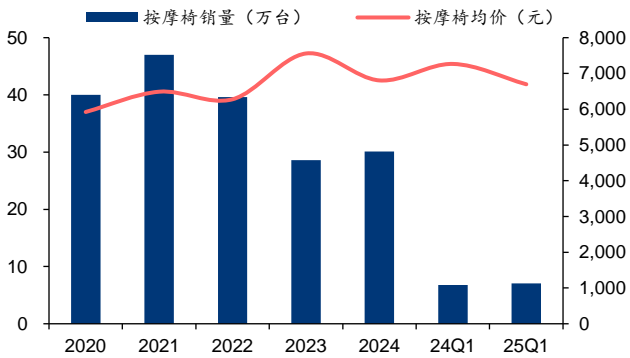
图表17：中端与大众产品在性能、价格上与高端产品形成明显差异

产品名	OG-7898 (智能探索旗舰)	OG-7858 (经典豪华旗舰)	OG-7508 (高性价比实力派)
价格	21800元	25800元	5799元
机芯	3D双重温感机芯(双机芯系统) · 主机芯: 3D筋膜球; 副机芯: 温感按摩圆盘	3D筋膜温感机芯 · 8.5cm超长探触, 力道足, 深入筋膜层	3D筋膜机芯 · 支持前伸, 按压力道和深度表现良好
导轨	139cm柔性SL型导轨	138cmSL型导轨	128cmSL型导轨
检测系统	双重检测系统(核心卖点) · 生物电反应检测: 精准感知肌肉疲劳度 · 3D探触检测: 智能侦测体型曲线	霍尔&光耦双重检测 (检测体型, 精度低于生物检测)	智能型侦测技术 (基础体型检测)
气囊	72组大气囊, 覆盖肩、臂、腿、脚	50组大气囊	40组气囊
热敷部位	腰、背、腿、足(热敷范围最广)	腰、腿	腰、腿
腿部护理	小腿滚轮刮痧+气囊按压+热敷	小腿滚轮刮痧+气囊按压+热敷	小腿滚轮刮痧+气囊按压+热敷
特色功能	· 双机芯异步按摩(肩、背可不同步按摩) · AI语音操控 · 手机APP操控 · 负离子净化	· 瑜伽拉伸模式 · 泰式拉伸 · 七段式深层按摩	· 5种按摩手法 · 11种自动程序 · 零重力 · 蓝牙音响

资料来源：奥佳华京东旗舰店，华泰研究

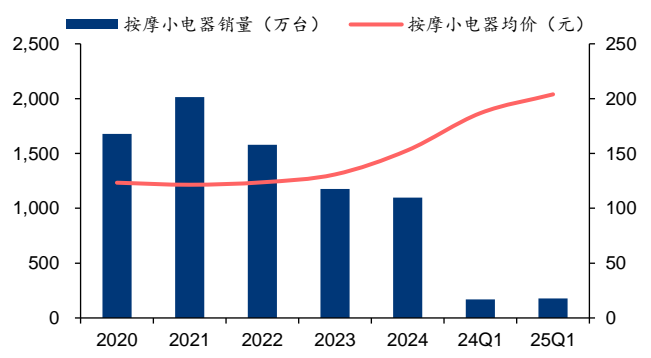
**孵化新场景新产品。**公司积极探索按摩技术的多场景应用开发，持续布局按摩机芯、AI 算法、健康检测等前沿技术，培育技术成果落地；例如，2024 年起推动“超薄收纳机芯”技术应用于按摩床和办公椅等领域，截至 25 年 7 月已进入小批量试产阶段，有望打开“空间友好+多场景”的增量。随着新产品的有序导入及老旧型号逐步淘汰，公司按摩产品均价存在上升趋势，按摩椅 2024 年均价同比 2020 年提高 14.9%，按摩小电器 2021 年以来均价逐年走高。公司通过多品牌、多品类产品矩阵，覆盖不同消费层级，25Q1 按摩椅/按摩小电器销量同比+4.3%/+5.0%，销量触底后开始企稳回升。

图表18：2020 年至今按摩椅的销量与均价情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表19：2020 年至今按摩小器具的销量与均价情况



资料来源：公司公告，华泰研究

**产品力提升持续推动公司保健按摩业务营收的弱复苏。**据 25 年中报披露，25 年上半年在国补政策对需求的拉动下，中国“OGAWA 奥佳华”品牌收入同比+15.97%，净利润同比+425.71%，高端与爆款策略带动结构优化与盈利改善。同期国际“OGAWA”品牌在行业需求收缩的情况下仍实现了收入正增长。其中，马来西亚市场通过产品结构优化实现全面提价，电商业务收入同比+29.59%；北美“cozzia”品牌聚焦高端产品结构优化，5D 机芯旗舰带动多款高端热销，成功对冲部分关税冲击，收入同比基本持平。

**境外产能释放，奠定 ODM 业务改善基础**

**越南工厂投产，增强海外产能保障能力。**随着今年中美关税水平的提升，部分美国 ODM 客户暂停下单并延缓出货，同时提出产能海外转移的需求。从产能分布看，截至 2025 年上半年公司产能主要集中在中国。其中，国内年产能：按摩椅 70 万台、按摩小电器超 1,700 万台、健康环境超 600 万台，为全球最大保健按摩器械专业生产基地之一。2024 年 1 月公司开始在越南建立海外生产基地，2024 年起已逐步投产，年产能达 540 万台，涵盖按摩小电器和健康环境类产品，将进一步提升海外产能保障能力。

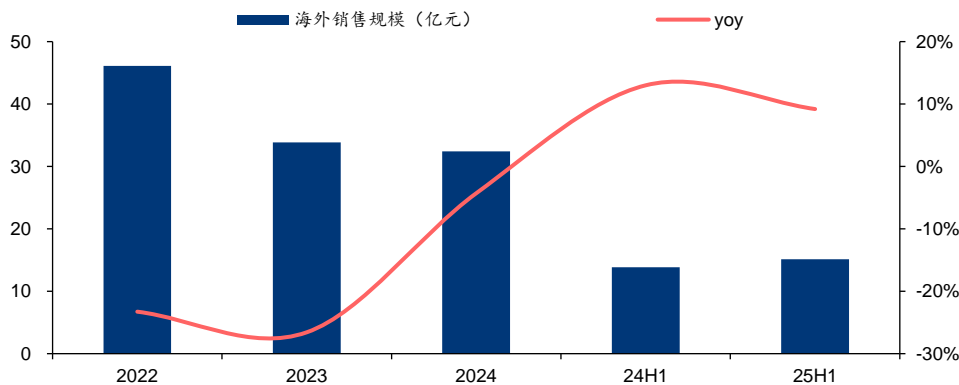
图表20：截至 2025 年 3 月末公司生产基地分布情况

产品	生产基地名称	投产时间	产能情况 (万台)	生产基地位置	生产基地占地面积 (平方米)
按摩椅	厦门蒙发利电子有限公司	2010 年	30.00	厦门市同安区同安大道 2001 号	33,000
	漳州蒙发利实业有限公司	2003 年	5.00	福建省漳州台商投资区角嵩路 228 号	119,993
	福建怡和电子有限公司	生产时间 1999 年 收购时间 2019 年	10.00	福安市泰溪洋工业区怡和电子	14,300
	厦门奥佳华智能健康设备有限公司 (可转债募投项目厦门奥佳华智能健康设备工业 4.0 项目)	2020 年 12 月	25.00	厦门市集美区孙坂南路 105-117 号	80,051
按摩小电器	深圳蒙发利科技有限公司	2005 年	300.00	深圳市宝安区沙井街道新二工业区南美路第三栋	15,902
	漳州蒙发利实业有限公司	2003 年	1,400.00	福建省漳州台商投资区角嵩路 228 号	119,993
	漳州奥佳华健康科技有限公司	2020 年	400.00	福建省漳州台商投资区角美镇鸿渐村龙昆路 36 号	66,501
按摩小电器、健康环境类电器	OGAWA WELLNESS VIETNAM COMPANY LIMITED	2024 年	540.00	Nha Xuong B2-11, Lo A6-2, A7, A8, A17-1, A18, A19-2, Duong Doc 2, Kcn Phu An Thanh, Xa An Thanh, Huyen Ben Luc, Long An, VietNam.	53,086

资料来源：奥佳华可转债评级报告，华泰研究

海外产能与本地化经营有序运行，提升全球交付与抗关税能力。2024 年美国地区销售收入占比约 23%，今年 2-4 月美国对我国大幅加征关税，ODM 美国客户暂停或延缓下单，导致 25H1 公司海外营收增速降至 9%。5 月中下旬公司恢复对美客户原有订单出货，同时部分订单转至越南工厂接单生产，我们认为今年下半年公司海外营收增速或回升至双位数。展望后续，背靠越南工厂公司有望加快海外客户拓展，加速导入新品，持续推动 ODM 业务的回暖。

图表21：奥佳华海外营收增速

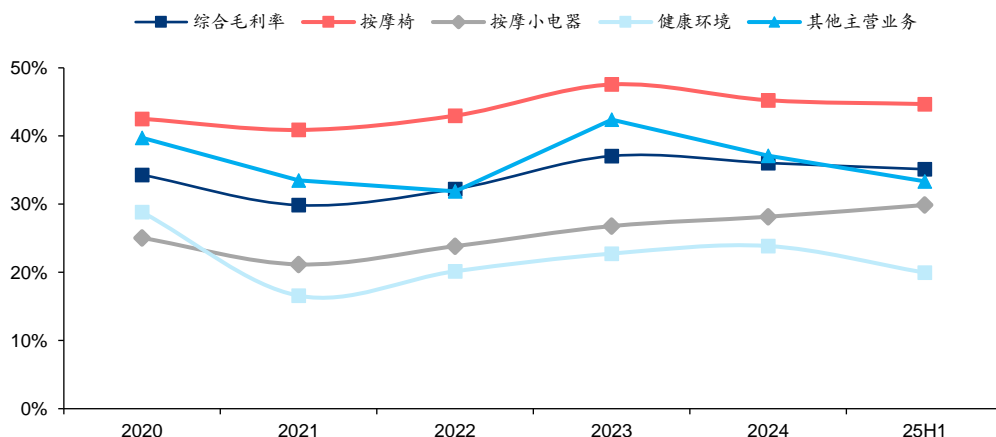


资料来源：公司公告，华泰研究

### 主业经营质量改善，关注汇兑及投资损益

产品力提升和结构优化推动主业毛利率趋势性回升，关税压力影响今年毛利率表现。通过长期战略投入，公司围绕“AI+按摩”等技术革新带来产品代际升级，加大高端创新产品与高性价比爆款布局。2021 年以来按摩椅、按摩小电器的毛利率总体呈上行趋势，虽然 25H1 受关税成本增加的影响毛利率同比回落，但仍处于近 5 年的中上水平。

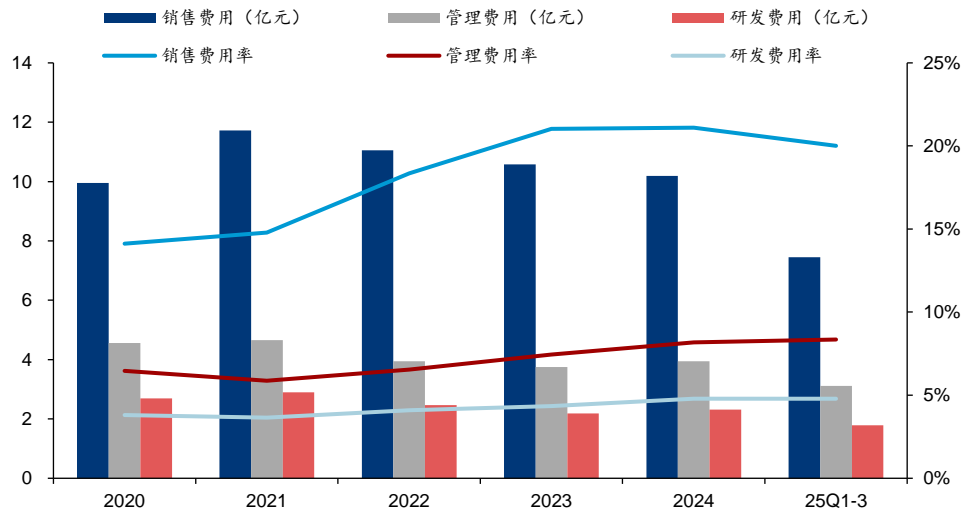
图表22：奥佳华分产品毛利率情况



资料来源：公司公告，华泰研究

营收止跌助力期间费用水平控制。2024 年公司销售费用率 21.1%，同比+0.1pct；管理费用率 8.2%，同比+0.7pct；研发费用率 4.8%，同比+0.5pct；期间费用率合计同比提高 1.3pct，较 2021-2023 年放缓。25Q1-3 销售/管理/研发费用率 20.0%/8.4%/4.8%，同比-1.6pct/+0.1pct/-0.3pct，营收规模底部回升趋势下期间费用率同比下降 1.8pct。我们认为，相对刚性的人工费用支出在公司费用结构中占比较高，使期间费用率受营收规模影响较大，2024 年销售/管理/研发费用中人工费用支出占比分别为 33.4%/55.2%/54.3%。未来随着公司营收预期持续改善，期间费用率有望得到良好控制，重回下行通道。

图表23：期间费用及费用率走势



资料来源：公司公告，华泰研究

**25年前三季度汇兑收益增加，助力利润表现改善。**其他利润影响因素方面，公司财务费用主要包含利息费用、利息收入及汇兑损益，2024年财务费用1,785万元，同比增加2,121万元主要系汇率波动引起汇兑收益大幅减少所致；25Q1-3财务费用-4,267万元，同比减少6,486万元主要系汇兑收益增加。公司投资收益主要来源于结构性存款收益及购买的远期外汇合约交割产生的损益，24年远期外汇合约交割损失减少。公允价值变动损益主要产生自未交割的远期结售汇以及购买的结构性存款公允价值变动损益。24年结构性存款公允价值变动损失较大，主要系市场利率下行公司理财收益减少。25H1公司投资收益同比减少，主要系结构性存款收益减少。

图表24：影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2022年度	2023年度	2024年度	2025H1	2024H1
投资净收益 (亿元)	0.07	0.20	0.67	0.11	0.52
其中：理财产品 (亿元)	0.54	0.72	0.60	0.07	0.48
远期结售汇交割 (亿元)	-0.34	-0.57	-0.04	-0.00	-0.01
股权处置收益 (亿元)	-0.10	0.06	-0.02	-	-
营业外收支净额及其他收益 (亿元)	0.25	0.42	0.38	0.15	0.17
其中：政府补助 (亿元)	0.36	0.27	0.16	0.10	0.08
公允价值变动损益 (亿元)	-0.79	0.31	-0.30	-0.06	-0.27
其中：远期结售汇 (亿元)	-1.00	0.36	0.00	-0.01	-0.03
结构性存款产生的公允价值变动收益	0.21	-0.05	-0.30	-0.05	-0.25

资料来源：公司公告，华泰研究

## 盈利预测与估值

**收入预测：聚焦主业带来产品力提升叠加境外产能释放，未来营收改善预期增强。**我们预计公司 2025-2027 年的营收分别为 53.30 亿元、59.28 亿元和 65.79 亿元，分别同比+10.3%/+11.2%/11.0%。具体而言，我们的核心假设如下：

**1) 按摩保健业务：**在聚焦主业的战略指导下，公司对内精简 SKU，加大产品研发力度，已经形成“高端-中端-大众”价格段覆盖，对外调整与优化线下经销商体系，积极拥抱电商渠道，重构消费体验。24 年公司按摩椅业务销量/均价分别同比+5.1/-10.0%至 30.1 万台/6805 元，均价下滑主要是因为公司主动加码拼多多、抖音等新渠道，高性价比产品占比提升；24 年公司按摩小电器业务销量/均价分别同比-6.8/+16.9%至 1096 万台/153 元，均价回升主要受公司小电器新品进入山姆等高客单价渠道，同时利用 IP 联名提升产品年轻化和溢价能力。展望后续，我们认为按摩椅/小电器天然契合老年群体“居家康养与舒适护理”的核心诉求，在国内“促健康消费”专项行动等政策的催化下，公司内销有望迎来修复与结构升级。外销方面，在越南产能的支撑下，我们看好 2026 年公司 ODM 业务的边际改善以及北美“cozzia”品牌的增长趋势。因此，我们预计未来按摩椅销量保持稳健增长，25-27 年分别为 32.3/33.9/35.0 万台，随着今年渠道导入完全，均价有望从明年起企稳回升，25-27 年分别为 6669/6715/6796 元，推动期间按摩椅收入同比+5.1/+5.7/+4.7%至 21.5/22.7/23.8 亿元。按摩小电器有望实现量价齐升，推动业务 25-27 年收入分别同比+16.1/14.9/13.7%至 19.5/22.4/25.4 亿元。

**2) 健康环境业务：**我们认为，拓展新客户是健康环境营收重拾增长的核心逻辑。公司紧跟市场变化，加快产品创新及品质提升，与北美核心客户如 SharkNinja 合作深化，并开拓了日本、韩国及中国台湾等地区新的客户。在新客户导入的驱动下，25H1 健康环境业务收入同比增长 15.4%至 3.45 亿元，我们预计 2025-2027 年该业务营收分别同比+12/+7/+5%至 5.9/6.3/6.6 亿元。

图表25：奥佳华营收（分产品）预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>按摩椅收入（百万元）</b>	<b>2485.45</b>	<b>2162.43</b>	<b>2046.89</b>	<b>2150.38</b>	<b>2273.71</b>	<b>2381.53</b>
YoY	-18.5%	-13.0%	-5.3%	5.1%	5.7%	4.7%
其中：销量（万台）	39.59	28.61	30.08	32.25	33.86	35.04
YoY	-15.8%	-27.7%	5.1%	7.2%	5.0%	3.5%
出厂均价（元/台）	6278	7558	6805	6669	6715	6796
YoY	-3.28%	20.4%	-10.0%	-2.0%	0.7%	1.2%
<b>按摩小电器收入（百万元）</b>	<b>1952.82</b>	<b>1538.63</b>	<b>1676.54</b>	<b>1946.37</b>	<b>2236.55</b>	<b>2543.60</b>
YoY	-20.2%	-21.2%	9.0%	16.1%	14.9%	13.7%
其中：销量（万台）	1578.57	1175.79	1096.06	1172.78	1245.50	1314.00
YoY	-21.6%	-25.5%	-6.8%	7.0%	6.2%	5.5%
出厂均价（元/台）	124	131	153	166	180	194
YoY	1.8%	5.8%	16.9%	8.5%	8.2%	7.8%
<b>健康环境收入（百万元）</b>	<b>821.15</b>	<b>653.48</b>	<b>523.71</b>	<b>586.56</b>	<b>627.62</b>	<b>659.00</b>
YoY	-19.8%	-20.4%	-19.9%	12.0%	7.0%	5.0%
<b>其他主营业务收入（百万元）</b>	<b>625.81</b>	<b>556.03</b>	<b>430.94</b>	<b>486.96</b>	<b>486.96</b>	<b>486.96</b>
YoY	-23.8%	-11.2%	-22.5%	13.0%	0.0%	0.0%
<b>其他业务收入（百万元）</b>	<b>139.11</b>	<b>119.90</b>	<b>155.24</b>	<b>170.77</b>	<b>187.84</b>	<b>206.63</b>
YoY	-34.6%	-13.8%	29.5%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>合计</b>	<b>6024.34</b>	<b>5030.46</b>	<b>4833.32</b>	<b>5341.04</b>	<b>5812.68</b>	<b>6277.72</b>
YoY	-24.0%	-16.5%	-3.9%	10.5%	8.8%	8.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

**毛利率预测：**中长期看产品结构优化和自主品牌业务占比提升有望共同推动毛利率中枢稳步上移，短期看关税成本增加是 2025 公司毛利率承压的主要原因。根据公司公告，25H1 按摩椅/按摩小电器/健康环境毛利率分别同比下滑了 4.7/0.1/5.2pct 至 44.7/29.9/20.0%。展望未来，随着海外产能的释放，关税成本有望从高位回落，进而带来毛利率修复。结合各产品的收入及毛利率预期，我们预计公司 25-27 年综合毛利率分别为 35.5%、35.5%、35.6%，具体预测如下表：

图表26：奥佳华分产品毛利率预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>综合毛利率</b>	<b>32.2%</b>	<b>37.1%</b>	<b>36.0%</b>	<b>35.5%</b>	<b>35.5%</b>	<b>35.6%</b>
其中：按摩椅毛利率	43.0%	47.6%	45.2%	44.5%	44.7%	45.0%
按摩小电器毛利率	23.8%	26.8%	28.2%	29.8%	29.9%	30.2%
健康环境毛利率	20.2%	22.7%	23.9%	20.0%	20.5%	21.0%
其他主营业务毛利率	31.9%	42.4%	37.1%	36.5%	36.8%	36.5%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

**期间费用率预测：**1) 25Q1-3 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 20.00%、8.35%和 4.78%，同比分别为-1.58pct、+0.06pct 和-0.27pct，上述三项费用支出以人工成本为主，相对刚性，随着同期公司营收规模重回增长，相关费用率总体呈下降趋势。展望未来，我们预计销售、管理和研发费用的绝对规模保持相对稳定，而费用率有望稳步回落。2) 25Q1-3 公司财务费用率为-1.15%，同比-1.80pct，主要得益于汇率波动带来的汇兑收益明显增加。公司可转债将于 2026 年 2 月到期，我们认为后续利息支出有望减少，同时综合考虑汇率波动情况，预计 2025-2027 年财务费用率分别为-0.05%、-0.11%和-0.04%。

图表27：奥佳华四项费用预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	18.35%	21.03%	21.10%	20.90%	20.50%	20.10%
管理费用率	6.55%	7.45%	8.17%	8.00%	7.50%	7.00%
研发费用率	4.09%	4.34%	4.79%	4.50%	4.20%	3.90%
财务费用率	-1.65%	-0.07%	0.37%	-0.05%	-0.11%	-0.04%
<b>四项费用合计</b>	<b>27.35%</b>	<b>32.75%</b>	<b>34.42%</b>	<b>33.35%</b>	<b>32.09%</b>	<b>30.96%</b>

资料来源：公司公告，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 2025-2027 年实现归母净利润分别为 0.95 亿、1.63 亿、2.32 亿，分别同比对应 EPS 分别为 0.15、0.26 和 0.37 元。截至 2025/12/26，可比公司 2026 年平均 PE 为 33x，考虑到公司营收、利润改善预期增强，自主品牌业务经营渐入佳境，我们给予公司小幅估值溢价，给予公司 2026 年 35x 目标 PE，对应目标价 9.21 元，维持“买入”评级。

图表28：可比公司估值表 (Wind 一致预期，截至 2025/12/26)

公司代码	公司简称	财报货币	市值 (亿元)	净利润 (财报货币, 亿)				PE (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603579 CH	荣泰健康	人民币	47.52	1.92	1.90	2.19	2.52	25	25	22	19
688793 CH	倍轻松	人民币	19.43	0.10	(0.09)	0.44	0.57	190	(224)	45	34
300272 CH	开能健康	人民币	46.66	0.84	1.19	1.46	1.66	56	39	32	28
平均值								<b>90</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>27</b>

注：2025 年可比公司 PE 平均值已剔除负值

资料来源：Wind，华泰研究

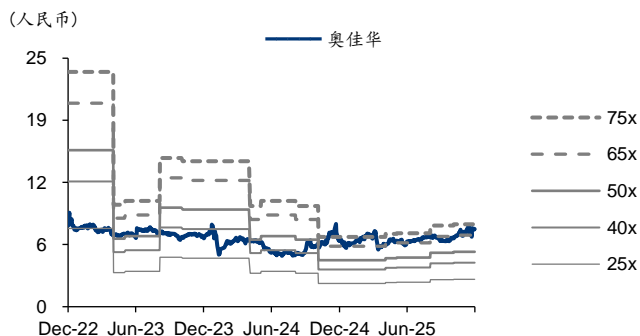
### 风险提示

**保健按摩需求下滑：**公司主要收入来自于保健按摩产品，如果保健按摩需求大幅下滑，可能导致公司按摩椅及按摩小电内销及出口收入下滑。

**多元业务表现乏力：**公司在健康环境、家用医疗板块也有较强布局，如果所处各个行业竞争均加剧，可能导致公司收入及净利润受到不利影响。

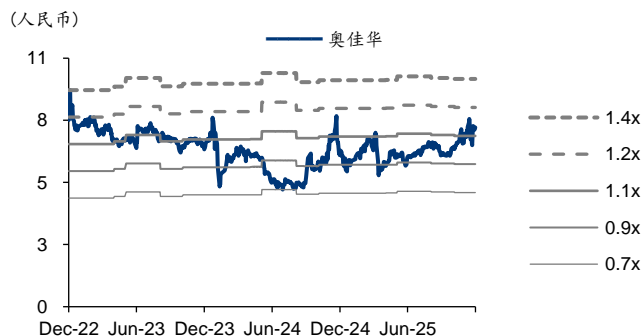
**人民币升值：**公司外销占比高，营收受人民币汇率波动影响大。如果人民币持续升值，会对公司净利润造成较大不利影响。

图表29：奥佳华 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表30：奥佳华 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
<b>流动资产</b>	4,816	4,205	4,662	4,715	5,156
现金	851.29	799.28	883.24	961.23	1,038
应收账款	682.54	812.88	839.63	958.80	983.52
其他应收账款	0.00	4.09	0.43	4.49	0.82
预付账款	90.47	92.38	109.68	110.22	127.27
存货	988.23	867.45	1,201	1,050	1,377
其他流动资产	2,204	1,629	1,628	1,630	1,629
<b>非流动资产</b>	3,203	3,376	3,401	3,452	3,477
长期投资	70.67	43.61	42.42	41.79	41.16
固定投资	1,425	1,785	1,789	1,787	1,780
无形资产	475.38	458.68	513.65	575.85	609.29
其他非流动资产	1,232	1,088	1,057	1,047	1,046
<b>资产总计</b>	8,019	7,581	8,063	8,167	8,633
<b>流动负债</b>	2,685	2,517	2,969	3,005	3,336
短期借款	437.28	669.64	827.36	1,012	904.19
应付账款	634.05	727.15	789.78	861.38	919.59
其他流动负债	1,613	1,120	1,352	1,132	1,512
<b>非流动负债</b>	730.94	597.31	594.23	591.53	587.06
长期借款	164.49	24.50	21.42	18.72	14.25
其他非流动负债	566.45	572.81	572.81	572.81	572.81
<b>负债合计</b>	3,416	3,114	3,563	3,597	3,923
少数股东权益	24.54	33.74	34.29	35.24	36.59
股本	623.47	623.48	623.48	623.48	623.48
资本公积	1,710	1,703	1,703	1,703	1,703
留存公积	2,194	2,068	2,016	1,944	1,870
归属母公司股东权益	4,579	4,433	4,466	4,535	4,673
<b>负债和股东权益</b>	8,019	7,581	8,063	8,167	8,633

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金</b>	895.12	130.21	471.31	363.46	550.93
净利润	114.39	73.23	95.25	163.63	233.66
折旧摊销	298.77	294.84	300.51	326.21	233.90
财务费用	(3.36)	17.85	(2.71)	(6.43)	(2.38)
投资损失	(19.61)	(67.48)	(12.37)	(5.37)	(8.37)
营运资金变动	382.97	(263.40)	91.83	(104.06)	97.51
其他经营现金	121.95	75.17	(1.19)	(10.51)	(3.40)
<b>投资活动现金</b>	(356.27)	391.41	(328.62)	(381.16)	(270.83)
资本支出	(246.26)	(220.63)	(240.36)	(231.36)	(227.59)
长期投资	(176.93)	541.78	1.19	0.63	0.63
其他投资现金	66.92	70.27	(89.45)	(150.42)	(43.87)
<b>筹资活动现金</b>	(999.12)	(570.15)	(58.73)	95.69	(203.20)
短期借款	347.70	232.35	157.72	184.82	(107.98)
长期借款	(243.57)	(139.99)	(3.08)	(2.70)	(4.47)
普通股增加	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	7.98	(7.00)	(0.00)	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,111)	(655.52)	(213.37)	(86.43)	(90.76)
现金净增加额	(454.70)	(53.27)	83.96	77.99	76.90

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
<b>营业收入</b>	5,030	4,833	5,341	5,813	6,278
营业成本	3,166	3,091	3,445	3,750	4,045
营业税金及附加	40.80	35.44	40.54	43.62	47.29
营业费用	1,058	1,020	1,116	1,192	1,262
管理费用	374.66	394.78	427.28	435.95	439.44
财务费用	(3.36)	17.85	(2.71)	(6.43)	(2.38)
资产减值损失	(84.29)	(5.00)	(10.68)	(12.21)	(13.81)
公允价值变动收益	31.31	(30.23)	(15.00)	(10.00)	(20.00)
投资净收益	19.61	67.48	12.37	5.37	8.37
<b>营业利润</b>	150.13	81.86	120.17	200.61	283.01
营业外收入	14.87	18.22	5.89	5.89	5.89
营业外支出	11.50	8.74	14.00	14.00	14.00
<b>利润总额</b>	153.50	91.35	112.06	192.50	274.90
所得税	39.11	18.12	16.81	28.88	41.23
<b>净利润</b>	114.39	73.23	95.25	163.63	233.66
少数股东损益	11.19	8.99	0.55	0.95	1.36
归属母公司净利润	103.20	64.24	94.70	162.68	232.31
EBITDA	461.92	399.04	420.54	523.91	512.70
EPS (人民币, 基本)	0.17	0.10	0.15	0.26	0.37

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(16.50)	(3.92)	10.50	8.83	8.00
营业利润	(15.83)	(45.47)	46.79	66.94	41.07
归属母公司净利润	1.16	(37.76)	47.42	71.79	42.80
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	37.07	36.04	35.50	35.49	35.57
净利率	2.27	1.52	1.78	2.82	3.72
ROE	2.48	1.64	2.12	3.58	4.96
ROIC	4.30	2.08	2.57	4.06	5.79
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	42.59	41.08	44.19	44.04	45.44
净负债比率 (%)	14.29	11.04	9.11	11.27	6.92
流动比率	1.79	1.67	1.57	1.57	1.55
速动比率	1.31	0.81	0.72	0.78	0.73
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.60	0.62	0.68	0.72	0.75
应收账款周转率	6.64	6.46	6.46	6.46	6.46
应付账款周转率	4.99	4.54	4.54	4.54	4.54
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.10	0.15	0.26	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	1.44	0.21	0.76	0.58	0.88
每股净资产(最新摊薄)	7.34	7.11	7.16	7.27	7.50
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	46.28	74.35	50.43	29.36	20.56
PB (倍)	1.04	1.08	1.07	1.05	1.02
EV EBITDA (倍)	7.51	12.22	11.40	9.35	9.19

## 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](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