

期待净开店提速和翻台继续提升

华泰研究

2026年4月02日 | 中国香港

年报点评

餐饮

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

13.59

特海国际公布 2025 年第四季度及全年业绩: 2025 全年实现营收 8.41 亿美元/yoy+8.0%; 录得净利润 0.36 亿美元/yoy+69.6% (主因未变现汇兑收益净额同比增加 33.8 百万美元), 对应净利润率达 4.3%/yoy+1.6pcts, 收入及归母净利润表现皆略低于我们预期 (收入 8.5 亿美元/归母净利润 0.40 亿美元), 主因公司全年开店审慎、并于菜品及人力上主动投入调整; 全年经营溢利 0.37 亿美元/yoy-29.8%, 对应经营溢利率 4.4%/yoy-2.4pct。4Q25 实现营收 2.30 亿美元/yoy+10.2%; 录得净利润 446.8 万美元, 同比扭亏, 对应净利润率 1.9%; 4Q25 经营溢利 0.13 亿美元/yoy-25.7%, 对应经营溢利率 5.7%/yoy-2.7pct。期内经营利润率阶段性承压, 主要反映了公司主动让利顾客及员工、孵化第二品牌带来的投入增加。我们认为, 公司始终坚持审慎扩张与深耕单店模型的经营定力, 经营底色稳健务实, 将为公司长远高质量发展蓄足充沛动能。维持“买入”评级。

Q4 同店销售延续正增长, 翻台率稳步上行

4Q25 海底捞餐厅/外卖业务/其他业务收入分别为 2.12/0.07/0.11 亿美元, yoy+6.0%/+94.3%/+109.3%。门店经营表现扎实, 4Q25 同店销售额 1.95 亿美元/yoy+2.3%延续增势, 全年同店 yoy+2.9%; 区域视角看, 25 年东亚市场同店日销 yoy+19%增长势头强劲, 东南亚基本盘 yoy+0.6%稳中有增。拆分量价来看, 4Q25 整体平均翻台率 4.0 次/同比+0.1 次, 同店平均翻台率 4.1 次/同比+0.1 次, Q4 总客流量超 830 万人次/yoy+3.8%, 全年客流超 3200 万人次/yoy+7.0%。全年整体 ASP 为 24.6 美元/yoy-1.6%, 质价比策略落地有效; 4Q25 单季 ASP 为 25.4 美元/yoy+1.6%, 菜单结构调整影响有望进一步消解。

战略性投入致经营利润阶段承压, Q4 人工成本占比企稳

2025 全年餐厅层面经营溢利率为 8.7%/yoy-1.4pcts, 阶段性承压主要源于公司于员工激励、产品质价比提升及门店体验升级方面的主动投入。2025 全年毛利率为 66.4%/yoy-0.5pct, 4Q25 公司毛利率为 66.6%/yoy-1.0pct, 主要受调味品及子品牌食品销售增长、第二品牌扩张, 以及公司持续提升产品性价比影响。费用端, 4Q25 员工成本/租金及相关开支/水电开支/折旧及摊销占比分别为 32.2%/2.8%/3.1%/9.4%, yoy 分别持平/+0.1/-0.3/-0.9pct。

审慎优化主业网络, 红石榴计划打开多元增量

公司坚持“自下而上”的严谨评估策略。截至 2025 年底公司共运营 126 家海底捞餐厅, 年内累计新开 13 家/关停 9 家 (含 3 家战略性转为第二品牌), 4Q25 单季新开 3 家并关停 3 家 (含 2 家转为第二品牌), 动态优化存量门店。截至 2025 年末共经营 13 家第二品牌餐厅, 涵盖火锅、烧烤及麻辣烫等多元业态, 目前已有项目实现单店盈利。随着多业态模式逐步跑通, 有望进一步丰富公司收入结构、扩大客群基础。

盈利预测与估值

考虑公司门店结构动态调整、开店进展较为审慎, 我们下调公司 26-27 年归母净利润至 0.42/0.51 亿美元 (较前值分别-18%/-15%), 并引入 28 年归母净利润预测 0.61 亿美元, 对应 EPS 为 0.06/0.08/0.09 美元。参考可比公司彭博一致预期 26E PE 20x, 考虑公司中餐出海定位差异化, 给予公司 26E 调整后 PE 27x (基本维持溢价率), 下调目标价至 13.59 港币 (前值 17.02 港币, 对应 26E 28x 调整后 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。

樊俊豪

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

曾琨

SAC No. S0570523120004
SFC No. BTM417

研究员

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

洪洋*

SAC No. S0570125070021

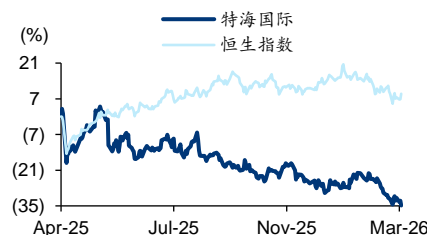
联系人

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

基本数据

收盘价 (港币 截至 4 月 1 日)	11.52
市值 (港币百万)	7,491
6 个月平均日成交额 (港币百万)	7.07
52 周价格范围 (港币)	11.08-18.66

股价走势图



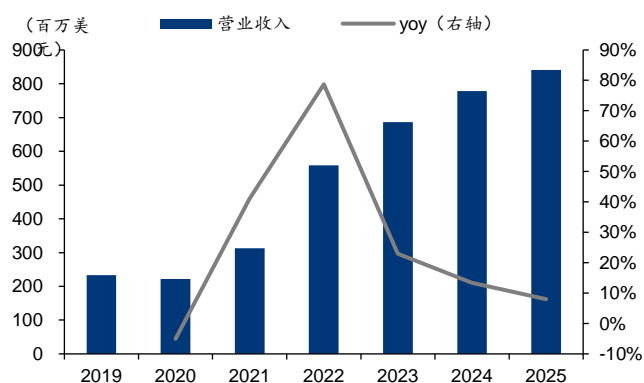
资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (美元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	840.76	910.04	1,006	1,106
+/-%	8.02	8.24	10.52	9.96
归母净利润 (百万)	36.43	41.76	50.93	61.07
+/-%	67.07	14.62	21.96	19.91
归母净利润 (调整后, 百万)	22.28	41.76	50.93	61.07
+/-%	(46.31)	87.37	21.96	19.91
EPS (调整后, 最新摊薄)	0.03	0.06	0.08	0.09
PE (调整后, 倍)	42.90	22.89	18.77	15.65
PB (倍)	2.45	2.21	1.98	1.76
ROE (调整后, %)	5.94	10.16	11.14	11.90
EV EBITDA (倍)	7.07	6.01	5.02	4.01
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

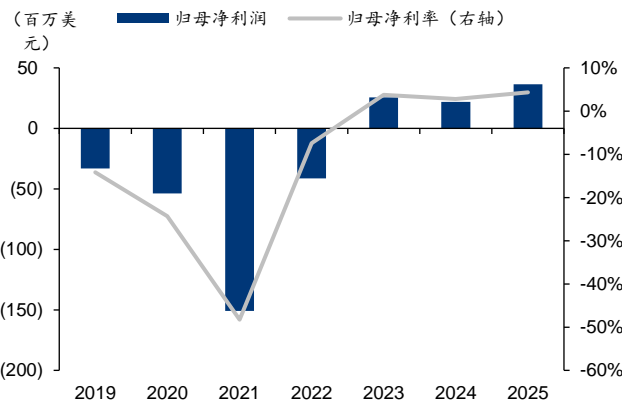
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：特海国际营业收入及同比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：特海国际归母净利润及归母净利润率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：特海国际：可比公司估值表

股票名称	股票代码	市值 (当地货币 百万元)	收盘价 (当地货币 元)	EPS (当地货币)			PE		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
中国香港									
海底捞	6862 HK	80210	14.39	0.75	0.83	0.92	16.95	15.36	13.87
百胜中国	9987 HK	134619	383.00	2.51	2.90	3.23	19.56	16.95	15.19
中国香港均值				1.63	1.86	2.08	18.26	16.16	14.53
美国									
MCDONALDS	MCD US	218298	307.29	12.20	13.23	14.43	25.19	23.23	21.29
DOMINOS	DPZ US	12157	361.54	17.57	19.84	21.57	20.58	18.22	16.77
PIZZA									
CHIPOTLE	CMG US	42498	32.63	1.17	1.14	1.36	27.89	28.62	23.98
YUM CHINA	YUMC US	17254	49.09	2.51	2.90	3.23	19.56	16.95	15.18
美国均值				8.36	9.28	10.15	23.30	21.76	19.30
整体均值				6.12	6.81	7.46	21.62	19.89	17.71

注：皆为一致预期。港股数据截至 2026.4.1 收盘，美股数据截至北京时间 2026.4.2 早收盘。

资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表4：特海国际：季度预测拆分表

美元 百万元	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2025Q4E	A vs E	2026Q1E
营业收入	198.62	208.76	197.78	198.95	214.05	229.97	239.27	-3.9%	215.58
营业收入同比增速	14.6%	10.4%	5.4%	8.5%	7.8%	10.2%	14.6%		9.0%
营业收入环比增速	8.4%	5.1%	-5.3%	0.6%	7.6%	7.4%	11.8%		-6.3%
营业成本	65.46	67.68	67.17	67.58	71.21	76.86	79.25	-3.0%	72.22
营业成本同比增速	9.8%	2.9%	6.9%	9.5%	8.8%	13.6%	17.1%		7.5%
营业成本环比增速	6.0%	3.4%	-0.8%	0.6%	5.4%	7.9%	6.8%		-6.0%
总毛利	133.16	141.08	130.62	131.37	142.84	153.11	160.02	-4.3%	143.36
总毛利同比增速	17.2%	14.3%	4.7%	8.1%	7.3%	8.5%	13.4%		9.8%
总毛利环比增速	9.5%	5.9%	-7.4%	0.6%	8.7%	7.2%	3.8%		-6.4%
总毛利率	67.0%	67.6%	66.0%	66.0%	66.7%	66.6%	66.9%	-0.3pct	66.5%
总毛利率同比变动(yoy pct)	1.5%	2.4%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-1.0%	-0.7%		0.5%
总毛利率环比变动(qoq pct)	0.7%	0.5%	-1.5%	0.0%	0.7%	-0.2%	0.1%		-0.1%
费用率									
-销售及管理费用率	50.6%	49.5%	52.5%	53.0%	50.6%	48.6%	53.9%	-5.3pct	51.0%
费用率同比变动(yoy pct)									
-销售及管理费用率	-0.4%	-1.4%	0.6%	0.4%	-0.1%	-0.9%	4.5%		-1.5%
费用率环比变动(qoq pct)									
-销售及管理费用率	-1.9%	-1.2%	3.1%	0.4%	-2.4%	-2.0%	3.4%		2.4%
归母净利润	37.72	-11.34	11.94	16.41	3.61	4.47	7.81	-42.8%	12.94
归母净利润(同比)	转正	-148.2%	转正	转正	-90.4%	转正	转正		8.4%
归母净利润(环比)	转正	-130.1%	转正	37.5%	-78.0%	23.8%	116.4%		183.4%
归母净利率	19.0%	-5.4%	6.0%	8.3%	1.7%	1.9%	3.3%	-1.3pct	6.0%
归母净利率(yoy pct)	19.8%	-17.9%	8.4%	8.3%	-17.3%	7.4%	转正		0.0%
归母净利率 qoq pct)	19.1%	-24.4%	11.5%	2.2%	-6.6%	0.3%	1.6%		4.0%
EPS(GAAP/IFRS)	0.058	(0.017)	0.018	0.025	0.006	0.007	0.012	-0.005	0.020
调整后归母净利润	16.20	9.69	5.29	3.58	8.71	9.03	转正	-	12.94
调整后净利率	8.2%	4.6%	2.7%	1.8%	4.1%	3.9%	4.7%	-0.8pct	6.0%
EPS(Non-GAAP/IFRS,USD)	0.025	0.015	0.008	0.006	0.013	0.014	0.018	-0.4%	0.020

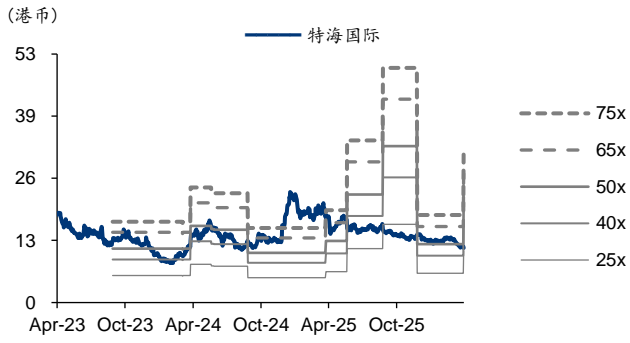
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表5：特海国际：年度预测

驱动概览	单位	2023A	2024A	2025A	2025E	A vs E	2026E
东南亚餐厅数量	家	70	73	71	75	-5.3%	72
东南亚餐厅数量 yoy	%	3%	4%	-3%			1%
东南亚地区门店收入	美元百万元	5.26	5.55	5.56	5.62	-1.0%	5.63
东南亚地区门店收入 yoy	%	10%	6%	0%			1%
运营数据概览							
餐厅数量	家	115	122	126	129	-2.3%	134
翻台率	次/天	3.5	3.7	3.8	3.8		4.0
顾客人均消费	美元	24.8	25.0	24.6	24.8	-0.8%	24.8
单店客流量	百万人	0.23	0.25	0.25	0.26	-2.3%	0.26
核心财务指标							
收入	美元百万元	686.4	778.3	840.8	850.1	-1.1%	910.0
毛利率	%	65.8%	66.9%	66.4%	66.4%	-0.1pct	67%
EBIT	美元百万元	39.7	36.7	53.3	53.3	0.0%	51.2
EBITDA	美元百万元	118.2	117.7	135.9	139.2	-2.3%	151.4
联合营公司投资收益	美元百万元	0	0	0	0	-	0
净利润	美元百万元	25.7	21.8	36.4	39.8	-8.4%	41.8
扣非净利润	美元百万元	30.6	41.5	22.3	27.8	-19.8%	41.8
EPS	美元/股	0.03	0.06	0.06	0.06	5.0%	0.08
EPS(扣非)	美元/股	0.06	0.03	0.06	0.04	50.3%	0.08
BVPS	美元/股	0.55	0.60	0.66	0.61	8.0%	0.74

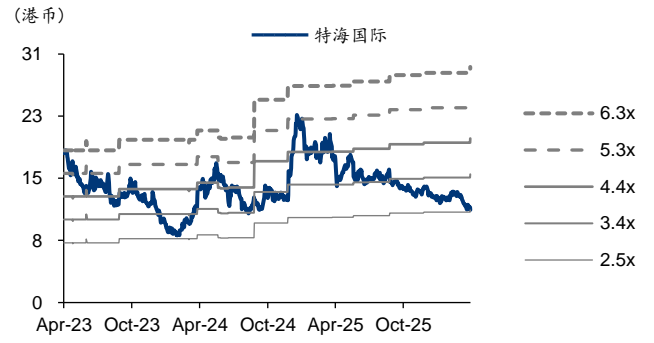
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表6: 特海国际 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表7: 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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	778.31	840.76	910.04	1,006	1,106
销售成本	(257.72)	(282.82)	(304.31)	(335.80)	(368.75)
毛利润	520.59	557.94	605.72	670.01	737.25
销售及分销成本	(388.76)	(421.23)	(455.72)	(497.78)	(546.75)
管理费用	(6.45)	(8.00)	(8.65)	(9.57)	(9.88)
其他收入/支出	2.45	1.83	1.82	1.01	2.21
财务成本净额	(3.46)	(3.78)	5.55	7.54	9.97
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	33.24	49.51	56.75	69.21	82.99
税费开支	(11.84)	(13.17)	(15.09)	(18.41)	(22.08)
少数股东损益	0.40	0.09	0.10	0.13	0.15
归母净利润	21.81	36.43	41.76	50.93	61.07
非通用准则调整项	19.70	(14.14)	0.00	0.00	0.00
调整后归母净利润	41.51	22.28	41.76	50.93	61.07
折旧和摊销	(80.97)	(82.65)	(100.16)	(111.20)	(126.75)
EBITDA	117.68	135.94	151.36	172.87	199.77
EPS (美元, 基本)	0.03	0.06	0.06	0.08	0.09

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	31.52	37.52	36.77	45.21	44.81
应收账款和票据	30.75	35.65	36.23	43.22	44.14
现金及现金等价物	254.72	271.99	334.98	394.50	457.72
其他流动资产	6.23	8.21	8.21	8.21	8.21
总流动资产	323.23	353.37	416.18	491.13	554.88
固定资产	151.90	160.30	167.81	188.93	193.14
无形资产	0.28	0.31	0.27	0.23	0.19
其他长期资产	209.02	231.90	216.36	204.09	195.37
总长期资产	361.20	392.51	384.45	393.25	388.70
总资产	684.43	745.88	800.63	884.38	943.58
应付账款	68.81	79.32	80.07	95.81	97.33
短期借款	41.41	45.66	29.82	29.82	29.82
其他负债	18.35	21.85	21.85	21.85	21.85
总流动负债	128.57	146.83	131.74	147.48	149.00
长期债务	171.22	183.14	212.62	229.83	226.59
其他长期债务	22.98	24.27	22.98	22.98	22.98
总长期负债	194.20	207.41	235.59	252.80	249.57
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
储备/其他项目	360.03	390.10	431.85	482.78	543.85
股东权益	360.03	390.10	431.86	482.78	543.85
少数股东权益	1.63	1.54	1.44	1.31	1.16
总权益	361.66	391.64	433.30	484.09	545.01

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	43.84	26.24	22.89	18.77	15.65
PB	2.66	2.45	2.21	1.98	1.76
调整后 PE (倍)	23.03	42.90	22.89	18.77	15.65
调整后 ROE	13.18	5.94	10.16	11.14	11.90
EV EBITDA	8.13	7.07	6.01	5.02	4.01
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	2.04	(2.75)	4.87	3.85	6.19

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	117.68	135.94	151.36	172.87	199.77
融资成本	3.46	3.78	(5.55)	(7.54)	(9.97)
营运资本变动	(3.64)	(0.39)	0.93	0.31	0.99
税费	(11.84)	(13.17)	(15.09)	(18.41)	(22.08)
其他	(4.69)	(2.26)	5.55	7.54	9.97
经营活动现金流	100.97	123.91	137.19	154.77	178.69
CAPEX	(81.49)	(147.68)	(92.10)	(120.00)	(122.20)
其他投资活动	8.38	(2.92)	(1.29)	0.00	0.00
投资活动现金流	(73.11)	(150.60)	(93.39)	(120.00)	(122.20)
债务增加量	9.68	16.18	13.64	17.21	(3.24)
权益增加量	56.11	0.00	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	(25.21)	(3.78)	5.55	7.54	9.97
融资活动现金流	40.59	12.39	19.19	24.75	6.74
现金变动	68.46	(14.30)	62.99	59.52	63.22
年初现金	181.64	254.72	271.99	334.98	394.50
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	254.72	271.99	334.98	394.50	457.72

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	13.40	8.02	8.24	10.52	9.96
毛利润	15.26	7.18	8.56	10.61	10.04
营业利润	(1.66)	50.21	(4.05)	22.87	16.71
净利润	(15.00)	67.07	14.62	21.96	19.91
调整后净利润	35.47	(46.31)	87.37	21.96	19.91
EPS (基本)	(19.05)	67.07	14.62	21.96	19.91
盈利能力比率 (%)					
毛利率	66.89	66.36	66.56	66.61	66.66
EBITDA	15.12	16.17	16.63	17.19	18.06
净利润率	2.80	4.33	4.59	5.06	5.52
调整后净利润率	5.33	2.65	4.59	5.06	5.52
ROE	6.92	9.71	10.16	11.14	11.90
调整后 ROE	13.18	5.94	10.16	11.14	11.90
ROA	3.46	5.09	5.40	6.04	6.68
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(11.64)	(11.03)	(21.36)	(27.86)	(36.94)
流动比率	2.51	2.41	3.16	3.33	3.72
速动比率	2.27	2.15	2.88	3.02	3.42
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.23	1.18	1.18	1.19	1.21
应收账款周转天数	13.89	14.22	14.22	14.22	14.22
应付账款周转天数	96.43	94.28	94.28	94.28	94.28
存货周转天数	42.80	43.94	43.94	43.94	43.94
现金转换周期	(39.74)	(36.12)	(36.12)	(36.12)	(36.12)
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	0.03	0.06	0.06	0.08	0.09
EPS (调整后, 基本)	0.06	0.03	0.06	0.08	0.09
每股净资产	0.55	0.60	0.66	0.74	0.84

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、曾琚，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、曾琚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

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 2026 年华泰证券股份有限公司

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