

# 25 主动出清改革引领破局

华泰研究

2026 年 4 月 17 日 | 中国内地

年报点评

饮料

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

1,719.25

吕若晨

SAC No. S0570525050002  
SFC No. BEE828

研究员

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

宋英男

SAC No. S0570523100004  
SFC No. BVO704

研究员

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

公司公告 2025 年年报, 25 年总营收/归母净利 1720.5/823.2 亿, 同比-1.2%/-4.5%; 25Q4 总营收/归母净利 411.5/176.9 亿, 同比-19.3%/-30.3%。2025 年公司营收和利润同比均出现下滑, 表现低于我们此前预期, 主要系外部需求承压, 公司下半年主动控货释放渠道压力。公司上半年表现较为稳健, 茅台酒韧性凸显; Q3-Q4 公司主动控货缓解市场压力, 稳定渠道预期, 收入环比降速。2026 年公司全面开启市场化营销改革, i 茅台上线飞天系列激活长尾需求, 3 月末公司出厂价和零售指导价同步上调, 改革红利加速释放。我们认为公司 25 年积极纾压, 未来领先的品质和品牌优势、日趋精细化的量价策略和公司治理将继续延续, 提价进一步验证公司在行业内的品牌力优势, 维持“买入”。

## 茅台酒表现平稳, 系列酒主动降速出清

25 年茅台酒/系列酒营收 1465.0/222.7 亿, 同比+0.39%/-9.76%; 对应 25Q4 茅台酒/系列酒营收约 360/44 亿, 同比约-20%/-17%。其中茅台酒销量 46751 吨(同比+0.7%), 吨价同比-0.3%, 量增基本弥补吨价下行压力, 主品牌经营韧性凸显; 增量主要来自飞天及部分非标产品投放节奏的灵活调配。系列酒全年主动降速出清, 销量 38,353 吨(同比+3.9%), 吨价同比-13.1%, 量升价降下收入承压, 渠道库存预计已向良性水平回归, 为 2026 年放量复苏奠定基础。分渠道看, 25 年直销/批发收入 845.4/842.3 亿, 同比+13.0%/-12.0%, 直销收入进一步提升占比同比+6pct 至 50%。25 年 i 茅台不含税收入 130.3 亿(同比-35%)。25Q4 公司主动实施停货政策, 社会库存加速消化, 渠道信心逐步修复。

## 毛利率小幅下降, 营销费用增加, 盈利能力略有承压

25 年毛利率 91.2% (同比-0.8pct), 主要系主品牌及系列酒吨价下滑影响; 25 年销售费用率同比+1.0pct 至 4.3% (行业调整期公司加强以系列酒为代表产品的营销投放), 管理费用率同比-0.5pct 至 4.9% (规模效应及精细化管理提效), 25 年税金及附加 16.2% (同比+0.4pct), 最终公司 25 年归母净利率同比约-1.7pct 至 48.8%, 盈利能力略有承压。同时, 公司 25 年销售回款 1839.9 亿(同比+0.7%), 经营性净现金流 615.2 亿(同比-33.5%); 25Q4 末合同负债 80.1 亿, 同比/环比-15.9%/+2.6 亿, Q4 停货政策后回款略受影响。

## 看好市场化营销改革持续释能, 维持"买入"评级

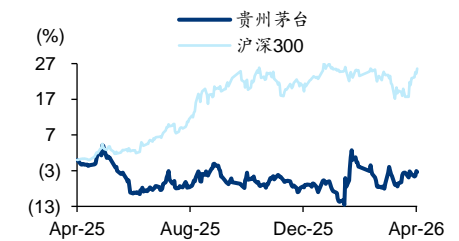
公司作为行业龙头, 治理更趋市场化和精细化, 前期批价和股价波动充分释放市场风险, 未来高质量发展可期。考虑外部市场需求承压, 我们略下调盈利预测, 预计公司 26-27 年营业收入为 1807.4/1864.5 亿元(较前次-3%/-3%), 同比+5.1%/+3.2%; EPS 为 68.77/70.96 元(较前次-6%/-5%), 新引入 28 年 EPS 为 73.67 元。参考可比公司 26 年平均 PE 16 倍 (Wind 一致预期), 作为强品牌力龙头, 给予公司 26 年 25xPE, 目标价 1719.25 元(前值 1824.00 元, 对应 26 年 25xPE, 可比公司估值对应 26 年 16xPE), 维持“买入”。

风险提示: 行业竞争加剧, 消费需求不达预期, 食品安全问题。

## 基本数据

收盘价(人民币 截至 4 月 16 日)	1,463
市值(人民币百万)	1,831,871
6 个月平均日成交额(人民币百万)	5,508
52 周价格范围(人民币)	1,323.69-1,634.99

## 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)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	172,054	180,743	186,454	192,421
+/-%	(1.20)	5.05	3.16	3.20
归属母公司净利润(百万)	82,320	86,117	88,866	92,257
+/-%	(4.53)	4.61	3.19	3.82
EPS(最新摊薄)	65.74	68.77	70.96	73.67
ROE (%)	33.59	28.49	24.54	21.68
PE (倍)	22.25	21.27	20.61	19.86
PB (倍)	7.49	6.09	5.09	4.34
EV EBITDA (倍)	15.40	14.34	13.50	12.59
股息率 (%)	1.64	1.64	1.64	1.64

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 估值表

公司代码	公司简称	股价 (元)	PE (倍)				EPS (元)			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
000858 CH	五粮液	103.44	13	16	15	14	8.21	6.62	6.79	7.31
600809 CH	山西汾酒	141.16	14	14	13	12	10.04	9.99	10.55	11.50
000568 CH	泸州老窖	103.05	11	13	13	12	9.18	8.00	8.23	8.92
000596 CH	古井贡酒	106.80	10	13	12	11	10.44	8.36	8.88	9.94
603288 CH	海天味业	40.74	36	30	28	25	1.14	1.34	1.48	1.63
	<b>平均值</b>		<b>17</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>15</b>				
	中间值		13	14	13	12				

注: 数据截至 2026 年 4 月 17 日, 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期;

资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2: 季度盈利预测 (百万元)

假设简表	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1 E	2026Q2 E
<b>营业收入</b>	51022	51443	39650	39810	41151	54015	41633
—茅台酒	44802	43558	32032	34924	35986	45954	33794
—系列酒	5291	7023	6740	4122	4390	7163	6874.8
—其他	928	864	878	765	773	898	963.94
<b>营业收入 yoy</b>	12.80%	10.70%	7.30%	0.40%	-19.35%	5.00%	5.00%
—茅台酒	13.90%	9.70%	11.00%	7.30%	-19.68%	5.50%	5.50%
—系列酒	5.10%	18.30%	-6.50%	-34.00%	-17.03%	2.00%	2.00%
—其他	4.40%	2.60%	-2.00%	-11.80%	-16.75%	3.94%	9.79%
<b>营业成本</b>	3561	4061	3716	3406	3709	4534	4110
营业成本 yoy	7.80%	20.10%	10.30%	-2.00%	4.16%	11.65%	10.60%
<b>总毛利</b>	47460	47382	35934	36404	37442	49481	37523
总毛利 yoy	13.20%	9.90%	7.00%	0.60%	-21.11%	4.43%	4.42%
<b>费用率</b>	9.90%	6.70%	9.00%	7.70%	11.83%	6.80%	9.10%
费用率同比变动	-2.6	-0.3	0.1	1.4	1.9	0.10	0.10
<b>归母净利润</b>	25401	26847	18556	19224	17693	27872	19234
归母净利润 yoy	16.20%	11.60%	5.20%	0.50%	-30.34%	3.82%	3.65%
<b>归母净利率</b>	49.80%	52.20%	46.80%	48.30%	43.00%	51.60%	46.20%
归母净利率同比变动	1.5	0.4	-0.9	0.1	(6.8)	-0.6	-0.6

资料来源: Wind, 华泰研究预测



图表3: 实际与季度预测数据比较

核心驱动(Driver)			2025Q2	2025Q4	YoY	2025Q4 E	A vs E
茅台酒营收:同比	Moutai liquor revenue yoy	%	7%	-20%		12%	-5%
系列酒营收:同比	Other liquor revenue yoy	%	-34%	-17%		-4%	-30%
<b>分部收入(segment revenue)</b>							
茅台酒	Moutai liquor	Rmb mn	34924	35986	-20%	50339	-29%
系列酒	Other liquor	Rmb mn	4122	4390	-17%	5080	-14%
其他	Other	Rmb mn	765	773	-17%	775	0%
<b>财报数据总结(financial results summary)</b>							
总收入	Net Revenue	Rmb mn	39810	41150	-19%	50660	-19%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	3406	3708	4%	3505	6%
毛利率	Gross margin	%	91	91		93	
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn	3065	5592	13%	4204	33%
研发费用	R&D	Rmb mn	39	77	-1%	42	85%
财务费用	Finance costs	Rmb mn	-148	-181	-39%	-264	-32%
营业利润	Operating profit	Rmb mn	26721	25319	-29%	34003	-26%
税前利润	PBT	Rmb mn	26625	25352	-29%	33881	-25%
所得税	Tax	Rmb mn	6713	6940	-25%	8055	-14%
少数股东损益	Minority	Rmb mn	688	718	-20%	876	-18%
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	19224	17693	-30%	24950	-29%
非经常性损益	One offs	Rmb mn	-67	-81		-87	
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	Rmb mn	19290	17612	-31%	25037	-30%
EPS	EPS	Rmb/sh	15.4	14.1		19.9	
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh	15.4	14.1		20.0	
<b>核心财务指标(core financial indicators)</b>							
有效税率	Effective tax rate	%	25.2%	16.9%		23.8%	
销售净利率	Net Profit margin	%	48.3%	43.0%		49.25%	
分红比例	Dividend payout	%	75.0%	75.0%		75.00%	

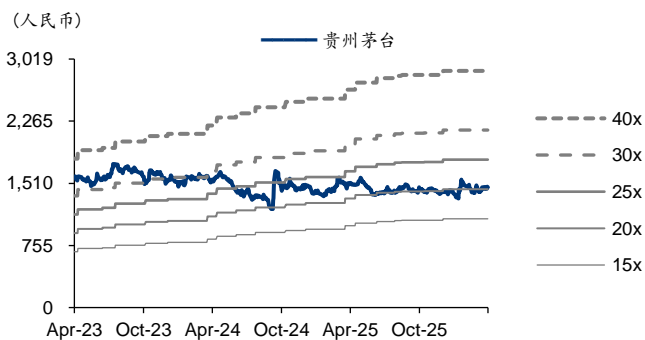
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表4: 年度预测

驱动概览(Driver)			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
CPI 总指数:同比	CPI yoy	%	0.20	0.20	0.10	0.10	0.10
社会消费品零售总额: 同比	Total Retail Sales of Consumer Goods yoy	%	7.22	3.50	5.00	5.00	5.00
茅台酒营业收入: 同比	Moutai liquor revenue yoy	%	15%	0%	5%	3%	3%
系列酒营业收入: 同比	Other liquor revenue yoy	%	20%	-10%	5%	6%	6%
分部收入(segment revenue)							
茅台酒	Moutai liquor	Rmb mn	145928	146500	153825	158132	162560
系列酒	Other liquor	Rmb mn	24684	22275	23388	24675	26032
其他	Other	Rmb mn	3532	3280	3530	3648	3829
分部毛利率(segment Gross margin)							
茅台酒	Moutai liquor	%	94%	94%	94%	93%	93%
系列酒	Other liquor	%	80%	76%	74%	74%	73%
其他	Other	%	95%	97%	83%	83%	94%
毛利占比(segment Gross %)							
茅台酒	Moutai liquor	%	86%	86%	86%	86%	86%
系列酒	Other liquor	%	12%	12%	12%	12%	12%
核心财务指标(core financial indicators)							
EBIT	EBIT	Rmb bn	118176	113941	119016	122088	125996
EBITDA	EBITDA	Rmb bn	120261	116200	121056	124291	128341
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb bn	0	0	0	0	0
净利润	Net Profit	Rmb bn	86228	82320	86117	88866	92257
扣非净利润	Net Profit-recurring	Rmb bn	77554	89327	92536	94325	96948
EPS	EPS	Rmb/sh	68.6	65.7	68.8	71.0	73.7
EPS(扣非)	EPS- recurring	Rmb/sh	68.7	71.3	73.9	75.3	77.4
BVPS	BVPS	Rmb/sh	186.1	195.4	240.2	287.2	336.9

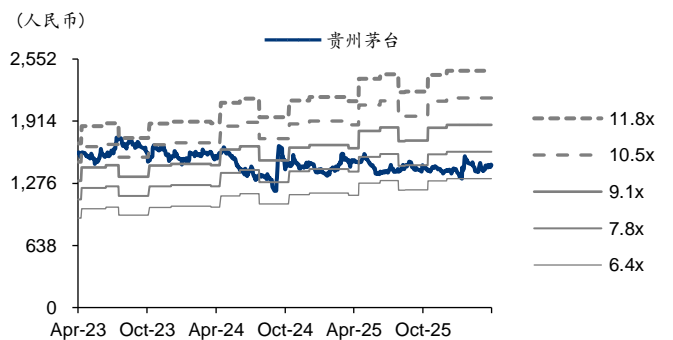
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表5: 贵州茅台 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 贵州茅台 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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	251,727	252,519	317,545	377,475	448,914
现金	59,296	51,691	108,300	169,596	235,240
应收账款	18.97	2.61	20.06	3.33	20.81
其他应收账款	29.96	36.28	33.30	38.48	35.60
预付账款	26.98	6.64	28.67	7.75	29.84
存货	54,343	61,427	67,723	68,408	72,079
其他流动资产	138,012	139,355	141,440	139,421	141,509
<b>非流动资产</b>	47,218	51,316	51,491	50,889	50,121
长期投资	0.00	147.18	183.98	229.97	287.46
固定投资	21,871	22,488	23,025	22,593	21,820
无形资产	8,850	8,686	9,228	9,620	9,942
其他非流动资产	16,496	19,995	19,054	18,447	18,072
<b>资产总计</b>	298,945	303,835	369,036	428,364	499,034
<b>流动负债</b>	56,516	49,610	55,567	52,802	57,865
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3,515	4,007	4,384	4,461	4,667
其他流动负债	53,001	45,603	51,183	48,341	53,198
<b>非流动负债</b>	417.27	265.11	265.11	265.11	265.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	417.27	265.11	265.11	265.11	265.11
<b>负债合计</b>	56,933	49,876	55,832	53,067	58,130
少数股东权益	8,905	9,321	12,450	15,678	19,029
股本	1,256	1,252	1,252	1,252	1,252
资本公积	1,375	1.58	1.58	1.58	1.58
留存公积	229,423	242,448	299,169	357,700	418,465
归属母公司股东权益	233,106	244,638	300,754	359,619	421,875
<b>负债和股东权益</b>	298,945	303,835	369,036	428,364	499,034

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金</b>	92,464	61,522	87,827	91,094	94,598
净利润	89,335	85,310	89,245	92,094	95,608
折旧摊销	2,085	2,259	2,040	2,203	2,345
财务费用	(1,470)	(815.24)	(1,033)	(1,794)	(2,612)
投资损失	(9.13)	(0.56)	(0.06)	(0.06)	(0.06)
营运资金变动	1,919	(24,874)	(2,433)	(1,418)	(751.67)
其他经营现金	604.17	(357.26)	8.10	8.68	9.27
<b>投资活动现金</b>	(1,785)	(31,642)	(2,205)	(1,591)	(1,566)
资本支出	(4,679)	(3,128)	(2,116)	(1,499)	(1,469)
长期投资	2,805	(28,642)	(36.80)	(45.99)	(57.49)
其他投资现金	88.65	127.56	(52.02)	(45.65)	(40.38)
<b>筹资活动现金</b>	(71,068)	(73,427)	(29,012)	(28,207)	(27,388)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(1,373)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(71,068)	(72,054)	(29,012)	(28,207)	(27,388)
现金净增加额	19,610	(43,544)	56,610	61,296	65,643

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	174,144	172,054	180,743	186,454	192,421
营业成本	13,789	14,892	16,613	17,511	18,072
营业税金及附加	26,926	27,354	28,736	29,830	30,785
营业费用	5,639	7,253	7,548	8,122	8,382
管理费用	9,316	8,320	8,559	8,606	8,882
财务费用	(1,470)	(815.24)	(1,033)	(1,794)	(2,612)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	60.98	76.16	10.00	10.00	10.00
投资净收益	9.13	0.56	0.06	0.06	0.06
<b>营业利润</b>	119,689	114,809	120,123	123,955	128,682
营业外收入	70.94	74.95	55.00	55.00	55.00
营业外支出	120.94	128.64	130.00	130.00	130.00
<b>利润总额</b>	119,639	114,755	120,048	123,880	128,607
所得税	30,304	29,445	30,803	31,786	32,999
<b>净利润</b>	89,335	85,310	89,245	92,094	95,608
少数股东损益	3,107	2,990	3,128	3,228	3,351
归属母公司净利润	86,228	82,320	86,117	88,866	92,257
EBITDA	120,261	116,200	121,056	124,291	128,341
EPS (人民币, 基本)	68.64	65.66	68.77	70.96	73.67

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入	15.66	(1.20)	5.05	3.16	3.20
营业利润	15.41	(4.08)	4.63	3.19	3.81
归属母公司净利润	15.38	(4.53)	4.61	3.19	3.82
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	92.08	91.34	90.81	90.61	90.61
净利率	51.30	49.58	49.38	49.39	49.69
ROE	36.91	33.59	28.49	24.54	21.68
ROIC	39.31	35.45	32.44	27.49	23.97
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	19.04	16.42	15.13	12.39	11.65
净负债比率 (%)	(24.46)	(20.34)	(34.58)	(45.19)	(53.35)
流动比率	4.45	5.09	5.71	7.15	7.76
速动比率	1.09	1.13	2.07	3.30	4.18
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.61	0.57	0.54	0.47	0.41
应收账款周转率	4,389	15,943	15,943	15,943	15,943
应付账款周转率	4.17	3.96	3.96	3.96	3.96
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	68.86	65.74	68.77	70.96	73.67
每股经营现金流(最新摊薄)	73.84	49.13	70.13	72.74	75.54
每股净资产(最新摊薄)	186.15	195.36	240.17	287.17	336.89
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	21.24	22.25	21.27	20.61	19.86
PB (倍)	7.86	7.49	6.09	5.09	4.34
EV EBITDA (倍)	14.81	15.40	14.34	13.50	12.59

## 免责声明

### 分析师声明

本人，吕若晨、宋英男，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。
- 贵州茅台（600519 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](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、宋英男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。
- 贵州茅台（600519 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2026年华泰证券股份有限公司