

2026 年盈利能力有望逐步修复

华泰研究

2026 年 4 月 20 日 | 中国内地

年报点评

造纸

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

24.80

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

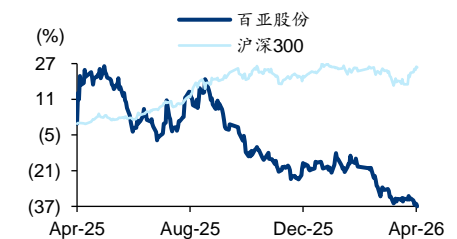
研究员

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

基本数据

收盘价(人民币 截至 4 月 17 日)	16.66
市值(人民币百万)	7,158
6 个月平均日成交额(人民币百万)	103.70
52 周价格范围(人民币)	16.66-33.27

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)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	3,492	4,183	5,020	5,986
+/-%	7.32	19.77	20.02	19.23
归属母公司净利润(百万)	207.98	425.36	574.06	735.96
+/-%	(27.70)	104.52	34.96	28.20
EPS(最新摊薄)	0.48	0.99	1.34	1.71
ROE(%)	14.43	27.29	31.95	36.10
PE(倍)	34.42	16.83	12.47	9.73
PB(倍)	5.00	4.25	3.75	3.30
EV EBITDA(倍)	19.31	10.20	8.41	6.34
股息率(%)	2.40	4.91	6.63	8.49

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

百亚股份发布 2025 年报及 2026 年一季报: 2025 年实现营收 34.9 亿元, 同比+7.3%; 归母净利 2.08 亿元, 同比-27.7%, 低于 iFind 一致预期(归母净利 3.33 亿元) 主因线上渠道受短期舆情以及平台策略调整、费用投放效率不佳等影响。26Q1 公司实现营收 10.6 亿元, 同比+6.0%; 归母净利 1.44 亿元, 同比+10.0%, Q1 产品结构改善、线下外围省份收入高增等带动毛利率提升, 盈利能力有所修复。展望全年, 我们预计公司线下渠道收入有望稳健增长, 随着品牌影响力持续向核心五省以外地区扩散, 外围省份收入有望保持较快增长; 电商渠道更加注重费效比, 叠加线下外围省份收入规模效应释放, 26 年盈利能力有望逐步修复。我们看好百亚在线上、线下全渠道的竞争优势, 维持“买入”评级。

25 年外围省份增长亮眼, 电商渠道受舆情等影响短期有所承压

25 年公司实现收入 34.9 亿元, 同比+7.3%。1) 分产品看, 25 年自由点产品收入 33.41 亿元, 同比+10.0%, 其中大健康系列产品增速达 36.3%, 中高端系列产品收入占比持续增加。25 年纸尿裤/ODM 收入分别为 0.64/0.87 亿元, 同比分别-31.4%/-23.4%。2) 分渠道看, 25 年线下渠道实现收入 20.6 亿元, 同比+27.6%, 其中核心五省/外围省份收入同比分别+3.9%/92.3%, 品牌势能持续向五省以外地区扩散; 电商渠道受短期舆情及平台策略调整影响, 增速阶段性有所承压, 25 年实现收入 13.4 亿元, 同比-11.9%。

26Q1 全渠道收入增速环比改善, 大健康等中高端产品占比提升

26Q1 公司实现收入 10.6 亿元, 同比+6.0% (增速环比+12.4pct)。1) 分产品看, 26Q1 自由点产品收入 10.3 亿元, 同比增长 7.8%, 其中大健康系列产品收入增速更快, 产品结构持续升级, 带动公司毛利率提升。2) 分渠道看, 26Q1 线下渠道收入 7.27 亿元, 同比增长 11.8% (增速环比+7.3pct), 其中外围省份保持快速增长; 电商渠道营收 3.1 亿元, 同比-3.0%, 降幅环比显著收窄 12.7pct, 且随着公司积极推进电商渠道策略调整, 我们预计 Q1 电商渠道盈利能力有所改善。

产品升级等带动毛利率提升, 26 年盈利能力有望逐步修复

25 年公司综合毛利率为 54.3%, 同比+1.1pct。26Q1 公司综合毛利率进一步提升至 58.5%, 同比+5.2pct, 毛利率提升主因产品结构改善、外围省份收入规模效应释放、电商渠道控制赠品力度等。费用端, 25 年销售/管理/研发费用率同比分别+4.1/-0.7/+0.3pct 至 41.8%/2.8%/2.5%, 期内品牌投放和推广力度提升, 管理效率有所优化。26Q1 公司销售、管理、研发费用率同比分别+3.3/+0.7/+0.6pct 至 37.3%/3.1%/2.1%, 公司保持了品牌和渠道资源投入, 并通过研发创新丰富产品线。综合影响下, 25 全年/26Q1 公司归母净利率分别为 6.0%/13.6%, 同比分别-2.9/+0.5pct。随着 26 年公司电商渠道更加注重费效比, 我们预计全年盈利能力有望逐步修复。

盈利预测与估值

考虑到公司调整电商渠道经营策略, 我们下调 2026-2027 年归母净利润预测 7.5%/9.8% 至 4.25/5.74 亿元, 引入 2028 年预测 7.36 亿元。参考可比公司 2026 年 iFind 一致预测 PE 中值 20x (前值 27x), 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, 给予公司 2026 年 25 倍 PE 估值, 对应目标价为 24.8 元 (前值 32.1 元, 对应 30 倍 26 年 PE)。

风险提示: 行业竞争加剧、品牌形象受损、渠道拓展不及预期。

图表1: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 (当地币种)	市值(百万) (当地币种)	EPS(当地币种)			PE(倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002511 CH	中顺洁柔	8.68	11,166	313	433	532	35.7	25.8	21.0
300888 CH	稳健医疗	33.47	19,491	1,027	1,236	1,467	19.0	15.8	13.3
001328 CH	登康口腔	32.19	5,542	190	233	284	29.1	23.8	19.5
1044 HK	恒安国际	25.96	30,169	2,518	2,709	2,854	12.0	11.1	10.6
中值							24.0	19.8	16.4

注: 可比公司均为 iFind 一致预期, 数据截至 2026.04.17。

资料来源: iFind, 华泰研究

图表2: 季度经营数据总结及预测表

季度财报数据总结(quarter financial results summary)	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	YoY	QoQ	2Q26E	YoY	QoQ	
总收入	Rmb mn	995	768	859	870	1055	6.0%	21.3%	859	11.8%	-18.6%
营业成本	Rmb mn	-465	-360	-382	-389	-438	-5.8%	12.4%	-360	0.0%	-17.8%
毛利率	%	53.3%	53.1%	55.6%	55.2%	58.5%	5.2pct	3.3pct	58.1%	5pct	-0.4pct
销售及管理费用	Rmb mn	-363	-321	-388	-486	-427	17.7%	-12.1%	-362	12.8%	-15.2%
研发费用	Rmb mn	-15	-18	-16	-39	-22	46.9%	-42.5%	-28	51.4%	26.2%
财务费用	Rmb mn	0	0	0	-1	-1	-975.7%	-4.9%	0	-100.0%	-100.0%
营业利润	Rmb mn	153	70	67	-40	168	9.6%	-522.6%	107	52.1%	-36.2%
税前利润	Rmb mn	152	70	66	-39	168	10.3%	-532.5%	107	52.8%	-36.2%
所得税	Rmb mn	-21	-13	-10	2	-24	11.9%	-1205.4%	-19	50.8%	-20.5%
少数股东损益	Rmb mn	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.	0	n.a.	n.a.
归母净利润	Rmb mn	131	57	57	-37	144	10.0%	-492.7%	88	53.2%	-38.8%
非经常性损益	Rmb mn	-1	-4	-1	-6	-5	267.2%	-8.6%	-5	31.9%	0.0%
净利润(扣非)	Rmb mn	129	53	55	-43	138	7.1%	-425.4%	83	54.9%	-40.3%
EPS	Rmb/sh	0.31	0.13	0.13	-0.09	0.34	10.0%	-492.8%	0.21	53.2%	-38.8%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.30	0.12	0.13	-0.10	0.32	7.1%	-425.4%	0.19	54.8%	-40.3%
分部收入(segment revenue)											
线下渠道	Rmb mn	650	484	491	439	727	11.8%	65.8%	532	9.9%	-26.8%
电商渠道	Rmb mn	322	270	341	410	312	-3.0%	-23.9%	311	15.0%	-0.4%
ODM	Rmb mn	24	14	27	21	16	-33.4%	-24.1%	16	12.3%	-0.7%
核心财务指标(core financial indicators)											
应收账款周转天数	days	24	33	30	33	33	9	0	33	0	0
应付账款周转天数	days	53	49	47	54	46	-6	-8	46	-2	0
存货周转天数	days	52	55	46	50	44	-8	-7	44	-11	0

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表3: 实际与年度预测数据比较

核心驱动(Driver)			2024A	2025A	YoY	2025E	A vs E
百亚线下渠道收入 yoy	Baiya's offline channel revenue, YoY	%	26.7%	27.6%	0.9pct	38.8%	-11.2pct
百亚电商渠道收入 yoy	Baiya's e-commerce channel revenue, YoY	%	103.8%	-11.9%	-115.7pct	-3.0%	-8.9pct
分部收入(segment revenue)							
线下渠道	Offline channel	Rmb mn	1616	2062	27.6%	2243	-8.1%
电商渠道	E-commerce channel	Rmb mn	1525	1343	-11.9%	1479	-9.2%
ODM	ODM	Rmb mn	114	87	-23.4%	80	9.5%
分部毛利率(segment Gross margin)							
线下渠道	Offline channel	%	59.8%	60.0%	0.2pct	55.8%	4.2pct
电商渠道	E-commerce channel	%	58.5%	59.4%	1pct	54.1%	5.3pct
ODM	ODM	%	16.6%	16.6%	0pct	15.0%	1.6pct
毛利占比(segment Gross %)							
线下渠道	Offline channel	%	52.3%	61.2%	8.9pct	61.3%	-0.1pct
电商渠道	E-commerce channel	%	46.4%	38.0%	-8.4pct	38.1%	-0.1pct
财报数据总结(financial results summary)							
总收入	Net Revenue	Rmb mn	3254	3492	7.3%	3802	-8.2%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	1523	1596	4.8%	1772	-9.9%
毛利率	Gross margin	%	53.2%	54.3%	1.1pct	53.4%	0.9pct
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn	1343	1558	16.0%	1571	-0.8%
研发费用	R&D	Rmb mn	72	88	22.0%	88	-0.6%
财务费用	Finance costs	Rmb mn	-2	0	-122.7%	-5	-109.9%
营业利润	Operating profit	Rmb mn	329	251	-23.7%	396	-36.7%
税前利润	PBT	Rmb mn	339	250	-26.4%	396	-37.0%
所得税	Tax	Rmb mn	51	42	-19.0%	60	-30.2%
少数股东损益	Minority	Rmb mn	0	0		0	
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	288	208	-27.7%	337	-38.2%
EPS	EPS	Rmb/sh	0.67	0.48	-28.4%	0.78	-38.8%
DPS	Rmb/sh	Rmb/sh	0.55	0.40	-27.3%	0.50	-19.7%
核心财务指标(core financial indicators)							
有效税率	Effective tax rate	%	15.2%	16.7%	1.5pct	15.0%	1.6pct
少数股东损益占比	Minorities %	%	0.0%	0.0%	0pct	0.0%	0pct
分红比例	Dividend payout	%	82.1%	82.6%	0.6pct	82.1%	0.6pct

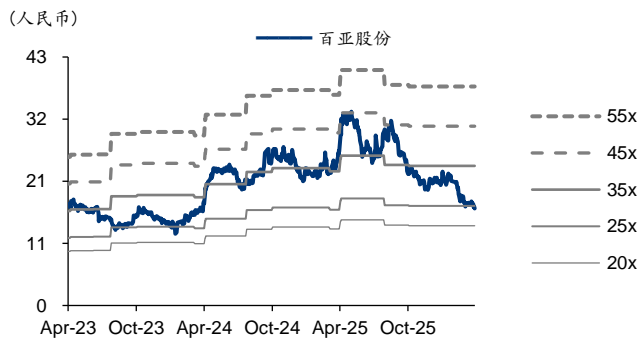
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表4: 核心假设和财务预测

		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
驱动概览(Driver)							
人均 GDP	%	5.5%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
中国女性护理市场规模	%	3.1%	3.5%	3.5%	3.6%	3.4%	3.0%
百亚线下渠道收入	%	14.8%	26.7%	27.6%	27.8%	25.7%	21.0%
百亚电商渠道收入	%	101.5%	103.8%	-11.9%	8.8%	10.6%	15.5%
分部收入(segment revenue)							
线下渠道	Rmb mn	1275	1616	2062	2635	3313	4011
电商渠道	Rmb mn	748	1525	1343	1461	1616	1866
ODM	Rmb mn	121	114	87	87	91	109
分部毛利率(segment Gross margin)							
线下渠道	%	52.1%	56.1%	56.3%	59.8%	60.0%	60.2%
电商渠道	%	52.5%	52.7%	53.7%	58.5%	59.4%	59.2%
ODM	%	17.9%	19.0%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%
毛利占比(segment Gross %)							
线下渠道	%	61.6%	52.3%	61.2%	64.5%	67.1%	68.3%
电商渠道	%	36.4%	46.4%	38.0%	34.9%	32.4%	31.2%
核心财务指标(core financial indicators)							
EBIT	Rmb bn	275	337	250	504	681	853
EBITDA	Rmb bn	331	402	345	626	755	962
联合营公司投资收益	Rmb bn	9	5	0	1	1	1
净利润	Rmb bn	239	288	208	425	574	736
EPS	Rmb/sh	0.56	0.67	0.48	0.99	1.34	1.71
BVPS	Rmb/sh	3.23	3.37	3.33	3.92	4.44	5.05
应收账款周转天数	days	28	21	27	25	25	25
应付账款周转天数	days	71	64	61	61	61	61
存货周转天数	days	59	54	58	58	58	58
经营净现金流	Rmb mn	331	325	199	637	519	889
资本支出	Rmb mn	-84	-151	-134	-134	-141	-194
自由现金流	Rmb bn	174	65	503	377	377	695

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表5: 百亚股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,328	1,204	1,514	1,710	2,090
现金	394.66	310.29	548.69	586.85	836.14
应收账款	219.24	298.66	278.81	414.29	412.10
其他应收账款	15.63	13.86	21.46	20.93	29.61
预付账款	30.24	40.96	44.32	58.04	64.00
存货	283.41	234.74	329.50	338.17	456.68
其他流动资产	384.61	304.99	291.56	291.56	291.56
非流动资产	823.07	880.35	946.09	1,006	1,103
长期投资	20.72	20.26	20.43	20.78	21.12
固定投资	626.26	663.10	725.08	782.19	878.56
无形资产	63.20	68.50	66.69	65.14	63.47
其他非流动资产	112.89	128.48	133.89	137.59	139.39
资产总计	2,151	2,084	2,460	2,716	3,193
流动负债	638.49	580.95	704.03	736.59	952.09
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	309.48	228.00	357.29	335.29	489.21
其他流动负债	329.01	352.95	346.74	401.30	462.88
非流动负债	62.73	70.89	70.89	70.89	70.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	62.73	70.89	70.89	70.89	70.89
负债合计	701.22	651.84	774.92	807.47	1,023
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	429.32	429.65	429.65	429.65	429.65
资本公积	270.45	275.48	275.48	275.48	275.48
留存公积	755.12	726.89	800.76	900.44	1,028
归属母公司股东权益	1,450	1,432	1,686	1,908	2,170
负债和股东权益	2,151	2,084	2,460	2,716	3,193

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	325.22	199.36	636.91	518.60	889.25
净利润	287.67	207.98	425.36	574.06	735.96
折旧摊销	66.50	96.10	127.17	82.96	99.52
财务费用	(1.98)	0.45	(6.27)	(7.53)	(29.97)
投资损失	(5.12)	(0.22)	(1.10)	(1.10)	(0.81)
营运资金变动	(36.45)	(91.98)	100.93	(119.77)	78.56
其他经营现金	14.60	(12.97)	(9.18)	(10.01)	5.99
投资活动现金	(44.88)	(51.30)	(186.82)	(136.47)	(195.55)
资本支出	(150.99)	(134.12)	(134.00)	(141.32)	(194.20)
长期投资	105.90	82.14	(0.16)	(0.36)	(0.34)
其他投资现金	0.21	0.68	(52.66)	5.20	(1.01)
筹资活动现金	(237.18)	(235.96)	(211.69)	(343.96)	(444.40)
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	(0.08)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4.13	5.03	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(241.23)	(240.98)	(211.69)	(343.96)	(444.40)
现金净增加额	42.36	(88.30)	238.39	38.16	249.29

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
营业收入	3,254	3,492	4,183	5,020	5,986
营业成本	1,523	1,596	1,738	2,056	2,448
营业税金及附加	26.34	24.70	29.59	35.51	42.34
营业费用	1,226	1,458	1,705	1,996	2,320
管理费用	116.87	99.47	127.50	150.53	176.48
财务费用	(1.98)	0.45	(6.27)	(7.53)	(29.97)
资产减值损失	(3.27)	(2.50)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	11.39	4.99	4.99	4.99	0.00
投资净收益	5.12	0.22	1.10	1.10	0.81
营业利润	329.06	250.91	511.81	690.27	884.59
营业外收入	12.89	2.28	2.28	2.28	2.28
营业外支出	2.89	3.58	3.58	3.58	3.58
利润总额	339.06	249.61	510.50	688.97	883.29
所得税	51.39	41.63	85.15	114.91	147.33
净利润	287.67	207.98	425.36	574.06	735.96
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	287.67	207.98	425.36	574.06	735.96
EBITDA	402.38	345.47	625.90	755.25	961.81
EPS (人民币, 基本)	0.67	0.48	0.99	1.34	1.71

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	51.77	7.32	19.77	20.02	19.23
营业利润	17.17	(23.75)	103.98	34.87	28.15
归属母公司净利润	20.74	(27.70)	104.52	34.96	28.20
获利能力 (%)					
毛利率	53.19	54.30	58.45	59.04	59.10
净利率	8.84	5.95	10.17	11.43	12.29
ROE	20.28	14.43	27.29	31.95	36.10
ROIC	19.57	13.78	25.70	30.58	34.64
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.60	31.28	31.50	29.74	32.04
净负债比率 (%)	(23.52)	(16.01)	(30.48)	(28.92)	(36.93)
流动比率	2.08	2.07	2.15	2.32	2.20
速动比率	1.58	1.59	1.61	1.78	1.64
营运能力					
总资产周转率	1.61	1.65	1.84	1.94	2.03
应收账款周转率	16.87	13.49	14.49	14.49	14.49
应付账款周转率	5.64	5.94	5.94	5.94	5.94
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.48	0.99	1.34	1.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	0.46	1.48	1.21	2.07
每股净资产(最新摊薄)	3.37	3.33	3.92	4.44	5.05
估值比率					
PE (倍)	24.88	34.42	16.83	12.47	9.73
PB (倍)	4.94	5.00	4.25	3.75	3.30
EV EBITDA (倍)	16.12	19.31	10.20	8.41	6.34

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。
- 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。
- 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