

诉讼损失计提拖累 2025 年盈利表现

华泰研究

2026 年 4 月 21 日 | 中国内地

年报点评

农产品加工

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

35.20

樊俊豪

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

季珂

SAC No. S0570525080003
SFC No. BXR312

研究员

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

金龙鱼发布年报, 2025 年实现营收 2451.26 亿元 (yoy+2.62%), 归母净利润 31.53 亿元 (yoy+26.01%), 扣非净利 28.45 亿元 (yoy+193.68%)。公司 2025 年营收、盈利低于我们此前预期(营收 2553.46 亿元, 归母 40.11 亿元), 其中营收受下游需求平淡影响厨房食品销量不及预期, 盈利主要受诉讼损失拖累, 我们认为公司诉讼损失计提暂时拖累业绩, 主业持续经营改善, 维持“增持”评级。

主营业务量利齐升, 成本效率优化驱动扣非净利高增

2025 年公司厨房食品与饲料原料及油脂科技两大主营业务量利齐增, 成本效率稳步优化, 其中: 1) 厨房食品业务: 实现营收 1509.8 亿元, 同比增长 3.95%, 毛利率 7.32%, 同比提升 0.4pct。拆分来看, 厨房食品销量 2518.3 万吨, 同比增长 4.8%, 主要系新工厂产能持续释放以及销售渠道与网络的拓展; 厨房食品单价同比下降 0.9%, 主要受大豆等原材料价格下行带动, 2025 年 CBOT 大豆价格 yoy-5.6%。2) 饲料原料及油脂科技: 实现营收 924.0 亿元, 同比增长 1.28%, 毛利率 5.00%, 同比提升 2.57pct。拆分来看, 销量 3157.1 万吨, 同比增长 7.1%, 主要受益于国内下游养殖行业需求向好, 豆粕在饲料配方中性价比优势突出; 单价同比下降 5.9%, 系南美大豆丰产带动全球大豆价格下行, 采购成本显著降低影响。公司供应链整合与区域一体化管理有序推进, 仓储、物流与分销网络持续优化, 运营成本得到有效管控, 经营效率推动作用下公司扣非净利同比增长 193.68%。

预计诉讼损失计提压制当期利润, 二审结果仍存不确定性

2025 年公司归母净利润受两笔合计约 7.33 亿元的预计诉讼损失计提压制。其中: 1) 广州益海案一审判决需承担 18.81 亿元共同赔偿责任, 公司依据法人独立责任原则, 按子公司账面净资产 2.61 亿元全额计提预计负债。2) 东莞富之源案涉及 2012 年至今的增值税进项税额抵扣争议, 公司将相关补缴税款及滞纳金 4.72 亿元全额计入当期损益, 已对税务风险做充分覆盖。两案均处二审审理阶段, 一审判决均未生效, 若后续出现改判或发回重审, 已计提的预计负债存在冲回空间, 或对未来利润形成正向贡献, 我们将密切关注二审进展。若不考虑以上诉求损失计提影响, 公司 2025 年实现利润总额 56.92 亿元, 同比增长 55.68%, 归母净利润 38.86 亿元, 同比增长 55.31%。

大健康战略加速落地, 产品创新驱动长期价值成长

公司大健康业务战略路径清晰, 产品创新已成为增长关键动力。具体来看: 1) 公司紧扣“健康中国 2030”战略, 依托“金龙鱼丰益堂”品牌, 推出甘油二酯油系列、低 GI 米粉及谷物粉系列、植物甾醇蛋白乳等功能性产品, 精准覆盖体重管理、血糖控制、心血管健康等细分人群健康需求。2) 2025 年公司研发费用达 2.88 亿元, 同比增长 5.06%, 研发投入持续加码。

盈利预测与估值

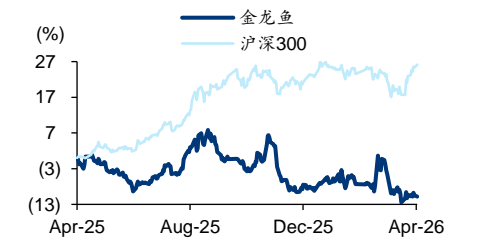
考虑到下游消费需求复苏较慢, 以及 26-27 年可能面临大豆、玉米等原材料成本上行压力(原油价格上涨带动), 我们下修公司 26-27 年营收及毛利率预期进而下修归母净利润预期至 47.5/68.8 亿元(较前值分别调整 -28.8%/-18.2%), 并新增 2028 年盈利预测 85.3 亿元, 对应 EPS 为 0.88/1.27/1.57 元。参考公司上市以来 PE-ttm 中位数为 68.1 倍, 以及可比公司 26E 估值均值 29.57XPE, 给予公司 26 年 40 倍 PE, 下修目标价为 35.2 元(前值 37.0 元, 对应 50 倍 25 年 PE), 维持“增持”评级。

风险提示: 行业竞争/宏观经济波动/原材料行业政策变动等。

基本数据

收盘价(人民币 截至 4 月 20 日)	28.24
市值(人民币百万)	153,106
6 个月平均日成交额(人民币百万)	385.97
52 周价格范围(人民币)	27.73-34.15

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)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	245,126	275,056	311,730	350,687
+/-%	2.62	12.21	13.33	12.50
归属母公司净利润(百万)	3,153	4,754	6,884	8,534
+/-%	26.01	50.77	44.80	23.98
EPS(最新摊薄)	0.58	0.88	1.27	1.57
ROE(%)	3.32	4.84	6.71	7.89
PE(倍)	48.56	32.21	22.24	17.94
PB(倍)	1.59	1.53	1.46	1.38
EV EBITDA(倍)	18.16	17.48	13.00	11.84
股息率(%)	0.81	1.06	1.77	1.77

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度(pct)/%		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	285742	336349	NA	275056	311730	350687	-3.74%	-7.32%	NA
毛利率 (%)	7.41%	7.89%	NA	7.13%	7.75%	8.33%	-0.28pct	-0.14pct	NA
归属母公司净利润 (百万元)	6677	8411	NA	4754	6884	8534	-28.80%	-18.16%	NA
净利率 (%)	2.36%	2.53%	NA	1.75%	2.23%	2.46%	-0.61pct	-0.30pct	NA

注: 考虑到下游消费需求复苏较慢, 以及 26-27 年可能面临大豆、玉米等原材料成本上行压力 (原油价格上涨带动), 我们下修公司 26-27 年营收及毛利率预期进而下修归母净利润预期至 47.5/68.8 亿元

资料来源: 华泰研究预测

图表2: 金龙鱼盈利季度拆分表

季度财报数据总结 (quarter financial results summary)			2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25	4Q25
总收入	Net Revenue	Rmb mn	52204.6	65975.65	63412.46	59078.93	56603.33	68588.1	60855.26
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	49776.85	62761.85	59203.63	55052.71	53071.28	64071.1	57169.38
毛利率	Gross margin	%	4.65%	4.87%	6.64%	6.81%	6.24%	6.6%	6.06%
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn	2323.55	2626.07	2495.04	2578.55	2394.49	2755.0	3268.00
研发费用	R&D	Rmb mn	57.02	57.56	103.27	57.32	62.78	67.6	68.00
财务费用	Finance costs	Rmb mn	135.51	159.02	133.77	60.47	105.44	253.9	49.00
营业利润	Operating profit	Rmb mn	186.54	522.30	1924.37	1504.89	1218.6	1648.6	1870.00
税前利润	PBT	Rmb mn	208.15	535.18	1915.28	1517.1	1196.11	1632.3	1844.00
所得税	Tax	Rmb mn	-9	206.77	801.5	454.01	364.69	532.6	143.00
少数股东损益	Minority	Rmb mn	2.68	-6.02	42.97	81.68	57.23	106.5	205.00
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	214.48	334.43	1070.82	981.41	774.19	993.1	404.18
非经常性损益	One offs	Rmb mn	138.69	257.64	993.03	247.62	-87.95	365.1	200.00
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	Rmb mn	75.80	76.80	77.80	733.79	862.14	628.0	204.18
EPS	EPS	Rmb/sh	0.04	0.06	0.20	0.18	0.14	0.18	0.07
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh	0.01	0.01	0.01	0.14	0.16	0.12	0.04

资料来源: 公司公告, 华泰研究



图表3: 年度预测比较表

核心驱动(Driver)				2024A	2025A	YoY	2025E	A vs E
厨房食品	Kitchen food	%		-2%	4%	5.3pct	7%	3%
饲料原料及油脂科技	Feed raw materials and oil technology	%		-10%	1%	11.2pct	7%	6%
分部收入(segment revenue)								
厨房食品	Kitchen food	Rmb mn		145423	150978	4%	155483	3%
饲料原料及油脂科技	Feed raw materials and oil technology	Rmb mn		91639	92398	1%	97889	6%
其他	Other	Rmb mn		1800	1750	-3%	1973	13%
分部毛利率(segment Gross margin)								
厨房食品	Kitchen food	%		7%	7%	0.4pct	8%	1%
饲料原料及油脂科技	Feed raw materials and oil technology	%		2%	5%	2.6pct	3%	-2%
其他	Other	%		28%	5%	-23.2pct	28%	23%
毛利占比(segment Gross %)								
厨房食品	Kitchen food	%		79%	70%	-8.5pct	78%	8%
饲料原料及油脂科技	Feed raw materials and oil technology	%		17%	29%	12.0pct	19%	-10%
财报数据总结(financial results summary)								
总收入	Net Revenue	Rmb mn		238866	245126	3%	255346	4%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn		226080	229364	1%	238841	4%
毛利率	Gross margin	%		5.35%	6.43%	1.1pct	6.46%	0.03pct
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn		9922	10219	3%	10980	7%
研发费用	R&D	Rmb mn		274	288	5%	255	-11%
财务费用	Finance costs	Rmb mn		428	571	33%	829	45%
营业利润	Operating profit	Rmb mn		3629	5238	44%	4967	-5%
税前利润	PBT	Rmb mn		3656	4889	34%	5002	2%
所得税	Tax	Rmb mn		1188	1509	27%	950	-37%
少数股东损益	Minority	Rmb mn		-33	227	-777%	41	-82%
归母净利润	Net Profit	Rmb mn		2502	3153	26%	4011	27%
非经常性损益	One offs	Rmb mn		1530	1203	-21%	1389	15%
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	Rmb mn		972	1950	101%	2621	34%
EPS	EPS	Rmb/sh		0.46	0.58	26%	0.74	27%
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh		0.18	0.36	101%	0.48	34%
DPS		Rmb/sh	Rmb/sh	0.11	0.23	107%	0.10	-57%

资料来源: 华泰研究预测



图表4：年度预测

驱动概览(Driver)			2024A	2025	2026E	2027E	2028E
cbot 大豆期货 yoy	CBOT Soybean Futures yoy	%	-20.00%	-5.60%	1.00%	5.00%	6.00%
社会零售餐饮总额 yoy	Total retail and catering sales in society, yoy	%	3.00%	3.70%	5.00%	7.00%	8.00%
厨房食品营收 yoy	Kitchen food	%	-1.51%	3.82%	9.18%	11.28%	13.40%
饲料原料及油脂科技营收 yoy	Feed raw materials and oil technology	%	-10.37%	0.83%	17.29%	16.60%	11.30%
分部收入(segment revenue)							
厨房食品	Kitchen food Rmb mn		145420	150980	164838	183431	208011
饲料原料及油脂科技	Feed raw materials and oil technology Rmb mn		91639	92400	108380	126370	140650
其他	Other Rmb mn		1800	1750	1838	1929	2026
分部毛利率(segment Gross margin)							
厨房食品	Kitchen food	%	6.91%	7.32%	7.82%	8.34%	8.90%
饲料原料及油脂科技	Feed raw materials and oil technology	%	2.42%	5.00%	6.13%	6.94%	7.53%
其他	Other	%	28.33%	5.14%	5.06%	5.03%	5.03%
毛利占比(segment Gross %)							
厨房食品	Kitchen food	%	79%	70%	66%	63%	63%
饲料原料及油脂科技	Feed raw materials and oil technology	%	17%	29%	34%	36%	36%
核心财务指标(core financial indicators)							
EBIT	EBIT Rmb bn		4015.85	5415.46	7123.18	9861.69	12284.55
EBITDA	EBITDA Rmb bn		8017.14	9766.91	11173.29	14231.71	17095.92
联合营公司投资收益	Associate/JV income Rmb bn		93.79	28.76	30.00	30.00	30.00
净利润	Net Profit Rmb bn		2468.56	3379.47	4801.75	6953.07	8620.47
扣非净利润	Net Profit-recurring Rmb bn		972.27	1,949.72	3,372.00	5,523.32	7,190.72
EPS	EPS Rmb/sh		0.46	0.58	0.88	1.27	1.57
EPS(扣非)	EPS- recurring Rmb/sh		0.18	0.34	0.62	1.01	1.31
BVPS	BVPS Rmb/sh		17.29	17.79	18.43	19.40	20.48

资料来源：华泰研究预测

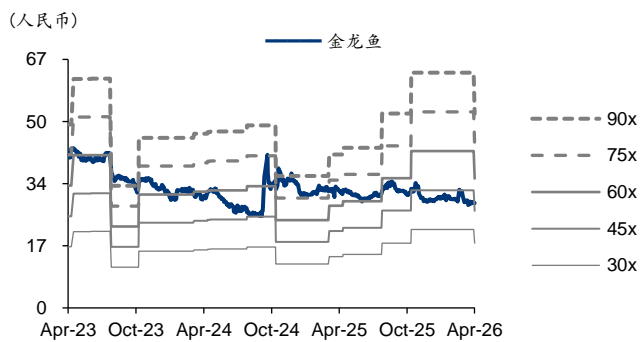
图表5：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
				2026E	2026E	2026E	2026E
603288 CH	海天味业	39.94	2,313.00	1.34		29.83	
600305 CH	恒顺醋业	7.41	81.99	0.17		44.80	
002311 CH	海大集团	48.09	800.10	3.41		14.08	
	平均					29.57	

注：数据截至 2026 年 4 月 20 日

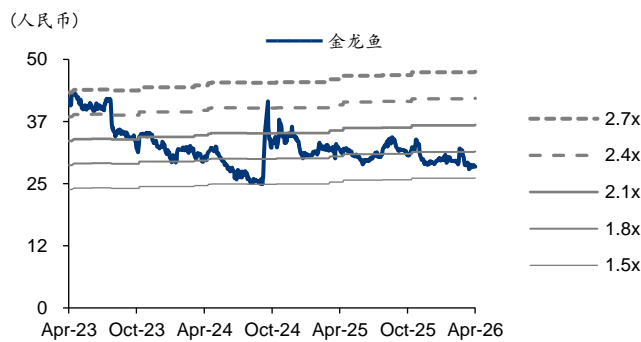
资料来源：Wind, 华泰研究

图表6: 金龙鱼 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 金龙鱼 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	140,429	144,988	168,055	177,363	203,226
现金	52,906	44,204	49,601	56,215	63,240
应收账款	8,889	9,904	14,014	13,093	17,402
其他应收账款	2,281	2,470	2,861	3,180	3,616
预付账款	3,223	3,784	4,078	4,832	5,192
存货	54,439	54,134	66,778	69,344	82,836
其他流动资产	18,691	30,493	30,723	30,699	30,941
非流动资产	84,631	83,732	85,395	88,246	90,855
长期投资	1,155	1,291	931.21	861.21	344.49
固定投资	44,846	46,534	48,798	51,828	54,950
无形资产	14,718	14,403	14,593	14,604	14,472
其他非流动资产	23,912	21,503	21,073	20,953	21,088
资产总计	225,059	228,720	253,449	265,608	294,081
流动负债	119,166	121,674	143,362	150,688	173,847
短期借款	80,161	81,153	105,288	101,966	126,775
应付账款	4,883	6,139	6,136	7,684	7,766
其他流动负债	34,122	34,381	31,938	41,038	39,306
非流动负债	7,688	6,097	5,583	5,089	4,493
长期借款	5,011	3,615	3,102	2,608	2,012
其他非流动负债	2,677	2,482	2,482	2,482	2,482
负债合计	126,854	127,770	148,945	155,777	178,340
少数股东权益	4,469	4,518	4,566	4,635	4,721
股本	5,422	5,422	5,422	5,422	5,422
资本公积	36,838	37,004	37,004	37,004	37,004
留存公积	51,071	53,622	58,424	65,377	73,997
归属母公司股东权益	93,737	96,432	99,939	105,196	111,020
负债和股东权益	225,059	228,720	253,449	265,608	294,081

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	4,994	15,445	(10,593)	19,697	(6,257)
净利润	2,469	3,379	4,802	6,953	8,620
折旧摊销	4,001	4,351	4,050	4,370	4,811
财务费用	428.12	571.00	1,250	1,340	1,712
投资损失	(2,277)	(866.23)	(730.00)	(730.00)	(730.00)
营运资金变动	191.96	7,978	(19,850)	7,883	(20,551)
其他经营现金	180.77	31.47	(114.64)	(119.59)	(119.54)
投资活动现金	(2,279)	(15,189)	(4,868)	(6,371)	(6,570)
资本支出	(7,079)	(4,789)	(5,970)	(7,183)	(7,928)
长期投资	604.51	(10,461)	359.85	70.00	516.71
其他投资现金	4,196	61.30	742.62	741.63	840.70
筹资活动现金	(9,886)	(4,692)	20,858	(6,712)	19,852
短期借款	(15,240)	991.35	24,135	(3,322)	24,809
长期借款	(5,347)	(1,396)	(513.75)	(493.65)	(596.43)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	176.49	165.44	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	10,524	(4,453)	(2,764)	(2,896)	(4,361)
现金净增加额	(7,080)	(4,523)	5,397	6,613	7,025

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	238,866	245,126	275,056	311,730	350,687
营业成本	226,080	229,364	255,431	287,562	321,486
营业税金及附加	697.37	770.06	550.11	623.46	701.37
营业费用	6,286	6,540	8,252	9,352	10,871
管理费用	3,636	3,679	4,128	4,678	5,611
财务费用	428.12	571.00	1,250	1,340	1,712
资产减值损失	(440.80)	(211.02)	(236.78)	(268.35)	(301.89)
公允价值变动收益	22.10	350.32	100.00	100.00	100.00
投资净收益	2,277	866.23	730.00	730.00	730.00
营业利润	3,629	5,238	5,878	8,544	10,603
营业外收入	99.06	82.31	90.00	90.00	90.00
营业外支出	71.82	431.83	40.00	50.00	50.00
利润总额	3,656	4,889	5,928	8,584	10,643
所得税	1,188	1,509	1,126	1,631	2,022
净利润	2,469	3,379	4,802	6,953	8,620
少数股东损益	(33.46)	226.57	48.02	69.53	86.20
归属母公司净利润	2,502	3,153	4,754	6,884	8,534
EBITDA	8,017	9,767	11,173	14,232	17,096
EPS (人民币, 基本)	0.46	0.58	0.88	1.27	1.57

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	(5.03)	2.62	12.21	13.33	12.50
营业利润	7.03	44.35	12.21	45.35	24.09
归属母公司净利润	(12.14)	26.01	50.77	44.80	23.98
获利能力 (%)					
毛利率	5.35	6.43	7.13	7.75	8.33
净利率	1.03	1.38	1.75	2.23	2.46
ROE	2.70	3.32	4.84	6.71	7.89
ROIC	1.36	2.01	2.92	3.78	4.38
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.36	55.86	58.77	58.65	60.64
净负债比率 (%)	43.28	42.83	58.55	46.28	58.82
流动比率	1.18	1.19	1.17	1.18	1.17
速动比率	0.66	0.68	0.65	0.65	0.64
营运能力					
总资产周转率	1.03	1.08	1.14	1.20	1.25
应收账款周转率	23.27	26.09	23.00	23.00	23.00
应付账款周转率	32.65	41.62	41.62	41.62	41.62
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.58	0.88	1.27	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	2.85	(1.95)	3.63	(1.15)
每股净资产(最新摊薄)	17.29	17.79	18.43	19.40	20.48
估值比率					
PE (倍)	61.19	48.56	32.21	22.24	17.94
PB (倍)	1.63	1.59	1.53	1.46	1.38
EV EBITDA (倍)	23.56	18.16	17.48	13.00	11.84

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、季珂，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、季珂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