

# 经营维持稳健，盈利弹性释放

华泰研究

年报点评

2026年4月30日 | 中国内地

25 年收入/归母净利/扣非净利分别为 1159.3/115.7/110.7 亿，同比 +0.1%/+36.8%/+84.1%；其中 25Q4 收入/归母净利/扣非净利为 253.7/11.4/9.7 亿，同比 -5.1%/+147.2%/+138.7%；26Q1 收入/归母净利/扣非净利为 348.3/54.0/53.3 亿，同比 +5.5%/+10.7%/+15.1%，由于资产减值损失同比减少及投资收益同比增加等，25 年利润超出我们预期（我们此前预期 25 年归母净利 107 亿），由于毛销差表现亮眼，26Q1 利润超出我们预期（我们此前预期 26Q1 归母净利 50 亿）。收入端，25 年液奶业务收入同比 -6.1%，主因外部消费环境平淡，但奶粉及奶制品 25 年收入同比 +10.4%，延续正增态势，主要由婴配粉贡献、行业主要产品价盘企稳；25 年冰品收入亦实现同比正增，26 年亦有望维持较好的成长速度。利润端，25 年公司毛利率同比 +0.6pct，毛销差同比 +1.0pct，归母净利率同比 +2.7pct，全年 9% 的利润率目标顺利兑现；26Q1 毛利率同比 +0.7pct，毛销差同比 +0.9pct，归母净利率同比 +0.7pct，在去年同期的高基数上仍有稳健的盈利表现。26 年公司计划实现营收 1215 亿（同比 +4.8%），利润总额 136 亿（同比 +4.7%），公司经营有望延续稳健向好态势，维持“买入”。

## 25 年液态奶业务销售承压，奶粉与冰品业务延续收入正增

产品端，25 年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮实现营收 704.2/327.7/98.2 亿，同比 -6.1%/+10.4%/+12.6%，25Q4 同比 -11.4%/+1.9%/+4.5%。25 年液奶业务收入同比有所下滑，主因外部消费环境平淡，25Q3 阶段性外卖平台价格战对于酸奶等品类的销售造成一定的负面影响；但奶粉及奶制品 25 年收入同比 +10.4%，延续正增态势，主要由婴配粉贡献、行业主要产品价盘企稳；25 年冰品收入亦实现同比正增，26 年亦有望维持较好的成长速度。26Q1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮实现营收 201.0/93.5/44.0 亿，同比 +4.4%/+6.1%/+7.1%，液奶业务收入实现正增，奶粉及奶制品收入维持稳健。

## 26Q1 毛销差同比 +0.7pct，归母净利率同比 +0.7pct

25 年毛利率同比 +0.6pct 至 34.7%（25Q4 同比 +1.1pct），其中液奶/冷饮/奶粉及奶制品毛利率同比 +0.5/+0.6/+0.5pct；26Q1 年毛利率同比 +0.7pct 至 38.4%，主因原奶成本红利有所延续、公司主动调整折扣促销力度、春节带动产品结构向上拉升等。25 年销售费用率同比 -0.4pct 至 18.6%（25Q4 同比 +1.6pct），全年维度费用控制卓有成效，26Q1 年销售费用率同比 -0.2pct 至 16.7%；25 年毛销差同比 +1.0pct 至 16.2%（25Q4 同比 -0.5pct），26Q1 年销售费用率同比 +0.9pct 至 21.8%；25 年管理费用率同比 +0.2pct 至 4.1%（25Q4 同比 +0.7pct），26Q1 年管理费用率同比 -0.1pct 至 3.7%。最终 25 年归母净利率同比 +2.7pct 至 10.0%（25Q4 同比 +13.5pct），去年同期存在商誉减值等大额影响；26Q1 归母净利率同比 +0.7pct 至 15.5%。

## 盈利预测与估值

我们看好原奶周期逐步走向供需平衡，原奶价格有望企稳回升，小乳企发动价格战的能力减弱，伊利液奶业务有望提升市场份额，多元化业务有望持续拓展，我们上调公司盈利预测，预计公司 26-27 年归母净利润分别为 125.5/134.1 亿（较前次 +8%/+8%），引入 28 年归母净利 141.7 亿，对应 26-28 年 EPS 为 1.98/2.12/2.24 元。参考可比公司 26 年平均 PE 估值 23x，给予其 26 年 23xPE，上调目标价至 45.54 元（前值 36.60 元，对应 26 年 20xPE），维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动，行业需求不及预期，食品安全风险。

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

45.54

吕若晨

研究员

SAC No. S0570525050002  
SFC No. BEE828

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

王可欣

研究员

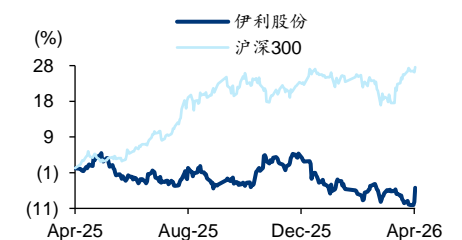
SAC No. S0570524020001  
SFC No. BVO215

wangkexin019215@htsc.com  
m  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

收盘价(人民币 截至 4 月 29 日)	26.57
市值(人民币百万)	168,065
6 个月平均日均成交额(人民币百万)	1,314
52 周价格范围(人民币)	25.25-30.98

## 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)	115,931	119,964	123,549	126,925
+/-%	0.13	3.48	2.99	2.73
归属母公司净利润(百万)	11,565	12,548	13,414	14,168
+/-%	36.82	8.50	6.90	5.62
EPS(最新摊薄)	1.83	1.98	2.12	2.24
ROE(%)	19.67	18.37	17.16	15.99
PE(倍)	14.53	13.39	12.53	11.86
PB(倍)	3.07	2.62	2.27	1.99
EV EBITDA(倍)	12.14	9.82	8.85	7.89
股息率(%)	1.81	2.10	2.21	2.32

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(mn)		PE (倍)					EPS (元)				25-27 年净利 CAGR
		2026/03/13	24A	25A	26E	27E	24A	25A	26E	27E			
光明乳业	600597 CH	10,283	14	(68)	24	21	0.52	(0.11)	0.32	0.36	-11%		
新乳业	002946 CH	16,947	32	23	19	17	0.62	0.85	1.02	1.19	24%		
天润乳业	600419 CH	3,035	69	74	25	18	0.14	0.13	0.39	0.53	56%		
平均值		10,088	38	10	23	18	0.43	0.29	0.57	0.69	23%		
中间值		10,283	32	23	24	18	0.52	0.13	0.39	0.53	24%		

注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期  
 资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究预测

图表2: 年度盈利预测 (单位: 百万元)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
分部收入						
液体乳	85,540	75,003	70,422	71,127	71,696	72,269
奶粉及奶制品	27,598	29,675	32,769	35,165	37,391	39,471
冷饮产品系列	10,688	8,721	9,822	10,608	11,245	11,807
核心财务指标						
总收入	126,179	115,780	115,931	119,964	123,548	126,925
营业成本	84,789	76,299	75,654	77,968	80,099	82,165
毛利率	32.8%	34.1%	34.7%	35.0%	35.2%	35.3%
销售及管理费用	27,726	26,447	26,240	27,273	27,964	28,602
EBITDA	17,068	16,625	17,792	14,516	15,518	16,384
归母净利润	10,429	8,453	11,565	12,548	1,3414	14,168
销售及管理费用率	22.0%	22.8%	22.6%	22.7%	22.6%	22.5%
研发费用率	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
财务费用率	-0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
归母净利率	8.3%	7.3%	10.0%	10.5%	10.9%	11.2%

资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表3: 季度盈利预测

季度财报数据总结		1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	33,018	28,915	28,631	25,367	34,825	29,469	1.9%	-15.4%
营业成本	Rmb mn	20,531	18,978	18,920	17,224	21,409	19,342	1.9%	-9.7%
毛利率	%	37.8%	34.4%	33.9%	32.1%	38.4%	34.4%	持平	-4.0pct
归母净利润	Rmb mn	4,874	2,326	3,226	1,139	5,395	2,371	1.9%	-56.0%
分部收入									
液体乳	Rmb mn	19,640	16,485	18,814	15,483	20,096	16,321	-1.0%	-18.8%
奶粉及奶制品	Rmb mn	8,813	7,765	7,683	8,508	9,353	8,278	6.6%	-11.5%
冷饮产品系列	Rmb mn	4,105	4,124	1,199	394	4,397	4,330	5.0%	-1.5%
核心财务指标									
销售及管理费用率	%	20.7%	23.6%	22.2%	24.5%	20.4%	23.5%	-0.1pct	3.1pct
研发费用率	%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	0.5%	0.7%	持平	0.2pct

资料来源: Wind, 华泰研究预测

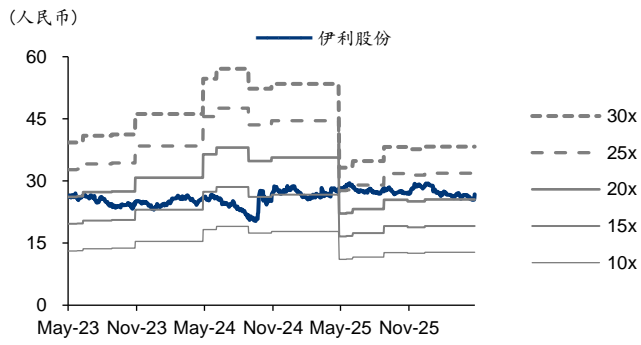
图表4: 实际和预测比较

财报数据总结		2025	2025 E	A vs E	2025Q4	2025Q4 E	A vs E	2026Q1	2026Q1 E	A vs E
总收入	Rmb mn	115,931	116,889	-0.8%	25,367	26,325	-3.6%	34,825	34,235	1.7%
营业成本	Rmb mn	75,654	76,662	-1.3%	17,224	18,232	-5.5%	21,409	21,322	0.4%
毛利率	%	34.7%	34.4%	+0.3pct	32.1%	31.0%	+1.1pct	38.4%	37.7pct	0.7pct
归母净利润	Rmb mn	11,565	10,738	7.7%	1,139	312	265.1%	5,395	5,020	7.5%
核心财务指标										
销售及管理费用率	%	22.6%	22.4%	+0.2pct	24.5%	23.4%	1.1pct	20.4%	20.7%	-0.4pct
研发费用率	%	0.8%	0.8%	持平	1.1%	1.3%	-0.2pct	0.5%	0.6%	-0.1pct

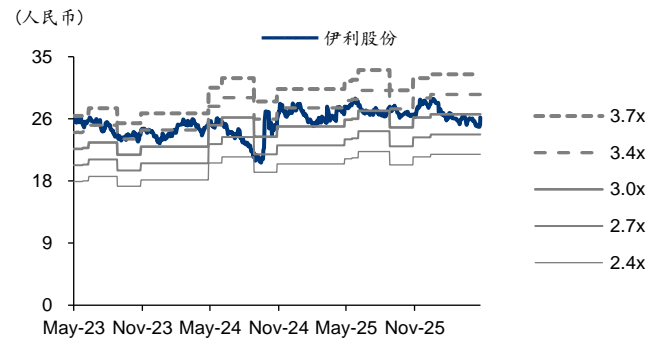
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表5: 伊利股份 PE-Bands

图表6: 伊利股份 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究



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>	66,619	66,370	73,951	85,312	103,050
现金	25,404	19,495	26,074	37,559	54,326
应收账款	2,878	2,987	3,082	3,169	3,253
其他应收账款	125.65	120.85	134.23	128.47	141.41
预付账款	1,176	1,197	1,259	1,271	1,328
存货	10,745	10,823	11,404	11,431	11,995
其他流动资产	26,290	31,746	31,999	31,754	32,006
<b>非流动资产</b>	87,099	85,729	86,909	83,523	79,565
长期投资	3,992	4,144	4,225	4,306	4,387
固定投资	34,619	34,386	35,643	32,051	28,264
无形资产	4,780	4,755	5,091	5,512	5,443
其他非流动资产	43,708	42,443	41,951	41,654	41,472
<b>资产总计</b>	153,718	152,099	160,860	168,835	182,615
<b>流动负债</b>	89,925	91,053	90,346	88,609	92,124
短期借款	36,355	45,631	45,631	45,631	45,631
应付账款	12,313	11,479	13,040	12,150	13,692
其他流动负债	41,257	33,943	31,675	30,828	32,801
<b>非流动负债</b>	6,786	2,501	2,514	2,393	2,271
长期借款	4,687	472.48	485.04	363.78	242.52
其他非流动负债	2,099	2,029	2,029	2,029	2,029
<b>负债合计</b>	96,710	93,554	92,859	91,001	94,395
少数股东权益	3,828	3,889	3,833	3,774	3,711
股本	6,366	6,325	6,325	6,325	6,325
资本公积	13,211	12,262	12,262	12,262	12,262
留存公积	35,429	36,241	45,454	55,303	65,705
归属母公司股东权益	53,180	54,656	64,168	74,060	84,509
<b>负债和股东权益</b>	153,718	152,099	160,860	168,835	182,615

### 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>	21,740	14,344	17,962	15,010	19,371
净利润	8,464	11,514	12,493	13,355	14,105
折旧摊销	4,612	4,595	4,227	4,577	4,705
财务费用	(591.65)	(690.85)	(360.90)	(407.66)	(1,080)
投资损失	(2,417)	(147.16)	(950.10)	(871.10)	(872.10)
营运资金变动	5,021	(2,699)	1,842	(2,376)	1,760
其他经营现金	6,652	1,773	710.68	732.85	753.72
<b>投资活动现金</b>	(32,709)	(7,796)	(4,427)	(289.50)	156.82
资本支出	(3,978)	(3,037)	(5,089)	(845.12)	(381.97)
长期投资	(28,848)	(5,813)	(81.10)	(81.10)	(81.10)
其他投资现金	117.33	1,053	743.40	636.72	619.89
<b>筹资活动现金</b>	(7,278)	(13,473)	(6,956)	(3,235)	(2,761)
短期借款	(3,400)	9,276	0.00	0.00	0.00
长期借款	(7,019)	(4,214)	12.56	(121.26)	(121.26)
普通股增加	(0.20)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(168.86)	(949.13)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	3,310	(17,586)	(6,969)	(3,114)	(2,640)
现金净增加额	(18,266)	(6,869)	6,579	11,485	16,767

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>	115,780	115,931	119,964	123,549	126,925
营业成本	76,299	75,654	77,965	80,097	82,172
营业税金及附加	732.78	672.49	695.79	716.58	736.17
营业费用	21,982	21,545	22,414	22,960	23,461
管理费用	4,465	4,696	4,859	5,004	5,140
财务费用	(591.65)	(690.85)	(360.90)	(407.66)	(1,080)
资产减值损失	(4,676)	(730.38)	(1,200)	(988.39)	(1,015)
公允价值变动收益	(28.15)	37.78	37.78	37.78	37.78
投资净收益	2,417	147.16	950.10	871.10	872.10
<b>营业利润</b>	10,182	13,528	13,993	14,862	16,105
营业外收入	77.80	66.23	192.81	298.13	211.00
营业外支出	132.84	600.20	87.10	88.80	398.48
<b>利润总额</b>	10,127	12,994	14,098	15,071	15,918
所得税	1,663	1,480	1,606	1,717	1,813
<b>净利润</b>	8,464	11,514	12,493	13,355	14,105
少数股东损益	10.85	(51.26)	(55.61)	(59.45)	(62.79)
归属母公司净利润	8,453	11,565	12,548	13,414	14,168
EBITDA	14,103	16,785	19,645	20,476	20,812
EPS (人民币, 基本)	1.33	1.83	1.98	2.12	2.24

### 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	(8.24)	0.13	3.48	2.99	2.73
营业利润	(14.25)	32.86	3.44	6.21	8.37
归属母公司净利润	(18.94)	36.82	8.50	6.90	5.62
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	34.10	34.74	35.01	35.17	35.26
净利率	7.31	9.93	10.41	10.81	11.11
ROE	14.85	19.67	18.37	17.16	15.99
ROIC	7.34	10.28	12.58	12.14	11.32
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	62.91	61.51	57.73	53.90	51.69
净负债比率 (%)	45.02	54.32	30.80	12.00	(8.56)
流动比率	0.74	0.73	0.82	0.96	1.12
速动比率	0.32	0.25	0.33	0.46	0.63
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.76	0.76	0.77	0.75	0.72
应收账款周转率	38.83	39.53	39.53	39.53	39.53
应付账款周转率	5.84	6.36	6.36	6.36	6.36
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.34	1.83	1.98	2.12	2.24
每股经营现金流(最新摊薄)	3.44	2.27	2.84	2.37	3.06
每股净资产(最新摊薄)	8.41	8.64	10.14	11.71	13.36
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	19.88	14.53	13.39	12.53	11.86
PB (倍)	3.16	3.07	2.62	2.27	1.99
EV EBITDA (倍)	14.01	12.14	9.82	8.85	7.89

## 免责声明

### 分析师声明

本人，吕若晨、王可欣，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。
- 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、王可欣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