下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

渠道去库及成本上涨致 Q2 利润承压

华泰研究 中报点评

2026 年 8 月 24 日 | 中国内地 造纸

百亚股份公布 2026 上半年业绩：26H1 营业收入 18.7 亿元，同比+6.0%；归母净利润 1.8 亿元，同比-4.8%，扣非归母净利润 1.7 亿元，同比-6.7%。其中 Q2 单季度营业收入 8.2 亿元，同比+6.1%；归母净利润 0.4 亿元，同比-38.6%，Q2 核心五省市场竞争加剧、渠道去库以及物流成本上涨等多因素叠加，利润有所承压。公司电商渠道在经历 2025 年的策略调整后，26H1 增速及盈利能力提升明显。随着 H2 公司线下渠道和组织结构调整逐步推进，我们认为公司核心五省收入有望企稳、外围省份收入有望保持较快增长。维持买入评级。

Q2 市场竞争加剧致核心五省收入有所承压，电商渠道增长加速

26H1 公司实现收入 18.7 亿元，同比+6.0%。1）分渠道看：线下渠道收入 H1 同增 4.1%至 11.8 亿元，其中我们估计 Q2 收入同降 6%至 4.5 亿元。H1 核心五省地区营收同降 10.0%至 6.3 亿元，我们预计主因渠道去库以及终端竞争加剧；外围省份 H1 收入同增 27.2%至 5.5 亿元，保持较好增长势头。电商渠道收入 H1 同增 11.2%至 6.6 亿元，其中 Q2 同增 28%至 3.5 亿元。在经历 25 年电商渠道策略调整后，26H1 电商渠道增速有所恢复，且我们认为更健康的投放策略有望提升增长质量。2）分产品看：26H1 卫生巾/纸尿裤/ODM 收入分别为 18.2/0.2/0.3 亿元，同比分别+7.7%/-45.7%/-16.5%，卫生巾主业稳健增长，且大健康系列、裤型卫生巾等高端产品占比持续提升。

产品结构升级带动毛利率提升，物流等因素致费用率走高

26Q2 公司综合毛利率约 56.3%,同比+3.1pct（H1 为 57.6%，同比+4.3pct），尽管 Q2 面临原材料价格走高的不利影响,但高毛利的大健康产品占比提升，拉动整体毛利率上行。Q2 销售费用率为 45.1%，同比+5.6pct，我们预计主因物流成本上升、电商及外围省份等高费率渠道收入占比提升。Q2 管理/研发费率分别为 2.2%/3.5%，同比分别-0.1/+1.1pct。综合影响下，Q2 归母净利率同降 3.1pct 至 4.3%。

期待新产品与渠道调整共振，提升增长质量

公司多措并举推进市场拓展：1）产品端：公司针对差异化的消费需求，不断推陈出新，大健康系列、裤型卫生巾等高端产品收入增速持续跑赢公司整体。且公司整体产品定位高端，在低价格带等市场仍有较大拓展空间。2）渠道端：公司推进组织变革以适配渠道变化。电商渠道在优化投放策略后，26H1 电商毛利率同增 5.8pct，盈利能力优化明显。随着 H2 线下渠道的组织调整逐步推进，我们期待线下渠道提质增效。

盈利预测与估值

考虑到渠道去库、市场竞争加剧以及物流等成本上涨，我们下调 2026-2028 年归母净利润预测 27%/29%/29%至 3.12/4.10/5.18 亿元。参考可比公司 2026 年 Wind 一致预测及华泰预期 PE 中值 18x（前值 20x），考虑到百亚作为区域龙头，在外围省份和电商渠道仍有较大拓展空间，给予公司 2026 年 25 倍 PE 估值，对应目标价为 18.1 元（前值 24.8 元，对应 25 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。

投资评级(维持)：	买入
目标价(人民币)：	18.10

樊俊豪 研究员
SAC No. S0570524050001 fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986 +(852) 3658 6000

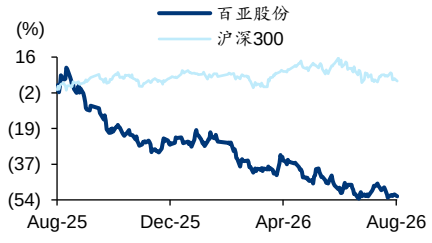
惠普 研究员
SAC No. S0570524090006 huipu@htsc.com
SFC No. BSE005 +(86) 21 2897 2228

施逸涵* 联系人
SAC No. S0570126070196 shiyihan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (人民币 截至 8 月 24 日)	13.35
市值 (人民币百万)	5,736
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	100.31
52 周价格范围 (人民币)	13.02-31.74

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	3,865	4,486	5,349
+/-%	7.32	10.67	16.05	19.24
归属母公司净利润 (百万)	207.98	312.35	410.40	517.85
+/-%	(27.70)	50.19	31.39	26.18
EPS (最新摊薄)	0.48	0.73	0.96	1.21
ROE (%)	14.43	20.79	25.62	31.33
PE (倍)	27.58	18.36	13.98	11.08
PB (倍)	4.01	3.65	3.52	3.42
EV EBITDA (倍)	15.19	10.20	9.19	7.23
股息率 (%)	3.00	6.13	8.27	10.60

资料来源：公司公告、华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

图表1： 实际与预测比较表-季度

核心驱动(Driver)		1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	YoY	2Q26E	A vs E
百亚线下渠道收入 YoY	%	49.0%	29.1%	27.2%	4.5%	11.8%	-6.2%	-35.3pct	9.9%	-16.1pct
百亚电商渠道收入 YoY	%	8.6%	-24.4%	-11.4%	-15.7%	-3.0%	28.0%	52.4pct	15.0%	13pct
分部收入(segment revenue)										
线下渠道	Rmb mn	650	484	491	439	727	453	-6%	532	-14.7%
电商渠道	Rmb mn	322	270	341	410	312	346	28%	311	11.3%
ODM	Rmb mn	24	14	27	21	16	16	9%	16	-3.2%
财报数据总结(financial results summary)										
总收入	Rmb mn	995	768	859	870	1055	815	6.1%	859	-5.1%
营业成本	Rmb mn	-465	-360	-382	-389	-438	-356	-1.0%	-360	-1.0%
毛利率	%	53.3%	53.1%	55.6%	55.2%	58.5%	56.3%	3.1pct	58.1%	-1.8pct
销售及管理费用	Rmb mn	-363	-321	-388	-486	-427	-386	20.2%	-362	6.5%
研发费用	Rmb mn	-15	-18	-16	-39	-22	-29	55.4%	-28	2.6%
财务费用	Rmb mn	0	0	0	-1	-1	-1	-733.8%	0	n.a.
营业利润	Rmb mn	153	70	67	-40	168	45	-35.6%	107	-57.7%
税前利润	Rmb mn	152	70	66	-39	168	43	-38.6%	107	-59.8%
所得税	Rmb mn	-21	-13	-10	2	-24	-8	-38.5%	-19	-59.2%
少数股东损益	Rmb mn	0	0	0	0	0	0	n.a.	0	n.a.
归母净利润	Rmb mn	131	57	57	-37	144	35	-38.6%	88	-59.9%
非经常性损益	Rmb mn	-1	-4	-1	-6	-5	-3	-16.8%	-5	-36.9%
净利润(扣非)	Rmb mn	129	53	55	-43	138	32	-40.3%	83	-61.4%
EPS	Rmb/sh	0.31	0.13	0.13	-0.09	0.34	0.08	-38.6%	0	-59.9%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.30	0.12	0.13	-0.10	0.32	0.07	-40.3%	0	-61.4%
核心财务指标(core inancial indicators)										
应收账款周转天数	days	24	33	30	33	33	43	10	33	10
应付账款周转天数	days	53	49	47	54	46	58	9	46	12
存货周转天数	days	52	55	46	50	44	53	-2	44	9

资料来源：公司公告，华泰研究预测

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	2Q26A	YoY	QoQ	3Q26E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	995	768	859	870	1055	815	6.1%	-22.8%	954	11.1%	17.1%
营业成本	Rmb mn	-465	-360	-382	-389	-438	-356	-1.0%	-18.6%	-386	1.1%	8.3%
毛利率	%	53.3%	53.1%	55.6%	55.2%	58.5%	56.3%	3.1pct	-2.2pct	59.6%	4pct	3.3pct
销售及管理费用	Rmb mn	-363	-321	-388	-486	-427	-386	20.2%	-9.7%	-463	19.2%	20.1%
研发费用	Rmb mn	-15	-18	-16	-39	-22	-29	55.4%	29.5%	-27	71.6%	-5.8%
财务费用	Rmb mn	0	0	0	-1	-1	-1	-733.8%	42.9%	0	11.2%	-86.0%
营业利润	Rmb mn	153	70	67	-40	168	45	-35.6%	-73.0%	73	8.0%	60.5%
税前利润	Rmb mn	152	70	66	-39	168	43	-38.6%	-74.3%	72	8.8%	67.8%
所得税	Rmb mn	-21	-13	-10	2	-24	-8	-38.5%	-67.5%	-11	8.8%	38.0%
少数股东损益	Rmb mn	0	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	35	-38.6%	-75.5%	62	8.8%	74.4%
非经常性损益	Rmb mn	-1	-4	-1	-6	-5	-3	-16.8%	-36.9%	-3	187.1%	0.0%
净利润(扣非)	Rmb mn	129	53	55	-43	138	32	-40.3%	-77.0%	58	5.0%	82.3%
EPS	Rmb/sh	0.31	0.13	0.13	-0.09	0.34	0.08	-38.6%	-75.5%	0.14	8.8%	74.4%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.30	0.12	0.13	-0.10	0.32	0.07	-40.3%	-77.0%	0.14	5.0%	82.3%
分部收入(segment revenue)												
线下渠道	Rmb mn	650	484	491	439	727	453	-6.3%	-37.6%	515	5.0%	13.6%
电商渠道	Rmb mn	322	270	341	410	312	346	28.0%	10.9%	346	1.4%	0.0%
ODM	Rmb mn	24	14	27	21	16	16	8.7%	-3.8%	30	10.0%	89.0%
核心财务指标(core inancial indicators)												
应收账款周转天数	days	24	33	30	33	33	43	10	10	43	13	0
应付账款周转天数	days	53	49	47	54	46	58	9	12	58	11	0
存货周转天数	days	52	55	46	50	44	53	-2	9	53	7	0

资料来源：公司公告，华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

图表3： 核心假设和财务预测

驱动概览(Driver)		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
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 YoY	%	14.8%	26.7%	27.6%	6.8%	22.2%	21.2%
百亚电商渠道收入 YoY	%	101.5%	103.8%	-11.9%	17.3%	8.1%	16.1%
分部收入(segment revenue)							
线下渠道	Rmb mn	1275	1616	2062	2203	2691	3263
电商渠道	Rmb mn	748	1525	1343	1575	1703	1977
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%	58.7%	59.5%	59.3%
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%	58.4%	61.1%	62.3%
电商渠道	%	36.4%	46.4%	38.0%	41.0%	38.3%	37.2%
核心财务指标(core financial indicators)							
EBIT	Rmb bn	275	337	250	369	486	601
EBITDA	Rmb bn	331	402	345	491	555	699
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	312	410	518
EPS	Rmb/sh	0.56	0.67	0.48	0.73	0.96	1.21
BVPS	Rmb/sh	3.23	3.37	3.33	3.66	3.80	3.90
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	537	346	679
资本支出	Rmb mn	-84	-151	-134	-72	-105	-174
自由现金流	Rmb bn	174	65	465	242	242	505

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表4： 盈利预测调整表

	原预测（调整前）			现预测（调整后）			变化幅度(pct)/%			调整理由
项目	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	
营业收入（百万元）	4183	5020	5986	3865	4486	5349	-7.59%	-10.65%	-10.65%	市场竞争加剧、渠道去库，我们预计 26-27 年线下渠道增速放缓。我们认为渠道去库主要是经销商的短期存货调整，影响有望逐步消退。此外，渠道去库主要影响五省地区，由于增速更快的五省以外地区占比上升，对 28 年线下收入增速有一定结构性利好
营业收入增速-线下渠道（%）	27.8%	25.7%	21.0%	6.83%	22.2%	21.2%	-20.95pct	-3.58pct	0.19pct	
毛利率（%）	58.5%	59.0%	59.1%	58.4%	58.9%	59.0%	-0.07pct	-0.12pct	-0.12pct	渠道结构变化影响毛利率
期间费用率-销售费用率（%）	40.8%	39.8%	38.8%	43.5%	42.7%	41.9%	2.70pct	2.90pct	3.10pct	物流等费用上升
期间费用率-管理费用率（%）	3.05%	3.00%	2.95%	2.85%	2.80%	2.75%	-0.20pct	-0.20pct	-0.20pct	公司管理效率提升
归属母公司净利润（百万元）	425.4	574.1	736.0	312.4	410.4	517.9	-26.57%	-28.51%	-29.64%	渠道去库及成本上涨影响盈利能力
净利率（%）	10.2%	11.4%	12.3%	8.08%	9.15%	9.68%	-2.09pct	-2.29pct	-2.61pct	

资料来源：华泰研究预测

图表5： 可比公司估值表

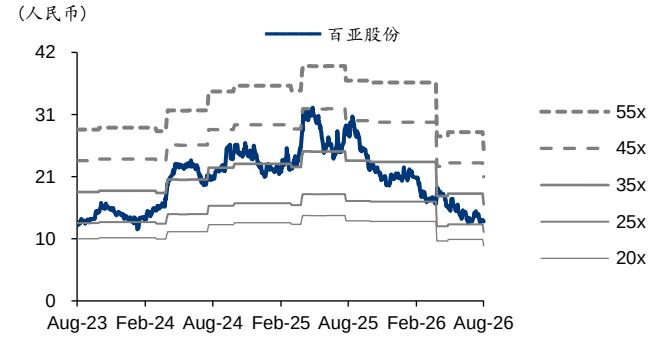
		收盘价	市值(百万)	EPS(当地币种)			PE(倍)		
股票代码	**股票简称**	**(当地币种)**	**(当地币种)**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
002511 CH	中顺洁柔	7.04	9019.2	0.35	0.42	0.49	20.0	16.8	14.4
300888 CH	稳健医疗	28.49	16608.8	1.83	2.07	2.32	15.6	13.8	12.3
001328 CH	登康口腔	27.96	4814.0	1.27	1.52	1.81	22.0	18.5	15.5
1044 HK	恒安国际	22.66	26333.7	2.18	2.35	2.51	9.0	8.3	7.8
中值							17.8	15.3	13.4

注：中顺洁柔、登康口腔采用 Wind 一致预期，其余公司采用华泰研究预期；数据截至 2026.08.24。

资料来源：Wind、公司公告、华泰研究预测

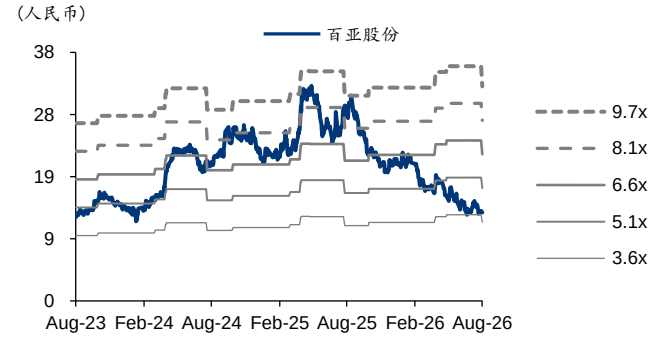
下载日志已记录，仅供内部参考

图表6： 百亚股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表7： 百亚股份 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

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	1,379	1,469	1,604
现金	394.66	310.29	508.06	409.66	475.21
应收账款	219.24	298.66	234.96	384.30	354.11
其他应收账款	15.63	13.86	18.77	19.09	26.06
预付账款	30.24	40.96	37.84	53.61	55.44
存货	283.41	234.74	287.50	310.74	401.52
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	886.80	916.42	1,002
长期投资	20.72	20.26	20.43	20.78	21.12
固定投资	626.26	663.10	672.09	701.23	785.85
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	127.59	129.27	131.51
资产总计	2,151	2,084	2,265	2,385	2,606
流动负债	638.49	580.95	622.11	683.09	860.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	15.57
应付账款	309.48	228.00	313.72	306.84	432.00
其他流动负债	329.01	352.95	308.38	376.25	412.51
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	692.99	753.98	930.96
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	781.13	852.40	942.33
归属母公司股东权益	1,450	1,432	1,573	1,631	1,675
负债和股东权益	2,151	2,084	2,265	2,385	2,606

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	537.46	346.18	678.82
净利润	287.67	207.98	312.35	410.40	517.85
折旧摊销	66.50	96.10	127.17	76.28	90.23
财务费用	(1.98)	0.45	(5.80)	(6.73)	(20.47)
投资损失	(5.12)	(0.22)	(1.10)	(1.10)	(0.81)
营运资金变动	(36.45)	(91.98)	113.69	(123.19)	86.67
其他经营现金	14.60	(12.97)	(8.86)	(9.48)	5.35
投资活动现金	(44.88)	(51.30)	(127.53)	(99.81)	(174.94)
资本支出	(150.99)	(134.12)	(72.18)	(104.65)	(173.59)
长期投资	105.90	82.14	(0.16)	(0.36)	(0.34)
其他投资现金	0.21	0.68	(55.19)	5.20	(1.01)
筹资活动现金	(237.18)	(235.96)	(212.16)	(344.77)	(438.33)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	15.57
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)	(212.16)	(344.77)	(453.90)
现金净增加额	42.36	(88.30)	197.77	(98.40)	65.55

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	3,865	4,486	5,349
营业成本	1,523	1,596	1,609	1,843	2,194
营业税金及附加	26.34	24.70	27.34	31.73	37.83
营业费用	1,226	1,458	1,680	1,913	2,239
管理费用	116.87	99.47	110.09	125.52	147.00
财务费用	(1.98)	0.45	(5.80)	(6.73)	(20.47)
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	376.18	493.86	622.82
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	374.88	492.56	621.51
所得税	51.39	41.63	62.53	82.15	103.66
净利润	287.67	207.98	312.35	410.40	517.85
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	312.35	410.40	517.85
EBITDA	402.38	345.47	490.89	555.42	699.29
EPS (人民币，基本)	0.67	0.48	0.73	0.96	1.21

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	10.67	16.05	19.24
营业利润	17.17	(23.75)	49.93	31.28	26.11
归属母公司净利润	20.74	(27.70)	50.19	31.39	26.18
获利能力 (%)					
毛利率	53.19	54.30	58.39	58.92	58.98
净利率	8.84	5.95	8.08	9.15	9.68
ROE	20.28	14.43	20.79	25.62	31.33
ROIC	19.57	13.78	19.42	24.39	29.92
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.60	31.28	30.59	31.61	35.73
净负债比率 (%)	(23.52)	(16.01)	(30.09)	(22.97)	(25.36)
流动比率	2.08	2.07	2.22	2.15	1.86
速动比率	1.58	1.59	1.68	1.61	1.33
营运能力					
总资产周转率	1.61	1.65	1.78	1.93	2.14
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	0.73	0.96	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	0.46	1.25	0.81	1.58
每股净资产(最新摊薄)	3.37	3.33	3.66	3.80	3.90
估值比率					
PE (倍)	19.94	27.58	18.36	13.98	11.08
PB (倍)	3.96	4.01	3.65	3.52	3.42
EV EBITDA (倍)	12.58	15.19	10.20	9.19	7.23

资料来源：公司公告、华泰研究预测

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

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。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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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

下载日志已记录，仅供内部参考

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

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

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

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