仅供内部参考，请勿外传！

推广投入加大下利润阶段性承压

华泰研究 公告点评

2026 年 11 月 02 日 | 中国内地 零售

公司公布 26 年三季度业绩：前三季度实现营收 76.27 亿元/yoy+7.46%；归母净利润 12.56 亿元/yoy+22.46%；扣非归母净利润 7.43 亿元/yoy-25.50%，归母利润增长含分步收购产生的股权重估收益。其中 26Q3 营收 22.53 亿元/yoy+29.76%；归母净利润 0.88 亿元/yoy-61.18%；扣非归母净利润 0.79 亿元/yoy-65.20%，扣非归母净利率 3.51%/yoy-9.57pct。26Q3 花知晓并表贡献带动收入快增，但拉低整体毛利率，叠加主品牌新品推广、中小品牌培育投入增加及渠道投流节奏调整，公司盈利能力阶段性承压。我们认为，公司多品牌布局成效持续显现，大单品红宝石面霜迭代有望带动主品牌企稳，OR/原色波塔/花知晓等品牌亦有望持续放量。维持“买入”评级。

新兴品牌延续增长，花知晓渠道拓展与整合推进

分品牌看，26Q1-3 珀莱雅营收同比中个位数下降，26Q3 珀莱雅收入占比降至一半以下、彰显公司多品牌矩阵建设能力，双 11 新品红宝石 4.0 面霜预售表现较好，我们期待 Q4 新品带动下主品牌经营企稳；彩棠 26Q1-3 营收同比双位数下降、降幅环比收窄；26Q1-3 OR 营收同比中双位数以上增长，并持续拓展线下及海外渠道；26Q1-3 原色波塔营收同比翻倍以上增长；26Q1-3 花知晓营收同比中双位数以上增长，且收入及利润增长趋势平稳，已进入欧美主流销售渠道，10 月上海淮海路全球旗舰店开业

花知晓并表带动彩妆收入增长较快

26Q3 护肤类（含洁肤）/美容彩妆类/洗护类营收分别为 12.07/8.21/2.21 亿元，yoy-8.29%/+248.53%/+23.82%，彩妆增长含花知晓并表贡献；平均售价分别同比-12.16%/-40.32%/-8.91%，主因护肤销售结构变化、花知晓及原色波塔占比提升，以及洗护高单价精华、精油类产品占比下降。原料端，Q3 保湿剂、包装物平均采购单价同比+29.22%/+4.85%；活性物、油酯蜡同比-2.86%/-7.95%，乳化剂同比+0.24%。保湿剂、活性物环比上涨主要受产品升级影响，价格较高的原料采购占比上升。

新品推广及品牌培育投入增加，销售费用率阶段性提升

26Q3 销售费用率 53.44%/yoy+3.54pct，主要受核心单品上新、成长品牌推广投入增加及渠道投流节奏调整影响。主品牌围绕红宝石面霜 4.0 增加营销资源及派样投入，支持新品推广与双 11 销售；花知晓、原色波塔、OR 等品牌处于快速成长及投入阶段，推广费用相应增加。管理费用率 6.47%/yoy-0.02pct，同比基本稳定；研发费用率 2.26%/yoy-0.44pct；财务费用率 0.20%/yoy+0.54pct。

盈利预测与估值

考虑公司主品牌仍有阶段性承压，我们下调公司 26-28 年营收至 121.79/146.09/158.03 亿元（较前值调整-2.89%/-3.72%/-3.89%），考虑花知晓并表影响下调毛利率，考虑公司新品及新品牌推广上调销售费用率，下调归母净利润预测至 16.02/16.07/19.92 亿元（较前值调整-26.81%/-19.88%/-8.62%），对应 EPS 为 4.04/4.06/5.03 元。参考可比公司 iFinD 一致预期 27 年 25 倍，考虑公司主品牌仍有阶段性承压且花知晓整合具不确定性，同时考虑公司双 11 经营势头或向好，收窄折价率，给予公司 27 年 20 倍 PE，下调目标价至 81.19 元（前值：91.74 元，对应 16.6 倍 26 年 PE）。

风险提示：销售费用率大幅提升，新品牌整合效果不及预期，市场竞争加剧。

投资评级(维持)： 买入

目标价(人民币)： 81.19

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

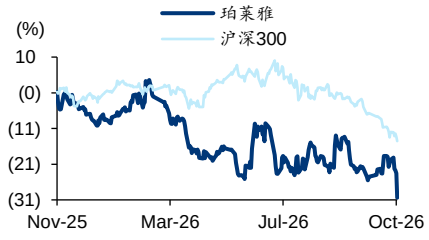
孙丹阳 研究员
SAC No. S0570519010001 sundanyang@htsc.com
SFC No. BQQ696 +(86) 21 2897 2038

袁嘉会* 联系人
SAC No. S0570126070170 yuanjiahui@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (人民币 截至 10 月 30 日)	49.31
市值 (人民币百万)	19,526
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	328.51
52 周价格范围 (人民币)	49.31-76.36

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)	10,597	12,179	14,609	15,803
+/-%	(1.68)	14.92	19.95	8.18
归属母公司净利润 (百万)	1,498	1,602	1,607	1,992
+/-%	(3.50)	6.93	0.37	23.90
EPS (最新摊薄)	3.78	4.04	4.06	5.03
ROE (%)	24.62	21.90	18.90	19.71
PE (倍)	13.04	12.19	12.15	9.80
PB (倍)	3.18	2.63	2.27	1.92
EV EBITDA (倍)	7.69	7.58	6.52	5.23
股息率 (%)	1.62	2.22	2.08	1.97

资料来源：公司公告、华泰研究预测

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表1： 盈利预测调整表

	原预测（调整前）			现预测（调整后）			变化幅度(pct)/%		
项目	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
营业收入（百万元）	12541	15174	16443	12179	14609	15803	-2.89%	-3.72%	-3.89%
毛利率（%）	72.9%	72.1%	72.1%	70.6%	69.9%	70.2%	-2.30pct	-2.23pct	-1.93pct
期间费用率-销售费用率（%）	48.7%	46.5%	46.5%	51.6%	49.0%	48.2%	2.85pct	2.50pct	1.70pct
期间费用率-管理费用率（%）	3.70%	4.00%	4.50%	5.00%	4.70%	4.50%	1.30pct	0.70pct	0.00pct
期间费用率-研发费用率（%）	2.00%	2.00%	2.30%	1.90%	2.00%	2.20%	-0.10pct	0.00pct	-0.10pct
期间费用率-财务费用率（%）	-0.22%	-0.21%	-1.48%	-0.22%	-0.22%	-1.18%	-0.01pct	-0.01pct	0.30pct
归属母公司净利润（百万元）	2188	2006	2179	1602	1607	1992	-26.81%	-19.88%	-8.62%
净利率（%）	19.0%	15.8%	16.1%	13.7%	11.5%	13.1%	-5.31pct	-4.32pct	-2.98pct

注：下调毛利率主要考虑花知晓并表，上调销售费用率主要考虑新品营销资源投入和中小品牌营销投入。

资料来源：华泰研究预测

图表2： 珀莱雅：季度盈利预测拆分（百万元/%）

	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26	YoY	QoQ	3Q26E	A vs E	4Q26E	YoY	QoQ
总收入	2,359	3,003	1,736	3500	2305	3069	2253	30%	-27%	2361	-5%	4551	30%	102%
营业成本	642	785	440	966	587	793	681	55%	-14%	665	2%	1521	57%	123%
毛利率%	73.0%	73.9%	74.7%	72.4%	74.5%	74.2%	69.8%	-4.9pct	-4.4pct	71.8%	-2.0pct	66.6%	-5.8pct	-3.2pct
营业费用	1,077	1,582	866	1734	1172	1684	1204	39%	-29%	1150	5%	2219	28%	84%
营业费用率%	45.6%	52.7%	49.9%	49.6%	50.8%	54.9%	53.4%	3.5pct	-1.4pct	48.7%	4.7pct	48.7%	-0.8pct	-4.7pct
管理费用	99	78	113	113	116	121	146	29%	21%	87	67%	226	100%	55%
管理费用率%	4.2%	2.6%	6.5%	3.2%	5.0%	3.9%	6.5%	0.0pct	2.5pct	3.7%	2.8pct	5.0%	1.7pct	-1.5pct
研发费用	43	52	47	75	43	56	51	9%	-10%	47	8%	81	8%	59%
研发费用率%	1.8%	1.7%	2.7%	2.1%	1.9%	1.8%	2.3%	-0.4pct	0.4pct	2.0%	0.3pct	1.8%	-0.4pct	-0.5pct
财务费用	(11)	(12)	(6)	1	-2	0	5	-179%	902%	-7	/	-30	-5834%	-757%
财务费用率%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.5pct	0.2pct	-0.3%	0.5pct	-0.7%	-0.7pct	-0.9pct
营业利润	494	505	273	603	448	875	152	-44%	-83%	438	-65%	442	-27%	190%
税前利润	493	505	273	599	453	887	146	-47%	-84%	438	-67%	428	-29%	193%
所得税	(88)	(85)	(44)	(111)	(69)	(77)	(29)	-34%	-62%	-71	-59%	-70	-37%	139%
实际税率%	17.8%	16.8%	16.3%	18.5%	15.2%	8.6%	20.1%	3.9pct	11.5pct	16.2%	3.9pct	16.4%	-2.1pct	-3.7pct
少数股东损益	15	12	2	16	17	9	28	1525%	204%	62	-54%	12	-22%	-57%
少数股东损益%	3.7%	2.9%	0.8%	3.2%	4.4%	1.1%	24.3%	23.5pct	23.1pct	16.8%	7.5pct	16.8%	13.6pct	-7.5pct
归母净利润	390	408	227	472	367	801	88	-61%	-89%	306	-71%	345	-27%	292%
归母净利率	16.5%	13.6%	13.1%	13.5%	15.9%	26.1%	3.9%	-9.2pct	-22.2pct	12.9%	-9.0pct	7.6%	-5.9pct	3.7pct
非经常性损益	11	17	0.1	(2)	26	478	9	10079%	-98%	-	-	-	-	-
净利润(扣非)	379	392	227	475	341	323	79	-65%	-76%	306	-74%	345	-27%	337%
EPS	0.98	1.03	0.57	1.19	0.93	2.02	0.22	-61%	-89%	1	-71%	0.87	-27%	292%
EPS(扣非)	0.96	0.99	0.57	1.20	0.86	0.82	0.20	-65%	-76%	1	-74%	0.87	-27%	337%

资料来源：华泰研究预测

图表3： 珀莱雅：年度盈利预测拆分（百万元/%）

	单位	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
人均可支配收入同比增长	%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
公司总收入增速	%	39%	21%	-2%	15%	20%	8%
主品牌珀莱雅收入增速	%	36%	20%	-10%	-5%	2%	1%
其他品牌收入增速	%	54%	27%	32%	68%	47%	15%
核心财务指标(core financial indicators)							
EBIT	百万元	1,438	1,848	1,849	1,887	1,963	2,288
EBITDA	百万元	1,535	1,968	2,016	2,043	2,144	2,491
联合营公司投资收益	百万元	-17	-2	44	100	70	75
归母净利润	百万元	1,194	1,552	1,498	1,602	1,607	1,992
EPS	元/股	3.01	3.92	3.78	4.04	4.06	5.03
BVPS	元/股	10.98	13.64	15.51	18.75	21.72	25.72

资料来源：华泰研究预测

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

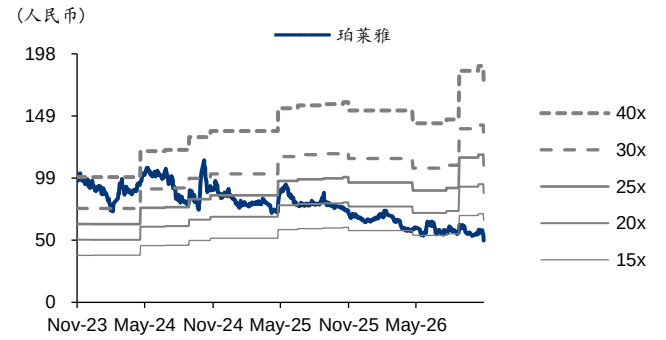
图表4： 可比公司估值表

证券代码	证券名称	收盘价（当地币种）	市值（百万）（当地币种）	PE 2026E	PE 2027E	PE 2028E
600315 CH	上海家化	17.0	11441.29	17.80	20.86	17.47
300957 CH	贝泰妮	29.6	12542.80	19.91	17.07	15.02
603983 CH	丸美生物	24.2	9700.19	31.02	25.78	22.23
688363 CH	华熙生物	32.8	15789.41	41.21	34.57	30.62
	平均值	**25.90**	**12368.42**	**27.48**	**24.57**	**21.33**

注：均为 iFinD 一致预期，数据截至 2026/10/30 收盘。

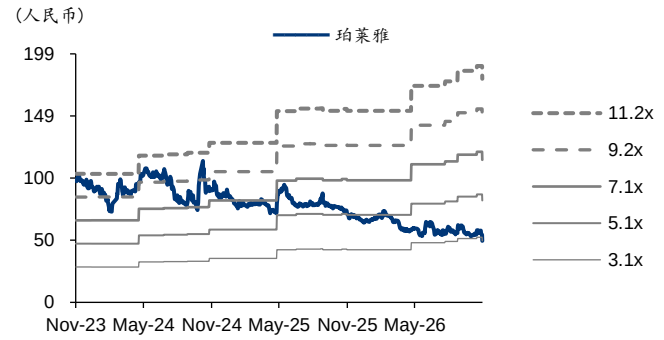
资料来源：iFinD，华泰研究

图表5： 珀莱雅 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表6： 珀莱雅 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

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	5,613	6,136	7,968	8,977	10,080
现金	4,082	5,061	5,214	6,616	7,068
应收账款	517.95	70.15	605.71	204.99	672.01
其他应收账款	9.87	31.04	15.97	40.42	20.59
预付账款	223.88	169.43	282.57	259.61	326.91
存货	661.41	634.72	1,004	1,011	1,147
其他流动资产	118.12	170.10	845.62	845.62	845.62
非流动资产	1,917	2,351	3,032	3,238	3,295
长期投资	111.09	441.30	106.72	176.72	251.72
固定投资	907.22	893.12	999.04	1,157	1,188
无形资产	429.39	443.89	448.59	441.31	431.35
其他非流动资产	469.12	572.69	1,478	1,463	1,424
资产总计	7,530	8,487	11,000	12,215	13,375
流动负债	1,213	1,374	2,536	2,508	2,002
短期借款	0.00	80.05	827.85	661.07	80.05
应付账款	676.39	798.46	1,066	1,226	1,229
其他流动负债	536.16	495.60	641.75	620.86	692.43
非流动负债	831.39	846.78	846.78	846.78	846.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	831.39	846.78	846.78	846.78	846.78
负债合计	2,044	2,221	3,382	3,355	2,848
少数股东权益	84.17	125.47	192.20	259.17	342.15
股本	396.25	395.98	395.98	395.98	395.98
资本公积	846.60	825.30	825.30	825.30	825.30
留存公积	4,432	5,128	6,271	7,483	9,002
归属母公司股东权益	5,402	6,141	7,426	8,600	10,185
负债和股东权益	7,530	8,487	11,000	12,215	13,375

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	1,107	2,193	655.06	2,287	1,440
净利润	1,585	1,543	1,668	1,674	2,075
折旧摊销	119.41	166.82	155.64	181.29	202.56
财务费用	(35.82)	(28.60)	(27.31)	(31.64)	(186.34)
投资损失	2.48	(44.03)	(561.20)	(70.15)	(75.15)
营运资金变动	(674.52)	454.12	(581.29)	531.74	(576.55)
其他经营现金	110.16	102.31	0.97	1.06	1.04
投资活动现金	(1,265)	(237.88)	(952.30)	(317.38)	(185.96)
资本支出	(299.74)	(169.32)	(1,164)	(306.93)	(172.80)
长期投资	0.00	(337.99)	334.58	(70.00)	(75.00)
其他投资现金	(965.55)	269.43	(122.40)	59.55	61.83
筹资活动现金	(758.29)	(763.28)	450.58	(568.07)	(801.65)
短期借款	(200.16)	80.05	747.79	(166.78)	(581.02)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(0.51)	(0.27)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(17.55)	(21.30)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(540.08)	(821.76)	(297.21)	(401.30)	(220.64)
现金净增加额	(916.70)	1,192	153.35	1,401	452.47

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	10,778	10,597	12,179	14,609	15,803
营业成本	3,084	2,833	3,582	4,404	4,717
营业税金及附加	84.15	92.90	108.61	124.14	137.92
营业费用	5,161	5,259	6,278	7,158	7,617
管理费用	365.86	403.54	608.94	686.60	711.14
财务费用	(35.82)	(28.60)	(27.31)	(31.64)	(186.34)
资产减值损失	(95.86)	(76.58)	(114.72)	(124.37)	(132.53)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(2.48)	44.03	561.20	70.15	75.15
营业利润	1,890	1,876	1,918	1,997	2,474
营业外收入	2.54	1.92	2.88	2.45	2.41
营业外支出	3.53	7.31	7.49	6.11	6.97
利润总额	1,889	1,871	1,913	1,993	2,470
所得税	303.94	328.03	244.88	318.93	395.15
净利润	1,585	1,543	1,668	1,674	2,075
少数股东损益	33.28	44.77	66.73	66.98	82.98
归属母公司净利润	1,552	1,498	1,602	1,607	1,992
EBITDA	1,968	2,016	2,043	2,144	2,491
EPS (人民币，基本)	3.93	3.81	4.04	4.06	5.03

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	21.04	(1.68)	14.92	19.95	8.18
营业利润	25.78	(0.75)	2.23	4.13	23.90
归属母公司净利润	30.00	(3.50)	6.93	0.37	23.90
获利能力 (%)					
毛利率	71.39	73.26	70.59	69.86	70.15
净利率	14.71	14.56	13.70	11.46	13.13
ROE	28.90	24.62	21.90	18.90	19.71
ROIC	26.94	23.00	20.40	17.21	18.15
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.14	26.17	30.75	27.47	21.30
净负债比率 (%)	(59.85)	(66.16)	(46.72)	(57.88)	(58.52)
流动比率	4.63	4.47	3.14	3.58	5.04
速动比率	3.80	3.76	2.57	3.01	4.22
营运能力					
总资产周转率	1.45	1.32	1.25	1.26	1.24
应收账款周转率	24.99	36.04	36.04	36.04	36.04
应付账款周转率	3.64	3.84	3.84	3.84	3.84
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.92	3.78	4.04	4.06	5.03
每股经营现金流(最新摊薄)	2.80	5.54	1.65	5.77	3.64
每股净资产(最新摊薄)	13.64	15.51	18.75	21.72	25.72
估值比率					
PE (倍)	12.58	13.04	12.19	12.15	9.80
PB (倍)	3.61	3.18	2.63	2.27	1.92
EV EBITDA (倍)	8.30	7.69	7.58	6.52	5.23

人在 更多资料请加V

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、孙丹阳，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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

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、孙丹阳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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster