

看好先进封装驱动 2025 年收入增长

华泰研究

2025 年 3 月 06 日 | 中国香港

年报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

69.00

研究员 黄乐平, PhD
 SAC No. S0570521050001 huangleping@htsc.com
 SFC No. AUZ066 +(852) 3658 6000

研究员 谢春生
 SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
 SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036

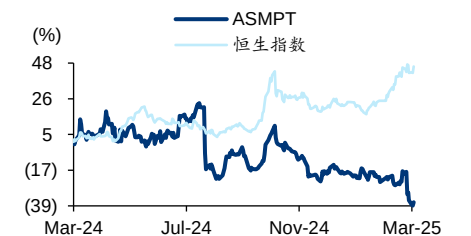
研究员 陈旭东
 SAC No. S0570521070004 chenxudong@htsc.com
 SFC No. BPH392 +(86) 21 2897 2228

联系人 于可熠
 SAC No. S0570122120079 yukeyi@htsc.com
 SFC No. BVF938 +(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	69.00
收盘价(港币 截至 3 月 5 日)	59.50
市值(港币百万)	24,779
6 个月平均日成交额(港币百万)	220.64
52 周价格范围(港币)	55.50-119.00
BVPS(港币)	36.47

股价走势图



资料来源: S&P

ASMPT 4Q24 营收 34.0 亿港元(同比持平, 环比+1.8%), 略超市场一致预期。全年营收 132.3 亿港元, 同比下降 10%。先进封装(AP)业务收入同比增长 23%, 占比提升至 30%, 成为主要增长引擎, 而传统封装及 SMT 业务受汽车和工业需求疲软影响。展望 2025 年, 我们看好先进封装业务占比持续提升, 带动公司业务保持稳健增长。维持买入评级, 给予 69HKD 目标价。

4Q24 业绩回顾: 先进封装相关销售增长推动 SEMI 业务收入环比增长

4Q24 业绩的主要亮点包括, 1) 先进封装相关产品销售增长的推动下, SEMI 业务收入环比增长 11%, BB Ratio 环比+0.05 达到 1.09。2) TCB 在逻辑和 HBM 客户应用中取得突破, 斩获全球头部 HBM 客户大额订单, 并开始支持 HBM3e 12H 量产。主要负面包括, 1) SMT 收入环比下滑 8%, 毛利率环比下滑 2.6pct 到 29.7%, 处于 3Q20 以来的低位。2) 尽管高毛利的 AP 业务占比提升, SEMI 毛利率仍然下滑 6.0pct 到 42.6%, 反映传统市场需求疲软。

1Q25/2025 展望: AP 设备市场规模到 2029 年有望达到 40 亿美金

公司预计 1Q25 营收为 3.7-4.3 亿美元(中值环比-9%, 同比持平), 低于市场一致预期的 4.37 亿美元。公司在业绩会上指出, 1) 1Q25 订单收入和 4Q24 基本持平, 其中 SEMI 业务中的传统设备和 SMT 业务有所回升, 但 AP 业务由于 4Q24 高基数影响, 环比有所下降。展望 2025 年, 公司认为, 先进封装业务客户需求明确, 公司预计 TCB 等 AP 设备市场规模有望保持 18% CAGR 增长, 到 2029 年达到 40 亿美金。

投资建议: 给予目标价 69 港元, 维持“买入”评级

由于公司 SMT 业务仍处于调整中, 我们下调公司 2025/2026 年归母净利润, 预期 2025/2026/2027 净利润同比+75%/+58%/+58%至 6.05/9.58/15.16 亿港元, 对应 EPS 为 1.45/2.30/3.64 港币。考虑到公司在 AI 驱动的先进封装领域的技术优势及长期成长潜力, TCB 设备已获得头部客户大量订单, 基于 2026 年 30x PE(可比公司彭博一致预期均值 26.9x), 给予目标价 69 港币, 维持“买入”评级。

风险提示: 半导体行业下行; 新技术渗透率低于我们预期; 贸易摩擦加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(港币百万)	14,697	13,229	13,472	14,876	16,541
+/-%	(24.10)	(9.99)	1.83	10.42	11.20
归属母公司净利润(港币百万)	715.35	345.26	604.71	957.66	1,516
+/-%	(72.70)	(51.74)	75.15	58.37	58.26
EPS(港币, 最新摊薄)	1.73	0.83	1.45	2.30	3.64
ROE(%)	4.55	2.24	3.87	5.80	8.54
PE(倍)	34.43	71.77	40.98	25.87	16.35
PB(倍)	1.57	1.63	1.54	1.46	1.34
EV EBITDA(倍)	15.38	48.18	31.96	22.10	14.53

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：季度业绩回顾及指引

港币 百万		3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	4Q24	1Q25 (Guidance)		1Q25
		A	A	A	A	A	A	(Con.)	Low	High	(Con.)
收入		3,474	3,405	3,139	3,342	3,345	3,403	3,365	3,700	4,300	3,170
	QoQ/YoY	-11%	-2%	-8%	6%	0%	2%				
订单 (百万美元)		379	350	409	399	406	419				
	QoQ/YoY	-2%	-8%	17%	-2%	2%	3%				
订单/收入比		0.84	0.80	1.02	0.93	0.95	0.96				
营业成本		(2,288)	(1,965)	(1,824)	(2,004)	(1,974)	(2,138)				
毛利		1,187	1,439	1,314	1,338	1,371	1,266				
期间费用		(1,078)	(1,194)	(1,008)	(1,091)	(1,145)	(1,198)				
营业利润		109	245	306	247	226	67				
	同比增长	-87%	-61%	-38%	-46%	107%	-72%				
财务费用		(29)	(52)	(42)	(54)	(53)	(52)				
其他		-49	-67	-3	0	-137	-4				
税前收入		31	126	261	194	35	11				
	同比增长	-96%	-67%	-41%	-55%	14%	-91%				
所得税		(18)	(50)	(84)	(57)	(11)	(7)				
少数股东权益		2	-	2	(2)	2	-				
归母净利润		15	75	180	135	26	4				70
	同比增长	-98%	-72%	-43%	-56%	77%	-94%				
比率											
毛利率		34.2%	42.3%	41.9%	40.0%	41.0%	37.2%				38.6%
期间费用率		31.0%	35.1%	32.1%	32.7%	34.2%	35.2%				
营业利润率		3.1%	7.2%	9.8%	7.4%	6.8%	2.0%				
净利润率		0.4%	2.2%	5.7%	4.0%	0.8%	0.1%				

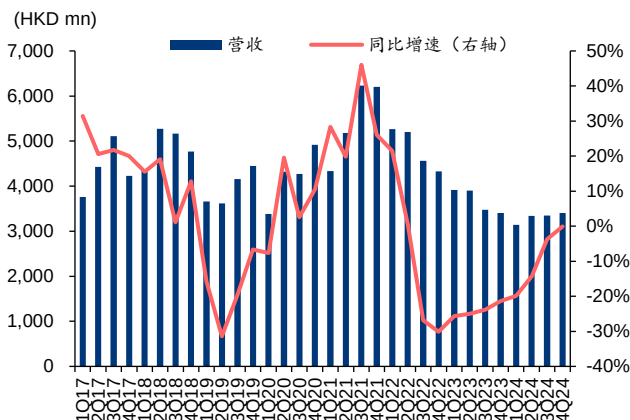
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：ASMPT 业绩预测

港币 百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2025E	2026E
				(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(old)	(old)	diff.	diff.
收入	19,363	14,697	13,229	13,472	14,876	16,541	14,512	17,751	-7%	-16%
QoQ/YoY	-12%	-24%	-10%	2%	10%	11%				
订单 (百万美元)	2,360	1,566	1,634	1,686	1,874	2,127				
QoQ/YoY	-30%	-34%	4%	3%	11%	14%				
订单/收入比	0.95	0.83	0.96	0.97	0.98	1.00				
营业成本	(11,398)	(8,924)	(7,940)	(7,984)	(8,624)	(9,443)				
毛利	7,966	5,774	5,289	5,488	6,252	7,098				
期间费用	(4,604)	(4,485)	(4,462)	(4,438)	(4,772)	(5,151)	(4,493)	(4,775)	-1.2%	-0.1%
营业利润	3,362	1,289	827	1,050	1,480	1,947				
同比增长	-21%	-62%	-36%	27%	41%	32%				
财务费用	(120)	(120)	(201)	(205)	(149)	(149)				
其他	171	-133	-125	-64	-91	166				
税前收入	3,413	1,036	502	781	1,240	1,964				
同比增长	-17%	-70%	-52%	56%	59%	58%				
所得税	(795)	(325)	(159)	(180)	(285)	(452)				
少数股东权益	2	4	3	3	3	3				
归母净利润	2,620	715	345	605	958	1,516	1,065	1,844	-43%	-48%
同比增长	-17%	-73%	-52%	75%	58%	58%				
比率										
毛利率	41.1%	39.3%	40.0%	40.7%	42.0%	42.9%				
期间费用率	23.8%	30.5%	33.7%	32.9%	32.1%	31.1%				
营业利润率	17.4%	8.8%	6.3%	7.8%	9.9%	11.8%				
净利率	13.5%	4.9%	2.6%	4.5%	6.4%	9.2%				

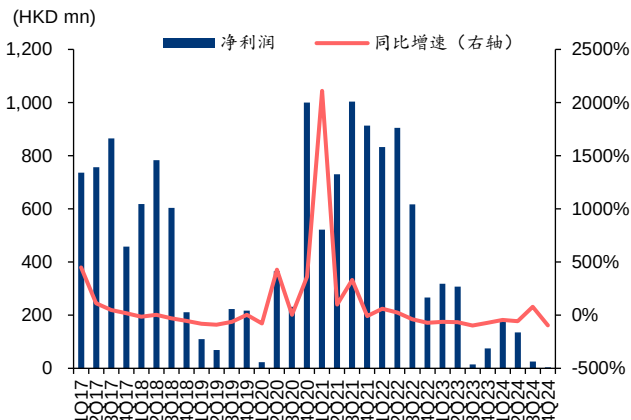
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表3：单季度营收和增速



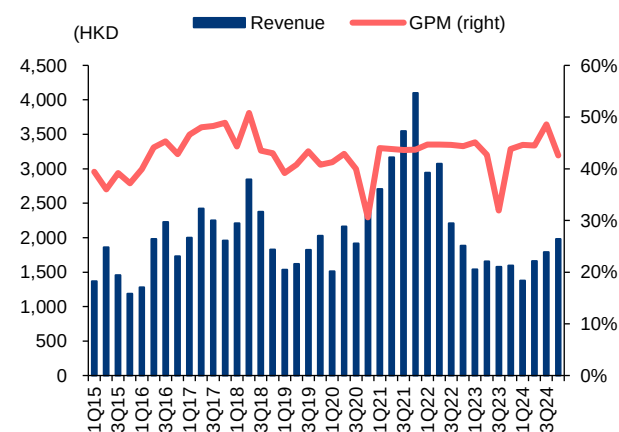
资料来源：Wind，华泰研究

图表4：单季度净利润和增速



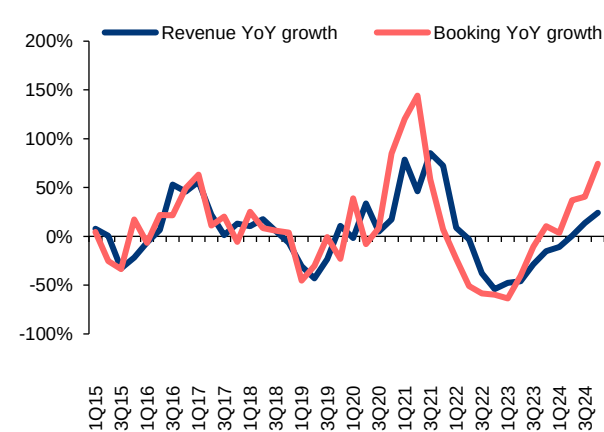
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表5：半导体解决方案：单季度营收和毛利率



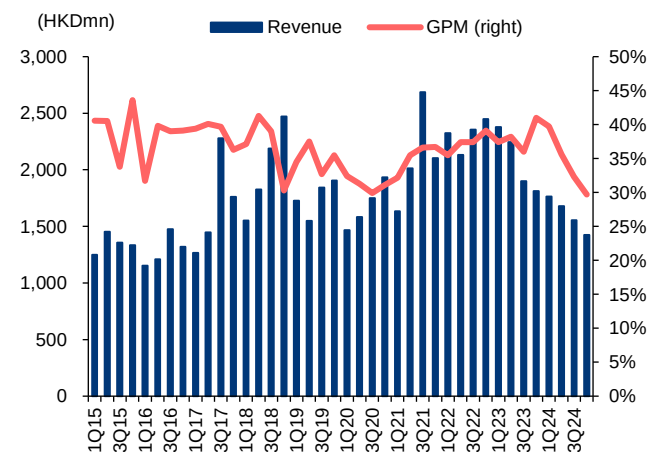
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：半导体解决方案板块季度收入增速以及订单额增速



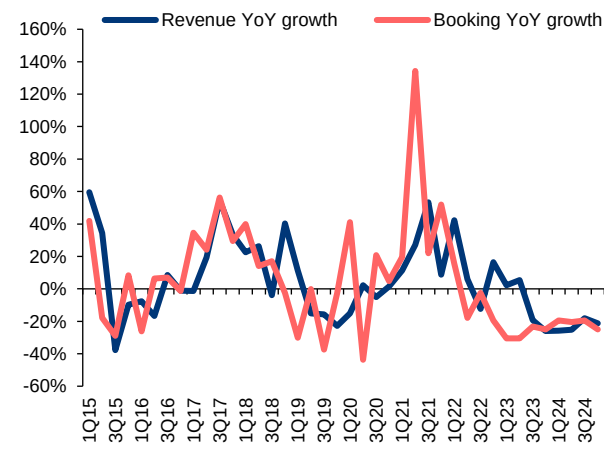
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表7：SMT 解决方案：单季度营收和毛利率



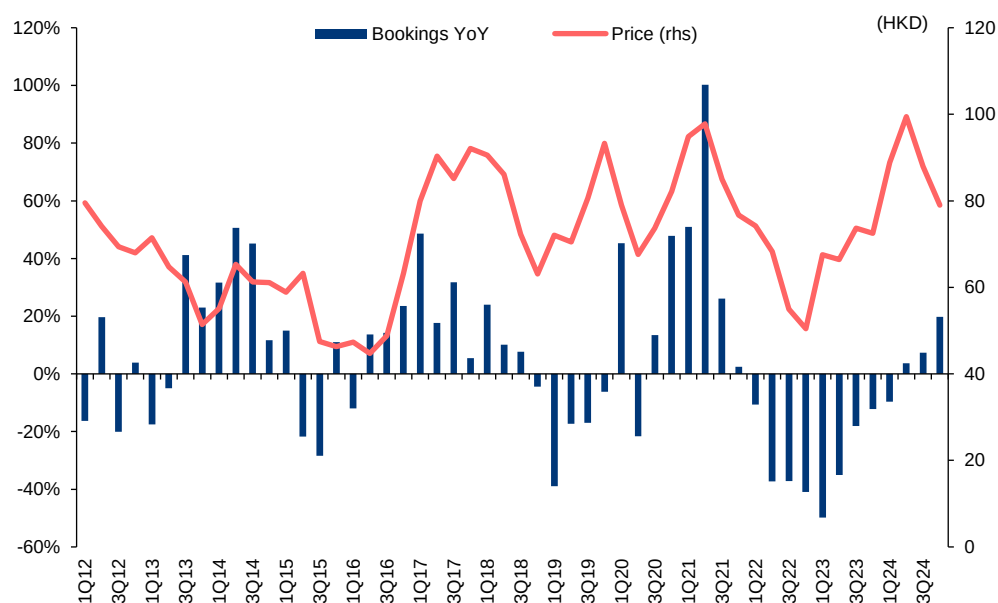
资料来源：Wind，华泰研究

图表8：SMT 解决方案板块季度收入增速以及订单额增速



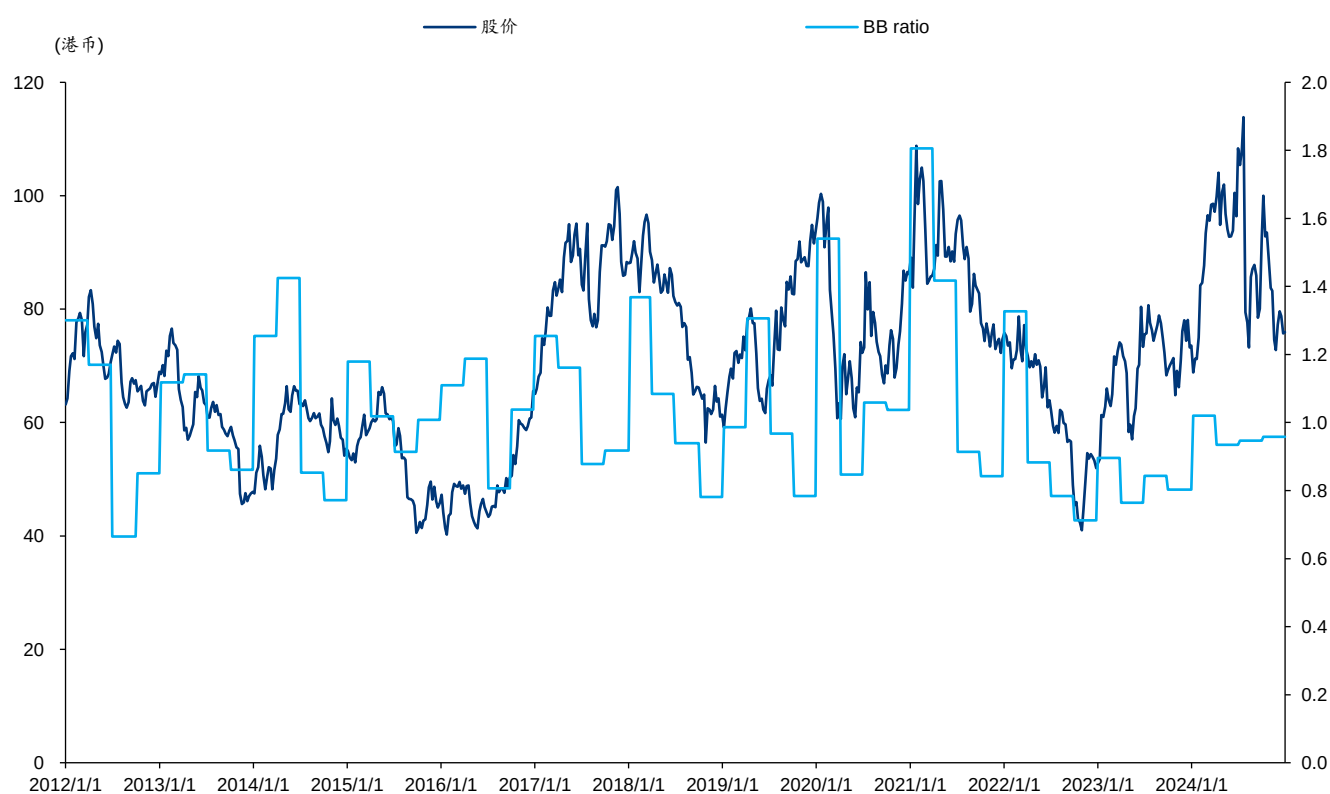
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表9：订单金额同比增速 vs. 股价



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

图表10：ASMPT 股价 vs BB ratio



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表11: ASMPT 可比公司估值表

	公司名称	市值 (百万美元)	收盘价 (当地货币)	PE		PB		股价变动 (%)		
				2025E	2026E	2025E	2026E	1W	30D	YTD
6146 JP	DISCO	24,977	34,180	30.5	26.0	6.6	5.8	-18.4	-22.3	-20.0
6857 JP	爱德万	40,046	7,753	34.0	27.3	9.0	7.4	-12.9	-9.2	-15.7
TER US	泰瑞达	17,341	107	27.2	19.7	5.7	5.3	-1.5	-4.0	-14.8
BESI NA	Besi	9,141	107	37.7	23.1	17.8	14.3	-1.1	-11.2	-19.1
042700 KS	Hanmi	6,015	91,000	22.3	16.1	10.9	6.3	-9.0	-14.2	10.3
KLIC US	K&S	1,950	37	22.9	16.2	2.1	2.1	-3.5	-15.8	-21.7
6315 JP	Towa	756	1,492	14.0	11.8	1.6	1.4	-4.9	-28.0	-3.5
均值				26.9	20.0	7.7	6.1	-7.3	-15.0	-12.1
中位数				27.2	19.7	6.6	5.8	-4.9	-14.2	-15.7
522 HK	ASMPT	3,188	60	41.0	25.9	1.5	1.5	-8.4	-19.4	-20.6

注: 预测数据来自彭博一致预期, 亚洲股票数据截至 2025/3/5, 其他数据截至 2025/3/4

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

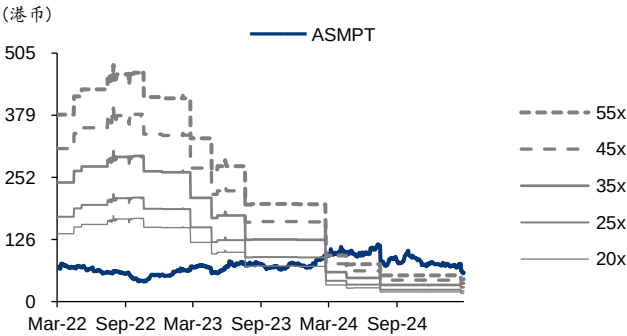
风险提示

半导体行业进入下行周期: 我们认为, 如果全球半导体行业因供应商库存调整、地缘政治摩擦或其他因素而进入下行周期, 企业盈利或面临不确定性。

新技术渗透不及我们的预期: 公司主要设备所涉及的新技术 (如 Mini LED、AP 等) 尚处于市场渗透初期, 发展潜力尚不明朗。如果新技术渗透未达到我们预期, 公司的发展前景或受到影响。

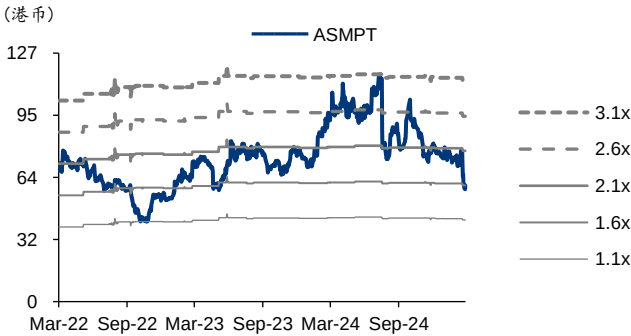
贸易摩擦加剧: 公司采用全球化业务布局, 覆盖 30 多个国家。如果全球贸易摩擦加剧, 公司经营将面临较大不确定性。

图表12: ASMPTPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表13: ASMPTPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,697	13,229	13,472	14,876	16,541
销售成本	(8,924)	(7,940)	(7,984)	(8,624)	(9,443)
毛利润	5,774	5,289	5,488	6,252	7,098
销售及分销成本	(2,621)	(2,654)	(2,567)	(2,686)	(2,822)
管理费用	(2,048)	(2,077)	(2,139)	(2,354)	(2,598)
其他收入/支出	183.00	300.00	300.00	300.00	0.00
财务成本净额	(37.07)	(70.55)	(73.20)	(15.01)	(15.01)
应占联营公司利润及亏损	11.25	28.60	9.18	9.77	10.00
税前利润	1,036	501.54	781.39	1,240	1,964
税费开支	(324.51)	(159.31)	(248.21)	(393.81)	(623.98)
少数股东损益	(3.85)	(3.04)	3.04	3.04	3.04
归母净利润	715.35	345.26	604.71	957.66	1,516
折旧和摊销	(713.18)	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	1,786	572.09	854.59	1,255	1,979
EPS (港币, 基本)	1.73	0.83	1.45	2.30	3.64

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	6,315	5,989	6,384	6,981	7,653
应收账款和票据	3,586	3,272	3,711	4,000	4,575
现金及现金等价物	4,434	4,418	6,776	8,188	10,273
其他流动资产	905.57	1,416	724.57	825.95	786.21
总流动资产	15,241	15,095	17,595	19,995	23,287
固定资产	2,190	2,117	4,296	5,496	6,696
无形资产	1,020	1,003	836.00	841.00	841.00
其他长期资产	5,824	5,799	3,958	3,967	3,977
总长期资产	8,722	8,579	9,089	10,304	11,514
总资产	23,963	23,673	26,685	30,299	34,801
应付账款	1,152	1,290	1,166	1,487	1,418
短期借款	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
其他负债	4,661	2,582	4,688	6,510	9,629
总流动负债	6,013	4,072	6,054	8,197	11,247
长期债务	1,842	4,048	4,048	4,048	4,048
其他长期债务	304.42	261.86	261.86	261.86	261.86
总长期负债	2,146	4,310	4,310	4,310	4,310
股本	41.45	41.65	41.65	41.65	41.65
储备/其他项目	15,537	15,393	15,998	16,955	18,471
股东权益	15,691	15,188	16,039	16,997	18,513
少数股东权益	112.91	109.87	112.91	115.95	118.99
总权益	15,804	15,298	16,152	17,113	18,632

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	34.43	71.77	40.98	25.87	16.35
PB	1.57	1.63	1.54	1.46	1.34
EV EBITDA	15.38	48.18	31.96	22.10	14.53
股息率 (%)	1.99	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(1.65)	(8.61)	1.16	1.28	5.76

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1,786	572.09	854.59	1,255	1,979
融资成本	37.07	70.55	73.20	15.01	15.01
营运资本变动	(1,403)	(719.32)	908.64	666.08	1,276
税费	(324.51)	(159.31)	(248.21)	(393.81)	(623.98)
其他	2,253	1,618	992.19	1,090	653.24
经营活动现金流	2,348	1,382	2,580	2,632	3,300
CAPEX	(454.70)	(1,805)	(1,205)	(1,205)	(1,200)
其他投资活动	(152.73)	(184.51)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(607.43)	(1,990)	(1,205)	(1,205)	(1,200)
债务增加量	(1,479)	2,206	0.00	0.00	0.00
权益增加量	0.16	0.20	0.00	0.00	0.00
派发股息	(1,035)	(489.00)	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	896.48	(70.55)	(73.20)	(15.01)	(15.01)
融资活动现金流	(1,618)	1,647	(73.20)	(15.01)	(15.01)
现金变动	122.92	1,040	1,302	1,412	2,085
年初现金	4,263	4,434	5,474	6,776	8,188
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	4,434	5,474	6,776	8,188	10,273

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(24.10)	(9.99)	1.83	10.42	11.20
毛利润	(27.52)	(8.39)	3.75	13.92	13.54
营业利润	(61.67)	(33.33)	26.02	39.75	11.02
净利润	(72.70)	(51.74)	75.15	58.37	58.26
EPS	(72.77)	(52.02)	75.15	58.37	58.26
盈利能力比率 (%)					
毛利率	39.28	39.98	40.73	42.03	42.91
EBITDA	12.15	4.32	6.34	8.44	11.97
净利润率	4.87	2.61	4.49	6.44	9.16
ROE	4.55	2.24	3.87	5.80	8.54
ROA	2.94	1.45	2.40	3.36	4.66
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(15.25)	(1.12)	(15.76)	(23.18)	(32.55)
流动比率	2.53	3.71	2.91	2.44	2.07
速动比率	1.48	2.24	1.85	1.59	1.39

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.60	0.56	0.54	0.52	0.51
应收账款周转天数	94.30	93.31	93.31	93.31	93.31
应付账款周转天数	51.49	55.37	55.37	55.37	55.37
存货周转天数	277.66	278.94	278.94	278.94	278.94
现金转换周期	320.48	316.88	316.88	316.88	316.88

每股指标 (港币)

EPS	1.73	0.83	1.45	2.30	3.64
每股净资产	37.90	36.47	38.51	40.81	44.45

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、谢春生、陈旭东，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（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，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）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、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。本公司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本公司的商标、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

- 分析师黄乐平、谢春生、陈旭东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，了解来自或与所述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），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。公司注册号: 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

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司