Q4 营收创新高，看好全年新车表现

华泰研究 年报点评

2025 年 3 月 19 日 | 中国香港 乘用车

公司 24 年营收/归母净利 409/-58 亿，同比+33%/减亏 46 亿，毛利率 14.3%，汽车毛利率由负转正；24Q4 营收/归母净利 161/-13 亿，同比+23%/减亏 0.2 亿。24 年归母净利润略低于我们此前预测。公司预计 25Q1 交付 9.1~9.3 万辆，同比+317%~326%，对应季度收入 150~157 亿元，同比+129%~140%。25 年公司新车周期强，我们预计销量提升下规模效应将快速释放，25Q4 有望实现季度盈利，维持“买入”评级。

24Q4 营收环比高增 59%，汽车毛利率持续 6 个季度改善

24Q4 销量 9.2 万辆（同/环比+52%/97%），营收 161 亿元（同/环比+23%/+59%），销量和收入创公司历史新高。技术降本和规模效应增强，24Q4 汽车毛利率 10%，同/环比+6pct/+1pct，连续 6 个季度改善。单车 ASP 为 16 万元，同/环比-21%/-15%，单车毛利 1.6 万元，同/环比+92%/-1%。费用端，24Q4 SG&A 费用 23 亿元，同/环比+18%/+39%，主要系销量上升带动向特许经营店支付的佣金增加。研发费用 20 亿元，同/环比+53%/+23%，来自新车型开发与技术升级。

G6、G9 改款将于 21 日开启交付，25Q2-Q4 多款重磅新车上市

3.13 日，公司发布 25 款 G6 和 G9，全系标配系标配智驾和 5C 超充，座舱配置升级。G6 上市 7 分钟大定突破 5000 台，G9 上市 45min 大定突破 3000 台，我们预计 G6 和 G9 月销有望 6000~8000 辆和 3000~5000 辆。25 年为公司产品大年，我们预计 4 月 G7 上市、5 月 MONA M03 智驾版上市，Q2~Q3 E9 上市，下半年 2 款增程 SUV 上市，助力公司完成全年销量同比翻倍目标。

全球拓展布局加速，飞行汽车、机器人打开更多成长曲线

公司 25 年将加速全球化布局。2 月首批 X9 右舵版发运泰国；3 月正式进军印尼市场，并计划 25H2 开启 G6 和 X9 本地化生产。公司计划 25 年内进入 60 个国家和地区，建立 300+海外销售网点。公司计划 26 年量产飞行汽车，且在机器人行前瞻布局，有望开辟第二/第三增长曲线。

盈利预测与估值

我们预测公司 25-27 年收入 856/977/1247 亿元（25/26 年维持预测，27 年新增）。采用分部估值，相较于可比公司，小鹏经营状况大幅提升，且新车周期和智能化优势扩大。参考可比公司理想，其扭亏为盈当年 PS-ttm 为 2.5-7.4x，我们综合考虑，给予小鹏销售业务 2x 2025E PS（前值 1.2x）；大众新车基于 G9 平台，改款 G9 订单亮眼，双方合作收入预期增加，上调技术服务相关的业务至 500 亿港币（前值 400 亿港币）。上调公司目标价为 123.83 港币（前值 80 港币），维持“买入”评级。

风险提示：消费需求不及预期，供应链短缺，公司产品发布、订单不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	30,676	40,866	85,606	97,660	124,730
+/-%	14.23	33.22	109.48	14.08	27.72
归属母公司净利润 (人民币百万)	(10,376)	(5,790)	(2,009)	1,099	4,275
+/-%	13.53	(44.19)	(65.30)	(154.69)	289.10
EPS (人民币，最新摊薄)	(5.46)	(3.05)	(1.06)	0.58	2.25
ROE (%)	(28.33)	(17.13)	(6.64)	3.69	13.15
PE (倍)	(16.21)	(29.04)	(83.69)	144.75	37.20
PB (倍)	4.63	5.38	5.75	5.24	4.59
EV EBITDA (倍)	(14.96)	(28.62)	(85.50)	82.85	26.14

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级（维持）：	买入
目标价（港币）：	123.83

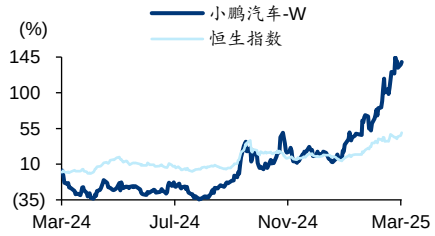
研究员 宋亭亭
SAC No. S0570522110001 songtingting021619@htsc.com
SFC No. BTK945 +(86) 21 2897 2228

研究员 王立献
SAC No. S0570525020001 wanglixian@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价 (港币)	123.83
收盘价 (港币 截至 3 月 18 日)	95.10
市值 (港币百万)	180,733
6 个月平均日成交额 (港币百万)	1,376
52 周价格范围 (港币)	25.50-106.00
BVPS (人民币)	16.46

股价走势图



资料来源：S&P

盈利预测调整

我们维持 25-27 年销量预测为 43/49/57 万辆（不变/不变/新增），25-27 年营收为 856/977/1247 亿元（不变/不变/新增）。

财务指标方面：

1） **研发费用：**考虑到 25 年公司将加大新车型、具身机器人、飞行汽车等研发，我们上调 25-27 年研发费用为 86/86/86 亿元（上调 25%/17%/新增），对应研发费用率为 10%/9%/8%（上调 2pct/1pct/新增）。

2） 其他因素变化不大；

3） 因此，我们调整预测小鹏汽车 25-27 年净利润为-20/11/43 亿元（前值 0.02/30/新增）。

图表1： 小鹏财务预期调整

	2024A	2025E Old	2026E Old	2027E Old	2025E New	2026E New	2027E New	2025E diff	2026E diff	2027E diff
营业收入	**40,866**	**85,606**	**97,660**	**-**	85,606	97,660	124,730	0%	0%	
同比	52%	109%	14%	-	109%	14%	28%			
毛利	5,846	13,873	18,158	-	13,873	18,158	22,476	0%	0%	
OPEX	13,327	15,410	16,504	-	17,122	17,774	18,584	11%	8%	
销售与管理费用	6,871	8,561	9,180	-	8,561	9,180	9,978	0%	0%	
研发费用	6,457	6,849	7,324	-	8,561	8,594	8,606	25%	17%	
营业利润	-7,482	-1,536	1,654	-	-3,248	384	3,892			
税前收益	-5,831	3	3,564	-	-2,388	1,306	5,080			
所得税	-70	0	535	-	-358	196	762			
归母净利润	**-5,790**	**2**	**2,999**	**-**	**-2,009**	**1,099**	**4,275**		**-63%**	
稀释 EPS（元）	-3.05	0.00	1.58	-	-1.06	0.58	2.25			
比率分析										
毛利率	14.30%	16.21%	18.59%	-	16.20%	18.60%	18.00%			
营业费用率	**39%**	**18%**	**17%**	**-**	20%	18%	17%	2pct	1pct	
销售与管理费用率	21%	10%	9%	-	10%	9%	9%			
研发费用率	17%	8%	7%	-	10%	9%	8%	2pct	1pct	
净利率	**-14%**	**0%**	**3%**	**-**	-2%	1%	3%	-2pct	-2pct	

资料来源：公司公告、华泰研究预测

估值：基于分部估值，上调目标价为 123.83 港币

整车及原有其他业务方面，我们将电动汽车制造商蔚来(9866 HK)、理想(2015 HK)、零跑汽车(9866 HK)视作小鹏的可比公司，考虑公司 MONA M03 和 P7+产能供不应求，G6 和 G9 改款降价增配，上市即热销。整体来看，我们看好 25 年小鹏汽车新车表现，且在 25Q4 有望扭亏为盈，参考同为造车新势力的理想，其在 22Q4 实现单季度盈利，当年 PS-ttm 区间为 2.5x-7.4x，小鹏近一年 PS-ttm 区间为 1.4-4.3x，我们认为公司估值未来仍有提升空间。综合考虑下，我们给予小鹏汽车销售业务 2x 2025E PS（前值 1.2x PS）。

溢价提升主要系小鹏近期发布的多款新车上市即热销，经营情况向上，25 年新车周期横纵向对比更强，且有望保持高热度。智驾方面，根据我们在《2025-03-11_体验向上价格向下，端到端加速落地》中的预测，在 25 年城市 NOA 智驾由 6%提升至 14%的背景下，小鹏智驾能力为独特优势，有望维持国内第一梯队地位。

另一方面，小鹏和大众合作，将增加技术服务费等收入，可对标文远知行（截至 3 月 18 日收盘，美股市值接近 358 亿港币）、Momenta 公司（最新公开披露 21 年一级市场估值 55 亿美元，对应 427 亿港币，数据来源 IT 桔子），小鹏在智驾方案相比 momenta 和文远知行具备更强的落地及全栈整合能力，且本次 G9 上市后订单表现亮眼，大众基于 G9 平台打造的车型有望放量，带动双方合作收入提升，给予小鹏估值 500 亿港币（前值 400 亿港币），我们调整公司目标价为 123.83 港币（前值 80.00 港币）。

图表2：可比公司估值表

公司	股票代码	市值	股价变化	企业价值	营收 (十亿美元)		EV/Sales		PS	
		(十亿美元)	YTD	(十亿美元)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
理想	2015 HK	30.64	-19.28%	22.75	25.55	32.59	0.89	0.70	1.20	0.94
蔚来	9866 HK	10.14	-9.86%	10.72	14.61	18.34	0.73	0.58	0.69	0.55
零跑	9866 HK	8.62	87.29%	8.06	8.06	11.31	1.00	0.71	1.07	0.76
平均							0.88	0.67	0.99	0.75

注：市值、股价、企业价值截至 3 月 18 日；营收预测来自 Wind 一致预期；汇率按照 1 人民币= 1.075 港币测算
资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

1）宏观经济下行，消费需求不及预期

汽车本质上是消费品，与宏观经济发展强相关，若宏观经济下行或增长不及预期，则会影响消费信心和消费需求，会引发购车观望情绪；

2）供应链短缺

汽车产业供应链长，从电池、电机、电控等零部件，及其上游原材料和元器件，如聚氨酯、钢铁、铝、芯片等生产或运输过程可能出现问题，断供导致整体乘用车销量不及预期；

3）公司产品发布、订单不及预期

公司 MONA、P7+、G6 等订单、交付出现下滑，可能导致公司收入、利润不及预期。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	30,676	40,866	85,606	97,660	124,730
销售成本	(30,225)	(35,021)	(71,733)	(79,501)	(102,254)
毛利润	451.16	5,846	13,873	18,158	22,476
销售及分销成本	(6,559)	(6,871)	(8,561)	(9,180)	(9,978)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(5,277)	(6,457)	(8,561)	(8,594)	(8,606)
财务成本净额	991.50	1,031	860.33	921.29	1,189
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(10,394)	(5,831)	(2,388)	1,306	5,080
税费开支	(36.81)	69.78	358.15	(195.86)	(762.07)
少数股东损益	0.00	0.00	(20.30)	11.10	43.18
归母净利润	(10,376)	(5,790)	(2,009)	1,099	4,275
折旧和摊销	(1,213)	(1,334)	(1,414)	(1,499)	(1,589)
EBITDA	(10,173)	(5,528)	(1,834)	1,883	5,480
EPS (人民币，基本)	(5.46)	(3.05)	(1.06)	0.58	2.25

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	5,526	5,563	6,393	7,741	10,437
应收账款和票据	5,206	5,585	8,683	10,307	13,946
现金及现金等价物	34,059	29,636	31,874	34,617	47,336
其他流动资产	9,731	8,952	8,505	6,804	4,763
总流动资产	54,522	49,736	55,454	59,468	76,483
固定资产	10,954	11,522	17,060	18,626	20,145
无形资产	4,949	4,610	869.58	572.69	257.98
其他长期资产	13,737	16,838	22,404	27,563	28,904
总长期资产	29,641	32,970	40,334	46,762	49,307
总资产	84,163	82,706	95,788	106,230	125,790
应付账款	29,791	31,731	45,980	53,397	68,739
短期借款	4,255	4,934	5,449	6,169	6,889
其他负债	2,066	3,200	2,398	2,398	2,398
总流动负债	36,112	39,865	53,827	61,964	78,027
长期债务	7,142	7,010	7,704	8,398	9,092
其他长期债务	4,581	4,556	5,012	5,513	3,998
总长期负债	11,722	11,566	12,716	13,911	13,090
股本	70,198	70,672	70,672	70,672	70,672
储备/其他项目	(33,870)	(39,397)	(41,406)	(40,307)	(36,032)
股东权益	36,329	31,275	29,266	30,364	34,640
少数股东权益	0.00	0.00	(20.30)	(9.20)	33.99
总权益	36,329	31,275	29,245	30,355	34,674

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(16.21)	(29.04)	(83.69)	144.75	37.20
PB	4.63	5.38	5.75	5.24	4.59
EV EBITDA	(14.96)	(28.62)	(85.50)	82.85	26.14
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(2.74)	(3.73)	3.94	2.34	6.87

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	(10,173)	(5,528)	(1,834)	1,883	5,480
融资成本	(991.50)	(1,031)	(860.33)	(921.29)	(1,189)
营运资本变动	10,112	1,524	10,321	4,445	9,006
税费	(36.81)	69.78	358.15	(195.86)	(762.07)
其他	2,014	2,914	505.80	2,622	3,230
经营活动现金流	925.10	(2,050)	8,490	7,833	15,765
CAPEX	(4,500)	(2,343)	(2,343)	(2,343)	(2,343)
其他投资活动	4,849	(3,319)	(4,818)	(5,082)	(3,305)
投资活动现金流	349.22	(5,662)	(7,161)	(7,426)	(5,648)
债务增加量	2,019	547.23	1,209	1,414	1,414
权益增加量	9,507	473.65	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(5,009)	(4,532)	860.33	921.29	1,189
融资活动现金流	6,517	(3,511)	2,070	2,335	2,603
现金变动	7,792	(11,223)	3,399	2,743	12,720
年初现金	14,714	22,506	11,282	14,682	17,424
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	22,506	11,282	14,682	17,424	30,144

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	14.23	33.22	109.48	14.08	27.72
毛利润	(85.39)	1,196	137.32	30.89	23.78
营业利润	29.15	(34.28)	(56.59)	(111.84)	912.31
净利润	13.53	(44.19)	(65.30)	(154.69)	289.10
EPS	3.11	(44.19)	(65.30)	(154.69)	289.10
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	1.47	14.30	16.21	18.59	18.02
EBITDA	(33.16)	(13.53)	(2.14)	1.93	4.39
净利润率	(33.82)	(14.17)	(2.35)	1.13	3.43
ROE	(28.33)	(17.13)	(6.64)	3.69	13.15
ROA	(13.33)	(6.94)	(2.25)	1.09	3.69
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(62.38)	(56.57)	(63.97)	(66.03)	(90.52)
流动比率	1.51	1.25	1.03	0.96	0.98
速动比率	1.36	1.11	0.91	0.83	0.85
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.39	0.49	0.96	0.97	1.08
应收账款周转天数	67.74	47.53	30.00	35.00	35.00
应付账款周转天数	295.37	316.21	195.00	225.00	215.00
存货周转天数	59.83	57.00	30.00	32.00	32.00
现金转换周期	(167.80)	(211.69)	(135.00)	(158.00)	(148.00)
每股指标 (人民币)					
EPS	(5.46)	(3.05)	(1.06)	0.58	2.25
每股净资产	19.12	16.46	15.40	15.98	18.23

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，宋亭亭、王立献，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。
- 小鹏汽车-W（9868 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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

- 分析师宋亭亭、王立献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。
- 小鹏汽车-W（9868 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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

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

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司