

24 年利润符合预期，关注碳化硅及深海装备进展

华泰研究

2025 年 4 月 03 日 | 中国内地/中国香港

更新报告

半导体

2024 年时代电气收入 249.1 亿元 (yoy+13.4%)；归母净利润 37.03 亿元 (yoy+21.7%)，符合我们此前预期。轨道交通装备业务随着轨交进入换新和维修周期，带动 24 年全年实现收入 146.36 亿元 (yoy+13.37%)，新兴装备业务伴随各个领域份额提升，实现收入 101.15 亿元 (yoy+13.71%)。我们认为目前处于轨交维修和以旧换新的上行周期，公司作为高市占率的轨交龙头，收入增速有望保持在较好水平；关注新兴装备业务碳化硅上车进展以及深海装备业务受益政策驱动加速情况。维持 A/H 股“买入”评级。

轨交：国铁以旧换新和维修进入高峰期，业务持续增长

轨道交通业务收入 146.36 亿元，同比增长 13.37%。其中，轨道交通电气装备/轨道工程机械/通信信号系统/其它轨道交通装备收入 109.90/18.91/11.05/6.50 亿元，同比 7.41%/12.22%/67.50%/95.02%。随着 24 年国铁开始进入以旧换新和维修周期，公司轨道交通业务迎来较快增长。其中公司最新研发的轨道交通通信信号系统在各地陆续换新升级，驱动相关业务快速增长。我们认为随着国铁维修换新业务的招标持续，公司 25 年轨交换新和维修业务有望维持较好增速；公司轨交新产品推出有望推动市场份额提升。

新兴装备：宜兴产能快速爬升，深海装备有望成为第二成长曲线

新兴装备业务收入 101.15 亿元，同比增长 13.71%。其中，基础器件/新能源汽车电驱系统/新能源发电/海工装备/工业变流收入 41.10/25.69/20.36/8.65/5.35 亿元，同比增长 11.02%/23.96%/5.70%/18.04%/15.93%。(1) 公司宜兴 8 吋 IGBT 产线正在顺利爬产，2025 年公司的碳化硅功率模块有望实现在新能源汽车主驱上的规模化应用。(2) 同时公司正积极响应国家的深海科技战略，依靠其在海工装备上的能力逐步向深海装备上进行布局。(3) 随着公司新能源电驱、工业变流等产品规模化提升，产品毛利率有望向好，或有利于增厚盈利，部分抵消固定资产折旧影响。

下调 A/H 股目标价至 58.89 元/39.17 港元，维持“买入”评级

目前轨交处于大规模维修周期，但考虑到整体放量节奏或存在不确定性，我们小幅下调 25/26E 收入预测至 291.0/334.4 亿元(前值:308.2/359.0 亿元)，新增 27 年预测 373.7 亿元；此外由于研发费用率提升，因此我们调整 25/26/27E 归母净利润预期至 42.6/48.8/54.8 亿元(25/26E 前值:44.4/51.3 亿元)。我们预计新兴业务/轨交及其他 25E 归母净利润为 11.6/31.0 亿元，分别给予 30.8/14.5x 25E PE (可比公司均值)，取消溢价主因公司轨交订单量级和确收周期存在一定不确定性以及固定资产投入加速。根据历史平均 AH 溢价率 61.2%，给予 A/H 股目标价 58.89 元/39.17 港元，维持“买入”。

风险提示：半导体周期下行风险，新能源车、光伏等需求不达预期风险。

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)	21,799	24,909	29,099	33,444	37,371
+/-%	20.88	14.27	16.82	14.93	11.74
归属母公司净利润 (人民币百万)	3,106	3,703	4,261	4,881	5,483
+/-%	21.51	19.22	15.09	14.55	12.33
EPS (人民币，最新摊薄)	2.27	2.70	3.11	3.56	4.00
ROE (%)	8.70	9.45	9.76	10.12	10.27
PE (倍)	20.68	17.35	15.07	13.16	11.71
PB (倍)	1.74	1.55	1.40	1.27	1.14
EV EBITDA (倍)	11.45	8.92	7.87	6.20	5.07

资料来源：公司公告、华泰研究预测

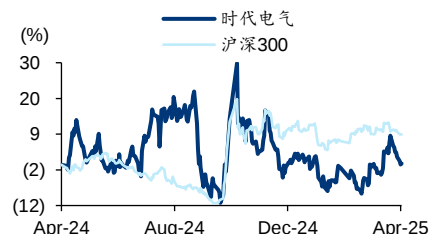
	3898 HK	688187 CH
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：39.17	人民币：58.89

研究员	谢春生
SAC No. S0570519080006	xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938	+(86) 21 2987 2036
研究员	张宇
SAC No. S0570523090002	zhangyu@htsc.com
SFC No. BSF274	+(86) 10 6321 1166
研究员	汤仕嵩
SAC No. S0570524090007	tangshihe@htsc.com
SFC No. BUQ838	+(86) 10 6321 1166

基本数据

(港币/人民币)	3898 HK	688187 CH
目标价	39.17	58.89
收盘价 (截至 4 月 2 日)	31.45	46.90
市值 (百万)	43,066	64,222
6 个月平均日成交额 (百万)	129.82	328.49
52 周价格范围	24.85-40.00	41.51-60.70
BVPS	29.52	30.33

股价走势图



资料来源：Wind

图表1：时代电气收入拆分

(百万元)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,658	16,304	16,034	15,121	18,034	21,799	24,909	29,099	33,444	37,371
同比增长率	3.4%	4.1%	-1.7%	-5.7%	19.3%	20.9%	14.3%	16.8%	14.9%	11.7%
收入拆分										
轨道交通装备	13,822	14,434	13,890	12,252	12,656	12,910	14,636	17,244	19,599	21,546
轨道交通电气装备	9,807	10,923	10,618	9,447	9,766	10,232	10,990	12,517	13,794	14,710
轨道交通工程机械	2,603	1,992	2,015	2,127	1,703	1,685	1,891	2,271	2,611	3,003
通信信号系统	796	658	601	274	657	659	1,105	1,547	2,011	2,413
其他轨道交通装备	616	861	656	404	530	334	650	910	1,183	1,420
新兴装备	1,756	1,765	1,901	2,572	5,147	8,895	10,115	11,696	13,687	15,668
功率半导体器件	667	519	801	1,068	1,835	3,108	3,724	4,382	5,299	6,328
传感器器件	147	147	202	230	409	594	386	347	347	365
新能源汽车电驱系	71	131	168	456	1,093	2,072	2,569	3,057	3,577	3,863
工业变流产品	430	515	405	528	1,374	2,388	2,571	2,828	3,111	3,422
海工装备	440	452	325	290	436	733	865	1,081	1,352	1,689
其他	80	104	242	297	230	157	158	158	158	158
合计	15658	16304	16034	15121	18034	21799	24909	29099	33444	37371
同比增长率										
轨道交通装备	5.4%	4.4%	-3.8%	-11.8%	3.3%	2.0%	13.4%	17.8%	13.7%	9.9%
轨道交通电气装备	12.6%	11.4%	-2.8%	-11.0%	3.4%	4.8%	7.4%	13.9%	10.2%	6.6%
轨道交通工程机械	-14.4%	-23.5%	1.1%	5.6%	-19.9%	-1.1%	12.2%	20.1%	15.0%	15.0%
通信信号系统	22.0%	-17.3%	-8.6%	-54.4%	139.8%	0.3%	67.5%	40.0%	30.0%	20.0%
其他轨道交通装备	-13.3%	39.9%	-23.8%	-38.5%	31.4%	-37.0%	95.0%	40.0%	30.0%	20.0%
新兴装备	6.4%	0.6%	7.7%	35.3%	100.1%	72.8%	13.7%	15.6%	17.0%	14.5%
功率半导体器件	-17.7%	-22.2%	54.5%	33.3%	71.8%	69.4%	19.8%	17.7%	20.9%	19.4%
传感器器件	-82.5%	0.1%	37.1%	13.7%	77.8%	45.2%	-35.0%	-10.1%	0.0%	5.2%
新能源汽车电驱系		86.1%	27.9%	171.4%	139.7%	74.7%	24.0%	19.0%	17.0%	8.0%
工业变流产品		19.7%	-21.5%	30.5%	160.2%	73.8%	7.7%	10.0%	10.0%	10.0%
海工装备		2.7%	-28.1%	-10.7%	50.2%	68.0%	18.0%	25.0%	25.1%	24.9%
其他	-78.8%	30.0%	131.9%	22.7%	-22.6%	-31.7%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	37.5%	38.9%	37.2%	33.7%	32.7%	33.9%	32.5%	32.3%	32.3%	32.2%
销售费用率	7.4%	6.9%	6.9%	6.9%	6.1%	7.2%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
管理费用率	5.0%	5.2%	4.7%	5.4%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
研发费用率	9.2%	9.9%	10.5%	11.2%	9.8%	9.3%	10.7%	10.2%	10.2%	10.2%
归母净利润	2,612	2,659	2,475	2,018	2,556	3,106	3,703	4,261	4,881	5,483

注：销售费用率的大幅度下滑主要系公司质保费用重分类，划分进营业成本所致，因此毛利率相应有所调整

资料来源：Wind，华泰研究预测

估值分析

我们采用 SOTP 法对时代电气 A 股和 H 股进行估值。对于时代电气 A 股：

新兴装备业务(目标市值 356 亿元)：公司新兴装备业务包含功率半导体、新能源汽车电驱、工业变流、海工装备、传感器等产品。公司功率半导体器件业务产能爬坡顺利，受益超高压业务带动盈利能力增强。新能源电驱业务实现长足发展带来亏损幅度逐步收窄。公司为 A 股稀缺“芯片+器件+系统”标的，因此我们给予公司 30.8x 2025E PE，基于可比公司均值（较上次取消溢价，主要因公司新兴装备进入固定资产投资增加周期或对盈利能力有一定影响），对应市值 356 亿元。

轨道交通装备及其他业务（目标市值 450 亿元）：公司为国内轨交装备龙头企业，受益于动车五级修、设备以旧换新等需求拉动，我们给予时代电气轨道交通装备及其他业务 14.5x 2025E PE，基于可比公司均值（较上次取消溢价，主要系订单量级和确收周期存在一定不确定性），对应 450 亿元的目标市值。

我们预计新兴业务/轨交及其他 25E 归母净利润为 11.6/31.0 亿元，分别给予 30.8/14.5x 25E PE（基于可比公司均值），对应市值 806.45 亿元。

图表2：2025 年时代电气估值分析-A 股

(百万元人民币)	营业收入 (2025E)	净利润 (2025E)	估值方法	PE (2025E)	目标市值
新兴装备业务	11,696	1,157	PE	30.8	35,638
轨交装备及其他	17,244	3,104	PE	14.5	45,007
合计	29,099	4,261		19	80,645
				总股本	1,369
				目标价	58.89 元

资料来源：公司财报，华泰研究预测

图表3：可比公司估值表（截至 2025 年 4 月 2 日收盘）

代码	公司	交易货币	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	PE (倍) 2025E	PB (倍) 2026E	2025E	PS (倍) 2026E	2025E	ROE (%) 2026E	2025E	2026E
新兴装备业务												
功率半导体业务												
603290 CH	斯达半导	CNY	88.97	21,306	25.2	19.8	2.9	2.6	4.9	4.0	11.4	13.1
688396 CH	华润微	CNY	45.32	60,164	52.3	41.1	2.6	2.4	5.2	4.6	4.8	5.8
688711 CH	宏微科技	CNY	16.55	3,523	45.2	24.4	2.9	2.7	2.1	1.7	6.3	10.9
605111 CH	新洁能	CNY	34.58	14,362	24.9	20.5	3.2	2.8	6.2	5.1	12.8	13.8
688261 CH	东微半导	CNY	41.66	5,105	40.4	23.3	1.7	1.6	4.5	3.8	4.2	6.8
平均					37.6	25.8	2.6	2.4	4.6	3.8	7.9	10.1
新能源汽车电驱												
688612 CH	威迈斯	CNY	26.35	11,092	17.3	13.5	2.4	2.1	1.4	1.1	14.5	16.1
300681 CH	英搏尔	CNY	33.82	8,652	67.4	41.2	4.3	3.9	2.7	2.2	6.6	9.8
300124 CH	汇川技术	CNY	68.69	185,091	31.3	26.4	5.5	4.6	4.1	3.4	17.9	17.9
平均					38.7	27.0	4.0	3.5	2.7	2.2	13.0	14.6
工业变频产品												
300274 CH	阳光电源	CNY	72.47	150,246	11.3	9.8	2.9	2.3	1.4	1.2	27.0	24.3
688390 CH	固德威	CNY	48.96	11,877	20.6	14.7	3.0	2.5	1.1	0.8	16.5	19.3
300763 CH	锦浪科技	CNY	60.09	23,996	17.2	13.8	2.4	2.1	2.4	1.9	14.2	15.1
605117 CH	德业股份	CNY	94.80	61,234	15.5	12.6	5.1	3.9	4.0	3.2	35.0	32.4
平均					16.2	12.7	3.4	2.7	2.2	1.8	23.2	22.8
新兴装备业务平均					30.8	21.9	3.3	2.9	3.2	2.6	14.7	15.8
轨交装备业务及其他												
601766 CH	中国中车	CNY	6.93	187,265	14.3	13.2	1.1	1.1	0.8	0.7	7.8	8.0
688009 CH	中国通号	CNY	5.53	53,433	15.2	13.8	1.2	1.1	1.7	1.6	7.7	8.1
603508 CH	思维列控	CNY	23.58	8,990	13.9	11.6	1.7	1.5	5.2	4.4	12.1	13.1
轨交装备业务平均					14.5	12.9	1.3	1.2	2.5	2.2	9.2	9.7

注：所有公司预测数据均来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究预测

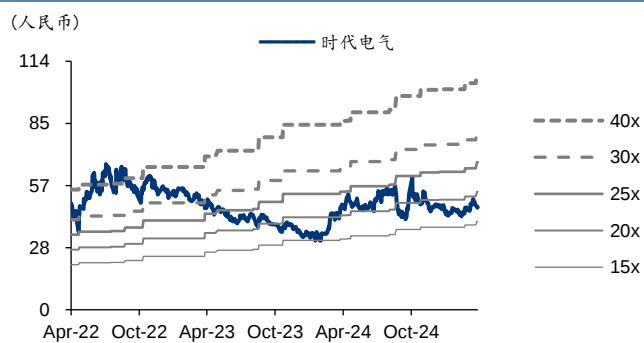
对于时代电气 H 股，我们根据历史平均 AH 溢价率来确定估值。根据 Wind，时代电气自科创板上市以来（截至 2025 年 4 月 2 日），历史平均 AH 溢价率为 61.2%，结合 A 股目标价 58.89（按照 1HKD=0.92RMB 的汇率进行计算），给予时代电气 H 股目标价 39.17 港元。

风险提示

半导体周期下行风险。若未来全球疫情反复，下游市场需求难以提振，半导体行业将面临下行周期风险，从而进一步压缩公司功率半导体业务的未来增量空间。

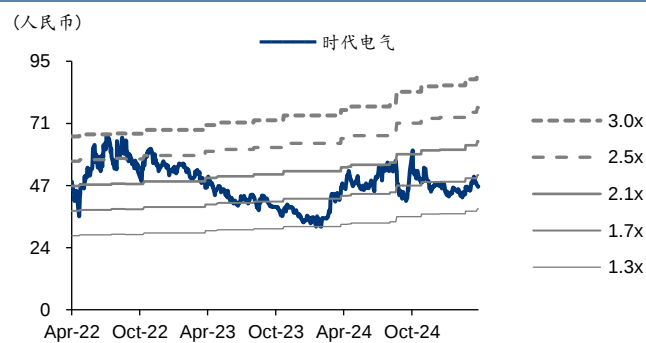
新能源车、光伏等需求不达预期风险。公司的新兴装备业务主要面向新能源汽车、新能源发电等下游领域。若出现新能源汽车渗透速度放缓，光伏、风电等装机量不及预期等情况，将存在公司未来营收和利润增长不及预期的风险。

图表4: 时代电气 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 时代电气 PB-Bands



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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	37,515	46,433	48,662	57,537	64,400
现金	7,903	10,652	13,381	17,975	22,741
应收账款	9,636	11,612	13,210	15,319	16,560
其他应收账款	232.03	247.41	312.67	331.04	388.27
预付账款	747.93	581.86	971.60	813.83	1,181
存货	5,443	7,064	7,524	8,637	9,464
其他流动资产	13,553	16,276	13,263	14,461	14,065
非流动资产	15,890	18,369	19,735	20,108	19,669
长期投资	533.41	572.44	559.86	524.37	538.26
固定投资	5,233	8,595	10,168	11,007	11,148
无形资产	1,371	1,391	1,347	1,339	1,168
其他非流动资产	8,753	7,811	7,660	7,237	6,815
资产总计	53,405	64,802	68,397	77,644	84,069
流动负债	13,432	18,730	17,732	21,744	22,304
短期借款	396.92	39.01	39.01	39.01	39.01
应付账款	6,189	8,290	8,663	9,437	10,837
其他流动负债	6,847	10,401	9,030	12,267	11,428
非流动负债	2,256	1,310	1,320	1,307	1,276
长期借款	631.94	62.00	71.80	58.98	27.58
其他非流动负债	1,624	1,248	1,248	1,248	1,248
负债合计	15,688	20,040	19,052	23,051	23,580
少数股东权益	850.57	3,235	3,555	3,923	4,336
股本	1,416	1,407	1,402	1,397	1,393
资本公积	10,511	12,731	12,736	12,740	12,745
留存公积	25,108	27,634	32,216	37,465	43,361
归属母公司股东权益	36,866	41,528	45,789	50,670	56,153
负债和股东权益	53,405	64,802	68,397	77,644	84,069

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	2,782	3,361	3,002	5,844	5,512
净利润	3,150	3,949	4,582	5,249	5,896
折旧摊销	1,001	1,235	1,354	1,725	1,843
财务费用	(257.82)	(146.23)	(313.67)	(440.37)	(576.82)
投资损失	(57.18)	(28.30)	(19.27)	(15.69)	(30.11)
营运资金变动	(960.43)	(1,233)	(2,308)	(343.46)	(1,280)
其他经营现金	(93.71)	(414.76)	(293.71)	(329.95)	(339.76)
投资活动现金	(2,277)	(3,200)	128.68	(1,679)	(1,288)
资本支出	(2,981)	(3,451)	(2,329)	(1,627)	(972.56)
长期投资	484.92	(16.65)	12.59	35.49	(13.90)
其他投资现金	218.83	267.58	2,445	(87.00)	(301.70)
筹资活动现金	(589.06)	456.25	(401.78)	428.84	542.38
短期借款	(57.45)	(357.91)	0.00	0.00	0.00
长期借款	559.26	(569.94)	9.79	(12.82)	(31.40)
普通股增加	0.00	(9.58)	(4.70)	(4.70)	(4.70)
资本公积增加	0.00	2,220	4.70	4.70	4.70
其他筹资现金	(1,091)	(825.83)	(411.58)	441.66	573.78
现金净增加额	(65.43)	624.03	2,729	4,594	4,766

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,799	24,909	29,099	33,444	37,371
营业成本	14,418	16,818	19,693	22,626	25,342
营业税金及附加	122.48	161.45	188.61	216.77	242.23
营业费用	1,579	589.18	688.28	791.05	883.96
管理费用	1,041	1,169	1,368	1,572	1,756
财务费用	(257.82)	(146.23)	(313.67)	(440.37)	(576.82)
资产减值损失	(81.09)	(88.37)	(103.23)	(118.65)	(132.58)
公允价值变动收益	74.60	43.85	88.90	93.35	75.18
投资净收益	57.18	28.30	19.27	15.69	30.11
营业利润	3,317	4,286	4,921	5,640	6,334
营业外收入	43.26	47.86	31.77	33.56	39.11
营业外支出	1.09	17.27	5.62	6.27	7.56
利润总额	3,360	4,317	4,947	5,667	6,365
所得税	209.50	367.84	365.02	418.15	469.68
净利润	3,150	3,949	4,582	5,249	5,896
少数股东损益	44.39	246.17	320.74	367.42	412.70
归属母公司净利润	3,106	3,703	4,261	4,881	5,483
EBITDA	4,148	5,306	5,968	6,936	7,612
EPS (人民币, 基本)	2.19	2.62	3.04	3.49	3.94

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	20.88	14.27	16.82	14.93	11.74
营业利润	13.17	29.20	14.81	14.61	12.31
归属母公司净利润	21.51	19.22	15.09	14.55	12.33
获利能力 (%)					
毛利率	33.86	32.48	32.32	32.35	32.19
净利率	14.45	15.85	15.75	15.69	15.78
ROE	8.70	9.45	9.76	10.12	10.27
ROIC	14.67	15.34	15.35	16.97	18.35
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.38	30.92	27.86	29.69	28.05
净负债比率 (%)	(14.82)	(20.96)	(26.00)	(31.93)	(36.76)
流动比率	2.79	2.48	2.74	2.65	2.89
速动比率	2.22	1.82	2.00	2.00	2.20
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.42	0.44	0.46	0.46
应收账款周转率	2.46	2.34	2.34	2.34	2.34
应付账款周转率	2.35	2.32	2.32	2.50	2.50
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.27	2.70	3.11	3.56	4.00
每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	2.45	2.19	4.27	4.03
每股净资产(最新摊薄)	26.92	30.33	33.44	37.00	41.01
估值比率					
PE (倍)	20.68	17.35	15.07	13.16	11.71
PB (倍)	1.74	1.55	1.40	1.27	1.14
EV EBITDA (倍)	11.45	8.92	7.87	6.20	5.07

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、张宇、汤仕翥，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。
- 时代电气（688187 CH）、时代电气（3898 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 时代电气（688187 CH）：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

- 分析师谢春生、张宇、汤仕嵩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。
- 时代电气（688187 CH）、时代电气（3898 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 时代电气（688187 CH）：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