

扣非净利增长亮眼，发力 AI 全栈服务

华泰研究

2025 年 4 月 22 日 | 中国内地/中国香港

季报点评

通信运营

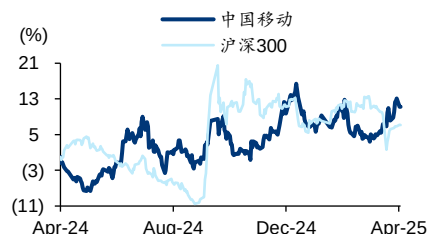
	941 HK	600941 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 93.10	人民币: 126.40

研究员	王兴
SAC No. S0570523070003	wangxing@htsc.com
SFC No. BUC499	+(86) 21 3847 6737
研究员	高名垚
SAC No. S0570523080006	gaomingyao@htsc.com
SFC No. BUP971	+(86) 21 2897 2228
研究员	王珂
SAC No. S0570524080005	wangke020520@htsc.com
SFC No. BWA966	+(86) 755 8249 2388
联系人	唐攀尧
SAC No. S0570124040002	tangpanyao@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388

基本数据

(港币/人民币)	941 HK	600941 CH
目标价	93.10	126.40
收盘价 (截至 4 月 22 日)	82.90	112.91
市值 (百万)	1,789,337	2,437,081
6 个月平均日成交额 (百万)	1,968	1,586
52 周价格范围	68.50-85.55	98.02-118.16
BVPS	64.69	64.41

股价走势图



资料来源: Wind

中国移动发布 2025 年一季度业绩:公司营业收入同比增长 0.02%至 2637.6 亿元,归母净利润同比增长 3.45%至 306.3 亿元,基本符合我们此前预期 (308 亿元),扣非归母净利润同比增长 10.8%至 289 亿元。随着国内 AI 应用迈入蓬勃发展期,公司在“AI+”赛道迎来了新的成长机遇,移动云逐步从“云计算”向“云智算”升级,包含算力、工具、模型、应用在内的 AI 全栈服务有望成为新的收入增长动能,长期而言,我们看好公司作为全球电信运营商龙头的经营韧性与竞争力,维持“买入”评级。

基本盘市场稳中有升,推动 AI+DICT 项目规模拓展

个人市场方面,公司移动客户规模达到 10.03 亿户,继续保持平稳,移动市场 ARPU 值为 46.9 元。家庭市场仍然保持量价齐升态势,有线宽带客户数达到 3.2 亿户,净增 548 万户,家庭客户综合 ARPU 同比增长 2.3%至 40.8 元,以“移动爱家”品牌为引领,公司智慧家庭增值服务持续拓展,为家庭市场的增长持续性提供有力支撑。政企市场方面,公司大力推动 AI+DICT 项目标准复制与规模拓展,加快打造商客场景标准产品解决方案,未来由 AI 产品、行业应用、模型服务能力带来的收入有望成为公司新的增长引擎。

盈利能力延续提升趋势,加大智算领域投入

盈利能力方面,1Q25 公司毛利率同比提升 0.75pct 至 26.93%,净利率同比提升 0.39pct 至 11.61%,主要系 5G 进入投资回收期,1Q25 公司折旧摊销费用同比下降 0.5%至 479.2 亿元,公司网络运营及支撑成本同比增长 1.7%至 758.3 亿元 (1Q24: 同比增长 2.3%),成本端压力逐步减小,规模效应显现,带动盈利能力持续提升。智算投入方面,据 2025 移动云智算大会,截止 2025 年 4 月,公司已建成智能算力 43EFLOPS (FP16),相比 2024 年底的 34EFLOPS 有明显增长,体现出一季度 AI 应用推动下市场对智算算力及移动智能云服务的旺盛需求。

盈利有望持续增长,维持“买入”

我们看好公司的发展潜力,维持盈利预测不变,预计其 25-27 年归母净利润为 1455/1524/1590 亿元,预计其 25-27 年 BPS 为 66.55/68.62/70.70 元。考虑到公司较高的盈利能力及国内 AI 应用蓬勃发展时期数字化业务的增长潜力,给予 A 股 1.9 倍 25 年 PB (全球平均: 1.28),对应目标价 126.4 元; (前值: 126.6 元,基于 1.9 倍 25 年 PB),参考过去公司一月 AH 股溢价率均值 44%,给予 H 股 1.32 倍 2025 年 PB,对应目标价 93.1 港元 (前值: 98.7 港元,基于 40% AH 股溢价率均值),维持“买入”评级。

风险提示: 1) ARPU 改善低于预期; 2) 5G 资本开支超出预期; 3) 竞争加剧; 4) 公司采取较为保守的股息政策。

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)	1,009,309	1,040,759	1,077,430	1,114,306	1,151,863
+/-%	7.69	3.12	3.52	3.42	3.37
归属母公司净利润 (人民币百万)	131,766	138,373	145,455	152,351	159,016
+/-%	5.03	5.01	5.12	4.74	4.37
EPS (人民币, 最新摊薄)	6.16	6.45	6.74	7.06	7.37
ROE (%)	9.99	10.12	10.28	10.44	10.58
PE (倍)	18.33	17.51	16.75	16.00	15.33
PB (倍)	1.82	1.75	1.70	1.65	1.60
EV EBITDA (倍)	3.97	3.72	4.18	3.67	3.35

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

中国移动 A 股业绩概览

图表1：中国移动 A 股：收入和盈利增速

(人民币百万元)	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25
营业收入	768,070	848,258	937,259	1,009,309	1,040,759	263,760
同比增长 (%)	2.97	10.44	10.49	7.69	3.12	0.02
营业总成本	640,260	715,579	793,372	861,185	879,700	223,426
营业利润	142,936	151,994	161,306	168,117	176,284	39,016
同比增长 (%)	0.19	6.34	6.13	4.22	4.86	2.31
利润总额	142,353	151,973	162,872	170,531	178,389	39,312
同比增长 (%)	0.38	6.76	7.17	4.70	4.61	2.44
净利润	108,134	116,095	125,594	131,935	138,526	30,630
同比增长 (%)	1.56	7.36	8.18	5.05	5.00	3.38
归属母公司股东的净利润	107,837	115,937	125,459	131,766	138,373	30,631
同比增长 (%)	1.42	7.51	8.21	5.03	5.01	3.45
销售毛利率(%)	30.57	28.81	27.78	28.23	29.02	26.93
销售净利率(%)	14.08	13.69	13.40	13.07	13.31	11.61

资料来源：公司财报、华泰研究

盈利预测及估值

我们看好公司的长期增长潜力, 预计其 2025/2026/2027 年的收入为人民币 10774 亿/11143 亿/11519 亿元, 预计其归母净利润为人民币 1455/1524/1590 亿元。

考虑到电信运营商固定资产规模大、账面价值较为稳定, 我们参考全球市场中主流的电信运营商估值方式, 采用 PB 对国内电信运营商进行估值。全球运营商彭博一致预期 2025 年 PB 平均值为 1.28 倍, 预计其 25-27 年 BPS 为 66.55/68.62/70.70 元。考虑到公司较高的盈利能力及国内 AI 应用蓬勃发展时期数字化业务的增长潜力, 给予 A 股 1.9 倍 25 年 PB(全球平均: 1.28), 对应目标价 126.4 元; (前值: 126.6 元, 基于 1.9 倍 25 年 PB), 参考过去公司一月 AH 股溢价率均值 44%, 给予 H 股 1.32 倍 2025 年 PB, 对应目标价 93.1 港元 (前值: 98.7 港元, 基于 40% AH 股溢价率均值), 维持“买入”评级。

图表2：全球主要运营商 PB 估值水平 (2025-04-22)

公司名称	公司代码	股价 (元)	BPS (人民币元)			PB (倍)		
			2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E
中国联通-A	600050 CH	5.40	5.26	5.45	5.65	1.03	0.99	0.96
中国电信-A	601728 CH	7.87	5.01	5.15	5.31	1.57	1.53	1.48
Verizon	VZ US	42.93	172.07	184.60	200.21	1.85	1.72	1.53
AT&T	T US	26.33	106.17	117.60	124.53	1.86	1.66	1.57
Telefonica	TEF SM	5.02	15.71	29.32	29.09	2.06	1.21	1.19
Orange	ORA FP	11.79	76.23	101.22	104.88	1.24	1.00	0.97
SK Telecom	034730 KS	128500.00	2274.00	2032.00	2118.00	0.26	0.35	0.28
LG Uplus Corp	032640 KS	11690.00	98.27	102.75	106.96	0.56	0.54	0.52
Nippon Telegraph	9432 JP	149.90	5.59	6.01	6.49	1.21	1.19	1.12
Telekomunikasi	TLKM IJ	2570.00	0.64	0.66	0.69	1.78	1.71	1.64
HKT-SS	6823 HK	10.88	4.75	4.59	4.46	2.13	2.16	2.21
平均值						1.41	1.28	1.22

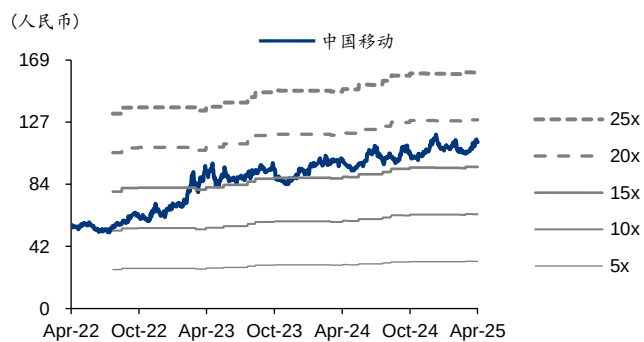
注：盈利预测和估值数据来自 4 月 22 日 Bloomberg 一致预期；股价以实际交易货币为单位；港币兑人民币汇率为 0.943

资料来源：Bloomberg, 华泰研究

风险提示

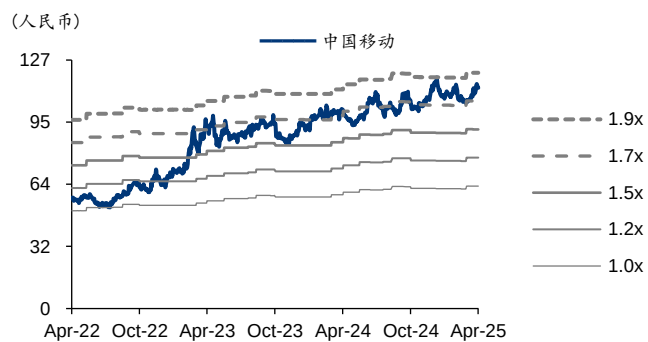
- 1) ARPU 改善低于预期；
- 2) 5G 资本支出超出预期；
- 3) 竞争加剧；
- 4) 公司采取更为保守的派息政策。

图表3: 中国移动 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表4: 中国移动 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	498,104	568,559	535,737	658,986	738,185
现金	178,772	242,275	158,323	302,214	411,728
应收账款	54,881	75,741	65,948	56,167	38,506
其他应收账款	44,362	27,817	17,140	17,052	14,506
预付账款	7,516	8,315	7,717	5,704	6,074
存货	12,026	11,229	10,415	11,386	10,605
其他流动资产	200,547	203,182	276,193	266,462	256,766
非流动资产	1,459,253	1,504,268	1,508,114	1,456,347	1,407,727
长期投资	181,715	198,563	185,367	187,221	189,093
固定投资	714,663	714,494	744,365	739,332	733,445
无形资产	47,597	50,804	50,804	50,804	50,804
其他非流动资产	515,278	515,278	527,578	478,989	434,384
资产总计	1,957,357	2,072,827	2,043,851	2,115,332	2,145,912
流动负债	558,565	633,018	501,774	523,401	503,852
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	297,456	354,341	184,191	189,058	169,493
其他流动负债	261,109	278,677	317,583	334,343	334,359
非流动负债	88,107	78,570	100,934	105,905	111,106
长期借款	67,759	55,930	88,629	93,212	98,020
其他非流动负债	20,348	22,640	12,304	12,694	13,086
负债合计	646,672	711,588	602,708	629,306	614,957
少数股东权益	4,253	4,507	4,668	4,836	5,012
股本	455,001	461,838	461,838	461,838	461,838
资本公积	(301,738)	(301,501)	(301,738)	(301,738)	(301,738)
留存公积	48,035	58,261	55,347	47,708	44,819
归属母公司股东权益	1,306,432	1,356,732	1,436,475	1,481,190	1,525,942
负债和股东权益	1,957,357	2,072,827	2,043,851	2,115,332	2,145,912

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	303,780	142,574	136,406	326,161	298,463
净利润	131,766	138,373	145,455	152,351	159,016
折旧摊销	207,132	191,101	187,279	183,533	179,863
财务费用	(3,457)	(2,495)	(2,170)	(3,474)	(3,048)
投资损失	8,958	11,097	10,914	10,158	8,401
营运资金变动	(30,264)	(2,275)	(16,272)	24,191	(6,342)
其他经营现金	(10,355)	(193,227)	(188,800)	(40,600)	(39,426)
投资活动现金	(205,699)	(239,828)	(94,996)	(94,426)	(96,101)
资本支出	(180,600)	(183,600)	(151,200)	(146,664)	(142,264)
长期投资	2,892	9,280	9,078	8,305	6,528
其他投资现金	(27,991)	(65,508)	47,126	43,934	39,635
筹资活动现金	(123,843)	(81,477)	(50,396)	(87,845)	(92,848)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(13,982)	(11,829)	32,699	4,582	4,808
普通股增加	1,497	6,837	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	699.00	237.00	(237.00)	0.00	0.00
其他筹资现金	(112,057)	(76,722)	(82,858)	(92,427)	(97,656)
现金净增加额	(25,762)	(178,731)	(8,986)	143,891	109,514

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	1,009,309	1,040,759	1,077,430	1,114,306	1,151,863
营业成本	(724,358)	(738,772)	(804,401)	(853,875)	(862,169)
营业税金及附加	(3,071)	(3,759)	(3,891)	(4,025)	(4,160)
营业费用	(52,477)	(54,564)	(56,090)	(59,353)	(61,713)
管理费用	(56,025)	(56,937)	(59,452)	(68,600)	(78,615)
财务费用	(3,457)	(2,495)	(2,170)	(3,474)	(3,048)
资产减值损失	(568.00)	(1,209)	(1,252)	(1,294)	(1,338)
公允价值变动收益	12,874	13,170	14,974	15,668	7,927
投资净收益	9,886	14,657	10,986	8,958	11,097
营业利润	168,117	176,284	182,829	191,278	199,560
营业外收入	3,871	3,593	3,790	3,966	4,137
营业外支出	(1,457)	(1,488)	(1,570)	(1,642)	(1,713)
利润总额	170,531	178,389	188,189	196,886	205,411
所得税	(38,596)	(39,863)	(42,573)	(44,366)	(46,219)
净利润	131,935	138,526	145,616	152,520	159,192
少数股东损益	169.00	153.00	160.83	168.46	175.83
归属母公司净利润	131,766	138,373	145,455	152,351	159,016
EBITDA	341,478	333,691	362,301	376,601	382,959
EPS (人民币，基本)	6.16	6.45	6.74	7.06	7.37

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	7.69	3.12	3.52	3.42	3.37
营业利润	4.22	4.86	3.71	4.62	4.33
归属母公司净利润	5.03	5.01	5.12	4.74	4.37
获利能力 (%)					
毛利率	28.23	29.02	25.34	23.37	25.15
净利率	13.06	13.30	13.50	13.67	13.81
ROE	9.99	10.12	10.28	10.44	10.58
ROIC	0.09	0.09	0.09	0.11	0.12
偿债能力					
资产负债率 (%)	0.32	0.34	0.29	0.30	0.29
净负债比率 (%)	(2.88)	(5.67)	(2.50)	(11.74)	(18.18)
流动比率	0.89	0.90	1.07	1.26	1.47
速动比率	0.87	0.88	1.05	1.24	1.44
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.51	0.52	0.54	0.54
应收账款周转率	14.09	12.19	11.77	13.52	16.22
应付账款周转率	2.07	2.10	2.15	2.21	2.28
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	6.16	6.45	6.74	7.06	7.37
每股经营现金流(最新摊薄)	14.07	6.61	6.32	15.11	13.83
每股净资产(最新摊薄)	62.16	64.49	66.55	68.62	70.70
估值比率					
PE (倍)	18.33	17.51	16.75	16.00	15.33
PB (倍)	1.82	1.75	1.70	1.65	1.60
EV EBITDA (倍)	3.97	3.72	4.18	3.67	3.35

免责声明

分析师声明

本人, 王兴、高名焱、王珂, 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。
- 中国移动（600941 CH）、中国移动（941 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。
- 中国移动（941 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

- 分析师王兴、高名焱、王珂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。
- 中国移动（600941 CH）、中国移动（941 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。
- 中国移动（941 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。
- 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，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，不以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

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，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

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