

Q2 净利环比维稳，景气修复在即

华泰研究

2025年8月12日 | 中国内地

中报点评

化学原料

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

74.80

万华化学 25H1 实现收入 909 亿元，同比-6.4%；归母净利润 61 亿元，同比-25%。其中二季度公司实现收入 478 亿元，同环比-6%/+11%；归母净利润 30 亿元，同环比-24%/-1%，高于我们 Q2 前瞻预期（25 亿元），主要是财务费用下降以及信用减值损失减少等影响。考虑烯烃行业新增产能投放较多或致石化板块景气阶段性仍承压，我们下调 25 年的净利预测，但中长期伴随内需修复以及行业竞争格局优化，行业景气有望改善并带动公司盈利提升，维持“买入”评级。

25H1 主要产品景气承压，费用与减值下降助力 Q2 净利环比维稳

25H1 公司聚氨酯/石化/新材料销量分别为 303/285/119 万吨，同比+13%/+4%/+29%；收入分别为 369/349/156 亿元，同比+4%/-12%/+20%；毛利率同比-2.3/-4.9/-7.4pct 至 25.7%/-0.4%/+9.6%。25H1 综合毛利率为 13.8%，同比-2.6%。25Q2 聚氨酯/石化/新材料销量分别为 158/152/65 万吨，环比 Q1+9%/+14%/+20%；对应收入为 185/186/83 亿元，环比 Q1 持平/+14%/+12%。25Q2 综合毛利率为 12.2%，环比 Q1 下降 3.5pct，期间费用率环比 Q1 下降 2.6pct 至 4.1%，受财务费用降低及信用减值损失减少等影响，Q2 净利环比保持稳健。

聚氨酯景气有所改善，供需修复下行业景气有望逐步回升

据百川盈孚，截至 8 月 8 日，聚氨酯板块纯 MDI/聚合 MDI/TDI 价格分别较 Q2 均价变化+3%/+3%/+45%，受海外供给扰动等因素，短期 TDI 景气大幅改善；石化板块产品景气仍偏弱，但丙烯-丙烷价差/乙烯-乙烷价差分别变化+36%/+6%，主要系关税政策缓和下成本端有所改善；新材料板块 PC/HDI/POE 价格分别变化-4%/-7%/-6%，景气仍待修复。我们认为，伴随内需修复以及行业资本开支增速下降助力竞争格局优化等因素，聚氨酯/石化/新材料等景气有望逐步改善。公司福建 TDI/MDI 项目、乙烯一期进料改造、POE 二期等众多项目正积极推进，亦有望为公司贡献增量业绩。

盈利预测与估值

考虑石化等板块景气阶段性复苏不及我们预期，我们下调 25 年盈利预测，预计 25-27 年净利为 138/178/208 亿元（前值 153/178/208 亿元，25 年下调 9.7%），同比增速分别为 +5.7%/+29.1%/+17%，对应 EPS 为 4.40/5.68/6.65 元。结合可比公司 25 年 Wind 一致预期平均 15xPE，考虑公司聚氨酯行业龙头地位，给予公司 25 年 17xPE（前值 17xPE），目标价 74.80 元（前值 82.62 元），维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新项目进度不及预期；国际贸易不确定性。

庄汀洲

SAC No. S0570519040002
SFC No. BQZ933

研究员

zhuangtingzhou@htsc.com
+(86) 10 5679 3939

张雄

SAC No. S0570523100003
SFC No. BVN325

研究员

zhangxiong@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

杨文韬*

SAC No. S0570124070150

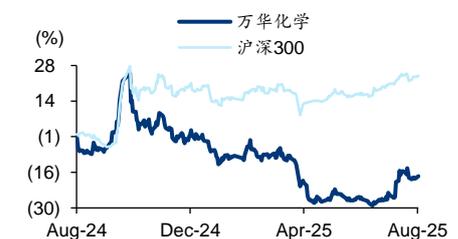
联系人

yangwentao@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	74.80
收盘价(人民币 截至 8 月 11 日)	61.46
市值(人民币百万)	192,399
6 个月平均日均成交额(人民币百万)	1,628
52 周价格范围(人民币)	52.53-93.75
BVPS(人民币)	31.87

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)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	182,069	203,115	230,701	251,167
+/-%	3.83	11.56	13.58	8.87
归属母公司净利润(百万)	13,033	13,778	17,780	20,805
+/-%	(22.49)	5.71	29.05	17.01
EPS(最新摊薄)	4.16	4.40	5.68	6.65
ROE(%)	14.29	13.20	15.16	15.61
PE(倍)	14.76	13.96	10.82	9.25
PB(倍)	2.03	1.84	1.65	1.45
EV EBITDA(倍)	8.78	9.27	6.80	6.06
股息率(%)	2.03	2.77	2.77	4.39

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

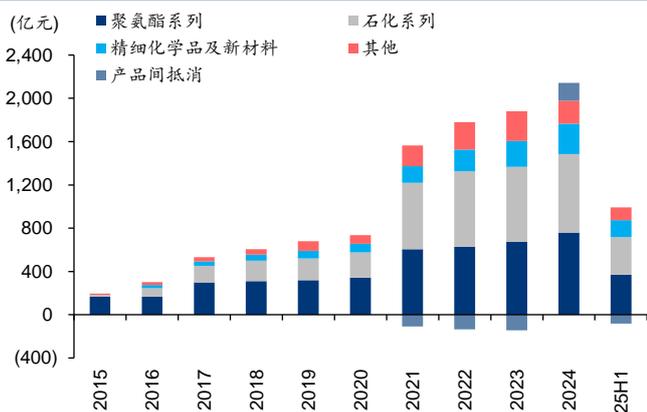
图表1: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		EPS (元)			P/E (x)		
		8月11日	8月11日	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
恒力石化	600346 CH	15.27	1,075	1.17	1.37	1.58	13	11	10
扬农化工	600486 CH	65.67	266	3.43	4.03	4.56	19	16	14
华鲁恒升	600426 CH	24.25	515	1.93	2.23	2.50	13	11	10
平均							15	13	11

注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

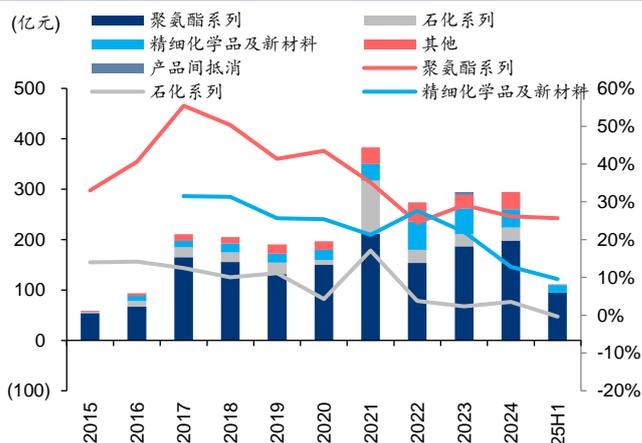
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 万华化学收入拆分



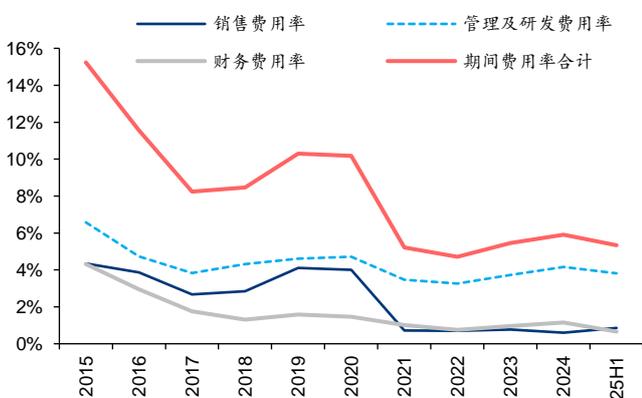
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 万华化学毛利拆分



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 万华化学费用率情况



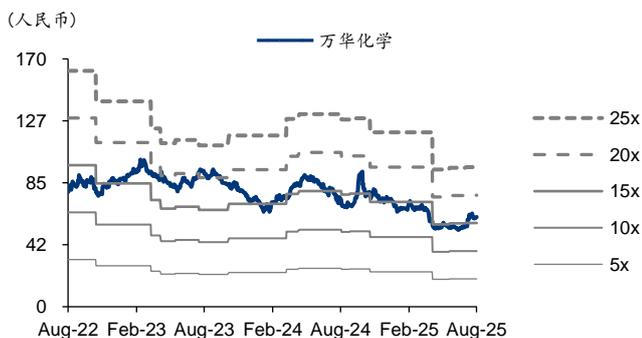
资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 万华化学资产负债情况



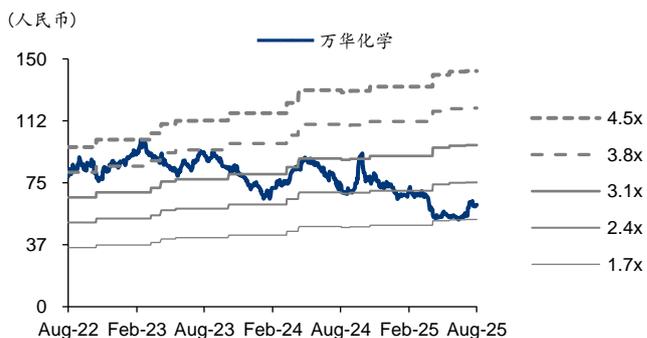
资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 万华化学 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 万华化学 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表8：万华化学季度业绩拆分

	单位	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3E	25Q4E
营业收入	百万元	46161	50906	50537	34465	43068	47834	55660	56553
——聚醚醚	百万元	17502	17953	18790	21599	18427	18461	19293	18856
——石化	百万元	18514	21061	22403	10540	16320	18614	24783	25205
——精细化学品	百万元	6105	6874	7020	8274	7370	8258	9084	9992
——其他	百万元	4040	5018	2324	-5948	951	2501	2549	2500
营业收入 yoy	%	10%	11%	12%	-19%	-7%	-6%	10%	64%
——聚醚醚	%	12%	5%	9%	25%	5%	3%	3%	-13%
——石化	%	2%	17%	42%	-40%	-12%	-12%	11%	139%
——精细化学品	%	14%	16%	11%	33%	21%	20%	29%	21%
——其他	%	49%	6%	-58%	-431%	-76%	-50%	8%	-142%
营业收入 qoq	%	8%	10%	-1%	-32%	25%	11%	16%	2%
——聚醚醚	%	1%	3%	5%	15%	-15%	0%	5%	-2%
——石化	%	6%	14%	6%	-53%	55%	14%	33%	2%
——精细化学品	%	-2%	13%	2%	18%	-11%	12%	10%	10%
——其他	%	125%	24%	-54%	-356%	-116%	163%	0%	0%
营业成本	百万元	38024	43111	43766	27741	36304	42015	47041	47664
营业成本 yoy	%	10%	12%	18%	-22%	-5%	-3%	7%	72%
营业成本 qoq	%	7%	13%	2%	-37%	31%	16%	12%	1%
总毛利	百万元	8137	7795	6770	6724	6764	5819	8620	8889
总毛利 yoy	%	11%	11%	-14%	-7%	-17%	-25%	27%	32%
总毛利 qoq	%	13%	-4%	-13%	-1%	1%	-14%	48%	3%
总毛利率	%	18%	15%	13%	20%	16%	12%	15%	16%
总毛利率 yoy	pct	0.1	-0.1	-4.0	2.7	-1.9	-3.1	2.1	-3.8
总毛利率 qoq	pct	0.8	-2.3	-1.9	6.1	-4	-4	3	0
费用率	%	6%	5%	6%	8%	7%	4%	6%	6%
——销售及管理费用率	%	2%	2%	2%	3%	3%	2%	3%	3%
——研发费用率	%	2%	2%	2%	4%	3%	2%	3%	3%
费用率 yoy	pct	0.3	1.1	0.1	1.8	1.0	-1.3	0.5	-1.7
——销售及管理费用率	pct	0.4	0.2	0.2	0.8	0.4	-0.5	0.2	-0.5
——研发费用率	pct	0.2	0.1	-0.2	1.0	0.4	0.3	0.2	-1.3
费用率 qoq	pct	-0.5	-0.3	0.4	2.2	-1.3	-2.6	2.2	-
——销售及管理费用率	pct	0.1	-0.2	0.2	0.6	-0.3	-1.0	0.8	-
——研发费用率	pct	-0.6	-0.2	0.2	1.6	-1.2	-0.3	0.1	-
归母净利润	百万元	4157	4017	2919	1940	3082	3041	3781	3899
归母净利润 yoy	pct	3%	-11%	-29%	-53%	-26%	-24%	30%	101%
归母净利润 qoq	pct	1%	-3%	-27%	-34%	59%	-1%	24%	3%
归母净利率	%	9%	8%	6%	6%	7%	6%	7%	7%
归母净利率 yoy	pct	-0.7	-2.0	-3.4	-4.0	-0.7	0.6	1.2	-0.3
归母净利率 qoq	pct	-0.6	-1.1	-2.1	-0.1	1.5	-0.8	0.4	0.1
EPS	元/股	1.32	1.28	0.93	0.62	0.98	0.97	1.20	1.24

资料来源：Wind，华泰研究预测



图表9：万华化学实际与季度预测数据比较

驱动概览(Driver)			2025Q1	2025Q2	YoY	2025Q2 E	A vs E
原油价格	Crude Oil Price	美元/桶	75	67	-	67	-
GDP 增速	GDP yoy	%	5.4%	5.2%	-	5.2%	-
总收入增速	Revenue yoy	%	-6.70%	-6%	-	2%	-
运营数据概览							
收入							
聚氨酯系列	polyurethane	Rmb mn	18427	18461	3%	17950	3%
石化系列	Petrochemicals	Rmb mn	16320	18614	-12%	23554	-21%
新材料系列	NewMaterials	Rmb mn	7370	8258	20%	8107	2%
销量							
聚氨酯系列	polyurethane	万吨	145	158	14%	150	5%
石化系列	Petrochemicals	万吨	133	152	8%	145	5%
新材料系列	NewMaterials	万吨	54	65	35%	60	8%
市场基准价格							
纯 MDI	Pure MDI	万元/吨	1.87	1.74	-7%	1.74	0%
聚合 MDI	Aggregate MDI	万元/吨	1.79	1.61	-7%	1.55	4%
TDI	TDI	万元/吨	1.31	1.16	-22%	1.15	1%
乙烯	ethylene	万元/吨	0.76	0.65	-7%	0.7	-7%
财报数据总结							
总收入	Net Revenue	Rmb mn	43068	47834	-6%	52111	-8%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	36304	42015	-3%	45626	-8%
毛利率	Gross margin	%	15.70%	12%	-3%	12%	0%
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn	1163	794	-27%	1303	-39%
研发费用	R&D	Rmb mn	1151	1138	8%	1303	-13%
财务费用	Finance costs	Rmb mn	578	19	-97%	677	-97%
营业利润	Operating profit	Rmb mn	4016	3627	-30%	3827	-5%
税前利润	PBT	Rmb mn	3857	3672	-29%	3813	-4%
所得税	Tax	Rmb mn	480	333	-55%	458	-27%
少数股东损益	Minority	Rmb mn	295	298	-24%	302	-1%
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	3082	3041	-24%	3127	-3%
非经常性损益	One offs	Rmb mn	41.65	-163	-462%	40.0	-508%
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	Rmb mn	3040	3204	-19%	3087	4%
EPS	EPS	Rmb/sh	0.98	0.97	-24%	1.0	-2%
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh	0.97	1.02	-19%	1.0	4%
BVPS	Rmb/sh	Rmb/sh	31.31	31.77	9%	32	-1%
核心财务指标							
有效税率	Effective tax rate	%	12.4%	9.10%	-	12.5%	-
少数股东损益占比	Minorities %	%	8.7%	8.90%	-	9.0%	-

资料来源：Wind，华泰研究预测



图表10: 万华化学年度预测

驱动概览(Driver)			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
原油价格	Crude Oil Price	美元/桶	82	80	68	62	63
GDP 增速	GDP yoy	%	5.4%	5.0%	5.3%	5.4%	5.5%
总收入增速	Revenue yoy	%	5.9%	3.8%	11.6%	13.6%	8.9%
运营数据概览							
收入							
聚氨酯系列	polyurethane	Rmb mn	67386	75844	75037	82706	89750
yoy	yoy	%		13%	-1%	10%	9%
石化系列	Petrochemicals	Rmb mn	69328	72518	84922	98651	106543
yoy	yoy	%		5%	17%	16%	8%
新材料系列	NewMaterials	Rmb mn	23836	28273	34704	39344	42874
yoy	yoy	%		19%	23%	13%	9%
销量							
聚氨酯系列	polyurethane	万吨	489	564	609	686	704
yoy	yoy	%		15%	8%	13%	3%
石化系列	Petrochemicals	万吨	472	547	627	687	707
yoy	yoy	%		16%	15%	10%	3%
新材料系列	NewMaterials	万吨	159	203	244	280	308
yoy	yoy	%		28%	20%	15%	10%
市场价格 ASP							
纯 MDI	Pure MDI	万元/吨	1.92	1.86	1.76	1.7	1.72
yoy	yoy	%		-3%	-6%	-3%	1%
聚合 MDI	Aggregate MDI	万元/吨	1.52	1.69	1.59	1.51	1.52
yoy	yoy	%		11%	-6%	-5%	1%
TDI	TDI	万元/吨	1.73	1.41	1.38	1.3	1.3
yoy	yoy	%		-19%	-2%	-6%	0%
乙烯	ethylene	万元/吨	0.69	0.74	0.7	0.68	0.68
yoy	yoy	%		8%	-5%	-3%	0%
毛利率 COGS							
聚氨酯系列	polyurethane	%	27.7%	26.2%	30.4%	29.0%	29.0%
石化系列	Petrochemicals	%	3.5%	3.5%	0.1%	4.2%	5.0%
新材料系列	NewMaterials	%	21.4%	12.8%	10.0%	11.0%	11.0%
核心财务指标							
EBIT	EBIT	Rmb mn	21561	18796	20312	25377	27628
EBITDA	EBITDA	Rmb mn	32950	31818	34530	41526	47722
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb mn	606	697	700	700	700
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	16816	13033	13778	17780	20805
扣非净利润	Net Profit-recurring	Rmb mn	16439	13359	13778	17780	20805
EPS	EPS	Rmb/sh	5.36	4.15	4.39	5.66	6.62
EPS(扣非)	EPS- recurring	Rmb/sh	5.24	4.25	4.39	5.66	6.62
BVPS	BVPS	Rmb/sh	28.24	30.14	34.25	38.2	43.13

资料来源: Wind, 华泰研究预测

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	61,864	69,990	73,751	79,432	86,908
现金	23,710	24,533	20,312	23,070	25,117
应收账款	9,144	12,319	14,763	15,997	17,492
其他应收账款	985.74	1,316	1,252	1,664	1,510
预付账款	2,203	2,124	2,703	2,779	3,189
存货	20,650	24,107	29,131	30,329	34,008
其他流动资产	5,172	5,592	5,592	5,592	5,592
非流动资产	191,176	223,343	250,320	257,359	259,454
长期投资	7,046	9,651	12,436	15,087	17,652
固定投资	98,764	118,828	142,319	151,711	157,539
无形资产	10,786	11,971	12,692	13,304	13,903
其他非流动资产	74,581	82,892	82,873	77,256	70,360
资产总计	253,040	293,333	324,072	336,790	346,362
流动负债	108,657	126,083	151,746	160,107	162,903
短期借款	43,526	35,557	68,244	52,921	65,795
应付账款	14,980	26,612	20,534	32,122	24,853
其他流动负债	50,151	63,913	62,969	75,064	72,255
非流动负债	49,929	63,750	57,610	47,766	37,017
长期借款	39,811	48,176	42,035	32,192	21,443
其他非流动负债	10,118	15,574	15,574	15,574	15,574
负债合计	158,586	189,833	209,356	207,874	199,920
少数股东权益	5,798	8,874	10,237	11,995	14,053
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
资本公积	1,816	1,806	1,806	1,806	1,806
留存公积	83,848	90,147	100,745	114,422	130,426
归属母公司股东权益	88,656	94,626	104,479	116,921	132,389
负债和股东权益	253,040	293,333	324,072	336,790	346,362

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	26,797	30,053	16,437	59,098	27,975
净利润	18,300	14,791	15,140	19,538	22,863
折旧摊销	11,389	13,022	13,621	16,739	18,752
财务费用	1,676	2,094	2,726	2,932	2,557
投资损失	(620.89)	(708.93)	(710.00)	(700.00)	(700.00)
营运资金变动	(5,351)	(961.28)	(14,434)	20,365	(15,741)
其他经营现金	1,403	1,815	94.56	223.70	244.17
投资活动现金	(44,830)	(37,078)	(39,881)	(23,071)	(20,140)
资本支出	(43,098)	(35,830)	(36,329)	(19,281)	(16,321)
长期投资	(433.62)	(2,185)	(2,784)	(2,652)	(2,565)
其他投资现金	(1,298)	937.18	(767.13)	(1,138)	(1,254)
筹资活动现金	22,809	6,186	19,222	(33,269)	(5,788)
短期借款	(493.08)	(7,969)	32,687	(15,323)	12,874
长期借款	23,842	8,365	(6,141)	(9,843)	(10,749)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(343.59)	(10.19)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(196.73)	5,800	(7,324)	(8,103)	(7,913)
现金净增加额	4,684	(821.14)	(4,222)	2,759	2,047

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	175,361	182,069	203,115	230,701	251,167
营业成本	145,926	152,643	173,024	193,245	209,096
营业税金及附加	959.72	1,084	1,422	1,384	1,507
营业费用	1,346	1,619	1,828	2,076	2,261
管理费用	2,450	3,023	3,047	3,691	4,019
财务费用	1,676	2,094	2,726	2,932	2,557
资产减值损失	(135.30)	(740.00)	(203.12)	(23.07)	(25.12)
公允价值变动收益	81.57	(76.39)	7.00	7.00	7.00
投资净收益	620.89	708.93	710.00	700.00	700.00
营业利润	20,389	17,966	17,603	22,658	26,479
营业外收入	64.40	95.55	100.00	100.00	100.00
营业外支出	443.71	1,137	300.00	300.00	300.00
利润总额	20,010	16,924	17,403	22,458	26,279
所得税	1,710	2,133	2,262	2,920	3,416
净利润	18,300	14,791	15,140	19,538	22,863
少数股东损益	1,484	1,758	1,363	1,758	2,058
归属母公司净利润	16,816	13,033	13,778	17,780	20,805
EBITDA	32,950	31,818	33,546	41,899	47,337
EPS (人民币, 基本)	5.36	4.15	4.39	5.66	6.63

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	5.92	3.83	11.56	13.58	8.87
营业利润	2.78	(11.89)	(2.02)	28.72	16.86
归属母公司净利润	3.59	(22.49)	5.71	29.05	17.01
获利能力 (%)					
毛利率	16.79	16.16	14.81	16.24	16.75
净利率	10.44	8.12	7.45	8.47	9.10
ROE	19.37	14.29	13.20	15.16	15.61
ROIC	14.10	10.56	8.99	12.52	13.25
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.67	64.72	64.60	61.72	57.72
净负债比率 (%)	74.51	75.55	94.39	62.46	55.03
流动比率	0.57	0.56	0.49	0.50	0.53
速动比率	0.33	0.31	0.25	0.26	0.28
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.67	0.66	0.70	0.74
应收账款周转率	19.27	16.97	15.00	15.00	15.00
应付账款周转率	10.41	7.34	7.34	7.34	7.34
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	5.37	4.16	4.40	5.68	6.65
每股经营现金流(最新摊薄)	8.56	9.60	5.25	18.88	8.94
每股净资产(最新摊薄)	28.32	30.23	33.37	37.35	42.29
估值比率					
PE (倍)	11.44	14.76	13.96	10.82	9.25
PB (倍)	2.17	2.03	1.84	1.65	1.45
EV EBITDA (倍)	8.15	8.78	9.27	6.80	6.06

免责声明

分析师声明

本人, 庄汀洲、张雄, 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。

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

- 分析师庄汀洲、张雄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

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, 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

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

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司