

物业处收获期，但经常利润低于预期

华泰研究

2025 年 8 月 15 日 | 中国香港

中报点评

铁路运输

投资评级(维持):

增持

目标价(港币):

29.90

沈晓峰

研究员

 SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com
 SFC No. BCG366 +(86) 21 2897 2088

陈慎

研究员

 SAC No. S0570519010002 chenshen@htsc.com
 SFC No. BIO834 +(86) 21 2897 2228

林霞颖

研究员

 SAC No. S0570518090003 linxiaying@htsc.com
 SFC No. BIX840 +(86) 10 6321 1166

陈颖*

研究员

 SAC No. S0570524060002 chenying019881@htsc.com
 +(86) 755 8249 2388

港铁公司公布上半年业绩:收入 274 亿港元,同比-6.5%;归母净利润 77.09 亿港元,同比+27.5%;其中经常性业务利润 33.91 亿港元(同比-15.7%),物业发展利润 55.42 亿港元(同比+218.5%),投资物业公允价值变动损失 12.24 亿港元(1H24:收益 2.8 亿港元)。1H25 归母净利润较我们预期的 84.91 亿港元低约 9%,主要是经常性利润低于我们预期(42.2 亿港元)。经常性业务主要包括香港车务运营、车站商务、物业租赁及管理、中国内地及国际铁路等具有稳定现金流的业务。公司拟派发中期股息 0.42 港元/股(同比持平)。考虑香港楼市复苏且公司处于交楼高峰期,维持“增持”。

因运营成本大幅上涨,香港车务运营盈利超预期下滑

1H25 香港车务运营收入 115 亿港元(同比+3.3%),但 EBIT 0.98 亿港元(同比-76%),主因员工成本上涨、通胀及铁路配套及维护开支增加。分线路看,1H25 本地铁路、过境服务、高铁、机场快线的收入同比增长 2.9%、6.6%、2.1%、2.8%,继续受益于北上消费与访港旅游需求增长。票价方面,港铁在 2024/25 年度提价,使 1H25 票价同比提升约 3%;但在 2025/26 年度冻结票价,预计 2H25 票价基本持平。成本方面,1H25 员工成本、保养及相关工程成本同比+12.8%、+5.6%。港铁在今年 4 月调薪,平均加幅 3.78%,而去年为 7 月调薪,平均加幅 4.1%,使 1H25 员工成本增幅较高。

商户信心滞后于零售复苏,1H25 商铺新订租金仍下滑

1H25 香港车站商务、物业租赁及管理业务录得 EBIT 17.98 亿港元(同比-5.2%)、20.84 亿港元(同比-3.2%)。1H25 香港零售业销货价值同比下降 3.3%,但 5-6 月已同比转正。但由于商铺租金是零售回暖的滞后指标,1H25 香港零售业楼宇租金指数仍同比下降 6%。1H25 港铁车站商店、港铁商场的新订租金同比下滑 7.0%、7.8%,延续下滑趋势(24 年下滑 8.9-9.8%),每年租约更换三成左右。由于新订租金疲弱,1H25 公司对存量投资物业计提公允价值损失 27.02 亿港元,占 24 年末投资物业公允价值的 2.8%;上述损失被新确认商场的公允价值收益(14.78 亿港元)部分抵消。

物业发展项目处于收获期,但资本开支亦处于高峰期

1H25 物业发展录得净利润 55.42 亿港元(同比+218.5%),主要来自何文田站一期二期、港岛南岸三期五期的利润入账,而去年同期基数偏低。25 年 4-6 月,香港私人住宅价格指数连续 3 个月环比上升,2Q 累计涨幅为 0.6%,香港楼市已现复苏信号。根据施工及销售进度,港铁预期在 2H25 将日出康城十二期、港岛南岸五期余下部分的利润入账。25-26 年,港铁物业发展项目处于交楼高峰期,但资本开支亦逐渐爬坡。港铁预计投入 1400 亿港元用于发展新铁路项目,工期介于 2023-2034 年。由于港铁需先行支付工程款,而住宅开发时间较为遥远,近期资本开支压力可能上升。

盈利预测与估值

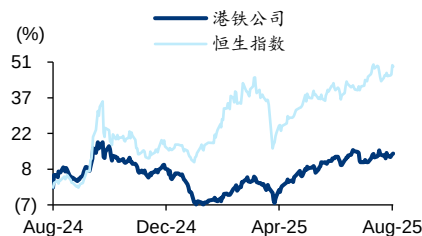
考虑香港车务运营成本上涨、投资物业公允价值损失,我们下调 25-27 年归母净利润预测 11%/3%/17%至 181 亿/210 亿/110 亿港元。我们仍基于分部估值法,下调目标价至 29.9 港元(前值 31.9 港元)。其中,香港铁路基于 DCF 估值,WACC=7.0%(前值 7.2%)、永续增长率维持 3%,投资物业基于资本化率估值(商铺 4.1%),物业发展基于 NAV 测算;上述分部加总折让 20%(与前次相同),以反映对多元化业务的估值折让。

风险提示:资本开支超预期、租金下滑超预期、楼市弱于预期、税务风险。

基本数据

目标价(港币)	29.90
收盘价(港币 截至 8 月 14 日)	28.34
市值(港币百万)	176,411
6 个月平均日成交额(港币百万)	159.42
52 周价格范围(港币)	23.80-30.65
BVPS(港币)	30.04

股价走势图



资料来源: S&P

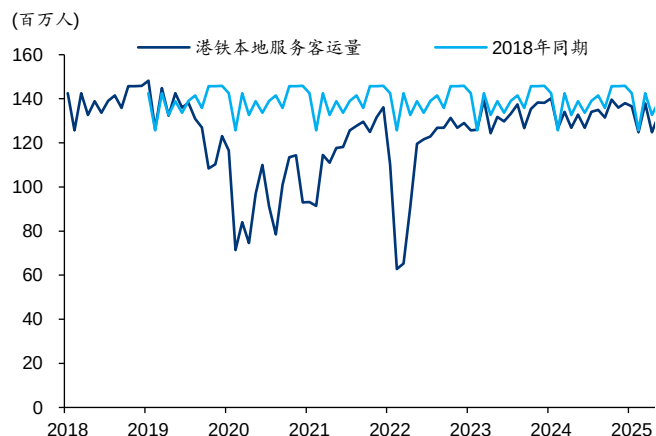
经营预测指标与估值

会计年度(港币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	60,011	56,719	53,461	55,994
+/-%	5.32	(5.49)	(5.74)	4.74
归属母公司净利润(百万)	15,772	18,080	21,016	11,037
+/-%	102.62	14.64	16.24	(47.48)
EPS(最新摊薄)	2.54	2.81	3.18	1.58
ROE(%)	8.67	8.94	9.32	4.73
PE(倍)	11.18	10.10	8.92	17.99
PB(倍)	0.95	0.90	0.85	0.83
EV EBITDA(倍)	8.67	7.86	7.88	13.83
股息率(%)	4.63	4.62	4.62	4.62

资料来源:公司公告、华泰研究预测

核心图表

图表1：港铁公司：港铁本地服务客运量



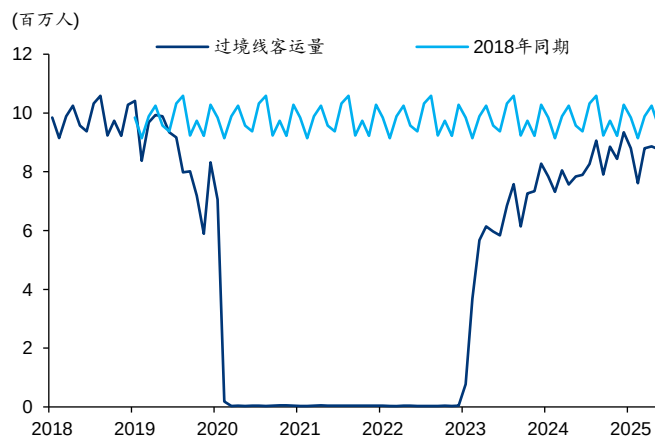
资料来源：公司官网、华泰研究

图表2：港铁公司：机场快线客运量



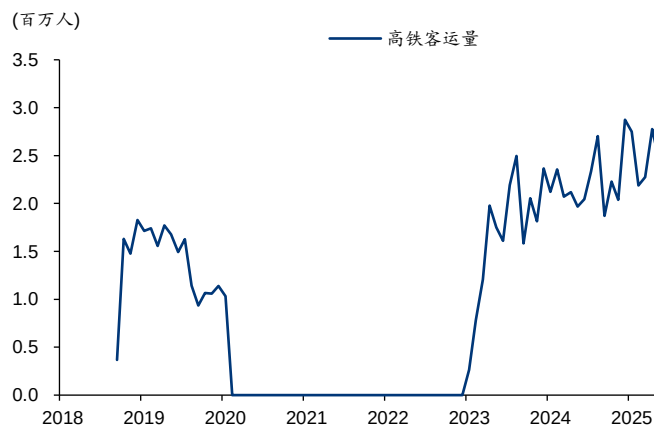
资料来源：公司官网、华泰研究

图表3：港铁公司：过境线客运量



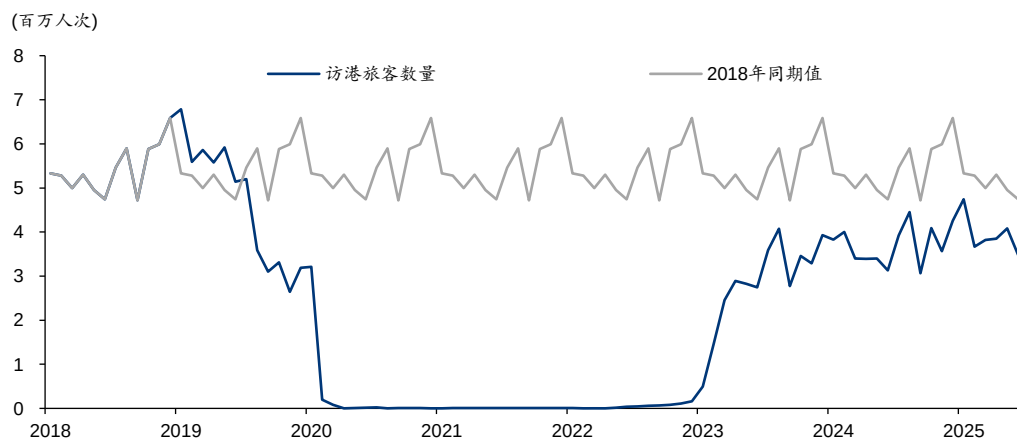
资料来源：公司官网、华泰研究

图表4：港铁公司：高铁客运量



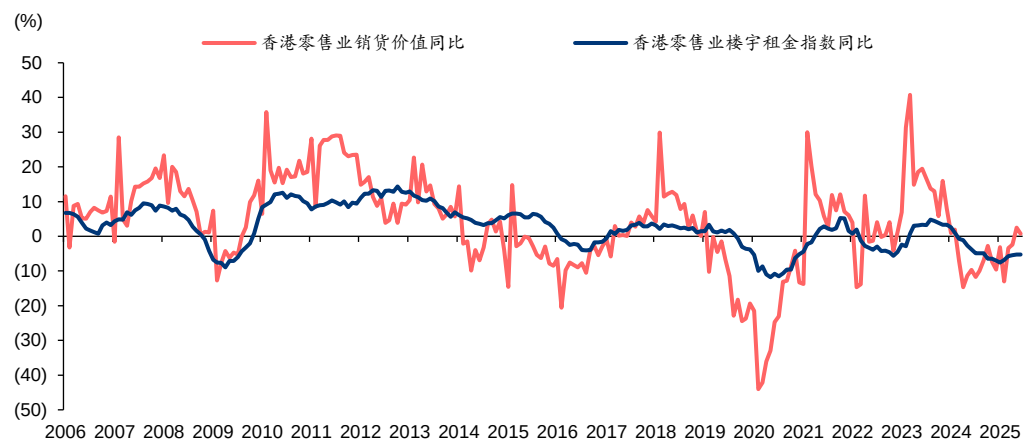
资料来源：公司官网、华泰研究

图表5：访港旅客数量持续恢复



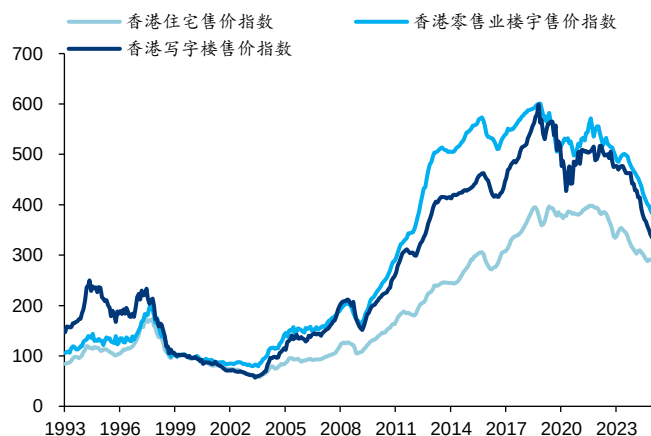
资料来源：香港旅游发展局、华泰研究

图表6：零售回暖是商铺租金上涨的领先指标



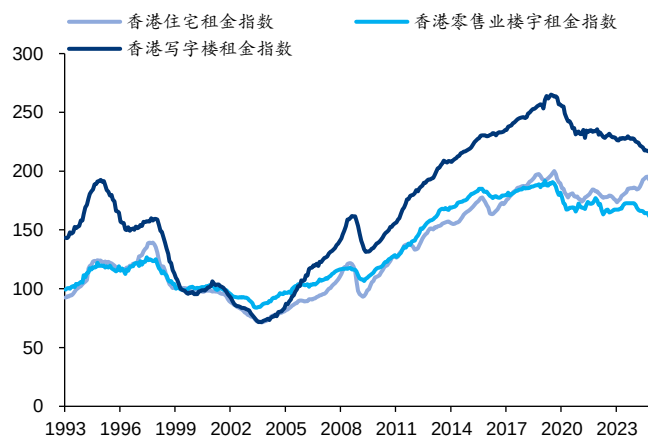
资料来源：香港政府统计处、华泰研究

图表7：中国香港：住宅、写字楼、零售业楼宇售价指数



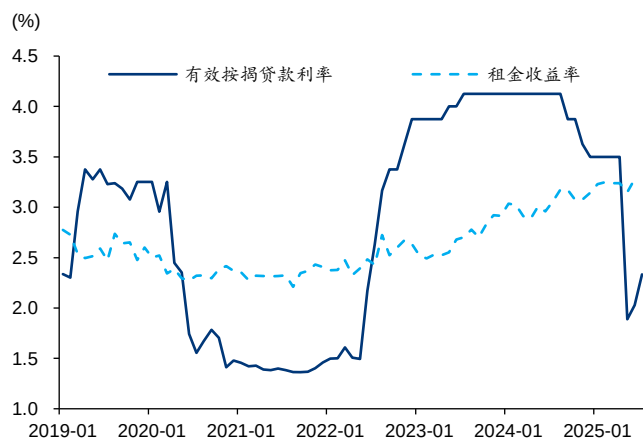
资料来源：香港差饷物业估价署、华泰研究

图表8：中国香港：住宅、写字楼、零售业楼宇租金指数



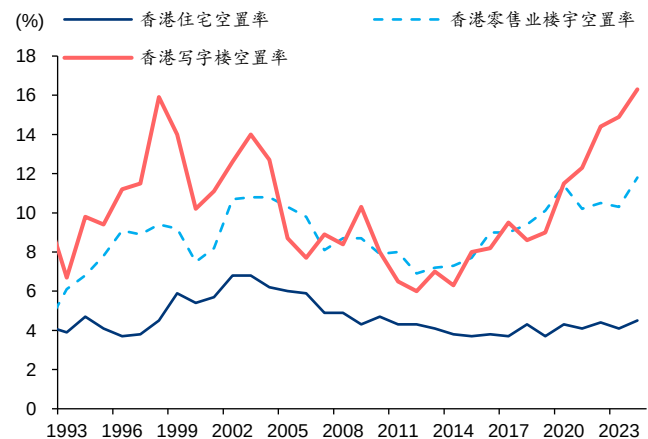
资料来源：香港差饷物业估价署、华泰研究

图表9：中国香港：香港住宅租金收益率 vs 有效按揭贷款利率



资料来源：香港差饷物业估价署、华泰研究

图表10：中国香港：住宅、写字楼、零售业楼宇空置率



资料来源：香港差饷物业估价署、华泰研究

图表11：盈利预测简表

单位：百万港元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	60,011	56,719	53,461	55,994
香港车务运营	23,013	23,482	24,698	26,260
香港车站商务	5,343	5,300	5,514	5,726
香港物业租赁及管理	5,379	5,314	5,144	5,230
中国内地及国际铁路物业	25,467	21,813	17,296	17,969
EBIT 未计财务费用前经营溢利	22,260	24,683	26,882	15,119
香港车务运营	(63)	(338)	(111)	357
香港车站商务	3,773	3,581	3,747	3,916
香港物业租赁及管理	4,169	4,077	3,946	4,013
香港物业发展利润	12,185	15,645	17,624	5,006
中国内地及国际铁路物业	1,223	898	846	986
参股公司投资收益	1,340	1,228	1,281	1,336
EBITDA-剔除每年非定期付款	27,064	29,840	32,391	20,737
香港车务运营	5,296	5,251	5,871	6,464
香港车站商务	4,038	3,846	4,012	4,183
香港物业租赁及管理	4,169	4,077	3,946	4,013
香港物业发展利润	12,185	15,645	17,624	5,006
中国内地及国际铁路物业	1,656	1,321	1,259	1,415
投资物业重估	(1,703)	(1,224)	0	0
财务费用	(1,032)	(1,207)	(1,288)	(1,700)
归母净利润	15,772	18,080	21,016	11,037
同比增速	102.6%	14.6%	16.2%	(47.5%)
经常性业务利润	7,210	6,243	6,303	6,860
同比增速	68.4%	-13.4%	1.0%	8.8%
基本利润 (不含投资物业重估利润)	17,475	19,304	21,016	11,037
EPS	2.54	2.81	3.18	1.58

资料来源：华泰研究预测

分部估值

我们采用分部估值法对港铁公司进行估值。各分部估值如下：

- 1) **香港车务运营与八达通、新建铁路资本开支、香港车站商务、中国内地与国际业务：**
DCF 估值，基于贴现率 WACC=7.0%、永续增长 $g=3.0\%$ ，得业务价值为 1018 亿港元。
- 2) **香港投资物业：**基于 2025E 租金以及资本化率（商铺 4.1%、写字楼 3.6%），得出该业务价值为 937 亿港元。
- 3) **香港物业发展：**根据我们的测算，港铁正在开发的住宅项目以及待授出的土地 NAV 预计为 956 亿港元。
- 4) 综上，我们测算港铁公司的企业价值为 2911 亿港元。考虑净负债与少数股东权益后，我们测算港铁公司的股权价值为 2325 亿港元。我们在此基础上给予 20% 折让，以反映公司多元化经营的折让，得出目标股权价值为 1860 亿港元。
- 5) 我们给予目标价 29.9 港元/股，维持“增持”评级。

图表12：港铁公司：分部估值表

单位：百万港元	估值	占比	估值基础
铁路相关业务			
香港车务运营与八达通	47,336	16%	DCF (WACC=7.2% & g=3%)
新建铁路资本开支	(75,838)	(26%)	DCF (WACC=7.2% & g=3%)
香港车站商务	95,836	33%	DCF (WACC=7.2% & g=3%)
中国内地与国际铁路	34,501	12%	DCF (WACC=7.2% & g=3%)
地产相关业务			
香港物业租赁及管理	93,685	32%	Cap rate
香港物业发展	34,010	12%	NAV (WACC=7.2%)
土地储备	61,549	21%	NAV (WACC=7.2%)
企业价值合计	291,080	100%	
净负债	58,021		
少数股东权益	576		
股权价值	232,483		
折让 20%	20%		
目标股权市值	185,986		
总股本	6,225		
目标价	29.9		

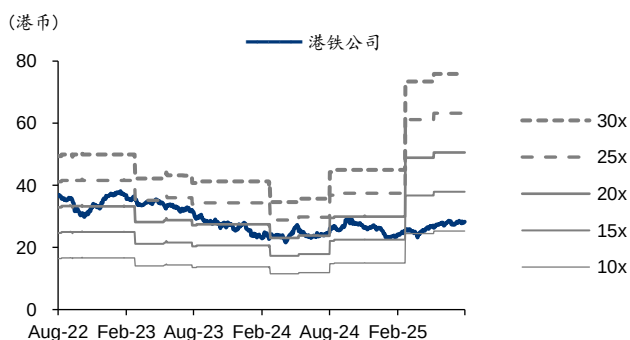
资料来源：华泰研究预测

图表13：港铁公司：DCF 核心假设

	比率	备注
无风险利率	4.2%	10 年期美国国债收益率
不含杠杆的行业 Beta(x)	0.47	公司不含杠杆的历史 Beta
含杠杆的公司 Beta(x)	0.67	使用公司净负债比率计算的含杠杆的公司 Beta
市场风险溢价	7.2%	彭博香港市场风险溢价
股权成本	9.1%	
税前债权成本	3.7%	
所得税率	16.5%	
税后债权成本	3.1%	
目标净负债率	52%	2025-2029 年付息负债/所有者权益平均值
贴现率 WACC	7.0%	
永续增长率 g	3.0%	考虑公司客票价格能跟随通胀上涨以及业务量有小幅内生增长

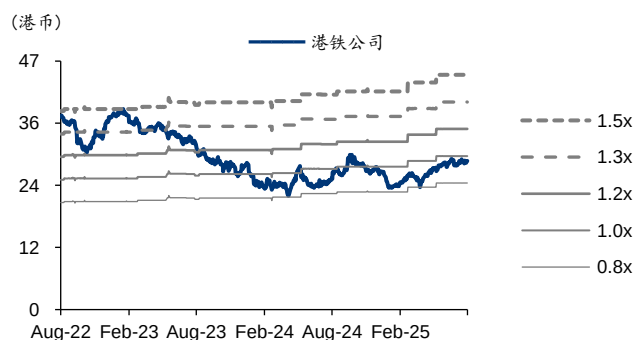
资料来源：Bloomberg、华泰研究预测

图表14：港铁公司 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表15：港铁公司 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究



风险提示

1) 资本开支超预期

港铁多项铁路设施自通车起已服役超过 40 年，按照资产状态和生命周期需有序更新。公司计划在 2023-2027 年间投入超过 650 亿港元维修、提升及更新铁路资产。同时，公司已签订多个香港铁路线和车站的新建项目协议，总投资金额较大。由于近年来人工短缺、材料成本上涨、建造期间难预料到的停工事件，公司未来资本开支规模可能超预期。

2) 租金下滑超预期

若香港居民出境旅游比例大幅提高以及访港旅客消费能力不及预期，则香港零售租金的下滑程度可能超我们预期，同时租金下滑也可能拖累投资物业的公允价值。

3) 楼市弱于预期

香港住宅市场仍面临高库存的问题，美联储基准利率也将影响香港住宅的吸引力。在复杂的外部因素影响下，香港住宅销售可能弱于预期，公司推出新项目的的时间也可能晚于预期。

4) 税务风险

港铁公司向九广铁路公司（香港政府全资持有）支付的定额付款与非定额付款存在利得税评税争端，存在补税风险，详见公司 2024/9/4 公告。

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	56,982	60,011	56,719	53,461	55,994
销售成本	(48,795)	(49,834)	(47,380)	(43,898)	(45,537)
毛利润	8,187	10,177	9,338	9,562	10,457
销售及分销成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	(1,337)	(1,442)	(1,481)	(1,539)	(1,634)
其他收入/支出	2,329	12,185	15,645	17,624	5,006
财务成本净额	(1,139)	(1,032)	(1,207)	(1,288)	(1,700)
应占联营公司利润及亏损	1,259	1,340	1,228	1,281	1,336
税前利润	9,663	19,525	22,300	25,640	13,466
税费开支	(1,575)	(3,458)	(3,881)	(4,231)	(2,222)
少数股东损益	304.00	295.00	338.18	393.08	206.44
归母净利润	7,784	15,772	18,080	21,016	11,037
折旧和摊销	(6,105)	(6,144)	(6,364)	(6,747)	(6,890)
EBITDA	17,639	30,089	32,998	35,736	22,056
EPS (港币, 基本)	1.26	2.54	2.81	3.18	1.58

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	2,557	2,421	2,833	2,670	2,797
应收账款和票据	13,756	15,780	13,958	13,156	13,779
现金及现金等价物	22,375	27,886	44,861	39,076	28,841
其他流动资产	8,480	8,962	8,435	8,109	8,362
总流动资产	47,168	55,049	70,086	63,011	53,779
固定资产	107,977	118,598	140,606	165,816	184,824
无形资产	36,710	39,645	40,522	41,306	41,997
其他长期资产	154,571	154,207	162,330	164,958	167,792
总长期资产	299,258	312,450	343,458	372,081	394,613
总资产	346,426	367,499	413,544	435,092	448,392
应付账款	80,919	69,417	66,723	59,050	56,222
短期借款	1,379	847.00	847.00	847.00	847.00
其他负债	1,809	8,130	8,130	8,130	8,130
总流动负债	84,107	78,394	75,700	68,027	65,199
长期债务	68,171	86,690	102,035	118,316	131,520
其他长期债务	15,292	16,282	16,282	16,282	16,282
总长期负债	83,463	102,972	118,317	134,598	147,802
股本	61,083	61,287	61,287	61,287	61,287
储备/其他项目	117,261	124,338	157,664	170,525	173,408
股东权益	178,344	185,625	218,951	231,812	234,695
少数股东权益	512.00	508.00	575.64	654.25	695.54
总权益	178,856	186,133	219,526	232,467	235,391

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	22.67	11.18	10.10	8.92	17.99
PB	0.99	0.95	0.90	0.85	0.83
EV EBITDA	13.67	8.67	7.86	7.88	13.83
股息率 (%)	4.62	4.63	4.62	4.62	4.62
自由现金流收益率 (%)	0.13	2.23	(6.25)	(7.05)	(7.69)

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	17,639	30,089	32,998	35,736	22,056
融资成本	1,139	1,032	1,207	1,288	1,700
营运资本变动	(1,976)	(1,420)	(756.08)	(6,383)	(3,832)
税费	(1,575)	(3,458)	(3,881)	(4,231)	(2,222)
其他	(4,030)	(7,752)	(5,562)	(4,630)	(3,037)
经营活动现金流	11,197	18,491	24,005	21,781	14,666
CAPEX	(12,576)	(19,416)	(37,249)	(35,242)	(29,289)
其他投资活动	4,852	(851.00)	1,105	1,153	1,203
投资活动现金流	(7,724)	(20,267)	(36,144)	(34,089)	(28,086)
债务增加量	11,878	17,987	15,345	16,281	13,204
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(7,595)	(8,143)	(8,155)	(8,155)	(8,155)
其他融资活动现金流	(2,410)	(1,341)	21,922	(1,603)	(1,865)
融资活动现金流	1,873	8,503	29,113	6,523	3,184
现金变动	5,346	6,727	16,975	(5,784)	(10,235)
年初现金	16,134	22,375	27,886	44,861	39,076
汇率波动影响	82.00	(466.00)	0.00	0.00	0.00
年末现金	22,375	27,886	44,861	39,076	28,841

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	19.18	5.32	(5.49)	(5.74)	4.74
毛利润	170.82	24.31	(8.24)	2.40	9.36
营业利润	(31.54)	127.91	12.35	9.12	(46.08)
净利润	(20.79)	102.62	14.64	16.24	(47.48)
EPS	(20.75)	101.21	10.67	13.29	(50.43)
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	14.37	16.96	16.46	17.89	18.68
EBITDA	30.96	50.14	58.18	66.84	39.39
净利润率	13.66	26.28	31.88	39.31	19.71
ROE	4.35	8.67	8.94	9.32	4.73
ROA	2.31	4.42	4.63	4.95	2.50
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	26.45	32.14	26.50	34.55	44.11
流动比率	0.56	0.70	0.93	0.93	0.82
速动比率	0.53	0.67	0.89	0.89	0.78

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.17	0.17	0.15	0.13	0.13
应收账款周转天数	87.33	88.59	94.37	91.29	86.59
应付账款周转天数	568.67	543.01	517.20	515.72	455.65
存货周转天数	17.77	17.98	19.96	22.56	21.61
现金转换周期	(463.57)	(436.44)	(402.87)	(401.86)	(347.46)

每股指标 (港币)

EPS	1.26	2.54	2.81	3.18	1.58
每股净资产	28.72	29.84	31.41	33.48	33.94

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、陈慎、林霞颖、陈颖，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

- 分析师沈晓峰、陈慎、林霞颖、陈颖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