



中期 DPS 增 20%，回购扩大股东回报

华泰研究

2025 年 8 月 29 日 | 中国香港

中报点评

燃气及分销

投资评级(维持):

增持

目标价(港币):

24.90

公司公布上半年业绩：收入 497.85 亿港元 (yoy-4.4%)，归母净利 24.03 亿港元 (yoy-30.5%)；归母净利低于我们预期 (29.38 亿港元)，主要是综合服务收入与合联营收益不及预期。气量与毛差增长趋缓，下半年工商业需求有望加速回暖。公司严控资本开支，中期 DPS yoy+20%、我们预计全年分红总额同比持平。公司拟于年内回购 3 亿港元，持续扩大股东回报。可持续利润占比上升带来价值重估，维持“增持”评级。

气量与毛差增长趋缓，下半年工商业需求有望加速回暖

1H25 公司零售气量 yoy-0.7%至 207.6 亿方，其中工业气 yoy-2.2%至 94.5 亿方，非金属矿物制品业、纺织印染业与玻璃制品业用气需求下降；商业气 yoy-2.6%至 48.8 亿方，暖冬效应叠加餐饮消费下降；居民气 yoy+4.2%至 60.0 亿方，得益于新增居民接驳。考虑到工业气量改善和下半年低基数效应，我们预计 2025 年零售气量 yoy+2%、对应 2H25 预测 yoy+5%。1H25 公司零售毛差 yoy+1 分至 0.55 元，得益于居民顺价比例上升以及气源统筹优化。我们预计 2025 年零售毛差有望上升 1 分至 0.54 元。

新增接驳延续同比下降，旧房接驳占比上升或将压制利润率

1H25 公司新开发居民用户 yoy-19%至 83.1 万户；其中新房接驳 yoy-24%至 66.7 万户、受地产新开工面积持续下滑影响。参考全国住宅面积 yoy(2023 年新开工-21%、2025 年 1-7 月竣工-17%)，我们预计 2025 年新房接驳 yoy-20%；1H25 公司旧房接驳 yoy+9.5%至 16.4 万户、占比 yoy+5.2pp 至 19.7%，导致接驳利润率 yoy-7pp 至 30%；旧房接驳或将持续压制利润率。

严控资本开支，分红与回购提升股东回报

1H25 公司资本开支 yoy+3.8%至 24.5 亿港元，其中经常性支出 yoy+2.2%至 23.6 亿港元，我们看好公司进入稳定期后自由现金流的增长，为扩大股东回报创造有利条件。1H25 公司 DPS yoy+20%至 0.30 港币，我们预计 2025 年派息率有望升至 56%、分红总额同比持平。公司计划年内回购 3 亿港元，其中 5-6 月累计回购 588.57 万、剩余额度有望于回购窗口期内完成。

下调盈利预测和目标价，可持续利润占比上升带来价值重估

下调零售气量、接驳与综合服务预测，我们预计 2025-27 年归母净利为 38.53/42.79/47.46 亿港元 (下调 13%/13%/14%)，EPS 为 1.66/1.85/2.05 港币 (三年预测期 CAGR 5%)。目标价 24.9 港币 (前值 28.5 港币基于 15x 25E PE)，基于 15x 25E PE，高于五年历史均值 (12xPE)。零售气与双综等可持续业务利润占比上升，业绩不确定性因素逐步弱化，有望带来公司价值重估。

风险提示：天然气需求不及预期；接驳下滑超预期；现金流量表预测偏差。

王玮嘉

SAC No. S0570517050002
SFC No. BEB090

研究员

wangweijia@htsc.com
+(86) 21 2897 2079

黄波

SAC No. S0570519090003
SFC No. BQR122

研究员

huangbo@htsc.com
+(86) 755 8249 3570

李雅琳

SAC No. S0570523050003
SFC No. BTC420

研究员

liyalin018092@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

胡知*

SAC No. S0570523120002

研究员

huzhi019072@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

康琪*

SAC No. S0570124070105

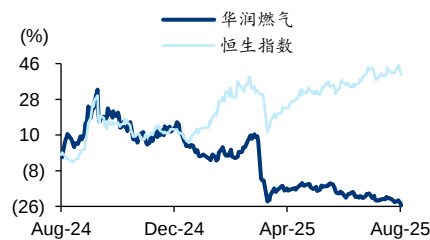
联系人

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

基本数据

目标价 (港币)	24.90
收盘价 (港币 截至 8 月 28 日)	19.05
市值 (港币百万)	44,082
6 个月平均日成交额 (港币百万)	144.47
52 周价格范围 (港币)	18.95-35.20
BVPS (港币)	18.75

股价走势图



资料来源：S&P

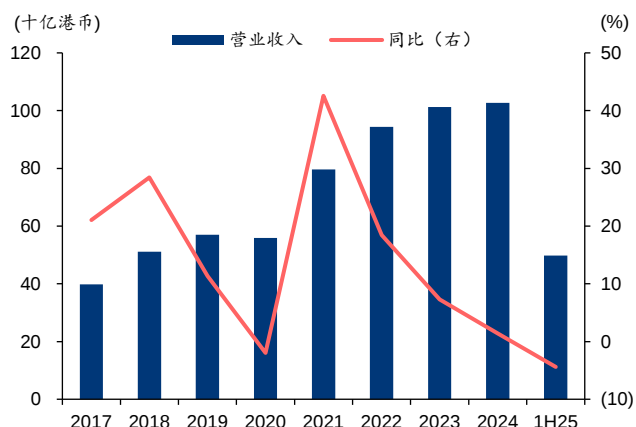
经营预测指标与估值

会计年度 (港币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	102,676	102,623	104,971	107,273
+/-%	1.39	(0.05)	2.29	2.19
归属母公司净利润 (百万)	4,088	3,853	4,279	4,746
+/-%	(21.74)	(5.76)	11.06	10.92
EPS (最新摊薄)	1.77	1.66	1.85	2.05
ROE (%)	9.98	9.17	9.74	10.30
PE (倍)	10.78	11.44	10.30	9.29
PB (倍)	1.07	1.03	0.98	0.93
EV EBITDA (倍)	7.33	7.56	7.06	6.58
股息率 (%)	4.89	4.89	5.82	6.78

资料来源：公司公告、华泰研究预测

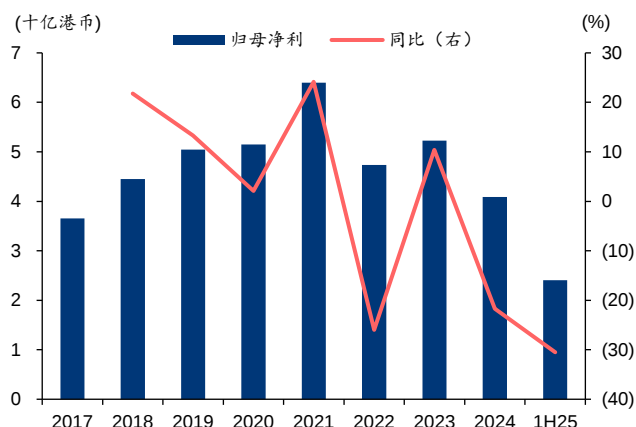
经营情况概览

图表1：2017 年至今公司营业收入与同比增速



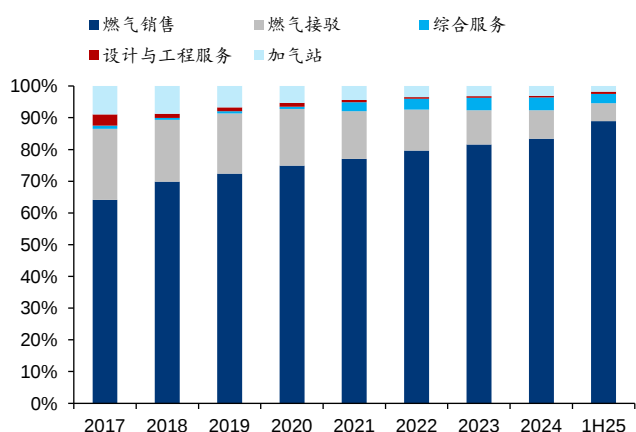
资料来源：公司公告、华泰研究

图表2：2017 年至今公司归母净利润与同比增速



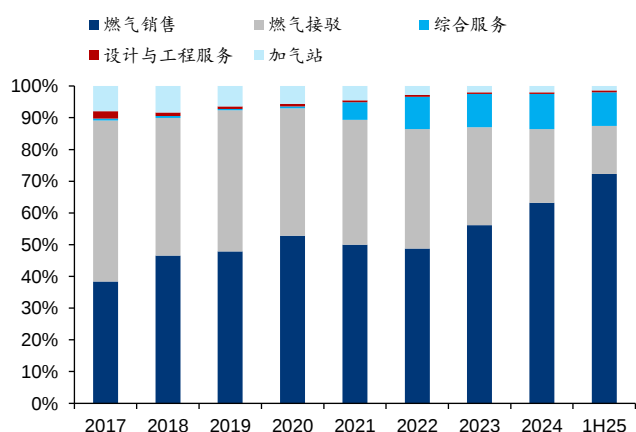
资料来源：公司公告、华泰研究

图表3：2017 年至今公司分部业务收入结构



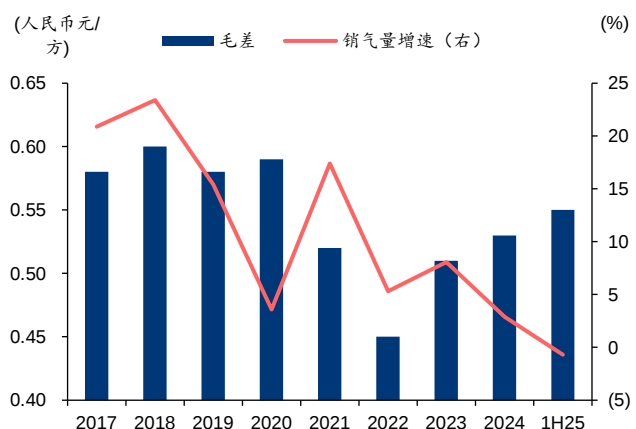
资料来源：公司公告、华泰研究

图表4：2017 年至今公司分部经营利润结构



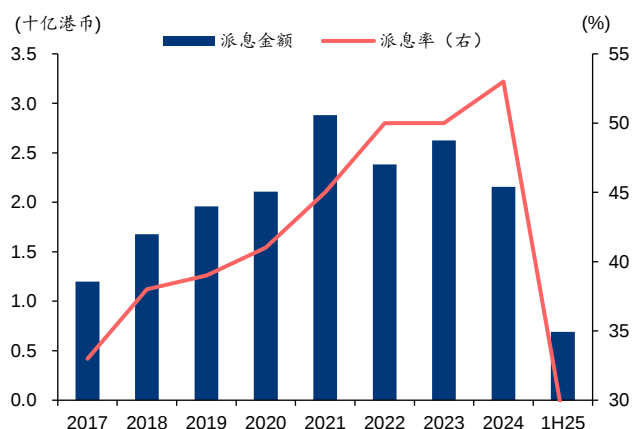
资料来源：公司公告、华泰研究

图表5：2017 年至今公司销气量增速与毛差



资料来源：公司公告、华泰研究

图表6：2017 年至今公司派息率



资料来源：公司公告、华泰研究

图表7：半年度经营数据

		1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25
收入	百万港币	34,865	44,777	48,101	46,237	48,397	52,876	52,076	50,601	49,785
燃气销售		27,809	33,516	39,148	35,989	41,264	41,361	45,924	39,642	44,298
燃气接驳		4,296	7,680	5,505	6,703	4,255	6,633	3,016	6,235	2,810
综合服务		752	1,483	1,365	1,820	1,470	2,575	1,765	2,441	1,446
设计与工程服务		281	325	346	125	327	109	336	84	323
加气站		1,728	1,772	1,737	1,600	1,081	2,198	1,035	2,200	909
经营利润	百万港币	6,082	6,835	5,771	5,605	5,879	7,200	6,668	5,952	5,561
燃气销售		3,642	2,812	2,779	2,772	3,509	3,835	4,655	3,320	4,020
燃气接驳		1,836	3,243	2,161	2,123	1,592	2,449	1,124	1,803	844
综合服务		217	502	560	594	623	750	761	640	589
设计与工程服务		39	45	41	23	48	17	34	37	30
加气站		347	234	231	92	107	149	94	152	79
经营利润率	%	17.44	15.26	12.00	12.12	12.15	13.62	12.81	11.76	11.17
燃气销售		13.10	8.39	7.10	7.70	8.50	9.27	10.14	8.38	9.07
燃气接驳		42.74	42.22	39.25	31.68	37.43	36.91	37.28	28.91	30.05
综合服务		28.90	33.83	40.99	32.66	42.38	29.12	43.12	26.21	40.75
设计与工程服务		13.86	13.86	11.80	18.55	14.55	15.97	10.12	44.36	9.25
加气站		20.11	13.18	13.30	5.75	9.92	6.77	9.07	6.92	8.65
核心经营数据										
零售气量	百万方	17,159	16,923	18,562	17,327	19,842	18,942	20,901	19,006	20,757
居民		4,195	3,459	4,809	3,688	5,384	4,060	5,763	4,276	6,005
工业		8,374	9,838	8,876	9,886	9,310	10,801	9,657	10,762	9,445
商业		3,913	2,938	4,337	3,196	4,638	3,571	5,014	3,505	4,884
加气站		677	688	540	557	510	510	467	463	424
零售气量增速	%			8.2	2.4	6.9	9.3	5.3	0.3	-0.7%
居民				14.6	6.6	12.0	10.1	7.0	5.3	4.2%
工业				6.0	0.5	4.9	9.3	3.7	-0.4	-2.2%
商业				10.8	8.8	6.9	11.7	8.1	-1.8	-2.6%
加气站				-20.2	-19.0	-5.6	-8.4	-8.4	-9.2	-9.3%
销气毛差	元/方	0.58	0.46	0.45	0.45	0.50	0.52	0.54	0.52	0.55
新增接驳数-管理口径	千户	1,296	2,228	1,715	2,362	1,342	1,971	1,031	1,662	831,000
新增接驳数-合并口径	千户	984	1,787	1,325	1,751	1,073	1,581	770	1,347	
接驳 yoy-管理口径	%			32.28	6.02	-21.74	-16.56	-23.14	-15.68	-19.43
接驳 yoy-合并口径	%			34.62	-2.00	-18.99	-9.71	-28.27	-14.79	

资料来源：公司公告、华泰研究

盈利预测调整

图表8：我们预计 25-27 年归母净利润为 38.53/42.79/47.46 亿港元

	单位	新			旧			差异(%/pp)		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
核心驱动										
天然气销量同比	%	1.97	6.82	6.26	4.04	6.92	6.39	(2.07)	(0.10)	(0.13)
销气毛差	人民币元	0.54	0.55	0.56	0.54	0.55	0.56	(0.49)	(0.32)	(0.18)
新增接驳数	百万户	2.20	1.80	1.50	2.30	2.00	1.80	(4.35)	(10.00)	(16.67)
营业收入	百万港币	102,623	104,971	107,273	105,329	108,473	111,647	(2.57)	(3.23)	(3.92)
燃气销售	百万港币	87,349	90,882	94,010	89,192	92,865	96,156	(2.07)	(2.14)	(2.23)
燃气接驳	百万港币	7,528	6,136	5,093	7,870	6,818	6,112	(4.35)	(10.00)	(16.67)
综合服务	百万港币	4,344	4,739	5,138	4,861	5,568	6,332	(10.64)	(14.88)	(18.86)
设计与工程服务	百万港币	399	380	363	403	389	378	(0.99)	(2.35)	(4.06)
加气站	百万港币	3,003	2,834	2,669	3,003	2,834	2,669	-	-	-
毛利	百万港币	17,798	18,265	18,952	18,332	19,005	19,905	(2.91)	(3.90)	(4.79)
毛利率	%	17.34	17.40	17.67	17.40	17.52	17.83	(0.06)	(0.12)	(0.16)
经营利润	百万港币	11,757	12,520	13,573	12,396	13,324	14,531	(5.15)	(6.03)	(6.59)
经营利润率	%	11.46	11.93	12.65	11.77	12.28	13.02	(0.31)	(0.36)	(0.36)
燃气销售	%	9.37	10.18	11.03	9.48	10.27	11.11	(0.12)	(0.10)	(0.08)
燃气接驳	%	24.32	22.99	24.15	25.67	24.15	24.15	(1.35)	(1.16)	-
综合服务	%	33.32	33.32	33.32	33.32	33.32	33.32	-	-	-
设计与工程服务	%	17.04	17.04	17.04	17.04	17.04	17.04	-	-	-
加气站	%	7.59	7.59	7.59	7.59	7.59	7.59	-	-	-
合联营公司投资收益	百万港币	697	842	913	1,085	1,266	1,381	(35.75)	(33.47)	(33.87)
归母净利润	百万港币	3,853	4,279	4,746	4,407	4,935	5,500	(12.58)	(13.30)	(13.71)
EPS	港币	1.66	1.85	2.05	1.90	2.13	2.38	(12.58)	(13.30)	(13.71)

注：1) 下游用气需求有待复苏，下调 2025 年天然气销量（即零售气量）同比增速；2) 旧房接驳利润率低、增量受限，难以对冲新房接驳下滑影响，下调新增接驳数预测；3) 1H25 综合服务收入受舆情及消费收紧影响下滑 18%，下调 2025 年收入预测

资料来源：公司公告、华泰研究预测

我们给予华润燃气的目标价 24.9 港币，基于 15x 25E PE，目标估值较五年历史均值(12xPE) 高 1 个标准差。我们认为随着公司新增接驳数开始从高位回落，零售气、综合服务与综合能源等可持续业务的利润占比持续上升，2024 年 yoy+7pp 至 76%，我们预计 2025-2027 年有望逐年升至 90%；市场对于公司业绩不确定性的担忧有望逐步消化，公司或将迎来价值重估。基于公司 2025-27 年核心利润 CAGR 5%、潜在股息率有望从 4.9% 升至 6.8%，我们给予公司 15x 2025E PE。

图表9：华润燃气过往 5 年 PE（未来 12 个月）

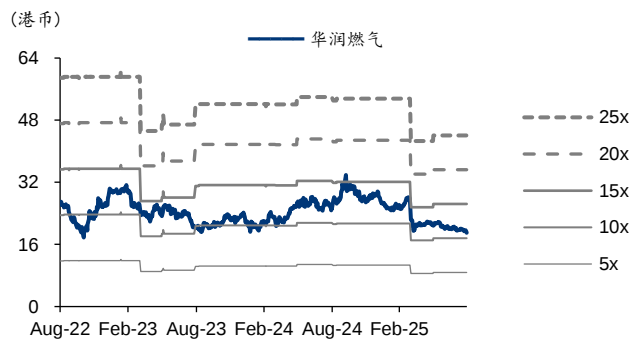


资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

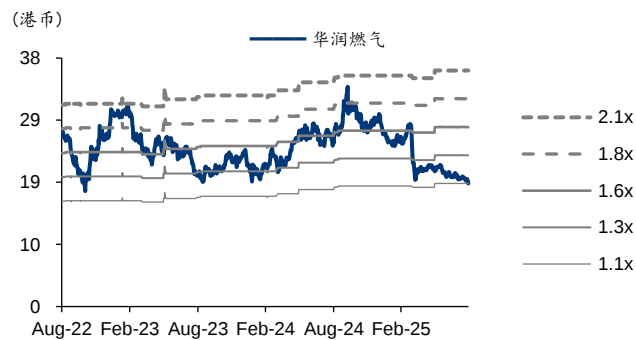
天然气需求不及预期；接驳下滑超预期；现金流量表预测偏差。

图表10: 华润燃气 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表11: 华润燃气 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	101,272	102,676	102,623	104,971	107,273
销售成本	(82,820)	(84,418)	(84,825)	(86,706)	(88,321)
毛利润	18,452	18,258	17,798	18,265	18,952
销售及分销成本	(6,820)	(7,069)	(7,065)	(7,227)	(7,385)
管理费用	(4,529)	(4,579)	(4,577)	(4,681)	(4,784)
其他收入/支出	2,103	1,128	1,161	1,511	1,805
财务成本净额	(940.93)	(740.39)	(711.30)	(626.41)	(525.84)
应占联营公司利润及亏损	644.32	748.32	697.14	842.36	913.22
税前利润	8,909	7,746	7,303	8,084	8,975
税费开支	(1,850)	(1,998)	(1,886)	(2,067)	(2,302)
少数股东损益	1,835	1,660	1,565	1,738	1,927
归母净利润	5,224	4,088	3,853	4,279	4,746
折旧和摊销	(4,061)	(3,654)	(3,738)	(3,718)	(3,699)
EBITDA	13,911	12,141	11,753	12,429	13,201
EPS (港币, 基本)	2.26	1.77	1.66	1.85	2.05

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	1,494	1,404	1,403	1,435	1,467
应收账款和票据	20,896	17,674	17,667	17,959	18,244
现金及现金等价物	9,978	7,531	7,190	6,831	6,617
其他流动资产	3,085	2,860	2,858	2,921	2,982
总流动资产	35,454	29,468	29,119	29,146	29,310
固定资产	61,199	62,933	62,569	62,226	61,902
无形资产	5,023	4,815	4,815	4,815	4,815
其他长期资产	36,196	35,267	37,089	39,056	41,094
总长期资产	102,417	103,015	104,474	106,097	107,811
总资产	137,871	132,483	133,592	135,243	137,121
应付账款	45,438	38,834	38,814	39,702	40,573
短期借款	5,037	13,851	11,818	9,818	7,818
其他负债	634.44	1,151	1,151	1,151	1,151
总流动负债	51,109	53,837	51,783	50,671	49,542
长期债务	17,607	9,133	9,034	7,935	6,836
其他长期债务	5,771	5,542	5,542	5,542	5,542
总长期负债	23,378	14,675	14,576	13,477	12,378
股本	231.40	231.40	231.40	231.40	231.40
储备/其他项目	40,541	40,941	42,638	44,762	46,941
股东权益	40,772	41,172	42,870	44,994	47,173
少数股东权益	22,611	22,799	24,364	26,101	28,028
总权益	63,384	63,971	67,233	71,095	75,201

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	8.44	10.78	11.44	10.30	9.29
PB	1.08	1.07	1.03	0.98	0.93
EV EBITDA	6.17	7.33	7.56	7.06	6.58
股息率 (%)	5.95	4.89	4.89	5.82	6.78
自由现金流收益率 (%)	24.71	5.07	13.79	16.04	17.25

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	13,911	12,141	11,753	12,429	13,201
融资成本	940.93	740.39	711.30	626.41	525.84
营运资本变动	4,334	(3,284)	(11.21)	501.68	493.18
税费	(1,850)	(1,998)	(1,886)	(2,067)	(2,302)
其他	(7,179)	(597.74)	(1,408)	(1,469)	(1,439)
经营活动现金流	10,157	7,002	9,159	10,021	10,479
CAPEX	(5,149)	(4,198)	(3,375)	(3,375)	(3,375)
其他投资活动	616.06	1,970	(1,125)	(1,125)	(1,125)
投资活动现金流	(4,533)	(2,228)	(4,500)	(4,500)	(4,500)
债务增加量	4,520	340.20	(2,133)	(3,099)	(3,099)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(2,382)	(2,624)	(2,155)	(2,155)	(2,567)
其他融资活动现金流	(4,101)	(5,144)	(711.30)	(626.41)	(525.84)
融资活动现金流	(1,962)	(7,428)	(4,999)	(5,880)	(6,192)
现金变动	3,662	(2,654)	(340.26)	(359.61)	(213.36)
年初现金	6,437	9,978	7,531	7,190	6,831
汇率波动影响	(120.55)	(225.87)	0.00	0.00	0.00
年末现金	9,978	7,531	7,190	6,831	6,617

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	7.35	1.39	(0.05)	2.29	2.19
毛利润	2.05	(1.05)	(2.52)	2.62	3.76
营业利润	6.26	(15.94)	(5.44)	7.52	9.15
净利润	10.36	(21.74)	(5.76)	11.06	10.92
EPS	10.36	(21.74)	(5.76)	11.06	10.92
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	18.22	17.78	17.34	17.40	17.67
EBITDA	13.74	11.82	11.45	11.84	12.31
净利润率	5.16	3.98	3.75	4.08	4.42
ROE	13.05	9.98	9.17	9.74	10.30
ROA	4.18	3.02	2.90	3.18	3.49
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	31.06	37.53	31.87	24.27	17.04
流动比率	0.69	0.55	0.56	0.58	0.59
速动比率	0.66	0.52	0.54	0.55	0.56

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.81	0.76	0.77	0.78	0.79
应收账款周转天数	67.43	67.62	61.99	61.09	60.75
应付账款周转天数	180.52	179.69	164.77	163.00	163.60
存货周转天数	6.09	6.18	5.96	5.89	5.91
现金转换周期	(107.00)	(105.89)	(96.83)	(96.02)	(96.94)

每股指标 (港币)

EPS	2.26	1.77	1.66	1.85	2.05
每股净资产	17.62	17.79	18.53	19.44	20.39

免责声明

分析师声明

本人，王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知，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

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知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