

# Q2 收入季节性波动不改全年增长趋势

华泰研究

2025 年 8 月 30 日 | 中国内地

中报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

463.04

谢春生

SAC No. S0570519080006  
SFC No. BQZ938

研究员  
xiechunsheng@htsc.com  
+(86) 21 2987 2036

郭龙飞\*

SAC No. S0570525080001

研究员  
guolongfei@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

丁宁\*

SAC No. S0570522120003

研究员  
dingning021681@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

吕兰兰\*

SAC No. S0570523120003

研究员  
lyulanlan@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

北方华创发布半年报, 2025 年 H1 实现营收 161.42 亿元 (yoy+29.51%), 归母净利 32.08 亿元 (yoy+14.97%), 1H25 毛利率 42.2%, 同比降 3.3pcts, 主因高毛利率电子元器件收入占比下降。Q2 实现营收 79.36 亿元 (yoy+21.84%, qoq-3.30%), 归母净利 16.27 亿元 (yoy-1.47%, qoq+2.95%), 收入环比小幅下滑属于季节性波动, 不改公司全年增长趋势。公司刻蚀、薄膜、热处理、湿法设备 1H25 收入高增, 同时公司布局离子注入, 收购芯源微完善清洗、涂胶显影、键合设备布局, 根据半年报公司当前布局设备对应 2024 年全球市场空间 4460 亿元, 设备国产替代进程加速, 看好公司业绩有望持续放量, 平台化优势进一步凸显, 维持买入。

## 1H25 收入高增, 产品组合变化影响毛利率, Q2 收入季节性波动

1H25 营收 161.4 亿元, 同比增长 29.5%, 其中电子工艺装备营收 152.6 亿元, 同比增长 33.9%, 毛利率 41.7%, 同比降 2.9pcts, 产品结构变化以及新产品早期成本较高影响毛利率; 电子元器件收入 8.7 亿元, 同比降 17.3%, 毛利率 50.4%, 同比降 7.0pcts。电子元器件收入占比下降, 1H25 整体毛利率 42.2%, 同比降 3.3pcts。1H25 研发投入达 20.8 亿元, 同比增长 54.3%。Q2 营收 79.4 亿元 (yoy+21.8%, qoq-3.3%), 环比小幅下滑属于季节性波动, 不改公司全年增长趋势。归母净利 16.3 亿元 (yoy-1.5%, qoq+3.0%), 后续随着公司收入规模效应扩大, 盈利水平有望持续提升。

## 刻蚀、薄膜、热处理、湿法设备收入高增, 核心竞争力凸显

公司 1H 刻蚀、薄膜、热处理、湿法设备收入高增, 根据半年报四款设备 2024 年全球市场空间 3900 亿元, 1) 刻蚀布局 ICP、CCP、干法去胶、高选择性刻蚀和 Bevel 刻蚀。1H25 刻蚀设备收入超 50 亿元。2) 薄膜沉积设备布局了物理气相沉积、化学气相沉积、外延、原子层沉积、电镀和金属有机化学气相沉积设备, 1H25 薄膜沉积设备收入超 65 亿元。3) 热处理设备领域, 形成了立式炉和快速热处理设备 (RTP) 的全系列布局。1H25 热处理设备收入超 10 亿元。4) 湿法设备形成了单片设备、槽式设备全面布局, 1H25 公司湿法设备收入超 5 亿元人民币 (不含芯源微湿法设备收入)。

## 平台化优势竞争力强, 内生及外延加快新产品布局

2025 年 3 月, 北方华创正式进军离子注入设备市场, 并发布多款 12 英寸离子注入设备。此外公司完成对芯源微的并购 1) 丰富了公司在前道物理清洗和前道化学清洗领域的布局, 2) 芯源微是国内领先的前道涂胶显影机的厂商, 产品包括前道涂胶显影机、后道先进封装涂胶显影机、化合物小尺寸涂胶显影机等, 3) 芯源微临时键合机、解键合机等在国内处于领先地位。根据半年报, 公司切入离子注入, 涂胶显影、键合设备, 对应 2024 年全球市场空间达 560 亿元。我们预计中国晶圆制造商资本开支维持高强度及设备国产替代进程加速, 公司业绩有望持续放量, 平台化优势进一步凸显。

## 盈利预测与估值

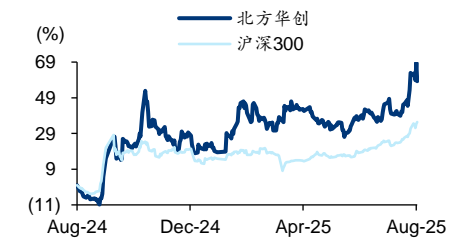
考虑到订单转为收入的波动性, 我们调整公司 25-27 年收入 (-1.3%/0.22%/0.19%) 至 380.5/481.4/597.7 亿元, 对应调整 25-27 年归母净利润 (-1.43%/-2.36%/-8.54%) 至 72.92/93.97/118.70 亿元。近期板块估值整体上调, 我们看好公司平台化布局以及业绩增长稳健性, 基于可比公司均值 45.8 倍 2025 年 PE (前值: 40 倍 2025 年 PE), 给予目标价 463.04 元 (最新股本前值: 412.5 元, 基于 40.2x2025 年 PE), 维持买入。

风险提示: 全球半导体下行周期, 半导体设备需求不及预期, 行业竞争加剧。

## 基本数据

目标价 (人民币)	463.04
收盘价 (人民币 截至 8 月 29 日)	372.50
市值 (人民币百万)	268,797
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	2,225
52 周价格范围 (人民币)	283.86-486.69
BVPS (人民币)	46.83

## 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)	29,838	38,047	48,136	59,766
+/-%	35.14	27.51	26.52	24.16
归属母公司净利润 (百万)	5,621	7,292	9,397	11,870
+/-%	44.17	29.72	28.87	26.32
EPS (最新摊薄)	7.79	10.11	13.02	16.45
ROE (%)	17.67	18.92	19.91	20.36
PE (倍)	47.82	36.86	28.61	22.64
PB (倍)	8.65	7.11	5.79	4.67
EV EBITDA (倍)	35.53	28.50	22.23	17.30
股息率 (%)	0.28	0.28	0.28	0.28

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 核心财务年度预测

驱动概览(Driver)			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
全球设备行业市场规模增速	Global equipmet growth	%	6.7%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%
中国设备市场规模增速	China equipmet growth	%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
公司电子工艺装备出货量增速	Eletronic equipment	%	62.3%	41.3%	30.0%	28.0%	25.0%
公司电子元件出货量增速	Eletronic component	%	-5.5%	-13.9%	-5.0%	0.0%	5.0%
分部收入(segment revenue)							
电子工艺装备	Eletronic equipment	Rmb mn	19611	27707	36019	46104	57630
电子元件	Eletronic component	Rmb mn	2433	2094	1989	1989	2089
其他	Others	Rmb mn	35	37	39	43	47
分部毛利率(segment Gross margin)							
电子工艺装备	Eletronic equipment	%	38.0%	41.5%	42.0%	43.0%	43.0%
电子元件	Eletronic component	%	65.7%	60.3%	60.3%	60.3%	60.3%
其他	Others	%	48.4%	65.8%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利占比(segment Gross %)							
电子工艺装备	Eletronic equipment	%	82.2%	89.9%	92.5%	94.2%	95.1%
电子元件	Eletronic component	%	17.6%	9.9%	7.3%	5.7%	4.8%
核心财务指标(core financial indicators)							
EBIT	EBIT	Rmb mn	4440	6514	8009	10364	13035
EBITDA	EBITDA	Rmb mn	5170	7585	9265	11905	14808
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb mn	1	2	2	2	2
净利润	Net Profit	Rmb mn	4033	5694	7386	9518	12023
扣非净利润	Net Profit-recurring	Rmb mn	3581	5570	7326	9446	11588
EPS	EPS	Rmb/sh	5.4	7.8	10.1	13.0	16.4
EPS(扣非)	EPS- recurring	Rmb/sh	4.8	7.6	10.0	12.9	15.9
BVPS	BVPS	Rmb/sh	46.0	58.2	52.4	64.4	79.7
存货	Inventory	Rmb mn	16992	23479	28025	36272	43717
合同负债	Contrat liabilities	Rmb mn	8317	6214	12278	10808	17913
净负债率	Net Gearing	%	-11.4%	-1.4%	-15.3%	-11.6%	-23.8%

资料来源: 华泰研究预测

图表2: 季度业绩总结及预测

季度财报数据总结			3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	YoY	QoQ	1H25A	YoY	3Q25E	YoY	QoQ
总收入	Net Revenue	Rmb mn	8018	9,485	8,206	7,936	22%	-3%	16,142	30%	10300	28%	30%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	4630	5699	4676	4,659	36%	0%	9,335	38%	5871	27%	26%
毛利率	Gross margin	%	42.3%	39.9%	43.0%	41.3%	-6.1pct	-1.7pct	42.2%	-3.3pct	43.0%	0.7pct	-1.7pct
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn	750	1063	768	754	7%	-2%	1,522	7%	835	11%	11%
研发费用	R&D	Rmb mn	845	1478	1026	1,051	66%	2%	2,077	53%	1086	28%	3%
财务费用	Finance costs	Rmb mn	54	-8	43	40	123%	-8%	83	462%	45	-17%	14%
营业利润	Operating profit	Rmb mn	1824	1493	1805	1,517	-19%	-16%	3,322	2%	2463	35%	62%
税前利润	PBT	Rmb mn	1823	1471	1813	1,527	-18%	-16%	3,340	2%	2466	35%	61%
所得税	Tax	Rmb mn	143	237	245	-106	-149%	-57%	139	-68%	171	20%	-261%
少数股东损益	Minority	Rmb mn	-3	75	-13	6	509%	-148%	-7	-121%	8	-419%	27%
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	1682	1159	1581	1,627	-1%	3%	3,208	15%	2287	36%	41%
非经常性损益	One offs	Rmb mn	56	-145	11	16	-82%	52%	27	-81%	18	-68%	13%
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	Rmb mn	1626	1304	1570	1,611	3%	3%	3,181	20%	2269	40%	41%
EPS	EPS	Rmb/sh	3.15	2.17	2.96	3.04	-1%	3%	4.45	14%	3.17	1%	113%
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh	3.05	2.44	2.94	3.01	3%	3%	4.41	20%	3.30	8%	124%
核心财务指标(core financial indicators)													
存货	Inventory	Rmb mn	23229	23479	25211	31139	47%	24%	31139	47%	34213	47%	10%
合同负债	Contrat liabilities	Rmb mn	7783	6214	5751	5005	-44%	-13%	5005	-44%	5135	-34%	3%
净负债率	Net Gearing	%	53%	51%	50%	52%	-1pct	2pct	52%	-1pct	52%	-1pct	0pct

资料来源: 华泰研究预测

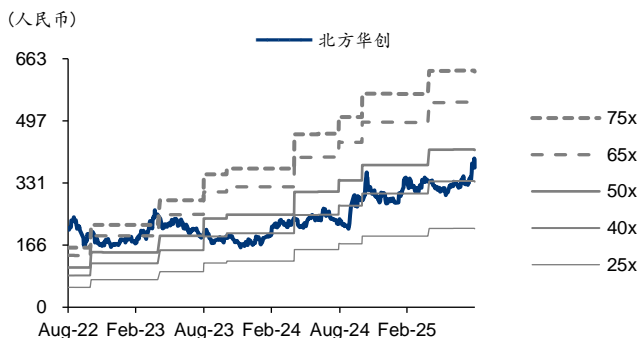
图表3: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 (当地币种)	市值(百万) (当地币种)	EPS(当地币种)		PE(倍)	
				2025E	2026E	2025E	2026E
688012 CH	中微公司	214.17	134101.5	4.0	4.79	53.6	45
688120 CH	华海清科	126	44529	3.9	4.78	32.7	26.4
688072 CH	拓荆科技	190	53148.5	3.7	4.54	51.7	41.9
688037 CH	芯源微	124.25	25008.8	1.4	2.15	90.7	57.9
688082 CH	盛美上海	155	68400.1	3.4	4.08	45.2	38
平均						45.8	37.8

注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期, 计算行业均值时剔除当前盈利水平较低, PE 显著高于行业的芯源微; 数据截至 2025.08.29。

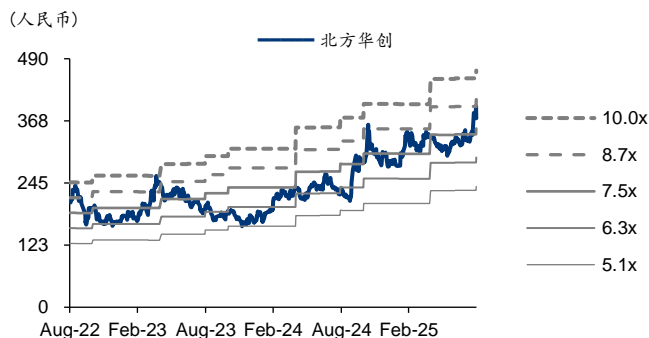
资料来源: Wind、华泰研究

图表4: 北方华创 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 北方华创 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
<b>流动资产</b>	38,226	46,211	57,028	71,610	86,929
现金	12,451	12,347	16,325	19,919	24,732
应收账款	3,767	6,045	6,467	9,363	10,291
其他应收账款	64.81	113.07	113.75	173.21	183.07
预付账款	1,480	888.96	2,131	1,690	3,055
存货	16,992	23,479	28,025	36,272	43,717
其他流动资产	3,471	3,338	3,965	4,193	4,950
<b>非流动资产</b>	15,399	19,498	21,402	23,356	25,521
长期投资	3.39	66.30	85.29	108.43	136.24
固定投资	3,352	6,205	7,738	9,428	11,278
无形资产	2,547	4,703	4,688	4,601	4,467
其他非流动资产	9,496	8,524	8,890	9,219	9,640
<b>资产总计</b>	53,625	65,709	78,430	94,966	112,450
<b>流动负债</b>	19,083	23,482	29,720	37,852	44,381
短期借款	23.07	3.00	23.00	4,264	635.12
应付账款	6,117	10,165	10,556	15,312	16,869
其他流动负债	12,943	13,314	19,141	18,275	26,877
<b>非流动负债</b>	9,717	10,002	9,664	9,316	9,012
长期借款	5,835	3,946	3,608	3,261	2,956
其他非流动负债	3,882	6,055	6,055	6,055	6,055
<b>负债合计</b>	28,800	33,484	39,384	47,168	53,393
少数股东权益	457.84	1,144	1,238	1,359	1,512
股本	530.21	533.62	721.60	721.60	721.60
资本公积	14,971	16,427	16,239	16,239	16,239
留存公积	8,904	14,111	20,753	29,314	40,127
归属母公司股东权益	24,367	31,082	37,808	46,440	57,545
<b>负债和股东权益</b>	53,625	65,709	78,430	94,966	112,450

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金</b>	2,365	1,573	9,300	3,959	13,408
净利润	4,033	5,694	7,386	9,518	12,023
折旧摊销	729.53	1,071	1,256	1,541	1,773
财务费用	(18.13)	59.71	68.66	149.71	153.82
投资损失	(1.36)	(3.25)	(3.25)	(3.25)	(3.25)
营运资金变动	(3,325)	(6,103)	448.59	(7,430)	(232.11)
其他经营现金	946.87	855.45	144.79	183.28	(307.16)
<b>投资活动现金</b>	(2,058)	(2,212)	(3,149)	(3,482)	(3,927)
资本支出	(1,980)	(2,046)	(3,079)	(3,387)	(3,809)
长期投资	(70.42)	(166.77)	(18.99)	(23.14)	(27.81)
其他投资现金	(8.09)	1.20	(51.06)	(71.76)	(89.81)
<b>筹资活动现金</b>	1,647	740.31	(2,174)	3,118	(4,668)
短期借款	(204.19)	(20.07)	20.00	4,241	(3,629)
长期借款	2,095	(1,889)	(337.64)	(347.90)	(304.29)
普通股增加	1.53	3.41	187.99	0.00	0.00
资本公积增加	903.44	1,456	(187.99)	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,149)	1,190	(1,856)	(776.06)	(734.63)
现金净增加额	1,968	106.90	3,978	3,594	4,812

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
<b>营业收入</b>	22,079	29,838	38,047	48,136	59,766
营业成本	13,005	17,051	21,700	27,090	33,702
营业税金及附加	167.12	177.62	226.49	286.54	355.77
营业费用	1,084	1,085	1,332	1,685	2,092
管理费用	1,752	2,111	2,587	3,129	3,765
财务费用	(18.13)	59.71	68.66	149.71	153.82
资产减值损失	(20.73)	(74.72)	(38.05)	(48.14)	(59.77)
公允价值变动收益	(5.74)	6.26	6.26	6.26	6.26
投资净收益	1.36	3.25	3.25	3.25	3.25
<b>营业利润</b>	4,448	6,527	8,223	10,592	13,375
营业外收入	22.06	18.04	18.04	18.04	18.04
营业外支出	4.38	34.38	34.38	34.38	34.38
<b>利润总额</b>	4,466	6,511	8,207	10,575	13,359
所得税	432.86	816.97	820.66	1,058	1,336
<b>净利润</b>	4,033	5,694	7,386	9,518	12,023
少数股东损益	133.65	72.49	94.03	121.18	153.07
归属母公司净利润	3,899	5,621	7,292	9,397	11,870
EBITDA	5,170	7,585	9,265	11,905	14,808
EPS (人民币, 基本)	7.36	10.57	10.11	13.02	16.45

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	50.32	35.14	27.51	26.52	24.16
营业利润	55.12	46.74	25.98	28.81	26.28
归属母公司净利润	65.73	44.17	29.72	28.87	26.32
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	41.10	42.85	42.97	43.72	43.61
净利率	18.26	19.08	19.41	19.77	20.12
ROE	16.24	17.67	18.92	19.91	20.36
ROIC	26.73	24.16	29.10	27.59	32.29
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	53.71	50.96	50.22	49.67	47.48
净负债比率 (%)	(11.36)	(1.37)	(15.26)	(11.55)	(23.85)
流动比率	2.00	1.97	1.92	1.89	1.96
速动比率	0.97	0.86	0.85	0.85	0.87
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.46	0.50	0.53	0.56	0.58
应收账款周转率	6.53	6.08	6.08	6.08	6.08
应付账款周转率	2.22	2.09	2.09	2.09	2.09
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	5.40	7.79	10.11	13.02	16.45
每股经营现金流(最新摊薄)	3.28	2.18	12.89	5.49	18.58
每股净资产(最新摊薄)	33.77	43.07	52.39	64.36	79.75
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	68.94	47.82	36.86	28.61	22.64
PB (倍)	11.03	8.65	7.11	5.79	4.67
EV EBITDA (倍)	51.54	35.53	28.50	22.23	17.30

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 谢春生、郭龙飞、丁宁、吕兰兰, 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](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、郭龙飞、丁宁、吕兰兰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