

马斯克大幅增持，9月催化集中释放

华泰研究

2025年9月16日 | 美国

动态点评

乘用车

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

508.26

宋亭亭

SAC No. S0570522110001
SFC No. BTK945

研究员

songtingting021619@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

李思佳*

SAC No. S0570123090067

联系人

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

9月12日，马斯克以每股平均价389.3美元增持公司256.9万股，价值约为10亿美元，表现出其对公司长期发展信心。进入9月，公司多重利好集中释放，汽车业务放量能见度提升（中国Model YL热销及美国IRA补贴取消前冲量）、9月11日获得内华达州路测许可、FSD V14即将上线。考虑到25-26年Robotaxi/FSD/机器人或逐步兑现落地，我们认为公司领先的AI能力或触发估值范式跃迁，维持增持评级。

美国IRA取消前冲量迅速，Model YL上市15天订单超12万辆

汽车业务方面，8-9月公司两大市场均迎来关键变化：1) 美国：IRA法案对于新能源汽车的7500美元税收补贴即将于9月30日取消，短期对于公司销量有较强提升效果；2) 中国：8月19日Model YL正式上市，售价33.9万元，与Model Y长续航全驱版相比，在车长、轴距、操控（增加可变阻尼减震）、舒适（增加主驾腿托和腰部支撑）等方面均实现升级。YL上市即热销，上市15天累计订单突破12万辆。我们认为YL成功证明了“性价比”的爆款路线，看好后续定位更偏大众经济型市场的新车上市，以及美国市场Y/3改款等表现。

Robotaxi获内华达州许可证，FSD V14版本将于9-10月上线

9月11日，公司获得官方批准，开始在内华达州的公共道路上测试其Robotaxi服务。我们看好公司在奥斯汀（德州）及内华达州的示范运力不断放大。管理层目标在25年内逐步移除安全员并完成更广泛的无人值守运营区域，若兑现将是Robotaxi商业化的重要信号。针对在售车型，FSD V14即将于9-10月推送，V14版本的升级重点在于模型参数数量（提升10倍）。马斯克预计其驾驶能力将超越人类驾驶员，甚至可能达到人类驾驶水平的2-3倍，同时HW5.0或于26年实现量产搭载。我们认为公司在ToB和ToC端智能驾驶的研究成果持续兑现，看好AI催化下的智驾能力跃进领先。

薪酬和增持方案增强发展信心，Optimus V3定型和量产渐近

9月，公司向马斯克制定继任计划和薪酬协议，潜在价值约1万亿美元，是美国企业历史上规模最大的高管薪酬方案。其中重点目标为10年内将公司市值从约1万亿美元增长至约8.5万亿美元。9月12日，马斯克增持约10亿美元公司股份，进一步表现出对公司长期投资价值和未来持续发展前景的认可和信心。机器人方面，9月9日马斯克表示正敲定Optimus V3的设计，其将搭载复杂的手部设计和帮助理解现实的“AI思维”（每条手臂将搭载26个执行器）。我们认为Optimus V3在9-11月的定型、量产和发布节点密集且渐近，明确的工业场景交付落地后或有更大溢价空间。

盈利预测与估值

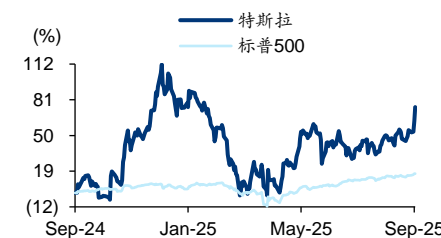
我们维持此前盈利预测。采用SOTP估值法，考虑FSD业务（30E利润95亿美元）、Robotaxi（30E利润120亿美元）的产业化在即，新版本推送和落地进展加速，分别上调PE到60倍（前值55倍）、60倍（前值40倍）。考虑机器人预期差大，V3能力实现提升，给予Optimus利润115亿美元（前值115亿美元）/60倍PE（前值42倍），汽车硬件利润135亿美元（前值135亿美元）/给予25倍PE。能源业务考虑到新一代Megapack3发布且安装成本大幅降低，技术优势领先，给予利润48亿美元（前值48亿美元）/给予30倍PE（前值20倍）。2030年综合市值折现回25年市值为1.64万亿美元/目标价为508.26美元（前值396.67美元）。

风险提示：技术进度不及预期；竞争超预期；政策进度不及预期。

基本数据

目标价(美元)	508.26
收盘价(美元 截至9月12日)	395.94
市值(美元百万)	1,315,803
6个月平均日成交额(美元百万)	32,969
52周价格范围(美元)	212.11-488.54
BVPS(美元)	22.67

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	97,690	124,078	143,070	164,834
+/-%	0.95	27.01	15.31	15.21
归属母公司净利润(百万)	7,091	9,748	10,362	12,442
+/-%	(52.72)	37.47	6.30	20.07
EPS(最新摊薄)	2.20	3.03	3.22	3.87
ROE(%)	10.46	12.53	11.80	12.54
PE(倍)	179.63	130.67	122.92	102.37
PB(倍)	17.47	15.41	13.69	12.08
EV EBITDA(倍)	101.71	77.63	68.18	56.28
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告、华泰研究预测

估值：AI 技术领先性与 AI 应用多样性有望触发估值范式跃迁

我们认为特斯拉 FSD 的底层 AI 能力与数据飞轮效应使其区别于传统软件 SaaS 业务，其技术领先性一方面体现在领先的自动驾驶功能本身，一方面助力特斯拉扩展“AI 原生应用”，树立 AI 生态竞争壁垒。结合 FSD 技术范式升级，AI 能力迁移到 Robotaxi 和具身智能等应用，我们认为特斯拉的 FSD 估值需跳出传统 SaaS 框架，参考 AI 芯片、云计算与尖端科技公司的定价逻辑。

FSD：2030 年远期估值或达 5643 亿美元

特斯拉 FSD 的估值需兼顾高增长潜力（软件收入增长潜力大）、技术风险（L4 级落地时间不确定）、永续现金流属性（用户持续订阅），单一对标 SaaS 公司（如 Adobe）或科技巨头（如 Waymo）均不全面，需分层对标：

软件层对标 SaaS 转型标杆 Adobe，Adobe 从买断制转向订阅制，收入稳定性提升，估值从 P/S 5 倍（2012 年）升至 P/S 11 倍（2024 年）。FSD 的订阅收入占比超过 50% 后，或也享受估值倍数提升，我们认为用户付费转化率是估值的关键支撑。

技术层对标享有 L4 自动驾驶估值溢价 Waymo。Waymo 估值已超过 450 亿美元，反映 L4 级 Robotaxi 的潜在市场庞大。若特斯拉开放 Robotaxi 网络，可参考 Waymo 的 TAM 估值法。

生态层对标硬件+服务协同的苹果。苹果服务业务估值溢价源于 iPhone 用户生态，而非单一服务收入，其与 FSD 的共性在于绑定了硬件入口的用户生态、高毛利订阅模式、用户留存率高且用户基数庞大。往后看特斯拉汽车销量增长直接驱动 FSD 用户基数，或形成“硬件铺量+软件变现”飞轮。

估值结果：考虑到 FSD 收费标准的变化，我们微调 FSD 远期利润为 94 亿美元（FSD 为高利润业务，此处仅考虑企业综合费用平摊）。考虑到 FSD 版本迭代迅速，即将更新的 V14 版本在参数量和体验上或有跃升空间，智驾地位维持领先，上调给予 60 倍 PE（前值 55 倍），对应 2030 年的市值空间为 5643 亿美元，折现回 2025 年对应市值为 3753 亿美元。

Robotaxi：2030 年远期估值或达 7215 亿美元

2025 年 6 月，北美 Robotaxi L4 公司 Waymo 估值已超过 450 亿美元。考虑到特斯拉端到端软件架构+低廉造车平台，其 L4L5 能力成长斜率或更陡峭，利于公司快速铺开车队规模、降低综合运营成本，有望在出行市场实现后来居上，应享有估值溢价。

估值结果：我们测算 Robotaxi 远期利润为 120 亿美元。考虑到公司获得内华达州的道路许可证，并开始在公共道路上测试，测试量增加下进展和兑现进度或加速，理应享受更高估值倍数，故 Robotaxi 服务给予 60 倍 PE（前值 40 倍），对应 2030 年市值空间为 7215 亿美元，折现回 2025 年对应市值为 4798 亿美元。

机器人：2030 年远期估值或达 6900 亿美元

北美领先人形机器人创业公司 Figure AI 在 2024 年 2 月估值达 26 亿美元，此时公司并未创收；中国领先人形机器人创业公司智元在 2024 年中估值达 70 亿元，同年底宣布了通用机器人商用量产。

估值结果：我们测算 Optimus 远期利润为 115 亿美元。考虑人形机器人的技术壁垒高，与 Robotaxi 接近且可协同实现反摩尔定律成长曲线。另考虑到 Optimus V3 在 9-11 月的定型、机器人预期差大，V3 能力实现提升，相较于其他机器人厂商或有更高代际差距，理应享受更高估值倍数，给予 60 倍 PE（前值 42 倍），对应 2030 年的市值空间为 6900 亿美元，折现回 2025 年对应市值为 4589 亿美元。

同时考虑到特斯拉汽车主业指引与预期变化不大，我们维持汽车硬件业务的估值倍数不变，假设 2030 年汽车硬件业务利润为 135 亿美元，25 倍 PE 估值，2030 年市值折现回 2025 年市值为 2249 亿美元。能源业务方面，考虑到新一代 Megapack3 发布且安装成本大幅降低，并且实现技术优势领先，理应享受更高估值倍数，维持预计 2030 年能源业务利润为 48 亿美元，给予 30 倍 PE（前值 20 倍）估值，2030 年市值折现回 2025 年市值为 962 亿美元。我们对 2030 年特斯拉做 SOTP 估值，对应 2025 年市值为 1.64 万亿美元。

图表1：特斯拉市值分拆

单位：百万美元	2025E	2030E
利润分拆		
汽车销售-硬件	5,441	13,526
汽车销售-软件	1,455	9,404
能源	3,015	4,823
机器人		11,500
Robotaxi		12,025
估值		
汽车销售-硬件-PE	25	25
汽车销售-软件-PE	60	60
能源-PE	30	30
机器人-PE	60	60
Robotaxi-PE	60	60
市值		
汽车销售-硬件	224,877	338,138
汽车销售-软件	375,253	564,252
能源	96,231	144,699
机器人	458,881	690,000
Robotaxi	479,822	721,487
总市值	1,635,065	2,458,577

注：折现率采用特斯拉 WACC=8.5%

资料来源：Wind、华泰研究预测

风险提示：技术不确定性的非线性影响

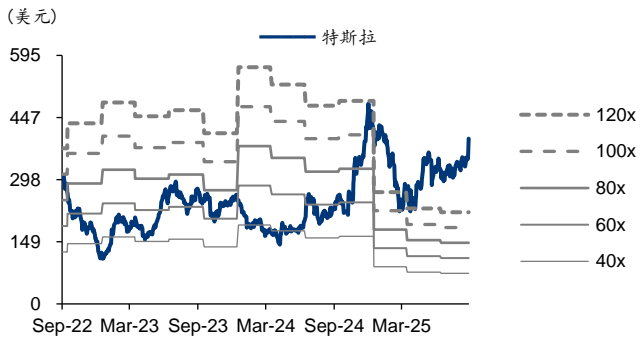
1.技术进度不及预期：L4 级自动驾驶落地进度或具身智能技术进度不及预期，或对特斯拉乐观情景下的估值空间有不利影响。具体而言，前文我们对 FSD、Robotaxi 的估值纳入了技术成熟、政策支持等因素，若技术进度且政策普及不及预期，L4 延迟至 2030 年后，FSD 功能有限进而用户付费意愿较低，北美用户渗透率上限或为 20-30%，中国 FSD 商业化较慢，估值或相应有较大折扣，Robotaxi 与 FSD 估值同理，若落地进度不及预期，估值或同样有较大折扣。此外，人形机器人尚处于行业发展早期，且目前未有大规模的 PMF 验证，行业存在较高不确定性，以上估值需根据相应风险做动态调整，若具身智能泛化能力以及降本程度不及预期，直接影响对外交付的市场空间，且估值亦有打折。

2.市场竞争超预期：若华为小鹏等厂商的自动驾驶方案进度超预期，或行业发生价格竞争，则可能分流特斯拉 FSD 用户，且 FSD 订阅制可能面临用户价格敏感度挑战，进而对 FSD 估值空间产生不利影响。

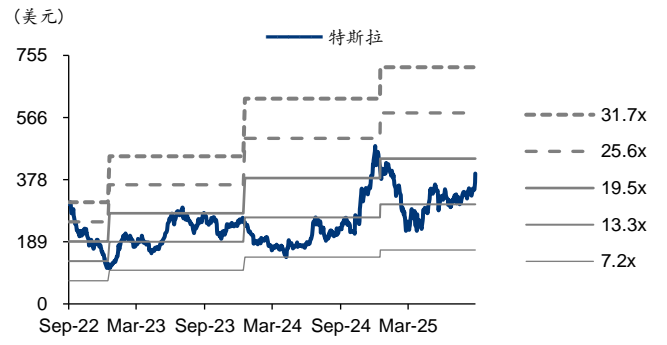
3.政策开放度不及预期：若 FSD、Robotaxi 自动驾驶政策落地不及预期，以及 FSD 入华入欧进度不及预期，则影响特斯拉乐观情景下的估值空间。



图表2: 特斯拉 PE-Bands



图表3: 特斯拉 PB-Bands



盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	96,773	97,690	124,078	143,070	164,834
销售成本	(79,113)	(80,240)	(101,187)	(116,626)	(134,057)
毛利润	17,660	17,450	22,891	26,444	30,777
销售及分销成本	(4,800)	(5,150)	(6,977)	(7,869)	(8,242)
管理费用	(3,969)	(4,540)	(6,108)	(7,726)	(8,901)
其他收入/支出	0.00	(684.00)	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	910.00	1,219	1,262	948.51	632.16
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	9,973	8,990	11,568	12,298	14,766
税费开支	5,001	(1,837)	(1,735)	(1,845)	(2,215)
少数股东损益	(23.00)	62.00	85.23	90.60	108.79
归母净利润	14,997	7,091	9,748	10,362	12,442
折旧和摊销	(4,667)	(5,368)	(7,014)	(8,428)	(9,830)
EBITDA	13,730	13,139	17,320	19,777	23,964
EPS (美元, 基本)	4.66	2.20	3.03	3.22	3.87

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	13,626	12,017	20,320	16,951	25,891
应收账款和票据	6,896	9,780	11,401	13,022	15,116
现金及现金等价物	16,398	16,139	18,088	10,238	12,301
其他流动资产	12,696	20,424	20,526	20,629	20,732
总流动资产	49,616	58,360	70,335	60,840	74,039
固定资产	40,943	46,341	64,401	76,166	87,538
无形资产	431.00	394.00	501.00	521.00	541.00
其他长期资产	15,628	15,706	15,785	15,864	15,943
总长期资产	57,002	63,710	80,686	92,550	104,022
总资产	106,618	122,070	151,021	153,390	178,062
应付账款	14,431	12,474	21,455	17,651	27,299
短期借款	2,373	2,456	2,656	3,156	3,656
其他负债	11,944	13,891	21,395	23,425	25,397
总流动负债	28,748	28,821	45,505	44,232	56,352
长期债务	2,857	5,757	5,757	5,757	5,757
其他长期债务	11,404	13,812	16,246	9,435	9,435
总长期负债	14,261	19,569	22,003	15,192	15,192
股本	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
储备/其他项目	62,631	72,910	82,658	93,020	105,463
股东权益	62,634	72,913	82,661	93,023	105,466
少数股东权益	975.00	767.00	852.23	942.83	1,052
总权益	63,609	73,680	83,513	93,966	106,517

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	84.93	179.63	130.67	122.92	102.37
PB	20.34	17.47	15.41	13.69	12.08
EV EBITDA	96.79	101.71	77.63	68.18	56.28
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	0.69	0.02	(0.23)	(0.18)	0.03

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	13,730	13,139	17,320	19,777	23,964
融资成本	(910.00)	(1,219)	(1,262)	(948.51)	(632.16)
营运资本变动	(296.00)	81.00	(353.52)	(244.56)	(247.09)
税费	5,001	(1,837)	(1,735)	(1,845)	(2,215)
其他	(4,269)	4,759	1,806	905.48	254.60
经营活动现金流	13,256	14,923	15,775	17,645	21,124
CAPEX	(8,899)	(11,345)	(18,387)	(20,213)	(21,222)
其他投资活动	(6,685)	(7,442)	2,355	(6,889)	(79.32)
投资活动现金流	(15,584)	(18,787)	(16,032)	(27,102)	(21,302)
债务增加量	(1,815)	(2,881)	200.00	500.00	500.00
权益增加量	700.00	1,241	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	3,704	5,493	1,108	1,108	1,740
融资活动现金流	2,589	3,853	1,308	1,608	2,240
现金变动	265.00	(152.00)	1,051	(7,850)	2,063
年初现金	16,924	17,189	17,037	18,088	10,238
汇率波动影响	4.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	17,189	17,037	18,088	10,238	12,301

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	18.80	0.95	27.01	15.31	15.21
毛利润	(15.31)	(1.19)	31.18	15.52	16.39
营业利润	(34.89)	(20.41)	38.58	10.64	25.67
净利润	19.44	(52.72)	37.47	6.30	20.07
EPS	19.44	(52.72)	37.47	6.30	20.07
盈利能力比率 (%)					
毛利率	18.25	17.86	18.45	18.48	18.67
EBITDA	14.19	13.45	13.96	13.82	14.54
净利润率	15.50	7.26	7.86	7.24	7.55
ROE	27.94	10.46	12.53	11.80	12.54
ROA	15.87	6.20	7.14	6.81	7.51
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(17.83)	(10.87)	(11.70)	(1.42)	(2.74)
流动比率	1.73	2.02	1.55	1.38	1.31
速动比率	1.25	1.61	1.10	0.99	0.85
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.02	0.85	0.91	0.94	0.99
应收账款周转天数	23.79	30.73	30.73	30.73	30.73
应付账款周转天数	67.54	60.36	60.36	60.36	60.36
存货周转天数	60.21	57.52	57.52	57.52	57.52
现金转换周期	16.46	27.90	27.90	27.90	27.90
每股指标 (美元)					
EPS	4.66	2.20	3.03	3.22	3.87
每股净资产	19.47	22.66	25.70	28.92	32.78

免责声明

分析师声明

本人，宋亭亭，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

- 分析师宋亭亭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