

Q3 盈利超预期

华泰研究

2025 年 10 月 21 日 | 中国内地

季报点评

新能源及动力系统

公司公布三季度业绩：收入 1041.86 亿元，同比+12.90%，环比+10.62%；归母净利润 185.49 亿元，同比+41.21%，环比+12.26%。前三季度公司实现收入 2830.72 亿元，同比+9.28%；归母净利润 490.34 亿元，同比+36.20%。公司三季度业绩超出我们此前预期的 175.65 亿元，主要系公司产能利用率提升、产品结构优化带动毛利率提升超预期。我们看好公司乘用车、商用车、储能等多领域出货量快增，加速开发新产品与海外市场。维持买入评级。

25Q3 净利率同比+4pct，现金储备充裕

25Q3 公司毛利率为 25.80%，同比-5.37pct，环比+0.23pct；净利率为 19.13%，同比+4.12pct，环比+0.55pct。毛利率同比下滑主要系会计准则变化（质保金从销售费用计入主营业务成本），净利率同比明显提升或主要得益于产能利用率提升，高毛利储能业务以及神行、麒麟、骁遥电池等新产品占比提升。现金流方面表现较好，25Q1-3 公司经营性现金流净额 806.60 亿元，同比+19.6%；现金储备充裕，Q3 末货币资金及交易性金融资产合计达 3675 亿元，同比+28%。

商用车电动化提速，钠电/固态电池等拓展电车性能边界

根据公司业绩交流会，我们估算公司 Q3 动力电池出货量约 144GWh。公司持续巩固全球动力电池市场龙头地位，据 SNE，公司今年 1-8 月在全球的装车量为 254.5GWh，市占率达 36.8%，保持第一；据中国汽车动力电池产业创新联盟，公司 1-9 月在国内的装车量为 210.7GW，市占率达 42.75%，保持第一。分市场来看，受益于商用车电动化经济性拐点到来、基础设施完善，商用车市场电池出货量增速快于乘用车，未来随着商用车电动化率加速提升，有望赋能公司业绩的持续增长。此外公司积极布局钠电池、固态电池等，钠电池方面，目前部分商用车已开展试点，乘用车推进合作开发，公司预计年底落地产品、明年开始放量。

储能市场需求旺盛，系统占比提升带动盈利能力提升

根据公司业绩交流会，我们估算公司 Q3 储能电池出货量约 36GWh。今年以来，全球储能市场需求呈现强劲增长态势。据高工产研储能研究所，25Q3 中国储能锂电池出货量 165GWh，同比+65%；25Q1-3 合计出货量为 430GWh，较 24 年全年增长超 30%。目前市场供不应求，公司积极扩产，随着产能陆续释放，有望继续提升市占率，看好公司储能电池业务高景气延续。产品结构方面，储能系统的技术壁垒、附加值高，随着公司储能系统占比提升，未来储能业务的单价和单 Wh 净利润有望持续提升。

盈利预测与估值

我们上调公司 25-27 年归母净利润(5.86%,15.03%,20.96%)至 705.34 亿元、922.65 亿元和 1119.33 亿元，对应 EPS 为 15.46、20.22、24.53 元。上调主要是考虑到乘用车与商用车市场需求旺盛，进而上调公司动力电池出货量假设；考虑到储能业务中高毛利率的系统占比提升，上调储能电池毛利率假设。可比公司 26 年 Wind 一致预期 PE 均值为 23.64 倍，考虑到公司盈利韧性强劲（毛/净利率持续提升），钠电/固态电池等新技术不断突破，同时加速全球产能建设、满足市场旺盛需求，给予公司 26 年 28 倍 PE，上调目标价为 566.18 元（前值 342.22 元，对应 25 年 23.42 倍 PE）。

风险提示：全球新能源车销量不及预期，客户开拓不及预期，行业竞争加剧。

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

566.18

刘俊

SAC No. S0570523110003
SFC No. AVM464

研究员

karliu@htsc.com
+(852) 3658 6000

边文蛟

SAC No. S0570518110004
SFC No. BSJ399

研究员

bianwenjiao@htsc.com
+(86) 755 8277 6411

陈爽*

SAC No. S0570524040001

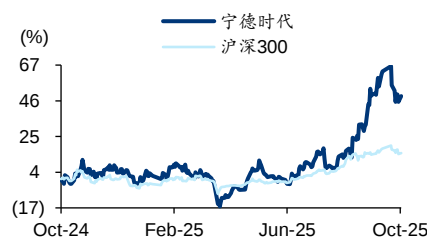
研究员

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

基本数据

收盘价 (人民币 截至 10 月 20 日)	366.50
市值 (人民币百万)	1,672,286
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	8,361
52 周价格范围 (人民币)	211.39-409.89

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)	362,013	416,361	531,941	646,212
+/-%	(9.70)	15.01	27.76	21.48
归属母公司净利润 (百万)	50,745	70,534	92,265	111,933
+/-%	15.01	39.00	30.81	21.32
EPS (最新摊薄)	11.12	15.46	20.22	24.53
ROE (%)	22.83	24.53	25.07	24.54
PE (倍)	32.95	23.71	18.12	14.94
PB (倍)	6.77	5.10	4.10	3.32
EV EBITDA (倍)	18.74	14.52	10.61	8.19
股息率 (%)	1.37	0.75	0.94	1.02

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：分季度预测表

	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4E	2026Q1E
总收入 (亿元)	1,029.68	847.05	941.82	1,041.86	1332.89	931.75
营业收入同比增速 (%)	-3.08%	6.18%	8.26%	12.90%	29.45%	10.00%
营业收入环比增速 (%)	11.58%	-17.74%	11.19%	10.62%	27.93%	-30.10%
营业成本 (亿元)	874.86	640.30	700.93	773.04	990.68	689.50
营业成本同比增速 (%)	10.78%	9.08%	9.83%	21.71%	13.24%	7.68%
营业成本环比增速 (%)	37.74%	-26.81%	9.47%	10.29%	28.15%	-30.40%
总毛利 (亿元)	154.82	206.74	240.88	268.82	342.20	242.26
总毛利同比增速 (%)	-43.22%	-1.89%	3.93%	-6.54%	121.04%	17.18%
总毛利环比增速 (%)	-46.17%	33.54%	16.51%	11.60%	27.30%	-29.21%
总毛利率 (%)	15.04%	24.41%	25.58%	25.80%	25.67%	26.00%
总毛利率同比变动 (pct)	-10.63	-2.01	-1.07	-5.37	10.64	1.59
总毛利率环比变动 (pct)	-16.13	9.37	1.17	0.23	-0.13	0.33
费用率 (%)	-0.15%	7.09%	5.33%	7.36%	8.75%	8.80%
-销售及管理费用率 (%)	-4.32%	4.10%	3.47%	3.73%	3.81%	3.80%
-研发费用率 (%)	5.37%	5.68%	5.61%	4.77%	4.94%	5.00%
费用率同比变动 (pct)	-9.24	-5.88	-4.4	-2.47	8.90	1.71
-销售及管理费用率 (pct)	-13.05	-3.03	-3.08	-3.1	8.13	-0.30
-研发费用率 (pct)	2.1	0.24	0.72	-0.08	-0.44	-0.68
费用率环比变动 (pct)	-9.98	7.24	-1.76	2.03	1.38	0.05
-销售及管理费用率 (pct)	-11.15	8.43	-0.63	0.26	0.07	-0.01
-研发费用率 (pct)	0.52	0.31	-0.08	-0.83	0.17	0.06
归母净利润 (亿元)	147.44	139.63	165.23	185.49	214.99	164.24
归母净利润(同比) (%)	13.62%	32.85%	33.73%	41.21%	45.82%	17.63%
归母净利润(环比) (%)	12.24%	-5.30%	18.33%	12.26%	15.91%	-23.61%
归母净利率 (%)	14.32%	16.48%	17.54%	17.80%	16.13%	17.63%
归母净利率率(同比) (pct)	2.10	3.31	3.34	3.57	1.81	1.14
归母净利率率(环比) (pct)	0.08	2.17	1.06	0.26	-1.67	1.50
EPS	3.35	3.17	3.62	4.07	4.71	3.60

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表2：季度经营情况总结

季度财报数据总结		4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	YoY	QoQ	1-9M25A	YoY	4Q25E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	102,967.81	84,704.59	94,181.66	104,185.73	13%	11%	283,071.99	9%	133,288.66	29%	28%
营业成本	Rmb mn	87,486.06	64,030.11	70,093.49	77,303.54	22%	10%	211,427.15	14%	99,068.34	13%	28%
毛利率	%	15.04%	24.41%	25.58%	25.80%	-5.37pct	+0.23pct	25.31%	-2.88pct	25.67%	+10.64pct	-0.13pct
销售及管理费用	Rmb mn	-4,449.53	3,476.25	3,272.71	3,891.28	-38%	19%	10,640.24	-40%	5,074.56	-214%	30%
研发费用	Rmb mn	5,533.62	4,814.00	5,280.56	4,973.26	11%	-6%	15,067.83	15%	6,582.93	19%	32%
财务费用	Rmb mn	-1,237.71	-2,287.91	-3,533.90	-1,193.98	-30%	-66%	-7,015.79	142%	-2,970.95	140%	149%
营业利润	Rmb mn	17,926.05	17,340.44	21,480.08	21,731.79	31%	1%	60,552.31	31%	26,698.43	49%	23%
税前利润	Rmb mn	17,461.55	17,375.03	21,437.47	21,899.90	35%	2%	60,712.40	33%	26,538.34	52%	21%
所得税	Rmb mn	2,188.01	2,513.40	3,933.66	1,968.48	-19%	-50%	8,415.54	20%	3,799.57	74%	93%
少数股东损益	Rmb mn	529.93	899.08	981.23	1,382.45	92%	41%	3,262.76	19%	1,239.38	134%	-10%
归母净利润	Rmb mn	14,743.61	13,962.56	16,522.58	18,548.97	41%	12%	49,034.11	36%	21,499.39	46%	16%
非经常性损益	Rmb mn	1,927.10	2,133.39	1,154.29	2,127.21	110%	84%	5,414.88	42%	2,696.47	40%	27%
净利润(扣非)	Rmb mn	12,816.51	11,829.17	15,368.30	16,421.76	35%	7%	43,619.23	36%	18,802.92	47%	15%
EPS	Rmb/sh	3.35	3.17	3.62	4.07	36%	12%	10.75	31%	4.71	41%	16%
EPS(扣非)	Rmb/sh	2.91	2.69	3.37	3.6	31%	7%	9.56	31%	4.12	42%	15%
核心财务指标												
应收账款周转天数	days	63.72	66.05	64.37	62.29	-9%	-3%	62.29	-9%			
应付账款周转天数	days	163.22	182.47	177.42	167.89	-4%	-5%	167.89	-4%			
存货周转天数	days	69.69	88.65	89.15	89.93	22%	1%	89.93	22%			
经营净现金流	Rmb mn	29,546.74	32,868.26	25,818.81	21,973.36	-3%	-15%	80,660.43	20%			
资本支出	Rmb mn	9,911.60	10,342.61	9,870.31	9,874.86	33%	0%	30,087.78	41%			
自由现金流	Rmb mn	19,635.15	22,525.65	15,948.50	12,098.50	-21%	-24%	50,572.65	10%			
净负债	Rmb mn	209,689.96	209,634.26	192,214.27	224,828.47	7%	17%	224,828.47	7%			
净负债率	%	76.68%	72.50%	59.25%	64.79%	-15.07pct	+5.54pct	64.79%	-15.07pct			

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表3：核心假设和财务预测

驱动概览		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
全球新能源汽车销量增速	%	32.53%	23.79%	22.15%	12.00%	10.00%
动力电池收入同比增速	%	20.57%	-11.29%	22.99%	30.41%	22.85%
储能电池收入同比增速	%	33.17%	-4.36%	15.95%	26.31%	20.63%
分部收入						
动力电池	Rmb mn	285252.92	253041.34	311220.00	405872.78	498601.42
储能电池	Rmb mn	59900.52	57290.46	66430.00	83910.75	101224.90
材料业务	Rmb mn	41336.44	34192.94	23710.65	27157.76	31386.11
其他	Rmb mn	14427.17	17487.82	15000.00	15000.00	15000.00
销量						
动力电池	GWh	321	381	520	685	850
YOY	%	33%	19%	36%	32%	24%
储能电池	GWh	69	93	130	165	200
YOY	%	47%	35%	40%	27%	21%
单位价格						
动力电池	元/Wh	0.89	0.66	0.60	0.59	0.59
YOY	%	-9%	-25%	-10%	0%	0%
储能电池	元/Wh	0.87	0.62	0.51	0.51	0.51
YOY	%	-9%	-29%	-17%	0%	0%
单位成本						
动力电池	元/Wh	0.69	0.51	0.46	0.45	0.44
储能电池	元/Wh	0.66	0.45	0.37	0.37	0.36
分部毛利率						
动力电池	%	22.27%	23.94%	23.65%	24.39%	24.82%
储能电池	%	23.79%	26.84%	27.40%	27.83%	28.04%
材料业务	%	12.97%	10.19%	15.00%	15.00%	15.00%
其他	%	60.26%	51.76%	70.00%	70.00%	70.00%
毛利占比						
动力电池	%	69.17%	68.46%	69.53%	72.30%	73.96%
储能电池	%	15.52%	17.38%	17.19%	17.06%	16.96%
材料业务	%	5.84%	3.94%	3.36%	2.98%	2.81%
其他	%	9.47%	10.23%	9.92%	7.67%	6.27%
核心财务指标						
EBIT	Rmb bn	49.04	57.56	81.55	105.92	127.99
EBITDA	Rmb bn	71.68	82.50	100.75	131.02	159.62
联合营公司投资收益	Rmb bn	3.75	3.74	6.25	7.98	9.69
净利润	Rmb bn	44.12	50.74	70.53	92.26	111.93
扣非净利润	Rmb bn	40.09	44.99	62.42	81.19	97.94
EPS	Rmb/sh	11.79	11.58	15.46	20.22	24.53
EPS(扣非)	Rmb/sh	9.11	10.22	13.68	17.79	21.46
BVPS	Rmb/sh	43.36	54.16	71.91	89.40	110.50
应收账款周转天数	days	54.77	63.72	63.72	63.72	63.72
应付账款周转天数	days	123.22	163.22	163.22	163.22	163.22
存货周转天数	days	71.11	69.28	69.28	69.28	69.28
经营净现金流	Rmb mn	92826.12	96990.35	105360.64	142460.98	157434.41
资本支出	Rmb mn	33624.90	31179.94	26258.55	48138.32	47008.17
自由现金流	Rmb bn	59.20	65.81	79.10	94.32	110.43
净负债	Rmb bn	232.98	209.69	175.85	189.93	152.80
净负债率	%	106%	77%	49%	43%	28%

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表4：实际和预测比较-季度

核心驱动		2025Q2	2025Q3	YoY	2025Q3E	A vs E
全球新能源汽车销量增速	%	30.00%			30.00%	
财报数据总结						
总收入	Rmb mn	94,181.66	104,185.73	13%	115,347.39	-9.68%
营业成本	Rmb mn	70,093.49	77,303.54	22%	86,279.85	-10.40%
毛利率	%	25.58%	25.80%	-5.37pct	25.20%	+0.60pct
销售及管理费用	Rmb mn	3,272.71	3,891.28	-38%	4,037.16	-3.61%
研发费用	Rmb mn	5,280.56	4,973.26	11%	5,767.37	-13.77%
财务费用	Rmb mn	-3,533.90	-1,193.98	-30%	-1,153.47	3.51%
营业利润	Rmb mn	21,480.08	21,731.79	31%	21,478.24	1.18%
税前利润	Rmb mn	21,437.47	21,899.90	35%	21,478.24	1.96%
所得税	Rmb mn	3,933.66	1,968.48	-19%	2,792.17	-29.50%
少数股东损益	Rmb mn	981.23	1,382.45	92%	1,121.16	23.31%
归母净利润	Rmb mn	16,522.58	18,548.97	41%	17,564.90	5.60%
非经常性损益	Rmb mn	1,154.29	2,127.21	110%	1,405.19	51.38%
净利润(扣非)	Rmb mn	15,368.30	16,421.76	35%	16,159.71	1.62%
EPS	Rmb/sh	3.62	4.07	36%	3.85	5.71%
EPS(扣非)	Rmb/sh	3.37	3.60	31%	3.54	1.69%
核心财务指标						
有效税率	%	18.35%	8.99%		14.00%	-5.01pct
少数股东损益占比	%	5.61%	6.94%		6.00%	+0.94pct
分红比例	%	0.00%	0.00%			
应收账款周转天数	days	64.37	62.29	-9%		
应付账款周转天数	days	177.42	167.89	-4%		
存货周转天数	days	89.15	89.93	22%		
经营净现金流	Rmb mn	25818.81	21973.36	-3%		
资本支出	Rmb mn	9870.31	9874.86	33%		
自由现金流	Rmb mn	15948.5	12098.5	-21%		
净负债	Rmb mn	192214.27	224828.47	7%		
净负债率	%	59.25%	64.79%	-15.07pct		

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表5：可比公司估值表（Wind一致预期，截至2025年10月20日收盘价）

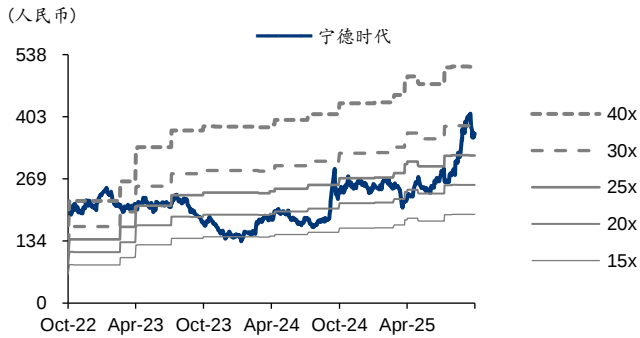
公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
				2025E	2026E	2025E	2026E
300014 CH	亿纬锂能	76.49	1,564.78	2.29	3.39	33.44	22.55
002594 CH	比亚迪	104.52	9,529.29	5.07	6.45	20.60	16.22
002074 CH	国轩高科	42.03	762.29	0.83	1.31	50.49	32.16
均值						34.84	23.64

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

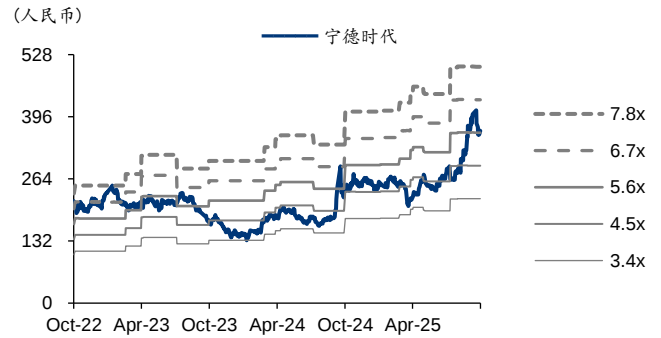
全球新能源车销量不及预期，客户开拓不及预期，行业竞争加剧。

图表6：宁德时代 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

图表7：宁德时代 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
流动资产	449,788	510,142	604,247	732,800	853,585
现金	264,307	303,512	371,816	445,981	541,786
应收账款	64,021	64,136	83,260	105,052	123,713
其他应收账款	3,439	2,207	4,286	4,009	6,068
预付账款	6,963	5,970	8,904	10,099	12,987
存货	45,434	59,836	59,665	92,373	91,922
其他流动资产	65,626	74,482	76,315	75,286	77,109
非流动资产	267,380	276,516	302,549	347,923	389,254
长期投资	50,028	54,792	73,532	95,595	121,232
固定投资	115,388	112,589	118,673	138,111	151,816
无形资产	15,676	14,420	17,284	19,492	20,483
其他非流动资产	86,289	94,716	93,060	94,725	95,723
资产总计	717,168	786,658	906,796	1,080,723	1,242,839
流动负债	287,001	317,172	365,214	461,482	533,370
短期借款	15,181	19,696	19,696	21,083	38,745
应付账款	117,039	130,977	150,568	207,636	226,566
其他流动负债	154,781	166,498	194,950	232,763	268,060
非流动负债	210,284	196,030	182,448	174,425	161,213
长期借款	83,449	81,238	67,656	59,634	46,421
其他非流动负债	126,835	114,792	114,792	114,792	114,792
负债合计	497,285	513,202	547,661	635,907	694,583
少数股东权益	22,175	26,526	31,028	36,918	44,062
股本	4,399	4,403	4,563	4,563	4,563
资本公积	87,907	116,756	149,404	149,404	149,404
留存公积	105,437	128,796	185,337	252,931	332,548
归属母公司股东权益	197,708	246,930	328,106	407,898	504,194
负债和股东权益	717,168	786,658	906,796	1,080,723	1,242,839

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	92,826	96,990	105,361	142,461	157,434
净利润	46,761	54,007	75,036	98,154	119,078
折旧摊销	22,646	24,938	19,202	25,100	31,630
财务费用	(4,928)	(4,132)	(9,987)	(9,994)	(10,021)
投资损失	(3,189)	(3,988)	(6,245)	(7,979)	(9,693)
营运资金变动	25,875	15,235	27,376	37,738	27,119
其他经营现金	5,661	10,930	(20.82)	(558.54)	(678.52)
投资活动现金	(29,188)	(48,875)	(38,136)	(61,404)	(61,943)
资本支出	(33,625)	(31,180)	(26,259)	(48,138)	(47,008)
长期投资	2,001	(20,141)	(18,740)	(22,063)	(25,637)
其他投资现金	2,436	2,445	6,863	8,798	10,702
筹资活动现金	14,716	(14,524)	1,080	(6,893)	313.42
短期借款	765.61	4,515	0.00	1,386	17,662
长期借款	24,350	(2,211)	(13,582)	(8,022)	(13,213)
普通股增加	1,954	(0.00)	135.58	0.00	0.00
资本公积增加	(997.16)	28,849	32,648	0.00	0.00
其他筹资现金	(11,355)	(45,678)	(18,121)	(256.61)	(4,136)
现金净增加额	80,536	31,994	68,304	74,164	95,805

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	400,917	362,013	416,361	531,941	646,212
营业成本	309,070	273,519	310,495	395,037	478,850
营业税金及附加	1,696	2,057	2,915	3,724	4,523
营业费用	17,954	3,563	4,057	5,131	6,171
管理费用	8,462	9,690	11,658	14,362	17,273
财务费用	(4,928)	(4,132)	(9,987)	(9,994)	(10,021)
资产减值损失	(5,854)	(8,423)	(5,829)	(5,319)	(6,462)
公允价值变动收益	46.27	664.22	832.72	1,064	1,292
投资净收益	3,189	3,988	6,245	7,979	9,693
营业利润	53,718	64,052	87,251	114,133	138,463
营业外收入	503.68	135.42	416.36	531.94	646.21
营业外支出	307.92	1,005	416.36	531.94	646.21
利润总额	53,914	63,182	87,251	114,133	138,463
所得税	7,153	9,175	12,215	15,979	19,385
净利润	46,761	54,007	75,036	98,154	119,078
少数股东损益	2,640	3,262	4,502	5,889	7,145
归属母公司净利润	44,121	50,745	70,534	92,265	111,933
EBITDA	71,685	82,496	100,754	131,021	159,619
EPS (人民币，基本)	11.79	11.58	15.46	20.22	24.53

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	22.01	(9.70)	15.01	27.76	21.48
营业利润	45.89	19.24	36.22	30.81	21.32
归属母公司净利润	43.58	15.01	39.00	30.81	21.32
获利能力 (%)					
毛利率	22.91	24.44	25.43	25.74	25.90
净利率	11.66	14.92	18.02	18.45	18.43
ROE	24.36	22.83	24.53	25.07	24.54
ROIC	102.72	247.78	(1,261)	(344.90)	(241.24)
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.34	65.24	60.40	58.84	55.89
净负债比率 (%)	(38.71)	(50.73)	(63.09)	(68.60)	(72.05)
流动比率	1.57	1.61	1.65	1.59	1.60
速动比率	1.36	1.38	1.45	1.35	1.39
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.48	0.49	0.54	0.56
应收账款周转率	6.57	5.65	5.65	5.65	5.65
应付账款周转率	2.92	2.21	2.21	2.21	2.21
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	9.67	11.12	15.46	20.22	24.53
每股经营现金流(最新摊薄)	20.34	21.26	23.09	31.22	34.50
每股净资产(最新摊薄)	43.33	54.12	71.91	89.40	110.50
估值比率					
PE (倍)	37.90	32.95	23.71	18.12	14.94
PB (倍)	8.46	6.77	5.10	4.10	3.32
EV EBITDA (倍)	22.45	18.74	14.52	10.61	8.19

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、边文姣、陈爽，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。
- 宁德时代（300750 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 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

- 分析师刘俊、边文姣、陈爽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。
- 宁德时代（300750 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 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