

+(86) 21 2897 2228

业绩稳增, 提质增效持续推进

华泰研究

季报点评

2025年10月23日 | 中国内地

电气设备

中国西电发布三季报: Q3 实现营收 56.72 亿元(yoy+17.17%, qoq-6.56%),归母净利 3.40 亿元(yoy+4.12%, qoq+12.21%), Q3 业绩同比稳健增长。国内输变电设备招标强劲,特高压目前储备线路充足,同时公司市场开拓效果显著、提质增效持续深化,我们看好公司盈利能力持续提升,维持"买入"评级。

毛净利率环比提升, 研发保持高水平投入

2025 年 Q1-Q3 实现营收 170.04 亿元(yoy+11.54%), 归母净利 9.39 亿元(yoy+19.29%), 扣非净利 9.23 亿元(yoy+18.17%), 业绩实现稳健增长。公司 2025 年 Q3 毛利率为 23.19%, 环比+1.07pct, 净利率为 7.75%, 环比+1.63pct。提质增效叠加结构改善, 盈利能力持续提升。公司 2025 年 Q1-3 整体费用率为 13.09%, 同比-0.21pct, 其中, 销售、管理、财务、研发费用率分别为 2.92%、6.34%、-0.25%、4.08%, 同比变化-0.60、+0.05、+0.14、+0.20pct, 研发保持高水平投入,整体费用率稳中有降。

国内输变电设备招标强劲, SST 已供货数据中心项目

今年 1-8 月中国电网基本建设投资完成额 3796 亿元,同增 14.0%。其中,主网招标需求强劲,25 年 1-4 批输变电设备招标金额高达 681.9 亿元,同比增长 22.9%。公司拥有固态变压器(SST)研发能力及相关产品,其向"东数西算"数据中心提供的 2.4MW 固态变压器,已于 2023 年 9 月顺利投运。根据公司公众号,目前西电电力电子 800VDC 固态变压器已完成研制,即将开始量产,我们预计未来有望为公司带来新的盈利增长点。

蒙西-京津冀、藏粤特高压工程招标,特高压储备项目较多

年內特高压建设与规划持续推进, 国家发改委 6 月核准批复藏东南-粤港澳大湾区、蒙西-京津冀+800 千伏特高压直流输电工程; 5-8 月,陇东-山东、哈密-重庆、宁夏-湖南±800 千伏特高压直流工程接连投运, 金上-湖北于 9 月试运行。特高压项目第四次设备招标采购发布, 主要需求来自蒙西-京津冀、藏粤工程。根据 Data 电力预测, 第四次招标金额或超 150 亿元。加上前 3 批合计招标金额 37.8 亿元, 前 4 批合计金额有望达到 190 亿元(24 年全年招标金额 261.6 亿元), 考虑到年内按计划仍有 2 批招标; 同时输变电设备招标需求强劲, 公司全年订单有支撑。展望十五五, 当前披露的在储备特高压项目较多. 叠加网外需求亦在提升. 预计订单充足。

盈利预测与估值

考虑到网外需求较弱,叠加交付节奏或慢于预期,我们下调公司 25-27 年归母净利润 (-10.31%/-9.23%/-4.68%) 至 13.31/16.81/20.34 亿元,对应 EPS 为 0.26/0.33/0.40 元。可比公司 26 年 Wind 一致预期 PE 均值为 18.6 倍,考虑到公司一次品类全覆盖,后续业务端与管理端能够持续带来业绩高增弹性,海外业务持续开拓,给予公司 26 年 25 倍 PE,目标价 8.25 元(前值 25 年 26X PE, 7.54 元),维持"买入"评级。

风险提示: 电网投资力度不及预期, 竞争加剧, 原料涨价, 海外政策变化。

投资评级(维持): 买入目标价(人民币): 8.25

刘俊 研究员 SAC No. S0570523110003 karlliu@htsc.com SFC No. AVM464 +(852) 3658 6000

边文蛟 研究员 SAC No. S0570518110004 bianwenjiao@htsc.com

SAC No. S0570518110004 bianwenjiao@htsc.com +(86) 755 8277 6411 威騰元 研究员 SAC No. S0570524080002 qitengyuan@htsc.com

基本数据

SFC No. BVU938

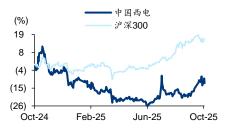
 收盘价 (人民币 截至 10 月 22 日)
 7.03

 市值 (人民币百万)
 36,035

 6个月平均日成交額 (人民币百万)
 474.17

 52 周价格范围 (人民币)
 5.97-9.01

股价走势图



资料来源: Wind

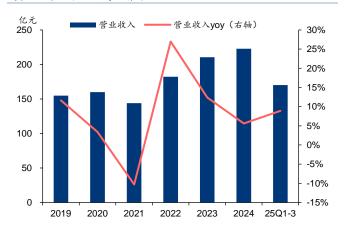
经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	22,281	24,783	27,933	30,736
+/-%	5.84	11.23	12.71	10.03
归属母公司净利润	1,054	1,342	1,688	2,066
(百万)				
+/-%	19.09	27.32	25.81	22.39
EPS (最新摊薄)	0.21	0.26	0.33	0.40
ROE (%)	4.83	5.97	7.16	8.25
PE (倍)	34.18	26.85	21.34	17.44
PB (倍)	1.64	1.57	1.49	1.39
EV EBITDA (倍)	13.67	12.40	9.39	7.49
股息率 (%)	1.14	1.14	1.14	1.14

资料来源:公司公告、华泰研究预测

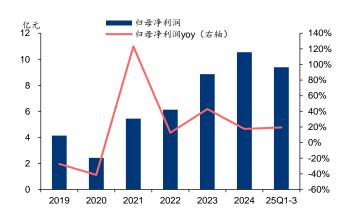


图表1: 营业收入及同比增速



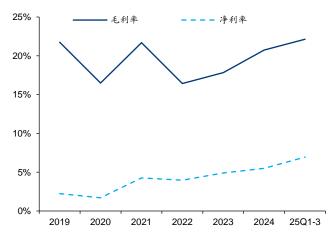
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 归母净利润及同比增速



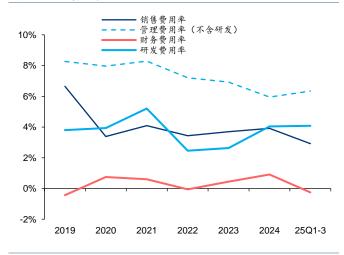
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 毛利率与净利率变化



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 各项费用率变化



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 可比公司估值表

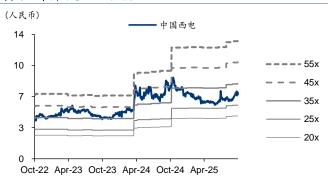
Щ₩0. 17	CATIBLE								
		收盘价	总市值	EP	S(元/股)			PE(倍)	
		(元)	(亿元)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600312 CH	平高电气	16.40	222.54	0.99	1.21	1.39	16.54	13.61	11.84
002028 CH	思源电气	118.80	927.93	3.55	4.53	5.66	33.43	26.23	20.98
600406 CH	国电南瑞	23.01	1,848.18	1.04	1.17	1.30	22.05	19.63	17.74
000400 CH	许继电气	24.78	252.41	1.36	1.67	1.95	18.17	14.81	12.71
	均值						22.55	18.57	15.82
601179 CH	中国西电	7.03	360.35	0.26	0.33	0.40	27.07	21.44	17.71

注: 数据截至 25 年 10 月 22 日

资料来源: Wind 一致预期, 华泰研究预测

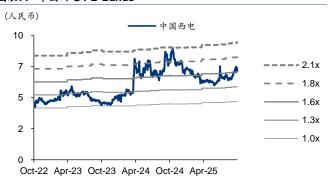


图表6: 中国西电 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 中国西电 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究



盈利预测

2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
31,085	31,960	32,529	38,744	39,830	营业收入	21,051	22,281	24,783	27,933	30,736
9,506	10,423	10,860	12,920	14,896	营业成本	17,131	17,574	19,225	21,479	23,525
9,873	9,864	9,962	12,385	11,258	营业税金及附加	155.99	151.53	185.14	201.88	220.26
322.53	356.50	602.21	391.12	671.38	营业费用	778.77	872.16	968.10	1,075	1,161
1,653	1,168	2,116	1,464	2,502	管理费用	1,295	1,416	1,572	1,745	1,884
3,545	4,720	3,824	5,722	4,734	财务费用	93.06	202.84	27.17	82.86	106.25
6,185	5,429	5,165	5,863	5,768	资产减值损失	(91.17)	(201.91)	(346.96)	(307.26)	(230.52)
12,694	14,172	13,999	13,989	13,999	公允价值变动收益	(32.37)	(45.68)	(2.46)	(26.84)	(24.99)
2,342	2,403	2,425	2,457	2,520	投资净收益	175.52	141.53	122.16	146.40	136.70
3,688	3,879	4,215	4,546	4,738	营业利润	1,094	1,373	1,752	2,224	2,761
1,947	2,039	1,867	1,660	1,429	营业外收入	69.55	40.11	47.16	52.27	46.51
4,717	5,851	5,492	5,326	5,312	营业外支出	56.05	67.00	52.81	58.62	59.48
43,779	46,133	46,528	52,734	53,829	利润总额	1,107	1,347	1,746	2,218	2,748
17,552	19,504	18,830	23,500	22,719	所得税	87.19	126.98	192.10	266.10	357.24
1,346	864.93	667.10	708.21	819.86	净利润	1,020	1,220	1,554	1,951	2,391
6,469	8,651	7,889	10,591	9,649	少数股东损益	134.77	165.40	212.17	262.97	324.25
9,737	9,989	10,274	12,202	12,250	归属母公司净利润	885.19	1,054	1,342	1,688	2,066
1,801	1,800	1,726	1,719	1,615	EBITDA	2,064	2,231	2,407	2,992	3,540
170.57	329.87	259.40	195.55	128.51	EPS (人民币,基本)	0.17	0.21	0.26	0.33	0.40
1,630	1,470	1,466	1,524	1,487						
19,352	21,304	20,556	25,220	24,334	主要财务比率					
2,784	2,804	3,016	3,279	3,603	会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
5,126	5,126	5,126	5,126	5,126	成长能力					
12,174	12,194	12,194	12,194	12,194	营业收入	15.58	5.84	11.23	12.71	10.03
4,558	4,998	6,004	7,232	8,716	营业利润	25.40	25.58	27.57	26.93	24.15
21,642	22,025	22,957	24,235	25,891	归属母公司净利润	44.55	19.09	27.32	25.81	22.39
43,779	46,133	46,528	52,734	53,829	获利能力 (%)					
					毛利率	18.62	21.12	22.43	23.10	23.46
					净利率	4.85	5.47	6.27	6.99	7.78
2023	2024	2025E	2026E	2027E						8.25
										29.40
		,								
						44.21	46.18	44.18	47.82	45.21
										(43.60)
					流动比率	. ,	, ,	, ,	, ,	1.75
, ,	, ,	, ,	, ,	,	速动比率					1.34
		,		,						
						0.50	0.50	0.53	0.56	0.58
		, ,								2.60
										2.32
						2.00	2.02	2.02	2.02	2.02
						0 17	N 21	0.26	0.33	0.40
832.96	(481.09)	(197.83)	41.11	111.65	每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.68	0.29	0.61	0.63
002.30		(70.48)	(63.85)	(67.04)	每股净资产(最新摊薄)	4.22	4.30	4.48	4.73	5.05
112 27			(00.00)	(07.04)	サルイサノ (取別作符)	4.22	4.30	4.40	4.13	5.05
113.37	159.31			0.00	任信比 塞					
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率 DE (注)	AO 74	2/ 10	26 OF	21 24	17 //
				0.00 0.00 (550.57)	估值比率 PE (倍) PB (倍)	40.71 1.67	34.18 1.64	26.85 1.57	21.34 1.49	17.44 1.39
	31,085 9,506 9,873 322.53 1,653 3,545 6,185 12,694 2,342 3,688 1,947 4,717 43,779 17,552 1,346 6,469 9,737 1,801 170.57 1,630 19,352 2,784 5,126 12,174 4,558 21,642	31,085 31,960 9,506 10,423 9,873 9,864 322.53 356.50 1,653 1,168 3,545 4,720 6,185 5,429 12,694 14,172 2,342 2,403 3,688 3,879 1,947 2,039 4,717 5,851 43,779 46,133 17,552 19,504 1,346 864.93 6,469 8,651 9,737 9,989 1,801 1,800 170.57 329.87 1,630 1,470 19,352 21,304 2,784 2,804 5,126 5,126 12,174 12,194 4,558 4,998 21,642 22,025 43,779 46,133 2023 2024 1,215 3,499 1,020 1,220 948.34 954.51 93.06 202.84 (175.52) (141.53) (956.52) 1,125 285.75 138.55 2,044 (719.87) (648.70) (1,369) (5.95) 238.26 2,699 410.58	31,085 31,960 32,529 9,506 10,423 10,860 9,873 9,864 9,962 322.53 356.50 602.21 1,653 1,168 2,116 3,545 4,720 3,824 6,185 5,429 5,165 12,694 14,172 13,999 2,342 2,403 2,425 3,688 3,879 4,215 1,947 2,039 1,867 4,717 5,851 5,492 43,779 46,133 46,528 17,552 19,504 18,830 1,346 864.93 667.10 6,469 8,651 7,889 9,737 9,989 10,274 1,630 1,470 1,466 19,352 21,304 20,556 2,784 2,804 3,016 5,126 5,126 5,126 12,174 12,194 12,194 4,558 4,998 6,004	31,085 31,960 32,529 38,744 9,506 10,423 10,860 12,920 9,873 9,864 9,962 12,385 322.53 356.50 602.21 391.12 1,653 1,168 2,116 1,464 3,545 4,720 3,824 5,722 6,185 5,429 5,165 5,863 12,694 14,172 13,999 13,989 2,342 2,403 2,425 2,457 3,688 3,879 4,215 4,546 1,947 2,039 1,867 1,660 4,717 5,851 5,492 5,326 43,779 46,133 46,528 52,734 17,552 19,504 18,830 23,500 1,346 864.93 667.10 708.21 6,469 8,651 7,889 10,591 9,737 9,989 10,274 12,202 1,801 1,800 1,726 1,719	31,085 31,960 32,529 38,744 39,830 9,506 10,423 10,860 12,920 14,896 9,873 9,864 9,962 12,385 11,258 322.53 356.50 602.21 391.12 671.38 1,653 1,168 2,116 1,464 2,502 3,545 4,720 3,824 5,722 4,734 6,185 5,429 5,165 5,863 5,768 12,694 14,172 13,999 13,989 13,999 2,342 2,403 2,425 2,457 2,520 3,688 3,879 4,215 4,546 4,738 1,947 2,039 1,867 1,660 1,429 4,717 5,851 5,492 5,326 5,312 43,779 46,133 46,528 52,734 53,829 17,552 19,504 18,830 23,500 22,719 1,346 864.93 667.10 708.21 819.86	31,085 31,960 32,529 38,744 39,830 管业收入 9,506 10,423 10,860 12,920 14,896 管业成本 9,873 9,864 9,962 12,385 11,258 管业税金及附か 322.53 356.50 602.21 391.12 671.38 管业税金及附为 61,653 1,168 2,116 1,464 2,502 管理费用 3,545 4,720 3,824 5,722 4,734 財务费用 6,185 5,429 5,165 5,863 5,768 資产減值损失 12,694 14,172 13,999 13,989 13,999 公允价值变动收益 2,342 2,403 2,425 2,457 2,520 投资净收益 度业外收入 4,717 5,851 5,492 5,326 5,312 营业外收入 4,717 5,851 8,830 23,500 22,719 所得税 4,6133 46,528 52,734 53,829 利润息頻 7,737 9,989 10,274 12,202 12,250 少表股东损益 9,737 9,989 10,274 12,202 12,250 月息4日 1,800 1,726 1,719 1,615 EBITDA 1,705 329.87 259.40 195.55 128.51 EPS (人民币, 基本) 1,630 1,470 1,466 1,524 1,487 1,453 4,998 6,004 7,232 8,716 营业帐入 4,558 4,998 6,004 7,232 8,716 营业帐入 4,548 4,998 6,004 7,232 8,716 营业帐入 4,558 4,998 6,004 7,232 8,716 营业帐入 4,558 4,998 6,004 7,232 8,716 营业帐入 4,558 4,998 6,004 7,232 8,716 营业帐入 4,559 1,125 (141.53) (122.16) (146.40) (136.70) іздин 1,200 1,200 1,554 1,951 2,391 (14.64) (15.52) (141.53) (122.16) (146.40) (136.70) іздин 1,200 1,200 1,554 1,951 2,391 (14.64) (136.70) іздин 1,200 1,200 1,554 1,951 2,391 (14.64) (14.6	2023 2024 2025E 2026E 2027E 会計年度(人民布育方) 2023 31,085 31,960 32,529 38,744 39,830 管业收入 21,051 9,506 10,423 10,860 12,920 14,896 营业成本 17,131 9,873 9,864 9,962 12,385 11,258 营业税全及附か 155,599 322,53 356,50 602,21 391,12 671,38 营业税全及附か 778,77 1,653 1,168 2,116 1,464 2,502 管理费用 1,295 3,545 4,720 3,824 5,722 4,734 財务费用 93,06 6,185 5,429 5,165 5,863 5,768 资产减值模失 (91,17) 12,694 14,172 13,999 13,999 0次允价值变动核益 (32,37) 12,694 14,172 13,999 13,999 0次允价值变动核益 (32,37) 2,342 2,403 2,425 2,457 2,552 1½ 营业利润 1,094 1,947 2,039 1,867 1,660 1,429 营业外收入 69,55 4,777 5,851 5,492 5,326 5,312 营业外支出 56,05 43,779 46,133 46,528 52,734 53,829 利润基额 1,107 1,456 864.93 667,10 708,21 819,86 为利润基额 1,020 6,469 8,651 7,889 10,591 9,649 少数股东模益 134,77 9,989 10,274 12,202 12,250 p病毒公司净利润 885,19 1,801 1,800 1,726 1,719 1,615 EBITDA 2,064 1,70.57 329,87 259,40 195,55 128,51 EBITDA 2,064 1,70.57 329,87 259,40 195,55 128,51 EBITDA 2,064 1,719 1,615 1,630 1,470 1,466 1,524 1,487 1,470 1,466 1,524 1,487 1,470 1,466 1,524 1,487 1,470 1,466 1,524 1,487 1,470 1,466 1,524 1,487 1,470 1,466 1,524 1,487 1,470 1,466 1,524 1,487 1,470 1,466 1,524 1,487 1,470 1,470 1,466 1,524 1,487 1,470	2023 2024 2025E 2026E 2027E 会并卒産(人民布育万) 2023 2024 31,960 32,529 38,744 39,830 管业水 21,051 22,281 9,506 10,423 10,860 12,920 14,986 营业成本 17,131 17,574 17,575 372,16 16,63 1,168 2,116 1,464 2,502 管理费用 1,295 14,163 3,545 4,720 3,824 5,722 4,734 财务费用 93.06 202.84 6,185 5,429 5,165 5,863 5,768 ጅ产政徒相隶 (91,17) (201,91) 12,694 14,172 13,999 13,989 13,999 公水价值变功成益 (32,37) (45,68) 2,342 2,403 2,425 2,457 2,520 投资补益 17,552 141,53 3,688 3,879 4,215 4,546 4,738 营业补支人 69,555 40,114 4,717 5,851 5,492 5,326 5,312 营业补支上 56,05 67,00 43,779 46,133 46,528 52,734 53,829 4,848 4,988 667,10 70,824 1,801 1,800 1,726 1,719 1,615 1,630 1,470 1,466 1,524 1,487 1,552 2,304 2,0556 25,220 24,334 2,134 4,588 4,998 6,004 7,232 8,716 2,231 2,174 12,194 12,194 12,194 2,194 12,194 2,194 12,194 2,194 1,215 3,499 1,507 3,143 3,44 4,558 4,998 6,004 7,232 8,716 营业补入 15,58 5,84 2,164 2,202 2,255 2,257 24,235 25,891 4,658 4,998 6,004 7,232 8,716 营业补入 15,58 5,84 2,164 2,202 2,257 24,235 25,891 4,658 4,998 6,004 7,232 8,716 营业补入 15,58 5,84 2,164 2,202 2,257 24,235 25,891 4,658 4,998 6,004 7,232 8,716 营业补入 15,58 5,84 2,164 2,204 2,205 2,2957 24,235 25,891 4,658 4,998 6,004 7,232 8,716 营业补入 15,58 5,84 2,164 2,204 2,205 2,2957 24,235 25,891 4,664 3,249 3,241 2,194 2,19	2023 2024 2025E 2026E 2027E 会計学度(人民布育方) 2023 2024 2025E 31,985 31,960 32,529 38,744 39,830 響速收入 21,051 22,281 24,783 9,864 9,962 12,385 11,256 常业校入 155,99 151,53 185,14 322,53 356,50 602,21 391,12 671,38 常业费用 778,77 872,16 988,10 1,653 1,168 2,116 1,464 2,502 常理费用 1,295 1,416 1,572 3,545 4,720 3,824 5,722 4,734 財命費用 93,06 202,84 2,469 2,457 2,520 投资费用 1,295 1,416 1,572 3,442 2,403 2,425 2,457 2,520 投资净用 1,947 2,039 1,867 1,660 1,429 守业外政人 69,55 40,11 47,16 41,772 13,999 13,989 13,999 公元价值变动效益 32,370 (45,88) (2,46) 43,779 46,133 46,528 5,734 53,829 外神受動用 1,094 1,373 1,752 1,346 864,93 667,10 708,21 819,86 分析列列 1,020 1,220 1,554 4,868 8,651 7,889 10,591 9,649 9,437 9,9737 9,989 10,274 12,250 均成存分引 1,861 1,800 1,726 1,779 1,615 1,801 1,800 1,726 1,779 1,615 1,510 1,800 1,726 1,779 1,615 1,510 1,800 1,470 1,466 5,126 5,1	2023 2024 2025E 2026E 2027E 会計本度(人具作音方) 2023 2024 2025E 2026E 31,085 31,860 32,529 38,744 39,830 4±&人 21,051 22,261 24,763 27,291 9,873 9,864 9,962 12,385 11,258 母生校之無神か 155,99 151,53 185,14 201,88 325,33 36,50 602,21 391,12 671,38 母生校全無神か 155,99 151,53 185,14 201,88 32,53 36,50 602,21 391,12 671,38 母生校全無神か 1,295 1,416 1,572 1,075 3,545 4,720 3,324 5,722 4,734 好寺市用 93,06 202,24 27,17 82,26 6,185 5,429 5,165 5,863 5,768 素产成価根美 (91,17) (201,91) (346,96) (307,25) 12,894 14,172 13,999 13,989 13,999 2,456 4,720 3,245 2,457 2,520 投資沖政益 175,52 141,53 122,16 146,40 4,738 母生外表 69,55 40,11 47,16 52,24 4,717 5,851 5,492 5,326 5,312 母生外末人 69,55 40,11 47,16 52,24 4,779 46,133 46,528 52,734 53,829 4)884 1,007 1,347 1,746 2,218 1,346 864,93 667,10 708,21 818,86 4,864 8,851 7,889 10,591 9,849 4)484 1,020 1,220 1,554 1,951 1,853 1,470 1,466 1,524 1,487 1,474 1,2194 1,2194 1,194 1,41

资料来源:公司公告、华泰研究预测





免责声明

分析师声明

本人,刘俊、边文姣、戚腾元,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述的意见直接或间接收取任何报酬。

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

- 分析师刘俊、边文姣、戚腾元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

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.sq

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司

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