

兼具利润弹性与扩表韧性的龙头

华泰研究

季报点评

2025 年 10 月 24 日 | 中国内地/中国香港

证券

中信证券发布三季报，单季度利润 94 亿元创历史新高、前三季度净利润已超去年全年，总资产突破 2 万亿元；投资和经纪和核心增长驱动，投行资管等多业务线全面抬升。稳固的行业龙头地位、卓越的综合盈利能力，有望推动公司市占率进一步上行(25H1 公司总资产、营收、净利润占全行业 13.4%、13.2%、12.6%，净资产占 9.6%)。当前资本市场持续向好，公司作为行业龙头，有望充分受益于市场景气度上行，多元化且具有韧性的盈利结构也奠定未来发展基础，维持 AH 买入评级。

单季度利润历史新高，扩表趋势延续

公司 2025Q1-Q3 实现营收 558 亿元，同比+33%，归母净利润 232 亿元，同比+38%；25Q3 单季度归母净利润 94 亿元，创历史新高（次高为 11Q4 单季度，92 亿），同比+52%，季度环比+32%。25Q3 末总资产 2.03 万亿，较年初增长 18%、季度环比增长 12%，扩表趋势持续；季度末杠杆率 4.82x，较年初提升 0.22x、季度环比提升 0.33x，杠杆率进一步提升。多业务线均呈现良好发展态势，前三季度投资/经纪收入分别同比增长 46%/53%，占营收比例分别为 57%/20%，是业绩增长的核心驱动力；投行、资管净收入分别同比增长 31%、16%；利息净收入同比下降 17%。

投资驱动业绩增长，资产配置调整

前三季度投资业务收入同比高增，是业绩增长的核心驱动。25Q3 末金融投资规模环比增长 6%至 9320 亿。其中资产配置结构有所调整，交易性金融资产季度环比增长 7%至 7929 亿元；OCI 权益工具季度环比增长 18%至 1006 亿元；其他债权投资季度环比-32%至 386 亿元，OCI 债权投资有所减配，或为兑现一部分投资收益。25Q3 单季度投资类收入 126 亿元，同比+26%、季度环比+23%，历史上仅次于 11Q4 单季度的 128 亿元。公司权益投资坚持聚焦基本面、特别是中长期自由现金流创造能力；固定收益大力发展 FICC 领域各类品种的做市；衍生品打造全球一体化、专业化、数字化综合业务平台，综合投资能力行业领跑。

经纪、投行、资管净收入同比增长

前三季度经纪业务净收入 109 亿元，同比增长 53%；25Q3 单季度净收入 45 亿元，同比+99%、季度环比+47%，主要得益于市场景气度提升，Q3 单季度 A 股日均交易额 2.1 万亿元，同比提升 212%、环比提升 67%；公司财富管理持续优化多市场、多资产、多策略、多场景的金融产品体系。前三季度投行业务净收入 37 亿元，同比增长 31%；投行业务显著回暖，深化科技创新企业全链条融资服务，境内业务市场领先、深入推进国际化发展。前三季度资管业务净收入 87 亿元，同比增长 16%，资管业务增长稳健。旗下华夏基金 25Q3 单季度实现净利润 8.66 亿元，季度末母资产管理资产规模 3.0 万亿元，其中 ETF 规模 9036 亿元，排名市场第一。

盈利预测与估值

考虑到 25Q3 以来市场景气度上行，我们上调全年市场成交额、公司投资类收入等假设，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 315/355/391 亿元（上调 7%/6%/7%），对应 EPS 为 2.12/2.39/2.64 元，2025 年 BPS 为 21.12 元。可比公司 A/H 股 Wind 一致预期 2025E PB 分别为 1.3/1.0 倍，考虑到公司扩表趋势延续、龙头地位稳固，且 A 股市场景气度持续上行，交投活跃、两融新高，分别给予 2025 年 2.0/1.7 倍 PB 估值，上调目标价为 42.24 元/39.34 港币（前值 42.06 元/39.17 港币，对应 2.0/1.7 倍 25 年 PB）。

风险提示：业务开展不及预期，市场波动风险。

	600030 CH	6030 HK
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	人民币：42.24	港币：39.34

沈娟 研究员
SAC No. S0570514040002 shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843 +(86) 755 2395 2763

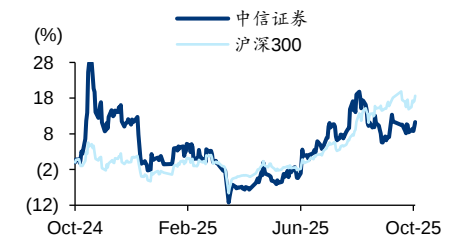
汪煜 研究员
SAC No. S0570523010003 wangyu017005@htsc.com
SFC No. BRZ146 +(86) 21 2897 2228

孙亦欣* 研究员
SAC No. S0570525070004 sunyixin@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

(人民币/港币)	600030 CH	6030 HK
收盘价(截至 10 月 24 日)	29.87	31.66
市值(百万)	442,690	469,219
6 个月平均日均成交额(百万)	4,049	491.11
52 周价格范围	24.02-34.88	16.54-32.90

股价走势图



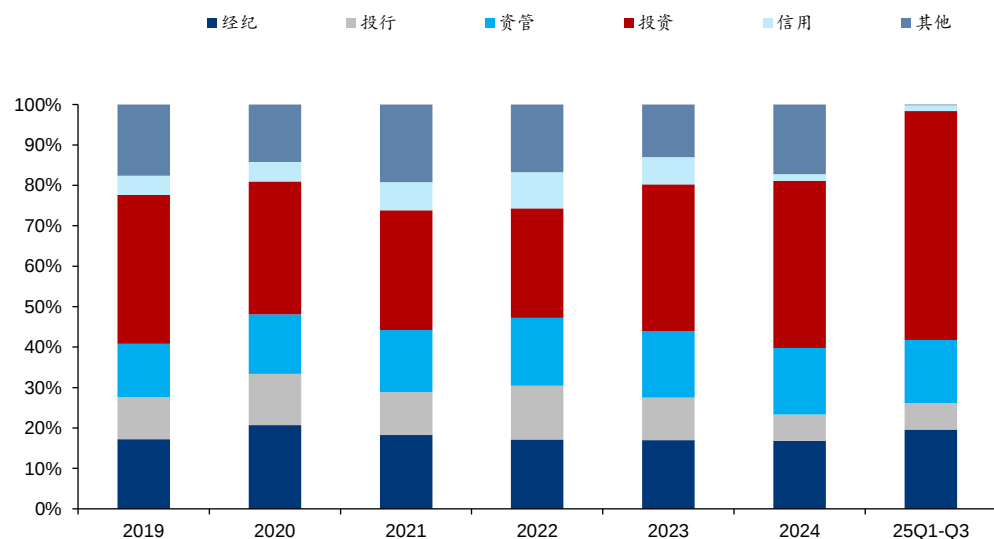
资料来源：Wind

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)	63,789	75,701	83,865	89,255
+/-%	6.20	18.67	10.79	6.43
归属母公司净利润(百万)	21,704	31,462	35,495	39,139
+/-%	10.06	44.96	12.82	10.27
EPS(最新摊薄)	1.46	2.12	2.39	2.64
BVPS(最新摊薄)	19.78	21.12	22.63	24.30
PE(倍)	20.40	14.07	12.47	11.31
PB(倍)	1.51	1.41	1.32	1.23
ROE(%)	8.09	10.38	10.95	11.26
股息率(%)	1.74	2.62	2.96	3.26

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 中信证券各业务净收入结构图



注: 投资类收入=投资净收益 + 公允价值变动净收益 - 对联营企业和合营企业的投资收益

资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: A股可比公司 PE、PB Wind一致预期

机构	代码	EPS (2025E)	BPS (2025E)	PE (2025E)	PB (2025E)
广发证券	000776 CH	1.63	18.66	14	1.23
招商证券	600999 CH	1.37	14.93	12	1.14
中国银河	601881 CH	1.20	11.03	15	1.62
中位数				14	1.23
平均数				14	1.33

注: 股价取自 2025 年 10 月 24 日, EPS、BPS 来自 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: H股可比公司 PE、PB Wind一致预期

机构	代码	EPS (2025E)	BPS (2025E)	PE (2025E)	PB (2025E)
广发证券	1776 HK	1.63	18.66	11	0.97
招商证券	6099 HK	1.37	14.93	11	0.99
中国银河	6881 HK	1.20	11.03	9	0.98
中位数				11	0.98
平均数				10	0.98

注: 股价取自 2025 年 10 月 24 日, EPS、BPS 来自 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 华泰研究

图表4：季度经营情况总结

		1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	YoY	QoQ	1Q-3Q25A	YoY
营业收入	Rmb mn	13,755	16,429	15,958	17,648	17,761	15,278	22,775	43%	49%	55,815	21%
经纪净收入	Rmb mn	2,442	2,438	2,275	3,558	3,325	3,077	4,537	99%	47%	10,939	53%
投资银行净收入	Rmb mn	869	866	1,084	1,340	976	1,122	1,591	47%	42%	3,689	31%
资产管理净收入	Rmb mn	2,358	2,556	2,564	3,027	2,563	2,880	3,259	27%	13%	8,703	16%
利息净收入	Rmb mn	325	791	(197)	164	(202)	424	542	376%	28%	764	-17%
投资类收入	Rmb mn	5,460	6,271	9,933	4,681	8,862	10,190	12,550	26%	23%	31,603	46%
营业支出	Rmb mn	7,120	9,020	7,987	11,156	9,541	5,817	10,148	27%	74%	25,507	6%
管理费用	Rmb mn	6,178	7,299	6,661	9,947	7,638	7,686	9,020	35%	17%	24,344	21%
营业利润	Rmb mn	6,634	7,409	7,972	6,492	8,220	9,461	12,627	58%	33%	30,308	38%
税前利润	Rmb mn	6,631	7,321	7,973	6,493	8,297	9,448	12,629	58%	34%	30,375	39%
所得税	Rmb mn	1,469	1,501	1,504	1,355	1,536	2,064	2,859	90%	39%	6,459	44%
少数股东损益	Rmb mn	204	209	240	234	217	210	330	37%	57%	757	16%
归母净利润	Rmb mn	4,959	5,611	6,229	4,905	6,545	7,174	9,440	52%	32%	23,159	38%
非经常性损益	Rmb mn	53	(11)	18	77	108	40	11	-40%	-73%	159	164%
净利润(扣非)	Rmb mn	4,905	5,622	6,211	4,828	6,437	7,134	9,429	52%	32%	23,000	37%
EPS	Rmb	0.33	0.38	0.42	0.33	0.44	0.48	0.64	52%	32%	1.56	38%
EPS(扣非)	Rmb	0.33	0.38	0.42	0.33	0.43	0.48	0.64	52%	32%	1.55	37%
全市场股基日均成交额	Rmb mn	1,021,664	948,237	804,560	2,068,377	1,746,460	1,565,519	2,675,325	233%	71%	1,793,452	94%
全市场融资融券日均余额	Rmb mn	1,547,369	1,524,656	1,419,430	1,781,681	1,874,954	1,818,513	2,109,300	49%	16%	1,825,049	22%
融出资金	Rmb mn	114,280	113,359	113,408	138,332	149,777	143,169	191,709	69%	34%	191,709	69%
IPO 规模	Rmb mn	5,066	-	2,187	6,024	1,261	2,618	2,804	28%	7%	6,683	-8%
再融资规模	Rmb mn	13,025	9,732	13,927	44,131	33,214	125,934	25,703	85%	-80%	184,851	404%
债券承销规模	Rmb mn	419,107	519,032	612,163	565,747	450,446	603,083	606,760	-1%	1%	1,660,289	7%
金融投资	Rmb mn	801,964	773,791	894,099	861,773	922,798	882,630	932,012	4%	6%	932,012	4%

资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：核心假设和财务预测

驱动概览(Driver)		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
全市场股基日均成交额	Rmb mn	991706	1210187	1900000	2000000	2100000
全市场融资融券日均余额	Rmb mn	1605785	1567070	2190885	2643046	2907351
运营数据概览(Operational results summary)						
融资融券余额	Rmb mn	133600	135400	182790	201069	221176
融资融券市占率	%	8.09	7.26	7.26	7.26	7.26
测算融资融券利率	%	6.24	5.27	5.27	5.27	5.27
IPO 规模	Rmb mn	50000	13100	17030	19584.5	21542.95
IPO 规模增速		-67%	-74%	30%	15%	10%
再融资规模	Rmb mn	227900	57300	80220	96264	115516.8
再融资规模增速		1%	-75%	40%	20%	20%
债券承销规模	Rmb mn	1910000	2091200	2195760	2305548	2420825.4
债券承销规模增速		21%	9%	5%	5%	5%
金融投资	Rmb mn	715744	861700	1045214	1091358	1139748
金融投资规模增速		19%	20%	21%	4%	4%
资产管理规模	Rmb mn	1388400	1542400	1636680	1718514	1804439.7
资产管理综合费率	%	0.14	0.15	0.15	0.15	0.15
核心财务指标(core financial indicators)						
分红比例		37%	37%	37%	37%	37%
归母净资产	Rmb mn	268840	293109	312967	335372	360076
归母净利润	Rmb mn	19721	21704	31462	35495	39139
扣非净利润	Rmb mn	19721	21704	31462	35495	39139
EPS	Rmb	1.33	1.46	2.12	2.39	2.64
EPS(扣非)	Rmb	1.33	1.46	2.12	2.39	2.64
BVPS	Rmb	18.14	19.78	21.12	22.63	24.30

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表6：季度经营情况与预测值对比

运营数据概览		2025Q3	YoY	2025Q3 E	A vs E
全市场股基日均成交额	Rmb mn	2675325	233%	2350000	14%
全市场融资融券日均余额	Rmb mn	2109300	49%	2100000	0.4%
融出资金	Rmb mn	191709	69%	165330	16%
IPO 规模	Rmb mn	2804	28%	2400	17%
再融资规模	Rmb mn	25703	85%	15320	68%
债券承销规模	Rmb mn	606760	-1%	630528	-4%
财报数据总结					
营业收入	Rmb mn	22775	43%	19825	15%
经纪净收入	Rmb mn	4537	99%	4619	-2%
投资银行净收入	Rmb mn	1591	47%	1246	28%
资产管理净收入	Rmb mn	3259	27%	2872	13%
利息净收入	Rmb mn	542	376%	493	10%
投资类收入	Rmb mn	12550	26%	10000	26%
营业支出	Rmb mn	10148	27%	9232	10%
管理费用	Rmb mn	9020	35%	8012	13%
营业利润	Rmb mn	12627	58%	10593	19%
税前利润	Rmb mn	12629	58%	10593	19%
所得税	Rmb mn	2859	90%	2435	17%
少数股东损益	Rmb mn	330	37%	265	25%
归母净利润	Rmb mn	9440	52%	7893	20%
EPS	Rmb/sh	0.64	52%	0.54	20%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表7： 中信证券单季度盈利预测

百万元	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4E
总收入	13755	16429	15958	17648	17761	15278	22775	19886
经纪	2442	2438	2275	3558	3325	3077	4537	4749
全市场股基日均成交额	1021664	948237	804560	2068377	1746460	1565519	2675325	2109300
投行	869	866	1084	1340	976	1122	1591	979
IPO 规模	5066	0	2187	6024	1261	2618	2804	3000
再融资规模	13,025	9,732	13,927	44,131	33,214	125934	25703	48544
债券承销规模	419,107	519,032	612,163	565,747	450,446	603083	606760	622322
资管	2358	2556	2564	3027	2563	2880	3259	2715
利息	325	791	-197	164	-202	424	542	559
利息收入	5187	5137	4421	5196	4757	4748	5087	5306
全市场融资融券日均余额	1547369	1524656	1419430	1781681	1874954	1818513	2109300	2400000
融出资金	114280	113359	113408	138332	149777	143169	191709	199952
利息支出/收入	94%	85%	104%	97%	104%	91%	89%	89%
投资	5460	6271	9933	4681	8862	10190	12550	10116
其他	2300	3507	299	4875	2237	-2416	-3070	767
其他/营业收入	17%	21%	2%	28%	13%	-16%	-16%	4%
营业收入同比增速	-10%	2%	12%	24%	29%	-7%	43%	13%
经纪	-6%	-10%	-11%	49%	36%	26%	99%	33%
投行	-56%	-53%	-24%	30%	12%	30%	47%	-27%
资管	-6%	3%	6%	23%	9%	13%	27%	-10%
利息	-44%	-49%	-117%	-78%	-162%	-46%	376%	240%
投资	-17%	27%	134%	-23%	62%	63%	26%	116%
营业收入环比增速	-4%	19%	-3%	11%	1%	-14%	49%	-13%
经纪	2%	0%	-7%	56%	-7%	-7%	47%	5%
投行	-16%	0%	25%	24%	-27%	15%	42%	-38%
资管	-4%	8%	0%	18%	-15%	12%	13%	-17%
利息	-57%	143%	-125%	184%	-223%	310%	28%	3%
投资	-10%	15%	58%	-53%	89%	15%	23%	-19%
费用率	52%	55%	50%	63%	54%	38%	45%	45%
-管理费用率	45%	44%	42%	56%	43%	50%	40%	40%
费用率同比变动	-0.5pct	+3.2pct	-3.2pct	-6.6pct	+2pct	-17%	-5%	-18%
-管理费用率	-2.8pct	+1.9pct	-6.7pct	+1.1pct	-1.9pct	6%	-2%	-16%
费用率环比变动	-18.1pct	+3.1pct	-4.9pct	+13.2pct	-9.5pct	-16%	6%	0%
-管理费用率	-10.3pct	-0.5pct	-2.7pct	+14.6pct	-13.4pct	7%	-11%	0%
归母净利润	4959	5611	6229	4905	6545	7174	9440	8303
归母净利润(同比)	-8%	-5%	22%	48%	32%	28%	52%	69%
归母净利润(环比)	50%	13%	11%	-21%	33%	10%	32%	-12%
净利率	36%	34%	39%	28%	37%	47%	41%	42%
归母净利润率(同比)	+0.8pct	-2.3pct	+3.3pct	+4.6pct	+0.8pct	13%	2%	14%
归母净利润率(环比)	+12.9pct	-1.9pct	+4.9pct	-11.2pct	+9.1pct	10%	-6%	1%
EPS	0.33	0.38	0.42	0.33	0.44	0.48	0.64	0.56

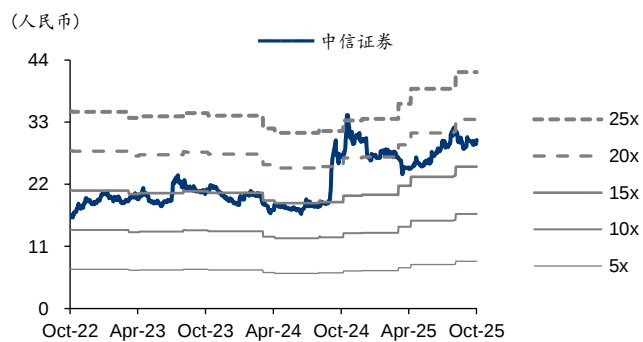
注：25Q2 其他收入占比为负主要系汇兑净损益录得-19 亿元

资料来源：公司公告，华泰研究预测

风险提示

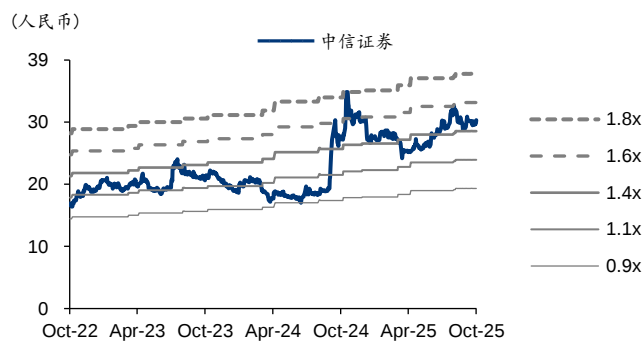
- 1、业务开展不及预期：如财富管理转型、投资业务开展、国际化业务拓展等不及预期；
- 2、市场波动风险：券商经营与市场环境高度相关，若市场调整将对券商盈利能力造成影响。

图表8: 中信证券 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表9: 中信证券 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

损益表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	60,068	63,789	75,701	83,865	89,255
手续费及佣金净收入	27,202	26,082	32,842	35,743	38,760
经纪业务手续费净收入	10,223	10,713	15,688	17,393	19,275
投资银行业务手续费净收入	6,293	4,159	4,668	5,188	5,726
资产管理业务手续费净收入	9,849	10,506	11,417	11,998	12,498
利息净收入	4,029	1,084	1,323	1,529	1,730
投资净收益	18,914	32,486	21,077	21,645	22,713
对联营企业和合营企业的投资收益	641.46	117.57	217.57	317.57	417.57
公允价值变动净收益	3,574	(6,023)	20,859	22,827	23,795
汇兑净收益	534.70	3,428	(1,514)	838.65	892.55
其他收益	388.19	299.97	355.96	443.84	472.36
其他业务收入	5,426	6,437	757.01	838.65	892.55
营业支出	33,954	35,283	34,481	37,361	37,978
税金及附加	357.58	318.62	378.10	418.88	445.80
管理费用	28,992	30,084	33,308	36,062	36,595
减值损失	(364.84)	(1,114)	75.70	83.87	89.26
其他业务成本	4,961	5,840	719.16	796.72	847.92
营业利润	26,114	28,506	41,219	46,504	51,278
营业外收入	173.57	236.13	339.57	383.10	422.43
营业外支出	101.79	323.87	465.74	525.45	579.39
利润总额	26,185	28,418	41,093	46,361	51,121
所得税	5,646	5,829	8,357	9,428	10,396
净利润	20,539	22,589	32,736	36,933	40,725
少数股东损益	818.80	885.76	1,275	1,438	1,586
归属于母公司所有者的净利润	19,721	21,704	31,462	35,495	39,139
EPS (人民币, 摊薄后)	1.33	1.46	2.12	2.39	2.64

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,453,359	1,710,711	1,940,398	2,146,380	2,340,496
金融资产投资	715,744	861,773	1,065,214	1,111,358	1,159,748
融资融券	133,600	135,400	182,790	201,069	221,176
买入返售金融资产	62,209	44,268	86,940	91,287	95,851
总负债	1,179,160	1,411,944	1,621,389	1,804,534	1,973,469
权益合计	268,840	293,109	312,967	335,372	360,076

估值分析

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司净利润	19,721	21,704	31,462	35,495	39,139
分红率 (%)	36.67	36.88	36.88	36.88	36.88
归属母公司所有者权益	268,840	293,109	312,967	335,372	360,076
股本 (百万股)	14,821	14,821	14,821	14,821	14,821
PB (倍)	1.65	1.51	1.41	1.32	1.23
PE (倍)	22.45	20.40	14.07	12.47	11.31
BVPS (人民币, 摊薄后)	18.14	19.78	21.12	22.63	24.30
EPS (人民币, 摊薄后)	1.33	1.46	2.12	2.39	2.64
ROE (%)	7.81	8.09	10.38	10.95	11.26

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，沈娟、汪煜、孙亦欣，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。
- 中信证券（600030 CH）、中信证券（6030 HK）：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值的 1%或以上。
- 中信证券（6030 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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

- 分析师沈娟、汪煜、孙亦欣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。
- 中信证券（600030 CH）、中信证券（6030 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 中信证券（600030 CH）、中信证券（6030 HK）：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。
- 中信证券（6030 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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