

关注核心技术升级与海外需求共振

华泰研究

2025 年 10 月 31 日 | 中国内地

季报点评

乘用车

公司公布三季度业绩：收入 1950 亿元，同环比-3%/-3%；归母净利润 78 亿元，同环比-33%/+23%。前三季度公司实现收入 5663 亿元，同比+13%；归母净利润 233 亿元，同比-8%。公司三季度业绩符合我们预期（Q3 前瞻预计为 75-95 亿元）。考虑到公司在三电领域的核心竞争能力，看好后续超级 e 平台升级和全球化加速而带来的业绩提升，维持“买入”评级。

单车盈利环比改善，内部降本增效持续推进

公司 25Q3 销售新车 114 万辆，同/环比-2%/-3%。我们测算单车 ASP14.0 万元，环增 0.3 万元，单车归母净利 0.58 万元，环比增加 0.12 万元。我们认为单车盈利提升主要系 Q3 行业竞争及价格战趋缓下，单车盈利修复。25Q3 毛利率 17.6%，同环比-2.5/+1.3pct，实现环比改善。25Q3 公司持续推进内部降本增效，销售/管理/研发费用率分别同比+0.1/+0.2/+0.4pct，环比+0.0/-0.2/-0.4pct 至 3.1%/2.5%/7.3%。公司前三季度经营活动现金流金额 408 亿；截止 25 年 9 月，公司应付账款 2228 亿元，同比-6%，现金流健康。

Q3 海外销量同比+144%，南美及欧洲关键市场快速突破

25 年公司海外势能持续增强：25Q3 公司海外销售 23 万辆，同比+144%；9 月份海外月销量达 7 万台，同比+122%。核心驱动：1) 本土产能深化：巴西工厂实现公司在全球第 1400 万辆车下线，本土化成效显著；2) 市场版图扩容：产品覆盖 110 多个国家和地区，欧洲市场表现现象级，7 月新车注册量同比暴增 225%至 1.35 万辆，8 月在爱尔兰、法国等十国销量超特斯拉 4.5 倍，全球化布局持续深化；3) 供应链效率升级：全球化生产+物流网络（滚装船+本地工厂）持续释放，夯实海外交付能力。长期看，公司本土化布局+全产业链优势将打开海外成长空间。

智驾+高端化持续突破，关注核心技术迭代与品牌势能共振

截至 Q3，公司累计销售辅助驾驶车型超 170 万辆，依托庞大用户基数构建中国最大车云数据库，反哺“天神之眼”算法加速迭代，实现智驾系统“越开越优”。高端化方面，得益于渠道深化改革和腾势 N9 等新车上市，公司 25Q3 腾势/方程豹销量达 3.6/5.5 万台，环比-23%/+31%。10 月 29 日，大六座 SUV 腾势 N8L 正式上市，主打安全、豪华、智能，定价 29.98-32.98 万元，我们认为该车有望实现 3000-5000 辆月销量。展望未来，公司核心技术迭代（快充、混动、智驾等）与高端品牌势能可形成协同效应，为长期增长筑牢护城河。

盈利预测与估值

考虑到汽车行业竞争加剧，以及公司智驾新技术抬升公司成本，我们调整 25-27 年归母净利润预测为 350/480/572 亿元（前值 469/591/701 亿元，下调幅度 25%/19%/18%）。我们认为公司 26 年技术平台升级、海外市场加速放量逻辑清晰，切换至 26 年估值可更合理评估企业价值。采用分部估值法，考虑到比亚迪稳居乘用车龙头地位，技术平台升级后车型竞争力将进一步提升，给予汽车业务较可比公司（15.5 倍）60%溢价（前值 40%），对应 26 年 25 倍 PE（前值 25E 27x）；手机部件及组装业务可比公司 26 年平均 PE 31x，给予公司 26 年 31xPE（前值 25E 31x），对应总市值 12484 亿元，调整目标价为 136.93 元（前值 142.01 元），维持“买入”评级。

风险提示：全球贸易政策风险；行业竞争加剧；上游原材料大幅涨价。

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

136.93

宋亭亭

SAC No. S0570522110001
SFC No. BTK945

研究员

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

刘俊

SAC No. S0570523110003
SFC No. AVM464

研究员

karlliu@htsc.com
+(852) 3658 6000

申建国

SAC No. S0570522020002
SFC No. BSK177

研究员

shenjianguo@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

边文蛟

SAC No. S0570518110004
SFC No. BSJ399

研究员

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

王立献*

SAC No. S0570525020001

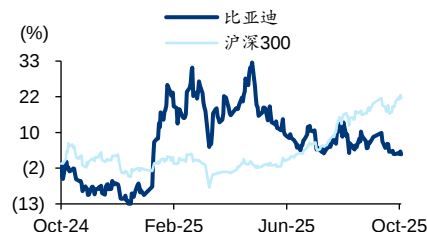
研究员

wanglixian@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

收盘价(人民币 截至 10 月 30 日)	103.61
市值(人民币百万)	944,633
6 个月平均日成交额(人民币百万)	5,736
52 周价格范围(人民币)	103.61-405.00

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(十亿)	777	820	989	1,122
+/-%	29.02	5.53	20.65	13.39
归属母公司净利润(十亿)	40	35	48	57
+/-%	34.00	(13.13)	37.31	19.18
EPS(最新摊薄)	4.42	3.84	5.27	6.28
ROE(%)	24.84	18.94	23.84	23.76
PE(倍)	23.47	27.01	19.67	16.51
PB(倍)	5.10	5.13	4.32	3.59
EV EBITDA(倍)	7.86	9.84	7.12	5.72
股息率(%)	3.84	1.40	1.40	1.40

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

估值：调整目标价为 136.93 元

采用分部估值法为其估值。以 2026 年归母净利润预测为基础。

汽车业务我们选取长城汽车、理想汽车、赛力斯作为可比公司，可比公司 26 年平均预期 PE 为 15.5x，考虑到比亚迪稳居龙头地位，持续布局高端化和出海业务，且率先实现智驾平权。公司在核心技术、产品战略、渠道布局具备比较优势，且稳居乘用车龙头地位，技术平台升级后车型竞争力将进一步提升，给予相对可比公司 60%溢价（前值 40%），对应汽车业务 26 年 25xPE（前值 25E 27x），对应汽车业务 10,005 亿元市值。

比亚迪手机部件及组装+其他业务营收稳定，参考可比公司平均 PE 31x，给予比亚迪 2026E 31x PE 估值（前值 25E 31x），对应手机部件及组装业务市值 2480 亿元。

综上，我们预计比亚迪总市值 12484 亿元，对应目标价 136.93 元（前值为 142.01 元），维持“买入”评级。

图表1：比亚迪分部估值

	归母净利润（亿元）	2026E	2026E P/E(x)	目标估值（亿元）
汽车	长城汽车	168.27	11.55	
	理想汽车	105.72	14.88	
	赛力斯	132.98	20.01	
	平均		15.48	
	比亚迪	400.17	25.00	10,004.74
归母净利润（亿元）				
手机部件及组装+其他	长盈精密	10.36	47.68	
	立讯精密	207.60	22.81	
	蓝思科技	67.72	23.20	
	平均		31.23	
	比亚迪	80.00	31.00	2,480.00
估值总计				12,484.25

注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，数据截至 2025 年 10 月 30 日。比亚迪数据来自我们预期
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		3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	YoY	QoQ	4Q25E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	201,125	274,851	170,360	200,921	194,985	-3%	-3%	253,780	-8%	30%
营业成本	Rmb mn	157,094	228,093	136,175	168,240	160,639	2%	-5%	203,489	-11%	27%
毛利率	%	21.9	17	20.1	16.3	17.6	-4.3pct	1.3pct	19.8	2.8pct	2.2pct
销售及管理费用	Rmb mn	14,318	6,400	11,087	11,710	10,979	-23%	-6%	10,506	64%	-4%
研发费用	Rmb mn	13,698	19,876	14,223	15,373	14,152	3%	-8%	11,851	-40%	-16%
财务费用	Rmb mn	958	189	-1,908	-1,339	311	-68%	-123%	5,371	2742%	1626%
营业利润	Rmb mn	14,423	18,739	11,021	7,699	10,186	-29%	32%	14,832	-21%	46%
税前利润	Rmb mn	14,091	18,361	11,191	7,719	9,750	-31%	26%	14,867	-19%	52%
所得税	Rmb mn	1,957	3,021	1,748	1,123	1,557	-20%	39%	2,972	-2%	91%
归母净利润	Rmb mn	11,607	15,016	9,155	6,356	7,823	-33%	23%	11,636	-23%	49%
EPS	Rmb/sh	4	5.16	3.12	-1.41	2.56	-36%	-282%	1.65	-68%	-36%
分部收入											
汽车销售	Rmb mn	171732	217333	145340	157166	155988	-9%	-1%	222956	3%	43%
	1,000										
销量	unit	1135	1524	1001	1145	1114	-2%	-3%	1443	-5%	30%
平均单价	Rmb 000	151	143	133	137	140	-7%	2%	155	8%	10%
手机部件及组装等	Rmb mn	29352	57478	29000	39744	38,985	33%	-2%	30579	-47%	-22%
其他	Rmb mn	40	40	20	11	12	-70%	9%	245	513%	1942%
分部毛利率											
汽车销售	%	23	20	22	19	20	-3.2pct	0.8pct	21	0.8pct	1pct
手机部件及组装等	%	14	6	10	8	9	-5.2pct	0.8pct	10	3.6pct	0.7pct
其他	%	14	14	14	18	18	4.1pct	0.1pct	14	-0.5pct	-4.6pct
毛利占比											
汽车销售	%	90.5	92.4	94.9	89.9	90.0	-1%	-5%	94.0	1.6pct	4pct
手机部件及组装等	%	9.5	7.6	8.5	10.1	10.0	5%	19%	5.9	-1.7pct	-4.1pct
其他	%	0	0	0	0	0.0	2%	-29%	0.1	0.1pct	0.1pct

资料来源：公司公告、ifind、华泰研究预测

图表3：季度经营情况对比

季度财报数据总结		3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	YoY	3Q25E	A vs E
总收入	Rmb mn	201,125	274,851	170,360	200,921	194,985	-3%	211,293	-8%
营业成本	Rmb mn	157,094	228,093	136,175	168,240	160,639	2%	171,294	-6%
毛利率	%	21.9	17	20.1	16.3	17.6	-4.3pct	18.9	-1.3pct
销售及管理费用	Rmb mn	14,318	6,400	11,087	11,710	10,979	-23%	11,021	0%
研发费用	Rmb mn	13,698	19,876	14,223	15,373	14,152	3%	13,760	3%
财务费用	Rmb mn	958	189	-1,908	-1,339	311	-68%	-2,322	-113%
营业利润	Rmb mn	14,423	18,739	11,021	7,699	10,186	-29%	18,241	-44%
税前利润	Rmb mn	14,091	18,361	11,191	7,719	9,750	-31%	18,261	-47%
所得税	Rmb mn	1,957	3,021	1,748	1,123	1,557	-20%	2,657	-41%
归母净利润	Rmb mn	11,607	15,016	9,155	6,356	7,823	-33%	15,035	-48%
EPS	Rmb/sh	4	5.16	3.12	-1.41	2.56	-36%	1.65	55%
分部收入									
汽车销售	Rmb mn	171732	217333	145340	157166	155988	-9%	167560	-7%
销量	1,000 unit	1135	1524	1001	1145	1114	-2%	1180	-6%
平均单价	Rmb 000	151	143	133	137	140	-7%	142	-1%
手机部件及组装等	Rmb mn	29352	57478	29000	39744	38985	33%	43718	-11%
其他	Rmb mn	40	40	20	11	12	-70%	15	-20%
分部毛利率									
汽车销售	%	23	20	22	19	19.8	-3.2pct	21	-1.2pct
手机部件及组装等	%	14	6	10	8	8.83	-5.2pct	11	-2.2pct
其他	%	14	14	14	18	18.1	4.1pct	20	-1.9pct
毛利占比									
汽车销售	%	90.5	92.4	94.9	89.9	90.0	-1%	88.0	2pct
手机部件及组装等	%	9.5	7.6	8.5	10.1	10.0	5%	12.0	-2pct
其他	%	0	0	0	0	0.0	2%	0.0	0pct

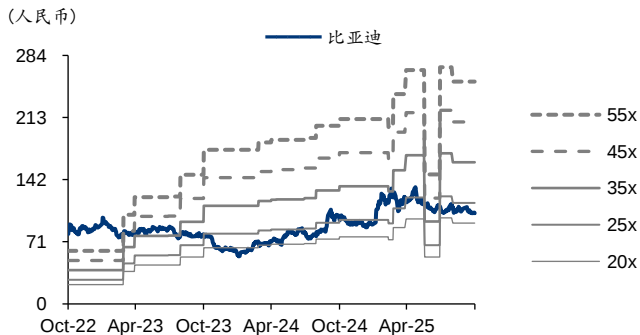
资料来源：公司公告、ifind、华泰研究预测

图表4：核心假设和财务预测

驱动概览(Driver)		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
国内新能源汽车销量增速	%	36	40	22	15	13
国外新能源汽车销量增速	%	32	2	23	18	27
公司销量增速	%	67.8	41.3	21	11	13.2
比亚迪毛利率	%	20.2	19.4	18.5	19.4	19.7
业务拆分						
总收入	Rmb mn	602315	777103	820046	989404	1121907
分部拆分						
汽车销售	Rmb mn	483453	617382	681450	839740	957304
销量	10,00 unit	3024	4272	4703	5740	6500
平均单价	Rmb 1,000	160	145	149	161	160
手机部件及组装等	Rmb mn	118,577	159,609	138,308	149,373	164,310
其他	Rmb mn	285	112	288	291	294
分部毛利率						
汽车销售	%	23	22.3	20.4	21.3	21.5
手机部件及组装等	%	8.8	8.3	9	9	9
其他	%	17.2	13.9	13.9	13.9	13.9
毛利占比						
汽车销售	%	91	91	93	94	94
手机部件及组装等	%	9	9	7	6	6
其他	%	0	0	0	0	0
核心财务指标						
EBIT	Rmb bn	36300	49291	44240	60909	69682
EBITDA	Rmb bn	79853	116197	95637	125915	145465
净利润	Rmb bn	31344	41588	48417	61098	72451
EPS	Rmb/sh	10.32	13.84	3.84	5.27	6.28

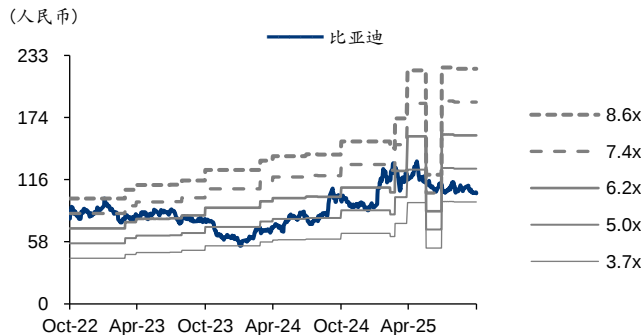
资料来源：公司公告、ifind、华泰研究预测

图表5：比亚迪 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表6：比亚迪 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

1) 全球贸易政策风险

若全球贸易风险加剧，或影响公司出海进程，影响海外市场盈利预期；

2) 行业竞争加剧

汽车行业竞争加剧，价格战下车企盈利性不及预期；

3) 上游原材料大幅涨价

汽车产业供应链长，从电池、电机、电控等零部件，及其上游原材料和元器件，如聚氨酯、钢铁、铝等涨价，或导致整体乘用车销量和盈利不及预期。

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	302,121	370,572	396,262	489,179	494,199
现金	109,094	102,739	136,979	148,843	177,001
应收账款	61,866	62,299	68,728	89,359	89,899
其他应收账款	2,758	3,616	3,110	5,005	4,197
预付账款	2,215	3,974	2,557	5,323	3,613
存货	87,677	116,036	101,505	157,854	135,412
其他流动资产	38,511	81,908	83,383	82,795	84,077
非流动资产	377,426	412,784	467,096	526,799	518,068
长期投资	17,647	19,082	23,998	29,315	33,690
固定投资	230,904	262,287	314,557	365,425	352,337
无形资产	37,236	38,424	36,346	34,973	32,961
其他非流动资产	91,639	92,990	92,195	97,085	99,080
资产总计	679,548	783,356	863,358	1,015,978	1,012,267
流动负债	453,667	495,985	579,550	695,105	647,963
短期借款	18,323	12,103	82,190	48,728	12,103
应付账款	194,430	241,643	224,030	331,159	296,613
其他流动负债	240,914	242,238	273,329	315,218	339,246
非流动负债	75,419	88,682	85,224	85,885	83,399
长期借款	11,975	8,258	7,562	6,724	4,317
其他非流动负债	63,444	80,425	77,662	79,161	79,083
负债合计	529,086	584,668	664,774	780,990	731,362
少数股东权益	11,652	13,437	14,596	16,186	18,082
股本	2,911	2,909	9,117	9,117	9,117
资本公积	62,042	60,679	54,471	54,471	54,471
留存公积	74,498	106,022	128,508	164,474	209,954
归属母公司股东权益	138,810	185,251	183,989	218,801	262,823
负债和股东权益	679,548	783,356	863,358	1,015,978	1,012,267

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	169,725	133,454	118,149	183,451	146,120
净利润	31,344	41,588	36,128	49,608	59,121
折旧摊销	43,553	66,906	51,397	65,006	75,783
财务费用	(1,475)	1,216	2,435	3,218	695.74
投资损失	(1,635)	(2,291)	(1,621)	(1,782)	(1,834)
营运资金变动	92,494	21,471	27,900	64,733	9,319
其他经营现金	5,444	4,564	1,910	2,668	3,036
投资活动现金	(125,664)	(129,082)	(103,538)	(122,627)	(64,888)
资本支出	(122,094)	(97,360)	(101,289)	(115,203)	(59,557)
长期投资	(2,085)	(3,538)	(4,915)	(5,317)	(4,375)
其他投资现金	(1,485)	(28,185)	2,666	(2,107)	(956.33)
筹资活动现金	12,817	(10,268)	19,630	(48,960)	(53,074)
短期借款	13,170	(6,220)	70,087	(33,462)	(36,625)
长期借款	4,382	(3,717)	(695.81)	(838.23)	(2,407)
普通股增加	0.00	0.00	6,208	0.00	0.00
资本公积增加	335.88	(1,362)	(6,208)	0.00	0.00
其他筹资现金	(5,070)	1,032	(49,761)	(14,660)	(14,042)
现金净增加额	57,329	(6,255)	34,240	11,864	28,158

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	602,315	777,102	820,046	989,404	1,121,907
营业成本	480,558	626,047	668,543	797,055	901,258
营业税金及附加	10,350	14,752	15,581	18,799	21,316
营业费用	25,211	24,085	24,601	29,682	33,657
管理费用	13,462	18,645	19,681	23,251	26,365
财务费用	(1,475)	1,216	2,435	3,218	695.74
资产减值损失	(2,188)	(3,872)	(4,100)	(4,947)	(5,610)
公允价值变动收益	257.74	531.93	500.00	250.00	275.00
投资净收益	1,635	2,291	1,621	1,782	1,834
营业利润	38,103	50,486	43,738	59,979	71,448
营业外收入	711.37	1,252	487.00	487.00	535.70
营业外支出	1,546	2,057	697.35	697.35	753.14
利润总额	37,269	49,681	43,527	59,768	71,230
所得税	5,925	8,093	7,400	10,161	12,109
净利润	31,344	41,588	36,128	49,608	59,121
少数股东损益	1,303	1,334	1,159	1,591	1,896
归属母公司净利润	30,041	40,254	34,969	48,017	57,225
EBITDA	79,853	116,197	95,637	125,915	145,465
EPS (人民币，基本)	10.32	13.84	3.84	5.27	6.28

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	42.04	29.02	5.53	20.65	13.39
营业利润	76.88	32.50	(13.37)	37.13	19.12
归属母公司净利润	80.72	34.00	(13.13)	37.31	19.18
获利能力 (%)					
毛利率	20.21	19.44	18.48	19.44	19.67
净利率	5.20	5.35	4.41	5.01	5.27
ROE	24.05	24.84	18.94	23.84	23.76
ROIC	43.04	45.16	32.78	52.88	85.05
偿债能力					
资产负债率 (%)	77.86	74.64	77.00	76.87	72.25
净负债比率 (%)	(13.56)	(2.21)	11.29	(9.99)	(32.30)
流动比率	0.67	0.75	0.68	0.70	0.76
速动比率	0.42	0.45	0.45	0.43	0.50
营运能力					
总资产周转率	1.03	1.06	1.00	1.05	1.11
应收账款周转率	11.96	12.52	12.52	12.52	12.52
应付账款周转率	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.29	4.42	3.84	5.27	6.28
每股经营现金流(最新摊薄)	18.62	14.64	12.96	20.12	16.03
每股净资产(最新摊薄)	15.23	20.32	20.18	24.00	28.83
估值比率					
PE (倍)	31.44	23.47	27.01	19.67	16.51
PB (倍)	6.81	5.10	5.13	4.32	3.59
EV EBITDA (倍)	11.60	7.86	9.84	7.12	5.72

免责声明

分析师声明

本人，宋亭亭、刘俊、申建国、边文姣、王立献，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、刘俊、申建国、边文姣、王立献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