

# 3Q25: NBV 强劲增长

华泰研究

2025 年 10 月 31 日 | 中国内地/中国香港

季报点评

保险

公司公布 3Q25 业绩：第三季度归母净利润 1268.73 亿元，同比提升 92%，符合公司此前业绩预告。保险服务业绩和投资业绩均实现高速增长。投资端，前三季度年化总投资收益率为 6.42%，同比上升 1.04ppts。前三季度寿险新业务价值 (NBV) 同比提升 41.8% (可比口径)，较 1H25 的增速 20.3% 有所提升，估计第三季度实现翻番增长。第三季度新单保费同比增长 52%，NBV 利润率或亦有所提升。利润高增的推动下，3Q25 末净资产较 2Q25 末高增 19%。考虑到未来 NBV 有望保持增长，维持“买入”评级。

## NBV 强劲增长

前三季度 NBV 同比增长 41.8% (可比口径，下同)，较 1H25 的增速 20.3% 有所提升，我们估计第三季度 NBV 或实现翻番增长。考虑到公司银保渠道占比较低 (1H25 低于 15%)，我们估计除了银保渠道保持高增长外，代理人渠道 NBV 亦快速增长。第三季度公司新单保费同比增长 52%，NBV 利润率或有所提升，主要因为产品结构变化、预定利率下调等。从销售队伍规模看，3Q25 末个险销售人力为 60.7 万人，环比提升 3%，同比下降 5%，整体保持平稳。同时队伍质态不断改善，优增人力、留存率同比明显提升。在分红险转型方面，前三季度浮动型产品在首年期交保费中的占比同比提升 45ppts 以上，占比大幅提升。考虑到预定利率下调提高 NBV 利润率，以及银保渠道的高速发展态势，我们预计 2025 年公司 NBV 同比增长 39%。

## 投资收益驱动业绩高增

在权益投资表现较好的推动下，前三季度公司实现总投资收益 3,685.51 亿元，同比提升 41.0%。前三季度年化总投资收益率为 6.42%，同比上升 1.04ppts，主要因为权益投资表现强劲。今年公司坚持加仓权益，同时股市结构性机会较多，公司积极配置科技类、成长类股票，把握市场机会、提高投资收益。权益资产配置结构方面，截至 1H25 末，公司 FVOCI 股票 (含鸿鹄志远) /FVTPL 股票/基金的配置比例分别为 2.5%/6.7%/4.9%。与同业相比，公司 FVTPL 股票配置比例处于较高水平，或更受益于股市上涨。我们估计今年三季度权益投资规模和比例又有所增加。

## 保险服务业绩大幅增长

保险公司的利润包含保险服务业绩、投资业绩和其他业绩三部分，三者之和等于税前利润，其中其他业绩占比较低。公司第三季度保险服务业绩大幅提升 229%，或主要受利率波动的影响。从 2023 年初切换至新会计准则以来，国寿的保险服务业绩波动较大，利率波动会对公司 VFA 负债的 CSM 释放带来扰动。利率上行时会对其产生正面影响并带动保险服务业绩上升，利率下降时则相反。今年第一季度和第二季度市场利率分别呈现上升和下降趋势，公司保险服务业绩则分别同比上升 129%/下降 168%。第三季度利率再次上行，我们估计保险服务业绩同比提升 229%，亦对利润增长形成较强推动。

## 盈利预测与估值

考虑到公司业绩基本符合此前业绩预告，我们仅微调 2025/2026/2027 年 EPS 预测至 RMB6.08/4.18/4.76 (调整幅度：0.1%/0.6%/1.4%)，维持基于 DCF 估值法的 A/H 股目标价 RMB52/HKD29 不变，维持“买入”评级。

风险提示：NBV 增长大幅恶化，投资出现重大亏损。

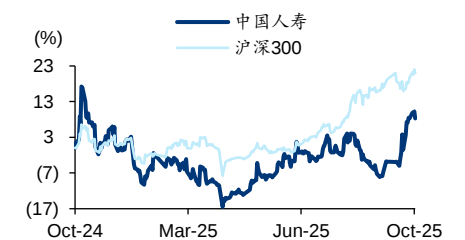
|       |           |          |
|-------|-----------|----------|
|       | 601628 CH | 2628 HK  |
| 投资评级： | 买入 (维持)   | 买入 (维持)  |
| 目标价：  | 人民币：52.00 | 港币：29.00 |

|                        |                    |
|------------------------|--------------------|
| 李健, PhD                | 研究员                |
| SAC No. S0570521010001 | lijian@htsc.com    |
| SFC No. AWF297         | +(852) 3658 6112   |
| 于明汇*                   | 联系人                |
| SAC No. S0570124070107 | yuminghui@htsc.com |
|                        | +(86) 21 2897 2228 |

## 基本数据

| (人民币/港币)           | 601628 CH   | 2628 HK     |
|--------------------|-------------|-------------|
| 收盘价 (截至 10 月 30 日) | 44.38       | 24.72       |
| 市值 (百万)            | 1,254,388   | 698,704     |
| 6 个月平均日成交额 (百万)    | 681.01      | 1,649       |
| 52 周价格范围           | 34.83-49.10 | 12.38-25.70 |

## 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   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 毛保费收入 (百万) | 208,161 | 220,010 | 244,045 | 275,771 |
| +/-%       | (2.02)  | 5.69    | 10.92   | 13.00   |
| 总投资收益 (百万) | 297,419 | 341,616 | 354,565 | 409,278 |
| +/-%       | 161.77  | 14.86   | 3.79    | 15.43   |
| 归母净利润 (百万) | 106,935 | 171,807 | 118,190 | 134,665 |
| +/-%       | 131.56  | 60.66   | (31.21) | 13.94   |
| EPS        | 3.78    | 6.08    | 4.18    | 4.76    |
| DPS        | 0.65    | 1.22    | 0.98    | 1.05    |
| PB (倍)     | 2.46    | 1.94    | 1.72    | 1.50    |
| PE (倍)     | 11.74   | 7.30    | 10.61   | 9.31    |
| PEV (倍)    | 0.90    | 0.87    | 0.86    | 0.83    |
| 股息率 (%)    | 1.46    | 2.74    | 2.21    | 2.36    |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 估值方法

我们使用 DCF 估值法，基于会计指标和内含价值指标对中国人寿进行估值。

阶段一：前 3 年，我们的模型给出明确的预测。

阶段二：接下来的 10 年视为防御期。我们假设 ROE 或 ROEV 和资本增长。

阶段三：接下来的 37 年视为长期阶段。我们假设 ROE 和 ROEV 逐渐下降。在我们的模型中，我们不预测 50 年后的企业价值。

我们将三个阶段的现金流按相应的资本成本折现至今年年底，并加入终值的估算和股息。我们通过内含价值法和账面价值法两种方法得出估值。我们使用资本资产定价模型(CAPM)得出资本成本，无风险利率假设为 2.0%，A 股/H 股对应的 beta 为 1.5/1.7 倍（维持不变），股权风险溢价为 470/690 个基点（维持不变）。我们的目标价 RMB52/HKD29 是基于内含价值法（RMB67/HKD38）和账面价值法（RMB38/HKD20）估值的平均值。

图表1：中国人寿：关键假设

| (%)   | 未来 50 年的资本回报 |       |       |       |       |       |
|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|       | 阶段一          |       |       | 阶段二   |       | 阶段三   |
|       | 2026E        | 2027E | 2028E | 2029E | 2038E | 2075E |
| 内含价值法 | 11.1%        | 11.9% | 12.0% | 16.0% | 9.0%  | 7.0%  |
| 账面价值法 | 11.1%        | 11.9% | 12.0% | 16.0% | 9.0%  | 7.0%  |

资料来源：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       | 单位     | 3Q24    | 4Q24A   | 1Q25A   | 2Q25A   | 3Q25A   | YoY   | QoQ    | 4Q25E   | YoY    | QoQ    |
|----------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|--------|---------|--------|--------|
| 归母净利润          | Rmb mn | 66,245  | 2,412   | 28,802  | 12,129  | 126,873 | 91.5% | 946.0% | 4,003   | 65.9%  | -96.8% |
| 净资产            | Rmb mn | 577,615 | 521,248 | 544,554 | 535,599 | 638,682 | 10.6% | 19.2%  | 659,425 | 26.5%  | 3.2%   |
| <b>核心财务指标</b>  |        |         |         |         |         |         |       |        |         |        |        |
| NBV 累计增速（可比口径） | %      | 25.1%   | 24.3%   | 4.8%    | 20.3%   | 41.8%   | 66.5% | 106.1% | 38.8%   | 59.9%  | -7.2%  |
| 寿险新单保费         | Rmb mn | 37,243  | 16,663  | 107,434 | 53,821  | 56,779  | 52.5% | 5.5%   | 13,999  | -16.0% | -75.3% |

资料来源：华泰研究预测

图表3：核心假设和财务预测

| 年度财报数据总结      | 单位     | 2023A     | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|---------------|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 归母净利润         | Rmb mn | 46,181    | 106,935   | 171,807   | 118,190   | 134,665   |
| 净资产           | Rmb mn | 487,034   | 521,248   | 659,425   | 743,300   | 851,568   |
| <b>核心财务指标</b> |        |           |           |           |           |           |
| EPS           | Rmb    | 1.63      | 3.78      | 6.08      | 4.18      | 4.76      |
| DPS           | Rmb    | 0.43      | 0.65      | 1.22      | 0.98      | 1.05      |
| BVPS          | Rmb    | 16.9      | 18.0      | 22.9      | 25.8      | 29.5      |
| EVPS          | Rmb    | 44.6      | 49.6      | 50.8      | 51.8      | 53.5      |
| 新业务价值         | Rmb mn | 36,860    | 33,709    | 46,789    | 56,187    | 68,717    |
| 内含价值          | Rmb mn | 1,260,567 | 1,401,146 | 1,436,200 | 1,463,057 | 1,513,246 |

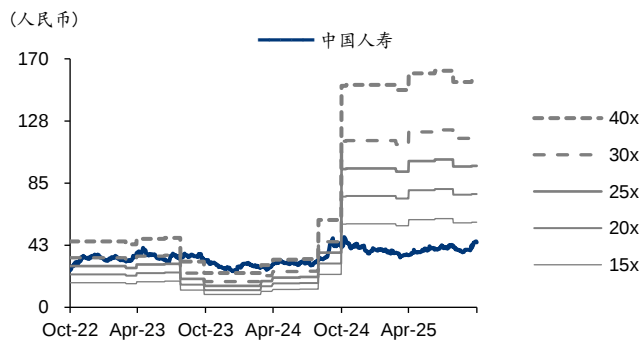
资料来源：华泰研究预测

## 风险提示

**NBV 增长大幅恶化：**经济恢复可能不及预期影响，新单销售可能会负增长。产品结构和渠道结构变化可能会导致 NBV 利润率下降。

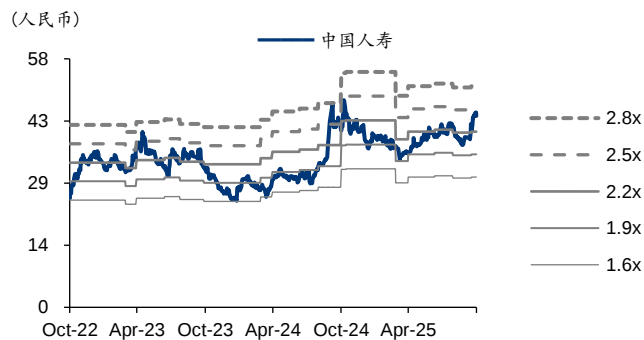
**投资出现重大亏损：**市场波动和信用风险敞口可能导致重大投资损失。

图表4：中国人寿 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表5：中国人寿 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 损益表

| 会计年度 (人民币十亿)       | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 毛保费收入              | 212          | 208          | 220          | 244          | 276          |
| 分出保费               | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 未到期责任准备金提转差        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>已赚净保费</b>       | <b>212</b>   | <b>208</b>   | <b>220</b>   | <b>244</b>   | <b>276</b>   |
| 总投资收益              | 114          | 297          | 342          | 355          | 409          |
| 其他收益               | 11           | 11           | 11           | 12           | 13           |
| <b>总收入</b>         | <b>337</b>   | <b>517</b>   | <b>572</b>   | <b>611</b>   | <b>699</b>   |
| 保险给付及赔付            | (151)        | (180)        | (164)        | (203)        | (233)        |
| 成本及其他费用            | (150)        | (233)        | (259)        | (279)        | (319)        |
| <b>总给付、赔付及费用合计</b> | <b>(300)</b> | <b>(413)</b> | <b>(423)</b> | <b>(482)</b> | <b>(551)</b> |
| 联营企业利润份额           | 8            | 12           | 13           | 13           | 14           |
| <b>税前利润</b>        | <b>45</b>    | <b>115</b>   | <b>162</b>   | <b>142</b>   | <b>161</b>   |
| 所得税                | 3            | (6)          | 12           | (21)         | (24)         |
| <b>净利润</b>         | <b>48</b>    | <b>109</b>   | <b>174</b>   | <b>120</b>   | <b>137</b>   |
| 归母净利润              | 46           | 107          | 172          | 118          | 135          |
| 少数股东权益             | 1            | 2            | 2            | 2            | 2            |

### 估值与盈利水平

| 会计年度 (%)  | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE (倍)    | 27.23 | 11.74 | 7.30  | 10.61 | 9.31  |
| PEV (倍)   | 1.00  | 0.90  | 0.87  | 0.86  | 0.83  |
| PB (倍)    | 2.63  | 2.46  | 1.94  | 1.72  | 1.50  |
| PTNAV (倍) | 2.78  | 2.68  | 2.11  | 1.87  | 1.63  |
| ROE       | 10.95 | 21.67 | 29.72 | 17.20 | 17.24 |
| ROA       | 0.88  | 1.73  | 2.40  | 1.46  | 1.47  |
| 股息率       | 0.97  | 1.46  | 2.74  | 2.21  | 2.36  |
| 派息率       | 26.38 | 17.20 | 20.00 | 23.50 | 22.00 |

### 每股数据

| 会计年度 (人民币) | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS        | 1.63  | 3.78  | 6.08  | 4.18  | 4.76  |
| DPS        | 0.43  | 0.65  | 1.22  | 0.98  | 1.05  |
| BVPS       | 16.88 | 18.03 | 22.87 | 25.76 | 29.52 |
| 每股有形净资产    | 15.96 | 16.56 | 21.07 | 23.73 | 27.22 |
| 每股内含价值     | 44.60 | 49.57 | 50.81 | 51.76 | 53.54 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 资产负债表

| 会计年度 (人民币十亿) | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>资产</b>    |              |              |              |              |              |
| 现金及存款        | 715          | 836          | 956          | 1,078        | 1,219        |
| 债券           | 3,779        | 4,415        | 5,047        | 5,695        | 6,436        |
| 股票           | 839          | 980          | 1,121        | 1,265        | 1,429        |
| 其他投资资产       | 326          | 380          | 435          | 491          | 554          |
| <b>总投资资产</b> | <b>5,659</b> | <b>6,611</b> | <b>7,559</b> | <b>8,529</b> | <b>9,638</b> |
| 其他资产         | 143          | 158          | 176          | 198          | 224          |
| <b>总资产</b>   | <b>5,802</b> | <b>6,770</b> | <b>7,734</b> | <b>8,727</b> | <b>9,862</b> |
| <b>负债</b>    |              |              |              |              |              |
| 保险合同负债       | 4,859        | 5,825        | 6,582        | 7,438        | 8,405        |
| 投资合同负债       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 计息应付         | 266          | 200          | 256          | 278          | 303          |
| 其他负债         | 190          | 224          | 237          | 268          | 302          |
| <b>总负债</b>   | <b>5,315</b> | <b>6,248</b> | <b>7,075</b> | <b>7,984</b> | <b>9,011</b> |
| <b>权益</b>    |              |              |              |              |              |
| 股本           | 28           | 28           | 28           | 28           | 28           |
| 储备           | 449          | 481          | 618          | 700          | 806          |
| 其他           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>股东权益</b>  | <b>477</b>   | <b>510</b>   | <b>646</b>   | <b>728</b>   | <b>834</b>   |
| 少数股东权益       | 10           | 12           | 13           | 15           | 17           |
| <b>权益合计</b>  | <b>487</b>   | <b>521</b>   | <b>659</b>   | <b>743</b>   | <b>852</b>   |

### 增长与盈利水平

| 会计年度 (%) | 2023  | 2024   | 2025E | 2026E   | 2027E |
|----------|-------|--------|-------|---------|-------|
| 毛保费收入增长  | NA    | (2.02) | 5.69  | 10.92   | 13.00 |
| 总投资收益增长  | NA    | 161.77 | 14.86 | 3.79    | 15.43 |
| 归母净利润增长  | NA    | 131.56 | 60.66 | (31.21) | 13.94 |
| 每股盈利增长   | 42.98 | 131.90 | 60.81 | (31.21) | 13.94 |
| 总资产增长    | 15.81 | 16.67  | 14.25 | 12.84   | 13.00 |
| 股东权益增长   | 30.35 | 6.83   | 26.82 | 12.65   | 14.58 |
| 新业务价值增长  | 2.38  | (8.55) | 38.80 | 20.09   | 22.30 |
| 集团内含价值增长 | 2.44  | 11.15  | 2.50  | 1.87    | 3.43  |

## 免责声明

### 分析师声明

本人，李健，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。
- 中国人寿（2628 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](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

- 分析师李健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。
- 中国人寿（2628 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