

砥砺前行，多元与分红支撑价值

华泰研究

2025 年 10 月 31 日 | 中国内地

季报点评

白色家电

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

51.60

樊俊豪

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

王森泉

SAC No. S0570518120001
SFC No. BPX070

研究员

wangsenquan@htsc.com
+(86) 755 2398 7489

周衍峰*

SAC No. S0570521100002

研究员

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

公司披露 2025 年三季度，9M25 公司实现营业总收入 1376.54 亿元，同比-6.62%，归母净利 214.61 亿元，同比-2.27%，其中，25Q3 营收同比-15.06%，归母净利同比-9.92%。短期需求呈现较大波动，一方面国内空调市场受地产偏弱与价格体系调整影响，另一方面出口波动在关税影响下放大。公司战略聚焦自主创新与多元化，持续投入研发（9M25 研发费用率+0.45pct），并拓展工业制品、绿色能源等新业务方向。低估值（PE ttm 仅 7x）+高股息（24 年每股分红 3 元、股息率 6.6%，25 年中期已每股分红 1 元）凸显配置价值。维持“买入”评级。

空调主业或继续小幅波动

空调主业或面临挑战，我们认为主要受到海外需求弱化及中央空调需求下滑影响。1) 家用空调出货量小幅增长，产业在线数据显示，25Q3 公司家用空调内销/外销出货量分别同比+3.2%/-15.3%，关税扰动出口，整体出货量同比-2.7%。2) 均价或有明显波动，奥维云网数据显示，25Q3 格力品牌家用空调线上/线下 KA 零售均价分别同比+6.6%/+0.6%，但公司推出晶弘空调，主要针对性价比市场，均价明显低于格力品牌，或对公司出货均价有所影响。3) 中央空调业务或承压，产业在线数据显示，25M7-M8 国内中央空调内销额同比-2.7%。展望 Q4，根据产业在线数据，10-12 月空调内销和外销排产分别同比-11.5%/-8.4%/-9.9%和-9.4%/-6.6%/-1.2%，预期偏弱，同时中央空调内销仍依赖地产需求修复，短期或仍有压力。

多元业务稳步推进，构建新增长曲线

格力电器多元化业务正成为平滑空调周期的重要力量。生活电器领域，公司围绕“好电器、格力造”战略，推出冰洗、厨电、环境电器等产品，不断完善全屋智能家电布局，并积极推动健康家门店升级，强化全屋智能健康生态。此外，公司在工业制品、绿色能源、智能装备等板块持续投入，形成空调制造能力向新能源与装备制造的延伸，截至中报均有较高的收入增长表现。尽管多元业务整体规模相对有限，但均具备增长空间，有望逐步降低对空调主业的依赖，增强公司抗风险能力。

毛利率承压，净利润率表现出韧性

公司 9M25 毛利率为 28.68%，同比-0.77pct，其中，25Q3 毛利率同比-0.24pct。我们预计主要受到空调主业渠道模式调整及行业竞争加剧的影响。9M25 公司整体期间费用率同比-0.86pct，其中，销售/管理/财务费用率分别同比-0.29pct/-0.25pct/-0.77pct，而公司科技自研战略导向下，研发费用率同比+0.45pct。值得注意的是，但公司 9M25 归母净利润率 15.59%，同比+0.69pct，盈利能力依然出色。

下调盈利预测

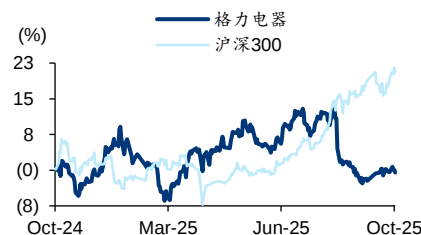
考虑到公司受到行业竞争和中央空调需求影响，收入和净利润有所波动，我们调整 25-27 年预测 EPS 为 5.73/6.07/6.36 元（前值 6.23/6.71/7.12 元），截至 2025/10/30，Wind 可比公司 26 年一致预期平均 PE 为 9.7x，公司面临一定的竞争压力，给予公司 26 年 8.5xPE 估值，对应目标价 51.6 元（前值 56.07 元，基于 2025 年 9x PE）。

风险提示：以旧换新不及预期；行业竞争加剧；多元化拓展迟缓。

基本数据

收盘价 (人民币 截至 10 月 30 日)	40.47
市值 (人民币百万)	226,689
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	1,846
52 周价格范围 (人民币)	39.50-48.15

股价走势图



资料来源: Wind

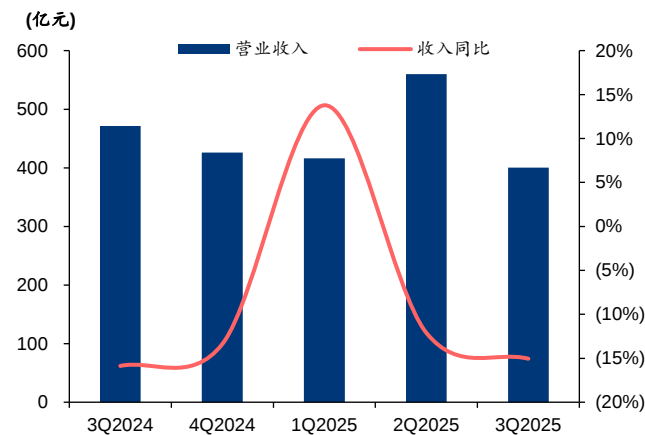
经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	190,038	180,805	187,711	198,211
+/-%	(7.31)	(4.86)	3.82	5.59
归属母公司净利润 (百万)	32,185	32,088	34,017	35,603
+/-%	10.91	(0.30)	6.01	4.66
EPS (最新摊薄)	5.75	5.73	6.07	6.36
ROE (%)	22.87	20.56	19.08	17.85
PE (倍)	7.04	7.06	6.66	6.37
PB (倍)	1.65	1.48	1.30	1.15
EV EBITDA (倍)	4.59	3.86	3.05	2.39
股息率 (%)	7.41	5.25	6.18	6.28

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

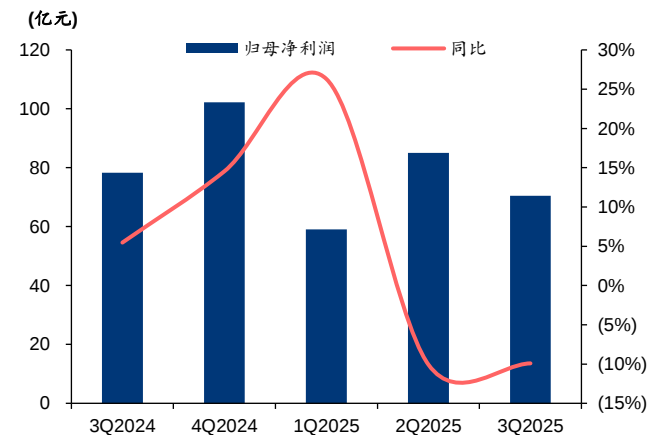
经营业绩指标概览

图表1：3Q2025 公司营业总收入同比-15.06%



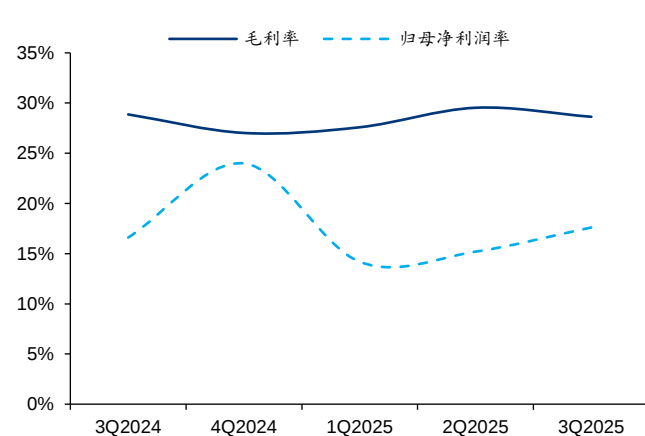
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：3Q2025 公司归母净利润同比-9.92%



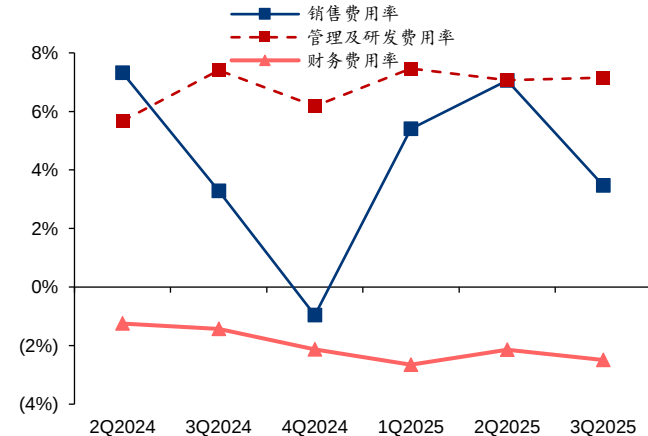
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：3Q2025 公司毛利率承压，但归母净利润率仍同比上行



资料来源：Wind，华泰研究

图表4：3Q2025 公司期间费用率同比优化



资料来源：Wind，华泰研究

图表5：关键指标的盈利预测调整说明

	新预测值			调整幅度			调整原因
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
营业收入(百万元)	180805.19	187711.35	198211.31	-10.29%	-11.78%	-11.79%	
暖通空调	133987.08	138178.98	144617.13	-11.95%	-13.19%	-13.14%	地产弱周期下，中央空调业务表现平淡。家空外销波动加大。
其他主营	27371.63	29619.30	32066.71	-0.13%	-0.77%	-1.40%	国补有所退坡，生活电器等业务有所弱化。
其他	19446.49	19913.07	21527.47	-11.51%	-16.16%	-16.15%	其他业务收缩，经营表现弱于此前预期。
营业成本(百万元)	127388.84	131108.66	138523.85	-9.64%	-11.88%	-12.00%	
暖通空调	87225.59	89678.16	93711.90	-11.54%	-13.32%	-13.41%	
其他主营	22241.65	23338.91	25273.03	0.14%	-0.84%	-1.52%	
其他	17921.61	18091.59	19538.91	-11.12%	-16.92%	-16.92%	
毛利率 (%)	29.5%	30.2%	30.1%	-0.51pct	0.08pct	0.17pct	
暖通空调	34.9%	35.1%	35.2%	-0.3pct	0.1pct	0.2pct	短期受到家用空调价格竞争影响，随着竞争格局趋稳，龙头提效或带动毛利率上行。
其他主营	18.7%	21.2%	21.2%	-0.22pct	0.06pct	0.1pct	短期受竞争影响，中长期规模效应提升。
其他	7.8%	9.1%	9.2%	-0.4pct	0.83pct	0.85pct	短期受竞争影响，中长期规模效应提升。
销售费用率	5.4%	5.4%	5.3%	0.32pct	0.27pct	0.22pct	国内竞争加剧，销售费用投入高于预期。
归母净利润(百万元)	32087.9	34017.1	35602.5	-8.01%	-9.52%	-10.78%	受到收入、毛利率、费用率预测调整影响。

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表6：行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	2024	2025E	2026E	2027E
000333 CH	美的集团	5,789.2	15.0	13.0	11.9	10.8
600690 CH	海尔智家	2,254.8	14.0	11.4	10.2	9.2
000921 CH	海信家电	358.4	9.5	8.1	7.1	6.3
平均			12.8	10.8	9.7	8.8

注：均为 Wind 一致预测，数据截至 2025/10/30

资料来源：Wind、华泰研究

图表7：分季度主要财务数据及预测

	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4E
营业收入 (百万元)	63,691.0	47,129.5	42,622.0	41,639.1	56,159.2	40,034.1	43,151.7
yoy				13.8%	-11.8%	-15.1%	1.2%
归母净利润 (百万元)	9,461.0	7,824.8	10,223.7	5,904.5	8,507.9	7,048.9	10,626.6
yoy				14.9%	-8.3%	-9.9%	3.9%
毛利率 (%)	30.1%	30.0%	29.6%	27.6%	30.1%	28.6%	32.3%
净利率 (%)	14.9%	16.6%	24.0%	14.2%	15.1%	17.6%	24.6%

资料来源：Wind、华泰研究预测

图表8：季度财报数据总结 (单位：百万元)

季度财报数据总结	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	YoY	QoQ	M1-M9 24A	M1-M9 25A	YoY	4Q25E	YoY	QoQ
总收入	42,621.98	41,639.05	55,980.33	40,034.15	-15.1%	-28.5%	147,416.09	137,653.53	-6.6%	43,151.66	1.2%	7.8%
营业成本	31,104.23	30,150.36	39,446.77	28,570.90	-13.5%	-27.6%	102,723.55	98,168.04	-4.4%	29,220.81	-11.5%	2.3%
毛利率	27.0%	27.6%	29.5%	28.6%	-1.3pct	-0.9pct	30.3%	28.7%	-1.6pct	32.3%	5.3pct	3.6pct
销售及管理费用	674.68	3,660.41	5,687.06	2,546.35	-31.7%	-55.2%	14,804.29	11,893.82	-19.7%	3,617.27	436.1%	42.1%
研发费用	1,551.33	1,699.10	2,218.45	1,704.30	-6.4%	-23.2%	5,352.75	5,621.84	5.0%	921.01	-40.6%	-46.0%
财务费用	-908.67	-1,104.02	-1,196.20	-996.66	47.6%	-16.7%	-2,391.74	-3,296.88	37.8%	-1,703.12	87.4%	70.9%
营业利润	11,387.11	6,913.05	9,688.94	8,480.01	-8.6%	-12.5%	25,601.33	25,081.99	-2.0%	11,663.43	2.4%	37.5%
税前利润	11,273.91	6,910.24	9,687.01	8,514.06	-8.5%	-12.1%	25,622.08	25,111.31	-2.0%	11,564.71	2.6%	35.8%
所得税	117.67	968.62	1,115.76	1,450.02	-26.6%	30.0%	4,407.26	3,534.40	-19.8%	866.72	636.6%	-40.2%
少数股东损益	932.57	37.16	63.30	15.11	-103.0%	-76.1%	-746.07	115.57	-115.5%	71.43	-92.3%	372.7%
归母净利润	10,223.67	5,904.46	8,507.95	7,048.93	-9.9%	-17.1%	21,960.90	21,461.34	-2.3%	10,626.56	3.9%	50.8%
非经常性损益	1,286.85	187.12	278.88	876.49	66.7%	214.3%	797.96	1,342.49	68.2%	1,286.85	0.0%	46.8%
净利润(扣非)	8,936.82	5,717.34	13,946.41	20,584.85	182.0%	47.6%	21,162.94	40,248.60	90.2%	9,339.70	4.5%	-54.6%
EPS	1.83	1.05	1.52	1.26	-9.9%	-17.1%	3.92	3.83	-2.3%	1.90	3.9%	50.8%
EPS(扣非)	1.60	1.02	2.49	3.67	182.0%	47.6%	3.78	7.19	90.2%	1.67	4.5%	-54.6%
分部收入												
暖通空调	34,847.98	31,229.29	42,386.10	28,820.22	-17.3%	-32.0%	77,961.22	73,615.38	-5.6%	31,551.47	-9.5%	9.5%
其他主营	6,370.13	5,156.98	8,722.89	6,903.26	-2.0%	-20.9%	11,982.13	13,879.87	15.8%	6,588.50	3.4%	-4.6%
其他	4,743.20	5,252.79	4,871.35	4,310.67	-17.7%	-11.5%	10,343.20	10,124.13	-2.1%	5,011.69	5.7%	16.3%
分部毛利率												
暖通空调	42.9%	32.5%	33.8%	35.0%	-1.5pct	1.2pct	33.51%	33.24%	-0.3pct	38.7%	-4.2pct	3.7pct
其他主营	11.4%	21.4%	24.2%	14.6%	-0.1pct	-9.6pct	25.28%	23.13%	-2.2pct	16.0%	4.6pct	1.4pct
其他	16.8%	4.5%	5.0%	8.6%	11.5pct	3.5pct	6.36%	4.76%	-1.6pct	13.4%	-3.4pct	4.9pct
毛利占比												
暖通空调	90.8%	88.3%	85.9%	88.0%	-5.5pct	2.1pct	87.6%	86.9%	-0.7pct	87.6%	-3.1pct	-0.4pct
其他主营	4.4%	9.6%	12.6%	8.8%	1.2pct	-3.9pct	10.2%	11.4%	1.2pct	7.6%	3.2pct	-1.2pct
核心财务指标												
存货周转天数	83.49	85.04	68.81	91.60	16.8%	33.1%	78.40	91.60	16.8%	94.41	13.1%	3.1%
资本支出	591.24	706.11	279.94	1,156.87	110.4%	313.3%	549.86	1,156.87	110.4%	1,083.96	83.3%	-6.3%
经营净现金流	16,656.81	11,001.22	17,327.34	8,547.04	12.6%	-50.7%	7,590.27	8,547.04	12.6%	13,222.96	-20.6%	54.7%
自由现金流	16,065.58	10,295.11	17,047.41	7,390.16	5.0%	-56.6%	7,040.41	7,390.16	5.0%	12,139.00	-24.4%	64.3%

注：分部数据基于华泰研究预测分解

资料来源：Wind、华泰研究预测

图表9：实际和预测比较（单位：百万元）

	2024Q3	2025Q3	YoY	2025Q3 E	A vs E
财报数据总结(financial results summary)					
总收入	47,129.5	40,034.15	-15.1%	45,803.47	-12.6%
营业成本	33,012.0	28,570.90	-13.5%	32,167.27	-11.2%
毛利率	30.0%	28.6%	-1.3pct	29.8%	-1.1pct
归母净利润	7,824.8	7,048.93	-9.9%	8,080.12	-12.8%

注：分部数据基于华泰研究预测分解

资料来源：Wind、华泰研究预测

图表10：核心假设及财务预测（单位：百万元）

驱动概览(Driver)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
住宅商品房销售面积（万平方米）	94,796.35	81,449.62	77,377.14	79,698.46	82,886.39
社零（亿元）	8,719.00	10,307.50	11,132.10	11,688.71	12,390.03
中央空调行业销售额（亿元）	17,044.03	20,055.34	20,636.94	21,256.05	21,893.73
空调行业总销量（万台）					
分部收入(segment revenue)					
暖通空调	151,216.51	144,317.84	133,987.08	138,178.98	144,617.13
其他主营	23,348.96	25,397.51	27,371.63	29,619.30	32,066.71
其他	30,452.65	20,322.72	19,446.49	19,913.07	21,527.47
分部毛利率(segment Gross margin)					
暖通空调	35.6%	35.0%	34.9%	35.1%	35.2%
其他主营	21.0%	18.9%	18.7%	21.2%	21.2%
其他	7.7%	6.4%	7.8%	9.1%	9.2%
毛利占比(segment Gross %)					
暖通空调	88.2%	89.2%	87.5%	85.7%	85.3%
其他主营	9.7%	7.8%	9.1%	11.8%	12.0%
核心财务指标(core financial indicators)					
净利润	27,719.02	32,371.07	32,274.89	34,217.07	35,902.52
扣非净利润	27,565.46	30,099.76	30,009.35	31,813.56	33,296.31
EPS	5.18	5.75	5.73	6.07	6.36
EPS(扣非)	4.92	5.37	5.36	5.68	5.94
存货周转天数（天）	92.50	83.49	94.41	90.13	89.35
资本支出	1,237.41	591.24	1,083.96	970.87	882.02
经营净现金流	16,802.25	16,656.81	13,222.96	15,560.68	15,146.82
自由现金流	14,242.17	24,190.66	23,056.07	20,496.30	22,581.01

注：分部数据基于华泰研究预测分解

资料来源：Wind、华泰研究预测

风险提示

1) 以旧换新不及预期。

如果以旧换新政策拉动力不及预期，可能导致公司内销量弱化、内销均价波动，导致空调主业表现低于预期。

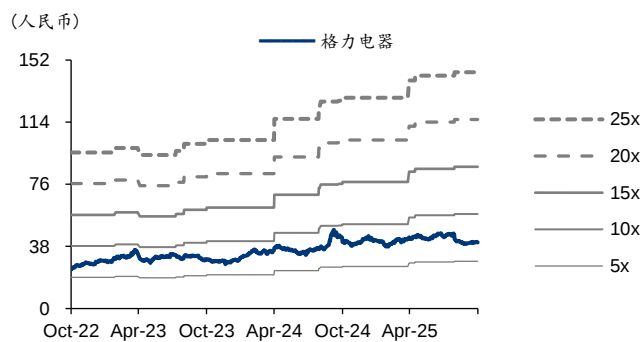
2) 行业竞争加剧。

公司主要产品集中于空调业务，如果空调行业需求不及预期，可能面临较大的价格竞争压力，影响公司盈利水平。

3) 多元化拓展迟缓。

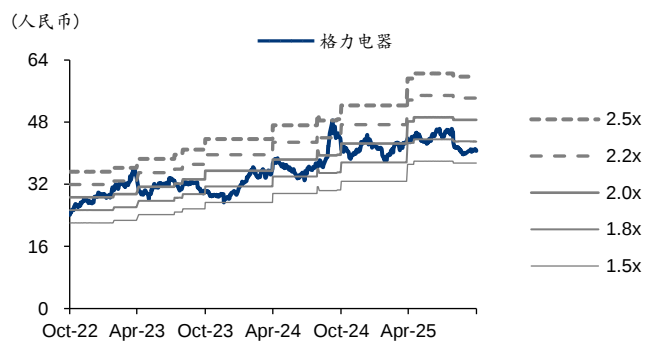
公司发力多元业务，提升整体竞争力。如果多元化推进迟缓，或让公司处于竞争劣势，收入及净利润表现或弱于预期。

图表11: 格力电器 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表12: 格力电器 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	228,141	224,803	226,648	254,835	278,090
现金	124,105	113,900	115,276	140,787	161,139
应收账款	16,099	16,832	14,500	18,029	16,319
其他应收账款	826.56	869.73	744.15	931.38	837.87
预付账款	2,493	1,530	2,297	1,677	2,519
存货	32,579	27,911	29,812	29,596	33,172
其他流动资产	52,038	63,760	64,020	63,815	64,103
非流动资产	139,913	143,229	137,952	134,784	131,838
长期投资	4,489	4,356	3,418	1,692	643.41
固定投资	34,024	36,987	32,023	29,857	27,937
无形资产	10,828	10,439	11,116	11,862	11,940
其他非流动资产	90,572	91,447	91,393	91,373	91,317
资产总计	368,054	368,032	364,599	389,618	409,928
流动负债	200,983	201,125	186,876	193,376	195,667
短期借款	26,443	39,010	39,010	39,010	39,010
应付账款	41,147	47,091	37,111	49,550	42,012
其他流动负债	133,392	115,025	110,755	104,816	114,646
非流动负债	46,424	25,393	20,739	16,954	13,086
长期借款	39,036	18,230	13,577	9,791	5,923
其他非流动负债	7,389	7,163	7,163	7,163	7,163
负债合计	247,408	226,518	207,615	210,329	208,752
少数股东权益	3,852	4,097	4,284	4,484	4,784
股本	5,631	5,601	5,601	5,601	5,601
资本公积	1,353	472.18	472.18	472.18	472.18
留存公积	113,943	133,237	153,530	173,649	195,187
归属母公司股东权益	116,794	137,417	152,701	174,805	196,392
负债和股东权益	368,054	368,032	364,599	389,618	409,928

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	56,398	29,369	27,641	36,189	34,977
净利润	27,719	32,371	32,275	34,217	35,903
折旧摊销	5,283	5,257	4,703	4,650	5,144
财务费用	(3,527)	(3,300)	(5,000)	(5,000)	(4,000)
投资损失	(217.16)	(560.28)	(800.00)	(800.00)	(800.00)
营运资金变动	30,972	(3,702)	(3,154)	3,235	(869.55)
其他经营现金	(3,832)	(695.65)	(383.00)	(112.78)	(400.00)
投资活动现金	(41,017)	(15,558)	2,374	118.25	(598.33)
资本支出	(5,426)	(3,300)	(227.66)	(3,046)	(3,052)
长期投资	(62,415)	(13,676)	937.27	1,727	1,048
其他投资现金	26,823	1,418	1,665	1,438	1,405
筹资活动现金	(16,358)	(23,703)	(28,640)	(10,796)	(14,027)
短期借款	(26,452)	12,566	0.00	0.00	0.00
长期借款	8,252	(20,806)	(4,653)	(3,786)	(3,868)
普通股增加	0.00	(30.00)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	856.42	(880.34)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	986.64	(14,553)	(23,987)	(7,010)	(10,159)
现金净增加额	(840.46)	(9,773)	1,375	25,511	20,352

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	205,018	190,038	180,805	187,711	198,211
营业成本	141,626	133,496	127,389	131,109	138,524
营业税金及附加	2,114	1,799	2,100	2,400	2,500
营业费用	17,130	9,753	9,841	10,085	10,496
管理费用	6,542	6,058	5,670	5,946	6,249
财务费用	(3,527)	(3,300)	(5,000)	(5,000)	(4,000)
资产减值损失	(2,494)	(686.82)	(700.00)	(400.00)	(400.00)
公允价值变动收益	437.58	(273.98)	1,000	800.00	800.00
投资净收益	217.16	560.28	800.00	800.00	800.00
营业利润	32,865	36,988	36,745	38,849	40,661
营业外收入	128.37	72.19	86.79	200.00	300.00
营业外支出	177.45	164.63	156.20	166.09	162.31
利润总额	32,816	36,896	36,676	38,883	40,798
所得税	5,097	4,525	4,401	4,666	4,896
净利润	27,719	32,371	32,275	34,217	35,903
少数股东损益	(1,298)	186.50	187.00	200.00	300.00
归属母公司净利润	29,017	32,185	32,088	34,017	35,603
EBITDA	34,871	38,532	41,143	42,552	44,143
EPS (人民币, 基本)	5.22	5.83	5.73	6.07	6.36

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	7.82	(7.31)	(4.86)	3.82	5.59
营业利润	20.45	12.55	(0.66)	5.73	4.66
归属母公司净利润	18.41	10.91	(0.30)	6.01	4.66
获利能力 (%)					
毛利率	30.92	29.75	29.54	30.15	30.11
净利率	13.52	17.03	17.85	18.23	18.11
ROE	22.98	22.87	20.56	19.08	17.85
ROIC	101.05	134.90	163.19	236.76	277.68
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.22	61.55	56.94	53.98	50.92
净负债比率 (%)	(28.41)	(26.45)	(35.45)	(47.43)	(54.38)
流动比率	1.14	1.12	1.21	1.32	1.42
速动比率	0.81	0.79	0.84	0.96	1.05
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.52	0.49	0.50	0.50
应收账款周转率	13.26	11.54	11.54	11.54	11.54
应付账款周转率	2.08	2.11	2.11	2.11	2.11
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	5.18	5.75	5.73	6.07	6.36
每股经营现金流(最新摊薄)	10.07	5.24	4.93	6.46	6.24
每股净资产(最新摊薄)	20.85	24.53	27.26	31.21	35.06
估值比率					
PE (倍)	7.81	7.04	7.06	6.66	6.37
PB (倍)	1.94	1.65	1.48	1.30	1.15
EV EBITDA (倍)	5.35	4.59	3.86	3.05	2.39

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、王森泉、周衍峰，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

- 分析师樊俊豪、王森泉、周衍峰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