

建筑新签、地产销售均保持稳健

华泰研究

2025 年 11 月 01 日 | 中国内地

季报点评

建筑施工

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

9.50

中国建筑发布三季报: 2025 年 Q1-Q3 实现营收 15582.20 亿元 (yoy-4.20%), 归母净利 381.82 亿元 (yoy-3.83%), 扣非净利 352.01 亿元 (yoy-4.92%)。25Q3 实现营收 4499.12 亿元 (yoy-6.64%, qoq-18.64%), 归母净利 77.78 亿元 (yoy-24.14%, qoq-49.46%), 低于我们的预期 (102.84 亿元), 主要是毛利率同比下滑, 低于预期所致。我们认为随着政策性金融工具投放, 预计 Q4 有望迎来改善, 保持稳健经营, 根据 10 月 31 日收盘价, 预计 25 年股息率 5.1%, 具备较好的红利价值, 维持“买入”评级。

9M25 建筑业产值承压, 地产营收微增毛利率承压

分业务看, 9M25 房建/基建/勘察设计实现营收 9886/3706/67 亿元, 同比-5.3%/-3.6%/-2.5%; 毛利率 7.1%/9.5%/14.6%, 同比+0.08/+0.37/+0.13pct。建筑业受行业投资放缓影响, 整体承压。房地产实现收入 1771 亿元, 同比+0.6%, 毛利率 14.2%, 同比-3.22pct。综合影响下 9M25 综合毛利率 8.72%, 同比-0.11pct, 其中 25Q3 毛利率 6.98%, 同比-0.38pct, 环比-4.03pct。

9M25 归母净利率同比小幅增加, 现金流出减少

9M25 期间费用率 4.22%, 同比+0.05pct, 25Q3 为 4.12%, 同比+0.08pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.41%/1.22%/1.46%/1.03%, 同比+0.02/-0.10/-0.01/+0.17pct。9M25 归母净利率 2.45%, 同比+0.01pct, 25Q3 归母净利率 1.73%, 同比-0.40pct, 环比-1.05pct。公司 9M25 经营性净现金流-695 亿元, 同比少流出 75.3 亿元, 收/付现比 99.0%/104.6%, 同比+2.3/+1.9pct。其中 25Q3 经营性净现金流 134 亿元, 同比少流入 184 亿元, 收/付现比 112%/109%, 同比-6.4/-6.0pct。

9M25 新签建筑合同、地产销售面积保持稳健

9M25 新签建筑业合同额 3.04 万亿, 同比+1.7%, 其中房建/基建/勘察设计新签 20146/10144/92 亿元, 同比-0.7%/+3.9%/-7.4%。房建订单中工业厂房继续维持 23% 的较快增长, 其余领域有所承压; 基建订单中市政工程、能源工程、水利水运等领域继续保持快速增长, 同比+27.8%/+31.2%/+15.3%。9M25 新增土储 695 万^m, 期末土储 7497 万^m, 约为 24 年销售面积的 5.12 倍, 公司销售面积 952 万^m, 同比+0.7%, 销售额 2553 亿, 同比-2.0%。

盈利预测与估值

我们维持公司 25-27 年归母净利润预测为 467.91/472.78/477.68 亿元。采用分部估值法, 可比建筑/地产公司 26 年 PE 均值为 5/14x, 认可给予公司 26 年 299 亿建筑净利/174 亿地产净利 5/14xPE, 调整目标价至 9.50 元(前值 9.44 元, 对应 25 年 295 亿建筑净利/173 亿地产净利 5/14xPE, 均为可比均值), 维持“买入”评级。

风险提示: 稳增长政策低于预期, 地产/工程增速不及预期。

黄颖

研究员

 SAC No. S0570522030002 huangying018854@htsc.com
 SFC No. BSH293 + (86) 21 2897 2228

方晏荷

研究员

 SAC No. S0570517080007 fangyanhe@htsc.com
 SFC No. BPW811 + (86) 755 2266 0892

王玺杰*

研究员

 SAC No. S0570524110002 wangxijie@htsc.com
 + (86) 755 8249 2388

樊星辰*

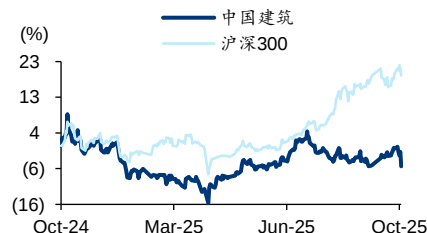
研究员

 SAC No. S0570525040003 fanxingchen@htsc.com
 + (86) 10 6321 1166

基本数据

收盘价 (人民币 截至 10 月 31 日)	5.43
市值 (人民币百万)	224,370
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	1,189
52 周价格范围 (人民币)	5.08-6.54

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)	2,187	2,192	2,193	2,193
+/-%	(3.46)	0.21	0.07	0.01
归属母公司净利润 (十亿)	46	47	47	48
+/-%	(14.88)	1.31	1.04	1.04
EPS (最新摊薄)	1.12	1.13	1.14	1.16
ROE (%)	8.13	7.72	7.33	6.98
PE (倍)	4.86	4.80	4.75	4.70
PB (倍)	0.49	0.45	0.42	0.39
EV EBITDA (倍)	7.88	9.28	9.50	9.61
股息率 (%)	4.97	5.07	5.13	5.18

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：可比公司估值表（2025/10/31）

		总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
证券代码	证券名称		2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
地产										
600325 CH	华发股份	135	0.35	0.24	0.31	0.39	14.23	20.87	16.01	12.50
600048 CH	保利发展	877	0.42	0.33	0.37	0.46	17.54	22.35	19.75	16.07
0960 HK	龙湖集团	677	1.48	0.75	0.82	0.96	6.51	12.79	11.66	10.04
1109 HK	华润置地	2,001	3.59	3.62	3.77	4.00	7.82	7.74	7.44	7.01
平均							11.53	15.94	13.71	11.41
工程										
601186 CH	中国铁建	1,080	1.64	1.61	1.65	1.71	4.86	4.95	4.81	4.66
601390 CH	中国中铁	1,390	1.13	1.09	1.11	1.14	4.99	5.16	5.08	4.94
平均							4.92	5.05	4.94	4.80
601668 CH	中国建筑	2,244	1.12	1.13	1.14	1.16	4.86	4.80	4.75	4.70

注：EPS 除中国建筑为华泰研究预测外，其余公司均为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、华泰研究预测

图表2：中国建筑核心假设和财务预测

驱动概览		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
固定资产投资：房地产投资同比增速	%	-16.50%	-9.60%	-8.00%	-5.00%	-3.00%
同比增速：新签合同额：工程建设	%	10.60%	5.40%	-0.50%	0.60%	0.80%
同比增速：营业收入：房地产	%	9.50%	-0.80%	1.40%	-3.30%	-2.00%
分部收入						
房建	Rmb mn	1383744	1321801	1279790	1249468	1225583
基建	Rmb mn	556561	550903	596615	640656	671937
地产	Rmb mn	308808	306234	310460	300362	294231
设计	Rmb mn	11747	10822	10039	9404	8944
分部毛利率						
房建	%	7.26%	7.40%	7.30%	7.25%	7.20%
基建	%	9.83%	10.03%	10.03%	10.03%	10.03%
地产	%	18.21%	17.28%	17.00%	16.80%	16.50%
设计	%	21.25%	21.03%	19.80%	19.70%	19.60%
毛利占比						
房建	%	45.09%	45.39%	43.56%	42.48%	41.65%
基建	%	24.55%	25.63%	27.89%	30.13%	31.80%
地产	%	25.24%	24.55%	24.61%	23.66%	22.91%
设计	%	1.12%	1.06%	0.93%	0.87%	0.83%
核心财务指标						
EBIT	Rmb bn	108533	97596	99292	101386	102909
EBITDA	Rmb bn	122978	112618	112322	115556	117624
联合营公司投资收益	Rmb bn	3853	3652	3000	3000	3300
归母净利润	Rmb bn	54264	46187	46791	47278	47768
扣非净利润	Rmb bn	48539	41581	42732	43966	45100
EPS	Rmb/sh	1.31	1.11	1.13	1.14	1.16
EPS(扣非)	Rmb/sh	1.17	1.00	1.03	1.06	1.09
BVPS	Rmb/sh	10.20	11.11	12.02	12.89	13.77
应收账款周转天数	days	37.19	47.30	56.25	63.94	69.23
应付账款周转天数	days	112.41	138.60	158.59	168.22	173.08
经营净现金流	Rmb mn	11030	15774	27685	30410	36235
资产负债率	%	74.82	75.81	75.14	74.32	73.65

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表3：中国建筑三季度财报总结

季度财报数据总结		4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	YoY	QoQ	9M25A	YoY	4Q25E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	560,607	555,342	552,965	449,912	-6.64%	-18.64%	1,558,220	-4.20%	633,418	12.99%	40.79%
营业成本	Rmb mn	488,617	511,758	492,090	418,493	-6.26%	-14.96%	1,422,341	-4.09%	554,810	13.55%	32.57%
毛利率	%	12.84%	7.85%	11.01%	6.98%	-0.38pct	-4.03pct	8.72%	-0.11pct	12.41%	-0.43pct	5.43pct
销售及管理费用	Rmb mn	14,464	10,163	10,728	7,334	-11.53%	-31.64%	28,224	-2.36%	13,914	-3.81%	89.72%
研发费用	Rmb mn	20,891	5,879	11,557	6,569	-7.13%	-43.16%	24,005	-2.11%	20,697	-0.93%	215.09%
财务费用	Rmb mn	5,220	4,234	5,530	4,647	12.05%	-0.61%	13,556	-4.82%	8,597	64.70%	85.02%
营业利润	Rmb mn	15,904	22,801	26,643	11,815	-22.64%	-55.66%	61,258	-5.26%	19,528	22.79%	65.29%
税前利润	Rmb mn	15,085	22,918	26,911	11,711	-22.88%	-56.48%	61,540	-5.25%	19,543	29.55%	66.88%
所得税	Rmb mn	4,512	4,962	4,593	2,644	-18.20%	-42.44%	12,199	-4.60%	5,327	18.06%	101.50%
少数股东损益	Rmb mn	4,089	2,943	6,927	1,289	-24.22%	-81.39%	11,159	-10.45%	5,607	37.13%	334.98%
归母净利润	Rmb mn	6,484	15,013	15,391	7,778	-24.14%	-49.46%	38,182	-3.83%	8,609	32.77%	10.68%
非经常性损益	Rmb mn	1,924	163	2,743	76	-58.48%	-97.24%	2,981	11.15%	1,924	0.00%	2446%
净利润(扣非)	Rmb mn	4,560	14,850	12,648	7,702	-23.53%	-39.10%	35,201	-4.92%	6,685	46.59%	-13.22%
EPS	Rmb/sh	0.16	0.36	0.37	0.19	-24.70%	-49.46%	0.92	-3.79%	0.21	30.21%	10.68%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.11	0.36	0.31	0.19	-22.33%	-39.10%	0.85	-3.88%	0.16	47.07%	-13.22%
分部收入												
房建	Rmb mn	277801	364900	331476	292224	-0.83%	-11.84%	988600	-5.31%	291190	4.82%	-0.35%
基建	Rmb mn	166403	128300	145128	97172	-15.52%	-33.04%	370600	-3.62%	226015	35.82%	132.59%
地产	Rmb mn	130234	53700	78184	45216	-24.15%	-42.17%	177100	0.63%	133360	2.40%	194.94%
设计	Rmb mn	3922	2300	2636	1764	19.68%	-33.09%	6700	-2.90%	3339	-14.87%	89.28%
分部毛利率												
房建	%	8.91%	6.09%	8.72%	6.45%	-0.69pct	-2.27pct	7.08%	0.08pct	8.04%	-0.86pct	1.59pct
基建	%	12.10%	8.12%	12.11%	7.42%	0.79pct	-4.69pct	9.50%	0.37pct	10.89%	-1.21pct	3.47pct
地产	%	17.07%	16.87%	15.33%	9.16%	-4.44pct	-6.17pct	14.22%	-3.22pct	20.69%	3.62pct	11.53pct
设计	%	32.52%	8.70%	22.78%	10.17%	4.99pct	-12.61pct	14.63%	0.13pct	30.18%	-2.34pct	20.01pct
毛利占比												
房建	%	34.38%	51.01%	47.51%	59.99%	0.70pct	12.48pct	48.16%	-2.75pct	29.80%	-4.58pct	-30.19pct
基建	%	27.98%	23.91%	28.88%	22.95%	1.45pct	-5.93pct	25.41%	0.96pct	31.31%	3.34pct	8.36pct
地产	%	30.88%	20.79%	19.69%	13.18%	-9.66pct	-6.51pct	20.90%	-0.48pct	35.10%	4.22pct	21.91pct
设计	%	1.77%	0.46%	0.99%	0.57%	0.36pct	-0.42pct	0.85%	0.15pct	1.28%	-0.49pct	0.71pct
核心财务指标												
应收账款周转天数	days	47.3	54.94	55.96	63.27	23.33%	13.06%					
应付账款周转天数	days	138.6	146.45	156.35	168.61	14.88%	7.84%					
经营净现金流	Rmb mn	92783	-95852	13021	13352	-57.96%	2.54%					
资产负债率	%	75.81	75.67	76.27	76.07	-0.09pct	-0.2pct					

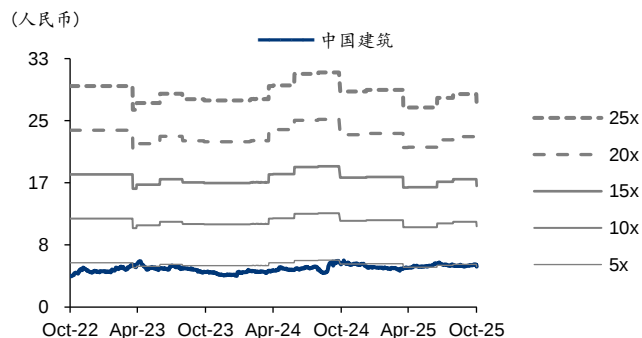
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表4：中国建筑实际和预测比较

		2025Q1	2025Q2	2025Q3	YoY	2025Q3 E	A vs E
分部收入							
房建	Rmb mn	364900	331476	292224	-0.83%	285823	15.97%
基建	Rmb mn	128300	145128	97172	-15.52%	125379	15.75%
地产	Rmb mn	53700	78184	45216	-24.15%	58423	33.82%
设计	Rmb mn	2300	2636	1764	19.68%	1385	90.29%
分部毛利率							
房建	%	6.09%	8.72%	6.45%	-0.69pct	7.50%	1.22pct
基建	%	8.12%	12.11%	7.42%	0.79pct	10.00%	2.11pct
地产	%	16.87%	15.33%	9.16%	-4.44pct	16.90%	-1.57pct
设计	%	8.70%	22.78%	10.17%	4.99pct	24.00%	-1.22pct
毛利占比							
房建	%	51.01%	47.51%	59.99%	0.70pct	50.07%	-2.56pct
基建	%	23.91%	28.88%	22.95%	1.45pct	29.29%	-0.41pct
地产	%	20.79%	19.69%	13.18%	-9.66pct	23.06%	-3.37pct
设计	%	0.46%	0.99%	0.57%	0.36pct	0.78%	0.21pct
财报数据总结							
总收入	Rmb mn	555342	552,965	449,912	-6.64%	482,154	14.69%
营业成本	Rmb mn	511758	492,090	418,493	-6.26%	439,342	12.01%
毛利率	%	7.85%	11.01%	6.98%	-0.38oct	8.88%	2.13pct
销售及管理费用	Rmb mn	10163	10,728	7,334	-11.53%	9,354	14.69%
研发费用	Rmb mn	5887	11,557	6,569	-7.13%	9,161	26.16%
财务费用	Rmb mn	4234	4,675	4,647	12.05%	4,822	-3.03%
营业利润	Rmb mn	22801	26,643	11,815	-22.64%	14,083	89.19%
税前利润	Rmb mn	22918	26,911	11,711	-22.88%	14,283	88.42%
所得税	Rmb mn	4962	4,593	2,644	-18.20%	3,040	51.10%
少数股东损益	Rmb mn	2943	6,927	1,289	-24.22%	1,600	332.96%
归母净利润	Rmb mn	15013	15,391	7,778	-24.14%	9,643	59.61%
非经常性损益	Rmb mn	163	2,743	76	-58.48%	182	1407.04%
净利润(扣非)	Rmb mn	14,850	12,648	7,702	-23.53%	9,461	33.69%
EPS	Rmb/sh	0.36	0.37	0.19	-24.70%	0.23	59.61%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.36	0.31	0.19	-22.33%	0.23	33.69%
核心财务指标							
有效税率	%	21.70%	17.07%	22.57%	0.06pct	21.28%	-4.22pct
少数股东损益占比	%	16.40%	31.04%	14.22%	-3.98pct	14.23%	16.81pct
应收账款周转天数	days	54.94	55.96	63.27	23.33%		
应付账款周转天数	days	146.45	156.35	168.61	14.88%		
经营净现金流	Rmb mn	-95852	13021	13351.61	-57.96%		
资产负债率	%	75.67	76.27	76.07	-9.00pct		

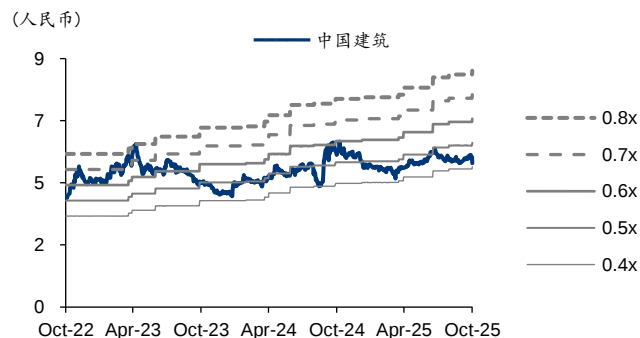
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表5：中国建筑 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表6：中国建筑 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	2,048,963	2,278,900	2,376,372	2,455,675	2,566,186
现金	358,791	424,396	425,267	425,551	425,595
应收账款	257,699	317,094	367,792	411,284	432,302
其他应收账款	76,555	68,241	76,852	68,337	76,867
预付账款	28,779	24,340	24,363	26,640	28,194
存货	796,343	772,147	748,739	739,878	749,931
其他流动资产	530,797	672,681	733,358	783,984	853,298
非流动资产	854,360	910,362	933,119	954,573	959,480
长期投资	113,984	119,074	127,163	135,253	143,642
固定投资	52,722	53,105	47,634	41,360	34,339
无形资产	32,730	35,249	39,167	42,898	46,335
其他非流动资产	654,924	702,934	719,155	735,062	735,164
资产总计	2,903,323	3,189,262	3,309,491	3,410,247	3,525,666
流动负债	1,590,433	1,761,544	1,816,482	1,855,085	1,916,371
短期借款	124,352	115,666	187,885	207,535	213,888
应付账款	689,958	828,177	913,807	936,530	968,706
其他流动负债	776,123	817,702	714,790	711,020	733,777
非流动负债	581,820	656,258	670,113	679,429	680,177
长期借款	550,485	622,517	641,265	651,014	651,762
其他非流动负债	31,334	33,740	28,847	28,415	28,415
负债合计	2,172,252	2,417,802	2,486,595	2,534,514	2,596,548
少数股东权益	303,460	309,276	326,042	342,984	360,100
股本	41,920	41,610	41,320	41,320	41,320
资本公积	12,050	10,723	10,126	10,126	10,126
留存公积	365,418	399,868	447,965	496,563	545,665
归属母公司股东权益	427,610	462,185	496,854	532,750	569,018
负债和股东权益	2,903,323	3,189,262	3,309,491	3,410,247	3,525,666

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	11,030	15,774	27,685	30,410	36,235
净利润	73,540	62,737	63,558	64,219	64,885
折旧摊销	14,444	15,022	13,030	14,170	14,715
财务费用	18,577	19,462	22,154	22,968	23,642
投资损失	(4,036)	(1,505)	(2,018)	(1,435)	(2,026)
营运资金变动	(97,446)	(64,402)	(82,558)	(84,722)	(77,665)
其他经营现金	5,951	(15,541)	13,520	15,210	12,685
投资活动现金	(26,502)	(2,511)	(33,378)	(33,744)	(17,151)
资本支出	(34,056)	(19,805)	(12,701)	(8,246)	(8,100)
长期投资	(3,799)	(2,540)	(8,090)	(8,090)	(8,390)
其他投资现金	11,353	19,834	(12,587)	(17,408)	(661.51)
筹资活动现金	30,450	15,168	6,564	3,617	(19,041)
短期借款	46,198	(8,686)	72,219	19,651	6,353
长期借款	47,717	72,032	18,748	9,748	748.28
普通股增加	(14.92)	(309.19)	(289.93)	0.00	0.00
资本公积增加	242.18	(1,327)	(597.26)	0.00	0.00
其他筹资现金	(63,692)	(46,542)	(83,516)	(25,782)	(26,142)
现金净增加额	16,131	30,212	871.29	283.83	43.41

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	2,265,529	2,187,148	2,191,638	2,193,101	2,193,325
营业成本	2,042,724	1,971,581	1,977,151	1,979,860	1,981,445
营业税金及附加	14,312	9,775	9,795	9,802	9,803
营业费用	7,628	8,724	7,452	7,457	7,457
管理费用	34,402	34,615	34,686	34,709	34,713
财务费用	18,577	19,462	22,154	22,968	23,642
资产减值损失	(5,706)	(6,457)	(5,811)	(5,346)	(4,658)
公允价值变动收益	(9.44)	94.32	(10.47)	24.80	36.22
投资净收益	4,036	1,505	2,018	1,435	2,026
营业利润	93,132	80,561	80,786	81,783	82,855
营业外收入	1,166	1,215	1,383	1,521	1,321
营业外支出	1,303	1,739	1,086	1,376	1,400
利润总额	92,995	80,037	81,083	81,927	82,776
所得税	19,456	17,300	17,526	17,708	17,892
净利润	73,540	62,737	63,558	64,219	64,885
少数股东损益	19,276	16,550	16,767	16,941	17,117
归属母公司净利润	54,264	46,187	46,791	47,278	47,768
EBITDA	122,978	112,618	112,322	115,556	117,624
EPS (人民币，基本)	1.31	1.11	1.13	1.14	1.16

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	10.24	(3.46)	0.21	0.07	0.01
营业利润	7.38	(13.50)	0.28	1.23	1.31
归属母公司净利润	6.50	(14.88)	1.31	1.04	1.04
获利能力 (%)					
毛利率	9.83	9.86	9.79	9.72	9.66
净利率	3.25	2.87	2.90	2.93	2.96
ROE	10.06	8.13	7.72	7.33	6.98
ROIC	41.99	40.68	23.21	20.78	18.92
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.82	75.81	75.14	74.32	73.65
净负债比率 (%)	50.26	45.86	59.81	60.52	58.77
流动比率	1.29	1.29	1.31	1.32	1.34
速动比率	0.65	0.72	0.76	0.79	0.81
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.72	0.67	0.65	0.63
应收账款周转率	9.68	7.61	6.40	5.63	5.20
应付账款周转率	3.20	2.60	2.27	2.14	2.08
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.31	1.12	1.13	1.14	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.38	0.67	0.74	0.88
每股净资产(最新摊薄)	10.35	11.19	12.02	12.89	13.77
估值比率					
PE (倍)	4.13	4.86	4.80	4.75	4.70
PB (倍)	0.52	0.49	0.45	0.42	0.39
EV EBITDA (倍)	7.28	7.88	9.28	9.50	9.61

免责声明

分析师声明

本人，黄颖、方晏荷、王玺杰、樊星辰，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

- 分析师黄颖、方晏荷、王玺杰、樊星辰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