

不确定性扰动集运市场前景

华泰研究

2025 年 11 月 01 日 | 中国内地/中国香港

季报点评

水路运输

中远海控发布三季报:前三季度营收 1,676 亿元,同比-4.1%;归母净利 270.7 亿元,同比-29.0%。其中,3Q 归母净利 95.3 亿元,同环比-55.1%/+63.2%。三季度盈利环比大幅上涨主因 4 月低基数;自 5 月以来,中美加征关税暂缓,出口货量环比回升。3Q 公司集装箱海运量/国际航线单箱运价环比 +1.5%/+15.7% (同比+4.9%/-26.5%)。展望 4Q25-1Q26,集运市场仍面临较多不确定性,我们预计市场需求短期内仍偏弱,运价环比或下滑。中长期看,10 月 30 日中美释放经贸关系转好的积极信号,或将利好需求改善。维持“买入”。

3Q 美线货量同比下滑,其他航线同比增长

3Q 公司美线货量同环比-4.2%/+8.0% (2Q 同环比-5.6%/-9.3%),同比下滑主因美国需求走弱及中美关税负面影响,环比回升主因加征关税暂缓。另一方面,其他航线受益于产业重塑,货量同比表现向好。3Q 公司欧线/亚洲区域内/其他新兴市场航线货量同比 +3.0%/+1.6%/+11.6%,环比 -0.8%/+1.3%/-3.4%。整体,前三季度公司累计货量同比+6.0%。其中,美线/欧线/亚洲区域内/其他新兴市场货量同比+1.5%/+3.6%/+4.0%/+11.8%。我们预计 4Q 公司整体货量同环比+2.7%/+2.7%。

3Q 单箱运价表现显著高于行业平均水平,提振公司盈利

三季度公司国际航线平均单箱运价为 1,276 美金/TEU,同环比 -26.5%/+15.7%,好于行业平均表现(同期,中国出口集装箱运价指数 CCFI 均值同环比-39.5%/+3.6%),同比下滑主因去年因红海绕行,运价高基数;环比上涨主因 2Q 关税扰动低基数。分航线看,3Q 公司美线/欧线/亚洲区域内/其他新兴市场航线运价均值同比-31.6%/-34.6%/-15.1%/-20.7%,环比 +8.6%/+28.5%/+4.3%/+32.3% (同期,中国出口 (CCFI) -美西/美东/欧洲/地中海运价指数均值环比-8.4%/-1.9%/+13.8%/+1.0%)。

投资收益/利息收入贡献稳健利润

前三季度,公司累计净利润为 307.9 亿元,其中,集运主业净利润 260.4 亿元;投资收益/净利息收入分别为 44.3 亿/24.9 亿元。投资收益主要来自于权益法核算的港口码头投资等。利息收入方面,截至三季报,公司净现金为 1,265.1 亿元 (货币资金扣除有息负债),现金流充沛。

两大因素影响集运市场前景:红海是否恢复通航,中美经贸关系

自 24 年以来,全球集运市场因红海绕行,运距增加导致船舶周转效率下降,推升市场运价。展望 26 年,伴随中东局势存缓和迹象,我们认为红海恢复通航概率较前期或有所提升,市场运价或将承压。需求端,集运市场受全球贸易影响直接,中美经贸关系是影响市场需求及公司货量的重要因素。10 月 30 日,根据商务部新闻,中美经贸关系释放积极信号,或有利于改善市场对 26 年需求前景悲观的预期。

上调 25 年净利预测,但下调目标价至 17.7 元/15.5 港币

考虑 3Q 强劲的业绩和当前市场运价表现,我们上调 4Q 美线/欧线运价假设,对应上调 25 年净利预测 25%至 312.1 亿元,维持 26/27 年净利预测 156.5 亿/236.5 亿元。基于 1.1x/0.9x 25E PB (公司历史三年 PB 均值加 0.5 个标准差, BPS 16.1 元),下调 AH 目标价-6%/-9%至 17.7 元/15.5 港币 (前值基于 1.2x/1.0x 25E PB,估值较前值下调主因市场前景仍存较多不确定性),维持“买入”。

风险提示:全球经济衰退;地缘政治风险;运价低于预期。

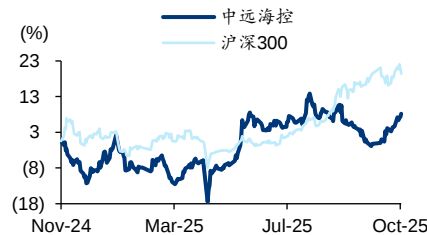
	601919 CH	1919 HK
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	人民币: 17.70	港币: 15.50

林珊	研究员
SAC No. S0570520080001	linshan@htsc.com
SFC No. BIR018	+(86) 21 2897 2209
沈晓峰	研究员
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+(86) 21 2897 2088

基本数据

(人民币/港币)	601919 CH	1919 HK
收盘价 (截至 10 月 31 日)	15.01	13.49
市值 (百万)	232,501	208,957
6 个月平均日成交额 (百万)	1,408	451.67
52 周价格范围	12.74-16.71	9.80-15.60

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)	233,859	220,155	217,954	250,647
+/-%	33.29	(5.86)	(1.00)	15.00
归母净利润 (百万)	49,100	31,213	15,645	23,650
+/-%	105.78	(36.43)	(49.88)	51.17
EPS (最新摊薄)	3.17	2.02	1.01	1.53
ROE (%)	22.80	12.90	6.27	9.19
PE (倍)	4.74	7.45	14.86	9.83
PB (倍)	0.99	0.93	0.93	0.88
EV EBITDA (倍)	1.56	2.83	2.88	3.07
股息率 (%)	6.86	6.71	3.36	5.09

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 中远海控: 3Q25 核心经营数据 vs 华泰预测; 4Q25E 预测变动幅度

	3Q25	3Q25E	3Q 实际值 vs 华泰预测	4Q25E 现值	4Q25E 前值	变动幅度
集装箱量 (百万 TEU)						
跨太平洋 (美线)	1.23	1.20	2.9%	1.16	1.32	-12.2%
亚欧 (欧线)	1.01	1.00	1.2%	0.96	0.99	-3.0%
亚洲区内	2.32	2.29	1.3%	2.55	2.48	3.1%
其他国际	0.78	0.77	1.7%	0.81	0.92	-11.8%
中国内地	1.56	1.47	6.5%	1.61	1.57	2.5%
单箱收入 (美元/TEU)						
跨太平洋	1,660	1,620	2.4%	1,660	1,100	50.9%
亚欧	1,515	1,333	13.7%	1,200	991	21.1%
亚洲区内	834	823	1.3%	799	840	-4.9%
其他国际	1,674	1,265	32.3%	1,022	1,139	-10.3%
中国内地	289	273	6.1%	306	284	7.8%
营业总收入 (百万元)	58,499	54,719	6.9%	52,556	53,671	-2.1%
同比增速	-20.4%	-25.6%	5.1%	-11.1%	-9.2%	-1.9%
毛利率	23.5%	12.4%	11.1%	12.6%	8.5%	4.1%
归母净利润 (百万元)	9,533	5,230	82.3%	4,143	2,197	88.6%
同比增速	-55.1%	-75.4%	20.2%	-62.3%	-80.0%	17.7%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表2: 中远海控: 核心经营数据 (季度)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E
集装箱量 (百万 TEU)									
跨太平洋	1.08	1.21	1.28	1.24	1.25	1.14	1.23	1.16	1.22
亚欧	0.96	0.92	0.98	0.92	0.93	1.02	1.01	0.96	0.96
亚洲区内	2.12	2.16	2.28	2.32	2.21	2.29	2.32	2.55	2.32
其他国际	0.70	0.71	0.70	0.78	0.77	0.81	0.78	0.81	0.82
中国内地	1.17	1.45	1.33	1.62	1.32	1.54	1.56	1.61	1.35
单箱收入 (美元/TEU)									
跨太平洋	1,635	1,774	2,425	1,808	1,757	1,529	1,660	1,660	1,155
亚欧	1,521	1,528	2,317	1,517	1,631	1,179	1,515	1,200	1,041
亚洲区内	744	792	982	882	847	799	834	799	808
其他国际	1,273	1,381	2,111	1,630	1,528	1,265	1,674	1,022	1,582
中国内地	334	288	297	309	332	297	289	306	286
营业总收入 (百万元)	48,270	52,931	73,536	59,122	57,960	51,139	58,499	52,556	48,615
同比增速	1.9%	19.0%	72.2%	44.6%	20.1%	-3.4%	-20.4%	-11.1%	-16.1%
毛利率	19.4%	27.2%	40.8%	25.9%	27.0%	14.5%	23.5%	12.6%	11.3%
归母净利润 (百万元)	6,755	10,115	21,254	10,976	11,695	5,842	9,533	4,143	3,504
同比增速	-5.2%	7.2%	285.7%	513.5%	73.1%	-42.2%	-55.1%	-62.3%	-70.0%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表3：中远海控：核心经营数据（年度）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
集装箱量（百万 TEU）					
跨太平洋	4.26	4.81	4.78	4.92	5.07
亚欧	4.36	3.78	3.92	4.11	4.24
亚洲区内	7.99	8.88	9.37	10.02	10.72
其他国际	2.62	2.89	3.17	3.49	3.80
中国内地	4.32	5.57	6.04	6.34	6.60
单箱收入（美元/TEU）					
跨太平洋	1,346	1,925	1,654	1,346	1,450
亚欧	1,072	1,728	1,376	1,100	1,500
亚洲区内	778	853	820	780	820
其他国际	1,400	1,599	1,371	1,450	1,500
中国内地	375	306	305	401	410
营业总收入（百万元）	175,448	233,859	220,155	217,954	250,647
同比增速	-55.1%	33.3%	-5.9%	-1.0%	15.0%
毛利率	16.4%	29.5%	16.5%	11.9%	16.0%
归母净利润（百万元）	23,860	49,100	31,213	15,645	23,650
同比增速	-78.2%	105.8%	-36.4%	-49.9%	51.2%

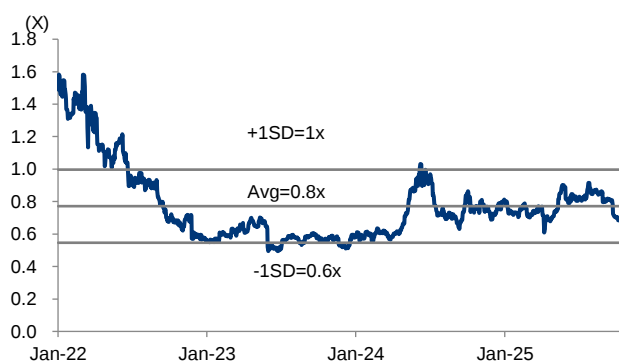
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表4：中远海控 A 股：PB TTM



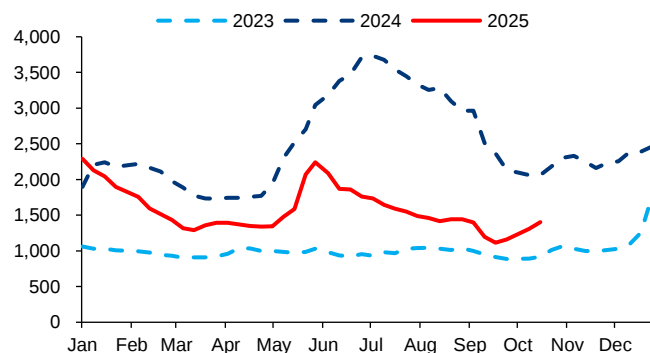
资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表5：中远海控 H 股：PB TTM



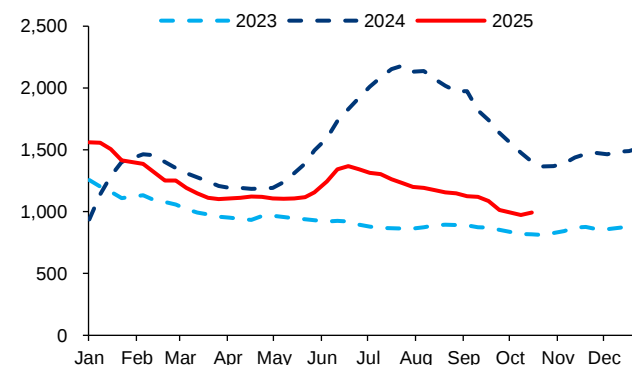
资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表6：上海出口集装箱运价指数（SCFI）



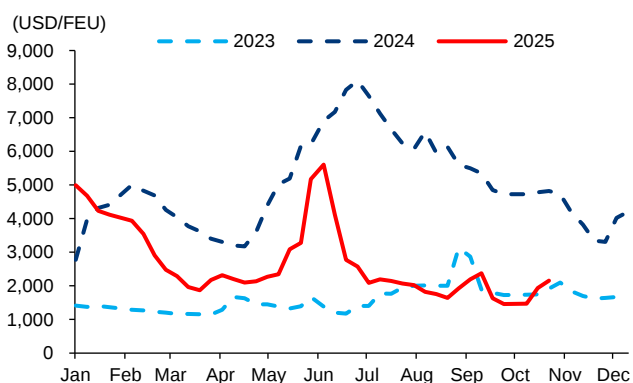
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表7：中国出口集装箱运价指数（CCFI）



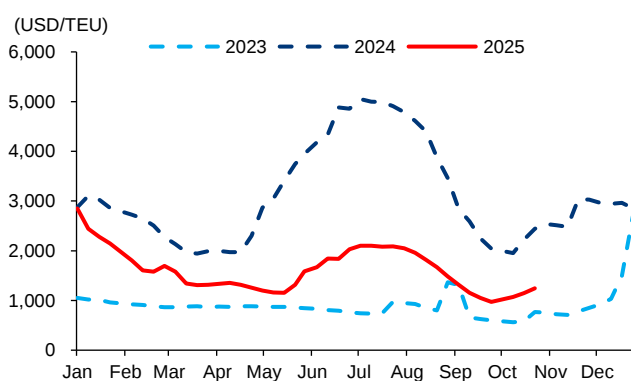
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表8：美西：集装箱运价



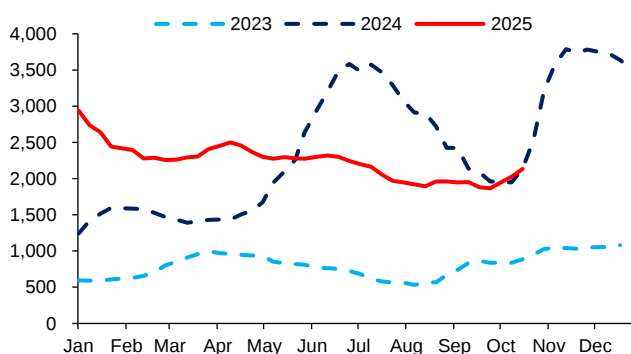
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表9：欧洲：集装箱运价



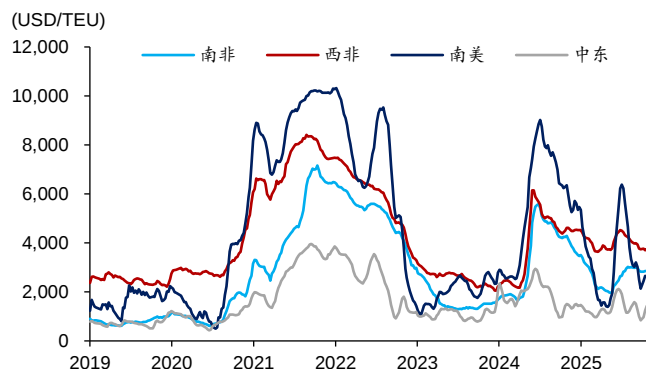
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表10：东南亚：集装箱运价指数 (SEAFI)



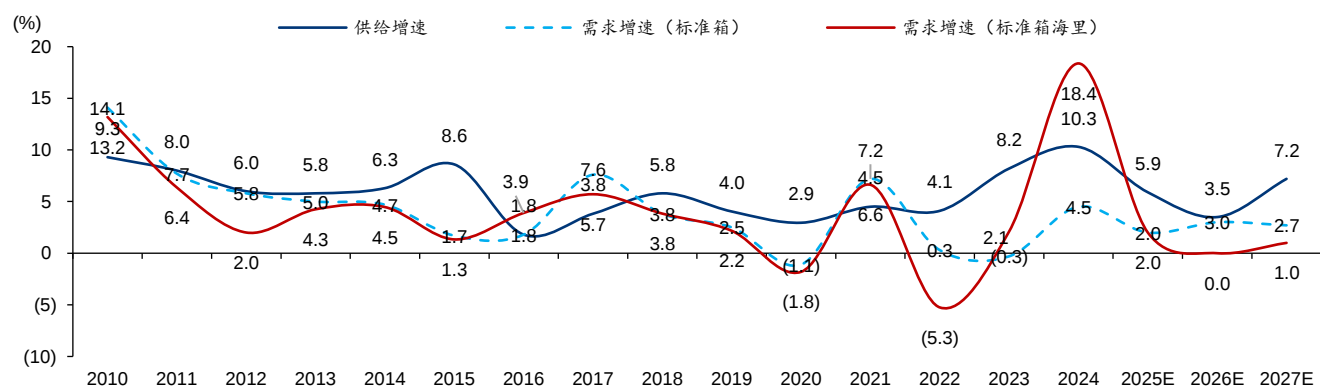
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表11：新兴市场：集装箱运价



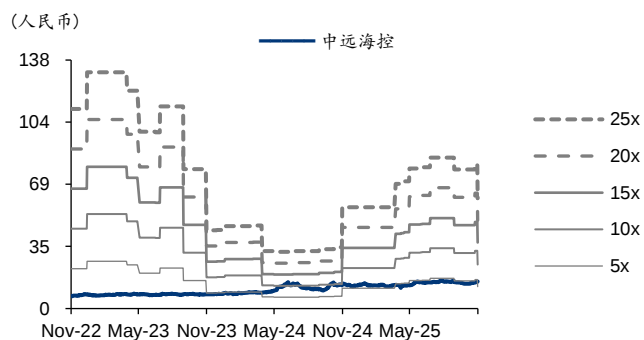
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表12：全球集装箱海运市场：供需增速（同比）



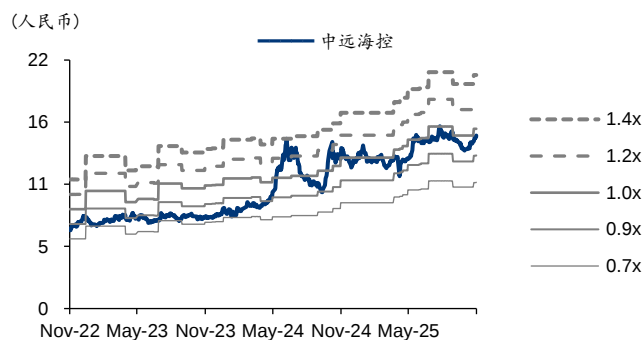
资料来源：Alphaliner, Clarkson, 华泰研究预测

图表13: 中远海控 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表14: 中远海控 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	202,481	206,117	193,796	194,861	222,871
现金	182,304	185,063	174,218	173,400	198,347
应收账款	6,735	8,759	5,827	8,613	7,993
其他应收账款	2,832	2,916	2,495	2,862	3,299
预付账款	1,704	1,292	1,528	1,264	1,947
存货	6,561	6,332	8,050	6,974	9,504
其他流动资产	2,345	1,755	1,677	1,748	1,781
非流动资产	259,948	291,355	302,434	306,917	325,024
长期投资	66,883	72,501	81,156	90,267	99,868
固定投资	109,892	124,633	132,889	132,488	142,211
无形资产	7,546	7,377	6,983	6,673	6,226
其他非流动资产	75,627	86,844	81,406	77,488	76,719
资产总计	462,429	497,472	496,230	501,777	547,895
流动负债	127,349	122,791	115,911	125,136	157,001
短期借款	2,418	1,704	25,465	2,325	77,295
应付账款	90,329	85,991	61,046	92,552	47,835
其他流动负债	34,602	35,097	29,399	30,259	31,871
非流动负债	91,861	89,623	83,750	77,216	71,826
长期借款	32,737	30,527	24,654	18,121	12,730
其他非流动负债	59,124	59,096	59,096	59,096	59,096
负债合计	219,210	212,413	199,661	202,353	228,827
少数股东权益	47,104	50,391	47,128	49,945	53,761
股本	16,071	15,961	15,490	15,490	15,490
资本公积	31,579	32,031	32,502	32,502	32,502
留存公积	146,395	183,489	197,464	206,695	220,428
归属母公司股东权益	196,115	234,668	249,441	249,480	265,307
负债和股东权益	462,429	497,472	496,230	501,777	547,895

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	22,612	69,313	14,651	59,440	(6,946)
净利润	28,396	55,395	27,950	18,462	27,466
折旧摊销	19,330	18,670	19,043	19,424	19,813
财务费用	(5,657)	(3,733)	(2,961)	(2,852)	(1,534)
投资损失	(4,754)	(4,800)	(5,846)	(6,021)	(6,202)
营运资金变动	(23,396)	(3,005)	(23,499)	30,463	(46,476)
其他经营现金	8,694	6,785	(36.09)	(35.90)	(13.50)
投资活动现金	(18,351)	(26,972)	(24,104)	(17,738)	(31,567)
资本支出	(15,321)	(25,999)	(10,353)	(4,104)	(17,951)
长期投资	(5,430)	(4,586)	(8,655)	(9,111)	(9,601)
其他投资现金	2,399	3,614	(5,096)	(4,523)	(4,015)
筹资活动现金	(60,022)	(40,620)	(1,392)	(42,520)	63,461
短期借款	175.70	(713.88)	23,761	(23,140)	74,970
长期借款	(1,561)	(2,210)	(5,873)	(6,534)	(5,391)
普通股增加	(23.80)	(110.23)	(471.07)	0.00	0.00
资本公积增加	991.20	451.11	471.07	0.00	0.00
其他筹资现金	(59,604)	(38,037)	(19,281)	(12,847)	(6,118)
现金净增加额	(54,501)	3,024	(10,845)	(818.54)	24,948

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	175,448	233,859	220,155	217,954	250,647
营业成本	146,755	164,774	183,796	191,998	210,582
营业税金及附加	1,105	1,401	1,342	1,321	1,522
营业费用	1,003	970.89	1,029	980.66	1,142
管理费用	6,151	8,546	7,936	7,893	9,063
财务费用	(5,657)	(3,733)	(2,961)	(2,852)	(1,534)
资产减值损失	(1.16)	(13.91)	(9.22)	(10.41)	(11.48)
公允价值变动收益	5.70	17.45	40.00	10.00	15.00
投资净收益	4,754	4,800	5,846	6,021	6,202
营业利润	33,114	66,997	35,035	24,861	36,106
营业外收入	33.16	27.36	9.00	15.12	13.08
营业外支出	70.74	134.98	32.00	66.33	54.88
利润总额	33,077	66,890	35,012	24,810	36,064
所得税	4,681	11,494	7,062	6,348	8,598
净利润	28,396	55,395	27,950	18,462	27,466
少数股东损益	4,535	6,295	(3,263)	2,817	3,816
归属母公司净利润	23,860	49,100	31,213	15,645	23,650
EBITDA	48,530	82,321	52,149	42,231	55,394
EPS (人民币, 基本)	1.48	3.08	2.02	1.01	1.53

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(55.14)	33.29	(5.86)	(1.00)	15.00
营业利润	(80.20)	102.32	(47.71)	(29.04)	45.23
归属母公司净利润	(78.23)	105.78	(36.43)	(49.88)	51.17
获利能力 (%)					
毛利率	16.35	29.54	16.52	11.91	15.98
净利率	16.18	23.69	12.70	8.47	10.96
ROE	12.04	22.80	12.90	6.27	9.19
ROIC	(1,260)	303.70	59.21	225.71	49.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.40	42.70	40.24	40.33	41.76
净负债比率 (%)	(52.34)	(49.01)	(39.37)	(48.67)	(31.63)
流动比率	1.59	1.68	1.67	1.56	1.42
速动比率	1.51	1.61	1.58	1.48	1.34
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.49	0.44	0.44	0.48
应收账款周转率	20.36	30.19	30.19	30.19	30.19
应付账款周转率	1.50	1.87	2.50	2.50	3.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.54	3.17	2.02	1.01	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	4.47	0.95	3.84	(0.45)
每股净资产(最新摊薄)	12.66	15.15	16.10	16.11	17.13
估值比率					
PE (倍)	9.74	4.74	7.45	14.86	9.83
PB (倍)	1.19	0.99	0.93	0.93	0.88
EV EBITDA (倍)	2.82	1.56	2.83	2.88	3.07

免责声明

分析师声明

本人，林珊、沈晓峰，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。

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。
- 中远海控（1919 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

- 分析师林珊、沈晓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。
- 中远海控（1919 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