

经营效率提升，继续期待海外市场

华泰研究

2025 年 11 月 02 日 | 中国内地

季报点评

工程机械

三一重工发布三季报：Q3 实现营业总收入 213.24 亿元（yoy+10.48%，qoq-9.66%），归母净利 19.19 亿元（yoy+48.18%，qoq-30.08%）。2025 年 Q1-Q3 实现营业总收入 661.04 亿元（yoy+13.27%），归母净利 71.36 亿元（yoy+46.58%），扣非净利 71.06 亿元（yoy+53.55%）。公司业绩符合我们预期。公司控费效果显现，我们看好公司作为行业龙头受益于国内工程机械行业复苏，海外全球化战略持续推进，业绩有望持续高增。维持“买入”评级。

盈利能力提升持续，期间费用率持续降低

三一重工 25 年前三季度毛利率为 27.62%，同比下滑 0.65pct，第三季度毛利率为 27.99，同比下滑 0.33pct。毛利率虽略有下滑，但公司持续进行降本增效，费用率持续降低，公司 25Q3 销售费用率为 7.43%，同比下降 0.93pct；管理费用 3.01%，同比下降 0.47pct。2025 年前三季度公司期间费用率 13.95%，同比下降 4.7pct。公司前期智能化改造和电动化研发投入开始显效，成本控制策略成效显著。费用管控有助于公司保持市场领先地位，未来有望凭借成本优势扩大海外布局和规模优势。

国内挖机销售展现出较强韧性，雅江等国内项目三一深度参与

据工程机械协会，9 月小/中/大挖内销量同比增速分别为 29%/6%/-5%，二手机支撑更新需求的背景下，中大挖表现相对平稳，机器替人逻辑驱动下小挖凭借其灵活性贡献了主要增量。终端需求来看，据统计局，1-9 月份，国内基础设施投资额（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 1.1%，保持相对稳定。雅鲁藏布江下游水电站项目+新藏铁路等大项目均有望提升国内工程机械总需求。雅鲁藏布江水电站开工仪式上，三一电动挖掘机、电动自卸车、电动宽体车、电动装载机、电动搅拌机、泵车等成套电动设备齐齐上阵，深度参与。

海外矿山及基建需求旺盛，公司海外布局领先

据工程机械协会，9 月小/中/大出口销量增速分别为 yoy+29%/+2%/+94%。大挖出口景气度高企，一方面体现出海外矿用设备的旺盛需求，印尼、非洲等地区需求保持高景气，同时欧洲基建、能源建设需求或开始释放，如 25 年 3 月德国议会通过了 5000 亿欧元的财政刺激法案；另一方面，国产品牌或抓住电动化产业趋势以及其高性价比优势快速崛起，市占率或出现较大提升。公司 25H1 海外收入 263.02 亿元，同比增长 11.72%，占整个公司收入 58.7%。三一重工近期登陆港交所，计划将募资所得用于进一步发展该公司的全球销售及服务网络，以提高全球品牌知名度、市场渗透率和服务效率。同时用于扩大海外制造能力和优化生产效率。

盈利预测与估值

我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 89.44/119.75/155.91 亿元，对应 EPS 分别为 0.98/1.32/1.71 元。可比公司 26 年 iFind 一致预期 PE 均值为 21.09 倍（前值 2026 年为 18.46 倍），考虑到公司作为龙头引领行业的海外市场拓展，且有望充分受益国内工程机械本轮上升周期带来的盈利弹性，给予公司 26 年 25 倍 PE（前值 25 年 25 倍 PE），对应目标价 33 元（前值 26.5 元）。

风险提示：行业竞争格局超预期恶化；海外业务拓展不及预期。

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

33.00

倪正洋

研究员

SAC No. S0570522100004
SFC No. BTM566

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

杨任重

研究员

SAC No. S0570522110003
SFC No. BUM664

yangrenzhang@htsc.com
+(86) 21 5035 1239

王龙钰*

联系人

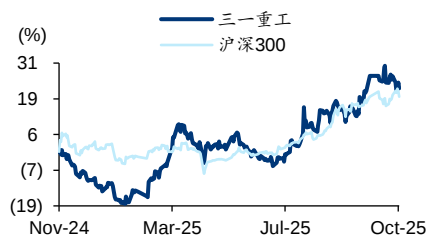
SAC No. S0570124010018

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

基本数据

收盘价 (人民币 截至 10 月 31 日)	22.14
市值 (人民币百万)	201,607
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	1,404
52 周价格范围 (人民币)	15.31-23.57

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)	78,383	89,267	104,487	122,642
+/-%	5.90	13.89	17.05	17.38
归属母公司净利润 (百万)	5,975	8,944	11,975	15,591
+/-%	31.98	49.68	33.88	30.20
EPS (最新摊薄)	0.66	0.98	1.32	1.71
ROE (%)	8.35	11.51	13.85	15.81
PE (倍)	33.74	22.54	16.84	12.93
PB (倍)	2.80	2.59	2.33	2.04
EV EBITDA (倍)	18.88	13.77	10.43	8.34
股息率 (%)	1.63	1.63	1.63	1.81

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：可比公司估值表（截至 2025 年 10 月 31 日）

公司代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
601100 CH	恒立液压	96.08	1.70	2.11	2.47	2.91	28.32	45.56	38.96	33.02
000157 CH	中联重科	8.17	0.29	0.57	0.71	0.84	17.90	14.27	11.57	9.66
000425 CH	徐工机械	10.64	0.49	0.67	0.83	1.03	17.59	15.95	12.73	10.34
可比公司均值							21.27	25.26	21.09	17.67

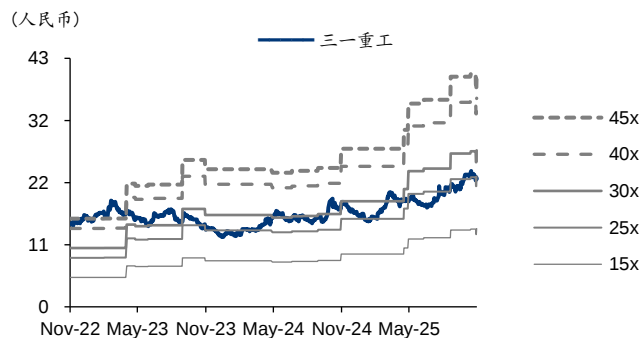
资料来源：ifind 一致预期，华泰研究

图表2：三一重工 25 年分季度预测（单位：亿元）

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4E
营业收入	210.49	234.85	212.07	235.41
营业收入同比增速	18.77%	11.18%	10.73%	18.40%
营业成本	153.98	169.16	152.71	187.35
营业成本同比增速	21.34%	11.98%	11.24%	19.40%
总毛利	56.51	65.69	59.36	48.06
总毛利同比增速	9.96%	10.13%	9.42%	14.66%
总毛利率	26.8%	28.0%	28.0%	20.4%
费用率	14.4%	14.1%	16.2%	14.7%
归母净利润	24.71	27.45	19.19	18.09
归母净利润同比增速	56.40%	37.80%	48.18%	63.40%
EPS (元)	0.29	0.32	0.23	0.21

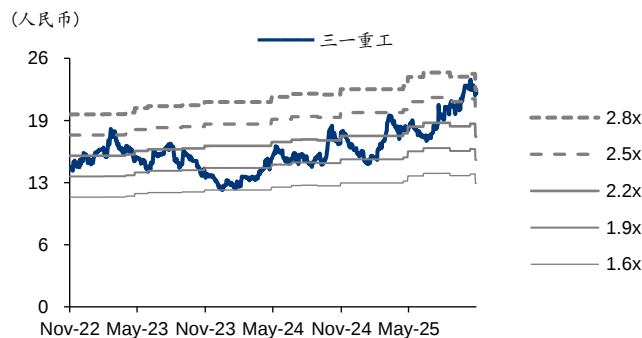
资料来源：华泰研究预测

图表3：三一重工 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表4：三一重工 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表5：季度经营情况总结

			3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	YoY	QoQ
营业总收入	Net Revenue	亿元	193.00	200.23	211.77	236.03	213.24	10.48%	-9.66%
营业成本	Cost of sales	亿元	137.28	156.91	153.99	169.16	152.71	11.24%	-9.73%
毛利率	Gross margin		28.87%	21.63%	27.28%	28.33%	28.39%	-1.67%	0.20%
销售及管理费用	SG&A	亿元	26.28	14.19	19.68	15.78	15.84	-39.73%	0.40%
研发费用	R&D	亿元	12.39	15.30	10.58	11.04	12.24	-1.21%	10.81%
财务费用	Finance costs	亿元	0.17	-0.76	-3.70	-4.87	2.35	1297.06%	-148.21%
营业利润	Operating profit	亿元	15.22	13.49	28.90	32.04	22.98	51.02%	-28.29%
税前利润	PBT	亿元	15.39	12.49	28.74	32.03	23.22	50.88%	-27.51%
所得税	Tax	亿元	2.09	1.35	3.71	4.20	3.69	76.64%	-12.32%
少数股东损益	Minority	亿元	0.35	0.06	0.31	0.38	0.34	-2.69%	-9.32%
归母净利润	Net Profit	亿元	12.95	11.07	24.71	27.45	19.19	48.18%	-30.08%
非经常性损益	One offs	亿元	-2.07	4.01	0.68	-2.61	2.22	-207.25%	-185.06%
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	亿元	15.02	7.06	24.03	30.06	16.97	12.98%	-43.55%
EPS	EPS	元	0.15	0.13	0.29	0.32	0.23	53.33%	-28.13%
EPS(扣非)	EPS-recurring	元	0.17	0.08	0.28	0.35	0.20	16.91%	-41.97%
								YoY	QoQ
核心财务指标	core financial indicators		122.47	114.69	113.81	107.32	115.30	10.48%	-9.66%
应收账款周转天数	A/R days	天数	137.86	121.97	132.56	129.64	144.73	11.24%	-9.73%
应付账款周转天数	A/P days	天数	134.40	114.42	118.27	107.45	123.88	-1.67%	0.20%
存货周转天数	Inv days	天数	39.37	24.39	44.13	57.22	44.13	-39.73%	0.40%
经营净现金流	Operating cash flow	亿元	5.01	6.90	4.71	5.28	8.22	-1.21%	10.81%
资本支出	Capex	亿元	34.36	17.49	39.42	51.94	35.91	1297.06%	-148.21%
自由现金流	FCF	亿元	-75.7	-133.9	-155.1	-160.0	-176.3	51.02%	-28.29%

资料来源：华泰研究预测

图表6：年度预测

驱动概览(Driver)			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
挖机行业销量	(台)		195018.0	201063.6	267414.5	326245.7	391494.9
公司挖机行业市占率			31.8%	30.8%	31.8%	31.8%	31.8%
分部收入							
挖掘机械	Rmb mn		27635.7	30373.6	35756.3	43622.7	52970.5
混凝土机械	Rmb mn		15314.6	14368.0	15086.4	16293.3	17922.7
起重机械	Rmb mn		12999.2	13115.0	14164.2	16005.6	18086.3
桩工机械	Rmb mn		2085.2	2076.1	2179.9	2506.9	2882.9
路面机械	Rmb mn		2485.5	3001.2	3151.3	3624.0	4167.6
配件及其他	Rmb mn		11001.3	12897.2	16121.6	19345.9	23215.0
其他业务	Rmb mn		1700.3	2552.2	2807.4	3088.1	3397.0
金融业务	Rmb mn		797.2	0.0	0.0	0.0	0.0
分部毛利率							
挖掘机械			33.17%	31.82%	35.00%	36.30%	36.00%
混凝土机械			22.33%	20.51%	23.50%	24.00%	24.00%
起重机械			24.67%	27.23%	24.00%	24.00%	24.00%
桩工机械			34.08%	32.75%	35.00%	35.00%	35.00%
路面机械			30.00%	27.50%	31.00%	31.00%	31.00%
配件及其他			23.41%	19.39%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务			50.19%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
金融业务			50.87%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
分部毛利占比							
挖掘机械			43.48%	45.03%	46.99%	49.53%	50.83%
混凝土机械			16.22%	13.73%	13.31%	12.23%	11.47%
起重机械			15.21%	16.64%	12.76%	12.02%	11.57%
桩工机械			3.37%	3.17%	2.86%	2.74%	2.69%
路面机械			3.54%	3.85%	3.67%	3.51%	3.44%
配件及其他			12.21%	11.65%	15.13%	15.13%	15.47%
其他业务			4.05%	5.94%	5.27%	4.83%	4.53%
金融业务			1.92%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBIT	Rmb mn		5349.9	6743.5	10544.4	13942.1	17785.0
EBITDA	Rmb mn		8500.1	10335.6	13697.2	17531.6	21570.6
联合营公司投资收益	Rmb mn		49.94	58.33	45.00	45.00	45.00
归母净利润	Rmb mn		4527.50	5975.45	8944.21	11974.68	15591.29
EPS	Rmb/sh		0.53	0.71	0.98	1.32	1.71
BVPS	Rmb/sh		7.47	7.90	8.55	9.50	10.86
经营净现金流	Rmb mn		5,708.22	14,814.28	13,276.77	13,833.15	11,410.65
资本支出	Rmb mn		-2693.82	-1157.85	-3780.70	-5083.05	-5461.19
自由现金流	Rmb bn		3,014.40	13,656.43	9,496.07	8,750.10	5,949.46

资料来源：华泰研究预测

图表7：实际和预测比较

实际和预测比较			2025Q2	2025Q3	2025Q3 E	A vs E
营业收入	Net Revenue	亿元	234.85	212.07	219.68	-3.46%
营业成本	Cost of sales	亿元	169.16	152.71	158.83	-3.85%
毛利率	Gross margin	%	27.97%	27.99%	27.70%	1.05%
费用率	Expense ratio	%	14%	16.2%	16.80%	-3.33%
归母净利润	Net Profit	亿元	27.45	19.19	19.81	-3.13%
EPS	EPS	元	0.32	0.23	0.23	-2.08%

资料来源：华泰研究预测

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	97,633	101,505	110,323	122,412	142,464
现金	18,072	20,383	23,357	27,429	28,825
应收账款	24,165	25,517	33,995	35,663	46,098
其他应收账款	3,011	2,943	2,017	3,788	3,025
预付账款	751.87	970.72	991.06	1,305	1,390
存货	19,768	19,948	18,012	22,276	30,928
其他流动资产	31,866	31,744	31,952	31,951	32,197
非流动资产	53,569	50,640	51,533	53,291	55,232
长期投资	2,401	2,425	2,493	2,562	2,630
固定投资	23,453	22,369	23,006	24,507	26,374
无形资产	4,832	4,615	4,472	4,386	4,210
其他非流动资产	22,883	21,231	21,561	21,836	22,018
资产总计	151,202	152,145	161,856	175,703	197,696
流动负债	54,415	63,669	69,436	76,317	87,691
短期借款	4,116	5,953	5,953	5,953	5,953
应付账款	17,618	21,265	23,473	28,325	32,480
其他流动负债	32,682	36,451	40,009	42,039	49,258
非流动负债	27,614	15,474	13,370	11,431	9,431
长期借款	23,556	11,556	9,452	7,513	5,513
其他非流动负债	4,059	3,918	3,918	3,918	3,918
负债合计	82,029	79,143	82,806	87,748	97,122
少数股东权益	1,133	1,048	1,204	1,412	1,717
股本	8,486	8,475	9,106	9,106	9,106
资本公积	5,250	5,172	5,172	5,172	5,172
留存公积	56,044	60,382	64,841	70,811	78,591
归属母公司股东权益	68,040	71,953	77,846	86,543	98,856
负债和股东权益	151,202	152,145	161,856	175,703	197,696

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	5,708	14,814	13,277	13,833	11,411
净利润	4,606	6,093	9,100	12,183	15,897
折旧摊销	3,150	3,592	3,153	3,590	3,786
财务费用	(462.90)	201.78	(226.50)	(433.16)	(606.79)
投资损失	177.08	(643.01)	(245.00)	(245.00)	(245.00)
营运资金变动	(3,067)	4,910	801.76	(1,868)	(8,136)
其他经营现金	1,304	660.75	694.14	606.92	715.85
投资活动现金	(2,694)	(1,158)	(3,781)	(5,083)	(5,461)
资本支出	(4,525)	(2,938)	(3,731)	(4,912)	(5,537)
长期投资	(444.61)	(2,309)	(68.61)	(68.61)	(68.61)
其他投资现金	2,276	4,090	19.02	(102.33)	144.53
筹资活动现金	(7,530)	(10,279)	(6,522)	(4,678)	(4,553)
短期借款	(424.42)	1,838	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,931	(12,000)	(2,104)	(1,939)	(1,999)
普通股增加	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(124.35)	(78.28)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(8,912)	(39.06)	(4,418)	(2,739)	(2,554)
现金净增加额	(4,554)	3,435	2,974	4,072	1,396

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	74,019	78,383	89,267	104,487	122,642
营业成本	52,935	57,217	62,634	72,518	85,127
营业税金及附加	423.71	431.16	491.03	574.74	674.61
营业费用	6,218	5,464	6,695	7,628	8,953
管理费用	2,651	2,996	3,392	3,970	4,047
财务费用	(462.90)	201.78	(226.50)	(433.16)	(606.79)
资产减值损失	(83.85)	(201.36)	(89.27)	(52.24)	(36.79)
公允价值变动收益	21.15	109.56	20.00	20.00	20.00
投资净收益	(177.08)	643.01	245.00	245.00	245.00
营业利润	5,343	6,995	10,473	14,032	17,994
营业外收入	98.55	120.03	150.00	150.00	150.00
营业外支出	124.80	207.02	120.00	120.00	120.00
利润总额	5,317	6,908	10,503	14,062	18,024
所得税	710.44	815.23	1,404	1,879	2,127
净利润	4,606	6,093	9,100	12,183	15,897
少数股东损益	78.66	117.09	155.39	208.04	305.51
归属母公司净利润	4,527	5,975	8,944	11,975	15,591
EBITDA	8,500	10,336	13,697	17,532	21,571
EPS (人民币，基本)	0.53	0.71	0.98	1.32	1.71

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(8.42)	5.90	13.89	17.05	17.38
营业利润	12.55	30.92	49.73	33.98	28.24
归属母公司净利润	5.96	31.98	49.68	33.88	30.20
获利能力 (%)					
毛利率	28.48	27.00	29.84	30.60	30.59
净利率	6.22	7.77	10.19	11.66	12.96
ROE	6.66	8.35	11.51	13.85	15.81
ROIC	7.12	9.90	15.42	19.49	22.11
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.25	52.02	51.16	49.94	49.13
净负债比率 (%)	20.10	4.80	(4.01)	(10.32)	(12.28)
流动比率	1.79	1.59	1.59	1.60	1.62
速动比率	1.05	0.96	1.04	1.04	1.04
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.52	0.57	0.62	0.66
应收账款周转率	3.01	3.16	3.00	3.00	3.00
应付账款周转率	2.84	2.94	2.80	2.80	2.80
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.66	0.98	1.32	1.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	1.63	1.46	1.52	1.25
每股净资产(最新摊薄)	7.47	7.90	8.55	9.50	10.86
估值比率					
PE (倍)	44.53	33.74	22.54	16.84	12.93
PB (倍)	2.96	2.80	2.59	2.33	2.04
EV EBITDA (倍)	24.21	18.88	13.77	10.43	8.34

免责声明

分析师声明

本人，倪正洋、杨任重，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

- 分析师倪正洋、杨任重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