

物理 AI 推动业务多点开花

华泰研究

2025 年 11 月 12 日 | 中国香港

动态点评

乘用车

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

126.08

宋亭亭

研究员

SAC No. S0570522110001
SFC No. BTK945songtingting021619@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

王立献*

研究员

SAC No. S0570525020001

wanglixian@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

张高栋*

联系人

SAC No. S0570124120007 zhanggaodong@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

收盘价 (港币 截至 11 月 11 日)	108.50
市值 (港币百万)	207,210
6 个月平均日成交额 (港币百万)	1,692
52 周价格范围 (港币)	42.90-109.00

股价走势图



资料来源: S&P

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)	40,866	85,606	127,626	153,919
+/-%	33.22	109.48	49.09	20.60
归属母公司净利润 (百万)	(5,790)	(1,281)	2,077	5,568
+/-%	(44.19)	77.87	262.12	168.04
EPS (最新摊薄)	(3.03)	(0.67)	1.09	2.92
ROE (%)	(17.13)	(4.18)	6.69	15.97
PE (倍)	(32.83)	(148.37)	91.52	34.14
PB (倍)	6.08	6.34	5.93	5.05
EV EBITDA (倍)	(32.59)	(186.71)	59.47	25.05
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

11 月 10 日,工信部发布《道路机动车辆生产企业及产品公告》(第 401 批),大众和小鹏合作首款车型与众 08 现身申报列表。5 日,小鹏发布科技日,会上围绕“物理 AI”发布了四项重要应用,包括小鹏第二代 VLA、小鹏 Robotaxi、全新一代 IRON,以及汇天飞行汽车。展望 Q4 和 26 年,我们看好公司“AI+机器人+对外合作”等多条成长曲线,维持“买入”评级。

大众合作车型与众 08 登陆工信部申报列表, AI 技术或迈入量产阶段
 大众和小鹏合作首款车型与众 08 登陆工信部申报列表,将于 2026 年在大众安徽生产基地正式投产。新车基于 G9 平台打造,智能化水平 (L2++)、800V 架构 (CLTC 续航超 700km)、大空间 (车长 5m+, 轴距 3m+) 等优势明显,可实现“车位到车位”的全场景智能驾驶覆盖,在高速及城市道路中自主完成跟车、变道、泊车等操作。智驾升级为 VLA 2.0 模型,去掉了语言转译中间层,可实现“有限泛化”。公司计划向小鹏 Ultra 车型全量推送。除整车合作外,大众汽车已成为小鹏 VLA 2.0 大模型与自研图灵 AI 芯片的首个外部客户,我们认为此合作标志着小鹏的 AI 技术或已从研发阶段迈入量产阶段。

IRON 拟人程度显著提升, 运动能力增强可走“猫步”

VLA 2.0 可跨域驱动汽车、Robotaxi、机器人、飞行汽车等,驱动公司多条成长曲线。科技日发布全新一代人形机器人 IRON,拟人程度和智能化水平显著提升。IRON 在设计上高度仿生人类,拥有 82 个自由度,能够模拟人类的各种动作,实现更灵活的运动和交互。其“骨骼-肌肉-皮肤”三层结构设计,包括仿人脊椎、仿生肌肉、全包覆柔性皮肤等,使其外观和触感更接近人类,并可实现“走猫步”等高难度动作。此外,此外头部 3D 曲面显示、仿生灵动双肩,以及单手 22 自由度的灵巧手,使其在视觉、运动和操作能力上都达到了新的高度。公司预计于 26 年底实现规模量产。

低空出行和 Robotaxi 双业务加速, 预计 26 年实现量产

科技日上,小鹏汇天发布混动飞行汽车“A868”。其采用全倾转构型,在小鹏汽车鲲鹏超级增程架构基础上,采用自研航空级混动内核,预计将实现 500 公里长航程,最高航速预计可达 360 公里/小时,6 人座舱设计精准契合商务出行需求。陆地航母目前全球订单累计突破 7000 台,公司计划于 26 年实现真正的量产。Robotaxi 明确规划:计划于 2026 年推出三款车型,将搭载 4 颗小鹏自研“图灵”AI 芯片、总算力约 3,000 TOPS,并加载 VLA 2.0。技术路线方面,小鹏 Robotaxi 依托纯视觉方案即可应对全球不同道路类型及交通环境。

盈利预测与估值

我们维持此前预测,预计公司 25-27 年收入 856/1276/1539 亿元。考虑到公司 26 年新车周期强势(增程矩阵)及多条成长曲线发力,切换到 26 年估值可更合理评估企业价值。采用分部估值:1) 汽车销售业务:相较可比公司,26 年小鹏新车周期和智能化优势扩大,我们给予公司 1.0x 2026E PS (前值 25E 2.1x),较可比公司溢价 0.2x PS;2) 机器人业务:参考可比公司,给予公司 26E 400 亿元估值;3) Robotaxi 业务:参照文远知行、小马智行,给予该业务 26E 330 亿元估值;4) 大众合作:综合参考 Momenta、小马和文远,我们预计公司该业务估值为 299 亿元。给予公司目标价为 126.08 港币(前值 120.34 港币),维持“买入”评级。

风险提示:消费需求不及预期,供应链短缺,公司产品发布、订单不及预期。

估值：基于分部估值，调整目标价为 126.08 港币

1) 整车及原有其他业务方面，预计 26 年收入 1180 亿元，我们将电动汽车制造商蔚来(9866 HK)、理想(2015 HK)、零跑汽车(9866 HK)视作小鹏的可比公司，考虑公司 MONA M03 和 P7+持续热销，X9 增程版蓄势待发。整体来看，我们看好 26 年小鹏汽车新车表现，我们给予小鹏汽车销售业务 1x 2026E PS（前值 2.1x 25E PS），较可比公司溢价 0.2x PS。对应市值约 1180 亿元。

图表1：可比公司估值表

公司	股票代码	市值	股价变化	企业价值	营收 (十亿美元)		EV/Sales		PS	
		(十亿美元)	YTD	(十亿美元)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
理想	2015 HK	25.28	13.14%	19.14	23.17	30.27	0.83	0.63	1.09	0.84
蔚来	9866 HK	11.19	23.41%	12.37	13.01	17.20	0.95	0.72	0.86	0.65
零跑	9866 HK	12.59	244.26%	12.06	8.65	12.27	1.39	0.98	1.46	1.03
平均							1.06	0.78	1.14	0.84

注：市值、股价、企业价值截至 11 月 11 日；营收预测来自 Wind 一致预期；汇率按照 1 人民币= 1.09 港币测算

资料来源：Wind、华泰研究

2) 机器人业务：公司人形机器人量产节点临近，且拟人度、功能性实现再进化。参考上纬新材、优必选的市值，以及智元机器人、银河通用的估值。截止到 25 年 11 月 11 日，上述公司平均估值为 402 亿元，给予公司机器人业务约 400 亿元市值。

3) Robotaxi：对标公司文远知行和小马科技的港股市值分别为 202/453 亿元（截止到 25 年 11 月 11 日，平均为 328 亿元）。给予公司 Robotaxi 业务约 330 亿元市值。

4) 小鹏和大众合作，将增加技术服务费等收入。与众 08 上市后将持续贡献销量和相关盈利。参考同样提供智能驾驶技术方案的 Momenta（最新公开披露估值 60 亿美元，对应 427 亿人民币，数据来源 DoNews），综合考虑到小马和文远的估值，以及公司 26 年合作车型量产坐地节奏，我们预计公司对应业务市值约 299 亿元（折价约 30%）。

公司综合市值约 2209 亿元，我们上调公司目标价为 126.08 港币（前值 120.34 港币）。

图表2：可比公司估值表（单位，亿元）

估值对比表					
机器人公司	估值	robotaxi 公司	估值	智驾公司	估值
上纬新材	525	小马智行	202	Momenta	427
优必选	573	文远知行	453		
智元	437				
银河通用	72				
平均	402	平均	328	平均	427

注：截止 2025 年 11 月 11 日

资料来源：Wind、华泰研究

图表3：分部估值表

分部估值过程	
业务 1：整车及原有其他业务	
公司 26 年汽车销售额（亿元）	1180
人民币港币汇率	1.09
PS 倍数	1
汽车销售业务估值（亿港元）	1286
业务 2：新增长曲线	
人形机器人业务估值（亿元）	400
Robotaxi 业务估值（亿元）	330
大众服务费带来的技术输出估值（亿元）	299
整体估值预期（亿港元）	2408
总股数（亿股）	19.10
股价（港币）	126.08

资料来源：Wind、华泰研究

图表4：季度经营情况总结

季度财报数据总结		3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	10,102	16,105	15,811	18,274	20,926	107%	15%
营业成本	Rmb mn	8,560	13,780	13,351	15,107	17,171	101%	14%
毛利率	%	15.3	14.4	15.6	17.3	17.9	2.7pct	0.6pct
销售及管理费用	Rmb mn	1,633	2,275	1,946	2,167	2,275	39%	5%
研发费用	Rmb mn	1,633	2,006	1,981	2,206	2,272	39%	3%
财务费用	Rmb mn	-235	-199	-162	-506	-276	18%	-45%
营业利润	Rmb mn	-1,847	-1,556	-1,041	-935	-716	-61%	-23%
税前利润	Rmb mn	-1,775	-1,350	-656	-487	-316	-82%	-35%
所得税	Rmb mn	7	-44	8	-9	10	42%	-211%
归母净利润	Rmb mn	-1,808	-1,330	-664	-478	-326	-82%	-32%
EPS	Rmb/sh	-0.95	-0.70	-0.35	-0.25	-0.17	-82%	-32%
分部收入								
汽车销售	Rmb mn	8795	14671	14369	16884	19126	117%	13%
销量	10,000	48391	91507	94008	103181	116007	140%	12%
平均单价	Rmb	205376	181171	172723	184907	186305	-9%	1%
服务及其他	Rmb mn	1307	1434	1441	1390	1800	38%	29%
分部毛利率								
汽车销售	%	8.6	10.0	10.5	14.3	14.3	5.7pct	0pct
服务及其他	%	60.1	59.6	66.4	53.6	57.0	-3.1pct	3.4pct
毛利占比								
汽车销售	%	49.1	63.1	61.3	76.2	72.7	23.6pct	-3.6pct
服务及其他	%	50.9	36.9	38.7	23.8	27.3	-23.6pct	3.6pct

资料来源：公司公告、ifind、华泰研究预测

风险提示

1) 宏观经济下行，消费需求不及预期

汽车本质上是消费品，与宏观经济发展强相关，若宏观经济下行或增长不及预期，则会影响消费信心和消费需求，会引发购车观望情绪；

2) 供应链短缺

汽车产业供应链长，从电池、电机、电控等零部件，及其上游原材料和元器件，如聚氨酯、钢铁、铝、芯片等生产或运输过程可能出现断供，导致整体乘用车销量不及预期；

3) 公司产品发布、订单不及预期

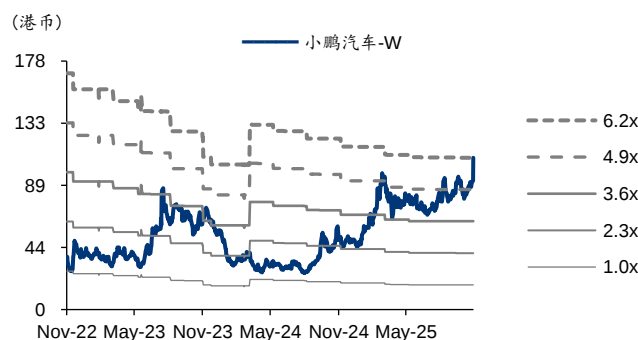
公司 MONA、P7+、G6 等订单、交付出现下滑，可能导致公司收入、利润不及预期。

图表5：小鹏汽车-WPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表6：小鹏汽车-WPB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	30,676	40,866	85,606	127,626	153,919
销售成本	(30,225)	(35,021)	(70,430)	(104,383)	(124,689)
毛利润	451.16	5,846	15,175	23,243	29,230
销售及分销成本	(6,559)	(6,871)	(8,561)	(11,231)	(12,621)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(5,277)	(6,457)	(8,989)	(10,848)	(11,544)
财务成本净额	991.50	1,031	851.15	1,304	1,552
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(10,394)	(5,831)	(1,523)	2,468	6,616
税费开支	(36.81)	69.78	228.38	(370.26)	(992.46)
少数股东损益	0.00	0.00	(12.94)	20.98	56.24
归母净利润	(10,376)	(5,790)	(1,281)	2,077	5,568
折旧和摊销	(1,213)	(1,334)	(1,414)	(1,499)	(1,589)
EBITDA	(10,173)	(5,528)	(959.93)	2,663	6,653
EPS (人民币, 基本)	(5.43)	(3.03)	(0.67)	1.09	2.92

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	5,526	5,563	6,175	12,382	9,785
应收账款和票据	5,206	5,585	8,683	16,134	13,795
现金及现金等价物	34,059	29,636	31,415	54,224	45,886
其他流动资产	9,731	8,952	8,505	6,804	4,763
总流动资产	54,522	49,736	54,778	89,543	74,229
固定资产	10,954	11,522	17,060	18,626	20,145
无形资产	4,949	4,610	869.58	572.69	257.98
其他长期资产	13,737	16,838	22,404	31,726	28,472
总长期资产	29,641	32,970	40,334	50,924	48,874
总资产	84,163	82,706	95,112	140,467	123,103
应付账款	29,791	31,731	44,568	85,910	63,024
短期借款	4,255	4,934	5,449	6,169	6,889
其他负债	2,066	3,200	2,398	2,398	2,398
总流动负债	36,112	39,865	52,415	94,477	72,311
长期债务	7,142	7,010	7,704	8,398	9,092
其他长期债务	4,581	4,556	5,012	5,513	3,998
总长期负债	11,722	11,566	12,716	13,911	13,090
股本	70,198	70,672	70,672	70,672	70,672
储备/其他项目	(33,870)	(39,397)	(40,678)	(38,601)	(33,033)
股东权益	36,329	31,275	29,994	32,071	37,638
少数股东权益	0.00	0.00	(12.94)	8.04	64.28
总权益	36,329	31,275	29,981	32,079	37,703

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(18.32)	(32.83)	(148.37)	91.52	34.14
PB	5.23	6.08	6.34	5.93	5.05
EV EBITDA	(17.11)	(32.59)	(186.71)	59.47	25.05
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(2.42)	(3.30)	3.25	14.64	(7.58)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	(10,173)	(5,528)	(959.93)	2,663	6,653
融资成本	(991.50)	(1,031)	(851.15)	(1,304)	(1,552)
营运资本变动	10,112	1,524	9,127	27,685	(17,952)
税费	(36.81)	69.78	228.38	(370.26)	(992.46)
其他	2,014	2,914	496.63	3,005	3,593
经营活动现金流	925.10	(2,050)	8,041	31,678	(10,250)
CAPEX	(4,500)	(2,343)	(2,343)	(2,343)	(2,343)
其他投资活动	4,849	(3,319)	(4,817)	(9,245)	1,289
投资活动现金流	349.22	(5,662)	(7,161)	(11,588)	(1,054)
债务增加量	2,019	547.23	1,209	1,414	1,414
权益增加量	9,507	473.65	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(5,009)	(4,532)	851.15	1,304	1,552
融资活动现金流	6,517	(3,511)	2,060	2,718	2,966
现金变动	7,792	(11,223)	2,941	22,809	(8,338)
年初现金	14,714	22,506	11,282	14,223	37,032
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	22,506	11,282	14,223	37,032	28,693

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	14.23	33.22	109.48	49.09	20.60
毛利润	(85.39)	1,196	159.60	53.17	25.75
营业利润	29.15	(34.28)	(68.27)	(149.04)	335.04
净利润	13.53	(44.19)	77.87	262.12	168.04
EPS	2.61	(44.19)	(77.87)	(262.12)	168.04
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	1.47	14.30	17.73	18.21	18.99
EBITDA	(33.16)	(13.53)	(1.12)	2.09	4.32
净利润率	(33.82)	(14.17)	(1.50)	1.63	3.62
ROE	(28.33)	(17.13)	(4.18)	6.69	15.97
ROA	(13.33)	(6.94)	(1.44)	1.76	4.22
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(62.38)	(56.57)	(60.89)	(123.66)	(79.45)
流动比率	1.51	1.25	1.05	0.95	1.03
速动比率	1.36	1.11	0.93	0.82	0.89

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.39	0.49	0.96	1.08	1.17
应收账款周转天数	67.74	47.53	30.00	35.00	35.00
应付账款周转天数	295.37	316.21	195.00	225.00	215.00
存货周转天数	59.83	57.00	30.00	32.00	32.00
现金转换周期	(167.80)	(211.69)	(135.00)	(158.00)	(148.00)

每股指标 (人民币)

EPS	(5.43)	(3.03)	(0.67)	1.09	2.92
每股净资产	19.02	16.38	15.71	16.79	19.71

免责声明

分析师声明

本人，宋亭亭、王立献，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。
- 小鹏汽车-W (9868 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

- 分析师宋亭亭、王立献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。
- 小鹏汽车-W (9868 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