



# 新能源转型成果持续兑现

华泰研究

2025 年 11 月 19 日 | 中国香港

季报点评

乘用车

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

27.07

公司公布三季度业绩: 25Q3 实现收入 892 亿元, 同环比+27%/+15%; 归母净利润 38 亿元, 同环比+59%/+6%。前三季度实现营收 2395 亿元, 同比+26%, 归母净利 131 亿元, 同比-1%。公司三季度净利符合我们预期(Q3 前瞻预计为 35-40 亿元)。展望 Q4 和 26 年, 我们看好银河 GEA 平台新车周期(银河战舰等), 关注全球加速布局, 维持“买入”评级。

## Q3 销量 76 万创季度新高, 季度费用率同环比改善

公司 25Q3 销售新车 76 万辆, 同环比+43%/8%, 季度销量创历史新高。25Q3 公司毛利率为 17%, 同环比+1.0/-0.5pct。单车 ASP 和毛利分别为 11.7/1.9 万元, 同比+4%/10%, 环比+6%/3%, 同环比提升主要系: ①银河 M9 等高售价新车上市, 车型结构同环比向好; ②25Q3 行业价格战趋缓; ③GEA 平台规模效应持续释放。费用端, 25Q3 销售费用率为 6.0%, 同/环比+0.4/-0.1pct; 管理费用率为 1.5%, 同环比-1.0/-0.4 pct; 研发费用率为 4.9%, 同环比-0.4/-0.2pct。费用端同环比改善, 内部整合效果持续体现。

## 25Q3 新能源占销售比达 58%, 26 年重点关注海外拓展

25Q3 公司继续加速新能源转型, 新能源销量 44 万辆, 环比+15%, 销售占比环比+7pct 至 58%。其中银河、极氪、领克(含油车)品牌分别销售 33/5/9 万辆, 同比+170%/-4%/+25%。尤其是银河品牌销量增速高, 带动新能源品牌盈利性向好(GEA 平台新车规模优势)。我们认为 24 年银河 E5 上市后, 公司新能源快速起势, 并在 25 年初步兑现转型成果(带动 Q3 规模效应和净利双增)。展望 26 年, 我们认为公司除在国内继续补充新能源矩阵巩固优势外, 或将重点拓展海外市场, 通过收购雷诺巴西公司部分股权(26.4%)、建立马来西亚 AHTV 工厂、利用领克欧洲渠道等, 配合新品出海, 有望实现海外新能源高增长。

## 极氪 9X 和银河 M9 上市热销, 26 年高端化新品接力发力

Q3 极氪 9X、银河 M9 上市表现亮眼: 极氪 9X 于 9 月 29 日上市, 限时售价 45.59-58.99 万元, 上市 13 分钟大定订单破 1 万, 我们认为其在空间、900V 高压架构性能及豪华配置等方面超越同级高端 SUV。银河 M9 于 9 月 17 日上市, 限时售价 17.38-23.88 万元, 上市 24 小时大定破 2.3 万, 首月交付超 1 万台。我们认为 2 款车型相较于公司原有产品矩阵实现价格段进一步上探, 高毛利车型的稳定交付或带动公司盈利能力继续向上。展望 26 年, 公司将继续发力高端化, 如: 银河战舰系列(科技硬核 SUV)将推出, 系全球首款可实现“全场景、全地形、全能量”主动切换的 AI 智能体。

## 盈利预测与估值

考虑到 25 年汇兑损益等影响非核心盈利, 26-27 年极氪 9X 放量及出海有望高增, 我们上调 25-27 年归母净利润为 178/192/240 亿元(前值 145/180/228 亿元, 上调 23%/7%/5%, 其中 25 年核心归母净利润预测仍为 145 亿元)。考虑到公司 26 年新车周期强势(银河品牌扩容)及新能源转型有望进入快速兑现期, 切换到 26 年估值可更合理评估企业价值。采用可比公司估值法, 可比公司 26 年为 13x PE (前值 25E 16x), 我们给予公司 26 年 13x PE (前值 25E 19x)。目标价为 27.07 港币(前值 29.83 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。

宋亭亭

SAC No. S0570522110001  
SFC No. BTK945

研究员

songtingting021619@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

王立献\*

SAC No. S0570525020001

研究员

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

张高栋\*

SAC No. S0570124120007

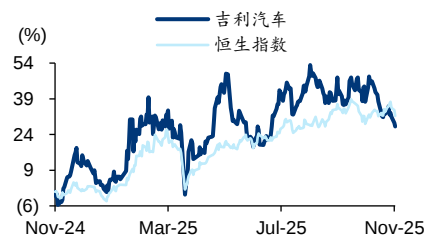
联系人

zhanggaodong@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

## 基本数据

|                      |             |
|----------------------|-------------|
| 收盘价(港币 截至 11 月 18 日) | 17.00       |
| 市值(港币百万)             | 172,019     |
| 6 个月平均日成交额(港币百万)     | 1,312       |
| 52 周价格范围(港币)         | 12.44-20.90 |

## 股价走势图



资料来源: S&amp;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)     | 240,194 | 344,446 | 409,431 | 464,626 |
| +/-%         | 34.03   | 43.40   | 18.87   | 13.48   |
| 归属母公司净利润(百万) | 16,632  | 17,810  | 19,245  | 24,040  |
| +/-%         | 213.32  | 7.08    | 8.06    | 24.92   |
| EPS(最新摊薄)    | 1.64    | 1.76    | 1.90    | 2.38    |
| ROE(%)       | 18.73   | 17.75   | 14.02   | 13.93   |
| PE(倍)        | 9.45    | 8.82    | 8.16    | 6.54    |
| PB(倍)        | 1.70    | 1.45    | 0.94    | 0.88    |
| EV EBITDA(倍) | 6.02    | 5.28    | 4.03    | 3.21    |
| 股息率(%)       | 1.43    | 1.81    | 1.84    | 2.14    |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：可比公司估值表

| 证券代码      | 证券简称  | 收盘价<br>(元) | EPS (元) |       | PE (倍) |       |
|-----------|-------|------------|---------|-------|--------|-------|
|           |       |            | 2025E   | 2026E | 2025E  | 2026E |
| 2333 HK   | 长城汽车  | 15.05      | 1.59    | 1.94  | 8.62   | 7.07  |
| 000625 CH | 长安汽车  | 12.12      | 0.61    | 0.81  | 20.00  | 14.95 |
| 1211 HK   | 比亚迪股份 | 96.90      | 3.79    | 5.03  | 23.32  | 17.55 |
| 均值        |       |            | 1.99    | 2.59  | 17.31  | 13.19 |

注：EPS、PE 数据来源 Wind 一致预期，截至 2025 年 11 月 18 日，汇率按照 1 港币=0.9134 人民币测算

资料来源：Wind、华泰研究

## 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；

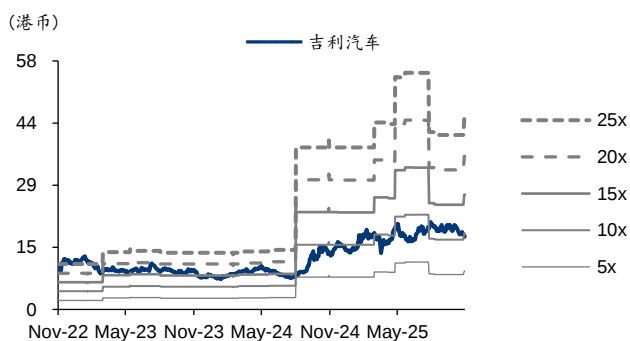
### 2) 供应链短缺

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问题，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

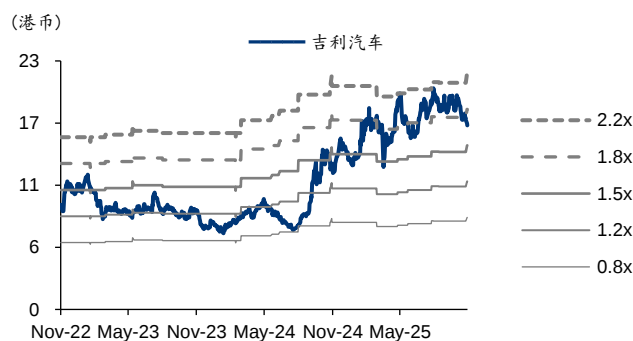
公司银河 E5、星愿等订单、交付出现下滑，可能导致公司收入、利润不及预期。

图表2：吉利汽车 PE-Bands



资料来源：S&amp;P、华泰研究

图表3：吉利汽车 PB-Bands



资料来源：S&amp;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          | 179,204       | 240,194       | 344,446       | 409,431       | 464,626       |
| 销售成本          | (151,789)     | (201,993)     | (287,268)     | (341,056)     | (385,640)     |
| <b>毛利润</b>    | <b>27,415</b> | <b>38,201</b> | <b>57,178</b> | <b>68,375</b> | <b>78,986</b> |
| 销售及分销成本       | (11,832)      | (13,283)      | (19,633)      | (22,519)      | (25,090)      |
| 管理费用          | (12,666)      | (17,063)      | (22,871)      | (26,613)      | (29,736)      |
| 其他收入/支出       | 1,129         | 1,620         | 1,722         | 2,047         | 2,323         |
| 财务成本净额        | (544.35)      | (692.50)      | (705.41)      | (724.53)      | (796.98)      |
| 应占联营公司利润及亏损   | 599.10        | 968.91        | 2,000         | 1,636         | 1,472         |
| <b>税前利润</b>   | <b>4,950</b>  | <b>18,404</b> | <b>21,590</b> | <b>21,902</b> | <b>27,359</b> |
| 税费开支          | (14.92)       | (1,604)       | (3,886)       | (2,847)       | (3,557)       |
| 少数股东损益        | 373.39        | (166.70)      | 106.22        | 190.55        | 238.02        |
| <b>归母净利润</b>  | <b>5,308</b>  | <b>16,632</b> | <b>17,810</b> | <b>19,245</b> | <b>24,040</b> |
| 折旧和摊销         | (8,203)       | (9,393)       | (9,930)       | (11,657)      | (13,406)      |
| EBITDA        | 13,697        | 28,490        | 32,226        | 34,284        | 41,562        |
| EPS (人民币, 基本) | 0.52          | 1.64          | 1.76          | 1.90          | 2.38          |

### 资产负债表

| 会计年度 (人民币百万) | 2023           | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 存货           | 15,422         | 23,078         | 18,889         | 21,491         | 24,301         |
| 应收账款和票据      | 42,875         | 58,497         | 63,973         | 83,878         | 86,485         |
| 现金及现金等价物     | 36,775         | 40,865         | 43,576         | 80,781         | 89,776         |
| 其他流动资产       | 18,562         | 2,881          | 3,169          | 3,486          | 3,835          |
| <b>总流动资产</b> | <b>113,635</b> | <b>125,322</b> | <b>129,607</b> | <b>189,636</b> | <b>204,397</b> |
| 固定资产         | 27,351         | 26,384         | 31,661         | 37,993         | 43,692         |
| 无形资产         | 23,954         | 28,785         | 34,542         | 39,723         | 45,681         |
| 其他长期资产       | 27,658         | 48,901         | 53,998         | 57,409         | 60,849         |
| <b>总长期资产</b> | <b>78,963</b>  | <b>104,070</b> | <b>120,200</b> | <b>135,125</b> | <b>150,222</b> |
| <b>总资产</b>   | <b>192,598</b> | <b>229,392</b> | <b>249,807</b> | <b>324,761</b> | <b>354,619</b> |
| 应付账款         | 59,071         | 86,441         | 91,849         | 104,860        | 119,719        |
| 短期借款         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他负债         | 37,753         | 40,759         | 42,797         | 43,225         | 43,657         |
| <b>总流动负债</b> | <b>96,824</b>  | <b>127,200</b> | <b>134,646</b> | <b>148,084</b> | <b>163,376</b> |
| 长期债务         | 2,840          | 3,124          | 3,749          | 4,124          | 4,536          |
| 其他长期债务       | 7,782          | 5,710          | 3,148          | 6,284          | 7,883          |
| <b>总长期负债</b> | <b>10,622</b>  | <b>9,772</b>   | <b>6,897</b>   | <b>10,408</b>  | <b>12,419</b>  |
| 股本           | 183.81         | 184.02         | 184.02         | 184.02         | 184.02         |
| 储备/其他项目      | 80,325         | 86,558         | 101,266        | 141,940        | 168,829        |
| 股东权益         | 85,151         | 92,420         | 108,264        | 166,268        | 178,824        |
| 少数股东权益       | 4,643          | 5,678          | 6,813          | 8,176          | 9,811          |
| <b>总权益</b>   | <b>89,794</b>  | <b>98,098</b>  | <b>115,077</b> | <b>174,444</b> | <b>188,635</b> |

### 估值指标

| 会计年度 (倍)     | 2023  | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|------|-------|-------|-------|
| PE           | 29.60 | 9.45 | 8.82  | 8.16  | 6.54  |
| PB           | 1.85  | 1.70 | 1.45  | 0.94  | 0.88  |
| EV EBITDA    | 12.66 | 6.02 | 5.28  | 4.03  | 3.21  |
| 股息率 (%)      | 1.25  | 1.43 | 1.81  | 1.84  | 2.14  |
| 自由现金流收益率 (%) | 6.11  | 5.99 | 7.92  | 20.82 | 12.50 |

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         | 13,697          | 28,490          | 32,226          | 34,284         | 41,562         |
| 融资成本           | 544.35          | 692.50          | 705.41          | 724.53         | 796.98         |
| 营运资本变动         | 11,238          | (4,092)         | (4,122)         | 9,496          | (9,442)        |
| 税费             | (14.92)         | (1,604)         | (3,886)         | (2,847)        | (3,557)        |
| 其他             | (3,122)         | 3,022           | (743.14)        | (1,868)        | (1,710)        |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>22,342</b>   | <b>26,507</b>   | <b>24,180</b>   | <b>39,789</b>  | <b>27,651</b>  |
| CAPEX          | (15,322)        | (13,314)        | (11,653)        | (8,130)        | (8,814)        |
| 其他投资活动         | (822.16)        | 4,183           | (5,039)         | 2,310          | 484.67         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(16,145)</b> | <b>(9,132)</b>  | <b>(16,692)</b> | <b>(5,821)</b> | <b>(8,329)</b> |
| 债务增加量          | (5,422)         | 284.02          | 624.85          | 374.91         | 412.40         |
| 权益增加量          | (0.19)          | 0.21            | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 派发股息           | (1,964)         | (2,247)         | (2,850)         | (2,887)        | (3,366)        |
| 其他融资活动现金流      | 694.72          | (692.50)        | (705.41)        | (724.53)       | (795.98)       |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(2,764)</b>  | <b>(13,297)</b> | <b>2,930</b>    | <b>3,236</b>   | <b>3,751</b>   |
| 现金变动           | 3,434           | 4,090           | 10,418          | 37,205         | 23,073         |
| 年初现金           | 33,295          | 36,729          | 40,818          | 51,236         | 88,441         |
| 汇率波动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 1.00           |
| <b>年末现金</b>    | <b>36,729</b>   | <b>40,818</b>   | <b>51,236</b>   | <b>88,441</b>  | <b>111,514</b> |

### 业绩指标

| 会计年度 (倍)          | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>增长率 (%)</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入              | 21.11   | 34.03   | 43.40   | 18.87   | 13.48   |
| 毛利润               | 31.22   | 39.34   | 49.68   | 19.58   | 15.52   |
| 营业利润              | 98.74   | 134.20  | 73.05   | 29.85   | 24.39   |
| 净利润               | 2.81    | 213.32  | 7.08    | 8.06    | 24.92   |
| EPS               | 1.85    | 213.32  | 7.08    | 8.06    | 24.92   |
| <b>盈利能力比率 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 毛利润率              | 15.30   | 15.90   | 16.60   | 16.70   | 17.00   |
| EBITDA            | 7.64    | 11.86   | 9.36    | 8.37    | 8.95    |
| 净利润率              | 2.96    | 6.92    | 5.17    | 4.70    | 5.17    |
| ROE               | 6.58    | 18.73   | 17.75   | 14.02   | 13.93   |
| ROA               | 3.03    | 7.88    | 7.43    | 6.70    | 7.08    |
| <b>偿债能力 (倍)</b>   |         |         |         |         |         |
| 净负债比率 (%)         | (39.85) | (40.84) | (36.79) | (46.10) | (47.67) |
| 流动比率              | 1.17    | 0.99    | 0.96    | 1.28    | 1.25    |
| 速动比率              | 1.01    | 0.80    | 0.82    | 1.14    | 1.10    |

### 营运能力 (天)

| 总资产周转率 (次) | 1.02    | 1.14    | 1.44    | 1.43    | 1.37    |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 应收账款周转天数   | 71.06   | 75.97   | 64.00   | 65.00   | 66.00   |
| 应付账款周转天数   | 136.27  | 129.67  | 111.72  | 103.82  | 104.82  |
| 存货周转天数     | 22.67   | 34.31   | 26.30   | 21.31   | 21.37   |
| 现金转换周期     | (42.55) | (19.39) | (21.42) | (17.51) | (17.45) |

### 每股指标 (人民币)

| EPS   | 0.52 | 1.64 | 1.76  | 1.90  | 2.38  |
|-------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股净资产 | 8.42 | 9.13 | 10.70 | 16.43 | 17.67 |

## 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。
- 吉利汽车（175 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](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。
- 吉利汽车（175 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