

短期利润承压不改中长期平台化优势

华泰研究

2026年4月20日 | 中国内地

年报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

518.34

郭龙飞*

SAC No. S0570525080001

研究员

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

吕兰兰*

SAC No. S0570523120003

研究员

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

王心怡

SAC No. S0570523110001
SFC No. BTB527

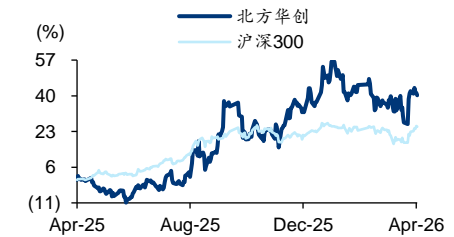
研究员

xinyi.wang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(人民币 截至4月17日)	469.91
市值(人民币百万)	340,606
6个月平均日成交额(人民币百万)	3,609
52周价格范围(人民币)	318.60-523.88

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)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	39,353	49,791	60,989	73,399
+/-%	31.89	26.52	22.49	20.35
归属母公司净利润(百万)	5,522	7,089	10,051	12,771
+/-%	(1.76)	28.37	41.79	27.06
EPS(最新摊薄)	7.62	9.78	13.87	17.62
ROE(%)	12.31	13.65	16.33	17.28
PE(倍)	61.68	48.05	33.89	26.67
PB(倍)	9.03	7.60	6.26	5.10
EV EBITDA(倍)	46.07	35.71	25.90	20.54
股息率(%)	0.00	0.13	0.12	0.08

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

北方华创 2025 年实现营收 393.53 亿元 (yoy+30.85%), 归母净利 55.22 亿元 (yoy-1.77%), 其中 Q4 营收 120.52 亿元 (yoy+26.29%, qoq+7.99%), 归母净利 3.92 亿元 (yoy-66.06%, qoq-79.63%)。公司 2025 收入符合我们预期但利润低于我们预期 (395.1/65.5 亿元)。公司 2025 年集成电路设备营收同比增长超 50%, 刻蚀及薄膜设备收入均超过 100 亿元。因新产品处在客户端验证阶段, 零部件迭代升级成本增加, 导致毛利率下降 2.83pcts。公司 2025 年研发人员增加 42%, 研发费用增加 47%, 此外股权激励费用增长 2.74 亿元, 导致公司净利率承压。展望 2026, 国内存储及先进制程扩产有望加速, 公司刻蚀、薄膜、热处理、湿法、离子注入、涂胶显影、键合等多产品线发力, 看好公司内生+外延带动持续成长, 维持买入。

25 全年回顾: 营收高增, 研发费用、股权激励等投入影响净利润

2025 年营收 393.53 亿元 (yoy+30.85%), 电子工艺装备营收 367.31 亿元 (yoy+32.57%), 毛利率 39.18% (yoy-2.33pcts), 其中集成电路设备的营收同比增长超 50%。刻蚀、薄膜沉积、炉管、湿法清洗等多款设备市占率稳步提升, 同时离子注入等新品快速落地形成新增量, 工艺覆盖度及市场占有率显著增长。电子元器件营收 25.79 亿元 (yoy+10.95%), 毛利率 52.95% (yoy-6.54pcts)。2025 年归母净利 55.22 亿元 (yoy-1.77%), 归母净利率 14.03% (yoy-4.66pcts), 主因: 1) 公司 25 年研发费用 54.35 亿元 (yoy+46.96%); 2) 公司 25 年股权激励费用较 24 年增加 2.74 亿元; 3) 公司新产品处在客户端验证阶段, 零部件迭代升级成本增加, 毛利率下降。

刻蚀、薄膜、热处理、湿法设备收入高增, 核心竞争力凸显

公司刻蚀、薄膜、热处理、湿法设备收入高增, 1) 刻蚀布局 ICP、CCP、干法去胶、高选择性刻蚀、Bevel 刻蚀和 IBE 刻蚀等, 25 年刻蚀收入超 100 亿元。2) 薄膜沉积设备布局了物理气相沉积、化学气相沉积、外延、原子层沉积、电镀和金属有机化学气相沉积设备, 25 年薄膜沉积设备收入超 100 亿元。3) 公司形成了管式氧化设备、管式退火设备和快速热处理设备的全系列布局; 4) 公司已形成了单片设备、槽式设备全面布局, 并购芯源微丰富物理刷洗和单片清洗布局; 5) 公司已推出 12 英寸浸没式离子注入设备等多款产品; 6) 公司并购芯源微切入涂胶显影领域, 产品矩阵进一步完善。

平台化优势竞争力强, 内生及外延加快新产品布局

SEMI 预计 2026-2028 年全球 300mm 晶圆厂设备支出将持续增长, 中国大陆继续引领市场, 展望 2026 年, 国内先进制程与存储扩产有望加速, 华创作为龙头仍将持续核心受益。公司离子注入、电镀、键合等高端设备顺利落地, 公司于 2026 年 3 月正式发布 12 英寸晶圆对晶圆混合键合设备、12 英寸芯片对晶圆混合键合设备。外延并购方面, 公司完成对芯源微的并购整合, 切入涂胶显影领域, 产品矩阵进一步完善; 此外公司完成对成都国泰真空的收购, 补齐了公司在高端光学镀膜设备赛道的产品矩阵。

盈利预测与估值

我们上调公司 26-27 年收入 (3.4%/2.0%) 至 497.9/609.9 亿元, 但因公司于 2025/12/31 向员工授予股权激励, 考虑到股权激励费用, 下修公司 26-27 年归母净利润 (21.6%/12.9%) 至 70.9/100.5 亿元。近期板块估值整体上调, 我们看好公司平台化布局以及业绩增长稳健性, 基于可比公司 53 倍 2026 年 PE 给予目标价 518.34 元 (前值: 515.42 元, 对应 41.3 倍 2026 年 PE), 维持买入。

风险提示: 全球半导体下行周期, 设备需求不及预期, 行业竞争加剧。

图表1: 核心财务年度预测

驱动概览(Driver)			2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
全球设备行业市场规模增速	Global equipmet growth	%	3.1%	3.1%	10.0%	3.0%	3.0%
中国设备市场规模增速	China equipmet growth	%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
公司电子工艺装备出货量增速	Eletronic equipment	%	41.3%	32.6%	27.0%	23.0%	21.0%
公司电子元件出货量增速	Eletronic component	%	-13.9%	23.2%	20.0%	15.0%	10.0%
分部收入(segment revenue)							
电子工艺装备	Eletronic equipment	Rmb mn	27707	36731	46649	57378	69427
电子元件	Eletronic component	Rmb mn	2094	2579	3095	3559	3915
其他	Others	Rmb mn	37	43	47	52	57
分部毛利率(segment Gross margin)							
电子工艺装备	Eletronic equipment	%	41.5%	39.2%	40.0%	40.0%	40.0%
电子元件	Eletronic component	%	60.3%	53.0%	50.0%	50.0%	50.0%
其他	Others	%	65.8%	61.3%	60.0%	60.0%	60.0%
毛利占比(segment Gross %)							
电子工艺装备	Eletronic equipment	%	89.9%	91.2%	92.2%	92.7%	93.3%
电子元件	Eletronic component	%	9.9%	8.7%	7.6%	7.2%	6.6%
核心财务指标(core financial indicators)							
EBIT	EBIT	Rmb mn	6514	6035	7571	10812	13712
EBITDA	EBITDA	Rmb mn	7585	7602	9757	13419	16646
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb mn	2	-1	-1	-1	-1
净利润	Net Profit	Rmb mn	5694	5409	6944	9845	12509
扣非净利润	Net Profit-recurring	Rmb mn	5570	5336	6850	9713	12340
EPS	EPS	Rmb/sh	7.8	7.6	9.8	13.9	17.6
EPS(扣非)	EPS- recurring	Rmb/sh	7.6	7.5	9.6	13.7	17.4
BVPS	BVPS	Rmb/sh	58.2	52.1	61.8	75.1	92.1
存货	Inventory	Rmb mn	23479	28627	36708	43375	53087
合同负债	Contrat liabilities	Rmb mn	6214	4291	8881	7264	12184
净负债率	Net Gearing	%	-1.4%	7.8%	3.6%	1.8%	-5.9%

资料来源: wind, 华泰研究预测

图表2: 季度业绩总结及预测

季度财报数据总结			3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	YoY	QoQ	1Q26E	YoY	QoQ
总收入	Net Revenue	Rmb mn	8018	9,485	8,206	7,936	11,160	12,052	27%	8%	10,306	26%	-8%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	4630	5699	4676	4,659	6,662	7,575	33%	14%	6,184	9%	-7%
毛利率	Gross margin	%	42.3%	39.9%	43.0%	41.3%	40.31%	37.15%	-2.75pct	-3.16pct	40.00%-3pct	2.85pct	
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn	750	1063	768	754	1216	2332	119%	92%	1250	18%	3%
研发费用	R&D	Rmb mn	845	1478	1026	1,051	1,208	2,151	46%	78%	1260	-15%	4%
财务费用	Finance costs	Rmb mn	54	-8	43	40	66.99	78.9	-1086%	18%	45	-663%	-33%
营业利润	Operating profit	Rmb mn	1824	1493	1805	1,517	1,953	527	-65%	-73%	1,612	8%	-17%
税前利润	PBT	Rmb mn	1823	1471	1813	1,527	1,963	542	-63%	-72%	1,615	10%	-18%
所得税	Tax	Rmb mn	143	237	245	-106	184	113.5	-52%	-38%	15	-94%	-92%
少数股东损益	Minority	Rmb mn	-3	75	-13	6	-143	37	-51%	-126%	6	-92%	-104%
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	1682	1159	1581	1,627	1,922	392	-66%	-80%	1,600	38%	-17%
非经常性损益	One offs	Rmb mn	56	-145	11	16	1	158	-209%	12851%	3	-102%	146%
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	Rmb mn	1626	1304	1570	1,611	1,921	234	-82%	-88%	1,597	22%	-17%
EPS	EPS	Rmb/sh	3.15	2.17	2.96	3.04	2.65	0.54	-75%	-80%	2.20	1%	-17%
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh	3.05	2.44	2.94	3.01	2.65	0.32	-87%	-88%	2.20	-10%	-17%
核心财务指标(core financial indicators)													
存货	Inventory	Rmb mn	23229	23479	25211	31139	30199	28627	22%	-5%	32331	38%	7%
合同负债	Contrat liabilities	Rmb mn	7783	6214	5751	5005	4704	4291	-31%	-9%	5100	-18%	8%

资料来源: wind, 华泰研究预测

图表3: 季度业绩预测与实际值

季度财报数据总结			4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	YoY	QoQ	4Q25E	A VS E
总收入	Net Revenue	9,485	9,485	8,206	7,936	11,160	12,052	27%	8%	12,206	-1%
营业成本	Cost of sales	5699	5699	4676	4,659	6,662	7,575	33%	14%	7,098	7%
毛利率	Gross margin	39.90%	39.90%	43.00%	41.30%	40.31%	37.15%	-2.75pct	-3.16pct	41.85%	-4.7pct
销售及管理费用	SG&A	1063	1063	768	754	1216	2332	119%	92%	1608	45%
研发费用	R&D	1478	1478	1026	1,051	1,208	2,151	46%	78%	1851	16%
财务费用	Finance costs	-8	-8	43	40	66.99	78.9	-1086%	18%	-3	-2730%
营业利润	Operating profit	1493	1493	1805	1,517	1,953	527	-65%	-73%	2,112	-75%
税前利润	PBT	1471	1471	1813	1,527	1,963	542	-63%	-72%	2,068	-74%
所得税	Tax	237	237	245	-106	184	114	-52%	-38%	414	-73%
少数股东损益	Minority	75	75	-13	6	-143	37	-51%	-126%	235	-84%
归母净利润	Net Profit	1159	1159	1581	1,627	1,922	392	-66%	-80%	1,419	-72%
非经常性损益	One offs	-145	-145	11	16	1	158	-209%	12851%	10	1480%
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	1304	1304	1570	1,611	1,921	234	-82%	-88%	1,409	-83%
EPS	EPS	2.17	2.17	2.96	3.04	2.65	0.54	-75%	-80%	1.96	-72%
EPS(扣非)	EPS-recurring	2.44	2.44	2.94	3.01	2.65	0.32	-87%	-88%	1.94	-84%
核心财务指标(core financial indicators)											
存货	Inventory	23479	23479	25211	31139	30199	28627	22%	-5%	34213	-16%
合同负债	Contrat liabilities	6214	6214	5751	5005	4704	4291	-31%	-9%	5512	-22%

资料来源: wind, 华泰研究预测

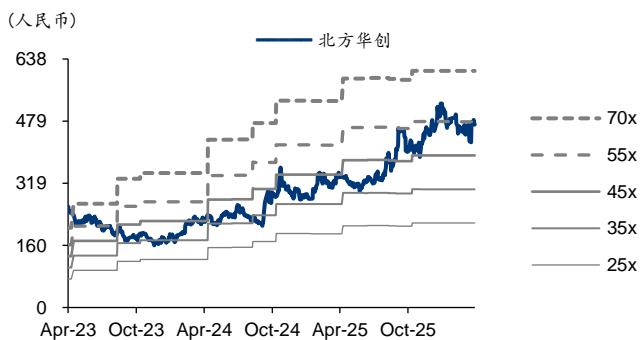
图表4: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价	市值(百万)	EPS(当地币种)			PE(倍)		
		(当地币种)	(当地币种)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688012 CH	中微公司	314.00	196852.2	3.65	4.76	6.16	86.1	66.0	51.1
688120 CH	华海清科	189.12	66882.7	3.32	4.26	5.41	56.9	44.4	35.0
688072 CH	拓荆科技	390.34	110346.4	3.59	5.72	7.66	109.2	68.6	51.2
688037 CH	芯源微	182.00	36696.2	NA	1.54	2.77	NA	117.8	65.6
688082 CH	盛美上海	157.40	75577.9	NA	3.99	4.86	NA	39.5	32.4
平均		246.57	97271.1	3.5	4.7	6.0	84.1	53.0	42.4

注: 可比公司盈利均采用Wind 续一致预期; 均值计算剔除 PE 显著高于行业的芯源微, 数据截至 2026.04.17。

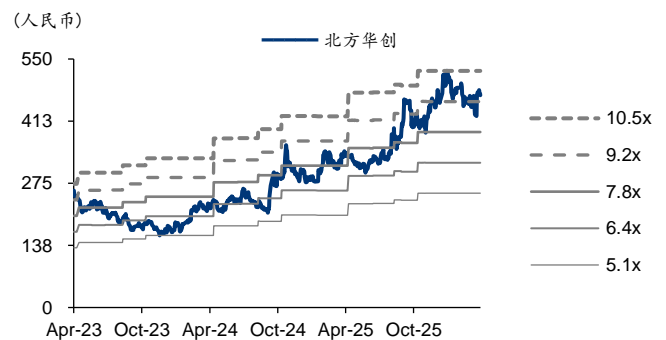
资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 北方华创 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 北方华创 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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	46,211	59,321	74,618	89,050	107,438
现金	12,347	17,337	21,935	26,869	32,336
应收账款	6,045	8,217	9,828	12,275	14,325
其他应收账款	113.07	111.90	172.73	175.92	243.68
预付账款	888.96	863.09	1,354	1,362	1,906
存货	23,479	28,627	36,708	43,375	53,087
其他流动资产	3,338	4,165	4,621	4,994	5,539
非流动资产	19,498	30,480	32,963	35,587	38,508
长期投资	66.30	300.04	374.52	467.25	582.95
固定投资	6,205	7,568	9,315	11,099	13,106
无形资产	4,703	10,520	10,755	11,011	11,438
其他非流动资产	8,524	12,091	12,519	13,009	13,382
资产总计	65,709	89,801	107,581	124,637	145,946
流动负债	23,482	26,180	38,819	48,268	59,438
短期借款	3.00	319.16	3,881	9,621	11,435
应付账款	10,165	11,803	15,743	18,021	22,648
其他流动负债	13,314	14,058	19,196	20,626	25,354
非流动负债	10,002	19,693	17,891	16,097	14,132
长期借款	3,946	12,973	11,171	9,377	7,412
其他非流动负债	6,055	6,720	6,720	6,720	6,720
负债合计	33,484	45,873	56,710	64,365	73,570
少数股东权益	1,144	6,202	6,056	5,851	5,589
股本	533.62	724.62	724.83	724.83	724.83
资本公积	16,427	17,966	17,965	17,965	17,965
留存公积	14,111	19,067	25,532	34,821	46,807
归属母公司股东权益	31,082	37,726	44,815	54,421	66,787
负债和股东权益	65,709	89,801	107,581	124,637	145,946

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	1,573	2,133	6,495	6,689	11,808
净利润	5,694	5,409	6,944	9,845	12,509
折旧摊销	1,071	1,567	2,186	2,607	2,934
财务费用	59.71	228.78	238.97	290.83	210.31
投资损失	(3.25)	5.89	5.89	5.89	5.89
营运资金变动	(6,103)	(6,725)	(3,061)	(5,736)	(3,467)
其他经营现金	855.45	1,648	182.32	(323.35)	(384.62)
投资活动现金	(2,212)	(3,929)	(4,658)	(5,217)	(5,844)
资本支出	(2,046)	(2,262)	(4,510)	(5,035)	(5,619)
长期投资	(166.77)	(500.66)	(74.48)	(92.73)	(115.70)
其他投资现金	1.20	(1,167)	(73.95)	(89.87)	(109.04)
筹资活动现金	740.31	6,607	2,761	3,461	(496.78)
短期借款	(20.07)	316.16	3,561	5,741	1,814
长期借款	(1,889)	9,027	(1,802)	(1,794)	(1,965)
普通股增加	3.41	191.00	0.22	0.00	0.00
资本公积增加	1,456	1,539	(0.22)	0.00	0.00
其他筹资现金	1,190	(4,466)	1,002	(485.66)	(345.35)
现金净增加额	106.90	4,798	4,598	4,933	5,467

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	29,838	39,353	49,791	60,989	73,399
营业成本	17,051	23,571	29,556	36,227	43,637
营业税金及附加	177.62	236.97	299.82	367.25	441.98
营业费用	1,085	1,636	1,992	2,135	2,422
管理费用	2,111	3,433	4,232	4,696	5,505
财务费用	59.71	228.78	238.97	290.83	210.31
资产减值损失	(74.72)	(153.05)	(49.79)	(60.99)	(73.40)
公允价值变动收益	6.26	8.83	8.83	8.83	8.83
投资净收益	3.25	(5.89)	(5.89)	(5.89)	(5.89)
营业利润	6,527	5,802	7,464	10,601	13,481
营业外收入	18.04	50.87	50.87	50.87	50.87
营业外支出	34.38	8.16	8.16	8.16	8.16
利润总额	6,511	5,845	7,507	10,644	13,523
所得税	816.97	436.21	562.99	798.27	1,014
净利润	5,694	5,409	6,944	9,845	12,509
少数股东损益	72.49	(113.09)	(145.17)	(205.84)	(261.53)
归属母公司净利润	5,621	5,522	7,089	10,051	12,771
EBITDA	7,585	7,602	9,757	13,419	16,646
EPS (人民币, 基本)	10.57	7.64	9.78	13.87	17.62

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	35.14	31.89	26.52	22.49	20.35
营业利润	46.74	(11.10)	28.63	42.03	27.16
归属母公司净利润	44.17	(1.76)	28.37	41.79	27.06
获利能力 (%)					
毛利率	42.85	40.10	40.64	40.60	40.55
净利率	19.08	13.74	13.95	16.14	17.04
ROE	17.67	12.31	13.65	16.33	17.28
ROIC	14.80	11.01	11.02	13.25	14.31
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.96	51.08	52.71	51.64	50.41
净负债比率 (%)	(1.37)	7.79	3.59	1.80	(5.89)
流动比率	1.97	2.27	1.92	1.84	1.81
速动比率	0.86	1.06	0.89	0.88	0.85
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.51	0.50	0.53	0.54
应收账款周转率	6.08	5.52	5.52	5.52	5.52
应付账款周转率	2.09	2.15	2.15	2.15	2.15
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	7.76	7.62	9.78	13.87	17.62
每股经营现金流(最新摊薄)	2.17	2.94	8.96	9.23	16.29
每股净资产(最新摊薄)	42.88	52.05	61.83	75.08	92.14
估值比率					
PE (倍)	60.59	61.68	48.05	33.89	26.67
PB (倍)	10.96	9.03	7.60	6.26	5.10
EV EBITDA (倍)	45.00	46.07	35.71	25.90	20.54

免责声明

分析师声明

本人，郭龙飞、吕兰兰、王心怡，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。
- 北方华创（002371 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 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

- 分析师郭龙飞、吕兰兰、王心怡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。
- 北方华创（002371 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 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2026年华泰证券股份有限公司