

# AI Agent 与机器人结合构建 AI 工厂，继续利好 Blackwell

华泰研究 - 海外科技

2024 年 11 月 14 日 | 美国

动态点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

180.00

研究员

SAC No. S0570523020002  
SFC No. ASI353

何翩翩

purdyho@htsc.com  
+(852) 3658 6000

联系人

SAC No. S0570124070123

易楚妍

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

## 基本数据

目标价(美元)	180.00
收盘价(美元 截至 11 月 12 日)	148.29
市值(美元百万)	3,637,554
6 个月平均日成交额(美元百万)	39,193
52 周价格范围(美元)	45.00-149.77
BVPS(美元)	1.74

## 股价走势图



资料来源: S&P

11 月 13 日上午, 英伟达创始人兼 CEO 黄仁勋在日本 AI 峰会发表演讲, 并和软银董事长兼 CEO 孙正义讨论日本在 AI 方面的发展方向。我们认为此次峰会展示了人工智能下一个节点的重要趋势: 1) 传统 Scaling Law 效应减弱后, Inference Scaling Law 将可以与其同步存在, 继续促进 AI 算力需求增长; 2) AI 落地分为“数字 AI”和“物理 AI”, 分别以 AI Agent 和机器人为代表, 二者结合将推动各行业深层变革; 3) AI 的垂直领域应用依赖特定数据支持, 主权 AI 方面各国在 AI 方面的主权意识和数据资产的保护成为未来趋势; 4) 英伟达还宣布与软银合作构建日本目前最强大的 AI 工厂。

**推理端 Scaling Law 将接力训练端 Scaling Law, Blackwell 将继续受益**  
会上黄仁勋提到, Scaling Law 虽可依靠更大量的数据来训练出更大参数的模型, 以提高模型的性能, 但同时需通过强化学习及人类反馈等方法去改善幻觉的出现, 从而让大模型变得更有用。另外, 他也强调 Scaling Law 不仅限于模型的训练阶段, 还涉及推理与生成阶段。因此, Inference Scaling Law 将接力传统的训练端 Scaling Law, 作为 AI 算力需求增长的来源, 而英伟达 Blackwell 系列的高性价比或将受益于推理 Scaling Law 拓展。

### AI Agent 将辅助不同岗位职责, 与机器人结合构建未来 AI 工厂

“数字 AI”以 AI Agent 为代表, 而“物理 AI”则以机器人为代表, 因此二者结合将推动各行业深层变革。黄仁勋表示, AI Agent 与人类员工一样需要培训、改良, 并执行对应的任务, 不同的 AI Agent 将辅助不同的岗位职责。他认为与其说 AI Agent 将取代人类的工作岗位, 其实更应该说, 没有好好使用 AI 的员工将会被有效运用 AI 的员工取代, AI Agent 能帮助人类完成 50% 的工作, 从而提升人类的生产力。英伟达 AI Agent 生命周期库 Nemo, 包含从数据生成、模型训练部署的全套工具, 可被集成到工作流程和框架中。黄仁勋重申 NVIDIA Omniverse 在数字孪生领域可模拟环境和机器人动作。

### 领域专家的数据对于构建 AI 模型至关重要, 英伟达与软银达成超算合作

垂直领域的专业数据成为关键, 例如制药公司可利用其独特的化学分子数据以开发药物。主权 AI 方面每个国家的公民数据、行业知识和文化数据成为关键资产。黄仁勋宣布, 软银正在利用 Blackwell 平台构建日本最强大的 AI 工厂, 以低成本算力生产 AI Token, 并将接收全球首套 DGX B200 系统。软银还利用 NVIDIA AI Aerial, 成功试运行全球首个 AI 与 5G 相结合的电信网络 (AI-RAN), 能使运营商基站从成本中心转变为 AI 创收资产。

### 重申“买入”及 FY26 约 35x PE, 目标价 180 美元。

我们认为 Blackwell 性价比高, 英伟达在高算力、NVLink 和 CUDA 三管齐下, 行业龙头应高估值。预测 FY25-27 净利润为 721/1263/1467 亿美元。风险提示: 技术落地缓慢、中美贸易摩擦、需求不及预期等。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(美元百万)	26,974	60,922	128,808	229,690	271,724
+/-%	0.22	125.85	111.43	78.32	18.30
归母净利润(美元百万)	4,368	29,760	69,840	126,268	146,702
+/-%	(55.21)	581.32	134.68	80.80	16.18
归母净利润(调整后,美元百万)	8,366	32,312	72,132	126,329	146,731
+/-%	(14.21)	286.23	123.24	75.14	16.15
EPS(调整后,美元,最新摊薄)	0.34	1.30	2.91	5.09	5.91
PE(调整后,倍)	435.72	112.81	50.54	28.86	24.84
PB(倍)	164.94	84.82	35.34	16.06	9.73
ROE(调整后,%)	34.35	99.30	98.72	76.54	48.77
EV EBITDA(倍)	345.05	103.28	45.90	25.74	21.82

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 从英伟达 CEO 黄仁勋发言，如何看待人工智能下半场？

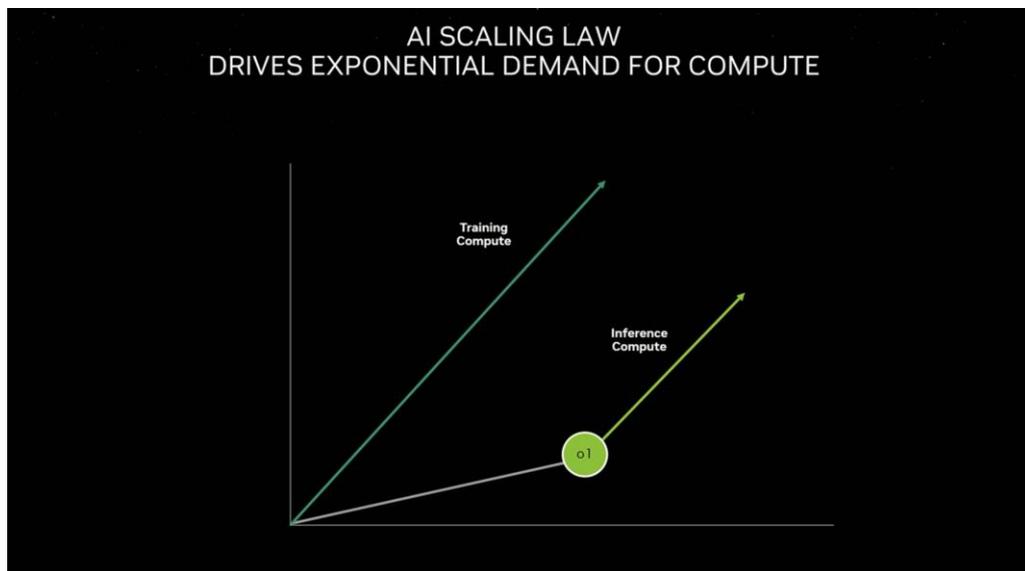
北京时间 11 月 13 日上午，在英伟达 AI 日本峰会上，英伟达创始人兼首席执行官黄仁勋发表演讲，并和软银董事长兼 CEO 孙正义讨论日本在人工智能领域的发展方向。我们认为此次峰会展示了人工智能下一个节点的重要趋势：1) 传统 Scaling Law 效应减弱后，Inference Scaling Law 将可以与其同步存在，继续促进 AI 算力需求增长；2) 未来 AI 落地存在“数字 AI”和“物理 AI”两种类型，分别以 AI Agent 和机器人为代表；3) AI 在专业领域中的应用愈发普遍，但它的发展依赖领域特定的数据支持，当特定领域为国家主权时即为主权 AI，各国在 AI 方面的主权意识和数据资产的保护成为未来趋势。此外，英伟达还宣布，软银正在利用 Blackwell 平台构建日本最强大的 AI 工厂，并成功试运行了全球首个 AI 与 5G 相结合的电信网络 (AI-RAN)，将为电信运营商带来潜在价值数十亿美元的 AI 收入。

### Inference Scaling Law 继续驱动 AI 算力需求

Scaling Law 表明，AI 模型的规模、训练数据和计算能力之间存在正相关关系，扩大模型的参数和数据量可以显著提高模型性能。黄仁勋提到，为了满足日益增长的 AI 应用需求，产业每年几乎都在成倍增加模型的规模，而这也意味着计算资源的需求飞速增长。Scaling Law 的影响不仅限于模型的训练阶段，还涉及后期的推理与生成阶段，包括强化学习、人类反馈、AI 反馈等，我们认为，新的 Inference Scaling Law 将继续作为 AI 需求的增长来源。

Inference Scaling Law 是 AI 模型在推理过程中产生智能的关键，涉及多步规划、反思和优化，并从多个潜在的答案中选择最好的一个。为了支持这一需求，英伟达致力于提高底层算力硬件的性能和效率，两个同时存在的 Scaling Law 使英伟达每次交付新一代架构时，将性能提高 n 倍的同时也将功率和成本降低相同的 n 倍。

图表1：两种 Scaling Law 的作用示意图



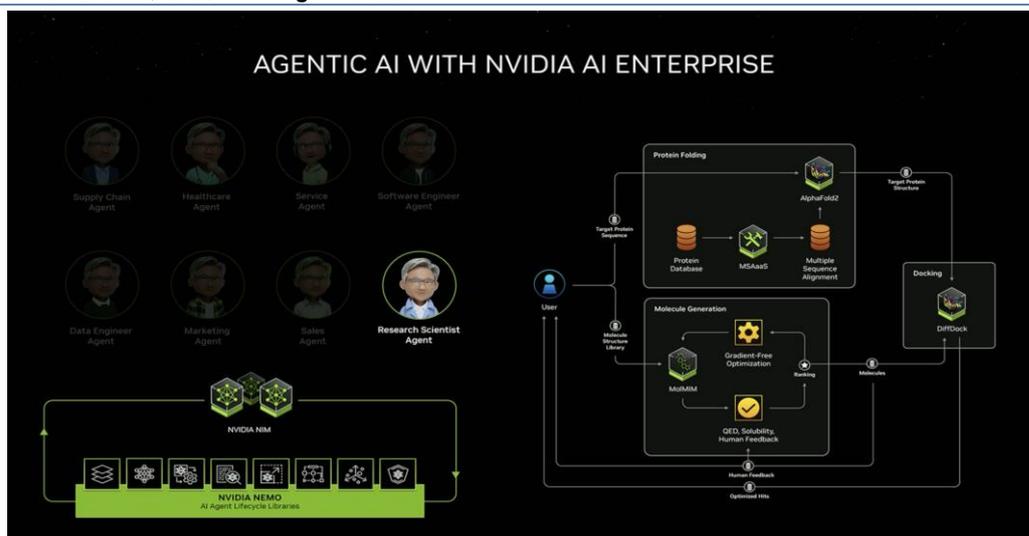
资料来源：英伟达官网，华泰研究

### “数字 AI” 和 “物理 AI” 共建企业智能化经营

黄仁勋强调了未来人工智能的两种类型：“数字 AI” 和 “物理 AI”。“数字 AI” 以 AI Agent 为代表，而“物理 AI” 则以机器人为代表。“物理 AI” 与 “数字 AI” 的结合将推动各行业的深层变革。黄仁勋表示，AI Agent 与人类员工一样需要培训、改良，并执行对应的任务，因此不同的 AI Agent 将辅助不同的岗位职责。他认为与其说 AI Agent 将取代人类的工作岗位，其实更应该说，没有好好使用 AI 的员工将会被有效运用 AI 的员工取代，AI Agent 可替代每个人 50% 的基础工作流程，从而提高生产力。AI Agent 能够使用复杂的推理和迭代规划来解决多步骤问题，从而提升企业经营效率，未来能够通过训练特定技能并部署。例如，其可以帮助优化供应链运营，节省数亿美元的成本，并通过分类漏洞将软件安全维护从几天的时间缩短到几秒钟，也可以执行营销活动，甚至优化芯片、编写软件、作为生物医药行业的实验室助理。

英伟达提供的 AI Agent 生命周期库 Nemo，包含从数据生成、模型训练、部署到优化的全套工具，可以被集成到各种工作流程和框架中。未来，AI Agent 不仅是简单的自动化工具，更是能够与人类员工协作的智能系统。英伟达通过预先训练的模型和微服务，使得 AI Agent 可以快速学习和适应新任务。英伟达正在与 AI 初创企业、埃森哲和德勤等服务提供商以及 Service now 等 ISV 合作，未来还将提供可以租用的 AI Agent 服务。

图表2：基于英伟达的企业 AI Agent 示意图

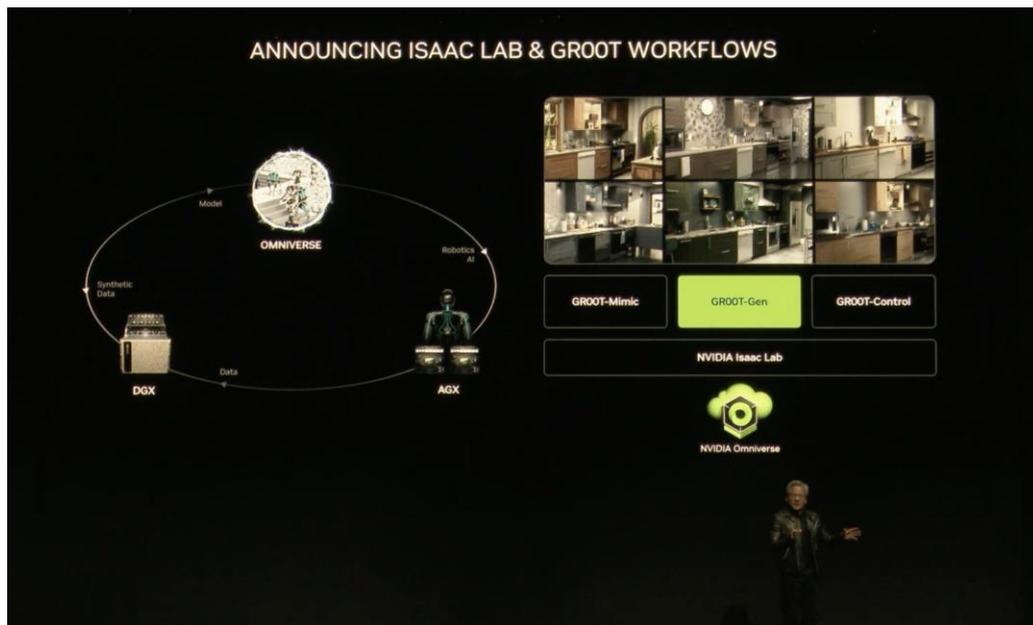


资料来源：英伟达官网，华泰研究

机器人行业长期以来技术没有较大进展，因为目前的机器人不够灵活，且无法适用于不同场景或不同条件下的工作任务，而通过 AI 赋能，机器人能够自己适应和学习。黄仁勋认为机器人领域富有潜力的方向为自动驾驶和人形机器人，我们认为主要原因为汽车事实上是应用范围最广的一种机器，广泛存在且标准化的交通规则让自动驾驶的额外适应成本较少，而假设技术足够先进，仿造人类的人形机器人或更缩短适应过程。

黄仁勋重申 NVIDIA Omniverse 在数字孪生领域可模拟环境和机器人动作，赋能“物理 AI”领域。NVIDIA 的 Omniverse 平台通过提供虚拟环境，使机器人在虚拟环境中进行模拟和训练，从而大幅降低物理机器人训练的成本和时间。黄仁勋介绍了 Isaac Lab 等工具，这些工具能够帮助机器人进行强化学习和模仿人类行为，提升机器人在真实环境中的适应性和应变能力。NVIDIA 还推出了 Jetson AGX 系列处理器，专为机器人开发设计，可以提供强大的边缘计算能力，从而支持机器人的实时决策和执行。机器人技术的突破不仅局限于制造业，还涵盖医疗、服务等多领域。在未来的工厂中，机器人将会与人类协作，共同完成生产任务，而工厂本身也将成为一个自动化的“机器人工厂”，能够根据生产需求调整工作进度和流程。我们认为这种“物理 AI”与作为“数字 AI”的 AI Agent 结合，有望推动制造业和其他行业的深层变革，实现真正的智能化生产。

图表3：英伟达 Isaac Lab 工作流程



资料来源：英伟达官网，华泰研究

### 软银与英伟达合作建立日本最大 AI 工厂

AI 在专业领域中的应用愈发普遍，但它的发展依赖领域特定的数据支持。黄仁勋表示，领域专家的数据对于构建 AI 模型至关重要。每个行业的公司都需要保护和管理其独特的行业数据，以提升 AI 的针对性和有效性。例如，制药公司可以利用其独特的化学分子数据开发药物发现 AI 模型，而自动驾驶公司可以利用大量的路况和行驶数据构建驾驶 AI 模型。NVIDIA 提供的计算基础设施和软件解决方案可以帮助各行业企业处理和管理其专属数据，确保其 AI 模型符合业务需求。

当特定领域为国家主权时即为主权 AI，各国在 AI 方面的主权意识成为未来趋势。每个国家的公民数据、行业知识和文化价值都是其主权的重要组成部分，数据成为主权 AI 的关键资产。不同国家的政府未来会管理并控制其数据，利用这些数据来开发和训练属于本国的 AI 模型，可应用的领域包括电网、交通等公共基础设施，甚至广泛的工业企业领域，具有广泛的潜力。

黄仁勋认为，AI 工厂将引领新一轮“工业革命”。他提到，计算机行业已经从基于 CPU 的编码转变为基于 GPU 的机器学习，从生产软件变为制造 AI 商品 Token。Token 的例子包括自动驾驶汽车的智能，人形机器人的智能引擎，发现蛋白质或药物的智能。Token 在 AI 工厂中生产，未来每个公司都将成为 AI 制造商。

黄仁勋在本次峰会中宣布，软银正在利用 Blackwell 平台构建日本最强大的 AI 工厂，明年年初总算力将达到 25 ExaFLOPS。软银将接收全球首套 NVIDIA DGX B200 系统并作为其 NVIDIA DGX SuperPOD 超级计算机的基础，用于其自身的生成式 AI 开发和 AI 相关业务，以及日本各地的大学、研究机构和企业业务。建成后，软银的 DGX SuperPOD 有望成为日本迄今为止性能最高的 AI 超算。它采用 NVIDIA AI Enterprise 软件和 NVIDIA Quantum-2 InfiniBand 网络，能够高效开发大语言模型。除 DGX SuperPOD 之外，软银还计划建造另一台基于 NVIDIA Grace Blackwell 平台，采用 GB200 NVL72 系统的超级计算机。

此外，软银利用 NVIDIA AI Aerial 加速计算平台，成功试运行了全球首个 AI 与 5G 相结合的电信网络 (AI-RAN)，将为电信运营商带来潜在价值数十亿美元的 AI 收入，能够使运营商基站从成本中心转变为 AI 创收资产。通过在神奈川进行的试验，软银证明 AI-RAN 解决方案已实现运营级 5G 性能，并且能够利用过剩容量同时运行 AI 推理负载。传统电信网络的设计目标是处理峰值负载，平均只使用了三分之一的容量。借助 AI-RAN 提供的通用算力，预计电信运营商或将能够把剩余三分之二的容量用于 AI 推理服务。据英伟达和软银估计，电信运营商在 AI-RAN 上每投资 1 美元资本支出，就可以获得大约 5 美元的 AI 推理收入。

图表4：英伟达与软银的合作项目

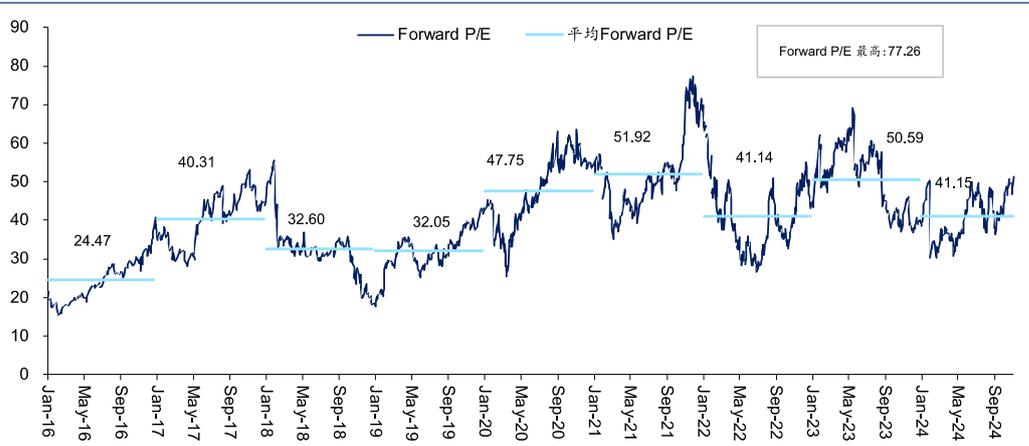


资料来源：英伟达官网，华泰研究

### 盈利预测与估值

我们认为英伟达已通过高性价比算力、高速传输和 CUDA 生态构筑深厚护城河，有望在数据中心向创收 AI 工厂转型中获更强 AI 芯片需求，回顾公司历史上表现最好的三个年份（17/21/23 年）估值区间约为 38-50x PE，其余增速中等的年份估值在 30x 附近。目前云大厂加码 AI 基建军备竞赛积极不减，我们认为 Blackwell 系列新品性价比高，加上公司产品在高算力、NVLink 传输和 CUDA 生态圈三方面捆绑一起，进一步巩固领导地位，叠加道指被动资金配置刺激，云厂商资本开支超预期将使英伟达数据中心业务随之增加，行业龙头值得高估值。根据历史估值法我们认为 FY26 约 35x PE 较为合适，我们预测公司 FY25-27 经调整净利润为 721/1263/1467 亿美元，预测 25-27 数据中心业务营收为 1131/2119/2521 亿美元，前复权目标价为 180 美元，重申“买入”。

图表5：英伟达 Forward PE



资料来源：Bloomberg、华泰研究



### 风险提示

**技术落地缓慢：**公司的生产技术推进和产品落地可能达不到预期，或影响营收及利润。

**中美贸易摩擦：**中国是半导体产业的重要市场之一，如果中美局势再次升级，将对宏观因素和板块产品销售产生影响。

**芯片需求不及预期：**市场的芯片需求规模可能不及预期，影响行业营收及利润。

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,974	60,922	128,808	229,690	271,724
销售成本	(11,618)	(16,621)	(30,914)	(57,422)	(73,365)
<b>毛利润</b>	<b>15,356</b>	<b>44,301</b>	<b>97,894</b>	<b>172,267</b>	<b>198,358</b>
销售及分销成本	(2,440)	(2,654)	(5,152)	(9,188)	(10,869)
管理费用	(7,339)	(8,675)	(15,457)	(27,563)	(33,150)
其他收入/支出	(48.00)	237.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(43.00)	19.40	555.30	751.48	2,363
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>4,181</b>	<b>33,818</b>	<b>77,840</b>	<b>136,268</b>	<b>156,702</b>
税费开支	187.00	(4,058)	(8,000)	(10,000)	(10,000)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>4,368</b>	<b>29,760</b>	<b>69,840</b>	<b>126,268</b>	<b>146,702</b>
Non-GAAP 调整项	(3,998)	(2,552)	(2,292)	(60.94)	(29.01)
调整后净利润	8,366	32,312	72,132	126,329	146,731
折旧和摊销	(1,544)	(1,508)	(1,630)	(2,206)	(1,959)
EBITDA	10,584	35,343	78,793	137,147	156,545
EPS (美元, 基本)	0.34	1.31	2.93	5.14	5.97

### 资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	5,159	5,282	7,923	11,092	15,529
应收账款和票据	3,827	9,999	18,998	28,497	37,046
现金及现金等价物	3,389	7,280	35,410	122,158	233,850
其他流动资产	10,698	21,784	30,498	48,796	65,875
<b>总流动资产</b>	<b>23,073</b>	<b>44,345</b>	<b>92,829</b>	<b>210,544</b>	<b>352,301</b>
固定资产	3,807	3,914	4,935	6,422	8,539
无形资产	1,676	1,112	799.64	552.34	552.34
其他长期资产	12,626	16,357	21,854	28,411	29,320
<b>总长期资产</b>	<b>18,109</b>	<b>21,383</b>	<b>27,589</b>	<b>35,385</b>	<b>38,411</b>
<b>总资产</b>	<b>41,182</b>	<b>65,728</b>	<b>120,418</b>	<b>245,929</b>	<b>390,712</b>
应付账款	1,193	2,699	2,969	4,235	4,320
短期借款	1,250	1,250	1,250	1,250	850.00
其他负债	4,120	6,682	3,536	3,903	2,000
<b>总流动负债</b>	<b>6,563</b>	<b>10,631</b>	<b>7,755</b>	<b>9,388</b>	<b>7,170</b>
长期债务	10,605	9,578	8,209	8,309	7,409
其他长期债务	1,913	2,541	1,300	1,300	1,300
<b>总长期负债</b>	<b>12,518</b>	<b>12,119</b>	<b>9,509</b>	<b>9,609</b>	<b>8,709</b>
股本	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
储备/其他项目	22,099	42,976	103,152	226,930	374,831
股东权益	22,101	42,978	103,154	226,932	374,833
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>22,101</b>	<b>42,978</b>	<b>103,154</b>	<b>226,932</b>	<b>374,833</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	435.72	112.81	50.54	28.86	24.84
PB	164.94	84.82	35.34	16.06	9.73
调整后 PE (倍)	435.72	112.81	50.54	28.86	24.84
调整后 ROE	34.35	99.30	98.72	76.54	48.77
EV EBITDA	345.05	103.28	45.90	25.74	21.82
股息率 (%)	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02
自由现金流收益率 (%)	0.05	0.73	1.68	3.25	3.89

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	10,584	35,343	78,793	137,147	156,545
融资成本	43.00	(19.40)	(555.30)	(751.48)	(2,363)
营运资本变动	(2,459)	(3,669)	(7,601)	(6,050)	(946.74)
税费	187.00	(4,058)	(8,000)	(10,000)	(10,000)
其他	(2,714)	494.77	1,233	2,078	6,841
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,641</b>	<b>28,091</b>	<b>63,870</b>	<b>122,424</b>	<b>150,076</b>
CAPEX	(1,833)	(1,069)	(2,190)	(3,445)	(4,076)
其他投资活动	9,208	(9,497)	(8,700)	(5,931)	(3,558)
<b>投资活动现金流</b>	<b>7,375</b>	<b>(10,566)</b>	<b>(10,889)</b>	<b>(9,376)</b>	<b>(7,634)</b>
债务增加量	0.00	(1,250)	(1,250)	0.00	0.00
权益增加量	(11,217)	(9,533)	(23,000)	(25,500)	(29,900)
派发股息	(398.00)	(395.00)	(600.00)	(800.00)	(850.00)
其他融资活动现金流	(2.00)	(2,455)	0.00	0.00	0.00
<b>融资活动现金流</b>	<b>(11,617)</b>	<b>(13,633)</b>	<b>(24,850)</b>	<b>(26,300)</b>	<b>(30,750)</b>
现金变动	1,399	3,892	28,130	86,748	111,692
年初现金	1,990	3,389	7,280	35,410	122,158
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>3,389</b>	<b>7,281</b>	<b>35,410</b>	<b>122,158</b>	<b>233,850</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	0.22	125.85	111.43	78.32	18.30
毛利润	(12.00)	188.49	120.97	75.97	15.15
营业利润	(58.00)	680.59	134.39	75.35	13.89
净利润	(55.21)	581.32	134.68	80.80	16.18
调整后净利润	(14.21)	286.23	123.24	75.14	16.15
EPS (基本)	(34.08)	286.23	123.24	75.14	16.15
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	56.90	72.70	76.00	75.00	73.00
EBITDA	39.24	58.01	61.17	59.71	57.61
净利润率	31.02	53.04	56.00	55.00	54.00
调整后净利润率	31.02	53.04	56.00	55.00	54.00
ROE	17.93	91.46	95.58	76.51	48.76
调整后 ROE	34.35	99.30	98.72	76.54	48.77
ROA	10.23	55.67	75.04	68.93	46.09
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	38.31	8.26	(25.16)	(49.62)	(60.18)
流动比率	3.52	4.17	11.97	22.43	49.14
速动比率	2.73	3.67	10.95	21.25	46.97
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.63	1.14	1.38	1.25	0.85
应收账款周转天数	56.57	40.85	40.52	37.22	43.42
应付账款周转天数	46.11	42.15	33.00	22.58	20.99
存货周转天数	120.29	113.07	76.89	59.61	65.31
现金转换周期	130.75	111.77	84.41	74.25	87.75
<b>每股指标 (美元)</b>					
EPS (基本)	0.34	1.31	2.93	5.14	5.97
EPS (调整后, 基本)	0.34	1.31	2.93	5.14	5.97
每股净资产	0.90	1.75	4.20	9.23	15.25

## 免责声明

### 分析师声明

本人,何翩翩,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(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,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)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、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。本公司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本公司的商标、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](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

- 分析师何翩翩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，了解来自或与所述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），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。公司注册号: 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

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司