

政策支持与技术突破，有望推动英特尔价值重估

华泰研究

2025 年 2 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):

31.00

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)	31.00
收盘价(美元 截至 2 月 12 日)	22.48
市值(美元百万)	97,338
6 个月平均日成交额(美元百万)	1,671
52 周价格范围(美元)	18.51-46.15
BVPS(美元)	22.93

股价走势图



资料来源：S&P

本周 2/10-2/13 英特尔股价持续上行，区间涨幅 26.3%。我们认为因 4Q24 财报营收与盈利双超预期，英特尔市场预期明显改善，叠加政策支持与技术突破及等多重利好因素，市场正对英特尔未来业绩和竞争力进行重新评估。

美国政府推进高端人工智能芯片本土化生产，英特尔有望长期受益

本周二副总统万斯重申白宫将推动先进芯片本土化生产，英特尔或直接受益。尽管代工业务去年亏损 134 亿美元，但经营已显改善，且获微软、亚马逊定制芯片订单，18A 制程推进也将吸引更多订单。DigitTimes 报道白宫向台积电提出三方案：1) 在美建厂实现制造到封装一体化生产；2) 与多家公司投资英特尔代工业务并推进技术转移；3) 允许英特尔承接台积电亚利桑那工厂的封装业务。我们自去年 9 月已提出英特尔或将分拆，此次台积电提案有望加速其代工业务向独立实体转型。台积电尚未表态，我们推测英特尔晶圆厂或可拆分为由台积电主导的合资实体，并获芯片法案补贴。我们认为拆分后 Fabless 和 Foundry 业务可分别参考 AMD 和格芯，估值可达 1870 与 800 亿美元。英特尔于 24 年 11 月获批 78.6 亿美元联邦补贴，用于在美建半导体设施，其中 22 亿美元已落地(24 年底和 25 年 1 月各 11 亿美元)。

先进制程与 PC 产品突破增强市场信心，18A 工艺稳步推进

英特尔代工业务于 24 年底帮客户完成 Intel 16 流片，并计划 25 年在爱尔兰量产。公司与 AWS 达成数年期、数十亿美元代工订单，涉及 Intel 3 定制 Xeon 6 芯片和 18A 定制 AI 芯片，并与微软达成 150 亿美元 18A 芯片代工合作协议。PC 芯片方面，18A 产品 Panther Lake 预计 2H25 出货，18A 服务器芯片 Clearwater Forest 计划 1H26 推出。桌面级 PC 新品 Nova Lake 计划于 2H26 发布，并升级 P/E-Core 架构。公司还推出 Arrow Lake 新品，涵盖酷睿 Ultra 200U/H/HX 系列，多线程性能提升 41%，全平台最高算力 99 TOPS。Toms Hardware 报道 PassMark 测试显示 Arrow Lake 架构的酷睿 Ultra 9 285K 在 CPU Mark 中性能领先 AMD 锐龙 9 7945HX3D 7%。

Mobileye 赋能 Lyft 自动驾驶出行服务布局，赶上物理 AI 风口

Mobileye 与 Lyft 合作，加速推进自动驾驶出行(Robotaxi)商业化落地，最早 26 年在达拉斯上线。英特尔作为控股股东或将受益于其商业化进展。但我们认为 Mobileye 此前业务倾向于与 OEM 合作推进 L2 辅助驾驶。考虑到 L2 与 L4 技术的差异，其 Robotaxi 技术成熟度与商业化进展仍需关注。

维持 25 年 PS 2.3x，目标价维持 31 美元，维持“买入”

我们维持 25-27 年营收预测为 567/615/649 亿美元，维持 31 美元目标价与 25 年 2.3x PS 估值，维持“买入”。基于公司 18A 项目的稳步推进，以及分拆计划落地的可能性，我们期待公司潜在价值释放。

风险提示：AI 落地不及预期、行业竞争激烈、情景测算存在偏差。

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)	54,228	53,101	56,714	61,512	64,881
+/-%	2.12	(2.08)	6.80	8.46	5.48
归母净利润 (美元百万)	3,629	(17,002)	3,196	4,472	4,831
+/-%	(66.83)	(568.50)	(118.80)	39.94	8.03
归母净利润 (调整后,美元百万)	4,423	(566.00)	5,196	8,472	8,831
+/-%	(41.76)	(112.80)	(1,018)	63.06	4.24
EPS (调整后,美元,最新摊薄)	1.05	(0.13)	1.23	2.00	2.09
PE (调整后,倍)	36.10	(171.98)	18.73	11.49	11.02
PB (倍)	1.45	0.93	0.82	0.75	0.70
ROE (调整后,%)	4.15	(0.53)	4.63	6.82	6.60
EV EBITDA (倍)	14.15	102.39	9.24	7.83	7.07

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测与公司估值

我们维持此前盈利预测，并参考可比公司 2025 年的 PS 估值，并考虑公司管理层的不稳定因素，18A 的良好进展，以及可实行的分拆操作，我们期待公司价值释放。给予公司 25 年估值约 2.3x PS，目标价 31 美元，维持“买入”评级。

若英特尔剥离晶圆代工业务，将可仿效 AMD 成为 Fabless 企业。从 AMD 宣布拆分到格芯成立期间，AMD 的 PB 和 PS 均显著增长。鉴于目前英特尔在制程及 AI 芯片上均为追赶状态，我们认为英特尔估值应与 AMD 入局 AI 芯片前的 5-6x PS 相比，以 25 年 5.0x PS 估算，对应约 1870 亿美元市值。剥离后的晶圆代工厂估值可参考格芯。格芯专注于 10nm 以上的制程，而英特尔代工将涵盖更先进的 18A 制程，我们认为其代工业务估值应超格芯，若以 25E 4x PS 估算，对应代工业务约 800 亿美元估值。随着拆分推进以及制程实现，Fabless 估值有望向 AMD 靠拢，代工业务有望与台积电估值看齐。

图表1：英特尔盈利预测

USDmn	2022(A)	2023(A)	2024(A)	2025(E)	2026(E)	2027(E)
主营业务收入	53,101	54,228	53,101	56,714	61,512	64,881
YoY	-32.80%	2.12%	-2.08%	6.80%	8.46%	5.48%
客户端计算	31,773.00	29,258.00	30,290.00	31,804.50	33,394.73	33,728.67
YoY	-22.66%	-7.92%	3.53%	5.00%	5.00%	1.00%
数据中心与人工智能	16,856.00	12,635.00	12,817.00	13,457.85	13,861.59	14,277.43
YoY	-18.91%	-25.04%	1.44%	5.00%	3.00%	3.00%
网络与边缘	8,409.00	5,774.00	5,842.00	6,426.20	6,747.51	7,084.89
YoY	9.71%	-31.34%	1.18%	10.00%	5.00%	5.00%
英特尔代工服务	27,491.00	18,910.00	17,543.00	19,648.16	23,577.79	27,114.46
YoY	20.32%	-31.21%	-7.23%	12.00%	20.00%	15.00%
其他	5,530.00	5,608.00	3,824.00	4,658.50	5,524.72	6,429.65
YoY	-81.03%	-40.69%	-3.69%	5.00%	10.00%	8.00%
部门抵消	-36958.00	-17957.00	-17215.00	-19280.80	-21594.50	-23753.95
YoY	64.30%	-51.41%	3.00%	12.00%	12.00%	10.00%
毛利润	29,794	23,651	19,099	23,820	27,680	29,197
毛利率	47.30%	43.60%	35.97%	42.00%	45.00%	45.00%
销售及管理费用率	13.19%	10.39%	10.37%	9.00%	9.30%	9.30%
研发费用率	33.01%	29.59%	31.16%	25.50%	26.50%	26.50%
Non GAAP 归母净利润	7,594	4,423	-566	5,196	8,472	8,831
Non GAAP 归母净利率	14.30%	8.16%	-1.07%	9.16%	13.77%	13.61%
Non GAAP EPS Diluted	1.84	1.05	-0.13	1.23	2.00	2.09

资料来源：Bloomberg、华泰研究预测

图表2：可比公司估值对比（数据截至美东时间 2025 年 2 月 12 日）

		PE			PS			PB		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Fabless										
NVIDIA CORPORATION	NVDA US	42.06	27.76	22.51	23.40	15.21	12.53	33.66	16.73	10.48
ADVANCED MICRO DEVICES	AMD US	23.99	17.51	12.97	5.93	4.91	4.02	3.10	2.83	2.52
Average		33.02	22.64	17.74	14.67	10.06	8.28	18.38	9.78	6.50
Foundries										
TSMC	2330 TT	19.02	16.32	13.81	7.99	6.69	5.80	5.41	4.28	3.53
GlobalFoundries Inc	GFS US	23.19	16.88	13.31	3.14	2.83	2.50	1.79	1.65	1.40
Average		21.10	16.60	13.56	5.56	4.76	4.15	3.60	2.96	2.47

注：估值数据为 Bloomberg 一致预期；晶圆代工厂我们主要选取台积电和格芯作为可比公司，主因三星业务种类较多，中芯国际下游覆盖市场较少

资料来源：Bloomberg、华泰研究

风险提示

AI 技术落地和推进不及预期。自 ChatGPT 落地应用并取得一定成功，各科技巨头均加快和加大力度布局 AIGC 领域，如 Meta 于 23 年年初建立 AIGC 团队、微软也在其 Azure、Bing 等多项自有业务进一步整合 AI 技术。由于人工智能属于高新技术，需投入较大前期研发成本和时间，后续 AI 技术落地可能会受企业投入、宏观经济、政策和舆论等多方面影响，致使研发进度不及预期。

行业竞争激烈。目前生成式 AI 技术仍处行业发展前期，文字、图片、视频等单一及多模态大模型不断推出，赋能聊天、搜索引擎、编辑代码等多类应用，行业暂未形成较为稳定的竞争格局，竞争激烈。若后续市场竞争进一步加剧，部分企业未能及时推出相关产品或技术研发不及预期，可能会受激烈竞争影响而导致市场出清。

情景测算存在偏差。本报告的测算是基于多种假设的情景测算，多种因素的不确定性将导致测算结果和实际情况存在偏差，如全球经济环境、半导体行业竞争加剧、公司运营战略改变及落地不及预期等。代工与其他业务的情景估值仅为分拆后的模拟静态测算，不构成当前投资建议。

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	54,228	53,101	56,714	61,512	64,881
销售成本	(30,577)	(34,002)	(32,894)	(33,832)	(35,685)
毛利润	23,651	19,099	23,820	27,680	29,197
销售及分销成本	(5,634)	(5,507)	(5,104)	(5,721)	(6,034)
管理费用	(16,046)	(16,546)	(14,462)	(16,301)	(17,194)
其他收入/支出	212.00	242.00	363.00	435.60	522.72
财务成本净额	457.00	226.00	(757.04)	(733.53)	(708.25)
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	2,702	(9,456)	3,760	5,261	5,684
税费开支	913.00	(8,023)	(563.93)	(789.17)	(852.53)
少数股东损益	(14.00)	(477.00)	0.00	0.00	0.00
净利润	3,629	(17,002)	3,196	4,472	4,831
Non-GAAP 调整项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
调整后净利润	4,423	(566.00)	5,196	8,472	8,831
折旧和摊销	(9,602)	(11,379)	(13,014)	(14,767)	(16,559)
EBITDA	11,847	1,697	17,531	20,762	22,951
EPS (美元, 基本)	0.84	(3.93)	0.74	1.03	1.12

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	11,127	12,198	12,808	13,448	14,121
应收账款和票据	3,402	3,478	4,069	4,558	5,104
现金及现金等价物	7,079	8,249	19,410	16,228	15,044
其他流动资产	21,661	23,399	24,569	25,797	27,087
总流动资产	43,269	47,324	60,856	60,031	61,357
固定资产	96,647	107,919	121,210	131,564	140,709
无形资产	32,180	28,384	28,770	27,065	25,360
其他长期资产	19,476	12,858	0.00	0.00	0.00
总长期资产	148,303	149,161	149,980	158,629	166,069
总资产	191,572	196,485	210,836	218,659	227,426
应付账款	8,578	12,556	13,184	13,843	14,535
短期借款	2,288	3,729	4,102	4,512	4,963
其他负债	17,187	19,381	19,381	19,381	19,381
总流动负债	28,053	35,666	36,667	37,736	38,879
长期债务	46,978	46,282	47,282	44,282	42,282
其他长期债务	6,576	9,505	7,604	7,604	7,604
总长期负债	53,554	55,787	54,886	51,886	49,886
股本	36,649	50,949	57,549	59,949	61,949
储备/其他项目	68,941	48,321	55,972	63,326	70,950
股东权益	109,965	105,032	119,283	129,037	138,661
少数股东权益	4,375	5,762	5,762	5,762	5,762
总权益	114,340	110,794	125,045	134,799	144,423

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	44.00	(5.73)	30.46	21.77	20.15
PB	1.45	0.93	0.82	0.75	0.70
调整后 PE (倍)	36.10	(171.98)	18.73	11.49	11.02
调整后 ROE	4.15	(0.53)	4.63	6.82	6.60
EV EBITDA	14.15	102.39	9.24	7.83	7.07
股息率 (%)	3.54	0.00	1.31	1.15	1.24
自由现金流收益率 (%)	(15.16)	(20.21)	(10.01)	(5.40)	(3.93)

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	11,847	1,697	17,531	20,762	22,951
融资成本	(457.00)	(226.00)	757.04	733.53	708.25
营运资本变动	(1,352)	6,216	(3,644)	(1,698)	(1,817)
税费	913.00	(8,023)	(563.93)	(789.17)	(852.53)
其他	520.00	8,624	1,243	3,266	3,292
经营活动现金流	11,471	8,288	15,323	22,275	24,281
CAPEX	(26,014)	(19,374)	(22,957)	(23,416)	(24,000)
其他投资活动	1,973	1,118	12,858	0.00	0.00
投资活动现金流	(24,041)	(18,256)	(10,099)	(23,416)	(24,000)
债务增加量	6,928	687.00	1,373	(2,590)	(1,549)
权益增加量	4,001	356.00	6,600	2,400	2,000
派发股息	(3,088)	(1,599)	(1,278)	(1,118)	(1,208)
其他融资活动现金流	664.00	11,694	(757.04)	(733.53)	(708.25)
融资活动现金流	8,505	11,138	5,938	(2,041)	(1,465)
现金变动	(4,065)	1,170	11,161	(3,183)	(1,183)
年初现金	11,144	7,079	8,249	19,410	16,228
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	7,079	8,249	19,410	16,228	15,044

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	2.12	(2.08)	6.80	8.46	5.48
毛利润	(20.62)	(19.25)	24.72	16.21	5.48
营业利润	(61.36)	(588.15)	(141.85)	33.84	5.58
净利润	(66.83)	(568.50)	(118.80)	39.94	8.03
调整后净利润	(41.76)	(112.80)	(1,018)	63.06	4.24
EPS (基本)	(66.83)	(568.50)	(118.80)	39.94	8.03
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	43.60	35.97	42.00	45.00	45.00
EBITDA	21.85	3.20	30.91	33.75	35.37
净利润率	8.16	(1.07)	9.16	13.77	13.61
调整后净利润率	8.16	(1.07)	9.16	13.77	13.61
ROE	3.40	(15.82)	2.85	3.60	3.61
调整后 ROE	4.15	(0.53)	4.63	6.82	6.60
ROA	1.94	(8.76)	1.57	2.08	2.17
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	38.36	39.76	26.80	25.24	23.22
流动比率	1.54	1.33	1.66	1.59	1.58
速动比率	1.15	0.98	1.31	1.23	1.21
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.29	0.27	0.28	0.29	0.29
应收账款周转天数	25.01	23.32	23.95	25.24	26.81
应付账款周转天数	106.98	111.88	140.85	143.80	143.14
存货周转天数	143.35	123.48	136.83	139.70	139.06
现金转换周期	61.38	34.92	19.94	21.14	22.72
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	0.84	(3.93)	0.74	1.03	1.12
EPS (调整后, 基本)	1.02	(0.13)	1.20	1.96	2.04
每股净资产	25.40	24.26	27.55	29.80	32.02

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 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），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2025年华泰证券股份有限公司