

AI 热潮或未退，但 ASIC 会否也需液冷成关键

华泰研究

2025 年 4 月 24 日 | 美国

季报点评

电子

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

99.00

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)	99.00
收盘价(美元 截至 4 月 22 日)	71.82
市值(美元百万)	27,347
6 个月平均日成交额(美元百万)	946.08
52 周价格范围(美元)	53.60-155.77
BVPS(美元)	6.39

股价走势图



资料来源: S&P

Vertiv 4/23 盘前公布 1Q25 财报, 营收盈利双超市场预期, 引盘前股价一度涨达 20%, 收盘涨 8.6%。营收 20.4 亿美元, 同比+24%, 环比-13%, 对比 BBG cons 的 19.4 美元与原指引 19.0-19.5 亿美元; Non-GAAP EPS 为 0.64 美元, 同比+49%, 对比 BBG cons 的 0.61 美元与原指引 0.57-0.63 美元。公司指引: 2Q25 营收 23.3-23.8 亿美元, 中值高于 BBG cons 3.5%。Non-GAAP EPS 为 0.77-0.85 美元, 对比 BBG cons 的 0.88 美元; 上调 2025 全年营收从 91.3-92.6 亿至 93.3-95.8 亿美元、Non-GAAP EPS 3.45-3.65 美元, 对比原指引 3.50-3.60 美元。鉴于 Vertiv 业绩超预期、股价反弹, AI 热潮或尚未退却, 且关税影响相对可控, 重申“增持”。

Blackwell 出货节奏影响液冷上量, 关键是其以外的液冷需求是否存在?

自年初 DeepSeek 空降, 市场普遍认为将降低依赖液冷的高端 GPU 需求, 未来 AI 计算或更倾向于功耗较低的其他 GPU 或 ASIC。因此 Vertiv 股价自年初高点已回调约 50%, 但公司认为 AI 热潮未退。考虑到英伟达 GB 系列 NVL72 面临散热与电力传输等挑战, 上半年出货或较少, 但部分客户已转单至同样需要液冷的 HGX Blackwell, 或能抵消其对液冷实际放量的影响。公司也预计数据中心未来五年年均增长 15-17%, 但我们认为当中芯片种类将百花齐放。科技巨头纷纷自研功耗较低的 ASIC 加速器, 或将降低对液冷需求。关税方面, 公司推进两项缓释策略: 1) 重构供应链: 加快墨西哥产线 USMCA 认证, 扩大低或免关税国家的产能布局, 预计 3Q-4Q 见效。当前中国供应占比为个位数, 风险可控; 2) 转嫁客户: 调整定价机制, 对新订单实施价格上调与附加关税费用, 并正与部分存量合同客户协商再定价。

在手订单高企, 新品与技术突破驱动长期业绩增长

1Q25 有机订单 TTM 同比+20%, 在手订单环比+10%至 79 亿美元, 账单比达 1.4x。1Q 重点项目: 1) 携手英伟达与 iGenius 在意大利部署 Colosseum DGX 超级计算机, 采用公司 360AI 架构平台, 最高支持 7MW, 单机架负载达 132kW; 2) 推出 Unify 管理平台, 强化电力应用与系统散热可视化分析; 3) 推出模块化预制方案 SmartRun, 集成高密度供电、液冷管网等设施, 单日可部署 1MW, 效率提升 85%; 4) 推出高密度后门热交换器 CoolLoop RDHx, 支持最高 80kW 散热, 强化风液结合; 5) 推出 PowerDirect Rack 高密度 50V 直流供电系统, 单机架最高负载 132kW, 满足 HPC 可扩展性。

下调目标价至 99 美元, 对应 25E 27x PE, 维持“增持”评级

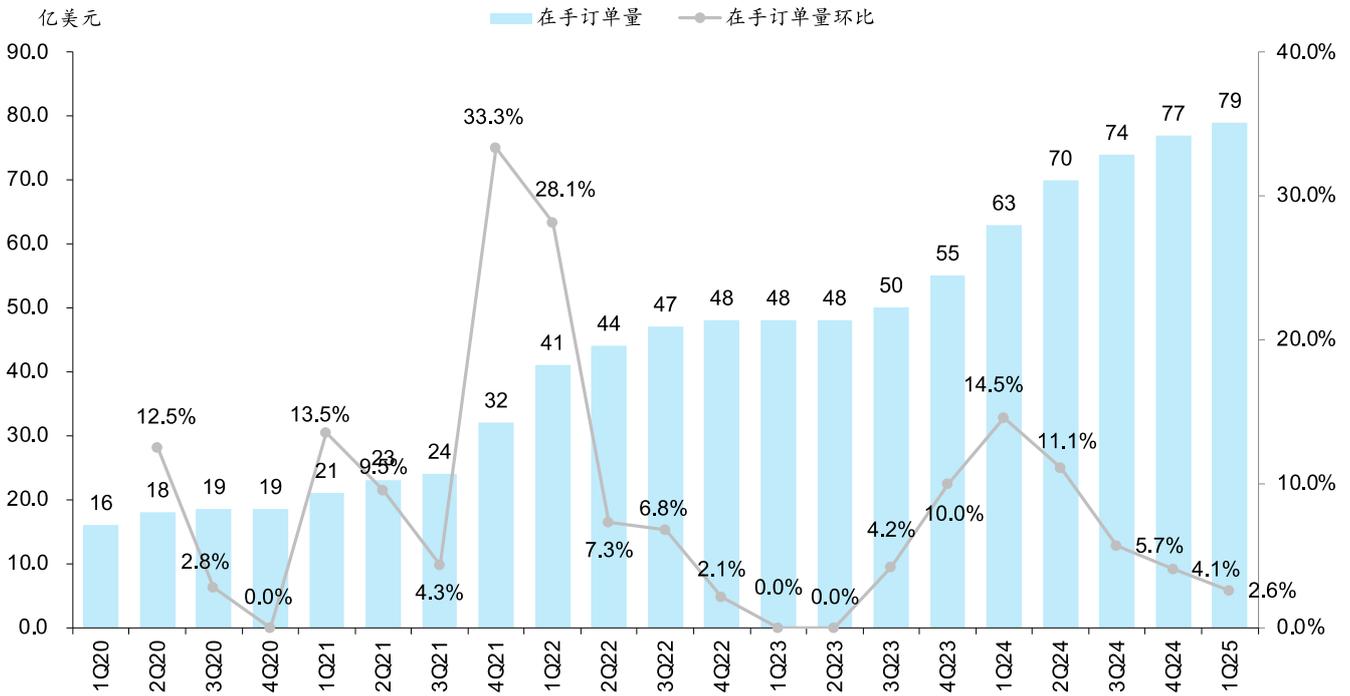
维持 25/26/27E EPS 为 3.7/4.3/5.1 美元盈利预测, 下调目标价至 99 美元(前值: 146 美元), 对应 25E 27x PE。本次下调主系 NVL72 出货节奏趋缓或影响液冷需求兑现, 且贸易摩擦影响美股大盘估值。维持“增持”。

风险提示: 新品落地缓慢、AI 技术推进不及预期、订单交付不及预期等。

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)	6,863	8,012	9,327	10,264	11,971
+/-%	20.59	16.74	16.42	10.05	16.63
归母净利润(美元百万)	460.20	495.80	1,171	1,380	1,686
+/-%	500.78	7.74	136.09	17.93	22.16
归母净利润(调整后,美元百万)	684.40	847.26	1,397	1,607	1,913
+/-%	239.65	23.80	64.93	15.02	19.04
EPS(调整后,美元,最新摊薄)	1.77	2.26	3.72	4.28	5.10
PE(调整后,倍)	39.89	31.80	19.28	16.76	14.08
PB(倍)	13.55	11.07	10.02	7.28	4.92
ROE(调整后,%)	39.60	38.09	54.56	50.33	41.71
EV EBITDA(倍)	32.04	26.37	15.27	13.24	10.93

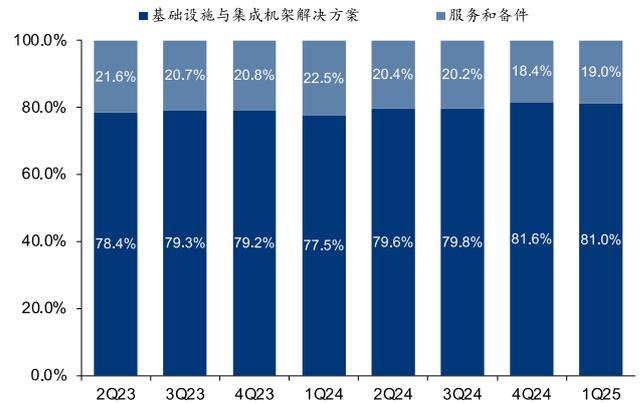
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 1Q20-1Q25 Vertiv 在手订单量与环比增速 (单位: 亿美元)


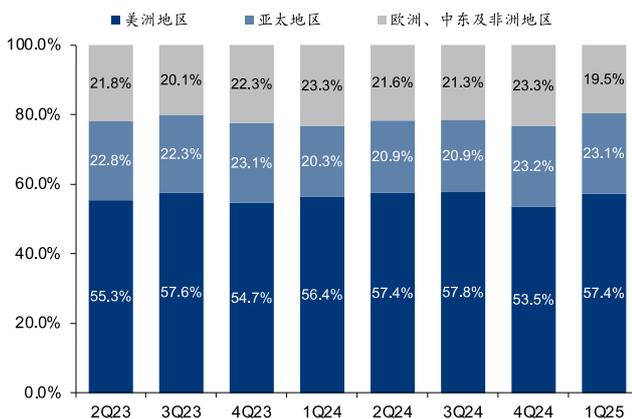
资料来源: 公司公告、华泰研究; 公司未公布 4Q24 与 1Q25 有机订单同比增长率

图表2: 2Q23-1Q25 营收与同比 (单位: 百万美元)

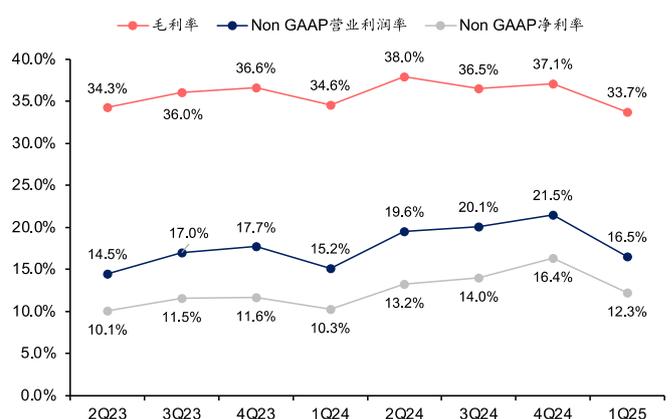

资料来源: 公司公告、华泰研究

图表3: 2Q23-1Q25 营业收入按产品类别拆分


资料来源: 公司公告、华泰研究

图表4: 2Q23-1Q25 营业收入按地区拆分


资料来源: 公司公告、华泰研究

图表5: 2Q23-1Q25 毛利率、Non-GAAP 营业利润率及净利率


资料来源: 公司公告、华泰研究

盈利预测与公司估值

我们维持此前盈利预测，25/26/27E 营收分别为 93.3/102.6/119.7 亿美元，调整后净利润分别为 14.0/16.1/19.1 亿美元。我们选择 6 家海外与 3 家中国数据中心基础设施公司作为参照，可比公司 2025 年 PE 均值为 33.7x，中位数 22.2x。我们下调目标价从 146 美元至 99 美元，对应 25 年 27x PE，维持“增持”评级。本次下调主要系，我们认为 GB 系列 NVL72 出货节奏趋缓，或影响公司液冷需求兑现，且贸易摩擦影响美股大盘估值下降。

图表6: Vertiv 盈利预测

百万美元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4998.1	5691.5	6863.2	8011.8	9327.3	10264.3	11971.0
YoY(%)	14.4%	13.9%	20.6%	16.7%	16.4%	10.0%	16.6%
营业成本	3475.4	4075.4	4462.7	5077.6	5754.9	6271.5	7278.4
毛利	1522.7	1616.1	2400.5	2934.2	3572.4	3992.8	4692.6
YoY(%)	3.3%	6.1%	48.5%	22.2%	21.7%	11.8%	17.5%
销售与管理费用	1109	1178.3	1312.3	1374.0	1585.6	1744.9	2035.1
其他营业费用	153.8	214.4	216.0	192.8	188.2	189.1	191.9
营业利润	259.9	223.4	872.2	1367.4	1798.5	2058.8	2465.6
YoY(%)	21.7%	-14.0%	290.4%	56.8%	31.5%	14.5%	19.8%
税前利润	166.2	167	533.7	765.4	1605.7	1865.5	2278.9
YoY(%)	N.M.	0.5%	219.6%	43.4%	109.8%	16.2%	22.2%
净利润	119.6	76.6	460.2	495.8	1170.5	1380.5	1686.4
YoY(%)	-136.5%	-36.0%	500.8%	7.7%	136.1%	17.9%	22.2%
调整后净利润	278.2	201.5	684.4	847.3	1397.4	1607.3	1913.3
YoY(%)	-1.8%	-27.6%	239.7%	23.8%	64.9%	15.0%	19.0%
毛利率	30.5%	28.4%	35.0%	37.5%	38.3%	38.9%	39.2%
营业利润率	5.2%	3.9%	12.7%	17.1%	19.3%	20.1%	20.6%
净利率	2.4%	1.3%	6.7%	6.2%	12.5%	13.4%	14.1%
调整后净利率	5.6%	3.5%	10.0%	10.6%	15.0%	15.7%	16.0%

资料来源:公司公告、华泰研究预测

图表7: 可比公司估值

股票代码	公司	交易货币	财报货币	收盘价 (当地货币)	市值 (十亿, 美元)	P/E			P/S		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
主要数据中心基础设施供应商											
MPWR US	MPS	USD	USD	537.0	25.7	30.5	25.6	21.3	9.3	8.1	6.8
ETN US	伊顿	USD	USD	275.7	108.0	22.2	19.8	17.9	3.9	3.6	3.4
APH US	安费诺	USD	USD	71.1	861.8	28.7	25.7	23.5	4.3	4.0	3.7
JCI US	江森自控	USD	USD	78.3	51.7	21.3	18.4	15.9	2.2	2.1	2.0
SU FP	施耐德电气	EUR	EUR	209.0	120.5	21.2	18.7	16.8	2.8	2.6	2.4
LR FP	罗格朗	EUR	EUR	94.6	25.2	18.3	16.9	15.6	2.6	2.4	2.3
2308 TT	台达电	TWD	TWD	329.5	26.3	18.4	15.7	16.3	1.6	1.5	1.4
002837 CH	英维克	CNY	CNY	31.4	3.2	31.9	24.7	49.5	3.7	2.9	2.4
872808 CH	曙光数创	CNY	CNY	56.1	1.6	110.6	77.1	63.7	12.7	9.5	6.9
平均值						33.7	26.9	26.7	4.8	4.1	3.5
中位值						22.2	19.8	17.9	3.7	2.9	2.4

资料来源: Bloomberg 预测、华泰研究; 数据截至美东时间 2025 年 4 月 23 日收盘

图表8: Vertiv 目标价测算

估值	2025E
营业收入 (百万美元)	9,327
调整后净利润 (百万美元)	1,397
估值倍数 (P/E)	27
目标市值 (百万美元)	37,734
总股本 (百万股)	381
目标价 (美元)	99.00

资料来源: Bloomberg、华泰研究预测



风险提示

1. **新品技术落地缓慢：**公司主要从事关键数字能源基础设施的研发、设计和销售，若不能持续进行技术创新并推出新品，或影响营收及利润，并对公司的行业竞争地位产生不利影响。
2. **AI 技术推进不及预期：**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，进而赋能数据中心等领域发展。由于人工智能属于新技术，需投入较大前期研发成本，后续 AI 技术落地可能会受企业投入政策和舆论等多方面影响，致使研发进度不及预期，并影响数据中心基础设施部署与升级进度，进而影响公司主营业务收入及盈利水平。
3. **订单交付进度不及预期：**公司有机订单与在手订单量持续增长，多数订单将于 2025 年交付。若上游零部件供给不足或导致公司订单积压、交付进度缓慢，进而影响公司主营业务收入及盈利水平。
4. **国际贸易摩擦加剧：**公司诸多客户来自海外，贸易摩擦加剧或汇率波动加剧情况下，或对公司供应链与营业收入带来不确定性。
5. **宏观经济不确定性：**宏观经济存在下行压力和不确定性，或影响公司主营业务及合作进展。

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,863	8,012	9,327	10,264	11,971
销售成本	(4,463)	(5,078)	(5,755)	(6,271)	(7,278)
毛利润	2,401	2,934	3,572	3,993	4,693
销售及分销成本	(1,312)	(1,374)	(1,586)	(1,745)	(2,035)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(157.90)	(451.60)	(30.00)	(33.00)	(33.00)
财务成本净额	(180.60)	(150.40)	(162.88)	(160.34)	(153.69)
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	533.70	765.40	1,606	1,865	2,279
税费开支	(73.50)	(269.60)	(435.13)	(485.02)	(592.52)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	460.20	495.80	1,171	1,380	1,686
Non-GAAP 调整项	224.20	351.46	226.89	226.89	226.89
调整后净利润	684.40	847.26	1,397	1,607	1,913
折旧和摊销	(271.00)	(277.00)	(294.31)	(312.58)	(331.55)
EBITDA	985.30	1,194	2,063	2,338	2,764
EPS (美元, 基本)	1.21	1.32	3.12	3.68	4.50

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	884.30	1,244	1,258	1,444	1,508
应收账款和票据	2,185	2,363	2,563	2,784	3,172
现金及现金等价物	780.40	1,228	1,029	1,445	1,958
其他流动资产	151.60	267.10	306.70	373.99	373.99
总流动资产	4,002	5,102	5,158	6,047	7,012
固定资产	560.10	625.10	729.67	841.40	938.49
无形资产	1,673	1,487	1,374	1,218	1,058
其他长期资产	1,764	1,919	1,809	1,989	2,718
总长期资产	3,997	4,031	3,912	4,049	4,714
总资产	7,999	9,133	9,070	10,095	11,726
应付账款	986.40	1,316	1,206	1,339	1,421
短期借款	64.70	88.90	164.70	184.70	204.70
其他负债	1,254	1,692	1,835	1,902	1,815
总流动负债	2,305	3,097	3,206	3,426	3,441
长期债务	3,062	3,079	2,983	2,820	2,657
其他长期债务	616.50	522.60	192.95	151.26	151.81
总长期负债	3,678	3,601	3,176	2,971	2,809
股本	2,711	2,821	1,978	1,978	1,978
储备/其他项目	(696.40)	(387.10)	710.95	1,721	3,498
股东权益	2,015	2,434	2,689	3,699	5,476
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	2,015	2,434	2,689	3,699	5,476

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	59.33	54.34	23.02	19.52	15.98
PB	13.55	11.07	10.02	7.28	4.92
调整后 PE (倍)	39.89	31.80	19.28	16.76	14.08
调整后 ROE	39.60	38.09	54.56	50.33	41.71
EV EBITDA	32.04	26.37	15.27	13.24	10.93
股息率 (%)	0.03	0.16	0.22	0.26	0.31
自由现金流收益率 (%)	3.02	2.99	3.68	4.63	5.44

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	985.30	1,194	2,063	2,338	2,764
融资成本	180.60	150.40	162.88	160.34	153.69
营运资本变动	66.70	114.10	(324.66)	(273.35)	(369.91)
税费	(73.50)	(269.60)	(435.13)	(485.02)	(592.52)
其他	(258.60)	129.98	(385.21)	(481.08)	(461.06)
经营活动现金流	900.50	1,319	1,081	1,259	1,494
CAPEX	(127.90)	(167.00)	(252.90)	(272.90)	(272.90)
其他投资活动	(11.20)	(34.70)	(313.71)	(217.58)	(724.13)
投资活动现金流	(139.10)	(201.70)	(566.61)	(490.48)	(997.03)
债务增加量	(241.70)	41.10	(20.12)	(142.90)	(142.90)
权益增加量	80.60	110.10	(843.70)	0.00	0.00
派发股息	(9.50)	(42.20)	(58.53)	(69.02)	(84.32)
其他融资活动现金流	(82.60)	(294.70)	(193.16)	(472.39)	6.33
融资活动现金流	(253.20)	(185.70)	(1,116)	(684.31)	(220.89)
现金变动	508.20	931.90	(601.39)	84.49	276.45
年初现金	269.40	779.10	1,711	1,110	1,194
汇率波动影响	1.50	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	779.10	1,711	1,110	1,194	1,471

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	20.59	16.74	16.42	10.05	16.63
毛利润	48.54	22.23	21.75	11.77	17.53
营业利润	290.42	56.78	31.53	14.47	19.76
净利润	500.78	7.74	136.09	17.93	22.16
调整后净利润	239.65	23.80	64.93	15.02	19.04
EPS (基本)	495.39	9.17	136.09	17.93	22.16
盈利能力比率 (%)					
毛利率	34.98	36.62	38.30	38.90	39.20
EBITDA	14.36	14.91	22.12	22.78	23.09
净利润率	6.71	6.19	12.55	13.45	14.09
调整后净利润率	9.97	10.58	14.98	15.66	15.98
ROE	26.63	22.29	45.70	43.23	36.76
调整后 ROE	39.60	38.09	54.56	50.33	41.71
ROA	6.10	5.79	12.86	14.41	15.46
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	116.43	79.69	78.78	42.17	16.50
流动比率	1.74	1.65	1.61	1.77	2.04
速动比率	1.35	1.25	1.22	1.34	1.60
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.91	0.94	1.02	1.07	1.10
应收账款周转天数	106.85	102.18	95.06	93.77	89.55
应付账款周转天数	79.47	81.63	78.90	73.06	68.26
存货周转天数	68.82	75.46	78.28	77.56	73.00
现金转换周期	96.20	96.01	94.44	98.27	94.29
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	1.21	1.32	3.12	3.68	4.50
EPS (调整后, 基本)	1.80	2.26	3.72	4.28	5.10
每股净资产	5.30	6.49	7.17	9.86	14.60

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，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。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