

Q4 起政企业务增长提速，金融负债影响净利

华泰研究

2025 年 4 月 30 日 | 中国内地

年报点评

通信设备制造

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

27.38

研究员 王兴
SAC No. S0570523070003 wangxing@htsc.com
SFC No. BUC499 +(86) 21 3847 6737

研究员 高名彦
SAC No. S0570523080006 gaomingyao@htsc.com
SFC No. BUP971 +(86) 21 2897 2228

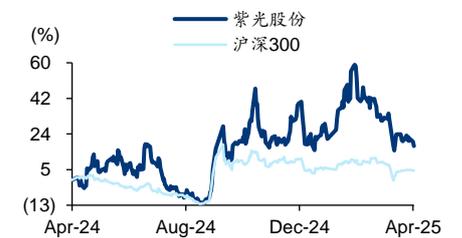
研究员 王珂
SAC No. S0570524080005 wangke020520@htsc.com
SFC No. BWA966 +(86) 755 8249 2388

联系人 唐攀尧
SAC No. S0570124040002 tangpanyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价(人民币)	27.38
收盘价(人民币 截至 4 月 29 日)	24.43
市值(人民币百万)	69,872
6 个月平均日成交额(人民币百万)	2,810
52 周价格范围(人民币)	18.38-33.12
BVPS(人民币)	4.78

股价走势图



资料来源: Wind

公司 2024 年实现收入 790.24 亿元, 同比+2%; 归母净利润 15.72 亿元, 同比-25%, 其中 4Q24 发生净亏损, 24 年归母净利润低于我们前次评级时的预期(22.9 亿元), 系公司将与 HPE 开曼约定的新华三剩余 19% 股权的期权远期安排作为金融负债而产生利息, 叠加收购时所用银行贷款的利息, Q4 财务费用同比大幅增长 248% 至 6.72 亿元。公司 1Q25 实现营业收入 207.9 亿元, 同比+22%, 归母净利润 3.49 亿元, 同比-16%。我们看好国内智算持续建设的背景下, 公司作为国内以太网交换机及 AI 服务器龙头企业有望持续受益。维持“增持”评级。

国内政企业务 4Q24 起增长显著, 海外自主品牌及渠道拓展成效显著

分业务来看, ICT 基础设施方面, 2024 年新华三实现收入 550.74 亿元, 同比+6%, 其中, 国内政企业务收入同比增长 11% 至 442.39 亿元, 我们判断 Q4 增长较显著(因 9M24 板块收入同比-16%), 未来互联网等客户资本开支增长或带动板块收入持续增长(1Q25 板块涨势延续, 收入同比提升 37%); 国内运营商业务收入同比下滑 20% 至 79.19 亿元, 系运营商资本开支有所收紧, 该趋势或在 25 年延续; 国际业务同比增长 32% 至 29.16 亿元, 其中 H3C 品牌及自主渠道收入 9.59 亿元(同比+69%), 随着更多品类、更多国家的开拓, 未来公司海外业务占比有望进一步提升。

收入结构变化致盈利能力承压, HPE 开曼相关金融负债带来利息影响

公司 2024 年/1Q25 综合毛利率为 17.39%/15.67%, 同比下降 2.21/4.30pct, 主要系低毛利 AI 服务器/白盒产品增速较快, 占比提升, 未来毛利率或稳中有降。费用整体控制良好, 公司 2024 年销售费率/管理费/研发费率分别为 5.24%/1.30%/6.46%, 同比分别变动-0.30/-0.50/-0.84pct。公司与 HPE 开曼的期权远期安排作为金融负债产生对应利息, 2024 年/1Q25 对应损益影响分别为-2.19/-0.82 亿元, 预计该负债仍将对后续季度盈利产生影响。

盈利预测与估值

公司有望保持 ICT 领域领先地位, IDC 统计 24 年公司在国内以太网交换机/企业级 WLAN/X86 服务器领域份额分别排名第 2/1/3, 发布 800G CPO 交换机、64 卡超节点前沿产品。考虑到毛利率短期承压且债务影响或持续, 我们下调公司 25-27 年归母净利润至 22.15/28.18/33.49 亿元(前值: 27.37/32.70/-亿元, 调整幅度-19%/-14%/-), 预计 25 年网络设备/服务器及存储/软件及系统集成/云计算/IT 分销板块分别贡献净利润 13.48/4.83/0.45/0.65/2.75 亿元, 分别给予 25 年 PE 42/26/25/43/19 倍, 对应公司目标市值 783 亿元, 目标价 27.38 元(前值: 29.47 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 新业务拓展不及预期, 政企投资不及预期, 行业竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	77,308	79,024	89,220	97,995	104,794
+/-%	4.39	2.22	12.90	9.83	6.94
归属母公司净利润(人民币百万)	2,103	1,572	2,215	2,818	3,349
+/-%	(2.54)	(25.23)	40.89	27.22	18.82
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.74	0.55	0.77	0.99	1.17
ROE(%)	9.20	12.30	14.52	15.82	15.98
PE(倍)	33.22	44.44	31.54	24.79	20.86
PB(倍)	2.06	5.24	4.56	3.92	3.34
EV EBITDA(倍)	15.49	25.72	19.90	15.96	14.30

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：公司营业收入及同比增速



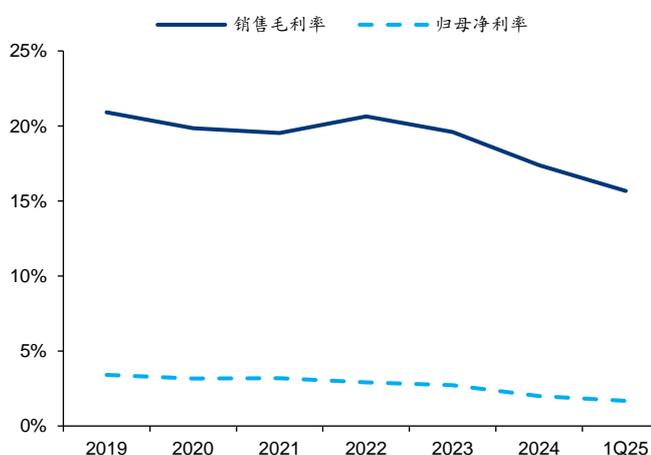
资料来源：公司财报，华泰研究

图表2：公司归母净利润及同比增速



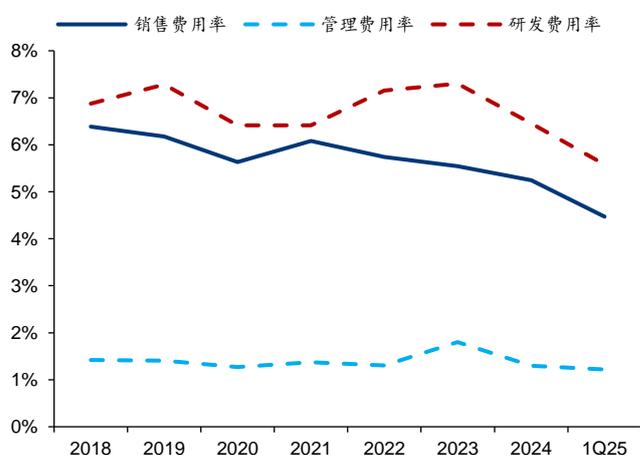
资料来源：公司财报，华泰研究

图表3：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司财报，华泰研究

图表4：公司费用率情况



资料来源：公司财报，华泰研究

估值方法

估值分析上，为了更好的反映公司各部分业务的价值，我们采用分部估值法（SOTP 估值法）。板块拆分及对标公司如下所示：

1、网络设备板块主要包括：交换机产品、路由器产品以及 WLAN 产品。由于公司数据中心交换机 Q4 起放量加速（国内政企业务的一部分），但互联网客户议价能力较强，行业竞争加剧或影响毛利率，我们预计 2025 年板块贡献归母净利润 13.48 亿元。可比公司（中兴通讯、锐捷网络、星网锐捷）2025 年 Wind 一致预期 PE 均值为 31.07x（前值：23.31x），我们认为公司是国内网络设备领域领导企业，在交换机、路由器以及 WLAN 等市场份额皆位居行业前两位，高于可比公司；此外公司基于领先的技术优势、全栈式产品布局，以及持续推进自研芯片量产，有望进一步开拓高端市场，以提升市场份额。考虑到 AI 对网络设备需求的长期拉动作用及以太网在 AI 网络中市占率提升的产业趋势，我们给予公司该部分业务 2025 年 PE 42x（前值：38x，相对前次评级调低了公司相对可比公司的估值溢价倍数，系部分可比公司 PE 较高使得整体均值较高），对应目标市值 566.19 亿元（前值：539.70 亿元）。

2、服务器及存储器板块主要包括：服务器、存储器等产品，我们预计 2025 年板块贡献归母净利润 4.83 亿元。可比公司（浪潮信息、中科曙光、中兴通讯）2025 年 Wind 一致预期 PE 均值为 25.64x（前值：23.37x），给予公司 2025 年该项业务 PE 26x（前值：23x），对应目标市值 125.56 亿元（前值：172.82 亿元，较前次有所下降系公司 AI 服务器中海外 GPU 卡供应存在不确定性，且 AI 服务器行业竞争加剧，毛利率或有所下行）。

3、软件及系统集成业务：我们预计 2025 年板块贡献归母净利润 0.45 亿元。可比公司（太极股份、新点软件、博思软件）2025 年 Wind 一致预期 PE 均值为 34.30x（前值：41.09x），考虑到该板块收入增速相对 24 年或有回暖，但板块盈利能力或低于预期，我们给予公司该部分业务 2025 年 PE 25x（前值：20x），对应目标市值为 11.16 亿元（前值：17.62 亿元）。

4、云计算、大数据及网络安全业务：我们预计 2025 年板块贡献归母净利润 0.65 亿元。可比公司（启明星辰、深信服、迪普科技、奇安信、绿盟科技、锐捷网络）2025 年 Wind 一致预期 PE 均值为 85.49x（前值：69.13x），我们认为公司云计算业务有望把握国内政务云市场发展机遇；但考虑到公司云计算 IaaS 业务仍在投入期，尚未实现盈利，给予公司该项业务 2025 年 PE 43x（前值：35x），对应目标市值为 27.88 亿元（前值：80.76 亿元）。

5、IT 分销板块：我们预计 2025 年板块贡献归母净利润 2.75 亿元（前值：2.46 亿元）。可比公司（神州数码）2025 年 Wind 一致预期 PE 均值为 18.54x（前值：13.24x）。参考可比公司估值水平，考虑到新华三算网业务发展也将相应给公司 IT 分销业务带来增量需求，我们给予公司 2025 年该项业务 PE 估值 19x（前值：13x），对应目标市值为 52.24 亿元（前值：32.04 亿元）。

综上，我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 22.15/28.18/33.49 亿元（前值：27.37/32.70/-亿元，调整幅度-19%/-14%/-），基于 SOTP 估值法，给予公司目标市值 783.04 亿元，目标价为 27.38 元（前值：29.47 元），对应 24 年 PE 35.34x（前值：30.80x），维持“增持”评级。

图表5：可比公司估值表（截至 2025 年 4 月 29 日）

	可比公司	当前市值(亿元)	最新股价(元)	EPS (Wind 一致预期, 元)			PE(x)		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
网络设备									
000063 CH	中兴通讯	1422.60	31.46	1.76	1.90	2.06	17.86	16.57	15.30
301165 CH	锐捷网络	419.37	73.81	1.01	1.33	1.62	73.05	55.38	45.59
002396 CH	星网锐捷	113.13	19.22	0.69	0.90	1.10	27.96	21.26	17.53
						均值	39.62	31.07	26.14
服务器及存储器									
000977 CH	浪潮信息	716.19	48.65	1.56	2.06	2.53	31.25	23.66	19.24
603019 CH	中科曙光	910.84	62.25	1.31	1.70	2.05	47.66	36.69	30.34
000063 CH	中兴通讯	1422.60	31.46	1.76	1.90	2.06	17.86	16.57	15.30
						均值	32.26	25.64	21.63
软件及系统集成									
002368 CH	太极股份	147.46	23.66	0.31	0.56	0.74	77.17	42.06	32.01
300075 CH	新点软件	107.48	32.57	0.62	0.84	1.09	52.62	38.56	29.82
300525 CH	博思软件	109.71	14.47	0.40	0.65	0.81	36.29	22.29	17.88
						均值	55.36	34.30	26.57
云计算、大数据、网安									
002439 CH	启明星辰	187.26	15.37	-0.19	0.13	0.22	-82.75	115.04	68.43
300454 CH	深信服	410.07	97.20	0.47	0.89	1.27	208.30	108.65	76.67
300768 CH	迪普科技	103.98	16.15	0.25	0.32	0.40	64.52	50.85	40.12
688561 CH	奇安信-U	203.02	29.63	-2.01	0.36	0.56	-14.72	83.00	53.10
300369 CH	绿盟科技	54.67	6.84	-0.46	0.07	0.15	-14.99	100.00	46.88
301165 CH	锐捷网络	419.37	73.81	1.01	1.33	1.62	73.05	55.38	45.59
						均值	38.90	85.49	55.13
分销业务									
000034 CH	神州数码	273.20	38.41	1.06	2.07	2.51	36.30	18.54	15.31
						均值	36.30	18.54	15.31

注：可比公司盈利预测基于 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

图表6：分部估值表（截至 2025 年 4 月 29 日）

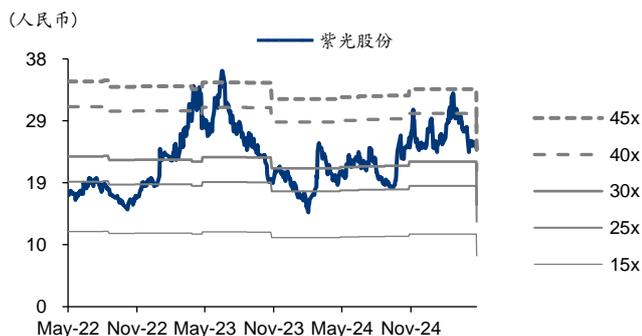
业务板块名称	25 年归母净利润贡献 (亿元)	可比公司 25 年 PE 均值 (x)	给予相关业务 25 年目标 PE(x)	相关业务对应市值 (亿元, 25E)
网络设备	13.48	31.07	42.00	566.19
服务器及存储	4.83	25.64	26.00	125.56
云计算、大数据、网安板块	0.65	85.49	43.00	27.88
软件及系统集成	0.45	34.30	25.00	11.16
IT 分销及其他	2.75	18.54	19.00	52.24
			目标市值 (亿元)	783.04

资料来源：Wind, 华泰研究预测

风险提示

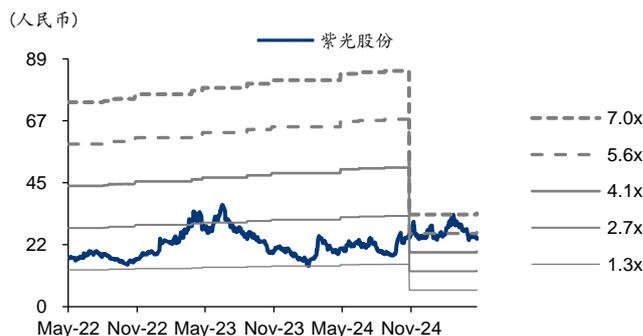
- 1) **新业务不及预期**：我们看好公司抓住 AI 以太网、全栈智算契机，当以上新业务发展受到产品导入进度、项目中标进度的影响，或份额不及预期时，将减损公司收入增量。
- 2) **政企投资不及预期**：由于国内政企业务是子公司新华三营收的重要来源，受到政策及宏观环境影响，若政企投资持续受挫，或影响该部分收入增速，进而影响公司短期业绩；
- 3) **行业竞争加剧**：由于互联网公司对交换机需求的改变，公司积极投入白盒交换机市场，若行业竞争加剧，公司产品或被动性折价，进而影响产品整体毛利率及公司业绩。

图表7：紫光股份 PE-Bands



资料来源：Wind, 华泰研究

图表8：紫光股份 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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	63,645	65,130	68,928	76,554	79,178
现金	14,711	7,534	8,030	8,820	9,431
应收账款	14,092	13,832	17,473	16,318	20,324
其他应收账款	729.09	659.04	908.20	813.17	1,028
预付账款	1,669	1,683	2,101	2,055	2,389
存货	27,935	36,847	36,093	43,688	41,445
其他流动资产	4,510	4,576	4,322	4,861	4,560
非流动资产	23,619	23,684	23,578	23,493	23,349
长期投资	109.36	176.96	174.54	181.15	196.30
固定投资	1,055	1,086	969.48	812.31	643.37
无形资产	4,119	4,022	3,975	3,874	3,791
其他非流动资产	18,337	18,398	18,459	18,626	18,719
资产总计	87,264	88,814	92,506	100,048	102,527
流动负债	39,331	59,015	62,435	69,059	69,939
短期借款	6,283	5,064	20,115	19,926	22,462
应付账款	12,063	16,121	15,612	19,097	17,941
其他流动负债	20,985	37,830	26,708	30,036	29,536
非流动负债	7,891	13,684	11,470	9,258	7,034
长期借款	5,086	11,009	8,794	6,582	4,358
其他非流动负债	2,805	2,676	2,676	2,676	2,676
负债合计	47,222	72,699	73,904	78,316	76,973
少数股东权益	6,096	2,782	3,269	3,887	4,622
股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
资本公积	17,835	15.68	15.68	15.68	15.68
留存公积	13,251	10,457	12,488	15,431	18,781
归属母公司股东权益	33,946	13,332	15,333	17,844	20,932
负债和股东权益	87,264	88,814	92,506	100,048	102,527

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	(1,857)	2,441	1,369	5,887	2,914
净利润	3,685	1,982	2,702	3,437	4,084
折旧摊销	1,044	913.38	990.03	1,126	1,147
财务费用	771.37	954.29	1,304	1,431	1,438
投资损失	(138.89)	(35.34)	(87.53)	(64.66)	(76.01)
营运资金变动	(7,444)	(1,852)	(3,335)	175.48	(3,451)
其他经营现金	225.81	477.71	(204.37)	(216.76)	(228.96)
投资活动现金	654.50	(358.31)	(771.28)	(955.17)	(907.35)
资本支出	(940.57)	(533.51)	(503.89)	(488.64)	(416.46)
长期投资	1,427	74.99	2.42	(6.61)	(15.15)
其他投资现金	168.02	100.21	(269.81)	(459.92)	(475.73)
筹资活动现金	5,345	(9,286)	(102.44)	(4,143)	(1,394)
短期借款	2,107	(1,218)	15,050	(188.74)	2,536
长期借款	4,886	5,923	(2,215)	(2,212)	(2,224)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.04	(17,819)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,649)	3,828	(12,938)	(1,742)	(1,707)
现金净增加额	4,137	(7,203)	495.37	789.71	611.97

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	77,308	79,024	89,220	97,995	104,794
营业成本	62,158	65,282	73,504	80,398	85,792
营业税金及附加	282.52	269.67	329.76	361.01	378.49
营业费用	4,287	4,144	4,461	4,802	5,030
管理费用	1,392	1,027	1,071	1,078	1,153
财务费用	771.37	954.29	1,304	1,431	1,438
资产减值损失	(594.69)	(866.35)	(713.76)	(783.96)	(838.36)
公允价值变动收益	(75.14)	101.43	24.69	19.55	17.63
投资净收益	138.89	35.34	87.53	64.66	76.01
营业利润	3,678	2,169	2,930	3,751	4,467
营业外收入	89.15	85.98	84.30	82.15	85.39
营业外支出	6.51	27.87	12.12	14.00	15.13
利润总额	3,760	2,227	3,002	3,819	4,538
所得税	75.69	244.68	300.20	381.90	453.77
净利润	3,685	1,982	2,702	3,437	4,084
少数股东损益	1,582	409.84	486.32	618.68	735.10
归属母公司净利润	2,103	1,572	2,215	2,818	3,349
EBITDA	4,768	3,698	4,850	5,885	6,599
EPS (人民币, 基本)	0.74	0.55	0.77	0.99	1.17

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	4.39	2.22	12.90	9.83	6.94
营业利润	(11.61)	(41.03)	35.09	28.03	19.10
归属母公司净利润	(2.54)	(25.23)	40.89	27.22	18.82
获利能力 (%)					
毛利率	19.60	17.39	17.61	17.96	18.13
净利率	4.77	2.51	3.03	3.51	3.90
ROE	9.20	12.30	14.52	15.82	15.98
ROIC	11.79	7.08	9.16	11.51	12.27
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.11	81.86	79.89	78.28	75.08
净负债比率 (%)	(4.44)	140.46	126.63	93.69	78.48
流动比率	1.62	1.10	1.10	1.11	1.13
速动比率	0.82	0.42	0.47	0.42	0.48
营运能力					
总资产周转率	0.96	0.90	0.98	1.02	1.03
应收账款周转率	5.70	5.66	5.70	5.80	5.72
应付账款周转率	5.61	4.63	4.63	4.63	4.63
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.55	0.77	0.99	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.65)	0.85	0.48	2.06	1.02
每股净资产(最新摊薄)	11.87	4.66	5.36	6.24	7.32
估值比率					
PE (倍)	33.22	44.44	31.54	24.79	20.86
PB (倍)	2.06	5.24	4.56	3.92	3.34
EV EBITDA (倍)	15.49	25.72	19.90	15.96	14.30

免责声明

分析师声明

本人, 王兴、高名焱、王珂, 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

- 分析师王兴、高名焱、王珂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2025年华泰证券股份有限公司