

营收盈利 Q2 指引均超预期,但依然未提供 AI 芯片指引

华泰研究

2025 年 5 月 07 日 | 美国

季报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

149.00

研究员

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

何翩翩

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

联系人

SAC No. S0570124070123

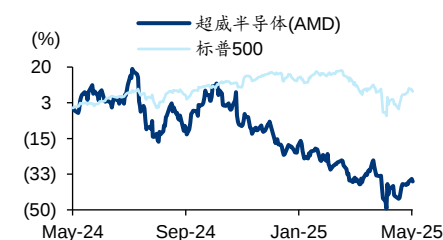
易楚妍

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

基本数据

目标价(美元)	149.00
收盘价(美元 截至 5 月 6 日)	98.62
市值(美元百万)	159,399
6 个月平均日成交额(美元百万)	4,322
52 周价格范围(美元)	76.48-187.28
BVPS(美元)	35.49

股价走势图



资料来源: S&P

AMD 25Q1 营收 74.38 亿美元, 同比+36%, 超彭博一致预期(下同)的 71.23 亿美元; non-GAAP EPS 0.96 美元, 同比+55%, 超一致预期的 0.94 美元; non-GAAP 毛利率 54%, 同比+2 pcts, 与一致预期相符。公司指引 25Q2 营收 71-77 亿美元, 中值高于一致预期的 72 亿美元。AMD 盘后股价先涨近 7%后收窄至 1-2%, 我们认为原因为: 1) 营收盈利指引均超预期, 但关税对 25 全年收入影响达 15 亿美元; 2) 未给新 AI 芯片收入指引, 但公司或于 6/12 的 Advancing AI 中发布更多 MI350 及 MI400 细节。Q1 云巨头均保持或提升资本开支指引, 我们认为 AI 热潮或未退却, 看好 AMD 全新 CDNA 4 架构 MI355X 迎头而上, 对标 B300, 有望回到 MI300 时代的高估值。

数据中心业务营收符合预期, 全年关税收入影响达 15 亿美元

25Q1 数据中心营收 36.74 亿美元, 同比+57%, 与一致预期相符。GPU 方面, 公司仍未提供全年 MI 系列营收指引, 并表示关税对 25 全年收入影响(主要是 MI308)达 15 亿美元, 数据中心 Q2 营收或环比下滑。AMD 表示 MI350 系列将于 6 周后的 AI 活动中发布, 客户包括甲骨文及原有客户, 收入将在 Q4 体现。MI355X 规格全面对标英伟达 B300, 基于台积电 N3 制程(领先 B300 的 4NP); 提供 2.3/4.6 PFLOPS FP16/FP8 算力, 并支持 FP6/FP4 精度; 配备 12 层 288 GB HBM3E。CPU 方面, 第五代 EPYC 扩大了公司服务器 CPU 市场份额, Q1 新增超过 30 个超大规模云实例。据 Mercury Research, 24Q4 AMD 在 x86 服务器 CPU 市占率为 25.1%, 对比 23Q4/24Q3 的 23.1%/24.2%有所提升, 但需注意云厂商自研 Arm CPU 来势凶猛。

客户端业务营收超预期, 主要受 ASP 增长拉动

25Q1 客户端营收为 22.94 亿美元, 同比+68%, 超一致预期的 20.64 亿美元。客户端 CPU ASP 大幅提升, 主要售卖新产品, 且桌面 PC CPU 销量同比增长超 50%, 且并未观察到关税囤货影响。我们认为个人端或受关税影响较大, 但企业端或将受 Win 12 更新驱动销量。据 CPU-Z 5/1 数据, AMD 在 x86 PC CPU 市场份额同比+5.2%达 44.8%, 英特尔同比-3.8%至 55.2%, AMD 在前 10 CPU 中占据 9 席, Ryzen 7 9800X3D 以 4.9%的份额位居第一。据 Wccftech, AMD 3 月在美国亚马逊 CPU 出货量占比高达 78.7%, 而英特尔仅为 21.3%。游戏业务 25Q1 营收为 6.47 亿美元, 同比-30%, 超一致预期的 5.40 亿美元。此外, 本季度 AMD 完成了对 ZT Systems 的收购。

下调 25E PS 至 7.7x, 目标价下调至 149 美元, 重申“买入”

我们看好 MI355 或能以硬件配置对标 B300 弯道超车, 加上 CPU 或能在激烈竞争中站稳脚跟, 我们认为估值应近似 MI300 推出时, 考虑到公司已明确计入 MI308 关税影响, 下调 25/26/27E 营收至 313/372/430 亿美元, 下调 25E PS 至 7.7x(前值 8.4x), 目标价下调至 149 美元(前值 165)。

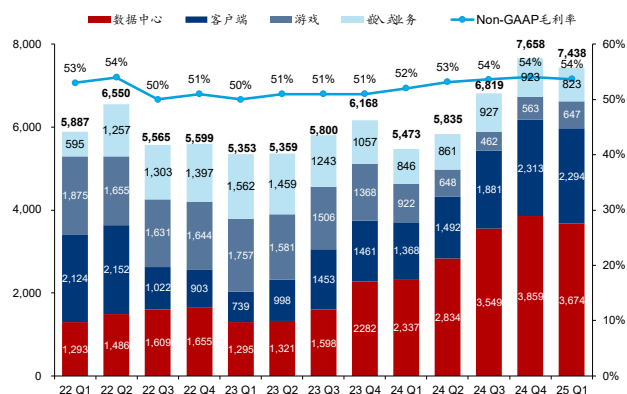
风险提示: 技术落地缓慢、中美贸易摩擦、需求不及预期等。

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)	22,680	25,785	31,287	37,192	42,970
+/-%	(3.90)	13.69	21.34	18.87	15.53
归母净利润(美元百万)	854.00	1,641	4,171	6,024	8,098
+/-%	(35.30)	92.15	154.20	44.41	34.42
归母净利润(调整后,美元百万)	4,302	5,420	6,971	9,124	11,198
+/-%	(21.84)	25.99	28.62	30.88	22.73
EPS(调整后,美元,最新摊薄)	2.67	3.31	4.26	5.57	6.84
PE(调整后,倍)	36.94	29.79	23.16	17.69	14.42
PB(倍)	2.84	2.80	2.63	2.38	2.11
ROE(调整后,%)	7.78	9.55	11.73	14.13	15.51
EV EBITDA(倍)	33.58	31.92	20.40	16.23	12.56

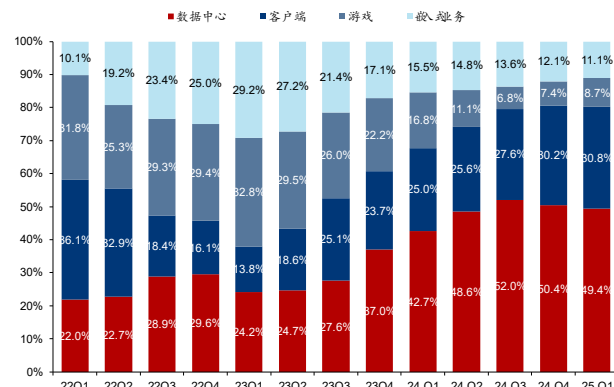
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: AMD 2022Q1-2025Q1 分业务营收 (单位: 百万美元)



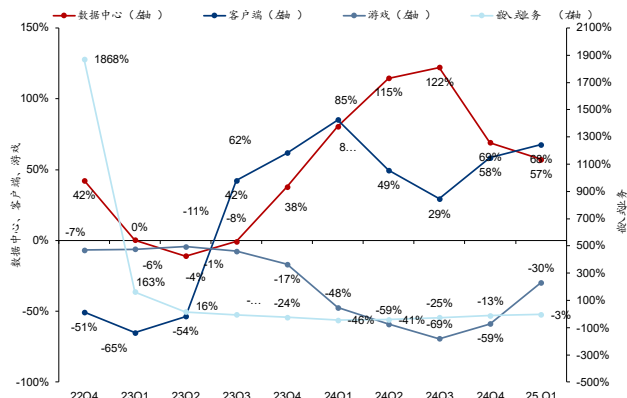
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: AMD 2022Q1-2025Q1 分业务营收占比



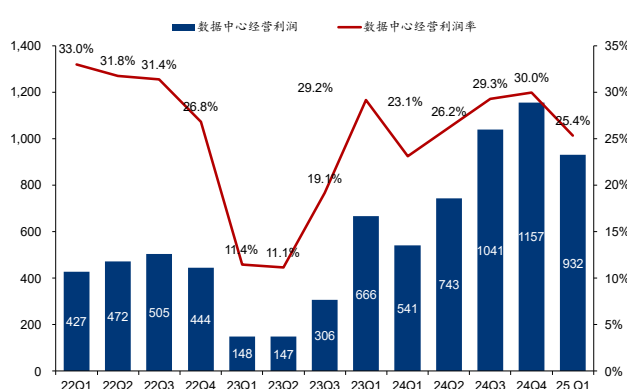
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: AMD 2022Q4-2025Q1 分业务营收同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: AMD 2022Q1-2025Q1 数据中心营业利润 (单位: 百万美元)



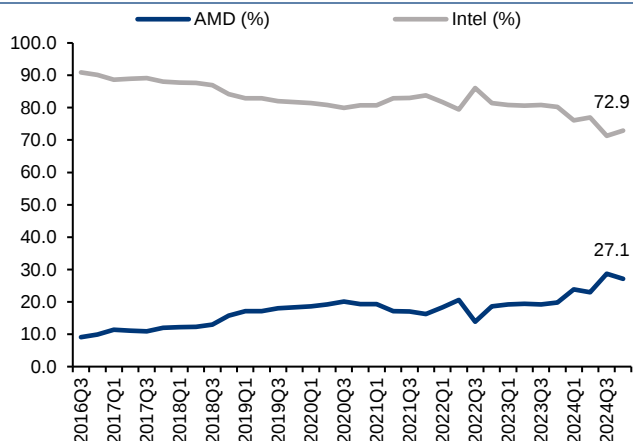
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: AMD 和英伟达 AI 芯片参数对比

产品名称	AMD					英伟达			
	MI250X	MI300A	MI300X	MI325X	MI355X	H100 SXM	H200 SXM	B200 (Dense/Sparse)	B300 (Dense/Sparse)
发布时间	2021.11	2023.12	2023.12	2024.10	2025H2	2022.3	2023.11	2024.03	2025H2
AI应用中的峰值算力 (TFLOPS)	INT8: 383 (TOPS)	FP8: 1,961.2	FP8: 2,614.9	FP8: 2,614.9	FP4/FP6: 9.2 PFLOPS	FP8: 1,978.9	FP8: 1,978.9	FP4: 9/18(PFLOPS)	FP4: 15/30(PFLOPS)
	FP16: 383	INT8: 1,961.2 (TOPS)	INT8: 2,614.9 (TOPS)	INT8: 2,614.9 (TOPS)	FP8: 4.6 PFLOPS	INT8: 1,978.9 (TOPS)	INT8: 1,978.9 (TOPS)	FP6/FP8: 4.5/9(PFLOPS)	FP6/FP8: 4.5/9(PFLOPS)
	BFLOAT16: 383	FP16: 980.6	FP16: 1,307.4	FP16: 1,307.4	FP16: 2.3 PFLOPS	FP16: 989.4	FP16: 989.4	INT8: 4.5/9(POPS)	INT8: 4.5/9(POPS)
		BFLOAT16: 980.6	BFLOAT16: 1,307.4			BFLOAT16: 989.4	BFLOAT16: 989.4	FP16/BF16: 2.2/4.5(PFL OPS)	FP16/BF16: 2.2/4.5(PFL OPS)
最高时钟频率 (GHz)	1.7	2.1	2.1	2.1	-	1.98	1.98	-	-
		TF32 (Matrix): 490.3	TF32 (Matrix): 653.7			TF32 (Matrix): 494.7	TF32 (Matrix): 494.7	TF32: 1.1/2.25(PFLOPS)	TF32: 1.1/2.25(PFLOPS)
工艺制程	TSMC 6nm FinFET	TSMC 5nm 6nm FinFET	TSMC 5nm 6nm FinFET	TSMC 5nm 6nm FinFET	TSMC 3nm	TSMC 4nm	TSMC 4nm	TSMC 4NP	TSMC 4NP
芯片面积 (mm²)	724	1,017	1,017	-	-	814	-	-	-
晶体管数量 (亿)	582	1,460	1,530	1,530	-	800	800	2080	-
内存容量 (GB)	128 HBM2e	128 HBM3	192 HBM3	256 HBM3E	288 HBM3E	80 HBM3	141 HBM3E	192 HBM3E	288 HBM3E
内存带宽 (TB/s)	3.3	5.3	5.3	6.0	8.0	3.3	4.8	8	8
互联技术 (GB/s)	100	约800	896	896	-	900 NVLink	900 NVLink	NVLink: 1.8TB/s	NVLink: 1.8TB/s
热设计功耗TDP (W)	500	550-760	750	1000	-	700	700	1000	-
GPU架构	CDNA2	CDNA3	CDNA3	CDNA3	CDNA4	Hopper	Hopper	Blackwell	Blackwell

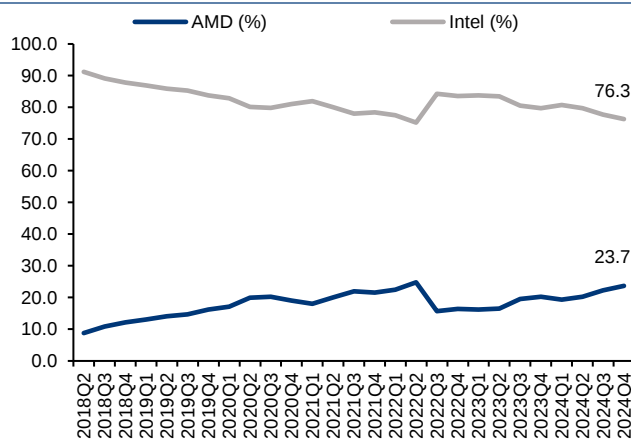
资料来源: AMD 官网, 英伟达官网, 华泰研究

图表6：桌面端 PC x86 CPU 出货量市场份额



资料来源：Mercury Research，华泰研究

图表7：移动端 PC x86 CPU 出货量市场份额



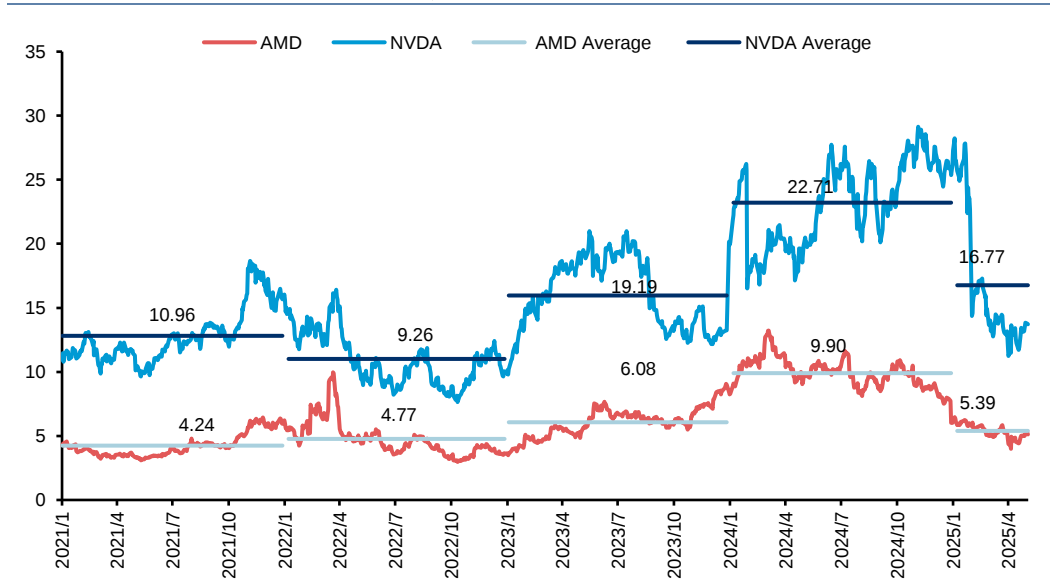
资料来源：Mercury Research，华泰研究

盈利预测与估值

从 24 年 3 月起 AMD 股价一直表现较疲软,主要鉴于当时英伟达在 GTC 发布 Blackwell GPU 系列主打高算力和高性价比,而后 AMD 最新 GPU MI325 仅对标 H200,落后于英伟达一代。但近期我们看到 AMD 或将迎来拐点。在 GPU 方面,我们看好 AMD 全新 CDNA 4 架构 MI355X 或能迎头而上,直接对标英伟达在今年 GTC 刚发布的 B300,并已获得甲骨文订单,有望回到 MI300 时代的高估值(23H2 最高 9.0x Forward PS)。CPU 方面,AMD AIPC 产品矩阵完善,且桌面 PC 和服务市场销量持续增长,无惧英特尔制程追赶。

目前,主要竞争对手英伟达 25 年 Visible Alpha 一致预期 PS 为 13.9x,芯片可比公司 25 年一致预期 PS 均值为 8.2x,中位数为 6.5x。AMD 已追随英伟达脚步,发布逐年升级的 AI 芯片路线图,我们看好 MI355 或能以硬件配置直接对标英伟达 B300 弯道超车,加上 CPU 市占率或能在激烈竞争中站稳脚跟,因此我们认为应近似 MI300 推出时估值,考虑到公司已明确计入 MI308 关税影响,我们下调 25E PS 从 8.4x 到 7.7x,下调 25/26/27E 营收 1.6%/4.3%/6.5%至 313/372/430 亿美元,下调 25/26/27E Non-GAAP 净利润 10.2%/8.4%/6.8%至 70/91/112 亿美元,对应目标价从 165 美元下调至 149 美元。

图表8：AMD 和英伟达历史 Forward PS 水平



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表9：AMD 盈利预测变动表

百万美元 (Million USD)	2025(E)			2026(E)			2027(E)		
	前值	新值	变动	前值	新值	变动	前值	新值	变动
主营业务收入	31,794	31,287	-1.60%	38,880	37,192	-4.34%	45,941	42,970	-6.47%
YoY	23.31%	21.34%	-1.97%	22.28%	18.87%	-3.41%	18.16%	15.53%	-2.63%
数据中心	16,981.65	15,472.17	-8.89%	22,585.59	20,268.54	-10.26%	28,231.99	24,930.31	-11.69%
YoY	35.00%	23.00%	-12.00%	33.00%	31.00%	-2.00%	25.00%	23.00%	-2.00%
客户端	8,605.88	9,452.36	9.84%	9,466.47	9,924.98	4.84%	10,223.79	10,421.23	1.93%
YoY	22.00%	34.00%	12.00%	10.00%	5.00%	-5.00%	8.00%	5.00%	-3.00%
游戏	2,543.10	2,698.80	6.12%	2,797.41	2,968.68	6.12%	3,133.10	3,265.55	4.23%
YoY	-2.00%	4.00%	6.00%	10.00%	10.00%	0.00%	12.00%	10.00%	-2.00%
嵌入式业务	3,663.71	3,663.71	0.00%	4,030.08	4,030.08	0.00%	4,352.49	4,352.49	0.00%
YoY	3.00%	3.00%	0.00%	10.00%	10.00%	0.00%	8.00%	8.00%	0.00%
Non GAAP 毛利润	17,328	17,051	-1.60%	21,578	20,642	-4.34%	25,957	24,278	-6.47%
毛利率	54.50%	54.50%	0.00%	55.50%	55.50%	0.00%	56.50%	56.50%	0.00%
销售及管理费用率	10.50%	10.50%	0.00%	10.50%	10.50%	0.00%	10.50%	10.50%	0.00%
研发费用率	22.00%	23.00%	1.00%	21.00%	22.00%	1.00%	21.00%	21.00%	0.00%
Non GAAP 营业利润	8,388	8,156	-2.77%	11,830	10,632	-10.13%	14,419	12,542	-13.02%
数据中心	5,264.31	4,796.37	-8.89%	7,904.96	6,688.62	-15.39%	10,163.52	8,227.00	-19.05%
客户端	1,463.00	1,606.90	9.84%	1,893.29	1,885.75	-0.40%	2,044.76	2,084.25	1.93%
游戏	305.17	323.86	6.12%	419.61	445.30	6.12%	469.96	489.83	4.23%
嵌入式业务	1,355.57	1,428.85	5.41%	1,612.03	1,612.03	0.00%	1,740.99	1,740.99	0.00%
Non GAAP 营业利润率	26.38%	26.07%	-0.31%	30.43%	28.59%	-1.84%	31.39%	29.19%	-2.20%
数据中心	31.00%	31.00%	0.00%	35.00%	33.00%	-2.00%	36.00%	33.00%	-3.00%
客户端	17.00%	17.00%	0.00%	20.00%	19.00%	-1.00%	20.00%	20.00%	0.00%
游戏	12.00%	12.00%	0.00%	15.00%	15.00%	0.00%	15.00%	15.00%	0.00%
嵌入式业务	37.00%	39.00%	2.00%	40.00%	40.00%	0.00%	40.00%	40.00%	0.00%
Non GAAP 净利润	7,760	6,971	-10.16%	9,959	9,124	-8.39%	12,014	11,198	-6.79%
Non GAAP 净利率	24.41%	22.28%	-2.12%	25.62%	24.53%	-1.08%	26.15%	26.06%	-0.09%
Non GAAP EPS Diluted	4.74	4.26	-10.16%	6.08	5.57	-8.39%	7.34	6.84	-6.79%

资料来源：华泰研究预测

图表10：AI 芯片行业产业链的相关公司估值（数据截至 2025 年 5 月 6 日）

公司名称	股票代码	PS			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
芯片设计/晶圆代工/半导体设备							
NVIDIA	NVDA US	13.87	11.24	9.68	25.51	20.06	17.35
INTEL	INTC	1.71	1.65	1.56	65.97	23.96	14.31
BROADCOM	AVGO	15.28	13.39	11.73	40.40	33.05	26.97
QUALCOMM	QCOM	3.54	3.42	3.31	11.90	11.78	11.37
TSMC	2330 TW	6.49	5.57	4.74	15.57	13.46	11.57
均值		8.18	7.05	6.20	31.87	20.46	16.31
中位数		6.49	5.57	4.74	25.51	20.06	14.31
大型云厂商							
MICROSOFT	MSFT	10.83	9.48	8.27	30.44	26.42	22.46
ALPHABET	GOOGL	5.14	4.55	4.07	17.03	15.97	14.16
AMAZON	AMZN	2.89	2.68	2.47	30.21	25.52	21.02
ORACLE	ORCL	6.98	6.05	5.16	23.31	19.97	16.15
均值		6.46	5.69	4.99	25.25	21.97	18.45
中位数		6.06	5.30	4.61	26.76	22.74	18.58
ADVANCED MICRO DEVICES	AMD	5.18	4.35	3.83	22.16	16.25	13.66

注：预测值参考 Visible Alpha 一致预期，年份均为日历年

资料来源：Visible Alpha、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	22,680	25,785	31,287	37,192	42,970
销售成本	(12,220)	(13,060)	(14,236)	(16,551)	(18,692)
毛利润	10,460	12,725	17,051	20,642	24,278
销售及分销成本	(2,352)	(2,783)	(3,285)	(3,905)	(4,512)
管理费用	(5,872)	(6,456)	(7,196)	(8,182)	(9,024)
其他收入/支出	25.00	181.00	25.00	25.00	25.00
财务成本净额	100.00	(92.00)	12.85	73.81	165.62
应占联营公司利润及亏损	16.00	17.60	19.36	21.30	23.43
税前利润	542.00	2,007	4,603	6,648	8,936
税费开支	(346.00)	381.00	432.02	623.88	838.65
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	854.00	1,641	4,171	6,024	8,098
Non-GAAP 调整项	3,448	3,779	2,800	3,100	3,100
调整后净利润	4,302	5,420	6,971	9,124	11,198
折旧和摊销	(3,453)	(3,064)	(3,291)	(3,028)	(3,135)
EBITDA	4,892	5,163	7,882	9,602	11,906
EPS (美元, 基本)	0.53	1.00	2.55	3.68	4.95

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	4,351	5,734	6,881	8,257	9,908
应收账款和票据	5,376	6,192	7,430	8,916	10,700
现金及现金等价物	3,933	3,787	8,004	12,571	18,444
其他流动资产	3,108	3,336	4,003	4,804	5,765
总流动资产	16,768	19,049	26,318	34,548	44,817
固定资产	1,589	1,802	709.47	726.29	666.01
无形资产	45,625	43,769	41,070	38,775	36,480
其他长期资产	3,903	4,606	5,067	5,573	6,131
总长期资产	51,117	50,177	46,846	45,074	43,276
总资产	67,885	69,226	73,164	79,622	88,093
应付账款	2,418	2,466	2,466	2,713	2,984
短期借款	751.00	0.00	707.67	752.00	720.00
其他负债	2,769	4,815	4,334	3,900	3,510
总流动负债	6,689	7,281	7,507	7,365	7,214
长期债务	1,717	1,721	1,721	1,721	1,721
其他长期债务	3,587	2,656	2,656	2,656	2,656
总长期负债	5,304	4,377	4,377	4,377	4,377
股本	17.00	17.00	17.00	17.00	17.00
储备/其他项目	55,875	57,551	61,263	67,864	76,485
股东权益	55,892	57,568	61,280	67,881	76,502
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	55,892	57,568	61,280	67,881	76,502

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	36.94	98.38	38.70	26.80	19.94
PB	2.84	2.80	2.63	2.38	2.11
调整后 PE (倍)	36.94	29.79	23.16	17.69	14.42
调整后 ROE	7.78	9.55	11.73	14.13	15.51
EV EBITDA	33.58	31.92	20.40	16.23	12.56
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(0.33)	2.51	2.07	2.75	3.63

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	4,892	5,163	7,882	9,602	11,906
融资成本	(100.00)	92.00	(12.85)	(73.81)	(165.62)
营运资本变动	(3,833)	(333.00)	(3,534)	(3,850)	(4,514)
税费	(346.00)	381.00	432.02	623.88	838.65
其他	1,054	(2,262)	(851.19)	(1,174)	(1,512)
经营活动现金流	1,667	3,041	3,916	5,129	6,553
CAPEX	(546.00)	(636.00)	(620.00)	(750.00)	(780.00)
其他投资活动	(861.00)	(465.00)	(441.24)	(485.36)	(533.90)
投资活动现金流	(1,423)	(1,101)	(1,061)	(1,235)	(1,314)
债务增加量	(364.20)	(750.00)	707.67	44.33	(32.00)
权益增加量	(1,146)	(1,311)	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	364.20	(1.00)	630.35	629.56	665.79
融资活动现金流	(1,146)	(2,062)	1,338	673.89	633.79
现金变动	(902.00)	(122.00)	4,193	4,567	5,873
年初现金	4,835	3,933	3,811	8,004	12,571
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	3,933	3,811	8,004	12,571	18,444

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(3.90)	13.69	21.34	18.87	15.53
毛利润	(1.35)	21.65	34.00	21.06	17.62
营业利润	(68.28)	373.82	139.28	43.59	33.62
净利润	(35.30)	92.15	154.20	44.41	34.42
调整后净利润	(21.84)	25.99	28.62	30.88	22.73
EPS (基本)	(35.13)	89.14	154.20	44.41	34.42
盈利能力比率 (%)					
毛利率	46.12	49.35	54.50	55.50	56.50
EBITDA	21.57	20.02	25.19	25.82	27.71
净利润率	18.97	21.02	22.28	24.53	26.06
调整后净利润率	18.97	21.02	22.28	24.53	26.06
ROE	1.54	2.89	7.02	9.33	11.22
调整后 ROE	7.78	9.55	11.73	14.13	15.51
ROA	1.26	2.39	5.86	7.89	9.66
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(2.62)	(3.59)	(9.10)	(14.88)	(20.92)
流动比率	2.51	2.62	3.51	4.69	6.21
速动比率	1.86	1.83	2.59	3.57	4.84
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.33	0.38	0.44	0.49	0.51
应收账款周转天数	75.41	80.75	78.37	79.11	82.17
应付账款周转天数	79.16	67.31	62.36	56.32	54.86
存货周转天数	119.64	139.00	159.51	164.63	174.93
现金转换周期	115.89	152.44	175.52	187.43	202.25
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	0.53	1.00	2.55	3.68	4.95
EPS (调整后, 基本)	2.67	3.31	4.26	5.57	6.84
每股净资产	34.69	35.17	37.43	41.47	46.73

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、现在或未来并未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，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