

WWDC25：市场忽视的 AI 战略与进展

华泰研究

2025 年 6 月 15 日 | 美国

更新报告

消费电子

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

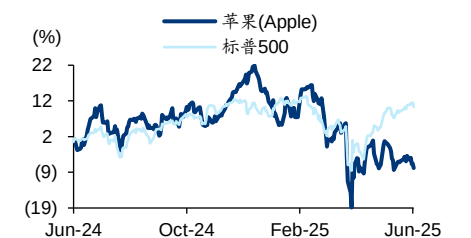
254.00

研究员 谢春生
SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036
研究员 黄礼悦
SAC No. S0570523070007 andrewhuang@htsc.com
SFC No. BRH099 +(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(美元)	254.00
收盘价(美元 截至 6 月 13 日)	196.45
市值(美元百万)	2,934,143
6 个月平均日成交额(美元百万)	12,530
52 周价格范围(美元)	168.99-259.47
BVPS(美元)	3.77

股价走势图



资料来源: S&P

大多数投资者对苹果 WWDC25 的解读为“期待有限，失望有限”，反应在苹果股价上为会后小幅走低。但我们认为此次大会实际意义大于市场认知，是苹果最大化现有 AI 技术在端侧应用的尝试，或是在 AI 上承前启后的一步：1) 持续 AI 布局，开放与第三方的合作（基础模型框架）、探索端侧的应用（电话、翻译、屏幕视觉智能等），打造系统级 Agent 的雏形（MacOS 对 Shortcuts 和 Spotlight 功能升级），2) 平台规格持续统一，追求硬件互联互通。苹果管理层表示公司 AI 战略不走传统聊天机器人赛道，专注系统集成，26 年或见 AI-Siri 发布。我们看好苹果在 AI 赋能下维持竞争力。维持“买入”。

WWDC 新功能：最大化现有 AI 技术在手机端侧应用的一次尝试

1) 新发布的开发者框架允许通过 Swift 调用苹果的设备端基础模型，在 App 中为特定场景集成 AI 能力，并自动与 Swift 应用的数据结构融合，赋能第三方基于平台智能打造丰富功能，2) 放弃大而全的系统，转而在具体功能上精耕细作，在电话识别、翻译、屏幕智能视觉等方向结合 AI 功能优化用户体验，3) 在 MacOS 上对的 Shortcuts 和 Spotlight 功能升级，打造工具化的操作系统 Agent 雏形。我们认为市场的关注点仍在综合 AI 助理 Siri 是否推出，但忽视了在目前通用 Agent 尚未成熟的状态下，苹果最大化在手机端侧应用现有技术的努力，这符合苹果一贯“后发优势”“优化体验”的风格。

管理层访谈：苹果 AI 战略不走传统聊天机器人赛道，专注系统集成

大会期间苹果高管 Craig 和 Greg 接受了华尔街日报等媒体采访，强调 1) 对比竞争对手，苹果的 AI 战略侧重于将 AI 深度集成到所有苹果平台的体验中，而非推出独立的聊天机器人，不会单纯追赶竞争对手的功能“再造轮子”，2) 将通过本地模型和私有云计算相结合的方式，确保用户数据隐私与强大 AI 功能的平衡，3) Siri 不仅作为一个聊天工具，而是成为用户日常操作中不可或缺的一部分，提供高度整合、私密且个性化的体验。Siri-V1 因质量不达标未能按时发布，V2 将在 26 年推出，采用全新的端到端架构，提升语境理解、对话流畅性和功能扩展能力。

盈利预测与估值

我们维持公司 FY2025/26/27 年归母净利润预测 1130/1233/1339 亿美元，同比增长 20.5%/9.1%/8.6%，主要受 AI 带动终端需求以及软件业务增长带动。考虑到公司在 AI Agent 推出节奏、以及消费者认可程度的不确定性，给予公司 34x FY2025 PE 估值(可比公司 FY2025 年 PE 平均水平为 45x)，维持目标价 254 美元，给予“买入”评级。

风险提示：产品技术升级迭代不及预期；需求复苏不及预期；市场竞争加剧；关税政策反复。

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)	383,285	391,035	416,590	448,737	481,202
+/-%	(2.80)	2.02	6.54	7.72	7.23
归属母公司净利润(美元百万)	96,995	93,736	112,979	123,256	133,916
+/-%	(2.81)	(3.36)	20.53	9.10	8.65
EPS(美元, 最新摊薄)	6.13	6.08	7.46	8.26	9.08
ROE(%)	171.95	157.41	192.89	207.91	231.74
PE(倍)	32.29	32.59	26.43	23.86	21.67
PB(倍)	50.40	53.64	49.61	50.37	50.73
EV EBITDA(倍)	24.36	22.80	20.70	19.14	17.80

资料来源：公司公告、华泰研究预测

WWDC25: AI 开始落地，设计语言统一

太平洋时间 2025/6/9-2025/6/13，苹果在美国加州库比蒂诺的 Apple Park 举行一年一度的开发者大会。除了 6/10 的主题演讲之外，还举行 Platforms State of the Union 环节，深入介绍各平台的最新开发工具和框架，为开发者提供技术支持，并通过 Apple Developer 应用、苹果官网等渠道提供技术讲座、在线实验室和一对一咨询等内容，帮助开发者深入了解新系统的特性和功能。苹果公司软件工程高级副总裁 Craig Federighi 和全球营销高级副总裁 Greg Joswiak 也在大会上分享了关于 Apple Intelligence 和 Siri 角色的看法，罕见透露了苹果公司对 AI 的独特定位。

我们认为 WWDC25 大会主要围绕两条主线推出新功能：1) AI 功能的落地。包括开启与第三方的合作基础（基础模型框架）、探索端侧的应用场景（电话、翻译、屏幕视觉智能等），打造系统级 Agent 的雏形（MacOS 对 Shortcuts 和 Spotlight 功能升级），2) 设计语言的统一，采用“液态玻璃”（Liquid Glass）相关设计。

图表1：苹果更新 6 大系统



资料来源：IT之家，华泰研究

图表2：媒体访谈苹果高管



资料来源：IT之家，华泰研究

AI：市场忽视的 AI 战略与进展

我们认为市场的关注点仍在综合 AI 助理 Siri 是否推出、是否有强大的 AI 模型，但忽视了在目前通用 Agent 尚未成熟的状态下，苹果最大化在手机端侧应用现有技术的努力。苹果高管在接受采访时也承认外界当前认为 Apple 在 AI 领域落后，但公司内部对当前产品和技术充满信心，认为苹果与其他公司在 AI 开发理念上存在差异，不是在做聊天机器人，而是让产品体验越来越好，让 AI 成为“强化”这些体验的工具。

苹果 AI 战略：不走传统聊天机器人赛道，专注系统集成。公司高管表示，AI 是变革性技术，大语言模型及其衍生架构的影响或将持续数十年，如同互联网和移动技术一样，它将重塑行业、经济，也将影响苹果的产品及其他领域。苹果的任务是思考在为用户提供的体验中，哪些 AI 应用场景是恰当的，并确保技术安全、透明、易懂，让大众可及。苹果不会涉足所有领域，但会专注于那些最能融入用户生活的场景，不会打造聊天机器人，而是希望将智能深度集成到所有平台的体验中，以“随需而现”的方式服务用户，而不是让用户进入某个聊天界面才能完成任务。此次 WWDC 大会公司展示的就是将 AI 作为赋能技术，提升现有产品和功能的体验的行动。

Siri 功能展望：通过集成化设计，使其随时待命，根据上下文提供相关服务。用户无需切换场景，就能直接使用所需工具完成任务。公司有信心基于设备端的大型语言模型、私有云计算，以及设备端语义索引的知识检索能力，打造更出色的 Siri。当前 Siri 已经能够实现一系列目标，包括更好地处理语言不流畅的情况（例如用户说错话后自我纠正时，Siri 能更精准理解）、优化对话上下文逻辑、升级用户界面、支持文本输入交互，增强产品知识储备等。并正在拓展其他功能，比如通过 APP 意图调用，让 Siri 在设备上实现更广泛的操作编排，使其能完成更多任务，同时利用语义索引中的个人知识找到相关内容，并通过 APP 意图执行操作。

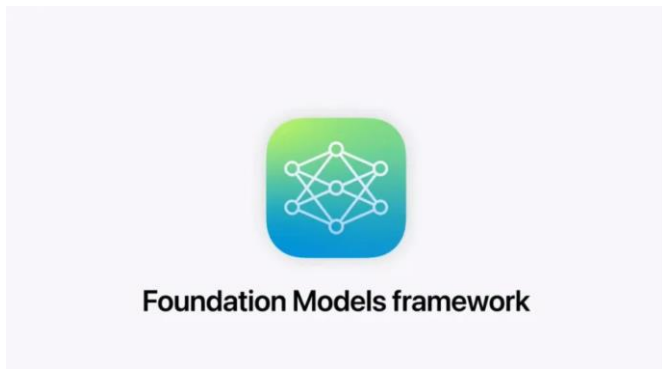
Siri 进展：迭代至 V2 版本，或于 26 年发布。公司高管表示，在 WWDC24 之前，第一个版本（V1）已基本成型，公司曾在视频中演示过他的运行情况，并花了数月时间优化，使其支持更多 APP 意图和搜索场景，但最终发现，V1 架构的局限性无法达到公司和用户期望的质量标准，即便不断投入时间优化，它的状态也难以满足苹果的品质要求，因此公司决定转向 V2 架构，更深度的端到端架构。因此 2025 年春季，公司告知该功能将推迟，会专注于迁移到新架构并继续开发。当前已能在内部演示 V2 架构的运行，但它尚未达到公司认为能成为优秀苹果功能的质量水平，因此不公布具体发布时间，会在准备好进行测试版推送、确保大家能实际体验时再宣布。公司表示 V1 架构可以说是 V2 的“半程版本”，V2 在 V1 的基础上进行构建，但通过更完整的扩展，更统一的端到端架构将带来更高的质量和更强的能力，预计或将于 26 年发布。

Foundation Models 开发者框架：拥抱第三方合作

发布 Foundation Models 框架，或催生大量具有“苹果特色”AI 功能的应用。苹果多次强调，Foundation Models 提供的模型具备强大、快速、私密且可离线运行的特性。公司将允许第三方开发者免费通过 Swift 调用苹果设备端模型的基础框架，在 APP 中为特定场景集成 AI 能力，并自动与 Swift 应用的数据结构融合，或为开发者与生态发展创造更多可能。

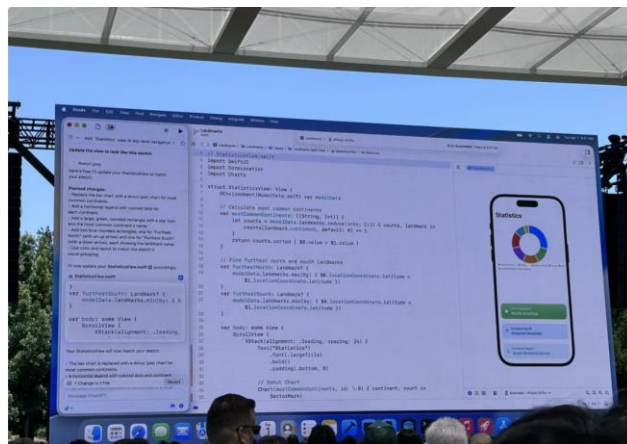
加快了外部模型的引入和适配。苹果与 OpenAI 的合作再进一步，将 ChatGPT 用于 Image Playground 的增强，并允许 Siri 在处理复杂查询时调用 ChatGPT。Xcode 也内置了 ChatGPT。此外，2025 年 4 月 30 日 Alphabet 兼谷歌 CEO 桑达尔·皮查伊在当日的反垄断诉讼庭审中确认，谷歌与苹果就 Gemini 整合至 iPhone 的谈判已进入最后阶段，有望于 2025 年底前完成技术部署，苹果 Siri 或将接入 Gemini，用于处理复杂查询任务。

图表3：苹果发布 Foundation Models 框架



资料来源：苹果官网，华泰研究

图表4：苹果 Xcode 里内置 ChatGPT



资料来源：苹果官网，华泰研究

探索端侧的应用场景

苹果在会上展示了将成熟的 AI 功能融入到用户日常使用的各个细节中：

- 1) 电话 App 能屏蔽掉大概率是推销和骚扰的电话，只留下静默的语音信箱留言，如果 AI 识别出来这个陌生电话是重要电话，比如外卖等，会自动生成留言总结并打开铃声。
- 2) 实时翻译（Live Translation）首次集成消息、FaceTime 和电话，实现文本及语音的即时多语言翻译，且全部基于本地模型保障隐私，允许跨 iPhone 及非 iPhone 设备通话。
- 3) 地图 App 智能学习日常路线，推送交通拥堵通知和提供替代路线；新增“已访问地点”隐私加密管理。
- 4) 通过 AI 增强消息生成表情（Genmoji）和图像创作能力，支持混合 Emoji 及文本描述产生自定义形象，开放 Image Playground 新 API 供开发者使用。
- 5) 视觉智能（Visual Intelligence）一键视觉搜索，支持跨 App 内容识别与操作，如图片搜索相似商品、日程自动添加、知识问答等，开放 App Intents 集成。

图表5: iOS 26 对应的骚扰和排队电话转免打扰状态功能



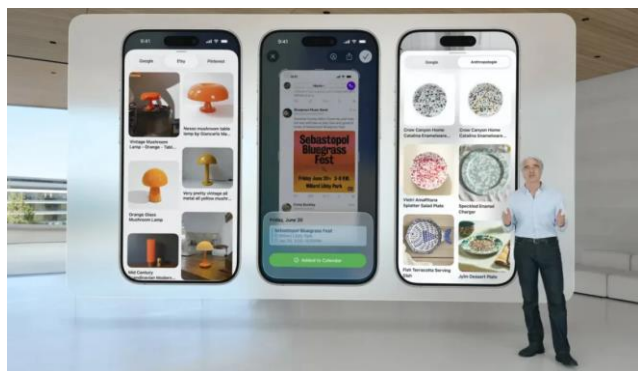
资料来源: 苹果官网, 华泰研究

图表6: 苹果实时翻译 (Live Translation) 功能



资料来源: 苹果官网, 华泰研究

图表7: 苹果视觉智能 (Visual Intelligence)



资料来源: 苹果官网, 华泰研究

图表8: 苹果地图 APP 推荐功能

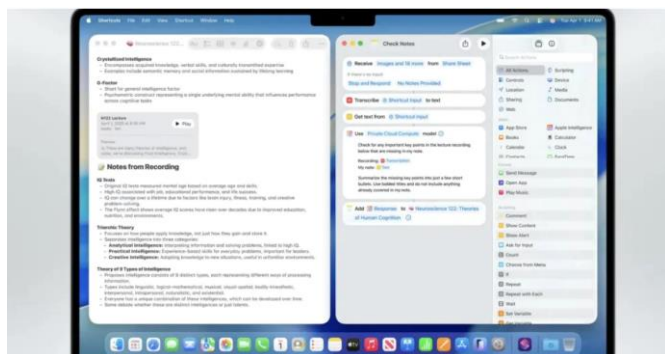


资料来源: 苹果官网, 华泰研究

打造系统级 Agent 的雏形

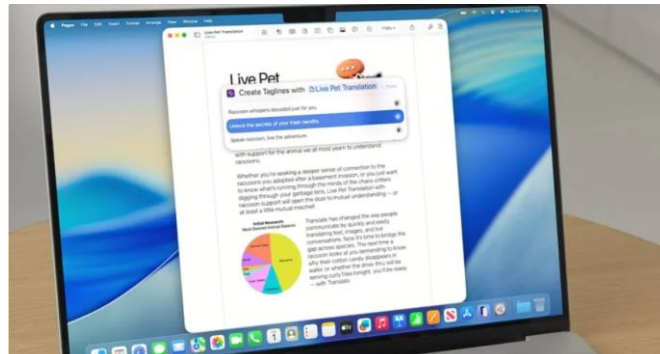
MacOS 尝试创造 AI 入口。1) 新的“智能操作 Shortcut”功能允许用户通过更自然的语言创建自动化流程，这实际上是让每个用户都能创建自己的小型 AI 助手，2) Spotlight 从简单的搜索工具转变为强大的操作中心，用户可以直接在 Spotlight 中执行数百种操作，无需切换应用，比如能统一搜索结果，智能排序，支持搜索第三方云盘文档，结合个性化推荐和快捷键功能，甚至可以直接用它来对 App 内的内容进行自然语言的操作，比如对文档中的图片做背景去除。通过应用升级尝试打造“超级 AI 入口”的雏形。

图表9: Shortcut 允许用户通过更自然的语言创建自动化流程



资料来源: 苹果官网, 华泰研究

图表10: Spotlight 成为操作中心



资料来源: 苹果官网, 华泰研究

正如我们在《[苹果：核心流量入口，AI 时代或成为后发赢家](#)》(4/13) 指出的，我们认为苹果本质上是一家流量公司，这样的商业属性决定了它的后发优势。回顾历史，苹果依靠硬件、营销的差异化在高端硬件市场（手机、电脑）维持较高的市占率，由此紧握消费者流量入口，并由此通过硬件（可穿戴等小件产品）和软件（如 App 商城抽成、和谷歌在搜索上的合作、苹果自己的订阅业务）进行变现。公司可以不生产产品（硬件寻求代工、软件上搜索引擎等关键服务也寻求与谷歌合作），但必须将所有关注点集中在如何留存和获取更多流量上，通过收取流量税的模式进行盈利。这样的商业属性决定了公司的后发优势，比如在搜索引擎业务中，苹果在衡量了投入产出比后，并没有自己开发搜索引擎，而是选择和谷歌合作，赚取流量收益。

我们认为 AI 时代苹果依托流量变现的逻辑仍然成立。与以上逻辑相似，在 AI 时代，综合考虑苹果研发出顶级大模型的 ROI 和竞争对手开发出产品并和苹果共享获取流量的 ROI，容易得到相似的答案。苹果的盈利模式决定了其后发优势，这意味着苹果只要把握住流量入口，不管最后谁成为大模型的胜利者，苹果都可以从中获益，只不过获益的大小取决于不同阶段，流量和模型技术的话语权孰轻孰重。

苹果的核心关注点在于如何利用现有技术提供优质体验。我们认为苹果本质上开发的方向是将 AI Agent 与 OS 系统结合，成为新的 iOS 系统，加厚流量围栏。因此深度介入 AI 技术在硬件终端应用方式的研发，继续掌握主动权。手机厂商占用消费者较多的个人时间，又拥有较高权限：可以获得跨应用数据，也可以通过通知栏等方式跨第三方 app 直接与用户交互，给予其在端侧落地场景下，高于模型厂商的优势。

设计语言的统一：交互界面一致，打造设备间互联性

今年苹果在软件层面最大的改进来自于操作系统设计语言——“液态玻璃”(Liquid Glass)，苹果表示这也是 2013 年 iOS 7 以来首次对 UI 进行重构，接下来一段时间，开发者也得对应的做出大规模的 UI 调整。我们认为苹果正在努力统一全平台的设计语言，包括最新的 VisionOS，这一战略和苹果强调的设备间互联性，与其他一些功能相通，比如在 MacOS 中能够通过镜像调用 iPhone 中 App 功能。

图表11：Liquid Glass 设计，元素动态适应背景，支持 3D 空间效果



资料来源：苹果官网，华泰研究

图表12：MacOS 控制中心更新后的 UI



资料来源：苹果官网，华泰研究

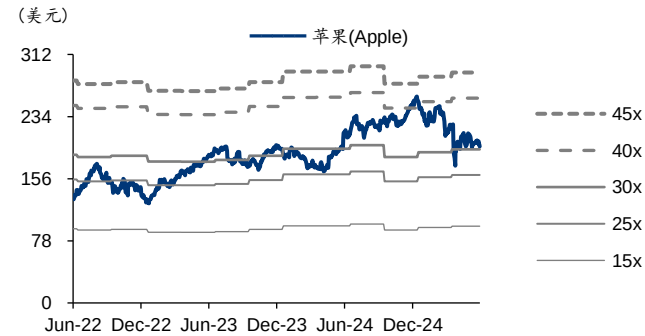
数据+大模型=服务，跨设备个性化 AI 或成为未来，未来生态价值将进一步凸显。我们认为拥有更多用户触点（不同形态硬件收集到不同用户信息，提供更多细分场景智能服务）的厂商有望打造跨设备的综合入口级助理，提供更个性化的服务，打造用户层面价值。以手机为算力核心，PC/Pad、可穿戴、家居、眼镜、机器人跨设备 AI 可能将成为未来，算力共享、背景数据共享、app 生态共享、交互统一趋势下，生态价值或进一步凸显。

图表13: 苹果可比公司 (2025 年 6 月 13 日 Wind 一致预期)

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (倍)		EPS (元)		EPS增速 (%) 2025E	YTD股价跌幅 (%)
				2024A	2025E	2024A	2025E		
MSFT US	微软 (MICROSOFT)	474.96	253,367	40.05	35.27	11.86	13.47	13.5%	13.1%
AMZN US	亚马逊 (AMAZON)	212.10	161,611	37.47	33.09	5.66	6.41	13.3%	-3.3%
GOOG US	谷歌 (ALPHABET) -C	175.88	152,603	21.63	18.75	8.13	9.38	15.4%	-7.4%
TSLA US	特斯拉 (TESLA)	325.31	75,203	146.54	123.04	2.22	2.64	19.1%	-19.4%
NVDA US	英伟达 (NVIDIA)	141.97	248,623	11.78	31.89	12.05	4.45	NA	5.7%
META US	脸书 (META PLATFORMS)	682.87	123,230	27.75	26.59	24.61	25.68	4.4%	16.7%
平均数				47.54	44.77	10.76	10.34	13.1%	0.9%

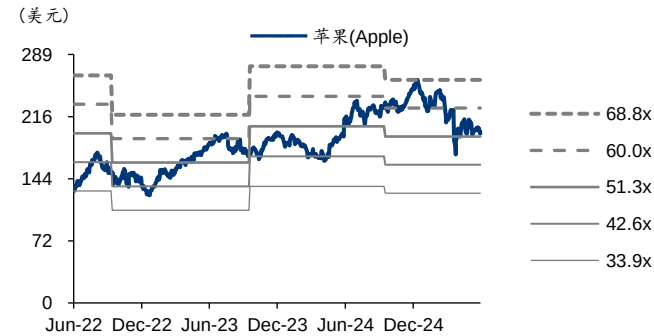
资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: 苹果(Apple)PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表15: 苹果(Apple)PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	383,285	391,035	416,590	448,737	481,202
销售成本	(214,137)	(210,308)	(220,608)	(235,884)	(250,959)
毛利润	169,148	180,727	195,982	212,853	230,243
销售及分销成本	(29,915)	(31,370)	(33,464)	(36,046)	(38,654)
管理费用	(24,932)	(26,097)	(27,834)	(29,982)	(32,151)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(565.00)	(269.00)	(256.86)	(236.31)	(226.03)
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	113,736	123,485	134,499	146,733	159,424
税费开支	(16,741)	(29,749)	(21,520)	(23,477)	(25,508)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	96,995	93,736	112,979	123,256	133,916
折旧和摊销	(11,519)	(11,445)	(13,703)	(13,347)	(12,983)
EBITDA	125,820	135,199	148,459	160,317	172,633
EPS (美元, 基本)	6.08	6.03	7.43	8.24	9.07

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	6,331	7,286	6,998	8,275	7,974
应收账款和票据	29,508	33,410	33,620	33,691	33,143
现金及现金等价物	29,965	29,943	38,805	43,279	38,028
其他流动资产	77,762	82,348	200,000	320,000	450,000
总流动资产	143,566	152,987	171,636	196,998	206,116
固定资产	43,715	45,680	40,554	38,389	50,218
无形资产	17,853	31,686	28,716	26,224	24,224
其他长期资产	147,449	134,627	134,627	134,627	134,627
总长期资产	209,017	211,993	207,892	204,609	201,484
总资产	352,583	364,980	379,528	401,607	407,600
应付账款	129,501	129,881	127,495	131,978	132,923
短期借款	9,822	10,912	10,912	10,912	10,912
其他负债	5,985	35,599	35,572	34,443	33,655
总流动负债	145,308	176,392	173,979	177,333	177,490
长期债务	95,281	91,831	91,831	91,831	91,831
其他长期债务	49,848	39,807	39,807	39,807	39,807
总长期负债	145,129	131,638	145,357	165,897	172,914
股本	73,812	83,276	96,648	100,634	105,265
储备/其他项目	(11,666)	(26,326)	(36,456)	(42,257)	(48,069)
股东权益	62,146	56,950	60,192	58,377	57,196
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	62,146	56,950	60,192	58,377	57,196

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	32.29	32.59	26.43	23.86	21.67
PB	50.40	53.64	49.61	50.37	50.73
EV EBITDA	24.36	22.80	20.70	19.14	17.80
股息率 (%)	0.48	0.51	0.62	0.69	0.76
自由现金流收益率 (%)	3.33	3.24	4.03	4.51	4.80

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	125,820	135,199	148,459	160,317	172,633
融资成本	565.00	269.00	256.86	236.31	226.03
营运资本变动	(6,080)	(4,477)	(2,308)	3,135	1,794
税费	(16,741)	(29,749)	(21,520)	(23,477)	(25,508)
其他	6,979	17,012	11,692	6,599	2,564
经营活动现金流	110,543	118,254	136,580	146,810	151,709
CAPEX	(5,068)	(5,801)	(6,316)	(7,514)	(8,000)
其他投资活动	13,485	2,781	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	3,705	2,935	(6,316)	(7,514)	(8,000)
债务增加量	(4,984)	(2,360)	0.00	0.00	0.00
权益增加量	8,963	9,464	13,372	3,986	4,631
派发股息	(14,841)	(15,025)	(15,460)	(18,634)	(20,329)
其他融资活动现金流	(908.00)	4,011	(256.86)	2,765	8,772
融资活动现金流	(108,488)	(121,983)	(120,630)	(134,822)	(148,960)
现金变动	5,760	(794.00)	9,634	4,474	(5,251)
年初现金	23,646	29,965	29,171	38,805	43,279
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	29,965	29,171	38,805	43,279	38,028

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(2.80)	2.02	6.54	7.72	7.23
毛利润	(0.96)	6.85	8.44	8.61	8.17
营业利润	(4.24)	1.56	6.51	7.72	7.23
净利润	(2.81)	(3.36)	20.53	9.10	8.65
EPS	0.13	(0.92)	23.31	10.79	10.11
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	44.13	46.22	47.04	47.43	47.85
EBITDA	32.83	34.57	35.64	35.73	35.88
净利润率	25.31	23.97	27.12	27.47	27.83
ROE	171.95	157.41	192.89	207.91	231.74
ROA	27.50	26.13	30.35	31.56	33.10
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	120.91	127.83	106.22	101.86	113.15
流动比率	0.99	0.87	0.99	1.11	1.16
速动比率	0.94	0.83	0.95	1.06	1.12

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	1.09	1.09	1.12	1.15	1.19
应收账款周转天数	27.09	28.96	28.96	27.00	25.00
应付账款周转天数	220.55	222.00	210.00	198.00	190.00
存货周转天数	9.48	11.65	11.65	11.65	11.65
现金转换周期	(183.97)	(181.38)	(169.38)	(159.35)	(153.35)

每股指标 (美元)

EPS	6.08	6.03	7.43	8.24	9.07
每股净资产	3.90	3.66	3.96	3.90	3.87

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、黄礼悦，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

- 分析师谢春生、黄礼悦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