

当季营收和下季营收指引超预期，但 Foundry 未见重要起色

华泰研究

2025年7月25日 | 美国

中报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

25.00

何翩翩

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

研究员

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

易楚妍

SAC No. S0570124070123

联系人

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

25Q2 英特尔营收 128.6 亿美元, yoy 持平, 高于彭博一致预期(下同)的 118.8 亿美元; non-GAAP 毛利率和 EPS 为 29.7%和-0.1 美元, 剔除 8 亿美元设备减值折旧及 2 亿美元一次性费用后为 37.7%和 0.1 美元, 高于一致预期的 36.6%和 0.01 美元。公司指引: 25Q3 营收 126-136 亿美元(中值高于一致预期的 126.4 亿美元), EPS 盈亏持平(低于一致预期的 0.04 美元)。Q2 及 Q3 营收指引超预期, 公司股价盘后先涨 7%, 但又跌超 4%主要系: 1) Q3 盈利指引不及预期; 2) 代工业务不确定性仍存, 成本压力明显。英特尔持续出售非核心业务, 继 4 月出售 Altera 51%股权、3 月完成将 NAND 出售给 SK 海力士后, 公司于 7 月出售 Mobileye 的 5750 万股, 资产负债表增加约 9.2 亿美元。我们自 24 年 9/18 《分拆晶圆代工进程迈出重要一步, 或可释放多少价值?》指出公司剥离代工或早有端倪。重申分拆有望释放价值, Fabless/Foundry 可达 1230/580 亿美元市值。维持“买入”。

18A 准备量产但外部客户欠缺, 后续 14A 按需求谨慎扩张

25Q2 英特尔 Foundry 营收 44.2 亿美元(一致预期 43.9 亿美元), yoy +3%, 因重投入及产能利用率不佳, 运营亏损 31.7 亿美元, 多于一致预期的-24.9 亿美元。与此前一致, 18A Panther Lake 将于今年内量产, 目前已开始生产晶圆。对于 18A 外部客户, Q2 公司仅宣布与美国政府合作的芯片项目, 此前 5/8 TrendForce 报道称已获得微软订单。据路透社 7/3 报道, 英特尔 CEO 陈立武正考虑停止向外部代工客户推广 18A 制程, 集中投入下一代 14A 以争取苹果或英伟达等大客户订单。我们认为, 若这一战略调整成真, 或引发市场对公司代工技术能力的担忧, 不过 CEO 果断决策有望扭转成本承压局面。英特尔在电话会表示在 14A 上将严格以客户实际需求驱动投资, 希望控制亏损, 公司将不再推进德国和波兰的资本规划, 将进一步放缓俄亥俄州工厂的建设进度, 并整合越南和马来西亚的封装测试业务以提升效率。

客户与数据中心业务中规中矩

25Q2 CCG 营收 78.7 亿美元(一致预期 72.9 亿美元), yoy -3%。英特尔表示首要任务是在年底前交付首款 Panther Lake SKU, 希望巩固消费和企业 PC 市场的份额。根据 Canalys 数据, 25Q2 PC 行业出货总量同比增长 7.4%, 达到 6760 万台。公司在 Q2 电话会表示主要看到 Windows 10 停止服务带来的需求, 其中 Raptor Lake 表现出色, 下半年预计将转向增产 Lunar Lake。25Q2 DCAI 高于预期, 营收 39.4 亿美元(一致预期 37.3 亿美元), yoy +4%。本季度英特尔推出三款新增的 Xeon 6 系列 CPU, 6776P 型号目前作为 NVIDIA DGX B300 的主机 CPU 使用, 公司表示将看到其产量爬坡, 但我们认为仍面临 AMD 竞争及 ARM 挑战。英特尔表示将在未来几个月内公布 AI 战略, 据 TomsHardware, 下一代 Gaudi AI 加速器(Jaguar Shores)将采用海力士的 HBM4 内存, 原计划其在 2026 年接替已被取消的 Falcon Shores GPU。此外, CEO 陈立武表示将专注于核心业务并削减运营支出, 目前已完成裁员 15%, 预计年底核心员工规模将缩减至约 7.5 万人。

目标价下调至 25 美元, 对应 26 年 2.0x PS 估值, 维持“买入”

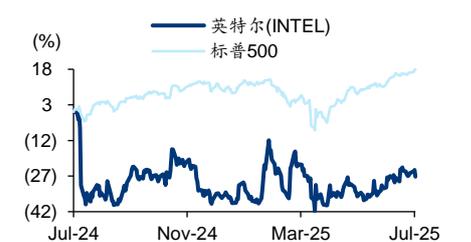
我们下调 25-27 年营收预测 4%/7%/8%至 518/529/552 亿美元, 主因 18A 代工仍缺乏外部客户, 且下一代 14A 需等待至 2028-2029 年才可见成效, 我们参考代工龙头台积电以及专注于特定节点的格芯的估值水平, 并基于英特尔在制程执行方面的不确定性以及 AI 算力市场布局的滞后性, 上调折价幅度至约 60%(可比公司平均估值 4.97x, 前次 53%折价), 给予 26E 2.0x PS(前值 25E 2.3x PS), 目标价从 28.3 美元下调至 25 美元。

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。

基本数据

目标价(美元)	25.00
收盘价(美元 截至7月24日)	22.63
市值(美元百万)	98,712
6个月平均日成交额(美元百万)	2,099
52周价格范围(美元)	17.67-31.78
BVPS(美元)	22.93

股价走势图



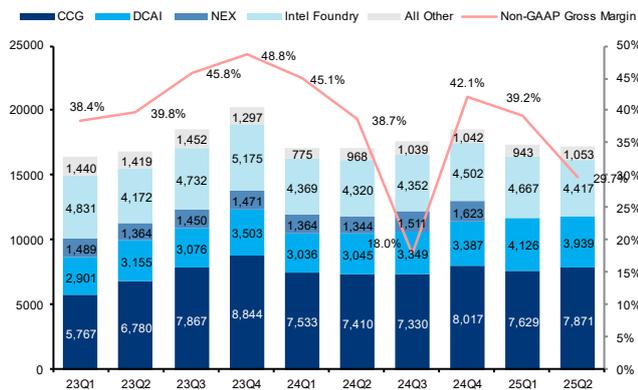
资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	53,101	51,762	52,945	55,217
+/-%	(2.08)	(2.52)	2.29	4.29
归母净利润(百万)	(17,002)	241.66	1,439	2,995
+/-%	(568.50)	(101.42)	495.64	108.04
归母净利润(调整后,百万)	(566.00)	1,242	3,939	5,495
+/-%	(112.80)	(319.37)	217.27	39.47
EPS(调整后,最新摊薄)	(0.13)	0.29	0.93	1.30
PE(调整后,倍)	(174.40)	79.50	25.06	17.97
PB(倍)	0.94	0.85	0.81	0.76
ROE(调整后,%)	(0.53)	1.12	3.30	4.37
EV EBITDA(倍)	103.20	11.82	9.91	8.31
股息率(%)	0.00	0.10	0.36	0.76

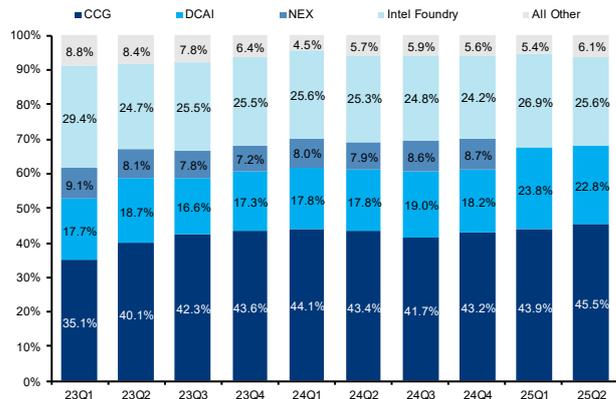
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 英特尔分业务营收 (单位:百万美元)



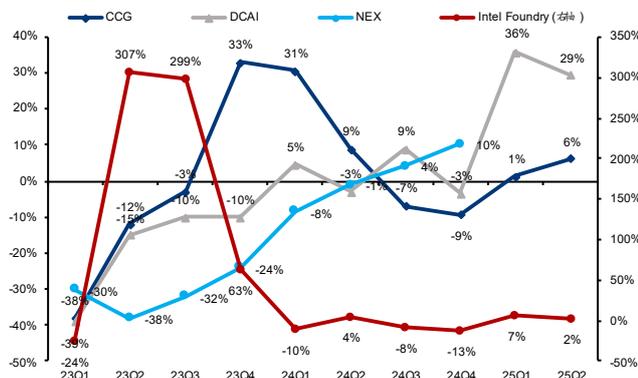
注: 英特尔于 25Q1 将 NEX 业务并入 CCG 和 DCAI 业务中
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 英特尔分业务营收占比



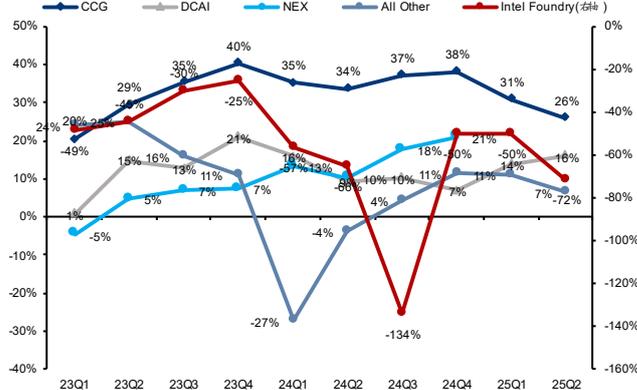
注: 英特尔于 25Q1 将 NEX 业务并入 CCG 和 DCAI 业务中
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 英特尔分业务营收同比增速



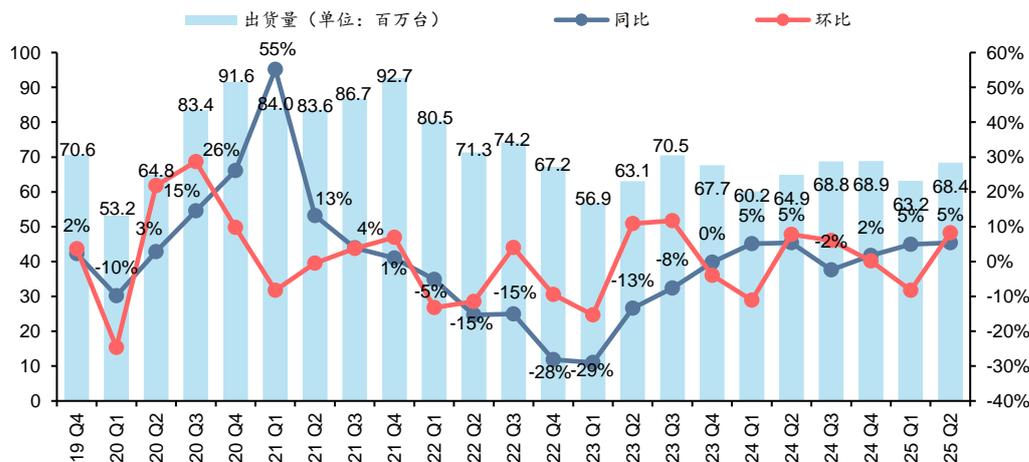
注: 英特尔于 25Q1 将 NEX 业务并入 CCG 和 DCAI 业务中
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 英特尔分业务 Operating Margin



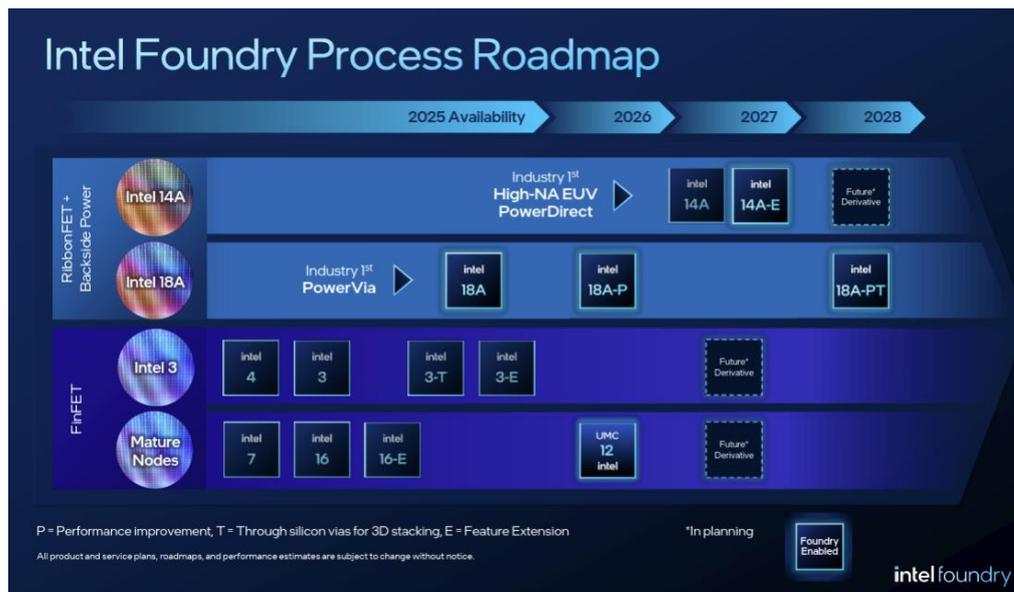
注: 英特尔于 25Q1 将 NEX 业务并入 CCG 和 DCAI 业务中
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 全球 PC 出货量、同比及环比变化 (单位: 百万台)



资料来源: IDC 官网、华泰研究

图表6: Intel 代工路线图



资料来源: Intel 官网、华泰研究

盈利预测与估值

我们下调 25-27 年营收预测 4%/7%/8%至 518/529/552 亿美元, 主因 18A 代工仍缺乏外部客户, 且下一代 14A 需等待至 2028-2029 年才可见成效, 下调 Non-GAAP 归母净利润预测 43%/22%/5%至 12/39/55 亿美元, 主因成本压力仍未缓解, 代工业务亏损较大。考虑到 18A 的进展以及可实行的分拆, 我们期待公司价值释放。但考虑到公司在过去数年间于先进制程节点上的研发和量产进度持续落后于行业领先者, 在快速崛起的 AI 算力需求领域, 未能及时推出具有市场竞争力的产品组合, 错失了早期市场红利。因此, 我们参考代工龙头企业台积电以及专注于特定工艺节点的格芯的估值水平, 并基于英特尔在制程执行方面的不确定性以及 AI 算力市场布局的滞后性, 考虑到 Q2 显示 18A 外部客户发展受挫, 小幅上调折价幅度至约 60%(相对于上述可比公司平均估值 4.97x, 前次 53%折价), 给予 26E 2.0x PS (前值 25E 2.3x PS), 目标价从 28.3 美元下调至 25 美元, 维持“买入”。

我们认为, 若英特尔剥离晶圆代工业务, 将可仿效 AMD 成为 Fabless 企业, 有望推动估值提升。根据彭博, 从 AMD 宣布拆分当天(2008.10.07)到格芯成立(2009.03.04)期间 AMD PB/PS 由 2.09/0.43 变至 11.03/0.24, 2009 年底 PB/PS 为 10.02/1.21。我们认为英特尔估值应与 AMD 入局 AI 芯片前相比(23 年 4-5 月时的 25E PS 估值在 5-6x), 若以 26 年 3.8x PS、及除代工业务外营收总和 347 亿美元估算, 对应约 1320 亿美元市值, 去除 Altera 约 90 亿估值即 1230 亿美元。

在这种情况下, 晶圆代工业务估值或可超越格芯, 未来有望向台积电看齐。我们认为剥离后的晶圆代工厂估值方面可参考格芯。根据彭博一致预期, 格芯 26 年 PS 为 2.9x, 格芯专注于 10nm 以上的制程, 而英特尔的代工业务将涵盖更先进的 18A 制程。虽然在拆分中会产生一定成本(过去两年英特尔每年在晶圆代工投入约 250 亿美元), 但鉴于英特尔制程较领先, 我们认为其代工业务估值应超格芯, 且随着拆分的推进以及制程实现, 未来更有望与台积电的估值水平看齐(目前台积电 26E PS 为 7.0x)。综上, 若以英特尔晶圆代工业务 26 年 3.2x PS、预测代工业务 26 年营收 182 亿美元估算, 对应约 580 亿美元。

图表7：英特尔盈利预测变动

单位：百万美元	FY2025E			FY2026E			FY2027E		
	前值	新值	变动	前值	新值	变动	前值	新值	变动
公司总营收	53,694	51,762	-3.60%	56,966	52,945	-7.06%	59,924	55,217	-7.86%
YoY	1.12%	-2.52%	-3.64%	6.09%	2.29%	-3.81%	5.19%	4.29%	-0.90%
客户端计算	29,987	29,987	0.00%	30,587	30,587	0.00%	30,893	30,893	0.00%
YoY	-1.00%	-1.00%	0.00%	2.00%	2.00%	0.00%	1.00%	1.00%	0.00%
数据中心与人工智能	13,842	13,458	-2.78%	14,396	14,534	0.96%	14,828	15,116	1.94%
YoY	8.00%	5.00%	-3.00%	4.00%	8.00%	4.00%	3.00%	4.00%	1.00%
网络与边缘	6,309	6,134	-2.78%	6,625	6,318	-4.63%	6,956	6,571	-5.54%
YoY	8.00%	5.00%	-3.00%	5.00%	3.00%	-2.00%	5.00%	4.00%	-1.00%
英特尔代工服务	18,420	17,368	-5.71%	21,552	18,236	-15.38%	24,784	20,971	-15.38%
YoY	5.00%	-1.00%	-6.00%	17.00%	5.00%	-12.00%	15.00%	15.00%	0.00%
其他	4,416	4,096	-7.24%	5,015	4,479	-10.70%	5,793	4,996	-13.76%
YoY	5.00%	5.00%	0.00%	10.00%	5.00%	-5.00%	8.00%	8.00%	0.00%
毛利润	21,478	19,670	-8.42%	23,926	21,178	-11.48%	25,767	23,743	-7.86%
毛利率	40.00%	38.00%	-2.00%	42.00%	40.00%	-2.00%	43.00%	43.00%	0.00%
销售及管理费用率	9.30%	9.30%	0.00%	9.30%	9.30%	0.00%	9.30%	9.30%	0.00%
研发费用率	27.00%	27.00%	0.00%	26.50%	26.50%	0.00%	26.50%	26.50%	0.00%
其他非经常性损益	(100)	(100)	0.00%	(100)	(100)	0.00%	(100)	(100)	0.00%
Non GAAP 归母净利润	2,183	1,242	-43.13%	5,054	3,939	-22.06%	5,787	5,495	-5.06%
Non GAAP 归母净利率	4.07%	2.40%	-1.67%	8.87%	7.44%	-1.43%	9.66%	9.95%	0.29%
Non GAAP EPS Diluted	0.52	0.29	-43.13%	1.19	0.93	-22.06%	1.37	1.30	-5.06%

资料来源：华泰研究预测

图表8：可比公司估值对比（数据截至 2025 年 7 月 24 日）

		PE			PS			PB		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Intel	INTC US	76.91	28.71	16.02	2.03	1.92	1.80	0.95	0.89	0.86
Fabless										
NVIDIA	NVDA US	58.77	39.01	29.15	32.15	20.67	16.40	45.86	28.51	17.93
Advanced Micro Devices	AMD US	39.77	26.91	21.93	8.02	6.74	5.86	4.29	4.08	3.78
Average		49.27	32.96	25.54	20.08	13.71	11.13	25.08	16.30	10.86
Foundries										
TSMC	2330 TT	19.39	17.08	14.51	8.12	7.02	5.91	5.64	4.72	3.83
Global Foundries	GFS US	25.30	18.60	14.90	3.21	2.92	2.68	1.89	1.74	1.70
Average		22.34	17.84	14.71	5.66	4.97	4.30	3.77	3.23	2.76

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	51,762	52,945	55,217
销售成本	(30,577)	(34,002)	(32,092)	(31,767)	(31,473)
毛利润	23,651	19,099	19,670	21,178	23,743
销售及分销成本	(5,634)	(5,507)	(4,814)	(4,924)	(5,135)
管理费用	(16,046)	(16,546)	(13,976)	(14,031)	(14,632)
其他收入/支出	212.00	242.00	266.20	319.44	383.33
财务成本净额	457.00	226.00	(761.85)	(749.70)	(735.96)
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)	284.30	1,693	3,523
税费开支	913.00	(8,023)	(42.65)	(254.02)	(528.44)
少数股东损益	(14.00)	(477.00)	0.00	0.00	0.00
净利润	3,629	(17,002)	241.66	1,439	2,995
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)	1,242	3,939	5,495
折旧和摊销	(9,602)	(11,379)	(13,014)	(14,767)	(16,559)
EBITDA	11,847	1,697	14,060	17,210	20,818
EPS (美元, 基本)	0.83	(3.90)	0.06	0.33	0.69

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	16,638	9,681	5,620
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	58,084	53,484	51,932
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	208,064	212,113	218,002
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	53,200	56,780	61,525
股东权益	109,965	105,032	116,511	122,491	129,236
少数股东权益	4,375	5,762	5,762	5,762	5,762
总权益	114,340	110,794	122,273	128,253	134,998

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	44.33	(5.81)	408.48	68.58	32.96
PB	1.46	0.94	0.85	0.81	0.76
调整后 PE (倍)	36.37	(174.40)	79.50	25.06	17.97
调整后 ROE	4.15	(0.53)	1.12	3.30	4.37
EV EBITDA	14.27	103.20	11.82	9.91	8.31
股息率 (%)	3.52	0.00	0.10	0.36	0.76
自由现金流收益率 (%)	(14.95)	(19.93)	(12.86)	(8.38)	(5.71)

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	14,060	17,210	20,818
融资成本	(457.00)	(226.00)	761.85	749.70	735.96
营运资本变动	(1,352)	6,216	(3,644)	(1,698)	(1,817)
税费	913.00	(8,023)	(42.65)	(254.02)	(528.44)
其他	520.00	8,624	238.15	1,750	1,764
经营活动现金流	11,471	8,288	11,373	17,758	20,973
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)	(96.66)	(359.86)	(748.63)
其他融资活动现金流	664.00	11,694	(761.85)	(749.70)	(735.96)
融资活动现金流	8,505	11,138	7,114	(1,299)	(1,033)
现金变动	(4,065)	1,170	8,389	(6,957)	(4,061)
年初现金	11,144	7,079	8,249	16,638	9,681
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	7,079	8,249	16,638	9,681	5,620

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)	(2.52)	2.29	4.29
毛利润	(20.62)	(19.25)	2.99	7.67	12.11
营业利润	(61.36)	(588.15)	(107.86)	172.29	82.49
净利润	(66.83)	(568.50)	(101.42)	495.64	108.04
调整后净利润	(41.76)	(112.80)	(319.37)	217.27	39.47
EPS (基本)	(66.83)	(568.50)	(101.42)	495.64	108.04
盈利能力比率 (%)					
毛利率	43.60	35.97	38.00	40.00	43.00
EBITDA	21.85	3.20	27.16	32.51	37.70
净利润率	8.16	(1.07)	2.40	7.44	9.95
调整后净利润率	8.16	(1.07)	2.40	7.44	9.95
ROE	3.40	(15.82)	0.22	1.20	2.38
调整后 ROE	4.15	(0.53)	1.12	3.30	4.37
ROA	1.94	(8.76)	0.12	0.69	1.39
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	38.36	39.76	29.82	31.93	32.21
流动比率	1.54	1.33	1.58	1.42	1.34
速动比率	1.15	0.98	1.23	1.06	0.97
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.29	0.27	0.26	0.25	0.26
应收账款周转天数	25.01	23.32	26.25	29.33	31.50
应付账款周转天数	106.98	111.88	144.37	153.14	162.30
存货周转天数	143.35	123.48	140.25	148.77	157.67
现金转换周期	61.38	34.92	22.13	24.96	26.87
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	0.83	(3.90)	0.06	0.33	0.69
EPS (调整后, 基本)	1.01	(0.13)	0.28	0.90	1.26
每股净资产	25.21	24.08	26.71	28.08	29.63

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