

25Q2 喜忧参半，看好下半年 MI350 产能爬坡

华泰研究

2025 年 8 月 06 日 | 美国

中报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

200.00

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

AMD 25Q2 喜忧参半，Q2 营收和 Q3 指引超彭博一致预期（下同）但盈利低于预期。营收 76.85 亿美元，同比+32%，超预期的 74.28 亿美元；non-GAAP EPS 0.48 美元，同比-30%，不及预期的 0.49 美元；non-GAAP 毛利率 43.3%，同比-9.9 pcts，与预期相符，但若不包含 MI308 的 8 亿美元费用影响约为 54%。公司 25Q3 指引：营收 84-90 亿美元，中值高于预期的 83.70 亿美元；毛利率 54%，略低于预期的 54.2%。AMD 盘后股价跌约 6%，我们认为原因为：1) 盈利受 MI308 影响低于预期；2) 仍未给出 AI 芯片收入指引；3) 存在获利了结可能。在 Q2 云巨头均保持或提升资本开支指引下，微软、Meta、OpenAI、xAI 和甲骨文等均为 AMD MI 系列客户，我们看好 AMD MI355X 对标英伟达 B300，并有望回到 MI300 时代的高估值，回调提供买入机会，重申“买入”。

数据中心 CPU 持续增长，看好下半年 MI350 GPU 出货爬坡

25Q2 数据中心营收 32.40 亿美元，同比+14%，与一致预期相符，但经营利润-1.55 亿美元，大幅低于一致预期的 7.17 亿美元，主系 MI308 减值影响。管理层在 Q2 电话会表示，前十大 AI 大模型公司中，有 7 家在使用 AMD 的 GPU，且 MI350 系列已提前于 6 月量产，但未提及全年 AI 芯片营收指引。据 Digitimes 报道，AMD 近期调涨 MI350 价格，我们认为此举或凸显公司与英伟达正面相抗的信心，或可提振下半年的 AI 芯片收入。展望 26 年，按台积电 CoWoS 年产量及 AMD 获取份额计算，我们预计其 AI 芯片(MI350 和 400 系列)收入将达约 170 亿美元。对于作为机柜级解决方案的 MI400 系列，考虑到：1) 公司吸收了英伟达 NVL72 早期的液冷、供电与铜缆连接等供应链经验；2) 公司已通过收购 ZT Systems 引入了机柜设计团队；3) 公司在复杂机柜设计领域有充足经验，如 22 年为 ORNL 搭建的 Frontier HPC 超算；4) 采用 EPYC “Venice” CPU，无缝兼容 x86 生态并可实现低 TCO。因此，我们认为 AMD 应能如前指引的 26 年推出，并有望与英伟达 VR200 NVL144 展开竞争。CPU 方面市场份额持续增长，据 Mercury Research，25Q1 AMD 在 x86 服务器 CPU 出货量市占率为 27.2%，对比 24Q1/24Q4 的 23.6%/25.7%持续爬升。不过我们认为仍需注意 Arm 进攻市场份额，尤其是 GB200 出货量爬升以及科技巨头自研 CPU 驱动。据 Mercury Research，25Q1 Arm 服务器 CPU 出货量份额可能达 13%。

客户端 CPU/GPU 同比高增，显卡或受益于 AI 需求

25Q2 客户端营收为 24.99 亿美元，同比+68%，不及一致预期的 25.64 亿美元。公司表示桌面 CPU 销量创下历史新高，市场对 Ryzen 9000 系列需求旺盛，并预计 Q3 客户端营收将环比增长。据 Mercury Research，25Q1 AMD 在 x86 桌面端 PC CPU 出货量市占率为 28.0%，对比 24Q1/24Q4 的 23.9%/27.1%稳步提升；移动端 PC CPU 出货量市占率为 22.5%，对比 24Q1/24Q4 为 19.3%/23.7%，不过销售额市占率依然抬升。据 Wccftech，AMD 6 月在美国亚马逊 CPU 零出货量份额达 79.8%，而英特尔为 20.2%。游戏业务 25Q2 营收为 11.22 亿美元，同比+73%，超一致预期的 7.50 亿美元，半定制收入增长来自于游戏主机库存恢复以及下游客户为假日季备货。桌面端 PC GPU 在 Q2 呈现供不应求，我们认为部分受益于 AI repositioning 需求。公司预计 Q3 游戏业务将环比增长，但 Q4 由于备货完成或出现下滑。

给予 26E PS 7.6x，目标价上调至 200 美元，重申“买入”

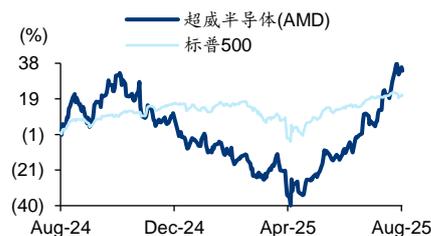
我们看好 MI355 或能以硬件配置对标 B300 弯道超车，下一代 MI400 机柜则剑指 VR。加上 CPU 或能站稳脚跟，我们认为估值应近似 MI300 推出时，给予 26E PS 7.6x（前值 25E PS 7.7x），上调 25/26/27E 营收 3/14/14% 至 322/425/491 亿美元，目标价上调至 200 美元（前值 149 美元）。

风险提示：技术落地缓慢、中美贸易摩擦、需求不及预期等。

基本数据

目标价(美元)	200.00
收盘价(美元 截至 8 月 5 日)	174.31
市值(美元百万)	282,627
6 个月平均日成交额(美元百万)	5,522
52 周价格范围(美元)	76.48-182.50
BVPS(美元)	35.49

股价走势图



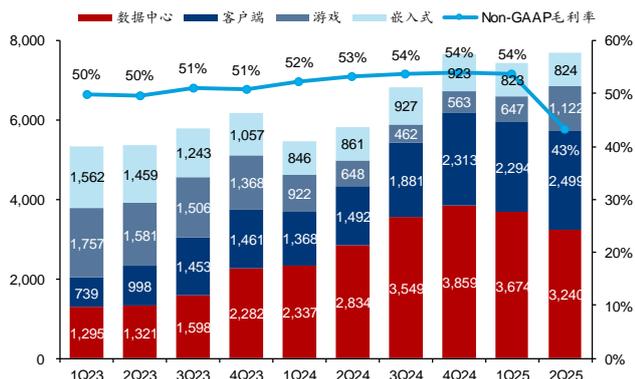
资料来源：S&P

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)	25,785	32,205	42,492	49,105
+/-%	13.69	24.90	31.94	15.56
归母净利润(百万)	1,641	3,318	7,124	9,503
+/-%	92.15	102.19	114.70	33.40
归母净利润(调整后,百万)	5,420	6,118	10,224	12,603
+/-%	25.99	12.88	67.11	23.27
EPS(调整后,最新摊薄)	3.31	3.74	6.25	7.70
PE(调整后,倍)	52.65	46.64	27.91	22.64
PB(倍)	4.96	4.72	4.19	3.65
ROE(调整后,%)	9.55	10.37	15.91	17.23
EV EBITDA(倍)	55.79	41.01	25.77	20.17
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

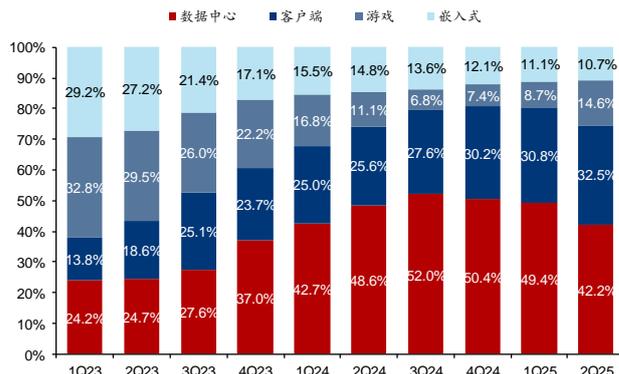
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: AMD 2023Q1-2025Q2 分业务营收 (单位: 百万美元)



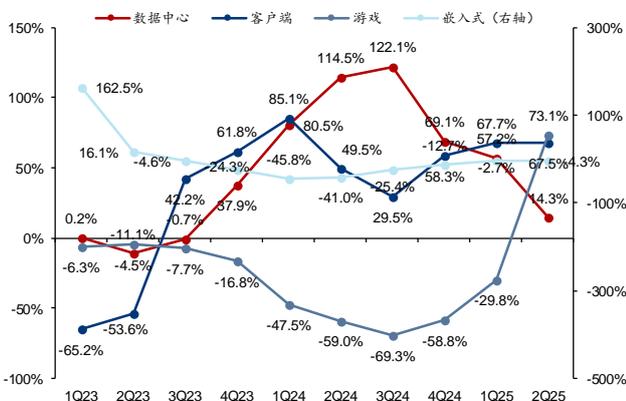
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: AMD 2023Q1-2025Q2 分业务营收占比



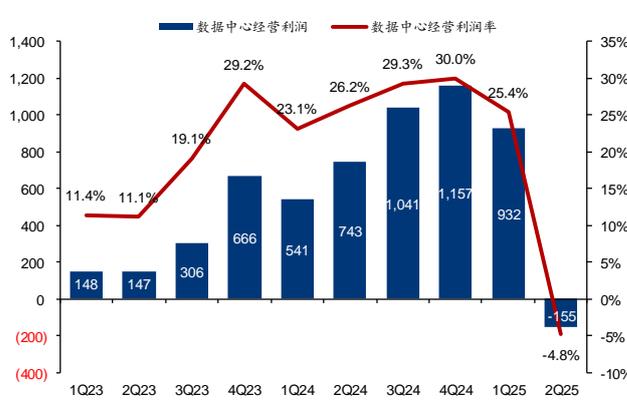
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: AMD 2023Q1-2025Q2 分业务营收同比增速



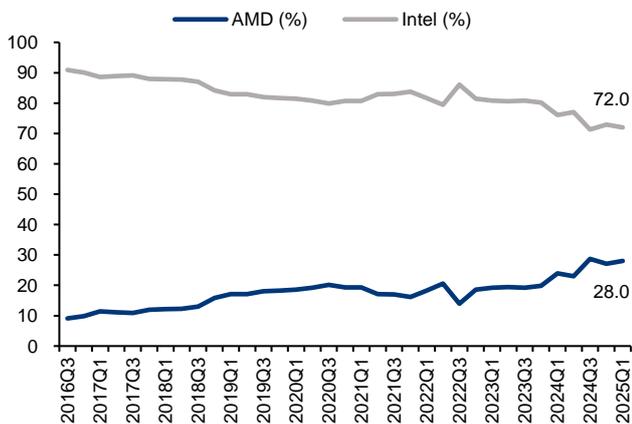
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: AMD 2023Q1-2025Q2 数据中心营业利润 (单位: 百万美元)



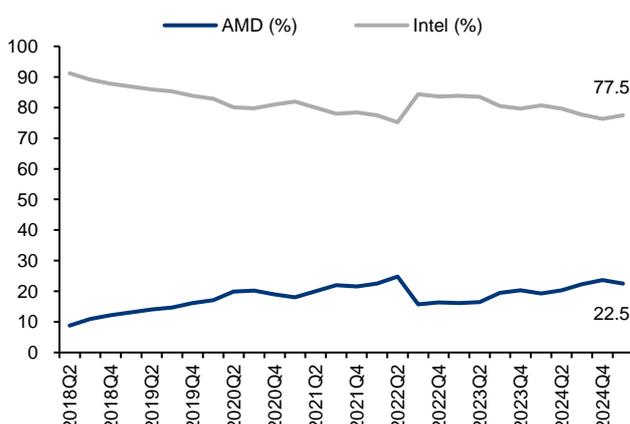
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 桌面端 PC x86 CPU 出货量市场份额



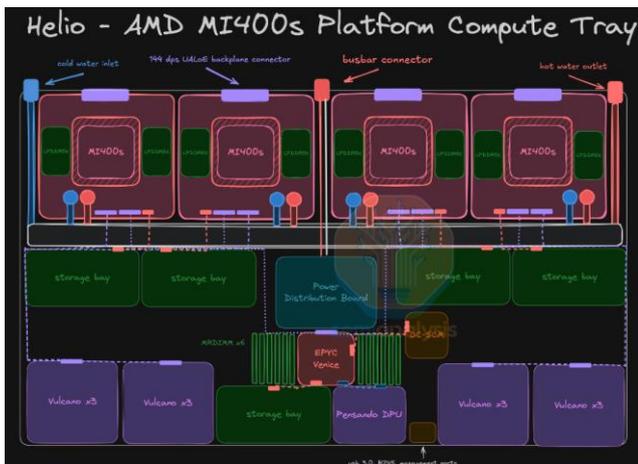
资料来源: Mercury Research, 华泰研究

图表6: 移动端 PC x86 CPU 出货量市场份额



资料来源: Mercury Research, 华泰研究

图表7: MI400 系列在 Helio 平台中的 Compute Tray 示意图



资料来源: SemiAnalysis, 华泰研究

图表8: MI400 Helio 平台示意图



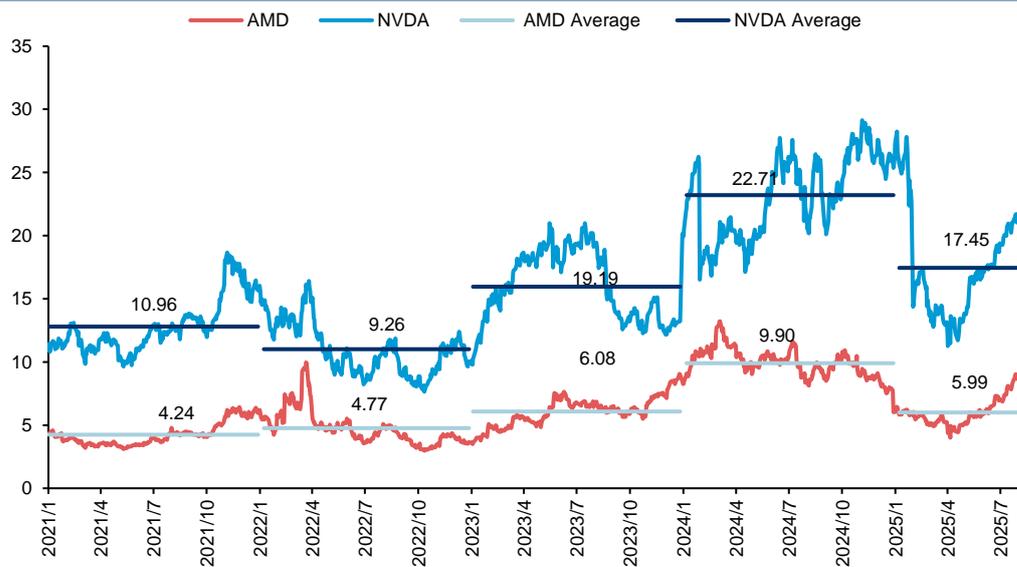
资料来源: AMD 官网, 华泰研究

盈利预测与估值

从 24 年 3 月至 25 年 3 月 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。我们在 25 年 3 月报告《GPU 龙二进入新拐点，有望以 MI355 弯道超车》中看到 AMD 已进入拐点，我们看好 AMD 全新 CDNA 4 架构 MI350 系列或能迎头而上，直接对标英伟达在今年三月 GTC 发布的 B300，并已获得微软、Meta、OpenAI、xAI 以及甲骨文订单。展望 26 年，若以台积电 CoWos 年产量 100 万片计算，AMD 约获得 8-10%，我们预计其 MI 系列芯片收入将达约 170 亿美元。因此，我们认为 AMD 有望回到 MI300 时代的高估值（23H2 最高 9.0x Forward PS）。

目前，主要竞争对手英伟达 26 年 Visible Alpha 一致预期 PS 为 16.9x，芯片可比公司 26 年一致预期 PS 均值为 9.5，中位数为 7.1x。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 MI350 系列或能以硬件配置直接对标英伟达 B300 弯道超车，因此我们认为 AMD 应往 MI300 全盛时期的估值靠拢。考虑到公司 MI350 系列需求旺盛，且 MI400 系列为机柜级解决方案，我们认为在 ZT Systems 助力下应能克服英伟达走过的产业链问题并能按时推出。我们给予 26E PS 7.6x（前值 25E PS 7.7x），上调 25/26/27E 营收从 313/372/430 亿美元至 322/425/491 亿美元，上调 26/27E Non-GAAP 净利润从 91/112 亿美元至 102/126 亿美元，考虑到 25H1 公司盈利能力低于市场预期，下调 25E Non-GAAP 净利润从 70 亿美元至 61 亿美元，对应目标价从 149 美元上调至 200 美元。

图表9: AMD 和英伟达历史 Forward PS 水平



资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表10: AI 芯片行业产业链的相关公司估值 (数据截至 2025 年 8 月 5 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	21.66	16.94	14.80	40.63	30.10	26.58
INTEL	INTC	1.68	1.64	1.58	178.98	28.32	15.56
BROADCOM	AVGO	21.84	18.28	15.95	59.13	44.10	35.25
QUALCOMM	QCOM	3.68	3.57	3.44	12.31	12.23	11.70
TSMC	2330 TW	8.13	7.09	6.03	19.38	17.22	14.60
均值		11.40	9.50	8.36	62.09	26.39	20.74
中位数		8.13	7.09	6.03	40.63	28.32	15.56
大型云厂商							
MICROSOFT	MSFT	13.00	11.30	9.84	36.23	31.40	26.72
ALPHABET	GOOGL	6.01	5.30	4.71	19.51	18.35	16.18
AMAZON	AMZN	3.26	3.01	2.77	31.93	27.94	23.06
ORACLE	ORCL	11.83	10.07	8.51	39.89	34.09	28.17
均值		8.53	7.42	6.45	31.89	27.94	23.53
中位数		8.92	7.68	6.61	34.08	29.67	24.89
ADVANCED MICRO DEVICES	AMD	8.71	7.38	6.14	46.29	31.67	26.85

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

图表11: 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	31,287	32,205	2.94%	37,192	42,492	14.25%	42,970	49,105	14.28%
YoY	21.34%	24.90%	3.56%	18.87%	31.94%	13.06%	15.53%	15.56%	0.03%
数据中心	15,472.17	15,975.33	3.25%	20,268.54	24,937.49	23.04%	24,930.31	30,423.74	22.04%
YoY	23.00%	27.00%	4.00%	31.00%	56.10%	25.10%	23.00%	22.00%	-1.00%
客户端	9,452.36	9,452.36	0.00%	9,924.98	10,208.55	2.86%	10,421.23	10,718.98	2.86%
YoY	34.00%	34.00%	0.00%	5.00%	8.00%	3.00%	5.00%	5.00%	0.00%
游戏	2,698.80	3,114.00	15.38%	2,968.68	3,425.40	15.38%	3,265.55	3,767.94	15.38%
YoY	4.00%	20.00%	16.00%	10.00%	10.00%	0.00%	10.00%	10.00%	0.00%
嵌入式业务	3,663.71	3,663.71	0.00%	4,030.08	3,920.17	-2.73%	4,352.49	4,194.58	-3.63%
YoY	3.00%	3.00%	0.00%	10.00%	7.00%	-3.00%	8.00%	7.00%	-1.00%
Non GAAP 毛利润	17,051	16,425	-3.68%	20,642	23,583	14.25%	24,278	27,744	14.28%
毛利率	54.50%	51.00%	-3.50%	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	23.00%	23.00%	0.00%	22.00%	22.00%	0.00%	21.00%	21.00%	0.00%
Non GAAP 营业利润	8,156	8,362	2.52%	10,632	12,251	15.23%	12,542	14,427	15.03%
数据中心	4,796.37	4,952.35	3.25%	6,688.62	8,229.37	23.04%	8,227.00	10,039.83	22.04%
客户端	1,606.90	1,606.90	0.00%	1,885.75	1,939.62	2.86%	2,084.25	2,143.80	2.86%
游戏	323.86	373.68	15.38%	445.30	513.81	15.38%	489.83	565.19	15.38%
嵌入式业务	1,428.85	1,428.85	0.00%	1,612.03	1,568.07	-2.73%	1,740.99	1,677.83	-3.63%
Non GAAP 净利润	6,971	6,118	-12.24%	9,124	10,224	12.05%	11,198	12,603	12.55%
Non GAAP 净利率	22.28%	19.00%	-3.29%	24.53%	24.06%	-0.47%	26.06%	25.67%	-0.39%
Non GAAP EPS Diluted	4.26	3.74	-12.24%	5.57	6.25	12.05%	6.84	7.70	12.55%

资料来源: 华泰研究预测

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	32,205	42,492	49,105
销售成本	(12,220)	(13,060)	(15,781)	(18,909)	(21,361)
毛利润	10,460	12,725	16,425	23,583	27,744
销售及分销成本	(2,352)	(2,783)	(3,382)	(4,462)	(5,156)
管理费用	(5,872)	(6,456)	(7,407)	(9,348)	(10,312)
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)	5.32	68.45	182.35
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	3,662	7,861	10,487
税费开支	(346.00)	381.00	343.63	737.76	984.17
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	854.00	1,641	3,318	7,124	9,503
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	6,118	10,224	12,603
折旧和摊销	(3,453)	(3,064)	(3,291)	(3,028)	(3,135)
EBITDA	4,892	5,163	6,947	10,821	13,440
EPS (美元, 基本)	0.53	1.00	2.03	4.35	5.81

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	7,150	12,817	20,095
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	25,465	34,794	46,468
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	72,310	79,868	89,744
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	60,409	68,110	78,136
股东权益	55,892	57,568	60,426	68,127	78,153
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	55,892	57,568	60,426	68,127	78,153

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	65.29	173.89	86.00	40.06	30.03
PB	5.03	4.96	4.72	4.19	3.65
调整后 PE (倍)	65.29	52.65	46.64	27.91	22.64
调整后 ROE	7.78	9.55	10.37	15.91	17.23
EV EBITDA	58.77	55.79	41.01	25.77	20.17
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(0.19)	1.41	0.87	1.94	2.54

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	6,947	10,821	13,440
融资成本	(100.00)	92.00	(5.32)	(68.45)	(182.35)
营运资本变动	(3,833)	(333.00)	(3,534)	(3,850)	(4,514)
税费	(346.00)	381.00	343.63	737.76	984.17
其他	1,054	(2,262)	(681.94)	(1,407)	(1,786)
经营活动现金流	1,667	3,041	3,070	6,234	7,942
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)	622.82	624.20	682.52
融资活动现金流	(1,146)	(2,062)	1,330	668.53	650.52
现金变动	(902.00)	(122.00)	3,339	5,667	7,278
年初现金	4,835	3,933	3,811	7,150	12,817
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	3,933	3,811	7,150	12,817	20,095

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	24.90	31.94	15.56
毛利润	(1.35)	21.65	29.07	43.58	17.65
营业利润	(68.28)	373.82	90.10	114.47	32.40
净利润	(35.30)	92.15	102.19	114.70	33.40
调整后净利润	(21.84)	25.99	12.88	67.11	23.27
EPS (基本)	(35.13)	89.14	102.19	114.70	33.40
盈利能力比率 (%)					
毛利率	46.12	49.35	51.00	55.50	56.50
EBITDA	21.57	20.02	21.57	25.47	27.37
净利润率	18.97	21.02	19.00	24.06	25.67
调整后净利润率	18.97	21.02	19.00	24.06	25.67
ROE	1.54	2.89	5.62	11.08	12.99
调整后 ROE	7.78	9.55	10.37	15.91	17.23
ROA	1.26	2.39	4.69	9.36	11.21
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(2.62)	(3.59)	(7.81)	(15.18)	(22.59)
流动比率	2.51	2.62	3.39	4.72	6.44
速动比率	1.86	1.83	2.48	3.60	5.07
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.33	0.38	0.46	0.56	0.58
应收账款周转天数	75.41	80.75	76.14	69.25	71.91
应付账款周转天数	79.16	67.31	56.26	49.30	48.00
存货周转天数	119.64	139.00	143.89	144.10	153.07
现金转换周期	115.89	152.44	163.77	164.05	176.98
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	0.53	1.00	2.03	4.35	5.81
EPS (调整后, 基本)	2.67	3.31	3.74	6.25	7.70
每股净资产	34.69	35.17	36.91	41.62	47.74

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