

卡位 AI 端侧浪潮，加快算力硬板投入

华泰研究

2025 年 8 月 13 日 | 中国内地

中报点评

消费电子

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

69.20

谢春生

研究员

SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036

王心怡

研究员

SAC No. S0570523110001 xinyi.wang@htsc.com
SFC No. BTB527 +(86) 21 2987 2228

鹏鼎控股发布半年报，1H25 实现营收 163.75 亿元 (yoy+24.75%)，归母净利润 12.33 亿元 (yoy+57.22%)。其中 Q2 实现营收 82.88 亿元 (yoy+28.71%，qoq+2.49%)，归母净利润 7.45 亿元 (yoy+159.55%，qoq+52.59%)，基本吻合业绩预告区间中值。考虑到近期 1) 公司加快 AI 算力领域产能投入，并在高阶 HDI、mSAP 等高规格产品/工艺上具有成熟技术和量产经验，看好公司未来在算力 PCB 市场的竞争力；2) 苹果获得关税豁免承诺，公司主业风险有望逐步落地，上调公司 2025-2027 年 EPS 预测至 1.85/2.47/3.03 元，并上调目标价至 69.2 元，维持买入评级。

2Q25: 受益于新产线良率爬升+产品结构优化，盈利同比高增

公司 Q2 业绩显著好于往年传统淡季水平，主要得益于 1) 大客户新机上市及提前备货等因素拉动 Q2 营收好于往年淡季水平，尤其消费电子/PC 等硬板收入显著增长；2) 产品结构改善、稼动率抬升并且淮安第三园区新产线良率提升，利润率明显优化，Q2 综合毛利率同比提升 4.80pp 至 20.28%。分产品结构看，1H25 通讯用板营收 102.7 亿元 (YoY: +17.62%)，毛利率同比降低 0.31pp 至 15.98%；消费电子及计算机用板营收为 51.7 亿元 (YoY: +31.63%)，毛利率同比提升 2.80pp 至 24.52%；汽车/服务器用板营收 8.1 亿元 (YoY: +87.42%)，毛利率同比下降 2.81pp 至 16.83%。

亮点 1: 服务器/光模块客户认证顺利，高阶算力 PCB 产能投入加快
海外客户对于 AI 算力需求强劲增长，叠加服务器架构快速升级，高阶算力 PCB 需求有望迎来非线性扩张。面对算力市场机遇，公司 1) 以高端 HDI 产品切入 AI 服务器市场，积极推进与头部客户的产品认证；2) 扩大与云服务器厂商在 ASIC 相关产品的开发与合作；3) 以高阶 mSAP 设计瞄准 800G/1.6T 光模块升级窗口，并与客户合作开发 3.2T 方案。产能端，公司加快对于国内外高阶算力硬板新产能的建设，目前泰国园区一期已建成，正推进客户认证及打样，预计 2H25 小批量投产；泰国二期厂房建设已启动；淮安三期一期工程已投产，将服务于 AI 服务器及光模块等产品领域。

亮点 2: AI 手机/折叠机/AI 眼镜创新，驱动 2026 年主业成长

我们认为公司海外大客户 2026 有望迎来产品创新大年，未来 AI 手机/AIPC/折叠屏/AI 眼镜等端侧创新将驱动 PCB 向高质、低损耗、高散热、细线路等高阶产品升级。公司紧密贴合市场需求，加速推进新产品研发和市场化进程。在折叠终端与可穿戴设备方面，公司凭借动态弯折 FPC 模块与超长尺寸 FPC 组件技术，成为折叠手机、AR/VR 与 AI 眼镜等终端装置的核心供货商。看好端侧创新为公司 26-27 年带来利润增量，驱动主业持续增长。

上调目标价至 69.2 元，维持“买入”评级

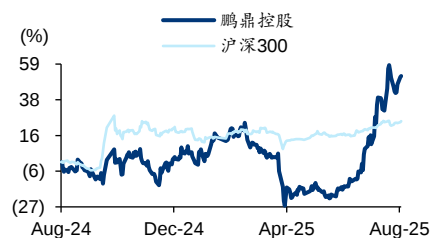
预计 2025-2027 年归母净利润预测为 42.85/57.22/70.17 亿元 (较前值分别上调 1%/11%/18%)，主要考虑到公司新扩产能释放叠加需求高景气，上调 2026-2027 年服务器硬板营收和利润率假设。近期由于海外算力需求带动 PCB 持续高景气，行业估值中枢上移。参考可比公司 26 年 iFind 一致预期 PE 均值，给予公司 26 年 28 倍 PE，对应目标价 69.2 元 (前值 40.26 元，对应 25 年 22x PE)。维持买入评级。

风险提示：3C 需求不及预期；新增产能投产进度不及预期。

基本数据

目标价 (人民币)	69.20
收盘价 (人民币 截至 8 月 12 日)	51.84
市值 (人民币百万)	120,168
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	977.50
52 周价格范围 (人民币)	26.00-54.10
BVPS (人民币)	13.47

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	35,140	39,099	47,191	54,578
+/-%	9.59	11.26	20.70	15.65
归属母公司净利润 (百万)	3,620	4,285	5,722	7,017
+/-%	10.14	18.35	33.54	22.63
EPS (最新摊薄)	1.56	1.85	2.47	3.03
ROE (%)	11.20	12.50	14.88	16.02
PE (倍)	33.19	28.04	21.00	17.13
PB (倍)	3.74	3.53	3.14	2.76
EV EBITDA (倍)	15.66	15.52	11.61	9.47
股息率 (%)	1.93	1.30	1.39	1.40

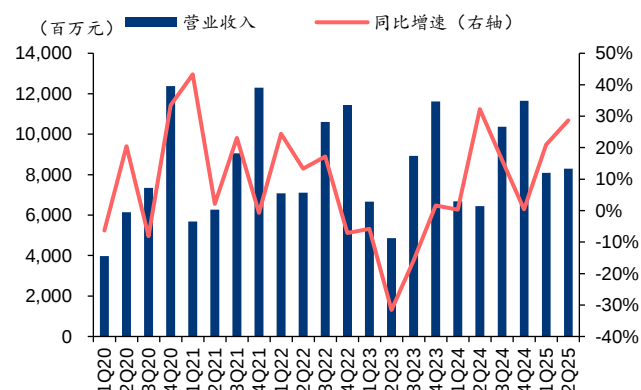
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1：公司财务数据及盈利预测

(百万元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
	A	A	A	A	A	A	A	A	华泰预测	华泰预测	华泰预测	调整幅度		
营业收入	6,686.55	6,439.54	10,360.50	11,653.80	8,086.84	8,288.45	32,066.05	35,140.38	39,098.52	47,190.67	54,578.20	2%	10%	16%
同比增速	0.29%	32.28%	16.14%	0.37%	20.94%	28.71%	-11.45%	9.59%	11.26%	20.70%	15.65%			
毛利	1,362.35	996.95	2,447.45	2,490.03	1,442.14	1,681.05	6,842.10	7,296.76	8,790.24	11,190.22	13,379.66	3%	14%	23%
OPEX	666.67	674.44	1,106.50	560.46	774.68	807.34	3,066.41	3,008.07	3,757.49	4,503.59	5,144.65			
销售费用	41.71	49.85	60.63	63.35	51.53	49.83	210.26	215.54	239.82	289.45	334.76			
管理费用	289.06	270.19	271.82	373.34	325.00	271.58	1,208.16	1,204.40	1,340.06	1,617.41	1,870.61			
研发费用	505.47	573.41	635.49	610.10	513.01	559.12	1,956.86	2,324.47	2,586.30	3,121.58	3,610.25			
财务费用	-169.57	-219.01	138.56	-486.33	-114.86	-73.19	-308.87	-736.34	-408.69	-524.86	-670.97			
营业利润	545.84	266.48	1,310.99	1,920.18	572.58	892.22	3,565.63	4,043.49	4,745.91	6,314.61	7,785.25	1%	11%	18%
税前收益	546.41	265.29	1,311.44	1,921.33	569.97	893.34	3,571.31	4,044.46	4,748.75	6,316.92	7,787.73	1%	11%	18%
同比增速	-66.61%	-51.45%	394.34%	46.51%	-70.33%	56.73%	-36.45%	13.25%	17.41%	33.02%	23.28%			
所得税	49.16	-21.61	121.70	276.17	83.63	153.50	284.52	425.42	463.90	594.93	771.13			
归母净利润	497.27	286.99	1,190.01	1,646.09	488.16	744.87	3,286.95	3,620.35	4,284.85	5,721.99	7,016.60	1%	11%	18%
同比增速	18.81%	-27.03%	15.26%	14.10%	-1.83%	159.55%	-34.41%	10.14%	18.35%	33.54%	22.63%			
EPS (元)	0.21	0.12	0.51	0.71	0.21	0.32	1.42	1.56	1.85	2.47	3.03			
比率分析														
毛利率	20.37%	15.48%	23.62%	21.37%	17.83%	20.28%	21.34%	20.76%	22.48%	23.71%	24.51%			
营业费用率	9.97%	10.47%	10.68%	4.81%	9.58%	9.74%	9.56%	8.56%	9.61%	9.54%	9.43%			
销售费用率	0.62%	0.77%	0.59%	0.54%	0.64%	0.60%	0.66%	0.61%	0.61%	0.61%	0.61%			
管理费用率	4.32%	4.20%	2.62%	3.20%	4.02%	3.28%	3.77%	3.43%	3.43%	3.43%	3.43%			
研发费用率	7.56%	8.90%	6.13%	5.24%	6.34%	6.75%	6.10%	6.61%	6.61%	6.61%	6.61%			
财务费用率	-2.54%	-3.40%	1.34%	-4.17%	-1.42%	-0.88%	-0.96%	-2.10%	-1.05%	-1.11%	-1.23%			
归母净利率	7.44%	4.46%	11.49%	14.12%	6.04%	8.99%	10.25%	10.30%	10.96%	12.13%	12.86%			

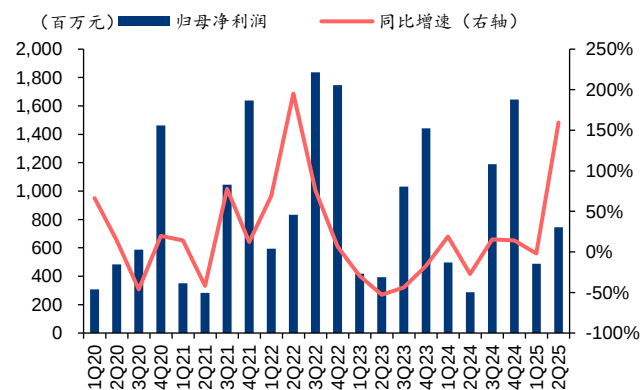
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表2：单季度营收及同比增速



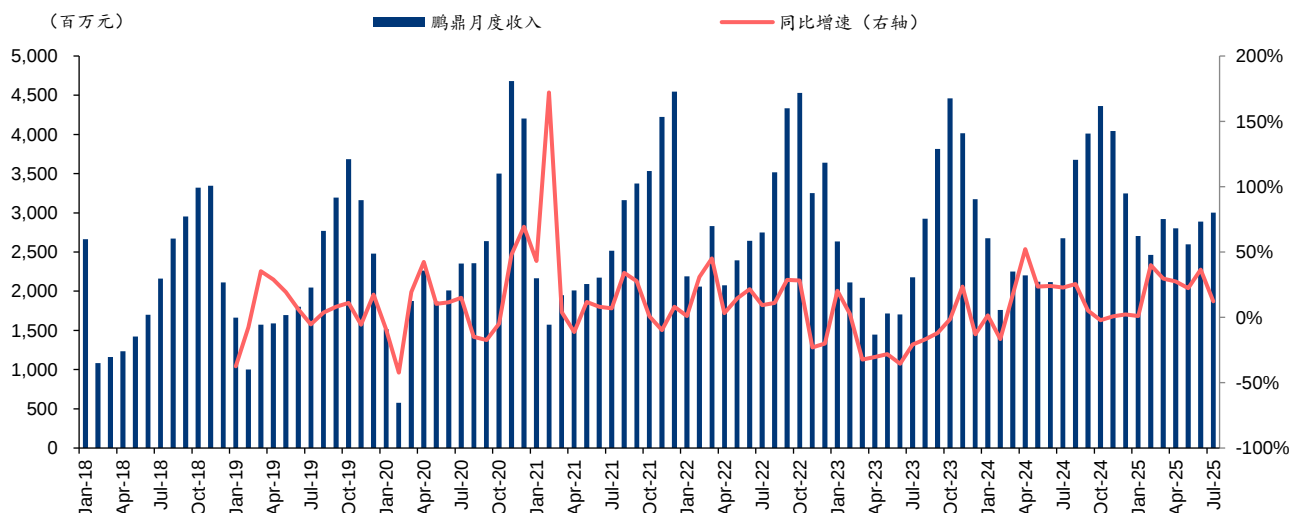
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：单季度归母净利润及同比增速



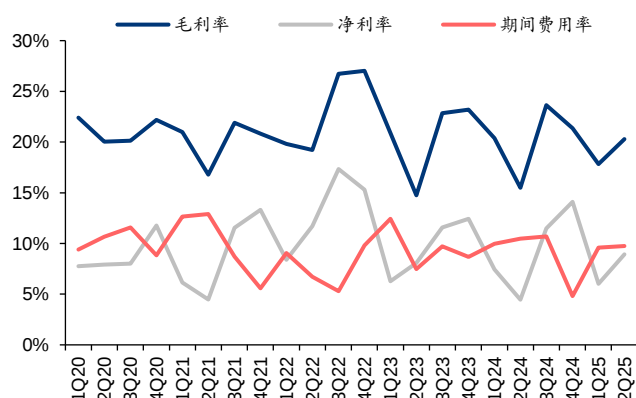
资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：鹏鼎月度收入及同比增速



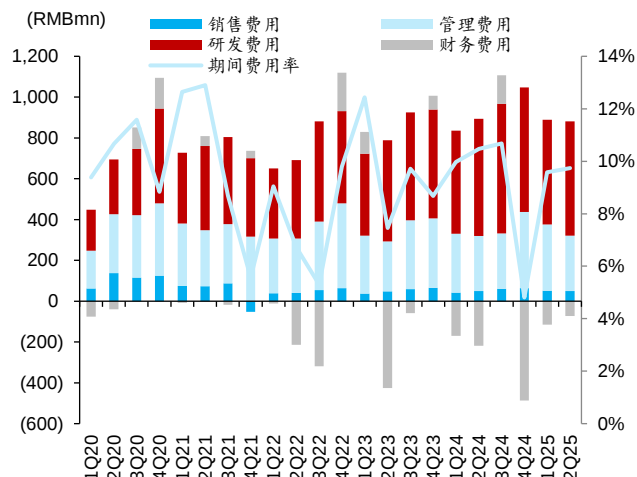
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：单季度销售毛利率&净利率&期间费用率



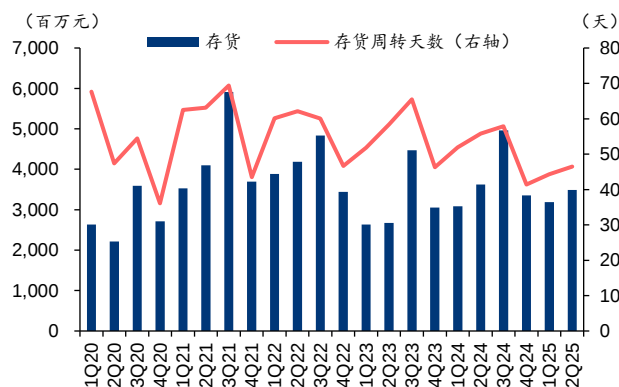
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：单季度费用率



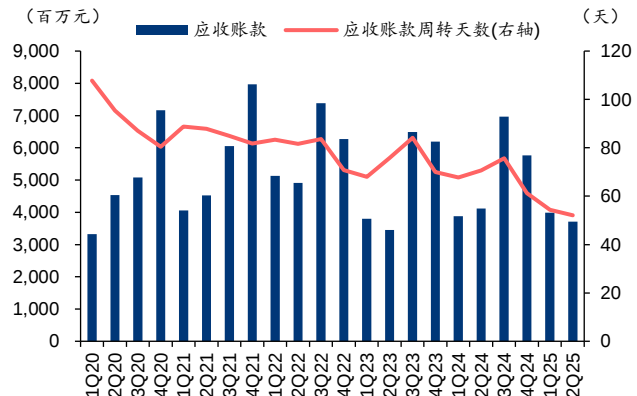
资料来源：Wind，华泰研究

图表7：鹏鼎存货与存货周转天数



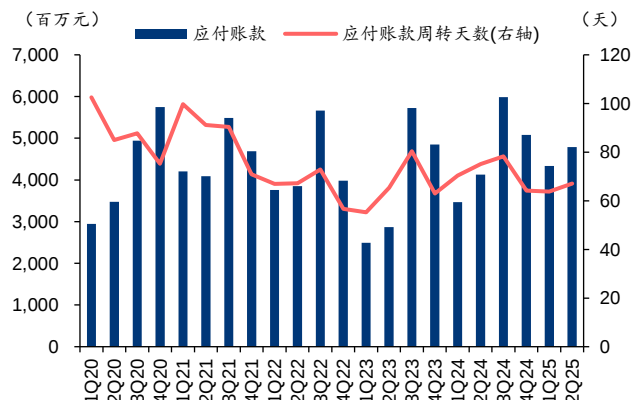
资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：鹏鼎应收账款与周转天数



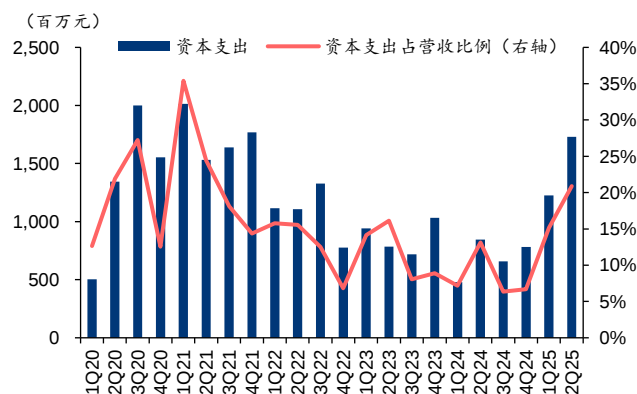
资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：鹏鼎应付账款及周转天数



资料来源：公司公告，华泰研究

图表10：鹏鼎季度资本支出及资本支出占营收比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表11：可比公司估值表

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (x)		PB (x)		EPS增速 (%)		ROE (%)		YTD股价涨幅
				2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	(%)
A股可比公司												
002916 CH	深南电路	139.80	932.10	36.40	29.77	5.59	4.85	5%	22%	15%	16%	12%
603228 CH	景旺电子	57.81	545.02	35.47	27.81	4.22	3.82	22%	28%	12%	14%	108%
002384 CH	东山精密	56.63	1,037.24	34.44	25.73	4.54	3.95	157%	34%	13%	16%	94%
平均	-	-	-	35.43	27.77	4.78	4.21	61%	28%	14%	15%	71%
中位数	-	-	-	35.47	27.81	4.54	3.95	22%	28%	13%	16%	94%

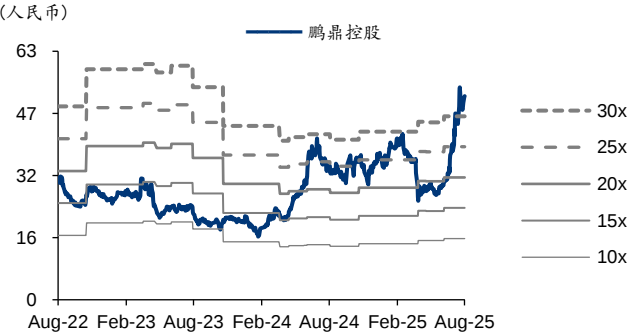
注：数据时间截至到 2025 年 8 月 12 日，公司数据均来自 iFind 一致性预测
资料来源：iFind，华泰研究

风险提示

3C 需求不及预期。考虑到鹏鼎主营产品在手机、计算机、可穿戴设备等消费电子产品中均有广泛应用，全球宏观经济偏弱或导致鹏鼎面临因 3C 需求下滑导致订单不及预期的风险。

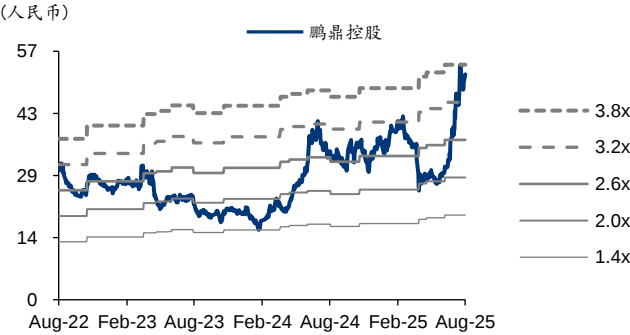
新增产能投产进度不及预期。作为全球领先的 FPC 供应商，在 5G 新周期 3C 品类扩张、汽车电子渗透率提升驱动下，终端市场 FPC 需求持续增加。为了充分满足下游客户需求并积极拓展新兴市场业务，鹏鼎已规划了一系列 FPC、SLP、HDI 等产品的产能扩张，为未来的业绩增长提供有效支撑。但如果新增产能投产进度不及预期，或将对鹏鼎的业绩增长产生不利影响。

图表12：鹏鼎控股 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表13：鹏鼎控股 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	20,723	23,635	26,165	31,714	38,053
现金	10,912	13,497	13,001	18,142	20,476
应收账款	6,192	5,769	8,420	8,157	11,326
其他应收账款	15.73	264.54	0.00	131.50	0.00
预付账款	230.07	207.58	346.17	279.29	468.08
存货	3,054	3,356	4,011	4,501	5,375
其他流动资产	319.01	541.32	386.81	502.16	407.94
非流动资产	21,555	20,908	21,546	21,717	21,447
长期投资	4.93	5.59	6.57	7.55	8.52
固定投资	15,264	15,738	15,880	15,723	15,235
无形资产	1,271	1,198	1,007	789.73	567.43
其他非流动资产	5,015	3,966	4,653	5,198	5,636
资产总计	42,278	44,543	47,711	53,431	59,500
流动负债	11,840	11,204	12,481	14,059	14,826
短期借款	3,961	3,257	3,609	3,433	3,521
应付账款	4,848	5,079	5,629	7,149	7,441
其他流动负债	3,030	2,868	3,243	3,477	3,864
非流动负债	763.20	1,017	942.19	927.31	878.78
长期借款	0.00	179.71	146.35	110.68	72.55
其他非流动负债	763.20	837.41	795.84	816.62	806.23
负债合计	12,603	12,221	13,423	14,986	15,704
少数股东权益	24.72	211.67	211.67	211.67	211.67
股本	2,320	2,319	2,318	2,318	2,318
资本公积	12,702	12,705	12,705	12,705	12,705
留存公积	14,653	17,119	19,618	22,859	26,641
归属母公司股东权益	29,651	32,110	34,076	38,233	43,584
负债和股东权益	42,278	44,543	47,711	53,431	59,500

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	7,969	7,082	4,245	9,468	6,382
净利润	3,287	3,619	4,285	5,722	7,017
折旧摊销	2,964	3,083	2,484	2,920	3,349
财务费用	(308.87)	(736.34)	(408.69)	(524.86)	(670.97)
投资损失	3.58	(9.63)	(3.68)	(4.64)	(5.98)
营运资金变动	1,522	242.87	(2,125)	1,340	(3,333)
其他经营现金	501.23	883.25	14.03	14.45	26.21
投资活动现金	(4,454)	(2,886)	(3,113)	(3,104)	(3,088)
资本支出	(3,512)	(2,844)	(3,080)	(3,070)	(3,043)
长期投资	(991.24)	(139.03)	(0.98)	(0.98)	(0.98)
其他投资现金	49.47	96.66	(31.92)	(32.51)	(43.92)
筹资活动现金	(942.85)	(1,827)	(1,629)	(1,223)	(959.74)
短期借款	997.12	(704.49)	352.24	(176.12)	88.06
长期借款	(175.72)	179.71	(33.36)	(35.67)	(38.13)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	5.71	2.74	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,770)	(1,305)	(1,948)	(1,011)	(1,010)
现金净增加额	2,702	2,505	(495.89)	5,141	2,334

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	32,066	35,140	39,099	47,191	54,578
营业成本	25,224	27,844	30,308	36,000	41,199
营业税金及附加	237.97	274.54	305.46	368.68	426.40
营业费用	210.26	215.54	239.82	289.45	334.76
管理费用	1,208	1,204	1,340	1,617	1,871
财务费用	(308.87)	(736.34)	(408.69)	(524.86)	(670.97)
资产减值损失	(92.02)	(79.73)	(88.71)	(107.07)	(123.83)
公允价值变动收益	11.78	(39.28)	(5.49)	(10.99)	(18.59)
投资净收益	(3.58)	9.63	3.68	4.64	5.98
营业利润	3,566	4,043	4,746	6,315	7,785
营业外收入	9.56	8.30	8.45	8.77	8.51
营业外支出	3.88	7.33	5.60	6.47	6.03
利润总额	3,571	4,044	4,749	6,317	7,788
所得税	284.52	425.42	463.90	594.93	771.13
净利润	3,287	3,619	4,285	5,722	7,017
少数股东损益	(0.16)	(1.30)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	3,287	3,620	4,285	5,722	7,017
EBITDA	6,448	7,067	7,181	9,143	10,964
EPS (人民币, 基本)	1.42	1.56	1.85	2.47	3.03

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(11.45)	9.59	11.26	20.70	15.65
营业利润	(36.55)	13.40	17.37	33.05	23.29
归属母公司净利润	(34.41)	10.14	18.35	33.54	22.63
获利能力 (%)					
毛利率	21.34	20.76	22.48	23.71	24.51
净利率	10.25	10.30	10.96	12.13	12.86
ROE	11.08	11.20	12.50	14.88	16.02
ROIC	14.33	16.40	17.30	24.17	26.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.81	27.44	28.13	28.05	26.39
净负债比率 (%)	(21.96)	(29.96)	(25.98)	(37.02)	(37.74)
流动比率	1.75	2.11	2.10	2.26	2.57
速动比率	1.45	1.75	1.72	1.89	2.15
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.81	0.85	0.93	0.97
应收账款周转率	5.15	5.88	5.51	5.69	5.60
应付账款周转率	5.71	5.61	5.66	5.63	5.65
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.42	1.56	1.85	2.47	3.03
每股经营现金流(最新摊薄)	3.44	3.06	1.83	4.08	2.75
每股净资产(最新摊薄)	12.79	13.85	14.70	16.49	18.80
估值比率					
PE (倍)	36.56	33.19	28.04	21.00	17.13
PB (倍)	4.05	3.74	3.53	3.14	2.76
EV EBITDA (倍)	17.63	15.66	15.52	11.61	9.47

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、王心怡，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或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（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）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券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，华泰证券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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）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。

华泰证券力求报告内容客观、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，华泰证券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。华泰证券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。

华泰证券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，华泰证券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。

华泰证券的销售人员、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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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证券及/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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，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）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作，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、王心怡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证券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, 经营许可证编号为: 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

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司