

服务器业务有望开启新增长点

华泰研究

2025 年 8 月 19 日 | 中国内地

更新报告

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

28.56

谢春生

研究员

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

袁泽世*, PhD

研究员

 SAC No. S0570524090001 yuanzeshi@htsc.com
 + (86) 21 2987 2228

大华股份 1H25 投资者交流会上, 公司指出在 2025 年上半年成功入围部分大客户的服务器集采体系。我们认为, 随着全球大模型推理需求的起量, 算力底座重要性凸显, 公司在服务器领域的布局, 有望打开大视频业务外的新增长曲线。结合半年报业绩: 1H25 公司 G 端和 B 端业务表现良好; 毛利率逐季回升, 1H25 为 41.61%, 盈利能力增强; 上半年公司经营活动产生的现金流净额 6.39 亿元, 为公司上市以来同期最好水平。我们看好公司服务器新业务、G/B 端业务增长和下半年海外业务恢复, 维持“买入”。

服务器业务中标多个大客户, 新增长曲线开启

1H25 业绩会上, 公司指出: 相关业务子公司, 在 1H25 成功入围部分大客户的集采体系, 陆续中标中国移动人工智能推理服务器集采、南方电网服务器年度框架集采、中央国家机关央采网项目、中石油年度框架项目以及多个公安厅的行业标杆项目(合计金额或超 10 亿元), 扩大了自身品牌在算力产业及各行业领域的影响力。目前全球领域看, 大模型的推理 token 需求起量显著。据国家数据局统计, 截至 25 年 6 月底国内日均 token 消耗量突破 30 万亿, 1 年半时间增长 300 多倍。token 的根本是算力, 后续大模型推理有望继续渗透, 公司服务器相关业务有望迎来较快增长。

1H25 回顾: 各业务线均实现正增长, 海外业务营收占比过半

1H25, 1) G 端: 营收 18.51 亿元, 同比增长 4.68%, 存在行业分化, 公共民生、交管表现较好, 公安、社会治理等由于去年的专项债等政策增长较快, 今年有所放缓。2) B 端: 营收 42.19 亿元, 同比增长 8.17%, 订单增速维持较好水平, 其中央企头部企业成为重点收入来源, 但中小企业业务承压, 下滑超 10%。3) 海外业务: 营收 76.28 亿元, 同比增长 1.91%, 营收占比 50.25%。关税的不确定性导致同比增速放缓。4) 创新业务: 营收 30.23 亿元, 同比增长 22.83%, 维持了较高增速, 创新业务在海外发展态势良好。此外, 公司正筹备控股子公司华睿科技拆分赴港上市事宜。

2H25 展望: 整体稳中向好, 围绕政策机会点寻求突破

展望下半年, 1) G 端: 公司将围绕政策机会点和客户预算重点领域, 针对性寻求突破机会。2) B 端: 下半年商机储备有望增加, 订单增速或良好。3) 分销业务: 以销量为抓手继续推进变革, 目前价格体系、市场秩序、库存管理整治成效初步显现, 下半年有望逐渐向好。4) 海外业务: 关税冲击后, 发达国家及地区市场逐步回暖, 中东等城市化进程加速提供良好增长动能。我们认为, 公司各条业务线 2H25 均有望稳中向好, 围绕政策机会、海外拓展, 有望实现收入增速持续回升。

盈利预测与估值

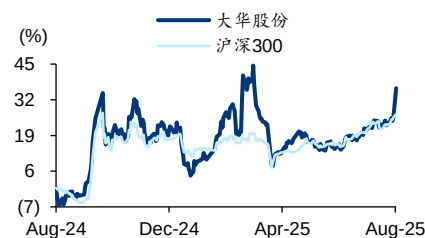
考虑到海外业务受关税影响的不确定性, 略微下调了 25-27 年收入增速至 3.4%/5.7%/8.1% (前值 7.2%/9.7%/11.4%); 考虑公司持续严格执行项目筛选机制以及成本管控策略, 实现了良好的费用管控, 下调了销售费用率。我们预测 2025-2027 年营业收入为 332.75/351.65/380.02 (前值 344.92/378.24/421.31 亿元, 调整幅度分别为 -3.53%/-7.03%/-9.80%), EPS 分别为 1.17/1.18/1.28 元 (前值 1.17/1.30/1.45 元, 调整幅度分别为 -0.36%/-9.37%/-11.88%), 可比公司 25 年 iFinD 一致预期 PE 均值为 24.4 倍, 给予公司 25 年 24.4 倍 PE, 目标价 28.56 元 (前值: 22.85 元, 25E 19.5x PE), 维持“买入”评级。

风险提示: 企业数字化转型进度难以把握; 市场需求随宏观经济指标放缓。

基本数据

目标价 (人民币)	28.56
收盘价 (人民币 截至 8 月 18 日)	18.19
市值 (人民币百万)	59,786
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	953.33
52 周价格范围 (人民币)	13.03-19.86
BVPS (人民币)	11.29

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)	32,181	33,275	35,165	38,002
+/-%	(0.12)	3.40	5.68	8.07
归属母公司净利润 (百万)	2,906	3,833	3,882	4,208
+/-%	(60.53)	31.91	1.28	8.39
EPS (最新摊薄)	0.88	1.17	1.18	1.28
ROE (%)	7.85	9.83	9.51	9.75
PE (倍)	20.58	15.60	15.40	14.21
PB (倍)	1.66	1.58	1.50	1.42
EV EBITDA (倍)	14.65	10.86	10.26	9.66
股息率 (%)	3.52	2.88	3.40	3.26

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

服务器业务中标多个大客户，新增长曲线开启

服务器业务进展迅速，1H25 入围部分大客户集采体系，中标金额或超 10 亿。1H25 业绩会上，公司指出：相关业务的子公司，在 1H25 成功入围部分大客户的集采体系，陆续中标中国移动人工智能推理服务器集采、南方电网服务器年度框架集采、中央国家机关央采网项目、中石油年度框架项目以及多个公安厅的行业标杆项目（合计金额或超 10 亿元），扩大了自身品牌在算力产业及各行业领域的影响力。

公司 25 年 2 月 DeepSeek 问世后不久，子公司华启智慧在短时间内实现了系列 AI 服务器（GS4498-G02、GS2298）和 DeepSeek-R1/V3 系列大模型的深度适配，基于鲲鹏+昇腾处理器，构建起从训练到推理、从中心到边缘的全场景算力基础设施解决方案。3 月发布华启智慧 R 机型鲲鹏服务器（DH-RS2297 系列）提供 64/48/32/24 核多种规格配置，主频达 2.5GHz，通过软硬协同优化实现性能领先业界 15%、能效比领先 60%。

图表1：华启 GS4498-G02 系列服务器（云端中心算力提供）



资料来源：华启智慧官微、华泰研究

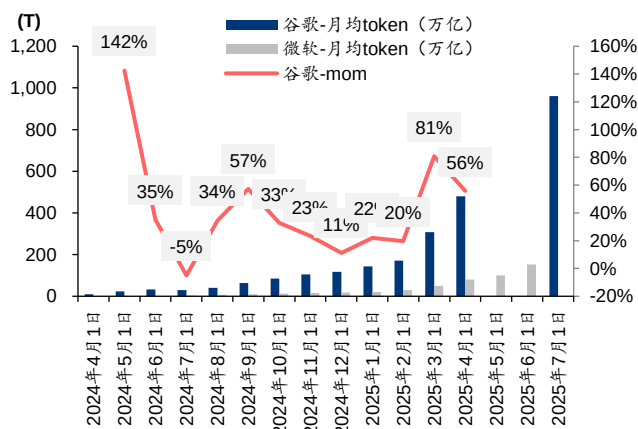
图表2：华启 GS2298 系列服务器（推理应用）



资料来源：华启智慧官微、华泰研究

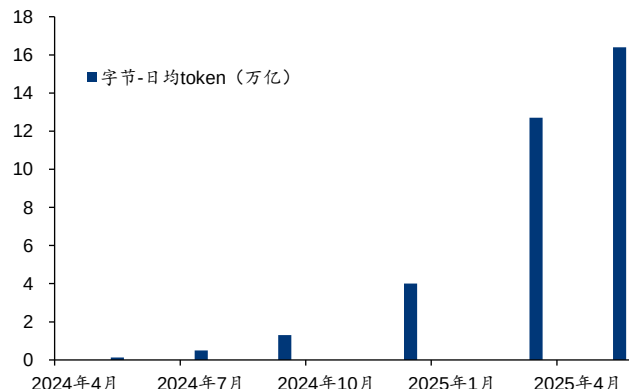
全球大模型推理需求起量，有望开启公司算力服务器业务增长新曲线。目前全球领域看，大模型的推理 token 需求起量显著。2025 年 7 月 Google 的 token 调用量已经达到每月 960 万亿。据国家数据局统计，截至 25 年 6 月底国内日均 token 消耗量突破 30 万亿，1 年半时间增长 300 多倍。token 的根本是算力，后续大模型推理有望继续渗透，公司服务器相关业务有望迎来较快增长。

图表3：Google token 调用量情况



资料来源：Google 官网、华泰研究

图表4：字节 token 调用量情况



资料来源：字节官微、华泰研究

1H25 各业务线均实现正增长，看好下半年围绕政策机会点寻求突破

1H25 回顾：各业务线均实现正增长，海外业务营收占比过半。据公司半年报，2025 年 H1 实现营收 151.81 亿元 (yoy+2.12%)，归母净利 24.76 亿元 (yoy+36.80%)，扣非净利 17.96 亿元 (yoy+1.91%)。其中 Q2 实现营收 89.25 亿元 (yoy+2.76%，qoq+42.66%)，归母净利 18.22 亿元 (yoy+45.95%，qoq+178.93%)。

分业务看，1H25，**1) G 端：**营收 18.51 亿元，同比增长 4.68%，存在行业分化，公共民生、交管表现较好，公安、社会治理等由于去年的专项债等政策增长较快，今年有所放缓。**2) B 端：**营收 42.19 亿元，同比增长 8.17%，订单增速维持较好水平，其中国企头部企业成为重点收入来源，但中小企业业务承压，下滑超 10%。**3) 海外业务：**营收 76.28 亿元，同比增长 1.91%，营收占比 50.25%。关税的不确定性导致同比增速放缓。**4) 创新业务：**营收 30.23 亿元，同比增长 22.83%，维持了较高增速，创新业务在海外发展态势良好。此外，公司正筹备控股子公司华睿科技拆分赴港上市事宜。

2H25 展望：整体稳中向好，围绕政策机会点寻求突破。展望下半年，**1) G 端：**公司将围绕政策机会点和客户预算重点领域，针对性寻求突破机会。**2) B 端：**下半年商机储备有望增加，订单增速或良好。**3) 分销业务：**以销量为抓手继续推进变革，目前价格体系、市场秩序、库存管理整治成效初步显现，下半年有望逐渐向好。**4) 海外业务：**关税冲击后，发达国家及地区市场逐步回暖，中东等城市化进程加速提供良好增长动能。我们认为，公司各条业务线 2H25 均有望稳中向好，围绕政策机会、海外拓展，有望实现收入增速持续回升。

图表5：大华股份财务预测及调整

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(Old)	(Old)	(Old)	Diff	Diff	Diff
营业收入	32,218	32,181	33,275	35,165	38,002	34,492	37,824	42,131	-3.53%	-7.03%	-9.80%
YoY	5.4%	-0.1%	3.4%	5.7%	8.1%	7.2%	9.7%	11.4%			
营业成本	(18,675)	(19,682)	(19,828)	(20,849)	(22,479)	(20,320)	(22,037)	(24,357)			
毛利	13,543	12,499	13,447	14,316	15,523	14,173	15,787	17,774			
OPEX	(10,108)	(10,132)	(10,183)	(10,773)	(11,543)	(10,711)	(11,805)	(13,140)			
销售费用	(5,293)	(5,167)	(4,991)	(5,345)	(5,776)	(5,519)	(6,128)	(6,825)			
管理费用	(1,257)	(1,141)	(1,231)	(1,196)	(1,292)	(1,207)	(1,286)	(1,432)			
研发费用	(3,967)	(4,213)	(4,392)	(4,571)	(4,864)	(4,415)	(4,728)	(5,266)			
财务费用	409	390	432	339	389	430	337	384			
资产减值损失	175	108	(136)	(151)	(148)	(141)	(162)	(165)			
信用减值损失	412	488	(527)	(513)	(577)	(546)	(552)	(640)			
投资收益	4,496	465	615	415	415	465	465	465			
其他收益	(377)	(448)	820	762	749	811	742	719			
营业利润	8,141	2,980	4,036	4,056	4,418	4,051	4,475	5,013	-0.36%	-9.37%	-11.88%
YoY	257%	-63%	35%	0%	9%	36%	10%	12%			
营业外收入(支出)	(19)	9	(6)	1	(2)	(6)	1	(2)			
税前收益	8,122	2,989	4,031	4,057	4,416	4,045	4,476	5,011	-0.36%	-9.37%	-11.88%
YoY	255%	-63%	35%	1%	9%	35%	11%	12%			
所得税	(646)	(70)	(208)	(152)	(197)	(209)	(168)	(223)			
少数股东损益	(113)	(13)	10	(22)	(11)	10	(25)	(12)			
归母净利润	7,362	2,906	3,833	3,882	4,208	3,847	4,283	4,776	-0.36%	-9.37%	-11.88%
YoY	217%	-61%	32%	1%	8%	32%	11%	11%			
EPS (最新摊薄) (元)	2.23	0.88	1.17	1.18	1.28	1.17	1.30	1.45			
比率分析											
毛利率	42.0%	38.8%	40.4%	40.7%	40.8%	41.1%	41.7%	42.2%	0.23pp	-0.04pp	-0.14pp
OPEX/营收	31.4%	31.5%	30.6%	30.6%	30.4%	31.1%	31.2%	31.2%			
R&D/营收	12.3%	13.1%	13.2%	13.0%	12.8%	12.8%	12.5%	12.5%			
营业利润率	25.3%	9.3%	12.1%	11.5%	11.6%	11.7%	11.8%	11.9%			
归母净利率	22.9%	9.0%	11.5%	11.0%	11.1%	11.2%	11.3%	11.3%			
销售费用	-16.4%	-16.1%	-15.0%	-15.2%	-15.2%	-16.0%	-16.2%	-16.2%			
管理费用	-3.9%	-3.5%	-3.7%	-3.4%	-3.4%	-3.5%	-3.4%	-3.4%			
研发费用	-12.3%	-13.1%	-13.2%	-13.0%	-12.8%	-12.8%	-12.5%	-12.5%			
财务费用	1.3%	1.2%	1.3%	1.0%	1.0%	1.2%	0.9%	0.9%			

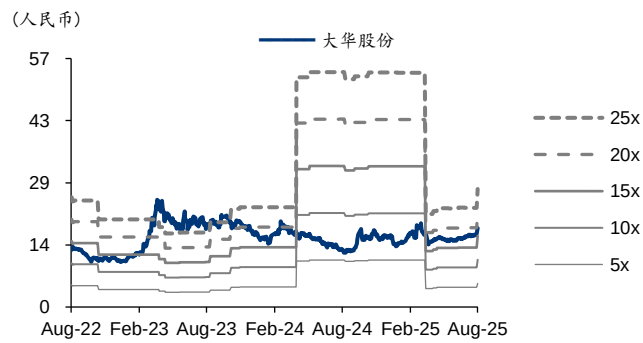
资料来源：公司财报，华泰研究

图表6：可比公司估值表

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
002415 CH	海康威视	30.02	2,772	1.30	1.47	1.67	1.92	23.1	20.5	18.0	15.7
002841 CH	视源股份	38.61	269	1.41	1.64	1.96	2.31	27.4	23.5	19.7	16.7
000977 CH	浪潮信息	61.07	899	1.56	2.09	2.56	3.12	39.2	29.3	23.9	19.5
平均								29.9	24.4	20.5	17.3

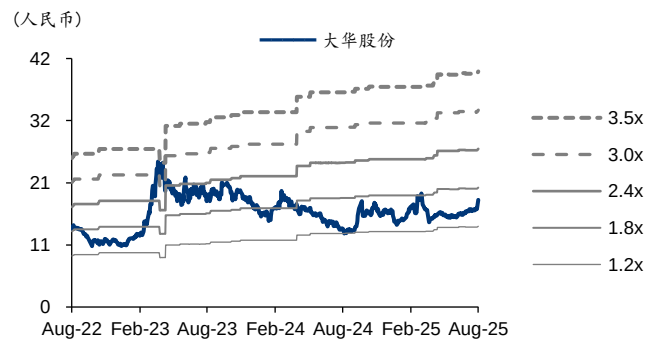
注：iFinD 一致预期
资料来源：iFinD、华泰研究

图表7：大华股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表8：大华股份 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	41,062	37,246	39,165	42,910	45,824
现金	15,971	11,182	12,475	14,172	15,068
应收账款	16,277	17,046	17,410	19,003	20,347
其他应收账款	337.52	293.73	358.98	330.80	414.63
预付账款	189.39	310.57	206.38	339.94	250.46
存货	5,333	5,204	5,411	5,750	6,283
其他流动资产	2,955	3,210	3,305	3,314	3,460
非流动资产	11,820	15,490	15,055	14,771	14,624
长期投资	727.45	722.24	731.99	741.73	751.48
固定投资	4,937	4,974	4,831	4,747	4,737
无形资产	594.68	578.04	561.56	552.25	514.85
其他非流动资产	5,561	9,216	8,931	8,730	8,621
资产总计	52,882	52,736	54,221	57,680	60,448
流动负债	16,310	14,891	14,662	15,942	16,527
短期借款	957.43	995.00	995.00	995.00	995.00
应付账款	5,815	5,878	5,902	6,485	6,870
其他流动负债	9,538	8,018	7,765	8,462	8,661
非流动负债	687.63	670.97	670.97	670.97	670.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	687.63	670.97	670.97	670.97	670.97
负债合计	16,998	15,562	15,333	16,613	17,198
少数股东权益	1,165	1,146	1,136	1,158	1,169
股本	3,294	3,296	3,296	3,296	3,296
资本公积	7,124	7,157	7,157	7,157	7,157
留存公积	24,981	26,036	28,141	30,114	31,985
归属母公司股东权益	34,719	36,028	37,752	39,909	42,081
负债和股东权益	52,882	52,736	54,221	57,680	60,448

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	4,599	2,710	2,698	3,134	2,638
净利润	7,475	2,919	3,823	3,904	4,219
折旧摊销	809.95	862.01	739.66	801.65	691.41
财务费用	(409.31)	(389.89)	(431.56)	(339.06)	(389.36)
投资损失	(4,496)	(464.82)	(614.96)	(414.96)	(414.96)
营运资金变动	405.95	(1,422)	(1,265)	(1,281)	(2,011)
其他经营现金	812.89	1,206	446.79	462.69	542.34
投资活动现金	1,726	(4,832)	389.53	(51.15)	(95.07)
资本支出	(1,446)	(907.51)	(206.28)	(364.44)	(503.99)
长期投资	3,176	(4,067)	(9.75)	(9.75)	(9.75)
其他投资现金	(3.41)	142.37	605.56	323.04	418.67
筹资活动现金	1,653	(2,803)	(1,795)	(1,386)	(1,647)
短期借款	699.48	37.57	0.00	0.00	0.00
长期借款	(453.83)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	3.30	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3,174	32.64	(0.01)	(0.01)	(0.01)
其他筹资现金	(1,767)	(2,877)	(1,795)	(1,386)	(1,647)
现金净增加额	8,002	(4,819)	1,293	1,697	895.85

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	32,218	32,181	33,275	35,165	38,002
营业成本	18,675	19,682	19,828	20,849	22,479
营业税金及附加	275.79	221.32	239.34	265.26	273.78
营业费用	5,293	5,167	4,991	5,345	5,776
管理费用	1,257	1,141	1,231	1,196	1,292
财务费用	(409.31)	(389.89)	(431.56)	(339.06)	(389.36)
资产减值损失	(174.51)	(107.76)	(135.92)	(150.62)	(148.42)
公允价值变动收益	127.63	(43.42)	69.86	46.69	30.95
投资净收益	4,496	464.82	614.96	414.96	414.96
营业利润	8,141	2,980	4,036	4,056	4,418
营业外收入	13.53	19.03	15.63	16.53	16.18
营业外支出	32.85	9.56	21.20	15.38	18.29
利润总额	8,122	2,989	4,031	4,057	4,416
所得税	646.44	70.30	207.80	152.27	196.69
净利润	7,475	2,919	3,823	3,904	4,219
少数股东损益	113.38	13.44	(10.02)	22.32	10.83
归属母公司净利润	7,362	2,906	3,833	3,882	4,208
EBITDA	8,682	3,477	4,560	4,661	4,858
EPS (人民币, 基本)	2.31	0.90	1.16	1.18	1.28

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	5.41	(0.12)	3.40	5.68	8.07
营业利润	257.05	(63.40)	35.45	0.48	8.93
归属母公司净利润	216.73	(60.53)	31.91	1.28	8.39
获利能力 (%)					
毛利率	42.04	38.84	40.41	40.71	40.85
净利率	23.20	9.07	11.49	11.10	11.10
ROE	20.83	7.85	9.83	9.51	9.75
ROIC	36.55	12.26	17.14	17.21	17.42
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.14	29.51	28.28	28.80	28.45
净负债比率 (%)	(38.53)	(26.30)	(28.77)	(31.37)	(31.86)
流动比率	2.52	2.50	2.67	2.69	2.77
速动比率	2.10	2.05	2.20	2.23	2.30
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.61	0.62	0.63	0.64
应收账款周转率	2.03	1.93	1.93	1.93	1.93
应付账款周转率	2.84	3.37	3.37	3.37	3.37
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.24	0.88	1.17	1.18	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	0.82	0.82	0.95	0.80
每股净资产(最新摊薄)	10.56	10.96	11.49	12.14	12.80
估值比率					
PE (倍)	8.12	20.58	15.60	15.40	14.21
PB (倍)	1.72	1.66	1.58	1.50	1.42
EV EBITDA (倍)	5.43	14.65	10.86	10.26	9.66

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、袁泽世，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。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

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、袁泽世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