

Oracle 打破算力天花板，上调目标价到 76 人民币

华泰研究

2025 年 9 月 14 日 | 中国内地

更新报告

消费电子

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

76.00

黄乐平, PhD

SAC No. S0570521050001
SFC No. AUZ066

研究员

leping.huang@htsc.com
+(852) 3658 6000

陈旭东

SAC No. S0570521070004
SFC No. BPH392

研究员

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

于可耀

SAC No. S0570525030001
SFC No. BVF938

研究员

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

9月9日, Oracle 公布 1QFY26 财报, 上调 FY26 CapEX 指引至 350 亿美元左右。我们认为, Oracle 本次业绩会的意义在于它打破了过去市场认为云厂商的算力投资规模会限制在经营现金流范围之内的前提假设, 为算力增长打开了新的增长空间。根据路透社报道, 公司已成为 Oracle AI 服务器的核心供应商, 我们认为工业富联有望从 AI 服务器市场规模扩大和份额提升等两方面受益。我们上调工业富联 2025/2026/2027 年归母净利润预测 0.9%/1.5%/2.2%, 上调目标价 20.6%到 76.0 元(前值: 人民币 63.0 元), 维持“买入”评级。

Oracle 发布会的意义: 打破算力市场估算的前提假设

过去 2 年, 微软、谷歌、亚马逊、Meta 的资本开支规模保持在经营现金流的 50%左右。即使假设未来 AI 需求继续快速增长, 从维持财务纪律角度出发, 过去我们认为企业的算力投资需求很难超过其经营现金流的范围。但 1QFY26, Oracle 资本开支 85 亿美元, 已经超过其经营现金流规模(81 亿美元)。并且公司上调 2026 财年资本开支指引到 350 亿美元, 显著高于彭博一致预期的 2026 年经营现金流 320 亿美元, 并指出 1QFY26 在手订单同比大幅增长 359%达 4550 亿美元, 预计其云服务从 2025 财年的约 100 亿美元, 大幅上升到 2030 年的 1440 亿规模(相当于目前最大云厂商 Amazon AWS 2024 年收入的 134%)。结合 Oracle 最新指引和彭博一致预期, 我们上调华泰基准情景的 2026E 北美 CSP 总资本开支 5.7%到 5112 亿美元(前值: 5401 亿美元)。

工业富联如何在 Oracle 资本开支中受益

作为 Oracle AI 算力基础设施的核心供应商, 我们认为工业富联有望从 AI 服务器市场规模扩大, 和主要客户 Oracle 在云服务市场上份额提升等两方面受益。回顾 2Q25, 公司云计算业务营收成长显著, 同比增加 50%以上。展望 2025/2026, 我们预计包含 AI 服务器在内的公司云计算业务同比增长 72.4%/104.3%, 占比或将提升到 63.7%/77.0%, 成为公司最重要成长引擎。

上调目标价至 76.0 元, 维持“买入”评级

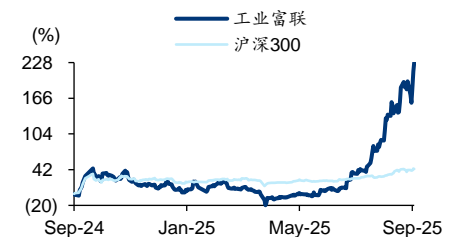
我们上调公司 2025-2027 年归母净利润分别 0.9%/1.5%/2.2%至 316.5/487.3/555.7 亿元, 对应 EPS 为 1.59/2.45/2.80 元。上调盈利预测主因 Oracle 在手订单同比大幅增长, 且 FY2026 资本开支指引超预期。此外, 考虑到近期行业估值中枢大幅上移以及 AI 服务器业务周期特点, 我们认为 2026 年 AI 服务器业务有望逐步进入成熟期, 业绩预测的稳定性更高, 估值参考价值相应提升, 我们参考可比公司 2026E PE 一致预期均值 27.9x, 鉴于公司是 Oracle AI 算力基础设施的核心供应商, 给予公司 2026E 31x PE 估值, 上调目标价为 76.0 元(前值: 人民币 63.0 元, 基于 2026E 26x PE), 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观下行和贸易摩擦风险, 创新产品渗透不及预期风险, 情景测算和实际不符的风险。

基本数据

目标价(人民币)	76.00
收盘价(人民币 截至 9 月 12 日)	61.90
市值(人民币百万)	1,229,301
6 个月平均日成交额(人民币百万)	4,875
52 周价格范围(人民币)	15.44-61.90
BVPS(人民币)	7.64

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(十亿)	609	892	1,474	1,747
+/-%	27.88	46.47	65.17	18.57
归属母公司净利润(十亿)	23	32	49	56
+/-%	10.34	36.33	53.97	14.03
EPS(最新摊薄)	1.17	1.59	2.45	2.80
ROE(%)	15.19	18.42	23.44	22.16
PE(倍)	52.95	38.84	25.22	22.12
PB(倍)	8.05	7.16	5.92	4.91
EV EBITDA(倍)	36.07	27.10	18.95	17.83
股息率(%)	1.03	1.03	1.03	1.03

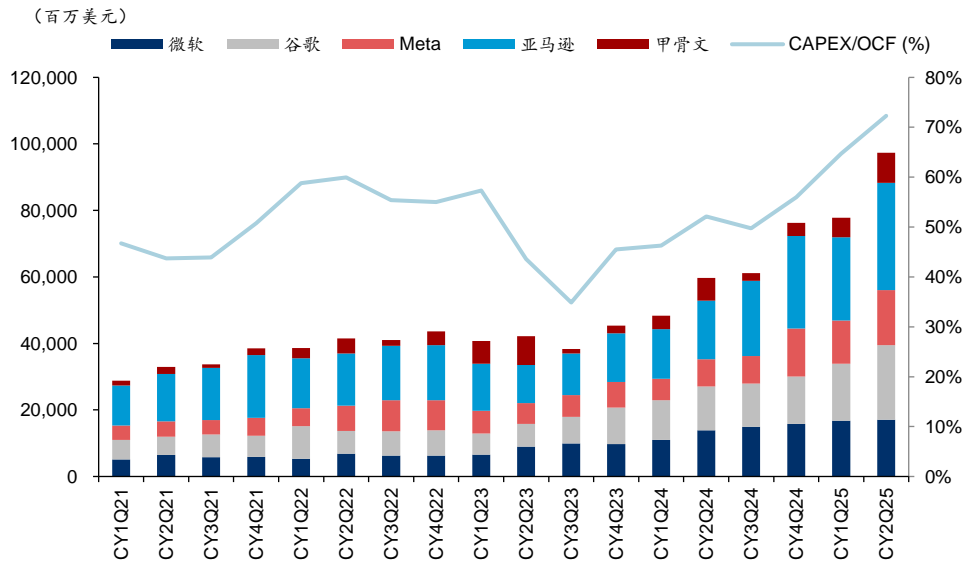
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 北美 CSP 资本开支和经营现金流分析

(USD mn)	CY2021A	CY2022A	CY2023A	CY2024A	CY2025E	CY2026E	CY2025E	CY2026E	CY2025E	CY2026E	
					Factset一致预期		华泰基准估算		华泰乐观估算		
资本开支 (CAPEX)	128,029	161,954	166,824	245,253	375,859	441,067	368,191	540,138	459,539	759,596	
yoy	27%	26%	3%	47%	53%	17%	50%	47%	87%	65%	
微软	22,267	26,014	36,298	54,658	76,942	92,529	76,942	113,576	111,654	174,733	
谷歌	24,640	31,485	32,251	52,535	81,960	91,289	81,960	134,193	112,226	178,924	
Meta	18,567	31,431	27,266	37,256	68,227	94,243	68,227	95,265	80,432	127,020	
亚马逊	55,396	58,321	52,729	82,999	116,182	125,658	106,462	129,732	116,182	172,976	
Oracle	7,159	14,703	18,280	17,805	32,547	37,348	34,600	67,371	39,045	105,943	
经营性现金流 (OCF)	288,902	292,241	378,273	480,535	570,603	682,995	570,603	682,995	570,603	682,995	
微软	82,938	88,303	103,029	127,591	148,872	174,733	148,872	174,733	148,872	174,733	
谷歌	91,652	91,495	101,746	125,299	149,635	178,924	149,635	178,924	149,635	178,924	
Meta	57,683	50,475	71,113	91,328	107,243	127,020	107,243	127,020	107,243	127,020	
亚马逊	46,327	46,752	84,946	115,877	141,949	172,976	141,949	172,976	141,949	172,976	
Oracle	10,302	15,216	17,439	20,440	22,904	29,342	22,904	29,342	22,904	29,342	
CAPEX/OCF (%)	44%	55%	44%	51%	66%	65%	65%	75%	75%	111%	
GB200/300机柜测算											
CSP CAPEX上限 (USDmn)						682,995	570,603	570,603			
AI服务器硬件支出占比假设					70%			70%	70%	70%	70%
NV GPU AI服务器占比假设					70%			70%	70%	70%	70%
CAPEX对应机柜数量需求上限 (千柜)							56	83	70	116	
机柜供需缺口预测 (延迟交付部分)							20		30		
机柜交付数量预测 (千柜)							36	103	40	147	

资料来源: Factset, Bloomberg, 华泰研究估算

图表2: 北美 CSP 资本开支及资本开支在经营性现金流占比情况



资料来源: Factset, Bloomberg, 华泰研究

图表3: 主权 AI 项目情况: 工业富联的潜在收入机遇

国家/地区	项目名称	投资金额 (亿美元)	算力规模目标	时间线	主要芯片供应商	主要合作伙伴	鸿海/工业富联的角色
美国	Stargate Project	5000	4.5 GW	2025-2029	Nvidia, AMD, OpenAI	OpenAI, SoftBank, Oracle, MGX	潜在合作伙伴
欧盟	InvestAI / AI Factories	2180	400000 GPUs	2026-2028	Nvidia, AMD	欧盟委员会, 欧洲投资银行, 成员国等	潜在合作伙伴
沙特阿拉伯	HUMAIN	1000	1.9 GW	2025-2030	Nvidia, AMD	公共投资基金 (PIF)	已确认参与
阿联酋	MGX Fund / UAE-US AI Campus	1000	5 GW	中长期	Nvidia	Mubadala, G42, BlackRock, Microsoft	已确认参与
印度	IndiaAI Mission	12.0	38000+ GPUs	中长期	Nvidia, Google (TPU), AWS, AMD	电子和信息技术部, 各云服务商	潜在合作伙伴
日本	ABC1 3.0	2.4	6128 H200 GPUs	中长期	Nvidia	产业技术综合研究所 (AIST), HPE	潜在合作伙伴

资料来源: Wind, 华泰研究

图表4：工业富联业绩概览

(百万元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
	A	A	A	A	A	A	华泰预测	华泰预测	A	华泰预测	华泰预测	华泰预测	调整幅度		
营业收入	118,688	147,403	170,282	172,762	160,415	200,345	246,909	284,555	608,473	892,223	1,473,643	1,747,365	0.2%	3.7%	3.7%
同比	12.1%	46.1%	39.5%	17.1%	35.2%	35.9%	45.0%	64.7%	27.8%	46.6%	65.2%	18.6%			
毛利	9,066	8,848	11,864	14,543	10,803	13,022	16,049	19,343	43,659	59,218	87,531	100,468			
OPEX	3,790	3,653	3,290	5,434	3,938	4,029	5,143	8,472	16,167	21,581	29,333	33,939			
销售费用	302	198	282	255	362	205	253	699	1,036	1,519	2,509	2,974			
管理费用	1,207	932	1,073	1,944	1,497	1,401	1,727	2,935	5,156	7,560	12,486	14,805			
研发费用	2,263	2,613	2,257	3,498	2,248	2,848	3,263	4,930	10,631	13,288	15,282	17,574			
财务费用	18	-89	-322	-263	-168	-425	-100	-93	-655	-786	-943	-1,415			
营业利润	5,294	5,106	8,252	8,847	6,697	8,568	10,806	10,779	26,836	36,851	57,255	65,114			
同比	26.6%	50.6%	18.0%	14.2%	26.5%	67.8%	31.0%	21.8%	22.4%	37.3%	55.4%	13.7%			
税前收益	4,758	4,901	7,171	9,144	5,885	8,138	10,290	11,098	25,974	35,411	54,522	62,170			
同比	38.2%	14.9%	1.0%	10.0%	23.7%	66.0%	43.5%	21.4%	12.3%	36.3%	54.0%	14.0%			
所得税	564	354	761	1,039	634	1,251	1,582	239	2,719	3,706	5,707	6,507			
净利润	4,194	4,556	6,411	8,114	5,252	6,907	8,708	10,838	23,255	31,704	48,815	55,663			
同比	34.2%	13.0%	1.2%	7.7%	25.2%	51.6%	35.8%	33.6%	10.6%	36.3%	54.0%	14.0%			
归母净利润	4,185	4,554	6,402	8,075	5,231	6,883	8,677	10,862	23,216	31,652	48,734	55,571	0.9%	1.5%	2.2%
同比	33.8%	12.9%	1.2%	6.9%	25.0%	51.1%	35.5%	34.5%	10.3%	36.3%	54.0%	14.0%			
EPS (元)	0.21	0.23	0.32	0.41	0.26	0.35	0.44	0.55	1.17	1.59	2.45	2.80			
比率分析															
毛利率	7.64%	6.00%	6.97%	8.42%	6.73%	6.50%	6.50%	6.50%	7.18%	6.64%	5.94%	5.75%			
期间费用率	3.19%	2.48%	1.93%	3.15%	2.45%	2.01%	2.10%	2.10%	2.66%	2.42%	1.99%	1.94%			
销售费用率	0.25%	0.13%	0.17%	0.15%	0.23%	0.10%	0.12%	0.12%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%			
管理费用率	1.02%	0.63%	0.63%	1.13%	0.93%	0.70%	0.70%	0.70%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%			
研发费用率	1.91%	1.77%	1.33%	2.02%	1.40%	1.42%	1.42%	1.42%	1.75%	1.49%	1.04%	1.01%			
财务费用率	0.02%	-0.06%	-0.19%	-0.15%	-0.10%	-0.21%	-0.21%	-0.21%	-0.11%	-0.09%	-0.06%	-0.08%			
归母净利率	3.53%	3.09%	3.76%	4.67%	3.26%	3.44%	3.51%	3.82%	3.82%	3.55%	3.31%	3.19%			

资料来源：Wind，公司官网，华泰研究预测

图表5：工业富联分板块预测

百万人民币	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)
营业收入	608,473	892,223	1,473,643	1,747,365
通信网络设备	287,898	304,063	279,880	261,438
云计算	319,377	586,254	1,191,809	1,483,921
工业互联网	940	940	940	940
其他	921	967	1,015	1,066
营收同比增速	27.8%	46.6%	65.2%	18.6%
通信网络设备	3.2%	5.6%	-8.0%	-6.6%
云计算	64.4%	83.6%	103.3%	24.5%
工业互联网	-42.9%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	-34.7%	5.0%	5.0%	5.0%
营收占比				
通信网络设备	47.3%	34.1%	19.0%	15.0%
云计算	52.5%	65.7%	80.9%	84.9%
工业互联网	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
其他	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
毛利润	43,659	59,218	87,531	100,468
通信网络设备	27,532	29,078	26,765	25,002
云计算	15,953	29,283	59,888	74,566
工业互联网	430	430	430	430
其他	406	427	448	470
毛利率	7.2%	6.6%	5.9%	5.7%
通信网络设备	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
云计算	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
工业互联网	45.8%	45.8%	45.8%	45.8%
其他	44.1%	44.1%	44.1%	44.1%

资料来源：Wind，公司官网，华泰研究预测

图6：工业富联可比公司估值表（截至 2025/9/12）

可比公司	公司名称	市值 (百万美元)	收盘价 (当地货币)	PE		PB		EPS增速 2025E	股价变动 (%) YTD
				2025E	2026E	2025E	2026E		
002475 CH	立讯精密	53,687	52.7	22.7	18.6	4.5	3.7	19%	19.9
603296 CH	华勤技术	13,493	94.6	25.9	21.1	3.8	3.3	21%	16.4
000977 CH	浪潮信息	13,249	64.1	30.7	25.1	4.1	3.6	22%	14.1
000938 CH	紫光股份	11,762	29.3	38.6	31.3	5.0	4.4	18%	14.4
300308 CH	中际旭创	65,870	422.1	56.1	43.6	17.5	12.8	19%	33.0
	平均	31,612	132.5	34.8	27.9	7.0	5.6	20%	19.6
Benchmark									
601138 CN	工业富联	172,655	61.9	38.8	25.2	7.2	5.9	38%	187.9
2317 TW	鸿海	100,027	217.5	15.6	13.5	1.7	1.6	27%	18.2
992 HK	联想	18,856	11.8	11.7	10.1	2.6	2.3	14%	17.4
DELL US	戴尔	42,127	125.0	13.1	11.4	na	na	17%	8.5
2382 TW	广达	35,037	274.0	15.2	13.1	4.9	4.4	16%	-4.5
	平均			18.9	14.6	4.2	3.6	29%	94.4

注：汇率 CNY/USD=7.12，收盘价、市值截至 2025 年 9 月 12 日，可比公司预测数据来自 iFind 及 Factset 一致预期。

资料来源：iFind, Factset, 华泰研究

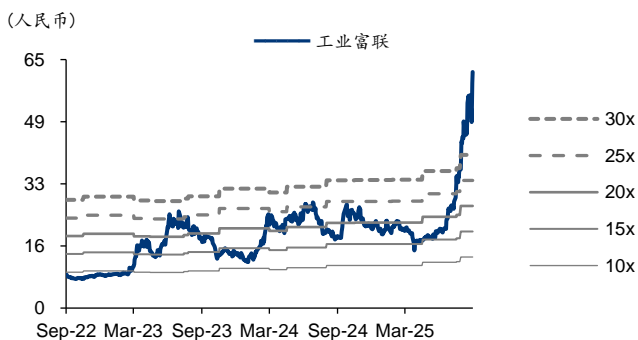
风险提示

宏观下行和贸易摩擦风险。公司产品下游为消费电子、网络通信和云计算，行业需求与宏观密切相关，存在下行风险。此外，中美贸易摩擦升级，或影响产品供需与公司海外布局。

创新产品渗透不及预期风险。消费电子终端产品创新性强、技术迭代快，可穿戴等新产品的渗透速度直接影响公司业绩增速，而创新是否能激发消费需求往往需要市场的检验，因此具有不确定性的风险。

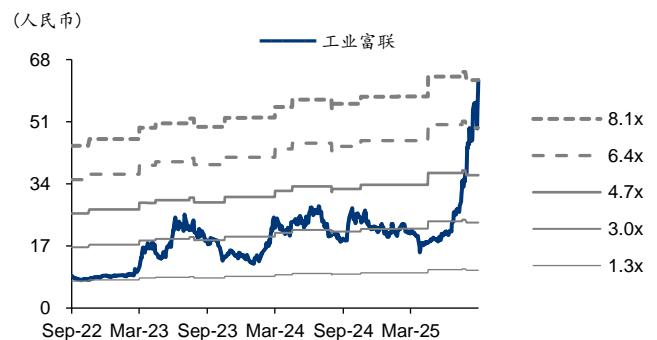
情景测算和实际不符的风险。情景测算假设主要参考北美五大 CSP 厂商资本开支指引，情景测算结果有和实际情况有出入的风险。

图7：工业富联 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图8：工业富联 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	252,478	274,008	497,842	677,721	792,718
现金	83,462	72,434	98,145	162,101	192,210
应收账款	88,467	94,508	208,551	261,276	313,456
其他应收账款	853.45	964.67	3,630	3,558	4,134
预付账款	254.71	352.90	608.29	1,040	896.75
存货	76,683	85,266	177,868	238,800	268,532
其他流动资产	2,758	20,483	9,040	10,946	13,488
非流动资产	35,227	43,515	42,118	38,076	35,847
长期投资	7,180	6,305	7,410	5,861	5,460
固定投资	17,712	20,010	18,236	15,704	13,660
无形资产	1,004	1,279	1,370	1,444	1,545
其他非流动资产	9,331	15,923	15,102	15,067	15,181
资产总计	287,705	317,524	539,960	715,797	828,565
流动负债	138,045	158,879	362,309	502,037	571,829
短期借款	41,091	35,992	160,403	171,821	268,294
应付账款	75,028	93,835	167,306	256,926	253,168
其他流动负债	21,925	29,052	34,600	73,290	50,367
非流动负债	9,065	5,508	5,525	5,529	5,552
长期借款	7,097	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,968	5,508	5,525	5,529	5,552
负债合计	147,110	164,387	367,834	507,566	577,381
少数股东权益	407.88	445.22	498.22	579.22	671.22
股本	19,866	19,868	19,859	19,859	19,859
资本公积	29,143	29,380	29,380	29,380	29,380
留存公积	91,867	103,516	119,870	143,106	169,293
归属母公司股东权益	140,187	152,691	171,628	207,652	250,513
负债和股东权益	287,705	317,524	539,960	715,797	828,565

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	43,084	23,820	(71,023)	71,392	(46,068)
净利润	21,018	23,255	31,704	48,815	55,663
折旧摊销	5,967	6,596	11,470	10,090	10,287
财务费用	(585.81)	(655.68)	(786.00)	(943.00)	(1,415)
投资损失	666.12	974.74	901.46	911.45	889.07
营运资金变动	12,215	(11,324)	(114,108)	12,387	(111,569)
其他经营现金	3,803	4,974	(203.39)	131.30	77.27
投资活动现金	(4,564)	(10,898)	(10,753)	(7,086)	(9,001)
资本支出	(9,190)	(11,281)	(5,588)	(4,409)	(4,656)
长期投资	3,692	41.63	(1,106)	1,550	400.30
其他投资现金	934.45	341.56	(4,060)	(4,227)	(4,745)
筹资活动现金	(24,734)	(24,432)	107,487	(349.69)	85,178
短期借款	(9,407)	(5,099)	124,411	11,417	96,473
长期借款	3,612	(7,097)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.26	0.10	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	651.43	237.37	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(19,591)	(12,473)	(16,925)	(11,767)	(11,295)
现金净增加额	14,185	(11,041)	25,711	63,956	30,109

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	476,340	609,135	892,223	1,473,643	1,747,365
营业成本	437,964	564,814	833,006	1,386,112	1,646,896
营业税金及附加	380.73	662.56	864.18	1,444	1,737
营业费用	1,024	1,036	1,519	2,509	2,974
管理费用	4,226	5,156	7,560	12,486	14,805
财务费用	(585.81)	(655.68)	(786.00)	(943.00)	(1,415)
资产减值损失	(543.19)	(1,120)	(1,641)	(2,710)	(3,213)
公允价值变动收益	263.60	(494.24)	(93.88)	(175.22)	(113.97)
投资净收益	(666.12)	(974.74)	(901.46)	(911.45)	(889.07)
营业利润	23,067	25,935	36,851	57,255	65,114
营业外收入	123.56	95.87	113.55	110.99	106.80
营业外支出	66.39	57.61	57.61	57.61	57.61
利润总额	23,124	25,974	34,625	53,579	60,755
所得税	2,106	2,719	3,706	5,707	6,507
净利润	21,018	23,255	31,704	48,815	55,663
少数股东损益	(21.88)	38.54	53.00	81.00	92.00
归属母公司净利润	21,040	23,216	31,652	48,734	55,571
EBITDA	29,280	33,225	47,673	65,406	73,251
EPS (人民币, 基本)	1.06	1.17	1.59	2.45	2.80

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(6.94)	27.88	46.47	65.17	18.57
营业利润	5.46	12.44	42.09	55.37	13.73
归属母公司净利润	4.82	10.34	36.33	53.97	14.03
获利能力 (%)					
毛利率	8.06	7.28	6.64	5.94	5.75
净利率	4.41	3.82	3.55	3.31	3.19
ROE	14.95	15.19	18.42	23.44	22.16
ROIC	21.70	21.13	14.47	23.61	17.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.13	51.77	68.12	70.91	69.68
净负债比率 (%)	(24.41)	(20.37)	36.31	4.79	30.39
流动比率	1.83	1.72	1.37	1.35	1.39
速动比率	1.26	1.17	0.87	0.87	0.91
营运能力					
总资产周转率	1.67	2.01	2.08	2.35	2.26
应收账款周转率	5.12	6.66	5.89	6.27	6.08
应付账款周转率	6.07	6.69	6.38	6.53	6.46
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.17	1.59	2.45	2.80
每股经营现金流(最新摊薄)	2.17	1.20	(3.58)	3.59	(2.32)
每股净资产(最新摊薄)	7.06	7.69	8.64	10.46	12.61
估值比率					
PE (倍)	58.43	52.95	38.84	25.22	22.12
PB (倍)	8.77	8.05	7.16	5.92	4.91
EV EBITDA (倍)	40.81	36.07	27.10	18.95	17.83

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、陈旭东、于可熠，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

- 分析师黄乐平、陈旭东、于可熠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