

AI 算力加速步入液冷与 800VDC 时代

华泰研究

2025 年 10 月 23 日 | 美国

季报点评

科技

Vertiv 10/22 盘前公布 3Q25 财报，营收盈利均超市场预期，盘前最高涨超 10%，但开盘跌约 5%，我们认为主系市场此前对液冷业务的预期过高，部分投资者选择获利了结（自 4/4 股价累计涨约 194%）。公司 3Q 营收 26.8 亿美元，同比+29%，环比+1.4%，对比 VA 预期的 25.9 亿美元与指引的 25.1-25.9 亿美元；Non-GAAP EPS 为 1.24 美元，同比+63%，环比+31%，对比预期的 0.99 美元与指引的 0.94-1.0 美元。经调整营业利润率 22.3%，环比+3.7pct，主系公司运营效率提升与成本优化。公司上调 25 年营收指引至 101.6-102.4 亿美元（原指引 99.3-100.8 亿美元）及 Non-GAAP EPS 指引至 4.07-4.13 美元（原指引 3.75-3.85 美元）。我们认为 2025 年是数据中心部署液冷从 0 到 1 的关键拐点。英伟达 Blackwell、AMD MI350 系列 GPU 的加速渗透，紧接 Rubin 和 MI400 系列，以及谷歌、亚马逊等自研 ASIC 推动机架功率攀升，将增加液冷的刚需。此外，第三和四代半导体材料（SiC、GaN、金刚石等）也将更好应对散热。上调 Vertiv 评级至“买入”。

美洲业绩与在手订单高增，新品强化 AI 基础设施布局

美洲业绩领跑，3Q25 营收 17 亿美元，同比+43%，环比+7%，经调整营业利润率 29.3%，环比抬升 4pct，公司将重点推进北美地区投资与产能布局。亚太地区营收 5.2 亿美元，同比+20%，环比-7%；EMEA 地区营收 4.4 亿美元，同比持平，环比-7%，公司预计 26H2 改善。公司核心订单动能持续，有机订单 TTM 同比+21%，在手订单环比+12%至 95 亿美元，账单比从 1.2x 提升至 1.4x。此外，公司发布多项成果，包括 SmartIT OCP 机架，最大负载 142 kW；PowerIT 电力分配单元，单机供电 57.6 kW，并展示 CoolChip Fluid Network 与 CoolChip CDU 集成的液冷创新方案。同时，公司收购 Great Lakes 和 Waylay NV 公司，强化其在电力与散热系统监测与控制能力。

AI 算力激增催生 800VDC 时代，Vertiv 携手英伟达面向兆瓦供电

Vertiv 与英伟达保持深度合作，于 25 年 10 月正式发布 800VDC 方案。英伟达将自 27 年引领行业转向 800VDC 供电方案，前期采用侧柜式（Sidecar），以实现与现有机架的兼容；后期升级为 SST 方案，进一步提升系统集成度与能效。相比交流供电，直流供电可减少 AC/DC 转换环节，显著提升能效与系统可靠性，此外，也可大幅降低铜耗。公司正研发集中式整流器、高效率直流母线及机架级 DC-DC 转换器等核心模组，计划于 26H2 推出完整产品组合，以支持 27 年 Rubin Ultra 部署。与此同时，Eaton、施耐德电气、ABB、Flex 和日立等公司亦发布 800VDC 电力解决方案，面向兆瓦级服务器机架供电场景。

上调至“买入”，上调目标价至 200 美元，对应 26E 37x PE

自 Blackwell 起，液冷在 AI 数据中心里成为必不可少的基础设施。GPU 与 ASIC 均将迈入高功耗时代，推动机架功率攀升。Vertiv 将携手英伟达推出 800VDC 供电方案，有望支撑兆瓦级服务器机架供电场景。我们上调 25/26/27E 营收预测 0.9/6.5/8.5%至 102.7/130.9/152.7 亿美元，上调 25/26/27E 经调整净利润预测 13.0/18.3/ 22.7%至 16.0/ 20.6/25.1 亿美元。我们认为公司产品路线图与英伟达产品推出节奏保持同步，从而提前锁定未来液冷需求，值得估值溢价。考虑到板块整体估值抬升，参照可比公司 26 年 PE 均值为 33.3x。我们认为 26 年 37x PE 更合理，上调目标价至 200 美元（前值 160 美元，对应 26 年 35xPE），上调评级从“增持”至“买入”。

风险提示：新品落地缓慢、AI 推进不及预期、订单交付不及预期等。

投资评级(上调):

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

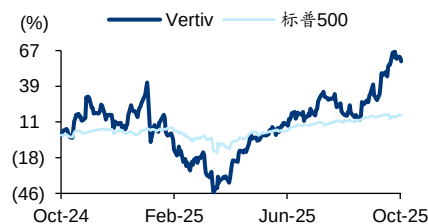
联系人

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

基本数据

收盘价(美元 截至 10 月 22 日)	171.59
市值(美元百万)	65,525
6 个月平均日成交额(美元百万)	953.63
52 周价格范围(美元)	53.57-184.50

股价走势图



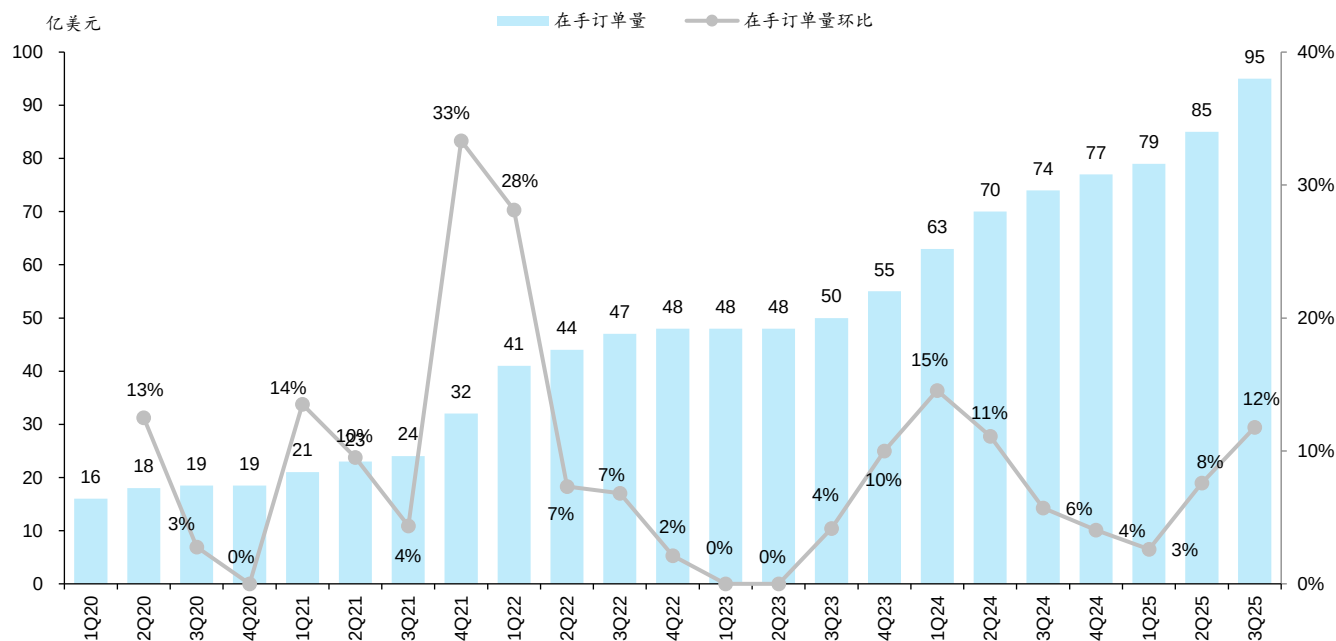
资料来源：S&P

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)	8,012	10,269	13,088	15,271
+/-%	16.74	28.17	27.45	16.68
归母净利润(百万)	495.80	1,603	2,064	2,510
+/-%	7.74	223.24	28.80	21.59
归母净利润(调整后,百万)	847.26	1,603	2,064	2,510
+/-%	23.80	89.15	28.80	21.59
EPS(调整后,最新摊薄)	2.19	4.10	5.28	6.42
PE(调整后,倍)	77.10	40.93	31.78	26.14
PB(倍)	26.84	24.43	17.75	11.99
ROE(调整后,%)	38.09	62.62	64.71	54.76
EV EBITDA(倍)	58.34	26.86	21.44	17.85
股息率(%)	0.06	0.12	0.16	0.19

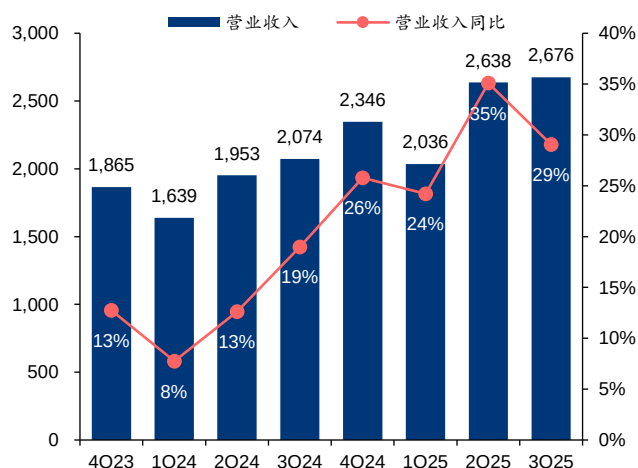
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: Vertiv 在手订单量和在手订单量环比增速



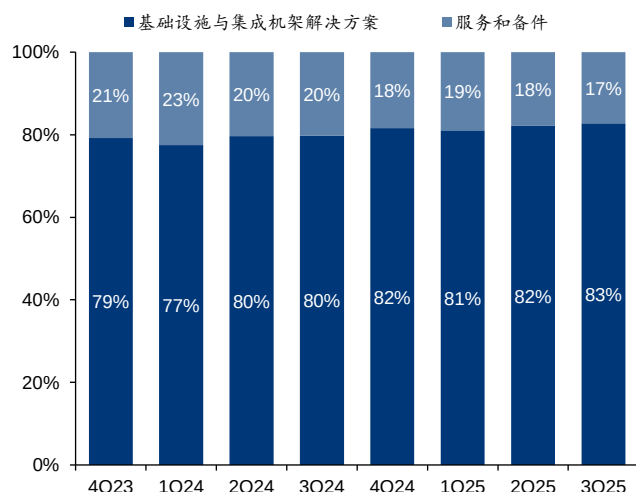
资料来源:公司公告、华泰研究

图表2: 营业收入及同比增速、调整后净利润 (单位: 百万美元)



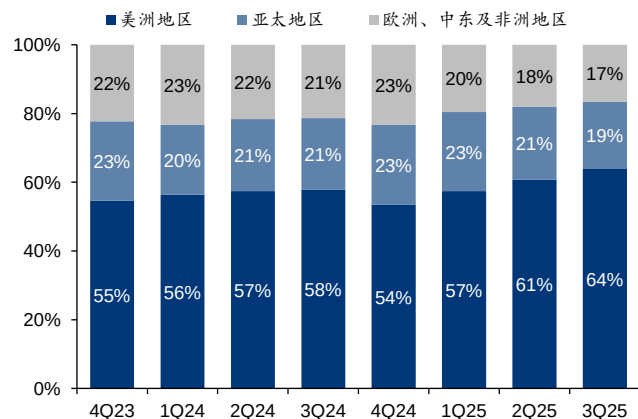
资料来源:公司公告、华泰研究

图表3: 营业收入按产品类别拆分



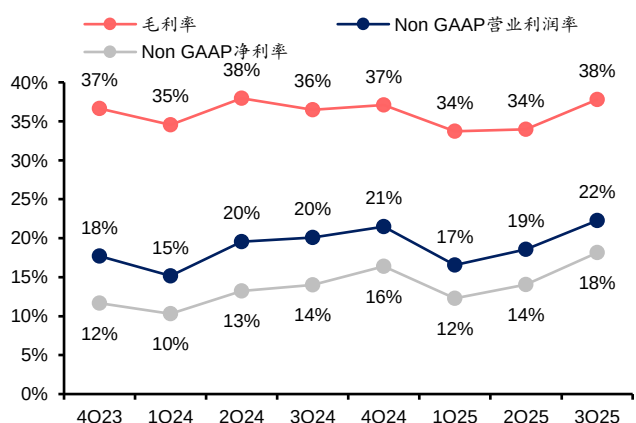
资料来源:公司公告、华泰研究

图表4: 营业收入按地区拆分



资料来源:公司公告、华泰研究

图表5: 毛利率、调整后营业利润率及净利率



资料来源:公司公告、华泰研究

盈利预测与公司估值

我们认为 2025 年是数据中心部署液冷从 0 到 1 的关键拐点。自 Blackwell 起，液冷在 AI 数据中心里成为必不可少的基础设施。GPU 与 ASIC 均将迈入高功耗时代，推动机架功率攀升。英伟达的 Blackwell 及 AMD 的 MI350 系列 GPU 加速渗透，紧接 Rubin、MI400 系列，以及谷歌、亚马逊等自研 ASIC 均推动机架功率攀升。此外，Vertiv 携手英伟达推出 800VDC 方案，面向兆瓦级机架供电需求，计划 26H2 推出完整产品组合，以支持 27 年 Rubin Ultra 部署。我们认为，Vertiv 在 AI 驱动下，已从传统能源服务提供商加速转型为集液冷与电源管理于一体的数据中心热管理核心方案提供商，且其产品路线图与英伟达产品推出节奏保持同步，具备估值溢价基础。

我们上调 25/26/27E 营收预测 0.9/6.5/8.5% 从 101.8/122.9/140.7 亿美元至 102.7/130.9/152.7 亿美元，上调 25/26/27E 经调整净利润预测 13.0/18.3/22.7% 从 14.2/17.5/20.4 亿美元至 16.0/20.6/25.1 亿美元。考虑到该板块整体估值抬升，参照可比公司 26 年 PE 均值为 33.3x，我们认为 26 年 37x PE 较为合理，上调目标价至 200 美元（前值 160 美元，对应 26 年 35x PE，行业均值 31.8x）。我们上调评级从“增持”至“买入”。

图表6：Vertiv 盈利预测

百万美元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4998	5692	6863	8012	10269	13088	15271
YoY(%)	14.4%	13.9%	20.6%	16.7%	28.2%	27.5%	16.7%
营业成本	3475	4075	4463	5078	6315	8036	9315
毛利	1523	1616	2401	2934	3954	5052	5956
YoY(%)	3.3%	6.1%	48.5%	22.2%	34.7%	27.8%	17.9%
销售与管理费用	1109	1178	1312	1374	1427	1809	2092
其他营业费用	154	214	216	193	256	331	363
营业利润	260	223	872	1367	2270	2913	3500
YoY(%)	21.7%	-14.0%	290.4%	56.8%	66.0%	28.3%	20.2%
调整后净利润	278	202	684	847	1603	2064	2510
YoY(%)	-1.8%	-27.6%	239.7%	23.8%	89.2%	28.8%	21.6%
调整后 EPS	0.78	0.53	1.80	2.23	4.19	5.40	6.57
毛利率	30.5%	28.4%	35.0%	37.5%	38.5%	38.6%	39.0%
营业利润率	5.2%	3.9%	12.7%	17.1%	22.1%	22.3%	22.9%
调整后净利率	5.6%	3.5%	10.0%	10.6%	15.6%	15.8%	16.4%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表7：Vertiv 盈利预测变动

百万美元	2025E			2026E			2027E		
	前值	现值	变动	前值	现值	变动	前值	现值	变动
营业收入	10176	10269	0.9%	12288	13088	6.5%	14071	15271	8.5%
YoY(%)	27.0%	28.2%	1.2pct	20.8%	27.5%	6.7pct	14.5%	16.7%	2.2pct
营业成本	6309	6315	0.1%	7594	8036	5.8%	8654	9315	7.6%
毛利	3867	3954	2.2%	4694	5052	7.6%	5417	5956	9.9%
YoY(%)	31.8%	34.7%	3.0pct	21.4%	27.8%	6.4pct	15.4%	17.9%	2.5pct
营业利润	2084	2270	8.9%	2520	2913	15.6%	2913	3500	20.2%
YoY(%)	52.4%	66.0%	13.6pct	20.9%	28.3%	7.4pct	15.6%	20.2%	4.6pct
调整后净利润	1418	1603	13.0%	1745	2064	18.3%	2045	2510	22.7%
YoY(%)	67.4%	89.2%	21.7pct	23.0%	28.8%	5.8pct	17.2%	21.6%	4.4pct

资料来源：华泰研究预测

图表8: Vertiv 估值表

估值	2026E
营业收入 (百万美元)	13,088
调整后净利润 (百万美元)	2,064
估值倍数 (P/E)	37.0
目标市值 (百万美元)	76,372
总股本 (百万股)	382
目标价 (美元)	200.00

资料来源: 华泰研究预测

图表9: Vertiv 可比公司 (数据截止美股 2025 年 10 月 22 日收盘)

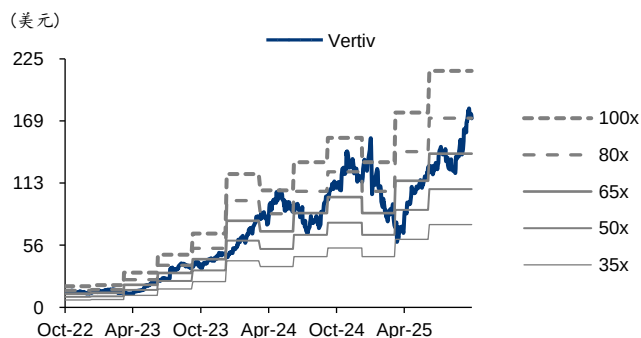
股票代码	公司	P/E			P/S		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
主要数据中心基础设施供应商							
ETN US	伊顿	30.85	27.15	24.16	5.35	4.89	4.54
SU FP	施耐德电气	28.38	25.16	22.23	3.56	3.34	3.12
2308 TT	台达电子	46.14	33.77	25.47	5.03	4.21	3.45
6594 JP	日本电产	16.30	14.79	13.29	1.19	1.17	1.12
APH US	安费诺	40.74	35.15	31.69	7.16	6.31	5.79
TEL US	TE Connectivity	26.53	23.57	21.38	3.91	3.59	3.38
TT US	特灵科技	32.77	28.78	25.61	4.35	4.04	3.77
ALAB US	ASTERA LABS	100.22	78.19	56.10	33.46	24.66	17.86
平均值		40.2	33.3	27.5	8.0	6.5	5.4
中位值		31.8	28.0	24.8	4.7	4.1	3.6

资料来源: 彭博一致预期、华泰研究;

风险提示

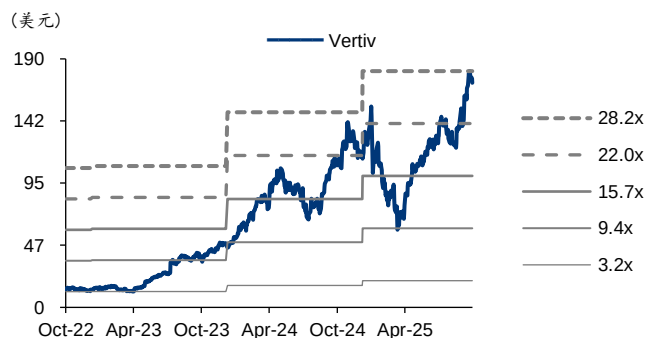
- 新品技术落地缓慢:** 公司从事关键数字能源基础设施的研发、设计和销售, 若不能持续技术创新并推出新品, 或影响营收及利润, 并对公司的行业竞争地位产生不利影响。
- AI 技术推进不及预期:** 自 ChatGPT 落地应用并取得一定成功, 各科技巨头均加快和加大力度布局 AIGC 领域, 进而赋能数据中心等领域发展。由于人工智能属于新技术, 需投入较大前期研发成本, 后续 AI 技术落地可能会受企业投入政策和舆论等多方面影响, 致使研发进度不及预期, 并影响数据中心基础设施部署与升级进度, 进而影响公司主营业务收入及盈利水平。
- 订单交付进度不及预期:** 公司有机订单与在手订单量持续增长, 多数订单将于 2025 年交付。若上游零部件供给不足或导致公司订单积压、交付进度缓慢, 进而影响公司主营业务收入及盈利水平。
- 国际贸易摩擦加剧:** 公司诸多客户来自海外, 贸易摩擦加剧或汇率波动加剧情况下, 或对公司供应链与营业收入带来不确定性。
- 宏观经济不确定性:** 宏观经济存在下行压力和不确定性, 或影响公司主业及合作进展。

图表10: VertivPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表11: VertivPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,863	8,012	10,269	13,088	15,271
销售成本	(4,463)	(5,078)	(6,315)	(8,036)	(9,315)
毛利润	2,401	2,934	3,954	5,052	5,956
销售及分销成本	(1,312)	(1,374)	(1,427)	(1,809)	(2,092)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(157.90)	(451.60)	30.00	0.00	0.00
财务成本净额	(180.60)	(150.40)	(163.01)	(160.60)	(153.95)
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	533.70	765.40	2,137	2,752	3,346
税费开支	(73.50)	(269.60)	(534.21)	(688.04)	(836.57)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	460.20	495.80	1,603	2,064	2,510
Non-GAAP 调整项	224.20	351.46	0.00	0.00	0.00
调整后净利润	684.40	847.26	1,603	2,064	2,510
折旧和摊销	(271.00)	(277.00)	(294.31)	(312.58)	(331.55)
EBITDA	985.30	1,194	2,594	3,225	3,832
EPS (美元, 基本)	1.21	1.30	4.19	5.40	6.57

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	884.30	1,244	1,258	1,444	1,508
应收账款和票据	2,185	2,363	2,563	2,784	3,172
现金及现金等价物	780.40	1,228	1,029	1,445	1,958
其他流动资产	151.60	267.10	306.70	373.99	373.99
总流动资产	4,002	5,102	5,158	6,047	7,012
固定资产	560.10	625.10	729.67	841.40	938.49
无形资产	1,673	1,487	1,374	1,218	1,058
其他长期资产	1,764	1,919	1,809	1,989	2,718
总长期资产	3,997	4,031	3,912	4,049	4,714
总资产	7,999	9,133	9,070	10,095	11,726
应付账款	986.40	1,316	1,206	1,339	1,421
短期借款	64.70	88.90	168.70	188.70	208.70
其他负债	1,254	1,692	1,835	1,902	1,815
总流动负债	2,305	3,097	3,210	3,430	3,445
长期债务	3,062	3,079	2,983	2,820	2,657
其他长期债务	616.50	522.60	192.95	151.26	151.81
总长期负债	3,678	3,601	3,176	2,971	2,809
股本	2,711	2,821	2,888	2,975	3,064
储备/其他项目	(696.40)	(387.10)	(203.75)	719.47	2,408
股东权益	2,015	2,434	2,685	3,695	5,472
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	2,015	2,434	2,685	3,695	5,472

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	141.74	131.76	40.93	31.78	26.14
PB	32.37	26.84	24.43	17.75	11.99
调整后 PE (倍)	95.31	77.10	40.93	31.78	26.14
调整后 ROE	39.60	38.09	62.62	64.71	54.76
EV EBITDA	70.78	58.34	26.86	21.44	17.85
股息率 (%)	0.01	0.06	0.12	0.16	0.19
自由现金流收益率 (%)	1.26	1.25	2.20	2.98	3.53

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	985.30	1,194	2,594	3,225	3,832
融资成本	180.60	150.40	163.01	160.60	153.95
营运资本变动	66.70	114.10	(324.66)	(273.35)	(369.91)
税费	(73.50)	(269.60)	(534.21)	(688.04)	(836.57)
其他	(258.60)	129.98	(385.60)	(481.86)	(461.84)
经营活动现金流	900.50	1,319	1,513	1,943	2,317
CAPEX	(127.90)	(167.00)	(252.90)	(272.90)	(272.90)
其他投资活动	(11.20)	(34.70)	(313.71)	(217.58)	(724.13)
投资活动现金流	(139.10)	(201.70)	(566.61)	(490.48)	(997.03)
债务增加量	(241.70)	41.10	(16.12)	(142.90)	(142.90)
权益增加量	80.60	110.10	67.00	86.65	89.25
派发股息	(9.50)	(42.20)	(80.13)	(103.21)	(125.49)
其他融资活动现金流	(82.60)	(294.70)	(1,540)	(1,221)	(872.31)
融资活动现金流	(253.20)	(185.70)	(1,569)	(1,381)	(1,051)
现金变动	508.20	931.90	(623.25)	71.39	268.94
年初现金	269.40	779.10	1,711	1,088	1,159
汇率波动影响	1.50	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	779.10	1,711	1,088	1,159	1,428

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	20.59	16.74	28.17	27.45	16.68
毛利润	48.54	22.23	34.74	27.79	17.89
营业利润	290.42	56.78	66.00	28.32	20.17
净利润	500.78	7.74	223.24	28.80	21.59
调整后净利润	239.65	23.80	89.15	28.80	21.59
EPS (基本)	495.39	7.58	221.93	28.80	21.59
盈利能力比率 (%)					
毛利率	34.98	36.62	38.50	38.60	39.00
EBITDA	14.36	14.91	25.26	24.64	25.09
净利润率	6.71	6.19	15.61	15.77	16.43
调整后净利润率	9.97	10.58	15.61	15.77	16.43
ROE	26.63	22.29	62.62	64.71	54.76
调整后 ROE	39.60	38.09	62.62	64.71	54.76
ROA	6.10	5.79	17.61	21.54	23.00
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	116.43	79.69	79.05	42.32	16.58
流动比率	1.74	1.65	1.61	1.76	2.04
速动比率	1.35	1.25	1.21	1.34	1.60
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.91	0.94	1.13	1.37	1.40
应收账款周转天数	106.85	102.18	86.35	73.54	70.20
应付账款周转天数	79.47	81.63	71.90	57.01	53.33
存货周转天数	68.82	75.46	71.33	60.53	57.04
现金转换周期	96.20	96.01	85.78	77.05	73.90
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	1.21	1.30	4.19	5.40	6.57
EPS (调整后, 基本)	1.80	2.23	4.19	5.40	6.57
每股净资产	5.30	6.39	7.02	9.66	14.31

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。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