

盈利远超预期，代工转型势头显现

华泰研究

2025 年 10 月 24 日 | 美国

季报点评

半导体

英特尔 25Q3 业绩实现扭亏，我们认为公司转型战略正加速显效。Q4 指引虽略低于预期，但受到扭亏的提振，股价盘后大涨近 9%：1) Q3 营收 136.5 亿美元，yoy+3%，高于彭博一致预期（下同）的 131.5 亿美元，盈利能力为最大亮点，Non-GAAP 毛利率和 EPS 为 40.0%和 0.23 美元（实现扭亏），高于一致预期的 36.1%和 0.01 美元，其中毛利率较指引高 4 ppt。2) Q3 公司获美国政府 57 亿美元资金支持，并成功引入英伟达（50 亿美元）及软银（20 亿美元）投资，凸显市场对其战略的高度认可。3) 不过公司 Q4 指引偏审慎：营收 128-138 亿美元（中值低于一致预期的 134.2 亿美元），Non-GAAP 毛利率/EPS 为 36.5%/0.08 美元（低于一致预期的 37.0%和 0.098 美元），反映复苏进程仍面临持续的成本挑战。4) 尽管如此，Q3 已实现同比扭亏，我们认为可视为新任 CEO 陈立武领导下，公司运营执行力改善、成本控制成效显现的信号。重申“买入”。

PC 市场回暖提振客户端业务，联手英伟达强化数据中心战略

英特尔各主营业务表现分化。25Q3 CCG 营收 85.4 亿美元(高于一致预期的 81.5 亿美元)，yoy +5%，主要受益于 PC 市场回暖。根据 IDC 数据，25Q3 PC 行业出货总量同比增长约 10%，达到 7580 万台。英特尔表示年底前交付首款 Panther Lake SKU，已采用 18A 工艺投产，并于 26H1 继续拓展产品矩阵，我们认为下一代 AI PC 的产品路线图基本巩固。25Q3 DCAI 高于预期，营收 41.2 亿美元(高于一致预期的 39.7 亿美元)，yoy -1%。尽管同比承压，公司 CFO 对 2026 年 CPU 市场增长表示乐观。我们认为，此前 9 月与英伟达达成的里程碑式合作可有力支撑乐观预期。根据协议，英伟达将向英特尔投资 50 亿美元，并在其未来数据中心采用定制化英特尔 x86 CPU，通过 NVLink Fusion 实现与 GPU 的集成。这使英伟达成为英特尔 CPU 的主要客户，同时将其核心 x86 技术嵌入 AI 基础设施建设的核心环节。Q3 公司还首次展示了基于 18A 的下一代服务器产品 Xeon 6+ (Clearwater Forest)，并公布专为企业级推理优化的新款推理 GPU (Crescent Island)。

代工业务势头渐起，不过良率与资本支出仍构成长期挑战

25Q3 英特尔 Foundry 营收 42.4 亿美元(低于一致预期的 45.1 亿美元)，yoy -2%，运营亏损 23.2 亿美元，多于一致预期的-22.3 亿美元。英特尔的代工雄心在制程进展的推动下显著提速，公司重申将致力于推进特朗普政府恢复美国本土半导体生产的愿景，18A Panther Lake 将于今年内量产，位于亚利桑那州的英特尔 52 号工厂已全面投产。我们认为 18A 的关键支撑在于赢得微软的设计订单，双方 CEO 于 24 年 2 月首次宣布合作，据 25 年 10 月 Tom'sHardware 报道，该合作将针对微软未来的 Maia 2 AI 芯片。英特尔 CEO 在 Q3 电话会上表示已成立中央工程部门牵头拓展新 ASIC 业务，为广泛的外部客户提供定制化芯片解决方案，也凸显了这一战略转向。不过我们认为，盈利之路仍然漫长，英特尔 CFO 表示，18A 良率须待 2027 年方能达到“行业可接受水平”。为支持代工路线图，英特尔预计 2025 年资本开支将超 270 亿美元，以满足当前确定的客户需求。

迎来重估时刻，上调目标价至 50 美元及 26E PS 至 4.0x，重申买入
考虑到公司已获微软设计订单和英伟达合作，我们上调 25-27 年营收预测 2/6/6%至 528/561/586 亿美元。我们看到英特尔 18A 全面进入量产，叠加制程领先，且已获美国政府和产业巨头合作，其代工估值应超格芯（26E PS 一致预期 2.7x），随着良率提升和获取更多外部客户订单，未来更有望向 AMD 和台积电的估值水平靠拢（26E 一致预期 PS 为 9.0x 和 8.2x）。因此我们上调 26E PS 估值从 3.0x 到 4.0x，上调目标价从 34 美元至 50 美元。

风险提示：AI 落地不及预期、行业竞争激烈、情景测算存在偏差。

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

50.00

何翩翩

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

研究员

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

易楚妍*

SAC No. S0570124070123

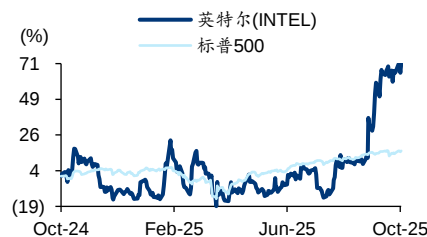
联系人

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

基本数据

收盘价(美元 截至 10 月 23 日)	38.16
市值(美元百万)	181,535
6 个月平均日成交额(美元百万)	2,659
52 周价格范围(美元)	17.67-39.65

股价走势图



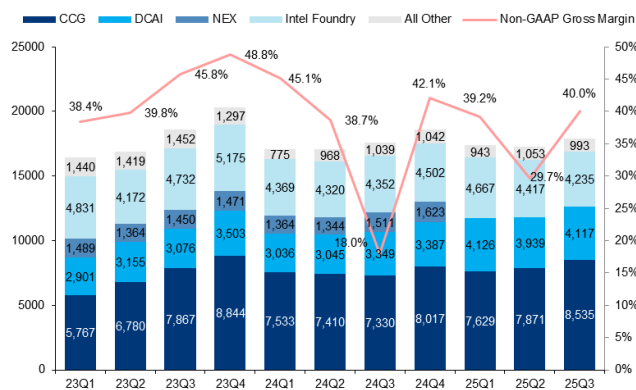
资料来源: S&P

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)	53,101	52,828	56,087	58,559
+/-%	(2.08)	(0.51)	6.17	4.41
归母净利润(百万)	(17,002)	251.33	1,063	3,188
+/-%	(568.50)	(101.48)	323.11	199.82
归母净利润(调整后,百万)	(566.00)	1,251	3,563	5,688
+/-%	(112.80)	(321.08)	184.77	59.63
EPS(调整后,最新摊薄)	(0.12)	0.28	0.79	1.26
PE(调整后,倍)	(320.73)	137.66	48.34	30.28
PB(倍)	1.73	1.48	1.41	1.33
ROE(调整后,%)	(0.53)	1.13	2.99	4.53
EV EBITDA(倍)	152.00	17.77	15.06	12.14
股息率(%)	0.00	0.06	0.15	0.46

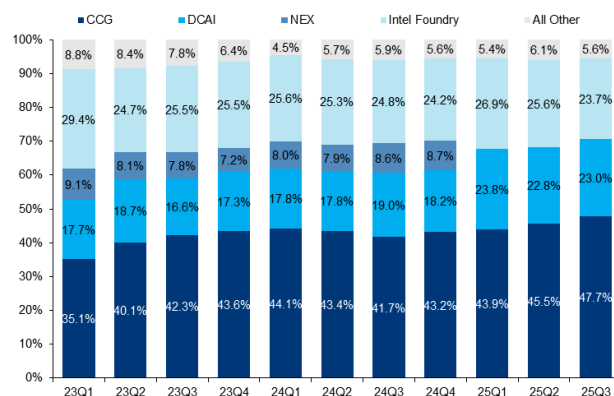
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 英特尔分业务营收 (单位:百万美元)



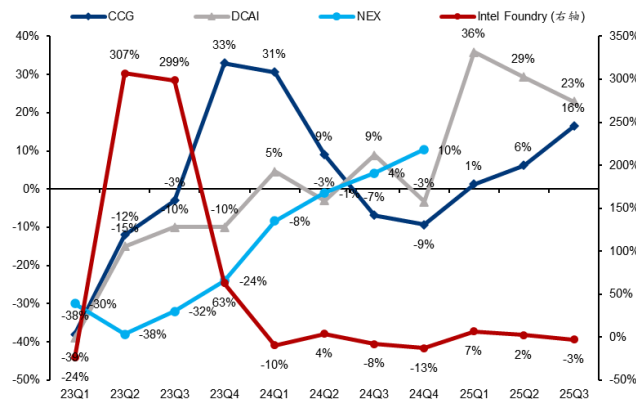
注: 英特尔于 25Q1 将 NEX 业务并入 CCG 和 DCAI 业务中
 资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 英特尔分业务营收占比



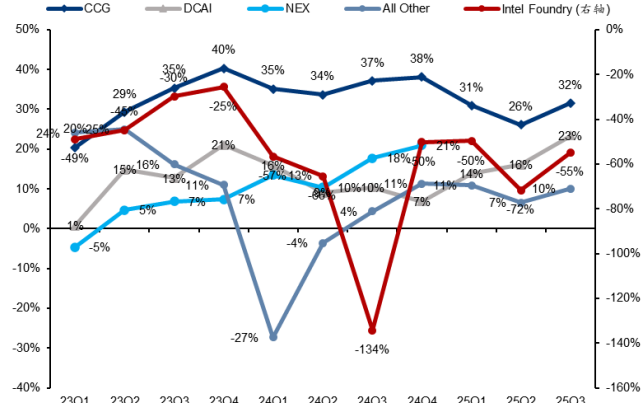
注: 英特尔于 25Q1 将 NEX 业务并入 CCG 和 DCAI 业务中
 资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 英特尔分业务营收同比增速



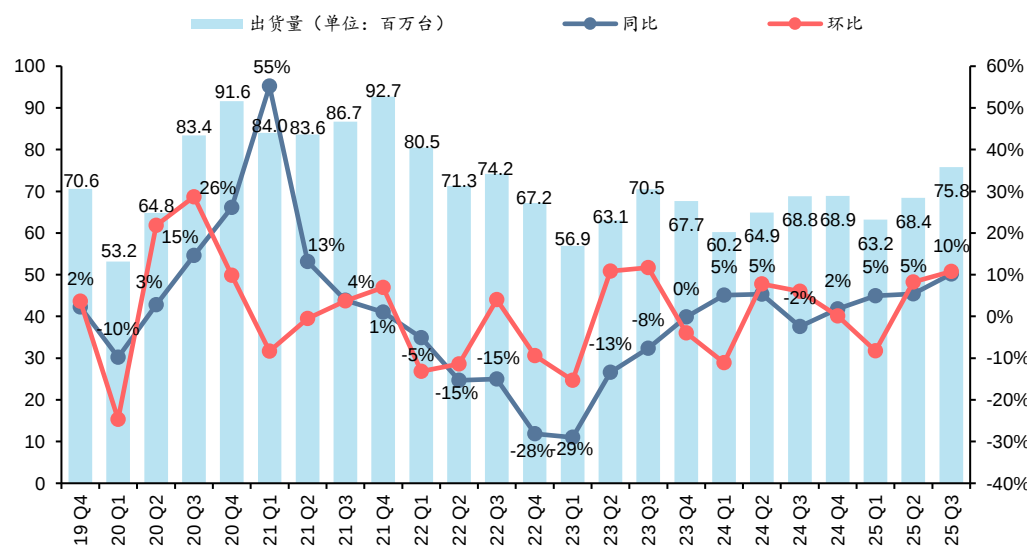
注: 英特尔于 25Q1 将 NEX 业务并入 CCG 和 DCAI 业务中
 资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 英特尔分业务 Operating Margin



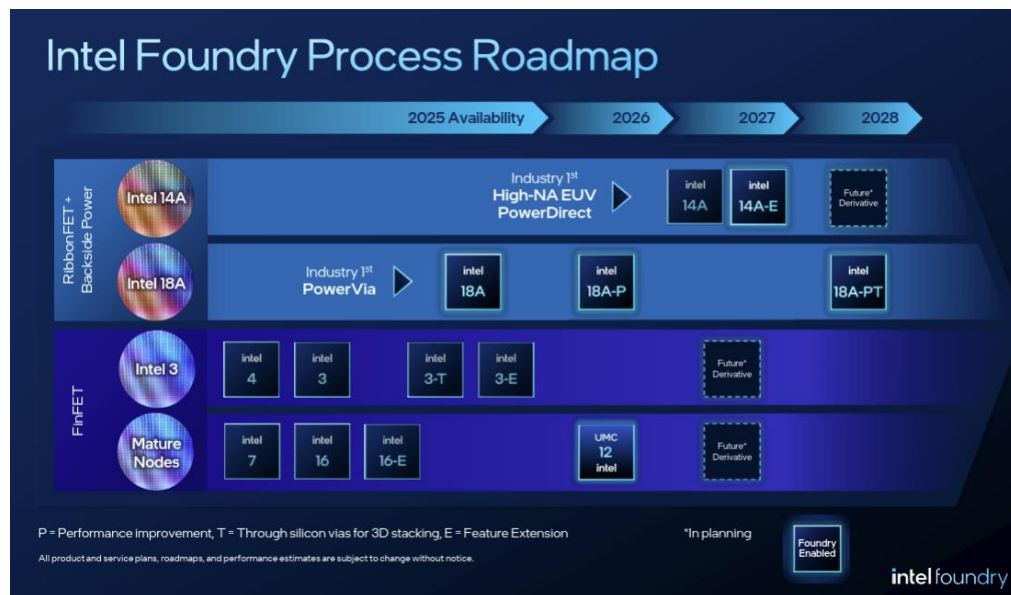
注: 英特尔于 25Q1 将 NEX 业务并入 CCG 和 DCAI 业务中
 资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 全球 PC 出货量、同比及环比变化 (单位: 百万台)



资料来源: IDC 官网、华泰研究

图表6: Intel 代工路线图



资料来源: Intel 官网、华泰研究

盈利预测与估值

我们看到,英特尔 18A 节点是业内首个在单一节点上同时集成两项颠覆性的技术,即 PowerVia (背部供电) 和 RibbonFET (GAA 环绕式栅极晶体管),并计划于今年底实现量产。对比台积电,据工商时报报道,2nm 目前已进入量产,采用 GAA 栅极晶体管架构,不过其更先进的背部供电版本预计于 26H2 量产,晚于英特尔 18A。考虑到来自英伟达的入股,结合技术领先优势,或有效降低英特尔代工路线图的风险,因此我们有理由给予其乐观估值。

考虑到公司已获微软设计订单和英伟达合作,我们上调 25-27 年营收预测至 528/561/586 亿美元。我们看到英特尔 18A 全面进入量产,叠加制程领先,且已获美国政府和产业巨头背书。根据彭博一致预期,格芯 26 年 PS 为 2.7x,格芯专注于 10nm 以上的制程,而英特尔的代工业务将涵盖更先进的 18A 制程,其代工估值应超格芯,随着良率提升和获取更多外部客户订单,未来更有望向 AMD 和台积电的估值水平靠拢(26E 一致预期 PS 为 9.0x 和 8.2x)。因此我们上调 26E PS 估值从 3.0x 到 4.0x,上调目标价从 34 美元至 50 美元,重申“买入”。

图表7: 可比公司估值对比(数据截至 2025 年 10 月 23 日)

		PE			PS			PB		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
英特尔(Intel)	INTC US	294.40	56.78	33.73	3.22	3.18	3.16	1.56	1.53	1.37
Fabless										
英伟达(NVIDIA)	NVDA US	40.05	27.71	23.85	21.54	15.72	13.34	30.65	17.17	11.31
AMD	AMD US	59.87	36.69	24.22	11.60	9.01	6.55	6.16	5.51	4.68
Average		49.96	32.20	24.04	16.57	12.37	9.94	18.41	11.34	8.00
Foundries										
台积电(TSMC)	2330 TT	22.61	18.76	15.51	9.97	8.16	6.77	7.03	5.59	4.46
格芯(Global Foundries)	GFS US	23.85	21.41	37.51	2.91	2.72	2.51	1.70	1.59	1.50
Average		23.23	20.09	26.51	6.44	5.44	4.64	4.36	3.59	2.98

注:估值数据为 Bloomberg 一致预期;晶圆代工厂我们主要选取台积电和格芯作为可比公司,主因三星业务种类较多,中芯国际下游覆盖市场较少
 资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表8：英特尔盈利预测变动

单位：百万美元	FY2025E			FY2026E			FY2027E		
	前值	新值	变动	前值	新值	变动	前值	新值	变动
公司总营收	51,762	52,828	2.06%	52,945	56,087	5.93%	55,217	58,559	6.05%
YoY	-2.52%	-0.51%	2.01%	2.29%	6.17%	3.88%	4.29%	4.41%	0.12%
客户端计算	29,987	32,713	9.09%	30,587	34,022	11.23%	30,893	34,362	11.23%
YoY	-1.00%	8.00%	9.00%	2.00%	4.00%	2.00%	1.00%	1.00%	0.00%
数据中心与人工智能	13,458	16,534	22.86%	14,534	18,353	26.27%	15,116	19,087	26.27%
YoY	5.00%	29.00%	24.00%	8.00%	11.00%	3.00%	4.00%	4.00%	0.00%
英特尔代工服务	17,368	17,718	2.02%	18,236	18,604	2.02%	20,971	21,395	2.02%
YoY	-1.00%	1.00%	2.00%	5.00%	5.00%	0.00%	15.00%	15.00%	0.00%
其他	4,096	3,938	-3.86%	4,479	4,088	-8.73%	4,996	4,593	-8.07%
YoY	5.00%	5.00%	0.00%	5.00%	5.00%	0.00%	8.00%	8.00%	0.00%
毛利润	19,670	20,075	2.06%	21,178	21,874	3.29%	23,743	25,180	6.05%
毛利率	38.00%	38.00%	0.00%	40.00%	39.00%	-1.00%	43.00%	43.00%	0.00%
销售及管理费用率	9.30%	9.30%	0.00%	9.30%	9.30%	0.00%	9.30%	9.30%	0.00%
研发费用率	27.00%	27.00%	0.00%	26.50%	26.50%	0.00%	26.50%	26.50%	0.00%
其他非经常性损益	(100)	(100)	0.00%	(100)	(100)	0.00%	(100)	(100)	0.00%
Non GAAP 归母净利润	1,242	1,251	0.78%	3,939	3,563	-9.54%	5,495	5,688	3.53%
Non GAAP 归母净利率	2.40%	2.37%	-0.03%	7.44%	6.35%	-1.09%	9.95%	9.71%	-0.24%

注：我们按照公司口径，将网络与边缘（NEX）业务整合至客户端计算（CCG）与数据中心和人工智能（DCAI）业务

资料来源：华泰研究预测

风险提示

AI 技术落地和推进不及预期。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，如 Meta 于 23 年年初建立 AIGC 团队、微软也在其 Azure、Bing 等多项自有业务进一步整合 AI 技术。由于人工智能属于高新技术，需投入较大前期研发成本和时间，后续 AI 技术落地可能会受企业投入、宏观经济、政策和舆论等多方面影响，致使研发进度不及预期。

行业竞争激烈。目前生成式 AI 技术仍处行业发展期，文字、图片、视频等单一及多模态大模型不断推出，赋能聊天、搜索引擎、编辑代码等多类应用，行业暂未形成较为稳定的竞争格局，竞争激烈。若后续市场竞争进一步加剧，部分企业未能及时推出相关产品或技术研发不及预期，可能会受激烈竞争影响而导致市场出清。

情景测算存在偏差。本报告的测算是基于多种假设的情景测算，多种因素的不确定性将导致测算结果和实际情况存在偏差，如全球经济环境、半导体行业竞争加剧、公司运营战略改变及落地不及预期等。代工与其他业务的情景估值仅为分拆后的模拟静态测算，不构成当前投资建议。

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	54,228	53,101	52,828	56,087	58,559
销售成本	(30,577)	(34,002)	(32,753)	(34,213)	(33,379)
毛利润	23,651	19,099	20,075	21,874	25,180
销售及分销成本	(5,634)	(5,507)	(4,913)	(5,216)	(5,446)
管理费用	(16,046)	(16,546)	(14,264)	(14,863)	(15,518)
其他收入/支出	212.00	242.00	266.20	319.44	383.33
财务成本净额	457.00	226.00	(768.59)	(763.14)	(748.58)
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	2,702	(9,456)	295.68	1,251	3,751
税费开支	913.00	(8,023)	(44.35)	(187.66)	(562.65)
少数股东损益	(14.00)	(477.00)	0.00	0.00	0.00
净利润	3,629	(17,002)	251.33	1,063	3,188
Non-GAAP 调整项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
调整后净利润	4,423	(566.00)	1,251	3,563	5,688
折旧和摊销	(9,602)	(11,379)	(13,167)	(15,073)	(16,865)
EBITDA	11,847	1,697	14,231	17,087	21,364
EPS (美元, 基本)	0.76	(3.57)	0.06	0.24	0.71

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	11,127	12,198	12,808	13,448	14,121
应收账款和票据	3,402	3,478	4,069	4,558	5,104
现金及现金等价物	7,079	8,249	12,754	5,820	2,210
其他流动资产	21,661	23,399	24,569	25,797	27,087
总流动资产	43,269	47,324	54,200	49,623	48,523
固定资产	96,647	107,919	125,100	135,148	143,988
无形资产	32,180	28,384	28,770	27,065	25,360
其他长期资产	19,476	12,858	0.00	0.00	0.00
总长期资产	148,303	149,161	153,870	162,213	169,348
总资产	191,572	196,485	208,070	211,836	217,871
应付账款	8,578	12,556	13,184	13,843	14,535
短期借款	2,288	3,729	4,102	4,512	4,963
其他负债	17,187	19,381	19,381	19,381	19,381
总流动负债	28,053	35,666	36,667	37,736	38,879
长期债务	46,978	46,282	47,282	44,282	42,282
其他长期债务	6,576	9,505	7,604	7,604	7,604
总长期负债	53,554	55,787	54,886	51,886	49,886
股本	36,649	50,949	57,549	59,949	61,949
储备/其他项目	68,941	48,321	53,206	56,503	61,395
股东权益	109,965	105,032	116,517	122,214	129,106
少数股东权益	4,375	5,762	5,762	5,762	5,762
总权益	114,340	110,794	122,279	127,976	134,868

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	48.35	(10.68)	685.37	161.98	54.03
PB	1.60	1.73	1.48	1.41	1.33
调整后 PE (倍)	39.67	(320.73)	137.66	48.34	30.28
调整后 ROE	4.15	(0.53)	1.13	2.99	4.53
EV EBITDA	21.26	152.00	17.77	15.06	12.14
股息率 (%)	2.09	0.00	0.06	0.15	0.46
自由现金流收益率 (%)	(8.13)	(10.84)	(9.13)	(4.59)	(2.82)

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	11,847	1,697	14,231	17,087	21,364
融资成本	(457.00)	(226.00)	768.59	763.14	748.58
营运资本变动	(1,352)	6,216	(3,644)	(1,698)	(1,817)
税费	913.00	(8,023)	(44.35)	(187.66)	(562.65)
其他	520.00	8,624	231.41	1,737	1,751
经营活动现金流	11,471	8,288	11,543	17,701	21,485
CAPEX	(26,014)	(19,374)	(27,000)	(23,416)	(24,000)
其他投资活动	1,973	1,118	12,858	0.00	0.00
投资活动现金流	(24,041)	(18,256)	(14,142)	(23,416)	(24,000)
债务增加量	6,928	687.00	1,373	(2,590)	(1,549)
权益增加量	4,001	356.00	6,600	2,400	2,000
派发股息	(3,088)	(1,599)	(100.53)	(265.85)	(797.08)
其他融资活动现金流	664.00	11,694	(768.59)	(763.14)	(748.58)
融资活动现金流	8,505	11,138	7,104	(1,219)	(1,094)
现金变动	(4,065)	1,170	4,505	(6,934)	(3,610)
年初现金	11,144	7,079	8,249	12,754	5,820
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	7,079	8,249	12,754	5,820	2,210

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	2.12	(2.08)	(0.51)	6.17	4.41
毛利润	(20.62)	(19.25)	5.11	8.96	15.12
营业利润	(61.36)	(588.15)	(108.04)	112.36	142.88
净利润	(66.83)	(568.50)	(101.48)	323.11	199.82
调整后净利润	(41.76)	(112.80)	(321.08)	184.77	59.63
EPS (基本)	(66.83)	(568.50)	(101.56)	323.11	199.82
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	43.60	35.97	38.00	39.00	43.00
EBITDA	21.85	3.20	26.94	30.47	36.48
净利润率	8.16	(1.07)	2.37	6.35	9.71
调整后净利润率	8.16	(1.07)	2.37	6.35	9.71
ROE	3.40	(15.82)	0.23	0.89	2.54
调整后 ROE	4.15	(0.53)	1.13	2.99	4.53
ROA	1.94	(8.76)	0.12	0.51	1.48
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	38.36	39.76	33.15	35.16	34.88
流动比率	1.54	1.33	1.48	1.32	1.25
速动比率	1.15	0.98	1.13	0.96	0.88
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.29	0.27	0.26	0.27	0.27
应收账款周转天数	25.01	23.32	25.72	27.69	29.70
应付账款周转天数	106.98	111.88	141.46	142.19	153.03
存货周转天数	143.35	123.48	137.42	138.14	148.67
现金转换周期	61.38	34.92	21.68	23.63	25.34
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	0.76	(3.57)	0.06	0.24	0.71
EPS (调整后, 基本)	0.93	(0.12)	0.28	0.79	1.26
每股净资产	23.12	22.08	25.81	27.07	28.60

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