

Q3 毛利率承压，等待国产超节点放量

华泰研究

2025 年 10 月 28 日 | 中国内地

季报点评

通信设备制造

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

102.34

王兴

SAC No. S0570523070003
SFC No. BUC499

研究员

wangxing@htsc.com
+(86) 21 3847 6737

高名姝

SAC No. S0570523080006
SFC No. BUP971

研究员

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

王珂

SAC No. S0570524080005
SFC No. BWA966

研究员

wangke020520@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

唐攀尧*

SAC No. S0570124040002

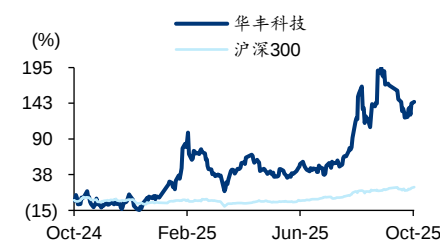
联系人

tangpanyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

收盘价(人民币 截至 10 月 27 日)	89.38
市值(人民币百万)	41,204
6 个月平均日成交额(人民币百万)	1,062
52 周价格范围(人民币)	31.25-107.70

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)	1,092	2,470	4,650	6,532
+/-%	20.83	126.24	88.25	40.47
归属母公司净利润(百万)	(17.75)	343.55	783.03	1,149
+/-%	(124.53)	2,035	127.92	46.72
EPS(最新摊薄)	(0.04)	0.75	1.70	2.49
ROE(%)	(1.20)	21.05	35.66	36.34
PE(倍)	(2,321)	119.93	52.62	35.86
PB(倍)	28.21	22.84	15.93	11.03
EV/EBITDA(倍)	460.88	82.29	38.92	26.45
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

公司发布前三季度报, 公司 9M25 实现营收/归母净利润 16.6/2.2 亿元, 分别同比+121%/扭亏。单季度来看, 3Q25 公司实现营收/归母净利润 5.54/0.72 亿元, 分别同比+109%/扭亏, 分别环比-21%/-39%, 环比业绩下滑主要系本代高速线模组产品量产后有一定降价, 导致公司当期毛利率环比下滑。我们看好公司高速线模组在速率、架构升级后迎来换代需求, 同时有望持续导入其他互联网及服务器厂商, 呈现“从一到十”进程。维持“增持”评级。

高速线模组是 Scale-up 重要载体, 已呈现扩散化需求

公司 3Q25 收入完成同比增长, 主因高速线模组业务通过智能化产线建设, 获得多家头部客户的批量采购订单, 目前已与华为、阿里、浪潮、超聚变、曙光、华勤等厂商展开合作, 公司此前通过与头部 AI 客户(华为)深度合作, 成功实现市场占位与规模跃升, 由于高速线模组是机柜内部 Scale-up 互联的优良载体, 未来随着互联网大厂(阿里、字节、腾讯等)超节点需求起量, 公司高速线模组有望完成“从一到十”的突破。

3Q25 毛利率环比短期承压, 规模效应下费用率同比摊薄明显

公司 3Q25 综合毛利率为 26.60% (同比+14pct, 环比-9pct), 环比下降主因大客户要求下, 公司高速线模组产品本季度有一定降价。由于公司高速线模组批量出货, 公司费用端受规模效应影响改善明显, 3Q25 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 2.86%/8.70%/7.31%, 同比-0.46pct/-4.09pct/-4.63pct, 我们预计全年费用率水平或延续该优化趋势。

聚焦“量产+创新”, 公司拟募资 3.88 亿元用以扩产高速线模组

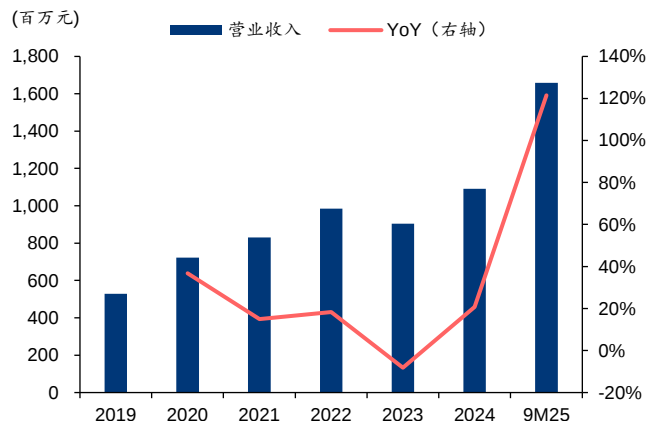
公司于 10 月 18 日发布定增说明书, 拟募资 3.88 亿元用于高速线模组的扩产项目, 并规划: 1) 显著提升 112Gbps 高速线模组产品的量产能力; 2) 加快推出以 224Gbps 自研界面为平台的线缆模组、PCB 板连接器、高密度落板连接器等多种产品形态, 以满足下一代 GPU 互联的需求。

盈利预测与估值

考虑到头部客户议价能力强, 我们下调 25-27 年公司毛利率预期, 同时基于公司高速线模组客户拓展的预期, 我们上调 26-27 年其他客户高速线模组收入贡献, 最终预计公司 25-27 年净利润为 3.44/7.83/11.49 亿元(调整幅度分别为-9%/+5%/+11%)。公司板块增速差异大, 我们采用 SOTP 估值: 1) 受益高速线模组扩产叠加需求提升, 我们预计 26 年通讯板块归母净利为 6.47 亿元(上调 6%), 考虑到公司线模组处于“从一到十”的进程, 且在目前大客户内部具备核心供应地位, 标的兼具稀缺性, 给予 26 年 66x PE (可比平均 60x); 2) 预计 26 年防务+工业+其他板块归母净利为 1.36 亿元(基本维持预期), 给予 26 年 33x PE (同可比平均 33x)。综合目标价 102.34 元/股(前值: 88.35 元/股, 对应 26 年 55x PE), 对应 26E PE 60x, 维持“增持”评级。

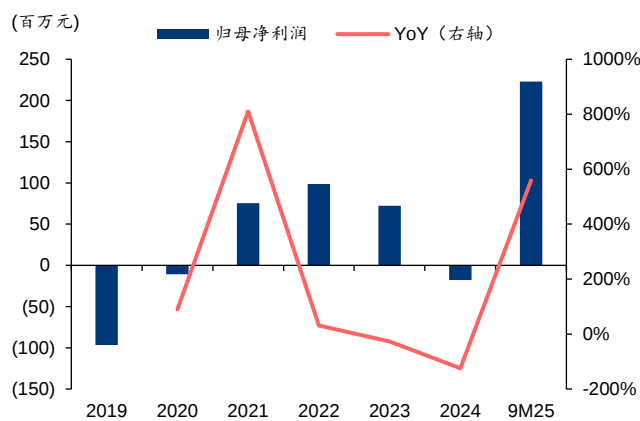
风险提示: 1) 高速线模组需求不及预期; 2) 防务订单推迟; 3) 行业竞争加剧; 4) 测算结果风险。

图表1：公司营业收入及同比增速



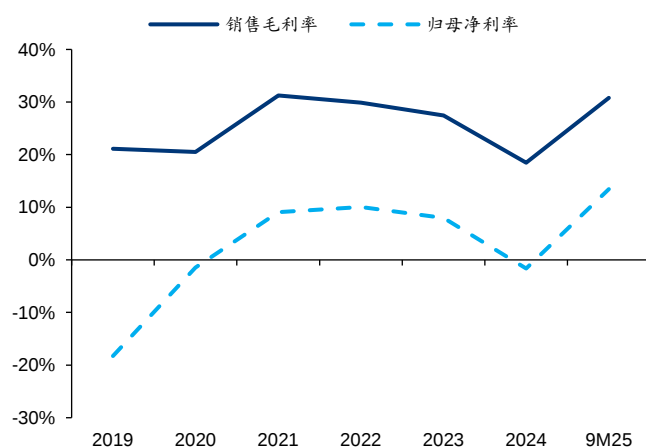
资料来源：公司财报，华泰研究

图表2：公司归母净利润及同比增速



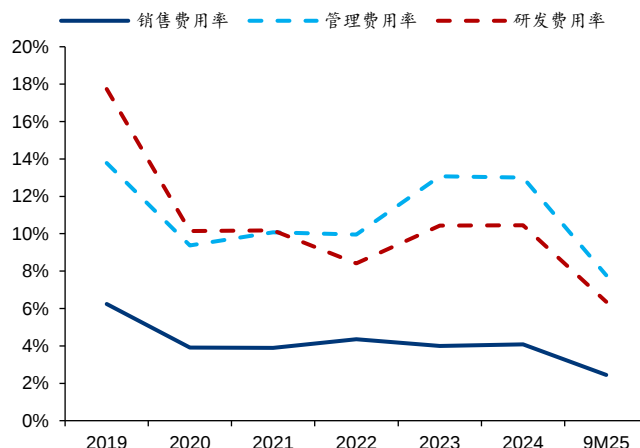
资料来源：公司财报，华泰研究

图表3：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司财报，华泰研究

图表4：公司费用率情况



资料来源：公司财报，华泰研究

估值分析

华丰科技的核心业务聚焦于连接器的开发及制造，按照公司涉猎的下游领域划分为通讯、防务、工业及其他，我们采用分部估值法对公司进行估值：

1) 对于通讯板块，我们选取长芯博创、软通动力、兆龙互连作为该板块可比公司，我们看好公司在大客户内部高速线模组继续放量，且公司目前并不局限于单一大客户，高速线模组产品已导入阿里、浪潮等新兴客户，因此我们预计公司 2025-2027 年通讯板块归母净利润至 2.85/6.47/9.57 亿元（相对前次预期分别持平/+6%/+12%，主要系上调 26-27 年其他客户高速线模组收入贡献，我们预期通信板块 2025-2027 年净利率分别为 16.5%/17.3%/17.5%），可比公司 2026 年 PE 一致预期平均值为 60x（前值：55x），考虑到公司高速线模组处于“从一到十”的过程，板块业绩增速显著较高，且在大客户高速线模组领域内拥有核心供应地位，标的具备稀缺性（竞争对手目前主要为一级公司），且未来有望通过融资扩产拿到客户端更多份额，我们给予公司通讯板块业务 26 年 PE 66x（前值：60x），对应市值 426.74 亿元；

2) 对于其他板块（防务板块、工业板块和其他），9M25 公司新能源汽车连接器板块收入增长较好，我们看好该景气度持续，同时公司整体连接解决方案已导入头部无人机公司，未来有望持续释放利润，此外公司传统防务业务自 2Q25 以来收入已迎来同比改善，我们预计公司 2026 年其他板块合计归母净利润为 1.36 亿元（与前次预期无异，即总归母净利润减去通讯板块净利润），可比公司 2026 年 PE 一致预期平均值为 33x（前值：30x），我们给予公司其他板块业务 2026 年 PE 为 33x（前值：30x），对应市值 45.03 亿元。



图表5：可比公司估值表（截至 2025 年 10 月 27 日）

公司代码	公司简称	股价	总市值	归母净利润 (百万元)			PE (倍)		
		(元)	(亿元)	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
通讯板块									
300548 CH	长芯博创	116.10	33,798	72.07	382.00	731.00	468.96	88.48	46.23
301236 CH	软通动力	51.38	48,962	180.38	391.94	544.76	271.44	124.92	89.88
688668 CH	鼎通科技	100.60	14,004	110.34	241.00	313.33	58.11	58.11	44.69
平均							266.17	90.50	60.27
防务板块+工业板块+其他									
002179 CH	中航光电	37.74	79,944	3,354.29	3650.70	4196.07	23.83	21.90	19.05
300679 CH	电连技术	52.15	22,154	622.31	703.13	953.09	35.60	31.51	23.24
301517 CH	陕西华达	44.56	6,739	46.64	63.00	121.00	144.49	106.97	55.70
平均							67.98	53.46	32.66

资料来源：Wind，华泰研究

综上，我们给予公司 26 年目标市值为 471.77 亿元(前值:407.29 亿元)，对应目标价 102.34 元/股（前值：88.35 元/股），对应 26 年 PE 倍数为 60.25x（前值：54.52x），维持“增持”评级。

图表6：华丰科技分部估值表明细

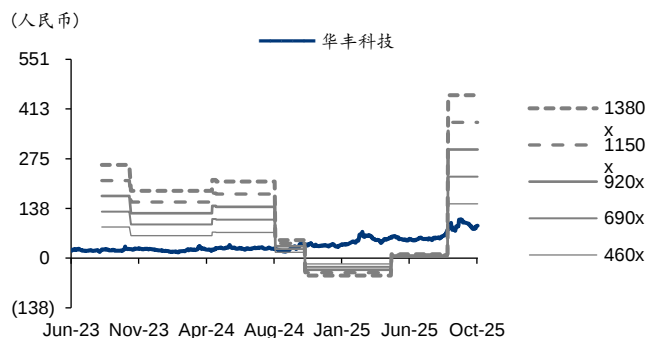
分部估值：	
一、通信板块 PE 估值	
26 年通信板块归母净利润（亿元）	6.47
可比公司 26 年一致预期 PE 均值（X）	60.27
给予公司通讯板块业务 PE（X）	66.00
对应该板块市值（亿元）	426.74
二、其他板块 PE 估值（防务+工业+其他）	
26 年其他板块归母净利润（亿元）	1.36
可比公司 26 年一致预期 PE 均值（X）	32.66
给予公司其他板块业务 PE（X）	33.00
对应其他板块市值（亿元）	45.03
加总：	
26 年公司目标市值（亿元）	471.77
股本（百万股）	460.99
对应目标价（元/股）	102.34
对应实际 PE	60.25

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

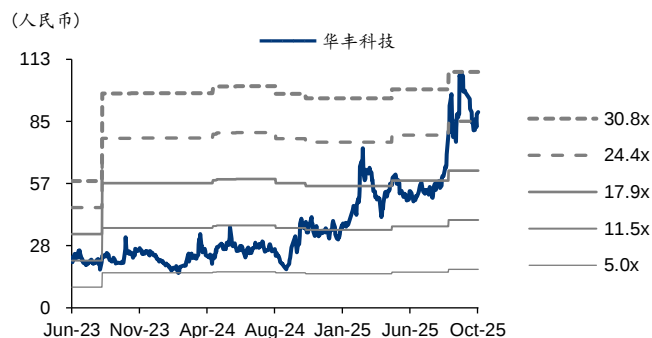
- 1) 高速线模组需求不及预期：**公司高速线模组系为大客户定制化开发，将用于其下一代 AI 算力集群背板连接中，若大客户 GPU 出货不及预期导致线模组配套需求减少，或将有损对应的市场空间（我们在《华丰科技：高速连接国产先锋，受益 AI 短距互联》报告测算到 29 年国内高速背板连接器市场空间达 241 亿元），造成公司收入增长不及预期。
- 2) 防务订单推迟：**25 年为我国“十四五”规划收官之年，国家军费预算同比提升，我们预计将为公司防务板块带来新的增长机会，但如果招标部门经综合考虑将“十四五”积压订单部分放入 26 年之后进行招投标，则将减损短期防务板块收入；
- 3) 行业竞争加剧：**公司目前在高速线模组领域格局较清晰，若后续有其他厂商切入产业链并获取份额，行业或陷入价格战及份额竞争中，将对公司的业务收入和利润造成不利影响；
- 4) 测算结果风险：**我们曾在《华丰科技：高速连接国产先锋，受益 AI 短距互联》测算到 29 年我国高速背板连接器市场规模有望达到 241 亿元，基于关键假设“高速线模组在 AI 服务器的价值量为 3%-5%”，未来若该价值量占比发生重大变化，则将导致测算结果不准确；此外，我们依据目前观察到的通讯板块景气度给予公司该板块较高的收入增速预期，若客户需求发生重大变化，则将导致测算结果不准确。

图表7：华丰科技 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表8：华丰科技 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	1,872	1,526	2,120	4,260	4,408
现金	777.27	386.14	370.55	930.09	1,144
应收账款	487.05	559.09	776.22	1,549	1,489
其他应收账款	4.60	7.21	19.52	30.81	39.88
预付账款	2.41	2.65	8.79	12.74	17.51
存货	230.74	321.59	584.07	1,177	1,160
其他流动资产	369.80	249.71	361.11	560.98	557.60
非流动资产	697.82	1,248	1,647	1,963	2,163
长期投资	13.60	15.64	16.48	16.62	16.84
固定投资	521.41	768.05	1,147	1,429	1,606
无形资产	68.85	65.83	61.67	57.70	53.86
其他非流动资产	93.95	397.99	421.85	459.81	486.89
资产总计	2,570	2,774	3,767	6,223	6,572
流动负债	509.29	815.72	1,453	3,130	2,349
短期借款	7.15	25.57	242.30	797.24	25.57
应付账款	271.10	506.50	722.62	1,390	1,300
其他流动负债	231.04	283.65	488.25	942.57	1,023
非流动负债	537.44	483.49	503.93	507.81	485.35
长期借款	195.00	175.00	195.44	199.32	176.86
其他非流动负债	342.44	308.49	308.49	308.49	308.49
负债合计	1,047	1,299	1,957	3,638	2,834
少数股东权益	20.13	14.12	5.74	(2.01)	1.44
股本	460.99	460.99	460.99	460.99	460.99
资本公积	798.84	797.32	797.32	797.32	797.32
留存公积	242.78	201.98	537.15	1,312	2,465
归属母公司股东权益	1,503	1,461	1,804	2,587	3,736
负债和股东权益	2,570	2,774	3,767	6,223	6,572

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	120.63	(3.09)	237.83	507.78	1,452
净利润	67.26	(24.00)	335.17	775.27	1,152
折旧摊销	95.04	115.14	125.81	187.58	242.61
财务费用	(3.51)	1.55	6.87	18.82	12.32
投资损失	1.66	(5.17)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	(50.76)	(117.10)	(252.60)	(506.64)	(5.37)
其他经营现金	10.95	26.50	24.57	34.75	52.13
投资活动现金	(323.41)	(455.79)	(522.88)	(501.42)	(441.18)
资本支出	(118.07)	(254.55)	(521.12)	(499.35)	(437.68)
长期投资	(206.00)	(204.11)	(0.84)	(0.14)	(0.22)
其他投资现金	0.65	2.86	(0.93)	(1.93)	(3.28)
筹资活动现金	585.04	35.15	269.46	553.19	(796.55)
短期借款	7.15	18.42	216.73	554.94	(771.67)
长期借款	(5.23)	(20.00)	20.44	3.88	(22.46)
普通股增加	69.15	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	505.41	(1.52)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	8.56	38.25	32.30	(5.63)	(2.42)
现金净增加额	382.59	(423.83)	(15.59)	559.55	214.27

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	903.64	1,092	2,470	4,650	6,532
营业成本	655.72	890.18	1,721	3,169	4,439
营业税金及附加	6.13	3.08	15.32	28.83	40.50
营业费用	36.18	44.65	66.70	106.96	137.18
管理费用	118.05	142.06	160.57	232.52	293.96
财务费用	(3.51)	1.55	6.87	18.82	12.32
资产减值损失	(9.57)	(11.65)	(17.29)	(23.25)	(32.66)
公允价值变动收益	0.13	0.08	0.13	0.13	0.13
投资净收益	(1.66)	5.17	2.00	2.00	2.00
营业利润	50.12	(27.21)	372.01	861.02	1,280
营业外收入	0.60	0.54	0.60	0.60	0.60
营业外支出	0.22	0.30	0.20	0.20	0.20
利润总额	50.51	(26.98)	372.41	861.42	1,280
所得税	(16.75)	(2.97)	37.24	86.14	128.03
净利润	67.26	(24.00)	335.17	775.27	1,152
少数股东损益	(5.11)	(6.25)	(8.38)	(7.75)	3.46
归属母公司净利润	72.37	(17.75)	343.55	783.03	1,149
EBITDA	142.89	89.44	504.35	1,066	1,532
EPS (人民币, 基本)	0.17	(0.04)	0.75	1.70	2.49

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(8.17)	20.83	126.24	88.25	40.47
营业利润	(45.30)	(154.30)	1,467	131.45	48.66
归属母公司净利润	(26.74)	(124.53)	2,035	127.92	46.72
获利能力 (%)					
毛利率	27.44	18.47	30.34	31.85	32.05
净利率	7.44	(2.20)	13.57	16.67	17.64
ROE	6.14	(1.20)	21.05	35.66	36.34
ROIC	6.18	(1.60)	16.50	27.65	38.55
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.73	46.84	51.95	58.46	43.13
净负债比率 (%)	(16.10)	7.45	22.20	16.03	(15.63)
流动比率	3.68	1.87	1.46	1.36	1.88
速动比率	3.21	1.46	1.04	0.98	1.37
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.41	0.76	0.93	1.02
应收账款周转率	2.00	2.09	3.70	4.00	4.30
应付账款周转率	2.68	2.29	2.80	3.00	3.30
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	(0.04)	0.75	1.70	2.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	(0.01)	0.52	1.10	3.15
每股净资产(最新摊薄)	3.26	3.17	3.91	5.61	8.10
估值比率					
PE (倍)	569.35	(2,321)	119.93	52.62	35.86
PB (倍)	27.42	28.21	22.84	15.93	11.03
EV EBITDA (倍)	285.34	460.88	82.29	38.92	26.45

免责声明

分析师声明

本人，王兴、高名焱、王珂，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

- 分析师王兴、高名垚、王珂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