

华盛顿 GTC: 半万亿美元订单奠定 AI 时代主导权

华泰研究 - 海外科技

2025 年 10 月 29 日 | 美国

动态点评

半导体

英伟达于华盛顿启幕 GTC 盛会，再成行业焦点。我们认为，大会选址美国首都原意面向政府高层，并配合总统特朗普出席。虽其因出访亚洲未能成行，但此举或已体现英伟达在美国人工智能战略中的核心地位。本次大会中，黄仁勋释放重磅预测，未来五个季度内，Blackwell 与 Rubin GPU 累计订单将达 5000 亿美元。该指引显著高于市场预期，推动股价上涨约 5%，收于 201.03 美元。我们看好英伟达在大会中展现的前瞻布局。公司以稳固云基础设施优势为核心，加速向工业、机器人与电信等领域延伸，同时深化与政府实验室及生物科技企业的协作，引领 HPC 与自动驾驶发展，并积极前瞻性布局量子计算，构建面向未来的全域 AI 生态。重申“买入”。

夯实云端基础，英伟达生态加速驱动全球 AI 工厂建设

英伟达生态体系已成为全球 AI 算力基础的关键支撑，云端部署持续加速，多个合作伙伴正基于 Blackwell 与 RTX Pro 建设 AI 工厂。主要进展包括：Akamai 推出基于 RTX PRO 服务器的 Inference Cloud；CoreWeave 为美国政府打造安全 AI 云；Google Cloud 上线基于 GB300 NVL72 与 RTX Pro 6000 的新型虚拟机；Lambda 建设功率逾 100MW、配备超 1 万颗 GB300 GPU 的 AI 工厂；微软在 Azure 部署 RTX Pro 6000 并为 OpenAI 建设大规模 GB300 集群；Oracle 发布 Zettascale 10 超级计算机；xAI 的 Colossus 2 数据中心预计容纳超 50 万颗英伟达 GPU。

深化通信与工业协同，投资 10 亿美元加码布局，部署新 5G 与 6G

英伟达与诺基亚达成战略合作，将对其投资 10 亿美元，共同研发面向 5G Advanced 与 6G 网络的 AI-RAN 技术。该项目由 T-Mobile 于 2026 年率先试点。此举标志着英伟达或将成为全球通信与边缘网络基础设施的核心支柱。同时，英伟达正积极依托 Omniverse 平台推动美国“再工业化”。公司通过该平台助力西门子、发那科、工业富联、卡特彼勒、丰田、台积电、纬创等行业龙头构建数字孪生工厂，推动工业智能化升级。此外，英伟达机器人平台已广泛被新一代协作机器人企业采用，包括 Agility Robotics、Amazon Robotics、Figure、Skild AI 等，夯实其物理 AI 的核心地位。

立足高性能计算，拓展生命科学、自动驾驶与量子计算版图

英伟达持续巩固 HPC、生物科技与自动驾驶领域的竞争优势。公司与美国能源部阿贡和洛斯阿拉莫斯实验室合作建设七大计算集群，其中 Solstice 与 Equinox 系统分别配备 10 万与 1 万颗 Blackwell GPU。生物科技领域，礼来与梅奥诊所分别基于 DGX B300 SuperPOD 与 DGX B200 SuperPOD 建设 AI 工厂。企业软件方面，Palantir 将英伟达的 CUDA-X 与 Nemotron 模型集成至 Ontology 框架，提供运营级 AI 方案。出行方面，公司携手 Uber 打造全球最大 L4 自动驾驶网络，生态涵盖 Stellantis、奔驰、沃尔沃、Aurora、Momenta、小马智行与文远知行等，其中小马与文远将于 11/6 登陆港股。前瞻布局方面，英伟达推出 NVQLink 互联架构，旨在实现 GPU 与量子处理器高效互联。该项目已获洛斯阿拉莫斯、橡树岭、桑迪亚等国家实验室支持。

上调目标价至 245 美元，对应 33x FY27E PE，重申“买入”

考虑到本次 Blackwell 和 Rubin 的订单指引超预期，我们上调 FY26-28 营收预测 3.3/13.9/12.7%至 2323/3273/3711 亿美元，上调 Non-GAAP 净利润预测 7.5/16.1/16.4%至 1296/1842/2078 亿美元。最近高通虽更新其 AI 芯片，但主要定位推理，且互联技术与软件生态较英伟达仍有差距。鉴于英伟达仍为 AI 芯片龙头，我们维持约 33 倍 FY27E PE，上调目标价至 245 美元（前值为 210 美元，对应 33x FY27E PE）。重申“买入”。

风险提示：技术落地缓慢、中美贸易摩擦、需求不及预期等。

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

245.00

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 28 日)	201.03
市值(美元百万)	4,885,029
6 个月平均日成交额(美元百万)	29,847
52 周价格范围(美元)	86.61-203.15

股价走势图



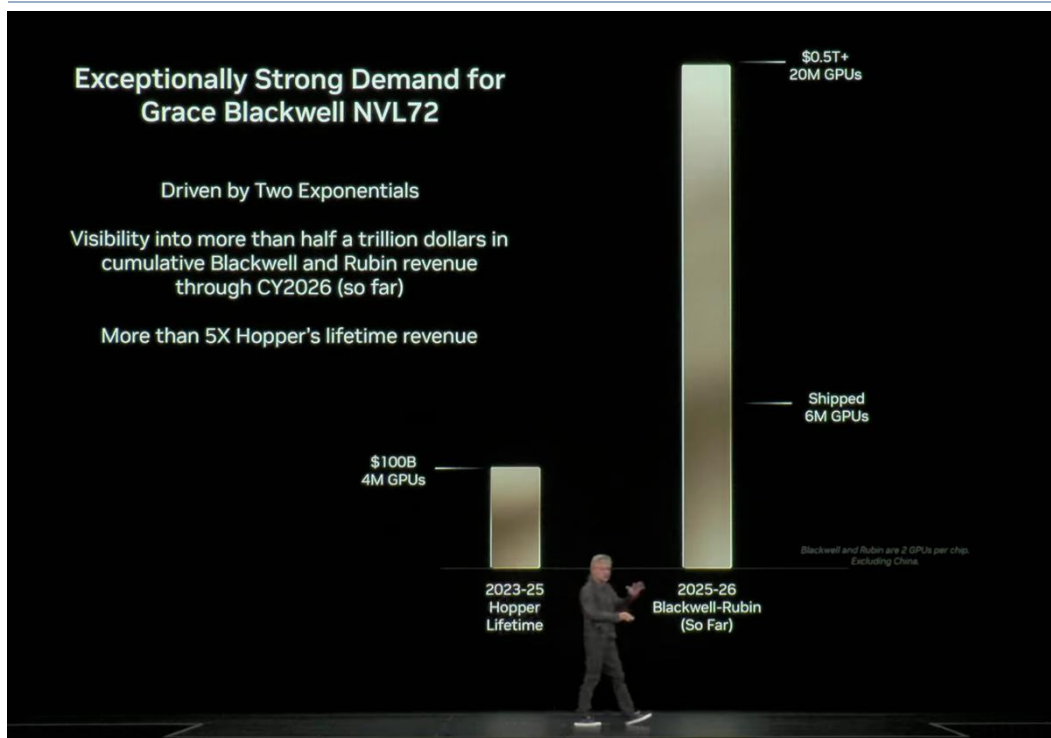
资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	130,497	232,332	327,285	371,050
+/-%	114.20	78.04	40.87	13.37
归母净利润(百万)	72,880	128,498	183,518	205,952
+/-%	144.89	76.31	42.82	12.22
归母净利润(调整后,百万)	74,265	129,641	184,196	207,788
+/-%	129.84	74.57	42.08	12.81
EPS(调整后,最新摊薄)	2.99	5.23	7.43	8.38
PE(调整后,倍)	66.47	38.08	26.80	23.76
PB(倍)	62.23	25.15	14.62	11.19
ROE(调整后,%)	121.44	94.07	68.98	53.34
EV EBITDA(倍)	58.37	32.96	22.56	20.08
股息率(%)	0.02	0.03	0.04	0.05

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 英伟达表示, 未来五个季度内, Blackwell 与 Rubin GPU 订单总额将达 5000 亿美元



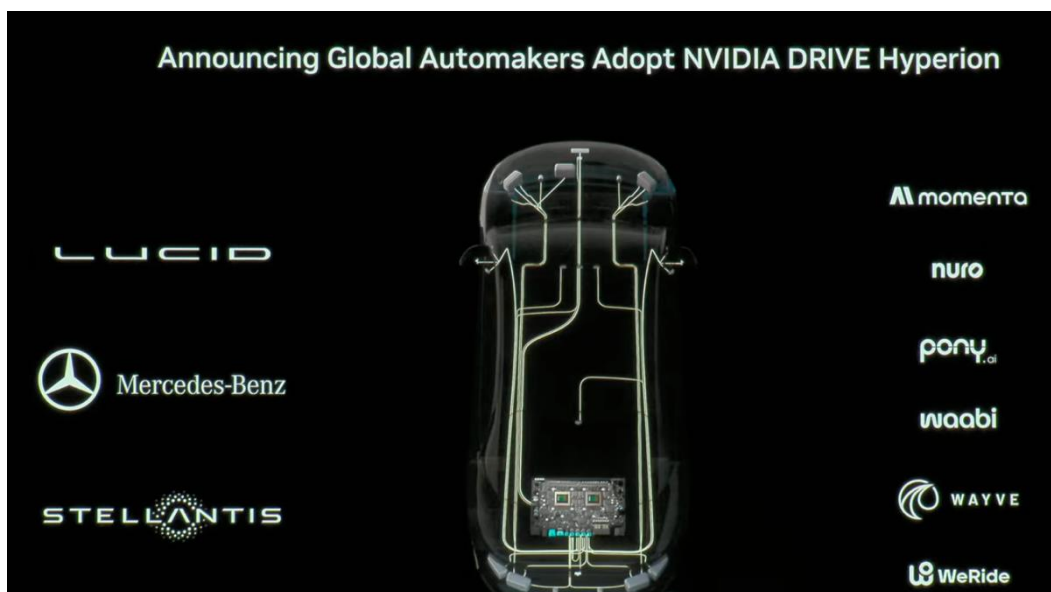
资料来源: 英伟达华盛顿 GTC、华泰研究

图表2: 英伟达发布 Arc Aerial RAN Computer 产品线, 面向 6G 通信网络计算



资料来源: 英伟达华盛顿 GTC、华泰研究

图表3：英伟达公布其自动驾驶合作伙伴，包括 Momenta、小马智行、文远知行等



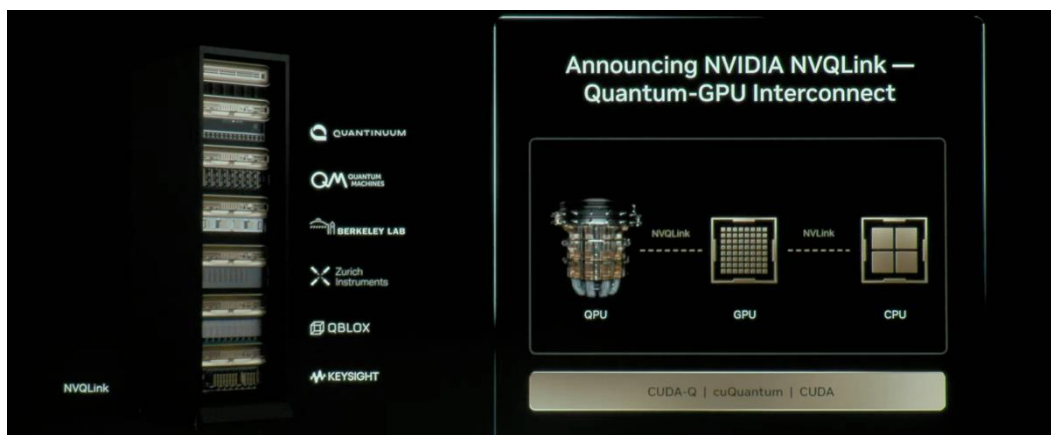
资料来源：英伟达华盛顿 GTC、华泰研究

图表4：英伟达推出 Omniverse DSX AI 工厂蓝图



资料来源：英伟达华盛顿 GTC、华泰研究

图表5：英伟达前瞻性布局 NVQLink 和 CUDA-Q，加速量子计算生态构建



资料来源：英伟达华盛顿 GTC、华泰研究

盈利预测与公司估值

我们看好英伟达数据中心业务的发展，展望 26 年，若以台积电 CoWoS 年产能约 100-120 万片计，我们预计英伟达可获得其约 60% 晶圆份额；假设 GPU ASP 约 3.2-3.5 万美元，对应数据中心业务收入约 3000 亿美元。考虑到本次 Blackwell 和 Rubin 的订单指引超预期，我们上调 FY26-28 营收预测 3.3/13.9/12.7% 至 2323/3273/3711 亿美元，上调 Non-GAAP 净利润预测 7.5/16.1/16.4% 至 1296/1842/2078 亿美元。

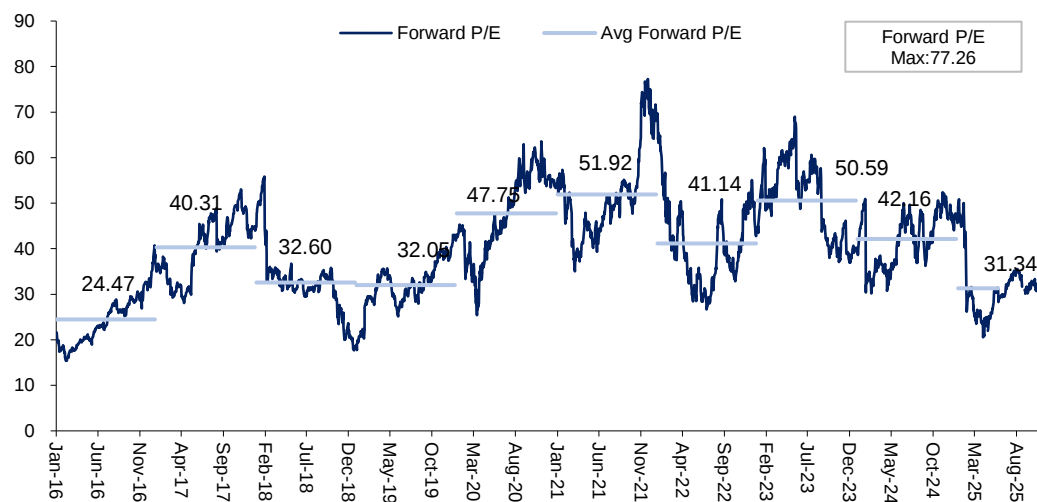
我们认为，高通最新 AI200 系统仅配备 768GB LPDDR，而非 HBM，更适用于推理任务，难与英伟达直接竞争。其互联方案选用业内成熟的 PCIe(scale-up)与 Ethernet(scale-out)，互联带宽不及英伟达。尽管高通于 2022 年推出 AI Stack 软件平台，但用户规模和软件生态较 CUDA 仍存在明显差距。鉴于云大厂加码 AI 基建热度不减，叠加公司在算力、NVLink 互联与 CUDA 生态的深厚护城河，有望巩固其行业领先地位。回顾公司历史上表现最好的三个年份（17/21/23 年）估值区间约为 38-50x PE，其余增速中等的年份估值在 30x 附近。我们上调目标价至 245 美元，对应 33x FY27E PE，（前值 210 美元，33x FY27E PE）。重申“买入”。

图表6：英伟达分业务营收（单位：百万美元）

百万美元 (Million USD)	FY2026E			FY2027E			FY2028E		
	前值	新值	变动	前值	新值	变动	前值	新值	变动
主营业务收入	224,960	232,332	3.28%	287,404	327,285	13.88%	329,327	371,050	12.67%
YoY	72.39%	78.04%	5.65%	27.76%	40.87%	13.11%	14.59%	13.37%	-1.21%
数据中心	202,727	210,099	3.64%	263,951	300,232	13.75%	303,544	345,267	13.75%
YoY	76.00%	82.40%	6.40%	30.20%	42.90%	12.70%	15.00%	15.00%	0.00%
游戏业务	16,514	16,514	0.00%	16,911	20,511	21.29%	17,756	17,756	0.00%
YoY	45.50%	45.50%	0.00%	2.40%	24.20%	21.80%	5.00%	-13.43%	-18.43%
专业可视化	2,355	2,355	0.00%	2,505	2,505	0.00%	2,881	2,881	0.00%
YoY	25.40%	25.40%	0.00%	6.38%	6.38%	0.00%	15.00%	15.00%	0.00%
智能驾驶与机器人	2,897	2,897	0.00%	3,524	3,524	0.00%	4,581	4,581	0.00%
YoY	71.00%	71.00%	0.00%	30.00%	30.00%	0.00%	30.00%	30.00%	0.00%
OEM 及其他	467	467	0.00%	513	513	0.00%	565	565	0.00%
YoY	20.00%	20.00%	0.00%	10.00%	10.00%	0.00%	10.00%	10.00%	0.00%
毛利润	163,771	171,461	4.70%	212,392	243,827	14.80%	245,348	275,690	12.37%
毛利率	72.80%	73.80%	1.00%	73.90%	74.50%	0.60%	74.50%	74.30%	-0.20%
销售及管理费用率	4.20%	2.20%	-2.00%	4.00%	1.70%	-2.30%	4.10%	1.80%	-2.30%
研发费用率	12.00%	9.50%	-2.50%	10.80%	9.50%	-1.30%	11.00%	9.70%	-1.30%
Non GAAP 归母净利润	120,579	129,641	7.52%	158,647	184,196	16.10%	178,495	207,788	16.41%
YoY	62.36%	74.57%	12.20%	31.57%	42.08%	10.51%	12.51%	12.81%	0.30%
Non GAAP 净利率	53.60%	55.80%	2.20%	55.20%	56.28%	1.08%	54.20%	56.00%	1.80%
Non GAAP EPS Diluted	4.86	5.23	7.52%	6.40	7.43	16.10%	7.20	8.38	16.41%

资料来源：Bloomberg、华泰研究预测

图表7：英伟达 Forward PE（数据截至 2025 年 10 月 28 日）



资料来源：Bloomberg，华泰研究

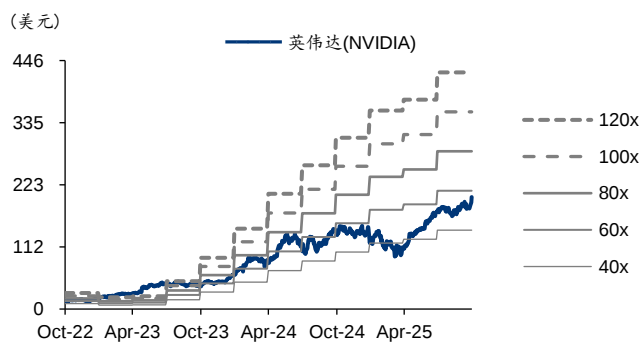
风险提示

技术落地缓慢：公司的生产技术推进和产品落地可能达不到预期，或影响营收及利润。

中美贸易摩擦：中国是半导体产业的重要市场之一，如果中美局势再次升级，将对宏观因素和板块产品销售产生影响。

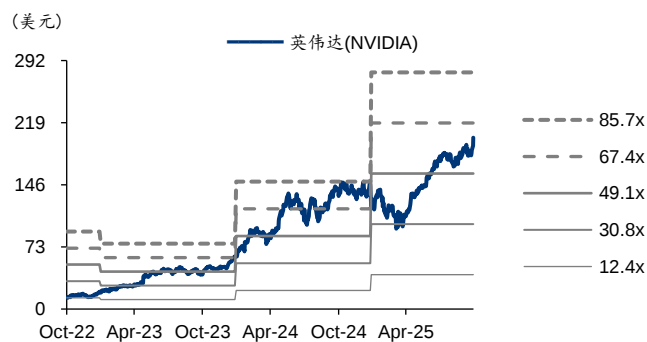
芯片需求不及预期：市场的芯片需求规模可能不及预期，影响行业营收及利润。

图表8：英伟达(NVIDIA)PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表9：英伟达(NVIDIA)PB-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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	60,922	130,497	232,332	327,285	371,050
销售成本	(16,621)	(32,639)	(60,871)	(83,458)	(95,360)
毛利润	44,301	97,858	171,461	243,827	275,690
销售及分销成本	(2,654)	(3,491)	(5,111)	(5,564)	(6,679)
管理费用	(8,675)	(12,914)	(22,072)	(31,092)	(35,992)
其他收入/支出	237.00	1,034	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	19.40	1,539	1,742	1,372	1,017
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	33,818	84,026	146,021	208,543	234,036
税费开支	(4,058)	(11,146)	(17,522)	(25,025)	(28,084)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	29,760	72,880	128,498	183,518	205,952
Non-GAAP 调整项	2,552	1,385	1,143	678.14	1,836
调整后净利润	32,312	74,265	129,641	184,196	207,788
折旧和摊销	(1,508)	(1,864)	(1,619)	(2,074)	(2,765)
EBITDA	35,343	83,995	146,142	208,790	230,945
EPS (美元, 基本)	1.21	2.97	5.23	7.47	8.39

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	5,282	10,080	14,112	19,757	27,660
应收账款和票据	9,999	23,065	34,598	44,977	58,470
现金及现金等价物	7,280	8,589	93,350	199,278	273,875
其他流动资产	21,784	38,392	46,070	62,195	68,415
总流动资产	44,345	80,126	188,130	326,207	428,419
固定资产	3,914	6,283	9,616	13,595	17,300
无形资产	1,112	807.00	502.00	339.85	177.70
其他长期资产	16,357	24,385	31,701	32,715	32,715
总长期资产	21,383	31,475	41,818	46,650	50,193
总资产	65,728	111,601	229,948	372,857	478,612
应付账款	2,699	6,310	8,203	9,844	11,812
短期借款	1,250	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	6,682	11,737	12,911	14,202	15,622
总流动负债	10,631	18,047	21,114	24,045	27,434
长期债务	9,578	9,982	9,136	8,374	7,689
其他长期债务	2,541	4,245	3,396	2,717	2,173
总长期负债	12,119	14,227	12,532	11,091	9,862
股本	13,132	11,237	11,237	11,237	11,237
储备/其他项目	29,846	68,090	185,066	326,483	430,079
股东权益	42,978	79,327	196,303	337,720	441,316
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	42,978	79,327	196,303	337,720	441,316

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	165.87	67.73	38.42	26.90	23.97
PB	114.86	62.23	25.15	14.62	11.19
调整后 PE (倍)	152.77	66.47	38.08	26.80	23.76
调整后 ROE	99.30	121.44	94.07	68.98	53.34
EV EBITDA	138.58	58.37	32.96	22.56	20.08
股息率 (%)	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05
自由现金流收益率 (%)	0.54	1.24	2.26	3.36	3.73

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	35,343	83,995	146,142	208,790	230,945
融资成本	(19.40)	(1,539)	(1,742)	(1,372)	(1,017)
营运资本变动	(3,722)	(9,383)	(13,672)	(14,383)	(19,427)
税费	(4,058)	(11,146)	(17,522)	(25,025)	(28,084)
其他	548.79	2,162	(5,007)	(13,007)	1,057
经营活动现金流	28,092	64,089	108,199	155,003	183,474
CAPEX	(1,069)	(3,236)	(4,647)	(5,891)	(6,308)
其他投资活动	(9,497)	(17,185)	(8,165)	(1,694)	(543.36)
投资活动现金流	(10,566)	(20,421)	(12,811)	(7,585)	(6,851)
债务增加量	(1,250)	(1,250)	(846.30)	(761.67)	(685.50)
权益增加量	(9,533)	(33,706)	0.00	0.00	0.00
派发股息	(395.00)	(834.00)	(1,470)	(2,100)	(2,357)
其他融资活动现金流	(2,455)	(6,569)	(8,310)	(38,628)	(98,983)
融资活动现金流	(13,633)	(42,359)	(10,626)	(41,490)	(102,025)
现金变动	3,893	1,309	84,761	105,928	74,598
年初现金	3,389	7,280	8,589	93,350	199,278
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	7,282	8,589	93,350	199,278	273,875

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	125.85	114.20	78.04	40.87	13.37
毛利润	188.49	120.89	75.21	42.21	13.07
营业利润	680.59	147.04	77.13	43.59	12.48
净利润	581.32	144.89	76.31	42.82	12.22
调整后净利润	286.23	129.84	74.57	42.08	12.81
EPS (基本)	581.32	144.89	76.31	42.82	12.22
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	72.70	74.99	73.80	74.50	74.30
EBITDA	58.01	64.37	62.90	63.79	62.24
净利润率	53.04	56.50	55.80	56.28	56.00
调整后净利润率	53.04	56.91	55.80	56.28	56.00
ROE	91.46	119.18	93.24	68.73	52.87
调整后 ROE	99.30	121.44	94.07	68.98	53.34
ROA	55.67	82.20	75.24	60.89	48.38
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	8.26	1.76	(42.90)	(56.53)	(60.32)
流动比率	4.17	4.44	8.91	13.57	15.62
速动比率	3.67	3.88	8.24	12.74	14.61
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.14	1.47	1.36	1.09	0.87
应收账款周转天数	40.85	45.61	44.67	43.76	50.18
应付账款周转天数	42.15	49.68	42.92	38.92	40.88
存货周转天数	113.07	84.72	71.54	73.05	89.50
现金转换周期	111.77	80.64	73.30	77.89	98.81
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	1.21	2.97	5.23	7.47	8.39
EPS (调整后, 基本)	1.32	3.02	5.28	7.50	8.46
每股净资产	1.75	3.23	7.99	13.75	17.97

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