

新华三 3Q 业绩高增,超节点应用提速

华泰研究

2025 年 11 月 02 日 | 中国内地

季报点评

通信设备制造

公司发布 9M25 财报,公司 9M25 实现收入 773.2 亿元,同比+31%;归母净利润 14.0 亿元,同比-11%。单季度来看,公司 3Q25 实现营业收入 298.97 亿元,同比+43%,归母净利润 3.63 亿元,同比-38%,收入增速与利润增速错配主因公司政企业务(服务器占主导)高速增长下,整体毛利率因结构变化有所承压。我们看好国内智算持续建设叠加超节点即将放量的背景下,公司作为国内以太网交换机及 AI 服务器龙头企业有望持续受益。维持“增持”评级。

国内政企 ICT 业务收入同比高增,出海业务占比持续提升

ICT 业务方面,9M25 子公司新华三实现收入 596.23 亿元,同比+48%,净利润 25.29 亿元,同比+15%,单 Q3 来看,3Q25 新华三实现收入/净利润分别为 232.2/6.8 亿元,同比分别+68%/+76%。分业务来看,9M25: 1)新华三国内政企业务收入 515.02 亿元,同比+63%,主因互联网 AI 算力建设需求强劲,公司 AI 服务器及数据中心交换机快速上量; 2) 国际业务收入 34.78 亿元,同比+84%,母公司 9M25 海外收入占比达到 4.5% (较 1H25 的 4.17%继续提升),公司持续进行海外地域+品类扩张,突破战略客户,成功与西班牙电信等展开合作,并与领先的电信运营商 du 达成战略合作。

3Q25 毛利率整体承压,财务费用环比改善

9M25 公司综合毛利率为 13.72%,同比-3.87pct,其中 3Q25 毛利率 11.32%,同比-3.65pct,主要系政企业务中低毛利率的服务器收入快速增长,营收结构有所倾斜。公司费用管控良好,3Q25 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 3.42%/0.89%/4.28%,分别同比-0.92pct/-0.32pct/-2.25pct。3Q25 财务费用实现 2.03 亿元 (环比-37%),未来有望实现两大改善: 1) 公司与 HPE 开曼的期权远期安排作为金融负债产生对应利息,9M25 对应损益影响为-1.81 亿元,预计该利息影响将终止于 25 年 12 月 (股权交割后的第 15 个月); 2) 对于此前购买新华三 30%股权所用的借款,公司或寻求通过高息贷款切到低息贷款的形式来降低费用。

展望:全面国产化大势所趋,公司作为综合 ICT 服务商或受益

我们看好在海外 GPU 供应存在不确定性、国产 GPU 在性能、量产上有所突破的背景下,4Q25 至 2026 年或进入国产芯片加速放量阶段,公司作为 ICT 全栈设备商有望受益: 1) 服务器及机柜方面,公司 UniPoD S80000 超节点已在多个大型项目的集群部署落地,现全面展开下一代千卡级以上更大规模的超节点研发,公司有望凭借先期积累帮助国产 GPU 厂商实现未来 Scale-up 互联; 2) 交换机方面,公司发布基于国产关键芯片与核心元器件的 800G 国芯智算交换机 H3C S9825-8C-G,整机国产化率超过 95%,并通过工信部进网测试,已形成系列化的国产交换机产品矩阵。

盈利预测与估值

考虑到智算服务器行业下游集中度高,客户议价能力较强,行业毛利率或承压,我们下调公司 25-27 年归母净利润预期至 20.40/27.19/32.81 亿元 (前值: 21.22/28.22/33.02 亿元,调整幅度-4%/-4%/-1%),我们切换至 26 年估值体系,预计 26 年网络设备/服务器及存储/软件及系统集成/云计算/IT 分销板块分别贡献净利润 17.25/6.44/0.57/0.30/2.62 亿元,分别给予 26 年 PE 36/23/23/50/21 倍,对应公司目标市值 852.36 亿元,目标价 29.80 元 (前值: 30.19 元,基于 25E 网络设备/服务器及存储/软件及系统集成/云计算/IT 分销板块 PE 分别 50/28/31/50/25 倍),维持“增持”评级。

风险提示:新业务拓展不及预期,政企投资不及预期,行业竞争加剧。

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

29.80

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

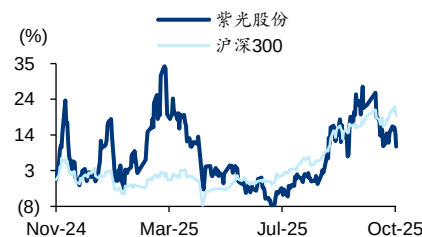
联系人

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

基本数据

收盘价 (人民币 截至 10 月 31 日)	27.08
市值 (人民币百万)	77,451
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	2,219
52 周价格范围 (人民币)	22.71-33.12

股价走势图



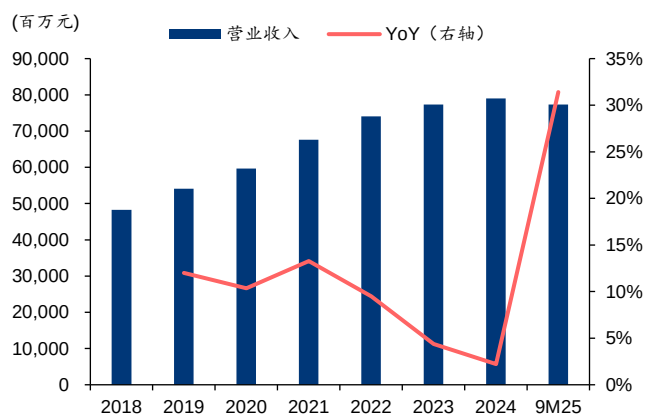
资料来源: Wind

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)	79,024	101,727	117,246	131,883
+/-%	2.22	28.73	15.26	12.48
归属母公司净利润 (百万)	1,572	2,040	2,719	3,281
+/-%	(25.23)	29.75	33.25	20.69
EPS (最新摊薄)	0.55	0.71	0.95	1.15
ROE (%)	12.30	13.53	15.50	15.92
PE (倍)	49.26	37.96	28.49	23.60
PB (倍)	5.81	5.11	4.41	3.76
EV EBITDA (倍)	27.76	22.07	17.54	14.83
股息率 (%)	0.28	0.40	0.34	0.37

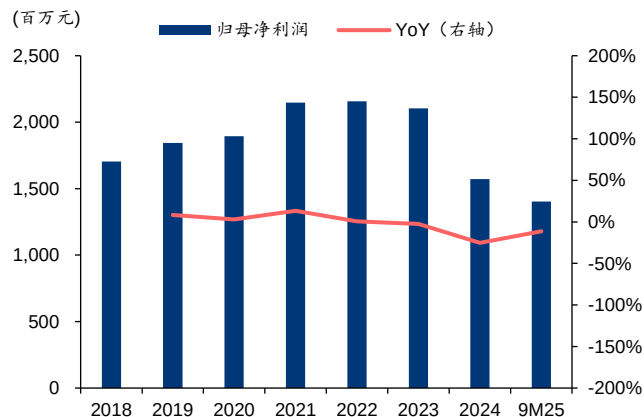
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：公司营业收入及同比增速



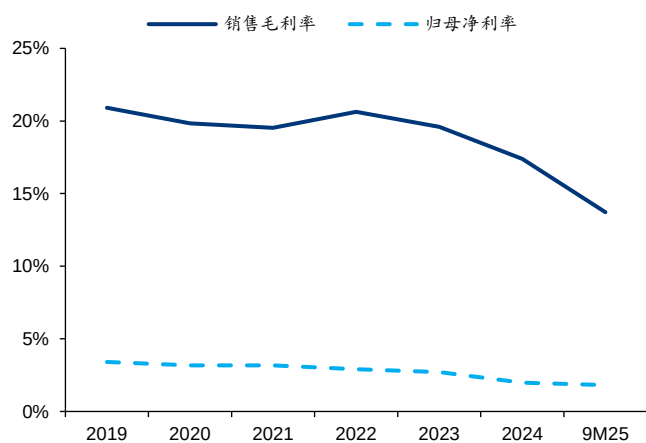
资料来源：公司财报，华泰研究

图表2：公司归母净利润及同比增速



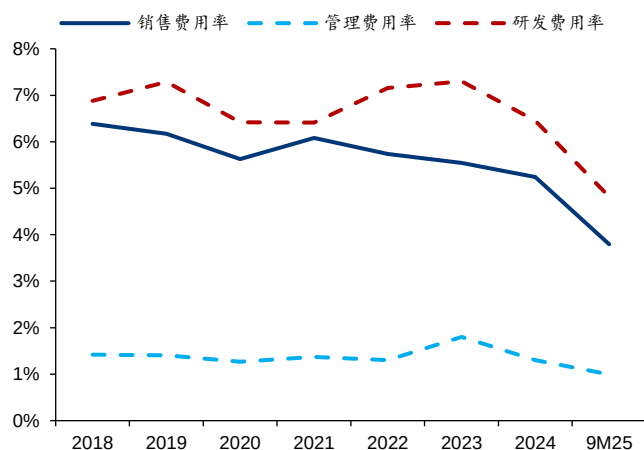
资料来源：公司财报，华泰研究

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

估值方法

估值分析上，为了更好的反映公司各部分业务的价值，我们采用分部估值法（SOTP 估值法），切换至 2026 年估值体系。板块拆分及对标公司如下所示：

1、网络设备板块主要包括：交换机产品、路由器产品以及 WLAN 产品。由于公司数据中心交换机前三季度放量加速（国内政企业务的一部分），但互联网客户议价能力较强，行业竞争加剧或影响毛利率，我们综合预期 2026 年板块贡献归母净利润为 17.25 亿元。可比公司（中兴通讯、锐捷网络、星网锐捷）2026 年 Wind 一致预期 PE 均值为 26x，我们认为公司是国内网络设备领域领导企业，在交换机、路由器以及 WLAN 等市场份额皆位居行业前两位，高于可比公司；此外公司基于领先的技术优势、全栈式产品布局，以及持续推进自研芯片量产，有望进一步开拓高端市场，以提升市场份额。考虑到 26 年开始国产超节点起量后，公司有望凭借“计算+网络”全面布局迅速占据先发优势，网络设备有望进一步外拓至 Scale-up 领域，因此我们给予公司该部分业务 2026 年 PE 36x，对应目标市值 620.99 亿元（前值：617.22 亿元，基于网络设备板块 25E 50x 估值）。

2、服务器及存储器板块主要包括：服务器、存储器等产品，由于互联网客户 AI 智算需求迅速起量，我们预计该板块未来保持高增长，但毛利率或有所下行，我们综合考虑后预计 2026 年板块贡献归母净利润为 6.44 亿元。可比公司（浪潮信息、华勤技术、中兴通讯）2026 年 Wind 一致预期 PE 均值为 23x，给予公司 2026 年该项业务 PE 23x，对应目标市值 148.20 亿元（前值：164.31 亿元，基于服务器及存储板块 25E 28x 估值）。

3、软件及系统集成业务：我们预计 2026 年板块贡献归母净利润预期至 0.57 亿元。可比公司（太极股份、新点软件、博思软件）2026 年 Wind 一致预期 PE 均值为 31x，考虑到公司该部分业务盈利水平较可比公司有一定差距，我们给予公司该部分业务 2026 年 PE 23x，对应目标市值 13.15 亿元（前值：16.33 亿元，基于软件及系统集成板块 25E 31x 估值）。

4、云计算、大数据及网络安全业务：由于公司云计算业务面向 G 端提供政务云等产品，25 年来看需求整体承压，我们综合考虑后预计 2026 年板块贡献归母净利润为 0.30 亿元。可比公司（启明星辰、深信服、迪普科技、天融信、绿盟科技、锐捷网络）2026 年 Wind 一致预期 PE 均值为 66x，我们认为公司云计算业务有望把握国内政务云市场发展机遇；但考虑到公司云计算 IaaS 业务仍在投入期，尚未实现盈利，给予公司该项业务 2026 年 PE 50x，对应目标市值为 14.93 亿元（前值：7.51 亿元，基于云计算、大数据及网络安全板块 25E 50x 估值）。

5、IT 分销板块：我们预计 2026 年板块贡献归母净利润为 2.62 亿元。可比公司（神州数码）2026 年 Wind 一致预期 PE 均值为 21x。参考可比公司估值水平，考虑到新华三算网业务发展也将相应给公司 IT 分销业务带来增量需求，我们给予公司 2026 年该项业务 PE 估值 21x，对应目标市值为 55.10 亿元（前值：58.14 亿元，基于 IT 分销板块 25E 25x 估值）。

综上，由于互联网资本开支或维持高景气，公司 AI 服务器及数据中心交换机等 ICT 设备业务收入有望持续高增，我们上调公司 25-27 年收入预期至 1017.27/1172.46/1318.83 亿元（同比增速分别为+28.7%/+15.3%/+12.5%），上调幅度分别为 5%/9%/13%。考虑到智算服务器行业下游集中度高，客户议价能力较强，行业毛利率或承压，我们下调公司综合毛利率预期，因此下调公司 25-27 年归母净利润预期至 20.40/27.19/32.81 亿元（前值：21.22/28.22/33.02 亿元，调整幅度-4%/-4%/-1%），基于 SOTP 估值法，给予公司目标市值 852.36 亿元，目标价为 29.80 元（前值：30.19 元），对应 26 年 PE 31.35x（前值：25E 40.70x），维持“增持”评级。

图表5：可比公司估值表（截至 2025 年 10 月 31 日）

				EPS（Wind 一致预期，元）			PE(x)		
网络设备	可比公司	当前市值(亿元)	最新股价(元)	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
000063 CH	中兴通讯	1977.34	43.46	1.76	1.74	1.91	24.68	24.99	22.80
301165 CH	锐捷网络	591.10	74.31	0.72	1.34	1.93	102.96	55.31	38.48
002396 CH	星网锐捷	156.91	26.79	0.69	1.23	1.64	38.78	21.73	16.36
						均值	55.47	34.01	25.88
服务器及存储器	可比公司	当前市值(亿元)	最新股价(元)	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
000977 CH	浪潮信息	960.27	65.23	1.56	1.89	2.47	41.90	34.44	26.37
603019 CH	华勤技术	1032.19	101.62	2.88	3.96	4.92	35.27	25.64	20.64
000063 CH	中兴通讯	1977.34	43.46	1.76	1.74	1.91	24.68	24.99	22.80
						均值	33.95	28.36	23.27
软件及系统集成	可比公司	当前市值(亿元)	最新股价(元)	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
002368 CH	太极股份	167.52	26.88	0.31	0.53	0.71	87.67	50.97	38.11
300075 CH	新点软件	89.96	27.26	0.62	0.61	0.85	44.04	44.40	32.06
300525 CH	博思软件	103.38	13.63	0.40	0.49	0.59	34.19	27.57	23.26
						均值	55.30	40.98	31.14
云计算、大数据、网安	可比公司	当前市值(亿元)	最新股价(元)	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
002439 CH	启明星辰	189.71	15.66	-0.19	0.07	0.16	-83.83	225.65	94.97
300454 CH	深信服	552.67	131.00	0.47	0.94	1.37	280.73	139.97	95.69
300768 CH	迪普科技	153.42	23.83	0.25	0.30	0.37	95.20	79.27	63.87
688561 CH	天融信	122.90	10.42	0.07	0.13	0.20	148.05	77.41	53.44
300369 CH	绿盟科技	67.20	8.29	-0.45	0.07	0.17	-18.42	116.11	49.14
301165 CH	锐捷网络	591.10	74.31	0.72	1.34	1.93	102.96	55.31	38.48
						均值	156.74	115.62	65.93
分销业务	可比公司	当前市值(亿元)	最新股价(元)	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
000034 CH	神州数码	311.30	43.03	1.04	1.64	2.00	41.36	26.23	21.47
						均值	41.36	26.23	21.47

注：可比公司盈利预测基于 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

图表6：分部估值表（截至 2025 年 10 月 31 日）

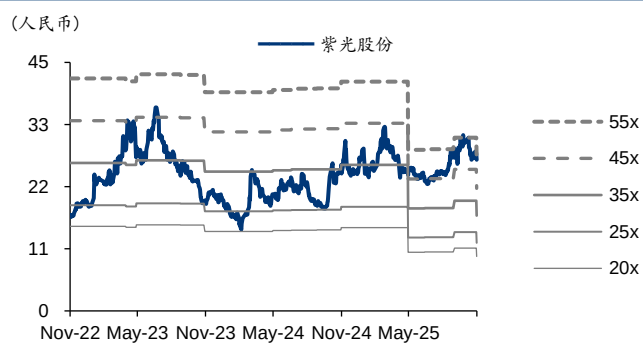
业务板块名称	26 年归母净利润贡献 (亿元)	可比公司 26 年 PE 均值 (x)	给予相关业务 26 年目标 PE(x)	相关业务对应市值 (亿元, 26E)
网络设备	17.25	25.88	36.00	620.99
服务器及存储	6.44	23.27	23.00	148.20
云计算、大数据、网安板块	0.30	65.93	50.00	14.93
软件及系统集成	0.57	31.14	23.00	13.15
IT 分销及其他	2.62	21.47	21.00	55.10
			目标市值 (亿元)	852.36

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

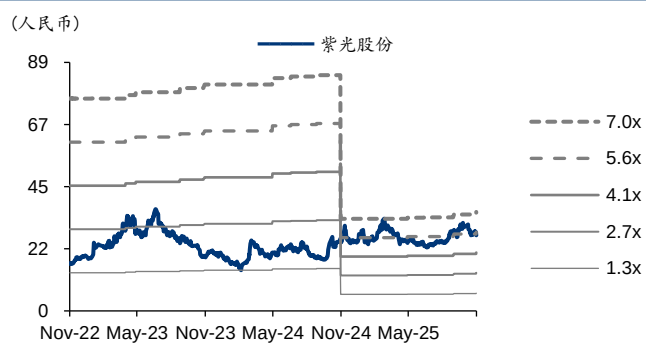
- 1) 新业务不及预期：**我们看好公司抓住 AI 以太网、全栈智算契机，当以上新业务发展受到产品导入进度、项目中标进度的影响，或份额不及预期时，将减损公司收入增量。
- 2) 政企投资不及预期：**由于国内政企业务是子公司新华三营收的重要来源，受到政策及宏观环境影响，若政企投资持续受挫，或影响该部分收入增速，进而影响公司短期业绩；
- 3) 行业竞争加剧：**由于互联网公司对交换机需求的改变，公司积极投入低毛利率的白盒交换机市场，且 AI 服务器由于上游 GPU 厂商与下游客户均有较强议价权，毛利率压力较大，若行业竞争加剧，公司产品或被动性折价，进而影响产品整体毛利率及公司业绩。

图表7: 紫光股份 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表8: 紫光股份 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	63,645	65,130	77,052	77,403	86,660
现金	14,711	7,534	8,138	8,207	9,232
应收账款	14,092	13,832	17,958	18,118	21,846
其他应收账款	729.09	659.04	1,128	931.65	1,385
预付账款	1,669	1,683	2,631	2,341	3,252
存货	27,935	36,847	42,232	42,651	45,436
其他流动资产	4,510	4,576	4,964	5,154	5,510
非流动资产	23,619	23,684	23,735	23,676	23,600
长期投资	109.36	176.96	174.54	181.15	196.30
固定投资	1,055	1,086	1,112	988.00	886.21
无形资产	4,119	4,022	3,975	3,874	3,791
其他非流动资产	18,337	18,398	18,472	18,633	18,726
资产总计	87,264	88,814	100,786	101,080	110,260
流动负债	39,331	59,015	70,909	70,407	78,064
短期借款	6,283	5,064	16,423	14,899	11,540
应付账款	12,063	16,121	21,092	21,967	26,519
其他流动负债	20,985	37,830	33,394	33,541	40,005
非流动负债	7,891	13,684	11,489	9,276	7,059
长期借款	5,086	11,009	8,814	6,601	4,383
其他非流动负债	2,805	2,676	2,676	2,676	2,676
负债合计	47,222	72,699	82,398	79,683	85,123
少数股东权益	6,096	2,782	3,230	3,827	4,547
股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
资本公积	17,835	15.68	15.68	15.68	15.68
留存公积	13,251	10,457	12,328	15,166	18,449
归属母公司股东权益	33,946	13,332	15,158	17,569	20,589
负债和股东权益	87,264	88,814	100,786	101,080	110,260

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	(1,857)	2,441	5,294	6,056	8,658
净利润	3,685	1,982	2,488	3,315	4,001
折旧摊销	1,044	913.38	1,014	1,186	1,188
财务费用	771.37	954.29	1,274	896.65	775.76
投资损失	(138.89)	(35.34)	(87.53)	(64.66)	(76.01)
营运资金变动	(7,444)	(1,852)	428.51	508.77	2,524
其他经营现金	225.81	477.71	177.52	213.72	244.39
投资活动现金	654.50	(358.31)	(951.23)	(1,042)	(1,016)
资本支出	(940.57)	(533.51)	(683.84)	(575.97)	(525.07)
长期投资	1,427	74.99	2.42	(6.61)	(15.15)
其他投资现金	168.02	100.21	(269.81)	(459.92)	(475.73)
筹资活动现金	5,345	(9,286)	(3,739)	(4,944)	(6,617)
短期借款	2,107	(1,218)	11,359	(1,525)	(3,359)
长期借款	4,886	5,923	(2,195)	(2,213)	(2,218)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.04	(17,819)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,649)	3,828	(12,903)	(1,207)	(1,041)
现金净增加额	4,137	(7,203)	603.69	69.10	1,025

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	77,308	79,024	101,727	117,246	131,883
营业成本	62,158	65,282	86,196	99,739	112,311
营业税金及附加	282.52	269.67	375.99	431.94	476.33
营业费用	4,287	4,144	4,374	4,807	5,275
管理费用	1,392	1,027	1,221	1,290	1,451
财务费用	771.37	954.29	1,274	896.65	775.76
资产减值损失	(594.69)	(866.35)	(813.81)	(820.72)	(1,055)
公允价值变动收益	(75.14)	101.43	24.69	19.55	17.63
投资净收益	138.89	35.34	87.53	64.66	76.01
营业利润	3,678	2,169	2,692	3,616	4,376
营业外收入	89.15	85.98	84.30	82.15	85.39
营业外支出	6.51	27.87	12.12	14.00	15.13
利润总额	3,760	2,227	2,765	3,684	4,446
所得税	75.69	244.68	276.46	368.39	444.60
净利润	3,685	1,982	2,488	3,315	4,001
少数股东损益	1,582	409.84	447.87	596.79	720.26
归属母公司净利润	2,103	1,572	2,040	2,719	3,281
EBITDA	4,768	3,698	4,543	5,532	6,146
EPS (人民币, 基本)	0.74	0.55	0.71	0.95	1.15

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	4.39	2.22	28.73	15.26	12.48
营业利润	(11.61)	(41.03)	24.14	34.29	21.02
归属母公司净利润	(2.54)	(25.23)	29.75	33.25	20.69
获利能力 (%)					
毛利率	19.60	17.39	15.27	14.93	14.84
净利率	4.77	2.51	2.45	2.83	3.03
ROE	9.20	12.30	13.53	15.50	15.92
ROIC	11.79	7.08	9.35	12.01	15.41
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.11	81.86	81.76	78.83	77.20
净负债比率 (%)	(4.44)	140.46	107.57	74.64	37.26
流动比率	1.62	1.10	1.09	1.10	1.11
速动比率	0.82	0.42	0.43	0.44	0.47
营运能力					
总资产周转率	0.96	0.90	1.07	1.16	1.25
应收账款周转率	5.70	5.66	6.40	6.50	6.60
应付账款周转率	5.61	4.63	4.63	4.63	4.63
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.55	0.71	0.95	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.65)	0.85	1.85	2.12	3.03
每股净资产(最新摊薄)	11.87	4.66	5.30	6.14	7.20
估值比率					
PE (倍)	36.83	49.26	37.96	28.49	23.60
PB (倍)	2.28	5.81	5.11	4.41	3.76
EV EBITDA (倍)	17.08	27.76	22.07	17.54	14.83

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