

投建光模块海外产能，协同日月光打造一体化 AI 封装平台

华泰研究

2025 年 12 月 29 日 | 中国内地

更新报告

消费电子

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

39.60

谢春生

研究员

SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938 + (86) 21 2987 2036

王心怡

研究员

SAC No. S0570523110001 xinyi.wang@htsc.com
SFC No. BTB527 + (86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (人民币 截至 12 月 26 日)	29.86
市值 (人民币百万)	66,868
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	632.45
52 周价格范围 (人民币)	12.56-30.60

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)	60,691	60,745	76,396	89,106
+/-%	(0.17)	0.09	25.77	16.64
归属母公司净利润 (百万)	1,652	1,689	2,532	3,313
+/-%	(15.16)	2.20	49.95	30.82
EPS (最新摊薄)	0.74	0.75	1.13	1.48
ROE (%)	9.10	8.74	11.96	13.88
PE (倍)	40.47	39.60	26.41	20.18
PB (倍)	3.73	3.50	3.19	2.83
EV EBITDA (倍)	18.72	21.48	15.89	12.14
股息率 (%)	0.77	1.04	0.90	0.90

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

环旭电子 12 月 17 日宣布在越南海防厂投建月产 10 万只 800G/1.6T 硅光光模块完整产线，并启动越南第二厂区土地收购规划。2025 年以来，环旭积极布局数据中心相关业务。我们判断，在自研与集团/产业协同加持下，环旭有望从消费电子 SiP 龙头升级为 AI 端侧+算力侧一体化硬件平台。看好环旭三大成长逻辑：1) 卡位 Meta 等海外头部客户，AI 眼镜助力消费电子再成长；2) 进军 AI 服务器和光通信，研发步伐和产业整合有望加速；3) 背靠母公司日月光，深度参与台系 AI 产业链重构，与日月光垂直整合、共研 CPO 和高压垂直供电等新一代技术。上调目标价至 39.6 元，维持买入评级。

承接 AI 眼镜头部客户大单，打造消费电子新成长曲线

AI 眼镜是环旭消费电子业务 2025-2027 年最具弹性的增长极。根据公司 3Q25 投资者交流，已取得智能眼镜头部品牌的 WiFi 模组独供，以及其眼镜主板 SiP 模组业务的主要份额。其中，WiFi/蓝牙模块已在 2025 年导入量产，更多的高集成模块将在 2026 年陆续量产。同时，环旭积极与母公司 ASE 协同，持续与全球头部客户展开多个研发设计的项目，未来有望在拓展海外新客户的同时，逐步围绕机电感测、RGB 显示、电源管理等模块实现 SiP 封装工艺，提升单机价值量。我们认为，公司眼镜类 SiP 业务有望在 2026 年实现明显增长，并成为未来消费电子板块利润主引擎。

加速进军 AI 数据中心，梯次布局 ASIC 板卡+光模块/CPO+电源

在算力侧，公司自 2025 年以来通过自研+集团战略协同+整合产业资源的方式，强化服务器组装能力、光电互联能力及背板垂直供电能力。1) 板卡端，环旭已切入头部 CSP 的 AI 加速卡业务，预计 25/26 年该业务营收将保持 200%以上同比增长。同步探索向 ASIC 主板以及 L10/L11 整机组装延伸的机会。2) 光通信端，公司推出 1.6T 光模块，在越南布局 10 万只/月硅光模块产能；并积累光源接入和 FAU 相关能力，未来将与母公司共同推进 CPO 光器件与系统组装。3) 电源端，公司与日月光联合研发面向台积电 SoW 工艺的 wafer 背板垂直供电技术，有望提供 VRM、PDU 系统组装服务。

深度嵌入日月光 AI 战略，打造封测+模组+系统组装一体化平台

背靠母公司日月光这一全球最大 OSAT 平台，环旭在 AI 时代的集团协同优势加速显现。环旭的母公司日月光和全世界的 AI 头部客户及芯片制造公司紧密合作，着力于 GPU/AI 芯片封装，环旭则在集团战略分工下聚焦服务器板卡与系统组装、光通信(光模块、CPO 光器件及交换机)、电源 PDU/PDB 等制造与系统集成环节，实现封测+模组+系统的垂直一体化。通过与日月光集团的技术、客户和产业资源协同，环旭有望凭借全球化产能与工艺积累，成为台系 AI 供应链中承接系统制造增量的关键平台。

盈利预测与估值

我们预测公司 25-27 年归母净利润为 16.9/25.3/33.1 亿元，对应 EPS 为 0.75/1.13/1.48 元。下调 25 年归母净利润预测幅度为 4%，主要由于通讯类产品物料采购成本下降而影响售价；上调 26/27 年归母净利润预测 15%/21%，主要是考虑到 AI 眼镜业务和 AI 加速卡业务均承接大客户订单，营收有望显著增长。考虑到公司 AI 眼镜和算力新业务成长潜力，且中长期与日月光具有战略协同优势，给予公司 26 年 35 倍 PE (可比公司一致预期均值 29 倍)，上调目标价为 39.6 元 (前值 16.0 元，对应 25 年 20x PE)。维持买入。

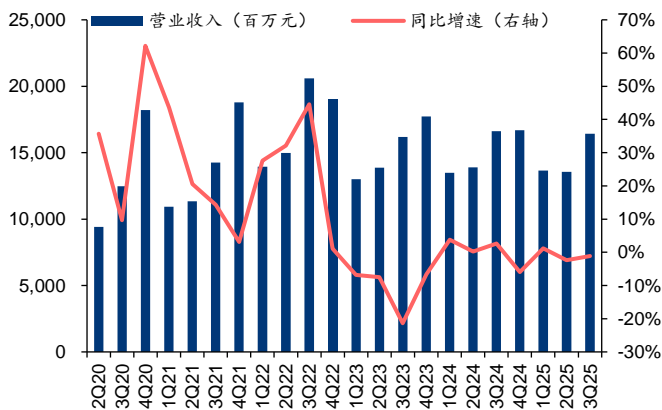
风险提示：中美贸易摩擦升级的风险、3C 需求不及预期的风险、新业务落地不及预期的风险。

图表1：环旭电子财务预测

	1Q24			2Q24			3Q24			4Q24			1Q25			2Q25			3Q25			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	华泰预测	华泰预测	华泰预测	调整幅度					
营业收入	13,492	13,894	16,621	16,684	13,649	13,565	16,427	60,792	60,691	60,745	76,396	89,106	-4%	5%	9%																
同比	4%	0%	3%	-6%	1%	-2%	-1%	-11%	0%	0%	26%	17%																			
毛利	1,288	1,406	1,622	1,444	1,286	1,381	1,553	5,853	5,761	5,652	7,628	9,270	-4%	9%	15%																
OPEX	932	1068	1126	875	958	1099	910	3,603	4,000	3,880	4,844	5,584																			
销售费用	102	137	135	35	102	105	107	368	409	422	492	530																			
管理费用	328	313	361	369	332	341	298	1,215	1,371	1,384	1,725	1,994																			
研发费用	429	449	534	496	452	491	496	1,807	1,908	1,909	2,386	2,765																			
财务费用	72	169	96	-24	72	162	9	212	313	165	241	295																			
营业利润	383	446	550	493	393	357	716	2,178	1,872	1,909	2,857	3,730	-4%	15%	21%																
同比	27%	-19%	-19%	-24%	3%	-20%	30%	-37%	-14%	2%	50%	31%																			
营业外收入(支出)	6	5	3	-33	-2	-15	5	12	-19	-19	-19	-19																			
税前收益	390	452	553	460	391	342	721	2,190	1,854	1,891	2,838	3,711																			
同比	28%	-19%	-19%	-29%	0%	-24%	30%	-37%	-15%	2%	50%	31%																			
所得税	59	8	29	113	67	50	99	240	210	211	318	415																			
少数股东权益	-4	-6	11	-9	-11	-11	-3	2	-8	-8	-13	-17																			
归母净利润	335	450	513	356	335	303	625	1,948	1,652	1,689	2,532	3,313	-4%	15%	21%																
同比	21%	-8%	-18%	-36%	0%	-33%	22%	-36%	-15%	2%	50%	31%																			
全面摊薄EPS(元)	0.15	0.20	0.23	0.16	0.15	0.14	0.28	0.88	0.75	0.75	1.13	1.48																			
比率分析																															
毛利率	9.5%	10.1%	9.8%	8.7%	9.4%	10.2%	9.5%	9.6%	9.5%	9.3%	10.0%	10.4%																			
营业费用率	6.9%	7.7%	6.8%	5.2%	7.0%	8.1%	5.5%	5.9%	6.6%	6.4%	6.3%	6.3%																			
销售费用率	0.8%	1.0%	0.8%	0.2%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%																			
管理费用率	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.4%	2.5%	1.8%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%																			
研发费用率	3.2%	3.2%	3.2%	3.0%	3.3%	3.6%	3.0%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%																			
财务费用率	0.5%	1.2%	0.6%	-0.1%	0.5%	1.2%	0.1%	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%																			
归母净利润率	2.5%	3.2%	3.1%	2.1%	2.5%	2.2%	3.8%	3.2%	2.7%	2.8%	3.3%	3.7%																			

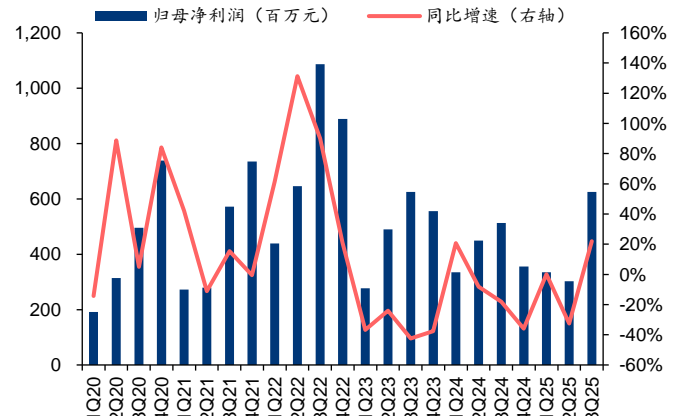
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表2：单季度营收及同比增速



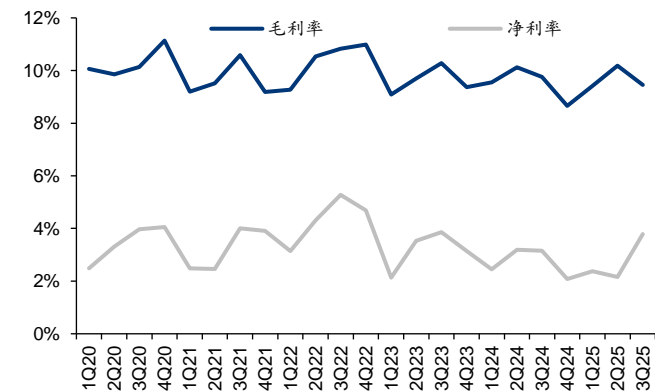
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：单季度归母净利润及同比增速



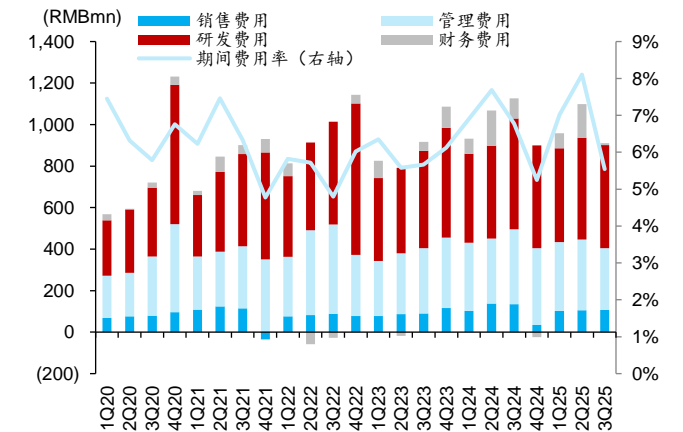
资料来源：Wind，华泰研究

图表4：单季度销售毛利率&净利率&期间费用率



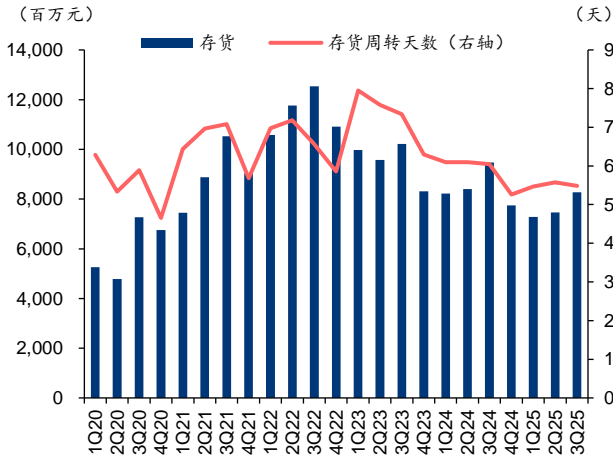
资料来源：Wind，华泰研究

图表5：单季度费用率



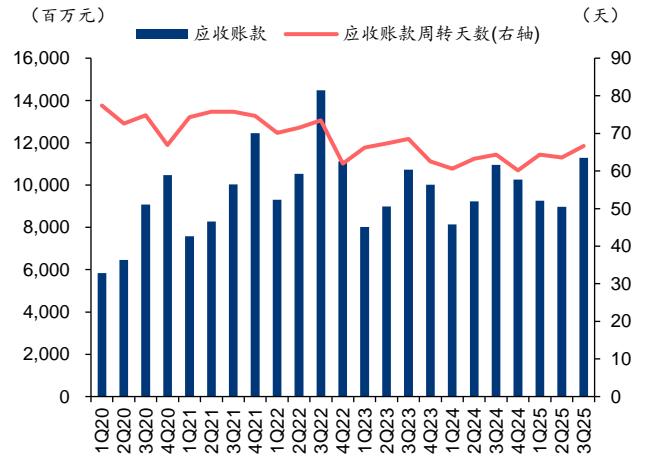
资料来源：Wind，华泰研究

图表6: 单季度存货及存货周转天数



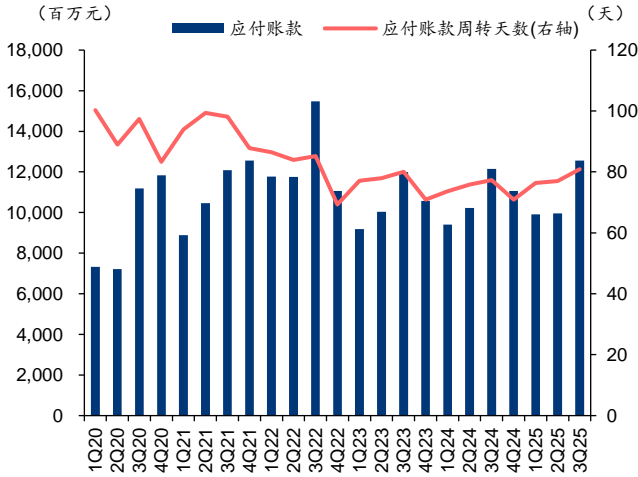
资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 单季度应收账款及应收账款周转天数



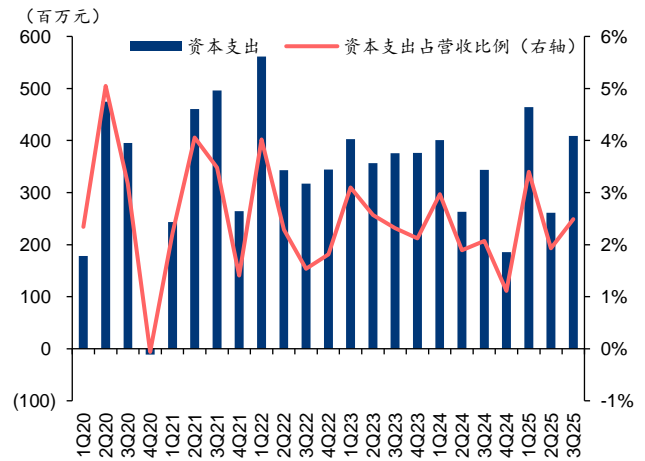
资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 单季度应付账款与应付账款周转天数



资料来源: Wind, 华泰研究

图表9: 单季度资本支出及占比



资料来源: Wind, 华泰研究

图表10: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (x)		PB (x)		EPS增速 (%)		ROE (%)		YTD股价跌幅 (%)
				2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
A股可比公司												
002241 CH	歌尔股份	28.24	1,001.29	29.74	23.40	2.76	2.52	20%	27%	9%	11%	9%
002475 CH	立讯精密	58.40	4,254.88	25.08	19.77	5.00	4.05	25%	27%	20%	21%	43%
600584 CH	长电科技	36.80	658.50	39.69	31.31	2.27	2.13	3%	27%	6%	7%	-10%
300308 CH	中际旭创	627.00	6,966.71	68.04	37.14	24.15	14.70	95%	83%	37%	42%	408%
300502 CH	新易盛	445.30	4,426.32	49.63	28.19	26.23	13.47	124%	76%	54%	51%	285%
002384 CH	东山精密	85.49	1,565.84	67.53	34.58	7.24	6.12	98%	95%	11%	18%	193%
平均	-	-	-	46.62	29.07	11.28	7.17	61%	56%	23%	25%	155%
中位数	-	-	-	44.66	29.75	6.12	5.09	60%	52%	15%	19%	118%

注: 数据时间截至 2025 年 12 月 27 日, 可比公司数据来自 iFind 一致预期

资料来源: iFind, 华泰研究

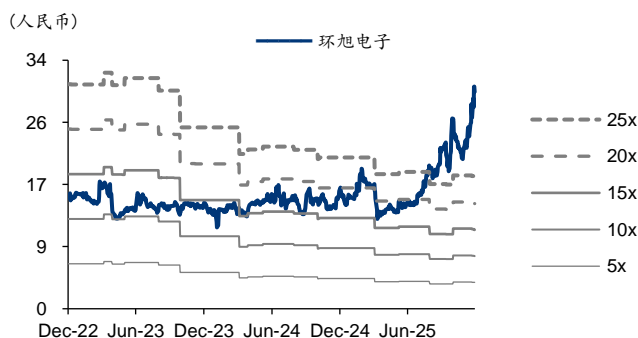
风险提示

中美贸易摩擦升级的风险。随着美国 BIS 宣布对华为限制升级，全球 3C 产业链供给与需求端均产生了较大不确定性。考虑到环旭与苹果等海外巨头的合作对公司发展及业绩增长密切相关，我们认为公司或面临中美贸易摩擦升级、终端需求萎缩或合作受阻导致业绩增长不及预期的风险。

3C 需求不及预期的风险。在海外通胀高企的情况下，宏观经济下行或导致消费二次探底，3C 需求持续疲弱。考虑到环旭目前业务分布中主要的营收及利润贡献仍然来自于通讯类和消费电子类产品，因此仍面临疫情升级背景下 3C 需求不及预期、业绩下滑的风险。

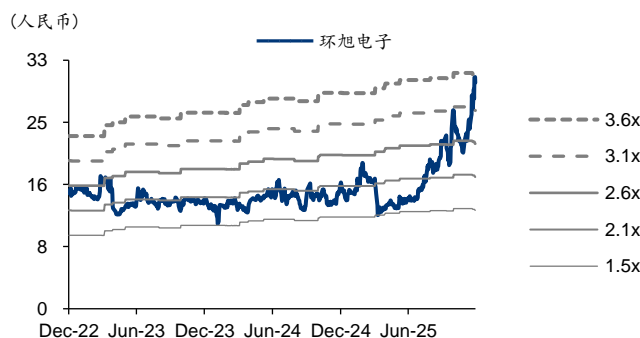
新业务落地不及预期的风险。公司近来积极布局 AI 数据中心业务，与原有业务的能力跨度较大，在客户认证和产能落地等环节需要一定时间，存在落地进展不及预期的风险。

图表11: 环旭电子 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表12: 环旭电子 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	30,968	31,597	33,313	39,206	38,872
现金	11,219	12,487	13,358	10,862	11,125
应收账款	10,024	10,256	10,448	15,332	14,887
其他应收账款	208.75	134.30	209.06	222.76	280.90
预付账款	55.65	53.56	55.75	81.73	78.62
存货	8,312	7,750	8,360	11,749	11,596
其他流动资产	1,149	915.69	882.63	959.37	904.04
非流动资产	8,338	8,401	8,295	10,380	12,173
长期投资	498.27	516.49	573.43	618.76	670.21
固定投资	4,698	5,120	4,837	5,776	6,882
无形资产	368.30	311.39	325.25	289.11	252.97
其他非流动资产	2,774	2,453	2,559	3,696	4,368
资产总计	39,306	39,998	41,608	49,587	51,045
流动负债	21,192	17,584	18,043	24,088	22,818
短期借款	4,378	3,677	4,500	4,500	4,500
应付账款	10,574	11,055	10,638	16,440	14,997
其他流动负债	6,240	2,852	2,905	3,148	3,321
非流动负债	1,024	4,355	4,330	4,438	4,475
长期借款	47.39	29.87	4.70	113.03	149.38
其他非流动负债	976.76	4,325	4,325	4,325	4,325
负债合计	22,217	21,939	22,373	28,526	27,293
少数股东权益	99.42	124.01	115.51	102.77	86.10
股本	2,210	2,191	2,239	2,239	2,239
资本公积	2,284	2,049	2,049	2,049	2,049
留存公积	12,147	13,209	14,198	16,116	18,811
归属母公司股东权益	16,990	17,935	19,119	20,958	23,666
负债和股东权益	39,306	39,998	41,608	49,587	51,045

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	6,823	4,210	1,596	1,378	4,223
净利润	1,950	1,644	1,680	2,520	3,296
折旧摊销	1,225	1,324	994.86	1,194	1,536
财务费用	212.03	312.65	164.70	240.61	294.62
投资损失	(142.70)	(213.46)	(218.32)	(206.71)	(212.83)
营运资金变动	3,099	1,252	(1,039)	(2,404)	(726.90)
其他经营现金	480.67	(109.57)	13.00	34.36	35.23
投资活动现金	(1,429)	(1,196)	(661.57)	(3,076)	(3,113)
资本支出	(1,550)	(1,262)	(729.69)	(3,131)	(3,179)
长期投资	209.53	27.38	(56.94)	(45.33)	(51.45)
其他投资现金	(88.50)	38.71	125.06	100.40	117.75
筹资活动现金	(1,836)	(1,763)	(62.92)	(799.11)	(846.67)
短期借款	(121.03)	(701.73)	823.30	0.00	0.00
长期借款	(12.04)	(17.51)	(25.17)	108.33	36.35
普通股增加	(0.01)	2.05	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	49.44	(234.95)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,753)	(810.83)	(861.05)	(907.44)	(883.02)
现金净增加额	3,506	1,278	871.04	(2,497)	263.23

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	60,792	60,691	60,745	76,396	89,106
营业成本	54,939	54,930	55,093	68,768	79,837
营业税金及附加	95.77	137.97	138.10	173.68	202.57
营业费用	367.99	409.35	421.86	492.36	529.72
管理费用	1,215	1,371	1,384	1,725	1,994
财务费用	212.03	312.65	164.70	240.61	294.62
资产减值损失	(166.84)	0.31	(0.31)	(0.39)	(0.46)
公允价值变动收益	(27.11)	(2.46)	0.76	(9.60)	(3.77)
投资净收益	142.70	213.46	218.32	206.71	212.83
营业利润	2,178	1,872	1,909	2,857	3,730
营业外收入	18.09	25.29	25.29	25.29	25.29
营业外支出	6.08	43.95	43.95	43.95	43.95
利润总额	2,190	1,854	1,891	2,838	3,711
所得税	239.98	209.65	210.53	318.48	414.81
净利润	1,950	1,644	1,680	2,520	3,296
少数股东损益	1.86	(8.31)	(8.50)	(12.74)	(16.67)
归属母公司净利润	1,948	1,652	1,689	2,532	3,313
EBITDA	3,450	3,321	2,880	4,059	5,292
EPS (人民币, 基本)	0.89	0.76	0.75	1.13	1.48

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(11.27)	(0.17)	0.09	25.77	16.64
营业利润	(37.08)	(14.01)	1.97	49.61	30.55
归属母公司净利润	(36.34)	(15.16)	2.20	49.95	30.82
获利能力 (%)					
毛利率	9.63	9.49	9.31	9.98	10.40
净利率	3.21	2.71	2.77	3.30	3.70
ROE	11.41	9.10	8.74	11.96	13.88
ROIC	14.89	14.29	12.64	14.39	16.58
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.52	54.85	53.77	57.53	53.47
净负债比率 (%)	(16.79)	(26.56)	(26.31)	(11.53)	(11.11)
流动比率	1.46	1.80	1.85	1.63	1.70
速动比率	1.03	1.31	1.34	1.10	1.16
营运能力					
总资产周转率	1.56	1.53	1.49	1.68	1.77
应收账款周转率	5.75	5.99	5.87	5.93	5.90
应付账款周转率	5.08	5.08	5.08	5.08	5.08
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	0.74	0.75	1.13	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	3.05	1.88	0.71	0.62	1.89
每股净资产(最新摊薄)	7.59	8.01	8.54	9.36	10.57
估值比率					
PE (倍)	34.33	40.47	39.60	26.41	20.18
PB (倍)	3.94	3.73	3.50	3.19	2.83
EV EBITDA (倍)	18.51	18.72	21.48	15.89	12.14

免责声明

分析师声明

本人, 谢春生、王心怡, 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。

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

- 分析师谢春生、王心怡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