

# 制程追赶初见成效，看好 18A 订单落地

华泰研究

2026 年 1 月 23 日 | 美国

年报点评

半导体

英特尔 25Q4 业绩超预期，但 26Q1 指引疲软且 18A 无客户更新，盘后股价下跌超 12%（股价自 12/17 累计上涨 51%，也存在获利了结）。其中 1Q 指引审慎（或受季节性需求下供应约束影响），股价先下跌 6%；业绩会未对 18A/14A 进展做更多更新，市场随之调整预期。我们认为，短期财报并非核心，关键在于 Foundry 转型推进节奏，更应关注代工订单进展及制程领先是否持续兑现。**业绩端：**Q4 营收 137 亿美元，同比-4.1%，超 VA 预期（下同）2.1%（全年营收 529 亿美元，同比持平）；Non-GAAP 毛利率和 EPS 为 37.9%和 0.15 美元，高于预期的 36.3%和 0.08 美元，其中毛利率高指引 1.4pp。**指引端：**Q1 营收 117-127 亿美元（预期 125 亿美元），Non-GAAP 毛利率/EPS 为 34.5%/0.00 美元（预期 36.1%和 0.04 美元），复苏进程仍面临成本挑战。我们看好 18A 良率和客户推进及 Panther Lake 需求，同时在陈立武领导下，公司运营效率与成本控制改善，重申“买入”。

## 18A 重返前沿制程竞争，美政府和产业伙伴或推动代工订单落地

25Q4 英特尔 Foundry 营收 45 亿美元，高于预期的 44 亿美元，同比+3.8%，或系 Panther Lake 产能爬坡带动。公司在 CES 2026 发布首款基于 18A 的客户端处理器 Panther Lake，标志英特尔重回前沿制程的竞争。我们自 24 年 2 月英特尔首次覆盖报告中指出，18A 率先引入 RibbonFET 与 PowerVia 背面供电，或实现对台积电的追赶。台积电 N2 尚未采用背面供电（SPR 预计于 16A 导入），但其晶体管密度仍领先（313 vs 238 MTr/mm<sup>2</sup>）。基于美国本土制造战略，我们认为，美国政府及包括英伟达在内的合作伙伴，或推动部分非核心产品由英特尔代工。此外 SemiAccurate 曾于 10 月报道公司或获得微软 Maia2 芯片的潜在订单。12 月福布斯报道 18A 良率已达约 60%，若持续改善，英特尔或将成为下游客户的关键备选。公司称 14A 有望 2H26 推出，但仍需等待客户导入，我们对其进展持谨慎乐观态度。

## Agentic AI 或打开服务器 CPU 新增长空间

25Q4 CCG 营收 82 亿美元，低于预期的 83 亿美元，同比-6.6%，但同期全球 PC 出货量同比+11%，显示需求端并未失速。DCAI 营收 47 亿美元，高于预期的 44 亿美元，同比+8.9%，反映数据中心需求保持韧性。公司表示 Panther Lake 需求强劲，下一代 Nova Lake 或于 2026 年底推出；Xeon 7 Diamond Rapids 将聚焦 16 通道内存配置以提升带宽。公司还重申定制化 x86 CPU 将通过 NVLink Fusion 与 GPU 集成，英伟达或成为重要客户。x86 市场方面，Tom's Hardware 报道 25Q3 英特尔/AMD 总份额 74/26%；其中客户端 66/34%，移动端 78/22%，服务器端 72/28%，但英特尔服务器 CPU ASP 持续承压，72%份额下收入仅占 61%。我们重申 2026 年或为 Agentic AI 元年，英伟达吸收 Groq、Meta 收购 Manus 已验证趋势。为适应节奏，英特尔计划 16 亿美元收购 SambaNova 布局可重构数据流架构以提升推理计算能力。此外，我们看好 Agent 应用将推升 CPU 在任务调度与分发中的需求，或打开 Server CPU 新增长空间。我们认为，当前服务器需求回暖但产能规划不足，导致服务器与消费级 CPU 同时供给偏紧，价格被动上调。

## 切换 PB 估值，上调目标价至 71.5 美元，26E 2.5x PB，重申买入

我们上调 26-27 年营收预测 2.6/4.2%至 575/610 亿美元，给予 28 年营收 637 亿美元。考虑到英特尔 Foundry 战略的持续推进，我们调整为 PB 估值。我们看到公司 18A 全面量产，叠加制程领先优势，且已获美国政府和产业巨头背书。根据彭博一致预期，台积电和格芯 26 年 PB 为 6.44x/1.99x，英特尔估值水平应介于两者之间。我们给予英特尔 26E 2.5x PB，上调目标价至 71.5 美元；原目标价 50 美元（26E 3.0x PS）。重申“买入”。

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):

71.50

何翩翩

SAC No. S0570523020002  
SFC No. ASI353

研究员

purdyho@htsc.com  
+(852) 3658 6000

易楚妍

SAC No. S0570124070123  
SFC No. BXH065

联系人

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

韩冬冰\*

SAC No. S0570125070150

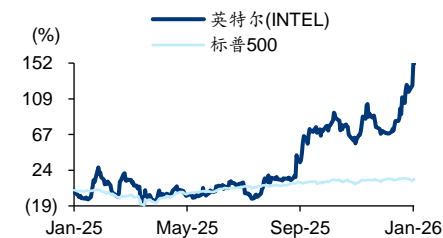
联系人

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

## 基本数据

收盘价(美元 截至 1 月 22 日)	54.32
市值(美元百万)	270,773
6 个月平均日成交额(美元百万)	3,780
52 周价格范围(美元)	17.67-54.60

## 股价走势图



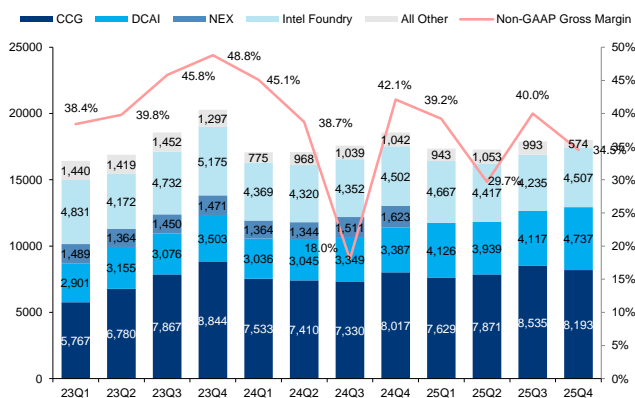
资料来源: S&P

## 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)	52,853	57,539	61,015	63,725
+/-%	(0.47)	8.87	6.04	4.44
归母净利润(百万)	(267.00)	1,675	3,990	4,322
+/-%	(98.58)	(727.36)	138.22	8.30
归母净利润(调整后,百万)	1,929	4,175	6,490	6,821
+/-%	(440.81)	116.44	55.45	5.09
EPS(调整后,最新摊薄)	0.43	0.92	1.43	1.51
PE(调整后,倍)	127.11	58.73	37.78	35.95
PB(倍)	1.94	1.88	1.81	1.73
ROE(调整后,%)	1.67	3.26	4.88	4.93
EV EBITDA(倍)	34.36	29.00	22.37	20.62
股息率(%)	0.00	0.17	0.41	0.44

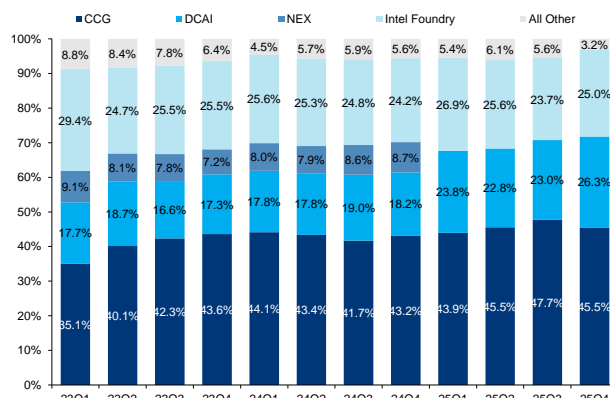
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 英特尔分业务营收 (单位:百万美元)



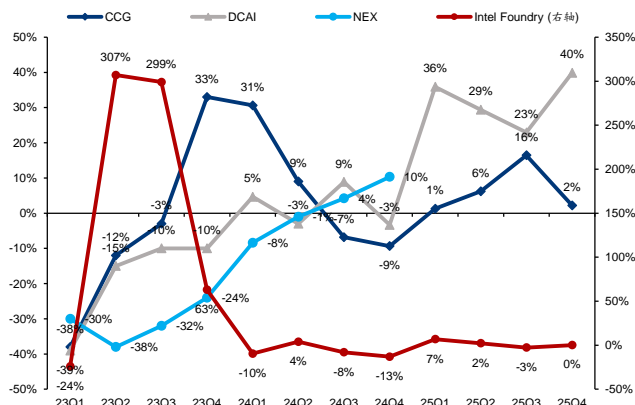
注: 英特尔于 25Q1 将 NEX 业务并入 CCG 和 DCAI 业务中  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 英特尔分业务营收占比



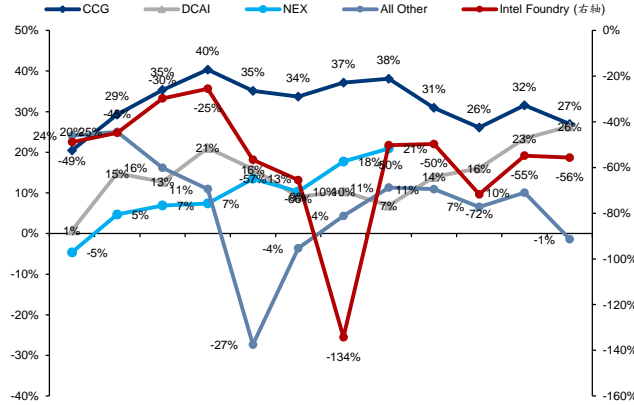
注: 英特尔于 25Q1 将 NEX 业务并入 CCG 和 DCAI 业务中  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 英特尔分业务营收同比增速



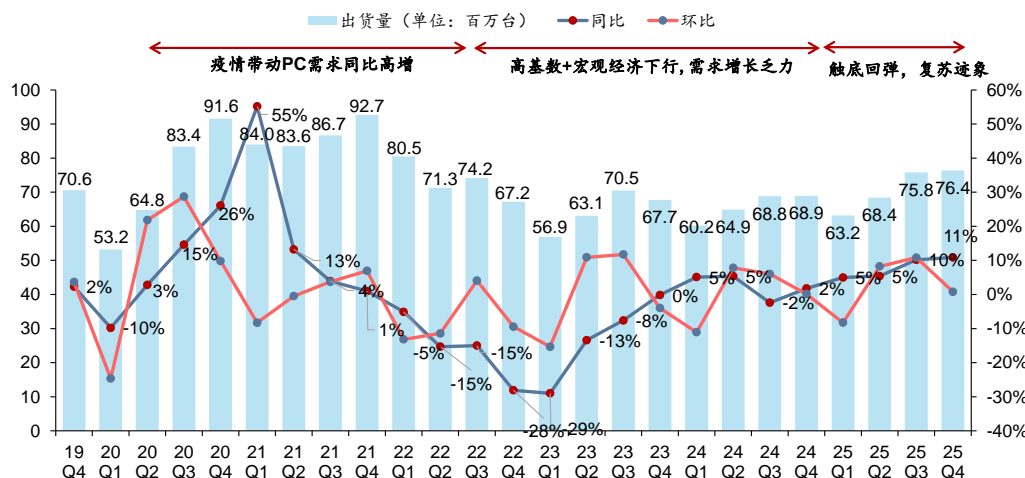
注: 英特尔于 25Q1 将 NEX 业务并入 CCG 和 DCAI 业务中  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 英特尔分业务 Operating Margin



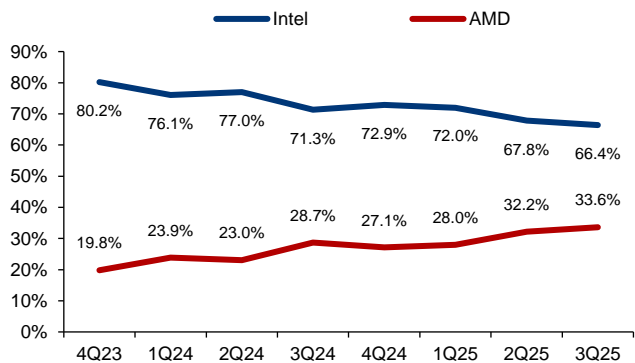
注: 英特尔于 25Q1 将 NEX 业务并入 CCG 和 DCAI 业务中  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 全球 PC 出货量、同比及环比变化 (单位: 百万台)



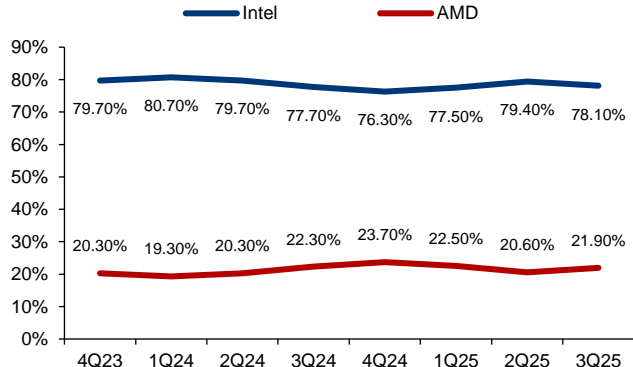
资料来源: IDC 官网, 华泰研究

图表6: 客户端 x86 CPU 市场份额



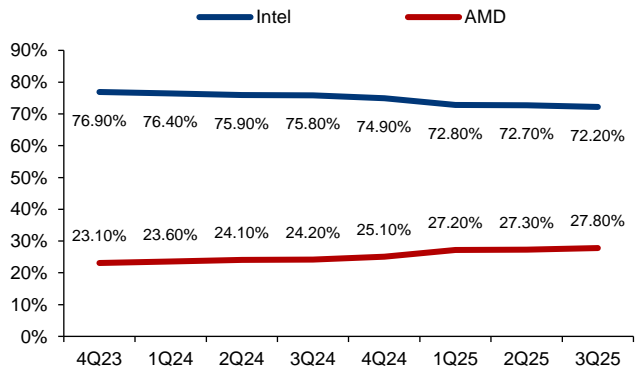
资料来源: Tom's Hardware, 华泰研究

图表7: 移动端 x86 CPU 市场份额



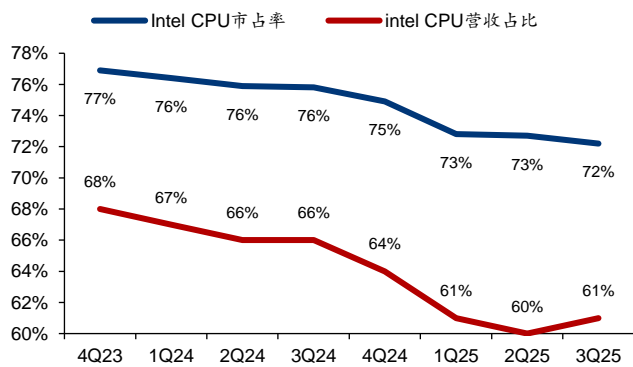
资料来源: Tom's Hardware, 华泰研究

图表8: 服务器端 x86 CPU 市场份额



资料来源: Tom's Hardware, 华泰研究

图表9: 服务器 CPU 营收份额跌幅大于市占率, ASP 下行压力显现



资料来源: Wccftech, 华泰研究

### 盈利预测与估值

我们之前曾于2024年2月发布英特尔首次覆盖报告《华丽转身:制程的追赶,份额的收复》。我们看到,英特尔18A节点是业内首次在单一制程平台上同时引入PowerVia(背部供电)与RibbonFET(GAA环绕式栅极晶体管)两项关键创新。我们认为公司已经完成对台积电的制程追赶。台积电N2目前已进入量产,采用GAA架构,不过其采用超级电轨(Super Power Rail, SPR)的背部供电版本将于16A节点导入。鉴于来自美国政府、英伟达及软银的资本加持,我们看好公司在美国本土制造战略中的核心地位,或有助于推动18A获得外部客户导入。结合其在先进制程上的技术优势,我们认为公司估值具备上行支撑。

我们上调26-27年营收预测2.6/4.2%至575/610亿美元,给予28年营收637亿美元。考虑到英特尔Foundry战略的持续推进,我们将估值方法调整为PB估值。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,台积电26年PB为6.44x,格芯26年PB为1.99x,台积电聚焦先进制程,受众广泛,格芯主要覆盖10nm以上节点,而英特尔代工业务将覆盖18A,估值水平应介于两者之间。我们给予英特尔26E 2.5x PB,上调目标价至71.5美元(对应26E 5.6x PS)。原目标价50美元,对应26E 3.0x PS。我们看好公司良率提升或获取更多外部客户订单,重申“买入”。

图表10: 可比公司估值对比 (数据截至 2026 年 1 月 23 日)

		PE			PS			PB		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
英特尔 (Intel)	INTC US	86.93	49.56	28.62	5.00	4.75	4.23	2.26	2.10	1.87
<b>Fabless</b>										
英伟达 (Nvidia)	NVDA US	39.42	23.90	18.57	20.87	13.48	10.57	29.37	15.60	9.51
AMD	AMD US	38.47	24.37	18.11	9.01	6.40	4.91	6.05	5.16	3.85
<b>Average</b>		<b>38.94</b>	<b>24.14</b>	<b>18.34</b>	<b>14.94</b>	<b>9.94</b>	<b>7.74</b>	<b>17.71</b>	<b>10.38</b>	<b>6.68</b>
<b>Foundries</b>										
台积电 (TSMC)	2330 TT	20.53	16.79	15.55	9.14	7.40	6.24	6.44	4.83	3.77
格芯 (Global Foundries)	GFS US	24.15	19.38	1.47	3.55	3.27	2.97	1.99	1.87	1.61
<b>Average</b>		<b>22.34</b>	<b>18.09</b>	<b>8.51</b>	<b>6.34</b>	<b>5.34</b>	<b>4.60</b>	<b>4.21</b>	<b>3.35</b>	<b>2.69</b>

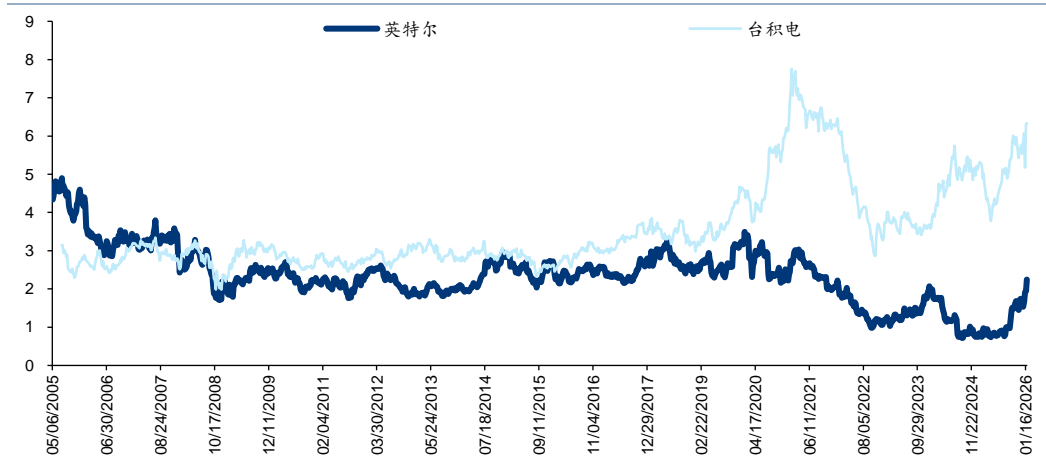
注: 估值数据为 Bloomberg 一致预期; 晶圆代工厂我们主要选取台积电和格芯作为可比公司, 主因三星业务种类较多, 中芯国际下游覆盖市场较少  
资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表11: 英特尔盈利预测变动

单位: 百万美元	FY2026E			FY2027E			FY2028E		
	前值	新值	变动	前值	新值	变动	前值	新值	变动
公司总营收	56,087	57,539	↑ 2.59%	58,559	61,015	↑ 4.20%	63,725		
YoY	6.17%	8.87%	↑ 2.70%	4.41%	6.04%	↑ 1.64%	4.44%		
客户端计算	34,022	32,550	↓ -4.33%	34,362	33,201	↓ -3.38%	34,197		
YoY	4.00%	1.00%	↓ -3.00%	1.00%	2.00%	↑ 1.00%	3.00%		
数据中心与人工智能	18,353	19,457	↑ 6.02%	19,087	21,403	↑ 12.13%	22,473		
YoY	11.00%	15.00%	↑ 4.00%	4.00%	10.00%	↑ 6.00%	5.00%		
英特尔代工服务	18,604	20,500	↑ 10.19%	21,395	23,165	↑ 8.27%	25,945		
YoY	5.00%	15.00%	↑ 10.00%	15.00%	13.00%	↓ -2.00%	12.00%		
其他	4,088	3,599	↓ -11.96%	4,593	3,671	↓ -20.08%	3,781		
YoY	5.00%	5.00%	→ 0.00%	8.00%	8.00%	→ 0.00%	9.00%		
毛利润	21,874	22,728	↑ 3.90%	25,180	26,542	↑ 5.41%	27,720		
毛利率	39.00%	39.50%	↑ 0.50%	43.00%	43.50%	↑ 0.50%	43.50%		
销售及管理费用率	9.30%	9.30%	→ 0.00%	9.30%	9.30%	→ 0.00%	9.30%		
研发费用率	26.50%	26.50%	→ 0.00%	26.50%	26.50%	→ 0.00%	26.50%		
Non GAAP 归母净利润	3,563	4,175	↑ 17.16%	5,688	6,490	↑ 14.10%	6,821		
Non GAAP 归母净利率	6.35%	7.26%	↑ 0.90%	9.71%	10.64%	↑ 0.92%	10.70%		

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

图表12: 英特尔 12M Forward PB 估值区间 (2005-2026)



资料来源: Bloomberg, 华泰研究

## 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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	53,101	52,853	57,539	61,015	63,725
销售成本	(35,756)	(34,478)	(34,811)	(34,474)	(36,005)
<b>毛利润</b>	<b>17,345</b>	<b>18,375</b>	<b>22,728</b>	<b>26,542</b>	<b>27,720</b>
销售及分销成本	(5,507)	(4,624)	(5,351)	(5,674)	(5,926)
管理费用	(16,546)	(13,774)	(15,248)	(16,169)	(16,887)
其他收入/支出	242.00	514.00	616.80	740.16	888.19
财务成本净额	226.00	3,257	(675.06)	(643.92)	(610.66)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>(11,210)</b>	<b>1,557</b>	<b>1,971</b>	<b>4,694</b>	<b>5,085</b>
税费开支	(8,023)	(1,531)	(295.60)	(704.16)	(762.80)
少数股东损益	477.00	(293.00)	0.00	0.00	(1.00)
<b>归母净利润</b>	<b>(18,756)</b>	<b>(267.00)</b>	<b>1,675</b>	<b>3,990</b>	<b>4,322</b>
Non-GAAP 调整项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
调整后净利润	(566.00)	1,929	4,175	6,490	6,821
折旧和摊销	(11,379)	(11,706)	(9,246)	(9,940)	(10,696)
EBITDA	(57.00)	10,006	11,891	15,278	16,392
EPS (美元, 基本)	(3.76)	(0.06)	0.37	0.88	0.96

### 资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	12,198	11,618	12,199	12,809	13,449
应收账款和票据	3,478	3,839	4,300	4,816	5,394
现金及现金等价物	8,249	14,265	10,419	11,736	13,930
其他流动资产	23,399	33,966	35,664	37,448	39,320
<b>总流动资产</b>	<b>47,324</b>	<b>63,688</b>	<b>62,582</b>	<b>66,808</b>	<b>72,092</b>
固定资产	107,919	105,414	104,110	102,050	99,235
无形资产	28,384	26,684	30,594	32,714	34,835
其他长期资产	12,858	15,643	15,643	15,643	15,643
<b>总长期资产</b>	<b>149,161</b>	<b>147,741</b>	<b>150,347</b>	<b>150,407</b>	<b>149,713</b>
<b>总资产</b>	<b>196,485</b>	<b>211,429</b>	<b>212,929</b>	<b>217,216</b>	<b>221,805</b>
应付账款	12,556	9,882	10,376	10,895	11,440
短期借款	3,729	2,499	2,749	3,024	3,326
其他负债	19,381	19,194	19,194	19,194	19,194
<b>总流动负债</b>	<b>35,666</b>	<b>31,575</b>	<b>32,319</b>	<b>33,113</b>	<b>33,960</b>
长期债务	46,282	44,086	41,086	39,086	37,087
其他长期债务	9,505	9,408	9,408	9,408	9,408
<b>总长期负债</b>	<b>55,787</b>	<b>53,494</b>	<b>50,494</b>	<b>48,494</b>	<b>46,495</b>
股本	50,949	65,185	65,185	65,185	65,185
储备/其他项目	48,321	49,096	52,852	58,345	64,085
股东权益	105,032	126,360	130,116	135,609	141,350
少数股东权益	5,762	12,079	12,079	12,079	12,080
<b>总权益</b>	<b>110,794</b>	<b>138,439</b>	<b>142,195</b>	<b>147,688</b>	<b>153,430</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	(14.44)	(918.35)	146.38	61.45	56.74
PB	2.58	1.94	1.88	1.81	1.73
调整后 PE (倍)	(478.40)	127.11	58.73	37.78	35.95
调整后 ROE	(0.53)	1.67	3.26	4.88	4.93
EV EBITDA	(6,091)	34.36	29.00	22.37	20.62
股息率 (%)	0.00	0.00	0.17	0.41	0.44
自由现金流收益率 (%)	(7.90)	(9.58)	(0.96)	0.77	1.10

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	(57.00)	10,006	11,891	15,278	16,392
融资成本	(226.00)	(3,257)	675.06	643.92	610.66
营运资本变动	6,216	(13,306)	(2,246)	(2,390)	(2,546)
税费	(8,023)	(1,531)	(295.60)	(704.16)	(762.80)
其他	10,378	17,785	1,825	1,856	1,888
<b>经营活动现金流</b>	<b>8,288</b>	<b>9,697</b>	<b>11,850</b>	<b>14,684</b>	<b>15,582</b>
CAPEX	(19,374)	(22,907)	(11,852)	(10,000)	(10,001)
其他投资活动	1,118	1,929	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(18,256)</b>	<b>(14,821)</b>	<b>(11,852)</b>	<b>(10,000)</b>	<b>(10,001)</b>
债务增加量	687.00	(3,750)	(2,750)	(1,725)	(1,697)
权益增加量	356.00	348.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(1,599)	0.00	(418.77)	(997.57)	(1,080)
其他融资活动现金流	11,694	14,989	(675.06)	(643.92)	(610.66)
<b>融资活动现金流</b>	<b>11,138</b>	<b>11,587</b>	<b>(3,844)</b>	<b>(3,367)</b>	<b>(3,388)</b>
现金变动	1,170	6,463	(3,846)	1,317	2,193
年初现金	7,079	8,249	14,265	10,419	11,736
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>8,249</b>	<b>14,265</b>	<b>10,419</b>	<b>11,736</b>	<b>13,930</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	(2.08)	(0.47)	8.87	6.04	4.44
毛利润	(20.11)	5.94	23.69	16.78	4.44
营业利润	(12,657)	(81.04)	(191.64)	126.63	4.56
净利润	(1,210)	(98.58)	(727.36)	138.22	8.30
调整后净利润	(112.80)	(440.81)	116.44	55.45	5.09
EPS (基本)	(1,210)	(98.43)	(727.36)	138.22	8.30
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	32.66	34.77	39.50	43.50	43.50
EBITDA	(0.11)	18.93	20.67	25.04	25.72
净利润率	(1.07)	3.65	7.26	10.64	10.70
调整后净利润率	(1.07)	3.65	7.26	10.64	10.70
ROE	(17.45)	(0.23)	1.31	3.00	3.12
调整后 ROE	(0.53)	1.67	3.26	4.88	4.93
ROA	(9.67)	(0.13)	0.79	1.86	1.97
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	39.76	25.58	25.68	22.40	18.74
流动比率	1.33	2.02	1.94	2.02	2.12
速动比率	0.98	1.65	1.56	1.63	1.73
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.27	0.26	0.27	0.28	0.29
应收账款周转天数	23.32	24.92	25.46	26.89	28.84
应付账款周转天数	106.39	117.14	104.75	111.06	111.66
存货周转天数	117.42	124.34	123.15	130.57	131.27
现金转换周期	34.35	32.11	43.86	46.40	48.45
<b>每股指标 (美元)</b>					
EPS (基本)	(3.76)	(0.06)	0.37	0.88	0.96
EPS (调整后, 基本)	(0.11)	0.43	0.92	1.44	1.51
每股净资产	21.07	27.99	28.83	30.04	31.31

## 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](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2026年华泰证券股份有限公司