

# 客户集中度和订单节奏成焦点

华泰研究

2026年2月06日 | 美国

年报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

300.00

何翩翩

SAC No. S0570523020002  
SFC No. ASI353

研究员

purdyho@htsc.com  
+(852) 3658 6000

易楚妍

SAC No. S0570124070123  
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

AMD 于美国时间 2/3 盘后公布 25Q4 业绩, Q4 业绩和 Q1 指引均超彭博一致预期(下同): 营收 102.7 亿美元, 同比+34%, 超预期的 96.5 亿美元; non-GAAP EPS 1.53 美元, 同比+40%, 超预期的 1.32 美元; non-GAAP 毛利率 57%(若剔除 MI308 影响约为 55%), 同比+3 ppts, 超预期的 54.5%。26Q1 指引: 营收 95-101 亿美元, 中值高于预期的 93.9 亿美元, non-GAAP 毛利率 55%, 超预期的 54.5%。尽管业绩和指引均超一致预期, AMD 盘后一度下跌超 8%。我们认为主要系: 1) Q1 指引或仍低于市场部分乐观预期; 2) 当前 MI400 订单仍以 OpenAI 为主, 客户集中度待进一步验证; 3) 市场担忧 26H2 起的项目交付影响毛利率。我们看好公司受益于新 Agentic AI 需求带来的 CPU 业务持续增长, 重申“买入”。

## 数据中心业务超预期, Agentic AI 推动 CPU 需求结构性提升

25Q4 数据中心营收 53.8 亿美元, 同比+39%, 超一致预期的 49.7 亿美元, 主要系 EPYC 第五代服务器 CPU 份额提升及 MI355X 部署加速, 经营利润率 32.5%, 超一致预期的 28.7%。我们认为亮点主要来自 CPU, AMD 表示 EPYC CPU 的需求正急剧增长, 第五代 EPYC 营收已占服务器收入一半以上, Agentic 及新型 AI 工作负载下, 高性能 CPU 可支撑集群中的调度与控制节点, 与 GPU 协同处理并行任务。我们认为 AI 或从人类提供指令的模式, 转向由 Agent 间交互驱动的持续模式。英特尔此前表示服务器需求回暖但产能规划不足, CPU 供给偏紧, AMD 或可凭此争得更多份额。截止 25Q3, 据 Mercury Research, AMD 在 x86 服务器 CPU 市占率连续 7 个季度爬升。

## MI400 如期推进, 关注 OpenAI 订单交付与新客户验证

GPU 方面, AMD 在 Q4 电话会强调: 1) 前 10 的 AI 企业里有 8 家已采用 MI 系列的产品, 将在未来 3-5 年内实现数据中心营收年均增长超 60%, 并将 AI 营收在 27 年扩展至数百亿美元。2) MI450 机架和芯片层面已完成大量测试, 与 HBM 和晶圆供应商建立多年期合作协议, 预计 26H2 如期推出。3) 当前 MI308 销售主要来自于 25 年初的订单, Q4 收入 3.9 亿美元及 Q1 预计 1 亿美元, 并已提交 MI325 出口许可申请。我们重申公司已锁定 26 年及之后的订单收入: OpenAI 合作首批 1GW 的 MI400s 预计 26H2 上线, 27 年(2GW) 和 28 年(3GW) 规模将稳步扩大; Oracle 云首个基于 Helios 的 AI 超算集群预计于 26Q3 启动, 首批 5 万片 MI400 约 0.2 GW; 我们测算每 GW 可带来 62.5 亿美元的收入, 即 26 年预计共 75 亿美元收入。AI 算力系统出现不同趋势, 我们建议关注 AMD 在推理的多样化产品进展, 谷歌 TPU 或为 AMD 有力的竞争对手。

## 客户端业务重点发力企业级, 游戏业务短期将承压

25Q4 客户端营收 31.0 亿美元, 同比+34%, 超一致预期的 28.9 亿美元。公司在 Q4 电话会表示, 即便 PC 市场在因内存成本而收缩的环境下, AMD 重点发力企业级市场, 预计仍能实现客户端业务的增长。据 Mercury Research, 25Q3 AMD 在 x86 桌面端 PC CPU 出货量市占率同比+5 ppts。25Q3 游戏业务营收 8.4 亿美元, 同比+50%, 不及一致预期的 8.6 亿美元, 假日季的旺盛需求带动渠道销量提升, 但半定制收入环比下跌, 公司预计 Q1 将出现季节性环比下滑。

## 上调目标价至 300 美元, 给予约 35x 26E PE, 重申“买入”

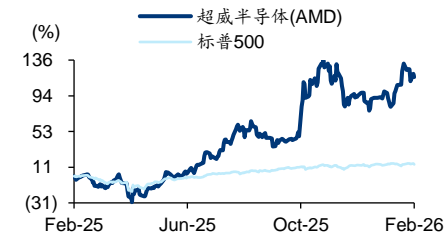
因 CPU 业务超我们预期, 上调 26/27E 营收至 572/737 亿美元, 上调 26/27E Non-GAAP 净利润至 140/173 亿美元, 引入 28E 营收/Non-GAAP 净利润 878/204 亿美元。我们认为公司 AI 芯片已获充分肯定, PE 应往英伟达过去五年平均 PE 靠拢, 上调目标价从 280 至 300 美元, 给予约 35x 26E PE。

风险提示: 技术落地缓慢、中美贸易摩擦、需求不及预期等。

## 基本数据

收盘价(美元 截至 2月3日)	242.11
市值(美元百万)	394,165
6个月平均日成交额(美元百万)	10,324
52周价格范围(美元)	76.48-267.08

## 股价走势图



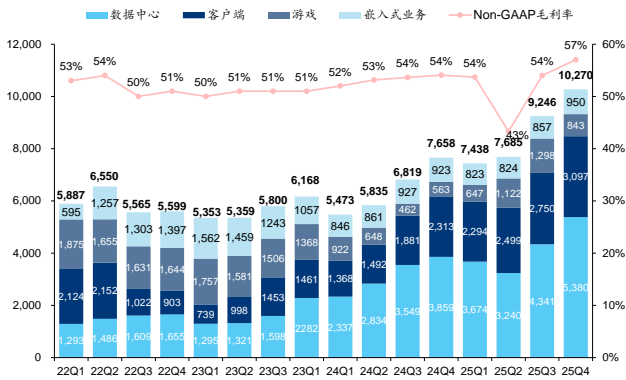
资料来源: S&P

## 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)	34,639	57,165	73,657	87,796
+/-%	34.34	65.03	28.85	19.20
归母净利润(百万)	4,335	10,362	13,667	16,798
+/-%	164.17	139.03	31.90	22.91
归母净利润(调整后,百万)	6,831	13,962	17,267	20,398
+/-%	26.03	104.39	23.67	18.13
EPS(调整后,最新摊薄)	4.19	8.56	10.59	12.51
PE(调整后,倍)	57.79	28.27	22.86	19.35
PB(倍)	6.27	5.33	4.47	3.73
ROE(调整后,%)	11.33	20.37	21.26	21.02
EV EBITDA(倍)	54.93	26.78	20.70	16.79
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

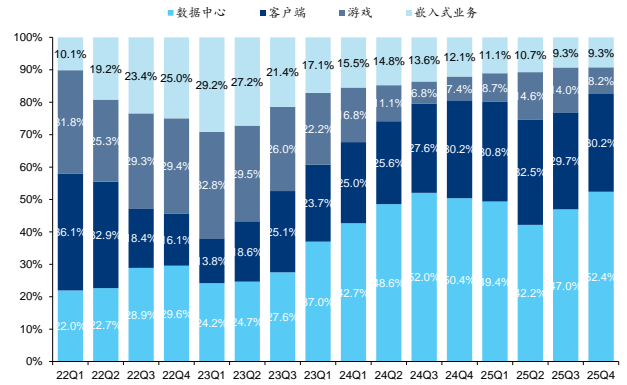
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: AMD 2023Q1-2025Q4 分业务营收 (单位: 百万美元)



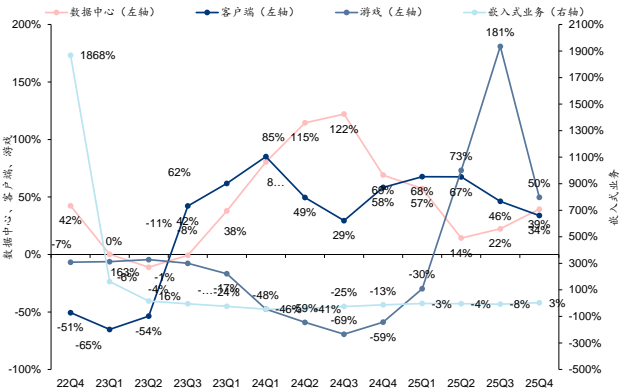
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: AMD 2023Q1-2025Q4 分业务营收占比



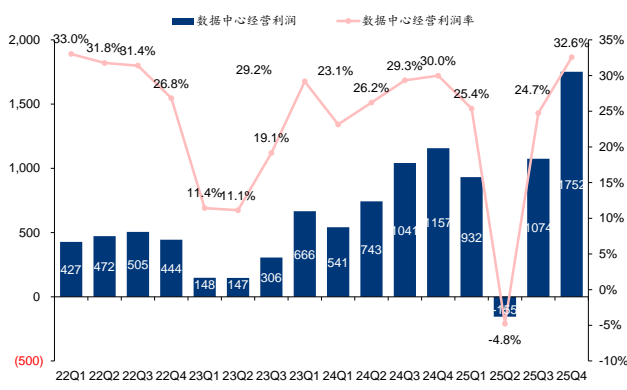
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: AMD 2023Q1-2025Q4 分业务营收同比增速



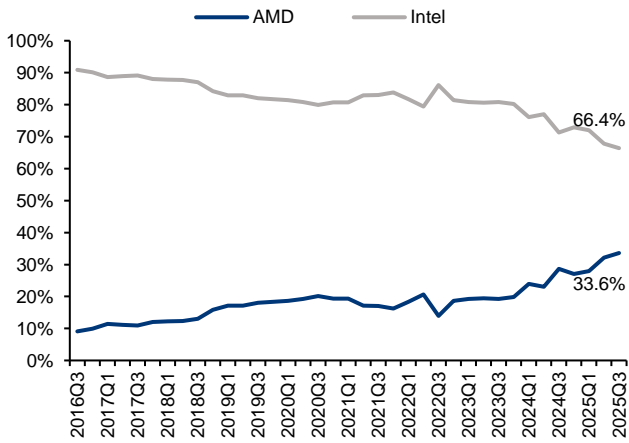
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: AMD 2023Q1-2025Q4 数据中心营业利润 (单位: 百万美元)



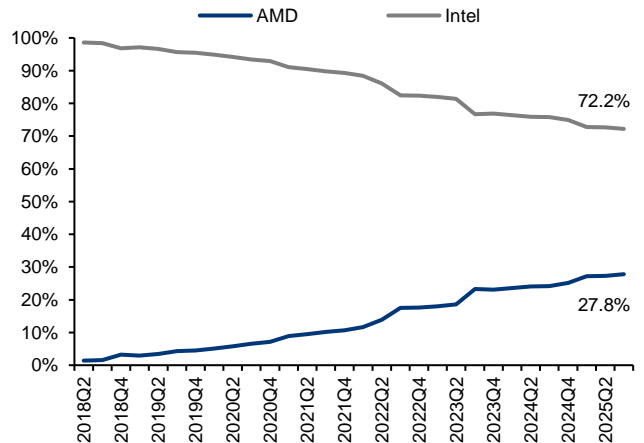
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 桌面端 PC x86 CPU 出货量市场份额



资料来源: Mercury Research, 华泰研究

图表6: 服务器 x86 CPU 出货量市场份额



资料来源: Mercury Research, 华泰研究

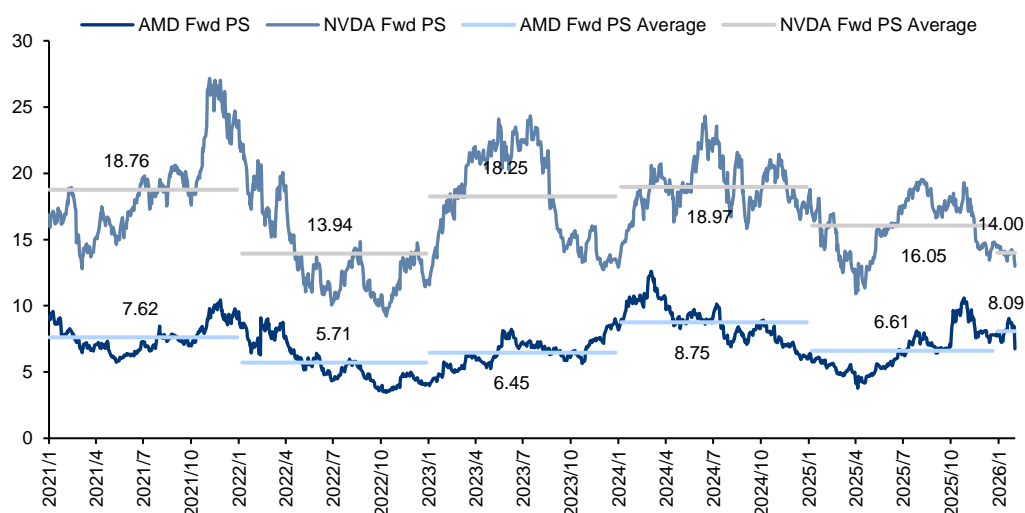
### 盈利预测与估值

从 24 年 3 月至 25 年 3 月 AMD 股价一直表现较疲软, 主要鉴于当时英伟达在 GTC 发布 Blackwell GPU 系列主打高算力和高性价比, 而后 AMD 最新 GPU MI325 仅对标 H200, 落后于英伟达一代。我们在 2025 年 3 月 26 日报告《GPU 龙二进入新拐点, 有望以 MI355 弯道超车》中看到 AMD 已进入拐点, 目前 MI350/MI400 已获得微软、Meta、OpenAI、xAI 以及甲骨文等订单。

按 2026 年台积电 CoWoS 年产能约 100-120 万片计,我们预计 AMD 可获得其约 10% 产能份额,我们维持 MI 系列芯片收入预测约 250 亿美元。考虑 OpenAI 合作将部署约 6GW 算力,首批 26H2 上线约 25 万片 MI400,仅初始阶段即可带来约 62.5 亿美元的收入,27 年(新增 2GW)和 28 年(新增 3GW)对应增量收入或达 125.0/187.5 亿美元,Oracle 云也将于 26Q3 启动首批 5 万片 MI400 GPU 部署。考虑到 Q4 业绩中 CPU 业务超我们预期,且我们认为未来 Agentic AI 将推动 CPU 需求结构性提升,因此上调 26/27E 数据中心业务 CPU 相关营收约 37.5/43.3 亿美元,对应上调 26/27E 营收 7%/6%至 572/737 亿美元,上调 26/27E Non-GAAP 净利润 8%/11%至 140/173 亿美元,引入 28E 营收/Non-GAAP 净利润 878/204 亿美元。

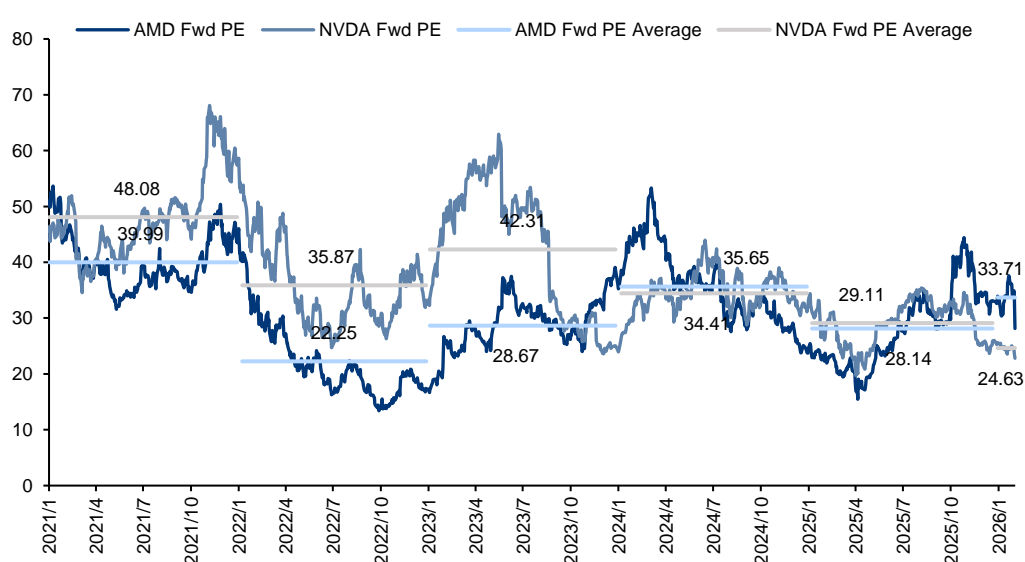
目前,主要竞争对手英伟达 26 年 Visible Alpha 一致预期 PE 为 22.6x,芯片可比公司 26 年一致预期 PE 均值为 37.6x。AMD 已追随英伟达脚步,发布逐年升级的 AI 芯片路线图,我们看好 MI450 系列或能以硬件配置和机柜架构直接对标英伟达 Rubin,因此我们认为 AMD 有望回到 MI300 时代的高估值(23H2 最高 9.0x Forward PS),且 AI 芯片已获得充分肯定,PE 应往英伟达估值靠拢(过去五年英伟达 Forward PE 介乎 30-50 倍)。我们上调目标价从 280 美元至 300 美元,给予约 35x 26E PE/8.6x 26E PS(前值 8.5x 26E PS,对应 35.3x PE)。重申“买入”。

图表7: AMD 和英伟达历史 Forward PS 水平



资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表8: AMD 和英伟达历史 Forward PE 水平



资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表9：AI 芯片行业产业链的相关公司估值（数据截至 2026 年 2 月 4 日）

公司名称	股票代码	PS			PE		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
芯片设计/晶圆代工/半导体设备							
NVIDIA	NVDA US	12.85	10.21	8.09	22.57	18.07	14.09
INTEL	INTC US	4.57	4.37	4.12	101.31	49.91	40.32
BROADCOM	AVGO US	14.28	10.61	8.60	32.01	22.14	17.41
QUALCOMM	QCOM US	3.52	3.44	3.20	12.35	12.01	11.39
TSMC	2330 TW	9.22	7.36	6.18	19.69	15.73	13.08
均值		8.89	7.20	6.04	37.58	23.57	19.26
中位数		9.22	7.36	6.18	22.57	18.07	14.09
大型云厂商							
MICROSOFT	MSFT US	8.71	7.49	6.42	22.78	19.93	17.00
ALPHABET	GOOGL US	8.77	7.66	6.82	29.63	25.66	22.51
AMAZON	AMZN US	3.20	2.90	2.65	29.07	23.82	19.56
ORACLE	ORCL US	5.62	4.05	2.82	19.09	15.77	11.21
均值		6.57	5.53	4.68	25.14	21.30	17.57
中位数		7.16	5.77	4.62	25.93	21.87	18.28

注：预测值参考 Visible Alpha 一致预期，年份均为日历年  
 资料来源：Visible Alpha、华泰研究

图表10：AMD 盈利预测变动表

百万美元 (Million USD)	2025A	2026E			2027E			2028E
	实际值	前值	新值	变动	前值	新值	变动	新值
主营业务收入	34,639	53,434	57,165	6.98%	69,343	73,657	6.22%	87,796
YoY	34.34%	52.84%	65.03%	12.19%	29.77%	28.85%	-0.92%	19.20%
数据中心	16,635.00	33,228.69	36,979.61	11.29%	48,181.60	52,511.04	8.99%	65,638.80
YoY	32.24%	97.87%	122.30%	24.43%	45.00%	42.00%	-3.00%	25.00%
客户端	10,640.00	11,836.96	12,023.20	1.57%	12,428.81	12,624.36	1.57%	13,255.58
YoY	50.84%	13.00%	13.00%	0.00%	5.00%	5.00%	0.00%	5.00%
游戏	3,910.00	4,448.61	4,242.35	-4.64%	4,537.58	4,327.20	-4.64%	4,413.74
YoY	50.67%	8.50%	8.50%	0.00%	2.00%	2.00%	0.00%	2.00%
嵌入式业务	3,454.00	3,920.17	3,920.17	0.00%	4,194.58	4,194.58	0.00%	4,488.20
YoY	-2.90%	9.12%	13.50%	4.38%	7.00%	7.00%	0.00%	7.00%
毛利润	17,152	28,587	30,583	6.98%	37,098	39,775	7.21%	47,410
毛利率	49.52%	53.50%	53.50%	0.00%	53.50%	54.00%	0.50%	54.00%
销售及管理费用率	11.96%	10.00%	10.00%	0.00%	11.00%	10.00%	-1.00%	10.00%
研发费用率	23.36%	22.00%	20.00%	-2.00%	22.00%	21.00%	-1.00%	21.00%
Non GAAP 营业利润	7,701	14,286	15,837	10.86%	19,124	20,738	8.44%	25,632
Non GAAP 营业利润率	22.23%	26.73%	27.70%	0.97%	27.58%	28.15%	0.58%	29.20%
Non GAAP 归母净利润	6,831	12,895	13,962	8.27%	15,498	17,267	11.41%	20,398
Non GAAP 归母净利率	19.72%	24.13%	24.42%	0.29%	22.35%	23.44%	1.09%	23.23%
Non GAAP EPS Diluted	4.19	7.92	8.56	8.12%	9.52	10.59	11.25%	12.51

资料来源：公司公告，华泰研究预测



### 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。

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	25,785	34,639	57,165	73,657	87,796
销售成本	(13,060)	(17,487)	(26,582)	(33,882)	(40,386)
<b>毛利润</b>	<b>12,725</b>	<b>17,152</b>	<b>30,583</b>	<b>39,775</b>	<b>47,410</b>
销售及分销成本	(2,783)	(4,144)	(5,717)	(7,366)	(8,780)
管理费用	(6,456)	(8,091)	(11,433)	(15,468)	(18,437)
其他收入/支出	181.00	577.00	25.00	25.00	25.00
财务成本净额	(92.00)	(131.00)	(3.85)	136.45	339.36
应占联营公司利润及亏损	17.60	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>2,007</b>	<b>4,140</b>	<b>11,435</b>	<b>15,083</b>	<b>18,538</b>
税费开支	381.00	(103.00)	1,073	1,415	1,740
少数股东损益	(746.60)	298.00	(2,146)	(2,831)	(3,479)
<b>归母净利润</b>	<b>1,641</b>	<b>4,335</b>	<b>10,362</b>	<b>13,667</b>	<b>16,798</b>
Non-GAAP 调整项	3,779	2,496	3,600	3,600	3,600
调整后净利润	5,420	6,831	13,962	17,267	20,398
折旧和摊销	(3,064)	(3,004)	(3,175)	(3,436)	(3,679)
EBITDA	5,163	7,275	14,614	18,383	21,878
EPS (美元, 基本)	1.00	2.66	6.36	8.38	10.30

### 资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	5,734	7,920	9,504	11,405	13,686
应收账款和票据	6,192	6,315	7,578	9,094	10,912
现金及现金等价物	3,787	5,539	13,912	24,076	36,911
其他流动资产	3,336	7,173	8,608	10,329	12,395
<b>总流动资产</b>	<b>19,049</b>	<b>26,947</b>	<b>39,601</b>	<b>54,903</b>	<b>73,904</b>
固定资产	1,802	2,312	2,699	2,925	2,608
无形资产	43,769	41,831	39,669	37,506	35,344
其他长期资产	4,606	5,836	6,420	7,062	7,768
<b>总长期资产</b>	<b>50,177</b>	<b>49,979</b>	<b>48,787</b>	<b>47,493</b>	<b>45,719</b>
<b>总资产</b>	<b>69,226</b>	<b>76,926</b>	<b>88,388</b>	<b>102,396</b>	<b>119,623</b>
应付账款	2,466	2,929	3,222	3,544	3,898
短期借款	0.00	0.00	752.00	720.00	750.00
其他负债	4,815	6,526	5,873	5,286	4,757
<b>总流动负债</b>	<b>7,281</b>	<b>9,455</b>	<b>9,847</b>	<b>9,550</b>	<b>9,406</b>
长期债务	1,721	2,348	2,348	2,348	2,348
其他长期债务	2,656	2,124	2,124	2,124	2,124
<b>总长期负债</b>	<b>4,377</b>	<b>4,472</b>	<b>4,472</b>	<b>4,472</b>	<b>4,472</b>
股本	17.00	17.00	17.00	17.00	17.00
储备/其他项目	57,551	62,982	74,052	88,357	105,728
股东权益	57,568	62,999	74,069	88,374	105,745
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>57,568</b>	<b>62,999</b>	<b>74,069</b>	<b>88,374</b>	<b>105,745</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	241.52	91.06	38.10	28.88	23.50
PB	6.88	6.27	5.33	4.47	3.73
调整后 PE (倍)	73.12	57.79	28.27	22.86	19.35
调整后 ROE	9.55	11.33	20.37	21.26	21.02
EV EBITDA	77.40	54.93	26.78	20.70	16.79
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	0.55	1.03	2.43	3.14	3.86

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	5,163	7,275	14,614	18,383	21,878
融资成本	92.00	131.00	3.85	(136.45)	(339.36)
营运资本变动	(2,151)	(1,846)	(2,554)	(3,094)	(3,745)
税费	381.00	(103.00)	1,073	1,415	1,740
其他	(443.60)	2,252	(4,237)	(5,003)	(5,734)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,041</b>	<b>7,709</b>	<b>8,900</b>	<b>11,564</b>	<b>13,798</b>
CAPEX	(636.00)	(974.00)	(1,400)	(1,500)	(1,200)
其他投资活动	(465.00)	(4,559)	(583.60)	(641.96)	(706.16)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,101)</b>	<b>(5,533)</b>	<b>(1,984)</b>	<b>(2,142)</b>	<b>(1,906)</b>
债务增加量	(750.00)	(950.00)	752.00	(32.00)	30.00
权益增加量	(1,311)	(1,922)	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(1.00)	2,441	704.35	773.83	913.00
<b>融资活动现金流</b>	<b>(2,062)</b>	<b>(431.00)</b>	<b>1,456</b>	<b>741.83</b>	<b>943.00</b>
现金变动	(122.00)	1,745	8,373	10,164	12,835
年初现金	3,933	3,787	5,539	13,912	24,076
汇率波动影响	(24.00)	7.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>3,787</b>	<b>5,539</b>	<b>13,912</b>	<b>24,076</b>	<b>36,911</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	13.69	34.34	65.03	28.85	19.20
毛利润	21.65	34.79	78.31	30.05	19.20
营业利润	373.82	94.42	208.98	30.73	21.79
净利润	92.15	164.17	139.03	31.90	22.91
调整后净利润	25.99	26.03	104.39	23.67	18.13
EPS (基本)	89.14	165.24	139.03	31.90	22.91
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	49.35	49.52	53.50	54.00	54.00
EBITDA	20.02	21.00	25.56	24.96	24.92
净利润率	21.02	19.72	24.42	23.44	23.23
调整后净利润率	21.02	19.72	24.42	23.44	23.23
ROE	2.89	7.19	15.12	16.83	17.31
调整后 ROE	9.55	11.33	20.37	21.26	21.02
ROA	2.39	5.93	12.54	14.33	15.13
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(3.59)	(5.07)	(14.60)	(23.77)	(31.98)
流动比率	2.62	2.85	4.02	5.75	7.86
速动比率	1.83	2.01	3.06	4.55	6.40
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.38	0.47	0.69	0.77	0.79
应收账款周转天数	80.75	64.99	43.75	40.74	41.02
应付账款周转天数	67.31	55.53	41.65	35.94	33.17
存货周转天数	139.00	140.55	117.99	111.08	111.83
现金转换周期	152.44	150.00	120.08	115.88	119.67
<b>每股指标 (美元)</b>					
EPS (基本)	1.00	2.66	6.36	8.38	10.30
EPS (调整后, 基本)	3.31	4.19	8.56	10.59	12.51
每股净资产	35.17	38.64	45.43	54.20	64.86

## 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