

订单加速，功率升级催化液冷与800VDC 渗透

华泰研究

2026年2月12日 | 美国

年报点评

其他电子

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

Vertiv 2/11 盘前公布 4Q25 财报，盈利、26Q1 和全年指引均大超预期，收盘股价上涨 24%，主系在手订单大幅加速。公司 4Q 营收 28.8 亿美元，同比+23%/环比+8%，对比彭博一致预期的 28.8 亿美元与指引的 28.5 亿美元；Non-GAAP EPS 为 1.36 美元，同比+37%/环比+10%，对比预期的 1.29 美元与指引的 1.26 美元。经调整营业利润率 23.2%，环比+1pct。公司指引中值均超一致预期：26Q1/全年营收 25-27/132.5-137.5 亿美元（预期 25/124 亿美元）及 Non-GAAP EPS 指引 0.95-1.01/5.97-6.07 美元（预期 0.93/5.29 美元）。管理层表示当前交付周期维持在 12-18 个月，因此 Q4 部分订单推至 2027 年，对 2026 年整体订单充足程度表示满意。我们认为英伟达 Rubin 和 AMD MI400 系列，谷歌、亚马逊等自研 ASIC 推动机架功率攀升，将增加液冷刚需。维持“买入”。

美洲持续领跑，一体化解决方案凸显优势

美洲业绩领跑，营收 18.9 亿美元，同比+50%，环比+10%，经调整营业利润率 30.1%，环比+1pct，公司将重点推进北美地区投资与产能布局。亚太地区营收 4.9 亿美元，同比-10%，环比-5%；EMEA 地区营收 5.0 亿美元，同比-8%，环比+13%，公司指引 26H2 实现同比增长。公司核心订单动能持续，有机订单 TTM 同比+81%，在手订单环比+57%至 150 亿美元，账单比从 1.4x 提升至 2.9x。此外公司近期发布多项成果，包括 OneCore 12.5MW 端到端数据中心解决方案、SmartRun 预制白空间(White space)解决方案、MegaMod HDX 电力与液冷解决方案、及预测性 AI 分析服务。

AI 机柜功率升级带动液冷持续放量

英伟达自 Blackwell 转向 Rubin 后，机架内液冷系统将从混合液冷转变为完全液冷，对比 GB200 NVL72 的约 120 kw，Rubin Ultra 的 Kyber 机柜总功耗或将提升至 600 kw。单机柜功耗激增下，使用传统多 CDU 配置将占用大量 White space，降低计算密度且泄漏风险和维修难度显著提升，CDU 容量逐步提升至 1000 kw 以上，或为液冷竞争高地。Vertiv 已于发布 2300kW CoolChip CDU，显著提升单柜支持能力。此外我们认为 2026 年 ASIC 阵营的液冷渗透率也将提升。虽然谷歌在 2018 年 TPU v3 即部署自研液冷，随着 TPU 商业化与外部部署增加，也或增加对成熟系统集成商的需求。Vertiv 在 25 年 12 月收购完成 PurgeRite 后补齐液冷调试、冲洗、过滤与运维能力，强化一体化交付优势，我们认为在 ASIC 液冷扩张中或具备切入机会。

与英伟达协同推进 800VDC 生态

Vertiv 与英伟达保持深度合作，于 25 年 10 月正式发布 800VDC 方案。英伟达将自 27 年开始引领行业转向 800VDC 供电方案，前期采用侧柜式 (Sidecar) 整流方案，后期升级为升级为固态变压器 SST 架构。Vertiv 正研发集中式整流器、高效率直流母线及机架级 DC-DC 转换器等核心模组，计划于 26H2 推出完整产品组合，以支持 27 年 Rubin Ultra 部署。

维持“买入”，上调目标价至 300 美元，对应 26E 48.1x PE

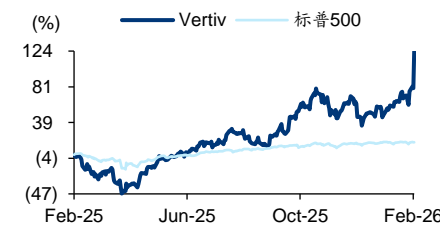
我们认为，供电与散热为 AI 工厂的核心壁垒，Vertiv 作为少数具备全球交付能力的系统级供应商，将同时受益于液冷渗透率提升与 800VDC 架构升级。我们上调 26/27E 营收预测至 138.2/164.3 亿美元，上调 26/27E 经调整净利至 23.8/29.1 亿美元，引入 28E 营收/经调整净利润 188.3/33.8 亿美元。我们认为公司产品路线图与英伟达产品推出节奏保持同步，从而提前锁定未来液冷需求，值得估值溢价。参照可比公司 26 年 PE 均值 32.7x，我们给予 26 年 48.1x PE，上调目标价至 300 美元(前值 200 美元，对应 26 年 37xPE)。

风险提示：新品落地缓慢、AI 推进不及预期、订单交付不及预期等。

基本数据

收盘价(美元 截至 2 月 11 日)	248.51
市值(美元百万)	95,068
6 个月平均日成交额(美元百万)	1,137
52 周价格范围(美元)	53.55-249.95

股价走势图



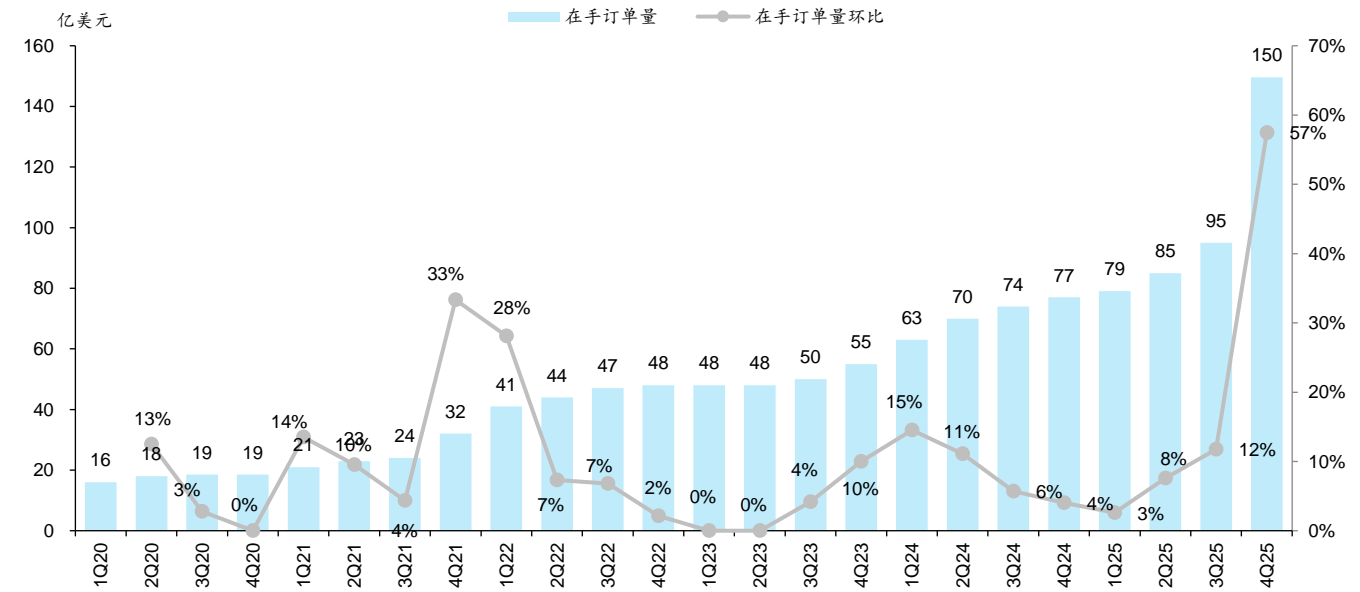
资料来源: S&P

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)	10,230	13,817	16,425	18,832
+/-%	27.69	35.06	18.87	14.66
归母净利润(百万)	1,333	2,384	2,907	3,382
+/-%	168.82	78.91	21.94	16.33
归母净利润(调整后,百万)	1,640	2,384	2,907	3,382
+/-%	93.59	45.38	21.94	16.33
EPS(调整后,最新摊薄)	4.20	6.10	7.44	8.66
PE(调整后,倍)	57.83	39.78	32.63	28.05
PB(倍)	24.07	17.90	11.77	8.41
ROE(调整后,%)	51.45	51.60	43.52	34.98
EV EBITDA(倍)	46.74	27.63	22.64	19.01
股息率(%)	0.07	0.13	0.15	0.18

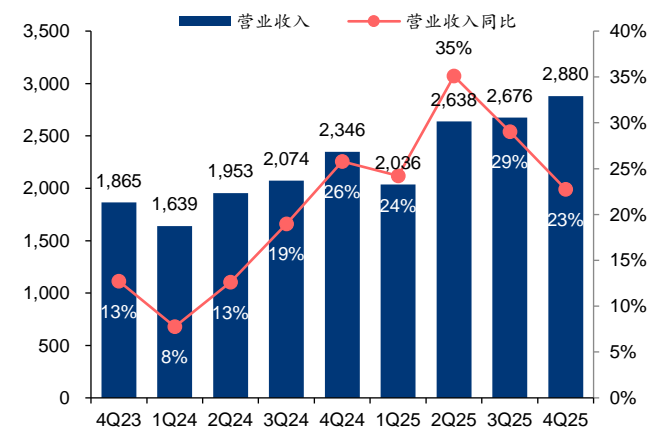
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图1: Vertiv 在手订单量和在手订单量环比增速



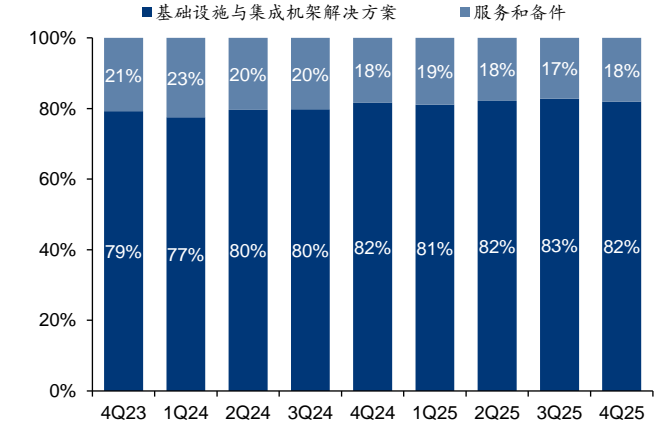
资料来源: 公司公告、华泰研究

图2: 营业收入及同比增速 (百万美元)



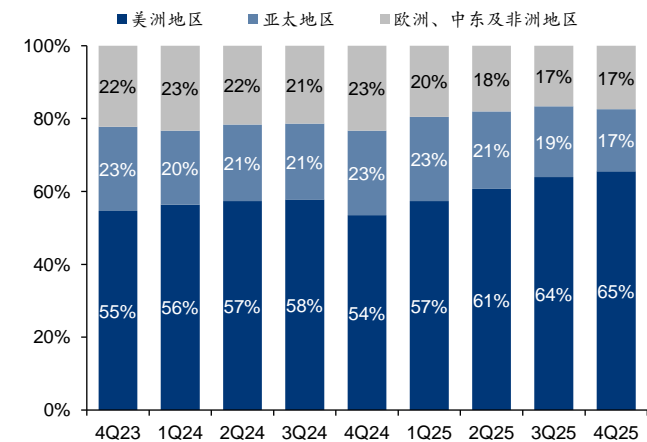
资料来源: 公司公告、华泰研究

图3: 营业收入按产品类别拆分 (%)



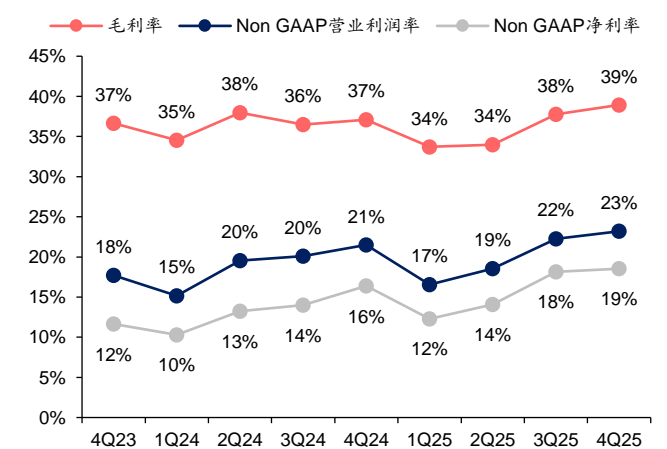
资料来源: 公司公告、华泰研究

图4: 营业收入按地区拆分 (%)



资料来源: 公司公告、华泰研究

图5: 毛利率、调整后营业利润率及净利率



资料来源: 公司公告、华泰研究

盈利预测与公司估值

自 Blackwell 起，液冷在 AI 数据心里成为必不可少的基础设施。GPU 与 ASIC 均将迈入高功耗时代，推动机架功率攀升。英伟达的 Rubin 及 AMD 的 MI400 系列 GPU 加速渗透，以及谷歌、亚马逊等自研 ASIC 均推动机架功率攀升。此外，Vertiv 携手英伟达推出 800VDC 方案，面向兆瓦级机架供电需求，计划 26H2 推出完整产品组合，以支持 27 年 Rubin Ultra 部署。我们认为，Vertiv 在 AI 驱动下，已从传统能源服务提供商加速转型为集液冷与电源管理于一体的数据中心热管理核心方案提供商，且其产品路线图与英伟达产品推出节奏保持同步，具备估值溢价基础。

我们上调 26/27E 营收预测 6%/8% 从 130.9/152.7 亿美元至 138.2/164.3 亿美元，上调 26/27E 净利润预测 16%/16% 从 20.6/25.1 亿美元至 23.8/29.1 亿美元，引入 28E 营收/净利润 188.3/33.8 亿美元。参照可比公司 26 年 PE 均值为 32.7x，考虑到 Vertiv 26 年订单可见度大幅提升，或为液冷放量的核心受益标的，我们认为 26 年 48.1x PE 较为合理，上调目标价至 300 美元（前值 200 美元，对应 26 年 37x PE）。我们维持“买入”评级。

图表6: Vertiv 盈利预测

百万美元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4998	5692	6863	8012	10230	13817	16425	18832
YoY(%)	14.4%	13.9%	20.6%	16.7%	27.7%	35.1%	18.9%	14.7%
营业成本	3475	4075	4463	5078	6515	8387	9937	11394
YoY(%)								
毛利	1523	1616	2401	2934	3715	5430	6488	7439
YoY(%)	3.3%	6.1%	48.5%	22.2%	26.6%	46.2%	19.5%	14.7%
销售与管理费用	1109	1178	1312	1374	1618	1934	2299	2637
营业利润	260	223	872	1367	1830	3202	3881	4498
YoY(%)	21.7%	-14.0%	290.4%	56.8%	33.8%	75.0%	21.2%	15.9%
税前利润	166	167	534	765	1742	3117	3801	4421
YoY(%)	N.M.	0.5%	219.6%	43.4%	127.6%	78.9%	21.9%	16.3%
调整后净利润	278	202	684	847	1640	2384	2907	3382
YoY(%)	-1.8%	-27.6%	239.7%	23.8%	93.6%	45.4%	21.9%	16.3%
调整后 EPS diluted	0.77	0.53	1.77	2.19	4.20	6.10	7.44	8.66
毛利率	30.5%	28.4%	35.0%	37.5%	38.5%	39.3%	39.5%	39.5%
营业利润率	5.2%	3.9%	12.7%	17.1%	17.9%	23.2%	23.6%	23.9%
调整后净利率	5.6%	3.5%	10.0%	10.6%	16.0%	17.3%	17.7%	18.0%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表7: Vertiv 盈利预测变动

百万美元	2025A	2026E			2027E			2028E
	实际值	前值	新值	变动	前值	新值	变动	新值
营业收入	10230	13088	13817	5.6%	15271	16425	7.6%	18832
YoY(%)	27.7%	27.5%	35.1%	7.6%	16.7%	18.9%	2.2%	14.7%
营业成本	6515	8036	8387	4.4%	9315	9937	6.7%	11394
毛利	3715	5052	5430	7.5%	5956	6488	8.9%	7439
YoY(%)	26.6%	27.8%	46.2%	18.4%	17.9%	19.5%	1.6%	14.7%
销售与管理费用	1618	1809	1934	7.0%	2092	2299	9.9%	2637
营业利润	1830	2913	3202	9.9%	3500	3881	10.9%	4498
YoY(%)	33.8%	28.3%	75.0%	46.7%	20.2%	21.2%	1.1%	15.9%
税前利润	1742	2752	3117	13.3%	3346	3801	13.6%	4421
YoY(%)	127.6%	28.8%	78.9%	50.1%	21.6%	21.9%	0.3%	16.3%
调整后净利润	1640	2064	2384	15.5%	2510	2907	15.8%	3382
YoY(%)	93.6%	28.8%	45.4%	16.6%	21.6%	21.9%	0.3%	16.3%
调整后 EPS diluted	4.20	5.40	6.10	13.0%	6.57	7.44	13.4%	8.66
毛利率	38.5%	38.6%	39.3%	0.7%	39.0%	39.5%	0.5%	39.5%
营业利润率	17.9%	22.3%	23.2%	0.9%	22.9%	23.6%	0.7%	23.9%
调整后净利率	16.0%	15.8%	17.3%	1.5%	16.4%	17.7%	1.3%	18.0%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表8: Vertiv 估值表

估值	2026E
营业收入 (百万美元)	13,817
调整后净利润 (百万美元)	2,384
估值倍数 (P/E)	48.1
目标市值 (百万美元)	114,763
总股本 (百万股)	383
目标价 (美元)	300.0

资料来源: 华泰研究预测

图表9: Vertiv 可比公司 (数据截止美股 2026 年 2 月 11 日收盘)

股票代码	公司	P/E			P/S		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
主要数据中心基础设施供应商							
ETN US	伊顿	29.8	26.0	22.9	4.9	4.5	4.1
SU FP	施耐德电气	27.1	23.6	20.7	3.6	3.3	3.1
2308 TT	台达电子	35.5	25.3	37.9	4.6	3.6	4.1
6594 JP	日本电产	20.7	14.4	12.3	1.1	1.0	1.0
APH US	安费诺	32.8	28.0	25.3	5.6	5.0	4.7
TEL US	TE Connectivity	20.6	18.5	16.7	3.4	3.2	3.0
TT US	特灵科技	31.9	28.1	24.9	4.4	4.1	3.8
ALAB US	ASTERA LABS	62.7	42.8	34.1	23.3	16.9	13.8
平均值		32.7	25.8	24.3	6.4	5.2	4.7
中位值		30.8	25.7	23.9	4.5	3.9	3.9

资料来源: 彭博一致预期, 华泰研究

风险提示

1. **新品技术落地缓慢：**公司从事关键数字能源基础设施的研发、设计和销售，若不能持续技术创新并推出新品，或影响营收及利润，并对公司的行业竞争地位产生不利影响。
2. **AI 技术推进不及预期：**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，进而赋能数据中心等领域发展。由于人工智能属于新技术，需投入较大前期研发成本，后续 AI 技术落地可能会受企业投入政策和舆论等多方面影响，致使研发进度不及预期，并影响数据中心基础设施部署与升级进度，进而影响公司主营业务收入及盈利水平。
3. **订单交付进度不及预期：**公司有机订单与在手订单量持续增长，多数订单将于 2025 年交付。若上游零部件供给不足或导致公司订单积压、交付进度缓慢，进而影响公司主营业务收入及盈利水平。
4. **国际贸易摩擦加剧：**公司诸多客户来自海外，贸易摩擦加剧或汇率波动加剧情况下，或对公司供应链与营业收入带来不确定性。
5. **宏观经济不确定性：**宏观经济存在下行压力和不确定性，或影响公司主业及合作进展。

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	8,012	10,230	13,817	16,425	18,832
销售成本	(5,078)	(6,515)	(8,387)	(9,937)	(11,394)
毛利润	2,934	3,715	5,430	6,488	7,439
销售及分销成本	(1,374)	(1,618)	(1,934)	(2,299)	(2,637)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(451.60)	(1.70)	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(150.40)	(86.10)	(84.83)	(80.71)	(76.59)
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	765.40	1,742	3,117	3,801	4,421
税费开支	(269.60)	(409.10)	(732.48)	(893.15)	(1,039)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	495.80	1,333	2,384	2,907	3,382
Non-GAAP 调整项	351.46	307.40	0.00	0.00	0.00
调整后净利润	847.26	1,640	2,384	2,907	3,382
折旧和摊销	(277.00)	(308.60)	(312.06)	(331.03)	(350.00)
EBITDA	1,193	2,137	3,514	4,212	4,848
EPS (美元, 基本)	1.30	3.49	6.25	7.62	8.86

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	1,244	1,457	1,444	1,508	1,553
应收账款和票据	2,363	3,109	2,784	3,172	3,267
现金及现金等价物	1,228	1,728	3,113	4,601	7,640
其他流动资产	267.10	525.60	373.99	373.99	373.99
总流动资产	5,102	6,820	7,715	9,654	12,834
固定资产	625.10	921.80	843.53	941.14	1,024
无形资产	1,487	1,895	1,218	1,058	893.32
其他长期资产	1,919	2,576	1,989	2,718	2,722
总长期资产	4,031	5,393	4,051	4,717	4,640
总资产	9,133	12,212	11,766	14,371	17,474
应付账款	1,316	1,756	1,339	1,421	1,464
短期借款	88.90	88.80	123.80	158.80	193.80
其他负债	1,692	2,562	1,902	1,815	1,815
总流动负债	3,097	4,407	3,365	3,395	3,473
长期债务	3,079	3,137	2,949	2,762	2,574
其他长期债务	522.60	726.80	151.26	151.81	151.81
总长期负债	3,601	3,864	3,101	2,913	2,725
股本	2,821	2,895	2,895	2,895	2,895
储备/其他项目	(387.10)	1,046	2,405	5,167	8,380
股东权益	2,434	3,941	5,301	8,063	11,276
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	2,434	3,941	5,301	8,063	11,276

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	190.82	71.17	39.78	32.63	28.05
PB	38.86	24.07	17.90	11.77	8.41
调整后 PE (倍)	111.66	57.83	39.78	32.63	28.05
调整后 ROE	38.09	51.45	51.60	43.52	34.98
EV EBITDA	83.18	46.74	27.63	22.64	19.01
股息率 (%)	0.04	0.07	0.13	0.15	0.18
自由现金流收益率 (%)	0.86	1.02	2.53	2.80	3.60

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	1,193	2,137	3,514	4,212	4,848
融资成本	150.40	86.10	84.83	80.71	76.59
营运资本变动	114.10	(518.40)	(79.61)	(369.91)	(97.76)
税费	(269.60)	(409.10)	(732.48)	(893.15)	(1,039)
其他	131.60	818.60	(593.05)	(167.20)	(76.59)
经营活动现金流	1,319	2,114	2,194	2,863	3,711
CAPEX	(167.00)	(220.00)	(272.90)	(272.90)	(272.90)
其他投资活动	(34.70)	(1,281)	(178.59)	(723.58)	0.00
投资活动现金流	(201.70)	(1,501)	(451.49)	(996.48)	(272.90)
债务增加量	41.10	58.60	(152.90)	(152.90)	(152.90)
权益增加量	110.10	73.80	0.00	0.00	0.00
派发股息	(9.50)	(66.60)	(119.22)	(145.37)	(169.11)
其他融资活动现金流	(793.80)	(138.10)	(84.83)	(80.71)	(76.59)
融资活动现金流	(652.10)	(72.30)	(356.95)	(378.99)	(398.60)
现金变动	465.50	540.70	1,385	1,487	3,039
年初现金	780.40	1,228	1,728	3,113	4,601
汇率波动影响	(18.30)	(39.90)	0.00	0.00	0.00
年末现金	1,228	1,728	3,113	4,601	7,640

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	16.74	27.69	35.06	18.87	14.66
毛利润	22.23	26.62	46.16	19.48	14.66
营业利润	56.78	33.81	74.99	21.23	15.88
净利润	7.74	168.82	78.91	21.94	16.33
调整后净利润	23.80	93.59	45.38	21.94	16.33
EPS (基本)	7.58	168.11	78.91	21.94	16.33
盈利能力比率 (%)					
毛利率	36.62	36.32	39.30	39.50	39.50
EBITDA	14.89	20.89	25.43	25.65	25.74
净利润率	6.19	13.03	17.26	17.70	17.96
调整后净利润率	10.58	16.03	17.26	17.70	17.96
ROE	22.29	41.81	51.60	43.52	34.98
调整后 ROE	38.09	51.45	51.60	43.52	34.98
ROA	5.79	12.49	19.89	22.25	21.24
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	79.69	38.00	(0.76)	(20.84)	(43.22)
流动比率	1.65	1.55	2.29	2.84	3.70
速动比率	1.25	1.22	1.86	2.40	3.25
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.94	0.96	1.15	1.26	1.18
应收账款周转天数	102.18	96.28	76.77	65.27	61.54
应付账款周转天数	81.63	84.90	66.44	50.00	45.57
存货周转天数	75.46	74.63	62.25	53.47	48.36
现金转换周期	96.01	86.00	72.58	68.74	64.33
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	1.30	3.49	6.25	7.62	8.86
EPS (调整后, 基本)	2.23	4.30	6.25	7.62	8.86
每股净资产	6.39	10.33	13.89	21.12	29.54

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2026年华泰证券股份有限公司