

Rubin 放量有望推动下半年业绩高速增长

华泰研究

2026年5月01日 | 中国内地

年报点评

电子

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

93.00

黄乐平, PhD

SAC No. S0570521050001
SFC No. AUZ066

研究员

leping.huang@htsc.com
+(852) 3658 6000

陈旭东

SAC No. S0570521070004
SFC No. BPH392

研究员

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

于可耀

SAC No. S0570525030001
SFC No. BVF938

研究员

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

工业富联 2026Q1 实现营业收入 2,510.78 亿元, 同比+56.5%; 归母净利润 105.95 亿元, 同比+102.5%/环比-16.0%, 环比波动主因 AI 服务器由 GB200 向 GB300/Rubin 切换导致部分客户订单确认节奏阶段性后移, 叠加传统季节性因素影响, 不改 AI 服务器长期订单能见度与公司中长期成长逻辑。业绩会亮点在于, 1) AI 服务器订单已锁定至 2027 年; 2) CPO 全光交换机样机已开始生产, 今年预计出货上万台, 800G 以上高速交换机持续放量, 公司盈利质量有望得到结构性改善。我们判断公司作为全球 GPU/AI 服务器 ODM 核心标的, 或将持续受益 AI 基础设施高景气周期, 维持目标价 93 元及“买入”评级。

受益于 AI 算力需求增长, CPO 交换机开始出货

根据公司财报, 分业务看, 1) 云计算业务 1Q 营业收入同比增长 1 倍。AI GPU 机柜同比出货量增长 3.8 倍, AI ASIC 服务器出货量同比增长 3.2 倍。随着客户覆盖范围持续拓展深化, 同时产线自动化交付水平持续升级、整体出货效率稳步增强, 公司在 AI 基础设施领域的领先优势有望进一步巩固。2) 通讯及移动网络设备方面, 公司稳步深化 AI 相关业务战略布局。2026Q1, 公司 800G 及以上高速交换机出货量同比增长 1.6 倍, 环比增长 46%, CPO 全光交换机样机开始出货。我们认为, 云计算业务在下半年 Rubin 系列规模量产后有望迎来 ASP 与毛利率结构的同步改善。

H2 展望: 受益 Rubin 量产爬坡叠加折叠屏新机周期

展望 2026 年下半年至 2027 年, 我们认为公司将迎来三重正向催化: 1) 英伟达 Rubin 系列 GPU 启动规模量产, 单机 ASP 及系统级一体化解决方案占比有望显著提升, 公司作为核心 GB/Rubin AI 服务器 ODM 龙头将充分受益; 2) 北美超大规模云厂商资本开支保持高景气, 2026 年 Hyperscaler AI 资本开支仍有望同比强劲增长, 或驱动云计算业务延续量价齐升; 3) 公司在业绩会上指出液冷业务有望成为公司自供比例提升最快领域之一, 叠加海外手机大客户折叠屏机型导入与新一代旗舰产品迭代, 有望支撑通信及移动网络设备业务韧性。我们判断公司营收结构将持续优化, 全年盈利仍有望实现稳健增长。

盈利预测与估值

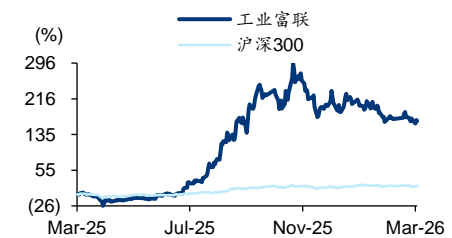
考虑到 2026-2027 年 AI 服务器新品放量节奏仍具备较强确定性, Rubin 放量与单机价值量提升有望持续支撑公司业绩增长, 我们维持 2026-2028E 营业收入分别为 14803.7/18837.1/21890.3 亿元, 预计 2026-2028E 归母净利润分别为 560.1/674.9/779.6 亿元, 同比+58.7%/+20.5%/+15.5%。参考可比公司 2026E PE 一致预期均值 22.1x, 鉴于公司是 AI 算力基础设施的核心供应商, 且 AI 服务器需求可见度提升、叠加 CPO 开始出货打开第二成长曲线, 我们给予公司 2026E 33x PE (估值溢价较前次有所上调), 维持目标价 93 元, 给予“买入”评级。

风险提示: 宏观下行和贸易摩擦风险, AI 需求及技术创新不及预期风险, 竞争加剧风险。

基本数据

收盘价(人民币 截至 3 月 11 日)	53.89
市值(人民币百万)	1,070,158
6 个月平均日成交额(人民币百万)	11,243
52 周价格范围(人民币)	15.44-80.80

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)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(十亿)	903	1,480	1,884	2,189
+/-%	48.22	63.96	27.25	16.21
归属母公司净利润(十亿)	35	56	67	78
+/-%	51.99	58.74	20.50	15.51
EPS(最新摊薄)	1.78	2.82	3.40	3.93
ROE(%)	21.14	25.89	24.34	22.35
PE(倍)	30.33	19.11	15.86	13.73
PB(倍)	6.42	4.95	3.86	3.07
EV EBITDA(倍)	20.78	12.89	10.13	9.78
股息率(%)	0.61	0.61	0.61	0.61

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：工业富联盈利预测

(百万元)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E
	A	A	A	A	E	A	A	华泰预测	华泰预测	华泰预测	DIFF	DIFF
营业收入	200,345	243,172	298,956	251,078	263,632	609,135	902,887	1,480,373	1,883,714	2,189,033	0.0%	0.0%
同比	35.9%	42.8%	73.0%	56.5%	31.6%	27.9%	48.2%	64.0%	27.2%	16.2%		
毛利	13,022	17,020	22,140	18,456	19,378	44,321	62,986	96,684	118,173	133,568		
OPEX	4,110	4,660	6,557	5,117	5,536	17,478	16,655	22,121	27,691	28,973		
销售费用	205	397	229	381	264	1,036	1,193	1,956	2,489	2,892		
管理费用	1,401	1,241	1,845	1,562	1,582	5,156	5,984	9,812	12,485	14,509		
研发费用	2,848	2,511	3,545	2,336	2,900	10,631	11,151	12,362	15,730	16,090		
营业利润	8,568	12,871	16,521	14,177	13,842	27,499	44,657	72,554	87,469	100,077		
同比	67.8%	56.0%	86.7%	111.7%	61.6%	23.2%	62.4%	62.5%	20.6%	14.4%		
税前收益	8,138	12,210	14,798	12,324	12,032	25,974	41,042	65,151	78,506	90,678		
同比	66.0%	70.3%	61.8%	109.4%	47.9%	12.3%	58.0%	58.7%	20.5%	15.5%		
所得税	1,251	1,837	1,991	1,727	1,686	2,719	5,713	9,069	10,928	12,623		
净利润	6,907	10,408	12,842	10,597	10,346	23,255	35,329	56,082	67,578	78,056		
同比	51.6%	62.4%	58.3%	101.8%	49.8%	10.6%	51.9%	58.7%	20.5%	15.5%		
归母净利润	6,883	10,373	12,799	10,595	10,345	23,216	35,286	56,013	67,494	77,960	0.0%	0.0%
同比	51.1%	62.0%	58.5%	102.5%	50.3%	10.3%	52.0%	58.7%	20.5%	15.5%		
EPS (元)	0.35	0.52	0.64	0.53	0.52	1.17	1.78	2.82	3.40	3.93		
比率分析												
毛利率	6.50%	7.00%	7.41%	7.35%	7.35%	7.28%	6.98%	6.53%	6.27%	6.10%		
期间费用率	2.05%	1.92%	2.19%	2.04%	2.10%	2.87%	1.84%	1.49%	1.47%	1.32%		
销售费用率	0.10%	0.16%	0.08%	0.15%	0.10%	0.17%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%		
管理费用率	0.70%	0.51%	0.62%	0.62%	0.60%	0.85%	0.66%	0.66%	0.66%	0.66%		
研发费用率	1.42%	1.03%	1.19%	0.93%	1.10%	1.75%	1.24%	0.84%	0.84%	0.74%		
财务费用率	-0.17%	0.21%	0.31%	0.33%	0.30%	0.11%	-0.19%	-0.14%	-0.16%	-0.21%		
归母净利润率	3.44%	4.27%	4.28%	4.22%	3.92%	3.82%	3.91%	3.79%	3.59%	3.57%		

资料来源：Wind，公司官网，华泰研究预测

图表2：工业富联分板块预测

(百万元)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
	A	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	OLD	OLD	OLD	DIFF	DIFF	DIFF
总收入	476,340	609,135	902,887	1,480,373	1,883,714	2,189,033	1,480,373	1,883,714	2,189,033	0.0%	0.0%	0.0%
通信网络设备	278,976	287,898	297,851	375,287	400,525	415,062	375,287	400,525	415,062			
云计算	194,308	319,377	602,679	1,102,541	1,480,477	1,771,124	1,102,541	1,480,477	1,771,124			
工业互联网	1,646	940	694	798	878	922	798	878	922			
其他	1,410	921	1,663	1,746	1,834	1,925	1,746	1,834	1,925			
营收同比增速	-6.9%	27.9%	48.2%	64.0%	27.2%	16.2%	64.0%	27.2%	16.2%	0.0%	0.0%	0.0%
通信网络设备	-5.8%	3.2%	3.5%	26.0%	6.7%	3.6%	26.0%	6.7%	3.6%			
云计算	-8.5%	64.4%	88.7%	82.9%	34.3%	19.6%	82.9%	34.3%	19.6%			
工业互联网	-13.9%	-42.9%	-26.1%	15.0%	10.0%	5.0%	15.0%	10.0%	5.0%			
其他	7.2%	-34.7%	80.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%			
营收占比												
通信网络设备	58.6%	47.3%	33.0%	25.4%	21.3%	19.0%	25.4%	21.3%	19.0%			
云计算	40.8%	52.4%	66.8%	74.5%	78.6%	80.9%	74.5%	78.6%	80.9%			
工业互联网	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%			
其他	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%			
毛利润	38,376	44,321	62,986	96,684	118,173	133,568	96,684	118,173	133,568	0.0%	0.0%	0.0%
通信网络设备	27,335	27,532	27,651	34,840	36,848	38,186	34,840	36,848	38,186			
云计算	9,865	15,953	34,533	60,970	80,389	94,400	60,970	80,389	94,400			
工业互联网	820	430	322	370	407	427	370	407	427			
其他	356	406	479	503	528	555	503	528	555			
毛利率	8.1%	7.3%	7.0%	6.5%	6.3%	6.1%	6.5%	6.3%	6.1%	0.0%	0.0%	0.0%
通信网络设备	9.8%	9.6%	9.3%	9.3%	9.2%	9.2%	9.3%	9.2%	9.2%			
云计算	5.1%	5.0%	5.7%	5.5%	5.4%	5.3%	5.5%	5.4%	5.3%			
工业互联网	49.8%	45.8%	46.4%	46.4%	46.4%	46.4%	46.4%	46.4%	46.4%			
其他	25.2%	44.1%	28.8%	28.8%	28.8%	28.8%	28.8%	28.8%	28.8%			

资料来源：Wind，公司官网，华泰研究预测

图3: 工业富联可比公司估值表

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (x)		PB (x)	
				2026E	2027E	2026E	2027E
A股可比公司							
002475 CH	立讯精密	67.00	4,881.61	22.46	17.74	4.63	3.73
603296 CH	华勤技术	103.61	1,099.06	16.52	13.99	2.95	2.95
000977 CH	浪潮信息	69.75	1,024.26	21.78	17.43	3.47	3.47
000938 CH	紫光股份	31.99	914.94	28.82	22.70	5.07	5.07
300308 CH	中际旭创	857.50	9,549.12	20.76	12.68	9.64	9.64
平均	-	-	-	22.07	16.91	5.15	4.97

注: 可比公司预测数据来自 iFind 一致预期, 数据截至 2026/4/30

资料来源: iFind, 华泰研究

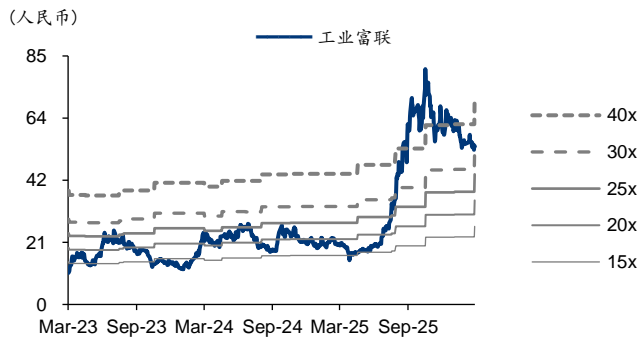
风险提示

宏观下行和贸易摩擦风险。公司产品下游为消费电子、网络通信和云计算, 行业需求与宏观密切相关, 存在下行风险。此外, 中美贸易摩擦升级, 或影响产品供需与公司海外布局。

AI 需求及技术创新不及预期风险。半导体及消费电子终端产品创新性强、技术迭代快, 新产品的渗透速度直接影响公司业绩增速, 而创新是否能激发需求往往需要市场的检验, 因此具有不确定性的风险。竞争加剧风险。

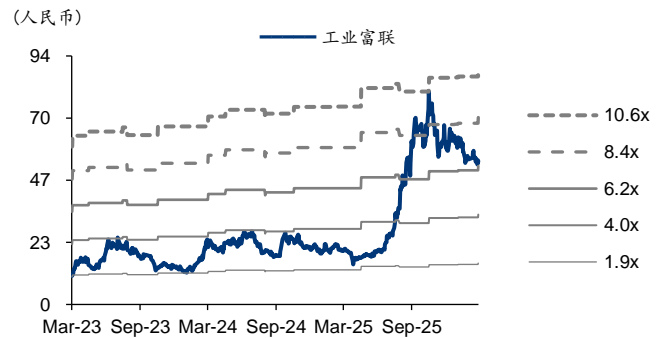
竞争加剧的风险。若同业厂商加快产能扩张或技术追赶进度超预期, 可能导致公司产品及服务价格及市场份额承压, 进而影响公司盈利能力。

图4: 工业富联 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图5: 工业富联 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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	274,008	402,772	701,057	672,476	960,044
现金	72,434	110,025	162,841	207,209	240,794
应收账款	94,508	110,742	272,375	183,564	364,000
其他应收账款	964.67	649.92	4,347	1,174	4,543
预付账款	352.90	431.10	1,127	810.54	1,337
存货	85,266	150,913	242,098	256,633	325,582
其他流动资产	20,483	30,013	18,269	23,086	23,788
非流动资产	43,515	53,451	45,290	39,777	34,573
长期投资	6,305	5,334	3,140	1,878	471.15
固定投资	20,010	24,037	18,417	13,028	8,671
无形资产	1,279	1,209	1,258	1,327	1,415
其他非流动资产	15,923	22,871	22,475	23,544	24,016
资产总计	317,524	456,224	746,347	712,252	994,617
流动负债	158,879	280,399	521,017	425,874	636,752
短期借款	35,992	104,229	192,445	132,448	209,584
应付账款	93,835	137,955	259,311	237,343	346,769
其他流动负债	29,052	38,215	69,261	56,083	80,398
非流动负债	5,508	8,710	8,687	8,711	8,696
长期借款	0.00	3.63	2.90	2.32	1.86
其他非流动负债	5,508	8,707	8,684	8,708	8,694
负债合计	164,387	289,110	529,704	434,585	645,448
少数股东权益	445.22	336.12	405.12	489.12	584.12
股本	19,868	19,858	19,858	19,858	19,858
资本公积	29,380	29,108	29,099	29,091	29,082
留存公积	103,516	119,562	149,604	186,238	229,897
归属母公司股东权益	152,691	166,778	216,238	277,179	348,585
负债和股东权益	317,524	456,224	746,347	712,252	994,617

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	23,820	5,238	(20,459)	120,025	(32,383)
净利润	23,255	35,329	56,082	67,578	78,055
折旧摊销	6,596	8,360	17,529	18,043	14,595
财务费用	(655.68)	1,673	1,206	(1,929)	(3,323)
投资损失	974.74	558.17	782.92	704.89	712.17
营运资金变动	(11,324)	(42,902)	(91,517)	37,802	(120,241)
其他经营现金	4,974	2,219	(4,542)	(2,174)	(2,180)
投资活动现金	(10,898)	(29,746)	(5,632)	(11,036)	(7,938)
资本支出	(11,281)	(17,230)	(6,523)	(7,636)	(7,333)
长期投资	41.63	1,351	2,193	1,262	1,407
其他投资现金	341.56	(13,867)	(1,302)	(4,662)	(2,012)
筹资活动现金	(24,432)	47,397	78,907	(64,622)	73,906
短期借款	(5,099)	68,237	88,216	(59,997)	77,136
长期借款	(7,097)	3.63	(0.73)	(0.58)	(0.46)
普通股增加	0.10	(1.27)	8.55	8.55	8.55
资本公积增加	237.37	(272.16)	(8.55)	(8.55)	(8.54)
其他筹资现金	(12,473)	(20,570)	(9,308)	(4,624)	(3,230)
现金净增加额	(11,041)	22,449	52,816	44,368	33,585

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	609,135	902,887	1,480,372	1,883,714	2,189,033
营业成本	564,814	839,902	1,384,148	1,765,040	2,055,502
营业税金及附加	662.56	656.76	1,272	1,608	1,827
营业费用	1,036	1,193	1,956	2,489	2,892
管理费用	5,156	5,984	9,812	12,485	14,509
财务费用	(655.68)	1,673	1,206	(1,929)	(3,323)
资产减值损失	(1,120)	(1,483)	(2,432)	(3,095)	(3,596)
公允价值变动收益	(494.24)	182.41	(119.96)	(47.66)	(43.17)
投资净收益	(974.74)	(558.17)	(782.92)	(704.89)	(712.17)
营业利润	25,935	41,047	72,554	87,469	100,077
营业外收入	95.87	91.74	103.72	97.11	97.52
营业外支出	57.61	96.19	7,507	9,060	9,497
利润总额	25,974	41,042	65,151	78,506	90,678
所得税	2,719	5,713	9,069	10,928	12,623
净利润	23,255	35,329	56,082	67,578	78,055
少数股东损益	38.54	43.50	69.00	84.00	95.00
归属母公司净利润	23,216	35,286	56,013	67,494	77,960
EBITDA	33,225	51,332	85,366	98,387	106,327
EPS (人民币, 基本)	1.17	1.78	2.82	3.40	3.93

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	27.88	48.22	63.96	27.25	16.21
营业利润	12.44	58.27	76.76	20.56	14.41
归属母公司净利润	10.34	51.99	58.74	20.50	15.51
获利能力 (%)					
毛利率	7.28	6.98	6.50	6.30	6.10
净利率	3.82	3.91	3.79	3.59	3.57
ROE	15.19	21.14	25.89	24.34	22.35
ROIC	12.44	15.84	17.11	16.88	16.30
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.77	63.37	70.97	61.02	64.89
净负债比率 (%)	(20.37)	(2.20)	13.93	(26.72)	(8.77)
流动比率	1.72	1.44	1.35	1.58	1.51
速动比率	1.17	0.88	0.87	0.97	0.99
营运能力					
总资产周转率	2.01	2.33	2.46	2.58	2.56
应收账款周转率	6.66	8.80	7.73	8.26	8.00
应付账款周转率	6.69	7.25	6.97	7.11	7.04
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.78	2.82	3.40	3.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	0.26	(1.03)	6.04	(1.63)
每股净资产(最新摊薄)	7.69	8.40	10.89	13.96	17.55
估值比率					
PE (倍)	46.09	30.33	19.11	15.86	13.73
PB (倍)	7.01	6.42	4.95	3.86	3.07
EV EBITDA (倍)	31.28	20.78	12.89	10.13	9.78

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、陈旭东、于可熠，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

- 分析师黄乐平、陈旭东、于可熠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