

混合式 AI 需求驱动业绩大超预期

华泰研究

2026 年 5 月 25 日 | 中国香港

年报点评

消费电子

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

20.00

联想公布 FY4Q26 业绩: 收入 216 亿美元, +27%yoy, 创同季度历史新高(五年来最高增速), Non-HKFRS 归母净利润 5.59 亿美元, +101%yoy, 大超预期一致预期(3.20 亿美元)约 75%, 受益 AI 服务器强劲需求(AI 相关收入占集团总收入 38%, +84%yoy)。全年看, FY26 营收创 831 亿美元新高(+20%yoy), 首次突破 800 亿美元里程碑, Non-HKFRS 归母净利润+42%yoy 至 20 亿美元、增速为营收两倍, AI 相关营收+105%yoy、占集团全年营收 33%。我们认为, 在存储等零部件供需失衡加剧背景下, 联想凭借全球 PC 出货量第一的规模优势和供应链管控能力, 具备较同业更强的成本传导能力和抗周期性; ISG 如期实现扭转、刷新单季运营利润纪录。我们上调目标价至 20.0 港币, 对应约 12.8 倍 FY27E PE, 维持“买入”。

IDG: AI PC 加速渗透率和供应链优势, 有望部分抵消存储涨价影响

IDG (智能设备业务) FY4Q26 收入+24%yoy 至 146 亿美元, 营业利润率 6.9%, 在零部件供需失衡下盈利能力保持强韧。据 IDC, 公司全球 PC 市场份额+1.3pct 至 24.4%创新高, 创 15 年以来最大份额领先优势(领先第二名 6.5pct); PC 营收+26%yoy (五年来最高增速), 高端 PC 出货量占比达 50%; 摩托罗拉手机出货量创第四财季新高, 营收+13%yoy。管理层指引 FY27 行业 PC 下滑、公司领先 5-10pct 并维持收入个位数正增长、OPM 稳定 7%, 且未见存储涨价对盈利的实质冲击。看好 AI PC 换机(公司指引渗透率 FY26 50%、FY27 80%)与供应链优势或支撑 IDG 稳健增长。

ISG: 单季运营利润创纪录扭亏, AI 服务器量价齐升成核心引擎

ISG FY4Q26 收入+37%yoy 至 56 亿美元创季度新高, 在云基础设施与企业基础设施强劲 AI 驱动下, 运营利润达 2.02 亿美元、大超预期一致预期(0.61 亿美元), 创历史新高(OPM 3.6%), 为本次最超预期环节。AI 服务器营收实现高双位数同比增长, 项目储备达 210 亿美元、支持 5,800+ 客户部署, GB300 NVL72 全面出货、Rubin 平台下半年上市; 4 月初完成 Infinidat 收购强化高端企业级存储。全年收入创 192 亿美元新高(+32%yoy), 全年扭亏、OP 7,300 万美元, 服务器份额升至全球及中国前三。管理层将 ISG FY27 收入指引由 20%上调至 35-40%yoy, 我们认为盈利可见度较高。

SSG: AI 需求驱动高价值业务扩张, 利润率 22.4%领跑集团

SSG FY4Q26 营收+19%yoy 至 26 亿美元, 连续 20 个季度双位数增长, 营业利润率 22.4%稳居集团最高; 运维服务及项目与解决方案占 SSG 总营收 62%创新高。我们预计 FY27 SSG 收入有望保持约 20%yoy 增长、OPM 维持 20%以上。

维持“买入”评级, 上调目标价至 20 港币

考虑公司 FY4Q26 业绩大超预期、ISG 进入盈利性增长快车道、AI 相关业务占比快速提升, 我们上调 FY27/28 Non-HKFRS 归母净利润 34.9%/40.6% 至 27.36/31.51 亿美元, 并引入 FY29E Non-HKFRS 归母净利润 35.65 亿美元, 同比增速分别为 33.5%/15.2%/13.1%, 对应 Non-HKFRS EPS 分别 0.20/0.23/0.26 美元。但考虑到公司目前 ISG 业务收入规模小于戴尔, 我们参考可比公司 2026E PE 均值 15.4 倍, 给予公司 12.8 倍 FY27E PE(FY27E 即 2026/27 财年, 对应 2026/3/31-2027/3/31), 目标价由 14.0 (对应 12x FY27E PE) 上调至 20.0 港币(假设港币对美元汇率为 7.8), 维持“买入”。

风险提示: 服务器/PC 需求的不确定性, 关税影响以及全球经济波动。

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

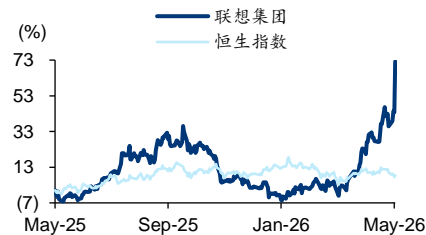
于可耀

SAC No. S0570525030001
SFC No. BVF938研究员
yukeyi@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(港币 截至 5 月 22 日)	15.75
市值(港币百万)	195,373
6 个月平均日成交额(港币百万)	1,050
52 周价格范围(港币)	8.52-15.82

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)	2026	2027E	2028E	2029E
营业收入(百万)	83,075	92,688	104,531	117,537
+/-%	20.26	11.57	12.78	12.44
归属母公司净利润(百万)	2,049	2,736	3,151	3,565
+/-%	42.19	33.53	15.17	13.14
EPS(最新摊薄)	0.15	0.20	0.23	0.26
ROE(%)	29.90	32.33	30.74	29.01
PE(倍)	12.22	9.15	7.95	7.03
PB(倍)	3.28	2.70	2.24	1.87
EV EBITDA(倍)	9.19	7.42	6.30	5.35
股息率(%)	2.68	3.58	4.13	4.68

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 联想集团公司盈利预测简表

百万美元	FY1Q26	FY2Q26	FY3Q26	FY4Q26	FY1Q27E	FY26	FY27E	FY28E	FY29E	FY27E	FY28E
	A	A	A	A	(Huatai)	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	调整幅度	调整幅度
营业收入	18,830	20,452	22,204	21,588	22,219	83,075	92,688	104,531	117,537	3.9%	4.3%
IDG	13,459	15,107	15,755	14,614	13,717	58,935	59,636	64,294	69,316	-2.6%	-2.6%
PC	9,980	13,703	13,100	11,010	10,080	47,793	48,271	52,133	56,304		
ISG	4,290	4,087	5,176	5,635	5,792	19,187	26,094	31,835	38,202	16.6%	16.6%
SSG	2,258	2,556	2,652	2,563	2,710	10,028	12,034	13,478	15,095	11.8%	11.8%
同比增速	21.9%	14.6%	18.1%	27.1%	18.0%	20.3%	11.6%	12.8%	12.4%	0.6pct	0.5pct
IDG	17.8%	11.8%	14.3%	23.7%	1.9%	16.6%	1.2%	7.8%	7.8%		
PC	21.9%	42.2%	29.1%	27.1%	1.0%	30.4%	1.0%	8.0%	8.0%		
ISG	35.8%	23.7%	31.4%	36.8%	35.0%	32.1%	36.0%	22.0%	20.0%		
SSG	19.8%	18.1%	17.5%	19.2%	20.0%	18.6%	20.0%	12.0%	12.0%		
除税前利润	622	494	818	735	746	2670	3603	4154	4702	33.8%	39.9%
IDG	950	1,101	1,153	1,015	961	4,219	4,175	4,565	4,921	-2.6%	-2.6%
ISG	-86	-32	-11	202	209	73	1,044	1,401	1,834		
SSG	501	571	596	573	542	2,241	2,768	3,100	3,472	16.9%	16.9%
同比增速	98.7%	4.4%	58.2%	312.9%	19.9%	80.3%	34.9%	15.3%	13.2%	24.4pct	5pct
IDG	14.7%	11.2%	15.3%	26.2%	1.2%	16.5%	-1.0%	9.3%	7.8%		
ISG	-132.4%	11.1%	-1200.0%	6633.3%	343.0%	205.8%	1330.1%	34.2%	30.9%		
SSG	28.5%	29.2%	29.8%	17.7%	8.2%	25.5%	23.5%	12.0%	12.0%		
除税前利润率	3.3%	2.4%	3.7%	3.4%	3.4%	3.2%	3.9%	4.0%	4.0%	0.9pct	1pct
IDG	7.1%	7.3%	7.3%	6.9%	7.0%	7.2%	7.0%	7.1%	7.1%	0pct	0pct
ISG	-2.0%	-0.8%	-0.2%	3.6%	3.6%	0.4%	4.0%	4.4%	4.8%	3.1pct	3.1pct
SSG	22.2%	22.3%	22.5%	22.4%	20.0%	22.3%	23.0%	23.0%	23.0%	1pct	1pct

注: 盈利预测上调主因 ISG 部门扭亏为盈, 我们预计 AI 需求驱动下有望带动集团盈利能力持续增长

资料来源: 公司财报, Wind, 华泰研究预测

图表2: 联想集团分部盈利预测

百万美元	FY1Q26	FY2Q26	FY3Q26	FY4Q26	FY1Q27E	FY26	FY27E	FY28E	FY29E	FY27E	FY28E
	A	A	A	A	(Huatai)	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	调整幅度	调整幅度
营业收入	18,830	20,452	22,204	21,588	22,219	83,075	92,688	104,531	117,537	3.9%	4.3%
IDG	13,459	15,107	15,755	14,614	13,717	58,935	59,636	64,294	69,316	-2.6%	-2.6%
PC	9,980	13,703	13,100	11,010	10,080	47,793	48,271	52,133	56,304		
ISG	4,290	4,087	5,176	5,635	5,792	19,187	26,094	31,835	38,202	16.6%	16.6%
SSG	2,258	2,556	2,652	2,563	2,710	10,028	12,034	13,478	15,095	11.8%	11.8%
同比增速	21.9%	14.6%	18.1%	27.1%	18.0%	20.3%	11.6%	12.8%	12.4%	0.6pct	0.5pct
IDG	17.8%	11.8%	14.3%	23.7%	1.9%	16.6%	1.2%	7.8%	7.8%		
PC	21.9%	42.2%	29.1%	27.1%	1.0%	30.4%	1.0%	8.0%	8.0%		
ISG	35.8%	23.7%	31.4%	36.8%	35.0%	32.1%	36.0%	22.0%	20.0%		
SSG	19.8%	18.1%	17.5%	19.2%	20.0%	18.6%	20.0%	12.0%	12.0%		
除税前利润	622	494	818	735	746	2670	3603	4154	4702	33.8%	39.9%
IDG	950	1,101	1,153	1,015	961	4,219	4,175	4,565	4,921	-2.6%	-2.6%
ISG	-86	-32	-11	202	209	73	1,044	1,401	1,834		
SSG	501	571	596	573	542	2,241	2,768	3,100	3,472	16.9%	16.9%
同比增速	98.7%	4.4%	58.2%	312.9%	19.9%	80.3%	34.9%	15.3%	13.2%	24.4pct	5pct
IDG	14.7%	11.2%	15.3%	26.2%	1.2%	16.5%	-1.0%	9.3%	7.8%		
ISG	-132.4%	11.1%	-1200.0%	6633.3%	343.0%	205.8%	1330.1%	34.2%	30.9%		
SSG	28.5%	29.2%	29.8%	17.7%	8.2%	25.5%	23.5%	12.0%	12.0%		
除税前利润率	3.3%	2.4%	3.7%	3.4%	3.4%	3.2%	3.9%	4.0%	4.0%	0.9pct	1pct
IDG	7.1%	7.3%	7.3%	6.9%	7.0%	7.2%	7.0%	7.1%	7.1%	0pct	0pct
ISG	-2.0%	-0.8%	-0.2%	3.6%	3.6%	0.4%	4.0%	4.4%	4.8%	3.1pct	3.1pct
SSG	22.2%	22.3%	22.5%	22.4%	20.0%	22.3%	23.0%	23.0%	23.0%	1pct	1pct

资料来源: 公司财报, Wind, 华泰研究预测

图表3：联想集团业绩实际与预测比较

(百万美元)	FY2Q26	FY3Q26	FY4Q26	FY1Q27E	FY4Q26E	FY4Q26E	FY4Q26E	FY4Q26E	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E	FY2026E	FY2026E	FY2026E
	A	A	A	(Huatai)	OLD	Actual vs Huatai	Bloomberg	Actual vs BBG	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(OLD)	Actual vs Huatai	Actual vs BBG
营业收入	20,452	22,204	21,588	22,219	18,870	14.4%	19,188	12.5%	83,075	92,688	104,531	117,537	80,356	3.4%	3.2%
% YoY	14.6%	18.1%	27.1%	18.0%	11.1%		13.0%		20.3%	11.6%	12.8%	12.4%	16.3%		
营业成本	(17,305)	(18,855)	(18,049)	(18,334)	(16,228)	11.2%	(16,699)	8.1%	(70,265)	(78,056)	(87,937)	(98,848)	(68,444)		
毛利	3,147	3,349	3,539	3,885	2,642	34.0%	2,925	21.0%	12,810	14,632	16,594	18,689	11,912		
销售费用	(963)	(1,059)	(1,071)	(1,178)	(900)	19.0%			(4,049)	(4,634)	(5,227)	(5,877)	(3,878)		
管理费用	(801)	(729)	(885)	(974)	(620)	42.8%			(3,092)	(3,429)	(3,868)	(4,349)	(2,827)		
研发费用	(581)	(638)	(748)	(823)	(542)	38.0%			(2,490)	(2,781)	(3,136)	(3,526)	(2,284)		
营业利润	801	923	835	910	525	59.2%	600	39.2%	2,164	3,788	4,363	4,937	2,867		
% YoY	26.3%	36.9%	152.3%	47.2%	5.5%				0.0%	75.0%	15.2%	13.2%	19.3%		
税前收益	494	818	735	746	504	45.9%	469	56.6%	2,670	3,603	4,154	4,702	2,438		
% YoY	4.4%	58.2%	312.9%	19.9%	183.5%				80.3%	34.9%	15.3%	13.2%	64.7%		
所得税	(114)	(170)	(141)	(140)	(111)				(510)	(721)	(831)	(940)	(480)		
归母净利润	340	546	521	606	291	79.3%	291	63.1%	1,912	2,551	2,942	3,330	1,682		
% YoY	-5.3%	-21.2%	478.9%	20.0%	223.2%				38.2%	33.4%	15.3%	13.2%	21.5%		
Non-HKFRS 归属股东利润	512	589	559	584	311	79.6%	320	75.0%	2,049	2,736	3,151	3,565	1,801	13.8%	14.4%
% YoY	26.7%	37.0%	101.1%	50.1%	12.0%				42.2%	33.5%	15.2%	13.1%	25%		
Non-HKFRS EPS	0.04	0.05	0.05	0.05	0.03		0.03		0.139	0.20	0.23	0.26	0.13		
% YoY	33.3%	25.0%	150.0%	66.7%	12.0%				43.9%	15.0%	13.0%	25%			
比率分析														pct	pct
毛利率	15.4%	15.1%	16.4%	17.5%	14.0%				15.4%	15.8%	15.9%	15.9%	14.8%	0.6	0.2
销售费用	4.7%	4.8%	5.0%	5.3%	4.8%				4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	4.8%	0.1	4.9
管理费用	3.9%	3.3%	4.1%	4.4%	3.5%				3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.5%	0.2	3.7
研发费用	2.8%	2.9%	3.5%	3.7%	2.9%				3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.8%	0.2	3.0
营业利润率	3.9%	4.2%	3.9%	4.1%	2.8%				2.6%	4.1%	4.2%	4.2%	3.6%	-1.0	-1.0
归母净利率	1.7%	2.5%	2.4%	2.7%	1.5%				2.3%	2.8%	2.8%	2.8%	2.1%	0.2	0.1
Non-HKFRS 归母净利率	2.5%	2.7%	2.6%	2.6%	1.6%				2.5%	3.0%	3.0%	3.0%	2.2%	0.3	0.3

注：归母净利润为 Non-HKFRS 归母净利润；EPS 为 Non-HKFRS 归母净利润。

资料来源：公司财报，Wind，华泰研究预测

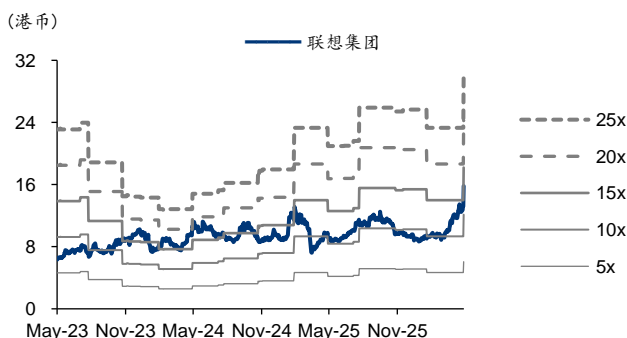
图表4：可比公司估值表

公司名称	市值 (百万美元)	交易货币	收盘价 (当地货币)	PE		股价变动 (%)			
				2026E	2027E	30D	180D	1Y	
全球相关标的									
HPQ US	惠普	23,083	USD	25.2	8.8	8.5	25.3	3.5	13.3
DEL LUS	戴尔	95,947	USD	295.2	22.9	19.7	39.1	132.0	134.5
2353 TW	宏碁	2,860	TWD	29.6	17.1	16.7	7.7	7.5	11.9
2357 TW	华硕	16,083	TWD	682.0	12.7	11.7	14.0	16.6	24.5
小计					15.4	14.2	33.2	94.5	98.9
992 HK	联想	25,048	USD	15.8	9.2	8.0	35.3	61.7	70.1

注：美股数据截至 2026/5/24，非美股数据截至 2026/5/23。联想 FY27 (2025/3/31-2026/3/31) 业绩期间与其他公司 FY26 业绩期间有重叠，此处使用联想 FY27 的 PE 对比其他公司 2026E PE。估值假设远期港币对美元汇率为 7.8。联想估值数据来自华泰预测，其他公司估值数据来自 Bloomberg 一致预期。

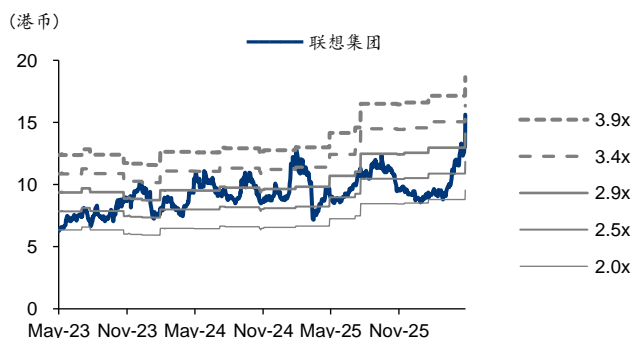
资料来源：Factset，华泰研究

图表5：联想集团 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表6：联想集团 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2025	2026	2027E	2028E	2029E
营业收入	69,077	83,075	92,688	104,531	117,537
销售成本	(57,979)	(70,265)	(78,056)	(87,937)	(98,848)
毛利润	11,098	12,810	14,632	16,594	18,689
销售及分销成本	(3,585)	(4,049)	(4,634)	(5,227)	(5,877)
管理费用	(2,823)	(3,092)	(3,429)	(3,868)	(4,349)
其他收入/支出	(2,288)	(2,490)	(2,781)	(3,136)	(3,526)
财务成本净额	(184.00)	(220.00)	(142.00)	(156.00)	(155.00)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
税前利润	1,481	2,670	3,603	4,154	4,702
税费开支	(19.00)	(510.00)	(721.00)	(831.00)	(940.00)
少数股东损益	(21.00)	(111.00)	(146.00)	(172.00)	(198.00)
归母净利润	1,441	2,049	2,736	3,151	3,565
折旧和摊销	(608.00)	(1,418)	(1,881)	(2,163)	(2,488)
EBITDA	3,106	5,374	6,481	7,303	8,153
EPS (美元, 基本)	0.12	0.17	0.22	0.25	0.29

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2025	2026	2027E	2028E	2029E
存货	7,924	11,721	9,837	11,082	12,458
应收账款和票据	15,110	22,323	18,284	20,620	23,185
现金及现金等价物	4,728	4,891	7,101	9,567	12,451
其他流动资产	65.50	92.00	92.00	92.00	92.00
总流动资产	26,895	39,202	35,489	41,536	48,361
固定资产	2,309	2,870	1,641	1,231	759.00
无形资产	8,825	8,570	6,633	5,254	3,661
其他长期资产	4,799	6,487	6,487	6,487	6,487
总长期资产	8,762	8,570	6,633	5,254	3,661
总资产	44,231	57,129	50,250	54,508	59,268
应付账款	12,459	19,819	15,829	17,834	20,047
短期借款	50.00	878.00	1,030	1,030	1,030
其他负债	16,520	20,312	20,312	20,312	20,312
总流动负债	29,994	41,358	37,456	39,379	41,501
长期债务	4,338	3,863	4,338	4,338	4,338
其他长期债务	3,239	3,465	3,465	3,465	3,465
总长期负债	7,577	7,328	7,803	7,803	7,803
股本	3,501	3,501	3,501	3,501	3,501
储备/其他项目	2,568	4,134	5,792	7,704	9,869
股东权益	6,069	7,635	9,293	11,205	13,369
少数股东权益	591.00	809.00	1,140	1,521	1,953
总权益	6,660	8,444	10,433	12,726	15,322

估值指标

会计年度 (倍)	2025	2026	2027E	2028E	2029E
PE	17.38	12.22	9.15	7.95	7.03
PB	4.13	3.28	2.70	2.24	1.87
EV EBITDA	14.47	9.19	7.42	6.30	5.35
股息率 (%)	2.49	2.68	3.58	4.13	4.68
自由现金流收益率 (%)	(2.59)	22.05	7.19	24.21	27.88

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)	2025	2026	2027E	2028E	2029E
EBITDA	3,106	5,374	6,481	7,303	8,153
融资成本	184.00	220.00	142.00	156.00	155.00
营运资本变动	(1,747)	3,650	(1,934)	1,576	1,729
税费	(19.00)	(510.00)	(721.00)	(831.00)	(940.00)
其他	(424.00)	(4,710)	428.52	(3,390)	(3,703)
经营活动现金流	1,100	4,024	4,397	4,814	5,394
CAPEX	(1,151)	(1,909)	(1,151)	(1,151)	(1,151)
其他投资活动	198.00	(1,462)	0.00	0.00	1.00
投资活动现金流	(1,056)	(1,909)	(1,151)	(1,151)	(1,151)
债务增加量	769.00	353.00	627.00	0.00	0.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(620.00)	(668.00)	(893.00)	(1,030)	(1,166)
其他融资活动现金流	(874.00)	(1,156)	(1,035)	(1,186)	(1,321)
融资活动现金流	1,190	(1,997)	(1,078)	(1,239)	(1,401)
现金变动	1,233	118.00	2,168	2,424	2,842
年初现金	3,560	4,731	4,891	7,101	9,567
汇率波动影响	(65.00)	42.00	42.00	42.00	42.00
年末现金	4,728	4,891	7,101	9,567	12,451

业绩指标

会计年度 (倍)	2025	2026	2027E	2028E	2029E
增长率 (%)					
营业收入	21.48	20.26	11.57	12.78	12.44
毛利润	13.21	15.43	14.22	13.41	12.63
营业利润	7.89	32.30	19.20	15.20	13.20
净利润	35.94	42.19	33.53	15.17	13.14
EPS	35.94	42.19	33.53	15.17	13.14
盈利能力比率 (%)					
毛利率	16.07	15.42	15.79	15.87	15.90
EBITDA	4.50	6.47	6.99	6.99	6.94
净利率	2.09	2.47	2.95	3.01	3.03
ROE	24.73	29.90	32.33	30.74	29.01
ROA	3.47	4.04	5.10	6.02	6.27
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(5.60)	(1.96)	(18.65)	(37.47)	(52.98)
流动比率	0.90	0.95	0.95	1.05	1.17
速动比率	0.63	0.66	0.68	0.77	0.87
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.66	1.64	1.73	2.00	2.07
应收账款周转天数	71.40	81.11	78.86	66.99	67.08
应付账款周转天数	72.50	82.69	82.21	68.91	68.98
存货周转天数	45.41	50.33	49.71	42.82	42.87
现金转换周期	44.31	48.74	46.37	40.90	40.97
每股指标 (美元)					
EPS	0.12	0.17	0.22	0.25	0.29
每股净资产	0.49	0.62	0.75	0.90	1.08

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