

中美 AI 产业链最大公约数

华泰研究

2026 年 6 月 01 日 | 中国香港

动态点评

消费电子

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

32.00

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

9月1日,联想出席了我们组织的2026年中期策略会,并与投资人进行了深入交流。通过本次交流,我们深刻感受到:1)联想的业务作为AI领域的核心环节,且是少有的在中美两国都有核心业务经营的科技公司,将有望持续受益于此轮中美在混合式人工智能的发展的共振浪潮,或是中美在AI科技行业的最大公约数。2)AI服务器收入的快速增长,带动ISG业务扭亏为盈。我们预计FY27 OPM有望稳定在3%左右,成为集团新的利润增长极;3)IDG业务维持增长,在存储价格提升的情况下能够顺价到下游,OPM保持稳定。展望FY27,在中美关系缓和且加大投入AI的大背景下,我们预计公司有望持续受益于AI服务器需求高景气与ISG盈利性增长加速,我们上调目标价至32港币,对应约20.5倍FY27E PE,维持“买入”。

ISG: 扭亏为盈, AI 服务器进入量价齐升通道

ISG FY4Q26 收入+37%yoy 至 56 亿美元创季度新高,运营利润突破 2 亿美元 (OPM 3.6%)、大超预期一致预期 (0.61 亿美元); 全年 OP 7,300 万美元扭亏为盈。我们认为: 1) 联想供应链本地化优势突出, 在全球 11 个国家拥有 30 余个生产基地, 中国区与北美市场均有增长空间; 2) AI 服务器产品已追上全球第一梯队, 现 GB300 NVL72 全面出货、Rubin 平台下半年上市, 代际差距有望消除; 3) AI 服务器营收实现高双位数同比增长, 210 亿美元储备订单支持 5,800+ 客户部署, 利润逐步兑现。管理层将 FY27 ISG 收入指引大幅上调至 35-50% yoy, 长期 OPM 目标对标戴尔的 8-10%。

IDG: 供应链护城河抵御存储涨价, OPM 稳守 7%显示韧性

IDG FY4Q26 收入+24%yoy 至 146 亿美元, OPM 6.9%, 过去 4 个季度持续稳定在 7%左右, 管理层指引 FY27 全年有望维持该 OPM 水平。我们认为: 1) 供应链优势构成真实护城河, 联想是行业唯一获得三大存储原厂保量长协的厂商, 供应上不存在短缺; 2) 公司下游约 70%均为企业客户, 涨价接受能力强, 存储成本上升可较顺畅传导; 3) AI PC 换机周期 (全球约 4 亿台 Win10 存量设备待替换) 叠加渗透率快速提升 (FY26 已达 50%、FY27 目标 80%), 支撑 IDG 收入正增长与盈利稳定。

维持“买入”评级, 上调目标价至 32 港币

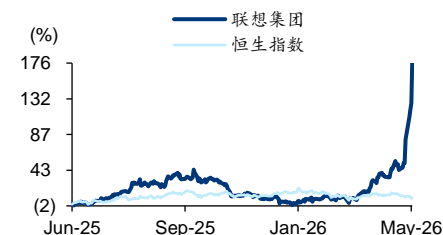
考虑到公司 FY4Q26 业绩大超预期、ISG 进入盈利性增长快车道、AI 相关业务占比快速提升, 我们维持 FY27-29 Non-HKFRS 归母净利润 27.36/31.51/35.65 亿美元。其中, FY27 相较 FY26 的 7 亿美元利润增量的核心驱动或在于 ISG 扭亏为盈及 SG&A 压缩降本增效, 而 IDG 盈利基本稳定、增量贡献或有限, SSG 则有望继续以 20%以上的 OPM 提供稳定贡献。我们认为, 随着 ISG OPM 向 3%台阶稳固、backlog 逐步兑现, 未来三年归母净利润增速 (33.5%/15.2%/13.1%) 有望持续跑赢收入增速 (11.6%/12.8%/12.4%)。考虑到公司利润结构正由“PC 为主”向“PC+AI 服务器+服务”多元化过渡, 我们参考可比公司 2026E PE 均值 17.1 倍, 给予公司 20.5 倍 FY27E PE (FY27E 即 2026/27 财年, 对应 2026/3/31-2027/3/31), 目标价上调至 32.0 港币 (前值: 20 港币, 对应 12.8 倍 FY27E PE; 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。

基本数据

收盘价 (港币 截至 5 月 29 日)	24.00
市值 (港币百万)	297,712
6 个月平均日成交额 (港币百万)	1,337
52 周价格范围 (港币)	8.52-25.70

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)	18.63	13.95	12.11	10.71
PB (倍)	5.00	4.11	3.41	2.85
EV EBITDA (倍)	11.62	9.44	8.09	6.95
股息率 (%)	1.76	2.35	2.71	3.07

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：中美科技巨头收入对比

公司名称	总收入 (百万美元)	中国区收入 (百万美元)	中国区 收入占比	海外市场收入 (百万美元)	海外市场 收入占比
	2025A	2025A	2025A	2025A	2025A
China tech					
992 HK 联想集团	83075	18472	22%	64603	78%
1211 HK 比亚迪	117925	72346	61%	45579	39%
1810 HK 小米	67074	44917	67%	22158	33%
3750 HK 宁德时代	62148	43133	69%	19016	31%
700 HK 腾讯	110268	97119	88%	13149	12%
981 HK 中芯国际	9875	8472	86%	1403	14%
9988 HK 阿里巴巴	150151	na	na	na	na
3690 HK 美团	53517	na	na	na	na

资料来源：公司财报，Wind，华泰研究预测

图表2：联想集团公司盈利预测简表

(百万美元)	FY1Q26	FY2Q26	FY3Q26	FY4Q26	FY1Q27E	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
	A	A	A	A	(Huatai)	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)
营业收入	18,830	20,452	22,204	21,588	22,219	83,075	92,688	104,531	117,537
% YoY	21.9%	14.6%	18.1%	27.1%	18.0%	20.3%	11.6%	12.8%	12.4%
营业成本	(16,055)	(17,305)	(18,855)	(18,049)	(18,334)	(70,265)	(78,056)	(87,937)	(98,848)
毛利	2,775	3,147	3,349	3,539	3,885	12,810	14,632	16,594	18,689
销售费用	(955)	(963)	(1,059)	(1,071)	(1,178)	(4,049)	(4,634)	(5,227)	(5,877)
管理费用	(677)	(801)	(729)	(885)	(974)	(3,092)	(3,429)	(3,868)	(4,349)
研发费用	(524)	(581)	(638)	(748)	(823)	(2,490)	(2,781)	(3,136)	(3,526)
营业利润	618	801	923	835	910	2,164	3,788	4,363	4,937
% YoY	25.1%	26.3%	36.9%	152.3%	47.2%	0.0%	75.0%	15.2%	13.2%
税前收益	622	494	818	735	746	2,670	3,603	4,154	4,702
% YoY	98.7%	4.4%	58.2%	312.9%	19.9%	80.3%	34.9%	15.3%	13.2%
所得税	(85)	(114)	(170)	(141)	(140)	(510)	(721)	(831)	(940)
归母净利润	505	340	546	521	606	1,912	2,551	2,942	3,330
% YoY	107.8%	-5.3%	-21.2%	478.9%	20.0%	38.2%	33.4%	15.3%	13.2%
Non-HKFRS 归属股东利润	389	512	589	559	584	2,049	2,736	3,151	3,565
% YoY	23.5%	26.7%	37.0%	101.1%	50.1%	42.2%	33.5%	15.2%	13.1%
Non-HKFRS EPS	0.03	0.04	0.05	0.05	0.05	0.15	0.20	0.23	0.26
% YoY	0.0%	33.3%	25.0%	150.0%	66.7%	36.4%	33.3%	15.0%	13.0%
比率分析									
毛利率	14.7%	15.4%	15.1%	16.4%	17.5%	15.4%	15.8%	15.9%	15.9%
销售费用	5.1%	4.7%	4.8%	5.0%	5.3%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	3.6%	3.9%	3.3%	4.1%	4.4%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
研发费用	2.8%	2.8%	2.9%	3.5%	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
营业利润率	3.3%	3.9%	4.2%	3.9%	4.1%	2.6%	4.1%	4.2%	4.2%
归母净利率	2.7%	1.7%	2.5%	2.4%	2.7%	2.3%	2.8%	2.8%	2.8%
Non-HKFRS 归母净利率	2.1%	2.5%	2.7%	2.6%	2.6%	2.5%	3.0%	3.0%	3.0%

资料来源：公司财报，Wind，华泰研究预测

图表3: 联想集团分部盈利预测

百万美元	FY1Q26	FY2Q26	FY3Q26	FY4Q26	FY1Q27E	FY26	FY27E	FY28E	FY29E
	A	A	A	A	(Huatai)	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)
营业收入	18,830	20,452	22,204	21,588	22,219	83,075	92,688	104,531	117,537
IDG	13,459	15,107	15,755	14,614	13,717	58,935	59,636	64,294	69,316
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
SSG	2,258	2,556	2,652	2,563	2,710	10,028	12,034	13,478	15,095
同比增速	21.9%	14.6%	18.1%	27.1%	18.0%	20.3%	11.6%	12.8%	12.4%
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
IDG	950	1,101	1,153	1,015	961	4,219	4,175	4,565	4,921
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
同比增速	98.7%	4.4%	58.2%	312.9%	19.9%	80.3%	34.9%	15.3%	13.2%
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%
IDG	7.1%	7.3%	7.3%	6.9%	7.0%	7.2%	7.0%	7.1%	7.1%
ISG	-2.0%	-0.8%	-0.2%	3.6%	3.6%	0.4%	4.0%	4.4%	4.8%
SSG	22.2%	22.3%	22.5%	22.4%	20.0%	22.3%	23.0%	23.0%	23.0%

资料来源: 公司财报, Wind, 华泰研究预测

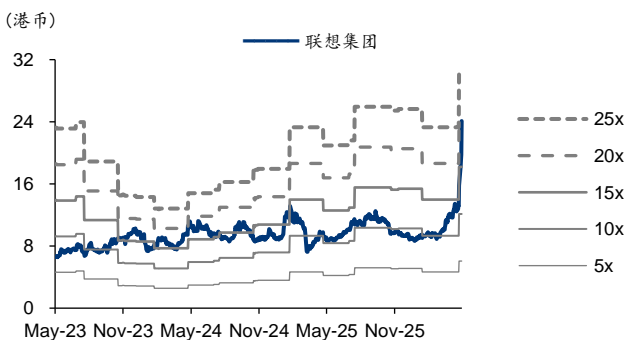
图表4: 可比公司估值表

公司名称	市值 (百万美元)	交易货币	收盘价 (当地货币)	PE		EPS增速	股价变动 (%)			
				2026E	2027E	2026E	30D	180D	1Y	
全球相关标的										
HPQ US	惠普	24,729	USD	27.0	9.0	9.0	0%	29.6	10.9	21.4
DELLUS	戴尔	136,810	USD	420.9	24.7	20.5	20%	101.4	218.7	234.4
2353 TW	宏碁	3,425	TWD	35.2	20.4	19.9	2%	27.5	28.9	33.3
2357 TW	华硕	18,044	TWD	761.0	14.2	13.1	9%	31.0	26.2	38.9
小计					17.1	15.6	16%	83.4	168.1	182.6
992 HK	联想	37,986	USD	24.0	16.6	13.7	21%	105.5	146.4	159.2

注: 美股数据截至 2026/5/30, 非美股数据截至 2026/5/29。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。

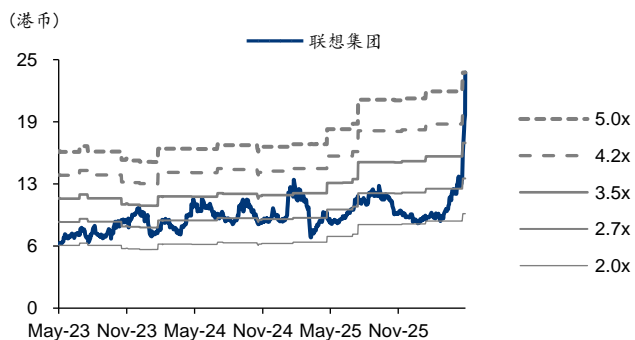
资料来源: Factset, 华泰研究

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	26.49	18.63	13.95	12.11	10.71
PB	6.29	5.00	4.11	3.41	2.85
EV EBITDA	18.68	11.62	9.44	8.09	6.95
股息率 (%)	1.63	1.76	2.35	2.71	3.07
自由现金流收益率 (%)	(1.70)	14.46	4.72	15.88	18.29

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