

26 年 AI 超节点带来新机遇

华泰研究

2026 年 4 月 17 日 | 中国内地

年报点评

通信设备制造

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

31.04

公司 2025 年实现收入 967.48 亿元，同比+22.43%；归母净利润 16.86 亿元，同比+7.19%，归母净利低于我们此前预期（20.40 亿元），主要系公司业务下游景气度有所分化（数据中心业务较好、云业务需求承压），且公司前期收购 H3C 部分股权产生利息支出叠加与 HPE 开曼的金融负债利息影响盈利。公司 4Q25 实现营业收入 194.27 亿元，同比环比分别-4%/-35%，归母净利润 2.82 亿元，同比环比分别+3166%/-22%。我们看好国内智算持续建设叠加超节点即将放量的背景下，公司作为国内以太网交换机及 AI 服务器龙头企业有望持续受益。维持“增持”评级。

国内政企业务增长显著，海外自主品牌及渠道拓展成效显著

分业务来看，ICT 基础设施方面，2025 年新华三实现收入 759.81 亿元，同比+37.96%，其中：1) 国内政企业务收入同比+48.84%至 658.46 亿元，主要系互联网 AI 算力建设需求强劲，公司 AI 服务器及数据中心交换机快速上量；2) 国内其他业务（包括运营商业务）收入 55.15 亿元，同比下降 30.4%，主要系运营商资本开支有所收紧；3) 国际业务同比增长 58.45%至 46.20 亿元，公司持续进行海外地域+品类扩张，突破战略客户，成功与西班牙电信等展开合作，并与领先的电信运营商达成战略合作。

收入结构变化致盈利能力承压，拟继续完成新华三剩余股权收购

公司 2025 年综合毛利率为 14.59%，同比下降 2.80pct，主要系低毛利的 AI 服务器、白盒交换机等硬件产品收入占比大幅提升，结构性拉低了整体毛利率水平。费用整体控制良好，公司 2025 年销售费率/管理费/研发费率分别为 4.19%/1.20%/5.12%，同比分别变动-1.06/-0.09/-1.34pct。公司与 HPE 开曼的期权远期安排作为金融负债产生对应利息，2025 年对应损益影响为-1.48 亿元，该事件自 26 年开始不再影响公司损益。截至报告披露日，公司已发布定增报告，紫光国际合计收购 HPE 开曼持有的新华三 6.98% 股权的交易事项尚未完成交割工作，交易完成后，紫光国际对新华三的持股比例将从 81%提升至 87.98%。

展望：全面国产化大势所趋，公司作为综合 ICT 服务商或受益

我们看好在海外 GPU 供应存在不确定性、国产 GPU 在性能、量产上有所突破的背景下，2026 年或进入国产芯片加速放量阶段，公司作为 ICT 全栈设备商有望受益：1) 服务器及机柜方面，公司 UniPoD S80000 超节点已在多个大型项目的集群部署落地，现全面展开下一代千卡级以上更大规模的超节点研发，公司有望凭借先期积累帮助国产 GPU 厂商实现未来 Scale-up 互联；2) 交换机方面，公司发布基于国产关键芯片与核心元器件的 800G 国芯智算交换机 H3C S9825-8C-G，整机国产化率超过 95%，并通过工信部进网测试，已形成系列化的国产交换机产品矩阵。

盈利预测与估值

我们看好公司保持国内 ICT 设备领域领先地位，26 年超节点需求起量或为公司带来新的增长机遇。考虑到毛利率短期承压且债务影响或持续，我们预计公司 26-28 年归母净利润为 25.56/32.17/39.50 亿元（前值：27.19/32.81/- 亿元，调整幅度-6%/-2%/-），预计 26 年网络设备/服务器及存储/软件及系统集成/云计算/IT 分销板块分别贡献净利润 15.01/7.37/0.38/0.23/2.58 亿元，分别给予 26 年 PE 43/23/23/44/21 倍，对应公司目标市值 887.85 亿元，目标价 31.04 元（前值：29.80 元，基于分部估值后的 31.35x PE），维持“增持”评级。

风险提示：新业务拓展不及预期，政企投资不及预期，行业竞争加剧。

王兴

SAC No. S0570523070003
SFC No. BUC499

研究员

wangxing@htsc.com
+(86) 21 3847 6737

唐攀尧*

SAC No. S0570526040003

研究员

tangpanyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

王珂

SAC No. S0570524080005
SFC No. BWA966

研究员

wangke020520@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

高名彦

SAC No. S0570523080006
SFC No. BUP971

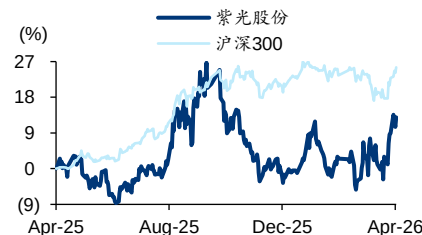
研究员

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

基本数据

收盘价(人民币 截至 4 月 16 日)	28.09
市值(人民币百万)	80,340
6 个月平均日成交额(人民币百万)	1,782
52 周价格范围(人民币)	22.71-31.51

股价走势图



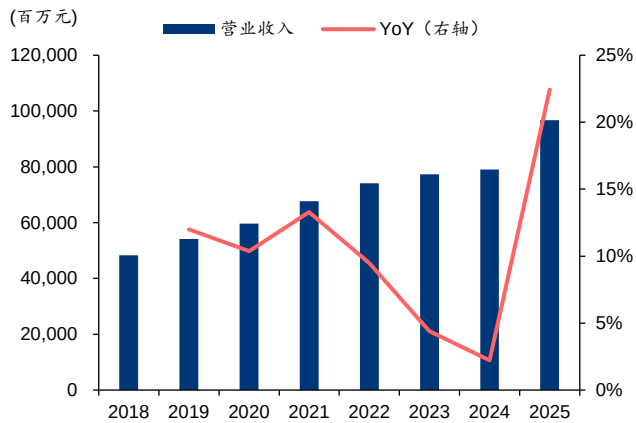
资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	96,748	119,761	147,100	177,829
+/-%	22.43	23.79	22.83	20.89
归属母公司净利润(百万)	1,686	2,556	3,217	3,950
+/-%	7.19	51.67	25.83	22.80
EPS(最新摊薄)	0.59	0.89	1.12	1.38
ROE(%)	12.42	14.81	15.53	16.13
PE(倍)	47.66	31.43	24.98	20.34
PB(倍)	5.45	4.69	3.99	3.36
EV EBITDA(倍)	24.03	19.32	16.08	12.97
股息率(%)	0.23	0.25	0.24	0.24

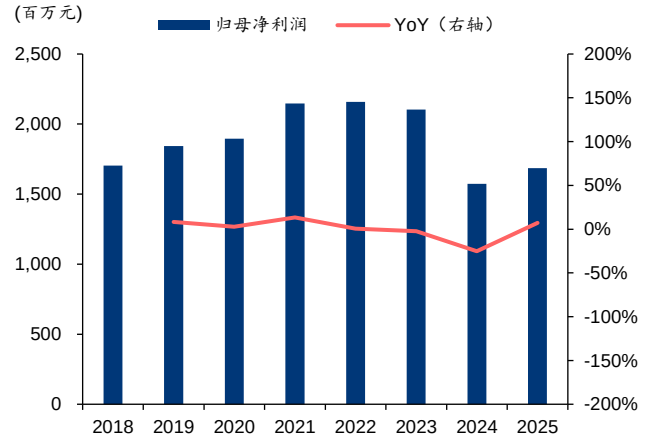
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1：公司营业收入及同比增速



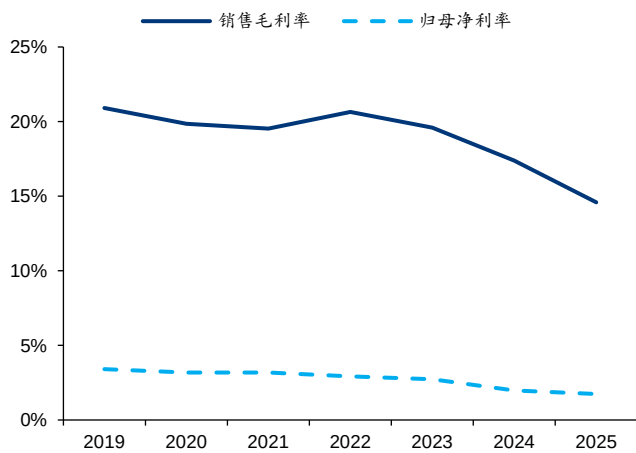
资料来源：公司财报，华泰研究

图表2：公司归母净利润及同比增速



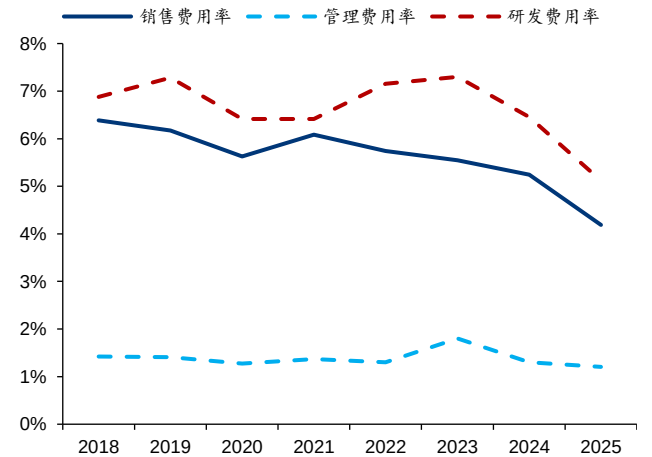
资料来源：公司财报，华泰研究

图表3：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司财报，华泰研究

图表4：公司费用率情况



资料来源：公司财报，华泰研究

估值方法

估值分析上，为了更好的反映公司各部分业务的价值，我们采用分部估值法（SOTP 估值法）。板块拆分及对标公司如下所示：

1、网络设备板块主要包括：交换机产品、路由器产品以及 WLAN 产品。公司数据中心交换机有望受益互联网厂商 AI 数据中心建设而持续增长，但互联网客户议价能力较强，行业竞争加剧或影响毛利率，我们综合预期 2026 年板块贡献归母净利润为 15.01 亿元（前值：17.25 亿元，下调 13%）。可比公司（中兴通讯、锐捷网络、星网锐捷）2026 年 Wind 一致预期 PE 均值为 31x（前值：26x），我们认为公司是国内网络设备领域领导企业，在交换机、路由器以及 WLAN 等市场份额皆位居行业前两位，高于可比公司；此外公司基于领先的技术优势、全栈式产品布局，以及持续推进自研芯片量产，有望进一步开拓高端市场，以提升市场份额。考虑到 26 年开始国产超节点起量后，公司有望凭借“计算+网络”全面布局迅速占据先发优势，网络设备有望进一步外拓至 Scale-up 领域，因此我们给予公司该部分业务 2026 年 PE 43x（前值：36x），对应目标市值 645.30 亿元（前值：620.99 亿元）。

2、服务器及存储器板块主要包括：服务器、存储器等产品，由于互联网客户 AI 智算需求迅速起量，且 26 年超节点放量下有望为整机柜厂商带来利润增长的机遇，我们预计该板块未来保持高增长，我们综合考虑后预计 2026 年板块贡献归母净利润为 7.37 亿元（前值：6.44 亿元，上调 14%）。可比公司（浪潮信息、华勤技术、中兴通讯）2026 年 Wind 一致预期 PE 均值为 23x（前值：23x），给予公司 2026 年该项业务 PE 23x（前值：23x），对应目标市值 169.57 亿元（前值：148.20 亿元）。

3、软件及系统集成业务：由于公司政企软件业务下游需求有所承压，我们预计 2026 年板块贡献归母净利润预期至 0.38 亿元（前值：0.57 亿元，下调 33%）。可比公司（太极股份、新点软件、博思软件）2026 年 Wind 一致预期 PE 均值为 31x（前值：31x），考虑到公司该部分业务盈利水平较可比公司有一定差距，我们给予公司该部分业务 2026 年 PE 23x（前值：23x），对应目标市值 8.67 亿元（前值：13.15 亿元）。

4、云计算、大数据及网络安全业务：由于公司云计算业务面向 G 端提供政务云等产品，25 年来看需求整体承压，我们综合考虑后预计 2026 年板块贡献归母净利润为 0.23 亿元（前值：0.30 亿元，下调 23%）。可比公司（启明星辰、深信服、天融信、绿盟科技、锐捷网络）2026 年 Wind 一致预期 PE 均值为 59x（前值：66x），我们认为公司云计算业务有望把握国内政务云市场发展机遇；但考虑到公司云计算 IaaS 业务仍在投入期，尚未实现盈利，给予公司该项业务 2026 年 PE 44x（前值：50x），对应目标市值为 10.21 亿元（前值：14.93 亿元）。

5、IT 分销板块：我们预计 2026 年板块贡献归母净利润为 2.58 亿元（前值：2.62 亿元，下调 2%）。可比公司（神州数码）2026 年 Wind 一致预期 PE 均值为 21x（前值：21x）。参考可比公司估值水平，考虑到新华三算网业务发展也将相应给公司 IT 分销业务带来增量需求，我们给予公司 2026 年该项业务 PE 估值 21x（前值：21x），对应目标市值为 54.10 亿元（前值：55.10 亿元）。

综上，由于互联网资本开支或维持高景气，公司 AI 服务器及数据中心交换机等 ICT 设备业务收入有望持续高增，我们预计公司 26-28 年收入预期至 1197.61/1471.00/1778.29 亿元（调整幅度分别为 2%/11%/-）。考虑到智算服务器及数据中心交换机行业下游集中度高，客户议价能力较强，行业毛利率或承压，我们下调公司综合毛利率预期，收购 H3C 剩余部分股权所需贷款利息仍对公司利润产生一定影响，因此调整公司 26-28 年归母净利润预期至 25.56/32.17/39.50 亿元（前值：27.19/32.81/-亿元，调整幅度-6%/-2%/-），基于 SOTP 估值法，给予公司目标市值 887.85 亿元，目标价为 31.04 元（前值：29.80 元），对应 26 年 PE 34.73x（前值：31.35x），维持“增持”评级。

图表5：可比公司估值表（截至 2026 年 4 月 16 日）

				EPS（Wind 一致预期，元）			PE(x)		
网络设备	可比公司	当前市值(亿元)	最新股价(元)	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
000063 CH	中兴通讯	1580.84	35.40	1.17	1.63	1.94	30.14	21.66	18.28
301165 CH	锐捷网络	760.06	95.55	0.88	1.82	2.42	109.15	52.55	39.41
002396 CH	星网锐捷	170.38	29.09	0.70	1.51	2.11	41.67	19.22	13.82
						均值	60.32	31.14	23.83
服务器及存储器	可比公司	当前市值(亿元)	最新股价(元)	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
000977 CH	浪潮信息	1002.68	68.28	1.64	2.39	3.24	41.56	28.56	21.10
603019 CH	华勤技术	991.05	97.57	3.99	5.06	6.36	24.44	19.28	15.34
000063 CH	中兴通讯	1580.84	35.40	1.17	1.63	1.94	30.14	21.66	18.28
						均值	32.05	23.17	18.24
软件及系统集成	可比公司	当前市值(亿元)	最新股价(元)	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
002368 CH	太极股份	130.94	21.01	0.45	0.61	0.78	46.54	34.51	26.98
300075 CH	新点软件	72.74	22.59	0.52	0.59	0.54	43.28	37.99	42.19
300525 CH	博思软件	79.56	10.49	0.43	0.50	0.57	24.63	20.94	18.37
						均值	38.15	31.15	29.18
云计算、大数据、网安	可比公司	当前市值(亿元)	最新股价(元)	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
002439 CH	启明星辰	179.53	14.82	-0.47	0.01	0.10	-31.37	2087.32	152.31
300454 CH	深信服	488.27	113.14	0.91	1.33	1.74	124.31	85.14	65.16
688561 CH	天融信	89.05	7.55	0.13	0.19	0.24	58.98	40.33	31.19
300369 CH	绿盟科技	67.20	8.29	-0.22	-0.04	0.28	-37.99	-209.87	29.11
301165 CH	锐捷网络	760.06	95.55	0.88	1.82	2.42	109.15	52.55	39.41
						均值	97.48	59.34	63.43
分销业务	可比公司	当前市值(亿元)	最新股价(元)	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
000034 CH	神州数码	260.49	35.93	0.72	1.70	2.04	49.81	21.09	17.61
						均值	49.81	21.09	17.61

注：可比公司盈利预测基于 Wind 一致预期，可比公司估值均值不计入负债

资料来源：Wind，华泰研究

图表6：分部估值表（截至 2026 年 4 月 16 日）

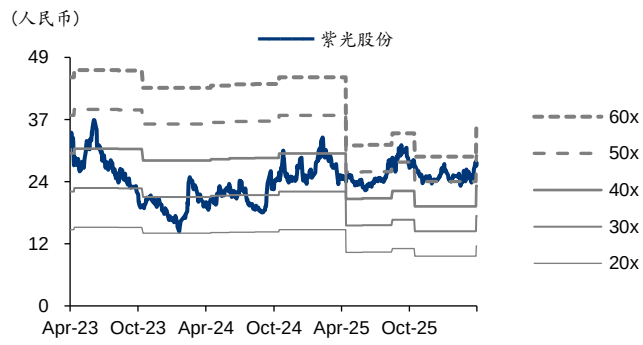
业务板块名称	26 年归母净利润贡献 (亿元)	可比公司 26 年 PE 均值 (x)	给予相关业务 26 年目标 PE(x)	相关业务对应市值 (亿元, 26E)
网络设备	15.01	31.14	43.00	645.30
服务器及存储	7.37	23.17	23.00	169.57
云计算、大数据、网安板块	0.23	59.34	44.00	10.21
软件及系统集成	0.38	31.15	23.00	8.67
IT 分销及其他	2.58	21.09	21.00	54.10
			目标市值 (亿元)	887.85

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

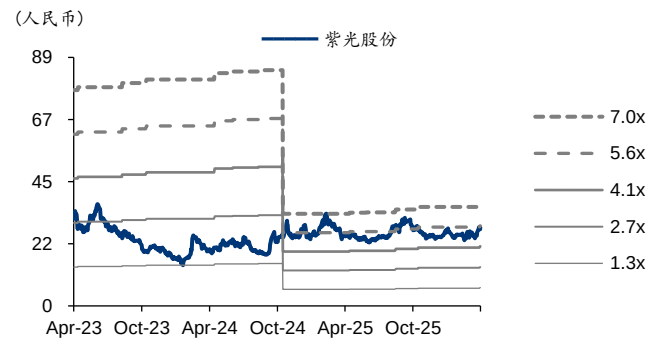
- 1) 新业务不及预期：**我们看好公司抓住 AI 以太网、全栈智算契机，当以上新业务发展受到产品导入进度、项目中标进度的影响，或份额不及预期时，将减损公司收入增量。
- 2) 政企投资不及预期：**由于国内政企业务是子公司新华三营收的重要来源，受到政策及宏观环境影响，若政企投资持续受挫，或影响该部分收入增速，进而影响公司短期业绩；
- 3) 行业竞争加剧：**由于互联网公司对交换机需求的改变，公司积极投入低毛利率的白盒交换机市场，且 AI 服务器由于上游 GPU 厂商与下游客户均有较强议价权，毛利率压力较大，若行业竞争加剧，公司产品或被动性折价，进而影响产品整体毛利率及公司业绩。

图表7：紫光股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表8：紫光股份 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	65,130	72,199	80,399	93,246	108,464
现金	7,534	8,945	8,383	10,297	12,448
应收账款	13,832	12,663	19,274	17,967	25,942
其他应收账款	659.04	288.58	884.44	556.36	1,185
预付账款	1,683	2,418	2,658	3,577	3,961
存货	36,847	43,568	43,845	55,656	58,588
其他流动资产	4,576	4,317	5,355	5,193	6,339
非流动资产	23,684	24,124	24,237	24,265	24,400
长期投资	176.96	268.16	292.49	329.78	376.36
固定投资	1,086	982.15	1,118	1,191	1,289
无形资产	4,022	3,924	3,796	3,681	3,607
其他非流动资产	18,398	18,950	19,030	19,064	19,127
资产总计	88,814	96,323	104,636	117,511	132,863
流动负债	59,015	66,187	73,704	85,132	98,159
短期借款	5,064	7,934	15,103	18,567	13,675
应付账款	16,121	16,423	21,618	22,895	33,188
其他流动负债	37,830	41,831	36,983	43,670	51,296
非流动负债	13,684	12,653	10,627	8,577	6,554
长期借款	11,009	10,218	8,192	6,142	4,120
其他非流动负债	2,676	2,435	2,435	2,435	2,435
负债合计	72,699	78,840	84,331	93,709	104,714
少数股东权益	2,782	2,737	3,188	3,669	4,259
股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
资本公积	15.68	15.68	15.68	15.68	15.68
留存公积	10,457	11,874	14,553	17,745	21,726
归属母公司股东权益	13,332	14,747	17,117	20,134	23,891
负债和股东权益	88,814	96,323	104,636	117,511	132,863

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	2,441	3,487	7,151	2,891	11,529
净利润	1,982	2,171	3,008	3,697	4,540
折旧摊销	913.38	903.71	1,095	1,260	1,243
财务费用	954.29	1,053	830.69	888.41	900.84
投资损失	(35.34)	18.15	(16.54)	(5.03)	(7.07)
营运资金变动	(1,852)	(1,378)	1,986	(3,263)	4,491
其他经营现金	477.71	719.16	248.95	312.58	360.23
投资活动现金	(358.31)	(529.64)	(1,201)	(1,302)	(1,375)
资本支出	(533.51)	(613.13)	(651.88)	(695.44)	(740.84)
长期投资	74.99	(61.46)	(24.32)	(37.29)	(46.58)
其他投资现金	100.21	144.95	(524.74)	(568.83)	(587.87)
筹资活动现金	(9,286)	(1,649)	(6,512)	324.75	(8,002)
短期借款	(1,218)	2,869	7,170	3,464	(4,892)
长期借款	5,923	(790.55)	(2,026)	(2,050)	(2,022)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(17,819)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	3,828	(3,728)	(11,656)	(1,089)	(1,088)
现金净增加额	(7,203)	1,258	(561.21)	1,914	2,151

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	79,024	96,748	119,761	147,100	177,829
营业成本	65,282	82,632	102,711	126,863	154,229
营业税金及附加	269.67	300.66	423.59	504.24	599.50
营业费用	4,144	4,052	4,551	5,148	5,691
管理费用	1,027	1,166	1,317	1,471	1,778
财务费用	954.29	1,053	830.69	888.41	900.84
资产减值损失	(866.35)	(647.58)	(958.09)	(1,177)	(1,423)
公允价值变动收益	101.43	(158.76)	(26.31)	(39.70)	(30.83)
投资净收益	35.34	(18.15)	16.54	5.03	7.07
营业利润	2,169	2,302	3,350	4,280	5,274
营业外收入	85.98	118.94	90.81	96.22	97.99
营业外支出	27.87	46.70	22.65	25.93	30.79
利润总额	2,227	2,375	3,418	4,350	5,342
所得税	244.68	203.46	410.12	652.48	801.24
净利润	1,982	2,171	3,008	3,697	4,540
少数股东损益	409.84	485.56	451.14	480.66	590.24
归属母公司净利润	1,572	1,686	2,556	3,217	3,950
EBITDA	3,698	4,387	5,224	6,278	7,130
EPS (人民币，基本)	0.55	0.59	0.89	1.12	1.38

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	2.22	22.43	23.79	22.83	20.89
营业利润	(41.03)	6.15	45.49	27.77	23.25
归属母公司净利润	(25.23)	7.19	51.67	25.83	22.80
获利能力 (%)					
毛利率	17.39	14.59	14.24	13.76	13.27
净利率	2.51	2.24	2.51	2.51	2.55
ROE	12.30	12.42	14.81	15.53	16.13
ROIC	5.48	7.10	8.14	9.42	10.90
偿债能力					
资产负债率 (%)	81.86	81.85	80.59	79.74	78.81
净负债比率 (%)	140.46	128.58	86.42	71.62	28.37
流动比率	1.10	1.09	1.09	1.10	1.10
速动比率	0.42	0.36	0.43	0.37	0.45
营运能力					
总资产周转率	0.90	1.05	1.19	1.32	1.42
应收账款周转率	5.66	7.30	7.50	7.90	8.10
应付账款周转率	4.63	5.08	5.40	5.70	5.50
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.59	0.89	1.12	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	1.22	2.50	1.01	4.03
每股净资产(最新摊薄)	4.66	5.16	5.98	7.04	8.35
估值比率					
PE (倍)	51.09	47.66	31.43	24.98	20.34
PB (倍)	6.03	5.45	4.69	3.99	3.36
EV EBITDA (倍)	28.55	24.03	19.32	16.08	12.97

免责声明

分析师声明

本人，王兴、唐攀尧、王珂、高名焱，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。
- 紫光股份（000938 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 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

- 分析师王兴、唐攀尧、王珂、高名焱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。
- 紫光股份（000938 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 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