

AI 硬件：从涨价到扩产的周期拐点

华泰研究

2026 年 7 月 22 日 | 中国内地

动态点评

科技

增持（维持）

黄乐平, PhD

SAC No. S0570521050001
SFC No. AUZ066研究员
leping.huang@htsc.com
+(852) 3658 6000

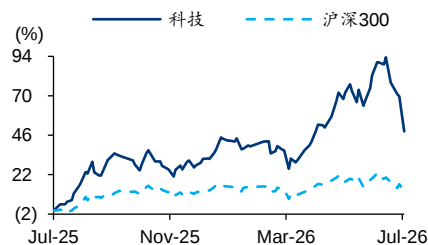
陈旭东

SAC No. S0570521070004
SFC No. BPH392研究员
chenxudong@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

于可熠

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

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

7月7日，三星率先披露二季度业绩预告，营业利润高达89.4万亿韩元，有望超越英伟达成为全球当季营业利润最高的硬件公司。随后，台积电与ASML等产业链核心企业也相继披露了稳健的季度业绩，并分别上调了2026年资本开支预期及远期光刻机产能指引。尽管基本面维持韧性，但近期全球主要科技硬件指数出现一定幅度的回调，引发市场对“AI硬件资本支出周期是否接近峰值”的讨论。结合对历史周期（2000年、2016-2018年及2020-2022年）的复盘，我们认为：1）当前AI算力底层受Token消耗量强劲增长的真实支撑，这与2000年有所不同；2）当前行业的驱动力正经历由“涨价驱动”向“扩产驱动”的结构性过渡，其本质是产业链内部利润的重新分配，而非整体产业逻辑的逆转。综合考量基本面可见度与风险收益比，我们建议在拥抱盈利可见度较高的板块（设备）的同时，左侧关注终端修复空间。板块排序如下：设备>终端>代工>设计>存储。

从涨价到扩产：行业出现拐点信号

近期的企业财报指引，我们观察到行业正处于由“单价上升”向“产能扩张”过渡的关键节点。1）产品定价方面，据Trendforce统计，DRAM合约价在2Q26环比涨幅达58%-63%，但进入3Q以来涨幅已显示边际放缓迹象。我们预计三星2Q26毛利率或达到70%，利润率进一步扩张的斜率或将趋缓。2）资本开支方面，台积电将2026年资本开支预期上调至600-640亿美元，其26年资本开支增速（同比+55%）五年来首次超越收入增速（同比+40%）；同时韩国也宣布了合计1.3万亿美元的长期投资规划，显示行业正式进入产能大规模建设初期。3）设备供给方面，ASML给出的2028年low-NA EUV产能指引是2025年出货量的2.5倍，表明产业链的产能瓶颈正在逐步缓解，行业有望稳步迈入供给扩张期。

历史复盘与量化回测：周期见顶后的板块轮动规律

我们以美光为基准，复盘了前两轮周期下行期（同一时间窗口），美光过去两轮周期股价见顶后半年均面临约45%左右的回撤。各环节表现如下：1）代工（台积电）第一轮较为抗跌（跑赢美光约43pct），第二轮受去库存拖累亦出现接近50%左右的回调，相对跑赢4pct；2）终端（苹果）受益于成本边际改善，两轮均跑赢美光超20pct；芯片设计第一轮跑赢约20pct，第二轮与美光相当；四大设备厂商（AMAT、泛林、KLA、ASML）历史上虽伴随存储回调（股价分别下调超过20%/30%），但仍有相对超额。我们认为，本轮设备板块不同于过去消费电子驱动下产能过剩，AI Token消耗与先进制程/HBM缺口使得晶圆厂Capex能见度更高、扩产周期更长，设备板块有望走出独立超额行情。板块配置排序：设备>终端>代工>设计>存储。

投资建议：关注盈利可见度较高的板块，左侧关注终端修复空间

基于上述周期演进与利润重配逻辑，我们建议在投资组合上适度调整策略，关注盈利可见度与结构性修复，按照“设备>终端>代工>设计>存储”的顺序优化配置。1）**设备与代工（建议超配）**：半导体设备等作为受扩产驱动的板块，受益于资本开支周期的能见度提升，或具备一定的业绩超预期空间；同时，具备先进工艺壁垒的代工核心资产亦展现出稳健的基本面。2）**终端与设计（适度增配）**：消费电子终端等前期受制于零部件成本压力的板块，随着上游核心元器件涨势趋缓，其盈利预期和估值或将逐步迎来修复，有望为左侧布局提供较为合理的风险收益比。

风险提示：AI进展不及预期；半导体周期下行风险；贸易及关税不确定性和地缘政治风险；汇率与宏观风险。研报涉及的未上市/未覆盖个股，系客观信息整理，不代表团队对该公司推荐/覆盖。

图表1：近年来个股自身周期顶端：最大涨幅（谷底→峰顶）与最大回撤（峰顶→谷底）

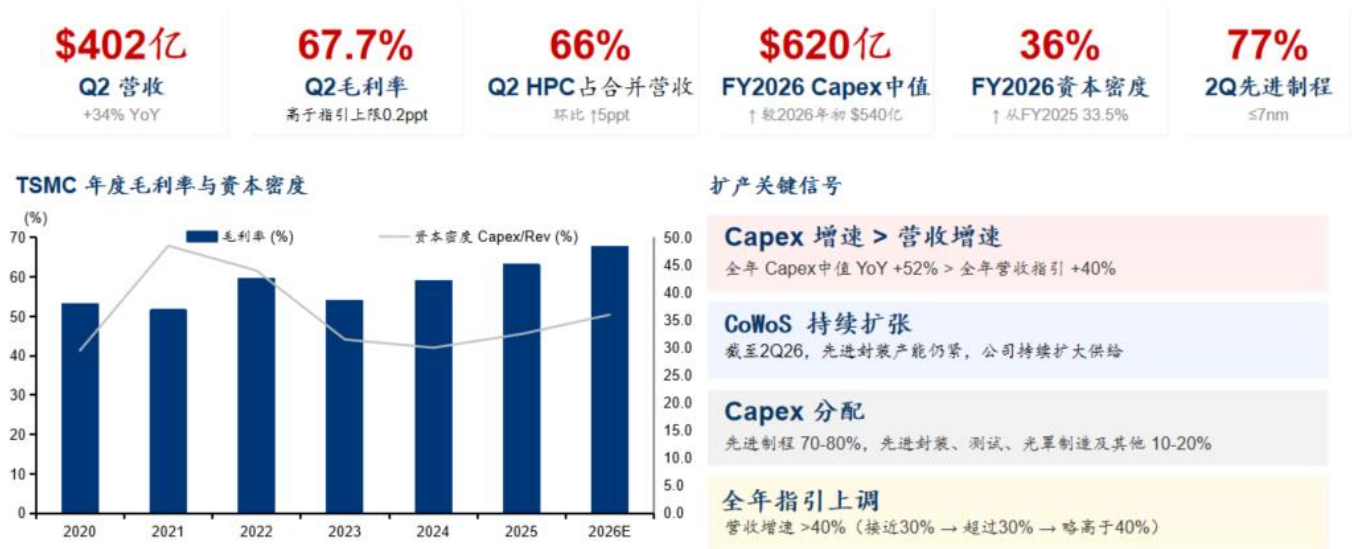
标的	板块	谷底价	谷底日	峰顶价	峰顶日	上行最大涨幅	下行谷底价	下行谷底日	下行最大回撤
2016-2018年复盘									
美光	存储	10.21	2016-03-31	56.16	2018-05-31	450.0%	30.94	2018-12-31	-44.9%
ASML	设备	81.64	2016-02-29	197.84	2018-07-31	142.3%	143.87	2018-12-31	-27.3%
KLA	设备	5.59	2016-01-29	10.48	2018-07-31	87.5%	8.11	2018-12-31	-22.6%
应用材料	设备	15.67	2016-01-29	52.55	2018-02-28	235.4%	30.26	2018-10-31	-42.4%
泛林	设备	6.22	2016-01-29	18.53	2017-10-31	197.9%	12.39	2018-12-31	-33.1%
台积电	代工	17.77	2016-01-29	38.45	2018-09-28	116.4%	32.14	2018-12-31	-16.4%
英伟达	设计	0.71	2016-01-29	6.95	2018-09-28	878.9%	3.31	2018-12-31	-52.4%
高通	设计	33.86	2016-01-29	59.56	2018-09-28	75.9%	41.39	2019-01-31	-30.5%
苹果	品牌	21.21	2016-04-29	53.82	2018-08-31	153.7%	37.43	2018-12-31	-30.5%
2019-2021年复盘									
美光	存储	31.80	2019-05-31	91.06	2021-12-31	186.4%	49.14	2022-09-30	-46.0%
ASML	设备	161.81	2019-01-31	790.48	2021-08-31	388.5%	401.26	2022-09-30	-49.2%
KLA	设备	9.47	2019-05-31	41.12	2021-12-31	334.2%	29.21	2022-09-30	-29.0%
应用材料	设备	35.67	2019-02-28	151.39	2021-12-31	324.4%	79.36	2022-09-30	-47.6%
泛林	设备	15.44	2019-01-31	68.59	2021-12-31	344.2%	35.27	2022-09-30	-48.6%
台积电	代工	32.76	2019-01-31	116.10	2021-02-26	254.4%	58.25	2022-10-31	-49.8%
英伟达	设计	3.36	2019-05-31	32.57	2021-11-30	869.3%	12.11	2022-09-30	-62.8%
高通	设计	41.39	2019-01-31	165.55	2021-12-31	300.0%	101.67	2022-12-30	-38.6%
苹果	品牌	39.49	2019-01-31	173.60	2021-12-31	339.6%	127.76	2022-12-30	-26.4%

注：收盘价单位为美元；谷底价为上起点低点（算最大涨幅），下行谷底价则为峰顶后回落的低点（算最大回撤），二者分处峰顶两侧、时点不同。

资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表2：台积电 Q2：业绩创纪录，Capex 大幅上调至\$600-640 亿

台积电 Q2：营收达指引上限，2026资本开支上调至600-640亿美元



核心判断：台积电正式从“涨价驱动”进入“扩产驱动”，Capex 增速超营收增速是周期阶段转变的标志性事件

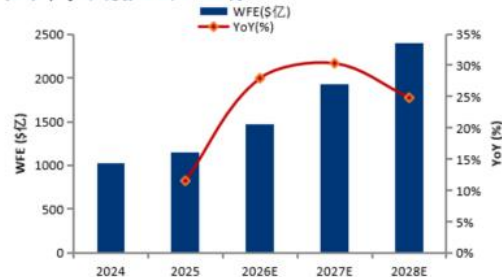
资料来源：台积电财报、华泰研究

图表3：半导体设备：2026E WFE 市场规模 yoy+23%，设备商全面上调指引

半导体设备：

SEMI 预计2026年全球WFE销售额达1,439亿美元（yoy+23%），多家设备商上调指引

全球半导体设备WFE收入规模



2026 WFE 驱动力拆分 (SEMI)

Foundry/Logic

\$780亿 (+19%)

DRAM

\$388亿 (+39%)

NAND

\$139亿 (+31%)

测试

\$153亿 (+31%)

ASML 关键数据

截至2025年末在手订单

€ 388亿

Low-NA EUV产能

2027+30%
2028再+30%

2026中国占净系统销售额

14% (↓)

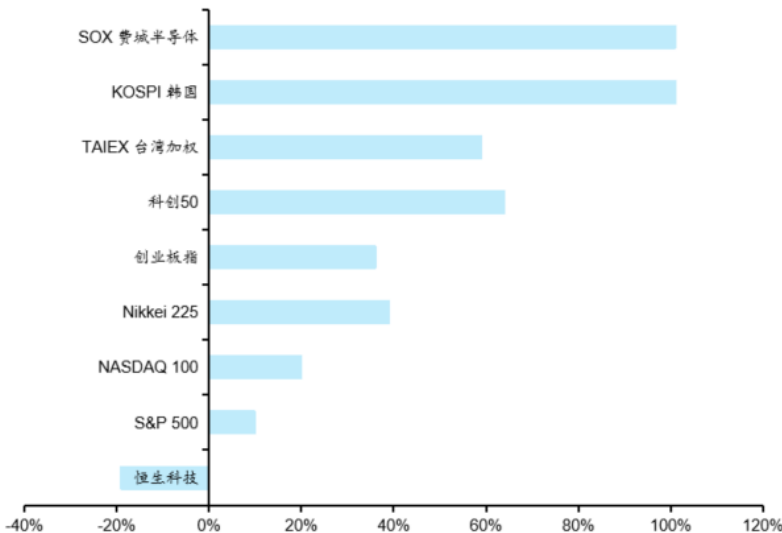
指引上调

财年年内第二次

资料来源：SEMI、各公司财报，Bloomberg，华泰研究

图表4：2026H1 全球科技指数表现：半导体板块相对跑赢

2026H1 全球科技指数表现：半导体板块相对跑赢



核心观察

1. 半导体主导全球市场

SOX与KOSPI均上涨约101%，远超 S&P 500 (+10%)。韩国 (+101%)、台湾 (+59%) 受益于存储/代工龙头。

2. A股科创板弹性较大

科创50 +64%，半导体设备/材料板块+151%。国产替代逻辑叠加AI周期，创造了全球强势的主题性行情。

3. 港股互联网逆势下跌

恒生科技 -19%，腾讯/阿里/小米均大幅回调。AI受益尚未体现在互联网公司的利润表中。

4. 日本市场表现强劲

Nikkei +39%。东京电子、Advantest 受益于设备出口与 AI 需求双轮驱动。

注：数据截至2026年7月19日

资料来源：iFind，华泰研究

图表5：2016-18 存储超级周期：涨价→扩产→产能过剩

2016-18 存储超级周期：涨价→扩产→产能过剩

涨价阶段（2016H2-3Q18）

DRAM ASP 2016年8月\$2.56→2018年8月\$6.79 +165%（24个月）

Micron 营业利润率 FY2016 1.4%→FY2018 +4,790bp

SK Hynix 利润率 3Q18达到56.7% Q3 2018 峰值

Micron 股价 2016年5月约\$10→2018年5月约\$63 +530%

扩产与下行（2018H2-2019）

存储Capex 2018E全球存储资本开支约\$540亿 占全球半导体资本开支约53%

DRAM价格下跌 2018年8月\$6.79→2019年12月\$3.04 -55%（16个月）

Micron股价 2018年5月约\$63→2018年12月约\$29 -54%（7个月）

SK Hynix利润率 FY2018 52%→FY2019 10% -4,200bp

2016-2019 存储超级周期 关键时间节点（NASDAQ vs SOX）



关键发现：存储股价峰值（2018.5）
领先DRAM价格峰值（2018.8）约3个月。
扩产信号→过剩约12-18个月。

12

资料来源：iFind，华泰研究

图表6：2016-18 疫情周期：需求带动产能扩张

2020-22 疫情周期：需求增长→产能扩张→供过于求

需求增长（2020H2-2021）

PC出货Q1 2021 +55.2%（历史记录）

TSMC利用率~100%

TSMC Capex: \$17B→\$30B→\$36B

TSM股价+150%

扩产高峰（2021H2-2022H1）

Intel IDM 2.0 + Ohio \$200亿新厂

三星Taylor TX \$170亿

设备商营收全面高增

需求减弱（2022H2-2023）

PC出货Q4 2022 -28.5%（史上最大跌幅）

Micron FY2023亏损\$58亿

三星半导体2023亏\$115亿

2020-2022疫情周期：NASDAQ vs SOX



关键发现：DRAM现货价领先SOX指数峰值6-9个月。设备商ASML凭404亿在手订单，2023年营收逆势+30%。

各板块股价轮动时序统计

环节	代表公司	峰值时间	从峰值到谷底回调幅度
存储	Micron	2022.1	-50%
芯片设计	NVDA / AMD	2021.11	-69% / -65%
代工	TSMC	2022.1	-59%
设备	ASML	2021.11	-59%（营收+30%）
SOX指数	——	2022.1	-45%

资料来源：iFind，华泰研究

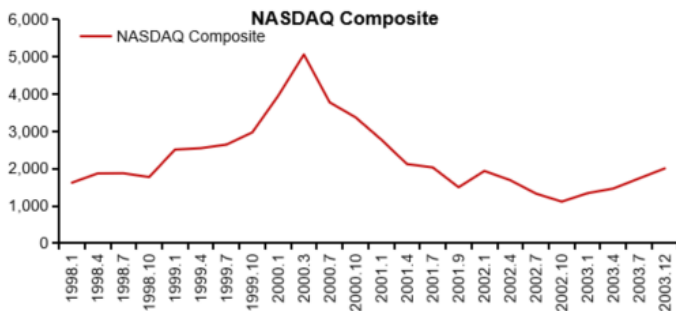
图表7：2000年前后的光纤泡沫：从高估值到破灭的全过程

2000 年前后光纤泡沫：从高估值到破灭的全过程

关键时间线

1999	2000.3	2000.7	2001	2002
光纤短缺，JDSU市值达\$1,300亿	JDSU股价\$153（峰值）	JDSU宣布\$410亿收购SDL	需求快速减退 JDSU亏损\$506亿	JDSU跌至\$2（-99%） 仅2.7-5%光纤被点亮

2000年前后互联网、光纤泡沫



核心公司市值回调

公司	峰值市值	跌幅	营收变化
JDS Uniphase	\$1,300-1,810 亿	-99%	\$32亿→\$6.8亿（-79%）
Corning	\$1,150 亿	-99%	\$71亿→\$31亿（-56%）
Nortel	C\$3,980 亿	-98.7%	\$279亿→\$106亿（-62%）
Lucent	\$2,580 亿	-99%	\$289亿→\$123亿（-57%）

教训：美国电信行业在1996年后约五年内累计投资超过5,000亿美元（多为债务融资），仅约2.7%光纤被点亮。约2万亿美元电信行业市值蒸发。

资料来源：iFind，华泰研究

图表8：产业链相关公司估值表

代码	公司名称	市值 (百万美元)	收盘价	P/E		P/B		EPS增速 2026E	股价变动			
				2026E	2027E	2026E	2027E		1W	30D	YTD	
设备												
ASML US	ASML	682,491	1747.6	40.6	29.8	22.9	16.7	+46%	-2.8%	-6.4%	63.4%	
6857 JP	Advantest	123,964	27505.0	38.7	30.4	17.6	12.7	+38%	-7.8%	-8.5%	40.1%	
KLAC US	KLA	277,910	212.8	57.3	40.9	47.8	37.0	+11%	-8.1%	-10.9%	75.1%	
LRCX US	Lam research	391,804	313.3	55.1	38.9	34.3	22.8	+37%	-10.6%	-16.3%	83.0%	
6146 JP	Disco	43,269	64780.0	38.6	31.9	10.1	8.4	+34%	-10.7%	-22.6%	34.5%	
8035 JP	Tokyo Electron (东京电子)	187,599	65100.0	40.5	30.2	12.1	10.0	+28%	-10.8%	-10.4%	89.7%	
AMAT US	AMAT	420,529	529.7	43.2	31.4	15.8	12.7	+30%	-12.1%	-10.7%	106.1%	
小计 / 中位数		2,127,566		40.6	31.4	17.6	12.7	34.2	-7.9%	-10.5%	+77.3%	
终端												
1810 HK	小米集团-W	83,415	26.9	22.7	17.0	2.3	2.0	-27%	7.5%	4.8%	-31.6%	
AAPL US	Apple	4,901,758	333.7	38.1	34.5	44.9	32.0	+17%	5.8%	12.8%	22.8%	
992 HK	联想	33,890	21.4	13.7	11.2	3.5	2.9	+28%	-12.5%	-13.9%	131.3%	
小计 / 中位数		5,019,063		22.7	17.0	3.5	2.9	17.4	+5.7%	+12.5%	+22.6%	
设计												
NVDA US	Nvidia	4,908,002	202.8	22.6	15.9	16.1	9.6	+88%	-3.9%	-0.9%	8.8%	
AVGO US	Broadcom	1,764,230	370.8	32.0	19.1	16.2	10.1	+70%	-7.3%	-5.6%	7.1%	
AMD US	AMD	808,387	495.8	66.2	36.6	11.3	9.0	+80%	-11.1%	-3.3%	131.5%	
MRVL US	Marvell	165,240	188.7	46.5	30.4	9.3	8.0	+43%	-20.0%	-34.8%	122.0%	
小计 / 中位数		7,645,859		39.3	24.8	13.7	9.3	74.7	-5.8%	-3.0%	+23.8%	
代工												
2330 TW	台积电	1,834,715	2290.0	21.6	16.7	7.7	5.8	+60%	-5.2%	-4.0%	47.7%	
INTC US	Intel	477,671	95.0	87.1	58.7	3.9	3.7	+160%	-13.5%	-21.5%	157.6%	
0981 HK	中芯国际	98,476	67.7	63.2	45.7	3.2	3.0	+72%	-19.0%	-8.5%	-5.3%	
1347 HK	华虹半导体	39,699	138.7	1295.8	907.9	36.5	34.5	+239%	-31.3%	-5.5%	86.7%	
小计 / 中位数		2,450,561		75.2	52.2	5.8	4.8	115.8	-7.8%	-7.6%	+67.6%	
存储												
005930 KR	三星	1,100,286	255000.0	5.4	3.8	2.4	1.5	+612%	-10.5%	-26.4%	112.7%	
MU US	Micron	958,798	849.0	11.6	5.5	7.1	3.3	+784%	-13.3%	-18.6%	197.4%	
000660 KR	SK海力士	906,928	1842000.0	5.7	3.9	3.8	2.0	+436%	-15.5%	-26.9%	182.9%	
SNDK US	Sandisk	200,635	1354.8	20.3	6.5	10.8	4.4	+2129%	-29.3%	-30.8%	470.7%	
285A JP	Kioxia	175,828	52110.0	5.3	4.0	4.4	2.4	+862%	-32.3%	-45.7%	399.4%	
小计 / 中位数		23,927,999		8.7	4.8	5.8	2.8	698.0	-6.3%	-7.2%	+80.0%	
合计 / 全表		20,585,524		38.6	30.2	10.8	8.4	59.6	-4.9%	-4.2%	+61.7%	

注：数据截至 2026/7/19，收盘价单位为当地货币
资料来源：Factset，华泰研究



风险提示

- 1) **AI 进展不及预期风险。**若 2027-28 年 AI 算力需求系统性回落，存储与先进逻辑资本开支或明显放缓，设备投资上修难以兑现。
- 2) **半导体周期下行风险。**设备/封测客户较少长约，部分公司对单一大客户依赖度较高。
- 3) **贸易及关税不确定性和地缘政治风险。**美中科技脱钩持续深化，对中国设备/材料公司或存在贸易摩擦加剧的风险。关税不确定性或导致盈利波动较大。
- 4) **汇率与宏观风险。**汇率波动或影响出口型公司，关注全球央行加息周期压制科技估值的风险。

研报涉及的未上市/未覆盖个股，系客观信息整理，不代表团队对该公司推荐/覆盖。

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