仅供内部参考，请勿外传

华泰证券 HUATAI SECURITIES

美国投资人在担心什么？——OCP 和 SEMICON West 走访反馈

华泰研究

2026 年 10 月 21 日 | 中国内地　　动态点评

近期我们赴美参加 OCP 和 SEMICON West，并与当地投资人深入交流。最大的感受是，AI 发展主要矛盾已从 2nm 工艺、HBM 存储等单纯技术问题，转向：1）如何筹集巨额建设资金的金融问题，以及 2）如何在减少对周边居民影响的前提下、尽快落实供电配套的能源问题。同时，投资人对过去一年暴涨逾 9 倍的存储价格、以及 2025-2028 年有望翻倍增长的半导体设备市场普遍抱有"恐高"情绪；长鑫份额增长及推进 4F²新架构，也引起投资人对竞争格局的关注。为数不多的亮点来自 Meta 推出的个人助理 Agent Muse。在当前更看重业绩与现金流兑现的阶段，行业排序建议：M7（QQQ）＞半导体（SOX）；硬件板块内部：消费电子品牌（苹果/小米/索尼）＞设计（英伟达/博通）＞代工（台积电）＞存储＞设备。

主要矛盾#1（资金）：如何筹集达 1.3 万亿美元的数据中心建设费用

根据 Bloomberg Intelligence，2030 年全球数据中心相关资本开支有望达到约 2.8 万亿美元，其中 1.4 万亿是 GPU/ASIC 等 AI 芯片，其它包括网络，存储，电源等板块。一致预期 2026 年微软/谷歌/Amazon/Meta/Oracle 等经营现金流合计超 7000 亿美元，若假设在 2026 年基础上每年增长 20%，2030 年有望达 1.5 万亿美元，存在 1.3 万亿美元资金缺口。另一方面，全球最大 Neocloud 的 CoreWeave 发行的债券出现利率大幅上浮的信号，建议投资人深入了解 CoreWeave 的运营机制，预判美国 AI 产业链融资活动发展。

主要矛盾#2（电力）：平衡社区影响与用电压力，落实电力配套

这次走访中，我们注意到数据中心建设及其引发的电价上涨，已成为美国中期选举中备受关注的议题。据 EIA，美国商业电价在 2020—2025 年间累计上涨了 26.6%（其中 2026 年 1-7 月均价同比上涨约 5.6%），在加州、德州及弗吉尼亚等数据中心密集布局的区域，居民与商业电费压力凸显。同时，地方政府的限制正从舆论争议走向实质性行政干预。例如，纽约州近期宣布对 50MW 以上的数据中心项目暂缓发放相关环保许可，全美已有 16 个州相继提出了类似限制类的立法议案。建议投资人密切跟踪美国中期选举后各州政策演变，将其作为评估海外 AI 基础设施落地节奏的核心风向标。

主要矛盾#3（周期）：价格上涨过快，高基数下的周期反噬风险

根据 WSTS 及 Yole 预测，2026 年全球半导体销售额将达 1.51 万亿美元（同比+89.9%），但硅片出货量年化增速仅约 5%。这意味着每平方英寸硅片对应的芯片收入将从 2025 年的 61 美元跃升至 2026 年的 121 美元，同比近乎翻倍，其中存储涨价是核心推手（贡献约 80%的行业增量）。供给侧，我们预测 2025-2028 年全球前道设备（WFE）市场将实现翻倍以上增长（+108%），且 ASML 表示，即便大幅扩产，2027—2028 年产能仍难完全满足需求。交流中我们看到，美国投资人普遍担忧在如此高基数下，后续产能释放将引发价格回落，并进一步反噬 2028 年以后的设备资本开支周期。

主要关注#4（中国）：长鑫推进 4F²研发，投资人关注存储竞争格局

10 月 10 日，长鑫科技宣布，正推进 4F²垂直沟道晶体管及混合键合架构研发，并计划于年底前推出新一代服务器 DDR5 RDIMM 产品。4F²架构能将存储单元面积较主流 6F²缩减约三分之一、显著提升芯片密度，目前全球尚无商业化量产先例。叠加长鑫 DRAM 全球营收份额持续提升，若其能在新架构上率先突破，有望大幅缩短与三星等海外原厂的代际差距，引发了海外投资人对存储竞争格局变化的担忧。

风险提示：AI 需求及资本开支不及预期，融资信用风险，供电交付延误，地缘政策风险。文中涉及未上市或未覆盖公司的资料，仅为公开信息整理及产业分析，不构成对其证券的推荐或研究覆盖。

科技　　增持（维持）

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

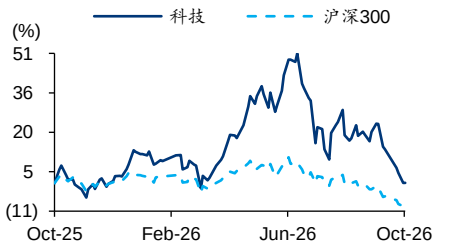
何翩翩　研究员
SAC No. S0570523020002　purdyho@htsc.com
SFC No. ASI353　+(852) 3658 6000

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

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

韩冬冰*　联系人
SAC No. S0570125070150　handongbing@htsc.com　+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
博通	AVGO US	550.22	买入
英伟达(NVIDIA)	NVDA US	310.00	买入
台积电(TAIWAN SEMICONDUCTOR MANUFACTURING)	TSM US	570.00	买入
小米集团-W	1810 HK	32.00	买入
索尼	6758 JP	4,700.00	买入
苹果(Apple)	AAPL US	350.00	买入

资料来源：华泰研究预测

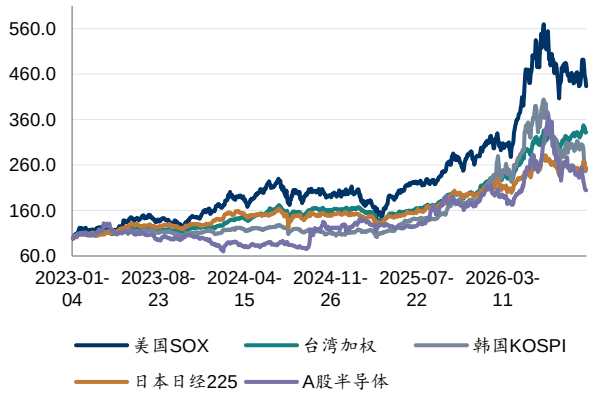
仅供内部参考，请勿外传

美国投资人在担心什么？美股半导体回到 7 月暴跌后低位，信用利差走阔

7 月 29 日暴跌之后，各地市场的修复并不同步。10 月 12—16 日纳指下跌 4.5%，费城半导体指数连续八个交易日下跌；截至 10 月 16 日，纳指和 SOX 仅较 7 月 29 日收盘高 6.9%和 6.6%，韩国 KOSPI 基本回到当日水平，只有台湾加权指数仍高 17.7%。

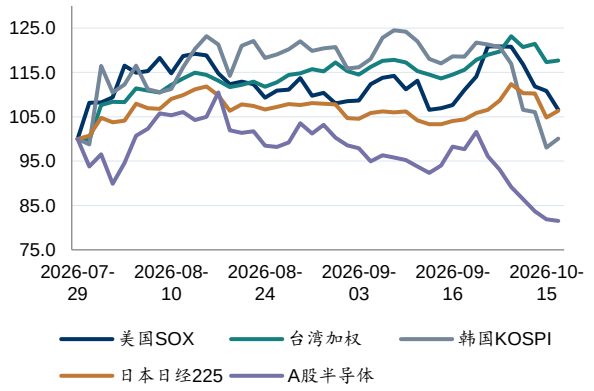
相比股市，债市对风险的定价更为直接。美国 10 年期国债收益率 10 月 5 日为 5.31%，10 月 16 日降至 5.09%，无风险利率在回落；同期 CoreWeave 2032 年到期美元债指示 YTM 却由 6 月 18 日的 9.48%升至 10 月 15 日的 14.54%，据 Axios，其五年期 CDS 在 10 月 15 日接近 1,100bp。横向比较，CoreWeave 2030 年债指示 G-spread 约 872bp，而 Alphabet 参照券仅约 42bp。我们认为，市场的关注点已从资本开支的扩张速度，转向算力资产回报、现金回收与再融资能力。

图表1：2023 年初以来主要指数涨跌幅



资料来源：iFind（截至 2026 年 10 月 16 日），华泰研究

图表2：2026 年 7 月底以来主要指数涨跌幅



资料来源：iFind（截至 2026 年 10 月 16 日），华泰研究

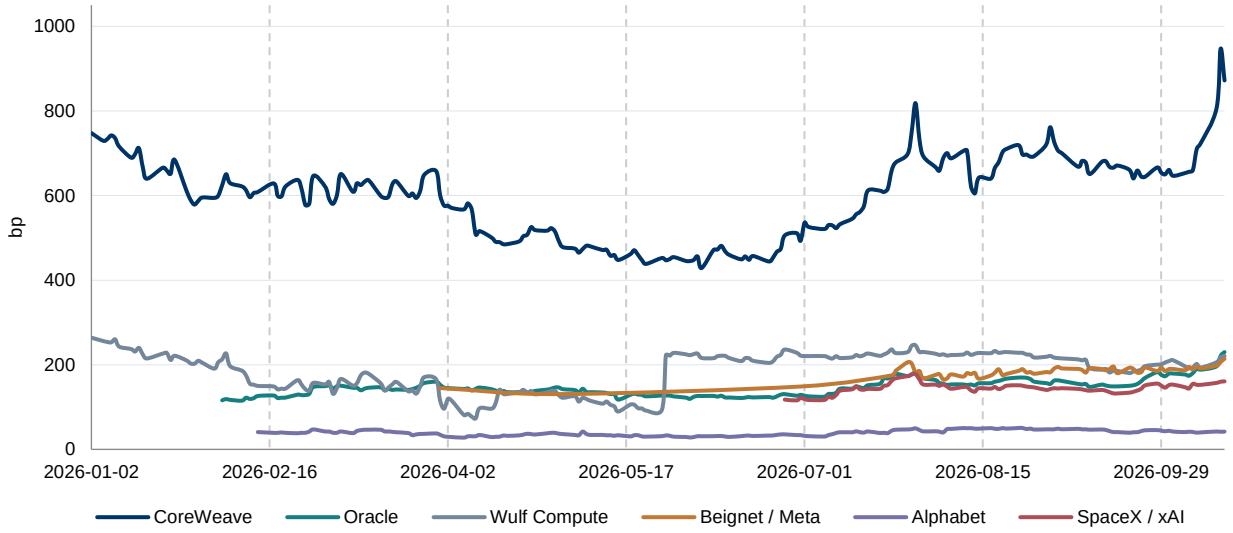
图表3：CoreWeave 股债同步承压，10 月融资回报担忧升温



资料来源：iFind，Atlantis 日度指示报价，SEC，公司公告，Gartner，Reuters（截至 2026 年 10 月 15 日），华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表4：AI 相关债券 G-Spread



资料来源：iFind、Atlantis，Fed，华泰研究

7 月下旬的急跌之后，二级市场开始讨论高集中度 AI 持仓叠加潜在杠杆可能带来的流动性压力，并拿 2021 年的 Archegos 作对照。两者的事实基础不同：Situational Awareness 向 SEC 披露的 6 月 30 日 13F 中，SNDK 与美光合计占申报持仓 55.6%。据 Reuters 7 月 30 日报道，公司将大部分公开股票组合售予 Citadel，其中包含经纪商提供杠杆融资的部分；但是否触发追加保证金尚无明确证据，不能将其等同于 Archegos 违约平仓。两者相似之处主要在于交易机制——即高集中度敞口叠加杠杆，在市场回调中容易放大流动性冲击。

图表5：高集中度 AI 持仓与杠杆：与 2021 年 Archegos 的机制对比

维度	Archegos	Situational Awareness
持仓集中	少数核心股票 中概与美国传媒股	AI 产业链集中 SNDK+MU 占 13F 55.6%
杠杆资金	TRS 及多家银行融资 追保链有原始调查	媒体称杠杆押注 倍数、追保明细未公开
处置方式	3/26 违约通知 银行分阶段平仓	7/30 组合出售报道 Citadel 承接组合
关键差异	家族办公室 违约及法律事实明确	对冲基金 不能据报道等同违约



注：SA 持仓取 6 月 30 日 13F，非基金净资产。

资料来源：Archegos 独立调查，SEC 13F（6 月 30 日持仓，8 月 14 日申报），Reuters（2026/7/30），iFind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

从 Computex 到 OCP：技术方向逐步清晰，市场开始问回报

在 OCP 展馆里走一圈，我们与 6 月在 Computex 看到的对比，最直观的感受是技术关键词几乎没变，仍是计算、存储、互连、供电与冷却，目标都是每瓦有效产出；变的是成熟度和节奏。工程实物在加速落地，Arm 自有的 AGI CPU 双节点服务器、SK 海力士 CMM-DDR5 等 CXL 内存模块都已摆上展台；但部分更激进的技术，量产节奏反而在后移。这种“工程样机加速落地、但规模量产节奏后移”的反差，是本次展会与此前市场预期最大的不同。

图表6： Computex vs OCP：AI 竞争转向系统效率，关键是每瓦有效产出



资料来源：SEMI、Computex 2026，OCP 2026，华泰研究

计算侧的市场预期仍在上修。AMD 对 2030 年服务器 CPU 潜在市场空间（TAM）的预测，由 2025 年 11 月分析师日约 600 亿美元，上调至 2026 年 5 月超过 1,200 亿美元、8 月约 2,200 亿美元；Bloomberg Intelligence 在本次 SEMICON West 把 2030 年 GPU / ASIC 加速器市场由约 5,600 亿美元上调至约 1.4 万亿美元。路线上，三大 CSP 都在自研 Arm CPU，Arm 也从 IP/CSS 延伸到自有芯片。存储方面，Computex 时市场聚焦 HBM 与 SOCAMM，本次 OCP 的讨论延伸到了系统内存：CXL 内存模块、池化实验与 KV Cache 共享方案，思路是用共享内存柜为多个 GPU 机柜提供 KV 容量。

节奏后移主要出现在互连和供电。Computex 时 CPO 是主线，但本次 NVIDIA 与 Cisco 于 10 月 12 日公布了 USFP 可插拔光模块新规格计划，Credo 展示了 ZeroFlap 有源铜缆（AEC）；距离、密度、功耗与维护要求共同决定选型，这与我们在 SEMICON Taiwan 得到的“CPO 与可插拔在 3.2T 世代前共存”的判断一致。供电架构正由服务器内电源、54V 机柜集中供电走向 800V 独立电源边柜，台达在现场展示了 800V 电源柜；根据我们本次 OCP 与 SEMICON West 现场调研，原先市场期待 2027 年由 Kyber 推动的 800V 架构规模导入，节奏可能延至 2027 年下半年以后。

我们认为，这次技术方向的增量有限。英伟达早在 2025 年已披露 CPO 及 800V 路线图，单纯技术迭代对股价的边际推动已经减弱，投资人的关注点也从“技术能否实现”转向“谁来买单、何时回本”，这也是本次交流中买方最关心的四个核心问题。

仅供内部参考，请勿外传

主要矛盾#1（资金）：如何筹集达 1.3 万亿美元的数据中心建设费

“钱从哪里来”的问题，可以先从总量上看。按 Bloomberg Intelligence 口径，2030 年全球数据中心 TAM 约 2.80 万亿美元；若假设微软、Amazon、Alphabet、Meta、Oracle 五家集团经营现金流在 2026 年基础上每年增长 20%，2030 年约 1.47 万亿美元。两者覆盖范围不同，差额只作压力对照，但约 1.33 万亿美元的规模差额，仍需其他参与者、存量现金及外部资金共同承接。

图表7：2030 年 TAM 约 2.8 万亿美元，五家集团 OCF 情景约 1.5 万亿美元

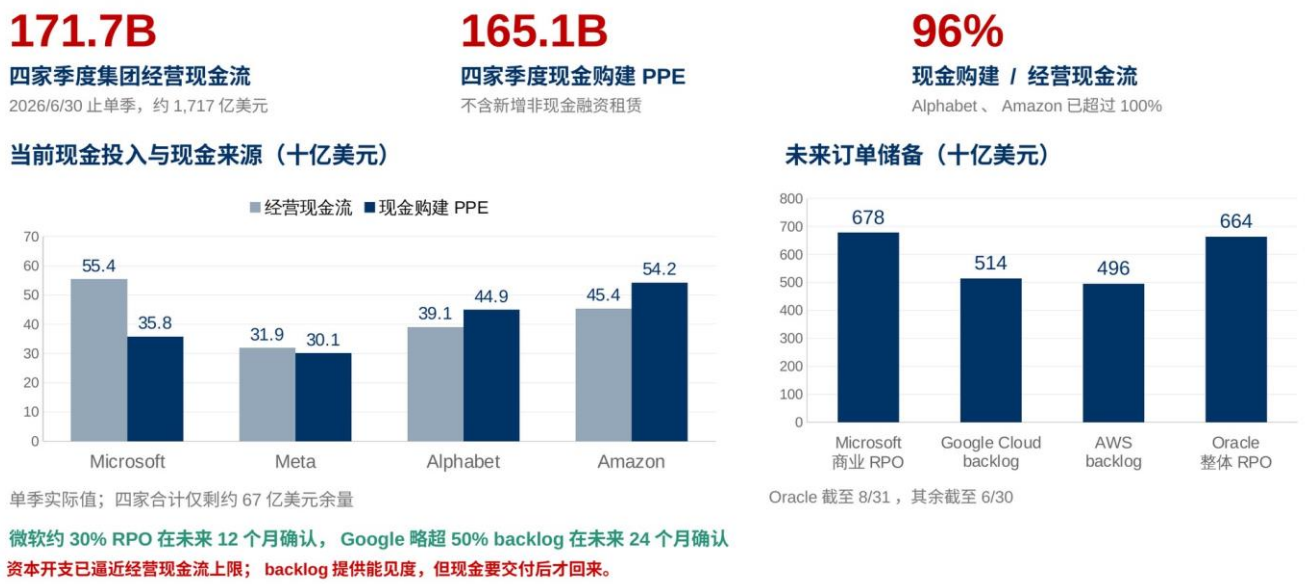


注：2027—2030 年 OCF 为华泰研究情景；全球产业 TAM 与五家集团 OCF 覆盖范围不同。
资料来源：Bloomberg Intelligence（2026/10/12）；布鲁金斯《经济活动论文集》（BPEA，2026/9）；公司财报，华泰研究情景

当期报表上的压力已经可见。2026 年 6 月 30 日止单季，微软、Meta、Alphabet、Amazon 合计经营现金流约 1,717 亿美元，现金购建 PPE 约 1,651 亿美元，比例约 96%，其中 Alphabet、Amazon 已超过 100%。账面订单并不少，微软商业 RPO 约 6,780 亿美元、Google Cloud backlog 约 5,140 亿美元、AWS backlog 约 4,960 亿美元、Oracle RPO 约 6,640 亿美元；但合同从签订到交付、确认收入再到回款存在时滞，短期内难以转化为覆盖资本开支的经营现金流。

仅供内部参考，请勿外传

图表8：四大 Hyperscaler 资本开支已占经营现金流 96%，订单要靠交付变现



注：Oracle 截至 8/31，其余截至 6/30；不含新增非现金融资租赁。
资料来源：公司 2Q26 财报及电话会，微软 FY26Q4，Oracle FY27Q1，华泰研究

据 WSJ，多家科技公司存在规模巨大的表外采购及未来租赁承诺，付款横跨多个会计年度；四家科技巨头的债务、租赁负债及未来承诺合计超过 3 万亿美元。产业链内部的交叉投资在一定程度上缓解了单个项目的融资压力，芯片厂商投资模型公司、模型公司采购云算力、云厂商再购买芯片，资金和订单在链条内循环；但从资金来源看，最终承担这轮投入的仍是 CSP 既有业务的现金流、外部债股投资者，以及企业和消费者的 AI 付费。

据 Bloomberg 10 月 8 日转述 FT，OpenAI 年化收入接近 500 亿美元；据 Reuters 8 月 17 日报道，Anthropic 截至 7 月底年化收入超过 650 亿美元。融资端，OpenAI 3 月 31 日披露承诺资本 1,220 亿美元，Anthropic 5 月 28 日完成 650 亿美元 H 轮。采购端，据 Reuters 9 月 29 日援引保密申报材料，Anthropic 未来十年 AI 基础设施计划不少于 5,180 亿美元，约 80%不可取消或不论用量均须付款。这类 take-or-pay 条款锁定了供应商的远期收入，也把付款刚性压到了模型公司未来的收入增速上：一旦收入增长放缓，固定付款并不会同步下调。

CoreWeave 的股债表现，是上述压力在资本市场上的集中反映。GPU 采购、园区建设与客户起租之间存在时间差，融资成本上升直接抬高了项目的回报门槛。我们认为，市场分歧的焦点不在算力需求本身，而在于对高杠杆模式的信用风险重估；后续资产利用率、客户集中度、GPU 残值及再融资成本，将直接决定 Neocloud 厂商的股东回报。

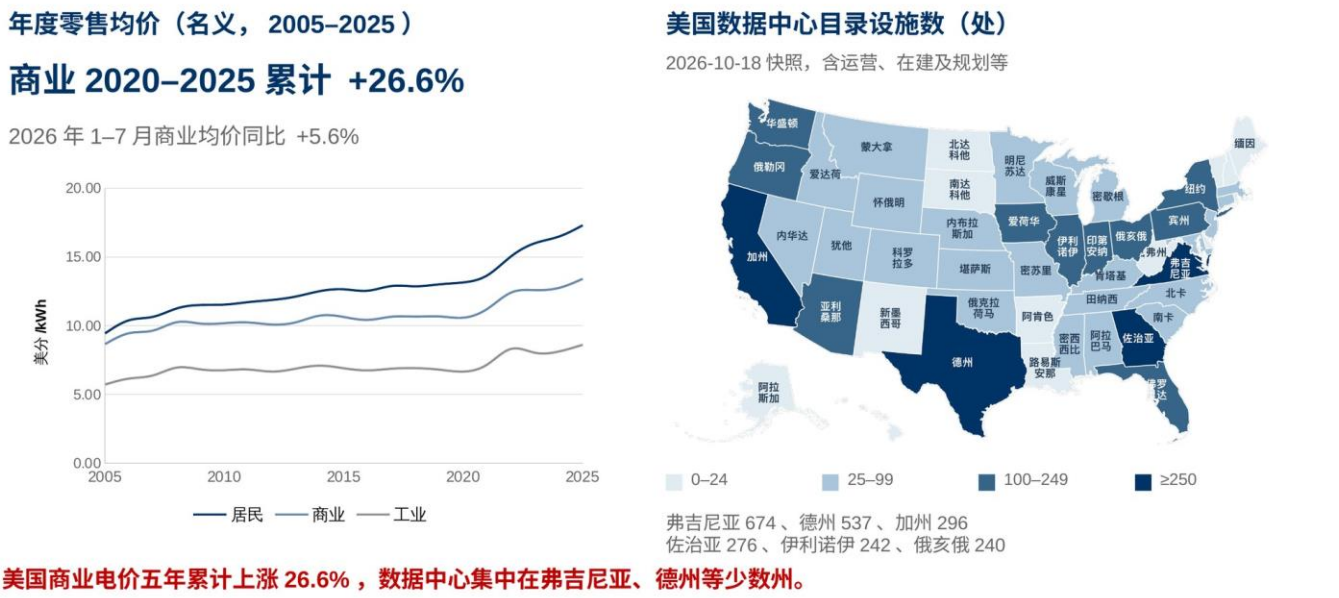
仅供内部参考，请勿外传

主要矛盾#2（电力）：平衡社区影响与用电压力，落实电力配套

EIA 4 月预计，美国数据中心用电量将由 2025 年的 224TWh 增至 2030 年的 426TWh。需求在地理上高度集中：据 Data Center Map 目录，弗吉尼亚和德州分别收录 674 处和 537 处数据中心（含在建与规划），输配电、变电站和用水压力也随之集中在少数州。

按 EIA 年度零售均价，美国商业电价 2020—2025 年累计上涨 26.6%，电费因此成为数据中心审批中最敏感的议题。

图表9：美国电价长期变化与数据中心设施分布

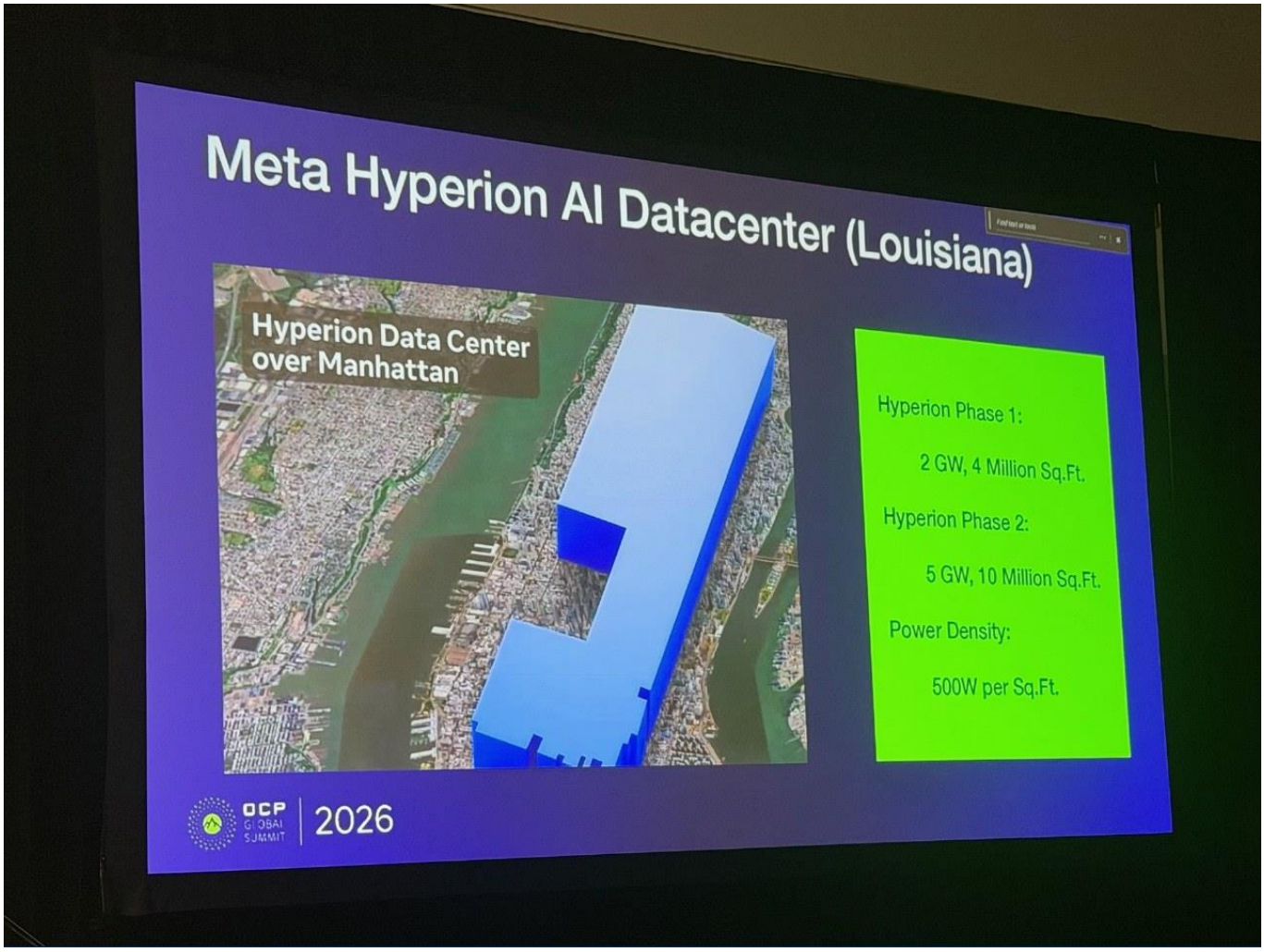


注：零售均价为全国商业用户口径；设施处数含在建与规划。
资料来源：EIA，Data Center Map（2026 年 10 月 18 日），US Census，华泰研究

OCP 现场，Andy Bechtolsheim 以曼哈顿地图叠图展示了 Meta 在路易斯安那州 Hyperion 园区的规划建筑体量；项目一期规划 2GW、远期 5GW。这类园区能否按期投产，取决于大规模送电、变压器与线路配套和冷却验收，而不仅是土建进度；我们认为，跟踪重点应从规划 GW 转向实际接入容量、送电日期与客户起租。

仅供内部参考，请勿外传

图表10： Meta Hyperion 园区规划：GW 级数据中心与曼哈顿面积对比

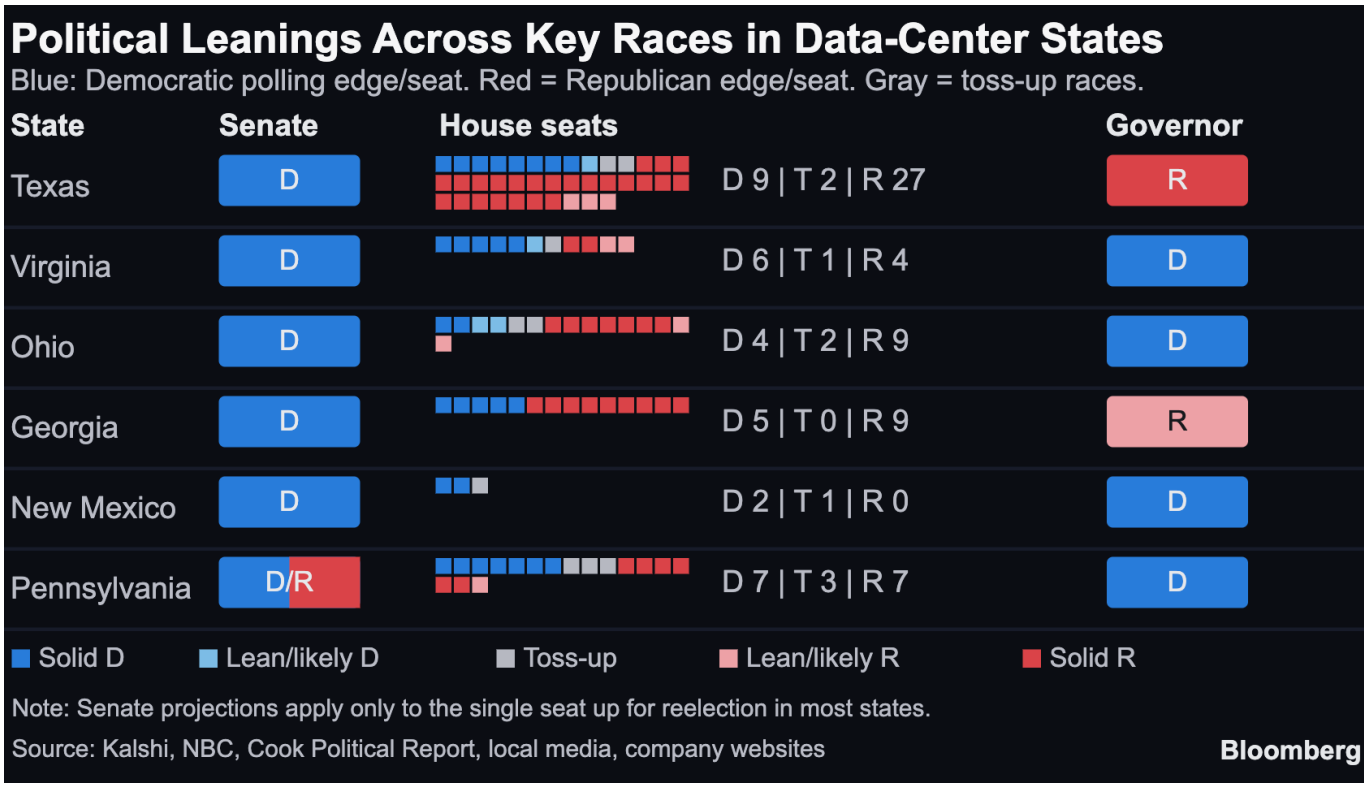


注：Andy Bechtolsheim（Sun Microsystems 联合创始人、谷歌天使投资人）展示；图示为项目分期规划。
资料来源：OCP Global Summit 2026，华泰研究

电价上涨正沿着“居民电费—选民态度—州级政策”的路径传导。据彭博社，美国德州、弗吉尼亚州、俄亥俄州、佐治亚州、新墨西哥州及宾州等主要数据中心州面临中期选举政治格局变化，随着电价上涨及电网、水资源负担加重，地方反对数据中心扩建的声音升温；德州、宾州已提高项目建设要求，俄亥俄州候选人提出有条件暂停数据中心开发。选民层面的变化也有数据：据《经济学人》，2024 年投票给特朗普、居住在数据中心 2 公里以内的选民中约 17%现表示支持民主党，其他地区为 6%（排除未决定及支持第三党者）。市场关注 11 月中期选举后，州及地方政府是否可能进一步收紧项目审批、税收优惠及电力成本分摊要求，影响数据中心建设进度。

仅供内部参考，请勿外传

图表11：2026 年美国主要数据中心州的中期选举预测格局



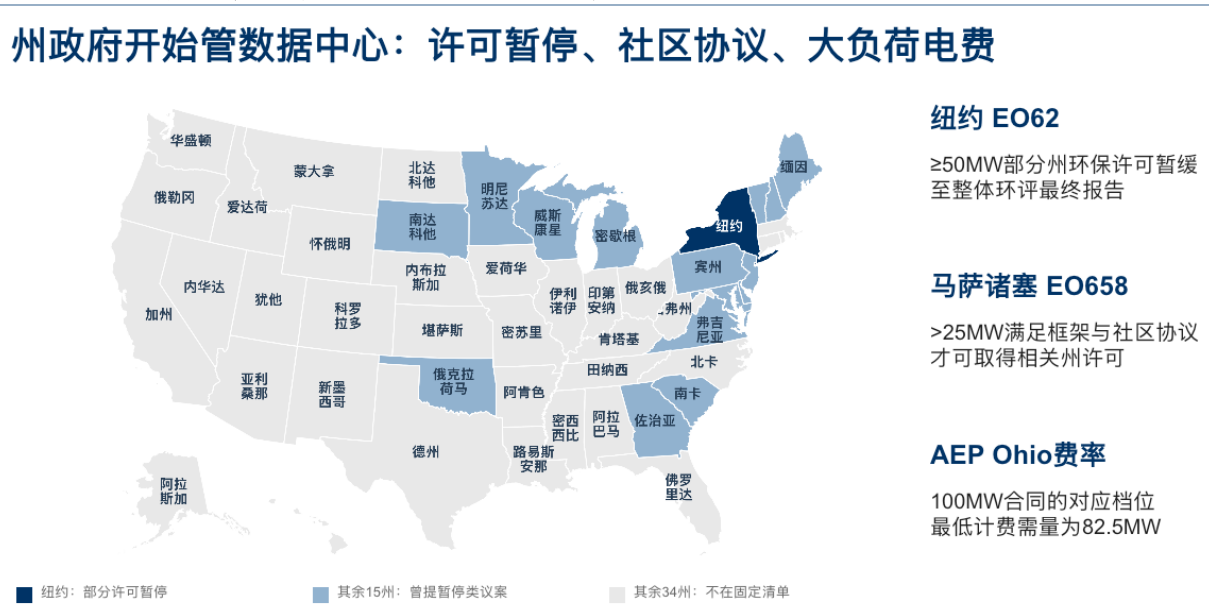
注：图中展示美国六个主要数据中心州的 2026 年中期选举选情。D 代表民主党，R 代表共和党，T 代表胜负未定。蓝色代表民主党领先或持有的席位，红色代表共和党，灰色代表选情胶着；深色表示优势稳固，浅色表示倾向性领先。众议院（House）数字为各州对应党派及胶着选区的席位数量；参议院（Senate）主要反映本次改选席位的选情，州长（Governor）反映相应党派归属或选情。图中为选举预测，并非各州对数据中心建设的支持或反对立场。

资料来源：Bloomberg，华泰研究

州长和立法机构已开始出台实质性限制措施。纽约州 EO62 对≥50MW 数据中心的部分州环保许可实施暂缓，直至整体环评最终报告完成；马萨诸塞州 EO658 要求>25MW 项目满足州框架与社区协议后才可取得相关州许可；AEP Ohio 费率规定 100MW 合同的最低计费需量为 82.5MW，即以高额保底电费把大负荷的成本风险留给项目方。据 NCSL 统计，已有 16 个州提出暂停类议案。许可暂停影响开工时间，社区协议与保底电费则直接改变项目的经济性。

仅供内部参考，请勿外传

图表12：州政府开始管数据中心：许可暂停、社区协议、大负荷电费



资料来源：NCSL（2026/9/15），华泰研究

约束增多的同时，四大 Hyperscaler 的新增容量仍在扩张：微软 FY2025 新增容量超过 2GW，2026 年上半年约 2GW；AWS 2025 年新增 3.9GW，谷歌与 Meta 未披露。布局以北美为主，欧洲与亚太（新加坡、悉尼等）同步推进。

图表13：四大 Hyperscaler 全球布局与新增容量



新增容量

公司全球新增，单位：GW

公司	2025	2026H1
微软	>2.0*	约 2.0
谷歌	未披露	未披露
AWS	3.9	未披露
Meta	未披露	未披露

*微软为 FY2025 （2024.7–2025.6）
2026H1 约 2GW 为两个季度新增相加

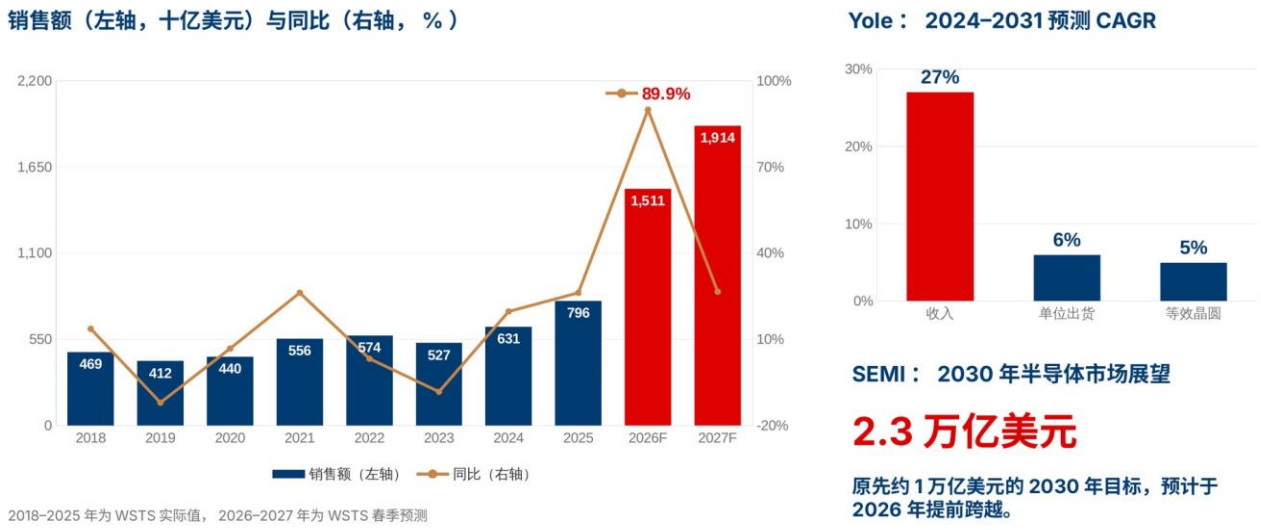
注：未披露不代表零新增；地图为 2026 年 7 月主要布局示意，含规划节点。
资料来源：微软及亚马逊股东信，四家公司业绩材料，Natural Earth，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

主要矛盾#3（周期）：价格上涨过快，高基数下的周期反噬风险

美国投资人担心“太贵”，是因为收入与出货量出现了明显背离。WSTS 春季预测 2026 年全球半导体销售额约 1.51 万亿美元、同比+89.9%（2025 年约 7,960 亿美元），存储贡献约 80%的增量。长期展望也随之抬高：SEMI 与 McKinsey 在本次论坛均把 2030 年全球半导体市场收入放在约 2.3 万亿美元，Yole 需求视角约 3.6 万亿美元。拆开量价，Yole 预计 2024—2031 年收入 CAGR 为 27%，出货量只有 6%、等效晶圆 5%；McKinsey 认为 2025—2030 年的增量约 60%来自数量、40%来自 ASP 与产品组合。换言之，收入翻倍主要来自价格与产品结构，而非出货量翻倍。

图表14： 市场预期：半导体收入跃升，2030 年规模展望显著上移

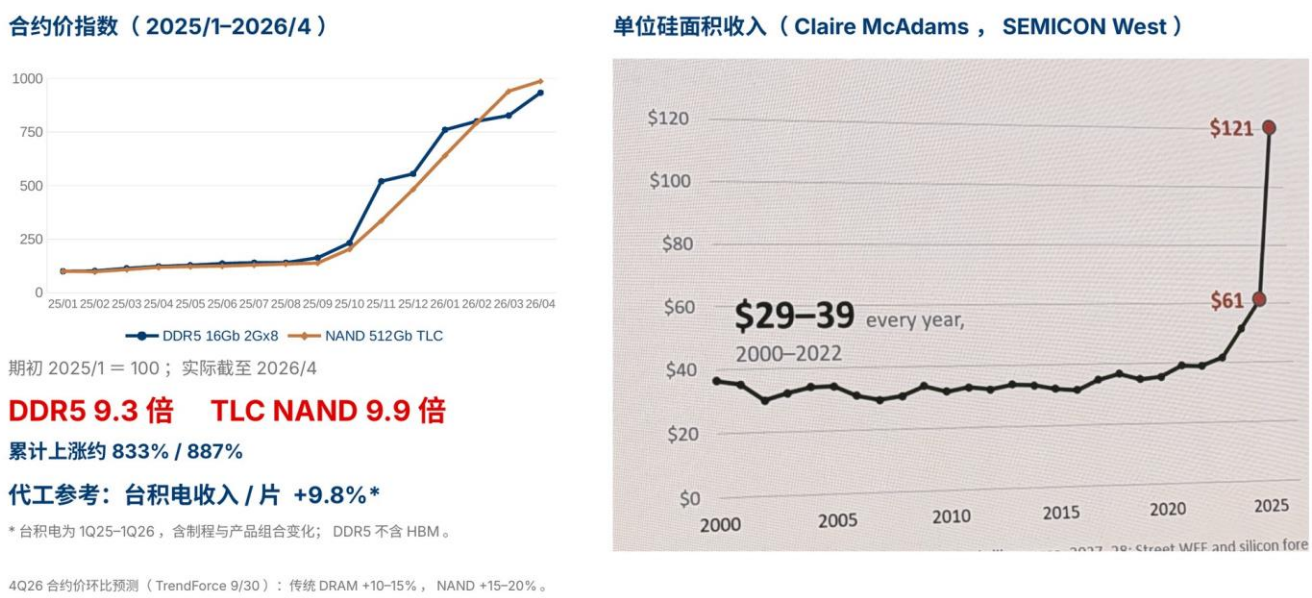


资料来源：WSTS，Yole、SEMI，华泰研究

存储是这轮涨价最集中的环节。据 TrendForce，DDR5 16Gb 固定规格合约价由 2025 年 1 月的 3.75 美元涨至 2026 年 4 月的 35 美元，为期初的 9.3 倍；512Gb TLC NAND 晶圆报价由 2.52 美元涨至 24.87 美元，为 9.9 倍。TrendForce 于 9 月 30 日预计，4Q26 传统 DRAM 合约价环比仍有 10%—15%的涨幅。放到更长的周期看，据 Claire McAdams 在 SEMICON West 的演示，每平方英寸硅片对应的芯片收入在 2000—2022 年大致为 29—39 美元，2025 年约 61 美元，2026 年预计约 121 美元。AI 芯片与存储涨价抬高了行业收入中枢，投资人担忧这一价格能维持多久、新增产能何时释放。

仅供内部参考，请勿外传

图表15： 固定规格存储合约价大涨，高位能否持续



注：存储为固定规格合约价，DDR5 不含 HBM；台积电为 1Q25—1Q26 单片收入。

资料来源：TrendForce，Bloomberg，Claire McAdams 现场演示，华泰研究

“太快”则体现在设备扩产上。SEMI 7 月 14 日预计 2028 年全部半导体设备销售额为 2,295 亿美元；10 月 12 日展示的 9 月更新预测已将 2028 年全部设备规模上调至 2,500 亿美元以上，并预计 2026—2028 年前道 WFE 分别为 1,500 亿、1,900 亿和 2,200 亿美元；华泰 7 月模型预计前道 WFE 由 2025 年的 1,160 亿美元增至 2028 年的 2,414 亿美元，累计+108%、CAGR 约 28%。设备厂商的需求能见度也在拉长：ASML 表示 2027—28 年计划产出仍难满足需求，爱德万测试的客户需求预测期已延长至 18 个月。我们在 SEMICON West 现场旁听的 Bulls & Bears 论坛上，分歧集中在 2029 年以后。主持人 Claire McAdams 给出两种情景：乐观情景下 2030 年 WFE 约 4,000 亿美元，形成更高、可持续的基数；悲观情景下 2029 年约 3,000 亿美元见顶，随后产能过剩。要达到 4,000 亿美元，单片设备投入需年增 20%，而历史约 9%；按她的判断，工艺复杂度带来的设备需求能持续，涨价和短缺溢价则不能。

图表16： 前道 WFE 三年翻倍，Claire McAdams 的牛熊情景分歧在 2029 年以后



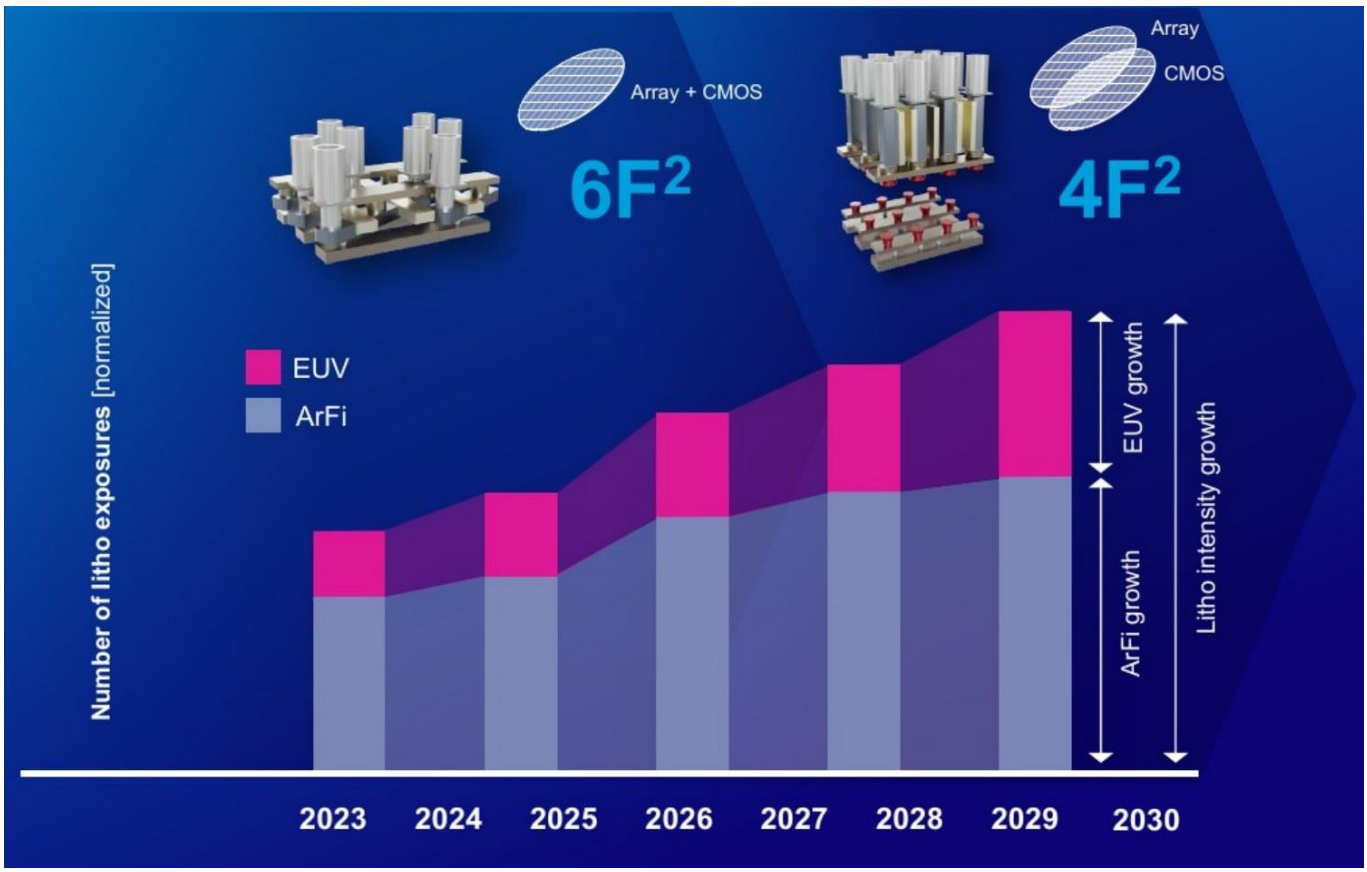
资料来源：SEMI，ASML，爱德万测试，SEMICON West Bulls & Bears 2026（Claire McAdams，10 月 14 日），华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

主要关注#4（中国）：长鑫推进 4F²研发，市场关注存储竞争格局

在与美国长线投资人的交流中，问得最细的是长鑫。问题的起点在 DRAM 架构的切换：ASML 在本次 SEMICON West 展示的路线图显示，DRAM 将由 6F²走向 4F²；同一最小特征尺寸下，4F²单元面积理论上较 6F²减少约三分之一，阵列密度明显提升，量产仍取决于外围电路、良率与客户认证。

图表17： ASML DRAM 路线图：从 6F²到 4F²，光刻强度提高



资料来源：ASML（SEMICON West 2026），华泰研究

全球 DRAM 厂商均在加速推进先进制程与新型存储架构。三星、SK 海力士已进入 1c 节点，美光以 1γ 为当前主力量产节点，三大厂商持续推进下一代工艺及 4F²架构研发。长鑫存储 9 月 20 日公告第五代 DRAM 技术平台进入量产，10 月提出 4F²架构 DDR5 RDIMM 产品计划。我们认为，决定竞争格局的仍是量产良率、成本及稳定出货能力。

图表18： 主要 DRAM 公司技术路径

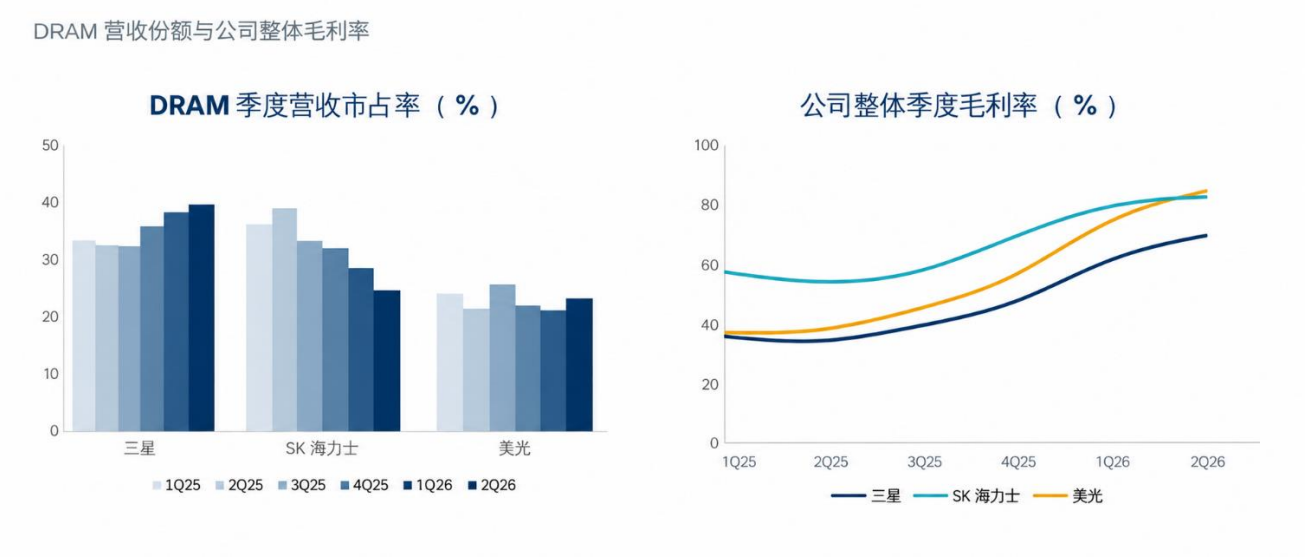
项目	三星	SK海力士	美光	长鑫存储
当前主流节点	1c（第六代10nm级）	1c	1γ	G5
已披露量产情况	1c已用于HBM4商业化量产	1c产品自2026年二季度起规模出货	1γ为当前最大量产节点	G5和LPDDR5X已实现量产
下一代技术方向	4F²测试芯片已完成读写验证	推进4F²垂直栅极研究	下一节点预计于2027年下半年量产	4F² DDR5 RDIMM预计于2026年底推出
良率与交付验证	公司表示HBM4良率稳定；4F²仍处于实验阶段	工程师公开说明微缩与良率之间的权衡	主力节点已具备规模化生产能力	

资料来源：TrendForce，iFAST，长鑫官网，华泰研究

据长鑫招股书，其 DRAM 营收份额由 2Q25 的 3.97%升至 4Q25 的 7.67%，今年三星、SK 海力士、美光的公司整体毛利率仍在上行。我们认为，景气上行期份额变化还没有体现在利润上，一旦价格回落，新增供给对定价权的影响会显现。

仅供内部参考，请勿外传

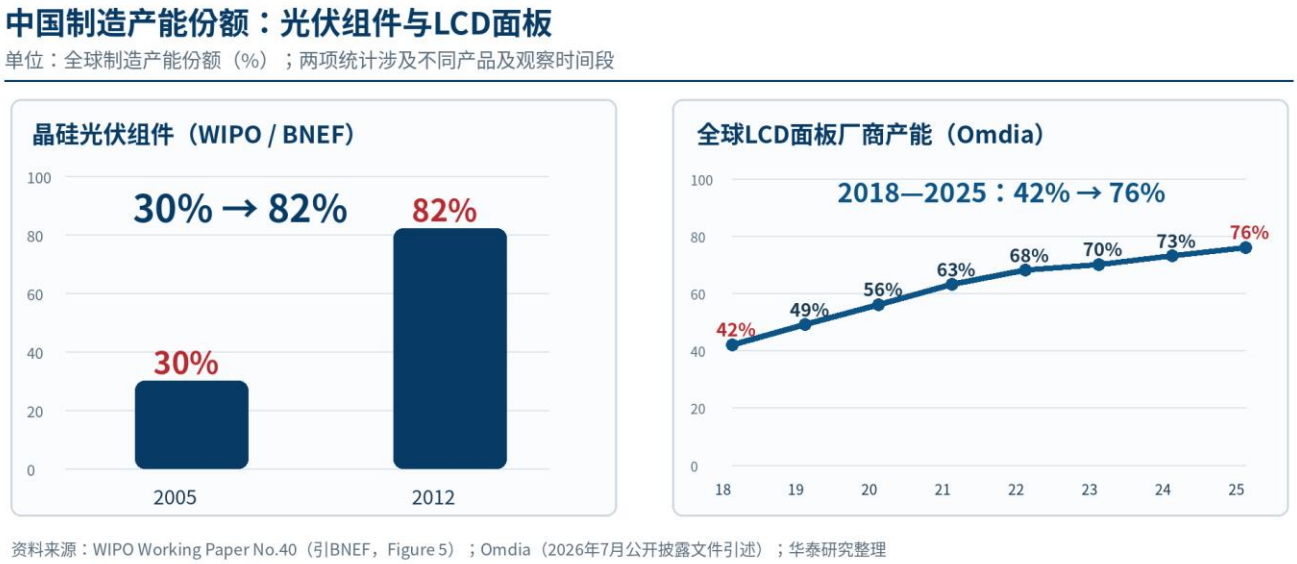
图表19：各公司 DRAM 份额和毛利率



注：右图为公司整体毛利率，三星含手机；美光按财季映射。
资料来源：TrendForce，公司财报，Bloomberg，FactSet，华泰研究

投资人的敏感，很大程度上来自光伏和 LCD 的经验：中国晶硅组件制造产能份额 2005—2012 年由 30%升至 82%，LCD 面板厂全球制造产能份额 2018—2025 年由 42%升至 76%。DRAM 的工艺门槛和客户认证更高，未必复制同样的路径，但核心问题相同：新增供给何时、以什么产品进入市场，届时成熟品类的全球价格和利润会受到多大影响。

图表20：中国光伏组件与 LCD 制造产能份额长期提升



资料来源：WIPO Working Paper No.40（引BNEF，Figure 5）；Omdia（2026年7月公开披露文件引述）；华泰研究整理

注：光伏为 2005 年、2012 年全球晶硅组件制造产能份额；LCD 为 2018—2025 年中国大陆面板厂占全球 LCD 面板制造产能份额。
资料来源：WIPO Working Paper No.40（BNEF 数据）；Omdia，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

一个希望：Muse——从回答问题到代办任务

硅谷买方一边质疑算力回报，一边把 Meta 的 Muse 视为少数的增量希望，原因在变现方式。过去的 Chatbot 主要消耗用户时间，变现依赖订阅或广告；Muse 则是能介入交易闭环和中小企业工作流的 Action Agent，在用户授权后完成检索、比价、日程协调，把下单等关键动作交给用户确认，并延伸至小企业的营销与经营工作流。按完成的任务收费，意味着 ARPU 可以与 AI 替用户创造的价值挂钩，而不再只是一个聊天工具的月费。

图表21： AI 应用变迁：聊天、企业 Agent、视频生成与个人 AI



资料来源：OpenAI（2022/11/30）、Anthropic（2026/1/13）、ByteDance Seed（2026/7/31）、Meta（2026/9/8），华泰研究

图表22： Muse 怎么用：追踪目标、后台代办，再把关键动作交给用户确认



资料来源：Meta《How We Designed Muse》（2026 年 9 月），官方产品演示图，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

从早期数据看，据 Social Media Today 转引 Sensor Tower，Muse 发布后 22 天下载量超过 500 万；据 The Information，周用户超过 300 万。收费采用免费入口加订阅升级，个人订阅月费为 20 美元与 100 美元两档（有限测试）。能否撑起这一 ARPU 水平，取决于付费人数、留存与续费率，公司尚未披露，是我们后续跟踪的重点。

风险提示

AI 需求与资本开支不及预期：若 AI 应用变现、算力采购或 CSP 资本开支低于预期，芯片、代工、存储及设备需求可能承压。

融资与信用风险：融资成本上升、资金渠道收紧、客户集中及合同回款不及预期，可能影响项目推进与供应商收入兑现。

供电与项目交付风险：接电排队、建设许可、施工调试及社区阻力，可能使规划容量、订单与收入的兑现时间后移。

地缘政治与政策风险：出口管制、关税及产业政策变化，可能影响跨境供应、客户采购、资本开支及相关公司估值。

文中涉及未上市或未覆盖公司的资料，仅为公开信息整理及产业分析，不构成对其证券的推荐或研究覆盖。

图表23：重点公司推荐一览表

			最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
股票名称	股票代码	投资评级	(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
博通	AVGO US	买入	334.37	550.22	1,596,159	6.90	11.48	18.04	25.89	48.46	29.14	18.54	12.91
英伟达(NVIDIA)	NVDA US	买入	216.47	310.00	5,227,101	2.99	4.85	9.47	15.31	72.30	44.68	22.87	14.14
台积电(TAIWAN SEMICONDUCTOR MANUFACTURING)	TSM US	买入	425.08	570.00	2,204,666	66.25	109.70	145.90	188.68	209.81	126.71	95.28	73.67
小米集团-W	1810 HK	买入	26.80	32.00	691,327	1.51	0.97	1.29	1.49	15.22	23.55	17.78	15.39
索尼	6758 JP	买入	3,960.00	4,700.00	23,254,950	178.94	172.83	213.09	231.63	22.13	22.91	18.58	17.10
苹果(Apple)	AAPL US	买入	339.50	350.00	4,954,724	7.40	8.28	8.84	9.58	45.89	40.99	38.42	35.45

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传

图表24：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
博通 (AVGO US)	博通发布 FY26Q2 财报，公司 FY26Q2 实现收入 222.04 亿美元，超此前指引的 220 亿美元，yoy+48%、qoq+15%，主要受 AI 半导体业务加速增长带动；实现净利润（GAAP）约 93.1 亿美元，yoy+88%，qoq+27%。公司 FY26Q2 实现调整后 EBITDA 152.4 亿美元，对应 EBITDA 利润率 69%，超此前 68%的指引，盈利能力维持高位。公司指引 FY26Q3 实现收入 294 亿美元，yoy+84%，其中 AI 半导体收入预计达到 160 亿美元，同比增速超过 200%。我们认为，随着 Google、Anthropic、Meta、OpenAI 等核心客户定制 ASIC 项目逐步进入大规模部署阶段，公司 AI 业务进入加速兑现周期，看好其长期成长空间，维持“买入”评级。 考虑到公司 AI 相关业务收入增长能见度提升，我们上调 FY26-28 年归母净利润（Non-GAAP）预测为 561/882/1266 亿美元（分别上调 12%/20%/18%），根据 VA 一致预期，可比公司 27 年 PE 均值为 30.5x，给予公司 FY27 年 30.5xPE，对应目标价 550.22 美元（前次 380.73 美元，对应 26 年 37xPE），给予“买入”。 风险提示：下游需求波动；市场竞争加剧。 报告发布日期：2026 年 06 月 07 日 **点击下载全文：博通(AVGO US,买入)：未来 AI 收入能见度进一步提升**
英伟达(NVIDIA) (NVDA US)	英伟达于美东 8/26 发布 FY27Q2 业绩，盘后股价先跌约 3%，后转涨约 4%。我们认为，盘前下跌或因市场预期已相对充分，存储等上游成本上涨也引发担忧。公司明年初虽上调 VR 及 GB 服务器价格 15%，但也较难转嫁成本压力，导致毛利率受压。公司指引 FY27Q3 Non-GAAP 毛利率降至 74%，Q4 降至 71%-72%，FY28 回到 72%-73%。业绩电话会里，管理层罕见给出 FY28 营收指引，以及 AWS 27-28 年约 200 万颗 GPU 的新订单。FY27Q2 营收 962 亿美元，同比+106%，高于 VA 预期的 924 亿美元及指引中值的 910 亿美元；Non- GAAP 毛利率 75%，与预期一致；Non-GAAP EPS 2.22 美元，预期为 2.10 美元。公司指引 FY27Q3 营收 1,080 亿美元（±2%），高于预期的 1,046 亿美元；Non-GAAP 毛利率 74%，低于预期的 75%。另外，英伟达将斥资 129 亿美元收购 Hugging Face，我们认为意在深度绑定 AI 软件生态最关键的分发入口，推动开源模型进一步向 CUDA 生态聚拢，强化开发者壁垒，并应对大厂自研芯片竞争。维持“买入”。 基于 FY27Q3 与 FY28 营收指引，上调 FY27-29 营收预测 1.6/23.8/38.6%至 4,101/6,934 /8,863 亿美元。因成本压力，下调 FY28/29 毛利率 2.2/0.7%至 72.3/73.3%。最终上调 Non-GAAP EPS 预测 0.1/17.2/33.6%至 2,286/ 3,696/ 4,786 亿美元。虽然云厂商及模型公司加速自研 AI 芯片，但英伟达凭借 AI 异构芯片架构，叠加 NVLink 互联，继续巩固其 AI 版图。我们维持目标价 310 美元，对应 33x FY27E PE，维持“买入”。 风险提示：技术落地缓慢、中美贸易摩擦、需求不及预期等。 报告发布日期：2026 年 08 月 28 日 **点击下载全文：英伟达(NVIDIA)(NVDA US,买入)：NeoCloud 与战略融资能否成下个增长点？**
台积电(TAIWAN SEMICONDUCTOR MANUFACTURING) (TSM US)	台积电 3Q26 收入 US$46.72bn，环比+16.2%、同比+41.2%，高于公司指引上限，较彭博一致预期 US$45.83bn 高 1.9%；毛利率 66.4%，环比-1.3pct，基本符合一致预期 66.5%，主要受 2nm 爬坡稀释。归母净利润 NT$763.06bn，同比+68.7%。4Q26 收入指引 US$52.3–54.3bn，中值较彭博预期 US$50.35bn 高 5.9%；毛利率指引 65%–67%，中值基本符合预期。公司将全年美元收入增速指引由略高于 40%上调至约 44%，维持 CapEx US$60–64bn。我们认为，本次业绩会的核心增量在于：1）德州扩产评估或打开美国布局新空间，公司已启动实地评估，并与 Terafab 讨论潜在产能合作，有望通过更灵活的合作模式加快美国扩产、强化与大客户的合作关系；2）AI 需求持续强劲，长期增长能见度进一步提升，管理层在实地核查美国数据中心建设及电力供应后，仍判断 AI 需求显著高于现有供给，Agentic AI 正推动需求向 CPU、网络芯片等领域扩散，有望支撑先进制程及先进封装业务持续增长。 考虑 AI 需求持续超预期、先进制程扩产加速，我们上调公司 2026–2028 年收入预测 3.5%/4.7%/13.4%，上调归母净利润预测 5.7%/6.2%/16.1%至 2,844/3,783/4,892 十亿新台币，同比+66%/+33%/+29%。我们认为，N2 及海外工厂爬坡短期仍将稀释毛利率，但先进制程需求增长及规模效应有望支撑长期盈利增长。考虑到地缘、海外扩产成本等因素，维持 2027 年 25x PE（可比公司中位数 29x），基于 2027E EPS NT$145.9（汇率假设 31.8），上调目标价至 570 美元（前值 540 美元），维持“买入”评级。 风险提示：半导体周期下行，AI 需求不及预期，技术研发不达预期的风险。 报告发布日期：2026 年 10 月 16 日 **点击下载全文：台积电(TSM US,买入)：4Q26 毛利率指引稳健，德州打开新增长空间**
小米集团-W (1810 HK)	公司公布 2QFY26 业绩：收入 1,089 亿元，同比-6.1%；经调整净利润 62 亿元，同比-42.6%、环比+2.4%，基本符合华泰此前预期。业绩会上，公司表示：1）3Q26 存储成本涨幅或放缓，手机业务已进入“可控”状态，高端化部分对冲存储涨价；2）2Q26 汽车交付 104,199 台、同比+28.2%，同期中国大陆乘用车零售量同比-22%；3）公司加大 AI 和机器人投入，研发同比+18.9%。反映存储涨价对手机销量的影响及国内汽车市场变化，我们下调 2026/27E 收入预测 10.0%/3.6%、经调整净利润预测 13.6%/10.8%，目标价下调至 32 港币，维持“买入”。建议关注 1）预计 9 月上市的增程新车，2）存储价格走势，3）IoT 出海进展。 我们下调 2026-2028 年经调整净利润预测 13.6%/10.8%/18.3%至 254/336/388 亿元。其中 1H26 经调整净利润 123 亿元，占 2026 年预测的 48.5%；下调 2026 年手机出货量预测至 1.20 亿台（原 1.25 亿台），汽车销量预测至 45 万台（原 55 万台）。1H26 汽车交付 185,055 辆，占我们全年 45 万辆预测的 41.1%。基于 SOTP 估值法，我们下调目标价至 32 港币（非汽车业务每股 21.7 港币、汽车业务每股 10.3 港币，假设 1 港币兑 0.87 元人民币），对应 28.7 倍 2026 年预测 PE，维持“买入”评级。 风险提示：汽车进展不及预期；手机需求不及预期；宏观经济下行。 报告发布日期：2026 年 08 月 19 日 **点击下载全文：小米集团-W(1810 HK,买入)：手机业务韧性企稳，加大 AI 与机器人投入**

仅供内部参考，请勿外传

股票名称	最新观点
索尼 (6758 JP)	索尼 FY26Q1 营收同比+8%至 JPY2,837.8bn，营业利润同比+40%至 JPY476.5bn、利润率 16.8%，营收与营业利润均创第一财季新高；营业利润超 Bloomberg 一致预期 34%，归母净利润同比+32%至 JPY342.2bn。公司将 FY26 营业利润/归母净利润指引由 JPY1,600/1,160bn 上调至 JPY1,720/1,210bn；计划每股股息 35 日元、同比增加 10 日元，本次未修订。业绩会要点：1）FY26 关税退款约 JPY80bn，其中约 70%已于 1Q 体现；2）游戏已锁定全年存储，ET&S 大部分已锁定、预计 2Q 完成；3）熊本技术中心预计 8 月中旬恢复震前水平。维持“买入”评级，给予目标价 JPY4,700（前值：JPY4,300）。 考虑到关税退款等因素，上调 FY27/3-FY29/3 归母净利润预测 6%/3%/2%至 1271/1382/1500 十亿日元，采用 SOTP 估值法，给予 22.1 倍 FY27/3E PE，目标价 JPY4,700（前值 4,300 日元，对应约 22.1 倍 FY27/3E PE），维持“买入”评级。 风险提示：AI 进展或下游需求复苏进度低于预期；全球贸易摩擦加剧。 报告发布日期：2026 年 08 月 02 日 **点击下载全文：索尼(6758 JP,买入)：游戏与半导体业务表现亮眼，公司上调全年指引**
苹果(Apple) (AAPL US)	3QFY26 业绩：收入 1,094 亿美元，同比+16.4%，落在指引上半部，略超彭博一致预期 1%；摊薄 EPS 2.02 美元，同比+28.7%。毛利率 50.1%和 EPS 2.02 美元分别包含约 2pct 和 0.11 美元关税退款；剔除后为 48.1%和 1.91 美元，利润端基本符合预期。公司指引 4QFY26 收入同比+9%~11%，略低于彭博一致预期的 11.6%，我们认为这可能受到汇率逆风、产品供应紧张和今年新品节奏变化等多重影响。下季毛利率则为 47%~48%（含约 1pct 关税退税），存储造成的影响仍将持续。我们看到，苹果股价在 6 月后和海力士存在明显负相关性（图 3），我们认为在存储涨幅环比放缓的背景下，配置苹果的价值正在体现。我们维持目标价 350 美元，维持“买入”评级。 作为存储采购方，6 月来苹果股价与海力士走势呈明显负相关性。考虑苹果在存储涨价下仍展现产品组合及定价韧性，我们基本维持 FY2026/27/28 年归母净利润预测 1,217/1,299/1,407 亿美元（yoy+8.7%/+6.7%/+8.4%）。参考可比公司 2026E PE 中位数 23.2x，考虑 3QFY26 iPhone 和 Mac 量价表现强劲、市场份额持续提升，我们维持目标价 350 美元（对应 42.3x FY26 PE 和 8.28 美元 EPS），维持“买入”评级。 风险提示：创新不及预期的风险，下游需求不及预期的风险，关税政策波动。 报告发布日期：2026 年 08 月 04 日 **点击下载全文：苹果(Apple)(AAPL US,买入)：3QFY26：需求大超预期，硬件迎“幸福的烦恼”**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、何翩翩、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。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。

仅供内部参考，请勿外传

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。
- 小米集团-W（1810 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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、何翩翩、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。
- 小米集团-W（1810 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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

仅供内部参考，请勿外传

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

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

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

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