下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

载板业务实现量价齐升

华泰研究 季报点评

2026 年 11 月 03 日 | 中国内地 电子元件

兴森科技发布三季报：26Q3 单季度公司实现营收 27.32 亿元(yoy+40.32%，qoq+23.10%)，归母净利 3.28 亿元（yoy+219.77%，qoq+257.74%）。2026 年 Q1-Q3 实现营收 67.70 亿元（yoy+26.00%），归母净利 4.39 亿元（yoy+233.70%），扣非净利 4.57 亿元（yoy+207.35%）。我们认为公司 IC 载板国产替代空间广阔，有望实现长期成长，维持“买入”评级。

CSP 封装基板项目量价齐升，光模块 mSAP 实现客户突破

2026.10.13 公司发布三季度业绩预告，预计 2026Q1-Q3 公司实现归母净利润 4.0-4.3 亿元，扣非净利润 4.2-4.5 亿元，公司前三季度实际归母净利润、扣非净利润均超预告上限。根据公司公告，26 年前三季度受益于 AI 基础设施建设驱动，PCB 行业保持高景气度，公司实现营业收入平稳增长，盈利能力同比提升。其中，CSP 封装基板项目量价齐升，订单饱满，收入和利润同比大幅提升；光模块 mSAP 基板业务实现行业一线客户的突破，在手订单饱满，良率和交付维持高水准，实现较大的收入和利润贡献。宜兴硅谷因产品结构调整和单价提升，经营业绩同比显著改善，实现扭亏为盈。

盈利能力大幅改善，看好公司长期成长

26Q3 公司 PCB 价格顺利向下游传导，同时产品结构调整带动盈利能力显著提升，26Q3 单季度公司毛利率为 30.52%，同比+8.16pcts，环比+8.11pcts，单季度净利率为 9.20%，同比+6.84pcts，环比+7.39pcts。公司 9 月发布员工持股计划（草案）。2026-2028 年解锁条件分别对应：2026 年营业收入不低于 80 亿元人民币；2027 年营业收入不低于 100 亿元人民币或 2026 年和 2027 年累计营业收入不低于 180 亿元人民币；2028 年营业收入不低于 120 亿元人民币或 2026 年、2027 年和 2028 年累计营业收入不低于 300 亿元人民币，彰显公司长期发展信心。

BT、ABF 载板为公司后续核心增长点

公司 CSP（BT）载板聚焦存储、射频两大方向并向汽车拓展，受益存储行业复苏与主要存储客户份额提升，订单饱满、产能利用率高，公司 6 月发布定增预案，针对光模块、存储等高增长领域，拟新增年产 12 万平 mSAP 基板及月产 2.5 万平封装基板产能。公司 FC-BGA（ABF）载板已在技术能力、产能规模、产品良率层面做好量产准备，良率持续改善，客户导入及样品交付按序推进，样品订单数量同比大幅增长且高层数、大尺寸产品占比持续提升；虽然 ABF 载板当前尚未进入大批量生产，但随着公司全力拓展国内、海外客户，我们认为公司有望在后续的审厂、打样和量产环节获得机会。

盈利预测与估值

我们上调公司 26-28 年归母净利润至 8.31/14.73/21.47 亿元(较前值分别调整 90.13%/99.28%/91.91%，三年复合增速为 151.51%)，对应 EPS 为 0.49/0.87/1.26 元，上调盈利预测主要考虑到公司载板业务的盈利能力大幅改善。采用分部估值，参考 PCB 业务可比公司平均 20E 27x PE、半导体业务可比公司平均 27E 6.2x PS (Wind&BBG)，半导体业务给予一定估值溢价，主要考虑到兴森科技该业务国产替代逻辑较强，在低基数下有望较可比公司实现更高增速，给予 PCB 及其他业务/半导体业务 27E 17x PE/13.0x PS，预计 PCB 及其他业务/半导体业务市值 126/542 亿元，目标价 39.34 元/股，维持“买入”评级。（前值 44.31 元，对应 PCB 及其他业务/半导体业务 27E 27x PE/14.0x PS）。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动；产能爬坡和技术升级慢于预期。

投资评级(维持)：	买入
目标价(人民币)：	39.34

郁正林* 研究员
SAC No. S0570525120002 huanzhenglin@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

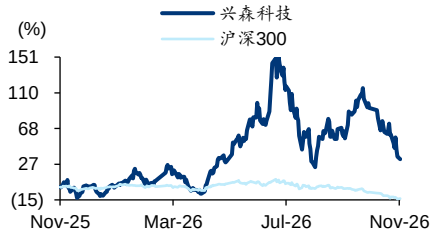
田莫充* 研究员
SAC No. S0570523050004 tianmochong@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

汤仕鹭 研究员
SAC No. S0570524090007 tangshihe@htsc.com
SFC No. BUQ838 +(86) 10 6321 1166

基本数据

收盘价 (人民币 截至 11 月 2 日)	28.27
市值 (人民币百万)	48,050
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	5,291
52 周价格范围 (人民币)	18.66-53.53

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)	7,195	9,562	11,328	13,655
+/-%	23.68	32.90	18.47	20.54
归属母公司净利润 (百万)	134.95	831.50	1,473	2,147
+/-%	168.05	516.17	77.12	45.78
EPS (最新摊薄)	0.08	0.49	0.87	1.26
ROE (%)	2.62	14.49	21.53	24.97
PE (倍)	356.07	57.79	32.63	22.38
PB (倍)	8.98	7.84	6.36	4.98
EV EBITDA (倍)	70.16	34.73	20.98	15.53
股息率 (%)	0.11	0.11	0.11	0.11

资料来源：公司公告、华泰研究预测

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

PCB 业务是兴森科技基础性业务。兴森科技主要生产样板小批量板，产品覆盖通信、服务器、工控医疗等应用领域。考虑到受益于 AI 基础设施建设驱动，PCB 行业保持高景气度，因此上调公司 PCB 业务营收预测值。

公司 IC 载板业务是第二大收入来源，预计有望成为未来收入的核心增长来源。作为本土 IC 载板先行者之一，是国内仅有的少数几家可以量产 BT 载板和 ABF 载板的企业。考虑到 ABF 载板良率稳步爬坡，同时 BT 载板在手订单饱满，海外厂商转产带动供需格局持续优化，定增扩产+产品结构优化预计持续带动利润改善，我们上调公司半导体-IC 封装基板收入及毛利率预测值。

图表1： 盈利预测调整表

	原预测（调整前）			现预测（调整后）			变化幅度(pct)/%		
项目	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
营业收入（百万元）	8577	10302	12024	9562	11328	13655	11.48%	9.96%	13.57%
营业收入-PCB	5320	5735	6255	5747	6646	7786	8.03%	15.88%	24.48%
营业收入-半导体-IC 封装基板	2565	3777	4872	3123	3893	4971	21.74%	3.06%	2.05%
毛利率（%）	25.5%	28.2%	30.6%	29.3%	35.1%	38.0%	3.84pct	6.88pct	7.36pct
毛利率-PCB（%）	28.5%	30.0%	32.0%	28.5%	30.0%	32.0%	0.00pct	0.00pct	0.00pct
毛利率-半导体-IC 封装基板（%）	5.00%	15.0%	20.0%	20.0%	35.0%	40.0%	15.00pct	20.00pct	20.00pct
归属母公司净利润（百万元）	437.3	739.0	1119	831.5	1473	2147	90.13%	99.28%	91.91%
净利率（%）	4.90%	7.80%	10.1%	8.36%	14.1%	17.1%	3.46pct	6.33pct	6.98pct

资料来源：华泰研究预测

我们采用分部估值法：我们预计公司 PCB 及其他业务 2027E 营业收入 66.5 亿元，净利润 7.4 亿元，给予 PCB 及其他业务 17x 2027E PE（可比公司 17x 2027E PE），对应 126 亿市值；我们预计公司半导体业务 2027E 营业收入 41.7 亿元，给予公司半导体业务的 PS 估值倍数 13x 2027E PS (相对可比公司 6.0x 2027E PS，给予估值溢价主要考虑到公司 BT 载板进入规模放量初期，ABF 载板样品订单数量同比实现大幅增长，随着载板行业国产替代进度推进，公司有望进入高增长轨道)，对应 542 亿市值。我们因此预计公司目标总市值为 669 亿元，对应目标价 39.34 元/股，维持“买入”评级。

图表2： SOTP 估值表

人民币：百万元	收入	净利率	净利润	估值方法	估值倍数	总市值
PCB 及其他业务（2027E）	6,646	11.2%	744	2027E PE	17	12,648
半导体业务（2027E）	4,170			2027E PS	13	54,210
总市值						**66,858**
总股本（百万）						1,699.67
目标价（元）						**39.34**

注：总股本为截至 11 月 2 日收盘数据

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表3： 可比公司估值表

			收盘价	市值	PE（x）		PS（x）		
公司	**股票代码**	**交易币种**	**（本地货币元）**	**（人民币亿元）**	**2026E**	**2027E**	**2026E**	**2027E**	**年初至今涨跌幅**
PCB 业务									
景旺电子	603228 CH	CNY	64.00	674.78	26.5	14.1	3.2	2.3	-15.5%
沪电股份	002463 CH	CNY	86.05	1659.52	23.4	14.3	5.6	3.7	15.9%
方正科技	600601 CH	CNY	9.47	420.22	34.0	24.0	5.7	4.1	-21.4%
PCB 业务均值					**28.0**	**17.4**	**4.8**	**3.4**	
半导体业务									
深南电路	002916 CH	CNY	227.88	1552.17	25.7	16.8	4.5	3.3	-1.9%
欣兴电子	3037 TW	TWD	997.00	3656.90	47.4	24.9	9.6	6.2	354.2%
景硕科技	3189 TW	TWD	910.00	1069.88	83.8	33.0	10.0	6.4	514.9%
IBIDEN	4062 JP	JPY	8045.00	2250.17	67.6	44.6	10.0	7.9	139.5%
半导体业务均值					**56.1**	**29.8**	**8.5**	**6.0**	
兴森科技	**002436 CH**		28.27	480.50	57.8	32.6	7.8	6.4	30.4%

注：股价为 11 月 2 日收盘价；兴森科技预测数据来自华泰预测，A 股可比公司预测数据来自 Wind 一致预期，其他可比公司预测数据来自 BBG 一致预期

资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究预测

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

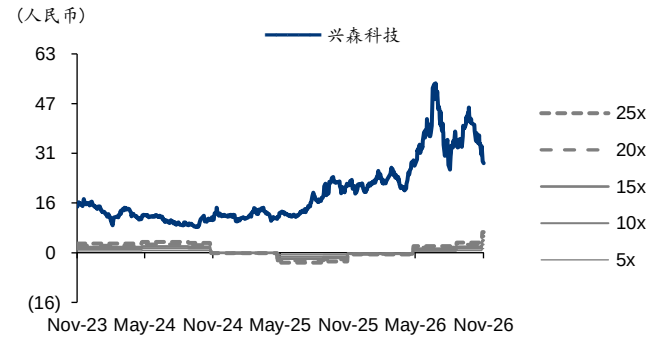
风险提示

行业竞争加剧。未来随着同行新产能的释放，公司经营将承受较大压力。受到各种不确定因素的压制，在市场总需求量没有相应的增长的情况，可能会出现局部的、某些品种的、某一时段的过剩，即出现市场的产能消化期，将可能出现降价抢单，竞争形势会异常激烈。

原材料价格波动。公司主要原材料涉及铜、树脂、玻璃布等，受大宗商品价格的影响，原材料价格波动以及供需失衡对公司的生产成本与生产经营带来较大的不确定性风险。

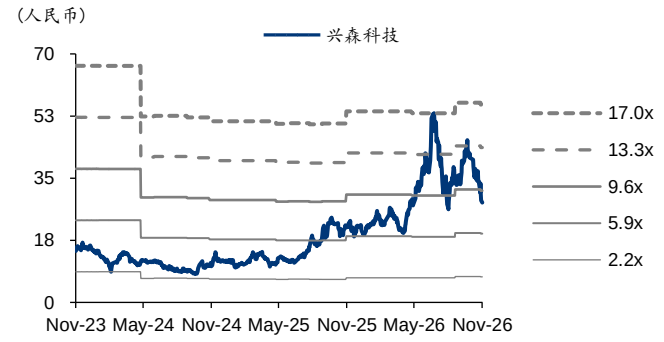
产能爬坡和技术升级慢于预期。若公司生产规模不能有效扩大，产品质量和性能不能有效提升，公司将面临较大的市场竞争风险，给生产经营带来不利影响。

图表4： 兴森科技 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表5： 兴森科技 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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	4,383	5,526	7,059	7,385	9,446
现金	617.91	858.61	1,141	1,352	1,630
应收账款	1,913	2,216	3,272	3,230	4,607
其他应收账款	26.37	28.22	44.33	41.62	61.98
预付账款	27.33	71.43	59.82	95.68	91.76
存货	770.96	982.47	1,066	1,162	1,404
其他流动资产	1,028	1,369	1,476	1,503	1,652
非流动资产	9,285	9,556	11,112	12,140	13,755
长期投资	346.81	342.08	356.38	369.40	374.64
固定投资	6,168	6,070	7,545	8,573	10,082
无形资产	291.53	288.04	278.28	262.64	243.73
其他非流动资产	2,478	2,855	2,932	2,935	3,055
资产总计	13,668	15,082	18,171	19,524	23,200
流动负债	3,788	4,116	6,791	7,152	8,970
短期借款	152.27	574.44	2,621	3,258	3,798
应付账款	1,462	1,567	1,972	1,878	2,555
其他流动负债	2,174	1,974	2,199	2,015	2,617
非流动负债	4,304	5,222	4,887	4,331	3,906
长期借款	2,869	3,657	3,322	2,765	2,341
其他非流动负债	1,434	1,565	1,565	1,565	1,565
负债合计	8,092	9,338	11,679	11,483	12,876
少数股东权益	640.85	395.28	363.30	491.36	678.06
股本	1,690	1,700	1,700	1,700	1,700
资本公积	649.30	797.13	797.13	797.13	797.13
留存公积	2,300	2,448	2,945	3,941	5,393
归属母公司股东权益	4,935	5,348	6,129	7,551	9,646
负债和股东权益	13,668	15,082	18,171	19,524	23,200

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	375.81	(62.75)	1,081	2,059	2,770
净利润	(530.84)	(103.99)	799.51	1,601	2,334
折旧摊销	610.75	699.21	607.44	738.32	861.69
财务费用	126.75	180.30	139.72	175.13	192.47
投资损失	(2.05)	(41.80)	(44.98)	(44.98)	(44.98)
营运资金变动	(2.81)	(738.60)	(518.13)	(516.80)	(691.62)
其他经营现金	174.01	(57.88)	97.86	106.69	118.33
投资活动现金	(1,185)	(746.43)	(2,169)	(1,771)	(2,482)
资本支出	(1,128)	(852.68)	(2,130)	(1,732)	(2,469)
长期投资	(106.39)	(35.64)	(14.30)	(13.02)	(5.23)
其他投资现金	49.40	141.89	(24.72)	(25.66)	(7.15)
筹资活动现金	(643.34)	1,028	1,370	(77.28)	(10.26)
短期借款	(287.51)	422.17	2,047	637.34	539.37
长期借款	(62.94)	787.79	(334.84)	(556.91)	(424.74)
普通股增加	(10.07)	10.07	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	37.72	147.83	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(320.54)	(339.52)	(341.66)	(157.70)	(124.90)
现金净增加额	(1,446)	251.57	282.52	210.82	277.69

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,817	7,195	9,562	11,328	13,655
营业成本	4,894	5,787	6,760	7,354	8,468
营业税金及附加	91.84	61.78	82.11	97.28	117.26
营业费用	201.87	222.46	286.86	317.20	368.69
管理费用	507.89	543.59	698.02	804.32	955.87
财务费用	126.75	180.30	139.72	175.13	192.47
资产减值损失	(127.19)	(37.35)	(23.90)	(28.32)	(34.14)
公允价值变动收益	(48.20)	(50.32)	(50.32)	(50.32)	(50.32)
投资净收益	2.05	41.80	44.98	44.98	44.98
营业利润	(566.63)	(81.52)	874.29	1,745	2,542
营业外收入	7.80	7.16	7.16	7.16	7.16
营业外支出	16.02	12.41	12.41	12.41	12.41
利润总额	(574.86)	(86.77)	869.04	1,740	2,537
所得税	(44.02)	17.22	69.52	139.20	202.93
净利润	(530.84)	(103.99)	799.51	1,601	2,334
少数股东损益	(332.55)	(238.93)	(31.98)	128.06	186.69
归属母公司净利润	(198.29)	134.95	831.50	1,473	2,147
EBITDA	172.35	768.18	1,588	2,631	3,563
EPS (人民币，基本)	(0.12)	0.08	0.49	0.87	1.26

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	8.53	23.68	32.90	18.47	20.54
营业利润	(1,664)	85.61	1,172	99.62	45.64
归属母公司净利润	(193.88)	168.05	516.17	77.12	45.78
获利能力 (%)					
毛利率	15.87	19.57	29.30	35.08	37.99
净利率	(9.13)	(1.45)	8.36	14.13	17.09
ROE	(3.86)	2.62	14.49	21.53	24.97
ROIC	(3.81)	0.74	6.87	11.54	14.59
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.20	61.92	64.27	58.81	55.50
净负债比率 (%)	84.96	100.19	108.33	86.68	67.08
流动比率	1.16	1.34	1.04	1.03	1.05
速动比率	0.82	0.94	0.78	0.77	0.82
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.50	0.58	0.60	0.64
应收账款周转率	3.10	3.48	3.48	3.48	3.48
应付账款周转率	3.17	3.82	3.82	3.82	3.82
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	(0.12)	0.08	0.49	0.87	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	(0.04)	0.64	1.21	1.63
每股净资产(最新摊薄)	2.90	3.15	3.61	4.44	5.68
估值比率					
PE (倍)	(242.32)	356.07	57.79	32.63	22.38
PB (倍)	9.74	8.98	7.84	6.36	4.98
EV EBITDA (倍)	308.45	70.16	34.73	20.98	15.53

资料来源：公司公告、华泰研究预测

万草木间

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，邹正林、田莫充、汤仕鬻，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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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

- 分析师郇正林、田莫充、汤仕鬻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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster