

DeepSeek 是否会撼动“星际之门”的投资逻辑？

华泰研究

2025 年 2 月 03 日 | 中国内地

专题研究

研究员 胡李鹏, PhD
SAC No. S0570525010001 hulipeng@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

研究员 易恒
SAC No. S0570520100005 evayi@htsc.com
SFC No. AMH263 +(852) 3658 6000

联系人 赵文瑾
SAC No. S0570124030017 zhaowenxuan@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

1 月 27 日美股出现剧烈调整，英伟达股价一度大跌 17%，市值蒸发 5627 亿美元。深度求索（DeepSeek）的横空出世是美股和全球金融市场调整的重要催化剂。往前看，DeepSeek 产生的“蝴蝶效应”可能会对全球 AI 产业链的格局产生深远影响，例如此前特朗普所宣布的 4 年 5000 亿美元“星际之门”（Stargate）投资计划的可行性可能受到质疑，落地难度可能加大。

一、DeepSeek 冲击全球金融市场

1 月 27 日美国科技股大幅下跌，全球金融市场也出现明显波动。纳斯达克下跌 3.1%，英伟达大跌 17.0%；全球避险情绪升温，VIX 指数一度上涨 20%，10 年期美债收益率回落 9bp 至 4.53%；原油/铜/比特币/黄金均不同程度下跌。DeepSeek 以更低的成本达到媲美 OpenAI 等行业巨头的产品，可能颠覆现有行业格局，一定程度扰动英伟达和科技巨头的传统竞争格局，应用开发商以及消费者使用 AI 的成本将下降，因此英伟达芯片等相关硬件生产商股价明显下跌，而受益于 AI 成本下降的苹果等企业股价反而上涨。此外，美股估值处于相对高位，且科技巨头财报季以及 1 月 FOMC 会议带来的不确定性也可能导致投资者暂时抛售股票。

二、DeepSeek 是否会撼动“星际之门”的投资逻辑？

DeepSeek 可能导致市场质疑科技巨头大规模资本开支的合理性，“星际之门”（Stargate）落地的难度或将进一步加大，我们认为很大概率上将难以如期完成。DeepSeek 出现之前，科技巨头采取的是“不惜一切代价建设”的策略，即通过大规模资本开支，提高算力，从而获得更好的模型。DeepSeek 的出现意味着存在更高效利用资本的可能性，短期内科技巨头资本开支可能不会马上进行调整，但效率提升长期或将降低对 GPU 芯片的需求，也可能导致投资者质疑 Stargate 计划的可行性。目前看，Stargate 能否顺利拿到初期投资 1000 亿美元的资金存在较大不确定性。据 the Information，软银和 OpenAI 将分别出资 190 亿美元，目前看难度较大；Stargate 后续计划在市场上融资 550 亿美元，能否如期完成融资存在较大不确定性。即使 Stargate 完成初期 1000 亿美元，此后四年还需要累计再增加 4000 亿美元投资，挑战进一步加大。最后，电力、显卡等瓶颈也可能制约数据中心的建设进度。但中长期看，DeepSeek 降低了 AI 成本，或推动 AI 应用的落地和普及，杰文斯悖论意味着对 AI 算力的需求最终可能会增加。

三、DeepSeek 将如何影响美国资本市场和宏观经济

DeepSeek 对美国科技股的影响或暂时告一段落，长期影响仍有待观察，美股后续走势受联储以及特朗普政策影响。1 月 28 日到 1 月 31 日，英伟达股价仍然位于低位，但纳斯达克指数已经收复一半跌幅，显示 DeepSeek 对美股短期影响或告一段落。中长期看 AI 产业趋势没有逆转，美国科技股仍然可能从中受益，但随着行业竞争的加剧，赢家和输家或出现动态变化。2 月 1 日特朗普宣布将对墨西哥、加拿大加征 25% 关税，并对中国加征 10% 关税，加征关税的幅度超过市场预期，美股可能受到一定冲击，持续性和影响幅度取决于特朗普关税政策的后续演变，以及联储的应对。

从宏观经济来看，DeepSeek 冲击短期影响有限，但中长期有提振劳动生产率的潜力。1 月 27 日标普 500 市值缩水 0.8 万亿美元，占 2024 年 GDP 的 2.7%，拖累消费约 0.08 个百分点，而 DeepSeek 暂未影响企业资本开支计划。但是，若后续美股出现幅度更大的调整，对增长的影响可能变大。中长期看，DeepSeek 加快了 AI 行业的发展，有利于 AI 应用落地以及普及，最终可能推动劳动生产率的提升。

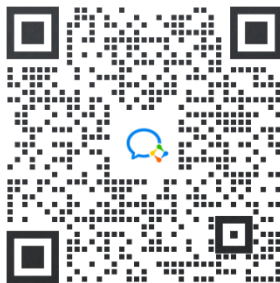
风险提示：全球贸易冲突进一步升级；AI 进展超预期

免责声明：

1. 本资料来源于网络公开渠道，版权归属版权方；
2. 本资料仅限会员学习使用，如他用请联系版权方；
3. 会员费用作为信息收集整理及运营之必须费用；
4. 如侵犯您的合法权益，请联系客服微信将及时删除。



行业报告资源群



微信扫码 长期有效

1. 进群福利：进群即领万份行业研究、管理方案及其他学习资源，直接打包下载
2. 每日分享：6+份行研精选、3个行业主题
3. 报告查找：群里直接咨询，免费协助查找
4. 严禁广告：仅限行业报告交流，禁止一切无关信息

更多AI工具可直接访问：<https://www.faxianai.com/>

Deepseek满血版入口：<https://www.faxianai.com/ai/6039.html>

知识星球 行业与管理资源

专业知识社群：每月分享8000+份行业研究报告、商业计划、市场研究、企业运营及咨询管理方案等，涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等；已成为投资、产业研究、企业运营、价值传播等工作助手。



微信扫码 行研无忧

一、DeepSeek 冲击全球金融市场

1月27日深度求索（DeepSeek）导致美股科技股大幅下跌。1月20日 DeepSeek 发布 R1 模型，被认为可以与美国最先进的模型相媲美，但是成本却大幅降低¹。1月25-26日随着 DeepSeek R1 引爆美国舆论（图表1）美国科技股出现大幅抛售。1月27日，纳斯达克下跌3.1%，标普500下跌1.5%，而AI相关企业股价普遍明显调整，芯片设计和制造商英伟达大跌17.0%，创2020年3月以来最大跌幅，博通公司股价下跌17.4%，台积电²下跌13.3%；AI服务器制造商如戴尔科技和超微电脑股价分别下跌7.2%和8.9%；电力供应商美国联合能源公司股价下跌21%，Vistra的股价下跌29%。1月28日到1月31日英伟达股价仅小幅反弹，跌幅仅收窄1.21%（图表2）。

- **DeepSeek-R1 定位为“高性价比”的通用模型，其核心技术亮点在于通过算法优化实现性能与成本的平衡。**性能方面，DeepSeek-R1 在数学、代码、通讯、日常问答等方面非常出色，多项评测成绩超越市面上现有的开源模型，性能比肩 GPT-o1。DeepSeek-R1 在数学任务的 MATH-500 和 AIME2024 测试中，分别取得 97.3% 和 79.8% 的优越成绩，均领先于 GPT-o1；在编程竞赛 Codeforces 测试中，录得 96.3%，几乎持平 GPT-o1；知识基准测试中，在 MMLU、MMLU-pro 和 GPQA Diamond 基准上分别以 90.8%、84.0%、71.5% 的准确率，比肩 GPT-o1 的性能表现。成本方面，DeepSeek-R1 的开发成本显著低于同类产品，其预训练费用约为 557.6 万美元。同时，DeepSeek 的 API 服务定价也非常具有竞争力，每百万输入 tokens 1 元（缓存命中）/4 元（缓存未命中），每百万输出 token 16 元，约是 OpenAI o1 运行成本的三十分之一。另外，业内人士对 DeepSeek R1 的评价普遍积极。OpenAI 首席执行官奥特曼评价³，“DeepSeek-R1 是一款使人印象深刻的模型，尤其是考虑到它能够以这个价格提供这样的产品”；美国总统特朗普称⁴，“DeepSeek 的崛起应当为美国企业敲响警钟”；英伟达宣布接入 DeepSeek，并指出⁵“DeepSeek-R1 是具备最先进推理能力的开放模型”。

1月27日美股科技股调整也导致其他金融市场出现明显波动。1月27日美股剧烈调整导致全球避险情绪升温，VIX 指数一度上涨 20.5% 至 17.9，10 年期美债收益率回落 9bp 至 4.53%，10 年期德债收益率回落 4bp 至 2.53%。美元指数基本持平，欧元微跌 0.1% 至 1.05 美元/欧元，日元上涨 1.0% 至 154.5 日元/美元，美元指数下跌主要是由于 10 年期美债收益率回落幅度超过 10 年期德债收益率，美德利差收窄从而推动美元走弱，非美货币走强。大宗商品价格均有不同程度回落，Brent 原油、LME 铜分别下跌 1.7%、2.0% 至 77.1 美元/桶、9086.5 美元/吨（图表3）。传统上作为避险货币的黄金也下跌 1.2% 至 2743.1 美元/盎司。这可能是由于黄金看多头寸较为拥挤，净多头位于历史高位附近，在波动率明显上升时，价格可能面临调整压力（图表4）。1月27日比特币也下跌 3.1% 至 101341 美元，这可能是由于比特币对风险情绪较为敏感，近年来价格与纳斯达克指数相关性较高，在纳斯达克指数调整以及避险情绪升温时承压（图表5）。

为何科技股调整如此剧烈？DeepSeek 对 AI 行业格局的颠覆，美股自身高估值以及投资者避险行为可能是主要的原因。具体来看，

¹ <https://time.com/7210296/chinese-ai-company-deepseek-stuns-american-ai-industry/>，DeepSeek 的模型成本比 OpenAI 低约 95%。

² 在中国台湾上市，价格为 1 月 27 日美股开市前的跌幅。

³ <https://www.reuters.com/technology/artificial-intelligence/openai-chief-altman-says-deepseeks-r1-model-impressive-2025-01-28/>。

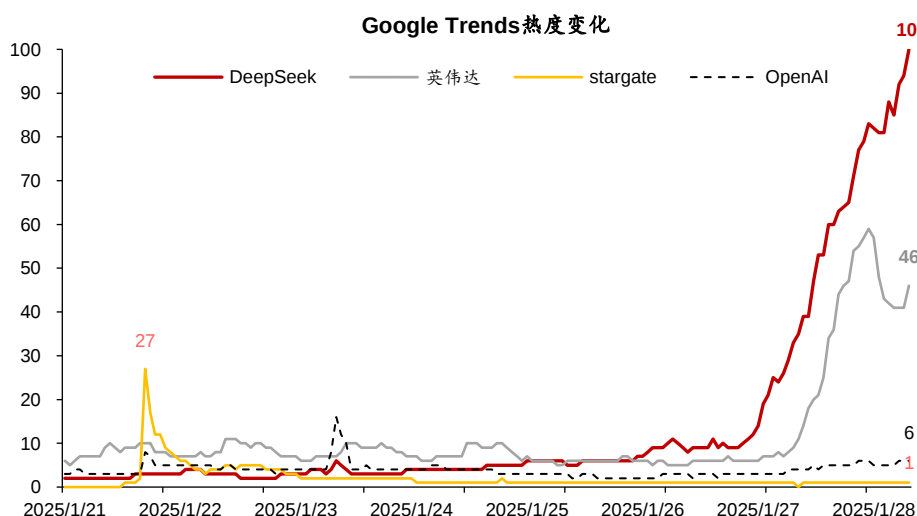
⁴ <https://www.voachinese.com/a/trump-warns-of-wake-up-call-as-low-cost-chinese-ai-jolts-silicon-valley-20250128/7952751.html>。

⁵ <https://blogs.nvidia.com/blog/deepseek-r1-nim-microservice/>

- **DeepSeek 可能颠覆 AI 行业格局，冲击美国在 AI 领域的领先地位。**DeepSeek 以更低的成本达到媲美 OpenAI 等行业巨头的产品，可能颠覆现有行业结构，一定程度扰动了英伟达和科技巨头的传统竞争格局，对英伟达芯片等相关硬件的需求预期可能下降，数据中心基础设施建设公司、电力供应商等与 AI 硬件相关的衍生行业需求预期也会下降。但 AI 应用成本的下降，利好软件开发商以及消费者。因此 DeepSeek 出现后，OpenAI 降低其相关产品的价格；1月27日美股大幅调整时，苹果股价不跌反涨。此外，DeepSeek 的出现也冲击了美国在 AI 领域的领先地位。近年来美国采取“小院高墙”的策略试图通过封锁最先进的算力来限制其他竞争对手，以此来维持美国在 AI 领域的领先地位，这也是美股估值处于相对高位的一个重要支撑因素。DeepSeek 的出现，显示中国与美国在 AI 领域上的差距要小于此前预期，同时也意味着中美以外的国家也有希望在 AI 领域实现一定程度追赶。
- **美国科技股估值本身位于相对高位，价格波动会偏大。**科技股以及美股本身估值位于相对高位，2023-2024年连续两年涨幅超过20%。1月27日美股调整之前，标普500 PE 达到27.5倍，位于近10年以来的93%分位数；纳斯达克 PE 达到41.6倍，为近10年以来的81%分位数。高估值环境下，股价波动也会更加剧烈。
- **本周微软、Meta、苹果等巨头公布财报，且联储将召开1月 FOMC 会议，为回避不确定性，投资者也可能选择暂时抛售股票。**1月29日到1月30日，微软、Meta、苹果、IBM、阿斯麦等科技巨头相继公布财报，财报结果的不确定性使得 DeepSeek 出现后，投资者倾向于降低风险偏好，出现避险性抛售行为。此外，北京时间1月30日凌晨召开的1月 FOMC 会议联储决策也存在一定不确定性，部分投资者也可能会卖出股票规避不确定性。

往前看，DeepSeek 可能会受到美国限制性措施的影响。DeepSeek 对美国 AI 企业形成了强有力的竞争，一定程度威胁到了美国在 AI 领域的领先地位和市场份额，美国可能会对其采取限制性措施。例如，商务部长卢特尼克在听证会上表示，将调查 DeepSeek 是否非法使用禁运的芯片。据彭博社报道称，美国正在调查 DeepSeek 是否在从新加坡获取英伟达芯片⁶。DeepSeek 的成功或引致美国在未来对高端芯片的出口限制性措施进一步“加码”。

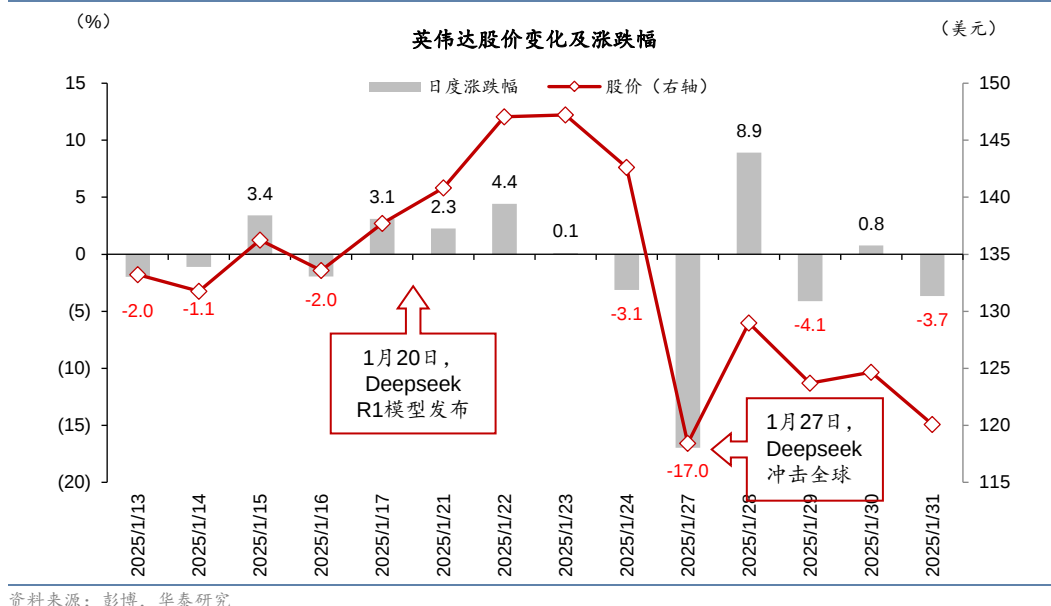
图表1：2025 年 1 月 28 日，DeepSeek 全球热度“登顶”



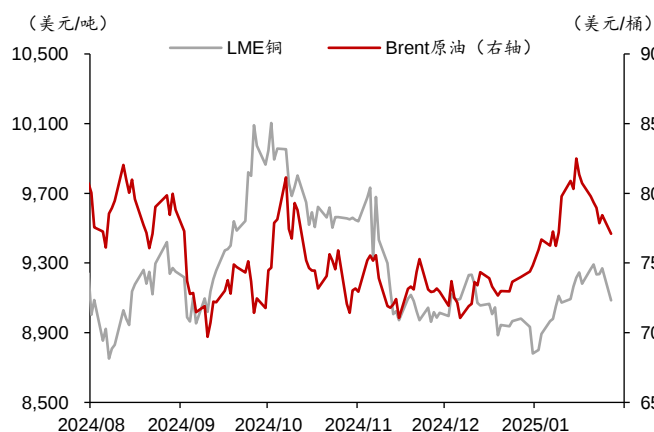
资料来源：Google Trends，华泰研究

⁶ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-01-31/us-probing-whether-deepseek-got-nvidia-chips-through-singapore>

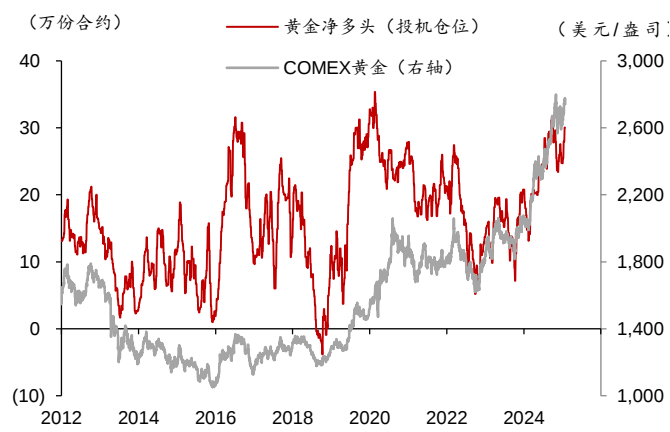
图表2: DeepSeek 冲击导致英伟达股票一度下跌 17%



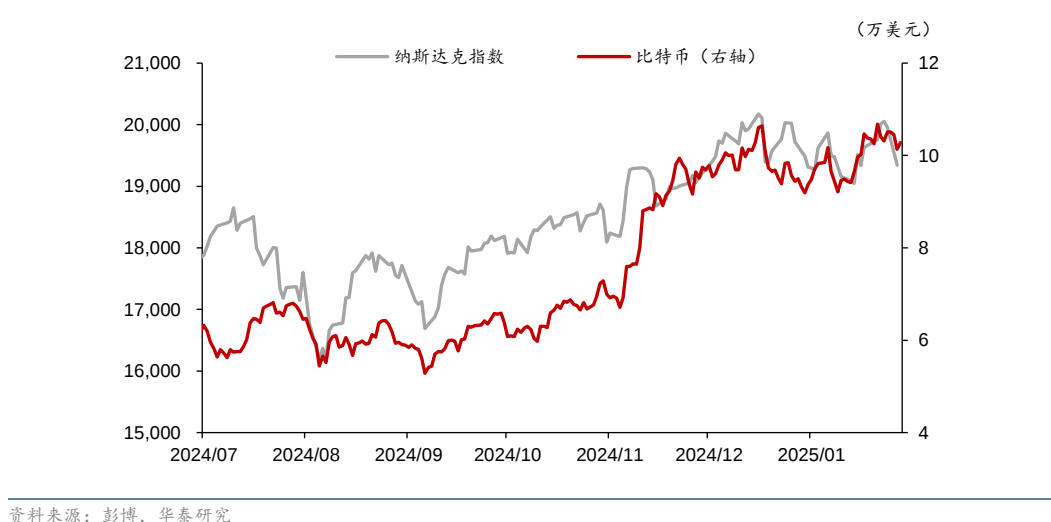
图表3: 铜以及原油价格也出现回落



图表4: 黄金净多头处于历史高位



图表5: 纳斯达克指数调整以及避险情绪升温时，比特币亦有承压



二、DeepSeek 是否会撼动“星际之门”的投资逻辑？

DeepSeek 可能导致市场质疑科技巨头大规模资本开支的合理性。DeepSeek 出现之前，科技巨头采取的是“不惜一切代价建设”的策略，即通过大规模资本开支，提高算力，从而获得更好的模型。2025 年亚马逊、微软、谷歌、Meta 以及苹果等巨头规划资本开支规模将达到 2519 亿美元，在 2024 年增长 41% 的基础上进一步增长 14%。DeepSeek 的出现意味着存在更高效利用资本的可能性，效率提升或将降低对 GPU 芯片的需求，长期可能降低科技巨头资本开支的预期。由于资本开支计划的调整具有滞后性，短期内巨头资本开支可能不会马上进行调整。例如，微软和 Meta 均表示 DeepSeek 不影响其资本开支计划⁷；Meta 在 2024 年四季度的业绩会上还将 2025 年资本开支计划将从 2024 年的 390 亿美元上调至 600-650 亿美元。但长期看，预计科技巨头在投资于高性能芯片时会更加关注效率，对将来进一步扩大资本支出也可能变得更加谨慎，这意味着英伟达等硬件厂商的营收前景不确定性会加大。

由于 DeepSeek 的出现，我们预计“星际之门”（Stargate）落地的难度将进一步加大，很大概率上将难以如期完成。1 月 21 日 OpenAI、甲骨文、软银和 MGX 宣布成立的 Stargate，目标是建设美国人工智能基础设施，包括“巨型数据中心”和能源基础设施，初期投资 1000 亿美元（相当于美国 2023 年 GDP 的 0.4%，相当于 2024 年微软、谷歌、亚马逊、脸书、甲骨文资本开支的四成），未来 4 年累计投资 5000 亿美元（相当于美国 2023 年 GDP 的 1.8%）。Stargate 初期投资和后期投资存在较大融资和基础设施挑战，DeepSeek 的出现预计将加大投资者对 Stargate 项目的质疑，加大融资难度。

- **目前看，Stargate 能否顺利拿到初期投资1000亿美元的资金存在较大不确定性。**根据 the Information 的报道，Stargate 的四个股东将承诺投资450亿美元，其他资金将通过对外募资来实现。OpenAI 和 SoftBank 是普通合伙人(GPs)，占比分别为40%和40%，分别承诺投资190亿美元，而另外两个 GPs—Oracle 和 MGX 合计投资70亿美元；剩下的资金预计将通过有限合伙投资者或者债务融资得到（约550亿美元）。DeepSeek 出现后，“不惜一切代价建设”策略的合理性受到投资者质疑，Stargate 融资难度加大。一方面，软银能否出资190亿美元存在不确定性。根据软银的中期财报，现金和现金等价物为270-290亿美元，虽然超过190亿美元，但根据马斯克所说，软银出资额小于100亿美元⁸。另一方面，OpenAI 现金流仍然为负，其承诺投入的190亿美元主要来自募资，能否顺利到账存在不确定性。OpenAI 每年的销售额超过30亿美元，而支出约为70亿美元，现金流为负。Stargate 募资的190亿美元，相当于2024年 OpenAI 为自身融资规模的接近3倍（最终募资65亿美元，估值为1500亿美元）⁹。即使 Stargate 的 GPs 能够顺利投入450亿，如何在市场上融资550亿美元仍有较大不确定性。OpenAI CEO 奥特曼一度寄希望于能够吸引中东投资者，但规模或有不确定性。Stargate 的第四个一般合伙人 MGX 是来自阿布扎比的主权财富基金。虽然 MGX 在2024年跟投了 OpenAI，但仅为数亿美元。MGX 的背后是主权财富基金穆巴达拉（Mubadla）和人工智能公司 G42。穆巴达拉及其子公司在 2024 年的投资额将达到 290 亿美元，但根据穆巴达拉的计划，海外投资占比未来将从当前的30%降至20%，对 Stargate 的支持是相对有限的。

⁷ <https://wallstreetcn.com/articles/3740212>

⁸ <https://x.com/elonmusk/status/1881944244480565497>

⁹ <https://www.nytimes.com/2024/09/25/business/openai-plan-electricity.html>

- 即使 Stargate 完成初期1000亿美元，此后四年还需要累计再增加4000亿美元投资，难度或较大。正如第二部分的分析，Stargate 完成初期1000亿美元的计划尚且存在较大不确定性，后续4000亿美元难度可能更大。此外，从投资规模来看，Stargate 的投资目标或过大。4年累计5000亿投资相当于微软、谷歌、亚马逊、脸书、甲骨文资本开支的2倍以上，初始1000亿美元的投资相当于上述五家巨头的四成以上。但是从市值来看，主导 Stargate 的 OpenAI 和软银当前的市值为0.25万亿美元，远低于上述五家巨头（10万亿美元）。因此 Stargate 的投资计划或偏离实际需要，存在一定水分。2024年 OpenAI 首席执行官奥特曼提出联合阿联酋投资者、亚洲计算机芯片制造商等，花费7万亿美元建设36座半导体工厂和一定数量的数据中心。但是上述计划并没有被投资者和台积电认可，美国政府也担心项目存在的潜在国家安全问题。
- 最后，即使 Stargate 能够募集到所需资金，电力、显卡等瓶颈也可能制约数据中心的建设进度。根据 OpenAI 在2024年9月提交给白宫的计划书，5GW 配备200万个 GPU 的数据中心耗资1000亿美元，而英伟达2024年合计 GPU 销售额为350-400万个。考虑到台积电的产能，Stargate 或难以获得足够的 GPU。此外，5GW 数据中心（相当于1000亿美元投资）所消耗的电力相当于375万个小型家庭的用电，德克萨斯州家庭数量为1050万个，Stargate 初期数据中心的用电量超过德克萨斯州三分之一以上家庭合计。美国电网和相关基础设施是否能够应对上述冲击存在不确定性。
- 事实上，部分特朗普1.0时期和拜登政府时期的一些投资项目并未如期竣工，投资规模也出现缩水。2017年，特朗普与富士康宣布在威斯康星州投资100亿美元建造一座电子工厂，预计将创造1.3万个就业岗位。但是由于缺乏产业链配套，威斯康星缺乏熟练工人，美国整体成本偏高，以及富士康战略反复，最终富士康放弃大部分建厂计划，2021年修订后的协议仅投资6.7亿美元，创造的就业岗位不到1,500个。从拜登政府任期内芯片法案的实践看，很多大型项目都出现延期和推迟。芯片法案所支持的投资项目在100亿美元以上的有11个，其中5个或开工推迟，或完工推迟。投资规模最大的三个项目（1000亿、650亿以及450亿）均出现延期现象。背后原因包括环境审查、合规/许可问题、缺乏熟练劳动力等。

但中长期看，DeepSeek 降低了 AI 成本，或推动 AI 应用的落地和普及，或不会影响对 AI 算力的需求。DeepSeek 展示了以较低成本训练高性能模型的可能性，可能会加大 AI 行业的竞争，推动更多 AI 应用的落地，并降低消费者使用成本，而这些最终可能带来更多对 AI 算力的需求。例如微软首席执行官纳德拉引用杰文斯悖论¹⁰(Jevons paradox)的概念指出，随着人工智能更加高效和易用，其使用将会激增，并成为“我们永远无法满足的商品”。但是，算力供应的格局可能会有所改变。Deepseek 证明使用高效算法和优化，即使相对性能较低的芯片也能获得与高性能芯片媲美的效果，使投资者和企业重新评估对英伟达高端芯片的需求，长远看可能影响现有行业格局。

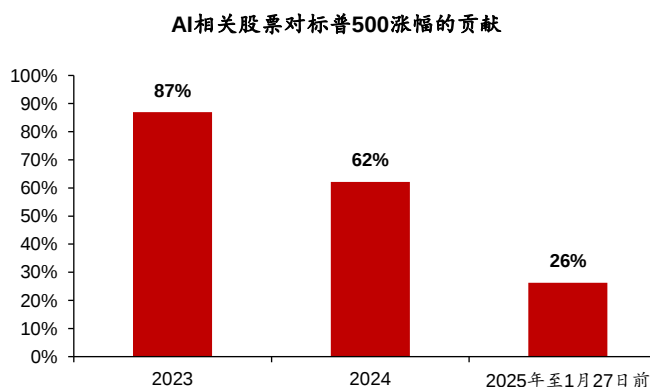
¹⁰ 杰文斯悖论是英国经济学家 William Stanley Jevons 在1865年提出的一个经济学概念，即技术进步提高了资源使用效率，效率提高降低了资源使用成本，成本下降刺激了资源需求的增长，需求增长可能超过效率提升带来的节约，最终导致资源总消耗增加。

三、DeepSeek 将如何影响美国资本市场和宏观经济

DeepSeek 对美国科技股的影响或暂时告一段落，长期影响仍有待观察，美股后续走势受联储以及特朗普政策影响。 AI 相关股票是过去三年以来美股上涨的重要支撑。2023-2024 年 AI 相关股票累计上涨 157%，市值增加 1.06 万亿美元，相当于 2023 年 GDP 的 38.1%；2023 年，2024 年以及 2025 年至今（截至 1 月 27 日前），AI 相关股票对标普 500 涨幅的贡献分别达到 87%、62% 和 26%（图表 6）。1 月 27 日 DeepSeek 冲击导致美股特别是英伟达股价出现较为剧烈调整，1 月 28 日到 1 月 31 日虽然英伟达股价仍然位于低位，但纳斯达克指数已经收复一半跌幅，显示 DeepSeek 对美股短期影响或告一段落，中长期影响仍有待观察。中长期看 AI 产业趋势没有逆转，美国科技股仍然可能从中受益，但随着行业竞争的加剧，赢家和输家或出现动态变化，目前，DeepSeek 的冲击只局限于部分 AI 产业链上的股票。例如，1 月 27 日虽然英伟达、博通等企业股价明显调整，Meta、亚马逊和苹果等公司的股价上涨 1.9%、0.2% 和 3.2%。往前看，美股后续走势受联储以及特朗普政策影响。2 月 1 日特朗普宣布将对墨西哥、加拿大加征 25% 关税，并对中国加征 10% 关税，加征关税的幅度超过市场预期，美股或可能受到一定冲击，持续性和影响幅度取决于特朗普关税政策的后续演变，以及联储的应对。

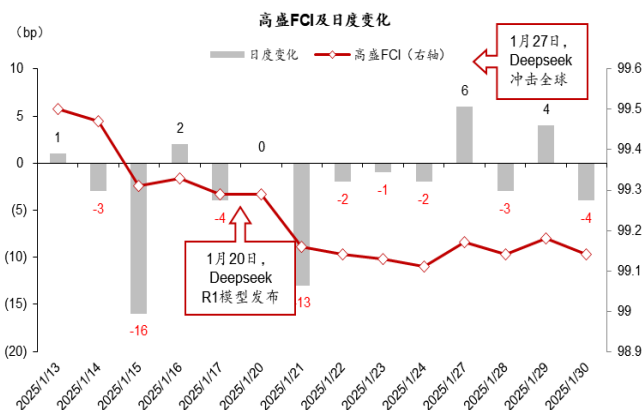
从宏观经济来看，DeepSeek 冲击短期对美国经济增长的影响有限，但中长期看，可能加快 AI 的发展，提振生产效率。AI 产业周期对宏观经济的影响主要是财富效应以及资本支出两个渠道（参见《美国产业革命如何影响长期增长效率和中性利率》，2024/6/3）。一方面，AI 相关股票上涨带来财富效应，压低美国居民储蓄率，提振美国消费。1 月 27 日美股剧烈调整导致标普 500 市值缩水 0.8 万亿美元，相当于 2024 年 GDP 的 2.7%。平均来看，居民股市财富增加 1 美元，居民每年增加消费 2.8 美分¹¹。因此 1 月 27 日股市的下跌如果持续，预计对消费的影响为 0.08 个百分点。另一方面，AI 产业周期带动的资本开支也温和提振增长。目前看，资本开支存在滞后性，企业并没有因为 DeepSeek 而削减资本开支，因此通过资本开支渠道的影响也很有限。如果从金融条件来看，1 月 27 日美股的调整被美债收益率回落一定程度对冲，高盛金融条件指数仅收紧 6bp（图表 7），对经济增长的拖累不到 0.1 个百分点。但是，如果后续美股出现幅度更大的调整，对增长的影响可能变大。中长期看，DeepSeek 加快了 AI 行业的发展，有利于 AI 应用落地以及普及，最终可能推动劳动生产率的提升。

图表6：AI 相关股票是过去三年以来美股上涨的重要支撑



注：使用彭博 AI 精选 20 指数
资料来源：彭博，华泰研究

图表7：GS 金融条件指数在 1 月 27 日收紧 6bp



资料来源：彭博，华泰研究

风险提示

- 1) 特朗普关税政策逐步落地，贸易保护主义兴起，导致全球贸易冲突进一步升级；
- 2) AI 进展超预期，大幅提振企业资本开支，对美国经济增长带来短期影响。

¹¹ <https://www.nber.org/digest/aug19/w25959.shtml>

免责声明

分析师声明

本人，胡李鹏、易垲，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（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，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）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、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。本公司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本公司的商标、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

- 分析师胡李鹏、易岷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），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

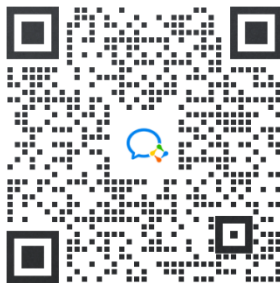
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

免责声明:

1. 本资料来源于网络公开渠道，版权归属版权方；
2. 本资料仅限会员学习使用，如他用请联系版权方；
3. 会员费用作为信息收集整理及运营之必须费用；
4. 如侵犯您的合法权益，请联系客服微信将及时删除。



行业报告资源群



微信扫码 长期有效

1. 进群福利：进群即领万份行业研究、管理方案及其他学习资源，直接打包下载
2. 每日分享：6+份行研精选、3个行业主题
3. 报告查找：群里直接咨询，免费协助查找
4. 严禁广告：仅限行业报告交流，禁止一切无关信息

更多AI工具可直接访问：<https://www.faxianai.com/>

Deepseek满血版入口：<https://www.faxianai.com/ai/6039.html>

知识星球 行业与管理资源

专业知识社群：每月分享8000+份行业研究报告、商业计划、市场研究、企业运营及咨询管理方案等，涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等；已成为投资、产业研究、企业运营、价值传播等工作助手。



微信扫码 行研无忧

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。公司注册号: 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

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司