

看好 26 年 WPS 365 及海外业务放量

华泰研究

2026 年 4 月 23 日 | 中国内地

季报点评

计算机应用

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

303.77

郭雅丽

SAC No. S0570515060003
SFC No. BQB164

研究员

guoyali@htsc.com
+(86) 21 3847 6016

岳铂雄*

SAC No. S0570524080004

研究员

yueboxiong@htsc.com
+(86) 21 3847 6087

金山办公 26Q1 实现营收 16.13 亿元 (yoy+23.95%、qoq-7.83%)，归母净利 21.95 亿元 (yoy+444.97%、qoq+233.60%)，扣非净利 21.71 亿元 (yoy+456.91%、qoq+232.09%)，经调整的(剔除大额投资收益)归属于上市公司股东的净利润为 5.80 亿元 (yoy+32.17%)。公司营收超预期增长(此前我们预测值为 15.01 亿元)，主要得益于 AI 驱动各项业务商业化提速。公司经调整的归母净利超预期(此前我们预测值为 4.18 亿元)，主要得益于公司毛利率改善显著。公司作为国内办公软件龙头，正全力推进 AI 战略升级，看好公司的卡位优势及数据优势，维持“买入”评级。

2B: 26Q1 WPS 365 营收高增, AI+办公加速企业级落地

26Q1 公司 WPS 365、WPS 软件业务营收分别为 2.44、3.47 亿元，同比+60.79%、+32.24%，WPS 365 业务维持高增速主要得益于公司企业 AI 协作产品加速商业化落地。1) WPS 365: 针对企业 AI 办公场景，公司持续强化非结构化数据处理与 AI 协同能力，26Q1 公司在民营企业与地方国企客户的覆盖广度与深度稳步提升，规模性客户订单量持续增加；2) WPS 软件: 26Q1 传统党政信创采购需求持续释放，同时公司政务 AI 产品已在党政机关有序落地推广。我们认为，26 年公司有望加速 AI+办公企业级落地。

2C: 26Q1 WPS 个人业务营收超预期, 看好海外市场开拓

26Q1 公司 WPS 个人业务营收为 9.75 亿元，同比+13.80%，优于我们此前预期的 9.60 亿元。公司个人业务营收超预期增长，主要得益于 AI 功能完善有效带动 WPS AI 月活、用户付费转化率及客单价同步提升。公司个人业务基本盘持续扩大，截至 26Q1，WPS Office 全球月活设备数为 6.72 亿 (yoy+3.97%)，其中 PC 版月活设备数 3.28 亿 (yoy+9.08%)，移动版月活设备数 3.44 亿 (yoy-0.47%，下滑主要受全球智能手机出货量同比下滑影响)。同时公司加速海外拓展，推进 WPS 国际个人版的产品升级与海外节点部署。我们认为，26 年公司 WPS 个人海内外业务有望同步提质增长。

盈利能力持续优化, 股权激励彰显信心

26Q1 公司经调整的归母净利为 5.80 亿元 (yoy+32.17%)，经调整的归母净利率为 35.95% (yoy+5.66pct)，盈利能力提升得益于毛利率及费用率的同步优化。26Q1 公司毛利率为 86.59%，同比+0.63pct，毛利率改善得益于公司产品标准化持续改进；26Q1 公司销售/管理/研发费率为 16.92%、8.29%、35.43%，同比+0.22%、+0.28%、-0.70pct，研发费率收窄得益于公司推动 AI 内部提效。26 年 4 月公司发布股权激励(草案)，以海外业务及 WPS 365 收入增速为考核目标，彰显公司对于 AI 驱动业务放量的信心。我们认为，AI 时代公司有望充分发挥卡位及数据优势，中长期增长动能充足。

盈利预测与估值

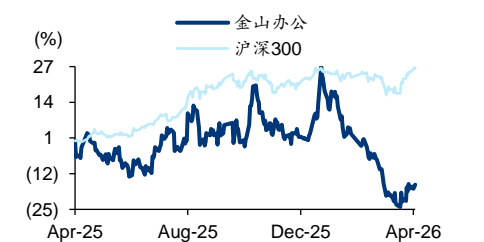
我们略上调公司 26-28 年营业收入至 70.38/83.50/98.69 亿元(较前值分别调整 0.51%/0.99%/1.44%)，上调公司 26-28 年归母净利润至 36.36/28.17/34.50 亿元(较前值分别调整 64.71%/2.15%/2.29%，三年复合增速为 23.39%)，对应 EPS 为 7.85/6.08/7.45 元。上调营收预测主要考虑公司商业化进展加速，大幅上调 26 年盈利预测主要考虑到公司大额投资收益。参考可比公司 26E 12.8xPS (Wind 一致预期)，考虑公司卡位优势与产品优势，给予公司 26E 20x PS，对应目标价 303.77 元(前值 302.22 元，对应 26E 20xPS)，维持“买入”。

风险提示：付费用户增长不及预期、AI 商业化不及预期、投资收益波动带来盈利的不确定性。

基本数据

收盘价(人民币 截至 4 月 23 日)	251.48
市值(人民币百万)	116,529
6 个月平均日成交额(人民币百万)	2,150
52 周价格范围(人民币)	227.20-379.99

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)	5,929	7,038	8,350	9,869
+/-%	15.78	18.71	18.64	18.19
归属母公司净利润(百万)	1,836	3,636	2,817	3,450
+/-%	11.63	98.00	(22.53)	22.46
EPS(最新摊薄)	3.96	7.85	6.08	7.45
ROE (%)	14.17	22.83	15.51	16.37
PE (倍)	63.45	32.05	41.36	33.78
PB (倍)	9.07	7.32	6.42	5.54
EV EBITDA (倍)	55.57	28.37	36.82	30.00
股息率 (%)	0.50	0.50	0.50	0.50

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	收入 (亿元)				PS (倍)		
				2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中望软件	688083 CH	53.30	90.4	8.88	8.93	11.10	13.08	10.1	8.1	6.9
华大九天	301269 CH	86.78	473.3	12.22	15.17	20.07	26.39	31.2	23.6	17.9
虹软科技	688088 CH	40.78	163.6	8.15	9.23	12.07	14.90	17.7	13.6	11.0
福昕软件	688095 CH	74.74	68.3	7.11	10.75	11.56	14.38	6.4	5.9	4.7
平均								16.4	12.8	10.1

注: 股价截至 2026/04/23, 预测均为 Wind 一致预期

资料来源: Wind、华泰研究

图表2: 季度预测表

季度财报数据总结(quarter financial results summary)		1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	YoY	QoQ	2Q26E	YoY	QoQ
总收入	Net Revenue Rmb mn	1,225	1,188	1,214	1,494	1,301	1,356	1,521	1,750	1,613	24%	-8%	1,596	18%	-1%
营业成本	Cost of sales Rmb mn	186	178	176	221	183	215	206	229	216	18%	-6%	251	17%	16%
毛利率	Gross margin %	84.80%	85.04%	85.47%	85.24%	85.96%	84.14%	86.46%	86.91%	86.59%	1pct	-0.4pct	84.29%	0.2pct	-3pct
销售及管理费用	SG&A Rmb mn	329	332	340	394	321	376	413	503	407	27%	-19%	440	17%	8%
研发费用	R&D Rmb mn	405	403	454	434	470	488	536	601	572	22%	-5%	574	18%	0%
财务费用	Finance costs Rmb mn	-14	-3	-1	2	-1	-3.35	2.46	2.36	-1.42	42%	-160%	2	-160%	-241%
营业利润	Operating profit Rmb mn	389	373	332	648	418	358	461	709	2386	471%	236%	315	-12%	-87%
税前利润	PBT Rmb mn	389	379	332	650	419	361	463	710	2406	474%	239%	452	25%	-81%
所得税	Tax Rmb mn	24	23	14	35	25	22	31	52	211	743%	304%	30	35%	-86%
少数股东损益	Minority Rmb mn	-2	2	0	10	-8	-6	0	0	0	/	/	-6	5%	/
归母净利润	Net Profit Rmb mn	367	354	318	605	403	344	431	658	2195	445%	234%	427	24%	-81%
非经常性损益	One offs Rmb mn	15	19	15	40	13	7	10	4	24	86%	463%	15	114%	-38%
净利润(扣非)	Net Profit(recurring) Rmb mn	352	336	303	566	390	337	421	654	2171	457%	232%	412	22%	-81%
EPS	EPS Rmb/sh	0.79	0.77	0.69	1.31	0.87	0.74	0.93	1.42	4.74	445%	234%	0.92	24%	-81%
EPS(扣非)	EPS-recurring Rmb/sh	0.76	0.73	0.66	1.22	0.84	0.73	0.92	1.41	4.69	458%	232%	0.90	25%	-81%
产品收入	Revenue														
个人订阅 (WPS 个人)	2C SaaS Rmb mn	773	841	807	860	857	891	899	979	975	14%	0%	1027	15%	5%
企业订阅 (WPS 365)	2B SaaS Rmb mn	93	97	112	129	151	158	201	210	244	62%	16%	242	53%	-1%
企业授权 (WPS 软件)	2B Lincense Rmb mn	332	222	263	465	262	280	391	528	347	32%	-34%	317	13%	-9%
订阅数	Seat														
MAU	Monthly Active Users mn	600	602	618	632	647	651	669	678	672	4%	-1%	680	4%	1%
付费率	Conversion Rate %	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%			7%		
个人订阅 (WPS 个人)	2C Seat mn	38	39	41	43	44	44	44	47	47	7%	-1%	48	8%	1%
单位价格	ASP														
个人订阅 (WPS 个人)	2C SaaS Rmb/Mo.	7	7	7	7	6	7	7	7	7	6%	1%	7	7%	4%

资料来源: Wind、华泰研究预测

图表3: 季度对比表

运营数据概览			2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	YoY	2026Q1 E	A vs E
(Operational results summary)									
产品收入	Revenue								
个人订阅 (WPS 个人)	2C SaaS	Rmb mn	891	899	979	975	14%	960	2%
企业订阅 (WPS 365)	2B SaaS	Rmb mn	158	201	210	244	62%	220	11%
企业授权 (WPS 软件)	2B Lincense	Rmb mn	280	391	528	347	32%	263	32%
订阅数	Seat								
个人订阅 (WPS 个人)	2C Seat	mn	44	44	47	47	7%	48	-1%
单位价格	ASP								
个人订阅 (WPS 个人)	2C SaaS	Rmb	6.8	6.8	6.9	6.9	6%	6.7	3%
财报数据总结(financial results summary)									
总收入	Net Revenue	Rmb mn	1,356	1,521	1,750	1,613	24%	1,501	7%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	215	206	229	216	18%	233	-7%
毛利率	Gross margin	%	84	86	87	87	74%	84.49	2.10
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn	376	413	503	407	27%	385	6%
研发费用	R&D	Rmb mn	488	536	601	572	22%	522	9%
财务费用	Finance costs	Rmb mn	-3	2	2	-1	42%	2	-171%
营业利润	Operating profit	Rmb mn	358	461	709	2,386	471%	351	580%
税前利润	PBT	Rmb mn	361	463	710	2,406	474%	450	435%
所得税	Tax	Rmb mn	22	31	52	211	743%	33	545%
少数股东损益	Minority	Rmb mn	-6	0	0	0	/	-1/	
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	344	431	658	2,195	445%	418	426%
非经常性损益	One offs	Rmb mn	7	10	4	24	86%	10	141%
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	Rmb mn	337	421	654	2,171	457%	408	433%
EPS	EPS	Rmb/sh	0.74	0.93	1.42	4.74	445%	0.90	426%
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh	0.73	0.92	1.41	4.69	458%	0.88	434%

资料来源: Wind、华泰研究预测

图表4：年度预测

驱动概览(Driver)			2023A	2024A	2025	2026E	2027E	2028E
中国软件支出金额	China Software Spending	Rmb mn	245,908	287,042	299,266	329,193	362,112	398,323
办公软件市场份额	Office Software Market Share	%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
运营数据概览(Operational results summary)								
产品收入			Revenue					
WPS 365	2B SaaS	Rmb mn	175	437	720	1080	1566	2192
yoy	yoy	%		149%	65%	50%	45%	40%
WPS 软件	2B License	Rmb mn	1,387	1,268	1,461	1,753	2,016	2,218
yoy	yoy	%		-9%	15%	20%	15%	10%
WPS 个人	2C SaaS	Rmb mn	2782	3283	3626	4097	4670	5371
yoy	yoy	%		18%	10%	13%	14%	15%
WPS 个人-国内	2C SaaS	Rmb mn/		3100	3344	3703	4158	4756
yoy	yoy	%/	/		8%	11%	12%	14%
WPS 个人-海外	2C SaaS	Rmb mn/		183	282	394	512	615
yoy	yoy	%/	/		54%	40%	30%	20%
订阅席位			Subscription Seat					
国内月活设备	MAU	mn	598	632	678	725	783	854
yoy	yoy	%	4.36%	5.69%	7.28%	7.00%	8.00%	9.00%
国内付费率	Ratio	%	6%	7%	7%	7%	7%	7%
WPS 个人-国内	2C Seat	mn	35.4	41.7	46.2	51.7	57.4	63.1
yoy	yoy	%	18%	18%	11%	12%	11%	10%
WPS 个人-海外	2C Seat	mn/		1.7	2.9	4.0	5.2	6.2
yoy	yoy	%/	/		68%	40%	30%	20%
订阅单价			ASP					
WPS 个人-国内	2C SaaS ASP	Rmb/Mo.	6.5	6.20	6.04	5.97	6.04	6.28
yoy	yoy	%		-6%	-3%	-1%	1%	4%
WPS 个人-海外	2C SaaS ASP	Rmb/Mo./		9.0	8.2	8.2	8.2	8.2
yoy	yoy	%	/		-8%	0%	0%	0%
单位成本			COGS					
WPS 365	2B SaaS COGS	Rmb mn	18	39	61	86	125	175
WPS 个人	2C SaaS COGS	Rmb mn	547	617	690	737	794	859
核心财务指标(core financial indicators)								
EBIT	EBIT	Rmb bn	1294	1733	1949	3834	2878	3470
EBITDA	EBITDA	Rmb bn	1419	1848	2077	3970	2988	3581
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb bn	34	79	166	93	112	124
净利润	Net Profit	Rmb bn	1314	1655	1822	3631	2814	3438
扣非净利润	Net Profit-recurring	Rmb bn	1,259	1,567	1,762	3,571	2,754	3,378
EPS	EPS	Rmb/sh	2.86	3.56	3.97	7.85	6.08	7.45
EPS(扣非)	EPS- recurring	Rmb/sh	2.85	3.56	3.96	7.85	6.08	7.45
BVPS	BVPS	Rmb/sh	21.47	24.51	27.74	34.33	39.16	45.35

资料来源：Wind、华泰研究预测

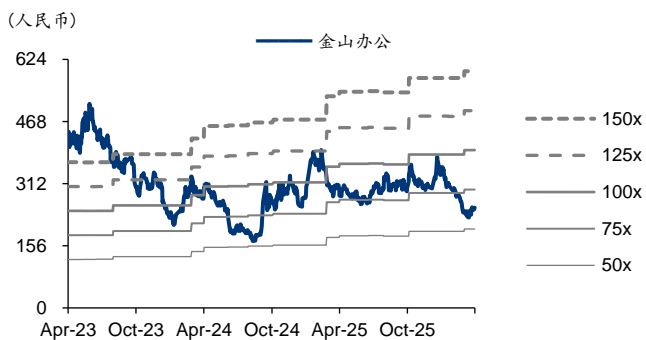
风险提示

付费用户数增长不及预期。若付费用户数增长不及预期，可能导致个人订阅业务增速放缓，对公司收入增长节奏产生负面影响。

AI 商业化不及预期。公司全面拥抱 AI 技术变革，WPS AI 全线接入产品，若 AI 技术商业化效果不及预期，可能导致相关业务收入增长不及预期。

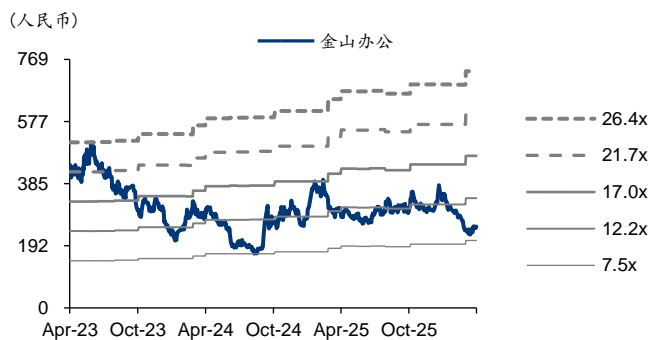
投资收益波动带来盈利的不确定性。鉴于基金被投资企业估值易受宏观环境、行业周期、企业经营等多重因素影响，不排除未来季度相关投资收益出现较大波动乃至单季亏损的可能，进而对公司整体净利润水平产生影响。

图表5: 金山办公 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 金山办公 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	6,105	11,206	14,180	16,807	19,677
现金	897.94	694.05	3,461	6,024	8,619
应收账款	504.57	636.32	844.50	856.25	1,136
其他应收账款	69.65	81.37	67.67	125.85	102.54
预付账款	13.98	20.63	31.41	24.37	40.52
存货	0.80	0.52	1.71	0.51	1.78
其他流动资产	4,618	9,773	9,774	9,776	9,777
非流动资产	9,808	6,950	7,146	7,370	7,618
长期投资	1,563	1,708	1,946	2,203	2,471
固定投资	296.65	453.22	440.93	440.69	444.67
无形资产	79.35	73.14	50.33	28.21	7.60
其他非流动资产	7,869	4,716	4,709	4,698	4,694
资产总计	15,913	18,156	21,326	24,177	27,295
流动负债	3,462	3,942	4,061	4,678	4,938
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	445.87	496.03	540.57	618.15	681.98
其他流动负债	3,016	3,446	3,520	4,059	4,256
非流动负债	1,014	1,361	1,361	1,361	1,361
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,014	1,361	1,361	1,361	1,361
负债合计	4,476	5,302	5,421	6,038	6,299
少数股东权益	81.01	0.00	(5.25)	(8.35)	(20.45)
股本	462.53	463.18	463.37	463.37	463.37
资本公积	5,441	5,473	5,473	5,473	5,473
留存公积	5,533	6,956	9,440	11,366	13,718
归属母公司股东权益	11,356	12,853	15,910	18,146	21,016
负债和股东权益	15,913	18,156	21,326	24,177	27,295

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	2,196	2,502	1,810	2,963	2,936
净利润	1,655	1,822	3,631	2,814	3,438
折旧摊销	114.85	127.77	135.55	109.94	111.28
财务费用	(15.81)	0.49	(52.42)	(131.76)	(208.01)
投资损失	(369.93)	(465.14)	(1,851)	(395.49)	(404.01)
营运资金变动	529.17	726.66	(82.40)	538.57	(27.69)
其他经营现金	282.01	289.86	29.02	27.86	26.82
投资活动现金	(4,274)	(1,967)	1,506	48.56	31.16
资本支出	(174.99)	(97.89)	(69.71)	(83.76)	(101.30)
长期投资	(4,361)	(1,973)	(237.75)	(257.29)	(268.45)
其他投资现金	262.23	103.62	1,814	389.61	400.91
筹资活动现金	(500.58)	(735.36)	(549.27)	(448.51)	(372.25)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	(0.19)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	262.99	32.21	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(763.57)	(767.39)	(549.27)	(448.51)	(372.25)
现金净增加额	(2,579)	(203.37)	2,767	2,563	2,595

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	5,121	5,929	7,038	8,350	9,869
营业成本	760.76	833.13	916.90	1,025	1,150
营业税金及附加	49.17	64.54	72.10	88.22	102.68
营业费用	991.33	1,140	1,337	1,586	1,875
管理费用	402.66	473.85	527.86	626.24	740.15
财务费用	(15.81)	0.49	(52.42)	(131.76)	(208.01)
资产减值损失	(8.02)	(20.57)	(15.50)	(20.14)	(26.59)
公允价值变动收益	(18.39)	(12.14)	(15.27)	(13.70)	(14.49)
投资净收益	369.93	465.14	1,851	395.49	404.01
营业利润	1,741	1,947	3,890	3,011	3,680
营业外收入	3.92	7.93	4.44	5.43	5.93
营业外支出	(5.46)	1.86	2.87	(0.24)	1.50
利润总额	1,750	1,953	3,892	3,016	3,685
所得税	95.14	130.92	260.91	202.21	247.03
净利润	1,655	1,822	3,631	2,814	3,438
少数股东损益	10.20	(14.60)	(5.25)	(3.09)	(12.10)
归属母公司净利润	1,645	1,836	3,636	2,817	3,450
EBITDA	1,848	2,077	3,970	2,988	3,581
EPS (人民币, 基本)	3.56	3.97	7.85	6.08	7.45

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	12.40	15.78	18.71	18.64	18.19
营业利润	24.31	11.81	99.84	(22.61)	22.25
归属母公司净利润	24.84	11.63	98.00	(22.53)	22.46
获利能力 (%)					
毛利率	85.14	85.95	86.97	87.73	88.35
净利率	32.32	30.73	51.59	33.70	34.84
ROE	14.47	14.17	22.83	15.51	16.37
ROIC	14.19	13.71	22.85	14.68	15.53
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.13	29.20	25.42	24.98	23.08
净负债比率 (%)	1.26	4.57	(13.84)	(26.27)	(35.05)
流动比率	1.76	2.84	3.49	3.59	3.98
速动比率	0.83	0.79	1.50	1.87	2.35
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.35	0.36	0.37	0.38
应收账款周转率	9.56	10.39	9.51	9.82	9.91
应付账款周转率	1.69	1.77	1.77	1.77	1.77
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.55	3.96	7.85	6.08	7.45
每股经营现金流(最新摊薄)	4.74	5.40	3.91	6.39	6.34
每股净资产(最新摊薄)	24.51	27.74	34.33	39.16	45.35
估值比率					
PE (倍)	70.83	63.45	32.05	41.36	33.78
PB (倍)	10.26	9.07	7.32	6.42	5.54
EV EBITDA (倍)	62.45	55.57	28.37	36.82	30.00

免责声明

分析师声明

本人，郭雅丽、岳铂雄，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。
- 金山办公（688111 CH）：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

- 分析师郭雅丽、岳铂雄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。
- 金山办公（688111 CH）：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

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