

# 2026 北京车展：文远 L4 和 L2+双赛道布局优势加速兑现

华泰研究

2026 年 4 月 26 日 | 中国香港/美国

动态点评

计算机应用

2026 北京车展于 4 月 24 日开幕。本次车展中，我们看到文远国内+海外同步推进，L4 和 L2+双赛道布局清晰。L4 方面，公司深化和联想的战略合作，宣布未来五年部署约 20 万台 L4 车辆；当前新一代 GXR 已在中国广州、北京，阿联酋阿布扎比、迪拜实现纯无人运营，并在新加坡、沙特利雅得等地开展公众运营。L2+方面，公司与芯擎科技达成战略合作，将通过“芯片+算法”优化 ADAS 方案成本结构。公司的 WRD 3.0 ADAS 方案已适配英伟达 DRIVE、高通骁龙及芯擎“星辰一号”等平台，并新增落地广汽埃安 N60 车型。我们看好公司商业化进程，当前业务已覆盖 12 国 40 余城；Robotaxi 实现全球 6 国落地，预计 2026 年车队规模提升至 2,600 辆。重申“买入”。

## 海外 Robotaxi 加速落地，硬件降本打开规模空间

公司 Robotaxi 海外落地持续加速。3 月底，文远与 Uber 在迪拜启动纯无人运营，覆盖朱美拉、乌姆苏盖姆及哈姆利亚港等核心区域；此前公司已于 25 年底开展公众运营，并于 26 年 2 月取得迪拜交管局纯无人运营牌照。我们看好中东 Robotaxi 商业化进程，且文远深度参与，并计划与 Uber 合作推动 27 年中东约 1200 台 Robotaxi 落地(重点覆盖阿布扎比、迪拜及利雅得)，以及未来 5 年全球 15 座城市落地。此外，阿布扎比实现单城运营盈利，初步验证海外更优的单车经济性。新加坡方面，公司 4 月初与 Grab 在榜鹅地区启动公众运营；此前已累计超千人次试乘及 3 万公里安全里程。硬件方面，公司联合联想于 25 年 7 月推出 HPC 3.0 计算平台，已应用于量产 Robotaxi GXR。该平台基于联想 L4 域控 AD1，采用双英伟达 Thor 配置，算力超 2000 TOPS；平台化设计使套件成本下降约 50%，TCO 降低约 84%。此次双方合作深化有望进一步强化成本优势，支撑 Robotaxi 规模化落地。

## WRD 3.0 量产提速，多平台适配与“四连冠”验证技术领先性

L2+业务方面，公司一段式端到端 ADAS 方案 WRD 3.0 加速量产落地，已获得广汽、奇瑞等 OEM 近 30 个车型定点，覆盖奇瑞星途星纪元 ES/ET、星途 EX7 及广汽埃安 N60 等热门车型。其中，N60 为首个基于高通骁龙平台的量产项目，验证公司跨算力平台适配能力。公司未来将通过软件预装及 OTA 升级持续服务广汽埃安、传祺、昊铂、奇瑞星途等国内品牌，并将逐步拓展至 Tiggo、Lepas、Omoda、JAECOO 等海外品牌，推动 L2+业务规模化。此外，WRD 3.0 在第二届中国智驾大赛实现台州、温州、金华、芜湖“四连冠”，验证复杂城市市场下的技术领先性。同时，公司与芯擎科技推进“星辰一号”(AD1000)算力平台适配，打造更具经济性的国产方案。

## 多场景商业化推进，环卫产品矩阵完善，Robobus 加速落地

文远持续拓展多场景落地。公司 4 月发布全新 L4 环卫产品 S3 市政辅道扫路机与 S5 主干道洗扫车，并与中环洁集团达成五年 300 台 S3 采购协议(首批 100 台一年内交付)，推动智慧环卫规模化落地。文远已形成 S1、S3、S5、S6 的多场景的环卫产品矩阵，并在 CCE 展会获得“最佳清洁创新奖”。此外，文远小巴是全球首个 L4 前装量产 Robobus，已落地中国广州、北京、无锡、瑞士苏黎世、新加坡、阿联酋阿布扎比、比利时鲁汶等全球 30 余城。

## 重申“买入”，美股目标价 20 美元，港股目标价 50 港元

我们看好文远技术前瞻性 & 海外先发优势，或成为 Physical AI 和 Robotaxi 赛道的核心标的，具备估值溢价基础。我们维持 2026-2028E 营收预测 10.23/20.80/71.85 亿元。基于 26 年可比公司 3.25x EV/Sales，我们维持 DCF 退出倍数 4.4x EV/Sales，维持目标价 20 美元(对应 50 港元)，重申“买入”。

风险提示：短期盈利承压、市场竞争加剧、监管挑战、技术落地能力不足等。

	800 HK	WRD US
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 50.00	美元: 20.00

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

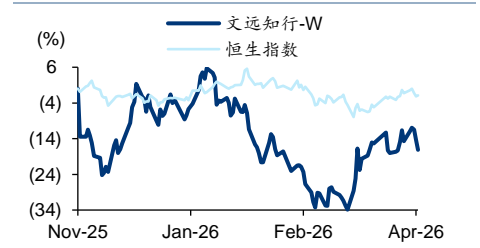
易楚妍 联系人  
SAC No. S0570124070123 yichuyan@htsc.com  
SFC No. BXH065 +(86) 21 2897 2228

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

## 基本数据

(港币/美元)	800 HK	WRD US
收盘价(截至 4 月 24 日)	20.22	7.96
市值(百万)	20,772	2,669
6 个月平均日均成交额(百万)	42.96	39.34
52 周价格范围	15.70-25.98	6.01-12.55

## 股价走势图



资料来源: S&P

## 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)	684.59	1,023	2,080	7,185
+/-%	89.57	49.39	103.40	245.40
归属母公司净利润(百万)	(1,655)	(1,639)	(1,402)	17.72
+/-%	(34.25)	(0.96)	(14.48)	(101.26)
EPS(最新摊薄)	(1.61)	(1.60)	(1.37)	0.02
ROE(%)	(22.12)	(16.19)	(12.03)	0.16
PE(倍)	(11.05)	(11.14)	(13.03)	1,031
PB(倍)	2.31	1.48	1.67	1.67
EV EBITDA(倍)	(6.59)	(5.03)	(7.48)	21.65
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 文远北京车展现场, 文远 GXR Robotaxi 采用吉利远程平台



资料来源: 华泰研究

图表2: 文远北京车展现场, 广汽埃安 N60 搭载公司 WRD 3.0 方案



资料来源: 华泰研究

图表3: 北京车展, 文远与联想集团深化战略合作



资料来源: 文远知行官网, 华泰研究

图表4: 北京车展, 文远与芯擎科技达成战略合作



资料来源: 文远知行官网, 华泰研究

图表5: WRD3.0 实现高通 SA8650 平台量产, 并适配埃安 N60 车型



资料来源: 文远知行官网, 华泰研究

图表6: 文远环卫产品矩阵亮相 CCE 展



资料来源: 文远知行官网, 华泰研究

图表7: WRD3.0 一段式端到端 ADAS 方案在第二届中国智驾大赛实现台州、温州、金华、芜湖“四连冠”



资料来源: 文远知行官网, 华泰研究

### 盈利预测与估值

我们看好文远知行在自动驾驶商用化中的领先地位, 预计公司将于 26/28 年分别实现单车及公司层面盈亏平衡。我们维持 26-28E 营收预测 10.23/20.80/71.85 亿元。我们认为, 在中外市场同步推进下, L2+L4 双轮驱动下, 公司已确立全球领先自动驾驶企业地位, 具备估值溢价基础。基于 26E 可比公司 3.25x EV/Sales, 我们维持 DCF 退出倍数 4.4x EV/Sales, 维持美股目标价 20 美元, 对应港股目标价 50 港元, 重申“买入”。

图表8: 文远知行盈利预测

百万人民币	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入	528	402	361	685	1,023	2,080	7,185	11,636	16,824
YoY		-24%	-10%	90%	49%	103%	245%	62%	45%
总成本	295	218	250	478	707	1,450	4,956	7,698	10,289
毛利	233	183	111	207	316	630	2,229	3,938	6,535
YoY		-21%	-40%	87%	53%	100%	254%	77%	66%
毛利率	44%	46%	31%	30%	31%	30%	31%	34%	39%
总费用	230	651	1,154	1,980	1,991	2,112	2,239	2,465	2,713
YoY		183%	77%	72%	1%	6%	6%	10%	10%
a) 研发费用	759	1,058	1,091	1,372	1,400	1,484	1,573	1,730	1,903
研发费用率	144%	263%	302%	200%	137%	71%	22%	15%	11%
b) 销售与管理费用	261	667	1,192	670	683	723	764	838	920
销售与管理费用率	49%	166%	330%	98%	67%	35%	11%	7%	5%
经营利润	(779)	(1,566)	(2,185)	(1,847)	(1,750)	(1,559)	(91)	1,386	3,729
经营利润率	-148%	-390%	-605%	-270%	-171%	-75%	-1%	12%	22%
净利润	(1,298)	(1,949)	(2,517)	(1,655)	(1,639)	(1,402)	18	1,305	3,347
净利润率	-246%	-485%	-697%	-242%	-160%	-67%	0%	11%	20%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表9: 文远知行 DCF 模型关键假设与计算结论

关键假设	计算结论
税率	8.0%
债务比率	1.5%
β	102.5%
无风险利率	1.6%
风险溢价	10.6%
股权成本	12.5%
债务成本	2.8%
债务成本(税后)	2.6%
WACC	12.3%
Exit EV/Sales	4.40
自由现金流折现总和 (百万人民币)	-1,730
终值现值 (百万人民币)	46,515
企业价值 (百万人民币)	44,786
净债务价值 (百万人民币)	-104
股权价值 (百万人民币)	44,682
目标价 (港币)	50
目标价 (美元)	20
港币人民币汇率 (RMB/HKD)	1.15
美元人民币汇率 (RMB/USD)	0.15

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表10: 文远知行可比公司估值表

Company	Ticker	P/S			EV/Sales		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
<b>OEMs</b>							
特斯拉	TSLA US	13.72	11.83	10.14	13.45	11.59	9.94
蔚来	NIO US	0.83	0.71	0.64	0.85	0.73	0.66
小鹏汽车	XPEV US	1.09	0.87	0.76	0.98	0.78	0.68
理想汽车	LI US	1.06	0.88	0.79	0.42	0.35	0.32
板块平均值		4.17	3.57	3.08	3.92	3.36	2.90
<b>Tier-1</b>							
宁德时代	300750 CH	3.49	2.90	2.50	3.27	2.72	2.35
德赛西威	002920 CH	1.70	1.44	1.31	1.69	1.44	1.30
四维图新	002405 CH	4.65	3.90	3.98	4.33	3.63	3.71
中科创达	300496 CH	3.34	2.73	2.06	3.14	2.57	1.93
禾赛科技	HSAI US	5.13	3.71	2.87	4.27	3.09	2.39
速腾聚创	2498 HK	4.21	2.96	2.35	3.54	2.49	1.98
知行汽车	1274 HK	0.42	0.28	0.18	0.38	0.26	0.17
板块平均值		2.87	2.24	1.91	2.58	2.02	1.73
可比公司平均值		3.52	2.91	2.49	3.25	2.69	2.31

注: 美股数据截止4月24日, A股和港股数据截止4月24日, 均为彭博一致预期  
 资料来源: Bloomberg、华泰研究;

## 风险提示

**财务风险:** 公司目前尚未实现盈利, 且短期内盈利能力较弱。

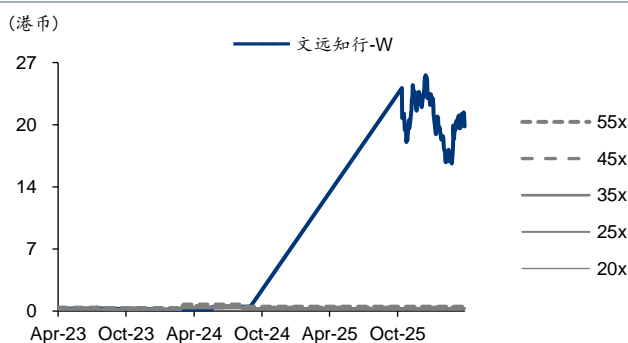
**市场竞争风险:** 在Robotaxi业务领域, 市场竞争日趋激烈。公司正面临来自小马智行、百度萝卜快跑、谷歌Waymo和特斯拉等新兴企业和行业巨头的直接竞争。Robovan、Robosweeper、Robobus领域亦有新石器、九识、酷哇、轻舟等众多参与者。

**监管挑战风险:** 自动驾驶出行及L4运营服务的法律法规目前尚未完善, 公司在全球范围内的业务布局因此面临来自中外多地的监管挑战。

**技术落地能力不足:** 自动驾驶技术的发展依赖于硬件、软件、计算能力等方面的技术进步及其整合效果。随着自动驾驶向更高自动化水平发展, 将对公司的长期研发能力提出挑战。

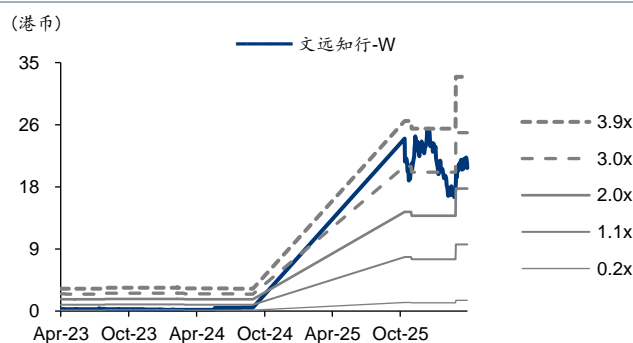
**假设与测算或不及预期:** 本次盈利预测周期延至2030年, 时间跨度较长, 且公司覆盖多条业务线, 涉及多个细分市场与不同国家和地区。相关测算需基于对行业渗透率、商业化节奏、单车盈利能力、政策环境及竞争格局等一系列关键假设。在外部环境或公司战略执行出现偏差的情况下, 实际经营结果可能与预测存在差异, 盈利预测存在一定不确定性风险。

图表11: 文远知行-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表12: 文远知行-WPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	361.13	684.59	1,023	2,080	7,185
销售成本	(250.42)	(477.77)	(706.96)	(1,450)	(4,956)
<b>毛利润</b>	<b>110.72</b>	<b>206.82</b>	<b>315.73</b>	<b>630.23</b>	<b>2,229</b>
销售及分销成本	(53.57)	(73.63)	(75.10)	(78.10)	(81.23)
管理费用	(1,139)	(596.06)	(607.98)	(644.46)	(683.13)
其他收入/支出	(1,145)	(1,446)	(1,475)	(1,562)	(1,654)
财务成本净额	176.90	172.31	57.62	103.35	50.92
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>(2,511)</b>	<b>(1,651)</b>	<b>(1,635)</b>	<b>(1,398)</b>	<b>17.72</b>
税费开支	(5.87)	(4.10)	(4.06)	(3.47)	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归母净利润</b>	<b>(2,517)</b>	<b>(1,655)</b>	<b>(1,639)</b>	<b>(1,402)</b>	<b>17.72</b>
折旧和摊销	(101.13)	0.00	(145.47)	(231.06)	(487.93)
EBITDA	(2,587)	(1,823)	(1,547)	(1,271)	454.73
EPS (人民币, 基本)	(8.54)	(1.61)	(1.60)	(1.36)	0.02

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	204.71	321.02	337.07	353.93	371.62
应收账款和票据	450.26	732.12	732.49	733.94	736.47
现金及现金等价物	4,268	6,666	11,081	9,626	9,691
其他流动资产	2,365	490.88	490.88	490.88	490.88
<b>总流动资产</b>	<b>7,288</b>	<b>8,210</b>	<b>12,642</b>	<b>11,205</b>	<b>11,290</b>
固定资产	178.18	378.77	577.88	861.95	1,146
无形资产	73.56	65.97	92.36	129.30	181.02
其他长期资产	154.03	280.96	295.33	321.21	367.77
<b>总长期资产</b>	<b>405.78</b>	<b>725.70</b>	<b>965.57</b>	<b>1,312</b>	<b>1,695</b>
<b>总资产</b>	<b>7,694</b>	<b>8,936</b>	<b>13,607</b>	<b>12,518</b>	<b>12,985</b>
应付账款	418.47	571.36	608.07	647.44	689.68
短期借款	66.92	356.18	534.27	801.41	1,202
其他负债	57.10	73.76	73.76	73.76	73.76
<b>总流动负债</b>	<b>542.49</b>	<b>1,001</b>	<b>1,216</b>	<b>1,523</b>	<b>1,966</b>
长期债务	76.10	23.24	27.89	33.47	40.16
其他长期债务	9.16	11.21	11.21	11.21	11.21
<b>总长期负债</b>	<b>85.26</b>	<b>34.45</b>	<b>39.10</b>	<b>44.68</b>	<b>51.37</b>
股本	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
储备/其他项目	7,066	7,900	12,352	10,950	10,968
股东权益	7,066	7,900	12,352	10,950	10,968
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>7,066</b>	<b>7,900</b>	<b>12,352</b>	<b>10,950</b>	<b>10,968</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	(2.08)	(11.05)	(11.14)	(13.03)	1,031
PB	0.74	2.31	1.48	1.67	1.67
EV EBITDA	(5.47)	(6.59)	(5.03)	(7.48)	21.65
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(13.32)	(12.35)	(10.47)	(10.06)	(2.16)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	(2,587)	(1,823)	(1,547)	(1,271)	454.73
融资成本	(176.90)	(172.31)	(57.62)	(103.35)	(50.92)
营运资本变动	251.97	(222.98)	20.30	21.06	22.01
税费	(5.87)	(4.10)	(4.06)	(3.47)	0.00
其他	1,924	2,041	57.62	103.35	50.92
<b>经营活动现金流</b>	<b>(593.59)</b>	<b>(181.98)</b>	<b>(1,531)</b>	<b>(1,253)</b>	<b>476.74</b>
CAPEX	(85.51)	(198.96)	(375.69)	(577.94)	(870.39)
其他投资活动	411.01	(128.58)	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>325.51</b>	<b>(327.54)</b>	<b>(375.69)</b>	<b>(577.94)</b>	<b>(870.39)</b>
债务增加量	89.61	236.41	182.74	272.72	407.40
权益增加量	3,171	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(436.55)	8,804	57.62	103.35	50.92
<b>融资活动现金流</b>	<b>2,824</b>	<b>9,040</b>	<b>240.36</b>	<b>376.07</b>	<b>458.32</b>
现金变动	2,556	8,531	(1,666)	(1,455)	64.67
年初现金	1,661	4,217	12,747	11,081	9,626
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>4,217</b>	<b>12,747</b>	<b>11,081</b>	<b>9,626</b>	<b>9,691</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	(10.13)	89.57	49.39	103.40	245.40
毛利润	(39.66)	86.81	52.66	99.61	253.75
营业利润	39.52	(15.49)	(5.21)	(10.91)	(94.16)
净利润	29.13	(34.25)	(0.96)	(14.48)	(101.26)
EPS	(48.48)	(81.14)	(0.96)	(14.48)	(101.26)
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	30.66	30.21	30.87	30.30	31.03
EBITDA	(716.27)	(266.31)	(151.28)	(61.08)	6.33
净利润率	(696.92)	(241.74)	(160.27)	(67.38)	0.25
ROE	(125.40)	(22.12)	(16.19)	(12.03)	0.16
ROA	(37.82)	(19.90)	(14.54)	(10.73)	0.14
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(58.38)	(79.58)	(85.16)	(80.29)	(77.03)
流动比率	13.43	8.20	10.40	7.36	5.74
速动比率	13.06	7.88	10.12	7.13	5.55

### 营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.05	0.08	0.09	0.16	0.56
应收账款周转天数	453.43	310.89	257.78	126.89	36.84
应付账款周转天数	508.00	372.92	300.30	155.86	48.57
存货周转天数	304.00	198.07	167.56	85.78	26.35
现金转换周期	249.43	136.03	125.04	56.81	14.62

### 每股指标 (人民币)

EPS	(8.54)	(1.61)	(1.60)	(1.36)	0.02
每股净资产	23.98	7.69	12.03	10.67	10.68

## 免责声明

### 分析师声明

本人，何翩翩，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。
- 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](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

- 分析师何翩翩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