

困境反转趋势确立

华泰研究

2026年5月08日 | 美国

季报点评

文化娱乐

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

35.41

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

郑裕佳

SAC No. S0570524070002
SFC No. BTB676

研究员

zhengyujia@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

Unity 公布 26Q1 业绩: Q1 收入为 5.08 亿美元/+17% yoy, 调整后 EBITDA 为 1.38 亿美元/yoy+65%, 调整后 EBITDA margin 为 27%/yoy+8pct, 符合业绩预告。公司指引 Q2 总收入约 5.05~5.15 亿美元, yoy+14.5%~16.8% (VA 一致预期 5.12 亿美元/yoy+16.12%), 调整后 EBITDA 为 1.3~1.35 亿美元 (VA: 1.30 亿美元), 均好于市场预期。整体来看公司高基数下仍维持强劲增长, 利润率表现打消市场担忧, 电商广告有望成为核心增量, 叠加应用商店分成降低的行业性利好, 长期增长逻辑清晰, 维持“买入”。

Vector 驱动增长飞轮, AI 变现壁垒持续加固

Q1 核心广告业务 (Strategic Grow) 收入同比大幅增长 49%至 2.79 亿美元, Q2 指引同比增速进一步提升至 50-52%。AI 引擎 Vector 驱动的 Unity Ads 连续四个季度实现 15%的环比增长, Q1 收入同比增速达 80%, 增长驱动因素主要来自三方面: 模型能力提升、产品功能增强以及数据与信号质量优化。随着 Q2 末运行时数据 (Runtime) 接入线上生产模型, 实时序列行为数据有望进一步提升广告效果和 ROI, 持续强化 Unity 广告业务的长期竞争优势。

AI 赋能引擎业务升级, 商业化转型路径清晰可期

Q1 核心引擎业务 (Strategic Create) 收入同比增长 15%至 1.54 亿美元, Q2 剔除一次性收入后同口径同比增速指引达 11-14%, Unity 6 稳定性与客户满意度持续提升, 巩固了公司在移动游戏开发领域约 70%的市场份额。产品方面迎来重大升级, 公司推出专为引擎定制的一体化助手 Unity AI, 具备完整项目上下文与跨平台适配能力, 测试期已实现 70% 的用户留存率, 未来有望按使用量计费, 打开引擎业务的收入天花板。此外, Q2 Unity Commerce 即将上线, 通过一站式支付解决方案补齐变现闭环, 助力引擎业务从工具向平台延伸。

盈利拐点明确, 低毛利业务出清+成本管控释放利润空间

Q1 调整后 EBITDA 率达到 27%, 同比提升 8 个百分点, 利润率提升主要来自经营杠杆效应。公司于 4 月终止了 IronSource 广告网络, 并计划出售 Supersonic 发行业务, 旨在将资源聚焦核心战略收入。公司指引在收入持续高增长、低毛利业务成本出清、股权激励费用和并购整合相关摊销费用下降的推动下, 26 下半年调整后 EBITDA 利润率有望进一步提升, 并在 26Q4 实现 GAAP 净利润转正。

盈利预测与估值

我们略微调整 26-28E 公司收入预测至 21.05/23.07/26.17 亿美元 (较前次+1.79%/-0.17%/+1.32%) 以反映 Q2 的强劲指引和业务调整的基数影响。由于公司尚未进入稳定盈利期, 我们采用 PS 估值。可比公司 2026 年彭博一致预期均值为 8x PS, 考虑到公司核心业务处于修复早期, 短期内收入增速略慢于可比公司一致预期均值, 给予一定折价, 按 2026 年 7.3x PS 计算, 目标价 35.41 美元, 维持“买入”评级 (前值: 26.55 美元, 对应 2026 年 5.6x PS)。

风险提示: 市场竞争加剧, 宏观经济影响广告主预算, 广告数据整合缓慢, AI 技术迭代缓慢或效果不及预期, 隐私政策收紧阻碍数据获取, 商誉减值风险。

基本数据

收盘价 (美元 截至 5 月 6 日)	27.28
市值 (美元百万)	11,903
6 个月平均日成交额 (美元百万)	380.24
52 周价格范围 (美元)	16.78-52.15

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (美元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	1,850	2,105	2,307	2,617
+/-%	2.01	13.78	9.61	13.46
归母净利润 (百万)	(402.77)	(16.33)	359.63	550.77
+/-%	39.35	95.95	2,302	(53.15)
归母净利润 (调整后, 百万)	(22.61)	291.14	667.10	858.24
+/-%	88.41	1,388	129.13	28.65
EPS (调整后, 最新摊薄)	(0.05)	0.67	1.53	1.97
PE (调整后, 倍)	(526.55)	40.88	17.84	13.87
PB (倍)	3.41	3.15	2.68	2.24
ROE (调整后, %)	(0.65)	8.01	16.21	17.60
EV EBITDA (倍)	(734.89)	28.61	13.91	10.26
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

盈利预测与估值

我们略微调整 26-28E 公司收入预测至 21.05/23.07/26.17 亿美元（较前次 +1.79%/-0.17%/+1.32%）以反映 Q2 的强劲指引和业务调整的基数影响。虽然公司公布的一系列战略调整（终止 IronSource 广告网络，并计划出售 Supersonic 发行业务）已经自 Q2 开始体现部分收入影响，但相关成本和费用优化更多会发生在 2026 年下半年，因此我们上调 26-28 年毛利率、下调各项费用率预测，以反映低毛利业务出清对公司整体利润结构的自然改善。我们预计公司 26-28 年 GAAP 口径下净利润为 -0.16/3.60/5.51 亿美元，调整后 EBITDA 为 6.05/7.26/9.39 亿美元。

图表1：盈利预测调整表

(百万美元)	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度(pct)/%		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
项目									
收入	2,068	2,311	2,583	2105	2307	2617	1.79%	-0.17%	1.32%
毛利率 (%)	74.40%	75.50%	76.80%	77.60%	81.50%	82.50%	3.20pct	6.00pct	5.70pct
销售费用率 (%)	30.70%	27.80%	25.20%	26.50%	20.60%	18.60%	(4.20)pct	(7.20)pct	(6.60)pct
研发费用率 (%)	48.00%	44.80%	41.80%	43.40%	35.00%	31.60%	(4.60)pct	(9.80)pct	(10.20)pct
管理费用率 (%)	14.00%	13.30%	12.70%	11.30%	10.60%	9.60%	(2.70)pct	(2.70)pct	(3.10)pct
净利润	-293	-173	-34	-16.33	359.63	550.77	94.43%	307.88%	1719.91%
EBITDA	148	286	452	298	419	632	101.35%	46.50%	39.82%
Non-GAAP 调整项	367	367	367	307	307	307	-16.35%	-16.35%	-16.35%
调整后 EBITDA (百万元)	515	653	819	605	726	939	17.48%	11.18%	14.65%

注：调整项主要为股权激励费用、重组费用

资料来源：华泰研究预测

我们选取美股上市的主流广告技术平台作为可比公司，以更好地反映本轮 AI 技术革命背景下行业所处的估值区间。由于公司尚未进入稳定盈利期，我们采用 PS 估值。可比公司 2026 年彭博一致预期均值为 8x PS，考虑到公司核心业务处于修复早期，短期内收入增速略慢于可比公司一致预期均值，给予一定折价，按 2026 年 7.3x PS 计算，目标价 35.41 美元，维持“买入”评级。

图表2：PS 估值关键假设（截至 5 月 6 日）

	2026E (百万美元)
收入	2105
PS (x)	7.3
股权价值	15451
股份数 (百万)	436
目标价 (美元)	35.41

资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰研究预测

图表3：可比公司估值

公司代码	公司简称	收盘价 (美元)	市值 (百万美元)	收入 (百万美元)			PS (x)		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
APP US	Applovin	468.83	157,499	7,960	10,309	12,917	19.79	15.28	12.19
TTD US	The Trade Desk	24.01	11,477	3,291	3,720	4,126	3.49	3.09	2.78
GOOGL US	Alphabet	398.04	4,806,830	404,773	470,661	542,777	11.88	10.21	8.86
META US	Meta	612.88	1,555,749	250,213	296,879	345,403	6.22	5.24	4.5
MGNI US	Magnite	13.39	1,918	742	825	896	2.58	2.33	2.14
RDDT US	Reddit	166.56	32,064	3,127	4,074	5,180	10.26	7.87	6.19
PUBM US	Pubmatic	10.14	473	286	309	338	1.66	1.53	1.4
均值							7.98	6.51	5.44

注：数据截至美东时间 2026 年 5 月 6 日。预测值来自 Bloomberg 一致预测。

资料来源：Bloomberg，Wind，华泰研究

图4: 可比公司收入增速一致预期

公司代码	公司简称	收入 yoy (2026E)	收入 yoy (2027E)	收入 yoy (2028E)
APP US	Applovin	45%	30%	25%
TTD US	The Trade Desk	14%	13%	11%
GOOGL US	Alphabet	0%	16%	15%
META US	Meta	25%	19%	16%
MGNI US	Magnite	4%	11%	9%
RDDT US	Reddit	42%	30%	27%
PUBM US	Pubmatic	1%	8%	9%
均值		14%	16%	15%
U US	Unity	14%	13%	14%
折价倍数 (x)		1.02	0.82	0.92
平均折价倍数 (x)				0.92

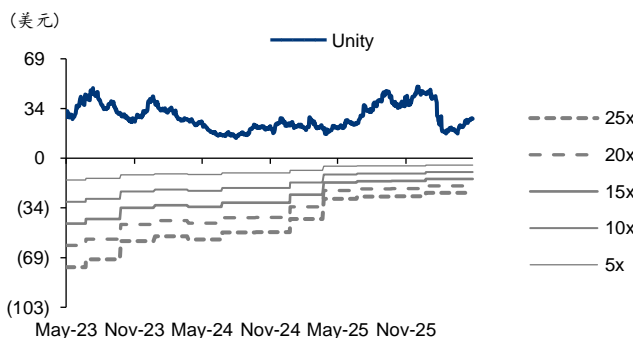
注: 数据截至美东时间 2026 年 5 月 6 日。收入预测值基于 Bloomberg 一致预测。

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

风险提示

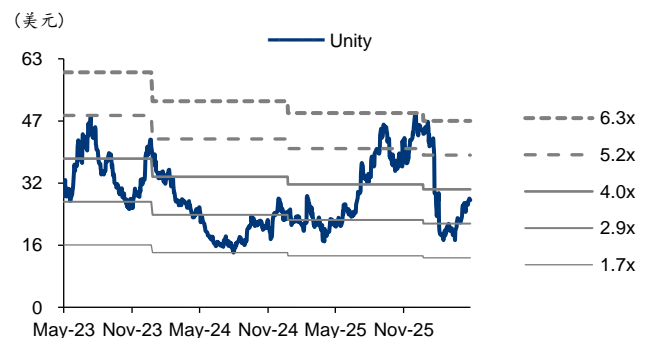
- 1) 市场竞争加剧:** 游戏行业竞争激烈, Unreal Engine 在高端市场、Godot 等开源引擎在中低端市场可能形成分流, 进而影响 Unity 在游戏引擎市场的份额和收入。
- 2) 宏观经济及广告市场波动:** Grow 业务受广告预算和行业景气度影响较大, 宏观经济下行或广告主预算收缩可能影响其增长。
- 3) AI 技术发展不及预期:** AI 技术在游戏开发和广告投放中的应用可能面临技术瓶颈或落地不及预期, 影响公司效率提升和竞争优势。
- 4) 数据隐私政策变化:** 全球各地的数据隐私政策 (如 IDFA) 持续演进, 可能对 Grow 业务的数据获取和使用造成新的挑战。
- 5) 商誉减值风险:** 公司账面商誉较高, 若后续被收购资产运营能力下滑, 可能导致商誉计提减值, 对利润产生负面影响。

图5: UnityPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图6: UnityPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,813	1,850	2,105	2,307	2,617
销售成本	(480.85)	(477.74)	(471.81)	(425.66)	(458.28)
毛利润	1,332	1,372	1,633	1,881	2,159
销售及分销成本	(752.65)	(652.91)	(558.28)	(474.60)	(486.38)
管理费用	(1,335)	(1,198)	(1,151)	(1,052)	(1,081)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	88.02	83.86	54.69	44.27	54.81
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(667.13)	(395.20)	(22.07)	398.80	646.69
税费开支	2.85	(6.30)	6.45	(39.88)	(97.00)
少数股东损益	0.17	(1.27)	(0.71)	0.71	1.08
归母净利润	(664.11)	(402.77)	(16.33)	359.63	550.77
Non-GAAP 调整项	469.13	380.16	307.48	307.48	307.48
调整后净利润	(194.99)	(22.61)	291.14	667.10	858.24
折旧和摊销	(408.98)	(460.94)	(367.15)	(64.36)	(39.36)
EBITDA	(346.17)	(18.11)	450.86	882.16	1,120
EPS (美元, 基本)	(1.52)	(0.92)	(0.04)	0.82	1.26

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	707.68	756.62	860.92	943.63	1,071
现金及现金等价物	1,518	2,056	1,729	1,117	1,987
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总流动资产	2,225	2,812	2,590	2,061	3,058
固定资产	98.82	68.29	71.18	71.18	71.18
无形资产	1,066	650.54	741.45	1,044	1,069
其他长期资产	3,347	3,306	3,306	3,306	3,306
总长期资产	4,512	4,025	4,119	4,422	4,447
总资产	6,737	6,838	6,709	6,482	7,505
应付账款	308.90	313.52	356.74	391.01	443.65
短期借款	0.00	556.45	1,000	0.00	0.00
其他负债	580.59	655.90	746.31	818.01	928.14
总流动负债	889.49	1,526	2,103	1,209	1,372
长期债务	2,239	1,679	678.90	678.90	678.90
其他长期债务	181.85	136.70	138.63	140.17	142.53
总长期负债	2,421	1,816	817.53	819.07	821.42
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
储备/其他项目	3,415	3,484	3,774	4,442	5,302
股东权益	3,421	3,490	3,781	4,448	5,307
少数股东权益	5.85	6.07	6.78	6.07	4.99
总权益	3,427	3,496	3,788	4,454	5,312

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	(17.92)	(29.55)	(728.82)	33.10	21.61
PB	3.48	3.41	3.15	2.68	2.24
调整后 PE (倍)	(61.05)	(526.55)	40.88	17.84	13.87
调整后 ROE	(5.71)	(0.65)	8.01	16.21	17.60
EV EBITDA	(40.81)	(734.89)	28.61	13.91	10.26
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(3.32)	(0.24)	(1.36)	0.94	5.83

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	(346.17)	(18.11)	450.86	882.16	1,120
融资成本	(88.02)	(83.86)	(54.69)	(44.27)	(54.81)
营运资本变动	(10.12)	18.84	31.27	24.80	38.09
税费	2.85	(6.30)	6.45	(39.88)	(97.00)
其他	757.01	512.38	256.38	(67.25)	(71.17)
经营活动现金流	315.55	422.96	690.26	755.56	934.61
CAPEX	(42.41)	(22.02)	(460.94)	(367.15)	(64.36)
其他投资活动	0.00	(2.00)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(42.41)	(24.02)	(460.94)	(367.15)	(64.36)
债务增加量	(472.83)	(3.57)	(556.45)	(1,000)	0.00
权益增加量	0.00	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	134.52	113.66	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	(338.31)	110.09	(556.45)	(1,000)	0.00
现金变动	(65.16)	509.02	(327.13)	(611.59)	870.25
年初现金	1,590	1,518	2,056	1,729	1,117
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	1,518	2,056	1,729	1,117	1,987

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	(17.10)	2.01	13.78	9.61	13.46
毛利润	(8.34)	2.97	19.02	15.21	14.78
营业利润	9.32	36.56	83.98	561.87	(66.95)
净利润	19.21	39.35	95.95	2,302	(53.15)
调整后净利润	12.50	88.41	1,388	129.13	28.65
EPS (基本)	19.21	39.35	95.95	2,302	(53.15)
盈利能力比率 (%)					
毛利率	73.48	74.17	77.58	81.55	82.49
EBITDA	(19.09)	(0.98)	21.42	38.24	42.77
净利润率	(36.63)	(21.78)	(0.78)	15.59	21.04
调整后净利润率	(10.75)	(1.22)	13.83	28.92	32.79
ROE	(19.45)	(11.66)	(0.45)	8.74	11.29
调整后 ROE	(5.71)	(0.65)	8.01	16.21	17.60
ROA	(9.50)	(5.93)	(0.24)	5.45	7.88
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	21.08	5.14	(1.32)	(9.85)	(24.66)
流动比率	2.50	1.84	1.23	1.70	2.23
速动比率	2.50	1.84	1.23	1.70	2.23
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.26	0.27	0.31	0.35	0.37
应收账款周转天数	143.17	142.50	138.34	140.81	138.53
应付账款周转天数	236.25	234.51	255.71	316.20	327.83
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	(1.52)	(0.92)	(0.04)	0.82	1.26
EPS (调整后, 基本)	(0.45)	(0.05)	0.67	1.53	1.97
每股净资产	7.84	8.00	8.67	10.19	12.16

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、郑裕佳，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 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

- 分析师夏路路、郑裕佳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