

强势定义 Agentic Gemini 时代

华泰研究

2026 年 5 月 20 日 | 美国

动态点评

科技

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

500.00

何翩翩

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

研究员

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁骄阳

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

研究员

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

易楚妍

SAC No. S0570124070123
SFC No. BXH065

联系人

yichuyan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

韩冬冰*

SAC No. S0570125070150

联系人

handongbing@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

牟睿捷*

SAC No. S0570125070064

联系人

mouruijie@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

谷歌于北京时间 5 月 20 日凌晨召开 I/O 2026。我们认为，谷歌正全面进入 Agentic Gemini 时代，即通过模型与 Agent 能力，重构各产品和业务线，强化其模型、应用、软件、云、芯片的全栈 AI 优势。同时，谷歌正加速以 CPU、TPU、CXL 及低时延推理芯片为核心，构建对标英伟达的异构算力体系。此外，Blackstone 将首期投资 50 亿美元，与谷歌共建第三方 TPU 云，预计 27 年上线约 500MW 算力；叠加此前 Fluidstack、Anthropic 和 Meta 的合作，TPU 外溢趋势正加速兑现。需求侧同样强劲，谷歌本次大会披露月均 Token 处理量达 3,200 万亿，每分钟 API Token 调用量达 190 亿，Gemini App 月活达 9 亿，均较 25 年底显著提升。我们认为，AI 使用量的高速增长，是谷歌云 1Q26 营收增速（同比+63%）领跑行业的核心原因。重申“买入”。

Agent 与 Search 重构加速，谷歌定义 Agentic AI 时代分发机制

我们重申 2026 年为 Agentic AI 商业落地元年，而谷歌已从单一模型能力的竞争，转向 Agent 场景入口与分发体系的构建。谷歌推出对标 OpenClaw 的个人 Agent 产品，Gemini Spark，支持 24/7 任务执行，并基于 MCP 协议接入近 40 款热门应用，包括 Lyft、Uber 与 Zillow 等，推动 Agent 从单点工具走向统一任务调度平台。同时，我们认为 Universal Cart 的价值或被市场低估，其有望成为 Agentic Commerce 的核心基建，打通跨 App 商品的支付与服务链路；而 UCP 访问协议与 AP2 支付协议，则有望成为 Agentic 时代线上购物的新标准。搜索方面，我们认为，谷歌正推动 Search 从一次性检索向持续性任务执行演进。谷歌本次推出 Ask Maps、Ask YouTube 等 Gemini 驱动的搜索入口，支持更复杂的自然语言与多模态交互。同时，Search Agents 将开始长期后台运行，其中 Information Agent 可持续跟踪用户关注内容，并主动更新；Agentic Booking 则支持本地服务的自动搜索、比价与预订。结合 Gemini 与升级版 Antigravity 等 Agentic Coding 能力，Search 已开始覆盖婚礼筹备、搬家等长期任务场景，并生成持续更新的 Dashboards 与 Trackers，在用户侧逐步形成长期运行的 Mini Apps。

Gemini Omni 与 3.5 Flash 强化多模态与 Agent 能力

模型方面，Gemini Omni 超出市场此前对“视频模型”的预期，其本质为统一的多模态生成框架，整合 Nano Banana 图像生成、Vevo 视频生成及 Genie 世界模型等能力，并引入 SynthID 数字水印用于 AI 内容验证。Gemini 3.5 Flash 如期发布，而 3.5 Pro 或将于下月推出。我们认为，3.5 Flash 更侧重响应速度与 Agent 场景优化，但在代码与推理能力上，略弱于 GPT 5.5 与 Claude Opus 4.7。端侧方面，Android 正从传统 OS 逐步演进为 Intelligence System。Android Halo 可理解为 Agentic 时代的移动交互入口与状态层，方便用户随时跳转到 Agent 界面。Googlebook 则定位 Gemini Native 笔记本电脑，强化与 Android 生态的协同。同时，Gemini 正加速融入 macOS 本地工作流，桌面 App 或可直接调用用户本地上下文。此外，考虑到 CPU 在 Agent 统筹中的关键作用，我们也看好谷歌后续深化与英特尔在 AI PC 的合作。XR 方面，谷歌与三星、Gentle Monster 及 Warby Parker 合作的 Audio Glasses 将于今秋率先发布，Display Glasses 发布时间尚未公布。

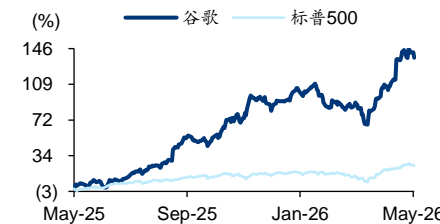
重申“买入”，维持目标价 500 美元，维持给予 35x 26E PE

从 UCP、AP2 到 SynthID，谷歌正尝试定义 Agentic AI 时代的底层协议与行业标准，其全栈 AI 优势亦进入加速兑现期。我们维持 26-28E 营收预测 4,980/5,862/6,840 亿美元，维持同期净利润预测 1,727/2,022/2,357 亿美元。基于可比公司 31.6x 26E PE 中值，维持 35x 26E PE 估值，溢价主系谷歌模型、TPU 与云业务间的协同优势。维持目标价 500 美元，重申“买入”。风险提示：AI 技术落地不及预期，行业竞争激烈，反垄断监管变化。

基本数据

收盘价(美元 截至 5 月 19 日)	387.66
市值(美元百万)	4,696,804
6 个月平均日成交额(美元百万)	10,726
52 周价格范围(美元)	161.64-408.61

股价走势图



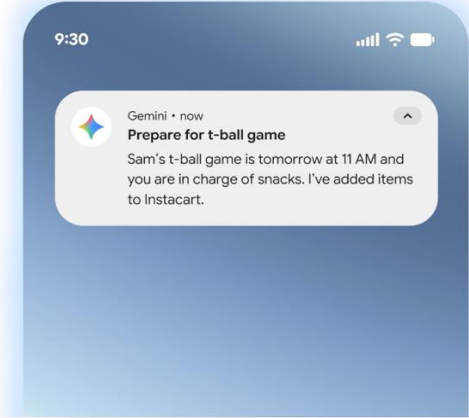
资料来源：S&P

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)	402,836	498,013	586,228	684,035
+/-%	15.09	23.63	17.71	16.68
归属母公司净利润(百万)	132,170	172,684	202,200	235,744
+/-%	32.01	30.65	17.09	16.59
EPS(最新摊薄)	10.91	14.25	16.69	19.46
ROE(%)	35.70	34.62	29.58	26.12
PE(倍)	35.54	27.20	23.23	19.92
PB(倍)	11.31	8.07	5.99	4.60
EV EBITDA(倍)	26.93	20.50	17.19	14.44
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

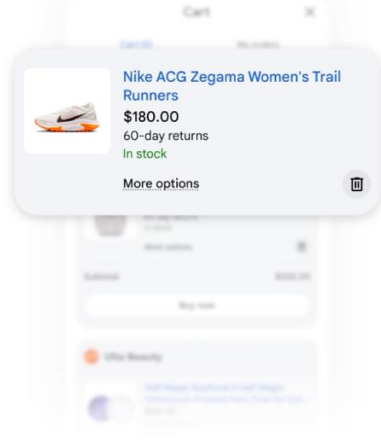
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 谷歌推出 Gemini Spark 个人 7/24 Agent 产品



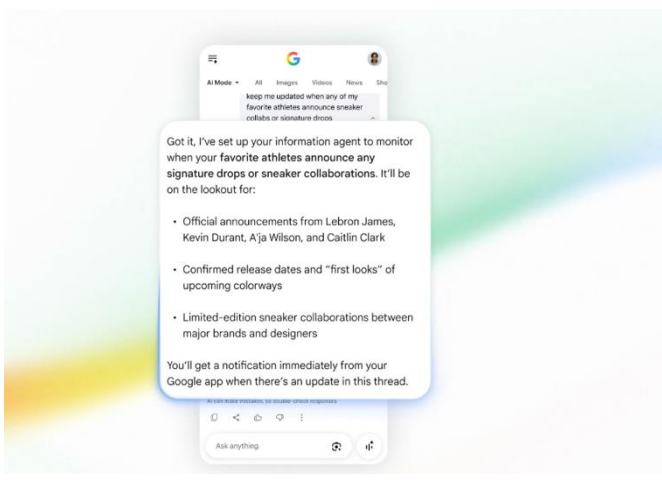
资料来源: 公司官网, 谷歌 I/O 2026, 华泰研究

图表2: 谷歌推出 Universal Cart 打通跨 App 商品的支付与服务链路



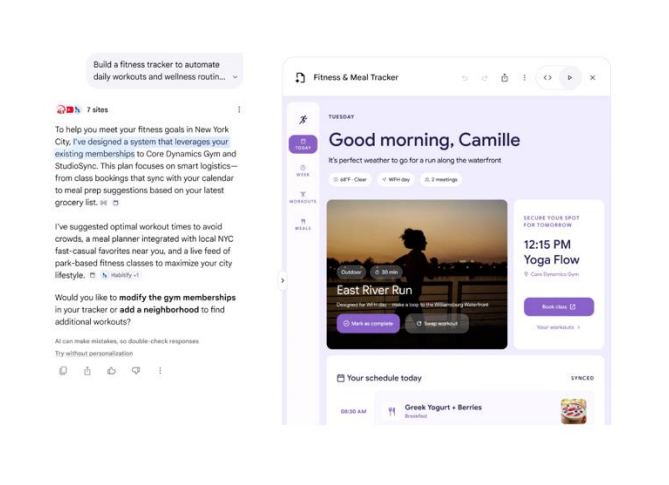
资料来源: 公司官网, 谷歌 I/O 2026, 华泰研究

图表3: 谷歌搜索支持更复杂的自然语言与多模态交互



资料来源: 公司官网, 谷歌 I/O 2026, 华泰研究

图表4: 谷歌搜索的 Agentic Booking 和用户侧 Mini Apps 功能



资料来源: 公司官网, 谷歌 I/O 2026, 华泰研究

图表5: Gemini 3.5 Flash 更侧重速度与 Agent 优化, 代码与推理能力仍略弱于 GPT 5.5 与 Claude Opus 4.7

Benchmark			Gemini 3.5 Flash	Gemini 3 Flash	Gemini 3.1 Pro	Claude Sonnet 4.6	Claude Opus 4.7	GPT-5.5
Coding	Terminal-bench 2.1	Terminus-2 harness	76.2%	58.0%	70.3%	-	66.1%	78.2%
	SWE-Bench Pro (Public)	Single attempt	55.1%	49.6%	54.2%	-	64.3%	58.6%
Agentic	MCP Atlas	Diverse agentic coding tasks	83.6%	62.0%	78.2%	69.5%	79.1%	75.3%
	Toolathlon	Multi-step workflows using MCP	56.5%	49.4%	-	-	-	55.6%
UI control	OSWorld-Verified	Real-world general tool use	78.4%	65.1%	76.2%	72.5%	78.0%	78.7%
Expert tasks	Finance Agent v2	Agentic computer use	57.9%	42.6%	43.0%	51.0%	51.5%	51.8%
	GDPval-AA	Financial analysis and decision-making	1656	1204	1314	1676	1753	1769
Multimodal	CharXiv Reasoning	Economically valuable knowledge work	84.2%	80.3%	83.3%	72.4%	82.1%	84.1%
	MMMU-Pro	Information synthesis from complex charts	83.6%	81.2%	80.5%	74.5%	75.2%	81.2%
Long context	Blueprint-Bench 2	Multimodal understanding and reasoning	33.6%	0.0%	26.5%	6.7%	24.5%	36.2%
	MRCR v2 (8-needle)	Agentic spatial reasoning	77.3%	67.2%	84.9%	84.9%	59.3%	94.8%
Reasoning	Humanity's Last Exam	128k (average)	26.6%	22.1%	26.3%	-	-	-
	ARC-AGI-2	Long context performance	40.2%	33.7%	44.4%	33.2%	46.9%	41.4%
		1M (pointwise)	72.1%	33.6%	77.1%	58.3%	75.8%	84.6%

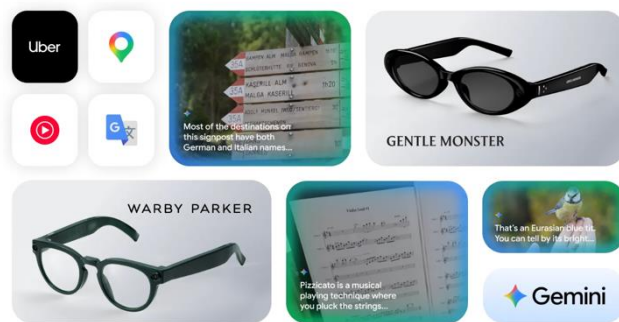
资料来源: 公司官网, 谷歌 I/O 2026, 华泰研究

图表6: 谷歌推出 Googlebook 定位 Gemini Native 笔记本电脑



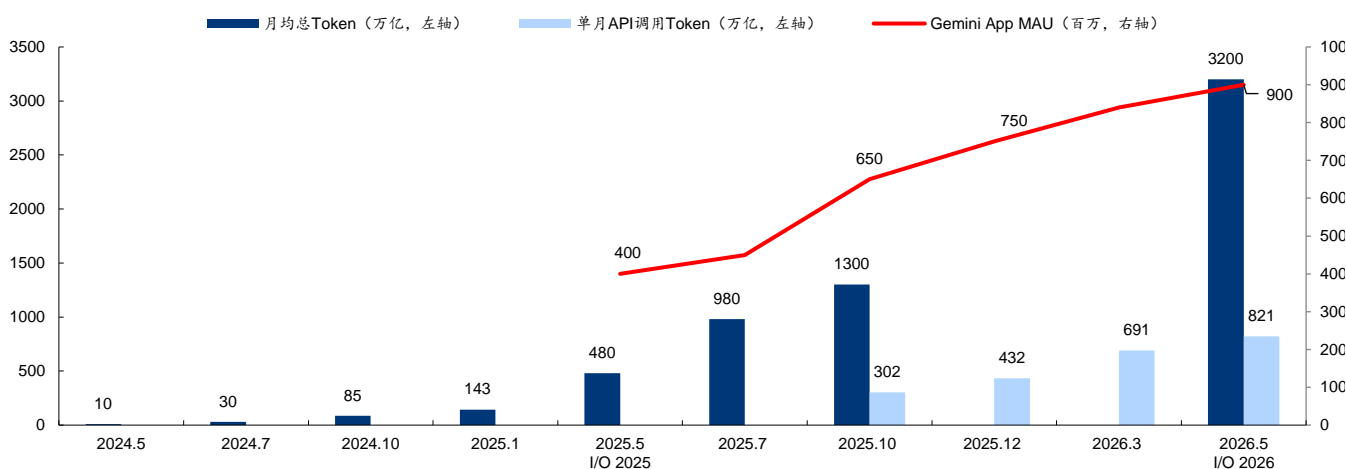
资料来源: 公司官网, 谷歌 I/O 2026, 华泰研究

图表7: 谷歌联合三星、Gentle Monster、Warby Parker 推出 AI 眼镜



资料来源: 公司官网, 谷歌 I/O 2026, 华泰研究

图表8: 谷歌月均总消耗 Token, 单月 API 调用 Token 与 Gemini App MAU 数据



资料来源: 公司公告, 华泰研究; 注: 单月 API 调用 Token 数据由每分钟 API Token 调用量按 30 天折算。

盈利预测与公司估值

我们看好谷歌 AI 生态商业化持续推进, 叠加 TPU 外延及与 Anthropic 的战略合作, 有望驱动云业务增速上行。我们认为市场对谷歌模型与 Agent 的产品价值, 以及对 Anthropic 的投资回报存在低估。我们维持 26-28E 营收预测 4,980/5,862/6,840 亿美元, 维持同期净利润预测 1,727/2,022/2,357 亿美元。估值方面, 基于可比公司 31.6x 26E PE 中值, 我们维持 35x 26E PE 估值, 溢价主系谷歌在模型、TPU 与云业务间形成的协同优势。维持目标价 500 美元, 重申“买入”。

图表9: 谷歌可比公司估值表

公司	股票代码 Ticker	PE			PS		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
可比公司中值		31.6	23.4	18.5	11.7	8.6	7.0
广告公司							
Meta	META US	17.5	15.8	13.2	6.1	5.2	4.4
云公司							
Microsoft	MSFT US	24.9	21.8	18.6	9.6	8.2	7.0
Amazon	AMZN US	25.7	22.7	18.3	3.5	3.1	2.8
Oracle	ORCL US	24.9	23.2	17.3	8.0	5.0	4.2
芯片公司							
Broadcom	AVGO US	37.5	23.5	18.4	19.2	12.3	10.0
Marvell	MRVL US	59.5	44.2	30.7	18.5	13.9	10.1
Nvidia	NVDA US	47.4	26.4	19.4	25.2	14.5	10.9
AMD	AMD US	57.8	32.7	24.2	13.8	9.1	6.9

资料来源: 彭博一致预期, 华泰研究; 注: 数据截至美东时间 5 月 19 日

图10: 谷歌年度盈利预测 (单位: 百万美元)

百万美元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	182,527	257,637	282,836	307,394	350,018	402,836	498,013	586,228	684,035
YoY	12.8%	41.2%	9.8%	8.7%	13.9%	15.1%	23.6%	17.7%	16.7%
Google cloud	13,059	19,206	26,280	33,088	43,229	58,705	100,973	166,605	249,907
YoY	46.4%	47.1%	36.8%	25.9%	30.6%	35.8%	72.0%	65.0%	50.0%
收入成本	84,732	110,939	126,203	133,332	146,306	162,535	196,715	228,629	265,406
YoY	17.9%	30.9%	13.8%	5.6%	9.7%	11.1%	21.0%	16.2%	16.1%
毛利率	53.6%	56.9%	55.4%	56.6%	58.2%	59.7%	60.5%	61.0%	61.2%
研发费用	27,573	31,562	39,500	45,427	49,326	61,087	73,706	86,762	101,237
YoY	6.0%	14.5%	25.2%	15.0%	8.6%	23.8%	20.7%	17.7%	16.7%
研发费用率	15.1%	12.3%	14.0%	14.8%	14.1%	15.2%	14.8%	14.8%	14.8%
销售与市场费用	17,946	22,912	26,567	27,917	27,808	28,693	31,873	37,519	43,778
YoY	-2.8%	27.7%	16.0%	5.1%	-0.4%	3.2%	11.1%	17.7%	16.7%
销售费用率	9.8%	8.9%	9.4%	9.1%	7.9%	7.1%	6.4%	6.4%	6.4%
一般与管理费用	11,052	13,510	15,724	16,425	14,188	21,482	22,411	26,380	30,782
YoY	15.7%	22.2%	16.4%	4.5%	-13.6%	51.4%	4.3%	17.7%	16.7%
管理费用率	6.1%	5.2%	5.6%	5.3%	4.1%	5.3%	4.5%	4.5%	4.5%
净利润	40,269	76,033	59,972	73,795	100,118	132,170	172,684	202,200	235,744
YoY	17.3%	88.8%	-21.1%	23.0%	35.7%	32.0%	30.7%	17.1%	16.6%
净利率	22.1%	29.5%	21.2%	24.0%	28.6%	32.8%	34.7%	34.5%	34.5%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

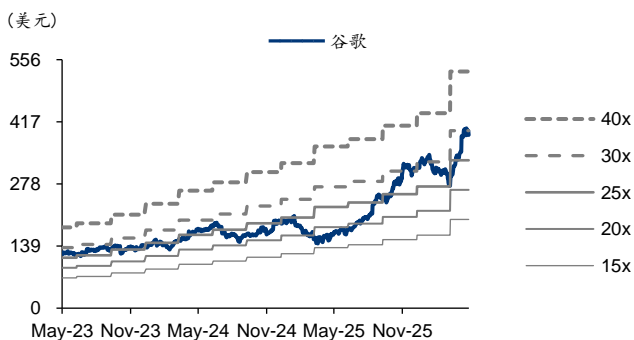
风险提示

AI 技术落地不及预期: 自 ChatGPT 推出并取得一定成果以来, 各大科技公司加快布局 AIGC 领域, Meta 近期成立 Super Intelligence 团队, 微软也在 Azure、Bing 等业务中深度整合 AI 技术。然而, 人工智能作为高新技术, 前期研发成本和周期较长, 后续落地可能受企业投入、宏观经济、政策及舆论等多重因素影响, 导致技术进展不及预期。

行业竞争激烈: 生成式 AI 仍处于行业发展早期, 文字、图片、视频等多模态大模型不断推出, 并赋能聊天、搜索、代码编辑等应用。目前行业竞争格局尚未稳定, 竞争激烈。如果市场竞争进一步加剧, 部分企业未能及时推出相关产品或技术研发进展不理想, 可能面临市场淘汰的风险。

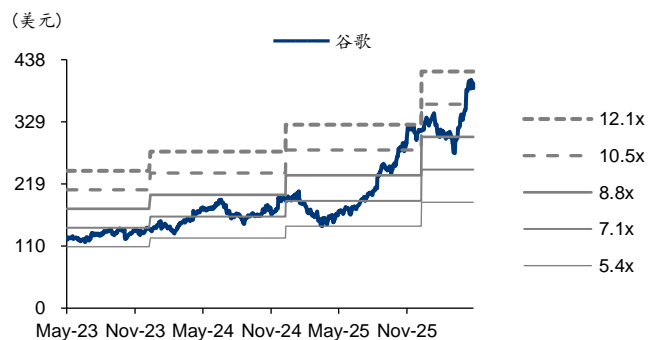
反垄断监管进展: 2024 年 8 月, 华盛顿联邦法院裁定谷歌违反《谢尔曼法》, 通过排他性分销协议在美国确立搜索与广告市场的主导地位。2025 年 3 月, 美国司法部联合多个州与地区继续推进诉讼。法院认为, 谷歌通过每年大额支出稳固其搜索引擎地位, 并长期推高广告价格。我们认为, 谷歌搜索与广告业务中长期仍面临反垄断监管风险。

图11: 谷歌 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图12: 谷歌 PB-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	350,018	402,836	498,013	586,228	684,035
销售成本	(146,306)	(162,535)	(196,715)	(228,629)	(265,406)
毛利润	203,712	240,301	301,298	357,599	418,630
销售及分销成本	(27,808)	(28,693)	(31,873)	(37,519)	(43,778)
管理费用	(14,188)	(21,482)	(22,411)	(26,380)	(30,782)
其他收入/支出	(49,326)	(61,087)	(73,706)	(86,762)	(101,237)
财务成本净额	4,214	3,601	9,291	16,229	26,144
应占联营公司利润及亏损	(188.00)	(188.00)	(188.00)	(188.00)	(188.00)
税前利润	119,815	158,826	207,511	242,979	283,289
税费开支	(19,697)	(26,656)	(34,827)	(40,780)	(47,545)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	100,118	132,170	172,684	202,200	235,744
折旧和摊销	(15,311)	(21,136)	(31,055)	(45,352)	(61,338)
EBITDA	127,533	176,361	229,275	272,102	318,483
EPS (美元, 基本)	8.26	10.91	14.25	16.69	19.46

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	124,531	159,021	183,734	193,588	211,401
现金及现金等价物	23,466	30,708	78,987	104,103	183,990
其他流动资产	15,714	16,309	17,173	17,173	17,173
总流动资产	163,711	206,038	279,894	314,864	412,564
固定资产	171,036	246,597	399,266	574,384	744,539
无形资产	31,885	33,380	29,198	29,198	29,198
其他长期资产	83,624	109,266	78,667	81,166	83,790
总长期资产	286,545	389,243	507,132	684,748	857,527
总资产	450,256	595,281	787,026	999,612	1,270,091
应付账款	84,086	96,167	121,992	131,560	162,778
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	5,036	6,578	6,578	6,578	6,578
总流动负债	89,122	102,745	128,570	138,138	169,356
长期债务	22,574	59,291	58,243	57,669	57,059
其他长期债务	13,476	17,980	17,856	19,249	23,375
总长期负债	36,050	77,271	76,099	76,918	80,434
股本	84,800	93,126	93,126	93,126	93,126
储备/其他项目	240,284	322,139	489,231	691,430	927,175
股东权益	325,084	415,265	582,357	784,556	1,020,301
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	325,084	415,265	582,357	784,556	1,020,301

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	46.91	35.54	27.20	23.23	19.92
PB	14.45	11.31	8.07	5.99	4.60
EV EBITDA	36.97	26.93	20.50	17.19	14.44
股息率 (%)	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	1.62	0.78	0.29	0.28	1.22

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	127,533	176,361	229,275	272,102	318,483
融资成本	(4,214)	(3,601)	(9,291)	(16,229)	(26,144)
营运资本变动	16,710	(22,409)	1,112	(285.78)	13,405
税费	(19,697)	(26,656)	(34,827)	(40,780)	(47,545)
其他	4,967	41,018	27,008	48,686	78,433
经营活动现金流	125,299	164,713	213,278	263,494	336,632
CAPEX	(52,535)	(91,447)	(183,724)	(220,469)	(231,493)
其他投资活动	6,999	(28,844)	29,065	(1,107)	1,502
投资活动现金流	(45,536)	(120,291)	(154,660)	(221,576)	(229,991)
债务增加量	(3,139)	36,717	(1,048)	(573.20)	(610.00)
权益增加量	8,266	8,326	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	(6,058)	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(4,612)	(717.00)	(9,291)	(16,229)	(26,144)
融资活动现金流	(79,733)	(37,388)	(10,339)	(16,802)	(26,754)
现金变动	30.00	7,034	48,279	25,116	79,887
年初现金	24,048	23,466	30,708	78,987	104,103
汇率波动影响	(612.00)	208.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	23,466	30,708	78,987	104,103	183,990

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	13.87	15.09	23.63	17.71	16.68
毛利润	17.03	17.96	25.38	18.69	17.07
营业利润	33.33	14.81	34.31	19.40	17.35
净利润	35.67	32.01	30.65	17.09	16.59
EPS	41.43	32.01	30.65	17.09	16.59
盈利能力比率 (%)					
毛利率	58.20	59.65	60.50	61.00	61.20
EBITDA	36.44	43.78	46.04	46.42	46.56
净利润率	28.60	32.81	34.67	34.49	34.46
ROE	32.91	35.70	34.62	29.58	26.12
ROA	23.48	25.28	24.98	22.63	20.77
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(0.27)	6.88	(3.56)	(5.92)	(12.44)
流动比率	1.84	2.01	2.18	2.28	2.44
速动比率	1.84	2.01	2.18	2.28	2.44
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.82	0.77	0.72	0.66	0.60
应收账款周转天数	131.96	126.70	123.88	115.86	106.57
应付账款周转天数	199.02	199.62	199.62	199.62	199.62
存货周转天数	3.39	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	(63.66)	NA	NA	NA	NA
每股指标 (美元)					
EPS	8.26	10.91	14.25	16.69	19.46
每股净资产	26.83	34.27	48.07	64.75	84.21

免责声明

分析师声明

本人,何翩翩、夏路路、丁骄琬,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 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、夏路路、丁骄琬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