

软硬一体打开成长空间

华泰研究

2026年6月02日 | 中国内地

更新报告

计算机应用

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

78.58

郭雅丽

SAC No. S0570515060003
SFC No. BQB164

研究员

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

袁泽世*, PhD

SAC No. S0570524090001

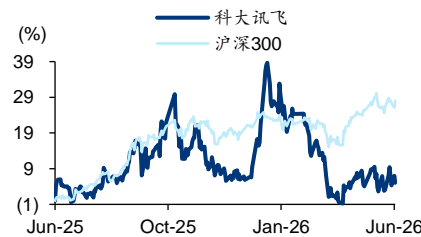
研究员

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

基本数据

收盘价(人民币 截至6月2日)	48.26
市值(人民币百万)	115,924
6个月平均日成交额(人民币百万)	3,079
52周价格范围(人民币)	45.58-63.70

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)	27,105	31,837	37,357	43,770
+/-%	16.12	17.46	17.34	17.17
归属母公司净利润(百万)	839.39	1,305	1,622	2,270
+/-%	49.85	55.48	24.26	39.95
EPS(最新摊薄)	0.35	0.54	0.68	0.94
ROE(%)	4.59	6.71	7.78	10.03
PE(倍)	140.62	90.44	72.78	52.01
PB(倍)	6.28	5.87	5.47	4.98
EV EBITDA(倍)	39.18	32.38	28.24	38.36
股息率(%)	0.00	0.14	0.11	0.08

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

AI应用正从模型底座能力建设,逐步走向“云端 Agent+端侧入口+场景执行”的商业闭环。4月15日,公司举办 AstronClaw 升级发布会,推出软硬一体智能体矩阵,讯飞办公本、AI眼镜、Guide01 机器人等硬件端全面接入 Claw 能力,推动 AI 从对话框走进物理世界。根据 2026Q1 财报,公司合同金额同比增长 28.16%,AI 开发者规模达 1074 万,三方开发者大模型日均 Tokens 同比增长 4241%,境外收入同比增长 167%,AI 商业化和出海均保持较快推进。我们认为,公司正在形成“AI 硬件入口+AstronClaw 智能体平台+MaaS/API 生态+行业模型”的协同路径,有望增强中长期成长可见度。给予“买入”评级。

AI Agent 从对话走向执行, AstronClaw 打开软硬一体入口

AI 应用竞争正从单一模型能力比拼,延伸到谁能掌握高频入口、真实场景和持续 token 消耗。AstronClaw 基于 OpenClaw 核心能力,定位为可深度定制的云端 AI 助手。本次 AstronClaw 升级进一步展示“软硬一体”AI Agent 架构体系,结合讯飞 AI 眼镜,推动智能体从虚拟聊天助手升级为可走进真实物理世界的执行中枢。我们认为,AI 眼镜、办公本、机器人等硬件接入 Claw 能力后,公司软硬一体优势有望从单点产品体验,升级为面向办公、商贸、出行和家庭等多场景的 Agent 入口体系。

Token 经济放量, 开放平台生态粘性增强

2025 年开放平台新增开发者 224 万,服务超过 1000 万开发者,提供 920 项 AI 能力;AI 平台及授权服务收入 12.52 亿元,其中 API 及 MaaS 收入 3.85 亿元,同比增长 263%。2026Q1 公司 AI 开发者达 1074 万,三方开发者日均 Tokens 同比增长 4241%。25 年业绩电话会中管理层强调,相当部分开发者同时需要大模型、语音识别和麦克风阵列等软硬一体能力,形成产品粘性和生态依赖。我们认为,随着 AstronClaw 接入更多终端和场景,端侧交互、Agent 执行和 MaaS/API 调用之间的联动有望增强,平台开发者规模、token 调用量和软硬一体生态将共同构成公司 AI 商业化增长基础。

教育与海外场景共振, 行业大模型落地空间延展

教育方面,据 2026Q1 电话交流会,校内数字化应用招投标同比增长 50%,批阅机全面推广后已进入全国 3000 所学校、每日产生 350 万条批改数据,管理层判断 AI 教育应用正由试点进入全面推广。海外方面,公司 2025 年出海业务营收同比增长 275%,其中智能硬件在美日韩等重点市场营收增长 438%;2026Q1 境外收入同比增长 167%,C 端硬件、API 调用及教育等业务共同支撑海外增长。我们认为,教育刚需应用、C 端硬件出海、Agent 终端入口和大模型底座协同,有望推动公司行业应用与海外业务持续打开。

盈利预测与估值

我们预测公司 2026-2028 年收入为 318.37 亿元、373.57 亿元、437.70 亿元,归母净利润为 13.05 亿元、16.22 亿元、22.70 亿元,对应 EPS 为 0.54、0.68、0.94 元。考虑到公司仍处于 AI 大模型商业化和软硬一体入口扩张阶段,短期利润受到影响,选取 PS 估值法。可比公司平均 26E5.9x PS,给予公司 26E 5.9x PS,目标价为 78.58 元,给予“买入”评级。

风险提示:宏观经济波动,技术进步不及预期,中美竞争加剧。

AI Agent 进入物理世界，软硬一体入口持续扩充

智能体正从线上对话工具升级为可连接终端和场景的执行入口，公司 AstronClaw 升级强化软硬一体布局。4月15日，公司发布 AstronClaw 智能体矩阵，讯飞办公本、AI 眼镜、Guide01 机器人等硬件端全面接入 Claw 能力，WallEX、NOVA 智能空间产品同步亮相，推动 AI 从对话框进入办公、穿戴、机器人和空间智能等物理场景。我们认为，AstronClaw 的边际意义不只是推出新产品，而是将星火大模型、智能体平台、终端硬件和场景执行能力串联起来，使公司 AI 能力从“可调用”进一步走向“可执行”。

AI 眼镜是 AstronClaw 能力在移动场景的重要落点，有望打开高频交互入口。AstronClaw 与讯飞 AI 眼镜结合打造 GlassClaw，眼镜整机仅重 40 克，支持语音与视觉协同感知，并通过 GlassClaw 联动云端实现环境信息实时理解与补充。25 年业绩电话会亦指出，AI 眼镜已在广交会发布，重量不超过 40 克，具备 1.7 米抗摔、五麦配置和骨传导识别技术，8 米远距离仍可清晰收音，并计划今年 6 月正式发售。我们认为，AI 眼镜的看点不只是硬件形态变化，而在于其承接语音、翻译、远场拾音、多模态理解和云端智能体调用能力，形成贴身化、高频化的移动 AI 入口。

C 端硬件和 AI 软件矩阵已具备用户基础，AI 眼镜有望进一步丰富终端入口。2025 年公司 AI 硬件实现营收 21.83 亿元，同比增长 7.92%；618 全周期销售额同比增长 42%，双十一全周期销售额同比增长 30%，办公本、翻译机、录音笔等多个品类多年稳居京东、天猫、抖音等平台全周期销售额榜首；AI 软件产品覆盖学习办公等核心场景，服务用户超过 2.9 亿。我们认为，在已有办公本、翻译机、录音笔、学习机等产品基础上，AI 眼镜补充了更轻量、更贴身的多模态入口，有助于提升公司在 C 端高频场景中的触达能力和产品矩阵完整度。

开放平台与行业模型并进，AI 商业化从项目制走向持续调用。

开放平台开发者和 MaaS/API 收入高增，说明公司 AI 能力正在从一次性交付转向持续调用。2025 年讯飞开放平台新增开发者 224 万，服务超过 1000 万开发者，提供 920 项 AI 能力，大模型开发者达到 229 万、年度增速 124%；AI 平台及授权服务收入 12.52 亿元，其中大模型 API 及 MaaS 平台服务收入 3.85 亿元，同比增长 263%。2026Q1 公司 AI 开发者规模进一步达到 1074 万，平台三方开发者大模型日均 Tokens 同比增长 4241%，反映平台调用活跃度仍在快速提升。

软硬一体能力提升开发者粘性，token 消耗有望受益于 Agent 和终端扩容。25 年业绩电话会中管理层提到，相当部分开发者既需要大模型能力，也需要语音识别、麦克风阵列等软硬件一体化能力，因此对讯飞形成较强产品粘性和生态依赖。我们认为，随着 AstronClaw 接入 AI 眼镜、办公本、机器人等更多终端，AI 调用不再只来自网页或 APP，而会嵌入会议、翻译、商贸、办公和空间交互等真实流程，进而带动 API、MaaS 和 token 消耗持续增长。

行业大模型项目落地领先，央国企、运营商、金融、汽车和制造等场景持续打开。2025 年公司大模型相关项目中标数量和金额在全行业统计中再次获得双第一，中标金额 23.16 亿元，超过第二名至第六名总和；公司已成为国家能源集团、中国石油、中国海油、中国移动、中国国航、工商银行、中国银行、奇瑞汽车、中国一汽、大众汽车、美的集团等多个重点行业头部企业的大模型合作伙伴。我们认为，头部客户覆盖能源、运营商、金融、航空、汽车和制造等关键行业，说明星火大模型正在从通用能力验证进入行业核心流程落地阶段，也为后续行业模型复制提供客户基础和示范效应。

教育医疗、政企汽车与海外多点验证，经营质量边际改善

教育业务仍是公司 AI 落地最具可见度的基本盘，应用正由试点走向规模推广。2025 年公司智慧教育业务实现营收 89.67 亿元，同比增长 24.04%，是公司收入规模最大的核心业务。26Q1 业绩电话会中管理层提到，2026Q1 校内数字化应用招投标同比增长 50%，批阅机全面推广后已进入全国 3000 所学校、每日产生 350 万条批改数据，管理层判断 AI 教育应用正由试点进入全面推广。我们认为，教育场景的价值不仅在收入体量，更在真实作业、批改、课堂和学情数据形成高频闭环，有助于提升教育大模型的场景壁垒。

医疗、数字政府和智慧汽车延续较快增长，拓展行业大模型应用边界。2025 年公司智慧医疗业务实现营收 8.58 亿元，同比增长 24.07%；数字政府行业应用实现营收 15.58 亿元，同比增长 30.35%；智慧汽车业务实现营收 12.40 亿元，同比增长 25.41%。25 年业绩电话会中管理层提到，智医助理累计提供 11 亿次辅诊，影像云获得智慧医保大赛全国一等奖；智能座舱方面，新一代多模态智能座舱预计未来三年可装配超过 1000 万台，智能声音管理系统去年装机量 70 万、预计今年超过 120 万部。我们认为，医疗、政务和汽车均属于流程复杂、交互高频且专业壁垒较高的行业，公司在语音、多模态、行业知识和软硬件耦合上的积累，有助于推动大模型从辅助问答向严肃场景生产力工具延伸。

出海业务延续高增，C 端硬件、多语种能力和 B 端方案共同构成海外增量。2025 年公司出海业务营收同比增长 275%，其中办公本、翻译机、录音笔等智能硬件产品在美日韩等重点市场营收增长 438%；多语种技术授权业务与 GuideX、WallEX、OceanDoc 等标准化产品营收同比增长 158%，Deeping 软件产品海外用户规模突破 170 万。2026Q1 公司境外收入同比增长 167%，26Q1 业绩电话会中管理层表示，海外增长既来自开发者生态、API 调用和教育业务，也包括翻译机、办公本、录音笔和眼镜等 C 端硬件。我们认为，AI 眼镜和 AstronClaw 加入后，公司海外业务有望从硬件销售进一步延伸至多模态交互、智能体服务和行业方案输出，成为 AI 能力商业化的重要外延方向。

财务表现验证业务恢复，但战略投入仍影响短期利润释放。2025 年公司营业收入 271.05 亿元，同比增长 16.12%；归母净利润 8.39 亿元，同比增长 49.85%；扣非归母净利润 2.64 亿元，同比增长 40.47%；经营活动现金流净额 32.08 亿元，同比增长 28.57%，收入、利润和现金流均实现修复。2026Q1 公司收入同比增长 13.23%，其中 B 端及 C 端业务同比增长 26.27%；当期回款 57 亿元、超过收入金额且同比增长 14.12%；扣非净利润下降主要系研发及销售费用增长 3.49 亿元，公司根据全年经营计划，坚守核心技术自主可控，加强大模型底座研发，同时扩大销售布局，由此带来战略性投入有所增长。我们认为，公司短期利润仍受大模型研发和销售布局投入影响，但合同金额、回款、开发者、token 和境外收入等前瞻指标均保持较好增长，基本面边际趋势仍偏积极。

图表1：关键指标预测结果和预测原因

预测项	2026E	2027E	2028E	预测原因
总收入/增速	31,836.80 / 17.46%	37,357.31 / 17.34%	43,770.33 / 17.17%	公司 AI 商业化进入多业务落地阶段，智慧教育、开放平台、消费者业务、医疗及海外业务共同支撑收入增长；2026Q1 合同金额、开发者规模、token 调用和境外收入等前瞻指标较好。
智慧教育收入/增速	11,298.87 / 26.00%	14,123.59 / 25.00%	17,513.25 / 24.00%	教育业务受益于校内数字化应用需求提升、批阅机等 AI 教学产品规模推广，以及学习机、教育大模型等产品在 B 端和 C 端持续渗透。
智慧医疗收入/增速	1,081.15 / 26.00%	1,351.44 / 25.00%	1,675.78 / 24.00%	医疗业务受益于智医助理、影像云和医疗行业大模型落地，基层辅助诊疗、医保影像云等场景需求明确，AI 能力在严肃医疗流程中的应用价值逐步体现。
智慧城市收入/增速	3,571.69 / 0.00%	3,607.41 / 1.00%	3,679.55 / 2.00%	数字政府业务受项目节奏和 G 端预算影响较大，公司更重视项目质量与回款质量；AI 书记员、司法庭审、政务服务等应用仍具备持续落地空间。
开放平台收入/增速	7,141.59 / 17.30%	8,284.24 / 16.00%	9,525.88 / 15.00%	开发者规模、API 及 MaaS 收入和 token 调用共同推动开放平台增长；AstronClaw、GlassClaw 和端侧入口接入更多场景后，有望带动持续调用和生态粘性提升。
消费者业务收入/增速	3,682.61 / 16.50%	4,271.83 / 16.00%	4,912.61 / 15.00%	消费者业务由 AI 硬件和 AI 软件共同支撑，办公本、翻译机、录音笔、学习机等已有用户基础，AI 眼镜进一步补充轻量化、多模态、可穿戴终端入口。
其他业务收入/增速	5,060.89 / 13.50%	5,718.81 / 13.00%	6,462.25 / 13.00%	其他业务包含企业 AI 解决方案、智慧汽车及部分行业应用，受益于央企、运营商、金融、汽车、制造等头部客户的大模型落地。
整体毛利率	42.72%	43.01%	43.34%	公司收入结构中智慧教育、开放平台、行业软件和 AI 服务占比提升，产品化和平台化能力增强，有助于整体毛利率保持稳中有升。
智慧教育毛利率	55.00%	55.00%	55.00%	智慧教育业务具备较强产品化属性，教育大模型、批阅机、学习机和校内数字化应用形成复用能力，支撑该业务维持较高毛利水平。
开放平台毛利率	19.00%	19.00%	19.00%	开放平台收入增长来自 API、MaaS 和 token 调用，底层模型推理、算力资源、平台运维和生态服务需要持续投入，综合毛利率保持相对稳定。
其他所有业务毛利率	45.00%	45.00%	45.00%	其他业务中既包括 AI 硬件，也包括医疗、汽车、数字政府、企业 AI 解决方案等行业应用，硬件交付与软件服务并存，综合毛利率维持在中性水平。
销售费用率	17.80%	17.50%	17.00%	公司处于 AI 产品和行业应用加速推广阶段，AI 眼镜、学习机、办公本等 C 端产品需要渠道和品牌投入，教育、医疗、海外及政企业务也需要销售网络和交付体系支撑。
管理费用率	5.00%	5.00%	5.00%	公司业务线较多，覆盖教育、医疗、汽车、政企、消费者和海外市场，管理体系需要支撑多业务协同、区域拓展和行业交付。
研发费用率	16.00%	15.80%	15.80%	公司继续投入星火大模型、自主可控底座、AstronClaw、端侧模型、语音多模态和教育医疗等行业大模型，研发投入保持较高强度以支撑技术领先和产品迭代。

注：图中收入单位为百万元

资料来源：华泰研究预测

考虑到公司仍处于 AI 大模型商业化和软硬一体入口扩张阶段，短期利润受到自主可控大模型研发、AstronClaw 智能体生态、AI 眼镜等端侧硬件、行业模型及销售渠道建设等战略投入影响，PE 估值对公司中长期价值刻画存在一定偏差；相比之下，公司收入端和经营前瞻指标更能反映 AI 商业化进展，2026Q1 公司 B 端及 C 端业务同比增长 26.27%、合同金额同比增长 28.16%、AI 开发者规模达 1074 万、三方开发者大模型日均 Tokens 同比增长 4241%、境外收入同比增长 167%，开放平台 MaaS/API、教育、医疗、智能硬件及海外业务等多元场景持续放量。因此，我们采用 PS 估值方法，以更好反映公司 AI 商业化收入规模、生态粘性及后续利润释放潜力。

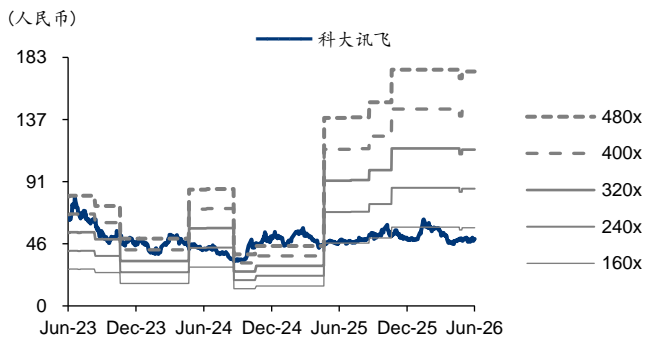
图表2：可比公司估值表

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	收入 (亿元)				PS (倍)			
				2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
300418 CH	昆仑万维	42.30	536	82.0	98.7	116.4	138.8	6.5	5.4	4.6	3.9
300624 CH	万兴科技	60.15	116	15.3	17.7	20.0	22.0	7.6	6.6	5.8	5.3
2687 HK	卓越睿新	124.40	72	9.7	12.5	16.4	21.9	7.4	5.8	4.4	3.3
平均								7.2	5.9	4.9	4.1

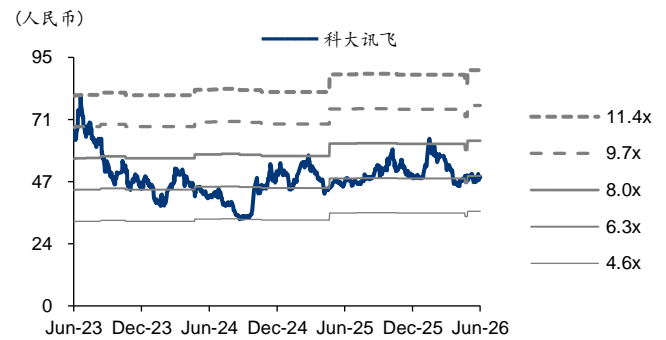
注：iFinD 一致预期。股价截至 2026 年 6 月 2 日。

资料来源：iFinD、华泰研究

图表3: 科大讯飞 PE-Bands



图表4: 科大讯飞 PB-Bands



风险提示

宏观经济波动。若宏观经济波动,可能对 AI 产业资本投入产生负面影响,导致 AI 产业变革、新技术落地节奏、整体行业增长不及预期。

技术进步不及预期。若 AI 技术、大模型技术、AI 应用进展不及预期,或对行业落地情况产生不利影响。

中美竞争加剧。中美竞争加剧,或影响国内算力基础设施布局,导致国内 AI 大模型技术迭代速度放缓。

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	24,062	25,430	30,932	34,822	41,833
现金	3,387	2,451	2,879	3,378	3,958
应收账款	14,666	16,296	20,071	22,602	27,397
其他应收账款	321.17	329.04	434.67	461.46	588.50
预付账款	605.91	863.23	862.36	1,162	1,210
存货	2,847	3,031	3,829	4,179	5,150
其他流动资产	2,235	2,459	2,856	3,039	3,529
非流动资产	17,417	19,428	18,704	17,981	19,101
长期投资	1,539	1,825	2,174	2,533	2,834
固定投资	5,037	5,976	6,318	6,783	7,413
无形资产	2,917	4,096	2,585	908.08	981.74
其他非流动资产	7,924	7,530	7,628	7,757	7,872
资产总计	41,479	44,857	49,637	52,803	60,934
流动负债	15,359	18,595	23,124	25,607	31,823
短期借款	309.66	1,161	4,752	4,465	7,896
应付账款	6,162	7,677	8,476	10,379	11,586
其他流动负债	8,887	9,757	9,896	10,763	12,341
非流动负债	7,405	6,400	5,414	4,705	4,546
长期借款	4,673	2,716	1,935	1,172	981.61
其他非流动负债	2,732	3,683	3,479	3,533	3,565
负债合计	22,764	24,995	28,537	30,312	36,369
少数股东权益	921.49	1,068	1,000	923.80	855.97
股本	2,312	2,312	2,312	2,312	2,312
资本公积	10,056	10,024	10,024	10,024	10,024
留存公积	6,186	6,795	8,032	9,577	11,779
归属母公司股东权益	17,793	18,794	20,100	21,567	23,708
负债和股东权益	41,479	44,857	49,637	52,803	60,934

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	2,495	3,208	1,073	4,228	189.32
净利润	507.03	849.47	1,237	1,546	2,202
折旧摊销	2,385	2,432	2,874	3,153	1,576
财务费用	134.76	172.98	160.68	183.09	217.66
投资损失	(92.97)	(77.24)	(91.49)	(91.80)	(84.56)
营运资金变动	(1,245)	(682.08)	(4,244)	(1,949)	(5,282)
其他经营现金	805.75	512.65	1,136	1,387	1,561
投资活动现金	(3,305)	(3,519)	(2,028)	(2,326)	(2,592)
资本支出	(3,220)	(3,151)	(1,739)	(1,691)	(1,993)
长期投资	(162.78)	(479.15)	(348.26)	(359.12)	(301.42)
其他投资现金	77.52	110.36	58.95	(276.81)	(297.20)
筹资活动现金	538.59	(653.83)	1,383	(1,403)	2,982
短期借款	66.93	851.70	3,590	(286.65)	3,431
长期借款	118.29	(1,957)	(781.21)	(762.98)	(190.44)
普通股增加	(3.72)	0.20	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	200.85	(32.35)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	156.24	483.37	(1,427)	(352.99)	(257.96)
现金净增加额	(272.06)	(969.07)	427.87	499.23	579.94

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	23,343	27,105	31,837	37,357	43,770
营业成本	13,391	15,624	18,237	21,288	24,799
营业税金及附加	143.95	192.31	209.02	246.89	295.73
营业费用	4,083	5,191	5,667	6,538	7,441
管理费用	1,455	1,388	1,592	1,868	2,189
财务费用	134.76	172.98	160.68	183.09	217.66
资产减值损失	(107.07)	(54.65)	(115.95)	(127.57)	(132.38)
公允价值变动收益	(21.92)	(0.68)	19.13	(1.16)	5.76
投资净收益	92.97	77.24	91.49	91.80	84.56
营业利润	282.38	589.41	883.59	1,102	1,551
营业外收入	39.45	41.99	38.40	39.95	40.11
营业外支出	92.73	38.15	58.04	62.98	53.06
利润总额	229.09	593.25	863.95	1,079	1,538
所得税	(277.94)	(256.22)	(373.13)	(466.18)	(664.12)
净利润	507.03	849.47	1,237	1,546	2,202
少数股东损益	(53.13)	10.08	(68.02)	(76.20)	(67.83)
归属母公司净利润	560.16	839.39	1,305	1,622	2,270
EBITDA	2,736	3,177	3,882	4,392	3,302
EPS (人民币, 基本)	0.24	0.36	0.56	0.70	0.98

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	18.79	16.12	17.46	17.34	17.17
营业利润	(34.22)	108.73	49.91	24.77	40.66
归属母公司净利润	(14.78)	49.85	55.48	24.26	39.95
获利能力 (%)					
毛利率	42.63	42.36	42.72	43.01	43.34
净利率	2.17	3.13	3.89	4.14	5.03
ROE	3.22	4.59	6.71	7.78	10.03
ROIC	3.14	4.06	5.13	5.95	7.55
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.88	55.72	57.49	57.41	59.69
净负债比率 (%)	25.10	26.99	31.66	22.51	31.66
流动比率	1.57	1.37	1.34	1.36	1.31
速动比率	1.29	1.11	1.09	1.11	1.08
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.63	0.67	0.73	0.77
应收账款周转率	1.74	1.75	1.75	1.75	1.75
应付账款周转率	2.38	2.26	2.26	2.26	2.26
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.35	0.54	0.68	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	1.34	0.45	1.76	0.08
每股净资产(最新摊薄)	7.41	7.82	8.37	8.98	9.87
估值比率					
PE (倍)	210.72	140.62	90.44	72.78	52.01
PB (倍)	6.63	6.28	5.87	5.47	4.98
EV EBITDA (倍)	45.19	39.18	32.38	28.24	38.36

免责声明

分析师声明

本人，郭雅丽、袁泽世，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

- 分析师郭雅丽、袁泽世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。
- 科大讯飞（002230 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之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 科大讯飞（002230 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之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 科大讯飞（002230 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 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

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

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