

场景 Token 重塑 AI 应用商业模式

华泰研究

2026 年 4 月 15 日 | 中国内地

动态点评

此前市场受“大模型吞噬软件”叙事压制，AI 应用板块较算力/模型端估值折价显著，我们认为这一定价逻辑存在误判，AI 时代定价逻辑围绕 Token 展开，形成算力层、模型层、应用层三层加价结构，其中应用层场景 Token 的价值重构或尚未被市场充分定价。终端企业用户购买的不是 Token 而是业务结果，AI 应用层通过私有数据和行业 Know-how 赋能，使通用模型 Token 获得更大价值，因此可以收取更高的 Token 价格。在 ROI 明确的场景，AI 应用厂商正积极探索按 Token 消耗量付费及按效果付费等新商业模式，将收费来源从采购预算迁移至业务超额收益，更大的增量市场正在开启，因此我们积极看好板块投资机会。业绩成长性高、估值低位、已有按 Token 消耗量/按结果付费收入的优质 AI 应用标的有望获得市场关注，产业链相关公司有迈富时、税友股份、中控技术、滴普科技等。

算力-模型-场景三层 Token 结构，场景 Token 价值尚未挖掘

AI 时代定价逻辑围绕 Token 展开，形成三层加价结构。1) 算力层为 Token 的物理生产，加价来源为资源稀缺性与规模降本，推理侧 Token 消耗量指数级增长推动算力链条持续涨价，如算力租赁环节已在探索 Token 分成新商业模式。2) 模型层为 Token 的智能密度，加价来源为智能密度溢价，大模型厂商 Token 价格的分层反映了智能水平的分层。3) 应用层为 Token 的场景转化率，加价来源为私有数据×行业 Know-how×合规价值，核心价值在于将行业私有数据与专业 Know-how 赋能 Token 的使用过程，使单位 Token 投入的业务价值最大化。市场持续演绎算力层与模型层的受益逻辑，应用层 Token 价值尚未被挖掘，但曙光已现。

“大模型吞噬软件”存在核心误判，Agent 有望开启更大的增量市场

“大模型吞噬软件”叙事对 AI 应用板块造成相当大的估值压制，我们认为存在两大核心误判。其一，算力支出激增将挤压 AI 应用的企业 IT 预算。我们认为，企业整体 IT 投入是在增加的，AI Agent 原生应用正在争夺传统软件预算以及企业的人力预算、营销预算及运营预算；按结果付费与利润分成模式更将 AI 应用的收费来源从采购预算迁移至业务超额收益，更大的增量市场正在开启。其二，AI Coding 能力提升后企业可自行开发应用、无需外购。我们认为，企业 AI 应用的价值从来不在于代码本身，AI Coding 使代码生成成本趋近于零，反而使非代码价值（如数据积累、业务理解/工程判断、效果承诺/风险承担）的权重进一步上升，AI 应用厂商竞争优势是上升的。

我们建议重视 AI 应用板块的配置机遇

AI 数据服务商迅策创新性提出 Token 化收费模式，今年以来股价大幅上涨得到资本市场认可，仍有更多优质 AI 应用公司估值处于低位，具备挖掘价值。业绩成长性高、估值低位、已有按 Token 消耗量/按结果付费收入的优质 AI 应用标的有望获得市场关注，产业链相关公司有迈富时、税友股份、中控技术、滴普科技等。

风险提示：宏观经济波动，技术进步不及预期，中美竞争加剧。本研报中涉及到未覆盖个股内容，均系对其客观公开信息的整理，并不代表本研究团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

科技

增持（维持）

计算机

增持（维持）

郭雅丽

SAC No. S0570515060003
SFC No. BQB164

研究员

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

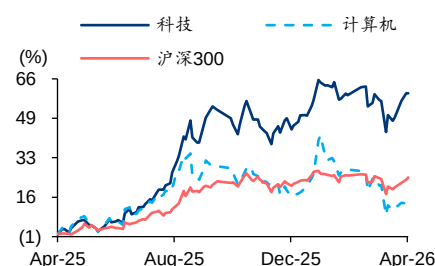
徐诚伟*

SAC No. S0570125070089

联系人

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

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

算力-模型-场景三层 Token 结构，场景层价值尚未挖掘

AI 时代定价逻辑围绕 Token 展开，形成算力-模型-场景 Token 三层加价结构，其中应用场景层 Token 的价值重构或尚未被市场充分定价。Token 是 AI 产业链上流通的基本价值单元，与传统软件产业按功能模块定价不同，AI 时代的定价逻辑围绕 Token 展开，每一层产业主体在传递 Token 的同时，对其附加不同性质的增值，形成从算力到模型、再到应用的三层加价结构。理解这一结构，是理解 AI 时代软件产业价值分配的基础。目前算力层和模型层正在持续演绎，而应用场景层 token 价值尚未被挖掘。

Token 经济学：三层价值增值逻辑

第一层：算力层-Token 的物理生产

算力基础设施是 Token 的铸币机，其定价锚点是每 Token 的推理与训练成本。这一层的经济特征是固定成本极重、边际成本随规模递减，超额收益来自资源稀缺性或规模领先带来的成本优势，算力层本身缺乏差异化，长期竞争终将压向成本，核心价值在于卡位与规模。

第二层：模型层—Token 的智能密度

模型层为 Token 的智能密度，同等数量的 Token，承载的信息质量因模型能力不同而产生显著差异。模型层的加价逻辑在于智能密度溢价，即单位 Token 能解决问题的质量上限。这一层的壁垒来自训练数据与算力的先发优势，但随着高质量开源模型持续涌现，溢价空间面临结构性压缩，倒逼模型厂商向上游控算力或向下游做应用。

第三层：应用层—Token 的场景转化率

应用层为 Token 的场景转化率，其核心价值是将行业私有数据与专业 Know-how 注入 Token 的使用过程，提升单位 Token 投入所能兑现的业务价值。具体机制体现在四个方面：通过 RAG 与微调，用私有数据压缩完成任务所需的 Token 消耗；通过 Prompt 工程与 Agent 编排，减少无效 Token，提升任务完成的 Token 转化率；通过行业知识图谱，确保模型输出符合行业规则、合规要求与实际可操作性；通过效果承诺（按结果付费、对赌 KPI），将自身商业利益与客户业务结果深度绑定。终端用户购买的不是 Token，而是业务结果，应用层赚取的是 Token 投入与业务产出之间的效率差价。

数据飞轮使应用层护城河持续加深。上述三层结构并非静态，应用层的价值壁垒存在内生的自我强化逻辑：终端用户的持续使用沉淀出更丰富的行业语料与反馈信号，反哺模型在垂直场景的微调与迭代，进一步提升单位 Token 的场景转化率，应用层因此获得更强的效果承诺能力与更高的定价权，吸引更多客户使用，驱动数据飞轮加速运转。这一飞轮机制意味着：真正拥有数据资产的应用厂商，随着 AI 基础能力的整体提升，其相对优势不会收窄，而会持续扩大——模型越强，拥有数据资产的应用厂商所能撬动的杠杆越大。

图表1：Token 经济学的三层框架

层级	生产的价值	加价来源	核心壁垒
算力层	Token 的物理生产	稀缺性+规模降本	资源卡位 / 成本领先
模型层	Token 的智能密度	通用推理质量溢价	训练先发优势
应用层	Token 的场景转化率	私有数据×行业 Know-how	数据飞轮 / 效果承诺 / 模型中立性

资料来源：华泰研究

“大模型吞噬软件”叙事存在核心误判，AI 应用厂商竞争优势上升

此前市场受“大模型吞噬软件”叙事压制，AI 应用板块较算力/模型端估值折价显著。我们认为存在两大核心误判。

质疑一：企业 IT 预算有限，算力支出激增将挤压软件采购预算。这一质疑的底层假设存在根本性偏差：它将 AI 应用视为与算力争夺同一 IT 预算池的竞争者，而忽视了 AI 应用开辟新预算来源的能力。



我们的观点：企业整体 IT 投入是在增加的，同时结构在发生重大变化。传统软件的预算确实面临萎缩，但 AI Agent 原生应用正在争夺传统软件预算以及企业的人力预算、营销预算及运营预算等等；更进一步，按结果付费与利润分成模式将 AI 应用的收费来源从采购预算迁移至业务超额收益，更大的增量市场正在开启。

图表2：企业传统 IT 和 AI 预算的差别

项目	传统 IT 预算池	AI 新预算池
主要构成	ERP 维护、效率工具采购、基础硬件支出	人力成本置换、业务费用置换、超额收益分润
与算力的关系	存在挤出竞争	无挤出，开辟新来源
采购决策主体	IT 部门	业务部门 / P&L 负责人

资料来源：华泰研究

质疑二：AI Coding 能力提升后，企业可自行开发应用，无需外购。这一质疑基于一个隐含假设，软件的核心价值来自写代码，然而这一假设在企业级应用场景中几乎不成立。

我们的观点：AI Coding 解决的是代码生成问题，但企业 AI 应用的价值从来不在于代码本身，而在于三项无法被代码生成替代的资产：第一是行业数据积累，数十年积累的客户行为语料、行业知识图谱与场景标注数据；第二是工程化判断，哪些业务逻辑适合规则引擎、模型幻觉在哪些场景构成不可接受的合规风险，这些判断需要行业经验的长期积累；第三是效果承诺能力，企业自建应用自担交付风险，购买专业厂商服务则风险由厂商承担。AI Coding 使代码生成成本趋近于零，反而使得非代码价值--数据积累、业务理解/工程判断、效果承诺/风险承担的权重进一步上升，反而使垂直应用厂商的竞争优势得到强化。

构建 AI 应用公司双轴评估框架：护城河&成长性

AI 时代，我们需要重新构建 AI 应用层公司的选股框架。传统的软件公司和 SaaS 公司分析范式不再适用 AI 时代应用层公司的评估。完整的 AI 应用公司投资评估需要回答两个相互独立的问题：这家公司的存量业务能否守住(护城河轴)，以及这家公司的增量业务能长多大(成长轴)。

AI 应用公司的护城河：五维防御评估体系

维度一：客户粘性

该维度核心评估客户是否持续扩大购买。指标包括 KA 老客客单价年增速是否持续超过 20%、合同负债增速是否持续高于收入增速。

维度二：数据时间资产

数据时间资产维度核心评估竞争对手需要多少年才能追上，是五维中权重最高的维度，应作为首要筛选条件。评估信号包括深耕特定行业的时间长度、是否拥有独占或半独占的数据获取渠道、所在行业的数据结构是否复杂。

维度三：私有化部署性质

私有化部署性质维度需要根据毛利率和实施人员数量细分。若私有化伴随高毛利率（如毛利率>60%）和低实施人员占比，说明产品标准化程度高，是监管或客户数据主权需求驱动的护城河；若毛利率低、实施人员多，说明是重度定制化项目，私有化是能力不足的表现而非壁垒。

图表3：私有化部署的不同类别

私有化类型	驱动原因	财务表现	投资含义
监管强制型	金融、政务、军工数据不能出境	高毛利、低实施人员占比	强护城河，竞争对手无法绕过
客户主权型	核心数据不愿流向公有云	中等毛利、可控实施	温和壁垒，需关注交付成本
能力不足型	技术不成熟，只能私有化交付	低毛利、重度实施	交付负担，规模效应无法兑现

资料来源：华泰研究

维度四：平台化程度

平台化程度决定了公司能否脱离项目制线性增长。评估信号包括：是否有可跨客户复用的标准产品模块；是否形成合作伙伴生态体系；新客户获取成本是否随规模下降。中国软件公司有一个普遍的成长路径陷阱：从项目制起家，难以摆脱高度定制化交付模式，毛利率长期无法提升。我们认为平台化程度决定了公司能否在不线性增加人员的情况下扩大收入，是毛利率能否长期提升的根本。

维度五：场景暴露度

场景暴露度方面，低频、高监管、数据敏感场景替代风险低，深度嵌入业务流程、错误代价极高的场景风险极低。核心评估问题是核心场景是否有天然保护。不是所有软件场景都面临同等的替代风险，需要逐场景评估。高频、标准化、通用场景（简单文档生成、基础客服）替代风险高；低频、高监管、数据敏感场景（金融风控、医疗决策）替代风险低；深度嵌入业务流程、涉及多系统集成的场景替代风险低；行业 Know-how 密集、错误代价极高的场景（工业质检、手术辅助）替代风险极低，因为通用模型不会承担该类场景的责任风险。

图表4：AI应用护城河的五维防御评估体系

维度	核心评估问题	强信号	弱信号
客户粘性	客户是否持续扩大购买？	KA客单价年增>20%；合同负债增速>收入增速	高度依赖新客；客单价停滞
数据时间资产	竞争对手需多少年追上？	深耕>10年；独占数据渠道；高标注成本	行业数据通用无独占性
私有化性质	是护城河还是负担？	监管强制型；毛利率>60%；国产算力适配完成	能力不足型；低毛利；重度定制
平台化程度	能否脱离项目制增长？	标准模块复用；合作伙伴生态成型；CAC下降	高度定制；人员随收入线性增长
场景暴露度	场景是否有天然保护？	高监管、多系统集成、错误代价极高	高频标准化；通用大模型原生可做

资料来源：华泰研究

AI应用公司的成长性：三维评估体系

维度一：纵向渗透空间

纵向渗透空间衡量在已有客户群体里收入天花板有多远。传统软件卖模块，AI平台卖“数字劳动力”，客单价天花板高出一个数量级。评估信号：头部客户用量是否仍在加速；产品矩阵中是否存在已在使用但尚未货币化的场景。

维度二：横向扩张可行性

横向扩张可行性衡量能力迁移性。评估重点在于底层能力迁移性：底层技术平台是否行业无关（Agent框架、知识中台等）；是否有跨行业复制的早期财务证据；出海商业模式是否具有普适性。

维度三：AI共振系数

AI共振系数衡量基础模型能力每提升一代，公司能解锁多少新场景。重点考察能力阈值跳变，例如当模型准确率从90%提升至99%时，业务是否能从“人工辅助”跃迁至“无人值守”，从而释放指数级的市场空间。

图表5：AI应用成长性的三维评估体系

维度	核心评估问题	强信号	风险信号
纵向渗透空间	现有客户收入天花板多远？	头部客户用量仍加速；未货币化场景多	头部客户消耗趋平；产品矩阵单一
横向扩张可行性	能力能否迁移至新市场？	底层平台行业无关；跨行业早期证据清晰	强依赖行业特定数据；出海待验证
AI共振系数	模型升级能解锁多少场景？	能力阈值跳变点明确；技术演进高度耦合	产品天花板与模型能力无关

资料来源：华泰研究

AI应用公司的四象限定价逻辑

将护城河轴（地板）与成长轴（天花板）整合，我们可以得到如下四象限结果：

- 护城河深+成长性强：**公司定价权强、客户黏性高，壁垒随规模持续加固，收入利润双升，ROE长期高位，建议作为核心持仓标的，给予成长乘数估值。
- 护城河深+成长性弱：**公司竞争格局稳定，龙头地位稳固，增量空间有限，但现金流稳定可预期，分红能力强，建议采用价值股逻辑，以稳定现金流定价。
- 护城河浅+成长性强：**公司所处行业高速扩容，需求快速成长，长渠道业绩高增，但壁垒尚浅，能否形成护城河是核心判断变量。该类公司高风险高赔率，需判断护城河能否在成长中建立。
- 护城河浅+成长性弱：**公司需求停滞、竞争恶化，产品同质化严重，缺乏定价权，资本回报率持续低迷。相关公司面临真实替代威胁，应予规避。

图表6：AI 应用公司的四象限定价逻辑



资料来源：华泰研究

我们认为，AI 应用公司的价值，从来不在于写代码，而在于将行业数据转化为可承担商业风险的业务结果。通用大模型提升的是代码生成和内容生成的能力，恰恰无法替代的是行业数据积累、工程化判断和效果承诺能力。模型越强，有真实数据资产与效果承诺能力的应用公司，护城河只会越深。当前市场担忧模型吞噬软件风险，对这类公司的无差别折价，构成了系统性的定价错误，也因此成为 AI 产业投资中较有可见度的结构性机会。



更多研报关注公众号：请研纪要更新

投资建议：

AI 数据服务商迅策创新性提出 Token 化收费模式，今年以来股价大幅上涨得到资本市场认可，仍有更多优质 AI 应用公司估值处于低位，具备挖掘价值。业绩成长性高、估值低位、已有按 Token 消耗量/按结果付费收入的优质 AI 应用标的有望获得市场关注，产业链相关公司有迈富时、税友股份、中控技术、滴普科技等。

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。

研报中涉及到未上市公司或未覆盖个股内容，均系对其客观公开信息的整理，并不代表本研究团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

免责声明

分析师声明

本人，郭雅丽，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。
- 税友股份（603171 CH）、中控技术（688777 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的1%或以上。
- 中控技术（688777 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。
- 中控技术（688777 CH）、迈富时（2556 HK）：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。
- 中控技术（688777 CH）、迈富时（2556 HK）：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。
- 中控技术（688777 CH）、迈富时（2556 HK）：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。
- 税友股份（603171 CH）、中控技术（688777 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达1%或以上。
- 中控技术（688777 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