

AI 行情的两阶段演绎推演 ——构建产业趋势行情跟踪信号体系

华泰研究

2026 年 8 月 06 日 | 中国内地

专题研究

核心观点

产业趋势行情的演绎节奏通常有共性特征。我们主要复盘 2020-22 年的新能源行情，从产业趋势的强度和市场定价的热度出发，构建了行情的信号跟踪体系，以判断本轮 AI 硬件行情的定价节奏。但本轮 AI 行情的趋势与空间或更胜过往，历史不会完全重演。我们认为，在资金共识较强，产业链盈利二阶导拐点初现，下游需求指标二阶导拐点或在 3Q26，拥挤度处于高位的背景下，第一阶段的上漲至 6 月或已形成业绩弹性的高定价区间。7 月以来，随着拥挤度压力消化以及估值超调迹象显现，且原材料价格仍上涨，我们认为基准情形下，在海外市场企稳、中报逐步落地后，AI 硬件有望在定价“业绩持续性”的过程中迎来反弹。配置上向“以量驱动”，订单和业绩能见度较高的环节集中。若中报产业链盈利二阶导重新拐头向上，下游出现新的应用场景或商业模式拉动硬件需求，则“业绩弹性”有望再定价。

信号 1：盈利二阶导拐点初现，待中报确认

盈利是产业趋势的最终体现，从新能源行情看，加速度的拐点领先于第一阶段上涨的股价高点。此外，股价对于超预期财报的反应是定价充分程度的另一种刻画，同样值得留意。本轮 AI 硬件产业链盈利二阶导的拐点初现。同时，股价对 7 月超预期中报预告利好的反应有钝化迹象。这意味着彼时投资者已形成对业绩弹性的高定价区间，若 8 月中报超预期则或重新打开空间。

信号 2：云商 Capex 二阶导拐点或在 3Q26，ARR 二阶导放缓待确认
 下游需求的加速释放打开产业业绩空间，新能源行情中，渗透率二阶导拐点领先第一阶段上涨的股价高点约 1 个月。本轮，硬件商的收入来自云商的 Capex，后者 FactSet 一致预期二阶导高点或在 3Q26。此外，TickerTrend 估测，反映终端需求的海外大模型龙头 ARR 二阶导 7 月或放缓，待确认。

信号 3：海外存储龙头已宣告扩产计划，覆铜板价格仍在上涨

供需偏紧，结构性扩产偏慢的原材料，股价或大幅领先于现货价格，参照新能源行情，龙头的扩产计划是远期供需变化的领先信号，与一阶段高位更接近，本轮海外存储龙头已宣布扩产。供需相对平衡，扩产更快的原材料，股价领先现货价格的幅度更小，如新能源行情中的六氟磷酸锂，一阶段高位区间领先现货约 2 个月。本轮以覆铜板对标，若其涨价趋势放缓或验证“业绩弹性”定价相对充分。下游接受度则可作为判断涨价持续性的辅助指标。

信号 4：估值与股价并未背离，7 月回调中，超调的概率更高

股价高位上涨而估值回落，盈利上修比股价上涨更快，业绩空间预期较为充分。新能源行情中，2021 年 8 月和 11 月两度触发，领先第一阶段上涨的股价高点，本轮，6 月的上涨中，股价与估值同步，并未透支，而 7 月的回调中，估值跌幅显著更大，资金与情绪的影响大于基本面，超调的概率更高。

信号 5：6 月资金拥挤度处于高位，7 月已大幅消化

以主线相对非主线的滚动 3 个月收益率刻画拥挤度，新能源行情中，拥挤度触及阶段高位后，股价往往对应触及阶段高点。本轮，6 月，拥挤度一度达到高位，但 7 月已大幅消化至 1-4 月平台位，反弹的必要条件逐步具备。

信号 6：共识松动的迹象已经出现，实际夏普比已降至年内低点

资金对主线形成共识是对高夏普持有体验的正反馈，高夏普环境下，一旦产业自身趋势放缓或外部风险出现，共识可能松动。新能源行情中，夏普比突破 2 后，进入共识松动的风险区间。本轮资金共识已经历明显松动，但当前夏普比已降至年内低点。

风险提示：1) AI 供需紧张程度超预期；2) 历史复盘经验有失效风险。

孙瀚文

SAC No. S0570524040002
SFC No. BVB302

研究员

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

王伟光*

SAC No. S0570523040001

研究员

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

何康, PhD

SAC No. S0570520080004
SFC No. BRB318

研究员

hekan@htsc.com
+(86) 21 2897 2202

正文目录

构建产业趋势行情跟踪信号体系	3
信号 1：盈利兑现程度——TTM 盈利二阶导	4
信号 2：业绩空间的“量”——渗透率加速度	5
信号 3：业绩空间的“价”——重点商品的涨价节奏	7
信号 4：业绩空间的预期——观察股价与业绩的关系	9
信号 5：资金拥挤——主线 vs 非主线收益率大幅走高	10
信号 6：行为反馈——高夏普波段后的筹码松动	11
风险提示	12

图表目录

图表 1：产业趋势行情的跟踪信号体系	4
图表 2：2020-22 年的新能源行情中，TTM 盈利二阶导拐点在 2021 年中报确认	5
图表 3：本轮 AI 硬件行情中，盈利二阶导拐点和利好钝化的迹象初现，待 8 月底中报完整披露后确认	5
图表 4：2020-22 年，新能源车渗透率加速度拐点领先于股价第一阶段上涨的高点	6
图表 5：从分析师一致预期看，AI 硬件的下游需求的二阶导高点或出现在 3Q26	6
图表 6：从估测数据看，本轮头部大厂的年化经常性收入（ARR）二阶导出现了临近拐点的迹象	7
图表 7：2020-22 年的新能源行情中，六氟磷酸锂的现货价格滞后第一阶段上涨的股价高点约 2 个月，碳酸锂的现货价格的滞后时间更长	8
图表 8：本轮 AI 行情，扩产周期较短的重要原材料覆铜板仍在涨价中	8
图表 9：2020-22 年，新能源行情中，背离信号 4 次提示进入重点跟踪阶段，包括第一阶段上涨的行情拐点附近	9
图表 10：本轮 AI 硬件行情，6-7 月的行情中暂未出现背离信号	10
图表 11：2020-22 年的新能源行情中，拥挤信号触发后对应行情进入充分定价阶段有一定提示效果	10
图表 12：本轮 AI 硬件行情，6 月的行情中，涨幅剪刀差大幅走高，反映主线的资金聚集效应较强	11
图表 13：2020-22 年的新能源行情，四段高夏普行情，四次确认，最后一段在一阶段上涨行情后约一个月确认	12
图表 14：本轮 AI 硬件行情已有三段高夏普行情确认，7 月中旬告一段落	12

构建产业趋势行情跟踪信号体系

产业趋势是 A 股上涨行情的重要底色。产业趋势的级别一定程度上决定了上涨的级别。小级别的产业趋势对应短促的局部行情，如 2013-15 年的中国 LED，2019 年下半年的 TWS（消费电子）。大级别的产业趋势则对应持续的产业链行情，如 2020-22 年的新能源。本轮 AI 行情从涉及产业链的体量以及中外共振的程度上看，级别高于 2020-22 年的新能源，但同为产业趋势驱动的行市，演绎的过程不乏共性。

产业趋势行情的收益与风险并存——超额收益集中在主升段，而定价相对充分后行情回撤幅度较大，本轮 AI 行情在 7 月出现大幅回撤，投资者关注对产业趋势的定价是否接近充分。我们复盘 2020-22 年的新能源行情（从产业链的供给和需求来源的地域分布等方面看，仍与本轮 AI 硬件行情有较大差异，但行情演绎的过程中，不乏一些有共性的经验，不过历史经验不可完全照搬，本轮 AI 产业的趋势或更强、空间更大），构建了一套产业趋势行情的跟踪信号体系，旨在帮助投资者把握行情演绎的节奏。

跟踪信号体系由两个维度 6 个指标构成。产业维度，共有三个指标。盈利直接反映产业趋势的兑现进度，盈利的二阶导的拐点往往对应产业趋势的业绩空间定价相对充分的区域，是跟踪信号体系的首要指标。进一步地，可以将盈利拆解为量价两端的变化。量的维度关注下游需求的景气度，价的维度则跟踪重点商品（尤其是扩产周期较短的标准品）的价格。如果下游出现新的需求增量，体现为量价两端的积极变化，那么“业绩空间”将被重新打开。市场维度，共有三个指标。股价高位上涨而估值回落，意味着市场对近期业绩愈发乐观，预期透支的风险上升。资金拥挤度（以主线 vs 非主线的涨跌幅剪刀差刻画）、资金行为（高夏普行情持续性）反映市场对产业趋势的定价和交易结构的极致程度。

识别产业自身的趋势和定价的节奏是跟踪信号体系的主要目标，以识别高位区域为例，实际使用中，单一指标可能过早发出信号，不建议作为独立的执行依据，共振时置信度更高。2020-22 年的新能源行情从事后来看，经历了两轮上涨，我们认为第一轮上涨定价的是“业绩的弹性”，更有迹可循，业绩的二阶导是最需要跟踪的信号。而市场热度指标则起到辅助作用，提高对于定价充分程度判断的置信度，如 2021 年三季度，产业维度和市场维度的多个指标形成共振，提示对“业绩弹性”的定价已经接近充分。此后，2022 年，俄乌冲突使得海外户储需求明显增加，国内配储政策加码进一步带来需求增量，新能源迎来了第二轮上涨，我们认为，第二轮上涨定价的是“业绩的持续性”，需要超预期的需求拉动，预判的难度更大。

基准情形下，本轮 AI 硬件行情在 6 月对于“业绩弹性”的定价可能已处于高位区间，但这并不意味着行情的结束，7 月估值超调后，反弹的能见度明显提升。首先，从产业维度看，产业链整体盈利的二阶导拐点初现，投资者对超预期中报业绩预告的反应略有钝化，有待 8 月确认。从 FactSet 一致预测看，CSP 厂商的资本开支同比二阶导或出现在 3Q26，TickerTrend 估测头部模型大厂的 ARR 增速或放缓。不过重点上游原材料的价格仍在上行。其次，从市场维度看，6 月的上涨行情中，主线的热度已经比较高，主线与非主线的涨跌幅剪刀差衡量的主线拥挤度已接近滚动 1 年均值上方 4 倍标准差，高夏普行情在 7 月告一段落，资金的共识度有所松动，不过从预期估值看，本轮行情预期尚未透支。综上，当前建议适度控制仓位，主要配置盈利兑现能见度高的环节，跟踪 8 月的数据验证。若 8 月财报季后显示国内产业链业绩二阶导重新拐头向上，头部大模型厂 ARR 重新加速向上或出现了新的可以创造收入的下游需求场景，则再次打开业绩空间。

图表1：产业趋势行情的跟踪信号体系



资料来源：Bloomberg, FactSet, Wind, TickerTrend, 华泰研究

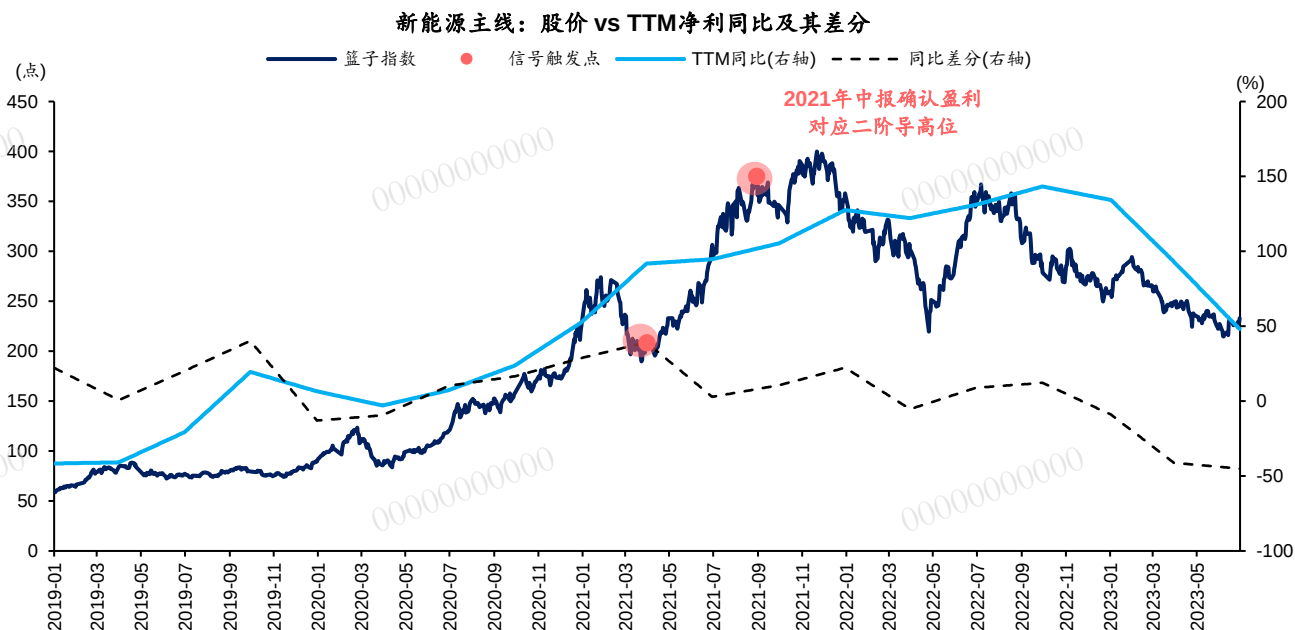
信号1：盈利兑现程度——TTM 盈利二阶导

盈利是产业趋势的最终体现，二阶导拐点的出现或对应对于“业绩弹性”的定价接近充分，TTM 同比的拐点则是确认信号。盈利数据低频且滞后，因此，盈利指标的信号意义分为两层。盈利 TTM 的二阶导上行阶段往往对应行情的高弹性阶段，当二阶导的拐点出现，即盈利同比上行斜率开始放缓，进一步定价“业绩弹性”的空间变得相对有限。盈利 TTM 同比的拐点则是滞后确认信号。一个衍生的信号是业绩超预期后的股价反应，若超预期财报的次日超额收益积极，定价或尚有空间，反之，则意味着定价接近充分。

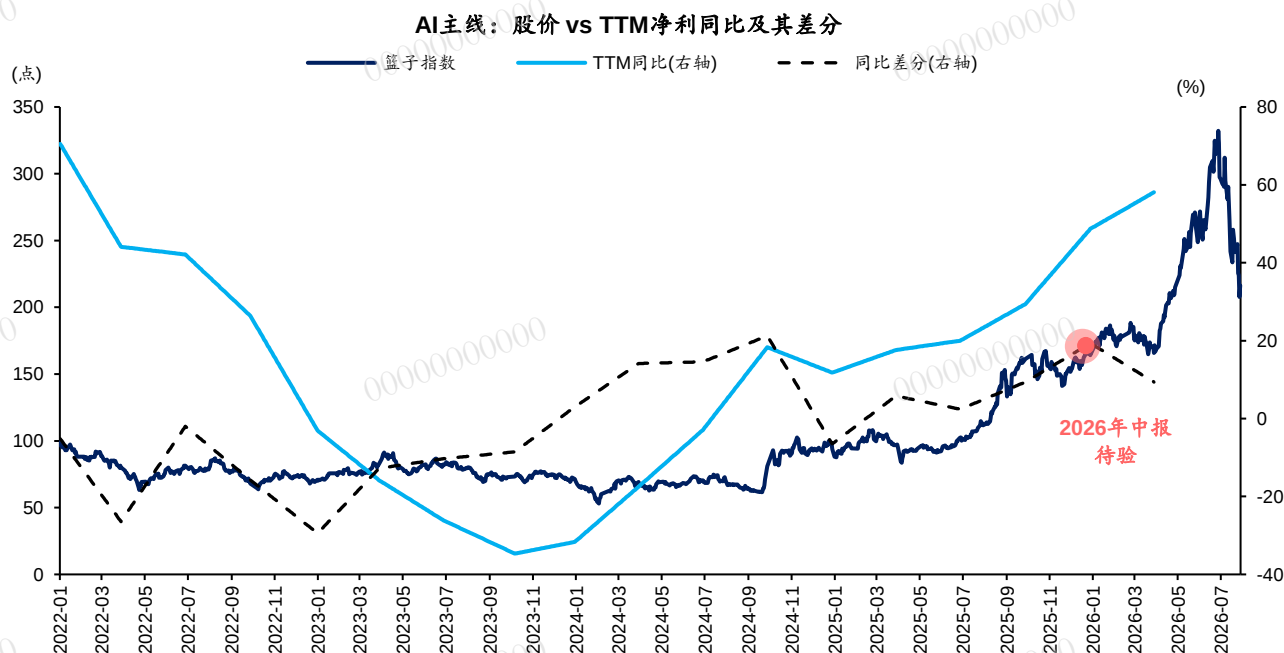
以 2020-22 年的新能源为例，盈利二阶导的拐点在 2021 年 8 月底的中报披露后基本确认，领先于第一轮上涨行情的结束。2020-22 年的新能源行情中，盈利二阶导的高点在 2021 年一季报，中报回落（8 月 31 日确认）。此后 TTM 同比水平继续上行至 2022 年三季度的 143%，直到 2023 年转负。超预期个股的业绩季平均次日超额收益由 3Q20 的 3.2% 减弱至 3Q21 的 0.5%，2022 年中报转为 -2.5%，反映预期定价逐步接近充分。

本轮 AI 硬件行情中，盈利同比仍在上行，但二阶导拐点和利好钝化的迹象初现。2026 年一季报，主线篮子的 TTM 盈利同比续创新高，但二阶导已降至 9.5pp，由于年报和一季报均在 4 月底可见，因此拐点确认延后至 8 月底中报披露完毕。此外，4 月业绩期，超预期个股次日超额 +1.2%，市场仍对利好积极反应，而 7 月中报预告中，超预期占比 52%，但次日超额转负至 -0.2%（业绩预告本身样本有限，且可能与最终披露的实际业绩存在较大误差，因此参考价值相对低一些）。AI 链的中报盈利增速以及超预期个股的股价反应是 8 月财报季的两大看点。



图表2：2020-22 年的新能源行情中，TTM 盈利二阶导拐点在 2021 年中报确认


资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表3：本轮 AI 硬件行情中，盈利二阶导拐点和利好钝化的迹象初现，待 8 月底报完整披露后确认


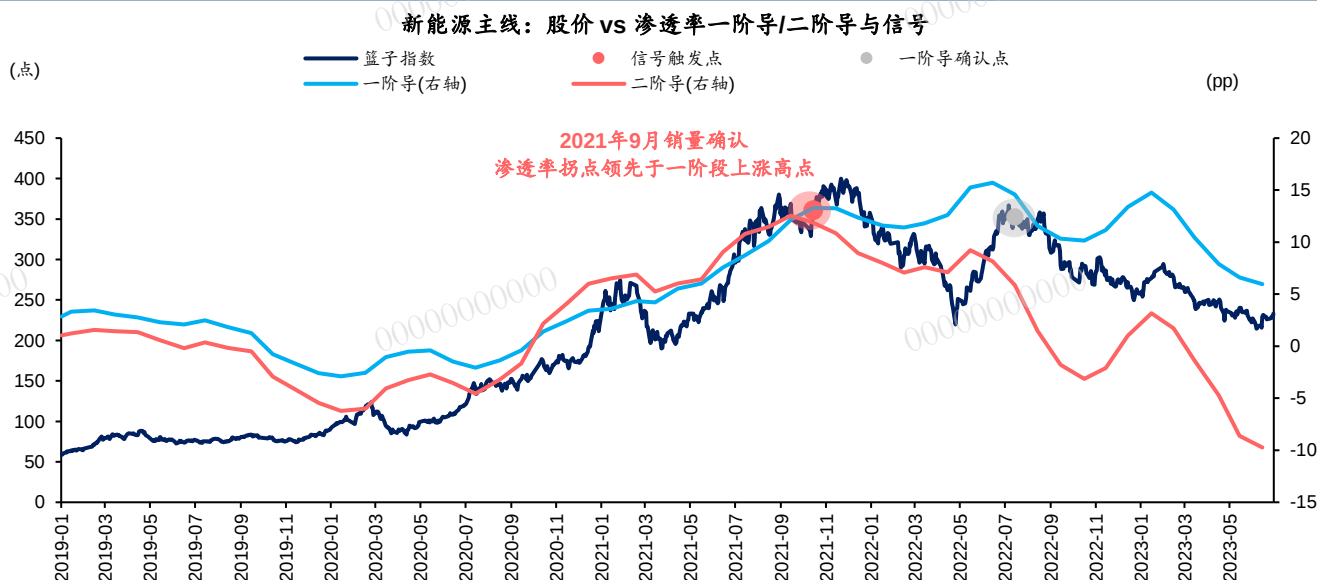
资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

信号 2：业绩空间的“量”——渗透率加速度

渗透率的加速度决定“业绩空间”，拐点领先或同步于第一阶段上涨中股价拐点。技术突破型的新兴产业，渗透率服从“S”型曲线，渗透加速对应业绩能见度提升，投资者为远期叙事定价，打开估值空间，二阶导的顶点是业绩空间叙事最陡峭的时点。此后，渗透率的速度继续上行，业绩进入放量增长阶段，投资者仍可赚业绩兑现的钱，但估值空间开始基于业绩修正，股价的阶段顶部往往在此时出现。此后随着一阶导触顶（S 型曲线拐点），成长叙事让位于盈利质量和市场份额，对应赚个股的 α 。

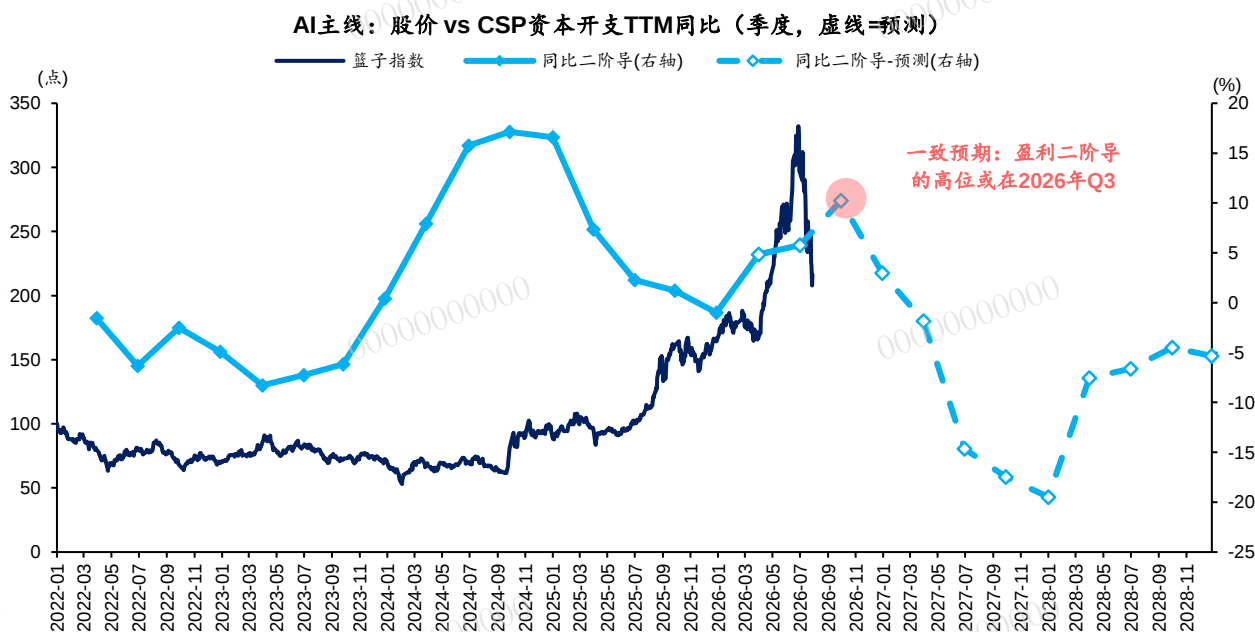
以 2020-22 年的新能源为例，渗透率加速度拐点的确认时点领先股价第一阶段上涨的高点约 1 个月。考虑到新能源车销量的季节性，我们以新能源车销量渗透率的同比增量作为一阶导，同比增量的同比差分作为二阶导。2021 年 10 月中旬观测到的 9 月销量数据确认 8 月为渗透率二阶导的拐点，领先新能源第一阶段上涨的高点约 1 个月。

图表4：2020-22 年，新能源车渗透率加速度拐点领先于股价第一阶段上涨的高点



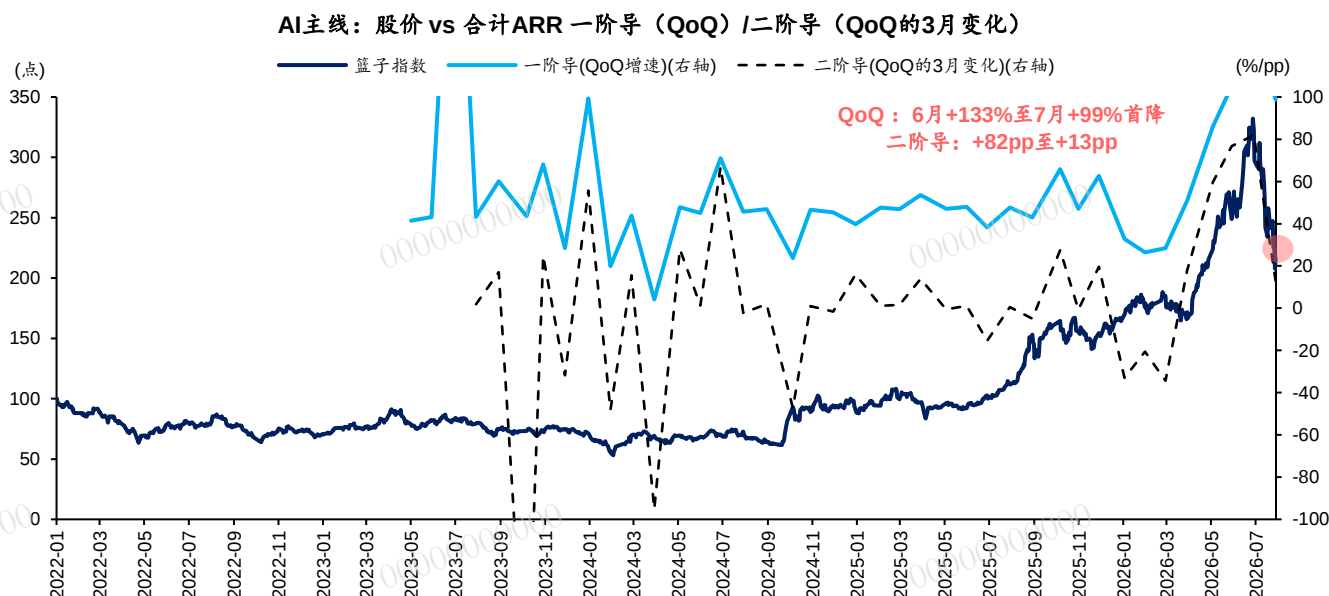
本轮 AI 硬件行情的下游需求来自 CSP 的资本开支，一致预期的二阶导高点或出现在 3Q26。本轮的 AI 硬件赚的是 CSP 大厂的资本开支，从 FactSet 的一致预期看，CSP 大厂资本开支二阶导的拐点大概率出现在 3Q26，对应定价“业绩弹性”的第一段上涨行情的高点或出现在 3Q26 附近。由于 CSP 大厂的资本开支数据相对低频，我们需要结合更高频的下游需求刻画指标辅助判断。

图表5：从分析师一致预期看，AI 硬件的下游需求的二阶导高点或出现在 3Q26



从估测数据看，更高频的头部大厂的年化经常性收入（ARR）二阶导也出现了放缓迹象。考虑 Coding 是现阶段 AI 下游最主要的应用场景之一，我们以两家头部大模型厂商 OpenAI 及 Anthropic 的合计 ARR 作为商业化程度的代理指标，季度环比增速作为一阶导，环比增速的季度差分作为二阶导。2026 年 6 月，两大巨头合计 TickerTrend 估测 ARR 超 1000 亿美元，一阶导和二阶导均创新高，不过基于 7 月 TickerTrend 估测数据测算的二阶导出现了临近拐点的迹象，待 8 月数据确认。

图表6：从估测数据看，本轮头部大厂的年化经常性收入（ARR）二阶导出现了临近拐点的迹象



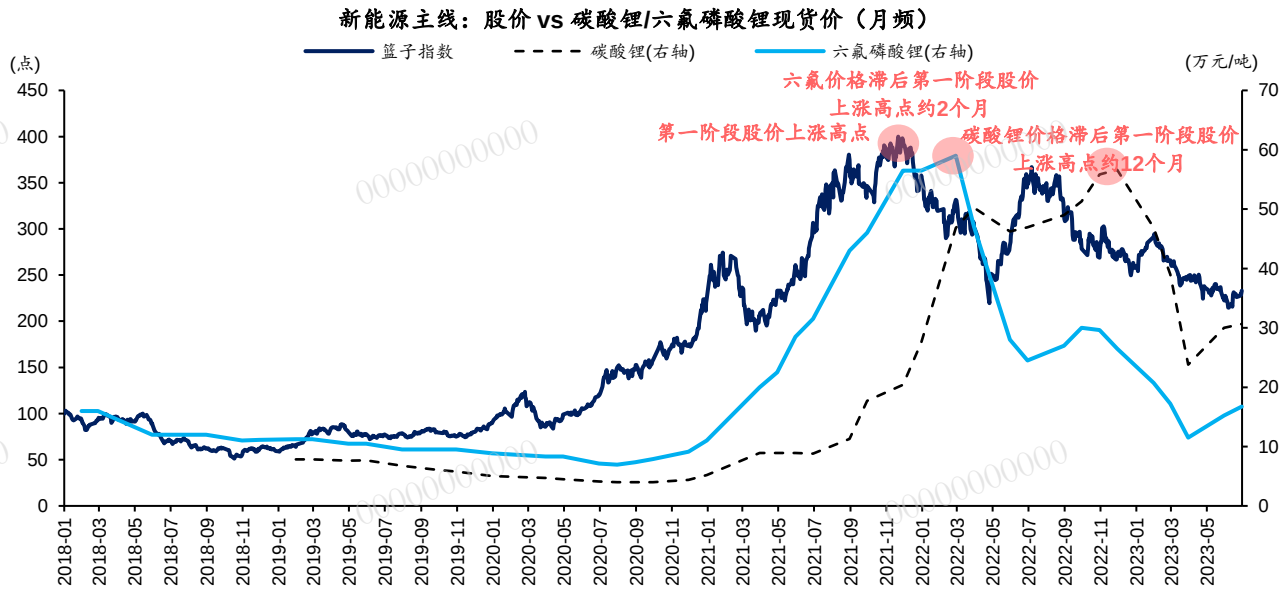
注：OpenAI 的 3 月至 7 月 ARR 为 TickerTrend 估测数据，Anthropic 的 6 月至 7 月 ARR 为 TickerTrend 估测数据
资料来源：Epoch，TickerTrend，华泰研究

信号 3：业绩空间的“价”——重点商品的涨价节奏

先进制造的产业趋势行情往往涉及重点的上游商品，商品现货价格反映供需关系的紧张程度，是有效的行情演绎节奏确认信号。股价一定程度上是在定价供需缺口的能见度，因此往往领先于现货价格，领先的幅度与商品的供需缺口大小程度和扩产周期的长度正相关。扩产周期越长，股价的领先幅度越大。对于这类商品，扩产公告可能是更早的信号。而就商品价格本身而言，扩产周期短、标准化程度高的商品更适合作为行情演绎节奏的确认信号。而供给放量或下游接受度下降往往是涨价动能触及临界水平的领先提示。

以 2020-22 年的新能源为例，扩产周期较短的六氟磷酸锂现货价格滞后第一阶段上涨股价高点约 2 个月。新能源行情的第一阶段上涨股价高点出现在 2021 年 11 月，扩产周期较短的六氟磷酸锂现货价格在 2 个月后果见顶（2021 年 12 月涨价动能减弱）。扩产周期较长，紧缺程度较高的碳酸锂现货价格的第一阶段上涨持续到 2022 年 3 月（不过 2021 年下半年龙头就开始加速扩产）。2022 年 4 月，中游龙头宁德时代业绩不及 Wind 一致预期，反映中游对上游涨价的接受度触及临界值。下半年新能源车销量超预期叠加配储政策加码以及供给受限，紧缺度更高的碳酸锂开启第二轮上涨，并最终突破前高，高点价格滞后股价约 1 年，但扩产相对更快的六氟磷酸锂在第二轮上涨中并未创新高。

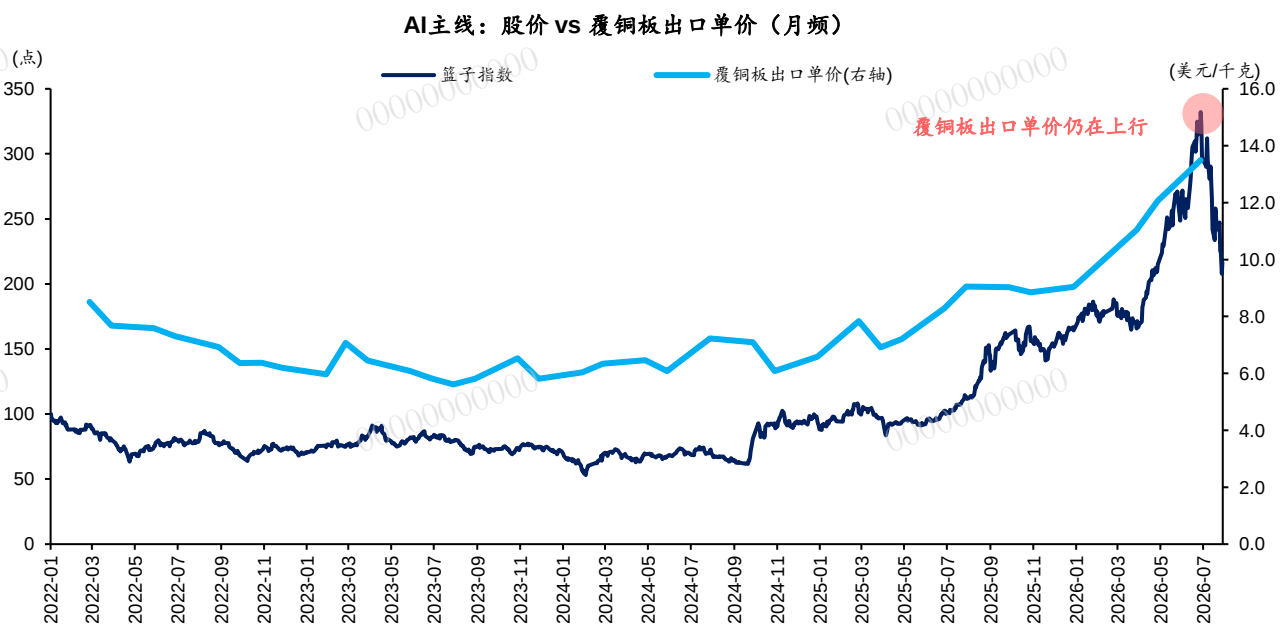
图表7：2020-22年的新能源行情中，六氟磷酸锂的现货价格滞后第一阶段上涨的股价高点约2个月，碳酸锂的现货价格的滞后时间更长



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

本轮的覆铜板与六氟磷酸锂有相似之处，存储略有不同，技术迭代可能带来结构性紧缺。本轮的覆铜板是典型的高用量且标准化的商品，从扩产周期的长度考虑，更接近新能源行情中的六氟磷酸锂，因此可以作为行情演绎节奏的确认指标。目前覆铜板现货的出口价格仍在上涨，但下游接受度下降的迹象初现，后续需跟踪覆铜板价格，若出现涨幅放缓迹象，可确认“业绩弹性”定价相对充分。存储的情况略有不同，考虑其技术迭代属性，高端产品的供需缺口的持续性可能更强，与新能源行情中的碳酸锂更接近。我们可以观测到的是，6月海外龙头大厂推出扩产计划的信号。

图表8：本轮AI行情，扩产周期较短的重要原材料覆铜板仍在涨价中



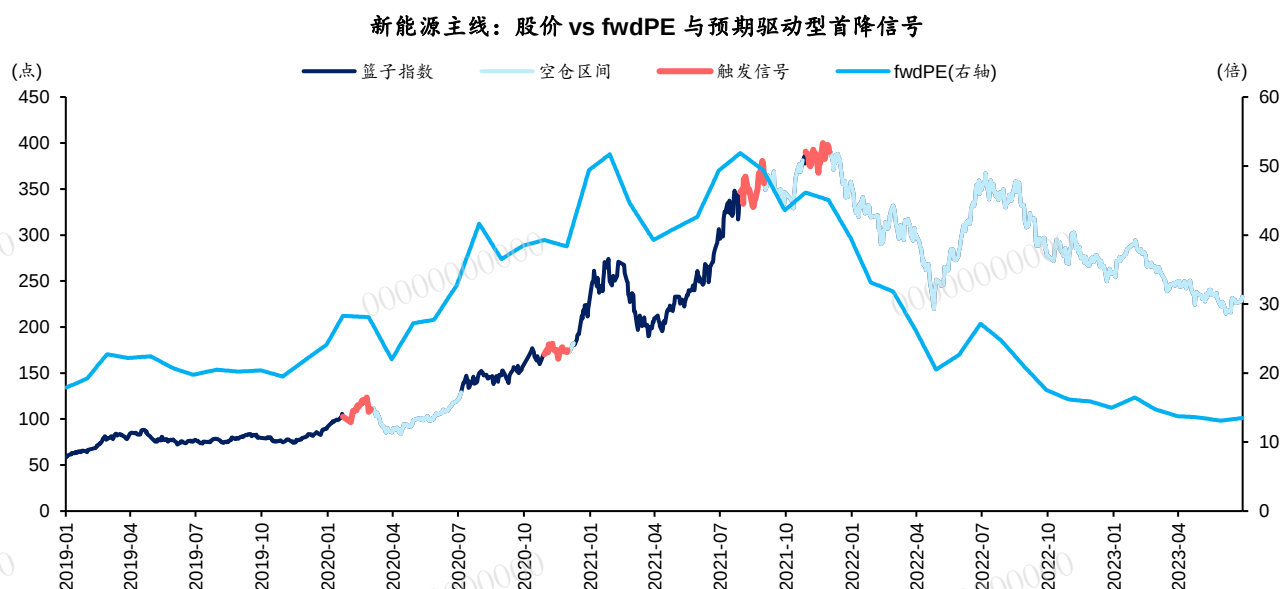
资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

信号 4：业绩空间的预期——观察股价与业绩的关系

股价创新高的同时预期估值反而回落，说明盈利预期的上修跑得比股价更快，是“预期乐观程度”的直接观测。估值的绝对水位或拐点主要由股价驱动，因此与股价同步，信号意义不大。更有信息量的是背离的结构——当股价仍在上行、预期估值却在回落，或意味着市场正在行情热度较高处集中上调盈利，上修斜率陡峭，远期业绩空间预期较为充分；上修一旦放缓，分母端对估值的支撑减弱，股价的阶段性高位往往在这一状态附近出现。

以 2020-22 年的新能源为例，股价上涨而估值下降的背离出现在第一阶段上涨行情的后半程。我们定义当月预期估值回落而股价上涨且股价位于过去 1 年 80% 分位以上作为背离信号，进入信号重点跟踪阶段后减仓，若股价创新高则回补。2020-22 年的新能源行情中，重点跟踪阶段共出现 4 次，2020 年 2 月与 11 月的两次背离后，股价仍创新高，若跟随操作则使得部分收益损失。2021 年 8 月进入重点提示阶段后，指数尚有约 7% 的上行空间。11 月信号再度提示进入重点跟踪区域，跟随信号减仓后股价未创新高，避开了大幅回撤区间。

图表9：2020-22 年，新能源行情中，背离信号 4 次提示进入重点跟踪阶段，包括第一阶段上涨的行情拐点附近

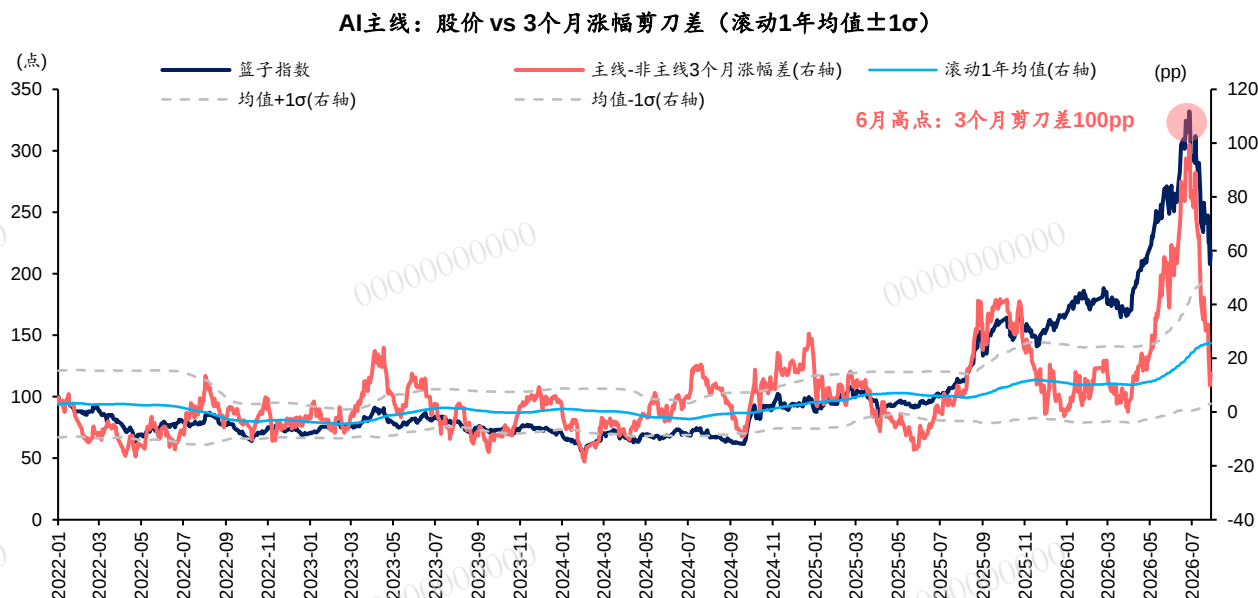


资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

本轮 AI 硬件行情中，6 月的阶段高位尚未提示需重点跟踪。本轮 AI 行情共三次背离信号。2023 年 6 月首次出现，此后 1 年多股价均未创新高，提示效果较好。2025 年 1 月和 2026 年 2 月的两次背离信号后，股价均创新高，按信号操作会损失创新高前的收益。今年 6 月的上涨和 7 月的下跌，股价与估值同向波动，6 月大幅拔估值，7 月杀估值，并未出现背离。我们反而观察到 7 月的回调中，估值相对股价下跌的幅度更大，意味着业绩预期有韧性，而估值已经调整出了较高的性价比，相应的，未来超跌反弹的能见度也更高。

本轮 AI 行情的拥挤度更高，资金聚集效应更强，7 月以来正在快速消化。本轮 AI 行情中，主线相对非主线的 3 个月收益率剪刀差接近均值上方 4 倍标准差，拥挤度高于 2020-22 年的新能源案例。2025 年 9-10 月曾有一次提示，领先之后的阶段小级别高位，回调后创新高；本轮拥挤度上升较快，与股价阶段性高位基本同步，7 月快速消化后，降至滚动 1 年均值下方，接近 1-4 月的平台位，主线相对非主线的再平衡阶段性演绎的已相对充分。

图表12：本轮 AI 硬件行情，6 月的行情中，涨幅剪刀差大幅走高，反映主线的资金聚集效应较强



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

信号 6：行为反馈——高夏普波段后的筹码松动

资金共识是强动量上行行情的来源，本质上是高夏普的共同追求，过高的夏普比难以持续，筹码松动的概率上升。我们认为，资金形成共识的本质是对高风险调整后收益的正反馈，高夏普比主线持有体验较好，吸引资金的持续加仓，正反馈加强。但是，在高夏普比的背景下，一旦产业自身的逻辑出现扰动，或者外部不确定性因素增加，使得波动放大，持有体验下降，则可能出现再平衡卖出，收益率下降，正反馈松动。因此，过高的夏普比是行情演绎较为充分的信号。

以 2020-22 年的新能源为例，行情共出现四段高夏普段，四次松动确认之后均对应一轮调整，**榑**段的确认落在**第一段**上涨行情后约 1 个月。**榑**自 2021 年 8 月下旬持续至 12 月上旬、恰好对应第一阶段上涨最后一波主升行情，主升浪结束确认在 12 月末。实际使用中，当夏普比突破 2 后适度控制仓位可能是比较好的做法。

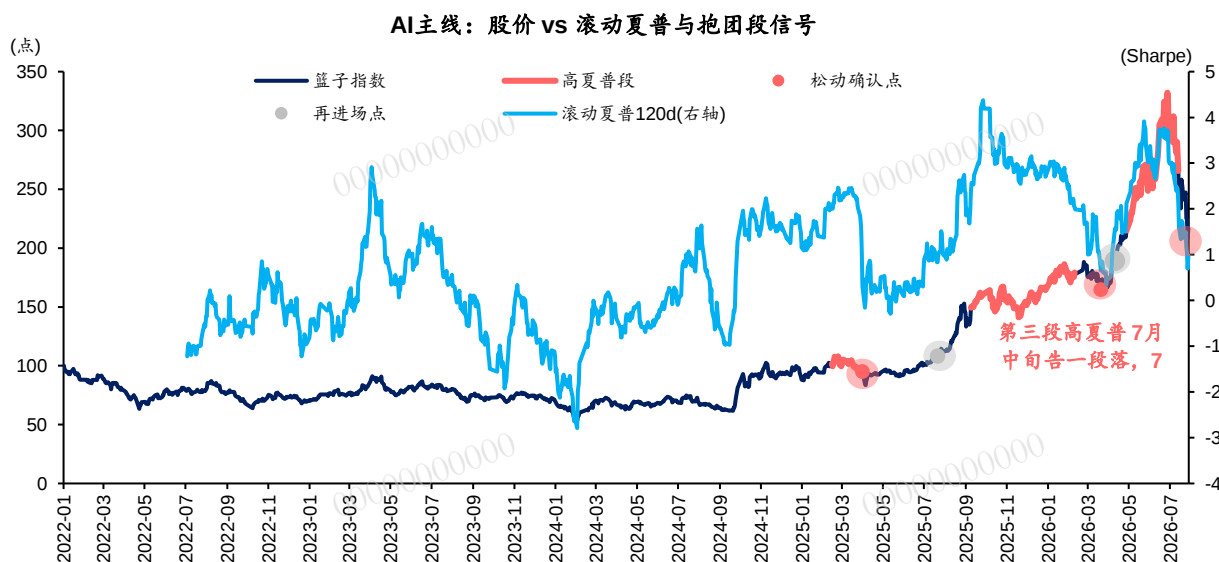
图表13：2020-22 年的新能源行情，四段高夏普行情，四次确认，最后一段在一阶段上涨行情后约一个月确认



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

本轮 AI 行情中已经出现三轮高夏普阶段，前两轮的松动确认各自对应一轮调整，本轮同样适用，当前夏普比已降至年内低位区间。2025 年 2-3 月的高夏普行情结束确认在 4 月初，对应 4 月调整，2025 年 9 月至 2026 年 2 月的高夏普行情结束确认在 3 月下旬，对应 2-3 月的调整。2026 年 5 月至 6 月的高夏普行情在 7 月中旬告一段落，7 月末一度跌破 1，已降至年内低位区间。

图表14：本轮 AI 硬件行情已有三段高夏普行情确认，7月中旬告一段落



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

风险提示

AI 供需紧张程度超预期：上游关键环节供给不足可能制约下游出货与资本开支落地节奏，并推升成本、压缩中下游盈利空间；若引发集中扩产，后续存在供需反转风险。

历史复盘经验有失效风险：可比样本有限，本轮周期在技术范式、产业格局与宏观环境上与历史存在差异，相关节奏与空间判断可能出现偏差。

免责声明

分析师声明

本人，孙瀚文、王伟光、何康，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、现在或未来并未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

- 分析师孙瀚文、王伟光、何康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