

游戏与半导体业务表现亮眼，公司上调全年指引

华泰研究

季报点评

2026 年 8 月 02 日 | 日本

索尼 FY26Q1 营收同比+8%至 JPY2,837.8bn，营业利润同比+40%至 JPY476.5bn、利润率 16.8%，营收与营业利润均创第一财季新高；营业利润超 Bloomberg 一致预期 34%，归母净利润同比+32%至 JPY342.2bn。公司将 FY26 营业利润/归母净利润指引由 JPY1,600/1,160bn 上调至 JPY1,720/1,210bn；计划每股股息 35 日元、同比增加 10 日元，本次未修订。业绩会要点：1) FY26 关税退款约 JPY80bn，其中约 70%已于 1Q 体现；2) 游戏已锁定全年存储，ET&S 大部分已锁定、预计 2Q 完成；3) 熊本技术中心预计 8 月中旬恢复震前水平。维持“买入”评级，给予目标价 JPY4,700（前值：JPY4,300）。

业绩回顾：I&SS 产品结构改善、G&NS 关税退款等驱动利润超预期
1Q 超预期主要来自 I&SS 和 G&NS，营业利润分别超彭博一致预期 72%/40%。1) I&SS 营收/营业利润同比+26%/+125%；移动传感器出货量仅小幅增长，产品/客户结构改善和汇率驱动收入增长，剔除汇率后营业利润仍同比增加 JPY44.8bn（+82%），利润率升至 23.8%；2) G&NS 营收持平、营业利润同比+37%，网络服务收入连续五个季度环比增长至 JPY208.6bn（同比+21%），其在 G&NS 收入中的占比同比提升，关税退款和汇率为主要利润驱动；3) 音乐/影视/ET&S 营业利润同比+14%/+33%/-1%。我们认为，I&SS 结构改善和 G&NS 平台收入增长是中期利润率的主要支撑。

游戏存储锁量完成，ET&S 成本基本反映；收入端风险仍在

公司表示游戏已锁定 FY26 预期销量所需存储，相关成本已纳入指引，PS5 硬件盈利预计与上年度相近；ET&S 已锁定大部分存储，预计 2Q 完成剩余采购，指引已基本覆盖涨价影响，我们认为直接成本风险相对可控。公司维持 ET&S 全年利润指引，并表示将通过采购及设计降本、调价和汇率管理应对；结合大部分存储已锁定，我们认为短期成本可见度较高。但 I&SS 仍有收入风险：公司预计 2Q 保持正增长，3Q/4Q 纳入更多风险；对下半年移动传感器需求保持谨慎，全年收入预计小幅同比下降；部分商用产品终端需求或受存储涨价影响约 10%。

熊本快速复产，TSMC 合资/Tamron 全资化提议强化中长期竞争力

熊本地震方面，地震财务影响尚未纳入指引，但业绩会已给出明确复产时间表，熊本技术中心计划 8 月 4 日起逐步复产、8 月中旬恢复震前水平，长崎、大分及鹿儿岛基地已复产。TSMC 合资方面，公司将约 JPY10bn 量产准备费纳入 FY26 指引；最终协议尚未签署，但讨论进展顺利，若顺利达成最终协议，公司表示下一财年起投入可能与本年度相当或更高，目标是借助 TSMC 先进工艺提升传感器竞争力与集成密度，并拓展物理 AI 市场。此外，日本光学镜头公司 Tamron 确认收到索尼将其全资子公司化的非约束性提议。我们认为上述合作及提议有望强化索尼影像及传感业务中长期竞争力。

盈利预测与估值

考虑到关税退款等因素，上调 FY27/3-FY29/3 归母净利润预测 6%/3%/2%至 1271/1382/1500 十亿日元，采用 SOTP 估值法，给予 22.1 倍 FY27/3E PE，目标价 JPY4,700（前值 4,300 日元，对应约 22.1 倍 FY27/3E PE），维持“买入”评级。

风险提示：AI 进展或下游需求复苏进度低于预期；全球贸易摩擦加剧。

投资评级(维持):

买入

目标价(日元):

4,700.00

黄乐平, PhD

研究员

SAC No. S0570521050001
SFC No. AUZ066

leping.huang@htsc.com
+(852) 3658 6000

陈旭东

研究员

SAC No. S0570521070004
SFC No. BPH392

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

于可熠

研究员

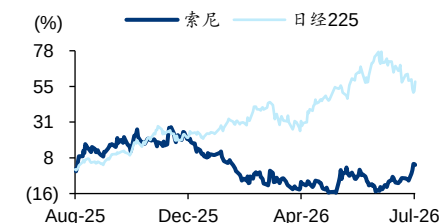
SAC No. S0570525030001
SFC No. BVF938

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

基本数据

收盘价(日元 截至 7 月 31 日)	3,787
市值(日元百万)	22,239,014
6 个月平均日成交额(日元百万)	74,100
52 周价格范围(日元)	3,043.00-4,757.40

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(日元)	2026	2027E	2028E	2029E
营业收入(十亿)	12,480	12,649	13,056	13,685
+/-%	(3.68)	1.35	3.22	4.82
归属母公司净利润(十亿)	1,031	1,271	1,382	1,500
+/-%	(3.42)	23.30	8.70	8.57
EPS(最新摊薄)	172.83	213.09	231.63	251.49
ROE(%)	11.95	13.18	12.76	12.40
PE(倍)	21.91	17.77	16.35	15.06
PB(倍)	2.49	2.21	1.98	1.77
EV EBITDA(倍)	12.09	13.65	14.58	13.75
股息率(%)	0.60	0.58	0.71	0.77

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：索尼业绩预测

日元（十亿）	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3E	2028/3E	2029/3E	2027/3E	2028/3E	2029/3E
							diff	diff	diff
JPY/USD	144.4	152.5	152.0	155.0	155.0	155.0			
JPY/EUR	156.6	163.6	176.0	178.0	178.0	178.0			
营业收入	13,021	12,957	12,480	12,649	13,056	13,685	0.5%	0.9%	1.2%
同比	13%	0%	-4%	1%	3%	5%			
营业成本	-8,089	-8,505	-7,613	-7,488	-7,703	-8,033			
毛利	4,931	4,452	4,867	5,161	5,353	5,652			
同比	13%	-10%	9%	6%	4%	6%			
销售、一般及管理费用	-2,156	-2,257	-1,997	-2,030	-2,095	-2,197			
营业利润	1,209	1,407	1,448	1,712	1,789	1,918	6.2%	3.1%	2.0%
同比	-7%	16%	3%	18%	4%	7%			
税前利润	1,269	1,474	1,422	1,754	1,906	2,070			
同比	0%	16%	-3%	23%	9%	9%			
少数股东损益	10	18	24	30	33	35			
同比	53%	84%	33%	23%	9%	9%			
归母净利润	971	1,067	1,031	1,271	1,382	1,500	6.1%	3.0%	1.9%
同比	-3%	10%	-3%	23%	9%	9%			
比例分析									
毛利率	37.9%	34.4%	39.0%	40.8%	41.0%	41.3%			
营业利润率	9.3%	10.9%	11.6%	13.5%	13.7%	14.0%			
归母净利率	7.5%	8.2%	8.3%	10.0%	10.6%	11.0%			

注：FY27/3E 指索尼 2026 财年（2026 财年截止月份为日历年 2027 年 3 月）

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表2：索尼分板块业绩预测

（日元 十亿）	2025/3	2026/3	2027/3E	2028/3E	2029/3E	2025/9	2025/12	2026/3
JPY/USD	152.5	152.0	155.0	155.0	155.0	148.8	156.4	159.9
JPY/EUR	163.6	176.0	178.0	178.0	178.0	174.4	183.7	183.4
总收入	12,026	12,480	12,649	13,056	13,685	3,108	3,714	3,036
YoY	-0.5%	-3.7%	1.4%	3.2%	4.8%	4.7%	0.6%	8.3%
营业利润率	10.9%	11.6%	13.5%	13.7%	14.0%	13.2%	13.9%	5.4%
营业收入								
游戏及网络服务 (G&NS)	4,670	4,686	4,617	4,798	5,058	1,113	1,614	1,022
音乐 (Music)	1,843	2,120	2,215	2,315	2,450	542	542	570
影视 (Pictures)	1,506	1,499	1,667	1,694	1,724	346	353	473
娱乐、技术及服务业务 (ET&S)	2,409	2,261	2,265	2,305	2,401	576	658	492
影像及传感解决方案业务 (I&SS)	1,799	2,152	2,120	2,180	2,289	615	604	524
增速								
游戏及网络服务 (G&NS)	9.4%	0.3%	-1.5%	3.9%	5.4%	3.9%	-4.1%	-2.8%
音乐 (Music)	13.8%	15.1%	4.5%	4.5%	5.8%	21.0%	12.6%	21.1%
影视 (Pictures)	0.9%	-0.4%	11.2%	1.7%	1.7%	-2.7%	-11.3%	14.1%
娱乐、技术及服务业务 (ET&S)	-1.8%	-6.2%	0.2%	1.8%	4.2%	-7.1%	-6.6%	1.7%
影像及传感解决方案业务 (I&SS)	12.2%	19.6%	-1.5%	2.8%	5.0%	14.8%	20.6%	28.2%
营业利润								
游戏及网络服务 (G&NS)	415	463	649	674	711	120	141	54
音乐 (Music)	357	447	422	440	466	115	106	132
影视 (Pictures)	117	105	151	153	157	14	31	41
娱乐、技术及服务业务 (ET&S)	191	159	152	154	173	43	59	-5
影像及传感解决方案业务 (I&SS)	261	357	419	447	492	138	132	33
营业利润率								
游戏及网络服务 (G&NS)	8.9%	9.9%	14.0%	14.0%	14.0%	10.8%	8.7%	5.3%
音乐 (Music)	19.4%	21.1%	19.1%	19.0%	19.0%	21.3%	19.6%	23.2%
影视 (Pictures)	7.8%	7.0%	9.0%	9.1%	9.1%	4.0%	8.7%	8.8%
娱乐、技术及服务业务 (ET&S)	7.9%	7.0%	6.7%	6.7%	7.2%	7.5%	9.0%	-1.0%
影像及传感解决方案业务 (I&SS)	14.5%	16.6%	19.8%	20.5%	21.5%	22.5%	21.8%	6.3%
营业利润增速								
游戏及网络服务 (G&NS)	43.0%	11.7%	40.0%	3.9%	5.4%	-13.3%	19.3%	-41.6%
音乐 (Music)	18.4%	25.1%	-5.6%	4.3%	5.8%	27.7%	9.2%	58.4%
影视 (Pictures)	-0.4%	-10.6%	43.8%	1.7%	2.3%	-25.0%	-9.3%	-22.4%
娱乐、技术及服务业务 (ET&S)	1.9%	-16.9%	-4.3%	1.8%	11.9%	-38.5%	-22.9%	-75.8%
影像及传感解决方案业务 (I&SS)	34.9%	36.8%	17.2%	6.7%	10.1%	49.6%	35.3%	-5.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表3：可比公司估值表

公司	代码	P/E		可比公司利润增速	
		FY2026E	FY2027E	FY2026E	FY2027E
G&NS					
Nintendo	7974 JT	23.0	20.4	13%	14%
Square Enix	9684 JT	23.9	22.2	10%	1%
EA	EA US	27.9	26.1	7%	7%
平均数		25.0	22.9	10%	7%
Music					
Universal Music Group	UMGNF US	14.8	13.1	15%	12%
Warner Music	WMG US	18.2	14.5	27%	14%
平均数		16.5	13.8	21%	13%
Pictures					
Disney	DIS US	14.2	12.9	10%	10%
Comcast	CMCSA US	6.8	6.6	3%	5%
平均数		10.5	9.8	7%	8%
ET&S					
Fujifilm	4901 JT	15.9	14.1	13%	14%
Canon	7751 JT	12.1	11.2	5%	4%
平均数		14.0	12.6	9%	9%
I&SS					
Murata	6981 JT	22.3	27.6	42%	37%
On Semiconductor	ON US	21.5	19.0	37%	37%
Renesas	6723 JT	16.3	14.3	56%	16%
平均数		20.0	20.3	45%	30%

注：预测数据来自 Factset 一致预测，数据截至 2026/7/31。

资料来源：公司公告，华泰研究预测

考虑到关税退款、I&SS 产品结构改善及 G&NS 平台收入增长，我们上调此前 FY27/3-FY29/3 归母净利润预测 6%/3%/2%至 JPY1271/1382/1500bn。中长期我们看好索尼作为全球创意娱乐巨头持续聚焦主业、AI 赋能内容与平台业务协同，以及与台积电合作深化 I&SS 布局所蕴含的估值重塑潜力。我们上调目标价至 4,700 日元（前值：4,300 日元），对应 FY27/3E PE 22.1x，维持“买入”。

- 1) 游戏及网络服务 (G&NS)：公司已锁定 FY26 全年存储、短期成本压力边际缓和，可比公司 2026E 平均 PE 中枢上移至 25.0x；中长期持续看好公司全球游戏生态龙头地位保持稳固，我们参考可比公司 2026E 平均 PE 25.0x，给予 26.0x FY27/3E PE（前值 23.0x）。
- 2) 音乐 (Music)：流媒体板块估值回落，可比公司 2026E 平均 PE 中枢下移至 16.5x；且短期内考虑到公司 FY28/3 面临 Peanuts 一次性重估收益高基数及版权投入处于费用确认期，我们下调 FY27/3E PE 估值倍数至 18.0x（前值 21.5x）及溢价空间。但中长期看好流媒体业务保持稳健增长、IP 投资稳步扩张（GIC 合作、加码版权投入），公司全球音乐版权龙头地位有望持续巩固。
- 3) 影视 (Pictures)：影视行业内容投入节奏阶段性波动下，可比公司 2026E 平均 PE 中枢小幅下移至 10.5x；看好中长期 Crunchyroll 付费用户持续增长、核心 IP 矩阵深耕全球，IP 最大化战略或加速兑现，给予 FY27/3E 11.0x PE（前值 12.0x）。
- 4) 娱乐、技术及服务业务 (ET&S)：参考更紧密对接业务属性的可比公司组合，可比公司 2026E 平均 PE 中枢上移至 14.0x；中长期与 TCL 的战略合作有望优化业务结构、提升资本回报率，估值溢价扩大以体现战略转型成效。我们参考可比公司 2026E 平均 PE 14.0x，给予 15.0x FY27/3E PE（前值 13.0x）。
- 5) 影像及传感解决方案(I&SS)：受 AI 景气推动，可比公司 2026E 平均 PE 中枢维持 20.0x 高位，公司估值基本维持；短期低端手机 CIS 需求受存储涨价拖累，我们给予 20.5x FY27/3E PE（前值 20.5x），估值溢价相对收敛。中长期，我们持续看好与 TSMC 战略

合作落地“轻晶圆厂”模式、熊本新工厂赋能，公司全球图像传感器龙头地位或将进一步强化。

图表4：索尼 SOTP 估值

业务	收入 (亿日元)	营业利润 (亿日元)	净利润 (亿日元)	可比公司P/E均值	公司P/E	股价 (日元)
游戏及网络服务 (G&NS)	46,171	6,487	4,878	25.0	26.0	2,123
音乐 (Music)	22,145	4,219	3,447	16.5	18.0	1,038
影视 (Pictures)	16,666	1,508	927	10.5	11.0	171
娱乐、技术及服务业务 (ET&S)	22,650	1,518	728	14.0	15.0	183
影像及传感解决方案业务 (I&SS)	21,200	4,187	3,448	20.0	20.5	1,185
合计	126,486	17,120	12,711	22.1		4,700

注：数据年份为 FY27/3。

资料来源：Factset，华泰研究预测

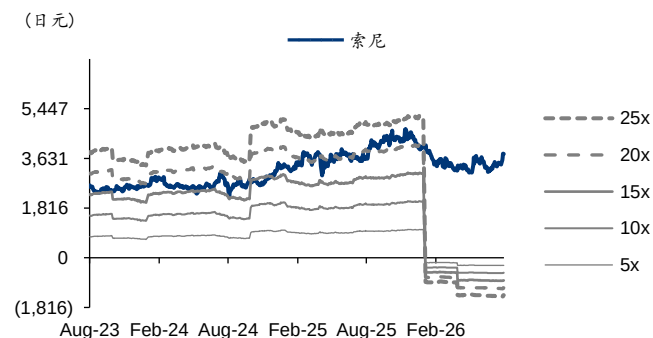
风险提示

AI 进展不及预期。索尼当前 AI 布局进展顺利，但若下游需求不足、AI 战略落地或变现不及预期可能带来下行风险。

下游需求复苏不及预期。全球当前硬件成本端面临存储涨价压力，需求较弱，且竞争激烈，整体地缘政治对品牌展业也有影响，如市占率提升不及预期可能带来下行风险。

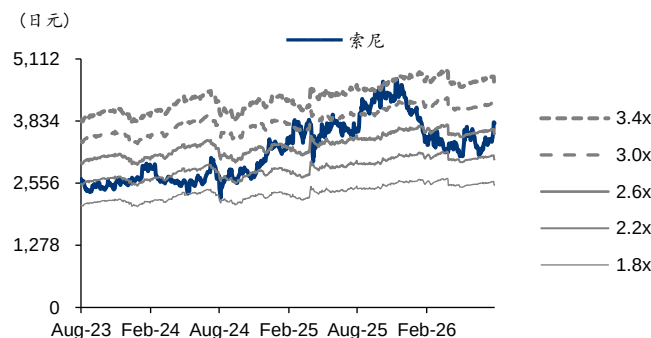
宏观经济下行及全球贸易摩擦风险。若宏观经济波动影响公司终端业务需求，可能对公司盈利预测产生下行风险。

图表5：索尼 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表6：索尼 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (日元百万)	2025	2026	2027E	2028E	2029E
营业收入	12,957,064	12,479,620	12,648,606	13,055,788	13,685,400
销售成本	(8,504,810)	(7,612,681)	(7,487,975)	(7,702,915)	(8,033,330)
毛利润	4,452,254	4,866,939	5,160,631	5,352,873	5,652,070
销售及分销成本	(1,173,551)	(1,035,808)	(1,049,834)	(1,083,630)	(1,135,888)
管理费用	(1,083,278)	(960,931)	(980,267)	(1,011,824)	(1,060,619)
其他收入/支出	(788,262)	(1,422,677)	(1,418,548)	(1,468,635)	(1,537,361)
财务成本净额	66,563	(25,133)	41,825	117,555	151,595
应占联营公司利润及亏损	7,801	64,194	64,194	64,194	64,194
税前利润	1,473,726	1,422,390	1,753,807	1,906,339	2,069,798
税费开支	(313,839)	(367,108)	(452,644)	(492,012)	(534,199)
少数股东损益	(92,487)	(24,373)	(30,052)	(32,666)	(35,466)
归母净利润	1,067,400	1,030,909	1,271,111	1,381,662	1,500,133
折旧和摊销	(1,152,987)	(2,008,207)	(1,159,115)	(733,317)	(566,430)
EBITDA	2,560,150	3,455,730	2,871,097	2,522,101	2,484,633
EPS (日元, 基本)	178.94	172.83	213.09	231.63	251.49

资产负债表

会计年度 (日元百万)	2025	2026	2027E	2028E	2029E
存货	1,310,770	1,262,471	1,279,566	1,320,757	1,384,450
应收账款和票据	1,943,184	1,871,581	1,896,924	1,957,990	2,052,413
现金及现金等价物	2,980,956	6,354,839	9,490,118	12,449,054	15,615,640
其他流动资产	1,220,078	1,220,078	1,220,078	1,220,078	1,220,078
总流动资产	7,454,988	10,708,969	13,886,686	16,947,879	20,272,581
固定资产	1,513,660	1,501,841	1,462,610	1,442,599	1,418,913
无形资产	2,920,260	1,676,819	976,564	702,106	594,535
其他长期资产	23,404,265	23,468,459	23,532,653	23,596,847	23,661,041
总长期资产	27,838,185	26,647,118	25,971,826	25,741,553	25,674,489
总资产	35,293,173	37,356,087	39,858,512	42,689,432	45,947,070
应付账款	2,100,144	2,730,187	3,549,243	4,614,016	5,998,221
短期借款	1,843,959	2,127,727	2,411,495	2,695,264	2,979,032
其他负债	6,744,685	6,744,685	6,744,685	6,744,685	6,744,685
总流动负债	10,688,788	11,602,599	12,705,424	14,053,965	15,721,938
长期债务	2,066,842	2,295,691	2,524,540	2,753,389	2,982,238
其他长期债务	14,027,392	14,027,392	14,027,392	14,027,392	14,027,392
总长期负债	16,094,234	16,323,083	16,551,932	16,780,781	17,009,630
股本	881,357	881,357	881,357	881,357	881,357
储备/其他项目	7,298,388	8,194,269	9,334,968	10,555,832	11,881,182
股东权益	8,179,745	9,075,626	10,216,325	11,437,189	12,762,539
少数股东权益	330,406	354,779	384,831	417,497	452,963
总权益	8,510,151	9,430,405	10,601,156	11,854,686	13,215,502

估值指标

会计年度 (倍)	2025	2026	2027E	2028E	2029E
PE	21.16	21.91	17.77	16.35	15.06
PB	2.76	2.49	2.21	1.98	1.77
EV EBITDA	17.43	12.09	13.65	14.58	13.75
股息率 (%)	0.51	0.60	0.58	0.71	0.77
自由现金流收益率 (%)	9.17	13.63	12.33	11.44	12.31

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (日元百万)	2025	2026	2027E	2028E	2029E
EBITDA	2,560,150	3,455,730	2,871,097	2,522,101	2,484,633
融资成本	(66,563)	25,133	(41,825)	(117,555)	(151,595)
营运资本变动	458,125	749,945	776,618	962,516	1,226,088
税费	(313,839)	(367,108)	(452,644)	(492,012)	(534,199)
其他	(316,198)	(89,327)	(22,369)	53,361	87,401
经营活动现金流	2,321,675	3,774,374	3,130,877	2,928,411	3,112,328
CAPEX	(647,527)	(752,947)	(419,628)	(438,849)	(435,173)
其他投资活动	(282,593)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(930,120)	(752,947)	(419,628)	(438,849)	(435,173)
债务增加量	40,079	512,617	512,617	512,617	512,617
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(115,253)	(135,028)	(130,412)	(160,798)	(174,783)
其他融资活动现金流	(223,069)	(25,133)	41,825	117,555	151,595
融资活动现金流	(298,243)	352,456	424,031	469,375	489,430
现金变动	1,093,312	3,393,352	3,154,748	2,978,406	3,186,054
年初现金	1,907,113	2,980,956	6,354,839	9,490,118	12,449,054
汇率波动影响	(19,469)	(19,469)	(19,469)	(19,469)	(19,469)
年末现金	2,980,956	6,354,839	9,490,118	12,449,054	15,615,640

业绩指标

会计年度 (倍)	2025	2026	2027E	2028E	2029E
增长率 (%)					
营业收入	(0.49)	(3.68)	1.35	3.22	4.82
毛利润	(9.72)	9.31	6.03	3.73	5.59
营业利润	16.41	2.87	18.27	4.49	7.24
净利润	9.98	(3.42)	23.30	8.70	8.57
EPS	9.98	(3.42)	23.30	8.70	8.57
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	34.36	39.00	40.80	41.00	41.30
EBITDA	19.76	27.69	22.70	19.32	18.16
净利润率	8.24	8.26	10.05	10.58	10.96
ROE	13.54	11.95	13.18	12.76	12.40
ROA	3.08	2.84	3.29	3.35	3.38
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	11.37	(21.28)	(44.58)	(61.21)	(75.65)
流动比率	0.70	0.92	1.09	1.21	1.29
速动比率	0.57	0.81	0.99	1.11	1.20

营运能力 (天)

	2025	2026	2027E	2028E	2029E
总资产周转率 (次)	0.37	0.34	0.33	0.32	0.31
应收账款周转天数	56.98	55.02	53.63	53.15	52.75
应付账款周转天数	88.15	114.21	150.95	190.76	237.78
存货周转天数	59.88	60.84	61.11	60.76	60.61
现金转换周期	28.71	1.65	(36.21)	(76.85)	(124.42)

每股指标 (日元)

	2025	2026	2027E	2028E	2029E
EPS	178.94	172.83	213.09	231.63	251.49
每股净资产	1,371	1,521	1,713	1,917	2,140

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、陈旭东、于可熠，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/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

- 分析师黄乐平、陈旭东、于可熠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