本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

心动公司 (2400.HK)

独特的游戏平台，估值偏低；自2026年下半年起迎来增长拐点和叙事转变，上调评级至买入 (摘要)

2400.HK	12个月目标价格: HK$60.70	股价: HK$39.36	上涨空间: 54.2%

买入

孔令侃, CFA
+852-2978-6603 | lincoln.kong@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

姜朗霆, CFA
+852-2978-0856 | ronald.keung@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

周璐晴
+852-3465-4207 | luqing.zhou@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

我们将心动公司评级上调至买入，因为我们看到公司正在迎来2026年下半年有望出现的增长拐点和叙事转变，2026年上半年业绩期过后盈利预测被下调，但该股估值仍处于历史低位。

我们认为心动公司（TapTap）对于玩家和开发者而言，仍然是一个独特的游戏发行平台。在AI创作工具和更多游戏版号审批的助力下，在游戏供给日益丰富的时代，该平台的价值将被市场更加看重。TapTap PC版和“TapTap制造”等举措应能增强社区生态系统，扩大用户规模，并在长期内带来新的收入来源。2026年上半年，心动公司的损益表受到AI支出增加以及AI创作游戏与商业化游戏之间流量内卷的影响，但随着公司重新引流/实现货币化、以及“TapTap制造”（AI游戏开发工具）取得进展，我们认为该平台将成为游戏行业重要的游戏创作、测试和发行渠道，以及不断增长的玩家社区。

心动公司目前更稳定的游戏产品组合也增强了其盈利能见度，我们期待TapTap广告业务迎来复苏拐点，其长期货币化潜力有待释放，同时通过更好的费用/AI支出管理有望实现稳定的营业利润增长。

短期来看，我们看到补缴税款和实际有效税率上升等税务相关问题对净利润构成不利因素。然而，这一因素在近期股价回调后应该已被市场消化。在投资者预期不高以及今年以来盈利预测下调近20%的背景下，我们认为盈利预测已触底，潜在上行空间将来自TapTap货币化状况改善/流量增长以及《仙境传说2》在2027年初推出。得益于《心动小镇》海外版带来增量贡献、TapTap业务逐步复苏、经营费用控制更为严格以及比较基数下降，公司有望在2026年下半年迎来收入和营业利润的同比增长拐点。

风险回报具吸引力：另外，今年以来公司已回购总计8亿港元股份，约为当前市值的4%以上。公司表示还在考虑一项新的回购计划，虽尚未确认但应能为股价提供下行支撑。该股当前股价对应的12个月预期市盈率不到10倍，这是心动公司的历史最低水平，并且远低于我们覆盖范围内互联网公司14倍的均值。我们认为这提供了具吸引力的买入点。上调至买入评级。

未来催化剂：1) TapTap：“TapTap制造”产出更多热门游戏，

主要数据

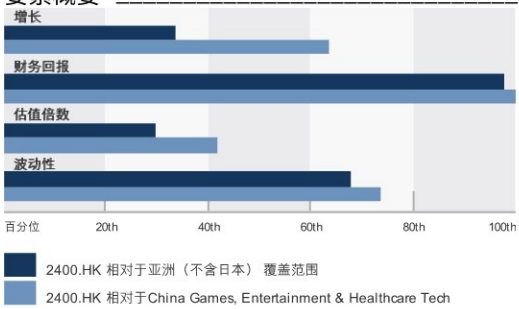
市值: HK$18.9bn / $2.4bn
企业价值: HK$13.9bn / $1.8bn
3个月日均成交量: HK$149.4mn / $19.0mn
中国
China Games, Entertainment & Healthcare Tech
并购概率: 3
租赁是否计入净负债和企业价值: Yes

预测

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
主营业务收入 (Rmb mn) 新	**5,763.7**	**6,476.3**	**7,158.4**	**7,742.4**
主营业务收入 (Rmb mn) 旧	5,763.7	6,810.2	7,546.6	8,015.3
EBITDA (Rmb mn)	1,706.9	1,878.9	2,256.2	2,500.6
每股盈利 (Rmb) 新	**3.39**	**3.30**	**3.75**	**4.05**
每股盈利 (Rmb) 旧	3.07	3.47	3.79	4.01
市盈率 (X)	14.1	10.2	9.0	8.3
市净率 (X)	6.3	3.7	2.7	2.1
股息收益率 (%)	NM	NM	NM	NM
CROCI (%)	214.0	143.9	138.3	128.4

	12/25	6/26	12/26E	--
每股盈利 (Rmb)	1.73	1.61	1.70	-

要素概要



资料来源：公司数据、高盛研究预测

高盛与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。 有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或参阅www.gs.com/research/hedge.html。 由非美国附属公司聘用的分析师不是美国FINRA的注册/合格研究分析师。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

买入

心动公司 (2400.HK)

评级自2026年9月21日

比率和估值

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
市盈率 (X)	14.1	10.2	9.0	8.3
市净率 (X)	6.3	3.7	2.7	2.1
自由现金流收益率 (%)	5.9	9.4	10.5	11.5
EV/EBITDAR (X)	11.4	6.3	4.6	3.6
EV/EBITDA (X) (剔除租赁)	11.6	6.4	4.7	3.6
CROCI (%)	214.0	143.9	138.3	128.4
净资产回报率 (%)	48.5	35.9	32.3	26.6
净负债/股东权益 (%)	(88.2)	(88.7)	(90.3)	(91.5)
净负债/权益 (%) (剔除租赁)	(91.2)	(91.3)	(92.1)	(92.9)
利息保障倍数 (X)	1,454.9	221.6	267.5	342.7
存货销售天数	–	–	–	–
应收账款周转天数	23.6	24.6	24.8	25.1
应付账款周转天数	46.0	42.9	45.5	45.7
杜邦净资产回报率 (%)	37.9	31.0	26.1	22.1
周转率 (X)	1.1	1.1	0.9	0.8
杠杆比率 (X)	1.3	1.3	1.2	1.2
总现金投资，名义（剔除现金）(Rmb)	1,067.5	1,276.1	1,544.4	1,809.9
平均已动用资本 (Rmb)	145.1	388.3	472.4	570.5
每股净资产 (Rmb)	7.63	9.01	12.24	15.68

增长率和利润率 (%)

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
主营业务收入增长率	15.0	12.4	10.5	8.2
EBITDA增长率	71.4	10.1	20.1	10.8
每股盈利增长	83.2	(2.6)	13.6	8.1
每股股息增速	NM	NM	NM	NM
EBIT利润率	28.2	26.8	29.2	30.0
EBITDA利润率	29.6	29.0	31.5	32.3
净利润率	26.6	23.1	24.2	24.7

股价走势图



	3个月	6个月	12个月
绝对	(16.4)%	(43.8)%	(54.9)%
相对于恒生指数	(20.2)%	(43.2)%	(52.2)%

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为2026年9月21日收盘价）

损益表 (Rmb mn)

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
主营业务收入	5,763.7	6,476.3	7,158.4	7,742.4
主营业务成本	(1,509.2)	(1,832.9)	(1,956.6)	(2,076.5)
销售、一般及管理费用	(1,648.6)	(1,746.1)	(1,894.3)	(2,025.6)
研发费用	(981.4)	(1,163.8)	(1,214.7)	(1,313.9)
其它营业收入/(费用)	–	–	–	–
EBITDA	**1,706.9**	**1,878.9**	**2,256.2**	**2,500.6**
折旧和摊销	(82.3)	(145.4)	(163.4)	(174.1)
EBIT	**1,624.6**	**1,733.5**	**2,092.8**	**2,326.4**
净利息收入/（支出）	38.8	47.2	59.6	51.8
联营公司损益	–	–	–	–
税前利润	**1,718.9**	**1,850.7**	**2,202.3**	**2,428.3**
税项拨备	(62.4)	(277.6)	(374.4)	(412.8)
少数股东损益	(121.2)	(80.0)	(93.0)	(102.5)
优先股息	–	–	–	–
非经常性项目前净利润	**1,535.3**	**1,493.1**	**1,735.0**	**1,913.0**
税后非经常性损益	93.3	93.9	103.3	113.6
非经常性项目后净利润	**1,628.6**	**1,587.0**	**1,838.3**	**2,026.6**
EPS (基本,非经常性项目前) (Rmb)	**3.19**	**3.11**	**3.54**	**3.82**
EPS (摊薄,非经常性项目前) (Rmb)	**3.07**	**2.99**	**3.40**	**3.68**
EPS (基本,非经常性项目后) (Rmb)	**3.39**	**3.30**	**3.75**	**4.05**
EPS (摊薄,非经常性项目后) (Rmb)	**3.26**	**3.18**	**3.61**	**3.90**
每股股息 (Rmb)	–	–	–	–
股息支付率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

资产负债表 (Rmb mn)

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
现金及等价物	3,689.4	4,399.2	6,122.3	8,046.3
应收账款	411.2	462.0	510.7	552.4
存货	–	–	–	–
其它流动资产	212.2	228.5	244.0	257.3
流动资产	**4,312.8**	**5,089.7**	**6,877.0**	**8,856.0**
固定资产净额	124.5	241.2	341.2	424.5
无形资产净额	511.6	529.1	553.4	583.8
投资总额	199.2	199.2	199.2	199.2
其它长期资产	71.5	71.5	71.5	71.5
资产合计	**5,219.6**	**6,130.8**	**8,042.3**	**10,135.1**
应付账款	194.4	236.1	252.0	267.5
短期债务	–	–	–	–
短期租赁负债	44.8	44.8	44.8	44.8
其它流动负债	846.2	942.6	1,010.2	1,072.0
流动负债	**1,085.3**	**1,223.4**	**1,307.0**	**1,384.3**
长期债务	–	–	–	–
长期租赁负债	77.6	77.6	77.6	77.6
其它长期负债	10.6	10.6	10.6	10.6
长期负债	**88.2**	**88.2**	**88.2**	**88.2**
负债合计	**1,173.6**	**1,311.7**	**1,395.2**	**1,472.5**
优先股	–	–	–	–
普通股权益	3,811.2	4,504.3	6,239.3	8,152.3
少数股东损益	**234.8**	**314.8**	**407.8**	**510.3**
负债及股东权益合计	**5,219.6**	**6,130.8**	**8,042.3**	**10,135.1**
调整后净负债	(3,689.4)	(4,399.2)	(6,122.3)	(8,046.3)

现金流量表 (Rmb mn)

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
净利润	1,718.9	1,850.7	2,202.3	2,428.3
折旧及摊销加回	77.8	145.4	163.4	174.1
少数股东权益加回	–	–	–	–
运营资本增减净额	(134.6)	71.0	19.4	22.3
其它经营性现金流	50.5	(269.8)	(366.6)	(406.0)
经营活动产生的现金流	**1,712.6**	**1,797.4**	**2,018.5**	**2,218.7**
资本开支	(322.0)	(279.7)	(287.6)	(287.9)
收购	(124.4)	–	–	–
剥离	2.6	–	–	–
其它	84.2	–	–	–
投资活动产生的现金流	**(359.7)**	**(279.7)**	**(287.6)**	**(287.9)**
偿还租赁负债	(42.7)	–	–	–
支付的股息（普通股和优先股）	–	–	–	–
借款增减	0.0	(7.8)	(7.8)	(6.8)
其它融资性现金流	(296.9)	0.0	0.0	0.0
筹资活动产生的现金流	**(444.7)**	**(807.8)**	**(7.8)**	**(6.8)**
总现金流	**0.0**	**0.0**	**1,723.0**	**1,924.1**
自由现金流	1,347.9	1,517.7	1,730.9	1,930.8

资料来源：公司数据、高盛研究预测

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

TapTap用户规模扩大，TapTap PC平台快速发展；2) 游戏：《仙境传说2》的测试和发布（定于2027年一季度）以及《心动小镇》在海内外市场的升级。

预测调整：鉴于经典游戏表现不及预期以及TapTap的货币化弱于预期，我们将2026-28年收入预测下调3%~5%；我们还将2026-28年净利润预测下调10%~15%，以主要反映游戏行业的放缓趋势、补缴税款和更高的实际有效税率。与市场预测相比较：我们的2026-27年净利润预测较Visible Alpha市场预测高6%。

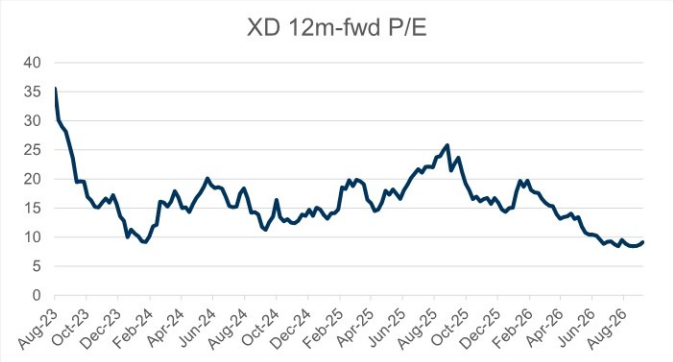
估值：我们现在对游戏业务采用13倍市盈率（低于此前的15倍，因行业估值倍数收缩），对信息服务业务采用17倍市盈率（低于此前的20倍，因同业估值倍数下降及2026年预期增速放缓），但将估值基准从2026年预期延展至2027年预期，由此得出基于部分加总估值法的新12个月目标价为60.7港元（原为66.8港元），隐含集团2027年预期市盈率为14.5倍。

图表 1: Our new TP implies 14.5X 2027E PE
SOTP valuation

SOTP valuation	Sales	NP	PE (X)	PS (X)	Value
Games (based on 2027E)	4,801	1,154	13x	3.1x	14,996
Information services (2027E)	2,357	685	17x	4.9x	11,641
Total (RMB mn)	7,158	1,838	14.5x	3.7x	26,636
Total (HK$ mn)					30,331
Share outstanding					500
Implied valuation per share (HK$)					60.7

资料来源：高盛全球投资研究部

图表 2: XD: 12m-fwd P/E trend



资料来源：彭博, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

Drivers for our positive view

1. TapTap business is gradually recovering and long-term commercialization potential remains to be unlocked.

TapTap’ s advertising revenue declined -2% yoy in 1H26, largely due to the issues with its recommendation algorithm and surging volume of games from TapTap Maker cannibalizing traffic which negatively impacted ad mometization. That said, the company has resolved these issue and reallocated the traffic distribution weights, and we have observed an upward MAU trend of TapTap platform according to QuestMobile, which paves the way for enhanced monetization in 2H26E. We now

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

expect advertising revenue to gradually recover and accelerate to 13% yoy growth in 2H26E.

Moreover, we note that a game called In Your Shoes (设身处地, which utilized AI during its development) has gone viral on some social media platforms and unexpectedly driven a massive influx of traffic to TapTap, making TapTap’ s rank on China iOS download chart jump to no. 10+ from previously no. 130+. Although the game is no longer available on the platform, its brief popularity demonstrates the creative AI-empowered games (eg. text-based games) have the potential to drive traffic growth, which may translate into a revenue growth driver once a clear path to monetization is established in the future. As TapTap is actively embracing AI technology (eg. launch of TapTap Maker, Cindy, etc.) and offers a supportive policy to small/mid-scale creators, we believe TapTap will be a key beneficiary if AIGC games continue to evolve and achieve milestones.

TapTap Maker: we believe this is a valuable game development/testing tools for developers pre game launch. As Taptap further enriches its ecosystem with new games/mini-games, TapTap Maker could strengthen TapTap’ s moat and the community.

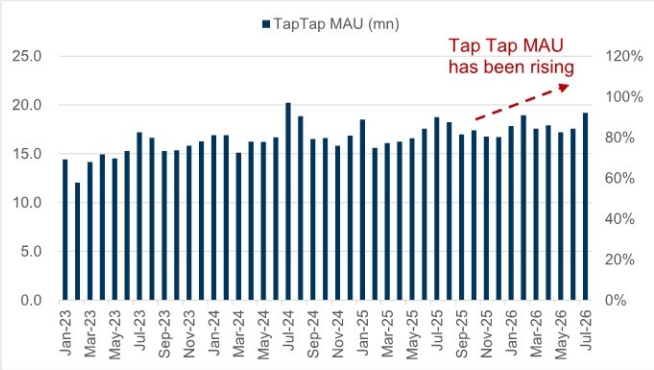
TapTap Maker allows users to turn their game ideas into playable products through natural-language prompts, with AI handling the coding, artwork and music throughout the development process, and the AI-generated games can be published directly on TapTap platform. By materially lowering the barriers to game creation, TapTap Maker could enable more niche and experimental gameplay concepts to be developed and validated rapidly, expanding TapTap’ s content supply.

In the near term, however, the proliferation of AI-generated games has lead to content oversupply, quality dilution and greater pressure on traffic allocation, including potential cannibalization of traffic from more commercially valuable titles, which was already reflected in TapTap’ s revenue decline in 1H26. That said, the company has reallocated the traffic distribution weights and improved the recommendation algorithm. Over the longer term, TapTap Maker could help TapTap attract a broader base of casual and lightweight-game users with more AI-native light games, providing incremental user and traffic growth while enabling the platform to evolve from a pure distribution channel into a more integrated creation, publishing, operations and monetization ecosystem. This could enhance the uniqueness of TapTap’ s content ecosystem and user stickiness, while allowing the platform to accumulate valuable assets in user preference data and content recommendation capabilities.

Key factors to monitor include: a) whether TapTap Maker generates incremental users and engagement rather than merely reallocating traffic within the platform; b) whether TapTap can enhance its recommendation algorithms to identify high-quality games from a substantially larger content pool while limiting cannibalization of commercially valuable titles; c) whether a sustainable monetization loop can be established, allowing creators to generate meaningful returns from AI-generated games and TapTap to participate in the value creation.

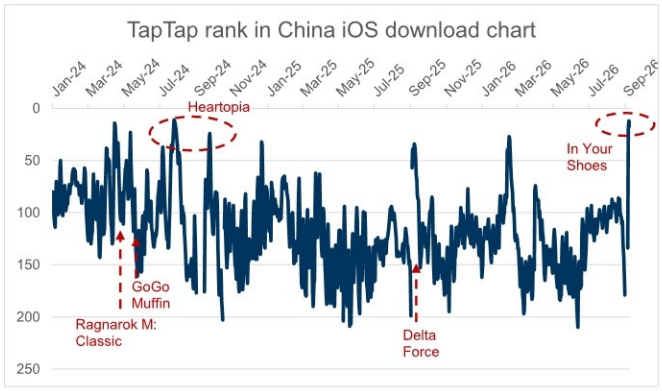
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 3: XD: TapTap MAU has been rising since May 2026



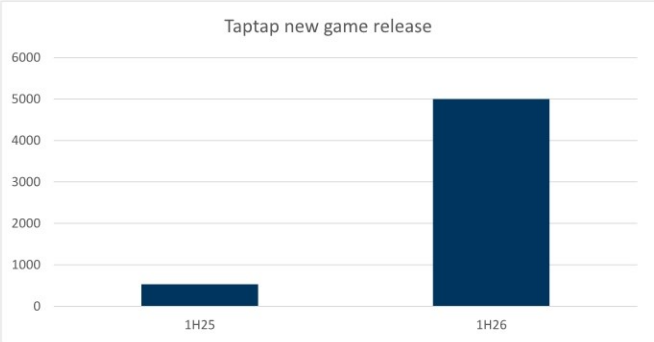
资料来源：QuestMobile, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

图表 4: TapTap rank history in China iOS download chart XD blockbuster titles’ release and surging popularity of certain titles tend to boost traffic for TapTap



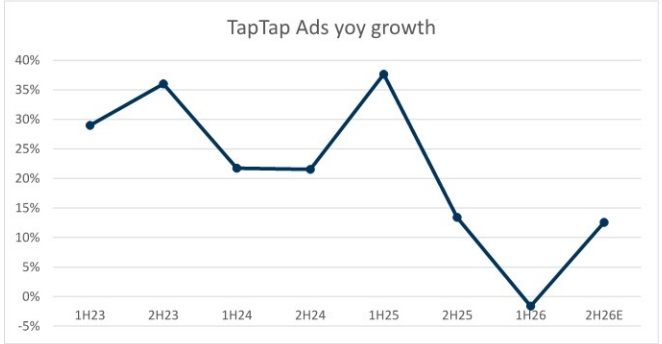
资料来源：Qimai, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

图表 5: 1H26 new games jump by 800%+ with help of AI creation tools



资料来源：公司数据

图表 6: We expect TapTap ads to inflect from 2H26



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 7: TapTap Maker vs. traditional game engines
TapTap Maker allows users to turn their game ideas into playable products through natural-language prompts, with AI handling the coding, artwork and music throughout the development process, significantly lowering the barrier to game development

Dimension	TapTap Maker	Cocos Creator	Unity
Positioning	An AI-native game creation tool emphasizing creation through **natural-language dialogue**	A general-purpose game engine and visual editor, with a focus on supporting **lightweight platforms** such as Wexin mini-games	A comprehensive, **cross-platform professional game engine**
Primary target users	General users, individual creators and small teams with limited programming, art or professional game development experience	Mini-game developers and studios with certain programming and game development capabilities	Professional game developers, independent studios and large development teams
Creation approach	Users describe their game ideas in natural language, while AI handles coding, artwork, music and other development tasks	Games are primarily developed through a visual editor, scene and component systems, and scripting	Games are primarily developed through an editor, component systems, C# scripts and related development tools
Programming requirements	Low programming requirements under the core creation model, while also offering advanced development options through MCP and local projects	Typically requires knowledge of TypeScript or JavaScript and familiarity with the engine workflow	Typically requires proficiency in C# and a relatively comprehensive professional development workflow; also offers node-based Visual Scripting
Artwork and music generation	AI can assist with or complete the generation of artwork, music and other content	Developers typically need to create, purchase or import assets themselves	Developers typically need to create, purchase or import assets themselves and manage them through an asset workflow
Primary distribution channels	Games can be published directly on **TapTap**	Games can be quickly built as **Weixin mini-games**	Supports **multiple platforms**, including Android, iOS, Windows, macOS, Linux, PS, WebGL, XR, etc.
Typical content focus	Currently more suitable for rapid prototyping, niche and experimental gameplay, and lightweight games	Casual, social, IAA and hybrid-monetization games, as well as other Weixin mini-games	Independent games, mid-core and hardcore mobile games, PC and console games, 3D games and cross-platform projects
Key advantages	**Lowest barriers to creation**; rapid idea-to-game development; a closed loop between creation and TapTap distribution	**Mature mini-game development workflow**; strong Wexin compatibility; balances production efficiency with developer control	**Strong technical capabilities**, extensive developer control, broad cross-platform coverage and a comprehensive ecosystem

资料来源：公司数据, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 8: China Media advertising: Annual advertising revenue by platform
XD advertising revenue is expected to reaccelerate in 2027E as one of the players with fastest growth, though relatively small in scale vs. peers

		Ad Rev (Rmb mn)				% yoy			
		2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
Social	Tencent	144,973	172,940	195,062	215,726	19%	19%	13%	11%
Search	Baidu	62,546	49,474	41,772	37,986	-14%	-21%	-16%	-9%
Short-form video	Kuaishou	81,462	81,525	82,929	85,641	12%	0%	2%	3%
	Kuaishou - non e-com	41,816	43,919	45,786	48,448	13%	5%	4%	6%
Media	iQIYI	5,193	5,098	5,263	5,486	-9%	-2%	3%	4%
	Tencent Music	4,075	4,401	4,842	5,229	20%	8%	10%	8%
	Mango Excellent Media	3,831	4,005	4,220	4,404	11%	5%	5%	4%
	XD	1,968	2,071	2,357	2,675	25%	5%	14%	14%
Offline elevator	Focus Media	12,759	12,224	12,719	13,315	4%	-4%	4%	5%

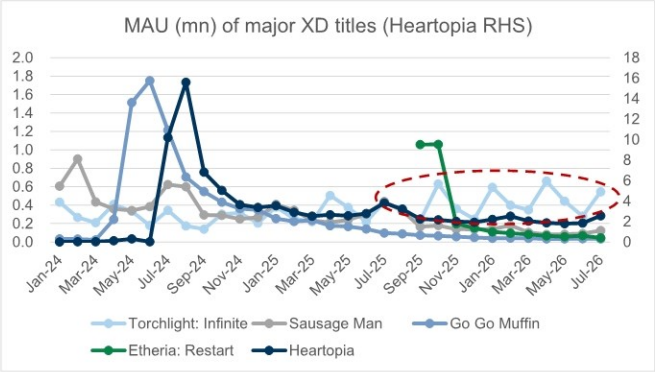
资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

2. Game revenue is expected to accelerate to 21% yoy in 2H26E from 12% yoy in 1H26, primarily supported by incremental contribution from overseas version of Heartopia. Currently Heartopia and Torchlight: Infinite account for c. 70% of total game revenue. According to our proprietary third party database, we have seen an uptick trend in Heartopia domestic grossing recently despite natural sequential moderation in its international grossing after launch in overseas regions in 1H26, yet which should also be beneficial to its yoy growth, and Torchlight: Infinite has been largely stable between seasons. We believe this has provided a relatively solid foundation for XD’ s game business, and expect game revenue to grow 21% yoy in 2H26E considering a low base last year, despite a sequential decline vs. 1H26.

Looking into 2027 onwards, RO2 is planned for a second-round test by end-2026 and slated for 1Q27 launch (specific timeline still dependent on the test results)per the company, which should help offset the natural decline of legacy titles and contribute some incremental growth. GoGo Muffin 2 is initially scheduled for 4Q27 and there are other self-developed titles under development in pipeline. We see XD now has a more stable game portfolio to support the sustainable growth and its proven ability of game operation enhance our confidence on its game execution.

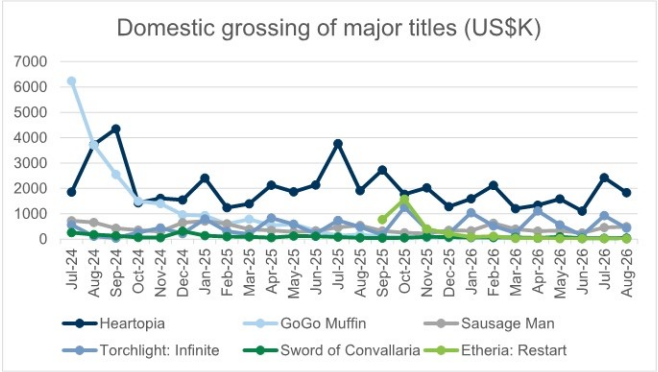
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 9: XD: MAU (mn) trend for major XD titles (RHS for Heartopia and LHS for others)
Heartopia and Torchlight: Infinite MAU have been largely stabilizing with slight upward trends in the past few months, though Go Go Muffin has declined meaningfully YTD



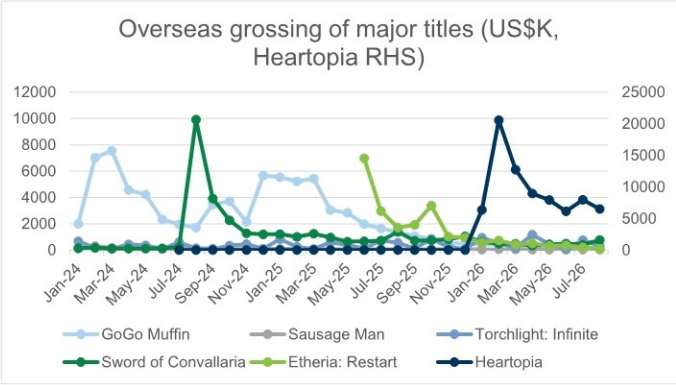
资料来源：QuestMobile, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

图表 10: XD: Domestic monthly grossing of major titles (US$k)
Heartopia and Sausage Man have seen a grossing uptick in the past 2 months, and Torchlight: Infinite has been largely stable



资料来源：SensorTower, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

图表 11: XD: Overseas monthly grossing of major titles (US$k, RHS for Heartopia and LHS for others)
Heartopia has naturally declined post launch, yet relative stabilizing mom recently



资料来源：SensorTower, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

3. Earnings revision have likely bottomed: Operating profit is expected to outgrow revenue in 2H26E and next 2 years, thanks to more disciplined expenses management, though net profit will likely face headwinds from back taxes and increasing tax rate.

In 1H26, OP declined -6% yoy largely due to meaningful growth in R&D expenses (+16% yoy/+48% HoH) despite a stable R&D team, which is ascribed to the company’ s token subsidy provided to users to promote its TapTap Maker (c. Rmb70mn in 1H26). As company has been encouraging local deployment of TapTap Maker and substantially reduced its token subsidy (to c. Rmb10mn) in 2H26, we expect favorable OP growth for the company (GSe: OP +20% yoy in 2H26E). For net profit, we note the negative impact from tax related issues including back taxes from TapTap and increase in organic effective tax rate of TapTap and game business will likely continue in 2H26E/2027E onwards. That said, we believe this is well

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

anticipated by the market and incremental impact shall be smoother in 2027E vs. in 2026E.

Financials and valuation

What to do with the stock: We lower our 2026-28E revenue estimates by -3%~-5% on softer-than-expected legacy titles and weaker-than-expected monetization of TapTap, and cut our 2026-28E net profit estimates by -10%~-15% mainly to reflect the slower gaming trend, payment of back taxes and increasing effective tax rate. On core operating profit level, we still look for 20% yoy growth for 2H26 and 19% for 2027, driven by a recovery of topline growth in 2H and more cost discipline related to R&D/AI token spendings.

Vs. Consensus: We are +6% higher than Visible Alpha Consensus for 2026-27E net profit forecasts, as we are more constructive on Taptap growth and its cost control capability.

Valuation: We now apply 13X P/E to the Games segment (lower vs. prior 15X P/E on industry multiple contraction and now similar to our A share game coverage target multiple) and a 17X P/E to the Information services segment (vs. 20X PE earlier given lower peers multiple and slower 2026 growth), but rollover from 2026E to 2027E, leading to our new 12m SOTP-based TP at HK$60.7 (vs. prior HK$66.8), implying 14.5X 2027E P/E as a group.

Key risks:

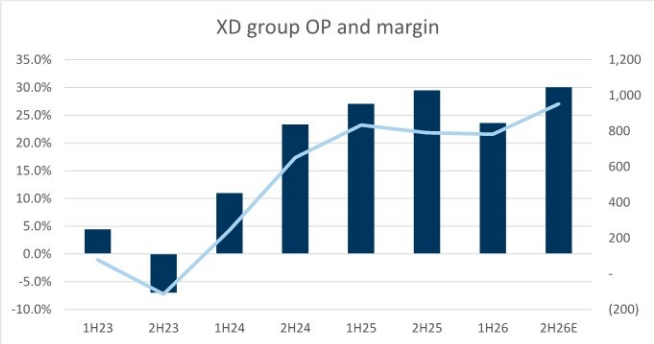
1) Weaker-than-expected performance of legacy titles and softer-than-expected sustainability of Heartopia’ s grossing. If major legacy titles (eg. Torchlight: Infinite, Sausage Man, etc.) decline faster than expected or Heartopia’ s domestic/overseas grossing drop faster than expected, it will present a downside risk to game revenue.

2) Slower-than-expected monetization progress of TapTap. If oversupply of AI-generated games continues to cannibalize traffic for commercialization, it will present a downside risk to advertising revenue.

3) Worse balance between revenue growth and OPEX in the longer term, especially irrational increases in R&D and S&M expenses, which may lead to a lower margin.

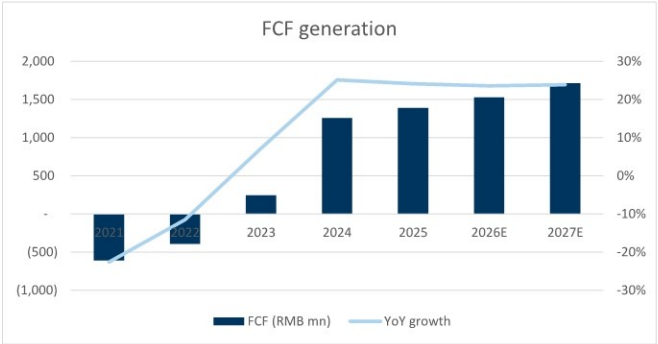
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 12: We expect overall profitablity to continue growing after 1H26 slowdown



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 13: We expect a steady growth of FCF over time as XD now has stable revenue generation streams



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 14: XD: key changes to GSe

XD Rmb mn	New 2026E	Old 2026E	% Diff.	New 2027E	Old 2027E	% Diff.	New 2028E	Old 2028E	% Diff.
Domestic MAU (mn) - company	46.5	46.5	0%	49.5	48.0	3%	51.9	49.2	5%
Revenue									
Games	4,405	4,750	-7%	4,801	5,195	-8%	5,067	5,408	-6%
1.1 Online games (free-to-play)	4,169	4,454	-6%	4,509	4,803	-6%	4,735	4,983	-5%
1.2 Premium games (paid-to-play)	124	124	0%	120	120	0%	126	126	0%
Information services	2,071	2,060	1%	2,357	2,351	0%	2,675	2,607	3%
Total revenue	**6,476**	**6,810**	**-5%**	**7,158**	**7,547**	**-5%**	**7,742**	**8,015**	**-3%**
Gross profit	**4,643**	**5,101**	**-9%**	**5,202**	**5,722**	**-9%**	**5,666**	**6,108**	**-7%**
Selling and marketing expenses	1,497	1,574	-5%	1,619	1,722	-6%	1,728	1,804	-4%
Research and development expenses	1,164	1,160	0%	1,215	1,285	-5%	1,314	1,365	-4%
General and administrative expenses	249	296	-16%	276	366	-25%	298	389	-23%
Total operating expenses	**2,910**	**3,030**	**-4%**	**3,109**	**3,373**	**-8%**	**3,339**	**3,558**	**-6%**
Operating profit (GS definition)	1,733	2,071	-16%	2,093	2,349	-11%	2,326	2,550	-9%
Operating Profit (company definition)	**1,803**	**2,071**	**-13%**	**2,143**	**2,349**	**-9%**	**2,376**	**2,550**	**-7%**
Finance income/(costs), net	47	52	-9%	60	66	-9%	52	57	-9%
Finance income	55	60	-8%	67	73	-8%	59	64	-8%
Finance costs	(8)	(8)	0%	(8)	(8)	0%	(7)	(7)	0%
Profit before income tax	1,851	2,123	-13%	2,202	2,415	-9%	2,428	2,607	-7%
Income tax expenses	(278)	(212)	-31%	(374)	(290)	-29%	(413)	(313)	-32%
Profit for the year	1,573	1,911	-18%	1,828	2,125	-14%	2,015	2,294	-12%
Equity holders of the Company	**1,493**	**1,771**	**-16%**	**1,735**	**1,970**	**-12%**	**1,913**	**2,126**	**-10%**
Non-IFRS net earnings	**1,587**	**1,865**	**-15%**	**1,838**	**2,073**	**-11%**	**2,027**	**2,240**	**-10%**
Basic earnings (loss) per share (Rmb)	3.11	3.61	-14%	3.54	3.94	-10%	3.82	4.17	-8%

Margin	2026E	2026E	% Diff.	2027E	2027E	% Diff.	2028E	2028E	% Diff.
Gross margin	72%	75%	(3.2)	73%	76%	(3.2)	73%	76%	(3.0)
operating margin	28%	30%	(2.6)	30%	31%	(1.2)	31%	32%	(1.1)
net margin	23%	26%	(2.9)	24%	26%	(1.9)	25%	27%	(1.8)

资料来源：高盛全球投资研究部

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 15: XD: financial summary

RMB mn	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	1H24	2H24	1H25	2H25	1H26	2H26E
Revenue	2,703	3,431	3,389	5,012	5,764	6,476	7,158	7,742	2,221	2,792	3,082	2,682	3,312	3,164
% yoy	*-5%*	*27%*	*-1%*	*48%*	*15%*	*12%*	*11%*	*8%*	*27%*	*71%*	*39%*	*-4%*	*7%*	*18%*
1. Online Games	**2,011**	**2,453**	**2,092**	**3,434**	**3,796**	**4,405**	**4,801**	**5,067**	**1,486**	**1,948**	**2,071**	**1,725**	**2,318**	**2,087**
%yoy	*-14%*	*22%*	*-15%*	*64%*	*11%*	*16%*	*9%*	*6%*	*29%*	*107%*	*39%*	*-11%*	*12%*	*21%*
Online games free to play	**1,784**	**2,311**	**1,961**	**3,317**	**3,596**	**4,169**	**4,509**	**4,735**	**1,426**	**1,891**	**1,982**	**1,614**	**2,200**	**1,969**
a. Domestic	856	1,427	1,314	2,066	2,195	1,646	1,860	1,953	831	1,235	1,295	900	771	875
%yoy	*-9%*	*67%*	*-8%*	*57%*	*6%*	*-25%*	*13%*	*5%*	*14%*	*110%*	*56%*	*-27%*	*-40%*	*-3%*
b. International	928	884	648	1,251	1,402	2,523	2,649	2,782	595	656	687	715	1,429	1,094
%yoy	*-23%*	*-5%*	*-27%*	*93%*	*12%*	*80%*	*5%*	*5%*	*68%*	*123%*	*15%*	*9%*	*108%*	*53%*
2. Information service	**692**	**978**	**1,297**	**1,578**	**1,968**	**2,071**	**2,357**	**2,675**	**734**	**844**	**1,011**	**957**	**994**	**1,077**
%yoy	*34%*	*41%*	*33%*	*22%*	*25%*	*5%*	*14%*	*14%*	*22%*	*22%*	*38%*	*13%*	*-2%*	*13%*
COGS	**1,477**	**1,596**	**1,321**	**1,534**	**1,509**	**1,833**	**1,957**	**2,077**	**724**	**810**	**829**	**680**	**983**	**850**
Online Games	1,284	1,338	1,116	1,286	1,237	1,547	1,642	1,733	595	690	664	573	835	711
Information service	193	257	205	248	272	286	314	343	128	119	165	107	148	139
GP	**1,226**	**1,835**	**2,068**	**3,479**	**4,255**	**4,643**	**5,202**	**5,666**	**1,497**	**1,982**	**2,253**	**2,002**	**2,329**	**2,314**
Online Games	727	1,114	976	2,148	2,559	2,858	3,159	3,334	891	1,258	1,407	1,151	1,483	1,376
Information service	499	721	1,092	1,330	1,696	1,785	2,043	2,332	606	724	845	850	847	939
Gross Margin	**45.4%**	**53.5%**	**61.0%**	**69.4%**	**73.8%**	**71.7%**	**72.7%**	**73.2%**	**67.4%**	**71.0%**	**73.1%**	**74.6%**	**70.3%**	**73.1%**
yoy chg (ppts)	*-8.4%*	*8.1%*	*7.5%*	*8.4%*	*4.4%*	*-2.1%*	*1.0%*	*0.5%*	*8.2%*	*8.0%*	*5.7%*	*3.7%*	*-2.8%*	*-1.5%*
Online Games	*36.2%*	*45.4%*	*46.7%*	*62.6%*	*67.4%*	*64.9%*	*65.8%*	*65.8%*	*59.9%*	*64.6%*	*68.0%*	*66.8%*	*64.0%*	*65.9%*
Information service	*72.1%*	*73.7%*	*84.2%*	*84.3%*	*86.2%*	*86.2%*	*86.7%*	*87.2%*	*82.5%*	*85.9%*	*83.6%*	*88.9%*	*85.1%*	*87.1%*
Opex	**2,257**	**2,440**	**2,106**	**2,584**	**2,630**	**2,910**	**3,109**	**3,339**	**1,253**	**1,330**	**1,419**	**1,211**	**1,547**	**1,363**
S&M	780	923	865	1,397	1,436	1,497	1,619	1,728	695	702	744	692	770	727
R&D	1,242	1,284	1,016	919	981	1,164	1,215	1,314	419	500	549	433	639	525
G&A	235	234	225	267	213	249	276	298	138	129	126	87	138	111
S&M as % Sales	*28.9%*	*26.9%*	*25.5%*	*27.9%*	*24.9%*	*23.1%*	*22.6%*	*22.3%*	*31.3%*	*25.1%*	*24.1%*	*25.8%*	*23.2%*	*23.0%*
R&D as % Sales	*46.0%*	*37.4%*	*30.0%*	*18.3%*	*17.0%*	*18.0%*	*17.0%*	*17.0%*	*18.9%*	*17.9%*	*17.8%*	*16.1%*	*19.3%*	*16.6%*
G&A as % Sales	*8.7%*	*6.8%*	*6.6%*	*5.3%*	*3.7%*	*3.8%*	*3.8%*	*3.8%*	*6.2%*	*4.6%*	*4.1%*	*3.2%*	*4.2%*	*3.5%*
EBIT (GS definition)	**(1,031)**	**(605)**	**(37)**	**895**	**1,625**	**1,733**	**2,093**	**2,326**	**244**	**651**	**834**	**791**	**782**	**951**
%yoy	*-1785%*	*-41%*	*-94%*	*-2510%*	*82%*	*7%*	*21%*	*11%*	*215%*	*-669%*	*242%*	*21%*	*-6%*	*20%*
% margin	**-38.1%**	**-17.6%**	**-1.1%**	**17.9%**	**28.2%**	**26.8%**	**29.2%**	**30.0%**	**11.0%**	**23.3%**	**27.1%**	**29.5%**	**23.6%**	**30.1%**
Net income (loss) to shareholders	**(864)**	**(553)**	**(83)**	**812**	**1,535**	**1,493**	**1,735**	**1,913**	**205**	**606**	**755**	**780**	**714**	**779**
%yoy	*-9546%*	*-36%*	*-85%*	*-1077%*	*89%*	*-3%*	*16%*	*10%*	*127%*	*-450%*	*268%*	*29%*	*-5%*	*0%*
% margin	**-32.0%**	**-16.1%**	**-2.5%**	**16.2%**	**26.6%**	**23.1%**	**24.2%**	**24.7%**	**9.2%**	**21.7%**	**24.5%**	**29.1%**	**21.6%**	**24.6%**
Non-IFRS net income	**(864)**	**(482)**	**(34)**	**877**	**1,629**	**1,587**	**1,838**	**2,027**	**237**	**640**	**796**	**833**	**772**	**815**
%yoy					*86%*	*-3%*	*16%*	*10%*			*235%*	*30%*	*-3%*	*-2%*
EPS IFRS (Rmb)	**(1.86)**	**(1.17)**	**(0.18)**	**1.71**	**3.19**	**3.11**	**3.54**	**3.82**	**0.43**	**1.27**	**1.57**	**1.62**	**1.49**	**1.62**
EPS Non-IFRS (Rmb)	**(1.86)**	**(1.02)**	**(0.07)**	**1.85**	**3.39**	**3.30**	**3.75**	**4.05**	**0.50**	**1.34**	**1.65**	**1.73**	**1.61**	**1.70**

资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

Investment Thesis - XD Inc.

XD Inc. was established in 2009 and is uniquely positioned on the China domestic Games value chain as the company not only covers the development and publishing business, but it also operates one of China’s largest mobile game-centric distribution centers and player communities, TapTap. We believe XD (Taptap) remains a unique game distribution platform for gamers and developers, and in the era where gaming supply is becoming abundant with the help of AI creation tools and more license approvals, the platform’s value will be better appreciated. Initiatives such as TapTap PC and TapTap Maker should enhance the community ecosystem, expand its user scale, and bring new revenue streams in the long run. In 1H26 XD’s P&L was impacted by elevated AI spending and traffic cannibalization among AI created games, but as it re-directs traffic/monetization and with the progress of TapTap Maker (AI game development tools), we see the platform serving as an important game creation, testing and distribution channel for the gaming industry, as well as a growing gamer community. XD also now has enhanced earnings visibility from a more stable game portfolio, and we look for a recovery inflection of TapTap advertising business with longer-term monetization potential to

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

unleash alongside stable OP growth from better expenses/AI spending management.

Price Target Risks and Methodology - XD Inc.

Valuation methodology: We are Buy-rated on XD with a 12-month SOTP-based target price of HK$60.7. Our TP is derived from 13X 2027E P/E for the Games segment and 17X 2027E P/E for the Information services segment.

Key risks: 1) Weaker-than-expected performance of legacy titles and softer-than-expected sustainability of Heartopia’ s grossing; 2) Slower-than-expected monetization progress of TapTap; 3) Worse balance between revenue growth and OPEX in the longer term, especially irrational increases in R&D and S&M expenses, which may lead to a lower margin.

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

信息披露附录

申明

我们，孔令侃, CFA、 姜朗霆, CFA、 周璐晴，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

本报告首页所列作者为高盛全球投资研究部分析师，除非另有说明。

贡献作者: 孔令侃, CFA Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 姜朗霆, CFA Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 周璐晴 Goldman Sachs (Asia) L.L.C.。

本报告披露的“贡献作者”为高盛全球投资研究部分析师，除非另有说明。

高盛要素概要

高盛要素概要部分通过将一只股票的主要指标与市场（即我们给予评级的股票范围）和可比同业相比较来评价该股的投资背景。四个主要指标是增长、财务回报、估值倍数（估值）和综合状况（增长、财务回报、估值倍数的综合情况）。增长、财务回报和估值倍数是运用每只股票具体指标的正常化排名计算。随后取这些指标正常化排名的均值并转化为相关指标的百分位。每项指标的具体计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长指标是基于一只股票的预期销售增速、EBITDA增速和每股盈利增速（金融股仅采用每股盈利和销售增速），较高的百分位表示公司增长较快。财务回报是基于一只股票的预期净资产回报率、ROCE和CROCI（金融股仅采用净资产回报率），较高的百分位表示公司的财务回报较高。估值倍数基于一只股票的预期市盈率、市净率、股价/股息、EV/EBITDA、EV/FCF、EV/DACF（EV/经债务调整的现金流）（金融股仅采用市盈率、市净率和股价/股息），较高的百分位表示公司的估值倍数较高。综合状况百分位为增长百分位、财务回报百分位和（100% - 估值倍数百分位）的平均值。

财务回报和估值倍数使用高盛分析师在财政年度末对未来至少3个季度的预测。增长使用未来至少7个季度的财政年度预测与未来至少3个季度的财政年度预测的比较（所有指标均使用每股数据）。

如需了解高盛要素概要更具体的计算，请联络您的高盛代表。

并购评分

在我们的全球覆盖范围中，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

信息披露

XD Inc. 的股票评级是相对于其所属研究范围内的其他公司的相对评级： 37 Interactive Entertainment, Alibaba Health, Damai Entertainment Holdings, Focus Media Information Tech, G-Bits, JD Health International, Kuaishou Technology, Mango Excellent Media, NetEase Inc. (ADR), NetEase Inc. (H), Perfect World, Tencent Music Entertainment Group (ADR), Tencent Music Entertainment Group (H), XD Inc., Zhihu Inc. (ADR), Zhihu Inc. (H), iQIYI Inc.

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛集团(及其关联公司，并称为“高盛”)与高盛全球投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛在今后3个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬： XD Inc. (HK$41.70)

高盛在过去12个月中与下述公司存在投资银行客户关系： XD Inc. (HK$41.70)

评级分布/投资银行关系

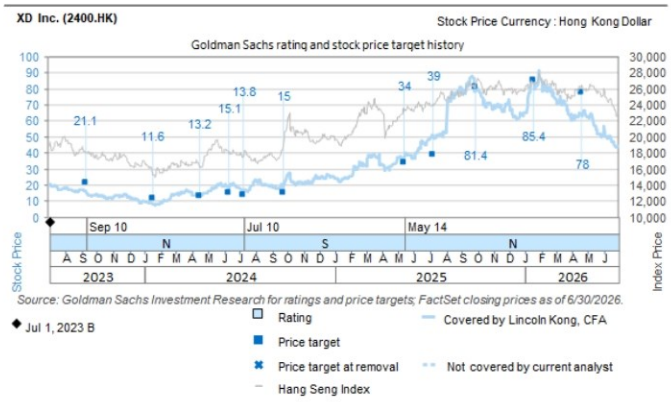
高盛投资研究部的全球研究覆盖范围

	评级分布			投资银行关系		
	买入	持有	卖出	买入	持有	卖出
全球	50%	34%	16%	65%	59%	43%

截至2026年7月1日，高盛全球投资研究部对3,104种股票评定了投资评级。高盛给予股票在各种地区投资名单中的买入和卖出评级；未给予这些评级的股票被视为中性评级，根据FINRA的披露要求，这些评级分别对应买入，持有及卖出。详情见以下“公司评级，研究范围和相关定义”部分。投资银行关系表反映了高盛在过去12个月已提供投资银行服务的公司在各评级类别中所占的比例。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

目标价格和评级历史图



The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may or may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.

目标价格历史列表

XD Inc. (2400.HK)

Date of report	Target price (HK$)	Closing price (HK$)
21-Sep-26	60.70	39.36
03-Aug-26	66.80	47.36
21-Apr-26	78.00	64.60
18-Jan-26	85.40	86.00
29-Sep-25	81.40	78.30
08-Jul-25	39.00	51.30
14-May-25	34.00	37.05
25-Sep-24	15.00	19.68
10-Jul-24	13.80	17.28
12-Jun-24	15.10	18.22
16-Apr-24	13.20	14.96
17-Jan-24	11.60	8.16

法定披露

美国法定披露

任何本报告中研究企业所需的特定公司法定披露见上文：包括即将进行交易的承销商或副承销商，1%或其他股权，特定服务的补偿，客户关系种类，之前担任承销商或副承销商的公开发行，担任董事，担任注册做市商。高盛担任或可能担任本报告中所涉及发行方的债券（或相关衍生品）的交易对手。

以下为额外要求的披露：股权及重大利益冲突: 高盛的政策为禁止其分析师、分析师属下专业人员及其家庭成员持有分析师负责研究的任何公司的证券。分析师薪酬: 分析师薪酬部分取决于高盛的盈利，其中包括投资银行的收入。 分析师担任高级职员或董事: 高盛的政策通常禁止其分析师、分析师属下人员及其家庭成员担任分析师负责研究的任何公司的高级职员、董事或顾问。 非美国分析师: 非美国分析师可能与高盛无关联，因此可以不受FINRA 2241条FINRA 2242条对于与所研究公司的交流、公开露面及交易分析师所研究证券的限制。

美国以外司法管辖区规定的额外披露

以下为除了根据美国法律法规规定作出的上述信息披露之外其他司法管辖区法律所要求的披露。 澳大利亚: Goldman Sachs Australia Pty Ltd及其相关机构不是澳大利亚经授权的存款机构（1959年《银行法》所定义），因此不在澳大利亚境内提供银行服务，也不经营银行业务。本研究报告或本报告的其他形式内容只可分发予根据澳大利亚公司法定义的”批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。在撰写研究报告期间，Goldman Sachs Australia全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行公司或其他实体组织的现场调研或会议。在某些情况下，如果视具体情形Goldman Sachs Australia认为恰当或合理，此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。如本报告内容包含任何金融产品建议，则该建议仅为一般建议，且高盛提出该建议时并未考虑客户的目标、财务状况或需求。客户在就此类建议采取行动之前，应结合其自身目标、财务状况和需求来考虑该建议的适当性。 高盛澳大利亚和新西兰的利益披露，以及高盛澳大利亚卖方研究独立性制度声明请参见 https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html。 巴西: 与CVM Resolution n. 20相关的信息披露请参阅 https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html。根据CVM Resolution n. 20第20条，在适用的情况下，对本研究报告内容负主要责任的巴西注册分析师为本报告开头部分标明的第一作者，除非报告末另有说明。 加拿大: 这些信息仅供您参考，在任何情况下都不应被理解为Goldman Sachs & Co. LLC对加拿大证券购买者进行有关任何加拿大证券交易的广告、要约或征求行为。Goldman Sachs & Co. LLC 未在适用的加拿大证券法规下注册为任何加拿大司法管辖区内的交易商，通常不被允许交易加拿大证券，并且可能被禁止在加拿大某些司法管辖区内销售某些证券和产品。[illegible] 任何加拿大证券或其他产品，请联系 Goldman Sachs Canada Inc. (高盛集团的关联机构) 或其他已注册的加拿大交易商。 香港: 可任公司获取有关本报告中所研究公司的证券的额外资料。 印度: 可从高盛（印度）证券私人有限公司 （分析师 – 印度证券交易委员 INH000001493，地址10th Floor, Ascent-Worli, Sudam Kalu Ahire Marg, Worli, Mumbai-400 025, India, 公司编号 U74140MH20 +91 22 6616 9000, 传真 +91 22 6616 9001） 获取有关本报告中研究对象或所提及公司的额外资料。高盛可能持有本报告中研究对 （1956年印度《证券合同(管理)法》条款2(h)之定义）的1%或更高比例。 在SEBI注册并获得NISM认证并非对该中间机构表现的担 报做出保障。高盛（印度）证券私人有限公司合规负责人和投资者支持部门联系方式、年度合规审计报告副本以及其他相关信息和 https://www.goldmansachs.com/worldwide/india/research-analyst。 日本: 见下文。 韩国: 除非高盛另行同意，本报告无论以 《金融服务与资本市场法》定义的“专业投资者”使用。可从高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司获取有关本报告所研究公司的 Goldman Sachs New Zealand Limited及其关联机构并非1989年新西兰储备银行法定义的“注册银行”或“存款机构”。本研究

人在草木间

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

形式内容只可分发给2008年财务顾问法案定义的 “批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。 高盛澳大利亚和新西兰的利益披露请参见https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html。 俄罗斯: 在俄罗斯联邦分发的研究报告并非俄罗斯法律所定义的广告，而是不以产品推广为主要目的的信息和分析，也不属于俄罗斯法律所界定的评估行为。 研究报告不构成俄罗斯法律法规定义的个性化投资建议，并非针对某个具体客户，在报告准备阶段也未分析客户的财务状况、投资特征或风险特征。高盛不对某个客户或任何其他人基于本报告可能做出的任何投资决策承担责任。 新加坡: 高盛（新加坡）私人公司（公司编号：198602165W）（受新加坡金融管理局监管）为本研究报告承担法律责任，若有由本研究报告所引发或与本研究报告相关的任何事宜，请联系高盛（新加坡）私人公司。 台湾: 本信息仅供参考，未经允许不得翻印。投资者应当谨慎考虑他们自身的投资风险，投资结果由投资者自行负责。 英国: 在英国根据金融市场行为监管局的定义可被分类为私人客户的人士参阅本报告的同时应当参阅高盛以往对本报告研究企业的研究报告，并应当参考高盛国际已经发给这些客户的风险警告资料。该风险警告资料复本，以及本报告中采用部分金融辞汇的解释可向高盛国际索取。

欧盟和英国: 与欧盟委员会实施条例 (EU) (2016/958)（欧盟议会和欧盟理事会条例(EU) No 596/2014的补充条款,规定了有关投资建议或其他投资策略的推荐或建议之信息的客观陈述,以及对特定利益或利益冲突进行披露的技术安排应达到的监管技术标准；英国脱离欧盟和欧洲经济区之后该实施条例被纳入英国国内法律法规）第6(2)条相关的披露信息可在https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html上获取，该网址介绍在处理和投资研究有关的利益冲突时应参照的欧洲政策。

日本: 高盛证券株式会社是在关东财务局注册（注册号：No. 69）的金融工具交易商，同时也是日本证券业协会日本金融期货业协会、第二类金融工具公司协会、日本投资信托协会以及日本投资顾问协会的成员。股票买卖需要缴纳与客户事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司所要求的适用的信息披露，请参见与公司有关的法定披露部分。

公司评级、研究范围和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究范围的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、处于初期阶段的生物科技公司、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区管理着地区强力买入名单，该名单选自各地区投资名单上评级为买入的股票，以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入名单，由各地区的投资评估委员会或其他指定委员会进行管理，并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究范围：每个研究范围的所有股票名单可登陆https://www.gs.com/research/hedge.html通过主要分析师、股票和研究范围进行查询。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时，或由于高盛参加一项交易而存在法律、监管或政策的限制时，并在某些其他情况下，投资评级、目标价格和盈利预测（如相关）根据高盛的政策被移除。处于初期阶段的生物科技公司：在该公司尚未拥有已通过II期临床试验的药品、治疗方案或医疗设备，或者尚未获得经销II期临床试验完成后药品、治疗方案或医疗设备的执照的情况下，根据高盛政策，不给予投资评级和目标价格。暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和目标价格。此前对这种股票作出的投资评级和目标价格(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。 暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。 没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。

全球产品；分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和公司的研究，以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。本研究报告在澳大利亚由Goldman Sachs Australia Pty Ltd（ABN 21 006 797 897）分发；在巴西由Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.分发；Public Communication Channel Goldman Sachs Brazil：0800 727 5764和/或contatogoldmanbrasil@gs.com。工作日（假期除外）上午9点至下午6点。Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@gs.com. Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h；在加拿大由Goldman Sachs & Co. LLC 分发；在香港由高盛（亚洲）有限责任公司分发；在印度由高盛（印度）证券私人有限公司分发；在日本由高盛证券株式会社分发；在韩国由高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司分发；在新西兰由Goldman Sachs New Zealand Limited 分发；在俄罗斯由高盛OOO 分发；在新加坡由高盛（新加坡）私人公司（公司号：198602165W）分发；在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国分发。

高盛国际（由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管）已批准本研究报告在英国分发。

欧洲经济区: Goldman Sachs Bank Europe SE是一家在德国注册成立的信贷机构，在单一监管机制下接受欧洲央行的直接审慎监督，在其他方面接受德国联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)和德国联邦银行的监督，由该机构向欧洲经济区内分发研究报告。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。美国证券经纪交易商高盛是SIPC(https://www.sipc.org)的成员。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

我公司及其关联机构、高级职员、董事和雇员，除法规及高盛的制度所禁止的情况外，将不时地对本研究报告所涉及的任何证券、衍生工具、或其他金融工具（包括本研究报告提及公司所发行的任何金融工具）持有多头或空头头寸、担任交易对手、担任做市商或流动性提供方、以及进行买卖。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高盛的正式观点。

在此提到的任何第三方，包括销售人员、交易员和其它专业人士或其家庭成员，可能持有本报告提及的且与本报告分析师所表达的观点不一致的产品头寸。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高盛销售代表取得或通过https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp和https://www.goldmansachs.com/disclosures/cftc_fcm_disclosures取得当前期

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

权和期货的披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高盛的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高盛全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高盛提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。如需了解可向您提供的有关一个或多个证券、市场或资产类别的研究报告、模型或其它数据（包括相关服务），请联络您的高盛销售代表或登陆https://research.gs.com。

披露信息可以查阅https://www.gs.com/research/hedge.html或向研究合规部索取，地址是200 West Street，New York，NY 10282。

高盛版权所有 © 2026年

对于通过这些服务获取的信息，您仅可出于自行使用的目的进行保存、展示、分析、修改、重新排版和打印。未经高盛明确书面同意，您不得将这些信息转售或进行逆向处理从而用于计算或开发任何用于披露和/或营销的指数、或生成任何其他衍生产品或商业产品、数据或其他产品或服务。未经高盛明确书面同意，您不得以任何形式将这些信息的整体或部分向任何第三方发布、传输或复制。上述限制性要求的适用范围包括但不限于：使用、提取、下载或获取这些信息的整体或部分从而用于对机器学习或人工智能系统的训练或微调、或将这些信息的整体或部分提供或复制给任何此类系统作为提示词或输入信息。