仅供内部参考，请勿外传

华泰证券 HUATAI SECURITIES

美股调整之后，利空出尽了吗？

华泰研究

2026 年 10 月 19 日 | 中国内地

李雨婕
研究员
SAC No. S0570525050001
SFC No. BRG962
liyujie@htsc.com
+(852) 3658 6000

易峘
研究员
SAC No. S0570520100005
SFC No. AMH263
evayi@htsc.com
+(852) 3658 6000

杨跃峰*
联系人
SAC No. S0570126080054
yangyuefeng@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

核心观点

联储加息节奏、中期选举的不确定性以及三季报盈利增速较二季度的回落多已计入预期，且伴随市场回调，美债利率下行和盈利预期下修都在短期反向减压。10 月 22 日美股头部科技企业进入密集财报期，若“sell the news”缓解，且远期盈利预期不再进一步下修，短期缓释的窗口或将打开。中长期看，缓释不等于问题解决，当前市场的核心矛盾在于 AI 投融资与利率的循环：AI 投资和融资推升利率，高利率增大融资难度、压制估值、加剧头部集中，股市调整又反过来压低利率。利率和股市或继续依靠“跷跷板”相互缓解压力，但因利率自身缺乏明显的下行动力，美股也尚未给出清晰的资本开支外增长路径，两者难以形成单一方向，更多表现为此消彼长的来回摆动。因此美股或进入高波动阶段。配置上，在波浪前进的产业趋势浪潮中，我们建议保持一定多头仓位，避免错过产业新一轮催化。同时为了能始终留在“牌桌上”，需要同时做好对冲，当前指数期权的对冲成本相对较低，或是较好的选择。

短期三大扰动多已计入预期，若盈利预期不再大幅下修，不排除阶段性缓释

往前看，未来三周美股将密集迎来 10 月 FOMC 会议（10 月 28 日）、26Q3 财报（头部科技企业 10 月 22 日起陆续披露）和中期选举（11 月 4 日）。**虽扰动较多，但多已计入市场预期，且并非当前的核心矛盾。**联储加息节奏和中期选举的不确定性已在较大程度上被定价，事件落地后不确定性的缓解或对市场形成一定支撑；三季报盈利增速和超预期幅度较二季度的回落亦在预期之内，悬念主要在于远期盈利预期是否会进一步下修。**因此，在盈利预期不出现进一步大幅下修的前提下，短期不排除市场阶段性缓释的可能。**

联储方面，加息与否已非市场的主要矛盾。我们在 9 月 FOMC 会议后发布的《加息后一切无虞了吗？》（2026/9/17）中指出，加息落地只是将不确定性转移至海峡形势以及 AI 自身进展，并不意味着“利空出尽”，且加息与否属于短端利率决策，±25bp 并不会等量传导至长端，长端利率更多取决于增长前景、通胀水平和债券供需。从近期表态看，联储官员并不倾向于连续加息，市场预期亦与之一致：根据 CME 数据，截至 10 月 19 日，市场预期 10 月会议维持利率不变的概率为 82.8%，12 月加息的概率为 75.7%。10 月会议及其表态可能阶段性改善市场的紧张局面。

中期选举方面，选举落地本身往往意味着短期不确定性的消退。市场对选举结果及其后 AI 相关政策走向的担忧已有所反应，且无论结果如何，AI 相关的监管政策从提出到落地均需经历较长的立法程序，短期内对 AI 产业的实质影响有限。

盈利增速方面，高位回落已在市场预期之内。26Q2 标普 500 EPS 同比增长 51.2%，其中 AI 增长 84.4%，非 AI 增长 31.7%，均创近四年新高，盈利改善并不局限于 AI。往后看，增速从高位回落属正常节奏：目前市场对 3Q26 和 4Q26 标普 500 EPS 同比增速的一致预期分别为 33.6%和 28.1%，较二季度明显放缓，但仍处于较高水平。

相比盈利增长，超预期程度更重要，近期盈利预期和股市同步回调，一定程度上重置预期，缓释压力。26Q2 标普 500 EPS 超预期幅度达到 26.6%，为 2002 年以来最高。历史上，超预期幅度处于 80%分位以上后，下一季度平均回落 3.0pp，大幅超预期难以连续维持。从历史复盘看，股价与盈利超预期幅度高度相关，2005 年以来标普 500 涨幅与超预期幅度的相关性达到 56.1%。但从本轮表现看，二季度超预期幅度大幅攀升时，标普 500 涨幅并未随之同步抬升，说明市场并未线性外推二季度的超预期幅度，而是已提前计入其回落。更重要的是，正因为近期股市调整，头部科技企业盈利预期同步开始下修，一定程度上是在为业绩期提前减压。过去一周，标普 500 未来 12 个月盈利预期仍上修 0.45%，纳指 100 未来 12 个月盈利预期则下修 0.26%，2026E、2027E 和 2028E 盈利预期分别下修 0.40%、0.72%和 0.71%，越往远期下修越明显。此前全球 AI 产业链一定程度呈现“sell the news”的特点，美股头部科技企业将于 10 月 22 日起陆续披露财报，需观察业绩后的市场反应。若“sell the news”缓解，且财报未引发远期盈利预期的进一步下修，短期缓释的窗口或将打开。

阶段性缓释不等于问题解决，AI 投融资与利率的循环仍是核心矛盾

相比上述三类短期扰动事件，当前市场的核心矛盾在于 AI 投融资、利率与股市之间的循环，这一问题本属中长期命题，却已开始进入当下定价。但打破这一循环的根本解法尚未出现，因此股市波动率或放大。

仅供内部参考，请勿外传

AI 投融资首先推升了长端利率。美债长端利率近期的起落更多跟随增长前景和供需节奏，而 AI 投融资正同时作用于这两端：高资本开支拉动增长，高融资需求则进一步吸收金融资源。云厂商正从依靠自有现金流的“储蓄者”转为依赖外部融资的“借款者”：五大云厂商过去 12 个月自由现金流已从 25Q2 的约 2,011 亿美元降至 26Q2 的约 224 亿美元，同期美国 AI 硬件企业则从约 4,177 亿美元升至约 6,320 亿美元；截至 26Q2，标普 500 中 AI 相关企业有息负债同比增速升至 16.95%，为 2019 年以来最高。在此背景下，9 月 FOMC 会议结束后，10 年期美债利率并未回落，而是从 9 月 16 日的 5.01%进一步走高至 10 月 5 日的 5.31%，为 2002 年以来最高。对 10 年期利率拆解看，利率突破 5%之后的上行主要来自期限溢价：9 月 18 日至 10 月 2 日，期限溢价上行约 28bp，而反映政策利率预期路径的风险中性利率基本持平；10 月以来的回落同样主要体现为期限溢价的收窄，10 月 2 日至 15 日期限溢价下行约 17bp。**期限溢价主导利率起落，说明长端利率更多在定价债券供需与风险补偿，而非联储的加息路径，这与 AI 相关企业融资需求快速扩张带来的供给压力相互印证，而过高的利率水平又增大了 AI 后续融资的难度。**

利率走高随即传导至美股。高利率压制估值并推动头部集中，而头部集中带来的脆弱性，又使股市调整成为压低长端利率的力量，循环由此闭合。从债对股的影响看，历史数据拟合显示，10 年期美债利率高于 5%时美股估值倾向于承压，本轮亦有所体现；但指数层面受盈利能力和 ROIC 较高的头部企业支撑，呈现头部高度集中的行情，这与我们在《基本面和流动性的赛跑——2026 年美股中期策略》（2026/5/25）中的判断基本一致。从股对债的影响看，头部集中在一定程度上加大了市场脆弱性：若市场对 AI 资本开支的融资可持续性产生担忧，头部企业回调或带动指数调整，进而通过金融条件收紧和增长预期下修，对长端美债利率形成下行压力。上周美国 CPI、PPI 超预期后，加息预期升温与长端利率下行同时出现，背后实则是市场对 AI 持续性及长期增长前景的担忧。**由此，投资驱动的股市上涨与利率走高循环发生、相互赛跑，而股市调整又会阶段性压低利率，事态反复。**

打破这一循环的根本方式可能是找到资本开支以外的收入来源，即 Capex 投入能够在 AI 产业链外部产生经济效应。此时投资有了可持续回报，企业现金流改善，无需继续大幅融资也可维持迭代运转，但目前这一条件尚不具备。从截至 26Q2 的美股财报看，AI 产业链尚未发展到“J 型”曲线的上升阶段（《“L 型”分化下的增长质量和持续性——26Q2 美股财报分析》，2026/10/2）。以标普 500 口径测算，26Q2 每 1 美元新增资本开支对应 AI 全产业约 3.46 美元新增营收，其中约 2.3 美元来自 AI 硬件环节，云厂商自身对应的新增营收则从 24Q2 的 1.96 美元降至 1.02 美元，资金在一定程度上仍以产业链内部流转为主。市场对折旧也有担忧。26Q2 五大云厂商单季资本开支是同期折旧与摊销的 3.8 倍，为 2000 年以来最高，较去年同期的 2.6 倍明显抬升，这意味着当前的资本开支将在未来数年持续转化为折旧。根据 FactSet 一致预期，五大云厂商资本开支增速将从 2026 年的 91.3%回落至 2027 年的 35.8%，但总额将从约 7,900 亿美元进一步升至约 10,689 亿美元。折旧压力持续抬升，AI 变现需尽快形成足够规模，否则利润和现金流都将承压。

也正因尚未进入下一阶段，利率和股市或继续依靠“股债跷跷板”在短期内相互缓解压力，但利率自身缺乏明显的下行动力，美股也尚未给出清晰的资本开支外增长路径，两者难以形成单一方向，更多表现为此消彼长的来回摆动。一方面，美国财政赤字维持高位，叠加 AI 相关企业发债规模快速上升，债券供给压力短期难以缓解，长端利率易上难下；另一方面，如前所述，截至 26Q2 美国非 AI 传统部门的增长远未到大幅下滑的程度，6 月底以来的利率走高传导至经济数据和财报仍需时间，基本面走弱带来的利率回落短期难以出现。因此，短期内缓解利率压力或依靠股市调整或 AI 投融资放缓，即股市的“坏消息”就是债市的“好消息”，而利率回落反过来也可在短期内缓解部分股市压力。从数据看，“股债跷跷板”已有回归迹象：标普 500 与 10 年期美债利率的 3 个月滚动相关性已从 6 月初的-70%左右的低位回升至 10 月 16 日的-40%附近。**在出现实质性提升现金流的增长路径前，二者或在此消彼长中反复摆动，波动或将加大。**

上述长期问题短期难有答案，市场或反复定价，美股波动中枢或将上移

从市场结构看，此前脆弱性较高的高集中度问题已经有所改善，但较难彻底解决。10 月以前美股拥挤度较高，指数涨幅高度依赖少数头部个股，标普 500 等权指数相对市值加权指数的 6 个月滚动收益在 9 月 29 日降至-7.9%。10 月 7 日以来头部个股回调，大市值公司内部的宽度有所修复：标普 500 下跌 1.8%，等权指数则上涨 1.6%，等权指数的 6 个月相对收益回升至-2.0%；标普 500 和纳指 100 成分股中股价 MA10 高于 MA20 的占比分别从 25.7%和 39.0%回升至 32.8%和 50.2%。但覆盖更多中小市值公司的纳斯达克综合指数并未同步改善，同一指标从 33.0%进一步降至 32.0%，为 7 月以来最低，明显低于 2012 年以来约 49%的均值。这说明资金更多是从少数头部流向其他大市值公司，而非向更广泛的市场扩散。背后的原因在于，较高的利率水平本身就在加剧分化：融资成本上升对中小企业的压力更大，而盈利突出的 K 型顶部企业受到的压力反而更小，因此高集中度难以彻底消退。

从融资信用看，上下行风险演化都具有非线性特征，短期关注降压信号。一般情况下，股权投资者主要关注长期盈利前景，债权投资者更关注短期偿付能力，二者本身存在错位。但一旦短期偿付压力过大，甚至动摇永续经营假设，对股价的影响将显著放大，且这种影响往往是非线性的：由于偿债存在先后顺序，在次贷危机、SVB 危机、瑞信危机等信用事件中，信用利差和 CDS 往往呈非线性上升。反过来，其回落同样是非线性的，企业间的相互担保、金融机构支持乃至极端情况下的政策干预，都能在短期内有效压降风险补偿需求，CoreWeave 在英伟达表态前后的走势即为一例。**但这本质上仍是短期减压，在循环破解之前，更多的相互担保是以时间换空间，长期或使问题更加复杂。**

在波浪前进的产业趋势浪潮中，能一直留在牌桌上最为重要，建议用指数期权对冲

综上，短期看，美联储利率决议、中期选举和美股三季报盈利增速回落三类事件多已计入预期，若三季报未引发远期盈利预期的进一步下修，美股不排除阶段性缓释；但中长期看，AI 投融资与利率的循环已提前进入定价，且根本解法尚未出现。目前美股正处在循环尚未打破、需要依靠短期因素不断以时间换空间的阶段。

仅供内部参考，请勿外传

当前情形与去年 11 月至今年 2 月颇为相似。彼时市场同样找不到新的增长方向，且“沃什恐慌”下利率开始上升，市场进入无主线阶段，AI 硬件回调，应用和传统防御板块修复。直到 2026 年 2 月 AI Coding 能力大幅提升，AI 行情才重拾新动能。当前我们面对的是类似问题：仅靠投资拉动难以打破循环，而能够匹配 2 月的正面催化尚未出现。**与彼时相比，当前利率水平更高、AI 融资规模更大，市场对新催化的要求也更高，在其出现之前，波动或在所难免。**

因此，行情预测的难度或将加大。一方面，投资者普遍认可 AI 产业尚未进入收获期，未来的路径和空间依然存在；另一方面，市场的耐心和胃口在不断拔高，对兑现的要求越来越高，任何不及预期的信号都可能被放大定价。

更长期来看，我们建议保持一定多头仓位，避免错过新催化和产业新一轮的爆发期，同时对多头头寸做好对冲，以在高波动阶段留在牌桌上，指数期权或是更具性价比的对冲工具。一方面，截至 10 月 16 日，标普 500 成分股隐含波动率（VIXEQ）达 41.7，而 VIX 仅为 20.0。二者差距源于个股间的低相关性，标普 500 一个月隐含相关性（COR1M）仅为 10.1，处于 2022 年以来的较低区间，指数期权的对冲成本相对便宜。另一方面，一旦出现系统性调整，个股相关性快速上升，指数看跌期权将同时受益于指数下跌和波动率抬升，对冲效果更为显著。

风险提示：AI 产业进展不及预期，美债利率超预期上行，美联储货币政策超预期，数据口径误差及模型风险。

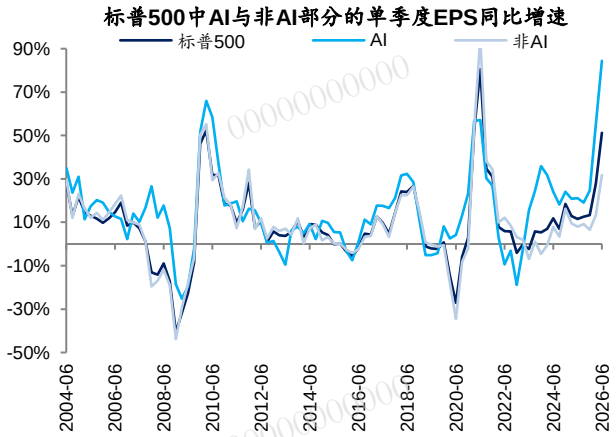
仅供内部参考，请勿外传

图表1：市场预期 10 月维持利率不变的概率达 82.8%，12 月加息已基本计入定价

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/10/28	0.0%	82.8%	17.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2026/12/9	0.0%	9.0%	75.7%	15.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.8%	15.1%	70.2%	13.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.7%	13.4%	63.6%	20.6%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.4%	7.6%	40.5%	40.4%	10.4%	0.8%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.3%	6.0%	33.3%	40.4%	17.0%	2.9%	0.2%	0.0%
2027/7/28	0.0%	0.3%	5.4%	30.2%	39.6%	19.6%	4.4%	0.5%	0.0%
2027/9/15	0.0%	0.3%	5.3%	29.8%	39.5%	19.9%	4.7%	0.5%	0.0%
2027/10/27	0.0%	0.1%	2.8%	17.7%	34.7%	29.6%	12.2%	2.6%	0.3%
2027/12/8	0.1%	1.8%	12.2%	28.5%	31.5%	18.6%	6.1%	1.1%	0.1%

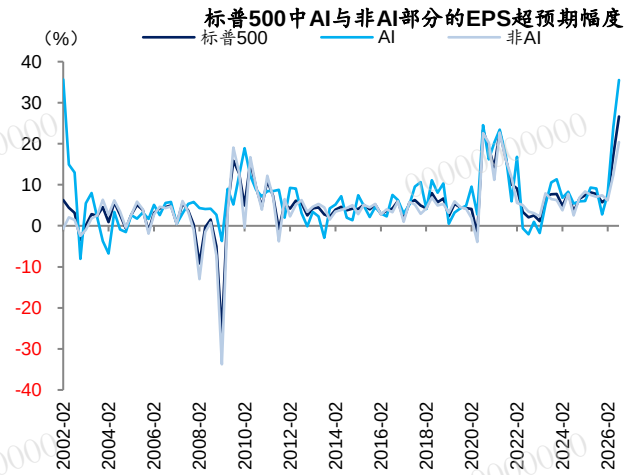
注：数据截至 2026 年 10 月 19 日
资料来源：CME，华泰研究

图表2：26Q2 标普 500 EPS 增速创近四年新高，AI 与非 AI 盈利同步改善



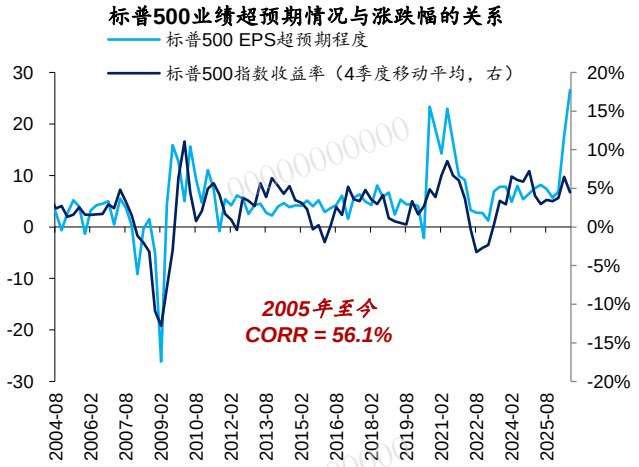
资料来源：FactSet，华泰研究

图表3：26Q2 标普 500 EPS 超预期幅度升至 2002 年以来最高



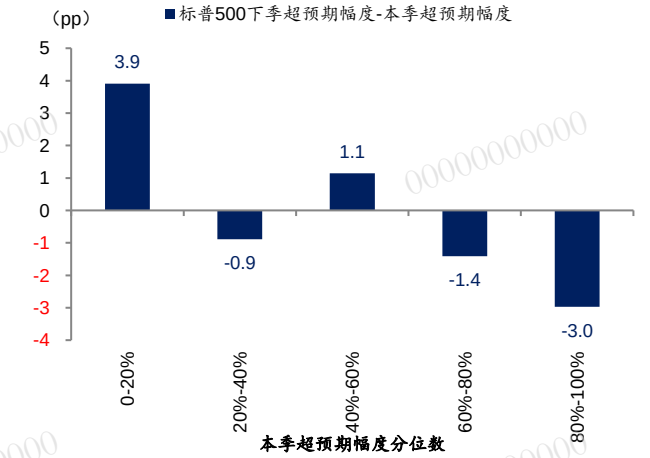
资料来源：FactSet，华泰研究

图表4：26Q2 EPS 超预期幅度上升，但标普 500 涨幅并未同步抬升



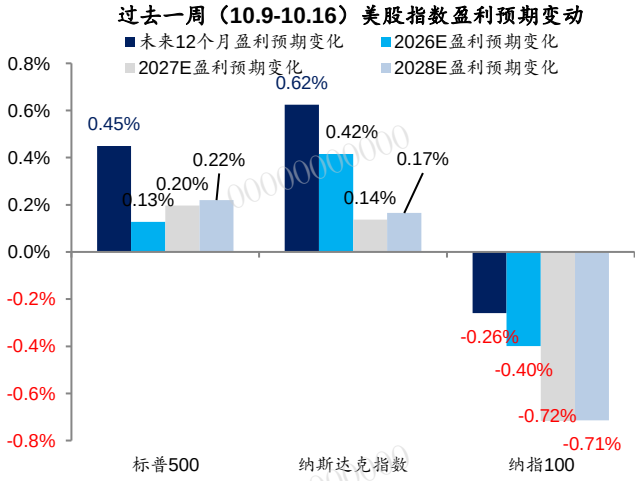
资料来源：FactSet，华泰研究

图表5：超预期幅度处于 80%分位以上时，下一季度超预期幅度平均回落 3.0pp



注：数据区间为 2002 年 Q1 至 2026 年 Q2
资料来源：FactSet，华泰研究

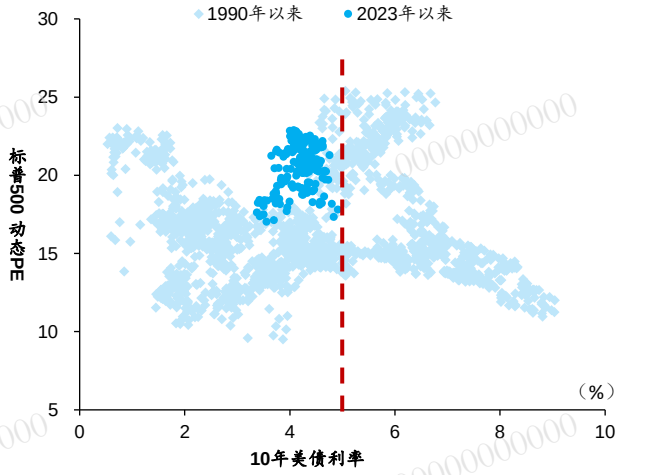
图表6：盈利预期下修集中于纳指 100，且越往远期下修越明显



资料来源：FactSet，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

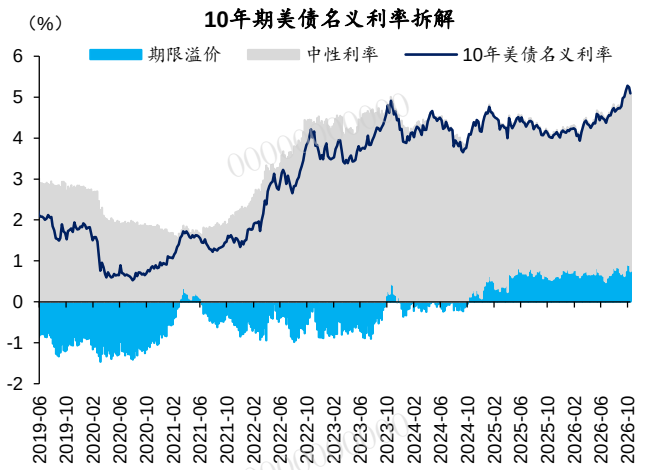
图表7：10 年期美债利率高于 5%时，标普 500 估值倾向于承压



注：统计区间为 1990-2026/10

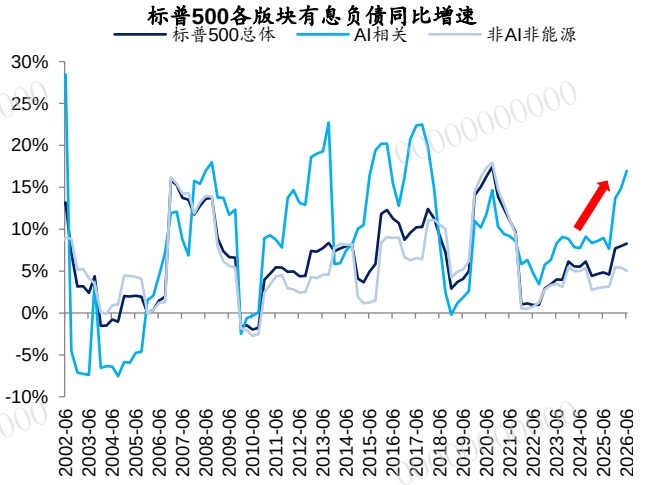
资料来源：FactSet，华泰研究

图表8：近期 10 年期美债利率的上行主要来自期限溢价抬升



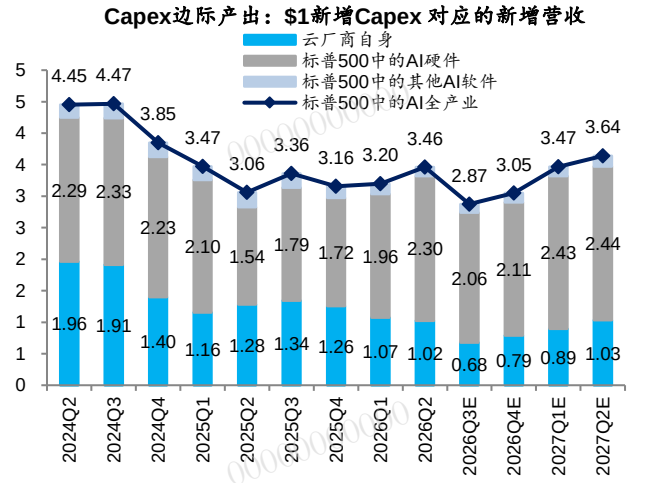
资料来源：FactSet，彭博，华泰研究

图表9：标普 500 中 AI 企业有息负债同比增速升至 2019 年以来最高



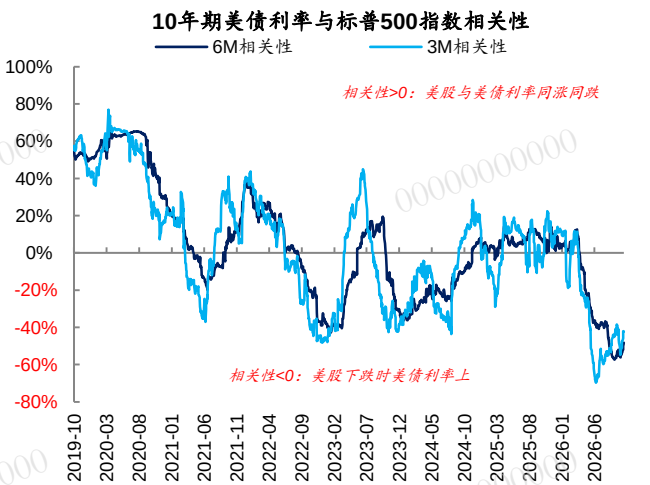
资料来源：FactSet，华泰研究

图表10：AI 投入的回报主要留在硬件端，云厂商变现效率持续下滑，资金仍以 AI 产业链内部流转为主



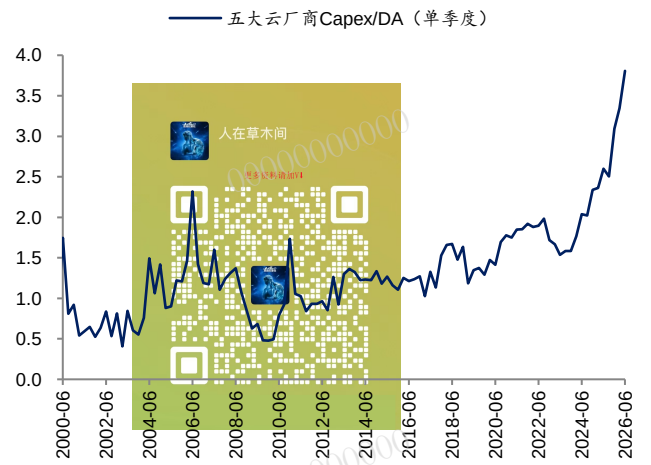
资料来源：FactSet，华泰研究

图表11：美债利率与美股相关性从低位回升，股债跷跷板有回归迹象



资料来源：FactSet，华泰研究

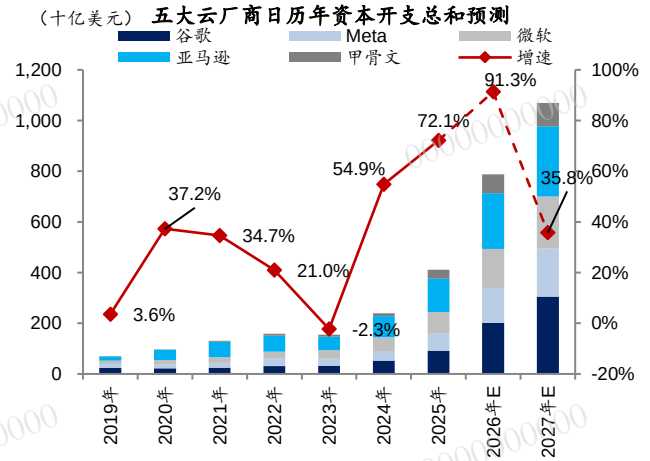
图表12：云厂商资本开支已达折旧的 3.8 倍，为 2000 年以来最高



资料来源：FactSet，华泰研究

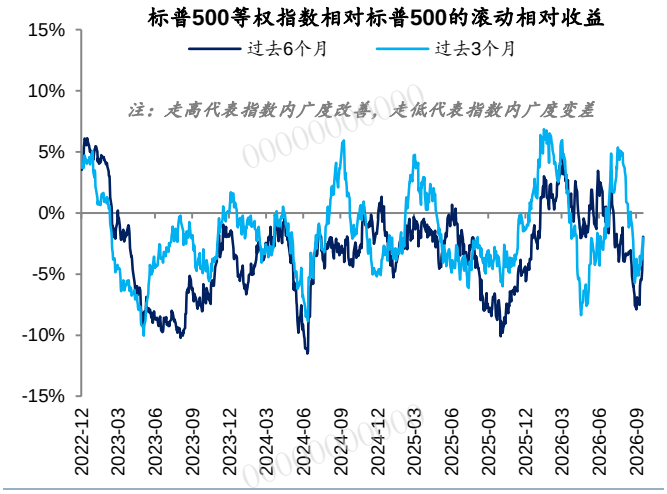
仅供内部参考，请勿外传

图表13： 云厂商资本开支增速放缓，但规模仍将持续扩张



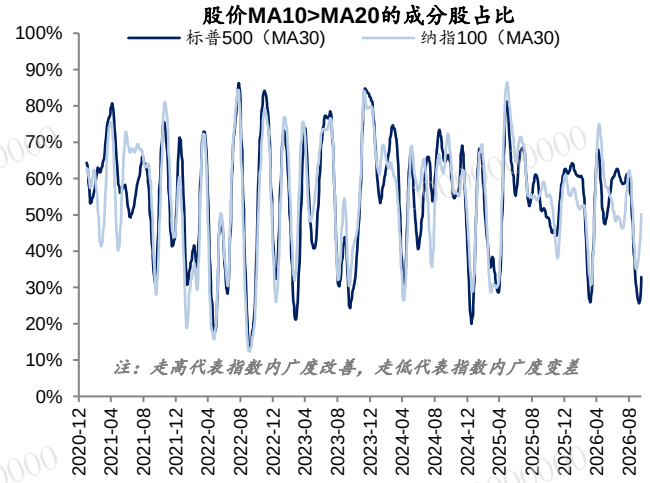
资料来源：FactSet，华泰研究

图表14： 10 月以来标普 500 等权指数相对标普 500 的滚动收益回升



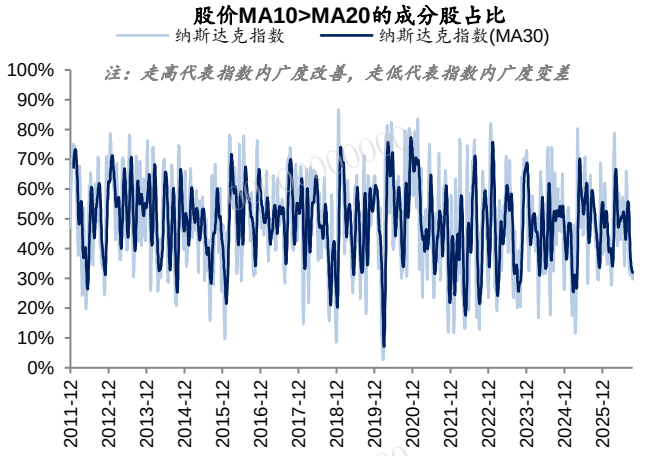
资料来源：FactSet，华泰研究

图表15： 标普 500 与纳指 100 成分股的广度自 10 月初起持续改善



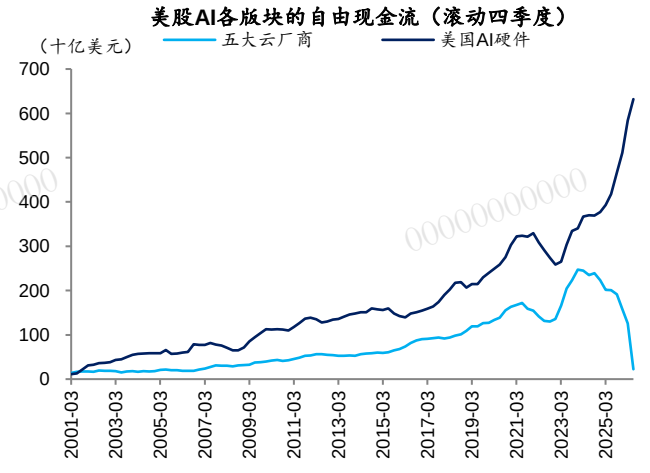
资料来源：FactSet，华泰研究

图表16： 纳斯达克综指广度仍在走弱，改善未扩散至中小市值公司



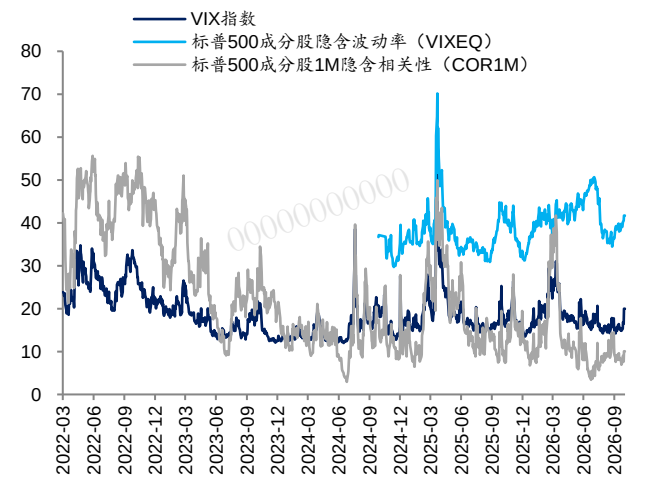
资料来源：FactSet，华泰研究

图表17： 云厂商自由现金流快速收窄，AI 硬件自由现金流加速上行



资料来源：FactSet，华泰研究

图表18： 指数波动率明显低于个股，源于个股间相关性处于低位



资料来源：FactSet，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

本人，李雨婕、易峘，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。

仅供内部参考，请勿外传

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

- 分析师李雨婕、易峘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

仅供内部参考，请勿外传

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

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

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

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