

4Q25: 预计 ADT 回落或致利润环比下滑 24%

华泰研究

2026 年 2 月 13 日 | 中国香港

更新报告

其他多元金融

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

542.00

李健, PhD

SAC No. S0570521010001
SFC No. AWF297

研究员

lijian@htsc.com
+(852) 3658 6112

陈宇轩*

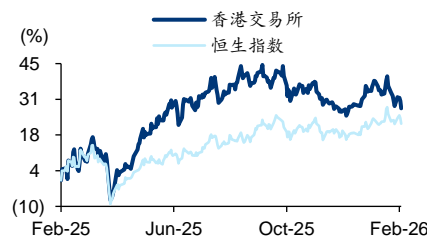
SAC No. S0570524070010 chenluxuan020827@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

基本数据

收盘价(港币 截至 2 月 13 日)	405.20
市值(港币百万)	513,728
6 个月平均日成交额(港币百万)	2,086
52 周价格范围(港币)	283.20-466.00

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(港币)	2024	2025E	2026E	2027E
收入及其他收益(百万)	22,374	28,307	30,195	30,947
+/-%	9.06	26.52	6.67	2.49
归属母公司净利润(百万)	13,050	17,122	18,547	18,849
+/-%	10.02	31.20	8.32	1.63
EPS(最新摊薄)	10.29	13.50	14.63	14.87
PE(倍)	28.65	30.00	27.70	27.25
PB(倍)	6.94	8.91	8.63	8.42
ROE(%)	24.81	30.71	31.66	31.29
股息率(%)	3.14	2.99	3.25	3.30

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

香港交易所(港交所)即将公布 4Q25 业绩: 我们预计公司 4Q25 总收入为 64.56 亿港元(同比/环比: +1/-17%), 归母净利润 37 亿港元(同比/环比: -2/-24%)。交易活跃度降低是导致公司收入和利润环比下降的核心因素, 4Q25 港股日均成交额(ADT)为 2,298 亿港元(环比/同比: -20/+23%), 我们估计 4Q25 交易类收入为 42.13 亿港元, 环比下降 16%。投资端可能同样面临压力, 4Q25 公司优化了证券及衍生品结算所下的保证金返利计算方式, 结合当季度的利率环境, 我们估计公司保证金的投资收益率可能收窄, 预计 4Q25 的净投资收益可能环比下滑 32%至 6.97 亿港元。展望未来, 在人民币升值、联储降息、南下资金参与度波动提升和 IPO 市场持续强劲的多重因素支撑下, 我们认为港股流动性仍有望维持在较高水平, 并利好港交所的业绩和估值, 维持“买入”。

交易: ADT 环比走弱拖累交易类收入

预计 4Q25 交易类收入为 42.1 亿港元(环比: -16%)。港股交易活跃度有所降温。港股 ADT 环比周期性回落 20%至 2,298 亿港元, 或是导致 4Q25 交易类收入环比下降的核心因素。互联互通交易额同样回落。4Q25 南向单边 ADT 为 529 亿港元, 环比降低 31%, 占港股 ADT 的 23%(3Q25:26.6%)。北向单边 ADT 则环比降低 14%至 1,155 亿人民币。衍生品交易量相对有韧性。4Q25 期货期权(不含股票期权)ADV 为 74.4 万张, 环比提升 2.3%; 股票期权 ADV 达到 86 万张, 环比降低 6.5%。商品交易表现亮眼, 4Q25 LME ADV 为 80.5 万手, 环比提升 14.2%。展望未来, 尽管前述提到的部分因素如南下资金的交易活跃度和联储的降息节奏可能有所波动, 但整体正向影响仍然大于负向影响, 我们认为港股交易活跃度仍有望维持在较高水平, 1Q26 至今港股 ADT 能够达到约 2,700 亿港元。另外值得一提的是, 由于 1Q26 A 股题材性行情的强势表现, 北向 ADT 环比提升接近 50%达到约 1,700 亿人民币, 同样有望支撑港交所 2026 年业绩。

上市: IPO 市场热度延续

预计三季度上市相关收入为 4.5 亿港元, 环比基本持平。4Q25 IPO 数量为 50 家(3Q25: 25 家), IPO 融资金额 980 亿港元(3Q25: 790 亿港元), 新上市的结构化产品数量 10,788 个(3Q25: 10,700 个)。港股 IPO 市场持续火热, 1Q26 多家科技企业登陆港股, 如智谱、MiniMax、壁仞科技等, 受到市场关注。高质量的 IPO 储备有望为港股未来的繁荣提供保障, 截至 2026 年 2 月 13 日, 在排队的 IPO 数量为 395 家, 其中 3 家已经通过聆讯。

投资: 投资收益可能下滑

预计 4Q25 净投资收益为 6.97 亿港元(环比: -32%), 主因公司优化了结算所下的保证金返利计算方式, 核心是将返还给衍生品投资者的利息计算公式由此前的 1m HIBOR/2 -25bps 调整为隔夜 HIBOR-处理费。而由于 4Q25 的隔夜 HIBOR 较高, 投资者返利增多, 导致港交所保证金的投资息差变薄。另外, 资金规模可能也有所收缩, 主因 4Q25 港股核心指数下滑, 导致保证金要求下降。

盈利预测与估值

考虑到 4Q25 ADT 周期性回落和 26 年至今较高的交易活跃度和结构变化, 我们调整 25/26/27 归母净利润预测至 171/185/188 亿港元(调整幅度: -3.9/+1.0/+0.3%), 维持基于 DCF 的目标价 542 港币(权益成本: 4.87%)。

风险提示: 市场成交量不及预期; 市场波动; 监管变化。

图表1: 季度财报数据总结

		4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	YoY	QoQ	1H25A	YoY	4Q25E	YoY	QoQ
收入	HKD mn	5,144	5,496	5,538	6,711	62.1%	21.2%	11,034	37%	5,726	11%	-14.7%
投资收益净额	HKD mn	1,199	1,333	1,542	1,018	-15.7%	-34.0%	2,875	14%	697	-42%	-31.6%
香港交易所慈善基金的捐款收益	HKD mn	24	26	52	37	184.6%	-28.8%	78	160%	25	2%	-33.7%
杂项收益	HKD mn	14	2	87	9	-25.0%	-89.7%	89	1013%	9	-36%	0.0%
收入及其他收益	HKD mn	6,381	6,857	7,219	7,775	44.7%	7.7%	14,076	33%	6,456	1%	-17.0%
营运支出	HKD mn	-1,602	-1,516	-1,457	-1,480	8.4%	1.6%	-2,973	6%	(1,581)	-1%	6.8%
营运溢利	HKD mn	4,336	4,896	5,300	5,843	63.2%	10.2%	10,196	46%	4,424	2%	-24.3%
除税前溢利	HKD mn	4,324	4,879	5,285	5,825	62.8%	10.2%	10,164	46%	4,406	2%	-24.4%
税项	HKD mn	-523	-781	-821	-911	122.7%	11.0%	-1,602	109%	(689)	32%	-24.4%
期内溢利	HKD mn	3,801	4,098	4,464	4,914	55.1%	10.1%	8,562	38%	3,717	-2%	-24.4%
- 香港交易所股东	HKD mn	3,780	4,077	4,442	4,900	55.8%	10.3%	8,519	39%	3,703	-2%	-24.4%
- 非控股权益	HKD mn	21	21	22	14	-39.1%	-36.4%	43	-30%	14	-33%	0.0%
摊薄 EPS	HKD	2.98	3.22	3.50	3.87	56.0%	10.6%	6.7	39%	2.9	-2%	-24.5%
每股股息	HKD	4.90	-	6.00	-			6.0	38%	6.11		
分部收入												
收入	HKD mn	5,144	5,496	5,538	6,711	62.1%	21.2%	11,034	37%	5,726	11%	-14.7%
- 交易费及交易系统使用费	HKD mn	2,210	2,531	2,375	2,925	73.2%	23.2%	4,906	49%	2,476	12%	-15.4%
- 结算及交收费	HKD mn	1,534	1,596	1,559	2,118	100.2%	35.9%	3,155	48%	1,737	13%	-18.0%
- 联交所上市费用	HKD mn	401	408	408	452	26.3%	10.8%	816	13%	452	13%	0.1%
- 存管、托管和代理人服务费	HKD mn	258	231	437	441	27.5%	0.9%	668	23%	297	15%	-32.7%
- 市场数据费	HKD mn	280	275	290	306	11.7%	5.5%	565	6%	294	5%	-3.9%
- 其他收入	HKD mn	461	455	469	469	13.0%	0.0%	924	9%	470	2%	0.3%
核心财务指标												
运营利润率	%	68.0%	71.4%	73.4%	75.2%	8.5 pct	1.7 pct	72.4%	6.9 pct	68.5%	0.6 pct	-6.6 pct
净利润率	%	59.2%	59.5%	61.5%	63.0%	4.5 pct	1.5 pct	60.5%	2.9 pct	57.4%	-1.9 pct	-5.7 pct
核心市场指标												
预测每日成交量 (港币十亿元)	HKD bn	187	243	238	286	141.0%	20.5%	240	118%	230	23%	-19.7%
总成交额 (十亿港元) - 证券 (单边)	HKD bn	11,586	14,562	14,261	18,613	148.6%	30.5%	28,823	116%	14,018	21%	-24.7%
- 南向单边成交额 (十亿港元)	HKD bn	2,266	3,131	3,249	4,955	310.2%	52.5%	6,380	198%	3,013	33%	-39.2%
- 南向交易占总成交的百分比	%	19.6%	21.5%	22.8%	26.6%	10.5 pct	3.8 pct	22.1%	6.1 pct	21.5%	1.9 pct	-5.1 pct
北向单边成交额 (十亿人民币)	RMB bn	6,700	5,447	4,402	8,731	159.5%	98.4%	9,849	33%	6,586	-2%	-24.6%
期货及期权合约成交宗数 (百万, 单边) mn, one-side		103	112	93	107	13.6%	15.6%	205	10%	98	-5%	-8.2%
证券交易所上市费	HKD mn	401	408	408	452	26.3%	10.8%	816	13%	452	13%	0.1%
- 上市年费	HKD mn	183	182	183	184	-0.4%	0.4%	366	-1%	186	2%	1.2%
- 首次及其后发行的上市费	HKD mn	232	254	225	253	55.6%	12.6%	479	35%	256	10%	1.1%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测



图2：年度财报数据总结

		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	HKD mn	15,445	17,346	23,471	26,595	27,526
投资收益净额	HKD mn	4,959	4,927	4,590	3,467	3,287
香港交易所慈善基金的捐款收益	HKD mn	88	67	140	98	98
杂项收益	HKD mn	24	34	107	36	36
收入及其他收益	HKD mn	20,516	22,374	28,307	30,195	30,947
营运支出	HKD mn	(5,441)	(5,761)	(6,034)	(6,152)	(6,425)
营运溢利	HKD mn	13,385	14,879	20,463	22,124	22,482
除税前溢利	HKD mn	13,332	14,853	20,395	22,052	22,410
税项	HKD mn	(1,351)	(1,698)	(3,202)	(3,449)	(3,505)
期内溢利	HKD mn	11,981	13,155	17,193	18,603	18,905
- 香港交易所股东	HKD mn	11,862	13,050	17,122	18,547	18,849
- 非控股权益	HKD mn	119	105	71	56	56
摊薄 EPS	HKD	9.4	10.3	13.5	14.6	14.9
每股股息	HKD	8.4	9.3	12.1	13.2	13.4
分部收入						
收入	HKD mn	15,445	17,346	23,471	26,595	27,526
- 交易费及交易系统使用费	HKD mn	6,081	7,189	10,307	11,744	12,286
- 结算及交收费	HKD mn	3,885	4,717	7,010	8,484	8,695
- 联交所上市费用	HKD mn	1,523	1,484	1,720	1,795	1,830
- 存管、托管和代理人服务费	HKD mn	1,276	1,146	1,406	1,448	1,491
- 市场数据费	HKD mn	1,098	1,086	1,165	1,223	1,284
- 其他收入	HKD mn	1,582	1,724	1,863	1,900	1,938
核心财务指标						
运营利润率	%	65.2%	66.5%	72.3%	73.3%	72.6%
净利润率	%	57.8%	58.3%	60.5%	61.4%	60.9%
核心市场指标						
预测每日成交量 (港币十亿元)	HKD bn	105	132	250	279	296
总成交额 (十亿港元) - 证券 (单边)	HKD bn	25,518	32,430	61,454	69,155	73,800
- 南向单边成交额 (十亿港元)	HKD bn	3,592	5,613	14,348	16,671	22,222
- 南向交易占总成交的百分比	%	14.1%	17.3%	23.3%	24.1%	30.1%
北向单边成交额 (十亿人民币)	RMB bn	12,560	17,485	25,166	33,827	33,230
期货及期权合约成交宗数 (百万, 单边) mn, one-side		331	384	411	435	499
证券交易所上市费	HKD mn	1,523	1,484	1,720	1,795	1,830
- 上市年费	HKD mn	736	730	736	754	771
- 首次及其后发行的上市费	HKD mn	782	749	988	1,036	1,055

资料来源：公司公告，华泰研究预测

估值方法

我们使用三阶段（50 年）DCF 法，基于我们对港交所未来利润的预测，给予港交所目标价 542 港币。

- 1) **阶段一：**前三年，我们的模型给出明确的预测。我们预计港交所 2025/2026/2027 年归母净利润将达到 171/185/188 亿港币。
- 2) **阶段二：**我们将接下来的 10 年视为改善阶段，我们认为中国内地及香港市场对全球上市公司和投资者的吸引力逐渐提升，港交所有望受益。我们假设港交所在此阶段 ROE 提升，资本投资温和增长后小幅回落。
- 3) **阶段三：**接下来的 37 年视为长期阶段。我们假设，基数原因下，随着经济增速放缓，中国内地和中国香港市场扩张放缓，资本投资增速放缓，港交所的长期 ROE 仅略有上涨，基本稳定。

我们将三个阶段的现金流以相关资本成本折现至当前，并加入终期估值。结合公司未来 90% 派息率的假设（2024 年派息率 90%），我们得出港交所 6-12 个月的目标价。

我们基于资本资产定价模型（CAPM）得出资本成本。我们假设香港市场长期无风险利率为 1%。考虑到自 2004 年以来 EPS 与股价之比的平均值（4.5%），我们假设港交所的资本成本为 4.87%。

图表3：港交所：关键假设

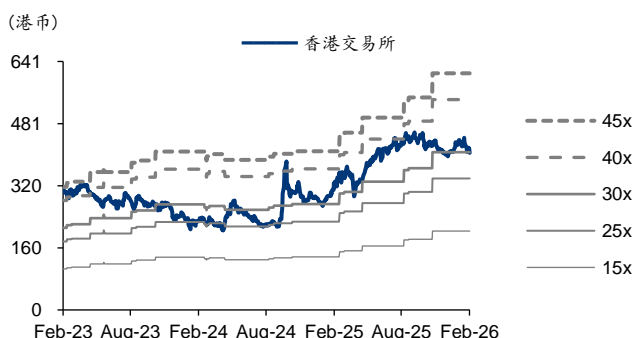
无风险利率 (%)	1.0					
市场风险溢价 (%)	3.87					
假设杠杆率 (x)	1.00					
权益成本 (%)	4.87					
(百万港币)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2038E
投入资本	57,666	59,498	60,984			
净利润	17,122	18,547	18,849			
(%)	2026E	2027E	2028E	2029E	2038E	2075E
资本回报率(50年)	32.2	31.7	32.0	33.0	34.0	35.0
资本增速 (50年)	3.2	2.5	4.5	4.0	4.0	1.0

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

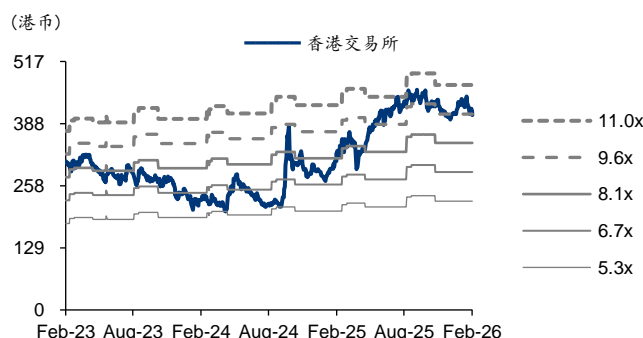
- 1) 若市场成交量弱于预期，可能影响我们对港交所的盈利预测；
- 2) 若市场波动性加大，可能影响港交所的投资收益并且影响港交所股价表现；
- 3) 若监管出现不利变化，可能影响港交所的业务。

图表4：香港交易所 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表5：香港交易所 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究



盈利预测

损益表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
核心业务收入	15,445	17,346	23,471	26,595	27,526
投资收益净额	4,959	4,927	4,590	3,467	3,287
其他收入	112.00	101.00	246.55	134.18	134.18
收入及其他收益	20,516	22,374	28,307	30,195	30,947
雇员及相关费用	(3,564)	(3,886)	(4,038)	(4,240)	(4,452)
资讯技术支出	(814.00)	(882.00)	(952.30)	(999.92)	(1,050)
其他运营支出	(1,310)	(1,325)	(1,342)	(1,196)	(1,248)
EBITDA	14,828	16,281	21,975	23,759	24,197
折旧及摊销	(1,443)	(1,402)	(1,512)	(1,635)	(1,715)
营运利润	13,385	14,879	20,463	22,124	22,482
融资成本	(135.00)	(114.00)	(95.00)	(92.00)	(92.00)
其他成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所占合资公司溢利	82.00	88.00	27.00	20.00	20.00
税前利润	13,332	14,853	20,395	22,052	22,410
税项	(1,351)	(1,698)	(3,202)	(3,449)	(3,505)
净利润	11,981	13,155	17,193	18,603	18,905
少数股东应占净利润	(119.00)	(105.00)	(71.00)	(56.00)	(56.00)
归母净利润	11,862	13,050	17,122	18,547	18,849

每股数据

会计年度 (港币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股股息	8.41	9.26	12.11	13.17	13.38
EPS	9.37	10.32	13.50	14.63	14.87
EPS (最新摊薄)	9.36	10.29	13.50	14.63	14.87
每股净资产	40.50	42.48	45.48	46.93	48.10

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	125,107	134,365	162,344	168,038	174,128
金融资产	159,987	169,619	194,914	211,828	231,675
应收账款	33,332	54,497	71,460	75,093	78,294
无形资产	19,300	19,614	19,856	19,856	19,856
于合资公司的权益	352.00	415.00	430.50	523.28	636.04
其他资产	3,101	3,119	4,713	5,729	6,964
总资产	341,179	381,629	453,718	481,067	511,553
保证金	176,165	188,857	249,075	258,871	269,367
金融负债	58,100	67,863	55,853	67,889	82,520
结算所基金	21,955	27,124	30,504	31,704	32,990
借款	447.00	452.00	400.97	417.25	434.19
其他负债	32,716	42,926	59,655	62,077	64,597
总负债	289,383	327,222	395,488	420,958	449,908
股东股本权益	51,344	53,852	57,666	59,498	60,984
少数股东权益	452.00	555.00	565.08	611.66	662.08
股本权益总额	51,796	54,407	58,231	60,109	61,646

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (倍)	28.63	28.65	30.00	27.70	27.25
PB (倍)	6.62	6.94	8.91	8.63	8.42
ROE	23.47	24.81	30.71	31.66	31.29
ROA	3.21	3.64	4.12	3.98	3.81
股息率	3.14	3.14	2.99	3.25	3.30

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人, 李健、陈宇轩, 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。
- 香港交易所（388 HK）：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

- 分析师李健、陈宇轩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。
- 香港交易所（388 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