

看好 26 年低空信息基座市场拓展

华泰研究

2026 年 4 月 29 日 | 中国内地

年报点评

通信服务

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

68.35

公司发布 25 年报及 26 年一季度报, 公司 2025 年实现收入 12.74 亿元, 同比-21%; 归母净利润 0.55 亿元, 同比-57%, 归母净利润低于我们此前的预期 (1.45 亿), 主要系城市道路交通管理业务需求下行、收入同比下滑较大。公司 1Q26 实现收入 0.90 亿元, 同比-17%; 归母净利润-0.13 亿元, 同比+15%。我们看好公司作为低空经济核心基础设施提供商的卡位优势, 民航空管主业稳健增长, 随着低空飞行服务平台业务的持续落地, 公司业绩有望重回增长通道。维持“增持”评级。

民航空管/城市治理收入稳健增长, 城市交管业务需求短期承压

分板块来看, 25 年全年: 1) 民航空中交通管理业务收入 6.46 亿元 (同比+3.2%), 业务占比大幅提升至 50.7%。具体来看: I. 民航“8+N”: 继呼和浩特、哈尔滨后, 成功落实上海二区管项目; II. 机场信息化: 新获取民航空管工程及机场弱电系统工程专业承包一级资质, 为开拓中大型机场市场奠定基础; III. 低空经济: 公司作为行业领军者, 落地浙江、湖北、山西等省级平台, 构建“省市县”三级联动布局。2) 城市道路交通管理业务收入 2.61 亿元 (同比-61.1%), 主要受地方财政投入收紧影响。3) 城市治理业务收入 3.10 亿元 (同比+15.0%), 国防动员、公共信用等领域拓展顺利。我们认为, 未来随着低空飞服平台业务放量, 民航空管业务收入占比有望进一步提升。

收入结构变动带动毛利率提升, 研发投入持续加码

公司 25 年综合毛利率为 32.25%, 同比+2.77pct, 主要系收入结构向毛利率较高的民航空管业务倾斜。细分来看, 25 年民航空管/城市交管/城市治理业务分别实现毛利率 37.4%/18.1%/33.2%, 同比分别+0.2/-2.8/+4.4pct。公司 1Q26 毛利率实现 52.74%, 同比+16.23pct, 系当期交付主要为高毛利民航业务。费用端, 25 年公司销售费率/管理费/研发费率分别为 5.66%/8.74%/12.17%, 同比分别+0.88/+1.85/+3.13pct, 主要系收入有所下行, 公司未来或将持续加大研发投入以保持核心竞争力。

2026 年展望: 巩固空管主业优势, 发力低空经济第二曲线

我们看好, 26 年公司将巩固主业并大力发展新兴业务: 1) 民航空管领域, 公司将持续巩固龙头地位, 深度挖掘 AI 赋能等核心技术, 加速系统智能化迭代, 扎实落地大型区管自动化等重点项目; 2) 机场信息化领域, 公司或将凭借新获取的一级资质, 全力推行“国产化产品+工程实施”一体化总包模式; 3) 低空经济领域, 公司或将紧盯国家-省-市三级 B/G 端需求, 借助标杆项目抢占先机, 打造“莱斯低空+”品牌, 并完善低空智能网联平台; 4) 在道路交通与城市治理领域, 公司将加大车路云一体化业务布局, 并推进 AI 智能体研发落地。

盈利预测与估值

由于城市交管业务需求承压, 我们调整公司 2026-2028 年归母净利润至 1.16/1.61/2.19 亿元 (前值: 2.16/2.79/-亿元, 调整幅度分别-47%/-42%/-)。采用 SOTP 估值法: 1) 我们预计 26-28 年民航空管收入为 8.75/11.93/15.95 亿元, 考虑到公司低空业务卡位优势明显, 25-27 年板块收入 CAGR 领先可比公司, 26 年可比公司一致预期 PS 均值为 7.59x, 给予 26 年 11x PS; 2) 我们预计 26 年其余业务归母净利润为 0.36 亿元, 26 年可比公司一致预期 PE 均值为 43x, 给予 26 年 43x PE。综上, 对应目标价 68.35 元/股 (前值: 94.57 元/股, 基于分部估值 26E 民航空管业务 11.4x PS、其他业务 50x PE), 维持“增持”评级。

风险提示: 市场竞争加剧; 市场空间不及预期; 区域拓展不及预期。

王兴

SAC No. S0570523070003
SFC No. BUC499

研究员

wangxing@htsc.com
+(86) 21 3847 6737

唐攀尧*

SAC No. S0570526040003

研究员

tangpanyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

袁泽世*, PhD

SAC No. S0570524090001

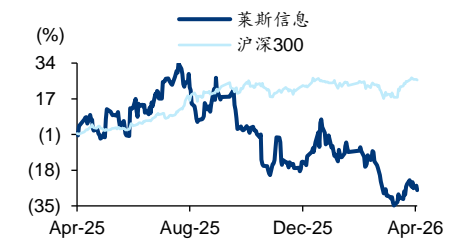
研究员

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

基本数据

收盘价 (人民币 截至 4 月 28 日)	55.53
市值 (人民币百万)	9,077
6 个月平均日均成交额 (人民币百万)	168.55
52 周价格范围 (人民币)	49.85-102.36

股价走势图



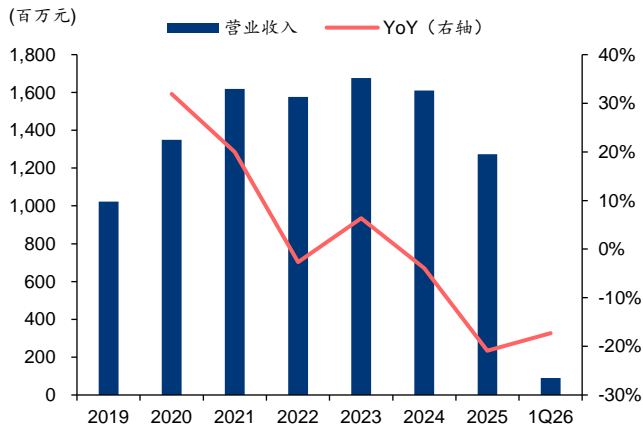
资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	1,274	1,554	1,965	2,474
+/-%	(20.89)	22.02	26.45	25.93
归属母公司净利润 (百万)	55.26	115.62	160.87	219.01
+/-%	(57.18)	109.22	39.13	36.15
EPS (最新摊薄)	0.34	0.71	0.98	1.34
ROE (%)	2.88	5.90	7.82	10.06
PE (倍)	166.45	79.56	57.18	42.00
PB (倍)	4.80	4.59	4.36	4.10
EV EBITDA (倍)	118.78	59.19	40.51	27.85
股息率 (%)	0.30	0.62	0.89	1.10

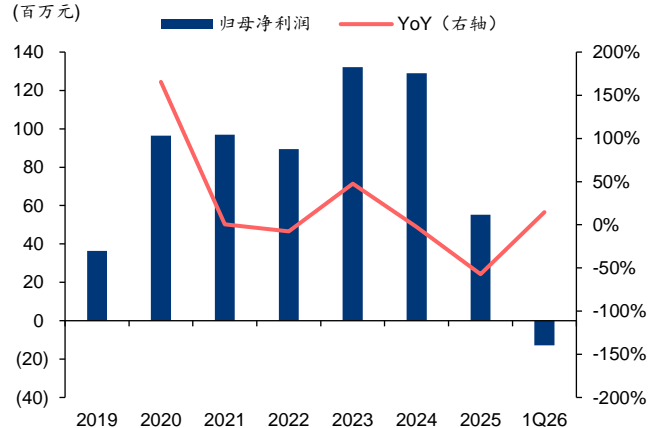
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：公司营业收入及同比增速



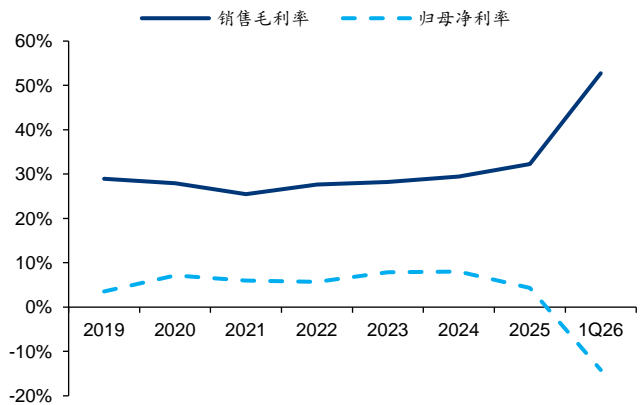
资料来源：公司财报，华泰研究

图表2：公司归母净利润及同比增速



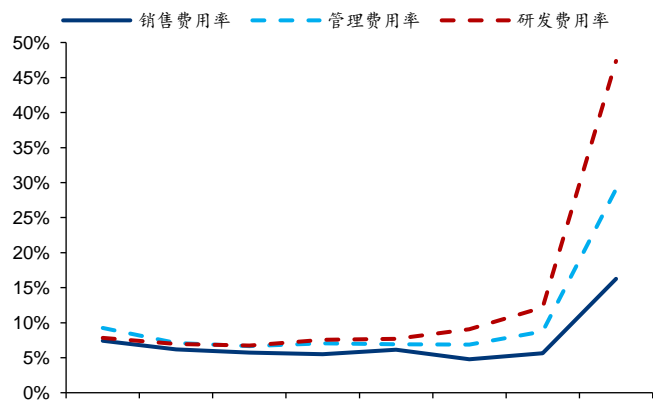
资料来源：公司财报，华泰研究

图表3：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司财报，华泰研究

图表4：公司费用率情况



资料来源：公司财报，华泰研究

估值分析

公司核心假设变化说明如下：**1) 收入端**，公司 25 年城市交管业务收入低于我们此前预期 (5.9 亿)，我们预计 26-28 年政府财政或仍有一定收紧，但该业务收入已基本触底，因此我们调整城市交管业务 26-28 年收入预期至 2.48/2.73/3.14 亿元 (调整幅度分别为 -62%/-64%/-)，相应调整总营收 26-28 年预期至 15.54/19.65/24.74 亿元 (调整幅度分别为 -23%/-19%/-)；**2) 毛利端**，我们预计毛利率整体变动不大，但结构向民航航空管业务倾斜后综合毛利率将有一定提升，我们调整 26-28 年综合毛利率预期至 32.95%/32.91%/32.74% (调整幅度分别为 +1.8pct/+1.8pct/-)；**3) 费用端**，我们预计低空飞行服务平台仍需研发投入保持竞争力，考虑到公司收入增速下调，我们最终调整公司 26-28 年研发费用率预期至 10.5%/9.4%/8.7% (调整幅度分别为 +2.1pct/+1.4pct/-)。综合以上因素，我们下调公司 26-27 年归母净利润至 1.16/1.61 亿元 (调整幅度分别为 -47%/-42%)，新增 28 年归母净利润预期 (2.19 亿元)。

图表5：公司核心指标变动表

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
总营收	前值	-	2,005.00	2,425.90	-
	现值/实际值	1,273.53	1,553.95	1,964.93	2,474.49
	变化幅度 (%)	-	-22.50%	-19.00%	-
其中：城市交管业务收入	前值	-	661.30	760.50	-
	现值/实际值	261.13	248.07	272.88	313.81
	变化幅度 (%)	-	-62.49%	-64.12%	-
总毛利率	前值	-	31.13%	31.11%	-
	现值/实际值	32.25%	32.95%	32.91%	32.74%
	变化幅度 (pct)	-	1.82	1.80	-
研发费用率	前值	-	8.40%	8.00%	-
	现值/实际值	12.17%	10.50%	9.40%	8.70%
	变化幅度 (pct)	-	2.10	1.40	-
归母净利润	前值	-	216.42	278.70	-
	现值/实际值	55.26	115.62	160.87	219.01
	变化幅度 (%)	-	-46.58%	-42.28%	-
归母净利率	前值	-	11.13%	11.84%	-
	现值/实际值	4.47%	7.67%	8.44%	9.12%
	变化幅度 (pct)	-	-3.46	-3.40	-

资料来源：Wind，华泰研究预测

我们采用分部估值法对公司进行估值：

1) 对于民航空管业务(包含低空飞行服务平台业务)采用 PS 估值法, 公司 2023/2024/2025 年民航空管业务收入分别为 5.51/6.26/6.46 亿元, 考虑到低空飞行服务平台签单与实际收入落地时间节点存在差异, 我们综合预期 2026-2028 年民航空管业务收入 8.75/11.93/15.95 亿元, 因此 2025-2027 年民航空管业务收入 CAGR 为 24%, 可比公司 2026 年 PS 一致预期平均值为 7.59x (前值: 7.05x), 可比公司 2024-2026 年收入 CAGR 平均值为 13.03%, 考虑到公司该板块收入增速相对可比公司显著领先, 公司在传统民航空管领域处于龙头地位, 相对地方性企业具备军航信息化央企股东背景、大型民航/通航空管稀缺经验, 且低空飞行服务平台业务先发优势明显, 我们给予公司民航空管业务 26 年 PS 11x(前值: 11.4x), 对应市值 96.30 亿元 (前值: 129.29 亿元);

图表6：民航空管&低空经济可比公司估值表 (截至 2026 年 4 月 28 日)

公司代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (百万元)	营业收入 (百万元)					CAGR	PS (倍)			
				2024A	2025A	2026E	2027E	2024A		2025A	2026E	2027E	
301091 CH	深城交	21.67	11,426	1,316.14	1,205.14	1,347.00	1,504.00	4.55%	8.68	9.48	8.48	7.60	
000099 CH	中信海直	17.68	13,716	2,163.32	2,235.38	2,449.65	2,639.42	6.86%	6.34	6.14	5.60	5.20	
688568 CH	中科星图	54.41	43,968	3,257.43	2,676.74	5,067.00	6,780.50	27.68%	13.50	8.68	8.68	6.48	
	平均							13.03%	9.51	8.10	7.59	6.43	

资料来源：Wind，华泰研究

2) 对于其余板块（城市交管、城市治理及企业信息化业务）采用 PE 估值法，我们预计公司 2026 年城市交管、城市治理和企业信息化业务合计收入为 6.79 亿元，关于净利率的假设，我们参考可比公司 2026 年归母净利润率一致预期均值 5.29%，我们对公司其余三项业务的净利率预期为 5.29%，即计算得到公司 26 年其余三项业务归母净利润为 0.36 亿元，可比公司 2026 年 PE 一致预期平均值为 43x（前值：50x），给予公司该板块 2026 年 PE 为 43x（前值：50x），对应市值 15.43 亿元（前值：25.30 亿元）。

图表7：城市交管&城市治理&企业信息化可比公司估值表（截至 2026 年 4 月 28 日）

公司代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE (倍)			
				2024A	2025A/E	2026E	2027E	2024A	2025A/E	2026E	2027E
300284 CH	苏文科	6.73	8,499	227.35	23.51	191.19	209.61	37.38	361.43	44.45	40.55
300098 CH	高新兴	5.08	8,828	-236.80	-32.31	141.21	184.53	-37.28	-273.23	62.52	47.84
300496 CH	中科创达	63.52	29,268	407.46	450.14	636.44	778.22	71.83	65.02	45.99	37.61
002368 CH	太极股份	18.70	11,654	191.08	281.33	379.44	485.22	60.99	41.43	30.71	24.02
002373 CH	千方科技	8.75	13,827	-1,192.54	268.44	472.75	687.00	-11.59	51.51	29.25	20.13
	平均							56.74	129.85	42.58	34.03

注：1) 所有年度可比公司 PE 均值不计入负数估值及极端大数估值；2) 太极股份尚未出 25 年报，其 25 年归母净利润为预测数据
资料来源：Wind，华泰研究

综上，我们给予公司 26 年目标市值为 111.73 亿元，对应目标价 68.35 元/股（前值：94.57 元/股，基于 26E PE 71.43x），维持“增持”评级。

图表8：莱斯信息分部估值表明细

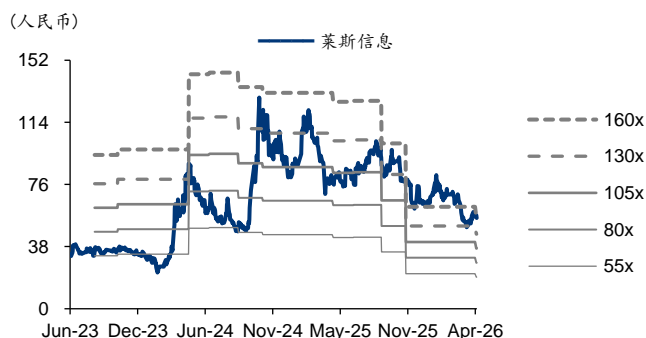
分部估值：	
一、民航空管板块 PS 估值	
26 年民航空管板块收入 (亿元)	8.75
可比公司 26 年一致预期 PS 均值 (X)	7.59
给予公司民航空管业务 PS (X)	11.00
对应该板块市值 (亿元)	96.30
二、城市交管&城市治理&企业信息化板块 PE 估值	
26 年城市交管+城市治理+企业信息化板块总收入 (亿元)	6.79
26 年可比公司净利率一致预期 (%)	5.29%
给予公司 26 年城市交管+城市治理+企业信息化板块净利率预计 (%)	5.29%
26 年城市交管+城市治理+企业信息化板块归母净利润 (亿元)	0.36
可比公司 26 年一致预期 PE 均值 (X)	42.58
给予公司城市交管+城市治理+企业信息化板块 PE (X)	43.00
对应两大板块市值 (亿元)	15.43
加总：	
26 年公司目标市值 (亿元)	111.73
股本 (百万股)	163.47
对应目标价 (元/股)	68.35

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

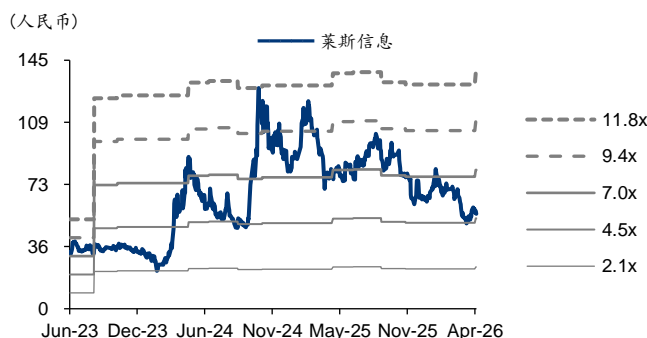
- 1) **市场竞争加剧**: 考虑民航空中交通管理市场未来或有更多竞争者进入, 或原有竞争者综合竞争力加强, 公司在空管自动化系统等方面的领先地位或受到影响, 导致收入、利润等受到不利影响。
- 2) **市场空间不及预期**: 我们在《莱斯信息: 低空信息化主力军, 从区域走向全域》中测算到 2027 年 (累计三年) 我国低空飞行服务平台累计市场空间有望达 189-337 亿元, 2024-2027 年若新建 12 个大型区管对应累计空管市场空间为 14.88 亿元, 若实际市场空间不及预期 (如某些地方政府并不重视低空产业), 则公司盈利增量或受损。
- 3) **区域拓展不及预期**: 若公司低空飞行服务平台市场推进不及预期 (如无法拓展到某些区域), 或地方财政支出收紧, 则将减损低空相关业务收入, 公司短期内增量受阻。

图表9: 莱斯信息 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表10: 莱斯信息 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	3,504	3,250	3,884	4,490	5,110
现金	1,410	774.85	1,158	1,460	1,729
应收账款	1,433	1,465	1,643	1,632	1,903
其他应收账款	19.47	24.51	23.11	40.70	37.33
预付账款	64.21	112.17	9.50	187.07	30.30
存货	333.56	370.81	479.81	596.37	762.26
其他流动资产	243.41	502.93	570.20	573.37	647.06
非流动资产	296.64	307.78	312.10	321.21	333.24
长期投资	12.02	12.16	13.69	15.03	16.37
固定投资	133.15	131.01	126.23	124.38	124.09
无形资产	47.17	60.13	66.63	74.77	84.10
其他非流动资产	104.31	104.48	105.55	107.03	108.68
资产总计	3,801	3,558	4,196	4,811	5,443
流动负债	1,801	1,551	2,097	2,604	3,092
短期借款	0.00	0.00	399.56	739.46	755.72
应付账款	1,340	1,180	1,135	1,262	1,512
其他流动负债	461.50	370.13	562.58	602.28	823.86
非流动负债	47.88	64.05	64.05	64.05	64.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	47.88	64.05	64.05	64.05	64.05
负债合计	1,849	1,615	2,161	2,668	3,156
少数股东权益	25.23	26.52	30.10	35.07	41.85
股本	163.47	163.47	163.47	163.47	163.47
资本公积	1,263	1,263	1,263	1,263	1,263
留存公积	500.57	490.44	550.65	632.23	753.53
归属母公司股东权益	1,927	1,917	2,004	2,108	2,245
负债和股东权益	3,801	3,558	4,196	4,811	5,443

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	84.65	(208.60)	24.30	50.78	375.57
净利润	132.46	56.96	119.19	165.84	225.78
折旧摊销	20.52	32.19	21.09	24.28	28.24
财务费用	(9.17)	(6.65)	(5.54)	4.32	7.41
投资损失	(10.90)	(6.32)	(6.40)	(6.20)	(6.20)
营运资金变动	(93.09)	(364.41)	(176.58)	(221.46)	26.82
其他经营现金	44.83	79.63	72.54	83.99	93.53
投资活动现金	106.70	(334.84)	(18.52)	(26.68)	(33.57)
资本支出	(55.05)	(36.29)	(23.88)	(32.05)	(38.93)
长期投资	150.00	(305.00)	(1.54)	(1.34)	(1.34)
其他投资现金	11.75	6.45	6.90	6.70	6.70
筹资活动现金	(63.52)	(65.86)	377.28	278.36	(72.88)
短期借款	(0.56)	0.00	399.56	339.89	16.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(62.96)	(65.86)	(22.28)	(61.53)	(89.14)
现金净增加额	127.82	(609.58)	383.07	302.45	269.12

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,610	1,274	1,554	1,965	2,474
营业成本	1,135	862.81	1,042	1,318	1,664
营业税金及附加	10.25	7.74	9.67	12.09	15.31
营业费用	76.87	72.04	71.48	84.49	98.98
管理费用	110.93	111.27	111.88	135.58	160.84
财务费用	(9.17)	(6.65)	(5.54)	4.32	7.41
资产减值损失	0.08	(2.55)	(3.11)	(3.93)	(4.95)
公允价值变动收益	0.20	1.05	0.50	0.50	0.50
投资净收益	10.90	6.32	6.40	6.20	6.20
营业利润	133.40	43.16	122.08	173.77	250.07
营业外收入	0.62	0.56	1.20	1.20	1.20
营业外支出	0.49	0.15	0.40	0.40	0.40
利润总额	133.53	43.57	122.88	174.57	250.87
所得税	1.07	(13.39)	3.69	8.73	25.09
净利润	132.46	56.96	119.19	165.84	225.78
少数股东损益	3.42	1.70	3.58	4.98	6.77
归属母公司净利润	129.04	55.26	115.62	160.87	219.01
EBITDA	143.65	68.42	137.66	202.19	285.28
EPS (人民币, 基本)	0.79	0.34	0.71	0.98	1.34

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	(3.94)	(20.89)	22.02	26.45	25.93
营业利润	(1.75)	(67.64)	182.83	42.34	43.91
归属母公司净利润	(2.31)	(57.18)	109.22	39.13	36.15
获利能力 (%)					
毛利率	29.48	32.25	32.95	32.91	32.74
净利率	8.23	4.47	7.67	8.44	9.12
ROE	6.81	2.88	5.90	7.82	10.06
ROIC	26.77	5.93	12.55	16.24	25.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.65	45.38	51.51	55.45	57.98
净负债比率 (%)	(71.52)	(38.16)	(35.63)	(32.08)	(41.12)
流动比率	1.95	2.10	1.85	1.72	1.65
速动比率	1.68	1.75	1.60	1.40	1.38
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.35	0.40	0.44	0.48
应收账款周转率	1.19	0.88	1.00	1.20	1.40
应付账款周转率	0.85	0.68	0.90	1.10	1.20
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.34	0.71	0.98	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	(1.28)	0.15	0.31	2.30
每股净资产(最新摊薄)	11.79	11.72	12.26	12.90	13.74
估值比率					
PE (倍)	71.28	166.45	79.56	57.18	42.00
PB (倍)	4.77	4.80	4.59	4.36	4.10
EV EBITDA (倍)	54.14	118.78	59.19	40.51	27.85

免责声明

分析师声明

本人, 王兴、唐攀尧、袁泽世, 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。
- 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

- 分析师王兴、唐攀尧、袁泽世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