

短期承压，聚焦结构优化对冲压力

华泰研究

季报点评

2026年4月29日 | 中国内地/中国香港

公司披露 2026 年一季报，26Q1 实现营业收入 230.60 亿元，同比-7.16%；归母净利润 10.35 亿元，同比-8.22%；扣非归母净利润 8.40 亿元，同比-16.60%。整体而言，公司 26Q1 收入低于、净利高于我们此前预期（收入及归母净利润预期值分别为 257.2 亿元/9.75 亿元），收入利润短期承压，主要受到家用空调外销回落及财务费用上行影响。但经营活动现金流净额 9.33 亿元，同比大幅改善，主要系支付经营活动有关现金减少，经营质量仍具韧性。维持“增持”评级。

中央空调：1 月高增后 2 月回落，内销修复仍需观察

产业在线数据显示，26 年 1 月中国中央空调内销/出口规模分别同比+17.6%/+30.6%，但 2 月内销同比-19.2%，出口仍同比+23.7%。整体看，中央空调外销维持较好景气，但内销受地产、公建及春节错峰影响仍有波动。我们认为，公司中央空调龙头地位稳固，在去年经历调整后，仍具备产品硬实力和渠道韧性优势，我们继续看好公司在家装零售渠道表现，但内销修复节奏仍需观察，更新改造及海外渠道拓展能否对冲工程端压力。

空冰洗：空调内销高增但外销明显承压，冰箱内外销分化

产业在线数据显示，26Q1 公司家用空调内/外销量分别同比+36%/-17%，内销表现积极，或受排产及渠道补库推动，但中东战争影响下，家用空调外销阶段性承压；公司冰箱内/外销量分别同比-11%/+5%，呈现内销偏弱、外销稳定的结构。我们预计，Q1 公司家电主业收入压力主要来自空调外销回落和冰箱内销波动。展望 Q2，国补退坡后内销需求仍需验证，海外则需关注中东战争对订单的短期需求影响，欧洲、新兴市场自主品牌及本地化供应链带来的结构性修复。

盈利能力：毛利率小幅改善，汇兑扰动拖累利润

26Q1 公司毛利率为 21.60%，同比+0.2pct，营业成本降幅快于收入降幅，体现产品结构与成本控制仍有支撑。费用端看，销售/管理/研发费用分别同比下降 12.8%/5.5%/10.7%，但财务费用同比大幅上升至 7389 万元，主要受汇兑损益波动影响。整体看，公司经营费用管控有效，但汇率波动、政府补助减少及存货减值增加共同压制扣非利润表现。

关注海外品牌突破与三电修复

展望全年，我们认为公司核心看点在三方面：一是中央空调外销与更新需求对冲地产工程压力；二是冰洗高端化与海外自主品牌继续支撑收入韧性；三是三电及汽零业务修复带来第二曲线弹性。考虑到内外销收入基数压力年内有望逐步下降，我们认为公司收入有望逐季好转，且盈利有韧性，因此我们暂维持 26-28 年 EPS 预测为 2.66/2.94/3.11 元。可比公司 Wind 一致预期 26 年 PE 均值为 10x，给予公司 26 年 A 股 10xPE，维持 A 股目标价 26.60 元，并参考过去 1 年 H/A 股价=84%及过去 10 日港元中间价 0.8761，对应 H 股 25.50 港币（前值 25.36 港币，基于 H/A=84%及港元中间价 0.8812）

风险提示：原材料价格大升；地产回暖偏弱；中央空调需求遇冷。

	000921 CH	921 HK
投资评级：	增持(维持)	增持(维持)
目标价：	人民币：26.60	港币：25.50

樊俊豪 研究员
SAC No. S0570524050001 fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986 +(852) 3658 6000

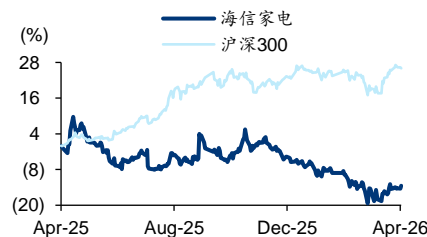
王森泉 研究员
SAC No. S0570518120001 wangsenquan@htsc.com
SFC No. BPX070 +(86) 755 2398 7489

周衍峰 研究员
SAC No. S0570521100002 zhouyanfeng@htsc.com
SFC No. BXA731 +(86) 21 2897 2228

基本数据

(人民币/港币)	000921 CH	921 HK
收盘价(截至 4 月 28 日)	22.72	21.52
市值(百万)	31,464	29,802
6 个月平均日均成交额(百万)	200.17	27.87
52 周价格范围	21.17-30.28	19.53-28.65

股价走势图



资料来源：Wind

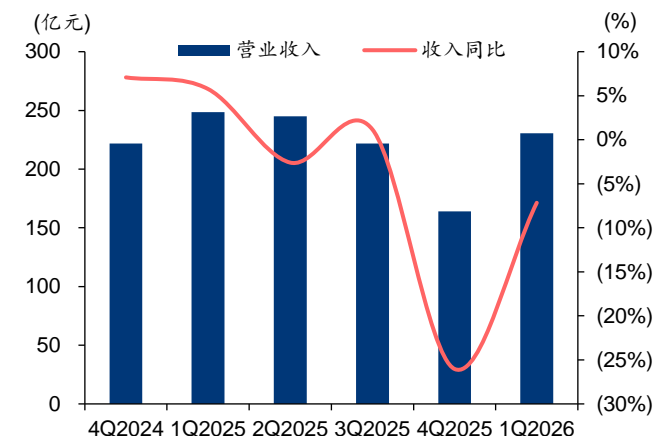
经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	87,928	89,875	95,994	102,717
+/-%	(5.19)	2.21	6.81	7.00
归属母公司净利润(百万)	3,187	3,688	4,069	4,310
+/-%	(4.82)	15.72	10.34	5.93
EPS(最新摊薄)	2.30	2.66	2.94	3.11
ROE(%)	22.00	21.25	19.94	18.45
PE(倍)	9.87	8.53	7.73	7.30
PB(倍)	1.80	1.62	1.45	1.32
EV EBITDA(倍)	2.00	1.45	0.73	0.43
股息率(%)	5.57	5.86	6.47	6.85

资料来源：公司公告、华泰研究预测

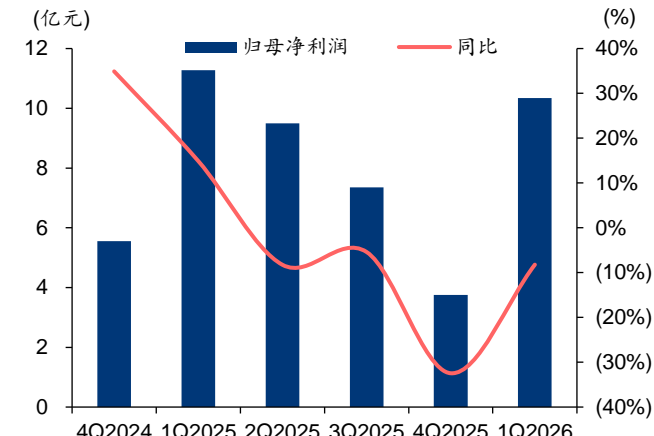
经营业绩指标概览

图表1: 1Q2026 公司营业收入同比-7.16%



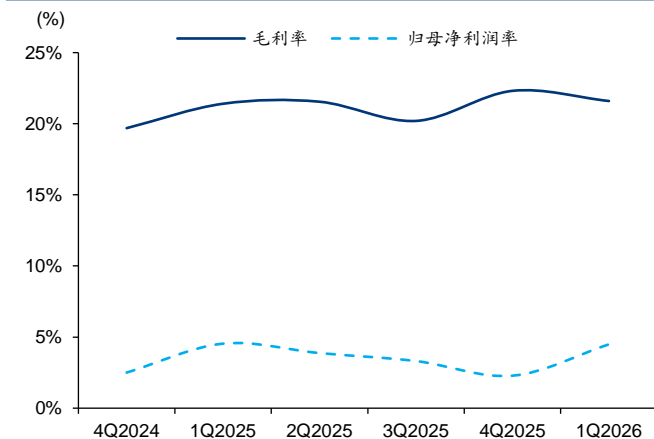
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 1Q2026 公司归母净利润同比-8.22%



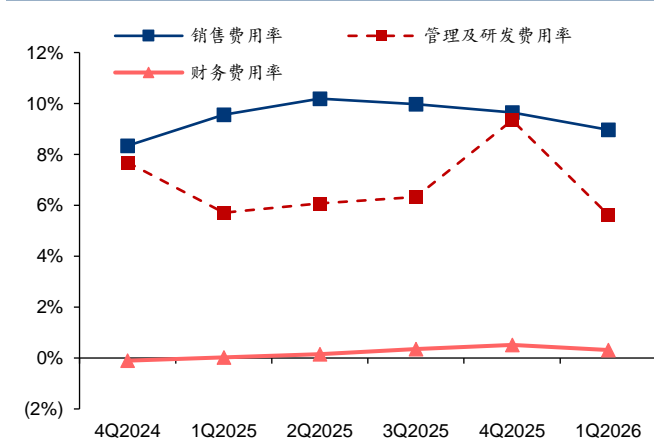
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 1Q2026 公司毛利率同比微升、净利润率同比基本持平



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 1Q2026 公司期间费用率同比优化



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	市值	2024	2025	2026E	2027E
000333 CH	美的集团	6,094	15.0	13.3	13.0	12.0
000651 CH	格力电器	2,153	8.0	7.2	6.8	6.4
600690 CH	海尔智家	1,876	14.0	11.5	9.4	8.6
000521 CH	长虹美菱	53	10.6	9.5	12.0	11.0
平均			11.9	10.4	10.3	9.5

注: 均为 Wind 一致预测, 数据截至 2026/4/28

资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 季度财报数据总结 (单位: 百万元)

季度财报数据总结	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	YoY	QoQ	24A	25A	YoY	2Q26E	YoY	QoQ
总收入	24,502.08	22,192.35	16,395.79	23,059.96	-7.2%	40.6%	92,745.61	87,928.49	-5.2%	24,824.13	1.3%	7.7%
营业成本	19,222.44	17,709.61	12,737.56	18,079.59	-7.4%	-28.1%	73,883.37	69,190.77	-6.4%	19,636.38	0.6%	8.6%
毛利率	21.5%	20.2%	22.3%	21.6%	0.2pct	2.1pct	20.3%	21.3%	1pct	20.9%	-0.6pct	-0.7pct
销售及管理费用	3,134.63	2,780.17	2,183.04	2,630.69	-11.4%	-21.5%	11,094.10	11,065.58	-0.3%	2,954.07	-5.8%	12.3%
研发费用	850.66	836.62	929.26	736.33	-10.7%	11.1%	3,446.75	3,440.77	-0.2%	769.55	-9.5%	4.5%
财务费用	35.57	79.30	84.30	73.89	1117.4%	6.3%	-36.90	205.23	-656.1%	6.07	-82.9%	-91.8%
营业利润	1,524.15	1,229.21	672.11	1,831.56	-1.3%	-45.3%	5,679.14	5,280.25	-7.0%	1,498.69	-1.7%	-18.2%
税前利润	1,550.14	1,277.77	745.52	1,850.62	-1.3%	-41.7%	5,966.39	5,448.64	-8.7%	1,519.11	-2.0%	-17.9%
所得税	195.66	193.70	84.45	293.00	21.6%	-56.4%	840.24	714.83	-14.9%	189.89	-2.9%	-35.2%
少数股东损益	405.30	348.86	286.29	522.92	3.2%	-17.9%	1,778.27	1,547.24	-13.0%	420.00	3.6%	-19.7%
归母净利润	949.19	735.21	374.78	1,034.70	-8.2%	-49.0%	3,347.88	3,186.57	-4.8%	909.22	-4.2%	-12.1%
非经常性损益	139.33	225.77	256.95	194.22	62.3%	13.8%	742.03	741.70	0.0%	194.22	62.3%	-24.4%
净利润(扣非)	809.85	509.44	117.83	840.48	-16.6%	-76.9%	2,605.85	2,444.88	-6.2%	840.48	-16.6%	613.3%
EPS	0.69	0.53	0.27	0.75	-8.2%	-49.0%	2.42	2.30	-4.8%	0.66	-4.2%	-12.1%
EPS(扣非)	0.58	0.37	0.09	0.61	-16.6%	-76.9%	1.88	1.77	-6.2%	0.61	-16.6%	613.3%
分部收入												
暖通空调	12,905.66	11,261.31	4,281.22	11,317.09	4.9%	-62.0%	41,548.97	39,236.76	-5.6%	13,195.55	2.2%	16.6%
冰洗	8,001.65	5,724.07	8,794.05	7,361.63	-0.4%	53.6%	30,255.49	29,910.46	-1.1%	7,544.65	-5.7%	2.5%
三电及其他	3,594.77	5,206.97	3,320.52	4,381.24	-34.2%	-36.2%	20,941.15	18,781.27	-10.3%	4,083.93	13.6%	-6.8%
分部毛利率												
暖通空调	25.85%	23.45%	30.83%	26.47%	-0.4pct	7.4pct	14.60%	15.90%	1.3pct	23.6%	-2.3pct	-2.9pct
冰洗	19.60%	17.00%	15.97%	17.80%	0pct	-1pct	8.07%	9.64%	1.6pct	17.8%	-1.8pct	0pct
三电及其他	18.39%	13.00%	15.50%	17.50%	0.4pct	15.1pct	7.74%	9.60%	1.9pct	18.0%	-0.4pct	0.5pct
毛利占比												
暖通空调	59.9%	61.5%	40.8%	59.1%	4.9pct	-25.5pct	59.9%	57.1%	-2.8pct	59.9%	0pct	0.9pct
冰洗	28.2%	22.7%	43.4%	25.8%	1.3pct	15.7pct	24.1%	26.4%	2.3pct	25.9%	-2.3pct	0.1pct
核心财务指标												
存货周转天数	32.44	32.14	37.86	35.65	3.0%	17.8%	35.36	37.86	7.1%	35.65	3.0%	-5.8%
资本支出	-344.35	-842.27	-553.19	-419.97	12.2%	-34.3%	-1,393.94	-2,114.10	51.7%	-419.97	56.8%	28.6%
经营净现金流	5,256.91	1,659.17	-1,185.13	933.11	1333.9%	-171.4%	5,132.16	5,796.03	12.9%	933.11	-68.3%	78.5%
自由现金流	4,912.56	816.90	-1,738.32	513.14	-265.9%	-312.8%	3,738.23	3,681.92	-1.5%	513.14	-77.1%	119.4%

注: 分部数据基于华泰研究预测分解

资料来源: Wind、华泰研究预测

图表7: 实际和预测比较 (单位: 百万元)

	2025Q1	2026Q1	YoY	2026Q1 E	A vs E
财报数据总结(financial results summary)					
总收入	24,838.27	23,059.96	-7.16%	25,721.19	-10.35%
营业成本	19,521.16	18,079.59	-7.38%	20,214.95	-10.56%
毛利率	21.40%	21.60%	0.20%	21.40%	0.20%
归母净利润	1,127.40	1,034.70	-8.22%	975.15	6.11%

注: 分部数据基于华泰研究预测分解

资料来源: Wind、华泰研究预测

图表8: 核心假设及财务预测 (单位: 百万元)

驱动概览(Driver)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
住宅商品房销售面积 (万平方米)	81,449.6	73,298.6	69,633.7	71,026.4	72,446.9
社零 (亿元)	10,307.5	11,694.9	11,811.8	12,402.4	13,022.6
中央空调行业销售额 (亿元)	1,150.0	1,125.5	1,122.9	1,146.7	1,474.8
空调行业总销量 (万台)	20,085.3	19,839.0	19,442.3	20,608.8	21,845.3
分部收入(segment revenue)					
暖通空调	40,283.9	38,829.4	40,186.1	43,779.4	47,244.2
冰洗	30,839.2	31,195.4	32,755.1	34,392.9	36,112.5
三电及其他	21,622.5	17,903.7	16,934.1	17,821.7	19,360.0
分部毛利率(segment Gross margin)					
暖通空调	28.5%	27.4%	27.2%	27.3%	27.5%
冰洗	17.6%	17.6%	18.2%	18.2%	18.2%
三电及其他	10.9%	14.4%	12.2%	12.0%	13.0%
毛利占比(segment Gross %)					

驱动概览(Driver)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
暖通空调	59.7%	56.8%	57.7%	58.8%	58.8%
冰洗	28.1%	29.3%	31.4%	30.7%	29.7%
核心财务指标(core financial indicators)					
净利润	3,347.9	3,186.6	3,687.5	4,068.7	4,309.8
扣非净利润	2,605.8	2,444.9	2,829.2	3,121.7	3,306.7
EPS	2.42	2.30	2.66	2.94	3.11
EPS(扣非)	1.88	1.77	2.04	2.25	2.39
存货周转天数(天)	35.4	37.9	36.4	36.6	36.9
资本支出	-1393.9	-2114.1	-93.7	-418.4	-483.5
经营净现金流	5132.2	5796.0	7180.0	6036.1	6337.4
自由现金流	3738.2	3681.9	5682.3	4367.5	4577.2

注：分部数据基于华泰研究预测分解

资料来源：Wind、华泰研究预测

风险提示

1) 原材料价格大升；

公司主要产品原材料成本如果大幅提升，公司产品利润可能面临下滑的可能，影响公司整体盈利水平。

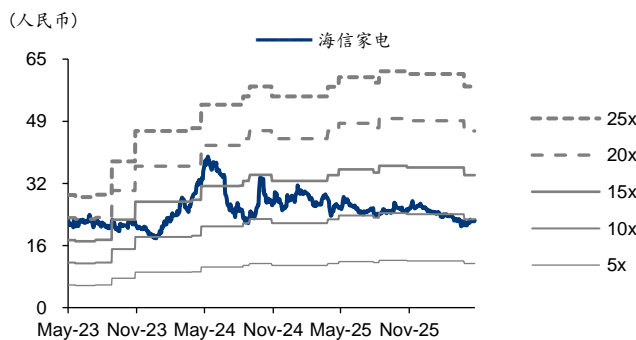
2) 地产回暖偏弱；

家电行业与地产周期联系紧密，如果地产回暖不及预期，可能大幅影响公司收入及净利润规模。

3) 中央空调需求遇冷。

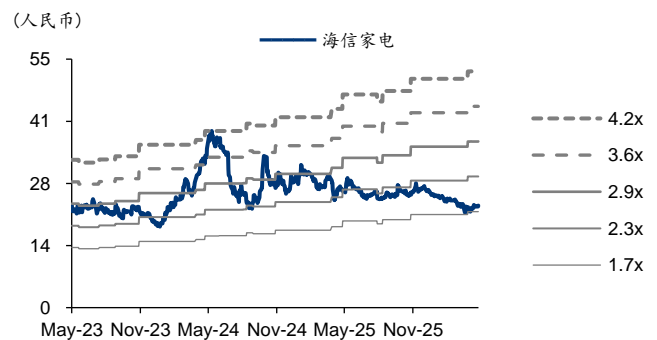
公司积极拓展中央空调业务，如果家装零售市场持续遇冷，中央空调市场容量增速下滑超预期，盈利兑现承受更大压力。

图表9：海信家电 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表10：海信家电 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	52,508	52,489	59,297	65,733	73,379
现金	4,398	3,496	7,153	14,227	18,516
应收账款	10,481	9,389	10,921	10,772	12,440
其他应收账款	242.82	194.12	252.49	224.53	285.90
预付账款	524.09	379.13	544.09	441.98	613.15
存货	7,567	6,862	7,929	7,850	8,972
其他流动资产	29,296	32,168	32,498	32,218	32,552
非流动资产	17,194	17,495	16,722	16,235	15,796
长期投资	1,765	2,005	2,348	2,708	3,069
固定投资	5,648	7,159	6,487	6,017	5,505
无形资产	1,407	1,306	1,050	810.59	604.49
其他非流动资产	8,374	7,025	6,836	6,700	6,617
资产总计	69,702	69,984	76,019	81,968	89,175
流动负债	47,919	46,455	48,923	50,940	54,082
短期借款	2,709	3,301	3,301	3,301	3,301
应付账款	12,848	17,188	13,602	19,244	15,774
其他流动负债	32,362	25,966	32,021	28,395	35,007
非流动负债	2,408	2,009	1,991	1,975	1,959
长期借款	49.37	71.31	53.35	37.05	21.38
其他非流动负债	2,359	1,938	1,938	1,938	1,938
负债合计	50,327	48,464	50,914	52,914	56,041
少数股东权益	3,919	4,051	5,700	7,424	9,229
股本	1,386	1,385	1,385	1,385	1,385
资本公积	2,099	2,217	2,217	2,217	2,217
留存公积	12,025	13,512	16,180	19,076	22,133
归属母公司股东权益	15,456	17,469	19,405	21,630	23,905
负债和股东权益	69,702	69,984	76,019	81,968	89,175

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	5,132	5,796	5,306	8,771	6,141
净利润	5,126	4,734	5,336	5,793	6,115
折旧摊销	1,166	1,364	1,288	1,365	1,289
财务费用	(36.90)	205.23	(114.85)	(122.68)	(130.65)
投资损失	(905.64)	(1,032)	(900.00)	(900.00)	(900.00)
营运资金变动	(179.62)	573.56	(284.63)	2,654	(214.22)
其他经营现金	(37.38)	(48.25)	(18.14)	(18.14)	(18.14)
投资活动现金	(619.44)	(3,554)	403.49	40.86	67.73
资本支出	(1,394)	(2,114)	(93.69)	(418.41)	(483.53)
长期投资	(147.00)	6.55	(343.25)	(359.28)	(361.35)
其他投资现金	921.50	(1,447)	840.43	818.55	912.61
筹资活动现金	(5,121)	(2,015)	(2,053)	(1,738)	(1,920)
短期借款	206.40	592.09	0.00	0.00	0.00
长期借款	6.41	21.94	(17.96)	(16.29)	(15.68)
普通股增加	(1.92)	(0.00)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(16.33)	117.98	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(5,316)	(2,747)	(2,035)	(1,722)	(1,904)
现金净增加额	(541.58)	(901.29)	3,657	7,074	4,289

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	92,746	87,928	89,875	95,994	102,717
营业成本	73,476	69,191	70,926	75,662	80,666
营业税金及附加	424.35	406.24	406.61	419.00	432.14
营业费用	9,002	8,662	8,621	9,231	9,843
管理费用	2,499	2,404	2,427	2,592	2,876
财务费用	(36.90)	205.23	(114.85)	(122.68)	(130.65)
资产减值损失	(180.16)	(219.45)	(110.00)	(110.00)	(110.00)
公允价值变动收益	253.16	230.64	18.14	18.14	18.14
投资净收益	905.64	1,032	900.00	900.00	900.00
营业利润	5,679	5,280	5,764	6,196	6,770
营业外收入	348.95	242.75	500.00	600.00	400.00
营业外支出	61.70	74.36	60.00	60.00	60.00
利润总额	5,966	5,449	6,204	6,736	7,110
所得税	840.24	714.83	868.61	943.05	995.43
净利润	5,126	4,734	5,336	5,793	6,115
少数股东损益	1,778	1,547	1,648	1,724	1,805
归属母公司净利润	3,348	3,187	3,688	4,069	4,310
EBITDA	7,217	6,962	7,910	8,351	8,478
EPS (人民币, 基本)	2.46	2.33	2.66	2.94	3.11

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	8.35	(5.19)	2.21	6.81	7.00
营业利润	8.22	(7.02)	9.17	7.49	9.27
归属母公司净利润	17.99	(4.82)	15.72	10.34	5.93
获利能力 (%)					
毛利率	20.78	21.31	21.08	21.18	21.47
净利率	5.53	5.38	5.94	6.03	5.95
ROE	26.46	22.00	21.25	19.94	18.45
ROIC	28.54	23.45	24.78	24.18	22.83
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.20	69.25	66.98	64.55	62.84
净负债比率 (%)	(3.04)	5.82	(11.23)	(34.11)	(42.90)
流动比率	1.10	1.13	1.21	1.29	1.36
速动比率	0.79	0.80	0.87	0.97	1.03
营运能力					
总资产周转率	1.37	1.26	1.23	1.22	1.20
应收账款周转率	9.41	8.85	8.85	8.85	8.85
应付账款周转率	5.90	4.61	4.61	4.61	4.61
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.42	2.30	2.66	2.94	3.11
每股经营现金流(最新摊薄)	3.71	4.19	3.83	6.33	4.43
每股净资产(最新摊薄)	11.16	12.61	14.01	15.62	17.26
估值比率					
PE (倍)	9.40	9.87	8.53	7.73	7.30
PB (倍)	2.04	1.80	1.62	1.45	1.32
EV EBITDA (倍)	2.06	2.00	1.45	0.73	0.43

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、王森泉、周衍峰，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

- 分析师樊俊豪、王森泉、周衍峰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