

# Q1 业绩符合预期，估值更具吸引力

华泰研究

季报点评

2026年4月30日 | 中国内地/中国香港

水泥

公司发布 2026 年一季报：26Q1 实现营收/归母净利 170.66/14.68 亿元，同比-10.45%/-18.98%，基本符合我们预测的 177.03/14.98 亿元，业绩同比下滑主要系自产水泥熟料量价齐跌。虽然国内水泥行业短期需求依然偏弱，但考虑到公司作为行业龙头，具备规模成本优势和优秀的资产负债表，以及行业供给侧改革（如超产治理、碳交易等）的持续推进有望改善竞争格局，我们认为公司经营底部扎实，当前估值性价比，AH 均维持“买入”。

## 盈利能力短期承压但成本优势仍然稳固

我们估算公司 26Q1 自产水泥熟料销量同比-9%，好于同期全国水泥产量同比降幅（3.0 亿吨，同比-7.1%），体现出公司作为行业龙头，积极维护行业良好竞争关系。我们测算公司 26Q1 均价 214 元/吨，同比减少 32 元/吨，主要受高基数及当前供需双弱因素影响。但得益于公司降本增效努力，26Q1 吨毛利同比下降约 15 元，同比下降金额少于吨价格。公司 26Q1 综合毛利率 21.3%，较去年同期的 22.9% 有所下滑。尽管盈利能力短期承压，但在一季度行业整体承压的背景下，公司整体经营体现其卓越的成本控制能力和业绩韧性。我们认为，随着上半年高基数期陆续过去，以及供给端约束进一步增强，公司盈利能力有望企稳回升。

## 国内偏弱需求下供给侧改革是未来行业关键

2026 年以来，国内水泥行业在需求偏弱的背景下，各地尝试推动价格修复。据数字水泥网，长三角地区在 3 月份曾落实了约 20 元/吨的提价，对稳定市场情绪起到积极作用，但 4 月以来供需关系仍显脆弱，价格缺乏持续回升的基础。我们认为，未来行业盈利能力能否实现根本性改善，关键在于供给侧改革的执行力度，特别是对备案产能的严格监管和错峰生产的有效落实。此外，碳交易市场的逐步落地预计也将进一步拉大龙头企业与落后产能的成本差距，加速行业出清。

## 净负债率和应收余额下降显示资产负债表保持强劲

公司 26Q1 末资产负债率为 19.0%，较 2025 年末的 20.4% 继续下降，财务状况延续稳健。公司期末在手货币资金 417 亿元、交易性金融资产 196 亿元，而带息债务余额仅 260 亿元，我们测算公司净负债率约-17.2%，延续了 2017 年以来的净负债率为负的优异报表。公司 26Q1 经营现金净流入 3.3 亿元，同比减少 1.8 亿元，但投资现金净流出同比减少 2 亿元至 0.6 亿元，公司持续改善资产负债表和现金流，为公司实施高分红政策提供了支撑。公司 25 年分红率达 55.3%，而 26-27 年也将不低于 50%，我们测算公司当前 A/H 股息率分别为 4.5%/5.4%。

## 盈利预测与估值

我们维持公司 26-28 年归母净利润预测为 92.1/100.7/110.9 亿元，预计公司 26 年 BVPS 为 37.2 元，维持公司 A/H 目标价 29.76 元/28.93 港元，对应 0.8/0.7x 26 年 P/B，较 2011 年以来平均 P/B 低一个标准差（与前次一致），以充分考虑到水泥供求在短期仍然面临调整压力。公司控股股东已于今年 4 月 10 日通过集中竞价方式，以 12.8 亿元完成约 1% 增持，增持后持有公司 37.4% 股权，我们认为有望增强市场对公司中长期发展的信心。

风险提示：房地产需求恢复不及预期，错峰生产的执行弱于预期。

	600585 CH	914 HK
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	人民币：29.76	港币：28.93

**方晏荷** 研究员  
SAC No. S0570517080007 fangyanhe@htsc.com  
SFC No. BPW811 +(86) 755 2266 0892

**石峰源\*** 研究员  
SAC No. S0570526040005 shifengyuan@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

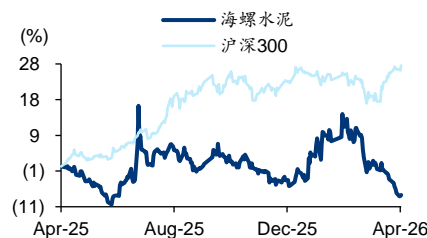
**黄颖** 研究员  
SAC No. S0570522030002 huangying018854@htsc.com  
SFC No. BSH293 +(86) 21 2897 2228

**樊星辰\*** 研究员  
SAC No. S0570525040003 fanxingchen@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

## 基本数据

(人民币/港币)	600585 CH	914 HK
收盘价(截至 4 月 29 日)	21.26	20.08
市值(百万)	112,663	106,410
6 个月平均日均成交额(百万)	759.21	210.46
52 周价格范围	21.18-27.17	18.70-27.14

## 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)	82,532	85,535	87,680	89,487
+/-%	(9.33)	3.64	2.51	2.06
归属母公司净利润(百万)	8,113	9,211	10,074	11,088
+/-%	5.42	13.53	9.37	10.07
EPS(最新摊薄)	1.53	1.74	1.90	2.09
ROE(%)	4.27	4.73	5.05	5.41
PE(倍)	11.80	10.40	9.51	8.64
PB(倍)	0.50	0.49	0.47	0.46
EV EBITDA(倍)	5.64	5.00	4.46	3.83
股息率(%)	3.98	4.50	5.19	5.90

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1：海螺水泥实际和预测比较

		2025Q4	2026Q1	YoY	2026Q1 E	A vs E
<b>运营数据概览(Operational results summary)</b>						
销量：水泥熟料（自产）	1000 ton	70,310	53,400	-9.08%	59,317	-9.98%
YoY	%				1.00%	
单位价格：水泥熟料（自产）	元/吨	240	214	-13.01%	226	6.19%
YoY	%				-8.13%	
单位成本：水泥熟料（自产）		172	164	-9.39%	177	-2.82%
<b>财报数据总结(financial results summary)</b>						
总收入	Rmb mn	21,227.40	17,066.28	-10.45%	17,702.64	-3.59%
营业成本	Rmb mn	16,182.60	13,438.28	-8.56%	14,542.67	-7.59%
毛利率	%	23.77%	21.26%	-1.63%	17.85%	3.41%
销售及管理费用	Rmb mn	2,615.86	1,921.70	-10.09%	1,985.95	-3.24%
研发费用	Rmb mn	368.61	80.55	-54.09%	163.04	-50.60%
财务费用	Rmb mn	-83.33	-15.58	-91.14%	-163.38	-90.47%
营业利润	Rmb mn	1,943.92	1,740.20	-19.74%	1,958.32	-11.14%
税前利润	Rmb mn	1,983.07	1,879.11	-18.95%	1,958.32	-4.04%
所得税	Rmb mn	524.57	437.21	-19.12%	489.58	-10.70%
少数股东损益	Rmb mn	-350.06	-25.95	-23.24%	-29.04	-10.63%
归母净利润	Rmb mn	1,808.57	1,467.85	-18.98%	1,497.78	-2.00%
非经常性损益	Rmb mn	157.97	167.17	13.10%	100.00	67.17%
扣非归母净利润	Rmb mn	1,650.60	1,300.68	-21.77%	1,397.78	-6.95%
EPS	Rmb/sh	0.34	0.28	-17.65%	0.28	-0.93%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.31	0.25	-20.82%	0.26	-6.95%
DPS	Rmb/sh	0.61	0.00			
<b>核心财务指标(core financial indicators)</b>						
有效税率	%	26.45%	23.27%		25.00%	
少数股东损益占比	%	-24.00%	-1.80%		-1.98%	
分红比例	%	86%	0%			
经营净现金流	Rmb mn	5,544	326			
资本支出	Rmb mn	2,839	1,807			
自由现金流	Rmb mn	2,705	-1,481			
净负债率	%	-18.01%	-17.23%			

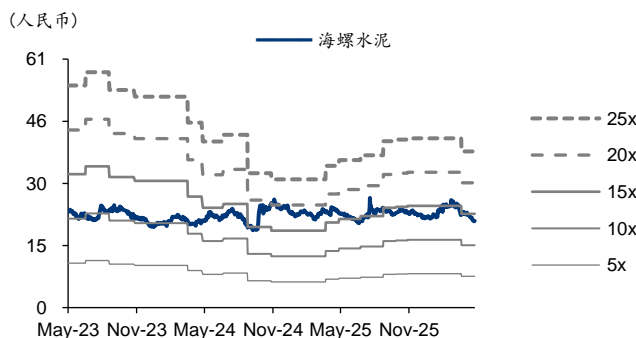
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表2: 海螺水泥季度财报总结

季度财报数据总结(quarter financial results summary)		4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	YoY	QoQ	2Q26E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	22,879	19,058	22,240	20,006	21,227	17,066	-10%	-20%	18781	-16%	10%
营业成本	Rmb mn	16,439	14,696	16,194	15,516	16,183	13,438	-9%	-17%	15475	-4%	15%
毛利率	%	28.15%	22.89%	27.19%	22.44%	23.77%	21.26%	-2%	-3%	17.60%	-10%	-4%
销售及管理费用	Rmb mn	2739	2137	2463	2285	2616	1922	-10%	14%	2,080	-16%	8%
研发费用	Rmb mn	392	175	133	170	369	81	-54%	-78%	112	-16%	40%
财务费用	Rmb mn	-449	-176	-319	-335	-83	-16	-91%	-81%	-269	-16%	1629%
营业利润	Rmb mn	3322	2168	3577	2522	1944	1740	-20%	-10%	2,964	-17%	70%
税前利润	Rmb mn	3227	2318	3521	2601	1983	1879	-19%	-5%	2,964	-16%	58%
所得税	Rmb mn	809	541	901	589	525	437	-19%	-17%	741	-18%	70%
少数股东损益	Rmb mn	-79	-34	63	75	-350	-26	-23%	-93%	53	-15%	-305%
归母净利润	Rmb mn	2498	1812	2557	1937	1809	1468	-19%	-19%	2,170	-15%	48%
非经常性损益	Rmb mn	12	148	22	197	158	167	13%	6%	100	355%	-40%
净利润(扣非)	Rmb mn	2486	1663	2535	1739	1651	1301	-22%	-21%	2,070	-18%	59%
EPS	Rmb/sh	0.47	0.34	0.48	0.37	0.34	0.28	-18%	-18%	0.41	-15%	46%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.47	0.31	0.48	0.33	0.31	0.25	-21%	-21%	0.39	-19%	59%
主业量价拆分 (segment break down)												
自产水泥熟料销量	1000 ton	72,500	58,730	66,810	69,150	70,310	53,400	-9%	2%	63,470	-5%	19%
自产水泥熟料均价	元/吨	266	246	243	210	240	214	-13%	14%	216	-11%	1%
自产水泥熟料吨成本	元/吨	190	181	169	155	172	164	-9%	11%	170	1%	4%
自产水泥熟料吨毛利	元/吨	76	65	74	55	68	50	-23%	24%	46	-38%	-8%
核心财务指标(core financial indicators)												
经营净现金流	Rmb mn	7,245	503	7,784	2,813	5,544	326	-35%	-94%			
资本支出	Rmb mn	2,891	2,376	1,687	2,403	2,839	1,807	-24%	-36%			
自由净现金流	Rmb mn	4,354	-1,874	6,097	411	2,705	-1,481	-21%	-155%			
净负债率	%	-20.68%	-17.89%	-17.74%	-17.48%	-18.01%	-17.23%	0.66%	0.78%			

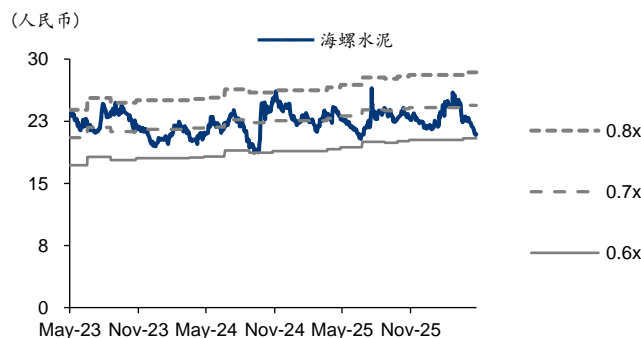
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表3: 海螺水泥 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 海螺水泥 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
<b>流动资产</b>	93,762	88,805	92,936	96,321	102,443
现金	70,229	50,252	51,820	56,083	62,639
应收账款	11,110	10,266	11,888	12,692	12,395
其他应收账款	2,355	2,140	2,140	2,140	2,140
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	8,109	7,597	8,539	7,856	8,720
其他流动资产	1,959	18,550	18,550	17,550	16,550
<b>非流动资产</b>	160,873	167,196	169,188	170,402	170,851
长期投资	7,776	7,981	7,481	6,981	6,480
固定投资	98,583	98,706	100,440	101,449	102,243
无形资产	34,264	37,051	37,810	38,514	38,671
其他非流动资产	20,250	23,458	23,458	23,458	23,458
<b>资产总计</b>	254,635	256,001	262,125	266,723	273,294
<b>流动负债</b>	28,892	27,819	29,809	30,000	31,937
短期借款	7,722	6,937	7,937	8,937	9,937
应付账款	6,127	5,301	6,292	5,482	6,419
其他流动负债	15,043	15,581	15,580	15,580	15,580
<b>非流动负债</b>	25,366	24,466	23,966	23,466	22,966
长期借款	21,586	19,519	19,019	18,519	18,019
其他非流动负债	3,780	4,947	4,947	4,947	4,947
<b>负债合计</b>	54,258	52,285	53,776	53,467	54,903
少数股东权益	12,437	11,288	11,197	11,097	10,987
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
资本公积	10,721	8,346	9,382	9,382	9,382
留存公积	169,005	171,645	175,097	179,821	184,828
归属母公司股东权益	187,940	192,428	197,152	202,159	207,404
<b>负债和股东权益</b>	254,635	256,001	262,125	266,723	273,294

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金</b>	18,476	16,644	12,165	14,885	17,338
净利润	7,696	8,113	9,211	10,074	11,088
折旧摊销	6,727	6,178	6,507	6,786	7,050
财务费用	1,171	913.43	1,239	1,295	1,410
投资损失	296.80	748.69	649.50	649.50	649.50
营运资金变动	6,416	935.40	(1,573)	(930.20)	369.62
其他经营现金	(3,831)	(245.01)	(3,868)	(2,990)	(3,229)
<b>投资活动现金</b>	(13,326)	(13,934)	(7,850)	(7,350)	(6,850)
资本支出	(10,954)	(9,305)	(9,000)	(8,500)	(8,000)
长期投资	0.00	0.00	1,150	1,150	1,150
其他投资现金	(2,372)	(4,629)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金</b>	(385.50)	(8,298)	(2,747)	(3,270)	(3,932)
短期借款	375.00	(785.00)	1,000	1,000	1,000
长期借款	5,974	(2,067)	(500.05)	(500.00)	(500.00)
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	(6,735)	(5,446)	(3,247)	(3,770)	(4,432)
现金净增加额	4,765	(5,588)	1,568	4,265	6,556

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
<b>营业收入</b>	91,030	82,532	85,535	87,680	89,487
营业成本	(71,272)	(62,589)	(64,305)	(65,338)	(66,060)
营业税金及附加	(1,026)	(962.70)	(981.83)	(1,018)	(964.48)
营业费用	(3,415)	(3,501)	(3,592)	(3,683)	(3,758)
管理费用	(7,203)	(6,848)	(6,866)	(6,863)	(6,735)
财务费用	1,171	913.43	1,239	1,295	1,410
资产减值损失	(333.71)	(353.73)	(906.99)	(500.00)	(100.00)
公允价值变动收益	(206.12)	(90.02)	94.73	94.73	0.00
投资净收益	543.60	296.78	748.69	649.50	649.50
<b>营业利润</b>	8,562	8,758	10,323	11,299	12,515
营业外收入	649.07	991.72	1,238	1,255	847.09
营业外支出	(186.21)	(162.52)	(280.55)	(280.55)	(280.55)
<b>利润总额</b>	10,029	10,420	12,211	13,244	14,574
所得税	(2,366)	(2,554)	(3,093)	(3,271)	(3,597)
<b>净利润</b>	7,663	7,866	9,118	9,973	10,977
少数股东损益	32.92	247.38	91.19	99.73	109.77
归属母公司净利润	7,696	8,113	9,211	10,074	11,088
EBITDA	15,586	15,685	17,480	18,735	20,214
EPS (人民币, 基本)	1.45	1.53	1.74	1.90	2.09

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(35.44)	(9.33)	3.64	2.51	2.06
营业利润	(28.28)	2.29	17.87	9.46	10.76
归属母公司净利润	(26.21)	5.42	13.53	9.37	10.07
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	21.70	24.16	24.82	25.48	26.18
净利率	8.45	9.83	10.77	11.49	12.39
ROE	4.12	4.27	4.73	5.05	5.41
ROIC	4.25	4.12	4.39	4.76	5.24
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	21.31	20.42	20.52	20.05	20.09
净负债比率 (%)	(21.77)	(12.37)	(12.61)	(14.16)	(16.72)
流动比率	3.25	3.19	3.12	3.21	3.21
速动比率	2.96	2.92	2.83	2.95	2.93
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.36	0.32	0.33	0.33	0.33
应收账款周转率	7.67	7.72	7.72	7.13	7.13
应付账款周转率	3.75	3.42	3.48	3.52	3.55
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.45	1.53	1.74	1.90	2.09
每股经营现金流(最新摊薄)	1.69	0.94	0.78	1.20	1.76
每股净资产(最新摊薄)	35.47	36.31	37.20	38.15	39.14
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	12.44	11.80	10.40	9.51	8.64
PB (倍)	0.51	0.50	0.49	0.47	0.46
EV EBITDA (倍)	4.56	5.64	5.00	4.46	3.83

## 免责声明

### 分析师声明

本人，方晏荷、石峰源、黄颖、樊星辰，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。
- 海螺水泥（914 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](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

- 分析师方晏荷、石峰源、黄颖、樊星辰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。
- 海螺水泥（914 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