

# 非煤品与物流总包拖累盈利表现

华泰研究

2026年4月30日 | 中国内地

年报点评

铁路运输

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

6.74

大秦铁路发布 2025 年报与 2026 年一季报。25 年实现营收 776 亿元 (yoy+4.04%)，归母净利 59.0 亿元 (yoy-34.73%)，盈利低于我们预期 (65.0 亿元)，主要是 Q4 成本超预期所致。26 年 Q1 实现营收 186 亿元 (yoy+4.32%)，归母净利 23.8 亿元 (yoy-7.26%)，盈利低于我们预期 (27.88 亿元)，主要是运输优惠的收窄慢于预期。公司拟派发 25 年度末期股息 0.14 元/股 (含税)，连同中期股息 0.08 元/股，全年现金分红对应股息率 4.2%，现金分红加股票回购总额约占归母净利 79.22%。考虑海外能源持续紧张，或与夏季运煤高峰形成共振，铁路量价有望大幅改善，维持“买入”。

## 25 年回顾：开展物流总包与拓展非煤品类，降价让利

25 年公司完成货物发送量 6.81 亿吨 (同比-3.6%)，其中煤炭发送量 5.49 亿吨 (同比-6.8%)。核心线路大秦线完成货运量 3.9 亿吨 (同比-0.5%)，其中煤炭运量同比减少 211 万吨。25 年煤炭发送量下降主因：1) 需求端偏弱，25 年火电发电量同比下降 0.7%；2) 运输方式竞争升级，周边铁路运能宽松导致价格内卷，山西新能源卡车普及率提高使公路运输成本下降。公司 25 年净利润下降主因：1) 货收率较高的煤炭发送量减少；2) 公司拓展非煤大宗品市场，25 年非煤货品发送量同比增长 13%，由于非煤货物到达地多为公司管外，使货运服务费大幅增加；3) 公司在煤炭价格低谷期开拓物流总包服务，市场培育尚处让利引流阶段；4) 实施货物运价优惠。综上，公司 25 年毛利润同比下降 41%。参股项目中，朔黄铁路、浩吉铁路的投资收益分部同比下降 1%、14.9%。子公司唐港铁路净利润同比下降 18.6%。

## 26 年 Q1 回顾：能源紧张引起 3 月运输需求大幅改善

26 年 Q1 大秦线运量同比增长 4.5%，特别是中东冲突爆发后，3 月日均运量已同比增长 6.4%至 121 万吨/日，接近满载水平 (约 125 万吨/日)。不过，货物运价优惠、开展物流总包与非煤品类或仍对 1-2 月盈利产生拖累。综上，公司 26 年 Q1 毛利润同比下降 7%。参股项目中，浩吉铁路 Q1 营业收入、净利润分别同比增长 5.6%、1.2%。Q1 神华旗下黄骅港与天津煤码头装船量同比增长 10.8%，据此我们估计朔黄铁路投资收益同比增长约 10%。公司 26 年 3 月末的合同负债 (铁路运费预收款) 较年初提高 6%，较去年同期增长 53%，反映 Q2 运煤需求或大幅改善。

## 展望：进口替代利好“西煤东运”铁路量价齐升

4 月，澳洲 (5500k) / 印尼 (3800k) 煤炭离岸均价较年初上涨约 24/34%，运至广州港的到岸均价高于内贸长协煤约 27 元/吨。价格持续倒挂或使我国进口量缩减，供需缺口由国内产能填补，利好“西煤东运”铁路干线。4 月国内柴油市场均价较年初上涨 33%，而油耗成本约占运输成本 30%，公路运价在煤炭旺季上涨幅度或较为显著，使铁路竞争压力大幅减轻。24-25 年，呼和浩特、西安局、太原局等多个煤炭主产区铁路局实施运费下浮优惠。今年铁路需求强劲，铁路前期运费优惠亦有望收窄，形成整体“隐性提价”。

## 盈利预测与估值

考虑运输优惠收窄进展略慢于预期，我们下调公司 26-27 年归母净利润 2.60%/2.96%至 77.72 亿/80.43 亿元，首次引入 28 年预测 82.74 亿元。我们假设 26-28 年大秦线运量达到 4.05/4.08/4.11 亿吨、公司综合吨公里收入率同比上涨 4%/1%/1%。我们仍基于 0.81x PB (2020-2025 均值) 以及 2026E BPS 8.32 元得出目标价 6.74 元 (前次目标价 6.92 元)。

风险提示：霍尔木兹海峡解封，煤炭需求偏弱，朔黄/浩吉/唐包/瓦日铁路分流运量，运费下调，人工成本上涨，开拓物流总包与非煤运输不及预期。

沈晓峰

SAC No. S0570516110001  
SFC No. BCG366

研究员  
shenxiaofeng@htsc.com  
+(86) 21 2897 2088

林霞颖

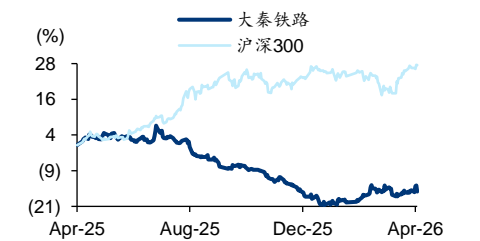
SAC No. S0570518090003  
SFC No. BIX840

研究员  
linxiaying@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

## 基本数据

收盘价 (人民币 截至 4 月 30 日)	5.27
市值 (人民币百万)	106,176
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	750.16
52 周价格范围 (人民币)	4.98-6.78

## 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)	77,645	83,957	85,515	87,049
+/-%	4.04	8.13	1.86	1.79
归属母公司净利润 (百万)	5,900	7,772	8,043	8,274
+/-%	(34.73)	31.72	3.49	2.87
EPS (最新摊薄)	0.29	0.39	0.40	0.41
ROE (%)	3.59	4.64	4.69	4.72
PE (倍)	18.00	13.66	13.20	12.83
PB (倍)	0.65	0.63	0.62	0.61
EV EBITDA (倍)	7.17	5.85	5.76	5.68
股息率 (%)	4.17	4.03	4.17	4.29

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图1：季度财报数据总结

		1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q25YoY	2Q25YoY	3Q25YoY	4Q25YoY	1Q26A	1Q26YoY
总收入	Rmb mn	17,801	19,485	19,773	20,587	-2.6%	6.3%	6.3%	6.0%	18,570	4.3%
营业成本	Rmb mn	14,902	17,169	17,331	21,550	3.6%	17.9%	12.8%	14.0%	15,873	6.5%
毛利率	%	16.3%	11.9%	12.3%	-4.7%	-4.9%	-8.7%	-5.1%	-7.3%	14.5%	-1.8%
销售及管理费用	Rmb mn	187	193	199	393	4.5%	26.9%	19.6%	162.4%	307	64.4%
研发费用	Rmb mn	-	0	1	11					-	
财务费用	Rmb mn	(158)	(42)	16	(113)	172.1%	-131.3%	-86.4%	-36.6%	(11)	-93.1%
营业利润	Rmb mn	3,601	2,748	2,967	(667)	-19.4%	-34.0%	-19.5%	-160.5%	3,208	-10.9%
税前利润	Rmb mn	3,579	2,726	2,954	(684)	-19.9%	-34.3%	-19.3%	-165.2%	3,193	-10.8%
所得税	Rmb mn	732	887	694	(588)	-31.4%	-13.1%	3.6%	-300.6%	608	-16.9%
少数股东损益	Rmb mn	276	295	150	228	-22.6%	-4.4%	-40.1%	-28.6%	200	-27.4%
归母净利润	Rmb mn	2,571	1,544	2,109	(324)	-15.6%	-45.2%	-23.0%	-174.3%	2,384	-7.3%
非经常性损益		-	-	-	-					-	
净利润(扣非)	Rmb mn	2,571	1,544	2,109	(324)	-15.6%	-45.2%	-23.0%	-174.3%	2,384	-7.3%
EPS	Rmb/sh	0.13	0.08	0.10	(0.02)	-15.6%	-45.2%	-23.0%	-174.3%	0.12	-7.3%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.13	0.08	0.10	(0.02)	-15.6%	-45.2%	-23.0%	-174.3%	0.12	-7.3%

资料来源：Wind、华泰研究预测

图2：核心假设和财务预测

驱动概览		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
全国原煤产量同比	%	1%	1%	1%	1%	1%
进口煤数量同比	%	14%	-10%	-8%	0%	0%
大秦线运量同比	%	-7%	-6%	4%	1%	1%
综合吨公里收入率同比	%	-7%	-6%	4%	1%	1%
<b>分部收入</b>						
货运	Rmb mn	53,441	54,322	60,159	61,288	62,383
客运	Rmb mn	10,010	10,431	10,692	10,959	11,233
其他	Rmb mn	11,177	12,892	13,106	13,268	13,433
<b>核心财务指标</b>						
EBIT	Rmb mn	13,273	8,209	11,515	11,798	12,013
EBITDA	Rmb mn	19,017	14,061	17,576	18,065	18,461
联合营公司投资收益	Rmb mn	2,778	2,738	2,883	2,910	2,913
净利润	Rmb mn	9,039	5,900	7,772	8,043	8,274
扣非净利润	Rmb mn	9,039	5,900	7,772	8,043	8,274
EPS	Rmb/sh	0.48	0.29	0.39	0.40	0.41
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.48	0.29	0.39	0.40	0.41
BVPS	Rmb/sh	8.24	8.15	8.32	8.51	8.70
应收账款周转天数	days	23.9	21.0	18.7	19.2	19.2
应付账款周转天数	days	29.3	26.1	25.9	26.2	26.2
存货周转天数	days	10.4	8.7	8.5	8.6	8.6
经营净现金流	Rmb mn	9,317	4,987	11,396	12,633	13,172
资本支出	Rmb mn	(4,532)	(27,181)	(7,067)	(7,069)	(7,068)
自由现金流	Rmb mn	4,784	(22,195)	4,329	5,564	6,104
净负债	Rmb mn	(38,421)	(20,564)	(19,802)	(19,858)	(20,392)
净负债率	%	-23%	-11%	-11%	-10%	-10%

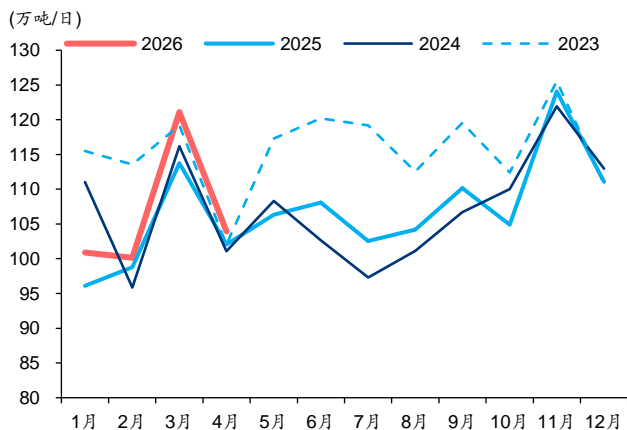
资料来源：Wind、华泰研究预测

图表3：实际和预测对比

核心驱动		2024A	2025A	YoY	2025E	A vs E
大秦线运量同比	%	-7%	-1%	6.6pct	-1%	0pct
分部收入						
货运	Rmb mn	53,441	54,322	2%	52,023	4%
客运	Rmb mn	10,010	10,431	4%	10,260	2%
其他	Rmb mn	11,177	12,892	15%	12,736	1%
财报数据总结						
总收入	Rmb mn	74,627	77,645	4%	75,020	3%
营业成本	Rmb mn	63,208	70,951	12%	67,996	4%
毛利率	%	15%	9%	-6.7pct	9%	-0.7pct
销售及管理费用	Rmb mn	646	971	50%	656	48%
研发费用	Rmb mn	8	12	55%	8	54%
财务费用	Rmb mn	14	(296)	-2258%	(473)	-37%
营业利润	Rmb mn	13,421	8,648	-36%	9,578	-10%
税前利润	Rmb mn	13,326	8,574	-36%	9,458	-9%
所得税	Rmb mn	3,051	1,725	-43%	2,075	-17%
少数股东损益	Rmb mn	1,235	949	-23%	887	7%
归母净利润	Rmb mn	9,039	5,900	-35%	6,496	-9%
EPS	Rmb/sh	0.48	0.29	-39%	32.24%	-9%
DPS	Rmb/sh	0.27	0.22	-18%	18.06%	22%
核心财务指标						
有效税率	%	22.9%	20.1%	-2.8pct	21.9%	-1.8pct
少数股东损益占比	%	12.0%	13.9%	1.8pct	12.0%	1.8pct
分红比例	%	56.0%	75.0%	19pct	56.0%	19pct
应收账款周转天数	days	23.9	21.0	-12%	23.5	-10%
应付账款周转天数	days	29.3	26.1	-11%	27.9	-6%
存货周转天数	days	10.4	8.7	-17%	9.5	-8%
经营净现金流	Rmb mn	9,317	4,987	-46%	11,061	-55%
资本支出	Rmb mn	(4,532)	(27,181)	500%	(31,507)	-14%
自由现金流	Rmb mn	4,784	(22,195)	-564%	(20,446)	9%
净负债	Rmb mn	(38,421)	(20,564)	-46%	(25,696)	-20%
净负债率	%	-23%	-11%	11.2pct	-14%	2.5pct

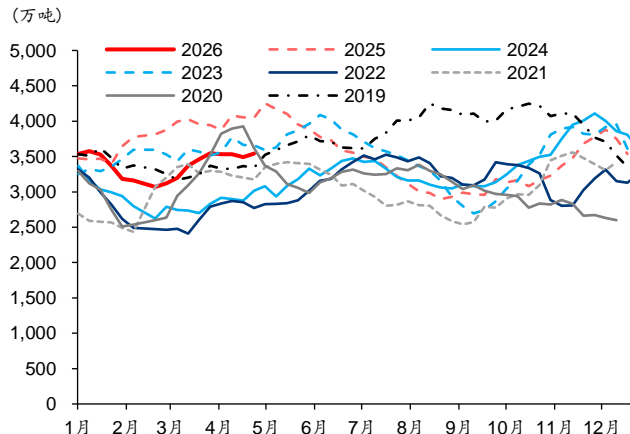
资料来源：Wind、华泰研究预测

图表4：大秦线日均货运量



资料来源：Wind，华泰研究预测

图表5：CCTD 主流北方港口煤炭库存



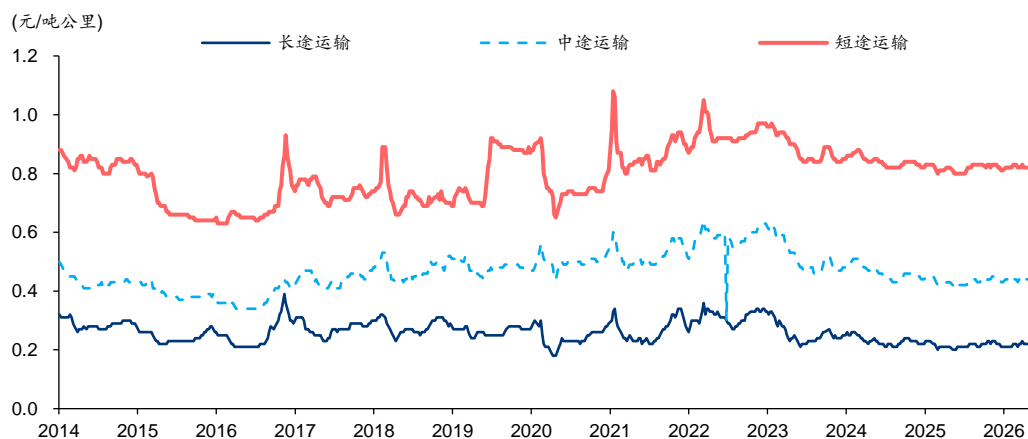
资料来源：iFind，华泰研究

图表6: 国际油价的大幅上涨或传导至国内终端市场



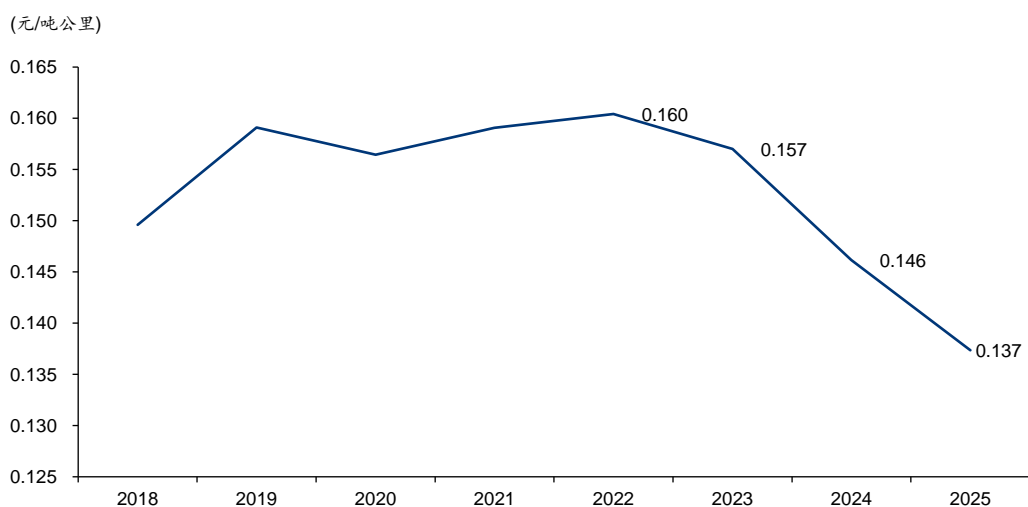
资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 鄂尔多斯公路煤炭运价指数



资料来源: Wind、华泰研究

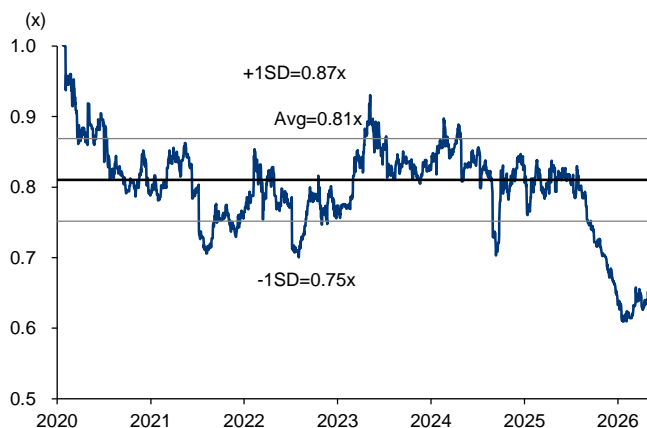
图表8: 大秦铁路公司综合吨公里收入率



注: 公司自 2025 年开展物流总包业务, 货运收入含两端物流辅助服务收入; 2024 年及以前的综合吨公里收入率=货运收入/货物周转量, 2025 年综合吨公里收入率=(货运收入-两端物流辅助服务费用)/货物周转量, 公司并未披露两端物流辅助服务收入, 我们测算时假设该业务收支平衡

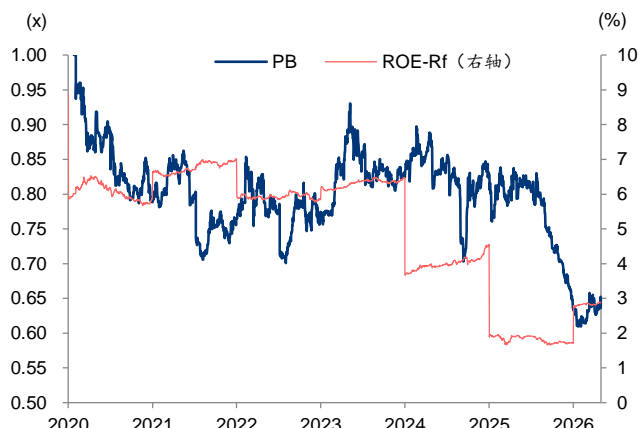
资料来源: Wind、华泰研究

图表9: 大秦铁路: PB 处于近 6 年较低水平



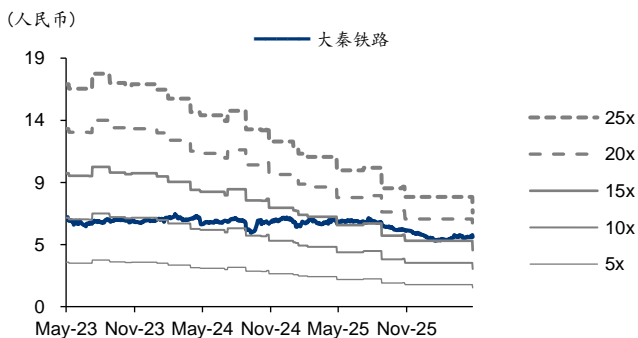
资料来源: Wind、华泰研究

图表10: 大秦铁路: PB vs ROE 减 10 年期国债收益率



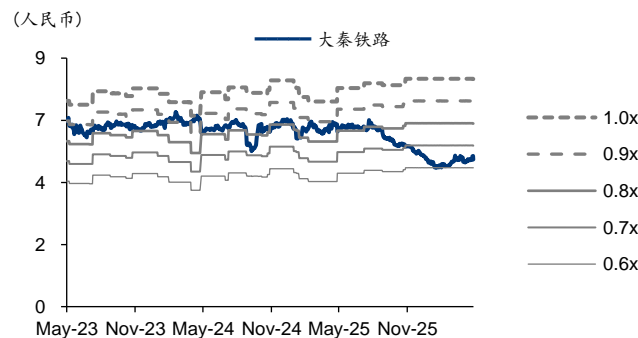
资料来源: Wind、华泰研究

图表11: 大秦铁路 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表12: 大秦铁路 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

### 风险提示

霍尔木兹海峡解封, 煤炭需求偏弱, 朔黄/浩吉/唐包/瓦日铁路分流运量, 运费下调, 人工成本上涨, 开拓物流总包与非煤运输不及预期。

## 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>	75,233	50,704	49,612	49,000	48,863
现金	61,347	35,850	33,716	32,789	32,338
应收账款	4,811	4,130	4,466	4,548	4,630
其他应收账款	4,231	3,715	4,017	4,091	4,165
预付账款	298.95	289.40	312.93	318.74	324.45
存货	1,700	1,686	1,756	1,786	1,817
其他流动资产	2,845	5,034	5,345	5,467	5,589
<b>非流动资产</b>	131,785	161,114	165,557	170,413	175,031
长期投资	24,659	27,709	31,025	34,371	37,721
固定投资	88,309	89,697	91,053	92,346	93,577
无形资产	10,532	34,512	34,543	34,572	34,598
其他非流动资产	8,286	9,195	8,936	9,124	9,134
<b>资产总计</b>	207,018	211,818	215,169	219,413	223,894
<b>流动负债</b>	15,290	16,441	16,180	16,346	16,630
短期借款	238.16	289.15	289.15	289.15	289.15
应付账款	5,002	5,139	5,353	5,445	5,538
其他流动负债	10,050	11,013	10,538	10,611	10,803
<b>非流动负债</b>	21,759	15,838	14,855	13,871	12,887
长期借款	9,483	9,837	8,853	7,869	6,886
其他非流动负债	12,276	6,002	6,002	6,002	6,002
<b>负债合计</b>	37,049	32,279	31,035	30,217	29,517
少数股东权益	15,085	15,262	16,512	17,806	19,136
股本	18,807	20,147	20,147	20,147	20,147
资本公积	45,972	53,514	53,514	53,514	53,514
留存公积	90,986	92,640	96,700	100,901	105,223
归属母公司股东权益	154,884	164,276	167,622	171,390	175,240
<b>负债和股东权益</b>	207,018	211,818	215,169	219,413	223,894

### 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>	9,317	4,987	11,396	12,633	13,172
净利润	10,274	6,849	9,022	9,336	9,604
折旧摊销	5,744	5,853	6,061	6,267	6,448
财务费用	13.72	(296.02)	114.61	93.51	67.11
投资损失	(2,782)	(2,742)	(2,887)	(2,913)	(2,917)
营运资金变动	(4,388)	(5,318)	(972.06)	(208.43)	(89.07)
其他经营现金	454.64	640.36	57.08	57.49	58.87
<b>投资活动现金</b>	(4,775)	(25,034)	(7,617)	(8,209)	(8,148)
资本支出	(4,532)	(27,181)	(7,067)	(7,069)	(7,068)
长期投资	(3,500)	(1,000)	(3,316)	(3,346)	(3,350)
其他投资现金	3,257	3,148	2,766	2,207	2,270
<b>筹资活动现金</b>	(10,515)	(5,461)	(5,913)	(5,352)	(5,474)
短期借款	200.13	50.99	0.00	0.00	0.00
长期借款	(1,202)	353.23	(983.65)	(983.65)	(983.65)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	17,660	7,543	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(27,173)	(13,408)	(4,929)	(4,368)	(4,491)
现金净增加额	(5,974)	(25,508)	(2,134)	(927.72)	(450.35)

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>	74,627	77,645	83,957	85,515	87,049
营业成本	63,208	70,951	73,906	75,182	76,460
营业税金及附加	261.40	272.70	294.87	300.34	305.73
营业费用	128.50	52.17	56.41	57.46	58.49
管理费用	517.71	918.71	946.27	974.66	1,004
财务费用	13.72	(296.02)	114.61	93.51	67.11
资产减值损失	0.00	(6.57)	(7.10)	(7.23)	(7.36)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,782	2,742	2,887	2,913	2,917
<b>营业利润</b>	13,421	8,648	11,560	11,861	12,106
营业外收入	58.38	35.48	46.93	41.21	44.07
营业外支出	153.20	109.44	131.32	120.38	125.85
<b>利润总额</b>	13,326	8,574	11,476	11,782	12,024
所得税	3,051	1,725	2,454	2,445	2,420
<b>净利润</b>	10,274	6,849	9,022	9,336	9,604
少数股东损益	1,235	948.89	1,250	1,294	1,331
归属母公司净利润	9,039	5,900	7,772	8,043	8,274
EBITDA	19,017	14,061	17,576	18,065	18,461
EPS (人民币, 基本)	0.51	0.30	0.39	0.40	0.41

### 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	(7.89)	4.04	8.13	1.86	1.79
营业利润	(24.91)	(35.56)	33.67	2.60	2.07
归属母公司净利润	(24.23)	(34.73)	31.72	3.49	2.87
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	15.30	8.62	11.97	12.08	12.16
净利率	13.77	8.82	10.75	10.92	11.03
ROE	5.84	3.59	4.64	4.69	4.72
ROIC	5.75	3.63	5.02	5.11	5.16
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	17.90	15.24	14.42	13.77	13.18
净负债比率 (%)	(22.60)	(11.45)	(10.75)	(10.50)	(10.49)
流动比率	4.92	3.08	3.07	3.00	2.94
速动比率	4.76	2.85	2.82	2.74	2.68
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.36	0.37	0.39	0.39	0.39
应收账款周转率	15.25	17.37	19.54	18.97	18.97
应付账款周转率	12.44	13.99	14.09	13.92	13.92
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.29	0.39	0.40	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.25	0.57	0.63	0.65
每股净资产(最新摊薄)	7.69	8.15	8.32	8.51	8.70
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	11.75	18.00	13.66	13.20	12.83
PB (倍)	0.69	0.65	0.63	0.62	0.61
EV EBITDA (倍)	4.36	7.17	5.85	5.76	5.68

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈晓峰、林霞颖，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](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

- 分析师沈晓峰、林霞颖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