

利润率、现金流同比改善

华泰研究

2026年5月01日 | 中国内地

季报点评

建筑施工

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

8.23

中国建筑发布一季报, 2026年Q1实现营收5118.47亿元(yoy-7.85%、qoq-2.30%), 归母净利138.81亿元(yoy-7.53%、qoq+1465.68%), 扣非净利137.84亿元(yoy-7.18%)。公司26Q1新签合同12613亿, 同比-0.7%, 维持稳健态势。我们认为未来随着地产回暖、基建稳增长、化债等政策推进, 公司需求端和资产端有望同步改善, 同时分红导向稳定, 根据4月30日收盘价, 股息率5.54%, 具备较好的红利价值, 维持“买入”评级。

工程业务盈利能力改善, 境外收入实现较好增长

分业务, 26Q1公司房建/基建/房地产/勘察设计分别实现营收3321/1186/524/22亿元, 同比-9.0%/-7.6%/-2.4%/-4.7%, 毛利率分别为6.4%/8.8%/13.5%/8.2%, 同比+0.29/+0.65/-3.36/-0.51pct, 工程业务盈利能力有所改善, 公司26Q1综合毛利率同比+0.08pct至7.93%。分地区, 境内实现收入4855亿元, 同比-8.64%, 毛利率8.04%, 同比+0.06pct; 境外实现收入263亿元, 同比+10.1%, 毛利率5.78%, 同比+0.85pct。

归母净利率同比微增, 经营性现金净流出减少

26Q1期间费用率同比+0.08pct至3.73%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.30%/1.53%/1.10%/0.80%, 同比-0.05/+0.06/+0.04/+0.03pct, 销售费用同比-21.75%, 预计主要是地产销售投入费用减少, 其余费用率受收入下滑影响被动抬升。26Q1归母净利率为2.71%, 同比+0.01pct。26Q1公司经营性净现金流-770亿元, 同比少流出189亿元, 收、付现比分别为101%/115%, 同比+0.32/-2.78pct。

国际化业务拓展成效显著

26Q1公司新签合同额同比-0.7%, 其中建筑业新签同比-0.7%。细分业务看, 房建/基建/勘察设计新签8300/3629/28亿元, 同比+6.4%/-13.7%/-14.2%, 房建中, 工业厂房继续增长, 同比+22.5%; 基建中, 水利水运新签同比+41.2%。分地区看, 境外新签739亿元, 同比+9.5%, 聚焦工业厂房、数据中心、轨道交通等领域加快拓展市场空间, 在东南亚、北非、西亚等区域市场订单实现较快增长; 境内新签11874亿元, 同比-1.3%。

盈利预测与估值

我们维持公司26-28年归母净利润预测为364.18/348.51/352.88亿元。采用分部估值法, 可比建筑/地产公司26年PE均值为5/20x, 认可给予公司26年259亿建筑净利/105亿地产净利5/20xPE, 调整目标价至8.23元(前值6.45元, 对应26年259亿建筑净利/105亿地产净利5/13xPE, 均为可比均值), 维持“买入”评级。

风险提示: 稳增长政策低于预期, 地产/工程增速不及预期。

黄颖

研究员

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

方晏荷

研究员

SAC No. S0570517080007 fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811 +(86) 755 2266 0892

樊星辰*

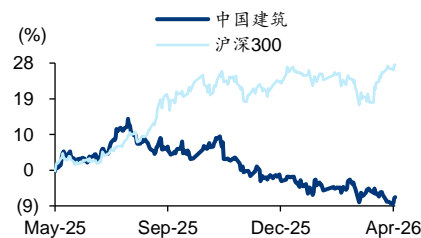
研究员

SAC No. S0570525040003 fanxingchen@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

收盘价(人民币 截至4月30日)	4.91
市值(人民币百万)	202,883
6个月平均日均成交额(人民币百万)	1,195
52周价格范围(人民币)	4.81-6.13

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(十亿)	2,082	2,100	2,115	2,130
+/-%	(4.80)	0.87	0.71	0.71
归属母公司净利润(十亿)	39	36	35	35
+/-%	(15.41)	(6.79)	(4.30)	1.25
EPS(最新摊薄)	0.95	0.88	0.84	0.85
ROE(%)	6.51	5.80	5.32	5.17
PE(倍)	5.19	5.57	5.82	5.75
PB(倍)	0.41	0.39	0.38	0.36
EV EBITDA(倍)	9.56	11.73	12.28	12.78
股息率(%)	5.54	5.54	5.54	5.50

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 可比公司估值表 (2026/4/30)

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
地产										
002244 CH	滨江集团	297	0.68	0.86	0.94	0.85	14.04	11.10	10.19	11.24
600048 CH	保利发展	735	0.09	0.13	0.17	0.23	71.03	48.89	35.49	26.71
1908 HK	建发国际集团	332	1.63	1.62	1.74	1.89	9.10	9.14	8.54	7.86
1109 HK	华润置地	2,318	3.56	3.61	3.64	4.04	9.12	9.00	8.93	8.05
平均							25.82	19.53	15.79	13.46
工程										
601186 CH	中国铁建	917	1.35	1.35	1.40	1.43	4.99	5.00	4.81	4.71
601390 CH	中国中铁	1,254	0.93	0.93	0.94	0.94	5.48	5.44	5.38	5.41
平均							5.23	5.22	5.10	5.06
601668 CH	中国建筑	2,029	0.95	0.88	0.84	0.85	5.19	5.57	5.82	5.75

注: EPS 除中国建筑为华泰研究预测外, 其余公司均为 Wind 一致预测。

资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2: 中国建筑核心假设和财务预测

驱动概览		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
固定资产投资: 房地产投资同比增速	%	-9.60%	-17.44%	-10.00%	-8.00%	-5.00%
同比增速: 新签合同额: 工程建设	%	5.40%	1.76%	1.07%	0.73%	0.73%
同比增速: 营业收入: 房地产	%	-0.80%	-7.13%	5.61%	3.15%	-1.57%
分部收入						
房建	Rmb mn	1321801	1234206	1228756	1226084	1236746
基建	Rmb mn	550903	543180	552183	560773	569817
地产	Rmb mn	306234	284394	300362	309826	304953
设计	Rmb mn	10822	10171	9002	8747	9077
分部毛利率						
房建	%	7.40%	8.45%	8.21%	7.95%	7.85%
基建	%	10.03%	9.90%	9.90%	9.80%	9.70%
地产	%	17.28%	14.43%	14.26%	14.34%	14.68%
设计	%	21.03%	18.02%	18.02%	18.02%	18.02%
毛利占比						
房建	%	45.39%	50.59%	49.17%	47.87%	47.60%
基建	%	25.63%	26.09%	26.64%	26.99%	27.10%
地产	%	24.55%	19.91%	20.87%	21.82%	21.95%
设计	%	1.06%	0.89%	0.79%	0.77%	0.80%
核心财务指标						
EBIT	Rmb mn	97596	86070	83544	81008	81298
EBITDA	Rmb mn	112618	100763	96423	94950	95362
联合营公司投资收益	Rmb mn	3652	1713	1600	1550	1500
归母净利润	Rmb mn	46187	39069	36418	34851	35288
扣非净利润	Rmb mn	41581	31934	29918	28851	28788
EPS	Rmb/sh	1.11	0.94	0.88	0.84	0.85
EPS(扣非)	Rmb/sh	1	0.77	0.72	0.7	0.7
BVPS	Rmb/sh	11.11	11.9	12.51	13.08	13.66
应收账款周转天数	days	47.3	63.34	77.42	86.96	92.31
应付账款周转天数	days	138.6	175.16	200	216.22	236.84
经营净现金流	Rmb mn	15774	20537	26592	29455	32806
资产负债率	%	75.81	76.9	77.09	77.09	77.56

资料来源: Wind, 华泰研究预测



图表3：中国建筑一季报总结

季度财报数据总结		4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	YoY	QoQ	2Q26E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	560,607	555,342	552,965	449,912	523,922	511,847	-7.83%	-2.30%	558,099	0.93%	9.04%
营业成本	Rmb mn	488,617	511,758	492,090	418,493	453,718	471,274	-7.91%	3.87%	497,806	1.16%	5.63%
毛利率	%、pct	12.84%	7.85%	11.01%	6.98%	13.40%	7.93%	0.08pct	-5.47pct	10.80%	-0.21pct	2.88pct
销售及管理费用	Rmb mn	14,464	10,163	10,728	7,334	14,722	9,367	-7.83%	-36.38%	10,883	1.45%	16.19%
研发费用	Rmb mn	20,891	5,879	11,557	6,569	20,014	5,630	-4.23%	-71.87%	11,162	-3.42%	98.25%
财务费用	Rmb mn	5,220	4,234	4,675	4,647	4,085	4,078	-3.68%	-0.17%	4,911	5.05%	20.43%
营业利润	Rmb mn	15,904	22,801	26,643	11,815	7,691	20,835	-8.62%	170.92%	21,086	-20.86%	1.20%
税前利润	Rmb mn	15,085	22,918	26,911	11,711	8,681	20,890	-8.85%	140.63%	21,186	-21.27%	1.42%
所得税	Rmb mn	4,512	4,962	4,593	2,644	4,465	4,530	-8.70%	1.46%	4,576	-0.37%	1.01%
少数股东损益	Rmb mn	4,089	2,943	6,927	1,289	3,329	2,478	-15.79%	-25.56%	2,658	-61.64%	7.23%
归母净利润	Rmb mn	6,484	15,013	15,391	7,778	887	13,881	-7.54%	1465.68%	13,952	-9.35%	0.51%
非经常性损益	Rmb mn	1,924	163	2,743	76	4,253	98	-40.02%	-97.70%	1,800	-34.37%	1741.06%
净利润(扣非)	Rmb mn	4,560	14,850	12,648	7,702	-3,366	13,784	-7.18%	-	12,152	-3.92%	-11.83%
EPS	Rmb/sh	0.16	0.36	0.37	0.19	0.02	0.34	-6.68%	1465.69%	0.34	-9.35%	0.51%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.11	0.36	0.31	0.19	-0.08	0.33	-7.34%	-	0.29	-3.92%	-11.83%
分部收入												
房建	Rmb mn	277801	364900	331476	292224	245606	332100	-8.99%	35.22%	341421	3.00%	2.81%
基建	Rmb mn	166403	128300	145128	97172	172580	118600	-7.56%	-31.28%	145128	0.00%	22.37%
地产	Rmb mn	130234	53700	78184	45216	107294	52400	-2.42%	-51.16%	73493	-6.00%	40.25%
设计	Rmb mn	3922	2300	2636	1764	3471	2200	-4.35%	-36.62%	2557	-3.00%	16.23%
分部毛利率												
房建	%、pct	8.91%	6.09%	8.72%	6.45%	13.95%	6.38%	0.29pct	-7.57pct	8.70%	-0.02pct	2.32pct
基建	%、pct	12.10%	8.12%	12.11%	7.42%	10.75%	8.77%	0.65pct	-1.98pct	12.00%	-0.11pct	3.23pct
地产	%、pct	17.07%	16.87%	15.33%	9.16%	14.76%	13.51%	-3.36pct	-1.25pct	15.50%	0.17pct	1.99pct
设计	%、pct	32.52%	8.70%	22.78%	10.17%	24.58%	8.18%	-0.51pct	-16.40pct	22.80%	0.02pct	14.62pct
毛利占比												
房建	%、pct	34.38%	51.01%	47.51%	59.99%	48.79%	52.23%	1.22pct	3.43pct	49.27%	1.76pct	-2.96pct
基建	%、pct	27.98%	23.91%	28.88%	22.95%	26.42%	25.63%	1.72pct	-0.79pct	28.88%	0.01pct	3.25pct
地产	%、pct	30.88%	20.79%	19.69%	13.18%	22.56%	17.45%	-3.34pct	-5.11pct	18.89%	-0.80pct	1.44pct
设计	%、pct	1.77%	0.46%	0.99%	0.57%	1.22%	0.44%	-0.02pct	-0.77pct	0.97%	-0.02pct	0.52pct
核心财务指标												
应收账款周转天数	days	47.3	54.94	55.96	63.27	63.34	75.42	37.28%	19.07%			
应付账款周转天数	days	138.6	146.45	156.35	168.61	175.16	188.97	29.03%	7.88%			
经营净现金流	Rmb mn	92783	-95852	13021	13352	90016	-76987	-	-			
资产负债率	%、pct	75.81	75.67	76.27	76.07	76.9	76.8	0.53pct	-0.1pct			

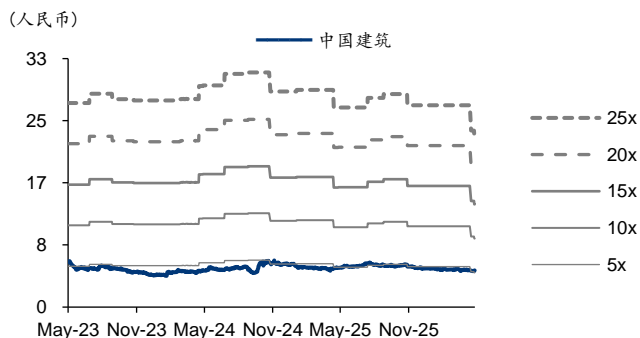
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表4： 中国建筑实际和预测比较

		2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	YoY	2026Q1 E	A vs E
分部收入									
房建	Rmb mn	364900	331476	292224	245606	332100	-8.99%	343006	-3.18%
基建	Rmb mn	128300	145128	97172	172580	118600	-7.56%	134715	-11.96%
地产	Rmb mn	53700	78184	45216	107294	52400	-2.42%	48330	8.42%
设计	Rmb mn	2300	2636	1764	3471	2200	-4.35%	2185	0.69%
分部毛利率									
房建	%、pct	6.09%	8.72%	6.45%	13.95%	6.38%	0.29pct	6.10%	0.28pct
基建	%、pct	8.12%	12.11%	7.42%	10.75%	8.77%	0.65pct	8.00%	0.77pct
地产	%、pct	16.87%	15.33%	9.16%	14.76%	13.51%	-3.36pct	15.00%	-1.49pct
设计	%、pct	8.70%	22.78%	10.17%	24.58%	8.18%	-0.51pct	8.00%	0.18pct
毛利占比									
房建	%、pct	51.01%	47.51%	59.99%	48.79%	52.23%	1.22pct	51.38%	0.85pct
基建	%、pct	23.91%	28.88%	22.95%	26.42%	25.63%	1.72pct	26.46%	-0.83pct
地产	%、pct	20.79%	19.69%	13.18%	22.56%	17.45%	-3.34pct	17.80%	-0.35pct
设计	%、pct	0.46%	0.99%	0.57%	1.22%	0.44%	-0.02pct	0.43%	0.01pct
财报数据总结									
总收入	Rmb mn	555342	552,965	449,912	523,922	511,847	-7.83%	534,436	-4.23%
营业成本	Rmb mn	511758	492,090	418,493	453,718	471,274	-7.91%	493,711	-4.54%
毛利率	%、pct	7.85%	11.01%	6.98%	13.40%	7.93%	0.08pct	7.62%	0.31pct
销售及管理费用	Rmb mn	10163	10,728	7,334	14,722	9,367	-7.83%	9,727	-3.70%
研发费用	Rmb mn	5887	11,557	6,569	20,014	5,630	-4.36%	5,879	-4.23%
财务费用	Rmb mn	4234	4,675	4,647	4,085	4,078	-3.68%	4,008	1.74%
营业利润	Rmb mn	22801	26,643	11,815	7,691	20,835	-8.62%	21,649	-3.76%
税前利润	Rmb mn	22918	26,911	11,711	8,681	20,890	-8.85%	21,749	-3.95%
所得税	Rmb mn	4962	4,593	2,644	4,465	4,530	-8.70%	4,698	-3.56%
少数股东损益	Rmb mn	2943	6,927	1,289	3,329	2,478	-15.79%	2,728	-9.15%
归母净利润	Rmb mn	15013	15,391	7,778	887	13,881	-7.54%	14,323	-3.08%
非经常性损益	Rmb mn	163	2,743	76	4,253	98	-40.02%	180	-45.68%
净利润(扣非)	Rmb mn	14,850	12,648	7,702	-3,366	13,784	-7.18%	14,143	-2.54%
EPS	Rmb/sh	0.36	0.37	0.19	0.02	0.34	-6.68%	0.35	-3.08%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.36	0.31	0.19	-0.08	0.33	-7.34%	0.34	-2.54%
核心财务指标									
有效税率	%、pct	21.70%	17.07%	22.57%	51.44%	21.69%	-0.01pct	21.60%	0.09pct
少数股东损益占比	%、pct	16.40%	31.04%	14.22%	78.97%	15.15%	-1.25pct	16.00%	-0.85pct
应收账款周转天数	Days	54.94	55.96	63.27	63.34	75.42	37.28%		
应付账款周转天数	Days	146.45	156.35	168.61	175.16	188.97	29.03%		
经营净现金流	Rmb mn	-95852	13021	13352	90016	-76987	-		
资产负债率	%、pct	75.67	76.27	76.07	76.9	76.8	1.13pct		

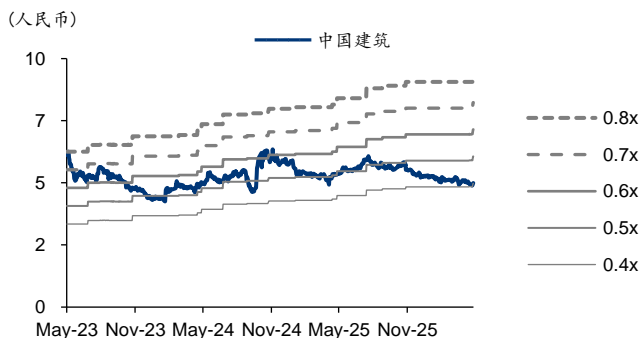
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表5： 中国建筑 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

图表6： 中国建筑 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	2,278,900	2,606,517	2,780,910	2,934,650	3,154,997
现金	424,396	411,670	415,247	418,196	421,151
应收账款	317,094	415,559	487,768	534,042	558,314
其他应收账款	68,241	74,786	75,231	78,598	85,255
预付账款	24,340	35,477	29,146	31,287	29,573
存货	772,147	815,866	832,006	867,125	868,145
其他流动资产	672,681	853,159	941,513	1,005,403	1,192,559
非流动资产	910,362	954,163	977,376	984,490	1,012,015
长期投资	119,074	126,567	135,660	144,703	153,697
固定投资	53,105	53,511	48,378	42,404	35,656
无形资产	35,249	42,393	45,998	49,248	52,456
其他非流动资产	702,934	731,692	747,340	748,135	770,206
资产总计	3,189,262	3,560,680	3,758,286	3,919,141	4,167,012
流动负债	1,761,544	2,065,877	2,212,501	2,328,800	2,540,824
短期借款	115,666	170,246	251,325	259,709	294,372
应付账款	828,177	997,478	1,108,136	1,187,986	1,346,422
其他流动负债	817,702	898,152	853,040	881,105	900,030
非流动负债	656,258	672,295	684,584	692,599	691,312
长期借款	622,517	639,853	656,868	664,882	663,897
其他非流动负债	33,740	32,442	27,716	27,716	27,415
负债合计	2,417,802	2,738,172	2,897,085	3,021,399	3,232,136
少数股东权益	309,276	330,953	344,458	357,383	370,469
股本	41,610	41,320	41,320	41,320	41,320
资本公积	10,723	9,940	9,940	9,940	9,940
留存公积	399,868	427,558	462,079	494,448	527,528
归属母公司股东权益	462,185	491,556	516,742	540,359	564,407
负债和股东权益	3,189,262	3,560,680	3,758,286	3,919,141	4,167,012

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	15,774	20,537	26,592	29,455	32,806
净利润	62,737	53,558	49,923	47,776	48,374
折旧摊销	15,022	14,694	12,879	13,941	14,063
财务费用	19,462	17,642	19,768	20,059	19,790
投资损失	(1,505)	(802.82)	(71.16)	(50.00)	14.42
营运资金变动	(64,402)	(103,894)	(76,648)	(76,810)	(73,008)
其他经营现金	(15,541)	39,341	20,742	24,538	23,572
投资活动现金	(2,511)	(32,150)	(35,616)	(20,611)	(41,197)
资本支出	(19,805)	(26,227)	(12,518)	(8,100)	(8,099)
长期投资	(2,540)	(4,001)	(9,093)	(9,043)	(8,993)
其他投资现金	19,834	(1,922)	(14,005)	(3,468)	(24,104)
筹资活动现金	15,168	11,579	12,601	(5,896)	11,346
短期借款	(8,686)	54,581	81,079	8,384	34,663
长期借款	72,032	17,336	17,015	8,015	(985.30)
普通股增加	(309.19)	(289.93)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1,327)	(782.97)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(46,542)	(59,264)	(85,493)	(22,294)	(22,331)
现金净增加额	30,212	(176.37)	3,577	2,948	2,955

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	2,187,148	2,082,142	2,100,234	2,115,146	2,130,094
营业成本	1,971,581	1,876,059	1,895,052	1,911,522	1,926,150
营业税金及附加	9,775	8,754	8,830	8,893	8,956
营业费用	8,724	9,039	9,117	9,182	9,247
管理费用	34,615	33,874	34,168	34,477	34,934
财务费用	19,462	17,642	19,768	20,059	19,790
资产减值损失	(6,457)	(7,210)	(7,066)	(6,925)	(6,509)
公允价值变动收益	94.32	(43.60)	13.76	21.49	(2.78)
投资净收益	1,505	802.82	71.16	50.00	(14.42)
营业利润	80,561	68,949	65,018	62,337	62,852
营业外收入	1,215	1,769	1,617	1,442	1,510
营业外支出	1,739	495.85	1,179	1,138	937.66
利润总额	80,037	70,222	65,456	62,641	63,425
所得税	17,300	16,664	15,533	14,865	15,051
净利润	62,737	53,558	49,923	47,776	48,374
少数股东损益	16,550	14,489	13,505	12,925	13,086
归属母公司净利润	46,187	39,069	36,418	34,851	35,288
EBITDA	112,618	100,763	96,423	94,950	95,362
EPS (人民币, 基本)	1.11	0.94	0.88	0.84	0.85

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	(3.46)	(4.80)	0.87	0.71	0.71
营业利润	(13.50)	(14.41)	(5.70)	(4.12)	0.83
归属母公司净利润	(14.88)	(15.41)	(6.79)	(4.30)	1.25
获利能力 (%)					
毛利率	9.86	9.90	9.77	9.63	9.57
净利率	2.87	2.57	2.38	2.26	2.27
ROE	8.13	6.51	5.80	5.32	5.17
ROIC	6.39	5.10	4.47	4.01	3.88
偿债能力					
资产负债率 (%)	75.81	76.90	77.09	77.09	77.56
净负债比率 (%)	45.86	52.25	67.73	67.48	69.01
流动比率	1.29	1.26	1.26	1.26	1.24
速动比率	0.72	0.72	0.75	0.76	0.78
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.62	0.57	0.55	0.53
应收账款周转率	7.61	5.68	4.65	4.14	3.90
应付账款周转率	2.60	2.06	1.80	1.67	1.52
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.12	0.95	0.88	0.84	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.50	0.64	0.71	0.79
每股净资产(最新摊薄)	11.19	11.90	12.51	13.08	13.66
估值比率					
PE (倍)	4.39	5.19	5.57	5.82	5.75
PB (倍)	0.44	0.41	0.39	0.38	0.36
EV EBITDA (倍)	7.69	9.56	11.73	12.28	12.78

免责声明

分析师声明

本人，黄颖、方晏荷、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。
- 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

- 分析师黄颖、方晏荷、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。
- 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