下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

看好雅砻江水电 3Q26 电量同比修复

华泰研究 中报点评

2026 年 8 月 15 日 | 中国内地 发电

川投能源发布半年报，1H26 实现营收 6.80 亿元（yoy-4.53%），归母净利 23.30 亿元（yoy-5.34%），扣非净利 23.22 亿元（yoy-5.41%）。其中 2Q26 实现营收 3.50 亿元（yoy+0.73%，qoq+6.43%），归母净利 8.77 亿元（yoy-10.72%，qoq-39.63%），位于我们 2Q26 业绩前瞻报告预期 7.31-9.71 亿元上区间，略高于预期中枢的 8.51 亿元。7 月以来雅砻江流域来水量同比大幅修复，我们看好雅砻江水电 3Q26 净利润同比大幅增长，测算公司 2026E 股息率 3.47%，维持“买入”评级。

1H26 年公司控股水电发电量同比+2.06%，2Q26 电价降幅环比收窄

1H26，公司控股水电实现发电量 22.74 亿千瓦时，同比+2.06%，主要是 2Q26 公司控股水电站所在流域来水同比转丰；受现货电价影响，公司 1H26 水电上网电价同比-1.49%至 0.265 元/千瓦时，但同比降幅较 1Q26 的-2.58%有所收窄。公司 1H26 光伏发电量同比-19.55%至 1.07 亿千瓦时，主要是项目所在地新能源电量消纳能力不足。叠加上网电价同比-6.38%至 0.411 元/千瓦时，1H26 公司新能源子公司攀枝花新能源净亏损 1374.50 万元，亏损幅度同比扩大（1H25 为净亏损 654.59 万元）。1H26 国能大渡河对公司投资收益贡献同比+0.77 亿元至 2.21 亿元，主要得益于来水同比修复。

雅砻江 1H26 净利润同比-7.30%，3Q26 利润有望同比高增

1H26，雅砻江水电上网电量同比-20.07%至 341.84 亿千瓦时，营业收入同比-10.67%至 108.68 亿元，反映出上网电价或同比增长；对应净利润同比-7.30%至 45.57 亿元。1H26 雅砻江上网电量同比大幅下降主要是：1）2025 年主汛期雅砻江流域来水同比偏枯，导致部分电站水库未蓄满，影响了 2026 年 1-4 月枯水期雅砻江水电发电量；2）2026 年 1 月-6 月，雅砻江流域天然来水同比偏枯。自 2026 年 7 月，雅砻江流域来水已同比大幅转丰，根据四川水文网数据，我们统计 7 月锦屏一级日均出库流量同比+20%，8 月 1 日-13 日，锦屏一级/官地日均出库流量同比接近翻倍，我们看好雅砻江水电 3Q26 发电量同比大幅修复。

承诺 2026-2028 年分红比例不低于 50%，高股息属性强化

2025 年，公司分红比例自 2024 年的 43.26%提升至 51.27%。同时，公司承诺 2026-2028 年现金分红比例不低于当年归母净利润的 50%，我们认为分红比例的提升强化了公司高股息属性，进一步凸显其水电资产稳健现金流与长期配置价值，我们测算公司 2026E 股息率 3.47%。

目标价 20.89 元，维持“买入”评级

考虑 7 月以来雅砻江水电来水情况同比大幅修复，我们上调雅砻江水电对公司 2026-2028 年投资收益贡献 8.72%/4.89%/0.37%，从而调整公司 2026-2028 年归母净利润预测+6.39%/+3.03%/-0.95%至 50.91/52.08/52.45 亿元，对应 EPS 为 1.04/1.07/1.08 元。参考可比公司 Wind 一致预期 26 年平均 PE17.8x（前值 17.7x），看好雅砻江水风光一体化发展带来长期价值提升，给予公司 26 年 20x 目标 PE，对应目标价 20.89 元（前值：19.63 元基于 20.0x 26E PE）。

风险提示：来水偏枯导致水电发电量不及预期；水电上网电价不及预期。

投资评级(维持)：	买入
目标价(人民币)：	20.89

王玮嘉 研究员
SAC No. S0570517050002 wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090 +(86) 21 2897 2079

李雅琳 研究员
SAC No. S0570523050003 liyalin018092@htsc.com
SFC No. BTC420 +(86) 10 6321 1166

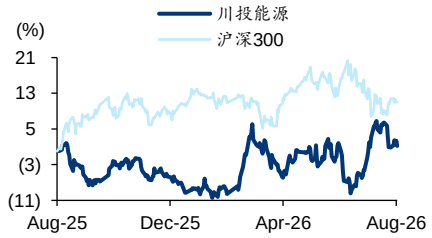
黄波 研究员
SAC No. S0570519090003 huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122 +(86) 755 8249 3570

康琪* 研究员
SAC No. S0570526070019 kangqi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

收盘价 (人民币 截至 8 月 14 日)	15.03
市值 (人民币百万)	73,265
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	570.03
52 周价格范围 (人民币)	13.72-16.36

股价走势图



资料来源：Wind

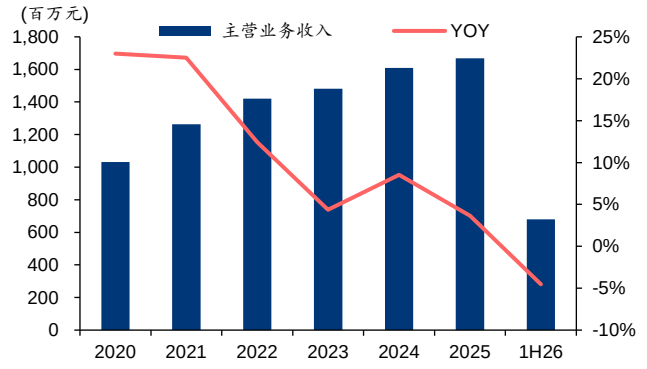
经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	1,668	1,837	1,847	1,862
+/-%	3.65	10.17	0.51	0.84
归属母公司净利润 (百万)	4,754	5,091	5,208	5,245
+/-%	5.47	7.09	2.29	0.71
EPS (最新摊薄)	0.98	1.04	1.07	1.08
ROE (%)	10.93	11.02	10.66	10.18
PE (倍)	15.41	14.39	14.07	13.97
PB (倍)	1.63	1.54	1.46	1.39
EV EBITDA (倍)	16.07	15.89	15.86	15.98
股息率 (%)	3.33	3.47	3.55	3.58

资料来源：公司公告、华泰研究预测

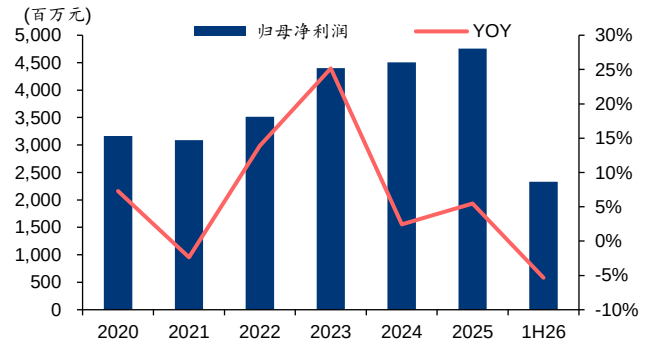
下载日志已记录，仅供内部参考

图表1：公司营业收入及其同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

图表2：公司归母净利润及其同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

图表3：季度经营和财务情况预测

		1Q24	2Q24	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26	YoY	QoQ	3Q26E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	257.84	345.64	483.08	522.43	363.98	347.81	428.50	527.36	329.18	350.35	0.7%	6.4%	471.35	10.0%	34.5%
营业成本	Rmb mn	143.66	190.61	180.22	271.06	159.94	219.84	181.36	261.10	151.26	199.59	-9.2%	32.0%	190.43	5.0%	-4.6%
毛利率	%	44.28	44.85	62.69	48.12	56.06	36.79	57.68	50.49	54.05	43.03	6.24	-11.0	59.60	1.9	16.6
销售及管理费用	Rmb mn	38.89	48.42	41.98	92.02	39.63	54.14	43.42	96.02	35.08	60.07	11.0%	71.2%	47.76	10.0%	-20.5%
研发费用	Rmb mn	6.89	10.42	7.85	9.45	7.47	12.30	7.17	9.58	7.84	9.68	-21.3%	23.5%	7.89	10.0%	-18.5%
财务费用	Rmb mn	104.21	111.36	128.22	112.25	100.66	144.84	118.78	102.29	114.79	114.19	-21.2%	-0.5%	130.66	10.0%	14.4%
联合营投资收益	Rmb mn	1324.93	1049.65	2020.12	109.14	1474.24	1066.62	1689.25	511.54	1455.13	934.72	-12.4%	-35.8%	2119.47	25.5%	126.7%
营业利润	Rmb mn	1295.37	1055.54	2207.52	142.36	1532.37	989.22	1817.82	584.01	1484.05	894.67	-9.6%	-39.7%	2214.09	21.8%	147.5%
税前利润	Rmb mn	1297.01	1055.70	2207.33	141.80	1532.77	989.26	1817.47	582.84	1483.97	894.95	-9.5%	-39.7%	2214.09	21.8%	147.4%
所得税	Rmb mn	12.21	12.13	32.10	15.20	18.45	11.40	17.58	19.91	18.57	10.96	-3.9%	-41.0%	21.42	21.8%	95.4%
少数股东损益	Rmb mn	11.87	14.30	55.49	40.80	35.63	-4.50	39.63	30.10	12.75	6.96	-254.7%	-45.4%	48.28	21.8%	593.7%
归母净利润	Rmb mn	1272.93	1029.27	2119.73	85.80	1478.69	982.36	1760.25	532.85	1452.65	877.03	-10.7%	-39.6%	2144.39	21.8%	144.5%
非经常性损益	Rmb mn	4.52	7.31	18.46	12.13	1.89	3.93	6.51	0.68	4.23	3.07	-21.9%	-27.4%	7.93	21.8%	158.3%
净利润(扣非)	Rmb mn	1268.41	1021.96	2101.27	73.67	1476.80	978.43	1753.74	532.17	1448.42	873.96	-10.7%	-39.7%	2136.46	21.8%	144.5%
EPS	Rmb/sh	0.26	0.21	0.43	0.02	0.30	0.20	0.36	0.11	0.30	0.18	-10.7%	-39.6%	0.44	21.8%	144.5%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.26	0.21	0.43	0.02	0.30	0.20	0.36	0.11	0.30	0.18	-10.7%	-39.7%	0.44	21.8%	144.5%
发电量	Kwh mn	7.84	12.21	23.40	14.76	9.60	14.01	27.14	15.52	8.89	14.92	6.5%	68%	29.85	10.0%	100%
上网电量	Kwh mn	7.7	12.03	23.04	14.45	9.45	13.86	26.63	15.21	8.71	14.65	5.7%	68%	29.29	10.0%	100%
yoy	%	10.63	23.26	2.86	17.29	22.73	15.21	15.58	5.26	-7.83	5.70	-9.51	13.53	10.00	-5.21	4.30
上网电价	RMB/kWh	0.295	0.233	0.183	0.231	0.354	0.226	0.130	0.234	0.344	0.271	19.8%	-21%	0.130	0.0%	-52%
yoy	%	-2.64	-4.93	-12.86	5.38	20.00	-2.79	-28.95	28.07	-2.82	19.82	22.61	22.64	0.00	2.79	-19.82

资料来源：公司公告、Wind、华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：季度经营情况总结

运营数据概览		2025Q4	2026Q1	2026Q2	YOY	2026Q2E	A vs E
发电量	Kwh mn	15.52	8.89	14.92	6.5%	13.31	12.1%
上网电量	Kwh mn	15.21	8.71	14.65	5.7%	13.17	11.3%
yoy	%	5.26	-7.83	5.70	-9.5	-5.00	10.70
上网电价	RMB/kWh,tax excluded	0.234	0.344	0.271	19.8%	0.226	19.8%
yoy	%	28.07	-2.82	19.82	22.6	0.00	19.82
财报数据总结							
总收入	Rmb mn	527.36	329.18	350.35	0.7%	330.42	6.0%
营业成本	Rmb mn	261.10	151.26	199.59	-9.2%	213.24	-6.4%
毛利率	%	50.49	54.05	43.03	6.2	35.46	7.6
销售及管理费用	Rmb mn	96.02	35.08	60.07	11.0%	51.43	16.8%
研发费用	Rmb mn	9.58	7.84	9.68	-21.3%	11.69	-17.2%
财务费用	Rmb mn	102.29	114.79	114.19	-21.2%	137.60	-17.0%
联合营公司投资收益	Rmb mn	511.54	1455.13	934.72	-12.4%	1013.29	-7.8%
营业利润	Rmb mn	584.01	1484.05	894.67	-9.6%	929.75	-3.8%
税前利润	Rmb mn	582.84	1483.97	894.95	-9.5%	929.75	-3.7%
所得税	Rmb mn	19.91	18.57	10.96	-3.9%	10.71	2.3%
少数股东损益	Rmb mn	30.10	12.75	6.96	-254.7%	-4.23	264.6%
归母净利润	Rmb mn	532.85	1452.65	877.03	-10.7%	923.26	-5.0%
非经常性损益	Rmb mn	0.68	4.23	3.07	-21.9%	3.69	-16.9%
净利润(扣非)	Rmb mn	532.17	1448.42	873.96	-10.7%	919.57	-5.0%
EPS	Rmb/sh	0.11	0.30	0.18	-10.7%	0.19	-5.0%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.11	0.30	0.18	-10.7%	0.19	-5.0%
核心财务指标(core financial indicators)							
有效税率	%	3.42	1.25	1.22	0.1	1.15	0.1
少数股东损益占比	%	5.35	0.87	0.79	1.2	-0.46	1.2

资料来源：公司公告、Wind、华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

图表5：年度核心假设和财务预测

驱动概览		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
全国水电利用小时数	h	3683	3625	3648	3648	3648
运营数据概览						
发电量	Kwh mn	5821	6627	7034	7034	7034
上网电量	Kwh mn	5722	6515	6947	6947	6947
yoy	%	11.2	13.9	6.6	0.0	0.0
上网电价（不含税）	RMB/kWh	0.252	0.234	0.245	0.244	0.244
yoy	%	2.5	-7.1	4.6	-0.4	0.0
核心财务指标						
EBIT	Rmb bn	5155	5387	5578	5749	5864
EBITDA	Rmb bn	5496	5801	6035	6226	6367
联合营公司投资收益	Rmb bn	4504	4742	5120	5279	5310
净利润	Rmb bn	4508	4754	5091	5208	5245
扣非净利润	Rmb bn	4465	4721	5056	5172	5208
EPS	Rmb/sh	0.93	0.98	1.04	1.07	1.08
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.92	0.97	1.04	1.06	1.07
BVPS	Rmb/sh	8.64	9.21	9.75	10.30	10.84
应收账款周转天数	days	175	173	158	165	172
应付账款周转天数	days	162	257	265	278	289
存货周转天数	days	35	40	36	38	40
经营净现金流	Rmb mn	879	763	876	918	936
资本支出	Rmb mn	920	1187	659	690	854
自由现金流	Rmb bn	-41	-424	217	228	82
净负债	Rmb bn	18205	19832	22353	25032	27914
净负债率	%	41.5	42.4	45.1	47.8	50.6

资料来源：公司公告、Wind、华泰研究预测

图表6：可比公司估值表

		股价（元/股）	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)	
公司名称	**股票代码**	**2026/8/14**	**2026/8/14**	**26E**	**27E**	**26E**	**27E**	**26E**	**27E**
长江电力	600900 CH	28.10	687,557	19.2	18.5	2.9	2.7	15.2%	14.9%
黔源电力	002039 CH	19.10	8,166	14.3	13.3	1.7	1.5	11.9%	11.8%
华能水电	600025 CH	9.61	179,045	20.0	19.1	2.0	1.9	10.3%	10.1%
平均值				**17.8**	**17.0**	**2.2**	**2.1**	**12.5%**	**12.3%**
川投能源	600674 CH	15.03	73,265	14.4	14.1	1.5	1.5	11.0%	10.7%

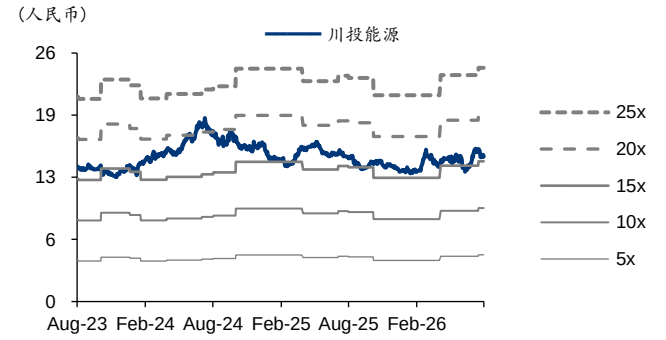
注：可比公司的盈利预测采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind、华泰研究预测



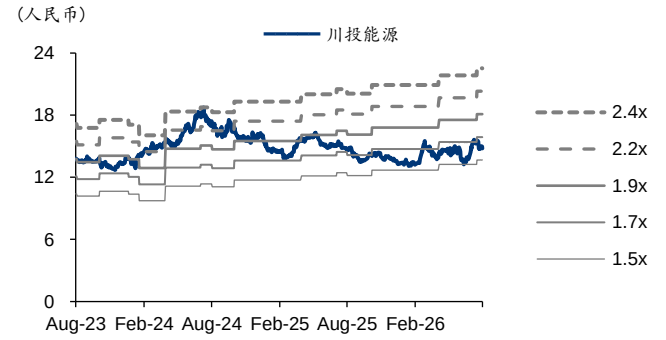
下载日志已记录，仅供内部参考

图表7： 川投能源 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表8： 川投能源 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

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	3,637	4,251	4,535	4,723	4,872
现金	873.53	1,457	1,690	1,828	1,921
应收账款	802.01	775.27	814.03	854.73	897.47
其他应收账款	107.05	110.42	115.94	121.74	127.82
预付账款	7.83	7.32	7.32	7.32	7.32
存货	79.17	100.25	105.26	110.53	116.05
其他流动资产	1,767	1,801	1,802	1,802	1,803
非流动资产	61,412	66,029	71,375	76,892	82,587
长期投资	46,468	49,833	54,953	60,232	65,542
固定投资	10,229	10,796	11,059	11,335	11,732
无形资产	494.66	470.34	491.50	515.78	504.68
其他非流动资产	4,220	4,930	4,872	4,810	4,809
资产总计	65,049	70,281	75,911	81,616	87,459
流动负债	5,629	6,597	6,399	7,474	8,785
短期借款	2,922	2,310	2,310	2,310	2,310
应付账款	429.44	729.29	765.76	804.05	844.25
其他流动负债	2,278	3,558	3,323	4,360	5,630
非流动负债	15,533	16,952	19,978	21,795	23,540
长期借款	7,420	5,688	8,713	10,531	12,275
其他非流动负债	8,113	11,264	11,264	11,264	11,264
负债合计	21,163	23,550	26,377	29,270	32,325
少数股东权益	1,748	1,843	1,992	2,142	2,290
股本	4,875	4,875	4,875	4,875	4,875
资本公积	8,232	8,228	8,228	8,228	8,228
留存公积	28,388	31,193	33,812	36,491	39,188
归属母公司股东权益	42,138	44,888	47,542	50,204	52,844
负债和股东权益	65,049	70,281	75,911	81,616	87,459

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	879.46	762.89	875.96	917.94	935.79
净利润	4,630	4,855	5,240	5,358	5,392
折旧摊销	340.68	413.54	457.17	477.30	502.39
财务费用	456.05	466.57	456.57	446.57	436.57
投资损失	(4,643)	(4,870)	(5,300)	(5,389)	(5,420)
营运资金变动	66.10	(128.27)	2.74	5.73	4.78
其他经营现金	29.17	26.46	19.43	19.53	19.69
投资活动现金	691.16	242.84	(503.26)	(604.99)	(776.75)
资本支出	(920.37)	(1,187)	(659.40)	(689.81)	(854.08)
长期投资	(1,714)	(2,194)	(5,120)	(5,279)	(5,310)
其他投资现金	3,326	3,624	5,276	5,364	5,387
筹资活动现金	(1,209)	(424.00)	(139.27)	(175.73)	(65.49)
短期借款	(370.15)	(611.45)	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,394	(1,733)	3,025	1,817	1,744
普通股增加	294.48	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,612	(3.98)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(5,139)	1,924	(3,165)	(1,993)	(1,810)
现金净增加额	361.56	581.74	233.43	137.22	93.55

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,609	1,668	1,837	1,847	1,862
营业成本	785.55	822.24	1,028	1,031	1,040
营业税金及附加	46.08	53.11	58.51	58.81	59.30
营业费用	19.15	19.72	21.72	21.83	22.02
管理费用	202.16	213.49	231.54	232.72	234.66
财务费用	456.05	466.57	456.57	446.57	436.57
资产减值损失	(0.67)	(1.36)	(1.50)	(1.51)	(1.52)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4,643	4,870	5,300	5,389	5,420
营业利润	4,701	4,923	5,294	5,398	5,443
营业外收入	3.91	1.65	1.65	1.65	1.65
营业外支出	2.86	2.73	2.73	2.73	2.73
利润总额	4,702	4,922	5,293	5,397	5,442
所得税	71.66	67.34	53.46	39.36	49.93
净利润	4,630	4,855	5,240	5,358	5,392
少数股东损益	122.46	100.86	148.73	150.33	147.90
归属母公司净利润	4,508	4,754	5,091	5,208	5,245
EBITDA	5,496	5,801	6,035	6,226	6,367
EPS (人民币，基本)	0.93	0.98	1.04	1.07	1.08

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	8.54	3.65	10.17	0.51	0.84
营业利润	3.47	4.74	7.53	1.96	0.84
归属母公司净利润	2.45	5.47	7.09	2.29	0.71
获利能力 (%)					
毛利率	51.18	50.70	44.02	44.15	44.16
净利率	287.77	291.13	285.19	290.14	289.58
ROE	11.38	10.93	11.02	10.66	10.18
ROIC	8.67	8.34	8.02	7.68	7.27
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.53	33.51	34.75	35.86	36.96
净负债比率 (%)	41.48	42.44	45.13	47.82	50.63
流动比率	0.65	0.64	0.71	0.63	0.55
速动比率	0.63	0.62	0.69	0.61	0.54
营运能力					
总资产周转率	0.03	0.02	0.03	0.02	0.02
应收账款周转率	2.09	2.11	2.31	2.21	2.13
应付账款周转率	2.25	1.42	1.38	1.31	1.26
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.92	0.98	1.04	1.07	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.16	0.18	0.19	0.19
每股净资产(最新摊薄)	8.64	9.21	9.75	10.30	10.84
估值比率					
PE (倍)	16.25	15.41	14.39	14.07	13.97
PB (倍)	1.74	1.63	1.54	1.46	1.39
EV EBITDA (倍)	16.65	16.07	15.89	15.86	15.98

资料来源：公司公告、华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，王玮嘉、李雅琳、黄波、康琪，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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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

- 分析师王玮嘉、李雅琳、黄波、康琪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

下载日志已记录，仅供内部参考

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

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

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

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