下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

出口维持强势且顺差走扩
——9 月贸易数据点评

华泰研究
2026 年 10 月 14 日 | 中国内地 专题研究

易峘 研究员
SAC No. S0570520100005 evayi@htsc.com
SFC No. AMH263 +(852) 3658 6000

吴宛忆 研究员
SAC No. S0570524090005 wuwanyi@htsc.com
SFC No. BVN199 +(86) 10 6321 1166

陈玮 研究员
SAC No. S0570524030003 chenwei023580@htsc.com
SFC No. BVH374 +(86) 10 6321 1166

海关总署数据显示，美元计价，2026 年 9 月出口金额同比较 8 月的 25.0%大幅上行至 36.3%，明显高于彭博一致预期的 25.7%；进口金额同比从 8 月的 28.2%进一步上行至 31.0%，高于彭博一致预期的 25.0%；贸易顺差录得 1335.3 亿美元，同比扩大 50.5%。

1. 出口增速再上台阶，净出口对三季度增长的支撑增强

9 月出口金额同比升至近年来高位、顺差亦进一步走阔，我们估算，三季度商品贸易顺差对名义 GDP 同比拉动为 1.2 个百分点，对比二季度的-0.25 个百分点，贸易顺差对增长的贡献显著抬升，显示内外需分化加剧。

2. 出口高景气由 AI 链向更多品类扩散

AI 链出口增速高位攀升，增长动能进一步由 AI 链向消费品等扩散。9 月 AI 链（集成电路+计算机）出口同比增长 115.0%，对出口增长的拉动升至 13 个百分点。同时，消费品、汽车等均显著改善。

- **AI 链出口增速再创新高，但价格涨幅高位收窄。**9 月集成电路、计算机出口金额同比分别增长 136.0%和 92.9%，但价格二阶导放缓叠加基数上升，导致集成电路出口价格涨幅由上月的 150.0%回落至 133.5%，手机、家电等终端电子产品的价格涨幅亦有所回落。

- **汽车和消费品出口均大幅改善，前者或对应贸易政策不确定下的“抢出口”，后者则可能由低基数和年末补库带动。**9 月，汽车及零配件出口同比增长 47.7%，或部分反映出口退税调整和贸易摩擦导致的“抢出口”。轻工纺织出口同比大幅上行至 24.2%，去年同期基数偏低、临近欧美的年末备货季、叠加美国补库等因素或共同推动消费品出口改善。

3. 能源及 AI 涨价推升名义进口，但进口量增速仍处低位

9 月名义进口额增速亦较 8 月的 28.2%回升至 31.0%，进口增长主要由机电产品和部分能源商品推动。我们估算 9 月进口量同比增速由 8 月的-4.1%回升至 1.0%，仍在偏低区间，显示国内实物进口需求改善相对有限，其中：**1）AI 链相关进口维持高增，**集成电路/自动数据处理设备对总体进口增速的贡献由 8 月的 19.7 个百分点继续上行至 21.7 个百分点，解释了总体进口增长的 7 成；2）**能源进口额同比回升，价格为主要推动力。**原油进口量同比降幅由 8 月的 23.4%收窄至 21.5%，或显示中国此前对全球原油市场起到的“需求缓冲”正在边际消退。3）**工业金属及原材料进口金额增速略放缓，部分品类数量收缩（如铁矿石）**，成本上行对实际需求的压制凸显；**4）传统终端制造需求仍然承压**，如液晶平板显示模组进口金额和数量分别下降 25.3%和 24.0%，汽车及其零部件进口亦明显偏弱。

往前看，四季度出口韧性仍有支撑，但 AI 链硬件涨价和高油价可能压制实际需求，出口增长的行业光谱或再度收敛。华泰出口需求日度指数（HDET）显示，10 月 1-10 日出口同比拟合增速为 37.5%，韩国出口 10 月前 10 天同比增速再度上行至 102%的高位，但需要注意部分贸易商在长假前提前出货，贸易政策不确定性亦可能放大月度出口波动。此外，高油价通过压低居民实际购买力、抬升企业运输和生产成本，可能逐步削弱海外非必需消费品及传统制造品需求。

风险提示：中东地缘冲突升级扰动供应链；联储加息导致全球需求放缓。

下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 9 月出口金额同比较 8 月的 25.0%大幅上行至 36.3%，明显高于彭博一致预期的 25.7%；进口金额同比从 8 月的 28.2%进一步上行至 31.0%，高于彭博一致预期的 25.0%；贸易顺差录得 1335.3 亿美元，同比扩大 50.5%（图表 1）。

整体而言，9 月出口增速大超预期，且增长动能进一步由 AI 链向消费品等扩散，AI 链出口增速再创新高，对出口的拉动升至约 13 个百分点；同时，非 AI 品类贡献了出口同比增速加快部分的八成以上，消费品出口受低基数与年末购物季备货等提振。进口则继续呈现“AI 链强、内需弱”的格局。外需强劲推动贸易顺差同比大幅走扩，三季度出口对经济增长的贡献有望上升。9 月数据关注要点如下：

1. 出口增速再上台阶，净出口对三季度增长的支撑增强

9 月出口增速升至近年来高位，显示外需仍然强劲。9 月出口金额同比增长 36.3%，较上月加快 11.3 个百分点；1-9 月出口累计同比升至 21.3%。量价拆分来看，价格上涨仍是出口金额高增的重要支撑，但量价分化有所改善。我们估算，9 月美元计出口价格同比涨幅由 22.6%扩大至 24.1%，出口量同比增速由 8 月的约 2.0%升至约 9.8%（图表 2）。

出口高增推动贸易顺差走扩，净出口对三季度增长贡献上升。9 月以美元计价的贸易顺差达 1335.3 亿美元，同比增长 50.5%；三季度顺差合计 3148.6 亿美元，同比增长 27.2%。我们估算，三季度商品贸易顺差对名义 GDP 的同比拉动为 1.2 个百分点，高于二季度的-0.25 个百分点，货物净出口对名义增长的支撑明显增强。三季度出口、进口金额同比增速分别录得 28.4%和 28.9%，考虑到进口价格同比高于出口价格，实际贸易差额或进一步走扩，货物净出口有望继续对三季度实际 GDP 增长形成支撑。相比之下，内需修复动能仍偏弱，经济增长对净出口的依赖度有所上升。

2. 出口高景气由 AI 链向更多品类扩散

AI 链出口增速高位攀升，但出口加速的主要增量来自非 AI 品类。9 月 AI 链（集成电路+计算机）合计出口同比增长 115.0%，较 8 月的 103.6%加快 11.4 个百分点；占总出口比重由 17.7%升至 17.9%，对出口增长的拉动由 11.3 升至 13.0 个百分点（图表 3）。同时，非 AI 品类对出口的拉动由 13.7 升至 23.3 个百分点，解释 9 月出口增速加速的约 85%，消费品、汽车等出口均显著改善。

- **AI 链出口增速再创新高，但价格涨幅高位收窄。**9 月集成电路、计算机出口金额同比分别增长 136.0%和 92.9%，较上月分别加快 6.2 和 16.4 个百分点（图表 4）。同时，中国内地对 AI 硬件产业链相关经济体出口增速进一步上升，9 月对韩国、中国台湾、中国香港出口同比分别增长 68.2%、68.9%和 51.0%（图表 7）。但价格二阶导放缓叠加基数上升，导致集成电路出口价格涨幅由上月的 150.0%回落至 133.5%（图表 5），预计后续价格对 AI 链出口的贡献可能持续走弱。

- **终端电子产品的价格涨幅亦有所回落。**9 月手机出口金额同比增长 14.2%，较 8 月的 29.6%放缓；出口数量下降 12.6%，降幅较 8 月略收窄，均价涨幅则由 49.9%降至 30.6%；家电出口改善更为明显，金额增速由 10.8%升至 31.7%，数量增速由 0.1%升至 25.4%（图表 6），均价涨幅由 10.6%降至 5.0%。随着价格涨幅回落，终端电子产品需求边际改善。

- **低基数与年末备货共振，消费品出口增速普遍大幅上行。**9 月，轻工纺织出口同比增长 24.2%，较上月大幅加快 13.9 个百分点。其中，服装、玩具、家具出口同比分别增长 23.8%、40.8%和 22.0%，较上月分别加快 11.5、25.5 和 10.2 个百分点，显示消费品出口全面改善。我们认为，去年同期基数偏低（25 年 9 月同比-4.1%）、临近欧美的年末备货季、叠加美国补库需求（图表 8）等因素共同推动消费品出口改善。9 月中国对美出口同比增速由上月的 34.4%进一步升至 39.6%，对总出口的拉动由 3.4 个百分点升至约 4.1 个百分点；对欧盟出口增速亦由 6.6%明显回升至 25.3%。往后看，欧美年末购物季备货需求启动、叠加去年同期对美出口的低基数，有望在四季度继续支撑消费品出口。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **传统工业品出口表现分化，海外利率上行可能压制了设备投资需求。**9 月通用机械出口金额同比增速持平于 15.5%，弱于整体出口增速；钢材出口金额同比增长 8.6%、较上月的 10.5%有所放缓。由于海外主要经济体普遍处于加息环境，利率快速上升、融资成本高企，可能抑制海外企业扩产及设备采购意愿。

- **汽车出口增速大幅抬升，出口退税调整和贸易摩擦或引发“抢出口”。**汽车及零配件合计出口同比增长 47.7%（上月 28.9%），对总出口增速的拉动约 3.0 个百分点。汽车出口的加速或部分反映“抢出口”效应：一方面，出口退税政策调整或促使车企在政策变化落地前加速兑现出口订单（参见《如何理解出口退税下调？》，2026/10/14）；另一方面，海外贸易摩擦升温、部分经济体对华汽车贸易政策的不确定性上升，亦可能推动企业提前出货。往后看，随着中欧贸易谈判落地、以及电动汽车出口退税率从明年 4 月起下调，汽车出口高增的可持续性有待观察。

- **能源化工品出口继续回暖，出口管制约束进一步缓解。**9 月，成品油出口数量同比增长 39.3%、较上月的 12.8%明显加速，叠加出口均价涨幅走阔，成品油出口金额同比增速由 80.5%进一步升至 125.1%；肥料出口数量同比由下降 43.8%转为增长 12.7%，出口金额同比降幅由 61.9%大幅收窄至 9.2%。出口管制措施对能源化工品出货的约束明显减弱，但随着油价高位波动，相关品类出口的持续性仍待观察。

3. 能源及 AI 涨价推升名义进口，但进口量增速仍处低位

9 月名义进口额增速亦较 8 月的 28.2%回升至 31.0%，进口增长主要由机电产品和部分能源商品推动。我们估算 9 月进口量同比增速由 8 月的-4.1%回升至 1.0%，仍明显低于名义进口增速（图表 9）；同期进口价格同比上涨约 29.7%，显示国内实物进口需求改善相对有限。

- **能源进口额同比回升，对进口拉动回正至 1.4 个百分点，价格为主要推动力。**其中，原油进口量仍处低位，但同比降幅由 8 月的 23.4%收窄至 21.5%，较二季度约 30%的平均降幅持续收敛，或显示中国此前对全球原油市场起到的“需求缓冲”正在边际消退（参见《石油供需有持续恶化风险》，2026/9/15）。但原油进口价格同比涨幅由 8 月的 18.9%跳升至 31.5%，推动原油进口金额由同比下降 8.8%转为增长 3.3%，对整体进口增速的贡献亦由约-1.0 个百分点回正至 0.3 个百分点。其他能源品同样呈现明显量价分化：煤炭、天然气进口金额同比分别增长 45.3%和 34.0%，但进口量分别下降 5.7%和 1.7%(图表 11)。

- **AI 链相关进口维持高增长，价格及产品结构升级贡献突出。**9 月机电产品进口同比增长 52.2%，对整体进口增速的拉动由 8 月的约 20.4 个百分点进一步上行至 21.7 个百分点。其中，集成电路对总体进口增速的贡献由 8 月的 13.6 个百分点小幅回落至 12.8 个百分点，仍解释了总体进口增长的四成左右，但量价分化加剧——进口数量仅增长 1.7%，隐含进口价格上涨约 71.7%，一方面可能反映存储芯片和高性能芯片价格上升，另一方面也可能体现进口产品向 AI 加速芯片等高价值产品倾斜。同时，自动数据处理设备及其零部件进口金额增长 296.5%，或与服务器及算力基础设施相关需求较强有关。相比之下，液晶平板显示模组进口金额和数量分别下降 25.3%和 24.0%，汽车及其零部件进口亦明显偏弱，显示 AI 及部分设备投资相关进口改善较快，但传统终端制造需求仍然承压。

- **工业金属及原材料进口金额增速略放缓，部分品类数量收缩（如铁矿石），成本上行对实际需求的压制凸显。**工业金属及原材料进口额增速由 8 月的 16.6%放缓至 9 月的 12.5%，对总进口增速的拉动亦由约 1.6 个百分点降至 1.3 个百分点。其中，铁矿砂及其精矿进口金额增速由 8 月的 6.2%转为下降 7.4%，进口量增速亦由 3.2%转为下降 5.6%，隐含进口价格由上涨约 3.0%转为下降约 1.9%，显示铁矿石进口量价同步转弱。铜矿砂及其精矿进口金额增速则由 24.7%小幅升至 27.1%，进口量降幅由 9.1%收窄至 4.2%，隐含进口价格仍上涨约 32.6%。天然橡胶、塑料、钢材等进口价格亦同比上涨约 17-25%，对应数量同比下降 10-21%，显示出成本上行压力下的需求收缩。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **消费及地产相关进口亦整体偏弱。**9 月汽车进口金额和数量分别下降 38.1%和 47.2%，医药材及药品进口金额下降 2.0%、数量下降 18.1%；粮食进口金额增长 6.0%，但进口数量下降 2.2%。美容化妆品及洗护用品相对较强，进口金额和数量分别增长 18.3%和 3.5%，但价格上涨 14.2%的提振更为主导。

- **剔除重点披露品类后的其他进口贡献约 6.6 个百分点，和 8 月持平，其中非货币黄金可能为主要贡献。**参考海关月报的统计，非货币黄金进口增速由 7 月的 58%回升至 77.5%，对进口增长的贡献略上行至 3.8 个百分点，但整体较上半年拉动（7 个百分点）有所退坡（图表 10）。

往前看，四季度出口韧性仍有支撑，但 AI 链硬件涨价和高油价可能压制实际需求，出口增长的行业光谱或再度收敛，AI 链与传统行业之间的分化可能延续。华泰出口需求日度指数（HDET）显示，10 月 1-10 日出口同比拟合增速为 37.5%，韩国出口 10 月前 10 天同比增速再度上行至 102%的高位，高频数据指向外需景气度仍高。美国 9 月标普全球综合 PMI 升至 58.4，也表明海外需求短期仍具韧性。但需要注意 9 月出口增速受到价格上涨、季末交付和国庆长假前提前出货等因素共同提振，贸易政策及出口管制的不确定性亦可能推动企业提前调整库存和供应链，使月度出口波动进一步放大。此外，高油价通过压低居民实际购买力、抬升企业运输和生产成本，可能逐步削弱海外非必需消费品及传统制造品需求。四季度除关注出口订单、港口货运及半导体周期外，仍需观察财政支出、政策性金融工具和地产增量政策能否带动更广泛的国内需求修复。

图表1：9 月中国出口和进口同比增速分别升至 36.3%和 31.0%

中国出口金额当月同比（%）

	202609	202608	202607	202606	202605	3Q2026	2Q2026	1Q2026	4Q2025
出口总额	**36.3**	**25.0**	**23.9**	**26.9**	**19.2**	28.4	20.1	14.7	3.7
轻工纺织（**15%**）	**24.2**	**10.3**	**8.4**	**7.3**	**-0.2**	14.0	1.9	0.8	-10.4
纺织纱线（4%）	19.0	2.4	6.4	12.2	-0.3	9.2	4.2	2.8	-4.1
服装（4%）	23.8	12.3	8.5	3.2	-4.1	14.3	-0.8	-0.4	-12.3
鞋靴（1%）	20.2	11.4	2.7	-1.2	-10.4	10.5	-9.1	-8.0	-18.3
玩具（1%）	40.8	15.3	-1.7	-6.4	-7.0	16.8	-8.4	-14.9	-25.5
箱包（1%）	22.5	11.1	7.3	1.7	-4.9	13.4	-4.7	-1.1	-19.1
家具（2%）	22.0	11.8	11.2	9.0	1.9	14.9	2.3	2.9	-9.9
塑料（3%）	29.2	15.2	16.4	17.4	12.7	20.2	12.8	7.5	-5.1
钢材（2%）	**8.6**	**10.5**	**4.9**	**10.3**	**-2.3**	8.0	-0.4	-10.8	-1.3
机电产品*（**61%**）	**43.7**	**32.8**	**33.8**	**34.2**	**27.4**	36.9	27.3	21.2	7.7
通用机械（2%）	15.5	15.2	31.4	15.2	2.3	20.6	4.6	7.1	-0.1
集成电路（5%）	136.0	129.8	116.6	121.9	110.9	127.6	111.2	77.3	36.7
手机（3%）	14.2	29.6	26.6	27.5	44.3	21.0	27.0	-4.9	-8.6
家电（3%）	31.7	10.8	6.6	15.3	9.4	16.0	10.5	1.5	-8.9
电脑等设备（5%）	92.9	76.5	67.4	53.1	66.1	79.3	55.4	26.5	-3.6
汽车及配件（6%）	47.7	28.9	41.2	47.7	25.3	39.1	33.6	32.9	27.3

注：海关总署统计快讯公布的机电产品细项权重总计30%，其余细项数据将随每月海关总署统计月报更新。

中国出口分地区当月同比（%）

		202609	202608	202607	202606	202605	3Q2026	2Q2026	1Q2026	4Q2025
发达经济体	美国（11%）	39.6	34.4	17.0	13.9	35.4	30.0	19.2	-16.4	-28.0
	欧盟（15%）	25.3	6.6	16.0	18.5	7.6	15.7	13.1	21.0	9.1
亚洲	东盟（18%）	52.3	30.2	38.4	34.5	24.3	40.1	24.6	20.2	10.1
	日本（4%）	15.8	8.2	14.0	6.9	10.9	12.7	7.3	6.8	1.2
	韩国（4%）	68.2	49.3	46.6	42.6	42.1	54.7	36.3	23.8	-3.8
	中国台湾（2%）	68.9	43.7	25.1	43.7	32.2	44.8	34.2	31.1	11.3
	中国香港（9%）	51.0	63.7	48.8	58.0	63.1	54.2	55.1	39.0	23.6
	俄罗斯(3%)	51.1	38.7	34.9	38.0	35.8	41.5	33.2	21.7	-8.0
拉美和非洲	拉美(8%)	24.7	17.5	13.9	28.4	6.1	18.7	15.9	9.3	8.9
	非洲(6%)	16.1	30.9	18.2	28.0	18.6	21.3	21.4	32.1	20.1

中国进口金额当月同比（%）

	202609	202608	202607	202606	202605	3Q2026	2Q2026	1Q2026	4Q2025
进口总额	**31.0**	**28.2**	**27.5**	**35.8**	**27.4**	28.9	29.4	23.6	3.7
农产品（**9%**）	**5.5**	**5.4**	**7.5**	**19.6**	**4.0**	6.1	13.9	10.9	3.8
粮食（2%）	6.0	13.1	14.1	26.7	-2.0	10.9	17.7	9.8	7.8
肉类（1%）	-30.4	-2.2	1.0	26.4	13.2	-11.3	16.6	11.3	-15.7
能源（**16%**）	**9.5**	**-2.1**	**4.3**	**0.0**	**11.9**	3.8	5.8	-4.8	-4.9
原油（11%）	3.3	-8.8	-4.6	-7.4	14.4	-3.5	7.0	-4.6	-0.8
天然气（2%）	34.0	6.9	20.7	18.1	11.2	20.0	5.4	-16.0	-9.3
煤及褐煤（1%）	45.3	48.6	83.8	60.7	11.0	57.4	20.1	-6.6	-21.2
工业金属原材料（**10%**）	**12.5**	**16.6**	**19.6**	**28.0**	**21.9**	16.1	21.1	22.9	12.9
铁矿石（5%）	-7.4	6.2	13.7	18.3	8.2	3.6	9.2	12.1	14.0
铜（3%）	37.9	28.5	23.6	45.0	43.7	30.1	42.6	15.6	-6.9
机电产品（40%）	**52.2**	**51.7**	**46.0**	**47.5**	**38.2**	50.0	39.7	24.5	5.7
集成电路（16%）	74.7	83.6	71.1	72.3	68.1	76.3	65.0	44.9	13.6
汽车及配件（2%）	-36.1	-33.5	-20.6	-18.7	-17.7	3.8	5.8	-4.8	-4.9

贸易差额（亿美元）

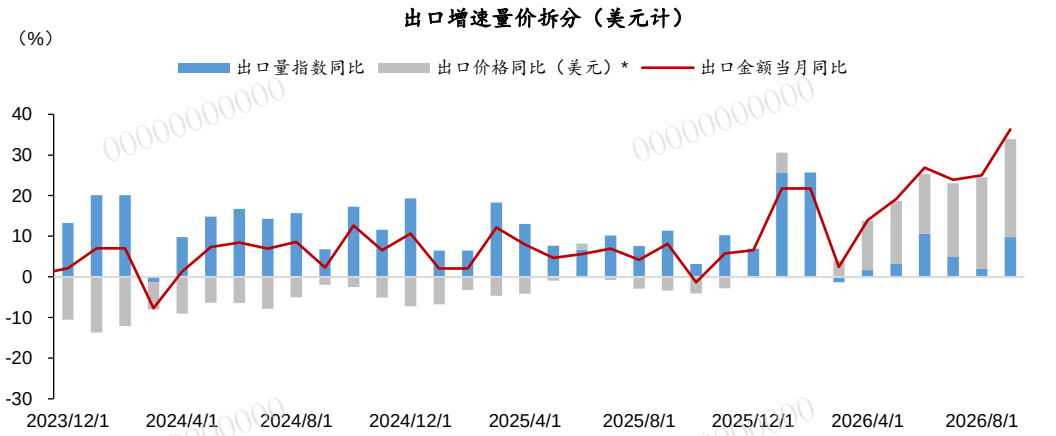
	202609	202608	202607	202606	202605	3Q2026	2Q2026	1Q2026	4Q2025
贸易差额（亿美元）	1335	1191	1066	1255	1050	3149	2591	3098	2871

备注：括号内表示 2025 年占整体出口/进口的比重

资料来源：Wind，海关总署，华泰研究

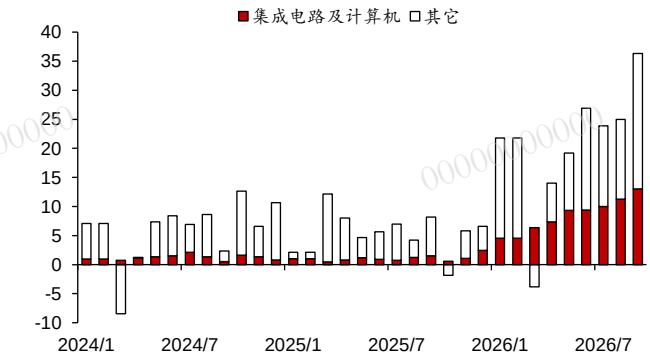
下载日志已记录，仅供内部参考

图表2：我们估算 9 月出口数量增速或较 8 月有所回升



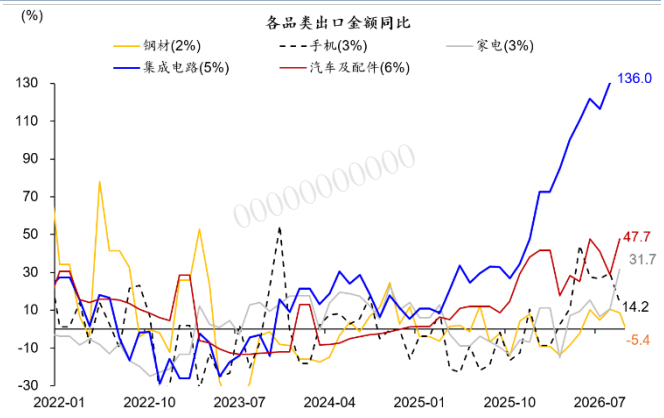
资料来源：Wind，海关总署，华泰研究预测

图表3：AI 链对出口增长的拉动升至 13.0 个百分点



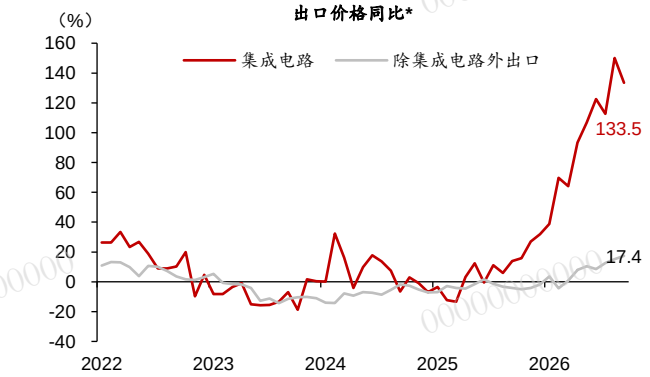
资料来源：Wind，海关总署，华泰研究

图表4：9 月集成电路和汽车相关出口保持高增



资料来源：Wind，海关总署，华泰研究

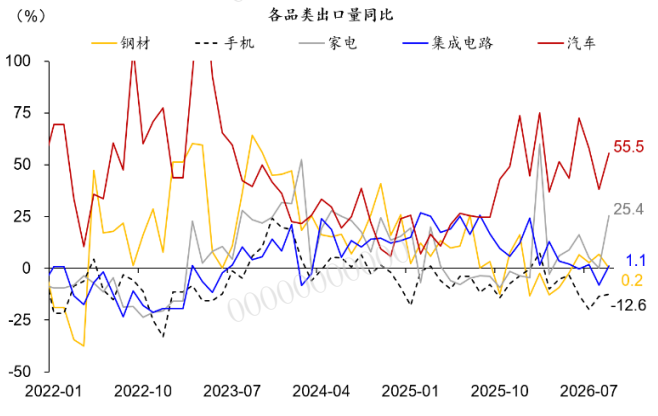
图表5：9 月集成电路出口均价涨幅收窄至 133.5%



*集成电路出口价格同比=出口金额指数/出口数量指数-1；除集成电路外出口价格以整体出口价格指数、集成电路出口价格支出以及集成电路占总出口比重推算。

资料来源：Wind，海关总署，华泰研究

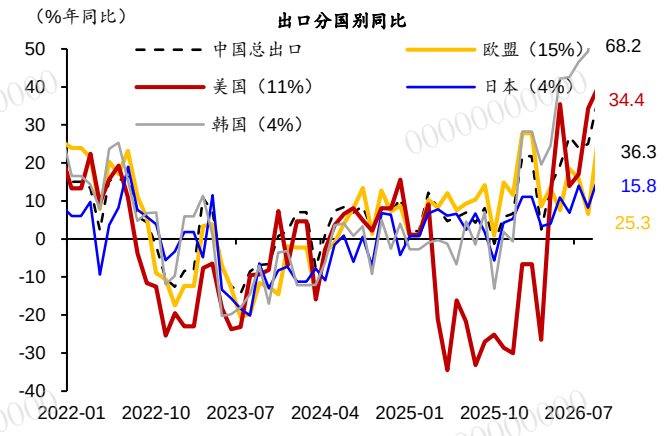
图表6：家电出口量明显回升，集成电路出口量同比转正



资料来源：Wind，海关总署，华泰研究

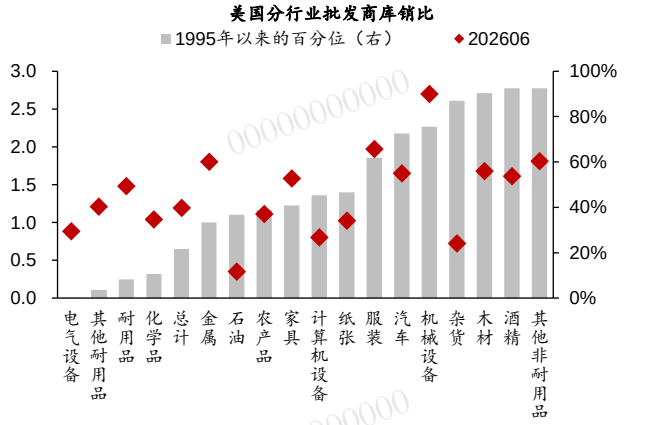
下载日志已记录，仅供内部参考

图表7：9月对欧盟和韩国出口明显加快



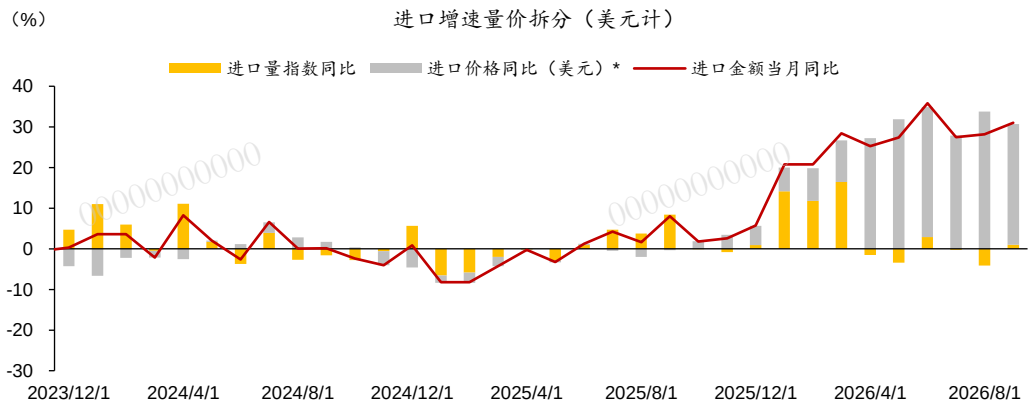
资料来源：Wind，海关总署，华泰研究

图表8：8月美国批发商库存仍处于历史偏低水平



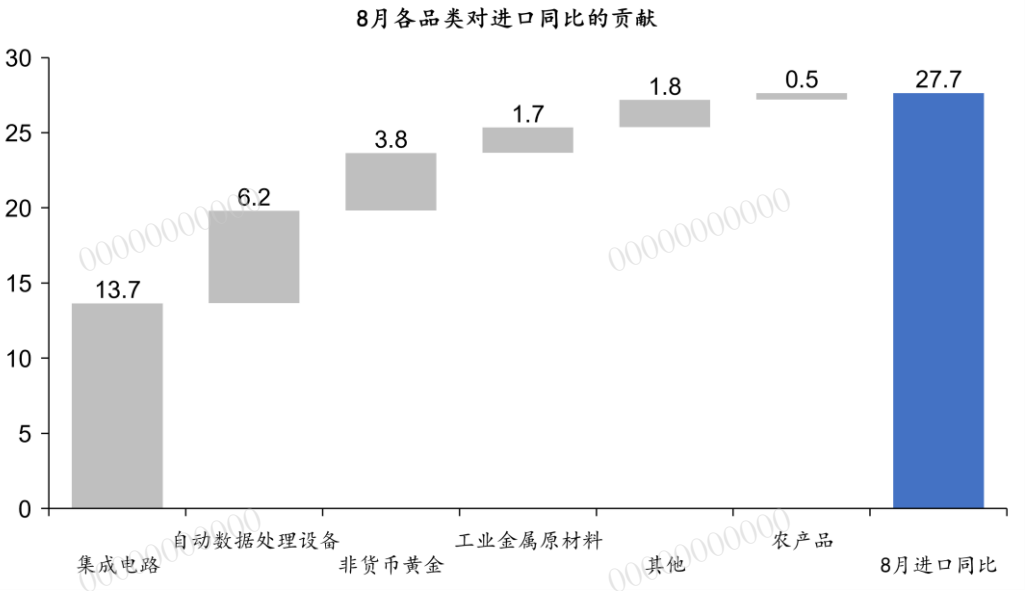
资料来源：Wind，海关总署，华泰研究

图表9：我们估算9月进口数量指数增速较8月回升



资料来源：Wind，海关总署，华泰研究预测

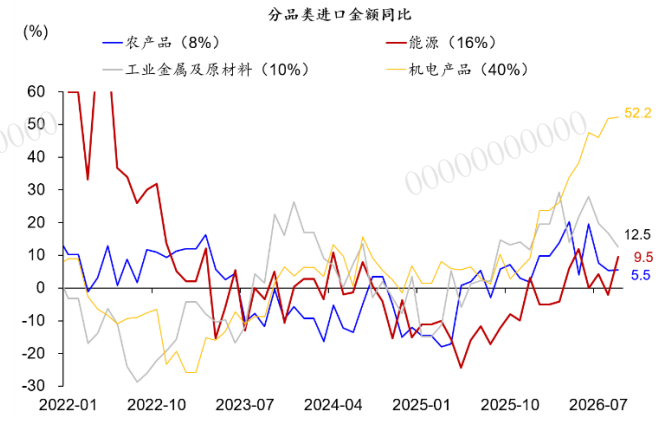
图表10：今年8月非货币黄金对进口的贡献边际回落



资料来源：Wind，海关总署，华泰研究

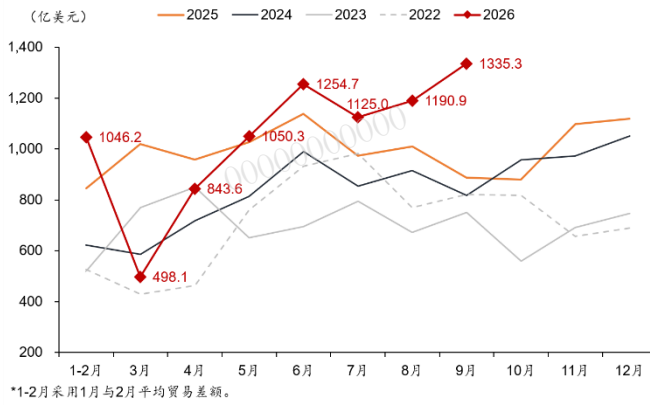
下载日志已记录，仅供内部参考

图表11：9月主要进口品类表现分化



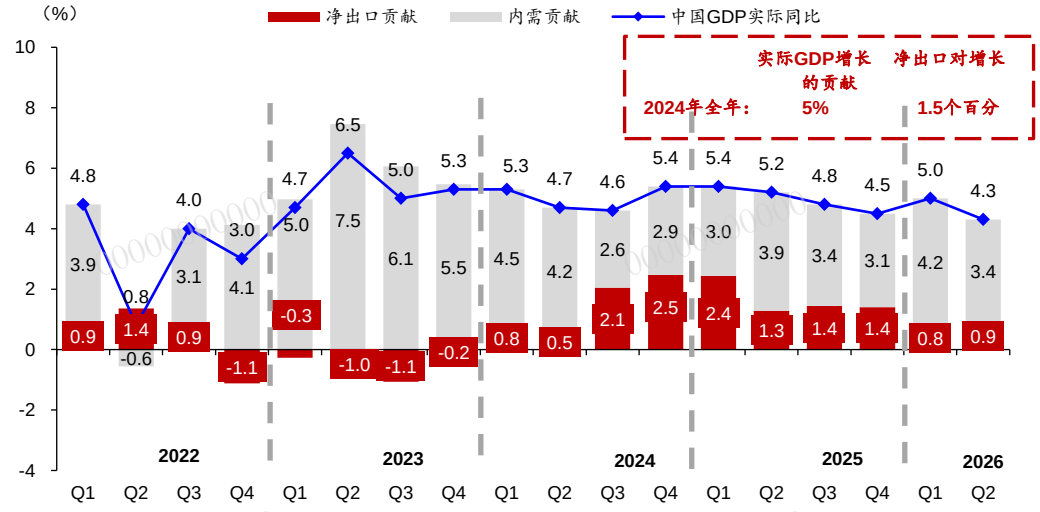
资料来源：Wind，海关总署，华泰研究

图表12：9月货物贸易顺差进一步扩大



资料来源：Wind，海关总署，华泰研究

图表13：三季度贸易顺差对实际GDP的贡献或将进一步上升



资料来源：Wind，海关总署，华泰研究

风险提示：

1) 中东地缘冲突若再度升级，可能推升原油、天然气及国际航运价格，并通过运输受阻、交付周期延长和生产成本上升等渠道扰动全球供应链，进而压制外需。

2) 若美国通胀持续偏高、美联储加息或维持高利率的时间超出预期，全球金融条件可能进一步收紧，海外消费、投资及制造业需求随之放缓，从而对中国出口增速形成下行压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，易峘、吴宛忆、陈玮，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。

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

- 分析师易峘、吴宛忆、陈玮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