下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

增长边际企稳
——三季度 GDP 及 9 月经济数据点评

华泰研究

2026 年 10 月 19 日 | 中国内地　　动态点评

10 月 19 日国家统计局公布三季度 GDP 及 9 月经济活动数据。三季度实际 GDP 同比增长 4.5%（彭博一致预期 4.4%）；名义 GDP 同比增长上行至 6%。9 月工业增加值、社零同比增速较 8 月的 5.2%/0.4%回升至 5.5%和 1.1%(彭博一致预期 5.4%/0.5%)；1-9 月固定资产投资累计同比下降 7.2%，略高于彭博一致预期的-7.3%，隐含 9 月单月同比降幅收窄至 7.2%。

总体而言，三季度经济增长边际企稳，主要受益于出口高增和政府融资托举，内需基础或尚不稳固：净出口对增长的支撑增强，工业生产增速亦回升；单月而言，政府债发行提速带动 9 月社融及投资数据改善。但生产改善集中于石化/出口链部分行业，消费回升受中秋假期错位提振，修复基础尚待夯实。

1. 净出口对三季度增长的支撑明显提升，工业生产景气度分化加剧

三季度出口走强对 GDP 增长形成明显拉动。我们估算顺差对名义 GDP 同比增速的直接拉动约由二季度的-0.25 个百分点上行至 1.2 个百分点，三季度 PPI 与 CPI 剪刀差走阔、显示价格改善仍主要集中在上游及部分出口行业，需求侧传导有限。前三季度实际 GDP 增长约 4.6%，若实现全年增长目标，四季度实际 GDP 增速下限为 4.1%左右，考虑低基数及财政后置、完成全年增长目标的压力相对可控。

单月而言，出口带动 9 月工业生产回升，但行业景气度进一步分化。9 月规模以上工业增加值同比较 8 月的 5.2%加快至 5.5%，其中计算机通信、高技术制造业维持高增速为 16.4%和 15.3%，油气开采增长 9.8%。但汽车制造增速由 8 月的 8.7%回落至 6.7%，发电量同比下降 1.2%，或显示传统内需行业仍承压。

2. 中秋错位提振社零增速边际回升，但客单价改善或弱于量

消费内生动能仍偏弱，中秋错位可能反向拖累 10 月社零读数。9 月社零同比增长较 8 月的 0.4%略回升至 1.1%，商品零售和餐饮收入增速分别由 0.3%和 1.1%升至 1.0%和 2.1%、部分受中秋错位提振；通讯器材增长 31.1%、受以旧换新补贴拉动，而汽车零售额降幅进一步扩大至 21.2%，我们估算其对社零同比增速的拖累约为 2.3 个百分点，建筑材料零售亦下降 9.2%，显示汽车及地产后周期消费承压。

3. 财政发力边际提速托举投资增长，地产拖累持续

制造业和基建投资降幅边际收窄，增量政策有望托举四季度项目开工，但地产仍是主要拖累。9 月固定资产投资单月同比降幅较 8 月的 11%收窄至 7.2%，制造业/基建投资降幅分别较 8 月的 6.1%/14.8%收窄至 0.9%/10.5%，或显示 9 月以来政府债发行提速，新型政策性金融工具落地等托举。但 9 月房地产开发投资/商品房销售面积同比降幅走阔至 26.3%/20.7%，考虑到 8 月 28 日现房销售制度逐步落地后，回款周期进一步拉长，或继续压低房企拿地和新开工意愿。

往前看，四季度经济有望在强外需、低基数及政策融资加快落地的支撑下延续弱企稳态势，但行业分化格局或延续。能源价格维持高位对中下游利润的挤压值得关注。此外，关注中央政府能否进一步发力、对冲地方收入及地产调整等内生拖累，以及假期错位消退后，10 月消费是否再度放缓。

风险提示：地缘政治扰动超预期拖累全球增长，地产周期超预期下行。

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

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

王洺硕，CFA，PhD　研究员
SAC No. S0570525070003　wangmingshuo@htsc.com
SFC No. BUP051　+(86) 10 6321 1166

翟乐陶*　联系人
SAC No. S0570126050012　zhailetao@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

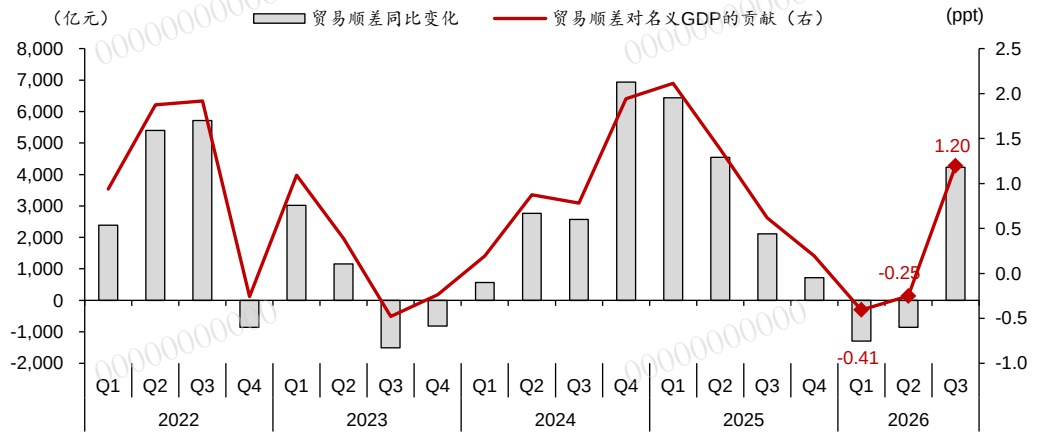
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 净出口对三季度增长的支撑明显提升，景气度分化加剧

三季度实际 GDP 增速由二季度的 4.3%回升至 4.5%，季调环比增速亦由二季度的 0.9%升至 1.2%；此外，名义 GDP 较二季度的 5.9%进一步上行至 6%，对应 GDP 平减指数较二季度的 1.5%放缓至 1.4%——三季度 PPI 与 CPI 剪刀差走阔、显示价格改善仍主要集中在上游及部分出口行业，需求侧传导有限。今年前三季度实际 GDP 增长 4.6%，名义 GDP 增长录得 5.6%，按照年初两会经济增长目标 4.5%~5%的下限推算，四季度实际 GDP 增长达到 4.1%~4.2%即可完成全年经济增长目标。从结构上看，第二/第三产业 GDP 同比增速分别由二季度的 3.0%/5.1%回升至 3.4%/5.2%，而第一产业 GDP 同比较二季度的 3.7%略放缓至 3.6%。

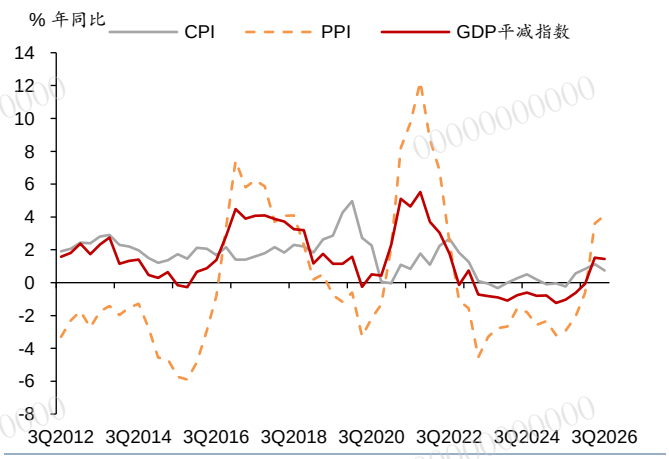
总体而言，出口韧性和政策集中落地共同托举下三季度经济增长边际企稳，但回升基础或仍不牢固、可持续性仍待后续进一步观察。一方面，三季度以来出口维持强势且顺差走阔，我们估算三季度商品贸易对名义 GDP 的影响由今年上半年的-0.33 个百分点转正至约 1.2 个百分点，显示内外需分化加剧、净出口对三季度增长的支撑增强（参见《出口维持强势且顺差走扩》，2026/10/14）。另一方面，9 月 28 日国常会部署进一步加大逆周期调节力度后增量政策工具陆续落地，包括 9 月 29 日相关部门公布结构性再贷款和居民购房贷款贴息等政策安排、10 月 9 日 5,500 亿元地方债务结存限额落地等，有望对四季度经济增长形成托底。往前看，关注四季度中央政府能否进一步发力托举内需更快修复，并对冲“8·28”地产新政后地方财政收入下降的拖累，以及假期错位效应消退后 10 月消费是否再度放缓。

图表1：三季度贸易差额（人民币计价）提振名义 GDP 增长约 1.2 个百分点



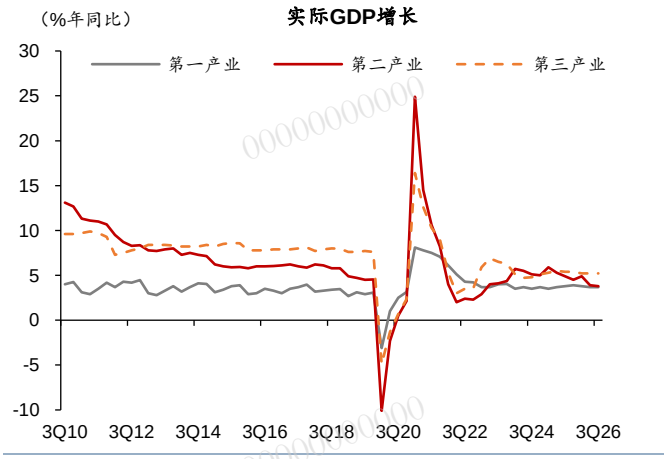
资料来源：Wind, CEIC，华泰研究

图表2：三季度 GDP 平减指数较二季度的 1.5%略回落至 1.4%



资料来源：Wind，CEIC，华泰研究

图表3：三季度 GDP 同比增长较二季度的 4.3%回升至 4.5%



资料来源：Wind，CEIC，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 出口带动 9 月工业生产回升，但行业景气度进一步分化

工业增加值增速从 8 月的 5.2%边际回升至 9 月的 5.5%，季调后的环比增长录得 0.61%。出口与 AI 链持续提振工业生产，但行业间分化有所加剧。具体看，9 月工增回升主要受 AI 及出口链行业拉动，比如计算机通信、专用设备、运输设备等行业增长继续维持高位，工业机器人、集成电路等主要工业产品生产增速持续上行。

- **高基数下 AI 相关需求仍保持较快增速。**计算机通信制造业增加值增速较 8 月的 17.2%小幅放缓至 16.4%，对总体工增贡献较 8 月的 1.9 个百分点回升至 2 个百分点（占比近四成）；主要产品产量方面，工业机器人产量同比较 8 月的 34.6%回落至 18.9%、但仍保持较高景气度，集成电路产量同比增速较 8 月的 20.6%略下行至 18.4%。

- **出口链相关行业工业增加值维持较快增长。**9 月出口金额同比增速较 8 月的 25%大幅上行至 36.3%，工业企业中高技术制造业增加值同比增长 15.3%，快于全部规模以上工业增加值 9.8 个百分点。主要出口链行业中，专用设备/通用设备/电气机械/运输设备制造业 9 月工增同比分别录得 12.1%/8.5%/8.1%/11.7%，四者合计提振整体工增增速约 1.4 个百分点。主要产品产量方面，高基数叠加存储芯片等核心零部件涨价影响下，新能源汽车产量同比较 8 月的 21.9%下行至 16.9%，分产品看，1-9 月 3D 打印设备、锂离子电池、工业机器人产品产量同比分别增长 62.5%、39.5%、29.1%。

- **然而，内需相关的工业生产仍在低位，行业间分化加剧。**9 月布伦特期货/现货油价均价较 8 月上行 15.4%/25.3%。高油价对传统行业需求持续形成挤压，9 月有色冶炼/橡胶塑料行业工增同比继续走弱至-5.1%/3.5%；而前期扰动消退下部分中上游原材料生产低位修复，煤炭开采和洗选业 9 月同比降幅较 8 月收窄 2.3 个百分点至 3.3%，化学原料和化学制品制造业 9 月同比增速上行 2.4 个百分点至 2.4%，水泥制品业同比降幅亦收窄 1.7 个百分点至 2.4%。此外，医药/汽车制造业 9 月工增同比增速分别较 8 月下行 0.3/2.0 个百分点至 4.9%/6.7%。发电量同比降幅较 8 月走阔 0.4 个百分点至-1.2%，反映部分高耗能行业生产动能仍偏弱。

图表4：分行业工业生产增速变化一览

分行业工业增加值增速

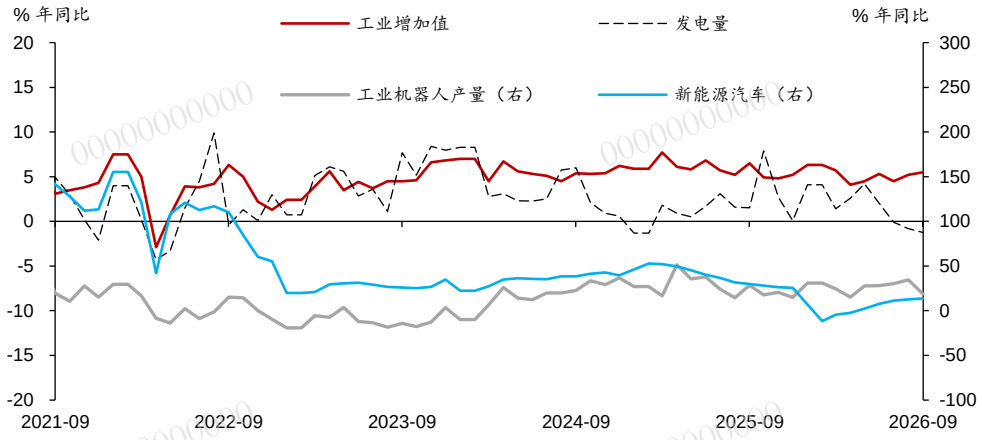
当月同比	9月同比增速（%）	增速变动：9月 vs. 8月（pct）	
煤炭开采和洗选业	-3.3	2.3	上游
石油和天然气开采业	9.8	3.6	上游
农副食品加工业	4.1	-0.2	中游
纺织业	3.2	0.2	中游
化学原料和化学制品制造业	2.4	2.4	中游
橡胶和塑料制品业	3.5	-0.8	中游
水泥制品业	-2.4	1.7	中游
黑色金属冶炼和压延加工业	1.6	0.6	中游
有色金属冶炼和压延加工业	-5.1	-1.0	中游
金属制品业	8.2	0.1	中游
通用设备制造业★	8.5	-1.3	中游
专用设备制造业★	12.1	0.7	中游
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业★	11.7	-1.7	中游
电气机械和器材制造业★	8.1	-1.8	中游
电力、热力生产和供应业	5.6	0.7	中游
食品制造业	7.3	-1.5	下游
医药制造业★	4.9	-0.3	下游
汽车制造业★	6.7	-2.0	下游
计算机、通信和其他电子设备制造业★	16.4	-0.8	下游
发电量	-1.2	-0.4	
整体工业增加值增速	**5.5**	**0.3**	

★出口拉动较强的制造业行业

资料来源：Wind, CEIC，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图表5：9月工业增加值增速有所回升



资料来源：Wind，CEIC，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 中秋错位提振社零增速边际回升，但客单价改善或弱于量

社会消费品零售总额同比增速由 8 月的 0.4%上行至 1.1%，高于彭博一致预期的 0.5%，中秋错位效应对餐饮与服务消费有所提振，家电和通讯器材等部分国补品类亦对整体社零形成拉动，但汽车与地产链条仍对总消费形成拖累。剔除金银珠宝、“以旧换新”品类后，9 月其他商品消费同比增速由 8 月的 2.2%回升至 3.4%。此外，1-9 月商品和服务零售总额同比增长 2.6%，强于同期总体社零增速的 1.1%，其中服务零售额增速（5.0%）较 1-8 月的 4.9%小幅回升。

- **今年中秋假期落在 9 月（去年落在 10 月），错位效应提振下，餐饮与服务消费整体上行，1-9 月服务零售额累计同比增速 5.0%，较 1-8 月的 4.9%略有回升。**中秋假期全国 78 个重点步行街（商圈）客流量/营业额同比增长 6.4%/5.1%，为服务消费提供动能。9 月粮油食品/餐饮/烟酒消费同比增速录得 6.7%/2.1%/13.8%，低基数下，烟酒同比上行 1.3 个百分点，我们估算对社零同比增速提振约 0.19 个百分点。但需要注意的是，10 月错位效应反转及高基数显现或将对整体消费形成拖累：国庆假期全国国内出游人次/总花费按可比口径（日均）同比增长 6.3%/4.3%，隐含客单价同比下降约 1.9%。

- **家电和通讯器材等部分国补品类边际提振整体社零增长。**9 月实物商品网上零售同比增速较 8 月的 2.2%放缓至 0.1%。家电同比增速由 8 月的 2.3%略回落 0.4 个百分点至 1.9%，我们估算其对社零同比增速的影响由 8 月的拉动 0.05 个百分点回落至拉动 0.04 个百分点；通讯器材同比增速由 8 月的 27.3%进一步回升 3.8 个百分点至 31.1%；今年 9 月厂商密集发布高客单价新品类，叠加以旧换新补贴政策延续，同时存储涨价推升终端价格，共同支撑通讯器材名义零售额上行。

- **补贴前置效应、节日错位叠加高油价压制燃油车消费等因素共同影响下，国内终端汽车零售消费需求承压。**9 月汽车类商品零售同比降幅较 8 月的 18.5%走阔 2.7 个百分点至 21.2%，我们估算其对社零同比增速的拖累约为 2.33 个百分点，高基数下中秋假期前置扰动消费节奏、油价高企持续压制燃油车消费，叠加存储芯片涨价影响下新能源汽车投放偏慢，多因素共同拖累汽车消费。

- **金银珠宝与地产链仍对整体社零形成拖累。**金银珠宝类零售同比降幅由 8 月的 17.5%收窄 7.9 个百分点至 9.6%，我们估算其对社零同比增速拖累为 0.07 个百分点；地产链相关品类中，建筑及装潢材料同比降幅由 8 月的 11.8%收窄 2.6 个百分点至 9.2%，家具类零售同比降幅由 8 月的 7.9%收窄 4.9 个百分点至 3.0%，地产相关消费仍边际承压。

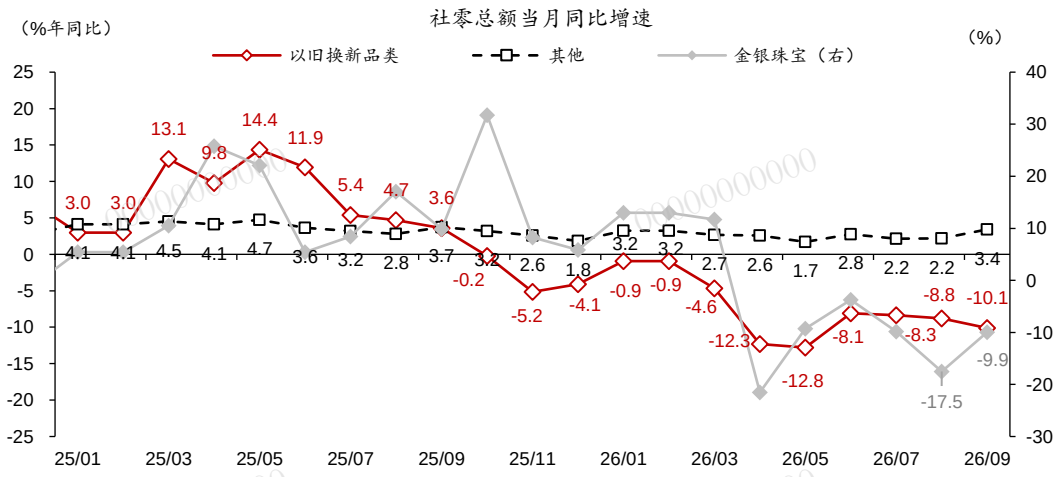
下载日志已记录，仅供内部参考

图表6：分品类零售增速及增速变化一览

按消费类型分、限额以上单位商品零售增速			
单月同比	9月同比增速（%）	增速变动：9月 vs. 8月（pct）	
粮油、食品类	6.7	2.7	必选消费
饮料类	5.0	0.1	必选消费（周期性较强）
烟酒类	13.8	1.3	必选消费（周期性较强）
服装鞋帽、针纺织品类	1.2	1.7	必选消费（周期性较强）
日用品类	4.1	2.3	必选消费（周期性较强）
中西药品类	5.0	0.2	必选消费
餐饮	2.1	1.0	可选消费
化妆品类	5.4	0.5	可选消费
金银珠宝类	-9.6	7.9	可选消费
★文化办公用品类	7.9	2.1	可选消费
★通讯器材类	31.1	3.8	可选消费
石油及制品类	-0.8	6.2	可选消费
★汽车类	-21.2	-2.7	可选消费
★家用电器和音像器材类	1.9	-0.4	可选消费（地产相关）
★家具类	-3.0	4.9	可选消费（地产相关）
建筑及装潢材料类	-9.2	2.6	可选消费（地产相关）
商品网上零售	0.1	-2.1	网上消费
整体名义社零增速	1.1	0.7	
★受国补退坡影响的商品类别			

资料来源：Wind, CEIC，华泰研究

图表7：9月以旧换新相关品类零售同比降幅扩大至10.1%

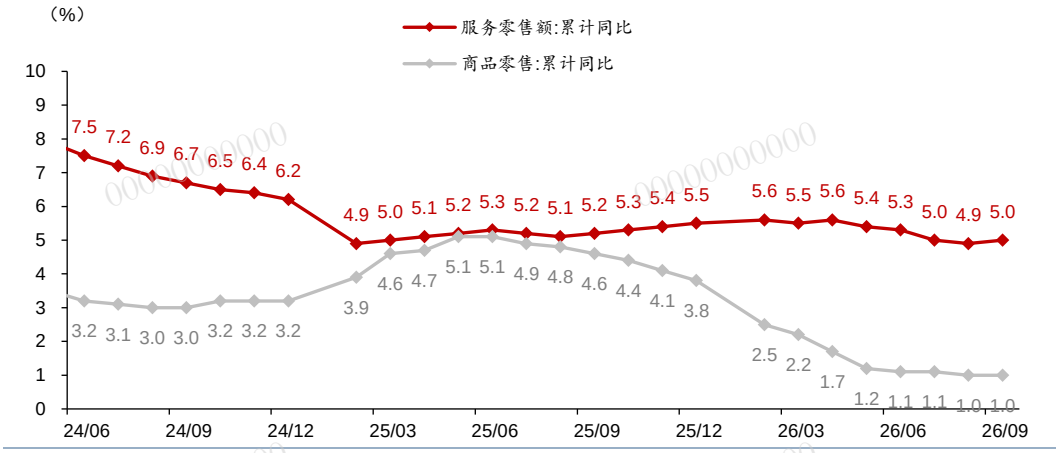


注：以旧换新品类包括家电、家具、文化办公用品、通讯器材类和汽车。

资料来源：Wind, CEIC，华泰研究

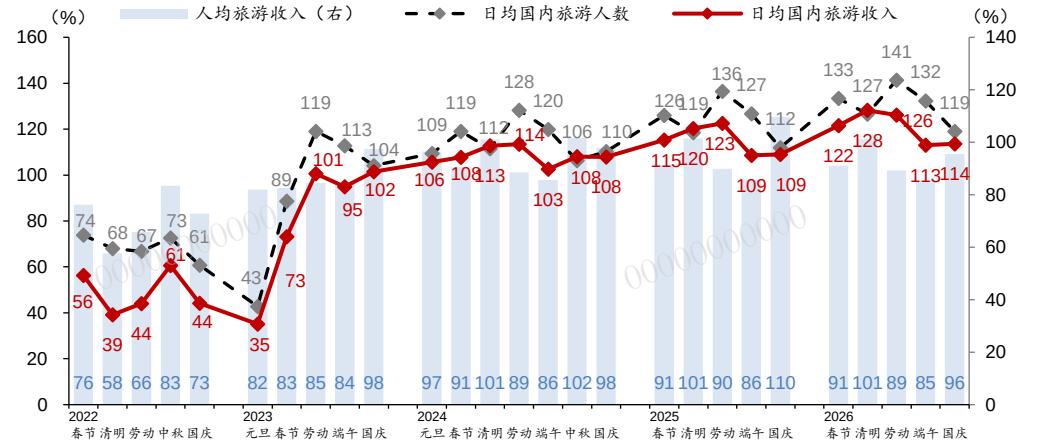
下载日志已记录，仅供内部参考

图表8：9月服务零售额与商品零售额同比增速剪刀差进一步走阔



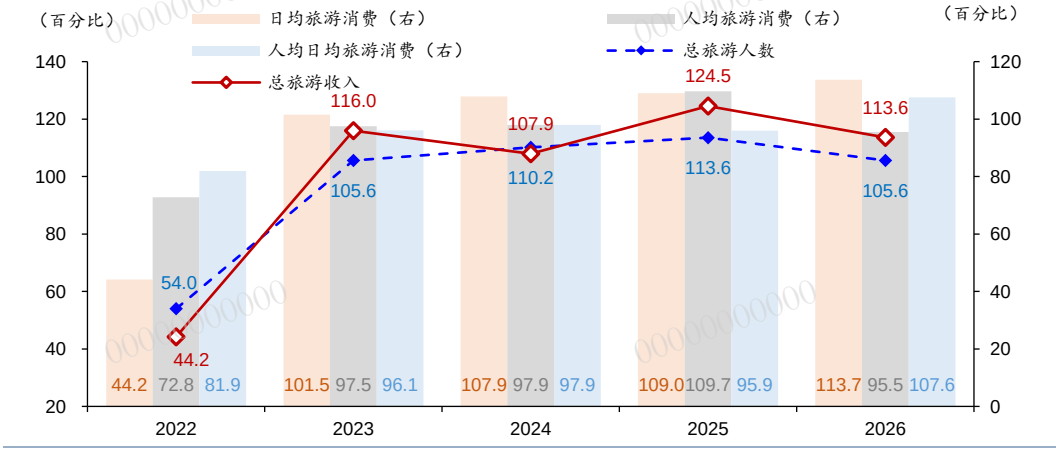
资料来源：iFind，华泰研究

图表9：国内日均旅游收入及人数较2019年恢复程度



资料来源：文化和旅游部，华泰研究

图表10：国内国庆假期旅游人次及收入较2019年恢复情况



资料来源：文化和旅游部，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 财政发力边际提速托举投资增长，地产拖累持续

今年 1-9 月固定资产投资累计同比持平于前 8 个月的-7.2%，9 月单月固定资产投资同比降幅由 8 月的 11%收窄至 7.2%，季调后环比增长从 8 月的-0.5%转正至 0.07%。新型政策性金融工具加快投放和地方政府债务结存限额等“准财政”政策发力下制造业和基建投资降幅均有所收窄，高频指标亦显示建筑开工边际改善，后续继续关注增量政策落地对四季度“六张网”、“两重”项目的托举作用。具体看，

- **出口链韧性叠加政策托底下制造业投资降幅快速收窄，而成本端对投资的挤压效应持续显现；**9 月单月制造业投资同比降幅从 8 月的 6.1%收窄至 0.9%。分行业而言，成本冲击下部分中游加工和装备制造业利润受到挤压，如有色加工/金属制品同比回落 9.4%/16.7%。出口链维持高景气下部分中游设备制造业投资动能有所改善，如计算机/电气机械同比回升 8.9/6.6 个百分点至 19.2%/3.5%，通用/运输设备同比回升 4.8/11.9 个百分点至 2.3%/12.5%；但专用设备投资同比增速较 8 月的-7.5%回落至-8.3%。财政与准财政工具在集中落地后设备购置明显改善，9 月设备工器具购置额同比从 8 月的 11.1%加速上行至 12.5%。下游制造业行业投资分化加剧，9 月汽车/食品制造同比降幅收窄 2.5/7.6 个百分点至 8.2%/9.7%，而医药制造同比回落 8.7 个百分点至-6.8%。

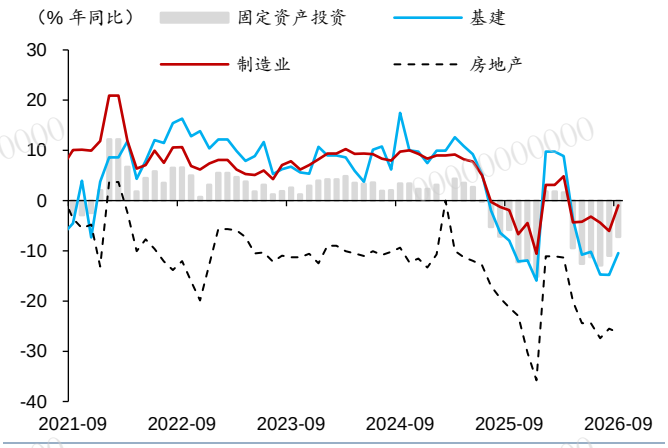
- **广义财政支出边际提速，低基数下基建投资同比降幅收窄。**9 月基建投资同比降幅较 8 月的 14.8%收窄至 10.5%。一方面，政府债券发行边际提速，9 月国债净发行和新增地方专项债累计 1.15 万亿元、同比多增 2,918 亿元（图表 14）；另一方面，新增地方政府债更多用于项目建设有助于基建投资回升，9 月地方专项债中用于化债和清欠的特殊专项债发行占比较 8 月的 47.3%回落至 29.6%，用于项目建设的专项债同比多增 2,527 亿元（图表 15），9 月公共部门/民间固定资产投资同比降幅亦较 8 月的 5.2%/14.5%收窄至 1.2%/12.5%（图表 16）。值得注意的是，今年 8,000 亿元新型政策性金融工具已于 9 月加速投放，10 月 9 日财政部增量政策“安排使用 5,500 亿元地方政府债务结存限额”落地，可能对“六张网”、“两重”项目建设形成托底。

- **地产投资和新开工总体仍偏弱，房企现金流状况持续承压。**商品房“严控增量、优化存量”的政策导向下地产投资和新开工总体仍偏弱，9 月地产投资同比降幅从 8 月的 25.5%走阔至 26.3%，而新开工面积同比降幅从 8 月的 30.9%收窄至 25.6%（图表 17）——高频数据亦显示近期建筑开工指标同比边际改善，如 9 月水泥开工同比降幅较 8 月的 3.9 个百分点收窄至 0.3 个百分点，建筑钢材成交量同比略回落 8.7%（图表 19-20）。“8·28”新政后各地地产现房销售制度陆续落地，房企现金流状况总体承压——9 月房地产到位资金同比降幅较 8 月的 26.6%小幅收窄至 26.4%（图表 18），分项中定金和预付款/贷款同比降幅较 8 月的 18.1%/44.0%收窄至 14.8%/31.1%，而个人按揭贷款同比降幅较 8 月的 13.2%走阔至 19.5%。

9 月新房成交量价同比降幅均有走阔，但 10 月以来的高频数据显示“9·29”房贷贴息新政提振下二三线二手房需求有所升温。统计局口径数据显示，9 月新房成交面积/金额同比降幅较 8 月的 14.8%/12.1%走阔至 20.7%/20.1%（图表 21），由此，统计局口径下 9 月的商品房销售均价同比自 8 月的 3.2%下行至 0.8%；统计局公布的月度二手房成交面积数据显示今年前 9 个月的二手房成交面积同比增加 10.7%，明显快于同期新房成交面积同比的-13.2%。此外，高频数据显示 10 月至今（10 月 1-18 日）新房/二手房同比增速较 9 月的-16.1%/1.3%回升至-14.7%/18.1%，其中一线新房/二手房成交面积同比较 9 月的 6.9%、4.3%快速回升至 8.2%、28.1%（图表 23），“9·29”房贷贴息新政提振下二三线二手房需求有所升温，二/三线二手房成交同比从 9 月的-2%/7.9%明显回升至 10%/21.1%。

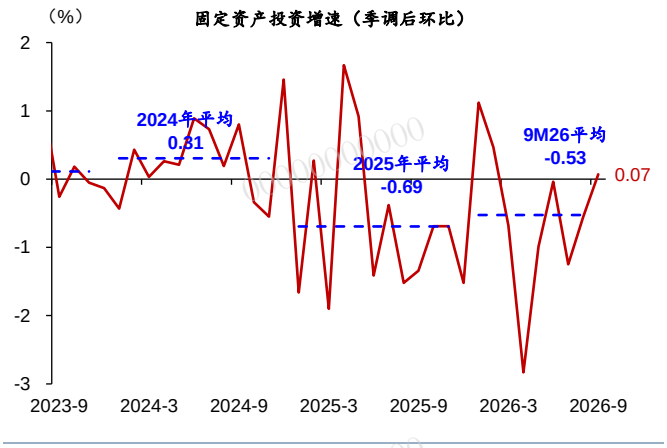
下载日志已记录，仅供内部参考

图表11：9月固定资产投资降幅有所收窄



资料来源：Wind，CEIC，华泰研究

图表12：季调后，9月固定资产投资环比较8月的-0.5%转正至0.07%



资料来源：Wind, CEIC, MySteel，华泰研究

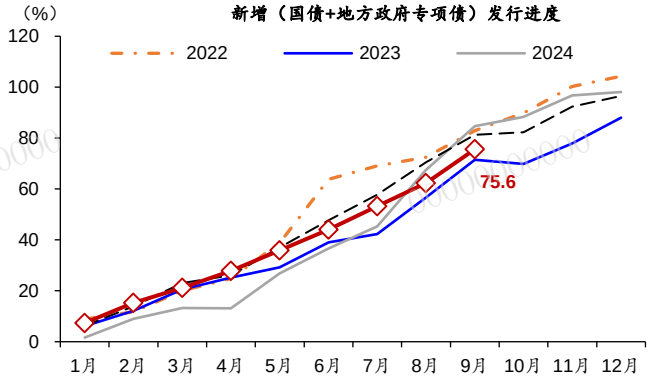
图表13：分行业制造业投资增速变化一览

分行业固定资产投资完成额增速			
当月同比	9月同比增速（%）	增速变动：8月vs.9月（pp）	
农副食品加工业	-5.6	-10.1	中游
纺织业	-4.2	5.1	中游
化学原料及化学制品制造业	-4.1	8.8	中游
有色金属冶炼及压延加工业	-9.4	-4.0	中游
金属制品业	-16.7	5.9	中游
通用设备制造业★	2.3	4.8	中游
专用设备制造业★	-8.3	-0.8	中游
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	12.5	11.9	中游
电气机械及器材制造业	3.5	6.6	中游
食品制造业	-9.7	7.6	下游
医药制造业★	-6.8	-8.7	下游
汽车制造业★	-8.2	2.5	下游
计算机、通信和其他电子设备制造业★	19.2	8.9	下游
整体制造业投资增速	-0.9	5.1	
★出口拉动较强的制造业行业			

资料来源：Wind, CEIC，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

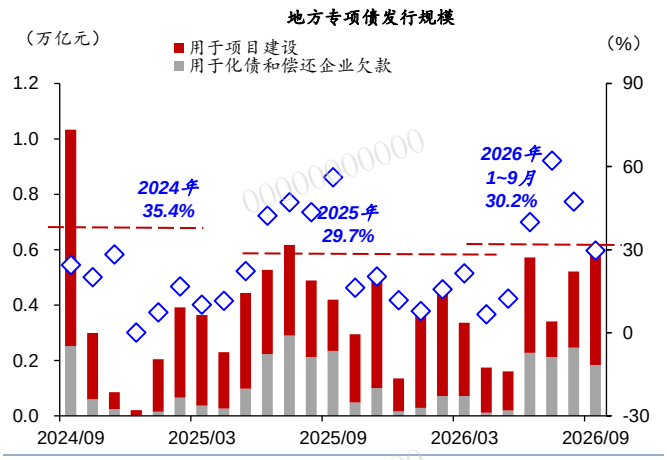
图表14：今年9月，政府债发行边际提速



注：2023年10月开始发行进度考虑1万亿特别国债；2025年发行进度不考虑5000亿元注资特别国债；2024/2025年10月开始发行进度分别考虑4,000/5,000亿元地方债务结存限额。

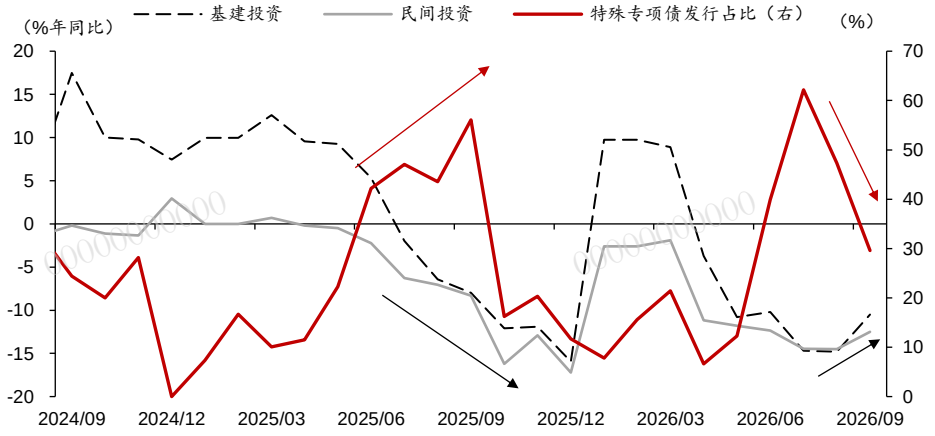
资料来源：Wind，CEIC，华泰研究

图表15：项目建设专项债比例增大有助于提振基建投资



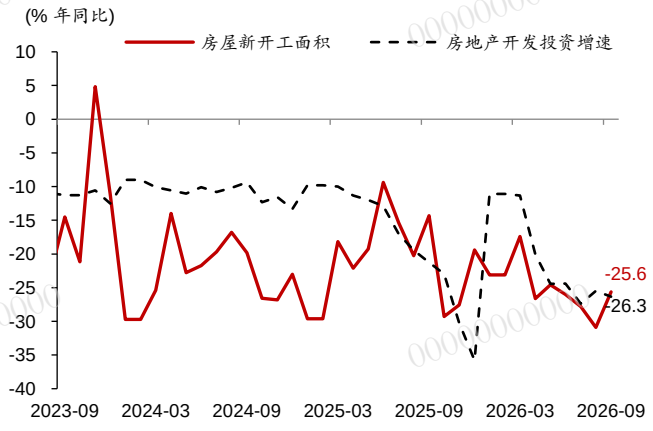
资料来源：Wind，CEIC，华泰研究

图表16：9月民间投资增长亦有所修复



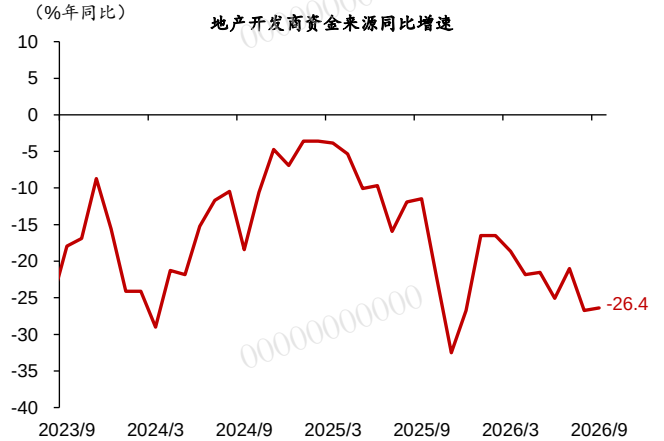
资料来源：Wind，CEIC，华泰研究

图表17：9月房地产开发投资降幅走阔至26.3%



资料来源：Wind，华泰研究

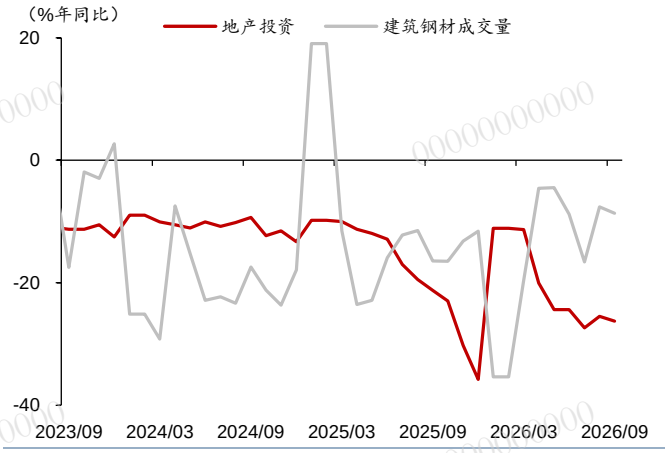
图表18：9月房地产开发商资金来源同比降幅略收窄至26.4%



资料来源：Wind，华泰研究

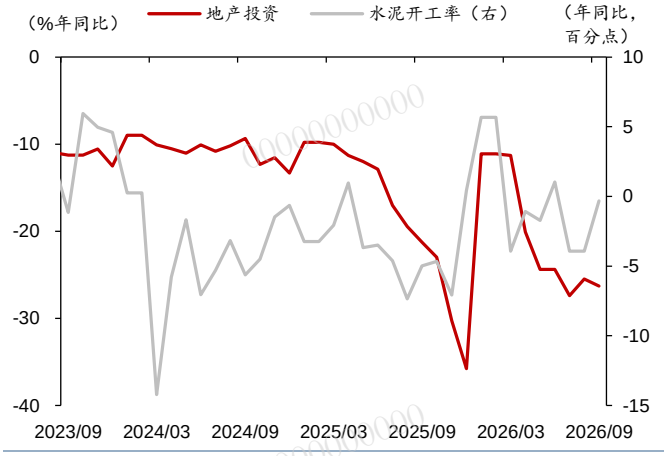
下载日志已记录，仅供内部参考

图表19：9月地产投资和建筑钢材成交量同比略有回落



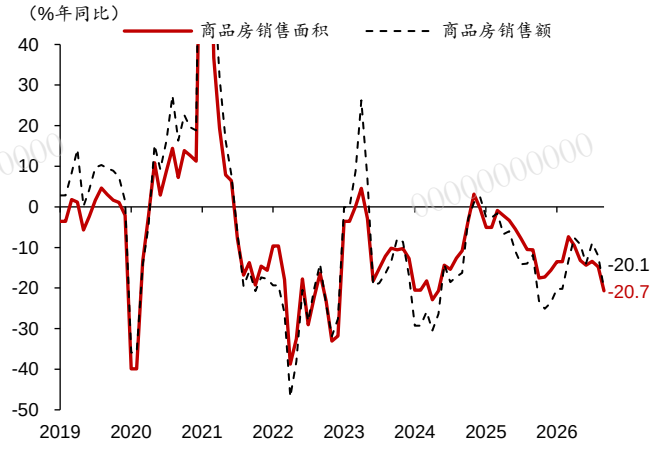
资料来源：Wind，MySteel，华泰研究

图表20：水泥开工同比边际改善



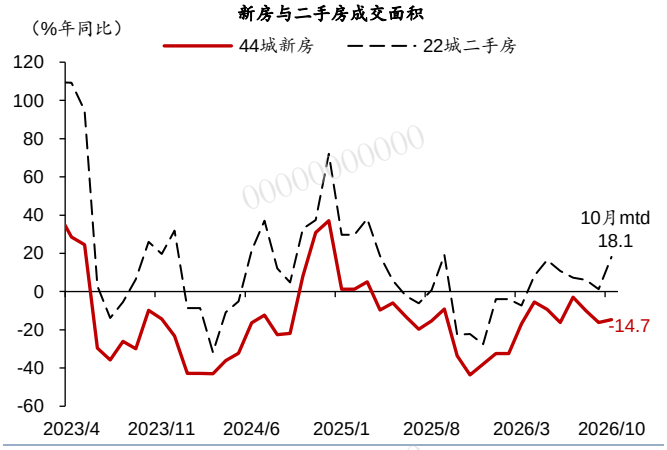
资料来源：Wind，卓创资讯，华泰研究

图表21：统计局口径下的9月新房销售量价同比降幅均有所走阔



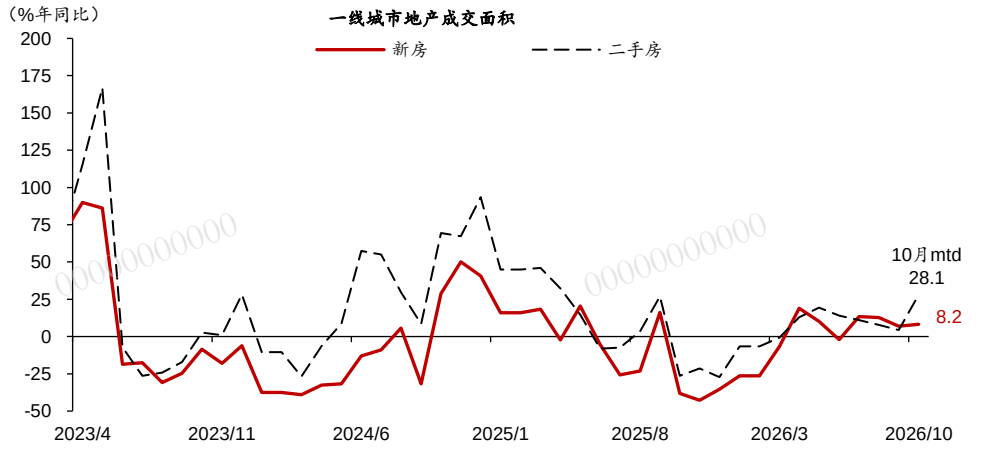
资料来源：Wind，华泰研究

图表22：10月1-18日的高频数据显示，新房/二手房同比增速回升至-14.7%/18.1%



资料来源：Wind，华泰研究

图表23：同期一线新房/二手房成交面积同比较9月的6.9%、4.3%快速回升至8.2%、28.1%



资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

1）地缘政治扰动超预期拖累全球增长，对外需形成拖累。

2）地产周期超预期下行，对内需回升形成压制。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，吴宛忆、易峘、王洺硕，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

- 分析师吴宛忆、易峘、王洺硕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