下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

主业量价齐升推动业绩同比高增

华泰研究 季报点评

2026 年 10 月 27 日 | 中国内地 化学原料

万华化学发布三季报，2026 年前三季度实现营收 1858.67 亿元（yoy+28.87%），归母净利 156.58 亿元（yoy+70.99%），扣非净利 153.22 亿元（yoy+68.36%）。其中 Q3 实现营收 665.51 亿元（yoy+24.80%，qoq+1.97%），归母净利 55.95 亿元（yoy+84.38%，qoq-11.82%），扣非净利 56.46 亿元（yoy+97.67%）。公司 Q3 归母净利高于我们前次预期（52 亿元），主要是聚氨酯产品销量高于我们预期；同时考虑油气价差维持高位有望释放公司气头烯烃盈利弹性，上调公司 26-28 年盈利预测，并维持“买入”评级。

三大板块量价齐升，Q3 盈利同比高增

26Q3 公司聚氨酯/石化/精细化学品及新材料销量分别为 184/177/73 万吨，同比 +19%/+1%/+12%；收入分别为 254/275/121 亿元，同比 +39%/+13%/+47%，受产品价格同比上涨影响，板块收入增速均高于销量增速。Q3 公司综合毛利率同比+2.6pct 至 15.4%，但受原料价格环比上涨等因素影响，环比 Q2 下降 3.6pct；Q3 期间费用率同比下降 1.5pct 至 4.0%。

产品价格延续上行，气头乙烯成本优势凸显

受美伊局势持续、海外能源及供应链成本高位，以及部分海外装置检修影响，全球聚氨酯供给仍然偏紧。据百川盈孚，截至 10 月 23 日，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 价格分别为 2.24/1.82/1.73 万元/吨，较 Q3 均价上涨 9%/4%/2%；MDI 综合价差/TDI 价差分别变化-522/-996 元/吨，但较年初仍有改善。石化方面，中东原油供应及运输受扰推升石脑油成本，截至 10 月 23 日，乙烷裂解制乙烯价差较 Q2 平均扩大 612 元/吨。我们认为，海外高成本产能持续承压，公司凭借能源、原料及交付稳定性，全球份额与盈利能力有望进一步提升；伴随乙烯一期进料改造完成，公司有望依托乙烷、丙烷等原料灵活配置能力，充分享受气头乙烯利润弹性。

新材料延续高增，产品矩阵持续完善

公司持续推进产品差异化和高端化。电池材料方面，钠电正极通过头部客户认证，第四代磷酸铁锂在海阳基地实现量产，连续石墨化产品导入头部客户，眉山基地 NMP 装置保持满负荷运行；高端聚烯烃方面，公司加快 POE、尼龙 12 下游应用开发，220kV 及以上高压 XLPE 实现突破；光学材料方面，光学透镜 PC 产品系列进一步完善。我们认为，伴随产品矩阵扩充及市场拓展推进，新材料板块有望成为拉动公司成长的全新增长极。

盈利预测与估值

考虑公司 Q3 业绩增长以及油气价差维持高位释放公司气头烯烃盈利弹性，我们上调公司 26-28 年归母净利润预期至 207/217/250 亿元（前值 194/212/240 亿元，上调 7%/2%/4%），对应 EPS 为 6.62/6.93/7.99 元。参考可比公司 27 年 Wind 一致预期平均 12xPE，考虑公司聚氨酯产品竞争优势与气头烯烃景气弹性，给予公司 27 年 15xPE，目标价为 103.95 元（前值 93.15 元，对应 15x26 年 PE）。维持“买入”评级

风险提示：下游需求不及预期；新项目进度不及预期；国际贸易不确定性。

投资评级（维持）：	买入
目标价（人民币）：	103.95

庄汀洲 研究员
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939

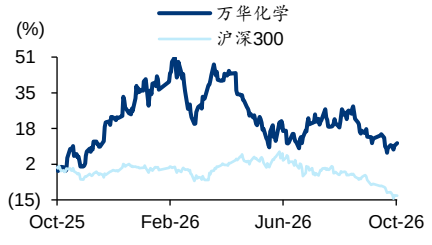
张雄 研究员
SAC No. S0570523100003 zhangxiong@htsc.com
SFC No. BVN325 +(86) 10 6321 1166

杨文韬* 研究员
SAC No. S0570526080005 yangwentao@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价（人民币 截至 10 月 26 日）	67.65
市值（人民币百万）	211,776
6 个月平均日成交额（人民币百万）	2,548
52 周价格范围（人民币）	61.47-94.32

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）	203,235	248,550	233,538	242,344
+/-%	11.62	22.30	(6.04)	3.77
归属母公司净利润（百万）	12,527	20,711	21,683	25,012
+/-%	(3.88)	65.32	4.70	15.35
EPS（最新摊薄）	4.00	6.62	6.93	7.99
ROE (%)	11.69	16.53	15.25	15.67
PE（倍）	16.91	10.23	9.77	8.47
PB（倍）	1.96	1.69	1.50	1.34
EV EBITDA（倍）	8.58	6.16	5.91	4.51
股息率 (%)	1.85	2.51	3.99	2.51

资料来源：公司公告、华泰研究预测

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表1：可比公司估值表

		股价（元/股）	市值（亿元）	EPS（元）			P/E（x）		
公司名称	股票代码	10 月 26 日	10 月 26 日	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
中国石化	600028 CH	5.56	6,336	0.36	0.42	0.47	15	13	12
扬农化工	600486 CH	51.73	209	3.73	4.41	5.07	14	12	10
华鲁恒升	600426 CH	19.28	530	1.75	2.01	2.26	11	10	9
平均							13	12	10

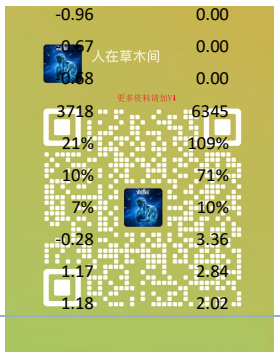
注：可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

图表2：万华化学季度业绩拆分

	单位	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2026Q4E
营业收入	**百万元**	43068	47834	53324	59009	54052	65264	66651	62583
——聚氨酯	百万元	18427	18461	18255	19915	19294	25663	25415	28248
——石化	百万元	16320	18614	24385	24885	20505	27233	27534	17403
——新材料	百万元	7370	8258	8183	9378	10345	12203	12062	12644
——其他	百万元	951	2501	2501	4831	3908	165	1640	4287
营业收入 yoy	**%**	-7%	-6%	6%	71%	26%	36%	25%	6%
——聚氨酯	%	5%	3%	-3%	-8%	5%	39%	39%	42%
——石化	%	-12%	-12%	9%	136%	26%	46%	13%	-30%
——新材料	%	21%	20%	17%	13%	40%	48%	47%	35%
——其他	%	-76%	-50%	8%	-181%	311%	-93%	-34%	-11%
营业收入 qoq	**%**	25%	11%	11%	11%	-8%	21%	2%	-6%
——聚氨酯	%	-15%	0%	-1%	9%	-3%	33%	-1%	11%
——石化	%	55%	14%	31%	2%	-18%	33%	1%	-37%
——新材料	%	-11%	12%	-1%	15%	10%	18%	-1%	5%
——其他	%	-116%	163%	0%	93%	-19%	-96%	894%	161%
营业成本	**百万元**	36304	42015	46515	50733	46091	52840	56302	52757
营业成本 yoy	%	-5%	-3%	6%	83%	27%	26%	21%	4%
营业成本 qoq	%	31%	16%	11%	9%	-9%	15%	7%	-6%
总毛利	**百万元**	6764	5819	6809	8276	7961	12424	10349	9826
总毛利 yoy	%	-17%	-25%	1%	23%	18%	114%	52%	19%
总毛利 qoq	%	1%	-14%	17%	22%	-4%	56%	-17%	-5%
总毛利率	**%**	16%	12%	13%	14%	15%	19%	16%	16%
总毛利率 yoy	pct	-1.92	-3.15	-0.63	-5.48	-0.98	6.87	2.76	1.68
总毛利率 qoq	pct	-3.80	-3.54	0.60	1.26	0.70	4.31	-3.51	0.17
费用率	**%**	7%	4%	6%	6%	5%	5%	4%	5%
——销售及管理费用率	%	3%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%
——研发费用率	%	3%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%
费用率 yoy	pct	1.00	-1.00	0.00	-1.88	-1.84	1.16	-1.98	-0.96
——销售及管理费用率	pct	1.00	0.00	0.00	-0.44	-1.11	-0.11	-0.26	-0.67
——研发费用率	pct	1.00	0.00	0.00	-1.43	-1.11	-0.11	-0.32	-0.68
费用率 qoq	pct	-1.00	-3.00	2.00	0.12	-0.96	0.00	-1.14	1.14
——销售及管理费用率	pct	0.00	-1.00	0.00	0.56	-0.67	0.00	-0.15	0.15
——研发费用率	pct	-1.00	-1.00	0.00	0.57	-0.68	0.00	-0.21	0.21
归母净利润	**百万元**	3082	3041	3035	3370	3718	6345	5595	5053
归母净利润 yoy	%	-26%	-24%	4%	74%	21%	109%	84%	50%
归母净利润 qoq	%	59%	-1%	0%	11%	10%	71%	-12%	-10%
归母净利率	**%**	7%	6%	6%	6%	7%	10%	8%	8%
归母净利率 yoy	pct	-1.85	-1.53	-0.08	0.08	-0.28	3.36	2.70	2.36
归母净利率 qoq	pct	1.53	-0.80	-0.67	0.02	1.17	2.84	-1.33	-0.32
EPS	**元/股**	0.98	0.97	0.97	1.07	1.18	2.02	1.78	1.61

资料来源：Wind，华泰研究预测



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：万华化学实际与季度预测数据比较

驱动概览(Driver)			2026Q2	2026Q3	qoq	2026Q3E	A vs E
原油价格	Crude Oil Price	美元/桶	96	91	-5%	85	7%
GDP 增速	GDP yoy	%	4.3%	4.5%	0.2	4.5%	0
运营数据概览							
收入							
聚氨酯系列	polyurethane	Rmb mn	19294	25663	33%	21546	19%
石化系列	Petrochemicals	Rmb mn	20505	27233	33%	23817	14%
新材料系列	NewMaterials	Rmb mn	10345	12203	18%	13094	-7%
销量			-	-			
聚氨酯系列	polyurethane	万吨	158	184	16%	165	12%
石化系列	Petrochemicals	万吨	168	177	5%	170	4%
新材料系列	NewMaterials	万吨	68	73	7%	75	-3%
市场基准价格			-				
纯 MDI	Pure MDI	万元/吨	2.27	2.05	-10%	2.1	-2%
聚合 MDI	Aggregate MDI	万元/吨	1.82	1.75	-4%	1.7	3%
TDI	TDI	万元/吨	1.69	1.7	1%	1.6	6%
乙烯	ethylene	万元/吨	0.90	0.77	-14%	0.8	-4%
财报数据总结							
总收入	Net Revenue	Rmb mn	65264	66551	2%	60436	10%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	52840	56302	7%	52263	8%
毛利率	Gross margin	%	19%	15%	-3.6	14%	1.9
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn	2%	2%	-0.1	2%	-0.1
研发费用	R&D	Rmb mn	2%	2%	-0.3	2%	-0.2
财务费用	Finance costs	Rmb mn	1%	1%	-0.4	1%	-0.4
营业利润	Operating profit	Rmb mn	8790	7355	-16%	6873	7%
税前利润	PBT	Rmb mn	8698	7422	-15%	6873	8%
所得税	Tax	Rmb mn	1499	1269	-15%	1031	23%
少数股东损益	Minority	Rmb mn	854	558	-35%	687	-19%
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	6345	5595	-12%	5155	9%
非经常性损益	One offs	Rmb mn	263	-51	-119%	200	-125%
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	Rmb mn	6,082	5,646	-7%	4955	14%
EPS	EPS	Rmb/sh	2.03	1.79	-12%	1.65	9%
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh	1.95	1.81	-7%	1.59	14%
核心财务指标							
有效税率	Effective tax rate	%	17.23%	17.10%	-0.1	15.00%	2.1
少数股东损益占比	Minorities %	%	9.82%	7.52%	-2.3	10.00%	-2.5

资料来源：Wind，华泰研究预测

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

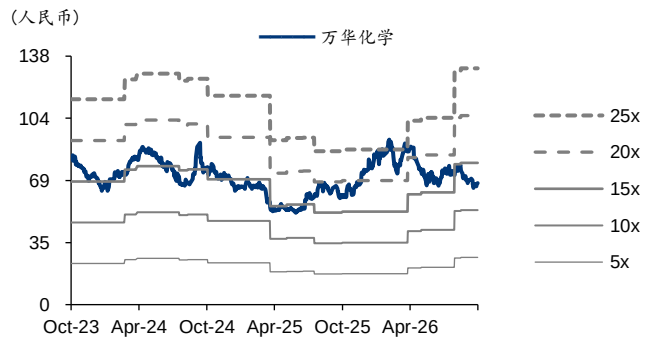
下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：万华化学年度业绩拆分

驱动概览(Driver)			2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
原油价格	Crude Oil Price	美元/桶	82	80	68	85	70	65
GDP 增速	GDP yoy	%	5.40%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
运营数据概览	**(Operational results summary)**							
收入								
聚氨酯系列	polyurethane	Rmb mn	67386	75844	75058	98620	90525	91978
yoy	yoy	%		13%	-1%	31%	-8%	2%
石化系列	Petrochemicals	Rmb mn	69328	72518	84204	92675	92033	90192
yoy	yoy	%		5%	16%	10%	-1%	-2%
新材料系列	NewMaterials	Rmb mn	23836	28273	33189	47254	38980	40174
yoy	yoy	%		19%	17%	42%	-18%	3%
销量								
聚氨酯系列	polyurethane	万吨	489	564	631	670	730	740
yoy	yoy	%		15%	12%	6%	9%	1%
石化系列	Petrochemicals	万吨	472	547	633	650	707	707
yoy	yoy	%		16%	16%	3%	9%	0%
新材料系列	NewMaterials	万吨	159	203	256	300	320	340
yoy	yoy	%		28%	26%	17%	7%	6%
市场价格	ASP							
纯 MDI	Pure MDI	万元/吨	1.92	1.86	1.81	2.2	2.1	2
yoy	yoy	%		-3%	-3%	22%	-5%	-5%
聚合 MDI	Aggregate MDI	万元/吨	1.52	1.69	1.62	1.8	1.7	1.65
yoy	yoy	%		11%	-4%	11%	-6%	-3%
TDI	TDI	万元/吨	1.73	1.41	1.34	1.7	1.4	1.4
yoy	yoy	%		-18%	-5%	27%	-18%	0%
乙烯	ethylene	万元/吨	0.69	0.74	0.66	0.8	0.75	0.7
yoy	yoy	%		7%	-11%	21%	-6%	-7%
毛利率	COGS							
聚氨酯系列	polyurethane	%	27.69%	26.15%	26.90%	25.60%	28.00%	28.00%
石化系列	Petrochemicals	%	3.51%	3.52%	0.60%	4.50%	4.00%	4.00%
新材料系列	NewMaterials	%	21.42%	12.78%	10.50%	13.00%	12.00%	12.00%
核心财务指标(core financial indicators)								
EBIT	EBIT	Rmb mn	21561	18796	18162	27930	28968	33942
EBITDA	EBITDA	Rmb mn	32950	31818	34799	45114	47708	54154
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	16816	13033	12527	20711	21683	25012
EPS	EPS	Rmb/sh	5.36	4.15	4.00	6.62	6.93	7.99

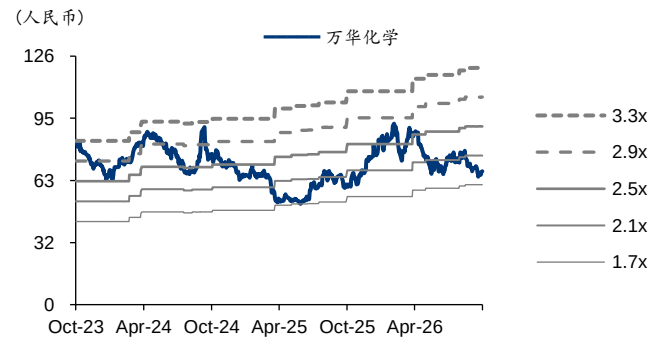
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表5：万华化学 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表6：万华化学 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

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	69,990	81,637	99,654	70,763	121,351
现金	24,533	27,662	34,484	23,460	53,401
应收账款	12,319	15,873	18,605	13,791	19,826
其他应收账款	1,316	1,135	1,862	953.96	1,968
预付账款	2,124	2,842	3,231	2,476	3,446
存货	24,107	26,014	33,363	21,973	34,599
其他流动资产	5,592	8,110	8,110	8,110	8,110
非流动资产	223,343	241,372	248,764	251,863	249,034
长期投资	9,651	12,885	15,924	19,047	22,623
固定投资	118,828	156,906	160,538	162,276	157,415
无形资产	11,971	12,771	13,292	13,778	14,043
其他非流动资产	82,892	58,810	59,010	56,761	54,953
资产总计	293,333	323,009	348,418	322,626	370,384
流动负债	126,083	132,519	147,307	112,086	150,982
短期借款	35,557	27,789	27,789	27,789	27,789
应付账款	26,612	24,548	36,060	20,422	37,321
其他流动负债	63,913	80,182	83,459	63,875	85,873
非流动负债	63,750	70,361	61,884	52,542	42,064
长期借款	48,176	45,829	37,351	28,009	17,532
其他非流动负债	15,574	24,532	24,532	24,532	24,532
负债合计	189,833	202,880	209,191	164,628	193,047
少数股东权益	8,874	11,823	14,124	16,534	19,313
股本	3,140	3,130	3,130	3,130	3,130
资本公积	1,806	3,726	3,726	3,726	3,726
留存公积	90,147	100,382	113,038	129,903	149,357
归属母公司股东权益	94,626	108,305	125,103	141,465	158,025
负债和股东权益	293,333	323,009	348,418	322,626	370,384

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	30,053	33,105	51,930	25,760	67,200
净利润	14,791	14,040	23,012	24,093	27,792
折旧摊销	13,022	16,637	17,184	18,739	20,212
财务费用	2,094	2,080	1,421	1,187	1,869
投资损失	(708.93)	(754.10)	(750.00)	(900.00)	(1,200)
营运资金变动	(961.28)	195.91	10,822	(17,586)	18,293
其他经营现金	1,815	906.39	241.55	226.54	235.34
投资活动现金	(37,078)	(32,783)	(23,819)	(20,931)	(16,176)
资本支出	(35,830)	(30,711)	(19,220)	(16,239)	(11,078)
长期投资	(2,185)	(2,943)	(3,039)	(3,124)	(3,575)
其他投资现金	937.18	871.07	(1,560)	(1,568)	(1,523)
筹资活动现金	6,186	2,144	(21,290)	(15,852)	(21,083)
短期借款	(7,969)	(7,768)	0.00	0.00	0.00
长期借款	8,365	(2,347)	(8,478)	(9,342)	(10,477)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(10.19)	1,919	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	5,800	10,340	(12,812)	(6,510)	(10,606)
现金净增加额	(821.14)	2,309	6,822	(11,023)	29,940

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	182,069	203,235	248,550	233,538	242,344
营业成本	152,643	175,570	207,990	193,832	198,162
营业税金及附加	1,084	1,287	1,491	1,401	1,454
营业费用	1,619	1,630	2,237	2,102	1,599
管理费用	3,023	2,802	3,231	2,802	2,908
财务费用	2,094	2,080	1,421	1,187	1,869
资产减值损失	(740.00)	(510.64)	(994.20)	(700.61)	(727.03)
公允价值变动收益	(76.39)	266.16	7.00	7.00	7.00
投资净收益	708.93	754.10	750.00	900.00	1,200
营业利润	17,966	16,666	27,258	28,315	32,516
营业外收入	95.55	326.93	300.00	400.00	500.00
营业外支出	1,137	724.82	800.00	700.00	700.00
利润总额	16,924	16,268	26,758	28,015	32,316
所得税	2,133	2,228	3,746	3,922	4,524
净利润	14,791	14,040	23,012	24,093	27,792
少数股东损益	1,758	1,513	2,301	2,409	2,779
归属母公司净利润	13,033	12,527	20,711	21,683	25,012
EBITDA	31,818	34,799	45,114	47,708	54,154
EPS (人民币，基本)	4.15	3.99	6.62	6.93	7.99

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	3.83	11.62	22.30	(6.04)	3.77
营业利润	(11.89)	(7.23)	63.55	3.88	14.84
归属母公司净利润	(22.49)	(3.88)	65.32	4.70	15.35
获利能力 (%)					
毛利率	16.16	13.61	16.32	17.00	18.23
净利率	8.12	6.91	9.26	10.32	11.47
ROE	14.29	11.69	16.53	15.25	15.67
ROIC	8.64	7.68	11.37	11.58	13.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.72	62.81	60.04	51.03	52.12
净负债比率 (%)	75.55	62.35	37.44	34.06	7.39
流动比率	0.56	0.62	0.68	0.63	0.80
速动比率	0.31	0.36	0.39	0.37	0.52
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.66	0.74	0.70	0.70
应收账款周转率	16.97	14.42	14.42	14.42	14.42
应付账款周转率	7.34	6.86	6.86	6.86	6.86
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	4.16	4.00	6.62	6.93	7.99
每股经营现金流(最新摊薄)	9.60	10.58	16.59	8.23	21.47
每股净资产(最新摊薄)	30.23	34.60	39.96	45.19	50.48
估值比率					
PE (倍)	16.25	16.91	10.23	9.77	8.47
PB (倍)	2.24	1.96	1.69	1.50	1.34
EV EBITDA (倍)	9.39	8.58	6.16	5.91	4.51

资料来源：公司公告、华泰研究预测

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲、张雄、杨文韬，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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

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

- 分析师庄汀洲、张雄、杨文韬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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster