仅供内部参考，请勿外传！

华泰证券 HUATAI SECURITIES

Q3 净利润受资产减值与汇率扰动

华泰研究 季报点评

2026 年 11 月 01 日 | 中国内地/中国香港 石油（天然气）开采

中国海油于 10 月 30 日发布 2026 年三季报：前三季度实现营业收入 3556 亿元，同比+13.8%；归母净利润 1191 亿元，同比+16.8%，扣非净利润 1189 亿元，同比+17.8%；其中 Q3 实现归母净利润 333 亿元，同比+2.7%/环比-28.7%，扣非净利润 332 亿元，同比+5%/环比-28.9%。公司 Q3 归母净利润低于我们的预期（425 亿元）原因系单季计提资产减值 72.4 亿元（税后影响约 52 亿元）、人民币升值削弱美元收入价值、Q3 天然气净产量同比下滑 9%等。考虑高油价下的业绩弹性与明确的股东回报承诺，我们维持 A/H“买入”评级。

石油液体量价齐升，桶油成本优势延续

前三季度公司油气净产量 593.7 百万桶油当量，同比+2.7%，其中石油液体/天然气产量 464.4 百万桶/755.3 十亿立方英尺，同比+4.3%/-2.8%；中国/海外油气净产量 408.5/185.1 百万桶油当量，同比增长 1.9%/4.3%，国内增长主要得益于垦利 10-2 等油气田的产量贡献，海外增长主要来自圭亚那和巴西项目。前三季度 Brent 原油期货均价同比+27.1%至 88.86 美元/桶，公司实现油价同比+26.4%至 86.32 美元/桶，实现气价同比+3.4%至 8.13 美元/千立方英尺。量价齐升带动油气销售收入同比+19.5%至 3053.5 亿元，其中石油液体销售收入同比+24.0%至 2653.6 亿元。前三季度桶油主要成本 30.57 美元/桶油当量，同比+3.2 美元/桶，升幅主要来自特别收益金等税金以及新项目折旧增加，整体成本竞争优势依然突出。

26Q4 油价再上台阶，中期油价中枢存底部支撑

10 月以来海湾地缘扰动下油价再度冲高，截至 10 月 30 日 Brent/WTI 原油期货收盘价 113.4/103.0 美元/桶，较 Q3 均价+26%/21%。短期霍尔木兹海峡通航反复叠加全球储备性补库，油价延续高位波动；中期看，OPEC+协同意愿趋弱、南美与非洲低成本增量释放、新能源替代加速等影响，油价中枢或逐步回落，但产油国“利重于量”诉求与北美页岩油成本仍支撑 60 美元/桶以上的底部；我们预计 26-27 年 Brent 原油期货均价为 90/77 美元/桶。

勘探开发稳步推进，高分红属性延续

前三季度，公司共获得 5 个新发现，成功评价 23 个含油气构造；在海外有序推进伊拉克和哈萨克斯坦新获取勘探区块地震采集工作；在中国成功评价渤中 8-3 南和惠州 21-8，持续扩大储量规模，有望成为大中型油气田；成功评价曹妃甸 22-3，展现了埕北低凸起古近系岩性领域良好的勘探前景。Q3 季度，公司获得 1 个新发现，成功评价 7 个含油气构造。前三季度公司完成资本支出 899 亿元，同比+4.5%，其中勘探/开发/生产资本化分别为 143/551/195 亿元，同比-0.2%/+3.6%/+11.4%。据 26 中报，公司维持 26 年 780-800 百万桶油当量产量目标和 1120-1220 亿元资本支出预算，承诺 26-27 年股息支付率不低于 45%，高质量增产和高分红属性延续。

盈利预测与估值

考虑公司天然气产销量有所下滑，我们下调 26-28 年归母净利预测至 1562/1516/1490 亿元（前值为 1611/1516/1490 亿元，下调 3%/0%/0%），对应 EPS 为 3.29/3.19/3.13 元，结合 A/H 股可比公司 27 年 Wind、Bloomberg 一致预期 15.2/12.3xPE，给予公司 27 年 15.2/12.3xPE，A/H 目标价 48.49 元/45.62 港元（以港元：人民币=0.86 计，前值为 48.48 元/42.38 港元，对应 26 年 14.3x/11.0xPE），维持 A/H“买入”评级。

风险提示：国际油价波动；新项目进度不达预期。

	600938 CH	883 HK
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	人民币：48.49	港币：45.62

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

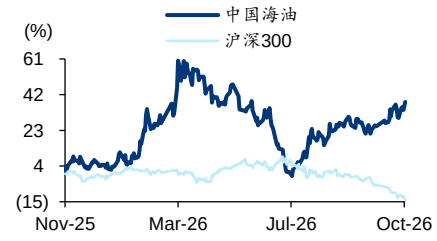
张宸* 研究员
SAC No. S0570526080004 zhangchen024211@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

刘开伊* 研究员
SAC No. S0570526080002 liukaiyi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

(人民币/港币)	600938 CH	883 HK
收盘价 (截至 10 月 30 日)	35.97	24.70
市值 (百万)	1,709,652	1,173,990
6 个月平均日成交额 (百万)	1,689	1,876
52 周价格范围	26.75-43.41	19.74-30.98

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)	398,220	471,328	459,389	455,217
+/-%	(5.30)	18.36	(2.53)	(0.91)
归属母公司净利润 (百万)	122,082	156,235	151,577	148,999
+/-%	(11.49)	27.98	(2.98)	(1.70)
EPS (最新摊薄)	2.57	3.29	3.19	3.13
ROE (%)	15.75	18.67	17.01	15.99
PE (倍)	14.00	10.94	11.28	11.47
PB (倍)	2.13	1.96	1.88	1.80
EV EBITDA (倍)	2.73	2.27	2.24	2.17
股息率 (%)	3.26	4.11	3.99	3.92

资料来源：公司公告、华泰研究预测

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。

仅供内部参考，请勿外传！

图表1：可比公司估值表（A 股）

		股价（元/股）	市值（亿元）	EPS（元）			P/E（x）		
公司名称	股票代码	10 月 30 日	10 月 30 日	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
中国石油	601857 CH	13.84	24364	1.04	1.03	1.05	13.3	13.5	13.2
中国石化	600028 CH	5.90	6711	0.35	0.41	0.47	16.7	14.5	12.7
中国神华	601088 CH	51.99	10751	2.80	2.93	3.06	18.5	17.7	17.0
平均							16.2	15.2	14.3

注：可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

图表2：可比公司估值表（H 股）

		股价（港元/股）	市值（亿港元）	EPS（港元）			P/E（x）		
公司名称	股票代码	10 月 30 日	10 月 30 日	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
中国石油股份	0857 HK	10.82	19803	1.06	1.02	1.00	10.2	10.6	10.8
中国石油化工股份	0386 HK	4.87	5873	0.37	0.41	0.44	13.1	11.9	11.1
中国神华	1088 HK	42.56	9231	2.87	2.93	3.02	14.8	14.5	14.1
平均							12.7	12.3	12.0

注：可比公司盈利均采用 Bloomberg 一致预期

资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

图表3：中国海油季度拆分预测

（人民币百万）	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2026Q4E
营业收入	106,854	100754	104895	85717	116079	126581	112914	115754
——油气销售	88,268	83477	83737	80170	97000	109086	99268	96250
——其他	18,586	17277	21158	5547	19079	17495	13646	6000
营业收入同比增速	-4.14%	-12.62%	5.68%	-9.28%	8.63%	25.63%	7.64%	35.04%
——油气销售	-1.90%	-12.25%	-2.99%	-4.77%	9.89%	30.68%	18.55%	20.06%
——其他	-13.52%	-14.33%	63.58%	-46.14%	2.65%	1.26%	-35.50%	8.17%
营业收入环比增速	13.09%	-5.71%	4.11%	-18.28%	35.42%	9.05%	-10.80%	2.52%
——油气销售	4.85%	-5.43%	0.31%	-4.26%	20.99%	12.46%	-9.00%	-3.04%
——其他	80.46%	-7.04%	22.46%	-73.78%	243.95%	-8.30%	-22.00%	-56.03%
营业成本	48,462	48140	52654	44005	56677	56248	51034	48123
营业成本同比增速	-6.65%	-9.25%	20.94%	-5.36%	16.95%	16.84%	-3.08%	9.36%
营业成本环比增速	4.23%	-0.66%	9.38%	-16.43%	28.80%	-0.76%	-9.27%	-5.70%
总毛利	58,392	52614	52241	41712	59402	70333	61880	66140
总毛利同比增速	-1.95%	-15.48%	-6.24%	-13.08%	1.73%	33.68%	18.45%	58.56%
总毛利环比增速	21.68%	-9.90%	-0.71%	-20.15%	42.41%	18.40%	-12.02%	6.88%
总毛利率	54.65%	52.22%	49.80%	48.66%	51.17%	55.56%	54.80%	57.14%
总毛利率同比变动(pct)	1.22	(1.77)	(6.33)	(2.13)	(3.47)	3.34	5.00	8.48
总毛利率环比变动(pct)	3.86	(2.43)	(2.42)	(1.14)	2.51	4.39	(0.76)	2.34
费用率	2.87%	2.31%	4.17%	5.16%	1.74%	1.94%	2.43%	4.00%
——销售及管理费用率	2.42%	2.63%	2.81%	4.10%	1.57%	1.47%	1.93%	2.00%
——研发费用率	0.30%	0.38%	0.39%	0.64%	0.26%	0.28%	0.35%	0.50%
费用率同比变动(pct)	0.59	(1.69)	1.00	(0.15)	(1.12)	(0.37)	(1.74)	(1.16)
——销售及管理费用率(pct)	0.17	0.37	(2.54)	0.80	(0.85)	(1.16)	(0.88)	(2.10)
——研发费用率(pct)	(0.00)	0.01	(0.46)	0.12	(0.04)	(0.10)	(0.04)	(0.14)
费用率环比变动(pct)	(2.44)	(0.56)	1.85	0.99	(3.42)	0.2	0.49	1.57
——销售及管理费用率(pct)	(0.88)	0.21	(2.63)	1.29	(2.53)	-0.1	0.46	0.07
——研发费用率(pct)	(0.22)	0.08	(0.38)	0.25	(0.38)	0.02	0.07	0.15
归母净利润	36,563	32970	32438	20111	39144	46674	33300	37117
归母净利润(同比)	-7.95%	-17.60%	-12.16%	-5.48%	7.06%	41.57%	2.66%	84.56%
归母净利润(环比)	71.84%	-9.83%	-1.61%	-38.00%	94.64%	19.24%	-28.65%	11.46%
归母净利润率	34.2%	32.7%	30.9%	23.5%	33.7%	36.90%	29.5%	32.1%
归母净利润率(同比,pct)	(1.01)	(1.02)	(1.06)	0.94	(0.50)	4.15	(1.43)	8.60
归母净利润率(环比,pct)	11.70	(1.49)	(1.80)	(7.46)	10.26	3.15	(7.38)	2.57
EPS(GAAP)	0.77	0.69	0.68	0.42	0.82	0.98	0.70	0.78

资料来源：公司公告，华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

图表4： 中国海油实际与季度预测数据比较

驱动概览	Driver		2026Q2A	2026Q3A	QoQ	2026Q3E	A vs E
总收入	Net Revenue	Rmb mn	126581	112914	-10.8%	118769	-4.9%
——油气销售			109086	99268	-9.0%	100769	-1.5%
——其他			17495	13646	-22.0%	18000	-24.2%
营收同比增速	YoY on Net Revenue	%	25.63%	7.64%	-17.99%	13.23%	-5.59%
——油气销售			30.68%	18.55%	-12.13%	20.34%	-1.79%
——其他			1.26%	-35.50%	-36.76%	-14.93%	-20.57%
营收环比增速	QoQ on Net Revenue	%	9.05%	-10.80%	-19.85%	-6.17%	-4.63%
——油气销售			12.46%	-9.00%	-21.46%	-7.62%	-1.38%
——其他			-8.30%	-22.00%	-13.70%	2.89%	-24.89%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	56248	51034	-9.3%	55522	-8.1%
营业成本同比增速	YoY		16.84%	-3.08%	-19.92%	5.45%	-8.53%
营业成本环比增速	QoQ		-0.76%	-9.27%	-8.51%	-1.29%	-7.98%
毛利率	Gross margin	%	55.56%	54.80%	-0.76%	53.25%	1.55%
毛利率同比变化	YoY	pct	3.34	5.00		3.45	
毛利率环比变化	QoQ	pct	4.39	(0.76)		-2.31	
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	46674	33300	-28.7%	40214	-17.2%
归母净利润(同比)	YoY		41.57%	2.66%	-38.91%	23.97%	-21.31%
归母净利润(环比)	QoQ		19.24%	-28.65%	-47.89%	-13.84%	-14.81%
EPS	EPS	Rmb/sh	0.98	0.70	-28.6%	0.85	-17.6%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

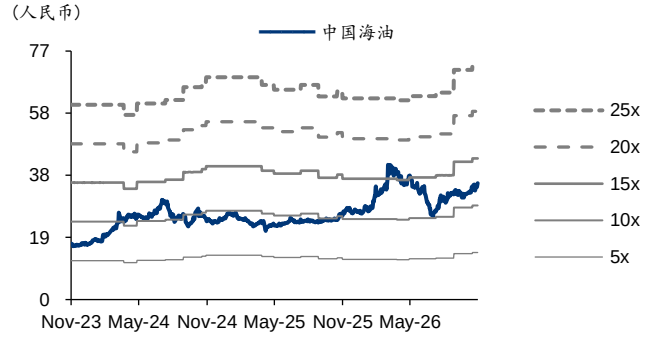
图表5： 中国海油年度预测

驱动概览	Driver		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
GDP 同比增速	GDP yoy	%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
布伦特原油价格	Brent Oil Price	美元/桶	79.9	68.2	90	77	75
总收入增速	Total Revenue yoy	%	0.9%	-5.3%	18.4%	-2.5%	-0.9%
油气产销收入增速	Oil&Gas yoy	%	8.5%	-5.6%	21.8%	-2.9%	-1.1%
销量	**Sales Volume**						
石油液体	Liquid	Barrels mn	566	600	613	626	641
天然气	Gas	Bcf	930	1037	946	1216	1316
销售均价	**ASP**						
石油液体	Liquid	USD/barrel	76.8	66.5	85.0	77.0	73.0
天然气	Gas	USD/kcf	7.7	8.0	8.0	8.0	8.0
分部收入	**Segment Revenue**						
油气产销	Oil&Gas	Rmb mn	355615	335652	408760	396821	392649
其他	Other	Rmb mn	64891	62568	62568	62568	62568
分部毛利率	**Gross Margin**						
油气产销	Oil&Gas	%	62.4%	59.4%	62.3%	61.4%	60.6%
其他	Other	%	5.5%	8.7%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利占比	**Segment Gross Margin %**						
油气产销	Oil&Gas	%	98.4%	97.3%	98.8%	98.7%	98.7%
其他	Other	%	1.6%	2.7%	1.2%	1.3%	1.3%
核心财务指标	**Core Financial Indicators**						
EBIT	EBIT	Rmb bn	188.20	167.24	212.75	205.76	201.84
EBITDA	EBITDA	Rmb bn	262.81	247.01	278.13	276.83	278.21
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb bn	1.84	0.00	1.00	1.20	1.50
归母净利润	Net Profit	Rmb bn	137.98	122.15	156.23	151.60	149.00
扣非净利润	Net Profit-recurring	Rmb bn	133.33	120.87	155.71	150.95	148.27
EPS	EPS	Rmb/sh	2.90	2.57	3.28	3.19	3.13
EPS(扣非)	EPS- recurring	Rmb/sh	2.81	2.54	3.27	3.18	3.12
BVPS	BVPS	Rmb/sh	15.73	16.89	18.42	19.20	20.07

资料来源：公司公告，华泰研究预测

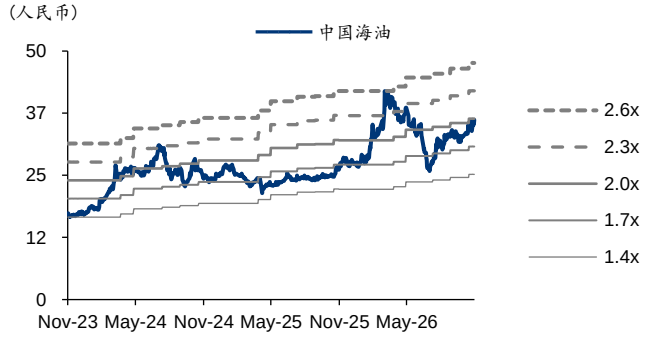
仅供内部参考，请勿外传！

图表6： 中国海油 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表7： 中国海油 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

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	264,609	295,383	358,470	362,247	393,734
现金	154,196	214,695	260,405	280,104	296,444
应收账款	32,918	32,415	44,912	30,456	44,228
其他应收账款	5,608	5,945	7,729	5,599	7,608
预付账款	2,924	4,771	2,480	4,587	2,416
存货	5,732	6,090	7,258	6,038	7,356
其他流动资产	63,231	31,467	35,685	35,463	35,683
非流动资产	791,672	803,176	831,465	858,626	885,362
长期投资	48,491	45,819	48,819	52,019	55,519
固定投资	6,739	6,552	35,761	56,337	69,970
无形资产	3,762	3,683	2,694	1,715	759.75
其他非流动资产	732,680	747,122	744,190	748,555	759,113
资产总计	1,056,281	1,098,559	1,189,935	1,220,873	1,279,096
流动负债	118,875	91,253	108,772	93,812	110,826
短期借款	4,303	0.00	4,500	4,500	4,500
应付账款	59,685	59,631	72,225	59,119	73,186
其他流动负债	54,887	31,622	32,047	30,194	33,140
非流动负债	187,970	202,122	207,813	213,262	213,288
长期借款	5,786	5,102	6,105	6,495	6,349
其他非流动负债	182,184	197,020	201,708	206,767	206,940
负债合计	306,845	293,375	316,585	307,075	324,115
少数股东权益	1,888	2,434	2,512	2,588	2,663
股本	75,180	75,180	75,180	75,180	75,180
资本公积	2,851	2,851	2,851	2,851	2,851
留存公积	660,075	721,869	807,841	891,251	973,241
归属母公司股东权益	747,548	802,750	870,838	911,210	952,319
负债和股东权益	1,056,281	1,098,559	1,189,935	1,220,873	1,279,096

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	220,891	209,042	222,023	221,132	223,987
净利润	137,982	122,148	156,313	151,653	149,074
折旧摊销	74,606	79,771	65,374	71,068	76,366
财务费用	2,832	823.00	364.06	(272.34)	(654.83)
投资损失	(2,497)	943.00	(1,000)	(1,200)	(1,500)
营运资金变动	2,915	(7,438)	1,472	482.53	1,402
其他经营现金	5,053	12,795	(500.00)	(600.00)	(700.00)
投资活动现金	(175,426)	(125,264)	(96,165)	(96,429)	(100,902)
资本支出	(123,359)	(111,555)	(101,538)	(101,538)	(101,538)
长期投资	(57,099)	(26,447)	(3,000)	(3,200)	(3,500)
其他投资现金	5,032	12,738	8,373	8,309	4,136
筹资活动现金	(97,935)	(85,983)	(80,148)	(105,005)	(106,744)
短期借款	(62.00)	(4,303)	4,500	0.00	0.00
长期借款	(5,510)	(684.00)	1,003	390.67	(146.46)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(10.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(92,353)	(80,996)	(85,651)	(105,395)	(106,598)
现金净增加额	(52,155)	(2,605)	45,710	19,698	16,340

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	420,506	398,220	471,328	459,389	455,217
营业成本	194,993	193,261	213,573	212,743	214,300
营业税金及附加	20,276	18,194	22,624	21,132	20,485
营业费用	3,532	3,926	4,242	3,905	3,869
管理费用	7,213	7,769	8,955	8,269	7,739
财务费用	2,832	823.00	364.06	(272.34)	(654.83)
资产减值损失	(8,047)	(3,809)	(4,713)	(3,675)	(3,642)
公允价值变动收益	4,597	682.00	500.00	600.00	700.00
投资净收益	2,497	(943.00)	1,000	1,200	1,500
营业利润	189,964	169,113	217,072	210,600	207,017
营业外收入	398.00	888.00	400.00	400.00	400.00
营业外支出	386.00	362.00	370.00	370.00	370.00
利润总额	189,976	169,639	217,102	210,630	207,047
所得税	51,994	47,491	60,788	58,976	57,973
净利润	137,982	122,148	156,313	151,653	149,074
少数股东损益	46.00	66.00	78.16	75.83	74.54
归属母公司净利润	137,936	122,082	156,235	151,577	148,999
EBITDA	262,807	247,014	278,126	276,831	278,205
EPS (人民币，基本)	2.90	2.57	3.28	3.19	3.13

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	0.94	(5.30)	18.36	(2.53)	(0.91)
营业利润	9.88	(10.98)	28.36	(2.98)	(1.70)
归属母公司净利润	11.38	(11.49)	27.98	(2.98)	(1.70)
获利能力 (%)					
毛利率	53.63	51.47	54.69	53.69	52.92
净利率	32.81	30.67	33.16	33.01	32.75
ROE	19.51	15.75	18.67	17.01	15.99
ROIC	16.81	14.10	16.85	15.26	14.32
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.05	26.71	26.61	25.15	25.34
净负债比率 (%)	(8.60)	(18.19)	(21.05)	(21.62)	(22.35)
流动比率	2.23	3.24	3.30	3.86	3.55
速动比率	2.12	3.06	3.16	3.70	3.42
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.37	0.41	0.38	0.36
应收账款周转率	12.15	12.19	12.19	12.19	12.19
应付账款周转率	3.22	3.24	3.24	3.24	3.24
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.90	2.57	3.29	3.19	3.13
每股经营现金流(最新摊薄)	4.65	4.40	4.67	4.65	4.71
每股净资产(最新摊薄)	15.73	16.89	18.32	19.17	20.04
估值比率					
PE (倍)	12.39	14.00	10.94	11.28	11.47
PB (倍)	2.29	2.13	1.96	1.88	1.80
EV EBITDA (倍)	2.80	2.73	2.27	2.24	2.17

资料来源：公司公告、华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲、张雄、张宸、刘开伊，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。

仅供内部参考，请勿外传！

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。
- 中国海油（600938 CH）、中国海洋石油（883 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 中国海洋石油（883 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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、张宸、刘开伊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。
- 中国海油（600938 CH）、中国海洋石油（883 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 中国海洋石油（883 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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。
- 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，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，不以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

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。

仅供内部参考，请勿外传！

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