下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

为何柴油危机对通胀预期有影响？

华泰研究
2026 年 10 月 18 日 | 中国内地 专题研究

胡李鹏，PhD 研究员
SAC No. S0570525010001 hulipeng@htsc.com
SFC No. BWA860 +(86) 10 6321 1166

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

赵文瑄* 研究员
SAC No. S0570526040002 zhaowenxuan@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

丁煦洲* 联系人
SAC No. S0570126020028 dingxuzhou@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

摘要：全球柴油市场危机推动美国柴油价格居高不下，广泛使用柴油的农业地区也是特朗普的重要票仓，在距离中期选举不足 1 个月的时间，特朗普也不得不对外宣布从俄罗斯购买柴油。我们认为，原油成本上涨、柴油供应能力下降以及最终到岸成本增加是本轮柴油“危机”的共同推手。从通胀影响路径看，柴油通过 CPI 能源分项直接计入，并经由货运配送、农业生产两条路径间接推高美国通胀。我们根据柴油历史价格与期货隐含价格，预计此轮柴油上涨对表观 CPI、核心 CPI 同比增速的推升均将于 27 年 1 月左右达到峰值（我们测算幅度分别为 0.45pp、0.23pp）。往前看，美伊冲突仍未解决，全球原油炼化能力难以明显改善，全球柴油供需缺口短期较难缓解，柴油价格或仍将位于高位，预计将继续温和推高美国通胀。

一、全球柴油市场供需紧张导致美国柴油价格大幅上涨

三重因素推高全球柴油价格，大量柴油出口导致美国柴油价格居高不下。柴油价格可以分解为原油成本、裂解价差（相对原油的批发溢价），以及运输、零售和税费。因此，全球柴油价格上涨主要源于：1）美伊冲突冲击全球原油供给，原油成本明显上升。2）柴油供应能力下降加剧柴油短缺，并推高柴油裂解价差。3）跨区域采购距离增加、运输风险上升，提高最终到岸成本。同时，尽管美国柴油供给高于本土需求，但由于外需较强，因此美国国内柴油价格仍居高不下。

二、柴油价格如何影响美国通胀？

此轮柴油价格上涨对表观 CPI、核心 CPI 同比增速的推升将于今年底明年初达到峰值，我们测算幅度分别为 0.45pp、0.23pp。直接渠道方面，柴油进入 CPI 取暖油与其他机动车燃料分项（合计权重约 0.24%），对 CPI 的推升约 0.11pp，幅度有限。间接渠道方面，柴油价格上涨会推高卡车、铁路及配送企业的运营成本，企业提高运输价格，最终传导至商品售价。此外，柴油是美国农业机械和农产品运输的重要动力来源，柴油涨价会同时抬高农业生产成本和农产品物流成本。我们测算柴油价格同比每上涨 10%对家庭食品、核心商品 CPI 同比增速的推升峰值分别约为 0.25pp、0.19pp。结合零售柴油现价以及期货价格，我们预测柴油价格对表观 CPI、核心 CPI 同比增速的推升均于 27 年 1 月左右达到峰值（分别为 0.45pp、0.23pp）；此后随价格回落与基数抬高逐季消退。

三、往前看，柴油价格预计继续温和推高美国通胀

全球柴油危机缓解时点仍有较大不确定性，柴油价格或仍处高位，此外特朗普禁止柴油出口对降通胀的效果可能有限。美伊冲突仍未解决，不排除进一步升级的可能性。美伊双方在立场上仍有较大分歧，美方认为霍尔木兹海峡的通行量上升，不愿意对伊朗做出让步，且对伊朗的封锁加大其面临的经济压力，而伊朗为了摆脱当前的困局，不排除进一步升级局势，以夺回主动权。此外，全球原油炼化能力短期难以明显改善。虽然特朗普呼吁乌克兰停止袭击俄罗斯炼油设施，但乌克兰并未在此问题上做出让步。考虑到原油价格以及全球炼化能力短缺仍可能持续，随着全球柴油库存的进一步下降，全球柴油价格仍可能位于高位。特朗普一度考虑的柴油出口禁令即使落地，对降通胀的效果可能有限。柴油无法出口将促使炼厂降低原油加工量、削减汽油供应，而汽油在 CPI 中的权重远高于柴油，柴油价格下跌难以抵消汽油上涨对 CPI 的影响。

风险提示：美伊冲突存在不确定性、依据历史数据外推存在误差。

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

下载日志已记录，仅供内部参考

一、全球柴油市场供需紧张导致美国柴油价格大幅上涨

年初以来，美国柴油价格大幅上涨，且涨幅超过汽油价格，在中期选举不足 1 个月之际，高企的柴油价格也给特朗普带来政治压力。EIA 数据显示，2026 年 10 月 8 日，全国公路柴油零售价为 6.28 美元/加仑，同比涨幅 71%；纽约港柴油批发价涨幅更大，2 号取暖油[1]和柴油价格同比涨幅分别达到 118%和 128%；同期，汽油零售价格为 4.37 美元/加仑，同比涨幅为 41%（图表 1-2）。与汽油主要影响居民出行不同，柴油广泛应用于农业生产、卡车运输和建筑施工，其价格上涨不仅直接挤压相关行业的利润空间，还可能通过运输、物流等环节向食品及其他消费品价格传导。值得注意的是，广泛使用柴油的农业和农村地区也是特朗普的重要票仓。在距离 11 月 3 日中期选举不足一个月之际，持续高企的柴油价格正成为共和党面临的政治压力。10 月 5 日，副总统万斯在艾奥瓦州参加竞选活动期间，当地共和党政治人物向其反映农民面临的高油价和经营压力，并寻求政府干预[2]。10 月 9 日，特朗普甚至宣布与俄罗斯达成柴油供应协议，首批供应规模超过 30 万吨，并暂时放松相关制裁[3]。然而，考虑到美国本身是柴油净出口国，俄罗斯新增供应规模相对有限，这一举措的政治宣示意义可能大于实际降价效果。

多重因素共同作用推高全球柴油价格。柴油价格可以分解为原油成本、裂解价差（柴油相对原油的批发溢价），以及运输、零售和税费。第一，美伊冲突冲击全球原油供给，原油成本明显上升。7 月以来，美伊冲突再度升温，霍尔木兹海峡、红海运输受阻，叠加沙特东西向输油管道遇袭，全球原油价格大幅反弹。截至 10 月 9 日，布伦特原油现货价格升至约 133 美元/桶，而期货价格则约 105 美元/桶，同比涨幅达到 60.5%（图表 3）。第二，柴油供应能力下降加剧柴油短缺，并推高柴油裂解价差（图表 4）。美伊冲突前，海湾地区和俄罗斯占全球柴油及轻柴油海运贸易的 45%。根据 IEA 的估计，受美伊冲突影响，2026 年 8 月海湾国家柴油及轻柴油净出口仅为略高于冲突前水平的四分之一；乌克兰对俄罗斯炼油设施的袭击导致俄罗斯炼油系统受损：IEA 估计，俄罗斯 6 月柴油产量较上年下降近 30%。8 月海湾国家与俄罗斯合计净出口较 2 月的 210 万桶/日减少约 160 万桶/日（降幅达到 75%）[4]。第三，跨区域采购距离增加、运输风险上升，也可能提高最终到岸成本。9 月中东生产商开始通过霍尔木兹海峡运输更多石油，叠加美国对伊朗石油封锁，加大全球运力短缺，主要航线运费出现大幅上涨（图表 5），既推高了原油成本，也可能导致柴油运输成本上升。

美国柴油供给超过需求，但大量柴油出口导致国内柴油价格仍然居高不下。EIA 数据显示，截至 10 月 2 日，柴油价格大幅上涨导致美国柴油消费量同比下降 1.6%，虽然产量增加 3%，但主要用于对外出口，净出口同比增长达到 25.1%[5]（图表 6）。从出口目的地看，美国柴油主要出口到荷兰、英国及美洲国家。其中向荷兰出口明显升温，自 2025 年均值的 99 千桶/天上行至 2026 年 1-7 月均值的 211 千桶/天，占总出口比例接近翻倍，美国向美洲国家的柴油出口则普遍回落（图表 7）。

[1] 2 号取暖油是一种中间馏分油，化学上与柴油几乎相同，含硫标准较宽松，不能作为公路车用燃料，通常加染料以区分、免征道路燃油税，主要用于美国东北部家庭和商业建筑的锅炉取暖。

[2] https://www.washingtonpost.com/politics/2026/10/05/trump-launches-plan-suspend-some-diesel-taxes-farm-regions

[3] https://www.reuters.com/business/energy/trump-big-announcement-coming-up-diesel-2026-10-09

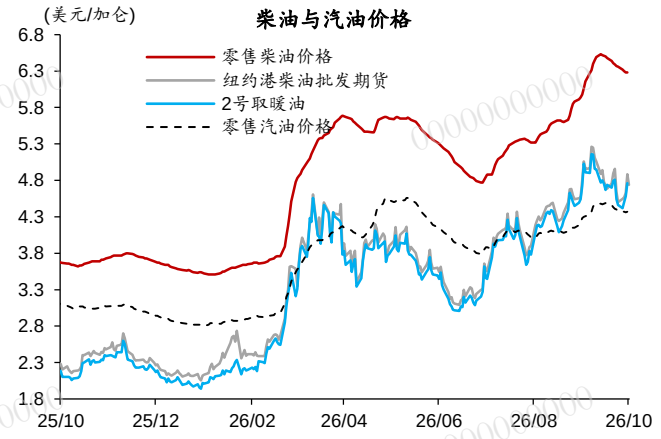
[4] https://www.iea.org/reports/oil-market-report-september-2026

[5] EIA 10 月 7 日公布的，截至 2026 年 10 月 2 日当周的过去 4 周移动平均值

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

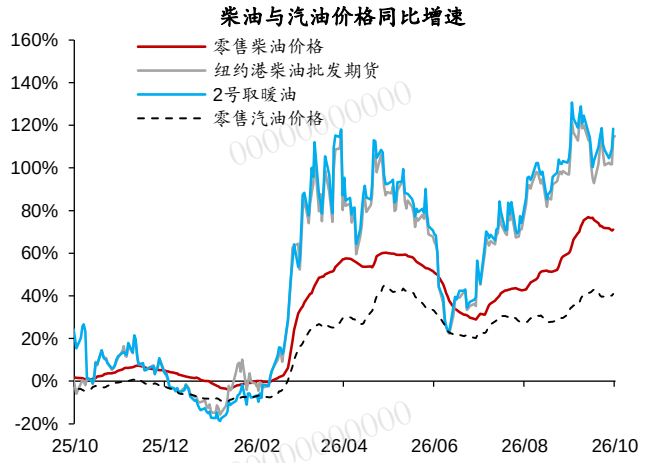
下载日志已记录，仅供内部参考

图表1：截至 10 月 8 日，美国零售柴油、纽约港批发柴油价格分别为 6.28、4.88 美元/加仑



资料来源：Haver，华泰研究

图表2：截至 10 月 8 日，美国零售柴油价格同比增速达 71%，明显高于零售汽油涨幅的 41%



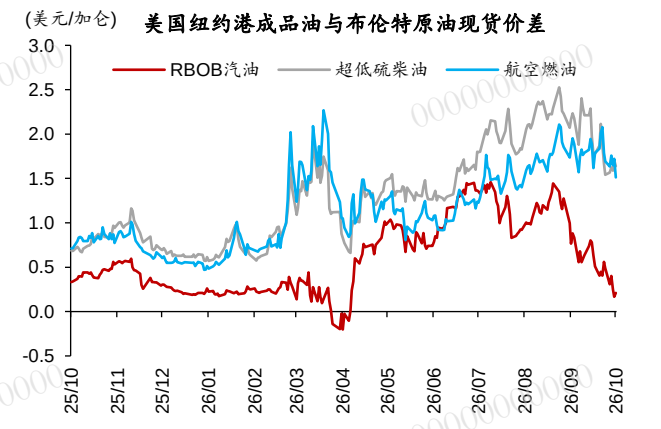
资料来源：Haver，华泰研究

图表3：实物需求导致现货与期货价差走阔，布伦特原油现货约为 133 美元/桶，期货价格约为 105 美元/桶



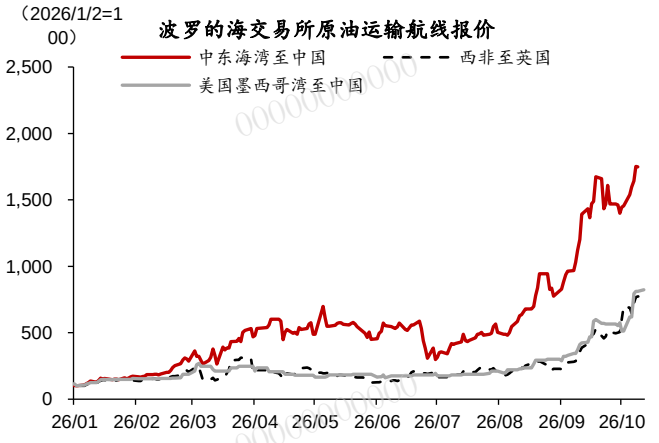
资料来源：彭博，华泰研究

图表4：柴油裂解价差较汽油和航空燃油涨幅更为显著



资料来源：彭博，华泰研究

图表5：全球原油运输成本明显上行



注：使用彭博波罗的海交易所原油运输航线指数价格，重新将基期确定为今年初

资料来源：彭博，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

图表6：截至 2026 年 10 月 2 日，美国炼厂产量（4 周移动平均）较去年同期上行，但主要用于出口

指标（千桶/日）	2026 年 10 月 2 日(4WMA)	2025 年 10 月 3 日(4WMA)	同比增速
炼厂及调合商净产量	5170	5017	3.0%
国内消费量	3769	3830	-1.6%
出口	1560	1257	24.1%
进口	118	104	13.5%
净出口	1442	1153	25.1%

资料来源：EIA，华泰研究

图表7：相较 2025 年，荷兰、英国等西欧国家成为美国 2026 年柴油出口主要增量来源

主要出口国	2026年7月	占比	2026年月均	占比	2025年月均	占比
总计（千桶/天）	**1,745**	**100.0%**	**1,453**	**100.0%**	**1,250**	**100.0%**
荷兰	255	14.6%	211	14.5%	99	7.9%
巴西	217	12.5%	84	5.8%	100	8.0%
墨西哥	199	11.4%	217	14.9%	216	17.3%
智利	131	7.5%	121	8.3%	125	10.0%
英国	129	7.4%	100	6.9%	85	6.8%
其他	814	46.7%	720	49.6%	625	50.0%

资料来源：EIA，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

二、柴油价格如何影响美国通胀？

柴油在 CPI 中占比约为 0.24%，对 CPI 的直接推升幅度有限。柴油价格涨幅会直接体现在美国 CPI 能源中的取暖油以及其他机动车燃料分项[6]，两者权重合计约为 0.24%（图表 8-9）。2026 年 8 月，上述分项同比涨幅为 52%、44%，对 CPI 的贡献分别为 0.06pp、0.05pp，合计仅为 0.11pp，远小于汽油分项的贡献（权重为 3.9%，贡献为 1.1pp）（图表 8）。此外，FedEx 每周根据 EIA 公路柴油价格调整运输服务的附加费[7]，柴油价格将直接推高物流价格，直接进入 CPI 中的运输服务分项（图表 10）。运输服务分项权重为 0.01%，8 月同比增速为 14%，对 CPI 的贡献为 0.001pp，基本忽略不计。整体来看，8 月柴油价格上行对美国 CPI 的直接推升幅度约为 0.11pp，幅度较为有限。往前看，期货价格隐含的柴油零售价同比增速将于 10 月升至峰值（约 70%），因此直接渠道对 CPI 同比的推升将在 10 月达到约 0.17pp 的峰值，此后随柴油价格回落与基期抬高，我们预计将于 2027 年 3 月降至约 0.04pp。

柴油价格上涨还通过推高货运与配送价格，间接推高通胀。柴油价格上涨会推高卡车、铁路及配送企业的运营成本，导致企业提高运输报价或燃油附加费，最终传导至商品售价。根据 ATRI 的研究，2025 年卡车运营成本平均为 2.336 美元/英里，燃料成本约为 0.482 美元/英里，占运营成本的 20.6%。如果燃料价格上涨 10%，其他条件不变的情况下，卡车总运营成本将上升 2%左右。上述运输成本的上涨将逐步影响到美国 CPI，但具体幅度存在较大不确定性。从测算来看[8]，柴油价格当月每上涨 10%，对未来核心商品 CPI 同比增速的推升于 6 个月后达到峰值，约为 0.19pp（图表 11）。按零售柴油历史以及期货价格测算，柴油对核心商品 CPI 同比增速的推升将于 12 月达到约 0.97pp 的高点，2027 年一季度维持在高位后逐步降温。

柴油价格上涨还可能影响美国农业生产，进而传导至食品价格。柴油是美国农业机械和农产品运输的重要动力来源，柴油涨价会同时抬高农业生产成本和农产品物流成本。不过，农业生产成本上升并不会完全传导给消费者。达拉斯联储研究指出[9]，由于玉米、小麦等同质化大宗商品价格由期货市场和少数大型收购商决定，美国农民的定价能力较弱，转嫁成本的能力受限，柴油涨价将压缩农民利润。从测算来看，柴油价格每上涨 10%对未来家庭食品 CPI 同比增速的累计推升约为 0.25pp，于 6 个月后达到峰值（图表 11）。按零售柴油的历史以及期货价格的月度涨幅测算，柴油对家庭食品 CPI 同比增速的推升将于 26 年 12 月升至 1.21pp，并因传导的滞后效应与相对较低的基数，在 2027 年 2 月达到约 1.35pp 的峰值。

综上，根据零售柴油历史以及期货价格，我们测算柴油价格上涨对未来表观 CPI 推升的峰值在 2027 年 1 月达到，幅度为 0.45pp。从测算来看，柴油价格当月每上涨 10%，对未来表观 CPI 同比增速的推升于 6 个月后达到峰值，约为 0.08pp（图表 12）。从路径来看，柴油价格上涨对于 8 月表观 CPI 的推升约为 0.32pp（间接渠道 0.21pp、直接渠道 0.11pp），随柴油同比走高与成本传导的滞后累积，2027 年 1 月达到峰值约 0.45pp（间接渠道 0.29pp、直接渠道 0.16pp）（图表 14）。从季度上看，26Q4 柴油对表观 CPI 的平均推升幅度约 0.42pp，27Q1 平均约 0.39pp；此后随着柴油价格按期货曲线逐步回落与基数抬高，同比推升逐季消退（27Q2/Q3 平均分别为 0.19pp、0.03pp，27Q4 转为小幅拖累）。此外，从测算来看，柴油价格当月每上涨 10%，对未来核心 CPI 同比增速的推升于 6 个月后达到峰值，约为 0.045pp（图表 12）。因此，结合历史以及期货价格，我们测算柴油价格上涨对未来核心 CPI 的峰值推升为 0.23pp（27 年 1 月），主要来自核心商品升温的推动，运输服务分项则因权重过小基本忽略不计（图表 14）。

[6] 汽车柴油进入其他机动车燃料分项，但不仅仅包括汽车柴油，还包括生物柴油及混合柴油、E85 / 高比例乙醇燃料（乙醇含量超过普通汽油标准的燃料，不归入汽油）、车用丙烷 / 液化石油气（LPG/autogas）、压缩天然气（CNG）、液化天然气（LNG）等替代车用燃料。

[7] https://www.fedex.com/en-us/shipping/fuel-surcharge.html

[8] 基于 2009 年 3 月至 2026 年 8 月的月度数据，我们采用分布滞后回归模型，考虑到柴油价格上涨往往需要经过运输、物流等环节才会反映到终端商品价格中，模型允许这种影响在当月及未来 6 个月逐步释放。同时，我们控制了物价自身的变化惯性，并对统计误差进行修正，以提高结果的可靠性。最终可以估算柴油价格上涨 10%后，对未来各个月 CPI 环比和同比涨幅的影响以及最后对于表观和核心 CPI 的影响。

[9] https://www.dallasfed.org/-/media/documents/research/papers/2023/wp2312.pdf

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

下载日志已记录，仅供内部参考

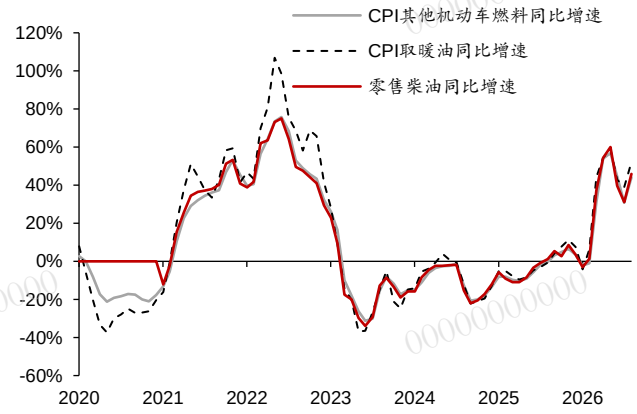
图表8：柴油价格相关的 8 月 CPI 分项一览

分项	权重(%)	同比增速	对表观 CPI 的贡献(pp)
表观 CPI	**100.0**	**3.4%**	**3.35**
家庭食品	8.2	2.1%	0.17
汽油	3.9	27.4%	1.06
取暖油	0.12	52.0%	0.06
其他机动车燃料	0.12	44.0%	0.05
核心 CPI	**79.1**	**2.4%**	**1.90**
核心商品	18.8	0.7%	0.12
运输服务	0.01	14.2%	*

注：*为 0.001pp，基本可以忽略不计

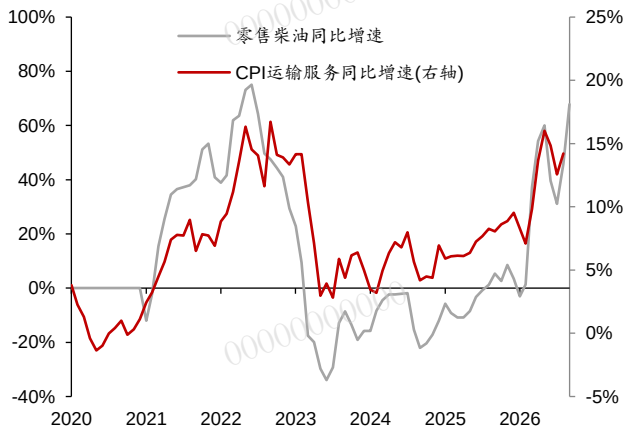
资料来源：Haver，华泰研究

图表9：柴油进入美国 CPI 能源中的取暖油以及其他机动车燃料



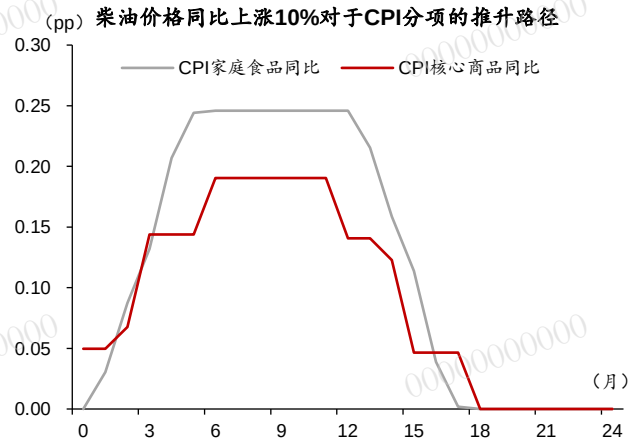
资料来源：EIA，Haver，华泰研究

图表10：零售柴油价格上涨会间接推升 CPI 运输服务分项



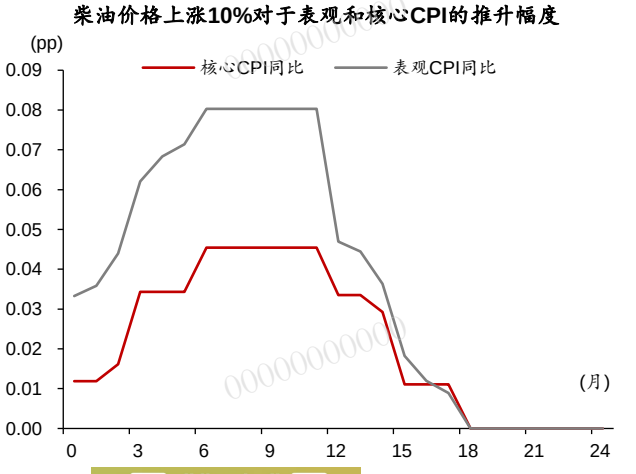
资料来源：EIA，Haver，华泰研究

图表11：我们测算柴油价格上涨 10%对于核心商品、家庭食品 CPI 同比增速的峰值推升分别约为 0.19pp、0.25pp



资料来源：Haver，华泰研究

图表12：我们测算柴油价格上涨 10%对于表观、核心 CPI 同比增速的峰值推升分别约为 0.08pp、0.045pp

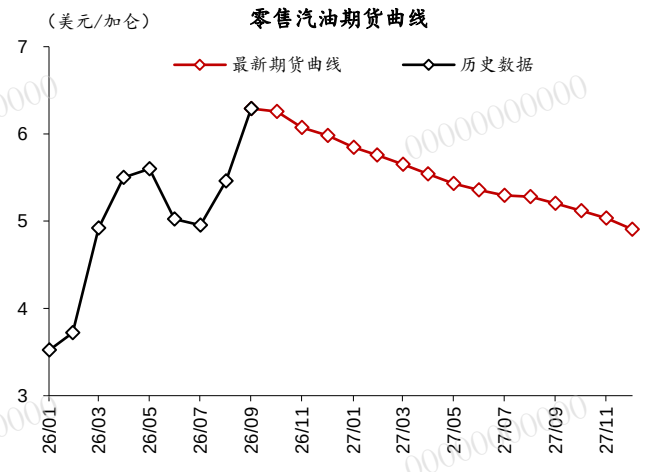


资料来源：Haver，华泰研究

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

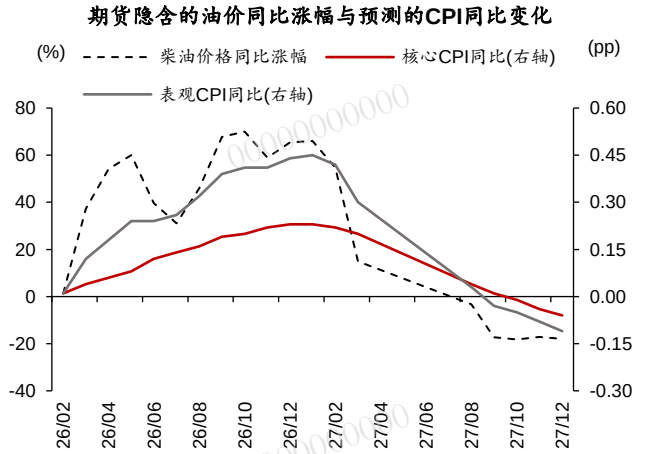
下载日志已记录，仅供内部参考

图表13：期货市场定价零售柴油价格 2027 年小幅降温



资料来源：EIA，Haver，华泰研究

图表14：我们预测柴油价格对表观、核心 CPI 同比增速的推升于 2027 年 1 月达到峰值（分别为 0.45pp、0.23pp）



注：结合柴油历史价格变化与未来期货定价

资料来源：Haver，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

三、往前看，柴油价格预计继续温和推高美国通胀

短期看，全球柴油危机何时能够缓解仍有较大不确定性，柴油价格或仍将位于高位。美伊冲突仍未解决，不排除进一步升级的可能性。美伊双方在立场上仍有较大分歧，美方认为霍尔木兹海峡的通行量上升，不愿意对伊朗做出让步，且对伊朗的封锁加大其面临的经济压力，而伊朗为了摆脱当前的困局，不排除进一步升级局势，以夺回主动权。前国防部长劳埃德·奥斯汀警告称[10]，华盛顿和德黑兰目前都认定自己能够比对方坚持更久，这使得外交突破愈发困难。此外，全球原油炼化能力短期难以明显改善。虽然特朗普呼吁乌克兰停止袭击俄罗斯炼油设施，但乌克兰并未在此问题上做出让步。考虑到原油价格高企以及全球炼化能力短缺仍可能持续，随着全球柴油库存的进一步下降，全球柴油价格仍可能位于高位。

特朗普一度考虑禁止美国柴油出口，但即使禁令落地对降通胀的效果可能有限。根据彭博报道，特朗普一度考虑限制或禁止美国柴油出口，以降低国内柴油价格，但因内部反对最终未落地。10 月 5 日，特朗普政府宣布柴油税款递延及相关处罚减免安排，10 月 9 日财政部发布授权俄罗斯柴油销售、交付和进口相关交易的一般许可证，上述措施短期内均有助于压低柴油价格，但并未解决全球柴油危机。我们认为柴油出口禁令对降通胀的效果有限。若美国政府最终限制柴油出口，短期有助于增加美国国内特别是墨西哥湾沿岸地区的柴油供给，从而压低柴油价格。但柴油、汽油和航空煤油属于炼厂联合生产的产品，如果柴油无法出口，炼厂可能减少原油加工量，削减汽油等产品供应，导致汽油价格上涨，而汽油在美国 CPI 中的权重远高于柴油，柴油价格的下跌无法抵消汽油价格上涨对 CPI 的影响。根据标普的估计[11]，如果实施 3 个月的全面柴油出口禁令，美国炼厂可能减少约 190 万桶/日原油加工量，相当于美国炼厂加工量约 12%。

此外，由于柴油在经济中的代表性，本文重点对柴油做了分析，而目前除柴油外的其他商品价格的通胀回落进程也较为曲折。消费端，9 月美国汽油和燃料油 CPI 分别环比上涨 9.1%和 15.3%，能源商品价格整体上涨 9.3%，推动整体 CPI 同比升至 3.7%；同时，虽然关税效应回落有助于美国 CPI 中核心商品通胀放缓，但 9 月如玩具、新车等分项仍然偏强。而生产端的涨价压力更为明显，9 月美国最终需求商品 PPI 环比上涨 2.6%，其中能源价格上涨 10.8%，柴油、汽油和航空燃油价格均明显走高。与此同时，剔除食品与能源的中间需求加工商品价格上涨 0.5%，反映成本压力已不局限于能源领域，后续也可能进一步向下游传导。

风险提示

美伊冲突存在不确定性：中东局势存在高度不确定性，若美伊冲突缓和不及预期、区域冲突进一步升级，或将造成全球原油供给收缩、供应缺口放大，成品油价格路径可能超出基准情景假设（期货价格），导致通胀超预期升温。反之，若冲突超预期降温，油价下行幅度可能大于基准预测（期货价格），通胀回落节奏也会快于模型测算。

依据历史数据外推存在误差：本报告基于历史价格、期货市场数据，采用统计模型外推柴油价格同比变动，并测算其对美国 CPI 各分项同比的拉动效应。历史规律未必能复刻未来，样本区间局限、市场结构突变、政策扰动等因素均会带来模型预测误差，实际柴油价格与 CPI 分项表现可能显著偏离模型测算结果。

10 https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-10-12/iran-war-has-no-easy-way-out-former-us-defense-secretary-says

11 https://www.spglobal.com/energy/en/news-research/latest-news/crude-oil/092226-trump-to-consider-diesel-export-restrictions-amid-political-pressure

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，胡李鹏、易峘、赵文瑄，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

- 分析师胡李鹏、易峘、赵文瑄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