

中国地产：分化中的积极信号及其宏观涵义

华泰研究

2025年3月24日 | 中国内地

专题研究

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

研究员 常慧丽, PhD
SAC No. S0570520110002 changhui@htsc.com
SFC No. BJC906 +(86) 10 6321 1166

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

中国地产（一手+二手）总成交额去年4季度开始回升，今年少量城市出现了价格下行放缓的信号。回顾过去4年，中国地产市场快速完成了一定体量的调整，且经历了供给侧较快的出清过程。统计局数据显示，中国新房成交量年化水平从2021年中的高点逐步回落，而百强房企和60城商品房口径的累计降幅已接近其他国家地产调整区间上限。我们去年5月开始从长周期的角度探讨本轮地产下行周期的潜在“底部”区间的成交量水平及时点，彼时的答案是若名义增长企稳，本轮地产调整的“底部”换房率可能在4%附近。按彼时趋势，预计在2025年中前触及这一水平（参见《本轮地产周期何时会初现曙光？》，2024/5/31）。去年4季度以来地产市场的积极信号在增加（参见《近期中国房地产行业的一些积极变化》，2025/2/2），本文更新房产及土地市场数据走势，并探讨地产相关需求和预期变化的深远宏观影响。

一、本轮成交量和换房率累计调整幅度均已接近区间上限

本轮中国地产成交量的累计调整幅度已接近海外国家类似周期的区间上限；且换房率（（新房+二手房年度成交）/城镇房屋存量%）从2020年7-8%的高位降至2024年3季度年化4%的水平，已接近城镇化率更高、生活水平升级更慢的发达经济体换房率区间下限（如美国、韩国）。

二、近期地产市场走势释放的几个积极信号

1. 二手房成交持续走强。去年2季度来，随着下行压力加速释放及逆周期调节加码，居民购房负担能力改善，二手房成交回升。今年二手房成交量有望在去年下半年增长9.6%的基础上再增一到两成。

2. 城市间走势分化——分化是筑底的前奏（但非充分条件）。去年下半年来，一线及部分强二线城市住宅需求明显强于其他城市。全国一、二线城市新建商品住宅房价环比分别于去年11、12月止跌回升；70城样本中新房价格上涨城市数已从去年8月的2个增至今年2月的18个城市。

3. 土地市场出现“磨底”早期迹象。今年1-2月，全国土地购置费增长率回升至0附近，降幅较去年同期（-8.7%）明显收窄。同时，成交结构改善：如城投拿地占比显著下行；少数高能级城市占比跳升；民营开发商参与率反弹；土地供给质量提高、溢价率回升——这些变化均显示土地的真实需求或已筑底。

4. 一线城市及重点区域租金降幅收窄，对应通胀预期企稳。

5. 库存去化加速，尤其是“有效库存”。本轮地产供给端也经历了一定的调整。目前，即使包含过去3-4年去化不力（即需求难以恢复）的库存，一线城市去化周期已降至18.1个月，而少数城市（如深圳、杭州等）的去化周期已低于12个月。

三、地产企稳的宏观意义：增长、财政、金融稳定、通胀预期及消费倾向

综合看，目前地产周期的积极信号正在增加，可持续性仍待观察。地产周期对中国宏观走势仍较为关键：①“泛地产”产业链对名义GDP的拖累有望明显收窄；②有助于稳定地产相关行业、以及包括城投平台在内的广义财政部门的信用扩张周期；③缓解地方政府现金流压力、推动财政支出回升。④此外，更重要的是，若房价和租金的降幅收窄甚至企稳，将有助于推升居民对通胀的真正“体感”和通胀预期，并促进消费倾向回升。

风险提示：外需不确定性上升扰动名义增长企稳节奏；地产政策超预期转变。



正文目录

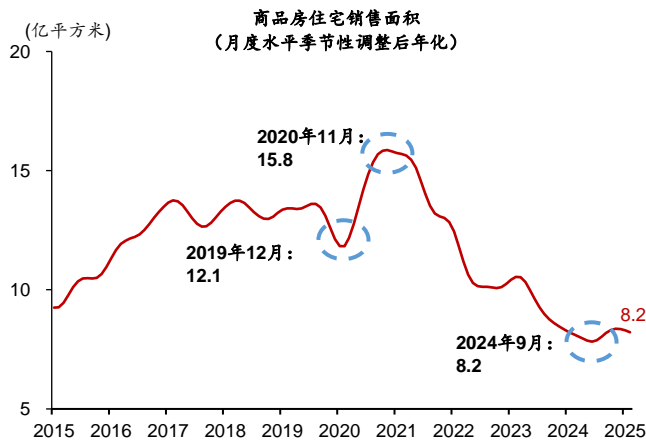
一、中国地产本轮从顶点累计调整的幅度已经接近全球历史样本的区间上限.....	3
二、地产成交“活跃度”可能已接近中国目前发展水平所匹配区间的下限.....	5
三、近期地产市场的积极信号 1：二手房成交持续走强.....	7
四、积极信号 2：分化是筑底的前奏（但非充分条件）.....	9
五、积极信号 3：土地市场出现“磨底”早期迹象.....	11
六、积极信号 4：租金降幅收窄.....	13
七、积极信号 5：库存去化加速，尤其是“有效库存”.....	14
八、地产周期企稳的深远宏观意义：增长、金融、财政、通胀预期及消费者行为.....	15
风险提示.....	17

一、中国地产本轮从顶点累计调整的幅度已经接近全球历史样本的区间上限

本轮周期中国新房销售已经历一定幅度的调整，接近海外主要经济体地产下行周期的区间上限。随着 2020 年下半年地产相关融资政策收紧，2021 年以来，统计局口径的、季调后全国新房年化成交量逐步回落，而季调后的 60 城新房成交和百强房企年化销售面积的累计跌幅接近海外主要经济体地产下行周期的区间上限（图表 1-4）。次贷危机前后，美国房地产市场经历了长达 5 年半的下行周期，期间新屋销售从高点累计下跌 78%；而在亚洲金融危机期间，中国香港地区的地产交易量的调整周期仅 14 个月，但累计跌幅达 66%（图表 5）。

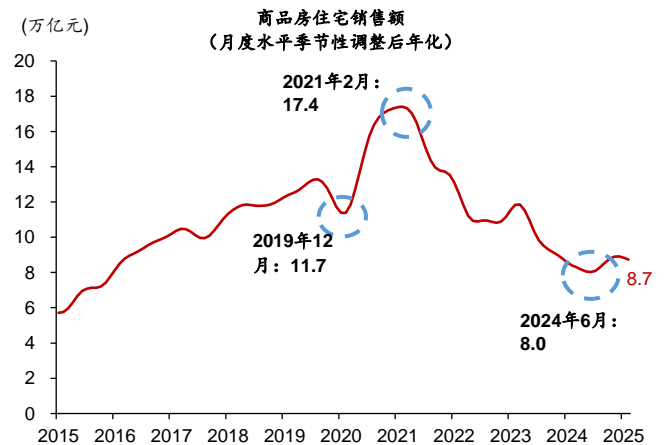
去年 2 季度以来，全国二手房成交呈现触底回升的迹象。由于二手房市场的调整相对充分，且不涉及保交楼问题，全国二手房市场已先于新房市场从 2020 年下半年开始经历了一定幅度的调整。去年 2 季度起，全国主要城市二手房成交呈现企稳回升迹象，亦显示地产周期可能已接近底部区间（图表 6）。

图表 1：季调后全国商品房年化销售面积较高点显著下行



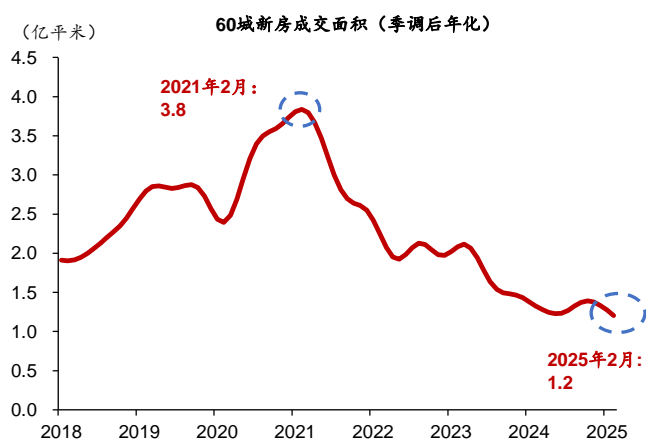
资料来源：Wind，华泰研究

图表 2：季调后全国商品房年化销售额较高点显著下行



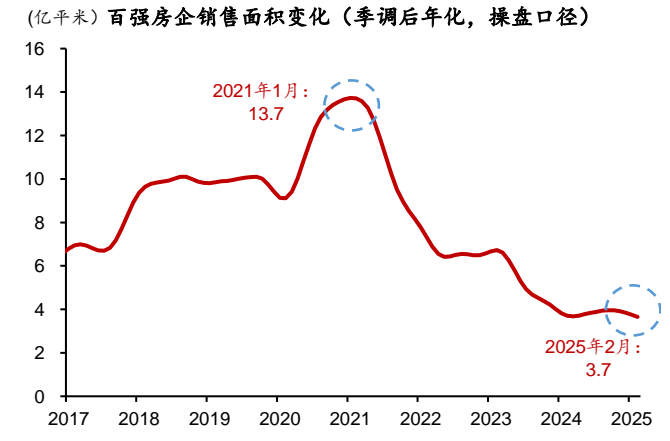
资料来源：Wind，华泰研究

图表 3：季调后 60 城新房年化销售面积较高点显著下行

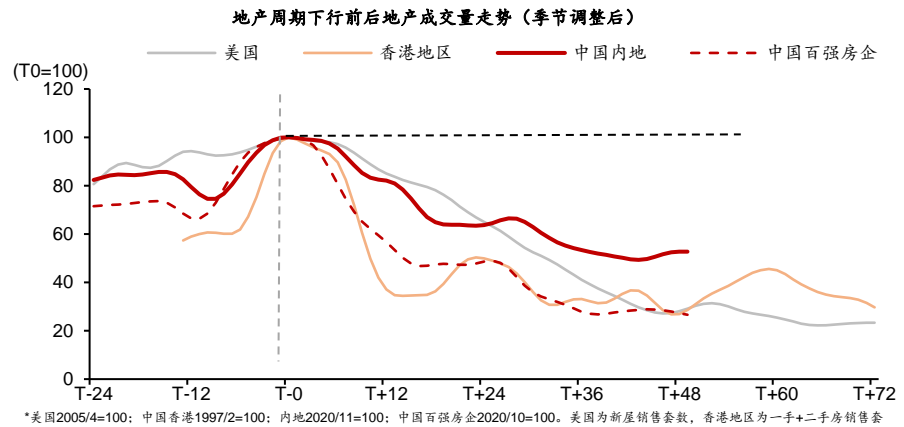


资料来源：中指院，华泰研究

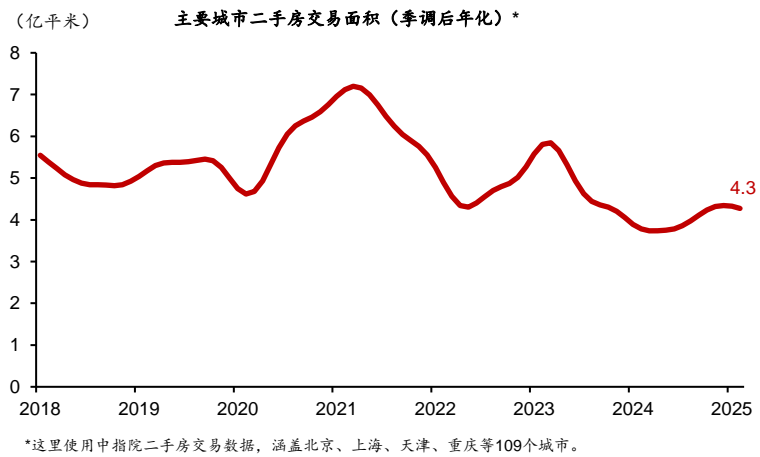
图表 4：季调后百强房企年化销售面积较高点显著下行



资料来源：Wind，华泰研究

图表5：中国新房销售的调整幅度已接近海外主要经济体地产下行周期的区间上限


资料来源：haver, Wind, 华泰研究

图表6：2024年二季度以来，季调后主要城市二手房年化成交面积整体回升


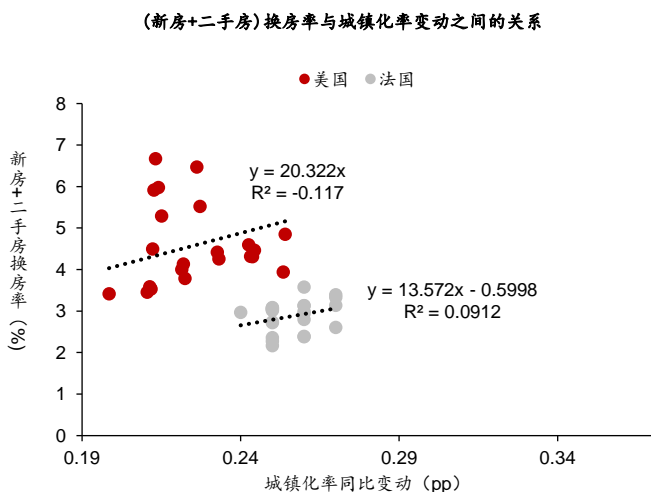
资料来源：中指院，华泰研究

二、地产成交“活跃度”可能已接近中国目前发展水平所匹配区间的下限

居民换房率不失为估算国内地产成交底部区域的一种方法。如我们在《本轮地产周期何时会初现曙光?》(2024/5/31)中分析,居民换房率为(新房+二手房)年度成交量占房屋存量的比例,代表房屋周转率,如4%的换房率意味着居民平均每25年换一次房。海外主要经济体数据显示,城镇化提升越快、经济增长越快的国家,居民换房率通常越高,因此居民换房率可能更适用城镇化率与经济增长趋稳的发达经济体,如美国、韩国居民换房率稳定在4-6%的区间,而法国地产交易成本较高,但也稳定在3%左右(图表7-8)。相比之下,较高的经济增速、城镇化率提升、户籍人口加速落户、人口向大城市集聚、以及家庭规模小型化等因素可能都意味着中国居民换房率应高于发达经济体。但考虑地产周期调整有比较强的惯性,居民换房率不失为估算国内地产成交底部区间的一种方法。

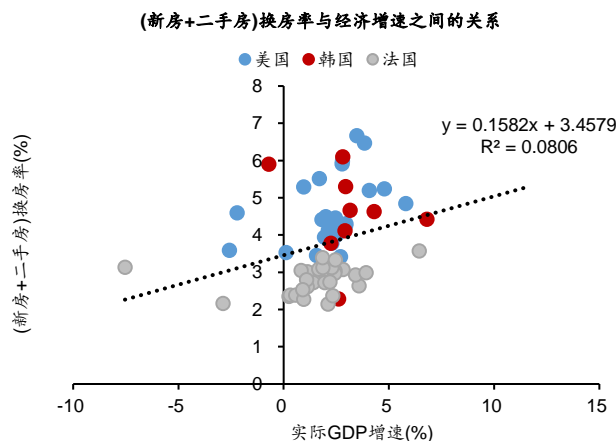
目前中国的换房率已接近当前发展水平所匹配的下限。基于七普公布的城镇存量房数据,再考虑部分“空置房”的漏记问题,以及2021-24年的新建商品房住宅和存量房拆迁面积,我们估算2024年底中国存量住房面积或达310-350亿平方米左右(图表9),由此,4%的换房率底部对应全国新房+二手房的年成交面积为12-14亿平方米。2024年3季度我国换房率已从2020年7-8%的高位降至年化4%的水平,接近美、韩等国居民换房率4-6%的区间下限(图表10)。

图表7: 美国和法国的居民换房率与城镇化率的提升幅度存在明显的正相关关系



资料来源: haver, 华泰研究

图表8: 美、法、韩国的居民换房率与经济增速呈现明显的正相关关系



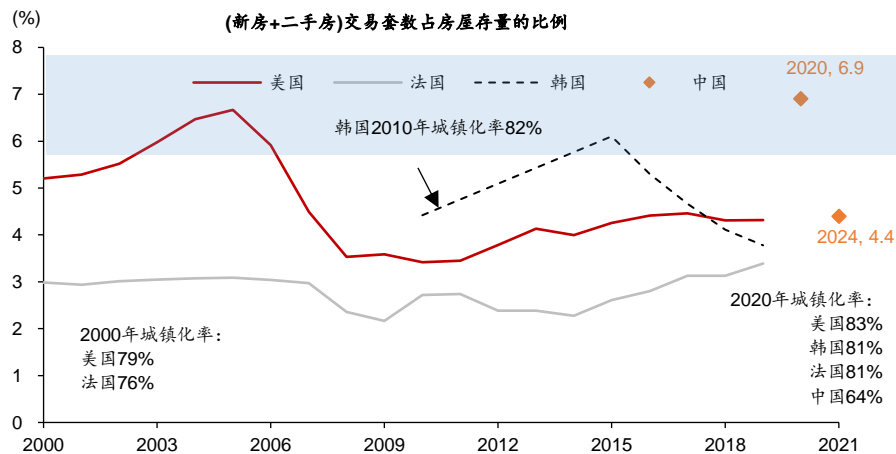
资料来源: haver, 华泰研究

图表9: 考虑“七普”漏记的“空置房”后, 2024年底中国存量住房面积或达350亿平方米左右

房屋建成时间	截至2020年底, 城镇存量房面积 亿平方米	2021-24年商品房住宅竣工面积 亿平方米	假设2021-24年拆除比例 %	2021-24年拆除规模 亿平方米	截至2024年底, 城镇存量房面积 亿平方米
1949年以前	0.5		40%	0.2	0.3
1949-1959年	0.5		40%	0.2	0.3
1960-1969年	1.0		20%	0.2	0.8
1970-1979年	4.0		15%	0.6	3.4
1980-1989年	20.4		15%	3.1	17.3
1990-1999年	54.8		12%	6.6	48.2
2000-2009年	100.1		6%	6.0	94.1
2010-2014年	72.3		0%	0.0	72.3
2015年以后	41.0	27.1	0%	0.0	68.2
小计	294.6	27.1		16.8	305
假设城镇住房空置率为15%					54
考虑空置房的存量房面积					359

资料来源: 统计局, 华泰研究

图表10：即使在美、韩等潜在增速较低且已完成城镇化的发达经济体，年住宅换手率也达到 4%-6%



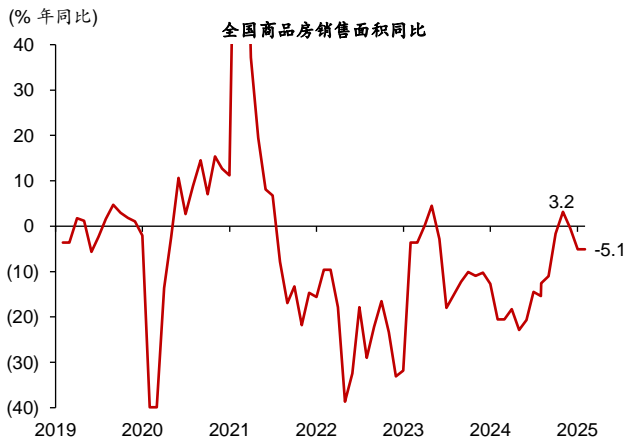
资料来源：haver, 统计局, 华泰研究

三、近期房地产市场的积极信号 1：二手房成交持续走强

随着去年9月底推出的稳地产政策的提振作用减弱，去年12月以来，全国新房销售面积同比有所回落。去年9月下旬起出台的一系列稳地产政策推动地产需求集中释放，带动全国新房销售面积止跌回升。全国商品房销售面积从去年9月的同比下降11%回升至11月的同比上升3.2%。随着政策效果消退，去年12月全国商品房销售面积同比下跌0.5%，今年前两个月同比跌幅走阔至5.1%（图表11）。

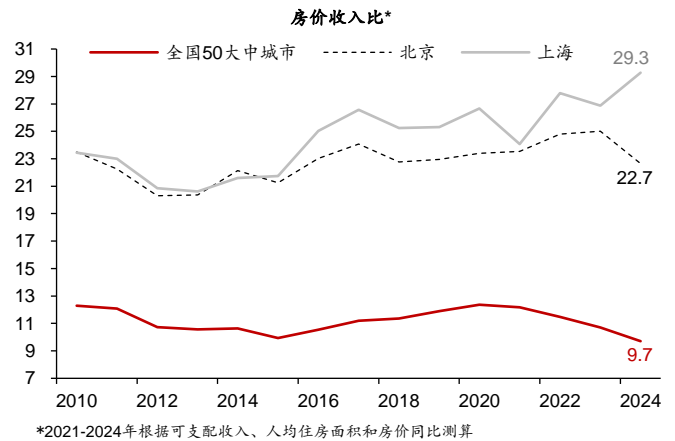
与新房成交有所回落不同，去年5月中旬以来，二手房成交持续较强。随着地产相关政策持续放松，居民购房负担能力明显改善。无论是从直接衡量居民购房能力的房价收入比、还是居民还贷现金流的指标来看，居民的可负担能力或已接近2017年的水平（图表12和13）。另一方面，地产成交量持续下行推动房价有所调整，而价格机制更为市场化的二手房价格调整幅度更大，且二手房不受交付不确定性的困扰（图表14）。由此，去年5月中旬以来，全国二手房成交同比明显上升，尤其是春节后仍保持较强走势（图表15和16）。

图表11：今年以来，全国新房销售面积同比有所回落



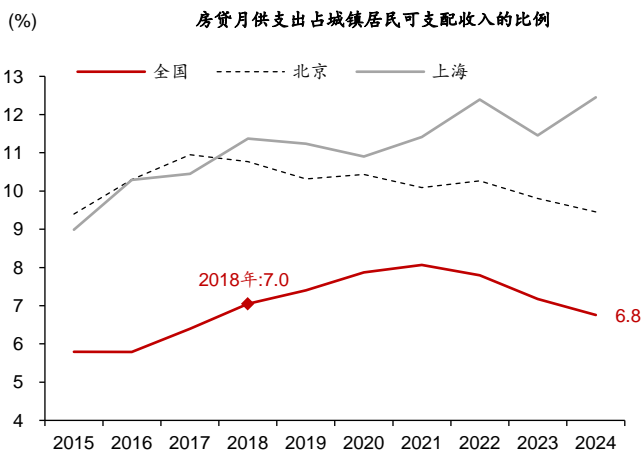
资料来源：Wind，华泰研究

图表12：2024年全国50大城市的房价收入比已下行至2010年以来的低位



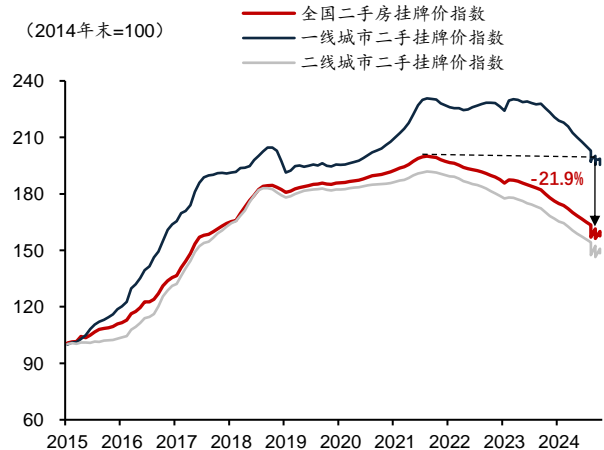
资料来源：Wind，华泰研究

图表13：2024年全国房贷月供支出占城镇居民可支配收入的比例降至接近2017年的水平



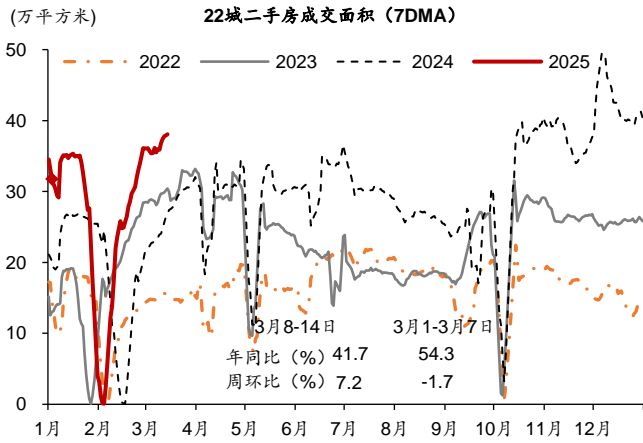
资料来源：Wind，华泰研究

图表14：近年来，价格机制更为市场化的二手房价格调整幅度更大



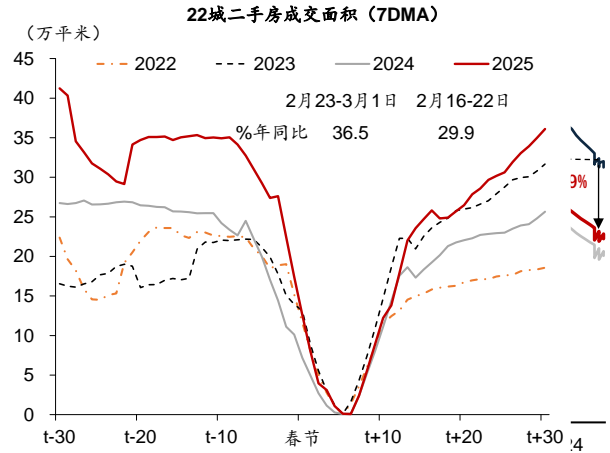
资料来源：Wind，华泰研究

图表15: 去年5月中旬以来, 全国二手房成交同比明显上升



资料来源: Wind, 华泰研究

图表16: 节后二手房成交仍保持较强走势



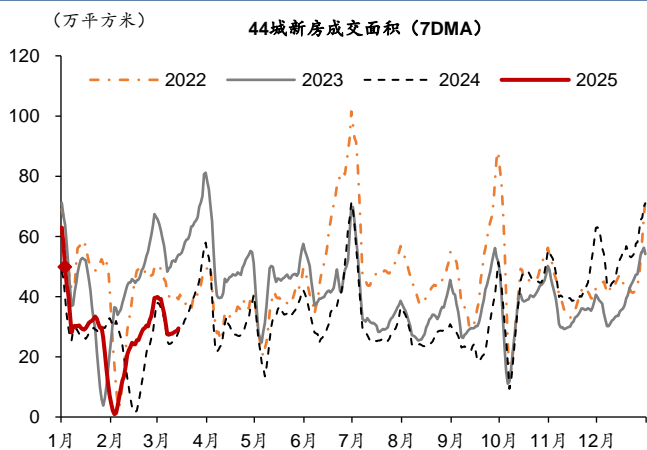
资料来源: Wind, 华泰研究

四、积极信号 2：分化是筑底的前奏（但非充分条件）

不同城市之间的地产成交呈现明显分化，其中一线及部分强二线城市地产成交的回升动能及可持续性明显强于其他城市。虽然近期全国层面的新房成交面积同比回落，但一线城市新房成交持续同比多增。年初至3月14日，全国44大中城市新房成交面积同比上升2.2%，主要是由一线城市同比上升21.1%拉动，而二、三线城市分别同比下降3%、1.3%（图表17和18）。同期二手房成交的表现类似，全国22个大中城市二手房成交同比上升34.3%，其中一、二、三线城市分别同比上行47.2%、28.5%、17.7%（图表19）。

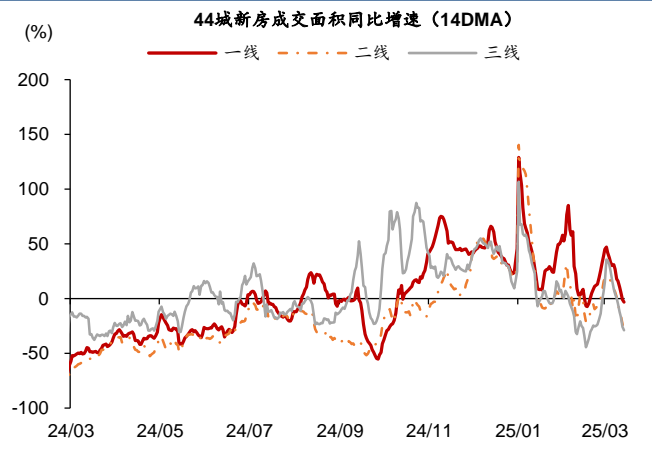
随着地产成交量回升，全国房价环比上升的城市数量增加，其中一、二线城市房价环比已领先三线城市转正。随着地产成交量改善，去年9月以来，统计局公布的全国70个大中城市中新建商品住宅房价上涨的城市数明显增加，上涨城市数从去年8月最少的2个城市增至今年2月的18个城市（图表20）。更值得关注的是，全国70个大中城市中，一、二线城市新建商品住宅房价环比分别于去年11、12月开始止跌回升，而三线城市房价环比降幅亦有所收窄（图表21）。

图表17：年初至今，全国44大中城市新房成交面积同比上升



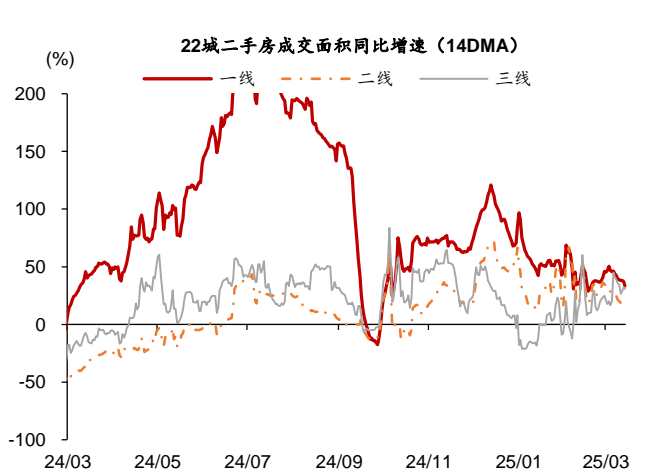
资料来源：Wind，华泰研究

图表18：今年以来，全国44大中城市中一线城市新房成交面积同比回升，而二、三线城市同比下降



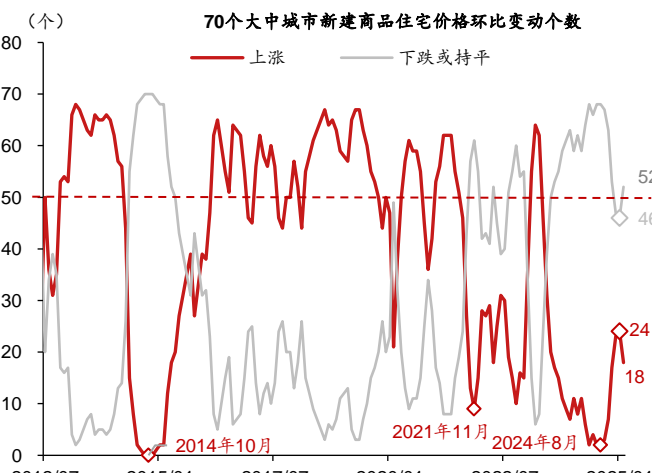
资料来源：Wind，华泰研究

图表19：全国22个大中城市中一线城市二手房成交同比增速亦明显高于二、三线城市



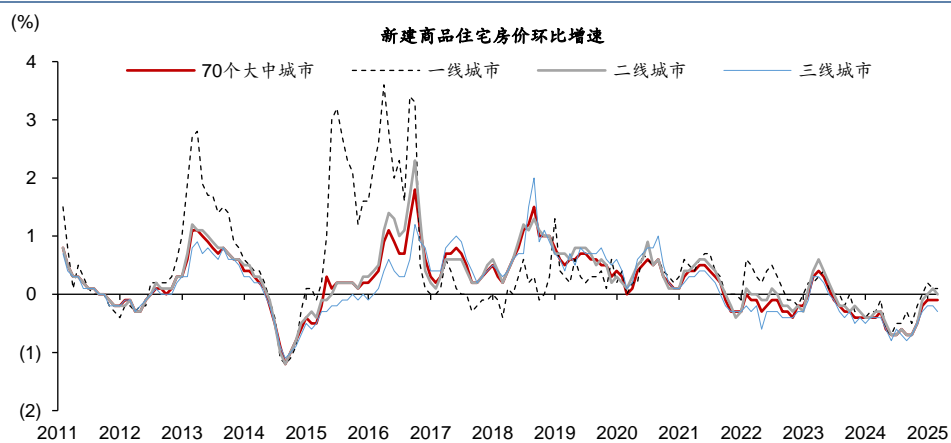
资料来源：Wind，华泰研究

图表20：去年9月以来，全国70个大中城市中新建商品住宅房价上涨的城市数明显增加



资料来源：Wind，华泰研究

图表21：全国 70 个大中城市中，一、二线城市新建商品住宅房价环比分别于去年 11、12 月开始止跌回升



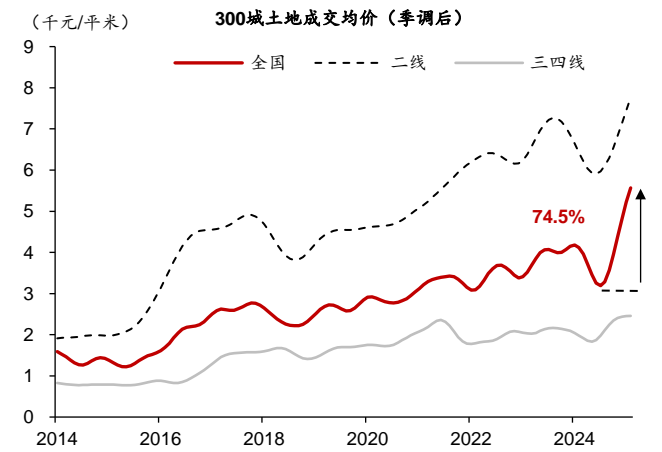
资料来源：Wind，华泰研究

五、积极信号 3：土地市场出现“磨底”早期迹象

总量上看，去年下半年以来，全国土地成交呈现量价齐升的走势。图表 22 和 23 显示，去年下半年以来，季调后的 300 城土地成交的量和价都有明显回升；今年前两个月，300 城土地成交金额累计同比回升 29%。同时，统计局公布的数据显示，今年前两个月，全国土地购置费累计同比小幅下降 0.3%，较去年全年 8.7% 的降幅明显收窄（图表 24）。

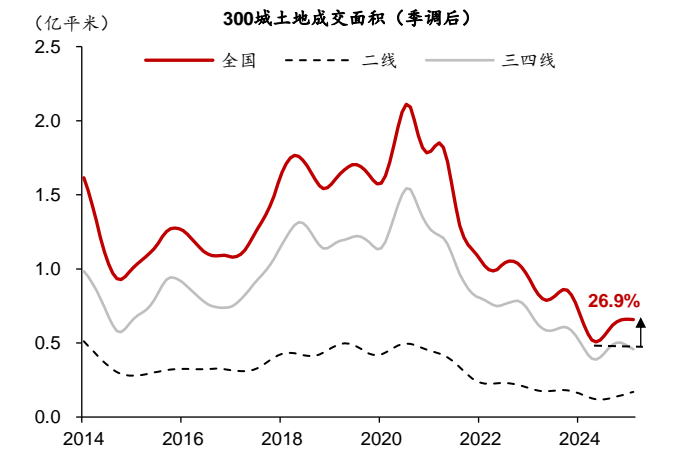
结构上看，城投拿地占比下降、一线及高能级二线城市及民营开发商占比上升、以及土地溢价率回升，都显示土地市场底部正在渐渐形成过程中。企业预警通数据显示，今年 1-2 月，城投平台拿地占比已从前几年的 30% 左右降至 20% 以下，或有助于形成真正意义上地方政府现金流的转化率上升（图表 25）。今年以来，土地成交市场高度集中在少数一二线城市，如北京、上海、杭州、成都等城市，而三四线城市土地成交金额同比回落，预计一线及强二线城市占土地成交的比例将上升，显示开发商拿地信心在上升（图表 26）。虽然央企依然是拿地主角，但随着土地储备消耗到了临界点，有效库存下降，以及信心上升，此前杠杆较低的区域性民企重新开始拿地。此外，今年以来土地成交的溢价率明显上升，如克而瑞重点监测城市的平均溢价率从去年的 1%-6% 区间升至今年 1 月的 8.7%、2 月的 13.4%，显示地方政府供地更积极，且与地产商风险偏好边际回升匹配。

图表 22：去年下半年以来，季调后的全国 300 城土地成交均价持续回升



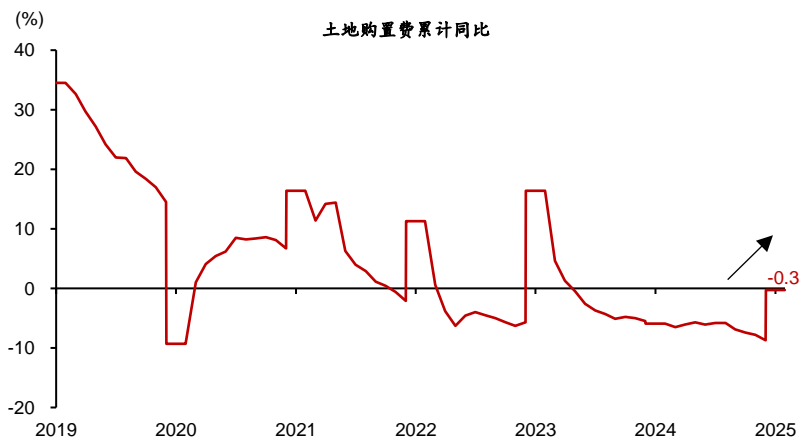
资料来源：中指院，华泰研究

图表 23：去年下半年以来，季调后的全国 300 城土地成交面积有所回升



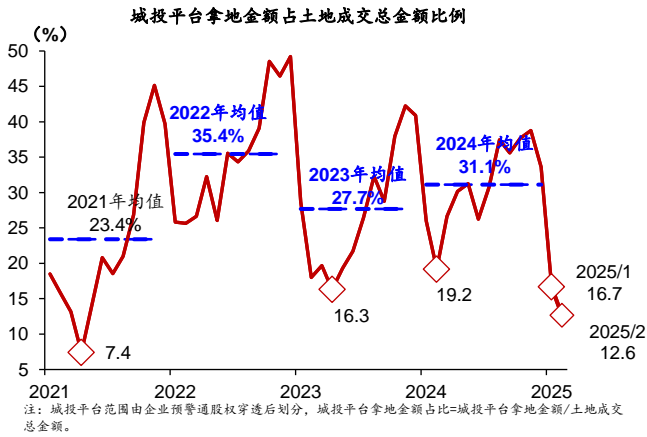
资料来源：中指院，华泰研究

图表 24：今年前两个月，全国土地购置费累计同比小幅下降 0.3%，较去年全年 8.7% 的降幅明显收窄



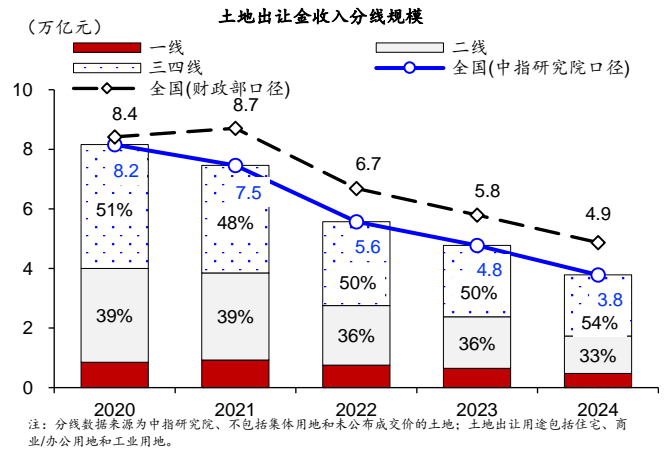
资料来源：Wind，华泰研究

图表25：今年1-2月，城投平台拿地占比明显下降



资料来源：Wind，华泰研究

图表26：今年一线及部分强二线城市占土地成交的比例可能会进一步上升

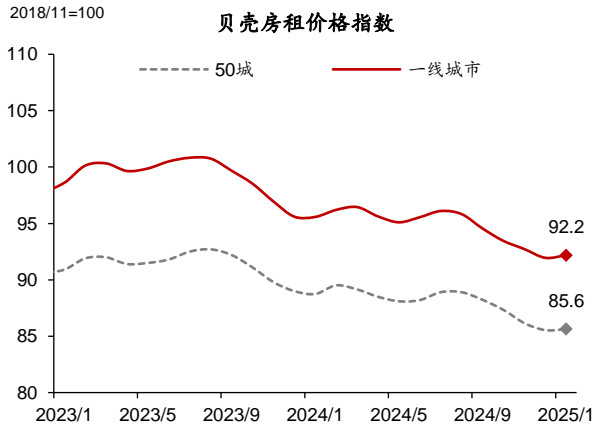


资料来源：中指院，Wind，华泰研究

六、积极信号 4：租金降幅收窄

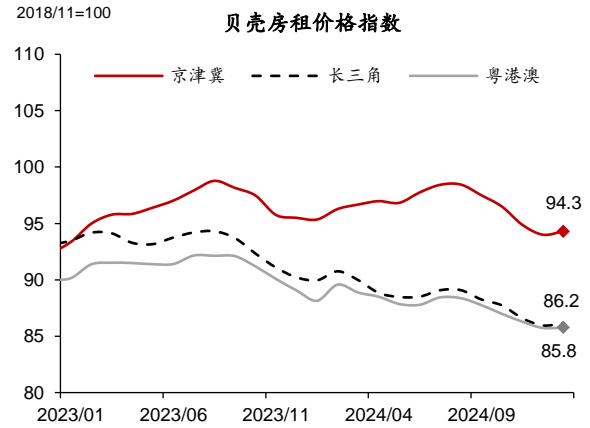
今年以来，一线城市及重点区域的租赁需求有所回升，预计租金降幅有望收窄。贝壳房租数据显示今年 1 月 50 城房租呈现边际企稳的趋势，其中一线城市及京津冀等重点区域的房租回升迹象更为明显（图表 27 和 28）。在房地产发展新模式下，长租公寓、保障性住房等租赁住房供给或将进一步增加，但随着租赁需求回升，预计今年租金降幅有望收窄。

图表 27：今年以来，全国 50 大中城市房租呈现止跌企稳的迹象



资料来源：贝壳，华泰研究

图表 28：今年以来，重点区域的房租企稳迹象更为明显



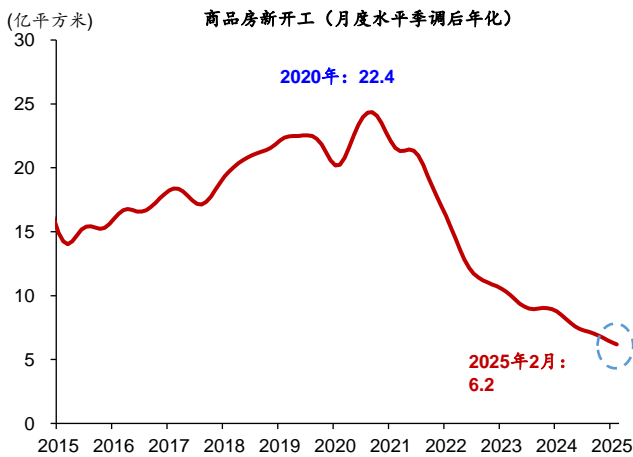
资料来源：贝壳，华泰研究

七、积极信号 5：库存去化加速，尤其是“有效库存”

随着开发商现金流持续承压，地产供给端也经历了较大调整。截至今年 2 月，商品房新开工面积较 2020 年的高点的 22.4 亿平方米下降至 6.2 亿平方米（季调后年化），已明显低于 2024 年中国新建商品房住宅销售面积 8.1 亿平方米（图表 29）。随着保交楼工作接近尾声，商品房竣工面积也从 2023 年的 10 亿平方米下降至 6.9 亿平方米（季调后年化；图表 30）。如图表 23 所示，更领先的指标土地成交面积也经历了一定幅度的调整，目前较 2020 年 7 月的高点显著下降。

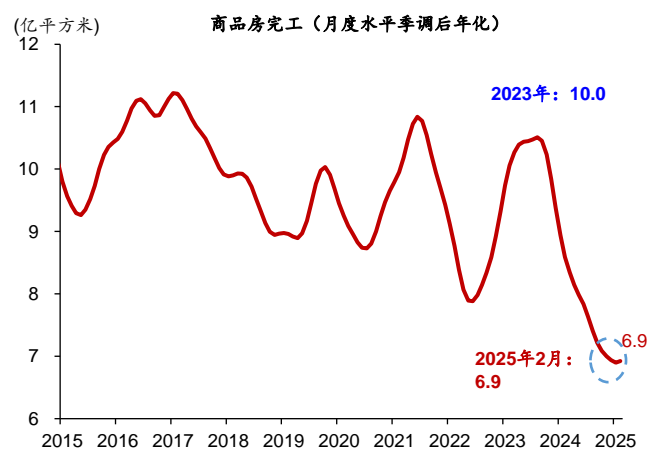
供给减少、叠加需求边际改善，商品房库存去化有所加速。全国 80 大中城市商品房库存已从去年 9 月最高的 5.1 亿平方米降至今年 2 月的 4.7 亿平方米，同期去化周期已从去年 9 月最高的 29.6 个月回落至 26.3 个月，其中一线城市去化周期已降至 18.1 个月，接近合理区间 12-18 个月的上限，而少数城市（如深圳 8.3 个月、杭州 7.9 个月等）的去化周期已低于合理区间（图表 31）。如果假设超过 3 年的新房库存为很难去化的无效库存，则全国商品房有效库存的降幅可能更为明显。

图表 29：商品房新开工面积较高点的降幅较大



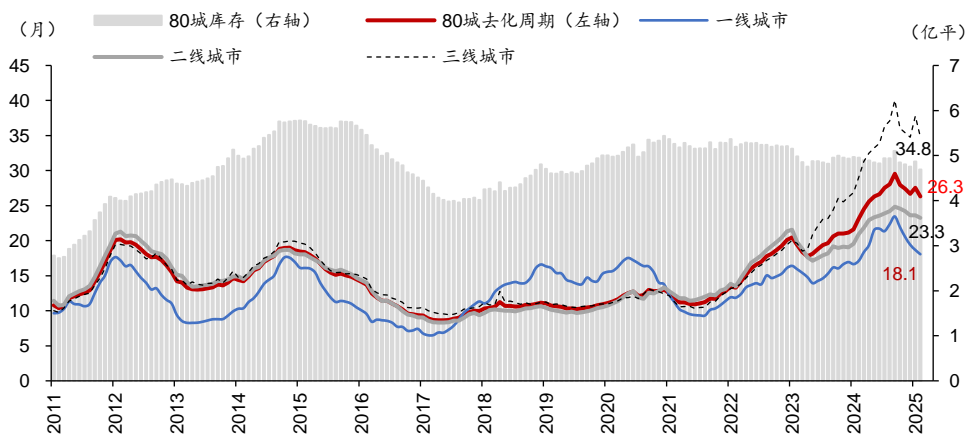
资料来源：Wind，华泰研究

图表 30：商品房完工面积较 2023 年高点显著下降



资料来源：中指院，华泰研究

图表 31：全国 80 大中城市中一线城市去化周期已降至 18.1 个月，接近合理区间 12-18 个月的下限



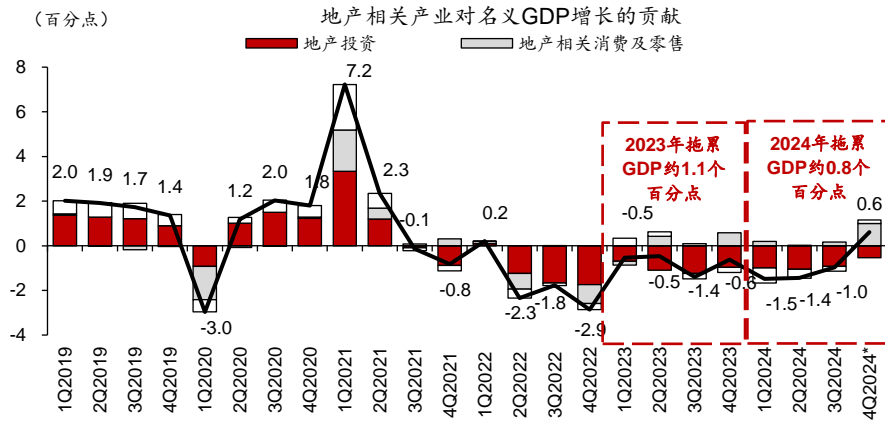
资料来源：Wind，华泰研究

八、地产周期企稳的深远宏观意义：增长、金融、财政、通胀预期及消费者行为

综合来看，目前地产周期的积极信号正在增加，可持续性仍待观察。考虑地产周期的调整通常有较大的惯性，地产市场可能需要一定时间的恢复才能真正止跌回稳。随着此前地产供需两端政策持续放松，尤其是 2022 年 11 月金融加大对房地产融资的支持力度，2023 年上半年全国商品房销售面积曾一度止跌回升，但并未持续。当前地产周期虽然呈现较多积极现象，但能否真正企稳可能还需要一段时间的观察。但考虑到地产周期对中国宏观走势仍十分关键，如果地产周期确实出现筑底迹象，那么宏观意义将非常深远。

- **虽然近年有所回落，“泛地产”产业链仍在总需求和增长中占有较大的份额。**如我们在《2025：中国增长能否回升》（2025/2/26）中分析，地产周期偏弱将从房地产开发投资、地产后周期消费（如家具、家电、家装等）、以及房地产服务业三个方面拖累名义 GDP 增速。即便经过过去几年的调整，目前上述“泛地产”产业链占名义 GDP 的比例可能仍超过 15%。2022-24 年，“泛地产”产业链对名义 GDP 的拖累分别约为 1.6、1.1、0.8 个百分点，其中 2024 年拖累明显收窄主要是受消费品以旧换新对家具、家电等地产相关消费的提振，并非全部来自地产周期本身的贡献（图表 32）。如果地产周期能够企稳，“泛地产”产业链对名义 GDP 的拖累有望明显收窄。
- **地产周期走势对信用扩张和资产质量周期有举足轻重的影响。**从贷款、海内外债券、以及信托来估算，截至去年 4 季度，地产行业融资余额占政府债之外社融的比例接近 18%（图表 33）。更广义地看，土地和房产是银行贷款及其他金融资产的抵押物，对所有市场主体的融资能力都有不容小觑的影响。过去几十年间，开发商-地方政府信贷循环是驱动中国信用扩张的重要驱动因素。如果地产周期能够企稳，将有助于地产相关行业、以及包括城投平台在内的广义财政部门的信用扩张。
- **房产和土地市场走势直接影响地方政府的收入走势和支出能力。地产市场企稳对缓解地方政府现金流压力，提高支出能力和财政赤字向财政支出的转化率是决定性因素之一。**2024 年地方财政收入中土地出让收入占比达到八成（图表 34）。过去几年，地产周期偏弱导致地方政府性基金收入承压；由于政府性基金以收定支，进而导致近年来地方政府性基金支出增速明显不及预期。如果地产周期能够企稳，也将有利于改善地方政府收入、缓解其现金流压力，并增加财政支出。
- **房产和租金价格走势直接影响居民通胀“体感”和通胀预期。**由于统计局采用成本法核算居民自有住房服务增加值，可能会导致 CPI 走势与居民通胀“体感”不一致。如果使用市场租金走势来衡量等价租金变化，调整后 CPI 同比走势可能低于官报 CPI（图表 35 和 36）。“体感”通胀下行会推升真实利率，从而导致储蓄率上升、消费倾向下行（图表 37）。由此，如果房价和租金价格的降幅收窄甚至企稳，将有助于改善居民通胀“体感”和通胀预期，从而促进消费倾向回升。

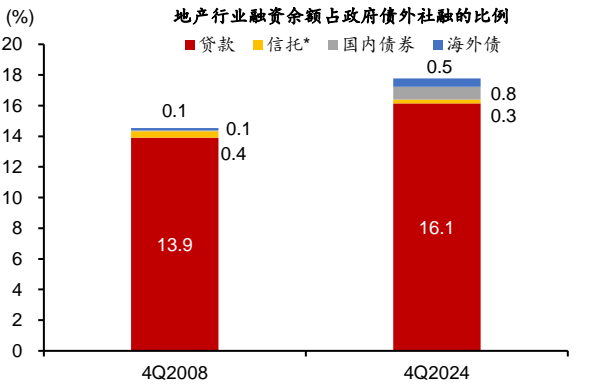
图表32：2022-24年，地产相关产业明显拖累名义GDP增长



*家电以旧换新可能对去年4季度地产相

资料来源：Wind，华泰研究

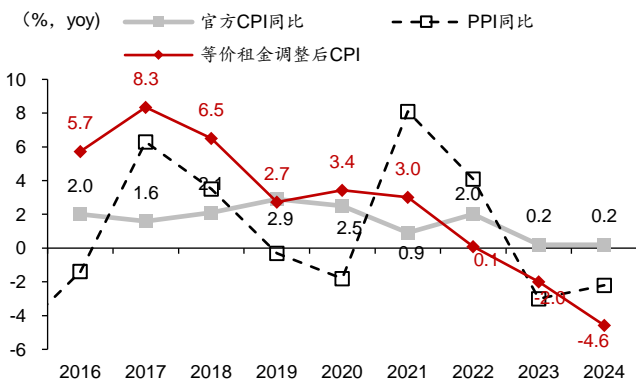
图表33：截至去年4季度，地产行业融资余额占政府债之外社融的比例接近18%



* 由于数据不可得，4Q2008房地产信托余额使用1Q2010数据，4Q2024使用上半年数据估算。

资料来源：Wind，华泰研究

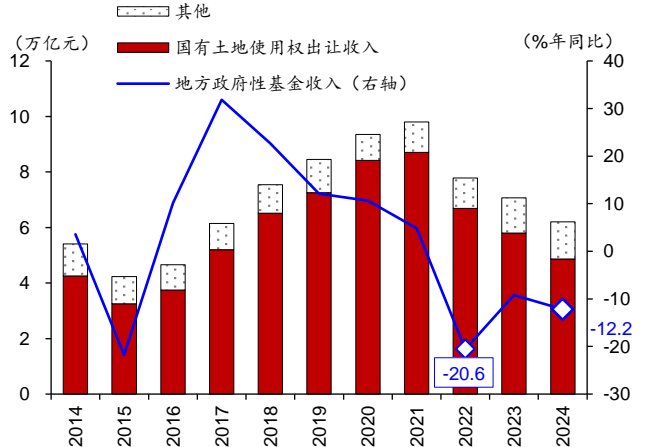
图表35：调整租金测算方法后，房价和房租走势对CPI同比的影响加大



注：2024年截至7月，19年及之前等价房租增速采用全

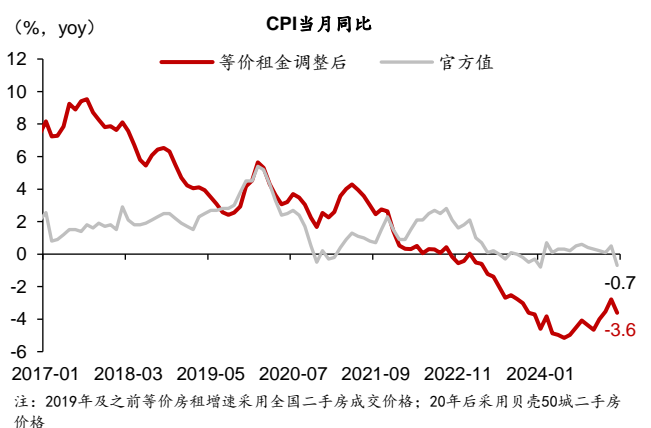
资料来源：Wind，华泰研究

图表34：地方财政收入对土地出让收入的依赖度较高

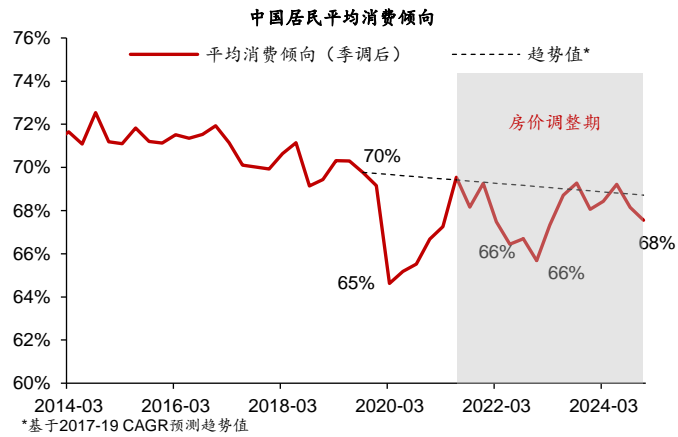


资料来源：Wind，华泰研究

图表36：等价租金调整后的CPI同比可能与居民通胀“体感”更一致



注：2019年及之前等价房租增速采用全国二手房成交价格；20年后采用贝壳50城二手房价格

图表37：房价调整可能降低居民消费意愿，增加居民储蓄率


资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

- 1) 外需不确定性上升扰动名义增长企稳节奏，假若美国“对等关税”等贸易政策超预期，或对全球需求造成冲击，从而影响名义增长企稳的节奏。
- 2) 地产政策立场转变。若地产政策立场发生转变，则地产去库存力度或将低于预期、居民对房地产市场的信心或受到影响

免责声明

分析师声明

本人，易峘、常慧丽、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（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，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）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、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。本公司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本公司的商标、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。

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

- 分析师易岷、常慧丽、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，了解来自或与所述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），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。公司注册号: 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

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

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

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

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司