

数据中心

人工智能算力革命赋能，迈入行业黄金发展期

- ▶ 从周期性复苏迈向结构性增长
- ▶ 人工智能驱动下 IDC 行业供需新格局
- ▶ 首次覆盖万国数据 (GDS US/9698 HK)、世纪互联 (VNET US)，给予“优于大市”评级

从周期性复苏迈向结构性增长。伴随行业从“互联网+”时代向“AI+”时代跨越，数据中心行业已迈入黄金发展期。数据中心的角色已从单纯的存储与连接载体，升级为支撑人工智能训练、实时推理及产业数字化转型的核心智能算力枢纽。这一转变利好第三方数据中心企业，因为企业客户愈发倾向于选择灵活、专业的第三方基础设施，而非投入高昂成本自建机房。在此背景下，行业开启黄金增长通道，市场规模从 2020 年的 1,168 亿元扩张至 2024 年的 3,048 亿元，2030 年可能将进一步突破 1.1 万亿元。我们认为，行业正式进入结构性增长周期，核心支撑逻辑包括：(1) 人工智能算力渗透率持续提升，叠加技术突破推动推理成本下降，加速大模型、面向消费者的智能体及人工智能应用的全面普及；(2) 政策端强力加持，数字经济战略深化推进叠加“东数西算”工程落地，还有地方层面在土地、能源、资金等方面的支持；(3) 资本市场赋能，REITs 及资产证券化工具打通行业“重资产”痛点，有效提升资产流动性、优化资本循环效率、缓解杠杆压力；(4) 超大规模云服务商资本开支持续扩张。

人工智能驱动下 IDC 行业供需新格局。需求端：市场正发生根本性转变。2025 年上半年，行业机架同比增长 21% 至 1,085 万架，但结构性矛盾依然突出：通用算力存在闲置，而高端智能算力供给缺口超 50%。受益于算力利用率提升及数字经济基础设施持续扩容，2028 年行业在用机架数量可能飙升至 2,100 万架，2024-2028 年复合增长率达 23%。伴随人工智能应用规模化落地，推理算力需求占比将持续提升，2028 年推理算力需求占人工智能算力总需求可能达到 73%。面向互联网巨头及人工智能企业的第三方定制批发型数据中心将成为增长主力，2024-2028 年需求容量复合增长率达 27%，届时需求规模将达 22 吉瓦。供给端：在数字基础设施建设政策激励及头部科技企业、云服务商大额投资的双重驱动下，预计中国数据中心行业可用容量将从 2024 年的 23 吉瓦增长至 2028 年的 49 吉瓦，复合增长率达 21%。区域分布上，东部核心城市受能源约束影响，算力供给趋紧；西部算力枢纽则重点承接算力密集型业务，形成功能差异化的全国算力布局。

具备核心竞争力的企业画像。我们认为，满足以下六大条件的第三方数据中心企业有望跑赢行业、巩固龙头地位：(1) 具备战略区位优势，毗邻能源基地、网络枢纽及需求核心区；(2) 布局人工智能优化型基础设施，拥有高功率密度人工智能数据中心；(3) 具备灵活的资源配置能力；(4) 掌握先进运维技术，可实现 7 × 24 小时实时监控及智能运维 (AI Ops)；(5) 把握全球化扩张机

陳逸詩
(852) 3911 8015
elenachen@ccbintl.com

陳詠嫻, CFA
(852) 3911 8271
cathychan@ccbintl.com

遇；(6) 具备财务灵活性，可充分运用资产证券化工具盘活存量资产。

首次覆盖万国数据、世纪互联，给予“优于大市”评级。我们认为，万国数据与世纪互联两大龙头企业完全契合行业结构性增长趋势，具备显著投资价值。万国数据的核心优势在于：在一线城市及周边区域布局高标准人工智能基础设施，新增订单人工智能相关占比高，且发行国内首单数据中心公募 REITs，资本运作效率行业领先。世纪互联则在绿色高功率密度批发型数据中心领域领跑行业，推进西部算力枢纽布局，驱动营收及调整后息税折旧摊销前利润高速增长。两家企业在技术能力、客户粘性及资本灵活性方面形成优势，是把握人工智能数据中心及“东数西算”战略机遇的核心标的，其海外业务布局亦有望成为第二增长曲线。

核心催化剂：(1) 国产人工智能芯片加速替代，以及英伟达 H200 芯片获准进入中国市场；(2) 液冷技术规模化应用；(3) 数据中心资产公募 REITs 扩容，提升行业资本循环效率；(4) 超大规模云服务商加大资本开支。**核心风险：**(1) 供应链瓶颈制约；(2) 行业出现结构性产能过剩；(3) 能效指标监管压力加大；(4) 区域算力利用率失衡。

数据中心标的的指标

公司	股票代号	建银国际证券评级*	股价 (LC)**	2026F		
				目标价 (LC)	EV/EBITDA (倍)	2026F 市销率 (倍)
万国数据	GDS US	○	43.40	51.20	16.2	4.8
万国数据-SW	9698 HK	○	42.80	49.80	16.6	4.6
世纪互联	VNET US	○	11.49	15.20	10.9	1.9

* 建银国际证券评级：○ = 优于大市, N = 中性, U = 弱于大市

** 2026 年 1 月 16 日收市价

资料来源：路孚特、建银国际证券公司预测

万国数据 | GDS US/9698 HK

人工智能需求爆发驱动业绩增长

- ▶ 行业整合进程提速，龙头地位持续夯实
- ▶ 资产证券化落地，打开长期成长空间
- ▶ DayOne 解锁海外增长潜力

US-share: 优于大市 (首次覆盖)
SW-share: 优于大市 (首次覆盖)

现价: 美元 **43.40** ▶ 目标价: 美元 **51.20**
(截至 2026 年 1 月 16 日) (首次覆盖)
港币 **42.80** ▶ 港币 **49.79**
(截至 2026 年 1 月 16 日) (首次覆盖)

首次覆盖，给予“优于大市”评级。数据中心项目审批趋严、绿色转型及能效要求提升等监管政策收紧，推动中国数据中心行业加速整合，万国数据等头部企业显著受益。我们认为，公司的龙头地位将进一步夯实：第一，人工智能需求爆发，叠加定制化及推理算力需求激增，驱动业绩增长；第二，万国数据双业务架构，在深化国内“东数西算”枢纽节点布局的同时，开拓海外增长市场；第三，资产证券化实现突破，助力公司降低杠杆水平，提升财务灵活性以支撑持续扩张。基于分部加总估值法，我们测算公司目标价为 51.20 美元，首次覆盖给予“优于大市”评级。具体估值拆分如下：一、国内业务采用 2026 年预测企业价值/调整后息税折旧摊销前利润倍数 18 倍，与行业平均估值水平持平；二、参考国际业务平台 DayOne 最新一轮融资估值作为其估值基准；三、2026 年预测净负债、少数股东权益及优先股估值为-16.90 美元。

人工智能需求爆发驱动业绩增长。我们预测公司 2025-2026 年新增签约面积分别可达 9.4 万及 10 万平方米。增长动力主要来自大语言模型的推理算力需求，还有互联网企业、政企客户及初创公司正加速布局人工智能基础设施。技术层面，公司通过加大预制标准化模组应用，将交付周期缩短至 6-9 个月，精准匹配客户算力快速部署的核心诉求。同时，公司正拓展基础设施对国产人工智能芯片平台的兼容性，降低对英伟达体系的依赖风险，全面满足高功率密度人工智能集群的部署需求。

双业务架构战略。万国数据采用“国内业务 + DayOne 国际平台”双业务架构。旗下专属国际平台 DayOne 聚焦东南亚（马来西亚、印度尼西亚、泰国）及欧洲（芬兰）市场，锁定 1500 兆瓦容量，已获得客户超 800 兆瓦的承诺容量。2025 年第三季度，息税折旧摊销前利润同比激增 4.6 倍。自 2024 年 12 月起，DayOne 财务数据不再纳入公司合并报表，为分拆上市铺路。我们认为，DayOne 有望成为万国数据第二增长曲线，其 1 月完成的 20 亿美元 C 轮融资，已推动平台估值升至 94 亿美元。

预测和估值

截至 12 月 31 日	2023	2024	2025F	2026F	2027F
收入(百万元 人民币)	9,782	10,322	11,439	12,859	14,474
同比(%)	5.5	5.5	10.8	12.4	12.6
调整后净利润(百万元 人民币)	(3,594)	(481)	1,149	(1,575)	(1,379)
同比(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
调整后每股收益(人民币)	(2.45)	(0.33)	0.58	(0.79)	(0.69)
同比(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	76.0	N/A	N/A
每股息税折旧摊销前利润(人民币)	25.79	26.45	21.52	23.18	26.15
企业价值/息税折旧摊销前利润(倍)	19.9	19.4	17.1	15.9	14.1
市帐率(倍)	2.9	2.5	2.2	2.2	2.2
净资产收益率(%)	(18.8)	(3.8)	3.8	(7.5)	(7.0)
净负债率(%)	175	149	121	131	140

资料来源: 公司, 建银国际证券预测

交易数据

	GDS US	9698 HK
52 周股价高低	美元 16.93-52.50	港币 17.00-48.90
市值(百万)	美元 8,696	美元 8,696
由流通股数(百万股)	1,512	1,512
自由流通股份(%)	99.1	99.1
3 个月日均成交股数(百万股)	1.7	5.5
3 个月日均成交额(百万美元)	60.8	188.3
12 个月预期回报率(%)	18.0	16.3

资料来源: 路孚特, 建银国际证券预测

股价相对于纳斯达克指数/恒生国企指数



资料来源: 路孚特

股价表现

表现区间	一个月	三个月	十二个月
US share			
绝对表现	22	28	91
相对于纳斯达克指数(%)	20	24	69
SW share			
绝对表现	25	28	98
相对于恒生国企指数(%)	21	28	68

资料来源: 路孚特

资产证券化落地，打开长期成长空间。2025年8月，万国数据成功发行中国首单数据中心公募基础设施证券投资基金(508060 CH, 未评级)，标志着中国数据中心行业资本循环实现关键突破。借助资产证券化手段，公司净负债/息税折旧摊销前利润比率从2023年第三季度的7.4倍降至2025年第三季度的6.0倍，财务自造血能力显著增强。未来，公司可通过公募REITs持续盘活存量资产，为业务版图进一步扩张提供资金支持。

筑牢长期可持续发展根基。我们预测2025-2027年，营收/调整后息税折旧摊销前利润年复合增长率分别达12%/9%。虽受价格优化及市场竞争影响，调整后息税折旧摊销前利润率将回落至2027年44.0%，但仍然领先于同行。我们认为源于C-REIT资产出表的短期波动短暂可控，且资金回笼有利于公司投资质量更高的项目。未来AIDC需求激增及公司的运营效率全面提升以释放规模经济效应将抵消上述压力。

核心风险包括：大客户集中度风险；国内人工智能业务需求不及预期；海外市场扩张进度低于预期；市场竞争加剧；供应链中断风险；大股东减持风险；地缘政治局势紧张风险；利率波动敏感性风险。

世纪互联 | VNET US

双引擎协同绿色 AIDC 打造核心增长引擎

- ▶ “批发 + 零售” 双引擎转型驱动增长
- ▶ 资源禀赋构筑高壁垒
- ▶ 盈利能力改善 + 财务状况稳健保障发展可持续性

首次覆盖，给予“优于大市”评级。作为中国领先的中立第三方数据中心服务商，世纪互联凭借“批发 + 零售”双引擎转型落地、“超大规模 2.0”绿色人工智能数据中心布局以及行业领先的资本循环能力，在国内人工智能基础设施建设浪潮中占据先发优势。我们认为，国产芯片替代进程加速及人工智能算力需求激增推动公司在手订单充裕，叠加高毛利批发业务带动利润率持续扩张，将支撑公司实现稳健增长。基于人工智能需求增长动能不减、批发型数据中心业务高速发展、营收及调整后息税折旧摊销前利润增速加快的判断，我们首次覆盖给予“优于大市”评级，目标价 15.20 美元。估值计算方式如下：一、采用 2026 年预测企业价值 / 调整后息税折旧摊销前利润倍数 12 倍，较行业平均估值水平折价 33%；二、最新净负债及少数股东权益/优先股估值为 -9.30 美元。

战略转型驱动核心增长。“批发 + 零售”双模式已成为公司核心增长引擎。其中，批发型数据中心业务是增长主力，2025 年第三季度收入贡献率攀升至 37%，2027 年这一比例可能达到 54%。该业务在手订单充足，过去 12 个月订单规模达 331 兆瓦，未来 12 个月可能维持同等水平；产能交付进程加快，2025-2026 年预计交付产能分别为 400-450 兆瓦、400 兆瓦，远超 2024 年的 153 兆瓦。零售数据中心业务保持稳健发展态势，单机柜月收入连续 6 个季度攀升，2025 年第三季度达 8,948 元，与批发业务形成均衡增长格局。

资源禀赋构筑高壁垒。公司核心竞争优势体现在以下四方面：一、“超大规模 2.0”绿色人工智能数据中心布局清晰，计划到 2036 年实现 10 吉瓦资产管理规模，聚焦人工智能时代绿色数据中心建设，同时布局海外市场。截至 2025 年第三季度，公司已锁定约 1.8 吉瓦产能。二、区位优势显著，打造三大旗舰园区，覆盖核心经济带，可匹配人工智能全生命周期算力需求。三、绿色能源布局行业领先，计划 2030 年实现 100% 可再生能源使用目标，乌兰察布“源网荷储”一体化项目有效降低能源使用效率及运营成本，且获得大股东山东高速集团的有力支持。四、客户资源优质且粘性高，服务超 7,000 家各行业企业客户，覆盖金融服务、信息技术服务、智能驾驶等多个领域。

预测和估值

截至 12 月 31 日	2023	2024	2025F	2026F	2027F
收入(百万元 人民币)	7,413	8,259	9,860	11,813	13,974
同比(%)	4.9	11.4	19.4	19.8	18.3
调整后净利润(百万元 人民币)	(2,443)	160	343	467	855
同比(%)	N/A	N/A	114.8	36.2	83.0
调整后每股收益(人民币)	(2.71)	0.09	0.21	0.29	0.48
同比(%)	N/A	N/A	131.9	36.2	66.6
市盈率(倍)	N/A	125.4	54.1	39.7	23.8
每股息税折旧摊销前利润(人民币)	13.58	8.37	10.94	14.31	16.72
企业价值/息税折旧摊销前利润(倍)	15.7	13.6	14.1	12.0	10.2
市帐率(倍)	3.4	3.2	2.7	2.1	1.7
净资产收益率(%)	(41.9)	3.0	(5.1)	6.3	11.1
淨負債率(%)	147	147	209	207	192

资料来源: 路孚特, 建银国际证券预测

优于大市 (首次覆盖)

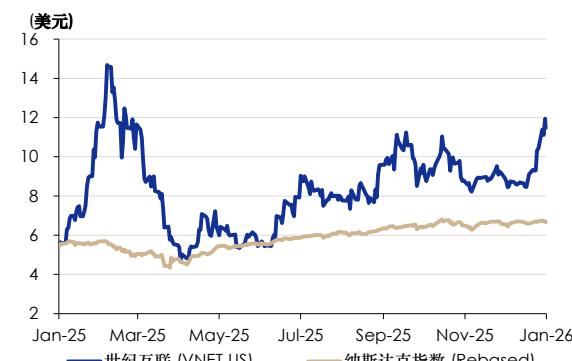
现价: 美元 **11.49** (截至 2026 年 1 月 16 日) 目标价: 美元 **15.20** (首次覆盖)

交易数据

52 周股价高低	4.65-16.13 美元
市值(百万)	3,091 美元
自由流通股份(%)	1,548
3 个月日均成交股数(百万股)	97.9
3 个月日均成交额(百万美元)	4.2
12 个月预期回报率(%)	39.7
52 周股价高低	32.3

资料来源: 路孚特, 建银国际证券预测

股价相对于纳斯达克指数



资料来源: 路孚特

股价表现

表现区间	一个月	三个月	十二个月
绝对表现	31	27	104
相对于纳斯达克(%)	30	23	82

资料来源: 路孚特

盈利能力改善 + 财务状况稳健保障发展可持续性。2025-2027年，公司营收及调整后息税折旧摊销前利润复合年增长率分别可达19%、30%，调整后息税折旧摊销前利润率将从2024年的29.4%提升至2027年的35.6%。公司融资框架多元化，涵盖银行贷款、债券发行、REITs、股东支持等多种渠道，2025年通过资产证券化完成资金回笼20亿元，乌兰察布、太仓两大园区REITs项目处于筹备阶段，预计将带来10-20亿元回笼资金。多元融资渠道可支撑资本开支扩张，同时保障债务指标维持健康水平。

核心风险提示：传统数据中心需求疲软，或拖累零售业务增长；批发数据中心项目建设受供应链、审批等因素影响出现延期，或导致产能释放不及预期；人工智能数据中心市场竞争加剧，或对产品定价及市场份额形成挤压；绿色低碳相关监管政策收紧，或增加公司运营合规成本。

评级定义:

优于大市—于未来12个月预期回报为高于10%
 中性—于未来12个月预期回报在-10%至10%之间
 弱于大市—于未来12个月预期回报低于-10%

分析师证明:

本文作者谨此声明: (i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关; 及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士(定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则)没有在本文发行日期之前的30个历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票, 或在本文发布后3个工作日(定义见《证券及期货条例》(香港法例第571章))内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

建银国际集团与腾讯[0700.HK]有投资银行业务关系。

免责声明:

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际(控股)有限公司(「建银国际控股」)和中国建设银行股份有限公司(「建行」)全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及/或附属公司(统称「建银国际证券」)不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证(不易名或默示)。当中的意见及预测为我们于本文日的判断, 并可更改, 而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告, 但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版, 大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的, 且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保, 或认为该等预测、预期或估值, 或基本假设将实现。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见, 因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途, 在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性(或相关投资)做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人在对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失(不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的)概不负责上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素, 并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动; (ii) 过去表现不反应未来业绩; (iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的(至少12个月), 且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下, 未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧; (iv) 未来回报不受保证, 且本金可能受到损失; 以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是, 本文仅覆盖此处特定的证券或公司, 且不会延伸至此外的衍生工具, 该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响, 且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险, 并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责, 亦不作任何陈述或保证(不易名或默示)。除非特别声明, 本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行, 且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值, 且可能基于某些假设。不同假设可能导致显着不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释, 且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外, 禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问, 应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源(如有)的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的, 且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担责任, 且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证(不易名或默示)。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前, 用户须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比, 建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致, 但建银国际证券有防止选择性披露的程序, 并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序, 亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是, 收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来, 包括投行业务或直接投资业务, 或不时自行及/或代表其客户持有该等证券(或在任何相关的投资中)的权益(和/或迟后增加或处置)。因此, 投资者应

注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在读阅本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或1986年《美国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+65-68071880与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2026。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097