

现货铀价进入反弹通道，西屋公司中长期成长逻辑加强

华泰研究

季报点评

2025年5月08日 | 美国

其他金属非金属新材料及加工

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

56.00

研究员	刘俊
SAC No. S0570523110003	karliu@htsc.com
SFC No. AVM464	+(852) 3658 6000
研究员	苗雨菲
SAC No. S0570523120005	miaoyufei@htsc.com
SFC No. BTM578	+(86) 21 2897 2228
研究员	戚腾元
SAC No. S0570524080002	qitengyuan@htsc.com
SFC No. BVU938	+(86) 21 2897 2228
研究员	马梦辰, CFA
SAC No. S0570524100001	mamengchen@htsc.com
SFC No. BUM666	+(86) 21 2897 2228

公司公布 1Q25 业绩: 收入 7.89 亿加元, 同比+24%, 环比-33%; 归母净利润 0.70 亿加元, 同比扭亏为盈, 环比-49%。公司业绩符合彭博一致预期, 天然铀价格已于二季度开始反弹有望带动后续业绩增长, 此外新建 AP1000 机组有望在波兰率先落地强化公司中长期成长逻辑。我们维持增持评级, 考虑可比公司估值上涨我们上调目标价至 56 美元/股 (前值: 49 美元/股)。

公司方面, 1Q25 天然铀、燃料服务利润均同比上涨, 西屋公司经营好转

1Q25 分板块来看, 天然铀、燃料服务两大板块收入分别同比+10%、+88% 至 6.19、1.35 亿加元, 毛利分别同比+20%、+266%至 2.03、0.68 亿加元。天然铀业务实现销量 6.9 百万磅 (同比-5%), 实现价格 62.6 美元/磅 (同比+9%), 生产成本 59.86 加元/磅 (同比+11%); 燃料服务业务实现销量 2.4 百万 kgU (同比+60%), 实现价格 56.6 加元/kgU (同比+17%), 生产成本 27.87 加元/kgU (同比-22%)。公司维持全年天然铀满产指引不变, 鉴于天然铀及其制品在美加关税豁免清单范围内, 公司维持全年销售指引不变。

1Q25 公司参股西屋公司贡献调整后 EBITDA 为 0.66 亿加元, 同比扭亏为盈; 造成净利润亏损 0.62 亿加元, 亏损幅度同比收窄 50%。1Q25 期间, 波兰总理签署了为该国三座新建 AP1000 核电机组建设拨款的文件, 首堆建设预计 2028 年动工, 2036-39 年间陆续投产, AP1000 新机组从预期走向现实, 有望为西屋公司中期带来业绩增量。

行业方面, 国际天然铀供需偏紧底层逻辑不变, 现货铀价已悄然反弹

我们认为国际天然铀供需偏紧底层逻辑不变: 1) 哈原工预计 2025 年实际产出将落在指引区间下端; 2) 帕拉丁撤回 2025 年生产指引; 3) DeepYellow 宣布暂缓 Tumas 天然铀项目建设; 4) Nexgen Arrow 项目联邦环境审议时间较预期晚 1 年。我们重申现货铀价已来到具备成本支撑的底部区间, 在中国稳健审批节奏 (每年十台相当于 2000 吨/年天然铀需求增量)、海外核电重启 (拉动短期需求弹性) 和小堆新建 (推动 2030 年后需求前置) 背景下, 看好中长期天然铀供需偏紧、铀价长期上行趋势。4 月以来, 随关税变动落地, 现货铀贸易和价格有所回暖印证我们的观点。现货铀价 2025 年 4 月 14 日触及最低点 64.4\$/lbs 后, 截止 5 月 5 日已反弹至 70.2\$/lbs。

盈利预测与估值

我们维持公司 2025-27 年归母净利润预测 550、975、1,274 百万加元, 对应 EPS 为 1.26、2.24、2.92 加元/股。参考可比公司估值变动, 给予铀主业 2026 年 24xP/E (前值: 21x), 西屋公司 2026 年 19.9xEV/EBITDA (前值: 17.4x), 基于 SOTP 估值上调目标价至 56 美元/股 (前值: 49 美元/股)。

风险提示: 不可抗力风险, 国际贸易风险, 需求不及预期风险。

经营预测指标与估值

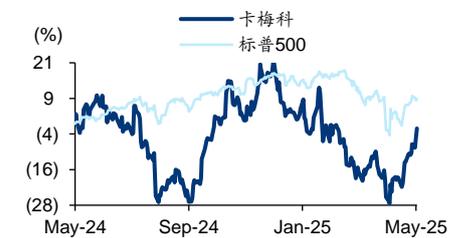
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (加元百万)	2,588	3,136	3,341	4,270	4,799
+/-%	38.52	21.18	6.56	27.78	12.40
归属母公司净利润 (加元百万)	361.00	172.00	549.85	974.92	1,274
+/-%	305.62	(52.35)	219.68	77.31	30.71
EPS (加元, 最新摊薄)	0.83	0.39	1.26	2.24	2.92
ROE (%)	6.05	2.76	8.33	13.40	15.45
PE (倍)	80.86	171.44	53.63	30.57	23.39
PB (倍)	4.79	4.63	4.31	3.87	3.39
EV EBITDA (倍)	45.67	48.40	27.61	17.88	14.07

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (美元)	56.00
收盘价 (美元 截至 5 月 7 日)	49.74
市值 (美元百万)	21,653
6 个月平均日成交额 (美元百万)	202.54
52 周价格范围 (美元)	35.00-62.55
BVPS (美元)	10.16

股价走势图



资料来源: S&P

图表1: 1Q25 核心经营数据一览表

季度简表 (单位: 千加元)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	QoQ	YoY
营业收入	633,545	598,458	720,596	1,183,173	789,432	-33%	25%
天然铀	561,110	480,600	600,143	1,034,767	618,824	-40%	10%
燃料服务	72,435	117,858	120,453	148,406	134,659	-9%	86%
营业成本	446,725	423,138	549,754	933,573	519,295	-44%	16%
天然铀	392,575	336,180	445,778	821,348	415,471	-49%	6%
燃料服务	53,723	85,628	102,737	111,188	66,246	-40%	23%
总毛利	186,820	175,320	170,842	249,600	270,137	8%	45%
天然铀	168535	144420	154365	213419	203353	-5%	21%
燃料服务	18712	32230	17716	37218	68413	84%	266%
费用率							
-销售及管理费用	59,808	65,705	50,915	76,722	58,820	-23%	-2%
-销售及管理费用率	9%	11%	7%	6%	7%		
-研发费用	9,320	7,879	8,927	10,414	13,982	34%	50%
-研发费用率	1%	1%	1%	1%	2%		
归母净利润	-7,061	36,010	7,427	135,477	69,752	-49%	扭亏为盈
拆分	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	QoQ	YoY
(CAD/USD)	1.34	1.36	1.37	1.37	1.43	5%	6%
收入驱动							
-天然铀量(mn lbs)	7.3	6.2	7.3	12.8	6.9	-46%	-5%
-天然铀价(realized \$/lbs)	57.57	56.43	60.18	58.5	62.6	7%	9%
-燃料服务量(mn kgU)	1.5	2.9	3.5	4.2	2.4	-43%	60%
-燃料服务价(Cdn/kgU)	48.36	39.98	34.54	35.4	56.6	60%	17%

资料来源: 公司公告, 华泰研究

考虑可比公司估值变化, 我们上调公司目标价至 56 美元/股 (前值: 49 美元/股), 主要基于 SOTP 估值法, 详细调整情况如下:

- 对铀燃料业务给予 164 亿美元市值 (前值: 142 亿美元), 基于 2026 年 P/E 估值法。**其中, 铀燃料业务 2026 年净利润我们估算为 6.9 亿美元 (前值: 6.9 亿美元)。估值方面, 我们基于 2026 年 24xP/E (前值: 21x), 估值方法我们维持此前方式, 公司可比公司包括 PDN、BOE、KAP、中广核矿业等, 截至 2025/5/7 收盘根据 VisibleAlpha 和 iFind 数据, 分别交易于 2026 年 16.3、13.6、6.9、13.5xP/E, 考虑公司体量和流动性可比, 在实际估值中我们主要参考中广核矿业进行对标。我们基于中广核矿业 2026 年 13.5xP/E, 此外根据 iFind 数据截至 2025/5/7 收盘香港恒生综指同期平均市盈率为 10.65x, 而卡梅科上市地所在美国纽约证券交易所, 根据 Bloomberg 数据截至 2025/5/7 纽交所综指平均市盈率为 18.79x, 我们假设卡梅科估值较中广核矿业的估值溢价与纽交所较港交所估值溢价维持一致 (1.76x), 给与卡梅科铀燃料业务 2026 年 24xP/E 估值。
- 对西屋业务给予 81 亿美元市值 (前值: 71 亿美元), 基于 2026 年 EV/EBITDA 估值法。**其中, 西屋公司 EBITDA 我们估算为 4.1 亿美元 (前值: 4.1 亿美元)。估值方面, 截至 2025/5/7 收盘根据 VisibleAlpha, 公司可比公司 BWX Technology、GE Vernova、Mitsubishi Heavy Industries 2026 年 EV/EBITDA 分别为 17.4x、22.3x、15.6x, 平均为 18.4x。其中, 前两家企业和公司同为美股上市, 我们选取其平均估值给与西屋业务 19.9x EV/EBITDA (前值: 17.4x EV/EBITDA)。

综上, 我们给与卡梅科目标市值 244 亿美金 (前值: 213 亿美金), 对应目标价 56 美金/股 (前值: 49 美元/股), 维持“增持”评级。

图表2: 分部估值调整明细

SOTP 估值		after	before
铀主业 P/E 估值	(亿美元)	164	142
归母净利润	(百万美元)	686	686
2026e P/E	(x)	24	21
西屋公司 EV/EBITDA 估值	(亿美元)	81	71
EBITDA	(亿美元)	406	406
2026e EV/EBITDA	(x)	19.9	17.4
目标市值	(亿美元)	244	213
摊薄后股本	(亿股)	4.4	4.4
目标价	(美元/股)	56	49

注: 可比公司 截至 2025 年 5 月 7 日收盘数据

资料来源: VisibleAlpha, 公司公告, 华泰研究预测

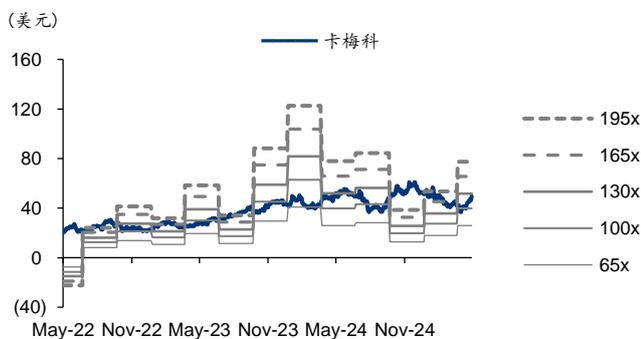
图表3: 可比公司估值表

	估值体系	倍数 (2025)	倍数 (2026)	倍数 (2027)
铀产业链可比公司				
PDN_AU	P/E	60.8	16.3	11.6
BOE_AU	P/E	42.5	13.6	10.3
KAP_KZ	P/E	9.3	6.9	5.7
1164_HK	P/E	18.9	13.5	11.4
可比公司平均		32.4	12.3	9.5
核电装备服务可比公司				
BWXT	EV/EBITDA	19.8	17.4	14.9
GEV-W_US	EV/EBITDA	32.6	22.3	16.7
7011_JP	EV/EBITDA	17.6	15.6	14.2
可比公司平均		23.3	18.4	15.2

注: 数据截止 2025 年 5 月 7 日

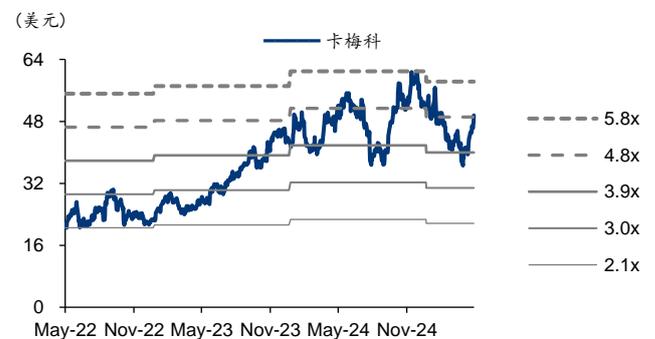
资料来源: VisibleAlpha, 华泰研究

图表4: 卡梅科 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表5: 卡梅科 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (加元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,588	3,136	3,341	4,270	4,799
销售成本	(2,026)	(2,353)	(2,434)	(2,924)	(3,121)
毛利润	561.80	782.58	907.32	1,345	1,678
销售及分销成本	(246.00)	(253.15)	(225.00)	(225.00)	(225.00)
管理费用	(21.00)	(36.54)	(47.00)	(47.00)	(47.00)
其他收入/支出	(12.00)	17.22	(27.00)	(24.00)	(26.00)
财务成本净额	(4.00)	(126.00)	(106.83)	(99.39)	(76.32)
应占联营公司利润及亏损	154.00	(11.00)	232.00	371.00	430.00
税前利润	486.83	256.11	733.49	1,321	1,734
税费开支	(126.00)	(85.00)	(183.67)	(346.09)	(459.90)
少数股东损益	(0.03)	(0.01)	(0.03)	(0.06)	(0.07)
归母净利润	361.00	172.00	549.85	974.92	1,274
折旧和摊销	(220.00)	(281.00)	(314.58)	(326.94)	(338.12)
EBITDA	710.83	663.11	1,155	1,747	2,149
EPS (加元, 基本)	0.83	0.40	1.27	2.25	2.94

资产负债表

会计年度 (加元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	692.00	827.00	744.24	1,144	870.89
应收账款和票据	571.00	492.00	563.83	666.74	583.07
现金及现金等价物	566.81	600.46	807.08	1,448	2,472
其他流动资产	12.08	3.72	3.72	3.72	3.72
总流动资产	1,842	1,923	2,119	3,262	3,930
固定资产	3,358	3,277	3,342	3,415	3,382
无形资产	44.00	40.00	40.00	40.00	40.00
其他长期资产	4,690	4,667	4,667	4,667	4,667
总长期资产	8,092	7,984	8,049	8,122	8,089
总资产	9,934	9,907	10,168	11,385	12,019
应付账款	602.00	640.00	420.77	772.45	327.44
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	587.10	545.76	545.76	545.76	545.76
总流动负债	1,189	1,186	966.53	1,318	873.21
长期债务	1,284	996.00	996.00	996.00	996.00
其他长期债务	1,367	1,361	1,361	1,361	1,361
总长期负债	2,651	2,357	2,357	2,357	2,357
股本	2,914	2,935	2,935	2,935	2,935
储备/其他项目	3,180	3,429	3,910	4,775	5,854
股东权益	6,094	6,364	6,845	7,710	8,789
少数股东权益	0.00	0.03	(0.01)	(0.06)	(0.14)
总权益	6,094	6,364	6,845	7,710	8,789

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	80.86	171.44	53.63	30.57	23.39
PB	4.79	4.63	4.31	3.87	3.39
EV EBITDA	45.67	48.40	27.61	17.88	14.07
股息率 (%)	0.18	0.23	0.37	0.66	0.86
自由现金流收益率 (%)	1.32	1.03	1.20	2.77	4.28

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (加元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	710.83	663.11	1,155	1,747	2,149
融资成本	4.00	126.00	106.83	99.39	76.32
营运资本变动	(35.50)	(18.00)	(208.30)	(150.50)	(88.71)
税费	(126.00)	(85.00)	(183.67)	(346.09)	(459.90)
其他	134.81	219.17	(338.83)	(470.39)	(506.32)
经营活动现金流	688.14	905.29	530.92	879.69	1,170
CAPEX	(154.00)	(212.00)	(380.00)	(400.00)	(305.00)
其他投资活动	(1,891)	5.56	232.00	371.00	430.00
投资活动现金流	(2,045)	(206.44)	(148.00)	(29.00)	125.00
债务增加量	287.00	(288.00)	0.00	0.00	0.00
权益增加量	34.00	21.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(52.00)	(70.00)	(69.47)	(109.97)	(194.98)
其他融资活动现金流	479.81	(351.42)	(106.83)	(99.39)	(76.32)
融资活动现金流	748.81	(688.42)	(176.30)	(209.36)	(271.30)
现金变动	(607.90)	10.42	206.62	641.33	1,024
年初现金	1,144	566.81	600.46	807.08	1,448
汇率波动影响	31.04	23.23	0.00	0.00	0.00
年末现金	566.81	600.46	807.08	1,448	2,472

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	38.52	21.18	6.56	27.78	12.40
毛利润	140.91	39.30	15.94	48.28	24.76
营业利润	1,760	80.38	19.25	72.50	31.56
净利润	305.62	(52.35)	219.68	77.31	30.71
EPS	304.03	(52.35)	219.68	77.31	30.71
盈利能力比率 (%)					
毛利率	21.71	24.96	27.15	31.51	34.97
EBITDA	27.47	21.15	34.56	40.92	44.77
净利率	13.95	5.49	16.46	22.83	26.55
ROE	6.05	2.76	8.33	13.40	15.45
ROA	3.89	1.73	5.48	9.05	10.89
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	11.77	6.21	2.76	(5.87)	(16.80)
流动比率	1.55	1.62	2.19	2.47	4.50
速动比率	0.97	0.92	1.42	1.61	3.50
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.28	0.32	0.33	0.40	0.41
应收账款周转天数	63.51	61.02	56.88	51.88	46.88
应付账款周转天数	87.38	95.00	78.44	73.44	63.44
存货周转天数	120.56	116.19	116.19	116.19	116.19
现金转换周期	96.69	82.21	94.63	94.63	99.63
每股指标 (加元)					
EPS	0.83	0.40	1.27	2.25	2.94
每股净资产	14.04	14.66	15.76	17.76	20.24

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、苗雨菲、戚腾元、马梦辰，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

- 分析师刘俊、苗雨菲、戚腾元、马梦辰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，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