

# 铀价上行延续，西屋弹性提振业绩

华泰研究

年报点评

2026年2月15日 | 美国

公司公布 4Q25 业绩，4Q25 营收 12 亿加元，同/环比+2%/+95%；归母净利润 2 亿加元，同比+47%，环比扭亏。营收/归母净利超出 VA 预期 7.9%/1.4%，主要系天然铀和燃料服务主业价格同比上行以及西屋利润增长显著。公司是北美铀产业链龙头，有望受益于美国天然铀本土供应诉求下的需求回流，以及全球核电建设的外溢需求。此外，铀矿逐渐被赋予战略储备属性，支撑天然铀需求和铀价上行。我们上调目标价至 130 美元/股，维持“增持”评级。

**主业：4Q25 天然铀和燃料服务维持价格高位，美国补库或提前到来**  
公司业务分板块看，1) 天然铀 4Q25 营收 10.3 亿加元，同/环比-1%/+96%，环比大增主要系销售量和平均销售铀价均有提升。4Q25 天然铀销售量 11.2 百万磅，环比+84%，平均销售铀价 66.4 美元/磅，同/环比+14%/+7%，体现天然铀战略储备和核电建设需求下铀矿高景气延续。2) 燃料服务 4Q25 营收 1.74 亿元，同/环比+18%/+91%，主要系销售量提升。4Q25 燃料服务销售量 4.4 百万 kgU，同/环比+5%/+132%，实现价格 39.6 加元/kgU，同/环比+12%/-19%。2025 全年公司实现天然铀销量 33 百万磅，权益产量 21 百万磅，根据业绩会指引，预计 2026 年天然铀销量 29-32 百万磅（中值：30.5 百万磅），权益产量 19.5-21.5 百万磅（中值：20.5 百万磅），26 年销量/权益产量指引中值相比 2025 年下滑 7.6%/2.4%，主要系公司选择更有纪律性地签约和产能爬坡。政策层面看，特朗普 26 年 1 月签署“第 232 条款”行政命令，调查认定天然铀为能源领域的“加工关键矿物及衍生产品”（PCMDPs），美国将采取一切适当行动以确保拥有充足的天然铀供应。我们认为美国补库周期或有望提前到来，天然铀供需趋紧下铀价有望上行。

## 西屋：全球核电重启稳步推进，看好西屋业绩弹性

4Q25 卡梅科参股西屋贡献调整后 EBITDA 为 2.11 亿加元，同比+30%，全年西屋公司贡献调整后 EBITDA 7.8 亿加元，同比+61%。根据业绩会，西屋公司 EBITDA 大幅增长主要系在运反应堆功率提升、部分反应堆重启、延寿、升级改造等带动主业需求增长（核燃料制造和反应堆运维）。我们看好西屋公司 AP1000 作为美国唯一成熟三代核电技术，有望受益于全球核电建设需求高景气。2026 年 1 月 26 日，日本东京电力公司重启柏崎刈羽核电站 6 号机组（1.36GW）。根据日本原子力产业协会（JAIF），目前日本已重启机组达 15 座，共计约 14.6GW。25 年 10 月卡梅科联合 Brookfield Asset Management 与美国商务部签署约 800 亿美元的协议，将为西屋在美新建核反应堆提供融资支持。我们测算，800 亿美元投资额约对应 10GW AP1000 反应堆或约 6GW SMR 装机容量，看好西屋中长期投资逻辑。

## 盈利预测与估值

我们预测 26/27/28 年公司归母净利润 8.5/12.6/16.9 亿加元（26/27 年前值：9.75/12.7 亿加元，下修 13%/1%，主要系公司有纪律性扩产交付、26 年天然铀销量指引中值下调），对应 26/27/28 年 EPS 为 1.96/2.88/3.87 加元/股。我们认为全球核电建设高景气与铀矿战略储备定位，叠加公司作为产业链龙头，将支撑其估值上行：1) 铀主业预计 26 年贡献净利润 6.28 亿美元，给予 2026E P/E 48x（前值：2026E 40xP/E，可比公司 2026E P/E 估值 39.8x，参考公司体量和流动性差异，以及上市地综合指数估值差异给予估值溢价）；2) 西屋公司业务预计 26 年贡献 4.85 亿美元 EBITDA，给予 2026E 55xEV/EBITDA（前值：2026E 45xEV/EBITDA，可比公司 2026E 估值为 30.6x，西屋作为三代核电 AP1000 龙头，未来收入可预见性较强）。综上，我们上调目标价至 130 美元/股（前值：105 美元/股），维持“增持”评级。

风险提示：核电投资不及预期、产能爬坡不及预期、政策不确定性风险。

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

130.00

刘俊

SAC No. S0570523110003  
SFC No. AVM464

研究员

karlliu@htsc.com  
(852) 3658 6000

边文斌

SAC No. S0570518110004  
SFC No. BJS399

研究员

bianwenjiao@htsc.com  
(86) 755 8277 6411

苗雨菲

SAC No. S0570523120005  
SFC No. BTM578

研究员

miaoyufei@htsc.com  
(86) 21 2897 2228

徐嘉欣\*

SAC No. S0570125070136

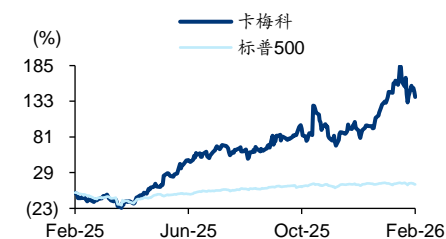
联系人

xujiixin@htsc.com  
(86) 21 2897 2228

## 基本数据

收盘价(美元 截至 2 月 13 日)	112.90
市值(美元百万)	49,157
6 个月平均日成交额(美元百万)	445.80
52 周价格范围(美元)	34.93-135.24

## 股价走势图



资料来源: S&P

## 经营预测指标与估值

会计年度(加元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	3,482	3,538	4,333	5,023
+/-%	11.04	1.62	22.46	15.93
归属母公司净利润(百万)	589.58	853.67	1,257	1,688
+/-%	242.78	44.79	47.20	34.33
EPS(最新摊薄)	1.35	1.96	2.88	3.87
ROE(%)	8.89	11.65	14.99	17.12
PE(倍)	116.40	76.37	51.88	38.62
PB(倍)	9.94	8.41	7.23	6.09
EV EBITDA(倍)	80.04	57.50	39.54	29.77
股息率(%)	0.00	0.26	0.38	0.50

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

我们认为，公司在铀主业及西屋板块业务增长的可预见性显著提升。近期产业与政策信号均强化了公司主业与 AP1000 机组新建预期，业绩兑现能力提高：需求层面，天然铀列入美国 Section232 关键矿产，调查认定天然铀为能源领域的“加工关键矿物及衍生产品”（PCMDPs），或拉动补库周期提前到来，带来全球天然铀需求和价格上行。日本柏崎刈羽核电站 6 号机组于 26 年 1 月重启，目前日本已重启机组达 15 座，共计约 14.6GW，有望提振 AP1000 需求预期。因此，我们基于 26 年铀主业与西屋公司利润增长预期估值：

1. **铀主业**：我们预计公司铀主业可贡献 301 亿美元市值（前值：275 亿美元），估值基于 2026E P/E 48x（前值：2026E P/E 40x）。利润方面，我们预测 2026 年铀主业可实现净利润 6.28 亿美元，主要基于公司天然铀与燃料服务销量及实现价格指引。估值方面，根据 VisibleAlpha 数据，可比公司 PDN、BOE、KAP、中广核矿业等 2026E 平均 P/E 为 39.8x。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 36.9x P/E，且卡梅科上市地所在美国纽约证券交易所同期平均市盈率为 21.5x，相比香港恒生综指 13.5x 存在估值溢价。我们考虑市场差异，给予公司铀主业估值 30% 溢价，对应公司铀主业 2026E P/E 48x。
2. **西屋**：我们预计西屋公司业务可贡献 267 亿美元市值（前值：183 亿美元），估值基于 2026E 55x EV/EBITDA（前值：2026E 45x EV/EBITDA）。利润方面，我们预测西屋公司 2026 年 EBITDA 为 4.85 亿美元，主要参考公司指引与当前运营机组 EBITDA 水平。估值方面，可比公司 BWX Technologies、GE Vernova、Mitsubishi Heavy Industries 2026E EV/EBITDA 均值为 30.6x。考虑全球核电建设高景气下新增/重启机组提振需求，西屋 AP1000 作为美国唯一成熟三代核电技术，公司核电业务成长性更强，且西屋公司未来新增 8 台核电机组有望陆续贡献营收增量，给予公司 2026E 55x EV/EBITDA。

综上，我们给予公司目标市值 568 亿美元，对应目标价 130 美元/股。

图表1：卡梅科 26-28 年盈利预测

		旧预测		新预测		
		2026E	2027E	2026E	2027E	2028E
汇率	(加元/美元)	1.38	1.38	1.33	1.33	1.33
营业收入	(百万加元)	4,021	4,799	3,538	4,333	5,023
天然铀销量	(百万磅)	34	35	31	32	33
天然铀销售均价	(\$/lbs)	71	83	69	80	87
天然铀销售成本	(\$/lbs)	50	59	46	52	53
燃料服务销售	(百万公斤)	15	15	15	15	15
燃料服务销售均价	(\$/kgU)	34	37	39	49	62
燃料服务销售成本	(\$/kgU)	20	19	23	23	23
毛利润	(百万加元)	1,292	1,547	1,222	1,690	2,267
归母净利润	(百万加元)	975	1,274	853	1,257	1,688

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表2: 卡梅科分部估值

SOTP 估值		
铀主业 P/E 估值	(亿美元)	301
归母净利润	(亿美元)	6.28
2026e P/E	(x)	48
西屋公司 EV/EBITDA 估值	(亿美元)	267
EBITDA	(亿美元)	4.85
2026e EV/EBITDA	(x)	55
目标市值	(亿美元)	568
摊薄后股本	(亿股)	4.4
目标价	(美元/股)	130

资料来源: 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)
<b>铀产业链可比公司</b>				
CCO CA	P/E	92.5	80.8	58.4
PDN AU	P/E	-	55.3	35.6
BOE AU	P/E	74.2	10.8	9.3
KAP KZ	P/E	13.2	15.1	11.9
1164 HK	P/E	69.7	36.9	30.0
可比公司平均		62.4	39.8	29.1
<b>核电装备服务可比公司</b>				
BWXT	EV/EBITDA	30.0	30.0	26.9
GEV US	EV/EBITDA	53.3	36.7	24.8
7011 JP	EV/EBITDA	23.0	25.2	21.8
可比公司平均		35.5	30.6	24.5

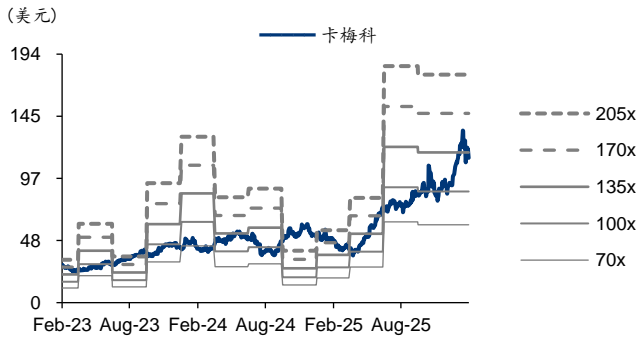
资料来源: Visible Alpha, 华泰研究预测

图表4: 4Q25 核心经营数据一览表

Hypothesis Summary (thousand CAD)	季度简表 (单位: 千加元)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	QoQ	YoY	2026Q1E	2026Q2E
<b>Total Revenue</b>	<b>营业收入</b>	<b>633,545</b>	<b>598,458</b>	<b>720,596</b>	<b>1,183,173</b>	<b>789,432</b>	<b>877,016</b>	<b>614,555</b>	<b>1,200,930</b>	95%	2%	<b>802,203</b>	<b>891,204</b>
-Uranium	天然铀	561,110	480,600	600,143	1,034,767	618,824	705,367	523,251	1,026,508	96%	-1%	600,749	684,765
-Fuel services	燃料服务	72,435	117,858	120,453	148,406	134,659	162,036	91,304	174,422	91%	18%	179,152	215,575
<b>Cost of goods sold(-)</b>	<b>营业成本</b>	<b>446,725</b>	<b>423,138</b>	<b>549,754</b>	<b>933,573</b>	<b>519,295</b>	<b>619,926</b>	<b>444,305</b>	<b>928,134</b>	109%	-1%	<b>478,852</b>	<b>571,645</b>
-Uranium	天然铀	392,575	336,180	445,778	821,348	415,471	488,428	365,442	801,501	119%	-2%	377,455	443,736
-Fuel services	燃料服务	53,723	85,628	102,737	111,188	66,246	120,325	76,784	125,258	63%	13%	74,101	134,592
<b>Total Gross Profit</b>	<b>总毛利</b>	<b>186,820</b>	<b>175,320</b>	<b>170,842</b>	<b>249,600</b>	<b>270,137</b>	<b>257,090</b>	<b>170,250</b>	<b>272,796</b>	60%	9%	<b>323,351</b>	<b>319,558</b>
-Uranium	天然铀	168,535	144,420	154,365	213,419	203,353	216,939	157,809	225,007	43%	5%	223,295	241,029
-Fuel services	燃料服务	18,712	32,230	17,716	37,218	68,413	41,711	14,520	49,164	239%	32%	105,051	80,983
<b>Expense ratio</b>	<b>费用率</b>												
-SG&A	销售及管理费用	59,808	65,705	50,915	76,722	58,820	96,436	67,499	88,495	31%	15%	51,021	83,649
-SG&A ratio	销售及管理费用率	9%	11%	7%	6%	7%	11%	11%	7%			6%	9%
-R&D	研发费用	9,320	7,879	8,927	10,414	13,982	-708	10,282	14,911	NA	NA	13,982	-708
-R&D ratio	研发费用率	1%	1%	1%	1%	2%	0%	2%	1%			2%	0%
<b>Profit attr. to parent(GAAP)</b>	<b>归母净利润</b>	<b>-7,061</b>	<b>36,010</b>	<b>7,427</b>	<b>135,477</b>	<b>69,752</b>	<b>320,885</b>	<b>-141</b>	<b>199,081</b>	-141292%	47%	<b>100,948</b>	<b>464,398</b>
<b>Breakdown</b>	<b>拆分</b>												
(CAD/USD)	(CAD/USD)	1.34	1.36	1.37	1.37	1.43	1.38	1.38	1.38	0%	1%	1.33	1.33
<b>Revenue Driver</b>	<b>收入驱动</b>												
*Uranium volume (mn lbs)	天然铀量(mn lbs)	7.3	6.2	7.3	12.8	6.9	8.7	6.1	11.2	84%	-13%	6.4	8.1
*Uranium ASP (realized \$/lbs)	天然铀价(realized \$/lbs)	57.57	56.43	60.18	58.5	62.6	57.4	62.1	66.4	7%	14%	70.6	63.8
*Fuel service volume (mn kgU)	燃料服务量(mn kgU)	1.5	2.9	3.5	4.2	2.4	4.4	1.9	4.4	132%	5%	2.7	4.9
*Fuel service ASP (Cdn/kgU)	燃料服务价(Cdn/kgU)	48.36	39.98	34.54	35.4	56.6	36.8	49.1	39.6	-19%	12%	67.4	44.3
<b>Cost Driver</b>	<b>成本驱动</b>												
*Uranium unit cost (CDN \$/lbs)	天然铀成本(CDN \$/lbs)	53.95	53.86	61.18	64.24	59.86	56.12	59.54	71.3	20%	11%	59.01	55.02
*Fuel service unit cost (Cdn/kgU)	燃料服务成本(Cdn/kgU)	35.87	29.05	29.45	26.53	27.87	27.32	41.3	28.29	-32%	7%	27.89	27.64

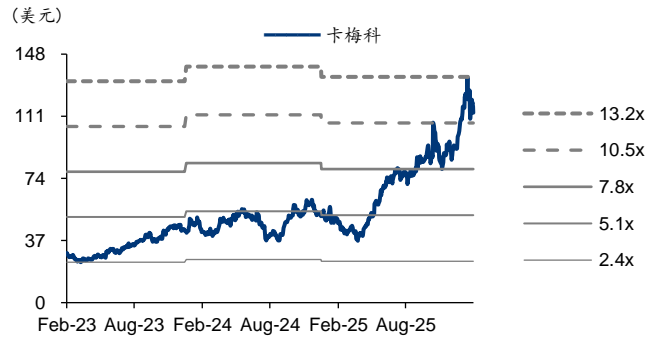
注: YoY、QoQ 为 4Q25 同/环比变化  
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表5: 卡梅科 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表6: 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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,136	3,482	3,538	4,333	5,023
销售成本	(2,353)	(2,512)	(2,316)	(2,643)	(2,756)
<b>毛利润</b>	<b>782.58</b>	<b>970.27</b>	<b>1,222</b>	<b>1,690</b>	<b>2,267</b>
销售及分销成本	(253.15)	(311.25)	(269.98)	(269.98)	(269.98)
管理费用	(36.54)	(38.47)	(38.47)	(38.47)	(38.47)
其他收入/支出	17.22	(2.41)	(4.67)	(6.67)	(8.67)
财务成本净额	(126.00)	(92.00)	(71.18)	(51.18)	(19.18)
应占联营公司利润及亏损	(11.00)	216.39	301.00	385.00	387.00
<b>税前利润</b>	<b>256.11</b>	<b>777.26</b>	<b>1,139</b>	<b>1,708</b>	<b>2,318</b>
税费开支	(85.00)	(187.72)	(285.30)	(451.87)	(630.01)
少数股东损益	0.89	0.03	0.05	0.07	0.10
<b>归母净利润</b>	<b>172.00</b>	<b>589.58</b>	<b>853.67</b>	<b>1,257</b>	<b>1,688</b>
折旧和摊销	(281.00)	(301.00)	(301.00)	(316.00)	(333.00)
EBITDA	663.11	869.26	1,210	1,760	2,337
EPS (加元, 基本)	0.40	1.36	1.97	2.89	3.89

### 资产负债表

会计年度 (加元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	827.00	843.99	982.85	1,204	1,395
应收账款和票据	492.00	529.65	454.77	556.89	645.61
现金及现金等价物	NA	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	604.00	1,266	1,757	2,565	3,743
<b>总流动资产</b>	<b>1,923</b>	<b>2,639</b>	<b>3,194</b>	<b>4,326</b>	<b>5,784</b>
固定资产	3,277	3,312	3,515	3,752	4,023
无形资产	40.00	36.16	32.50	28.84	25.18
其他长期资产	NA	4,314	4,314	4,314	4,314
<b>总长期资产</b>	<b>7,984</b>	<b>7,662</b>	<b>7,861</b>	<b>8,095</b>	<b>8,362</b>
<b>总资产</b>	<b>9,907</b>	<b>10,301</b>	<b>11,055</b>	<b>12,421</b>	<b>14,146</b>
应付账款	640.00	887.87	788.53	897.55	935.13
短期借款	286.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	546.00	182.32	182.32	182.32	182.32
<b>总流动负债</b>	<b>1,186</b>	<b>1,070</b>	<b>970.85</b>	<b>1,080</b>	<b>1,117</b>
长期债务	NA	996.35	996.35	996.35	996.35
其他长期债务	NA	1,331	1,331	1,331	1,331
<b>总长期负债</b>	<b>2,357</b>	<b>2,328</b>	<b>2,328</b>	<b>2,328</b>	<b>2,328</b>
股本	2,935	2,938	2,938	2,938	2,938
储备/其他项目	3,310	3,820	4,673	5,930	7,618
股东权益	6,364	6,903	7,757	9,013	10,701
少数股东权益	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02
<b>总权益</b>	<b>6,364</b>	<b>6,903</b>	<b>7,757</b>	<b>9,013</b>	<b>10,701</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	390.44	116.40	76.37	51.88	38.62
PB	10.55	9.94	8.41	7.23	6.09
EV EBITDA	NA	80.04	57.50	39.54	29.77
股息率 (%)	0.10	0.00	0.26	0.38	0.50
自由现金流收益率 (%)	0.43	1.00	0.81	1.26	1.78

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	663.11	869.26	1,210	1,760	2,337
融资成本	126.00	92.00	71.18	51.18	19.18
营运资本变动	(35.00)	46.24	(163.31)	(213.81)	(242.88)
税费	(85.00)	(187.72)	(285.30)	(451.87)	(630.01)
其他	236.17	588.64	(70.97)	(120.19)	(73.69)
<b>经营活动现金流</b>	<b>905.29</b>	<b>1,408</b>	<b>761.69</b>	<b>1,025</b>	<b>1,410</b>
CAPEX	(211.64)	(333.03)	(500.00)	(550.00)	(600.00)
其他投资活动	7.12	(100.50)	300.51	385.50	386.93
<b>投资活动现金流</b>	<b>(204.52)</b>	<b>(433.52)</b>	<b>(199.49)</b>	<b>(164.50)</b>	<b>(213.07)</b>
债务增加量	(502.88)	(284.94)	0.00	0.00	0.00
权益增加量	21.00	3.24	0.00	0.00	0.00
派发股息	(69.64)	(104.48)	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(136.90)	(56.74)	(71.16)	(51.51)	(19.16)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(688.42)</b>	<b>(442.93)</b>	<b>(71.16)</b>	<b>(51.51)</b>	<b>(19.16)</b>
现金变动	12.35	531.99	491.04	808.87	1,177
年初现金	571.85	607.43	1,139	1,630	2,439
汇率波动影响	23.23	(17.59)	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>607.43</b>	<b>1,139</b>	<b>1,630</b>	<b>2,439</b>	<b>3,617</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	21.12	11.04	1.62	22.46	15.93
毛利润	39.00	23.98	25.97	38.25	34.18
营业利润	79.62	21.18	47.07	51.20	41.87
净利润	(52.35)	242.78	44.79	47.20	34.33
EPS	(52.35)	242.77	44.79	47.20	34.33
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	24.96	27.87	34.54	39.00	45.14
EBITDA	21.15	24.96	34.20	40.61	46.53
净利率	5.49	16.93	24.13	29.00	33.61
ROE	2.76	8.89	11.65	14.99	17.12
ROA	1.73	5.84	7.99	10.71	12.71
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	NA	14.43	12.85	11.05	9.31
流动比率	1.62	2.47	3.29	4.01	5.18
速动比率	0.92	1.68	2.28	2.89	3.93
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.32	0.34	0.33	0.37	0.38
应收账款周转天数	61.02	52.81	50.08	42.03	43.09
应付账款周转天数	95.00	109.50	130.29	114.83	119.70
存货周转天数	116.19	119.75	141.98	148.90	169.75
现金转换周期	82.21	63.07	61.77	76.10	93.13
<b>每股指标 (加元)</b>					
EPS	0.40	1.36	1.97	2.89	3.89
每股净资产	14.66	15.90	17.87	20.76	24.65

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 刘俊、边文姣、苗雨菲, 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。

### 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](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、边文姣、苗雨菲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

**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, 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

**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

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司