

特殊项前利润同比增长 2 倍以上

华泰研究

季报点评

2026 年 8 月 06 日 | 德国

公司公布 3Q26 业绩（以下均按财年表述）。3Q26 公司营收 114.47 亿欧元，同/环比+17%/11%，特殊项前利润 16.23 亿欧元，同比+227%，其中燃机、电网业务特殊项前利润均同比增长近 60%，风电业务单季度特殊项前利润首次扭亏。公司 3Q26 新增订单 179.26 亿欧元，同比+8%，截至 3Q26 在手订单 1620 亿欧元，同比+19%，公司预计有望覆盖 26/27 年 95%/87% 的营收。全球数据中心建设与海外缺电延续，公司作为燃机和高压电网设备龙头有望实现量价齐升。目标价 170.1 欧元/股，维持“增持”评级。

气电：重燃单季度燃机订单创历史新高，公司重申行业需求景气

3Q26 公司气电实现营收 37.56 亿欧元，同比+20%；新签订单 99.67 亿欧元，同比+61%；特殊项前利润率 17.3%，同比+4.2 pct，燃机利润率创历史新高。根据公司业绩会，中长期展望 3Q26 利润率并非峰值，未来随更高利润率订单交付和服务占比提升利润率有望持续改善。

1. 从订单来看：公司 3Q26 气电新签订单 73 台（25 台重燃+48 台中小型燃机），新签订单对应 15GW，>100MW 燃机市场份额达到 42%，位列全球第一。截止 3Q26 末公司在手订单（69GW）+预定协议（26GW），相比 2Q26 在手订单（60GW）+预定协议（27GW）进一步提升。
2. 从交付和产能来看：公司 3Q26 单季度交付量达 6GW，公司预计 FY26 全年交付 15-16GW。目前中型燃机年产能率先爬坡完成，FY26H2 已实现从 50 爬坡至 80 台，FY28 有望实现爬坡至 100 台，公司预计大型燃机 FY27 实现产能 50 台（v.s. 当前 35 台），未来扩产主要通过提升设备利用率、自动化布局等提升生产效率。
3. 从未来需求来看：公司重申 2026-35 年 110-120GW/年燃机需求展望，如果考虑未来数据中心需求上升则还有约 20GW 上行空间，公司预计未来 50%燃机需求来自美国电源建设和数据中心需求，此外中东大型联合循环项目、德国未来电厂战略等强化多元需求支撑。

电网：HVDC+变压器需求高景气，50%扩产计划首批已完成

3Q26 公司电网业务板块实现营收 36.24 亿欧元，同比+29%，特殊项前利润率 19.9%，同比+4 pct，电网设备利润率创历史新高，主要系大型变压器等高利润产品驱动。公司大型变压器和 GIS 首批棕地新增产能已于 H2 FY26 陆续投产；公司计划至 FY30 将两类产品产能较 FY25 均提升约 50%。HVDC 及大型电网项目需求上升背景下公司同步提升 EPC 能力以配套产品交付，在美国等高增长市场继续建设本地执行团队。

公司上调全年利润率指引

公司 2026 年整体营收预计同比+14-16%，经营性利润率预计 10-12%偏上限（前值：10-12%）。分业务板块看：1）燃机：26 年营收同比+16-18%，经营性利润率 14-16%。2）电网：26 年营收同比+25-27%，经营性利润率 18-20%。3）风电：26 年营收同比+3-5%，经营性利润率实现扭亏。

盈利预测与估值

我们维持 2026/27/28 财年公司归母净利润 35.4/47.9/60.0 亿欧元，对应 EPS 为 4.13/5.58/7.01 欧元。我们以 2026 年为基准对公司进行 SOTP 估值，给予 2026E 23.29x EV/EBITDA（前值：2026E 27.7x EV/EBITDA），给予目标价 170.1 欧元/股（前值：204.4 欧元/股）。

风险提示：数据中心建设不及预期，关税不确定性，产能扩张不确定性。

投资评级(维持):

增持

目标价(欧元):

170.10

刘俊

SAC No. S0570523110003
SFC No. AVM464

研究员

karlliu@htsc.com
+(852) 3658 6000

边文蛟

SAC No. S0570518110004
SFC No. BSJ399

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

王嵩

SAC No. S0570525110001
SFC No. BLE051

研究员

alanwang@htsc.com
+(852) 3658 6000

徐嘉欣*

SAC No. S0570125070136

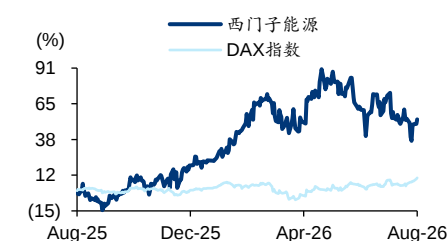
联系人

xujiixin@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (欧元 截至 8 月 4 日)	150.86
市值 (欧元百万)	129,036
6 个月平均日成交额 (欧元百万)	410.90
52 周价格范围 (欧元)	82.97-191.66

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (欧元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	39,077	44,836	51,359	57,705
+/-%	13.38	14.74	14.55	12.36
归属母公司净利润 (百万)	1,414	3,541	4,785	6,003
+/-%	19.43	150.43	35.12	25.47
EPS (最新摊薄)	1.64	4.13	5.58	7.01
ROE (%)	14.60	30.04	31.98	32.12
PE (倍)	92.22	36.51	27.02	21.54
PB (倍)	12.66	9.74	7.77	6.24
EV/EBITDA (倍)	34.29	20.02	15.98	12.98
股息率 (%)	0.11	0.44	1.10	1.48

资料来源：公司公告、华泰研究预测

估值：基于 2026 财年 23.29x EV/EBITDA 给予公司目标价 170.1 欧元/股

估值方法：考虑到公司业务结构较为多元，风电、气电、主网、工业业务所处行业周期、竞争格局、盈利能力有所差异，我们对四块业务分别选取可比公司，采取分部估值 SOTP 方式对公司进行估值。

估值年份：公司已给出 2026-28 年分部的营业收入和特殊项利润率指引；考虑公司在手订单充沛，2026/27 年收入的 95%/87% 已有在手订单覆盖，2026 年业绩可预见性较高；我们以 2026 年作为基准年份对公司估值。

估值结果：风电、气电、主网、工业业务我们分别取可比公司 Vestas/Orsted/Nordex（同是欧洲风电设备龙头）、MHI/GEV（同是全球三大燃气轮机龙头）、Hitach/Hyundai Electric（同是海外主网电力设备龙头）、Eaton/Schneider Electric（同是海外配网和用电设备龙头）的 2026 财年 EV/EBITDA 平均（对应 7.86、29.67、15.81、22.45，截至 2026 年 8 月 5 日），参考公司 2026 财年 Profit before SI 中风电、气电、主网、工业业务分别为 0、2156、2564、720 百万欧元，对应占比为 0%、40%、47%、13%。加权平均公司 SOTP EV/EBITDA 估值为 2026 财年 22.18x，考虑公司风电业务扭亏稳步推进，且作为燃机和电网设备全球龙头，给予公司 2026 财年 23.29x EV/EBITDA。基于公司 2026 财年 EBITDA 为 66.74 亿欧元，对应目标价为 170.1 欧元/股。

图表1：西门子能源估值和目标价计算

西门子能源估值				
西门子能源特殊项前利润			可比公司SOTP估值	
	2026e	占比		2026e 权重
	(百万欧元)	(%)		EV/EBITDA (%)
风电	0	0%	风电	7.86 0%
气电	2156	40%	气电	29.67 40%
主网	2564	47%	主网	15.81 47%
工业	720	13%	工业	22.45 13%
合计	5441	100%	SOTP	22.18 x
西门子能源目标价				
EBITDA	6674	百万欧元		
估值溢价	1.05			
EV/EBITDA	23.29	x		
企业价值	155444	百万欧元		
净负债	-9665	百万欧元		
总市值	145779	百万欧元		
摊薄后总股数	857	百万股		
目标价	170.1	欧元/股		

注：数据截止 2026 年 8 月 5 日

资料来源：Visible Alpha，华泰研究预测

图表2：西门子能源可比公司估值表

	P/E				EV/EBITDA			
	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
风电可比公司								
平均	17.27	41.65	19.02	16.29	10.31	7.86	7.00	6.34
Vestas	17.20	28.53	20.13	15.65	10.84	8.49	7.29	6.76
Orsted	16.87	71.53	17.45	16.49	11.30	7.10	6.73	5.90
Nordex	17.75	24.87	19.48	16.73	8.79	7.98	6.99	6.37
气电可比公司								
平均	27.90	41.57	30.70	27.49	37.39	29.67	22.09	17.42
MHI	27.90	41.57	30.70	27.49	21.43	18.15	16.49	14.68
GEV	-	-	-	-	53.34	41.19	27.70	20.16
主网可比公司								
平均	33.82	25.91	20.89	17.71	19.70	15.81	12.99	11.45
Hitachi	29.55	25.42	21.34	18.31	13.96	12.63	11.10	10.00
Hyundai Electric	38.08	26.39	20.45	17.11	25.44	18.99	14.88	12.90
工业可比公司								
平均	31.34	35.76	28.28	24.09	18.89	22.45	19.28	17.17
Eaton	30.49	40.32	30.93	26.27	20.49	25.87	22.14	19.85
Schneider Electric	32.19	31.21	25.63	21.92	17.30	19.03	16.42	14.50

注：数据截止 2026 年 8 月 5 日

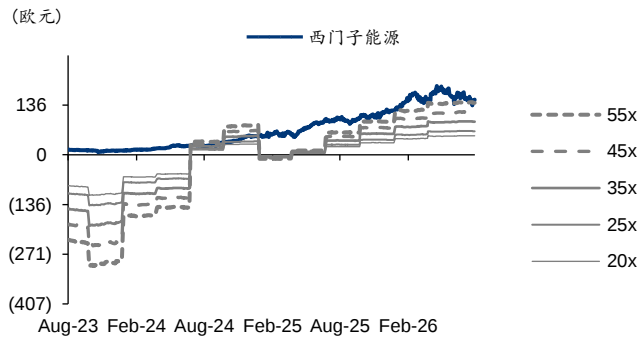
资料来源：Visible Alpha，华泰研究

图表3：西门子能源 3Q26 财季经营数据一览

(百万欧元)	EUR mn	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	YoY	QoQ
公司整体										
营业收入		8,942	9,962	9,745	10,428	9,675	10,294	11,447	17%	11%
其中：设备业务		5,606	6,525	6,518	6,958	6,409	7,039	7,733	19%	10%
其中：服务业务		3,319	3,424	3,215	3,468	3,262	3,253	3,712	15%	14%
毛利润		1,399	1,972	1,540	1,668	2,093	2,257	2,669	73%	18%
毛利率		16%	20%	16%	16%	22%	22%	23%	7.5pct	1.4pct
EBITDA		769	1,188	1,275	698	1,340	1,455	1,920	51%	32%
EBITDA margin		9%	12%	13%	7%	14%	14%	17%	3.7pct	2.6pct
经营性利润		481	906	497	471	1,159	1,164	1,623	227%	39%
经营性利润率		5.4%	9.1%	5.1%	4.5%	12.0%	11.3%	14.2%	9.1pct	2.9pct
自由现金流		1,528	1,390	419	1,327	2,869	1,975	2,319	453%	17%
新签订单		13,668	14,433	16,613	14,214	17,609	17,749	17,926	8%	1%
book-to-bill		1.53	1.45	1.70	1.36	1.82	1.72	1.57		
在手订单		131,000	133,000	136,000	138,000	146,000	154,000	162,000	19%	5%
气电业务										
营业收入		2,823	3,163	3,118	3,094	3,097	3,478	3,756	20%	8%
其中：设备业务		756	1,033	1,098	1,208	1,114	1,477	1,458	33%	-1%
其中：服务业务		2,029	2,090	1,994	1,859	1,936	1,939	2,209	11%	14%
经营性利润		412	511	406	251	515	552	648	60%	17%
经营性利润率		14.6%	16.2%	13.0%	8.1%	16.6%	15.9%	17.3%	4.23pct	1.4pct
EBITDA		452	552	445	298	609	596	700	57%	17%
EBITDA margin		16.0%	17.5%	14.3%	9.6%	19.7%	17.1%	18.6%	4.4pct	1.5pct
新签订单		5,009	7,038	6,180	4,769	8,751	8,869	9,967	61%	12%
book-to-bill		1.77	2.23	1.98	1.54	2.83	2.55	2.65		
新签订单GW						13	12	15		
在手订单		49,000	52,000	53,000	54,000	60,000	66,000	73,000	38%	11%
在手订单GW		24	29	37	38	51	60	69		
预定协议GW			21	21	28	29	27	26		
新增订单（台数）		24	61	86	19	102	77	73	-15%	-5%
电网业务										
营业收入		2,480	2,861	2,819	3,145	3,054	3,067	3,624	29%	18%
其中：设备业务		2,248	2,621	2,659	2,896	2,833	2,836	3,371	27%	19%
其中：服务业务		162	148	149	166	160	149	188	26%	26%
经营性利润		309	571	448	463	538	524	722	61%	38%
经营性利润率		12.5%	20.0%	15.9%	14.7%	17.6%	17.1%	19.9%	4pct	2.8pct
EBITDA		325	591	470	486	564	547	748		
EBITDA margin		13.1%	20.7%	16.7%	15.5%	18.5%	17.8%	20.6%		
新签订单		5,117	5,209	4,218	6,880	5,964	6,996	5,367	27%	-23%
book-to-bill		2.06	1.82	1.50	2.19	1.95	2.28	1.48		
在手订单		36,000	38,000	38,000	42,000	45,000	49,000	51,000	34%	4%
工业业务										
营业收入		1,337	1,411	1,361	1,614	1,303	1,422	1,527	12%	7%
其中：设备业务		740	747	716	889	705	800	825	15%	3%
其中：服务业务		573	604	610	663	568	565	650	7%	15%
经营性利润		157	155	157	177	154	171	218	39%	27%
经营性利润率		11.7%	11.0%	11.5%	11.0%	11.8%	12.0%	14.3%	2.7pct	2.3pct
EBITDA		164	165	169	192	164	179	228		
EBITDA margin		12.3%	11.7%	12.4%	11.9%	12.6%	12.6%	14.9%		
新签订单		1,453	1,564	1,356	1,629	1,579	1,254	1,809	33%	44%
book-to-bill		1.09	1.11	1.00	1.01	1.21	0.88			
在手订单		8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000	0%	0%
风电业务										
营业收入		2,418	2,706	2,506	2,744	2,355	2,526	2,743	9%	9%
其中：设备业务		1,862	2,124	2,045	1,964	1,757	1,926	2,078	2%	8%
其中：服务业务		556	582	461	780	599	599	665	44%	11%
经营性利润		-374	-249	-438	-303	-46	-44	75	-117%	-270%
经营性利润率		-15.5%	-9.2%	-17.5%	-11.0%	-2.0%	-1.7%	2.7%	20.2pct	4.5pct
EBITDA		(273)	(113)	(289)	(180)	(59)	125	221		
EBITDA margin		-11.3%	-4.2%	-11.5%	-6.6%	-2.5%	4.9%	8.1%		
新签订单		2,435	875	4,890	1,123	1,556	846	1,050	-79%	24%
book-to-bill		1.01	0.32	1.95	0.41	0.66	0.33	0.38		
在手订单		39000	36000	38000	36000	34000	33000	31000	-18%	-6%

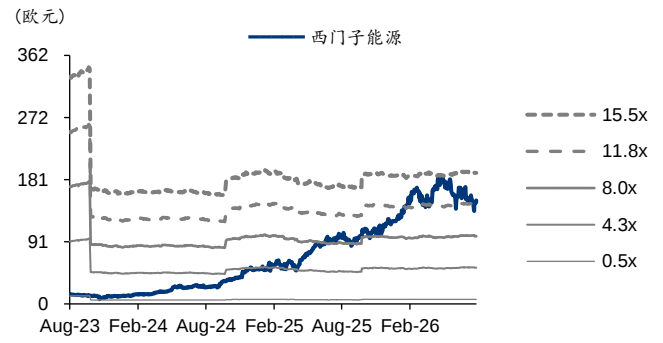
资料来源：公司公告，华泰研究

图表4： 西门子能源 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表5： 西门子能源 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (欧元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	34,465	39,077	44,836	51,359	57,705
销售成本	(29,961)	(32,498)	(35,002)	(39,107)	(43,004)
毛利润	4,504	6,579	9,835	12,252	14,701
销售及管理费用	(3,388)	(3,492)	(4,007)	(4,590)	(5,157)
研发费用	(1,209)	(1,210)	(1,388)	(1,695)	(2,020)
其他收入/支出	(175)	92	0	0	0
财务成本净额	(128)	(28)	42	219	332
应占联营公司利润及亏损	2,210	580	580	580	580
税前利润	1,822	2,213	4,708	6,362	7,982
税费开支	(487)	(528)	(1,123)	(1,518)	(1,904)
少数股东损益	(151)	(271)	(44)	(59)	(74)
归母净利润	1,184	1,414	3,541	4,785	6,003
折旧和摊销	(1,511)	(1,781)	(2,008)	(2,018)	(2,040)
EBITDA	3,461	4,022	6,674	8,160	9,690
EPS (欧元, 基本)	1.35	1.64	4.13	5.58	7.01

资产负债表

会计年度 (欧元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	9,792	10,377	9,068	12,658	11,234
应收账款和票据	11,262	11,866	13,313	15,529	16,877
现金及现金等价物	6,363	9,162	13,860	16,832	21,883
其他流动资产	2,662	3,048	2,680	2,797	2,841
总流动资产	30,079	34,453	38,921	47,815	52,835
固定资产	6,220	7,140	7,317	7,570	7,849
无形资产	12,272	11,487	10,619	9,802	9,044
其他长期资产	2,302	3,557	4,137	4,717	5,297
总长期资产	20,795	22,184	22,073	22,089	22,190
总资产	50,874	56,637	60,994	69,904	75,025
应付账款	25,160	28,314	29,280	35,070	35,692
短期借款	479	1,528	1,497	1,465	1,434
其他负债	7,830	8,649	8,649	8,649	8,649
总流动负债	33,471	38,491	39,426	45,184	45,775
长期债务	3,287	2,438	2,438	2,438	2,438
其他长期债务	4,753	5,033	5,436	5,161	5,527
总长期负债	8,040	7,471	7,874	7,599	7,965
股本	799	861	861	861	861
储备/其他项目	8,276	9,440	12,415	15,784	19,873
股东权益	9,075	10,301	13,276	16,645	20,734
少数股东权益	289	374	418	477	551
总权益	9,364	10,675	13,694	17,122	21,285

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	111.45	92.22	36.51	27.02	21.54
PB	14.54	12.66	9.74	7.77	6.24
EV EBITDA	40.25	34.29	20.02	15.98	12.98
股息率 (%)	0.08	0.11	0.44	1.10	1.48
自由现金流收益率 (%)	1.97	2.89	3.93	4.05	5.43

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (欧元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	3,461	4,022	6,674	8,160	9,690
融资成本	128	28	(42)	(219)	(332)
营运资本变动	1,115	1,965	827	(16)	699
税费	(487)	(528)	(1,123)	(1,518)	(1,904)
其他	(1,328)	334	(170)	(478)	(292)
经营活动现金流	2,889	5,821	6,167	5,930	7,860
CAPEX	(1,514)	(1,724)	(1,317)	(1,454)	(1,562)
其他投资活动	2,764	106	403	(276)	366
投资活动现金流	1,250	(1,618)	(914)	(1,729)	(1,196)
债务增加量	(1,015)	200	(32)	(32)	(32)
权益增加量	0	0	0	0	0
派发股息	(112)	(146)	(566)	(1,416)	(1,914)
其他融资活动现金流	(1,131)	(1,189)	42	219	332
融资活动现金流	(2,258)	(1,135)	(555)	(1,229)	(1,613)
现金变动	1,881	3,068	4,967	3,241	5,320
年初现金	4,588	6,363	9,162	13,860	16,832
汇率波动影响	(106)	(269)	(269)	(269)	(269)
年末现金	6,363	9,162	13,860	16,832	21,883

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	10.75	13.38	14.74	14.55	12.36
毛利润	498.94	46.07	49.48	24.58	19.99
营业利润	(97.46)	(1,946)	160.43	36.13	27.09
净利润	(126.13)	19.43	150.43	35.12	25.47
EPS	(124.76)	20.86	152.57	35.12	25.47
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	13.07	16.84	21.93	23.85	25.48
EBITDA	10.04	10.29	14.89	15.89	16.79
净利润率	3.44	3.62	7.90	9.32	10.40
ROE	13.47	14.60	30.04	31.98	32.12
ROA	2.40	2.63	6.02	7.31	8.28
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(28.62)	(50.44)	(74.76)	(77.68)	(86.87)
流动比率	0.90	0.90	0.99	1.06	1.15
速动比率	0.61	0.63	0.76	0.78	0.91
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.70	0.73	0.76	0.78	0.80
应收账款周转天数	114.65	106.53	101.08	101.08	101.08
应付账款周转天数	287.19	296.18	296.18	296.18	296.18
存货周转天数	112.66	111.71	100.00	100.00	100.00
现金转换周期	(59.87)	(77.94)	(95.10)	(95.10)	(95.10)
每股指标 (欧元)					
EPS	1.35	1.64	4.13	5.58	7.01
每股净资产	10.38	11.92	15.49	19.42	24.19

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、边文姣、苗雨菲、王嵩，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 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、边文蛟、苗雨菲、王嵩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