聚焦 TAVR 格局变动下的领衔者

华泰研究 动态点评

2024 年 12 月 23 日 | 中国香港 医疗器械

沛嘉医疗年内交易面负面事件影响消散，我们看好公司：1）市场层面，抓住行业机遇巩固 TAVR 市场份额；2）管线层面，TAVR/TMV 新品有望于 25 年获批上市，商业化销售有望凭借差异化设计持续爬坡；3）经营效率持续优化，26 年有望利润转正，维持“买入”。

TAVR 板块：市占率勇攀高峰，三代产品进展领先

公司 TAVR 板块年内抓住友商架构调整契机，凭借优秀产品力，市占率进一步上行（我们估测 24 年内经股市场份额 23-27%，超 3,400 台植入量）。展望 24/25 年，我们看好：1）行业端，TAVR 渗透率或随区域医保覆盖+术式下沉+新厂商进入+潜在商保渗透而提升；2）企业端，沛嘉有望凭借其优秀产品迭代力（如 8M24 上市 Taurus Max）+深度管线布局等组合优势进一步获得更高市场份额。在研管线方面：1）TaurusNXT（三代干瓣）已完成多中心注册临床入组，看好 25 年商业化；2）TaurusWave 处科研临床阶段。

神经介入板块：板块多点开花，看好区域集采下的进口替代机会

公司神经介入板块受益弹簧圈集采以价换量，Fastunnel 球囊扩张导管市占率提升，及通路类新品 DCwire 微导丝上市后收入爬坡，年初至今收入表现亮眼（1H24 收入+46%yoy，我们看好 2H24 或维持该趋势）。展望 24/25 年，我们看好该板块收入在区域集采及上市新品发力背景下持续高增长：1）出血类产品：弹簧圈集采后持续进口替代，收入增速维持稳健；2）缺血类产品：Syphonet 取栓支架处京津冀 3+N 带量采购 A 组，看好集采驱动市占率提升；3）通路类产品：下一代微导丝 DCwire 有望持续入院放量。

TMV/TTV：在研管线进展顺利，看好 2025 年陆续上市

我们估测沛嘉二/三尖瓣管线 2033 年有望冲击超 20 亿元销售额，驱动于：1）HighLife（经房间隔二尖瓣置换）处多中心注册临床阶段；2）GeminiOne（二尖瓣缘对缘修复）已完成国内注册临床患者入组；3）MonarQ（三尖瓣置换）处 FIM 临床中。

盈利预测与估值

考虑公司后续管线进展及 TAVR 行业渗透率爬坡节奏，我们预计公司 2024-2026 年收入 6.2/8.3/10.9 亿元，2024-2025 年净亏损 1.44/0.67 亿元，并于 2026 年净利润转正至 0.14 亿元。使用 DCF 估值法（假设 WACC 为 11.2%，永续增长率 2%），并考虑公司流动性变化，我们给予沛嘉目标价 6.25 港币（对应目标市值 42 亿港币），维持“买入”评级。

风险提示：1）TAVR 市场渗透率提升缓慢；2）研发相关风险；3）市场竞争加剧；4）流动性相关风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	250.83	441.13	620.41	832.00	1,090
+/-%	83.71	75.86	40.64	34.10	30.99
归属母公司净利润 (人民币百万)	(407.81)	(392.58)	(143.92)	(66.87)	13.88
+/-%	(28.98)	(3.73)	(63.34)	(53.53)	(120.75)
EPS (人民币，最新摊薄)	(0.60)	(0.58)	(0.22)	(0.10)	0.02
ROE (%)	(14.42)	(15.99)	(6.52)	(3.17)	0.66
PE (倍)	(6.01)	(6.26)	(17.07)	(36.73)	176.97
PB (倍)	0.93	1.08	1.15	1.18	1.16
EV EBITDA (倍)	(2.24)	(4.84)	(19.30)	(62.43)	69.52

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(维持)：	买入
目标价(港币)：	6.25

研究员 代雯
SAC No. S0570516120002 daiwen@htsc.com
SFC No. BFI915 +(86) 21 2897 2078

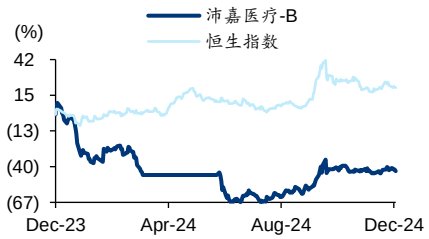
研究员 沈卢庆
SAC No. S0570519060001 shenluqing@htsc.com
SFC No. BNL372 +(86) 21 2897 2228

研究员 孙茗馨
SAC No. S0570524020003 sunmingxin019077@htsc.com
SFC No. BSZ633 +(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价 (港币)	6.25
收盘价 (港币 截至 12 月 20 日)	3.86
市值 (港币百万)	2,580
6 个月平均日成交额 (港币百万)	7.78
52 周价格范围 (港币)	2.16-7.76
BVPS (人民币)	3.21

股价走势图

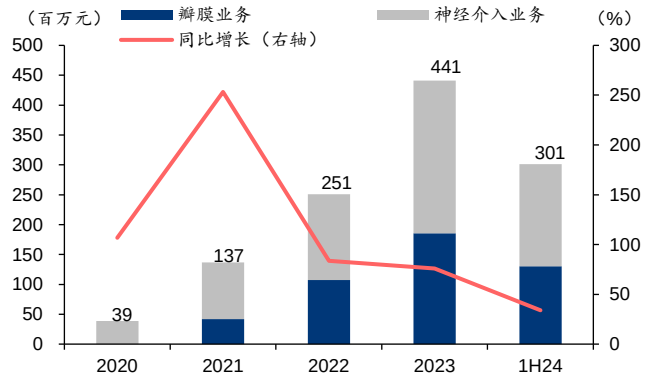


资料来源：S&P

2024 年复盘：TAVR 市占率再攀新高，经营效率大幅提升

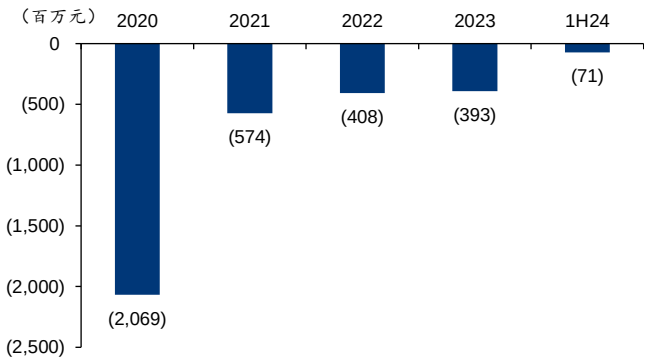
1H24 复盘：沛嘉 1H24 实现收入 3.01 亿元（+33.9%yoy），其中：1）TAVR 板块 1H24 收入+21%yoy（1H24 植入量+40%yoy，市占率进一步提升至近 25%）；2）神经介入板块 1H24 收入+46%yoy，出血/缺血/通路类品种齐发力。公司 1H24 实现净亏损 7,127 万元（较 1H23 大幅减亏），主因公司 1H24 整体销售/管理/研发费用率分别同比下降 26/7/43 个百分点，同时神经介入分部实现分部利润 0.29 亿元。展望 24 年，考虑 TAVR 板块恢复性增长，神经介入板块或受益区域集采后放量，我们看好公司双板块实现以下表现：1）TAVR 板块：我们预测公司经股市占率 23-27%；2）神经介入板块：全年收入+35-45%yoy，毛利率维持平稳，年内或实现板块盈亏平衡。

图表1：沛嘉医疗：历史收入拆分及表现



资料来源：公司公告，华泰研究

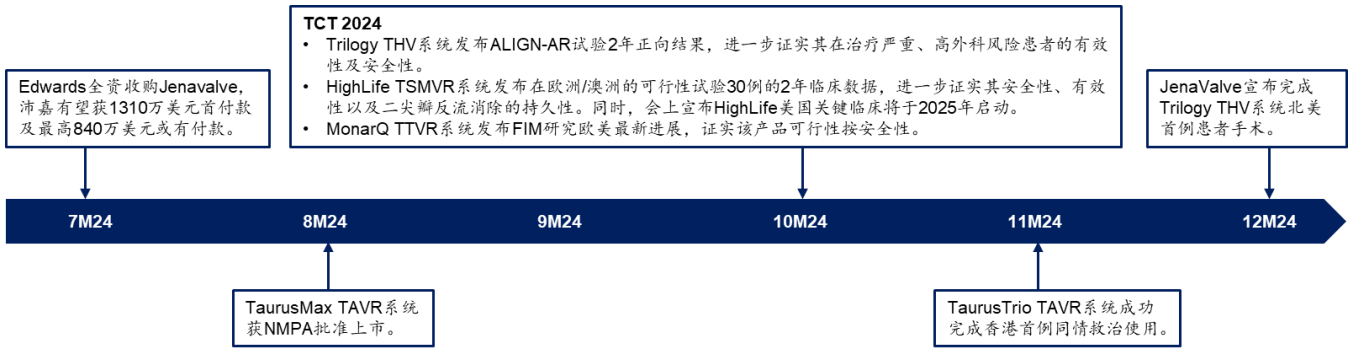
图表2：沛嘉医疗：历史利润表现



资料来源：公司公告，华泰研究

公司年内管线层面迎来多个里程碑事件：1）技术出海层面，Edwards 于 7M24 全资收购沛嘉合作伙伴 Jenavalve，收购后沛嘉仍享有 TaurusTrio 在大中华区的所有权益，并有望作为 Jenavalve 少数股东确认 1,310 万美金首付款及最高 840 万美金或有付款。2）TaurusTrio TAVR 系统于 11M24 在香港完成首例同情救治使用。3)GeminiOne 国内于 5M24 完成临床入组。4）TaurusMax TAVR 系统于 8M24 上市，公司成为国内首家拥有三张注册证的 TAVR 厂商。

图表3：沛嘉医疗：2024 年里程碑事件一览



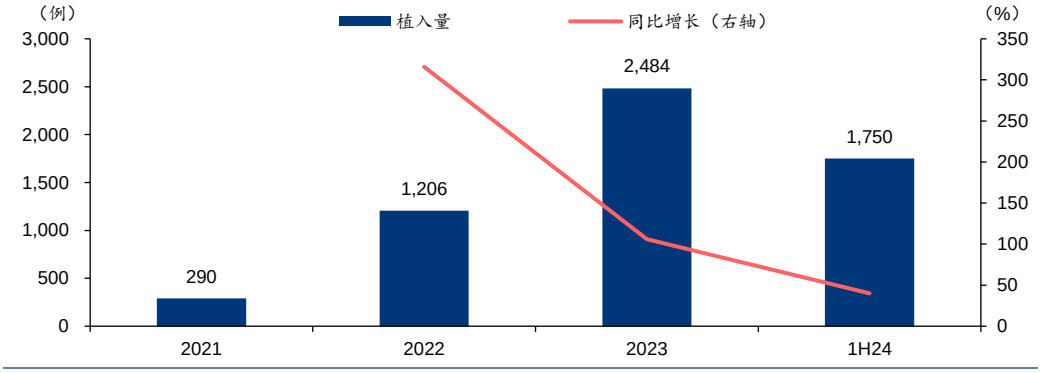
资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测

我们预计公司 2024/2025/2026 年收入 6.2/8.3/10.9 亿元，24/25 年净亏损 1.44/0.67 亿元，26 年利润转正至 0.14 亿元，考虑：

1) 瓣膜业务：TAVR 市占率再创新高，TMV 即将进入管线收获期。TAVR 板块 1H24 实现收入 1.3 亿元（+21%yoy），终端植入量（1,750 台，+40% yoy）。我们预计该板块 24/25/26 年实现收入 2.54/3.45/4.55 亿元（2024-2026 年收入 CAGR35%），考虑：a) 植入量：公司现在是首家拥有三张 TAVR 注册证（一代 TaurusOne，二代 TaurusElite，2.5 代 TaurusMax）的厂家，产品可满足临床医生多元需求，我们看好公司 2024-2026 年市场份额稳步攀升；b) ASP：我们认为公司 ASP 有望在 2024-2025 年维持稳定，2026 年则有望以价换量。

图表4：瓣膜业务：TAVR 植入量情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：瓣膜业务：研发管线

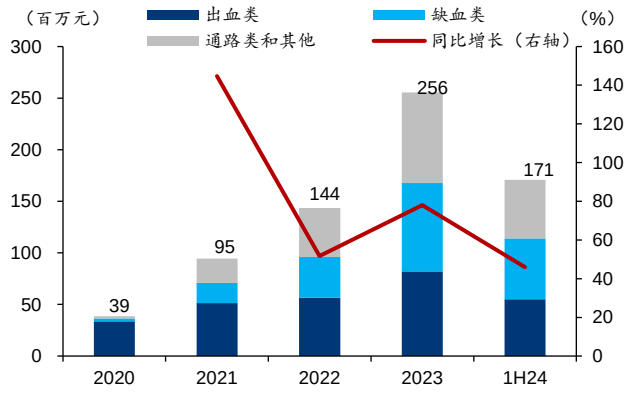
类别	产品	临床前	临床	注册	商业化
TAVR(r)（主动脉瓣狭窄）	TaurusOne® TAVR系统 ★★	获得国家药监局批准			
	TaurusElite® 可回收TAVR系统	获得国家药监局批准			
	TaurusMax™ TAVR系统 ▲	获得国家药监局批准			
	TaurusNXT®「非醛交联」干瓣TAVR系统 ★	完成多中心注册临床患者入组；持续患者随访			
	TaurusWave®冲击波瓣膜治疗系统	科研临床试验			
	TaurusApex® 高分子瓣叶TAVR系统	动物试验			
TAVR（主动脉瓣反流）	TaurusTrio™ TAVR系统 ★ (Trilogy™ TAVR系统独占许可)	完成多中心注册临床患者入组；持续患者随访			
	Trilogy™ THV系统 (独占许可)	CE 认证；商业化（港澳或大中华区内的大湾区其他地区）			
TMVR(r)	HighLife® TSMVR系统★ (独占许可)	多中心注册临床试验			
	Sutra TMV对合缘增强系统	动物试验			
	GeminiOne® 缘对缘修复系统	完成多中心注册临床患者入组；持续患者随访			
TTVR(r)	MonarQ™ TTVR系统 (全球IP)	人道主义使用			
	GeminiOne® 缘对缘修复系统	准备FIM临床试验			

★ 获国家药监局创新医疗器械特别审批程序受理
▲ 获豁免遵守临床试验规定

资料来源：公司公告，华泰研究

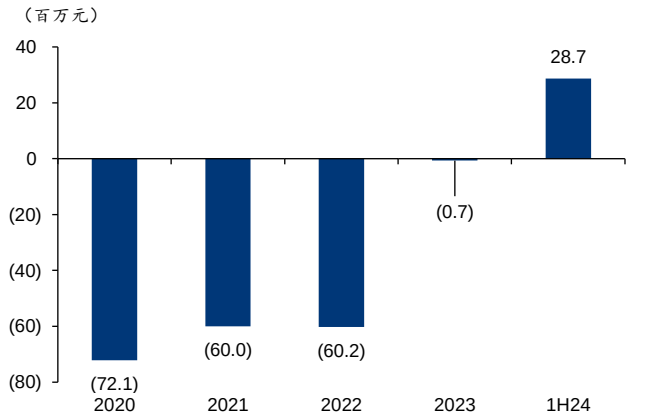
2）神经介入业务：区域集采驱动进口替代，板块内部多点开花。公司神经介入板块 1H24 实现收入 1.7 亿元（+46% yoy），受益弹簧圈集采以价换量，Fastunnel 球囊扩张导管市占率提升，及通路类新品 DCwire 微导丝上市后收入爬坡。我们看好该板块 2024-2026 年实现收入 3.67/4.78/5.93 亿元（2024-2026 年收入 CAGR 32%），考虑：1）出血类产品：弹簧圈集采后持续进口替代，收入增速维持稳健；2）缺血类产品：Syphonet 取栓支架处京津冀 3+N 带量采购 A 组，看好集采驱动市占率提升；3）通路类产品：下一代微导丝 DCwire 有望持续入院放量。

图表6：神经介入业务：历史收入拆分及表现



资料来源：公司公告，华泰研究

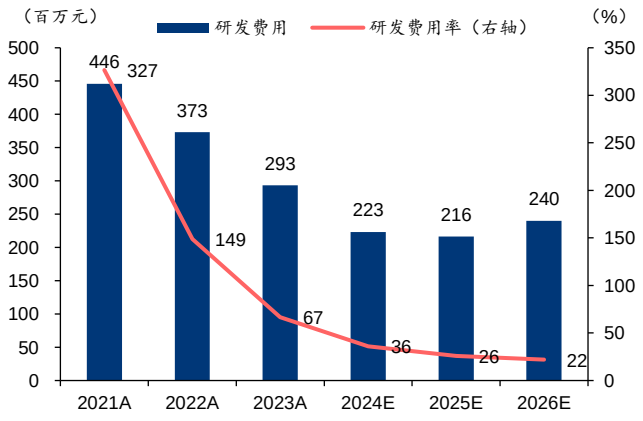
图表7：神经介入业务：历史分部亏损/盈利表现



资料来源：公司公告，华泰研究

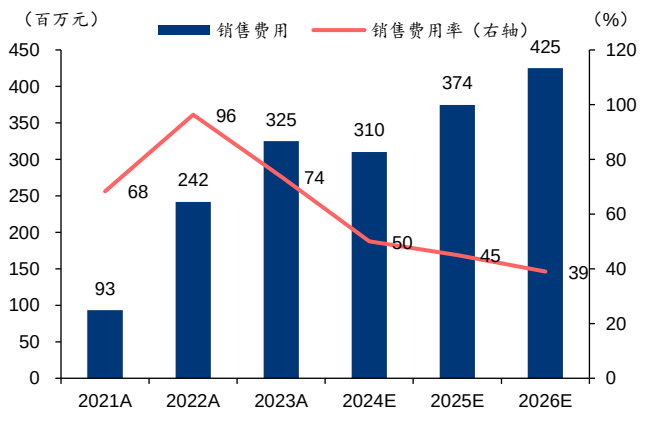
3） 费用层面：看好经营效率持续提升。我们认为公司研发费用/销售费用/管理费用率均有望因公司规模效应逐步优化，其中：a）研发费用：考虑公司此前 BD 品种的里程碑付款逐步结清，后续费用大部分为自研团队开支及临床相关费用，我们预计公司 2024-2026 年研发费用为 2.2/2.2/2.4 亿元（24-26 年研发费用率 36/26/22%）；b）销售费用：考虑公司销售团队效率逐步提高，但 25 年开始 TAVR/TMV 板块新品陆续上市，我们预计公司销售费用 24 年为 3.1 亿元，但 25-26 年逐步增长至 3.74/4.25 亿元（24-26 年销售费用率 50/45/39%）；c）管理费用：考虑公司内部降本增效，我们预计公司 2024-2026 年管理费用为 1.3/1.2/1.3 亿元（24-26 年管理费用率 21/15/12%）。

图表8：沛嘉医疗：研发费用预测



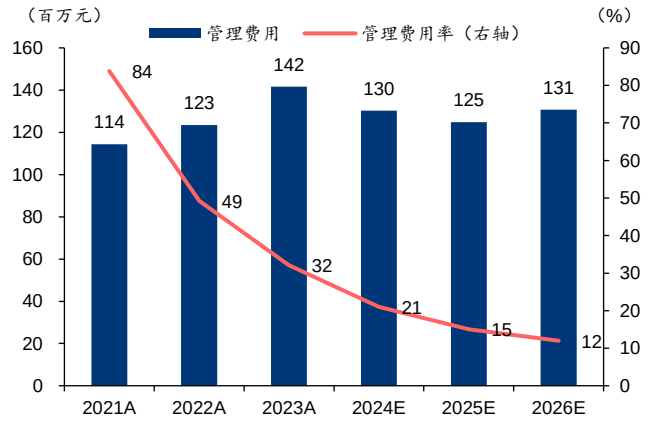
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表9：沛嘉医疗：销售费用预测



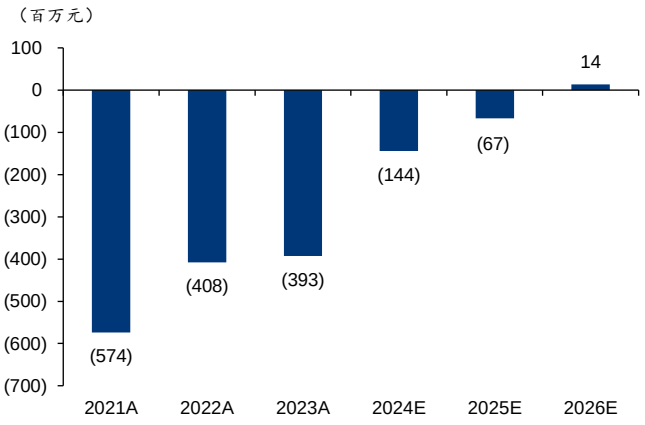
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表10：沛嘉医疗：管理费用预测



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表11：沛嘉医疗：净利润预测



资料来源：公司公告，华泰研究预测

估值：DCF 估值法下得目标市值为 42 亿港币

我们使用 DCF 估值法对沛嘉医疗进行估值，主因：1）公司目前利润端尚未转正，核心产品如 TAVR 仍处于商业化爬坡期；2）公司的港股同业公司（如微创心通等创新医疗器械类公司）通常采用 DCF 法进行估值。我们假设公司 WACC 为 11.2%，永续增长率为 2%，得沛嘉医疗目标价 6.25 港币（对应 42 亿港币市值）。

图表12：沛嘉医疗：自由现金流

(百万元)	2024E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2033E
净收入	620	832	1,090	1,598	2,272	3,048	3,821	4,751	5,737	6,633
yoy%	*41%*	*34%*	*31%*	*47%*	*42%*	*34%*	*25%*	*24%*	*21%*	*16%*
EBIT	(176)	(102)	(22)	197	494	789	1091	1410	1766	2107
yoy%	*-59%*	*-42%*	*-79%*	*-1013%*	*151%*	*60%*	*38%*	*29%*	*25%*	*19%*
EBIT 利润率 (%)	*-28%*	*-12%*	*-2%*	*12%*	*22%*	*26%*	*29%*	*30%*	*31%*	*32%*
EBITDA	(128)	(46)	44	275	585	895	1213	1550	1926	2289
减：税款	(0)	(0)	(3)	(48)	(108)	(168)	(230)	(295)	(367)	(437)
减：营运资金变动	(89)	(61)	(17)	(24)	(172)	(301)	(329)	(417)	(454)	(431)
减：资本支出	(395)	(316)	(320)	(333)	(366)	(403)	(443)	(487)	(536)	(589)
自由现金流	**(613)**	**(423)**	**(296)**	**(129)**	**(61)**	**23**	**212**	**352**	**569**	**833**

资料来源：华泰研究预测

图表13：沛嘉医疗：DCF 估值分析及核心假设

DCF 分析 (百万元)		核心假设（%）	
自由现金流现值	(509)	税率	20.0
终值	9,242	债务比率	18.0
终值现值	3,558	β	1.6
企业价值	3,049	无风险利率	1.8
净现金/（债），少数股东权益	796	风险溢价	6.8
股权价值 (人民币)	**3,845**	股权成本	12.7
每股股权价值 (港币)	**4,179**	债务成本	5.5
		债务成本（税后）	4.4
		WACC	**11.2**
		永续增长率	2.0

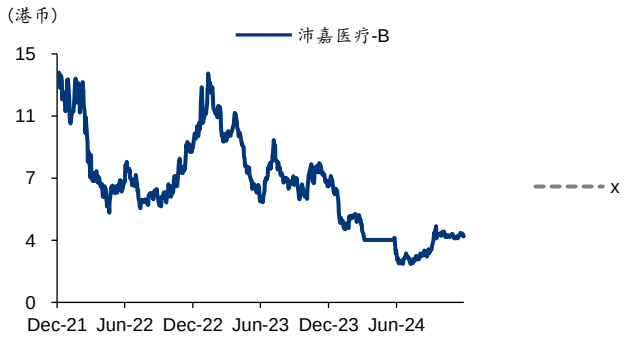
注：我们本次使用汇率 RMB0.92/HKD，本次报告 WACC 变动主要因为：1）我们参考港股医疗器械企业所得税水平调整税率至 20.0%；2）我们根据最新十年期国债利率调整无风险利率至 1.80%；3）考虑公司近两年多个新品有望获批上市，我们调整风险溢价至 6.8%；4）考虑创新器械的不确定性，在基础贷款利率的基础上，调整债务成本至 5.5%。

资料来源：华泰研究预测

风险提示

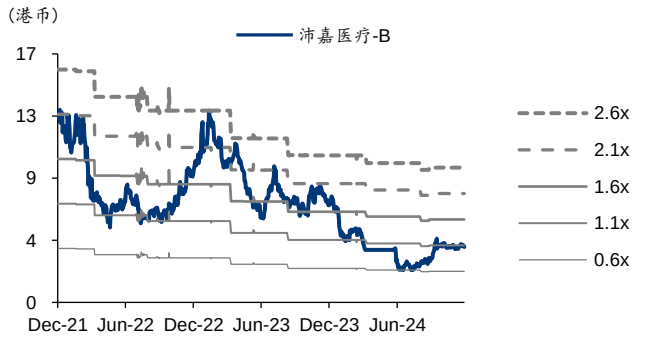
1）TAVR 市场渗透率提升缓慢；
2）研发相关风险；
3）市场竞争加剧；
4）流动性相关风险。

图表14：沛嘉医疗-BPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表15：沛嘉医疗-BPB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	250.83	441.13	620.41	832.00	1,090
销售成本	(74.63)	(115.76)	(172.29)	(233.58)	(323.87)
毛利润	176.20	325.37	448.12	598.42	766.00
销售及分销成本	(241.63)	(324.98)	(310.21)	(374.40)	(425.05)
管理费用	(123.43)	(141.64)	(130.29)	(124.80)	(130.78)
其他收入/支出	119.44	3.91	40.00	15.00	8.00
财务成本净额	44.31	39.26	32.19	35.41	38.95
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(398.24)	(391.50)	(143.53)	(66.69)	17.35
税费开支	(9.57)	(1.05)	(0.39)	(0.18)	(3.47)
少数股东损益	0.00	(0.03)	(0.01)	(0.00)	(0.00)
归母净利润	(407.81)	(392.58)	(143.92)	(66.87)	13.88
折旧和摊销	(32.03)	(39.11)	(47.98)	(56.59)	(66.01)
EBITDA	(410.51)	(391.65)	(127.73)	(45.51)	44.41
EPS (人民币，基本)	(0.60)	(0.58)	(0.21)	(0.10)	0.02

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	127.18	170.65	245.45	319.97	354.92
应收账款和票据	139.04	123.92	220.97	273.53	298.59
现金及现金等价物	1,670	795.77	372.70	136.08	10.06
其他流动资产	71.56	147.16	147.16	147.16	147.16
总流动资产	2,007	1,237	986.28	876.75	810.73
固定资产	305.82	453.97	639.51	773.23	915.83
无形资产	538.95	527.87	689.59	815.46	926.54
其他长期资产	464.26	452.63	452.63	452.63	452.63
总长期资产	1,309	1,434	1,782	2,041	2,295
总资产	3,316	2,672	2,768	2,918	3,106
应付账款	519.07	137.84	220.54	286.70	329.70
短期借款	2.89	2.59	2.59	2.59	2.59
其他负债	56.06	13.83	160.31	300.31	420.31
总流动负债	578.02	154.25	383.43	589.59	752.59
长期债务	2.15	1.13	1.13	1.13	1.13
其他长期债务	98.68	242.51	242.51	242.51	242.51
总长期负债	100.84	243.64	243.64	243.64	243.64
股本	6,370	6,359	6,359	6,359	6,359
储备/其他项目	(3,732)	(4,085)	(4,218)	(4,274)	(4,250)
股东权益	2,638	2,274	2,141	2,085	2,110
少数股东权益	0.00	(0.03)	(0.02)	(0.01)	(0.01)
总权益	2,638	2,274	2,141	2,085	2,109

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	(6.01)	(6.26)	(17.07)	(36.73)	176.97
PB	0.93	1.08	1.15	1.18	1.16
EV EBITDA	(2.24)	(4.84)	(19.30)	(62.43)	69.52
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(14.63)	(46.01)	(25.20)	(17.40)	(11.85)

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	(410.51)	(391.65)	(127.73)	(45.51)	44.41
融资成本	(44.31)	(39.26)	(32.19)	(35.41)	(38.95)
营运资本变动	267.94	(409.58)	(89.15)	(60.93)	(17.00)
税费	(9.57)	(1.05)	(0.39)	(0.18)	(3.47)
其他	(179.73)	258.06	64.38	70.82	77.91
经营活动现金流	(376.20)	(583.49)	(185.08)	(71.21)	62.89
CAPEX	(202.34)	(316.19)	(395.23)	(316.19)	(319.69)
其他投资活动	(260.94)	(70.11)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(463.28)	(386.29)	(395.23)	(316.19)	(319.69)
债务增加量	126.69	146.48	146.48	140.00	120.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(9.25)	(61.37)	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	117.44	85.11	146.48	140.00	120.00
现金变动	(722.04)	(884.67)	(433.83)	(247.39)	(136.80)
年初现金	2,296	1,670	795.77	372.70	136.08
汇率波动影响	95.59	10.77	10.77	10.77	10.77
年末现金	1,670	795.77	372.70	136.08	10.06

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	83.71	75.86	40.64	34.10	30.99
毛利润	84.21	84.66	37.73	33.54	28.00
营业利润	(26.09)	(2.66)	(59.21)	(41.89)	(78.84)
净利润	(28.98)	(3.73)	(63.34)	(53.53)	(120.75)
EPS	(29.04)	(4.01)	(63.34)	(53.53)	(120.75)
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	70.25	73.76	72.23	71.93	70.28
EBITDA	(163.66)	(88.78)	(20.59)	(5.47)	4.08
净利润率	(162.58)	(89.00)	(23.20)	(8.04)	1.27
ROE	(14.42)	(15.99)	(6.52)	(3.17)	0.66
ROA	(12.59)	(13.11)	(5.29)	(2.35)	0.46
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(63.11)	(34.83)	(17.23)	(6.35)	(0.30)
流动比率	3.47	8.02	2.57	1.49	1.08
速动比率	3.25	6.92	1.93	0.94	0.61
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.08	0.15	0.23	0.29	0.36
应收账款周转天数	145.80	107.30	100.06	106.98	94.49
应付账款周转天数	1,530	1,021	374.41	390.88	342.59
存货周转天数	466.19	463.13	434.72	435.72	375.10
现金转换周期	(917.67)	(451.06)	160.38	151.83	127.00
每股指标 (人民币)					
EPS	(0.60)	(0.58)	(0.21)	(0.10)	0.02
每股净资产	3.89	3.35	3.15	3.07	3.11

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，代雯、沈卢庆、孙茗馨，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

- 分析师代雯、沈卢庆、孙茗馨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

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

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

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2024年华泰证券股份有限公司