

血塞通接续落地，2025 年赴新征程

华泰研究

2025 年 1 月 02 日 | 中国内地

事件点评

中药

2024 年底全国中成药联盟首批扩围接续公布，昆药集团血塞通系列顺利续约、注射剂与滴丸剂未降价，华润圣火的软胶囊新中标。我们看好公司 2025 年内生经营提速，昆中药与血塞通口服加速成长，处方药稳步恢复，迈向 2028 年工业收入百亿目标，目标价 23.35 元，维持“买入”评级。

血塞通扩围接续落地，昆药注射剂与滴丸剂原价续约，圣火软胶囊新中标

1) 公司血塞通（冻干）以 9.22 元/支*200mg 拟中选（未降价），珍宝岛血塞通（冻干）以 7.42 元/支*100mg 新中标（上一轮流标），我们认为公司价格风险落地，竞争对手中标对销量存在一定影响，但由于公司更具价格优势、影响十分有限；2) 公司血塞通滴丸以 24.38 元/300 丸*5mg 拟中选（未降价），华润圣火血塞通软胶囊以 25.88 元/24 丸*60mg 拟中选（新中选，相较于广东联盟、山东联盟未降价），考虑到公司血塞通滴丸医院覆盖率较低，本轮与华润圣火软胶囊一同中选有望发挥产品协同加速院端渗透。

2024 年确立中期目标、经营质量改善、圣火完成并表

我们认为 2024 年存在较大变化：1) 3M24 披露 2024~2028 年战略规划，通过内生发展加外延扩张，力争 2028 年末实现营业收入翻番，工业收入达到 100 亿元（2023 年工业收入约 41 亿元，对应 2024~2028 年收入复合增长目标约 20%）；2) 1~3Q24 经营质量夯实，资产负债表（存货下降，营业周期变动好于同业，长期资产负债率下降）与现金流量表不断改善；3) 6M24 启动收购圣火（23 年净利润 2 亿元）51% 股权，12M24 完成收购。

2025 年加速追赶五年百亿规划：1381 逐步起量，777 高举高打，1951 恢复三大事业部预计提速：1) 1381 通过三九商道、昆药商道、铁架子工程、蒲公英计划等逐步发力，中长期收入端具备较大潜力，此外净利率处于较低水平、存在挖潜空间，我们预计 2024~26 年收入增长超 20%；2) 777 有望发力深耕 50-65 岁 2.8 亿“银龄健康需求人群”打造血塞通软胶囊大单品，协同昆药圣火，联动院内院外，我们预计 2024 年表现平稳，2025~26 年收入增长超 20%；3) 1951 在 2024 年主动控货、收入有所下滑，本次扩围接续后形势明朗，我们预计 2025~26 年收入恢复性增长。

维持“买入”评级

我们暂不调整盈利预测，预计 2024~2026 年归母净利 5.6/7.1/8.9 亿元（+26%/26%/26% yoy），给予 2025 年 25x PE（可比公司均值 19x，考虑公司五年规划战略前瞻性 & 业绩增长潜力给予一定溢价），目标价 23.35 元，维持“买入”评级。

风险提示：OTC 药品推广不及预期，处方药政策风险。

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)	8,282	7,703	8,478	9,393	10,383
+/-%	0.35	(6.99)	10.06	10.79	10.54
归属母公司净利润 (人民币百万)	383.18	444.68	559.19	706.94	893.58
+/-%	(24.52)	16.05	25.75	26.42	26.40
EPS (人民币，最新摊薄)	0.51	0.59	0.74	0.93	1.18
ROE (%)	7.50	8.29	9.69	11.24	12.86
PE (倍)	31.31	26.98	21.46	16.97	13.43
PB (倍)	2.41	2.26	2.10	1.93	1.75
EV/EBITDA (倍)	17.32	15.31	15.59	11.69	9.05

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(人民币):

23.35

研究员

SAC No. S0570516120002
SFC No. BFI915

代雯

daiwen@htsc.com
+(86) 21 2897 2078

研究员

SAC No. S0570519060004

张云逸

zhangyunyi@htsc.com
+(86) 21 3847 6729

联系人

SAC No. S0570123070049
SFC No. BUS625

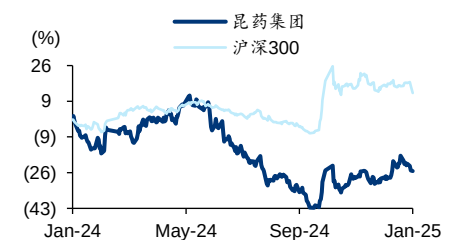
唐庆雷

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

基本数据

目标价 (人民币)	23.35
收盘价 (人民币 截至 1 月 2 日)	15.77
市值 (人民币百万)	11,938
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	191.37
52 周价格范围 (人民币)	12.04-23.78
BVPS (人民币)	7.31

股价走势图



资料来源：Wind

公司血塞通冻干、滴丸、软胶囊在本次扩围接续中均未降价，冻干竞品中标但影响有限，滴丸预计顺势加强医院覆盖，软胶囊圣火中标主攻院内。

- 1) 血塞通系列在 2021 年湖北 19 省中成药联盟（第一批）被纳入集采，自 2022 年 4 月 30 日开始执行（采购周期 2 年，因全国扩围实际执行近 3 年），本次扩围接续 2024 年 12 月 30 日结果出炉，预计从 2025 年初执行至 2027 年 12 月 31 日（采购周期 3 年）；
- 2) 注射剂组本次续接首年采购 9239 万支，共 13 家企业拟中选（上轮 8 家中选），其中昆药集团的血塞通冻干拟中选价 9.22 元/支*200mg（未降价），珍宝岛以 7.42 元/支*100mg 拟中选（此前流标），我们认为公司价格风险落地，竞争对手中标对销量存在一定影响，但由于公司更具价格优势、影响十分有限；
- 3) 口服剂组本次续接首年采购 214296 万片/粒/丸，共 20 家企业拟中选（上轮 9 家中选），其中昆药集团的血塞通滴丸拟中选价 24.38 元/300 丸*5mg（未降价），华润圣火的血塞通软胶囊拟中选价 25.88 元/24 丸*60mg（新中选，但相较于广东联盟、山东联盟未降价）。考虑到公司血塞通滴丸医院覆盖率低，此次与圣火软胶囊一同中选有望发挥产品协同加速院端渗透。

图表1：血塞通注射剂拟中选汇总

编号	采购组	药品	剂型	规格	企业	包装数量	计价单位	拟中选价格（元）
1	血塞通、血栓通	血栓通注射液	注射	5ml：175mg（三七总皂苷）	雷允上	1	支	4.59
2	血塞通、血栓通	注射用血栓通（冻干）	注射	每支装150mg	梧州制药	1	支	8.91
3	血塞通、血栓通	血栓通注射液	注射	2ml：70mg（三七总皂苷）	圣泰生物	1	支	7.39
4	血塞通、血栓通	注射用血栓通（冻干）	注射	每支装100mg	珍宝制药	1	支	7.42
5	血塞通、血栓通	血塞通注射液	注射	2ml：200mg	天圣药业	1	支	14.56
6	血塞通、血栓通	注射用血栓通（冻干）	注射	每支装200mg	昆药集团	1	支	9.22
7	血塞通、血栓通	血栓通注射液	注射	5ml：175mg（三七总皂苷）	丽珠集团	1	支	4
8	血塞通、血栓通	血塞通注射液	注射	2ml：0.1g	康宝生物	1	支	5.4
9	血塞通、血栓通	血塞通注射液	注射	5ml：0.25g	神龙药业	1	支	2.88
10	血塞通、血栓通	血塞通注射液	注射	5ml：250mg	汉丰药业	1	瓶	2.4
11	血塞通、血栓通	血塞通注射液	注射	2ml：100mg	云南白药	1	盒	1.33
12	血塞通、血栓通	血塞通注射液	注射	2ml：100mg	植物药业	1	支	0.78
13	血塞通、血栓通	血塞通注射液	注射	每支装2ml：0.2g	方圣医药	1	支	14.86

资料来源：湖北医保局，华泰研究

图表2：血塞通口服剂拟中选汇总

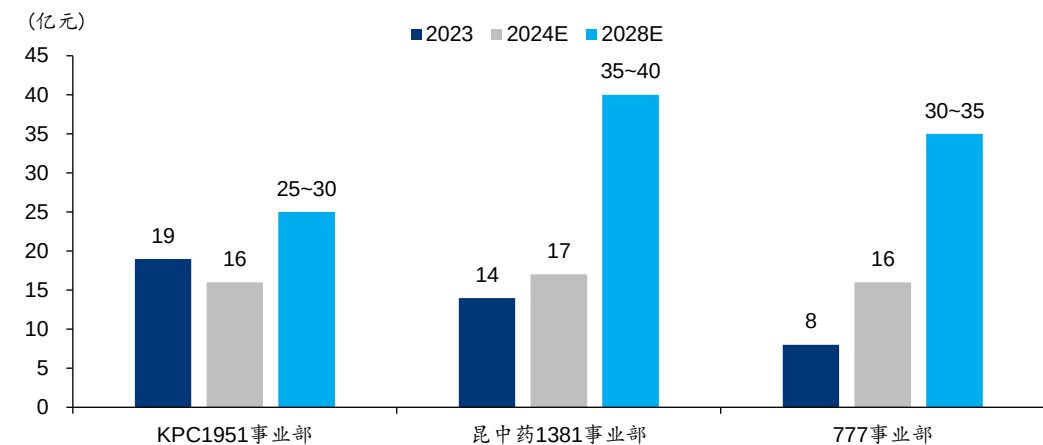
编号	采购组	药品	剂型	规格	企业	包装数量	计价单位	拟中选价格（元）
1	血塞通	血塞通分散片	口服	每片重0.58g(含三七总皂苷100mg)	国森药业	20	盒	33
2	血塞通	血塞通分散片	口服	每片重0.3g(含三七总皂苷50mg)	圣恩药业	27	盒	25.8
3	血塞通	血塞通分散片	口服	每片重0.3g(含三七总皂苷50mg)	胜光药业	180	盒	98.25
4	血塞通	血塞通分散片	口服	每片重0.36g(含三七总皂苷50mg)	海力制药	20	盒	15.8
5	血塞通	血塞通分散片	口服	每片重0.3g(含三七总皂苷100mg)	百善药业	24	盒	43.2
6	血塞通	血塞通片	口服	50mg	坤泰春制药	48	盒	38.87
7	血塞通	血塞通片	口服	每片含三七总皂苷 100mg	湘雅制药	36	盒	46
8	血塞通	血塞通咀嚼片	口服	每片重0.4g(含三七总皂苷50mg)	一格制药	24	盒	19.98
9	血塞通	血塞通分散片	口服	每片重0.2g(含三七总皂苷50mg) 11片/板×2 板/盒	益浦生物	22	盒	12.18
10	血塞通	血塞通软胶囊	口服	每粒装0.33g(含三七总皂苷60mg)	华润圣火	24	盒	25.88
11	血塞通	血塞通滴丸	口服	每丸含三七总皂苷5mg	昆药集团	300	盒	24.38
12	血塞通	血塞通滴丸	口服	每丸重28mg(含三七总皂苷10mg)	朗天药业	90	盒	13.64
13	血塞通	血塞通分散片	口服	每片重0.3g(含三七总皂苷50mg)	瑞阳制药	24	盒	16.9
14	血塞通	血塞通滴丸	口服	每丸重45mg(含三七总皂苷10mg)	神威药业	210	盒	35
15	血塞通	血塞通胶囊	口服	0.1g	云南白药	24	盒	21.1
16	血塞通	血塞通滴丸	口服	每丸重40mg(含三七总皂苷5mg)	金不换	300	盒	16.83
17	血塞通	血塞通片	口服	每片含三七总皂苷 100mg	特安响制药	24	盒	26.2
18	血塞通	血塞通胶囊	口服	50mg	维和药业	40	盒	17.58
19	血塞通	血塞通分散片	口服	每片含三七总皂苷 50mg	植物药业	24	盒	19.6
20	血塞通	血塞通分散片	口服	每片重0.3g(含三七总皂苷50mg)	维康药业	40	盒	39.95

资料来源：湖北医保局，华泰研究

五年规划彰显信心。

- 1) 公司 24 年 3 月披露 2024~2028 年战略规划，通过内生发展加外延扩张方式，力争 2028 年末实现营业收入翻番，工业收入达到 100 亿元（2023 年工业收入约 41 亿元，对应 2024~2028 年收入复合增长目标约 20%）。
- 2) 我们预计 2024 年 KPC 有所下滑、昆中药与 777 均良好增长，2028 年 KPC1951 成长至 25~30 亿元（2025~2028 年复合增速 12~18%），昆中药 1381 成长至 35~40 亿元（2025~2028 年复合增速 20~24%），777 成长至 30~35 亿元（2025~2028 年复合增速 17~21%）。

图表3：昆药集团：三大事业部收入及目标

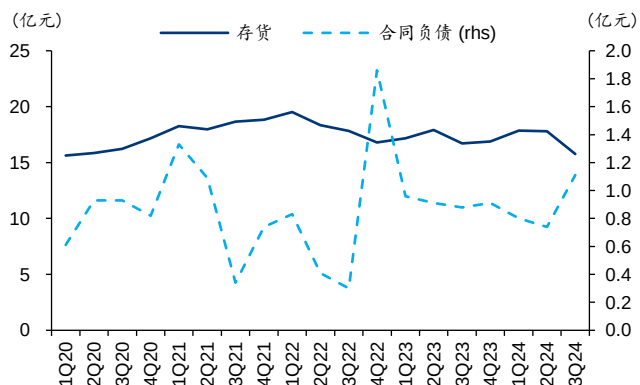


资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

2024 年是经营质量改善年。

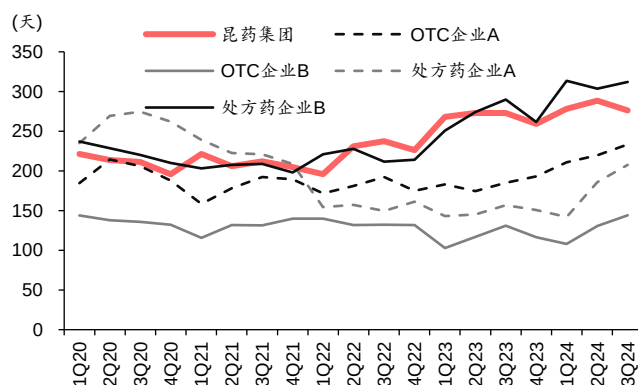
- 1) 公司近年持续进行资产减值，资产与信用合计减值 2021~2023 年 0.5 亿元、1.1 亿元、1.2 亿元（当年归母净利润 5.1 亿元、3.8 亿元、4.5 亿元），1-3Q24 合计减值 0.7 亿元（当期归母净利润 3.9 亿元）。
- 2) 资产负债表方面，公司持续压降存货、优化营业周期、控制长期资本负债率，现金流量表方面，现金收入比维持，现金流净额持续平稳改善。

图表4：昆药集团：存货与合同负债



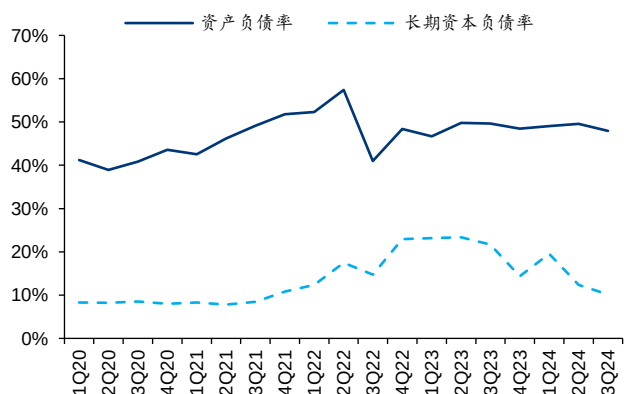
资料来源：Wind，华泰研究

图表5：行业头部企业营业周期比较



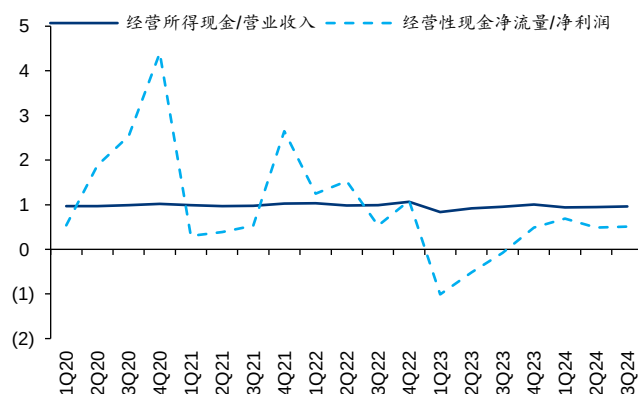
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：昆药集团：资产负债率



资料来源：Wind，华泰研究

图表7：昆药集团：现金流量表

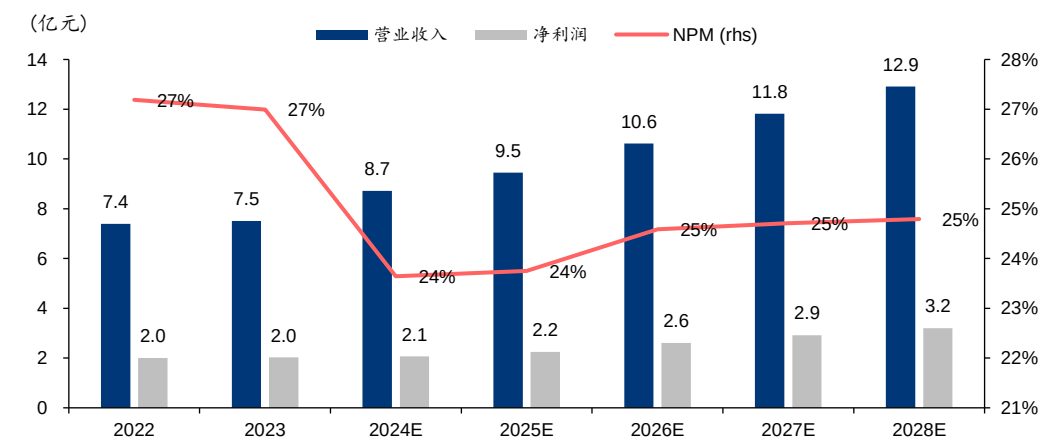


资料来源：Wind，华泰研究

华润圣火收购完成。

- 1) 公司 24 年 6 月公告收购华润圣火 51% 股权 (对价 17.91 亿元), 24 年 12 月公告完成收购。
- 2) 公司预计华润圣火 2024 年收入 8.7 亿元、净利润 2.1 亿元, 2025~2028 年复合增速 10%、12%。

图表8: 华润圣火: 收入与利润预测 (2022~2028E)



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

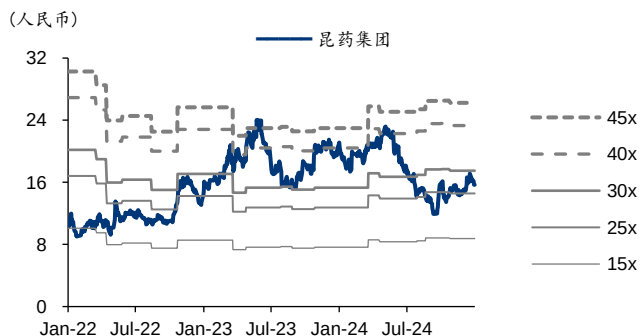
图表9: 估值表

公司代码	公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				P/E (倍)			CAGR 2024~26E	PEG 2025E
				2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
600750 CH	江中药业	23.19	146	708	781	889	1,006	19	16	15	12%	1.3
600085 CH	同仁堂	39.55	542	1,669	1,747	2,011	2,335	31	27	23	12%	2.3
600129 CH	太极集团	23.69	132	822	786	1,021	1,254	17	13	11	15%	0.9
	平均值							22	19	16	13%	1.5
600422 CH	昆药集团	15.77	119	445	559	707	894	21	17	13	26%	0.6

注: 数据截至 2024 年 1 月 2 日收盘

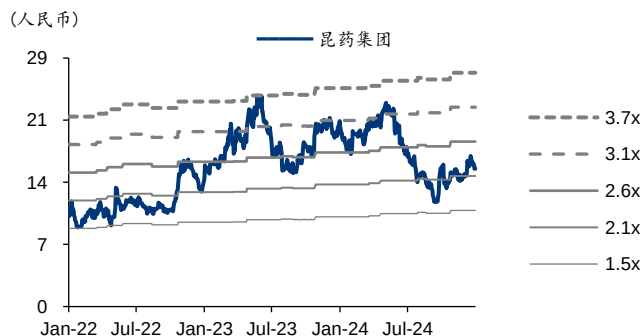
资料来源: Wind 一致预期, 华泰研究

图表10: 昆药集团 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表11: 昆药集团 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,766	7,031	8,178	8,948	10,052
现金	1,658	1,493	2,202	2,466	3,022
应收账款	2,437	2,551	2,808	3,111	3,438
其他应收账款	147.61	136.67	150.41	166.64	184.21
预付账款	244.16	135.71	146.78	159.09	172.40
存货	1,681	1,688	1,826	1,979	2,145
其他流动资产	598.63	1,026	1,045	1,067	1,090
非流动资产	2,666	2,534	2,534	2,555	2,600
长期投资	23.98	23.79	26.51	24.76	25.02
固定投资	1,168	1,084	987.29	890.31	792.11
无形资产	355.98	312.16	274.84	243.07	216.02
其他非流动资产	1,118	1,114	1,246	1,396	1,567
资产总计	9,432	9,565	10,712	11,503	12,652
流动负债	3,889	3,644	4,202	4,432	4,876
短期借款	912.76	725.49	1,017	939.28	1,038
应付账款	693.10	664.71	718.97	779.26	844.44
其他流动负债	2,283	2,254	2,466	2,713	2,993
非流动负债	400.57	444.56	615.50	645.57	678.10
长期借款	60.00	107.56	278.51	308.57	341.11
其他非流动负债	340.57	336.99	336.99	336.99	336.99
负债合计	4,289	4,089	4,818	5,077	5,554
少数股东权益	159.50	179.13	191.02	206.07	225.08
股本	758.26	757.99	756.98	756.98	756.98
资本公积	1,161	1,158	1,144	1,144	1,144
留存公积	3,071	3,394	3,802	4,318	4,971
归属母公司股东权益	4,983	5,297	5,703	6,220	6,873
负债和股东权益	9,432	9,565	10,712	11,503	12,652

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	253.90	356.08	509.12	653.24	827.82
净利润	385.46	454.14	571.09	721.98	912.59
折旧摊销	216.07	171.25	166.19	161.86	158.36
财务费用	38.31	10.27	(11.03)	(16.45)	(18.47)
投资损失	(5.98)	(17.31)	(57.98)	(27.09)	(34.13)
营运资金变动	(477.27)	(413.82)	(171.24)	(199.16)	(202.63)
其他经营现金	97.32	151.56	12.10	12.10	12.10
投资活动现金	(234.60)	(339.22)	(122.34)	(167.06)	(181.84)
资本支出	(101.75)	(65.48)	(169.55)	(187.86)	(207.66)
长期投资	(183.30)	(291.06)	(2.72)	1.75	(0.26)
其他投资现金	50.44	17.32	49.93	19.04	26.08
筹资活动现金	67.80	(201.84)	321.38	(221.94)	(90.70)
短期借款	271.01	(187.28)	291.84	(78.04)	99.03
长期借款	(39.50)	47.56	170.95	30.06	32.53
普通股增加	0.00	(0.27)	(1.01)	0.00	0.00
资本公积增加	(7.74)	(3.54)	(13.04)	0.00	0.00
其他筹资现金	(155.98)	(58.32)	(127.35)	(173.96)	(222.25)
现金净增加额	89.84	(183.25)	708.16	264.24	555.28

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,282	7,703	8,478	9,393	10,383
营业成本	4,844	4,251	4,598	4,983	5,400
营业税金及附加	72.22	74.71	82.22	91.09	100.70
营业费用	2,433	2,433	2,798	3,056	3,343
管理费用	379.07	313.54	356.06	394.50	436.09
财务费用	38.31	10.27	(11.03)	(16.45)	(18.47)
资产减值损失	(67.59)	(65.93)	(38.96)	(27.37)	(17.43)
公允价值变动收益	10.67	1.03	1.03	1.03	1.03
投资净收益	5.98	17.31	57.98	27.09	34.13
营业利润	497.15	568.50	713.63	900.90	1,137
营业外收入	2.79	6.06	6.06	6.06	6.06
营业外支出	22.65	10.94	10.94	10.94	10.94
利润总额	477.29	563.62	708.75	896.02	1,133
所得税	91.83	109.48	137.67	174.04	219.99
净利润	385.46	454.14	571.09	721.98	912.59
少数股东损益	2.28	9.46	11.90	15.04	19.02
归属母公司净利润	383.18	444.68	559.19	706.94	893.58
EBITDA	665.34	730.19	702.02	910.64	1,131
EPS (人民币, 基本)	0.51	0.59	0.74	0.93	1.18

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	0.35	(6.99)	10.06	10.79	10.54
营业利润	(21.59)	14.35	25.53	26.24	26.26
归属母公司净利润	(24.52)	16.05	25.75	26.42	26.40
获利能力 (%)					
毛利率	41.52	44.82	45.77	46.95	47.99
净利率	4.65	5.90	6.74	7.69	8.79
ROE	7.50	8.29	9.69	11.24	12.86
ROIC	9.81	11.30	10.60	14.04	17.27
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.48	42.75	44.98	44.14	43.90
净负债比率 (%)	(6.09)	(7.24)	(10.91)	(14.86)	(19.43)
流动比率	1.74	1.93	1.95	2.02	2.06
速动比率	1.23	1.41	1.46	1.52	1.57
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.81	0.84	0.85	0.86
应收账款周转率	3.85	3.09	3.16	3.17	3.17
应付账款周转率	7.33	6.26	6.65	6.65	6.65
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.59	0.74	0.93	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.47	0.67	0.86	1.09
每股净资产(最新摊薄)	6.58	7.00	7.53	8.22	9.08
估值比率					
PE (倍)	31.31	26.98	21.46	16.97	13.43
PB (倍)	2.41	2.26	2.10	1.93	1.75
EV EBITDA (倍)	17.32	15.31	15.59	11.69	9.05

免责声明

分析师声明

本人，代雯、张云逸，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、张云逸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