

# 核心业务积极放量，新业务有序拓展

华泰研究

2025 年 4 月 26 日 | 中国内地

年报点评

医疗器械

公司 24 年实现收入/归母净利 6.21/2.47 亿元 (yoy+30.0%/+41.9%)，符合业绩快报预期。公司 1Q25 实现收入/归母净利 2.07/0.95 亿元 (yoy-26.5%/-34.8%)，我们推测主因国内行业政策调整、公司积极强化产品推广及研发投入，叠加 1Q24 国内呼吸道传染病流行强度较高导致业绩高基数 (1Q24 收入/归母净利占 24 全年比重为 45.3%/59.2%)。公司 24 年毛利率为 80.1% (yoy+4.1pct)，我们推测主因公司毛利率较高的常规产品收入占比进一步回升。公司 24 年经营性现金流量净额 3.05 亿元 (yoy+17.6%)，现金流水平积极向好。考虑公司产品品类积极拓展且国内外销售渠道持续完善，我们看好公司业务具备较强成长性。维持“买入”评级。

## 核心呼吸道系列产品积极放量，助力公司 24 年整体收入快速增长

1) 呼吸道系列产品: 24 年收入 6.07 亿元 (yoy+30.8%)，公司核心产品市场认可度持续提升。考虑公司呼吸道检测产品品类丰富且拥有多款国产唯一或第一属性大单品，叠加销售渠道网络布局持续拓展，我们看好公司核心业务 25 年保持向好发展。2) 增量业务: 24 年优生优育系列、其他系列及 POCT 诊断仪器分别实现收入 417/1036/16 万元，分别 yoy+0.8%/+7.4%/-70.0%。考虑公司优生优育及消化道等新品陆续获批且销售推广有望与现有渠道网络持续协同，我们看好公司增量业务 25 年进一步增厚整体业绩。

## 新业务有序拓展，筑牢长期发展基础

1) 新产品: 截至 4M25，公司多款化学发光及 PCR 新品已国内获批并使公司成为同时拥有抗体检测、抗原检测、分子检测产品的 IVD 企业，竞争力持续提升。2) 新场景: 公司于 24 年持续加强 C 端业务投入力度，在产品、研发、营销等条线均配备独立团队，积极迎合国内外居家检测业务新场景。3) 新市场: 截至 24 年底，公司在东南亚市场的产品销售已初具规模，在欧美市场正推进相关 IVDR 产品、FDA 产品的临床试验与申报工作，海外市场拓展工作有序推进。4) 新领域: 公司于 24 年战略进军以神经系统疾病检测市场为代表的新检测领域，在持续丰富产品矩阵的同时积极打造公司业务的第二增长曲线。我们看好公司业务的持续拓展并夯实长期发展基础。

## 盈利预测与估值

考虑国内行业政策调整对于公司收入增速的短期扰动，叠加公司积极提升销售及研发投入强度，我们调整 25-27 年 EPS 至 1.92/2.21/2.53 元 (相比 25/26 年下调 51%/57%)。公司产品矩阵丰富且市场竞争力持续提升，给予公司 25 年 21x PE (可比公司 Wind 一致预期均值 18x)，对应目标价 40.23 元 (前值 58.50 元，对应 25 年 15x PE，可比公司 Wind 一致预期均值前值 13x)。

风险提示: 核心产品销售不达预期，市场竞争加剧，核心技术人员流失。

## 经营预测指标与估值

| 会计年度             | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (人民币百万)     | 478.02 | 621.39 | 652.77 | 750.45 | 855.30 |
| +/-%             | 7.03   | 29.99  | 5.05   | 14.96  | 13.97  |
| 归属母公司净利润 (人民币百万) | 173.95 | 246.86 | 261.42 | 301.01 | 345.75 |
| +/-%             | 15.44  | 41.92  | 5.90   | 15.14  | 14.86  |
| EPS (人民币，最新摊薄)   | 1.27   | 1.81   | 1.92   | 2.21   | 2.53   |
| ROE (%)          | 9.85   | 12.87  | 12.56  | 13.20  | 13.73  |
| PE (倍)           | 26.12  | 18.41  | 17.38  | 15.10  | 13.14  |
| PB (倍)           | 2.47   | 2.28   | 2.10   | 1.90   | 1.72   |
| EV/EBITDA (倍)    | 11.86  | 9.63   | 8.52   | 6.76   | 5.22   |

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):

40.23

研究员

SAC No. S0570516120002  
SFC No. BFI915

代雯

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

研究员

SAC No. S0570520080002

高鹏

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

研究员

SAC No. S0570523060001  
SFC No. BTX488

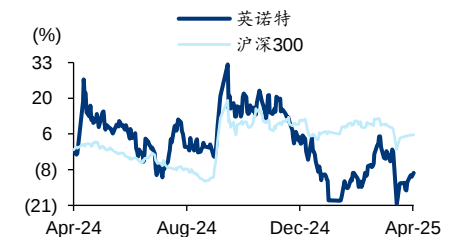
杨昌源

yangchangyuan@htsc.com  
+(86) 21 3847 6751

## 基本数据

|                       |             |
|-----------------------|-------------|
| 目标价 (人民币)             | 40.23       |
| 收盘价 (人民币 截至 4 月 25 日) | 33.30       |
| 市值 (人民币百万)            | 4,544       |
| 6 个月平均日成交额 (人民币百万)    | 109.22      |
| 52 周价格范围 (人民币)        | 29.02-48.28 |
| BVPS (人民币)            | 15.11       |

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 盈利预测与估值

我们调整公司盈利预测，主要基于：

- 1) 收入增速：考虑外部行业政策调整对于公司收入增速的阶段性扰动，我们下调公司 25-26 年收入增速预测。
- 2) 销售费用率及研发费用率：考虑公司积极提升销售推广及新品研发投入强度，24 年公司销售费用率及研发费用率同比提升明显（公司 24 年销售费用率/研发费用率为 15.2%/15.6%，yoy+3.0pct/+4.5pct），我们上调公司 25-26 年销售费用率及研发费用率预测。
- 3) 管理费用率：综合考虑公司 24 年管理费用率实际情况，我们上调公司 25-26 年管理费用率预测。

图表1：盈利预测调整表

| (人民币百万元) |           | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-----------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 调整前       | 1136  | 1457  |       |
|          | 调整后       | 653   | 750   | 855   |
|          | (+/-) %   | -43%  | -48%  |       |
| 毛利       | 调整前       | 915   | 1160  |       |
|          | 调整后       | 521   | 598   | 680   |
|          | (+/-) %   | -43%  | -48%  |       |
| 毛利率      | 调整前       | 80.6% | 79.7% |       |
|          | 调整后       | 79.9% | 79.7% | 79.5% |
|          | (+/-) pct | -0.69 | 0.05  |       |
| 销售费用     | 调整前       | 110   | 137   |       |
|          | 调整后       | 104   | 122   | 139   |
|          | (+/-) %   | -5%   | -11%  |       |
| 销售费用率    | 调整前       | 9.7%  | 9.4%  |       |
|          | 调整后       | 16.0% | 16.2% | 16.3% |
|          | (+/-) pct | 6.30  | 6.80  |       |
| 管理费用     | 调整前       | 66    | 80    |       |
|          | 调整后       | 55    | 62    | 69    |
|          | (+/-) %   | -16%  | -22%  |       |
| 管理费用率    | 调整前       | 5.8%  | 5.5%  |       |
|          | 调整后       | 8.5%  | 8.3%  | 8.1%  |
|          | (+/-) pct | 2.68  | 2.80  |       |
| 研发费用     | 调整前       | 107   | 132   |       |
|          | 调整后       | 95    | 107   | 120   |
|          | (+/-) %   | -12%  | -19%  |       |
| 研发费用率    | 调整前       | 9.4%  | 9.1%  |       |
|          | 调整后       | 14.5% | 14.3% | 14.0% |
|          | (+/-) pct | 5.06  | 5.23  |       |
| 归母净利润    | 调整前       | 532   | 706   |       |
|          | 调整后       | 261   | 301   | 346   |
|          | (+/-) %   | -51%  | -57%  |       |

资料来源：华泰研究预测

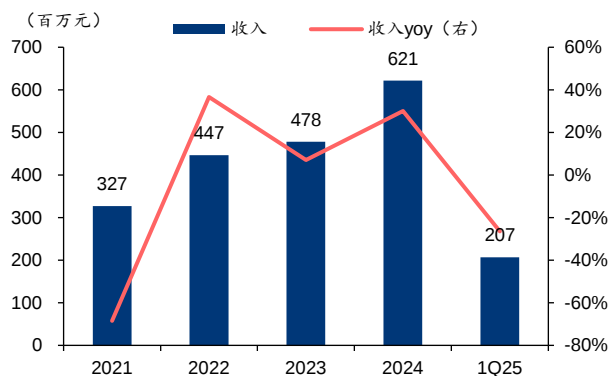
图表2：英诺特可比公司估值

| 公司         | 代码        | 市值 (亿元)    | PE(x)     |           |           |
|------------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|
|            |           |            | 2024E     | 2025E     | 2026E     |
| 万孚生物       | 300482 CH | 101        | 18        | 15        | 13        |
| 迪瑞医疗       | 300396 CH | 36         | 26        | 18        | 14        |
| 艾德生物       | 300685 CH | 82         | 32        | 23        | 19        |
| 乐普医疗       | 300003 CH | 211        | 86        | 19        | 17        |
| 安图生物       | 603658 CH | 224        | 19        | 17        | 14        |
| <b>平均值</b> |           | <b>131</b> | <b>36</b> | <b>18</b> | <b>15</b> |

注：均采用 Wind 一致性预期；定价日是 2025 年 4 月 25 日

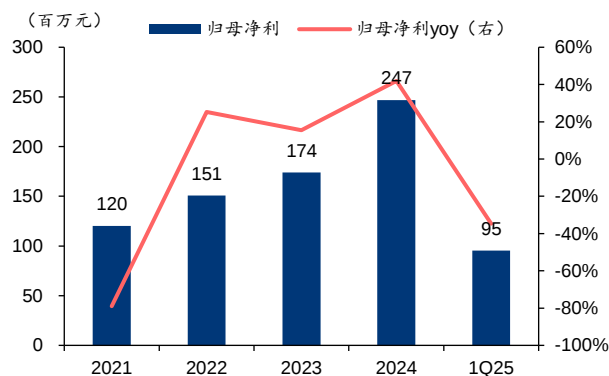
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

### 风险提示

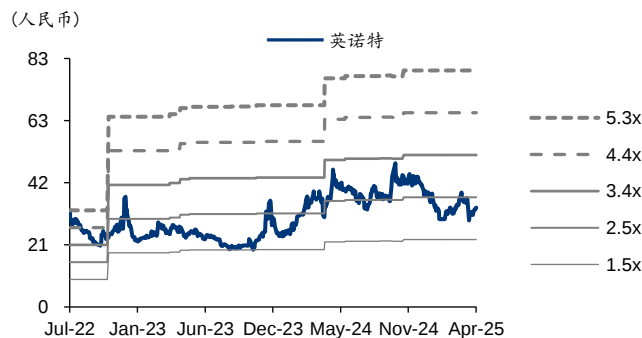
- 1) 核心产品销售不达预期的风险。**产品认可度是公司商业化推广进度的关键因素，若产品检测准确性等性能表现不佳，则可能会造成其产品认可度的大幅下降并预计对产品销售情况产生不利影响。
- 2) 市场竞争加剧的风险。**如果公司未来在日趋激烈的市场竞争中，误判行业发展趋势和市场动态，可能面临竞争优势减弱而导致经营业绩下降风险。
- 3) 核心技术人员流失的风险。**未来随着行业竞争加剧，存在核心技术人员流失风险，可能导致公司面临产品研发受阻、终止甚至核心技术外泄的严重后果，进而对公司的经营和发展造成不利影响。

图表5：英诺特 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表6：英诺特 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)   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 1,873  | 1,998  | 2,179  | 2,425  | 2,709  |
| 现金             | 166.46 | 307.73 | 487.89 | 721.46 | 992.56 |
| 应收账款           | 105.17 | 37.83  | 36.08  | 39.59  | 43.21  |
| 其他应收账款         | 1.68   | 1.95   | 2.05   | 2.35   | 2.68   |
| 预付账款           | 7.10   | 5.75   | 6.12   | 7.09   | 8.15   |
| 存货             | 61.51  | 43.47  | 46.23  | 53.60  | 61.62  |
| 其他流动资产         | 1,531  | 1,601  | 1,601  | 1,601  | 1,601  |
| <b>非流动资产</b>   | 193.04 | 214.91 | 216.43 | 217.27 | 214.15 |
| 长期投资           | 18.16  | 17.15  | 17.15  | 17.15  | 17.15  |
| 固定投资           | 115.08 | 111.35 | 118.81 | 117.08 | 115.82 |
| 无形资产           | 7.02   | 6.79   | 6.56   | 6.34   | 6.13   |
| 其他非流动资产        | 52.78  | 79.62  | 73.90  | 76.69  | 75.04  |
| <b>资产总计</b>    | 2,066  | 2,212  | 2,396  | 2,642  | 2,923  |
| <b>流动负债</b>    | 215.23 | 210.21 | 218.15 | 242.12 | 267.70 |
| 短期借款           | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 应付账款           | 63.57  | 90.93  | 96.69  | 112.11 | 128.88 |
| 其他流动负债         | 151.67 | 119.28 | 121.46 | 130.01 | 138.82 |
| <b>非流动负债</b>   | 8.41   | 8.86   | 8.91   | 8.91   | 8.91   |
| 长期借款           | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他非流动负债        | 8.41   | 8.86   | 8.91   | 8.91   | 8.91   |
| <b>负债合计</b>    | 223.65 | 219.07 | 227.06 | 251.03 | 276.62 |
| 少数股东权益         | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 股本             | 136.06 | 136.46 | 136.46 | 136.46 | 136.46 |
| 资本公积           | 1,024  | 1,036  | 981.99 | 981.99 | 981.99 |
| 留存公积           | 682.51 | 874.94 | 1,050  | 1,273  | 1,528  |
| 归属母公司股东权益      | 1,842  | 1,993  | 2,169  | 2,391  | 2,647  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2,066  | 2,212  | 2,396  | 2,642  | 2,923  |

### 现金流量表

| 会计年度 (人民币百万)  | 2023     | 2024     | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|----------|----------|---------|---------|---------|
| <b>经营活动现金</b> | 259.85   | 305.46   | 267.67  | 306.96  | 349.80  |
| 净利润           | 173.95   | 246.86   | 261.42  | 301.01  | 345.75  |
| 折旧摊销          | 32.92    | 29.69    | 28.94   | 30.83   | 32.86   |
| 财务费用          | (7.96)   | (7.10)   | (8.74)  | (13.44) | (19.51) |
| 投资损失          | (16.93)  | (24.57)  | (20.75) | (22.66) | (21.70) |
| 营运资金变动        | 36.65    | 51.82    | 2.65    | 6.63    | 7.33    |
| 其他经营现金        | 41.23    | 8.76     | 4.14    | 4.59    | 5.07    |
| <b>投资活动现金</b> | (428.92) | (63.01)  | (9.36)  | (8.71)  | (7.74)  |
| 资本支出          | (16.97)  | (36.16)  | (22.85) | (22.51) | (21.38) |
| 长期投资          | (428.94) | (51.68)  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他投资现金        | 16.99    | 24.83    | 13.48   | 13.80   | 13.64   |
| <b>筹资活动现金</b> | (44.48)  | (102.74) | (78.15) | (64.68) | (70.95) |
| 短期借款          | (17.62)  | 0.00     | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 长期借款          | 0.00     | 0.00     | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 普通股增加         | 0.00     | 0.40     | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 资本公积增加        | 2.33     | 11.19    | (53.67) | 0.00    | 0.00    |
| 其他筹资现金        | (29.19)  | (114.33) | (24.48) | (64.68) | (70.95) |
| 现金净增加额        | (212.21) | 141.27   | 180.16  | 233.56  | 271.11  |

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)  | 2023    | 2024   | 2025E  | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|--------|--------|---------|---------|
| <b>营业收入</b>   | 478.02  | 621.39 | 652.77 | 750.45  | 855.30  |
| 营业成本          | 114.81  | 123.51 | 131.33 | 152.27  | 175.06  |
| 营业税金及附加       | 3.21    | 4.75   | 4.99   | 5.73    | 6.54    |
| 营业费用          | 58.18   | 94.25  | 104.44 | 121.57  | 139.41  |
| 管理费用          | 40.92   | 55.36  | 55.49  | 62.29   | 69.28   |
| 财务费用          | (7.96)  | (7.10) | (8.74) | (13.44) | (19.51) |
| 资产减值损失        | (45.24) | (4.03) | (4.03) | (4.03)  | (4.03)  |
| 公允价值变动收益      | 9.15    | 7.46   | 8.31   | 7.89    | 8.10    |
| 投资净收益         | 16.93   | 24.57  | 20.75  | 22.66   | 21.70   |
| <b>营业利润</b>   | 200.05  | 276.18 | 293.07 | 337.29  | 387.30  |
| 营业外收入         | 0.29    | 1.08   | 0.51   | 0.63    | 0.74    |
| 营业外支出         | 1.98    | 0.74   | 0.74   | 0.74    | 0.74    |
| <b>利润总额</b>   | 198.36  | 276.53 | 292.84 | 337.18  | 387.30  |
| 所得税           | 24.41   | 29.67  | 31.42  | 36.17   | 41.55   |
| <b>净利润</b>    | 173.95  | 246.86 | 261.42 | 301.01  | 345.75  |
| 少数股东损益        | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| 归属母公司净利润      | 173.95  | 246.86 | 261.42 | 301.01  | 345.75  |
| EBITDA        | 240.70  | 276.04 | 290.82 | 332.09  | 378.13  |
| EPS (人民币, 基本) | 1.28    | 1.81   | 1.92   | 2.21    | 2.53    |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)          | 2023   | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>       |        |         |         |         |         |
| 营业收入              | 7.03   | 29.99   | 5.05    | 14.96   | 13.97   |
| 营业利润              | 18.97  | 38.06   | 6.11    | 15.09   | 14.83   |
| 归属母公司净利润          | 15.44  | 41.92   | 5.90    | 15.14   | 14.86   |
| <b>获利能力 (%)</b>   |        |         |         |         |         |
| 毛利率               | 75.98  | 80.12   | 79.88   | 79.71   | 79.53   |
| 净利率               | 36.39  | 39.73   | 40.05   | 40.11   | 40.42   |
| ROE               | 9.85   | 12.87   | 12.56   | 13.20   | 13.73   |
| ROIC              | 149.04 | 305.16  | 351.54  | 481.72  | 770.27  |
| <b>偿债能力</b>       |        |         |         |         |         |
| 资产负债率 (%)         | 10.83  | 9.90    | 9.48    | 9.50    | 9.46    |
| 净负债比率 (%)         | (8.67) | (15.12) | (22.23) | (29.92) | (37.28) |
| 流动比率              | 8.70   | 9.50    | 9.99    | 10.02   | 10.12   |
| 速动比率              | 8.38   | 9.19    | 9.67    | 9.70    | 9.80    |
| <b>营运能力</b>       |        |         |         |         |         |
| 总资产周转率            | 0.24   | 0.29    | 0.28    | 0.30    | 0.31    |
| 应收账款周转率           | 4.17   | 8.69    | 17.66   | 19.83   | 20.66   |
| 应付账款周转率           | 1.73   | 1.60    | 1.40    | 1.46    | 1.45    |
| <b>每股指标 (人民币)</b> |        |         |         |         |         |
| 每股收益(最新摊薄)        | 1.27   | 1.81    | 1.92    | 2.21    | 2.53    |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 1.90   | 2.24    | 1.96    | 2.25    | 2.56    |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 13.50  | 14.61   | 15.89   | 17.52   | 19.39   |
| <b>估值比率</b>       |        |         |         |         |         |
| PE (倍)            | 26.12  | 18.41   | 17.38   | 15.10   | 13.14   |
| PB (倍)            | 2.47   | 2.28    | 2.10    | 1.90    | 1.72    |
| EV EBITDA (倍)     | 11.86  | 9.63    | 8.52    | 6.76    | 5.22    |

## 免责声明

### 分析师声明

本人，代雯、高鹏、杨昌源，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](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、高鹏、杨昌源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。
- 英诺特 (688253 CH)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 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