



1H25 稳步增长，有序减亏

华泰研究

2025 年 8 月 19 日 | 中国香港

中报点评

生物医药

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

21.43

代雯, PhD

SAC No. S0570516120002
SFC No. BFI915

研究员

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

袁中平

SAC No. S0570520050001
SFC No. BPK414

研究员

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

陈睿恬

SAC No. S0570525070002
SFC No. BUQ491

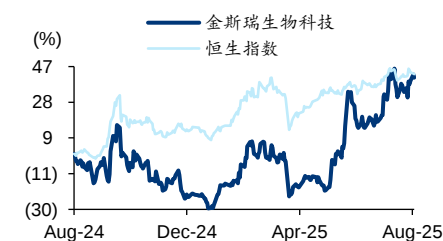
研究员

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

基本数据

目标价(港币)	21.43
收盘价(港币 截至 8 月 19 日)	17.94
市值(港币百万)	39,127
6 个月平均日成交额(港币百万)	349.68
52 周价格范围(港币)	8.88-18.96
BVPS(美元)	2.03

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	594.49	973.26	777.70	863.52
+/-%	6.07	63.72	(20.09)	11.03
归属母公司净利润(百万)	2,962	10.78	49.12	318.47
+/-%	601.00	(99.64)	355.74	548.31
EPS(最新摊薄)	1.39	0.01	0.02	0.15
ROE(%)	93.03	0.25	1.12	6.97
PE(倍)	1.65	452.91	99.38	15.33
PB(倍)	1.13	1.12	1.11	1.03
EV EBITDA(倍)	(41.15)	60.67	56.56	15.04
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

公司公布上半年业绩: 2025 年 H1 实现收入 5.19 亿美元 (+81.9%yoy), 净利润-0.25 亿美元 (2024 年 H1 -2.16 亿美元, 同比减亏 89%), 持续经营业务 (不含传奇) 经调整净利润 1.78 亿美元 (2024 年 H1 0.29 亿美元, 同比增长 510%); 收入/利润同比大幅增长主因确认礼新授权收入分成。公司 H1 业绩符合业绩预告。我们看好公司有序扭亏盈利, 维持“买入”评级。

收入稳健增长, 利润短期承压于长远布局

1) 生命科学: 收入 2.48 亿美元 (+11.3%yoy), 经调整经营利润 0.46 亿美元 (1H24 0.48 亿美元), 收入增长主因业务进展, 利润率下降主因营销转型及研发投入增长; 其中, 定制蛋白服务收入同比+52%, 占比提升至近 30%。2) CDMO: 收入 2.47 亿美元 (+511.1%yoy), 经调整经营利润 1.50 亿美元 (1H24 -0.19 亿美元), 主因确认礼新分成 (约 2 亿美元), 且常规业务亦实现双位数收入增长; 不考虑新产能增量成本, 常规业务毛利率同比持平; 常规业务中, 抗体蛋白药新获 CMC 及其他项目 20 个 (1H24 13 个), CGT 新获 26 个 (1H24 24 个); 此外, 公司目前已有逾 30 项可供对外授权的抗体资产, 且独家 CD3 单抗抗体有望于今年底-明年初达成对外合作。3) 合成生物学: 收入 28.3 百万美元 (+8.4%yoy, 人民币计价+~10%yoy), 经调整净利润-0.6 百万美元 (1H24 2.3 百万美元), 收入及毛利增长得益于全球业务扩大, 净亏损主因研发开支增加。

减亏按部就班, 经调整盈利有望持续

公司将集团内各业务分部全年指引维持或上调为: 1) 生命科学: 预计 H2 增长加速, 全年收入增长从 10-15%更新为 13-15%, 经调整毛利率持平, 经调整营业利润率约 18%。2) CDMO: FFS 收入 (不含授权收益) 增长 15-20%, 持续获得礼新对外授权的现金付款 (包括下半年 3 亿美元里程碑的 25%)。3) 合成生物学: 预计 H2 增长显著提速, 且高毛利产品组合和海外收入占比提升有望拉动利润率, 全年收入增长 20-25%, 经调整毛利率提升至约 45%。

CARVYKTI 增长强劲, 传奇生物预计 2026 年扭亏

1H25 公司录得应占传奇生物的亏损 1.94 亿美元 (我们估测除 1.07 亿美元按股权占比得分摊账面损失外, 还包括出表增值部分摊销及股权稀释影响); 其中, CARVYKTI 1H25 销售额 8.08 亿美元 (+136%yoy), Q1/Q2 分别为 3.69/4.39 亿美元 (+10/19%qoq)。我们看好 CARVYKTI 的充足后劲, 驱动来自在全球渗透加强、新产能投产及新适应症研发推进。

盈利预测与估值

我们预测公司 2025-2027 年收入分别为 9.73/7.78/8.64 亿美元 (+64/-20/+11%yoy; 前值 9.13/7.68/8.53 亿美元, 略有上调主因上调对公司生命科学业务增速及礼新授权收入分成的预期), 归母净利润分别为 0.11/0.49/3.18 亿美元 (2026/27 年 +356/548%yoy; 2025-27 年前值 1.76/2.64/5.01 亿美元), 对应 EPS 为 0.01/0.02/0.15 美元, 利润预测下调 94/81/36%, 主因下调对联营公司传奇生物利润贡献的预期。我们给予公司 SOTP 市值 467.40 亿港元 (持续经营业务 212.43 亿港元+联营公司损益 254.98 亿港元), 对应目标价 21.43 港币 (前值 19.59 港币, 上调主因持续经营业务的可比公司市值上涨, 及考虑港股流动性回暖下 (年初至今, HSHCI 收益率领先 XBI 近 90%) 拆除对联营公司损益原有的 20%估值折价), 维持“买入”评级。

风险提示: CDMO 持续承压风险、西达基奥仑赛销售放量不及预期。

盈利预测调整

我们对金斯瑞盈利预测的调整主要基于：

- 1) 考虑到公司将生命科学业务全年收入增速指引上调至 13-15%，我们将该业务 2025 年全年收入增速预测上调至 15%。
- 2) 根据公司公开交流材料，蓬勃生物有望于 2025 年 H2 收到礼新 3 亿美元里程碑收入的 25%，我们据此上调蓬勃生物 2025 年收入预测。
- 3) 根据联营公司传奇生物 H1 实际业绩表现（毛利率波动、汇兑损失等），以及 H1 金斯瑞报表中所反映的与传奇生物相关的非按股权占比分配的亏损，我们下调对 2025-27 年传奇生物对金斯瑞利润贡献的预测。

图表1：金斯瑞：盈利预测调整

百万美元		2025E	2026E	2027E
营收	调整前	913	768	853
	调整后	973	778	864
	(+/-) %	7	1	1
生命科学	调整前	510	574	633
	调整后	517	581	642
	(+/-) %	1	1	1
生物制剂开发服务	调整前	337	116	127
	调整后	391	118	129
	(+/-) %	16	2	2
工业合成生物产品	调整前	66	79	92
	调整后	66	79	92
	(+/-) %	-	-	-
毛利	调整前	541	350	391
	调整后	569	354	396
	(+/-) %	5	1	1
销售费用	调整前	103	111	123
	调整后	103	113	125
	(+/-) %	-0	1	1
管理费用	调整前	134	128	136
	调整后	127	130	140
	(+/-) %	-5	2	3
研发费用	调整前	73	74	82
	调整后	69	77	86
	(+/-) %	-5	4	4
来自传奇生物的联营公司损益	调整前	-28	192	419
	调整后	-227	9	261
	(+/-) %	-710	-95	-38
归母净利润	调整前	176	264	501
	调整后	11	49	318
	(+/-) %	-94	-81	-36

资料来源：华泰研究预测

估值方法

运用 SOTP 方法,我们认为公司合理估值为 467.40 亿港元(港币/美元汇率为 7.80,下同),其中包括基于 PS 估值的持续经营业务估值 212.43 亿港元,以及基于联营公司比较的联营公司损益估值 254.98 亿港元;对应目标价 21.43 港币,维持“买入”评级。详情如下:

持续经营业务估值: PS

我们预计 2025-27E 年金斯瑞合并报表营收分别为 9.73/7.78/8.64 亿美元;其中,在计算 PS 估值时,考虑到公司未来授权收入分成连续性尚未得到证实,我们暂不考虑来自礼新的授权收入分成。综合考虑业务结构、技术基础、增长前景以及沪港通因素,我们选择药明生物、赛默飞和诺维信作为可比公司。考虑到公司的产能扩张和项目增长尚未兑现为营收,我们给予金斯瑞非细胞治疗业务 2025E PS 3.98x (前值 3.98x),在可比公司市场一致预期均值 4.97x 的基础上折价 20% (折价率与前值持平,有望随着新产能的爬坡和盈亏达到平衡而消除),对应估值 212.43 亿港元 (前值 210.34 亿港元)。

图表2: 金斯瑞非细胞治疗业务: 可比公司估值法

公司	代码	总市值 (RMB/USD/DKKbn)	营业收入 (RMB/USD/DKKbn)			PS		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
药明生物	2269 HK	111.11	18.68	21.24	24.54	5.95	5.23	4.53
赛默飞世尔	TMO US	184.10	42.88	43.88	45.92	4.29	4.20	4.01
诺维信	NSISB DC	172.08	29.43	31.40	33.76	5.85	5.48	5.10
平均						5.36	4.97	4.54

注: 定价日期北京时间为 2025 年 8 月 19 日; 药明生物以人民币为定期报告计价单位, 此处将药明生物市值及收入均统一以人民币为单位; 药明生物预测值基于 Wind 一致预期, 赛默飞世尔、诺维信预测值基于彭博一致预期

资料来源: 彭博一致预期, Wind 一致预期, 华泰研究

联营公司损益估值: 参考传奇生物

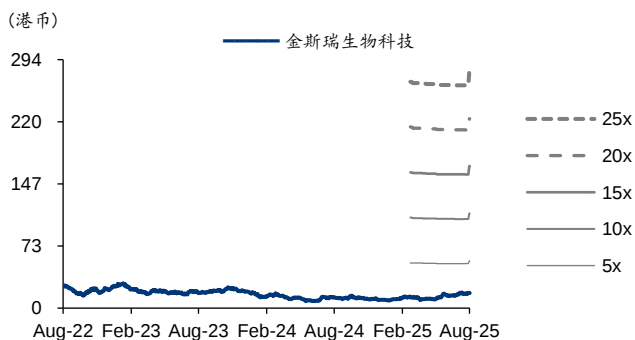
鉴于公司联营公司传奇生物为美股上市公司, 我们参考其纳斯达克市值估测公司有望自传奇生物获取的应占联营公司损益的公允价值。截至最新收盘价 (北京时间 2025 年 8 月 19 日), 传奇生物的市值为 68.78 亿美元 (前值 70.23 亿美元)。考虑到港股流动性回暖 (年初至今, HSHCI 收益率领先 XBI 近 90%), 我们拆除原有的 20% 纳斯达克-H 股流动性折价; 考虑到金斯瑞持有传奇生物 48% 的股权, 给予金斯瑞细胞治疗板块的公允价值为 254.98 亿港元 (前值 210.25 亿港元, 基于 20% 流动性折价)。

风险提示

CDMO 持续承压风险: 当前蓬勃生物 (集团下 CDMO 业务子公司) 尚未实现常规业务稳定盈利, 若蓬勃生物无法实现规模化带来的盈利, 可能导致其持续拖累公司利润。

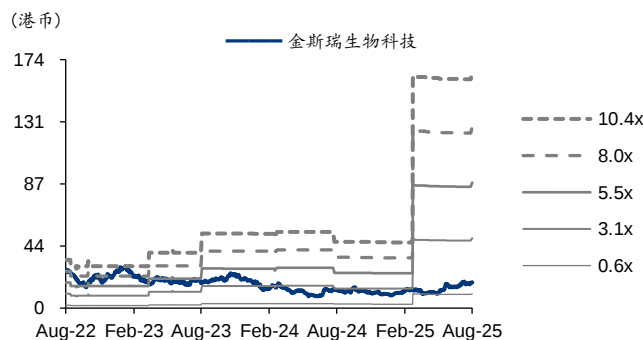
西达基奥仑赛销售放量不及预期: 西达基奥仑赛为公司联营公司传奇生物的核心产品, 若其销售放量不及预期, 可能拖累传奇生物扭亏进度, 进而对公司利润端造成不利影响。

图表3: 金斯瑞生物科技 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表4: 金斯瑞生物科技 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	560.48	594.49	973.26	777.70	863.52
销售成本	(289.85)	(322.36)	(403.92)	(423.44)	(467.50)
毛利润	270.63	272.13	569.35	354.26	396.02
销售及分销成本	(80.14)	(88.12)	(103.16)	(112.73)	(124.69)
管理费用	(106.82)	(114.38)	(127.49)	(130.31)	(140.21)
其他收入/支出	(5.61)	(3.10)	(5.08)	(4.06)	(4.50)
财务成本净额	16.85	20.86	(2.35)	(2.54)	7.28
应占联营公司利润及亏损	(1.38)	(39.07)	0.00	0.00	0.00
税前利润	168.89	(170.80)	43.57	45.22	317.53
税费开支	(6.01)	(2.98)	(0.44)	(0.45)	(3.18)
少数股东损益	(259.64)	(106.59)	32.35	(4.36)	(4.12)
归母净利润	422.52	2,962	10.78	49.12	318.47
折旧和摊销	(54.92)	(53.91)	(48.82)	(44.79)	(40.50)
EBITDA	206.96	(137.75)	94.74	92.55	350.74
EPS (美元, 基本)	0.20	1.39	0.01	0.02	0.15

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	53.35	31.10	74.71	36.21	86.25
应收账款和票据	217.44	116.29	430.08	6.51	478.26
现金及现金等价物	1,446	131.99	151.75	626.09	598.13
其他流动资产	635.92	555.60	679.80	526.11	692.74
总流动资产	2,353	834.98	1,336	1,195	1,855
固定资产	608.10	518.00	407.42	314.03	219.15
无形资产	18.65	13.04	9.32	5.61	1.90
其他长期资产	407.44	3,912	3,912	3,912	3,912
总长期资产	1,034	4,443	4,329	4,232	4,133
总资产	3,387	5,278	5,665	5,427	5,989
应付账款	313.36	155.37	431.95	183.76	416.19
短期借款	57.01	88.75	145.29	116.10	128.91
其他负债	124.44	63.23	63.23	63.23	63.23
总流动负债	494.81	307.34	640.47	363.08	608.33
长期债务	287.21	17.31	28.34	22.64	25.14
其他长期债务	560.93	630.26	630.26	630.26	630.26
总长期负债	848.14	647.57	658.59	652.90	655.40
股本	2.12	2.14	2.14	2.14	2.14
储备/其他项目	1,389	4,319	4,330	4,378	4,697
股东权益	2,044	4,323	4,366	4,411	4,725
少数股东权益	653.28	2.19	34.54	30.19	26.07
总权益	2,698	4,326	4,401	4,441	4,751

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	11.55	1.65	452.91	99.38	15.33
PB	2.39	1.13	1.12	1.11	1.03
EV EBITDA	25.29	(41.15)	60.67	56.56	15.04
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	1.61	(2.67)	(0.91)	10.24	(1.01)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	206.96	(137.75)	94.74	92.55	350.74
融资成本	(16.85)	(20.86)	2.35	2.54	(7.28)
营运资本变动	158.09	(32.49)	(205.02)	367.57	(455.98)
税费	(6.01)	(2.98)	(0.44)	(0.45)	(3.18)
其他	(629.11)	269.73	(2.35)	(2.54)	7.28
经营活动现金流	(286.91)	75.65	(110.72)	459.67	(108.42)
CAPEX	(278.99)	39.99	65.47	52.31	58.09
其他投资活动	(78.74)	(1,496)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(357.73)	(1,456)	65.47	52.31	58.09
债务增加量	40.33	34.86	67.57	(34.89)	15.31
权益增加量	1,030	13.49	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	(2.24)	18.17	(2.35)	(2.54)	7.28
融资活动现金流	1,068	66.52	65.22	(37.43)	22.59
现金变动	423.62	(1,314)	19.97	474.56	(27.74)
年初现金	1,024	1,446	131.99	151.75	626.09
汇率波动影响	(1.22)	(0.22)	(0.22)	(0.22)	(0.22)
年末现金	1,446	131.99	151.75	626.09	598.13

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(10.42)	6.07	63.72	(20.09)	11.03
毛利润	(11.00)	0.55	109.22	(37.78)	11.79
营业利润	(136.67)	(199.45)	(130.09)	4.01	549.61
净利润	286.26	601.00	(99.64)	355.74	548.31
EPS	(285.62)	601.00	(99.64)	355.74	548.31
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	48.29	45.77	58.50	45.55	45.86
EBITDA	36.93	(23.17)	9.73	11.90	40.62
净利润率	75.39	498.22	1.11	6.32	36.88
ROE	24.80	93.03	0.25	1.12	6.97
ROA	14.24	68.36	0.20	0.89	5.58
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(53.91)	(0.60)	0.50	(11.05)	(9.40)
流动比率	4.76	2.72	2.09	3.29	3.05
速动比率	4.65	2.62	1.97	3.19	2.91
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.19	0.14	0.18	0.14	0.15
应收账款周转天数	103.26	101.05	101.05	101.05	101.05
应付账款周转天数	417.62	261.73	261.73	261.73	231.00
存货周转天数	70.35	47.15	47.15	47.15	47.15
现金转换周期	(244.01)	(113.53)	(113.53)	(113.53)	(82.80)
每股指标 (美元)					
EPS	0.20	1.39	0.01	0.02	0.15
每股净资产	0.96	2.04	2.06	2.08	2.23

免责声明

分析师声明

本人，代雯、袁中平、陈睿恬，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。
- 金斯瑞生物科技（1548 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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、袁中平、陈睿恬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。
- 金斯瑞生物科技（1548 HK）：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担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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2025年华泰证券股份有限公司