

收入利润好于预期，AI 能力持续落地

华泰研究

2025 年 8 月 20 日 | 中国香港

中报点评

互联网

平安好医生 1H25 收入 25.0 亿元，同比+19.5%，好于 Visible Alpha (VA) 一致预期的 24.2 亿元，主因公司与平安集团的医险协同持续深化以及公司的企业健康管理业务拓客稳健；非 IFRS 净利润 1.6 亿元，好于 VA 一致预期的 1.26 亿元，对应非 IFRS 净利率 6.6%，同比改善 2.3pp，主因 F 端和 B 端企康业务快速发展以及运营效率的持续提升。建议持续关注公司与集团的业务协同进展、未来商保领域的业务机会以及 AI 技术对公司业务的赋能情况。维持“买入”评级。

医疗服务：持续加深集团协同，推出“7+N+1”医疗 AI 产品体系

1H25 公司医疗服务收入同比增长 20.2% 至 12.8 亿元，主因公司持续加深与平安集团综合金融业务的协同，并提供更多以家庭医生为枢纽的多元化医疗服务。医疗服务毛利率为 36.5%，同比下降 3.2pp，主因板块内业务结构变化。管理层表示，1H25 公司持续推动 AI 在各大医疗健康养老场景应用落地，推出“7+N+1”医疗 AI 产品体系，名医数字分身服务已覆盖 8 大专科，AI 辅助咨询问诊准确率约 98%，复杂疾病 MDT 治疗方案准确率近 80%，AI 辅助医生日间门诊承接量可达 400 万人次；同时 AI 正助力业务效率提升，报告期内家医客均服务成本同比改善 52%，中台运营效率同比改善 50%。我们期待公司利用大模型技术结合自身医险数据闭环等优势，在中长期持续赋能自身医疗服务能力，帮助其实现家庭医生工作效率提升和用户体验改善，并复用至复杂疾病诊疗和医险结合产品服务创新等更多应用场景。

健康服务：优化低毛利实物类销售规模，持续聚焦“四到网络”建设

1H25 公司健康服务收入同增 7.0% 至 10.5 亿元，主因消费类健康服务项目如体检、基因检测类收入增加。健康服务毛利率为 29.4%，同比改善 4.6pp，主要得益于低盈利能力的实物类业务收入占比同比下降。在医疗服务网络上，公司进一步整合线上线下医疗服务资源，聚焦“四到”网络建设，截至 1H25，合作医院超 4,000 家，合作药店近 24 万家（2H24：23.5 万家）。

F 端付费用户数实现同比较快增长，B 端企业健管服务或有增量空间

公司在拓展高价值付费用户方面继续取得稳步进展：1H25 F 端战略业务总收入 14.3 亿元，同增 28.5%。报告期内公司付费用户数约 2,400 万，同增 35.1%，其中 F 端付费用户数约 2,000 万，同增 34.6%，在平安集团 2.45 亿个人金融用户中的渗透率达到 8.2%。B 端企康业务录得收入 5.3 亿元，同增 35.2%，付费服务企业数达 3,500 家（1H24：2,500 家），B 端付费用户数超 360 万人，同增 39.2%，彰显公司稳健的拓客进展。

盈利预测与估值

我们上调 2025-2027 年收入预测 2.5/5.0/7.6% 至人民币 55/62/69 亿元，主因与集团深度业务协同下，公司医健养服务需求释放有望好于我们此前预期；上调非 IFRS 归母净利润预测 10.0/14.5/16.4% 至 3.3/4.4/5.5 亿元，主因 1H 业绩略超预期，及公司业务上的 AI 技术应用或持续助力降本增效。考虑到平安集团对公司实现并表后，母集团与公司的协同效应正逐步加强，利润率在中长期存在进一步提升空间，且考虑到 2025 年公司初步完成并表后协同效应释放尚在进程中，我们将 DCF 估值法切换至相对估值法，并将估值窗口切换至 2026 年。我们选择卫宁健康、讯飞医疗、美年健康、京东健康、阿里健康和 HIMS 共 6 家从事医疗服务的相关公司为可比公司，给予公司 2026 年目标 PS 5x，较可比公司 2026 年平均值 4.2x 有所溢价，溢价主因公司与母公司平安集团的强大协同潜力及中长期利润率仍存提升空间，目标价 17.2 港元/股（前值：9.0 港元，基于 DCF 估值法）。

风险提示：与平安集团协同效应不及预期；AI 应用不及预期。

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

17.20

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

代雯, PhD

SAC No. S0570516120002
SFC No. BF1915

研究员

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

侯杰

SAC No. S0570523010002
SFC No. BRI004

研究员

houjie017864@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

曹卓铭

SAC No. S0570124020016
SFC No. BUT776

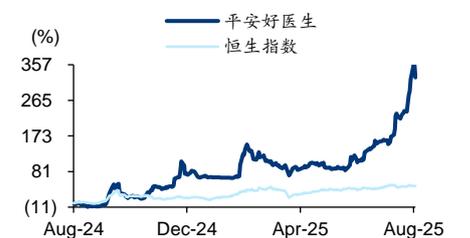
联系人

caozhuoming@htsc.com
+(86) 21 2897 2205

基本数据

目标价(港币)	17.20
收盘价(港币 截至 8 月 20 日)	15.74
市值(港币百万)	34,021
6 个月平均日成交额(港币百万)	152.16
52 周价格范围(港币)	5.53-18.30
BVPS(人民币)	4.49

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	4,808	5,520	6,227	6,905
+/-%	2.88	14.81	12.81	10.89
归母净利润(百万)	81.43	275.67	380.89	483.67
+/-%	(125.24)	238.54	38.17	26.98
归母净利润(调整后,百万)	151.56	332.20	444.67	554.39
+/-%	NA	119.19	33.85	24.68
EPS(调整后,最新摊薄)	0.07	0.17	0.22	0.28
PE(调整后,倍)	204.07	85.73	64.05	51.37
PB(倍)	8.62	2.94	2.81	2.66
ROE(调整后,%)	1.80	5.00	4.48	5.32
EV EBITDA(倍)	(1,070)	190.28	97.27	65.30
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

盈利预测调整

我们的主要盈利预测调整包括：

我们上调 2025/2026/2027 年收入预测 2.5/5.0/7.6% 至人民币 55/62/69 亿元，主因与集团深度业务协同下，公司医康养服务需求释放有望好于我们此前预期。

我们调整 2025/2026/2027 年非 IFRS 归母净利率预测至 6.0/7.1/8.0% (前值: 5.6/6.5/7.4%)，净利率预测上调主因其 AI 技术应用持续落地，或帮助降本增效推进节奏好于我们此前预期，此外收入预期上调或有望帮助公司经营杠杆进一步释放。

图表1：华泰预测变动

(人民币百万元)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %
收入	5,385	5,520	2.5	5,932	6,227	5.0	6,417	6,905	7.6
毛利润	1,693	1,811	7.0	1,908	2,110	10.6	2,116	2,406	13.7
经营利润	86	118	38.3	204	270	32.1	321	415	29.5
归母净利润	268	299	11.6	355	413	16.2	446	525	17.8
归母净利润, 非 IFRS	302	332	10.0	388	445	14.5	476	554	16.4
(%)	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp
毛利率	31.4	32.8	1.4	32.2	33.9	1.7	33.0	34.8	1.8
经营利润率	1.6	2.1	0.5	3.4	4.3	0.9	5.0	6.0	1.0
归母净利率	5.0	5.4	0.4	6.0	6.6	0.6	6.9	7.6	0.7
归母净利率, 非 IFRS	5.6	6.0	0.4	6.5	7.1	0.6	7.4	8.0	0.6

资料来源：华泰研究预测

估值方法

考虑到平安集团对公司实现并表后，母集团与公司的协同效应正逐步加强，利润率在中长期存在进一步提升空间，且考虑到 2025 年公司初步完成并表后协同效应释放尚在进程中，我们将 DCF 估值方法切换至可比公司估值法，并将估值窗口切换至 2026 年。我们选择卫宁健康、讯飞医疗、美年健康、京东健康、阿里健康和 HIMS 共 6 家从事医疗服务的相关公司作为可比公司，给予公司 2026 年目标 PS 5x，较可比公司 2026 年平均值 4.2x 有所溢价，溢价主因公司与母公司平安集团的强大协同潜力及中长期利润率仍存提升空间，对应目标价 17.2 港元/股（前值：9.0 港元/股，基于 DCF 估值法）。

图表2：可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR 2025-2027E	调整后 P/E			调整后净利 CAGR 2025-2027E
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	
卫宁健康	300253 CH	10.55	3,239	7.4	6.5	5.7	13.6	51.1	39.0	30.4	105.3
讯飞医疗	2506 HK	107.90	1,669	12.1	9.0	6.8	33.4	-	-	167.9	-
美年健康	002044 CH	5.87	3,218	2.0	1.8	1.6	9.8	37.9	27.3	21.3	56.3
京东健康	6618 HK	63.65	27,305	2.8	2.4	2.1	17.1	34.4	30.8	26.4	15.6
阿里健康	241 HK	5.34	11,115	2.4	2.2	2.0	9.9	35.0	29.1	24.6	21.0
Hims&Hers	HIMS US	42.18	9,534	4.0	3.4	3.0	28.8	38.3	30.0	23.5	22.0
平均值				5.1	4.2	3.5	19.8	39.3	31.2	25.2	44.0

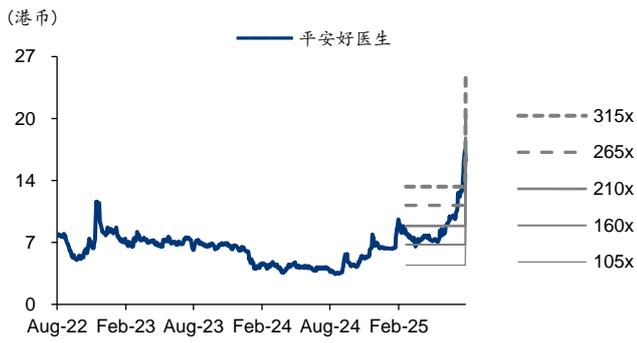
注：美股数据截至 8 月 19 日收盘，其它数据截至 8 月 20 日收盘；汇率选取美元兑人民币中间价 7.1: 1，港元兑人民币中间价 0.9: 1；由于讯飞医疗 2025-2026 年利润预期为负，暂不纳入 PE 平均值计算；

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

风险提示

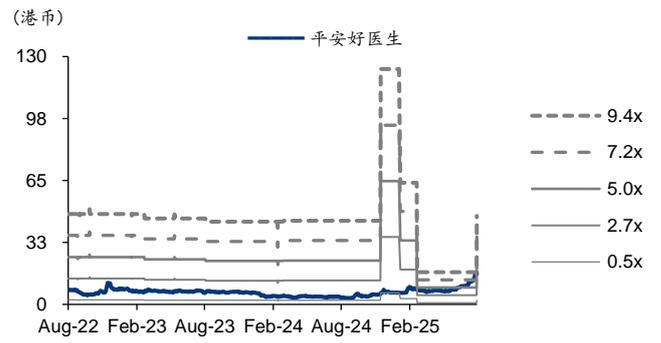
与平安集团协同效应不及预期；AI 应用不及预期。

图表3: 平安好医生 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表4: 平安好医生 PB-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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,674	4,808	5,520	6,227	6,905
销售成本	(3,165)	(3,285)	(3,709)	(4,117)	(4,499)
毛利润	1,509	1,523	1,811	2,110	2,406
销售及分销成本	(835.80)	(763.51)	(800.41)	(865.55)	(932.22)
管理费用	(1,481)	(929.98)	(977.05)	(1,065)	(1,153)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	243.12	182.56	195.97	188.82	201.84
应占联营公司利润及亏损	0.25	0.28	0.28	0.28	0.28
税前利润	(331.89)	93.77	314.74	459.04	617.20
税费开支	(2.97)	(5.45)	(15.74)	(45.90)	(92.58)
少数股东损益	(12.26)	6.89	23.34	32.25	40.95
净利润	(322.59)	81.43	275.67	380.89	483.67
非通用准则调整项	(29.11)	(70.13)	(56.53)	(63.77)	(70.72)
调整后归母净利润	(293.48)	151.56	332.20	444.67	554.39
折旧和摊销	(180.16)	(48.71)	(52.05)	(57.57)	(63.61)
EBITDA	(394.85)	(40.07)	170.82	327.80	478.97
EPS (人民币, 基本)	(0.15)	0.04	0.14	0.19	0.24

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	198.58	93.45	89.46	83.09	77.22
应收账款和票据	1,538	1,489	1,392	1,248	1,218
现金及现金等价物	1,951	2,145	2,635	3,286	3,934
其他流动资产	9,639	9,675	5,565	5,569	5,573
总流动资产	13,327	13,402	9,681	10,186	10,802
固定资产	85.68	77.15	61.58	58.74	64.97
无形资产	42.49	22.35	27.87	34.10	41.00
其他长期资产	3,064	3,278	3,280	3,280	3,280
总长期资产	3,193	3,377	3,370	3,373	3,386
总资产	16,520	16,780	13,051	13,560	14,189
应付账款	2,201	2,204	2,234	2,265	2,299
短期借款	43.62	28.62	28.62	28.62	28.62
其他负债	852.08	10,845	953.04	953.04	953.04
总流动负债	3,097	13,077	3,215	3,247	3,281
长期债务	144.99	111.38	111.38	111.38	111.38
其他长期债务	10.99	11.50	11.50	11.50	11.50
总长期负债	155.98	122.88	122.88	122.88	122.88
股本	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
储备/其他项目	13,284	3,589	9,699	10,144	10,698
股东权益	13,284	3,589	9,699	10,144	10,698
少数股东权益	(16.64)	(9.75)	13.59	45.84	86.79
总权益	13,267	3,580	9,713	10,190	10,785

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	NA	379.82	103.31	74.77	58.88
PB	2.33	8.62	2.94	2.81	2.66
调整后 PE (倍)	(105.38)	204.07	85.73	64.05	51.37
调整后 ROE	(2.19)	1.80	5.00	4.48	5.32
EV EBITDA	(83.84)	(1,070)	190.28	97.27	65.30
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(0.84)	(0.06)	0.64	1.17	1.21

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	(394.85)	(40.07)	170.82	327.80	478.97
融资成本	(243.12)	(182.56)	(195.97)	(188.82)	(201.84)
营运资本变动	147.87	74.41	131.10	181.37	70.10
税费	(2.97)	(5.45)	(15.74)	(45.90)	(92.58)
其他	210.20	252.99	264.39	253.86	263.20
经营活动现金流	(282.86)	99.33	354.61	528.29	517.85
CAPEX	(33.38)	(60.72)	(66.63)	(71.88)	(76.43)
其他投资活动	(1,453)	175.37	202.16	194.35	206.66
投资活动现金流	(1,486)	114.65	135.53	122.47	130.24
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	4.86	0.40	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	(72.21)	(38.83)	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	(67.36)	(38.44)	0.00	0.00	0.00
现金变动	(1,836)	175.54	490.14	650.76	648.09
年初现金	3,701	1,867	2,045	2,535	3,186
汇率波动影响	2.10	2.61	0.00	0.00	0.00
年末现金	1,867	2,045	2,535	3,186	3,834

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(24.13)	2.88	14.81	12.81	10.89
毛利润	(10.46)	0.98	18.89	16.53	14.00
营业利润	(17.57)	(84.52)	(233.04)	127.82	53.76
净利润	(46.90)	(125.24)	238.54	38.17	26.98
调整后净利润	65.26	NA	119.19	33.85	24.68
EPS (基本)	(46.90)	(125.24)	268.01	38.17	26.98
盈利能力比率 (%)					
毛利率	32.28	31.68	32.81	33.89	34.84
EBITDA	(8.45)	(0.83)	3.09	5.26	6.94
净利润率	(6.90)	1.69	4.99	6.12	7.00
调整后净利润率	(6.28)	3.15	6.02	7.14	8.03
ROE	(2.41)	0.97	4.15	3.84	4.64
调整后 ROE	(2.19)	1.80	5.00	4.48	5.32
ROA	(1.92)	0.49	1.85	2.86	3.49
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(13.27)	(55.86)	(25.72)	(31.01)	(35.46)
流动比率	4.30	1.02	3.01	3.14	3.29
速动比率	4.24	1.02	2.98	3.11	3.27
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.28	0.29	0.37	0.47	0.50
应收账款周转天数	131.98	113.34	93.94	76.32	64.29
应付账款周转天数	249.39	241.40	215.35	196.72	182.59
存货周转天数	25.29	16.00	8.88	7.55	6.41
现金转换周期	(92.13)	(112.06)	(112.53)	(112.85)	(111.89)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	(0.15)	0.04	0.14	0.19	0.24
EPS (调整后, 基本)	(0.14)	0.07	0.17	0.22	0.28
每股净资产	6.15	1.66	4.88	5.10	5.38

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、代雯、侯杰, 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。
- 平安好医生（1833 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

- 分析师夏路路、代雯、侯杰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。
- 平安好医生（1833 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