

# 1H25 整体业绩承压，海外表现亮眼

华泰研究

2025 年 9 月 01 日 | 中国内地

更新报告

生物医药

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

29.39

公司 2025 年 8 月 28 日发布 2025 年中报，1H25 收入/归母净利润/扣非归母净利润 6.06/0.03/-0.33 亿元，同比-7%/-81%/-117%；2Q25 收入/归母净利润/扣非归母净利润 3.21/0.01/-0.11 亿元，同比-8%/-89%/-1824%。1H25 受上年呼吸道收入高基数、增值税率调整、销售费用投入增长、毛利率下滑等影响，业绩同比下滑；若剔除增值税影响，1H25 收入同比持平。我们看好后续 AD 产品放量、生物医药事业部出海贡献新业绩增量，维持买入评级。

**生物试剂收入基本稳定，诊断试剂收入同比下滑，加强生物医药投入**  
我们认为公司各业务 1H25 表现不一：1) 1H25 公司生物试剂收入 4.96 亿元（同比-0.3%），收入同比基本持平；2) 体外诊断：1H25 诊断试剂收入 0.61 亿元（同比-38.2%），仪器设备收入 0.18 亿元（同比-13.8%）。由于流感相关呼吸道收入同比明显降低，上年高基数下常规 POCT 业务收入有所收缩；AD 检测产品已在 300 多家等级医院或科研机构启动装机入院流程，我们看好后续贡献收入增量；3) 生物医药：主要围绕新药研发试剂、GLP-1 原料、mRNA 原料三大产品线。mRNA 药物海外销售收入同比增长超 300%，与全球多家 TOP Pharma 建立合作；GLP-1 原料产品已应用至国内数十家客户的中试开发及验证批生产，销售额稳定增长，为国内同类原料市场占有率第一；在新药研发试剂领域完成全球头部 CRO 的突破采购、完成 TOP Pharma 定制产品的交付与上量，为后续产品出海奠定客户基础。

## 国际业务高速拓展，持续深化本地化运营

截至 1H25 末，公司国际事业部人员超 170 人，其中外籍员工占比达 30%。公司持续深化海外市场本地化运营，探索药物研发试剂、体外诊断试剂、mRNA 生物制剂以及微流控技术等业务领域海外市场，致力于为后续国际业务的长期持续增长奠定基础。1H25 公司海外收入 0.72 亿元（同比+74%），海外毛利率 80.1%（同比+12.8pct）；国内收入 5.35 亿元（同比-12.1%），毛利率 67.6%（同比-3.4pct）。

## 1H25 销售费用率同比增长，毛利率同比降低，经营性现金流改善

1H25 销售/管理/研发/财务费用率分别为 36.76%/16.78%/21.63%/0.24%，同比+3.24/+0.07/-0.31/+0.10pct。公司加强多项新产品销售费用投入，销售费用率同比提高。1H25 毛利率为 69.06%，同比-1.68pct，我们认为主因公司加强新产品投入，收入占比较高的直销渠道毛利率有所下降。1H25 公司经营性现金流量净额 211 万元，同比转负为正，主因公司销售回款改善。

## 静待业绩改善，维持“买入”评级

根据 1H25 业绩，我们下调各业务收入预期，调整费用率预期，预测 25-27 年归母净利润 0.68/1.72/2.04 亿元（25/26 年相比前值下调 77%/53%），同比+478%/+151%/+19%，对应 EPS 0.17/0.43/0.51 元。考虑到公司业务布局全面，AD 等新业务产品已逐步放量，国际业务高速拓展，生物医药业务部与全球头部客户合作，为长期业绩增长奠定基础，我们给予 26 年 68x PE 估值（可比公司 26 年 Wind 一致预期均值 52x），目标价 29.39 元（前值 22.29 元，25 年 30x PE）。

风险提示：新业务增长不达预期；海外发展低预期。

代雯, PhD

SAC No. S0570516120002  
SFC No. BF1915

研究员

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

孔垂岩\*, PhD

SAC No. S0570520010001

研究员

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

王殷杰\*

SAC No. S0570523070004

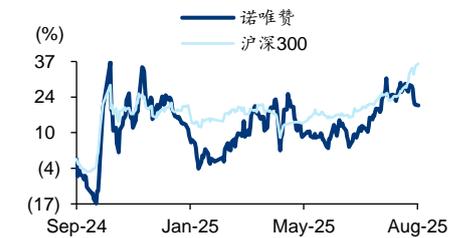
研究员

wangyinjie@htsc.com  
+(86) 21 3847 6037

## 基本数据

|                     |             |
|---------------------|-------------|
| 目标价(人民币)            | 29.39       |
| 收盘价(人民币 截至 9 月 1 日) | 24.37       |
| 市值(人民币百万)           | 9,693       |
| 6 个月平均日均成交额(人民币百万)  | 61.94       |
| 52 周价格范围(人民币)       | 16.96-27.90 |
| BVPS(人民币)           | 9.68        |

## 股价走势图



资料来源: Wind

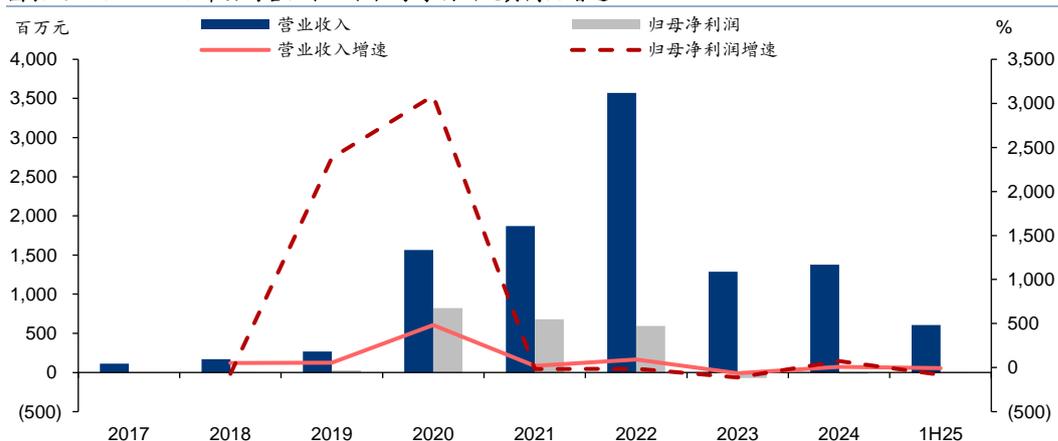
## 经营预测指标与估值

| 会计年度(人民币)    | 2024     | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|----------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万)     | 1,378    | 1,383  | 1,603  | 1,854  |
| +/-%         | 7.15     | 0.39   | 15.88  | 15.67  |
| 归属母公司净利润(百万) | (18.09)  | 68.44  | 171.90 | 204.43 |
| +/-%         | 74.50    | 478.27 | 151.16 | 18.92  |
| EPS(最新摊薄)    | (0.05)   | 0.17   | 0.43   | 0.51   |
| ROE(%)       | (0.50)   | 1.88   | 4.23   | 4.18   |
| PE(倍)        | (535.70) | 141.62 | 56.38  | 47.41  |
| PB(倍)        | 2.46     | 2.46   | 2.21   | 1.84   |
| EV EBITDA(倍) | 190.09   | 67.90  | 29.96  | 23.20  |
| 股息率(%)       | 0.74     | (2.79) | (7.02) | (8.35) |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

### 经营情况

图表1: 2017-1H25 年公司营业收入、归母净利润及其同比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究

### 估值

图表2: 可比公司估值

| 彭博代码      | 公司名称      | 收盘价 (元)  |          | 总市值 (亿元)   |            | PE(x)      |            |       |  |  |
|-----------|-----------|----------|----------|------------|------------|------------|------------|-------|--|--|
|           |           | 2025/9/1 | 2025/9/1 | 2025/9/1   | 2024A      | 2025E      | 2026E      | 2027E |  |  |
| 301080 CH | 百普赛斯      | 59.83    | 100      | 81x        | 60x        | 46x        | 36x        |       |  |  |
| 301047 CH | 义翘神州      | 82.09    | 100      | 82x        | 67x        | 56x        | 48x        |       |  |  |
| 688690 CH | 纳微科技      | 27.80    | 112      | 136x       | 81x        | 56x        | 41x        |       |  |  |
|           | <b>平均</b> |          |          | <b>99x</b> | <b>69x</b> | <b>52x</b> | <b>42x</b> |       |  |  |

注: 盈利预测均来自各公司公告及 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 华泰研究

**盈利预测调整逻辑:** 根据公司 1H25 业务表现, 考虑到行业竞争加剧, 上年同期高需求的呼吸道产品需求大幅下降, 以及公司各项新业务逐步上市、销售投入加大等影响, 我们下调 2025-2026 年生物试剂、POCT 诊断试剂和技术服务业务的收入预期, 并调整各项费用率预测。综合以上调整, 我们下调盈利预测, 预计 25-27 年归母净利润 0.68/1.72/2.04 亿元。由于 2025 年受费用率影响净利润体量较低、估值偏差较大, 我们切换到 2026 年 PE 估值, 考虑到公司业务布局全面, AD 等新业务产品已逐步放量, 国际业务高速拓展, 生物医药业务部与全球头部客户合作, 为长期业绩增长奠定基础, 我们给予 26 年 68x PE 估值 (可比公司 26 年 Wind 一致预期均值 52x), 目标价 29.39 元 (前值 22.29 元, 25 年 30x PE)。

图表3: 盈利预测调整表

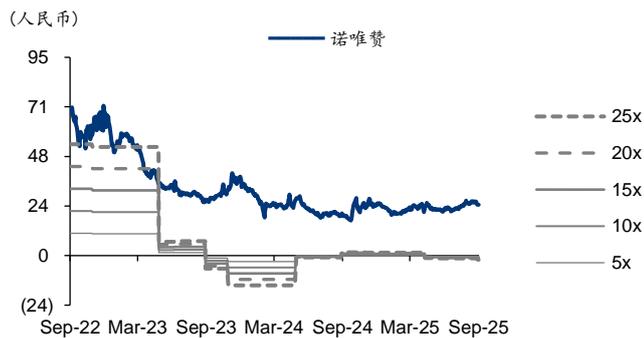
| 项目              | 原预测 (调整前) |       |       | 现预测 (调整后) |       |       | 变化幅度(pct)/% |          |       |
|-----------------|-----------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------------|----------|-------|
|                 | 2025E     | 2026E | 2027E | 2025E     | 2026E | 2027E | 2025E       | 2026E    | 2027E |
| 营业收入 (百万元)      | 1970      | 2416  | NA    | 1383      | 1603  | 1854  | -29.80%     | -33.65%  | NA    |
| 毛利率 (%)         | 71.7%     | 71.8% | NA    | 68.6%     | 67.2% | 66.0% | -3.12pct    | -4.61pct | NA    |
| 营业收入-生物试剂       | 1332      | 1600  | NA    | 1164      | 1338  | 1539  | -12.66%     | -16.35%  | NA    |
| 营业收入-POCT 诊断试剂  | 500.6     | 649.5 | NA    | 117.8     | 135.5 | 155.9 | -76.46%     | -79.13%  | NA    |
| 营业收入-技术服务       | NA        | NA    | NA    | 20.7      | 23.8  | 27.4  | NA          | NA       | NA    |
| 期间费用率-销售费用率 (%) | 27.0%     | 26.5% | NA    | 34.7%     | 27.0% | 26.5% | 7.70pct     | 0.50pct  | NA    |
| 期间费用率-管理费用率 (%) | 16.0%     | 15.4% | NA    | 15.0%     | 14.0% | 13.0% | -1.00pct    | -1.40pct | NA    |
| 期间费用率-研发费用率 (%) | 18.0%     | 17.7% | NA    | 18.5%     | 18.0% | 17.5% | 0.50pct     | 0.30pct  | NA    |
| 归属母公司净利润 (百万元)  | 297.2     | 364.5 | NA    | 68.4      | 171.9 | 204.4 | -76.97%     | -52.84%  | NA    |
| 净利率 (%)         | 15.5%     | 15.5% | NA    | 5.37%     | 11.6% | 12.0% | -10.12pct   | -3.86pct | NA    |

资料来源: 华泰研究预测

### 风险提示

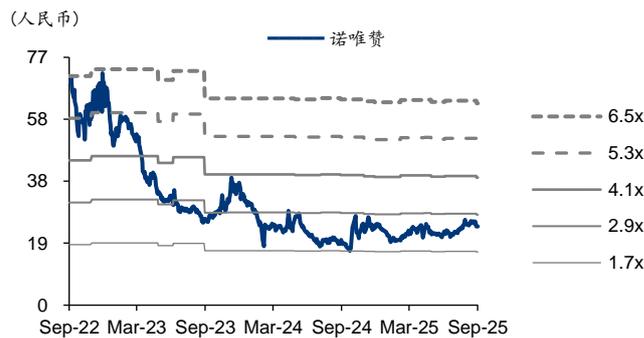
新业务增长不达预期; 海外发展低预期。

图表4: 诺唯赞 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 诺唯赞 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>    | 4,230  | 3,571  | 3,602  | 4,221  | 5,306  |
| 现金             | 1,967  | 434.25 | 428.45 | 751.11 | 1,514  |
| 应收账款           | 351.65 | 479.95 | 465.96 | 538.77 | 622.79 |
| 其他应收账款         | 3.25   | 19.52  | 19.60  | 22.71  | 26.27  |
| 预付账款           | 37.08  | 34.97  | 36.67  | 44.35  | 53.22  |
| 存货             | 346.25 | 362.18 | 410.41 | 622.81 | 847.46 |
| 其他流动资产         | 1,525  | 2,241  | 2,241  | 2,241  | 2,242  |
| <b>非流动资产</b>   | 1,516  | 1,477  | 1,438  | 1,399  | 1,361  |
| 长期投资           | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 固定投资           | 476.30 | 449.39 | 474.15 | 486.19 | 485.56 |
| 无形资产           | 101.24 | 95.19  | 90.16  | 85.98  | 82.51  |
| 其他非流动资产        | 938.38 | 932.61 | 873.44 | 826.42 | 793.19 |
| <b>资产总计</b>    | 5,746  | 5,049  | 5,039  | 5,620  | 6,667  |
| <b>流动负债</b>    | 1,520  | 903.33 | 891.50 | 1,014  | 1,160  |
| 短期借款           | 1,134  | 551.32 | 553.48 | 641.37 | 741.85 |
| 应付账款           | 146.82 | 90.40  | 94.79  | 114.65 | 137.58 |
| 其他流动负债         | 238.73 | 261.61 | 243.23 | 258.30 | 280.57 |
| <b>非流动负债</b>   | 197.39 | 201.72 | 201.72 | 201.72 | 201.72 |
| 长期借款           | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他非流动负债        | 197.39 | 201.72 | 201.72 | 201.72 | 201.72 |
| <b>负债合计</b>    | 1,717  | 1,105  | 1,093  | 1,216  | 1,362  |
| 少数股东权益         | (0.11) | (1.63) | 4.15   | 18.68  | 35.95  |
| 股本             | 400.01 | 402.13 | 397.73 | 397.73 | 397.73 |
| 资本公积           | 2,442  | 2,512  | 2,408  | 2,408  | 2,408  |
| 留存公积           | 1,209  | 1,139  | 1,136  | 1,579  | 2,463  |
| 归属母公司股东权益      | 4,029  | 3,945  | 3,942  | 4,385  | 5,269  |
| <b>负债和股东权益</b> | 5,746  | 5,049  | 5,039  | 5,620  | 6,667  |

### 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> | 152.99   | (9.68)   | 206.48   | 120.19   | 150.35   |
| 净利润           | (72.86)  | (19.62)  | 74.23    | 186.43   | 221.71   |
| 折旧摊销          | 175.92   | 170.76   | 178.70   | 190.37   | 202.17   |
| 财务费用          | (19.33)  | 12.06    | 13.00    | 14.46    | 12.44    |
| 投资损失          | (7.88)   | (4.54)   | (4.54)   | (4.54)   | (4.54)   |
| 营运资金变动        | 208.07   | (90.89)  | 66.57    | (146.68) | (163.36) |
| 其他经营现金        | (130.92) | (77.45)  | (121.48) | (119.86) | (118.08) |
| <b>投资活动现金</b> | (900.65) | 375.21   | (129.84) | (141.78) | (155.43) |
| 资本支出          | (232.90) | (74.90)  | (75.19)  | (87.13)  | (100.78) |
| 长期投资          | (726.65) | 395.03   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他投资现金        | 58.90    | 55.07    | (54.65)  | (54.65)  | (54.65)  |
| <b>筹资活动现金</b> | 249.80   | (786.27) | (82.44)  | 344.25   | 768.24   |
| 短期借款          | 861.75   | (582.64) | 2.16     | 87.89    | 100.49   |
| 长期借款          | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 普通股增加         | 0.00     | 2.12     | (4.40)   | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加        | 13.18    | 69.93    | (103.97) | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金        | (625.13) | (275.68) | 23.77    | 256.36   | 667.76   |
| 现金净增加额        | (496.40) | (424.98) | (5.80)   | 322.66   | 763.16   |

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>   | 1,286    | 1,378   | 1,383  | 1,603  | 1,854  |
| 营业成本          | 372.56   | 414.36  | 434.45 | 525.51 | 630.59 |
| 营业税金及附加       | 2.42     | 9.80    | 9.84   | 11.40  | 13.19  |
| 营业费用          | 472.69   | 491.49  | 480.00 | 432.80 | 491.34 |
| 管理费用          | 236.19   | 231.34  | 207.49 | 224.41 | 241.03 |
| 财务费用          | (19.33)  | 12.06   | 13.00  | 14.46  | 12.44  |
| 资产减值损失        | (142.32) | (24.81) | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 公允价值变动收益      | 43.04    | 55.36   | 55.36  | 55.36  | 55.36  |
| 投资净收益         | 7.88     | 4.54    | 4.54   | 4.54   | 4.54   |
| <b>营业利润</b>   | (100.18) | (61.39) | 81.21  | 208.71 | 248.80 |
| 营业外收入         | 1.08     | 1.12    | 1.12   | 1.12   | 1.12   |
| 营业外支出         | 16.61    | (2.02)  | (2.02) | (2.02) | (2.02) |
| <b>利润总额</b>   | (115.71) | (58.25) | 84.35  | 211.85 | 251.94 |
| 所得税           | (42.85)  | (38.63) | 10.12  | 25.42  | 30.23  |
| <b>净利润</b>    | (72.86)  | (19.62) | 74.23  | 186.43 | 221.71 |
| 少数股东损益        | (1.91)   | (1.53)  | 5.78   | 14.53  | 17.28  |
| 归属母公司净利润      | (70.96)  | (18.09) | 68.44  | 171.90 | 204.43 |
| EBITDA        | (38.82)  | 40.46   | 113.49 | 249.86 | 294.85 |
| EPS (人民币, 基本) | (0.18)   | (0.05)  | 0.17   | 0.43   | 0.51   |

### 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              | (63.97)  | 7.15     | 0.39   | 15.88  | 15.67   |
| 营业利润              | (113.96) | 38.72    | 232.28 | 157.01 | 19.21   |
| 归属母公司净利润          | (111.94) | 74.50    | 478.27 | 151.16 | 18.92   |
| <b>获利能力 (%)</b>   |          |          |        |        |         |
| 毛利率               | 71.03    | 69.93    | 68.59  | 67.22  | 65.99   |
| 净利率               | (5.67)   | (1.42)   | 5.37   | 11.63  | 11.96   |
| ROE               | (1.81)   | (0.50)   | 1.88   | 4.23   | 4.18    |
| ROIC              | (5.15)   | (1.23)   | (0.20) | 5.01   | 5.78    |
| <b>偿债能力</b>       |          |          |        |        |         |
| 资产负债率 (%)         | 29.88    | 21.89    | 21.69  | 21.64  | 20.42   |
| 净负债比率 (%)         | (19.00)  | 5.64     | 5.84   | (0.10) | (12.57) |
| 流动比率              | 2.78     | 3.95     | 4.04   | 4.16   | 4.57    |
| 速动比率              | 2.52     | 3.50     | 3.52   | 3.49   | 3.78    |
| <b>营运能力</b>       |          |          |        |        |         |
| 总资产周转率            | 0.22     | 0.26     | 0.27   | 0.30   | 0.30    |
| 应收账款周转率           | 2.16     | 3.31     | 2.92   | 3.19   | 3.19    |
| 应付账款周转率           | 1.69     | 3.49     | 4.69   | 5.02   | 5.00    |
| <b>每股指标 (人民币)</b> |          |          |        |        |         |
| 每股收益(最新摊薄)        | (0.18)   | (0.05)   | 0.17   | 0.43   | 0.51    |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 0.38     | (0.02)   | 0.52   | 0.30   | 0.38    |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 10.13    | 9.92     | 9.91   | 11.02  | 13.25   |
| <b>估值比率</b>       |          |          |        |        |         |
| PE (倍)            | (136.60) | (535.70) | 141.62 | 56.38  | 47.41   |
| PB (倍)            | 2.41     | 2.46     | 2.46   | 2.21   | 1.84    |
| EV EBITDA (倍)     | (190.95) | 190.09   | 67.90  | 29.96  | 23.20   |

## 免责声明

### 分析师声明

本人，代雯、孔垂岩、王殷杰，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。请注意，标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 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。
- 诺唯赞（688105 CH）：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](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、孔垂岩、王殷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。
- 诺唯赞（688105 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。
- 诺唯赞（688105 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

## 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>

## 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