

9M25 销售高增现金流转正，管线出海有序推进

华泰研究

2025 年 10 月 31 日 | 中国内地/中国香港

季报点评

化学制药

10 月 30 日，公司公告 3Q25 业绩，9M25 营收 17.20 亿元 (+42.3%yoy)，归母净亏损/扣非归母净亏损 5.51/5.45 亿元，同比减亏 48.6/50.3%，9M25 公司经营性现金流转正，达 2.17 亿元。我们预计 2025 全年核心品种销售同比增速超过 35%，考虑公司 9M25 合同负债约 5.72 亿元，4Q25 BD 收入有望逐步确认，我们预计 2025 年公司营业收入有望达 28.8 亿元。此外我们看好管线全球价值：1) 泰它西普 pSS/IgAN 等 III 期结果轮番亮相，Vor Bio 新首席医疗事务官加盟助力海外开发；2) 维迪西妥单抗海外报产在即；3) RC148 已在 IO 耐药患者中取得积极疗效信号，并在 IIT 中初步验证对 IO 单抗优势。维持 A 股和 H 股“买入”评级。

国内销售亮眼，适应症拓宽有望驱动增长

核心产品销售强劲攀升，看好持续增长潜力：1) 我们估计 9M25 泰它西普收入超 10 亿元，其治疗 SLE 在核心医院对主要竞品已取得市占优势，MG 通过医保谈判初审，治疗 pSS/IgAN 分别在 9/10 月递交国内 NDA，其中 pSS 的国内 III 期临床数据在 ACR 发布，IgAN 的 III 期临床入选 ASN LBO；2) 我们估计 9M25 维迪西妥单抗销售额近 7 亿元，CDE 在 7 月受理了 1L UC 的 sNDA，1L UC 的 PFS 及 OS 强阳性数据已在 ESMO 和 NEJM 披露，看好前线渗透率持续提升；3) RC28-E 治疗 DME 的国内 NDA 已在 9 月受理，wAMD 有望于 2026 年递交上市申请，看好依托合作方参天的强劲眼科商业化能力兑现市场潜力。

管线出海有序推进，2026 年有望迎多项里程碑

1) 泰它西普海外 MG III 期临床顺利入组，我们预计 2026 年初有望 LPI；pSS 已获 FDA 快速通道资格及全球 III 期临床许可，国内 III 期已充分验证优异疗效，Vor Bio 有望近期启动该适应症的全球 III 期；2) 维迪西妥单抗已完成 2L UC 全球 II 期注册临床，1L UC 全球 III 期临床正加速入组，我们预计 2026 年初有望递交 2L UC 的海外 BLA；3) RC148 在治疗 2/3L 胃癌的早期临床中取得 PoC，初步显示对 PD-1 单抗的治疗优势，治疗 PD-1 耐药 NSCLC 已获 CDE 授予的突破性疗法，考虑多家 MNC 对 PD-1/VEGF 双抗有 BD 需求，我们看好出海潜力。

经营性现金流转正

9M25 毛利率 84.3% (+4.5pct yoy)，毛利率持续优化。9M25 销售/管理/研发费用为 8.23/2.16/8.91 亿元，对应费用率 47.8/12.5/51.8%。其中销售费用率-3.7 pct yoy，商业化效率稳步提升，研发费用-22.8%yoy，管线优化、泰它西普海外授权有效降低公司现金流占用。9M25 公司经营性现金流净流转正，达 2.17 亿元，在销售收入持续增长、控费成效显著的背景下，看好未来经营性现金流持续改善。

盈利预测与估值

基于泰它西普、维迪西妥单抗及 RC28 的开发进度我们微调了 BD 合作收入兑现节奏，并上调 25-27E 归母净利润至(3.39)/0.08/5.50 亿元（前值：(3.46)/0.03/5.36 亿元）。我们维持 6.5%的 WACC，2.5%的永续增长率，调整基于 DCF 的 A 股的目标价为 140.42 元（前值：138.89 元），并调整 A/H 溢价为 8.95%（与过去 3 个月荣昌生物 A/H 溢价一致，前值：8.67%），调整 H 股目标价为 141.13 港币（前值：139.96 港币），维持 A 股和 H 股“买入”评级。

风险提示：管线研发失败风险；产品商业化风险；海外临床和审批风险。

	688331 CH	9995 HK
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	人民币：140.42	港币：141.13

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

李航

SAC No. S0570524120002
SFC No. BVN760

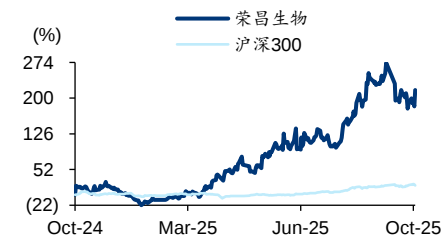
研究员

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

基本数据

(人民币/港币)	688331 CH	9995 HK
收盘价(截至 10 月 31 日)	99.12	84.50
市值(百万)	55,865	47,625
6 个月平均日均成交额(百万)	735.20	658.79
52 周价格范围	24.46-116.88	11.52-126.60

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)	1,717	2,877	2,868	4,175
+/-%	58.54	67.60	(0.32)	45.56
归属母公司净利润(百万)	(1,468)	(338.74)	8.03	550.43
+/-%	2.84	76.93	102.37	6,752
EPS(最新摊薄)	(2.61)	(0.60)	0.01	0.98
ROE(%)	(73.93)	(20.56)	0.49	24.95
PE(倍)	(34.03)	(147.52)	6,220	90.78
PB(倍)	25.16	30.33	30.18	22.65
EV EBITDA(倍)	(45.17)	(312.74)	421.64	67.90
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

盈利预测及估值

我们调整荣昌生物 25-27E 公司营业收入+0.11/+0.02/-0.11%至 28.8/28.7/41.7 亿元(前值: 28.7/28.7/41.8 亿元), 基于泰它西普、维迪西妥单抗及 RC28 的开发进度我们微调了 BD 合作收入兑现节奏, 并上调 25-27E 归母净利润 1.97/202.78/2.67 至(3.39)/0.08/5.50 亿元(前值: (3.46)/0.03/5.36 亿元)。

图表1: 荣昌生物: DCF 估值

	人民币百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营收	调整前	1,717	2,874	2,868	4,179
	调整后	1,717	2,877	2,868	4,175
	+/- (%)	0	0.11	0.02	-0.11
成本	调整前	337	458	436	577
	调整后	337	450	430	570
	+/- (%)	0	-1.81	-1.40	-1.21
研发费用	调整前	1,540	1,267	1,004	1,208
	调整后	1,540	1,269	1,004	1,203
	+/- (%)	0	0.14	0.02	-0.44
管理费用	调整前	317	346	330	342
	调整后	317	346	330	341
	+/- (%)	0	0.14	0.02	-0.44
销售费用	调整前	949	1,244	1,262	1,570
	调整后	949	1,246	1,262	1,563
	+/- (%)	0	0.14	0.02	-0.44
归母净利润	调整前	-1,468	-346	3	536
	调整后	-1,468	-339	8	550
	+/- (%)	0	1.97	202.78	2.67

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

基于图表 3, 我们维持 6.5%的 WACC, 2.5%的永续增长率, 调整基于 DCF 的 A 股的目标价为 140.42 元(前值: 138.89 元), 并调整 A/H 溢价为 8.95%(与过去 3 个月荣昌生物 A/H 溢价一致, 前值: 8.67%), 调整 H 股目标价为 141.13 港币(前值: 139.96 港币), 维持 A 股和 H 股“买入”评级。

图表2: 荣昌生物: 自由现金流假设

(百万元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
净利润	(339)	8	550	1,203	1,927	2,478	3,095	3,874	4,135	4,260
加: 折旧与摊销	285	312	334	354	375	398	424	453	485	518
减: 营运资金变动	187	(264)	271	291	220	188	185	141	92	57
减: 资本支出	345	229	250	257	308	348	382	411	430	441
加: 付息债务增加	2,299	(1,162)	722	384	(21)	234	473	392	254	159
自由现金流	1,713	(807)	1,085	1,394	1,753	2,575	3,425	4,167	4,353	4,439

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表3: 荣昌生物: DCF 分析关键假设

(%)				
税率	前期亏损部分抵消未来应纳税，研发费用税前加计扣除	10.0	债务成本（税后）	4.7
负债率	模型预测值	50.0	WACC	6.5
Beta (x)	多款新药/适应症已处于兑现阶段	1.15	永续增长率	2.5
无风险利率	参考 10 年国债利率	2.0	HKD/RMB 汇率	0.91
风险溢价	多款新药/适应症尚处研发阶段，给予较高风险溢价	8.0	USD/RMB 汇率	7.12
债务成本		6.0	A/H 溢价	8.95

资料来源: 华泰研究预测

图表4：荣昌生物：DCF 估值

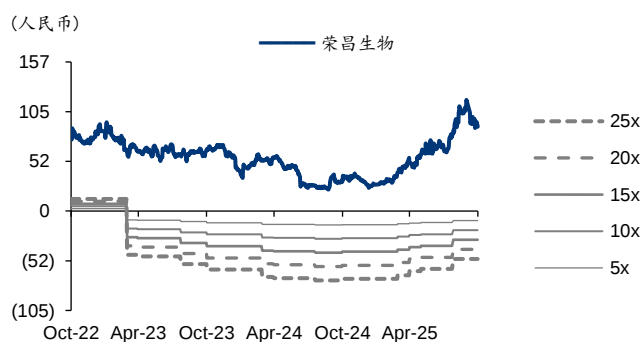
DCF 分析	(百万元)
自由现金流现值	14,946
永续价值现值	64,194
股权价值	79,141
总股本（百万股）	564
每股股权价值（元）	140.42
每股股权价值（港币）	141.13

资料来源：华泰研究预测

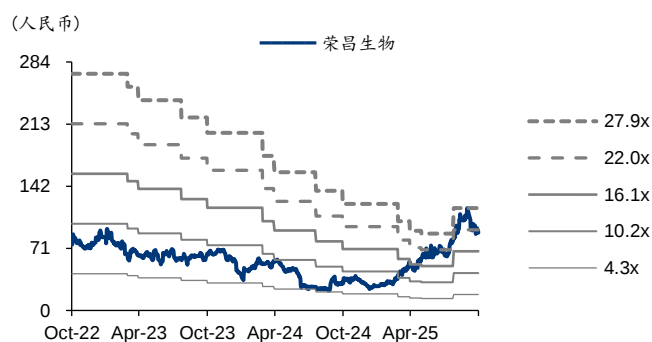
风险提示

影响我们的目标价和评级的风险包括：

- 1) 候选药物未能在临床试验中取得积极结果，即管线研发失败风险；
- 2) 药物商业化具有不确定性，产品具商业化风险；
- 3) 海外临床和审批风险。

图表5：荣昌生物 PE-Bands

资料来源：Wind、华泰研究

图表6：荣昌生物 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
流动资产	2,229	2,290	5,012	3,689	5,395
现金	743.39	762.49	2,471	1,660	2,741
应收账款	297.68	383.39	591.27	471.49	629.09
其他应收账款	29.01	24.28	236.51	235.75	343.14
预付账款	270.29	241.37	554.75	377.20	468.32
存货	741.56	659.37	801.30	589.37	702.48
其他流动资产	147.00	218.89	357.00	355.90	511.39
非流动资产	3,299	3,209	3,274	3,195	3,116
长期投资	2.71	8.85	8.85	8.85	8.85
固定投资	2,031	2,457	2,579	2,584	2,510
无形资产	143.78	143.13	142.51	141.93	141.37
其他非流动资产	1,122	599.56	543.51	460.79	454.86
资产总计	5,528	5,499	8,285	6,884	8,511
流动负债	1,128	2,178	3,737	3,485	4,663
短期借款	284.28	1,084	1,817	1,811	2,636
应付账款	125.34	162.25	123.28	117.87	156.11
其他流动负债	718.51	932.19	1,797	1,556	1,872
非流动负债	962.85	1,334	2,901	1,744	1,641
长期借款	840.59	1,196	2,762	1,606	1,503
其他非流动负债	122.26	138.14	138.14	138.14	138.14
负债合计	2,091	3,512	6,638	5,229	6,305
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	544.26	544.33	544.33	544.33	544.33
资本公积	6,238	6,291	5,846	5,846	5,846
留存公积	(2,854)	(4,322)	(4,661)	(4,653)	(4,102)
归属母公司股东权益	3,437	1,986	1,647	1,655	2,206
负债和股东权益	5,528	5,499	8,285	6,884	8,511

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	(1,503)	(1,114)	(145.51)	674.23	708.20
净利润	(1,511)	(1,468)	(338.74)	8.03	550.43
折旧摊销	179.30	242.82	284.57	312.35	334.33
财务费用	(5.37)	69.48	(95.84)	(89.67)	(94.09)
投资损失	(6.98)	4.29	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(360.66)	(108.48)	(187.18)	264.17	(270.66)
其他经营现金	202.11	145.95	191.68	179.34	188.19
投资活动现金	(816.66)	(248.24)	(349.56)	(233.72)	(254.75)
资本支出	(852.76)	(265.28)	(345.30)	(229.46)	(250.49)
长期投资	(72.30)	(6.75)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	108.39	23.80	(4.26)	(4.26)	(4.26)
筹资活动现金	978.31	1,393	2,203	(1,252)	627.52
短期借款	284.28	799.58	732.70	(5.83)	824.88
长期借款	840.59	355.29	1,567	(1,156)	(103.26)
普通股增加	0.00	0.07	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4.40	53.12	(445.33)	0.00	0.00
其他筹资现金	(150.96)	184.91	349.48	(89.67)	(94.09)
现金净增加额	(1,343)	32.98	1,708	(811.15)	1,081

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
营业收入	1,083	1,717	2,877	2,868	4,175
营业成本	244.40	337.16	449.96	430.24	569.79
营业税金及附加	8.23	15.37	25.76	25.67	37.37
营业费用	775.19	948.76	1,246	1,262	1,563
管理费用	304.23	316.71	346.12	329.85	340.74
财务费用	(5.37)	69.48	(95.84)	(89.67)	(94.09)
资产减值损失	(12.88)	(9.56)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	1.54	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.98	(4.29)	0.00	0.00	0.00
营业利润	(1,502)	(1,456)	(363.67)	21.63	624.29
营业外收入	0.09	0.40	0.40	0.40	0.40
营业外支出	9.79	13.10	13.10	13.10	13.10
利润总额	(1,511)	(1,468)	(376.38)	8.93	611.59
所得税	0.00	0.00	(37.64)	0.89	61.16
净利润	(1,511)	(1,468)	(338.74)	8.03	550.43
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	(1,511)	(1,468)	(338.74)	8.03	550.43
EBITDA	(1,376)	(1,198)	(174.94)	128.93	795.30
EPS (人民币, 基本)	(2.80)	(2.73)	(0.60)	0.01	0.98

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	40.26	58.54	67.60	(0.32)	45.56
营业利润	(50.87)	3.06	75.02	105.95	2,786
归属母公司净利润	(51.30)	2.84	76.93	102.37	6,752
获利能力 (%)					
毛利率	77.43	80.36	84.36	85.00	86.35
净利率	(139.55)	(85.53)	(11.77)	0.28	13.18
ROE	(43.97)	(73.93)	(20.56)	0.49	24.95
ROIC	(40.60)	(38.07)	(10.25)	(4.47)	10.68
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.82	63.88	80.12	75.95	74.08
净负债比率 (%)	14.20	98.78	154.96	133.01	83.53
流动比率	1.98	1.05	1.34	1.06	1.16
速动比率	1.06	0.64	0.98	0.78	0.91
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.31	0.42	0.38	0.54
应收账款周转率	4.33	5.04	5.90	5.40	7.59
应付账款周转率	2.09	2.34	3.15	3.57	4.16
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	(2.68)	(2.61)	(0.60)	0.01	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	(2.67)	(1.98)	(0.26)	1.20	1.26
每股净资产(最新摊薄)	6.10	3.52	2.92	2.94	3.91
估值比率					
PE (倍)	(33.07)	(34.03)	(147.52)	6,220	90.78
PB (倍)	14.54	25.16	30.33	30.18	22.65
EV EBITDA (倍)	(38.26)	(45.17)	(312.74)	421.64	67.90

免责声明

分析师声明

本人，代雯、袁中平、李航，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。
- 荣昌生物（688331 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 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、李航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。
- 荣昌生物（688331 CH）、荣昌生物（9995 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之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 荣昌生物（688331 CH）、荣昌生物（9995 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。
- 荣昌生物（688331 CH）、荣昌生物（9995 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 荣昌生物（688331 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

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