

用户需求与闪购流量带动收入增长

华泰研究

2025 年 11 月 28 日 | 中国香港

中报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

6.08

阿里健康 1H FY26 收入 167 亿元, 同增 17.0%, 增速好于 Visible Alpha (VA, 口径下同) 一致预期的 +12.5%, 经调整净利润 13.6 亿元, 同增 38.7%, 好于一致预期的 12.6 亿元。我们认为公司自身用户体验改善、药品供应链能力建设和行业层面用户医疗健康的需求提升正推动收入和利润的健康释放。展望未来, 建议关注: 1) 公司与药企在新药首发等方面的能力建设推进; 2) 闪购战略推动过程中公司与医药品牌的合作升级带来的供应能力提升和自身履约能力建设; 3) 国补政策对于公司器械品类增速的影响。维持“买入”评级。

自营收入增长好于预期, 推动品牌旗舰店升级以提升配送时效

公司医药自营业务 1H FY26 收入 144 亿元, 同增 18.6%, 好于一致预期的 +12.1%; 医药电商平台业务收入 18 亿元, 同增 7.5%, 逊于一致预期的 16.3%, 收入增长主因公司围绕用户增长和体验展开运营以提升消费者价值和满意度, 此外在闪购流量推动下年度活跃用户数、客单价和复购率均保持同比增长, 并带动平台商家的活跃度提升。截至 1H FY26 末, 医药自营业务 SKU 数量超过 161 万, 同增近 100%, 通过新药上市首发和爆品扶持, 承接了快速增长的处方药线上购买需求。在平台业务方面, 平台商家数量同增约 39%, 达到 5.6 万家; 平台 SKU 数量超 9,700 万, 同增 24%。关于自身在闪购业务中的未来角色, 管理层在 1H FY26 业绩会上(下同)表示阿里健康将更深入参与: 1) 推动品牌旗舰店升级, 通过与集团共建城市仓, 将配送时效提升至“半日达”或“4 小时达”, 以满足闪购用户对时效的新需求; 2) 利用阿里健康强大的自营供应链能力, 在闪购体系中发挥更重要的作用。

闪购流量带动广告业务增长, 重视与药企合作新品能力

管理层分享了各业务经营情况: 1) 电商与平台业务: 用户医疗健康需求持续提升。同时闪购带来更多搜索流量, 广告板块取得了良好表现; 2) 自营直销供应链: 线上药房整体市场份额持续提升。管理层观察到许多药企将新品在线上线下同步首发并越来越重视电商平台。因此在供应链方面与药企的合作将成为公司的关键能力; 3) 追溯码: 过去一年中公司持续建设追溯网络的节点, 整体数据传输量同比增长 7 倍, 并表示到 2025 年底药品流通追溯将会更加全面; 4) AI: 管理层认为 AI 能够在运营和供应链效率等方面带来巨大帮助。公司持续在数字化方面投入大量精力, 与医患保持互动, 并研发了全新 APP 并获得了高度认可, 市场也存在对于 AI APP 的明显需求。

指引 FY26 10-15% 同比增长, 利润超额部分将再投入于用户体验和心智

管理层指引 FY26 收入同增目标为 10-15%, 经调整净利润同增 20-30%; 并表示由于 1H FY26 奠定的业务基础以及在用户体验优化、供应链能力升级和平台流量增长下新用户持续涌入等方面的进展, 对 2H FY26 的收入增长保持信心。在利润增速上, 管理层表示将在稳固现有成果前提下, 把超出预期的部分资源投入到用户体验提升、购药及健康品购买心智深化等关键领域, 对于能够支撑中长期市场份额拓展的核心方向将会持续加大投入力度。

盈利预测与估值

考虑到行业医疗健康需求增长好于我们此前预期, 我们上调 FY26-28 经调整净利润预测 11.6/7.8/10.6% 至人民币 26/28/32 亿元(前值: 23/26/29 亿元)。基于可比公司估值法, 给予公司 FY26 35x 目标 PE 不变, 较可比公司 2025 年均值 17x 有所溢价, 主因线上互联网医疗行业正在持续获取院内和线下门店份额, 公司作为行业龙头企业之一有望从中持续受益, 目标价 6.08 港币(前值: 5.43 港币)。

风险提示: 互联网医疗需求不及预期; 行业竞争加剧。

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. BFI915

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

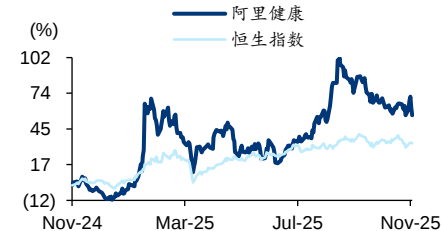
联系人

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

基本数据

收盘价(港币 截至 11 月 28 日)	5.57
市值(港币百万)	90,093
6 个月平均日成交额(港币百万)	663.79
52 周价格范围(港币)	3.09-7.50

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)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	30,598	35,094	39,422	43,808
+/-%	13.22	14.69	12.33	11.13
归属母公司净利润(百万)	1,432	2,374	2,638	3,023
+/-%	62.14	65.74	11.11	14.61
EPS(最新摊薄)	0.09	0.15	0.16	0.19
ROE(%)	9.28	13.49	13.00	12.96
PE(倍)	57.33	34.63	31.20	27.25
PB(倍)	5.03	4.35	3.79	3.30
EV/EBITDA(倍)	72.78	34.30	29.80	23.37
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

盈利预测更新

我们将阿里健康 FY26/27/28 收入预测分别上调 4.4/7.3/10.1% 至人民币 351/394/438 亿元。收入预测上调主要考虑到行业医疗健康需求增长较好，以及公司自身用户体验和供给持续加强和闪购新流量带动下，收入增长有望好于我们此前预期。

我们微调阿里健康 FY26/27/28 调整后净利率预测至 7.3/7.2/7.4%（前值：6.8/7.2/7.4%），FY26 上调主因 1HFY26 利润率情况好于我们此前预期。

图表1：华泰预测变动

(人民币百万元)	FY26E			FY27E			FY28E		
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %
收入	33,616	35,094	4.4%	36,739	39,422	7.3%	39,784	43,808	10.1%
毛利润	8,191	8,524	4.1%	9,040	9,592	6.1%	9,847	10,655	8.2%
履约费用	2,656	2,808	5.7%	2,902	3,075	5.9%	3,103	3,373	8.7%
营销费用	2,219	2,457	10.7%	2,425	2,681	10.6%	2,626	2,935	11.8%
管理费用	403	386	-4.3%	441	473	7.3%	458	504	10.1%
产品研发费用	706	667	-5.5%	753	710	-5.8%	808	745	-7.8%
经营利润	2,208	2,207	0.0%	2,518	2,653	5.4%	2,853	3,098	8.6%
IFRS 归母净利润	2,235	2,374	6.2%	2,558	2,638	3.1%	2,844	3,023	6.3%
非 IFRS 净利润	2,292	2,558	11.6%	2,630	2,834	7.8%	2,932	3,242	10.6%
(%)	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp
毛利率	24.4	24.3	(0.1)	24.6	24.3	(0.3)	24.8	24.3	(0.5)
履约费用率	7.9	8.0	0.1	7.9	7.8	(0.1)	7.8	7.7	(0.1)
营销费用率	6.6	7.0	0.4	6.6	6.8	0.2	6.6	6.7	0.1
管理费用率	1.2	1.1	(0.1)	1.2	1.2	0.0	1.2	1.2	0.0
产品研发费用率	2.1	1.9	(0.2)	2.1	1.8	(0.3)	2.0	1.7	(0.3)
经营利润率	6.6	6.3	(0.3)	6.9	6.7	(0.2)	7.2	7.1	(0.1)
归母净利润率	6.7	6.8	0.1	7.0	6.7	(0.3)	7.1	6.9	(0.2)
非 IFRS 净利率	6.8	7.3	0.5	7.2	7.2	0.0	7.4	7.4	0.0

资料来源：华泰研究预测

图表2：阿里健康核心预测假设

(人民币亿元)	FY25	FY26E	FY27E	FY28E	2HFY25	1HFY26	2HFY26E
阿里健康总收入	306.0	350.9	394.2	438.1	163.2	167.0	184.0
同比增速	13.2%	14.7%	12.3%	11.1%	16.0%	17.0%	12.7%
非 IFRS 归母净利润	19.5	25.6	28.3	32.4	9.7	13.6	12.0
同比增速	35.6%	31.2%	10.8%	14.4%	22.2%	38.7%	23.6%
非 IFRS 归母净利润率	6.4%	7.3%	7.2%	7.4%	6.0%	8.1%	6.5%
自营业务收入	261.2	302.8	342.4	382.5	140.0	143.8	159.0
同比增速	10.0%	15.9%	13.1%	11.7%	13.9%	18.6%	13.5%
电商平台业务收入	35.9	38.7	42.0	45.6	18.8	18.4	20.4
同比增速	54.0%	8.0%	8.5%	8.4%	43.6%	7.5%	8.4%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

基于相对估值法，给予公司 FY26 35x 目标非 IFRS PE 估值（不变），较可比公司 2025 年均值 17.0 倍有所溢价，主要考虑到线上互联网医疗行业正在持续获取院内和线下门店份额，公司作为行业龙头企业之一有望从中持续受益。新目标价 6.08 港元（前值：5.43 港币）

图表3：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	P/E			调整后净利 CAGR 2025-2027E
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	
阿里巴巴	BABA US	115.80	164,395	1.1	1.0	0.9	8.2	9.8	8.3	6.5	3.3
拼多多	PDD US	115.80	164,395	2.7	2.4	2.1	13.0	10.6	9.2	7.6	7.9
美团	3690 HK	102.50	81,676	1.6	1.4	1.2	12.4	(69.6)	25.0	11.9	3.9
京东	JD US	29.42	41,747	0.2	0.2	0.2	8.5	10.6	8.3	6.0	1.1
京东健康	6618 HK	61.10	25,521	2.6	2.2	1.9	18.0	30.3	27.1	23.3	17.7
益丰药房	603939 CH	22.62	3,931	1.1	1.0	0.9	7.4	16.6	15.0	13.5	10.7
大参林	603233 CH	17.67	2,846	0.7	0.7	0.6	8.6	17.8	15.3	13.4	18.4
老百姓	603883 CH	15.92	1,705	0.5	0.5	0.4	7.3	17.2	14.8	12.4	23.7
一心堂	002727 CH	12.99	1,050	0.4	0.4	0.4	4.7	23.1	12.6	9.5	90.8
平均值				1.2	1.0	0.9	9.5	17.0	13.8	11.5	21.7

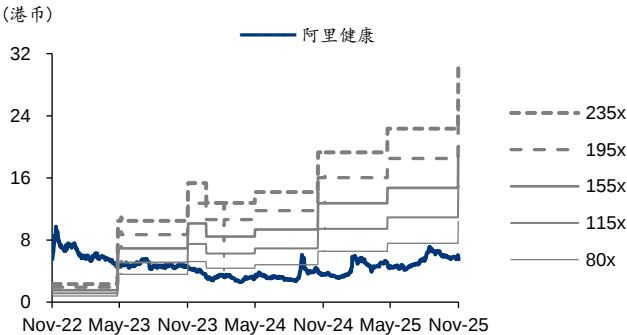
注：美股数据截至 11 月 27 日收盘；其它数据截至 11 月 28 日收盘；美团由于 2025E PE 为负值，故在计算时剔除。

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

风险提示

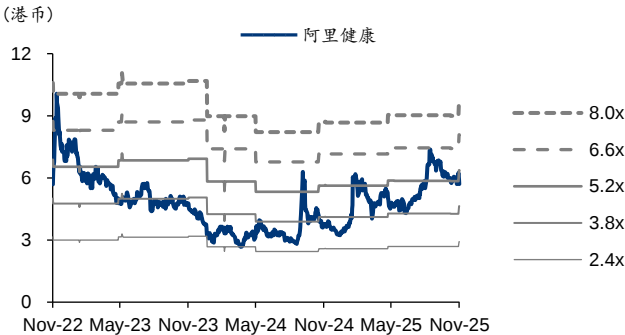
互联网医疗需求不及预期；行业竞争加剧。

图表4：阿里健康 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表5：阿里健康 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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	27,027	30,598	35,094	39,422	43,808
销售成本	(21,131)	(23,166)	(26,570)	(29,830)	(33,153)
毛利润	5,895	7,432	8,524	9,592	10,655
销售及分销成本	(1,777)	(2,258)	(2,457)	(2,681)	(2,935)
管理费用	(359.98)	(407.43)	(386.03)	(473.06)	(503.80)
其他收入/支出	(3,119)	(3,288)	(3,474)	(3,785)	(4,118)
财务成本净额	472.06	462.24	463.95	437.72	453.04
应占联营公司利润及亏损	(5.93)	(64.66)	(8.38)	(8.38)	(8.38)
税前利润	939.40	1,560	2,637	2,930	3,358
税费开支	(56.26)	(127.95)	(263.74)	(293.03)	(335.84)
少数股东损益	(0.34)	(0.41)	(0.45)	(0.50)	(0.55)
归母净利润	883.48	1,432	2,374	2,638	3,023
折旧和摊销	(42.44)	(7.40)	(2.97)	(3.02)	(3.08)
EBITDA	509.78	1,105	2,176	2,496	2,908
EPS (人民币, 基本)	0.05	0.09	0.15	0.16	0.19

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	1,400	1,415	1,264	1,233	1,071
应收账款和票据	2,276	2,442	288.76	2,282	190.70
现金及现金等价物	9,553	2,522	8,298	8,579	14,974
其他流动资产	283.72	5,898	5,898	5,898	5,898
总流动资产	13,512	12,276	15,749	17,991	22,133
固定资产	35.58	0.00	50.89	50.82	51.12
无形资产	292.07	0.00	292.07	292.07	292.07
其他长期资产	5,865	8,902	8,502	8,555	8,504
总长期资产	6,193	8,902	8,845	8,898	8,847
总资产	19,705	21,178	24,594	26,889	30,980
应付账款	4,348	3,900	4,749	4,210	5,059
短期借款	34.19	10.58	10.58	10.58	10.58
其他负债	643.56	831.31	831.31	831.31	831.31
总流动负债	5,025	4,742	5,591	5,052	5,901
长期债务	47.98	24.94	24.94	24.94	24.94
其他长期债务	114.30	98.15	98.15	98.15	98.15
总长期负债	162.28	123.09	123.09	123.09	123.09
股本	142.78	142.79	142.79	142.79	142.79
储备/其他项目	14,401	16,169	18,736	21,571	24,814
股东权益	14,544	16,312	18,879	21,714	24,956
少数股东权益	(26.61)	0.98	0.53	0.03	(0.52)
总权益	14,518	16,313	18,880	21,714	24,956

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	93.08	57.33	34.63	31.20	27.25
PB	5.65	5.03	4.35	3.79	3.30
EV EBITDA	143.68	72.78	34.30	29.80	23.37
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	0.06	0.44	6.23	(0.31)	6.97

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	509.78	1,105	2,176	2,496	2,908
融资成本	(472.06)	(462.24)	(463.95)	(437.72)	(453.04)
营运资本变动	(428.27)	(629.06)	3,153	(2,501)	3,102
税费	(56.26)	(127.95)	(263.74)	(293.03)	(335.84)
其他	1,527	(4,899)	472.33	446.10	461.42
经营活动现金流	1,080	(5,013)	5,074	(290.11)	5,683
CAPEX	(3.24)	(22.90)	(2.77)	(2.96)	(3.37)
其他投资活动	(4,878)	(3,186)	459.48	(61.23)	43.30
投资活动现金流	(4,881)	(3,209)	456.71	(64.18)	39.93
债务增加量	0.00	(46.66)	0.00	0.00	0.00
权益增加量	0.00	0.01	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	(1,982)	511.59	463.95	437.72	453.04
融资活动现金流	(1,982)	464.94	463.95	437.72	453.04
现金变动	(5,783)	(7,757)	5,995	83.42	6,176
年初现金	9,237	3,453	(4,304)	1,691	1,775
汇率波动影响	36.78	2.09	0.00	0.00	0.00
年末现金	3,453	(4,304)	1,691	1,775	7,951

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	0.98	13.22	14.69	12.33	11.13
毛利润	3.40	26.07	14.69	12.52	11.09
营业利润	(2,114)	130.95	49.29	20.20	16.77
净利润	64.93	62.14	65.74	11.11	14.61
EPS	38.40	62.35	65.57	11.00	14.50
盈利能力比率 (%)					
毛利率	21.81	24.29	24.29	24.33	24.32
EBITDA	1.89	3.61	6.20	6.33	6.64
净利润率	3.27	4.68	6.77	6.69	6.90
ROE	5.95	9.28	13.49	13.00	12.96
ROA	4.37	7.01	10.37	10.25	10.45
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(65.12)	(15.24)	(43.77)	(39.34)	(59.86)
流动比率	2.69	2.59	2.82	3.56	3.75
速动比率	2.41	2.29	2.59	3.32	3.57

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	1.34	1.50	1.53	1.53	1.51
应收账款周转天数	26.60	27.75	14.01	11.74	10.16
应付账款周转天数	78.28	64.09	58.60	54.06	50.32
存货周转天数	29.83	21.87	18.15	15.07	12.51
现金转换周期	(21.84)	(14.46)	(26.44)	(27.26)	(27.66)

每股指标 (人民币)

EPS	0.05	0.09	0.15	0.16	0.19
每股净资产	0.90	1.02	1.17	1.35	1.55

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。
- 阿里健康（241 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。
- 阿里健康（241 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