

2025 营收快速攀升，收购东曜强化龙头优势

华泰研究

2026 年 1 月 16 日 | 中国香港

公告点评

生物医药

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

82.24

代雯, PhD

SAC No. S0570516120002
SFC No. BF1915

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

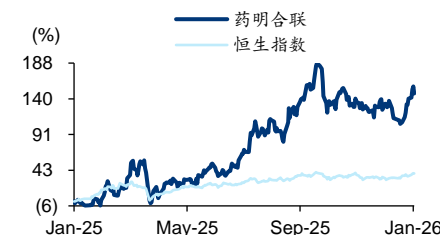
研究员

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

基本数据

收盘价(港币 截至 1 月 15 日)	72.90
市值(港币百万)	91,507
6 个月平均日成交额(港币百万)	402.69
52 周价格范围(港币)	24.70-85.50

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)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	4,052	5,959	8,045	10,906
+/-%	90.80	47.04	35.02	35.55
归母净利润(百万)	1,077	1,471	2,078	2,924
+/-%	276.91	36.52	41.28	40.73
归母净利润(调整后,百万)	1,174	1,591	2,240	3,156
+/-%	184.77	35.49	40.81	40.91
EPS(调整后,最新摊薄)	0.98	1.27	1.78	2.51
PE(调整后,倍)	69.59	51.71	36.72	26.06
PB(倍)	0.71	10.13	8.06	6.26
ROE(调整后,%)	0.00	0.00	0.00	0.00
EV EBITDA(倍)	57.59	41.79	28.16	18.86
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

1 月 14 日, 公司发布了 2025 年度业绩预告, 收入、毛利润、净利润和经调整净利润(剔除利息及汇兑影响)分别同比增长超过 45/70/38/65%, 收入增长强势且毛利率维持高位。同日, 公司公告拟以约 30.9 亿港元收购东曜药业, 有望快速补充产能并助力补充订单。考虑到全球 ADC 管线商业化逐步来临且对 CRDMO 需求较高, 结合药明合联订单获取的强劲态势与产能的有序扩张, 我们持续看好公司业绩高速增长。维持“买入”。

2025 年营收增长强势, 毛利率维持高位

我们预计 2025 年收入/毛利/净利润分别约 59.6/21.1/14.7 亿: 1) 营收继续保持强势, 其中 2H25 收入约 32.6 亿(yoy≈37%), 我们预计受益 DP3 落地后的产能利用爬坡; 2) 全年毛利率约 35.4%, 较 2024 年提升约 5pct, 在新产能上线、现有产能扩大 DP 产能建设的背景下显示了强大经营效率; 3) 因汇兑影响和费用率提升, 2H25 利润率较上半年下行, 但全年剔除汇兑和利息收入的经调净利润仍实现超过 65% 增长。

项目池: 后期项目稳步增多, 新型分子优势明确

业务拓展正向后期临床持续推进: 1) 2025 年新签 70 个 iCMC 项目, 其中 22 个赢得分子项目; 2) 合计 iCMC 项目 252 个, 其中 18 个 PPQ 项目(10 个为 2025 年新签); 3) 考虑到多个 ADC 将在 2026 年提交 BLA, 我们预计公司多个项目将在 2026 年步入商业化备货阶段。另一方面, 公司在新型偶联分子的发展路上继续维持领先地位, 25 年新签 70 个项目中超过一半为新型分子(双抗 ADC/双载荷 ADC/XDC/非肿瘤分别占比约 20/5/17/10%), 多元化布局奠定长期潜力。在此基础上, 公司的全球销售市占率持续提升, 公司预计从 2024 年的 21.7% 提升至 2025 年的超过 24%。

新加坡产能年内上线, 新产能布局起步

产能有序扩张: 1) 无锡现有 DP 产能已在 2025 年陆续完成维护与扩建, 此外 DP5/DP6 预计 2027 年底至 2028 年初投产; 2) 新加坡产能已在 2025 年中机械竣工, 海外 DS 产能 XBCM3 与 XBCM4 预计 2026 上半年到 2026 年中陆续上线, 海外 DP 产能 DP4 预计 2H26 上线; 3) 2025 年 8 月完成合肥基地的收购, 强化 POC 开发和生产能力, 其多肽年产能超过 40kg; 4) 江阴基地预计 2027 年底~2028 年初上线。公司预计至 2029 年累计 CAPEX 将超过 70 亿元, 目标当年制剂产能翻倍。

并购东曜, 强化龙头优势

公司此次拟以约 30.9 亿港元收购东曜药业(收购后后者仍保持独立上市地位), 有望进一步强化公司现有竞争力: 1) 东曜药业拥有 2 条抗体原液生产线(规模 2 万升), 3 个独立 ADC 原液生产车间(年产能 960kg), 2 条罐装/冻干产线(年产能 530 万瓶); 2) 其已积累可观客户资源, 截至 1H25 期累积服务客户 85 个, 服务映恩生物、宜联生物等国内头部 biotech, ADC 项目数量达 113 个。

盈利预测与估值

我们调整公司 25-27 年经调整净利润-8/-6/+13%至 15.9/22.4/31.6 亿元(CAGR 为 39%), 对应 EPS 为 1.27/1.78/2.51 元。调整主要是考虑到公司在手订单的强劲增长, 同时自建叠加并购产能产生一定折旧费用。给予 26 年 1.06x PEG(可比公司 iFinD 一致预期 1.06x), 维持目标价为 82.24 港币(同样的前值基于 25 年 1.59x PEG)。

风险提示: 下游需求下降; 产能扩张过缓; 地缘政治风险。

盈利预测及估值

盈利预测及估值方法

我们调整公司 2025/2026/2027 年营收预期为 59.6/80.5/109.1 亿元（前值：61.4/82.9/97.1 亿元）；并调整 2025/2026/2027 年经调整净利润为 15.9/22.4/31.6 亿元（前值：17.2/23.7/28.0 亿元），主因：

- 1) 依据业绩预告我们调整了 2025 年的收入及对应成本和费用；
- 2) 考虑近期公司披露项目数量增长强劲，我们上调了 2026-2027 年收入预测，并对应上调相关成本和费用；
- 3) 考虑新建产能提速及收购新产能影响，我们上调了 2026-2027 年的设备折旧费用。

图表1：盈利预测调整

	亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
营收	调整前	40.5	61.4	82.9	97.1
	调整后	40.5	59.6	80.5	109.1
	+/- (%)	0	(3)	(3)	12
成本	调整前	28.1	40.3	52.8	61.2
	调整后	28.1	38.5	51.0	67.9
	+/- (%)	(0)	(4)	(3)	11
研发费用	调整前	1.0	1.4	1.8	2.1
	调整后	1.0	1.4	1.8	2.3
	+/- (%)	0	(2)	(2)	14
管理费用	调整前	1.6	2.4	3.0	3.6
	调整后	1.6	2.3	3.0	4.0
	+/- (%)	0	(2)	(2)	14
销售费用	调整前	0.6	1.0	1.2	1.2
	调整后	0.6	1.1	1.2	1.4
	+/- (%)	0	1	(3)	12
归母净利润	调整前	10.7	16.6	23.0	27.2
	调整后	10.7	14.7	20.8	29.2
	+/- (%)	0	(11)	(10)	7
经调整净利润	调整前	11.7	17.2	23.7	28.0
	调整后	11.7	15.9	22.4	31.6
	+/- (%)	0	(8)	(6)	13

资料来源：公司公告，华泰研究预测

我们采用基于经调整归母净利润的 PEG 估值法计算药明合联的股权价值，并考虑到公司在 ADC CRDMO 的龙头地位且公司同时经营大分子和小分子业务，选择药明康德、药明生物、泰格医药、凯莱英等大小分子 CXO 龙头作为可比公司，基于 40.66 x PE(对应 2026 年 1.06x PEG, 2025-2027 CAGR 为 39%，可比公司 iFind 一致预期为 1.06x PEG)，维持目标价为 82.24 港币（同样的前值基于 2025 年 1.59x PEG 及 34% 的 2025-2027 CAGR），我们维持“买入”评级。

图表2：药明合联：可比公司估值

公司名称	公司代码	收盘价 (港币/元)	总市值 (十亿港元/十亿元)	EPS (元)				PE (x)				EPS CAGR	PEG (x)
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2026E
药明康德	2359 HK	119.90	357.75	3.24	4.78	4.89	5.61	34.42	18.71	18.71	16.54	27.67%	0.68
药明生物	2269 HK	40.02	165.43	0.82	1.08	1.23	1.44	44.35	33.59	29.61	25.25	20.67%	1.43
泰格医药	300347 CH	62.76	52.24	0.47	1.35	1.59	1.96	116.61	46.30	39.59	32.05	60.85%	0.65
凯莱英	002821 CH	106.50	37.69	2.58	3.06	3.60	4.25	39.72	33.28	28.18	23.62	18.92%	1.49
平均								58.78	32.97	29.02	24.36	32.03%	1.06
药明合联	2268 HK	72.90	91.51	0.98	1.27	1.78	2.51	69.59	51.71	36.72	26.06	39.04%	0.94

注：定价日期为 2026 年 1 月 15 日；汇率（港币/人民币）为 1.1113；表内药明合联 EPS 基于经调整净利润；收盘价/总市值中康龙化成单位为元/十亿元，其余为港币/十亿港元

资料来源：iFind 一致性预期，华泰研究预测

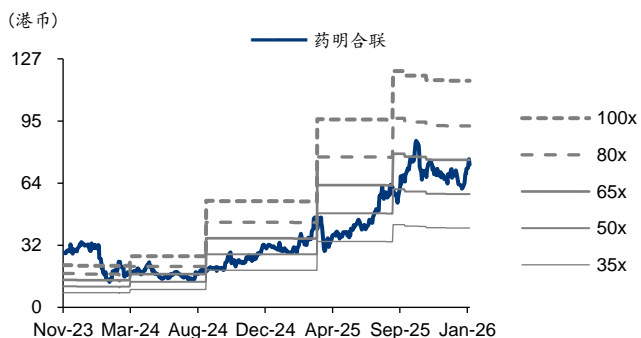


风险提示

我们的目标价和评级面临的风险包括：

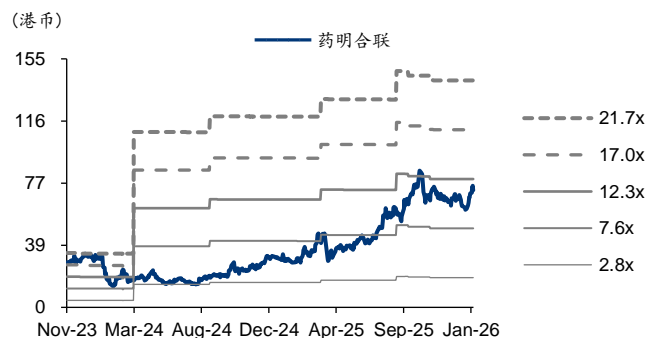
- 1) 下游需求下降，导致订单数量下滑，营收随之下滑；
- 2) 产能扩张过缓，导致公司接单能力受限，影响营收和毛利率；
- 3) 地缘政治风险，可能导致公司海外业务拓展放缓，尤其考虑到公司对国产 ADC 的订单本身有很强的把握性，海外订单会带来更明显的增量，若海外政策有形或无形影响到公司的接单，则长期成长性可能受到影响。

图表3: 药明合联 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表4: 药明合联 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	2,124	4,052	5,959	8,045	10,906
销售成本	(1,564)	(2,812)	(3,851)	(5,102)	(6,791)
毛利润	559.56	1,240	2,108	2,943	4,115
销售及分销成本	(15.22)	(56.08)	(105.84)	(116.66)	(135.23)
管理费用	(123.97)	(164.24)	(231.84)	(297.39)	(403.11)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(0.74)	(3.21)	(10.00)	(12.00)	(17.00)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	359.61	1,220	1,677	2,369	3,334
税费开支	(76.07)	(150.17)	(206.47)	(291.70)	(410.50)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	285.81	1,077	1,471	2,078	2,924
非通用准则调整项	126.45	96.75	120.00	162.00	232.00
调整后归母净利润	412.27	1,174	1,591	2,240	3,156
折旧和摊销	(70.19)	(150.06)	(213.95)	(421.18)	(735.24)
EBITDA	430.54	1,373	1,901	2,803	4,087
EPS (人民币, 基本)	0.24	0.90	1.17	1.66	2.33

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	46.80	118.70	247.94	342.48	446.54
应收账款和票据	1,101	2,009	2,587	3,705	4,713
现金及现金等价物	4,048	3,540	3,171	3,687	5,534
其他流动资产	4.40	433.52	0.00	0.00	0.00
总流动资产	5,200	6,101	6,006	7,734	10,693
固定资产	1,246	2,725	4,079	5,538	6,711
无形资产	52.95	44.74	38.65	31.63	24.60
其他长期资产	236.16	253.37	243.07	245.15	243.24
总长期资产	1,535	3,023	4,360	5,815	6,979
总资产	6,735	9,124	10,366	13,549	17,672
应付账款	915.39	1,409	1,888	2,983	4,176
短期借款	1.25	3.28	3.28	3.28	3.28
其他负债	362.78	165.10	165.10	165.10	165.10
总流动负债	1,279	2,466	2,056	3,151	4,344
长期债务	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60
其他长期债务	0.00	191.95	189.97	192.05	190.13
总长期负债	1.60	18.15	191.56	193.64	191.72
股本	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39
储备/其他项目	5,036	6,639	8,118	10,204	13,136
股东权益	5,454	6,639	8,118	10,204	13,136
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	5,454	6,639	8,118	10,204	13,136

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	281.58	75.84	55.93	39.59	28.13
PB	2.41	0.71	10.13	8.06	6.26
调整后 PE (倍)	195.21	69.59	51.71	36.72	26.06
调整后 ROE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV EBITDA	182.49	57.59	41.79	28.16	18.86
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(0.64)	(0.97)	(0.12)	0.63	2.25

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	430.54	1,373	1,901	2,803	4,087
融资成本	0.74	3.21	10.00	12.00	17.00
营运资本变动	(338.57)	(486.70)	(227.46)	(117.76)	81.50
税费	(76.07)	(150.17)	(206.47)	(291.70)	(410.50)
其他	316.20	361.46	(292.95)	(24.00)	(34.01)
经营活动现金流	332.85	1,101	1,184	2,381	3,741
CAPEX	(539.36)	(1,535)	(1,561)	(1,873)	(1,901)
其他投资活动	448.13	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(91.23)	(1,535)	(1,561)	(1,873)	(1,901)
债务增加量	(81.86)	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	3,604	0.00	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	0.00	(81.79)	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	3,522	(81.79)	0.00	0.00	0.00
现金变动	3,764	(515.95)	(376.90)	507.84	1,839
年初现金	334.97	4,048	3,540	3,171	3,687
汇率波动影响	(51.11)	8.16	8.16	8.16	8.16
年末现金	4,048	3,540	3,171	3,687	5,534

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	114.44	90.80	47.04	35.02	35.55
毛利润	114.32	121.58	69.99	39.65	39.80
营业利润	81.34	239.39	37.95	41.15	40.73
净利润	87.52	276.91	36.52	41.28	40.73
调整后净利润	112.12	184.77	35.49	40.81	40.91
EPS (基本)	32.59	276.15	30.51	41.28	40.73
盈利能力比率 (%)					
毛利率	26.35	30.60	35.37	36.58	37.73
EBITDA	20.27	33.88	31.90	34.83	37.47
净利润率	13.46	26.58	24.68	25.82	26.81
调整后净利润率	19.41	28.97	26.69	27.84	28.94
ROE	8.24	17.81	19.93	22.68	25.05
调整后 ROE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA	6.19	13.58	15.09	17.38	18.73
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(74.16)	(53.24)	(39.00)	(36.08)	(42.09)
流动比率	4.06	2.47	2.92	2.45	2.46
速动比率	0.96	0.95	0.88	0.89	0.90
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.46	0.51	0.61	0.67	0.70
应收账款周转天数	144.55	138.17	138.84	140.76	138.93
应付账款周转天数	194.32	148.75	154.09	171.83	189.75
存货周转天数	12.63	10.59	17.14	20.83	20.91
现金转换周期	(37.13)	0.01	1.89	(10.24)	(29.90)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	0.24	0.90	1.17	1.66	2.33
EPS (调整后, 基本)	0.34	0.98	1.27	1.78	2.51
每股净资产	27.94	95.41	6.47	8.13	10.47

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。
- 药明合联（2268 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的1%或以上。
- 药明合联（2268 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、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。
- 药明合联（2268 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。
- 药明合联（2268 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。
- 药明合联（2268 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。
- 药明合联（2268 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达1%或以上。
- 药明合联（2268 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

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

©版权所有 2026 年华泰证券股份有限公司