

# BD 驱动扭亏为盈

华泰研究

2026 年 1 月 31 日 | 中国内地/中国香港

动态点评

化学制药

1 月 30 日，公司发布 2025 年预告：实现营收 32.5 亿 (+89%yoy)，归母净利润 7.16 亿，扣非净利润 7,850 万，均实现扭亏为盈。我们认为荣昌生物处于海外潜力、国内业务、报表质量均在持续向好的阶段：1) RC148 出海落地，年内有望启动多个全球 III 期临床；2) 管线全球价值逐步显现，维迪西妥单抗 1L III 期入组加速，2L 适应症报产在即，泰它西普的 SS 全球 III 期有望启动；3) 国内市场，核心产品医保续约降幅可控，收入快速向上。维持“买入”。

## 国内销售亮眼，BD 驱动 2025 年扭亏为盈

2025 年公司营收大幅提升，来自国内产品的销售快速爬坡和海外 BD 的进展：1) 我们预计两大产品 2025 年收入超过 23 亿，且随着两者在 2025 年底国谈中以较低降幅续约、泰它西普多个潜力适应症有望 26 年获批和 RC28 的潜在获批，公司国内业务有望继续保持显著增长；2) 公司在 2025 年完成多项 BD 交易，我们预计全年 BD 收益主要来自泰它西普授权给 VOR 交易的 4500 万美元首付款和 8000 万美元的认股权证。得益于 BD 收入和 VOR 股权的公允价值获益，公司全年实现归母净利润 7.16 亿，成功扭亏为盈。考虑到 RC148 和 RC28 的 BD 收入，叠加国内业务的持续扩张，我们预计公司收入在 26 年继续大幅跨越式增长。

## RC148 海外注册临床潜力凸显，艾伯维有望助力 ADC+IO 策略推进

RC148 以 6.5 亿美元首付款、56 亿美元总金额授权艾伯维，高首付+出众早期临床结果+海外临床快速启动的潜力有望奠定 RC148 的全球超级重磅的潜力：1) 治疗 2/3L 胃癌的早期临床中初步显示对 PD-1 单抗的治疗优势，针对 IO 耐药 NSCLC 取得 66.7%的 ORR 和 8.3 月的 PFS，1L 单抗针对 PD-L1 $\geq$ 1% NSCLC 患者则取得 52.4%的 ORR；2) 有在海外直接启动 III 期临床的潜力，1L NSCLC (sq&nsq) 和 1L CRC 有望成为首批探索的适应症；3) IO 双抗+ADC 有望成为未来肿瘤一线治疗的基础方案之一，艾伯维现有 8 款 ADC 药物处于已上市/BLA/临床阶段，其中 Temab-A 等品种在 NSCLC 或 CRC 等适应症布局，有望和 RC148 联用带来新的疗法变革。

## 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 期临床继续入组，我们预计 1H26 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，我们预计辉瑞有望于 1H26 递交 2L UC 的海外 BLA。

## 盈利预测与估值

基于认股权证公允价值变动以及现金补充后债务融资需求下降，我们上调荣昌生物 25-27E 归母净利润至 7.2/43.0/5.5 亿元(前值:(3.4)/42.7/5.3 亿元)。我们调整 WACC 为 7.0% (前值: 6.5%)，维持 2.5% 的永续增长率，调整基于 DCF 的 A 股的目标价为 151.81 元 (前值: 151.79 元)，并调整 A/H 溢价为 18.80% (与过去 3 个月荣昌生物 A/H 溢价一致，前值: 16.46%)，调整 H 股目标价为 143.58 港币 (前值: 142.72 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：151.81 | 港币：143.58 |

代雯, PhD 研究员  
SAC No. S0570516120002 daiwen@htsc.com  
SFC No. BFI915 + (86) 21 2897 2078

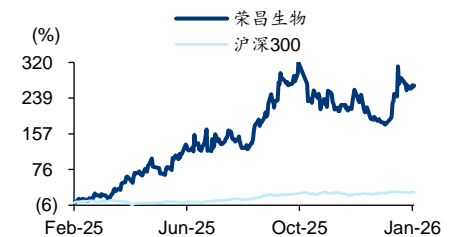
袁中平 研究员  
SAC No. S0570520050001 yuanzhongping@htsc.com  
SFC No. BPK414 + (86) 21 2897 2228

李航 研究员  
SAC No. S0570524120002 lihong@htsc.com  
SFC No. BVN760 + (86) 21 2897 2228

## 基本数据

| (人民币/港币)         | 688331 CH    | 9995 HK      |
|------------------|--------------|--------------|
| 收盘价(截至 1 月 30 日) | 102.25       | 84.20        |
| 市值(百万)           | 57,718       | 47,529       |
| 6 个月平均日均成交额(百万)  | 720.16       | 536.62       |
| 52 周价格范围         | 27.89-116.88 | 12.72-126.60 |

## 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   | 3,251  | 7,834  | 4,247   |
| +/-%         | 58.54   | 89.38  | 140.95 | (45.79) |
| 归属母公司净利润(百万) | (1,468) | 716.03 | 4,301  | 552.66  |
| +/-%         | 2.84    | 148.76 | 500.64 | (87.15) |
| EPS(最新摊薄)    | (2.60)  | 1.27   | 7.62   | 0.98    |
| ROE(%)       | (73.93) | 26.50  | 61.41  | 7.31    |
| PE(倍)        | (39.31) | 80.61  | 13.42  | 104.44  |
| PB(倍)        | 29.06   | 21.36  | 8.24   | 7.64    |
| EV EBITDA(倍) | (44.92) | 383.37 | 10.27  | 61.27   |
| 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 公司营业收入至 32.5/78.3/42.5 亿元（前值：29.3/77.1/42.5 亿元），并调整 25-27E 归母净利润至 7.2/43.0/5.5 亿元（前值：(3.4)/42.7/5.3 亿元），主要考虑：

- 1) 参照业绩快报，在认股权证公允价值变动的的影响下，我们上调了公司 2025 年的归母净利润；
- 2) 公司多项 BD 收入补充现金的背景下，我们下调了债务融资数额及利息支出。

图表1：荣昌生物：盈利预测

|             | 人民币亿元   | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营收          | 调整前     | 17.2  | 29.3  | 77.1  | 42.5  |
|             | 调整后     | 17.2  | 32.5  | 78.3  | 42.5  |
|             | +/- (%) | 0     | 11.0  | 1.6   | 0.0   |
| 公允价值变动及其他损益 | 调整前     | 0.5   | 0.0   | 1.2   | 0.7   |
|             | 调整后     | 0.5   | 9.9   | 2.6   | 1.5   |
|             | +/- (%) | 0     | N/A   | 121.9 | 121.9 |
| 成本          | 调整前     | 3.4   | 4.6   | 4.6   | 5.7   |
|             | 调整后     | 3.4   | 4.6   | 4.6   | 5.7   |
|             | +/- (%) | 0     | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 研发费用        | 调整前     | 15.4  | 12.7  | 10.5  | 12.3  |
|             | 调整后     | 15.4  | 12.7  | 10.5  | 12.3  |
|             | +/- (%) | 0     | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 管理费用        | 调整前     | 3.2   | 3.5   | 3.5   | 3.5   |
|             | 调整后     | 3.2   | 3.5   | 3.5   | 3.5   |
|             | +/- (%) | 0     | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 销售费用        | 调整前     | 9.5   | 12.7  | 13.4  | 16.0  |
|             | 调整后     | 9.5   | 12.7  | 13.4  | 16.0  |
|             | +/- (%) | 0     | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 归母净利润       | 调整前     | -14.7 | -3.4  | 42.7  | 5.3   |
|             | 调整后     | -14.7 | 7.2   | 43.0  | 5.5   |
|             | +/- (%) | 0     | 313.7 | 0.8   | 4.7   |

资料来源：公司公告，华泰研究预测

基于图表 3，我们基于新的债务比率调整 WACC 为 7.0%（前值：6.5%），维持 2.5% 的永续增长率，调整基于 DCF 的 A 股的目标价为 151.81 元（前值：151.79 元），并调整 A/H 溢价为 18.80%（与过去 3 个月荣昌生物 A/H 溢价一致，前值：16.46%），调整 H 股目标价为 143.58 港币（前值：142.72 港币），维持 A 股和 H 股“买入”评级。

图表2：荣昌生物：股权自由现金流假设

| (百万元)    | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 4,301 | 553   | 1,288 | 2,226 | 2,799 | 3,461 | 4,503 | 4,926 | 5,224 |
| 加：折旧与摊销  | 306   | 330   | 352   | 374   | 398   | 425   | 454   | 486   | 519   |
| 减：营运资金变动 | 726   | (788) | 321   | 222   | 159   | 179   | 147   | 97    | 48    |
| 减：资本支出   | 313   | 255   | 266   | 317   | 351   | 384   | 410   | 429   | 438   |
| 加：付息债务增加 | 61    | (191) | 46    | (223) | (151) | 166   | 132   | 94    | 48    |
| 自由现金流    | 3,628 | 1,226 | 1,099 | 1,837 | 2,536 | 3,488 | 4,531 | 4,979 | 5,304 |

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                    | 36.9 | WACC       | 7.0   |
| 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 | 0.89  |
| 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 | 6.95  |
| 债务成本     |                          | 6.0  | A/H 溢价     | 18.80 |

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     | 19,770 |
| 永续价值现值      | 65,922 |
| 股权价值        | 85,691 |
| 总股本 (百万股)   | 564    |
| 每股股权价值 (元)  | 151.81 |
| 每股股权价值 (港币) | 143.58 |

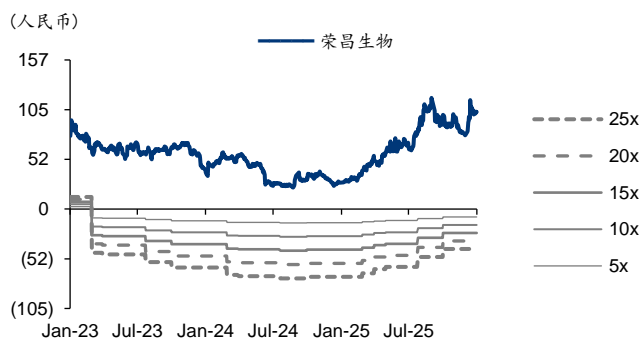
资料来源: 华泰研究预测

### 风险提示

影响我们的目标价和评级的风险包括:

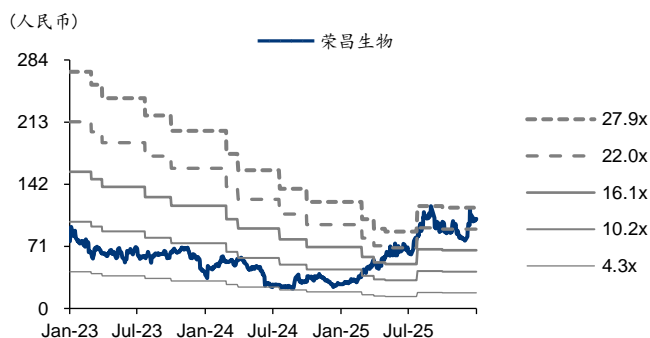
- 1) 候选药物未能在临床试验中取得积极结果, 即管线研发失败风险;
- 2) 药物商业化具有不确定性, 产品具商业化风险;
- 3) 海外临床和审批风险。

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  |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 2,229   | 2,290   | 3,814   | 8,624  | 8,637  |
| 现金             | 743.39  | 762.49  | 1,092   | 4,722  | 5,951  |
| 应收账款           | 297.68  | 383.39  | 668.09  | 1,288  | 640.01 |
| 其他应收账款         | 29.01   | 24.28   | 267.24  | 643.91 | 349.09 |
| 预付账款           | 270.29  | 241.37  | 566.80  | 399.03 | 470.88 |
| 存货             | 741.56  | 659.37  | 818.71  | 623.48 | 706.32 |
| 其他流动资产         | 147.00  | 218.89  | 401.49  | 946.84 | 520.00 |
| <b>非流动资产</b>   | 3,299   | 3,209   | 3,254   | 3,259  | 3,181  |
| 长期投资           | 2.71    | 8.85    | 8.85    | 8.85   | 8.85   |
| 固定投资           | 2,031   | 2,457   | 2,571   | 2,599  | 2,563  |
| 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  | 531.42  | 508.72 | 467.05 |
| <b>资产总计</b>    | 5,528   | 5,499   | 7,068   | 11,882 | 11,818 |
| <b>流动负债</b>    | 1,128   | 2,178   | 3,090   | 3,644  | 3,105  |
| 短期借款           | 284.28  | 1,084   | 1,073   | 1,175  | 1,062  |
| 应付账款           | 125.34  | 162.25  | 125.96  | 124.70 | 156.96 |
| 其他流动负债         | 718.51  | 932.19  | 1,891   | 2,345  | 1,886  |
| <b>非流动负债</b>   | 962.85  | 1,334   | 1,276   | 1,235  | 1,157  |
| 长期借款           | 840.59  | 1,196   | 1,138   | 1,097  | 1,019  |
| 其他非流动负债        | 122.26  | 138.14  | 138.14  | 138.14 | 138.14 |
| <b>负债合计</b>    | 2,091   | 3,512   | 4,366   | 4,879  | 4,262  |
| 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) | (3,606) | 694.98 | 1,248  |
| 归属母公司股东权益      | 3,437   | 1,986   | 2,702   | 7,003  | 7,556  |
| <b>负债和股东权益</b> | 5,528   | 5,499   | 7,068   | 11,882 | 11,818 |

### 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> | (1,503)  | (1,114)  | 774.90   | 3,930    | 1,670    |
| 净利润           | (1,511)  | (1,468)  | 716.03   | 4,301    | 552.66   |
| 折旧摊销          | 176.12   | 236.05   | 277.48   | 305.89   | 330.44   |
| 财务费用          | (5.37)   | 69.48    | (47.35)  | (42.77)  | 8.22     |
| 投资损失          | (6.98)   | 4.29     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营运资金变动        | (360.66) | (108.48) | (272.73) | (726.20) | 788.39   |
| 其他经营现金        | 205.30   | 152.72   | 101.47   | 92.32    | (9.67)   |
| <b>投资活动现金</b> | (816.66) | (248.24) | (329.40) | (317.63) | (259.10) |
| 资本支出          | (852.76) | (265.28) | (325.14) | (313.37) | (254.84) |
| 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)   |
| <b>筹资活动现金</b> | 978.31   | 1,393    | (116.14) | 18.22    | (182.54) |
| 短期借款          | 284.28   | 799.58   | (10.89)  | 102.18   | (113.31) |
| 长期借款          | 840.59   | 355.29   | (57.89)  | (41.19)  | (77.44)  |
| 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   | 397.97   | (42.77)  | 8.22     |
| 现金净增加额        | (1,343)  | 32.98    | 329.36   | 3,631    | 1,228    |

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>   | 1,083   | 1,717   | 3,251   | 7,834   | 4,247  |
| 营业成本          | 244.40  | 337.16  | 459.74  | 455.14  | 572.91 |
| 营业税金及附加       | 8.23    | 15.37   | 29.10   | 70.12   | 38.02  |
| 营业费用          | 775.19  | 948.76  | 1,273   | 1,335   | 1,596  |
| 管理费用          | 304.23  | 316.71  | 353.65  | 348.94  | 347.84 |
| 财务费用          | (5.37)  | 69.48   | (47.35) | (42.77) | 8.22   |
| 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    | 843.00  | 0.00    | 0.00   |
| 投资净收益         | 6.98    | (4.29)  | 0.00    | 0.00    | 0.00   |
| <b>营业利润</b>   | (1,502) | (1,456) | 808.30  | 4,791   | 626.77 |
| 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  |
| <b>利润总额</b>   | (1,511) | (1,468) | 795.59  | 4,779   | 614.06 |
| 所得税           | 0.00    | 0.00    | 79.56   | 477.87  | 61.41  |
| <b>净利润</b>    | (1,511) | (1,468) | 716.03  | 4,301   | 552.66 |
| 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) | 716.03  | 4,301   | 552.66 |
| EBITDA        | (1,379) | (1,205) | 140.13  | 4,884   | 795.38 |
| EPS (人民币, 基本) | (2.80)  | (2.73)  | 1.27    | 7.62    | 0.98   |

### 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              | 40.26    | 58.54   | 89.38  | 140.95  | (45.79) |
| 营业利润              | (50.87)  | 3.06    | 155.53 | 492.77  | (86.92) |
| 归属母公司净利润          | (51.30)  | 2.84    | 148.76 | 500.64  | (87.15) |
| <b>获利能力 (%)</b>   |          |         |        |         |         |
| 毛利率               | 77.43    | 80.36   | 85.86  | 94.19   | 86.51   |
| 净利率               | (139.55) | (85.53) | 22.02  | 54.90   | 13.01   |
| ROE               | (43.97)  | (73.93) | 26.50  | 61.41   | 7.31    |
| ROIC              | (31.85)  | (30.73) | (2.46) | 54.66   | 4.23    |
| <b>偿债能力</b>       |          |         |        |         |         |
| 资产负债率 (%)         | 37.82    | 63.88   | 61.77  | 41.06   | 36.07   |
| 净负债比率 (%)         | 14.20    | 98.78   | 57.87  | (28.64) | (45.33) |
| 流动比率              | 1.98     | 1.05    | 1.23   | 2.37    | 2.78    |
| 速动比率              | 1.06     | 0.64    | 0.78   | 2.08    | 2.40    |
| <b>营运能力</b>       |          |         |        |         |         |
| 总资产周转率            | 0.19     | 0.31    | 0.52   | 0.83    | 0.36    |
| 应收账款周转率           | 4.33     | 5.04    | 6.18   | 8.01    | 4.41    |
| 应付账款周转率           | 2.09     | 2.34    | 3.19   | 3.63    | 4.07    |
| <b>每股指标 (人民币)</b> |          |         |        |         |         |
| 每股收益(最新摊薄)        | (2.68)   | (2.60)  | 1.27   | 7.62    | 0.98    |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | (2.66)   | (1.97)  | 1.37   | 6.96    | 2.96    |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 6.09     | 3.52    | 4.79   | 12.41   | 13.39   |
| <b>估值比率</b>       |          |         |        |         |         |
| PE (倍)            | (38.19)  | (39.31) | 80.61  | 13.42   | 104.44  |
| PB (倍)            | 16.79    | 29.06   | 21.36  | 8.24    | 7.64    |
| EV EBITDA (倍)     | (38.17)  | (44.92) | 383.37 | 10.27   | 61.27   |

## 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。
- 荣昌生物（688331 CH）、荣昌生物（9995 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](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）、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