

# HARMONI-6 OS 显著阳性，依沃西单抗再证长期获益

华泰研究

2026年6月01日 | 中国香港

动态点评

生物医药

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

209.06

代雯, PhD

SAC No. S0570526010001  
SFC No. BF915

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

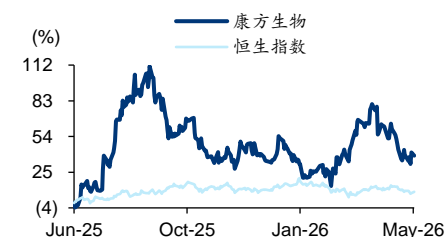
研究员

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

## 基本数据

收盘价(港币 截至6月1日)	115.90
市值(港币百万)	106,760
6个月平均日成交额(港币百万)	916.85
52周价格范围(港币)	73.10-179.00

## 股价走势图



资料来源: S&amp;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)	3,056	4,914	7,120	10,213
+/-%	43.90	60.78	44.90	43.44
归属母公司净利润(百万)	(1,113)	(141.57)	703.01	2,098
+/-%	(116.33)	(87.28)	(596.57)	198.39
EPS(最新摊薄)	(1.21)	(0.15)	0.76	2.28
ROE(%)	(14.18)	(1.58)	7.52	19.52
PE(倍)	NA	NA	132.16	44.29
PB(倍)	10.39	10.33	9.58	7.88
EV EBITDA(倍)	(88.49)	(916.23)	103.39	35.85
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

5月31日,公司在2026 ASCO全体大会中汇报了HARMONI-6的OS等数据,为本届ASCO国产创新药最重磅成果之一。依沃西单抗联合化疗一线治疗肺鳞癌较替雷利珠单抗联合化疗显著优效(OS为27.9 vs 23.7月, HR=0.66),进一步强化持久生存改善证据,也为本品全球III期HARMONI-3研究鳞癌亚组2H26的最终PFS及中期OS分析注入较强信心。此外,公司另有4项口头汇报,共40余项研究入选ASCO,涵盖依沃西单抗治疗2L SCLC、卡度尼利单抗治疗1L nccRCC等多项成果,再度验证公司双抗的跨瘤种基石IO疗法潜力。维持“买入”。

## OS显著阳性,再度强化联合化疗持久获益证据

HARMONI-6 研究头对头比较依沃西单抗与替雷利珠单抗联合化疗一线治疗肺鳞癌的疗效,共532例患者按1:1随机分组。该研究已于ESMO 2025公布优异PFS数据,本次中位随访21.4个月进一步确认OS获益:1)依沃西方案取得显著OS优势,HR=0.66,中位OS 27.9 vs 23.7个月,24个月OS率64.7% vs 48.6%,较PD-1单抗+化疗提升约16.1 pct,长尾效应惊艳;2)各PD-L1亚组均获益,TPS<1%、1-49%及≥50%的OS HR分别为0.64/0.67/0.64;3)转移人群亦显著获益,3处及以上转移亚组OS HR为0.47,肝转移OS HR为0.69;4)依沃西单抗/替雷利珠单抗组3级及以上TRAE发生率为69.2/58.9%,整体安全性可控。

## 看好全球下一代IO基石潜力

1)继HARMONI-2在单药场景下验证对帕博利珠单抗的优势后,HARMONI-6全球首次在一二线肺癌III期临床中对PD-1单抗联合化疗取得PFS及OS双阳性,进一步证明依沃西单抗在联合化疗场景中对PD-1单抗的升级替代潜力,为确立其一线IO基石药物地位提供了强有力证据;2)HARMONI-6在ITT及各主要亚组中OS显著阳性,为本品全球III期HARMONI-3研究鳞癌亚组2H26的最终PFS及中期OS分析注入了较强信心;3)其他全球注册临床及申报亦稳步推进,EGFR-TKI耐药NSCLC BLA已获FDA受理,HARMONI-7持续入组,1L CRC的全球III期已启动,此外GSK B7-H3 ADC等联合疗法有望逐步探索。

## 4项研究口头汇报,IO双抗适应症矩阵持续拓展

1)依沃西单抗+化疗治疗2L+ SCLC取得61.7/91.7%的ORR/DCR和9.8月PFS,OS尚未达到,非头对头比较初步疗效优于塔拉妥单抗;2)依沃西单抗+化疗新辅助治疗LA-HNSCC的pCR 50%,其中下咽亚组pCR达64.3%,跨临床比较KEYNOTE-689中帕博利珠单抗+化疗9.3%的mPR,优势明显;3)卡度尼利单抗+阿昔替尼一线治疗nccRCC的ORR/DCR为51.4/97.2%,PFS达17.3月;4)卡度尼利/依沃西单抗+阿昔替尼治疗粘膜黑色素瘤的ORR为35.7/35.7%,PFS为5.8/8.7月,同时全人群3级及以上TRAE仅17.9%,安全性优异。

## 盈利预测与估值

考虑公司管线开发顺利、研发投入力度加大,调整26-27年公司归母净利润为(1.42)/7.03亿元(前值:5.01/12.89亿元),并预测28年归母净利润为20.98亿元;我们预计在更为充裕的研发投入支持下,管线开发快速推进,远期收益有望提升,调整基于DCF的目标价为209.06港币(前值205.72港币),维持WACC7.7%,永续增长率3.0%不变;维持“买入”评级。

风险提示:临床试验风险;产品商业化风险;海外开发失败的风险。

## 财务、估值方法和风险提示

我们维持康方生物 2026-2027 年收入预测为 49.14/71.20 亿元，并预测 2028 年收入为 102.13 亿元；调整 2026-2027 年净利润预测为(1.42)/7.03 亿元（前值：5.01/12.89 亿元），并预测 2028 年净利润为 20.98 亿元，主因：

- 1) 考虑公司现金充裕，管线研发全面推进，我们上调了 2026-2027 年的研发费用预测；
- 2) 公司早期管线迅速扩充，在更为充裕的研发投入支持下，管线开发有望加速，远期收入期望提升。

**图表1：盈利预测调整**

	人民币亿元	2025A	2026E	2027E	2028E
营收	调整前	32.07	49.14	71.20	
	实际值/调整后*	30.56	49.14	71.20	102.13
	+/- (%)	(4.70)	0.00	0.00	
成本	调整前	3.24	4.94	7.46	
	实际值/调整后*	6.52	6.92	7.10	9.35
	+/- (%)	101.51	40.00	(4.76)	
研发费用	调整前	10.80	12.50	13.49	
	实际值/调整后*	15.75	17.50	19.88	21.51
	+/- (%)	45.84	40.00	47.37	
管理费用	调整前	2.91	4.94	7.10	
	实际值/调整后*	2.96	4.52	6.50	8.56
	+/- (%)	1.71	(8.46)	(8.46)	
销售费用	调整前	14.56	21.19	29.15	
	实际值/调整后*	14.36	21.19	29.11	38.34
	+/- (%)	(1.33)	0.00	(0.14)	
归母净利润	调整前	0.39	5.01	12.89	
	实际值/调整后*	(11.13)	(1.42)	7.03	20.98
	+/- (%)	(2933.81)	(128.24)	(45.45)	

注：\*2025 年为实际值；

资料来源：公司公告，华泰研究预测

基于图表 3，维持 WACC 为 7.7%，永续增长率为 3.0%，我们估计公司基于 DCF 估值法的公允价值约 1,676 亿元，调整目标价至 209.06 港币（前值：205.72 港币）；维持“买入”评级。

**图表2：康方生物：自由现金流预测**

(百万元)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
净收入	4,914	7,120	10,213	13,489	16,280	18,417	19,903	19,948	19,839	19,408
息税前利润	(99)	861	2,437	4,951	7,337	9,778	11,138	11,774	12,359	12,305
息税前利润 * (1-税率)	(89)	775	2,194	4,456	6,604	8,800	10,024	10,596	11,123	11,074
+ 折旧摊销	1	2	2	2	2	3	3	3	3	3
- 营运资本变动	(212)	(288)	(230)	(196)	(160)	(95)	(51)	110	(16)	81
- 资本支出	(155)	(55)	(55)	(55)	(55)	(55)	(55)	(55)	(56)	(56)
自由现金流	(454)	434	1,911	4,207	6,392	8,653	9,921	10,655	11,055	11,103

资料来源：华泰研究预测

**图表3：康方生物：DCF 分析关键假设**

(%)	备注	备注	
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	3.0
负债率	模型预测值	20.7 债务成本（税后）	2.7
Beta (x)	主营业务收入处于快速爬坡阶段，给予较高 Beta 值	1.20 WACC	7.7
无风险利率	10 年国债利率	1.75 永续增长率	3.0
风险溢价	主营业务收入处于爬坡初期	6.0 汇率（人民币/港币）	0.88
股本成本	CAPM	9.0	

资料来源：华泰研究预测

图表4: 康方生物: DCF 估值

DCF 分析	百万元
自由现金流现值	36,965
终值	245,611
终值现值	126,443
企业价值	163,408
净现金/(债务), 少数股东权益	4,191
股权价值	167,598

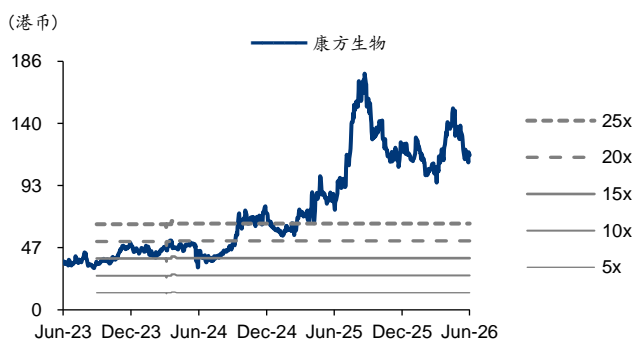
资料来源: 华泰研究预测

### 风险提示

我们的目标价和评级面临的风险包括:

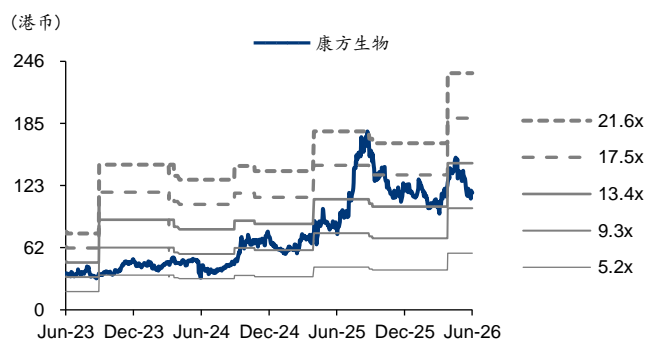
- 1) **临床试验风险。** 临床试验结果存在不确定性, 卡度尼利单抗、依沃西单抗等产品的新适应症以及其他早期管线若研发进度不及预期。
- 2) **产品商业化风险。** 公司商业化团队的建设处于初步发展阶段, 可能导致商业化品种的销售不及我们的预期。
- 3) **海外开发失败的风险。** 公司自身在美国等海外地区开展临床, 亦有产品授权于跨国药企进行海外研发, 由于美国等海外市场临床研究难度较大, 前述临床研究有失败风险, 可能导致 DCF 估值下调。

图表5: 康方生物 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表6: 康方生物 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	2,124	3,056	4,914	7,120	10,213
销售成本	(289.04)	(652.30)	(691.71)	(710.00)	(935.14)
<b>毛利润</b>	<b>1,835</b>	<b>2,404</b>	<b>4,222</b>	<b>6,410</b>	<b>9,278</b>
销售及分销成本	(1,002)	(1,436)	(2,119)	(2,911)	(3,834)
管理费用	(203.64)	(296.33)	(452.30)	(649.95)	(856.05)
其他收入/支出	(1,062)	(1,681)	(1,750)	(1,988)	(2,151)
财务成本净额	(68.26)	(130.98)	(62.10)	(60.64)	(48.48)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>(501.09)</b>	<b>(1,141)</b>	<b>(161.23)</b>	<b>800.61</b>	<b>2,389</b>
税费开支	0.00	0.00	16.12	(80.06)	(238.89)
少数股东损益	(13.42)	27.77	3.53	(17.54)	(52.33)
<b>归母净利润</b>	<b>(514.52)</b>	<b>(1,113)</b>	<b>(141.57)</b>	<b>703.01</b>	<b>2,098</b>
折旧和摊销	285.92	0.00	(1.39)	(1.62)	(1.84)
EBITDA	(718.76)	(1,010)	(97.74)	862.86	2,439
EPS (人民币, 基本)	(0.56)	(1.21)	(0.15)	0.76	2.28

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	706.53	931.62	274.79	204.25	204.96
应收账款和票据	524.91	1,022	538.50	736.84	894.55
现金及现金等价物	6,918	8,822	8,540	9,147	11,241
其他流动资产	542.08	501.57	553.96	703.09	867.49
<b>总流动资产</b>	<b>8,692</b>	<b>11,277</b>	<b>9,907</b>	<b>10,791</b>	<b>13,208</b>
固定资产	3,231	3,880	3,910	3,960	4,010
无形资产	11.80	19.06	25.17	28.07	30.74
其他长期资产	820.89	823.74	823.74	823.74	823.74
<b>总长期资产</b>	<b>4,063</b>	<b>4,723</b>	<b>4,759</b>	<b>4,812</b>	<b>4,864</b>
<b>总资产</b>	<b>12,755</b>	<b>16,000</b>	<b>14,666</b>	<b>15,603</b>	<b>18,073</b>
应付账款	1,140	1,603	303.22	291.78	384.30
短期借款	535.46	585.67	585.67	585.67	585.67
其他负债	10.83	6.50	6.50	6.50	6.50
<b>总流动负债</b>	<b>1,687</b>	<b>2,195</b>	<b>895.39</b>	<b>883.95</b>	<b>976.48</b>
长期债务	3,406	3,955	3,955	3,955	3,955
其他长期债务	908.73	904.50	823.26	1,068	1,348
<b>总长期负债</b>	<b>4,315</b>	<b>4,859</b>	<b>4,778</b>	<b>5,023</b>	<b>5,303</b>
股本	0.06	0.07	0.07	0.07	0.07
储备/其他项目	6,914	9,134	8,992	9,695	11,793
股东权益	6,753	8,946	8,992	9,695	11,793
少数股东权益	(160.14)	(187.91)	(191.44)	(173.90)	(121.57)
<b>总权益</b>	<b>6,593</b>	<b>8,758</b>	<b>8,801</b>	<b>9,521</b>	<b>11,671</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	NA	NA	NA	132.16	44.29
PB	14.82	10.39	10.33	9.58	7.88
EV EBITDA	(126.18)	(88.49)	(916.23)	103.39	35.85
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(0.96)	(0.98)	(0.49)	0.47	2.06

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	(718.76)	(1,010)	(97.74)	862.86	2,439
融资成本	68.26	130.98	62.10	60.64	48.48
营运资本变动	275.79	295.29	(212.13)	(288.36)	(230.30)
税费	0.00	0.00	16.12	(80.06)	(238.89)
其他	(152.91)	(364.08)	165.58	167.04	179.20
<b>经营活动现金流</b>	<b>(527.62)</b>	<b>(947.63)</b>	<b>(66.07)</b>	<b>722.11</b>	<b>2,198</b>
CAPEX	(450.00)	(200.00)	(154.52)	(54.52)	(54.52)
其他投资活动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>14.42</b>	<b>(606.26)</b>	<b>(154.52)</b>	<b>(54.52)</b>	<b>(54.52)</b>
债务增加量	973.81	598.93	0.00	0.00	0.00
权益增加量	2,901	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	(485.38)	2,859	(62.10)	(60.64)	(48.48)
<b>融资活动现金流</b>	<b>3,389</b>	<b>3,458</b>	<b>(62.10)</b>	<b>(60.64)</b>	<b>(48.48)</b>
现金变动	2,876	1,904	(282.68)	606.96	2,095
年初现金	4,042	6,918	8,822	8,540	9,147
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>6,918</b>	<b>8,822</b>	<b>8,540</b>	<b>9,147</b>	<b>11,241</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	(53.08)	43.90	60.78	44.90	43.44
毛利润	(58.23)	31.01	75.63	51.83	44.74
营业利润	(122.66)	(133.30)	(90.18)	(968.80)	183.01
净利润	(125.37)	(116.33)	(87.28)	(596.57)	198.39
EPS	(125.37)	(116.33)	(87.28)	(596.57)	198.39
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	86.39	78.66	85.92	90.03	90.84
EBITDA	(33.84)	(33.04)	(1.99)	12.12	23.88
净利率	(24.22)	(36.42)	(2.88)	9.87	20.54
ROE	(9.13)	(14.18)	(1.58)	7.52	19.52
ROA	(4.69)	(7.74)	(0.92)	4.65	12.46
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(44.07)	(47.86)	(44.47)	(47.51)	(56.82)
流动比率	5.15	5.14	11.06	12.21	13.53
速动比率	4.73	4.71	10.76	11.98	13.32
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.19	0.21	0.32	0.47	0.61
应收账款周转天数	69.53	91.09	57.15	32.24	28.75
应付账款周转天数	1,207	757.00	496.03	150.84	130.14
存货周转天数	684.03	452.04	313.93	121.45	78.77
现金转换周期	(453.78)	(213.87)	(124.94)	2.84	(22.62)
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	(0.56)	(1.21)	(0.15)	0.76	2.28
每股净资产	7.33	9.71	9.76	10.53	12.80

## 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。
- 康方生物（9926 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。
- 康方生物（9926 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2026年华泰证券股份有限公司