

总营收和云业务低于预期，继续增加AI开支

华泰研究

2025 年 2 月 06 日 | 美国

年报点评

互联网

4Q24 谷歌营收 965 亿美元，同比+12%，略低于 VA 一致预期（下同）0.1%；EPS 为 2.15 美元，对比一致预期 2.13 美元。因总营收和云业务低于预期，叠加 25 年潜在高资本支出，导致股价 2/4 盘后最高跌超 7.5%。我们认为公司长线驱动力包括：1) Gemini 2.5 与 3.0 预计年内推出，将提升公司模型能力，抢占 AI 主导权与市场份额；2) Gemini 用户规模稳步增长，生态体系完善，商业化变现空间增大；3) YouTube 受益于用户使用时长提升与 AI 精准投放，推动广告收入增长；4) 云业务市场份额持续扩大，且高增速将巩固其全球第三大云地位。公司电话会表示 25 年资本支出约 750 亿美元，远超 24 年 525 亿美元与市场预期 597 亿美元，重点用于扩展 AI 基建。

广告业务：YouTube 推动广告营收增长，AI 与短视频助力其长线发展

4Q 广告营收同比+11%至 725 亿美元，符合预期（对比 Meta +21%，Snap +9%）；其中 YouTube 广告超预期 2%，但联盟广告低于预期 3%。谷歌的搜索广告业务仍面临不确定性，主要受 Perplexity 与 OpenAI 市场份额扩张的影响。谷歌于 24 年 10 月起向 AI Overviews 投放广告，当前变现率与传统搜索广告相当，但长期商业化仍需观察。广告业务驱动力在于：1) YouTube 短视频与购物联盟（4Q 约 25 万客户）商业化提速，25 年仍有增长空间；2) AI 驱动视频广告平均支出回报率抬升 17%（尼尔森预测）；3) VO2（视频生成模型）等内容创作工具的普及将降低创作门槛，助力长尾商家留存。

云业务与 AI：云业务营收不及预期，AI 产品迭代助力主导权争夺

4Q 云业务营收低于预期 1.5%，营收同比+30%至 120 亿美元，对比 3Q+35% yoy，微软 4Q+19% yoy，增速环比放缓或因数据中心容量不足，无法满足所有客户需求。CEO 皮查伊重申降低训练成本或促进 AI 需求，并将加大数据中心建设。谷歌云已将市场策略从构建技术转向产品和解决方案，叠加 AlaaS，有望赢得中大型企业青睐。谷歌 12 月推出 Gemini 2.0，Flash 轻量版已集成至安卓中。AI 芯片端，TPU v7 或为双版本，博通负责 V7p；V7e ASIC 与 I/O 芯片分别由谷歌团队和联发科负责，预计 3Q26 量产。从自动驾驶看，Waymo 商业化加速，覆盖洛杉矶、旧金山和凤凰城超 500 平方英里区域，并于 24 年完成超 400 万单，目前每周超 15 万单。公司计划于 25 年将服务扩展至奥斯汀、亚特兰大和迈阿密，并启动首次海外扩张至东京。

维持 25 年 26.0x PE 估值与 235 美元目标价，维持“买入”评级

我们基本维持此前盈利预测，并引入 27E 营收预测 4806 亿美元，Non-GAAP 归母净利润预测 1462 亿美元。参考广告和科技可比公司 25E 25.02x/38.63x PE，维持 235 美元目标价，对应 25 年 26.0x PE。我们认为谷歌在 AI 技术壁垒逐步兑现后，将迎来价值重估，有望重返历史估值高位，维持“买入”。

风险提示：AI 技术落地不及预期，行业竞争激烈，反垄断监管变化。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (美元百万)	307,394	350,018	391,565	436,710	480,596
+/-%	8.68	13.87	11.87	11.53	10.05
归属母公司净利润 (美元百万)	73,795	100,118	110,645	128,651	146,208
+/-%	23.05	35.67	10.51	16.27	13.65
EPS (美元，最新摊薄)	5.80	8.18	9.04	10.51	11.94
ROE (%)	27.36	32.91	29.32	26.23	23.56
PE (倍)	35.32	25.23	22.83	19.64	17.28
PB (倍)	9.20	7.77	5.88	4.58	3.66
EV EBITDA (倍)	27.03	19.61	17.74	15.26	13.31

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

235.00

研究员

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

何翩翩

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

丁骄璇

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

联系人

SAC No. S0570124070123

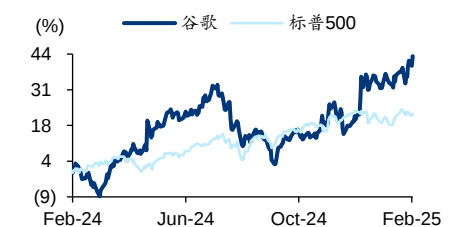
易楚妍

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

基本数据

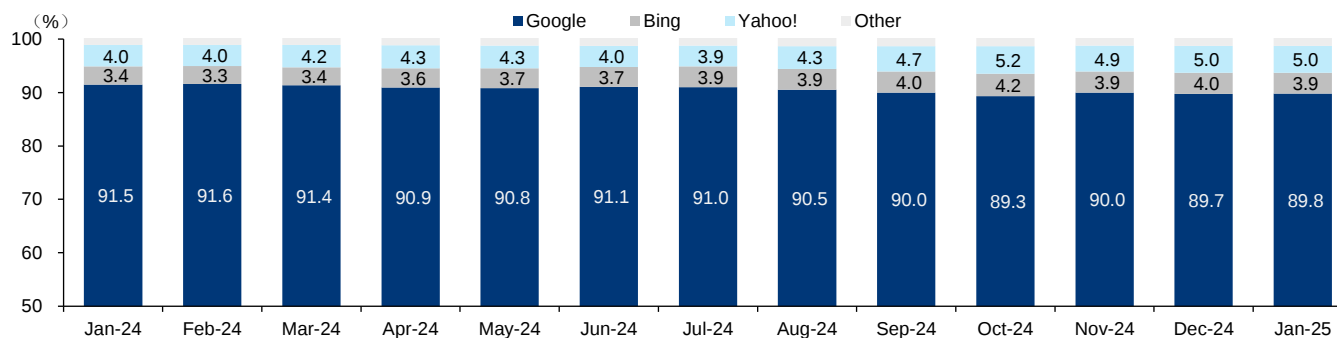
目标价 (美元)	235.00
收盘价 (美元 截至 2 月 4 日)	206.38
市值 (美元百万)	2,526,298
6 个月平均日成交额 (美元百万)	4,590
52 周价格范围 (美元)	130.19-207.05
BVPS (美元)	22.74

股价走势图



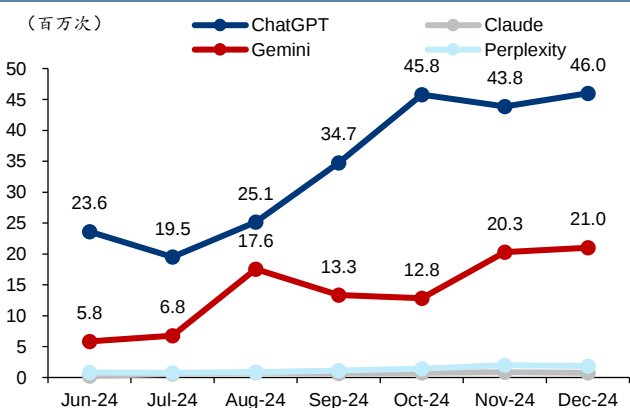
资料来源：S&P

图表1：谷歌主导全球搜索引擎市场



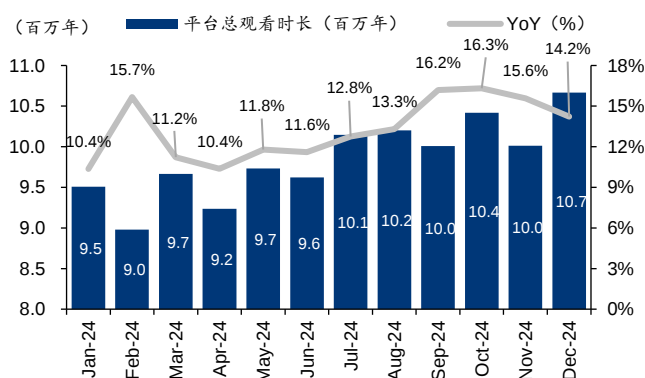
资料来源：Statcounter、华泰研究

图表2：全球 Chatbot APP 月下载量 (iOS + Google Play 双渠道)



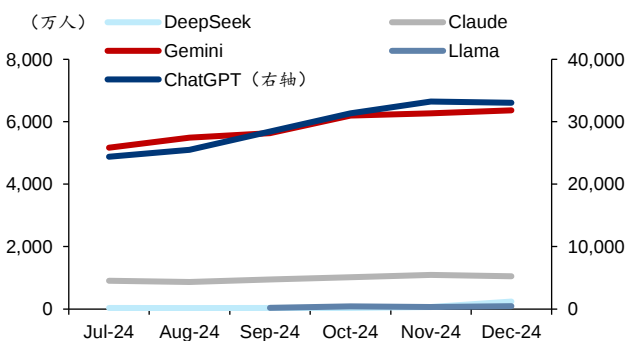
资料来源：Sensor Tower、华泰研究

图表3：YouTube 平台月总观看时长 (iOS + Google Play 双渠道)



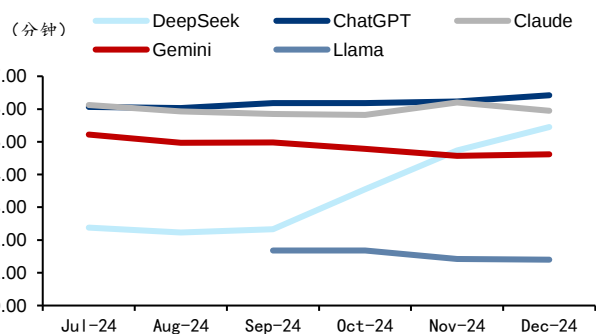
资料来源：Sensor Tower、华泰研究

图表4：各 Chatbot 网页版 MAU



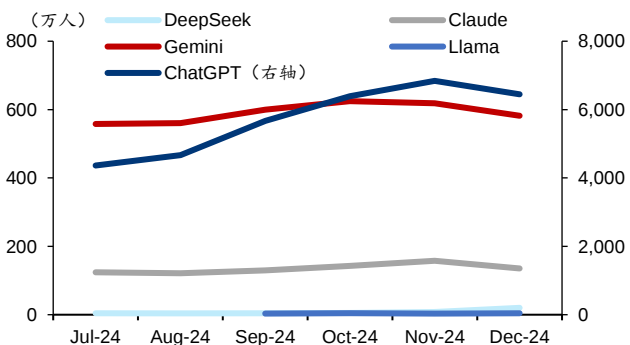
资料来源：Similar Web、华泰研究

图表5：各 Chatbot 网页版人均使用时长



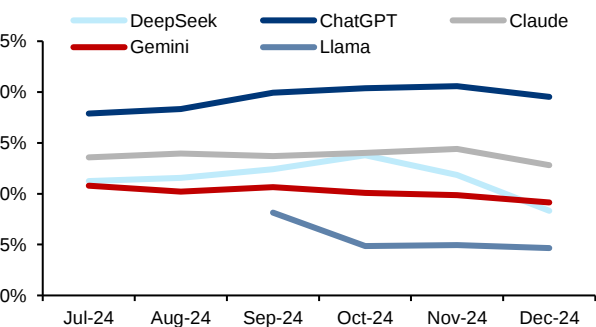
资料来源：Similar Web、华泰研究

图表6：各 Chatbot 网页版 DAU



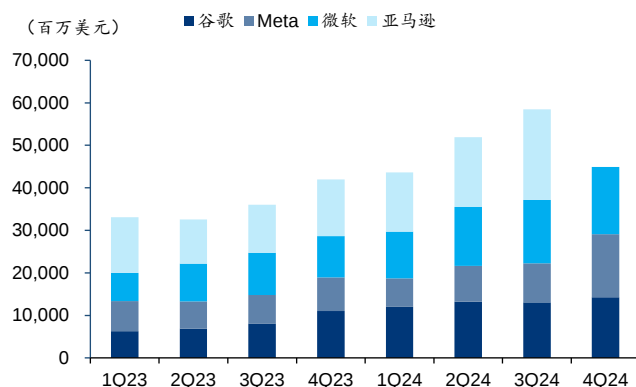
资料来源：Similar Web、华泰研究

图表7：各 Chatbot 网页版 DAU/MAU



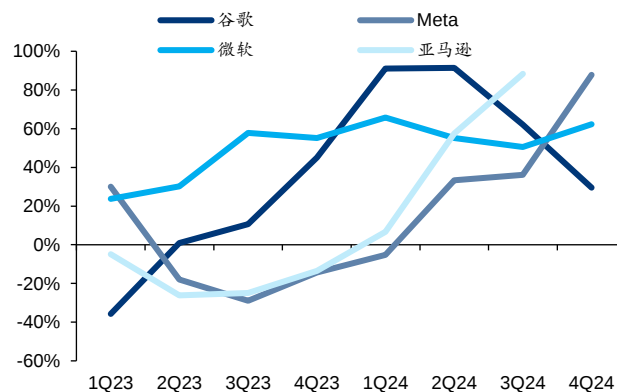
资料来源：Similar Web、华泰研究

图表8：科技巨头季度资本开支情况



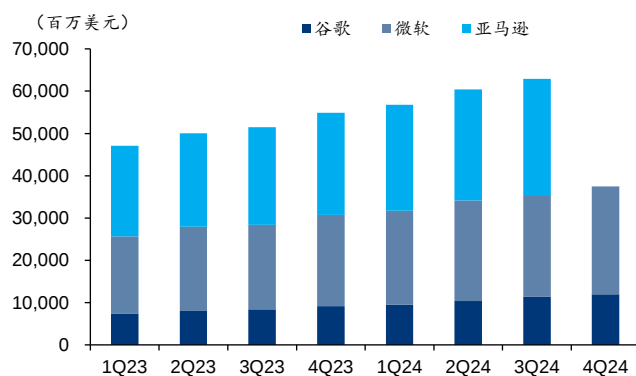
资料来源：公司公告、Visible Alpha、华泰研究；亚马逊 4Q 业绩暂未出

图表9：科技巨头季度资本开支 YoY



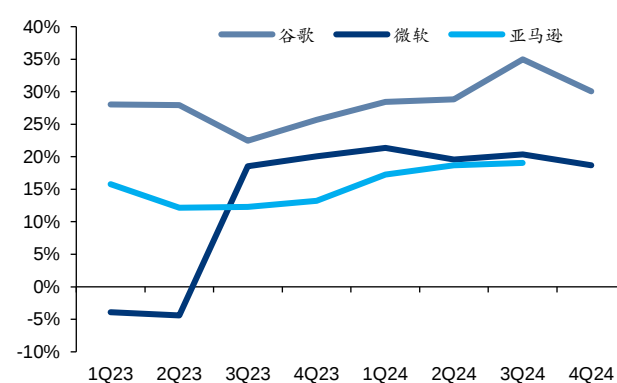
资料来源：公司公告、Visible Alpha、华泰研究；亚马逊 4Q 业绩暂未出

图表10：科技巨头云业务季度营收情况



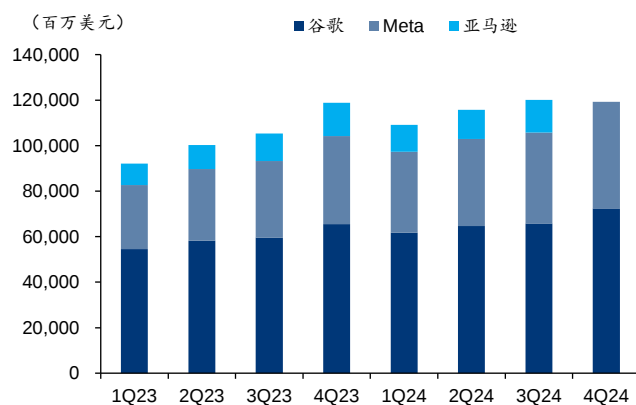
资料来源：公司公告、Visible Alpha、华泰研究；亚马逊 4Q 业绩暂未出

图表11：科技巨头云业务季度营收 YoY



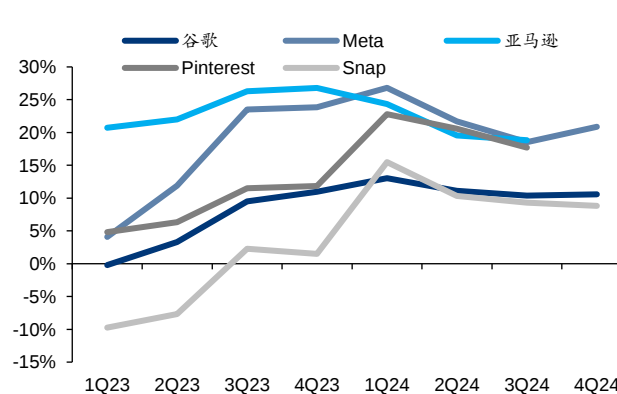
资料来源：公司公告、Visible Alpha、华泰研究；亚马逊 4Q 业绩暂未出

图表12：科技巨头广告业务季度营收情况



资料来源：公司公告、Visible Alpha、华泰研究；亚马逊 4Q 业绩暂未出

图表13：科技巨头广告业务季度营收 YoY



资料来源：公司公告、Visible Alpha、华泰研究；亚马逊、PINS 4Q 业绩暂未出

盈利预测与公司估值

我们维持此前盈利预测，并引入 27E 营收预测 4806 亿美元，Non-GAAP 归母净利润预测 1462 亿美元。我们参考广告和科技可比公司 25E 25.02x/38.63x PE，维持 235 美元目标价，对应 25 年 26.0x PE。我们认为谷歌在 AI 技术壁垒逐步兑现后，将迎来价值重估，有望重返历史估值高位，维持“买入”。

图表14：谷歌费用与利润预测（单位：百万美元）

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	182,527	257,637	282,836	307,394	350,018	391,565	436,710	480,596
YoY	12.8%	41.2%	9.8%	8.7%	13.9%	11.9%	11.5%	10.0%
收入成本	84,732	110,939	126,203	133,332	146,306	162,779	180,685	202,367
YoY	17.9%	30.9%	13.8%	5.6%	9.7%	11.3%	11.0%	12.0%
毛利率	53.6%	56.9%	55.4%	56.6%	58.2%	58.4%	58.6%	57.9%
研发费用	27,573	31,562	39,500	45,427	49,326	54,074	60,060	67,137
YoY	6.0%	14.5%	25.2%	15.0%	8.6%	9.6%	11.1%	11.8%
研发费用率	15.1%	12.3%	14.0%	14.8%	14.1%	13.8%	13.8%	14.0%
销售与市场费用	17,946	22,912	26,567	27,917	27,808	30,193	32,307	36,303
YoY	-2.8%	27.7%	16.0%	5.1%	-0.4%	8.6%	7.0%	12.4%
销售费用率	9.8%	8.9%	9.4%	9.1%	7.9%	7.7%	7.4%	7.6%
一般与管理费用	11,052	13,510	15,724	16,425	14,188	15,920	16,556	17,930
YoY	15.7%	22.2%	16.4%	4.5%	-13.6%	12.2%	4.0%	8.3%
管理费用率	6.1%	5.2%	5.6%	5.3%	4.1%	4.1%	3.8%	3.7%
净利润	40,269	76,033	59,972	73,795	100,118	110,645	128,651	146,208
YoY	17.3%	88.8%	-21.1%	23.0%	35.7%	10.5%	16.3%	13.6%
净利率	22.1%	29.5%	21.2%	24.0%	28.6%	28.3%	29.5%	30.4%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表15：谷歌可比公司估值表（彭博一致预期）

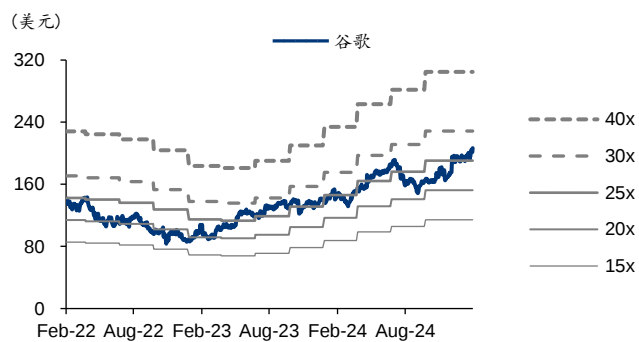
公司	股票代码	总市值	PE				PS				EV/EBITDA			
	Ticker	十亿美元	2024E	2025E	2026E	2027E	2024E	2025E	2026E	2027E	2024E	2025E	2026E	2027E
广告公司均值			31.05	25.02	19.18	16.50	6.80	5.92	5.20	4.64	27.38	20.03	15.16	11.94
Meta	META	1767	29.31	26.77	23.35	20.46	10.71	9.27	8.15	7.33	20.23	16.87	13.90	11.96
Pinterest	PINS	22	21.59	18.64	15.46	14.64	6.14	5.35	4.67	4.16	20.49	16.53	13.37	11.21
Snap	SNAP	19	42.24	29.65	18.74	14.39	3.54	3.13	2.76	2.44	41.41	26.68	18.22	12.66
科技公司均值			43.81	38.63	30.76	26.20	12.19	10.92	9.29	8.08	30.47	27.50	22.17	19.13
Microsoft	MSFT	3055	34.79	31.06	27.10	23.54	12.60	11.12	9.77	8.43	23.98	20.28	17.76	15.25
Amazon	AMZN	2496	35.44	33.18	27.82	24.63	3.92	3.54	3.19	2.92	18.09	15.76	13.44	11.62
Apple	AAPL	3425	34.01	31.06	27.75	25.95	9.08	8.64	8.02	7.31	26.07	24.49	22.51	20.57
Oracle	ORCL	472	30.18	27.41	24.00	20.71	8.93	8.24	7.31	6.36	21.23	18.92	16.32	14.05
Broadcom	AVGO	1021	46.03	34.32	28.29	24.60	20.11	16.96	14.57	12.60	34.37	27.20	23.31	20.24
Marvell	MRVL	98	75.09	72.88	40.89	29.63	17.75	16.97	12.07	9.91	53.66	56.77	34.01	26.17
Salesforce	CRM	325	41.39	33.80	30.23	26.98	9.40	8.62	7.88	7.14	23.53	22.02	20.03	18.55
Adobe	ADBE	191	24.00	21.49	19.02	17.17	8.88	8.10	7.35	6.75	17.59	16.68	15.26	14.61
ServiceNow	NOW	210	73.38	62.43	51.73	42.58	19.08	16.09	13.46	11.28	55.67	45.40	36.90	31.10

资料来源：彭博一致预期预测（数据截止美东时间 2 月 4 日）、华泰研究

风险提示

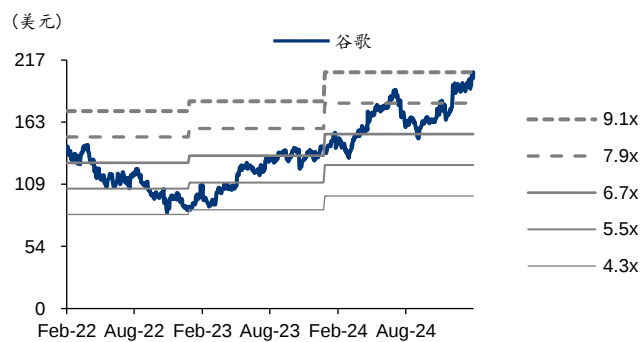
- AI 技术落地不及预期：**自 ChatGPT 推出并取得一定成功以来，各大科技公司加快布局 AIGC 领域，如 Meta 于 2023 年初成立 AIGC 团队，微软也在 Azure、Bing 等业务中深度整合 AI 技术。然而，人工智能作为高新技术，前期研发成本和周期较长，后续落地可能受企业投入、宏观经济、政策及舆论等多重因素影响，导致技术进展不及预期。
- 行业竞争激烈：**生成式 AI 仍处于行业发展早期，文字、图片、视频等多模态大模型不断推出，并赋能聊天、搜索、代码编辑等应用。目前行业竞争格局尚未稳定，竞争激烈。如果市场竞争进一步加剧，部分企业未能及时推出相关产品或技术研发进展不理想，可能面临市场淘汰的风险。
- 反垄断监管变化：**2024 年 8 月，华盛顿联邦法院裁定谷歌违反《谢尔曼法》，通过排他性分销协议在美国市场确立搜索和广告业务的垄断地位。法院认定，谷歌每年高投入以确保其搜索引擎地位，长期提升广告价格。反垄断案件属联邦法律范畴，目前仅在联邦地区法院阶段获得裁决，如谷歌上诉，案件仍需经过上诉法院审理，最终结果尚不确定。此外，中国也于北京时间 2025 年 2 月 4 日对谷歌开展反垄断调查，后续情况仍需关注。

图表16: 谷歌 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表17: 谷歌 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	307,394	350,018	391,565	436,710	480,596
销售成本	(133,332)	(146,306)	(162,779)	(180,685)	(202,367)
毛利润	174,062	203,712	228,786	256,025	278,229
销售及分销成本	(27,917)	(27,808)	(30,193)	(32,307)	(36,303)
管理费用	(16,425)	(14,188)	(15,920)	(16,556)	(17,930)
其他收入/支出	(45,427)	(49,326)	(54,074)	(60,060)	(67,137)
财务成本净额	3,557	2,493	5,861	12,667	20,782
应占联营公司利润及亏损	(628.00)	(628.00)	(9,198)	(13,217)	(10,330)
税前利润	85,717	119,815	130,822	152,111	172,870
税费开支	(11,922)	(19,697)	(20,177)	(23,460)	(26,662)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	73,795	100,118	110,645	128,651	146,208
折旧和摊销	(11,946)	(15,311)	(15,137)	(19,367)	(23,819)
EBITDA	94,106	129,694	140,098	158,811	175,907
EPS (美元, 基本)	5.84	8.18	9.04	10.51	11.94

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	4,752	522.76	5,385
应收账款和票据	134,832	124,531	129,608	137,185	141,909
现金及现金等价物	24,048	23,466	86,701	146,112	232,835
其他流动资产	12,650	15,714	17,285	18,202	18,202
总流动资产	171,530	163,711	238,347	302,021	398,332
固定资产	134,345	171,036	223,742	285,173	346,177
无形资产	29,198	31,885	29,198	29,198	29,198
其他长期资产	67,319	83,624	71,478	73,844	76,343
总长期资产	230,862	286,545	324,418	388,215	451,718
总资产	402,392	450,256	562,764	690,236	850,050
应付账款	77,677	84,086	95,891	103,883	119,864
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	4,137	5,036	5,036	5,036	5,036
总流动负债	81,814	89,122	100,927	108,919	124,900
长期债务	25,713	22,574	22,835	23,046	22,369
其他长期债务	11,486	13,476	17,442	14,823	20,990
总长期负债	37,199	36,050	40,277	37,869	43,359
股本	76,534	84,800	84,800	84,800	84,800
储备/其他项目	206,845	240,284	344,809	466,696	605,039
股东权益	283,379	325,084	429,609	551,496	689,839
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	283,379	325,084	429,609	551,496	689,839

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	35.32	25.23	22.83	19.64	17.28
PB	9.20	7.77	5.88	4.58	3.66
EV EBITDA	27.03	19.61	17.74	15.26	13.31
股息率 (%)	0.00	0.24	0.27	0.31	0.35
自由现金流收益率 (%)	2.48	3.07	1.95	2.42	2.93

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	94,106	129,694	140,098	158,811	175,907
融资成本	(3,557)	(2,493)	(5,861)	(12,667)	(20,782)
营运资本变动	12,264	16,710	1,975	4,645	6,393
税费	(11,922)	(19,697)	(20,177)	(23,460)	(26,662)
其他	10,855	1,085	16,012	37,085	62,346
经营活动现金流	101,746	125,299	132,048	164,414	197,202
CAPEX	(32,251)	(52,535)	(73,440)	(80,784)	(84,823)
其他投资活动	5,188	6,999	16,348	(4,999)	3,668
投资活动现金流	(27,063)	(45,536)	(57,092)	(85,783)	(81,155)
债务增加量	(1,489)	(3,139)	261.40	210.40	(677.20)
权益增加量	8,350	8,266	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	(6,121)	(6,764)	(7,865)
其他融资活动现金流	(78,954)	(2,891)	(5,861)	(12,667)	(20,782)
融资活动现金流	(72,093)	(79,733)	(11,720)	(19,221)	(29,324)
现金变动	2,590	30.00	63,235	59,411	86,724
年初现金	21,879	24,048	23,466	86,701	146,112
汇率波动影响	(421.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	24,048	23,466	86,701	146,112	232,835

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	8.68	13.87	11.87	11.53	10.05
毛利润	11.13	17.03	12.31	11.91	8.67
营业利润	12.63	33.33	14.42	14.39	6.63
净利润	23.05	35.67	10.51	16.27	13.65
EPS	27.29	39.98	10.51	16.27	13.65
盈利能力比率 (%)					
毛利率	56.63	58.20	58.43	58.63	57.89
EBITDA	30.61	37.05	35.78	36.37	36.60
净利润率	24.01	28.60	28.26	29.46	30.42
ROE	27.36	32.91	29.32	26.23	23.56
ROA	19.23	23.48	21.84	20.53	18.98
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	0.59	(0.27)	(14.87)	(22.31)	(30.51)
流动比率	2.10	1.84	2.36	2.77	3.19
速动比率	2.10	1.84	2.31	2.77	3.15

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.80	0.82	0.77	0.70	0.62
应收账款周转天数	156.33	133.38	116.83	109.96	104.53
应付账款周转天数	193.15	199.02	199.02	199.02	199.02
存货周转天数	3.60	NA	5.26	5.26	5.26
现金转换周期	(33.21)	NA	(76.94)	(83.80)	(89.23)

每股指标 (美元)

EPS	5.84	8.18	9.04	10.51	11.94
每股净资产	22.44	26.56	35.10	45.05	56.35

免责声明

分析师声明

本人,何翩翩、夏路路、丁骄琬,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(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,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)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、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。本公司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本公司的商标、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。
- 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

- 分析师何翩翩、夏路路、丁骄琬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。
- 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），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。公司注册号: 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

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司