

# MAX 带动付费转化超预期

华泰研究

2025年3月01日 | 美国

年报点评

互联网

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

428.20

研究员

SAC No. S0570523100002  
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523110002  
SFC No. BUS698

詹博

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

研究员

SAC No. S0570524070002  
SFC No. BTB676

郑裕佳

zhengyujia@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

多邻国公布 24Q4 业绩:收入 2.10 亿美元/yoy+39%, 超过 VA 一致预期(2.05 亿美元/yoy+35.9%); 调整后 EBITDA 为 5230 万美元, 略超 VA 一致预期的 5060 万美元, 对应 margin 25%, 同比提升 1.7pct。收入超预期主要来自 MAX 套餐和家庭计划的渗透率提升, 24Q4 分别占付费用户数 5%/23%, 以及新年促销活动的强劲表现。25 年 AI 投入边际增加或短期影响利润率, 但长期来看 AI 调用成本的降低有助于加快产品创新, 推动付费转化。公司在亚洲等新兴市场渗透率的仍有较大提升空间, 维持“增持”。

## 会员订阅超预期, MAX 带动客单价提升

24Q4 付费用户数环比净增 90 万 (VA 一致预期 80 万) 至 950 万 (对应付费率 8.8%), 略超预期, 而公司会员订阅额 (subscription bookings) 同比增长 42%, 大幅超过 VA 一致预期 (29.5%), 我们认为这主要得益于高客单价的 MAX 套餐的快速推广——24Q3 公司将 MAX 可使用范围扩大至 50% DAU, 24Q4 MAX 付费用户数占比达到 5% 且仍在持续增长, 带动整体会员订阅 ARPU 同比增速由负转正, 短期内高阶套餐对客单价的带动效应显著。此外, 家庭计划占总付费用户比例稳健提升至 23%, 其留存率和 LTV 均高于个人计划。

## 25 年 AI 投入及运营策略调整或加大利润季节性波动

25 年公司将优先致力于快速的产品创新以推动 MAX 套餐的采用, 25 全年总订阅额指引中值为同比增长 25%, 会员订阅额为同比增长 31%。为此公司将加大对 AI 和自动化相关投资, 加快产品创新和内部提效。考虑到 AI 调用费用逐渐下降的趋势, 相关投入对上半年毛利率的影响或大于下半年。费用端来看, 公司计划在年初加快招聘速度, 同时 Q1 的营销费用相对上年会有所前置, 因此我们预计 25H1 调整后 EBITDA margin 短期承压, 25H2 有望修复。

## 盈利预测与估值

我们预计公司 25-27 年 Non-GAAP 净利润为 2.84/3.50/4.27 亿美元 (考虑到公司加大 AI 相关投入, 下调 2%/9%/)。基于可比公司彭博一致预期均值给予 66.26x 25E PE, 对应目标市值 188 亿美元, 目标价 428.20 美元 (基于可比估值上调, 前值 200.27 美元/30x 25E PE)。维持“增持”。

风险提示: 付费用户增长缓慢, ARPU 下降, 新产品拓展效果不及预期, 运营管理风险。

## 经营预测指标与估值

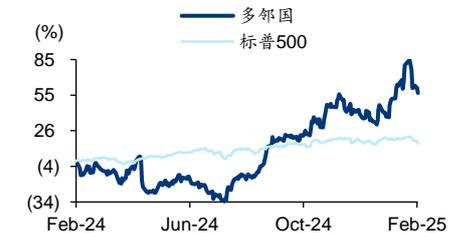
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (美元百万)	531.11	748.02	977.96	1,166	1,342
+/-%	43.74	40.84	30.74	19.23	15.08
归母净利润 (美元百万)	16.07	88.57	144.90	194.85	253.99
+/-%	NA	451.28	63.59	34.48	30.35
归母净利润 (调整后, 美元百万)	120.65	215.53	284.25	349.95	427.40
+/-%	478.77	78.64	31.88	23.12	22.13
EPS (调整后, 美元, 最新摊薄)	2.74	4.90	6.46	7.96	9.72
PE (调整后, 倍)	136.99	76.69	58.15	47.23	38.67
PB (倍)	25.22	20.05	17.05	14.20	11.65
ROE (调整后, %)	20.15	29.12	31.69	32.80	33.10
EV EBITDA (倍)	(2,581)	229.02	114.98	80.93	60.89

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价 (美元)	428.20
收盘价 (美元 截至 2 月 27 日)	375.78
市值 (美元百万)	16,529
6 个月平均日成交额 (美元百万)	194.58
52 周价格范围 (美元)	145.05-441.77
BVPS (美元)	15.41

## 股价走势图



资料来源: S&P

## 盈利预测

2025 年公司将优先致力于快速的产品创新以推动 MAX 的采用, 有望推动收入端强劲增长, 我们预计 25-27 年营业总收入为 9.78/11.66/13.42 亿美元(上调 4%/1%/)。另一方面, MAX 套餐为了实现视频通话等功能会产生边际 AI 成本, 虽然其较高的定价足以抵消这些成本, 但与 Super 套餐相比, 其利润率较低, 因此 MAX 套餐会员占比的提升短期会对毛利率造成一定负面影响。公司预计 2025 年 MAX 将对毛利率产生 170 个基点的同比影响, 尤其体现在 25H1, 随着 AI 调用成本的逐步降低和收入规模的扩大, 25H2 毛利率将显著改善。我们预计 25-27 年公司毛利率为 71.1%/72.1%/73.1% (下调 2.5/1.7/-pct)。预计 25-27 年 Non-GAAP 净利润为 2.84/3.50/4.27 亿美元 (下调 2%/9%/)。

图表1: 关键假设调整

(百万美元)	新假设			原假设		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
总收入	977.96	1166.01	1341.89	940.52	1154.47	-
yoy	30.7%	19.2%	15.1%	27.12%	22.75%	-
毛利率	71.1%	72.1%	73.1%	73.6%	73.8%	-
净利润	144.90	194.85	253.99	156.47	236.52	-
调整项	139.35	155.10	173.41	134.19	148.64	-
Non-GAAP 净利润	284.25	349.95	427.40	290.66	385.15	-

注: 公司公告调整项包括折旧摊销、股权激励、其他调整项, 此处与公司口径保持一致。

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

## 估值分析

公司已经实现盈利且规模效应下利润有望进一步释放, 因此我们采用 PE 估值。考虑到公司 AI+教育的业务属性较为突出, 与此前选取的传统线下教育公司和游戏公司估值体系存在较大差别, 因此我们重新选取美股 AI 科技股的代表性公司作为可比公司, 给予 66.26x 25E PE (与彭博可比公司一致预期均值一致), 基于 Non-GAAP 净利润得到目标价 428.20 美元, 维持“增持”评级。

图表2: PE 估值

Non-GAAP 净利润	284.25
PE	66.26x
股权价值	18,834
股份数 (百万股)	43.98
目标价 (美元)	428.20

资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究预测

图表3: 可比公司

公司代码	公司简称	收盘价 (美元)	市值 (百万美元)	Non-GAAP 净利润 (百万美元)			PE (倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
APP US	AppLovin	320.49	108,953	2,274	3,277	4,499	47.91	33.25	24.22
RDDT US	Reddit	159.78	28,905	472	734	1,059	61.25	39.37	27.29
PLTR US	PALANTIR	84.77	198,816	1,435	1,870	2,492	138.55	106.32	79.78
SPOT US	Spotify	590.76	120,423	2,093	2,774	3,420	57.54	43.41	35.21
NVDA US	英伟达	120.15	2,931,660	112,512	142,223	153,629	26.06	20.61	19.08
	平均值						66.26	48.59	37.12

注: 数据截至 2025 年 2 月 27 日。预测来自 Bloomberg 一致预期。

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

## 风险提示

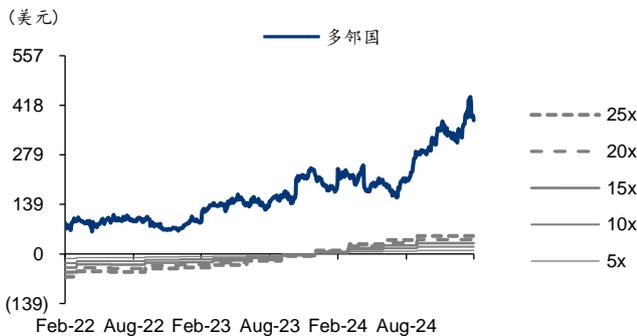
**付费用户增长缓慢。**公司主要依靠口碑传播和产品本身的吸引力来促进用户增长和付费转化，若公司无法持续吸引用户兴趣、延长用户生命周期，则可能难以实现付费转化。

**ARPU 下降。**公司在全球范围内经营业务，不同国家或地区的用户支付能力和产品定价可能存在一定差异，用户结构的变化以及用户对不同定价套餐的偏好差异将直接影响公司收入，若相对低客单价的套餐的收入占比增加，可能导致公司整体 ARPU 下滑。

**新产品拓展效果不及预期。**长远来看，公司计划持续拓展数学、音乐和其他科目，以及推出高阶英语课程等新产品。新科目和新产品尚不成熟，拓展效果需要时间检验，若难以吸引用户兴趣，则可能无法带来显著的增量收入。

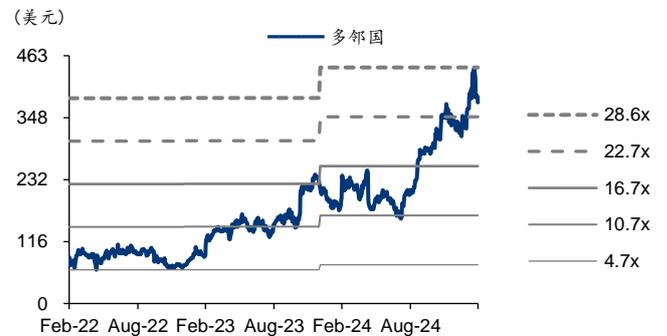
**运营管理风险。**公司发展迅速，若团队无法在业务规模高速扩张的过程中做好运营管理和人才管理，则可能影响公司的可持续增长前景。

图表4：多邻国 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表5：多邻国 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	531.11	748.02	977.96	1,166	1,342
销售成本	(142.11)	(203.65)	(282.87)	(325.60)	(361.30)
<b>毛利润</b>	<b>389.00</b>	<b>544.38</b>	<b>695.09</b>	<b>840.41</b>	<b>980.59</b>
销售及分销成本	(75.79)	(90.49)	(107.94)	(123.87)	(136.43)
管理费用	(326.48)	(391.29)	(457.20)	(531.11)	(599.11)
其他收入/支出	(0.06)	(2.99)	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	31.09	42.70	40.52	43.81	53.76
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>17.78</b>	<b>102.31</b>	<b>170.47</b>	<b>229.24</b>	<b>298.81</b>
税费开支	(1.71)	(13.73)	(25.57)	(34.39)	(44.82)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>16.07</b>	<b>88.57</b>	<b>144.90</b>	<b>194.85</b>	<b>253.99</b>
Non-GAAP 调整项	104.58	126.96	139.35	155.10	173.41
调整后净利润	120.65	215.53	284.25	349.95	427.40
折旧和摊销	(7.10)	(10.85)	(9.30)	(10.66)	(12.22)
EBITDA	(6.22)	70.46	139.25	196.08	257.27
EPS (美元, 基本)	0.37	2.01	3.29	4.43	5.77

### 资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	88.98	128.92	182.11	220.86	256.66
现金及现金等价物	747.61	785.79	987.79	1,203	1,485
其他流动资产	61.21	186.87	125.29	151.95	176.58
<b>总流动资产</b>	<b>897.80</b>	<b>1,102</b>	<b>1,295</b>	<b>1,576</b>	<b>1,918</b>
固定资产	11.79	13.05	12.27	11.37	10.31
无形资产	16.00	16.00	15.62	15.17	14.67
其他长期资产	28.37	171.09	171.09	171.09	171.09
<b>总长期资产</b>	<b>56.16</b>	<b>200.14</b>	<b>198.98</b>	<b>197.63</b>	<b>196.07</b>
<b>总资产</b>	<b>953.96</b>	<b>1,302</b>	<b>1,494</b>	<b>1,773</b>	<b>2,115</b>
应付账款	27.38	82.41	54.56	64.81	74.32
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	249.98	373.68	449.08	523.10	600.82
<b>总流动负债</b>	<b>277.36</b>	<b>456.08</b>	<b>503.63</b>	<b>587.91</b>	<b>675.14</b>
长期债务	21.09	21.09	21.09	21.09	21.09
其他长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总长期负债</b>	<b>21.09</b>	<b>21.09</b>	<b>21.09</b>	<b>21.09</b>	<b>21.09</b>
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
储备/其他项目	655.50	824.55	969.44	1,164	1,418
股东权益	655.50	824.55	969.45	1,164	1,418
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>655.50</b>	<b>824.55</b>	<b>969.45</b>	<b>1,164</b>	<b>1,418</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	1,029	186.61	114.07	84.83	65.08
PB	25.22	20.05	17.05	14.20	11.65
调整后 PE (倍)	136.99	76.69	58.15	47.23	38.67
调整后 ROE	20.15	29.12	31.69	32.80	33.10
EV EBITDA	(2,581)	229.02	114.98	80.93	60.89
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	0.10	(0.45)	1.01	1.08	1.43

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	(6.22)	70.46	139.25	196.08	257.27
融资成本	(31.09)	(42.70)	(40.52)	(43.81)	(53.76)
营运资本变动	34.90	(130.87)	55.95	18.87	26.79
税费	(1.71)	(13.73)	(25.57)	(34.39)	(44.82)
其他	126.65	402.35	40.52	43.81	53.76
<b>经营活动现金流</b>	<b>122.52</b>	<b>285.51</b>	<b>169.63</b>	<b>180.57</b>	<b>239.23</b>
CAPEX	(13.68)	(6.74)	(8.15)	(9.30)	(10.66)
其他投资活动	0.10	(210.59)	8.15	9.30	10.66
<b>投资活动现金流</b>	<b>(13.58)</b>	<b>(217.33)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	2.14	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	31.09	(30.00)	40.52	43.81	53.76
<b>融资活动现金流</b>	<b>33.23</b>	<b>(30.00)</b>	<b>40.52</b>	<b>43.81</b>	<b>53.76</b>
现金变动	142.17	38.18	210.14	224.38	292.99
年初现金	608.18	747.61	785.79	995.94	1,220
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>747.61</b>	<b>785.79</b>	<b>995.94</b>	<b>1,220</b>	<b>1,513</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	43.74	40.84	30.74	19.23	15.08
毛利润	44.04	39.94	27.69	20.91	16.68
营业利润	(79.66)	(572.09)	107.60	42.69	32.16
净利润	NA	451.28	63.59	34.48	30.35
调整后净利润	478.77	78.64	31.88	23.12	22.13
EPS (基本)	(126.97)	451.28	63.59	34.48	30.35
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	73.24	72.78	71.08	72.08	73.08
EBITDA	(1.17)	9.42	14.24	16.82	19.17
净利润率	3.03	11.84	14.82	16.71	18.93
调整后净利润率	22.72	28.81	29.07	30.01	31.85
ROE	2.68	11.97	16.15	18.26	19.67
调整后 ROE	20.15	29.12	31.69	32.80	33.10
ROA	1.89	7.85	10.36	11.93	13.07
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(110.83)	(92.74)	(99.72)	(101.50)	(103.23)
流动比率	3.24	2.42	2.57	2.68	2.84
速动比率	3.24	2.42	2.57	2.68	2.84
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.62	0.66	0.70	0.71	0.69
应收账款周转天数	45.99	52.43	57.25	62.21	64.05
应付账款周转天数	64.00	97.04	87.15	65.99	69.32
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
<b>每股指标 (美元)</b>					
EPS (基本)	0.37	2.01	3.29	4.43	5.77
EPS (调整后, 基本)	2.74	4.90	6.46	7.96	9.72
每股净资产	14.90	18.75	22.04	26.47	32.25

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 夏路路、詹博、郑裕佳, 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](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、詹博、郑裕佳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，了解来自或与所述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