

电商与电子支付业务增长前景明朗

华泰研究

2025 年 3 月 05 日 | 美国

年报点评

互联网

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

142.10

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523010002
SFC No. BRI004

侯杰

houjie017864@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人

SAC No. S0570124020016
SFC No. BUT776

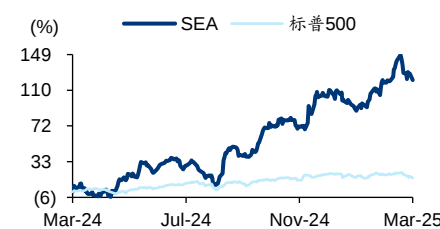
曹卓铭

caozhuoming@htsc.com
+(86) 21 2897 2205

基本数据

目标价(美元)	142.10
收盘价(美元 截至 3 月 3 日)	123.49
市值(美元百万)	70,925
6 个月平均日成交额(美元百万)	399.32
52 周价格范围(美元)	49.76-139.18
BVPS(美元)	11.52

股价走势图



资料来源: S&P

4Q24 SEA 收入为 49.5 亿美元, 同增 36.9%, 优于 VA (Visible Alpha) 一致预期的同增 29.1%。经调整 EBITDA 5.9 亿美元, 符合 VA 一致预期的 5.9 亿美元。管理层指引电商业务 2025 年有望实现约 20%GMV 增长, 并表示游戏板块 2025 年活跃用户数和预定量或均实现双位数增长。我们认为公司多项业务增长前景较为明朗。维持“增持”评级。

电商: 变现率提升推动收入好于一致预期, 指引全年 GMV 增长 20%

4Q24 电商收入同增 41.3%至 36.6 亿美元, 好于 VA 一致预期的同增 34.0%。板块经调整 EBITDA 为 1.5 亿美元, 对应经调整 EBITDA 利润率 4.2%, 同比改善 12.9pp, 管理层表示收入良好表现得益于进一步提升的佣金率和广告货币化率。4Q24 电商订单量与 GMV 分别同增 20.1%/23.5%, 管理层表示越来越多的卖家开始使用其广告产品, 其广告收入在 4Q24 实现超 50% 同比增长, 并有信心实现全年电商 GMV 增长 20%左右的目标。

电子支付: 用户基数与贷款规模实现较快增长

4Q24 电子支付收入同增 55.2%至 7.3 亿美元, 优于 VA 一致预期的同增 36.3%。板块经调整 EBITDA 2.1 亿美元, 同比+42.1%, 对应经调整 EBITDA 利润率 28.8%。4Q24 末, SeaMoney 贷款余额约 51 亿美元 (3Q24: 46 亿美元), 不良贷款占比约为 1.2%, 环比持平。管理层表示 4Q24 公司新增约 500 万首次借款人, 活跃用户同比增长约 60%。我们期待该业务继续发挥与电商的协同性, 并持续开发电商以外的非购物场景以扩大业务潜力。

游戏: 《Free Fire》在多地业务增长较为快速

4Q24 游戏收入同比+1.6%至 5.2 亿美元, 低于 VA 一致预期的同比+3.2%。板块经调整 EBITDA 2.9 亿美元, 同比+33.3%, 对应经调整 EBITDA 利润率 55.8%。用户方面, 4Q24 季度活跃用户为 6.2 亿人, 同比+16.9%, 付费用户为 5,040 万人, 同比+27.2%, 对应付费率为 8.2%, 同比上升 0.7pp。管理层表示, 2024 年核心游戏《Free Fire》预定额同增 34%, 日均活跃用户数超 1 亿, 同增约 28%; 除亚洲和美洲业务不断增长外, 非洲也已成为该游戏增长最快的地区之一; 管理层表示 2025 年游戏板块活跃用户数和预定额有望实现双位数增长。

盈利预测与估值

考虑到电商板块的经营杠杆释放带来的利润率提升速度或好于我们此前预期, 以及电子支付板块贷款规模增长快于我们预期, 我们上调 2025-2026 年经调整 EBITDA 预测 0.5/5.6%至 30.5/39.5 亿美元, 引入 2027 年预测新值 47.6 亿美元。我们基于分部估值给予目标价为 142.1 美元 (前值: 118.8 美元)。

风险提示: 电商竞争激烈程度超预期, 稀释利润率; 跨境电商监管政策风险。

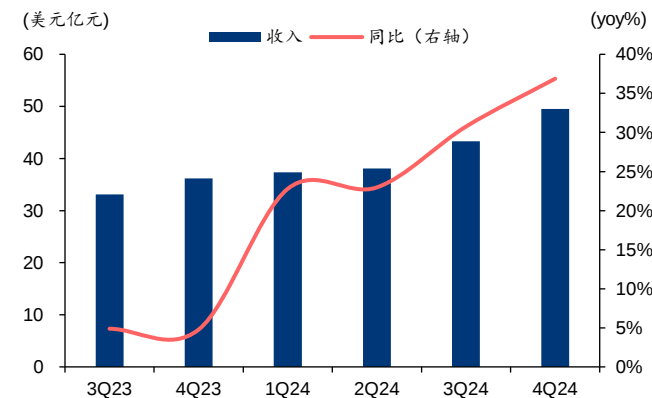
经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(美元百万)	13,064	16,820	20,212	23,374	26,695
+/-%	4.93	28.75	20.17	15.65	14.21
归属母公司净利润(美元百万)	150.73	444.32	1,765	2,686	3,414
+/-%	0.00	194.79	297.18	52.18	27.10
EPS(美元, 最新摊薄)	0.25	0.75	2.97	4.52	5.74
ROE(%)	2.45	5.94	19.20	22.98	22.09
PE(倍)	464.23	157.48	39.65	26.05	20.50
PB(倍)	10.61	8.36	6.99	5.24	3.99
EV EBITDA(倍)	455.78	156.50	34.91	24.12	18.16

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

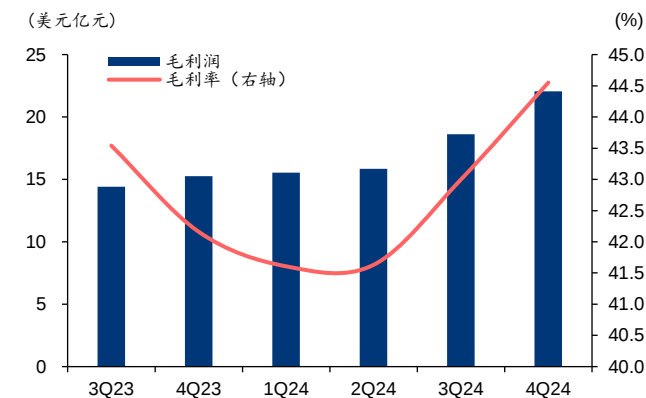
4Q24 业绩回顾

图表1: SEA: 季度收入趋势



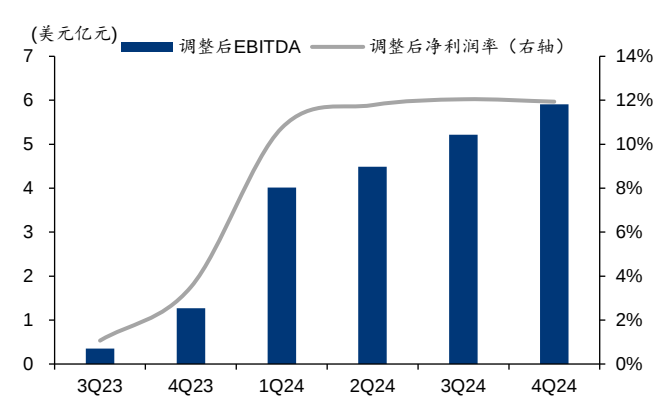
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: SEA: 毛利润及毛利率趋势



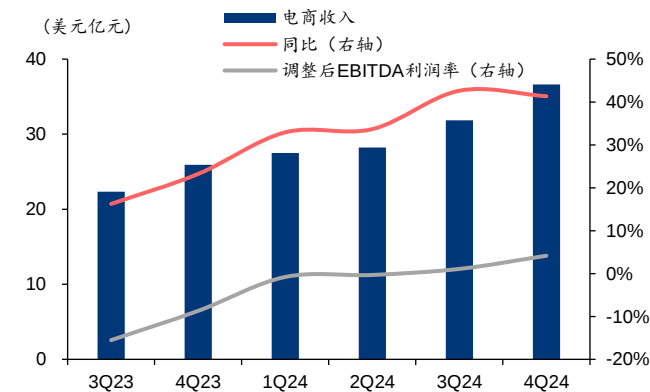
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: SEA: 经调整 EBITDA 趋势



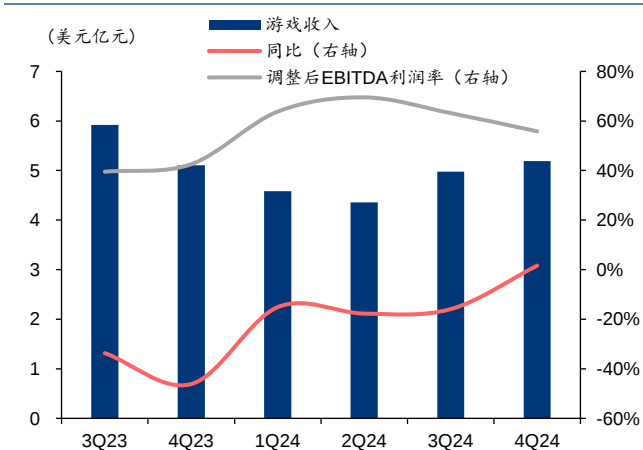
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 电商: 季度收入与经调整 EBITDA 趋势



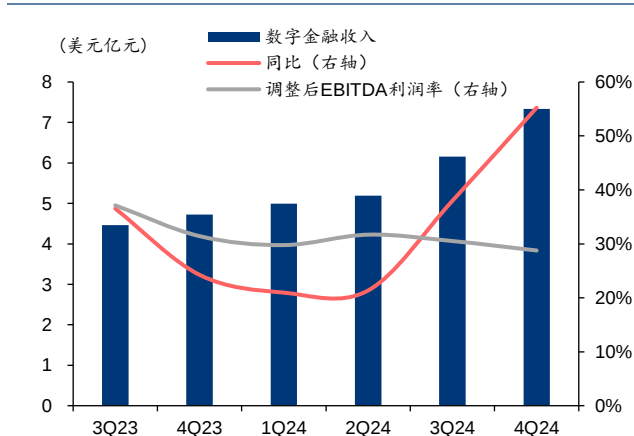
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 游戏: 季度收入与经调整 EBITDA 趋势



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表6: 电子支付: 季度收入与经调整 EBITDA 趋势



资料来源: 公司公告, 华泰研究

盈利预测与估值

盈利预测调整

我们将 SEA 2025/2026 年收入预测分别上调 6.9/12.8% 至 202/234 亿美元（前值：189/207 亿美元），同时引入 2027 年预测 267 亿美元，主要考虑到 Shopee GMV 及 take rate 提升好于我们此前预期；此外 SeaMoney 收入增长或好于我们此前预期。2025/2026 年毛利率有所下调主因毛利率相对较低的电商业务收入占比提升节奏或快于我们此前预期。

我们将 SEA 2025/2026 年经调整 EBITDA 利润分别上调 0.5/5.6% 至 30.5/39.5 亿美元（前值：30.4/37.4 亿美元），同时引入 2027 年预测 47.6 亿美元，主要考虑到电商板块的经营杠杆释放带来的利润率提升速度或好于我们此前预期，以及电子支付板块贷款规模增长快于我们预期，有望带动利润额提升。

图表7：华泰预测变动

(亿美元)	2025E			2026E			2027E
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	新值
营业收入	189.1	202.1	6.9	207.3	233.7	12.8	266.9
毛利润	86.2	89.3	3.5	96.7	105.3	8.9	120.6
经调整 EBITDA	30.4	30.5	0.5	37.4	39.5	5.6	47.6

资料来源：华泰研究预测

图表8：华泰利润率预测变动

	2025E			2026E			2027E
	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp	新值
毛利率	45.6%	44.2%	-1.4	46.6%	45.0%	-1.6	45.5%
经调整 EBITDA 净利率	16.1%	15.1%	-1.0	18.0%	16.9%	-1.1	17.8%

资料来源：华泰研究预测

SOTP 估值

我们基于分部估值模型的新目标价为 142.1 美元（前值：118.8 美元），具体分部如下：

1) 游戏板块每股估值 40.4 美元（前值：38.6 美元），基于 2025 年经调整 25x 目标 PE（不变），高于全球可比公司均值 23.1x，溢价主因公司游戏板块增长预期向好，管理层表示 2025 年游戏板块活跃用户数和预定量均有望实现双位数增长，板块利润逐步修复迹象明显。

2) 电商板块估值为 78.6 美元（前值：65.7 美元），基于 2025 年 0.4x 目标 P/GMV（前值：0.35x），与全球可比公司均值 0.26x 相比有所溢价，目标估值倍数上调及溢价主因公司指引 2025 年 GMV 增长预期达 20%，且佣金和广告变现率出现边际改善，有望推动收入与利润率稳健增长。此外板块可比公司估值有所上浮，我们对上调估值倍数以维持溢价水平。

3) 电子支付板块估值 23.1 美元（前值：14.5 美元），基于 2025 年 5.0x 目标 PS（前值：3.5x），高于行业均值 1.8x，目标估值倍数上调及溢价主因：SeaMoney 信贷业务发展迅速，截止 2024 年末贷款总额同比增长超 60%，4Q24 活跃用户数同比增长约 60%；此外，管理层指引 2025 年贷款规模的增长速度将明显快于电商业务的 GMV 增长；我们认为其与集团内 Shopee 和 Garena 之间的生态互动有望实现较好的正向循环，而电商和游戏以外的场景拓展则有望提升其金融业务空间天花板。

图表9：SEA：SOTP 估值

SOTP 估值									
(百万美元)	2025 年预测收入	2025 年预测经调整净利率	2025 年预测经调整净利润	2025 年预测 GMV	PS	PE	P/GMV	市值	每股估值 (美元)
Garena	2,191	45%	986			25.0		24,649	40.4
Shopee	15,064			119,997.00			0.40	47,999	78.6
SeaMoney	2,825				5.0			14,123	23.1
核心业务估值								86,771	
每股估值									142.1

资料来源：华泰研究预测

图表10：SEA：游戏业务可比估值

公司	股票代码	股价 (交易货币)	非 GAAP 净利润同比增长 (%)			PE(x)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
网易	NTES US	96.6	5.3	8.5	4.5	12.9	11.9	11.3
Electronic Arts	EA US	129.2	13.0	11.2	7.1	17.2	15.4	14.4
网龙	777 HK	11.7	58.7	26.7	10.1	6.7	5.3	4.8
Nintendo	7974 JP	11130.0	(42.3)	39.4	24.7	51.0	36.6	29.4
完美世界	002624 CH	11.4	na	na	61.3	na	31.8	19.8
三七互娱	002555 CH	15.4	(5.5)	14.4	11.0	13.5	11.8	10.6
游族	002174 CH	10.1	145.2	32.1	20.9	41.1	31.1	na
平均						27.1	23.1	17.1

注：1) 美股数据截至 3 月 3 日，其它数据截止 3 月 4 日；2) Electronic Arts 的 2024-2026 年数据采用 FY2025-2027 预测数据；

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

图表11：SEA：电商业务可比估值

公司	股票代码	股价 (交易货币)	GMV 同比增长 (%)			P/GMV(x)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
阿里巴巴	BABA US	130.8	na	5.2	4.3	0.27	0.26	0.25
京东	JD US	40.2	na	5.4	5.7	0.12	0.11	0.11
拼多多	PDD US	112.6	na	13.6	14.2	0.23	0.20	0.18
Shopify	SHOP US	106.6	21.0	18.0	18.4	0.39	0.33	0.28
Ebay	EBAY US	65.2	1.7	1.9	2.2	0.40	0.40	0.39
平均						0.28	0.26	0.24

注：1) 数据截至 3 月 3 日；2) 阿里巴巴的 2024-2026 年数据采用 FY2025-2027 预测数据。

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

图表12：SEA：电子支付业务可比估值

公司	股票代码	股价 (交易货币)	营收同比增长 (%)			PS(x)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Paypal	PYPL US	69.8	-0.3	4.2	14.1	2.2	2.1	1.8
Square	XYZ US	62.8	1.2	9.6	22.0	1.6	1.5	1.2
平均						1.9	1.8	1.5

注：数据截至 3 月 3 日；Square 股票代码自 2025 年 1 月后更为 XYZ US；

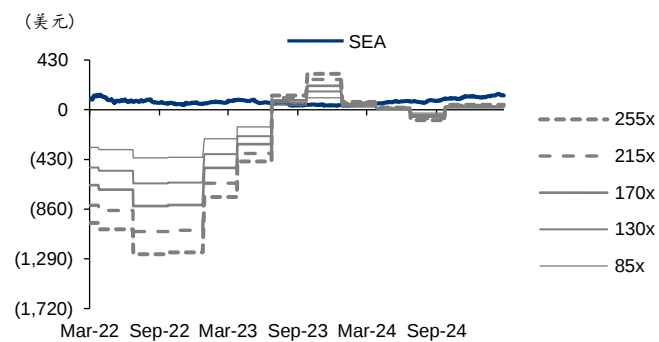
资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

电商竞争激烈程度超预期，稀释利润率：东南亚当地电商行业竞争较为激烈，如各家加大投入与补贴竞争当地市场，可能会对公司利润率造成一定的稀释。

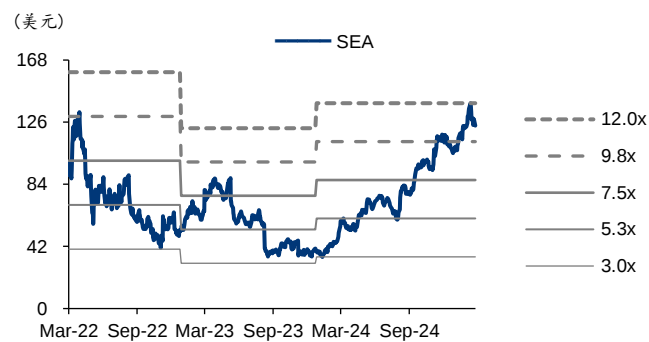
跨境电商监管政策风险：如当地政府针对跨境电商采取超预期程度的相关监管政策，可能会对跨境电商的运营成本和发展空间造成负面影响。

图表13: SEAPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表14: SEAPB-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	13,064	16,820	20,212	23,374	26,695
销售成本	(7,230)	(9,615)	(11,284)	(12,848)	(14,632)
毛利润	5,834	7,205	8,928	10,527	12,063
销售及分销成本	(2,779)	(3,473)	(3,838)	(4,235)	(4,645)
管理费用	(1,769)	(1,268)	(1,478)	(1,690)	(1,915)
其他收入/支出	(1,061)	(1,803)	(1,672)	(1,835)	(2,004)
财务成本净额	290.24	327.48	63.48	321.52	445.66
应占联营公司利润及亏损	(7.03)	(9.79)	0.00	0.00	0.00
税前利润	425.36	769.00	2,090	3,174	4,030
税费开支	(262.68)	(321.17)	(313.54)	(476.05)	(604.50)
少数股东损益	11.96	3.51	11.96	11.96	11.96
归母净利润	150.73	444.32	1,765	2,686	3,414
折旧和摊销	(24.84)	(26.08)	(27.39)	(28.75)	(30.19)
EBITDA	159.97	467.60	2,054	2,881	3,615
EPS (美元, 基本)	0.27	0.78	3.11	4.74	6.02

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	125.40	143.25	172.14	199.07	227.35
应收账款和票据	2,125	1,968	1,310	1,387	1,437
现金及现金等价物	4,221	4,060	5,798	8,266	12,343
其他流动资产	5,303	10,686	11,408	12,418	12,650
总流动资产	11,774	16,858	18,688	22,270	26,658
固定资产	1,208	1,098	1,161	1,241	1,333
无形资产	50.82	27.31	49.20	54.40	61.24
其他长期资产	5,851	4,643	4,736	4,860	4,989
总长期资产	7,109	5,768	5,946	6,155	6,383
总资产	18,883	22,625	24,634	28,425	33,041
应付账款	6,083	7,940	8,030	8,235	8,432
短期借款	146.66	130.62	156.74	188.09	225.70
其他负债	1,939	3,225	3,395	3,529	3,669
总流动负债	8,169	11,296	11,581	11,953	12,326
长期债务	908.84	1,053	1,053	1,053	1,053
其他长期债务	3,108	1,799	1,883	1,951	2,020
总长期负债	4,017	2,852	2,936	3,004	3,073
股本	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
储备/其他项目	6,594	8,372	10,011	13,363	17,536
股东权益	6,594	8,372	10,012	13,364	17,537
少数股东权益	103.76	105.24	105.24	105.24	105.24
总权益	6,698	8,478	10,117	13,469	17,642

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	464.23	157.48	39.65	26.05	20.50
PB	10.61	8.36	6.99	5.24	3.99
EV EBITDA	455.78	156.50	34.91	24.12	18.16
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	1.63	0.20	0.72	2.50	3.23

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	159.97	467.60	2,054	2,881	3,615
融资成本	(290.24)	(327.48)	(63.48)	(321.52)	(445.66)
营运资本变动	1,604	408.19	(686.02)	(225.51)	(114.00)
税费	(262.68)	(321.17)	(313.54)	(476.05)	(604.50)
其他	495.27	(299.74)	856.48	2,795	4,076
经营活动现金流	1,706	(72.59)	1,848	4,652	6,526
CAPEX	(527.25)	(548.00)	(551.11)	(457.60)	(669.37)
其他投资活动	(3,329)	(72.10)	(47.68)	(56.18)	(59.79)
投资活动现金流	(3,857)	(620.10)	(598.79)	(513.78)	(729.17)
债务增加量	(1,106)	128.09	26.12	31.35	37.62
权益增加量	0.00	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	1,022	1,662	(62.11)	987.95	1,205
融资活动现金流	(84.00)	1,790	(35.99)	1,019	1,243
现金变动	(2,235)	1,097	1,213	5,158	7,040
年初现金	7,610	4,244	4,082	5,821	8,971
汇率波动影响	(7.96)	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	4,244	4,082	5,821	8,971	13,049

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	4.93	28.75	20.17	15.65	14.21
毛利润	12.50	23.51	23.92	17.90	14.60
营业利润	(115.11)	194.58	193.21	42.51	26.46
净利润	0.00	194.79	297.18	52.18	27.10
EPS	(108.99)	194.79	297.18	52.18	27.10
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	44.66	42.84	44.17	45.04	45.19
EBITDA	1.22	2.78	10.16	12.32	13.54
净利润率	1.15	2.64	8.73	11.49	12.79
ROE	2.45	5.94	19.20	22.98	22.09
ROA	0.84	2.14	7.47	10.12	11.11
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(48.01)	(34.36)	(45.83)	(52.57)	(63.09)
流动比率	1.44	1.49	1.61	1.86	2.16
速动比率	1.43	1.48	1.60	1.85	2.14
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.73	0.81	0.86	0.88	0.87
应收账款周转天数	57.76	43.80	29.19	20.77	19.04
应付账款周转天数	250.93	262.53	254.75	227.88	205.04
存货周转天数	5.85	5.03	5.03	5.20	5.25
现金转换周期	(187.32)	(213.71)	(220.53)	(201.91)	(180.75)
每股指标 (美元)					
EPS	0.27	0.78	3.11	4.74	6.02
每股净资产	11.64	14.78	17.67	23.59	30.95

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、侯杰，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

- 分析师夏路路、侯杰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