

直播短期调整，股东回报力度延续

华泰研究

2025 年 3 月 25 日 | 美国

年报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

56.00

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

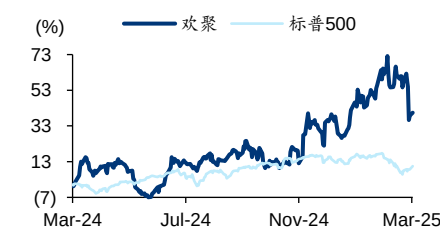
郑裕佳

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

基本数据

目标价(美元)	56.00
收盘价(美元 截至 3 月 24 日)	42.50
市值(美元百万)	2,212
6 个月平均日成交额(美元百万)	24.38
52 周价格范围(美元)	27.88-55.31
BVPS(美元)	90.51

股价走势图



资料来源: S&P

公司发布 24Q4 财报，24Q4 实现收入 5.49 亿美元 (VA 一致预期 5.51 亿美元)，yoy-3.6%，基本符合预期。24Q4 调整后净利润 0.96 亿美元 (VA 一致预期 0.67 亿美元)，yoy+49.7%，高于预期主要因为应用下架导致营销费用节省。公司直播业务调整持续，非直播业务增速显著，YY Live 交易后现金回笼，股东回报力度延续，我们给予目标价 56 美元，维持“买入”评级。

BIGO 直播业务调整持续，广告业务持续增长

24Q4 公司 BIGO 板块实现收入 4.8 亿美元，yoy-2.3%。由于公司持续对非核心语音直播产品进行调整，向发达国家转移战略重心，叠加 24 年 12 月产品下架因素，直播业务短期面临压力，24Q4 MAU 2.63 亿 (yoy-4.3%，Q3 为 2.72 亿)。24Q4 BIGO 直播业务收入 4 亿美元，yoy-12.8%，BIGO 付费用户数 154 万人 (yoy-7.8%，Q3 为 162 万人)。BIGO 非直播业务收入 0.8 亿美元，yoy+148.3%，主要系广告平台业务增速显著。公司业绩会上表示预计 25Q2 起付费用户数和 ARPPU 环比转正。

All Other 营业亏损持续收窄

24Q4 公司 All Other 板块实现收入 0.7 亿美元，yoy-11.1%。其中直播业务收入 0.2 亿美元，yoy-18.1%，非直播业务收入 0.48 亿美元，yoy-7.3%。24Q4 调整后营业利润为-0.35 亿美元，同比减亏 10.3%，主要得益于 Shoptline 业务的持续减亏。我们预计 25 年 All Other 非直播业务收入双位数增长的前提下，亏损有望进一步收窄。

交易落地现金回笼，股东回报力度延续

公司于 25 年 2 月 25 日宣布就 YY Live 与百度的交易达成协议，出售总价 21 亿美元，账上现金进一步回笼，截至 24Q4 公司账上净现金达到 33 亿美元。公司 24 年累计回购 921 万 ADS，对应 3.1 亿美元，占 23 年末总股数的 15.1%。公司宣布未来三年股东回报计划，包括总计 6 亿美元分红和 3 亿美元回购，整体股东回报力度延续往年趋势。

盈利预测与估值

受到应用下架和非核心语音直播业务调整带来的影响，我们预计公司 25-27 年收入为 20.87/21.71/22.93 亿美元 (25/26 原预测 21.50/22.86 亿美元，调整幅度-2.9/-5%)，调整后净利润为 2.65/2.72/2.84 亿美元 (原预测 25/26 2.67/3.10 亿美元，调整幅度-0.7/-12.3%)。公司股东回报力度较大，参照可比公司调整后净利润一致预期均值给予 25PE 11.1x (前值 12.9x)，对应目标价 56 美元 (前值: 64 美元)。

风险提示: 直播业务恢复低于预期; 用户付费意愿下降; 非直播业务低预期。

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)	2,268	2,238	2,087	2,171	2,293
+/-%	(5.95)	(1.33)	(6.73)	4.01	5.63
归母净利润(美元百万)	347.35	(147.63)	203.01	206.45	220.65
+/-%	190.74	(142.50)	(237.51)	1.69	6.88
归母净利润(调整后,美元百万)	292.52	298.48	265.43	272.32	284.48
+/-%	46.78	2.04	(11.07)	2.60	4.47
EPS(调整后,美元,最新摊薄)	4.13	5.16	5.10	5.23	5.46
PE(调整后,倍)	9.42	8.24	8.34	8.12	7.78
PB(倍)	0.54	0.52	0.46	0.45	0.43
ROE(调整后,%)	5.60	6.02	5.55	5.56	5.64
EV EBITDA(倍)	38.76	(11.18)	71.25	47.46	37.92

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

盈利预测及投资建议

由于 Bigo Live 产品受到近一个月左右的下架因素，叠加非核心语音业务的持续调整，我们认为短期内获客和收入端将面临一定压力，我们调整公司 25Q1/25Q2E 收入-2/-2.5%至 4.85/5.09 亿美元（前值：4.95/5.22 亿美元），调整 25-26E 收入-2.9/-5%至 20.87/21.71 亿美元（前值：21.5/22.9 亿美元），引入 27E 新预测 22.93 亿美元。公司持续精细化管理，BIGO 业务优化投放策略，All Other 业务积极减亏，我们调整 25-26E 调整后营业利润-15.3/-12%至 1.22/1.69 亿美元（前值：1.44/1.92 亿美元），引入 27E 新预测 1.87 亿美元；调整 25-26E 调整后净利润-0.7/-12.3%至 2.65/2.72 亿美元（前值：2.67/3.1 亿美元），引入 27E 新预测 2.84 亿美元。参照主要可比公司调整后净利润彭博一致预期均值给予 25PE 11.1x（前值：12.9x），估值倍数下降主要因为可比公司估值中枢下调，对应目标价 56 美元（前值：64 美元），给予“买入”评级。

图表1：盈利预测

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	25Q1E	25Q2E	25Q3E	25Q4E
收入	2,268	2,238	2,087	2,171	485	509	542	552
YoY	-6.0%	-1.3%	-6.7%	4.0%	-14.1%	-10.0%	-3.1%	0.4%
BIGO 收入	1,924	1,988	1,824	1,882	426	448	475	475
YoY	-3.6%	3.3%	-8.3%	3.2%	-15.8%	-11.6%	-4.2%	-1.0%
直播业务	1820	1700	1460	1445	344	364	377	376
YoY	-4.5%	-6.6%	-14.1%	-1.0%	-22.3%	-17.2%	-9.7%	-6.2%
非直播业务	105	289	364	437	82	85	98	100
YoY	13.9%	175.5%	26.1%	20.0%	30.0%	25.0%	25.0%	25.0%
All other 收入	344	250	263	289	59	60	66	77
YoY	-17.1%	-27.3%	5.3%	9.7%	0.2%	4.2%	6.2%	9.7%
直播业务	160	88	77	71	20	18	19	20
YoY	-50.1%	-44.8%	-13.2%	-8.0%	-18.1%	-13.6%	-12.4%	-8.2%
非直播业务	184	161	186	218	40	43	47	56
YoY	95.4%	-12.2%	15.5%	17.0%	13.0%	14.0%	16.0%	18.0%
毛利润	813	806	747	778	176	183	193	195
毛利率%	35.9%	36.0%	35.8%	35.9%	36.4%	35.9%	35.6%	35.4%
销售费用率%	16.3%	14.9%	13.5%	13.6%	14.5%	13.7%	13.1%	13.0%
管理费用率%	5.4%	6.8%	7.4%	7.1%	7.7%	7.2%	7.1%	7.5%
研发费用率%	13.0%	12.5%	12.2%	11.1%	13.2%	12.4%	11.7%	11.5%
调整后营业利润	131	136	122	169	21	29	36	35
调整后营业利润率%	5.8%	6.1%	5.8%	7.8%	4.3%	5.7%	6.7%	6.4%
BIGO 调整后营业利润	288	286	249	280	53	60	68	68
All Other 调整后营业利润	-158	-150	-128	-111	-32	-31	-32	-33
调整后净利润	293	298	265	272	57	65	72	71
调整后净利润率%	12.9%	13.3%	12.7%	12.5%	11.7%	12.8%	13.3%	12.9%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表2：可比公司估值表

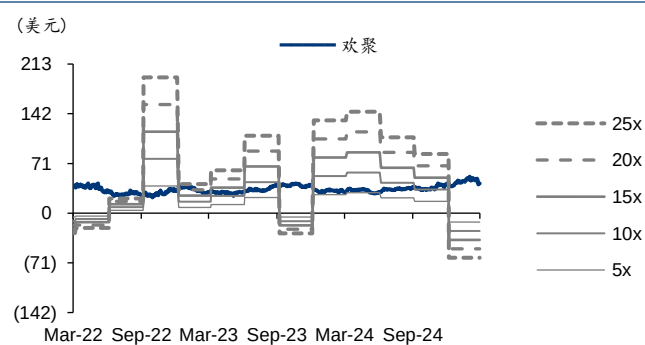
公司代码	公司简称	货币单位	市值 (亿)	调整后净利润 (百万)			PE (x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
1024 HK	快手	港币	2,552	23296	28308	32287	11.0	9.0	7.9
0700 HK	腾讯控股	港币	47,043	260793	288967	319923	18.0	16.3	14.7
WB US	微博	美元	25	449	470	501	5.5	5.2	4.9
BILI US	哔哩哔哩	美元	85	269	429	557	31.5	19.7	15.2
BIDU US	百度	美元	330	3483	3820	4199	9.5	8.6	7.9
MOMO US	挚文集团	美元	11	180	193	200	6.0	5.6	5.4
YALA US	雅乐科技	美元	8	155	164	\	5.3	5.0	\
HUYA US	虎牙直播	美元	7	32	43	62	22.8	16.9	11.6
平均值							11.1	10.8	9.7
YY US	欢聚	美元	22	265	272	284	8.2	8.0	7.7

注：由于哔哩哔哩 2024 年盈利刚转正，计算 2025 年 PE 均值时将其剔除，欢聚为华泰预测值，其余均为彭博一致预期值，数据截止 2025 年 3 月 24 日
资料来源：彭博、华泰研究预测

风险提示

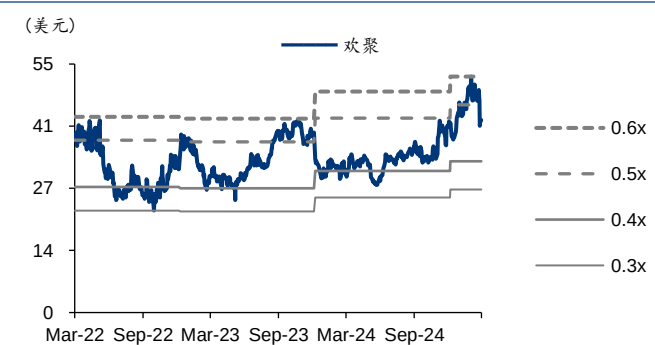
- 1) 直播业务恢复进度低于预期
产品恢复上架后新增用户和付费用户数恢复低于预期。
- 2) 用户付费意愿下降
宏观环境不确定性下，用户付费意愿下降，人均付费水平低于预期。
- 3) 广告和 Shopline 非直播业务增长低于预期
宏观和竞争压力下，广告和电商相关业务增速不及预期。

图表3：欢聚 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表4：欢聚 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	2,268	2,238	2,087	2,171	2,293
销售成本	(1,455)	(1,432)	(1,340)	(1,392)	(1,469)
毛利润	813.10	806.21	747.32	778.35	824.11
销售及分销成本	(369.60)	(333.33)	(282.56)	(295.73)	(302.37)
管理费用	(122.70)	(152.52)	(153.79)	(153.68)	(163.31)
其他收入/支出	84.39	7.40	7.40	7.40	7.40
财务成本净额	174.79	170.71	133.27	105.21	95.87
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	287.98	(227.51)	197.47	200.76	214.37
税费开支	(18.86)	(13.49)	(11.85)	(12.05)	(12.86)
少数股东损益	(29.40)	(96.40)	(20.42)	(20.76)	(22.17)
净利润	347.35	(147.63)	203.01	206.45	220.65
Non-GAAP 调整项	(54.83)	446.11	62.42	65.87	63.83
调整后净利润	292.52	298.48	265.43	272.32	284.48
折旧和摊销	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	113.19	(398.22)	64.20	95.56	118.51
EPS (美元, 基本)	5.31	(2.55)	3.90	3.97	4.24

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	387.00	369.40	450.22	469.34	498.52
现金及现金等价物	1,064	444.76	301.06	320.09	339.25
其他流动资产	2,622	1,742	1,743	1,742	1,743
总流动资产	4,073	2,556	2,494	2,532	2,581
固定资产	390.68	484.93	527.15	580.85	623.38
无形资产	333.72	277.26	340.52	377.44	426.65
其他长期资产	3,687	4,202	4,202	4,202	4,202
总长期资产	4,411	4,964	5,069	5,160	5,252
总资产	8,484	7,520	7,564	7,691	7,832
应付账款	66.76	100.73	78.37	81.45	85.93
短期借款	457.72	10.32	10.32	10.32	10.32
其他负债	2,562	2,555	2,555	2,555	2,555
总流动负债	3,086	2,666	2,644	2,647	2,651
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期债务	85.31	70.21	70.21	70.21	70.21
总长期负债	85.31	70.21	70.21	70.21	70.21
股本	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
储备/其他项目	5,179	4,736	4,822	4,968	5,126
股东权益	5,179	4,736	4,822	4,968	5,126
少数股东权益	133.33	47.77	27.35	6.59	(15.58)
总权益	5,312	4,783	4,849	4,974	5,111

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	8.01	(16.67)	10.90	10.72	10.03
PB	0.54	0.52	0.46	0.45	0.43
调整后 PE (倍)	9.42	8.24	8.34	8.12	7.78
调整后 ROE	5.60	6.02	5.55	5.56	5.64
EV EBITDA	38.76	(11.18)	71.25	47.46	37.92
股息率 (%)	3.03	4.74	2.75	2.80	2.99
自由现金流收益率 (%)	(6.05)	(20.31)	(6.75)	(0.72)	(0.27)

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	113.19	(398.22)	64.20	95.56	118.51
融资成本	(174.79)	(170.71)	(133.27)	(105.21)	(95.87)
营运资本变动	(152.47)	51.57	(104.10)	(15.14)	(25.65)
税费	(18.86)	(13.49)	(11.85)	(12.05)	(12.86)
其他	528.51	167.68	130.24	102.18	92.84
经营活动现金流	295.58	(363.17)	(54.78)	65.34	76.96
CAPEX	(87.21)	(79.12)	(105.49)	(90.61)	(91.74)
其他投资活动	(12.09)	(529.77)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	420.37	(608.89)	(105.49)	(90.61)	(91.74)
债务增加量	(415.81)	(447.40)	0.00	0.00	0.00
权益增加量	(0.01)	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(145.93)	(84.20)	(116.70)	(60.90)	(61.93)
其他融资活动现金流	(118.78)	(189.14)	133.27	105.21	95.87
融资活动现金流	(841.75)	(720.74)	16.57	44.31	33.93
现金变动	(125.80)	(1,693)	(143.71)	19.04	19.15
年初现金	1,566	1,064	444.76	301.06	320.09
汇率波动影响	0.68	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	1,064	444.76	301.06	320.09	339.25

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(5.95)	(1.33)	(6.73)	4.01	5.63
毛利润	(4.58)	(0.85)	(7.30)	4.15	5.88
营业利润	(43.31)	(1,508)	(114.00)	55.20	26.03
净利润	190.74	(142.50)	(237.51)	1.69	6.88
调整后净利润	46.78	2.04	(11.07)	2.60	4.47
EPS (基本)	219.80	(148.04)	(252.91)	1.69	6.88
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.85	36.03	35.81	35.85	35.94
EBITDA	4.99	(17.80)	3.08	4.40	5.17
净利润率	15.32	(6.60)	9.73	9.51	9.62
调整后净利润率	12.90	13.34	12.72	12.54	12.41
ROE	6.65	(2.98)	4.25	4.22	4.37
调整后 ROE	5.60	6.02	5.55	5.56	5.64
ROA	3.96	(1.84)	2.69	2.71	2.84
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(11.71)	(9.17)	(6.03)	(6.24)	(6.42)
流动比率	1.32	0.96	0.94	0.96	0.97
速动比率	1.32	0.96	0.94	0.96	0.97
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.26	0.28	0.28	0.28	0.30
应收账款周转天数	48.48	60.84	70.69	76.25	75.97
应付账款周转天数	15.19	21.06	24.06	20.66	20.51
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	5.31	(2.55)	3.90	3.97	4.24
EPS (调整后, 基本)	4.51	5.16	5.10	5.23	5.46
每股净资产	79.15	81.81	92.62	95.42	98.47

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 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