

高杠杆引发供股，行业资本结构或存分化，下调至增持

华泰研究

2025 年 4 月 30 日 | 中国香港

动态点评

博彩

投资评级(下调):

增持

目标价(港币):

3.60

研究员

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

何翩翩

purdyyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

联系人

SAC No. S0570124070123

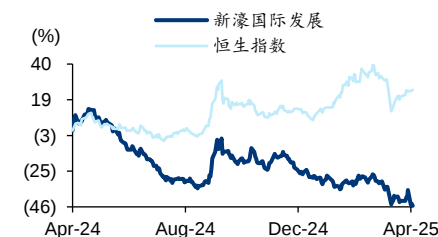
易楚妍

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

基本数据

目标价(港币)	3.60
收盘价(港币 截至 4 月 30 日)	3.24
市值(港币百万)	4,914
6 个月平均日成交额(港币百万)	12.86
52 周价格范围(港币)	3.11-6.95
BVPS(港币)	0.03

股价走势图



资料来源: S&P

新濠国际发展于 4/25 发布公告,拟通过向现有股东进行供股(Rights Issue),发行约 7.6 亿股,筹集最多 7.8 亿港元,预计于 5/15 开始按除权基准买卖,于 6/18 开始缴足股款供股买卖。本次供股将按二供一(即每两股供一股)比例发售,认购价为每股 1.0286 港元。供股股数约占公司现有已发行股数的 50%,或占经供股扩大后已发行股数的 33.3%。公司表示,所得款项将用于偿还 2021 年信贷融资项目中尚未结清的部分贷款本金及利息,该贷款将于 26 年 6 月到期。公司选择以供股作为融资方式,主要是公司已高度杠杆化;而对投资者来说,若不参与则会面临股权被稀释。新濠选择在目前重启水舞间项目需投入逾 4000 万美元,且新濠影汇二期仍在完善,我们认为未来资金或仍较为紧张。下调评级至增持。

新濠表示杠杆较 19 年大幅升高,供股款项用于偿还信贷

截至 24 年 12/31,公司资产总额约 847.5 亿港元,扣除递延融资成本及债务调整后的计息借款金额约为 606.9 亿港元,即资产负债率(Debt/Asset)达 72%,高于 19 年 6/30 的 42.4%。借款金额中的短期部分约为 94.8 亿港元,主要包括两笔分别于 25 年 6 及 7 月到期的尚未偿还优先无担保票据。公司表示至 24 年 12/31,尚有约 158 亿港元的承诺循环信贷额度可动用,足以覆盖以上金额。本次供股所得款项主要用于偿还还有抵押信贷里已用的约 51.1 亿港元(21 年 6 月订立 10 亿美元 5 年期协议)。于 25 年 4/8,公司已偿还其中的 1000 万美元(7800 万港元),而剩余部分将于 26 年 6 月到期。

金沙、美高梅长期获母公司信贷支持,澳博和银河财务稳健

行业其他公司资本结构,截至 24 年 12/31: 1) 金沙中国短期优先票据借贷总额为 16 亿美元, D/A 为 73%,我们认为主要是其在澳门的资本支出和扩张计划,不过银行和母公司 LVS 存在长期信贷支持; 2) 美高梅中国短期借款总额为 39 亿港元, D/A 为 75%,也存在银行和母公司 MGM 的循环信贷支持(尚未动用已全额取消); 3) 永利澳门短期有息负债为 91 亿港元, D/A 为 114%,但永利也存在银行循环信贷和其他金融工具支持; 4) 澳博控股短期有息负债为 17 亿港元, D/A 为 54%,或与 22 年 8 月曾进行供股和母公司澳娱贷款有关; 5) 银河娱乐短期有息负债为 42 亿港元, D/A 为 4%,现金达 204 亿港元,资本结构较为健康。

下调评级至增持,目标价下调至 3.6 港元,对应 25 年 6.7x EV/EBITDA

澳门旅游局预计五一假期日均访客量为 12.7-14 万人次,上限值低于 24 年十一的 14.2 万人次,五一假期酒店满房情况弱于春节和十一。我们维持利润表预测,上调公司 25E 现金及债务。考虑到供股仅面向新濠国际股东不包括新濠博亚股东,折让或继续扩大,下调 25E EV/EBITDA 从 7.0x 至 6.7x (行业均值 8.0x),目标价 3.6 港元(暂未纳入供股股数影响,前值 5.6)。

风险提示:政策落地不及预期,测算存在误差,海外博彩市场竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(港币百万)	10,566	29,532	34,823	38,400	42,344
+/-%	(32.40)	179.50	17.90	10.30	10.30
归属母公司净利润(港币百万)	(5,113)	(1,744)	1,014	1,822	1,631
+/-%	(35.60)	(65.90)	(158.20)	80.00	(10.00)
EPS(港币,最新摊薄)	(2.58)	(0.88)	0.51	0.92	0.82
ROE(%)	(118.17)	(142.00)	18.78	15.82	11.52
PE(倍)	(0.96)	(2.19)	28.92	4.57	2.40
PB(倍)	2.74	11.52	1.01	0.93	0.93
EV/EBITDA(倍)	(219.63)	9.96	7.73	6.65	5.85

资料来源:公司公告、华泰研究预测



图表1：澳门博彩公司资产负债率（截至 2024 年 12 月 31 日）

公司	计息负债		总资产	资产负债率
	(流动部分)	(非流动部分)		
金沙中国	12,719	50,595	86,671	73%
美高梅中国	3,878	19,042	30,604	75%
永利澳门	4,116	40,723	39,232	114%
澳博控股	1,730	24,729	48,725	54%
银河娱乐	4,179	-	94,578	4%
新濠国际发展	9,483	51,204	84,750	72%

资料来源：公司公告、华泰研究

图表2：2025 年“五一”假期澳门酒店客房预订情况

公司		2025 年五一假期房价 (数据收集于4月23日)					2025 年春节假期房价 (数据收集于1月16日)					2024 年五一假期房价 (数据收集于假期一周前)				
		5月1日	5月2日	5月3日	5月4日	5月5日	1月28日	1月29日	1月30日	1月31日	2月1日	2月2日	2月3日	2月4日	5月1日	5月2日
永利	永利皇宫酒店 (5星)	4,108	4,108	4,108	3,838	3,108	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	永利澳门酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门银河酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门 JW 万豪酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	1,741
	澳门悦榕庄酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门丽思卡尔顿酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	7,588	10,502	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门大仓酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	2,493	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门富豪酒店 (5星)	2,238	2,558	满房	2,158	638	2,283	2,283	2,440	满房	满房	满房	满房	满房	1,881	2,677
新濠	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	2,862	4,493	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠博亚酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠天地-迎尚酒店 (4星)	3,689	6,298	4,589	2,717	1,151	满房	满房	3,314	满房	满房	满房	3,715	3,314	满房	1,146
	澳门新濠天地-迎尚酒店 (4星)	6,298	6,298	6,298	3,498	1,498	满房	4,626	6,729	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠天地-迎尚酒店 (4星)	7,098	7,098	7,098	6,198	1,998	4,100	4,521	7,361	满房	满房	满房	满房	满房	满房	6,619
	澳门新濠天地-迎尚酒店 (4星)	7,098	7,098	7,098	6,198	1,998	2,207	2,684	4,317	8,152	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠天地-迎尚酒店 (4星)	7,098	7,098	7,098	6,198	1,998	3,239	4,007	5,552	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠天地-迎尚酒店 (4星)	7,098	7,098	7,098	6,198	1,998	4,207	5,403	5,958	5,585	5,585	5,585	5,585	5,585	6,600	5,569
澳博	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
美高梅	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
金沙	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠酒店 (5星)	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
中位价		5,417	6,308	4,657	3,091	3,194	2,678	3,816	5,403	5,637	5,315	4,775	4,245	2,863	3,724	3,650
平均价		3,759	4,938	4,880	2,960	1,170	4,202	4,802	6,544	5,442	4,826	4,380	4,125	2,979	4,492	3,771

资料来源：携程网、华泰研究

盈利预测与估值

我们维持利润表预测，上调公司 25E 现金及债务预测，主要系公司 24 全年业绩公告短期债务较 23 年末有所增长（本次模型和目标价调整暂未考虑供股实施带来的股数影响）。我们下调 2025E EV/EBITDA 从 7.0x 至 6.7x（行业均值 8.0x），主要原因为：1) 新濠澳门 GGR 恢复持续低于行业水平；2) 美股和港股存在双重折让（新濠博亚美股估值本就低于美股博彩行业平均 5%，叠加新濠国际作为港股控股公司经验上存在 40% 的控股折让），且此次供股仅面向新濠国际（200.HK）股东而不包括新濠博亚（MLCO.US）股东，折让或继续扩大。目标价从 5.6 港元下调至 3.6 港元。

情景测算：考虑到公司选择以供股作为融资方式，主要是公司已高度杠杆化；而对投资者来说，若不参与则会面临股权被稀释。

- 1) 我们假设公司筹集资金可得上限 7.81 亿港元，且均用来减少债务，则股数为 2,278 百万股，基于我们当前的模型假设，对应目标价或下调约 24%。
- 2) 我们假设公司筹集资金可得下限 4.25 亿港元，且均用来减少债务，则股数为 1,930 百万股，基于我们当前的模型假设，对应目标价或下调约 15%。

图表3：新濠目标价计算

	2025E（更新预测）	2025E（此前预测）
经调整 EBITDA	10,291	10,291
预测 EV/EBITDA（倍）	6.7	7.0
企业价值（百万港元）	68,951	72,038
现金（百万港元）	12,801	10,036
长短期债务（百万港元）	65,662	62,935
少数股东权益	10,703	10,703
股本价值（百万港元）	5,387	8,436
总股数（百万）	1,517	1,517
目标价	3.6	5.6

注：当前目标价计算暂不考虑供股实施影响

资料来源：公司公告、华泰研究

图表4：重点港股美股上市博彩公司和酒店估值表（数据截至 4 月 28 日）

公司	股票代码	总市值 (亿美元)	收入 (十亿美元)			EBITDA (十亿美元)			PE			EV/EBITDA		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
香港上市公司 均值									12.98	10.27	9.05	8.04	7.49	7.18
银河娱乐	27 HK	159.28	5.95	6.38	7.06	1.70	1.85	2.09	12.27	11.21	9.98	8.07	7.43	6.56
金沙中国	1928 HK	146.07	7.47	8.06	8.53	2.35	2.60	2.82	12.84	10.50	9.11	8.84	8.00	7.38
永利澳门	1128 HK	35.21	3.64	3.81	3.98	0.97	1.03	1.08	10.94	9.16	8.22	7.53	7.12	6.79
澳博控股	880 HK	20.14	3.89	3.95	4.21	0.54	0.60	0.67	23.25	14.99	10.34	9.72	8.77	7.82
美高梅中国	2282 HK	49.09	4.01	4.15	4.34	1.01	1.05	1.09	9.18	8.44	7.62	7.11	6.85	6.59
新濠国际	200 HK	7.43	5.07	5.28	4.89	1.26	1.30	1.11	9.40	7.35		6.97	6.75	7.90
美国上市公司 均值									27.48	12.56	10.75	8.04	7.57	7.25
金沙集团	LVS US	253.60	11.79	12.49	13.08	4.39	4.76	5.06	14.42	12.52	11.59	8.19	7.55	7.10
美高梅国际	MGM US	89.61	17.18	17.54	18.00	4.52	4.78	4.97	14.48	11.75	10.18	8.60	8.13	7.82
永利度假	WYNN US	87.17	7.09	7.29	7.19	2.07	2.13	2.09	15.63	14.96	15.20	8.57	8.33	8.49
新濠博亚	MLCO US	21.10	4.83	5.04	5.34	1.15	1.22	1.30	23.38	9.96	7.63	7.68	7.29	6.83
凯撒娱乐	CZR US	60.30	11.54	11.83	12.00	3.86	3.99	4.13	36.51	18.28	15.41	8.05	7.78	7.53
佩恩国民博彩	PENN US	23.81	6.99	7.35	7.75	1.59	1.87	2.08	77.34	10.68	6.17	8.16	6.96	6.26
博伊德赌场	BYD US	56.83	3.91	4.01	4.02	1.32	1.34	1.38	10.60	9.76	9.11	7.04	6.93	6.76
美股高端酒店集团 均值									27.79	22.91	19.54	14.73	13.62	12.63
万豪酒店	MAR US	650.43	26.30	27.47	28.66	5.34	5.70	6.05	23.38	20.65	18.60	14.98	14.04	13.22
希尔顿酒店	HLT US	526.24	12.01	13.08	14.25	3.70	4.04	4.41	27.68	23.89	20.51	17.14	15.69	14.35
洲际酒店	IHG US	162.06	2.47	3.14	3.80	1.31	1.41	1.53	21.16	18.74	16.56	14.49	13.42	12.40
凯悦酒店	H US	107.63	6.88	7.26	7.61	1.11	1.21	1.30	38.93	28.37	22.50	12.32	11.33	10.55

资料来源：Bloomberg、华泰研究

风险提示

- 政策落地不及预期：**2024 年 9 月以来澳门客流恢复受中国消费刺激政策带动，政策后续落地情况或影响客流及博彩收入恢复。
- 测算存在误差：**公司 2025-2027 年预测与营收数据均为测算，而测算结果或存在误差。
- 海外博彩市场竞争加剧：**若 2025 年东南亚地区博彩市场在争夺客源中发力，或影响澳门整体博彩收入复苏水平。

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,566	29,532	34,823	38,400	42,344
销售成本	(243.00)	(1,151)	(1,381)	(1,657)	(1,989)
毛利润	10,322	28,381	33,442	36,743	40,355
销售及分销成本	(243.00)	(1,151)	(1,381)	(1,657)	(1,989)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(16,880)	(26,515)	(27,840)	(29,232)	(30,694)
财务成本净额	(3,657)	(4,287)	(4,717)	(5,915)	(7,126)
应占联营公司利润及亏损	(7.00)	(7.00)	(7.00)	(7.00)	(7.00)
税前利润	(9,982)	(3,396)	2,920	4,786	5,743
税费开支	(6.00)	(98.00)	68.08	115.64	124.64
少数股东损益	(4,874)	(1,750)	837.70	157.39	887.81
归母净利润	(5,113)	(1,744)	1,014	1,822	1,631
折旧和摊销	(4,586)	(4,446)	(5,780)	(5,895)	(6,013)
EBITDA	(362.00)	7,510	9,367	10,291	11,221
EPS (港币, 基本)	(3.37)	(1.15)	0.67	1.20	1.08

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	206.29	229.87	262.06	298.74	340.57
应收账款和票据	437.27	715.86	598.19	598.19	599.19
现金及现金等价物	14,318	10,765	9,952	12,801	21,640
其他流动资产	2,343	1,018	1,343	1,343	1,344
总流动资产	17,304	12,730	12,155	15,041	23,924
固定资产	47,347	44,989	41,159	39,920	38,729
无形资产	22,605	24,657	24,657	24,657	24,657
其他长期资产	9,835	7,036	7,428	7,904	8,477
总长期资产	79,788	76,682	73,243	72,480	71,863
总资产	97,092	89,411	85,398	87,521	95,786
应付账款	6,391	8,074	8,371	8,961	9,593
短期借款	1,803	1.00	9,483	4,483	4,483
其他负债	465.15	651.21	120.86	126.90	127.90
总流动负债	8,659	8,726	17,975	13,572	14,205
长期债务	70,408	63,556	51,204	55,579	61,241
其他长期债务	4,639	6,756	6,080	5,472	4,925
总长期负债	75,046	70,312	57,284	61,051	66,166
股本	5,702	5,702	5,702	6,482	6,482
储备/其他项目	(3,911)	(5,037)	(6,109)	(4,288)	(2,657)
股东权益	1,791	665.00	10,138	12,898	15,416
少数股东权益	11,595	9,708	10,546	10,703	11,591
总权益	13,386	10,373	20,684	23,601	27,007

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	(0.96)	(2.19)	28.92	4.57	2.40
PB	2.74	11.52	1.01	0.93	0.93
EV EBITDA	(219.63)	9.96	7.73	6.65	5.85
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(141.91)	98.18	143.30	188.19	242.70

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	(362.00)	7,510	9,367	10,291	11,221
融资成本	3,657	4,287	4,717	5,915	7,126
营运资本变动	(989.00)	1,381	382.77	553.49	589.11
税费	(6.00)	(98.00)	68.08	115.64	124.64
其他	(4,360)	(4,572)	(3,748)	(4,710)	(6,001)
经营活动现金流	(2,060)	8,508	10,788	12,165	13,059
CAPEX	(4,252)	(1,868)	(4,036)	(4,656)	(4,823)
其他投资活动	139.00	347.00	(1,067)	(1,084)	(1,120)
投资活动现金流	(4,112)	(1,521)	(5,103)	(5,740)	(5,943)
债务增加量	0.00	0.00	(2,870)	(625.00)	5,662
权益增加量	1,045	0.00	0.00	780.03	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	9,414	(6,532)	(3,628)	(3,731)	(3,938)
融资活动现金流	7,220	(10,561)	(6,498)	(3,576)	1,723
现金变动	1,049	(3,575)	(813.41)	2,849	8,839
年初现金	13,452	14,318	10,765	9,952	12,801
汇率波动影响	(184.00)	23.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	14,318	10,765	9,952	12,801	21,640

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(32.40)	179.50	17.90	10.30	10.30
毛利润	(32.60)	174.90	17.80	9.90	9.80
营业利润	28.90	(110.50)	490.20	38.70	31.10
净利润	(35.60)	(65.90)	(158.20)	80.00	(10.00)
EPS	(35.65)	(65.89)	(158.16)	79.65	(10.50)
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	97.70	96.10	96.00	95.70	95.30
EBITDA	(3.43)	25.00	27.00	27.00	27.00
净利润率	(48.39)	(5.91)	2.91	4.74	3.85
ROE	(118.17)	(142.00)	18.78	15.82	11.52
ROA	(5.35)	(1.87)	1.16	2.11	1.78
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	3,232	7,939	516.67	366.73	333.51
流动比率	2.00	1.46	0.68	1.11	1.68
速动比率	1.97	1.43	0.66	1.09	1.66

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.11	0.32	0.40	0.44	0.46
应收账款周转天数	30.58	7.03	6.79	5.61	5.09
应付账款周转天数	10,209	2,262	2,143	1,883	1,679
存货周转天数	323.79	68.21	64.12	60.92	57.86
现金转换周期	(9,855)	(2,187)	(2,073)	(1,816)	(1,616)

每股指标 (港币)

EPS	(3.37)	(1.15)	0.67	1.20	1.08
每股净资产	1.18	0.44	4.98	5.43	5.43

免责声明

分析师声明

本人，何翩翩，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，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。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