

“加速执行”年，核心订阅业务强劲

华泰研究

2025 年 5 月 01 日 | 美国

季报点评

互联网

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

695.31

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

Spotify 公布 25Q1 业绩:总收入 41.90 亿欧元, yoy+15%/qoq-1%, 符合指引;经营利润 5.00 亿欧元(vs 指引 5.48 亿欧元), 对应 OPM 为 12.1%, yoy+7.5pct/qoq+0.9pct, 调整社保费用影响后的经营利润实际高于指引 1800 万欧元。公司 Q2 收入指引 43 亿欧元、经营利润指引 5.39 亿欧元, 略低于 VA 一致预期(收入 43.70 亿欧元、经营利润 5.45 亿欧元), 我们推测主要系广告业务调整期叠加宏观需求波动所致;Q2 订阅用户数指引仍好于预期, 核心业务稳健。在海外宏观环境波动大背景下, 我们持续看好音频流媒体资产的抗周期和稳健成长性, 维持“增持”。

订阅用户增长持续强劲, 毛利率持续提升

Q1 订阅收入达 37.71 亿欧元, yoy+16%, 订阅用户数达 2.68 亿, 略超指引的 2.65 亿, yoy+12%, 主要得益于新兴市场(尤其是拉美及亚太)付费用户的强劲增长, 以及产品持续优化和本地化促销活动带来转化率的提升。1Q 订阅毛利率同比提升 3.3pct 至 33.5%, 我们认为反映了版权成本结构的持续优化。2Q 订阅用户数指引为 2.73 亿, 环比净增 500 万, 隐含的付费率达到了 39.6%, 略超 VA 一致预期的 39.2%, 表明公司在往新兴市场拓展的同时仍维持良好的转化效率。

广告业务尚在建设期, 下半年有望加速增长

Q1 广告收入同比增长约 8%至 4.19 亿欧元, 其中广告支持用户数同比增长 9%, ARPU 同比下降约 1%, 我们推测系全球经济不确定性下广告定价承压所致, 但 ARPU 降幅环比有所收窄(24Q4: yoy-4%)。Q2 广告支持用户数指引(4.16 亿)略不及 VA 一致预期(4.21 亿), 同比增长 6%, 但考虑到 25 年公司计划加速进军程序化广告, 并将开放更多需求以推动广告主数量增长, 我们预计下半年广告支持用户数及广告收入环比有望加速增长。

盈利预测与估值

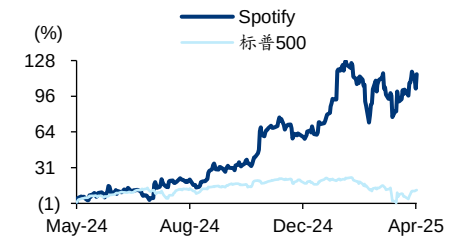
我们维持 25/26/27 年 Non-GAAP 净利润预测, 为 22.71/29.16/36.47 亿欧元, 采用 DCF 估值法, 根据市场变化上调 WACC 至 8.85%(前值: 8.76%), 假设永续增长率 3%(维持), 得到目标价 695.31 美元(前值: 700.06 美元), 维持“增持”。

风险提示: 订阅用户增长放缓, 宏观压力影响用户付费意愿和广告收入, 内容成本上涨, 汇率波动风险。

基本数据

目标价(美元)	695.31
收盘价(美元 截至 4 月 30 日)	613.98
市值(美元百万)	125,686
6 个月平均日成交额(美元百万)	1,416
52 周价格范围(美元)	280.66-652.63
BVPS(美元)	28.06

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(欧元百万)	13,247	15,673	18,173	20,753	23,553
+/-%	12.96	18.31	15.95	14.20	13.49
归母净利润(欧元百万)	(531.90)	1,138	2,046	2,686	3,409
+/-%	23.61	(313.95)	79.83	31.25	26.92
归母净利润(调整后,欧元百万)	(210.90)	1,405	2,271	2,916	3,647
+/-%	327.79	(766.19)	61.63	28.42	25.05
EPS(调整后,欧元,最新摊薄)	(1.03)	6.86	11.09	14.25	17.81
PE(调整后,倍)	(521.78)	78.32	48.46	37.74	30.18
PB(倍)	43.62	19.92	14.53	10.73	8.05
ROE(调整后,%)	(8.57)	34.92	34.68	32.71	30.49
EV EBITDA(倍)	(388.24)	74.29	43.03	32.20	24.64

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测及估值

我们维持 25/26/27 年 Non-GAAP 净利润预测，为 22.71/29.16/36.47 亿欧元。

图表1：盈利预测

(百万欧元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	13,247	15,673	18,173	20,753	23,553
yoy	13.0%	18.3%	16.0%	14.2%	13.5%
Premium 订阅收入	11566	13819	16049	18121	20356
yoy	12.8%	19.5%	16.1%	12.9%	12.3%
占收比	87.3%	88.2%	88.3%	87.3%	86.0%
年均付费用户数	220.5	249.5	273.0	292.8	312.4
yoy	14.5%	13.2%	9.4%	7.3%	6.7%
月度 ARPPU	4.4	4.6	4.9	5.2	5.4
yoy	-1.5%	5.6%	6.2%	5.3%	5.3%
广告收入	1681	1854	2124	2632	3197
yoy	13.9%	10.3%	14.6%	23.9%	21.5%
占收比	12.7%	11.8%	11.7%	12.7%	13.6%
年均用户数	337.0	402.0	447.0	491.0	535.0
yoy	26.9%	19.3%	11.2%	9.8%	9.0%
月度 ARPPU	0.42	0.38	0.40	0.45	0.50
yoy	-10.3%	-7.5%	3.0%	12.8%	11.5%
毛利率	25.6%	30.1%	32.1%	33.2%	34.2%
销售费用率	-11.6%	-8.9%	-7.7%	-7.2%	-6.7%
研发费用率	-13.0%	-9.5%	-8.3%	-8.0%	-7.8%
管理费用率	-4.4%	-3.1%	-2.8%	-2.7%	-2.6%
经营利润率	-3.4%	8.7%	13.4%	15.4%	17.2%
所得税率	5.3%	-15.1%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
净利润	(532)	1138	2046	2686	3409
股权激励费用调整	(321)	(267)	(224)	(230)	(238)
Non-GAAP 净利润	(211)	1405	2271	2916	3647

资料来源：公司公告，华泰研究预测

考虑到在线音乐订阅模式下现金流可持续性较强，公司 2024 年刚刚进入盈利周期，短期内利润增速较快，我们采用三阶段 DCF 估值（第一阶段 2025-2030 年，第二阶段 2031-2035 年，第三阶段 2035 年以后），根据彭博 WACC 参数和汇率变化，上调 WACC 至 8.85%（前值：8.76%），给予中期增长率 10%、永续增长率 3% 的假设，得到目标市值 1246 亿欧元，对应目标价 695.31 美元，维持“增持”评级。

图表2：DCF 核心假设

指标	数据	备注
无风险利率	4.19%	美国 10 年期国债收益率
市场风险溢价	5.14%	基于标普 500 指数计算
有效所得税税率	15%	
贝塔值(β)	1.02	由 Bloomberg 计算
股权资本成本 Ke	9.43%	根据 CAPM 计算
债务成本 Kd	6.50%	根据 23 年可转换债券折现率假设
中期增长率	10%	假设 2031-2035 年自由现金流增速较 2025-2030 年自然下降
永续增长率	3%	
债务比率 D/(D+E)	15%	
WACC	8.85%	

资料来源：Bloomberg、公司公告、华泰研究预测

图表3：DCF 现金流预测及估值

(百万欧元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT*(1-t)	2,070	2,713	3,440	4,221	5,103	7,041
加：折旧与摊销	79	83	89	95	103	80
减：营运资金变动	91	94	102	110	120	130
减：资本支出	(22)	(79)	(83)	(89)	(95)	(125)
自由现金流	2,218	2,810	3,548	4,338	5,231	7,126
折现率	0.92	0.85	0.78	0.71	0.66	0.60
现值	2,040	2,376	2,758	3,100	3,437	4,305
2025-2030 年自由现金流现值	17,960					
2031-2035 年自由现金流现值	22115					
终值	202,172					
终值现值	79,571					
企业价值	119,646					
净现金/（债务），少数股东权益	4,975					
股权价值	124,621					
股份数（百万）	205					
欧元兑美元	0.88					
目标价（美元）	695.31					

资料来源：华泰研究预测

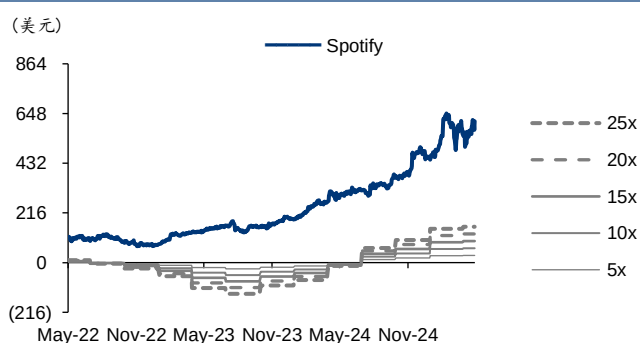
风险提示

订阅用户增长放缓：随着订阅用户基数的扩大，若公司未能通过精细运营平衡好拉新和留存，则订阅用户增长可能放缓，进而影响收入增长。

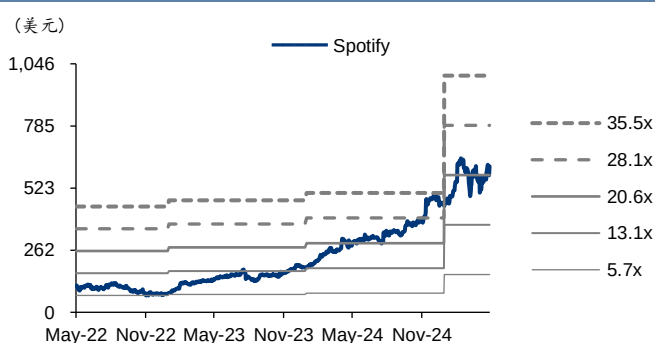
宏观压力影响用户付费意愿和广告收入：若海外宏观经济修复缓慢，可能导致付费用户转化难度提升，也可能影响广告主投放预算，进而导致收入增长缓慢。

内容成本上涨：随着海外互联网产品对用户时长的争夺逐渐激烈，优质内容的成本或会上升，从而降低公司盈利能力。

汇率波动：作为全球化运营的公司，公司财报业绩受到汇率波动影响，且公司财报货币与交易货币不同，若美元升值，可能导致公司估值承压。

图表4：SpotifyPE-Bands

资料来源：S&P、华泰研究

图表5：SpotifyPB-Bands

资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (欧元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,247	15,673	18,173	20,753	23,553
销售成本	(9,850)	(10,949)	(12,334)	(13,856)	(15,489)
毛利润	3,397	4,724	5,840	6,897	8,064
销售及分销成本	(1,533)	(1,392)	(1,398)	(1,493)	(1,577)
管理费用	(585.00)	(481.00)	(504.30)	(555.20)	(606.50)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(59.00)	(24.00)	(27.80)	(31.80)	(36.10)
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	(504.90)	1,341	2,408	3,160	4,011
税费开支	(27.00)	(203.00)	(361.14)	(473.99)	(601.58)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	(531.90)	1,138	2,046	2,686	3,409
Non-GAAP 调整项	321.00	267.00	224.40	230.30	237.80
调整后净利润	(210.90)	1,405	2,271	2,916	3,647
折旧和摊销	(158.00)	(121.00)	(79.21)	(82.56)	(88.81)
EBITDA	(287.90)	1,486	2,515	3,274	4,135
EPS (欧元, 基本)	(2.60)	5.56	10.00	13.12	16.65

资产负债表

会计年度 (欧元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	858.00	771.00	893.98	1,021	1,159
现金及现金等价物	3,114	4,781	6,976	9,759	13,276
其他流动资产	1,288	2,827	2,827	2,827	2,827
总流动资产	5,260	8,379	10,697	13,607	17,262
固定资产	247.00	188.00	188.41	187.86	187.30
无形资产	1,221	1,249	1,249	1,249	1,249
其他长期资产	1,618	2,189	2,131	2,129	2,123
总长期资产	3,086	3,626	3,569	3,565	3,559
总资产	8,346	12,005	14,266	17,172	20,821
应付账款	978.00	1,342	1,556	1,777	2,017
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	3,112	3,108	3,108	3,108	3,108
总流动负债	4,090	4,450	4,664	4,885	5,125
长期债务	1,696	2,001	2,001	2,001	2,001
其他长期债务	37.00	29.00	29.00	29.00	29.00
总长期负债	1,733	2,030	2,030	2,030	2,030
股本	5,155	6,124	6,124	6,124	6,124
储备/其他项目	(2,632)	(599.00)	1,447	4,133	7,542
股东权益	2,523	5,525	7,571	10,257	13,666
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	2,523	5,525	7,571	10,257	13,666

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(206.89)	96.70	53.77	40.97	32.28
PB	43.62	19.92	14.53	10.73	8.05
调整后 PE (倍)	(521.78)	78.32	48.46	37.74	30.18
调整后 ROE	(8.57)	34.92	34.68	32.71	30.49
EV EBITDA	(388.24)	74.29	43.03	32.20	24.64
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	0.13	1.49	2.02	2.55	3.22

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (欧元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	(287.90)	1,486	2,515	3,274	4,135
融资成本	59.00	24.00	27.80	31.80	36.10
营运资本变动	464.00	376.00	91.08	93.99	102.01
税费	(27.00)	(203.00)	(361.14)	(473.99)	(601.58)
其他	471.90	618.00	(27.80)	(31.80)	(36.10)
经营活动现金流	680.00	2,301	2,245	2,894	3,636
CAPEX	(6.00)	(17.00)	(22.00)	(79.21)	(82.56)
其他投资活动	(211.00)	(1,469)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(217.00)	(1,486)	(22.00)	(79.21)	(82.56)
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	366.00	933.00	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	(59.00)	(90.00)	(27.80)	(31.80)	(36.10)
融资活动现金流	234.00	843.00	(27.80)	(31.80)	(36.10)
现金变动	697.00	1,658	2,195	2,783	3,517
年初现金	2,483	3,114	4,781	6,976	9,759
汇率波动影响	(66.00)	123.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	3,114	4,781	6,976	9,759	13,276

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	12.96	18.31	15.95	14.20	13.49
毛利润	16.11	39.06	23.61	18.11	16.91
营业利润	(32.37)	(406.12)	78.42	31.05	26.79
净利润	23.61	(313.95)	79.83	31.25	26.92
调整后净利润	327.79	(766.19)	61.63	28.42	25.05
EPS (基本)	23.61	(313.95)	79.83	31.25	26.92
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	25.64	30.14	32.13	33.23	34.24
EBITDA	(2.17)	9.48	13.84	15.78	17.56
净利润率	(4.02)	7.26	11.26	12.94	14.47
调整后净利润率	(1.59)	8.96	12.50	14.05	15.48
ROE	(21.60)	28.28	31.25	30.13	28.50
调整后 ROE	(8.57)	34.92	34.68	32.71	30.49
ROA	(6.66)	11.18	15.58	17.09	17.94
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(56.20)	(50.32)	(65.70)	(75.63)	(82.50)
流动比率	1.29	1.88	2.29	2.79	3.37
速动比率	1.29	1.88	2.29	2.79	3.37
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.66	1.54	1.38	1.32	1.24
应收账款周转天数	21.03	18.71	16.49	16.61	16.66
应付账款周转天数	33.31	38.14	42.30	43.30	44.09
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 (欧元)					
EPS (基本)	(2.60)	5.56	10.00	13.12	16.65
EPS (调整后, 基本)	(1.03)	6.86	11.09	14.25	17.81
每股净资产	12.32	26.99	36.99	50.11	66.76

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，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