

利润好于预期，电商规模效应显现

华泰研究

2025 年 5 月 15 日 | 美国

季报点评

互联网

1Q25 SEA 收入为 48.4 亿美元，同增 29.6%，略低于 VA (Visible Alpha) 一致预期（口径下同）的同增 31.2%，我们认为主因游戏递延收入较多和电商收入略低于预期。经调整 EBITDA 9.5 亿美元，好于一致预期的 7.0 亿美元。管理层维持 2025 年电商 GMV 增长 20% 的指引，并表示游戏板块 2025 年活跃用户数和预定量有望实现双位数增长。建议关注规模效应逐渐显现后的利润持续改善趋势。“增持”。

电商：业务规模扩张推动利润率改善明显，广告工具渗透稳步提升

1Q25 电商收入同增 28.3% 至 35.2 亿美元，略低于一致预期的同增 30.3%。板块经调整 EBITDA 为 2.6 亿美元，对应经调整 EBITDA 利润率 7.5%，同比改善 8.3pp，管理层表示利润改善主因规模扩张、成本优化和变现率提升。1Q25 电商订单量与 GMV 分别同增 19%/22%，管理层表示正持续提升对卖家的服务质量以推动更多商家使用广告工具，1Q25 参与投放卖家数量和平均广告支出分别同增 22%/28%，并维持全年电商 GMV 增长 20% 的指引。

电子支付：贷款规模实现快速增长，品牌更名以体现与电商协同性

1Q25 电子支付收入同增 57.6% 至 7.9 亿美元，优于一致预期的同增 51.3%。板块经调整 EBITDA 2.4 亿美元，同比+62.4%，对应经调整 EBITDA 利润率 30.7%。1Q25 末，Monee 贷款余额约 58 亿美元（4Q24：51 亿美元），不良贷款占比约为 1.1%，环比略有下降。管理层宣布将品牌名从 SeaMoney 更改为 Monee，以体现与 Shopee 的协同联系，我们期待该业务继续发挥与电商的协同性，并持续开发非购物场景以扩大业务潜力。

游戏：净预订量增长强劲，自研新游有望丰富产品线

1Q25 游戏收入同比+8.2% 至 5.0 亿美元，低于一致预期的同比+15.0%，或主因递延收入较多。板块经调整 EBITDA 4.6 亿美元，同比+56.8%，对应经调整 EBITDA 利润率 92.5%，净预订量 7.8 亿美元，同比+51.4%。用户方面，1Q25 季度活跃用户为 6.6 亿人，同比+11.3%，付费用户为 6,460 万人，同比+32.1%，对应付费率为 9.8%，同比上升 1.6pp。其它新游如《Delta Force Mobile》和自研游戏《Free City》或有望丰富游戏产品线，管理层表示有信心在 2025 年实现游戏板块活跃用户数和净预定量的双位数增长。

盈利预测与估值

考虑到各项业务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，我们上调 2025/2026/2027 年经调整 EBITDA 预测 15.7/14.7/13.2% 至 35.2/45.3/53.9 亿美元。我们基于分部估值给予目标价为 168.0 美元（前值：142.1 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	20,890	24,166	27,329
+/-%	4.93	28.75	24.20	15.68	13.09
归属母公司净利润 (美元百万)	150.73	444.32	1,892	2,632	3,240
+/-%	0.00	194.79	325.79	39.10	23.12
EPS (美元，最新摊薄)	0.25	0.75	3.20	4.44	5.47
ROE (%)	2.45	5.94	19.54	20.68	19.58
PE (倍)	605.39	205.37	48.23	34.68	28.16
PB (倍)	13.84	10.90	8.30	6.31	4.90
EV EBITDA (倍)	168.65	118.76	41.21	29.52	23.65

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

168.00

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

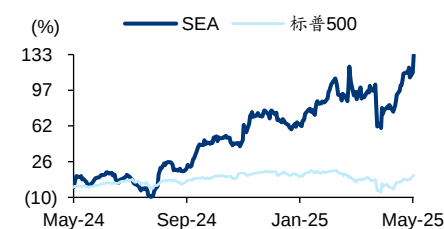
曹卓铭

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

基本数据

目标价 (美元)	168.00
收盘价 (美元 截至 5 月 13 日)	154.13
市值 (美元百万)	91,248
6 个月平均日成交额 (美元百万)	547.63
52 周价格范围 (美元)	55.00-155.52
BVPS (美元)	14.21

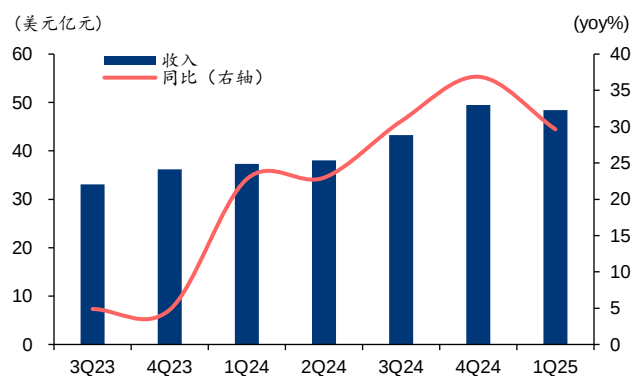
股价走势图



资料来源：S&P

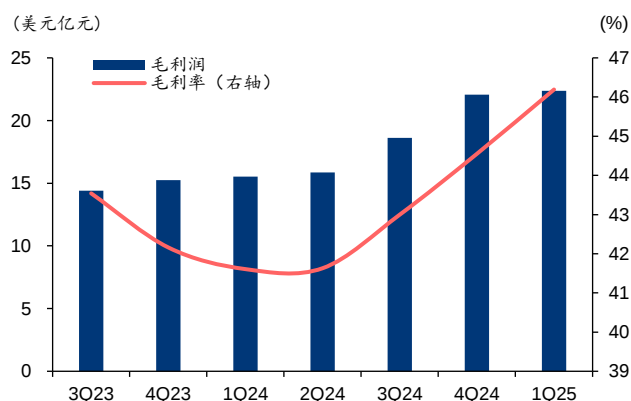
1Q25 业绩回顾

图表1: SEA: 季度收入趋势



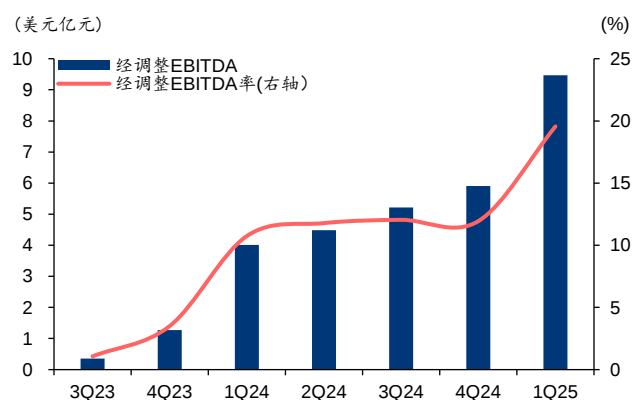
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: SEA: 毛利润及毛利率趋势



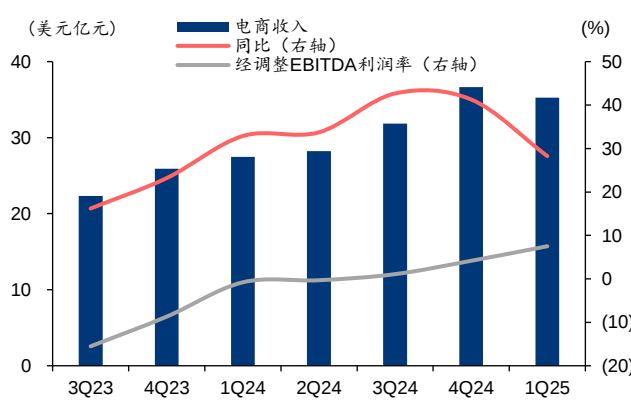
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: SEA: 经调整 EBITDA 趋势



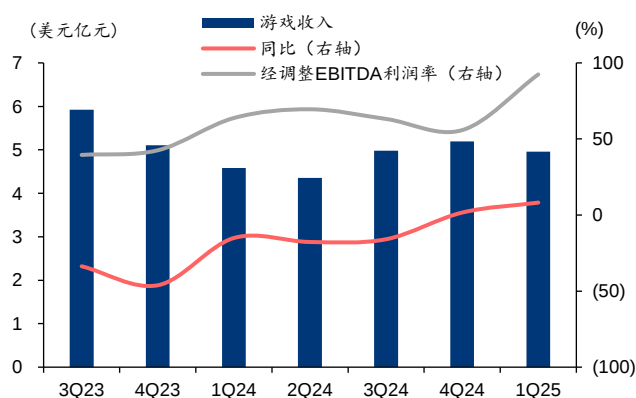
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 电商: 季度收入与经调整 EBITDA 趋势



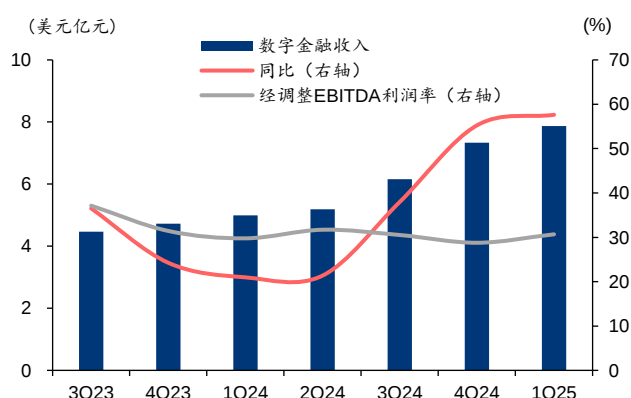
资料来源: 公司公告, 华泰研究

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 2025/2026/2027 年收入预测分别上调 3.4/3.4/2.4% 至 209/242/273 亿美元 (前值: 202/234/267 亿美元), 主要考虑到 Shopee 广告付费率提升好于我们此前预期; 此外电子支付收入增长或好于我们此前预期。

我们将 SEA 2025/2026/2027 年经调整 EBITDA 利润分别上调 15.5/14.7/13.2% 至 35.2/45.3/53.9 亿美元, 以反映各条业务线好于我们此前预期的利润释放节奏。

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, %	前值	新值	变动, %
营业收入	202.1	208.9	3.4%	233.7	241.7	3.4%	266.9	273.3	2.4%
毛利润	89.3	96.2	7.7%	105.3	114.3	8.6%	120.6	131.0	8.6%
经调整 EBITDA	30.5	35.2	15.5%	39.5	45.3	14.7%	47.6	53.9	13.2%

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	前值	新值	变动, pp
毛利率	44.2%	46.0%	1.8	45.0%	47.3%	2.3	45.5%	47.9%	2.4
经调整 EBITDA 净利率	15.1%	16.9%	1.8	16.9%	18.7%	1.8	17.8%	19.7%	1.9

资料来源: 华泰研究预测

图表9: SEA 核心预测假设

(美元百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E
SEA 总收入	16,820	20,890	24,166	27,329	3,807	4,328	4,950	4,841	4,856
同比增速	28.8%	24.2%	15.7%	13.1%	23.0%	30.8%	36.9%	29.6%	27.6%
经调整 EBITDA	1,962	3,524	4,526	5,390	448	521	591	947	819
同比增速	66.4%	79.6%	28.5%	19.1%	-12.1%	1377.5%	366.4%	135.9%	82.7%
经调整 EBITDA 利润率	11.7%	16.9%	18.7%	19.7%	11.8%	12.0%	11.9%	19.6%	16.9%
电商收入	12,415	15,324	17,659	20,130	2,821	3,184	3,663	3,524	3,498
同比增速	37.9%	23.4%	15.2%	14.0%	33.7%	42.7%	41.3%	28.3%	24.0%
电子支付收入	2,368	3,227	3,992	4,611	519	616	733	787	770
同比增速	34.6%	36.3%	23.7%	15.5%	21.4%	38.0%	55.2%	57.6%	48.4%
游戏收入	1,911	2,212	2,389	2,461	436	498	519	496	555
同比增速	-12.0%	15.8%	8.0%	3.0%	-17.7%	-15.9%	1.6%	8.2%	27.5%

资料来源: 公司公告, 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 168.0 美元（前值：142.1 美元），具体分部如下：

1) 游戏板块每股估值 38.8 美元（前值：40.4 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 21.4x，溢价主因 1Q25 游戏板块净预订量同增 51.4%，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) 电商板块每股估值 104.0 美元（前值：78.6 美元），基于 2025 年 0.55x 目标 P/GMV（前值：0.4x），与全球可比公司均值 0.27x 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，此外业务利润率释放节奏亦好于我们此前预期。

3) 电子支付板块每股估值 25.2 美元（前值：23.1 美元），基于 2025 年 5.0x 目标 PS（不变），高于行业均值 1.8x，溢价主因：Monee 信贷业务发展迅速，截止 1Q25 年末贷款总额同比增长 75.8%；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10：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	2,212	45%	996			25.0		24,890	38.8
Shopee	15,324			121,223.00			0.55	66,673	104.0
Monee	3,227				5.0			16,136	25.2
核心业务估值								107,699	
每股估值									168.0

资料来源：华泰研究预测

图表11：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)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
网易	NTES US	106.8	5.7	8.4	5.1	13.7	12.6	12.0
Electronic Arts	EA US	149.3	0.3	9.9	5.3	16.0	14.5	13.8
网龙	777 HK	10.0	47.3	46.4	29.4	10.8	7.3	5.7
Nintendo	7974 JP	12,005.0	29.0	34.1	22.9	42.3	31.5	25.6
完美世界	002624 CH	13.7	na	67.9	31.1	34.3	20.4	15.6
三七互娱	002555 CH	15.0	8.3	9.6	7.1	11.5	10.5	9.8
游族	002174 CH	9.4	na	20.9	na	30.7	25.4	na
平均						21.4	16.2	13.8

注：1) 美股数据截至 5 月 13 日，其它数据截止 5 月 14 日；2) Electronic Arts、Nintendo 的 2025-2027 年数据采用 FY2026-2028 预测数据；3) 游族暂无 2027 年一致预期，在计算平均值时剔除；

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

图表12：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)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
阿里巴巴	BABA US	132.6	5.0	3.7	3.8	0.25	0.24	0.24
京东	JD US	36.1	8.3	5.3	4.8	0.09	0.08	0.08
拼多多	PDD US	116.4	11.0	13.0	11.0	0.21	0.18	0.16
Shopify	SHOP US	104.3	20.2	19.0	18.7	0.40	0.33	0.28
Ebay	EBAY US	69.2	2.0	2.2	2.8	0.42	0.41	0.40
平均						0.27	0.25	0.23

注：1) 数据截至 5 月 13 日；2) 阿里巴巴的 2025-2027 年数据采用 FY2026-2028 预测数据。

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

图表13: 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)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Paypal	PYPL US	72.3	2.8	5.8	6.8	2.2	2.0	1.9
Square	XYZ US	55.0	2.5	10.3	8.3	1.4	1.3	1.2
平均						1.8	1.7	1.6

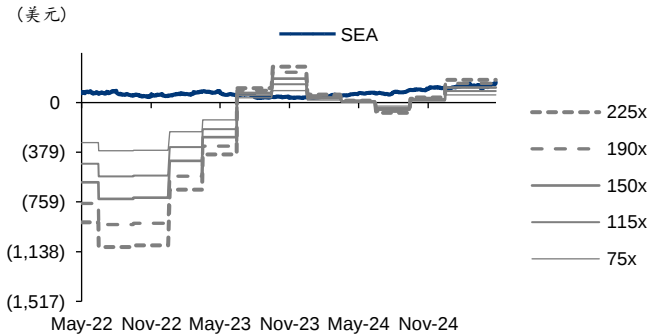
注: 数据截至 5 月 13 日; Square 股票代码自 2025 年 1 月后更为 XYZ US;
资料来源: 彭博一致预期, 华泰研究

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14: SEAPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表15: 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	20,890	24,166	27,329
销售成本	(7,230)	(9,615)	(11,275)	(12,736)	(14,232)
毛利润	5,834	7,205	9,615	11,431	13,097
销售及分销成本	(2,779)	(3,473)	(4,032)	(4,413)	(4,818)
管理费用	(1,769)	(2,045)	(2,319)	(2,731)	(3,143)
其他收入/支出	(1,061)	(1,026)	(1,155)	(1,316)	(1,467)
财务成本净额	290.24	327.48	406.72	470.51	532.08
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	2,365	3,289	4,050
税费开支	(262.68)	(321.17)	(472.97)	(657.88)	(809.98)
少数股东损益	(11.96)	(3.51)	0.00	0.00	0.00
归母净利润	150.73	444.32	1,892	2,632	3,240
折旧和摊销	(440.85)	(389.67)	(427.51)	(469.13)	(513.35)
EBITDA	575.97	831.19	2,386	3,288	4,031
EPS (美元, 基本)	0.25	0.75	3.20	4.44	5.47

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	125.40	143.25	164.62	182.23	199.56
应收账款和票据	2,125	1,968	2,395	2,716	3,010
现金及现金等价物	4,221	4,060	5,644	7,869	10,544
其他流动资产	5,303	10,686	12,900	15,119	17,577
总流动资产	11,774	16,858	21,104	25,886	31,330
固定资产	1,208	1,098	1,065	1,053	1,057
无形资产	50.82	27.31	27.31	27.31	27.31
其他长期资产	5,851	4,643	4,643	4,643	4,643
总长期资产	7,109	5,768	5,735	5,723	5,727
总资产	18,883	22,625	26,840	31,609	37,057
应付账款	2,177	2,730	3,138	3,473	3,804
短期借款	437.45	430.89	430.89	430.89	430.89
其他负债	5,554	8,135	9,308	10,268	11,207
总流动负债	8,169	11,296	12,877	14,172	15,442
长期债务	908.84	1,053	1,053	1,053	1,053
其他长期债务	3,108	1,799	1,809	1,818	1,827
总长期负债	4,017	2,852	2,862	2,871	2,880
股本	15,284	16,703	17,435	18,268	19,198
储备/其他项目	(8,690)	(8,331)	(6,439)	(3,808)	(567.85)
股东权益	6,594	8,372	10,995	14,461	18,630
少数股东权益	103.76	105.24	105.24	105.24	105.24
总权益	6,698	8,478	11,101	14,566	18,735

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	605.39	205.37	48.23	34.68	28.16
PB	13.84	10.90	8.30	6.31	4.90
EV EBITDA	168.65	118.76	41.21	29.52	23.65
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	0.35	1.36	2.90	3.47	4.07

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	575.97	831.19	2,386	3,288	4,031
融资成本	(290.24)	(327.48)	(406.72)	(470.51)	(532.08)
营运资本变动	55.11	908.24	1,051	898.48	904.71
税费	(262.68)	(321.17)	(472.97)	(657.88)	(809.98)
其他	2,002	2,187	1,545	1,775	1,993
经营活动现金流	2,080	3,277	4,102	4,833	5,587
CAPEX	(224.95)	(314.71)	(395.14)	(457.12)	(516.93)
其他投资活动	(3,329)	(72.10)	10.70	8.81	8.67
投资活动现金流	(5,804)	(5,041)	(2,518)	(2,608)	(2,912)
债务增加量	(54.41)	(8.63)	0.00	0.00	0.00
权益增加量	10.64	146.08	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	409.78	1,547	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	366.01	1,684	0.00	0.00	0.00
现金变动	(3,359)	(78.93)	1,584	2,225	2,675
年初现金	7,610	4,244	4,082	5,665	7,890
汇率波动影响	(7.96)	(83.14)	0.00	0.00	0.00
年末现金	4,244	4,082	5,665	7,890	10,565

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	24.20	15.68	13.09
毛利润	12.50	23.51	33.45	18.88	14.58
营业利润	(115.11)	194.58	218.64	40.80	23.53
净利润	0.00	194.79	325.79	39.10	23.12
EPS	(109.13)	194.79	325.79	39.10	23.12
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	44.66	42.84	46.03	47.30	47.92
EBITDA	4.41	4.94	11.42	13.61	14.75
净利润率	1.15	2.64	9.06	10.89	11.86
ROE	2.45	5.94	19.54	20.68	19.58
ROA	0.84	2.14	7.65	9.00	9.44
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(43.60)	(30.77)	(37.84)	(44.15)	(48.63)
流动比率	1.44	1.49	1.64	1.83	2.03
速动比率	1.43	1.48	1.63	1.81	2.02

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.73	0.81	0.84	0.83	0.80
应收账款周转天数	57.76	43.80	37.60	38.07	37.71
应付账款周转天数	95.42	91.88	93.68	93.44	92.04
存货周转天数	5.85	5.03	4.91	4.90	4.83
现金转换周期	(31.81)	(43.05)	(51.17)	(50.47)	(49.50)

每股指标 (美元)

EPS	0.25	0.75	3.20	4.44	5.47
每股净资产	11.14	14.14	18.57	24.43	31.47

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，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