

关注 GTA VI 后续营销与玩家反馈

华泰研究

2025 年 5 月 19 日 | 美国

年报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

259.30

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

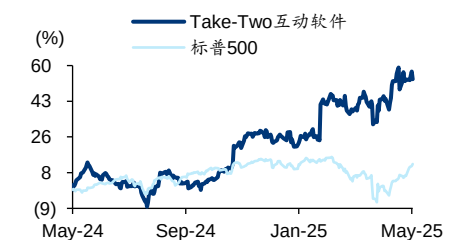
曹卓铭

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

基本数据

目标价(美元)	259.30
收盘价(美元 截至 5 月 16 日)	226.74
市值(美元百万)	40,156
6 个月平均日成交额(美元百万)	377.30
52 周价格范围(美元)	135.24-240.78
BVPS(美元)	12.07

股价走势图



资料来源: S&P

4QFY25 公司收入为 15.8 亿美元, 同比+13.1%, 好于 Visible Alpha (VA) 一致预期的+12.1%。GAAP 净利润-37 亿美元, 逊于一致预期的-0.2 亿美元, 主因一次性计提 36 亿商誉减值。考虑到公司商誉总值从 FY24 末的 44.3 亿美元下降至 FY25 末的 10.6 亿美元, 我们预计后续减值或较为有限。GTA VI 于 5 月 6 日发布第二部预告片, 24 小时内观看超 4.75 亿次, 而此前公司于 5 月初宣布原定于 2025 年秋季上线的 GTA VI 延期至 2026 年 5 月 26 日上线, 我们认为预告片的热烈反馈一定程度上或对冲游戏延期带来的负面情绪。建议关注后续 GTA VI 相关营销活动节奏和玩家反馈, 我们认为这将是后续估值催化的重要因素。“买入”。

净预定量: NBA 2K 表现良好, 移动端新游 Color Block Jam 助力增长

4QFY25 公司净预定量为 15.8 亿美元, 符合此前公司 15.2-16.2 亿美元的季度指引。管理层表示增长主要来自于 NBA 2K 表现较好且消费者重复支出同比+42%, 而移动端 Match Factory、Toon Blast 和新游 Color Block Jam 的收入增长势头良好。公司指引 FY26 全年净预定量 59.0-60.0 亿美元, 总收入 59.5-60.5 亿美元, GAAP 净利润-4.4 至 5.0 亿元。

主要产品情况: GTA VI 延期至 2026 年 5 月上线, 新预告片反响强烈

在核心产品中, 管理层预计 GTA VI 将延期至 2026 年 5 月 26 日上线, 我们认为虽有所延期, 但较此前较为模糊的时间段指引(2025 年秋季)更为清晰, 后续再度延期概率或相对较小, 有助于稳定市场对公司中长期估值信心; 此外管理层表示近期发布的第二部 GTA VI 预告片 24 小时内观看量超 4.75 亿次, 创下了游戏视频播放量历史记录, 我们认为充分表明了玩家对于 GTA VI 的热烈期待, 或为后续游戏上线销量提供较好支撑。

产品线发布与储备: 《Mafia》和《无主之地 4》有望在 8 月发布

4QFY25 公司主要发布产品为《文明 7》、WWE 2K25 和 PGA TOUR 2K25; 展望 FY26, 公司表示将在 8 月发布《Mafia》和《无主之地 4》; 公司预计 FY26-28 将发布共计 21 款核心级别游戏、9 款手机游戏和 8 款续作游戏。

盈利预测与估值

我们调整 FY26/27 净利润预测至-4.5/7.3 亿美元(前值: 3.9/8.2 亿美元), 并引入 FY28 预测 10.1 亿, 调整主因 GTA VI 延期且产品成本或高于预期, 但上调 FY27 收入预测 14.2%至 95 亿美元(GTA VI 发行)。考虑到市场核心关注时间为 GTA VI 上线的 FY27, 将估值窗口调至 FY27, 采用相对估值法, 给予 FY27 目标 PS 4.9x(前值 FY26 4.7x), 较可比公司中值 4.8x 有所溢价, 主因其更高收入增速预期, 目标价 259.3 美元(前值: 213.6 美元)。

风险提示: 存量产品衰退加速; 重要新品推迟发布; 销售成本高于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(美元百万)	5,350	5,634	6,011	9,452	8,841
+/-%	(0.01)	5.31	6.71	57.24	(6.47)
归属母公司净利润(美元百万)	(3,744)	(4,479)	(446.29)	733.26	1,011
+/-%	232.91	19.62	(90.04)	(264.30)	37.85
EPS(美元, 最新摊薄)	(21.14)	(25.29)	(2.52)	4.14	5.71
ROE(%)	(50.91)	(114.76)	(22.70)	33.13	31.69
PE(倍)	(10.72)	(8.97)	(89.98)	54.76	39.73
PB(倍)	7.08	18.78	22.38	15.26	10.71
EV EBITDA(倍)	(25.37)	(14.88)	44.74	16.08	15.42

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测与估值

盈利预测调整

我们调整公司 FY26-27 收入预测至 60.1/94.5 亿美元（前值：80.0/82.8 亿美元），并引入 FY28 新值 88.4 亿美元；FY26-27 收入预测调整主因原定于 2025 年秋季发行的重点 GTA VI 延期至 2026 年 5 月发布，贡献收入归属期从 FY26 变为 FY27。

我们调整 FY26-27 净利润预测至-4.5/7.3 亿美元（前值：3.9/8.2 亿美元），并引入 FY28 年新值 10.1 亿美元。FY26-27 净利润调整主因 GTA VI 延期，且产品开发成本或小幅高于我们此前预期。

图表1：华泰预测变动

(亿美元)	FY26E			FY27E			FY28E
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	新值
营业收入	80.0	60.1	-24.8	82.8	94.5	14.2	88.4
毛利润	47.1	34.4	-26.9	50.9	53.8	5.8	53.9
经营利润, GAAP	5.6	-3.5	na	10.4	8.8	-15.0	11.4
净利润, GAAP	3.9	-4.5	na	8.2	7.3	-11.0	10.1

资料来源：华泰研究预测

图表2：华泰利润率预测变动

(%)	FY26E			FY27E			FY28E
	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp	新值
毛利率	58.9	57.3	-1.6	61.4	56.9	-4.5	61.0
经营利润率, GAAP	7.0	-5.9	-12.9	12.5	9.3	-3.2	12.9
净利润率, GAAP	4.9	-7.4	-12.3	9.9	7.8	-2.2	11.4

资料来源：华泰研究预测

图表3：Take Two 核心预测假设

(百万美元)	FY25	FY26E	FY27E	FY28E	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	1QFY26E
总收入	5,634	6,011	9,452	8,841	1,399	1,338	1,353	1,360	1,583	1,304
同比增速	5.3%	6.7%	57.2%	-6.5%	-3.24%	4.16%	4.15%	-0.48%	13.08%	-2.55%
GAAP 净利润	-4,479	-446	733	1,011	-2,903	-262	-366	-125	-3,726	-126
GAAP 净利润率	-79.5%	-7.4%	7.8%	11.4%	-207.4%	-19.6%	-27.0%	-9.2%	-235.5%	-9.6%
游戏收入	5,168	5,790	9,013	8,345	1,261	1,217	1,234	1,243	1,474	1,256
同比增速	10.1%	12.0%	55.7%	-7.4%	-0.5%	11.0%	9.3%	2.9%	16.9%	3.2%
广告收入	466	222	440	495	139	122	119	117	109	48
同比增速	-29.0%	-52.4%	98.3%	12.7%	-22.8%	-35.6%	-30.1%	-26.2%	-21.7%	-60.3%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

估值

考虑到市场核心关注时间点为 GTA VI 预期上线的 FY27，我们将估值窗口调整至 FY27，采用相对估值法，给予公司 FY27 目标 PS 4.9x（前值 FY26 4.7x），较可比公司 2026 年中值 4.8x 有所溢价，主因公司较同行更高的收入增速预期，我们预计 FY26-28 公司收入 CAGR 为 16.2%，高于可比公司 2025-2027 年预测收入 CAGR 中值 14.7%。新目标价 259.3 美元（前值：213.6 美元）。

图表4：T2 PS 估值

估值方法	PS
目标估值倍数(x)	4.9
FY 2027E 营收 (亿美元)	94.5
总估值, 亿美元	463.2
稀释后股份数量, 亿 (基于 2027 年股份数预测)	1.79
每股估值, 美元	259.3

资料来源：华泰研究预测

图表5: T2 可比公司估值

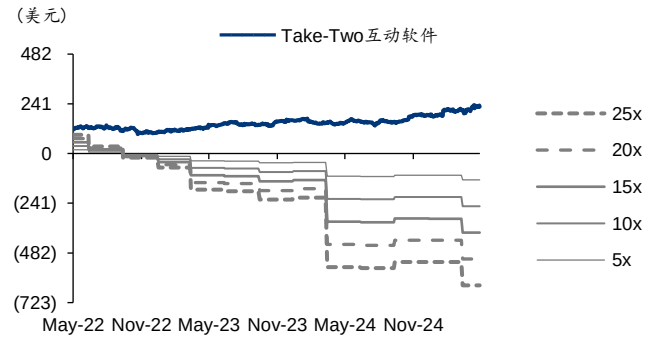
公司代码	公司简称	交易货币	市值 (亿元, 当地货币)	调整后 P/E			P/S			2025-2027 年 收入 CAGR
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
700 HK	腾讯	HKD	46,680.2	20.5	18.5	16.6	7.0	6.5	5.9	9.3%
9999 HK	网易	HKD	6,015.4	17.5	16.6	15.3	5.8	5.4	5.1	7.3%
EA US	Electronic Arts	USD	380.0	38.5	26.7	25.1	4.9	4.6	4.4	5.3%
RBLX US	Roblox	USD	551.2	-56.7	-64.5	-152.4	10.8	8.9	7.5	19.0%
EMBRACB SS	Embracer Group	SEK	273.3	18.2	11.8	11.0	1.1	1.2	1.2	-18.3%
UBI FP	Ubisoft	EUR	12.7	-79.2	14.3	7.8	0.7	0.6	0.6	7.1%
CDR PW	CD Projekt	PLN	231.4	82.8	91.4	19.8	28.5	25.5	8.6	40.0%
PLTK US	Playtika	USD	18.8	9.6	7.9	7.1	0.7	0.6	0.6	5.7%
均值				31.2	26.7	14.7	7.4	6.7	4.2	14.7%
中值				19.3	16.6	15.3	5.3	5.0	4.8	7.2%
TTWO US	Take Two 互动软件 USD		401.6				6.7	4.2	4.5	16.2%

注: 数据截至 2025 年 5 月 17 日; Electronic Arts、Embracer Group、Ubisoft 的会计年度为每年 4 月 1 日至次年 3 月 31 日, 因此 2025-2027 年预测数据对应 2026-2028 财年预测数据; 由于 Roblox 的 PE 为负值, 故计算 PE 均值和中值时剔除;
资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

风险提示

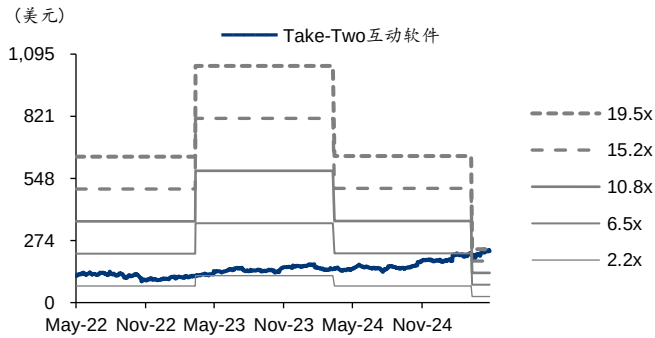
- 1) 存量产品衰退加速:** 由于游戏行业长年的激烈竞争, 存量产品的玩家流失速度可能快于预期, 导致公司收入下滑。
- 2) 重要新品推迟发布:** 游戏属于文化行业, 不确定性较高, 易受多重因素影响导致产品发布延期并影响收入兑现。
- 3) 销售成本高于预期:** 新产品上线通常伴随销售费用的提升, 若销售费用的提升幅度过大, 可能会造成后续利润释放不及预期。

图表6: Take-Two 互动软件 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表7: Take-Two 互动软件 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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,350	5,634	6,011	9,452	8,841
销售成本	(3,108)	(2,571)	(2,568)	(4,072)	(3,446)
毛利润	2,242	3,062	3,443	5,380	5,395
销售及分销成本	(1,550)	(1,684)	(1,755)	(2,116)	(1,891)
管理费用	(716.10)	(883.30)	(816.31)	(943.24)	(926.44)
其他收入/支出	(3,566)	(4,886)	(1,227)	(1,438)	(1,434)
财务成本净额	(103.60)	(93.30)	(90.17)	(151.23)	(135.80)
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	(3,703)	(4,491)	(445.07)	731.24	1,008
税费开支	(41.40)	12.40	(1.23)	2.02	2.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	(3,744)	(4,479)	(446.29)	733.26	1,011
折旧和摊销	(1,847)	(1,410)	(1,355)	(1,941)	(1,727)
EBITDA	(1,752)	(2,988)	999.72	2,823	2,871
EPS (美元, 基本)	(21.14)	(25.29)	(2.52)	4.14	5.71

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	1,058	1,174	1,068	1,604	1,472
现金及现金等价物	1,006	1,471	1,121	2,716	3,058
其他流动资产	195.30	171.00	187.60	303.05	287.22
总流动资产	2,260	2,816	2,376	4,623	4,817
固定资产	411.10	443.80	374.10	291.37	243.15
无形资产	3,061	2,336	2,165	2,024	1,961
其他长期资产	6,486	3,585	3,924	5,771	5,839
总长期资产	9,957	6,365	6,463	8,087	8,043
总资产	12,217	9,181	8,839	12,710	12,860
应付账款	1,255	1,278	1,349	2,122	1,955
短期借款	88.40	1,210	1,285	2,011	1,881
其他负债	1,063	1,128	1,249	1,939	1,745
总流动负债	2,406	3,616	3,883	6,072	5,582
长期债务	598.40	536.00	571.95	899.31	841.15
其他长期债务	3,544	2,891	2,589	3,106	2,689
总长期负债	4,143	3,427	3,161	4,006	3,530
股本	8,353	9,293	9,397	9,501	9,606
储备/其他项目	(2,685)	(7,156)	(7,602)	(6,869)	(5,858)
股东权益	5,668	2,138	1,795	2,632	3,748
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	5,668	2,138	1,795	2,632	3,748

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	(10.72)	(8.97)	(89.98)	54.76	39.73
PB	7.08	18.78	22.38	15.26	10.71
EV EBITDA	(25.37)	(14.88)	44.74	16.08	15.42
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(4.82)	(8.05)	1.75	5.52	4.99

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	(1,752)	(2,988)	999.72	2,823	2,871
融资成本	103.60	93.30	90.17	151.23	135.80
营运资本变动	18.50	(92.80)	177.36	236.37	(34.17)
税费	(41.40)	12.40	(1.23)	2.02	2.78
其他	1,655	2,930	(499.80)	(701.32)	(911.70)
经营活动现金流	(16.10)	(45.20)	766.22	2,512	2,063
CAPEX	(159.80)	(162.90)	(474.40)	(840.45)	(830.30)
其他投资活动	131.60	11.40	14.21	21.24	(29.86)
投资活动现金流	(28.20)	(151.50)	(460.19)	(819.20)	(860.15)
债务增加量	(1,276)	1,059	111.11	1,053	(188.24)
权益增加量	361.40	940.50	103.14	104.17	105.21
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	822.70	(1,349)	(891.26)	(1,159)	(758.31)
融资活动现金流	(91.40)	650.50	(677.01)	(1.37)	(841.33)
现金变动	(135.70)	453.80	(370.98)	1,691	361.94
年初现金	1,267	1,134	1,591	1,220	2,911
汇率波动影响	3.10	3.40	0.00	0.00	0.00
年末现金	1,134	1,591	1,220	2,911	3,273

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	(0.01)	5.31	6.71	57.24	(6.47)
毛利润	(1.90)	36.60	12.44	56.25	0.27
营业利润	208.15	22.29	(91.92)	(348.66)	29.61
净利润	232.91	19.62	(90.04)	(264.30)	37.85
EPS	232.91	19.62	(90.04)	(264.30)	37.85
盈利能力比率 (%)					
毛利率	41.91	54.36	57.28	56.92	61.02
EBITDA	(32.75)	(53.03)	16.63	29.87	32.47
净利润率	(69.99)	(79.50)	(7.42)	7.76	11.43
ROE	(50.91)	(114.76)	(22.70)	33.13	31.69
ROA	(26.67)	(41.86)	(4.95)	6.81	7.91
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(5.63)	12.86	41.02	7.38	(8.95)
流动比率	0.94	0.78	0.61	0.76	0.86
速动比率	0.94	0.78	0.61	0.76	0.86

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.38	0.53	0.67	0.88	0.69
应收账款周转天数	70.61	71.32	67.11	50.87	62.61
应付账款周转天数	143.31	177.35	184.14	153.42	212.95
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	(21.14)	(25.29)	(2.52)	4.14	5.71
每股净资产	32.00	12.07	10.13	14.86	21.16

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