# 利润好于预期，核心用户韧性显现

华泰研究 季报点评
2025 年 5 月 21 日 | 美国 互联网

1Q25 公司总收入 263 亿元，同比-5.0%，基本符合 VA 一致预期的-4.5%，我们认为下滑主因去年同期高基数以及消费情绪仍在恢复的影响下标品销售短期承压。1Q25 非 GAAP 净利润 23 亿元，对应非 GAAP 净利率 8.8%，同比下滑 0.5pp，好于 VA 一致预期的 8.5%，我们认为主因有纪律的营销费用投入。建议关注公司 2H25 收入增速有望逐步恢复同比正增长的向好态势。维持“买入”。

## SVIP 会员用户量同比双位数增长，展现较强核心用户消费韧性

1Q25 公司总成交额（GMV）为 524 亿元，同比持平（4Q24/3Q24：-0.3%/-5.6%yoy）。1Q25 产品收入为 243 亿元（占收比 92.5%），同比-6.0%，略逊于 VA 一致预期的-4.9%，我们认为收入下降和略逊于预期主因：1）标品销量在消费情绪仍在恢复的背景下同比有所下降；2）核心服饰品类销售面临一定高基数压力且退货率同比有所提升。1Q25 活跃客户为 4,130 万，同比-4.2%；超级 VIP（SVIP）数量在 1Q25 同比延续双位数增长，并贡献了 1Q25 线上净 GMV 的 51%（4Q24:51%），展现了较强的核心用户韧性。

## 管理层指引 3Q25 或 4Q25 有望收入同比增速回正，全年利润率相对稳定

1Q25 公司毛利率同比下滑 0.5pp 至 23.2%，符合 VA 一致预期的 23.2%，主因同比高基数影响及公司适度加大用户补贴投入。1Q25 经营费用率为 15.3%，同比增加 0.5pp，其中营销费用率为 2.8%（1Q24：2.5%），履约费用率为 7.2%（1Q24：7.2%）。展望 2025 年后续，管理层表示希望在 3Q25 或 4Q25 实现收入和 GMV 同比增速转正，并指引 2025 年利润率层面将与 2024 年相比较为稳定。

## 较好的股东回报措施有望提供一定估值支撑

我们认为，尽管公司 2Q25 在高基数下或面临一定短期增长压力（公司指引收入同比-5%~持平），但积极的股东回报举措有望为公司提供一定估值支撑：管理层重申 2025 年股东回报总额将不低于 2024 年非 GAAP 净利润的 75%（约合 67 亿元人民币），并表示截止 2025 年 5 月 20 日（业绩日）已完成 2.5 亿美元的年度分红和 1.5 亿美元的股票回购，约合 29 亿元人民币。

## 盈利预测与估值

考虑到收入增长向好态势的恢复或小幅慢于我们此前预期，调整公司 2025/2026/2027 年非 GAAP 净利润预测-1.4/-1.3/-1.5%至 89/93/96 亿元。基于相对估值法给予公司 2025 年非 GAAP 目标 PE 8x（不变），较可比公司均值 14.1x 有所折价，主因公司较缓营收增长预期（2025-2027 年 CAGR：0.9%，可比公司：10.4%），新目标价为 19.01 美元（前值：19.29 美元）。

风险提示：消费复苏不及预期；电商行业竞争激烈超预期，稀释利润率。

## 经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 (人民币百万) | 112,856 | 108,421 | 107,198 | 109,951 | 111,456 |
| +/-% | 9.41 | (3.93) | (1.13) | 2.57 | 1.37 |
| 归母净利润 (人民币百万) | 8,106 | 7,765 | 7,304 | 7,645 | 7,922 |
| +/-% | 28.70 | (4.21) | (5.93) | 4.67 | 3.61 |
| 归母净利润 (调整后,人民币百万) | 9,510 | 9,033 | 8,914 | 9,317 | 9,559 |
| +/-% | 39.10 | (5.02) | (1.31) | 4.52 | 2.60 |
| EPS (调整后,人民币,最新摊薄) | 18.47 | 17.54 | 17.31 | 18.10 | 18.57 |
| PE (调整后,倍) | 5.53 | 5.89 | 5.95 | 5.69 | 5.55 |
| PB (倍) | 1.42 | 1.33 | 1.12 | 0.96 | 0.84 |
| ROE (调整后,%) | 27.28 | 23.48 | 20.40 | 18.16 | 16.16 |
| EV EBITDA (倍) | 3.00 | 2.65 | 2.06 | 1.31 | 0.59 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

| 投资评级（维持）： | 买入 |
|---|---|
| 目标价（美元）： | 19.01 |

研究员 夏路路
SAC No. S0570523100002 xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154 +(852) 3658 6000

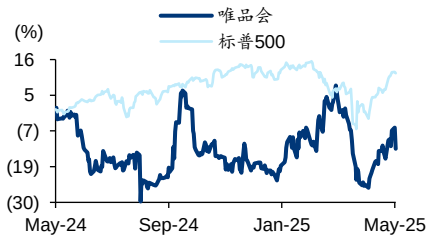
研究员 侯杰
SAC No. S0570523010002 houjie017864@htsc.com
SFC No. BRI004 +(86) 10 6321 1166

联系人 曹卓铭
SAC No. S0570124020016 caozhuoming@htsc.com
SFC No. BUT776 +(86) 21 2897 2205

## 基本数据

| | |
|---|---|
| 目标价 (美元) | 19.01 |
| 收盘价 (美元 截至 5 月 20 日) | 14.36 |
| 市值 (美元百万) | 7,394 |
| 6 个月平均日成交额 (美元百万) | 52.93 |
| 52 周价格范围 (美元) | 11.10-17.31 |
| BVPS (美元) | 10.61 |

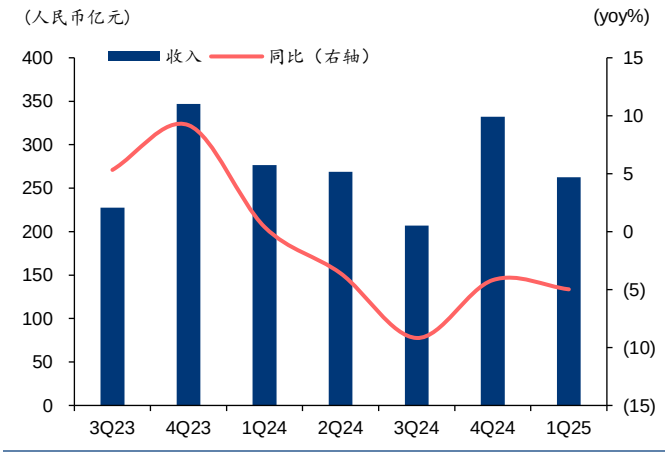
## 股价走势图




资料来源：S&P

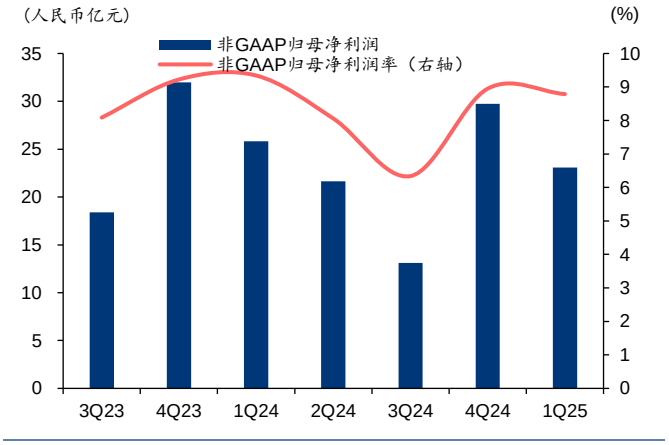
## 1Q25 业绩回顾

**图表1：唯品会：季度收入趋势**



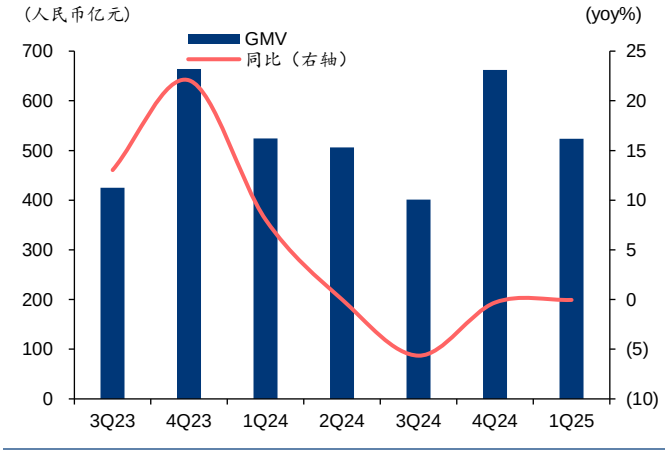

资料来源：公司公告，华泰研究

**图表2：唯品会：季度非 GAAP 归母净利润趋势**



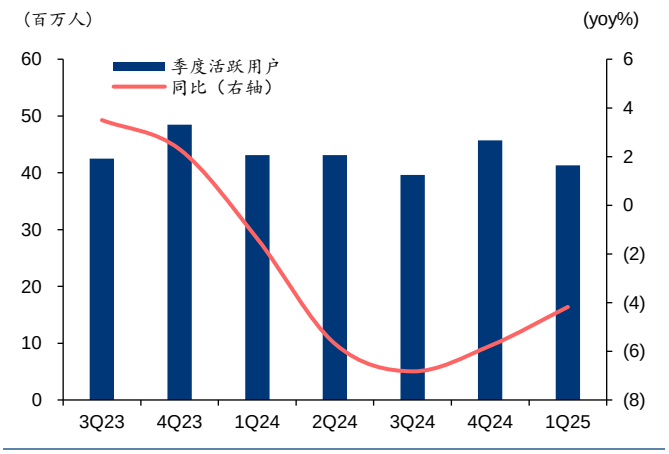

资料来源：公司公告，华泰研究

**图表3：唯品会：季度 GMV 趋势**



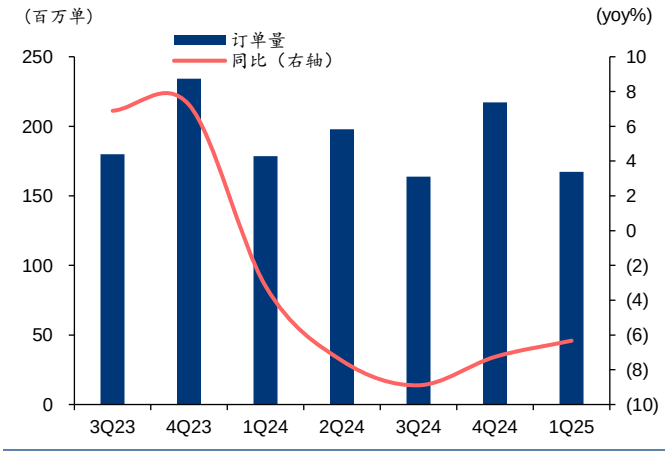

资料来源：公司公告，华泰研究

**图表4：唯品会：季度活跃用户数趋势**



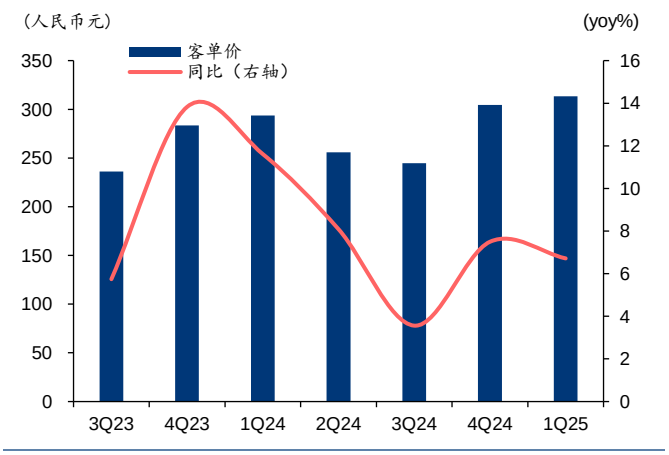

资料来源：公司公告，华泰研究

**图表5：唯品会：季度订单量趋势**




资料来源：公司公告，华泰研究

**图表6：唯品会：季度客单价趋势**




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

我们将唯品会 2025-2027 年收入预测调整-1.5/-1.3/-1.3%至 1,072/1,100/1,115 亿元。主要考虑到收入增长态势恢复或小幅慢于我们此前预期，我们期待公司在用户侧的适当补贴和投入帮助下在 2025 年下半年实现 GMV 和收入侧的同比增速逐步回正。

我们调整唯品会 2025-2027 年非 GAAP 净利润-1.4/-1.3/-1.5%至 89/93/96 亿元，主因收入预测的调整。

**图表7： 华泰预测变动**

| | 2025E | | | 2026E | | | 2027E | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| （人民币十亿元） | 前值 | 新值 | 变动, % | 前值 | 新值 | 变动, % | 前值 | 新值 | 变动, % |
| 营业收入 | 108.8 | 107.2 | -1.5 | 111.4 | 110.0 | -1.3 | 112.9 | 111.5 | -1.3 |
| 毛利润 | 25.6 | 25.2 | -1.5 | 26.3 | 25.9 | -1.3 | 26.8 | 26.4 | -1.3 |
| 净利润-非 GAAP | 9.0 | 8.9 | -1.4 | 9.4 | 9.3 | -1.3 | 9.7 | 9.6 | -1.5 |

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 | 前值 | 新值 | 变动 | 前值 | 新值 | 变动 |
| 毛利率 | 23.5% | 23.5% | 0pct | 23.6% | 23.6% | 0pct | 23.7% | 23.7% | 0pct |
| 净利率-非 GAAP | 8.3% | 8.3% | 0pct | 8.5% | 8.5% | 0pct | 8.6% | 8.6% | 0pct |

资料来源：华泰研究预测

**图表9： 华泰关键财务预测**

| （人民币百万） | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 108,421 | 107,198 | 109,951 | 111,456 | 26,875 | 20,676 | 33,224 | 26,269 | 26,041 |
| 同比增长 | -3.9% | -1.1% | 2.6% | 1.4% | -3.6% | -9.2% | -4.2% | -5.0% | -3.1% |
| **产品收入** | 100,735 | 98,929 | 101,219 | 102,152 | 25,078 | 18,920 | 30,890 | 24,293 | 24,139 |
| 同比增长 | -4.6% | -1.8% | 2.3% | 0.9% | -4.1% | -10.2% | -4.8% | -6.0% | -3.7% |
| **其它收入** | 7,686 | 8,269 | 8,732 | 9,304 | 1,798 | 1,756 | 2,334 | 1,975 | 1,902 |
| 同比增长 | 6.1% | 7.6% | 5.6% | 6.6% | 4.7% | 4.0% | 4.2% | 9.8% | 5.8% |
| **毛利润** | 25,470 | 25,192 | 25,948 | 26,415 | 6,341 | 4,955 | 7,628 | 6,082 | 6,122 |
| 毛利率 | 23.5% | 23.5% | 23.6% | 23.7% | 23.6% | 24.0% | 23.0% | 23.2% | 23.5% |
| **非 GAAP 归母净利润** | 9,033 | 8,914 | 9,317 | 9,559 | 2,165 | 1,311 | 2,974 | 2,308 | 2,091 |
| 同比增长 | -5.0% | -1.3% | 4.5% | 2.6% | -9.8% | -28.8% | -7.0% | -10.6% | -3.4% |
| 非 GAAP 归母净利率 | 8.3% | 8.3% | 8.5% | 8.6% | 8.1% | 6.3% | 9.0% | 8.8% | 8.0% |

资料来源：公司公告，华泰研究预测

## 估值方法

基于相对估值法，我们给予公司 2025 年非 GAAP 目标 PE 8.0 x（不变），较可比公司平均值 14.1 x 有所折价，主因公司较低的营收增长预期（2025-2027 年 CAGR：0.9%，可比公司：10.4%），新目标价为 19.01 美元（前值：19.29 美元）。

**图表10： 可比公司估值**

| 公司名称 | 代码 | 股价 | 市值 | P/S | | | 营收 CAGR | P/E | | | 调整后净利 CAGR |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | (交易货币) | (百万美元) | 2025E | 2026E | 2027E | 2025-2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025-2027E |
| 阿里巴巴 | BABA US | 125.2 | 296,788 | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 7.5 | 12.8 | 11.6 | 10.6 | 8.4 |
| 拼多多 | PDD US | 117.4 | 166,638 | 2.5 | 2.2 | 1.9 | 17.2 | 9.2 | 7.5 | 6.3 | 15.6 |
| 京东 | JD US | 34.0 | 54,392 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 10.1 | 8.5 | 7.5 | 6.9 | 6.1 |
| 美团 | 3690 HK | 136.4 | 106,520 | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 14.9 | 15.0 | 12.0 | 9.8 | 21.3 |
| 亚马逊 | AMZN US | 204.1 | 2,166,479 | 3.1 | 2.9 | 2.6 | 9.5 | 25.6 | 22.0 | 17.7 | 16.2 |
| eBay | EBAY US | 72.6 | 33,464 | 3.2 | 3.0 | 2.9 | 3.4 | 13.4 | 12.9 | 12.3 | 3.6 |
| ***平均值*** | | | | ***2.2*** | ***2.0*** | ***1.8*** | ***10.4*** | ***14.1*** | ***12.3*** | ***10.6*** | ***11.9*** |

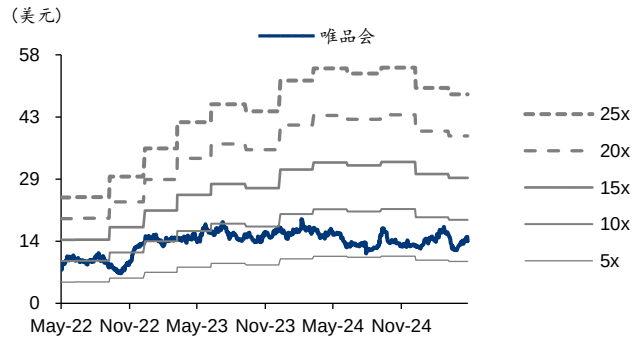
注：港股数据截至 5 月 21 日收盘，美股数据截止 5 月 20 日收盘。
资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

## 风险提示

**消费复苏不及预期：**如整体消费情绪复苏不及预期，或对公司产品销量产生一定负面影响。

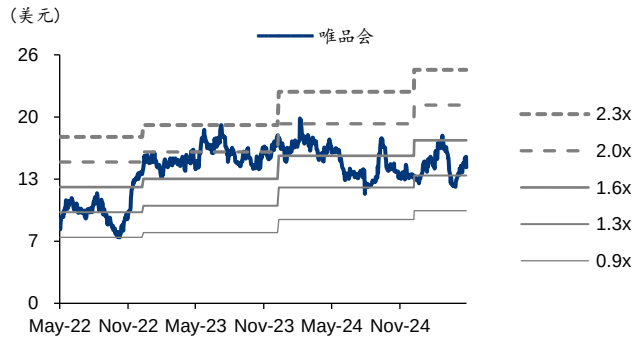
**电商行业竞争激烈超预期，稀释利润率：**如电商行业竞争加剧，各大平台加大补贴力度，或对公司利润率产生一定下行影响。

**图表11：唯品会 PE-Bands**




资料来源：S&P、华泰研究

**图表12：唯品会 PB-Bands**




资料来源：S&P、华泰研究

# 盈利预测

**利润表**

| 会计年度 (人民币百万) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 112,856 | 108,421 | 107,198 | 109,951 | 111,456 |
| 销售成本 | (87,135) | (82,951) | (82,007) | (84,002) | (85,041) |
| **毛利润** | 25,721 | 25,470 | 25,192 | 25,948 | 26,415 |
| 销售及分销成本 | (3,242) | (2,980) | (3,166) | (3,239) | (3,269) |
| 管理费用 | (4,147) | (3,993) | (3,840) | (3,939) | (3,993) |
| 其他收入/支出 | 125.51 | 62.11 | (89.62) | (89.62) | (89.62) |
| 财务成本净额 | 747.05 | 776.83 | 675.32 | 841.21 | 1,068 |
| 应占联营公司利润及亏损 | 80.30 | 166.98 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **税前利润** | 10,057 | 10,179 | 9,106 | 9,478 | 9,817 |
| 税费开支 | (1,866) | (2,316) | (1,703) | (1,772) | (1,836) |
| 少数股东损益 | 84.68 | 99.01 | 99.01 | 60.00 | 60.00 |
| **净利润** | 8,106 | 7,765 | 7,304 | 7,645 | 7,922 |
| Non-GAAP 调整项 | 1,404 | 1,268 | 1,610 | 1,672 | 1,638 |
| 调整后净利润 | 9,510 | 9,033 | 8,914 | 9,317 | 9,559 |
| 折旧和摊销 | (1,520) | (3,035) | (3,270) | (3,123) | (3,001) |
| EBITDA | 10,830 | 12,437 | 11,701 | 11,760 | 11,750 |
| EPS (人民币，基本) | 15.74 | 15.08 | 14.19 | 14.85 | 15.39 |

**资产负债表**

| 会计年度 (人民币百万) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 存货 | 5,645 | 5,032 | 4,942 | 5,056 | 5,103 |
| 应收账款和票据 | 778.77 | 915.16 | 898.76 | 919.55 | 928.03 |
| 现金及现金等价物 | 27,398 | 28,225 | 35,413 | 44,166 | 52,653 |
| 其他流动资产 | 3,739 | 3,630 | 3,531 | 3,538 | 3,517 |
| **总流动资产** | 37,561 | 37,803 | 44,784 | 53,680 | 62,201 |
| 固定资产 | 16,882 | 18,293 | 17,411 | 16,676 | 16,064 |
| 无形资产 | 332.82 | 327.84 | 327.84 | 327.84 | 327.84 |
| 其他长期资产 | 17,547 | 18,513 | 18,513 | 18,513 | 18,513 |
| **总长期资产** | 34,762 | 37,134 | 36,252 | 35,517 | 34,905 |
| **总资产** | 72,323 | 74,936 | 81,036 | 89,197 | 97,106 |
| 应付账款 | 28,660 | 26,993 | 27,228 | 27,590 | 27,576 |
| 短期借款 | 1,506 | 2,457 | 842.48 | 857.85 | 808.67 |
| 其他负债 | 457.59 | 476.80 | 500.64 | 525.67 | 551.95 |
| **总流动负债** | 30,624 | 29,927 | 28,572 | 28,974 | 28,937 |
| 长期债务 | 689.26 | 592.00 | 592.00 | 592.00 | 592.00 |
| 其他长期债务 | 2,449 | 2,868 | 2,868 | 2,868 | 2,868 |
| **总长期负债** | 3,139 | 3,460 | 3,460 | 3,460 | 3,460 |
| 股本 | 0.07 | 0.08 | 0.08 | 0.08 | 0.08 |
| 储备/其他项目 | 36,961 | 39,969 | 47,424 | 55,183 | 63,129 |
| 股东权益 | 36,961 | 39,969 | 47,424 | 55,183 | 63,129 |
| 少数股东权益 | 1,598 | 1,580 | 1,580 | 1,580 | 1,580 |
| **总权益** | 38,560 | 41,549 | 49,005 | 56,763 | 64,709 |

**估值指标**

| 会计年度 (倍) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| PE | 6.48 | 6.86 | 7.26 | 6.93 | 6.69 |
| PB | 1.42 | 1.33 | 1.12 | 0.96 | 0.84 |
| 调整后 PE (倍) | 5.53 | 5.89 | 5.95 | 5.69 | 5.55 |
| 调整后 ROE | 27.28 | 23.48 | 20.40 | 18.16 | 16.16 |
| EV EBITDA | 3.00 | 2.65 | 2.06 | 1.31 | 0.59 |
| 股息率 (%) | 2.95 | 2.78 | 2.90 | 3.00 | 3.05 |
| 自由现金流收益率 (%) | 15.25 | 11.99 | 15.27 | 14.90 | 14.35 |

**现金流量表**

| 会计年度 (人民币百万) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 10,830 | 12,437 | 11,701 | 11,760 | 11,750 |
| 融资成本 | (747.05) | (776.83) | (675.32) | (841.21) | (1,068) |
| 营运资本变动 | 3,549 | (1,534) | 386.18 | 170.10 | (92.08) |
| 税费 | (1,866) | (2,316) | (1,703) | (1,772) | (1,836) |
| 其他 | 2,648 | 1,318 | 753.97 | 915.57 | 1,139 |
| **经营活动现金流** | 14,414 | 9,129 | 10,463 | 10,232 | 9,893 |
| CAPEX | (4,541) | (2,388) | (2,388) | (2,388) | (2,388) |
| 其他投资活动 | (619.40) | 153.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **投资活动现金流** | (5,160) | (2,235) | (2,388) | (2,388) | (2,388) |
| 债务增加量 | (1,277) | 974.05 | (1,614) | 15.37 | (49.18) |
| 权益增加量 | (5,107) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 派发股息 | 0.00 | 0.00 | (1,481) | (1,541) | (1,596) |
| 其他融资活动现金流 | 238.14 | (7,211) | 675.32 | 841.21 | 1,068 |
| **融资活动现金流** | (6,146) | (6,237) | (2,420) | (684.52) | (577.40) |
| 现金变动 | 3,108 | 657.16 | 5,655 | 7,159 | 6,927 |
| 年初现金 | 23,103 | 26,211 | 26,869 | 32,523 | 39,682 |
| 汇率波动影响 | 85.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **年末现金** | 26,211 | 26,869 | 32,523 | 39,682 | 46,609 |

**业绩指标**

| 会计年度 (倍) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **增长率 (%)** | | | | | |
| 营业收入 | 9.41 | (3.93) | (1.13) | 2.57 | 1.37 |
| 毛利润 | 18.99 | (0.98) | (1.09) | 3.00 | 1.80 |
| 营业利润 | 46.90 | 0.76 | (7.12) | 2.42 | 1.29 |
| 净利润 | 28.70 | (4.21) | (5.93) | 4.67 | 3.61 |
| 调整后净利润 | 39.10 | (5.02) | (1.31) | 4.52 | 2.60 |
| EPS (基本) | 28.70 | (4.21) | (5.93) | 4.67 | 3.61 |
| **盈利能力比率 (%)** | | | | | |
| 毛利润率 | 22.79 | 23.49 | 23.50 | 23.60 | 23.70 |
| EBITDA | 9.60 | 11.47 | 10.91 | 10.70 | 10.54 |
| 净利润率 | 7.18 | 7.16 | 6.81 | 6.95 | 7.11 |
| 调整后净利润率 | 8.43 | 8.33 | 8.32 | 8.47 | 8.58 |
| ROE | 23.26 | 20.19 | 16.72 | 14.90 | 13.39 |
| 调整后 ROE | 27.28 | 23.48 | 20.40 | 18.16 | 16.16 |
| ROA | 11.77 | 10.55 | 9.37 | 8.98 | 8.50 |
| **偿债能力 (倍)** | | | | | |
| 净负债比率 (%) | (68.19) | (62.99) | (71.65) | (77.41) | (81.19) |
| 流动比率 | 1.23 | 1.26 | 1.57 | 1.85 | 2.15 |
| 速动比率 | 1.04 | 1.10 | 1.39 | 1.68 | 1.97 |
| **营运能力 (天)** | | | | | |
| 总资产周转率 (次) | 1.64 | 1.47 | 1.37 | 1.29 | 1.20 |
| 应收账款周转天数 | 2.15 | 2.81 | 3.05 | 2.98 | 2.98 |
| 应付账款周转天数 | 111.47 | 120.77 | 119.01 | 117.47 | 116.77 |
| 存货周转天数 | 23.06 | 23.17 | 21.89 | 21.42 | 21.50 |
| 现金转换周期 | (86.27) | (94.78) | (94.08) | (93.06) | (92.28) |
| **每股指标 (人民币)** | | | | | |
| EPS (基本) | 15.74 | 15.08 | 14.19 | 14.85 | 15.39 |
| EPS (调整后，基本) | 18.47 | 17.54 | 17.31 | 18.10 | 18.57 |
| 每股净资产 | 71.79 | 77.63 | 92.11 | 107.18 | 122.61 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

# 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，了解来自或与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

**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

**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

**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