

1Q25 业绩：加码自动驾驶和 AI

华泰研究

2025 年 5 月 22 日 | 美国

季报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

18.50

| | |
|------------------------|---------------------|
| 研究员 | 夏路路 |
| SAC No. S0570523100002 | xialulu@htsc.com |
| SFC No. BTP154 | +(852) 3658 6006 |
| 研究员 | 苏燕妮 |
| SAC No. S0570523050002 | suyanni@htsc.com |
| SFC No. BTT483 | +(86) 21 2897 2228 |
| 联系人 | 邵浩岚 |
| SAC No. S0570124070056 | shaohaolan@htsc.com |
| | +(86) 21 2897 2228 |

满帮公布 1Q25 业绩: 收入 27 亿元, yoy+19%, 超 VA 一致预期 1.8% (以下简称预期); 调整后净利润 14 亿元, yoy+84%, 超预期 7.7%; 履约订单 yoy+23%, 超预期 1.3%。2Q 收入指引 30.6-31.2 亿元, 指引中值略低于预期的 31 亿元。公司 1Q 对于自动驾驶公司智驾科技追加 1.25 亿美元投资, 交易完成后预计持股比例达到 53% 并于下半年并表, 此外公司预计今年在 AI 等方向上会增加投入。短期内智驾科技并表和相关投入增加可能对 25 年利润有小幅影响, 但自动驾驶、AI 等前沿方向利好远期健康增长, 我们仍看好货运线上化提升带来的订单增长, 以及精细化变现策略推动下公司变现能力的持续提升。维持买入评级。

1Q 收入及运营指标均超预期, 货主及订单结构性改善

1Q25 公司收入 27 亿元, yoy+19%, 超预期 1.8%。拆分来看, 经纪业务同比持平且符合预期, 业务调整进行中, 交易量下降与服务费率的上漲形成对冲; 交易服务 yoy+58%, 超预期 2.2%, 抽佣订单渗透率和抽佣率均稳步提升。运营维度, 1Q 履约订单量 yoy+23%, 超预期 1.3%, 履约率 39.2%, 同环比增长 1.7/6.0pct, 精准运营策略有效优化客户结构; 平均货主 MAUyoy+29%, 超预期 2.2%, 直客占比提升, 货主质量持续改善。

1Q 利润率优化超预期, 25 全年因投入增加利润或存在短期波动

1Q25 毛利润 20 亿元, yoy+62%, 超预期 13.5%, 毛利率 74.1%, 超预期 7.6pct, 主要来自于业务结构调整下, 高利润率的交易服务收入占比提升, 且随着经纪业务结构调整, 服务费率上涨亦带动毛利率提升。调整后净利润 yoy+84%, 超预期 7.7%, 公司通过精细化的成本控制和运营杠杆, 盈利能力持续上行。展望 25 全年, 公司在自动驾驶和 AI 上或将加大投入, 智驾科技并表后有部分拖累, 因此利润端或存在短期波动。

盈利预测与估值

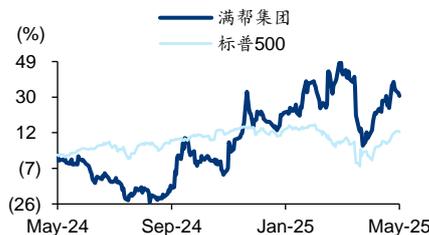
预计公司 25-27 年收入 125/148/173 亿元 (较前值+0.4%/0.3%/0.1%), 考虑到公司货主和订单结构性改善, 小幅上调收入; 调整后归母净利润 53/69/85 亿元 (较前值-3.6%/-0.5%/-0.7%), 考虑到智驾并表拖累和 AI 投入增加影响, 小幅调低利润。选取全球货运可比公司, 考虑到满帮在我国数字货运市场的龙头地位, 以及线上化率不断提升带来的行业规模增长, 给予估值溢价。可比公司 25 年平均 PE 为 21.3 倍 (前值 20.7 倍), 我们维持溢价幅度, 并给予满帮 25 年 26 倍 PE (前值 25 倍), 维持满帮目标价 18.5 美元不变。

风险提示: 货运需求疲软; 行业竞争加剧; 抽佣率及渗透率提升不及预期。

基本数据

| | |
|---------------------|-----------|
| 目标价(美元) | 18.5 |
| 收盘价(美元 截至 5 月 20 日) | 12.0 |
| 市值(美元百万) | 12,64 |
| 6 个月平均日成交额(美元百万) | 103.6 |
| 52 周价格范围(美元) | 6.61-13.7 |
| BVPS(美元) | 4.9 |

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(人民币百万) | 8,436 | 11,239 | 12,524 | 14,755 | 17,333 |
| +/-% | 25.28 | 33.22 | 11.43 | 17.81 | 17.47 |
| 归母净利润(人民币百万) | 2,212 | 3,119 | 4,748 | 6,268 | 8,084 |
| +/-% | 443.44 | 41.02 | 52.23 | 32.01 | 28.97 |
| 归母净利润(调整后,人民币百万) | 2,859 | 4,034 | 5,344 | 6,896 | 8,468 |
| +/-% | 105.64 | 41.10 | 32.47 | 29.04 | 22.80 |
| EPS(调整后,人民币,最新摊薄) | 2.70 | 3.86 | 5.11 | 6.59 | 8.10 |
| PE(调整后,倍) | 32.60 | 22.88 | 17.02 | 13.19 | 10.74 |
| PB(倍) | 1.40 | 1.31 | 1.22 | 1.79 | 1.55 |
| ROE(调整后,%) | 8.21 | 10.90 | 12.94 | 14.45 | 15.46 |
| EV EBITDA(倍) | 67.14 | 36.62 | 16.57 | 11.20 | 8.89 |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测和估值

选取全球货运可比公司，考虑到满帮在我国数字货运市场的龙头地位，以及线上化率不断提升带来的行业规模增长，给予估值溢价。可比公司 25 年平均 PE 为 21.3 倍（前值 20.7 倍），我们维持溢价幅度，并给予满帮 25 年 26 倍 PE（前值 25 倍），维持满帮目标价 18.5 美元不变。

图表1：估值

| | |
|----------------------|--------------|
| | 2025E |
| 25E Non-GAAP 净利润（百万） | 5,344 |
| 25PE 估值 | 26 |
| 总估值（百万） | 138,946 |
| 美元汇率 | 7.19 |
| ADS 数量 | 1,046 |
| 目标价（美元） | 18.5 |

资料来源：华泰研究预测

图表2：可比公司估值表

| 公司 | 股票代码 | 股价 (交易货币) | PE (x) | | |
|------------|-----------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | 2025E | 2026E | 2027E |
| Uber | UBER US | 91.9 | 31.9 | 26.6 | 20.7 |
| 罗宾逊全球物流 | CHRW US | 100.1 | 21.1 | 18.3 | 16.6 |
| 京东物流 | 2618 HK | 11.9 | 8.6 | 7.5 | 6.7 |
| 顺丰控股 | 002352 CH | 145.0 | 25.7 | 20.7 | 17.4 |
| JB 亨特运输服务 | JBHT US | 45.9 | 19.0 | 16.4 | 14.4 |
| 平均值 | | | 21.3 | 17.9 | 15.1 |

注：数据截至 2025 年 5 月 20 日

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

图表3：关键财务指标分季度预测

| (百万元) | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 收入 | 2700 | 3067 | 3386 | 3371 |
| 毛利润 | 2,001 | 2,086 | 2,235 | 2,194 |
| 毛利率 | 74% | 68% | 66% | 65% |
| 经营利润 | 1,202 | 1,061 | 1,099 | 1,066 |
| 经营利润率 | 45% | 35% | 32% | 32% |
| 调整后净利润 | 1404 | 1294 | 1310 | 1336 |

资料来源：公司公告，华泰研究预测

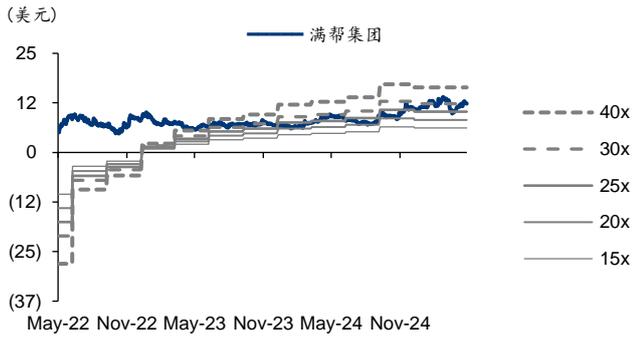
风险提示

货运需求疲软：宏观环境压力导致货主预算收紧，带来货运需求疲软风险。

行业竞争加剧：面临行业竞争加剧，竞争对手抢占市场份额风险。

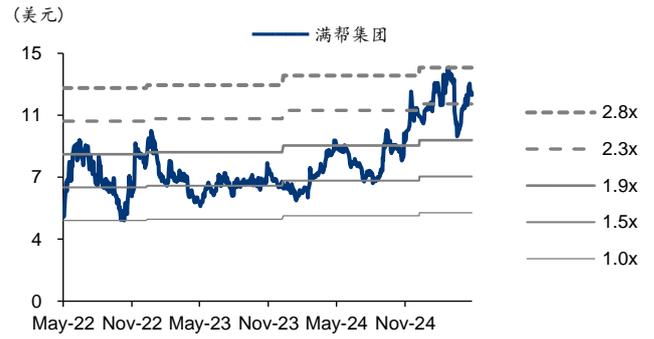
抽佣率及渗透率提升不及预期：在探索货币化提升过程中，面对抽佣率和渗透率提升不及预期的风险。

图表4: 满帮集团 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表5: 满帮集团 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 | 8,436 | 11,239 | 12,524 | 14,755 | 17,333 |
| 销售成本 | (4,119) | (5,100) | (4,008) | (4,131) | (4,680) |
| 毛利润 | 4,317 | 6,139 | 8,516 | 10,624 | 12,653 |
| 销售及分销成本 | (1,239) | (1,597) | (1,775) | (2,043) | (2,313) |
| 管理费用 | (937.68) | (914.00) | (951.00) | (1,063) | (1,125) |
| 其他收入/支出 | 193.71 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务成本净额 | 1,142 | 1,100 | 792.00 | 873.00 | 989.00 |
| 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 | 2,333 | 3,363 | 5,444 | 7,380 | 8,458 |
| 税费开支 | (107.00) | (239.00) | (691.00) | (1,107) | (369.00) |
| 少数股东损益 | 14.21 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 净利润 | 2,212 | 3,119 | 4,748 | 6,268 | 8,084 |
| Non-GAAP 调整项 | 647.21 | 915.00 | 596.00 | 628.00 | 343.00 |
| 调整后净利润 | 2,859 | 4,034 | 5,344 | 6,896 | 8,468 |
| 折旧和摊销 | (100.00) | (114.00) | (131.00) | (155.00) | (181.00) |
| EBITDA | 1,291 | 2,377 | 4,783 | 6,662 | 7,650 |
| EPS (人民币, 基本) | 2.09 | 2.98 | 4.54 | 5.99 | 7.73 |

资产负债表

| 会计年度 (人民币百万) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 存货 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应收账款和票据 | 2,073 | 2,143 | 3,337 | 3,977 | 4,516 |
| 现金及现金等价物 | 6,771 | 5,810 | 13,814 | 18,462 | 25,079 |
| 其他流动资产 | 15,153 | 19,304 | 24,555 | 25,630 | 26,134 |
| 总流动资产 | 23,997 | 27,257 | 41,706 | 48,069 | 55,729 |
| 固定资产 | 175.00 | 243.00 | 328.00 | 439.00 | 547.00 |
| 无形资产 | 450.00 | 393.00 | 349.00 | 303.00 | 259.00 |
| 其他长期资产 | 14,727 | 13,393 | 5,078 | 5,078 | 5,078 |
| 总长期资产 | 15,352 | 14,029 | 5,755 | 5,820 | 5,884 |
| 总资产 | 39,349 | 41,286 | 47,461 | 53,889 | 61,613 |
| 应付账款 | 965.00 | 1,265 | 855.00 | 857.00 | 860.00 |
| 短期借款 | 38.00 | 41.00 | 45.00 | 45.00 | 45.00 |
| 其他负债 | 2,272 | 1,713 | 1,885 | 1,885 | 1,885 |
| 总流动负债 | 3,275 | 3,019 | 2,785 | 2,787 | 2,790 |
| 长期债务 | 47.00 | 24.00 | 36.00 | 36.00 | 36.00 |
| 其他长期债务 | 132.00 | 108.00 | 122.00 | 122.00 | 122.00 |
| 总长期负债 | 179.00 | 132.00 | 158.00 | 158.00 | 158.00 |
| 股本 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 储备/其他项目 | 35,880 | 38,119 | 44,503 | 50,924 | 58,640 |
| 股东权益 | 35,881 | 38,120 | 44,504 | 50,925 | 58,641 |
| 少数股东权益 | 13.00 | 15.00 | 14.00 | 19.00 | 24.00 |
| 总权益 | 35,894 | 38,135 | 44,518 | 50,944 | 58,665 |

估值指标

| 会计年度 (倍) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE | 40.48 | 32.09 | 22.77 | 15.73 | 13.02 |
| PB | 1.40 | 1.31 | 1.22 | 1.79 | 1.55 |
| 调整后 PE (倍) | 32.60 | 22.88 | 17.02 | 13.19 | 10.74 |
| 调整后 ROE | 8.21 | 10.90 | 12.94 | 14.45 | 15.46 |
| EV EBITDA | 67.14 | 36.62 | 16.57 | 11.20 | 8.89 |
| 股息率 (%) | 0.00 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| 自由现金流收益率 (%) | 1.16 | 1.35 | 3.20 | 4.62 | 6.34 |

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

| 会计年度 (人民币百万) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| EBITDA | 1,291 | 2,377 | 4,783 | 6,662 | 7,650 |
| 融资成本 | (1,142) | (1,100) | (792.00) | (873.00) | (989.00) |
| 营运资本变动 | (75.00) | (908.00) | (1,476) | (1,916) | (1,269) |
| 税费 | (107.00) | (239.00) | (691.00) | (1,107) | (369.00) |
| 其他 | 3,039 | 2,611 | 1,597 | 2,145 | 1,879 |
| 经营活动现金流 | 3,006 | 2,741 | 3,421 | 4,911 | 6,902 |
| CAPEX | (113.00) | (130.00) | (168.00) | (220.00) | (244.00) |
| 其他投资活动 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资活动现金流 | (113.00) | (130.00) | (168.00) | (220.00) | (244.00) |
| 债务增加量 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 权益增加量 | 0.00 | 0.00 | 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 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 融资活动现金流 | (1,343) | (3,572) | 4,751 | (43.00) | (41.00) |
| 现金变动 | 1,550 | (961.00) | 8,004 | 4,648 | 6,617 |
| 年初现金 | 5,221 | 6,771 | 5,810 | 13,814 | 18,462 |
| 汇率波动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 年末现金 | 6,771 | 5,810 | 13,814 | 18,462 | 25,079 |

业绩指标

| 会计年度 (倍) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 增长率 (%) | | | | | |
| 营业收入 | 25.28 | 33.22 | 11.43 | 17.81 | 17.47 |
| 毛利润 | 34.11 | 42.20 | 38.72 | 24.75 | 19.10 |
| 营业利润 | (719.52) | 148.14 | 78.87 | 35.24 | 24.75 |
| 净利润 | 443.44 | 41.02 | 52.23 | 32.01 | 28.97 |
| 调整后净利润 | 105.64 | 41.10 | 32.47 | 29.04 | 22.80 |
| EPS (基本) | 453.73 | 42.36 | 52.24 | 32.01 | 28.97 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 51.17 | 54.62 | 68.00 | 72.00 | 73.00 |
| EBITDA | 15.30 | 21.15 | 38.19 | 45.15 | 44.14 |
| 净利润率 | 26.22 | 27.75 | 37.91 | 42.48 | 46.64 |
| 调整后净利润率 | 33.89 | 35.89 | 42.67 | 46.74 | 48.85 |
| ROE | 6.35 | 8.43 | 11.49 | 13.14 | 14.76 |
| 调整后 ROE | 8.21 | 10.90 | 12.94 | 14.45 | 15.46 |
| ROA | 5.82 | 7.74 | 10.70 | 12.37 | 14.00 |
| 偿债能力 (倍) | | | | | |
| 净负债比率 (%) | (18.63) | (15.07) | (30.86) | (36.09) | (42.63) |
| 流动比率 | 7.33 | 9.03 | 14.98 | 17.25 | 19.97 |
| 速动比率 | 7.33 | 9.03 | 14.98 | 17.25 | 19.97 |
| 营运能力 (天) | | | | | |
| 总资产周转率 (次) | 0.22 | 0.28 | 0.28 | 0.29 | 0.30 |
| 应收账款周转天数 | 87.92 | 67.52 | 78.76 | 89.23 | 88.20 |
| 应付账款周转天数 | 77.21 | 78.71 | 95.21 | 74.60 | 66.04 |
| 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 (人民币) | | | | | |
| EPS (基本) | 2.09 | 2.98 | 4.54 | 5.99 | 7.73 |
| EPS (调整后, 基本) | 2.71 | 3.86 | 5.11 | 6.59 | 8.10 |
| 每股净资产 | 33.98 | 36.44 | 42.55 | 48.69 | 56.07 |

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、苏燕妮, 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、苏燕妮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。
- 满帮集团（YMM US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 满帮集团（YMM US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 满帮集团（YMM US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 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