

1Q 广告收入同比持平，AI 智搜起量在即

华泰研究

2025 年 5 月 23 日 | 美国

季报点评

互联网

投资评级(上调):

买入

目标价(美元):

15.04

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

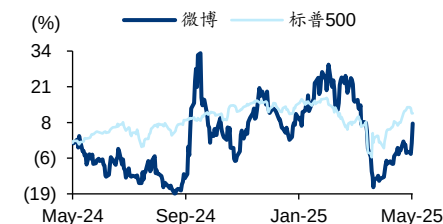
丁骄旻

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(美元)	15.04
收盘价(美元 截至 5 月 22 日)	9.41
市值(美元百万)	2,304
6 个月平均日成交额(美元百万)	14.76
52 周价格范围(美元)	6.31-11.14
BVPS(美元)	14.26

股价走势图



资料来源: S&P

微博 1Q 业绩: 营收同比上升 0.3% 至 3.97 亿美元, 高于 VA 一致预期 0.8% (下同)。经调整净利润同比提升 12.1% 至 1.2 亿美元, 高于预期 24.3%, 主系销售与研发费用同比下降, 同时非经营收入提升。管理层预计 25 年汽车、手机行业广告投放保持稳健增长, 游戏、美妆行业承压持续, 但美妆跌幅收窄。战略层面, 微博表示将持续加码 AI 投入, 聚焦提升客户体验与广告投放效率, 增强效果广告预算的获取能力。1Q DAU 与 MAU 分别为 2.62 亿 (yoy+2.7%) 与 5.91 亿 (yoy+0.5%)。我们认为, 尽管微博用户增速相较头部短视频平台仍显温和, 但 AI 应用正驱动用户规模与参与度回升, 叠加加大消费品牌投放比例有望提升, 广告增速有望回暖。上调至“买入”评级。

1Q 广告收入同比持平, AI 推动部分场景 eCPM 提升

展望后续, 消费刺激政策延续, 叠加 618 节点临近, 我们预期 2Q 电商广告投放有望环比加速。1Q 广告收入为 3.39 亿美元, 同比持平, 主要受益于春晚和年货节期间阿里电商投放提振; VAS 收入同比增长 2.1% 至 0.58 亿美元。一季度分行业而言, 汽车板块在补贴政策推动下延续同比高增; 手机行业收入因新品发布节奏环比回落, 但全年有望受益于国补实现稳健增长; 游戏与美妆广告同比下滑, 其中美妆环比已有修复迹象; 明星营销与新品推广收入同比增长较好。1Q 竞价广告表现亮眼, 同比增长显著, 管理层表示 AI 赋能已在部分场景带来 CTR 和 eCPM 分别提升 10% 和 5%。

1Q 智搜用户高速放量, AI 搜索构建高粘性入口

我们认为, 微博智搜依托社交生态的实时内容、权威 KOL 信息源分层体系及热搜入口的流量协同, 具备信息时效性的差异化壁垒, 有望在时事新闻垂类中持续抢占用户时长份额。4 月智搜已面向全量用户开放, 现阶段所有搜索请求均默认展示 AI 生成结果。3 月智搜 MAU 已突破 3,000 万 (月度环比 +300%, QuestMobile), 日均使用量达 800 万次 (同比 +306%), 用户使用频次同比提升 33%, 产品热度与粘性持续走高。

盈利预测与公司估值

我们下调 25 年收入 0.8%, 主系 1Q 新游和美妆行业的广告投放力度下降, 考虑到 AI 有望提振增速, 我们分别上调 26 年和 27 年收入 0.1/0.6%, 我们变动 25-27 年经调整归母净利润 -4.8/-3.5/-1.5% 至 4.6/4.78/5.01 亿美元, 主系 AI 研发费用增加。我们根据 PE 估值, 给予目标价 15.04 美元 (前值: 12.92 美元), 对应 25 年经调整净利润 8.0 倍 PE (前值对应 25 年经调整净利润 6.5 倍 PE), 对比全球可比公司 20.7 倍均值, 折价原因系微博交易流动性因素, 同时收入增速相对缓慢。本次折价收窄与评级上调, 主系 AI 远期有望改善广告投放效率、智搜远期有望商业化。上调至“买入”评级。

风险提示: 广告恢复慢于预期, 商家投放低于预期, 智搜新增用户不及预期。

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)	1,760	1,755	1,776	1,829	1,878
+/-%	(4.17)	(0.29)	1.23	2.98	2.67
归母净利润(美元百万)	342.59	300.80	366.96	373.12	394.49
+/-%	300.44	(12.20)	21.99	1.68	5.73
归母净利润(调整后,美元百万)	450.57	478.64	460.38	477.77	501.08
+/-%	(16.57)	6.23	(3.81)	3.78	4.88
EPS(调整后,美元,最新摊薄)	1.84	1.96	1.88	1.95	2.05
PE(调整后,倍)	4.77	4.49	4.67	4.50	4.29
PB(倍)	5.51	5.38	5.10	4.87	4.64
ROE(调整后,%)	13.39	13.91	12.87	12.71	12.71
EV EBITDA(倍)	4.84	5.49	4.77	4.16	3.80

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分, 请务必一起阅读。

AI 搜索深化演进：智搜成为用户增长与内容分发的双引擎

微博智搜已于 4 月全量开放,截至 3 月,智搜月活跃用户已达 3,000 万,环比增长达 300%。作为微博 AI 战略的重要抓手,智搜正逐步成为获取信息和热点的核心入口。依托 DeepSeek 模型,智搜具备图文视频输出,结合文娱和社会民生的内容优势,驱动用户留存与交互频次提升。

我们认为智搜的**核心壁垒**主要来自: 1) 内容生态护城河稳固: 聚焦文娱与民生热点,智搜单条搜索结果可整合超 1000 条权威微博内容,融合大 V 观点和实时用户讨论,构建高时效、高可信的答案体系; 2) 多模态交互体验领先: 借助微博天然的图文、视频等多媒体内容形式,智搜可实现多模态结果呈现,进一步增强搜索的可读性和用户感知价值。

管理层表示,公司正积极拓展手机厂商合作,目前已有多家接入微博热搜榜单,未来会探索在手机上的新闻搜索结果中进一步集成智搜内容,持续提升平台的触达能力和信息分发效率。在 AI 投入方面,微博表示将继续加码,将 AI 能力深度融入社交互动、内容消费与广告推荐等核心链条。

效果广告较好受益于 AI, 内容生态构筑护城河

管理层预期 2Q 广告市场稳中有进: 受消费回暖带动, 2Q 电商与手机行业收入有望延续同比增长态势。医疗美容板块受益于老龄化进程和用户需求持续释放, 有望维持稳健表现; 美妆行业虽受国际品牌投放下降影响, 但国内品牌的补位带来结构性修复。游戏行业仍面临预算收缩压力, 头部客户(如腾讯、网易)投放节奏收紧。

AI 赋能广告投放效率, 效果广告稳步修复。微博持续推进 AI 赋能广告, 已在信息流竞价广告中初现成效, 通过改善素材生成效率与定向精度, 实现 CTR 约 10%、eCPM 约 5% 的提升。当前 AI 使用方向聚焦于素材生成优化、人群定向增强和精准投放优化。同时, 微博正加快 AI 在品牌和社交广告中的探索, 相关产品进入测试阶段, 未来有望打开更大增量空间。在内容营销层面, 平台依托明星营销、新品发布与热点事件, 进一步强化主阵地优势。

图表1: 微博智搜界面



资料来源: 微博 APP, 华泰研究

图表2：微博 1Q25 业绩

美元 (百万)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1QVA Cons	VS. Cons	2QVA Cons
收入	414	440	442	464	396	438	464	457	397	394	0.8%	441
YOY (%)	-14.6%	-2.2%	-2.5%	3.5%	-4.4%	-0.5%	5.1%	-1.5%	0.3%	-0.4%		0.7%
收入分业务												
- 广告营销收入	355	386	389	404	339	375	399	386	339	332	2.0%	375
YOY (%)	-16.8%	0.0%	-1.0%	3.4%	-4.6%	-2.7%	2.4%	-4.4%	0.0%	-2.0%		0.0%
- VAS	58	55	53	60	57	63	66	71	58	61	-6.0%	65
YOY (%)	1.7%	-15.6%	-12.1%	4.2%	-3.4%	14.9%	24.6%	18.4%	2.1%	8.7%		3.8%
毛利	328	346	348	364	309	348	372	356	308	308	0.0%	349
YOY (%)	-13.7%	-2.5%	-3.1%	6.3%	-5.9%	0.6%	6.9%	-2.0%	-0.2%	-0.2%		0.2%
毛利率	79.3%	78.6%	78.7%	78.4%	78.0%	79.5%	80.1%	78.0%	77.6%	78.2%		79.1%
经营利润	96	123	134	119	100	135	141	118	110	96	14.4%	122
YOY (%)	-47.3%	30.9%	8.9%	-25.6%	3.3%	10.1%	5.5%	-0.9%	10.6%	-3.3%		-10.0%
经营利润率	23.3%	27.9%	30.3%	25.7%	25.2%	30.9%	30.4%	25.8%	27.8%	24.5%		27.6%
经调整净利润	111	126	137	76	107	126	139	107	120	96	24.3%	119
YOY (%)	-16.3%	15.2%	14.8%	-57.2%	-4.1%	-0.1%	1.9%	39.6%	12.1%	-9.8%		-5.9%
经调整净利率	26.9%	28.7%	30.9%	16.5%	27.0%	28.8%	30.0%	23.3%	30.1%	24.4%		26.9%
经营费用												
-销售费用	106	105	110	140	104	114	123	140	96	105	-8.6%	117
YOY (%)	-15.0%	-8.7%	-3.4%	13.9%	-2.7%	8.4%	12.1%	0.1%	-7.5%	1.1%		2.2%
销售费用率	25.7%	23.9%	24.8%	30.1%	26.2%	26.1%	26.5%	30.6%	24.1%	26.6%		26.5%
-研发费用	91	93	83	67	81	72	80	76	76	83	-8.6%	84
YOY (%)	-19.3%	-12.6%	-14.7%	-32.3%	-11.0%	-22.9%	-2.8%	12.9%	-5.8%	3.1%		16.5%
研发费用率	21.9%	21.1%	18.7%	14.5%	20.4%	16.4%	17.3%	16.6%	19.2%	21.1%		18.9%
-管理费用	34	24	22	38	25	27	27	23	26	24	8.0%	27
YOY (%)	-12.6%	-16.2%	-14.5%	-192.5%	-28.2%	10.9%	26.2%	-39.7%	5.4%	-2.4%		-0.7%
管理费用率	8.3%	5.5%	4.9%	8.1%	6.2%	6.1%	5.9%	5.0%	6.5%	6.1%		6.0%
经营数据												
-日活用户 (百万)	255.0	258.0	260.0	257.0	255.0	256.0	257.0	260.0	262.0	258.2	1.5%	259.5
YOY (%)	1.2%	2.4%	2.8%	2.0%	0.0%	-0.8%	-1.2%	1.2%	2.7%	1.2%		1.4%
-月活用户 (百万)	593.0	599.0	605.0	598.0	588.0	583.0	587.0	590.0	591.0	593.9	-0.5%	596.2
YOY (%)	1.9%	2.9%	3.6%	2.0%	-0.8%	-2.7%	-3.0%	-1.3%	0.5%	1.0%		2.3%

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

盈利预测

我们下调 25 年收入 0.8%，主系 1Q 新游和美妆行业的广告投放力度下降，考虑到 AI 加持有望带来加速增长，我们分别上调 26 年和 27 年收入 0.1/0.6%，我们变动 25-27 年经调整归母净利润-4.8/-3.5/-1.5%至 4.6/4.78/5.01 亿美元，主系 AI 研发费用增加。

图表3：微博：华泰财务预测

百万美元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
营业收入	1,767	1,690	2,257	1,836	1,760	1,755	1,776	1,829	1,878	397	442	469	468
YoY (%)		-4.4%	33.6%	-18.6%	-4.2%	-0.3%	1.2%	3.0%	2.7%	0.3%	1.0%	1.0%	2.4%
广告及市场营销	1,530	1,486	1,981	1,597	1,534	1,499	1,513	1,559	1,604	339	379	401	393
YoY (%)		-2.9%	33.3%	-19.4%	-3.9%	-2.3%	0.9%	3.1%	2.9%	0%	1%	1%	2%
增值服务	237	204	276	240	226	256	264	270	274	58	63	68	75
YoY (%)		-13.9%	35.6%	-13.2%	-5.8%	13.4%	3.0%	2.5%	1.5%	2%	1%	3%	6%
经调整毛利润	1,443	1,393	1,861	1,445	1,394	1,391	1,398	1,439	1,478	309	350	375	363
YoY (%)		-3.5%	33.6%	-22.4%	-3.5%	-0.2%	0.5%	3.0%	2.7%	0%	0%	0%	2%
经调整营业利润	662	580	820	601	592	584	566	602	616	129	146	150	136
YoY (%)		-12.5%	41.4%	-26.6%	-1.5%	-1.3%	-3.1%	6.5%	2.3%	3%	-7%	-9%	0%
净利润	495	313	428	86	343	301	367	373	394	107	100	99	61
YoY (%)		-36.7%	36.7%	-80.0%	300.4%	-12.2%	22.0%	1.7%	5.7%	116%	-11%	-24%	586%
经调整净利润	637	547	719	540	451	479	460	478	501	120	122	122	92
YoY (%)		-14.1%	31.3%	-24.9%	-16.6%	6.2%	-3.8%	3.8%	4.9%	12%	-3%	-12%	-14%
利润率 (%)													
经调整毛利润率	81.7%	82.4%	82.5%	78.7%	79.2%	79.3%	78.7%	78.7%	78.7%	77.9%	79.2%	79.8%	77.6%
经调整经营利润率	37.5%	34.3%	36.3%	32.7%	33.6%	33.3%	31.9%	32.9%	32.8%	32.6%	33.1%	31.9%	29.1%
净利润率	28.0%	18.5%	19.0%	4.7%	19.5%	17.1%	20.7%	20.4%	21.0%	27.0%	22.6%	21.2%	13.0%
经调整净利润率	36.1%	32.4%	31.8%	29.4%	25.6%	27.3%	25.9%	26.1%	26.7%	30.1%	27.6%	26.1%	19.6%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表4：华泰预测变动

(美元 百万元)	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	1,790	1,776	(0.8)	1,827	1,829	0.1	1,866	1,878	0.6
经调整毛利润	1,415	1,398	(1.3)	1,443	1,439	(0.3)	1,480	1,478	(0.2)
经调整净利润	484	460	(4.8)	495	478	(3.5)	509	501	(1.5)
%									
	前值	新值	变动 (pct)	前值	新值	变动 (pct)	前值	新值	变动 (pct)
经调整毛利率	79.1%	78.7%	(0.4)	79.0%	78.7%	(0.3)	79.3%	78.7%	(0.6)
经调整净利率	27.0%	25.9%	(1.1)	27.1%	26.1%	(1.0)	27.3%	26.7%	(0.6)

资料来源：华泰研究预测

图表5：华泰预测 vs. 一致预期

(人民币 百万元)	2025E			2026E			2027E		
	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)
营业收入	1,776	1,773	0.2	1,829	1,828	0.1	1,878	1,891	(0.7)
经调整毛利润	1,398	1,404	(0.5)	1,439	1,454	(1.0)	1,478	1,506	(1.9)
经调整净利润	460	451	2.0	478	476	0.3	501	505	(0.8)

资料来源：Visible Alpha，华泰研究预测

公司估值

我们根据 PE 估值，给予目标价 15.04 美元（前值：12.92 美元），对应 25 年经调整净利润 8.0 倍 PE（前值对应 25 年经调整净利润 6.5 倍 PE），对比全球可比公司 20.7 倍均值，折价原因系微博交易流动性因素，同时收入增速相对缓慢。本次折价收窄，主系 AI 远期有望改善广告投放效率。

我们上调微博评级至“买入”，短期盈利下调而估值上调主系微博 AI 智搜远期商业化有望提振微博收入。AI 智搜具备业内较高的新闻时效性，以及大 V 和热点内容的护城河，能够较好通过视频和文字汇总时事和热点，在提升用户使用时长的同时，也加速推进了今年微博短视频的战略升级。微博 AI 智能搜索功能在 3 月 MAU 达 3000 万（远期有望达到 4000 万 DAU 和 1.2 亿 MAU），目前 AI 搜索已使每用户搜索量增长 5%，远期有望加入新的广告商业化。同时 MAU 和 DAU 增速在本季度出现改善。未来 AI 手机在新闻赛道和微博会有更多合作，有望带来更多增量。

以当前 AI 智搜日均使用量 800 万次对应 3000 万 MAU 为例，假设远期如果每次搜索出现 1-2 条视频或图像广告（CPM 假设为 8 元），每日 4000 万次使用量可贡献 1.2-2.3 亿元广告收入（约 0.2-0.3 亿美元），对比 24 年微博公司总营收 17.55 亿美元。

图表6：微博同业可比公司

公司	股票代码	股价 (交易货币)	营收增长 (%)			Non-GAAP净利润增长 (%)			非GAAP PE (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
在线广告											
百度	BIDU US	84.1	2%	6%	6%	-10%	10%	11%	8.7	8.1	7.1
Pinterest	PINS US	31.8	14%	16%	13%	-78%	42%	37%	52.5	37.1	27.0
Meta	META US	636.6	14%	13%	13%	5%	9%	14%	25.0	22.6	19.6
Google	GOOG US	172.0	11%	12%	11%	17%	3%	11%	17.2	16.3	14.3
市值加权平均PE									20.7	19.0	16.6

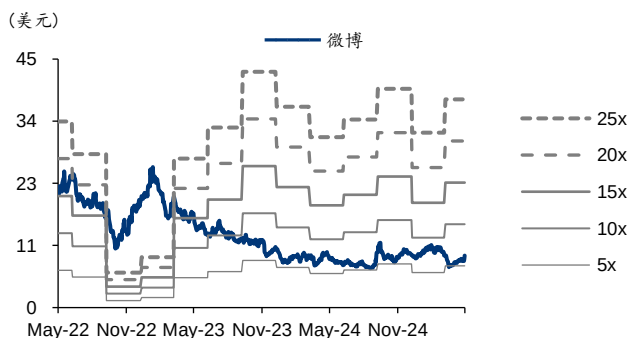
注：数据截至美股 5 月 22 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期。

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

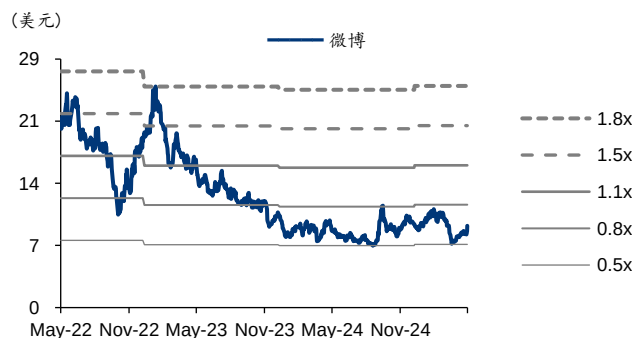
1. 消费与广告投放恢复低于预期；
2. 品牌商家投放低于预期；
3. 智搜新增用户不及预期。

图表7：微博 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表8：微博 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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,760	1,755	1,776	1,829	1,878
销售成本	(374.28)	(369.52)	(384.14)	(396.23)	(406.79)
毛利润	1,386	1,385	1,392	1,433	1,471
销售及分销成本	(461.42)	(480.79)	(456.01)	(472.81)	(487.30)
管理费用	(117.57)	(101.29)	(106.47)	(107.80)	(110.68)
其他收入/支出	18.59	(74.56)	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	11.25	0.89	(7.02)	4.43	17.07
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	502.78	420.66	473.97	510.75	535.01
税费开支	(145.29)	(110.55)	(95.02)	(125.63)	(128.53)
少数股东损益	14.90	9.30	12.00	12.00	12.00
净利润	342.59	300.80	366.96	373.12	394.49
Non-GAAP 调整项	107.98	177.84	93.42	104.65	106.60
调整后净利润	450.57	478.64	460.38	477.77	501.08
折旧和摊销	(58.51)	(58.10)	(57.00)	(54.00)	(52.00)
EBITDA	572.53	477.87	537.99	560.32	569.94
EPS (美元, 基本)	1.40	1.23	1.50	1.52	1.61

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	800.65	688.53	789.41	762.16	792.92
现金及现金等价物	2,585	1,891	1,950	2,196	2,371
其他流动资产	1,127	912.62	912.62	912.62	912.62
总流动资产	4,513	3,492	3,652	3,871	4,077
固定资产	220.66	215.03	208.03	204.03	202.03
无形资产	134.13	130.27	153.27	153.27	153.27
其他长期资产	2,413	2,667	2,730	2,738	2,746
总长期资产	2,768	3,013	3,091	3,095	3,101
总资产	7,280	6,504	6,743	6,966	7,178
应付账款	828.33	810.80	860.06	898.11	903.40
短期借款	10.00	11.00	11.00	11.00	11.00
其他负债	959.02	146.33	146.33	146.33	146.33
总流动负债	1,797	968.14	1,017	1,055	1,061
长期债务	1,896	1,916	1,904	1,904	1,904
其他长期债务	69.57	40.99	40.99	40.99	40.99
总长期负债	1,965	1,957	1,945	1,945	1,945
股本	1,429	1,429	1,429	1,429	1,429
储备/其他项目	1,970	2,054	2,244	2,417	2,611
股东权益	3,399	3,483	3,673	3,846	4,040
少数股东权益	118.88	96.12	108.12	120.12	132.12
总权益	3,518	3,579	3,781	3,966	4,172

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	54.68	62.27	51.05	50.20	47.48
PB	5.51	5.38	5.10	4.87	4.64
调整后 PE (倍)	4.77	4.49	4.67	4.50	4.29
调整后 ROE	13.39	13.91	12.87	12.71	12.71
EV EBITDA	4.84	5.49	4.77	4.16	3.80
股息率 (%)	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07
自由现金流收益率 (%)	9.03	17.39	13.11	18.86	15.21

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	572.53	477.87	537.99	560.32	569.94
融资成本	(11.25)	(0.89)	7.02	(4.43)	(17.07)
营运资本变动	(163.09)	94.60	(51.63)	65.31	(25.47)
税费	(145.29)	(110.55)	(95.02)	(125.63)	(128.53)
其他	419.91	178.87	(14.04)	8.86	34.14
经营活动现金流	672.82	639.90	384.33	504.43	433.01
CAPEX	(36.77)	(61.50)	(58.00)	(58.00)	(58.00)
其他投资活动	(700.07)	(1,094)	(54.10)	0.00	0.00
投资活动现金流	(736.85)	(1,156)	(112.10)	(58.00)	(58.00)
债务增加量	4.98	21.66	(12.85)	0.00	0.00
权益增加量	(16.58)	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(200.14)	(200.00)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
其他融资活动现金流	233.43	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	21.69	(178.34)	(212.85)	(200.00)	(200.00)
现金变动	(42.34)	(694.00)	59.37	246.43	175.01
年初现金	2,691	2,585	1,891	1,950	2,196
汇率波动影响	(63.80)	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,585	1,891	1,950	2,196	2,371

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(4.17)	(0.29)	1.23	2.98	2.67
毛利润	(3.50)	(0.03)	0.50	2.94	2.67
营业利润	(1.57)	4.52	(2.70)	5.27	2.30
净利润	300.44	(12.20)	21.99	1.68	5.73
调整后净利润	(16.57)	6.23	(3.81)	3.78	4.88
EPS (基本)	282.80	(12.20)	21.99	1.68	5.73
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	78.73	78.94	78.37	78.34	78.34
EBITDA	32.53	27.23	30.29	30.63	30.35
净利润率	19.47	17.14	20.66	20.40	21.01
调整后净利润率	25.60	27.28	25.92	26.12	26.68
ROE	10.18	8.74	10.26	9.93	10.00
调整后 ROE	13.39	13.91	12.87	12.71	12.71
ROA	4.75	4.36	5.54	5.44	5.58
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(19.97)	1.06	(0.96)	(7.33)	(11.31)
流动比率	2.51	3.61	3.59	3.67	3.84
速动比率	2.51	3.61	3.59	3.67	3.84
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.24	0.25	0.27	0.27	0.27
应收账款周转天数	173.33	152.76	149.78	152.68	149.05
应付账款周转天数	920.02	798.45	782.93	798.71	797.14
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 (基本)	1.40	1.23	1.50	1.52	1.61
EPS (调整后, 基本)	1.84	1.96	1.88	1.95	2.05
每股净资产	13.88	14.23	15.00	15.71	16.50

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、丁骄琬，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、丁骄琬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。
- 微博 (WB 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。
- 微博 (WB 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。
- 微博 (WB 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