



不畏竞争，破浪前行

华泰研究

2025 年 5 月 27 日 | 中国香港

季报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

142.40

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523050002
SFC No. BTT483

苏燕妮

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

联系人

SAC No. S0570124070056

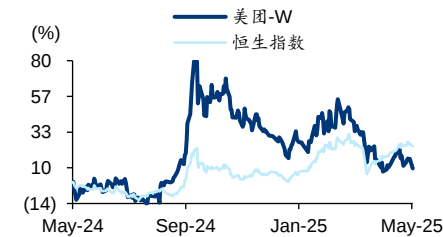
邵浩岚

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

基本数据

目标价(港币)	142.40
收盘价(港币 截至 5 月 26 日)	129.40
市值(港币百万)	790,602
6 个月平均日成交额(港币百万)	7,337
52 周价格范围(港币)	100.10-217.00
BVPS(人民币)	30.15

股价走势图



资料来源: S&P

美团公布 1Q25 业绩: 收入 866 亿元, yoy+18%, 超 VA 一致预期 1% (简称预期), 经营利润 106 亿元, 超预期 23% (部分来自于汇兑损益和投资收益波动), 经调整净利润 109 亿元, 超预期 11%。1Q 美团利润释放超预期, 经营杠杆的改善超过海外投入的增加。国内外卖市场自 2Q 开始补贴竞争, 短期内因补贴投入加大, 或对于公司外卖业务利润有影响。但我们认为中长期补贴竞争不可持续, 美团凭借多年积累的高效配送网络、领先的品类丰富度、持续优化的运营能力, 有效巩固其市场竞争地位, 且管理层业绩会中表示会直面竞争, 长期来看, 盈利能力仍将回到合理区间。维持买入评级。

1Q 收入略超预期, 闪购/海外收入成长趋势向好

1Q25 收入 866 亿元, yoy+18%, 超预期 1%。核心本地商业收入 643 亿元, yoy+18%, 超预期 1%; 新业务收入 222 亿元, yoy+19%, 超预期 1.8%。供给侧, 公司持续以创新推动商户侧运营改善, 1Q 到店业务年度活跃商户数量 yoy+25%; 用户侧, 公司于 3 月推出美团会员计划, 提升交叉销售效率并提升用户渗透率和消费频次。成长性方面, 闪购持续拓宽品类, 并积极开拓下沉市场, 1Q 平台非餐品类订单增长超过 60%; 海外 Keeta 已经在 9 个城市运营, 并宣布未来 5 年投资 10 亿美元进军巴西, 拓展长期增长曲线。

1Q 利润超预期, 2Q 起外卖补贴竞争或对利润造成短期影响

1Q25 实现经营利润 106 亿元, 去年同期 52 亿元, 超预期 23%, 核心本地商业经营利润 135 亿元, 超预期 9.4%; 新业务亏损 23 亿元, 优于预期 2.1%; 未分配亏损 65 亿元, 优于预期的亏损 83 亿元, 来自于汇兑损益和投资组合的公允价值变动。从 2Q25 开始, 国内外卖平台开始了补贴竞争, 因投资加大, 管理层表示 2Q 开始公司经营利润或同比下滑, 并且由于后续竞争的不确定性, 25 年利润端或存在波动。但我们认为中长期补贴竞争不可持续, 美团凭借其多年积累的高效配送网络、领先的品类丰富度、持续优化的运营能力, 能有效巩固其市场竞争地位, 长期来看, 盈利能力仍将回到合理区间。

盈利预测与估值

我们预测 25-27 年收入 3859/4580/5267 (较前值-2.4%/+0.2%/+0.5%) 亿元, 25 年主要因考虑到外卖竞争影响, 出于谨慎小幅下调收入。调整后净利润 405/553/703 (较前值-18.8%/-6.3%/-0.3%) 亿元, 主要考虑外卖短期竞争影响需要补贴投入, 26、27 年下调幅度缩小, 主因长期盈利能力将回到合理区间。基于 SOTP, 给予外卖、到店、闪购 25 年 8/24/40 倍 PE (前值分别为 15/23/40 倍), 新业务 1 倍 PS (前值为 1 倍), 其中外卖估值有明显下调, 主要源于当前国内外卖补贴竞争的不确定性, 但是我们认为中长期补贴竞争本身不可持续, 长期来看, 我们依旧看好公司外卖利润率回升至合理水平。给予美团目标价 142.4 (前值: 192.4) 港币, 维持买入评级。

风险提示: 本地生活市场竞争加剧, 市场增长不及预期, 公司盈利不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	276,745	337,152	385,927	457,972	526,651
+/-%	25.82	21.83	14.47	18.67	15.00
归母净利润 (人民币百万)	13,855	35,809	31,882	45,857	59,416
+/-%	(307.22)	158.45	(10.97)	43.83	29.57
归母净利润 (调整后, 人民币百万)	23,255	43,772	40,483	55,327	70,274
+/-%	722.31	88.23	(7.51)	36.67	27.02
EPS (调整后, 人民币, 最新摊薄)	3.73	7.16	6.63	9.06	11.50
PE (调整后, 倍)	32.12	16.72	17.91	13.10	10.32
PB (倍)	4.91	4.24	3.25	2.55	2.02
ROE (调整后, %)	16.57	26.96	20.45	21.79	21.85
EV EBITDA (倍)	33.94	15.76	16.50	10.68	7.46

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测与估值

基于 SOTP 给予目标价 142.4 港币（前值 192.4 港币），每股包括：

- 1) 我们预计外卖业务 2025 年净利润 235 亿（前值 306 亿，假设该分部净利润=经营利润*（1-15%）），选取全球本地生活服务可比公司，考虑到公司外卖进入常态化增长，同时短期内面临补贴竞争影响，利润兑现上存在不确定性，出于谨慎起见，我们给予公司外卖估值折价并增加折价幅度。可比公司 25 年平均 PE24.5 倍（前值 22.9 倍），我们给予公司外卖业务 8 倍 PE（前值 15），每股估值 33.5 港币（前值 81.7 港币）。
- 2) 我们预计到店业务 2025 年净利润 200 亿（前值 200 亿，假设该分部净利润=经营利润*（1-15%）），选取全球本地生活服务可比公司，到店业务线上有提升空间，同时 OPM 长期处于上行通道；到店和到家（外卖）事业部整合后协同性较强，由于外卖存在短期不确定性，出于谨慎考虑给予到店估值基本平价。可比公司 25 年平均 PE24.5 倍（前值 22.9 倍），我们给予公司到店业务 24 倍 PE（前值 23），每股估值 85.4 港币（前值 81.8 港币）。
- 3) 我们预计闪购业务 2025 年净利润 7 亿（前值 15 亿元，主要因为增长再投入下，利润释放小幅放缓，假设该分部净利润=经营利润*（1-15%）），选取全球本地生活服务可比公司，主要考虑到闪购业务未来的高成长性给予估值溢价，同时我们预计闪购短期内聚焦增长再投入，利润释放延后，因此小幅减少溢价幅度。可比公司 25 年平均 PE24.5 倍（前值 22.9 倍），我们给予公司闪购业务 40 倍 PE 不变，每股估值 5.0 港币（前值 10.7 港币）。
- 3) 新业务每股估值 18.6 港币，基于 1 倍不变 2025 年预测 PS，参照本地生活服务全球同业及国内主要电子商务平台同业整体的 2025 年 Visible Alpha 预测 PS2.9 倍（前值 2.7 倍）给予估值折价。我们提高折价水平，主要考虑到新业务中优选等增长速度放缓。

图表1：SOTP 估值

板块	估值方法	估值倍数(x)	2025E 利润/营收 (人民币百万)	估值	每股估值(港币)
外卖业务	2025E PE	8	23,518	188,140	33.5
到店业务	2025E PE	24	19,998	479,953	85.4
闪购业务	2025E PE	40	702	28,061	5.0
新业务	2025E PS	1	104,286	104,286	18.6
总估值，人民币百万				800,439	
总估值，港币百万				870,043	
股份数量，稀释后				6,110	
每股估值，港币				142.4	

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			PS		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
本地生活服务								
DoorDash	DASH US	206.2	93.6	57.3	39.2	7.1	6.1	5.3
Grab	GRAB US	5.0	142.0	60.7	39.0	6.1	5.2	4.6
Delivery Hero	HERO GR	24.5	NM	34.6	15.0	0.5	0.4	0.4
Just Eat Takeaway	TKWY NA	19.4	NM	NM	NM	1.1	1.0	1.0
Tokopedia	GOTO IJ	72.0	NM	81.8	37.3	4.6	3.9	3.4
Trip.com	TCOM US	62.3	19.4	17.1	14.6	5.1	4.5	4.0
Booking	BKNG US	5332.8	24.8	21.6	18.5	6.8	6.0	5.3
Airbnb	ABNB US	126.7	30.3	26.9	23.6	6.7	6.0	5.5
Tongcheng-Elong	780 HK	20.5	15.6	13.2	11.3	2.2	2.0	1.8
SF Intra city	9699 HK	10.8	32.2	21.2	16.2	0.5	0.4	0.3
平均值			24.5	31.6	23.9	4.1	3.6	3.2
在线零售								
Alibaba	BABA US	120.7	15.0	12.9	11.4	2.0	1.8	1.6
JD	JD US	33.4	7.9	6.9	6.3	0.3	0.3	0.2
Pinduoduo	PDD US	119.2	9.7	8.0	6.8	2.7	2.3	2.0
平均值			10.9	9.3	8.2	1.6	1.4	1.3
整体平均值			17.7	20.4	16.0	2.9	2.5	2.2

注: 1) 港股数据截至 2025 年 5 月 26 日, 美股数据截至 5 月 23 日; 2) PE 均值计算不包括大于 80x 数字, PS 均值计算不包括大于 15x 数字。

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	Revenue	86,557	92,849	106,259	100,262
毛利润	Gross Profit	32,414	34,354	39,316	37,095
毛利率	Gross Margin %	37%	37%	37%	37%
经营利润	Operating Profit	10,566	7,160	8,113	5,500
经营利润率	Operating Margin	12%	8%	8%	5%
调整后净利润	Net Profit Adj+	10,949	9,307	10,505	9,723
调整后净利润率	Net Profit Adj+ (%)	13%	10%	10%	10%

资料来源: 华泰研究预测

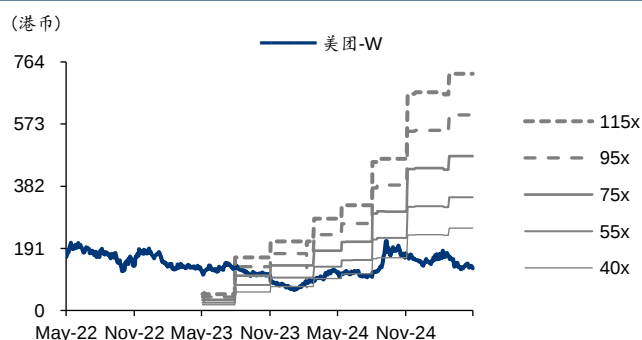
风险提示

本地生活市场竞争加剧：到店市场参与者变多，竞争加剧，公司市场份额受损，到店 OPM 因竞争加剧修复不及预期。

市场增长不及预期：受到宏观消费影响，即时配送单量增长不足预期。

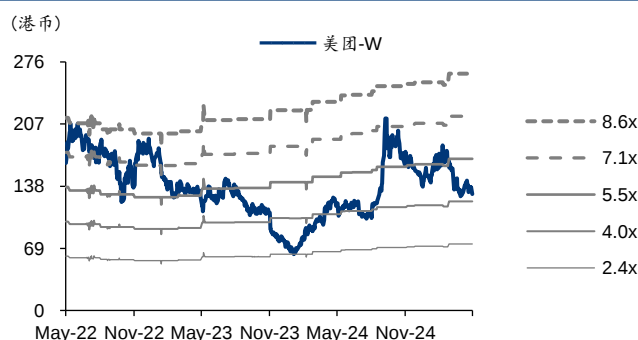
公司盈利不及预期：经营利润率不足预期，新业务减亏进展不及预期。

图表4：美团-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表5：美团-WPB-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	276,745	337,152	385,927	457,972	526,651
销售成本	(179,554)	(207,367)	(242,748)	(281,653)	(321,257)
毛利润	97,191	129,785	143,179	176,319	205,394
销售及分销成本	(58,617)	(63,975)	(77,185)	(87,015)	(94,797)
管理费用	(9,372)	(10,729)	(12,350)	(14,655)	(15,800)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(606.00)	(45.00)	1,284	1,387	1,336
应占联营公司利润及亏损	1,213	1,186	1,186	1,186	1,186
税前利润	14,022	37,986	33,809	49,845	66,018
税费开支	(165.00)	(2,177)	(1,927)	(3,988)	(6,602)
少数股东损益	1.50	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	13,855	35,809	31,882	45,857	59,416
非通用准则调整项	9,400	7,963	8,601	9,470	10,858
调整后归母净利润	23,255	43,772	40,483	55,327	70,274
折旧和摊销	(7,997)	(8,250)	(9,847)	(11,624)	(13,576)
EBITDA	22,625	46,281	42,372	60,082	78,258
EPS (人民币, 基本)	2.22	5.86	5.22	7.51	9.72

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	1,305	1,171	1,558	1,434	1,837
应收账款和票据	17,278	14,453	21,959	19,875	27,113
现金及现金等价物	33,340	70,834	112,966	173,057	243,116
其他流动资产	131,194	123,277	124,198	139,064	139,544
总流动资产	183,116	209,735	260,681	333,430	411,610
固定资产	25,978	30,239	32,492	35,117	37,577
无形资产	30,398	30,230	30,982	31,369	31,843
其他长期资产	53,538	54,151	58,351	60,608	64,170
总长期资产	109,914	114,620	121,825	127,093	133,590
总资产	293,030	324,355	382,507	460,523	545,200
应付账款	64,721	76,466	72,116	86,451	84,494
短期借款	19,322	1.10	3,875	8,628	16,774
其他负债	16,832	31,468	31,775	25,100	20,895
总流动负债	100,874	107,936	107,766	120,180	122,163
长期债务	4,208	4,310	4,432	4,582	4,839
其他长期债务	35,991	39,505	47,059	51,296	59,443
总长期负债	40,199	43,815	51,491	55,879	64,282
股本	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
储备/其他项目	152,010	172,658	223,303	284,519	358,809
股东权益	152,011	172,659	223,304	284,519	358,809
少数股东权益	(54.41)	(54.41)	(54.41)	(54.41)	(54.41)
总权益	151,956	172,604	223,249	284,465	358,755

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	53.92	20.44	22.74	15.81	12.20
PB	4.91	4.24	3.25	2.55	2.02
调整后 PE (倍)	32.12	16.72	17.91	13.10	10.32
调整后 ROE	16.57	26.96	20.45	21.79	21.85
EV EBITDA	33.94	15.76	16.50	10.68	7.46
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	3.77	6.30	1.45	7.17	5.11

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	22,625	46,281	42,372	60,082	78,258
融资成本	606.00	45.00	(1,284)	(1,387)	(1,336)
营运资本变动	16,178	14,706	(12,245)	16,545	(9,599)
税费	(165.00)	(2,177)	(1,927)	(3,988)	(6,602)
其他	1,278	(1,708)	36,759	12,211	34,558
经营活动现金流	40,522	57,147	63,674	83,463	95,278
CAPEX	(11,282)	(13,123)	(14,729)	(16,437)	(18,712)
其他投资活动	(13,382)	23,328	(7,037)	(7,176)	(6,770)
投资活动现金流	(24,664)	10,205	(21,766)	(23,614)	(25,482)
债务增加量	1,216	(19,219)	3,996	4,903	8,403
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	(3,997)	(11,195)	(3,773)	(4,662)	(8,140)
融资活动现金流	(2,781)	(30,415)	223.40	241.10	262.90
现金变动	13,077	36,937	42,132	60,091	70,060
年初现金	20,159	33,340	70,834	112,966	173,057
汇率波动影响	104.45	557.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	33,340	70,834	112,966	173,057	243,116

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	25.82	21.83	14.47	18.67	15.00
毛利润	57.39	33.54	10.32	23.15	16.49
营业利润	(330.48)	174.66	(14.94)	50.84	34.32
净利润	(307.22)	158.45	(10.97)	43.83	29.57
调整后净利润	722.31	88.23	(7.51)	36.67	27.02
EPS (基本)	(305.83)	163.73	(10.96)	43.83	29.57
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.12	38.49	37.10	38.50	39.00
EBITDA	8.18	13.73	10.98	13.12	14.86
净利率	5.01	10.62	8.26	10.01	11.28
调整后净利率	8.40	12.98	10.49	12.08	13.34
ROE	9.87	22.06	16.10	18.06	18.47
调整后 ROE	16.57	26.96	20.45	21.79	21.85
ROA	5.16	11.60	9.02	10.88	11.82
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(6.45)	(38.53)	(46.87)	(56.18)	(61.73)
流动比率	1.82	1.94	2.42	2.77	3.37
速动比率	1.80	1.93	2.40	2.76	3.35
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.03	1.09	1.09	1.09	1.05
应收账款周转天数	21.22	16.94	16.98	16.44	16.06
应付账款周转天数	111.46	122.55	110.18	101.34	95.78
存货周转天数	2.47	2.15	2.02	1.91	1.83
现金转换周期	(87.77)	(103.46)	(91.17)	(82.98)	(77.89)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	2.22	5.86	5.22	7.51	9.72
EPS (调整后, 基本)	3.73	7.16	6.63	9.06	11.50
每股净资产	24.38	28.26	36.55	46.57	58.73

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。
- 美团-W (3690 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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。
- 美团-W (3690 HK)：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担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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