

1Q 业绩不及预期，业务调整仍需时间

华泰研究

2025 年 5 月 28 日 | 美国

季报点评

互联网

拼多多 1Q25 总收入 957 亿元，同增 10.2%，低于 Visible Alpha (VA) 一致预期的 1,039 亿元；非 GAAP 归母净利润 169 亿元，对应非 GAAP 净利率 17.7%，同比下降 17.6pp，逊于 VA 一致预期的 26.8%。我们认为业绩不及预期主要反映：1) 国内电商业务，公司在弥补国补份额劣势以及国内商户经营生态改善上的投入力度超出预期；2) 海外电商业务，公司为加速商业模式向半托管转型及开拓非美国地区业务机会进行的积极投入。考虑到拼多多 4 月推出的“千亿扶持”计划或中短期内持续影响公司的盈利能力，以及地缘政治风险波动的不确定性，下调评级至“持有”。

国内电商：坚定推进商户生态优化，业务调整期仍需一定时间

1Q25 拼多多在线市场服务收入同增 14.8%至 487 亿元，好于一致预期的同增 13.5%，表明其国内电商 GMV 增长尚在健康水平；交易服务收入同增 5.8%至 470 亿元，逊于一致预期的 560 亿元，主要反映平台在商户扶持和佣金减免上的激进投入。管理层分享了公司在商户扶持方面的具体举措和未来计划：1) “百亿减免”计划、电商西进、新质商家扶持计划已使超 1,000 万商家实现提质增效；2) 新推出的“千亿扶持”计划重点通过服务费返还、保证金下调、物流中转费减免等举措，帮助中小商家实现稳定销量并降低经营成本，并进一步探索平台直补的创新模式，充分保障商家权益的基础上使多类商品对标国补价格标准。鉴于拼多多国内电商业务在 2022-2024 年间受益于商户去库存需求，变现率水平显著提升并形成较高基数，我们预计其商业化水平的调整与商户健康经营生态的塑造仍需花费一定时间，收入增长与利润释放中短期内或持续面临压力，建议观察未来业务调整节奏。

海外电商：地缘政治风险波动推动平台业务模式转型

1Q25-2Q25 期间，拼多多海外电商业务 Temu 积极推动平台内商家供货模式由全托管向半托管转型，以应对关税风险的波动，但预计 2Q 期间摇摆的政策会给予对美全托管业务产生较直接的负面影响。展望后续，我们预计 Temu 仍需一定投入以帮助优质商家较快建立起海外仓能力，以及进一步开拓非美地区的业务增长机会，盈亏上岸节奏或较我们此前预期有所推迟，但我们仍看好其中长期凭借较高的供应链效率及商业模式效率在海外市场持续提升份额水平。

盈利预测与估值

考虑到国内主站补贴加大和海外电商转型的费用投入，我们调整 2025-2027 年非 GAAP 净利润预测-37.2/-25.3/-20.3%至 801/1,065/1,277 亿元。基于 SOTP 估值新目标价 102.3 美元（前值：144.5 美元），国内电商主站/多多买菜/Temu 分别为 74.6/4.9/22.8 美元（前值：110.7/7.7/26.0 美元），分别基于 2025E 8x PE, 0.2x P/GMV, 0.5x P/GMV（前值：11x/0.3x/0.6x），倍数下调分别主因投入期利润能见度较低/赛道竞争加剧/地缘政治波动。

风险提示：国内电商投入超预期；海外电商业务减亏不及预期；关税风险。

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)	247,639	393,836	431,697	474,646	527,050
+/-%	89.68	59.04	9.61	9.95	11.04
归母净利润 (人民币百万)	60,027	112,435	70,204	95,574	115,554
+/-%	90.33	87.31	(37.56)	36.14	20.91
归母净利润 (调整后,人民币百万)	67,899	122,344	80,133	106,491	127,676
+/-%	71.77	80.18	(34.50)	32.89	19.89
EPS (调整后,人民币,最新摊薄)	46.51	82.71	53.75	70.86	84.28
PE (调整后,倍)	17.36	9.71	14.97	11.40	9.62
PB (倍)	6.29	3.79	3.05	2.43	1.96
ROE (调整后,%)	44.52	48.88	22.68	23.84	22.65
EV EBITDA (倍)	18.70	10.35	13.55	9.75	7.53

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(下调):

目标价(美元):

持有

102.30

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

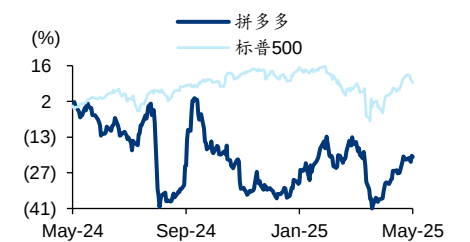
曹卓铭

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

基本数据

目标价 (美元)	102.30
收盘价 (美元 截至 5 月 23 日)	119.24
市值 (美元百万)	169,279
6 个月平均日成交额 (美元百万)	1,049
52 周价格范围 (美元)	87.11-164.69
BVPS (美元)	30.83

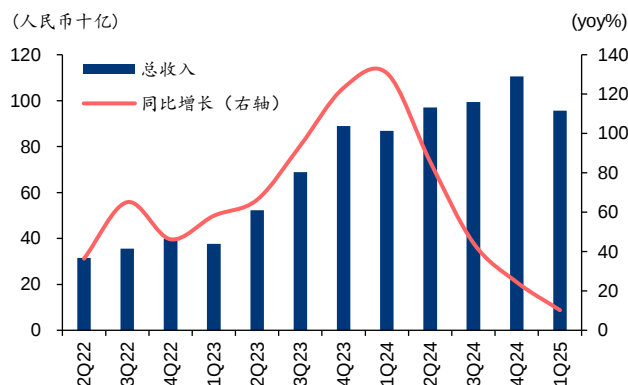
股价走势图



资料来源：S&P

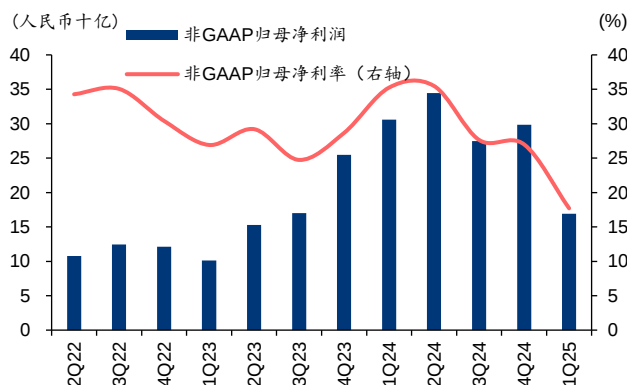
1Q25 业绩回顾

图表1：拼多多：季度收入趋势



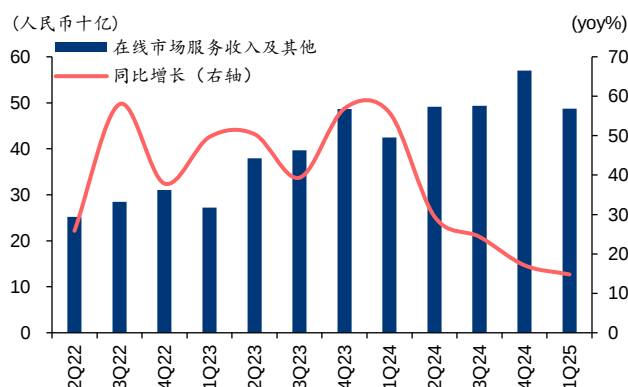
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：拼多多：非 GAAP 归母净利润趋势



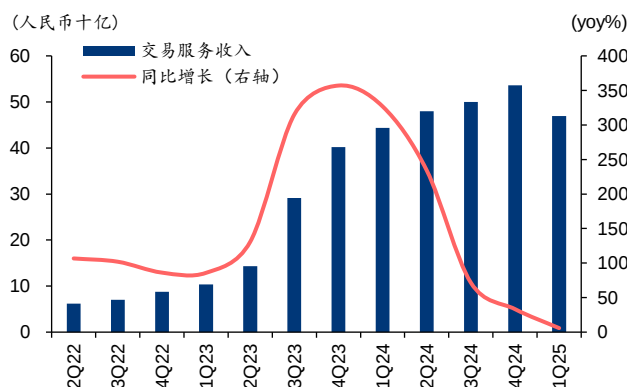
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：拼多多：在线市场服务收入及其他



资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：拼多多：交易服务收入



资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测调整

我们调整公司 2025-2027 年收入预测-4.6/-3.0/-1.7%至 4,317/4,746/5,271 亿元（前值：4,525/4,891/5,360 亿），收入增速下修主因积极的商户扶持举措部分抵消收入增长，且中美关税政策波动期间海外电商业务收入或受到一定负面影响。

考虑到国内主站持续的商户扶持举措以及费用补贴的加大，我们调整 2025/2026/2027 年公司非 GAAP 净利润预测-37.2/-25.3/-20.3%至 801/1,065/1,277 亿元。

我们预计 2Q 拼多多在收入增速及利润释放上仍面临一定压力。国内电商业务方面，1) 变现率存在一定高基数效应；2) 1Q 较高的营销费用反映出公司为弥补其国补份额劣势而进行的大力度投入，我们预计目前取得较好效果的国补行动在 2Q 的持续或使得拼多多延续大额补贴策略；3) 公司 4 月推出的千亿扶持举措，或在 2Q 起逐渐对公司利润端产生一定影响；4) 主要竞对阿里及京东目前在即时零售赛道的积极投入或推动各自主站用户活跃度提升及流量增长，而使得拼多多在远场电商场景下相较前两者的用户粘性优势有所削弱，或被动加大远场电商补贴以呵护其市场份额。海外电商业务方面，2Q 中美关税政策的摇摆预计将给 Temu 业务带来一定的一次性影响，与此同时，为加速半托管模式的转型以及获取非美地区业务增长机会，Temu 仍需一定投入，或对其板块盈利表现造成一定压力。

图表5：华泰预测变动

(人民币十亿)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %
收入	452.5	431.7	-4.6%	489.1	474.6	-3.0%	536.0	527.1	-1.7%
毛利润	271.6	251.4	-7.5%	297.3	285.4	-4.0%	331.9	325.5	-1.9%
销售费用	138.2	148.8	7.7%	147.1	154.3	4.9%	161.8	169.3	4.6%
经营利润	111.9	79.6	-28.8%	127.6	106.8	-16.3%	145.9	129.8	-11.1%
GAAP 净利润	116.3	70.2	-39.6%	130.9	95.6	-27.0%	147.8	115.6	-21.8%
非 GAAP 净利润	127.7	80.1	-37.2%	142.6	106.5	-25.3%	160.1	127.7	-20.3%
(%)	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp
毛利率	60.0%	58.2%	-1.8%	60.8%	60.1%	-0.7%	61.9%	61.8%	-0.1%
销售费用率	30.5%	34.5%	4.0%	30.1%	32.5%	2.4%	30.2%	32.1%	1.9%
经营利润率	24.7%	18.4%	-6.3%	26.1%	22.5%	-3.6%	27.2%	24.6%	-2.6%
净利率	25.7%	16.3%	-9.4%	26.8%	20.1%	-6.7%	27.6%	21.9%	-5.7%
非 GAAP 净利率	28.2%	18.6%	-9.6%	29.2%	22.4%	-6.8%	29.9%	24.2%	-5.7%

资料来源：华泰研究预测

图表6：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	393,836	431,697	474,646	527,050	97,060	99,354	110,610	95,672	102,154
同比增长	59.0%	9.6%	9.9%	11.0%	85.7%	44.3%	24.4%	10.2%	5.2%
在线市场服务收入	197,934	221,713	226,172	245,168	49,116	49,351	57,011	48,722	56,690
同比增长	28.9%	12.0%	2.0%	8.4%	29.5%	24.3%	17.1%	14.8%	15.4%
交易服务收入	195,902	209,984	248,474	281,882	47,944	50,003	53,599	46,950	45,463
同比增长	108.2%	7.2%	18.3%	13.4%	234.2%	71.5%	33.3%	5.8%	-5.2%
毛利润	239,936	251,352	285,361	325,527	63,361	59,645	62,812	54,725	55,753
毛利率	60.9%	58.2%	60.1%	61.8%	65.3%	60.0%	56.8%	57.2%	54.6%
归母净利润	112,435	70,204	95,574	115,554	32,009	24,981	27,447	14,742	12,755
同比增长	87.3%	-37.6%	36.1%	20.9%	144.2%	60.8%	17.9%	-47.3%	-60.2%
归母净利率	28.5%	16.3%	20.1%	21.9%	33.0%	25.1%	24.8%	15.4%	12.5%
非 GAAP 归母净利润	122,344	80,133	106,491	127,676	34,432	27,459	29,851	16,916	15,105
同比增长	80.2%	-34.5%	32.9%	19.9%	125.5%	61.3%	17.2%	-44.7%	-56.1%
非 GAAP 归母净利率	31.1%	18.6%	22.4%	24.2%	35.5%	27.6%	27.0%	17.7%	14.8%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

SOTP 估值

基于 SOTP 估值的新目标价为 102.3 美元(前值: 144.5 美元), 新目标价对应 12.8/9.7/8.1x 2025/2026/2027 年非 GAAP PE。展望后续, 我们预计拼多多的投入期仍需一定时间才能看到拐点, 鉴于投入期利润增长能见度较低, 下调至“持有”评级。

我们给予国内电商主站估值每 ADS 74.6 美元(前值: 110.7 美元), 基于 8x 2025E PE(前值: 2025E 11.0x), 低于同行 2025E PE 均值 11.3x, 估值倍数下调主因业务投入期利润增长能见度降低。拼多多为弥补其在国补项目中的份额劣势以及优化商户经营生态所进行的投入或对其 2025-2027 年利润增长产生较明显压力。

我们给予多多买菜估值每 ADS 4.9 美元(前值: 7.7 美元), 基于 0.2x 2025E P/GMV(前值: 0.3x 2025E P/GMV), 略低于中国同行公司均值 0.22x, 反映近期即时零售赛道竞争的加剧或一定程度削弱社区团购赛道的增长势头。

我们给予 Temu 业务估值每 ADS 22.8 美元(前值: 26.0 美元), 基于 0.5x 2025E P/GMV(前值: 2025E 0.6x), 高于中国同行公司均值 0.22x, 反映该业务远期较为可观的可触达空间。估值倍数下调主因海外地缘政治波动或使其收入增长的稳健性受到一定损伤。

图表7: SOTP 估值表

板块	估值方法	估值基础, 人民币百万	估值倍数 (x)	估值, 美元百万	每 ADS 估值, 美元
国内电商主站	2025E PE	93,854	8.0	104,525	74.6
多多买菜	2025E P/GMV	245,159	0.20	6,826	4.9
Temu	2025E P/GMV	459,060	0.50	31,953	22.8
总计				143,304	
ADS 数量, 百万				1,401	
每 ADS 估值					102.3

注: 美元/人民币=7.2, 基于美元/人民币 2025 年 5 月 26 日中间价。

资料来源: 华泰研究预测

图表8: 可比公司估值对比

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR 2025-2027E	调整后 P/E			调整后净利 CAGR 2025-2027E	P/GMV		
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
阿里巴巴	BABA US	120.7	287,433	2.0	1.8	1.7	7.4	12.4	11.3	10.3	8.3	0.25	0.24	0.23
京东	JD US	33.4	52,189	0.3	0.3	0.3	7.7	8.2	7.2	6.6	6.1	0.09	0.08	0.08
唯品会	VIPS US	14.4	7,395	0.5	0.5	0.5	0.9	6.0	5.9	5.7	0.8	0.25	0.24	0.23
美团	3690 HK	132.1	102,997	1.9	1.7	1.5	14.2	18.5	14.1	11.2	14.8	0.28	0.24	0.21
Amazon	AMZN US	201.0	2,133,781	3.1	2.8	2.5	9.5	25.2	21.7	17.4	16.2	2.33	2.16	2.07
eBay	EBAY US	71.9	33,155	3.1	3.0	2.9	3.4	13.3	12.8	12.2	3.6	0.44	0.43	0.42
中国公司平均值				1.2	1.1	1.0	7.6	11.3	9.6	8.4	7.5	0.22	0.20	0.19
平均值				1.8	1.7	1.6	7.2	13.9	12.2	10.6	8.3	0.61	0.57	0.54

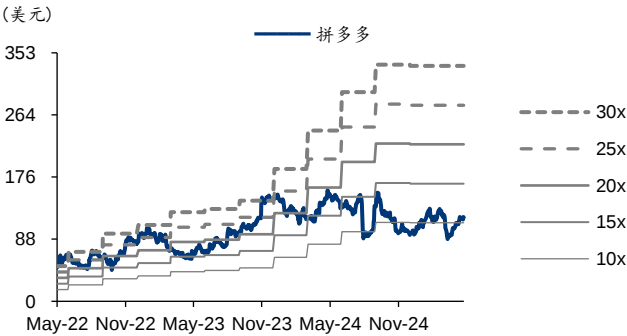
注: 美股数据截至 2025 年 5 月 26 日收盘, 港股数据截至 2025 年 5 月 27 日收盘。

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

风险提示

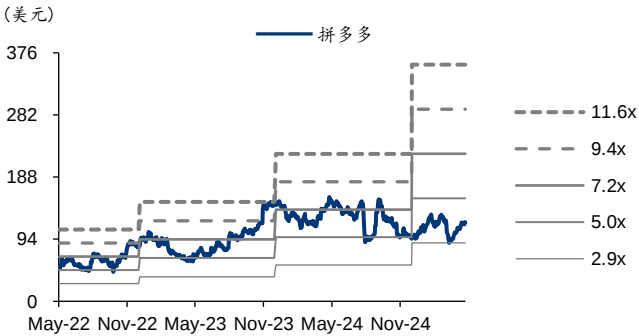
国内电商投入超预期; 海外电商业务减亏不及预期, 关税风险。

图表9: 拼多多 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表10: 拼多多 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	247,639	393,836	431,697	474,646	527,050
销售成本	(91,724)	(153,900)	(180,345)	(189,286)	(201,524)
毛利润	155,916	239,936	251,352	285,361	325,527
销售及分销成本	(82,189)	(111,301)	(148,841)	(154,293)	(169,269)
管理费用	(4,076)	(7,553)	(7,574)	(8,113)	(8,925)
其他收入/支出	2,988	3,708	3,958	4,620	5,082
财务成本净额	10,194	20,553	1,000	1,050	1,103
应占联营公司利润及亏损	(4.71)	17.23	0.00	0.00	0.00
税前利润	71,876	132,701	84,583	112,440	135,946
税费开支	(11,850)	(20,267)	(14,379)	(16,866)	(20,392)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	60,027	112,435	70,204	95,574	115,554
Non-GAAP 调整项	7,873	9,909	9,929	10,917	12,122
调整后净利润	67,899	122,344	80,133	106,491	127,676
折旧和摊销	(786.24)	(972.06)	(960.94)	(1,393)	(1,867)
EBITDA	62,469	113,120	84,544	112,782	136,710
EPS (人民币, 基本)	44.33	81.24	50.12	67.43	80.56

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	8,127	8,093	8,691	9,354	10,123
现金及现金等价物	59,794	57,768	82,566	128,277	199,334
其他流动资产	226,829	349,787	403,199	451,732	508,100
总流动资产	294,750	415,648	494,457	589,364	717,557
固定资产	979.60	879.33	2,077	3,057	3,825
无形资产	21.15	19.17	19.17	19.17	19.17
其他长期资产	52,327	88,488	88,488	88,488	88,488
总长期资产	53,328	89,386	90,584	91,564	92,332
总资产	348,078	505,034	585,041	680,928	809,889
应付账款	150,611	181,007	180,881	170,277	171,562
短期借款	648.57	5,310	5,310	5,310	5,310
其他负债	1,642	2,106	2,106	2,106	2,106
总流动负债	152,901	188,423	188,296	177,693	178,978
长期债务	5,232	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期债务	2,704	3,298	3,298	3,298	3,298
总长期负债	7,936	3,298	3,298	3,298	3,298
股本	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18
储备/其他项目	187,241	313,313	393,446	499,937	627,612
股东权益	187,242	313,313	393,446	499,937	627,613
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	187,242	313,313	393,446	499,937	627,613

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	19.63	10.57	17.09	12.70	10.63
PB	6.29	3.79	3.05	2.43	1.96
调整后 PE (倍)	17.36	9.71	14.97	11.40	9.62
调整后 ROE	44.52	48.88	22.68	23.84	22.65
EV EBITDA	18.70	10.35	13.55	9.75	7.53
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	6.16	6.81	5.54	6.77	9.39

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	62,469	113,120	84,544	112,782	136,710
融资成本	(10,194)	(20,553)	(1,000)	(1,050)	(1,103)
营运资本变动	26,456	(11,253)	(725.45)	(11,266)	516.19
税费	(11,850)	(20,267)	(14,379)	(16,866)	(20,392)
其他	27,282	60,883	(52,412)	(47,483)	(55,265)
经营活动现金流	94,163	121,929	16,028	36,117	60,467
CAPEX	(3,814)	(1,829)	(2,158)	(2,373)	(2,635)
其他投资活动	(51,617)	(116,527)	(54,758)	(49,283)	(56,675)
投资活动现金流	(55,431)	(118,356)	(56,917)	(51,656)	(59,310)
债务增加量	0.00	(570.50)	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	(8,961)	571.66	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	(8,961)	1.16	0.00	0.00	0.00
现金变动	29,771	3,574	(40,889)	(15,538)	1,157
年初现金	34,326	63,806	68,220	27,331	11,793
汇率波动影响	(291.14)	840.10	0.00	0.00	0.00
年末现金	63,806	68,220	27,331	11,793	12,950

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	89.68	59.04	9.61	9.95	11.04
毛利润	57.34	53.89	4.76	13.53	14.08
营业利润	93.08	84.71	(26.56)	34.09	21.53
净利润	90.33	87.31	(37.56)	36.14	20.91
调整后净利润	71.77	80.18	(34.50)	32.89	19.89
EPS (基本)	77.73	83.25	(38.30)	34.52	19.47
盈利能力比率 (%)					
毛利率	62.96	60.92	58.22	60.12	61.76
EBITDA	25.23	28.72	19.58	23.76	25.94
净利率	24.24	28.55	16.26	20.14	21.92
调整后净利率	27.42	31.06	18.56	22.44	24.22
ROE	39.36	44.92	19.87	21.40	20.50
调整后 ROE	44.52	48.88	22.68	23.84	22.65
ROA	20.51	26.36	12.88	15.10	15.50
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(28.79)	(16.74)	(19.64)	(24.60)	(30.91)
流动比率	1.93	2.21	2.63	3.32	4.01
速动比率	1.93	2.21	2.63	3.32	4.01

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.85	0.92	0.79	0.75	0.71
应收账款周转天数	8.01	7.41	7.00	6.84	6.65
应付账款周转天数	496.52	387.86	361.20	333.93	305.33
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)	44.33	81.24	50.12	67.43	80.56
EPS (调整后, 基本)	50.15	88.40	57.21	75.13	89.01
每股净资产	138.29	226.38	280.91	352.71	437.53

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