

H1 主业增势亮眼，数贸中心招商超预期

华泰研究

2025 年 7 月 01 日 | 中国内地

更新报告

零售

小商品城发布业绩预增公告：预计 H1 实现归母净利润 16.3-17.0 亿元，同增 12.6%-17.4%；扣非净利润 16.1-16.8 亿元，同增 13.5%-18.4%，主营业务保持稳步增长，贸易履约服务业务快速发展，Chinagoods、YiwuPay 等创新业务拓宽成长曲线，全球数贸中心落地在即，有望共同构建小商品贸易服务生态。我们看好公司以数字化赋能市场，打造未来数字商品市场新模式，中长期价值持续提升，给予“买入”评级。

进出口业务提速，市场高景气度延续

作为全球小商品贸易龙头，义乌市场持续展现强劲增长韧性。1-5 月，义乌市实现进出口总额 3271.3 亿元，同比增长 23.7%，其中出口 2893.1 亿元、进口 378.2 亿元，分别同比增长 23.7%和 23.9%，进出口增速表现较佳；同期来义外商超 25 万人次，同比增长 18.6%，市场国际化活跃度增强。此外，受益于新一轮国际贸易综合改革试点的深入推进，自新春开市以来，义乌市场日均开门率稳定保持在 97%以上，日均客流超 23 万人次、日均外商近 3800 人，市场运行呈现稳中向好态势，高景气度得以延续。

全球数贸中心进入招商冲刺，贡献业绩增量可期

作为义乌第六代市场的标杆之作，全球数贸中心商贸综合体的关键空间已基本成型，整体项目完成度超 90%，首期 3800 个商位正式进入招商冲刺阶段，招商形势火热。截至 6 月 26 日，首批 389 个时尚珠宝行业黄金商铺招商工作全面完成。期间受理报名近 4500 条，市外申报 3473 条，行业吸引力强劲。在中间价法招投标机制下，市场价值凸显，价格创历史新高。伴随第二批婴幼儿童成长用品行业、护肤及医美用品行业招商报名于 6 月 29 日正式开启，首日报名主体超 3200 家，业绩增量空间可期。

多元化创新业务持续落地，全链路国际贸易服务平台扬帆远航

公司作为全球小商品贸易核心枢纽，成功转型为涵盖商品展示、数字平台、跨境支付的全链路国际贸易综合服务商，通过 Chinagoods 平台、YiwuPay 等综合体系构建“数字贸易+金融”生态闭环。在市场经营主业稳步扩容基础上，全球数贸中心开业、数字业务规模化变现、进口贸易创新等有望持续拓宽成长空间，看好公司持续成长前景。

盈利预测与估值

考虑到公司市场经营主业保持高景气，多元创新业务变现路径逐步清晰，我们预测公司 25-27 年归母净利润为 40.5/51.2/62.6 亿元。参考可比公司 25 年一致预期均值 32xPE，考虑到公司产业集群化+闭环生态壁垒深厚，创新业态拓宽成长空间，应当享有一定估值溢价，给予公司 25 年 36xPE，目标价为 26.64 元，给予“买入”评级。

风险提示：1) 市场竞争加剧；2) 数字化转型进展较慢；3) 地缘政治风险。

投资评级(上调):

买入

目标价(人民币):

26.64

樊俊豪

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

石狄

SAC No. S0570524090003
SFC No. BVO045

研究员

shidi@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

杨耀

SAC No. S0570124070059

联系人

yangyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价 (人民币)	26.64
收盘价 (人民币 截至 7 月 1 日)	19.43
市值 (人民币百万)	106,547
6 个月平均日均成交额 (人民币百万)	851.45
52 周价格范围 (人民币)	7.24-21.91
BVPS (人民币)	3.89

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	15,737	20,226	25,400	30,988
+/-%	39.27	28.52	25.58	22.00
归属母公司净利润 (百万)	3,074	4,050	5,124	6,261
+/-%	14.85	31.76	26.53	22.18
EPS (最新摊薄)	0.56	0.74	0.93	1.14
ROE (%)	16.10	17.98	19.01	19.37
PE (倍)	34.66	26.31	20.79	17.02
PB (倍)	5.20	4.34	3.63	3.02
EV EBITDA (倍)	20.98	16.21	12.69	10.36

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测分析

公司收入主要由市场经营、商品销售、酒店服务、展览广告及其他服务构成。2024 年公司实现营业收入同比+39.3%至 157.4 亿元。在消费复苏和产业升级推动下，我们预计 2025/26/27 年公司营收将同比增长 28.5%/25.6%/22.0%至 202.3/254.0/309.9 亿元。利润方面，得益于各板块毛利率的稳定提升以及结构优化，我们预计 2025/26/27 年公司整体毛利率为 31.77%/31.92%/31.95%。

- 1) 市场经营业务：**作为公司压舱石业务 2024 年收入占比为 28.8%，同时拥有较高毛利为公司的主要利润来源。我们预计 2025/26/27 年该业务收入将同比+30.0%/22.0%/20.0%至 59.0/72.0/86.3 亿元，同期毛利率有望小幅提升至 84.90%/86.92%/87.21%。
- 2) 商品销售业务：**2024 年收入占比达 58.8%，为收入的主要来源之一。随着消费场景拓展及渠道多元化，我们预计公司商品销售收入 2025/26/27 年将同比+30.0%/28.0%/23.0%至 120.3/154.0/189.4 亿元，对应毛利率逐步提升至 0.72%/0.82%/0.96%。
- 3) 酒店服务业务：**考虑到终端消费回暖及旅游需求复苏，预计 2025/26/27 年收入将同比+50.0%/45.0%/40.0%至 4.5/6.5/9.0 亿元，同期毛利率也将逐步回升至 8.0%/8.0%/8.5%。
- 4) 展览广告业务：**考虑到展会经济恢复，同时结合低基数情况，我们预计收入将同比+20.0%/20.0%/20.0%至 7.6/9.2/11.0 亿元，毛利率提升至 54.77%/55.85%/56.93%。

图表1：小商品城：2025E-2027E 营业收入及毛利润预测

分业务收入	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	11299.7	15737.4	20226.0	25400.0	30988.0
市场经营	3031.8	4536.7	5897.7	7195.1	8634.2
商品销售	6808.1	9254.6	12031.0	15399.7	18941.6
酒店服务	336.6	296.8	445.2	645.5	903.7
展览广告	373.6	636.1	763.3	915.9	1099.1
其他服务	749.6	1013.3	1088.9	1243.8	1409.5
总收入增速	48.3%	39.3%	28.5%	25.6%	22.0%
市场经营	78.7%	49.6%	30.0%	22.0%	20.0%
商品销售	37.6%	35.9%	30.0%	28.0%	23.0%
酒店服务	86.7%	-11.8%	50.0%	45.0%	40.0%
展览广告	367.2%	70.2%	20.0%	20.0%	20.0%
其他服务	78.4%	35.2%	7.5%	14.2%	13.3%
总收入占比					
市场经营	26.8%	28.8%	29.2%	28.3%	27.9%
商品销售	60.3%	58.8%	59.5%	60.6%	61.1%
酒店服务	3.0%	1.9%	2.2%	2.5%	2.9%
展览广告	3.3%	4.0%	3.8%	3.6%	3.6%
其他服务	6.6%	6.4%	5.4%	4.9%	4.6%
总毛利	2993.9	4939.5	6426.2	8107.7	9900.7
市场经营	2327.9	3849.8	5007.1	6254.0	7529.8
商品销售	50.4	61.1	86.6	126.3	181.8
酒店服务	54.7	23.7	35.6	51.6	76.8
展览广告	159.2	341.5	418.1	511.6	625.7
其他服务	522.7	817.7	878.8	1003.7	1137.4
毛利占比					
市场经营	77.8%	77.9%	77.9%	78.7%	78.8%
商品销售	1.7%	1.2%	1.3%	1.6%	1.9%
酒店服务	1.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%
展览广告	5.3%	6.9%	6.5%	6.4%	6.6%
其他服务	17.5%	16.6%	13.7%	12.6%	11.9%
毛利率	26.5%	31.4%	31.8%	31.9%	32.0%
市场经营	76.8%	84.9%	84.9%	86.9%	87.2%
商品销售	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%
酒店服务	16.3%	8.0%	8.0%	8.0%	8.5%

分业务收入	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
展览广告	42.6%	53.7%	54.8%	55.9%	56.9%
其他服务	69.7%	80.7%	80.7%	80.7%	80.7%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

费用率方面，考虑到公司经营效率的持续提升及规模效应显现，我们预计整体费用率有望稳步优化，2025/26/27 年期间费用率为 6.50%/6.48%/5.99%；结合费用率的稳步下滑以及毛利率的持续改善，我们预计 2025/26/27 年公司净利率为 20.00%/20.15%/20.18%，对应同期归母净利润为 40.5/51.2/62.6 亿元。

图表2：小商品城：盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	11299.7	15737.4	20226.0	25400.0	30988.0
yoy	48.3%	39.3%	28.5%	25.6%	22.0%
总成本	8305.7	10797.9	13799.9	17292.3	21087.3
yoy	28.7%	30.0%	27.8%	25.3%	21.9%
总毛利	2993.9	4939.5	6426.1	8107.7	9900.7
yoy	156.6%	65.0%	30.1%	26.2%	22.1%
总毛利率	26.5%	31.4%	31.8%	31.9%	32.0%
期间费用率	8.4%	6.5%	6.5%	6.5%	6.0%
销售费用率	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用率	5.0%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%
研发费用率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
财务费用率	1.1%	0.6%	0.8%	0.7%	0.3%
净利率	23.7%	19.6%	20.0%	20.2%	20.2%
归母净利润	2676.2	3073.7	4049.8	5124.1	6260.9
yoy	142.3%	14.9%	31.8%	26.5%	22.2%
EPS（摊薄）	0.49	0.56	0.74	0.93	1.14

资料来源：公司公告，华泰研究预测

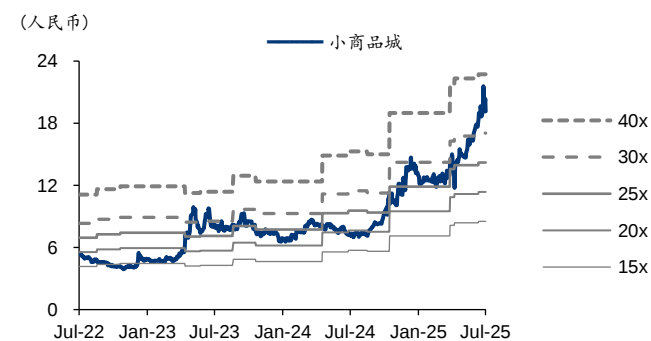
图表3：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价	市值(百万)	EPS(当地币种)			PE(倍)		
		(当地币种)	(当地币种)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002344 CH	海宁皮城	4.34	5566.6	0.08	0.09	0.10	53.5	46.0	42.2
000785 CH	居然智家	3.02	18805.7	0.19	0.21	0.24	16.3	14.7	13.5
000061 CH	农产品	6.42	10894.5	0.25	0.30	0.38	25.1	21.3	16.7
平均				0.17	0.20	0.24	31.6	27.3	24.1

注：盈利均采用 Wind 一致预期，数据截至 2025.07.01。

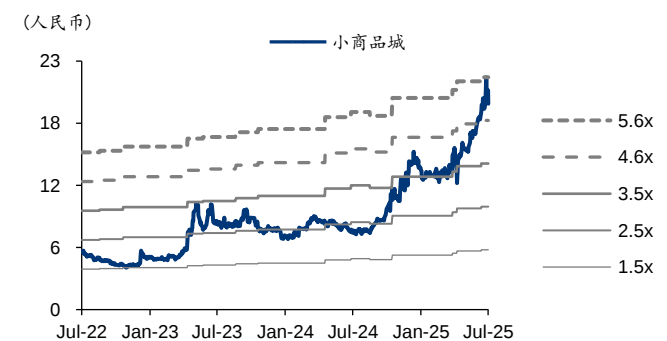
资料来源：Wind、华泰研究

图表4：小商品城 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表5：小商品城 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究



风险提示

- 1) 市场竞争加剧。若市场竞争加剧，零售终端需求复苏不及预期，或将导致公司盈利承压，业绩释放进度滞后；
- 2) 数字化转型进展较慢。若数字化转型进展放缓，可能导致其线上业务拓展受阻，商户服务能力及经营效率提升节奏放缓；
- 3) 地缘政治风险。考虑到当前宏观经济环境尚存不确定性，若海外业务扩展与进出口不及预期，或导致业绩增长放缓。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,544	9,734	18,318	16,483	25,731
现金	2,923	5,539	7,119	8,940	10,907
应收账款	592.86	486.15	900.61	840.90	1,284
其他应收账款	115.28	116.26	3,929	1,151	5,047
预付账款	986.06	1,098	1,581	1,783	2,321
存货	1,247	1,358	3,660	2,628	5,040
其他流动资产	680.26	1,136	1,129	1,140	1,132
非流动资产	29,675	29,434	32,016	35,887	39,540
长期投资	7,023	6,947	7,447	7,991	8,555
固定投资	4,941	5,504	6,992	9,726	12,160
无形资产	6,238	5,181	5,342	5,471	5,627
其他非流动资产	11,473	11,802	12,235	12,699	13,197
资产总计	36,219	39,168	50,334	52,371	65,270
流动负债	13,732	17,569	24,746	22,015	29,064
短期借款	1,620	60.05	5,076	1,919	2,632
应付账款	1,390	1,470	2,185	2,395	3,191
其他流动负债	10,722	16,039	17,484	17,701	23,241
非流动负债	4,783	1,027	969.71	947.91	872.80
长期借款	862.80	657.59	600.46	578.66	503.55
其他非流动负债	3,920	369.25	369.25	369.25	369.25
负债合计	18,515	18,596	25,715	22,963	29,936
少数股东权益	15.54	68.70	64.66	59.54	53.28
股本	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484
资本公积	1,667	2,378	2,378	2,378	2,378
留存公积	10,583	12,562	15,394	18,978	23,356
归属母公司股东权益	17,688	20,504	24,554	29,349	35,281
负债和股东权益	36,219	39,168	50,334	52,371	65,270

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	1,845	4,491	3,528	10,283	6,651
净利润	2,681	3,078	4,046	5,119	6,255
折旧摊销	888.14	890.34	921.22	1,194	1,532
财务费用	125.01	102.25	155.00	185.00	100.58
投资损失	(1,068)	(262.98)	(350.00)	(250.00)	(250.00)
营运资金变动	(660.06)	685.99	(1,249)	4,024	(1,002)
其他经营现金	(120.99)	(2.51)	5.23	10.40	15.99
投资活动现金	(1,375)	1,223	(3,137)	(4,801)	(4,919)
资本支出	(2,628)	(1,500)	(2,975)	(4,489)	(4,585)
长期投资	126.36	(379.70)	(500.00)	(543.67)	(564.33)
其他投资现金	1,126	3,103	337.36	231.38	230.30
筹资活动现金	460.49	(3,095)	1,189	(3,661)	234.54
短期借款	560.52	(1,560)	5,016	(3,157)	712.48
长期借款	458.30	(205.21)	(57.13)	(21.80)	(75.11)
普通股增加	0.00	(0.69)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	15.74	710.74	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(574.07)	(2,040)	(3,770)	(481.94)	(402.83)
现金净增加额	928.98	2,618	1,580	1,821	1,967

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,300	15,737	20,226	25,400	30,988
营业成本	8,306	10,798	13,800	17,292	21,087
营业税金及附加	146.20	213.54	260.92	327.66	399.75
营业费用	240.30	321.43	412.61	513.08	619.76
管理费用	559.53	580.61	718.02	911.86	1,100
财务费用	125.01	102.25	155.00	185.00	100.58
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(52.43)	12.87	15.00	15.00	15.00
投资净收益	1,068	262.98	350.00	250.00	250.00
营业利润	3,105	4,007	5,246	6,424	7,877
营业外收入	119.57	24.00	50.36	64.64	46.33
营业外支出	16.82	2.33	7.78	8.98	6.36
利润总额	3,208	4,029	5,289	6,480	7,917
所得税	526.67	950.49	1,243	1,361	1,663
净利润	2,681	3,078	4,046	5,119	6,255
少数股东损益	5.22	4.57	(4.05)	(5.12)	(6.25)
归属母公司净利润	2,676	3,074	4,050	5,124	6,261
EBITDA	4,298	5,019	6,482	7,891	9,534
EPS (人民币, 基本)	0.49	0.56	0.74	0.93	1.14

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	48.30	39.27	28.52	25.58	22.00
营业利润	170.85	29.04	30.92	22.46	22.62
归属母公司净利润	142.25	14.85	31.76	26.53	22.18
获利能力 (%)					
毛利率	26.50	31.39	31.77	31.92	31.95
净利率	23.73	19.56	20.00	20.15	20.18
ROE	16.24	16.10	17.98	19.01	19.37
ROIC	29.24	51.72	45.19	60.82	49.54
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.12	47.48	51.09	43.85	45.87
净负债比率 (%)	19.19	(4.40)	(4.64)	(20.77)	(20.98)
流动比率	0.48	0.55	0.74	0.75	0.89
速动比率	0.27	0.37	0.50	0.52	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.42	0.45	0.49	0.53
应收账款周转率	28.12	29.17	29.17	29.17	29.17
应付账款周转率	6.43	7.55	7.55	7.55	7.55
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.56	0.74	0.93	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.82	0.64	1.88	1.21
每股净资产(最新摊薄)	3.23	3.74	4.48	5.35	6.43
估值比率					
PE (倍)	39.81	34.66	26.31	20.79	17.02
PB (倍)	6.02	5.20	4.34	3.63	3.02
EV EBITDA (倍)	25.58	20.98	16.21	12.69	10.36

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、石狄，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

- 分析师樊俊豪、石狄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