

云业务提速增利,上调全年 Capex 指引

华泰研究

2025 年 7 月 24 日 | 美国

中报点评

互联网

2Q25 盈利营收均超预期,云业务提速增利,公司上调 Capex 指引至 850 亿美元。营收 964 亿美元,同比+14%,对比 VA 一致预期的 939 亿美元;EPS 2.31 美元,同比+22%,对比预期的 2.18 美元。我们认为:1) 广告仍为增长核心,同比+10%至 713 亿美元,搜索广告同比+12%,重回双位数增速,或缓解市场对 AI 搜索冲击广告业务的担忧;2) 云业务同比+32%,经营利润率显著改善,或体现 AI 投入正加速转化为盈利动能;3) 公司上调 FY25 全年 Capex 指引至 850 亿美元(原指引 750 亿美元),加码数据中心、TPU 芯片及 Gemini 商业化,彰显谷歌抢占 AI 领域的决心。我们认为谷歌盘后仅涨不足 2%,市场尚未充分反映财报利好,重申“买入”评级。

云业务增长加速,盈利能力显著提升,Token 处理量较 5 月翻倍

2Q 云业务营收 136 亿美元,同比+32%(对比 1Q25 同比+28%),环比+11%,年化收入规模突破 500 亿美元。云经营利润率 20.7%,对比 2Q24 /1Q25 的 11.3%/17.8%,同环比均显著改善,主系生成式 AI 需求强劲。订单方面,云业务 Backlog 同比+38%达 1060 亿美元,且公司披露 1H25 签署的十亿美元大单已追平 24 全年水平。Token 处理方面,月处理量已由 5 月的 480 万亿跃升至 980 万亿。对比 Oracle 聚焦 ERP 与传统企业软件,市占率仅 2%,且增长受制于 Stargate 项目推进缓慢和中东项目进展不及预期。我们认为谷歌云在 AI 与 SaaS 方向的优势更为明显,成长韧性更强。但 Oracle 与 OpenAI 达成的 300 亿美元云合作协议,仍具中长期潜力。

谷歌搜索市占承压,AI 强化搜索与广告体系积极应对

Statcounter 数据显示,谷歌搜索市占率降至 89.5%,连续四月低于 90%心理关口。公司以多项措施积极应对:1) 加速推广 AI Overviews,用户已超 20 亿;2) 推出 AI Ultra 高阶订阅,单账号可使用 Gemini、Workspace、Flow 和 Whisk 等产品,全面升级搜索与办公体验;3) 推出 AI Max 和 Search 等广告工具,提升广告转化率;4) 加大 Capex 强化算力支撑 AI 搜索与生态建设。谷歌强调其全栈 AI 能力,持续扩展 Gemini 2.5 模型家族,推出 Flash-Lite、Flash 与 Pro 衍生版, Gemini APP 月活已超 4.5 亿。

搜索与 YouTube 广告均超预期, AI 驱动产品与变现升级

2Q 广告收入同比+10%至 713 亿美元,对比预期的 696 亿美元;搜索广告同比+12%, YouTube 广告同比+13%,均超预期。AI 视频方面,谷歌发布 Veo 3,首次实现视频与音频的同步配套生成。商业化方面,自 5 月起,谷歌已在美国全面上线 AI Overview 广告,并计划拓展至更多国家。YouTube 则在 2Q 集中上线多项 AI 功能,包括:1) AI 搜索轮播,自动生成推荐视频序列并标注摘要主题;2) 会话助手,支持用户实时提问并提取视频要点;3) Peak Points,捕捉用户注意力高点并精准插播广告。我们认为,相关 AI 能力有望持续提升用户黏性,推动平台观看时长及市占率进一步上行。

上调目标价至 233 美元,对应 23.0x 2026E PE,重申“买入”

我们维持 25-27E 营收预测 3876/4288/4735 亿美元,维持净利润预测 1105/1228/1376 亿美元。考虑到谷歌云业务增速和盈利能力上行,以及广告和科技可比公司 26E 20.8x/27.8x PE 中值,上调目标价至 233 美元,对应 26 年 23.0x PE(前值 208 美元,对应 25 年 23.0x PE)。重申“买入”评级。

风险提示: AI 技术落地不及预期,行业竞争激烈,反垄断监管变化。

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

233.00

何翩翩

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

研究员

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁骄阳

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

研究员

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

易楚妍

SAC No. S0570124070123

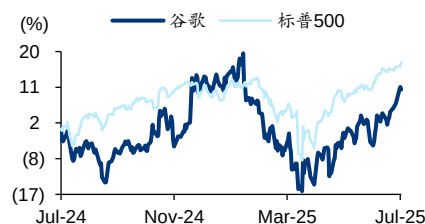
联系人

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

基本数据

目标价(美元)	233.00
收盘价(美元 截至 7 月 23 日)	190.23
市值(美元百万)	2,308,394
6 个月平均日成交额(美元百万)	6,492
52 周价格范围(美元)	140.36-206.56
BVPS(美元)	26.62

股价走势图



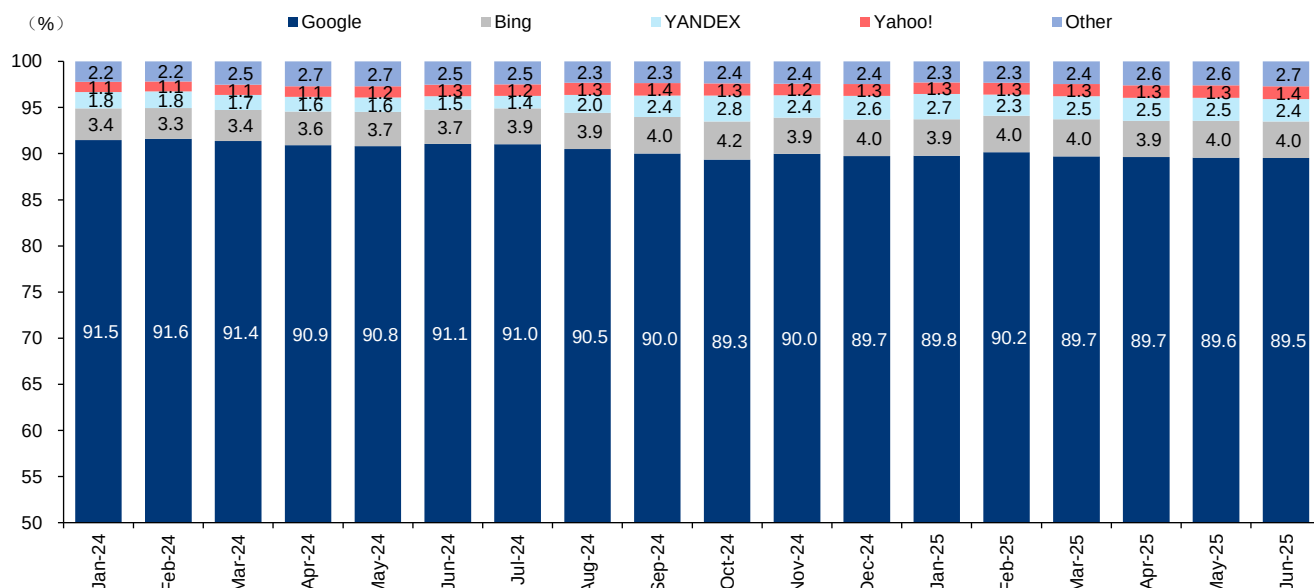
资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	350,018	387,565	428,789	473,460
+/-%	13.87	10.73	10.64	10.42
归属母公司净利润(百万)	100,118	110,463	122,769	137,613
+/-%	35.67	10.33	11.14	12.09
EPS(最新摊薄)	8.25	9.10	10.12	11.34
ROE(%)	32.91	29.28	25.18	22.54
PE(倍)	23.06	20.90	18.80	16.77
PB(倍)	7.10	5.37	4.23	3.42
EV EBITDA(倍)	17.93	16.21	14.51	12.83
股息率(%)	0.26	0.29	0.32	0.36

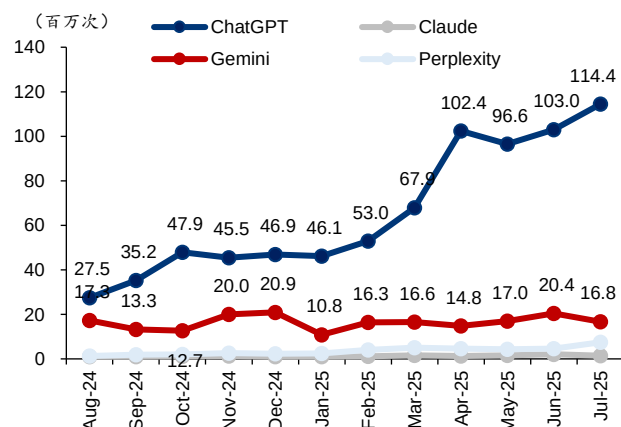
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：全球搜索引擎市场份额，谷歌市占率持续下滑



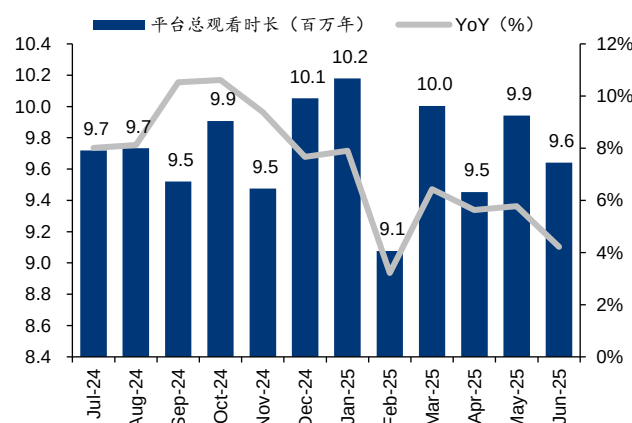
资料来源：Statcounter、华泰研究

图表2：全球 Chatbot APP 月下载量 (iOS + Google Play 双渠道)



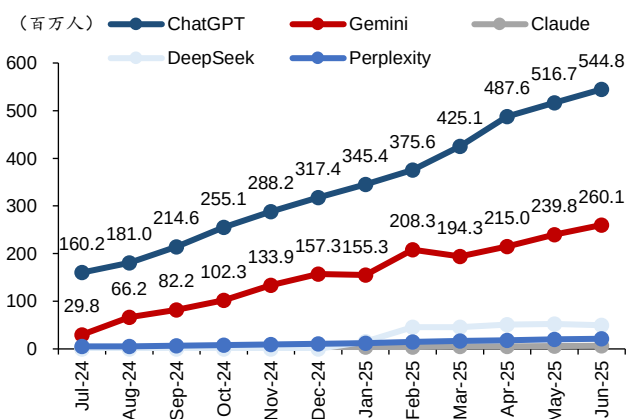
资料来源：Sensor Tower、华泰研究预测；7月数据仅20天，已按31天预测

图表3：YouTube 移动平台月总观看时长 (百万年)



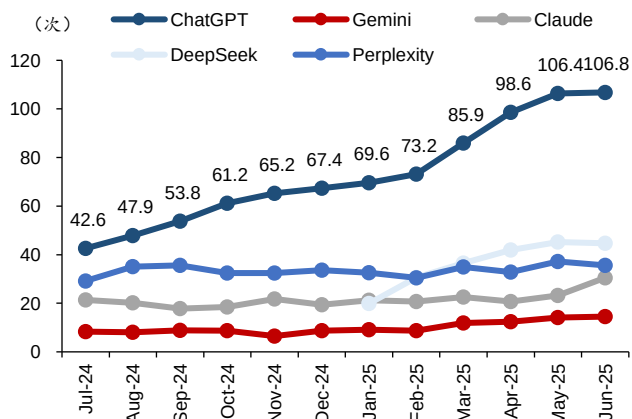
资料来源：Sensor Tower、华泰研究

图表4：全球 Chatbot MAU (iOS + Google Play 双渠道)



资料来源：Sensor Tower、华泰研究

图表5：全球 Chatbot 人均月会话次数 (iOS + Google Play 双渠道)



资料来源：Sensor Tower、华泰研究

图表6：谷歌 Gemini 2.5 系列模型参数对比

测试基准	Gemini 2.5 Flash-Lite 非思考版	Gemini 2.5 Flash-Lite 思考版	Gemini 2.5 Flash 非思考版	Gemini 2.5 Flash 思考版	Gemini 2.5 Pro 思考版
输入价格 USD/百万 tokens	USD0.10	USD0.10	USD0.30	USD0.30	USD1.25 USD2.50 (>20 万 tokens)
输出价格 USD/百万 tokens	USD0.40	USD0.40	USD2.50	USD2.50	USD10.00 USD16.00 (>20 万 tokens)
GPQA diamond 负责推理与理解	64.6	66.7	78.3	82.8	86.4
AIME 2025 美国数学邀请赛	49.8	63.1	61.6	72.0	88.0
LiveCodeBench 代码生成	33.7	34.3	41.1	55.4	69.0
Aider Polyglot 代码编辑	26.7	27.1	44.0	56.7	82.2
SWE-bench Verified 代理式编程	31.6	27.6	50.0	48.9	59.6
SimpleQA 事实问答	10.7	13.0	25.8	26.9	54.0
FACTS Grounding 事实准确性	84.1	86.8	83.4	85.3	87.8
MMMU 视觉推理	72.9	72.9	76.9	79.7	82.0
Vibe-Eval (Reka) 图像理解	51.3	57.5	66.2	65.4	67.2
MRCR v2 128k 长上下文理解	16.6	30.6	34.1	54.3	58.0
Global MMLU 多语言表现	81.1	84.5	85.8	88.4	89.2

资料来源：谷歌官网、华泰研究

盈利预测与公司估值

我们维持 25-27E 营收预测 3876/4288/4735 亿美元，维持净利润预测 1105/1228/1376 亿美元。考虑到谷歌云业务增速和盈利能力上行，以及广告和科技可比公司 26E 20.8x/27.8x PE 中值，上调目标价从 208 美元至 233 美元，对应 26 年 23.0x PE。我们认为谷歌在 AI 技术壁垒逐步兑现后，将迎来价值重估，有望重返历史估值高位。重申“买入”评级。

图表7：谷歌可比公司估值表

公司	股票代码	PE			PS		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
广告公司中值		22.15	20.80	17.91	6.03	5.20	4.60
Meta	META	22.15	20.80	17.91	9.41	8.29	7.36
Pinterest	PINS	21.25	18.00	15.36	6.03	5.20	4.60
Snap	SNAP	48.79	30.52	18.28	2.85	2.57	2.31
科技公司中值		38.07	27.80	25.14	11.19	7.78	6.93
Microsoft	MSFT	38.07	33.58	28.64	13.59	11.97	10.45
Amazon	AMZN	29.88	26.50	21.85	3.45	3.14	2.85
Apple	AAPL	29.66	27.80	25.14	7.74	7.45	6.93
Oracle	ORCL	40.69	35.92	29.78	12.07	10.32	8.63
Broadcom	AVGO	43.33	34.86	28.74	21.18	17.44	15.48
Marvell	MRVL	46.79	26.10	20.42	11.19	7.78	6.53
Salesforce	CRM	26.13	23.18	20.80	6.61	6.09	5.58
Adobe	ADBE	17.85	16.00	14.32	6.58	6.01	5.49
ServiceNow	NOW	57.92	48.39	40.24	15.31	12.89	10.85

资料来源：彭博一致预期预测（数据截至美东时间 7 月 23 日收盘）、华泰研究

图表8：谷歌费用与利润预测（单位：百万美元）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	282,836	307,394	350,018	387,565	428,789	473,460
YoY	9.8%	8.7%	13.9%	10.7%	10.6%	10.4%
收入成本	126,203	133,332	146,306	158,779	179,421	204,539
YoY	13.8%	5.6%	9.7%	8.5%	13.0%	14.0%
毛利率	55.4%	56.6%	58.2%	59.0%	58.2%	56.8%
研发费用	39,500	45,427	49,326	54,074	60,060	67,137
YoY	25.2%	15.0%	8.6%	9.6%	11.1%	11.8%
研发费用率	14.0%	14.8%	14.1%	14.0%	14.0%	14.2%
销售/市场费用	26,567	27,917	27,808	30,193	32,307	36,303
YoY	16.0%	5.1%	-0.4%	8.6%	7.0%	12.4%
销售费用率	9.4%	9.1%	7.9%	7.8%	7.5%	7.7%
管理费用	15,724	16,425	14,188	15,920	16,556	17,930
YoY	16.4%	4.5%	-13.6%	12.2%	4.0%	8.3%
管理费用率	5.6%	5.3%	4.1%	4.1%	3.9%	3.8%
净利润	59,972	73,795	100,118	110,463	122,769	137,613
YoY	-21.1%	23.0%	35.7%	10.3%	11.1%	12.1%
净利率	21.2%	24.0%	28.6%	28.5%	28.6%	29.1%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表9：谷歌目标价测算

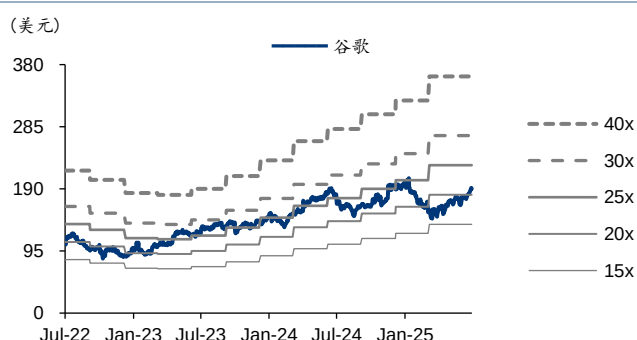
P/E 相对估值	2026E
净利润（百万美元）	122,769
26E PE	23
股权价值（百万美元）	2,823,682
总股本（百万股）	12,135
目标价（美元）	233

资料来源：华泰研究预测

风险提示

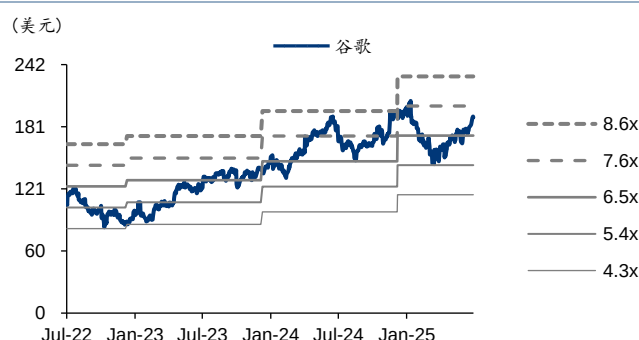
1. **AI 技术落地不及预期：**自 ChatGPT 推出并取得一定成功以来，各大科技公司加快布局 AIGC 领域，Meta 近期成立 Super Intelligence 团队，微软也在 Azure、Bing 等业务中深度整合 AI 技术。然而，人工智能作为高新技术，前期研发成本和周期较长，后续落地可能受企业投入、宏观经济、政策及舆论等多重因素影响，导致技术进展不及预期
2. **行业竞争激烈：**生成式 AI 仍处于行业发展早期，文字、图片、视频等多模态大模型不断推出，并赋能聊天、搜索、代码编辑等应用。目前行业竞争格局尚未稳定，竞争激烈。如果市场竞争进一步加剧，部分企业未能及时推出相关产品或技术研发进展不理想，可能面临市场淘汰的风险。
3. **反垄断监管进展：**2024 年 8 月，华盛顿联邦法院裁定谷歌违反《谢尔曼法》，通过排他性分销协议在美国确立搜索与广告市场的主导地位。今年 3 月，美国司法部联合多个州与地区继续推进诉讼。法院认为，谷歌通过每年大额支出稳固其搜索引擎地位，并长期推高广告价格。案件仍在审理中，最终裁决尚未明确。

图表10：谷歌 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表11：谷歌 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	307,394	350,018	387,565	428,789	473,460
销售成本	(133,332)	(146,306)	(158,779)	(179,421)	(204,539)
毛利润	174,062	203,712	228,786	249,369	268,921
销售及分销成本	(27,917)	(27,808)	(30,193)	(32,307)	(36,303)
管理费用	(16,425)	(14,188)	(15,920)	(16,556)	(17,930)
其他收入/支出	(45,427)	(49,326)	(54,074)	(60,060)	(67,137)
财务成本净额	3,557	2,493	5,646	12,368	19,926
应占联营公司利润及亏损	(628.00)	(628.00)	(9,198)	(13,217)	(10,330)
税前利润	85,717	119,815	130,607	145,156	162,707
税费开支	(11,922)	(19,697)	(20,143)	(22,387)	(25,094)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	73,795	100,118	110,463	122,769	137,613
折旧和摊销	(11,946)	(15,311)	(15,137)	(19,367)	(23,819)
EBITDA	94,106	129,694	140,098	152,155	166,600
EPS (美元, 基本)	5.84	8.25	9.10	10.12	11.34

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	4,636	602.63	5,369
应收账款和票据	134,832	124,531	128,487	136,086	141,008
现金及现金等价物	24,048	23,466	82,826	144,598	218,939
其他流动资产	12,650	15,714	17,285	18,202	18,202
总流动资产	171,530	163,711	233,234	299,489	383,517
固定资产	134,345	171,036	223,742	285,173	346,177
无形资产	29,198	31,885	29,198	29,198	29,198
其他长期资产	67,319	83,624	71,478	73,844	76,343
总长期资产	230,862	286,545	324,418	388,215	451,718
总资产	402,392	450,256	557,651	687,704	835,236
应付账款	77,677	84,086	91,468	106,908	119,241
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	4,137	5,036	5,036	5,036	5,036
总流动负债	81,814	89,122	96,504	111,944	124,277
长期债务	25,713	22,574	22,835	23,046	22,369
其他长期债务	11,486	13,476	16,880	15,207	20,911
总长期负债	37,199	36,050	39,715	38,253	43,280
股本	76,534	84,800	84,800	84,800	84,800
储备/其他项目	206,845	240,284	344,680	460,754	590,927
股东权益	283,379	325,084	429,480	545,554	675,727
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	283,379	325,084	429,480	545,554	675,727

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	32.56	23.06	20.90	18.80	16.77
PB	8.48	7.10	5.37	4.23	3.42
EV EBITDA	24.71	17.93	16.21	14.51	12.83
股息率 (%)	0.00	0.26	0.29	0.32	0.36
自由现金流收益率 (%)	2.72	3.36	2.00	2.72	2.70

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	94,106	129,694	140,098	152,155	166,600
融资成本	(3,557)	(2,493)	(5,646)	(12,368)	(19,926)
营运资本变动	12,264	16,710	(1,209)	11,873	2,645
税费	(11,922)	(19,697)	(20,143)	(22,387)	(25,094)
其他	10,855	1,085	15,367	36,187	59,779
经营活动现金流	101,746	125,299	128,466	165,461	184,003
CAPEX	(32,251)	(52,535)	(73,440)	(80,784)	(84,823)
其他投资活动	5,188	6,999	15,786	(4,052)	3,205
投资活动现金流	(27,063)	(45,536)	(57,654)	(84,836)	(81,619)
债务增加量	(1,489)	(3,139)	261.40	210.40	(677.20)
权益增加量	8,350	8,266	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	(6,067)	(6,694)	(7,440)
其他融资活动现金流	(78,954)	(2,891)	(5,646)	(12,368)	(19,926)
融资活动现金流	(72,093)	(79,733)	(11,452)	(18,852)	(28,044)
现金变动	2,590	30.00	59,360	61,772	74,340
年初现金	21,879	24,048	23,466	82,826	144,598
汇率波动影响	(421.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	24,048	23,466	82,826	144,598	218,939

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	8.68	13.87	10.73	10.64	10.42
毛利润	11.13	17.03	12.31	9.00	7.84
营业利润	12.63	33.33	14.42	9.21	5.06
净利润	23.05	35.67	10.33	11.14	12.09
EPS	27.29	41.21	10.33	11.14	12.09
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	56.63	58.20	59.03	58.16	56.80
EBITDA	30.61	37.05	36.15	35.48	35.19
净利润率	24.01	28.60	28.50	28.63	29.07
ROE	27.36	32.91	29.28	25.18	22.54
ROA	19.23	23.48	21.92	19.72	18.07
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	0.59	(0.27)	(13.97)	(22.28)	(29.09)
流动比率	2.10	1.84	2.42	2.68	3.09
速动比率	2.10	1.84	2.37	2.67	3.04

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.80	0.82	0.77	0.69	0.62
应收账款周转天数	156.33	133.38	117.51	111.06	105.35
应付账款周转天数	193.15	199.02	199.02	199.02	199.02
存货周转天数	3.60	NA	5.26	5.26	5.26
现金转换周期	(33.21)	NA	(76.25)	(82.70)	(88.42)

每股指标 (美元)

EPS	5.84	8.25	9.10	10.12	11.34
每股净资产	22.44	26.79	35.39	44.96	55.69

免责声明

分析师声明

本人,何翩翩、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

- 分析师何翩翩、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。
- 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