

多元内容生态下凸显强劲变现能力

华泰研究

2025 年 8 月 13 日 | 美国/中国香港

中报点评

互联网

腾讯音乐娱乐集团（以下简称 TME）公布 25Q2（以下简称 Q2）业绩：收入 84.4 亿元/yoy+17.9%（彭博一致预测为 79.9 亿元/yoy+11.6%）；调整后净利润 26.4 亿元/yoy+33%（彭博一致预测 22.7 亿元/yoy+14.3%）。收入和利润全面超一致预期，主要得益于超级会员的快速发展和非订阅业务的强劲增长。Q2 公司继续扩大 K-POP、影视综艺等领域的内容优势，并宣布拟收购喜马拉雅 100% 股权，以多元内容生态赋能长期高质量增长。我们认为公司行业龙头地位稳固，产业链整合能力强，长期利润率仍有上行空间，维持“买入”评级。

超级会员表现强劲，带动 ARPU 稳健提升

Q2 在线音乐收入同比增长 26.4% 至 68.5 亿元，其中：1) 订阅收入同比增长 17.1% 至 43.8 亿元，在线音乐付费用户数同比增长 6.3% 至 1.244 亿（符合彭博预期），单个付费用户月均收入（ARPPU）环比提升 0.3 元至 11.7 元（略超彭博预期的 11.6 元），主要由 SVIP（超级会员）增长拉动，SVIP 人数突破 1500 万；2) 非订阅收入同比增长 46.9%，主因线下演出的密集开展以及广告模式创新带动。Q2 社交娱乐收入同比下降 8.5% 至 15.9 亿元，系主动收缩以聚焦核心音乐业务，降幅环比有所收窄。

外延并购夯实内容壁垒，打造多元化综合服务能力

25 年 5 月 TME 通过场外大宗交易以人民币近 13 亿元取得韩国头部娱乐公司——SM 娱乐（以下简称 SM）约 9.66% 股份，成为 SM 第二大股东；据 SM 官网，双方将开展全方位战略合作，包括音乐发行、新偶像团体联合制作、IP 业务和针对亚洲市场的本地演出等。我们认为这有望进一步夯实 TME 在 K-POP 领域的内容领先优势，挖掘高粘性用户多元需求和付费潜力，拉动平台整体付费能力提升。6 月 10 日 TME 宣布拟以现金+股权的组合对价收购国内最大在线音频平台喜马拉雅的 100% 股权，我们认为若顺利完成收购则有望对 TME 现有生态形成有益补充，助力用户粘性提升和付费转化，并进一步巩固 TME 在整个在线音乐和音频市场的领先地位。

收入结构变化或导致毛利率季节性波动，长期利润率上行趋势不变

25Q2 公司毛利率同比/环比进一步提升约 2.4/0.3pct 至 44.4%（彭博一致预期 44.5%），主要得益于订阅和广告收入的强劲增长以及社交娱乐收入分成比例的下降，部分被线下演出和艺人周边等低毛利业务收入的增长所抵消。25Q2 销售费用率/管理费用率分别同比-0.37/-1.97pct，运营效率稳步提升。展望未来，考虑到相对低毛利的多元非订阅业务季节性较强，我们预计 Q3 起毛利率或有季节性波动，但全年维度向上趋势不变。

维持买入评级

考虑到多元内容生态下非订阅业务（广告、线下演唱会及明星周边等）有望成为新增长点，我们上调 25-27 年调整后归母净利润预测至 94.60/106.07/122.21 亿元（上调 6.5%/4.1%/9.5%）。考虑到公司在产业链中处于优势地位，商业模式稳健性强，给予一定估值溢价，基于调整后归母净利润，可比公司彭博一致预期均值为 32.63x 25E PE，我们给予公司 35x 25E PE，目标价 29.30 美元/117.49 港元（前值 19.47 美元/77.37 港元，对应 25x 25E PE，基于可比估值上调），维持“买入”评级。

风险提示：订阅用户增长放缓，内容成本上涨，社交娱乐监管收紧。

	TME US	1698 HK
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	美元：29.30	港币：117.49

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

唐博

SAC No. S0570523110002
SFC No. BUS698

研究员

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

郑裕佳

SAC No. S0570524070002
SFC No. BTB676

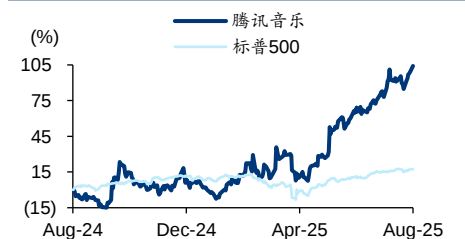
研究员

zhengyujia@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

(美元/港币)	TME US	1698 HK
目标价	29.30	117.49
收盘价(截至 8 月 12 日)	22.70	88.30
市值(百万)	35,917	273,537
6 个月平均日均成交额(百万)	119.63	56.41
52 周价格范围	9.30-22.98	36.25-89.15
BVPS	6.05	27.08

股价走势图



资料来源：S&P

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)	28,401	32,219	35,720	39,412
+/-%	2.34	13.44	10.87	10.34
归母净利润(百万)	6,644	11,099	9,888	11,477
+/-%	35.04	67.05	(10.91)	16.07
归母净利润(调整后,百万)	7,671	9,460	10,607	12,221
+/-%	29.51	23.32	12.13	15.21
EPS(调整后,最新摊薄)	4.85	5.98	6.70	7.72
PE(调整后,倍)	33.43	27.11	24.18	20.99
PB(倍)	3.78	3.33	3.07	2.79
ROE(调整后,%)	12.40	13.06	13.22	13.92
EV EBITDA(倍)	31.87	19.18	19.95	16.76
股息率(%)	0.78	1.30	1.16	1.34

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测与投资建议

考虑到公司持续丰富内容生态，开拓多元化业务形态，非订阅业务（广告、线下演唱会及明星周边等）展现出强劲增长态势，我们上调 25-27 年调整后归母净利润预测至 94.60/106.07/122.21 亿元（上调 6.5%/4.1%/9.5%）。考虑到公司在产业链中处于优势地位，商业模式稳健性强，给予一定估值溢价，基于调整后归母净利润，可比公司彭博一致预期均值为 32.63x 25E PE，我们给予公司 35x 25E PE，目标价 29.30 美元/117.49 港元，对应估值 3311 亿元（前值 19.47 美元/77.37 港元），维持“买入”评级。

图表1：盈利预测

(百万元)	2025E	2026E	2027E	25Q1	25Q2E	25Q3E	25Q4E
总收入	35,720	39,412	43,480	7,356	8,442	8,201	8,219
yoy	10.87%	10.34%	10.32%	8.69%	17.91%	16.91%	10.20%
毛利润	14,323	16,060	17,917	3,242	3,749	3,592	3,740
毛利率	44.46%	44.96%	45.46%	43.62%	44.07%	44.41%	43.80%
销售费用	(897)	(924)	(952)	-199	-216	-227	-255
销售费用率	-2.78%	-2.59%	-2.42%	-2.71%	-2.56%	-2.76%	-3.11%
管理费用	(3,809)	(3,833)	(3,910)	-944	-940	-962	-963
管理费用率	-11.82%	-10.73%	-9.92%	-12.83%	-11.13%	-11.73%	-11.72%
经营利润	13,277	12,379	14,233	4,836	2,978	2,673	2,790
经营利润率	41.21%	34.66%	36.11%	65.74%	35.28%	32.59%	33.95%
净利润	11,382	10,288	11,827	4,388	2,467	2,214	2,311
净利率	35.33%	28.80%	30.01%	59.65%	29.22%	27.00%	28.12%
Non-IFRS 归母净利润	9,460	10,607	12,221	2,124	2,574	2,333	2,428
Non-IFRS 归母净利率	29.36%	29.69%	31.01%	28.87%	30.49%	28.45%	29.54%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表2：PE 估值关键假设

	2025E (百万元)	2025E (百万元)
	美股	港股
经调整归母净利润	9,459.64	9,459.64
PE (x)	35.00	35.00
股权价值	331,087.55	331,087.55
ADS 份数 (百万份)	1,582.25	3,097.81
汇率	7.20	0.92
目标价	29.30 美元	117.49 港元

资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰研究预测

图表3：可比公司估值

公司代码	公司简称	收盘价 (元/美元/港元)	市值 (百万)	调整后 EPS			PE (倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
9899 HK	云音乐	260.00	56,627	7.90	9.10	9.65	30.29	26.27	24.78
0700 HK	腾讯控股	559.50	5,121,517	23.44	26.45	29.51	21.96	19.46	17.44
SPOT US	Spotify	689.23	140,496	5.73	11.53	15.29	103.68	51.54	38.87
NFLX US	Netflix	1,218.31	517,692	27.07	32.99	38.62	45.01	36.93	31.54
WMG US	华纳音乐	31.64	16,493	1.04	1.42	1.65	30.36	22.27	19.16
UMG AS	环球音乐	24.60	45,000	0.99	1.12	1.23	24.85	22.06	20.00
平均值							32.63	26.88	23.87

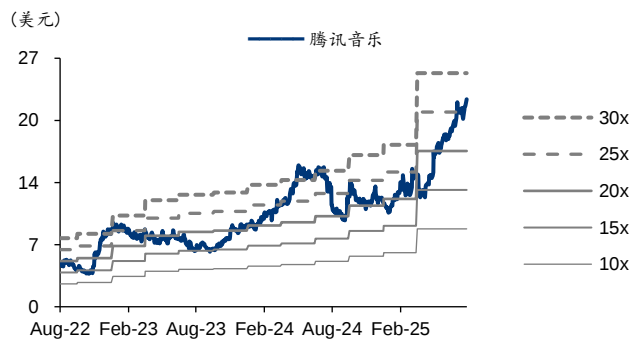
注：数据截至北京时间 2025 年 8 月 12 日。收盘价和市值为交易货币单位，EPS 为报表货币单位，美元兑人民币为 7.20，港元兑人民币为 0.92，欧元兑美元为 1.16。预测值来自彭博一致预测。

资料来源：Bloomberg，华泰研究

风险提示

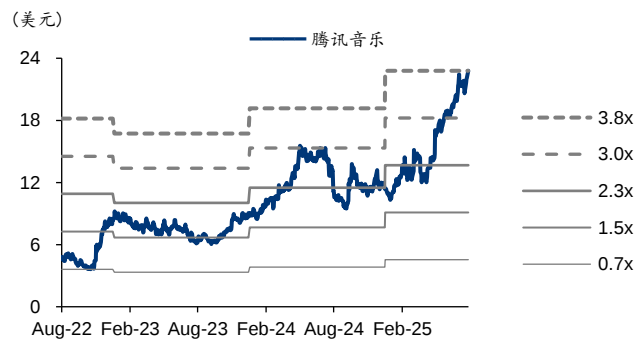
订阅用户增长放缓，内容成本上涨，社交娱乐监管收紧。

图表4: 腾讯音乐 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表5: 腾讯音乐 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	27,752	28,401	32,219	35,720	39,412
销售成本	(17,957)	(16,376)	(17,896)	(19,660)	(21,495)
毛利	9,795	12,025	14,323	16,060	17,917
销售及分销成本	(897.00)	(865.00)	(897.00)	(924.00)	(952.00)
管理费用	(4,121)	(3,811)	(3,809)	(3,833)	(3,910)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	911.00	1,102	998.00	968.00	1,070
应占联营公司利润及亏损	127.00	96.00	71.00	64.00	64.00
税前利润	6,045	8,712	13,287	12,395	14,249
税费开支	(825.00)	(1,603)	(1,905)	(2,107)	(2,422)
少数股东损益	300.00	465.00	283.00	400.00	350.00
净利润	4,920	6,644	11,099	9,888	11,477
Non-GAAP 调整项	1,003	1,027	(1,639)	719.00	744.00
调整后净利润	5,923	7,671	9,460	10,607	12,221
折旧和摊销	(1,004)	(410.00)	(557.23)	(585.86)	(605.89)
EBITDA	6,138	8,020	12,846	12,013	13,785
EPS (人民币, 基本)	3.11	4.20	7.01	6.25	7.25

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	8.00	23.00	26.09	28.93	31.92
应收账款和票据	6,356	7,301	8,282	9,182	10,132
现金及现金等价物	13,567	13,164	22,704	29,779	38,773
其他流动资产	10,005	14,056	14,056	14,056	14,056
总流动资产	29,936	34,544	45,068	53,046	62,993
固定资产	490.00	803.00	942.73	1,077	1,205
无形资产	2,032	2,049	2,031	2,066	2,099
其他长期资产	43,078	53,048	53,170	53,246	53,333
总长期资产	45,600	55,900	56,144	56,389	56,637
总资产	75,536	90,444	101,212	109,435	119,630
应付账款	8,478	10,260	11,639	12,904	14,238
短期借款	115.00	2,260	2,269	2,260	2,269
其他负债	3,421	4,030	4,030	4,030	4,030
总流动负债	12,014	16,550	17,938	19,194	20,537
长期债务	5,933	3,791	3,782	3,791	3,782
其他长期债务	387.00	377.00	377.00	377.00	377.00
总长期负债	6,320	4,168	4,159	4,168	4,159
股本	29,280	27,967	27,967	27,967	27,967
储备/其他项目	26,627	39,896	49,002	55,560	64,071
股东权益	55,907	67,863	76,969	83,527	92,038
少数股东权益	1,295	1,863	2,146	2,546	2,896
总权益	57,202	69,726	79,115	86,073	94,934

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	52.56	38.60	23.11	25.94	22.35
PB	4.63	3.78	3.33	3.07	2.79
调整后 PE (倍)	43.30	33.43	27.11	24.18	20.99
调整后 ROE	11.39	12.40	13.06	13.22	13.92
EV EBITDA	41.39	31.87	19.18	19.95	16.76
股息率 (%)	0.00	0.78	1.30	1.16	1.34
自由现金流收益率 (%)	1.33	2.34	4.19	3.77	4.34

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	6,138	8,020	12,846	12,013	13,785
融资成本	(911.00)	(1,102)	(998.00)	(968.00)	(1,070)
营运资本变动	(1,264)	822.00	394.69	361.92	381.67
税费	(825.00)	(1,603)	(1,905)	(2,107)	(2,422)
其他	2,988	4,138	927.00	904.00	1,006
经营活动现金流	6,126	10,275	11,265	10,204	11,680
CAPEX	(766.00)	(1,436)	(730.00)	(766.96)	(789.83)
其他投资活动	(5,159)	(5,382)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(5,925)	(6,818)	(730.00)	(766.96)	(789.83)
债务增加量	83.00	3.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	(627.00)	(1,313)	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	(1,993)	(3,329)	(2,966)
其他融资活动现金流	911.00	(2,520)	998.00	968.00	1,070
融资活动现金流	367.00	(3,830)	(995.00)	(2,361)	(1,896)
现金变动	568.00	(373.00)	9,540	7,075	8,994
年初现金	12,364	13,567	13,164	22,704	29,779
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	13,567	13,164	22,704	29,779	38,773

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(2.07)	2.34	13.44	10.87	10.34
毛利润	11.65	22.77	19.11	12.13	11.56
营业利润	34.16	50.07	62.60	(7.00)	15.42
净利润	33.80	35.04	67.05	(10.91)	16.07
调整后净利润	24.83	29.51	23.32	12.13	15.21
EPS (基本)	33.80	35.04	67.05	(10.91)	16.07
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.29	42.34	44.46	44.96	45.46
EBITDA	22.12	28.24	39.87	33.63	34.98
净利润率	17.73	23.39	34.45	27.68	29.12
调整后净利润率	21.34	27.01	29.36	29.69	31.01
ROE	9.46	10.74	15.33	12.32	13.07
调整后 ROE	11.39	12.40	13.06	13.22	13.92
ROA	6.90	8.01	11.58	9.39	10.02
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(13.45)	(10.48)	(21.64)	(28.41)	(35.55)
流动比率	2.49	2.09	2.51	2.76	3.07
速动比率	2.49	2.09	2.51	2.76	3.07
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.39	0.34	0.34	0.34	0.34
应收账款周转天数	77.73	86.56	87.06	88.01	88.21
应付账款周转天数	175.40	205.96	220.27	224.71	227.29
存货周转天数	0.22	0.34	0.49	0.50	0.51
现金转换周期	(97.45)	(119.07)	(132.71)	(136.20)	(138.57)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	3.11	4.20	7.01	6.25	7.25
EPS (调整后, 基本)	3.74	4.85	5.98	6.70	7.72
每股净资产	35.33	42.89	48.65	52.79	58.17

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、詹博、郑裕佳, 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或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(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)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券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, 华泰证券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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)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。

华泰证券力求报告内容客观、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, 华泰证券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。华泰证券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。

华泰证券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, 华泰证券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。

华泰证券的销售人员、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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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证券及/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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 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)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作, 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。
- 腾讯音乐-SW（1698 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、詹博、郑裕佳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。
- 腾讯音乐-SW（1698 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证券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，了解来自或与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, 经营许可证编号为: 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

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司