

收入好于预期，关注电商利润释放

华泰研究

2025 年 8 月 31 日 | 美国

中报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

4.89

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

侯杰

SAC No. S0570523010002
SFC No. BRI004

研究员

houjie017864@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

曹卓铭

SAC No. S0570124020016
SFC No. BUT776

联系人

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

2Q25 宝尊电商总收入 25.5 亿元，同比增长 6.8%，增速好于 VA 一致预期的 3.2%。非 GAAP 归母净利润-0.2 亿元，对应非 GAAP 归母净利率-0.7%，逊于 VA 一致预期的 1.7%，我们认为不及预期主因 2Q25 公司计提了一笔约 5,300 万元的坏账损失，若剔除该一次性费用影响后内生利润率表现同比有明显改善。管理层在 2Q25 业绩会上表示 2H25 电商业务或有望实现盈利能力加速改善，建议关注公司电商业务在提升分销模式质量和服务模式持续升级下的基本面向好趋势，以及品牌管理业务在同店销售增长、新开店贡献和线上线下渠道健康扩张驱动下的收入稳健增长势头。维持“买入”评级。

电商业务：收入同比健康增长，小红书渠道进展明显

2Q25 公司电商业务总收入为 21.6 亿元，同增 2.7%。其中产品销售收入为 6.0 亿元，同增 3.9%，主因美容化妆品和家装类别收入同比增长。服务收入 15.6 亿元，同增 2.5%，主因数字营销和技术服务收入同比增长，部分被仓储和履约收入同比下降所抵消；其中仓储和履约收入同比降低 7.7%至 5.4 亿元，数字营销与技术服务收入同比增长 12.0%至 5.8 亿元。电商业务分部非 GAAP 经营利润 0.4 亿元，对应非 GAAP 经营利润率 1.9%，同比下降 1.0pp，我们认为主因一次性坏账影响。管理层在 2Q25 业绩会上表示 2H25 计划在商品企划和媒体投放等方面为用户提供更好支持，并对于双 11 大促前景表示乐观。关于小红书等新兴渠道的开发，管理层在 2Q25 业绩会上表示已成为小红书和天猫首批 6 家合作商 Red Partner 之一。此外管理层表示未来小红书相关的渠道营收或有望提升。

品类表现：美容化妆品销售同比快速增长

2Q25 品类表现相对分化，产品销售方面：1) 小家电收入 1.9 亿元，同比下降 27.9%；2) 化妆品收入 1.9 亿元，同比增长 72.3%；服务收入-线上店铺运营-服饰与配件的收入为 3.5 亿元，同比增长 11.4%，其中奢侈品收入为 1.0 亿元，同比增长 5.5%，运动服饰收入为 1.3 亿元，同比增长 10.8%。管理层在 2Q25 业绩会上表示虽然家电品类的收入规模同比有所下降，但该品类的利润率情况已有一定改善。我们期待公司通过品类组合优化和效率提升举措转化出更佳电商业务盈利能力。

品牌管理业务：收入实现同比较快增长，经营亏损率同比改善

2Q25 品牌管理业务收入同比增长 35.5%至 4.0 亿元，主要得益于品牌同店销售增长、新店贡献和线上线下渠道健康扩张的推动。该业务毛利率 52%，同比/环比基本持平。品牌管理业务非 GAAP 经营亏损 0.35 亿元，对应非 GAAP 经营利润率-8.8%，同比改善 8.3pp。管理层在 2Q25 业绩会上表示公司正通过展示产品规划和更精细的划分强化跨品类捕捉需求的能力，而在渠道方面公司在 2Q25 期间新开 11 家门店，净新增 8 家，截止 2Q25 末门店数达到 156 家；展望未来，公司修订后的 2025 年开店计划为开设 40 家门店，其中直营门店聚焦于一线城市。

盈利预测与估值

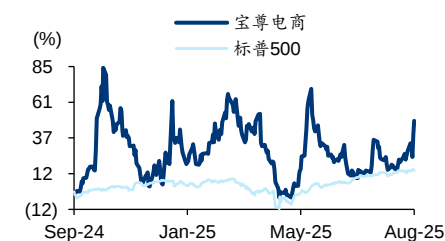
我们微调宝尊电商 2025/2026/2027 年非 GAAP 口径净利润预测至 1.15/1.72/2.13 亿元（前值：1.10/1.68/2.09 亿元）。基于分部估值模型的目标价为 4.89 美元（前值：4.47 美元）。

风险提示：消费复苏不及预期；头部合作品牌终止合作；电商增速不及预期。

基本数据

目标价(美元)	4.89
收盘价(美元 截至 8 月 29 日)	3.39
市值(美元百万)	198.96
6 个月平均日成交额(美元百万)	0.92
52 周价格范围(美元)	2.12-4.38
BVPS(美元)	9.21

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)	9,422	9,660	9,979	10,308
+/-%	6.92	2.52	3.31	3.29
归母净利润(百万)	(185.20)	(26.21)	26.70	64.08
+/-%	(33.48)	(85.85)	(201.86)	140.03
归母净利润(调整后,百万)	(40.37)	115.20	171.69	212.74
+/-%	(37.98)	(385.35)	49.04	23.91
EPS(调整后,最新摊薄)	(0.22)	0.63	0.94	1.15
PE(调整后,倍)	(108.63)	37.92	25.69	20.94
PB(倍)	1.12	1.10	1.08	1.06
ROE(调整后,%)	(1.01)	2.92	4.27	5.13
EV EBITDA(倍)	30.95	14.51	11.45	9.35
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测与估值

盈利预测调整

我们维持宝尊电商 2025/2026/2027 年收入预测不变。

我们微调宝尊电商 2025/2026/2027 年非 GAAP 口径净利润至 1.15/1.72/2.13 亿元（前值：1.10/1.68/2.09 亿元）。

图表1：华泰预测变动

(人民币百万)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %
营业收入	9,660	9,660	0.0	9,979	9,979	0.0	10,308	10,308	0.0
毛利润	7,010	7,010	0.0	7,187	7,187	0.0	7,386	7,386	0.0
经营利润, GAAP	-2	-2	0.0	60	60	0.0	106	106	0.0
归母净利润, GAAP	-36	-26	28.2	18	27	52.4	55	64	16.8
归母净利润, 非 GAAP	110	115	4.4	168	172	2.1	209	213	1.6

资料来源：华泰研究预测

图表2：华泰利润率预测变动

	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp
毛利率	72.6%	72.6%	0.0	72.0%	72.0%	0.0	71.7%	71.7%	0.0
经营利润率, GAAP	-0.5%	-0.5%	0.0	0.1%	0.1%	0.0	0.6%	0.6%	0.0
归母净利率, GAAP	-0.4%	-0.3%	0.1	0.2%	0.3%	0.1	0.5%	0.6%	0.1
归母净利率, 非 GAAP	1.1%	1.2%	0.1	1.7%	1.7%	0.0	2.0%	2.1%	0.1

资料来源：华泰研究预测

图表3：宝尊：关键预测

(人民币百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E
总收入	9,422	9,660	9,979	10,308	2,057	2,994	2,064	2,553	2,095
同比增长	6.9%	2.5%	3.3%	3.3%	12.8%	7.7%	4.3%	6.8%	1.9%
非 GAAP 净利润	-40	115	172	213	-67	46	-56	-18	-14
同比增长	38.0%	-	49.0%	23.9%	12.5%	59.0%	-263.5%	-363.2%	78.6%
非 GAAP 净利率	-0.4%	1.2%	1.7%	2.1%	-3.2%	1.5%	-2.7%	-0.7%	-0.7%
按产品/服务口径划分：									
产品收入	3,467	3,771	4,032	4,273	783	1,106	809	994	835
同比增长	3.3%	8.8%	6.9%	6.0%	10.6%	5.0%	14.4%	14.2%	6.6%
服务收入	5,955	5,888	5,947	6,035	1,274	1,888	1,255	1,559	1,260
同比增长	9.2%	-1.1%	1.0%	1.5%	14.2%	9.3%	-1.4%	2.5%	-1.1%
按电商/品牌管理口径划分：									
BEC 收入	7,955	7,970	8,087	8,226	1,728	2,460	1,678	2,157	1,716
同比增长	5.4%	0.2%	1.5%	1.7%	12.0%	5.8%	0.7%	2.7%	-0.7%
BBM 收入	1,470	1,690	1,893	2,082	330	535	387	396	379
同比增长	0.0%	15.0%	12.0%	10.0%	11.3%	17.4%	23.8%	35.5%	15.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

SOTP 估值

我们基于分部估值模型的新目标价为 4.89 美元（前值：4.47 美元），新目标价分别对应 18.2/12.2/9.9 倍 2025/2026/2027E 非 GAAP PE。我们的分部估值结果主要包括：

1) BEC 电商代运营业务每 ADR 3.71 美元（前值：3.30 美元），基于 2025 年预测 0.2x PS（前值：0.18x PS），较电商产业链公司 2025 年彭博一致预期均值 2.9x 有所折价，主因我们认为尽管公司为中国品牌电商代运营行业龙头，但考虑到品牌电商消费情绪不强造成品牌电商销售额增长短期承压，宝尊电商营收增长或慢于电商产业链公司均值（电商产业链公司 2025-2027 年营收彭博一致预期 CAGR 均值为 8.9%，而我们预计宝尊电商 BEC 业务 2025-2027 年营收 CAGR 为 1.1%）。估值倍数上调主因可比公司估值中枢有所上浮。

2) BBM 品牌管理业务每 ADR 1.18 美元（前值：1.17 美元），基于 2025 年预测 0.3x PS（不变）。公司较潮流服饰行业五家公司 2025 年彭博一致预期均值 1.1x 有所折价，主要因为 GAP 中国业务仍处于亏损和业务调整状态。

图表4：宝尊电商：SOTP 估值

板块	2025E 收入 (百万人民币)	目标 PS	估值 (百万人民币)	总价值 (百万美元)	每股价值 (美元)
BEC	7,970	0.2x PS	1,594	224.5	3.71
BBM	1,690	0.3x PS	507	71	1.18
宝尊电商				273.5	4.89

注：美元/人民币=7.1，基于美元/人民币 2025 年 8 月 29 日中间价；1 股 ADR=3 股普通股。

资料来源：华泰研究预测

图表5：主站业务可比公司估值

公司	代码	市值 (百万元, 当地货币)	收入 (百万元, 当地货币)			PS(x)			2025-2027 年 收入 CAGR
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
阿里巴巴	BABA US	2,295,170.9	996,347.0	1,059,882.4	1,150,226.5	2.3	2.2	2.0	6.9%
拼多多	PDD US	1,216,995.9	393,836.1	429,249.5	493,603.8	3.1	2.8	2.5	25.8%
唯品会	VIPS US	61,460.6	108,420.8	106,983.2	109,326.6	0.6	0.6	0.6	-1.1%
壹网壹创	300792 CH	7,051.4	1,235.8	1,317.3	1,451.7	5.7	5.4	4.9	4.1%
Shopify	SHOP US	183,810.9	8,880.0	11,267.7	13,821.1	20.7	16.3	13.3	25.1%
均值						2.9	2.7	2.5	8.9%

注：人民币：美元汇率以 7.1: 1 计算，市值及预测值基准日为 2025 年 8 月 29 日，阿里巴巴采用 FY25 预测数据；均值计算暂不包含 Shopify；

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

图表6：品牌管理业务可比公司估值

公司	股票代码	市值 (百万元, 当地货币)	收入增长 (%)			PS (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
李维斯	LEVI US	8,850.8	2.9%	-2.9%	4.9%	1.4	1.4	1.4
太平鸟	603877 CH	6,792.9	-12.7%	-3.5%	13.5%	1.0	1.0	0.9
森马服饰	002563 CH	14,736.7	7.1%	6.1%	6.9%	1.0	0.9	0.9
报喜鸟	002154 CH	5,545.5	-1.9%	1.0%	8.9%	1.1	1.1	1.0
H&M	HNNMY US	220,143.9	-0.7%	-1.5%	2.1%	0.9	1.0	0.9
均值			-1.1%	-0.2%	7.3%	1.1	1.1	1.0

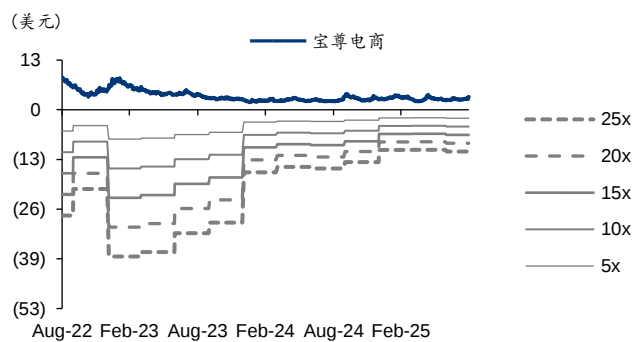
注：1) 数据截至 2025 年 8 月 29 日；2) 李维斯、太平鸟、森马服饰、报喜鸟、H&M 基于彭博一致预测；

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

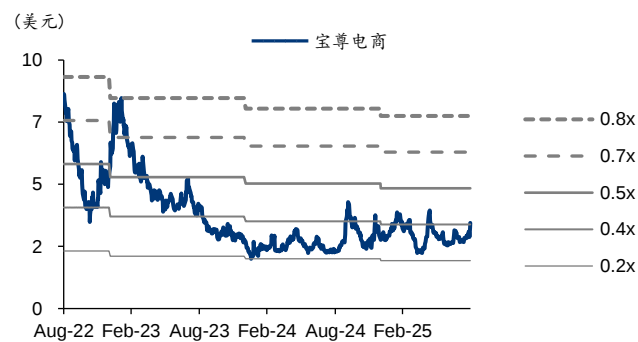
消费复苏不及预期；头部合作品牌终止合作；电商增速不及预期。

图表7: 宝尊电商 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表8: 宝尊电商 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	8,812	9,422	9,660	9,979	10,308
销售成本	(2,409)	(2,474)	(2,649)	(2,792)	(2,922)
毛利	6,403	6,948	7,010	7,187	7,386
销售及分销成本	(5,336)	(5,842)	(5,805)	(5,918)	(6,071)
管理费用	(855.91)	(719.16)	(714.81)	(708.54)	(700.95)
其他收入/支出	(51.42)	(7.93)	4.45	4.45	4.45
财务成本净额	40.77	29.77	26.27	29.44	30.97
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(217.03)	(92.99)	28.24	94.38	141.11
税费开支	(12.00)	(20.74)	(5.65)	(18.88)	(28.22)
少数股东损益	9.68	(1.99)	0.00	0.00	0.00
净利润	(278.42)	(185.20)	(26.21)	26.70	64.08
Non-GAAP 调整项	213.33	144.83	141.41	145.00	148.66
调整后净利润	(65.09)	(40.37)	115.20	171.69	212.74
折旧和摊销	(251.63)	(244.85)	(247.49)	(244.52)	(244.81)
EBITDA	(6.17)	122.10	249.46	309.46	354.95
EPS (人民币, 基本)	(1.56)	(1.03)	(0.14)	0.15	0.35

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	1,045	1,117	1,083	1,120	1,070
应收账款和票据	2,775	2,769	2,594	2,496	2,340
现金及现金等价物	2,352	1,644	1,803	1,879	2,102
其他流动资产	1,118	1,683	1,683	1,683	1,683
总流动资产	7,291	7,214	7,163	7,178	7,195
固定资产	851.15	822.23	812.36	813.34	822.10
无形资产	306.42	357.31	453.90	553.70	656.78
其他长期资产	2,026	1,813	1,813	1,813	1,813
总长期资产	3,184	2,993	3,080	3,180	3,292
总资产	10,474	10,207	10,242	10,359	10,487
应付账款	2,309	2,283	2,267	2,275	2,256
短期借款	1,449	1,464	1,464	1,464	1,464
其他负债	0.00	0.13	0.13	0.13	0.13
总流动负债	3,758	3,748	3,731	3,740	3,721
长期债务	799.10	597.81	597.81	597.81	597.81
其他长期债务	65.68	81.06	81.06	81.06	81.06
总长期负债	864.78	678.87	678.87	678.87	678.87
股本	4,571	4,647	4,647	4,647	4,647
储备/其他项目	(474.24)	(732.61)	(680.64)	(573.17)	(425.65)
股东权益	4,097	3,914	3,966	4,073	4,221
少数股东权益	1,755	1,867	1,867	1,867	1,867
总权益	5,852	5,781	5,833	5,940	6,088

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(15.17)	(23.68)	(166.65)	165.25	69.53
PB	1.03	1.12	1.10	1.08	1.06
调整后 PE (倍)	(64.91)	(108.63)	37.92	25.69	20.94
调整后 ROE	(1.59)	(1.01)	2.92	4.27	5.13
EV EBITDA	(507.37)	30.95	14.51	11.45	9.35
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	2.21	(15.55)	7.70	3.42	14.90

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	(6.17)	122.10	249.46	309.46	354.95
融资成本	(40.77)	(29.77)	(26.27)	(29.44)	(30.97)
营运资本变动	281.89	(106.20)	193.07	69.68	187.74
税费	(12.00)	(20.74)	(5.65)	(18.88)	(28.22)
其他	225.30	135.88	130.73	139.66	145.38
经营活动现金流	448.25	101.28	541.34	470.48	628.88
CAPEX	(230.20)	(208.27)	(334.22)	(345.29)	(356.66)
其他投资活动	(110.17)	(606.46)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(340.37)	(814.73)	(334.22)	(345.29)	(356.66)
债务增加量	99.65	105.24	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	(107.68)	(124.97)	(48.80)	(48.80)	(48.80)
融资活动现金流	(8.03)	(19.74)	(48.80)	(48.80)	(48.80)
现金变动	99.85	(733.19)	158.31	76.39	223.41
年初现金	2,246	2,352	1,619	1,777	1,854
汇率波动影响	6.72	28.08	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,352	1,619	1,777	1,854	2,077

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	4.90	6.92	2.52	3.31	3.29
毛利润	4.20	8.52	0.89	2.52	2.77
营业利润	(720.00)	(44.36)	(97.84)	(2,541)	74.73
净利润	(57.38)	(33.48)	(85.85)	(201.86)	140.03
调整后净利润	(149.23)	(37.98)	(385.35)	49.04	23.91
EPS (基本)	(56.25)	(33.90)	(85.99)	(200.85)	137.66
盈利能力比率 (%)					
毛利率	72.66	73.75	72.57	72.02	71.65
EBITDA	(0.07)	1.30	2.58	3.10	3.44
净利润率	(3.16)	(1.97)	(0.27)	0.27	0.62
调整后净利润率	(0.74)	(0.43)	1.19	1.72	2.06
ROE	(6.81)	(4.62)	(0.67)	0.66	1.55
调整后 ROE	(1.59)	(1.01)	2.92	4.27	5.13
ROA	(2.70)	(1.79)	(0.26)	0.26	0.61
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(2.55)	10.67	6.54	4.49	(0.96)
流动比率	1.94	1.93	1.92	1.92	1.93
速动比率	1.66	1.63	1.63	1.62	1.65
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.86	0.91	0.94	0.97	0.99
应收账款周转天数	114.84	105.92	99.95	91.82	84.44
应付账款周转天数	326.86	334.17	309.12	292.80	279.18
存货周转天数	148.54	157.35	149.49	142.01	134.91
现金转换周期	(63.47)	(70.89)	(59.68)	(58.97)	(59.83)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	(1.56)	(1.03)	(0.14)	0.15	0.35
EPS (调整后, 基本)	(0.36)	(0.22)	0.63	0.94	1.15
每股净资产	22.95	21.78	21.85	22.22	22.80

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。
- 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