

3Q25 前瞻：外卖竞争压力达峰

华泰研究

2025 年 10 月 27 日 | 中国香港

更新报告

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

136.00

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

苏燕妮

SAC No. S0570523050002
SFC No. BTT483

研究员

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

邵浩岚

SAC No. S0570124070056
SFC No. BWH250

联系人

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

基本数据

收盘价 (港币 截至 10 月 24 日)	100.60
市值 (港币百万)	614,800
6 个月平均日成交额 (港币百万)	7,210
52 周价格范围 (港币)	94.05-205.40

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)	337,152	376,841	444,846	510,159
+/-%	21.83	11.77	18.05	14.68
归母净利润 (百万)	35,808	(15,915)	26,201	43,885
+/-%	158.41	(144.45)	(264.63)	67.49
归母净利润 (调整后, 百万)	43,772	(7,928)	35,400	54,400
+/-%	88.23	(118.11)	(546.52)	53.67
EPS (调整后, 最新摊薄)	7.16	(1.30)	5.79	8.90
PE (调整后, 倍)	13.00	(70.77)	15.85	10.31
PB (倍)	3.30	2.51	1.97	1.56
ROE (调整后, %)	26.96	(4.00)	13.94	16.91
EV EBITDA (倍)	12.22	(64.37)	12.35	6.89
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

我们预计美团 3Q25 收入 978 亿元, yoy+4.5%; 预计 3Q25 经营利润-185 亿元, 预计调整后净利润-159 亿元。3Q25 为本轮外卖补贴竞争最激烈的季度, 导致美团收入增长和利润在短期内显著承压。但是我们始终判断非理性补贴不可持续, 进入 4Q 后, 随着奶茶类订单因季节性因素减少, 以及平台逐步回归理性运营, 预计外卖补贴竞争或将持续缓解。我们仍然看好美团多年深耕所沉淀的效率优势和品牌心智, 建议后续持续关注竞争演变, 同时美团在外卖出海业务方面能见度持续提升, 有望获得新增量, 维持“买入”评级。

到家: 3Q 为外卖补贴竞争高峰, 收入增长和利润均承压

我们预计美团 3Q25 即时配送订单量 yoy+17.0%, 外卖订单量 yoy+14.3%, 主因在平台补贴加码下, 即时配送市场有明显的扩容。但与此同时由于 3Q 为本轮外卖补贴竞争最激烈的季度, 非理性补贴导致美团 UE 显著承压, 我们预计 3Q25 外卖 UE 下降至-2.8 元(3Q24 和 2Q25 分别为 1.48 元和-0.21 元)。但是我们认为行业非理性补贴不可持续, 进入 4Q 后, 平台逐步回归理性运营, 预计外卖补贴竞争或将持续缓解。

到店: 餐饮消费仍有压力, OPM 环比下降

我们预计美团 3Q25 到店酒旅业务收入 yoy+5%, 主因线下餐饮消费存在一定的压力, 同时因为 3Q 外卖补贴增加, 对于线下堂食存在替代效应, 综合导致到店收入增长有所放缓。根据美团第八届餐饮产业大会, 自 4Q24 开始, 线下餐饮增长放缓, 同时堂食人均客单价有明显回落, 表明线下餐饮消费存在一定的压力。在盈利层面, 预计 3Q25 公司到店 OPM 达到 27.8%, 同环比分别回落 5.7/5.2pct, 主因公司收入结构中低线城市占比提升, 同时到店到家会员联动下补贴投入加大。

新业务: 外卖出海稳步推进, 巴西拓展在即

我们预计美团 3Q25 新业务收入 284 亿元, yoy+17.5%, 经营亏损为 24 亿元。公司小象超市品牌正在顺应即时零售趋势加速城市扩张, 我们认为小象作为美团自营具备供应链和品牌优势, 在即时零售市场具备较强竞争力和成长空间。外卖出海则保持稳步推进, 当前处在通过规模化投入换取市场份额提升的阶段, 公司预计 4Q 将拓展巴西市场, 我们看好美团外卖出海的长期潜力。

盈利预测与估值

我们预测 25-27 年收入 3768/4448/5102 (较前值基本不变) 亿元。调整后净利润-79/354/544 (较前值-96%/-1%/-1%) 亿元, 主要考虑外卖竞争影响, 需要较高的补贴及营销侧投入, 因此大幅度下调公司 25 年利润。可比公司 26 年 PE/PS 分别为 26.0/2.8 倍, 基于 SOTP, 给予外卖、到店 26 年 7/18 倍 PE (不变), 闪购 3 倍 PS (不变), 新业务 26 年 0.8 倍 PS (不变)。虽可比公司估值上升, 但由于当前国内外卖补贴竞争的不确定性, 我们维持公司估值不变。我们认为中长期补贴竞争本身不可持续, 长期来看, 我们依旧看好公司外卖利润率回升至合理水平。综合给予美团目标价 136.0 (前值: 138.1) 港币, 维持买入评级。

风险提示: 本地生活市场竞争加剧, 市场增长不及预期, 公司盈利不及预期。

图表1：盈利预测变动

	2025E				2026E				2027E			
	前值	新值	变动	%/pct	前值	新值	变动	%/pct	前值	新值	变动	%/pct
收入	378,822	376,841	-0.5%		447,230	444,847	-0.5%		513,024	510,158	-0.6%	
销售成本	-254,758	-253,426	0.5%		-290,700	-289,151	0.5%		-323,205	-321,399	0.6%	
毛利润	124,064	123,415	-0.5%		156,530	155,696	-0.5%		189,819	188,759	-0.6%	
销售及分销成本	-106,070	-109,284	-3.0%		-89,446	-88,969	0.5%		-97,475	-96,930	0.6%	
管理费用	-12,122	-12,059	0.5%		-14,311	-14,235	0.5%		-15,391	-15,305	0.6%	
其他经营费用	-21,150	-21,419	-1.3%		-26,754	-26,616	0.5%		-30,511	-30,344	0.5%	
经营利润	-15,278	-19,347	-26.6%		26,019	25,876	-0.5%		46,442	46,180	-0.6%	
非 IFRS 净利润	-4,047	-7,928	-95.9%		35,577	35,400	-0.5%		54,692	54,400	-0.5%	
非 IFRS 净利润率	-1.07%	-2.10%	-1.0pct		7.95%	7.96%	0.0pct		10.66%	10.66%	0.0pct	

资料来源：华泰研究预测

图表2：关键财务指标分季度预测

(百万元)	季度拆分				年度拆分		
	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
收入	86,557	91,840	97,813	100,631	376,841	444,846	510,159
-核心本地商业	64,325	65,347	69,373	73,684	272,729	324,077	372,481
-新业务	22,232	26,493	28,440	26,946	104,112	120,770	137,677
毛利润	32,414	30,414	27,877	32,711	123,415	155,696	188,759
毛利率	37%	33%	29%	33%	33%	35%	37%
营销费用	15,550	22,519	37,169	34,046	109,284	88,969	96,930
营销费用率	18%	25%	38%	34%	29%	20%	19%
研发费用	5,772	6,260	6,847	7,123	26,002	31,139	35,711
研发费用率	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
管理费用	2,627	2,679	3,130	3,623	12,059	14,235	15,305
管理费用率	3%	3%	3%	4%	3%	3%	3%
经营利润	10,566	226	-18,466	-11,673	-19,347	25,876	46,180
-核心本地商业	13,491	3,721	-16,293	-4,453	-3,533	48,900	63,873
-新业务	-2,273	-1,881	-2,400	-3,445	-10,000	-9,000	-8,000
-未分配	-652	-1,613	227	-3,775	-5,813	-14,024	-9,693
调整后净利润	10,949	1,108	-15,936	-4,048	-7,928	35,400	54,400
调整后净利润率	13%	1%	-16%	-4%	-2%	8%	11%

资料来源：华泰研究预测

图表3：SOTP 估值

板块	估值方法	估值倍数(x)	2026E 利润/营收 (人民币百万)	估值	每股估值 (港币)
外卖业务	2026E PE	7.0	17,914	125,401	22.4
到店业务	2026E PE	18.0	21,917	394,500	70.4
闪购业务	2026E PS	3	48,578	145,733	26.0
新业务	2026E PS	0.8	120,770	96,616	17.2
总估值, 人民币百万				762,250	
总估值, 港币百万				830,852	
股份数量, 稀释后				6,111	
每股估值, 港币				136.0	

资料来源：华泰研究预测

图表4：可比公司估值表

公司	股票代码	股价 (交易货币)	PE			PS		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
本地生活服务								
DoorDash	DASH US	258.2	102.7	63.8	44.1	8.6	7.1	6.2
Grab	GRAB US	5.9	151.9	71.4	43.1	7.0	5.9	5.1
Delivery Hero	HERO GR	22.9	NM	3440.7	22.9	0.5	0.4	0.4
Just Eat Takeaway	TKWY NA	20.1	1187.3	NM	NM	1.1	1.1	1.1
Tokopedia	GOTO IJ	55.0	NM	66.7	30.1	3.4	3.0	2.6
Trip.com	TCOM US	72.8	14.8	18.6	16.3	5.9	5.2	4.6
Booking	BKNG US	5146.2	23.2	19.9	17.1	6.4	5.7	5.0
Airbnb	ABNB US	128.0	30.3	27.1	23.7	6.7	6.0	5.4
Tongcheng-Elong	780 HK	21.8	16.5	14.0	12.7	2.4	2.1	2.0
SF Intra city	9699 HK	12.5	33.9	20.5	13.9	0.5	0.4	0.3
平均值			23.7	37.8	24.9	4.2	3.7	3.3
在线零售								
Alibaba	BABA US	174.7	25.9	22.4	17.9	2.9	2.6	2.3
JD	JD US	33.2	12.6	9.1	6.9	0.3	0.2	0.2
Pinduoduo	PDD US	134.0	13.9	11.3	9.3	3.3	2.9	2.5
平均值			17.5	14.3	11.3	2.2	1.9	1.7
整体平均值			20.6	26.0	18.1	3.2	2.8	2.5

注: 1) 数据截至 2025 年 10 月 24 日; 2) PE 均值计算不包括大于 80x 数字, PS 均值计算不包括大于 15x 数字。

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

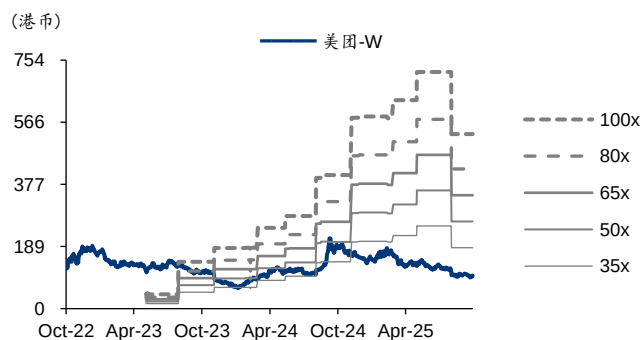
风险提示

本地生活市场竞争加剧: 到店市场参与者变多, 竞争加剧, 公司市场份额受损, 到店 OPM 因竞争加剧修复不及预期。

市场增长不及预期: 受到宏观消费影响, 即时配送单量增长不足预期。

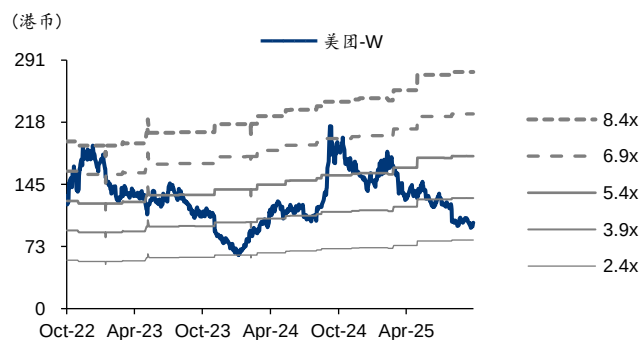
公司盈利不及预期: 经营利润率不足预期, 新业务减亏进展不及预期。

图表5：美团-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表6：美团-WPB-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	276,745	337,152	376,841	444,846	510,159
销售成本	(179,554)	(207,367)	(253,426)	(289,150)	(321,400)
毛利	97,191	129,785	123,415	155,696	188,759
销售及分销成本	(58,617)	(63,975)	(109,284)	(88,969)	(96,930)
管理费用	(9,372)	(10,729)	(12,059)	(14,235)	(15,305)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(606.00)	(45.00)	1,284	1,417	1,395
应占联营公司利润及亏损	1,213	1,186	1,186	1,186	1,186
税前利润	14,022	37,986	(16,877)	28,479	48,761
税费开支	(165.00)	(2,177)	962.00	(2,278)	(4,876)
少数股东损益	1.50	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	13,857	35,808	(15,915)	26,201	43,885
非通用准则调整项	9,398	7,964	7,987	9,199	10,515
调整后归母净利润	23,255	43,772	(7,928)	35,400	54,400
折旧和摊销	(7,997)	(8,421)	(9,847)	(11,624)	(13,576)
EBITDA	22,625	46,281	(8,315)	38,686	60,942
EPS (人民币, 基本)	2.22	5.86	(2.60)	4.29	7.18

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	1,305	1,171	1,558	1,434	1,837
应收账款和票据	17,278	14,453	21,212	19,565	26,122
现金及现金等价物	33,340	70,834	112,966	173,057	243,116
其他流动资产	131,194	123,277	124,945	139,374	140,535
总流动资产	183,116	209,735	260,681	333,430	411,610
固定资产	25,978	30,239	32,492	35,117	37,577
无形资产	30,398	30,230	30,982	31,369	31,843
其他长期资产	53,538	54,151	58,351	60,608	64,170
总长期资产	109,914	114,620	121,825	127,093	133,590
总资产	293,030	324,355	382,507	460,523	545,200
应付账款	64,721	76,466	72,116	86,451	84,494
短期借款	19,322	1.10	3,875	8,628	16,774
其他负债	16,832	31,468	31,775	25,100	20,895
总流动负债	100,874	107,936	107,766	120,180	122,163
长期债务	4,208	4,310	4,432	4,582	4,839
其他长期债务	35,991	39,505	47,059	51,296	59,443
总长期负债	40,199	43,815	51,491	55,879	64,282
股本	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
储备/其他项目	152,010	172,658	223,303	284,519	358,809
股东权益	152,011	172,659	223,304	284,519	358,809
少数股东权益	(54.41)	(54.41)	(54.41)	(54.41)	(54.41)
总权益	151,956	172,604	223,249	284,465	358,755

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	41.91	15.89	(35.26)	21.42	12.79
PB	3.82	3.30	2.51	1.97	1.56
调整后 PE (倍)	24.97	13.00	(70.77)	15.85	10.31
调整后 ROE	16.57	26.96	(4.00)	13.94	16.91
EV EBITDA	26.70	12.22	(64.37)	12.35	6.89
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	4.87	8.17	(5.67)	6.02	4.25

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	22,625	46,281	(8,315)	38,686	60,942
融资成本	606.00	45.00	(1,284)	(1,417)	(1,395)
营运资本变动	16,178	14,706	(11,498)	16,108	(8,919)
税费	(165.00)	(2,177)	962.00	(2,278)	(4,876)
其他	1,278	(1,708)	83,809	32,364	49,526
经营活动现金流	40,522	57,147	63,674	83,463	95,278
CAPEX	(11,282)	(13,123)	(14,729)	(16,437)	(18,712)
其他投资活动	(13,382)	23,328	(7,037)	(7,176)	(6,770)
投资活动现金流	(24,664)	10,205	(21,766)	(23,614)	(25,482)
债务增加量	1,216	(19,219)	3,996	4,903	8,403
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	(3,997)	(11,195)	(3,773)	(4,662)	(8,140)
融资活动现金流	(2,781)	(30,415)	223.40	241.10	262.90
现金变动	13,077	36,937	42,132	60,091	70,060
年初现金	20,159	33,340	70,834	112,966	173,057
汇率波动影响	104.45	557.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	33,340	70,834	112,966	173,057	243,116

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	25.82	21.83	11.77	18.05	14.68
毛利	57.39	33.54	(4.91)	26.16	21.24
营业利润	(330.48)	174.66	(152.51)	(233.75)	78.47
净利润	(307.25)	158.41	(144.45)	(264.63)	67.49
调整后净利润	722.31	88.23	(118.11)	(546.52)	53.67
EPS (基本)	(305.86)	163.70	(144.44)	(264.63)	67.49
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.12	38.49	32.75	35.00	37.00
EBITDA	8.18	13.73	(2.21)	8.70	11.95
净利润率	5.01	10.62	(4.22)	5.89	8.60
调整后净利润率	8.40	12.98	(2.10)	7.96	10.66
ROE	9.87	22.06	(8.04)	10.32	13.64
调整后 ROE	16.57	26.96	(4.00)	13.94	16.91
ROA	5.16	11.60	(4.50)	6.22	8.73
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(6.45)	(38.53)	(46.87)	(56.18)	(61.73)
流动比率	1.82	1.94	2.42	2.77	3.37
速动比率	1.80	1.93	2.40	2.76	3.35
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.03	1.09	1.07	1.06	1.01
应收账款周转天数	21.22	16.94	17.04	16.50	16.12
应付账款周转天数	111.46	122.55	105.53	98.71	95.74
存货周转天数	2.47	2.15	1.94	1.86	1.83
现金转换周期	(87.77)	(103.46)	(86.56)	(80.35)	(77.79)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	2.22	5.86	(2.60)	4.29	7.18
EPS (调整后, 基本)	3.73	7.16	(1.30)	5.79	8.90
每股净资产	24.38	28.26	36.54	46.56	58.71

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、苏燕妮，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。
- 美团-W (3690 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、苏燕妮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。
- 美团-W (3690 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