

3Q 平台活跃度进一步加速

华泰研究

2025 年 10 月 31 日 | 美国

季报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

166.94

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

詹博

SAC No. S0570523110002
SFC No. BUS698

研究员

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

陈俊元*

SAC No. S0570125040051

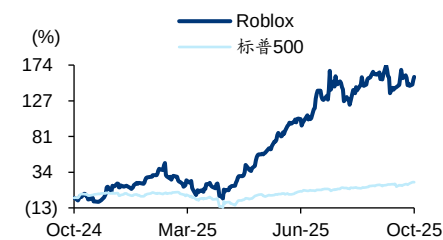
联系人

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

基本数据

收盘价(美元 截至 10 月 29 日)	133.74
市值(美元百万)	92,715
6 个月平均日成交额(美元百万)	927.95
52 周价格范围(美元)	42.36-150.59

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)	3,602	4,848	6,144	7,206
+/-%	28.68	34.60	26.74	17.28
归属母公司净利润(百万)	(940.61)	(1,132)	(922.27)	(518.25)
+/-%	(18.84)	20.34	(18.52)	(43.81)
EPS(最新摊薄)	(1.52)	(1.62)	(1.32)	(0.74)
ROE(%)	(631.84)	(344.76)	(154.49)	(43.93)
PE(倍)	(88.07)	(82.39)	(101.12)	(179.95)
PB(倍)	374.08	214.28	122.91	58.27
EV EBITDA(倍)	(118.44)	(94.53)	(105.58)	(145.11)
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

Roblox 公布 25Q3 业绩: 预订收入 19.2 亿美元, +70.3%yoy, 显著高于 VA 17 亿美元的一致预期; GAAP 收入 13.6 亿美元, +48%yoy, 高于 VA 12 亿美元一致预期; 净利润-2.6 亿美元, 高于 VA-3.4 亿美元的一致预期。收入利润均高于预期主因自 Q2《Grow a Garden》走红后, 平台持续出现了一系列全新爆款游戏, 推动平台用户活跃度及进一步超预期提升。公司上调全年预订收入指引中值至 65.9 亿美元(原指引: 59.2 亿美元)。短期来看, 尽管公司对于预订收入的展望较为保守, 且基础设施费用的增加对利润端有一定承压影响, 但随着创作者生态健康发展, 平台推出爆款游戏的能力正在逐步被验证, 用户活跃度有望得到延续。长期来看, 公司正在积极打造社交生态以进一步增强用户粘性, 通过推荐系统算法更新、4D 生成式 AI 工具推动多人游戏发展并扩大游戏品类, 通过 Roblox Moment 加强用户社交转化能力, 长期仍然具备较强增长潜力, 维持“买入”评级。

爆款游戏推动 3Q 平台活跃度进一步加速

1) 25Q3 平台 DAU 达到 1.52 亿, +70.4%yoy, 主因 Q2《Grow a Garden》走红后 Q3 平台内持续出现《Steal a Brainrot》等全新爆款游戏, 推动平台同时在线人数达到 8 月的历史峰值 4500 万人, 其中亚太(yoy+108%)及新兴市场(yoy+80%)增长最为显著。2) 公司用户结构进一步改善, 13 岁以上 DAU+89%yoy, 占比达到 66.9%(2Q 为 63.9%)。3) 预订收入方面, 各市场单 DAU 预订收入均录得增长, 总付费人数 yoy+87%, 高于 DAU 增速, 但由于亚太及新兴市场客单价较低, 平台整体单 DAU 预订收入同比持平。4) 创作者生态方面, DAU 超千万的游戏提升至 7 个, 其中 5 个为过去 12 个月创建。同时, 排名十名以外的游戏活跃度增速由 Q2 的 47%增长至 Q3 的 58%, 支出增长保持在 40%以上, 体现出爆款游戏对平台粘性的提升。

近期平台在开发者大会上推出多项更新

1) 开发者分成比例提升: Roblox 宣布开发者将 Robux 兑换现金时的收入将增加 8.5%, 我们预计此举将提升开发者分成占预订收入比例约 2%。此外公司宣布进一步推广区域定价及游戏内奖励视频广告以增加创作者收入; 2) 推出 Roblox Moment: 该功能类似 Tiktok 短视频, 支持用户捕捉、编辑, 并在平台内部分享游戏剪辑视频, 玩家可以一键加入相应游戏。考虑到 Roblox 相关内容在 YouTube 累计视频播放量超过 1 万亿次, 我们认为此举旨在加强站内流量转化; 3) AI 方面: RDC 2025 展示了 AI 工具链的重大进展。核心发布包括: 可生成功能齐全的 4D 对象(如可驾驶车辆), 超越静态 3D; 推出 Text-to-Speech 和 Speech-to-Text API, 丰富交互; 实现实时语音聊天翻译; Studio 助手通过 MCP 协议集成第三方 LLM(如 Figma)。我们认为 AIGC 正深度赋能内容创作以拓展游戏品类和开发效率。

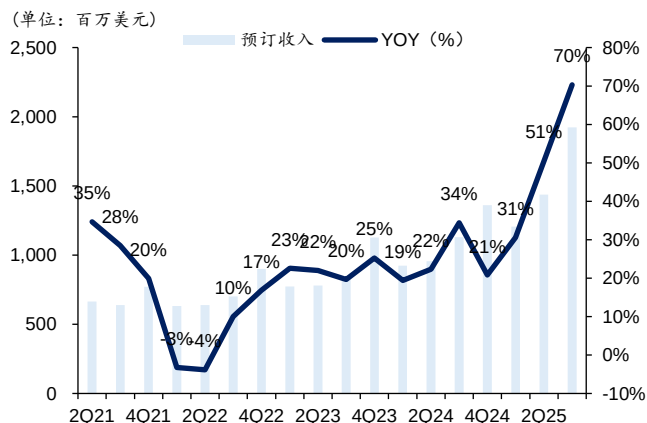
盈利预测与估值

爆款游戏带动平台活跃度及单用户付费持续提升, 驱动预订收入高增, 我们上调 25-27E 预订收入 10.5/7.7/7.5%至 66/77.4/90.1 亿美元。由于开发者支出及基础设施投入部分抵消了收入扩张带来的利润增量, 我们预计 25-27 年经营利润预测为-12.8/-11.8/-9.5 亿美元(变动幅度: -1.2/+0.5/+16.6%)。给予目标价 166.94 美元(前值: 165.33 美元), 基于 25 年 17x EV/预订收入(前值: 18x), 高于可比公司均值 7.4x, 主因公司 25-27E 收入 CAGR 26%高于同行的 14.2%、近期爆款游戏带动预订收入同比增速加快。估值下降主因短期指引较保守且费用端投入导致利润端略承压, 维持“买入”评级。

风险提示: AIGC 工具对商业化促进不及预期; 亚太地区预订收入低于预期; 利润率提升不及预期。

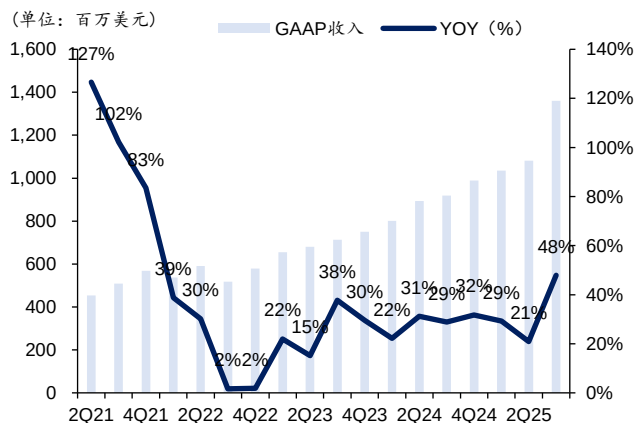
FY25Q3 经营数据回顾

图表1：爆款游戏持续带动预订收入显著增长



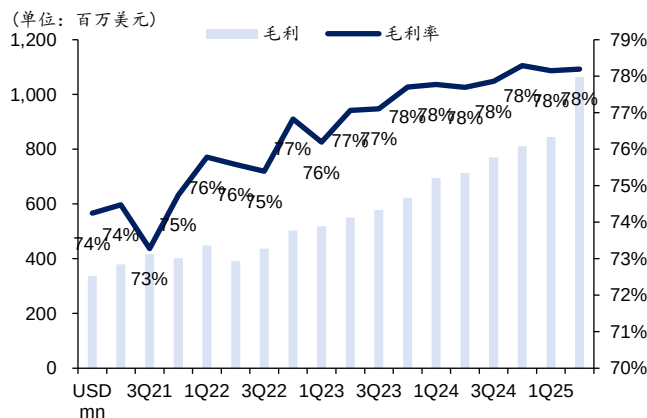
资料来源：公司公告、华泰研究

图表2：GAAP 收入确认滞后预订收入增长



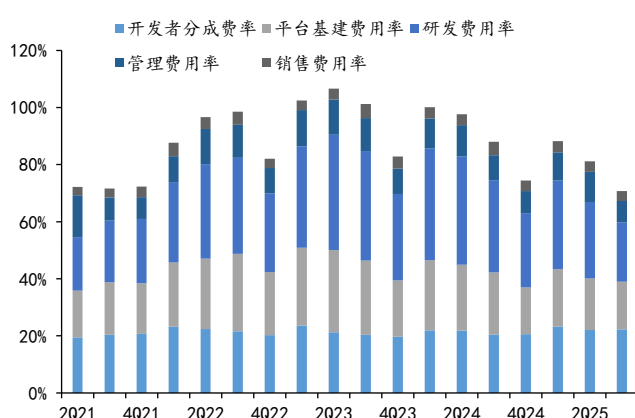
资料来源：公司公告、华泰研究

图表3：毛利率保持平稳



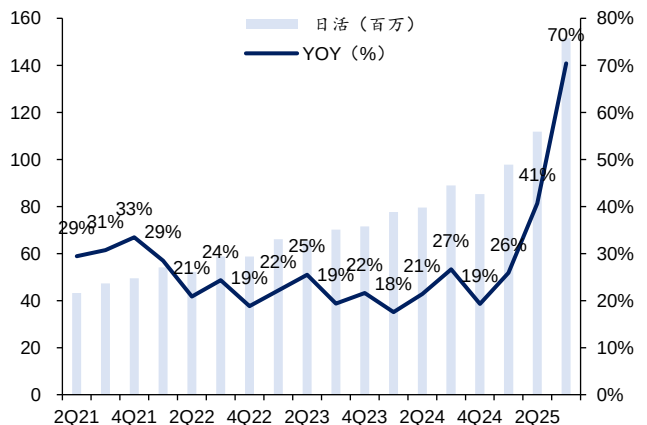
资料来源：公司公告、华泰研究

图表4：经营杠杆持续显现，经营费用率进一步下降



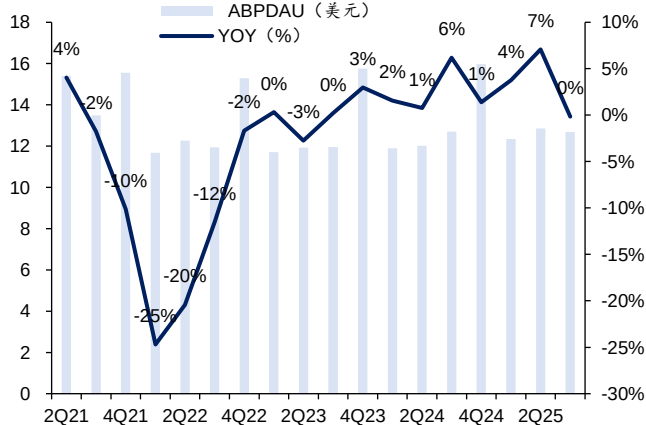
资料来源：公司公告、华泰研究

图表5：爆款游戏带动 DAU 显著增长



资料来源：公司公告、华泰研究

图表6：单 DAU 预订收入受地区结构影响同比持平



资料来源：公司公告、华泰研究

盈利预测

收入端：爆款游戏带动平台活跃度及单用户付费持续提升，驱动预订收入高增，我们上调 25-27E 预订收入 10.5/7.7/7.5%至 66/77.4/90.1 亿美元。展望未来，我们认为公司 3D AI 模型有望进一步降低开发者创作门槛，加快 UGC 游戏创作飞轮，提升平台内游戏体验和丰富度，加速商业化进程。

利润端：由于开发者支出及基础设施投入部分抵消了收入扩张带来的利润增量，我们预计 25-27 年经营利润预测为-12.8/-11.8/-9.5 亿美元（变动幅度：-1.2/+0.5/+16.6%）。

图表7：盈利预测

财务数据（百万 美元）	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E
预订收入（Bookings）	4,369	6,599	7,741	9,013	1,207	1,438	1,922	2,033
YoY	24%	51%	17%	16%	31%	51%	70%	49%
GAAP 收入	3,602	4,848	6,144	7,206	1,035	1,081	1,360	1,373
YoY	29%	35%	27%	17%	29%	21%	48%	39%
经营利润	(1,063)	(1,284)	(1,176)	(950)	(255)	(322)	(297)	(411)
YoY	-16%	21%	-8%	-19%	-16%	36%	6%	68%
经调整经营利润	565	1,351	1,544	2,229	145	256	456	494
YoY	196%	139%	14%	44%	274%	353%	208%	54%
经调整经营利润率	12.9%	20.5%	19.9%	24.7%	12.0%	17.8%	23.7%	24.3%
净利润	(941)	(1,132)	(922)	(518)	(216)	(280)	(257)	(378)
YoY	-19%	20%	-19%	-44%	-20%	35%	7%	71%
经调整净利润	687	1,512	1,794	2,664	183	298	495	535
YoY	136%	120%	19%	48%	165%	242%	166%	55%
经调整净利率	15.7%	22.9%	23.2%	29.6%	15.2%	20.8%	25.8%	26.3%

注：此处 2024A-2027E 及 1Q25A-4Q25E 期间经营利润和净利润亏损扩大符号为正，亏损减少符号为负

资料来源：公司公告、华泰研究预测

公司估值

基于公司具备游戏平台属性，并积极推动广告业务发展，我们主要选取游戏及广告平台类公司作为可比公司对象，由于公司暂未盈利，我们选取高成长平台常用的 EV/Sales 估值方法对其估值。我们基于 Roblox 25 年 17x EV/Bookings 估值（前值：18x），较可比公司平均 7.4x EV/Sales 估值有所溢价，估值及溢价比例有所下降主因公司对短期预订收入持续性指引较为保守且短期资本开支及基础设施建设费用投入加大导致利润端减亏速度放缓，对应股价 166.94 美元（前值：165.33 美元）。维持“买入”评级。

公司估值高于可比公司均值主要原因是：1）公司 25-27E 收入 CAGR 为 26%，显著高于行业均值的 14.2%，且伴随近期爆款游戏推出，公司预订收入及活跃用户正在加速增长。多数游戏公司在疫情后出现增速放缓现象，而公司作为 UGC 游戏平台持续高速发展，新兴市场空间潜力仍较大。2）公司作为 UGC 游戏平台，创作者直接受益于 AI 工具迭代。25 年初公司推出并开源 Cube 3D AI 生成模型，未来有望降低游戏创作门槛，进一步激活创作者生态，提升新游戏开发效率和质量，刺激平台用户活跃度和付费意愿上升。

图表8：可比公司对比

公司名称	股票代码	营业收入增长 (%)			25-27 收入增 速 CAGR	EV/Sales		
		2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
Meta	META US	21.1%	18.3%	15.5%	18.3%	9.5	8.0	6.9
任天堂	7974 JP	95.4%	11.0%	7.0%	32.4%	5.8	5.2	4.9
腾讯	700 HK	13.1%	10.0%	9.3%	10.8%	7.3	6.7	6.1
Bilibili	BILI US	12.5%	9.2%	8.6%	10.1%	2.7	2.5	2.3
Unity	U US	-0.5%	11.4%	11.9%	7.5%	9.1	8.2	7.3
EA	EA US	10.1%	3.5%	4.7%	6.1%	6.2	6.0	5.8
Take-Two	TTWO US	9.3%	56.8%	-5.1%	17.6%	7.8	4.9	5.2
Autodesk	ADSK US	15.3%	11.1%	10.6%	12.3%	9.0	8.1	7.3
Netflix	NFLX US	15.6%	13.1%	11.7%	13.5%	10.5	9.3	8.3
Spotify	SPOT US	9.7%	15.3%	14.6%	13.2%	6.4	5.6	4.9
平均		20.2%	16.0%	8.9%	14.2%	7.4	6.4	5.9
Roblox	RBLX US	34.6%	26.7%	17.3%	26.0%	12.0x	10.3x	8.8x

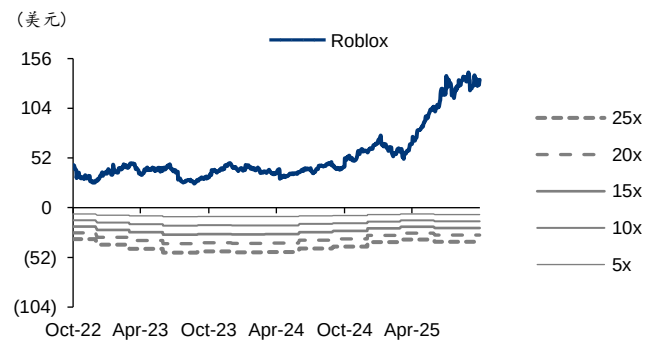
注：数据截至 2025 年 10 月 29 日，任天堂、EA、Take-Two、Autodesk 为 FY26-28 财年一致预期，Roblox 采用 EV/Bookings 估值

资料来源：Visible Alpha、华泰研究预测

风险提示

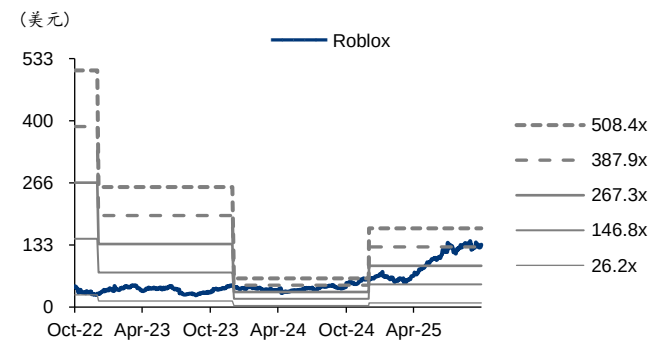
- 1) AIGC 工具对商业化促进不及预期。若公司后续 AIGC 工具落地不及预期则会影响平台游戏生态拓展速度。
- 2) 亚太市场预订收入不及预期。亚太地区用户付费意愿较欧美略低。若公司后续本地化进程不及预期或在本地遭遇较强竞争对手则会影响亚太地区市场拓展及预订收入。
- 3) 利润率不及预期。公司经营费用率保持高位导致利润率改善低于预期。

图表9：RobloxPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表10：RobloxPB-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	2,799	3,602	4,848	6,144	7,206
销售成本	(649.12)	(801.16)	(1,057)	(1,431)	(1,638)
毛利润	2,150	2,801	3,792	4,713	5,568
销售及分销成本	(390.06)	(407.51)	(566.39)	(599.14)	(665.85)
管理费用	(146.46)	(174.18)	(234.76)	(255.19)	(283.59)
其他收入/支出	(2,873)	(3,282)	(4,275)	(5,035)	(5,568)
财务成本净额	100.58	126.82	154.95	253.48	431.06
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	(1,158)	(936.50)	(1,129)	(922.27)	(518.25)
税费开支	(0.45)	(4.11)	(2.64)	0.00	0.00
少数股东损益	(6.94)	(5.56)	(6.20)	(6.98)	(6.98)
归母净利润	(1,159)	(940.61)	(1,132)	(922.27)	(518.25)
折旧和摊销	(208.14)	(226.44)	(221.34)	(222.81)	(259.41)
EBITDA	(1,051)	(836.88)	(1,063)	(952.94)	(689.90)
EPS (美元, 基本)	(1.88)	(1.52)	(1.62)	(1.32)	(0.74)

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	580.32	690.25	1,030	1,200	1,397
现金及现金等价物	678.47	711.68	1,220	2,795	5,228
其他流动资产	2,017	2,326	2,681	2,762	2,857
总流动资产	3,275	3,728	4,931	6,757	9,482
固定资产	695.36	659.59	926.35	1,192	1,293
无形资产	53.06	34.15	19.85	12.12	12.12
其他长期资产	2,144	2,753	3,572	3,614	3,663
总长期资产	2,893	3,447	4,518	4,818	4,968
总资产	6,168	7,175	9,450	11,575	14,451
应付账款	374.95	382.49	570.35	665.04	770.69
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2,677	3,281	4,545	5,678	6,959
总流动负债	3,052	3,663	5,115	6,343	7,730
长期债务	1,652	1,676	1,611	1,611	1,611
其他长期债务	1,396	1,627	2,306	2,880	3,527
总长期负债	3,047	3,303	3,917	4,491	5,138
股本	3,135	4,221	5,542	6,788	8,148
储备/其他项目	(3,059)	(4,000)	(5,107)	(6,029)	(6,547)
股东权益	76.29	221.45	435.22	758.74	1,600
少数股东权益	(7.66)	(12.79)	(17.33)	(17.33)	(17.33)
总权益	68.63	208.65	417.89	741.41	1,583

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(71.13)	(88.07)	(82.39)	(101.12)	(179.95)
PB	1,081	374.08	214.28	122.91	58.27
EV EBITDA	(93.53)	(118.44)	(94.53)	(105.58)	(145.11)
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(0.93)	(0.58)	(0.20)	0.08	0.69

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	(1,051)	(836.88)	(1,063)	(952.94)	(689.90)
融资成本	(100.58)	(126.82)	(154.95)	(253.48)	(431.06)
营运资本变动	506.82	480.97	1,329	1,510	1,693
税费	(0.45)	(4.11)	(2.64)	0.00	0.00
其他	1,103	1,309	1,537	1,753	2,222
经营活动现金流	458.18	822.33	1,646	2,056	2,794
CAPEX	(320.67)	(179.65)	(447.46)	(480.84)	(360.52)
其他投资活动	(2,504)	(672.43)	(830.57)	0.00	0.00
投资活动现金流	(2,825)	(852.07)	(1,278)	(480.84)	(360.52)
债务增加量	14.70	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	53.23	70.34	135.87	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	(0.75)	(4.45)	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	67.18	65.89	135.87	0.00	0.00
现金变动	(2,300)	36.16	503.53	1,575	2,433
年初现金	2,972	672.05	708.20	1,212	2,787
汇率波动影响	0.74	(2.92)	4.40	0.00	0.00
年末现金	672.05	708.20	1,212	2,787	5,220

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	25.81	28.68	34.60	26.74	17.28
毛利润	28.18	30.26	35.37	24.31	18.14
营业利润	36.29	(15.55)	20.78	(8.45)	(19.26)
净利润	24.06	(18.84)	20.34	(18.52)	(43.81)
EPS	19.88	(19.23)	6.90	(18.52)	(43.81)
盈利能力比率 (%)					
毛利率	76.81	77.76	78.21	76.71	77.27
EBITDA	(37.54)	(23.23)	(21.92)	(15.51)	(9.57)
净利润率	(41.40)	(26.11)	(23.35)	(15.01)	(7.19)
ROE	(606.27)	(631.84)	(344.76)	(154.49)	(43.93)
ROA	(20.08)	(14.10)	(13.62)	(8.77)	(3.98)
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	1.07	1.02	0.96	1.07	1.23
速动比率	1.07	1.02	0.96	1.07	1.23

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.48	0.54	0.58	0.58	0.55
应收账款周转天数	65.67	63.49	63.88	65.34	64.86
应付账款周转天数	187.97	170.18	162.33	155.39	157.77
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA

每股指标 (美元)

EPS	(1.88)	(1.52)	(1.62)	(1.32)	(0.74)
每股净资产	0.12	0.36	0.62	1.09	2.30

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、詹博，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。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

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、詹博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