

谷歌以完备生态应战 AI 搜索竞争

华泰研究

2025 年 10 月 31 日 | 美国

季报点评

互联网

谷歌股价盘后涨超 7%，主系 3Q25 营收盈利均超预期。3Q25 营收 1023 亿美元，同比+16%，高于 VA 预期的 999 亿美元；EPS 2.87 美元，同比+35%，高于预期的 2.26 美元。3Q 营业利润同比+9.5%，营业利润率为 30.5%；若排除欧盟委员会 35 亿美元相关罚款影响，营业利润同比+22%，营业利润率 33.9%。3Q 资本开支同比+83%至 240 亿美元，1-3Q 累计 636 亿美元。公司再次上调资本开支指引至 910-930 亿美元（前值 850 亿美元）。核心业务均双位数增长：1) 广告增速重回加速通道，同比+13%至 742 亿美元，其中搜索广告+15%，显示 AI Overview 战略初见成效；2) 云业务同比+34%，经营利润率持续改善，体现 AI 投入或加速转化为盈利动能。重申“买入”。

AI 需求驱动云业务高增，TPU 开放与生态扩张成新引擎

3Q 云业务营收 152 亿美元，同比+34%（对比 2Q25 同比+32%，3Q Azure 同比+40%）。云经营利润率 24%，对比 3Q24/2Q25 的 17/21%，均显著改善，但仍面临 AI 基建扩张所需的资本压力。云业务在手订单（Backlog）环比+46%至 1550 亿美元，全平台月 Token 消耗量由 7 月 980 千万亿增至 1300 千万亿。我们看好谷歌云的成长潜力，同时公司正推动 TPU 部署至第三方云，首个合作伙伴为 Fluidstack，或为其打开新增长空间。公司表示今年内将发布 Gemini-3，预计多模态与推理能力均将重大升级。外部客户方面，Anthropic 宣布将扩大在谷歌云上的部署，计划于 2026 年启用 100 万颗 Ironwood TPU，此举有望打破 AWS 对其的长期供应格局。此前路透社 6 月报道称，OpenAI 亦采用 TPU 以降低推理成本。此外，Waymo 目前已入住凤凰城、旧金山、洛杉矶、奥斯汀、亚特兰大和硅谷，计划推进至达拉斯、纳什维尔、西雅图、丹佛、华盛顿特区、纽约、费城、东京、伦敦等城市。Waymo 4 月披露每周 25 万单，福布斯 6 月报道，每周订单已逾 30 万。

谷歌搜索重回增长轨道，Gemini 深度融入 Chrome 生态

3Q 谷歌广告收入 742 亿美元，同比+13%，高于预期的 724 亿美元；搜索/YouTube 广告同比均+15%。搜索方面，Statcounter 数据显示，谷歌搜索市占率连续 6 个月低于 90%后，9 月回升至 90.4%。我们看到，AI Overviews 上线后，Gemini 用户与搜索量回暖，3Q 搜索量翻三倍，月活达 6.5 亿；AI Mode 日活超 7500 万，AI Overviews 用户超 20 亿。ChatGPT 于 10/23 宣布发布 Atlas AI 浏览器，并与 PayPal 合作上线电商功能，整合其钱包以实现即时结账（Instant Checkout），直接向谷歌核心业务发起挑战。作为回应，Chrome 浏览器加速 Gemini 融入，包括任务执行（如加入购物车）和情境理解等 Agentic 功能，并与谷歌生态无缝集成。多模态方面，Nano Banana 8 月出圈，迄今已生成超 50 亿张图像。谷歌正将其能力扩展至搜索与 NotebookLM。广告 AI 工具方面，全球上线的 AI Max 广告优化工具已初见成效，3Q 解锁数十亿条全新查询，通过智能匹配更相关广告，帮助广告主在关键时刻触达新客户。同时，Asset Studio 和 Product Studio 中融入 Imagen 4 模型，助力企业高效生成更优质的创意素材。

上调目标价至 350 美元，对应 26E 30xPE，重申“买入”

考虑到 AI 生态商业化逐步推进，叠加 TPU 业务外延或带来谷歌云增速上行，我们上调 25-27E 营收预测 2/5/6%到 4030/4667/5199 亿美元，上调净利润预测 11/8/8%到 1308/1411/1575 亿美元。我们认为谷歌在 AI 技术壁垒逐步兑现后，将迎来价值重估，向科技可比公司估值靠拢，基于广告和科技可比公司 26E 21.6x/33.5x PE 中值，上调 26 年 PE 从 25.0x 到 30.0x，上调目标价从 270 美元至 350 美元。重申“买入”。

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):

350.00

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

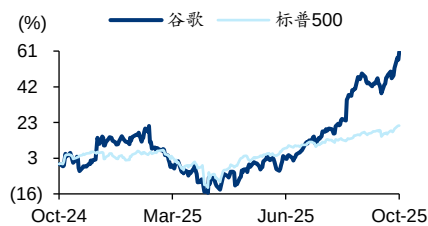
联系人

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

基本数据

收盘价(美元 截至 10 月 29 日)	274.57
市值(美元百万)	3,320,650
6 个月平均日成交额(美元百万)	7,480
52 周价格范围(美元)	140.23-275.34

股价走势图

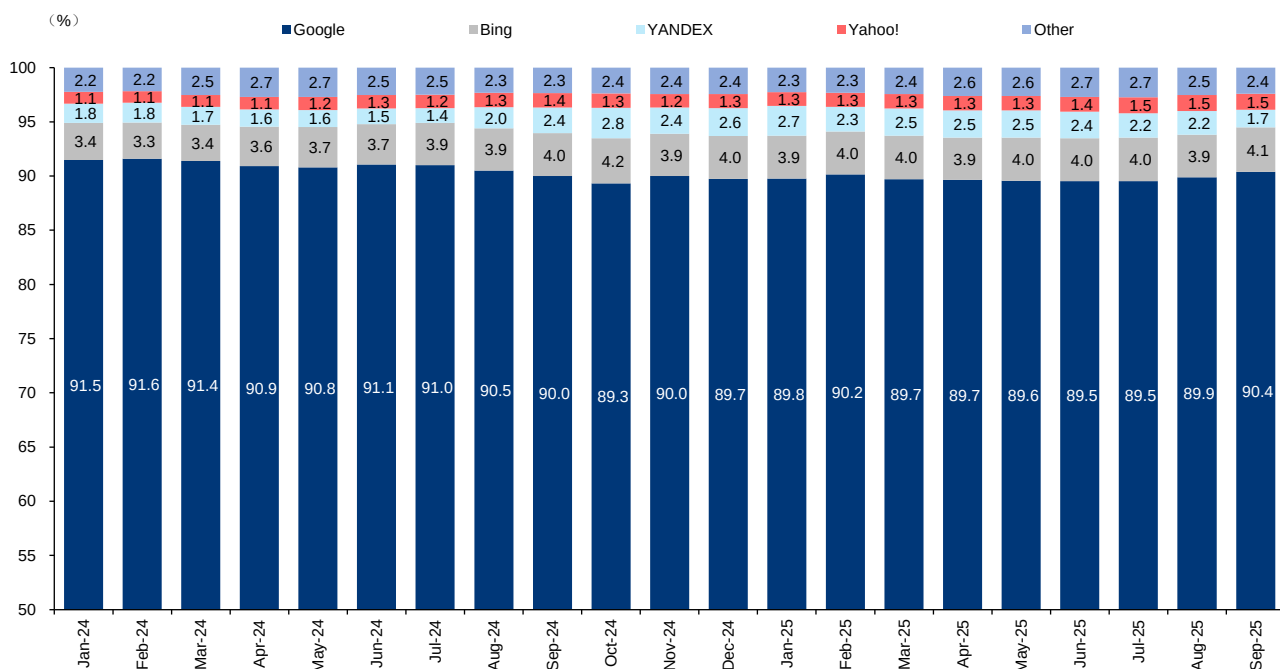


资料来源: S&P

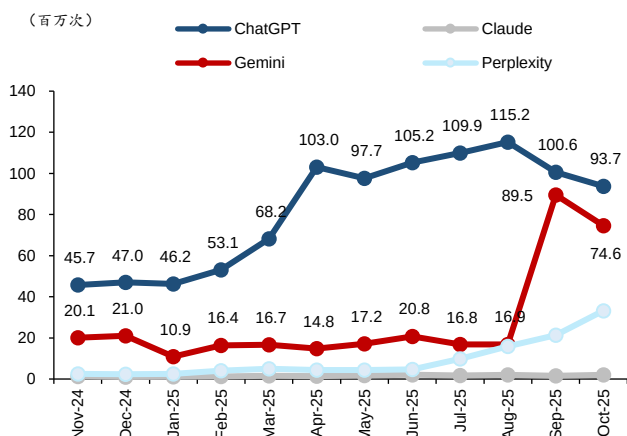
经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	350,018	402,958	466,744	519,871
+/-%	13.87	15.12	15.83	11.38
归属母公司净利润(百万)	100,118	130,825	141,088	157,465
+/-%	35.67	30.67	7.85	11.61
EPS(最新摊薄)	8.28	10.84	11.69	13.05
ROE(%)	32.91	33.85	27.42	24.02
PE(倍)	33.17	25.33	23.48	21.04
PB(倍)	10.21	7.40	5.70	4.54
EV EBITDA(倍)	25.17	19.42	17.71	15.49
股息率(%)	0.18	0.24	0.26	0.29

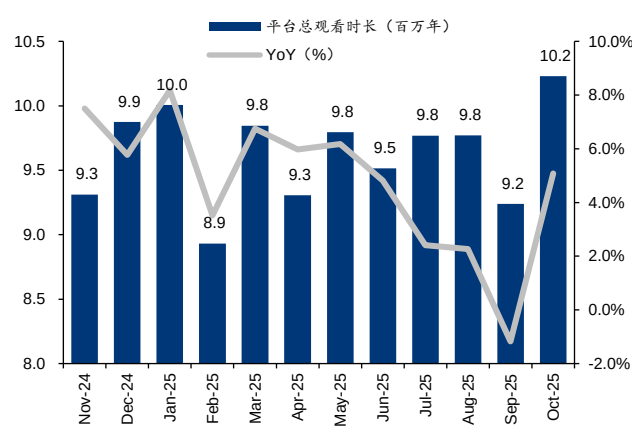
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：谷歌搜索市占率在连续6个月低于90%心理关口后，9月回升至90.4%


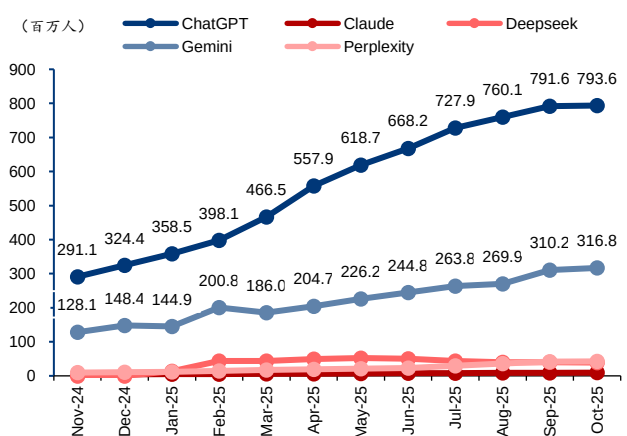
资料来源：Statcounter、华泰研究

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


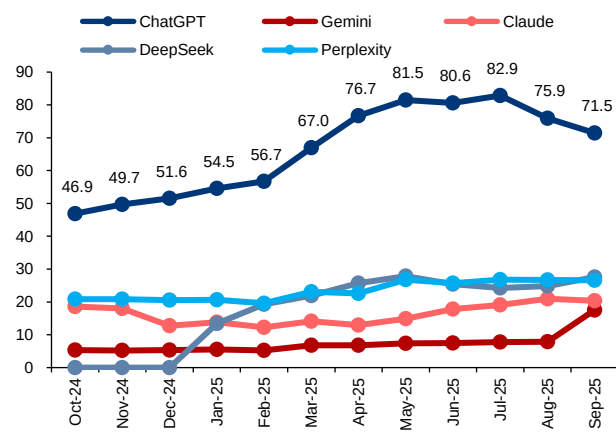
资料来源：Sensor Tower、华泰研究预测；10月数据仅28天，已按31天预测

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

盈利预测与公司估值

考虑到 AI 生态商业化逐步推进，叠加 TPU 业务外延或带来谷歌云增速上行，我们上调 25-27E 营收预测 2/5/6% 到 4030/4667/5199 亿美元，上调净利润预测 11/8/8% 到 1308/1411/1575 亿美元。我们认为谷歌在 AI 技术壁垒逐步兑现后，将迎来价值重估，向科技可比公司估值靠拢，基于广告和科技可比公司 26E 21.6x/33.5x PE 中值，上调 26 年 PE 从 25.0x 到 30.0x，上调目标价从 270 美元至 350 美元。重申“买入”。

图表6：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		21.25	21.58	15.63	5.26	4.58	4.01
Meta	META US	21.25	21.79	18.90	9.61	8.24	7.16
Pinterest	PINS US	18.57	16.17	13.28	5.26	4.58	4.01
Snap	SNAP US	29.49	21.58	15.63	2.22	2.01	1.82
科技公司中值		40.41	33.45	29.51	13.51	9.54	8.60
Microsoft	MSFT US	40.41	34.63	29.51	14.43	12.45	10.87
Amazon	AMZN US	27.68	25.04	20.37	3.46	3.14	2.83
Apple	AAPL US	36.51	33.45	30.56	9.64	9.08	8.60
Oracle	ORCL US	46.01	40.37	34.64	13.74	11.71	9.39
Broadcom	AVGO US	57.25	41.33	32.05	28.77	21.09	16.40
Marvell	MRVL US	57.73	32.16	26.61	13.51	9.54	8.24
Salesforce	CRM US	25.05	22.11	19.79	6.31	5.80	5.32
Adobe	ADBE US	16.21	14.45	12.86	5.97	5.46	5.00
ServiceNow	NOW US	53.54	45.68	38.05	14.38	12.13	10.22

注：数据截至美东时间 10 月 29 日收盘

资料来源：彭博一致预期预测、华泰研究

图表7：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	402,958	466,744	519,871
YoY	9.8%	8.7%	13.9%	15.1%	15.8%	11.4%
收入成本	126,203	133,332	146,306	167,228	189,965	212,627
YoY	13.8%	5.6%	9.7%	14.3%	13.6%	11.9%
毛利率	55.4%	56.6%	58.2%	58.5%	59.3%	59.1%
研发费用	39,500	45,427	49,326	53,190	61,610	68,456
YoY	25.2%	15.0%	8.6%	7.8%	15.8%	11.1%
研发费用率	14.0%	14.8%	14.1%	13.2%	13.2%	13.2%
销售/市场费用	26,567	27,917	27,808	27,804	32,205	36,391
YoY	16.0%	5.1%	-0.4%	0.0%	15.8%	13.0%
销售费用率	9.4%	9.1%	7.9%	6.9%	6.9%	7.0%
管理费用	15,724	16,425	14,188	18,133	19,603	20,795
YoY	16.4%	4.5%	-13.6%	27.8%	8.1%	6.1%
管理费用率	5.6%	5.3%	4.1%	4.5%	4.2%	4.0%
净利润	59,972	73,795	100,118	130,825	141,088	157,465
YoY	-21.1%	23.0%	35.7%	30.7%	7.8%	11.6%
净利率	21.2%	24.0%	28.6%	32.5%	30.2%	30.3%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表8：谷歌季度盈利预测（单位：百万美元）

	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4E	2026Q1E	2026Q2E	2026Q3E
总收入	96,469	90,234	96,428	102,346	113,950	103,387	109,643	115,479
YoY	12%	12%	14%	16%	18%	15%	14%	13%
营业收入	96,469	90,234	96,428	102,346	113,950	103,387	109,643	115,479
Google services total	84,094	77,264	82,543	87,052	95,445	86,501	91,194	95,299
Google cloud	11,955	12,260	13,624	15,157	17,248	16,459	18,034	19,743
Other Bets	400	450	373	344	926	478	410	377
占比								
Google services total	87%	86%	86%	85%	84%	84%	83%	83%
Google cloud	12%	14%	14%	15%	15%	16%	16%	17%
Other Bets	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%
总成本	40,613	36,361	39,039	41,369	50,459	41,584	44,127	46,519
YoY	8%	8%	10%	13%	24%	14%	13%	12%
总毛利	55,856	53,873	57,389	60,977	63,491	61,803	58,894	60,781
YoY	15%	15%	17%	18%	14%	15%	14%	13%
总毛利率	57.90%	59.70%	59.51%	59.58%	55.72%	59.78%	53.71%	52.63%
费用	24,884	23,267	26,118	29,749	19,994	26,659	28,170	29,781
销售费用	7,363	6,172	7,101	7,205	7,326	6,831	7,660	7,887
管理费用	4,405	3,539	5,209	7,393	1,992	4,149	4,523	4,742
研发费用	13,116	13,556	13,808	15,151	10,675	15,679	15,988	17,153
费用率	25.79%	25.79%	27.09%	29.07%	17.55%	25.79%	25.69%	25.79%
销售费用率	8%	7%	7%	7%	6%	7%	7%	7%
管理费用率	5%	4%	5%	7%	2%	4%	4%	4%
研发费用率	14%	15%	14%	15%	9%	15%	15%	15%
净利润	26,536	34,540	28,196	34,979	33,110	37,600	33,465	37,752
YoY	28%	46%	19%	33%	25%	9%	19%	8%
净利率	28%	38%	29%	34%	29%	36%	31%	33%
EPS	2.2	2.8	2.3	2.9	2.6	2.6	2.7	2.8

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表9：谷歌费用与利润预测变动（单位：百万美元）

	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动	前值	新值	变动	前值	新值	变动
营业总收入	396,565	402,958	1.6%	443,256	466,744	5.3%	488,520	519,871	6.4%
YoY	13.3%	15.1%	1.8%	11.8%	15.8%	4.1%	10.2%	11.4%	1.2%
收入成本	160,937	167,228	3.9%	180,249	189,965	5.4%	203,681	212,627	4.4%
YoY	10.0%	14.3%	4.3%	12.0%	13.6%	1.6%	13.0%	11.9%	-1.1%
毛利率	59.4%	58.5%	-0.9%	59.3%	59.3%	0.0%	58.3%	59.1%	0.8%
研发费用	53,272	53,190	-0.2%	58,067	61,610	6.1%	64,454	68,456	6.2%
YoY	8.0%	7.8%	-0.2%	9.0%	15.8%	6.8%	11.0%	11.1%	0.1%
研发费用率	13.4%	13.2%	-0.2%	13.1%	13.2%	0.1%	13.2%	13.2%	0.0%
销售与市场费用	28,642	27,804	-2.9%	29,788	32,205	8.1%	33,362	36,391	9.1%
YoY	3.0%	0.0%	-3.0%	4.0%	15.8%	11.8%	12.0%	13.0%	1.0%
销售费用率	7.2%	6.9%	-0.3%	6.7%	6.9%	0.2%	6.8%	7.0%	0.2%
一般与管理费用	14,472	18,133	25.3%	15,195	19,603	29.0%	16,563	20,795	25.6%
YoY	2.0%	27.8%	25.8%	5.0%	8.1%	3.1%	9.0%	6.1%	-2.9%
管理费用率	3.6%	4.5%	0.9%	3.4%	4.2%	0.8%	3.4%	4.0%	0.6%
净利润	118,349	130,825	10.5%	130,832	141,088	7.8%	145,338	157,465	8.3%
YoY	18.2%	30.7%	12.5%	10.5%	7.8%	-2.7%	11.1%	11.6%	0.5%
净利率	29.8%	32.5%	2.6%	29.5%	30.2%	0.7%	29.8%	30.3%	0.5%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表10：谷歌目标价测算

P/E 相对估值	2026E
净利润（百万美元）	141,088
26E PE	30.0
股权价值（百万美元）	4,225,593
总股本（百万股）	12,067
目标价（美元）	350

资料来源：华泰研究预测

风险提示

- AI 技术落地不及预期：**自 ChatGPT 推出并取得一定成果以来，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。
- 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。
- 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。

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	402,958	466,744	519,871
销售成本	(133,332)	(146,306)	(167,228)	(189,965)	(212,627)
毛利润	174,062	203,712	235,730	276,779	307,244
销售及分销成本	(27,917)	(27,808)	(27,804)	(32,205)	(36,391)
管理费用	(16,425)	(14,188)	(18,133)	(19,603)	(20,795)
其他收入/支出	(45,427)	(49,326)	(53,190)	(61,610)	(68,456)
财务成本净额	3,557	2,493	5,404	10,154	14,907
应占联营公司利润及亏损	(628.00)	(628.00)	(628.00)	(628.00)	(628.00)
税前利润	85,717	119,815	154,681	166,816	186,179
税费开支	(11,922)	(19,697)	(23,856)	(25,728)	(28,714)
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	130,825	141,088	157,465
折旧和摊销	(11,946)	(15,311)	(20,015)	(26,981)	(35,541)
EBITDA	94,106	132,633	169,292	183,643	206,813
EPS (美元, 基本)	5.84	8.28	10.84	11.69	13.05

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	4,882	663.82	5,544
应收账款和票据	134,832	124,531	147,240	165,512	170,794
现金及现金等价物	24,048	23,466	78,246	108,716	163,708
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	247,653	293,093	358,247
固定资产	134,345	171,036	240,806	329,942	433,723
无形资产	29,198	31,885	29,198	29,198	29,198
其他长期资产	67,319	83,624	76,301	78,667	81,166
总长期资产	230,862	286,545	346,305	437,807	544,088
总资产	402,392	450,256	593,958	730,899	902,335
应付账款	77,677	84,086	100,809	109,225	125,865
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	105,845	114,261	130,901
长期债务	25,713	22,574	20,587	19,538	18,965
其他长期债务	11,486	13,476	19,639	16,026	22,452
总长期负债	37,199	36,050	40,226	35,564	41,417
股本	76,534	84,800	84,800	84,800	84,800
储备/其他项目	206,845	240,284	363,087	496,273	645,216
股东权益	283,379	325,084	447,887	581,073	730,016
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	283,379	325,084	447,887	581,073	730,016

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	46.99	33.17	25.33	23.48	21.04
PB	12.24	10.21	7.40	5.70	4.54
EV EBITDA	35.47	25.17	19.42	17.71	15.49
股息率 (%)	0.00	0.18	0.24	0.26	0.29
自由现金流收益率 (%)	1.89	2.33	1.39	1.14	1.43

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	132,633	169,292	183,643	206,813
融资成本	(3,557)	(2,493)	(5,404)	(10,154)	(14,907)
营运资本变动	12,264	16,710	(10,868)	(5,637)	6,477
税费	(11,922)	(19,697)	(23,856)	(25,728)	(28,714)
其他	10,855	(1,853)	14,642	29,545	44,722
经营活动现金流	101,746	125,299	143,805	171,670	214,390
CAPEX	(32,251)	(52,535)	(89,310)	(116,102)	(139,323)
其他投资活动	5,188	6,999	13,723	(5,993)	3,927
投资活动现金流	(27,063)	(45,536)	(75,587)	(122,096)	(135,396)
债务增加量	(1,489)	(3,139)	(1,987)	(1,048)	(573.20)
权益增加量	8,350	8,266	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	(6,047)	(7,902)	(8,522)
其他融资活动现金流	(78,954)	(2,891)	(5,404)	(10,154)	(14,907)
融资活动现金流	(72,093)	(79,733)	(13,439)	(19,104)	(24,002)
现金变动	2,590	30.00	54,780	30,470	54,992
年初现金	21,879	24,048	23,466	78,246	108,716
汇率波动影响	(421.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	24,048	23,466	78,246	108,716	163,708

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	15.12	15.83	11.38
毛利润	11.13	17.03	15.72	17.41	11.01
营业利润	12.63	33.33	21.54	19.59	11.17
净利润	23.05	35.67	30.67	7.85	11.61
EPS	27.29	41.68	30.96	7.85	11.61
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	56.63	58.20	58.50	59.30	59.10
EBITDA	30.61	37.89	42.01	39.35	39.78
净利润率	24.01	28.60	32.47	30.23	30.29
ROE	27.36	32.91	33.85	27.42	24.02
ROA	19.23	23.48	25.06	21.30	19.28
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	0.59	(0.27)	(12.87)	(15.35)	(19.83)
流动比率	2.10	1.84	2.34	2.57	2.74
速动比率	2.10	1.84	2.29	2.56	2.69

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.80	0.82	0.77	0.70	0.64
应收账款周转天数	156.33	133.38	121.40	120.61	116.44
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	(72.36)	(73.15)	(77.32)

每股指标 (美元)

EPS	5.84	8.28	10.84	11.69	13.05
每股净资产	22.44	26.88	37.12	48.15	60.50

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。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