

短剧收入同比高增，净利润环比扭亏

华泰研究

2025 年 11 月 02 日 | 中国内地

季报点评

文化娱乐

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

56.57

朱璐

研究员

SAC No. S0570520040004 zhujun016731@htsc.com
SFC No. BPX711 +(86) 10 6321 1166

吴璐*

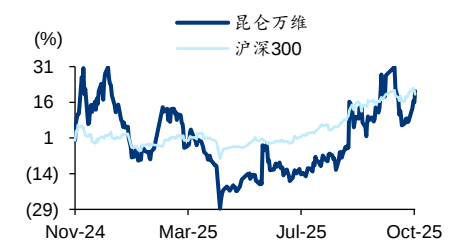
研究员

SAC No. S0570523100001 wujun023190@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

收盘价(人民币 截至 10 月 31 日)	46.07
市值(人民币百万)	57,834
6 个月平均日成交额(人民币百万)	2,585
52 周价格范围(人民币)	27.23-49.98

股价走势图



资料来源: Wind

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)	5,662	7,072	7,372	7,766
+/-%	15.20	24.89	4.24	5.34
归属母公司净利润(百万)	(1,595)	(315.43)	381.17	615.67
+/-%	(226.74)	80.22	220.84	61.52
EPS(最新摊薄)	(1.27)	(0.25)	0.30	0.49
ROE(%)	(10.83)	(2.24)	2.69	4.20
PE(倍)	(36.26)	(183.35)	151.73	93.94
PB(倍)	4.05	4.14	4.03	3.87
EV EBITDA(倍)	(39.45)	(1,117)	81.70	69.38
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	2.17

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

公司 Q3 实现营收 20.72 亿元(yoy+56.16%, qoq+5.19%), 归母净利 1.90 亿元(yoy+180.13%, 环比扭亏为盈)。2025 年 Q1-Q3 实现营收 58.05 亿元(yoy+51.63%), 归母净利-6.65 亿元(去年同期-6.27 亿元), 扣非净利-6.74 亿元(去年同期-6.49 亿元)。25Q3 盈利主要得益于投资业务去年同期亏损今年盈利。AI 应用商业化推进, 海外业务发展态势良好, 维持“买入”评级。

短剧业务增长迅猛, 成为核心收入引擎

旗下短剧平台 DramaWave 延续了上半年的高增长, 根据公司公告, 2025 年 8 月, DramaWave 已跃居海外短剧平台收入榜第三位, 单月下载量突破 400 万次。在技术层面, DramaWave 持续加大 AI 技术应用深度, 重点聚焦内容本土化、投放素材生成及用户交互等核心环节。在内容创新方面, DramaWave 上线动漫频道, 成为全球一线短剧平台中首个引入动漫内容的探路者, 目前已上线多部脑洞、玄幻类动漫作品, 支持 18 种语言, 人均观看时长超过 30 分钟。动漫内容的推出推动短剧用户与动漫用户之间的相互渗透, 实现“破圈增长”。平台已在北美、东南亚、拉美等主要市场均取得显著成绩。

AI 相关收入不断增长, 验证商业化进展

25H1AI 软件技术收入已达 6500 万元, 验证了商业化进展。当前 AI 布局来看: 1) AI 智能体(Skywork Agent)作为公司在生产力场景的战略级产品, Skywork Agent 自 5 月发布以来持续迭代, Q3 在海外版上线了面向非专业人员的 AI Developer 功能, 支持自然语言生成全栈 Web 应用。2) AI 音乐平台 Mureka 在 Q3 推出 Agent Studio 功能, 进一步降低创作门槛。3) AI 社交产品 Linky 的流水自 Q2 以来也持续环比增长并创新高。4) AI 视频方面, 2025 年 9 月中旬, 公司旗下 AI 视频平台 SkyReels 启动全新版本内测, 基于 SkyReels-V3 模型构建一站式 AI 视频创作工作台。我们认为公司 AI 业务商业化进展顺利, 为长期估值提供支撑。

海外业务持续高增, 销售费用率有所提升

公司 Q3 实现海外业务收入 54.1 亿元, 同增 58%, 海外收入占比达 93.3%, 持续拓展海外市场布局, 主要由出海短剧业务驱动。25Q3 毛利率 69.97%, 同降 4.48pct, 主因广告业务及海外社交业务毛利率下滑。Q3 销售/管理/研发费用率 51.32/15.05/19.92%, 分别同比变动 15.85/-15.57/-9.2pct, 销售费用率大幅提升主因同比来看短剧出海业务营销投放增加, 管理费用率下降主因 24Q3 确认股权激励费用基数较高, 研发费用率较此前高点回落。25Q3 公允价值变动损益约 8000 万元, 主因 25Q3 小马智行与爱奇艺表现较为突出, 对公司整体投资收益贡献较大, 带动投资板块业绩整体回暖。

盈利预测与估值

考虑到公司海外短剧业务增长迅速, 我们上调 25-27 年营业收入至 70.7/73.7/77.7 亿元, 调整幅度 8.20%/9.22%/9.90%; 预计公司 25-27 年归母净利润-3.2 亿元/3.8 亿元/6.2 亿元, 调整幅度-1.94%/4.21%/6.99%。主要上调了短剧业务收入, 同时考虑到短剧业务买量成本较高, 上调了销售费用率。我们基于 SOTP 估值法公司目标市值 710 亿元(基于 25 年 StarX 为 4XPS, Opera 12 X PS, 闲徕互娱 14X PE, ArkGame 4.7X PS, 短剧业务 5.8XPS, 投资业务目标市值 92.3 亿元, 大模型业务估值 117.7 亿元)对应目标价 56.57 元(前值 54.13 元, 亦基于 SOTP 估值)。

风险提示: AI 落地不及预期、模型开发进度不及预期、行业政策风险。

SOTP 估值

1) StarX

我们采取 PS 法对 StarX 进行估值。选取盛天网络、中文在线、腾讯音乐作为可比公司。据 Wind 一致预期，25 年可比公司 PS 均值为 8.7X。我们预计 StarX 25 年收入 6.6 亿元。考虑 StarX 平台影响力及用户规模较可比公司比较小，且业务有所收缩，给予 25 年 4X PS，对应市值 26.4 亿。

图表1：StarX 可比公司估值表（Wind 一致预期）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	25E PS	26E PS	25E 营收 (亿元)	26E 营收 (亿元)
300494 CH	盛天网络	63.0	4.2	3.7	14.9	17.1
300364 CH	中文在线	208.0	14.4	12.8	14.4	16.3
TME US	腾讯音乐	2443.0	7.6	6.8	322.2	359.6
		平均PS (X)	8.7	7.7		

注：数据截止 2025 年 10 月 31 日

资料来源：Wind、华泰研究

2) Opera

我们采取 PS 法对 Opera 进行估值。可比公司 25 年平均 PS 估值 8.2X。考虑 Opera 率先推出主动智能浏览器 Neon，具备本地大模型推理与多模态交互等领先能力。叠加用户规模与 ARPU 持续增长，我们认为其具备高成长性，给予 Opera 25 年 12 X PS，预计 Opera25 年收入 43.2 亿元，对应市值 518.4 亿元。

图表2：Opera 可比公司估值表（Wind 一致预期）

证券代码	证券简称	市值 (亿元/亿美元)	25E PS (X)	26E PS (X)	25E 营收 (亿元/亿美元)	26E 营收 (亿元/亿美元)
002230 CH	科大讯飞	1285.0	4.6	3.8	280.6	336.9
300624 CH	万兴科技	140.0	8.6	7.3	16.3	19.1
Meta US	Meta	18900.0	9.8	8.5	1928.4	2213.2
601360 CH	三六零	838.0	9.8	9.0	85.8	93.2
		平均PS (X)	8.2	7.2		

注：数据截止 2025 年 10 月 31 日

资料来源：Wind、华泰研究

3) 闲徕互娱

我们采取 PE 法对闲徕互娱进行估值。选取电魂网络、恺英网络、浙数文化作为可比公司。我们预计 25 年闲徕互娱利润 1.7 亿元。25 年可比公司 Wind 一致预期 PE 均值为 21.9X，考虑闲徕互娱国内社交业务收缩，我们给予闲徕互娱估值折价，给予 25 年 14X PE，对应市值 23.8 亿元。

图表3：闲徕互娱可比公司估值表（Wind 一致预期）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	25E PE (X)	26E PE (X)	25E 归母净利 (亿元)	26E 归母净利 (亿元)
603258 CH	电魂网络	48.0	15.7	12.6	3.1	3.8
002517 CH	恺英网络	509.0	23.9	21.0	21.3	24.2
600633 CH	浙数文化	172.0	26.1	22.7	6.6	7.6
		平均PE (X)	21.9	18.8		

注：数据截止 2025 年 10 月 31 日

资料来源：Wind、华泰研究

4) ArkGame

考虑到 ArkGame 因为产品排期，短期净利润承压，我们采用 PS 法对 ArkGame 进行估值。我们预计 ArkGame25 年收入 3.5 亿元，25 年可比公司 Wind 一致预期 PS 均值为 4.7X，参考均值我们给予 ArkGame25 年 4.7X PS，对应市值 16.5 亿元。

图表4: ArkGame 可比公司估值表 (Wind 一致预期)

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	25E PS (X)	26E PS (X)	25E 营收 (亿元)	26E 营收 (亿元)
002555CH	三七互娱	459	2.4	2.2	189.5	204.2
002624 CH	完美世界	332	4.9	3.5	67.3	96.2
603444 CH	吉比特	345	6.8	6.1	50.8	56.9
	平均PS (X)		4.7	3.9		

注: 数据截止 2025 年 10 月 31 日

资料来源: Wind、华泰研究

5) 投资业务

投资业务主要包括: 1) 对上市公司的股权投资, 主要计入交易性金融资产; 2) 通过成立产业基金进行的投资, 主要计入长期股权投资; 3) 一级市场投资, 计入其他非流动性金融资产。据公司财报, 截至 25Q3, 昆仑万维交易性金融资产为 25.7 亿元, 长期股权投资达 12.7 亿元, 其他非流动性金融资产达 77 亿元, 合计达 115.4 亿元。考虑到流动性等因素, 考虑公司长期股权投资标的发展较好, 同时基于审慎性原则我们给予公司投资业务 20% 折价, 对应市值为 92.3 亿元。

6) 大模型业务

目前, 公司已构建起 AI 大模型、AI 搜索、AI 音乐、AI 视频、AI 社交、AI 游戏等丰富的 AI 业务矩阵。我们认为公司围绕天工模型打造的 AI 产品矩阵具备较强的竞争力, 我们参考目前国内较为成熟的大模型产品 Kimi、智谱清言估值水平, 考虑到用户数, APP 下载量及排名等维度, 使用单 MAU 估值法对昆仑大模型进行估值。

根据 Questmobile, 截至 2025 年 3 月, “Kimi 智能助手”MAU 为 1830 万, 估值约 240 亿, Kimi 平均单 MAU 估值为 1311 元; 智谱清言 MAU 为 390 万, 估值约 210 亿元, 平均单 MAU 估值为 5385 元; 考虑到天工大模型搜索应用“天工 AI” MAU 为 214 万, 考虑大模型的 AI 矩阵较为丰富, 我们以单 MAU 估值 5500 元计算, 天工大模型估值约 117.7 亿元。

图表5: 大模型一级估值水平

名称	估值 (亿元)	MAU (万)	估值/MAU (元)
Kimi	240	1830.0	1311
智谱清言	210	390.0	5385

注: MAU 数据截止 2025 年 3 月

资料来源: Questmobile、36 氪、华泰研究

7) 短剧业务

考虑短剧业务仍处于高速增长的较早阶段, 短期净利润承压, 我们采用 PS 法对短剧业务进行估值, 选取同样布局短剧业务的奈飞公司, 芒果超媒, 哔哩哔哩作为可比公司, 我们预计短剧业务 25 年收入 15 亿元, 25 年可比公司 Wind 一致预期 PS 均值为 5.8 X, 参考均值我们给予短剧业务 25 年 5.8X PS, 对应市值 87 亿元。

图表6: 短剧业务可比公司估值表 (Wind 一致预期)

证券代码	证券简称	市值 (亿元/美元)	25E PS (X)	26E PS (X)	25E 收入 (亿元/美元)	26E 归母净利润 (亿元)
NFLX US	奈飞公司	4614.0	10.2	9.1	451.3	509.1
BILI US	哔哩哔哩	128.0	3.3	3.0	38.3	43.2
300413 CH	芒果超媒	550.0	3.8	3.5	145.3	156.5
	平均PE (X)		5.8	5.2		

注: 数据截止 2025 年 10 月 31 日

资料来源: Wind、华泰研究

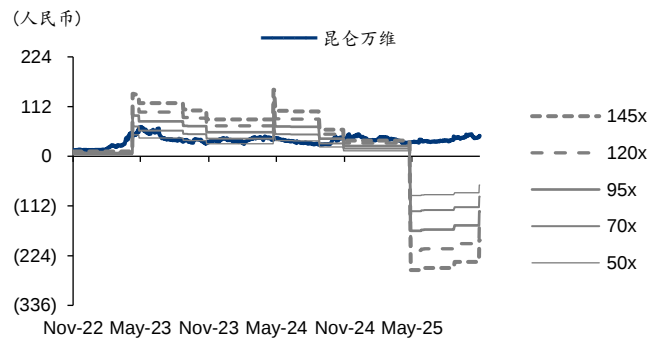
综上, 我们 SOTP 估值法计算归属于上市公司目标市值 710 亿元, 对应目标价 56.57 元, 维持“买入”评级。

图表7：昆仑万维归属于上市公司目标市值

业务	市值 (亿元)	确认投资比例	归属上市公司市值 (亿元)
Star Group	26.4	60%	15.8
Opera	518.4	72%	375.3
闲徕互娱	23.8	100%	23.8
Ark Game	16.5	100%	16.5
短剧业务	87.0	100%	87.0
股权投资	92.3	80%	73.8
大模型	117.7	100%	117.7
合计			710.0

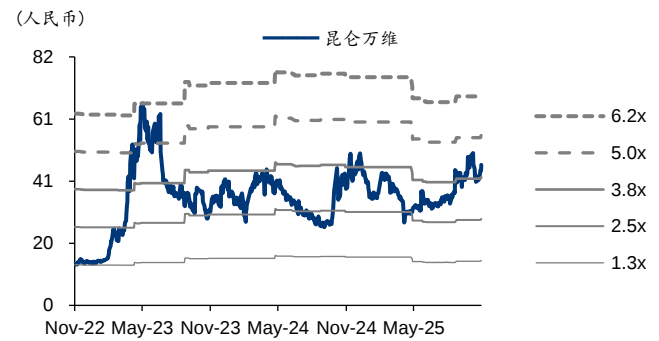
资料来源：华泰研究预测

图表8：昆仑万维 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表9：昆仑万维 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

AI 落地不及预期、模型开发进度不及预期、行业政策风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,803	4,858	5,784	5,433	6,439
现金	1,112	1,543	1,928	2,009	2,439
应收账款	680.73	864.73	1,065	946.61	1,173
其他应收账款	306.79	67.46	399.95	87.29	425.98
预付账款	56.49	82.64	91.13	90.01	100.80
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	1,646	2,300	2,300	2,300	2,300
非流动资产	17,682	15,818	16,048	16,070	16,019
长期投资	1,223	1,318	1,518	1,518	1,518
固定投资	259.66	367.67	321.37	243.61	173.57
无形资产	787.67	810.21	886.05	993.95	1,007
其他非流动资产	15,412	13,323	13,323	13,315	13,321
资产总计	21,485	20,676	21,832	21,503	22,458
流动负债	3,038	3,011	4,499	3,769	4,076
短期借款	468.26	410.27	984.33	1,390	410.27
应付账款	1,213	1,374	2,299	1,294	2,402
其他流动负债	1,356	1,227	1,215	1,084	1,263
非流动负债	548.29	681.15	681.16	681.16	681.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01
其他非流动负债	548.29	681.15	681.15	681.15	681.15
负债合计	3,586	3,693	5,180	4,450	4,757
少数股东权益	2,725	2,715	2,699	2,719	2,751
股本	1,215	1,231	1,255	1,255	1,255
资本公积	2,492	3,042	3,042	3,042	3,042
留存公积	11,642	9,987	9,655	10,056	10,704
归属母公司股东权益	15,174	14,269	13,953	14,334	14,950
负债和股东权益	21,485	20,676	21,832	21,503	22,458

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	884.64	289.63	417.56	46.89	1,584
净利润	1,533	(1,947)	(332.03)	401.23	648.08
折旧摊销	209.01	325.34	266.68	321.14	221.66
财务费用	34.86	65.11	6.16	27.74	3.46
投资损失	(255.27)	(9.26)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	104.83	181.58	441.39	(740.07)	671.98
其他经营现金	(741.78)	1,674	35.36	36.86	38.83
投资活动现金	(431.32)	170.82	(496.23)	(343.52)	(170.57)
资本支出	(397.02)	(414.43)	(223.79)	(226.93)	(138.52)
长期投资	(130.00)	98.14	(200.00)	0.00	0.00
其他投资现金	95.71	487.10	(72.45)	(116.59)	(32.05)
筹资活动现金	(288.48)	(19.75)	462.83	378.41	(983.66)
短期借款	(150.00)	(57.98)	574.06	406.14	(980.20)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	19.39	16.49	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,032	549.90	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,190)	(528.15)	(111.23)	(27.74)	(3.46)
现金净增加额	156.76	431.03	384.16	81.77	429.79

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,915	5,662	7,072	7,372	7,766
营业成本	1,040	1,497	1,470	1,437	1,479
营业税金及附加	6.40	4.04	8.27	8.04	8.30
营业费用	1,620	2,304	2,970	2,949	3,106
管理费用	861.02	924.02	1,202	1,253	1,243
财务费用	34.86	65.11	6.16	27.74	3.46
资产减值损失	(4.80)	(320.97)	(7.07)	(7.37)	(7.77)
公允价值变动收益	1,283	(824.68)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	255.27	9.26	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,928	(1,816)	(288.79)	399.27	621.90
营业外收入	0.91	0.09	0.68	0.56	0.44
营业外支出	49.37	3.14	22.16	24.89	16.73
利润总额	1,879	(1,819)	(310.27)	374.93	605.61
所得税	346.28	127.59	21.76	(26.29)	(42.47)
净利润	1,533	(1,947)	(332.03)	401.23	648.08
少数股东损益	274.62	(352.24)	(16.60)	20.06	32.40
归属母公司净利润	1,258	(1,595)	(315.43)	381.17	615.67
EBITDA	2,100	(1,458)	(51.57)	709.07	815.20
EPS (人民币, 基本)	1.05	(1.30)	(0.25)	0.30	0.49

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	3.78	15.20	24.89	4.24	5.34
营业利润	37.62	(194.22)	84.10	238.25	55.76
归属母公司净利润	9.19	(226.74)	80.22	220.84	61.52
获利能力 (%)					
毛利率	78.84	73.56	79.22	80.50	80.96
净利率	31.19	(34.38)	(4.70)	5.44	8.35
ROE	9.03	(10.83)	(2.24)	2.69	4.20
ROIC	13.34	(19.31)	(3.60)	4.09	6.78
偿债能力					
资产负债率 (%)	16.69	17.86	23.73	20.70	21.18
净负债比率 (%)	(2.79)	(4.85)	(4.44)	(2.44)	(10.31)
流动比率	1.25	1.61	1.29	1.44	1.58
速动比率	1.20	1.55	1.24	1.39	1.53
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.27	0.33	0.34	0.35
应收账款周转率	6.71	7.33	7.33	7.33	7.33
应付账款周转率	0.74	1.16	0.80	0.80	0.80
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	(1.27)	(0.25)	0.30	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.23	0.33	0.04	1.26
每股净资产(最新摊薄)	12.09	11.37	11.11	11.42	11.91
估值比率					
PE (倍)	45.96	(36.26)	(183.35)	151.73	93.94
PB (倍)	3.81	4.05	4.14	4.03	3.87
EV EBITDA (倍)	27.85	(39.45)	(1,117)	81.70	69.38

免责声明

分析师声明

本人，朱璐、吴璐，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

- 分析师朱璿、吴璿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