

# 重申用户增长优先

华泰研究

2025年11月06日 | 美国

季报点评

互联网

多邻国公布 25Q3 业绩：收入 2.72 亿美元/yoy+41%；毛利润 1.97 亿/毛利率 72.5%；调整后 EBITDA 为 8000 万美元，对应 margin 为 29.5%。收入利润全面超 VA 一致预期（收入 2.61 亿，毛利润 1.87 亿，调整后 EBITDA 7250 万）。Q4 预订额同比增速指引 21.3%-23.5%，固定汇率下 yoy+19%，不及 VA 一致预期（26.5%）。我们认为虽然短期内预订额增速面临放缓压力，但公司重申用户增长优先战略，在产品营销方面积极调整，长期仍具备较大成长空间，维持“增持”。

## Q3 用户数符合预期，预订额及利润超预期

Q3 多邻国 MAU/DAU/付费用户数分别 yoy+20%/36%/34%，符合 VA 一致预期。高阶付费套餐 MAX 带动预订额和收入高速增长，总预订额 yoy+33%，超 VA 一致预期(29%)。Q3 毛利率达到 72.5%，好于 VA 一致预期(71.7%)，主因 AI 调用成本好于预期；净利润达到 2.92 亿美元，其中剔除一次性所得税收益为 6950 万美元，好于一致预期（3750 万美元），体现出良好的运营效率。

## Q4 预订额或有压力，关注产品更新及营销策略改进效果

公司 Q4 预订额指引逊于市场预期，我们认为主要系 5 月以来社交媒体运营相对克制的延续性影响。公司已明确战略重心调整，将用户增长优先于短期变现，从产品和营销两方面发力：1) 产品方面明年将推出多项重大更新，包括针对初学者的引导式视频通话、丰富 APP 社交属性、数学课程将覆盖 K-12 全部共同核心内容、国际象棋课程玩家对战模式、音乐课程全面改版、前 9 大语言课程将覆盖从 0 到多邻国分数 130 分（可用于求职）的内容。2) 营销方面，将在美国市场增加营销投入，并于 Q4 开展新年促销。我们认为上述措施有望对用户数增长产生积极影响。

## 盈利预测与估值

综合考虑 Q3 一次性所得税收益、预订额增速下降等因素，我们调整 25-27 年 Non-GAAP 净利润预测至 5.74/3.62/4.55 亿美元（较前次 +78%/-10%/-10%）。基于可比公司彭博一致预期均值给予 41.67x 26E PE，对应目标市值 151 亿美元，目标价 328.82 美元（前值 415.77 美元/58.43x 25E PE）。维持“增持”。

风险提示：付费用户增长缓慢，ARPU 下降，新产品拓展效果不及预期，运营管理风险。

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

328.82

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

郑裕佳

SAC No. S0570524070002  
SFC No. BTB676

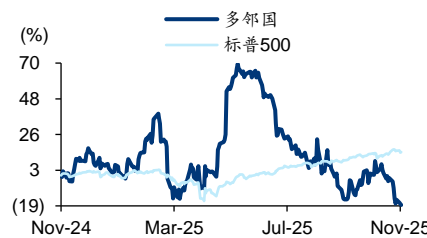
研究员

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

## 基本数据

收盘价(美元 截至 11 月 5 日)	260.02
市值(美元百万)	11,915
6 个月平均日成交额(美元百万)	484.78
52 周价格范围(美元)	256.63-544.93

## 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)	748.02	1,028	1,237	1,463
+/-%	40.84	37.50	20.25	18.33
归母净利润(百万)	88.57	412.42	189.40	262.30
+/-%	451.28	365.62	NA	38.49
归母净利润(调整后,百万)	215.53	573.60	361.58	455.26
+/-%	78.64	166.14	(36.96)	25.91
EPS(调整后,最新摊薄)	4.70	12.52	7.89	9.94
PE(调整后,倍)	55.71	20.93	33.21	26.37
PB(倍)	14.56	9.71	8.42	7.11
ROE(调整后,%)	29.12	55.65	27.15	29.23
EV EBITDA(倍)	165.42	81.37	59.46	41.37
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

我们调整 25-27 年 Non-GAAP 净利润预测至 5.74/3.62/4.55 亿美元（前值：3.23/4.01/5.08 亿美元），主要基于：1) 25Q3 公司产生一次性所得税收益约 2.23 亿美元，2) Q4 预订额增速下降，3) 26 年将推出多项产品更新，据此上调研发费用率假设。

图表1：关键假设调整

(百万美元)	新假设			原假设		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
总收入	1028.50	1236.76	1463.47	1013.77	1224.02	1450.38
yoy	37.50%	20.25%	18.33%	35.53%	20.74%	18.49%
毛利率	72.30%	73.20%	74.20%	72.20%	73.20%	74.20%
研发费用率	30.50%	30.70%	29.90%	29.80%	29.30%	28.50%
所得税费用	237.09	(39.34)	(55.42)	(16.11)	(22.20)	(42.36)
净利润	412.42	189.40	262.30	162.43	223.93	310.67
调整项	161.19	172.19	192.97	161.01	176.69	197.58
Non-GAAP 净利润	573.60	361.58	455.26	323.44	400.61	508.25

注：公司公告调整项包括折旧摊销、股权激励、其他调整项，此处与公司口径保持一致。

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表2：季度盈利预测

(百万美元)	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4E
营业收入	230.74	252.27	271.71	273.78
yoy	37.7%	41.5%	41.1%	30.6%
总毛利	164.10	182.58	196.91	199.53
总毛利率	71.1%	72.4%	72.5%	72.9%
销售费用率	11.6%	11.7%	12.9%	11.7%
管理费用率	18.8%	18.2%	16.2%	16.4%
研发费用率	30.5%	29.2%	30.4%	31.7%
归母净利润	35.14	44.78	292.20	40.30
归母净利润率	15.2%	17.8%	107.5%	14.7%
调整后归母净利润	71.11	86.46	335.43	80.60
调整后净利润率	30.8%	34.3%	123.4%	29.4%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

## 估值分析

公司已经实现盈利且规模效应下利润持续释放，因此我们采用 PE 估值。考虑到公司 AI+教育的业务属性较为突出，且订阅制为主的商业模式现金流良好，在全球宏观环境不确定下具备良好抗周期性，因此选取美股 AI 科技股以及流媒体订阅制为主的代表性公司作为可比公司，给予 41.67x 26E PE（与彭博可比公司一致预期均值一致），基于 Non-GAAP 净利润得到目标价 328.82 美元（前值：415.77 美元），维持“增持”评级。

图表3：PE 估值

	2026E
	(百万美元)
Non-GAAP 净利润	361.58
PE	41.67x
<b>股权价值</b>	<b>15,067</b>
股份数 (百万股)	45.82
<b>目标价 (美元)</b>	<b>328.82</b>

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表4: 可比公司

公司代码	公司简称	收盘价 (美元)	市值 (百万美元)	Non-GAAP 净利润 (百万美元)			PE (倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
APP US	AppLovin	608.68	205,886	2,938	4,438	5,818	70.08	46.39	35.39
RDDT US	Reddit	187.77	35,582	553	825	964	64.34	43.15	36.92
PLTR US	PALANTIR	190.74	454,617	1,501	2,113	2,847	302.88	215.15	159.68
SPOT US	Spotify	629.60	128,340	1,611	2,590	3,396	69.38	43.16	32.91
NFLX US	Netflix	1,092.96	463,122	11,295	13,625	15,528	41.00	33.99	29.82
NVDA US	英伟达	198.69	4,828,167	109,444	148,916	172,061	44.12	32.42	28.06
平均值							61.98	41.67	33.76

注: 数据截至北京时间 2025 年 11 月 6 日。预测来自 Bloomberg 一致预期。

资料来源: Bloomberg、华泰研究

### 风险提示

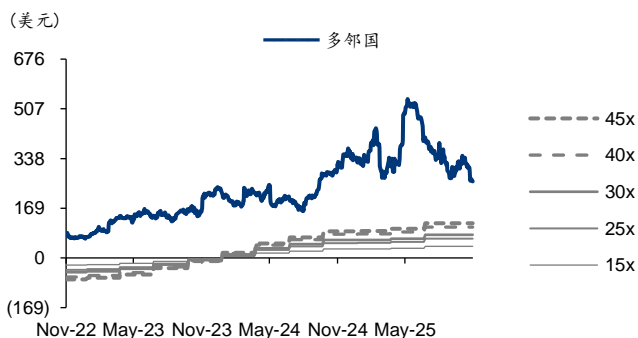
**付费用户增长缓慢。**公司主要依靠口碑传播和产品本身的吸引力来促进用户增长和付费转化, 若公司无法持续吸引用户兴趣、延长用户生命周期, 则可能难以实现付费转化。

**ARPU 下降。**公司在全球范围内经营业务, 不同国家或地区的用户支付能力和产品定价可能存在一定差异, 用户结构的变化以及用户对不同定价套餐的偏好差异将直接影响公司收入, 若相对低客单价的套餐的收入占比增加, 可能导致公司整体 ARPU 下滑。

**新产品拓展效果不及预期。**长远来看, 公司计划持续拓展数学、音乐和其他科目, 以及推出高阶英语课程等新产品。新科目和新产品尚不成熟, 拓展效果需要时间检验, 若难以吸引用户兴趣, 则可能无法带来显著的增量收入。

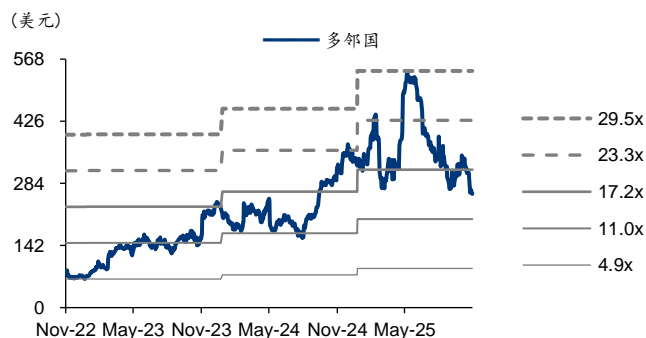
**运营管理风险。**公司发展迅速, 若团队无法在业务规模高速扩张的过程中做好运营管理和人才管理, 则可能影响公司的可持续增长前景。

图表5: 多邻国 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表6: 多邻国 PB-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	531.11	748.02	1,028	1,237	1,463
销售成本	(142.11)	(203.65)	(285.38)	(330.98)	(377.05)
<b>毛利润</b>	<b>389.00</b>	<b>544.38</b>	<b>743.12</b>	<b>905.77</b>	<b>1,086</b>
销售及分销成本	(75.79)	(90.49)	(123.39)	(153.30)	(183.49)
管理费用	(326.48)	(391.29)	(491.98)	(574.68)	(649.00)
其他收入/支出	(0.06)	(2.99)	2.16	0.00	0.00
财务成本净额	31.09	42.70	45.43	50.94	63.78
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>17.78</b>	<b>102.31</b>	<b>175.33</b>	<b>228.73</b>	<b>317.72</b>
税费开支	(1.71)	(13.73)	237.09	(39.34)	(55.42)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>16.07</b>	<b>88.57</b>	<b>412.42</b>	<b>189.40</b>	<b>262.30</b>
Non-GAAP 调整项	104.58	126.96	161.19	172.19	192.97
调整后净利润	120.65	215.53	573.60	361.58	455.26
折旧和摊销	(7.10)	(10.85)	(9.30)	(10.66)	(12.22)
EBITDA	(6.22)	70.46	139.20	188.45	266.15
EPS (美元, 基本)	0.35	1.93	9.00	4.13	5.72

### 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	88.98	128.92	191.31	239.27	287.89
现金及现金等价物	747.61	785.79	1,107	1,440	1,749
其他流动资产	61.21	186.87	223.47	256.47	289.92
<b>总流动资产</b>	<b>897.80</b>	<b>1,102</b>	<b>1,522</b>	<b>1,936</b>	<b>2,327</b>
固定资产	11.79	18.94	18.16	17.26	16.20
无形资产	16.00	19.90	19.52	19.07	18.57
其他长期资产	28.37	161.30	161.30	161.30	161.30
<b>总长期资产</b>	<b>56.16</b>	<b>200.14</b>	<b>198.98</b>	<b>197.63</b>	<b>196.07</b>
<b>总资产</b>	<b>953.96</b>	<b>1,302</b>	<b>1,721</b>	<b>2,133</b>	<b>2,523</b>
应付账款	27.38	42.76	57.13	68.46	80.71
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	249.98	379.48	371.58	583.63	698.54
<b>总流动负债</b>	<b>277.36</b>	<b>422.23</b>	<b>428.71</b>	<b>652.09</b>	<b>779.26</b>
长期债务	21.09	54.66	54.66	54.66	54.66
其他长期债务	0.00	0.29	0.29	0.29	0.29
<b>总长期负债</b>	<b>21.09</b>	<b>54.95</b>	<b>54.95</b>	<b>54.95</b>	<b>54.95</b>
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
储备/其他项目	655.50	824.55	1,237	1,426	1,689
股东权益	655.50	824.55	1,237	1,426	1,689
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>655.50</b>	<b>824.55</b>	<b>1,237</b>	<b>1,426</b>	<b>1,689</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	747.32	135.56	29.11	63.40	45.78
PB	18.32	14.56	9.71	8.42	7.11
调整后 PE (倍)	99.52	55.71	20.93	33.21	26.37
调整后 ROE	20.15	29.12	55.65	27.15	29.23
EV EBITDA	(1,854)	165.42	81.37	59.46	41.37
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	0.14	0.98	1.78	2.42	2.13

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	(6.22)	70.46	139.20	188.45	266.15
融资成本	(31.09)	(42.70)	(45.43)	(50.94)	(63.78)
营运资本变动	34.90	75.92	(92.51)	142.42	45.10
税费	(1.71)	(13.73)	237.09	(39.34)	(55.42)
其他	126.65	195.56	45.43	50.94	63.78
<b>经营活动现金流</b>	<b>122.52</b>	<b>285.51</b>	<b>283.79</b>	<b>291.54</b>	<b>255.83</b>
CAPEX	(13.68)	(21.14)	(8.15)	(9.30)	(10.66)
其他投资活动	0.10	(196.19)	8.15	9.30	10.66
<b>投资活动现金流</b>	<b>(13.58)</b>	<b>(217.33)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	2.14	(30.00)	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	31.09	0.00	45.43	50.94	63.78
<b>融资活动现金流</b>	<b>33.23</b>	<b>(30.00)</b>	<b>45.43</b>	<b>50.94</b>	<b>63.78</b>
现金变动	142.17	38.18	329.21	342.48	319.61
年初现金	608.18	747.61	785.79	1,115	1,457
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>747.61</b>	<b>785.79</b>	<b>1,115</b>	<b>1,457</b>	<b>1,777</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	43.74	40.84	37.50	20.25	18.33
毛利润	44.04	39.94	36.51	21.89	19.94
营业利润	(79.66)	(572.09)	104.07	39.19	42.83
净利润	NA	451.28	365.62	NA	38.49
调整后净利润	478.77	78.64	166.14	(36.96)	25.91
EPS (基本)	(126.97)	451.28	365.62	(54.08)	38.49
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	73.24	72.78	72.25	73.24	74.24
EBITDA	(1.17)	9.42	13.53	15.24	18.19
净利润率	3.03	11.84	40.10	15.31	17.92
调整后净利润率	22.72	28.81	55.77	29.24	31.11
ROE	2.68	11.97	40.01	14.22	16.84
调整后 ROE	20.15	29.12	55.65	27.15	29.23
ROA	1.89	7.85	27.29	9.83	11.27
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(110.83)	(88.67)	(85.06)	(97.13)	(100.34)
流动比率	3.24	2.61	3.55	2.97	2.99
速动比率	3.24	2.61	3.55	2.97	2.99
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.62	0.66	0.68	0.64	0.63
应收账款周转天数	45.99	52.43	56.04	62.67	64.84
应付账款周转天数	64.00	61.99	63.00	68.30	71.21
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
<b>每股指标 (美元)</b>					
EPS (基本)	0.35	1.93	9.00	4.13	5.72
EPS (调整后, 基本)	2.63	4.70	12.52	7.89	9.94
每股净资产	14.31	17.99	27.00	31.13	36.85

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 夏路路、詹博、郑裕佳, 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](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、郑裕佳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