

寻求电商盈利能力与增长的再平衡

华泰研究

2025年11月12日 | 美国

季报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

184.00

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
(+852) 3658 6000

侯杰

SAC No. S0570523010002
SFC No. BRI004

研究员

houjie017864@htsc.com
(+86) 10 6321 1166

曹卓铭

SAC No. S0570124020016
SFC No. BUT776

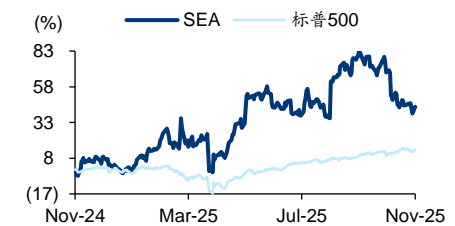
联系人

caozhuoming@htsc.com
(+86) 21 2897 2205

基本数据

收盘价(美元 截至11月10日)	155.05
市值(美元百万)	91,793
6个月平均日成交额(美元百万)	702.45
52周价格范围(美元)	92.71-199.30

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)	16,820	22,819	28,000	32,282
+/-%	28.75	35.66	22.71	15.29
归属母公司净利润(百万)	444.32	1,887	2,591	3,487
+/-%	194.79	324.61	37.31	34.60
EPS(最新摊薄)	0.75	3.19	4.38	5.89
ROE(%)	5.94	19.58	20.63	21.33
PE(倍)	206.59	48.65	35.43	26.32
PB(倍)	10.96	8.42	6.46	4.97
EV EBITDA(倍)	119.41	40.88	30.10	22.16
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

3Q25 SEA 收入为 59.9 亿美元, 同增 38.3%, 好于 VA (Visible Alpha) 一致预期(口径下同)的 57.2 亿美元, 主因三大板块收入均好于预期。3Q25 经调整 EBITDA 8.7 亿美元, 好于一致预期的 8.5 亿美元。管理层预计电商板块 GMV 有望在 2025 年全年实现超过 25% 的同比增速, 并维持游戏板块全年净预订量 30% 的同比增速指引。展望后续, 我们建议关注东南亚和巴西电商的区域竞争格局变化趋势、公司为强化长期竞争力进行的相关投入的进展成效以及盈利和增长间的相对平衡情况。维持“买入”评级。

电商: 广告工具变现率同比提升, 投入物流、会员和 AI 强化竞争力

3Q25 电商收入同增 34.9% 至 42.9 亿美元, 好于一致预期的 40.4 亿美元。板块经调整 EBITDA 为 1.9 亿美元, 对应经调整 EBITDA 利润率 4.3%, 同比改善 3.2pp, 我们认为利润改善主因规模扩张和变现率同比提升。变现率同比提升主要由广告业务贡献, 广告收入 3Q25 同比增长 70%, 广告佣金率同比提升超 0.8pp。3Q25 电商订单量与 GMV 分别同增 28%/28%, 订单量的提升分别由买家数量同增 15% 和购频同增 12% 贡献。管理层表示正在投入物流配送能力、Shopee VIP 订阅会员项目和人工智能等数个方向以强化长期竞争力和盈利能力, 以实现高质量且能够盈利的增长。

电子支付: 贷款规模和用户数实现较快增长

3Q25 电子支付收入同增 60.8% 至 9.9 亿美元, 优于一致预期的同增 52.8%。板块经调整 EBITDA 2.6 亿美元, 同增 37.5%, 对应经调整 EBITDA 利润率 26.1%。3Q25 末, Monee 贷款余额约 79 亿美元, 同增 69.8%, 不良贷款占比约为 1.1%, 同比略有优化。管理层表示截至 9 月底公司在泰国的贷款总额已超过 20 亿美元。在电商场景下, 管理层表示在多数市场中, 任何 Shopee 用户均可申请 SPayLater 信贷, 且公司可以较快速的做出审批决定。在个人现金贷款场景中, 公司为印尼用户中信用记录良好的用户提供更高额度与更长期限的贷款, 并在巴西通过“综合信用额度”方案实现个人现金贷款金额季度环比增长 50%。我们期待该业务在 Shopee 应用内持续发挥与电商的协同性, 并持续开发 Shopee 应用外的非购物场景以挖掘业务潜力。截至 3Q25 末, 公司消费贷款和中小企业贷款产品活跃用户数达到 3,400 万人, 同增 45%。

游戏: 多款主题活动带动净预订量增长好于预期

3Q25 游戏收入同比 31.2% 至 6.5 亿美元, 好于一致预期的同比+23.1%, 或主因《鱿鱼游戏》和《火影忍者》等主题活动有效带动《Free Fire》用户付费。板块经调整 EBITDA 4.7 亿美元, 同比+48.2%, 对应经调整 EBITDA 利润率 71.4%, 净预订量 8.4 亿美元, 同比+51.1%, 好于一致预期的 7.3 亿美元。用户方面, 3Q25 季度活跃用户为 6.7 亿人, 同比+6.7%, 付费用户为 6590 万人, 同比+31.2%, 对应付费率为 9.8%, 同比上升 1.8pp。在其余游戏上, 公司在 10 月于越南推出了足球游戏《EA Sports FC Mobile》, 并表示该游戏为 10 月 SensorTower 统计的越南下载量最高的手机游戏。在 2025 年全年游戏净预订量上, 管理层表示维持同增 30% 的指引预期。

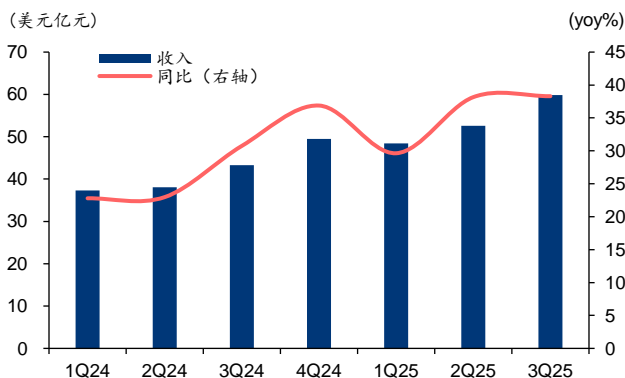
盈利预测与估值

考虑到电商业务的投入或使板块利润率兑现速度不及我们此前预期, 部分被游戏业务利润好于预期所抵消, 我们下调 2025/2026/2027 年经调整 EBITDA 预测 5.1/10.0/6.0% 至 36.1/47.2/59.0 亿美元。我们基于分部估值给予目标价为 184.0 美元(前值: 210.5 美元)。

风险提示: 电商竞争激烈程度超预期, 稀释利润率; 跨境电商监管政策风险。

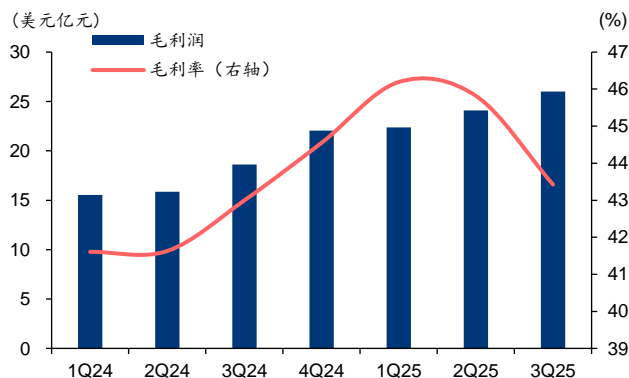
3Q25 业绩回顾

图表1: SEA: 季度收入趋势



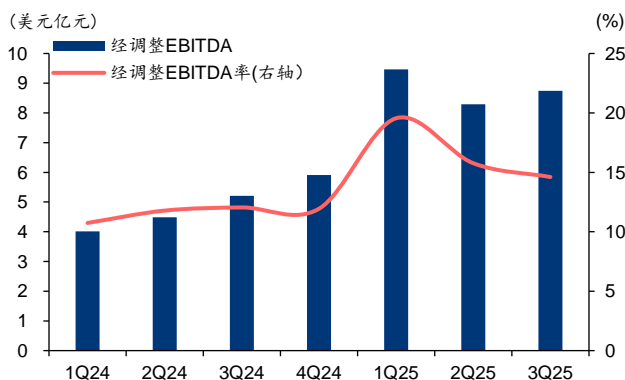
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: SEA: 毛利润及毛利率趋势



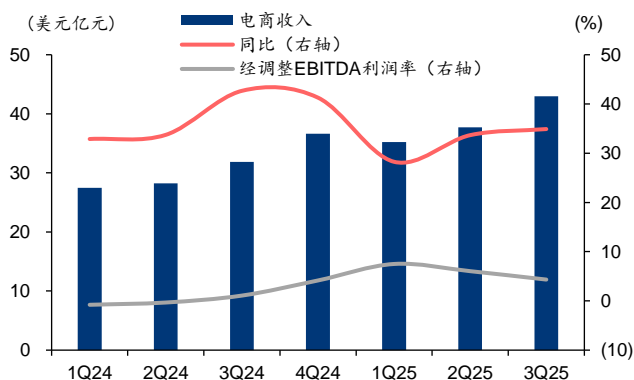
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: SEA: 经调整 EBITDA 趋势



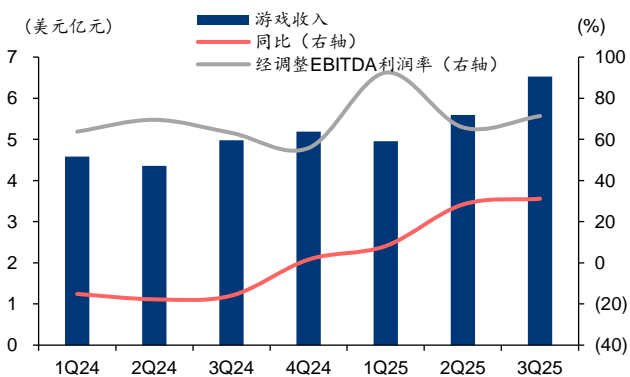
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 电商: 季度收入与经调整 EBITDA 趋势



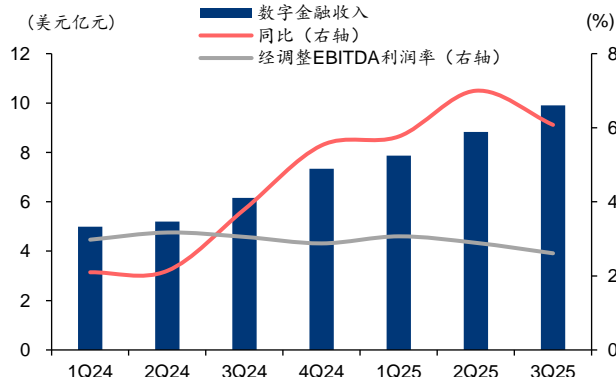
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 游戏: 季度收入与经调整 EBITDA 趋势



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表6: 电子支付: 季度收入与经调整 EBITDA 趋势



资料来源: 公司公告, 华泰研究

盈利预测与估值

盈利预测调整

我们将 SEA 2025/2026/2027 年收入预测分别上调 2.3/4.8/6.2% 至 228/280/323 亿美元，主要考虑到公司加大电商业务投入力度背景下，GMV 增长或好于我们此前预期。

我们将 SEA 2025/2026/2027 年经调整 EBITDA 利润分别下调 5.1/10.0/6.0% 至 36/47/59 亿美元，主因电商业务的投入或使板块利润率兑现速度不及我们此前预期，部分被游戏业务利润好于预期所抵消。

图表7：华泰预测变动

(亿美元)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %
营业收入	223.1	228.2	2.3%	267.2	280.0	4.8%	304.0	322.8	6.2%
毛利润	102.4	105.0	2.5%	126.1	131.9	4.6%	145.4	154.2	6.1%
经调整 EBITDA	38.0	36.1	-5.1%	52.5	47.2	-10.0%	62.7	59.0	-6.0%

资料来源：华泰研究预测

图表8：华泰利润率预测变动

	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp	新值	新值	变动, pp
毛利率	45.9%	46.0%	0.1	47.2%	47.1%	-0.1	47.8%	47.8%	-0.1
经调整 EBITDA 净利率	17.0%	15.8%	-1.2	19.6%	16.9%	-2.8	20.6%	18.3%	-2.4

资料来源：华泰研究预测

图表9：SEA 核心预测假设

(美元百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E
SEA 总收入	16,820	22,819	28,000	32,282	4,950	4,841	5,259	5,986	6,732
同比增速	28.8%	35.7%	22.7%	15.3%	36.9%	29.6%	38.2%	38.3%	36.0%
经调整 EBITDA	1,962	3,607	4,722	5,897	591	947	829	874	957
同比增速	66.4%	83.9%	30.9%	24.9%	366.4%	135.9%	84.9%	67.7%	62.0%
经调整 EBITDA 利润率	11.7%	15.8%	16.9%	18.3%	11.9%	19.6%	15.8%	14.6%	14.2%
电商收入	12,415	16,596	20,373	23,540	3,663	3,524	3,771	4,295	5,006
同比增速	37.9%	33.7%	22.8%	15.5%	41.3%	28.3%	33.7%	34.9%	36.7%
电子支付收入	2,368	3,670	4,954	5,945	733	787	883	990	1,010
同比增速	34.6%	55.0%	35.0%	20.0%	55.2%	57.6%	70.0%	60.8%	37.8%
游戏收入	1,911	2,388	2,508	2,633	519	496	559	653	680
同比增速	-12.0%	25.0%	5.0%	5.0%	1.6%	8.2%	28.4%	31.2%	31.1%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

SOTP 估值

我们基于分部估值模型的新目标价为 184.0 美元（前值：210.5 美元），具体分部如下：

1) 游戏板块每股估值 38.9 美元（前值：38.2 美元），基于 2025 年经调整 23.2x 目标 PE（前值：24.6x），与全球可比公司均值 23.2x 相同。

2) 电商板块每股估值 99.3 美元（前值：126.5 美元），基于 2025 年 0.5x 目标 P/GMV（前值：0.65x），与全球可比公司均值 0.4x 相比有所溢价，溢价主因公司指引 2025 年全年 GMV 增速有望超过 25%，快于可比公司 2025 年均值的 13.5%；目标估值倍数下调主因公司加大电商相关能力投入，未来盈利兑现速度或不及我们此前预期。

3) 电子支付板块每股估值 45.8 美元（前值：45.8 美元），基于 2025 年 8x 目标 PS（前值：8.0x），高于行业均值的 1.8x，溢价主因板块收入增速预期有望快于可比公司均值。我们认为其与集团内 Shopee 和 Garena 之间的生态互动有望实现较好的正向循环，而电商和游戏以外的场景拓展则有望提升其金融业务空间天花板。

图表10：SEA: SOTP 估值

SOTP 估值									
(百万美元)	2025 年预测收入	2025 年预测经调整净利率	2025 年预测经调整净利润	2025 年预测 GMV	PS	PE	P/GMV	市值	每股估值 (美元)
Garena 游戏收入	2,388	45%	1,075			23.2		24,933	38.9
Shopee 电商收入	16,596			127,259.00			0.50	63,630	99.3
Monee 电子支付收入	3,670				8.0			29,360	45.8
核心业务估值								117,923	
每股估值									184.0

资料来源：华泰研究预测

图表11：电商可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	GMV 同比%			营收 CAGR 2025-2027E	P/GMV			调整后净利 CAGR 2025-2027E
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	
阿里巴巴	BABA US	165.89	370,654	4.3	4.4	4.4	7.9	0.3	0.3	0.3	3.9
京东	JD US	31.41	44,539	12.1	6.8	6.4	8.6	0.1	0.1	0.1	2.6
拼多多	PDD US	138.13	196,096	16.9	12.0	10.0	13.1	0.3	0.2	0.2	8.1
Shopify	SHOP US	158.88	206,837	28.5	23.3	21.4	25.1	0.7	0.6	0.4	24.0
eBay	EBAY US	85.18	38,501	5.5	3.5	2.6	5.5	0.5	0.5	0.5	5.3
平均值				13.5	10.0	9.0	12.0	0.4	0.3	0.3	8.8

注：1) 美股数据截至 11 月 10 日，其它数据截至 11 月 11 日；2) 阿里巴巴的 2025-2027 年数据采用 FY2026-2028 预测数据。

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

图表12：电子支付可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR 2025-2027E	P/E			调整后净利 CAGR 2025-2027E
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	
Paypal	PYPL US	66.25	61,987	1.9	1.8	1.6	6.0	11.9	11.6	10.8	6.0
Square	XYZ US	66.80	40,592	1.7	1.5	1.4	5.5	26.6	19.1	14.7	29.4
平均值				1.8	1.6	1.5	5.7	19.3	15.3	12.7	17.7

注：美股数据截至 11 月 10 日，其它数据截至 11 月 11 日；Square 股票代码自 2025 年 1 月后更为 XYZ US，公司名改为 Block；

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

图表13: 游戏可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR		P/E			调整后净利 CAGR
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	2025-2027E	
网易	NTES US	140.31	90,395	5.6	5.2	4.8	8.3	16.4	15.5	14.1	10.9	
Electronic Arts	EA US	201.40	50,230	6.2	6.0	5.7	6.2	22.9	21.1	19.6	11.1	
网龙	777 HK	11.87	808	1.2	1.1	1.1	-	10.0	8.3	8.0	11.7	
Nintendo	7974 JP	13,420.00	101,435	6.5	5.9	5.5	32.4	37.4	29.2	23.7	31.3	
完美世界	002624 CH	15.79	4,398	4.6	3.7	3.3	19.3	37.0	22.4	17.0	-	
三七互娱	002555 CH	21.70	6,705	2.8	2.7	2.6	2.3	15.4	13.9	12.9	11.6	
平均值				4.5	4.1	3.8	13.7	23.2	18.4	15.9	15.3	

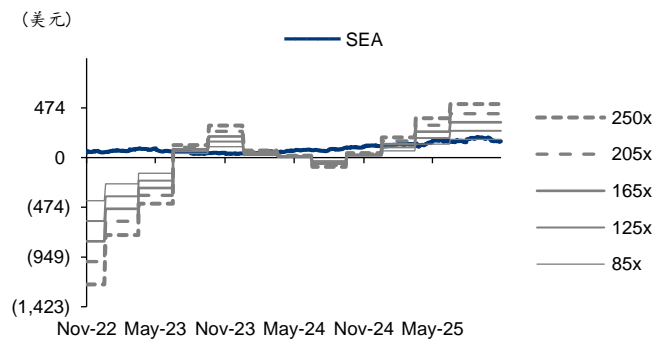
注: 1) 美股数据截至 11 月 10 日, 其它数据截至 11 月 11 日; 2) Electronic Arts、Nintendo 的 2025-2027 年数据采用 FY2026-2028 预测数据;
资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

风险提示

电商竞争激烈程度超预期, 稀释利润率: 东南亚当地电商行业竞争较为激烈, 如各家加大投入与补贴竞争当地市场, 可能会对公司利润率造成一定的稀释。

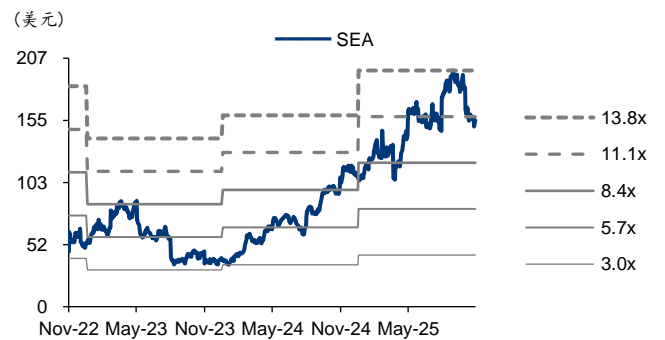
跨境电商监管政策风险: 如当地政府针对跨境电商采取超预期程度的相关监管政策, 可能会对跨境电商的运营成本和发展空间造成负面影响。

图表14: SEAPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表15: SEAPB-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	13,064	16,820	22,819	28,000	32,282
销售成本	(7,230)	(9,615)	(12,316)	(14,808)	(16,858)
毛利润	5,834	7,205	10,503	13,192	15,425
销售及分销成本	(2,779)	(3,473)	(4,381)	(5,236)	(5,714)
管理费用	(1,769)	(2,045)	(2,829)	(3,528)	(3,971)
其他收入/支出	(1,061)	(1,026)	(1,141)	(1,478)	(1,737)
财务成本净额	290.24	327.48	358.72	440.17	507.49
应占联营公司利润及亏损	(7.03)	(9.79)	0.00	0.00	0.00
税前利润	425.36	769.00	2,358	3,238	4,359
税费开支	(262.68)	(321.17)	(471.65)	(647.65)	(871.75)
少数股东损益	(11.96)	(3.51)	0.00	0.00	0.00
归母净利润	150.73	444.32	1,887	2,591	3,487
折旧和摊销	(440.85)	(389.67)	(432.80)	(484.15)	(539.88)
EBITDA	575.97	831.19	2,432	3,282	4,391
EPS (美元, 基本)	0.25	0.75	3.19	4.38	5.89

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	125.40	143.25	179.81	211.88	236.39
应收账款和票据	2,125	1,968	2,617	3,146	3,555
现金及现金等价物	4,221	4,060	5,827	8,152	10,984
其他流动资产	5,303	10,686	13,402	16,098	18,816
总流动资产	11,774	16,858	22,026	27,608	33,592
固定资产	1,208	1,098	1,097	1,142	1,213
无形资产	50.82	27.31	27.31	27.31	27.31
其他长期资产	5,851	4,643	4,643	4,643	4,643
总长期资产	7,109	5,768	5,767	5,812	5,883
总资产	18,883	22,625	27,792	33,420	39,475
应付账款	2,177	2,730	3,427	4,039	4,506
短期借款	437.45	430.89	430.89	430.89	430.89
其他负债	5,554	8,135	10,061	11,743	13,056
总流动负债	8,169	11,296	13,919	16,213	17,993
长期债务	908.84	1,053	1,053	1,053	1,053
其他长期债务	3,108	1,799	1,817	1,833	1,845
总长期负债	4,017	2,852	2,870	2,886	2,898
股本	15,284	16,703	17,342	18,070	18,845
储备/其他项目	(8,690)	(8,331)	(6,445)	(3,854)	(366.94)
股东权益	6,594	8,372	10,898	14,216	18,478
少数股东权益	103.76	105.24	105.24	105.24	105.24
总权益	6,698	8,478	11,003	14,322	18,583

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	609.00	206.59	48.65	35.43	26.32
PB	13.92	10.96	8.42	6.46	4.97
EV EBITDA	169.60	119.41	40.88	30.10	22.16
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	0.35	1.35	3.73	4.17	4.67

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	575.97	831.19	2,432	3,282	4,391
融资成本	(290.24)	(327.48)	(358.72)	(440.17)	(507.49)
营运资本变动	55.11	908.24	1,819	1,635	1,272
税费	(262.68)	(321.17)	(471.65)	(647.65)	(871.75)
其他	2,002	2,187	1,356	1,608	1,790
经营活动现金流	2,080	3,277	4,777	5,437	6,074
CAPEX	(224.95)	(314.71)	(431.62)	(529.62)	(610.63)
其他投资活动	(3,329)	(72.10)	18.30	16.04	12.26
投资活动现金流	(5,804)	(5,041)	(3,010)	(3,112)	(3,242)
债务增加量	(54.41)	(8.63)	0.00	0.00	0.00
权益增加量	10.64	146.08	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	409.78	1,547	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	366.01	1,684	0.00	0.00	0.00
现金变动	(3,359)	(78.93)	1,767	2,325	2,832
年初现金	7,610	4,244	4,082	5,849	8,174
汇率波动影响	(7.96)	(83.14)	0.00	0.00	0.00
年末现金	4,244	4,082	5,849	8,174	11,005

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	4.93	28.75	35.66	22.71	15.29
毛利润	12.50	23.51	45.77	25.60	16.92
营业利润	(115.11)	194.58	224.90	37.12	35.70
净利润	0.00	194.79	324.61	37.31	34.60
EPS	(109.13)	194.79	324.61	37.31	34.60
盈利能力比率 (%)					
毛利率	44.66	42.84	46.03	47.12	47.78
EBITDA	4.41	4.94	10.66	11.72	13.60
净利率	1.15	2.64	8.27	9.25	10.80
ROE	2.45	5.94	19.58	20.63	21.33
ROA	0.84	2.14	7.48	8.46	9.57
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(43.60)	(30.77)	(39.86)	(46.91)	(51.41)
流动比率	1.44	1.49	1.58	1.70	1.87
速动比率	1.43	1.48	1.57	1.69	1.85
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.73	0.81	0.91	0.91	0.89
应收账款周转天数	57.76	43.80	36.16	37.05	37.37
应付账款周转天数	95.42	91.88	90.00	90.76	91.23
存货周转天数	5.85	5.03	4.72	4.76	4.79
现金转换周期	(31.81)	(43.05)	(49.11)	(48.95)	(49.08)
每股指标 (美元)					
EPS	0.25	0.75	3.19	4.38	5.89
每股净资产	11.14	14.14	18.41	24.01	31.21

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、侯杰，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。
- 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、侯杰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