

# 3Q25 前瞻：广告收入或略有下滑

华泰研究

2025 年 11 月 13 日 | 美国

动态点评

互联网

我们预计微博 3Q 营收同比下降 5.3% 至 4.4 亿美元(人民币计价同比+1%)，经调整净利润同比下降 22% 至 1.08 亿美元。战略层面，公司计划下半年加大 AI 投入，重点提升搜索质量，强化广告基建与内容理解能力。近期进展：①战略转向“关注+推荐+热点”多线并行，用户参与度显著改善，3Q 全站视频观看时长同比增长 12% (微博 V 影响力大会)；②智搜有望于 4Q 启动商业化测试，发挥信息时效性与大 V 观点权威性方面的优势；③粉丝经济持续升温，微博凭借社交文化优势有望充分受益。我们看好微博在 AI 赋能下的边际改善，维持“买入”评级。

## 3Q 广告收入受制于高基数

我们预计 3Q、4Q 微博广告业务营收同比下降 6% 与 5% (美元计价)。3Q 广告收入受 24 年奥运高基数影响。从行业来看，我们预计电商与汽车行业投放延续 2Q 稳健增长趋势，食品饮料与鞋服行业投放相对较弱 (符合 2Q 指引)，手机方面受到 3Q 传统出货淡季影响 (据 IDC，3Q25 中国智能手机出货量同比下降 0.6%)，相应广告需求偏低；游戏与美妆仍延续 1H 承压趋势。我们认为在消费温和复苏的背景下，部分大品牌广告主销量有所恢复，或部分带动广告投放抵御下行压力。

## 推荐流助力内容分发机制升级

2Q 起微博战略转向三个重点方向，即“个性化推荐流”，“基于社交的关注流”，以及“以热搜为核心的热点流”。推荐流有助于提升长尾兴趣内容曝光，带动中腰部及长尾创作者成长，形成 KOL 储备，利于创作者生态长线发展。创作者端，我们观测到优质创作者持续扩容，例如 9 月平台金 V (流量最佳的 KOL) 达 1.8 万人，次级的橙 V 同增 57% 至 11 万人。平台同步优化广告共享计划，从而引导更多优质内容创作，例如流量分成比重降至 45%，定向任务分成提升至 55% (热点 22%、视频 18%、兴趣 15%)。用户端，微博用户年龄结构趋于成熟，近 80% 为 23-40 岁中青年用户，一至三线城市用户占比 66%，四线及以下城市渗透率持续提升。

## 智搜试点社交互动场景，商业化蓄势待发

智搜有望于 4Q 启动小范围商业化试点。当前智搜已嵌入社交互动场景，用户可在评论区 @ 智搜进行内容核验，或基于博文开展延伸阅读。我们认为，智搜有望改善用户互动深度并提升留存，但或影响传统信息流的用户时长，后期需要在二者间取得平衡。

## 盈利预测与估值

展望 25-27 年，我们下调收入 1%、1% 与 1%，主系新游、手机行业的广告投放力度下降，快消行业增速承压。我们调整 25-27 年经调整归母净利润 -3.4/+0.8/-1.4% 至 4.8/4.7/4.8 亿美元，主系公司加强用户拉新、品牌推广，销售费用略有提升。我们根据 PE 估值，给予目标价 14.74 美元 (前值：18.31 美元)，对应 25 年经调整净利润 7.5 倍 PE (前值对应 25 年经调整净利润 9.0 倍 PE)，对比全球可比公司 28.0 倍均值，折价原因系微博交易流动性因素，同时收入增速相对缓慢。维持“买入”评级。

风险提示：广告恢复慢于预期，商家投放低于预期，智搜新增用户不及预期。

投资评级(维持)：

买入

目标价(美元)：

14.74

夏路路

SAC No. S0570523100002  
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

丁骄阳

SAC No. S0570523040003  
SFC No. BPFJ942

研究员

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

牟睿捷\*

SAC No. S0570125070064

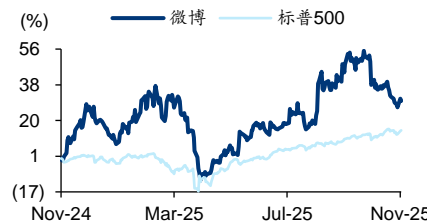
联系人

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

## 基本数据

收盘价(美元 截至 11 月 11 日)	10.71
市值(美元百万)	2,622
6 个月平均日成交额(美元百万)	12.54
52 周价格范围(美元)	6.88-12.96

## 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)	1,755	1,721	1,768	1,809
+/-%	(0.29)	(1.92)	2.76	2.30
归母净利润(百万)	300.80	407.39	365.43	373.25
+/-%	(12.20)	35.43	(10.30)	2.14
归母净利润(调整后,百万)	478.64	481.12	465.65	475.11
+/-%	6.23	0.52	(3.21)	2.03
EPS(调整后,最新摊薄)	1.96	1.97	1.90	1.94
PE(调整后,倍)	5.48	5.45	5.63	5.52
PB(倍)	5.38	5.04	4.83	4.62
ROE(调整后,%)	13.91	13.37	12.27	11.98
EV EBITDA(倍)	6.16	5.25	5.10	4.75
股息率(%)	1.07	1.07	1.07	1.07

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测

展望 25-27 年，我们下调收入 1%、1%与 1%，主系新游、手机行业的广告投放力度下降，快消行业增速承压。我们调整 25-27 年经调整归母净利润-3.4/+0.8/-1.4%至 4.8/4.7/4.8 亿美元，主系公司加强用户拉新和品牌推广，并扩大线下明星活动，销售费用略有提升。

图表1：微博：华泰财务预测

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E
营业收入	1,760	1,755	1,721	1,768	1,809	397	445	440	439
YoY (%)	-4.2%	-0.3%	-1.9%	2.8%	2.3%	0.3%	1.6%	-5.3%	-3.8%
广告及市场营销	1,534	1,499	1,464	1,505	1,542	339	383	373	368
YoY (%)	-3.9%	-2.3%	-2.3%	2.8%	2.4%	0%	2%	-6%	-5%
增值服务	226	256	257	264	268	58	61	67	72
YoY (%)	-5.8%	13.4%	0.5%	2.5%	1.5%	2%	-2%	1%	1%
经调整毛利润	1,394	1,391	1,330	1,365	1,396	309	342	343	336
YoY (%)	-3.5%	-0.2%	-4.4%	2.6%	2.3%	0%	-2%	-8%	-6%
经调整营业利润	592	584	547	544	554	129	162	126	125
YoY (%)	-1.5%	-1.3%	-6.3%	-0.6%	1.9%	3%	3%	-23%	-8%
净利润	343	301	407	365	373	107	126	89	86
YoY (%)	300.4%	-12.2%	35.4%	-10.3%	2.1%	116%	12%	-32%	872%
经调整净利润	451	479	481	466	475	120	143	108	105
YoY (%)	-16.6%	6.2%	0.5%	-3.2%	2.0%	12%	13%	-22%	-2%
<b>利润率 (%)</b>									
经调整毛利润率	79.2%	79.3%	77.3%	77.2%	77.2%	77.9%	77.0%	77.9%	76.3%
经调整经营利润率	33.6%	33.3%	31.8%	30.8%	30.6%	32.6%	36.4%	28.7%	28.6%
净利润率	19.5%	17.1%	23.7%	20.7%	20.6%	27.0%	28.3%	20.2%	19.6%
经调整净利润率	25.6%	27.3%	28.0%	26.3%	26.3%	30.1%	32.2%	24.6%	23.9%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表2：华泰预测变动

(美元 百万)	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	1,738	1,721	(1.0)	1,786	1,768	(1.0)	1,827	1,809	(1.0)
经调整毛利润	1,354	1,330	(1.8)	1,389	1,365	(1.8)	1,421	1,396	(1.8)
经调整净利润	498	481	(3.4)	462	466	0.8	482	475	(1.4)
<b>%</b>									
	前值	新值	变动 (pct)	前值	新值	变动 (pct)	前值	新值	变动 (pct)
经调整毛利率	77.9%	77.3%	(0.6)	77.8%	77.2%	(0.6)	77.8%	77.2%	(0.6)
经调整净利率	28.7%	28.0%	(0.7)	25.9%	26.3%	0.5	26.4%	26.3%	(0.1)

资料来源：华泰研究预测

图表3：华泰预测 vs. 一致预期

(人民币 百万)	2025E			2026E			2027E		
	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)
营业收入	1,721	1,731	(0.6)	1,768	1,769	(0.0)	1,809	1,815	(0.3)
经调整毛利润	1,330	1,342	(0.9)	1,365	1,381	(1.2)	1,396	1,422	(1.8)
经调整净利润	481	471	2.1	466	474	(1.8)	475	494	(3.7)

资料来源：Visible Alpha，华泰研究预测

### 公司估值

我们根据 PE 估值，给予目标价 14.74 美元（前值：18.31 美元），对应 25 年经调整净利润 7.5 倍 PE（前值对应 25 年经调整净利润 9.0 倍 PE），对比全球可比公司 28.0 倍均值，折价原因系微博交易流动性因素，同时收入增速相对缓慢。

图表4： 微博同业可比公司

公司	股票代码	股价 (交易货币)	营收增长 (%)			Non-GAAP净利润增长 (%)			非GAAP PE (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
<b>在线广告</b>											
百度	BIDU US	132.0	-3%	5%	7%	-32%	8%	18%	118.2	16.1	13.7
Pinterest	PINS US	27.4	16%	14%	13%	-75%	17%	33%	39.5	33.9	25.5
Meta	META US	627.1	21%	18%	16%	-3%	25%	12%	26.3	21.1	18.8
Google	GOOG US	291.7	17%	14%	11%	29%	4%	17%	27.5	26.2	22.0
<b>市值加权平均PE</b>									<b>28.0</b>	<b>24.6</b>	<b>21.0</b>

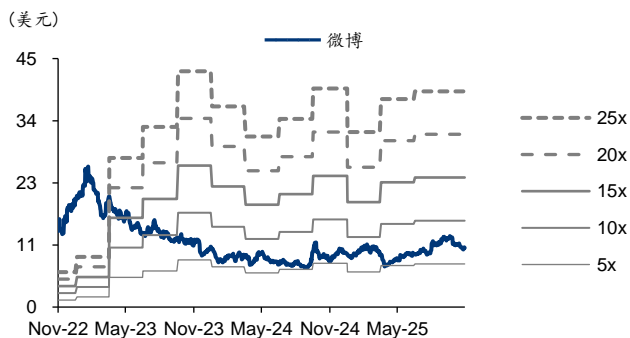
注：数据截至美股 11 月 11 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期。

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

### 风险提示

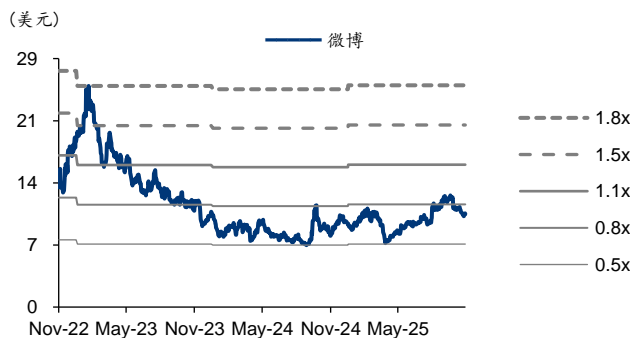
1. 消费与广告投放恢复低于预期；
2. 品牌商家投放低于预期；
3. 智搜新增用户不及预期。

图表5： 微博 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表6： 微博 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	1,760	1,755	1,721	1,768	1,809
销售成本	(374.28)	(369.52)	(395.55)	(409.60)	(419.03)
<b>毛利润</b>	<b>1,386</b>	<b>1,385</b>	<b>1,325</b>	<b>1,359</b>	<b>1,390</b>
销售及分销成本	(461.42)	(480.79)	(438.50)	(460.65)	(471.25)
管理费用	(117.57)	(101.29)	(88.97)	(102.46)	(108.43)
其他收入/支出	18.59	(74.56)	5.20	0.00	0.00
财务成本净额	11.25	0.89	35.83	37.69	36.40
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>502.78</b>	<b>420.66</b>	<b>513.95</b>	<b>490.06</b>	<b>497.37</b>
税费开支	(145.29)	(110.55)	(102.36)	(120.43)	(119.92)
少数股东损益	14.90	9.30	4.20	4.20	4.20
<b>净利润</b>	<b>342.59</b>	<b>300.80</b>	<b>407.39</b>	<b>365.43</b>	<b>373.25</b>
Non-GAAP 调整项	107.98	177.84	73.73	100.23	101.85
调整后净利润	450.57	478.64	481.12	465.65	475.11
折旧和摊销	(58.51)	(58.10)	(57.00)	(54.00)	(52.00)
EBITDA	572.53	477.87	535.12	506.37	512.97
EPS (美元, 基本)	1.40	1.23	1.66	1.49	1.52

### 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	800.65	688.53	764.87	736.85	763.87
现金及现金等价物	2,585	1,891	2,013	2,246	2,395
其他流动资产	1,127	912.62	912.62	912.62	912.62
<b>总流动资产</b>	<b>4,513</b>	<b>3,492</b>	<b>3,690</b>	<b>3,895</b>	<b>4,071</b>
固定资产	220.66	215.03	208.03	204.03	202.03
无形资产	134.13	130.27	153.27	153.27	153.27
其他长期资产	2,413	2,667	2,730	2,738	2,746
<b>总长期资产</b>	<b>2,768</b>	<b>3,013</b>	<b>3,091</b>	<b>3,095</b>	<b>3,101</b>
<b>总资产</b>	<b>7,280</b>	<b>6,504</b>	<b>6,781</b>	<b>6,990</b>	<b>7,172</b>
应付账款	828.33	810.80	864.81	904.80	909.51
短期借款	10.00	11.00	11.00	11.00	11.00
其他负债	959.02	146.33	146.33	146.33	146.33
<b>总流动负债</b>	<b>1,797</b>	<b>968.14</b>	<b>1,022</b>	<b>1,062</b>	<b>1,067</b>
长期债务	1,896	1,916	1,904	1,904	1,904
其他长期债务	69.57	40.99	40.99	40.99	40.99
<b>总长期负债</b>	<b>1,965</b>	<b>1,957</b>	<b>1,945</b>	<b>1,945</b>	<b>1,945</b>
股本	1,429	1,429	1,429	1,429	1,429
储备/其他项目	1,970	2,054	2,285	2,450	2,623
股东权益	3,399	3,483	3,714	3,879	4,052
少数股东权益	118.88	96.12	100.32	104.52	108.72
<b>总权益</b>	<b>3,518</b>	<b>3,579</b>	<b>3,814</b>	<b>3,983</b>	<b>4,161</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	54.68	62.27	45.98	51.26	50.18
PB	5.51	5.38	5.04	4.83	4.62
调整后 PE (倍)	5.82	5.48	5.45	5.63	5.52
调整后 ROE	13.39	13.91	13.37	12.27	11.98
EV EBITDA	5.40	6.16	5.25	5.10	4.75
股息率 (%)	1.06	1.07	1.07	1.07	1.07
自由现金流收益率 (%)	7.94	15.28	12.55	15.16	11.88

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	572.53	477.87	535.12	506.37	512.97
融资成本	(11.25)	(0.89)	(35.83)	(37.69)	(36.40)
营运资本变动	(163.09)	94.60	(22.33)	68.00	(22.30)
税费	(145.29)	(110.55)	(102.36)	(120.43)	(119.92)
其他	419.91	178.87	71.66	75.37	72.79
<b>经营活动现金流</b>	<b>672.82</b>	<b>639.90</b>	<b>446.26</b>	<b>491.63</b>	<b>407.15</b>
CAPEX	(36.77)	(61.50)	(58.00)	(58.00)	(58.00)
其他投资活动	(700.07)	(1,094)	(54.10)	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(736.85)</b>	<b>(1,156)</b>	<b>(112.10)</b>	<b>(58.00)</b>	<b>(58.00)</b>
债务增加量	4.98	21.66	(12.85)	0.00	0.00
权益增加量	(16.58)	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(199.06)	(199.53)	(199.53)	(200.76)	(200.00)
其他融资活动现金流	232.35	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>融资活动现金流</b>	<b>21.69</b>	<b>(177.87)</b>	<b>(212.38)</b>	<b>(200.76)</b>	<b>(200.00)</b>
现金变动	(42.34)	(693.53)	121.78	232.87	149.15
年初现金	2,691	2,585	1,891	2,013	2,246
汇率波动影响	(63.80)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>2,585</b>	<b>1,891</b>	<b>2,013</b>	<b>2,246</b>	<b>2,395</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	(4.17)	(0.29)	(1.92)	2.76	2.30
毛利润	(3.50)	(0.03)	(4.31)	2.52	2.30
营业利润	(1.57)	4.52	(4.33)	(4.35)	1.90
净利润	300.44	(12.20)	35.43	(10.30)	2.14
调整后净利润	(16.57)	6.23	0.52	(3.21)	2.03
EPS (基本)	282.80	(12.20)	35.43	(10.30)	2.14
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	78.73	78.94	77.02	76.84	76.84
EBITDA	32.53	27.23	31.09	28.63	28.35
净利润率	19.47	17.14	23.67	20.66	20.63
调整后净利润率	25.60	27.28	27.96	26.33	26.26
ROE	10.18	8.74	11.32	9.63	9.41
调整后 ROE	13.39	13.91	13.37	12.27	11.98
ROA	4.75	4.36	6.13	5.31	5.27
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(19.97)	1.06	(2.65)	(8.54)	(11.85)
流动比率	2.51	3.61	3.61	3.67	3.82
速动比率	2.51	3.61	3.61	3.67	3.82
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.24	0.25	0.26	0.26	0.26
应收账款周转天数	173.33	152.76	152.02	152.85	149.31
应付账款周转天数	920.02	798.45	762.50	777.67	779.37
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)	1.40	1.23	1.66	1.49	1.52
EPS (调整后, 基本)	1.84	1.96	1.97	1.90	1.94
每股净资产	13.88	14.23	15.17	15.84	16.55



## 免责声明

### 分析师声明

本人，夏路路、丁骄璇，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](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、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。
- 微博（WB US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 微博（WB US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 百度集团（BIDU US）、微博（WB US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 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

**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>

**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

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司