

持续践行 4G 战略以改善用户心智

华泰研究

2025 年 11 月 16 日 | 美国

季报点评

互联网

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

2.46

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

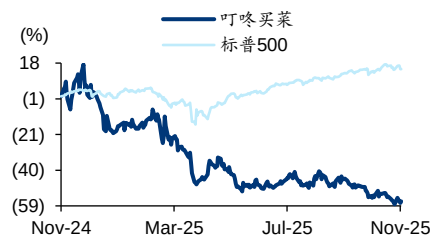
联系人

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

基本数据

收盘价(美元 截至 11 月 14 日)	1.73
市值(美元百万)	370.75
6 个月平均日成交额(美元百万)	1.20
52 周价格范围(美元)	1.65-4.79

股价走势图



资料来源: S&P

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)	23,066	24,305	28,078	34,311
+/-%	15.50	5.37	15.52	22.20
归母净利润(百万)	295.08	268.00	406.36	508.41
+/-%	395.44	(9.18)	51.63	25.11
归母净利润(调整后,百万)	413.57	351.65	501.12	603.62
+/-%	1,025	(14.97)	42.50	20.45
EPS(调整后,最新摊薄)	1.93	1.59	2.26	2.72
PE(调整后,倍)	6.41	7.49	5.25	4.36
PB(倍)	3.32	2.29	1.59	1.17
ROE(调整后,%)	70.03	36.09	35.77	30.90
EV EBITDA(倍)	18.01	19.25	7.68	5.26
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 公司总收入 66.6 亿元, 同比+1.9%, 连续 7 个季度保持同比正增长, 为公司历史上收入最高单季度。3Q25 非 GAAP 净利润 1.0 亿元, 对应非 GAAP 净利率 1.5%, 同比下降 0.9pp。我们认为主因公司落实好商品战略中进行商品汰换和行业一定竞争压力下带来毛利率同比有所下降和海外业务有所投入, 部分被营销费用率同比优化所抵消。当前公司交易于 2025/2026/2027 年 7.5/5.3/4.4 倍调整后 PE, 此外公司截止 3Q25 末剔除短期借款余额后的自由资金余额达到 30.3 亿元, 高于公司当前市值, 我们认为或具有一定的估值性价比。展望后续, 我们建议关注公司新战略下的用户粘性改善推进情况以及行业即时零售补贴边际退坡后部分用户需求回归叮咚带来的潜在收入增速修复机会。维持“增持”评级。

持续推动 4G 战略, 带动下单用户数及下单频次同比提升

3Q25 公司总成交额(GMV)为 72.7 亿元, 同比+0.1%。3Q25 产品收入为 65.7 亿元, 同比+1.8%; 服务收入 0.9 亿元, 同比+11.9%。3Q25 毛利率为 28.9%, 同比-0.9pp, 我们认为主因公司落实好商品战略中进行商品汰换带来毛利率同比有所下降, 此外较为激烈的即时零售和生鲜电商行业竞争背景下公司或亦有部分让利促销举措。公司 3Q25 期间持续推动 4G 战略, 管理层在 3Q25 业绩会上表示好商品体系建设已取得成效, 有效提升了用户粘性和复购: 9 月份好商品 SKU 数量占比达 37.2%, 贡献 GMV 的 44.7%, 相较于 1 月份开始推行 4G 战略时好商品 SKU 占比为 14.1%, 对 GMV 贡献的 16.4%有明显提升。3Q25 月下单用户转化率同比提升 1.6pp, 月下单用户数同比增长 4.1%, 月均下单频次达到历史最高值 4.6 次, 同比增长 4.9%。其中, 会员用户的月均下单频次达到了历史最高值 7.7 次, 同比增长 1.3%。

提出“一大一小一世界”思路, 发展大单品、小城开仓和海外市场

管理层在 3Q25 业绩会上提出“一大一小一世界”的发展思路: 1) “一大”: 即大单品策略, 公司正着力推进大单品体系建设, 关注产品核心竞争力和普适价值。在“百日夏战”专项活动中已成功打造 100 余款销量突出的爆品, 为大单品战略推进奠定了一定基础; 2) “一小”: 公司在上海、苏州、杭州等地已有较高仓网密度, 在未来将把拓展重心放到江浙沪区域的更多中小城市, 例如 3Q25 新开的宣城、滁州等, 围绕小城餐桌和茶几休闲场景为核心抓手, 致力于提供让消费者省心、放心且价格适中的优质商品; 3) “一世界”: 即拓展海外市场, 依托于公司在国内市场积累的生鲜供应链能力, 管理层认为公司具备了拓展海外业务的基础, 已与新加坡 FairPrice、香港 DFI、李锦记、HKTVmall 等建立了合作关系。我们期待公司在新的发展思路下打开市场规模天花板和新的收入增长机会。

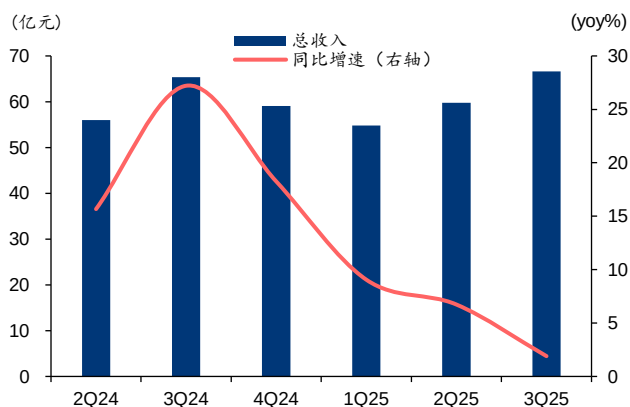
盈利预测与估值

我们调整叮咚买菜 2025 年非 GAAP 归母净利润-11.6%至 3.5 亿元, 主要考虑到公司落实好商品战略中进行商品汰换等举措和行业一定竞争压力下毛利率兑现或小幅不及我们此前预期。微调 2026/2027 年非 GAAP 归母净利润预测-1.2/-1.5%至 5.0/6.0 亿元。基于相对估值法, 给予公司 2025 年非 GAAP 目标 PE 11 倍不变, 低于可比公司平均值的 15.3 倍, 折价主因公司短期仍处于内部转型阶段, 且外部即时零售竞争压力较大, 公司利润释放能力有待进一步验证。目标价为 2.46 美元(前值: 2.77 美元)。

风险提示: 行业竞争加剧, 稀释利润率; 新战略推进不及预期。

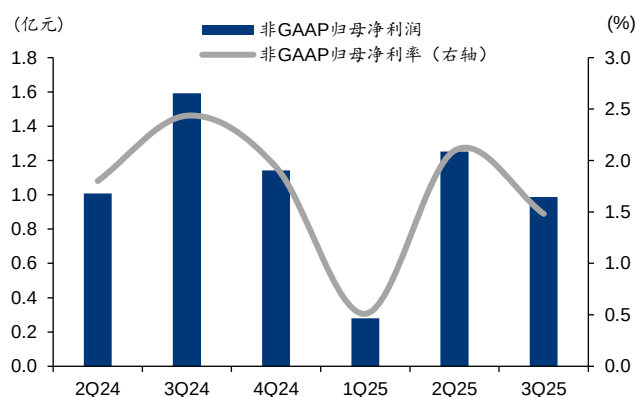
3Q25 业绩回顾

图表1: 叮咚买菜: 季度收入趋势



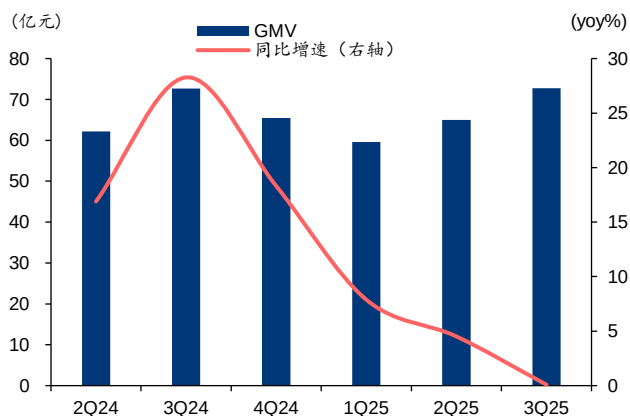
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 叮咚买菜: 季度非 GAAP 归母净利润趋势



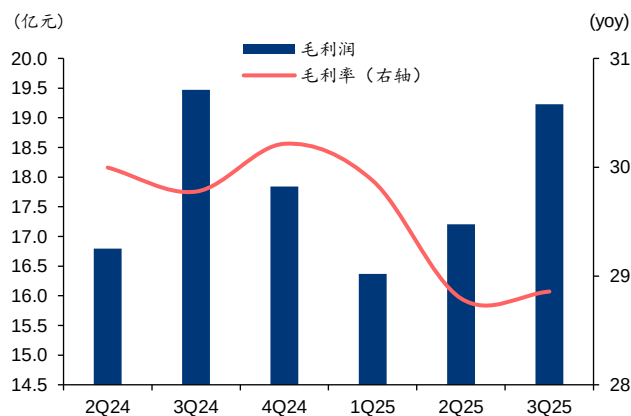
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 叮咚买菜: 季度 GMV 趋势



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 叮咚买菜: 季度毛利润趋势



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

我们调整叮咚买菜 2025-2027 年收入预测-1.8/-1.8/-1.8%至 243/281/343 亿元，主要考虑到整体生鲜价格的上涨恢复节奏或小幅不及我们此前预期。

我们调整叮咚买菜 2025 年非 GAAP 归母净利润预测-11.6%至 3.5 亿元，主要考虑到公司落实好商品战略中进行商品汰换等举措和行业一定外部竞争压力下毛利率兑现或小幅不及我们此前预期。微调 2026/2027 年非 GAAP 归母净利润预测-1.2/-1.5%至 5.0/6.0 亿元。

图表5：华泰预测变动

(人民币十亿元)	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	24.74	24.30	-1.8	28.59	28.08	-1.8	34.94	34.31	-1.8
毛利润	7.32	7.13	-2.6	8.53	8.36	-2.0	10.41	10.21	-1.9
归母净利润-非 GAAP	0.40	0.35	-11.6	0.51	0.50	-1.2	0.61	0.60	-1.5

资料来源：华泰研究预测

图表6：华泰利润率预测变动

	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动	前值	新值	变动	前值	新值	变动
毛利率	29.6%	29.3%	-0.3pct	29.8%	29.8%	0pct	29.8%	29.8%	0pct
归母净利润率-非 GAAP	1.6%	1.4%	-0.2pct	1.8%	1.8%	0pct	1.8%	1.8%	0pct

资料来源：华泰研究预测

估值方法

基于相对估值法，我们给予公司 2025 年非 GAAP 目标 PE 11.0 倍不变，低于可比公司平均值的 15.3 倍，折价主因公司短期仍处于内部转型阶段，且外部即时零售竞争压力较大，公司利润释放能力有待进一步验证。目标价为 2.46 美元（前值：2.77 美元）。

图表7：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	
阿里巴巴	BABA US	153.8	343,641	2.4	2.2	2.0	7.9	19.5	16.9	13.5	3.9
拼多多	PDD US	29.3	41,591	0.2	0.2	0.2	8.8	10.5	8.0	6.0	1.6
京东	JD US	131.0	185,903	3.1	2.7	2.4	13.1	13.0	10.5	8.7	8.1
唯品会	VIPS US	19.4	9,572	0.6	0.6	0.6	1.0	7.8	7.5	7.4	1.2
美团	3690 HK	100.0	78,582	1.5	1.3	1.2	12.4	(70.0)	23.5	11.4	4.3
亚马逊	AMZN US	234.7	2,508,887	3.5	3.2	2.8	32.4	26.0	23.9	19.7	18.0
eBay	EBAY US	83.9	37,900	3.4	3.3	3.1	15.5	14.8	14.4	13.5	4.7
平均值				2.2	2.0	1.9	13.1	15.3	13.6	11.4	6.3

注：数据截至 11 月 14 日收盘。

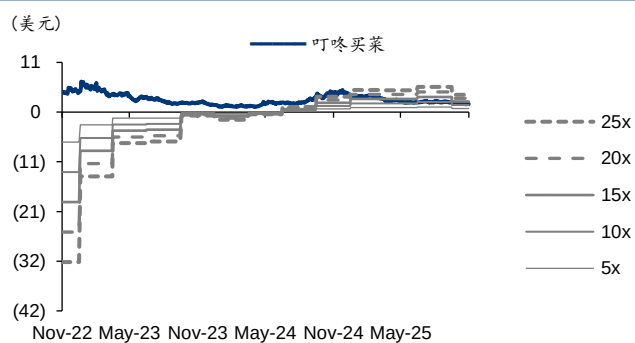
资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

风险提示

行业竞争加剧，稀释利润率：如生鲜行业竞争加剧，各大平台加大补贴力度，或对公司利润率产生一定下行影响。

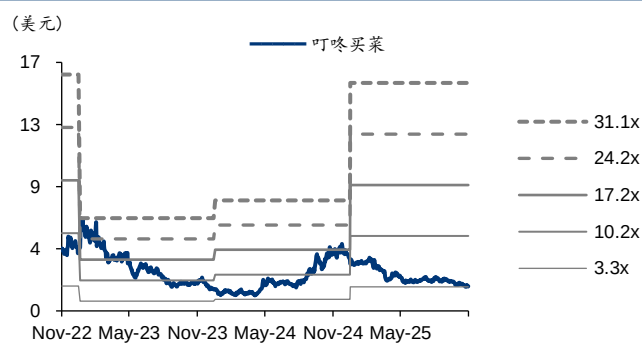
新战略推进不及预期：如 4G 战略推进不及预期，或对公司产品销量产生一定负面影响。

图表8: 叮咚买菜 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表9: 叮咚买菜 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,971	23,066	24,305	28,078	34,311
销售成本	(13,848)	(16,120)	(17,174)	(19,721)	(24,102)
毛利润	6,123	6,946	7,131	8,357	10,209
销售及分销成本	(374.85)	(523.09)	(477.39)	(568.34)	(728.82)
管理费用	(359.10)	(424.38)	(466.66)	(537.21)	(646.18)
其他收入/支出	(0.27)	(1.27)	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	58.53	107.13	111.55	146.66	164.06
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(71.86)	320.41	291.91	519.59	647.15
税费开支	(19.42)	(16.02)	(14.60)	(103.92)	(129.43)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	(99.88)	295.08	268.00	406.36	508.41
Non-GAAP 调整项	136.65	118.49	83.65	94.76	95.21
调整后净利润	36.77	413.57	351.65	501.12	603.62
折旧和摊销	(155.00)	(114.60)	(177.40)	(240.25)	(297.94)
EBITDA	159.22	355.02	311.41	707.94	876.24
EPS (人民币, 基本)	(0.47)	1.38	1.25	1.90	2.37

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	471.87	553.60	599.62	688.53	841.49
应收账款和票据	295.37	296.65	314.79	352.34	430.56
现金及现金等价物	1,210	890.22	3,914	4,663	5,827
其他流动资产	4,174	3,625	3,628	3,638	3,655
总流动资产	6,151	5,365	8,457	9,342	10,754
固定资产	189.08	176.29	198.19	272.19	262.68
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	1,359	1,576	1,576	1,576	1,576
总长期资产	1,548	1,752	1,774	1,848	1,839
总资产	7,699	7,118	10,231	11,190	12,593
应付账款	1,422	1,660	1,798	2,065	2,524
短期借款	3,954	2,246	4,806	4,775	4,744
其他负债	1,130	1,364	1,419	1,632	1,994
总流动负债	6,506	5,270	8,023	8,472	9,262
长期债务	568.04	780.04	780.04	780.04	780.04
其他长期债务	126.21	143.12	143.12	143.12	143.12
总长期负债	694.25	923.15	923.15	923.15	923.15
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
储备/其他项目	382.53	798.61	1,150	1,651	2,255
股东权益	382.54	798.62	1,150	1,651	2,255
少数股东权益	116.09	125.40	134.72	144.03	153.34
总权益	498.63	924.02	1,285	1,795	2,408

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(26.54)	8.98	9.82	6.48	5.18
PB	6.93	3.32	2.29	1.59	1.17
调整后 PE (倍)	72.10	6.41	7.49	5.25	4.36
调整后 ROE	10.62	70.03	36.09	35.77	30.90
EV EBITDA	45.91	18.01	19.25	7.68	5.26
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(47.45)	(4.24)	6.72	27.16	43.10

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	159.22	355.02	311.41	707.94	876.24
融资成本	(58.53)	(107.13)	(111.55)	(146.66)	(164.06)
营运资本变动	(1,323)	(356.28)	71.17	342.97	572.84
税费	(19.42)	(16.02)	(14.60)	(103.92)	(129.43)
其他	1,007	1,053	353.11	293.32	328.12
经营活动现金流	(234.61)	929.03	609.53	1,094	1,484
CAPEX	(83.33)	(98.18)	(199.30)	(314.25)	(288.43)
其他投资活动	602.66	573.68	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	519.33	475.50	(199.30)	(314.25)	(288.43)
债务增加量	(937.77)	(1,694)	2,614	(30.98)	(30.98)
权益增加量	0.00	0.00	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	3.34	(29.96)	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	(934.42)	(1,724)	2,614	(30.98)	(30.98)
现金变动	(649.70)	(319.40)	3,024	748.42	1,164
年初现金	1,859	1,210	890.22	3,914	4,663
汇率波动影响	0.46	(0.09)	0.00	0.00	0.00
年末现金	1,210	890.22	3,914	4,663	5,827

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(17.55)	15.50	5.37	15.52	22.20
毛利润	(18.20)	13.43	2.66	17.19	22.16
营业利润	81.81	264.89	(15.94)	106.77	29.54
净利润	87.74	395.44	(9.18)	51.63	25.11
调整后净利润	(106.36)	1,025	(14.97)	42.50	20.45
EPS (基本)	87.74	395.44	(9.18)	51.63	25.11
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30.66	30.11	29.34	29.76	29.75
EBITDA	0.80	1.54	1.28	2.52	2.55
净利润率	(0.50)	1.28	1.10	1.45	1.48
调整后净利润率	0.18	1.79	1.45	1.78	1.76
ROE	(28.84)	49.97	27.50	29.01	26.03
调整后 ROE	10.62	70.03	36.09	35.77	30.90
ROA	(1.17)	3.98	3.09	3.79	4.28
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(525.30)	(356.36)	(283.08)	(244.37)	(231.97)
流动比率	0.95	1.02	1.05	1.10	1.16
速动比率	0.87	0.91	0.98	1.02	1.07
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	2.34	3.11	2.80	2.62	2.89
应收账款周转天数	5.47	4.62	4.53	4.28	4.11
应付账款周转天数	43.01	34.42	36.25	35.27	34.27
存货周转天数	14.00	11.45	12.09	11.76	11.43
现金转换周期	(23.54)	(18.35)	(19.64)	(19.23)	(18.74)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	(0.47)	1.38	1.25	1.90	2.37
EPS (调整后, 基本)	0.17	1.93	1.64	2.34	2.82
每股净资产	1.79	3.73	5.37	7.71	10.52

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