

3Q 广告低于预期,26 年迎来赛事催化

华泰研究

季报点评

2025 年 11 月 19 日 | 美国

微博 3Q 业绩: 营收同降 4.8%至 4.42 亿美元,符合 VA 一致预期(下同);经调整净利润同降 20%至 1.11 亿美元,符合预期。3Q 管理费用有所下降(一次性坏账收回),同时包含 1.18 亿美元的一次性基金投资收益,但公司预计将于 4Q 转为确认损失。3Q 更新:①AI 功能加速拓展,智搜已加入用户互动功能,但暂未考虑大规模商业化;②战略转向推荐流和热点流,有望推动用户时长改善。鉴于 26 年冬奥会与世界杯的赛事催化,我们预期广告收入增速有望略改善,维持“买入”评级。

AI 赋能微博广告投放环节

投流税影响下,3Q 效果广告承压更为明显。AI 智搜持续迭代,3Q MAU 达 7000 万,DAU 与搜索量环比均增长超 50%,同时加入博文总结和真实性验证功能。此外,AI 快速融入微博广告的素材生产、竞价与投放环节,2Q 上线的灵创平台(图文内容批量生成)渗透率持续提升,3Q 进一步延伸至视频,可实现智能混剪和高光定位。在信息流竞价广告中,10 月底 AI 素材消耗占比已接近 30%。

3Q 广告受制于奥运高基数,国补退潮或影响 26 年汽车广告投放

3Q 广告收入同降 6%至 3.75 亿美元(低于预期 1%),VAS 收入同比增长 1.6%至 0.67 亿美元。分行业而言,3Q 电商广告增速突出,本地生活投放起量较快,汽车实现同比双位数增长;FMCG 受 24 年奥运高基数影响,同比有所下滑;3C 行业由于补贴逐步退潮,广告投放同步走弱;游戏行业仍持续承压。管理层预计,4Q 电商和本地生活景气度有望延续,但随着 26 年国补边际减弱,汽车相关投放或受到影响。

推荐算法持续迭代,粉丝经济生态强化

3Q 微博 DAU 与 MAU 分别为 2.6 亿(yoy+0%)与 5.8 亿(yoy-2%)。3Q 公司持续优化推荐算法,中低频用户的人均阅读时长、阅读次数均实现环比双位数提升;同时加强视频在推荐流中的融合,带动用户深度消费与停留时长增长。粉丝经济方面:①公司升级提问机制(扩展入口与展示机会),3Q 互动量与阅读量同环比均取得双位数增长;②持续深耕潮玩社区,围绕演唱会鼓励内容供给,带动超话发帖量、互动人数同比实现双位数提升。

盈利预测与估值

展望 25-27 年,我们调整收入+0.1%、-0.1%与-0.2%,26 年汽车和 3C 行业或因补贴弱化而承压;我们调整 25-27 年经调整归母净利润-6.6/-0.9/+3.4%至 4.5/4.6/4.9 亿美元,25-26 年下调主系销售费用增加(25 年受 3Q 投入增加影响,26 年或因配合赛事节点加大投放),27 年上调主系 AI 改善经营效率。我们根据 PE 估值,给予目标价 14.13 美元(前值:14.74 美元),对应 26 年经调整净利润 7.5 倍 PE(前值对应 25 年 7.5 倍 PE),对比全球可比公司 26 年 24 倍 PE 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):

14.13

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁骄婉

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

研究员

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

牟睿捷*

SAC No. S0570125070064

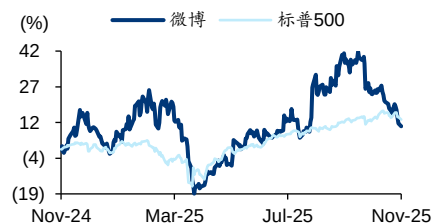
联系人

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

基本数据

收盘价(美元 截至 11 月 17 日)	9.95
市值(美元百万)	2,436
6 个月平均日成交额(美元百万)	12.86
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	1,723	1,766	1,806
+/-%	(0.29)	(1.81)	2.52	2.26
归母净利润(百万)	300.80	506.20	384.94	415.37
+/-%	(12.20)	68.28	(23.95)	7.90
归母净利润(调整后,百万)	478.64	449.14	461.41	491.09
+/-%	6.23	(6.16)	2.73	6.43
EPS(调整后,最新摊薄)	1.96	1.83	1.88	2.01
PE(调整后,倍)	5.09	5.42	5.28	4.96
PB(倍)	5.38	4.91	4.69	4.45
ROE(调整后,%)	13.91	12.31	11.82	11.96
EV EBITDA(倍)	5.77	4.55	4.40	3.89
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

图表1: 微博 3Q25 业绩

美元 (百万)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	3QVA Cons	VS. Cons	4QVA Cons
收入	396	438	464	457	397	445	442	443	-0.1%	445
YOY (%)	-4.4%	-0.5%	5.1%	-1.5%	0.3%	1.6%	-4.8%	-4.7%		-2.5%
收入分业务										
- 广告营销收入	339	375	399	386	339	383	375	378	-0.7%	377
YOY (%)	-4.6%	-2.7%	2.4%	-4.4%	0.0%	2.2%	-5.8%	-5.2%		-2.4%
- VAS	57	63	66	71	58	61	67	65	3.0%	69
YOY (%)	-3.4%	14.9%	24.6%	18.4%	2.1%	-1.8%	1.6%	-1.3%		-2.5%
毛利	309	348	372	356	308	341	336	342	-1.8%	344
YOY (%)	-5.9%	0.6%	6.9%	-2.0%	-0.2%	-1.9%	-9.7%	-8.0%		-3.3%
毛利率	78.0%	79.5%	80.1%	78.0%	77.6%	76.7%	76.0%	77.3%		77.3%
经营利润	100	135	141	118	110	146	117	112	5.1%	98
YOY (%)	3.3%	10.1%	5.5%	-0.9%	10.6%	7.5%	-17.0%	-21.0%		-17.2%
经营利润率	25.2%	30.9%	30.4%	25.8%	27.8%	32.7%	26.5%	25.2%		21.9%
经调整净利润	107	126	139	107	120	143	111	111	-0.3%	95
YOY (%)	-4.1%	-0.1%	1.9%	39.6%	12.1%	13.4%	-20.5%	-20.3%		-10.8%
经调整净利率	27.0%	28.8%	30.0%	23.3%	30.1%	32.2%	25.0%	25.1%		21.4%
经营费用										
-销售费用	104	114	123	140	96	110	131	118	11.7%	132
YOY (%)	-2.7%	8.4%	12.1%	0.1%	-7.5%	-3.9%	6.8%	-4.4%		-5.6%
销售费用率	26.2%	26.1%	26.5%	30.6%	24.1%	24.7%	29.7%	26.6%		29.6%
-研发费用	81	72	80	76	76	78	78	86	-9.5%	86
YOY (%)	-11.0%	-22.9%	-2.8%	12.9%	-5.8%	8.9%	-3.1%	7.1%		12.7%
研发费用率	20.4%	16.4%	17.3%	16.6%	19.2%	17.6%	17.6%	19.4%		19.2%
-管理费用	25	27	27	23	26	8	9	27	-64.5%	28
YOY (%)	-28.2%	10.9%	26.2%	-39.7%	5.4%	-70.3%	-65.3%	-2.2%		23.3%
管理费用率	6.2%	6.1%	5.9%	5.0%	6.5%	1.8%	2.1%	6.0%		6.3%
经营数据										
-日活用户 (百万)	255.0	256.0	257.0	260.0	261.0	261.0	257.0	261.3	-1.7%	261.6
YOY (%)	0.0%	-0.8%	-1.2%	1.2%	2.4%	2.0%	0.0%	1.7%		0.6%
-月活用户 (百万)	588.0	583.0	587.0	590.0	591.0	588.0	578.0	592.2	-2.4%	595.0
YOY (%)	-0.8%	-2.7%	-3.0%	-1.3%	0.5%	0.9%	-1.5%	0.9%		0.8%

资料来源: 公司公告, Visible Alpha, 华泰研究

盈利预测

展望 25-27 年，我们调整收入+0.1%、-0.1%与-0.2%，26 年汽车和 3C 行业或因补贴弱化而承压。我们调整 25-27 年经调整归母净利润-6.6/-0.9/+3.4%至 4.5/4.6/4.9 亿美元，25-26 年下调主系销售费用增加（25 年受 3Q 投入增加影响，26 年或因配合赛事节点加大投放），27 年上调主系 AI 改善经营效率。

图表2：微博：华泰财务预测

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E
营业收入	1,760	1,755	1,723	1,766	1,806	397	445	442	439	403
YoY (%)	-4.2%	-0.3%	-1.8%	2.5%	2.3%	0.3%	1.6%	-4.8%	-3.9%	1.6%
广告及市场营销	1,534	1,499	1,466	1,503	1,542	339	383	375	368	344
YoY (%)	-3.9%	-2.3%	-2.2%	2.5%	2.7%	0%	2%	-6%	-5%	2%
增值服务	226	256	257	264	264	58	61	67	71	59
YoY (%)	-5.8%	13.4%	0.5%	2.5%	0.0%	2%	-2%	2%	0%	2%
经调整毛利润	1,394	1,391	1,312	1,344	1,374	309	342	337	324	306
YoY (%)	-3.5%	-0.2%	-5.7%	2.4%	2.3%	0%	-2%	-10%	-9%	-1%
经调整营业利润	592	584	515	529	550	129	162	132	92	121
YoY (%)	-1.5%	-1.3%	-11.8%	2.8%	3.9%	3%	3%	-20%	-32%	-6%
净利润	343	301	506	385	415	107	126	221	53	86
YoY (%)	300.4%	-12.2%	68.3%	-24.0%	7.9%	116%	12%	69%	492%	-20%
经调整净利润	451	479	449	461	491	120	143	111	76	101
YoY (%)	-16.6%	6.2%	-6.2%	2.7%	6.4%	12%	13%	-20%	-29%	-15%

利润率 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E
经调整毛利润率	79.2%	79.3%	76.2%	76.1%	76.1%	77.9%	77.0%	76.2%	73.8%	75.9%
经调整经营利润率	33.6%	33.3%	29.9%	30.0%	30.4%	32.6%	36.4%	29.8%	21.0%	30.1%
净利润率	19.5%	17.1%	29.4%	21.8%	23.0%	27.0%	28.3%	50.0%	12.0%	21.3%
经调整净利润率	25.6%	27.3%	26.1%	26.1%	27.2%	30.1%	32.2%	25.0%	17.3%	25.1%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表3：华泰预测变动

(美元 百万元)	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	1,721	1,723	0.1	1,768	1,766	(0.1)	1,809	1,806	(0.2)
经调整毛利润	1,330	1,312	(1.3)	1,365	1,344	(1.5)	1,396	1,374	(1.6)
经调整净利润	481	449	(6.6)	466	461	(0.9)	475	491	3.4
%									
	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	77.3%	76.2%	(1.1)	77.2%	76.1%	(1.1)	77.2%	76.1%	(1.1)
经调整净利率	28.0%	26.1%	(1.9)	26.3%	26.1%	(0.2)	26.3%	27.2%	0.9

资料来源：华泰研究预测

图表4：华泰预测 vs. 一致预期

(人民币 百万元)	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	1,723	1,730	(0.4)	1,766	1,768	(0.1)	1,806	1,814	(0.4)
经调整毛利润	1,312	1,342	(2.2)	1,344	1,381	(2.7)	1,374	1,422	(3.3)
经调整净利润	449	470	(4.4)	461	475	(2.8)	491	493	(0.4)

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 14.13 美元（前值：14.74 美元），对应 26 年经调整净利润 7.5 倍 PE（前值对应 25 年经调整净利润 7.5 倍 PE），对比全球可比公司 26 年 24 倍 PE 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5：微博同业可比公司

公司	股票代码	股价	营收增长 (%)			Non-GAAP净利润增长 (%)			非GAAP PE (x)		
		(交易货币)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
在线广告											
百度	BIDU US	114.1	-3%	5%	6%	-32%	8%	17%	15.9	14.1	12.0
Pinterest	PINS US	25.5	16%	15%	14%	-75%	17%	34%	37.0	31.5	23.6
Meta	META US	602.0	21%	18%	16%	-3%	25%	13%	25.3	20.3	18.1
Google	GOOG US	285.6	15%	14%	13%	29%	4%	17%	27.0	25.7	21.5
市值加权平均PE									26.4	24.0	20.4

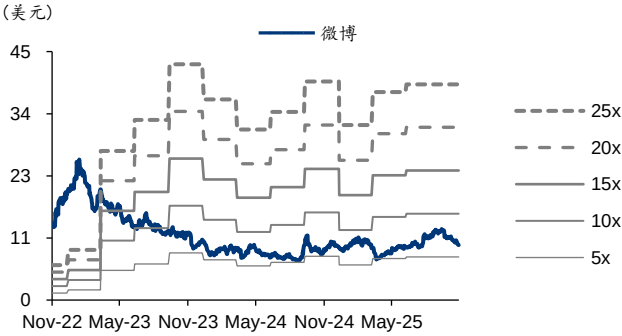
注：数据截至美股 11 月 17 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期。

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

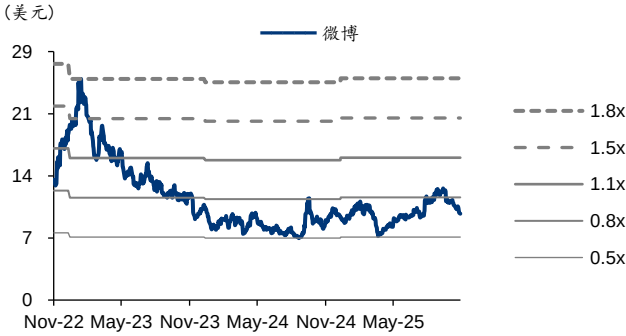
1. 消费与广告投放恢复低于预期；
2. 品牌商家投放低于预期；
3. 智搜新增用户不及预期。

图表6：微博 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表7：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	1,723	1,766	1,806
销售成本	(374.28)	(369.52)	(414.29)	(426.35)	(435.83)
毛利润	1,386	1,385	1,309	1,340	1,370
销售及分销成本	(461.42)	(480.79)	(482.85)	(455.83)	(462.17)
管理费用	(117.57)	(101.29)	(65.23)	(92.87)	(94.45)
其他收入/支出	18.59	(74.56)	50.00	0.00	0.00
财务成本净额	11.25	0.89	170.00	49.37	63.20
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	502.78	420.66	666.57	510.74	545.82
税费开支	(145.29)	(110.55)	(154.38)	(119.80)	(124.45)
少数股东损益	14.90	9.30	6.00	6.00	6.00
净利润	342.59	300.80	506.20	384.94	415.37
Non-GAAP 调整项	107.98	177.84	(57.06)	76.47	75.72
调整后净利润	450.57	478.64	449.14	461.41	491.09
折旧和摊销	(58.51)	(58.10)	(57.00)	(54.00)	(52.00)
EBITDA	572.53	477.87	553.57	515.36	534.62
EPS (美元, 基本)	1.40	1.23	2.07	1.57	1.70

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	765.72	735.96	762.61
现金及现金等价物	2,585	1,891	2,120	2,377	2,570
其他流动资产	1,127	912.62	912.62	912.62	912.62
总流动资产	4,513	3,492	3,799	4,026	4,246
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
总长期资产	2,768	3,013	3,091	3,095	3,101
总资产	7,280	6,504	6,890	7,120	7,346
应付账款	828.33	810.80	872.62	913.18	917.92
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
总流动负债	1,797	968.14	1,030	1,071	1,075
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
总长期负债	1,965	1,957	1,945	1,945	1,945
股本	1,429	1,429	1,429	1,429	1,429
储备/其他项目	1,970	2,054	2,384	2,568	2,783
股东权益	3,399	3,483	3,813	3,997	4,212
少数股东权益	118.88	96.12	102.12	108.12	114.12
总权益	3,518	3,579	3,915	4,105	4,327

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	54.68	62.27	37.00	48.66	45.10
PB	5.51	5.38	4.91	4.69	4.45
调整后 PE (倍)	5.41	5.09	5.42	5.28	4.96
调整后 ROE	13.39	13.91	12.31	11.82	11.96
EV EBITDA	5.07	5.77	4.55	4.40	3.89
股息率 (%)	1.06	1.07	1.07	1.07	1.07
自由现金流收益率 (%)	8.54	16.45	14.36	16.68	13.46

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	553.57	515.36	534.62
融资成本	(11.25)	(0.89)	(170.00)	(49.37)	(63.20)
营运资本变动	(163.09)	94.60	(15.38)	70.31	(21.91)
税费	(145.29)	(110.55)	(154.38)	(119.80)	(124.45)
其他	419.91	178.87	340.00	98.75	126.41
经营活动现金流	672.82	639.90	553.82	515.26	451.46
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
投资活动现金流	(736.85)	(1,156)	(112.10)	(58.00)	(58.00)
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
融资活动现金流	21.69	(177.87)	(212.38)	(200.76)	(200.00)
现金变动	(42.34)	(693.53)	229.34	256.50	193.46
年初现金	2,691	2,585	1,891	2,120	2,377
汇率波动影响	(63.80)	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,585	1,891	2,120	2,377	2,570

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(4.17)	(0.29)	(1.81)	2.52	2.26
毛利润	(3.50)	(0.03)	(5.53)	2.40	2.27
营业利润	(1.57)	4.52	(9.66)	3.31	4.61
净利润	300.44	(12.20)	68.28	(23.95)	7.90
调整后净利润	(16.57)	6.23	(6.16)	2.73	6.43
EPS (基本)	282.80	(12.20)	68.28	(23.95)	7.90
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	78.73	78.94	75.95	75.86	75.87
EBITDA	32.53	27.23	32.13	29.18	29.60
净利润率	19.47	17.14	29.38	21.79	23.00
调整后净利润率	25.60	27.28	26.07	26.12	27.19
ROE	10.18	8.74	13.88	9.86	10.12
调整后 ROE	13.39	13.91	12.31	11.82	11.96
ROA	4.75	4.36	7.56	5.50	5.74
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(19.97)	1.06	(5.40)	(11.57)	(15.57)
流动比率	2.51	3.61	3.69	3.76	3.95
速动比率	2.51	3.61	3.69	3.76	3.95
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.24	0.25	0.26	0.25	0.25
应收账款周转天数	173.33	152.76	151.94	153.03	149.34
应付账款周转天数	920.02	798.45	731.42	753.94	756.25
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	1.40	1.23	2.07	1.57	1.70
EPS (调整后, 基本)	1.84	1.96	1.83	1.88	2.01
每股净资产	13.88	14.23	15.57	16.33	17.21

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、丁骄琬，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

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