

关注竞争格局变化及商户生态变迁

华泰研究

2025 年 11 月 19 日 | 美国

季报点评

互联网

投资评级(维持):

持有

目标价(美元):

122.90

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP174

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

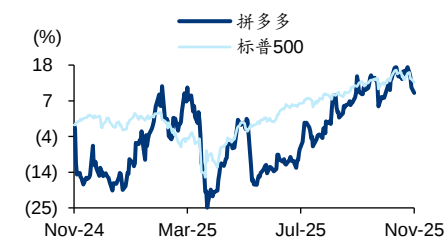
联系人

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

基本数据

收盘价(美元 截至 11 月 17 日)	129.04
市值(美元百万)	183,191
6 个月平均日成交额(美元百万)	975.19
52 周价格范围(美元)	87.11-139.41

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)	393,836	430,357	497,378	552,391
+/-%	59.04	9.27	15.57	11.06
归母净利润(百万)	112,435	105,077	127,466	152,262
+/-%	87.31	(6.54)	21.31	19.45
归母净利润(调整后,百万)	122,344	113,684	137,414	163,310
+/-%	80.18	(7.08)	20.87	18.85
EPS(调整后,最新摊薄)	82.71	76.25	91.43	107.80
PE(调整后,倍)	10.51	11.24	9.41	8.01
PB(倍)	4.10	2.99	2.29	1.80
ROE(调整后,%)	48.88	30.71	27.72	25.28
EV EBITDA(倍)	11.05	11.78	8.86	6.53
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

拼多多 3Q25 总收入 1083 亿元, 同增 9.0%, 符合 Visible Alpha (VA) 一致预期的 1,077 亿元; 非 GAAP 归母净利润 314 亿元, 对应非 GAAP 净利率 29.0%, 同比提升 1.4pp, 好于 VA 一致预期的 22.4%, 主要得益于经营利润表现好于预期及投资收益等非经营科目表现好于预期。展望后续, 伴随“百亿减免”等商户支持举措推出逐渐届满一年, 我们认为拼多多国内电商业务在 take rate 端将逐步进入基数较低的新周期, 或具备逐步企稳回升的可能性。但与此同时, 伴随国内商户合规经营成本的提高, 部分经营不合规的电商商家或面临出清, 这可能为拼多多等平台业务的发展势头产生一定短期负向影响。中长期看, 健康合规的商户经营生态仍是平台与商家持续经营的必要条件。建议持续关注国内电商平台间竞争格局的变化, 以及商户经营生态的变迁。维持“持有”评级。

国内电商: 商户扶持计划持续推进, 财务表现或存在季节性波动

3Q25 拼多多在线市场服务收入同增 8.1%至 533 亿元, 不及一致预期的同增 13.4%, 表明其国内电商业务 take rate 或延续同比下行趋势, 管理层将其归因于竞争加剧以及拼多多对商家生态系统的投入。交易服务收入同比增长 9.9%, 延续相对稳健表现。管理层在业绩会上表示, 由于日益激烈的行业竞争, 平台生态系统需要更多投资, 因此拼多多会持续推出商户支持举措和生态系统投资, 财务业绩和盈利能力可能会在季节间有所波动。拼多多将继续秉持为消费者创造价值的使命, 并在推动供应链升级方面发挥作用, 解决众多有品质但缺乏品牌知名度的商家长期面临的困境。展望 2026 年, 考虑到国补效应的边际退坡, 我们认为拼多多在电商平台中的竞争力或有所恢复, 而不同平台间围绕用户流量入口、商户经营质量等维度的激烈竞争或将延续, 建议持续关注各平台生态的建设情况。

海外电商: 外围风险企稳或助力业务重回正常扩张轨道

在海外业务上, 管理层表示随着贸易壁垒的快速变化及其他全球性事件的影响, 平台的监管环境发生了重大转变, Temu 不可避免地将面临更大挑战与更多不确定性, 而公司计划专注提升平台内部合规能力, 更健康可持续发展的平台生态。这在我们看来将为 Temu 在全球电商市场中占得一定市场份额提供铺垫。伴随海外市场关税等政策风险的阶段性企稳, 我们认为 Temu 有望重回正常的业务扩张轨道, 但相较此前有所提高的履约成本以及本土零售平台间的激烈竞争或对 Temu 及其平台上的商家造成一定考验。我们期待 Temu 通过持续的模式创新, 不断探索并提升履约能力与履约效率, 逐步推动 Temu 业务的扭亏为盈, 并成为公司中长期新成长曲线。

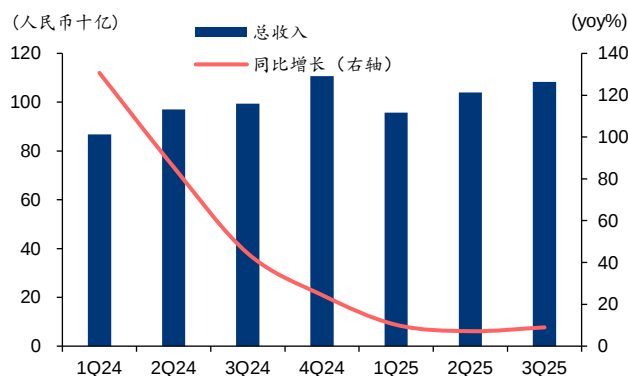
盈利预测与估值

考虑到国内国补行动的逐渐退坡(相对利好拼多多)以及拼多多海外业务的逐步恢复, 我们上调 2025/2026/2027 年公司非 GAAP 净利润预测 4.7/2.6/3.4%至 1137/1374/1633 亿元。我们将估值窗口切至 2026 年, 基于 SOTP 估值新目标价 122.9 美元(前值: 136.0 美元), 国内电商主站/多多买菜/Temu 分别为 83.2/11.0/28.7 美元(前值: 93.0/11.2/31.8 美元), 分别基于 2026E 7.0x PE, 0.35x P/GMV, 0.5x P/GMV(前值: 2025 年, 9x/0.4x/0.7x)。

风险提示: 商户生态调整影响超预期; 海外关税政策波动。

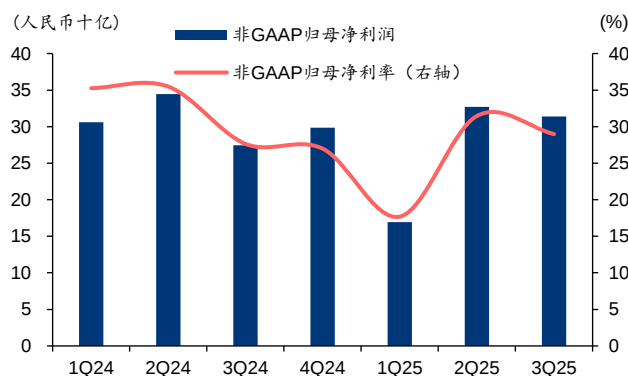
3Q25 业绩回顾

图表1：拼多多：季度收入趋势



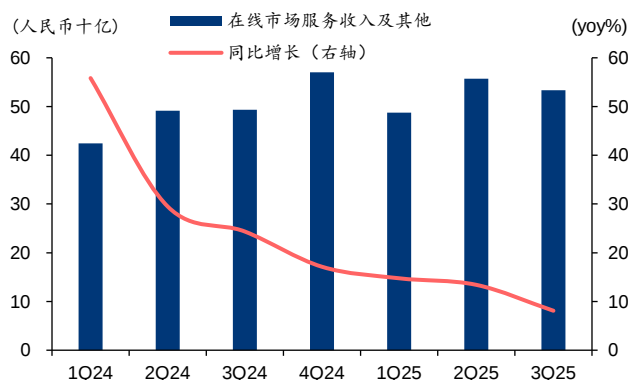
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：拼多多：非 GAAP 归母净利润趋势



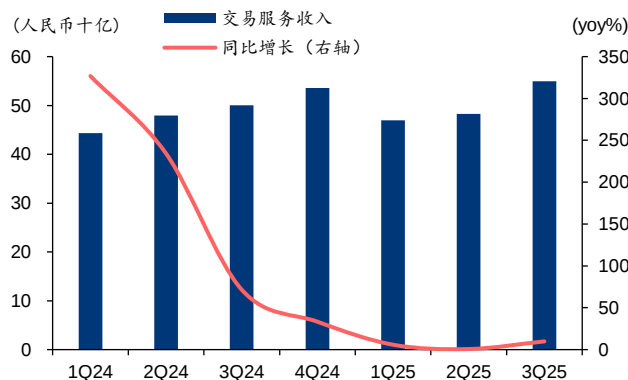
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：拼多多：在线市场服务收入及其他



资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：拼多多：交易服务收入



资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测调整

我们微调公司 2025-2027 年收入预测-1.0/+3.8/+3.5%至 4304/4974/5524 亿元。

考虑到国内国补行动的逐渐退坡（与其它平台相比，相对利好拼多多）以及拼多多海外业务的逐步恢复，我们上调 2025/2026/2027 年公司非 GAAP 净利润预测 4.7/2.6/3.4%至 1137/1374/1633 亿元。

图表5：华泰预测变动

(人民币十亿)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %
收入	434.6	430.4	-1.0%	479.0	497.4	3.8%	533.5	552.4	3.5%
毛利润	253.4	248.3	-2.0%	286.9	299.9	4.5%	328.6	342.5	4.2%
经营利润	94.2	97.3	3.3%	118.5	119.1	0.5%	143.8	146.5	1.8%
GAAP 净利润	99.9	105.1	5.1%	124.3	127.5	2.5%	147.2	152.3	3.4%
非 GAAP 净利润	108.6	113.7	4.7%	133.9	137.4	2.6%	157.9	163.3	3.4%
(%)	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp
毛利率	58.3%	57.7%	-0.6%	59.9%	60.3%	0.4%	61.6%	62.0%	0.4%
经营利润率	21.7%	22.6%	0.9%	24.7%	23.9%	-0.8%	27.0%	26.5%	-0.5%
净利率	23.0%	24.4%	1.4%	26.0%	25.6%	-0.4%	27.6%	27.6%	0.0%
非 GAAP 净利率	25.0%	26.4%	1.4%	28.0%	27.6%	-0.4%	29.6%	29.6%	0.0%

资料来源：华泰研究预测

图表6：华泰关键财务预测

(人民币百万)	2024	2025E	2026E	2027E	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E
营业收入	393,836	430,357	497,378	552,391	110,610	95,672	103,985	108,277	122,424
同比增长	59.0%	9.3%	15.6%	11.1%	24.4%	10.2%	7.1%	9.0%	10.7%
在线市场服务收入	197,934	218,664	235,770	253,593	57,011	48,722	55,703	53,348	60,891
同比增长	28.9%	10.5%	7.8%	7.6%	17.1%	14.8%	13.4%	8.1%	6.8%
交易服务收入	195,902	211,693	261,608	298,798	53,599	46,950	48,282	54,929	61,533
同比增长	108.2%	8.1%	23.6%	14.2%	33.3%	5.8%	0.7%	9.9%	14.8%
毛利润	239,936	248,322	299,942	342,480	62,812	54,725	58,126	61,436	74,035
毛利率	60.9%	57.7%	60.3%	62.0%	56.8%	57.2%	55.9%	56.7%	60.5%
归母净利润	112,435	105,077	127,466	152,262	27,447	14,742	30,753	29,328	30,253
同比增长	87.3%	-6.5%	21.3%	19.5%	17.9%	-47.3%	-3.9%	17.4%	10.2%
归母净利率	28.5%	24.4%	25.6%	27.6%	24.8%	15.4%	29.6%	27.1%	24.7%
非 GAAP 归母净利润	122,344	113,684	137,414	163,310	29,851	16,916	32,708	31,382	32,678
同比增长	80.2%	-7.1%	20.9%	18.8%	17.2%	-44.7%	-5.0%	14.3%	9.5%
非 GAAP 归母净利率	31.1%	26.4%	27.6%	29.6%	27.0%	17.7%	31.5%	29.0%	26.7%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

SOTP 估值

我们将估值窗口切至 2026 年，基于 SOTP 估值的新目标价为 122.9 美元（前值：136.0 美元），新目标价对应 8.9/7.5x 2026/2027 年非 GAAP PE。

我们给予国内电商主站估值每 ADS 83.2 美元（前值：93.0 美元），基于 7.0x 2026E PE（前值：2025E 9.0x），低于中国同行 2026E PE 均值 14.5x，主因公司业务中缺乏同行所具备的 AI 应用实践，且商家生态的调整或为业务增长带来短期不确定性。

我们给予多多买菜估值每 ADS 11.0 美元（前值：11.2 美元），基于 0.35x 2026E P/GMV（前值：0.4x 2025E P/GMV），高于中国同行公司均值 0.22x，反映市场份额的整合或为多多买菜提供较好的稳态利润率水平。

我们给予 Temu 业务估值每 ADS 28.7 美元（前值：31.8 美元），基于 0.5x 2026E P/GMV（前值：2025E 0.7x），高于中国同行公司均值 0.22x，估值溢价主要反映公司较高的供应链效率。

图表7：SOTP 估值表

板块	估值方法	估值基础，人民币百万	估值倍数 (x)	估值，美元百万	每 ADS 估值，美元
国内电商主站	2026E PE	117,608	7.0	116,253	83.2
多多买菜	2026E P/GMV	311,884	0.35	15,415	11.0
Temu	2026E P/GMV	568,525	0.50	40,141	28.7
总计				171,809	
ADS 数量，百万				1,398	
每 ADS 估值				122.9	

注：美元/人民币=7.1，基于美元/人民币 2025 年 11 月 18 日中间价。

资料来源：华泰研究预测

图表8：可比公司估值对比

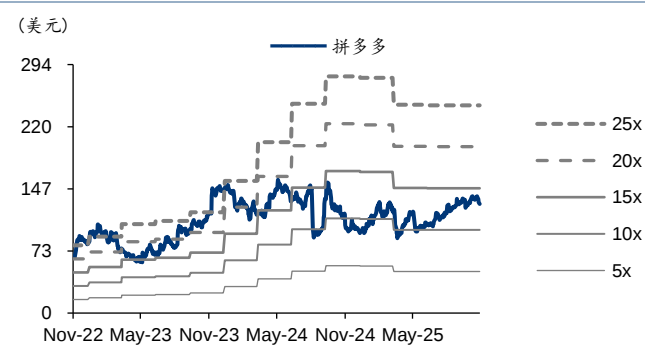
公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR 2025-2027E	调整后 P/E			调整后净利 CAGR 2025-2027E	P/GMV		
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
阿里巴巴	BABA US	157.7	379,613	2.6	2.4	2.2	7.9	21.2	18.4	14.7	3.8	0.32	0.31	0.30
京东	JD US	29.5	46,866	0.3	0.2	0.2	8.5	11.8	9.3	6.7	1.1	0.08	0.07	0.07
唯品会	VIPS US	19.6	9,663	0.6	0.6	0.6	1.0	7.8	7.5	7.3	1.2	0.32	0.31	0.30
美团	3690 HK	98.6	77,514	1.5	1.3	1.1	12.4	na	22.8	11.1	4.3	0.21	0.19	0.16
Amazon	AMZN US	232.9	2,489,431	3.5	3.1	2.8	11.5	25.8	23.7	19.5	18.0	2.69	2.48	2.33
eBay	EBAY US	82.2	37,136	3.4	3.2	3.1	5.5	14.5	14.1	13.2	4.7	0.47	0.46	0.44
中国公司平均值				1.3	1.1	1.0	7.5	13.6	14.5	9.9	2.6	0.23	0.22	0.21
平均值				2.0	1.8	1.7	7.8	16.2	16.0	12.1	5.5	0.68	0.64	0.60

注：美股数据截至 2025 年 11 月 17 日收盘，港股数据截至 2025 年 11 月 18 日收盘。
资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

风险提示

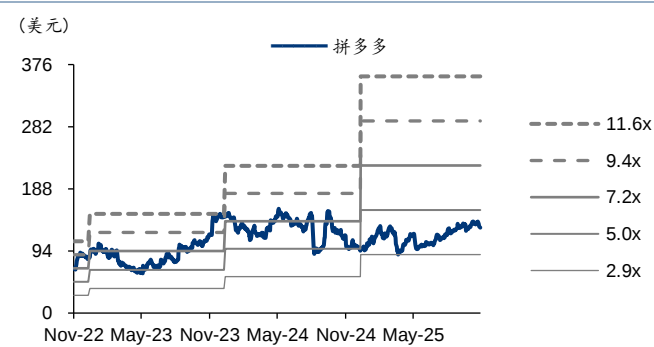
商户生态调整影响超预期；海外关税政策波动。

图表9：拼多多 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表10：拼多多 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	247,639	393,836	430,357	497,378	552,391
销售成本	(91,724)	(153,900)	(182,035)	(197,436)	(209,911)
毛利润	155,916	239,936	248,322	299,942	342,480
销售及分销成本	(82,189)	(111,301)	(128,916)	(155,832)	(168,688)
管理费用	(4,076)	(7,553)	(6,901)	(7,763)	(8,516)
其他收入/支出	2,988	3,708	2,800	4,620	5,082
财务成本净额	10,194	20,553	25,000	26,250	27,563
应占联营公司利润及亏损	(4.71)	17.23	0.00	0.00	0.00
税前利润	71,876	132,701	125,092	149,960	179,131
税费开支	(11,850)	(20,267)	(20,015)	(22,494)	(26,870)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	60,027	112,435	105,077	127,466	152,262
Non-GAAP 调整项	7,873	9,909	8,607	9,948	11,048
调整后净利润	67,899	122,344	113,684	137,414	163,310
折旧和摊销	(786.24)	(972.06)	(960.94)	(1,391)	(1,889)
EBITDA	62,469	113,120	101,053	125,101	153,458
EPS (人民币, 基本)	44.33	81.24	75.17	90.11	106.36

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	8,127	8,093	8,677	9,589	10,374
现金及现金等价物	59,794	57,768	117,853	199,478	305,869
其他流动资产	226,829	349,787	403,180	451,995	508,348
总流动资产	294,750	415,648	529,710	661,062	824,591
固定资产	979.60	879.33	2,070	3,166	4,039
无形资产	21.15	19.17	19.17	19.17	19.17
其他长期资产	52,327	88,488	88,488	88,488	88,488
总长期资产	53,328	89,386	90,577	91,673	92,546
总资产	348,078	505,034	620,287	752,734	917,137
应付账款	150,611	181,007	182,576	177,610	178,703
短期借款	648.57	5,310	5,310	5,310	5,310
其他负债	1,642	2,106	2,106	2,106	2,106
总流动负债	152,901	188,423	189,991	185,025	186,118
长期债务	5,232	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期债务	2,704	3,298	3,298	3,298	3,298
总长期负债	7,936	3,298	3,298	3,298	3,298
股本	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18
储备/其他项目	187,241	313,313	426,997	564,411	727,720
股东权益	187,242	313,313	426,997	564,411	727,720
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	187,242	313,313	426,997	564,411	727,720

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	21.25	11.44	12.16	10.14	8.59
PB	6.81	4.10	2.99	2.29	1.80
调整后 PE (倍)	18.78	10.51	11.24	9.41	8.01
调整后 ROE	44.52	48.88	30.71	27.72	25.28
EV EBITDA	19.97	11.05	11.78	8.86	6.53
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	5.78	6.39	6.47	7.57	9.89

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	62,469	113,120	101,053	125,101	153,458
融资成本	(10,194)	(20,553)	(25,000)	(26,250)	(27,563)
营运资本变动	26,456	(11,253)	984.14	(5,878)	307.98
税费	(11,850)	(20,267)	(20,015)	(22,494)	(26,870)
其他	27,282	60,883	(28,393)	(22,565)	(28,791)
经营活动现金流	94,163	121,929	28,630	47,915	70,542
CAPEX	(3,814)	(1,829)	(2,152)	(2,487)	(2,762)
其他投资活动	(51,617)	(116,527)	(54,758)	(49,283)	(56,675)
投资活动现金流	(55,431)	(118,356)	(56,910)	(51,769)	(59,437)
债务增加量	0.00	(570.50)	0.00	0.00	0.00
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	(8,961)	571.66	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	(8,961)	1.16	0.00	0.00	0.00
现金变动	29,771	3,574	(28,281)	(3,855)	11,105
年初现金	34,326	63,806	68,220	39,940	36,085
汇率波动影响	(291.14)	840.10	0.00	0.00	0.00
年末现金	63,806	68,220	39,940	36,085	47,190

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	89.68	59.04	9.27	15.57	11.06
毛利润	57.34	53.89	3.50	20.79	14.18
营业利润	93.08	84.71	(10.27)	22.41	23.01
净利润	90.33	87.31	(6.54)	21.31	19.45
调整后净利润	71.77	80.18	(7.08)	20.87	18.85
EPS (基本)	77.73	83.25	(7.47)	19.87	18.04
盈利能力比率 (%)					
毛利率	62.96	60.92	57.70	60.30	62.00
EBITDA	25.23	28.72	23.48	25.15	27.78
净利率	24.24	28.55	24.42	25.63	27.56
调整后净利率	27.42	31.06	26.42	27.63	29.56
ROE	39.36	44.92	28.39	25.71	23.57
调整后 ROE	44.52	48.88	30.71	27.72	25.28
ROA	20.51	26.36	18.68	18.57	18.24
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(28.79)	(16.74)	(26.36)	(34.40)	(41.30)
流动比率	1.93	2.21	2.79	3.57	4.43
速动比率	1.93	2.21	2.79	3.57	4.43

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.85	0.92	0.76	0.72	0.66
应收账款周转天数	8.01	7.41	7.01	6.61	6.50
应付账款周转天数	496.52	387.86	359.52	328.38	305.54
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 (人民币)					
EPS (基本)	44.33	81.24	75.17	90.11	106.36
EPS (调整后, 基本)	50.15	88.40	81.33	97.14	114.07
每股净资产	138.29	226.38	305.47	398.98	508.33

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