

关注行业新周期中的基本面改善趋势

华泰研究

季报点评

2025 年 11 月 20 日 | 美国

3Q25 爱奇艺总收入 67 亿元，同比-7.8%，略好于 VA 一致预期（口径下同）的同比-8.6%/华泰预期的-8.7%，主因内容发行及其他板块收入好于预期；非 GAAP 净利润-1.5 亿元，对比一致预期的-1.2 亿元/华泰预期的-1.6 亿元。管理层在 3Q25 业绩会上表示广电总局视听内容新规已为公司带来部分积极帮助，公司亦正在积极尝试如网络故事片等模式的创新内容制作和播出。在会员业务上，管理层表示 9 月底以来会员业务在优质内容、权益服务提升和销售策略优化等举措帮助下发展势头良好，我们预计会员收入在 4Q 有望实现同比增速回正的良好势头。建议持续关注行业视听新规对长视频平台基本面的正向带动作用，我们认为爱奇艺作为行业龙头之一有望率先受益。此外，海外业务和 AI 技术应用或有望帮助公司打开更为广阔的市场空间并助力提升经营效率和用户体验，建议持续关注相关进展。维持“买入”评级。

暑期档催化会员收入环比回暖，长视频平台市场份额领先地位较稳固

3Q25 会员服务收入为 42 亿元，同比-3.5%，环比+3%，主因暑期档上线的多部自制热门剧集以及院线级重点影片。管理层表示 3Q25 公司在长视频剧集方面继续保持总播放量市场份额第一名的地位（引用云合数据），其中《朝雪录》《生万物》热度破万。此外公司在原创院线发行方面取得一定突破，《捕风追影》票房超 12 亿元。公司在综艺上专注头部节目，《喜剧之王单口季 2》热度值超 8000，在该品类中实现市场份额领先（引用云合数据）。

收入短期承压制约利润表现，新业务逐步释放潜力

3Q25 公司毛利率为 18.2%，同降 3.8pp。内容成本为 40.4 亿元，同比-0.7%。非 GAAP 经营费用合计 12.7 亿元，对应费用率 19.0%，同比扩张 1.6pp。非 GAAP 经营利润-0.2 亿元，对应非 GAAP 经营利润率为-0.3%，利润的短期承压主因收入端同比下降造成的经营去杠杆。在用户体验上，管理层表示公司正充分利用广泛而独特的 IP 储备，打造基于 IP 的消费产品和线下体验两大领域：IP 消费品商业模式已升级为自营商品+授权，3Q25 收入同比翻倍，其中自营商品收入环比+70%，主要由头部剧集的收藏卡驱动。线下体验建设上，公司正在建造扬州和开封两大爱奇艺乐园，北京第三园计划也已官宣。在微剧领域，管理层表示 3Q25 实现日均观看时长和日均订阅收入的双位数环比增长，并预计未来会有更多品牌广告主的赞助合作，同时还上线了独立的漫剧频道。

AI 技术助力用户体验，出海业务收入延续高增长

在用户体验和 AI 技术应用上，管理层表示正在利用 AI 以更低成本制作高质量的原创微动画，并利用 AI 驱动的“速看”、“桃豆”AI 个人助手优化用户观看体验。在出海业务方面，大陆以外地区 3Q25 会员收入同增 40%以上，总收入和会员收入的同环比增幅都创下近两年以来新高。考虑到爱奇艺海外业务边际成本较为可控（主因出海内容中已完成制作的大陆剧为重要组成），我们认为海外业务的持续放量有望为公司利润率的修复带来一定支撑。

盈利预测与估值

我们微调公司 2025-27 年收入预测 0.8/0.3/-1.8%至 273/285/298 亿元，考虑到视听新规对公司基本面的显著带动或仍需要一定时间兑现以及 3Q 业绩好于我们此前预期，我们调整 25-27 年非 GAAP 净利润预测 +22.2/-4.9/-34.5%至 0.9/6.7/10.1 亿元。我们将估值窗口切至 2026 年，基于可比公司估值法，给予公司 0.7x 2026 年 PS（前值：0.7x，2025 年），较可比公司均值 5.3x 有所折价，折价主因公司收入增长的坚实恢复仍需一定时间。新目标价 2.92 美元（前值：2.74 美元）。

风险提示：基本面改善节奏不及预期；剧集排播不确定性。

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

2.92

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

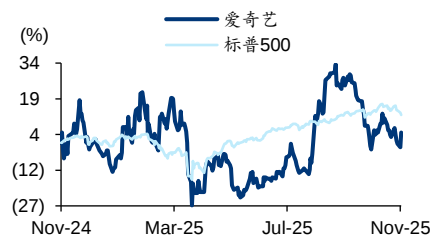
联系人

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

基本数据

收盘价(美元 截至 11 月 18 日)	2.18
市值(美元百万)	2,099
6 个月平均日成交额(美元百万)	37.80
52 周价格范围(美元)	1.50-2.84

股价走势图



资料来源: S&P

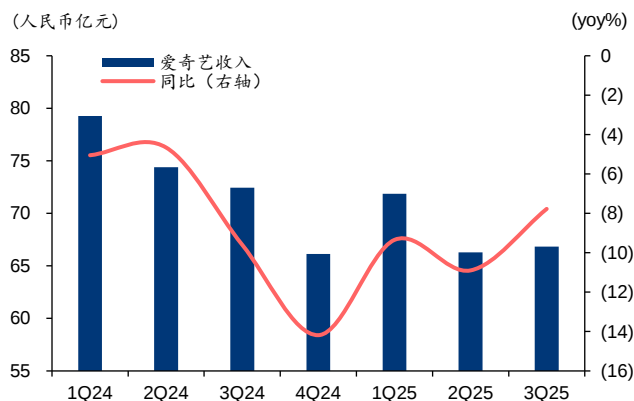
经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	29,225	27,264	28,470	29,751
+/-%	(8.31)	(6.71)	4.42	4.50
归母净利润(百万)	314.22	(397.11)	166.21	491.36
+/-%	31.06	31.77	12.71	16.49
归母净利润(调整后,百万)	1,512	91.62	666.85	1,013
+/-%	(46.72)	(93.94)	627.85	51.83
EPS(调整后,最新摊薄)	1.57	0.10	0.69	1.05
PE(调整后,倍)	9.99	162.22	22.29	14.68
PB(倍)	1.13	1.11	1.06	0.99
ROE(调整后,%)	11.88	0.68	4.86	6.97
EV EBITDA(倍)	1.98	67.76	28.73	22.07
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

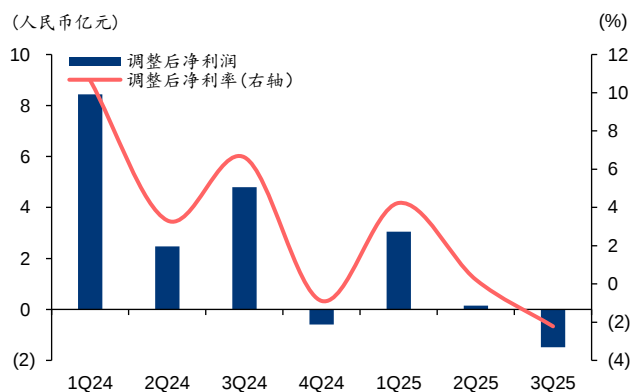
3Q25 业绩回顾

图表1：爱奇艺：季度收入趋势



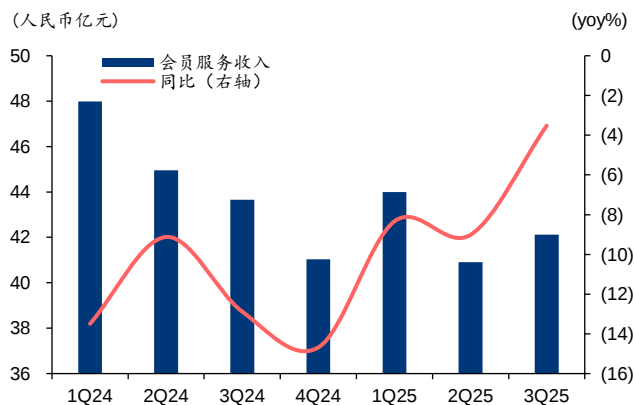
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：爱奇艺：季度非 GAAP 经营利润趋势



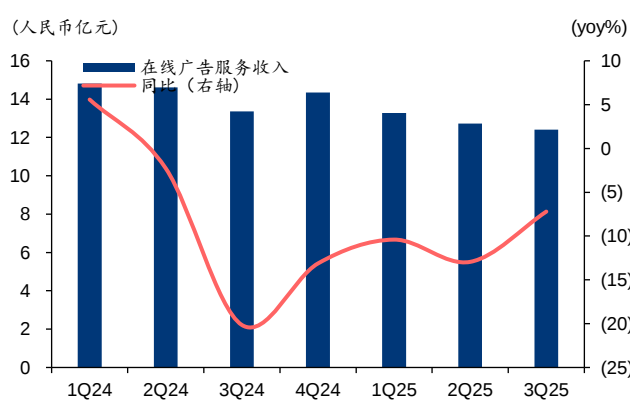
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：爱奇艺：会员服务收入趋势



资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：爱奇艺：在线广告服务收入趋势



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

我们微调爱奇艺 2025/2026/2027 年收入预测 0.8/0.3/-1.8%至 273/285/298 亿元。

我们将爱奇艺 2025/2026/2027 年非 GAAP 净利率预测调整至 0.3/2.3/3.4% (前值: 0.3/2.5/5.1%), 2026/2027 年预测下修主要考虑到公司在内容、海外业务拓展、微短剧业务发展等多方面的投入或有一定持续性, 高于我们此前预期。

图表5: 华泰预测变动

(人民币百万)	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	27,038	27,264	0.8	28,382	28,470	0.3	30,281	29,751	(1.8)
毛利润	5,629	5,715	1.5	6,128	6,321	3.1	6,777	6,679	(1.5)
经营利润, GAAP	80	119	48.2	689	637	(7.6)	1,458	828	(43.2)
净利润, GAAP	(411)	(397)	3.4	202	166	(17.7)	1,016	491	(51.6)
净利润, 非 GAAP	75	92	22.2	701	667	(4.9)	1,545	1,013	(34.5)

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, pp	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, %
毛利率	20.8%	21.0%	0.2	21.6%	22.2%	0.6	22.4%	22.4%	0.0
经营利润率, GAAP	0.3%	0.4%	0.1	2.4%	2.2%	(0.2)	4.8%	2.8%	(2.0)
净利率, GAAP	-1.5%	-1.5%	0.0	0.7%	0.6%	(0.1)	3.4%	1.7%	(1.7)
净利率, 非 GAAP	0.3%	0.3%	0.0	2.5%	2.3%	(0.2)	5.1%	3.4%	(1.7)

资料来源: 华泰研究预测

图表7: 华泰关键财务预测

(人民币亿元)	2024	2025E	2026E	2027E	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E
爱奇艺收入	292.3	272.6	284.7	297.5	66.1	71.9	66.3	66.8	67.7
同比增长	-8.3%	-6.7%	4.4%	4.5%	-14.2%	-9.3%	-10.9%	-7.8%	2.3%
会员收入	177.6	169.2	178.3	183.9	41.0	44.0	40.9	42.1	42.2
同比增长	-12.6%	-4.8%	5.4%	3.1%	-14.7%	-8.3%	-9.0%	-3.5%	2.8%
广告收入	57.1	51.3	52.3	55.5	14.3	13.3	12.7	12.4	12.9
同比增长	-8.2%	-10.2%	2.0%	6.0%	-13.1%	-10.4%	-12.9%	-7.2%	-10.0%
非 GAAP 净利润	15.1	0.9	6.7	10.1	-0.6	3.0	0.1	-1.5	-0.8
同比增速	-46.7%	-93.9%	627.8%	51.8%	-	-63.9%	-	-	-34.9%
非 GAAP 净利率	5.2%	0.3%	2.3%	3.4%	-0.9%	4.2%	0.2%	-2.2%	-1.2%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

我们将估值窗口滚动至 2026 年, 基于可比公司估值法, 我们给予爱奇艺 0.7x 2026 年目标 PS (前值 0.7x, 2025 年), 较可比公司均值 5.3x 有所折价, 主因公司收入增长的坚实恢复仍需一定时间, 经营杠杆的释放以及利润率的改善需待收入端展现更强劲的恢复势头。对应目标价 2.92 美元 (前值: 2.74 美元)。

图表8：可比估值

公司名称	股票代码	股价	市值	P/S			营收 CAGR		P/E			调整后净利 CAGR
		(交易货币)	(百万美元)	2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	2025-2027E	
奈飞	NFLX US	114.1	483,436	10.7	9.5	8.5	13.5	43.3	34.3	28.8		23.7
迪士尼	DIS US	106.3	189,740	2.0	1.9	1.8	4.9	17.8	15.8	14.6		11.2
腾讯音乐	TME US	18.7	28,984	6.3	5.6	5.0	13.0	21.4	19.1	16.8		16.8
腾讯控股	700 HK	622.5	731,124	6.9	6.3	5.7	11.1	19.9	17.8	15.8		13.7
芒果超媒	300413 CH	26.0	6,871	3.6	3.4	3.1	3.2	33.6	27.0	23.7		14.6
平均值				5.9	5.3	4.8	9.2	27.2	22.8	19.9		16.0

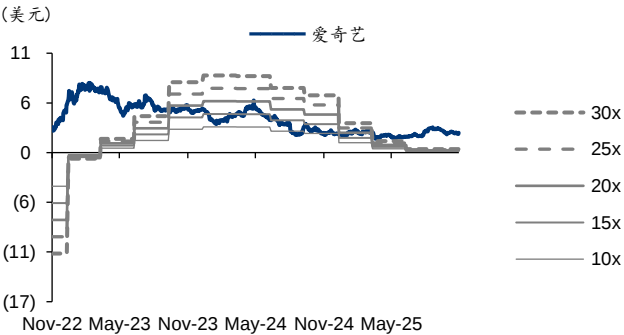
注：1) 美股数据截至 11 月 18 日，其它数据截止 11 月 19 日；2) 迪士尼等数据调整至日历年口径；3) 汇率采用 11 月 18 日美元对人民币中间价 7.1:1，港元对人民币中间价 0.91:1。

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

风险提示

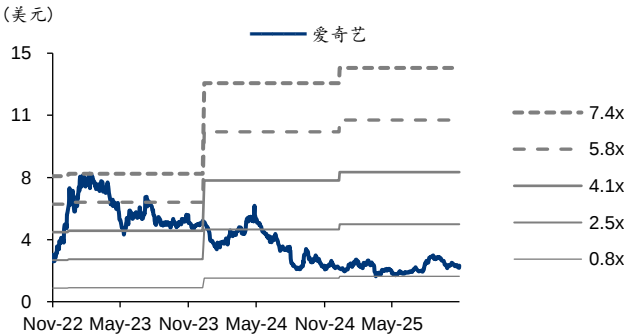
基本面改善节奏不及预期；剧集排播不确定性。

图表9：爱奇艺 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表10：爱奇艺 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	31,873	29,225	27,264	28,470	29,751
销售成本	(23,102)	(22,403)	(21,550)	(22,149)	(23,072)
毛利润	8,770	6,822	5,715	6,321	6,679
销售及分销成本	(4,014)	(3,682)	(3,917)	(4,012)	(4,133)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(84.06)	(169.32)	246.68	243.00	243.00
财务成本净额	(872.82)	(790.20)	(575.84)	(614.14)	(393.53)
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	2,033	401.84	(210.63)	265.46	677.27
税费开支	(80.05)	(61.09)	(174.48)	(87.25)	(173.91)
少数股东损益	27.09	26.53	12.00	12.00	12.00
净利润	1,925	314.22	(397.11)	166.21	491.36
Non-GAAP 调整项	912.82	1,198	488.73	500.64	521.15
调整后净利润	2,838	1,512	91.62	666.85	1,013
折旧和摊销	(14,091)	(13,625)	(344.47)	(447.71)	(555.58)
EBITDA	17,081	14,986	463.00	1,084	1,383
EPS (人民币, 基本)	2.00	0.79	(0.41)	0.17	0.51

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	582.52	388.72	388.72	388.72	388.72
应收账款和票据	4,963	4,384	4,848	4,559	4,274
现金及现金等价物	4,441	3,530	2,346	2,847	3,777
其他流动资产	2,649	1,225	1,225	1,225	1,225
总流动资产	12,635	9,527	8,807	9,019	9,664
固定资产	863.81	877.98	1,534	2,140	2,691
无形资产	309.53	289.86	366.96	438.64	504.06
其他长期资产	30,786	35,065	38,304	39,646	41,081
总长期资产	31,959	36,233	40,204	42,225	44,277
总资产	44,594	45,761	49,012	51,244	53,941
应付账款	12,998	14,125	16,767	18,081	19,492
短期借款	3,673	3,884	3,884	3,884	3,884
其他负债	5,671	3,469	4,041	4,325	4,631
总流动负债	22,342	21,477	24,691	26,289	28,007
长期债务	8,766	9,849	9,849	9,849	9,849
其他长期债务	1,302	1,060	1,060	1,060	1,060
总长期负债	10,068	10,909	10,909	10,909	10,909
股本	0.43	0.43	0.43	0.43	0.43
储备/其他项目	12,086	13,365	13,402	14,036	15,016
股东权益	12,087	13,365	13,403	14,037	15,016
少数股东权益	98.40	8.34	8.34	8.34	8.34
总权益	12,185	13,374	13,411	14,045	15,024

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	7.76	19.78	(37.43)	89.42	30.25
PB	1.24	1.13	1.11	1.06	0.99
调整后 PE (倍)	5.26	9.99	162.22	22.29	14.68
调整后 ROE	30.96	11.88	0.68	4.86	6.97
EV EBITDA	1.75	1.98	67.76	28.73	22.07
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	14.12	1.88	(6.75)	4.79	6.66

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	17,081	14,986	463.00	1,084	1,383
融资成本	872.82	790.20	575.84	614.14	393.53
营运资本变动	(13,358)	(12,359)	(488.52)	544.93	567.69
税费	(80.05)	(61.09)	(174.48)	(87.25)	(173.91)
其他	(1,163)	(1,246)	(482.40)	(529.77)	(68.05)
经营活动现金流	3,352	2,110	(106.56)	1,626	2,103
CAPEX	(1,740)	(2,445)	(1,077)	(1,126)	(1,172)
其他投资活动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(1,740)	(2,445)	(1,077)	(1,126)	(1,172)
债务增加量	220.57	219.75	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	(4,506)	(1,590)	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	(4,285)	(1,370)	0.00	0.00	0.00
现金变动	(2,673)	(1,705)	(1,184)	500.81	930.21
年初现金	7,862	5,281	3,590	2,406	2,907
汇率波动影响	92.04	14.66	0.00	0.00	0.00
年末现金	5,281	3,590	2,406	2,907	3,838

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	9.91	(8.31)	(6.71)	4.42	4.50
毛利润	31.32	(22.22)	(16.23)	10.60	5.66
营业利润	127.79	(54.46)	(91.29)	437.09	30.03
净利润	1,513	31.06	31.77	12.71	16.49
调整后净利润	121.05	(46.72)	(93.94)	627.85	51.83
EPS (基本)	(1,514)	(60.32)	(151.97)	(141.85)	195.62
盈利能力比率 (%)					
毛利率	27.52	23.34	20.96	22.20	22.45
EBITDA	53.59	51.28	1.70	3.81	4.65
净利润率	6.04	1.08	(1.46)	0.58	1.65
调整后净利润率	8.91	5.17	0.34	2.34	3.40
ROE	21.00	2.47	(2.97)	1.21	3.38
调整后 ROE	30.96	11.88	0.68	4.86	6.97
ROA	4.25	0.70	(0.84)	0.33	0.93
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	66.17	76.34	84.96	77.56	66.30
流动比率	0.57	0.44	0.36	0.34	0.35
速动比率	0.54	0.43	0.34	0.33	0.33
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.70	0.65	0.58	0.57	0.57
应收账款周转天数	56.30	57.57	60.95	59.48	53.44
应付账款周转天数	208.38	217.92	258.03	283.20	293.13
存货周转天数	10.35	7.80	6.49	6.32	6.07
现金转换周期	(141.73)	(152.54)	(190.59)	(217.41)	(233.62)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	2.00	0.79	(0.41)	0.17	0.51
EPS (调整后, 基本)	2.95	1.57	0.10	0.69	1.05
每股净资产	12.55	13.88	13.92	14.58	15.59

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