

服装品类增长向好带动收入超预期

华泰研究

2025 年 11 月 21 日 | 美国

季报点评

互联网

唯品会发布 3Q25 业绩：3Q25 公司总收入 214 亿元，同比+3.4%，好于 VA 一致预期的+1.4%，我们认为同比实现增长主因服装品类增长趋势较好。3Q25 非 GAAP 净利润 15 亿元，同比+14.6%，对应非 GAAP 净利率 7.0%，同比改善 0.7pp，略好于 VA 一致预期的 6.9%。展望 4Q25 和 2026 年，我们建议关注公司通过差异化供给和创新型营销模式实现高价值客户份额的持续巩固，有望带动收入实现同比正向增长。维持“买入”评级。

活跃用户数同比转正，SVIP 数量同比双位数增长

3Q25 公司总成交额 (GMV) 为 431 亿元，同比+7.5%。3Q25 产品收入为 194 亿元 (占收比 91%)，同比+2.3%，好于 VA 一致预期的+1.0%，我们认为主因公司针对 SVIP 和高价值用户等群体的部分额外投入带来的收入端增长。3Q25 活跃客户为 4,010 万，同比+1.5%，用户数增长趋势向好；管理层在 3Q25 业绩会上表示超级 VIP (SVIP) 数量在 3Q25 同比实现双位数增长，并贡献了 3Q25 线上净 GMV 的 51% (2Q25: 52%)，核心用户粘性显现。

额外客户激励举措下毛利率同比略有下降，部署 AI agent 以优化用户体验 3Q25 公司毛利率同比下降 1pp 至 23.0%，逊于 VA 一致预期的 23.5%，我们认为毛利率同比下降或主因公司为促进增长而采取的部分客户激励举措。3Q25 经营费用率为 18.5%，同比增加 0.3pp，或主因退货率同比有所上升导致的履约费用率增加；其中营销费用率为 3.1% (3Q24: 3.0%)，履约费用率为 8.7% (3Q24: 8.4%)。在经营策略上，管理层在 3Q25 业绩会上表示希望通过差异化产品实现规模扩张，并积极尝试新的营销方式以优化运营，并表示通过聚焦并利用业务亮点和客户表现中的积极因素，已经开始在客户增值和销售额方面看到新的起色。在 AI 方面，管理层表示正在部署 AI agent 以优化多个关键领域，包括搜索推荐、客服、外部营销和商业分析以提高用户体验和营销效率。

4Q25 收入增速有望实现同比为正，继续投资业务增长以支持分红和回购

公司指引 4Q25 收入同比持平至+5%，有望继 3Q25 后再次实现季度收入同比正增长。管理层表示截至 3Q25 末，公司在 2025 年已通过分红和回购累计返还 7.3 亿美元 (约合 52 亿人民币)，并重申 2025 年股东回报总额将不低于 2024 年非 GAAP 净利润的 75% (约合 67 亿元人民币)。关于 2026 年的股东回报力度，管理层在 3Q25 业绩会上表示将继续投资业务增长，以提升盈利能力和现金创造能力来支持分红和股票回购，并表示将在明年评估适当的 2026 年回报水平。

盈利预测与估值

考虑到公司主动采取客户激励举措以带动收入增长机会，我们小幅调整公司 2025/2026/2027 年非 GAAP 净利润预测-1.8/-1.3/-1.0%至 86/91/93 亿元。我们将估值窗口切至 2026 年，基于相对估值法，给予公司 2026 年非 GAAP 净利润目标 PE 9x (前值：2025 年，9x)，较可比公司均值 14.3x 有所折价，主因公司较缓营收增长预期 (2025-2027 年 CAGR: 0.9%，可比公司：10.2%)。新目标价为 22.69 美元 (前值：21.22 美元)。

风险提示：消费复苏不及预期；电商行业竞争激烈超预期，稀释利润率。

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

22.69

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

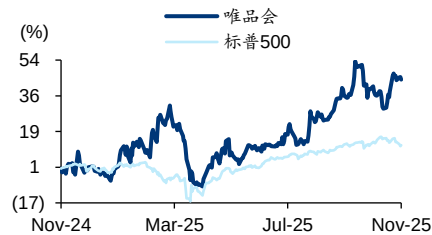
联系人

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

基本数据

收盘价 (美元 截至 11 月 19 日)	19.45
市值 (美元百万)	9,591
6 个月平均日成交额 (美元百万)	47.67
52 周价格范围 (美元)	12.04-21.08

股价走势图



资料来源：S&P

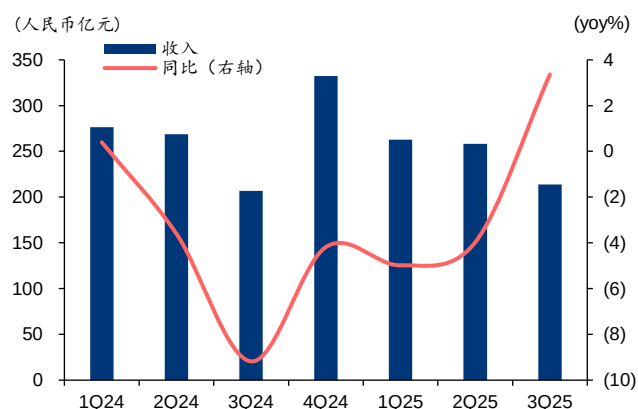
经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	108,421	107,294	110,030	111,498
+/-%	(3.93)	(1.04)	2.55	1.33
归母净利润 (百万)	7,765	7,034	7,398	7,707
+/-%	(4.21)	(9.40)	5.16	4.18
归母净利润 (调整后, 百万)	9,033	8,646	9,070	9,345
+/-%	(5.02)	(4.28)	4.91	3.03
EPS (调整后, 最新摊薄)	18.32	17.53	18.39	18.95
PE (调整后, 倍)	7.65	7.87	7.50	7.28
PB (倍)	1.73	1.44	1.24	1.09
ROE (调整后, %)	23.48	19.83	17.78	15.93
EV EBITDA (倍)	3.84	3.36	2.59	1.88
股息率 (%)	2.11	2.19	2.29	2.33

资料来源：公司公告、华泰研究预测

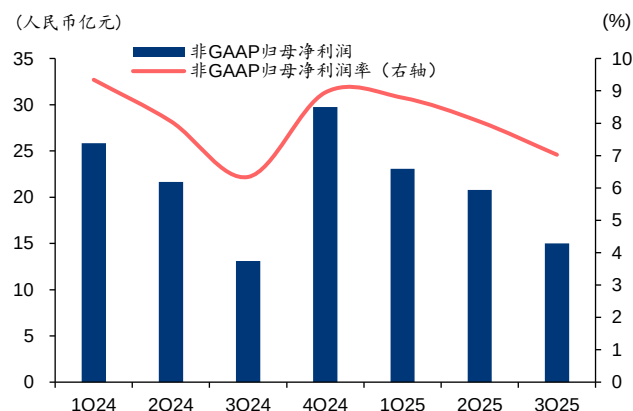
3Q25 业绩回顾

图表1：唯品会：季度收入趋势



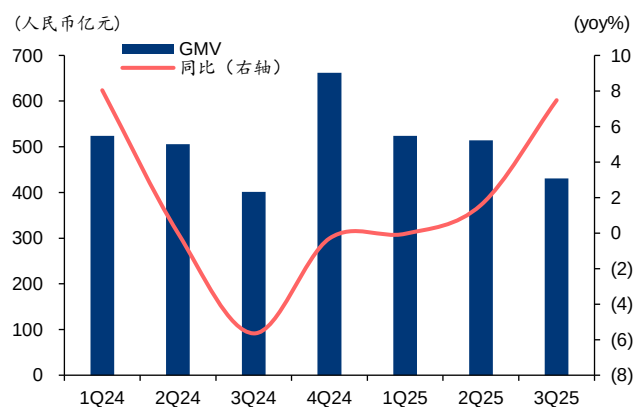
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：唯品会：季度非 GAAP 归母净利润趋势



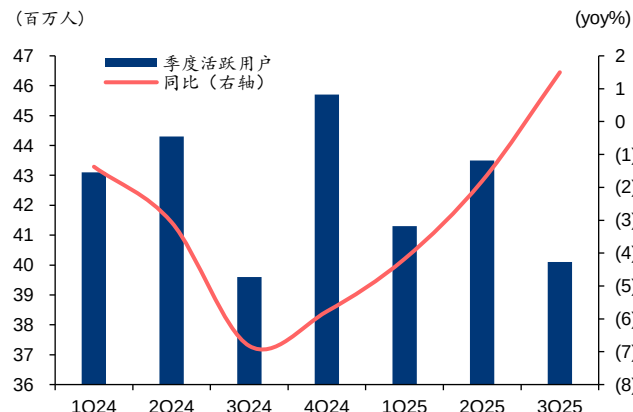
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：唯品会：季度 GMV 趋势



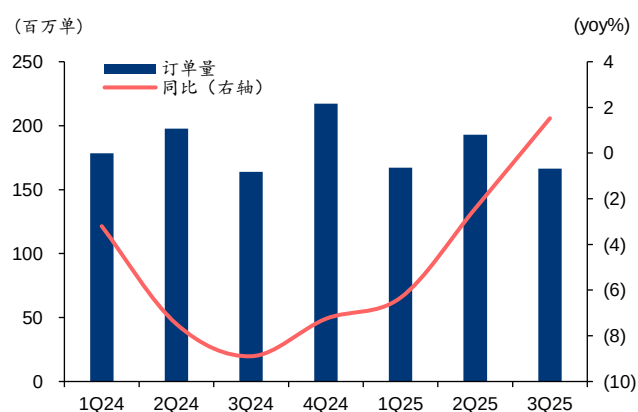
资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：唯品会：季度活跃用户数趋势



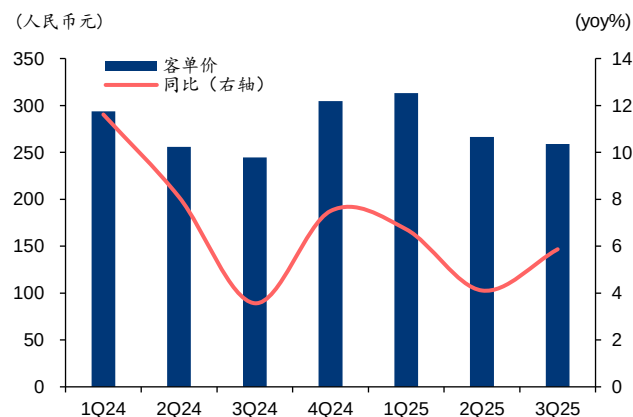
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：唯品会：季度订单量趋势



资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：唯品会：季度客单价趋势



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

我们微调唯品会 2025-2027 年收入预测+0.1/+0.1/0.0%至 1,073/1,110/1,115 亿元，小幅调整 2025-2027 年非 GAAP 净利润-1.8/-1.3/-1.0%至 86/91/93 亿元，非 GAAP 净利润预期下调主要考虑到公司主动采取客户激励举措以带动收入增长机会，或使毛利率兑现小幅不及我们此前预期。

图表7： 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	107.2	107.3	0.1	110.0	110.0	0.1	111.5	111.5	0.0
毛利润	25.2	24.9	-1.2	25.9	25.6	-1.2	26.4	26.1	-1.2
净利润-非 GAAP	8.8	8.6	-1.8	9.2	9.1	-1.3	9.4	9.3	-1.0

资料来源：华泰研究预测

图表8： 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	23.5%	23.2%	-0.3pct	23.6%	23.3%	-0.3pct	23.7%	23.4%	-0.3pct
净利率-非 GAAP	8.2%	8.1%	-0.1pct	8.4%	8.2%	-0.2pct	8.5%	8.4%	-0.1pct

资料来源：华泰研究预测

图表9： 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	108,421	107,294	110,030	111,498	33,224	26,269	25,806	21,371	33,849
同比增长	-3.9%	-1.0%	2.5%	1.3%	-4.2%	-5.0%	-4.0%	3.4%	1.9%
产品收入	100,735	98,740	100,939	101,879	30,890	24,293	23,797	19,363	31,286
同比增长	-4.6%	-2.0%	2.2%	0.9%	-4.8%	-6.0%	-5.1%	2.3%	1.3%
其它收入	7,686	8,555	9,091	9,619	2,334	1,975	2,009	2,008	2,562
同比增长	6.1%	11.3%	6.3%	5.8%	4.2%	9.8%	11.8%	14.4%	9.8%
毛利润	25,470	24,892	25,637	26,091	7,628	6,082	6,055	4,909	7,846
毛利率	23.5%	23.2%	23.3%	23.4%	23.0%	23.2%	23.5%	23.0%	23.2%
非 GAAP 归母净利润	9,033	8,646	9,070	9,345	2,974	2,308	2,077	1,501	2,759
同比增长	-5.0%	-4.3%	4.9%	3.0%	-7.0%	-10.6%	-4.1%	14.6%	-7.2%
非 GAAP 归母净利率	8.3%	8.1%	8.2%	8.4%	9.0%	8.8%	8.0%	7.0%	8.2%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

估值方法

我们将估值窗口切换至 2026 年，基于相对估值法，我们给予公司 2026 年非 GAAP 净利润目标 PE 9x（前值：2025 年，9x），较可比公司平均值 14.3x 有所折价，主因公司较低的营收增长预期（2025-2027 年 CAGR: 0.9%，可比公司：10.2%）。新目标价为 22.69 美元（前值：21.22 美元）。

图表10： 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	158.89	355,014.10	2.5	2.3	2.1	7.9	20.0	17.4	13.9	3.8
拼多多	PDD US	118.02	167,546.68	2.8	2.4	2.1	13.3	10.8	9.3	7.7	8.5
京东	JD US	28.88	40,973.63	0.2	0.2	0.2	11.0	10.4	8.2	5.9	1.1
美团	3690 HK	98.00	76,837.05	1.5	1.3	1.1	12.4	(68.0)	22.8	11.1	4.3
亚马逊	AMZN US	222.69	2,380,604.20	3.3	3.0	2.7	11.5	24.7	22.7	18.7	18.0
eBay	EBAY US	81.28	36,738.56	3.3	3.2	3.0	5.5	14.4	14.0	13.1	4.7
平均值				2.3	2.1	1.9	10.2	16.0	14.3	11.8	7.3

注：港股数据截至 11 月 20 日收盘，美股数据截止 11 月 19 日收盘。

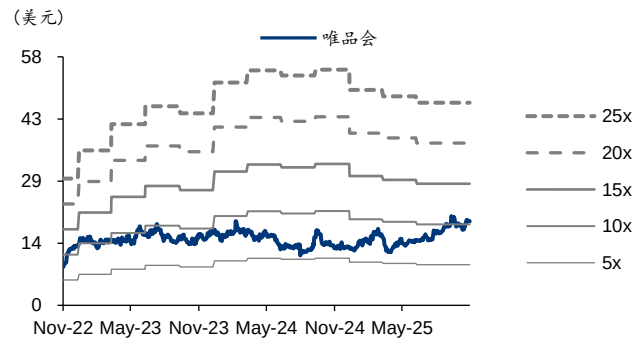
资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

风险提示

消费复苏不及预期：如整体消费情绪复苏不及预期，或对公司产品销量产生一定负面影响。

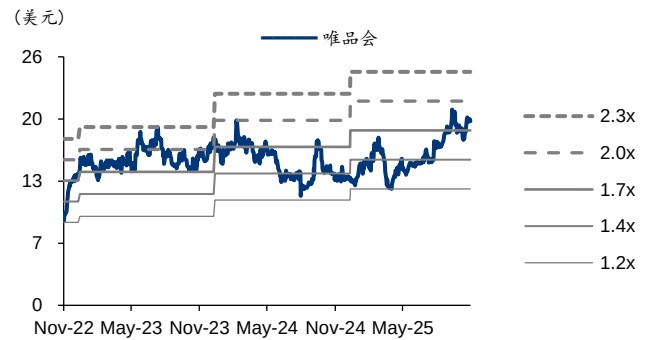
电商行业竞争激烈超预期，稀释利润率：如电商行业竞争加剧，各大平台加大补贴力度，或对公司利润率产生一定下行影响。

图表11：唯品会 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表12：唯品会 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	112,856	108,421	107,294	110,030	111,498
销售成本	(87,135)	(82,951)	(82,402)	(84,393)	(85,408)
毛利	25,721	25,470	24,892	25,637	26,091
销售及分销成本	(3,242)	(2,980)	(3,061)	(3,079)	(3,077)
管理费用	(4,147)	(3,993)	(4,434)	(4,437)	(4,485)
其他收入/支出	125.51	62.11	69.41	(89.62)	(89.62)
财务成本净额	747.05	776.83	744.54	814.85	1,036
应占联营公司利润及亏损	80.30	166.98	160.00	160.00	160.00
税前利润	10,057	10,179	9,150	9,528	9,925
税费开支	(1,866)	(2,316)	(1,987)	(2,070)	(2,158)
少数股东损益	84.68	99.01	128.71	60.00	60.00
净利润	8,106	7,765	7,034	7,398	7,707
Non-GAAP 调整项	1,404	1,268	1,612	1,673	1,638
调整后净利润	9,510	9,033	8,646	9,070	9,345
折旧和摊销	(1,520)	(3,035)	(3,270)	(3,123)	(3,001)
EBITDA	10,830	12,437	11,675	11,836	11,890
EPS (人民币, 基本)	16.44	15.75	14.26	15.00	15.63

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	5,645	5,032	4,932	5,042	5,089
应收账款和票据	778.77	915.16	897.04	917.01	925.56
现金及现金等价物	27,398	28,225	35,186	43,722	52,038
其他流动资产	3,739	3,630	3,526	3,531	3,510
总流动资产	37,561	37,803	44,542	53,213	61,563
固定资产	16,882	18,293	17,411	16,676	16,064
无形资产	332.82	327.84	327.84	327.84	327.84
其他长期资产	17,547	18,513	18,513	18,513	18,513
总长期资产	34,762	37,134	36,252	35,517	34,905
总资产	72,323	74,936	80,794	88,730	96,468
应付账款	28,660	26,993	27,177	27,514	27,503
短期借款	1,506	2,457	842.48	854.74	803.54
其他负债	457.59	476.80	500.64	525.67	551.95
总流动负债	30,624	29,927	28,520	28,895	28,858
长期债务	689.26	592.00	592.00	592.00	592.00
其他长期债务	2,449	2,868	2,868	2,868	2,868
总长期负债	3,139	3,460	3,460	3,460	3,460
股本	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08
储备/其他项目	36,961	39,969	47,234	54,795	62,570
股东权益	36,961	39,969	47,234	54,795	62,570
少数股东权益	1,598	1,580	1,580	1,580	1,580
总权益	38,560	41,549	48,814	56,376	64,150

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	8.41	8.89	9.67	9.19	8.82
PB	1.85	1.73	1.44	1.24	1.09
调整后 PE (倍)	7.17	7.65	7.87	7.50	7.28
调整后 ROE	27.28	23.48	19.83	17.78	15.93
EV EBITDA	4.37	3.84	3.36	2.59	1.88
股息率 (%)	2.31	2.11	2.19	2.29	2.33
自由现金流收益率 (%)	11.93	9.38	11.49	11.34	11.00

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	10,830	12,437	11,675	11,836	11,890
融资成本	(747.05)	(776.83)	(744.54)	(814.85)	(1,036)
营运资本变动	3,549	(1,534)	350.16	153.59	(90.02)
税费	(1,866)	(2,316)	(1,987)	(2,070)	(2,158)
其他	2,648	1,318	663.19	729.22	946.37
经营活动现金流	14,414	9,129	9,957	9,834	9,552
CAPEX	(4,541)	(2,388)	(2,388)	(2,388)	(2,388)
其他投资活动	(619.40)	153.52	160.00	160.00	160.00
投资活动现金流	(5,160)	(2,235)	(2,228)	(2,228)	(2,228)
债务增加量	(1,277)	974.05	(1,614)	12.26	(51.20)
权益增加量	(5,107)	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(1,568)	(1,433)	(1,433)	(1,492)	(1,553)
其他融资活动现金流	1,806	(5,778)	744.54	814.85	1,036
融资活动现金流	(6,146)	(6,237)	(2,302)	(664.43)	(568.92)
现金变动	3,108	657.16	5,427	6,941	6,755
年初现金	23,103	26,211	26,869	32,295	39,236
汇率波动影响	85.79	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	26,211	26,869	32,295	39,236	45,991

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	9.41	(3.93)	(1.04)	2.55	1.33
毛利润	18.99	(0.98)	(2.27)	2.99	1.77
营业利润	46.90	0.76	(10.87)	5.71	2.04
净利润	28.70	(4.21)	(9.40)	5.16	4.18
调整后净利润	39.10	(5.02)	(4.28)	4.91	3.03
EPS (基本)	28.70	(4.21)	(9.40)	5.16	4.18
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	22.79	23.49	23.20	23.30	23.40
EBITDA	9.60	11.47	10.88	10.76	10.66
净利润率	7.18	7.16	6.56	6.72	6.91
调整后净利润率	8.43	8.33	8.06	8.24	8.38
ROE	23.26	20.19	16.13	14.50	13.13
调整后 ROE	27.28	23.48	19.83	17.78	15.93
ROA	11.77	10.55	9.03	8.73	8.32
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(68.19)	(62.99)	(71.46)	(77.15)	(80.94)
流动比率	1.23	1.26	1.56	1.84	2.13
速动比率	1.04	1.10	1.39	1.67	1.96
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.64	1.47	1.38	1.30	1.20
应收账款周转天数	2.15	2.81	3.04	2.97	2.97
应付账款周转天数	111.47	120.77	118.33	116.65	115.95
存货周转天数	23.06	23.17	21.77	21.27	21.35
现金转换周期	(86.27)	(94.78)	(93.52)	(92.41)	(91.62)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	16.44	15.75	14.26	15.00	15.63
EPS (调整后, 基本)	19.28	18.32	17.53	18.39	18.95
每股净资产	74.95	81.05	95.78	111.12	126.88



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