

奈飞收购华纳：关注监管与协同效应

华泰研究

2025 年 12 月 11 日 | 美国

动态点评

互联网

奈飞于 12 月 5 日宣布将收购华纳兄弟（包括电影和电视工作室）及 HBOMax、HBO 流媒体资产。交易对价为每股 27.75 美元，其中 23.25 美元为现金、约 4.5 美元以奈飞股票支付，对应股权价值约为 720 亿美元，企业价值约为 827 亿美元，奈飞已获得 590 亿美元临时债务融资作为准备。奈飞预计交易将在未来 12-18 个月内完成，若交易终止，奈飞需支付 58 亿美元解约费。管理层表示，收购后协同效应有望带来每年 20-30 亿美元成本节省。我们认为奈飞内容厚度有望增强，本次收购带来《哈利波特》《指环王》等全球头部 IP，有望补齐奈飞在长期内容资产上的储备，进一步夯实内容护城河，并在中长期增强其定价权与 ARPU。维持“增持”评级。

频道业务待剥离落地，监管审批与业务协同仍有待观察

华纳兄弟的全球频道业务未纳入本次收购，将被剥离为独立实体 Discovery Global，旗下涵盖 CNN、Discovery 各频道及体育等业务，公司预计分拆或于 3Q26 完成。当前市场担忧主要集中在两方面：①监管审批风险：根据 JustWatch 数据，1Q25 美国 SVOD（订阅制点播）份额中，奈飞与 HBO Max 占比分别为 20%与 13%，合并后或成为行业龙头，反垄断审查的不确定性仍有待观察；②业绩影响：市场担忧华纳中短期拖累奈飞，截至 3Q25 其仍处于亏损状态，当季亏损额约占奈飞净利润的 6%，但分业务看，仅流媒体板块在营业利润层面亏损，我们认为，奈飞在内容整合与爆款打造上的能力突出，有望在协同效应中驱动增量利润。

华纳尚存亏损压力

华纳兄弟于 23、24 年实现收入 413、393 亿美元（分别为奈飞的 123%、102%），同期净利润为-31、-113 亿美元（对应奈飞净利的-58%、-130%），虽坐拥经典爆款 IP，但受制于 DC 宇宙长期口碑与票房波动，以及部分 IP 开发节奏混乱、路线摇摆，整体盈利质量仍不稳定。本次收购隐含华纳净债务约 107 亿美元。从协同和规模效应看，奈飞具有更大的用户基础（4Q24 订阅规模达 3 亿，对比 HBO 3Q25 订阅规模 1.3 亿），同时内容推荐更加高效，能为华纳流媒体业务提供显著的经营杠杆提升，同时奈飞的观众分析数据，可为后续华纳项目提供更好的核心反馈。我们预期流双方的媒体中后台部门合并后，在人员效率，内容采购成本，影视项目投资 ROI 上，都会有显著提升。

头部 IP 资源补强短板，内容壁垒强化

华纳兄弟积累了丰富且具长期生命力的头部 IP，包括《哈利·波特》系列、DC 宇宙（包括蝙蝠侠、超人等）、《黑客帝国》，以及《老友记》《生活大爆炸》等经典剧集，具备成熟的制片体系与导演资源；HBO 亦坐拥《权力的游戏》《继承之战》等爆款内容。战略层面看，奈飞虽已打造多部热门剧集，但仍缺乏长期沉淀的全球级 IP 生态。此外，院线制片体系与奈飞原创体系亦有望形成互补，中长期有望强化奈飞的内容壁垒与用户粘性。

盈利预测与估值

由于收购尚存不确定性，我们维持奈飞 25-27 年财务预测，其中经调整净利润分别为 114、142 和 169 亿美元。我们基于 PE 估值，将奈飞目标价调至 123.9 美元，并将估值基础切换至 26 年，对应 37 倍 PE（前值 1387.58 美元对应 25 年 51.5 倍 PE，10 月奈飞按 1:10 进行了拆股），高于行业均值 27.7 倍。溢价主系奈飞作为流媒体龙头拥有内容供给侧壁垒。溢价下调，主因短期内，我们认为市场对奈飞收购 HBO 的监管批准，以及对未来的协同效应和资产模式加重存在一定担忧。维持“增持”评级。

风险提示：新市场拓展和剧集上线不及预期，付费用户增速低于预期。

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

123.90

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁骄璇

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

研究员

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

牟睿捷*

SAC No. S0570125070064

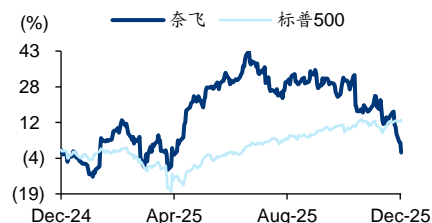
联系人

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

基本数据

收盘价(美元 截至 12 月 10 日)	92.71
市值(美元百万)	423,638
6 个月平均日成交额(美元百万)	4,326
52 周价格范围(美元)	82.11-134.12

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)	39,001	45,150	51,541	58,512
+/-%	15.65	15.77	14.16	13.53
归属母公司净利润	8,712	11,449	14,190	16,857
(百万)				
+/-%	61.09	31.42	23.94	18.79
EPS(最新摊薄)	1.98	2.70	3.43	4.19
ROE(%)	38.43	41.01	42.68	44.96
PE(倍)	45.71	34.31	26.99	22.15
PB(倍)	16.09	12.63	10.82	9.43
EV EBITDA(倍)	16.96	14.48	12.58	11.03
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

合并后财务敏感性分析

若合并于 27 年落地, 我们分情景讨论潜在财务影响: ①悲观情景下, 流媒体整合进展有限、院线电影表现疲弱, 27 年合并后收入与经营利润分别为 777、206 亿美元; ②中性情景下, 电影业务保持稳定, 流媒体平台吸引力随整合而显著提升, 对应收入与经营利润为 801、218 亿美元; ③乐观情景下, 华纳多项经典 IP 焕新, 内容与奈飞形成强协同, 叠加电影端持续推出爆款, 对应收入与经营利润为 823、228 亿美元。

图表1: 奈飞收购华纳兄弟: 三种情景的财务分析

USD mn	2024A	2025E	2026E	2027E
乐观情景				
奈飞收入总额	39,001	45,150	52,572	59,683
华纳被收购业务收入总额	19,138	19,645	20,989	22,660
流媒体业务	10,313	10,821	11,918	13,351
影视工作室业务	11,607	12,741	13,068	13,951
其他抵消项目	(2,782)	(3,918)	(3,998)	(4,641)
对应总收入%	-13%	-17%	-16%	-17%
合并收入总额	58,139	64,795	73,561	82,343
奈飞经营利润	10,418	13,865	17,620	20,936
华纳被收购业务经营利润	-2,683	-672	569	1,895
流媒体业务	-1,485	-333	292	1,265
对应收入%	-14%	-3%	2%	9%
影视工作室业务	529	1,597	1,791	2,159
对应收入%	5%	13%	14%	15%
其他抵消项目	-1,727	-1,936	-1,514	-1,529
对应总收入%	-3%	-3%	-2%	-2%
合并经营利润总额	7,734	13,192	18,188	22,831
	2024A	2025E	2026E	2027E
中性情景				
奈飞收入总额	39,001	45,150	51,541	58,512
华纳被收购业务收入总额	19,138	19,645	20,577	21,581
流媒体业务	10,313	10,821	11,685	12,714.9
影视工作室业务	11,607	12,741	12,812	13,286.6
其他抵消项目	(2,782)	(3,918)	(3,919)	(4,420)
对应总收入%	-13%	-17%	-16%	-17%
合并收入总额	58,139	64,795	72,118	80,094
奈飞经营利润	10,418	13,865	17,106	20,326
华纳被收购业务经营利润	-2,683	-672	253	1,520
流媒体业务	-1,485	-333	173	951
对应收入%	-14%	-3%	1%	7%
影视工作室业务	529	1,597	1,660	2,056
对应收入%	5%	13%	13%	15%
其他抵消项目	-1,727	-1,936	-1,580	-1,487
对应总收入%	-3%	-3%	-2%	-2%
合并经营利润总额	7,734	13,192	17,359	21,846
	2024A	2025E	2026E	2027E
悲观情景				
奈飞收入总额	39,001	45,150	50,510	56,757
华纳被收购业务收入总额	19,138	19,645	20,371	20,934
流媒体业务	10,313	10,821	11,568	12,333
影视工作室业务	11,607	12,741	12,684	12,888
其他抵消项目	(2,782)	(3,918)	(3,880)	(4,288)
对应总收入%	-13%	-17%	-16%	-17%
合并收入总额	58,139	64,795	70,882	77,691
奈飞经营利润	10,418	13,865	16,764	19,716
华纳被收购业务经营利润	-2,683	-672	78	846
流媒体业务	-1,485	-333	52	552
对应收入%	-14%	-3%	0%	4%
影视工作室业务	529	1,597	1,484	1,736
对应收入%	5%	13%	12%	13%
其他抵消项目	-1,727	-1,936	-1,459	-1,442
对应总收入%	-3%	-3%	-2%	-2%
合并经营利润总额	7,734	13,192	16,842	20,563

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

20-30 亿美元成本节约路线：多场景协同与整合

奈飞管理层预计，本次收购后中期将带来年化约 20-30 亿美元成本节约。我们将其优化路径拆解为四个方面：技术基础设施整合、内容制作与 IP 管理协同、营销与用户获取优化，以及组织与人力资源重构。

1) 带宽成本优化（我们预期中期可节约：8-10 亿美元）

奈飞或整合两套流媒体平台的技术架构，统一服务器、网络带宽和内容分发网络，减少重复投入，并通过整合数据中心释放规模效应，在与云服务提供商的议价中获得更优价格，预计可降低约 7 亿美元相关成本。与此同时，HBO Max 与 Netflix 的 app 开发与技术团队或得到整合互补，避免功能重复开发，减少双平台并行运维的开支，合计有望贡献约 3 亿美元成本节约。以上合计对年化节约贡献约 8-10 亿美元。

2) 内容制作与 IP 管理协同（我们预期中期可节约：10 亿美元）

依托统一采购与更大制作规模，公司有望将整体制作成本压缩约 5%，以 2024 年营业成本为基数测算，年化节约约 10 亿美元。在内容制作端，收购完成后奈飞或整合双方制片团队，并共享摄影棚、后期制作设施及技术团队，压降闲置与重复投入。在内容规划与 IP 管理端，奈飞或将优化内容组合，将更多预算集中投入头部与长期价值 IP，同时交叉利用双方 IP 库开发衍生作品，在提升内容黏性的同时摊薄获客成本。

3) 营销与用户获取优化（我们预期中期可节约：5 亿美元）

在用户获取端，全球订阅用户基数提升（奈飞 4Q24 约 3 亿，WBD 3Q25 约 1.3 亿），奈飞有望通过整合获客渠道与投放策略，削减 10-20% 的重复营销支出。以 2024 年销售费用为测算基数，有望带来约 5 亿美元年化成本节约。在营销协同方面，合并后的大规模投放有望获取更优惠的广告费率，同时通过在 Netflix 平台向用户推送 HBO 剧集等方式，提升交叉转化效率，从而进一步降低整体获客成本。

4) 组织与人力资源重构（我们预期中期可节约：2 亿美元）

在管理结构方面，奈飞或将整合全球办公地点与管理架构，例如压降财务、法务、人力资源等后台部门的重复岗位。以 2024 年管理费用为基数测算，若通过整合实现 5-10% 的管理费用降幅，对应金额约 2 亿美元。

华纳兄弟内容储备仍具深度

华纳兄弟内容储备深厚，若收购顺利推进，或为奈飞带来新的增长动能。①经典 IP 以创新续作扩容价值，包括计划于 26 年上线的《哈利波特》剧集（基于全球票房超 77 亿美元的电影 IP，规划七季）、《权力的游戏》衍生剧《七王国的骑士》，以及 DC 系列的《超级少女》《超人 2》，并将推出《指环王：猎捕咕噜》等衍生电影，依托成熟 IP 的受众基础拓展增量；②原创内容 IP 稳步推进，如《黑镜》导演执导的《泥面人》等项目，同时公司仍有超 80 部剧集在制作中（3Q25 业绩会），为长期内容供给奠定基础。

图表2：华纳兄弟重点剧集储备

类型	剧集名	预计上线时间	备注
剧集	《哈利波特》影集版	2026年上线，预计分为七季	同原著改编的《哈利波特》系列电影全球总票房超77亿美元
	《七王国的骑士》	2026年1月8日	《权力的游戏》衍生剧
	《超级少女》	2026年	DC系列中《超人》全球票房6.16亿美元
电影	《泥面人》	2026年	詹姆斯·瓦特金斯执导，曾执导《黑镜》第三季
	《戴帽子的猫》	2026年	亚历山德罗·卡罗尼执导，曾执导《功夫熊猫3》
	《超人2》	2027年	《超人》电影票房约6.43亿美元
	《小精灵》	2027年11月19日	1984年《小精灵》全球票房约1.5亿美元
	《指环王：猎捕咕噜》	2027年12月17日	改编自托尔金《指环王》

资料来源：公司官网，华泰研究

盈利预测

由于收购尚存不确定性，我们维持奈飞 25-27 年财务预测，其中净利润分别为 114、142 和 169 亿美元。

图表3：奈飞财务预测

奈飞财务 美元 百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E
总收入	33,723	39,001	45,150	51,541	58,512	10,543	11,079	11,510	12,017	12,127
YoY	6.7%	15.6%	15.8%	14.2%	13.5%	12.5%	15.9%	17.2%	17.3%	15.0%
-流媒体收入	33,640	39,001	45,150	51,541	58,512	10,543	11,079	11,510	12,017	12,127
YoY	6.9%	15.9%	15.8%	14.2%	13.5%	12.5%	15.9%	17.2%	17.3%	15.0%
平均付费用户数量(百万)	260	302	327	346	369	305	311	318	327	333
YoY	12.8%	15.9%	8.6%	5.7%	6.6%	13.2%	12.0%	12.6%	8.6%	9.1%
ARPPU (US\$)	11.42	11.57	11.96	12.75	13.64	11.58	11.99	12.20	12.41	12.24
YoY	-1.5%	1.3%	3.4%	6.6%	6.9%	-1.7%	3.0%	4.3%	6.1%	5.7%
-其他收入	83	-	-	-	-	-	-	-	-	-
总成本	19,715	21,038	23,037	25,091	27,786	5,263	5,325	6,164	6,285	5,830
毛利	14,008	17,963	22,112	26,450	30,726	5,280	5,754	5,346	5,733	6,298
YoY	12.5%	28.2%	23.1%	19.6%	16.2%	20.2%	31.2%	13.6%	28.0%	19.3%
毛利率	41.5%	46.1%	49.0%	51.3%	52.5%	50.1%	51.9%	46.4%	47.7%	51.9%
销售费用率	7.9%	7.5%	6.7%	6.7%	6.7%	6.5%	6.4%	6.8%	6.9%	6.5%
研发费用率	7.9%	7.5%	7.6%	7.6%	7.4%	7.8%	7.4%	7.4%	7.6%	7.6%
管理费用率	5.1%	4.4%	4.0%	3.8%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%	4.1%	4.0%
经营利润	6,954	10,418	13,865	17,106	20,326	3,347	3,775	3,248	3,495	4,100
经营利润率	20.6%	26.7%	30.7%	33.2%	34.7%	31.7%	34.1%	28.2%	29.1%	33.8%
净利润	5,408	8,712	11,449	14,190	16,857	2,890	3,125	2,547	2,886	3,448
YoY	20.4%	61.1%	31.4%	23.9%	18.8%	23.9%	45.6%	7.8%	54.5%	19.3%
净利润率	16.0%	22.3%	25.4%	27.5%	28.8%	27.4%	28.2%	22.1%	24.0%	28.4%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

公司估值

我们将奈飞目标价调至 123.9 美元，估值基础切换至 26 年，对应 37 倍 PE（前值 1387.58 美元对应 25 年 51.5 倍 PE，10 月奈飞按 1:10 进行了拆股），高于行业均值 27.7 倍。估值溢价原因：奈飞作为流媒体龙头，通过自制头部影视剧集，形成内容供给侧壁垒。本次溢价下调，主因短期内，我们认为市场对奈飞收购 HBO 的监管批准，以及对未来的协同效应和资产模式加重存在一定担忧。

图表4：奈飞同业估值比较

公司	股票代码	收盘价 (交易货币)	净利润增长 (%)			GAAP PE (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
脸书	META US	650.1	-3%	25%	13%	27.6	21.9	19.4
苹果 (FY+1)	AAPL US	278.8	8%	8%	7%	34.1	31.4	29.2
微软 (FY+1)	MSFT US	478.6	17%	18%	18%	29.8	25.3	21.4
谷歌	GOOG US	321.0	30%	3%	16%	30.3	28.9	24.2
迪士尼 (FY+1)	DIS US	108.8	-16%	13%	10%	18.6	16.5	15.0
市值加权平均 PE						30.8	27.7	24.3

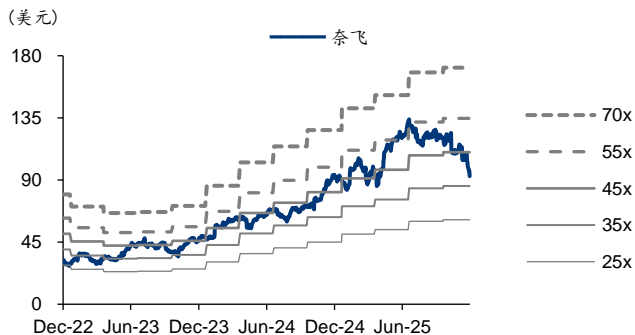
注：数据截至 12 月 10 日美股收盘（美东时间），所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

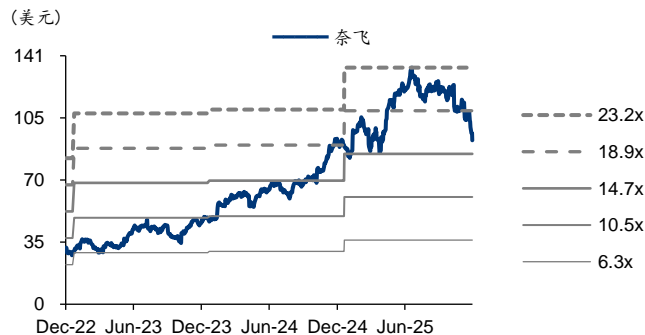
- 1) 新兴市场拓展不及预期：更多美国流媒体和互联网公司开始拓展新兴市场，迪士尼+，苹果电视，亚马逊等公司在亚洲市场加码布局自制内容，流媒体娱乐行业竞争更加激烈，存在新市场拓宽不及预期风险。
- 2) 剧集上线不及预期。
- 3) 付费用户增速低于预期：26 年美国消费或呈现下行趋势，奈飞付费用户增速或低于预期。

图表5：奈飞 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表6：奈飞 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	33,723	39,001	45,150	51,541	58,512
销售成本	(19,715)	(21,038)	(23,037)	(25,091)	(27,786)
毛利润	14,008	17,963	22,112	26,450	30,726
销售及分销成本	(2,658)	(2,918)	(3,021)	(3,448)	(3,914)
管理费用	(2,676)	(2,925)	(3,416)	(3,925)	(4,307)
其他收入/支出	(1,720)	(1,702)	(1,811)	(1,971)	(2,179)
财务成本净额	(748.60)	(451.96)	(553.63)	(553.63)	(553.63)
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	6,205	9,966	13,311	16,553	19,773
税费开支	(797.42)	(1,254)	(1,862)	(2,363)	(2,916)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	5,408	8,712	11,449	14,190	16,857
折旧和摊销	(14,554)	(15,630)	(16,578)	(17,858)	(19,428)
EBITDA	21,508	26,048	30,443	34,964	39,754
EPS (美元, 基本)	1.22	2.03	2.70	3.43	4.19

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	2,780	3,517	4,275	4,880	5,540
现金及现金等价物	7,117	7,805	9,397	11,686	14,297
其他流动资产	4.98	8.31	14.18	12.43	10.95
总流动资产	9,918	13,100	17,367	20,261	23,532
固定资产	1,491	1,594	1,656	1,752	1,833
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	37,322	38,936	41,728	44,984	47,089
总长期资产	38,814	40,530	43,383	46,736	48,922
总资产	48,732	53,630	60,751	66,997	72,454
应付账款	2,551	3,056	3,082	3,606	3,800
短期借款	1,843	3,305	3,545	3,794	4,066
其他负债	4,466	4,394	4,966	6,185	7,021
总流动负债	8,861	10,755	11,594	13,585	14,888
长期债务	16,722	15,579	15,515	15,462	15,435
其他长期债务	2,561	2,552	2,552	2,552	2,552
总长期负债	19,283	18,131	18,067	18,014	17,987
股本	5,145	6,252	6,252	6,252	6,252
储备/其他项目	15,443	18,491	24,838	29,146	33,327
股东权益	20,588	24,744	31,090	35,398	39,579
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	20,588	24,744	31,090	35,398	39,579

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	75.70	45.71	34.31	26.99	22.15
PB	19.88	16.09	12.63	10.82	9.43
EV EBITDA	20.56	16.96	14.48	12.58	11.03
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	4.76	5.73	6.42	7.60	8.51

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	21,508	26,048	30,443	34,964	39,754
融资成本	748.60	451.96	553.63	553.63	553.63
营运资本变动	(116.15)	(33.10)	(816.71)	167.85	(193.58)
税费	(797.42)	(1,254)	(1,862)	(2,363)	(2,916)
其他	(14,069)	(17,852)	(19,807)	(23,753)	(26,513)
经营活动现金流	7,274	7,361	8,510	9,569	10,685
CAPEX	(348.55)	(439.50)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
其他投资活动	890.30	(1,742)	(1,916)	(1,916)	(1,916)
投资活动现金流	541.75	(2,182)	(2,416)	(2,416)	(2,416)
债务增加量	(209.66)	(345.07)	(345.07)	(345.07)	(345.07)
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	(5,741)	(3,729)	(4,159)	(4,519)	(5,312)
融资活动现金流	(5,951)	(4,074)	(4,504)	(4,864)	(5,657)
现金变动	1,948	1,105	1,590	2,289	2,611
年初现金	5,170	7,119	7,807	9,397	11,686
汇率波动影响	82.68	(416.30)	0.00	0.00	0.00
年末现金	7,119	7,807	9,397	11,686	14,297

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	6.67	15.65	15.77	14.16	13.53
毛利润	12.54	28.23	23.10	19.62	16.17
营业利润	23.45	49.81	33.09	23.38	18.82
净利润	20.39	61.09	31.42	23.94	18.79
EPS	21.22	65.61	33.23	27.12	21.84
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	41.54	46.06	48.98	51.32	52.51
EBITDA	63.78	66.79	67.43	67.84	67.94
净利润率	16.04	22.34	25.36	27.53	28.81
ROE	26.15	38.43	41.01	42.68	44.96
ROA	11.11	17.02	20.02	22.22	24.18
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	36.07	31.43	18.79	9.06	0.63
流动比率	1.12	1.22	1.50	1.49	1.58
速动比率	1.12	1.22	1.50	1.49	1.58

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.69	0.76	0.79	0.81	0.84
应收账款周转天数	31.96	29.06	31.06	31.97	32.05
应付账款周转天数	43.25	47.98	47.96	47.98	47.98
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	1.22	2.03	2.70	3.43	4.19
每股净资产	4.66	5.76	7.34	8.57	9.83

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、丁骄璇，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。
- 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