

4Q 收入符合预期，AI 制作渗透率提升

华泰研究

2026 年 1 月 21 日 | 美国

年报点评

互联网

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

110.82

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁骄旻

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

奈飞 4Q 营收同比增长 17%，超 VA 一致预期（下同）0.7%。4Q 毛利率同比提升 0.7pct，主因付费会员增长至 3.25 亿，且广告收入放量持续，净利润同比增长 29.4%，高于预期 2%，利息费用含收购华纳贷款相关的 6000 万美元。26 年指引方面，公司预期收入达 507-517 亿美元（符合预期 510 亿美元），经营利润率达 31.5%（低于预期 32.7%），包含 2.75 亿美元收购相关费用。当前市场对其收购华纳后的协同效应仍存分歧，短期监管审批观望情绪较重。我们认为后续应重点关注：①短期涨价空间，例如美国提价窗口或临近，奈飞广告套餐价格仍低于同行；②从中期看，管理层预计 26 年广告收入有望实现翻倍，公司拓展功能并测试互动广告形式；③从远期看，AI 提效内容制作，同时内容供给不断丰富，例如新引入索尼院线合作（独家播放 1.5 年），并拓展环球和派拉蒙的授权内容。维持“增持”评级。

用户参与度稳中有进，1Q 头部储备以回归剧集为主

奈飞用户参与度保持稳健，2H25 用户观看时长同比增长 2%，其中原创剧集观看时长同比提升 9%。①4Q 头部内容表现突出：《怪奇物语》第五季观看次数达 1.2 亿次，截至 1 月 20 日已跻身奈飞历史收视 top4；《弗兰肯斯坦》观看次数达 1.02 亿次；保罗与约书亚的拳击比赛平均每分钟观众达 3300 万。②1Q 内容供给相对充裕，但以爆款回归为主，包括《布里奇顿》第四季（分拆于 1 月 29 日与 2 月 26 日上线）、《暗夜情报员》第三季（2 月 19 日上线），二者前作均进入奈飞历史收视 top10，以及《海贼王（真人版）》第二季（3 月 10 日上线，全球性爆款 IP）。

26 年广告收入指引翻倍，商业化能力持续提升

奈飞 25 年广告收入同增超 250%至 15 亿美元，并指引 26 年收入有望翻倍，广告体系持续走向成熟。①自有广告技术栈不断完善，奈飞表示更多广告功能、数据分析工具将逐步上线，在维持高 CPM 水平的同时，推动广告加载率提升；②奈飞已于 25 年底启动互动式视频广告测试，并计划于 2Q26 面向全球推广。此外，奈飞持续优化移动端竖屏体验，重点引入剧集高光片段推荐流，并计划加入视频播客等内容，移动端用户参与度有望进一步提升。

收购华纳有望兑现协同效应，战略重心暂不偏向院线

管理层表示收购华纳后，公司电影战略重心不会偏向院线模式，中短期内亦不会对会员定价产生影响，交易完成后约 85%的收入仍将来自奈飞现有核心业务。奈飞今日宣布收购将全部以现金支付（此前为现金+股票组合），并表示赋能体现在：①院线电影可补充流媒体发行模式；②影视制作工作室有助于扩充产能，部分内容会向第三方供给；③HBO 内容体系可丰富平台内容矩阵。我们认为，奈飞在内容整合与爆款打造方面具备较强能力，长期协同效应有望释放增量利润。

盈利预测与估值

展望 26-27 年，我们分别调整收入预测-1.5%、-3%，主因公司部分回归爆款剧集已结束最终季，调整 26-27 年净利润预测-5.5%、-1.6%至 134 亿、166 亿美元，主系公司内容摊销成本有所提升。我们引入 28 年新预测，收入 624 亿美元和净利润 196 亿美元。我们基于 PE 估值，将奈飞目标价从 123.9 美元下调至 110.82 美元，对应 26 年 35 倍 PE（前值 37 倍），高于行业均值 26.1 倍。溢价主系奈飞作为流媒体龙头拥有内容供给侧壁垒；本次溢价缩窄，主要反映公司收购华纳后业绩不确定性。维持“增持”评级。

风险提示：新市场拓展不及预期，内容成本超预期，付费用户增速低于预期。

夏路路 研究员
SAC No. S0570523100002 xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154 +(852) 3658 6000

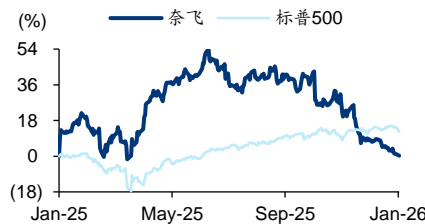
丁骄旻 研究员
SAC No. S0570523040003 dingjiaowan@htsc.com
SFC No. BPJ942 +(86) 21 2897 2228

牟睿捷* 联系人
SAC No. S0570125070064 mouruijie@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

| | |
|---------------------|--------------|
| 收盘价(美元 截至 1 月 20 日) | 87.26 |
| 市值(美元百万) | 398,734 |
| 6 个月平均日成交额(美元百万) | 4,168 |
| 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) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万) | 45,183 | 50,754 | 56,731 | 62,436 |
| +/-% | 15.85 | 12.33 | 11.78 | 10.05 |
| 归属母公司净利润(百万) | 10,981 | 13,416 | 16,588 | 19,558 |
| +/-% | 26.05 | 22.17 | 23.64 | 17.91 |
| EPS(最新摊薄) | 2.54 | 3.19 | 4.04 | 4.89 |
| ROE(%) | 42.76 | 50.22 | 58.11 | 58.25 |
| PE(倍) | 33.61 | 26.82 | 21.15 | 17.49 |
| PB(倍) | 13.87 | 13.42 | 11.59 | 9.27 |
| EV EBITDA(倍) | 13.78 | 12.21 | 10.81 | 9.59 |
| 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

图表1: 奈飞财报数据和公司指引

| 美元 (百万) | USD mn | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | VA Cons | vs Cons | 1Q guide | 1Q VA Cons | FY26 guide | vs FY26 VA Cons |
|-------------|-------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|-------------------------|------------|-------------------------------|-----------------|
| 财务数据 | Financials | | | | | | | | | | |
| GAAP收入 | Revenue | 10,543 | 11,079 | 11,510 | 12,051 | 11,968 | 0.7% | 12,157 | 12,195 | 50.7-51.7B | 51.0B |
| YOY (%) | YOY (%) | 12.5% | 15.9% | 17.2% | 17.6% | | | 15.3% on reported basis | | 11%-13% on F/X neutral Basis. | |
| 毛利 | Gross Profit | 5,280 | 5,754 | 5,346 | 5,528 | 5,407 | 2.2% | | 6,330 | | |
| YOY (%) | YOY (%) | 20.2% | 31.2% | 13.6% | 23.4% | | | | | | |
| 毛利率 | GPM | 50.1% | 51.9% | 46.4% | 45.9% | 45.2% | 0.7pp | | 51.9% | | |
| 同比变动 (pp) | YOY (pp) | 3.2pp | 6.1pp | -1.4pp | 2.2pp | | | | | | |
| 经营利润 | Operating Profit | 3,347 | 3,775 | 3,248 | 2,957 | 2,882 | 2.6% | 3,906 | 4,196 | | |
| YOY (%) | YOY (%) | 27.1% | 45.0% | 11.7% | 30.1% | | | | | | |
| 经营利润率 | OPM | 31.7% | 34.1% | 28.2% | 24.5% | 24.1% | 0.4pp | 32.1% | 34.4% | OPM 31.5% (F/X neutral) | 32.7% |
| 同比变动 (pp) | YOY (pp) | 3.7pp | 6.8pp | -1.4pp | 2.4pp | | | | | | |
| 净利润 | Net Profit | 2,890 | 3,125 | 2,547 | 2,419 | 2,370 | 2.0% | 3,264 | 3,530 | | |
| YOY (%) | YOY (%) | 23.9% | 45.6% | 7.8% | 29.4% | | | | | | |
| 净利率 | NPM | 27.4% | 28.2% | 22.1% | 20.1% | 19.8% | 0.3pp | 26.8% | 28.9% | | |
| 同比变动 (pp) | YOY (pp) | 2.5pp | 5.7pp | -1.9pp | 1.8pp | | | | | | |
| 经营费用 | Opex | | | | | | | | | | |
| -营销费用 | -S&M | 688 | 713 | 786 | 1,113 | 1,129 | -1.4% | | | | |
| YOY (%) | YOY (%) | 5.3% | 10.7% | 22.3% | 14.1% | | | | | | |
| 营销费用率 | % of Revenue | 6.5% | 6.4% | 6.8% | 9.2% | 9.4% | -0.2pp | | | | |
| -研发费用 | -R&D | 823 | 825 | 854 | 890 | 891 | -0.1% | | | | |
| YOY (%) | YOY (%) | 17.2% | 15.9% | 16.1% | 14.7% | | | | | | |
| 研发费用率 | % of Revenue | 7.8% | 7.4% | 7.4% | 7.4% | 7.4% | -0.1pp | | | | |
| -管理费用 | -G&A | 421 | 441 | 458 | 568 | 499 | 13.7% | | | | |
| YOY (%) | YOY (%) | 4.3% | 3.3% | 9.7% | 25.2% | | | | | | |
| 管理费用率 | % of Revenue | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.7% | 4.2% | 0.5pp | | | | |

| 百万美元 | | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | VA Cons | VS Cons |
|-----------------|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 美国和加拿大 | US & Canada (UCAN) | | | | | | |
| -收入 | -Revenue (\$mn) | 4,617 | 4,929 | 5,072 | 5,339 | 5,261 | 1.5% |
| YOY (%) | YOY (%) | 9.3% | 14.7% | 17.3% | 18.2% | | |
| 欧洲、中东和非洲 | EMEA Revenue | | | | | | |
| -收入 | -Revenue (\$mn) | 3,405 | 3,538 | 3,699 | 3,873 | 3,848 | 0.7% |
| YOY (%) | YOY (%) | 15.1% | 17.6% | 18.1% | 17.8% | | |
| 拉丁美洲 | LATAM Revenue | | | | | | |
| -收入 | -Revenue (\$mn) | 1,262 | 1,307 | 1,371 | 1,418 | 1,413 | 0.3% |
| YOY (%) | YOY (%) | 8.3% | 8.5% | 10.5% | 15.3% | | |
| 亚太 | APAC Revenue | | | | | | |
| -收入 | -Revenue (\$mn) | 1,259 | 1,305 | 1,369 | 1,421 | 1,441 | -1.4% |
| YOY (%) | YOY (%) | 23.1% | 24.1% | 21.3% | 17.2% | | |

| 美元 (百万) | USD mn | 1Q guidance | 1Q VA Cons | FY26 guidance | vs FY26 VA Cons |
|-------------|-------------------------|-------------------------|------------|-------------------------------|-----------------|
| 财务数据 | Financials | | | | |
| GAAP收入 | Revenue | 12,157 | 12,195 | 50.7-51.7B | 51.0B |
| YOY (%) | YOY (%) | | | 11%-13% on F/X neutral Basis. | |
| | | 15.3% on reported basis | | | |
| 毛利 | Gross Profit | | 6,330 | | |
| YOY (%) | YOY (%) | | | | |
| 毛利率 | GPM | | 51.9% | | |
| 同比变动 (pp) | YOY (pp) | | | | |
| 经营利润 | Operating Profit | 3,906 | 4,196 | | |
| YOY (%) | YOY (%) | | | | |
| 经营利润率 | OPM | 32.1% | 34.4% | OPM 31.5% (F/X neutral) | 32.7% |
| 同比变动 (pp) | YOY (pp) | | | | |
| 净利润 | Consolidated Net Profit | 3,264 | 3,530 | | |
| YOY (%) | YOY (%) | | | | |
| 净利率 | NPM (% Revenue) | 26.8% | 28.9% | | |

资料来源: 公司公告, VA 一致预期, 华泰研究

图表2: 奈飞分地区数据

| 百万美元 | | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | VA Cons | VS Cons |
|-----------------|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 美国和加拿大 | US & Canada (UCAN) | | | | | | |
| -收入 | -Revenue (\$mn) | 4,617 | 4,929 | 5,072 | 5,339 | 5,261 | 1.5% |
| YOY (%) | YOY (%) | 9.3% | 14.7% | 17.3% | 18.2% | | |
| 欧洲、中东和非洲 | EMEA Revenue | | | | | | |
| -收入 | -Revenue (\$mn) | 3,405 | 3,538 | 3,699 | 3,873 | 3,848 | 0.7% |
| YOY (%) | YOY (%) | 15.1% | 17.6% | 18.1% | 17.8% | | |
| 拉丁美洲 | LATAM Revenue | | | | | | |
| -收入 | -Revenue (\$mn) | 1,262 | 1,307 | 1,371 | 1,418 | 1,413 | 0.3% |
| YOY (%) | YOY (%) | 8.3% | 8.5% | 10.5% | 15.3% | | |
| 亚太 | APAC Revenue | | | | | | |
| -收入 | -Revenue (\$mn) | 1,259 | 1,305 | 1,369 | 1,421 | 1,441 | -1.4% |
| YOY (%) | YOY (%) | 23.1% | 24.1% | 21.3% | 17.2% | | |

资料来源: 公司公告, 华泰研究

1Q 内容储备多以回归爆款为主

奈飞内容储备仍深厚，2026 年重点储备涵盖多部旗舰剧集：①剧集方面：《布里奇顿》第四季（首季观看时长 9.3 亿小时）、暗夜情报员第三季（首季观看时长 8.0 亿小时）、《金妮与乔治娅》第四季（第二季上映当周观看时长达 1.8 亿小时，登顶英语电视榜）及韩剧《爱情怎么翻译》；②电影方面：《纳尼亚传奇》、《浴血黑帮：不死之人》以及改编自《巴黎圣母院》的《卡西莫多》。

奈飞持续推进第三方内容引入：①与索尼影业达成独家合作，获得索尼电影在院线及点播窗口后 18 个月的独家流媒体播放权，并计划逐步扩展至更多地区，预计于 2029 年前后实现全球覆盖；②获得环球影业新上映真人电影的授权窗口，于 26 年 1 月正式生效；③引入派拉蒙旗下《金斯敦市长》《海豹突击队》等共计 20 部剧集，进一步夯实内容深度。

此外，奈飞持续拓展游戏业务，延续精品化发展路径。公司优先布局电视端云游戏，目前已覆盖约三分之一的会员。《Boggle Party》（拼字游戏）、《Pictionary: Game Night》（你画我猜）、《LEGO Party》等派对类游戏有效提升电视端用户的参与度。未来，奈飞计划于 26 年推出适配云端的《FIFA》足球模拟游戏，并加大对儿童向游戏内容的重点投入。

图表3：4Q25 奈飞重点剧集储备

| 类型 | 剧集名 | 预计上线时间 | 备注 |
|-------|---------------------|-----------|--|
| 剧集 | 爱情怎么翻译 | 2026.1.16 | 金宣虎、高允真主演 |
| | 布里奇顿 第四季 | 2026.1.29 | 第三季首周观看时长高达1.65亿小时 |
| | 暗夜情报员 第三季 | 2026.2.19 | 第一季全球总观看时数逾8.12亿个小时 |
| | 海贼王 第二季 | 2026.3.10 | 海贼王真人剧 |
| | 头号外交官 第四季 | 2026 | 第一季曾获得第81届金球奖提名 |
| | 百年孤独 第二季 | 2026 | 改编自名著《百年孤独》 |
| | 外滩探秘 第五季 | 2026 | 2023年2月，第三季成为Netflix英语电视排行榜的首位，观看时长为1.5497亿小时 |
| | 维琴河 第八季 | 2026 | 改编自Robyn Carr同名小说 |
| | 绅士们 第二季 | 2026 | 第一季在2024年4月初的网飞播放量榜单上排名第三，有560万次播放 |
| | 降世神通：最后的气宗 第二季 | 2025 | 第一季首周观看了1.544亿小时，吸引了2120万观众 |
| | 金妮与乔治娅 第四季 | 2026 | 第二季在2023年1月上线的当周获得了1.8047亿小时的观看时长，登顶英语电视排行榜第一名 |
| | 亚森·罗宾 第三季 | 2026 | 第一季的播放量达到7亿次 |
| | Office Romance | 2026 | 詹妮弗·洛佩兹主演 |
| | 盛夏假期遇见你 | 2026 | 詹妮弗·洛佩兹主演 |
| | 草原小屋 | 2026 | 改编自经典儿童小说《草原小屋》（The Prairie Home Companion） |
| | 怒火救援 | 2026 | 改编自《怒火救援》小说 |
| | 怒呛人生 | 2026 | 李成真指导，曾获得第75届黄金时段艾美奖 |
| | 轮家也疯狂 第三季 | 2026 | 肖恩·吉利斯主演 |
| | Burroughs | 2026 | 达菲兄弟继《怪奇物语》后的新剧 |
| | 电影 | 傲慢与偏见 | 2026 |
| 纳尼亚传奇 | | 2026 | 格蕾塔·葛韦格执导，前作《纳尼亚传奇：黎明踏浪号》的全球票房收入约为4.15亿美元 |
| 洪水将至 | | 2026 | 奥斯卡奖提名者费尔南多·梅里尔斯执导，丹泽尔·华盛顿、罗伯特·帕丁森主演 |
| 政界野兽 | | 2026 | 本·阿弗莱克执导并主演 |
| Apex | | 2026 | 查理兹·塞隆主演 |
| 全信没收 | | 2026 | 本·阿弗莱克与马特·达蒙共同主演 |
| 卡西莫多 | | 2026 | 改编自维克多·雨果经典名著《巴黎圣母院》 |
| 直播 | 浴血黑帮：不死之人 | 2026 | 希里安·墨菲主演，英国电视剧《浴血黑帮》的电影版 |
| | Skyscraper Live | 2026 | |
| | 美国演员工会奖（SAG Awards） | 2026 | |
| | 世界棒球经典赛 | 2026 | 日本举行 |
| | 国际足联女足世界杯 | 2027、2031 | |

资料来源：公司官网，华泰研究

AI 内容制作渗透深化，短期提效确定性强

AI 已逐步渗透奈飞多条业务线。我们认为，中短期内 AI 对内容制作、分发环节的提效作用更为确定，但长期看，仍需关注创意思路僵化与内容同质化等问题。具体而言：

①内容生产方面，AI 降低制作门槛，中长尾内容供给有望重焕活力，同时提升头部内容的制作效率。前端创作环节，AI 可基于受众偏好进行分析并辅助剧本创作，从选题阶段降低试错成本，有助于改善中腰部内容的 ROI。制作与后期环节，AI 可用于场景生成、演员配音及特效制作等，压缩制作周期，以奈飞 25 年原创剧集《永航员》为例，AI 辅助制作大楼倒塌特效，管理层表示效率较传统流程提升约 10 倍，同时《高尔夫球也疯狂 2》依靠 AI 实现角色年轻化处理，《亿万地堡》亦在服装与布景设计中引入 AI 辅助。后端运营与分发环节，AI 字幕本土化翻译助力优质内容全球化扩散。

中长期而言，AI 提效亦可能带来新的结构性约束。一方面，生产效率提升或加大演员工会在权益分配上的谈判压力（参考 22-23 年好莱坞演员罢工事件）；另一方面，选材与创作过度依赖 AI，亦可能引发内容创意同质化风险，后续 AI 提效与创作者边界之间仍需寻求平衡。

②分发方面，交互式推荐有望提升用户使用时长。AI 推动流媒体平台由“内容货架”向个性化交互推荐演进。奈飞已开始测试自然语言交互功能，用户可通过对话式搜索获取个性化内容推荐，供需匹配效率提升有助于增强用户参与度。

③广告方面，AI 可从制作与投放两方面提效。制作层面，奈飞已在测试使用 AI 协助广告主生成定制化广告；投放与运营层面，奈飞通过 AI 与机器学习优化投放 ROI，并已引入 AI 辅助的自动化投放流程。

奈飞提价进程持续，美国提价窗口或临近

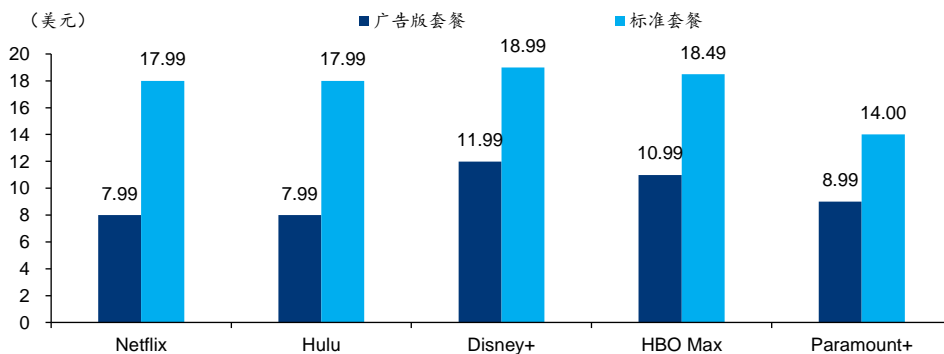
奈飞订阅提价通常以 12-18 个月为周期，距离上一轮美国市场提价已近一年。横向对比看，奈飞订阅套餐价格整体仍低于主要竞品，性价比优势突出。我们认为，新一轮提价窗口正临近，有望进一步拉动收入增长。截至 1 月 8 日，奈飞已在阿根廷市场上调订阅价格。

图表4：奈飞 4Q25 至今提价国家情况

| 订阅价格 | 国家/地区 | 货币 | 广告点播 | 涨价幅度 | 基础套餐 | 涨价幅度 | 标准套餐 | 涨价幅度 | 高级套餐 | 涨价幅度 |
|--------------------|-----------|-----|------|------|------|------|-------|------|-------|------|
| 拉丁美洲 Latin America | | | | | | | | | | |
| 阿根廷 | Argentina | ARS | - | - | 8999 | 25% | 14999 | 25% | 19999 | 25% |

资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：美国市场流媒体平台定价情况：奈飞仍具提价空间



资料来源：公司公告，华泰研究

流媒体平台分化趋势延续，奈飞市占率环比提升

据 Nielsen 数据，4Q25 美国流媒体观看时长占比升至 47.5%，整体使用率延续上行趋势。奈飞 4Q 市占率环比提升至 9.0%，创 25 年新高，优质内容储备巩固了自身优势。同时，YouTube 保持领先，25 年 12 月市占率环比略下滑至 12.7%，Disney+ 与 Amazon Prime Video 等主要平台维持在 4% - 5% 区间。

图表6：奈飞观看时长与时长份额

| | | 2025-01 | 2025-02 | 2025-03 | 2025-04 | 2025-05 | 2025-06 | 2025-07 | 2025-08 | 2025-09 | 2025-10 | 2025-11 | 2025-12 |
|-------------------------|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 流媒体 | On-demand video streaming | 42.6% | 43.5% | 43.8% | 44.3% | 44.8% | 46.0% | 47.3% | 46.4% | 45.2% | 45.7% | 46.7% | 47.5% |
| Netflix | Netflix | 8.6% | 8.2% | 7.9% | 7.1% | 7.5% | 8.3% | 8.8% | 8.7% | 8.3% | 8.0% | 8.3% | 9.0% |
| YouTube (不含TV) | YouTube (excluding TV) | 10.8% | 11.0% | 12.4% | 10.9% | 10.7% | 12.8% | 13.4% | 13.1% | 12.6% | 12.9% | 12.9% | 12.7% |
| Disney+ | Disney+ | 4.7% | 4.8% | 5.3% | 5.0% | 5.0% | 4.8% | 4.7% | 4.6% | 4.5% | 4.8% | 4.7% | 4.7% |
| Amazon | Amazon | 3.7% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.6% | 3.8% | 3.9% | 3.9% | 3.8% | 3.8% | 4.3% |
| Roku Channel | Roku Channel | 2.1% | 2.1% | 2.2% | 2.4% | 2.5% | 2.5% | 2.8% | 2.8% | 2.8% | 2.8% | 2.9% | 3.0% |
| Tubi | Tubi | 1.7% | 2.0% | 1.9% | 2.0% | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.1% | 2.2% | 2.1% | 2.0% |
| Paramount | Paramount | 2.3% | 2.3% | 2.3% | 2.4% | 2.5% | 2.0% | 1.9% | 2.0% | 2.0% | 2.1% | 2.3% | 2.5% |
| Warner/Discovery | Warner/Discovery | 1.2% | 1.3% | 1.2% | 1.5% | 1.5% | 1.4% | 1.5% | 1.4% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 1.4% |
| Peacock | Peacock | 1.4% | 1.5% | 1.4% | 1.4% | 1.4% | 1.5% | 1.6% | 1.4% | 1.4% | 1.6% | 1.9% | 1.7% |
| 其他流媒体 | Other streaming media | 6.0% | 6.3% | 6.1% | 6.6% | 6.5% | 6.9% | 6.6% | 6.4% | 6.3% | 6.3% | 6.3% | 6.3% |
| 有线电视 | Cable TV | 24.4% | 23.2% | 24.0% | 24.5% | 24.1% | 23.4% | 22.2% | 22.5% | 22.3% | 22.2% | 20.5% | 20.2% |
| 无线广播 | Broadcast TV | 22.5% | 21.2% | 20.5% | 20.8% | 20.1% | 18.5% | 18.4% | 19.1% | 22.3% | 22.9% | 23.2% | 21.4% |
| 其他 | Others | 10.5% | 12.1% | 11.7% | 10.4% | 11.0% | 12.1% | 12.1% | 12.0% | 10.2% | 9.1% | 9.6% | 10.9% |

资料来源：Nielsen，华泰研究

盈利预测

展望 26-27 年，我们分别调整收入预测-1.5%、-3%，主因公司部分回归爆款剧集已结束最终季，调整 26-27 年净利润预测-5.5%、-1.6%至 134 亿、166 亿美元，主系公司内容摊销成本有所提升。我们引入 28 年新预测，收入 624 亿美元和净利润 196 亿美元。

图表7：奈飞财务预测

| 奈飞财务 美元 百万 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26E | 2Q26E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总收入 | 39,001 | 45,183 | 50,754 | 56,731 | 62,436 | 10,543 | 11,079 | 11,510 | 12,051 | 12,175 | 12,663 |
| YoY | 15.6% | 15.9% | 12.3% | 11.8% | 10.1% | 12.5% | 15.9% | 17.2% | 17.6% | 15.5% | 14.3% |
| -流媒体收入 | 39,001 | 45,183 | 50,754 | 56,731 | 62,436 | 10,543 | 11,079 | 11,510 | 12,051 | 12,175 | 12,663 |
| YoY | 15.9% | 15.9% | 12.3% | 11.8% | 10.1% | 12.5% | 15.9% | 17.2% | 17.6% | 15.5% | 14.3% |
| 平均付费用户数量(百万) | 302 | 331 | 351 | 374 | 389 | 305 | 311 | 318 | 331 | 339 | 344 |
| YoY | 15.9% | 9.8% | 6.0% | 6.5% | 4.2% | 13.2% | 12.0% | 12.6% | 9.8% | 11.1% | 10.6% |
| ARPPU (US\$) | 11.57 | 11.90 | 12.40 | 13.05 | 13.64 | 11.58 | 11.99 | 12.20 | 12.37 | 12.11 | 12.36 |
| YoY | 1.3% | 2.9% | 4.2% | 5.2% | 4.5% | -1.7% | 3.0% | 4.3% | 5.8% | 4.5% | 3.1% |
| -其他收入 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 总成本 | 21,038 | 23,275 | 25,218 | 26,796 | 28,120 | 5,263 | 5,325 | 6,164 | 6,523 | 6,053 | 6,085 |
| 毛利 | 17,963 | 21,908 | 25,536 | 29,935 | 34,316 | 5,280 | 5,754 | 5,346 | 5,528 | 6,122 | 6,578 |
| YoY | 28.2% | 22.0% | 16.6% | 17.2% | 14.6% | 20.2% | 31.2% | 13.6% | 23.4% | 15.9% | 14.3% |
| 毛利率 | 46.1% | 48.5% | 50.3% | 52.8% | 55.0% | 50.1% | 51.9% | 46.4% | 45.9% | 50.3% | 51.9% |
| 销售费用率 | 7.5% | 7.3% | 7.4% | 7.2% | 7.1% | 6.5% | 6.4% | 6.8% | 9.2% | 6.8% | 6.7% |
| 研发费用率 | 7.5% | 7.5% | 7.4% | 7.0% | 7.2% | 7.8% | 7.4% | 7.4% | 7.4% | 7.4% | 7.4% |
| 管理费用率 | 4.4% | 4.2% | 3.8% | 3.7% | 3.6% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.7% | 4.0% | 3.9% |
| 经营利润 | 10,418 | 13,327 | 16,065 | 19,710 | 23,124 | 3,347 | 3,775 | 3,248 | 2,957 | 3,907 | 4,301 |
| 经营利润率 | 26.7% | 29.5% | 31.7% | 34.7% | 37.0% | 31.7% | 34.1% | 28.2% | 24.5% | 32.1% | 34.0% |
| 净利润 | 8,712 | 10,981 | 13,416 | 16,588 | 19,558 | 2,890 | 3,125 | 2,547 | 2,419 | 3,266 | 3,600 |
| YoY | 61.1% | 26.1% | 22.2% | 23.6% | 17.9% | 23.9% | 45.6% | 7.8% | 29.4% | 13.0% | 15.2% |
| 净利润率 | 22.3% | 24.3% | 26.4% | 29.2% | 31.3% | 27.4% | 28.2% | 22.1% | 20.1% | 26.8% | 28.4% |

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表8：华泰预测变动

| (美元 百万) | 2026E | | | 2027E | | | 2028E | | |
|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| | 前值 | 新值 | 变动 (%) | 前值 | 新值 | 变动 (%) | 前值 | 新值 | 变动 (%) |
| 营业收入 | 51,541 | 50,754 | -1.5% | 58,512 | 56,731 | -3.0% | 62,436 | 62,436 | 0.0% |
| 毛利润 | 26,450 | 25,536 | -3.5% | 30,726 | 29,935 | -2.6% | 34,316 | 34,316 | 0.0% |
| 归母净利润 | 14,190 | 13,416 | -5.5% | 16,857 | 16,588 | -1.6% | 19,558 | 19,558 | 0.0% |
| (%) | | | | | | | | | |
| | | | 变动 (pp) | | | 变动 (pp) | | | 变动 (pp) |
| 毛利率 | 51.32% | 50.31% | -1.01 | 52.51% | 52.77% | 0.25 | 54.96% | 54.96% | 0.00 |
| 归母净利率 | 27.53% | 26.43% | -1.10 | 28.81% | 29.24% | 0.43 | 31.32% | 31.32% | 0.00 |

资料来源：华泰研究预测

图表9：华泰预测 VS VA 一致预期

| (美元 百万) | 2026E | | | 2027E | | | 2028E | | |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 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 | 50,754 | 50,996 | -0.5% | 56,731 | 56,856 | -0.2% | 62,436 | 62,929 | -0.8% |
| 毛利润 | 25,536 | 26,033 | -1.9% | 29,935 | 30,052 | -0.4% | 34,316 | 34,522 | -0.6% |
| 归母净利润 | 13,416 | 13,925 | -3.7% | 16,588 | 16,664 | -0.5% | 19,558 | 19,724 | -0.8% |

资料来源：VA 一致预期，华泰研究预测

公司估值

我们将奈飞目标价从 123.9 美元下调至 110.82 美元，对应 26 年 35 倍 PE（前值 37 倍），高于全球可比公司均值的 26.1 倍，溢价缩窄主要反映公司收购华纳后业务协同情况尚存不确定性。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。展望中长期，奈飞广告业务增长空间较可比公司更高。

图表10：奈飞同业估值比较

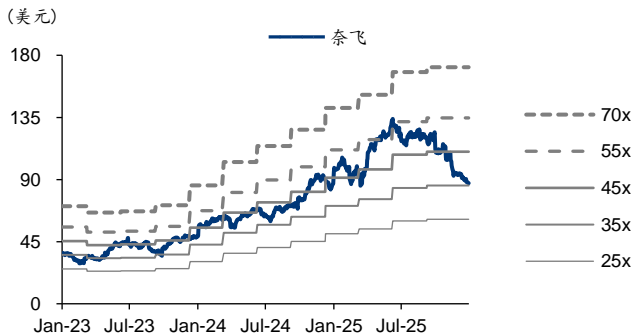
| 公司 | 股票代码 | 收盘价 (交易货币) | 净利润增长 (%) | | | GAAP PE (x) | | |
|-----------------|---------|---------------|-----------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|
| | | | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 脸书 | META US | 604.1 | -4% | 28% | 13% | 26.4 | 20.4 | 18.1 |
| 苹果 (FY+1) | AAPL US | 246.7 | 8% | 8% | 8% | 30.0 | 27.7 | 25.7 |
| 微软 (FY+1) | MSFT US | 454.5 | 17% | 18% | 18% | 28.3 | 24.1 | 20.3 |
| 谷歌 | GOOG US | 322.2 | 29% | 4% | 17% | 30.4 | 29.0 | 24.0 |
| 迪士尼 (FY+1) | DIS US | 110.3 | -16% | 11% | 10% | 18.8 | 16.9 | 15.4 |
| 市值加权平均PE | | | | | | 29.1 | 26.1 | 22.6 |

注：数据截至 1 月 20 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

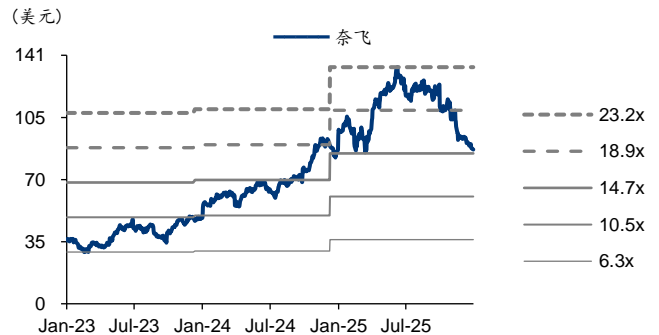
- 1) 新兴市场拓展不及预期：更多美国流媒体和互联网公司开始拓展新兴市场，迪士尼+，苹果电视，亚马逊等公司在亚洲市场加码布局自制内容，流媒体娱乐行业竞争更加激烈，存在新兴市场拓宽不及预期风险。
- 2) 内容成本超预期
- 3) 付费用户增速低于预期：25 年美国消费或呈现下行趋势，奈飞付费用户增速或低于预期

图表11：奈飞 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表12：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) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 39,001 | 45,183 | 50,754 | 56,731 | 62,436 |
| 销售成本 | (21,038) | (23,275) | (25,218) | (26,796) | (28,120) |
| 毛利润 | 17,963 | 21,908 | 25,536 | 29,935 | 34,316 |
| 销售及分销成本 | (2,918) | (3,301) | (3,769) | (4,101) | (4,449) |
| 管理费用 | (2,925) | (3,391) | (3,750) | (3,998) | (4,466) |
| 其他收入/支出 | (1,702) | (1,888) | (1,953) | (2,126) | (2,277) |
| 财务成本净额 | (451.96) | (604.05) | (644.05) | (644.05) | (644.05) |
| 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 | 9,966 | 12,723 | 15,421 | 19,066 | 22,480 |
| 税费开支 | (1,254) | (1,741) | (2,005) | (2,479) | (2,922) |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归母净利润 | 8,712 | 10,981 | 13,416 | 16,588 | 19,558 |
| 折旧和摊销 | (15,630) | (16,756) | (18,170) | (18,759) | (19,849) |
| EBITDA | 26,048 | 30,082 | 34,235 | 38,469 | 42,973 |
| EPS (美元, 基本) | 2.03 | 2.60 | 3.25 | 4.13 | 4.99 |

资产负债表

| 会计年度 (美元百万) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 存货 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应收账款和票据 | 3,517 | 3,958 | 4,446 | 4,969 | 5,469 |
| 现金及现金等价物 | 7,805 | 9,034 | 8,350 | 11,193 | 15,646 |
| 其他流动资产 | 8.31 | 7.20 | 0.20 | 0.18 | 0.17 |
| 总流动资产 | 13,100 | 13,020 | 10,921 | 14,288 | 19,241 |
| 固定资产 | 1,594 | 2,004 | 1,962 | 1,990 | 2,020 |
| 无形资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他长期资产 | 38,936 | 40,572 | 45,079 | 46,983 | 48,897 |
| 总长期资产 | 40,530 | 42,577 | 47,040 | 48,973 | 50,917 |
| 总资产 | 53,630 | 55,597 | 57,962 | 63,261 | 70,158 |
| 应付账款 | 3,056 | 4,121 | 3,656 | 4,608 | 4,064 |
| 短期借款 | 3,305 | 2,775 | 2,994 | 3,228 | 3,453 |
| 其他负债 | 4,394 | 4,085 | 6,090 | 6,808 | 7,492 |
| 总流动负债 | 10,755 | 10,981 | 12,740 | 14,644 | 15,009 |
| 长期债务 | 15,579 | 15,043 | 15,447 | 15,386 | 15,312 |
| 其他长期债务 | 2,552 | 2,957 | 2,957 | 2,957 | 2,957 |
| 总长期负债 | 18,131 | 18,001 | 18,404 | 18,343 | 18,269 |
| 股本 | 6,252 | 7,286 | 7,286 | 7,286 | 7,286 |
| 储备/其他项目 | 18,491 | 19,329 | 19,532 | 22,987 | 29,594 |
| 股东权益 | 24,744 | 26,615 | 26,818 | 30,274 | 36,880 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 总权益 | 24,744 | 26,615 | 26,818 | 30,274 | 36,880 |

估值指标

| 会计年度 (倍) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE | 43.02 | 33.61 | 26.82 | 21.15 | 17.49 |
| PB | 15.15 | 13.87 | 13.42 | 11.59 | 9.27 |
| EV EBITDA | 16.00 | 13.78 | 12.21 | 10.81 | 9.59 |
| 股息率 (%) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 自由现金流收益率 (%) | 6.09 | 6.90 | 7.75 | 9.05 | 9.69 |

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) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| EBITDA | 26,048 | 30,082 | 34,235 | 38,469 | 42,973 |
| 融资成本 | 451.96 | 604.05 | 644.05 | 644.05 | 644.05 |
| 营运资本变动 | (33.10) | (53.00) | (734.97) | 664.03 | (820.07) |
| 税费 | (1,254) | (1,741) | (2,005) | (2,479) | (2,922) |
| 其他 | (17,852) | (18,743) | (24,034) | (25,845) | (26,992) |
| 经营活动现金流 | 7,361 | 10,149 | 8,105 | 11,453 | 12,883 |
| CAPEX | (439.50) | (688.22) | (500.00) | (500.00) | (500.00) |
| 其他投资活动 | (1,742) | 1,730 | 1,903 | 1,903 | 1,903 |
| 投资活动现金流 | (2,182) | 1,042 | 1,403 | 1,403 | 1,403 |
| 债务增加量 | (345.07) | (334.38) | (334.38) | (334.38) | (334.38) |
| 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 | (3,729) | (10,011) | (9,863) | (9,679) | (9,498) |
| 融资活动现金流 | (4,074) | (10,346) | (10,197) | (10,013) | (9,832) |
| 现金变动 | 1,105 | 845.34 | (689.61) | 2,843 | 4,454 |
| 年初现金 | 7,119 | 7,807 | 9,039 | 8,350 | 11,193 |
| 汇率波动影响 | (416.30) | 386.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 年末现金 | 7,807 | 9,039 | 8,350 | 11,193 | 15,646 |

业绩指标

| 会计年度 (倍) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 增长率 (%) | | | | | |
| 营业收入 | 15.65 | 15.85 | 12.33 | 11.78 | 10.05 |
| 毛利润 | 28.23 | 21.96 | 16.56 | 17.23 | 14.63 |
| 营业利润 | 49.81 | 27.92 | 20.55 | 22.69 | 17.32 |
| 净利润 | 61.09 | 26.05 | 22.17 | 23.64 | 17.91 |
| EPS | 65.61 | 28.02 | 25.30 | 26.81 | 20.93 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 46.06 | 48.49 | 50.31 | 52.77 | 54.96 |
| EBITDA | 66.79 | 66.58 | 67.45 | 67.81 | 68.83 |
| 净利润率 | 22.34 | 24.30 | 26.43 | 29.24 | 31.32 |
| ROE | 38.43 | 42.76 | 50.22 | 58.11 | 58.25 |
| ROA | 17.02 | 20.11 | 23.63 | 27.37 | 29.32 |
| 偿债能力 (倍) | | | | | |
| 净负债比率 (%) | 31.43 | 20.40 | 21.55 | 8.59 | (5.93) |
| 流动比率 | 1.22 | 1.19 | 0.86 | 0.98 | 1.28 |
| 速动比率 | 1.22 | 1.19 | 0.86 | 0.98 | 1.28 |
| 营运能力 (天) | | | | | |
| 总资产周转率 (次) | 0.76 | 0.83 | 0.89 | 0.94 | 0.94 |
| 应收账款周转天数 | 29.06 | 29.78 | 29.80 | 29.87 | 30.09 |
| 应付账款周转天数 | 47.98 | 55.51 | 55.51 | 55.51 | 55.51 |
| 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 | 2.03 | 2.60 | 3.25 | 4.13 | 4.99 |
| 每股净资产 | 5.76 | 6.29 | 6.50 | 7.53 | 9.41 |

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2026年华泰证券股份有限公司