

# 持续投入生态建设与加码商家扶持

华泰研究

2026年5月29日 | 美国

季报点评

互联网

拼多多 1Q26 总收入 1,062 亿元，同增 11.0%，逊于 Visible Alpha (VA) 一致预期的 1,087 亿元；非 GAAP 归母净利润 141 亿元，对应非 GAAP 净利率 13.2%，同比下降 4.5pp，利润率逊于 VA 一致预期的 21.8%，主因非经营性科目影响。1Q26 公司整体经营利润同比增速达 21.6%，已连续 3 个季度实现增速环比改善，我们认为公司或正逐步迈入内生利润改善周期，但持续的生态建设投入与商家扶持政策加码或在一定程度制约利润释放斜率。展望后续，尽管中长期来看公司在拼好姆等新业态及商家扶持等领域的持续投入仍有待持续观察投入 ROI 效率，但在较低的基数帮助下（美区 Temu 业务 2Q25 受关税政策波动影响较为明显），我们认为拼多多或在 2Q26 延续稳健的经营利润增长。维持“买入”评级。

**国内电商：持续投入生态和商家扶持举措，未来财务表现或有所波动**  
1Q26 拼多多在线市场服务收入同增 2.5% 至 499 亿元，不及一致预期的同增 7.9%，我们认为或因公司在商户流量扶持上的持续投入及部分业务收入确认会计政策的调整。交易服务收入同比增长 19.9%，符合一致预期，增速已连续 3 个季度实现环比提速，延续相对稳健表现，我们认为主因社区团购业务的同比快速增长及海外 Temu 的相对稳健增速。管理层在 1Q26 业绩会上表示（下同），在平台治理层面公司持续出台多项举措，强化合规能力，优化用户与商家服务体验；1Q26 累计推出 20 余项食品安全治理措施，涵盖经营资质审核、食品广告与直播管控、食品信息数据库搭建、常态化合规巡查、完善举报渠道等，违规店铺处置时效缩短至小时级，全面保障消费者食品安全；公司长期落地的“千亿扶持”惠商战略持续反哺商家与产业，同步推进快递免费进村、平台合规治理等工作，积极履行社会责任。关于未来的财务表现，管理层表示公司的目标是平台内在价值的长期可持续增长。在这个过程中由于季节性因素和自身投资周期，季度之间的财务结果出现一些波动是正常的，相比短期财务表现，公司更重视平台生态的健康发展，以及供应链基础能力的积累。

**海外电商：业务保持稳健增长，海外自营计划未来三年投入 1000 亿**  
在海外业务上，管理层表示公司海外业务保持稳健增长，市场空间持续拓展；1Q26 公司成立专项公司，正式推出自有品牌业务，该季度是“三年再造拼多多”战略落地后的首个完整运营季度，期间自有品牌业务稳步推进，团队深入各大品类产业集群，整合优质供应链资源，夯实自有品牌业务模式基础；公司联合各品类商家、生产企业，面向全球市场定制研发自有品牌产品，以此提升供应链整体标准，推动产业转型升级。管理层认为平台全球市场的品牌化布局尚处初期，许多市场的消费需求仍未被充分满足，多个品类的品牌产品仍有较大发展潜力。公司打造自有品牌业务目标是系统性孵化一批具备全球影响力的品牌，进而带动全链条供应链转型。在投入规模上，管理层表示首期现金注资 150 亿元，未来三年计划累计投入 1000 亿元。我们认为海外自营模式有望在中长期帮助公司实现更为稳健的货盘供给，并具有上限更高的潜在利润空间。

## 盈利预测与估值

考虑到广告收入预期的小幅下调以及投资收益等非经营科目的调整，我们调整 2026-2028 年公司非 GAAP 净利润预测 -16.9/-18.0/-18.3% 至 1,118/1,342/1,526 亿元。我们基于 SOTP 估值的新目标价为 131.2 美元（前值：133.0 美元），国内电商主站/多多买菜/Temu 分别为 89.1/11.3/30.8 美元（前值：90.6/11.2/31.2 美元），分别基于 2026E 8.0x PE, 0.35x P/GMV, 0.5x P/GMV（前值：8x/0.35x/0.5x）。

风险提示：商户生态投入超预期；海外关税政策波动

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

131.20

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. S0570526020004  
SFC No. BUT776

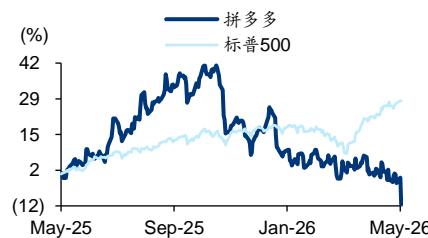
研究员

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

## 基本数据

收盘价(美元 截至 5 月 27 日)	86.61
市值(美元百万)	123,280
6 个月平均日均成交额(美元百万)	828.79
52 周价格范围(美元)	83.61-139.41

## 股价走势图



资料来源: S&P

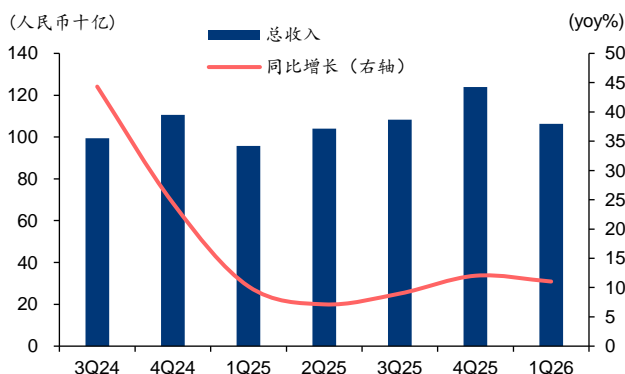
## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	431,846	496,019	540,607	582,537
+/-%	9.65	14.86	8.99	7.76
归母净利润(百万)	99,364	104,820	127,720	146,764
+/-%	(11.62)	5.49	21.85	14.91
归母净利润(调整后,百万)	107,301	111,764	134,207	152,589
+/-%	(12.29)	4.16	20.08	13.70
EPS(调整后,最新摊薄)	76.01	79.17	95.07	108.09
PE(调整后,倍)	8.07	7.46	6.21	5.46
PB(倍)	2.09	1.58	1.26	1.03
ROE(调整后,%)	29.47	23.74	22.60	20.70
EV EBITDA(倍)	7.65	5.61	3.97	2.88
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

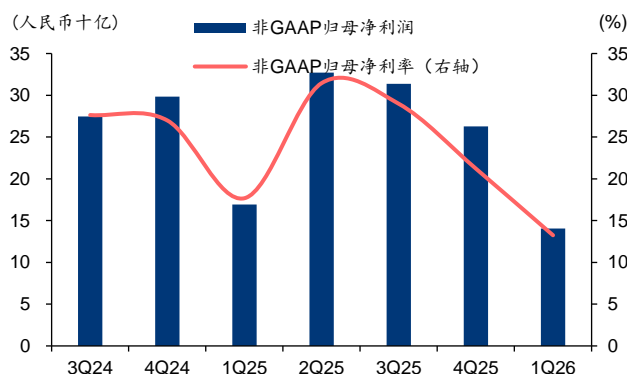
## 1Q26 业绩回顾

图表1: 拼多多: 季度收入趋势



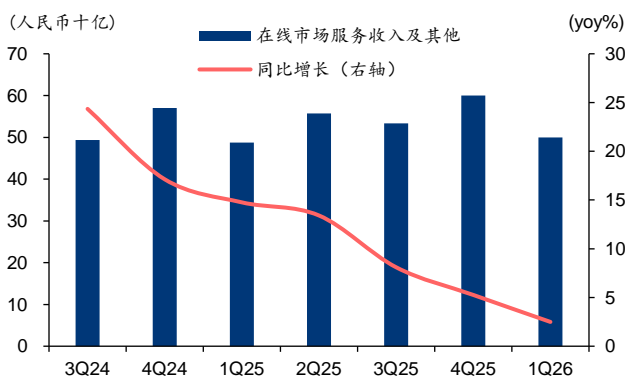
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 拼多多: 非 GAAP 归母净利润趋势



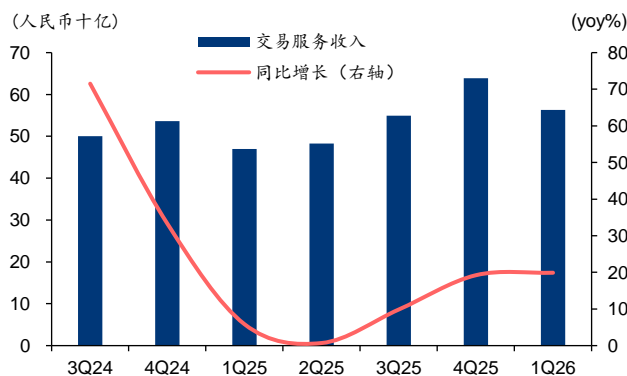
资料来源: 公司公告, 华泰研究

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 2026-2028 年收入预测-2.2/-3.5/-4.0%至 4,960/5,406/5,825 亿元, 主因公司商家生态仍处于调整中, 广告收入增速恢复或仍需一定时间。

考虑到广告收入预期的小幅下调以及投资收益等非经营科目的调整, 我们调整 2026-2028 年公司非 GAAP 净利润预测-16.9/-18.0/-18.3%至 1,118/1,342/1,526 亿元。

图表5: 华泰预测变动

(人民币十亿)	2026E			2027E			2028E		
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %
收入	507.1	496.0	-2.2%	560.1	540.6	-3.5%	606.9	582.5	-4.0%
毛利润	295.3	288.4	-2.3%	333.4	320.5	-3.9%	367.6	351.3	-4.4%
经营利润	122.7	119.8	-2.4%	156.4	149.3	-4.5%	183.1	173.6	-5.2%
GAAP 净利润	127.4	104.8	-17.7%	156.9	127.7	-18.6%	180.6	146.8	-18.8%
非 GAAP 净利润	134.5	111.8	-16.9%	163.6	134.2	-18.0%	186.7	152.6	-18.3%
(%)	前值	新值	变动, pp	新值	新值	变动, pp	新值	新值	变动, pp
毛利率	58.2%	58.1%	-0.1	59.5%	59.3%	-0.2	60.6%	60.3%	-0.3
经营利润率	24.2%	24.1%	-0.1	27.9%	27.6%	-0.3	30.2%	29.8%	-0.4
净利率	25.1%	21.1%	-4.0	28.0%	23.6%	-4.4	29.8%	25.2%	-4.6
非 GAAP 净利率	26.5%	22.5%	-4.0	29.2%	24.8%	-4.4	30.8%	26.2%	-4.6

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)	2025	2026E	2027E	2028E	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E
营业收入	431,846	496,019	540,607	582,537	103,985	108,277	123,912	106,229	115,872
同比增长	9.7%	14.9%	9.0%	7.8%	7.1%	9.0%	12.0%	11.0%	11.4%
在线市场服务收入	217,783	230,210	239,510	250,836	55,703	53,348	60,010	49,936	56,825
同比增长	10.0%	5.7%	4.0%	4.7%	13.4%	8.1%	5.3%	2.5%	2.0%
交易服务收入	214,063	265,809	301,098	331,701	48,282	54,929	63,902	56,293	59,047
同比增长	9.3%	24.2%	13.3%	10.2%	0.7%	9.9%	19.2%	19.9%	22.3%
毛利润	243,044	288,374	320,480	351,334	58,126	61,436	68,757	59,336	70,675
毛利率	56.3%	58.1%	59.3%	60.3%	55.9%	56.7%	55.5%	55.9%	61.0%
归母净利润	97,843	104,820	127,720	146,764	30,753	29,328	24,541	12,547	31,647
同比增长	-13.0%	7.1%	21.8%	14.9%	-3.9%	17.4%	-10.6%	-14.9%	2.9%
归母净利率	22.7%	21.1%	23.6%	25.2%	29.6%	27.1%	19.8%	11.8%	27.3%
非 GAAP 归母净利润	105,780	111,764	134,207	152,589	32,708	31,382	26,295	14,071	33,269
同比增长	-13.5%	5.7%	20.1%	13.7%	-5.0%	14.3%	-11.9%	-16.8%	1.7%
非 GAAP 归母净利率	24.5%	22.5%	24.8%	26.2%	31.5%	29.0%	21.2%	13.2%	28.7%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

## SOTP 估值

我们基于 SOTP 估值的新目标价为 131.2 美元（前值：133.0 美元），新目标价对应 9.4/8.3x 2026/2027 年非 GAAP PE。

我们给予国内电商主站估值每 ADS 89.1 美元（前值：90.6 美元），基于 8.0x 2026E PE（前值：8.0x），低于中国同行 2026E PE 均值 11.6x，主因公司业务中缺乏同行所具备的 AI 应用实践，且公司仍将在中长期维度上持续投入于商家生态建设。

我们给予多多买菜估值每 ADS 11.3 美元（前值：11.2 美元），基于 0.35x 2026E P/GMV（前值：0.35x P/GMV），高于中国同行公司均值 0.17x，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 30.8 美元（前值：31.2 美元），基于 0.5x 2026E P/GMV（前值：0.5x），高于中国同行公司均值 0.17x，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	107,383	8.0	125,794	89.1
多多买菜	2026E P/GMV	311,884	0.35	15,984	11.3
Temu	2026E P/GMV	593,703	0.50	43,469	30.8
总计				185,247	
ADS 数量，百万				1,412	
每 ADS 估值				131.2	

注：美元/人民币=6.8，基于美元/人民币 2026 年 5 月 27 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 2026-2028E	调整后 P/E			调整后净利 CAGR			P/GMV		
				2026E	2027E	2028E		2026E	2027E	2028E	2026-2028E	2026E	2027E	2028E		
阿里巴巴	BABA US	127.8	291,724	1.8	1.6	1.5	10.7	20.6	14.6	10.9	28.2	0.24	0.23	0.23		
京东	JD US	29.8	40,299	0.2	0.2	0.2	6.3	8.7	6.8	5.7	21.9	0.06	0.06	0.05		
唯品会	VIPS US	14.4	6,935	0.5	0.4	0.4	1.2	5.6	5.4	5.3	0.9	0.21	0.20	0.20		
美团	3690 HK	77.70	61,224	1.0	0.9	0.8	11.7	-	16.2	10.7	-	0.15	0.13	0.12		
Amazon	AMZN US	271.9	2,924,320	3.5	3.1	2.8	13.8	25.5	22.6	18.6	16.9	2.86	2.62	2.37		
eBay	EBAY US	110.4	49,000	4.0	3.8	3.6	6.6	17.7	16.5	15.3	7.3	0.56	0.54	0.52		
<b>中国公司平均值</b>				<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>6.0</b>	<b>11.6</b>	<b>8.9</b>	<b>7.3</b>	<b>17.0</b>	<b>0.17</b>	<b>0.17</b>	<b>0.16</b>		
<b>平均值</b>				<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>7.7</b>	<b>15.6</b>	<b>13.2</b>	<b>11.2</b>	<b>15.1</b>	<b>0.79</b>	<b>0.73</b>	<b>0.67</b>		

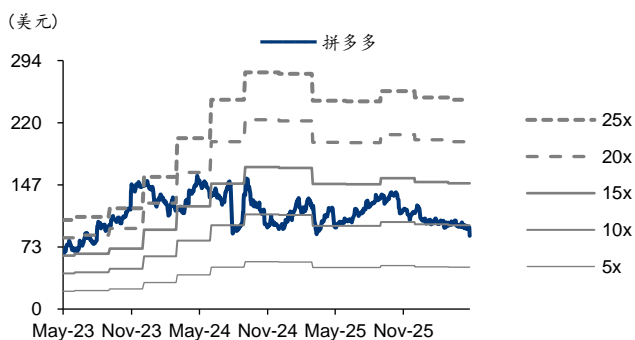
注: 数据截至 2026 年 5 月 27 日收盘。2026PE 均值计算不包括美团。

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

### 风险提示

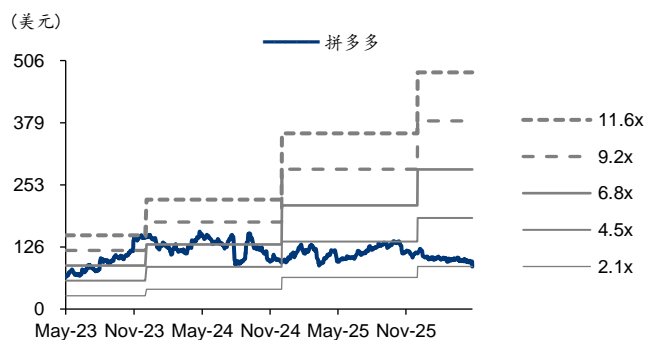
商户生态投入超预期; 海外关税政策波动。

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	393,836	431,846	496,019	540,607	582,537
销售成本	(153,900)	(188,802)	(207,645)	(220,127)	(231,203)
<b>毛利润</b>	<b>239,936</b>	<b>243,044</b>	<b>288,374</b>	<b>320,480</b>	<b>351,334</b>
销售及分销成本	(111,301)	(125,288)	(145,725)	(147,468)	(153,229)
管理费用	(7,553)	(6,636)	(5,915)	(5,856)	(5,715)
其他收入/支出	3,708	760.31	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	20,553	25,584	20,000	21,000	22,050
应占联营公司利润及亏损	17.23	129.01	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>132,701</b>	<b>121,097</b>	<b>139,760</b>	<b>170,293</b>	<b>195,685</b>
税费开支	(20,267)	(21,733)	(34,940)	(42,573)	(48,921)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归母净利润</b>	<b>112,435</b>	<b>99,364</b>	<b>104,820</b>	<b>127,720</b>	<b>146,764</b>
Non-GAAP 调整项	9,909	7,937	6,944	6,487	5,825
调整后净利润	122,344	107,301	111,764	134,207	152,589
折旧和摊销	(708.76)	(960.94)	(1,160)	(1,656)	(2,197)
EBITDA	112,857	96,474	120,920	150,949	175,832
EPS (人民币, 基本)	79.64	70.39	74.25	90.47	103.96

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	8,093	12,636	13,919	14,865	15,783
现金及现金等价物	57,768	108,901	168,946	248,376	341,466
其他流动资产	349,787	397,444	443,627	497,000	558,910
<b>总流动资产</b>	<b>415,648</b>	<b>518,980</b>	<b>626,492</b>	<b>760,241</b>	<b>916,158</b>
固定资产	879.33	1,306	2,626	3,673	4,389
无形资产	19.17	15.39	19.17	19.17	19.17
其他长期资产	88,488	109,743	109,739	109,739	109,739
<b>总长期资产</b>	<b>89,386</b>	<b>111,064</b>	<b>112,384</b>	<b>113,431</b>	<b>114,147</b>
<b>总资产</b>	<b>505,034</b>	<b>630,044</b>	<b>738,877</b>	<b>873,673</b>	<b>1,030,305</b>
应付账款	181,007	209,717	206,785	207,374	211,417
短期借款	5,310	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2,106	2,499	2,499	2,499	2,499
<b>总流动负债</b>	<b>188,423</b>	<b>212,215</b>	<b>209,284</b>	<b>209,872</b>	<b>213,916</b>
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期债务	3,298	2,922	2,922	2,922	2,922
<b>总长期负债</b>	<b>3,298</b>	<b>2,922</b>	<b>2,922</b>	<b>2,922</b>	<b>2,922</b>
股本	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18
储备/其他项目	313,313	414,907	526,671	660,878	813,467
股东权益	313,313	414,907	526,671	660,878	813,467
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>313,313</b>	<b>414,907</b>	<b>526,671</b>	<b>660,878</b>	<b>813,467</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	7.83	8.71	7.96	6.53	5.68
PB	2.81	2.09	1.58	1.26	1.03
调整后 PE (倍)	7.20	8.07	7.46	6.21	5.46
调整后 ROE	48.88	29.47	23.74	22.60	20.70
EV EBITDA	7.04	7.65	5.61	3.97	2.88
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	11.98	12.18	10.01	13.13	15.75

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	112,857	96,474	120,920	150,949	175,832
融资成本	(20,553)	(25,584)	(20,000)	(21,000)	(22,050)
营运资本变动	6,663	24,166	(4,215)	(357.32)	3,126
税费	(20,267)	(21,733)	(34,940)	(42,573)	(48,921)
其他	43,230	33,615	47,772	49,177	50,188
<b>经营活动现金流</b>	<b>121,929</b>	<b>106,939</b>	<b>109,537</b>	<b>136,196</b>	<b>158,174</b>
CAPEX	(1,543)	(995.78)	(2,480)	(2,703)	(2,913)
其他投资活动	(116,813)	(42,427)	(47,011)	(54,063)	(62,172)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(118,356)</b>	<b>(43,423)</b>	<b>(49,491)</b>	<b>(56,766)</b>	<b>(65,085)</b>
债务增加量	(570.50)	(5,310)	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	571.66	82.24	0.00	0.00	0.00
<b>融资活动现金流</b>	<b>1.16</b>	<b>(5,227)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
现金变动	3,574	58,288	60,045	79,430	93,089
年初现金	63,806	68,220	126,508	186,554	265,984
汇率波动影响	840.10	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>68,220</b>	<b>126,508</b>	<b>186,554</b>	<b>265,984</b>	<b>359,073</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	59.04	9.65	14.86	8.99	7.76
毛利润	53.89	1.30	18.65	11.13	9.63
营业利润	84.71	(12.73)	26.56	24.66	16.30
净利润	87.31	(11.62)	5.49	21.85	14.91
调整后净利润	80.18	(12.29)	4.16	20.08	13.70
EPS (基本)	87.31	(11.62)	5.49	21.85	14.91
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	60.92	56.28	58.14	59.28	60.31
EBITDA	28.66	22.34	24.38	27.92	30.18
净利润率	28.55	23.01	21.13	23.63	25.19
调整后净利润率	31.06	24.85	22.53	24.83	26.19
ROE	44.92	27.29	22.26	21.51	19.91
调整后 ROE	48.88	29.47	23.74	22.60	20.70
ROA	26.36	17.51	15.31	15.84	15.42
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(16.74)	(26.25)	(32.08)	(37.58)	(41.98)
流动比率	2.21	2.45	2.99	3.62	4.28
速动比率	2.21	2.45	2.99	3.62	4.28
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.92	0.76	0.72	0.67	0.61
应收账款周转天数	7.41	8.64	9.64	9.58	9.47
应付账款周转天数	387.86	372.51	361.05	338.66	326.04
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS (基本)	79.64	70.39	74.25	90.47	103.96
EPS (调整后, 基本)	86.66	76.01	79.17	95.07	108.09
每股净资产	221.94	293.90	373.07	468.14	576.23

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 夏路路、侯杰、曹卓铭, 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](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、曹卓铭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