

聚焦高质量增长，重视股东回报

华泰研究

2025 年 2 月 27 日 | 美国

年报点评

K12 教育

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

4.69

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523110002
SFC No. BUS698

詹博

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

研究员

SAC No. S0570524070002
SFC No. BTB676

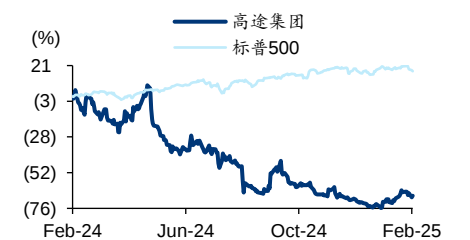
郑裕佳

zhengyujia@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(美元)	4.69
收盘价(美元 截至 2 月 25 日)	2.53
市值(美元百万)	643.46
6 个月平均日成交额(美元百万)	6.85
52 周价格范围(美元)	1.87-8.44
BVPS(美元)	1.70

股价走势图



资料来源: S&P

高途公布 24Q4 业绩: 公司实现收入 13.9 亿元, 同比增长 82.5% (超过彭博一致预期的 13.08 亿元), 现金收款 21.6 亿元, 同比增长 69%; Non-GAAP 净亏损为 1.36 亿元 (好于彭博一致预期的亏损 1.79 亿元)。公司积极提升股东回报, 持续推进股票回购。23 年 11 月公司将回购额度提升至 8000 万美元, 截至 2025 年 2 月 21 日已累计回购约 4750 万美元, 剩余额度将于有效期前 (2025 年 11 月) 完成。展望 25 年, 公司将更加注重增长与利润的平衡, 我们预计随着线下网点利用率提升和固定成本的逐步优化, 25 年亏损有望大幅收窄, 维持“买入”。

精细运营成效初显, K12 续班超预期

得益于公司对产品的持续升级和精细运营, 24Q4 K12 续班好于上年同期, 高续班带来优秀的投入产出比, Q4 ROI 达到 2.93 (23Q4 为 2.74), 现金收款 21.6 亿元, 同比增长 69%, 超过彭博一致预期 (20.24 亿元)。收入方面, Q3 递延收入结转叠加本季度现金收款的部分结转, 带动收入环比加速增长, 24Q4 收入 13.9 亿元, yoy+82.5% (24Q3 为 53.06%)。24Q4 递延收入余额达 20.86 亿元, 同比增长 68.5%, 公司指引 25Q1 收入同比增长 48.7%~50.8%, 指引好于彭博一致预期 (35%)。

利润端好于市场悲观预期, 25 年追求效率提升和减亏

此前市场担忧公司对线下业务的投资短期对利润端拖累较大, 但 24Q4 收入端超预期的规模效应叠加良好的成本费用控制, 毛利率达到 68.3%, 好于彭博一致预期 (66.3%)。展望 25 年, 公司将更加注重利润与增长的平衡, 提升获客效率并推动固定成本持续优化, 我们预计 25 年亏损有望显著收窄。

积极接入大模型, 加速 AI 赋能教育

公司已率先接入包括 DeepSeek 在内的多个深度推理大模型。针对 K12 板块, 在教学产品上通过 AI 不断升级教学产品的效率; 在教学质量上借助 AI 老师摆脱重复低效工作, 更多聚焦教学与教研; 在教学服务层面, 应用 AI 为每个学生定制专属学习路径, 更有针对性地辅导。另外 2024 年年底, 高途大学生产品通过 AI 技术和大模型串联出大学生“上岸”路线图, 打造全生命周期的备考平台。综合来看, 我们认为随着 AI 后续的应用, 未来不仅仅是降本, 通过效率提升, 用户生命周期价值有望进一步提升。

维持买入评级

我们预计公司 25-27 年收入为 57.26/72.44/85.89 亿元 (前值: 56.42/71.45/- 亿元, 根据 24 年收入基数上调)。可比公司 Wind 一致预测 25E PS 均值为 1.90x, 考虑到短期内线下投入拖累利润, 给予 1.5x 25E PS, 目标价为 4.69 美元 (前值 4.54 美元, 对应 1.5x 25E PS)。维持“买入”评级。

风险提示: 线下网点增速及招生情况不及我们预期; 获客成本显著提升; 相关部门对学费定价的监管; 核心师资及管理人员流失。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	2,961	4,554	5,726	7,244	8,589
+/-%	18.52	53.79	25.74	26.52	18.56
归属母公司净利润 (人民币百万)	(7.30)	(1,049)	(297.90)	36.95	108.43
+/-%	NA	NA	NA	(112.40)	193.48
EPS (人民币, 最新摊薄)	(0.03)	(4.12)	(1.17)	0.15	0.43
ROE (%)	(0.24)	(41.63)	(16.69)	2.23	6.28
PE (倍)	NA	NA	NA	125.40	42.73
PB (倍)	1.51	2.40	2.83	2.77	2.60
EV EBITDA (倍)	(27.67)	(1.23)	(5.41)	188.01	17.40

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测和估值

收入端:2024 年公司收入为 45.54 亿元,超过我们此前预期的 44.66 亿元,主要得益于 24Q4 K12 业务续班的优秀表现。我们根据基数变化略微上调 25-26 年、引入 27 年收入预测至 57.26/72.44/85.89 亿元 (前值: 56.42/71.45/-亿元)。

利润端:公司 2024 年毛利率水平 68%略好于我们此前预期的 67.08%,因此我们略微上调 2025 年毛利率预测。2024 年公司销售/研发/管理费用率分别为 65.1%/14.2%/14.7%,展望 25-27 年,公司将更加注重增长与利润的平衡,亏损有望逐步收窄。我们认为固定成本的持续优化或更多在管理费用上得到体现,因此略微调整费用内部结构假设,维持整体 Non-GAAP OPM 假设不变。我们预计 25-27 年 Non-GAAP 归母净利润为-2.31/1.22/2.09 亿元 (前值: -2.81/2.07/-亿元)。

图表1: 盈利预测调整

(百万元)	新假设			原假设			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
总收入	5,725.57	7,244.04	8,588.68	5,641.88	7,144.73	-	1.48%	1.39%	-
yoy	25.74%	26.52%	18.56%	26.33%	26.64%	-	-2.25pct	-0.45pct	-
毛利	3,893.39	4,781.07	5,668.53	3,780.06	4,715.52	-	3.00%	1.39%	-
毛利率	68.00%	66.00%	66.00%	67.00%	66.00%	-	1.00pct	-	-
销售费用	3,293.66	3,775.15	4,530.18	3,149.76	3,593.27	-	4.57%	5.06%	-
费用率	57.53%	52.11%	52.75%	55.83%	50.29%	-	1.70pct	1.82pct	-
研发费用	448.06	494.45	543.29	425.81	467.79	-	5.23%	5.70%	-
费用率	7.83%	6.83%	6.33%	7.55%	6.55%	-	0.28pct	0.28pct	-
管理费用	568.67	538.39	552.44	620.76	607.50	-	-8.39%	-11.38%	-
费用率	9.93%	7.43%	6.43%	11.00%	8.50%	-	-1.07pct	-1.07pct	-
股权激励费用	66.91	84.66	100.38	69.49	87.99	-	-3.71%	-3.78%	-
Non-GAAP 经营利润	(350.09)	57.73	142.99	(346.80)	134.95	-	0.95%	-57.22%	-
Non-GAAP 经营利润率	-6.10%	0.80%	1.70%	-6.10%	1.90%	-	-	-1.10pct	-
Non-GAAP 归母净利润	(230.99)	121.61	208.80	(281.43)	206.55	-	-17.92%	-41.13%	-
Non-GAAP 归母净利率	-4.03%	1.68%	2.43%	-4.99%	2.89%	-	0.96pct	-1.21pct	-

资料来源:公司公告,华泰研究预测

图表2: 盈利预测预测

(百万元)	2025E	2026E	2027E	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25E
总收入	5,725.57	7,244.04	8,588.68	1,009.80	1,208.25	1,388.62	1,424.01
yoy	25.74%	26.52%	18.56%	43.62%	53.06%	82.47%	50.39%
毛利	3,893.39	4,781.07	5,668.53	696.36	778.46	948.34	975.45
毛利率	68.00%	66.00%	66.00%	69.00%	64.40%	68.30%	68.50%
销售费用	3,293.66	3,775.15	4,530.18	835.40	885.77	736.19	729.36
费用率	57.53%	52.11%	52.75%	82.70%	73.30%	53.00%	51.20%
研发费用	448.06	494.45	543.29	162.10	189.31	145.05	156.16
费用率	7.83%	6.83%	6.33%	16.10%	15.70%	10.40%	11.00%
管理费用	568.67	538.39	552.44	163.62	193.50	216.38	157.06
费用率	9.93%	7.43%	6.43%	16.20%	16.00%	15.60%	11.00%
股权激励费用	66.91	84.66	100.38	11.51	14.08	12.29	15.00
Non-GAAP 经营利润	(350.09)	57.73	142.99	(453.24)	(476.03)	(136.98)	(52.13)
Non-GAAP 经营利润率	-6.10%	0.80%	1.70%	-44.90%	-39.40%	-9.90%	-3.70%
Non-GAAP 净利润	(230.99)	121.61	208.80	(418.04)	(457.20)	(123.54)	27.66
Non-GAAP 净利率	-4.03%	1.68%	2.43%	-41.40%	-37.80%	-8.90%	1.90%

资料来源:公司公告,华泰研究预测

估值分析

我们采用 PS 估值，可比公司 Wind 一致预测 25E PS 均值为 1.90x，考虑到短期内线下投入拖累利润，给予 1.5x 25E PS，目标价为 4.69 美元，维持“买入”评级。

图表3：高途：PS 估值

	2025E
收入（百万元）	5,726
PS	1.5
股权价值（百万元）	8,588
股权价值（百万美元）	1,193
股份数（百万股）	172
ADR（百万份）	254
目标价（美元）	4.69

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表4：可比公司估值

公司代码	公司名称	收盘价	市值 (百万)	收入（百万）			PS (x)		
				2024A/E FY25A/E	2025E /FY26E	2026E /FY27E	2024E /FY25E	2025E /FY26E	2026E /FY27E
EDU US	新东方	48.60	7,866	5,194	6,296	7,474	1.51	1.25	1.05
TAL US	好未来	13.36	8,073	2,149	2,803	4,026	3.76	2.88	2.01
DAO US	有道	9.68	1,157	5,626	6,423	7,164	1.48	1.30	1.16
1769 HK	思考乐教育	3.45	1,949	825	1,113	1,393	2.17	1.61	1.29
000526 CH	学大教育	49.22	6,057	2,755	3,336	3,947	2.20	1.82	1.53
300192 CH	科德教育	19.40	6,385	811	906	1,007	7.87	7.05	6.34
平均值							2.41	1.90	1.50

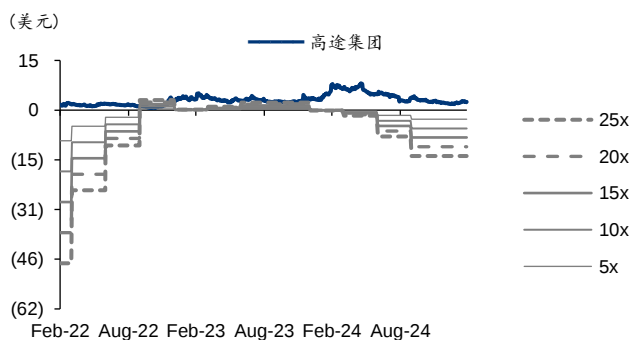
注：表中收盘价截至北京时间 2 月 26 日收盘。美元兑人民币为 7.20；港元兑人民币为 0.92。收盘价、市值以交易货币计量。EDU US 各财年于 5 月截止；TAL US 各财年于 2 月截止；其他公司财年于 12 月截止。预测期收入采用 Wind 一致预期。

资料来源：公司公告，Wind，Bloomberg，华泰研究

风险提示

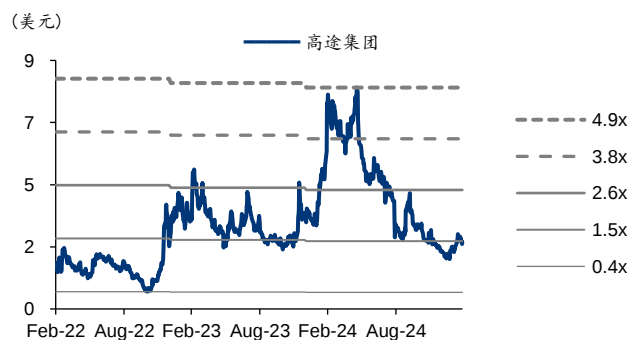
线下网点增速及招生情况不及我们预期；获客成本显著提升；相关部门对学费定价的监管；核心师资及管理人员流失。

图表5：高途集团 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表6：高途集团 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	2,961	4,554	5,726	7,244	8,589
销售成本	(790.21)	(1,455)	(1,832)	(2,463)	(2,920)
毛利润	2,171	3,099	3,893	4,781	5,669
销售及分销成本	(1,501)	(2,964)	(3,294)	(3,775)	(4,530)
管理费用	(818.41)	(1,317)	(1,017)	(1,033)	(1,096)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	75.83	70.38	59.10	65.01	71.52
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	12.52	(1,040)	(297.90)	38.09	114.13
税费开支	(10.66)	(8.63)	0.00	(1.14)	(5.71)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	(7.30)	(1,049)	(297.90)	36.95	108.43
折旧和摊销	(32.01)	(33.19)	(34.42)	(35.70)	(37.04)
EBITDA	(31.29)	(1,078)	(322.58)	8.78	79.66
EPS (人民币, 基本)	(0.03)	(4.12)	(1.17)	0.15	0.43

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	24.60	36.40	22.63	22.63	22.63
应收账款和票据	638.25	431.83	518.19	621.83	746.20
现金及现金等价物	636.05	1,321	1,753	2,683	3,644
其他流动资产	2,288	1,850	1,850	1,850	1,850
总流动资产	3,587	3,640	4,144	5,178	6,263
固定资产	533.53	670.24	669.01	667.72	666.39
无形资产	16.23	18.16	18.16	18.16	18.16
其他长期资产	1,277	1,500	1,795	1,935	2,015
总长期资产	1,827	2,188	2,483	2,621	2,699
总资产	5,413	5,828	6,627	7,799	8,963
应付账款	805.03	1,245	1,494	1,793	2,152
短期借款	50.49	147.64	227.75	267.80	290.69
其他负债	1,118	1,868	2,348	2,971	3,522
总流动负债	1,973	3,261	4,070	5,032	5,965
长期债务	137.65	344.61	575.09	676.24	734.03
其他长期债务	196.11	289.40	345.72	418.68	483.29
总长期负债	333.76	634.01	920.81	1,095	1,217
股本	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
储备/其他项目	3,106	1,933	1,635	1,672	1,781
股东权益	3,106	1,933	1,636	1,673	1,781
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	3,106	1,933	1,636	1,673	1,781

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	NA	NA	NA	125.40	42.73
PB	1.51	2.40	2.83	2.77	2.60
EV EBITDA	(27.67)	(1.23)	(5.41)	188.01	17.40
股息率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA
自由现金流收益率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA

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	(31.29)	(1,078)	(322.58)	8.78	79.66
融资成本	(75.83)	(70.38)	(59.10)	(65.01)	(71.52)
营运资本变动	184.90	1,480	727.55	891.30	850.49
税费	(10.66)	(8.63)	0.00	(1.14)	(5.71)
其他	125.02	70.38	59.10	65.01	71.52
经营活动现金流	192.14	393.41	404.97	898.93	924.44
CAPEX	(10.00)	(31.21)	(32.39)	(33.62)	(34.90)
其他投资活动	10.00	516.15	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	0.00	484.94	(32.39)	(33.62)	(34.90)
债务增加量	0.00	0.00	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	NA	70.38	59.10	65.01	71.52
融资活动现金流	NA	70.38	59.10	65.01	71.52
现金变动	NA	948.74	431.69	930.33	961.06
年初现金	819.91	636.05	1,321	1,753	2,683
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	636.05	1,321	1,753	2,683	3,644

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	18.52	53.79	25.74	26.52	18.56
毛利润	20.78	42.75	25.65	22.80	18.56
营业利润	26.22	693.14	(64.72)	(93.54)	(258.28)
净利润	NA	NA	NA	(112.40)	193.48
EPS	NA	NA	NA	NA	0.00
盈利能力比率 (%)					
毛利率	73.31	68.05	68.00	66.00	66.00
EBITDA	(1.06)	(23.66)	(5.63)	0.12	0.93
净利润率	(0.25)	(23.04)	(5.20)	0.51	1.26
ROE	(0.24)	(41.63)	(16.69)	2.23	6.28
ROA	(0.14)	(18.66)	(4.78)	0.51	1.29
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(14.42)	(42.87)	(58.08)	(103.98)	(147.08)
流动比率	1.82	1.12	1.02	1.03	1.05
速动比率	1.81	1.11	1.01	1.02	1.05

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.58	0.81	0.92	1.00	1.02
应收账款周转天数	63.11	42.30	29.87	28.33	28.67
应付账款周转天数	334.22	253.65	269.13	240.25	243.16
存货周转天数	10.79	7.55	5.80	3.31	2.79
现金转换周期	(260.31)	(203.81)	(233.47)	(208.61)	(211.70)

每股指标 (人民币)

EPS	(0.03)	(4.12)	(1.17)	0.15	0.43
每股净资产	12.03	7.60	6.43	6.58	7.00

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、詹博、郑裕佳, 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(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 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)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、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。本公司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本公司的商标、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、詹博、郑裕佳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），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。公司注册号: 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

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司