产品结构扰动预期，核心主业仍强劲

华泰研究 年报点评
2025 年 4 月 25 日 | 美国 K12 教育

公司公布 4QFY25（下文简称 4Q）业绩：收入 6.10 亿美元，同比+42.1%，低于彭博 47.2%的一致预期；Non-GAAP 经营利润-169 万美元，显著低于彭博 3638 万美元的一致预期。我们认为主要是学习机业务增长放缓，产品结构变化所致。然而公司教育业务线上线下保持高速增长，维持“买入”评级。

收入低于预期，学练机影响较大

我们预计 4Q 教育服务收入约为 4.36 亿美元，yoy+43% RMB/41% USD。结合我们的网点统计，截至 25 年 2 月公司教学网点数量同比增长约 70%，网校周活跃用户数持续高增（Questmobile 数据），我们预计 4QFY25 培优业务人民币收入同比增速约 56.1%，网校业务约 50%。内容解决方案收入 1.74 亿（yoy+53.4%RMB），其中学习机收入约为 1.16 亿（yoy+85%RMB），环比减速。我们认为主要是结构性的影响，根据飞瓜数据显示，学练机在 Q4 销量占比已经超过 50%，对整体客单价产生负面影响。

学习机仍处投入期，管理费用控制良好

4QFY25 销售费用 2.18 亿元，费用率同比提升 6.4pct、环比下降 1.62pct 至 35.7%，反映公司对学习机业务持续且有序的投入。管理费用仅同比增长 1%，费用率为 19.4%（yoy-8pct），体现良好的费用管控能力和运营效率提升。4Q Non-GAAP 经营利润率为-0.28%，低于彭博一致预期的盈利 5.9%。

教育业务稳健增长，学习机增长预期修正

截至 25 年 4 月初我们统计到公司教学网点总数约为 500 个（yoy+25%），已经从高速扩张期转入稳定增长，结合递延收入我们预计 FY26 培优业务收入同比增速为 46%，网校增速维持 50%，内容解决方案 32%。我们预计 FY26 Non-GAAP OPM 为 5.49%，同比提升 2.74pct。

维持“买入”评级

考虑到学习机内部低价产品销量占比提升，我们下调 FY26/27、引入 FY28 Non-GAAP 归母净利润预测至 2.26/3.33/4.50 亿美元（下调 12%/1%/-），基于学习服务 25x/学习机业务 30x FY26 PE 得到 SOTP 目标价为 14.82 美元（前值：15.08 美元，基于学习服务 23.91x/学习机业务 30x FY26 PE），维持“买入”评级。

风险提示：对素养教育和高中学科培训的监管力度加强，新业务拓展不成功，竞争加剧，优质师资和核心管理人才流失。

投资评级（维持）：	买入
目标价（美元）：	14.82

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

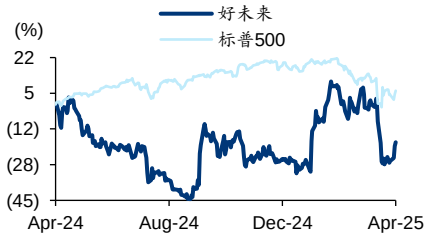
研究员 詹博
SAC No. S0570523110002 zhanbo@htsc.com
SFC No. BUS698 +(86) 21 2897 2228

研究员 郑裕佳
SAC No. S0570524070002 zhengyujia@htsc.com
SFC No. BTB676 +(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价（美元）	14.82
收盘价（美元 截至 4 月 23 日）	10.98
市值（美元百万）	6,649
6 个月平均日成交额（美元百万）	82.94
52 周价格范围（美元）	7.35-15.30
BVPS（美元）	6.06

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（美元百万）	1,490	2,250	3,006	3,723	4,386
+/-%	46.15	50.98	33.59	23.86	17.80
归母净利润（美元百万）	(3.57)	84.59	168.45	275.73	392.42
+/-%	NA	NA	99.13	63.69	42.32
归母净利润（调整后,美元百万）	85.32	149.53	225.74	333.02	449.71
+/-%	(415.54)	75.25	50.96	47.52	35.04
EPS（调整后,美元,最新摊薄）	0.14	0.25	0.37	0.55	0.74
PE（调整后,倍）	77.93	44.47	29.46	19.97	14.79
PB（倍）	1.82	1.77	1.69	1.58	1.44
ROE（调整后,%）	2.27	4.03	5.86	8.18	10.20
EV EBITDA（倍）	(501.77)	63.36	38.97	21.87	13.99

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测及估值

考虑到学习机内部低价产品销量占比上升，我们下调 FY26/27、引入 FY28 收入假设至 30.06/37.23/43.86 亿美元（前值：31.14/38.60/-亿美元）。我们预计与学习机相关的营销投入将量入为出，下调 FY26/27、引入 FY28 销售费用绝对值假设，为 9.73/12.65/15.82 亿美元（前值：11.36/14.77/-亿美元）。4Q 管理费用绝对值同比仅提升 1%，我们参考该趋势下调 FY26/27、引入 FY28 管理费用绝对值假设，为 4.63/4.68/4.73 亿美元（前值：4.85/5.09/-亿美元）。综合来看，我们预计 FY26/27/28 经调整归母净利润为 2.26/3.33/4.50 亿美元（前值：2.55/3.36/-亿美元）。

图表1： 关键假设变更

（百万美元）	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
	新假设	新假设	新假设	原假设	原假设	原假设
营业收入	3006	3723	4386	3114	3860	-
营业成本	1461	1772	1992	1374	1674	-
毛利润	1545	1951	2394	1740	2186	-
毛利率	51.38%	52.41%	54.58%	55.90%	56.60%	-
销售费用	973	1265	1582	1136	1477	-
销售费用率	32.38%	33.99%	36.07%	36.50%	38.30%	-
管理费用	463	468	473	485	509	-
管理费用率	15.42%	12.57%	10.78%	15.60%	13.20%	-
经营利润（亏损）	108	218	339	119	200	-
Non-GAAP 经营利润（亏损）	165	275	396	185	266	-
Non-GAAP 经营利润（亏损）率	5.49%	7.39%	9.04%	6.00%	6.90%	-
Non-GAAP 归母净利润	226	333	450	255	336	-
Non-GAAP 归母净利率	7.51%	8.94%	10.25%	8.20%	8.70%	-

资料来源：华泰研究预测

图表2： 季度预测

（百万美元）	1QFY26E	2QFY26E	3QFY26E	4QFY26E
营业收入	557	823	797	829
营业成本	280	377	411	393
毛利润	278	446	386	435
毛利率	49.8%	54.2%	48.4%	52.5%
销售费用	159	236	294	283
销售费用率	28.6%	28.8%	36.9%	34.2%
管理费用	111	121	113	119
管理费用率	19.9%	14.7%	14.1%	14.4%
经营利润（亏损）	8	89	-21	33
Non-GAAP 经营利润（亏损）	22	103	-7	47
Non-GAAP 经营利润（亏损）率	4.0%	12.5%	-0.9%	5.7%
Non-GAAP 归母净利润	40	108	16	61
Non-GAAP 归母净利率	7.2%	13.2%	2.0%	7.4%

资料来源：华泰研究预测

我们采用 SOTP 估值法，基于 FY26 估值。对于学习服务业务，考虑到其运营模式相对成熟且有稳定利润，中长期修复路径清晰，因此我们对其采用 PE 估值，分部净利率参照“双减”前新东方和好未来线下教培业务历史平均净利率区间（10%-15%），考虑到市场供给显著出清、低价引流课程减少，取上限 15%假设。对于内容解决方案业务，我们认为以学习机为代表的智能硬件产品增长强劲、中长期净利率有望不低于消费电子行业平均水平（约 5%），因此我们同样对其采用 PE 估值。考虑到公司学习服务盈利弹性较大，我们给予学习服务 25x FY26E P/E（可比公司 Wind 一致预测均值为 21.67x）；考虑到公司学习机收入体量较可比公司差距较大且经营层面尚未盈利，给予内容解决方案一定折价，给予 30x FY26E P/E（可比均值为 55.85x）。基于 SOTP 的目标价 14.82 美元，维持“买入”。

图表3：好未来 SOTP 估值

	FY26E 收入/利润（百万美元）	FY26 P/E（倍）	FY26E 市值（百万美元）
学习服务			
收入	2,034		
净利率	15%		
净利润	305	25	7,629
内容解决方案			
收入	896		
净利率	5%		
净利润	45	30	1,344
股权价值			**8,973**
股份数（百万股）			202
ADS 转换率			3.00
ADS 份数（百万份）			606
目标价（美元）			**14.82**

注：由于好未来财年于每年 2 月截止，为增强可比性，我们采用可比公司 2025E 估值倍数的均值作为好未来 FY26E 估值倍数。
资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表4：学习服务可比公司估值

						EPS（元/美元）			P/E（倍）		
公司代码	公司名称	报表货币	交易货币	收盘价	市值（百万）	2024 /FY25	2025E /FY26E	2026E /FY27E	2024E /FY25E	2025E /FY26E	2026E /FY27E
EDU US	新东方	美元	美元	44.09	7,597	2.88	3.50	4.30	15.29	12.58	10.25
DAO US	网易有道	人民币	美元	8.42	1,007	0.10	1.19	2.38	602.61	51.87	25.83
3978 HK	卓越教育	人民币	人民币	5.18	4,389	0.39	0.47	0.55	12.65	10.33	8.86
1769 HK	思考乐教育	人民币	人民币	5.03	2,841	0.39	0.53	0.70	12.11	8.87	6.75
000526 CH	学大教育	人民币	人民币	56.93	6,938	1.73	2.31	2.96	32.95	24.67	19.24
GOTU US	高途集团	人民币	美元	2.87	717	-4.69	-1.91	-0.39	-	-	-
平均值									**135.12**	**21.67**	**14.18**

注：截至北京时间 4 月 24 日。美元兑人民币为 7.30，港元兑人民币为 0.94。收盘价、市值以交易货币计量，EPS 以财报货币计量。EDU US 各财年于 5 月截止；其他公司财年于 12 月截止，预测数据基于 Wind 一致预期。计算均值时剔除异常值。
资料来源：公司公告，Wind，Bloomberg，华泰研究

图表5：内容业务可比公司估值

						EPS（元/美元）			P/E（倍）		
公司代码	公司名称	报表货币	交易货币	收盘价	市值（百万）	2024	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300654 CH	世纪天鸿	人民币	人民币	9.92	3,632	0.15	0.13	0.14	67.25	77.26	71.21
1810 HK	小米集团	人民币	人民币	48.20	1,249,198	0.95	1.25	1.70	50.74	38.42	28.30
DAO US	网易有道	人民币	美元	8.42	1,007	0.10	1.19	2.38	602.61	51.87	25.83
平均值									**240.20**	**55.85**	**41.78**

注：截至北京时间 4 月 24 日。美元兑人民币为 7.30，港元兑人民币为 0.94。收盘价、市值以交易货币计量，EPS 以财报货币计量。预测数据基于 Bloomberg 一致预期。计算均值时剔除异常值。
资料来源：公司公告，Wind，Bloomberg，华泰研究

风险提示

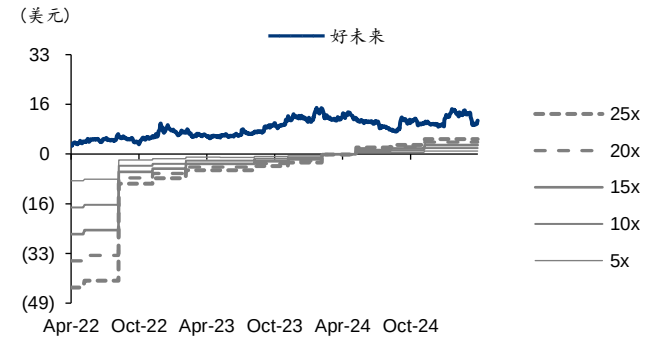
新业务拓展不成功：公司尚处于转型初期，素养课程的续费情况仍有较大不确定性，海外学科培训、教育科技服务、内容解决方案等业务的商业模型仍在打磨。若公司无法持续吸引潜在用户，或未能以符合成本效益的方式及时建立起有效、可复制的商业模式，保持教学服务及产品的高质量标准，可能难以实现可持续增长。

竞争加剧：目前对素养教育赛道进行布局的企业正在增多，未来竞争可能更加激烈。若公司未能持续根据用户需求优化、完善、迭代产品，聚焦产品研发，则可能难以实现市占率的提升。

教师和核心管理人才流失风险：师资和核心管理人才是教育机构的核心资源之一。如果不能给教师和管理人员足够的激励，可能会造成人才流失的风险。

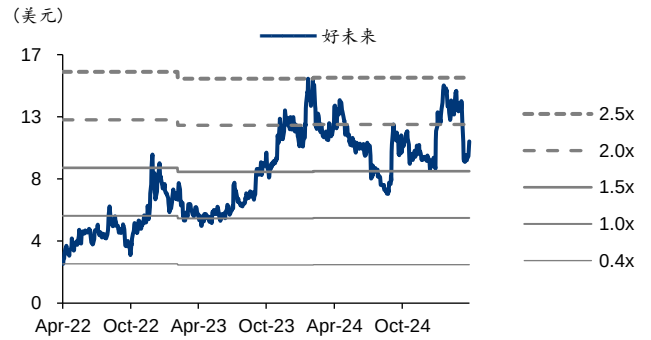
相关部门收紧对素养教育、高中学科培训的监管：高中学科培训和素养教育服务仍存在监管不确定性。如果有关部门决定对课程内容、价格、经营资格等实施更严格的限制，将对公司的收入和毛利率产生不利影响。

图表6：好未来 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表7：好未来 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	1,490	2,250	3,006	3,723	4,386
销售成本	(684.32)	(1,050)	(1,461)	(1,772)	(1,992)
毛利润	806.12	1,200	1,545	1,951	2,394
销售及分销成本	(461.85)	(748.75)	(973.38)	(1,265)	(1,582)
管理费用	(429.95)	(458.90)	(463.48)	(468.12)	(472.80)
其他收入/支出	1.78	51.78	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	84.93	83.48	92.87	106.62	122.51
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	17.48	132.11	200.58	324.38	461.67
税费开支	(15.38)	(38.32)	(30.09)	(48.66)	(69.25)
少数股东损益	0.57	0.33	(2.05)	0.00	0.00
净利润	(3.57)	84.59	168.45	275.73	392.42
Non-GAAP 调整项	88.90	64.94	57.29	57.29	57.29
调整后净利润	85.32	149.53	225.74	333.02	449.71
折旧和摊销	(56.33)	(53.46)	(52.25)	(52.25)	(52.25)
EBITDA	(11.12)	102.09	159.96	270.01	391.41
EPS (美元，基本)	(0.01)	0.14	0.28	0.46	0.65

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	68.33	104.88	140.10	173.52	204.40
应收账款和票据	159.50	215.78	288.25	357.02	420.56
现金及现金等价物	2,209	1,771	2,253	2,910	3,631
其他流动资产	1,263	2,035	2,035	2,035	2,035
总流动资产	3,699	4,127	4,717	5,476	6,291
固定资产	405.32	472.37	424.39	376.41	328.43
无形资产	191.04	184.87	180.78	176.69	172.60
其他长期资产	632.42	718.91	646.76	589.93	553.58
总长期资产	1,229	1,376	1,252	1,143	1,055
总资产	4,928	5,503	5,969	6,619	7,346
应付账款	127.32	146.30	195.44	242.06	285.14
短期借款	62.60	88.45	41.08	42.91	41.59
其他负债	892.29	1,207	1,679	2,000	2,297
总流动负债	1,082	1,441	1,916	2,285	2,623
长期债务	176.61	244.90	112.55	117.56	113.94
其他长期债务	30.35	50.43	3.47	3.47	3.47
总长期负债	206.97	295.32	116.02	121.03	117.42
股本	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
储备/其他项目	3,662	3,766	3,935	4,211	4,603
股东权益	3,662	3,767	3,935	4,211	4,603
少数股东权益	(23.33)	(0.17)	1.88	1.88	1.88
总权益	3,639	3,766	3,937	4,213	4,605

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	NA	78.60	39.47	24.11	16.94
PB	1.82	1.77	1.69	1.58	1.44
调整后 PE (倍)	77.93	44.47	29.46	19.97	14.79
调整后 ROE	2.27	4.03	5.86	8.18	10.20
EV EBITDA	(501.77)	63.36	38.97	21.87	13.99
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	2.26	4.35	7.98	8.14	9.59

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	(11.12)	102.09	159.96	270.01	391.41
融资成本	(84.93)	(83.48)	(92.87)	(106.62)	(122.51)
营运资本变动	235.95	261.42	371.09	271.07	246.10
税费	(15.38)	(38.32)	(30.09)	(48.66)	(69.25)
其他	8.88	(20.45)	28.10	164.87	152.95
经营活动现金流	133.41	221.26	436.19	550.68	598.71
CAPEX	(133.66)	(60.35)	(0.18)	(0.18)	(0.18)
其他投资活动	315.94	(671.27)	(46.92)	0.00	0.00
投资活动现金流	182.28	(731.63)	(47.10)	(0.18)	(0.18)
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	84.93	83.48	92.87	106.62	122.51
融资活动现金流	84.93	83.48	92.87	106.62	122.51
现金变动	400.62	(426.89)	481.97	657.12	721.04
年初现金	2,022	2,209	1,771	2,253	2,910
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,209	1,771	2,253	2,910	3,631

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	46.15	50.98	33.59	23.86	17.80
毛利润	38.17	48.89	28.69	26.33	22.67
营业利润	(23.70)	(95.44)	(3,514)	102.18	55.75
净利润	NA	NA	99.13	63.69	42.32
调整后净利润	(415.54)	75.25	50.96	47.52	35.04
EPS (基本)	(97.37)	(2,468)	99.13	63.69	42.32
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	54.09	53.34	51.38	52.41	54.58
EBITDA	(0.75)	4.54	5.32	7.25	8.92
净利润率	(0.24)	3.76	5.60	7.41	8.95
调整后净利润率	5.72	6.65	7.51	8.94	10.25
ROE	(0.10)	2.28	4.37	6.77	8.90
调整后 ROE	2.27	4.03	5.86	8.18	10.20
ROA	(0.07)	1.62	2.94	4.38	5.62
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(53.78)	(38.18)	(53.36)	(65.30)	(75.51)
流动比率	3.42	2.86	2.46	2.40	2.40
速动比率	3.36	2.79	2.39	2.32	2.32
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.31	0.43	0.52	0.59	0.63
应收账款周转天数	34.42	30.02	30.18	31.20	31.91
应付账款周转天数	49.27	46.91	42.09	44.45	47.64
存货周转天数	28.23	29.69	30.17	31.86	34.15
现金转换周期	13.38	12.80	18.26	18.61	18.43
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	(0.01)	0.14	0.28	0.46	0.65
EPS (调整后，基本)	0.14	0.25	0.37	0.55	0.74
每股净资产	6.05	6.22	6.50	6.95	7.60

资料来源：公司公告、华泰研究预测

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

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

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

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