

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

好未来 (TAL US)

利润率及新回购计划超预期

■ 好未来26财年一季度 (5月季度) 利润率好于预期, 非GAAP净利润同比增长42%, 超预期36%; 收入同比增长39%, 受教学服务及硬件驱动

■ 业绩超预期推升股价8%, 新回购计划额度提升到6亿美金, 超市场预期, 对应约10%的股东回报率

■ 维持增持评级: 看好强劲的增长及利润率提升前景; 目标价上调至14.0美元

26财年一季度业绩超预期, 宣布新回购计划

总收入同比增长 39% 至 5.75 亿美元, 符合预期。毛利润同比扩张 3.1 个百分点至 54.9%, 高于市场预测的 51.4%。总经营费用占收入比同比缩窄 3.6 个百分点, 推动非 GAAP 经营利润同比大幅增加到 2,500 万美元 (去年同期为 100 万美元)。非 GAAP 经营利润率为 4.4%, 同比提升 4.2 个百分点, 好于市场预期的 1.8%。非 GAAP 净利润达到 4,200 万美元, 同比增长 42%, 超市场预期 36%。总流动性保持在约 37 亿美元的稳健水平。截至 7 月 30 日, 好未来的现有回购计划中已完成 4.64 亿美元, 剩余 1,300 万美元的额度。此外, 好未来宣布了一项新的 6 亿美金的未来 12 个月的回购计划, 对应股东回报率约为 10%。

强劲的增长动能及利润率提升前景

我们预测好未来 26 财年集团收入同比增长 33%, 其中我们预计线下业务 (包括培优小班课) 维持 36% 的强劲同比增长, 受到产能扩张、稳定的政策环境和需求强劲的驱动。管理层表示留存率维持稳定在 80% 左右。学而思网校预计将同比增长 30%, 受益于持续丰富的内容和用户认可度。智能硬件收入预计同比增长 24%, 受到销量增长的驱动, 但 ASP 呈现下滑趋势, 主要由于好未来发布了更为低价的产品来满足多样化的用户需求。在利润端, 我们预计 26/27 年核心净利润将达到 2.88 亿/4.33 亿美元, 同比增长 77%/50%, 得益于降本增效、经营杠杆释放及硬件业务减亏。

增持: 目标价上调至14美元; 长期增长前景保持乐观

我们略微下调了收入预测主要由于硬件业务 ASP 降低, 但我们维持非 GAAP 净利润预测大体不变, 主要由于我们看到降本增效带来了更好的利润率表现 (图 9)。由于估值区间前移, 我们将未来 12 个月的分部加总估值目标价从 13.2 美元上调至 14.0 美元 (图 10)。目标价对应 30 倍/20 倍的 26/27 财年前瞻市盈率。主要风险: 1) 宏观经济/消费; 2) 竞争; 3) 监管; 4) 声誉。

盈利预测

2月28/29日年结 (百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	1,490	2,250	2,996	3,826	4,807
增长率	46%	51%	33%	28%	26%
毛利润	806	1,200	1,605	2,031	2,529
非 GAAP 经营利润	20	62	207	362	542
非 GAAP 核心净利润	132	163	288	433	594
增长率	n.a.	23%	77%	50%	37%
非 GAAP 核心 EPADS (美元)	0.217	0.26	0.47	0.70	0.97
市盈率(x)	46.5	37.9	21.3	14.2	10.4
ROE	3.5%	4.4%	7.4%	10.3%	12.8%

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测; 股价截至2025年7月30日

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystall@cmschina.com.hk

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

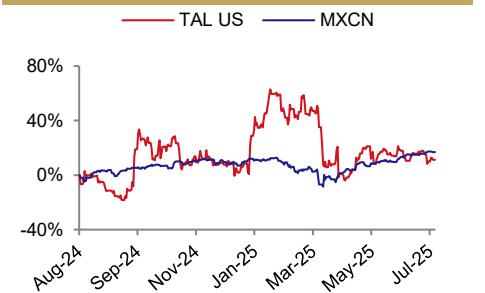
最新变动

26财年一季度业绩解读; 盈利预测/目标价调整

增持

前次评级	增持
股价 (2025年1月23日)	10.1美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	14美元 (+39%)
前次目标价	13.2美元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
TAL US	(2.0)	(17.5)	19.1
MXCN	6.1	22.8	44.9

行业: 教育

恒生指数 (2025年7月30日)	25,177
国企指数 (2025年7月30日)	9,038

重要数据

52周股价区间 (美元)	7.345 - 15.3
市值 (百万美元)	6,155
日均成交量 (百万股)	7.06

主要股东

张邦鑫	27.5%
其他	4.1%
总股数 (百万股)	491
自由流通量	68.4%

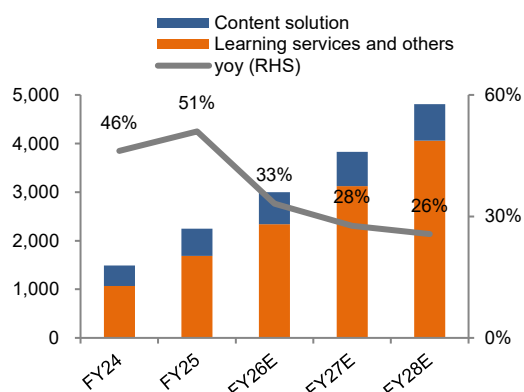
资料来源: 公司资料、彭博

相关报告

1. 好未来 (TAL US) - 业绩超预期, 前景提升 (增持) (2024/10/25)
2. 好未来 (TAL US) - 提升投入, 收获更好未来 (增持) (2024/8/2)
3. 好未来 (TAL US) - 业绩大超预期, 增长前景提升 (增持) (2024/4/26)
4. 好未来 (TAL US) - 奔向更好未来 (增持) (2024/1/26)

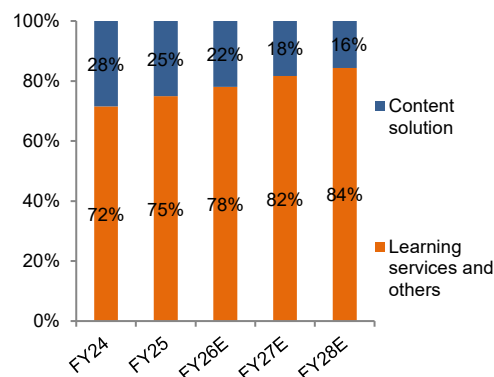
重点图表

图1: 收入预测



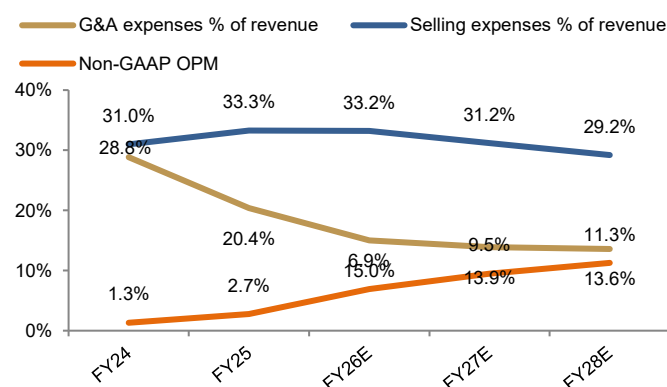
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图2: 分业务收入



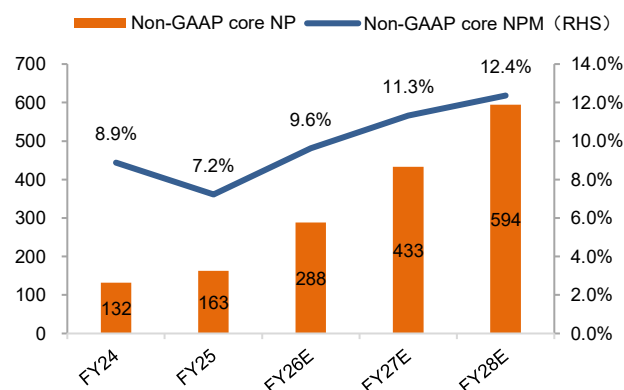
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图3: 经营费用占比及非GAAP经营利润率



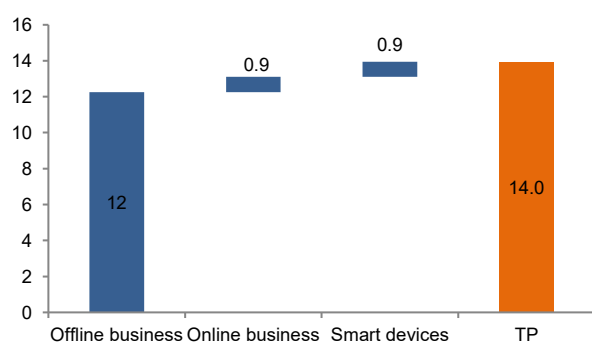
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图4: 非GAAP核心净利润及净利率



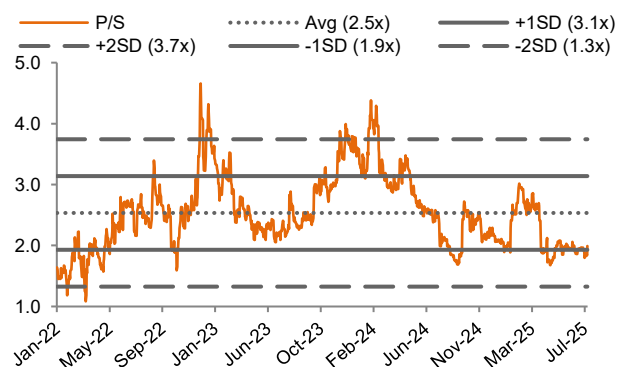
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图5: 好未来分部加总估值目标价



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图6: 市销率区间



资料来源: 彭博、公司资料、招商证券 (香港) 预测

图7：好未来26财年一季度业绩与招商证券预测、彭博一致预测对比

百万美元	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	4Q25	1Q26	1Q26	招商证券预测		彭博一致预测	
截止日期	5.31	8.31	11.30	2.28	5.31	yoy	yoy	qoq	1Q26	差异	1Q26	差异
收入	414	619	606	610	575	42.1%	38.8%	-5.8%	586	-1.9%	579	-0.7%
毛利润	214	349	320	318	315	39.7%	47.3%	-0.7%	297	6.1%	297	6.0%
报告经营利润	-17	48	-17	-16	14	44.8%	n.a.	n.a.	-6	n.a.	12	16.4%
报告净利润	11	57	23	-7	31	n.a.	174.4%	n.a.	20	58.7%	26	22.6%
非 GAAP 经营利润	1	65	-2	-2	25	n.a.	2766.3%	n.a.	10	150.0%	10	143.1%
非 GAAP 净利润	30	74	39	7	42	-85.4%	42.0%	499.6%	36	17.6%	31	35.6%
销售管理费用												
销售费用	122	182	226	218	181	73.1%	47.7%	-17.1%	205	-11.9%		
管理费用	110	119	112	118	121	0.8%	10.4%	2.5%	98	23.5%		
占收入比重												
销售费用	29.6%	29.4%	37.3%	35.7%	31.4%	6.4 ppt	1.9 ppt	-4.3 ppt	35.0%	-10.2%		
管理费用	26.5%	19.3%	18.4%	19.4%	21.1%	-7.9 ppt	-5.4 ppt	1.7 ppt	16.7%	25.9%		
经营现金流												
流动递延收入	247	-1	378	-226	348	853.1%	40.9%	n.a.				
总流动性	613	485	781	624	930	56.0%	51.6%	49.0%				
利润率												
毛利率	51.7%	56.3%	52.7%	52.0%	54.9%	-0.9 ppt	3.1 ppt	2.8 ppt	50.7%	4.1 ppt	51.4%	3.5 ppt
经营利润率	-4.2%	7.7%	-2.9%	-2.6%	2.5%	0 ppt	6.7 ppt	5.1 ppt	-1.0%	3.5 ppt	2.1%	0.4 ppt
净利润率	2.8%	9.3%	3.8%	-1.2%	5.4%	-7.6 ppt	2.7 ppt	6.6 ppt	3.4%	2.1 ppt	4.4%	1 ppt
非 GAAP 经营利润率	0.2%	10.4%	-0.3%	-0.3%	4.4%	-2.5 ppt	4.2 ppt	4.6 ppt	1.7%	2.7 ppt	1.8%	2.6 ppt
非 GAAP 净利润率	7.1%	12.0%	6.4%	1.1%	7.3%	-10 ppt	0.2 ppt	6.2 ppt	6.1%	1.2 ppt	5.4%	2 ppt

资料来源：公司资料、彭博一致预期、招商证券（香港）预测

图8: 好未来季度预测

百万美元	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E
收入	619	606	610	575	862	760	800	721
毛利润	349	320	318	315	481	397	412	392
非 GAAP 经营利润	65	-2	-2	25	76	41	64	52
非 GAAP 净利润	74	39	7	42	97	64	85	71
同比增长								
收入	50%	62%	42%	39%	39%	25%	31%	25%
毛利润	44%	60%	40%	47%	38%	24%	30%	24%
非 GAAP 经营利润	22%	-81%	n.a.	2766%	18%	n.a.	n.a.	108%
非 GAAP 净利润	26%	n.a.	-85%	42%	30%	66%	1114%	69%
利润率								
毛利率	56.3%	52.7%	52.0%	54.9%	55.8%	52.2%	51.5%	54.4%
非 GAAP 经营利润率	10.4%	-0.3%	-0.3%	4.4%	8.9%	5.4%	8.0%	7.2%
非 GAAP 净利润率	12.0%	6.4%	1.1%	7.3%	11.2%	8.5%	10.6%	9.8%

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图9: 好未来盈利预测调整

百万美元	最新预测			此前预测			变动		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
收入	2,996	3,826	4,807	3,077	4,009	5,001	-2.6%	-4.6%	-3.9%
毛利润	1,605	2,031	2,529	1,623	2,096	2,591	-1.1%	-3.1%	-2.4%
非 GAAP 经营利润	207	362	542	193	343	503	7.1%	5.4%	7.7%
非 GAAP 净利润	288	433	594	287	438	599	0.3%	-1.2%	-0.7%
非 GAAP 核心净利润	288	433	594	287	438	599	0.3%	-1.2%	-0.7%
毛利率	53.6%	53.1%	52.6%	52.8%	52.3%	51.8%	0.8 ppt	0.8 ppt	0.8 ppt
非 GAAP 经营利润率	6.9%	9.5%	11.3%	6.3%	8.6%	10.1%	0.6 ppt	0.9 ppt	1.2 ppt
非 GAAP 净利润率	9.6%	11.3%	12.4%	9.3%	10.9%	12.0%	0.3 ppt	0.4 ppt	0.4 ppt
非 GAAP 核心净利润率	9.6%	11.3%	12.4%	9.3%	10.9%	12.0%	0.3 ppt	0.4 ppt	0.4 ppt

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

好未来分部加总估值逻辑:

智能硬件: 我们给予该业务 1.0 倍目标市销率, 与有道 (DAO US) 硬件业务 1.0 倍的目标市销率相似。

线上教学服务: 我们给予该业务 1.0 倍目标市销率, 与高途 (GOTU US) 线上业务 1.0 倍的目标市销率相似。

线下教学服务: 我们给予该业务 20 倍的目标市盈率, 与新东方 (EDU US) 20 倍的 K12 业务的目标市盈率相似, 而 24-27 财年该业务盈利年复合增速为 48%, 对应 0.4 倍的 PEG。相比之下, 2021 年 4 月政策调整前的历史平均 PEG 为 1 倍。

图10: 好未来分部加总估值

未来 12 个月预测	估值				基本情形 对应 估值占比
百万美元	悲观情形	基本情形	乐观情形	理想情形	
智能硬件					
收入	548	548	603	1,408	
	当前预测		增速高于基本情形 10%	50% 的出货量市占率; ASP 更高	
目标市销率 (倍)	0.0	1.0	1.5	2.0	
内容业务目标估值(a)	0	548	904	2,817	6%
线上教学服务					
收入	519	519	571	899	
	当前预测		增速高于基本情形 10%	历史峰值	
目标市销率 (倍)	0.0	1.0	1.5	2.0	
内容业务目标估值(b)	0	519	856	1,798	6%
线下教学服务					
收入	2,275	2,275	2,503	3,597	
	当前预测		增速高于基本情形 10%	历史峰值	
核心净利润率	10%	16%	20%	25%	
核心净利润	228	373	501	899	
目标市盈率 (倍)	15	20	25	30	
对应市销率 (倍)	1.5	3.3	5.0	7.5	
内容业务目标估值(c)	3,413	7,452	12,514	26,975	87%
总价值(a+b+c-d)	3,413	8,519	14,274	31,590	
流通股数(百万股)		610			
目标价(美元)	5.6	14.0	23.4	51.8	
目标价对应估值倍数 - 基本情形	FY25	FY26E	FY27E	FY28E	
对应市盈率 (倍)	52.4	29.5	19.7	14.3	
对应市销率 (倍)	3.8	2.8	2.2	1.8	

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测; *学习机市场年度出货量大约为400万台, 50%则为200万台。

图11: 教培行业同业对比

公司名称	中文名称	股票代码	股价 (当地货币)	招商证券			市值(百万美元)	3个月平均交易量 (当地货币, 百万)	P/E (x)		PEG*	P/S (x)		PSG*	收入年复合增长率 (%)	每股盈利年复合增长率 (%)
				评级	目标价 (当地货币)	上行空间			FY25E	FY26E		FY25E	FY26E		2025-2027 CAGR	2025-2027 CAGR
HSI			25,177						10.5	9.7	n.a.	1.5	1.4	n.a.	n.a.	n.a.
HSCEI			9,038						9.7	8.9	n.a.	1.2	1.1	n.a.	n.a.	n.a.
K-12 tutoring																
NEW ORIENTAL	新东方	EDU US 9901 HK	44.4 36.5	增持 增持	58.0 45.0	30.7 23.3	7,256	55.0	14.0	12.5	1.1	1.5	1.4	0.16	8.5	11.1
TAL	好未来	TAL US	10.1	增持	14.0	38.8	6,155	63.6	37.9	21.3	0.3	2.7	2.1	0.07	30.4	63.2
GAOTU	高途	GOTU US	3.5	增持	4.7	35.4	867	4.1	n.a.	n.a.	n.a.	1.1	0.8	0.03	24.5	n.a.
EASTBUY	东方甄选	1797 HK	21.7	中性	审视中	审视中	2,893	179.1	228.5	102.9	1.5	4.4	3.9	0.4	10.2	69.0
TIANLI	天立	1773 HK	4.2	未评级	n.a.	n.a.	1,118	43.8	14.6	9.5	n.a.	2.5	1.8	n.a.	n.a.	n.a.
XUEDA	学大	000526 CH	52.1	未评级	n.a.	n.a.	882	87.2	24.8	20.0	0.9	1.9	1.6	0.1	19.0	23.3
BESTSTUDY	卓越	3978 HK	5.2	未评级	n.a.	n.a.	562	7.5	12.4	10.2	0.5	2.0	1.6	0.1	20.4	18.8
SCHOLAR	思考乐	1769 HK	3.1	未评级	n.a.	n.a.	220	9.1	7.0	5.2	0.1	1.4	1.0	0.0	29.7	35.9
51 TALK	51 Talk	COE US	28.9	未评级	n.a.	n.a.	169	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Smart devices																
YOUDAO	有道	DAO US	8.7	增持	11.2	29.5	1,034	0.6	54.6	33.6	0.6	1.3	1.1	0.10	11.8	54.3
IFLYTEK	科大讯飞	002230 CH	48.4	未评级	n.a.	n.a.	15,553	1,139.3	115.2	80.6	2.1	4.0	3.4	0.2	18.9	38.4
JIAFA	佳发教育	300559 CH	11.7	未评级	n.a.	n.a.	650	79.4	66.0	48.5	1.3	10.4	9.2	0.6	15.6	36.8
READBOY	读书郎	2385 HK	6.6	未评级	n.a.	n.a.	297	1.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Adult																
DUOLINGO	多邻国	DUOL US	341.3	增持	523.0	53.2	15,515	416.9	51.8	39.9	0.9	15.6	12.3	0.5	25.5	44.3
EAST	东方	667 HK	8.0	增持	审视中	审视中	2,238	45.8	26.0	21.3	1.0	3.7	3.3	0.3	10.7	20.4
OFFCN	中公教育	002607 CH	3.0	未评级	n.a.	n.a.	2,589	463.9	37.4	29.8	1.3	6.5	5.8	0.5	10.8	23.2
HUATU	华图	300492 CH	68.2	未评级	n.a.	n.a.	1,863	74.7	n.a.	n.a.	n.a.	3.9	3.5	0.4	9.1	15.2
KINGSWOOD	科德教育	300192 CH	15.6	未评级	n.a.	n.a.	712	203.6	n.a.	n.a.	n.a.	6.1	5.7	0.7	8.0	12.5
FENBI	粉笔	2469 HK	3.2	未评级	n.a.	n.a.	899	168.9	17.8	15.8	1.2	2.3	2.1	0.4	5.8	13.7
XINGDONG	行动教育	605098 CH	36.1	未评级	n.a.	n.a.	598	37.2	14.2	12.6	0.9	4.9	4.4	0.4	12.5	13.5
CHUANZHI	传智教育	003032 CH	6.5	未评级	n.a.	n.a.	364	45.8	52.4	39.3	1.4	8.2	6.9	0.4	18.1	29.1
QUANTASING	量子之歌	QSG US	8.5	未评级	n.a.	n.a.	435	11.8	10.3	10.3	n.a.	1.2	1.3	0.3	5.1	(42.8)
Higher education																
CEG	中教	839 HK	2.9	增持	4.9	70.1	1,027	35.4	3.6	3.4	0.9	1.0	0.9	0.1	6.2	3.8
KEPEI	科培	1890 HK	1.6	增持	2.7	66.7	416	2.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
NEW HIGHER	新高教	2001 HK	1.1	增持	4.5	316.7	271	6.3	2.5	2.3	0.3	0.7	0.7	0.1	8.3	7.8
均值-K12									18.5	13.1	0.7	2.2	1.8	0.1	20.4	22.3
均值-智能硬件									n.a.	41.0	1.3	5.2	4.6	0.3	15.4	37.6
均值-成人教育									21.1	24.1	1.1	5.8	5.0	0.4	11.7	14.3
均值-高等教育									3.0	2.9	0.6	0.9	0.8	0.1	7.2	5.8
均值(所有)									17.1	19.7	1.0	4.0	3.4	0.3	14.7	17.9

资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测; 股价截至2025年7月30日。注: 所有未评级股票信息均来自于彭博。*PEG基于25财年预测市盈率及24-26财年预测每股收益年复合增速计算, PSG基于25财年预测市销率及24-26财年预测收入年复合增速计算。

财务预测

资产负债表

(百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年结	2.29	2.28	2.28	2.28	2.28
物业、厂房及设备	405	472	547	635	739
无形资产及商誉	183	183	183	183	183
股权投资	284	305	320	336	353
其他非流动资产	356	416	437	458	481
非流动资产	1,229	1,376	1,487	1,612	1,757
现金及等价物	2,209	1,771	1,907	2,242	2,704
抵押存款及定期存款	188	168	168	168	168
短期投资	1,095	1,847	1,847	1,847	1,847
应收账款	0	0	1	1	1
存货	68	108	233	301	382
其他流动资产	139	233		257	270
流动资产	3,699	4,127	4,400	4,815	5,372
总资产	4,928	5,503	5,887	6,428	7,129
短期债务	0	0	0	0	0
应付账款	127	146	169	218	277
递延收入	400	624	693	757	822
其他流动负债	555	671	704	740	777
流动负债	1,082	1,441	1,567	1,715	1,876
长期债务	0	0	0	0	0
可转债	0	0	0	0	0
其他非流动负债	207	295	310	326	342
非流动负债	207	295	310	326	342
总负债	1,289	1,737	1,877	2,041	2,217
总净资产	3,639	3,766	4,010	4,387	4,911
股本	0	0	0	0	0
储备	3,662	3,766	4,010	4,387	4,911
股东权益	3,662	3,767	4,010	4,387	4,912
非控股权益	-23	0	0	0	0
总权益	3,639	3,766	4,010	4,387	4,911
总债务	0	0	0	0	0
净现金(债务)*	3,491	3,786	3,921	4,257	4,719

现金流量表

(百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年结	2.29	2.28	2.28	2.28	2.28
税前利润	-4	85	243	377	524
折旧摊销	25	48	62	76	91
运营资本变化	38	-20	-103	-19	-23
其他	247	285	91	87	89
经营活动净现金	306	398	293	521	682
资本开支	-114	-112	-135	-162	-194
并购	0	0	0	0	0
投资	-20	-755	-17	-18	-19
其他	230	21	-21	-22	-23
投资活动净现金	95	-847	-173	-202	-236
已付股利	0	0	0	0	0
已发行股份(已注销)	0	0	0	0	0
已发行债务(已偿还)	0	0	0	0	0
其他	-234	-14	15	15	16
融资活动净现金	-233	-13	15	15	16
汇兑损益	-6	-3	0	0	0
现金净变动	163	-466	135	335	463
期初现金	2,295	2,457	1,992	2,127	2,462
限制现金	249	220	220	220	220
期末现金	2,209	1,771	1,907	2,242	2,704

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 股价截至2025年7月30日 *净现金包括银行存款、定期存款和短期投资

利润表

(百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年结	2.29	2.28	2.28	2.28	2.28
收入	1,490	2,250	2,996	3,826	4,807
销售成本	-684	-1,050	-1,391	-1,795	-2,279
毛利	806	1,200	1,605	2,031	2,529
销售费用	-462	-749	-995	-1,194	-1,404
行政费用	-430	-459	-449	-531	-653
其他收益/损失	16	4	1	0	0
报告经营利润	-69	-3	162	306	472
净利息收入	85	83	91	115	144
其他收入	2	52	39	40	40
税前利润	17	132	293	461	656
税费	-15	-38	-49	-83	-131
税后利润	2	94	244	378	525
股权投资损失	-6	-10	-1	-1	-1
非控股权益	1	0	0	0	0
报告净利润	-4	85	243	377	524
非 GAAP 调整项					
非 GAAP 经营利润	20	62	207	362	542
非 GAAP 净利润	85	150	288	433	594
非 GAAP 核心净利润	132	163	288	433	594
非 GAAP 每股盈利(美元)	0.14	0.24	0.47	0.70	0.97
非 GAAP 核心每股盈利(美元)	0.22	0.26	0.47	0.70	0.97

财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年结	2.29	2.28	2.28	2.28	2.28
同比增长率(%)					
收入	46.2	51.0	33.2	27.7	25.6
毛利	38.2	48.9	33.8	26.5	24.5
报告经营利润	-23.7	-95.4	n.a.	89.1	54.2
报告净利润	-97.4	n.a.	187.5	55.0	39.0
非 GAAP 经营利润	10.2	214.1	234.4	75.1	49.8
非 GAAP 净利润	n.a.	75.3	92.7	50.2	37.2
非 GAAP 核心净利润	-84.0	n.a.	54.4	47.6	57.0
利润率(%)					
毛利	54.1	53.3	53.6	53.1	52.6
报告经营利润	-4.6	-0.1	5.4	8.0	9.8
报告净利润	-0.2	3.8	8.1	9.9	10.9
非 GAAP 经营利润	1.3	2.7	6.9	9.5	11.3
非 GAAP 净利润	5.7	6.6	9.6	11.3	12.4
非 GAAP 核心净利润	8.9	7.2	9.6	11.3	12.4
有效税率(%)	88.0	29.0	16.6	18.0	20.0
流动比率(%)	3.4	2.9	2.8	2.8	2.9
净现金/股权比率(%)	95.9	100.5	97.8	97.0	96.1
回报率(%)					
资产周转率(x)	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
财务杠杆比率(x)	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5
息税前利润率(%)	-4.6	-0.1	5.4	8.0	9.8
利息负担(x)	-0.3	-41.9	1.8	1.5	1.4
税项负担(x)	7.6	1.2	1.0	0.9	0.9
ROE(%)	3.5	4.4	7.4	10.3	12.8
市盈率(x)	46.5	37.9	21.3	14.2	10.4
市销率(x)	4.1	2.7	2.1	1.6	1.3

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下, 您仍收到本报告, 则不旨在分发给您。尤其是, 本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人, 而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

2025 年 8 月 1 日（星期五）

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828