

# AI 驱动，开启增长新篇章

华泰研究

2025 年 8 月 31 日 | 中国香港

中报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

6.44

夏路路

SAC No. S0570523100002  
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

詹博

SAC No. S0570523110002  
SFC No. BUS698

研究员

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

郑裕佳

SAC No. S0570524070002  
SFC No. BTB676

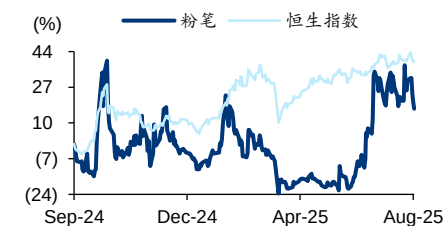
研究员

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

## 基本数据

|                     |           |
|---------------------|-----------|
| 目标价(港币)             | 6.44      |
| 收盘价(港币 截至 8 月 29 日) | 3.12      |
| 市值(港币百万)            | 6,973     |
| 6 个月平均日成交额(港币百万)    | 151.61    |
| 52 周价格范围(港币)        | 2.03-3.93 |
| BVPS(人民币)           | 0.66      |

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

## 经营预测指标与估值

| 会计年度(人民币)     | 2024    | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|---------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万)      | 2,790   | 2,608   | 2,728  | 2,872  |
| +/-%          | (7.66)  | (6.51)  | 4.60   | 5.26   |
| 归母净利润(百万)     | 239.57  | 208.70  | 285.73 | 318.81 |
| +/-%          | 27.05   | (12.89) | 36.91  | 11.58  |
| 归母净利润(调整后,百万) | 362.53  | 285.91  | 362.94 | 396.02 |
| +/-%          | (18.56) | (21.14) | 26.94  | 9.11   |
| EPS(调整后,最新摊薄) | 0.16    | 0.13    | 0.16   | 0.18   |
| PE(调整后,倍)     | 17.50   | 22.19   | 17.48  | 16.02  |
| PB(倍)         | 5.27    | 4.49    | 3.74   | 3.15   |
| ROE(调整后,%)    | 29.34   | 21.86   | 23.34  | 21.32  |
| EV EBITDA(倍)  | 34.34   | 45.50   | 27.38  | 23.29  |
| 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

公司公布 25H1 业绩: 收入 14.92 亿元, yoy-8.5% (预告: yoy-9.7%); 经调整净利润 2.71 亿元, yoy-22.2% (预告: yoy-25.5%), 收入利润略好于业绩预告。我们认为上半年业绩下降主因行业竞争加剧, 但公司聚焦“AI+职业教育”, 率先推出差异化、高性价比的 AI 刷题班产品以拓展长尾用户覆盖, 开启商业模式升级; 中长期随着 AI 产品矩阵逐渐完善, 公司有望引领行业学习范式变革, 重塑竞争格局。维持买入评级。

### 上半年业绩略超预期, 下半年 AI 刷题班销量有望提速

25H1 在线学习产品收入约为 4690 万元, yoy-27%; 传统大班课收入约为 1.92 亿元, yoy-27%; 小班课收入 10.33 亿元, yoy+0.6%; 其他培训课程收入约 2270 万元, 同比持平。我们认为上半年收入的下降主因中小机构分流影响, 且 AI 刷题班于 4 月推出, 上半年贡献微小。上半年销售费用 yoy-4.4% (推广开支 yoy-23.6%), 行政费用 yoy-7.7%, 研发费用 yoy-0.3%, 整体费用控制良好。上半年 AI 刷题班已销售约 5 万人次, 收款约 2000 万元, 已成为粉笔未来业绩增长的重要驱动力。我们预计下半年随着国考临近, AI 刷题班有望加速放量, 预计全年销量有望接近 20 万人次。

### AI 产品矩阵持续丰富, 有望持续推动付费转化

公司正加紧布局 and 开发笔试阶段 AI 类课程产品矩阵, 8 月 25 日发布事业单位 AI 刷题班, 并计划于年内在更多科目推出 AI 大班课。面试阶段, 公司推出了 AI 面试点评功能, AI 模型能基于学生上传的面试作答视频给出个性化的分析和建议, 生成面试得分并定制化输出示范答题, 大幅提升学员在面试阶段的练习效率。后续公司有望推出付费版 AI 面试点评产品, 有望通过远低于主流面试班产品的定价加速获取市场份额。

### AI 有望助力进一步开拓市场, 改善利润空间

我们估算每年公务员、事业单位、教师编的潜在考生人数(去重后)合计约在千万量级, 粉笔 App 的月活跃用户数(25H1: 930 万)已覆盖大部分潜在考生, 为后续付费转化积累了庞大而稳定的用户基本盘。以产品销量计算, 公司在线学习产品/传统大班课在高峰期的用户渗透率分别达到约 20%/10%; 考虑到新的 AI 产品具备更低的定价、更个性化和高效的学习体验、更难被盗版等特征, 在当下市场环境下具备较强竞争力和更稳健的盈利能力, 我们认为中长期 AI 产品有望逐步替代传统产品形态, 并向更广泛的长尾用户渗透, 推升用户增长和盈利天花板。

### 盈利预测与估值

考虑到短期内传统产品收入或仍将受到行业竞争影响、AI 新产品爬坡需要时间, 我们谨慎下调 25-27 年收入预测至 26.08/27.28/28.72 亿元(下调 6%/6%/6%)。考虑到 AI 产品有望凭借高性价比优势快速渗透, 逐步完成与传统产品形态的新旧交替, 打开长期增长空间, 因此我们从 PE 估值切换为 PS 估值以更好地反映公司成长股属性。考虑到 25 年已过半, 我们采用 26 年估值, 基于可比公司 Wind 一致预期均值 4.81x 26E PS, 得到目标价 6.44 港元(前值 3.71 港元, 基于 20x 25E PE), 维持“买入”评级。

风险提示: AI 产品销售不及预期; 付费人次及客单价增长不及预期; 招录考试培训需求波动; 市场竞争加剧; 潜在退款风险; 核心人才流失; 上市前股东减持风险。



## 关键假设调整

考虑到短期内传统产品收入或仍将受到行业竞争影响、AI 新产品爬坡需要时间，我们谨慎下调 25-27 年收入预测至 26.08/27.28/28.72 亿元（下调 6%/6%/6%），并略微下调 25/26 年毛利率以反映传统大班课收入下滑的影响，但我们预计 27 年起随着高毛利率的 AI 产品起量，公司整体毛利率有望提升。我们根据 25H1 销售/研发费用率水平略微上调 25-27 年费用率假设，以反映行业竞争和 AI 相关投入的影响。我们结合 25H1 股权激励费用水平下调 25-27 年假设，预计 25-27 年经调整净利润为 2.86/3.63/3.96 亿元（前值：3.82/4.28/4.58 亿元）。

考虑到 AI 产品有望凭借高性价比优势快速渗透，逐步完成与传统产品形态的新旧交替，打开长期增长空间，因此我们从 PE 估值切换为 PS 估值以更好地反映公司成长股属性。考虑到 25 年已过半，我们采用 26 年估值，基于可比公司 Wind 一致预期均值 4.81x 26E PS，得到目标价 6.44 港元（前值 3.71 港元，基于 20x 25E PE），维持“买入”评级。

图表1：关键假设变更

|        | 2025E    | 2026E    | 2027E    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| (百万元)  | 新假设      | 新假设      | 新假设      | 原假设      | 原假设      | 原假设      |
| 总收入    | 2,608.30 | 2,728.33 | 2,871.77 | 2,769.68 | 2,909.32 | 3,052.89 |
| 毛利率    | 52.36%   | 53.14%   | 53.83%   | 52.48%   | 52.68%   | 52.88%   |
| 销售费用率  | -23.48%  | -22.45%  | -22.40%  | -21.64%  | -21.63%  | -21.64%  |
| 研发费用率  | -8.90%   | -8.51%   | -8.49%   | -7.98%   | -7.98%   | -7.99%   |
| 净利润    | 208.70   | 285.73   | 318.81   | 258.88   | 305.07   | 334.96   |
| 股权激励费用 | 77.21    | 77.21    | 77.21    | 122.96   | 122.96   | 122.96   |
| 经调整净利润 | 285.91   | 362.94   | 396.02   | 381.85   | 428.03   | 457.92   |

资料来源：华泰研究预测

图表2：PE 相对估值法关键参数假设

|           | 2026E     |
|-----------|-----------|
| 收入（百万元）   | 2,728.33  |
| PS (x)    | 4.81      |
| 目标市值（百万元） | 13,123.29 |
| 总股本（百万股）  | 2,235     |
| 目标价（港元）   | 6.44      |

资料来源：Wind、华泰研究预测

图表3：可比公司估值（截至 2025 年 8 月 29 日）

| 公司代码      | 公司名称 | 收盘价   | 市值（亿）    | 收入（亿元）   |          |          | PS（倍） |       |       |
|-----------|------|-------|----------|----------|----------|----------|-------|-------|-------|
|           |      |       |          | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2024A | 2025E | 2026E |
| 002607 CH | 中公教育 | 3.02  | 186.26   | 26.27    | -        | -        | 7.09  | -     | -     |
| 605098 CH | 行动教育 | 35.99 | 42.92    | 7.83     | 8.73     | 9.88     | 5.48  | 4.91  | 4.35  |
| 667 HK    | 东方教育 | 7.81  | 172.58   | 41.16    | 44.65    | 48.69    | 3.82  | 3.52  | 3.23  |
| 003032 CH | 传智教育 | 6.8   | 27.37    | 2.46     | -        | -        | 11.14 | -     | -     |
| 000526 CH | 学大教育 | 48.13 | 58.65    | 27.86    | 33.89    | 40.32    | 2.11  | 1.73  | 1.45  |
| 1357 HK   | 美国   | 11.82 | 539.72   | 33.41    | 40.86    | 50.25    | 14.70 | 12.02 | 9.77  |
| 1024 HK   | 快手   | 75.35 | 3,252.13 | 1,268.98 | 1,425.79 | 1,561.56 | 2.33  | 2.08  | 1.90  |
| 300010 CH | 豆神教育 | 8.41  | 173.80   | 7.57     | 10.49    | 14.00    | 22.96 | 16.57 | 12.41 |
| 平均值       |      |       |          |          |          |          | 7.43  | 5.63  | 4.81  |

注：收盘价、市值以交易货币计量。港元对人民币为 0.91。预测数据来源 Wind 一致预期。计算均值时剔除最大最小值。

资料来源：Wind，华泰研究

## 风险提示

**AI 产品销售不及预期：**AI 刷题班等新产品尚在持续迭代中，若产品体验未达用户预期，可能导致其销售不及预期。

**付费人次及客单价增长不及预期：**若公司未能持续升级迭代高质量的产品和课程，或是品牌声誉有所下降，则可能难以扩大学员触达和提升转化率，进而导致付费人次和客单价增长缓慢。

**招录考试培训需求波动：**招录考试培训需求可能受到宏观环境波动、录取计划调整、学员择业观念变化等多重因素影响而波动，若行业增速低于我们预期，可能对公司营收增长带来压力。

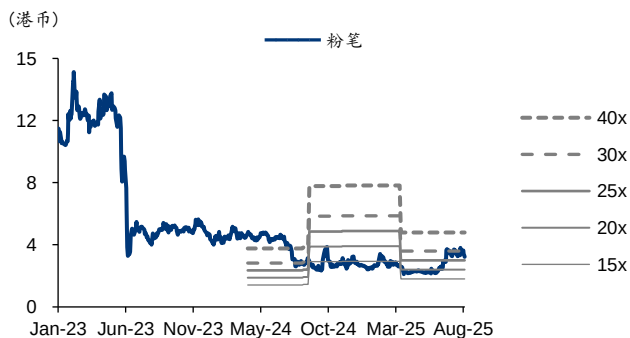
**市场竞争加剧：**职业考试培训行业十分分散，参与者众多，竞争激烈。如果公司不能在教学质量、技术创新等方面维持竞争优势，可能导致招生吸引力下降或损失市场份额。

**潜在退款风险：**公司仍有一定规模协议班型，倘若学员改变参考意愿或考试节奏有所变化，可能导致退款率出现波动，进而可能影响公司资金流和品牌声誉。

**核心人才流失：**高素质的内容研发人员、教师、技术开发人员是公司核心竞争优势之一，若公司未能提供有竞争力的薪酬待遇、工作环境、培养体系等，则可能难以留任优秀人才，不利于公司持续发展。

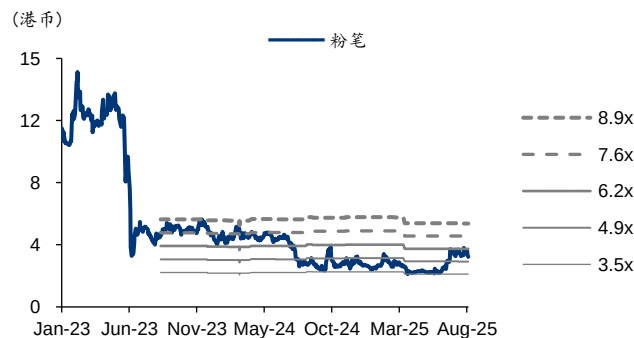
**上市前股东减持风险：**公司上市前股东所持股份已全部解禁，若部分股东短期减持较多，可能对公司股价造成较大波动。

图表4：粉笔 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表5：粉笔 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          | 3,021         | 2,790         | 2,608         | 2,728         | 2,872         |
| 销售成本          | (1,451)       | (1,326)       | (1,243)       | (1,278)       | (1,326)       |
| <b>毛利润</b>    | <b>1,570</b>  | <b>1,464</b>  | <b>1,366</b>  | <b>1,450</b>  | <b>1,546</b>  |
| 销售及分销成本       | (673.91)      | (630.87)      | (612.53)      | (612.53)      | (643.15)      |
| 管理费用          | (471.48)      | (411.40)      | (349.69)      | (349.69)      | (367.17)      |
| 其他收入/支出       | (4.85)        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 财务成本净额        | 28.79         | 34.83         | 34.83         | 34.83         | 34.83         |
| 应占联营公司利润及亏损   | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>税前利润</b>   | <b>204.95</b> | <b>262.04</b> | <b>228.27</b> | <b>312.52</b> | <b>348.71</b> |
| 税费开支          | (16.39)       | (22.47)       | (19.57)       | (26.80)       | (29.90)       |
| 少数股东损益        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>净利润</b>    | <b>188.57</b> | <b>239.57</b> | <b>208.70</b> | <b>285.73</b> | <b>318.81</b> |
| 非通用准则调整项      | 256.56        | 122.96        | 77.21         | 77.21         | 77.21         |
| 调整后归母净利润      | 445.13        | 362.53        | 285.91        | 362.94        | 396.02        |
| 折旧和摊销         | (49.07)       | (59.39)       | (71.39)       | (85.40)       | (101.50)      |
| EBITDA        | 127.09        | 167.82        | 122.06        | 192.30        | 212.38        |
| EPS (人民币, 基本) | 0.08          | 0.11          | 0.09          | 0.13          | 0.14          |

### 资产负债表

| 会计年度 (人民币百万) | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 存货           | 60.99         | 77.04         | 72.03         | 75.35         | 79.31         |
| 应收账款和票据      | 98.07         | 139.28        | 130.22        | 136.21        | 143.37        |
| 现金及现金等价物     | 1,360         | 1,034         | 1,265         | 1,567         | 1,904         |
| 其他流动资产       | 310.74        | 202.04        | 201.20        | 201.75        | 202.41        |
| <b>总流动资产</b> | <b>1,830</b>  | <b>1,452</b>  | <b>1,668</b>  | <b>1,980</b>  | <b>2,330</b>  |
| 固定资产         | 124.05        | 80.57         | 78.34         | 76.28         | 74.78         |
| 无形资产         | 0.37          | 2.99          | 2.99          | 2.98          | 2.97          |
| 其他长期资产       | 168.04        | 341.29        | 342.36        | 342.36        | 342.36        |
| <b>总长期资产</b> | <b>292.46</b> | <b>424.86</b> | <b>423.69</b> | <b>421.62</b> | <b>420.10</b> |
| <b>总资产</b>   | <b>2,123</b>  | <b>1,877</b>  | <b>2,092</b>  | <b>2,402</b>  | <b>2,750</b>  |
| 应付账款         | 333.50        | 232.68        | 217.55        | 227.56        | 239.52        |
| 短期借款         | 46.58         | 49.71         | 49.71         | 49.71         | 49.71         |
| 其他负债         | 401.42        | 339.54        | 300.78        | 315.27        | 332.18        |
| <b>总流动负债</b> | <b>781.50</b> | <b>621.93</b> | <b>568.03</b> | <b>592.54</b> | <b>621.41</b> |
| 长期债务         | 71.68         | 40.86         | 101.65        | 101.65        | 101.65        |
| 其他长期债务       | 1.59          | 10.69         | 9.91          | 9.91          | 9.91          |
| <b>总长期负债</b> | <b>73.27</b>  | <b>51.55</b>  | <b>111.56</b> | <b>111.56</b> | <b>111.56</b> |
| 股本           | 0.15          | 0.15          | 0.15          | 0.15          | 0.15          |
| 储备/其他项目      | 1,268         | 1,203         | 1,412         | 1,698         | 2,017         |
| 股东权益         | 1,268         | 1,203         | 1,412         | 1,698         | 2,017         |
| 少数股东权益       | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>总权益</b>   | <b>1,268</b>  | <b>1,203</b>  | <b>1,412</b>  | <b>1,698</b>  | <b>2,017</b>  |

### 估值指标

| 会计年度 (倍)     | 2023   | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| PE           | 33.65  | 26.49  | 30.41 | 22.21 | 19.90 |
| PB           | 5.01   | 5.27   | 4.49  | 3.74  | 3.15  |
| 调整后 PE (倍)   | 14.26  | 17.50  | 22.19 | 17.48 | 16.02 |
| 调整后 ROE      | (9.28) | 29.34  | 21.86 | 23.34 | 21.32 |
| EV EBITDA    | 43.42  | 34.34  | 45.50 | 27.38 | 23.29 |
| 股息率 (%)      | 0.00   | 0.00   | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 自由现金流收益率 (%) | 2.79   | (0.12) | 3.14  | 4.26  | 4.81  |

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         | 127.09         | 167.82         | 122.06         | 192.30         | 212.38         |
| 融资成本           | (28.79)        | (34.83)        | (34.83)        | (34.83)        | (34.83)        |
| 营运资本变动         | 14.09          | (219.17)       | 20.73          | 14.65          | 17.09          |
| 税费             | (16.39)        | (22.47)        | (19.57)        | (26.80)        | (29.90)        |
| 其他             | 126.94         | 153.60         | 177.60         | 205.62         | 237.82         |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>222.94</b>  | <b>44.96</b>   | <b>265.99</b>  | <b>350.94</b>  | <b>402.57</b>  |
| CAPEX          | (47.72)        | (55.43)        | (69.15)        | (83.32)        | (99.99)        |
| 其他投资活动         | 0.13           | (0.76)         | (0.78)         | 0.00           | 0.00           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(47.59)</b> | <b>(56.19)</b> | <b>(69.93)</b> | <b>(83.32)</b> | <b>(99.99)</b> |
| 债务增加量          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 权益增加量          | 105.52         | (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      | 28.79          | 34.83          | 34.83          | 34.83          | 34.83          |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>134.32</b>  | <b>34.83</b>   | <b>34.83</b>   | <b>34.83</b>   | <b>34.83</b>   |
| 现金变动           | 309.66         | 23.59          | 230.89         | 302.45         | 337.41         |
| 年初现金           | 1,047          | 1,360          | 1,034          | 1,265          | 1,567          |
| 汇率波动影响         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>年末现金</b>    | <b>1,360</b>   | <b>1,034</b>   | <b>1,265</b>   | <b>1,567</b>   | <b>1,904</b>   |

### 业绩指标

| 会计年度 (倍)          | 2023     | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| <b>增长率 (%)</b>    |          |         |         |         |         |
| 营业收入              | 7.50     | (7.66)  | (6.51)  | 4.60    | 5.26    |
| 毛利润               | 14.95    | (6.74)  | (6.71)  | 6.17    | 6.61    |
| 营业利润              | 845.59   | 25.52   | (14.86) | 43.55   | 13.03   |
| 净利润               | (109.03) | 27.05   | (12.89) | 36.91   | 11.58   |
| 调整后净利润            | 132.45   | (18.56) | (21.14) | 26.94   | 9.11    |
| EPS (基本)          | (109.03) | 27.05   | (12.89) | 36.91   | 11.58   |
| <b>盈利能力比率 (%)</b> |          |         |         |         |         |
| 毛利率               | 51.96    | 52.48   | 52.36   | 53.14   | 53.83   |
| EBITDA            | 4.21     | 6.02    | 4.68    | 7.05    | 7.40    |
| 净利润率              | 6.24     | 8.59    | 8.00    | 10.47   | 11.10   |
| 调整后净利润率           | 14.73    | 12.99   | 10.96   | 13.30   | 13.79   |
| ROE               | (3.93)   | 19.39   | 15.96   | 18.37   | 17.17   |
| 调整后 ROE           | (9.28)   | 29.34   | 21.86   | 23.34   | 21.32   |
| ROA               | 10.04    | 11.98   | 10.52   | 12.72   | 12.38   |
| <b>偿债能力 (倍)</b>   |          |         |         |         |         |
| 净负债比率 (%)         | (97.97)  | (78.37) | (78.83) | (83.38) | (86.93) |
| 流动比率              | 2.34     | 2.33    | 2.94    | 3.34    | 3.75    |
| 速动比率              | 2.26     | 2.21    | 2.81    | 3.21    | 3.62    |
| <b>营运能力 (天)</b>   |          |         |         |         |         |
| 总资产周转率 (次)        | 1.61     | 1.40    | 1.31    | 1.21    | 1.11    |
| 应收账款周转天数          | 10.51    | 15.31   | 18.60   | 17.58   | 17.52   |
| 应付账款周转天数          | 70.94    | 76.87   | 65.22   | 62.67   | 63.41   |
| 存货周转天数            | 19.24    | 18.74   | 21.59   | 20.75   | 20.99   |
| 现金转换周期            | (41.19)  | (42.82) | (25.03) | (24.34) | (24.89) |
| <b>每股指标 (人民币)</b> |          |         |         |         |         |
| EPS (基本)          | 0.08     | 0.11    | 0.09    | 0.13    | 0.14    |
| EPS (调整后, 基本)     | 0.20     | 0.16    | 0.13    | 0.16    | 0.18    |
| 每股净资产             | 0.57     | 0.54    | 0.63    | 0.76    | 0.90    |



## 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、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。
- 粉笔（2469 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 粉笔（2469 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 粉笔（2469 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 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 2025 年华泰证券股份有限公司