

股东回报及降本增效稳定兑现

华泰研究

2025 年 10 月 29 日 | 中国香港/美国

季报点评

K12 教育

新东方公布 1QFY26 业绩(以下简称 Q1):总收入 15.23 亿美元, yoy+6.1%, 增速超指引上限(5%);调整后经营利润 3.36 亿美元, 对应 OPM 为 22%, 超彭博一致预期(3.24 亿美元/OPM 21.4%)。公司指引 2QFY26/FY26 全年美元口径总收入同比增长 9~12%/5~10% (彭博一致预期 10%/9%), 反映秋季环比提速。此外, 公司宣布总额 4.9 亿美金的分红+回购计划, 股东回报显著好于预期。我们认为公司核心 K12 业务增长稳健, 降本增效及多元化发展下集团利润率有望逐步改善, 长期有望为股东创造持续稳定的回报, 维持“买入”。

Q1 留学业务好于预期, K12 业务秋季有望提速

分业务看, Q1 留学考培和咨询收入同比增长 1%/2%, 显著好于公司此前-5%的预期。教育属性新业务 Q1 收入同比增长 15.3%, 主要受到暑期低价班竞争影响; 随着秋季 K12 行业回归正价竞争, 头部品牌机构增长环比改善, 公司指引 Q2 及全年 K9 业务同比增速有望加速至 20%。Q1 大学生及成人教育收入同比增长 14.4%, 增速稳健。

降本增效及多元化发展下利润改善可期

虽然留学业务增速放缓对集团整体利润率提升带来挑战, 但 Q1 公司调整后经营利润率同比提升 1pct 至 22%, 增幅好于彭博预期(0~0.5pct)。利润率提升主要得益于运营杠杆的优化、成本控制措施的实施, 以及东方甄选的盈利贡献。随着非留学业务的持续增长和各业务线降本增效举措的拓展, 我们预计 Q2 调整后经营利润率有望同比提升 2pct。

股东回报显著好于预期

上季度公司宣布将前一财年不低于 50%的净利润通过分红或回购方式回报股东。Q1 公司宣布了 1.9 亿美金分红及未来一年最高 3 亿美金回购的股东回报计划, 总额(4.9 亿美元)对应上财年(FY25)归母净利润的 130%+, 大幅超过 50%的下限, 对应 10 月 27 日市值(96 亿美金)的回报率超 5%。

维持“买入”评级

考虑到 K12 竞争环境边际改善和降本增效的影响, 我们略微上调 FY26/27/28 non-GAAP 归母净利润至 5.62/6.48/7.07 亿美元(前值: 5.52/5.95/6.51 亿美元)。基于可比公司彭博一致预期均值 19.06x FY26 PE, 得到目标价为 67.31 美元/52.66 港元(前值: 60.54 美元/47.53 港元, 基于集团整体 non-GAAP 归母净利润 17.94x FY26 PE), 维持“买入”。

风险提示: 对素养教育和高中学科培训的监管力度加强, 新业务核心壁垒及人才梯队需较长时间摸索及积累, 竞争加剧, 优质师资和核心管理人才流失, 地缘关系影响出国需求。

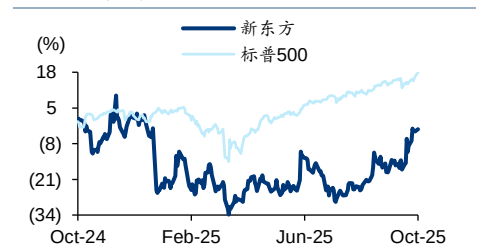
	9901 HK	EDU US
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 52.66	美元: 67.31

夏路路	研究员
SAC No. S0570523100002	xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154	+(852) 3658 6000
唐博	研究员
SAC No. S0570523110002	zhanbo@htsc.com
SFC No. BUS698	+(86) 21 2897 2228
郑裕佳	研究员
SAC No. S0570524070002	zhengyujia@htsc.com
SFC No. BTB676	+(86) 10 6321 1166

基本数据

(港币/美元)	9901 HK	EDU US
收盘价(截至 10 月 28 日)	46.78	60.59
市值(百万)	73,926	9,643
6 个月平均日均成交额(百万)	234.07	54.36
52 周价格范围	31.20-53.50	40.66-68.53

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	4,900	5,412	5,808	6,098
+/-%	13.60	10.44	7.33	4.99
归母净利润(百万)	371.72	477.26	558.02	617.31
+/-%	20.07	28.39	16.92	10.63
归母净利润(调整后,百万)	517.07	562.03	647.66	706.95
+/-%	11.45	8.69	15.24	9.16
EPS(调整后,最新摊薄)	3.25	3.53	4.07	4.44
PE(调整后,倍)	18.65	17.16	14.89	13.64
PB(倍)	2.63	2.44	2.26	2.09
ROE(调整后,%)	13.90	14.75	15.74	15.92
EV EBITDA(倍)	20.32	14.48	12.22	13.53
股息率(%)	1.97	2.47	2.89	3.20

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

关键假设调整

考虑到 K12 竞争环境边际改善和降本增效的影响，我们上调 FY26/27/28 收入预测至 54.12/58.08/60.98 亿美元（前值：52.07/55.91/58.59 亿美元），上调 non-GAAP 归母净利润至 5.62/6.48/7.07 亿美元（前值：5.52/5.95/6.51 亿美元）。

图表1：盈利预测调整

(百万美元)	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
	新预测	新预测	新预测	原预测	原预测	原预测
营业收入	5,412	5,808	6,098	5,207	5,591	5,859
yoy	10.44%	7.33%	4.99%	6.26%	7.38%	4.79%
营业成本	2,474	2,654	2,789	2,415	2,604	2,727
毛利率	54.28%	54.31%	54.27%	53.62%	53.43%	53.45%
销售费用	-828	-868	-906	-790	-830	-871
销售费用率	-15.31%	-14.95%	-14.86%	-15.17%	-14.84%	-14.87%
管理费用	-1,526	-1,607	-1,653	-1,476	-1,548	-1,595
管理费用率	-28.19%	-27.66%	-27.11%	-28.35%	-27.69%	-27.23%
经营利润	583	680	750	526	609	665
Non-GAAP 经营利润	676	773	843	587	670	726
Non-GAAP 经营利润率	12.50%	13.31%	13.83%	11.27%	11.99%	12.40%
Non-GAAP 归母净利润	562	648	707	552	595	651
Non-GAAP 归母净利率	10.39%	11.15%	11.59%	10.60%	10.63%	11.11%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表2：季度盈利预测

(百万美元)	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26E	3QFY26E	4QFY26E
营业收入	1,435	1,039	1,183	1,243	1,523	1,163	1,316	1,410
yoy	30.50%	19.40%	-2.00%	9.40%	6.10%	12.00%	11.20%	13.40%
营业成本	584	498	532	570	638	583	598	655
毛利率	59.35%	52.02%	55.07%	54.16%	58.12%	49.86%	54.56%	53.51%
销售费用	194	196	182	212	201	209	188	231
销售费用率	13.49%	18.88%	15.40%	17.05%	13.17%	17.93%	14.30%	16.39%
管理费用	365	325	345	410	374	338	377	437
管理费用率	25.43%	31.29%	29.14%	32.96%	24.54%	29.07%	28.65%	30.99%
经营利润 (亏损)	293	19	125	-9	311	33	153	86
Non-GAAP 经营利润 (亏损)	300	28	142	82	336	57	176	110
Non-GAAP 经营利润 (亏损) 率	20.90%	2.66%	12.01%	6.57%	22.03%	4.87%	13.38%	7.78%
Non-GAAP 归母净利润	265	36	113	98	258	58	145	96
Non-GAAP 归母净利率	18.44%	3.42%	9.58%	7.89%	16.96%	5.02%	11.01%	6.77%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

估值分析

我们以 FY26E (2025E) 为估值基准, 按集团整体 non-GAAP 归母净利润估值, 基于可比公司彭博一致预期均值 19.06x FY26 PE, 得到目标价为 67.31 美元/52.66 港元(前值:60.54 美元/47.53 港元, 基于集团整体 non-GAAP 归母净利润 17.94x FY26 PE), 维持“买入”。

图表3: 新东方 SOTP 估值关键假设

	FY26E	FY26E
经调整净利润 (百万美元)	562.02	562.02
PE	19.06	19.06
股权价值 (百万美元)	10,712	10,712
ADS 份数/股份数 (百万股)	159	1,580.29
目标价	67.31 美元	52.66 港元

注: 美元兑人民币为 7.10, 美元兑港元为 7.77。由于新东方财年于每年 5 月截止, 为增强可比性, 我们采用可比公司 2025E 估值对比新东方 FY26E 估值。

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	公司简称	交易货币	报表货币	收盘价	市值	调整后 EPS (报表货币, 美元/元)			PE (倍)		
				(交易货币)	(交易货币, 百万)	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
						/2025E	/2026E	/2027E	/2025E	/2026E	/2027E
TAL US	好未来	USD	USD	12.54	7,629	0.38	0.55	1.31	33.35	22.93	9.54
DAO US	网易有道	USD	RMB	11.12	1,330	1.63	2.56	3.85	48.32	30.86	20.49
GOTU US	高途集团	USD	RMB	3.09	753	-0.97	0.21	0.95	0	102.52	23.02
3978 HK	卓越教育	HKD	RMB	5.39	4,567	0.39	0.49	0.58	12.54	10.07	8.52
1769 HK	思考乐教育	HKD	RMB	3.01	2,031	0.26	0.35	0.49	10.6	7.74	5.6
000526 CH	学大教育	RMB	RMB	41.84	5,099	2.12	2.64	3.21	19.76	15.84	13.03
平均值									19.06	19.92	12.9

注: 数据截至北京时间 2025 年 10 月 28 日。收盘价和市值为交易货币单位, 收入为报表货币单位, 美元兑人民币为 7.10, 港元兑人民币为 0.91。美股预测值来自彭博一致预期, 其他来自 Wind 一致预测。好未来财年于每年 2 月截止, 其他可比公司财年于每年 12 月截止。计算均值时剔除最大最小值。

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

风险提示

新业务核心壁垒及人才梯队需较长时间摸索及积累: 公司尚处于转型初期, 新业务的商业模式、核心壁垒的建立, 以及人才梯队的培养仍需要较长时间摸索和积累, 未来非学科培训的渗透增长, 直播电商拓渠道拓客的效果, 以及文旅业务在全国范围内的复制推广能否成功仍有较大不确定性。若公司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, 保持服务及产品的高质量标准, 或未能及时在新领域建立核心壁垒, 则可能难以持续吸引潜在用户、难以维持较高的盈利水平。

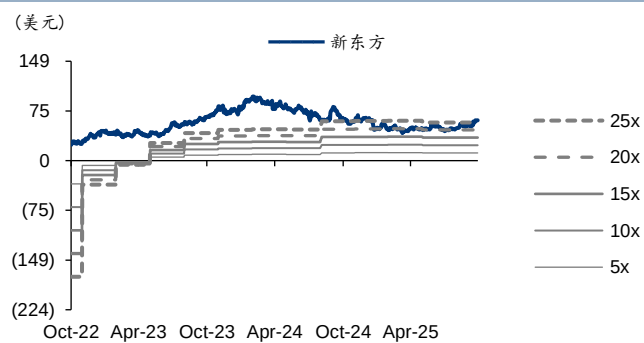
竞争加剧: 非学科培训、直播电商、文旅等领域参与者众多, 竞争激烈。若公司未能持续根据用户需求优化、完善、迭代产品, 聚焦产品研发, 则可能难以实现市占率的提升。

优质师资和核心管理人才流失风险: 优质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。

对素养教育和高中学科培训的监管力度加强: 如果有关部门决定对高中学科培训和 K9 非学科培训服务的课程内容、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。

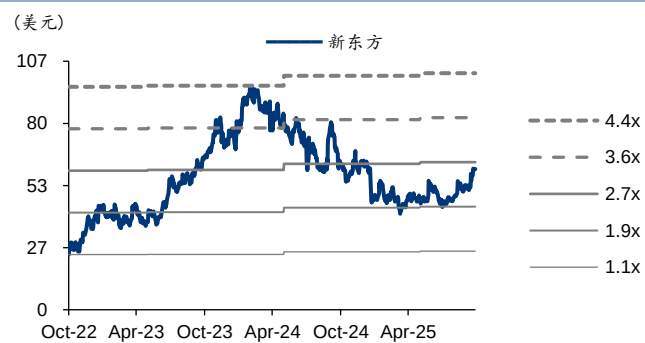
地缘关系风险: 地缘关系紧张可能导致出国留学需求下滑, 进而影响出国业务收入增长。

图表5: 新东方 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表6: 新东方 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	4,314	4,900	5,412	5,808	6,098
销售成本	(2,051)	(2,183)	(2,474)	(2,654)	(2,789)
毛利润	2,263	2,717	2,938	3,155	3,309
销售及分销成本	(660.59)	(783.96)	(828.39)	(868.26)	(905.97)
管理费用	(1,252)	(1,444)	(1,526)	(1,607)	(1,653)
其他收入/支出	19.03	(10.08)	7.79	0.00	0.00
财务成本净额	124.39	118.21	82.44	107.88	118.26
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	493.84	536.38	673.59	787.69	868.29
税费开支	(109.69)	(146.29)	(181.77)	(212.57)	(234.32)
少数股东损益	(15.63)	(4.12)	(14.39)	(16.95)	(16.51)
净利润	309.59	371.72	477.26	558.02	617.31
Non-GAAP 调整项	154.37	145.36	84.76	89.64	89.64
调整后净利润	463.96	517.07	562.03	647.66	706.95
折旧和摊销	(118.58)	(136.16)	(156.36)	(179.57)	0.00
EBITDA	488.03	554.34	747.51	859.39	750.04
EPS (美元, 基本)	1.95	2.34	3.00	3.51	3.88

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	92.81	80.88	11.26	11.79	12.38
应收账款和票据	339.15	341.53	335.84	367.66	387.87
现金及现金等价物	1,389	1,612	1,957	2,490	2,995
其他流动资产	3,568	3,153	3,153	3,153	3,153
总流动资产	5,389	5,188	5,457	6,022	6,548
固定资产	507.98	767.35	767.35	767.35	767.35
无形资产	18.67	13.02	13.02	13.02	13.02
其他长期资产	1,616	1,837	1,843	1,846	1,849
总长期资产	2,143	2,618	2,623	2,627	2,629
总资产	7,532	7,805	8,080	8,649	9,177
应付账款	880.49	911.07	981.67	1,029	1,063
短期借款	199.93	256.00	165.10	166.34	167.14
其他负债	1,920	2,123	2,336	2,522	2,659
总流动负债	3,001	3,290	3,483	3,717	3,889
长期债务	462.40	547.78	319.89	322.18	323.66
其他长期债务	19.41	14.17	14.17	14.17	14.17
总长期负债	481.80	561.95	334.07	336.35	337.84
股本	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70
储备/其他项目	3,774	3,660	3,955	4,271	4,609
股东权益	3,776	3,662	3,957	4,272	4,611
少数股东权益	273.08	291.86	306.25	323.21	339.71
总权益	4,049	3,954	4,263	4,595	4,950

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	31.15	25.94	20.20	17.28	15.62
PB	2.55	2.63	2.44	2.26	2.09
调整后 PE (倍)	20.78	18.65	17.16	14.89	13.64
调整后 ROE	12.57	13.90	14.75	15.74	15.92
EV EBITDA	22.80	20.32	14.48	12.22	13.53
股息率 (%)	1.04	1.97	2.47	2.89	3.20
自由现金流收益率 (%)	8.90	5.67	8.21	7.23	7.23

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	488.03	554.34	747.51	859.39	750.04
融资成本	(124.39)	(118.21)	(82.44)	(107.88)	(118.26)
营运资本变动	570.54	242.59	359.59	200.53	149.93
税费	(109.69)	(146.29)	(181.77)	(212.57)	(234.32)
其他	49.83	105.46	(234.42)	107.72	324.33
经营活动现金流	874.31	637.88	608.47	847.20	871.73
CAPEX	(118.58)	(136.16)	(156.36)	(179.57)	0.00
其他投资活动	0.00	381.68	(0.00)	(0.00)	(206.24)
投资活动现金流	(118.58)	245.52	(156.37)	(179.57)	(206.24)
债务增加量	(0.25)	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	(100.00)	(190.00)	(238.63)	(279.01)
其他融资活动现金流	124.39	118.21	82.44	107.88	118.26
融资活动现金流	124.14	20.02	(107.56)	(134.50)	(160.75)
现金变动	879.88	903.41	344.54	533.12	504.74
年初现金	1,663	1,389	2,293	2,637	3,170
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	1,389	2,293	2,637	3,170	3,675

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	43.89	13.60	10.44	7.33	4.99
毛利润	42.45	20.08	8.12	7.39	4.91
营业利润	84.39	22.21	36.22	16.53	10.33
净利润	74.57	20.07	28.39	16.92	10.63
调整后净利润	79.20	11.45	8.69	15.24	9.16
EPS (基本)	86.15	20.07	28.39	16.92	10.63
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	52.45	55.45	54.28	54.31	54.27
EBITDA	11.31	11.31	13.81	14.80	12.30
净利润率	7.18	7.59	8.82	9.61	10.12
调整后净利润率	10.76	10.55	10.39	11.15	11.59
ROE	8.39	10.00	12.53	13.56	13.90
调整后 ROE	12.57	13.90	14.75	15.74	15.92
ROA	4.45	4.85	6.01	6.67	6.93
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(19.25)	(22.08)	(37.20)	(46.85)	(54.31)
流动比率	1.80	1.58	1.57	1.62	1.68
速动比率	1.76	1.55	1.56	1.62	1.68
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.62	0.64	0.68	0.69	0.68
应收账款周转天数	24.35	25.00	22.53	21.80	22.30
应付账款周转天数	133.37	147.70	137.70	136.35	135.00
存货周转天数	12.77	14.32	6.70	1.56	1.56
现金转换周期	(96.26)	(108.38)	(108.46)	(112.98)	(111.14)
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	1.95	2.34	3.00	3.51	3.88
EPS (调整后, 基本)	2.92	3.25	3.53	4.07	4.44
每股净资产	23.73	23.01	24.86	26.85	28.97

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 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