

2025 年 10 月 30 日 (星期四)

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

新东方教育科技集团 (EDU US)

前景向好, 股东回报具吸引力

- 26年一季度集团营收同增6%, 符合预期; 非GAAP经营利润率达22%, 超预期3.7个百分点, 受益于成本管控与运营效率优化
- K12业务加速、东方甄选复苏、效率持续提升推动26财年盈利展望向好
- 维持增持: 上调非GAAP经营利润预测及目标价至70美元; 5%以上的股东回报率具吸引力

26年一季度业绩超预期

新东方26财年一季度 (暑期季度) 收入15亿美元, 同增6%, 符合市场预期。其中核心教育业务实现高个位数增长, 抵消了东方甄选因去年高基数带来的营收下滑。毛利率为58.1%, 同降1.2个百分点。非GAAP经营利润同增11.5%至3.36亿美元, 超市场预期3.7个百分点, 主要受益于公司在租金、销售与市场费用、管理费用等方面的持续成本控制。公司强调东方甄选与K12业务的利润率改善贡献显著, 有效抵消了海外宏观环境带来的拖累。截至25年8月, 公司净现金总额为48亿美元, 26年一季度经营现金流同增5%至1.92亿美元。

26财年盈利展望改善

管理层对实现此前26财年营收同增5-10%的目标更具信心 (二季度指引为同增9-12%)。业务留存率提升、运营与服务质量优化的推动下实现加速增长, 叠加竞争环境趋缓及政策环境稳定。我们预计26年二季度集团非GAAP经营利润率将同比提升2.1个百分点至4.8%, 主要动力来自客户留存率和利用率的提升、新中心开设的审慎控制、集团层面的成本控制 (尤其在销售与市场费用及管理费用方面), 以及东方甄选的GMV复苏及自有品牌产品占比提升带来的利润率提升。模型调整: 整体来看, 我们预计26财年营收同增9%至53亿美元 (上调1%), 并预计26财年非GAAP营业利润将达6.01亿美元 (上调9%)。考虑到增量预提税率假设提高及利率下调导致其他收入减少, 我们将非GAAP净利润预测下调12%。

维持增持: 股东回报具吸引力

新东方宣布将通过以下方式分配约4.9亿美元现金回馈股东: 1) 约1.9亿美元现金分红; 2) 未来12个月内回购不超过3亿美元, 支付率达到2025财年净利润的130%, 远超之前公布的三年不少于50%的分配计划。我们预计新东方未来三年将维持此积极的股东回报政策, 预计收益率超过5%, 在我们覆盖的教育及互联网板块中具备吸引力。未来催化剂: 成本控制驱动利润率改善、K-12业务加速增长, 以及海外业务复苏 (如有, 可能在26年下半年发生)。基于SOTP估值, 我们将目标价从58美元上调至70美元 (图11), 对应26/27财年22倍/18倍集团市盈率。主要风险: 1) 监管风险; 2) 竞争风险; 3) 运营风险; 4) 声誉风险。

盈利预测及估值

5月31日年结 (百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	4,314	4,900	5,344	5,851	6,351
增长率 (%)	44%	14%	9%	9%	9%
毛利润	2,263	2,717	2,954	3,234	3,509
非GAAP经营利润	479	554	654	741	820
非GAAP净利润	464	517	512	608	671
增长率 (%)	79%	11%	-1%	19%	10%
非GAAP每股盈利 (美元)	2.78	3.17	3.26	4.02	4.60
市盈率 (倍)	20.4	18.3	18.5	15.5	14.1
净资产回报率	12%	13%	13%	15%	17%

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测; 股价截至2025年10月28日

李怡珊, CFA +852 3189 6122
crystall@cmschina.com.hk
王腾杰 +852 3189 6634
tommywong@cmschina.com.hk

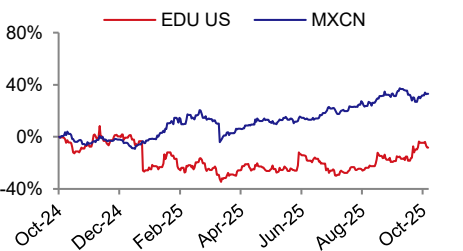
与市场的预期差

我们对26-27财年的盈利预测较市场预期低2-3%, 主要由于我们对东方甄选盈利持更为保守的态度; 但我们看好核心教育利润率的改善前景。

增持

前次评级	增持
股价	57.8美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	70美元/55港元 (+21%/+18%)
前次目标价	58美元/45港元

股价表现



资料来源: 彭博; 股价截止 2025 年 10 月 28 日

%	1m	6m	12m
EDU US	7.8	18.2	(7.8)
MXCN	(0.7)	24.9	32.3

行业: 教育

恒生指数 (2025/10/28)	26,346
国金指数 (2025/10/28)	9,376

重要数据

52周股价区间 (美元)	40.66 - 68.53
市值 (百万美元)	9,452
日均成交量 (百万股)	1.20

主要股东

俞敏洪	12%
总股数 (百万股)	1,699
自由流通量	88%

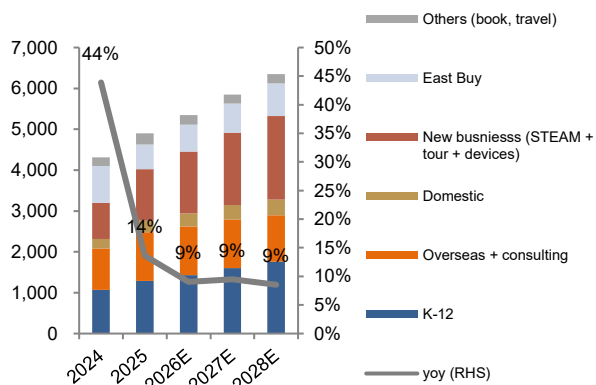
资料来源: 公司资料、彭博

相关报告

- 新东方教育科技集团 (EDU US) - 聚焦高质量发展与股东回报 (增持) (2025/8/1)
- 新东方教育科技集团 (EDU US) - 业务推进顺利, 股东回报潜力释放 (增持) (2025/6/25)
- 新东方教育科技集团 (EDU US) - 25年二季度业绩超预期, 但低于预期的指引使股价下跌 (增持) (2025/1/22)

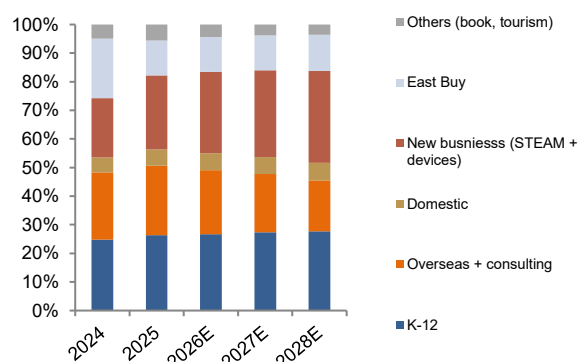
重点图表 - 新东方 (EDU US)

图1: 新东方收入预测



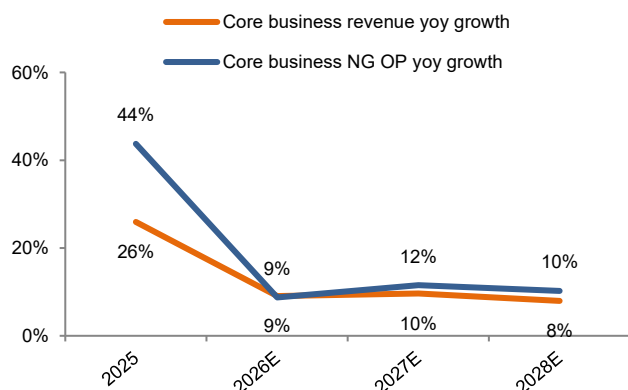
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图2: 新东方分业务收入



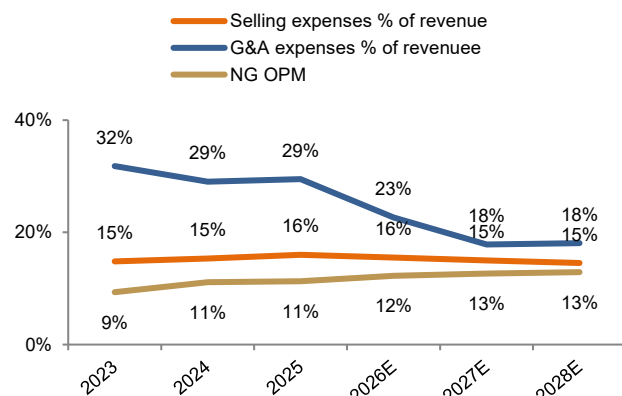
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图3: 新东方核心业务收入及非GAAP经营利润同比增速



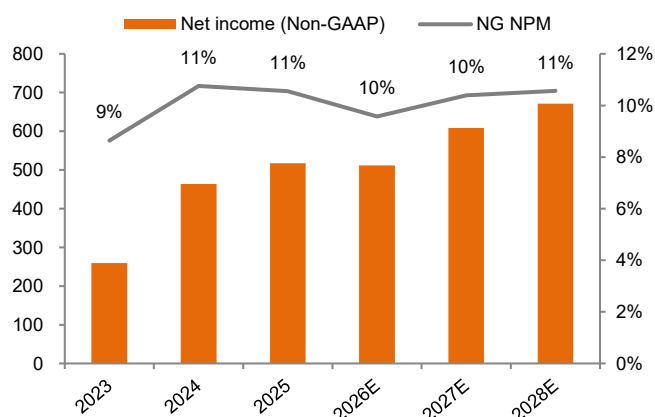
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图4: 新东方经营费用及非GAAP经营利润率



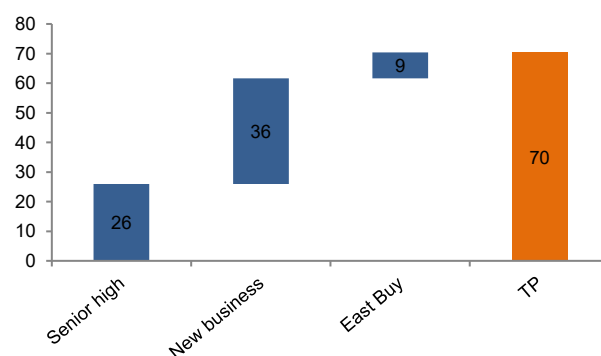
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图5: 新东方非GAAP净利润和净利润率



资料来源: 彭博, 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

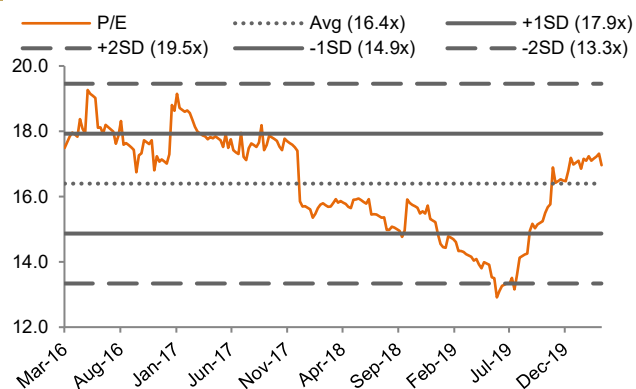
图6: 新东方分部加总目标价 (美元)



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

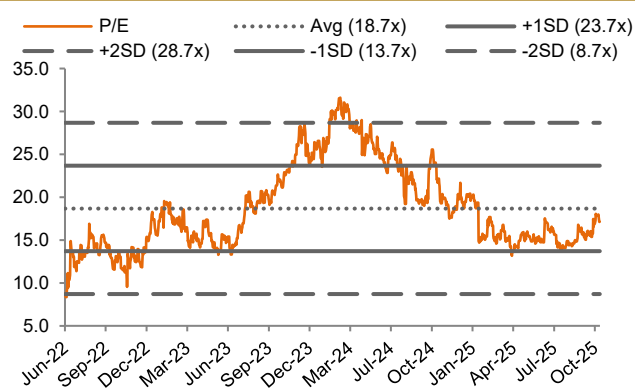
2025 年 10 月 30 日 (星期四)

图7: 新东方2016至19年市盈率区间: 历史估值低位为13倍



资料来源: 彭博, 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图8: 新东方市销率区间 (2022年至今): 当前估值处于历史均值-1个标准差



资料来源: 彭博, 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图9: 新东方26财年一季度业绩与招商证券预测及彭博一致预测对比

百万美元	1Q25	4Q25	1Q26	4Q25	1Q26	1Q26	招商证券预测		彭博一致预测	
截至	8.31	5.31	8.31	yoy	yoy	qoq	1Q26E	差异	1Q26E	差异
收入	1,435	1,243	1,523	9.4%	6.1%	22.5%	1,505	1.2%	1,510	0.9%
毛利润	852	673	885	13.3%	3.9%	31.5%	901	-1.7%	888	-0.4%
报告经营利润	293	(9)	311	n.a.	6.0%	n.a.	314	-1.0%	324	-3.9%
报告净利润	245	7	241	-73.7%	-1.9%	3290.5%	272	-11.6%	247	-2.5%
非 GAAP 经营利润	301	82	336	116.3%	11.5%	310.8%	325	3.3%	324	3.7%
非 GAAP 净利润	262	98	258	59.4%	-1.6%	163.3%	282	-8.4%	267	-3.1%
利润率										
毛利率	59.3%	54.2%	58.1%	1.9 ppt	-1.2 ppt	4 ppt	59.8%	-1.7 ppt	58.8%	-0.7 ppt
经营利润率	20.4%	-0.7%	20.4%	-1.6 ppt	0 ppt	21.1 ppt	20.9%	-0.4 ppt	21.4%	-1 ppt
净利润率	17.1%	0.6%	15.8%	-1.8 ppt	-1.3 ppt	15.2 ppt	18.1%	-2.3 ppt	16.4%	-0.5 ppt
非 GAAP 经营利润率	21.0%	6.6%	22.0%	3.2 ppt	1.1 ppt	15.5 ppt	21.6%	0.5 ppt	21.4%	0.6 ppt
非 GAAP 净利润率	18.3%	7.9%	17.0%	2.5 ppt	-1.3 ppt	9.1 ppt	18.7%	-1.8 ppt	17.7%	-0.7 ppt
占收入比例										
营销费用	13.5%	17.0%	13.2%	-1.3 ppt	-0.3 ppt	-3.9 ppt	11.0%	2.2 ppt		
管理费用	25.4%	33.0%	24.5%	-0.1 ppt	-0.9 ppt	-8.4 ppt	8.3%	16.2 ppt		
经营数据										
智能硬件付费用户(千)	323	255	452	35.6%	39.9%	77.3%				
素质教育注册数(千)	484	918	530	4.9%	9.5%	-42.3%				
经营性现金流	183	399	192	5.9%	5.0%	-51.8%				
净现金	4,973	4,744	4,837							
递延收入	1,733	1,954	1,907							

资料来源: 彭博, 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图10: 新东方盈利预测调整

百万美元	调整前			调整后			变动		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
收入	5,283	5,772	6,332	5,344		6,351	1.2%	1.4%	0.3%
毛利润	2,946	3,220	3,531	2,954	3,234	3,509	0.3%	0.5%	-0.6%
非 GAAP 经营利润	601	664	748	654	741	820	8.9%	11.6%	9.6%
非 GAAP 净利润	579	638	716	512	608	671	-11.6%	-4.8%	-6.2%
毛利率	55.8%	55.8%	55.8%	55.3%	55.3%	55.3%	-0.5 ppt	-0.5 ppt	-0.5 ppt
非 GAAP 经营利润率	11.4%	11.5%	11.8%	12.2%	12.7%	12.9%	0.9 ppt	1.2 ppt	1.1 ppt
非 GAAP 净利润率	11.0%	11.1%	11.3%	9.6%	10.4%	10.6%	-1.4 ppt	-0.7 ppt	-0.7 ppt

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

新东方分部估值法

我们给予新东方高中/新业务 (K-9板块) 15倍/20倍目标市盈率, 基本锚定其盈利增长; 对于成人教育、海外及文旅业务, 由于增长于业务增长和盈利前景不明朗, 我们未给予估值。东方甄选则基于其当前市值进行估值。我们的目标价上调至70美元, 对应26/27财年22倍/18倍市盈率。

图11: 新东方分部加总估值

USD: HKD									7.77
USD: CNY									7.10
USD mn, next 12-mo	Bear	Base	Bull	USD mn, next 12-mo	Bear	Base	Bull		
New Oriental core business (excl. East Buy)									
Revenue forecast				NG OPM					
Senior high	1,427	1,513	1,563	Senior high	20%	24%	25%		
New business	1,599	1,645	1,668	New business	20%	23%	25%		
Tourism	133	138	147	Tourism	-15%	-10%	0%		
Adult	1,491	1,529	1,641	Adult+Overseas	10%	13%	15%		
Revenue yoy growth				NG OP					
Senior high	5%	11%	15%	Senior high	285	363	391		
New business	15%	18%	20%	New business	320	374	417		
Tourism	0%	3%	10%	Tourism	-20	-14	0		
Adult+Overseas	0%	3%	10%	Adult	149	194	246		
Core business revenue				Core business NG OP					
yoy growth	4,740	4,914	5,108	yoy growth	448	631	768		
	5%	9%	14%	Core NG OPM	-22%	10%	34%		
					9.5%	12.8%	15.0%		
USD mn, next 12-mo	Bear	Base	Bull	USD mn, next 12-mo	Bear	Base	Bull		
Target P/E (x)				Target value (based on 25% tax rate)					
Senior high	10	15	20	Senior high	2,141	4,085	5,862		
New business	15	20	25	New business	3,597	5,609	7,820		
Tourism	0	0	5	Tourism	0	0	0		
Adult	0	0	5	Adult	0	0	923		
Implied core P/E (x)	12.8	15.4	19.0	Core target value	(a)	5,738	9,694	14,605	
				East Buy (1797 HK)'s current mkt cap (USD mn)					
				New Oriental's stake value for East Buy at 20% discount					
				Total target value					
				Shares (mn)					
				Target price					
				New Oriental (EDU US, USD)					
				New Oriental - S (9901 HK, HKD)					
				TP implied group P/E (x)					
				Bull-case P/E (x)					
				Base-case P/E (x)					
				Bear-case P/E (x)					
				TP implied group P/S (x)					
				Bull-case P/S (x)					
				Base-case P/S (x)					
				Bear-case P/S (x)					

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

2025 年 10 月 30 日 (星期四)

图 12: 教培行业同业对比

公司	中文名称	股票代码	股价 (当地货币)	招商证券			3 个月平 均交易量	市盈率 (倍)			PEG*	市销率 (倍)		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)	上涨空 间 (%)		评级	目标价 (当地货币)	FY25E		FY26E	FY26E			
恒生指数			26,346						11.4	10.3	n.a.	1.5	1.4	n.a.	n.a.	n.a.
国企指数			9,376						10.6	9.4	n.a.	1.3	1.2	n.a.	n.a.	n.a.
K-12 教培																
NEW ORIENTAL	新东方	EDU US 9901 HK	58.6 46.8	增持 增持	70.0 55.0	19.5 17.6	9,452	58.8	18.3	18.5	2.2	1.9	1.8	0.19	9.3	8.4
TAL	好未来	TAL US	12.2	增持	14.0	14.4	7,321	49.6	45.0	25.4	0.4	3.3	2.4	0.08	30.4	63.2
GAOTU	高途	GOTU US	2.9	增持	4.7	60.1	704	2.3	n.a.	n.a.	n.a.	0.9	0.7	0.03	24.5	n.a.
EASTBUY	东方甄选	1797 HK	22.7	中性	审视中	n.a.	3,085	1,121.4	243.7	109.7	1.6	4.7	4.2	0.41	10.2	69.0
TIANLI	天立	1773 HK	2.5	未评级	n.a.	n.a.	668	86.9	8.7	5.7	n.a.	1.5	1.1	n.a.	n.a.	n.a.
XUEDA	学大	000526 CH	41.8	未评级	n.a.	n.a.	718	129.3	19.9	16.0	0.7	1.5	1.3	0.07	18.0	22.6
BESTSTUDY	卓越	3978 HK	5.4	未评级	n.a.	n.a.	588	8.7	12.8	10.4	0.5	2.1	1.7	0.08	20.2	20.1
SCHOLAR	思考乐	1769 HK	3.0	未评级	n.a.	n.a.	261	10.7	7.5	5.7	0.1	1.8	1.4	0.06	24.7	42.6
51 TALK	51 Talk	COE US	49.4	未评级	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	56.5	n.a.
智能硬件																
YOUDAO	有道	DAO US	10.9	增持	12.2	11.9	1,303	1.0	64.3	48.5	1.3	1.6	1.4	0.12	12.0	36.2
IFLYTEK	科大讯飞	002230 CH	53.6	未评级	n.a.	n.a.	17,450	3,431.6	139.7	99.3	2.7	4.6	3.8	0.20	18.9	37.2
JIAFA	佳发教育	300559 CH	12.8	未评级	n.a.	n.a.	721	240.9	64.9	49.2	1.4	11.6	10.2	0.66	15.6	36.3
READBOY	读书郎	2385 HK	6.5	未评级	n.a.	n.a.	295	1.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
成人教育																
DUOLINGO	多邻国	DUOL US	272.8	增持	600.0	119.9	n.a.	572.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24.2	44.8
EAST		667 HK	6.8	增持	7.5	10.1	1,940	59.4	22.5	18.5	0.9	3.2	2.9	0.27	10.7	20.4
OFFCN	中公教育	002607 CH	2.7	未评级	n.a.	n.a.	2,372	612.2	43.3	28.8	0.8	6.3	5.6	0.49	11.5	36.9
HUATU	华图	300492 CH	66.6	未评级	n.a.	n.a.	1,844	127.4	40.6	31.7	1.5	3.9	3.4	0.25	13.6	21.5
KINGSWOOD	科德教育	300192 CH	18.0	未评级	n.a.	n.a.	842	568.9	40.4	35.3	3.0	7.4	6.9	0.89	7.8	11.9
FENBI	粉笔	2469 HK	2.8	未评级	n.a.	n.a.	797	170.3	21.2	16.6	0.8	2.2	2.1	0.31	6.7	21.7
XINGDONG	行动教育	605098 CH	40.7	未评级	n.a.	n.a.	684	67.9	16.3	14.3	1.1	5.6	5.0	0.42	11.9	12.9
CHUANZHI	传智教育	003032 CH	6.8	未评级	n.a.	n.a.	385	36.8	55.4	41.5	1.4	8.7	7.3	0.40	18.1	29.1
QUANTASING	量子之歌	QSG US	7.0	未评级	n.a.	n.a.	n.a.	5.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.8	10.8
高等教育																
CEG	中教	839 HK	3.1	增持	4.9	59.6	1,107	82.8	3.8	3.5	0.7	1.1	1.0	0.15	6.6	5.1
KEPEI	科培	1890 HK	1.5	增持	2.7	84.9	379	2.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
NEW HIGHER	新高教	2001 HK	1.2	增持	4.5	262.9	315	7.8	2.8	2.7	0.3	0.9	0.8	0.09	8.3	7.8
均值-K-12 教培									18.7	13.6	0.9	2.2	1.8	0.13	19.6	23.4
均值-智能硬件									n.a.	48.8	1.8	5.9	5.2	0.33	15.5	36.6
均值-成人教育									30.7	26.7	1.3	5.3	4.7	0.43	11.9	23.3
均值-高等教育									3.3	3.1	0.5	1.0	0.9	0.12	7.4	6.5
均值 (所有)									21.7	21.9	1.2	3.7	3.2	0.27	14.6	23.7

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测; 股价截至2025年10月28日。注: 所有未评级股票信息均来源于彭博; *PEG基于25财年预测P/E及24-26财年预测每股盈利年复合增长率计算, PSG基于25财年预测市销率及24-26财年预测收入年复合增长率计算。

彭博终端报告下载: NH CMS <GO>

2025 年 10 月 30 日 (星期四)

财务预测：新东方 (EDU US)

资产负债表

(百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
物业、厂房及设备净额	508	767	957	1,154	1,360
无形资产及商誉	123	57	57	57	58
长期投资	356	388	396	404	412
其他长期资产	1,156	1,414	1,442	1,471	1,501
非流动资产	2,143	2,627	2,852	3,087	3,330
现金及等价物	1,389	1,612	1,593	1,626	1,657
抵押存款及短期存款	1,498	1,273	1,273	1,273	1,273
短期投资	2,066	1,874	1,874	1,874	1,874
其他流动资产	436	420	436	454	473
流动资产	5,389	5,179	5,175	5,227	5,277
总资产	7,532	7,805	8,027	8,314	8,607
短期债务	0	0	0	0	0
应付账款	106	80	102	112	121
递延收入	1,780	1,954	2,138	2,341	2,540
其他流动负债	1,115	1,255	1,280	1,306	1,332
流动负债	3,001	3,290	3,519	3,758	3,993
长期债务	0	0	0	0	0
其他非流动负债	482	562	573	585	596
非流动负债	482	562	573	585	596
总负债	3,483	3,852	4,093	4,342	4,590
总净资产	4,049	3,954	3,935	3,971	4,018
股本	0	0	-300	-600	-900
储备	3,776	3,681	3,962	4,298	4,645
股东权益	3,776	3,681	3,662	3,698	3,745
非控股权益	273	273	273	273	273
总权益	4,049	3,954	3,935	3,971	4,018
总债务	0	0	0	0	0
净现金/(债务)*	4,953	4,759	4,740	4,773	4,804

现金流量表

(百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
税前利润	310	372	471	572	632
折旧摊销	107	146	106	106	106
运营资本变化	442	145	195	200	197
其他	265	234	19	20	20
经营活动净现金	1,123	897	791	897	955
资本开支	-249	-242	-289	-297	-306
并购	0	0	-6	-6	-6
投资	-1,075	384	-8	-8	-8
其他	170	-236	-28	-29	-29
投资活动净现金	-1,154	-93	-331	-340	-349
已付股利	0	0	-190	-236	-286
股票融资 (已注销)	0	0	-300	-300	-300
债务融资 (已偿还)	0	0	0	0	0
其他	-160	-585	11	11	12
融资活动净现金	-160	-585	-479	-524	-574
汇兑损益	-25	10	0	0	0
现金净变动	-216	228	-19	33	31
期初现金	1,805	1,589	1,817	1,798	1,831
期末现金	1,589	1,817	1,798	1,831	1,862
期末现金(剔除抵押存款)	1,389	1,612	1,593	1,626	1,657

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；*净现金包括银行存款、短期投资和定期存款。

利润表

(百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
收入	4,314	4,900	5,344	5,851	6,351
销售成本	-2,051	-2,183	-2,390	-2,617	-2,842
毛利	2,263	2,717	2,954	3,234	3,509
销售费用	-661	-784	-829	-879	-923
行政费用	-1,252	-1,444	-1,210	-1,044	-1,149
总营运开支	-1,912	-2,228	-2,039	-1,923	-2,072
出售附属公司收益	0	-60	0	0	0
经营利润	350	428	599	695	770
净投资及其他收入	143	108	83	83	90
税前利润	494	536	681	777	859
税项	-110	-146	-184	-179	-198
税后利润	325	376	497	598	662
股权投资损失	-59	-14	0	0	0
非控股权益	-16	-4	-26	-26	-29
归母净利润	310	372	471	572	632
非 GAAP 项目：					
非 GAAP 经营利润	479	554	654	741	820
非 GAAP 净利润	464	517	512	608	671
非 GAAP 每股盈利 (美元)	2.8	3.2	3.3	4.0	4.6

财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
同比增长率(%)					
收入	43.9	13.6	9.1	9.5	8.5
毛利	42.5	20.1	8.7	9.5	8.5
报告经营利润	84.4	22.2	39.8	16.0	10.8
报告净利润	74.6	20.1	26.7	21.4	10.5
非 GAAP 经营利润	71.1	15.8	18.0	13.3	10.6
非 GAAP 净利润	79.2	11.4	-1.0	18.8	10.4
利润率(%)					
毛利	52.5	55.4	55.3	55.3	55.3
报告经营利润	8.1	8.7	11.2	11.9	12.1
报告净利润	7.2	7.6	8.8	9.8	10.0
非 GAAP 经营利润	11.1	11.3	12.2	12.7	12.9
非 GAAP 净利润	10.8	10.6	9.6	10.4	10.6
有效税率(%)					
有效税率(%)	22.2	27.3	27.0	23.0	23.0
流动比率(x)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
净现金/股权比例(%)	122.3	120.4	120.5	120.2	119.6
回报率(%)					
资产周转率 (x)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
财务杠杆比率 (x)	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1
EBIT 利润率(%)	8.1	8.7	11.2	11.9	12.1
利息负担(x)	1.4	1.3	1.1	1.1	1.1
税项负担(x)	0.9	1.0	0.8	0.8	0.8
ROE (%)	11.8	12.9	13.0	15.4	16.8
市盈率(x)	20.4	18.3	18.5	15.5	14.1
市净率(x)	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4

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。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。

2025 年 10 月 30 日（星期四）

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。

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。

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