

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

好未来 (TAL US)

稳健业绩进一步增强市场信心

■ 好未来26财年二季度 (8月季度) 业绩超预期; 营收同增39%, 非GAAP营业利润同增67%, 整体超出预期19%

■ 股价上涨7%, 受益于连续两个季度业绩超预期以及稳定的回购; 我们观察到市场信心进一步增强, 并有望进入“超预期—上调指引”的正向循环

■ 维持增持: 强劲的增长动能依旧, 由市场领先地位、产品创新以及利润率扩张的前景驱动; 目标价上调至16.7美元

26财年二季度业绩显著超预期

好未来26财年二季度 (8月季度) 营收维持高速增长, 同比增长39.1%至8.61亿美元, 超出预期4%, 对比上季度同比增长38.8%; 新东方 (EDU US) 核心教育业务则录得高个位数同比增长。毛利率继续扩张至57%, 同比提升0.7个百分点; 总经营费用占收入比同比缩窄2.6个百分点, 显示有效的成本控制推动非GAAP营业利润大幅增长至1.08亿美元, 同比增长67%, 超出预期19%。非GAAP营业利润率同比提升2.1个百分点至12.5%, 对比市场预期的10.9%; 非GAAP净利润同比增长83%至1.36亿美元, 超出预期39%, 非GAAP净利率达到15.8%。递延营收同比增长60%, 保持强劲势头; 总流动资金约为35亿美元, 维持稳健。截至10月30日, 公司已在现有6亿美元回购计划 (至2026年) 下累计回购1.35亿美元。

强劲增长动能依然, 利润率扩张前景可期

我们基本维持营收预测不变, 现预计26财年集团营收同比增长33%。其中线下业务 (包括培优线下) 在稳定的政策环境和需求背景下, 受益于产能扩张和留存率提升, 预计26财年营收维持强劲的同比增长37%; 学而思网校营收预计同比增长30%, 主要受益于丰富的教学内容和用户认知度提升; 智能设备营收预计同比增长24%, 由出货量增长带动, 抵消了为满足多元化需求而推出低价产品而导致的整体ASP下降。我们将26财年非GAAP营业利润上调14%至2.36亿美元, 以反映我们对其通过成本控制、经营杠杆以及设备业务亏损收窄带来的利润率扩张更为积极的判断。然而, 鉴于预扣税增加及利息收入降低, 我们下调了27-28财年核心净利润预测。

增持: 目标价上调至16.7美元, 长期增长前景依然乐观

我们将未来12个月的分部加总估值目标价由14.0美元上调至16.7美元 (图10), 主要基于非GAAP营业利润上修及估值周期前移。新目标价对应26/27财年33倍/26倍市盈率, 以及基于26-28财年35%盈利年复合增长率而采用的0.7倍PEG (对比新东方26/27财年22倍/17倍市盈率和1.2倍PEG)。我们看好公司在内容质量、产品创新和管理执行方面的领先地位, 并认为潜在的“超预期—上调指引”循环有望进一步恢复市场信心。主要风险: 1) 宏观/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	3,002	3,864	4,841
增长率	46%	51%	33%	29%	25%
毛利	806	1,200	1,644	2,130	2,679
非GAAP经营利润	20	62	236	362	549
非GAAP核心净利润	132	163	301	379	543
增长率	n.a.	23%	85%	26%	43%
非GAAP核心EPADS (美元)	0.217	0.26	0.49	0.62	0.88
市盈率(x)	59.5	48.4	26.1	20.8	14.5
ROE	3.5%	4.4%	8.4%	10.6%	13.7%

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测; 股价截至2025年10月30日。

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

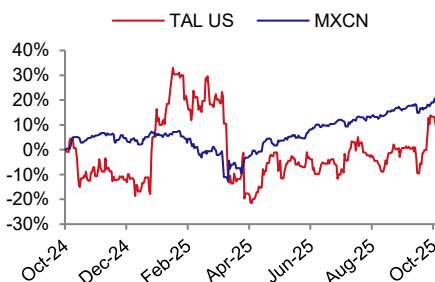
与市场的预期差

我们对好未来26财年的盈利预测较市场预期高约20%, 主要因为我们对利润率扩张前景更为乐观, 驱动因素包括经营杠杆释放、智能设备业务亏损收窄以及业务结构优化带来的有利变化。

增持

前次评级	增持
股价 (2025年10月30日)	12.9美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	16.7美元 (+29.4%)
前次目标价	14美元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
TAL US	15.3	44.7	17.2
MXCN	(2.0)	22.1	32.0

行业: 教育

恒生指数 (2025年10月30日)	26,283
国企指数 (2025年10月30日)	9,347

重要数据

52周股价区间 (美元)	8.5 - 15.3
市值 (百万美元)	7,875
日均成交量 (百万股)	3.85

主要股东

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

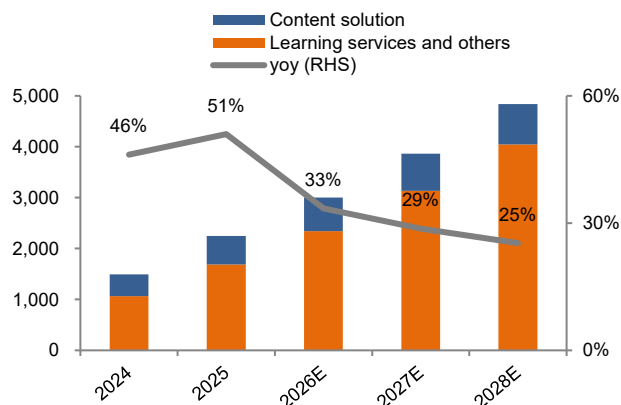
资料来源: 公司资料, 彭博

相关报告

- 好未来 (TAL US) - 利润率及新回购计划超预期 (增持) (2025/8/1)
- 好未来 (TAL US) - 业绩超预期, 前景提升 (增持) (2024/10/25)
- 好未来 (TAL US) - 提升投入, 收获更好未来 (增持) (2024/8/2)
- 好未来 (TAL US) - 业绩大超预期, 增长前景提升 (增持) (2024/4/26)

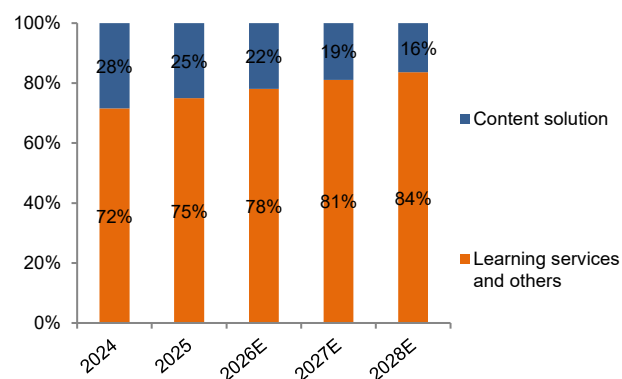
重点图表

图1: 收入预测



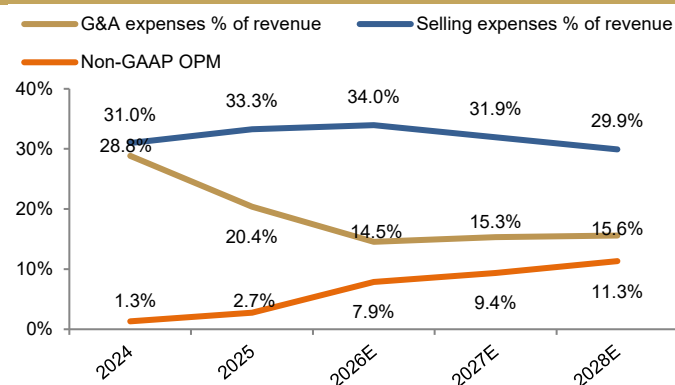
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图2: 分业务收入



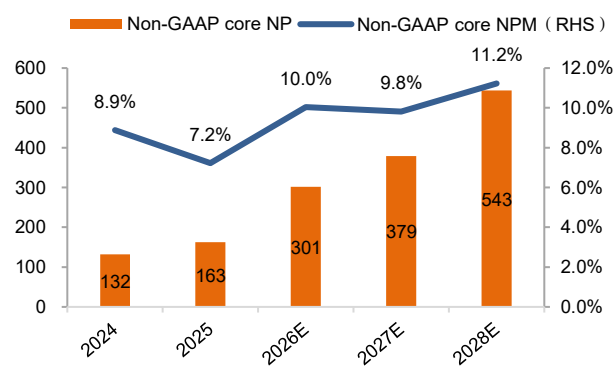
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图3: 经营费用占比及非GAAP经营利润率



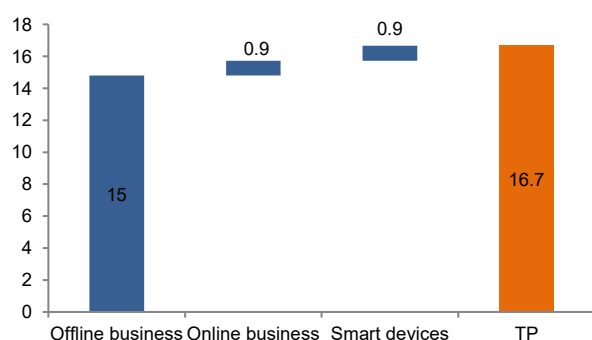
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图4: 非GAAP核心净利润及净利润率



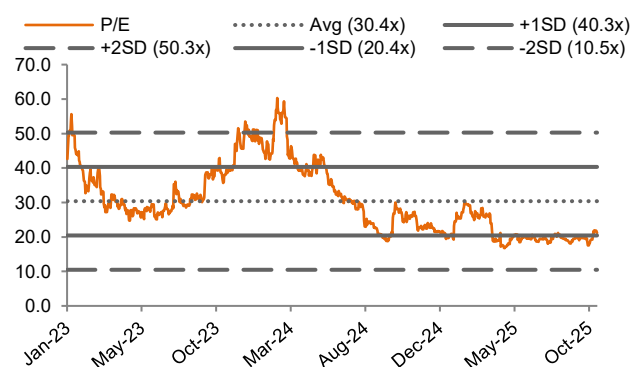
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

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: 市盈率区间



资料来源: 彭博, 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图7: 好未来26财年二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	2Q26	1Q26	2Q26	2Q26	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	8.31	yoy	yoy	qoq	2Q26E	差异	2Q26E	差异
收入	414	619	606	610	575	861	38.8%	39.1%	49.8%	862	0.0%	831	3.7%
毛利润	214	349	320	318	315	491	47.3%	40.8%	55.7%	481	2.1%	469	4.7%
报告经营利润	-17	48	-17	-16	14	96	n.a.	101.8%	569.9%	66	46.5%	91	5.7%
报告净利润	11	57	23	-7	31	124	174.4%	116.1%	296.7%	86	44.1%	85	45.3%
非 GAAP 经营利润	1	65	-2	-2	25	108	2766.3%	67.2%	329.5%	76	41.3%	91	18.6%
非 GAAP 净利润	30	74	39	7	42	136	42.0%	82.7%	223.1%	97	40.3%	98	39.0%
销售管理费用													
销售费用	122	182	226	218	181	267	47.7%	46.9%	47.9%	284	-6.0%		
管理费用	110	119	112	118	121	129	10.4%	8.0%	6.6%	131	-1.4%		
占收入比重													
销售费用	29.6%	29.4%	37.3%	35.7%	31.4%	31.0%	1.9 ppt	1.7 ppt	-0.4 ppt	33.0%	-6.0%		
管理费用	26.5%	19.3%	18.4%	19.4%	21.1%	15.0%	-5.4 ppt	-4.3 ppt	-6.1 ppt	15.2%	-1.3%		
经营现金流													
流动递延收入	247	-1	378	-226	348	-58	40.9%	9969.4%	n.a.				
总流动性	613	485	781	624	930	778	51.6%	60.2%	-16.4%				
利润率													
毛利率	51.7%	56.3%	52.7%	52.0%	54.9%	57.0%	3.1 ppt	0.7 ppt	2.1 ppt	55.8%	1.2 ppt	56.5%	0.5 ppt
经营利润率	-4.2%	7.7%	-2.9%	-2.6%	2.5%	11.2%	6.7 ppt	3.5 ppt	8.7 ppt	7.6%	3.5 ppt	10.9%	0.2 ppt
净利润率	2.8%	9.3%	3.8%	-1.2%	5.4%	14.4%	2.7 ppt	5.1 ppt	9 ppt	10.0%	4.4 ppt	10.3%	4.1 ppt
非 GAAP 经营利润率	0.2%	10.4%	-0.3%	-0.3%	4.4%	12.5%	4.2 ppt	2.1 ppt	8.2 ppt	8.9%	3.7 ppt	10.9%	1.6 ppt
非 GAAP 净利润率	7.1%	12.0%	6.4%	1.1%	7.3%	15.8%	0.2 ppt	3.8 ppt	8.5 ppt	11.2%	4.5 ppt	11.8%	4 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	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E
收入	606	610	575	861	765	801	728	1,130
毛利润	320	318	315	491	413	425	403	650
非 GAAP 经营利润	-2	-2	25	108	44	60	52	129
非 GAAP 净利润	39	7	42	136	54	68	61	127
同比增长								
收入	62%	42%	39%	39%	26%	31%	27%	31%
毛利润	60%	40%	47%	41%	29%	34%	28%	32%
非 GAAP 经营利润	-81%	n.a.	2766%	67%	n.a.	n.a.	108%	20%
非 GAAP 净利润	n.a.	-85%	42%	83%	40%	869%	45%	-6%
利润率								
毛利率	52.7%	52.0%	54.9%	57.0%	54.0%	53.0%	55.4%	57.5%
非 GAAP 经营利润率	-0.3%	-0.3%	4.4%	12.5%	5.7%	7.5%	7.2%	11.4%
非 GAAP 净利润率	6.4%	1.1%	7.3%	15.8%	7.1%	8.5%	8.4%	11.3%

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	3,002	3,864	4,841	2,996	3,826	4,807	0.2%	1.0%	0.7%
毛利润	1,644	2,130	2,679	1,605	2,031	2,529	2.4%	4.9%	5.9%
非 GAAP 经营利润	236	362	549	207	362	542	14.4%	0.1%	1.3%
非 GAAP 净利润	300	379	543	288	433	594	4.1%	-12.5%	-8.6%
非 GAAP 核心净利润	301	379	543	288	433	594	4.5%	-12.5%	-8.6%
毛利率	54.8%	55.1%	55.3%	53.6%	53.1%	52.6%	1.2 ppt	2 ppt	2.7 ppt
非 GAAP 经营利润率	7.9%	9.4%	11.3%	6.9%	9.5%	11.3%	1 ppt	-0.1 ppt	0.1 ppt
非 GAAP 净利润率	10.0%	9.8%	11.2%	9.6%	11.3%	12.4%	0.4 ppt	-1.5 ppt	-1.1 ppt
非 GAAP 核心净利润率	10.0%	9.8%	11.2%	9.6%	11.3%	12.4%	0.4 ppt	-1.5 ppt	-1.1 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:

智能设备业务: 我们给予该板块1.0倍目标市销率, 与有道 (DAO US) 智能设备业务的1.0倍目标市销率相当。

在线学习服务业务: 我们给予该板块1.0倍目标市销率, 与高途在线业务的1.0倍市销率相当。

线下学习服务业务: 我们给予该板块20倍目标市盈率。与新东方K-12业务的20倍目标市盈率相当。该板块在24-27财年预计实现35%的盈利年复合增长率, 对应0.6倍PEG, 而在2021年4月政策变化前的历史均值为1倍PEG。

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	572	572	629	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)		572	943	2,817	6%
线上教学服务					
收入	547	547	602	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)		547	903	1,798	6%
线下教学服务					
收入	2,458	2,458	2,704	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%	18%	20%	25%	
核心净利润	246	435	541	899	
目标市盈率（倍）	15	20	25	30	
对应市销率（倍）	1.5	3.5	5.0	7.5	
内容业务目标估值(c)	3,687	8,703	13,521	26,975	89%
总价值(a+b+c-d)	3,687	9,821	15,366	31,590	
流通股数(百万股)		587			
目标价(美元)	6.3	16.7	26.2	53.8	
目标价对应估值倍数 - 基本情形	FY25	FY26E	FY27E	FY28E	
对应市盈率（倍）	60.4	32.6	25.9	18.1	
对应市销率（倍）	4.4	3.3	2.5	2.0	

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			
恒生指数			26,283						11.3	10.2	n.a.	1.5	1.4	n.a.	n.a.	n.a.
国企指数			9,347						10.5	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	60.1	增持	70.0	16.6	9,822	59.1	19.0	19.2	2.3	2.0	1.8	0.20	9.3	8.4
		9901 HK	45.7	增持	55.0	20.3										
TAL	好未来	TAL US	12.9	增持	16.7	29.4	7,875	50.7	48.4	26.1	0.5	3.5	2.6	0.08	31.0	52.7
GAOTU	高途	GOTU US	2.9	增持	4.7	60.4	732	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	21.9	中性	审视中	n.a.	2,973	1,128.1	234.8	105.7	1.5	4.5	4.1	0.40	10.2	69.0
TIANLI	天立	1773 HK	2.4	未评级	n.a.	n.a.	657	87.3	8.6	5.6	n.a.	1.5	1.1	n.a.	n.a.	n.a.
XUEDA	学大	000526 CH	40.9	未评级	n.a.	n.a.	701	130.2	19.6	15.8	0.7	1.5	1.3	0.07	17.4	22.6
BESTSTUDY	卓越		5.4	未评级	n.a.	n.a.	591	8.2	12.9	10.5	0.5	2.1	1.7	0.09	20.2	20.1
SCHOLAR	思考乐	1769 HK	3.1	未评级	n.a.	n.a.	268	10.7	7.7	5.8	0.1	1.9	1.5	0.06	24.7	42.6
51 TALK	51 Talk	COE US	49.4	未评级	n.a.	n.a.	289	0.5	n.a.	1,642.6	n.a.	3.1	1.8	0.03	56.5	n.a.
智能硬件																
YOUDAO	有道	DAO US	10.7	增持	12.2	14.0	1,279	1.0	63.1	47.6	1.3	1.6	1.4	0.11	12.0	36.2
IFLYTEK	科大讯飞	002230 CH	54.0	未评级	n.a.	n.a.	17,562	3,468.2	140.6	100.0	2.7	4.6	3.9	0.20	18.9	37.2
JIAFA	佳发教育	300559 CH	12.0	未评级	n.a.	n.a.	675	242.6	60.8	46.1	1.3	10.9	9.6	0.61	15.6	36.3
READBOY	读书郎	2385 HK	6.5	未评级	n.a.	n.a.	292	1.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
学校运营																
DUOLINGO	多邻国	DUOL US	262.8	增持	600.0	128.3	12,043	573.0	38.3	29.6	0.7	11.9	9.3	0.38	24.1	44.8
EAST	东方	667 HK	6.7	增持	7.5	12.3	1,902	59.8	22.1	18.1	0.9	3.1	2.8	0.26	10.7	20.4
OFFCN	中公教育	002607 CH	2.7	未评级	n.a.	n.a.	2,325	600.3	42.4	28.2	0.8	6.2	5.5	0.48	11.5	36.9
HUATU	华图	300492 CH	67.4	未评级	n.a.	n.a.	1,865	129.4	41.1	32.0	1.5	3.9	3.4	0.25	13.6	21.5
KINGSWOOD	科德教育	300192 CH	17.7	未评级	n.a.	n.a.	819	569.9	39.3	34.3	2.9	7.2	6.7	0.86	7.8	11.9
FENBI	粉笔	2469 HK	2.8	未评级	n.a.	n.a.	791	165.6	21.1	16.5	0.8	2.2	2.1	0.30	6.7	21.7
XINGDONG	行动教育	605098 CH	40.6	未评级	n.a.	n.a.	682	68.3	16.2	14.3	1.1	5.6	5.0	0.41	12.0	13.1
CHUANZHI	传智教育	003032 CH	6.6	未评级	n.a.	n.a.	375	36.9	54.0	40.5	1.4	8.5	7.1	0.39	18.1	29.1
QUANTASING	量子之歌	QSG US	7.2	未评级	n.a.	n.a.	370	5.6	7.4	n.a.	n.a.	1.0	1.0	0.36	2.8	10.8
成人教育																
CEG	中教	839 HK	3.0	增持	4.9	64.4	1,074	83.8	3.7	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	86.2	376	2.5	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	2.6	0.3	0.8	0.8	0.09	8.3	7.8
均值-K12									19.4	14.0	0.9	2.3	1.8	0.12	19.5	23.4
均值-智能硬件									n.a.	46.8	1.8	5.7	4.9	0.31	15.5	36.6
均值-成人教育									28.5	26.7	1.2	5.5	4.8	0.41	11.9	23.4
均值-高等教育									3.3	3.1	0.5	0.9	0.9	0.12	7.4	6.5
均值(所有)									21.9	22.1	1.1	3.9	3.3	0.27	14.5	23.7

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

财务预测表

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	1,319	1,602	2,011
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	228	291	363
其他流动资产	139	233	245	257	270
流动资产	3,699	4,127	3,807	4,165	4,659
总资产	4,928	5,503	5,293	5,777	6,416
短期债务	0	0	0	0	0
应付账款	127	146	165	211	263
递延收入	400	624	694	760	824
其他流动负债	555	671	704	740	777
流动负债	1,082	1,441	1,563	1,711	1,864
长期债务	0	0	0	0	0
可转换	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	1,873	2,036	2,206
总净资产	3,639	3,766	3,420	3,741	4,210
股本	0	0	0	0	0
储备	3,662	3,766	3,420	3,741	4,210
股东权益	3,662	3,767	3,420	3,741	4,211
非控股权益	-23	0	0	0	0
总权益	3,639	3,766	3,420	3,741	4,210
总债务	0	0	0	0	0
净现金/(债务)*	3,491	3,786	3,334	3,616	4,026

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	254	321	470
折旧摊销	25	48	62	76	91
运营资本变化	38	-20	-102	-18	-20
其他	247	285	91	89	88
经营活动净现金	306	398	305	469	629
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	-600	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	-585	15	16
汇兑损益	-6	-3	0	0	0
现金净变动	163	-466	-452	283	410
期初现金	2,295	2,457	1,992	1,539	1,822
限制现金	249	220	220	220	220
期末现金	2,209	1,771	1,319	1,602	2,011

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测; 股价截至 2025 年 10 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	3,002	3,864	4,841
销售成本	-684	-1,050	-1,358	-1,734	-2,163
毛利	806	1,200	1,644	2,130	2,679
销售费用	-462	-749	-1,019	-1,234	-1,449
行政费用	-430	-459	-437	-592	-755
其他收益/损失	16	4	2	0	0
报告经营利润	-69	-3	190	304	475
净利息收入	85	83	56	58	73
其他收入	2	52	95	40	40
税前利润	17	132	342	402	588
税费	-15	-38	-87	-80	-118
税后利润	2	94	255	321	470
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	254	321	470
非 GAAP 调整项					
非 GAAP 经营利润	20	62	236	362	549
非 GAAP 净利润	85	150	300	379	543
非 GAAP 核心净利润	132	163	301	379	543
非 GAAP 每股盈利(美元)	0.14	0.24	0.49	0.62	0.88
非 GAAP 核心每股盈利(美元)	0.22	0.26	0.49	0.62	0.88

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	54.8	55.1	55.3
报告经营利润	-4.6	-0.1	6.3	7.9	9.8
报告净利润	-0.2	3.8	8.4	8.3	9.7
非 GAAP 经营利润	1.3	2.7	7.9	9.4	11.3
非 GAAP 净利润	5.7	6.6	10.0	9.8	11.2
非 GAAP 核心净利润	8.9	7.2	10.0	9.8	11.2
有效税率(%)	88.0	29.0	25.4	20.0	20.0
流动比率(%)	3.4	2.9	2.4	2.4	2.5
净现金/股权比率(%)	95.9	100.5	97.5	96.7	95.6
回报率(%)					
资产周转率 (x)	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8
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	6.3	7.9	9.8
利息负担(x)	-0.3	-41.9	1.8	1.3	1.2
税项负担(x)	7.6	1.2	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	3.5	4.4	8.4	10.6	13.7
市盈率(x)	59.5	48.4	26.1	20.8	14.5
市销率(x)	5.3	3.5	2.6	2.0	1.6

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(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