

3Q 前瞻：预计广告提速教育主业稳健

华泰研究

2025 年 11 月 10 日 | 美国

更新报告

K12 教育

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

12.75

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

陈俊元*

SAC No. S0570125040051

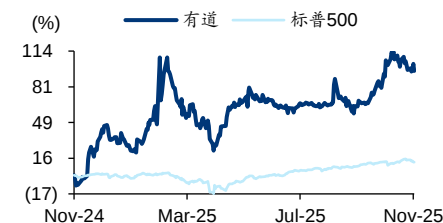
联系人

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

基本数据

收盘价(美元 截至 11 月 7 日)	10.43
市值(美元百万)	1,247
6 个月平均日成交额(美元百万)	0.82
52 周价格范围(美元)	4.54-11.82

股价走势图



资料来源：S&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)	5,626	5,799	6,608	7,621
+/-%	4.39	3.07	13.96	15.33
归母净利润(百万)	82.21	107.58	230.66	325.31
+/-%	NA	30.86	114.40	41.04
归母净利润(调整后,百万)	104.81	170.96	255.64	350.30
+/-%	(120.19)	63.12	49.53	37.03
EPS(调整后,最新摊薄)	0.85	1.38	2.07	2.83
PE(调整后,倍)	86.06	52.76	35.29	25.75
PB(倍)	NA	NA	NA	NA
ROE(调整后,%)	(4.89)	(8.32)	(13.88)	(22.77)
EV EBITDA(倍)	57.03	43.87	27.55	20.33
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

我们预计有道 3Q25 收入 16 亿元, yoy+1.8%, 广告业务受益于游戏行业带动加速增长, 高中业务增长稳健, 3Q 现金收款加速; 预计 3Q25 经营利润约为 1660 万元, 主要考虑到公司暑期对战略聚焦的主业适当增加投入。我们预计 25 全年收入为 58 亿元, yoy+3.1%, 预计全年经营利润为 2.2 亿元。公司持续聚焦在线课程、AI 订阅服务、广告领域增长, 素养类业务调整预计今年接近尾声, 维持“买入”。

学习服务调整接近尾声, AI 订阅服务持续增长

我们预计 3Q25 公司学习服务收入为 6.45 亿元, yoy-16% (Q2 为 6.58 亿, yoy+2.2%), 由于收入确认滞后影响, 我们预计高中业务收入同比增长 12%, 但现金收款同比增长有望超 30%, 主因暑期增长势头良好, AI 互动课形态口碑良好, 学员高考成绩表现优异推动口碑提升。得益于 Q3 现金收款快速增长, 我们预计 Q4 学习服务板块收入有望恢复整体正增长。我们预计 3Q AI 订阅服务收入同比增长 40%, 公司 3Q 推出多款产品。全新有道词典升级 AI 同传功能, 优化模型抗噪性, 增强嘈杂环境识别能力, 目前 AI 同传累计用户超过 2000 万。此外, 公司推出有道音视频翻译平台, 一站式智能视频翻译, 覆盖声画分离、识别、翻译、配音等全流程, 具备耗时短、成本低等特点, 主要针对外贸、短剧出海等 B 端场景, 提升内容本地化能力。

游戏行业驱动广告业务增长

我们预计 3Q25 公司广告业务收入为 7 亿元, yoy+43% (Q2 为 6.33 亿, yoy+23.8%)。其中游戏行业为核心增长驱动力, 今年以来游戏版号持续发放推动整体游戏行业投放需求上升, 公司游戏行业客户丰富度持续提升; 此外, 公司与网易游戏协同加强, Q2 管理层表示来自网易游戏的收入增速较快, 预算占比持续上升。公司持续通过 AI 赋能广告投放全流程, 挖掘优质流量, 广告主投放效率及 ROI 提升有望推动广告业务收入持续增长。

盈利预测与估值

公司广告、AI 订阅及高中业务驱动增长, 我们预计 25-27E 收入为 58/66.1/76.2 亿元 (调整幅度: -2.1/-1.5/0.2%), 主因短期素养类业务调整、收入确认滞后收款; 我们预计 25-27E Non-GAAP 归母净利润为 1.7/2.56/3.5 亿元 (调整幅度: -4.5/4.4/2.1%), 主因短期战略聚焦主业投入适当增加, 长期广告提速推动利润释放。基于 SOTP 估值法, 给予 K12 业务/智能硬件业务 22.95/30.05x 25E PE (与可比公司 Wind 一致预测均值一致), 考虑在线营销业务增速较快, 给予 17x 25E PE (可比均值为 13.76x, 基本维持溢价幅度), 由于部分可比公司估值上升, 25 年公司收入利润略有下修, 维持目标价 12.75 美元 (前值 12.75 美元)。维持“买入”。

风险提示: 获客成本显著提升; 数字内容用户接受度不高; 智能硬件市场渗透率不及预期; 宏观需求压制广告业务增长; 相关部门对学费定价的监管。

估值分析

我们上调 25E 在线营销收入主因看好游戏行业推动广告业务加速增长，小幅下调学习服务收入主因短期收入确认滞后收款。我们采用 SOTP 估值法，考虑到公司以高中和 STEAM 课程（下称 K12 业务）为主的学习服务业务贡献了大部分收入，且商业模式相对成熟，我们采用 PE 法对高中和 STEAM 业务估值，我们参考头部 K12 教育公司线下净利率水平（通常为 10-15%），考虑到线上教育净利率通常低于线下，我们谨慎按照 5% 假设公司 K12 业务净利率。我们给予 K12 业务/智能硬件业务 22.95/30.05x 25E PE（与可比公司 Wind 一致预测均值一致）。考虑到公司在线营销业务将逐步拓展海外市场，成长期收入增速较快，在可比公司估值（13.76x）基础上给予一定溢价，按 17x 25E PE 估值，基本维持溢价幅度。由于部分可比公司估值上升，25 年公司收入利润略有下修，维持目标价 12.75 美元（前值 12.75 美元）。维持“买入”。

图表1：有道：SOTP 估值

	估值方法	2025E 收入/净利润 (亿元)	2025E 估值倍数 (倍)	目标市值/股价 (亿元)
学习服务-K12	PE			
收入		25.5		
净利率		5%		
净利润		1.27	22.95	29.21
智能硬件	PE			
收入		7.65		
净利率		4.21%		
净利润		0.32	30.05	9.63
在线营销服务	PE			
收入		24.88		
净利率		16.48%		
净利润		4.1	17.00	69.71
股权价值 (亿元)				108.6
汇率 (美元兑人民币)				7.13
股权价值 (亿美元)				15.24
加权平均股份数 (百万股)				120
每股价值 (美元)				12.75
ADS 转换率				1.00
目标价 (美元)				12.75

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表2：学习服务-高中和 STEAM 课程可比公司估值

				EPS (元)			PE		
				25E	26E	27E	25E	26E	27E
公司代码	公司名称	收盘价	市值 (百万)	/FY26E	/FY27E	/FY28E	/FY26E	/FY27E	/FY28E
EDU US	新东方	54.45	8,509	3.00	3.51	3.88	18.15	15.51	14.03
TAL US	好未来	11.74	7,142	0.38	0.55	1.31	30.89	21.35	8.96
GOTU US	高途	2.71	660	-1.18	-0.01	0.73			26.77
000526 CH	学大教育	40.88	4,982	2.06	2.57	3.11	19.82	15.90	13.14
300192 CH	科德教育	17.61	5,796	0.47	0.52	0.57	37.52	34.09	31.00
1769 HK	思考乐教育	2.72	1,836	0.26	0.35	0.49	9.69	7.07	5.12
平均值							22.95	17.59	15.73

注：表中收盘价截至北京时间 11 月 7 日。美元兑人民币为 7.13；港元兑人民币为 0.92。收盘价、市值以交易货币计量。EDU US 各财年于 5 月截止；TAL US 各财年于 2 月截止；其他公司财年于 12 月截止。预测期收入采用 Wind 一致预期。

资料来源：公司公告，Wind，Bloomberg，华泰研究

图表3：智能硬件可比公司估值

公司代码	公司名称	收盘价	市值	EPS (元)			PE		
				25E	26E	27E	25E	26E	27E
			(百万)	/FY26E	/FY27E	/FY28E	/FY26E	/FY27E	/FY28E
002230 CH	科大讯飞	52.52	121,410	0.39	0.56	0.74	134.22	94.56	70.80
2385 HK	读书郎	6.40	2,253	-	-	-			
1810 HK	小米集团	42.24	1,101,170	1.59	2.12	2.60	24.40	18.29	14.96
002959 CH	小熊电器	44.99	7,076	2.50	2.87	3.22	18.03	15.67	13.96
002242 CH	九阳股份	9.61	7,333	0.27	0.39	0.45	35.37	24.64	21.33
688696 CH	极米科技	113.70	7,959	3.74	5.38	7.01	30.36	21.14	16.22
平均值							30.05	21.36	17.50

注：表中收盘价截至北京时间 11 月 7 日。美元兑人民币为 7.13；港元兑人民币为 0.92。收盘价、市值以交易货币计量。预测期 EPS 采用 Wind 一致预期。

资料来源：公司公告，Wind，Bloomberg，华泰研究

图表4：在线营销服务可比公司估值

公司代码	公司名称	收盘价	市值	EPS (元)			PE (倍)		
				25E	26E	27E	25E	26E	27E
			(百万)	/FY26E	/FY27E	/FY28E	/FY26E	/FY27E	/FY28E
WB US	微博	10.44	2,592	1.64	1.57	1.63	6.38	6.65	6.39
9888 HK	百度	124.40	342,121	7.23	6.77	8.02	15.83	16.91	14.27
002027 CH	分众传媒	7.49	108,172	0.39	0.44	0.48	19.08	17.11	15.72
平均值							13.76	13.56	12.13

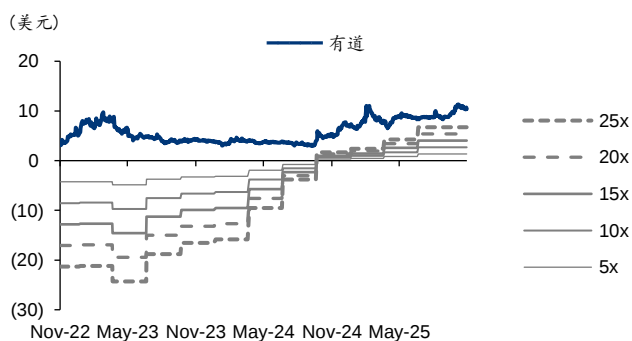
注：表中收盘价截至北京时间 11 月 7 日。美元兑人民币为 7.13；港元兑人民币为 0.92。收盘价、市值以交易货币计量。预测期 EPS 采用 Wind 一致预期。

资料来源：公司公告，Wind，Bloomberg，华泰研究

风险提示

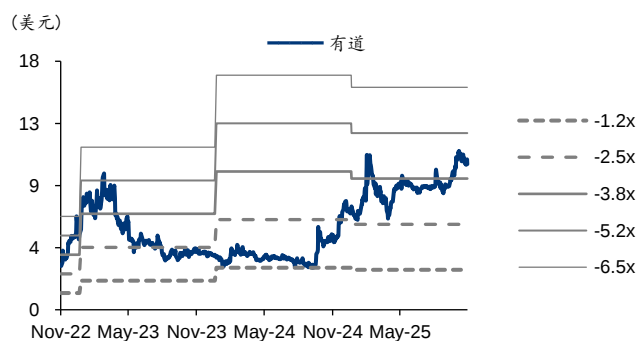
- 1) 数字内容用户接受度不高：**数字内容为双减后开发的新业务，商业模式仍在探索打磨中，若该产品不能及时迭代和高效地满足客户需求，可能影响公司收入增长。
- 2) 获客成本显著提升：**在线教育行业需要持续拓展获客渠道以实现规模效应，若行业竞争变激烈，可能导致获客成本提升，影响盈利能力。
- 3) 智能硬件市场渗透率不及预期：**由于替代产品出现或学习方式改变，智能设备的市场渗透率增长或低于我们预期。智能设备和非 K-12 课程的消费者支出均可能受到经济增长放缓和家庭收入增长放缓的不利影响，从而导致市场渗透率增长下滑。
- 4) 宏观需求压制广告业务增长：**公司在线营销业务以效果广告为主，效果广告投放需求与宏观环境相关度高，若宏观经济环境修复缓慢，可能影响广告业务增速。
- 5) 相关部门对学费定价的监管：**STEAM 教育服务仍存在监管不确定性。如果有关部门决定对课程价格实施更严格的限制，将对公司的毛利率产生不利影响。

图表5：有道 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表6：有道 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	5,389	5,626	5,799	6,608	7,621
销售成本	(2,622)	(2,877)	(3,239)	(3,692)	(4,265)
毛利润	2,767	2,748	2,560	2,916	3,356
销售及分销成本	(2,274)	(1,874)	(1,697)	(1,884)	(2,147)
管理费用	(222.00)	(187.09)	(175.37)	(192.91)	(212.20)
其他收入/支出	(11.58)	1.59	(30.08)	0.00	0.00
财务成本净额	(61.12)	(69.17)	(63.24)	(59.67)	(54.01)
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	(539.03)	81.23	130.71	270.19	381.13
税费开支	(11.09)	(6.01)	(23.57)	(40.53)	(57.17)
少数股东损益	0.18	6.99	0.44	0.99	1.35
净利润	(549.94)	82.21	107.58	230.66	325.31
Non-GAAP 调整项	30.80	22.60	63.38	24.99	24.99
调整后净利润	(519.14)	104.81	170.96	255.64	350.30
折旧和摊销	(42.33)	(50.60)	(52.40)	(47.79)	(50.62)
EBITDA	(435.58)	201.01	246.35	377.65	485.76
EPS (人民币, 基本)	(4.53)	0.67	0.87	1.87	2.63

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	217.07	174.74	167.63	167.63	167.63
应收账款和票据	529.71	572.98	640.83	733.06	845.54
现金及现金等价物	454.54	592.72	1,590	2,191	2,961
其他流动资产	98.64	146.33	146.33	146.33	146.33
总流动资产	1,300	1,487	2,545	3,238	4,121
固定资产	70.91	46.73	44.95	47.77	47.77
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	295.34	280.90	280.90	280.90	280.90
总长期资产	366.24	327.63	325.85	328.67	328.67
总资产	1,666	1,814	2,871	3,567	4,449
应付账款	750.78	783.81	1,328	1,569	1,863
短期借款	878.00	878.00	878.00	878.00	878.00
其他负债	1,471	1,285	1,592	1,748	1,999
总流动负债	3,099	2,947	3,798	4,195	4,740
长期债务	679.70	938.57	973.74	1,017	1,006
其他长期债务	16.31	18.19	18.19	18.19	18.19
总长期负债	696.01	956.76	991.93	1,036	1,025
股本	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
储备/其他项目	(1,945)	(1,878)	(1,707)	(1,451)	(1,101)
股东权益	(2,149)	(2,140)	(1,969)	(1,713)	(1,363)
少数股东权益	19.67	50.65	50.21	49.22	47.86
总权益	(2,129)	(2,089)	(1,919)	(1,664)	(1,315)

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	NA	111.72	85.38	39.82	28.23
PB	NA	NA	NA	NA	NA
调整后 PE (倍)	(17.80)	86.06	52.76	35.29	25.75
调整后 ROE	28.69	(4.89)	(8.32)	(13.88)	(22.77)
EV EBITDA	(26.39)	57.03	43.87	27.55	20.33
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(5.51)	(1.03)	11.09	7.05	8.90

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	(435.58)	201.01	246.35	377.65	485.76
融资成本	61.12	69.17	63.24	59.67	54.01
营运资本变动	6.54	(230.63)	825.06	349.24	421.11
税费	(11.09)	(6.01)	(23.57)	(40.53)	(57.17)
其他	(30.33)	(46.58)	0.14	(34.69)	(29.03)
经营活动现金流	(409.33)	(13.03)	1,111	711.35	874.69
CAPEX	(50.62)	(50.62)	(50.62)	(50.62)	(50.62)
其他投资活动	50.00	(66.33)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(0.61)	(116.95)	(50.62)	(50.62)	(50.62)
债务增加量	108.02	282.64	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	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(61.12)	(69.17)	(63.24)	(59.67)	(54.01)
融资活动现金流	46.89	213.47	(63.24)	(59.67)	(54.01)
现金变动	(363.05)	83.48	997.36	601.06	770.05
年初现金	783.61	454.54	592.72	1,590	2,191
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	454.54	592.72	1,590	2,191	2,961

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	7.50	4.39	3.07	13.96	15.33
毛利润	7.00	(0.69)	(6.86)	13.92	15.06
营业利润	(39.80)	(131.91)	50.54	47.24	31.92
净利润	NA	NA	30.86	114.40	41.04
调整后净利润	(20.90)	(120.19)	63.12	49.53	37.03
EPS (基本)	NA	NA	NA	NA	0.00
盈利能力比率 (%)					
毛利率	51.35	48.85	44.15	44.13	44.03
EBITDA	(8.08)	3.57	4.25	5.71	6.37
净利润率	(10.20)	1.46	1.86	3.49	4.27
调整后净利润率	(9.63)	1.86	2.95	3.87	4.60
ROE	30.39	(3.83)	(5.24)	(12.53)	(21.15)
调整后 ROE	28.69	(4.89)	(8.32)	(13.88)	(22.77)
ROA	(27.90)	4.72	4.59	7.17	8.12
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	0.42	0.50	0.67	0.77	0.87
速动比率	0.35	0.45	0.63	0.73	0.83
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	2.73	3.23	2.48	2.05	1.90
应收账款周转天数	38.16	35.28	37.68	37.42	37.28
应付账款周转天数	109.72	96.00	117.37	141.25	144.82
存货周转天数	30.85	24.51	19.03	16.35	14.15
现金转换周期	(40.70)	(36.21)	(60.66)	(87.48)	(93.39)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	(4.53)	0.67	0.87	1.87	2.63
EPS (调整后, 基本)	(4.28)	0.86	1.41	2.11	2.89
每股净资产	(17.70)	(17.63)	(16.22)	(14.12)	(11.23)

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、詹博，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。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

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