

K12 业务提速驱动利润超预期

华泰研究

2026 年 1 月 29 日 | 美国

季报点评

K12 教育

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

18.00

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

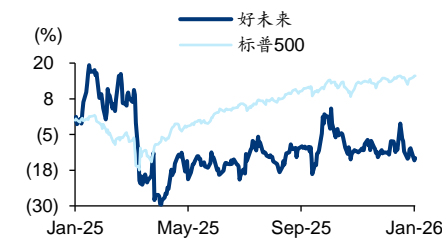
研究员

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

基本数据

收盘价(美元 截至 1 月 28 日)	10.76
市值(美元百万)	6,547
6 个月平均日成交额(美元百万)	42.27
52 周价格范围(美元)	8.50-15.30

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)	2,250	2,966	3,599	4,173
+/-%	50.98	31.82	21.34	15.95
归母净利润(百万)	84.59	372.76	490.91	594.96
+/-%	NA	340.66	31.69	21.20
归母净利润(调整后,百万)	149.53	416.93	535.07	639.12
+/-%	75.25	178.83	28.34	19.45
EPS(调整后,最新摊薄)	0.25	0.69	0.88	1.05
PE(调整后,倍)	43.78	15.70	12.24	10.24
PB(倍)	1.74	1.58	1.41	1.25
ROE(调整后,%)	4.03	10.55	12.20	12.97
EV EBITDA(倍)	62.36	12.58	8.33	6.04
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 3QFY26 (下文简称 Q3) 业绩: 收入 7.70 亿美元, 同比+27%, 略低于彭博 29% 的增速预期, 我们认为主因学习机客单价结构性下降所致; non-GAAP 经营利润 1.04 亿美元, 对应 OPM 为 13.5%, 高出彭博一致预期 10pp; non-GAAP 归母净利润为 1.41 亿美元, 对应 NPM 为 18.4%, 高出彭博一致预期 13pp。股东回报持续兑现, Q3 回购 0.28 亿美金。考虑到公司教育业务线上线下保持高速增长, 股东回报逐步强化, 维持“买入”。

K12 秋季全面提速, 学习机环比结构性降速

随着秋季行业回归正价竞争, 需求有望逐步向头部品牌回归, 我们估计 Q3 学习服务收入同比增长 42%, 环比 Q2 (RMB 口径+38%, 下同) 提速, 培优/网校业务收入同比增速均在 50%+; 结合抖音直播间销售数据, 我们估计内容解决方案收入同比增长约 7%, 其中学习机收入同比增速由 Q2 的 73% 下降至约 5%, 其中销量超过 40 万台、均价降至 4000 元以下, 主因中低价位产品销量占比提升导致综合客单价结构性下降。截至 Q3, 公司递延收入同比增长 40.84% (Q2: 58.95%), 我们预计 Q4 寒假学习业务环比略微降速但仍将维持健康增长。

降本增效显著, 利润释放显著好于市场预期

Q3 公司 non-GAAP 经营利润率达到 13.5%, 高出彭博一致预期 10pp; non-GAAP 归母净利率达到 18.4%, 高出彭博一致预期 13pp。其中, 毛利率同比提升约 3pct 至 56.1%, 我们推测主因培优和网校收入占比提升带动。销售费用率显著收窄至 28.6% (同比-8.8pct, 环比-2.5pct), 显著好于彭博一致预期的 37.1%, 我们推测主因学习机品牌营销投入减少; 管理费用率同比下降约 3pct 至 15.40%, 我们认为主因教学点及人员扩张节奏稳健所致。

维持“买入”评级

考虑到 Q3 利润超预期、K12 业务有望延续高增长、汇率顺风影响等, 我们上调 FY26/27/28 non-GAAP 归母净利润为 4.17/5.35/6.39 亿元 (较前次 +48.6%/31.2%/29.7%)。考虑到 FY26 已过半, 我们切换为 FY27 估值, 基于学习服务 25x/学习机业务 30x FY27 PE 得到 SOTP 目标价为 18 美元 (前值: 14.31 美元, 基于学习服务 25x/学习机业务 30x 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, 新业务拓展不成功, 竞争加剧, 优质师资和核心管理人才流失。

盈利预测及估值

考虑到 K12 业务提速和汇率顺风影响，我们上调 FY26-28 收入和毛利率预测；结合 Q3 销售费用的节省和管理费用率的改善，我们下调 FY26-28 费用率假设。综合来看我们预计 FY26/27/28 归母净利润为 4.17/5.35/6.39 亿元（较前次+48.6%/31.2%/29.7%）。基于学习服务 25x/学习机业务 30x FY27PE 得到 SOTP 目标价为 18 美元（前值：14.31 美元，基于学习服务 25x/学习机业务 30x FY26 PE）。

图表1：关键假设变更

(百万美元)	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
	新假设	新假设	新假设	原假设	原假设	原假设
营业收入	2966	3599	4173	2877	3466	4021
营业成本	1274	1527	1721	1255	1503	1701
毛利润	1693	2072	2452	1622	1963	2320
毛利率	57.1%	57.6%	58.7%	56.4%	56.6%	57.7%
销售费用	897	1076	1292	937	1124	1349
销售费用率	30.2%	29.9%	31.0%	32.6%	32.4%	33.6%
管理费用	493	518	543	499	524	550
管理费用率	16.6%	14.4%	13.0%	17.4%	15.1%	13.7%
经营利润 (亏损)	305	478	617	188	315	421
Non-GAAP 经营利润 (亏损)	349	522	661	234	361	467
Non-GAAP 经营利润 (亏损) 率	11.8%	14.5%	15.8%	8.1%	10.4%	11.6%
Non-GAAP 归母净利润	417	535	639	281	408	493
Non-GAAP 归母净利润率	14.1%	14.9%	15.3%	9.8%	11.8%	12.3%

资料来源：华泰研究预测

图表2：季度预测

(百万美元)	1QFY26	2QFY26	3QFY26	4QFY26E
营业收入	575	861	770	760
营业成本	260	370	338	305
毛利润	315	491	432	454
毛利率	54.9%	57.0%	56.1%	59.8%
销售费用	181	267	220	229
销售费用率	31.4%	31.0%	28.6%	30.1%
管理费用	121	129	119	124
管理费用率	21.1%	15.0%	15.4%	16.3%
经营利润 (亏损)	14	96	93	101
Non-GAAP 经营利润 (亏损)	25	108	104	112
Non-GAAP 经营利润 (亏损) 率	4.4%	12.5%	13.5%	14.8%
Non-GAAP 归母净利润	42	136	141	98
Non-GAAP 归母净利润率	7.3%	15.8%	18.4%	12.9%

资料来源：华泰研究预测

我们采用 SOTP 估值法，基于 FY27 估值。对于学习服务业务，考虑到其运营模式相对成熟且有稳定利润，中长期修复路径清晰，因此我们对其采用 PE 估值，分部净利率参照“双减”前新东方和好未来线下教培业务历史平均净利率区间（10%-15%），考虑到市场供给显著出清、低价引流课程减少，取上限 15% 假设。对于内容解决方案业务，我们认为以学习机为代表的智能硬件产品增长强劲、中长期净利率有望不低于消费电子行业平均水平（约 5%），因此我们同样对其采用 PE 估值。考虑到公司学习服务品牌力强、盈利弹性较大，我们给予学习服务 25x FY27E P/E（可比公司 Wind 一致预测均值为 22.45x）；考虑到公司学习机收入体量较可比公司差距较大且经营层面尚未盈利，给予内容解决方案一定折价，给予 30x FY27E P/E（可比均值为 44.79x）。基于 SOTP 的目标价 18 美元，维持“买入”。

图3: 好未来 SOTP 估值

	FY27E 收入/利润 (百万美元)	FY27 P/E (倍)	FY27E 市值 (百万美元)
学习服务			
收入	2,514		-
净利率	15%		
净利润	377	25	9,428
内容解决方案			
收入	1,016		-
净利率	5%		
净利润	51	30	1,524
股权价值			10,952
股份数 (百万股)			202.82
ADS 转换率			3
ADS 份数 (百万份)			608
目标价 (美元)			18

注: 由于好未来财年于每年2月截止, 为增强可比性, 我们采用可比公司2026E估值倍数的均值作为好未来FY27E估值倍数。
资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究预测

图4: 学习服务可比公司估值

公司代码	公司名称	报表货币	交易货币	收盘价	市值 (百万)	EPS (元/美元)			P/E (倍)		
						2025E /FY26E	2026E /FY27E	2027E /FY28E	2025E /FY26E	2026E /FY27E	2027E /FY28E
EDU US	新东方	美元	美元	58.95	9,056	3.42	3.98	4.30	17.26	14.81	13.70
DAO US	网易有道	人民币	美元	10.79	1,290	1.63	2.56	3.85	46.22	29.53	19.60
3978 HK	卓越教育	人民币	港元	3.39	2,872	0.39	0.49	0.58	7.80	6.26	5.30
1769 HK	思考乐教育	人民币	港元	2.12	1,428	0.26	0.35	0.49	7.38	5.38	3.89
000526 CH	学大教育	人民币	人民币	38.10	4,643	2.07	2.58	3.11	18.39	14.77	12.23
2469 HK	粉笔	人民币	港元	2.10	4,699	0.11	0.14	0.18	17.53	13.44	10.70
GOTU US	高途集团	人民币	美元	2.23	540	-0.97	0.21	0.95	-	72.94	16.38
平均值									19.10	22.45	11.69

注: 截至北京时间1月29日。美元兑人民币为7.0, 港元兑人民币为0.9。收盘价、市值以交易货币计量, EPS以财报货币计量。EDU US各财年年于5月截止; 其他公司财年年于12月截止, 预测数据基于Wind一致预期。计算均值时剔除异常值。
资料来源: 公司公告, Wind, Bloomberg, 华泰研究

图5: 内容业务可比公司估值

公司代码	公司名称	报表货币	交易货币	收盘价	市值 (百万)	EPS (元/美元)			P/E (倍)		
						2025E /FY26E	2026E /FY27E	2027E /FY28E	2025E /FY26E	2026E /FY27E	2027E /FY28E
300654 CH	世纪天鸿	人民币	人民币	11.83	4,331	0.13	0.14	0.15	93.15	85.79	80.20
1810 HK	小米集团	人民币	人民币	36.32	946,126	1.65	1.91	2.37	21.99	19.05	15.34
DAO US	网易有道	人民币	美元	10.79	1,290	1.63	2.56	3.85	46.22	29.53	19.60
平均值									53.79	44.79	38.38

注: 截至北京时间1月29日。美元兑人民币为7.0, 港元兑人民币为0.9。收盘价、市值以交易货币计量, EPS以财报货币计量。预测数据基于Bloomberg一致预期。计算均值时剔除异常值。

资料来源: 公司公告, Wind, Bloomberg, 华泰研究

风险提示

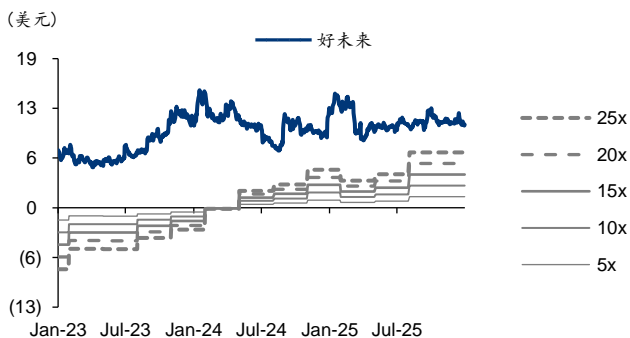
新业务拓展不成功：公司尚处于转型初期，素养课程的续费情况仍有较大不确定性，海外学科培训、教育科技服务、内容解决方案等业务的商业模型仍在打磨。若公司无法持续吸引潜在用户，或未能以符合成本效益的方式及时建立起有效、可复制的商业模式，保持教学服务及产品的高质量标准，可能难以实现可持续增长。

竞争加剧：目前对素养教育赛道进行布局的企业正在增多，未来竞争可能更加激烈。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。

优质教师 and 核心管理人才流失风险：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。

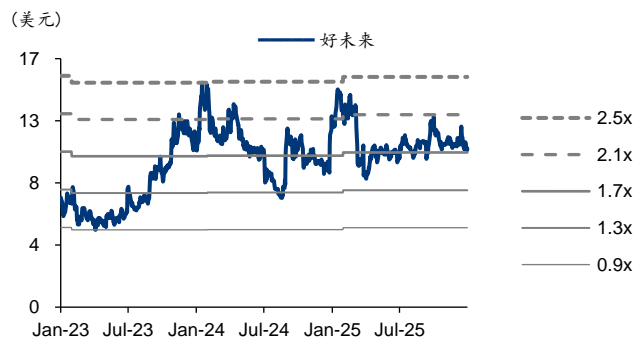
相关部门收紧对素养教育、高中学科培训的监管：高中学科培训和素养教育服务仍存在监管不确定性。如果有关部门决定对课程内容、价格、经营资格等实施更严格的限制，将对公司的收入和毛利率产生不利影响。

图表6：好未来 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表7：好未来 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	1,490	2,250	2,966	3,599	4,173
销售成本	(684.32)	(1,050)	(1,274)	(1,527)	(1,721)
毛利润	806.12	1,200	1,693	2,072	2,452
销售及分销成本	(461.85)	(748.75)	(897.00)	(1,076)	(1,292)
管理费用	(429.95)	(458.90)	(492.93)	(517.58)	(543.46)
其他收入/支出	1.78	51.78	113.73	115.14	115.14
财务成本净额	84.93	83.48	61.54	61.54	61.54
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	17.48	132.11	480.21	654.54	793.27
税费开支	(15.38)	(38.32)	(106.39)	(163.64)	(198.32)
少数股东损益	0.57	0.33	0.24	0.00	0.00
归母净利润	(3.57)	84.59	372.76	490.91	594.96
Non-GAAP 调整项	88.90	64.94	44.17	44.17	44.17
调整后净利润	85.32	149.53	416.93	535.07	639.12
折旧和摊销	(56.33)	(53.46)	(52.25)	(52.25)	(52.25)
EBITDA	(11.12)	102.09	470.91	645.24	783.98
EPS (美元, 基本)	(0.01)	0.14	0.61	0.81	0.98

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	68.33	104.88	138.25	167.75	194.50
应收账款和票据	159.50	215.78	284.45	345.15	400.18
现金及现金等价物	2,209	1,771	2,475	3,336	4,242
其他流动资产	1,263	2,035	2,035	2,035	2,035
总流动资产	3,699	4,127	4,933	5,884	6,871
固定资产	405.32	472.37	424.39	376.41	328.43
无形资产	191.04	184.87	180.78	176.69	172.60
其他长期资产	632.42	718.91	646.76	589.93	553.58
总长期资产	1,229	1,376	1,252	1,143	1,055
总资产	4,928	5,503	6,185	7,027	7,926
应付账款	127.32	146.30	192.86	234.01	271.32
短期借款	62.60	88.45	41.08	42.91	41.59
其他负债	892.29	1,207	1,696	1,999	2,271
总流动负债	1,082	1,441	1,930	2,276	2,584
长期债务	176.61	244.90	112.55	117.56	113.94
其他长期债务	30.35	50.43	3.47	3.47	3.47
总长期负债	206.97	295.32	116.02	121.03	117.42
股本	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
储备/其他项目	3,662	3,766	4,139	4,630	5,225
股东权益	3,662	3,767	4,139	4,630	5,225
少数股东权益	(23.33)	(0.17)	(0.41)	(0.41)	(0.41)
总权益	3,639	3,766	4,139	4,630	5,225

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	NA	77.40	17.56	13.34	11.00
PB	1.79	1.74	1.58	1.41	1.25
调整后 PE (倍)	76.73	43.78	15.70	12.24	10.24
调整后 ROE	2.27	4.03	10.55	12.20	12.97
EV EBITDA	(492.60)	62.36	12.58	8.33	6.04
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	2.30	4.41	13.16	13.81	15.46

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	(11.12)	102.09	470.91	645.24	783.98
融资成本	(84.93)	(83.48)	(61.54)	(61.54)	(61.54)
营运资本变动	235.95	261.42	391.12	259.31	228.51
税费	(15.38)	(38.32)	(106.39)	(163.64)	(198.32)
其他	8.88	(20.45)	(119.66)	4.66	(23.15)
经营活动现金流	133.41	221.26	574.43	684.03	729.47
CAPEX	(133.66)	(60.35)	(0.18)	(0.18)	(0.18)
其他投资活动	315.94	(671.27)	68.22	115.14	115.14
投资活动现金流	182.28	(731.63)	68.04	114.96	114.96
债务增加量	0.00	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	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	84.93	83.48	61.54	61.54	61.54
融资活动现金流	84.93	83.48	61.54	61.54	61.54
现金变动	400.62	(426.89)	704.02	860.53	905.97
年初现金	2,022	2,209	1,771	2,475	3,336
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,209	1,771	2,475	3,336	4,242

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	46.15	50.98	31.82	21.34	15.95
毛利润	38.17	48.89	41.02	22.41	18.34
营业利润	(23.70)	(95.44)	(9,765)	56.71	29.03
净利润	NA	NA	340.66	31.69	21.20
调整后净利润	(415.54)	75.25	178.83	28.34	19.45
EPS (基本)	(97.37)	(2,468)	340.66	31.69	21.20
盈利能力比率 (%)					
毛利率	54.09	53.34	57.06	57.56	58.75
EBITDA	(0.75)	4.54	15.88	17.93	18.79
净利润率	(0.24)	3.76	12.57	13.64	14.26
调整后净利润率	5.72	6.65	14.06	14.87	15.31
ROE	(0.10)	2.28	9.43	11.20	12.07
调整后 ROE	2.27	4.03	10.55	12.20	12.97
ROA	(0.07)	1.62	6.38	7.43	7.96
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(53.78)	(38.18)	(56.09)	(68.58)	(78.20)
流动比率	3.42	2.86	2.56	2.59	2.66
速动比率	3.36	2.79	2.48	2.51	2.58
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.31	0.43	0.51	0.54	0.56
应收账款周转天数	34.42	30.02	30.35	31.49	32.15
应付账款周转天数	49.27	46.91	47.93	50.30	52.84
存货周转天数	28.23	29.69	34.36	36.06	37.88
现金转换周期	13.38	12.80	16.78	17.24	17.19
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	(0.01)	0.14	0.61	0.81	0.98
EPS (调整后, 基本)	0.14	0.25	0.69	0.88	1.05
每股净资产	6.02	6.19	6.80	7.61	8.59

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2026年华泰证券股份有限公司