

# 现金流显著改善，子曰大模型赋能中长期发展

华泰研究

2026年5月22日 | 美国

季报点评

K12 教育

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

13.99

网易有道发布 1Q26 财报(下称 Q1): 收入 13.48 亿元, yoy+3.8%, 战略聚焦业务(有道领世及广告)保持快速增长, 其他业务主动收缩, Q1 调整后归母净利润为 4489 万元。26Q1 经营活动现金净流出同比大幅收窄 63.6%, 降至人民币 9310 万元, 创 2022 年以来同期最佳水平。随着多元业务的持续增长, 我们预计全年利润及经营性现金流呈现快速改善趋势不变, 维持“买入”。

## 子曰大模型基座能力赋能多业务

5月20日, “子曰”大模型升级为 4.0 版本, 核心双引擎“多模态模型”与“语音合成(TTS)模型”正式开源。这标志着“子曰4”正式迈入全模态时代, 全面支持文本、图片、音频的融合交互。优质的模型能力通过业务提效形成正循环。在学习服务板块, 本季度推出 AI 英语作文批改功能, 进一步强化差异化的 AI 驱动学习体验。该功能可在约 1 分钟内提供个性化、高质量的反馈报告, 提升学生学习效果, 同时提升助教运营效率。在广告板块, 推出 KOL 营销 AI 一站式平台 InfunEase 升级版, 升级后, InfunEase 获得达人与营销方积极反馈, 目前全球已有近 6 万名达人注册入驻。

## 广告收入占比持续提升

Q1 公司广告业务延续快速增长势头, 收入 6.11 亿, 同比 +20.9%, 占总营收比例从 25% 提升至 43%, 成为主要增长动力。Q1 广告毛利率 29.6%, 环比提升 1.8pp, 主因国内程序化广告毛利率持续改善。公司将看好游戏、AI 应用、中国品牌全球化、社交应用与金融四大高潜力赛道, 增长逻辑清晰。

## 保持快速增长势头, 近期续报进展积极

Q1 学习服务收入为 6.27 亿元, 同比 + 4.2%。核心产品有道领世收入同比增长超 20%, 近期用户留存率超 75% 且同比持续上行; 编程课程营收同比增长超 20%, 学生在顶级赛事中斩获优异成绩, 教学壁垒持续强化。AI 驱动订阅服务本季度销售额突破 1 亿元, 同比增长超 70%, 核心驱动来自有道词典 / 翻译 AI 同传功能用户参与度同比翻倍、学术 AI 产品营收同比增长超 200%。我们预计 26 年学习服务板块将依托子曰大模型, 持续拓展 AI 学习场景, 收入有望维持稳健增长。

## 智能硬件聚焦盈利

Q1 智能硬件收入 1.09 亿元, 同比下滑 42.6%, 主要系公司主动收缩低毛利 SKU、优化库存结构, 聚焦盈利性产品。核心产品持续获得行业认可, 有道辅导笔斩获 2026 ATTAC 大奖“最佳教育硬件解决方案”, AI 标杆产品有道 SpaceX 持续打磨功能, 强化教育场景壁垒。战略聚焦持续推进下, 预计盈利状态有望逐步改善。

## 盈利预测与估值

随着高中和广告占比提升, 利润有望稳定释放, 我们维持 26-28E Non-GAAP 归母净利润为 2.54/4.31/6.09 亿元。基于 SOTP 估值法, 给予 K12 业务/智能硬件业务 13.15/19.69x 26E 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 18x 26E PE (可比均值为 16.3x, 基本维持溢价幅度), 目标价 13.99 美元(前值 13.56 美元), 目标价上调主因广告业务估值提升。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。

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

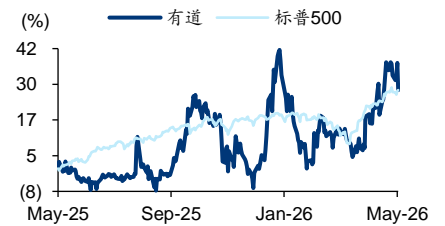
研究员

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

## 基本数据

收盘价(美元 截至5月20日)	12.40
市值(美元百万)	1,496
6个月平均日成交额(美元百万)	0.96
52周价格范围(美元)	8.00-13.04

## 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)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	5,909	6,597	7,574	8,444
+/-%	5.03	11.64	14.81	11.49
归母净利润(百万)	107.35	200.04	376.92	554.96
+/-%	30.57	86.35	88.42	47.23
归母净利润(调整后, 百万)	162.12	254.14	431.02	609.05
+/-%	54.69	56.76	69.60	41.31
EPS(调整后, 最新摊薄)	1.34	2.11	3.57	5.05
PE(调整后, 倍)	62.74	40.03	23.60	16.70
PB(倍)	NA	NA	NA	NA
ROE(调整后, %)	(7.88)	(13.76)	(28.65)	(61.87)
EV EBITDA(倍)	56.90	36.46	20.32	13.73
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

## 估值分析

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 业务稳态净利率。我们给予 K12 业务/智能硬件业务 13.15/19.69x 26E 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（16.26x）基础上给予一定溢价，按 18x 26E PE 估值，基本维持溢价幅度。上修目标价至 13.99 美元（前值 13.56 美元）。目标价上调主因广告业务估值提升。维持“买入”。

图表1：有道：SOTP 估值

	估值方法	2026E 收入/净利润 (百万元)	2026E 估值倍数 (倍)	目标市值/股价 (百万元)
<b>学习服务-K12</b>	PE			
收入		2936.60		-
净利率		5%		
净利润		146.83	13.15	1931
<b>智能硬件</b>	PE			
收入		614		
净利率		4%		
净利润		26	19.69	509
<b>在线营销服务</b>	PE			
收入		3,047		
净利率		16.48%		
净利润		502	18.0	9,037
<b>股权价值 (百万元)</b>				11,477
汇率 (美元兑人民币)				6.80
<b>股权价值 (百万美元)</b>				1,688
加权平均股份数 (百万股)				121
每股价值 (美元)				13.99
ADS 转换率				1.00
<b>目标价 (美元)</b>				13.99

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

公司代码	公司名称	收盘价	市值 (百万)	EPS (元)		PE	
				26E /FY27E	27E /FY28E	26E /FY27E	27E /FY28E
EDU US	新东方	49.94	7,667	3.51	3.88	14.23	12.87
TAL US	好未来	0.47	6,370	0.55	1.31	19.04	7.99
GOTU US	高途	1.89	454	-0.01	0.73		17.63
000526 CH	学大教育	31.40	3,826	2.58	3.11	13.15	10.66
300192 CH	科德教育	17.85	5,875	0.52	0.57	-	-
1769 HK	思考乐教育	1.30	876	0.35	0.49	10.73	5.64
<b>平均值</b>						13.15	9.32

注：表中收盘价截至北京时间 5 月 21 日。美元兑人民币为 6.8；港元兑人民币为 0.87。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 (百万)	EPS (元)		PE	
				26E	27E	26E	27E
				/FY27E	/FY28E	/FY27E	/FY28E
002230 CH	科大讯飞	56.47	130,550	0.53	0.69	89.67	67.17
2385 HK	读书郎	6.00	2,112	-	-	-	-
1810 HK	小米集团	37.10	969,961	1.89	2.36	19.66	15.01
002959 CH	小熊电器	45.15	7,101	2.89	3.25	14.72	13.61
002242 CH	九阳股份	10.64	8,119	0.39	0.45	30.75	26.73
688696 CH	极米科技	99.67	6,979	5.11	6.80	19.71	14.96
<b>平均值</b>						<b>19.69</b>	<b>14.99</b>

注: 表中收盘价截至北京时间 5 月 21 日。美元兑人民币为 6.8; 港元兑人民币为 0.87。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 (百万)	EPS (元)		PE (倍)	
				26E	27E	26E	27E
				/FY27E	/FY28E	/FY27E	/FY28E
WB US	微博	10.32	2,535	1.63	1.72	6.46	5.03
9888 HK	百度	144.30	396,849	6.33	7.28	19.27	16.10
002027 CH	分众传媒	7.47	107,883	0.43	0.47	13.25	12.60
<b>平均值</b>						<b>16.26</b>	<b>14.35</b>

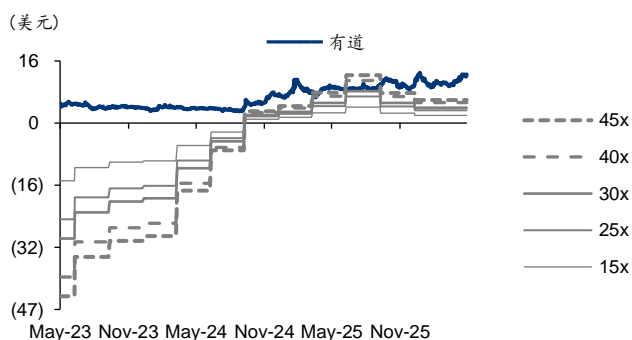
注: 表中收盘价截至北京时间 5 月 21 日。美元兑人民币为 6.8; 港元兑人民币为 0.87。收盘价、市值以交易货币计量。预测期 EPS 采用 Wind 一致预期。

资料来源: 公司公告, Wind, Bloomberg, 华泰研究

## 风险提示

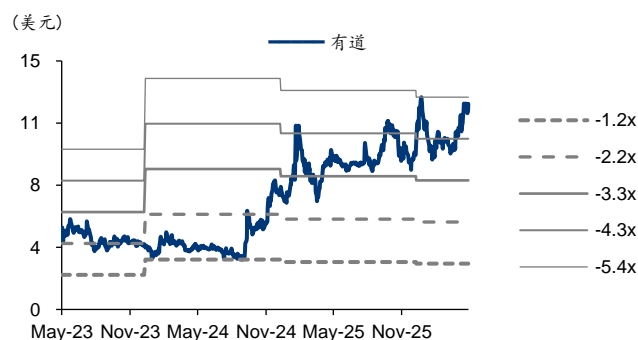
- 1) 数字内容用户接受度不高:** 数字内容为双减后开发的新业务, 商业模式仍在探索打磨中, 若该产品不能及时迭代和高效地满足客户需求, 可能影响公司收入增长。
- 2) 获客成本显著提升:** 在线教育行业需要持续拓展获客渠道以实现规模效应, 若行业竞争变激烈, 可能导致获客成本提升, 影响盈利能力。
- 3) 智能硬件市场渗透率不及预期:** 由于替代产品出现或学习方式改变, 智能设备的市场渗透率增长或低于我们预期。智能设备和非 K-12 课程的消费者支出均可能受到经济增长放缓和家庭收入增长放缓的不利影响, 从而导致市场渗透率增长下滑。
- 4) 宏观需求压制广告业务增长:** 公司在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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,626	5,909	6,597	7,574	8,444
销售成本	(2,877)	(3,292)	(3,725)	(4,289)	(4,750)
<b>毛利润</b>	<b>2,748</b>	<b>2,617</b>	<b>2,872</b>	<b>3,285</b>	<b>3,695</b>
销售及分销成本	(1,874)	(1,688)	(1,847)	(1,994)	(2,153)
管理费用	(187.09)	(196.96)	(206.81)	(217.15)	(228.01)
其他收入/支出	1.59	(47.13)	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(69.17)	(60.54)	(59.02)	(57.13)	(54.92)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>81.23</b>	<b>113.63</b>	<b>222.79</b>	<b>452.49</b>	<b>666.22</b>
税费开支	(6.01)	(16.59)	(33.42)	(67.87)	(99.93)
少数股东损益	6.99	10.30	10.68	(7.69)	(11.33)
<b>归母净利润</b>	<b>82.21</b>	<b>107.35</b>	<b>200.04</b>	<b>376.92</b>	<b>554.96</b>
Non-GAAP 调整项	22.60	54.78	54.10	54.10	54.10
调整后净利润	104.81	162.12	254.14	431.02	609.05
折旧和摊销	(50.60)	(52.40)	(47.79)	(50.62)	(50.62)
EBITDA	201.01	226.57	329.59	560.23	771.75
EPS (人民币, 基本)	0.68	0.89	1.66	3.12	4.60

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	174.74	140.78	137.33	137.33	137.33
应收账款和票据	572.98	520.36	576.09	657.68	732.98
现金及现金等价物	592.72	439.73	1,603	2,421	3,378
其他流动资产	146.33	621.64	621.64	621.64	621.64
<b>总流动资产</b>	<b>1,487</b>	<b>1,723</b>	<b>2,938</b>	<b>3,838</b>	<b>4,870</b>
固定资产	46.73	44.60	47.43	47.43	47.43
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	280.90	207.94	207.94	207.94	207.94
<b>总长期资产</b>	<b>327.63</b>	<b>252.54</b>	<b>255.37</b>	<b>255.37</b>	<b>255.37</b>
<b>总资产</b>	<b>1,814</b>	<b>1,975</b>	<b>3,193</b>	<b>4,093</b>	<b>5,125</b>
应付账款	783.81	848.05	1,526	1,810	2,064
短期借款	878.00	878.00	878.00	878.00	878.00
其他负债	1,285	1,209	1,420	1,609	1,777
<b>总流动负债</b>	<b>2,947</b>	<b>2,935</b>	<b>3,824</b>	<b>4,296</b>	<b>4,719</b>
长期债务	938.57	945.43	1,031	1,020	1,009
其他长期债务	18.19	28.80	28.80	28.80	28.80
<b>总长期负债</b>	<b>956.76</b>	<b>974.23</b>	<b>1,060</b>	<b>1,049</b>	<b>1,038</b>
股本	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
储备/其他项目	(1,878)	(1,736)	(1,482)	(1,051)	(441.54)
股东权益	(2,140)	(1,974)	(1,720)	(1,289)	(679.85)
少数股东权益	50.65	39.96	29.29	36.98	48.30
<b>总权益</b>	<b>(2,089)</b>	<b>(1,934)</b>	<b>(1,691)</b>	<b>(1,252)</b>	<b>(631.54)</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	123.73	94.76	50.85	26.99	18.33
PB	NA	NA	NA	NA	NA
调整后 PE (倍)	97.05	62.74	40.03	23.60	16.70
调整后 ROE	(4.89)	(7.88)	(13.76)	(28.65)	(61.87)
EV EBITDA	63.72	56.90	36.46	20.32	13.73
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(0.89)	(0.23)	11.33	7.94	9.28

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	201.01	226.57	329.59	560.23	771.75
融资成本	69.17	60.54	59.02	57.13	54.92
营运资本变动	(230.63)	(173.85)	922.51	379.61	336.16
税费	(6.01)	(16.59)	(33.42)	(67.87)	(99.93)
其他	(46.58)	(25.85)	(4.92)	(3.03)	(0.82)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(13.03)</b>	<b>70.83</b>	<b>1,273</b>	<b>926.06</b>	<b>1,062</b>
CAPEX	(50.62)	(50.62)	(50.62)	(50.62)	(50.62)
其他投资活动	(66.33)	116.17	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(116.95)</b>	<b>65.56</b>	<b>(50.62)</b>	<b>(50.62)</b>	<b>(50.62)</b>
债务增加量	282.64	13.59	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	(69.17)	(60.54)	(59.02)	(57.13)	(54.92)
<b>融资活动现金流</b>	<b>213.47</b>	<b>(46.96)</b>	<b>(59.02)</b>	<b>(57.13)</b>	<b>(54.92)</b>
现金变动	83.48	89.43	1,163	818.31	956.54
年初现金	454.54	592.72	439.73	1,603	2,421
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>592.72</b>	<b>439.73</b>	<b>1,603</b>	<b>2,421</b>	<b>3,378</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	4.39	5.03	11.64	14.81	11.49
毛利润	(0.69)	(4.79)	9.75	14.37	12.48
营业利润	(131.91)	48.71	27.33	80.84	41.51
净利润	NA	30.57	86.35	88.42	47.23
调整后净利润	(120.19)	54.69	56.76	69.60	41.31
EPS (基本)	NA	30.57	86.35	88.42	47.23
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	48.85	44.29	43.54	43.37	43.75
EBITDA	3.57	3.83	5.00	7.40	9.14
净利润率	1.46	1.82	3.03	4.98	6.57
调整后净利润率	1.86	2.74	3.85	5.69	7.21
ROE	(3.83)	(5.22)	(10.83)	(25.05)	(56.38)
调整后 ROE	(4.89)	(7.88)	(13.76)	(28.65)	(61.87)
ROA	4.72	5.67	7.74	10.35	12.04
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	0.50	0.59	0.77	0.89	1.03
速动比率	0.45	0.54	0.73	0.86	1.00
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	3.23	3.12	2.55	2.08	1.83
应收账款周转天数	35.28	33.31	29.92	29.32	29.64
应付账款周转天数	96.00	89.22	114.74	139.99	146.78
存货周转天数	24.51	17.25	13.44	11.53	10.41
现金转换周期	(36.21)	(38.67)	(71.38)	(99.14)	(106.73)
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS (基本)	0.68	0.89	1.66	3.12	4.60
EPS (调整后, 基本)	0.87	1.34	2.11	3.57	5.05
每股净资产	(17.74)	(16.36)	(14.26)	(10.68)	(5.64)

## 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。

### 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](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2026年华泰证券股份有限公司