仅供内部参考，请勿外传！

华泰证券 HUATAI SECURITIES

K12 教育需求具有韧性

华泰研究

2026 年 8 月 13 日 | 中国内地　　专题研究

人口向核心城区持续集聚，教育服务需求稳健，给予行业“增持”评级

受城镇化推进与出生人口回落的共同作用，我国人口持续向核心城区集聚，教育服务需求也随之向高能级城市集中。2019—2024 年 25 个可比省会市辖区人口增加 2,585 万人、增幅 15.1%，而县级及以下单位普遍收缩，呈现“核心增长、县域收缩”的清晰结构。本篇报告以人口结构变化为视角拆解区域需求分化，并落到教育服务供给格局：新东方、好未来等品牌机构重仓核心城区，布局城市常住人口增速显著高于全国大盘，需求基本盘稳固，有望在集中度上行中持续受益，建议关注新东方、好未来、卓越教育等。

城镇化延续，省会与城市核心区吸纳主要增量

25 个可比省会城市市辖区人口由 1.71 亿增至 1.97 亿，增加 2,585 万人、增幅 15.1%；省会非市辖区增长 6.1%，278 个地级市市辖区增长 4.7%，而 243 个地级市非市辖区下降 6.5%，人口由外围向核心城区迁移的结构性特征清晰。分区域看虹吸特征突出，华南华东发展较为均衡。华中省会市辖区人口增长 30.2%，居各区域首位；华东和西南分别增长 17.8%和 16.1%。进一步看，华东和华南的县级城市降幅较窄，区域内发展更均衡；广东、浙江人口支撑范围更广，广东县域仅下降 0.7%（全国-4.8%），浙江杭州及其他地级市表现稳健，核心城区与县域协同支撑需求。

在校生结构与人口同向，需求向高能级城市集中

K12 学龄人口经历波动，教育部数据小学在校生由 2019 年的 1.06 亿回落至 2025 年的 1.02 亿、累计降 3.6%；但城市分化显著，根据详细城市数据，2025 年较 2019 年一线、新一线、二线城市小学在校生分别增长 18.3%、19.5%、4.1%，三线及以下普遍下降 10%，初中、普高在校生分别增 14.1%、25.9%。在校生结构与人口流向同向，需求持续向高能级城市集中。

教育服务布局核心城市，品牌机构需求稳健

新东方覆盖 79 个城市、好未来覆盖 45 个城市，均重仓华东并聚焦高增长省会核心区，布局城市的常住人口 2019—2024 年分别增长 10.7%和 10.4%，显著高于全国大盘；华中是两家公司最明显的超额增长区域（好未来+30.2%、新东方+23.0%）。小学在校生方面，好未来布局城市 2019—2025 累计增长 13.6%、新东方+6.3%，均优于全国样本。品牌机构产能与核心城区需求高度匹配，在集中度上行背景下有望持续提升市场份额。

与市场不同的观点

市场普遍担心 K12 在校生达峰对行业需求的扰动，但通过城市市辖区和非市辖区的详细拆分，我们认为主要教育公司的基本盘并未发生变化，一方面核心高线城市常住人口和在校学生的规模趋势显著好于全国大盘。另一方面主要教育公司产能布局集中在核心城区，城区内需求更具有稳健性，且网点加密对后续增长依然具有带动作用。

投资建议

考虑到需求的结构差异，建议从全国和区域两个方面捕捉中长期投资机遇。全国化品牌机构，布局重点高线城市，结构上更为受益于二线城市需求增长，建议重点关注新东方和好未来。区域层面，卓越教育在大湾区口碑积累深厚，经营稳健，有望享受区域性增长红利。

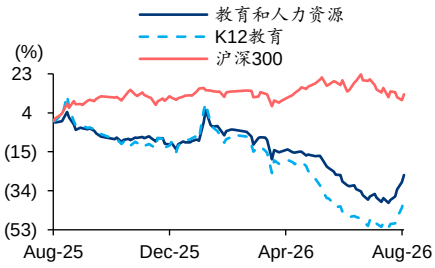
风险提示：政策监管趋严；行业竞争烈度提升；教学口碑稳定性降低。

教育和人力资源	增持（维持）
K12 教育	增持（维持）

夏路路　研究员
SAC No. S0570523100002　xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154　+(852) 3658 6000

詹博　研究员
SAC No. S0570523110002　zhanbo@htsc.com
SFC No. BUS698　+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
卓越教育集团	3978 HK	6.15	买入
好未来	TAL US	17.29	买入
新东方-S	9901 HK	52.51	买入

资料来源：华泰研究预测

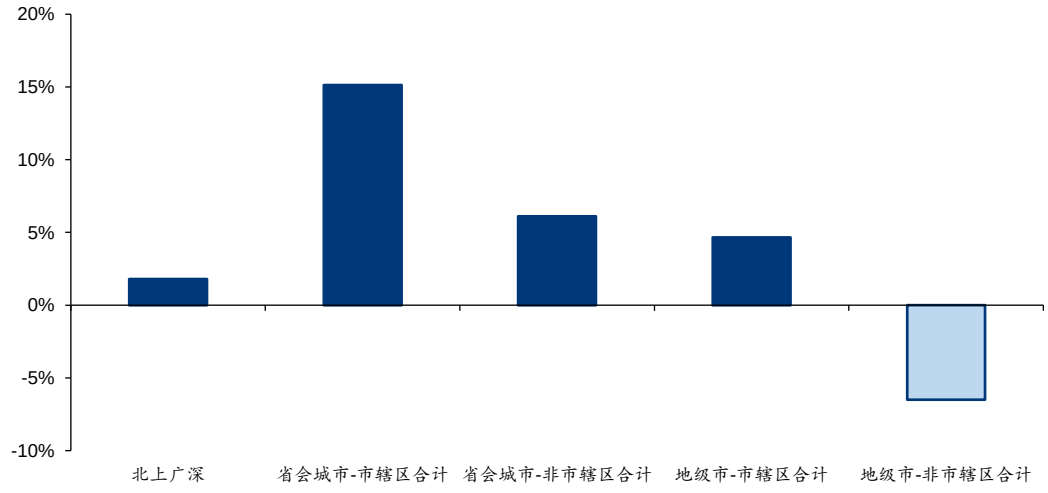
仅供内部参考，请勿外传！

国内：核心城区吸引力强化，城镇化持续

常住人口：城镇化持续汇聚中心城市

省会市辖区是最明确的增量来源。2019—2024 年，25 个可比省会城市市辖区人口由 1.71 亿增至 1.97 亿，增加 2,585 万人、增幅 15.1%；省会非市辖区增长 6.1%。相较之下，278 个地级市市辖区增长 4.7%，243 个地级市非市辖区下降 6.5%，人口由外围向城市核心区迁移的结构性特征清晰。北上广深大型城市人口规模较大，整体增长较为缓慢。

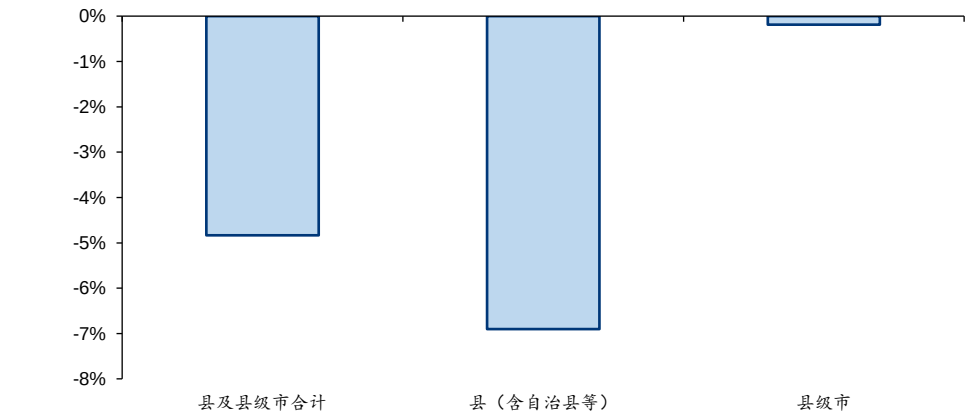
图表1：常住人口变动趋势（2024vs2019）



资料来源：各地统计年鉴、国民经济统计公报、华泰研究

县级市和县人口趋势和地级市非市辖区类似，县级市吸纳人口能力强。县级市人口合计仅下降 0.2%，显著好于县的-6.9%，说明具备产业与公共服务集聚能力的县级市更能留住人口。结合上述的拆分，我们可以看到城镇化的趋势依然持续，核心城市获得持续的人口流入。

图表2：县级行政单位变化趋势（2024vs2019）



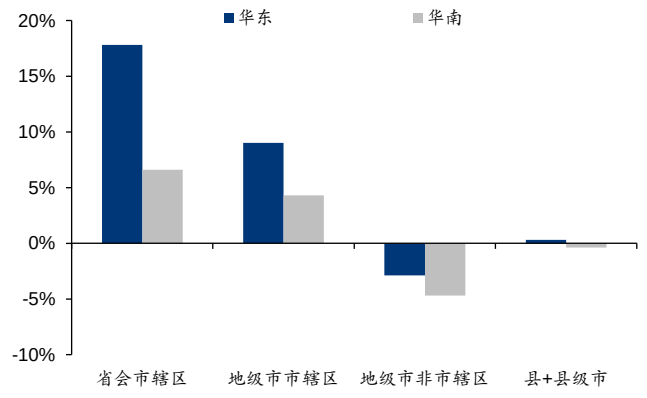
资料来源：各地统计年鉴、国民经济统计公报、华泰研究

区域分化：华中省会领跑，广东浙江发展均衡

分区域看也呈现虹吸特征，华南华东发展较为均衡。华中省会市辖区人口增长 30.2%，居各区域首位；华东和西南分别增长 17.8%和 16.1%。华北省会市辖区仅增长 2.4%，东北增长 1.5%，且两地区地级市市辖区分别下降 0.9%和 3.6%。进一步来分析，华东和华南的县级城市降幅较窄，体现了区域内发展更为均衡。

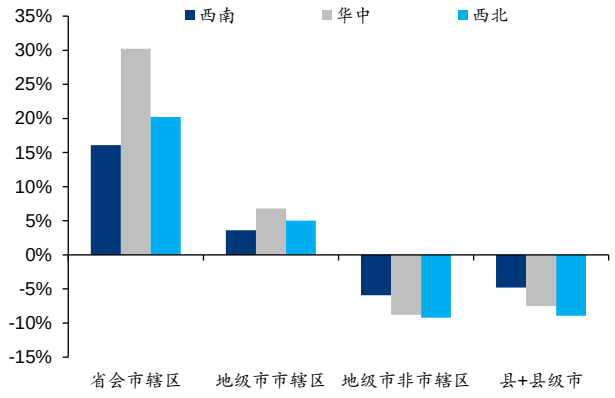
仅供内部参考，请勿外传！

图表3：华东和华南常住人口变化趋势（2024vs2019）



资料来源：各地统计年鉴、国民经济统计公报、华泰研究

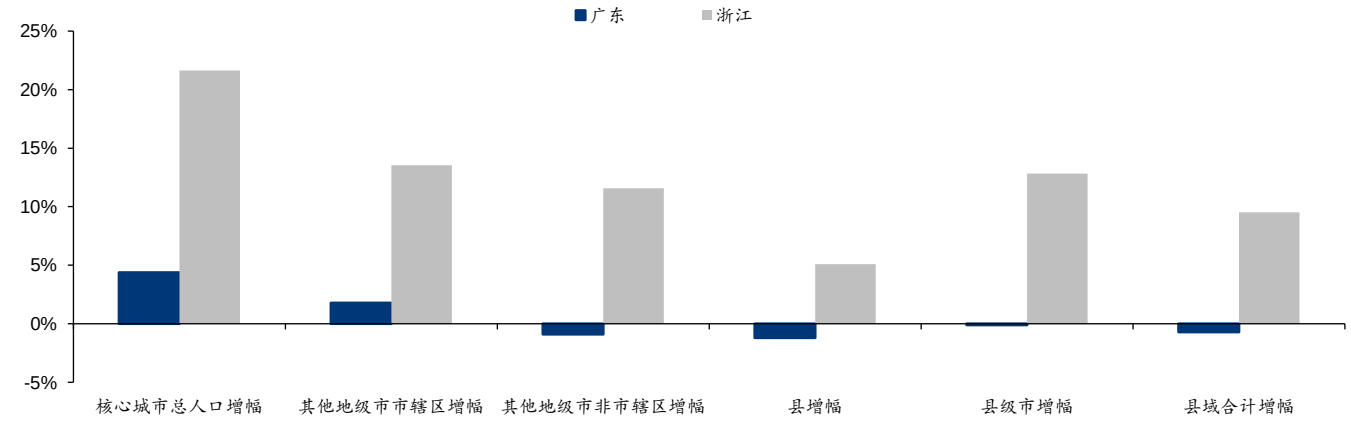
图表4：西南华中西北常住人口变化趋势（2024vs2019）



资料来源：各地统计年鉴、国民经济统计公报、华泰研究

广东、浙江人口结构相较全国大盘更为均衡。2019—2024 年，全国人口增量主要集中于省会及城市核心区，省会城市市辖区人口增长 15.1%，而县及县级市合计下降 4.8%，呈现较明显的“核心增长、县域收缩”特征。相比之下，广东和浙江的人口支撑范围更广：广东广州、深圳人口分别增长 3.6%和 5.2%，其他地级市市辖区增长 1.8%，县及县级市合计仅下降 0.7%，县域表现明显好于全国；浙江不仅杭州和其他地级市市辖区分别增长 21.6%和 13.5%，地级市非市辖区亦增长 11.6%，县及县级市合计增长 9.5%。整体来看，两省人口增长并非仅依赖少数核心城市，地级市及县域也表现出较强韧性，其中浙江呈现更广泛的全层级增长，广东则体现出核心城市增长与县域基本稳定并存的格局。

图表5：广东和浙江常住人口变化趋势（2024vs2019）



注：核心城市为广州，深圳，杭州
资料来源：各地统计年鉴、国民经济统计公报、华泰研究

在校生：在校生逐步达峰，结构与人口同向

受 2016-2017 年"全面二孩"政策后的生育高峰及此后出生人口回落的影响，我国 K12 学龄人口经历一轮波动。以 2019 年为起点观察，小学在校生虽在 2023 年因入学高峰增长至约 1.08 亿人，但目前已经从 2019 年的 10561.24 万人回落至 2025 年的 10178.29 万人，较 2019 年下降 3.6%，招生数从 1869.04 万（2019 年）经 2023 年反弹（1877.88 万）后降至 2025 年的 1461.74 万，较 2019 年下降 21.8%。相关趋势与 2025 年 3 月两会期间国家发展和改革委公开表述一致，预计初中、高中、高等教育三个阶段的在校生规模将分别在 2026 年、2029 年、2032 年前后达峰。

仅供内部参考，请勿外传！

图表6：教育部学生数据对比

指标	2019	2025	六年累计
学前在园幼儿	4,713.88 万	3,225.52 万	-31.6%
小学招生	1,869.04 万	1,461.74 万	-21.8%
小学在校生	10,561.24 万	10,178.29 万	-3.6%
初中在校生	4,827.14 万	5,509.34 万	+14.1%
普通高中在校生	2,414.31 万	3,039.50 万	+25.9%

资料来源：教育部、华泰研究

我们同样可以看到，小学在校生规模呈现显著的城市层级分化。以三年数据完整的同口径城市计算，2025 年较 2019 年，一线、新一线和二线城市小学在校生分别增长 18.3%、19.5%和 4.1%，三线、四线和五线城市则分别下降 10.2%、11.1%和 10.2%；2025 年较 2023 年，一线和新一线城市仍分别增长 0.9%和 2.9%，而二线城市转为下降 3.2%，三线、四线和五线城市分别下降 8.4%、8.4%和 7.4%。整体来看，小学在校生增量进一步向一线和新一线城市集中，二线城市已进入平台回落阶段，低线城市学龄人口收缩趋势更为突出。

图表7：小学在校生数量对比

城市层级	2025 年较 2019 年	2025 年较 2023 年
一线	18.3%	0.9%
新一线	19.5%	2.9%
二线	4.1%	-3.2%
三线	-10.2%	-8.4%
四线	-11.1%	-8.4%
五线	-10.2%	-7.4%

资料来源：各地统计年鉴、国民经济统计公报、华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

教育服务布局核心城市，需求具有稳健性

新东方好未来覆盖国内核心城市。通过公司官网和 APP 我们手工收集整理，新东方覆盖 79 个城市，好未来覆盖 45 个城市，对比来看新东方覆盖广度优于好未来，好未来更希望通过学而思网校的产品服务，实现优质素质教育资源的下沉。**两家均重仓华东，新东方区域覆盖更完整。**学而思在华东有 19 个可比布局城市，新东方有 25 个；两者市辖区人口分别增长 11.4%和 11.2%。

图表8：样本可比数据两家公司城市布局

区域	好未来	新东方
华北	4	12
华东	19	25
华南	10	10
西北	1	7
东北	2	3
西南	4	7
华中	3	12

注：好未来合计可比数据为 43（未包含香港和长春），新东方合计可比数据（吉林，长春和乌鲁木齐）

资料来源：公司官网、华泰研究

两家公司布局城市的常住人口增速，高于区域内大盘增速，预计中长期覆盖区域的教育需求保持稳健。两家公司均明显偏向人口增长更快的城市核心区。新东方和好未来布局城市分别增长 10.7%和 10.4%，高于全国大盘。**华中是两家公司最明显的超额增长区域。**华中人口总量下降 0.9%，但好未来和新东方布局城市分别增长 30.2%和 23.0%，主要因为布局集中于武汉、长沙、郑州等快速扩容的省会核心城区。**华东兼具规模与增长。**区域总人口增长 2.5%，两家公司布局城市均增长约 11%，且覆盖城市数量最多，是兼具基本盘和人口增量的核心市场。

图表9：好未来和新东方覆盖城市的常住人口增长情况（2024vs2019）

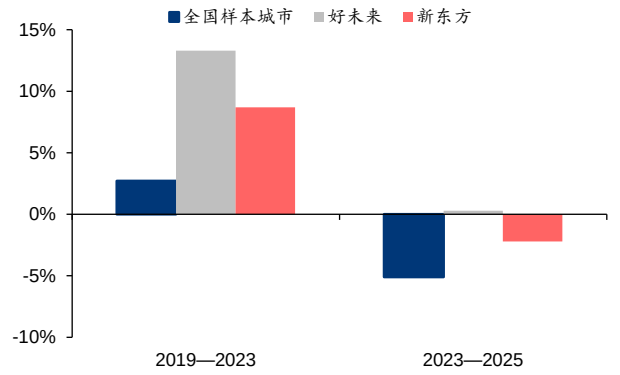
区域	全国人口总量	好未来布局城市	新东方布局城市
华北	-3.6%	+0.1%	+0.7%
华东	+2.5%	+11.4%	+11.2%
华南	+2.6%	+5.1%	+7.1%
西北	+1.1%	+33.6%	+20.4%
东北	-5.7%	+3.5%	+2.4%
西南	+1.6%	+14.7%	+16.3%
华中	-0.9%	+30.2%	+23.0%
合计		+10.4%	+10.7%

资料来源：各地统计年鉴、国民经济统计公报、公司官网、华泰研究

核心布局城市小学在校生基本保持稳定。结合国民经济统计公报统计的样本城市，全国小学在校生在 2019—2023 年样本总体增长 2.7%，但 2023 年后转为下降 5.1%，2025 年较 2019 年累计下降 2.5%。相比之下，好未来布局城市 2019 年至 2025 年累计增长 13.6%，2023 年后基本持平（0.3%）；新东方布局城市同期累计增长 6.3%，2023 年后下降 2.2%，两者均显著优于全国样本。差异主要来自城市层级结构：好未来布局更集中于一线、新一线和二线城市，新东方在保持核心城市全覆盖的同时进一步下沉至 25 个三线及 10 个四线城市，因此综合增速略低；两家公司共同布局的 41 个核心城市 2025 年仍较 2023 年增长 0.3%，显示头部城市小学在校生基本盘相对更具韧性。

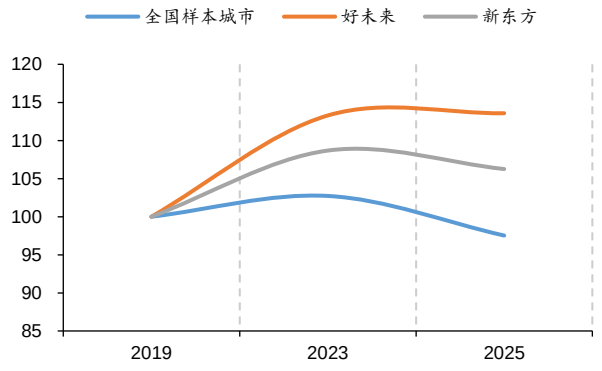
仅供内部参考，请勿外传！

图表10：新东方好未来小学在校生和全国趋势对比



资料来源：教育部、各地统计年鉴、国民经济统计公报、华泰研究

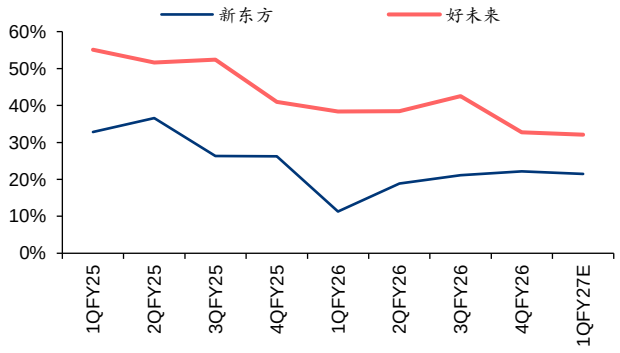
图表11：头部机构布局城市韧性好于全国（2019=100）



资料来源：教育部、各地统计年鉴、国民经济统计公报、华泰研究

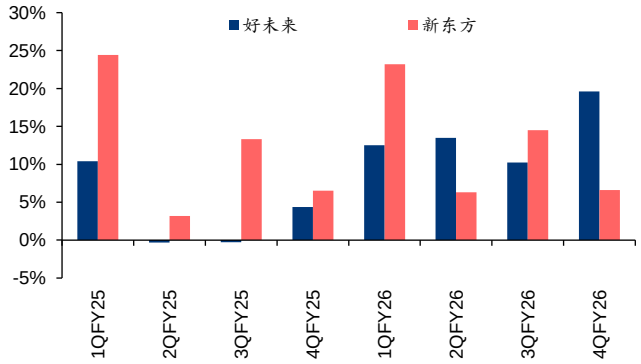
区域增长的韧性也在公司财报上得到体现。品牌集中度持续提升，23-25 年布局地区的小学在校生基本持平，依托品牌和教学能力，新东方、好未来 K9 阶段的收入在过去两年实现快速增长，市场份额持续提升。**边际上来看份额提升的逻辑不变，**公司内部有经验的教师占比提升，教学能力进一步巩固。**在收入端的增长韧性也体现了上述趋势。**新东方基数较大的背景下，1QFY26 以来收入增长加速后趋于平稳。好未来随着基数提升增速放缓，但增速依然在行业中处于头部。**利润端也呈现良好趋势，**得益于内部降本增效以及运营效率的提升，两家公司的利润率持续抬升，好未来提升幅度更为显著，新东方主要受留学业务影响，K12 主业利润率提升更为显著。

图表12：新东方 K12/好未来教育服务增速（对齐新东方财年，美元）



资料来源：公司财报、华泰研究预测

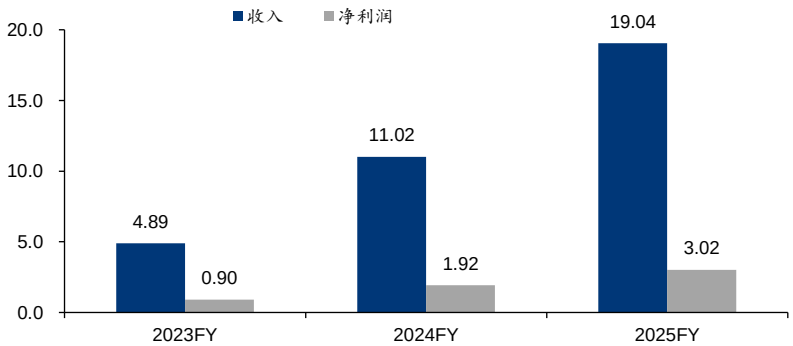
图表13：季度调整后经营利润率



资料来源：公司财报、华泰研究

相比全国化品牌教培公司，区域内龙头对局部地区需求更加依赖，因此要优选区域需求与经营稳健的龙头公司。卓越教育地处广州，学员辐射大湾区，2023 年以来收入修复能力强，快速恢复到 2019 年度的规模。26 年中报业绩预告收入同比增长约 9.0%至 19.9%，净利润同比增长约 5.6%至 18.8%，增长中枢与新东方相近，展现公司区域内良好口碑。

图表14：卓越教育收入和净利润（亿元）



资料来源：公司财报、华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

投资建议

人口总量下行并不意味着教育服务需求同步收缩，区域与城市层级分化成为判断需求的关键。2019—2024 年省会市辖区常住人口增长 15.1%，而地级市非市辖区下降 6.5%；根据我们统计的城市样本数据，2025 年较 2019 年，一线、新一线城市小学在校生分别增长 18.3%、19.5%，低线城市则普遍下降。我们认为，具备核心城市布局、跨区域运营的头部机构竞争力更强，建议从全国和区域两个方面捕捉中长期投资机遇。

1）全国化品牌机构：新东方、好未来所布局城市的常住人口增速分别为+10.7%、+10.4%，显著高于全国大盘，且重仓华东、华中等高增长区域，在核心城区需求集中的趋势下品牌积累优势突出，以新东方、好未来为代表的全国性品牌机构成长天花板更高，建议重点关注。

2）区域性格局改善红利：核心城区（尤其省会市辖区）人口增量明确，区域性教培公司在本地产能与口碑优势下有望兑现盈利改善，建议重点关注深耕大湾区市场的卓越教育等。

风险提示

1） 政策监管趋严

政策层面各地区不断推出具体细致的监管举措，区域性监管存在差异，或对上市公司部分业务产生较大影响，同时制约行业整体产能的扩张。

2） 行业竞争烈度提升

各家机构都强化产能的投入，网点和教师供给显著提升，或带来竞争格局的恶化，制约上市公司盈利能力的提升。

3） 教学口碑稳定性降低

师资管理和培训需要长期投入，若教学质量持续下降，会对品牌口碑产生负面影响，因此后续招生增长可能低于预期。

仅供内部参考，请勿外传！

图表15：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万) (当地币种)	EPS (元) 2025	EPS (元) 2026E	EPS (元) 2027E	EPS (元) 2028E	PE (倍) 2025	PE (倍) 2026E	PE (倍) 2027E	PE (倍) 2028E
卓越教育集团	3978 HK	买入	3.15	6.15	2,669	0.36	0.42	0.48	0.57	7.66	6.56	5.66	4.74
好未来	TAL US	买入	12.09	17.29	6,706	0.27	1.03	1.57	1.28	44.85	11.69	7.68	9.48
新东方-S	9901 HK	买入	44.58	52.51	70,449	0.33	0.36	0.45	0.52	17.37	15.73	12.73	10.96

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表16：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
卓越教育集团 (3978 HK)	公司公布 2025 年度业绩：实现收入 19.0 亿元（符合年初预告 18~20 亿），同比+72.8%；归母净利润 3.01 亿元（符合年初预告 2.6~3.4 亿），同比+57.0%。收入呈现较快增长主要系综合素养业务在大湾区的积极布局及 AI 赋能降本增效成效显著。公司业务结构优化、AI 技术落地实际教育中及股东回报稳定兑现，对公司基本面形成长期利好，我们维持“买入”评级。 考虑到区域竞争有所加剧，我们小幅下修 26-27 年，新增 28 年归母净利润预测为 3.52/4.08/4.87 亿元（原预测 26/27E 3.94/4.34 亿元，变动 -10.51%/-5.94%）。可比公司 26E PE 一致预测均值为 17.11x，考虑到公司股票流动性相对弱于美股和 A 股上市的可比公司，给予一定折价，维持 13x 26E PE，得到目标价 6.15 港元（前值：6.53 港元，25E 15x PE）。 风险提示：市场渗透率修复缓慢，竞争加剧，优质师资和核心管理人才流失风险，对素养教育和高中学科培训的监管力度加强。 报告发布日期：2026 年 03 月 19 日 **点击下载全文：卓越教育集团(3978 HK,买入)：盈利和股东回报持续兑现**
好未来 (TAL US)	好未来公布 1QFY27 业绩：营收 7.58 亿美元，同比+31.9%，较我们此前预测/VA 一致预期高 1.3%/5.7%；Non-GAAP 经营利润 1.49 亿美元，同比+492.4%，较我们此前预测/VA 一致预期高 87.7%/171.1%，得益于销售费用好于预期。Non-GAAP 归母净利润 4.20 亿美元，同比+897.8%，但主要受到投资公允价值变动收益影响。我们认为，1QFY27 收入增长稳健，毛利率及费用效率改善幅度显著好于预期，核心经营利润加速释放，我们上修公司收入利润预测，维持“买入”评级。 公司产品竞争力强持续获取市场份额，短期考虑到 1QFY27 收入和利润超预期，以及一次性的损益，我们上调 FY27/28/29 收入为 38.44/44.64/50.49 亿美元（上修 1.57%/1.58%/1.61%），上修 non-GAAP 归母净利润为 8.73/7.07/8.47 亿美元（上修 60.72%/3.51%/4.59%）。我们基于 FY27 估值，参考可比公司均值，给予学习服务 20xFY27EP/E；考虑到学习机经营层面利润率较低，给予内容解决方案一定折价，学习机业务 30xFY27PE，得到 SOTP 目标价为 17.29 美元（前值：18.67 美元，学习服务/内容服务可比公司估值下降，因此目标价下行），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。 报告发布日期：2026 年 07 月 31 日 **点击下载全文：好未来(TAL US,买入)：经营结构优化带动利润持续改善**
新东方-S (9901 HK)	新东方公布 4Q26 及 FY26 业绩：4Q 收入 15.30 亿美元，同比+23.0%，较彭博一致预期高 4.5%；调整后经营利润 1.10 亿美元，同比+34.7%，较预期高 6.7%，对应利润率 7.2%，同比提升 0.6pct。调整后归母净利润 0.88 亿美元，同比-10.5%，较预期低 2.2%，差异主要来自其他收益偏低及所得税偏高。FY26 收入/调整后经营利润/调整后归母净利润分别为 56.61/7.38/5.71 亿美元，同比+15.5%/+33.1%/+10.5%。FY27 收入指引同比+14%~18%，中值较当前一致预期高 4.7%；递延收入同比+14.8%，验证后续增长韧性。维持“买入”评级。 结合 FY26 实际业绩、FY27 收入指引及财报前一致预期，我们将 FY27/28/29E 收入调整为 66.74/73.85/81.18 亿美元（FY27-28E 上修 11.43%/17.06%），调整后归母净利润调整为 7.05/8.19/8.47 亿美元（FY27-28E 上修 2.77%/7.74%）。采用可比公司估值法，可比公司 27FY 平均 PE 为 10x，考虑到公司作为教育板块龙头，核心教育业务增长韧性强，东方甄选业务呈现较快增速，扎实的利润兑现及较高股东回报，给予一定溢价，15x FY27 non-GAAP PE，对应目标价 66.49 美元/52.51 港元（前目标价 86.26 美元/68.03 港元，对应 26FY 18x，主因可比公司估值下行，龙头公司估值逐步呈现出竞争力溢价），维持“买入”。 风险提示：素养教育和高中学科培训监管趋严；新业务扩张及盈利改善不及预期；竞争加剧；优质师资和核心管理人才流失；汇率波动及地缘关系影响出国需求 报告发布日期：2026 年 07 月 30 日 **点击下载全文：新东方-S(9901 HK,买入;EDU US,买入)：经营韧性好于预期**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

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。

仅供内部参考，请勿外传！

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。
- 新东方-S（9901 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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。
- 新东方-S（9901 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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

仅供内部参考，请勿外传！

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

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

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

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