本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

中国 教育

8月季度业绩前瞻：以合理价格实现防御性增长；买入新东方/好未来 (摘要)

Timothy Zhao
+852-2978-2673 | timothy.zhao@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

姜朗霆, CFA
+852-2978-0856 | ronald.keung@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

刘昱岑
+852-2978-7472 | eunice.liu@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司



我们对新东方和好未来仍持积极看法，我们看好：在疲软/通缩的宏观环境下其业务具有防御属性；在市场高度分散及竞争压力逐步缓解的背景下，中期内收入/营业利润增长的能见度较高；在投资者对部分离岸信托所持资产及相关收入/股息收益需缴纳个税感到担忧之际，已公布数据表明受到冲击的风险相对较低。在我们最新的子行业偏好排名中，我们将互联网垂直领域（包括教育）上调至第三位，仅次于排名第一的游戏/娱乐和排名第二的云/数据中心。我们的新东方/好未来12个月目标价分别为71美元（ADR，H股目标价55港元）/16.1美元，对应15倍的2027自然年预期市盈率，较最新收盘价（对应14-15倍的2026自然年预期市盈率，而未来三年营业利润的年均复合增速分别为18%/40%）隐含30%/36%的上行空间。

我们预计新东方和好未来在8月季度将出现收入增长趋同，这是三年来的首次（图表1）。新东方收入同比增长23%，与5月季度持平，而好未来收入同比增速则从上季度的32%放缓至22%（以美元计）。然而，我们认为这一趋同势头可能是暂时的，并预计好未来的收入增长在中期内仍将超越新东方（我们预计2026-29财年好未来收入年均复合增长17%，而新东方为12%，均以美元计）。我们对新东方8月季度收入的预测比Visible Alpha市场共识预测高2%，而对好未来的预测比市场共识预测低2%。

8月季度分业务看（均以人民币计），我们将好未来的增长放缓主要归因于内容解决方案业务（我们预计同比+6%，而5月季度同比+26%），其中学习机现金收入预计同比下降12%，因销量同比下降30%/产品均价同比上涨26%；我们预计学习服务及其他业务收入仍将同比强劲增长21%。新东方可能受益于东方甄选80%的收入同比增长，同时我们预计其核心业务收入将同比增长10%。展望未来，我们预计随着产品均价提高，好未来内容解决方案业务的增长压力将逐步缓解，而东方甄选的收入增长将在更高基数下回归正常化。

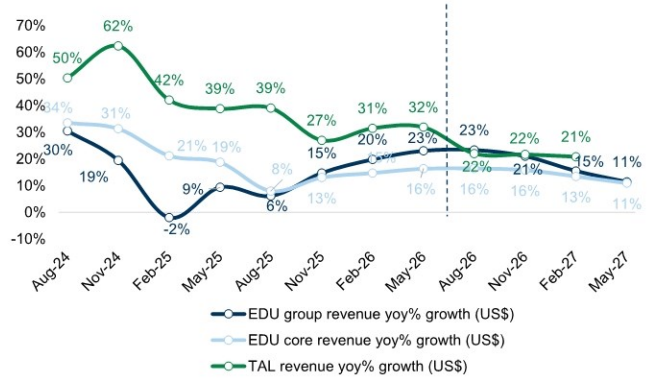
盈利能力方面，我们预计新东方/好未来非GAAP营业利润率将同比扩大0.7个/5.7个百分点，带动8月季度非GAAP营业利润同比增长27%/78%，从季节性看，该季度的利润表现通常在全年最为强劲。在高盛Asia Leaders Conference活动上，两家公司均表示扩大利润是2027财年的首要任务之一（参见我们的新东方和好未来要点报告），受到学习中心审慎扩张、AI赋能的效率提升，以及营销费用控制的支持。

高盛与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。 有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或参阅www.gs.com/research/hedge.html。 由非美国附属公司聘用的分析师不是美国FINRA的注册/合格研究分析师。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

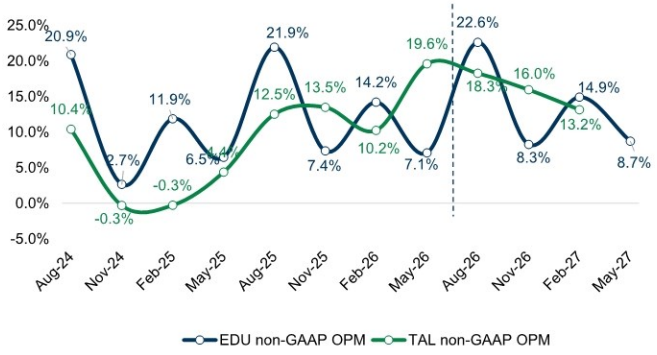
其他业绩关注点：1) 股票回购的执行情况：新东方计划在2027财年总计回购不超过2亿美元；好未来在2027财年剩余回购额度约4亿美元，并计划建立更加系统化的股东回报机制；2) AI赋能的内容解决方案进展，例如面向K12阶段的英语词汇学习app“新东方刷刷学”、面向海外用户的中文学习app“SureChinese”，以及好未来新款学习机T6系列（在好未来平台单月约1亿个小时的学习时长中，内容解决方案的贡献超过一半）；3) 利润扩张与收入增长之间的平衡。

图表 1: We anticipate revenue growth convergence between EDU and TAL in Aug-Q, the first time since 3 years ago, with EDU/TAL growing at +23%/+22% yoy
EDU/TAL revenue yoy growth in US$ terms



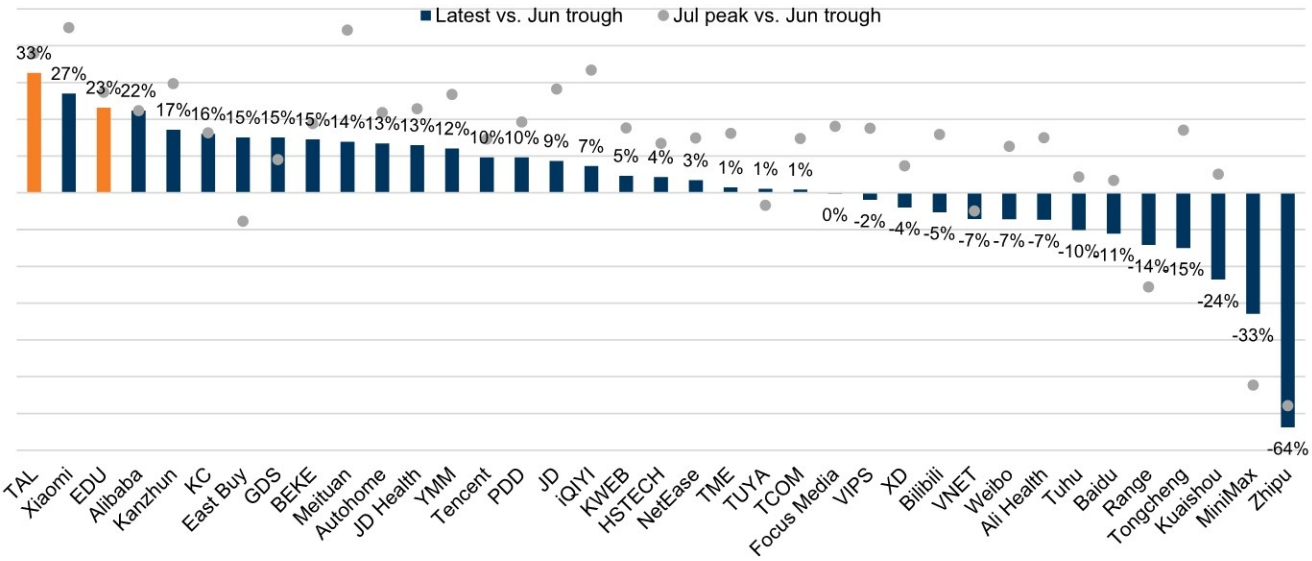
资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 2: We model EDU non-GAAP OPM at 22.6% (+0.7pp yoy), and model TAL non-GAAP OPM at 18.3% (+5.7pp yoy)



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 3: EDU/TAL has outperformed the sector since the trough in Jun-end and seen 3-4% pullback since the peak in Jul-end
Our covered internet stocks’ price performance between Jun trough (Jun 25) to date & between Jun trough (Jun 25) and Jul peak (Jul 30)



资料来源：Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

New Oriental Education & Technology (EDU/9901.HK): Expect 1QFY27 beat; Eyes on AI-enabled content solutions progress and cost control; Buy

9901.HK	12m Price Target: HK$55	Price: HK$42.86	Upside: 28.3%
EDU	12m Price Target: $71	Price: $54.74	Upside: 29.7%

Buy

Market cap: $8.7bn
Enterprise value: $2.5bn
3m ADTV :$40.4mn
China
China Internet Verticals
M&A Rank: 3
Leases incl. in net debt & EV?: Yes

GS Forecast

	5/26	5/27E	5/28E	5/29E
Revenue ($ mn) New	**5,661.3**	**6,661.2**	**7,323.0**	**7,989.7**
Revenue ($ mn) Old	5,661.3	6,616.5	7,214.6	7,844.3
EBITDA ($ mn)	919.7	1,156.5	1,325.6	1,490.5
EPS ($) New	**3.44**	**4.30**	**4.88**	**5.44**
EPS ($) Old	3.44	4.28	4.84	5.37
P/E (X)	15.5	12.7	11.2	10.1
P/B (X)	2.1	2.0	1.9	1.8
Dividend yield (%)	2.2	3.5	3.5	4.0
CROCI (%)	19.7	25.8	28.4	30.0

	5/26	8/26E	11/26E	2/27E
EPS ($)	0.51	1.98	0.53	1.12

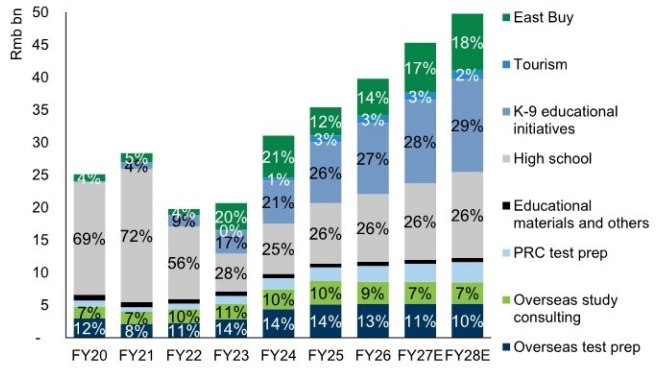
Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates, FactSet. Price as of 22 Sep 2026 close.

Forecast changes

We raise our FY27-FY29 revenue forecasts by 1%-2%, as we keep EDU core revenue largely unchanged (0%-1%), and factor in above-expected East Buy results in 2HFY26. We raise non-GAAP operating profit by 2%-3%, primarily reflecting better profitability of East Buy. For FY27E, we forecast revenue to grow at +18% yoy to US$6.7bn, or + 14% yoy in Rmb terms. By segment, in Rmb terms, we expect i) K-9 educational initiatives to grow at 16% yoy, ii) high school to grow at 13% yoy, iii) PRC test prep to grow at 14% yoy; and iv) overseas test prep to stay flat yoy. In terms of profitability, we expect 1.1pp yoy group margin expansion to 14.1% in FY27E, driven by margin expansion across segments.

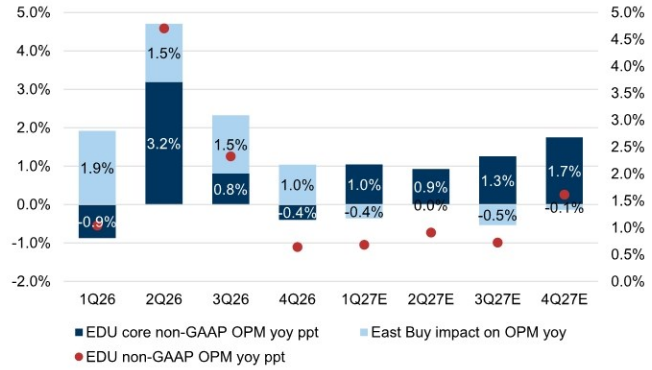
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 4: We expect a 12%/11% revenue CAGR for FY26-29E for EDU group/EDU core in Rmb terms



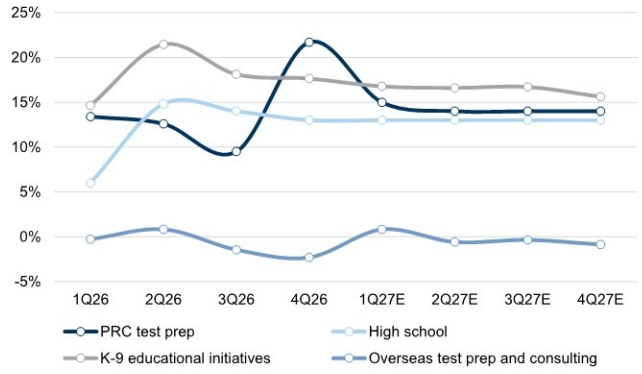
资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 5: We expect EDU OPM to expand 0.7pp yoy in 1QFY27E, primarily driven by margin expansion of EDU core
OPM yoy change by segment (pp)



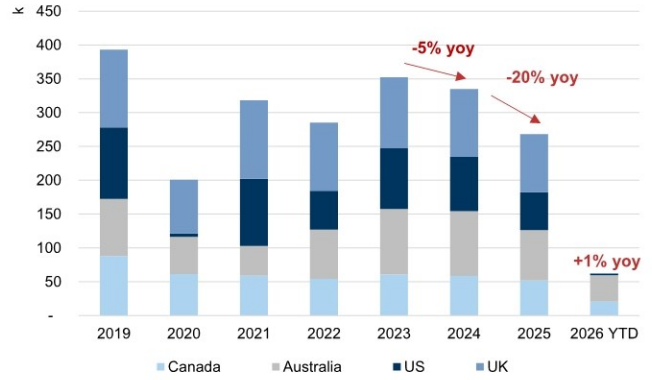
资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 6: We expect overseas related business to resume positive growth in 1QFY27E, while the high school/K9 educational initiatives segments to remain stable yoy growth
Revenue yoy change by segment in Rmb terms (%)



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 7: Student visas # granted to Chinese for Canada, Australia, US and UK combined increased +1% yoy in 2026 YTD, turning positive sequentially

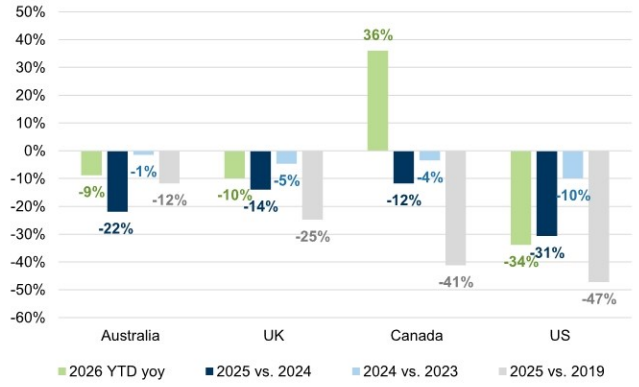


2026 YTD data includes Canada data as of Jun, Australia data as of Jul, US data as of Feb, UK data as of Mar 2026.

资料来源：US Department of State, Gov.uk, Canada.ca, Homeaffairs.gov.au, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

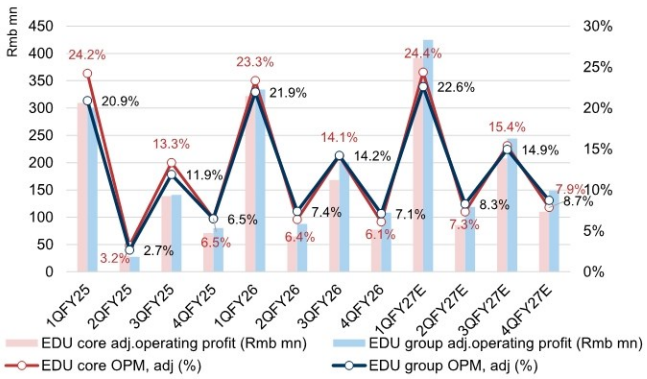
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 8: Chinese student visas issued by Canada increased +36% yoy in Jan-Jun 2026, while those issued by US/UK/Australia decreased -34%/-10%/-9% yoy in Jan-Feb/Mar/Jul 2026
% change of student visas # granted to Chinese



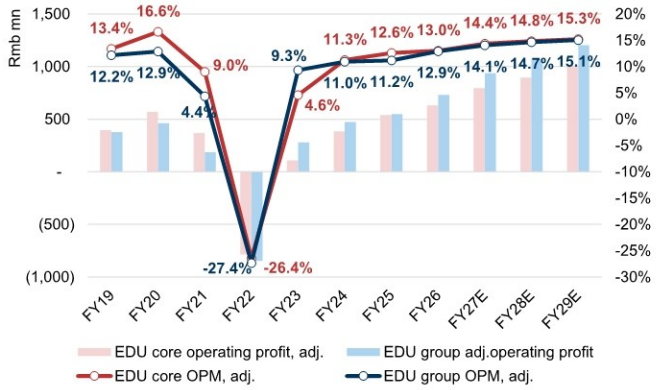
资料来源：US Department of State, Gov.uk, Canada.ca, Homeaffairs.gov.au, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

图表 9: We model non-GAAP OPM for EDU group/core at 22.6%/24.4% in 1QFY27E
EDU: core/group revenue and non-GAAP OP forecasts (Rmb mn)



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 10: We model non-GAAP OPM for EDU group/core at 14.1%/14.4% in FY27E
EDU core/group revenue and non-GAAP OP forecasts (Rmb mn)



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

Valuation

We update our 12m SOTP-based EDU target price to US$71 (vs.US$70 prior); 9901.HK remains HK$55. Our valuation is based on i) 13x EV/NOPAT on high school tutoring and 12x EV/NOPAT on other traditional business and new initiatives (unchanged); ii) valuation of East Buy attributable to New Oriental; iii) US$3.4bn net cash balance after excluding deferred revenue; and iv) a 10% holdco discount (unchanged).

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 11: Our SOTP-based 12m target prices for EDU/9901.HK are US$71/HK$55

Segment	CY27E Sales US$mn	CY27E OPM	CY27E OP US$mn	CY27E NOPAT US$mn	CY27E Target EV/NOPAT	Value US$mn	ADSs mn	Val/sh US$	Val split
EDU core	**5,824**	**14.7%**	**854**	**638**	**12x**	**7,898**	**158**	**49.9**	**71%**
A. High school tutoring	1,852	17.2%	319	238	13x	3,097	158	19.6	28%
B. Other educational services and new initiatives	3,973	13.5%	535	400	12x	4,801	158	30.3	43%
Other traditional businesses	1,785	7.3%	130	97	6x	559	158	3.5	5%
New initiatives	2,188	18.5%	405	303	14x	4,242	158	26.8	38%
C. East Buy	**1,222**	**13.3%**	**162**	**121**	**NM**	**1,170**	**158**	**7.4**	**10%**
EDU total	**7,046**	**14.4%**	**1,016**	**760**	**12x**	**9,068**	**158**	**57.3**	**81%**
D. Net cash (excluding deferred revenue)						3,378	158	21.3	30%
E. Holdco. discount					10%	(1,245)	158	(7.9)	-11%
12-m target price (US$)						**11,202**	**158**	**71.0**	**100%**
12-m target price (HK$)						**87,377**	**1,583**	**55.0**	

NOTE: East Buy component is based on our target price; the multiple shown above is implied.

资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 12: EDU 1QFY27E quarterly financials

(US$ mn)	4QFY25	1QFY26	2QFY26	3QFY26	4QFY26	New 1QFY27	QoQ (%)	YoY (%)
Net revenues	**1,243**	**1,523**	**1,191**	**1,417**	**1,530**	**1,878**	**23%**	**23%**
EDU core (GSe)	1,089	1,380	1,011	1,191	1,266	1,607	27%	16%
East Buy (GSe)	155	143	181	226	263	272	3%	90%
Cost of revenues	(570)	(638)	(557)	(656)	(717)	(804)	12%	26%
GAAP gross profit	**673**	**885**	**635**	**761**	**812**	**1,074**	**32%**	**21%**
Non-GAAP gross profit	**674**	**885**	**635**	**761**	**812**	**1,074**	**32%**	**21%**
Selling and marketing	(209)	(199)	(193)	(198)	(258)	(241)	-7%	21%
General and administrative	(383)	(351)	(354)	(362)	(444)	(406)	-9%	16%
Disposal gain/(loss)	-	-	-	-	-	-	NM	NM
Impairment loss on intangible assets/goodwil	(60)	-	-	-	-	-	NM	NM
Total operating expenses	**(682)**	**(574)**	**(568)**	**(581)**	**(726)**	**(673)**	**-7%**	**17%**
Stock-based compensation	(29)	(23)	(21)	(21)	(23)	(24)	5%	2%
Total operating expenses, non-GAAP	**(654)**	**(551)**	**(547)**	**(560)**	**(704)**	**(650)**	**-8%**	**18%**
GAAP operating profit	**(9)**	**311**	**66**	**180**	**86**	**401**	**367%**	**29%**
Non-GAAP operating profit	**80**	**334**	**88**	**201**	**109**	**425**	**292%**	**27%**
EDU core (GSe)	71	322	65	168	77	392	407%	22%
East Buy (GSe)	9	12	23	33	31	33	6%	174%
Loss from fair value change of LT investments	(0)	8	(1)	1	3	-	-100%	-100%
Other income, net	19	21	22	18	15	16	4%	-22%
Profit before tax	**10**	**339**	**87**	**200**	**104**	**417**	**300%**	**23%**
Income tax	(2)	(92)	(24)	(55)	(25)	(112)	343%	23%
Net loss attributable to noncontrolling interests	(4)	(7)	(11)	(13)	(11)	(10)	-10%	43%
GAAP net income	**7**	**241**	**45**	**127**	**62**	**291**	**368%**	**21%**
Non-GAAP net income	**95**	**255**	**67**	**146**	**80**	**313**	**289%**	**22%**
EDU core (GSe)	89	248	55	131	70	299	330%	21%
East Buy (GSe)	6	7	13	15	11	14	25%	81%
Non-GAAP diluted EPADS (US$)	**0.59**	**1.60**	**0.42**	**0.91**	**0.51**	**1.98**	**289%**	**24%**
Weighted ADS, diluted (m)	160.2	159.9	160.5	159.6	158.3	158.1	0%	-1%

	4QFY25	1QFY26	2QFY26	3QFY26	4QFY26	1QFY27	QoQ (pp)	YoY (pp)
GAAP gross margin	**54.2%**	**58.1%**	**53.3%**	**53.7%**	**53.1%**	**57.2%**	**4.1**	**(0.9)**
Non-GAAP gross margin	**54.2%**	**58.1%**	**53.3%**	**53.7%**	**53.1%**	**57.2%**	**4.1**	**(0.9)**
Selling and marketing	16.8%	13.1%	16.2%	13.9%	16.9%	12.8%	(4.0)	(0.3)
General and administrative	30.8%	23.1%	29.7%	25.5%	29.0%	21.6%	(7.4)	(1.5)
Total operating expenses	**54.9%**	**37.7%**	**47.7%**	**41.0%**	**47.5%**	**35.8%**	**(11.7)**	**(1.9)**
Stock-based compensation	2.3%	1.5%	1.8%	1.5%	1.5%	1.3%	(0.2)	(0.3)
Total operating expenses, non-GAAP	**52.6%**	**36.2%**	**45.9%**	**39.5%**	**46.0%**	**34.6%**	**(11.4)**	**(1.6)**
GAAP operating margin	**-0.7%**	**20.4%**	**5.6%**	**12.7%**	**5.6%**	**21.3%**	**15.7**	**0.9**
Non-GAAP operating margin	**6.5%**	**21.9%**	**7.4%**	**14.2%**	**7.1%**	**22.6%**	**15.5**	**0.7**
Effective tax rate, non-GAAP	4.0%	25.8%	22.3%	24.9%	20.5%	25.5%	5.0	(0.3)
GAAP net margin	**0.6%**	**15.8%**	**3.8%**	**8.9%**	**4.1%**	**15.5%**	**11.4**	**(0.3)**
Non-GAAP net margin	**7.6%**	**16.8%**	**5.6%**	**10.3%**	**5.3%**	**16.7%**	**11.4**	**(0.1)**

资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

TAL Education Group (TAL): Profit expansion to continue on

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

disciplined learning center expansion and costs control; Buy

TAL	12m Price Target: $16.1	Price: $11.82	Upside: 36.2%

Buy

Market cap: $6.6bn
Enterprise value: $3.3bn
3m ADTV :$53.6mn
China
China Internet Verticals
M&A Rank: 3
Leases incl. in net debt & EV?: Yes

GS Forecast

	2/26	2/27E	2/28E	2/29E
Revenue ($ mn) New	**3,008.9**	**3,716.0**	**4,288.4**	**4,808.3**
Revenue ($ mn) Old	3,008.9	3,723.4	4,282.6	4,790.3
EBITDA ($ mn)	391.6	686.1	820.6	961.0
EPS ($) New	**0.99**	**1.20**	**1.08**	**1.26**
EPS ($) Old	0.99	0.97	1.08	1.23
P/E (X)	11.2	9.9	10.9	9.4
P/B (X)	1.7	1.5	1.4	1.2
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
CROCI (%)	11.7	30.2	29.5	34.8
	5/26	**8/26E**	**11/26E**	**2/27E**
EPS ($)	0.75	0.00	0.25	0.19

Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates, FactSet. Price as of 21 Sep 2026 close.

Forecast changes

We keep FY27-29 revenue largely unchanged, yet raise non-GAAP operating profit by 1%-4%, as we model higher GPM.

For 2QFY27E, we model US$1,051mn revenue (+22% yoy in US$ terms or +16% yoy on cFX), and US$192mn non-GAAP operating profit with 18.3% non-GAAP operating margin (+5.7pp yoy). On cFX, we expect 16% yoy revenue growth, driven by +22% yoy growth for revenue from learning services, and +6% yoy growth for content solutions. We factor in fair value loss from TAL’s equity stake in Zhipu AI in the quarter and expect non-GAAP net income to breakeven at US$1mn in 2QFY27.

Into FY27E, we model i) revenue from learning services to grow at +21% yoy on cFX (vs. +27% yoy in FY26), as we expect learning centers to grow at +14% yoy; ii) revenue from content solutions to grow at +19% yoy on cFX (vs. +41% yoy in FY26). We model learning tablets billings to decline -2% yoy in FY27 (vs. +32% yoy in FY26) on a high base and higher ASP, with -17% shipment decline coupled with +19% yoy ASP.

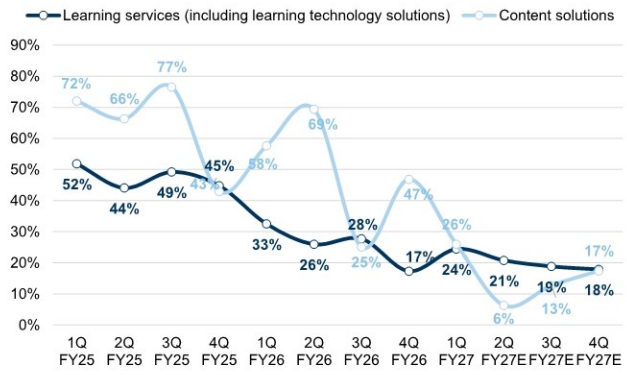
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 13: We expect TAL’s revenue to grow +16% yoy on cFX in 2QFY27E, or +22% yoy to US$1,051mn...
Revenue by segment (Rmb mn) and yoy growth in Rmb terms



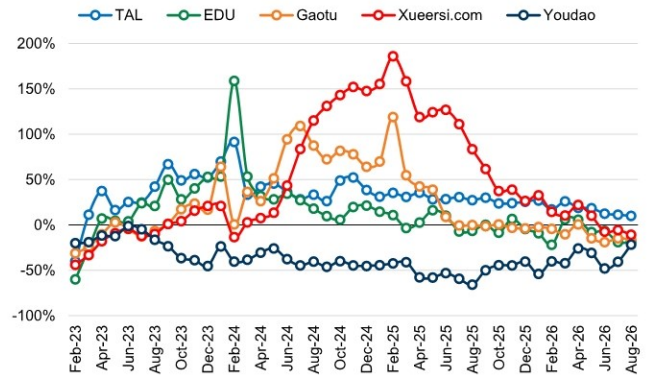
资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 14: ...driven by +21% yoy growth in learning services and +6% yoy growth for content solutions in 2QFY27E
Revenue growth by segment in Rmb terms



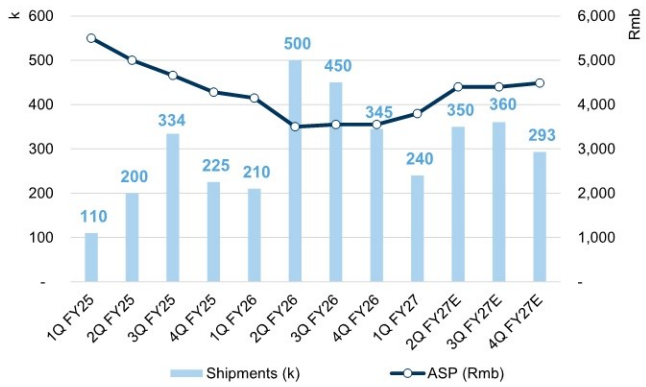
资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 15: MAU of Xueersi.com dropped -11% yoy in Aug (vs. -6% yoy in Jul)
MAU yoy growth of major tutoring platforms (%)



资料来源：Questmobile, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

图表 16: We expect volume of TAL’s learning tablets to decline -17% yoy in FY27E, and expect ASP to expand +19% yoy driven by launch of higher-ASP products against BOM cost pressure
Quarterly volume and ASP of TAL’s learning tablets



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

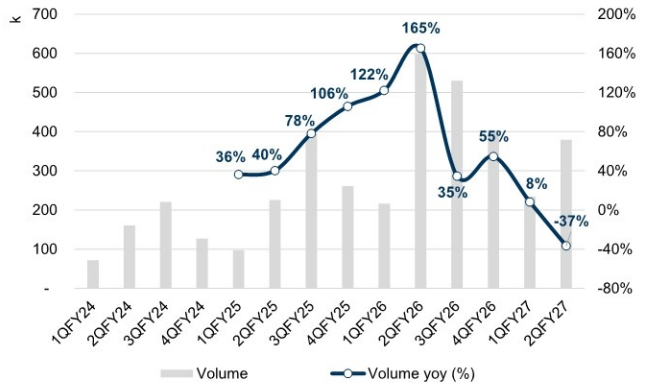
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 17: According to our tracker, TAL’ s learning tablets GMV dropped -17% yoy on major eCommerce platforms in 2QFY27 (vs. -1% yoy in 1QFY27)
TAL’ s quarterly online GMV on major eCommerce platforms



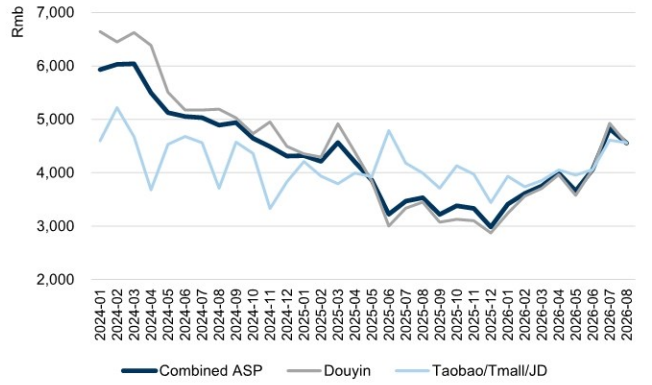
资料来源：Moojing, Chanmama, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

图表 18: For 2QFY27, TAL’ s learning tablets volume dropped -37% yoy on major eCommerce platforms (vs. +8% yoy in 1QFY27)
Quarterly volume of TAL’ s learning tablets on major eCommerce platforms



资料来源：Moojing, Chanmama, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

图表 19: ASP of TAL’ s learning tablets grew +29% yoy or dropped -6% mom in Aug (vs. +39% yoy/+19% mom in Jul)
ASP trend of TAL’ s learning tablets on major eCommerce platforms



资料来源：Moojing, Chanmama, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

图表 20: We expect non-GAAP OPM to be 18.3% in 2QFY27E, or 23.7% excluding content solutions



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

Valuation

We raise our 12m SOTP-based target price to US$16.1 (vs.US$15.9 prior). The target price is derived by i) 13x target EV/NOPAT for high school tutoring (unchanged); ii) 15x target EV/NOPAT for enrichment learning and others (unchanged); iii) 13x target EV/NOPAT for content solutions (unchanged), assuming normalized OPM of 5%; iv) US$1.9bn net cash balance after excluding deferred revenue; v) a 10% holdco. discount (unchanged).

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 21: Our SOTP-based 12m target price for TAL is US$16.1

Segment	CY27E Sales US$mn	CY27E nGAAP OPM	CY27E nGAAP OP US$mn	CY27E NOPAT US$mn	CY27E Target EVNOPAT	Value US$mn	Val/sh US$	Val split
Learning services and others	**2,780**	**21.7%**	**602**	**471**	**15x**	**6,864**	**12.3**	**76%**
A. High school tutoring	514	24.7%	127	99	13x	1,292	2.3	14%
B. Enrichment learning and others	2,266	21.0%	475	371	15x	5,571	10.0	62%
C. **Content solutions**	**1,414**	**8.6%**	**122**	**95**	**13x**	**1,192**	**2.1**	**13%**
TAL	**4,193**	**17.3%**	**724**	**566**	**14x**	**8,056**	**14.4**	**90%**
D. Net cash (excluding deferred revenue)						1,914	3.4	21%
E. Holdco. discount					10%	(997)	(1.8)	-11%
12-m target price (US$)						**8,973**	**16.1**	**100%**

资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 22: TAL 2QFY27E quarterly forecasts

TAL US$ mn	1Q FY26	2Q FY26	3Q FY26	4Q FY26	1Q FY27	New 2Q FY27	QoQ %	YoY %
Total revenue	**575**	**861**	**770**	**802**	**758**	**1,051**	**39%**	**22%**
Learning services and others	396	563	461	527	520	717	38%	27%
Learning content solutions	179	298	309	276	238	334	41%	12%
Learning centers	551	566	586	602	627	647	3%	14%
Cost of revenues, GAAP	260	370	338	375	320	433	35%	17%
Gross profit, GAAP	315	491	432	427	438	618	41%	26%
Gross profit (non-GAAP)	**316**	**492**	**432**	**428**	**439**	**619**	**41%**	**26%**
Selling and marketing, GAAP	181	267	220	221	172	299	74%	12%
Selling and marketing, non-GAAP	178	264	218	219	169	296	75%	12%
General and administrative, GAAP	121	129	119	134	129	139	8%	7%
General and administrative, non-GAAP	114	121	111	127	121	130	8%	8%
Total OPEX (GAAP)	**301**	**395**	**339**	**355**	**301**	**438**	**45%**	**11%**
Operating profit, GAAP	14	96	93	72	137	180	32%	88%
Operating profit, non-GAAP	**25**	**108**	**104**	**82**	**149**	**192**	**29%**	**78%**
Other income	9	67	39	275	405	(200)	NM	NM
Net income, GAAP	31	124	131	245	408	(11)	NM	NM
Net income, non-GAAP	**42**	**136**	**141**	**255**	**420**	**1**	**-100%**	**-99%**
Non-GAAP EPADS	**0.07**	**0.24**	**0.25**	**0.45**	**0.75**	**0.00**	**-100%**	**-99%**

Non-GAAP margins	1Q FY26	2Q FY26	3Q FY26E	4Q FY26	1Q FY27	New 2Q FY27	QoQ (pp)	YoY (pp)
Non-GAAP gross margin	55.0%	57.1%	56.1%	53.3%	57.8%	58.8%	1.0	1.8
Selling and marketing, non-GAAP	30.9%	30.7%	28.3%	27.2%	22.3%	28.2%	5.8	(2.5)
General and administrative, non-GAAP	19.8%	14.0%	14.4%	15.8%	15.9%	12.4%	(3.5)	(1.6)
Non-GAAP operating margin	4.4%	12.5%	13.5%	10.2%	19.6%	18.3%	(1.3)	5.7
Non-GAAP net margin	7.3%	15.8%	18.4%	31.7%	55.3%	0.1%	(55.2)	(15.7)

资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

Investment Thesis - TAL Education Group

As a K-12 education pure-play with strong competitive advantages in educational content and technology, TAL has resumed rapid capacity expansion off a low base and rejuvenated its traditional flagship Peiyou business to meet students' enrichment learning demand in the new regulatory environment. In addition, we believe TAL's new initiatives in learning products/technologies including learning content solutions/hardware, overseas education programs and AI applications will enable the business to expand into new territories, despite operating losses over the mid term. We forecast a 17% revenue CAGR in FY26-29E, and notably faster profitability growth driven by reduced losses from learning content solutions and AI investments. We see risk-reward as skewed toward the upside considering 1) strong growth outlook and much faster profitability growth; 2) near-term profit drag from investments in hardware, AI, overseas expansion should further strengthen TAL's competitiveness in the longer term; 3) c.US$3.2bn net cash and the share repurchase program provides support to valuation.

Price Target Risks and Methodology - TAL Education Group

We are Buy rated. Our 12m SOTP-based target price is US$16.1, derived by CY27E i) 13x target EV/NOPAT for high school tutoring; ii) 15x target EV/NOPAT for enrichment learning and others ; iii) 13x target EV/NOPAT for content solutions assuming normalized OPM of 5%; iv) US$1.9bn net cash balance excluding deferred revenue; and, v) a 10% holdco discount. Key risks: 1) weaker-than-expected offline capacity expansion; 2) regulatory changes in the education sector; 3) unsatisfactory product launch for smart learning tablets; and 4) challenges in exploring overseas business.

Investment Thesis - New Oriental Education & Technology

We view New Oriental, a 30-year-old educational brand, as a resilient growth story in China's education industry, with balanced revenue exposure thanks to its full spectrum of educational services, and investments beyond education into the broader consumer services and products. We are Buy rated as we believe the stock 1) provides compelling valuation and a margin of safety relative to its historical valuation level, China Internet/Consumer peers and its own EPS growth outlook, with enhanced shareholder returns; 2) enjoys potential for consensus EPS upward revisions driven by cost optimization initiatives.

Price Target Risks and Methodology - New Oriental Education & Technology

Our SOTP-based 12m target prices for EDU/9901.HK are US$71/HK$55, based on CY27E i) 13x EV/NOPAT on high-school tutoring; ii) 12x EV/NOPAT on other traditional business (overseas test prep and consulting, college test prep, etc.) and new initiatives (including non-academic tutoring, learning solutions, tourism); iii) our target valuation of East Buy attributable to New Oriental; iv) US$3.4bn net cash balance excluding deferred revenue; and v) a 10% holdco discount. Key risks: 1) TAM pressure from shrinking demographics; 2) Pricing pressure due to competition and/or rising consumer discretionary attribute; 3) Further disruption to demand for overseas study; 4) AI disruption to learning scenarios; 5) Below-expected operating

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

efficiency and margin improvement; 6) Regulatory changes.

人在草木间
更多资料请加V

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

信息披露附录

申明

本人，Timothy Zhao，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

本报告首页所列作者为高盛全球投资研究部分析师，除非另有说明。

贡献作者: Timothy Zhao Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 姜朗霆, CFA Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 刘昱岑 Goldman Sachs (Asia) L.L.C.。

本报告披露的“贡献作者”为高盛全球投资研究部分析师，除非另有说明。

高盛要素概要

高盛要素概要部分通过将一只股票的主要指标与市场（即我们给予评级的股票范围）和可比同业相比较来评价该股的投资背景。四个主要指标是增长、财务回报、估值倍数（估值）和综合状况（增长、财务回报、估值倍数的综合情况）。增长、财务回报和估值倍数是运用每只股票具体指标的正常化排名计算。随后取这些指标正常化排名的均值并转化为相关指标的百分位。每项指标的具体计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长指标是基于一只股票的预期销售增速、EBITDA增速和每股盈利增速（金融股仅采用每股盈利和销售增速），较高的百分位表示公司增长较快。财务回报是基于一只股票的预期净资产回报率、ROCE和CROCI（金融股仅采用净资产回报率），较高的百分位表示公司的财务回报较高。估值倍数基于一只股票的预期市盈率、市净率、股价/股息、EV/EBITDA、EV/FCF、EV/DACF（EV/经债务调整的现金流）（金融股仅采用市盈率、市净率和股价/股息），较高的百分位表示公司的估值倍数较高。综合状况百分位为增长百分位、财务回报百分位和（100% - 估值倍数百分位）的平均值。

财务回报和估值倍数使用高盛分析师在财政年度末对未来至少3个季度的预测。增长使用未来至少7个季度的财政年度预测与未来至少3个季度的财政年度预测的比较（所有指标均使用每股数据）。

如需了解高盛要素概要更具体的计算，请联络您的高盛代表。

并购评分

在我们的全球覆盖范围中，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

信息披露

New Oriental Education & Technology (ADR), New Oriental Education & Technology (H) 和 TAL Education Group 的股票评级是相对于其所属研究范围内的其他公司的相对评级： Autohome Inc. (ADR), Autohome Inc. (H), Beijing Sinnet Technology Co Ltd., East Buy, GDS Holdings (ADR), GDS Holdings (H), KE Holdings (ADR), KE Holdings (H), Kanzhun Ltd. (ADR), Kanzhun Ltd. (H), Kingsoft Cloud, New Oriental Education & Technology (ADR), New Oriental Education & Technology (H), Offcn Education Technology, Range Intelligent, SUNeVision Holdings, Shanghai Athub, TAL Education Group, Tuhu Car Inc., Tuya, VNET Group, Weibo Corp. (ADR), Weibo Corp. (H), Weimob, Xiaomi Corp.

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛集团(及其关联公司，并称为“高盛”)与高盛全球投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

截至最近月份的月末，高盛实益拥有1%或更多普通股 （未计入美国证券法不要求加总的关联公司和业务部门所管理的股份）： New Oriental Education & Technology (ADR) ($56.08)、New Oriental Education & Technology (H) (HK$43.34)

高盛在过去12个月中曾从下述公司获得投资银行服务报酬： TAL Education Group ($11.98)

高盛在今后3个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬： New Oriental Education & Technology (ADR) ($56.08)、New Oriental Education & Technology (H) (HK$43.34)、TAL Education Group ($11.98)

高盛在过去12个月中曾从下述公司获得非投资银行服务报酬： TAL Education Group ($11.98)

高盛在过去12个月中与下述公司存在投资银行客户关系： New Oriental Education & Technology (ADR) ($56.08)、New Oriental Education & Technology (H) (HK$43.34)、TAL Education Group ($11.98)

高盛在过去12个月中与下述公司存在非投资银行业务的证券相关服务客户关系： TAL Education Group ($11.98)

高盛在过去12个月中与下述公司存在非证券服务客户关系： TAL Education Group ($11.98)

高盛是下述证券或其衍生品的注册做市商： New Oriental Education & Technology (ADR) ($56.08)、New Oriental Education & Technology (H) (HK$43.34)、TAL Education Group ($11.98)

评级分布/投资银行关系

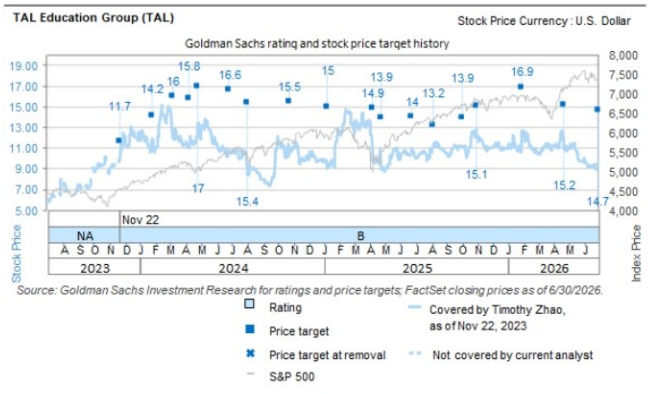
高盛投资研究部的全球研究覆盖范围

	评级分布			投资银行关系		
	买入	持有	卖出	买入	持有	卖出
全球	50%	34%	16%	65%	59%	43%

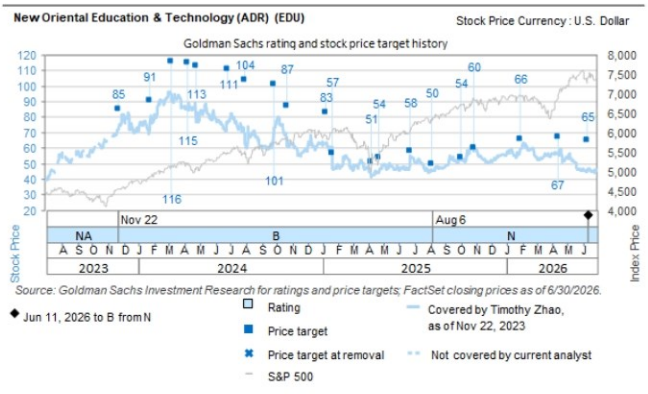
截至2026年7月1日，高盛全球投资研究部对3,104种股票评定了投资评级。高盛给予股票在各种地区投资名单中的买入和卖出评级；未给予这些评级的股票被视为中性评级，根据FINRA的披露要求，这些评级分别对应买入，持有及卖出。详情见以下“公司评级，研究范围和相关定义”部分。投资银行关系表反映了高盛在过去12个月已提供投资银行服务的公司在各评级类别中所占的比例。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

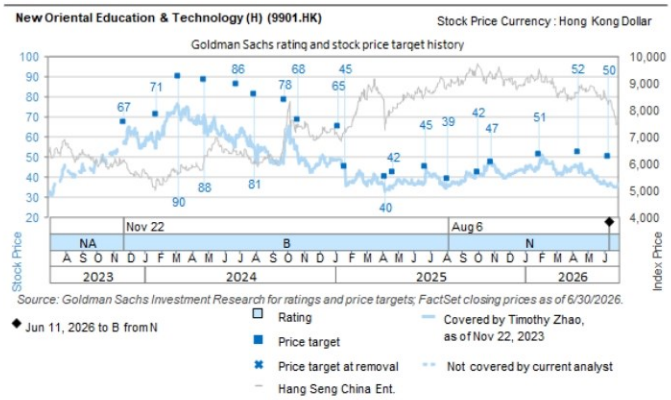
目标价格和评级历史图



The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may or may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.



The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may or may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.



The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may or may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.

目标价格历史列表

New Oriental Education & Technology (ADR) (EDU)

Date of report	Target price ($)	Closing price ($)
23-Sep-26	71.00	56.08
29-Jul-26	70.00	58.58
11-Jun-26	65.00	45.20
13-Apr-26	67.00	56.71
28-Jan-26	66.00	58.95
28-Oct-25	60.00	58.56
02-Oct-25	54.00	53.47
06-Aug-25	50.00	46.20
24-Jun-25	58.00	55.50
23-Apr-25	54.00	44.09
08-Apr-25	51.00	41.22
21-Jan-25	57.00	46.71
08-Jan-25	83.00	63.77
23-Oct-24	87.00	61.48
26-Sep-24	101.00	71.02
31-Jul-24	104.00	62.82
27-Jun-24	111.00	76.42
24-Apr-24	113.00	77.08
08-Apr-24	115.00	85.40
06-Mar-24	116.00	95.13
25-Jan-24	91.00	81.05
22-Nov-23	85.00	71.85

New Oriental Education & Technology (H) (9901.HK)

Date of report	Target price (HK$)	Closing price (HK$)
29-Jul-26	55.00	39.92
11-Jun-26	50.00	35.48
13-Apr-26	52.00	44.30
28-Jan-26	51.00	44.70
28-Oct-25	47.00	46.78
02-Oct-25	42.00	42.54
06-Aug-25	39.00	36.08
24-Jun-25	45.00	40.70
23-Apr-25	42.00	35.45
08-Apr-25	40.00	33.60
21-Jan-25	45.00	46.70
08-Jan-25	65.00	48.80
23-Oct-24	68.00	50.05
26-Sep-24	78.00	52.75
31-Jul-24	81.00	54.75
27-Jun-24	86.00	59.55
24-Apr-24	88.00	70.90
06-Mar-24	90.00	75.65
25-Jan-24	71.00	62.50
22-Nov-23	67.00	56.70

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

TAL Education Group (TAL)

Date of report	Target price ($)	Closing price ($)
23-Sep-26	16.10	11.98
30-Jul-26	15.90	12.34
29-Jun-26	14.70	9.48
23-Apr-26	15.20	10.91
29-Jan-26	16.90	12.70
30-Oct-25	15.10	12.91
02-Oct-25	13.90	11.26
06-Aug-25	13.20	11.18
24-Jun-25	14.00	11.01
24-Apr-25	13.90	8.93
08-Apr-25	14.90	9.78
08-Jan-25	15.00	9.53
24-Oct-24	15.50	10.50
01-Aug-24	15.40	9.08
27-Jun-24	16.60	10.65
25-Apr-24	17.00	13.35
08-Apr-24	15.80	11.07
06-Mar-24	16.00	12.00
25-Jan-24	14.20	11.94
22-Nov-23	11.70	9.85

法定披露

美国法定披露

任何本报告中研究企业所需的特定公司法定披露见上文：包括即将进行交易的承销商或副承销商，1%或其他股权，特定服务的补偿，客户关系种类，之前担任承销商或副承销商的公开发行，担任董事，担任注册做市商。高盛担任或可能担任本报告中所涉及发行方的债券（或相关衍生品）的交易对手。

以下为额外要求的披露：股权及重大利益冲突: 高盛的政策为禁止其分析师、分析师属下专业人员及其家庭成员持有分析师负责研究的任何公司的证券。分析师薪酬: 分析师薪酬部分取决于高盛的盈利，其中包括投资银行的收入。 分析师担任高级职员或董事: 高盛的政策通常禁止其分析师、分析师属下人员及其家庭成员担任分析师负责研究的任何公司的高级职员、董事或顾问。 非美国分析师: 非美国分析师可能与高盛无关联，因此可以不受FINRA 2241条FINRA 2242条对于与所研究公司的交流、公开露面及交易分析师所研究证券的限制。

美国以外司法管辖区规定的额外披露

以下为除了根据美国法律法规规定作出的上述信息披露之外其他司法管辖区法律所要求的披露。 澳大利亚: Goldman Sachs Australia Pty Ltd及其相关机构不是澳大利亚经授权的存款机构（1959年《银行法》所定义），因此不在澳大利亚境内提供银行服务，也不经营银行业务。本研究报告或本报告的其他形式内容只可分发予根据澳大利亚公司法定义的”批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。在撰写研究报告期间，Goldman Sachs Australia全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行公司或其他实体组织的现场调研或会议。在某些情况下，如果视具体情形Goldman Sachs Australia认为恰当或合理，此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。如本报告内容包含任何金融产品建议，则该建议仅为一般建议，且高盛提出该建议时并未考虑客户的目标、财务状况或需求。客户在就此类建议采取行动之前，应结合其自身目标、财务状况和需求来考虑该建议的适当性。 高盛澳大利亚和新西兰的利益披露，以及高盛澳大利亚卖方研究独立性制度声明请参见 https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html。 巴西: 与CVM Resolution n. 20相关的信息披露请参阅 https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html。根据CVM Resolution n. 20第20条，在适用的情况下，对本研究报告内容负主要责任的巴西注册分析师为本报告开头部分标明的第一作者，除非报告末另有说明。 加拿大: 这些信息仅供您参考，在任何情况下都不应被理解为Goldman Sachs & Co. LLC对加拿大证券购买者进行有关任何加拿大证券交易的广告、要约或征求行为。Goldman Sachs & Co. LLC 未在适用的加拿大证券法规下注册为任何加拿大司法管辖区内的交易商，通常不被允许交易加拿大证券，并且可能被禁止在加拿大某些司法管辖区内销售某些证券和产品。若您想在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品，请联系 Goldman Sachs Canada Inc. (高盛集团的关联机构) 或其他已注册的加拿大交易商。 香港: 可从高盛（亚洲）有限责任公司获取有关本报告中所研究公司的证券的额外资料。 印度: 可从高盛（印度）证券私人有限公司 （分析师 – 印度证券交易委员会(SEBI) 编号 INH000001493，地址10th Floor, Ascent-Worli, Sudam Kalu Ahire Marg, Worli, Mumbai-400 025, India, 公司编号 U74140MH2006FTC160634, 电话 +91 22 6616 9000, 传真 +91 22 6616 9001） 获取有关本报告中研究对象或所提及公司的额外资料。高盛可能持有本报告中研究对象或所提及公司的证券（1956年印度《证券合同(管理)法》条款2(h)之定义）的1%或更高比例。 在SEBI注册并获得NISM认证并非对该中间机构表现的担保，亦不能对投资者回报做出保障。高盛（印度）证券私人有限公司合规负责人和投资者支持部门联系方式、年度合规审计报告副本以及其他相关信息和披露请点击此链接 https://www.goldmansachs.com/worldwide/india/research-analyst。 日本: 见下文。 韩国: 除非高盛另行同意，本报告无论以何种方式取得，仅供《金融服务与资本市场法》定义的“专业投资者”使用。可从高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司获取有关本报告所研究公司的额外资料。 新西兰: Goldman Sachs New Zealand Limited及其关联机构并非1989年新西兰储备银行法定义的“注册银行”或“存款机构”。本研究报告以及本报告的其他形式内容只可分发给2008年财务顾问法案定义的 “批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。 高盛澳大利亚和新西兰的利益披露请参见 https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html。 俄罗斯: 在俄罗斯联邦分发的研究报告并非俄罗斯法律所定义的广告，而是不以产品推广为主要目的的信息和分析，也不属于俄罗斯法律所界定的评估行为。 研究报告不构成俄罗斯法律法规定义的个性化投资建议，并非针对某个具体客户，在报告准备阶段也未分析客户的财务状况、投资特征或风险特征。高盛不对某个客户或任何其他人基于本报告可能做出的任何投资决策承担责任。 新加坡: 高盛（新加坡）私人公司（公司编号：198602165W） （受新加坡金融管理局监管）为本研究报告承担法律责任，若有由本研究报告所引发或与本研究报告相关的任何事宜，请联系高盛（新加坡）私人公司。 台湾: 本信息仅供参考，未经允许不得翻印。投资者应当谨慎考虑他们自身的投资风险，投资结果由投资者自行负责。 英国: 在英国根据金融市场行为监管局的定义可被分类为私人客户的人士参阅本报告的同时应当参阅高盛以往对本报告研究企业的研究报告，并应当参考高盛国际已经发给这些客户的风险警告资料。该风险警告资料复本，以及本报告中采用部分金融辞汇的解释可向高盛国际索取。

欧盟和英国: 与欧盟委员会实施条例 (EU) (2016/958)（欧盟议会和欧盟理事会条例(EU) No 596/2014的补充条款,规定了有关投资建议或其他投资策略的推荐或建议之信息的客观陈述,以及对特定利益或利益冲突进行披露的技术安排应达到的监管技术标准；英国脱离欧盟和欧洲经济区之后该实施条例被纳入英国国内法律法规）第6(2)条相关的披露信息可在https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html上获取，该网址介绍在处理和投资研究有关的利益冲突时应参照的欧洲政策。

日本: 高盛证券株式会社是在关东财务局注册（注册号：No. 69）的金融工具交易商，同时也是日本证券业协会日本金融期货业协会、第二类金融工具公司协会、日本投资信托协会以及日本投资顾问协会的成员。股票买卖需要缴纳与客户事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

会或日本证券金融公司所要求的适用的信息披露，请参见与公司有关的法定披露部分。

公司评级、研究范围和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究范围的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、处于初期阶段的生物科技公司、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区管理着地区强力买入名单，该名单选自各地区投资名单上评级为买入的股票，以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入名单，由各地区的投资评估委员会或其他指定委员会进行管理，并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究范围：每个研究范围的所有股票名单可登陆https://www.gs.com/research/hedge.html通过主要分析师、股票和研究范围进行查询。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时，或由于高盛参加一项交易而存在法律、监管或政策的限制时，并在某些其他情况下，投资评级、目标价格和盈利预测（如相关）根据高盛的政策被移除。处于初期阶段的生物科技公司：在该公司尚未拥有已通过II期临床试验的药品、治疗方案或医疗设备，或者尚未获得经销II期临床试验完成后药品、治疗方案或医疗设备的执照的情况下，根据高盛政策，不给予投资评级和目标价格。暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和目标价格。此前对这种股票作出的投资评级和目标价格(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。 暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。 没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。

全球产品；分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和公司的研究，以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。本研究报告在澳大利亚由Goldman Sachs Australia Pty Ltd（ABN 21 006 797 897）分发；在巴西由Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.分发；Public Communication Channel Goldman Sachs Brazil：0800 727 5764和/或 contatogoldmanbrasil@gs.com。工作日（假期除外）上午9点至下午6点。Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@gs.com. Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h；在加拿大由Goldman Sachs & Co. LLC 分发；在香港由高盛（亚洲）有限责任公司分发；在印度由高盛（印度）证券私人有限公司分发；在日本由高盛证券株式会社分发；在韩国由高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司分发；在新西兰由Goldman Sachs New Zealand Limited 分发；在俄罗斯由高盛OOO 分发；在新加坡由高盛（新加坡）私人公司（公司号：198602165W）分发；在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国分发。

高盛国际（由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管）已批准本研究报告在英国分发。

欧洲经济区: Goldman Sachs Bank Europe SE是一家在德国注册成立的信贷机构，在单一监管机制下接受欧洲央行的直接审慎监督，在其他方面接受德国联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)和德国联邦银行的监督，由该机构向欧洲经济区内分发研究报告。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。美国证券经纪交易商高盛是SIPC(https://www.sipc.org)的成员。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

我公司及其关联机构、高级职员、董事和雇员，除法规及高盛的制度所禁止的情况外，将不时地对本研究报告所涉及的任何证券、衍生工具、或其他金融工具（包括本研究报告提及公司所发行的任何金融工具）持有多头或空头头寸、担任交易对手、担任做市商或流动性提供方、以及进行买卖。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高盛的正式观点。

在此提到的任何第三方，包括销售人员、交易员和其它专业人士或其家庭成员，可能持有本报告提及的且与本报告分析师所表达的观点不一致的产品头寸。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高盛销售代表取得或通过https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp和https://www.goldmansachs.com/disclosures/cftc_fcm_disclosures取得当前期权和期货的披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高盛的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高盛全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高盛提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。如需了解可向您提供的有关一个或多个证券、市场或资产类别的研究报告、模型或其它数据（包括相关服务），请联络您的高盛销售代表或登陆https://research.gs.com。

披露信息可以查阅https://www.gs.com/research/hedge.html或向研究合规部索取，地址是200 West Street，New York，NY 10282。

高盛版权所有 © 2026年

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

对于通过这些服务获取的信息，您仅可出于自行使用的目的进行保存、展示、分析、修改、重新排版和打印。未经高盛明确书面同意，您不得将这些信息转售或进行逆向处理从而用于计算或开发任何用于披露和/或营销的指数、或生成任何其他衍生产品或商业产品、数据或其他产品或服务。未经高盛明确书面同意，您不得以任何形式将这些信息的整体或部分向任何第三方发布、传输或复制。上述限制性要求的适用范围包括但不限于：使用、提取、下载或获取这些信息的整体或部分从而用于对机器学习或人工智能系统的训练或微调、或将这些信息的整体或部分提供或复制给任何此类系统作为提示词或输入信息。