

教育	收盘价 美元 11.94	目标价 美元 15.50个	潜在涨幅 +29.8%
----	-----------------	------------------	----------------

2024年1月26日

好未来教育 (TAL US)

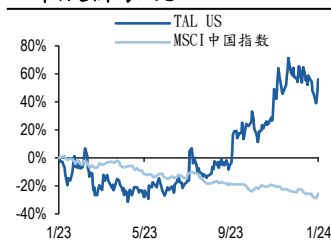
2024 财年 3 季度收入超预期，素质教育需求强劲

- 2024 财年 3 季度业绩：**收入 3.7 亿美元，美元/人民币口径同比增 61%/64%，超过我们/彭博一致预期 7%/13%，受益于线下素质教育培训需求强劲以及硬件销售旺季。毛利率 54%，同比降 3 个百分点，主要因内容解决方案收入占比提升，学习服务毛利率相对稳定。调整后净亏损 200 万美元，好于我们预期的 900 万美元，对应调整后净亏损率 1%，较去年同期 10%大幅收窄。
- 业绩亮点：**1) **学习服务：**素质教育收入同比增约 50%，占总收入约 40%，主要受益于培优线下高双位数增长，线下教学点扩张速度快于我们预期，增至 250+ 个，网校维持小幅增长趋势。高中收入同比增约 9%，占收入比 15%。2) **内容解决方案：**收入同比增 100%+，主要受学习机销售拉动，3 季度确收口径销量达 15 万台，对比 1/2 季度销量分别为 5-10 万台/10-15 万台。新款学习机 xPad2 Pro/Pro Max 12 月发售，售价分别为 6599 元/8599 元，较旧款实现屏幕、AI 功能等多方面升级。
- 展望：**我们预计 2024 财年 4 季度收入同比增 45%，其中，培优线下收入在强劲的素质教育培训需求下，增速高于此前预期达到 51%（上调 18%），内容解决方案收入增速虽较上季度旺季或有所放缓，但仍维持同比三位数增速预期。由于收入结构变化（学习机销售收入占比提升），预计 4 季度毛利率同比下降 2 个百分点至 51%。学习机新品上线带来的研发及营销投入加大，预计调整后运营亏损率环比扩大 2 个百分点至 5%。
- 估值：**上调 2024/2025 财年收入预测 2%/2%，利润率优化幅度仍有不确定性，但仍预期利润率持续优化趋势不变。我们认为，用户对 AI 软件付费订阅心智不成熟，搭载 AI 功能的学习机硬件对于 AI+教育应用的实际落地有重要作用，短期利润牺牲或为长期教育科技发展奠定基础。按各业务成熟周期差异，给予好未来线下教育 20 倍市盈率，网校 15 倍市盈率，以及学习机 0.7 倍市销率，目标价从 14.4 美元上调至 15.5 美元，维持**买入**。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	13.10
52周低位 (美元)	5.25
市值 (百万美元)	5,531.24
日均成交量 (百万)	16.53
年初至今变化 (%)	(10.53)
200天平均价 (美元)	9.13

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务资料一览

年结 2月 28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万美元)	4,391	1,020	1,452	1,823	2,126
同比增长 (%)		-77	42	26	17
净利润 (百万美元)	-961	-27	25	79	155
每股盈利 (美元)	-1.5	0.0	0.0	0.1	0.3
同比增长 (%)				213	97
前EPS预测值 (美元)	-1.5	0.0	0.0	0.1	0.2
调整幅度 (%)				-4	4
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	97.3	49.3
每股账面净值 (美元)	18.6	18.1	3.3	3.7	4.4
市账率 (倍)	0.6	0.6	3.4	3.0	2.6

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2024 财年 3 季度业绩概览

(百万美元)	3QFY23	2QFY24	3QFY24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际预测	差异 (%)	点评
总收入	233	412	374	-9	61	348	7	人民币口径同比+64%
<i>彭博一致预期</i>			<u>330</u>					
收入分布								
教学服务及其他	186	309	243	-21	30	221	10	
素养课程	93	165	149	-9	53	122	23	培优小班加速增长，网校微增
高中	49	82	56	-32	9	48	16	收入占比 15%
SaaS 解决方案	28	33	24	-28	-14	29	-18	
海外及其他	16	29	13	-53	45	22	-39	
教学内容解决方案	47	103	131	27	181	126	3	收入占比 35%
图书	47	54	57	5	23	53	8	
硬件	-	49	74	51		74	0	同比增 100%+
成本	(103)	(169)	(173)	2	68	(157)	10	硬件成本加大
毛利润	130	243	200	-17	54	191	5	
毛利率 (%)	56	59	54			55		
Non-GAAP 毛利润	133	245	203	-17	52	193	5	
Non-GAAP 毛利率 (%)	57	59	54			55		内容解决方案收入占比提升
运营费用	(163)	(213)	(233)	9	42	(225)	4	
销售费用	(70)	(97)	(122)	26	73	(103)	19	新业务及双十一增加投入
管理费用	(93)	(116)	(111)	-5	19	(122)	-9	技术中台及 AI 投入增加
占收比 (%)	-70	-52	-62			-65		
销售费用	-30	-24	-33			-29		
管理费用	-40	-28	-30			-35		
运营利润	(33)	32	(32)	-201	-2	(34)	-4	
运营利润率 (%)	-14	8	-9			-10		
Non-GAAP 运营利润	(5)	53	(10)	-119	124	(16)	-36	
Non-GAAP 运营利润率 (%)	-2	13	-3			-5		
税前利润	(49)	28	(9)	-131	-82	(24)	-63	
税费	(3)	10	(15)	-253	458	(4)	334	
有效税率 (%)	6	37	1,457			15		
少数股东权益	0	0	0	87	243	0	87	
净利润	(52)	38	(24)	-163	-54	(27)	-12	
Non-GAAP 净利润	(23)	59	(2)	-103	-92	(9)	-79	
Non-GAAP 净利润率 (%)	-10	14	-1			-3		
<i>彭博一致预期</i>			<u>(0.1)</u>					
Non-GAAP EPADS	(0.04)	0.09	(0.00)	-103	-91	(0.01)	-78	

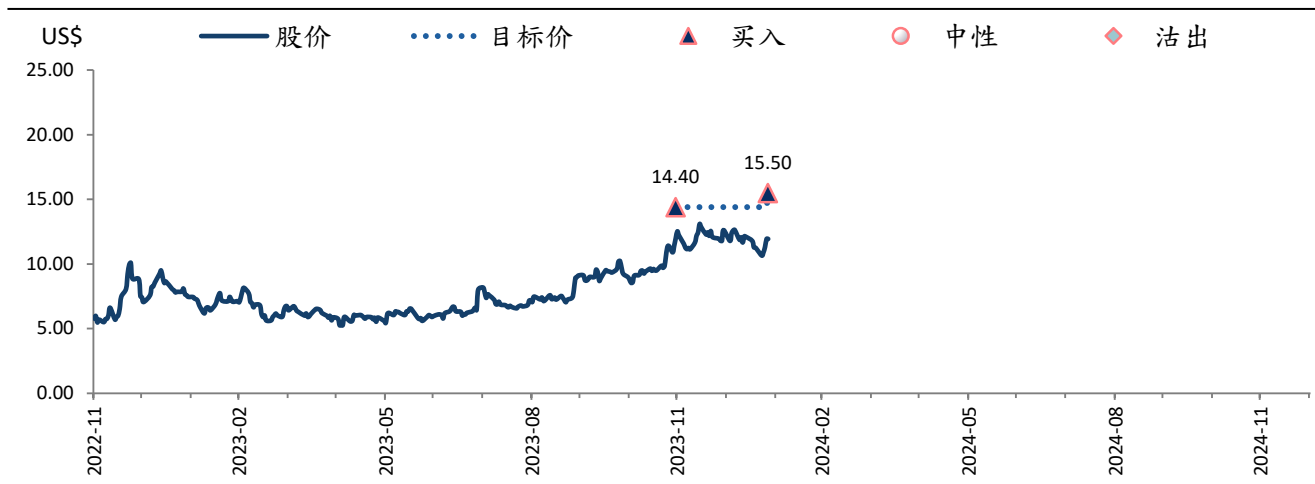
资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 损益表预测

(百万美元) 年结5月31日	4QFY23	3QFY24	4QFY24E 新预测	4QFY24E 原预测	差异(%)	环比(%)	同比(%)	1QFY25	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
总收入	269	374	391	391	0	5	45	388	1,020	1,452	1,823	2,126
<i>彭博一致预期</i>			<u>361</u>					<u>360</u>		<u>1,387</u>	<u>1,735</u>	<u>2,059</u>
收入分布												
教学服务及其他	223	243	297	276	8	22	33	270	843	1,052	1,270	1,474
素养课程	118	149	179	152	18	20	51	173	423	612	780	927
高中	65	56	73	73	0	31	14	60	257	267	306	337
SaaS 解决方案	27	24	24	28	-16	0	-12	19	118	100	87	88
海外及其他	13	13	20	22	-8	52	52	17	45	74	97	122
教学内容解决方案	46	131	95	115	-18	-28	107	118	177	400	554	652
图书	46	57	49	51	-3	-14	8	47	177	203	228	251
硬件	-	74	45	64	-29	-38		71	-	197	325	401
成本	(128)	(173)	(192)	(183)	5	11	50	(186)	(436)	(674)	(809)	(945)
毛利	141	200	199	207	-4	0	41	202	583	778	1,015	1,182
毛利率(%)	53	54	51	53				52	57	54	56	56
Non-GAAP 毛利	144	203	202	209	-4	0	40	204	595	788	1,027	1,196
Non-GAAP 毛利率(%)	54	54	52	54				53	58	54	56	56
运营费用	(187)	(233)	(240)	(256)	-6	3	29	(261)	(697)	(889)	(1,120)	(1,236)
销售费用	(75)	(122)	(120)	(115)	4	-2	61	(122)	(283)	(436)	(510)	(589)
管理费用	(112)	(111)	(120)	(141)	-15	9	7	(139)	(414)	(452)	(610)	(647)
占收比(%)	-69	-62	-61	-66				-67	-68	-61	-61	-58
销售费用	-28	-33	-31	-29				-31	-28	-30	-28	-28
管理费用	-42	-30	-31	-36				-36	-41	-31	-33	-30
运营利润	(44)	(32)	(41)	(49)	-17	26	-8	(59)	(91)	(99)	(105)	(54)
运营利润率(%)	-17	-9	-10	-12				-15	-9	-7	-6	-3
Non-GAAP 运营利润	(18)	(10)	(18)	(29)	-39	73	-3	(36)	18	(7)	2	71
Non-GAAP 运营利润率(%)	-7	-3	-5	-7				-9	2	-1	0	3
税前利润	(26)	(9)	(31)	(39)	-21	252	17	(39)	(112)	(53)	(25)	26
税费	(10)	(15)	(5)	(6)	-21	-70	-56	(6)	(20)	(13)	(4)	4
有效税率(%)	45	1457	15	15				15	18	29	15	15
少数股东权益	(3)	0	0	0	87	0	-104	0	(4)	1	1	1
净利润	(39)	(24)	(35)	(45)	-21	47	-11	(45)	(136)	(66)	(29)	30
Non-GAAP 净利润	(13)	(2)	(12)	(25)	-51	521	-8	(22)	(27)	25	79	155
Non-GAAP 净利润率(%)	-5	-1	-3	-6				-6	-3	2	4	7
<i>彭博一致预期</i>			<u>(0.1)</u>					<u>(0.2)</u>		<u>34</u>	<u>134</u>	<u>222</u>
Non-GAAP EPADS	(0.02)	(0.00)	(0.02)	(0.04)	-48	521	-2	(0.04)	(0.04)	0.04	0.13	0.26

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3: 好未来教育 (TAL US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	108.61	140.00	28.9%	2024 年 01 月 25 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	9.64	13.00	34.9%	2024 年 01 月 24 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	44.60	75.00	68.2%	2024 年 01 月 23 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.58	5.60	56.4%	2024 年 01 月 19 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	8.91	9.00	1.0%	2023 年 11 月 15 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	92.50	99.00	7.0%	2023 年 09 月 26 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	5.92	8.30	40.2%	2023 年 12 月 11 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	31.59	39.00	23.5%	2023 年 12 月 01 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.30	36.00	31.9%	2023 年 08 月 11 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	144.43	180.00	24.6%	2024 年 01 月 12 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	73.85	108.00	46.2%	2024 年 01 月 11 日	电商
JD US	京东	中性	23.93	30.00	25.4%	2023 年 11 月 16 日	电商
9901 HK	新东方教育科技	买入	62.50	75.00	20.0%	2024 年 01 月 25 日	教育
GOTU US	高途	买入	3.60	3.80	5.6%	2024 年 01 月 23 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.94	15.50	29.8%	2024 年 1 月 29 日	教育
DAO US	有道	买入	3.44	6.30	83.1%	2023 年 11 月 29 日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	290.80	388.00	33.4%	2024 年 01 月 19 日	游戏
NTES US	网易	买入	103.50	135.00	30.4%	2023 年 11 月 17 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.46	19.92	73.8%	2023 年 03 月 28 日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	20.75	31.00	49.4%	2023 年 08 月 23 日	游戏
3690 HK	美团	买入	69.40	173.00	149.3%	2023 年 11 月 29 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	27.70	43.00	55.2%	2023 年 11 月 09 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	7.76	11.60	49.5%	2024 年 01 月 10 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.08	11.70	28.9%	2023 年 08 月 11 日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.08	2.00	-3.8%	2024 年 01 月 09 日	物流
9923 HK	移卡	买入	13.64	21.00	54.0%	2023 年 08 月 25 日	商户服务
9878 HK	汇通达网络	买入	29.15	38.00	30.4%	2023 年 04 月 12 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	290.20	365.00	25.8%	2023 年 09 月 06 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	16.64	22.00	32.2%	2023 年 05 月 25 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 1 月 25 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	4,391	1,020	1,452	1,823	2,126
主营业务成本	(2,203)	(436)	(674)	(809)	(945)
毛利	2,188	583	778	1,015	1,182
销售及管理费用	(1,118)	(283)	(436)	(510)	(589)
研发费用	(1,200)	(414)	(452)	(610)	(647)
其他经营净收入/费用	(484)	23	12	0	0
经营利润	(615)	(91)	(99)	(105)	(54)
Non-GAAP标准下的经营利润	(440)	18	(7)	2	71
财务成本净额	95	62	84	80	80
其他非经营净收入/费用	(248)	(92)	(38)	0	0
税前利润	(767)	(122)	(53)	(25)	26
税费	(397)	(20)	(13)	(4)	4
非控股权益	28	(4)	1	1	1
净利润	(1,136)	(145)	(66)	(29)	30
作每股收益计算的净利润	(1,136)	(145)	(66)	(29)	30
Non-GAAP标准的净利润	(961)	(27)	25	79	155

资产负债表 (百万元美元)					
截至2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	(440)	(823)	(990)	(1,147)	(1,205)
有价证券	1,071	1,150	1,207	1,267	1,331
存货	22	39	55	58	74
其他流动资产	2,977	3,103	176	220	250
总流动资产	3,629	3,468	448	398	450
投资物业	414	453	476	500	525
物业、厂房及设备	281	289	397	529	658
无形资产	219	194	194	194	194
合资企业/联营公司投资	89	93	79	79	79
其他长期资产	449	226	94	94	94
总长期资产	1,453	1,256	1,241	1,396	1,551
总资产	5,083	4,724	1,689	1,794	2,001
应付账款	715	549	620	665	735
其他短期负债	188	235	235	235	235
总流动负债	903	784	855	900	970
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	176	116	116	116	116
其他长期负债	2	4	4	4	4
总长期负债	178	120	120	120	120
总负债	1,080	903	975	1,019	1,090
股本	4,358	4,401	1,330	1,421	1,528
储备及其他资本项目	(328)	(556)	(592)	(622)	(592)
股东权益	4,030	3,845	738	800	936
非控股权益	(28)	(24)	(24)	(25)	(25)
总权益	4,002	3,821	714	775	911

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(767)	(112)	(53)	(25)	26
折旧及摊销	190	41	35	48	65
营运资本变动	(1,300)	(69)	11	(3)	24
税费	397	20	13	4	(4)
其他经营活动现金流	553	131	64	100	133
经营活动现金流	(927)	11	71	124	244
资本开支	(246)	(110)	(157)	(197)	(213)
投资活动	1,585	(212)	(80)	(84)	(88)
其他投资活动现金流	30	21	0	0	0
投资活动现金流	1,369	(302)	(237)	(281)	(301)
负债净变动	(270)	0	0	0	0
权益净变动	0	2,682	0	0	0
其他融资活动现金流	(2,497)	(2,748)	0	0	0
融资活动现金流	(2,767)	(66)	0	0	0
汇率收益/损失	1	(26)	0	0	0
年初现金	1,885	(440)	(823)	(990)	(1,147)
年末现金	(440)	(823)	(990)	(1,147)	(1,205)

财务比率					
年结2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(美元)					
核心每股收益	(5.289)	(0.683)	(0.329)	(0.144)	0.150
全面摊薄每股收益	(5.289)	(0.683)	(0.329)	(0.144)	0.150
Non-GAAP标准下的每股收益	(4.475)	(0.127)	0.125	0.393	0.776
每股账面值	18.635	18.065	3.665	3.991	4.673
利润率分析(%)					
毛利率	49.8	57.2	53.6	55.6	55.6
EBITDA利润率	(9.7)	(4.9)	(4.4)	(3.1)	0.5
EBIT利润率	(14.0)	(8.9)	(6.8)	(5.8)	(2.6)
净利率	(25.9)	(14.2)	(4.6)	(1.6)	1.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	49.8	57.2	53.6	55.6	55.6
EBITDA利润率	(5.7)	5.7	1.9	2.8	6.4
经营利润率	(10.0)	1.7	(0.5)	0.1	3.3
净利率	(21.9)	(2.7)	1.7	4.3	7.3
盈利能力(%)					
ROA	(11.2)	(0.6)	0.8	4.5	8.2
ROE	(20.9)	(0.7)	1.1	10.6	18.4
ROIC	(9.4)	(2.4)	(5.3)	(2.8)	2.4
其他					
流动比率	4.0	4.4	0.5	0.4	0.5

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年1月26日
好未来教育 (TAL US)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司及长久股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。