

教育	收盘价 美元 9.08	目标价 美元 13.80↓	潜在涨幅 +52.0%	2024年8月2日
----	----------------	------------------	----------------	-----------

## 好未来教育 (TAL US)

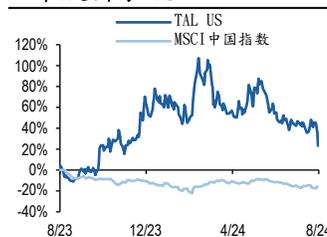
### 2025 财年 1 季度业绩好于预期，下季度加大投入将拖累利润率

- 2025 财年 1 季度业绩超预期：**收入 4.1 亿美元，同比增 50%，高于我们/彭博一致预期增速 42%/44%，受益于强劲的素质教育培训需求及学习机销售。调整后运营利润 88 万美元，对比我们/彭博一致预期亏损 2,700 万/2,800 万美元。调整后运营利润率 0.2%，同比优化 12 个点，主要受益于调整后销售/管理费用率收窄 4.3/8.7 个百分点。
- 业绩亮点：**1) **学习服务：**素质教育收入同比增 50%+，占总收入超 45%，主要受益于培优线下高双位数增长，线下教学点超过 400，对比 2024 财年 4 季度末 300-350，扩张速度快于我们此前预期；网校收入维持双位数同比增长。高中收入维持双位数增长，收入占比约 15%。2) **内容解决方案：**学习机销售收入占比持续提升，且保持高增速，1 季度销量近 10 万台，其中单价较高的 xPad2 占比一半以上。5 月推出单价 4000 元左右的新品 xPad 经典版 2024，预计未来 1-2 个季度销量占比将有所提升。
- 2025 财年 2 季度展望：**2 季度（暑期）旺季，将受益于 1 季度新开教学点对收入的增长拉动，我们预计收入同比增 45%至 6 亿美元，其中培优素养增 90%+/网校+13%/高中+20%，内容解决方案+65%。公司将在 2 季度加大投入，预计调整后运营利润率或同比下降至微利，约 2%，主要体现在运营费用占收比的同比提升。
- 估值：**考虑到新增教学点高于我们此前预期，按目前扩张速度，2025 财年全年培优素养教学点扩张 30%以上概率较大，对应全年培优素养业务收入预计增长 60-70%，好于此前预期。5 月公司发布新款学习机，学习机产品的持续迭代也将进一步拉动学而思学习机品牌及口碑，带动公司收入增长。我们目前仍维持 2025 财年收入增速预期，但受到公司投入计划影响，运营利润率或仍有不确定性。按教育业务 2025 财年 25 倍市盈率，学习机业务 2 倍市销率，下调目标价至 13.8 美元（原 15.50 美元），对应公司整体 28 倍 2025 财年市盈率，及 40%的收入增速，维持买入评级。

#### 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)	15.24
52周低位 (美元)	6.56
市值 (百万美元)	4,147.47
日均成交量 (百万)	14.72
年初至今变化 (%)	(28.11)
200天平均价 (美元)	11.82

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

#### 财务数据一览

年结2月28日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	1,020	1,490	2,070	2,412	2,806
同比增长 (%)	-76.8	46.2	38.9	16.6	16.3
净利润 (百万美元)	(27)	85	100	195	328
每股盈利 (美元)	(0.04)	0.14	0.16	0.32	0.53
同比增长 (%)	-97.2	-429.9	16.6	93.7	68.6
前EPS预测值 (美元)			0.23	0.40	0.66
调整幅度 (%)			-29.5	-20.3	-18.9
市盈率 (倍)	NA	64.9	55.7	28.8	17.1
每股账面净值 (美元)	6.02	6.65	6.84	7.13	7.63
市账率 (倍)	1.51	1.36	1.33	1.27	1.19

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

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: 2025 财年 1 季度业绩概览

(百万美元)	1QFY24	4QFY24	1QFY25	环比 (%)	同比 (%)	交银国际预测	差异 (%)	点评
总收入	275	430	414	-4	50	391	6	人民币口径同比+57%
<i>彭博一致预期</i>			396					
<b>收入分布</b>								
教学服务及其他	204	301	311	3	52	264	18	
素养课程	118	185	207	12	75	165	25	培优小班高双位数增长，网校双位数增长
高中	55	82	62	-24	13	63	-1	
SaaS 解决方案	19	14	24	73	26	19	30	
海外及其他	11	20	17	-16	56	17	0	
教学内容解决方案	72	129	104	-20	45	127	-19	
图书	42	50	23	-54	-45	47	-50	
硬件	29	78	80	2	174	80	0	同比增 100%+
成本	(140)	(202)	(200)	-1	43	(190)	5	
毛利润	136	227	214	-6	58	201	7	
毛利率 (%)	49	53	52			51		
Non-GAAP 毛利润	138	230	217	-6	57	203	7	
Non-GAAP 毛利率 (%)	50	54	52			52		
<b>运营费用</b>								
销售费用	(98)	(126)	(122)	-3	25	(126)	-3	
管理费用	(105)	(117)	(110)	-6	5	(121)	-9	
占收比 (%)	-74	-57	-56			-63		
销售费用	-35	-29	-30			-32		
管理费用	-38	-27	-26			-31		
运营利润	(58)	(11)	(17)	57	-70	(46)	-62	
运营利润率 (%)	-21	-3	-4			-12		受益于销售/管理费用率优化
Non-GAAP 运营利润	(32)	9	1	-91	-103	(27)	-103	
Non-GAAP 运营利润率 (%)	-12	2	0			-7		
税前利润	(42)	34	14	-60	-133	(26)	-152	
税费	(4)	(7)	(2)	-65	-35	4	-159	
有效税率 (%)	-8	20	16			15		
少数股东权益	0	0	0	-41	-44	0	-41	
净利润	(45)	28	11	-59	-125	(22)	-152	
Non-GAAP 净利润	(20)	48	30	-38	-252	(3)	-974	
Non-GAAP 净利润率 (%)	-7	11	7			-1		
<i>彭博一致预期</i>			(6)					
Non-GAAP EPADS	(0.03)	0.08	0.05	-38	-256	(0.01)	-973	
<i>彭博一致预期</i>			(0.01)					

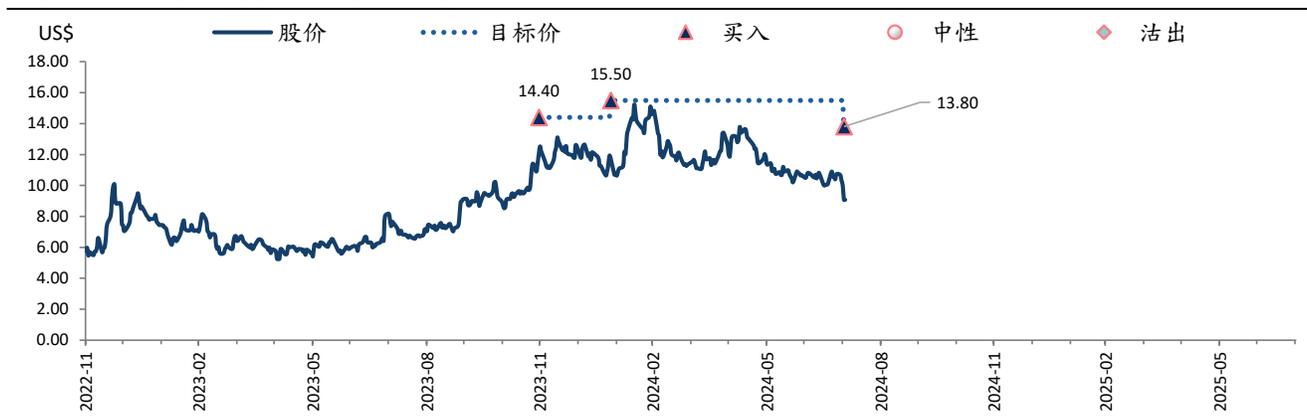
资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 损益表预测

(百万美元) 年结 5月31日	2QFY24	1QFY25	2QFY25E	环比(%)	同比(%)	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
总收入	412	414	598	44	45	1,490	2,070	2,412	2,806
<i>彭博一致预期</i>			<u>572</u>				<u>2,048</u>	<u>2,595</u>	<u>3,826</u>
<b>收入分布</b>									
<b>教学服务及其他</b>	<b>309</b>	<b>311</b>	<b>428</b>	38	38	<b>1,056</b>	<b>1,441</b>	<b>1,722</b>	<b>2,052</b>
素养课程	165	207	258	25	57	617	930	1,137	1,389
高中	82	62	99	59	20	275	316	363	410
SaaS 解决方案	33	24	36	49	10	90	99	101	102
海外及其他	29	17	34	101	20	74	96	122	152
<b>教学内容解决方案</b>	<b>103</b>	<b>104</b>	<b>170</b>	64	65	<b>434</b>	<b>629</b>	<b>691</b>	<b>754</b>
图书	54	23	62	169	15	204	204	227	249
硬件	49	80	107	34	121	230	425	464	504
成本	(169)	(200)	(247)	24	46	(684)	(925)	(1,079)	(1,231)
<b>毛利润</b>	<b>243</b>	<b>214</b>	<b>350</b>	63	44	<b>806</b>	<b>1,145</b>	<b>1,333</b>	<b>1,575</b>
<i>毛利率(%)</i>	59	52	59			54	55	55	56
<b>Non-GAAP 毛利润</b>	<b>245</b>	<b>217</b>	<b>354</b>	63	45	<b>816</b>	<b>1,157</b>	<b>1,347</b>	<b>1,591</b>
<i>Non-GAAP 毛利率(%)</i>	59	52	59			55	56	56	57
<b>运营费用</b>	<b>(213)</b>	<b>(232)</b>	<b>(363)</b>	57	70	<b>(892)</b>	<b>(1,225)</b>	<b>(1,309)</b>	<b>(1,415)</b>
销售费用	(97)	(122)	(168)	37	73	(443)	(584)	(621)	(676)
管理费用	(116)	(110)	(196)	79	68	(449)	(642)	(688)	(739)
占收比(%)	-52	-56	-61			-60	-59	-54	-50
<i>销售费用</i>	-24	-30	-28			-30	-28	-26	-24
<i>管理费用</i>	-28	-26	-33			-30	-31	-29	-26
<b>运营利润</b>	<b>32</b>	<b>(17)</b>	<b>(13)</b>	-23	-142	<b>(69)</b>	<b>(80)</b>	<b>24</b>	<b>160</b>
<i>运营利润率(%)</i>	8	-4	-2			-5	-4	1	6
<b>Non-GAAP 运营利润</b>	<b>53</b>	<b>1</b>	<b>13</b>	1381	-75	<b>20</b>	<b>11</b>	<b>130</b>	<b>284</b>
<i>Non-GAAP 运营利润率(%)</i>	13	0	2			1	1	5	10
<b>税前利润</b>	<b>28</b>	<b>14</b>	<b>7</b>	-51	-76	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>104</b>	<b>240</b>
税费	10	(2)	(1)	-56	-110	(15)	(2)	(16)	(36)
<i>有效税率(%)</i>	-37	16	15			88	16	15	15
少数股东权益	0	0	0	0	56	1	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>38</b>	<b>11</b>	<b>6</b>	-49	-85	<b>(4)</b>	<b>9</b>	<b>89</b>	<b>205</b>
<b>Non-GAAP 净利润</b>	<b>59</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	8	-45	<b>85</b>	<b>100</b>	<b>195</b>	<b>328</b>
<i>Non-GAAP 净利润率(%)</i>	14	7	5			6	5	8	12
<i>彭博一致预期</i>			<u>88</u>				<u>163</u>	<u>274</u>	<u>485</u>
<b>Non-GAAP EPADS</b>	<b>0.09</b>	<b>0.05</b>	<b>0.05</b>	8	-44	<b>0.14</b>	<b>0.16</b>	<b>0.32</b>	<b>0.53</b>

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	86.42	129.00	49.3%	2024年07月17日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	3.21	4.20	30.8%	2024年07月22日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	43.45	55.00	26.6%	2024年07月17日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	15.23	20.00	31.3%	2024年07月15日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	95.00	120.00	26.3%	2024年06月04日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	13.29	17.00	27.9%	2024年05月14日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.63	5.90	-11.0%	2024年05月29日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.04	33.00	-0.1%	2024年05月29日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.65	29.00	13.1%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	127.82	213.00	66.6%	2024年05月23日	电商
JD US	京东	买入	25.24	40.00	58.5%	2024年05月17日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	77.98	111.00	42.3%	2024年04月11日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	10.36	13.40	29.3%	2024年06月26日	电商
9901 HK	新东方教育科技	买入	50.45	80.00	58.6%	2024年08月01日	教育
TAL US	好未来教育	买入	9.08	13.80	52.0%	2024年08月02日	教育
DAO US	有道	买入	3.05	5.00	63.9%	2024年05月24日	教育
GOTU US	高途	买入	4.23	9.10	115.1%	2024年02月28日	教育
NTES US	网易	买入	91.10	117.00	28.4%	2024年05月24日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	22.35	30.00	34.2%	2024年05月22日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	365.60	457.00	25.0%	2024年05月16日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.92	15.00	37.4%	2024年03月28日	游戏
3690 HK	美团	买入	109.20	129.00	18.1%	2024年06月07日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	17.06	26.00	52.4%	2024年03月18日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	9.36	13.50	44.2%	2024年07月12日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.26	1.70	34.9%	2024年07月19日	物流
2618 HK	京东物流	中性	7.94	9.80	23.4%	2024年07月13日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	22.70	30.00	32.2%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.16	14.00	25.4%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	13.10	25.00	90.8%	2024年05月22日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	328.00	509.00	55.2%	2024年05月21日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年8月1日

## 财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结2月28日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	1,020	1,490	2,070	2,412	2,806
主营业务成本	(436)	(684)	(925)	(1,079)	(1,231)
<b>毛利</b>	<b>583</b>	<b>806</b>	<b>1,145</b>	<b>1,333</b>	<b>1,575</b>
销售及管理费用	(283)	(443)	(584)	(621)	(676)
研发费用	(414)	(449)	(642)	(688)	(739)
其他经营净收入/费用	23	16	1	0	0
<b>经营利润</b>	<b>(91)</b>	<b>(69)</b>	<b>(80)</b>	<b>24</b>	<b>160</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	18	20	11	130	284
财务成本净额	62	85	83	80	80
其他非经营净收入/费用	(92)	(4)	8	0	0
<b>税前利润</b>	<b>(122)</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>104</b>	<b>240</b>
税费	(20)	(15)	(2)	(16)	(36)
非控股权益	(4)	1	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>(145)</b>	<b>(4)</b>	<b>9</b>	<b>89</b>	<b>205</b>
作每股收益计算的净利润	(145)	(4)	9	89	205
Non-GAAP标准的净利润	(27)	85	100	195	328

资产负债表 (百万元美元)					
截至2月28日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,310	2,267	2,275	2,293	2,454
有价证券	1,150	1,207	1,267	1,331	1,397
存货	39	56	73	78	94
其他流动资产	(30)	166	236	263	297
<b>总流动资产</b>	<b>3,468</b>	<b>3,696</b>	<b>3,851</b>	<b>3,965</b>	<b>4,242</b>
投资物业	453	476	500	525	551
物业、厂房及设备	289	401	557	728	916
无形资产	194	194	194	194	194
其他长期资产	319	319	319	319	319
<b>总长期资产</b>	<b>1,256</b>	<b>1,390</b>	<b>1,570</b>	<b>1,766</b>	<b>1,981</b>
<b>总资产</b>	<b>4,724</b>	<b>5,086</b>	<b>5,421</b>	<b>5,731</b>	<b>6,223</b>
应付账款	549	698	952	1,090	1,281
其他短期负债	235	235	235	235	235
<b>总流动负债</b>	<b>784</b>	<b>933</b>	<b>1,187</b>	<b>1,325</b>	<b>1,516</b>
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	116	116	116	116	116
其他长期负债	4	4	4	4	4
<b>总长期负债</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>
<b>总负债</b>	<b>903</b>	<b>1,053</b>	<b>1,307</b>	<b>1,445</b>	<b>1,636</b>
股本	4,401	4,587	4,660	4,744	4,841
储备及其他资本项目	(556)	(530)	(521)	(433)	(228)
<b>股东权益</b>	<b>3,845</b>	<b>4,058</b>	<b>4,139</b>	<b>4,311</b>	<b>4,613</b>
非控股权益	(24)	(24)	(25)	(25)	(26)
<b>总权益</b>	<b>3,821</b>	<b>4,033</b>	<b>4,114</b>	<b>4,286</b>	<b>4,588</b>

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(112)	11	11	104	240
折旧及摊销	41	35	49	67	89
营运资本变动	(69)	78	167	106	141
税费	20	15	2	16	36
其他经营活动现金流	131	58	87	75	51
<b>经营活动现金流</b>	<b>11</b>	<b>198</b>	<b>316</b>	<b>368</b>	<b>558</b>
资本开支	(110)	(161)	(224)	(261)	(304)
投资活动	(212)	(80)	(84)	(88)	(93)
其他投资活动现金流	21	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(302)</b>	<b>(241)</b>	<b>(308)</b>	<b>(349)</b>	<b>(396)</b>
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	(66)	0	0	0	0
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(66)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇率收益/损失	(26)	0	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>2,694</b>	<b>2,310</b>	<b>2,267</b>	<b>2,275</b>	<b>2,293</b>
<b>年末现金</b>	<b>2,310</b>	<b>2,267</b>	<b>2,275</b>	<b>2,293</b>	<b>2,454</b>

财务比率					
年结2月28日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(美元)</b>					
核心每股收益	(0.228)	(0.006)	0.016	0.146	0.339
全面摊薄每股收益	(0.228)	(0.006)	0.015	0.144	0.332
Non-GAAP标准下的每股收益	(0.042)	0.140	0.163	0.316	0.532
每股账面值	6.022	6.653	6.844	7.129	7.629
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	57.2	54.1	55.3	55.3	56.1
EBITDA利润率	(4.9)	(2.3)	(1.5)	3.8	8.9
EBIT利润率	(8.9)	(4.6)	(3.9)	1.0	5.7
净利率	(14.2)	(0.2)	0.5	3.7	7.3
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
EBITDA利润率	5.7	3.7	2.9	8.2	13.3
经营利润率	1.7	1.3	0.5	5.4	10.1
净利率	(2.7)	5.7	4.9	8.1	11.7
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	(0.6)	1.7	1.9	3.5	5.5
ROE	(0.7)	2.2	2.5	4.6	7.4
ROIC	(3.5)	0.0	0.2	2.1	4.5
<b>其他</b>					
流动比率	4.4	4.0	3.2	3.0	2.8

## 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8月2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，一位分析师持有英伟达之股份。

**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、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、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、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、山西省安泰集团股份有限公司、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公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股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。**