

教育	收盘价 港元 50.05	目标价 港元 80.00	潜在涨幅 +59.8%
----	-----------------	-----------------	----------------

2024年10月24日

新东方教育科技 (9901 HK)

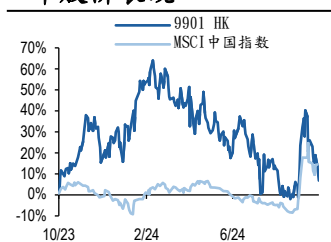
核心教育业务仍表现稳健，估值有修复空间

- 2025 财年 1 季度业绩：**收入 14.4 亿美元，对比我们预期的 14.6 亿美元，与彭博市场预期基本一致，同比增 30.5%。不包含东方甄选，收入增 33.5%，与我们预期基本一致，主要受教育新业务增长拉动。调整后运营利润 3 亿美元，同比增 23%，对应调整后运营利润率 21%，不包含东方甄选运营利润率为 24%，同比优化 2.2 个百分点，主要受益于教育业务旺季及去年教学点扩张带来规模效应。调整后归母净利润 2.6 美元，与我们/彭博市场预期基本一致，对应调整后净利率 18%，同比上升 1 个百分点。
- 核心教育业务概览：**1) 传统业务：留学备考/出国咨询/成人及大学生/高中收入同比增 18.8%/20.7%/30.4%/~21%，贡献收入约 50%。因受 1 对 1 业务影响，出国备考和高中收入较我们预期小幅降速，大学生业务增长加速。2) 新业务：收入同比增 50%，收入贡献约 24%，较去年同期提升 3 个百分点，非学科培训季度招生同比增 11% 至 48.4 万人次，增速较此前放缓主要受去年同期招生窗口差异影响。3) 教学点截至 8 月 31 日达 1,089 个，同/环比增 296/64 个 (+37%/6%，对比上季度环比净增 114 个)，管理层维持 2025 财年扩张预期 20-25%，扩张速度与我们预期一致。
- 财务预测及估值：**我们预计 2025 财年 2 季度教育服务及文旅业务（除东方甄选）收入同比增 28% 至 8.7 亿美元（管理层指引 25-28% 增速），其中出国备考+咨询增速 20%/大学生成人增速 34%/高中+20%/新业务+45%，2 季度为全年淡季，利润率全年最低，预计核心业务运营利润率约 1.7%，同比下降约 1 个百分点，主要受文旅业务淡季亏损影响，但部分被教育利润率优化抵消。我们仍基本维持 2025 财年教育文旅收入+30%，运营利润率 13% 的预期，运营利润增速快于收入。我们认为新东方仍然为教育培训行业领先公司，虽短期受到子公司收入/利润贡献不确定影响，教育服务产品结构仍有机会随市场需求及时调整，收入稳健增长及利润率优化趋势不变。对应截至 2026 年 2 月底 12 个月利润，给予教育业务 20 倍市盈率，维持目标价 80 港元/103 美元，公司现价对应 2025 日历年市盈率 15 倍，估值吸引，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 (港元)	76.80
52周低位 (港元)	45.90
市值 (百万港元)	81,846.26
日均成交量 (百万)	6.76
年初至今变化 (%)	(9.41)
200天平均价 (港元)	58.10

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5月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	2,998	4,314	5,235	6,388	7,439
同比增长 (%)	-3.5	43.9	21.4	22.0	16.4
净利润 (百万美元)	259	381	563	742	1,013
每股盈利 (美元)	1.54	2.28	3.40	4.51	6.16
同比增长 (%)	-124.9	48.7	49.0	32.6	36.5
前EPS预测值 (美元)			0.33	0.48	0.62
调整幅度 (%)			939.0	841.5	887.2
市盈率 (倍)	4.2	2.8	1.9	1.4	1.0
每股账面净值 (美元)	21.38	22.64	27.37	33.38	40.94
市账率 (倍)	0.30	0.28	0.24	0.19	0.16

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
净营收	1,100	1,137	1,435	26	30	1,463	-2	因受1对1业务影响，出国备考和高中较此前我们预期小幅降速
<i>市场预期</i>			<u>1,442</u>					
留学咨询	118	172	143	-17	21	141	1	
留学备考	153	111	181	63	19	188	-4	
大学生/成人考试	51	30	67	123	30	64	4	
高中	319	296	386	31	21	406	-5	
新业务	231	233	346	49	50	351	-1	非学科培训维持高速增长，占新业务收入50%+不变，招生人次同比增11%至48.4万
文旅	28	10	90	800	220	50	82	
其他	57	54	65	21	14	60	9	
东方甄选	143	231	157	-32	10	263	-40	
营收成本	(441)	(542)	(584)	8	32	(608)	-4	
毛利	659	594	852	43	29	854	0	
销售及营销开支	(136)	(208)	(194)	-7	42	(206)	-6	
占收比 (%)	12	18	13			14		
一般及行政开支	(318)	(376)	(365)	-3	15	(375)	-3	
占收比 (%)	29	33	25			26		
经营利润	205	11	293	2,685	43	274	7	
调整后经营利润	245	36	300	726	23	320	-6	不包含东方甄选利润率为24%，同比增220基点，得益于教育业务旺季带来规模效应
其他收入/(支出)	42	46	27	-41	-35	30	-9	
税费	(63)	(6)	(78)	1,302	24	(70)	11	
归母净利润/(亏损)	165	27	245	810	48	235	4	
调整后归母净利润/(亏损)	189	37	265	617	40	259	2	
<i>市场预期</i>			<u>258</u>					
调整后经营利润率 (%)	22.3	3.2	20.9			21.9		
调整后净利率 (%)	17.2	3.2	18.4			17.7		
调整后每股盈利	0.11	0.02	0.16	622	40	0.15	3	
调整后每股盈利(IADS)	1.14	0.22	1.60	622	40	1.55	3	
<i>市场预期 (EPADS)</i>			<u>1.46</u>					

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

2024年10月24日

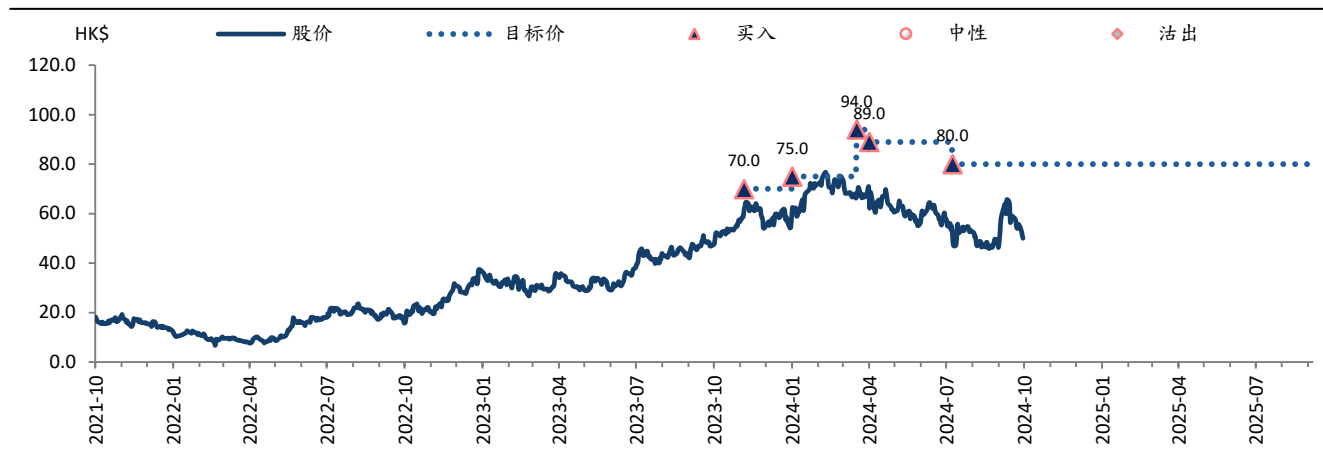
新东方教育科技(9901 HK)

图表 2: 损益表预测

(百万美元)			2QFY25E	2QFY25E								
年结5月31日	2QFY24	1QFY25	新预测	原预测	差异(%)	环比(%)	同比(%)	3QFY25E	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
净营收	870	1,435	1,081	1,138	-5	-25	24	1,350	4,314	5,235	6,388	7,439
<i>市场预期</i>			<u>1,042</u>					<u>1,334</u>		<u>5,257</u>	<u>6,394</u>	<u>7,631</u>
留学咨询	92	143	111	106	4	-22	20	61	439	507	575	653
留学备考	93	181	112	114	-2	-38	20	252	565	680	803	943
大学生/成人考试	55	67	73	69	6	10	34	29	159	207	247	294
高中	174	386	208	212	-2	-46	20	335	1,066	1,289	1,535	1,749
新业务	206	346	300	317	-5	-13	45	372	891	1,374	1,815	2,215
文旅	5	90	6	42	-87	-94	10	50	63	161	201	251
其他	70	65	61	60	1	-7	-13	54	241	237	252	237
东方甄选	174	157	211	278	-24	34	21	197	889	781	961	1,098
营收成本	(423)	(584)	(613)	(629)	-3	5	45	(631)	(2,051)	(2,481)	(2,885)	(3,190)
毛利	447	852	469	509	-8	-45	5	719	2,263	2,754	3,503	4,249
销售及营销开支	(155)	(194)	(184)	(199)	-8	-5	19	(201)	(661)	(834)	(1,024)	(1,139)
占收比(%)	18	18							15	16	16	15
一般及行政开支	(271)	(365)	(281)	(295)	-5	-23	4	(352)	(1,252)	(1,397)	(1,771)	(2,080)
占收比(%)	31	26							29	27	28	28
经营利润	21	293	3	15	-78	-99	-85	166	350	522	708	1,030
调整后经营利润	51	300	15	44	-66	-95	-70	181	473	576	874	1,223
其他收入/(支出)	37	27	39	30	30	44	6	39	143	144	156	156
税费	(9)	(78)	(10)	(10)	-5	-87	9	(47)	(110)	(157)	(190)	(261)
归母净利润(亏损)	30	245	34	36	-5	-86	12	163	310	524	709	975
调整后归母净利润(亏损)	50	265	39	54	-27	-85	-22	170	381	563	742	1,013
<i>市场预期</i>			<u>66</u>					<u>162</u>		<u>556</u>	<u>742</u>	<u>947</u>
调整后经营利润率(%)	5.9	20.9	1.4	3.9				13.4	11.0	11.0	13.7	16.4
调整后净利率(%)	5.8	18.4	3.6	4.7				12.6	8.8	10.8	11.6	13.6
调整后每股盈利	0.03	0.16	0.02	0.03	-26	-85	-21	0.10	0.23	0.34	0.45	0.62
调整后每股盈利(IADS)	0.30	1.60	0.24	0.32	-26	-85	-21	1.03	2.28	3.40	4.51	6.16
<i>市场预期(EPADS)</i>			<u>0.32</u>					<u>0.87</u>		<u>3.09</u>	<u>4.18</u>	<u>5.33</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3: 新东方教育科技 (9901 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

2024 年 10 月 24 日

新东方教育科技 (9901 HK)

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	89.95	119.00	32.3%	2024 年 08 月 23 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	20.39	25.00	22.6%	2024 年 10 月 16 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.53	3.80	50.2%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	47.10	54.00	14.6%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	11.59	14.00	20.8%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	131.50	120.00	-8.7%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.89	5.90	-14.4%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.65	33.00	-1.9%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	28.00	29.00	3.6%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	122.34	188.00	53.7%	2024 年 10 月 21 日	电商
JD US	京东	买入	40.00	56.00	40.0%	2024 年 10 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	98.00	111.00	13.3%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	15.56	8.50	-45.4%	2024 年 08 月 26 日	电商
GOTU US	高途	买入	2.99	6.50	117.4%	2024 年 08 月 28 日	教育
DAO US	有道	买入	4.96	4.50	-9.3%	2024 年 08 月 23 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.21	13.80	35.2%	2024 年 08 月 02 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	50.05	80.00	59.8%	2024 年 08 月 01 日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	428.20	513.00	19.8%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.36	14.00	35.1%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	80.05	113.00	41.2%	2024 年 08 月 23 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	26.55	30.00	13.0%	2024 年 05 月 22 日	游戏
3690 HK	美团	买入	194.90	228.00	17.0%	2024 年 10 月 15 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	21.50	24.00	11.6%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	16.06	16.30	1.5%	2024 年 10 月 14 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.30	13.50	31.1%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.65	1.50	-9.1%	2024 年 08 月 21 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	19.48	21.00	7.8%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.26	13.00	15.5%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	18.76	23.00	22.6%	2024 年 08 月 21 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	479.60	509.00	6.1%	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 10 月 23 日

2024年10月24日

新东方教育科技(9901 HK)



财务数据

损益表(百万元美元)					
年结5月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,998	4,314	5,235	6,388	7,439
主营业务成本	(1,409)	(2,051)	(2,481)	(2,885)	(3,190)
毛利	1,588	2,263	2,754	3,503	4,249
销售及管理费用	(445)	(661)	(834)	(1,024)	(1,139)
研发费用	(954)	(1,252)	(1,397)	(1,771)	(2,080)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	190	350	522	708	1,030
Non-GAAP标准下的经营利润	280	473	576	874	1,223
财务成本净额	85	123	149	182	212
其他非经营净收入/费用	33	20	(5)	(26)	(56)
税前利润	309	494	667	865	1,186
税费	(66)	(110)	(157)	(190)	(261)
非控股权益	(65)	0	0	0	0
净利润	177	384	510	674	925
作每股收益计算的净利润	177	384	510	674	925
Non-GAAP标准的净利润	259	381	563	742	1,013

资产负债表(百万元美元)					
截至5月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,805	1,589	2,286	3,600	4,771
有价证券	1,478	2,066	2,169	2,277	2,391
应收账款及票据	33	30	49	59	67
存货	53	93	77	88	95
其他流动资产	1,045	1,612	1,911	2,205	2,203
总流动资产	4,414	5,389	6,492	8,229	9,528
投资物业	400	356	374	392	412
物业、厂房及设备	360	508	797	984	1,118
无形资产	131	123	101	96	92
其他长期资产	1,089	1,156	1,015	1,048	1,080
总长期资产	1,979	2,143	2,286	2,520	2,702
总资产	6,392	7,532	8,778	10,749	12,230
应付账款	913	1,220	1,333	1,861	1,660
其他短期负债	1,338	1,781	2,161	2,637	3,070
总流动负债	2,251	3,001	3,494	4,498	4,731
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	288	448	448	448	448
其他长期负债	39	34	38	43	48
总长期负债	327	482	486	491	496
总负债	2,578	3,483	3,980	4,989	5,226
股本	1,941	0	0	0	0
储备及其他资本项目	1,663	3,776	4,525	5,487	6,730
股东权益	3,604	3,776	4,525	5,487	6,730
非控股权益	210	273	273	273	273
总权益	3,815	4,049	4,798	5,760	7,004

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5月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	301	435	691	921	1,242
折旧及摊销	125	107	325	388	460
营运资本变动	538	519	454	756	290
税费	66	110	157	190	261
其他经营活动现金流	(59)	(47)	(260)	(214)	(329)
经营活动现金流	971	1,123	1,366	2,040	1,925
资本开支	(143)	(249)	(524)	(575)	(595)
投资活动	(690)	(121)	(127)	(133)	(140)
其他投资活动现金流	796	(783)	6	6	7
投资活动现金流	(37)	(1,154)	(645)	(702)	(729)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	(181)	(76)	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(66)	(85)	0	0	0
融资活动现金流	(247)	(160)	0	0	0
汇率收益/损失	(76)	(25)	(25)	(25)	(25)
年初现金	1,195	1,805	1,589	2,286	3,600
年末现金	1,805	1,589	2,286	3,600	4,771

财务比率					
年结5月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)					
核心每股收益	1.057	2.324	3.102	4.128	5.664
全面摊薄每股收益	1.052	2.303	3.082	4.102	5.628
Non-GAAP标准下的每股收益	1.536	2.285	3.405	4.514	6.163
每股账面值	21.383	22.637	27.370	33.376	40.939
利润率分析(%)					
毛利率	53.0	52.5	52.6	54.8	57.1
EBITDA利润率	10.5	10.6	16.2	17.2	20.0
EBIT利润率	6.3	8.1	10.0	11.1	13.8
净利率	5.9	8.9	9.7	10.6	12.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	53.0	52.5	52.6	54.8	57.1
EBITDA利润率	13.5	13.4	17.2	19.8	22.6
经营利润率	9.3	11.0	11.0	13.7	16.4
净利率	8.6	8.8	10.8	11.6	13.6
盈利能力(%)					
ROA	4.2	5.5	6.9	7.6	8.8
ROE	6.8	9.7	12.7	14.1	15.9
ROIC	5.8	9.1	9.2	11.8	13.6
其他					
流动比率	2.0	1.8	1.9	1.8	2.0
存货周转天数	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4
应收账款周转天数	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转天数	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9

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10月24日

新东方教育科技(9901 HK)

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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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有限公司、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、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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。