

教育

收盘价 目标价 潜在涨幅  
美元 10.50 美元 13.80 +31.4%

2024 年 10 月 25 日

## 好未来教育 (TAL US)

### 培优素养表现稳健，学习机持续推新拉动销量

2025 财年 2 季度业绩：收入 6.2 亿美元，同比增 50%，高于我们/彭博一致预期的增速 45%/46%，主要受益于旺季下强劲的素质教育培训需求及学习机销售。调整后运营利润 6500 万美元，对比我们/彭博一致预期 1300 万/2500 万美元。调整后运营利润率 10%，同比下降约 2 个百分点，但仍好于我们及市场预期的 2%。

业绩亮点：1) 学习服务：我们估算素养业务收入同比增~80%，超过此前预期，得益于培优小班收入（100%+同比增速）保持增长动能，主要受强劲需求以及教学点扩张下招生人数上升拉动。2) 内容解决方案：学习机销售收入保持高增速，根据蝉妈妈数据，我们估算 2 季度销量 10-15 万台，5 月推出的 xPad 经典版 2024 拉动季度销量，9 月推出单价较低的学练机进一步丰富产品线。产品的持续迭代拉动学习机品牌及口碑，带动收入增长。3) 营销费用占收比同比提升近 6 个百分点至 29%，但管理费用占收比同比下降 9 个百分点至 19%，运营效率仍有优化。

2025 财年 3 季度展望：3 季度（秋季）为教培行业淡季，收入增速及利润较上季度或承压，但我们仍看好培优素养小班的成长表现，以及 9 月新品学练机销量加持（9 月抖音渠道销量超 1.5 万台），预计收入同比增 39% 至 5.2 亿美元。公司仍将教学服务质量、教学服务体验以及 AI 相关技术持续投入，预计调整后运营利润率-3.5%，对比去年同期-2.7%。

估值：因本季度运营利润好于我们预期，上调 2025 财年运营利润至 4800 万美元（原为盈亏平衡），利润率 2%，2026/27 财年运营利润率基本维持此前预期，约 6%/10%，利润绝对值分别为 1.46 亿/2.74 亿美元。我们认为好未来培优素养业务需求仍大，收入增长确定性强，利润率虽可能有波动，但 AI 相关研发投入应已进入稳定期（前期基础设施投入、算力及训练成本下降），我们认为利润率应有优化空间。按教育业务 2026 财年 20 倍市盈率，学习机 1 倍市销率，维持目标价 13.8 美元，维持买入评级。

#### 财务数据一览

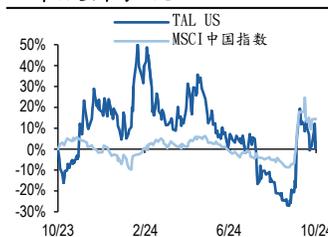
年结2月28日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万美元)	1,020	1,490	2,103	2,444	2,797
同比增长(%)	-76.8	46.2	41.1	16.2	14.5
净利润(百万美元)	(27)	85	128	203	313
每股盈利(美元)	(0.04)	0.14	0.21	0.33	0.51
同比增长(%)	-97.2	-429.9	48.9	58.2	54.2
前EPS预测值(美元)			0.16	0.32	0.53
调整幅度(%)			27.8	4.4	-4.5
市盈率(倍)	NA	73.0	49.0	31.0	20.1
每股账面净值(美元)	6.02	6.00	6.51	6.83	7.32
市账率(倍)	1.70	1.70	1.57	1.50	1.39

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

#### 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)	7.42
市值(百万美元)	4,663.62
日均成交量(百万)	11.15
年初至今变化(%)	(19.16)
200天平均价(美元)	10.53

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

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 2 季度业绩概览

(百万美元)	2QFY24	1QFY25	2QFY25	环比 (%)	同比 (%)	交银国际预测	差异 (%)	点评
总收入	412	414	619	50	50	598	4	受益于旺季下强劲的素质教育培训需求及学习机售
<i>彭博一致预期</i>			<u>601</u>					
成本	(169)	(200)	(271)	35	60	(247)	9	
毛利润	243	214	349	63	44	350	0	
毛利率 (%)	59	52	56			59		
Non-GAAP 毛利润	245	217	351	62	43	354	-1	
Non-GAAP 毛利率 (%)	59	52	57			59		
运营费用	(213)	(232)	(301)	30	41	(363)	-17	
销售费用	(97)	(122)	(182)	49	87	(168)	9	
管理费用	(116)	(110)	(119)	9	3	(196)	-39	
占收比 (%)	-52	-56	-49			-61		
销售费用	-24	-30	-29			-28		销售费用率同比提升 5 个百分点
管理费用	-28	-26	-19			-33		
运营利润	32	(17)	48	-375	50	(13)	-458	
运营利润率 (%)	8	-4	8			-2		
Non-GAAP 运营利润	53	1	65	7,265	22	13	397	
Non-GAAP 运营利润率 (%)	13	0	10			2		
税前利润	28	14	83	510	198	7	1,137	
税费	10	(2)	(26)	1,017	-356	(1)	2,448	
有效税率 (%)	-37	16	31			15		
少数股东权益	0	0	0	-12	37	0	-12	
净利润	38	11	57	404	52	6	889	
Non-GAAP 净利润	59	30	74	151	26	32	132	
Non-GAAP 净利润率 (%)	14	7	12			5		
<i>彭博一致预期</i>			<u>43</u>			<u>88</u>		
Non-GAAP EPADS	0.10	0.05	0.12	152	26	0.05	132	
<i>彭博一致预期</i>			<u>0.08</u>					

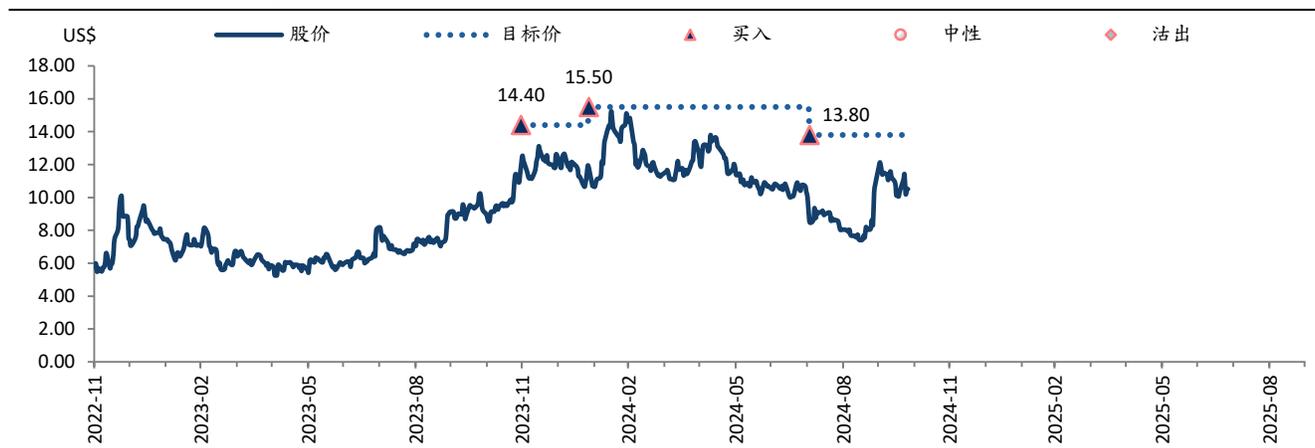
资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 损益表预测

(百万美元) 年结 5 月 31 日	3QFY24	2QFY25	3QFY25E	环比 (%)	同比 (%)	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
总收入	374	619	520	-16	39	1,490	2,103	2,444	2,797
<i>彭博一致预期</i>			<u>525</u>				<u>2,093</u>	<u>2,672</u>	<u>3,821</u>
<b>收入分布</b>									
教学服务	243	469	371	-21	53	1,056	1,567	1,891	2,206
内容解决方案	131	150	149	-1	14	434	536	553	591
成本	(173)	(271)	(274)	1	58	(684)	(1,004)	(1,133)	(1,267)
毛利润	200	349	246	-30	23	806	1,099	1,310	1,530
毛利率 (%)	54	56	47			54	52	54	55
Non-GAAP 毛利润	203	351	247	-30	22	816	1,107	1,317	1,538
Non-GAAP 毛利率 (%)	54	57	48			55	53	54	55
<b>运营费用</b>	(233)	(301)	(278)	-8	19	(892)	(1,116)	(1,231)	(1,333)
销售费用	(122)	(182)	(154)	-15	26	(443)	(621)	(603)	(653)
管理费用	(111)	(119)	(124)	4	12	(449)	(495)	(627)	(679)
占收比 (%)	-62	-49	-53			-60	-53	-50	-48
销售费用	-33	-29	-30			-30	-30	-25	-23
管理费用	-30	-19	-24			-30	-24	-26	-24
运营利润	(32)	48	(32)	-168	0	(69)	(16)	80	197
运营利润率 (%)	-9	8	-6			-5	-1	3	7
Non-GAAP 运营利润	(10)	65	(18)	-128	78	20	48	146	274
Non-GAAP 运营利润率 (%)	-2.7	10	-3.5			1	2	6.0	9.8
税前利润	(9)	83	(12)	-115	41	11	90	160	277
税费	(15)	(26)	2	-107	-112	(15)	(27)	(24)	(42)
有效税率 (%)	-1457	31	15			88	29	15	15
少数股东权益	0	0	0	0	-27	1	0	0	0
净利润	(24)	57	(10)	-118	-57	(4)	64	136	236
Non-GAAP 净利润	(2)	74	4	-95	-298	85	128	203	313
Non-GAAP 净利润率 (%)	-1	12	1			6	6	8	11
<i>彭博一致预期</i>			<u>30</u>				<u>129</u>	<u>240</u>	<u>403</u>
Non-GAAP EPADS	(0.00)	0.12	0.01	-95	-293	0.14	0.21	0.33	0.51

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	89.48	119.00	33.0%	2024 年 08 月 23 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	19.96	25.00	25.3%	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	45.25	54.00	19.3%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	11.43	14.00	22.5%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	128.90	120.00	-6.9%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.82	5.90	-13.5%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.79	33.00	-2.3%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.40	29.00	5.8%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	121.38	188.00	54.9%	2024 年 10 月 21 日	电商
JD US	京东	买入	39.33	56.00	42.4%	2024 年 10 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	96.36	111.00	15.2%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	14.16	8.50	-40.0%	2024 年 08 月 26 日	电商
GOTU US	高途	买入	2.98	6.50	118.1%	2024 年 08 月 28 日	教育
DAO US	有道	买入	4.87	4.50	-7.6%	2024 年 08 月 23 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.50	13.80	31.4%	2024 年 08 月 02 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	46.80	80.00	70.9%	2024 年 08 月 01 日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	422.00	513.00	21.6%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.14	14.00	38.1%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	78.89	113.00	43.2%	2024 年 08 月 23 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	26.65	30.00	12.6%	2024 年 05 月 22 日	游戏
3690 HK	美团	买入	187.00	228.00	21.9%	2024 年 10 月 15 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	21.10	24.00	13.7%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	16.00	16.30	1.9%	2024 年 10 月 14 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.12	13.50	33.4%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.63	1.50	-8.0%	2024 年 08 月 21 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	19.18	21.00	9.5%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.82	13.00	20.1%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	18.02	23.00	27.6%	2024 年 08 月 21 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	481.00	509.00	5.8%	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 24 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	2,103	2,444	2,797
主营业务成本	(436)	(684)	(1,004)	(1,133)	(1,267)
<b>毛利</b>	<b>583</b>	<b>806</b>	<b>1,099</b>	<b>1,310</b>	<b>1,530</b>
销售及管理费用	(283)	(443)	(621)	(603)	(653)
研发费用	(414)	(449)	(495)	(627)	(679)
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>(16)</b>	<b>80</b>	<b>197</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	18	20	48	146	274
财务成本净额	62	85	83	80	80
其他非经营净收入/费用	(92)	(4)	23	0	0
<b>税前利润</b>	<b>(122)</b>	<b>11</b>	<b>90</b>	<b>160</b>	<b>277</b>
税费	(20)	(15)	(27)	(24)	(42)
非控股权益	(4)	1	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>(145)</b>	<b>(4)</b>	<b>64</b>	<b>136</b>	<b>236</b>
作每股收益计算的净利润	(145)	(4)	64	136	236
Non-GAAP标准的净利润	(27)	85	128	203	313

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	2,295	2,457	2,631	2,729	2,869
有价证券	1,150	1,095	1,149	1,207	1,267
存货	39	68	89	89	110
其他流动资产	(15)	79	335	339	405
<b>总流动资产</b>	<b>3,468</b>	<b>3,699</b>	<b>4,204</b>	<b>4,363</b>	<b>4,651</b>
投资物业	453	284	298	313	329
物业、厂房及设备	289	405	521	666	828
无形资产	194	191	191	191	191
其他长期资产	319	348	348	348	348
<b>总长期资产</b>	<b>1,256</b>	<b>1,229</b>	<b>1,359</b>	<b>1,518</b>	<b>1,696</b>
<b>总资产</b>	<b>4,724</b>	<b>4,928</b>	<b>5,563</b>	<b>5,882</b>	<b>6,347</b>
应付账款	549	682	1,041	1,167	1,330
其他短期负债	235	400	400	400	400
<b>总流动负债</b>	<b>784</b>	<b>1,082</b>	<b>1,441</b>	<b>1,567</b>	<b>1,731</b>
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	116	177	177	177	177
其他长期负债	4	30	30	30	30
<b>总长期负债</b>	<b>120</b>	<b>207</b>	<b>207</b>	<b>207</b>	<b>207</b>
<b>总负债</b>	<b>903</b>	<b>1,289</b>	<b>1,648</b>	<b>1,774</b>	<b>1,938</b>
股本	4,401	4,257	4,404	4,462	4,528
储备及其他资本项目	(556)	(595)	(466)	(330)	(94)
<b>股东权益</b>	<b>3,845</b>	<b>3,662</b>	<b>3,939</b>	<b>4,132</b>	<b>4,434</b>
非控股权益	(24)	(23)	(24)	(24)	(24)
<b>总权益</b>	<b>3,821</b>	<b>3,639</b>	<b>3,915</b>	<b>4,108</b>	<b>4,409</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	90	160	277
折旧及摊销	41	30	24	31	39
营运资本变动	(73)	183	250	122	76
税费	20	15	27	24	42
其他经营活动现金流	131	67	10	19	(7)
<b>经营活动现金流</b>	<b>7</b>	<b>306</b>	<b>402</b>	<b>355</b>	<b>427</b>
资本开支	(110)	(113)	(159)	(185)	(212)
投资活动	(212)	204	(69)	(72)	(76)
其他投资活动现金流	21	4	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(302)</b>	<b>95</b>	<b>(228)</b>	<b>(257)</b>	<b>(288)</b>
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	(66)	(233)	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>(233)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇率收益/损失	(26)	(6)	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>2,682</b>	<b>2,295</b>	<b>2,457</b>	<b>2,631</b>	<b>2,729</b>
<b>年末现金</b>	<b>2,295</b>	<b>2,457</b>	<b>2,631</b>	<b>2,729</b>	<b>2,869</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)	0.105	0.225	0.390
全面摊薄每股收益	(0.228)	(0.006)	0.104	0.221	0.384
Non-GAAP标准下的每股收益	(0.042)	0.140	0.208	0.330	0.508
每股账面值	6.022	6.004	6.508	6.826	7.325
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	57.2	54.1	52.3	53.6	54.7
EBITDA利润率	(4.9)	(2.6)	0.4	4.5	8.5
EBIT利润率	(8.9)	(4.6)	(0.8)	3.3	7.1
净利率	(14.2)	(0.2)	3.0	5.6	8.4
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
EBITDA利润率	5.7	3.3	3.4	7.2	11.2
经营利润率	1.7	1.3	2.3	6.0	9.8
净利率	(2.7)	5.7	6.1	8.3	11.2
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	(0.6)	1.8	2.4	3.5	5.1
ROE	(0.7)	2.3	3.4	5.1	7.3
ROIC	(3.5)	0.0	1.6	3.3	5.3
<b>其他</b>					
流动比率	4.4	3.4	2.9	2.8	2.7

## 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竿指数**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竿指数**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竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 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。