

## 买入

2024年12月10日

### 收入延续高增,利润短期承压,FY25 积极减亏

➤ FY24Q3 业绩概览: 截止 24 年 9 月 30 日,公司 FY24Q3 同比+53. 1% 至 12.08 亿人民币(下同),符合此前公司业绩指引(11.80-12.08 亿元)。Non-GAAP 经营利润-4.76 亿元,去年同期为-0.84 亿元;Non-GAAP 净利润为-4.57 亿元,去年同期-0.42 亿元。截至 FY24Q3,公司在现金储备为 33.1 亿元,无有息负债。按可比口径现金收款同比增长超过 67.2%,达 10.7 亿元。

▶ K9 业务持续高增长: 分业务看, FY24Q1 公司非学科培训及高中业务(K12 业务)占比总体超 75%,占据主要地位,收入同比超过 70%,其中 K9 非学科辅导的收入和可比口径现金收款同比增长均超 100%,来自新生的可比口径现金收款同比增长超过 200%;传统业务增长超40%;受公司业务调整影响,成人及大学生业务承压,收入同比基本持平,其收入占比少于 20%。按可比口径现金收款计,受考研及留学旺季影响同比+10%。公司预期 FY24Q4 收入增速为 69.2%-71.9%,约12.88-13.08 亿元,公司总体收入增速较前三个季度增速更高。

▶ 持续投入致亏损扩大: FY24Q3 公司毛利率为 64.4%,同比-8.0pct,主要原因为收入结构变化,线下业务扩张带来的人力、课程的持续投入以及一对一课程占比的提高;销售费用率 73.3%,同比+18.3pct,系公司暑期期间积极的业务扩张所致。研发费用率 15.7%,同比-0.8pct,略有下降;行政费用率 16.2%,同比+2.6pct,也同样是业务扩张带来的管理成本的提升。综上,公司 FY24Q3Non-GAAP 经营利润-4.76 亿元,亏损同比、环比均有扩大。

▶ 目标价 4.4 美元,买入评级:公司积极扩展线下教学网点,目前已在全国拥有近一百五十家教学点,但由于积极扩张带来的前期较大投入,新网点尚需爬坡,将使公司利润端短期承压,预期 FY24 经调整净亏损为 11.1 亿元。公司业绩会上表示,FY25 公司将积极地平衡规模扩张和盈利能力,改善运营效率并实现更好的业务利润率表现。我们预期公司 FY25 经调整净亏损将明显收窄至 2.1 亿元,并最快将于FY26 实现盈利。我们以 12%的折现率和 3%的永续增长率为公司估值,维持目标价 4.4 美元,较昨日收市价有 67.3%的上升,维持买入评级。

▶ **风险提示:** 政策监管变动风险、新业务拓展不及预期、行业竞争风险

#### 李卓群

#### +852-25321539

#### Grayson.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业 教育

股价 2.63美元

目标价 4.40 美元

(+67.3%)

股票代码 GOTU. US

已发行股 1.71 亿股/2.57 亿 ADS

总市值 6.2亿美元

52 周高/低 8.44/2.17 美元

每股净资产 1.70美元

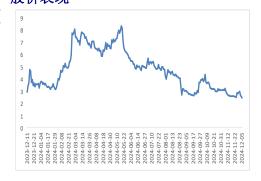
主要股东 陈向东(45.8%)

#### 表: 盈利摘要

截止12月31日财政年度	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测
收入(百万元)	2,498	2,961	4,476	5,734	6,741
变动 (%)	-61.9%	18.5%	51.2%	28.1%	17.6%
经营利润(百万元)	(118)	(149)	(1343)	(487)	67
变动 (%)	-96.3%	26.2%	801.1%	-63.7%	-113.8%
Non-Gaap经营利润(百万元)	5	(91)	(1231)	(344)	236
净利润(百万元)	13	(7)	(1226)	(349)	222
变动 (%)	-100.4%	-155.4%	16697.1%	-71.5%	-163.7%
Non-Gaap净利润(百万元)	136	51	-1,114	-206	391
每ADS收益 (元)	0.05	(0.03)	(4.59)	(1.28)	0.79
市盈率@2.63\$(倍)	51.6	N/A	(0.6)	(2.1)	3.3
PS@2.63\$ (倍)	1.8	1.5	1.0	0.8	0.7

资料来源:公司资料,第一上海预测

#### 股价表现



资料来源:彭博

第一上海证券有限公司 2024 年 12 月

# 主要财务报表

损益表						财务分析					
〈元〉〈千〉,财务年度截至	至<12月31日>					〈元〉〈千〉,财务年度截		]>			
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	2,498,214	2,960,813	4,475,610	5,734,495	6,741,454	盈利能力					
毛利	1,797,164	2,170,606	2,998,659	3,727,422	4,247,116	毛利率 (%)	72%	73%	67%	65%	63%
銷售及分銷成本	-1,179,760	-1,501,200	-2,976,281	-2,867,248	-2,831,411	Non-GAAP经营利润率(	0%	-3%	-28%	-6%	4%
研发费用	-445,117	-462,043	-716,098	-802,829	-808,974						
行政開支	-290,339	-356,369	-648,963	-544,777	-539,316	EBITDA 利率 (%)	-2%	-3%	-29%	-8%	2%
经营溢利	-118,052	-149,006	-1,342,683	-487,432	67,415	净利率(%)	1%	0%	-27%	-6%	3%
Non-GAAP经营利润	4,602	-90,653	-1,230,793	-344,070	235,951	Non-GAAP净利润率	5%	2%	-25%	-4%	6%
利息及投资理财收入	63,634	107,059	87,203	113,364	136,037						
其他收入	51,885	54,471	43,697	43,697	43,697	营运表现					
所得税	15,705	-10,657	-14,068	-18,992	-24,689	SG&A/收入(%)	77%	78%	97%	74%	62%
股东净利润	13,172	-7,298	-1,225,851	-349,363	222,459	实际税率(%)	620%	85%	-1%	-6%	10%
Non-GAAP股东净利润	135,826	51,055	-1,113,960	-206,000	390,996	股息支付率(%)	0%	0%	0%	0%	0%
折旧及摊销	68,807	45,506	44,174	46,754	49,147						
EBITDA	-49,245	-103,500	-1,298,509	-440,678	116,562						
Non-GAAP EBITDA	73,409	-45,147	-1,186,619	-297,316	285,098	财务状况					
增长						资产负债比率	37%	43%	61%	66%	64%
总收入 (%)	-62%	19%	51%	28%	18%	流动比率	259%	182%	115%	104%	113%
EBITDA (%)	-98%	110%	1155%	-66%	-126%	ROA	0%	0%	-24%	-7%	4%
净利润 (%)	-100%	-155%	16697%	-72%	-164%	ROE	0%	0%	-62%	-20%	10%
21/ 212111						现金流量表					
〈元〉〈千〉,财务年度截至						<b>,                                    </b>					
	至<12月31日> <b>2022年</b> <b>实际</b>	2023年 实际	2024年 预 <b>测</b>	2025年 预测	2026年 预测	〈元〉〈千〉,财务年度者	<sup>战至&lt;12月31</sup> <b>2022年</b> <b>实际</b>	<sub>日〉</sub> 2023年 实际	2024年 预 <b>测</b>	2025年 预测	2026年 預測
	2022年						2022年	2023年 实际			
〈元〉〈千〉,财务年度截至	2022年 实际	实际	预测	预测	预测	〈元〉〈千〉,财务年度者	2022年 实际	2023年 实际	预测	预测	预测
《元》《千》,财务年度截 现金及等价物 短期投资	2022年 实际 819,911	<b>实际</b> 636,052	<b>预测</b> 247,166	<b>预测</b> 126,234	<b>预测</b> 550,820	〈元〉〈千〉,财务年度者 <b>税前盈利</b>	<b>2022年</b> <b>实际</b> 13,172	2023年 实际 12,524	<b>预测</b> -1,211,783	<b>预测</b> -330,371	<b>预测</b> 247,149
《元》〈千〉,财务年度截 现金及等价物 短期投资 预付款项及其他流动资	2022年 实际 819,911 2,923,864	<b>实际</b> 636,052 2,253,910	<b>预测</b> 247,166 2,253,910	<b>预测</b> 126,234 2,253,910	<b>预测</b> 550,820 2,253,910	《元》《千》,财务年度都 <b>税前盈利</b> 折旧及摊销	2022年 实际 13,172 68,807	2023年 实际 12,524 45,506	<b>预测</b> -1,211,783 44,174	<b>预测</b> -330,371 46,754	<b>预测</b> 247,149 49,147
《元》〈千〉,财务年度截 现金及等价物 短期投资 预付款项及其他流动资 产	2022年 实际 819,911 2,923,864 399,897	实际 636,052 2,253,910 638,248	<b>预测</b> 247,166 2,253,910 590,781	<b>预测</b> 126,234 2,253,910 802,829	<b>预测</b> 550,820 2,253,910 997,735	《元》《千》,财务年度都 <b>税前盈利</b> 折旧及摊销 股权支付费用	2022年 实际 13,172 68,807 122,654	2023年 实际 12,524 45,506 71,312	预测 -1,211,783 44,174 111,890	<b>预测</b> -330,371 46,754 143,362	<b>预测</b> 247,149 49,147 168,536
《元》〈千〉,财务年度截 现金及等价物 短期投资 预付款项及其他流动资 产 总流动资产	2022年 实际 819,911 2,923,864 399,897 4,166,477	<b>实际</b> 636,052 2,253,910 638,248 3,586,707	<b>预测</b> 247,166 2,253,910 590,781 3,162,937	<b>预测</b> 126,234 2,253,910 802,829 3,264,512	预测 550,820 2,253,910 997,735 3,892,369	《元》《千》,财务年度都 税前盈利 折旧及摊销 股权支付费用 递延收入	2022年 实际 13,172 68,807 122,654 -36,885	2023年 实际 12,524 45,506 71,312 278,288	<b>预测</b> -1,211,783 44,174 111,890 398,771	<b>预测</b> -330,371 46,754 143,362 297,753	<b>预测</b> 247,149 49,147 168,536 222,482
《元》〈千〉,财务年度截 现金及等价物 短期投资 预付款项及其他流动资 产 总流动资产 物业及设备	2022年 实际 819,911 2,923,864 399,897 4,166,477 552,032	实际 636,052 2,253,910 638,248 3,586,707 533,531	<b>预测</b> 247,166 2,253,910 590,781 3,162,937 569,357	<b>预测</b> 126,234 2,253,910 802,829 3,264,512 602,603	<b>预测</b> 550,820 2,253,910 997,735 3,892,369 633,456	《元》〈千〉,财务年度在 税前盈利 折旧及摊销 股权支付费用 递延收入 营运资金变化	2022年 实际 13,172 68,807 122,654 -36,885 -64,747	2023年 实际 12,524 45,506 71,312 278,288 -87,675	<b>预测</b> -1,211,783 44,174 111,890 398,771 362,128	<b>预测</b> -330,371 46,754 143,362 297,753 -179,438	预测 247,149 49,147 168,536 222,482 -158,039
《元》〈千〉,财务年度截 现金及等价物 短期投资 预付款项及其他流动资 产 总流动资产 物业及设备 长期投资	2022年 实际 819,911 2,923,864 399,897 4,166,477 552,032	实际 636,052 2,253,910 638,248 3,586,707 533,531 1,029,632	<b>预测</b> 247,166 2,253,910 590,781 3,162,937 569,357 1,029,632	<b>预测</b> 126,234 2,253,910 802,829 3,264,512 602,603 1,029,632	<b>预测</b> 550,820 2,253,910 997,735 3,892,369 633,456 1,029,632	《元》〈千〉,财务年度在 税前盈利 折旧及摊销 股权支付费用 递延收入 营运资金变化 其他	2022年 实际 13,172 68,807 122,654 -36,885 -64,747 -48,456	2023年 实际 12,524 45,506 71,312 278,288 -87,675 -41,887	<b>预测</b> -1,211,783 44,174  111,890 398,771 362,128 -14,068	<b>预测</b> -330,371 46,754 143,362 297,753 -179,438 -18,992	<b>预测</b> 247,149 49,147 168,536 222,482 -158,039 -24,689
《元》《千》,财务年度截至 现金及等价物 短期投资 预付款项及其他流动资 产 总流动资产 物业及设备 长期投资 其他固定投资 <b>固定资产</b> 总资产	2022年 实际 819,911 2,923,864 399,897 4,166,477 552,032 - 157,666	实际 636,052 2,253,910 638,248 3,586,707 533,531 1,029,632 263,439	<b>预测</b> 247,166 2,253,910 590,781 3,162,937 569,357 1,029,632 304,920	预测 126,234 2,253,910 802,829 3,264,512 602,603 1,029,632 354,697	<b>预测</b> 550,820 2,253,910 997,735 3,892,369 633,456 1,029,632 414,429	《元》〈千〉,财务年度在 税前盈利 折旧及摊销 股权支付费用 递延收入 营运资金变化 其他 <b>营运现金流</b>	2022年 实际 13,172 68,807 122,654 -36,885 -64,747 -48,456 54,545	2023年 实际 12,524 45,506 71,312 278,288 -87,675 -41,887 278,068	预测 -1,211,783 44,174 111,890 398,771 362,128 -14,068 -308,886	<b>预测</b> -330,371 46,754 143,362 297,753 -179,438 -18,992 -40,932	<b>预测</b> 247,149 49,147 168,536 222,482 -158,039 -24,689 504,586
《元》〈千〉,财务年度截3 现金及等价物 短期投资 预付款项及其他流动资产 总流动资产 物业及设备 长期投资 其他固定投资 <b>固定资产</b>	2022年 实际 819,911 2,923,864 399,897 4,166,477 552,032 - 157,666 709,698	实际 636,052 2,253,910 638,248 3,586,707 533,531 1,029,632 263,439 1,826,602	预测 247,166 2,253,910 590,781 3,162,937 569,357 1,029,632 304,920 1,903,909	预测 126,234 2,253,910 802,829 3,264,512 602,603 1,029,632 354,697 1,986,932	<b>预测</b> 550,820 2,253,910 997,735 3,892,369 633,456 1,029,632 414,429 2,077,517	《元》〈千〉,财务年度在 税前盈利 折旧及摊销 股权支付费用 递延收入 营运资金变化 其他 <b>营运现金流</b> 资本开支	2022年 实际 13,172 68,807 122,654 -36,885 -64,747 -48,456 54,545 -18,952	2023年 实际 12,524 45,506 71,312 278,288 -87,675 -41,887 278,068 -80,000	预测 -1,211,783 44,174 111,890 398,771 362,128 -14,068 -308,886 -80,000	<b>预测</b> -330,371 46,754 143,362 297,753 -179,438 -18,992 -40,932 -80,000	<b>预测</b> 247,149 49,147 168,536 222,482 -158,039 -24,689 504,586
《元》《千》,财务年度截至 现金及等价物 短期投资 预付款项及其他流动资 产 总流动资产 物业及设备 长期投资 其他固定投资 <b>固定资产</b> 总资产	2022年 实际 819,911 2,923,864 399,897 4,166,477 552,032 - 157,666 709,698 4,876,175	实际 636,052 2,253,910 638,248 3,586,707 533,531 1,029,632 263,439 1,826,602 5,413,309	预测 247,166 2,253,910 590,781 3,162,937 569,357 1,029,632 304,920 1,903,909 5,066,845	预测 126,234 2,253,910 802,829 3,264,512 602,603 1,029,632 354,697 1,986,932 5,251,443	<b>预测</b> 550,820 2,253,910 997,735 3,892,369 633,456 1,029,632 414,429 2,077,517 5,969,885	《元》〈千〉,财务年度在 税前盈利 折旧及摊销 股权支付费用 递延收入 营运资金变化 其他 <b>营运现金流</b> 资本开支 购买短期投资	2022年 实际 13,172 68,807 122,654 -36,885 -64,747 -48,456 54,545 -18,952 -68,433	2023年 实际 12,524 45,506 71,312 278,288 -87,675 -41,887 278,068 -80,000 669,954	预测 -1,211,783 44,174 111,890 398,771 362,128 -14,068 -308,886 -80,000	<b>预测</b> -330,371 46,754 143,362 297,753 -179,438 -18,992 -40,932 -80,000 -	<b>预测</b> 247,149 49,147 168,536 222,482 -158,039 -24,689 504,586
《元》《千》,财务年度截至现金及等价物 短期投资 预付款项及其他流动资 产。流动资产 物业及投资 长期投资 其固定资产 总应资产 总应计费用及其他流动资 产	2022年 实际 819,911 2,923,864 399,897 4,166,477 552,032 - 157,666 709,698 4,876,175 702,308	实际 636,052 2,253,910 638,248 3,586,707 533,531 1,029,632 263,439 1,826,602 5,413,309 859,804	预测 247,166 2,253,910 590,781 3,162,937 569,357 1,029,632 304,920 1,903,909 5,066,845	预测 126,234 2,253,910 802,829 3,264,512 602,603 1,029,632 354,697 1,986,932 5,251,443	<b>预测</b> 550,820 2,253,910 997,735 3,892,369 633,456 1,029,632 414,429 2,077,517 5,969,885 1,426,340	《元》〈千〉,财务年度在 税前盈利 折旧及摊销 股权支付费用 递延收入 营运资金变化 其他 <b>营运现金流</b> 资本开支 购买短期投资 购买长期投资	2022年 实际 13,172 68,807 122,654 -36,885 -64,747 -48,456 54,545 -18,952 -68,433	2023年 实际 12,524 45,506 71,312 278,288 -87,675 -41,887 278,068 -80,000 669,954	预测 -1,211,783 44,174 111,890 398,771 362,128 -14,068 -308,886 -80,000	预测 -330,371 46,754 143,362 297,753 -179,438 -18,992 -40,932 -80,000	预测 247,149 49,147 168,536 222,482 -158,039 -24,689 504,586 -80,000
《元》《千》,财务年度截至现金及等价物 短期投资 预付款项及其他流动资 产。总流动资产 物业及设备 长期投资 其他固定投资 固定资产 总资产 应计费用及其他流动资 产	2022年 实际 819,911 2,923,864 399,897 4,166,477 552,032 - 157,666 709,698 4,876,175 702,308 906,914	实际 636,052 2,253,910 638,248 3,586,707 533,531 1,029,632 263,439 1,826,602 5,413,309 859,804 1,113,480	预测 247,166 2,253,910 590,781 3,162,937 569,357 1,029,632 304,920 1,903,909 5,066,845 1,228,529 1,512,251	预测 126,234 2,253,910 802,829 3,264,512 602,603 1,029,632 354,697 1,986,932 5,251,443 1,321,375 1,810,004	<b>预测</b> 550,820 2,253,910 997,735 3,892,369 633,456 1,029,632 414,429 2,077,517 5,969,885 1,426,340 2,032,486	《元》〈千〉,财务年度在 税前盈利 折旧及摊销 股权支付费用 递延收入 营运资金变化 其他 <b>营运现金流</b> 资本开支 购买短期投资 购买长期投资 <b>投资活动现金流</b>	2022年 实际 13,172 68,807 122,654 -36,885 -64,747 -48,456 54,545 -18,952 -68,433 - -158,385	2023年 实际 12,524 45,506 71,312 278,288 -87,675 -41,887 278,068 -80,000 669,954 -1,029,632 -439,678	预测 -1,211,783 44,174 111,890 398,771 362,128 -14,068 -308,886 -80,000 - - - -80,000	<b>预测</b> -330,371 46,754 143,362 297,753 -179,438 -18,992 -40,932 -80,00080,000	預測 247,149 49,147 168,536 222,482 -158,039 -24,689 504,586 -80,000
《元》《千》,财务年度截至现金及等价物 短期投资 预付款项及其他流动资 产。流动资产 物业及投资 长期投资 其固定资产 总应资产 总应计费用及其他流动资 产	2022年 实际 819,911 2,923,864 399,897 4,166,477 552,032 - 157,666 709,698 4,876,175 702,308 906,914 1,609,222	实际 636,052 2,253,910 638,248 3,586,707 533,531 1,029,632 263,439 1,826,602 5,413,309 859,804 1,113,480 1,973,284	<b>预测</b> 247,166 2,253,910 590,781 3,162,937 569,357 1,029,632 304,920 1,903,909 5,066,845 1,228,529 1,512,251 2,740,781	预测 126,234 2,253,910 802,829 3,264,512 602,603 1,029,632 354,697 1,986,932 5,251,443 1,321,375 1,810,004 3,131,379	<b>预测</b> 550,820 2,253,910 997,735 3,892,369 633,456 1,029,632 414,429 2,077,517 5,969,885 1,426,340 2,032,486 3,458,825	《元》〈千〉,财务年度在 税前盈利 折旧及摊销 股权支付费用 递延收入 营运资金变化 其他 <b>营运现金流</b> 资本开支 购买短期投资 购买长期投资 <b>投资活动现金流</b>	2022年 实际 13,172 68,807 122,654 -36,885 -64,747 -48,456 54,545 -18,952 -68,433 - -158,385	2023年 实际 12,524 45,506 71,312 278,288 -87,675 -41,887 278,068 -80,000 669,954 -1,029,632 -439,678	预测 -1,211,783 44,174 111,890 398,771 362,128 -14,068 -308,886 -80,000 - - - -80,000	<b>预测</b> -330,371 46,754 143,362 297,753 -179,438 -18,992 -40,932 -80,00080,000	預測 247,149 49,147 168,536 222,482 -158,039 -24,689 504,586 -80,000
《元》《千》,财务年度截至现金及等价物 短期投资 预付款项及其他流动资 产。流动资产 物业及投资 长期投资 其他固资产 总资产 总应计费用及其他流动资 产 递延收益 总短期负债 递延收益	2022年 实际 819,911 2,923,864 399,897 4,166,477 552,032 - 157,666 709,698 4,876,175 702,308 906,914 1,609,222 52,419	实际 636,052 2,253,910 638,248 3,586,707 533,531 1,029,632 263,439 1,826,602 5,413,309 859,804 1,113,480 1,973,284 124,141	<b>预测</b> 247,166 2,253,910 590,781 3,162,937 569,357 1,029,632 304,920 1,903,909 5,066,845 1,228,529 1,512,251 2,740,781 124,141	预测 126,234 2,253,910 802,829 3,264,512 602,603 1,029,632 354,697 1,986,932 5,251,443 1,321,375 1,810,004 3,131,379 124,141	<b>预测</b> 550,820 2,253,910 997,735 3,892,369 633,456 1,029,632 414,429 2,077,517 5,969,885 1,426,340 2,032,486 3,458,825 124,141	《元》〈千〉,财务年度在 税前盈利 折旧及摊销 股权支付费用 递延收入 营运处变化 其他 <b>营运现金流</b> 资本开支 购买长报对投资 购买长报对现级金流 <b>投资活动现金流</b>	2022年 实际 13,172 68,807 122,654 -36,885 -64,747 -48,456 54,545 -18,952 -68,433 - -158,385	2023年 实际 12,524 45,506 71,312 278,288 -87,675 -41,887 278,068 -80,000 669,954 -1,029,632 -439,678	预测 -1,211,783 44,174 111,890 398,771 362,128 -14,068 -308,886 -80,000 - - - -80,000	<b>预测</b> -330,371 46,754 143,362 297,753 -179,438 -18,992 -40,932 -80,00080,000	<b>预测</b> 247,149 49,147 168,536 222,482 -158,039 -24,689 504,586 -80,00080,000

资料来源:公司资料,第一 上海预测

第一上海证券有限公司 2024 年 12 月

#### 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101 传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司("第一上海")编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按"现况"提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该 等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。