

教育

收盘价 目标价 潜在涨幅  
美元 11.07 美元 13.30↓ +20.1%

2025年1月24日

## 好未来教育 (TAL US)

### 学习机旺季带动收入超预期

- 2025 财年 3 季度业绩：**收入 6.1 亿美元，同比增 62%，高于我们及彭博一致预期的增速 43%，主要受益于强劲的素质教育培训需求及学习机销售。调整后运营亏损 192 万美元，与我们预期基本一致，好于彭博一致预期的 1,200 万美元。调整后净利润 3,900 万美元，好于我们/市场预期的 1,900 万美元/1,400 万美元，主要受益于其他收益。
- 业绩亮点：**1) **学习服务：**我们估算素养业务收入继续维持高双位数增长，得益于培优素养小班收入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：**受电商大促带动保持高增速，我们估算 3 季度学习机销售收入或创历史新高，公司以丰富的产品组合及持续的功能迭代满足多样化学习需求，强化品牌力及口碑，根据奥维睿沃数据，12 月学而思学习机线上销售额位列第一，市占率达 28%。3) **运营效率持续优化：**营销费用占收比同比提升近 4.7 个百分点至 37%，但管理费用占收比同比下降 11.2 个百分点至 18%。
- 2025 财年 4 季度展望：**4 季度（冬季）为教培行业旺季，收入增速及利润较有机会延续上季度高速增长。我们预计收入同比增 40%至 6 亿美元，持续看好培优素养小班的成长表现，但可能受到智能学习机进入淡季影响，收入环比或降。利润层面看，受收入结构季度性因素影响，运营利润率或较 3 季度进一步优化，预计调整后运营利润率 3.7%，对比去年同期 2.2%。
- 估值：**我们基本维持 2026/27 财年教学服务相关业务收入增长预期约 35%/20%，学习机销售取决于新品发布和推广计划，目前维持相对保守的中高个位数增长预期。公司利润率仍随运营效率提升、学生续费率稳健而持续优化，预计 2026/27 财年运营利润率 7.5%/10.7%。公司持续投入研发，通过 AI 大模型创造新型学习场景，提升学习效率，因业务结构差异，收入增长预期仍稳健。由于我们预计公司盈利能力持续优化，调整估值方法，按 2026 财年 25 倍市盈率，学习机 1 倍市销率，调整目标价至 13.3 美元，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)	7.42
市值 (百万美元)	5,071.17
日均成交量 (百万)	28.46
年初至今变化 (%)	10.48
200天平均价 (美元)	9.81

资料来源: FactSet

### 谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com  
(86) 10 8393 5330

### 孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com  
(86) 10 8393 5333

### 赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com  
(86) 10 8393 5332

### 蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com  
(86) 10 8393 5334

### 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	2,240	2,815	3,307
同比增长 (%)	-76.8	46.2	50.3	25.6	17.5
净利润 (百万美元)	(27)	85	193	310	432
每股盈利 (美元)	(0.04)	0.14	0.31	0.50	0.70
同比增长 (%)	-97.2	-429.9	124.7	60.6	39.3
前EPS预测值 (美元)			0.26	0.40	0.56
调整幅度 (%)			20.7	26.7	26.4
市盈率 (倍)	NA	79.1	35.2	21.9	15.7
每股账面净值 (美元)	6.02	6.00	6.61	7.10	7.80
市账率 (倍)	1.84	1.84	1.67	1.56	1.42

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 3 季度业绩概览

(百万美元) 年结 2 月 28 日	3QFY24	2QFY25	3QFY25	环比 (%)	同比	交银国际 预测	差异 (%)	点评
<b>总收入</b>	<b>374</b>	<b>619</b>	<b>606</b>	-2	62	<b>533</b>	14	受益于强劲的素质教育培训需求及学习机销售
<i>彭博一致预期</i>			<u>540</u>			<u>43%</u>		
成本	(173)	(271)	(287)	6	66	(274)	5	
<b>毛利润</b>	<b>200</b>	<b>349</b>	<b>320</b>	-8	60	<b>260</b>	23	
毛利率 (%)	54	56	53			49		
<b>Non-GAAP 毛利润</b>	<b>203</b>	<b>351</b>	<b>321</b>	-8	58	<b>261</b>	23	
Non-GAAP 毛利率 (%)	54	57	53			49		
<b>运营费用</b>	<b>(233)</b>	<b>(301)</b>	<b>(338)</b>	12	45	<b>(274)</b>	23	
销售费用	(122)	(182)	(226)	24	86	(147)	54	
管理费用	(111)	(119)	(112)	-7	1	(127)	-12	
占收比 (%)	-62	-49	-56			-51		
销售费用	-33	-29	-37			-28		销售费用率同比提升 4.7 个百分点
管理费用	-30	-19	-18			-24		管理费用率同比优化 11.2 个百分点
<b>运营利润</b>	<b>(32)</b>	<b>48</b>	<b>(17)</b>	NA	-46	<b>(15)</b>	17	
运营利润率 (%)	-9	8	-3			-3		
<b>Non-GAAP 运营利润</b>	<b>(10)</b>	<b>65</b>	<b>(2)</b>	NA	-81	<b>(0)</b>	558	
Non-GAAP 运营利润率 (%)	-3	10	0			0		
<b>税前利润</b>	<b>(9)</b>	<b>83</b>	<b>19</b>	-77	NA	<b>5</b>	277	
税费	(15)	(26)	4	NA	NA	(1)	NA	
有效税率 (%)	N.M	31	-16			15		
少数股东权益	0	0	0	-54	-66	0	-54	
<b>净利润</b>	<b>(24)</b>	<b>57</b>	<b>23</b>	-60	NA	<b>4</b>	416	
<b>Non-GAAP 净利润</b>	<b>(2)</b>	<b>74</b>	<b>39</b>	-48	NA	<b>19</b>	103	
Non-GAAP 净利润率 (%)	-1	12	6			4		
<i>彭博一致预期</i>			<u>23</u>					
<b>Non-GAAP EPADS</b>	<b>(0.00)</b>	<b>0.12</b>	<b>0.06</b>	-48	NA	<b>0.03</b>	103	
<i>彭博一致预期</i>			<u>0.04</u>					

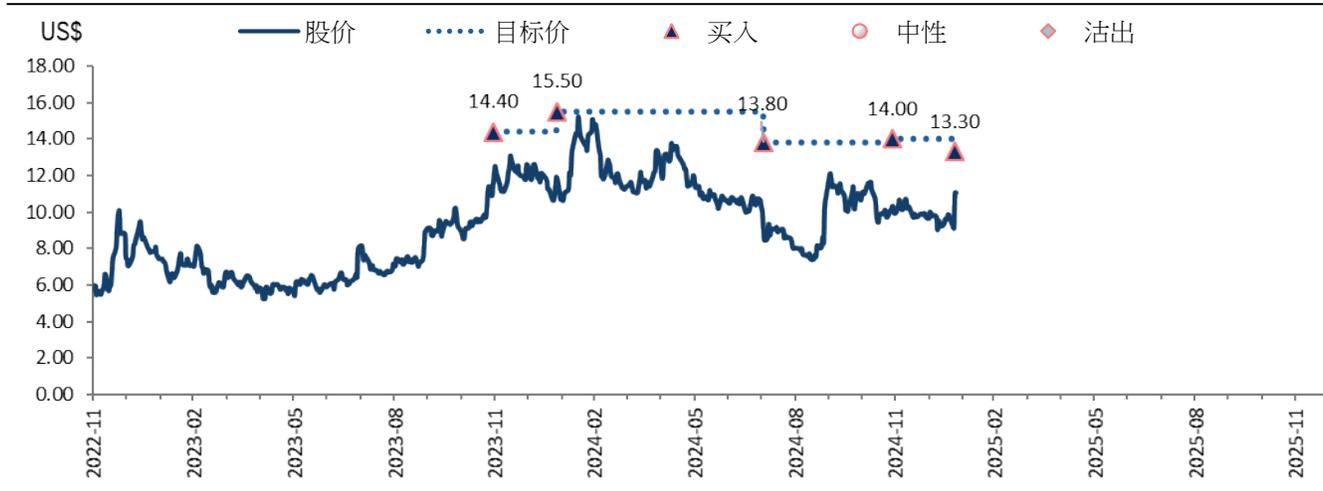
资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 损益表预测

(百万美元) 年结 2 月 28 日	4QFY24	3QFY25	4QFY25E	环比 (%)	同比 (%)	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
总收入	430	606	600	-1	40	1,490	2,240	2,815	3,307
<i>彭博一致预期</i>			<u>595</u>				<u>2,165</u>	<u>2,841</u>	<u>4,122</u>
<b>收入分布</b>									
教学服务	301	377	430	14	43	1,056	1,586	2,144	2,583
内容解决方案	129	230	171	-26	32	434	654	671	724
成本	(202)	(287)	(270)	-6	34	(684)	(1,028)	(1,290)	(1,455)
<b>毛利润</b>	<b>227</b>	<b>320</b>	<b>330</b>	<b>3</b>	<b>45</b>	<b>806</b>	<b>1,213</b>	<b>1,525</b>	<b>1,852</b>
毛利率 (%)	53	53	55			54	54	54	56
<b>Non-GAAP 毛利润</b>	<b>230</b>	<b>321</b>	<b>331</b>	<b>3</b>	<b>44</b>	<b>816</b>	<b>1,219</b>	<b>1,531</b>	<b>1,859</b>
Non-GAAP 毛利率 (%)	54	53	55			55	54	54	56
<b>运营费用</b>	<b>(243)</b>	<b>(338)</b>	<b>(323)</b>	<b>-4</b>	<b>33</b>	<b>(892)</b>	<b>(1,195)</b>	<b>(1,385)</b>	<b>(1,583)</b>
销售费用	(126)	(226)	(175)	-23	39	(443)	(706)	(708)	(793)
管理费用	(117)	(112)	(148)	33	26	(449)	(489)	(676)	(790)
占收比 (%)	-57	-56	-54			-60	-53	-49	-48
销售费用	-29	-37	-29			-30	-32	-25	-24
管理费用	-27	-18	-25			-30	-22	-24	-24
<b>运营利润</b>	<b>(11)</b>	<b>(17)</b>	<b>7</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>(69)</b>	<b>19</b>	<b>140</b>	<b>269</b>
运营利润率 (%)	-3	-3	1			-5	1	5	8
<b>Non-GAAP 运营利润</b>	<b>9</b>	<b>(2)</b>	<b>22</b>	<b>NA</b>	<b>133</b>	<b>20</b>	<b>85</b>	<b>212</b>	<b>354</b>
Non-GAAP 运营利润率 (%)	2	0	3.7			1	4	7.5	10.7
<b>税前利润</b>	<b>34</b>	<b>19</b>	<b>42</b>	<b>114</b>	<b>23</b>	<b>11</b>	<b>158</b>	<b>280</b>	<b>409</b>
税费	(7)	4	(6)	NA	-4	(15)	(31)	(42)	(61)
有效税率 (%)	20	-16	15			88	19	15	15
少数股东权益	0	0	0	0	-76	1	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>28</b>	<b>23</b>	<b>35</b>	<b>54</b>	<b>29</b>	<b>(4)</b>	<b>127</b>	<b>238</b>	<b>348</b>
<b>Non-GAAP 净利润</b>	<b>48</b>	<b>39</b>	<b>51</b>	<b>32</b>	<b>6</b>	<b>85</b>	<b>193</b>	<b>310</b>	<b>432</b>
Non-GAAP 净利润率 (%)	11	6	8			6	9	11	13
<i>彭博一致预期</i>			<u>47</u>				<u>157</u>	<u>259</u>	<u>507</u>
<b>Non-GAAP EPADS</b>	<b>0.08</b>	<b>0.06</b>	<b>0.08</b>	<b>32</b>	<b>6</b>	<b>0.14</b>	<b>0.31</b>	<b>0.50</b>	<b>0.70</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	82.57	102.00	23.5%	2024 年 12 月 11 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	16.43	24.00	46.1%	2025 年 01 月 22 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.00	2.60	30.0%	2025 年 01 月 16 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	40.10	54.00	34.7%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	11.05	14.00	26.7%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	112.70	120.00	6.5%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	7.11	7.40	4.1%	2024 年 12 月 10 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	43.49	38.00	-12.6%	2024 年 11 月 27 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	24.80	29.00	16.9%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	38.70	60.00	55.0%	2025 年 01 月 21 日	电商
PDD US	拼多多	买入	104.01	144.00	38.4%	2024 年 11 月 22 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	86.10	111.00	28.9%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	15.96	15.60	-2.3%	2025 年 01 月 22 日	电商
TAL US	好未来教育	买入	11.07	13.30	20.1%	2025 年 01 月 23 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	36.20	60.00	65.7%	2025 年 01 月 22 日	教育
GOTU US	高途	买入	1.91	4.60	140.8%	2024 年 11 月 20 日	教育
DAO US	有道	买入	6.96	7.30	4.9%	2024 年 11 月 15 日	教育
NTES US	网易	买入	99.45	124.00	24.7%	2025 年 01 月 20 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	34.45	33.00	-4.2%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	381.20	513.00	34.6%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.02	14.00	39.7%	2024 年 08 月 30 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	15.20	18.00	18.4%	2025 年 01 月 22 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	151.10	226.00	49.6%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.62	18.00	42.6%	2024 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	8.86	13.50	52.4%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.36	1.40	2.9%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	14.06	21.00	49.4%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	7.66	13.00	69.7%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	17.94	24.00	33.8%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	514.00	605.00	17.7%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 1 月 23 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	2,240	2,815	3,307
主营业务成本	(436)	(684)	(1,028)	(1,290)	(1,455)
<b>毛利</b>	<b>583</b>	<b>806</b>	<b>1,213</b>	<b>1,525</b>	<b>1,852</b>
销售及管理费用	(283)	(443)	(706)	(708)	(793)
研发费用	(414)	(449)	(489)	(676)	(790)
其他经营净收入/费用	23	16	2	0	0
<b>经营利润</b>	<b>(91)</b>	<b>(69)</b>	<b>19</b>	<b>140</b>	<b>269</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	18	20	85	212	354
财务成本净额	62	85	84	80	80
其他非经营净收入/费用	(92)	(4)	54	60	60
<b>税前利润</b>	<b>(122)</b>	<b>11</b>	<b>158</b>	<b>280</b>	<b>409</b>
税费	(20)	(15)	(31)	(42)	(61)
非控股权益	(4)	1	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>(145)</b>	<b>(4)</b>	<b>127</b>	<b>238</b>	<b>348</b>
作每股收益计算的净利润	(145)	(4)	127	238	348
Non-GAAP标准的净利润	(27)	85	193	310	432

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	2,689	2,969	3,196
有价证券	1,150	1,095	1,149	1,207	1,267
存货	39	68	93	109	119
其他流动资产	(15)	79	354	382	460
<b>总流动资产</b>	<b>3,468</b>	<b>3,699</b>	<b>4,285</b>	<b>4,668</b>	<b>5,043</b>
投资物业	453	284	298	313	329
物业、厂房及设备	289	405	531	702	899
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>1,369</b>	<b>1,555</b>	<b>1,767</b>
<b>总资产</b>	<b>4,724</b>	<b>4,928</b>	<b>5,654</b>	<b>6,222</b>	<b>6,810</b>
应付账款	549	682	1,067	1,336	1,504
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>1,468</b>	<b>1,736</b>	<b>1,904</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>1,675</b>	<b>1,943</b>	<b>2,111</b>
股本	4,401	4,257	4,405	4,467	4,539
储备及其他资本项目	(556)	(595)	(402)	(164)	184
<b>股东权益</b>	<b>3,845</b>	<b>3,662</b>	<b>4,003</b>	<b>4,303</b>	<b>4,723</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>3,980</b>	<b>4,279</b>	<b>4,699</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	158	280	409
折旧及摊销	41	30	24	31	41
营运资本变动	(73)	183	253	224	80
税费	20	15	31	42	61
其他经营活动现金流	131	67	5	(12)	(38)
<b>经营活动现金流</b>	<b>7</b>	<b>306</b>	<b>470</b>	<b>566</b>	<b>553</b>
资本开支	(110)	(113)	(169)	(213)	(250)
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>(238)</b>	<b>(285)</b>	<b>(326)</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>2,689</b>	<b>2,969</b>
<b>年末现金</b>	<b>2,295</b>	<b>2,457</b>	<b>2,689</b>	<b>2,969</b>	<b>3,196</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)	0.210	0.394	0.574
全面摊薄每股收益	(0.228)	(0.006)	0.207	0.388	0.566
Non-GAAP标准下的每股收益	(0.042)	0.140	0.314	0.505	0.703
每股账面值	6.022	6.004	6.612	7.104	7.797
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	57.2	54.1	54.1	54.2	56.0
EBITDA利润率	(4.9)	(2.6)	1.9	6.1	9.4
EBIT利润率	(8.9)	(4.6)	0.9	5.0	8.1
净利率	(14.2)	(0.2)	5.7	8.5	10.5
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
EBITDA利润率	5.7	3.3	4.9	8.7	11.9
经营利润率	1.7	1.3	3.8	7.5	10.7
净利率	(2.7)	5.7	8.6	11.0	13.1
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	(0.6)	1.8	3.7	5.2	6.6
ROE	(0.7)	2.3	5.1	7.5	9.6
ROIC	(3.5)	0.0	3.2	5.6	7.4
<b>其他</b>					
流动比率	4.4	3.4	2.9	2.7	2.6

## 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**

2025年1月24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有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、湖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、山西省安集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技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。**