



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 01 月 25 日

基础数据

1 月 24 日收盘价(美元)	11.69
总市值(亿美元)	71
总股本(亿股 ADS)	6.03

来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外社服】好未来
(TAL.N)FY2025Q2 业绩点评: 行胜于
言, 聚焦核心业务发展-2024.10.30

【兴证海外社服】好未来
(TAL.N)FY2025Q1 业绩点评: 业务持续
恢复, 加快开设教学点-2024.08.03

【兴证海外社服】好未来
(TAL.N)FY2024Q4 业绩点评: 规模扩
张, 效率提升-2024.04.27

分析师: 宋健

S0190518010002

BMV912

songjian@xyzq.com.cn

好未来(TAL.N)

核心业务取得高速增长

投资要点:

- **FY2025Q3 净营收继续高速增长:** 好未来 FY2025Q3 (20240901-20241130) 的净营收为 6.06 亿美元, 同比增长 62.4%, 保持高速增长; Non-GAAP 经营亏损 192 万美元, 经营亏损缩窄; Non-GAAP 归母净利润为 3858.1 万美元, 大幅扭亏。公司聚焦非学科类培训业务, 驱动业绩增长。同时不断推出新款智能硬件, 取得积极的用户反馈和市场认可。
- **积极扩张业务, 经营杠杆开始体现:** FY2025Q3 的销售费用同比增长 85.6%至 2.264 亿美元, 销售费用率为 37.3%, 同比提升 4.7 个百分点, 反应了公司积极扩张业务, 加大销售费用支出。管理费用同比增长 0.8%至 1.115 亿美元, 管理费用率为 18.4%, 同比减少 11.2 个百分点, 随着营收规模不断提升, 公司的经营杠杆开始体现。Non-GAAP 经营利润率和归母净利率分别为-0.3%和 6.4%, 同比均有所改善, 盈利能力有望持续提升。
- **现金流充裕, 现金储备充足:** 截至 20241130, 公司递延收入为 8.256 亿美元, 同比环比都取得大幅增长, 为公司后续高速增长提供保障。公司继续在主要城市新开教学点, 开发新课程, 为更多学生提供学习服务, 教学点的利用率、学生的续班率都保持较高水平。FY2025Q3 的经营性现金流为 3.78 亿美元, 现金储备不断提升, 截至 20241130, 公司持有现金及现金等价物、短期投资约 38.36 亿美元, 较上个季度增长 3.82 亿美元。
- **维持“增持”评级:** 公司的各项经营指标显示公司的业务在持续恢复, 公司继续加大教学点的开设和高质量新课程的研发, 以不断满足学生的学习需求。我们预计公司 FY2025/2026 的营业收入分别为 22.84/30.84 亿美元, 分别同比增长 53.3%/35.0%, 继续保持高增长, Non-GAAP 归母净利润分别为 2.148/3.129 亿美元, 分别同比增长 151.7%/45.7%, 我们维持公司“增持”的评级。
- **风险提示:** 民办教育政策变动, 新业务开展不及预期

主要财务指标

会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万美元)	1,490	2,284	3,084	4,163
同比增长(%)	46.2	53.3	35.0	35.0
Non-GAAP 归母净利润(百万美元)	85.3	214.8	312.9	440.1
同比增长(%)	/	151.7	45.7	40.7
毛利率(%)	54.1	53.2	54.0	54.0
Non-GAAP 归母净利率(%)	5.7	9.4	10.1	10.6
净资产收益率(%)	-0.1	2.7	4.1	5.7
每股 ADS 收益(美元)	0.14	0.35	0.51	0.72

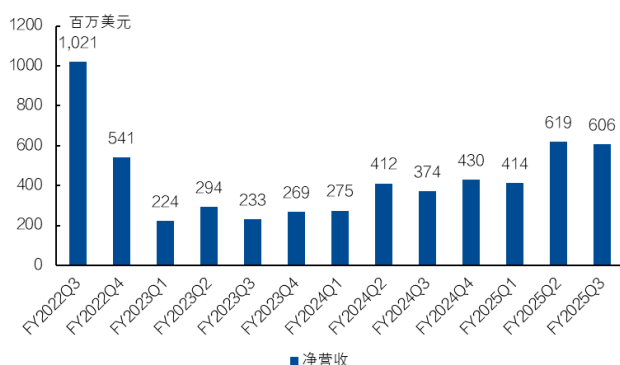
数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

点评

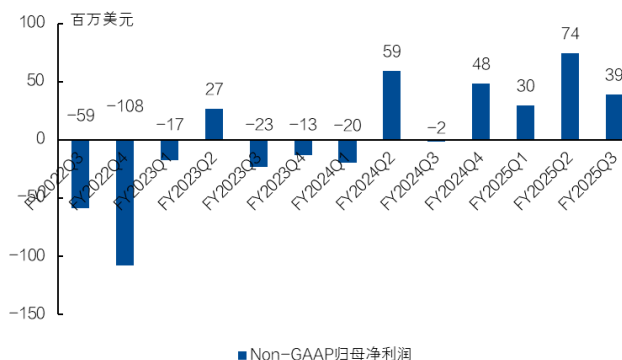
- **FY2025Q3 净营收继续高速增长**: 好未来 FY2025Q3(20240901-20241130) 的净营收为 6.06 亿美元, 同比增长 62.4%, 保持高速增长; Non-GAAP 经营亏损 192 万美元, 经营亏损缩窄; Non-GAAP 归母净利润为 3858.1 万美元, 大幅扭亏。公司聚焦非学科类培训业务, 驱动业绩增长。同时不断推出新款智能硬件, 取得积极的用户反馈和市场认可。

图1、季度净营收



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

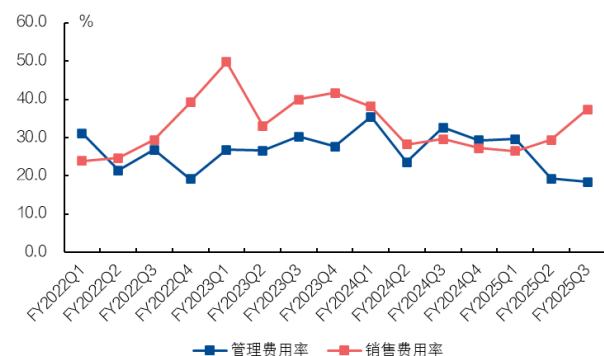
图2、Non-GAAP 归母净利润



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

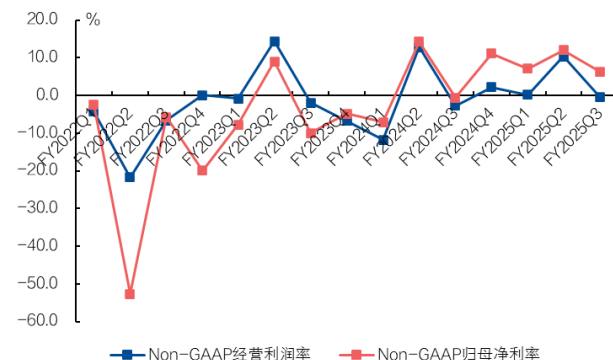
- **积极扩张业务，经营杠杆开始体现**: FY2025Q3 的销售费用同比增长 85.6% 至 2.264 亿美元, 销售费用率为 37.3%, 同比提升 4.7 个百分点, 反应了公司积极扩张业务, 加大销售费用支出。管理费用同比增长 0.8% 至 1.115 亿美元, 管理费用率为 18.4%, 同比减少 11.2 个百分点, 随着营收规模不断提升, 公司的经营杠杆开始体现。Non-GAAP 经营利润率和归母净利率分别为 -0.3% 和 6.4%, 同比均有所改善, 盈利能力有望持续提升。

图3、销售费用率和管理费用率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

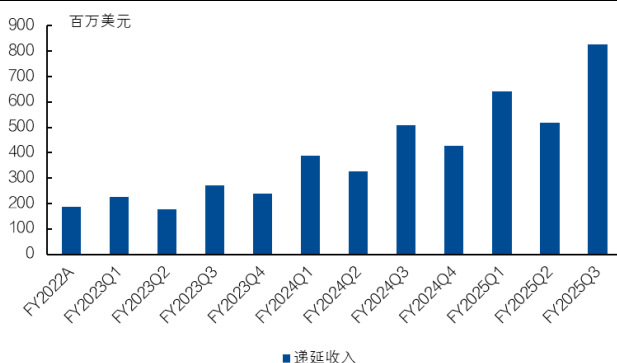
图4、Non-GAAP 经营利润率和归母净利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

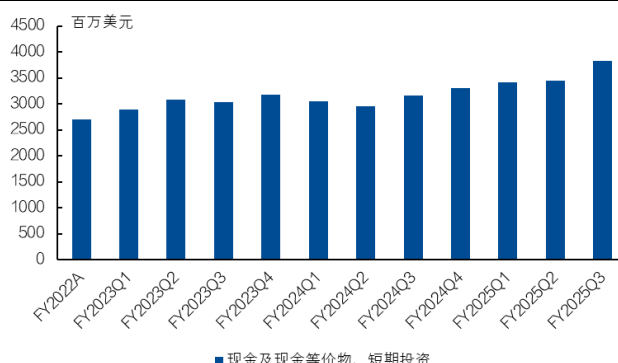
- **现金流充裕，现金储备充足：**截至 20241130，公司递延收入为 8.256 亿美元，同比环比都取得大幅增长，为公司后续高速增长提供保障。公司继续主要在主要城市新开教学点，开发新课程，为更多学生提供学习服务，教学点的利用率、学生的续班率都保持较高水平。FY2025Q3 的经营性现金流为 3.78 亿美元，现金储备不断提升，截至 20241130，公司持有现金及现金等价物、短期投资约 38.36 亿美元，较上个季度增长 3.82 亿美元。

图5、递延收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、现金及等价物、短期投资



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **维持“增持”评级：**公司的各项经营指标显示公司的业务在持续恢复，公司继续加大教学点的开设和高质量新课程的研发，以不断满足学生的学习需求。我们预计公司 FY2025/2026 的营业收入分别为 22.84/30.84 亿美元，分别同比增长 53.3%/35.0%，继续保持高增长，Non-GAAP 归母净利润分别为 2.148/3.129 亿美元，分别同比增长 151.7%/45.7%，我们维持公司“增持”的评级。
- **风险提示：**民办教育政策变动，新业务开展不及预期

附表

资产负债表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	3,699	3,870	4,258	4,792					
现金及现金等价物	2,209	2,363	2,722	3,216					
受限制性现金	168	168	168	168					
短期投资	1,095	1,095	1,095	1,095					
库存	68	85	113	153					
其他流动资产	160	160	160	160					
非流动资产	1,229	1,207	1,192	1,181					
物业及设备净值	405	384	369	358					
土地使用权	189	189	189	189					
长期投资	284	284	284	284					
经营租赁使用权资产	231	231	231	231					
其他非流动资产	119	119	119	119					
资产总计	4,928	5,077	5,450	5,973					
流动负债	1,082	1,118	1,313	1,579					
应付账款	127	107	142	192					
递延收入	400	457	617	833					
其他流动负债	555	555	555	555					
非流动负债	207	207	207	207					
递延收入	28	28	28	28					
其他非流动负债	179	179	179	179					
负债合计	1,289	1,325	1,520	1,786					
归属上市股东权益	3,662	3,763	3,921	4,153					
少数股东权益	-23	-10	8	34					
股东权益合计	3,639	3,752	3,930	4,187					
负债及权益合计	4,928	5,077	5,450	5,973					
现金流量表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
年度溢利	-4	113	177	258					
折旧和摊销	87	122	115	111					
存货	-29	-17	-28	-40					
应付账款	67	-20	35	50					
递延营业收入	191	57	160	216					
经营活动产生现金流量	257	254	459	594					
投资活动产生现金流量	-94	-100	-100	-100					
融资活动产生现金流量	0	0	0	0					
现金净变动	163	154	359	494					
现金的期初余额	2,295	2,457	2,611	2,971					
现金的期末余额	2,457	2,611	2,971	3,465					

利润表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	1,490	2,284	3,084	4,163					
成本	684	1,069	1,419	1,915					
毛利	462	685	910	1,207					
销售费用	462	685	910	1,207					
管理费用	430	525	694	916					
其他收入	16	23	31	42					
经营利润	-69	28	93	167					
利息收入	87	128	147	177					
税前利润	17	156	240	344					
所得税	15	43	62	86					
净利润	-4	113	177	258					
少数股东权益	-1	13	19	26					
Non-GAAP 归母净利润	85	215	313	440					
EPADS(美元)	0.14	0.35	0.51	0.72					
主要财务比率									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
成长性(%)									
营业收入	46.2	53.3	35.0	35.0					
Non-GAAP 归母净利润	/	151.7	45.7	40.7					
盈利能力(%)									
毛利率	54.1	53.2	54.0	54.0					
经营利润率	1.3	6.2	8.0	9.0					
Non-GAAP 归母净利率	5.7	9.4	10.1	10.6					
偿债能力(%)									
资产负债率	26.2	26.1	27.9	29.9					
营运能力(%)									
资产周转率	30.2	45.0	56.6	69.7					
ROE	-0.1	2.7	4.1	5.7					
每股资料(美元)									
每股 ADS 收益	0.14	0.35	0.51	0.72					
每股 ADS 净资产	5.65	5.81	6.05	6.41					
估值比率(倍)									
PE	79.1	31.4	21.6	15.3					
PB	2.0	1.9	1.8	1.7					

数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证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 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股（香港）投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国品资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、政金金融国际（BVI）有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、连云港港口集团、山海（香港）国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shenghai Investment Co.,Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业（香港）有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城（广州）投资集团有限公司、海星国际资本（香港）有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市公营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏圣信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创（香港）科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO.,LTD.、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城开发展有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限责任公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、福建省晋江市城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、集友银行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、

漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团有限公司、江苏叠石桥家纺产业集团有限公司、十堰城市运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、WUXING CITY INVESTMENT HK COMPANY LIMITED、Haitian (BVI) International Investment Development Limited、青岛国信(发展)集团有限责任公司、MINGHU INTERNATIONAL (BVI) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、济南历下控股集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、福建省晋江建控投资控股集团有限公司、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD.、武汉有机控股有限公司、Jinjiang Road and Bridge Construction & Development Co., Ltd.、重庆新双圈城市建设开发有限公司、九江银行、青岛胶州湾发展集团有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、海翼(香港)有限公司、保定市国控集团有限责任公司、泉州城建集团有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、赣州建控投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、万晟国际(维尔京)有限公司、中原国际发展(BVI)有限公司、河南投资集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、中国信达(香港)控股有限公司、资阳发展投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、南洋商业银行有限公司、许昌市投资集团有限公司、江苏双湖投资控股集团有限公司、四川西南发展控股集团有限公司、China Great Wall International Holdings III Ltd、中国长城资产(国际)控股有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、南京银行、武汉地铁集团有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、淮北市建设投资有限责任公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、河南省郑州新区建设投资有限公司、湖北浠川国有资本投资运营集团有限公司、江苏钟吾城乡投资发展集团有限公司、诸暨市国有资产经营有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、Soar Wise Limited、Soar Wind Ltd、中航国际融资租赁有限公司、邳州市产业投资控股集团有限公司、巴中发展控股集团有限公司、江苏润鑫城市投资集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、天府信用增进股份有限公司、农业银行、盐城高新区投资集团有限公司、众森控股(青岛)股份有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、全椒全瑞投资控股集团有限公司、安徽省兴泰融资担保集团有限公司、东兴启航有限公司、东兴证券、黄石市国有资产经营有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、湖州南浔新开建设集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、莱州财金国际有限公司、莱州市财金投资有限公司、民生银行、新沂市交通文旅集团有限公司、泰安高新建设集团有限公司、香港国际(青岛)有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、贵溪市发展投资集团有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、常德财鑫融资担保有限公司、舟山海城建设投资集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、QUAN CHENG FINANCIAL HOLDINGS (BVI) LIMITED、济南金投控股集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、靖江港口集团有限公司、沛县产业投资发展集团有限公司、Taishan Finance International Business Co., Limited、泰安市泰山财金投资集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、湖州市南浔区交通投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD、烟台国丰投资控股集团有限公司、长沙金洲新城投资控股集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、荣利营造控股有限公司、Haichuan International Investment Co Ltd、江苏方洋控股有限公司、都江堰智慧城市运营建设发展集团有限公司、洛阳文化旅游投资有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、佛山市南海联达投资(控股)有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、Mixin International Trading Co., Limited、宜昌高新投资开发有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、武汉金融控股(集团)有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、知识城(广州)投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、浙江杭海新城控股集团有限公司、YANGSHAN OVERSEAS DEVELOPMENT CO., LTD、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、宜春市袁州区国投集团有限公司、郑州市金水控股集团有限公司、肇庆市国联投资控股有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、建德市国有资产投资控股集团有限公司、建投国际(香港)有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、Huafa 2024 I Company Limited、广德市国有资产投资经营有限公司、浙江德盛(BVI)有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、成都市羊安新城开发建设有限公司、Lintou Overseas Co., Limited、临沂投资发展集团有限公司、三水国际发展有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、青岛平度控股集团有限公司、河南省铁路建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、黄石市新城产业投资集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团(开曼群岛)有限公司、山东能源集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、稠州国际投资有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、江门高新技术工业园有限公司、林州市城投控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司、脑动力医疗科技有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、天长市农业发展有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、徽商银行股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

深 圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

北 京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

香 港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk