

教育

收盘价  
港元 35.45

目标价  
港元 46.00

潜在涨幅  
+29.8%

2025 年 4 月 24 日

## 新东方教育科技 (9901 HK)

### 出国业务或仍承压，降本增效或在 4 季度体现

- ④ **2025 财年 3 季度业绩：**收入同比降 2% 至 11.8 亿美元，低于我们/彭博市场预期 3%/4%；不包含东方甄选，教育及文旅收入同比增 21%。调整后运营利润 1.4 亿美元，对应运营利润率 12%，不包含东方甄选运营利润率 13%，较去年同期的 15% 有所下降，主要受留学业务收入增速承压及文旅投入的影响。调整后归母净利润 1.02 亿美元，低于我们/彭博市场预期的 1.2 亿美元，对应净利率 8.6%。
- ⑤ **核心教育：**传统业务贡献收入 57%，留学相关业务收入增速放缓，备考/咨询收入分别同比增 7%/21%。新业务收入维持强劲增长，同比增 35%，占比总收入 27%，较去年同期上升约 7 个百分点。非学科培训季度招生同比增 15% 至 40.8 万人次，增速放缓主要受招生窗口差异影响。智能学习系统及设备付费用户达 30.9 万，同比增 64%。截至 2 月 28 日，教学点达 1189 个，环比增 4%，符合此前 2025 财年扩张节奏 20% 的预期。
- ⑥ **4 季度展望：**我们预计 2025 财年 4 季度核心教育（含文旅）收入同比增 13% 至 10.36 亿美元（管理层指引 10-13% 增速），与此前预期基本一致，增速放缓主要受到出国备考+咨询业务增速降至 8%，对比财年初预期的 20%+ 不确定性增强，其他大学生成人/K12 业务增速仍维持年初稳健增长预期。受到出国相关业务增速放缓影响，公司从 3 季度起启动成本控制策略，预计 4 季度核心教育业务运营利润率将同比提升 1 个百分点。
- ⑦ **估值：**我们预计 2025 财年/2026 财年公司核心教育文旅相关收入增速为 14%/13%，运营利润率预计为 12.1%/12.9%，对比 2024 财年 13.1%。公司加速调整出国留学考培课程结构，预计 2026 下半财年将看到更大贡献，带动该业务整体收入约 5%。出国咨询业务仍是业务内领先品牌，英美留学占比合计超过 50%，预计 2026 财年全年收入持平。K12 相关教育服务仍是公司增长主要贡献因素。考虑公司过往成本控制经验，预计在收入增速略微承压的前提下，公司利润率或有持续释放可能。公司现价对应 2025 年市盈率仅 12 倍，对应超 15% 的利润增长预期，估值吸引。对应教育服务业务 15 倍市盈率，维持目标价 46 港元/64 美元 (EDU US)，维持买入。

### 财务数据一览

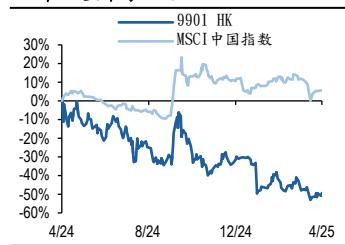
年结 5 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万美元)	2,998	4,314	4,871	5,562	6,300
同比增长(%)	-3.5	43.9	12.9	14.2	13.3
净利润(百万美元)	259	381	457	553	654
每股盈利(美元)	0.15	0.23	0.28	0.34	0.40
同比增长(%)	-124.9	48.7	21.5	23.0	18.4
前 EPS 预测值(美元)			0.29	0.32	0.38
调整幅度(%)			-3.5	7.0	6.1
市盈率(倍)	29.7	20.0	16.5	13.4	11.3
每股账面净值(美元)	2.14	2.26	2.67	3.15	3.64
市账率(倍)	2.14	2.02	1.71	1.45	1.26

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(港元)	70.90
52周低位(港元)	32.85
市值(百万港元)	57,971.03
日均成交量(百万)	3.99
年初至今变化(%)	(27.58)
200 天平均价(港元)	43.60

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

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 5 月 31 日	3QFY24	2QFY25	3QFY25	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
<b>净营收</b>	<b>1,207</b>	<b>1,039</b>	<b>1,183</b>	14	-2	<b>1,224</b>	-3	不包含东方甄选收入同比增 21%
<b>彭博一致预期</b>			<u>1,236</u>					
留学咨询	109	114	132	15	21	113	17	
留学备考	157	135	168	24	7	173	-3	
大学生成人考试	23	74	27	-63	17	30	-9	
高中	290	218	331	52	14	345	-4	
新业务	241	301	325	8	35	336	-3	非学科培训季度招生同比增 15%，增速放缓 主要受招生窗口差异影响
文旅	24	6	41	638	70	41	0	
其他	13	46	14	-70	12	20	-28	
东方甄选	351	144	145	0	-59	167	-13	
<b>营收成本</b>	<b>(645)</b>	<b>(498)</b>	<b>(532)</b>	7	-18	<b>(586)</b>	-9	
<b>毛利</b>	<b>563</b>	<b>540</b>	<b>651</b>	21	16	<b>638</b>	2	
销售及营销开支	(161)	(196)	(182)	-7	13	(184)	-1	
占收比 (%)	13	19	15			15		
一般及行政开支	(288)	(325)	(345)	6	20	(321)	7	
占收比 (%)	24	31	29			26		
<b>经营利润</b>	<b>113</b>	<b>19</b>	<b>125</b>	547	10	<b>134</b>	-7	
<b>调整后经营利润</b>	<b>141</b>	<b>28</b>	<b>141</b>	410	0	<b>144</b>	-2	
其他收入/(支出)	18	34	29	-14	57	31	-7	
税费	(33)	(15)	(53)	259	61	(40)	33	
<b>归属净利润/(亏损)</b>	<b>87</b>	<b>32</b>	<b>87</b>	173	0	<b>125</b>	-30	
<b>调整后归属净利润/(亏损)</b>	<b>105</b>	<b>36</b>	<b>102</b>	186	-3	<b>132</b>	-23	
<b>彭博一致预期</b>			<u>120</u>					
调整后经营利润率 (%)	11.7	2.7	11.9			11.8		
调整后净利率 (%)	8.7	3.4	8.6			10.8		
<b>调整后每股盈利</b>	<b>0.06</b>	<b>0.02</b>	<b>0.06</b>	188	0	<b>0.08</b>	-23	
<b>调整后每股盈利(ADS)</b>	<b>0.63</b>	<b>0.22</b>	<b>0.63</b>	188	0	<b>0.81</b>	-23	
<b>彭博一致预期 (EPADS)</b>			<u>0.74</u>					
<b>教育业务收入</b>	<b>857</b>	<b>894</b>	<b>1,038</b>	16	21	<b>1,057</b>	-2	
同比 (%)		31	21			22		
<b>调整后经营利润-教育业务</b>	<b>129</b>	<b>29</b>	<b>138</b>	383	7	<b>132</b>	4	
调整后经营利润率 (%)	15.1	3.2	13.3			12.5		同比下降，受留学业务收入增速承压及文旅 投入影响

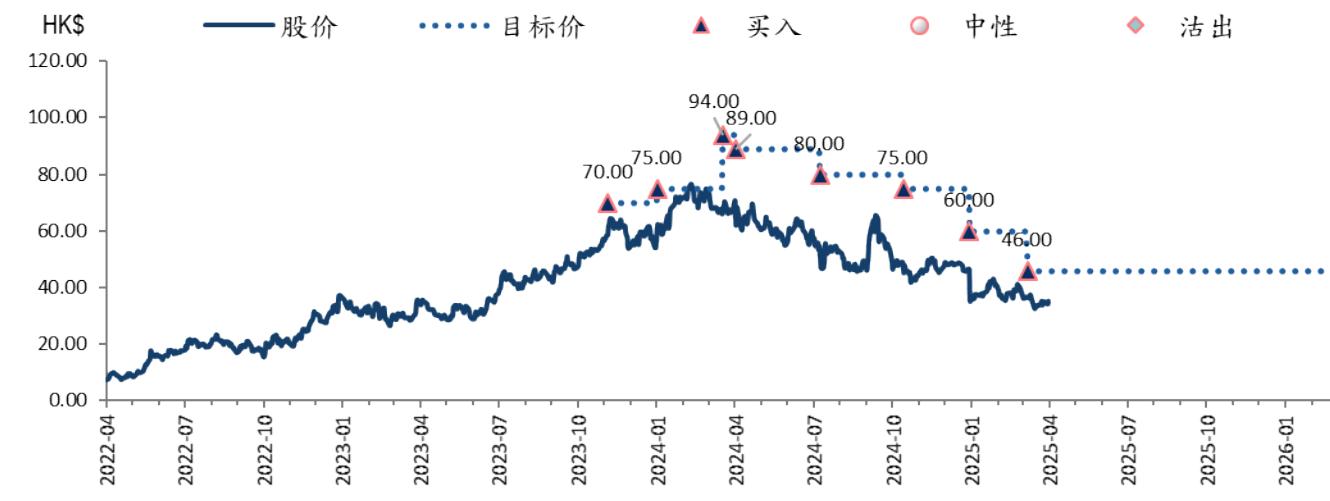
资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 损益表预测

(百万美元) 年结 5 月 31 日	4QFY25E				差异 (%)	环比 (%)	同比 (%)	1QFY26E	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
	4QFY24	3QFY25	原预测	新预测								
<b>净营收</b>	1,137	1,183	1,204	1,213	1	3	7	1,629	4,314	4,871	5,562	6,300
<u>彭博市场预期</u>				<u>1,226</u>				<u>1,610</u>		<u>4,973</u>	<u>5,837</u>	<u>6,786</u>
留学咨询	193	132	195	209	7	58	8	141	507	597	595	613
留学备考	125	168	128	130	2	-22	4	188	546	615	643	689
大学生/成人考试	30	27	38	35	-7	30	17	76	159	203	230	261
高中	296	331	345	340	-1	3	15	438	1,078	1,277	1,441	1,618
新业务	233	325	285	299	5	-8	28	428	917	1,271	1,596	1,939
文旅	5	41	5	5	0	-88	0	106	60	142	168	202
其他	27	14	28	18	-36	26	-51	69	145	142	160	162
东方甄选	228	145	180	178	-1	23	-19	182	901	624	727	816
营收成本	(542)	(532)	(571)	(562)	-2	6	4	(653)	(2,051)	(2,175)	(2,471)	(2,733)
<b>毛利</b>	<b>594</b>	<b>651</b>	<b>633</b>	<b>652</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>976</b>	<b>2,263</b>	<b>2,695</b>	<b>3,091</b>	<b>3,567</b>
销售及营销开支	(208)	(182)	(222)	(220)	-1	21	6	(235)	(661)	(792)	(894)	(1,025)
占收比 (%)	18	15	15	18				14	15	16	16	16
一般及行政开支	(376)	(345)	(394)	(405)	3	18	8	(406)	(1,252)	(1,440)	(1,658)	(1,909)
占收比 (%)	33	29	33	33				25	29	30	30	30
<b>经营利润</b>	<b>11</b>	<b>125</b>	<b>17</b>	<b>26</b>	<b>57</b>	<b>-79</b>	<b>151</b>	<b>336</b>	<b>350</b>	<b>463</b>	<b>539</b>	<b>633</b>
<b>调整后经营利润</b>	<b>36</b>	<b>141</b>	<b>32</b>	<b>49</b>	<b>54</b>	<b>-65</b>	<b>34</b>	<b>372</b>	<b>473</b>	<b>517</b>	<b>662</b>	<b>772</b>
<u>彭博市场预期</u>				<u>31</u>				<u>356</u>		<u>503</u>	<u>662</u>	<u>833</u>
其他收入/(支出)	46	29	31	29	-6	1	-37	29	143	119	116	116
税费	(6)	(53)	(11)	(13)	16	-75	141	(88)	(110)	(158)	(157)	(180)
<b>归母净利润/(亏损)</b>	<b>27</b>	<b>87</b>	<b>34</b>	<b>40</b>	<b>17</b>	<b>-54</b>	<b>50</b>	<b>275</b>	<b>310</b>	<b>405</b>	<b>486</b>	<b>579</b>
<b>调整后归母净利润/(亏损)</b>	<b>37</b>	<b>102</b>	<b>42</b>	<b>55</b>	<b>32</b>	<b>-46</b>	<b>49</b>	<b>294</b>	<b>381</b>	<b>457</b>	<b>553</b>	<b>654</b>
<u>彭博市场预期 (EPADS)</u>				<u>47</u>				<u>292</u>		<u>481</u>	<u>594</u>	<u>736</u>
调整后经营利润率 (%)	3.2	11.9	2.6	4.0				22.8	11.0	10.6	11.9	12.3
调整后净利率 (%)	3.2	8.6	3.5	4.5				18.0	8.8	9.4	9.9	10.4
<b>调整后每股盈利</b>	<b>0.02</b>	<b>0.06</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>33</b>	<b>-46</b>	<b>53</b>	<b>0.18</b>	<b>0.23</b>	<b>0.28</b>	<b>0.34</b>	<b>0.40</b>
<b>调整后每股盈利(ADS)</b>	<b>0.22</b>	<b>0.63</b>	<b>0.26</b>	<b>0.34</b>	<b>33</b>	<b>-46</b>	<b>53</b>	<b>1.82</b>	<b>2.28</b>	<b>2.78</b>	<b>3.41</b>	<b>4.04</b>
<u>彭博市场预期 (EPADS)</u>				<u>0.28</u>				<u>1.77</u>		<u>2.90</u>	<u>3.53</u>	<u>4.40</u>
<b>教育业务收入</b>	<b>908</b>	<b>1,038</b>	<b>1,024</b>	<b>1,036</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>1,447</b>	<b>3,413</b>	<b>4,246</b>	<b>4,834</b>	<b>5,484</b>
同比 (%)		21	13	13				13	40	24	14	13
<b>调整后经营利润-教育业务</b>	<b>20</b>	<b>138</b>	<b>17</b>	<b>34</b>	<b>104</b>	<b>-75</b>	<b>68</b>	<b>355</b>	<b>449</b>	<b>513</b>	<b>591</b>	<b>678</b>
<b>调整后经营利润率 (%)</b>	<b>2.2</b>	<b>13.3</b>	<b>1.6</b>	<b>3.3</b>				<b>24.5</b>	<b>13.1</b>	<b>12.1</b>	<b>12.2</b>	<b>12.4</b>

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

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	87.51	111.00	26.8%	2025年02月19日	广告
1024 HK	快手	买入	51.80	64.00	23.6%	2025年03月26日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	40.68	60.00	47.5%	2025年03月21日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	13.14	17.00	29.4%	2025年03月19日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	164.80	184.00	11.7%	2025年02月25日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	17.24	26.00	50.8%	2025年02月21日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	1.87	2.70	44.4%	2025年02月19日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	5.65	7.20	27.4%	2025年03月14日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.05	28.00	7.5%	2025年03月04日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	100.43	165.00	64.3%	2025年03月21日	电商
JD US	京东	买入	33.56	62.00	84.7%	2025年03月07日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	118.97	165.00	38.7%	2025年02月21日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.00	15.60	30.0%	2025年01月22日	电商
9901 HK	新东方教育科技	买入	35.45	46.00	29.8%	2025年03月31日	教育
DAO US	有道	买入	8.42	12.00	42.5%	2025年02月21日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.98	13.30	21.1%	2025年01月24日	教育
GOTU US	高途	买入	2.87	4.60	60.3%	2024年11月20日	教育
3888 HK	金山软件	买入	38.10	50.00	31.2%	2025年03月20日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	474.20	583.00	22.9%	2025年03月20日	游戏
NTES US	网易	买入	103.71	124.00	19.6%	2025年01月20日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	9.90	10.20	3.0%	2025年04月02日	游戏
9690 HK	途虎	买入	17.06	21.00	23.1%	2025年03月21日	本地生活
3690 HK	美团	买入	133.90	226.00	68.8%	2024年12月02日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.14	18.50	52.4%	2025年03月07日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	8.18	13.50	65.0%	2024年07月12日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.86	1.40	-24.7%	2024年11月14日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	12.00	21.00	75.0%	2025年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.40	9.60	14.3%	2025年03月28日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	20.35	25.50	25.3%	2025年04月16日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	455.40	605.00	32.9%	2024年11月19日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	38.20	64.00	67.5%	2025年03月10日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 \*截至2025年4月23日

**财务数据**

<b>损益表 (百万元美元)</b>						
<b>年结5月31日</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
收入		2,998	4,314	4,871	5,562	6,300
主营业务成本		(1,409)	(2,051)	(2,175)	(2,471)	(2,733)
<b>毛利</b>		<b>1,588</b>	<b>2,263</b>	<b>2,695</b>	<b>3,091</b>	<b>3,567</b>
销售及管理费用		(445)	(661)	(792)	(894)	(1,025)
研发费用		(954)	(1,252)	(1,440)	(1,658)	(1,909)
其他经营净收入/费用		0	0	0	0	0
<b>经营利润</b>		<b>190</b>	<b>350</b>	<b>463</b>	<b>539</b>	<b>633</b>
Non-GAAP标准下的经营利润		280	473	517	662	772
财务成本净额		85	123	139	159	180
其他非经营净收入/费用		33	20	(20)	(42)	(63)
<b>税前利润</b>		<b>309</b>	<b>494</b>	<b>582</b>	<b>656</b>	<b>750</b>
税费		(66)	(110)	(158)	(157)	(180)
非控股权益		(65)	0	0	0	0
<b>净利润</b>		<b>177</b>	<b>384</b>	<b>424</b>	<b>498</b>	<b>570</b>
作每股收益计算的净利润		177	384	424	498	570
Non-GAAP标准的净利润		259	381	457	553	654

<b>资产负债简表 (百万元美元)</b>						
<b>截至5月31日</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
现金及现金等价物		1,805	1,589	1,853	2,925	3,423
有价证券		1,478	2,066	2,169	2,277	2,391
应收账款及票据		33	30	43	51	56
存货		53	93	60	82	75
其他流动资产		1,045	1,612	1,859	2,139	2,107
<b>总流动资产</b>		<b>4,414</b>	<b>5,389</b>	<b>5,984</b>	<b>7,474</b>	<b>8,052</b>
投资物业		400	356	374	392	412
物业、厂房及设备		360	508	767	899	975
无形资产		131	123	101	96	92
其他长期资产		1,089	1,156	1,009	1,034	1,061
<b>总长期资产</b>		<b>1,979</b>	<b>2,143</b>	<b>2,250</b>	<b>2,421</b>	<b>2,539</b>
<b>总资产</b>		<b>6,392</b>	<b>7,532</b>	<b>8,234</b>	<b>9,895</b>	<b>10,591</b>
应付账款		913	1,220	1,068	1,740	1,334
其他短期负债		1,338	1,781	2,010	2,296	2,601
<b>总流动负债</b>		<b>2,251</b>	<b>3,001</b>	<b>3,079</b>	<b>4,036</b>	<b>3,935</b>
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	36	39	43
<b>总长期负债</b>		<b>327</b>	<b>482</b>	<b>484</b>	<b>487</b>	<b>491</b>
<b>总负债</b>		<b>2,578</b>	<b>3,483</b>	<b>3,563</b>	<b>4,523</b>	<b>4,426</b>
股本		1,941	0	0	0	0
储备及其他资本项目		1,663	3,776	4,398	5,099	5,892
<b>股东权益</b>		<b>3,604</b>	<b>3,776</b>	<b>4,398</b>	<b>5,099</b>	<b>5,892</b>
非控股权益		210	273	273	273	273
<b>总权益</b>		<b>3,815</b>	<b>4,049</b>	<b>4,671</b>	<b>5,372</b>	<b>6,165</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

<b>现金流量表 (百万元美元)</b>						
<b>年结5月31日</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
税前利润		301	435	570	676	770
折旧及摊销		125	107	318	369	428
营运资本变动		538	519	114	714	4
税费		66	110	158	157	180
其他经营活动现金流		(59)	(47)	(262)	(192)	(221)
<b>经营活动现金流</b>		<b>971</b>	<b>1,123</b>	<b>897</b>	<b>1,724</b>	<b>1,161</b>
资本开支		(143)	(249)	(487)	(501)	(504)
投资活动		(690)	(121)	(127)	(133)	(140)
其他投资活动现金流		796	(783)	6	6	7
<b>投资活动现金流</b>		<b>(37)</b>	<b>(1,154)</b>	<b>(608)</b>	<b>(628)</b>	<b>(638)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>		<b>(247)</b>	<b>(160)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇率收益/损失		(76)	(25)	(25)	(25)	(25)
<b>年初现金</b>		<b>1,195</b>	<b>1,805</b>	<b>1,589</b>	<b>1,853</b>	<b>2,925</b>
<b>年末现金</b>		<b>1,805</b>	<b>1,589</b>	<b>1,853</b>	<b>2,925</b>	<b>3,423</b>

<b>财务比率</b>						
<b>年结5月31日</b>		<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>每股指标(美元)</b>						
核心每股收益		0.106	0.232	0.259	0.310	0.354
全面摊薄每股收益		0.105	0.230	0.258	0.308	0.352
Non-GAAP标准下的每股收益		0.154	0.228	0.278	0.341	0.404
每股账面值		2.138	2.264	2.672	3.148	3.637
<b>利润率分析(%)</b>						
毛利率		53.0	52.5	55.3	55.6	56.6
EBITDA利润率		10.5	10.6	16.0	16.3	16.8
EBIT利润率		6.3	8.1	9.5	9.7	10.1
净利率		5.9	8.9	8.7	9.0	9.0
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>						
毛利率		53.0	52.5	55.3	55.6	56.6
EBITDA利润率		13.5	13.4	17.1	18.5	19.0
经营利润率		9.3	11.0	10.6	11.9	12.3
净利率		8.6	8.8	9.4	9.9	10.4
<b>盈利能力(%)</b>						
ROA		4.2	5.5	5.8	6.1	6.4
ROE		6.8	9.7	10.5	11.0	11.3
ROIC		5.8	9.1	8.1	9.4	9.5
<b>其他</b>						
流动比率		2.0	1.8	1.9	1.9	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

## 交银国际

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**

## 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、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份公司、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、草姐集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司及滴普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、其联属公司、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、其联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、阻碍或拦截等因素所影响。交银国际证券不明确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，而并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。