公司评级	增持（首次）
报告日期	2025 年 08 月 03 日

基础数据

08 月 01 日收盘价（港元）	34.35
总市值（亿港元）	561.72
总股本（亿股）	16.35

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：宋健
S0190518010002
BMV912
songjian@xyzq.com.cn

新东方-S(09901.HK)

业绩增速放缓，股东回报有保障

投资要点：

- **FY2025Q4 业绩符合预期**：新东方 FY2025Q4（20250301-20250531）的净营收为 12.432 亿美元，同比增长 9.4%，扣除东方甄选的净营收为 10.885 亿美元，同比增长 18.7%；Non-GAAP 经营利润和归母净利润分别为 8167.8 和 9808.3 万美元，分别同比增长 116.3%和 59.4%；Non-GAAP 经营利润率和净利率分别为 6.6%和 7.9%，分别同比提升 3.2 和 2.5 个百分点，公司的季度业绩符合预期。
- **核心教育继续保持增长**：分业务板块看：出国考试准备和出国咨询业务营收分别同比增长 14.6%和 8.2%；成人及大学生业务营收同比增长 17.0%；教育新业务延续高增长势头，营收同比增长 32.5%。非学科类辅导业务报名人次为 91.8 万人次；智能学习系统及设备继续在 60 个城市开展业务，活跃付费用户为 25.5 万人。随着营收基数变大，公司整体的营收增速往下，随着东方甄选的负面影响逐步消除，公司将保持稳健增速。
- **制定新的股东回报计划**：FY2025Q4 公司净经营现金流为 3.991 亿美元，资本开支为 65.9 百万美元。截至季末，公司持有现金及现金等价物、定期存款及短期投资约 49.34 亿美元，保持充足的现金储备。截至 20250531，公司已经完成 7 亿美元的回购计划。公司新制定了三年股东回报计划，拟将不低于前一财年股东应占利润的 50%以股息分配或回购的形式回馈股东。按 2025 财年归母净利润 3.72 亿美元计算，当前股息收益率约为 2.5%。
- **FY2026Q1 及全年展望**：公司预计 FY2026Q1 的净营收约为 14.641-15.072 亿美元，同比增长 2-5%；预计 FY2026 年全年净营收为 51.453-53.903 亿美元，同比增长 5-10%。截至 20250531，公司递延收入达到 19.545 亿美元，同比增长 9.8%，确保后续业绩的增长。
- **给予“增持”评级**：由于受到出国咨询业务的负面影响，公司整体业绩增速有所放缓，但教育新业务仍然保持稳健扩张，同时公司加强降本增效，公司的盈利能力有望逐步提升，同时公司制定了新的三年股东回报计划，股东回报的确定性更有保障。我们预计公司 FY2026/2027 的营业收入分别为 53.90/59.83 亿美元，分别同比+10.0%/+11.0%，Non-GAAP 归母净利润分别为 5.86/6.77 亿美元，分别同比增长 13.4%/15.5%，我们给予公司“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

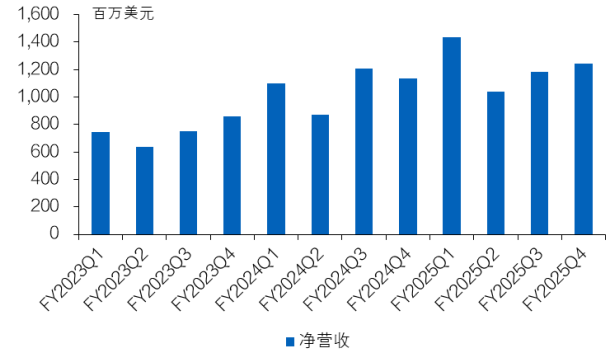
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	4,900	5,390	5,983	6,701
同比增长(%)	13.6	10.0	11.0	12.0
Non-GAAP 归母净利润(百万美元)	517	586	677	797
同比增长(%)	11.4	13.4	15.5	17.7
毛利率(%)	55.4	55.5	55.6	55.7
Non-GAAP 归母净利率(%)	10.6	10.9	11.3	11.9
净资产收益率(%)	10.0	12.4	13.0	13.7
每股 ADS 收益(美元)	3.19	3.62	4.18	4.92

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

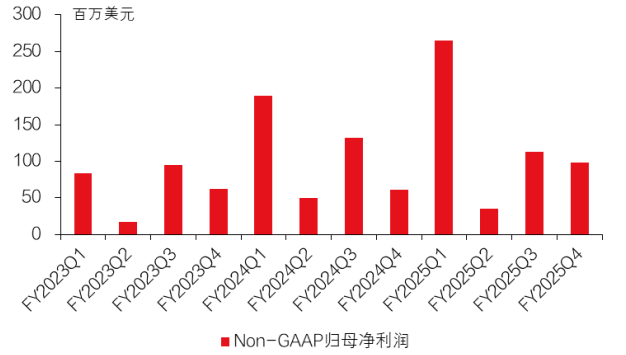
- **FY2025Q4 业绩符合预期**：新东方 FY2025Q4（20250301-20250531）的净营收为 12.432 亿美元，同比增长 9.4%，扣除东方甄选的净营收为 10.885 亿美元，同比增长 18.7%；Non-GAAP 经营利润和归母净利润分别为 8167.8 和 9808.3 万美元，分别同比增长 116.3%和 59.4%；Non-GAAP 经营利润率和净利率分别为 6.6%和 7.9%，分别同比提升 3.2 和 2.5 个百分点，公司的季度业绩符合预期。

图1、公司的季度净营收



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

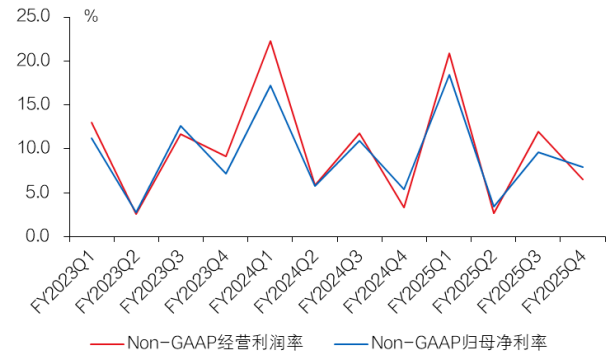
图2、Non-GAAP 归母净利润



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

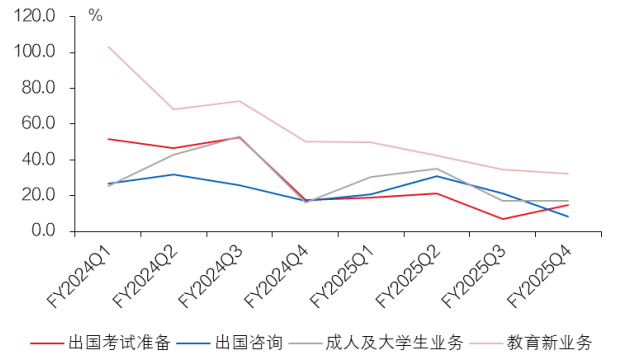
- **核心教育继续保持增长**：分业务板块看：出国考试准备和出国咨询业务营收分别同比增长 14.6%和 8.2%；成人及大学生业务营收同比增长 17.0%；教育新业务延续高增长势头，营收同比增长 32.5%。非学科类辅导业务报名人次为 91.8 万人次；智能学习系统及设备继续在 60 个城市开展业务，活跃付费用户为 25.5 万人。随着营收基数变大，公司整体的营收增速往下，随着东方甄选的负面影响逐步消除，公司将保持稳健增速。

图3、Non-GAAP 经营利润率及归母净利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

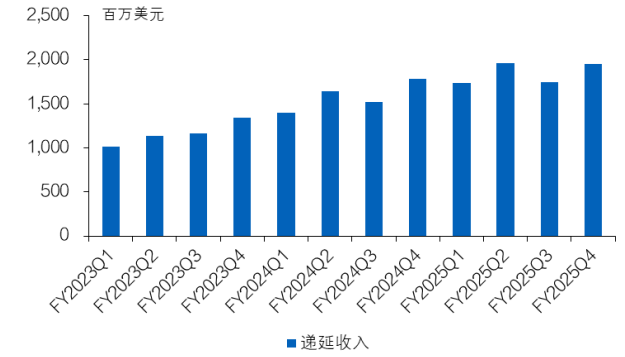
图4、各项业务营收增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

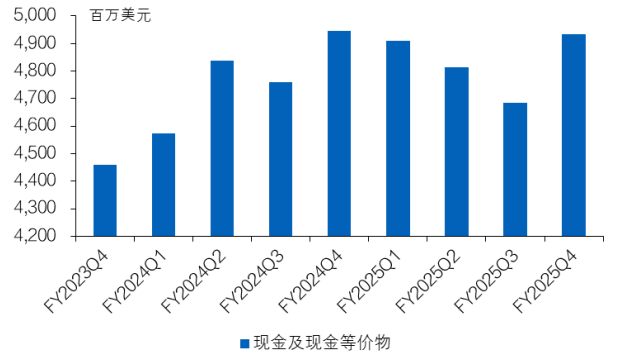
- **制定新的股东回报计划**：FY2025Q4 公司净经营现金流为 3.991 亿美元，资本开支为 65.9 百万美元。截至季末，公司持有现金及现金等价物、定期存款及短期投资约 49.34 亿美元，保持充足的现金储备。截至 20250531，公司已经完成 7 亿美元的回购计划。公司新制定了三年股东回报计划，拟将不低于前一财年股东应占利润的50%以股息分配或回购的形式回馈股东。按2025财年归母净利润 3.72 亿美元计算，当前股息收益率约为 2.5%。

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、现金及现金等价物



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **FY2026Q1 及全年展望**：公司预计 FY2026Q1 的净营收约为 14.641-15.072 亿美元，同比增长 2-5%；预计 FY2026 年全年净营收为 51.453-53.903 亿美元，同比增长 5-10%。截至 20250531，公司递延收入达到 19.545 亿美元，同比增长 9.8%，确保后续业绩的增长。

- **给予“增持”评级**：由于受到出国咨询业务的负面影响，公司整体业绩增速有所放缓，但教育新业务仍然保持稳健扩张，同时公司加强降本增效，公司的盈利能力有望逐步提升，同时公司制定了新的三年股东回报计划，股东回报的确定性更有保障。我们预计公司 FY2026/2027 的营业收入分别为 53.90/59.83 亿美元，分别同比+10.0%/+11.0%，Non-GAAP 归母净利润分别为 5.86/6.77 亿美元，分别同比增长 13.4%/15.5%，我们给予公司“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	**2025E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
流动资产	**5,188**	**5,726**	**6,632**	**7,776**
现金及现金等价物	1,612	2,139	3,028	4,143
定期存款及短期投资	2,966	2,966	2,966	2,966
应收账款净额	34	35	44	52
其他流动资产	576	587	595	615
非流动资产	**2,618**	**2,524**	**2,450**	**2,384**
物业及设备净额	767	674	599	533
长期投资	388	388	388	388
其他非流动资产	1,462	1,462	1,462	1,462
资产总计	**7,805**	**8,250**	**9,082**	**10,159**
流动负债	**3,290**	**3,223**	**3,447**	**3,791**
应付账款	911	912	929	955
递延收入	1,954	1,887	2,094	2,412
应付所得税	168	168	168	168
其他流动负债	256	256	256	256
非流动负债	**562**	**562**	**562**	**562**
递延税项负债	14	14	14	14
其他非流动资产	548	548	548	548
负债合计	**3,852**	**3,785**	**4,009**	**4,353**
股东权益	3,662	4,148	4,725	5,422
少数股东权益	292	317	348	384
总权益	**3,954**	**4,465**	**5,073**	**5,806**
负债及权益合计	**7,805**	**8,250**	**9,082**	**10,159**

现金流量表				单位:百万美元
会计年度	**2025E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
净利润	376	512	607	733
折旧和摊销	72	102	153	135
营运资金的变动	739	665	742	859
存货变动	12	-11	-8	-20
递延收入变动	174	-68	208	318
经营活动产生现金流量	**897**	**587**	**949**	**1,176**
资本性支出	-361	-60	-60	-60
投资活动产生现金流量	**-93**	**-60**	**-60**	**-60**
融资活动产生现金流量	**-585**	**0**	**0**	**0**
现金净变动	225	527	889	1,116
现金的期初余额	1,412	1,636	2,163	3,052
现金的期末余额	**1,636**	**2,163**	**3,052**	**4,168**

利润表				单位:百万美元
会计年度	**2025E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
营业收入	4,900	5,390	5,983	6,701
营业成本	2,183	2,396	2,654	2,966
毛利	**2,717**	**2,994**	**3,329**	**3,736**
销售费用	784	852	927	1,005
管理费用	1,444	1,590	1,735	1,910
营业利润	428	552	667	821
其他净收入	118	130	143	157
长期投资公允价值变动损益	-10	0	0	0
税前利润	522	682	810	978
所得税	146	171	202	244
净利润	376	512	607	733
少数股东损益	4	26	30	37
归属母公司净利润	**372**	**486**	**577**	**697**
Non-GAAP 归母净利润	**517**	**586**	**677**	**797**

主要财务比率				
会计年度	**2025E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
成长性(%)				
营业收入	13.6	10.0	11.0	12.0
营业利润	22.2	29.0	20.8	23.1
Non-GAAP 归母净利润	11.4	13.4	15.5	17.7
盈利能力(%)				
毛利率	55.4	55.5	55.6	55.7
经营利润率	8.7	10.2	11.1	12.2
Non-GAAP 归母净利率	10.6	10.9	11.3	11.9
ROE	10.0	12.4	13.0	13.7
营运能力(次)				
资产周转率	0.64	0.67	0.69	0.70
每股指标(美元)				
每股 ADS 收益	3.19	3.62	4.18	4.92
每股 ADS 净资产	22.6	25.6	29.2	33.5
估值比率(倍)				
PE	16.9	14.9	12.9	11.0
PB	1.5	1.3	1.2	1.0

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武汉光谷产业投资有限公司、郑州城市发展集团有限公司、四川发展融资担保股份有限公司、四川自贡汇东发展股份有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、丹阳投资集团有限公司、凤美国际投资有限公司、国泰君安国际、河南水利投资集团有限公司、厦门象屿集团有限公司、香港象屿投资有限公司、绵阳市投资控股（集团）有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、青岛城乡小区建设融资担保有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、广州开发区投资集团有限公司、拨康视云制药有限公司、商丘新城建设投资集团有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、淄博市城市资产运营集团有 限公司、周六福珠宝股份有限公司、黄山旅游集团有限公司、山东国惠投资控股集团有限公司、瀚惠国际有限公司、九江市城市发展集团有限公司、九江市工发产业投资有限公司、青岛陆港国际开发建设有限公司、中国飞机租赁、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、新琪安集团股份有限公司、烟台市正源投资控股集团有限公司、沂盛(维尔京)国际有限公司、正源国际发展有限公司、天津临港投资发展集团有限公司、天津临港投资控股集团有限公司、中泰国际财务（英属维京群岛）有限公司、中泰金融国际有限公司、中泰证券、广西交通投资集团有限公司、成都银行股份有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、鲁南（枣庄）经济开发投资有限公司、鲁南发展投资控股(枣庄)集团有限公司、山东沂河控股集团有限公司、泰州鑫泰集团有限公司、泰州国控投资集团有限公司、工商银行、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、国能环保投资集团有限公司、济南能源集团有限公司、江苏立恰实业发展有限公司、咸宁城市发展(集团)有限责任公司、开封市发展投资集团有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、博兴县财金投资集团有限公司、焦作市国有资本运营（控股）集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、双城(重庆)信用增进股份有限公司、成都天府大港集团有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、成都兴锦建设投资集团有限责任公司、贵溪经开控股发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、金峰有限公司、越秀房产信托基金、越秀房托资产管理有限公司、福建省晋尚控股集团有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、唐山国际投资(香港)有限公司、淮安开发控股有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省中豫融资担保有限公司、济源济康科技有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、滕州信华投资集团有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、九江银行、江西省信用融资担保集团股份有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛（维尔京）国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、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、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、淮安市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资有限责任公司、稠州国际投资有限公司、江门高新技术工业园有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、徽商银行股份有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、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、济南市中财金投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、南京银行、三水国际发展有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、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、山东泉汇产业发展有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、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、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、中原资产管理有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、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、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、郑州地铁集团有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、徽商银行、怀远县新型城镇化建设有限公司、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、万晟国际（维尔京）有限公司、新沂市交通文旅集团有限公司、XD 民生银行、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资

控股集团有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、赤壁城市发展集团有限公司、黄石产投控股集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、四海国际投资有限公司、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、Wuhan Optics Valley Industrial Investment Co., Ltd.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、SICHUAN DEVELOPMENT FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、SICHUAN ZIGONG HUIDONG DEVELOPMENT CO., LTD.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd、DANYANG INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Phoenix Charm International Investment Limited、GUOTAI JUNAN I、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD、XMXYG CORPORATION、HONGKONG XIANGYU INVESTMENT CO., LIMITED、MIANYANG INVESTMENT HOLDING (GROUP) CO., LTD.、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Zhangzhou Jiulongjiang Group Co., Ltd、QINGDAO URBAN AND RURAL DEVELOPMENT FINANCING AND GUARANTY CO.,LTD、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Guangzhou Development District Investment Group Co., Ltd、Cloudbreak Pharma Inc.、HENAN ZHONGYU CREDIT PROMOTION CO. LTD、SHANGQIU NEW CITY CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD、TAIXING RUNJIA HOLDINGS CO.，LTD.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、SHANDONG GUOHUI INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、HANHUI INTERNATIONAL LIMITED、Jiujiang Municipal Development Group Co., Ltd.、Jiujiang Gongfa Industrial Investment Co., Ltd.、QINGDAO LANDPORT INTERNATIONAL DEVELOPMENT CONSTRUCTION CO,LTD.、CALC Bonds Limited、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、CALC、Taizhou Chemical New Materials Industry Development Group Co., Ltd.、TAIXING JINJIANG INVESTMENT CO., LTD.、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、Yantai Zhengyuan Investment Holding Group Co., Ltd.、Yisheng (BVI) International Co., Ltd、Zheng Yuan International Development (BVI) Co., Limited、Shandong Yimeng Industrial Group Co., Ltd.、Tianjin Lingang Investment Development Group Co., Ltd.、Tianjin Lingang Investment Holding Group Co., Ltd.、ZHONGTAI INTERNATIONAL FINANCE (BVI) COMPANY LIMITED、ZHONGTAI FINANCIAL INTERNATIONAL LIMITED、ZHONGTAI SECURITIES、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD、FUJIAN JINJIANG CONSTRUCTION INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、BANK OF CHENGDU CO., LTD.、Chengdu Inland Port Hub Investment & Development (Group) Co., Ltd.、Lunan Zaozhuang Economic Development Investment Co Ltd、Lunan Development Investment Holding (Zaozhuang) Group Co., Ltd.、SHANDONG YIHE HOLDING GROUP CO., LTD.、Yixin Innovation Technology Company Limited、Xin Fu (BVI) Co., Limited.、Taizhou Xintai Group Co., Ltd.、Taizhou Guokong Investment Group Co., Ltd.、INDUSTRIAL AND COMMERCIAL BANK OF CHINA、WEIFANG URBAN CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Guoneng Environmental Protection Investment Group Co., Limited、Jinan Energy Group Co., Ltd.、Jiangsu Liqia Industrial Development Co., Ltd.、QINGDAO JIMO DISTRICT URBAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、Xianning Urban Development (Group) Co., Ltd、Huangshi Chantou Holding Group Co., Ltd、Kaifeng Development and Investment Group Co., Ltd.、JINGDEZHEN URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BOXING FINANCIAL INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiaozuo State-owned Capital Operation (Holding) Group Co., Ltd.、Linyi City Development International Co.,Limited、LINYI CITY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD、Chengdu-Chongqing Bond Insurance Co., Ltd.、Chengdu Tianfu Dagang Group Co., Ltd.、Chengdu Economic Development Industrial Investment Group Co., Ltd.、China Great Wall International Holdings VI Limited、China Great Wall AMC (International) Holdings Company Limited、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Chengdu Xingjin Construction Investment Group Co., Ltd.、Guixi Jingkai Holding Development Group Co., Ltd.、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Zhangzhou Transportation Development Group Co., Ltd.、SAN SHUI INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD、Huzhou Wuxing State-Owned Capital Investment Development Co., Ltd.、Moon King Limited、YUEXIU REIT、Yuexiu REIT Asset Management Limited、FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP CO., LTD.（FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP）、Tangshan Holding Development Group Co., LTD、Tangshan International Investment (Hong Kong) Co., Ltd、Huai'an Development Holdings Co Ltd、XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD.、FOSHAN GAOMING CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Baoding National Hi-tech Industry Development Zone Development Co Ltd、Henan Airport Investment Group Co., Ltd.、Henan Zhongyu Financing Guarantee Co., LTD、Jiyuan city Jikang technology Co., LTD、QUANZHOU NANYI INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD、QINGDAO JIAOZHOU URBAN DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、BANK OF BEIJING、XIANGTAN ZHENXIANG STATE-OWNED ASSETS MANAGEMENT INVESTMENT CO., LTD.、HUBEI UNITED DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、BANKOFJIUJIANG、Shengzhou Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LISHUI ECONOMIC AND TECHNOLOGICAL DEVELOPMENT ZONE INDUSTRIAL DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) FINANCIAL LEASING CO., LTD.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiangmen High-tech Industrial Park Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited、Huishang Bank Corporation Limited、Fuzhou Digital Economy Investment Group Co., Ltd、Hubei Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Fengdu Cultural And Tourism Group Co., Ltd.、Chongqing Sanxia Financing Guarantee Group Corporation、Zhejiang DES (BVI) Co., Ltd、Hangzhou Fuyang Transportation Development Investment Group Co., Ltd.、JINAN SHIZHONG FINANCE INVESTMENT GROUP CO., LTD、JIANGSU JIANGYAN ECONOMIC DEVELOPMENT GROUP CO., LTD、BANK OF NANJING、SAN Shui International Development Co Ltd（BVI）、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd、ANHUI XIHU INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Huaibei City Construction Investment Holding Group Company Limited、Quzhou Qutong Transportation Investment Development Co., Ltd.、Chengdu Wuhou Industrial Development Investment Management Group Co., Ltd.、Wenzhou Lucheng District State-owned Holding Group Co., Ltd.、Shandong Mingshui Guokai Development Group Co., Ltd、Mixin International Trading Co., Limited、Yichang High-tech Investment Development Co., Ltd.、ZHONGYUAN DAYU INTERNATIONAL (BVI) CO., LTD.、ZHONGYUAN ASSET MANAGEMENT CO., LTD、Chengdu Transportation Investment Group Co., Ltd.、Binzhou Bincheng Economic Development Investment Company Limited、Fuqing State-owned Assets Operation Investment Group Co., Ltd.、HUISHANG BANK、Huaiyuan County New Urbanization ConstructionCo.Ltd、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD、YANTAI GUOFENG INVESTMENT HOLDINGS GROUP CO., LTD、JINAN HI-TECH HOLDING GROUP CO., LTD.、Luoyang Guosheng Investment Holding Group Co., Ltd.、CHINA MINSHENG BANKING、CHANGDE CAIXIN

FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、HUNAN RUIXIN INDUSTRIAL OPERATION MANAGEMENT CO., LTD.、Ganzhou Urban Investment Holding Group Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、Fujian Jinjiang Construction Investment Holding Group Co., Ltd.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	北 京
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	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：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	**香 港（兴证国际）**
地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼	地址：香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼全层
邮编：518035	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk