中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·美股公司简评　　教育

FY25 业绩超预期，FY26 指引留学疲软、教育新业务快速增长

新东方(EDU.N)

核心观点

FY25Q4（25 年 3-5 月）公司营收同比+9.4%，教育主业（含文旅，不含甄选）营收同比+18.7%（指引为同比+10%至 13%），系春季班收入在 Q4 确认较往年略多，FY25Q4 出国考培、出国咨询、国内考试、教育新业务同比+14.6%、+8.2%、+17%、+32.5%。FY25Q4 公司不含东方甄选业务的 Non-GAAP 经营利润率为 6.5%/+4.1pct，系去年同期低基数叠加降本增效。截至 2025 年 5 月底，教学点 1300 余个/增速约 30%。

展望 FY26，①FY26Q1 营收增速指引为 2%至 5%，FY26 营收指引增速 5%-10%，系出国业务拖累、预计 K12 新业务保持快速增长，FY26Q2 收入有望提速。②FY26 出国业务利润率或将下滑，叠加文旅减亏、东方甄选利润率修复及降本增效，FY26 利润率预计持平或微增。③FY26 全年网点扩张速度为 10%-15%。④公司 FY26 分红率不低于 50%（约 1.86 亿美元）、股息率约 3%。

事件

公司发布 FY25 全年业绩（对应 24 年 6 月-25 年 5 月）：FY25 营收 49.0 亿美元/+13.6%；归母净利润 3.72 亿美元/+20.1%；经营利润为 4.28 亿美元/+22.2%；Non-GAAP 净利润 5.17 亿美元/+11.4%；Non-GAAP 经营利润为 5.54 亿美元/+15.8%。

公司发布 FY25Q4 业绩（对应 25 年 3 月-25 年 5 月）：FY25Q4 营收 12.43 亿美元/+9.4%；归母净利润 0.07 亿美元/-73.7%；经营利润为-0.09 亿美元/-182.4%；Non-GAAP 净利润 0.98 亿美元/+59.4%；Non-GAAP 经营利润为 0.82 亿美元/+116.3%。

简评

FY25Q4 营收超出指引上限、业绩表现超预期，教育新业务仍保持稳健增长。FY25Q4（对应 25 年 3 月-5 月）公司营收 12.43 亿美元/+9.4%，其中教育主业（含文旅，不含甄选）营收 10.89 亿美元/+18.7%（此前指引为同比+10%至 13%），主要系春节较早导致春季班收入在 Q4 确认较往年略多，其中：

1）传统教育业务：FY25Q4 出国考培、出国咨询、国内考试业务美元收入分别同比+14.6%、+8.2%、+17%，其中留学和咨询增速放缓、预计后续仍承压。

维持　　买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：　2025 年 08 月 06 日

当前股价：　44.65 美元

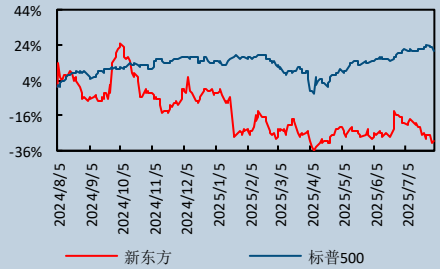
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-17.24/-18.61	-8.60/-26.96	-28.92/-46.26

12 月最高/最低价（美元）	80.60/41.22
总股本（万股）	16,352.88
流通股本（万股）	16,352.88
总市值（亿美元）	73.02
流通市值（亿美元）	73.02
近 3 月日均成交量（万）	118.95
主要股东	
Michael Minhong Yu	12.20%

股价表现



相关研究报告

25.01.25	【中信建投轻工纺服及教育】新东方(EDU):FY25Q2 表现优异，预计 Q3 出国业务增长有所承压
24.11.02	【中信建投轻工纺服及教育】新东方(EDU):暑期旺季教育业务利润率提升，教学网点稳健扩张

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2）教育新业务：FY25Q4 营收同比+32.5%，其中教育新业务中智能硬件业务增速快于非学科业务，FY25Q4 非学科培训季度招生 91.8 万人次/+5%，智能学习系统及设备付费用户达 25.5 万/+36%。

3）电商直播东方甄选业务：FY25Q4 电商业务营收 1.55 亿美元/-29.7%，系东方甄选完成“与辉同行”的剥离。

4）利润率：FY25Q4 公司不含东方甄选业务的 Non-GAAP 经营利润率为 6.5%/+4.1pct，主要系去年同期低基数叠加公司推进降本增效。

5）教学网点稳健扩张：截至 5 月 31 日教学点达 1300 余个/全年扩张约 30%，超过此前 2025 财年扩张节奏 20%-25%的预期，主要系 FY25Q4 公司开设了部分面积较小的教学点。

FY26Q1 及 FY26 营收指引增速较低主要系出国业务拖累，预计 K12 新业务保持稳健增长、甄选业务逐步恢复。①营收端，公司指引 FY26 集团收入同比增长 5%至 10%，公司预计 FY26Q1 的营收约 14.641-15.072 亿美元，同比增长 2%至 5%，预计主要系出国业务疲软影响，叠加公司基数增长因素。其中 FY26Q1 指引低于 FY26 全年主要系排课错期、出国需求下滑以及甄选同期高基数影响（去年同期含部分与辉同行），预计 FY26Q2 起收入增速有望提速。②**利润端，**基于公司持续调整出国留学相关备考课程，出国业务利润率或将下滑，叠加文旅减亏、东方甄选利润率修复以及公司推进降本增速，公司将致力于 FY26 整体利润率持平或微增。③FY26 全年网点和学习中心扩张目标为 10%-15%。

公司推出新的三年股东回报计划，分红率不低于 50%、对应股息率约 3%。公司推出 3 年股东回报计划（FY26 生效），将以现金分红及/或股票回购方式向股东返还 FY25 归母净利润比例不低于 50%，FY2025 公司实现归母净利润 3.72 亿美元，估算今年股东回报总额将不低于 1.86 亿美元，对应股息率约 3%。

盈利预测：预计 FY2026-FY2028 营收分别为 53.4、58.3、63.2 亿美元，同比+9.0%、+9.1%、+8.4%；Non-GAAP 净利润分别为 5.69、6.38、7.10 亿美元，同比+10.0%、+12.2%、+11.3%，对应 PE 分别为 13.4、12.0、10.7 倍，维持“买入”评级。

注：财年截止到5 月底。

风险提示：

1）政策监管风险：在 K12 教育培训政策从严的背景下，公司严格遵守现有教育法规和政策，贯彻国家“双减政策”，密切关注行业形势变化，后续若政策出现变化，会对公司经营产生影响。

2）新业务拓展不达预期的风险：公司正在拓展非学科类培训业务以及东方甄选直播电商业务，且新业务处于快速放量阶段，其中新拓展业务营收占比接近 50%，若后续新业务拓展不达预期，或影响公司整体业绩。

3）运营成本上升的风险：受国家宏观政策因素影响，公司将结合实际情况调整业务经营策略，可能面临品牌重建、课程打磨、教师及员工队伍重新招聘培养、市场重新投入、场地改造、证照更新等问题，可能加大公司运营成本，导致公司利润水平下降的风险。

图 1:EDU 各季度经营数据

营运数据	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4
智能学习设备活跃付费用户（万人）	13.1	10.8	10.8	9.9	18.1	18.1	18.8	18.8	32.3	26.1	30.9	25.5
yoy					38.2%	67.6%	74.1%	89.9%	78.5%	44.2%	64.4%	35.6%
非学科类辅导报名人数（万人）	29.7	47.7	21.8	62.9	43.8	78.6	78.6	87.5	48.4	99.4	40.8	91.8
yoy					47.5%	64.8%	260.6%	39.1%	10.5%	26.5%	-48.1%	4.9%
单季度各业务营收增速（美元口径）	**FY23Q1**	**FY23Q2**	**FY23Q3**	**FY23Q4**	**FY24Q1**	**FY24Q2**	**FY24Q3**	**FY24Q4**	**FY25Q1**	**FY25Q2**	**FY25Q3**	**FY25Q4**
单季度营收	-43.1%	-3.1%	22.8%	64.2%	47.7%	36.3%	60.1%	32.1%	30.5%	19.4%	-2.0%	9.4%
出国考试	2%	17%	13%	52%	52%	47%	52.6%	17.7%	18.8%	21.1%	7.1%	14.6%
出国咨询	21%	14%	5%	6%	27%	32%	25.7%	17.3%	20.7%	31.1%	21.4%	8.2%
大学国内考试				34.0%	26.0%	42.7%	53.2%	16.4%	30.4%	34.9%	17.0%	17.0%
教育新业务						68.3%	72.7%	50.3%	49.8%	42.6%	34.5%	32.5%

数据来源：wind，中信建投证券

图 2:EDU 各季度财务数据

截止时间	20230831	20231130	20240228	20240531	20240831	20241130	20250228	20250531
单位：亿美元	**FY24Q1**	**FY24Q2**	**FY24Q3**	**FY24Q4**	**FY25Q1**	**FY25Q2**	**FY25Q3**	**FY25Q4**
单季度总营收	**11.00**	**8.70**	**12.07**	**11.37**	**14.35**	**10.39**	**11.83**	**12.43**
yoy	*47.7%*	*36.3%*	*60.1%*	*32.1%*	*30.5%*	*19.4%*	*-2.0%*	*9.4%*
营收（除东方甄选）	**9.57**	**6.81**	**8.57**	**9.17**	**12.78**	**8.94**	**10.38**	**10.89**
yoy					*33.5%*	*31.3%*	*21.10%*	*18.70%*
东方甄选营收	**1.43**	**1.89**	**3.50**	**2.20**	**1.57**	**1.44**	**1.45**	**1.55**
yoy					*10.3%*	*-23.4%*	*-58.6%*	*-29.6%*
营收指引（美元口径，标红为不含甄选）	32%-35%	23%-26%	42%-45%	28%-31%	31%-34%	25%-28%	18%-21%	10%-13%
营收指引（人民币口径）							20%-23%	12%-15%
利润率	**FY24Q1**	**FY24Q2**	**FY24Q3**	**FY24Q4**	**FY25Q1**	**FY25Q2**	**FY25Q3**	**FY25Q4**
Non-GAAP经营利润率（不含甄选）	22.2%	3.1%	15.10%	2.40%	24.4%	3.2%	13.3%	6.5%
实际变动					2.20%	0.12%	-1.80%	4.1%
Non-GAAP经营利润率（含甄选）	22.3%	5.9%	11.7%	3.2%	20.9%	2.7%	12.0%	6.6%
实际变动	9.2%	3.3%	0.0%	-5.9%	-1.3%	-3.2%	0.3%	3.4%
利润率	**FY24Q1**	**FY24Q2**	**FY24Q3**	**FY24Q4**	**FY25Q1**	**FY25Q2**	**FY25Q3**	**FY25Q4**
毛利率	59.9%	51.4%	46.6%	52.3%	59.3%	52.0%	55.1%	54.2%
经营利润率	18.6%	2.5%	9.4%	0.9%	20.4%	1.9%	10.5%	-0.7%
净利率	15.0%	3.5%	7.2%	2.4%	17.1%	3.1%	7.4%	0.6%
销售费用率	12.4%	17.8%	13.4%	18.3%	13.5%	18.9%	15.4%	17.0%
管理费用率	28.9%	31.1%	23.8%	33.0%	25.4%	31.3%	29.1%	33.0%
Non-GAAP净利率	17.2%	5.8%	11.0%	3.2%	18.4%	3.4%	9.6%	7.9%
Non-GAAP经营利润率（含甄选）	22.3%	5.9%	11.7%	3.2%	20.9%	2.7%	12.0%	6.6%
Non-GAAP经营利润率（除甄选）	22.2%	3.1%	15.1%	2.4%	24.4%	3.2%	13.3%	6.5%
同比变动					2.2%	0.1%	-1.8%	4.1%
利润率	**FY24Q1**	**FY24Q2**	**FY24Q3**	**FY24Q4**	**FY25Q1**	**FY25Q2**	**FY25Q3**	**FY25Q4**
毛利润	6.59	4.47	5.63	5.94	8.52	5.40	6.51	6.73
销售费用	1.36	1.55	1.61	2.08	1.94	1.96	1.82	2.12
管理费用	3.18	2.71	2.88	3.76	3.65	3.25	3.45	4.10
经营利润	2.05	0.21	1.13	0.11	2.93	0.19	1.25	-0.09
yoy	*163.0%*	*957.8%*	*70.6%*	*-78.1%*	*42.9%*	*-9.6%*	*9.8%*	*-182.6%*
净利润	1.65	0.30	0.87	0.27	2.45	0.32	0.87	0.07
yoy	*150.6%*	*4007.4%*	*6.8%*	*-6.9%*	*48.4%*	*6.2%*	*0.1%*	*-73.7%*
Non-GAAP净利润	1.89	0.50	1.32	0.37	2.65	0.36	1.13	0.98
yoy	*126.2%*	*207.7%*	*38.3%*	*-40.5%*	*39.8%*	*-29.1%*	*-14.3%*	*165.6%*
NON-GAAP营业利润	2.45	0.51	1.41	0.36	3.00	0.28	1.42	0.82
yoy	*152.2%*	*212.2%*	*60.3%*	*-53.8%*	*22.6%*	*-45.8%*	*0.8%*	*125.9%*

数据来源：wind，中信建投证券

图 3:EDU 年度财务数据

单位：亿美元	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
营收	**30.96**	**35.79**	**42.77**	**31.05**	**29.98**	**43.14**	**49.00**
yoy	26.5%	15.6%	19.5%	-27.4%	-3.5%	43.9%	13.6%
毛利	**17.20**	**19.90**	**22.40**	**13.51**	**15.88**	**22.63**	**27.17**
销售费用	**3.84**	**4.45**	**6.01**	**4.67**	**4.45**	**6.61**	**7.84**
管理费用	**10.34**	**11.46**	**14.90**	**18.67**	**9.54**	**12.52**	**14.45**
经营利润	**3.02**	**3.99**	**1.49**	**-9.83**	**1.90**	**3.50**	**4.28**
归母净利润	**2.38**	**4.13**	**3.34**	**-11.88**	**1.77**	**3.10**	**3.72**
Non-GAAP经营利润	**4.11**	**4.84**	**3.89**	**-10.46**	**2.59**	**4.79**	**5.54**
Non-GAAP净利润	**3.77**	**4.61**	**1.86**	**-8.50**	**2.80**	**4.64**	**5.17**
调整后毛利	**17.20**	**19.92**	**22.46**	**13.51**	**15.91**	**22.83**	**27.16**
调整后销售费用	**3.83**	**4.41**	**5.94**	**4.69**	**4.39**	**6.35**	**7.79**
调整后管理费用	**9.64**	**10.90**	**14.35**	**17.31**	**8.72**	**11.75**	**13.88**
盈利能力&费用率	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
净利率	7.7%	11.5%	7.8%	-38.2%	5.9%	7.2%	7.6%
经营利润率	9.7%	11.1%	3.5%	-31.6%	6.3%	8.1%	8.7%
毛利率	55.6%	55.6%	52.4%	43.5%	53.0%	52.5%	55.4%
销售费用率	12.4%	12.4%	14.0%	15.0%	14.8%	15.3%	16.0%
管理费用率	33.4%	32.0%	34.8%	60.1%	31.8%	29.0%	29.5%
Non-GAAP 经营利润率	13.3%	13.5%	9.1%	-33.7%	8.6%	11.1%	11.3%
Non-GAAP 净利率	12.2%	12.9%	4.4%	-27.4%	9.3%	10.8%	10.6%
调整后毛利率	55.6%	55.7%	52.5%	43.5%	53.1%	52.9%	55.4%
调整后销售费用率	12.4%	12.3%	13.9%	15.1%	14.6%	14.7%	15.9%
调整后管理费用率	31.1%	30.5%	33.5%	55.7%	29.1%	27.2%	28.3%

数据来源：wind，中信建投证券

资产负债表(百万美元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**5,389**	**5,188**	**6,230**	**7,295**	**8,439**
现金	3,455	3,486	4,331	5,224	6,194
应收票据及应收账款合计	30	34	44	48	52
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	309	308	365	398	432
存货	93	81	96	104	112
其他流动资产	1,502	1,279	1,394	1,521	1,649
非流动资产	**2,143**	**2,618**	**2,476**	**2,335**	**2,193**
长期投资	356	388	378	368	358
固定资产	508	767	647	527	407
无形资产	23	68	57	45	34
其他非流动资产	1,256	1,394	1,394	1,394	1,394
资产总计	**7,532**	**7,805**	**8,706**	**9,630**	**10,632**
流动负债	**3,001**	**3,290**	**3,654**	**3,967**	**4,283**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	106	80	110	120	129
其他流动负债	2,895	3,209	3,544	3,847	4,154
非流动负债	**482**	**562**	**562**	**562**	**562**
长期借款	14	14	14	14	14
其他非流动负债	467	548	548	548	548
负债合计	**3,483**	**3,852**	**4,216**	**4,529**	**4,845**
少数股东权益	273	292	299	307	318
股本	2	0	0	0	0
资本公积	1,870	0	0	0	0
留存收益	1,904	3,662	4,191	4,794	5,469
归属母公司股东权益	3,776	3,662	4,191	4,794	5,469
负债和股东权益	**7,532**	**7,805**	**8,706**	**9,630**	**10,632**

现金流量表(百万美元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**1123**	**897**	**710**	**737**	**791**
净利润	325	376	486	562	636
折旧摊销	107	0	132	132	132
财务费用	-153	0	-97	-119	-142
其他经营现金流	844	521	190	162	166
投资活动现金流	**-1,154**	**-93**	**38**	**38**	**38**
资本支出	-405	-80	0	0	0
其他投资现金流	-749	-13	38	38	38
筹资活动现金流	**-160**	**-585**	**97**	**119**	**142**
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-160	-585	97	119	142
现金净增加额	**-192**	**218**	**845**	**893**	**970**

利润表(百万美元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**4,314**	**4,900**	**5,340**	**5,827**	**6,317**
营业成本	2,051	2,183	2,399	2,603	2,809
其他营业费用	0	60	0	0	0
销售费用	661	784	833	903	979
管理费用	1,252	1,444	1,527	1,661	1,794
营业利润	**350**	**428**	**581**	**660**	**735**
财务费用	-153	0	-97	-119	-142
其他经营损益	-10	108	0	0	0
利润总额	**494**	**536**	**678**	**779**	**877**
所得税	110	146	182	207	232
权益法投资的亏损	-59	-14	-10	-10	-10
净利润	**325**	**376**	**486**	**562**	**636**
少数股东损益	16	4	7	9	10
归属母公司净利润	**310**	**372**	**479**	**553**	**625**
经调整项目	154	145	90	85	85
Non-GAAP净利润	**464**	**517**	**569**	**638**	**710**

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)		13.60	8.98	9.12	8.41
Non-GAAP净利润(%)		11.45	10.04	12.16	11.30
盈利能力					
毛利率(%)	52.45	55.45	55.08	55.33	55.54
Non-GAAP净利率(%)	10.76	10.55	10.65	10.95	11.24
OP Margin(%)	8.12	8.74	10.88	11.33	11.64
ROE(%)	8.20	10.15	12.62	12.58	12.35
偿债能力					
资产负债率(%)	46.24	49.35	48.43	47.03	45.57
净负债比率(%)	-84.97	-87.80	-96.14	-102.11	-106.78
流动比率	1.80	1.58	1.70	1.84	1.97
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.89	2.27	3.23	3.69	4.13
每股经营现金流(最新摊薄)	6.87	5.48	4.34	4.51	4.84
每股净资产(最新摊薄)	23.09	22.39	25.63	29.32	33.45
估值比率					
P/E（Non-GAAP）	16.43	14.74	13.40	11.95	10.73
P/B	2.00	2.07	1.80	1.58	1.38
EV/EBITDA	-2.40	-1.40	-1.79	-2.39	-2.98

数据来源：wind，中信建投证券

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

纺服轻工&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk