

互联网	收盘价 美元 11.12	目标价 美元 14.00↓	潜在涨幅 +25.9%
-----	-----------------	------------------	----------------

2024 年 8 月 14 日

腾讯音乐 (TME US)

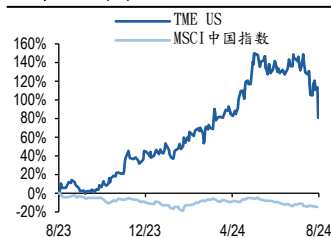
2 季度利润超预期；全年音乐会员净增下调，聚焦 SVIP 运营提升 ARPPU

- 2024 年 2 季度利润超预期。**腾讯音乐 2 季度收入为 72 亿元（人民币，下同），基本符合我们和 Visible Alpha 一致预期，同比降 2%，仍受社交娱乐业务调整影响。毛利率 42%，同/环比优化 8/1 个百分点，持续受益于订阅及广告收入增长、自制内容增加。经调整归母净利润 18.7 亿元（同比增 22%），高于市场预期的 17.9 亿元，经调整净利率 26%，同环比提升 5/1 个百分点，受益于毛利率优化及管理费用优化，部分被税率提升所抵消。
- 在线音乐基本符合预期。**在线音乐收入 54 亿元，同比增 28%，收入占比环比提升 2 个百分点至 76%。音乐订阅维持增势，同比增 29%。音乐会员 1.17 亿，环比净增 350 万，略低于 Visible Alpha 一致预期的 366 万，对应付费率 20.5%，同/环比+3.8/0.9 个百分点。月 ARPPU 10.7 元，同/环比+10%/1%。非会员业务收入同比增 24%，小幅超我们/市场预期，主要受创新广告形式、艺人周边及线下演出等拉动。
- 展望：管理层指引下下半年将强化 SVIP 运营，通过内容、音质音效等权益促进 ARPPU 提升，会员净增将回归稳态增长，较上半年放缓。**我们预计 3 季度音乐订阅收入+21%，会员净增 170 万（全年 1400 万，下调 280 万），月 ARPPU 受高端会员拉动或同比+5%至 10.8 元；非会员同比收入+24%至 17 亿元，仍受创新广告、艺人周边及线下演出驱动；社交收入主播流失压力持续，预期 3 季度收入 14 亿元，同比-28%。
- 估值：基于音乐会员及社交收入下调，我们下调 2024/25 年收入预测 2%/4%，但考虑好于预期的成本费用优化趋势，基本维持 2024/25 年经调整净利润预期。**下调 SOTP 目标价至 14 美元/56 港元（1698 HK）（原为 17 美元/65 港元），其中 1）音乐 12 美元，参考可比优质内容平台及版权公司平均 20 倍市盈率；2）社交 1 美元，基于 5 倍市盈率；3）现金 1 美元。业绩发布后，公司美股股价最高下跌 16%，主要反映会员净增指引下调部分影响市场对会员收入增长信心。我们认为中国音乐行业竞争格局稳定，尽管会员增长放缓，但基于领先的市场地位及资源优势，腾讯音乐会员及 ARPPU 长期增长空间应不变，预计收入增长及毛利率优化将继续驱动盈利能力释放。维持**买入**。

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)	15.49
52周低位 (美元)	6.02
市值 (百万美元)	7,780.78
日均成交量 (百万)	41.53
年初至今变化 (%)	23.42
200天平均价 (美元)	12.56

资料来源: FactSet

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

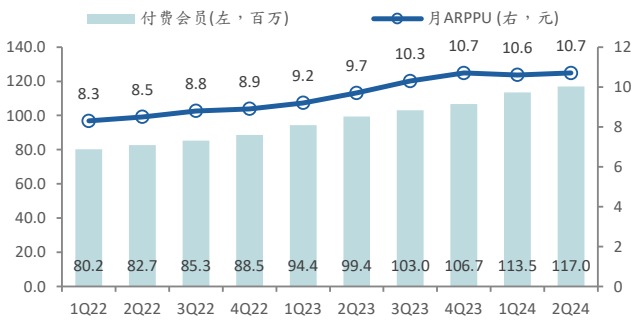
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	28,339	27,752	28,183	30,360	33,120
同比增长 (%)	-9.3	-2.1	1.6	7.7	9.1
净利润 (百万人民币)	4,745	5,923	7,206	8,030	9,015
每股盈利 (人民币)	2.93	3.74	4.34	4.83	5.42
同比增长 (%)	18.7	27.6	16.0	11.3	12.1
前EPS预测值 (人民币)			4.28	4.89	5.47
调整幅度 (%)			1.5	-1.1	-1.0
市盈率 (倍)	27.2	21.3	18.4	16.5	14.7
每股账面净值 (人民币)	29.70	35.30	33.01	39.09	37.24
市账率 (倍)	2.68	2.26	2.41	2.04	2.14
股息率 (%)		1.2	1.4	1.5	1.7

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。

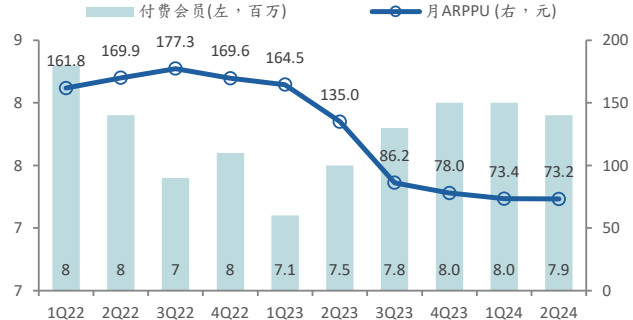
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 音乐付费用户和月 ARPPU



资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 社交娱乐付费用户和月 ARPPU



资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 2024 年 2 季度业绩概览

(百万元人民币)	2Q23	1Q24	2Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预期	差异 (%)	点评
总收入	7,286	6,768	7,160	6	-2	7,082	1	
1. 在线音乐	4,249	5,007	5,424	8	28	5,395	1	
1) 会员业务	2,890	3,615	3,740	3	29	3,746	0	
付费会员 (百万)	99.4	113.5	117.0	3	18	117.2	0	付费率 20.5%，同/环比+3.8/0.9ppts
每月 ARPPU (人民币)	9.7	10.6	10.7	1	10	10.7	0	
2) 非会员收入	1,359	1,392	1,684	21	24	1,649	2	
2. 社交娱乐服务和其它	3,037	1,761	1,736	-1	-43	1,687	3	
付费会员 (百万)	7.5	8.0	7.9	-1	5	8.0	-1	
每月 ARPPU (人民币)	135	73	73	0	-46	70	4	
主营业务成本	4,789	3,997	4,150	4	-13	4,113	1	
毛利	2,497	2,771	3,010	9	21	2,970	1	
毛利率 (%)	34	41	42			42		订阅及广告收入增长，自制内容增加
市场推广费用	211	187	210	12	0	212	-1	
行政费用	1,044	949	938	-1	-10	1,020	-8	调整后管理费用占收入比同/环比优化 1.2/0.4 个百分点
运营利润	1,242	1,635	1,862	14	50	1,737	7	
运营利润率 (%)	17	24	26			25		
净利润	1,348	1,530	1,794	17	33	1,616	11	
净利润率 (%)	19	23	25			23		
调整后净利润	1,579	1,812	1,985	10	26	1,837	8	
调整后净利润率 (%)	22	27	28			26		
调整后归母净利润	1,529	1,704	1,873	10	22	1,723	9	
调整后归母净利润率 (%)	21	25	26			24		
调整后摊薄每股盈利 (人民币)	1.0	1.1	1.2	9	24	1.1	8	

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 2024 年 3 季度展望

(百万元人民币)	3Q23	2Q24	3Q24E	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	6,569	7,160	7,006	-2	7	27,752	28,183	30,360	33,120
<u>彭博一致预期</u>			<u>7,291</u>				<u>28,891</u>	<u>32,499</u>	<u>35,979</u>
在线音乐	4,553	5,424	5,558	2	22	17,325	21,802	24,782	27,774
会员业务	3,189	3,740	3,860	3	21	12,094	15,198	17,311	19,492
付费会员 (百万)	103	117	119	1	15	101	117	126	134
月 ARPPU (人民币)	10.3	10.7	10.8	1	5	10.0	10.8	11.5	12.2
非会员收入	1,364	1,684	1,698	1	24	5,231	6,604	7,471	8,281
社交娱乐服务和其它	2,016	1,736	1,448	-17	-28	10,427	6,380	5,579	5,346
付费会员 (百万)	7.8	7.9	7.5	-5	-4	7.6	7.6	7.0	6.7
月 ARPPU (人民币)	86	73	65	-12	-25	114	70	66	66
主营业务成本	4,227	4,150	4,033	-3	-5	17,957	16,323	17,289	18,547
毛利	2,342	3,010	2,973	-1	27	9,795	11,860	13,071	14,573
毛利率 (%)	36	42	42			35	42	43	44
市场推广费用	219	210	227	8	3	897	877	947	1,033
行政费用	1,049	938	943	1	-10	4,121	3,799	3,900	4,089
运营利润	1,074	1,862	1,804	-3	68	4,777	7,184	8,224	9,452
运营利润率 (%)	16	26	26			17	25	27	29
调整后运营利润	1,259	2,026	1,964	-3	56	5,513	7,867	8,920	10,210
调整后运营利润率 (%)	19	28	28			20	28	29	31
净利润	1,263	1,794	1,715	-4	36	5,220	6,818	7,673	8,662
净利润率 (%)	19	25	24			19	24	25	26
调整后净利润	1,503	1,985	1,900	-4	26	6,223	7,662	8,548	9,601
调整后净利润率 (%)	23	28	27			22	27	28	29
调整后归母净利润	1,408	1,873	1,784	-5	27	5,923	7,206	8,030	9,015
调整后归母净利润率 (%)	21	26	25			21	26	26	27
<u>彭博一致预期</u>			<u>1,874</u>				<u>7,329</u>	<u>8,788</u>	<u>10,127</u>
调整后摊薄每股盈利 (人民币)	0.9	1.2	1.1	-4.8	28.1	3.7	4.3	4.8	5.4

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5: SOTP 估值

业务	2025 年净利润	市盈率	2025 年估值 (百万美元)	目标价 (美元)	目标价 (港元)
在线音乐	6,797	20	19,419	12	48
社交娱乐	1,233	5	881	1	2
现金			2,098	1	5
合计			22,398	14	56

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 6: 腾讯音乐 (TME US) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 7: 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 发布日期	子行业
BIDU US	百度	买入	86.20	129.00	49.7%	2024 年 07 月 17 日	广告
TME US	腾讯音乐	买入	11.12	14.00	25.9%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.30	4.20	27.3%	2024 年 07 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	45.05	55.00	22.1%	2024 年 07 月 17 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	13.99	20.00	43.0%	2024 年 07 月 15 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	92.05	120.00	30.4%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.95	5.90	-15.1%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	34.99	33.00	-5.7%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	24.75	29.00	17.2%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	144.02	213.00	47.9%	2024 年 05 月 23 日	电商
JD US	京东	买入	26.13	40.00	53.1%	2024 年 05 月 17 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	81.10	111.00	36.9%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	11.14	13.40	20.3%	2024 年 06 月 26 日	电商
GOTU US	高途	买入	4.62	7.50	62.3%	2024 年 08 月 08 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	9.18	13.80	50.3%	2024 年 08 月 02 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	54.65	80.00	46.4%	2024 年 08 月 01 日	教育
DAO US	有道	买入	3.36	5.00	48.8%	2024 年 05 月 24 日	教育
NTES US	网易	买入	89.47	117.00	30.8%	2024 年 05 月 24 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	20.85	30.00	43.9%	2024 年 05 月 22 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	378.60	457.00	20.7%	2024 年 05 月 16 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.74	15.00	39.7%	2024 年 03 月 28 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	15.66	24.00	53.3%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	103.40	129.00	24.8%	2024 年 06 月 07 日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	10.18	13.50	32.6%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.33	1.70	27.8%	2024 年 07 月 19 日	物流
2618 HK	京东物流	中性	7.98	9.80	22.8%	2024 年 07 月 13 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	22.30	30.00	34.5%	2024 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.80	14.00	29.6%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	13.26	25.00	88.5%	2024 年 05 月 22 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	331.80	509.00	53.4%	2024 年 05 月 21 日	在线旅行社

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2024 年 8 月 13 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	28,339	27,752	28,183	30,360	33,120
主营业务成本	(19,566)	(17,957)	(16,323)	(17,289)	(18,547)
毛利	8,773	9,795	11,860	13,071	14,573
销售及管理费用	(1,144)	(897)	(877)	(947)	(1,033)
研发费用	(4,413)	(4,121)	(3,799)	(3,900)	(4,089)
经营利润	3,216	4,777	7,184	8,224	9,452
Non-GAAP标准下的经营利润	4,050	5,513	7,867	8,920	10,210
财务成本净额	711	1,052	1,190	1,216	1,216
应占联营公司利润及亏损	38	127	76	80	80
其他非经营净收入/费用	408	89	22	0	0
税前利润	4,373	6,045	8,472	9,520	10,748
税费	(534)	(825)	(1,654)	(1,848)	(2,086)
非控股权益	(162)	(300)	(456)	(519)	(585)
净利润	3,677	4,920	6,361	7,154	8,076
作每股收益计算的净利润	3,677	4,920	6,361	7,154	8,076
Non-GAAP标准的净利润	4,745	5,923	7,206	8,030	9,015

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	9,555	13,567	15,178	22,956	27,464
有价证券	0	0	0	0	0
应收账款及票据	2,670	2,918	2,757	3,356	3,312
其他流动资产	14,334	13,451	13,480	13,750	14,094
总流动资产	26,559	29,936	31,414	40,063	44,870
物业、厂房及设备	323	490	455	428	408
其他有形资产	4,330	4,274	4,274	4,274	4,274
无形资产	2,368	2,032	1,895	1,804	1,747
其他长期资产	33,429	38,804	33,101	40,818	30,558
总长期资产	40,450	45,600	39,724	47,324	36,988
总资产	67,009	75,536	71,138	87,387	81,858
应付账款	4,022	3,472	3,346	3,876	3,871
其他短期负债	7,695	8,542	6,057	9,323	7,176
总流动负债	11,717	12,014	9,402	13,198	11,047
其他长期负债	6,165	6,320	5,172	6,942	5,980
总长期负债	6,165	6,320	5,172	6,942	5,980
总负债	17,882	18,334	14,574	20,140	17,027
股本	2	2	2	2	2
储备及其他资本项目	48,097	55,905	54,810	64,975	61,974
股东权益	48,099	55,907	54,812	64,977	61,976
非控股权益	1,028	1,295	1,751	2,270	2,855
总权益	49,127	57,202	56,564	67,247	64,831

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	4,373	6,045	8,472	9,520	10,748
合资企业/联营公司收入调整	(38)	(127)	(76)	(80)	(80)
折旧及摊销	1,160	1,004	804	774	759
营运资本变动	2,221	786	(2,510)	2,925	(2,451)
利息调整	(711)	(1,052)	(1,190)	(1,216)	(1,216)
税费	(534)	(825)	(1,654)	(1,848)	(2,086)
其他经营活动现金流	1,010	1,506	1,891	1,928	1,992
经营活动现金流	7,481	7,337	5,736	12,004	7,665
资本开支	(85)	(165)	(165)	(165)	(165)
投资活动	1,055	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(2,416)	(1,698)	(1,435)	(1,459)	(485)
投资活动现金流	(1,446)	(1,863)	(1,600)	(1,624)	(650)
权益净变动	(3,124)	(1,192)	(1,000)	(800)	(500)
其他融资活动现金流	(295)	(346)	(1,526)	(1,801)	(2,007)
融资活动现金流	(3,419)	(1,538)	(2,526)	(2,601)	(2,507)
汇率收益/损失	348	76	0	0	0
年初现金	6,591	9,555	13,567	15,178	22,956
年末现金	9,555	13,567	15,178	22,956	27,464

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	2.302	3.148	3.859	4.335	4.888
全面摊薄每股收益	2.271	3.107	3.831	4.304	4.853
Non-GAAP标准下的每股收益	2.930	3.740	4.340	4.830	5.417
每股股息	NA	0.964	1.085	1.208	1.354
每股账面值	29.701	35.302	33.013	39.089	37.238
利润率分析(%)					
毛利率	31.0	35.3	42.1	43.1	44.0
EBITDA利润率	15.4	20.8	28.3	29.6	30.8
EBIT利润率	11.3	17.2	25.5	27.1	28.5
净利率	13.0	17.7	22.6	23.6	24.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	31.0	35.3	42.1	43.1	44.0
EBITDA利润率	18.4	23.5	30.8	31.9	33.1
经营利润率	14.3	19.9	27.9	29.4	30.8
净利率	16.7	21.3	25.6	26.4	27.2
盈利能力(%)					
ROA	5.5	6.9	8.7	9.0	9.5
ROE	7.5	9.5	11.5	11.9	12.7
ROIC	15.0	10.0	17.3	0.0	0.0
其他					
流动比率	2.3	2.5	3.3	3.0	4.1
应收账款周转天数	40.4	36.7	36.7	36.7	36.7
应付账款周转天数	87.0	101.7	91.0	90.0	90.0

交銀國際

香港中環德輔道中 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。

本研究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】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

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、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、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有限公司、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及中赣通信(集团)控股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Interra Acquisition Corp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，在参与有关报告内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。