

# 腾讯控股 (700 HK)

## 腾讯 2024 全球数字生态大会：AI 助力企业增长

我们于 9 月 5 日参加了 2024 年腾讯全球数字生态大会，会议要点包括：1) 腾讯云“自研+被集成”战略取得良好进展，服务客户数量超 200 万，订单超百万的合作伙伴数量实现双位数增长，SaaS 合作伙伴收入增长超 100%；2) 发布混元 Turbo 大模型，对比前代模型推理效率提升 100%、推理成本降低 20%，输出/输入价格降至 0.05 元/0.015 元每千 tokens；3) 发布腾讯云智算 AI Infra，千卡单日故障数降至 0.16（业界平均 0.48），万卡 checkpoint 写入时长降至 1 分钟（业界平均 10 分钟）。展望未来，腾讯云将继续坚持健康可持续增长战略，强化自研产品能力，发挥行业+生态+区域三位一体策略，助力企业打造智能化、融合创新、国际化三大增长引擎。基于完善的 AI 产品生态、国内领先的大模型及算力基础设施，我们看好腾讯云持续受益于企业客户对于大模型及 AI 应用的强劲需求，实现企业服务收入的高质量增长。我们维持“买入”评级及目标价 480.0 港元。

■ **聚焦“自研+被集成策略”，打造离产业最近的 AI。**过去一年，腾讯云聚焦“自研+被集成”策略，推动业务高质量发展。腾讯云服务客户数超 200 万家，过去一年订单超百万的合作伙伴数量实现双位数增长、SaaS 合作伙伴收入增长超 100%、腾讯云国际业务收入实现双位数增长。展望未来，腾讯云将坚持打造离产业最近的 AI，基于国内领先的算力层、模型层、工具层产品，将 AI 大模型融入到产业场景中。目前混元大模型已经落地到腾讯超 700 个业务场景中，包括腾讯会议、腾讯文档、腾讯乐享、AI 代码助手等。

■ **AI 赋能产业，助力企业打造三大增长引擎。**腾讯云助力企业客户打造三大增长引擎：1) 智能化引擎：腾讯云全新发布混元 Turbo 大模型，基于 MoE 架构，参数量达到万亿级，对比上一代模型推理效率提升 100%，推理成本降低 20%，并在最新一期 SuperCLUE-V 评选中的评分仅次于 GPT-4o；发布腾讯云智算 AI Infra，千卡单日故障数降至 0.16，万卡 checkpoint 写入时长降至 1 分钟；2) 融合创新引擎：构建开放融合的基础软件平台“5T”（专有云 TCE/大数据 TBDS/数据库 TDSQL/人工智能开发平台 TI/国产操作系统 TencentOS），全面支持国产 AI 芯片、主流硬件以及应用软件；3) 国际化引擎：面向海外客户提供边缘加速、自研服务器、跨国音视频和腾讯会议等应用，腾讯云目前已服务超 10000 家海外客户，覆盖超 80 国家及地区。

■ **推动企业服务业务高质量增长。**基于完善的 AI 产品生态、国内领先的大模型（SuperCLUE-V 评分国内第一）及算力基础设施（2023 年中国 AI 公有云服务市场份额第三），我们看好腾讯云持续受益于企业客户对于大模型及 AI 应用的强劲需求，实现企业服务收入的高质量增长，我们预计 FY24-26 公司企业服务收入 CAGR 达到 11%。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	554,552	609,015	658,187	709,755	758,014
调整后净利润(百万人民币)	115,649.0	157,688.0	214,576.3	232,392.0	251,333.7
调整后每股收益(人民币)	12.13	16.66	22.16	24.00	25.95
市场平均预估每股收益(人民币)	12.13	16.66	20.90	23.43	26.25
市盈率(倍)	51.2	29.9	19.5	16.9	16.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价 **480.00 港元**  
潜在升幅 **28.5%**  
当前股价 **373.40 港元**

中国互联网

贺赛一, CFA  
(852) 3916 1739  
hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA  
luwentao@cmbi.com.hk

陶冶  
franktao@cmbi.com.hk

### 公司数据

市值(百万港元)	3,482,795.2
3 月平均流通量(百万港元)	6,270.3
52 周内股价高/低(百万港元)	397.00/262.20
总股本(百万)	9327.3

资料来源：FactSet

### 股东结构

MIH TC	25.6%
Advance Data Services Limited	8.4%

资料来源：港交所

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	5.4%	0.5%
3-月	-2.1%	3.6%
6-月	36.0%	28.1%

资料来源：FactSet

### 股份表现



资料来源：FactSet

## 腾讯云：助力企业打造三大增长引擎

过去一年，腾讯云聚焦“自研+被集成”策略，推动业务高质量发展。腾讯云服务客户数超 200 万家，过去一年订单超百万的合作伙伴数量实现双位数增长、SaaS 合作伙伴收入增长超 100%、腾讯云国际业务收入实现双位数增长。腾讯云坚持打造离产业最近的 AI，基于国内领先的算力层、模型层、工具层能力，将 AI 大模型融入到产业场景中。目前混元大模型已经落地到腾讯超 700 个业务场景中，包括腾讯会议、腾讯文档、腾讯乐享、AI 代码助手等。

图 1：腾讯云：业务进展



资料来源：腾讯，招银国际环球市场

图 2：腾讯云：AI 产品生态



资料来源：腾讯，招银国际环球市场

展望未来，腾讯云将专注于帮助企业打造三大增长引擎：**1) 智能化引擎**：腾讯云全新发布混元 Turbo 大模型，基于 MoE 架构将推理效率提升 100%，推理成本降低 20%；全新发布腾讯云智算，将千卡单日故障数降至 0.16，万卡 checkpoint 写入时长降至 1 分钟；**2) 融合创新引擎**：构建 5T 基础软件平台（国产专有云 TCE、国产大数据 TBDS、国产数据库 TDSQL、人工智能开发平台 TI、国产操作系统 TencentOS Server），全面支持国产 AI 芯片、主流硬件及核心应用软件；**3) 国际化引擎**：提供边缘加速、自研服务器、跨国音视频和腾讯会议等应用，服务超 10000 家海外客户，覆盖超 80 国家及地区。

图 3:腾讯云：助力企业打造三大引擎



资料来源：腾讯，招银国际环球市场

### 智能化引擎：全新发布腾讯混元 Turbo 及腾讯云智算 AI Infra

腾讯云发布混元 Turbo 大模型，采用混合专家 MoE 架构，参数量达到万亿级别，预训练语料相当于全国公共图书馆馆藏数量。相比上一代模型，混元 Turbo 推理效率提升 100%、推理成本降低 20%、解码速度提升 20%、模型输出/输入价格降至 0.05 元/0.015 元每千 tokens。在 SuperCLUE-V 评选中，混元多模态图生文取得 71.95 分，仅次于 GPT-4o (74.36 分)。混元 Turbo 目前已经接入 700+ 腾讯内部业务，包括腾讯会议、腾讯文档、企业微信等应用。

图 4：腾讯：混元 Turbo



资料来源：腾讯，招银国际环球市场

图 5：腾讯：混元 Turbo 大模型 vs 混元 23 年 9 月版本



资料来源：腾讯，招银国际环球市场

此外，腾讯云持续迭代 AI 基础设施能力，全新发布腾讯云智算 AI Infra。基于一云多芯的异构算力集群、vRDMA 自研网络加速方案以及高性能应用服务 HAI，腾讯云智算将 1) 模型训练时间由业界平均 1 个月锁定至 1 天；2) 千卡单日故障数由业界平均的 0.48 降低至 0.16；3) 万卡 checkpoint 写入时长由业界平均的 10 分钟缩短至 1 分钟；4) 通信时间占比由业界平均的 12% 降至 6%。

图 6：腾讯：云智算 AI Infra



资料来源：腾讯，招银国际环球市场

### 融合创新引擎：打造开放的平台软件产品体系“5T”

腾讯云打造了融合创新的基础平台软件产品体系“5T”（专有云 TCE、大数据 TBDS、数据库 TDSQL、人工智能开发平台 TI-ONE、操作系统 TencentOS），兼容行业主流软件及硬件，支持及适配国产 AI 芯片，在全国多个大规模集群上稳定运行。“5T”产品体系目前已被多个国产应用软件集成，覆盖金融、政务、互联网、医疗等多个行业。

图 7：腾讯：融合创新云



资料来源：腾讯，招银国际环球市场

### 国际化引擎：多产品矩阵支持企业客户出海增长

围绕海外，腾讯云基础设施目前已覆盖五大洲超 80 个国家和地区，拥有超 3200 个全球加速节点，成功服务 1 万多家海外客户。腾讯云提供一系列产品服务海外客户，包括：1) 边缘安全加速平台 EdgeOne，覆盖多行业客户，游戏服访问提速超 30%；2) 自研星星海 SA5 云服务器，单机最大 512 核，网络带宽 200Gbps，故障率降低 60%；3) 腾讯云快直播，直播延时降至 500ms 以内；4) 腾讯会议，支持弱网环境流畅开会，17 种语言实时翻译。

图 8：腾讯：星星海 SA5 云服务器



资料来源：腾讯，招银国际环球市场

图 9：腾讯：跨国音视频服务



资料来源：腾讯，招银国际环球市场

### AI 应用落地：多场景落地推动提质增效

混元大模型目前已接入腾讯超 700 个业务及场景，实现技术和应用的共同发展：1) **腾讯会议 AI 小助手**：提供会议问答、会议总结、会后代办等 AI 功能，每月帮助超 1500 万用户提升写作效率；2) **腾讯云 ChatBI**：提供代码生成、智能代理等 AI 功能，用户可以直接使用自然语言做 BI 分析；3) **腾讯文档 AI 智能助手**：提供文案创作、表格处理、幻灯片生成等 AI 功能，用户可以高效的将想法变为完整文档；4) **营销场景**：帮助广告主深入场景分析，高效产出广告素材以及推荐匹配；5) **腾讯元宝**：腾讯自研的智能体 AI 助手应用，专注于搜索、阅读、写作和绘画等场景，腾讯云在会议上正式上线元宝品牌智能体专区，首批邀请 11 家合作伙伴入驻，打造 AI 智能体应用生态，涵盖工作提效和生活娱乐多个场景。

图 10：腾讯云：AI 应用落地

**整理会议待办** 总结我入会前的会议内容

- 会上有那些人发言
- 会议达成了哪些共识
- 会中有人提到我了吗
- 会议后我需要做什么
- 列出所有人的观点

**总结主持人的观点**

**会议讨论中有哪些争议点**

**还有哪些未解决的问题**

**列出会议中的所有观点**

**Text 2 SQL** 在原生数据库模型做Code大模型

**以自然语言交互完成分析任务** 重用识别、任务规划、工具调用

**检索增强+意图优化提升准确率** 从检索、分析、可视化到洞察，效果显著

腾讯会议AI小助手  
会中问答、会后总结、会议待办

腾讯云ChatBI  
代码生成、智能代理

帮助我总结一下这篇公众号文章...  
帮我总结一下这篇...  
帮我生成一个营销文案...

用AI开发应用...  
公众号内容...  
微信支付...  
商业价值标签

腾讯文档AI智能助手  
文案创作、表格处理、幻灯片生成

营销场景大模型应用  
素材生成、场景分析、推荐匹配

技术的本质...  
技术发展的本质...  
这就是我在2024年...  
这就是我在2024年...  
这就是我在2024年...

元宝 发现...  
元宝 发现...  
元宝 发现...  
元宝 发现...  
元宝 发现...

微信读书  
AI大纲、AI问答

腾讯元宝  
AI搜索、AI阅读

资料来源：腾讯，招银国际环球市场

## 财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	560,118	554,552	609,015	658,187	709,755	758,014
销售成本	(314,174)	(315,806)	(315,906)	(307,472)	(329,062)	(347,269)
毛利润	245,944	238,746	293,109	350,715	380,692	410,745
运营费用	19,026	(127,919)	(133,035)	(143,250)	(151,159)	(160,110)
销售费用	(40,594)	(29,229)	(34,211)	(37,517)	(39,037)	(40,933)
行政费用	(89,847)	(106,696)	(103,525)	(110,575)	(117,110)	(124,314)
其他	149,467	8,006	4,701	4,842	4,987	5,137
运营利润	264,970	110,827	160,074	207,465	229,534	250,635
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	(16,444)	(16,129)	5,800	19,088	19,088	4,772
利息收入	6,650	8,592	13,808	14,550	13,379	4,227
利息支出	(7,114)	(9,352)	(12,268)	(10,353)	(2,846)	(3,134)
税前利润	241,412	85,346	153,606	216,201	245,776	252,273
所得税	(20,252)	(21,516)	(43,276)	(50,478)	(55,145)	(60,056)
税后利润	221,160	63,830	110,330	165,723	190,631	192,217
非控股权益	(2,988)	(466)	(2,832)	(3,221)	(3,519)	(3,833)
净利润	218,172	63,364	107,498	162,501	187,111	188,384
调整后净利润	123,788	115,649	157,688	214,576	232,392	251,334
总股息	12,704	20,256	28,485	40,421	44,159	48,092
资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	484,812	565,989	518,446	517,171	663,481	846,559
现金与现金等价物	167,966	156,739	172,320	152,351	251,410	398,968
应收账款	49,331	45,467	46,606	50,573	52,900	54,802
存货	1,063	2,333	456	1,909	2,018	2,112
预付款项	65,390	76,685	88,411	81,815	85,578	91,732
短期银行存款	83,813	104,776	185,983	213,880	245,321	280,662
以公允价值计入损益的资产	10,573	27,963	14,903	15,648	16,431	17,252
其他流动资产	106,676	152,026	9,767	994	9,825	1,032
非流动资产	1,127,552	1,012,142	1,058,800	1,118,688	1,187,604	1,238,993
物业及厂房及设备 (净额)	61,914	53,978	53,232	73,234	88,429	100,210
递延税项	26,068	29,882	29,017	24,992	33,249	28,952
合资及联营公司投资	323,188	252,715	261,665	273,109	284,919	297,084
无形资产	171,376	161,802	177,727	206,169	232,098	255,565
以公允价值计入损益的资产	192,184	206,085	211,145	211,145	211,145	211,145
其他非流动资产	352,822	307,680	326,014	330,039	337,765	346,037
总资产	1,612,364	1,578,131	1,577,246	1,635,859	1,851,086	2,085,553
流动负债	403,098	434,204	352,157	318,103	341,632	367,548
短期债务	19,003	22,026	55,698	16,472	17,628	18,604
应付账款	109,470	92,381	100,948	94,076	99,675	108,495
应付税款	12,506	13,488	17,664	13,208	13,853	14,327
其他流动负债	256,673	299,955	171,693	188,193	204,322	219,967
Lease liabilities	5,446	6,354	6,154	6,154	6,154	6,154
非流动负债	332,573	361,067	351,408	370,851	382,517	395,245
长期债务	136,936	163,668	155,819	156,074	156,150	156,173
应付公司债	145,590	148,669	137,101	139,672	140,981	141,642
递延收入	4,526	3,503	3,435	12,299	13,162	13,891
其他非流动负债	45,521	45,227	55,053	62,807	72,223	83,539
总负债	735,671	795,271	703,565	688,955	724,149	762,793
留存收益	669,911	705,981	813,911	975,913	1,152,426	1,344,416
其他储备	136,388	15,410	(5,320)	(97,320)	(97,320)	(97,320)
股东权益总额	806,299	721,391	808,591	878,593	1,055,106	1,247,096
少数股东权益	70,394	61,469	65,090	68,311	71,831	75,663
总负债和股东权益	1,612,364	1,578,131	1,577,246	1,635,859	1,851,086	2,085,553

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>年结 12 月 31 日 (百万人民币)</b>						
<b>经营现金流</b>						
税前利润	241,412	85,346	153,606	216,201	245,776	252,273
折旧摊销	56,818	60,230	55,298	58,620	72,020	83,172
税款	(20,252)	(21,516)	(43,276)	(50,478)	(55,145)	(60,056)
营运资金变化	(2,844)	(28,405)	16,661	10,804	15,530	16,316
其他	(99,948)	50,437	39,673	14,550	5,799	21,441
<b>净经营现金流</b>	<b>175,186</b>	<b>146,091</b>	<b>221,962</b>	<b>249,696</b>	<b>283,979</b>	<b>313,146</b>
<b>投资现金流</b>						
资本开支	(34,931)	(33,892)	(36,477)	(38,633)	(40,827)	(42,731)
收购与投资	(117,642)	59,711	(105,332)	(31,313)	(68,847)	(43,511)
处理短期投资所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	(25,976)	(130,690)	16,648	(68,431)	(72,316)	(75,689)
<b>净投资现金流</b>	<b>(178,549)</b>	<b>(104,871)</b>	<b>(125,161)</b>	<b>(138,378)</b>	<b>(181,990)</b>	<b>(161,931)</b>
<b>融资现金流</b>						
净借贷	45,239	31,982	30,834	(33,102)	12,603	13,450
发行股票所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	(23,619)	(91,935)	(113,407)	(98,186)	(15,534)	(17,107)
<b>净融资现金流</b>	<b>21,620</b>	<b>(59,953)</b>	<b>(82,573)</b>	<b>(131,288)</b>	<b>(2,931)</b>	<b>(3,657)</b>
<b>净现金流变动</b>						
年初现金	152,798	167,966	156,739	172,320	152,351	251,410
汇率变动	(3,089)	7,506	1,353	0	0	0
<b>年末现金</b>	<b>167,966</b>	<b>156,739</b>	<b>172,320</b>	<b>152,351</b>	<b>251,410</b>	<b>398,968</b>
<b>增长率</b>						
<b>年结 12 月 31 日</b>						
销售收入	16.2%	(1.0%)	9.8%	8.1%	7.8%	6.8%
毛利润	11.0%	(2.9%)	22.8%	19.7%	8.5%	7.9%
经营利润	49.5%	(58.2%)	44.4%	29.6%	10.6%	9.2%
净利润	42.7%	(71.0%)	69.7%	51.2%	15.1%	0.7%
调整后净利润	0.9%	(6.6%)	36.4%	36.1%	8.3%	8.2%
<b>盈利能力比率</b>						
<b>年结 12 月 31 日</b>						
毛利率	43.9%	43.1%	48.1%	53.3%	53.6%	54.2%
营业利润率	47.3%	20.0%	26.3%	31.5%	32.3%	33.1%
调整后净利润率	22.1%	20.9%	25.9%	32.6%	32.7%	33.2%
股本回报率	28.9%	8.3%	14.1%	19.3%	19.4%	16.4%
<b>资产负债比率</b>						
<b>年结 12 月 31 日</b>						
净负债/股东权益比率 (倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	(0.1)
流动比率 (倍)	1.2	1.3	1.5	1.6	1.9	2.3
应收账款周转天数	32.1	29.9	27.9	28.0	27.2	26.4
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	na	na	na	na	na	na
<b>估值指标</b>						
<b>年结 12 月 31 日</b>						
市盈率	14.9	51.2	29.9	19.5	16.9	16.8
市盈率 (摊薄)	15.1	52.0	30.4	19.8	17.2	17.1
市帐率	4.0	4.5	4.0	3.6	3.0	2.5
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。