

互联网	收盘价 美元 124.62	目标价 美元 188.00↓	潜在涨幅 +50.9%
-----	------------------	-------------------	----------------

2024年10月21日

## 拼多多 (PDD US)

### 百亿减免扶持商家经营，利润稳健增长仍可期

我们调整了拼多多 (PDD US) 的盈利预测及估值。基于近期百亿减免政策陆续推出，我们下调3季度公司收入及利润预测，预计3季度利润仍然在约300亿元人民币体量。展望2025年，GMV及公司利润仍有望保持双位数增长，我们将估值调整至2025年，基于13倍内地电商业务市盈率，目标价下调至188美元，维持买入。

- ① **百亿减免策略扶持商家经营**：3季度以来公司陆续落地百亿减免政策，扶持商家经营，包括下调先用后付订单基础技术服务费率1%至0.6%、退款订单基础技术服务费可退还、发货前退货产品推广费自动退还红包至推广账户、平台承担偏远地区中转费用、下调店铺基础保证金从1000元至500元人民币等。
- ② **3季度预览**：预计3季度内地电商GMV同比增长15-20%，预计货币化率在百亿减免等商家扶持战略下同比保持持平，较此前下调约40个基点，预计调整后净利润306亿元人民币，同比增速80%。预计在半托管起量的带动下TEMU亏损率保持收窄趋势，我们认为美国地区已经实现盈亏平衡，而TEMU将于2025年实现总体盈亏平衡。预计2024/25年公司调整后净利润同比增93%/29%。

#### 盈利预测变动

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
<b>营业收入</b>	<b>404,273</b>	<b>417,289</b>	<b>-3.1%</b>	<b>538,332</b>	<b>559,546</b>	<b>-3.8%</b>	<b>696,284</b>	<b>722,580</b>	<b>-3.6%</b>
线上营销服务	197,307	204,947	-3.7%	226,778	235,414	-3.7%	250,063	259,565	-3.7%
佣金	206,966	212,341	-2.5%	311,555	324,132	-3.9%	446,221	463,015	-3.6%
<b>毛利润</b>	<b>260,116</b>	<b>271,192</b>	<b>-4.1%</b>	<b>357,278</b>	<b>374,360</b>	<b>-4.6%</b>	<b>479,130</b>	<b>500,430</b>	<b>-4.3%</b>
毛利率	64.3%	65.0%	-0.6ppt	66.4%	66.9%	-0.5ppt	68.8%	69.3%	-0.4ppt
<b>经调整营销费用</b>	<b>118,171</b>	<b>119,520</b>	<b>-1.1%</b>	<b>169,377</b>	<b>173,408</b>	<b>-2.3%</b>	<b>238,942</b>	<b>244,934</b>	<b>-2.4%</b>
经调整营销费用占收比	29.2%	28.6%	0.6ppt	31.5%	31.0%	0.5ppt	34.3%	33.9%	0.4ppt
<b>经调整运营利润</b>	<b>129,842</b>	<b>139,067</b>	<b>-6.6%</b>	<b>175,866</b>	<b>188,354</b>	<b>-6.6%</b>	<b>229,299</b>	<b>244,061</b>	<b>-6.0%</b>
经调整运营利润率	32.1%	33.3%	-1.2ppt	32.7%	33.7%	-1ppt	32.9%	33.8%	-0.8ppt
<b>经调整净利润</b>	<b>130,869</b>	<b>138,753</b>	<b>-5.7%</b>	<b>168,736</b>	<b>179,419</b>	<b>-6.0%</b>	<b>214,659</b>	<b>227,292</b>	<b>-5.6%</b>
经调整净利率	32.4%	33.3%	-0.9ppt	31.3%	32.1%	-0.7ppt	30.8%	31.5%	-0.6ppt
<b>经调整 EPADS (人民币)</b>	<b>88.19</b>	<b>93.50</b>	<b>-5.7%</b>	<b>112.20</b>	<b>119.30</b>	<b>-6.0%</b>	<b>140.86</b>	<b>149.15</b>	<b>-5.6%</b>

资料来源：FactSet，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 (美元)	157.57
52周低位 (美元)	89.17
市值 (百万美元)	173,068.52
日均成交量 (百万)	11.90
年初至今变化 (%)	(14.82)
200天平均价 (美元)	130.34

资料来源：FactSet

#### 孙梦琪

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

#### 谷馨瑜, CPA

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

#### 赵丽, CFA

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

#### 蔡涵

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

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: 2024 年 3 季度业绩概览调整

(人民币百万元) 年结 12 月 31 日	3Q23	2Q24	3Q24E 新预测	3Q24E 原预测	变动(%)	环比 (%)	同比 (%)	2024E	2025E	2026E
收入	68,840	97,060	99,388	103,955	-4	2	44	404,273	538,332	696,284
<i>彭博一致预期</i>			<u>101,979</u>					<u>406,454</u>	<u>516,666</u>	<u>614,549</u>
广告	39,688	49,116	47,990	50,310	-5	-2	21	197,307	226,778	250,063
佣金	29,153	47,944	51,398	53,646	-4	7	76	206,966	311,555	446,221
收入成本	(26,830)	(33,698)	(35,805)	(36,631)	-2	6	33	(144,156)	(181,054)	(217,155)
<b>毛利</b>	<b>42,010</b>	<b>63,361</b>	<b>63,583</b>	<b>67,324</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>51</b>	<b>260,116</b>	<b>357,278</b>	<b>479,130</b>
毛利率率 (%)	61	65	64	65				64	66	69
<b>运营费用</b>	<b>(25,354)</b>	<b>(30,797)</b>	<b>(35,292)</b>	<b>(34,591)</b>	<b>2</b>	<b>15</b>	<b>39</b>	<b>(140,014)</b>	<b>(192,986)</b>	<b>(264,801)</b>
营销费用	(21,748)	(26,049)	(30,546)	(29,584)	3	17	40	(121,025)	(173,145)	(243,816)
一般开支	(758)	(1,839)	(1,806)	(1,910)	-5	-2	138	(7,324)	(8,052)	(8,812)
研发费用	(2,847)	(2,909)	(2,940)	(3,097)	-5	1	3	(11,665)	(11,789)	(12,173)
占收入比重 (%)										
营销费用	32	27	31	28				30	32	35
一般开支	1	2	2	2				2	1	1
研发费用	4	3	3	3				3	2	2
<b>运营利润</b>	<b>16,656</b>	<b>32,565</b>	<b>28,292</b>	<b>32,733</b>	<b>-14</b>	<b>-13</b>	<b>70</b>	<b>120,102</b>	<b>164,292</b>	<b>214,329</b>
<b>调整后运营利润</b>	<b>18,126</b>	<b>34,987</b>	<b>30,428</b>	<b>34,968</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>	<b>68</b>	<b>129,842</b>	<b>175,866</b>	<b>229,299</b>
<b>调整后运营利润率 (%)</b>	<b>26</b>	<b>36</b>	<b>31</b>	<b>34</b>				<b>32</b>	<b>33</b>	<b>33</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>17,027</b>	<b>34,432</b>	<b>30,589</b>	<b>34,463</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>	<b>80</b>	<b>130,869</b>	<b>168,736</b>	<b>214,659</b>
<i>彭博一致预期</i>			<u>29,261</u>					<u>125,143</u>	<u>152,424</u>	<u>184,012</u>
<b>调整后净利润率 (%)</b>	<b>25</b>	<b>35</b>	<b>31</b>	<b>33</b>				<b>32</b>	<b>31</b>	<b>31</b>
<b>调整后每股盈利 (元)</b>	<b>11.6</b>	<b>23.2</b>	<b>20.6</b>	<b>23.2</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>	<b>77</b>	<b>88.2</b>	<b>112.2</b>	<b>140.9</b>
<i>彭博一致预期</i>			<u>20.4</u>					<u>85.1</u>	<u>101.8</u>	<u>120.7</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 拼多多 (PDD US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 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	94.39	119.00	26.1%	2024 年 08 月 23 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	20.15	25.00	24.1%	2024 年 10 月 16 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.42	3.80	57.0%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	47.80	54.00	13.0%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	11.88	14.00	17.8%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	130.50	120.00	-8.0%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.77	5.90	-12.9%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.53	33.00	-1.6%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.65	29.00	4.9%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	124.62	188.00	50.9%	2024 年 10 月 21 日	电商
JD US	京东	买入	39.98	56.00	40.1%	2024 年 10 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	102.43	111.00	8.4%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	16.62	8.50	-48.9%	2024 年 08 月 26 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.20	6.50	103.1%	2024 年 08 月 28 日	教育
DAO US	有道	买入	4.67	4.50	-3.6%	2024 年 08 月 23 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.38	13.80	32.9%	2024 年 08 月 02 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	55.70	80.00	43.6%	2024 年 08 月 01 日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	430.80	513.00	19.1%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.46	14.00	33.8%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	82.42	113.00	37.1%	2024 年 08 月 23 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	26.95	30.00	11.3%	2024 年 05 月 22 日	游戏
3690 HK	美团	买入	185.40	228.00	23.0%	2024 年 10 月 15 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	20.50	24.00	17.1%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	14.86	16.30	9.7%	2024 年 10 月 14 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.42	13.50	29.6%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	通达集团	中性	1.64	1.50	-8.5%	2024 年 08 月 21 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	19.18	21.00	9.5%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.10	13.00	17.1%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	17.86	23.00	28.8%	2024 年 08 月 21 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	485.20	509.00	4.9%	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 10 月 18 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	130,558	247,639	404,273	538,332	696,284
主营业务成本	(31,462)	(91,724)	(144,156)	(181,054)	(217,155)
<b>毛利</b>	<b>99,095</b>	<b>155,916</b>	<b>260,116</b>	<b>357,278</b>	<b>479,130</b>
销售及管理费用	(58,309)	(86,264)	(128,349)	(181,197)	(252,627)
研发费用	(10,385)	(10,952)	(11,665)	(11,789)	(12,173)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
<b>经营利润</b>	<b>30,402</b>	<b>58,699</b>	<b>120,102</b>	<b>164,292</b>	<b>214,329</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	38,120	65,778	129,842	175,866	229,299
财务成本净额	3,945	10,194	19,759	19,684	19,679
其他非经营净收入/费用	1,916	2,984	3,007	920	920
<b>税前利润</b>	<b>36,264</b>	<b>71,876</b>	<b>142,868</b>	<b>184,896</b>	<b>234,928</b>
税费	(4,726)	(11,850)	(21,764)	(27,734)	(35,239)
非控股权益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>31,538</b>	<b>60,027</b>	<b>121,104</b>	<b>157,162</b>	<b>199,689</b>
作每股收益计算的净利润	31,538	60,027	121,104	157,162	199,689
Non-GAAP标准的净利润	39,530	67,899	130,869	168,736	214,659

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	92,300	121,780	294,169	512,818	756,191
有价证券	115,113	157,415	188,898	207,788	228,567
应收账款及票据	6,907	11,342	27,513	25,373	42,289
其他流动资产	2,298	4,213	5,674	6,478	8,343
<b>总流动资产</b>	<b>216,618</b>	<b>294,750</b>	<b>516,255</b>	<b>752,458</b>	<b>1,035,391</b>
投资物业	16,862	0	0	0	0
物业、厂房及设备	1,045	980	1,823	2,539	2,648
无形资产	134	21	430	730	928
其他长期资产	2,461	52,327	62,792	75,351	90,421
<b>总长期资产</b>	<b>20,502</b>	<b>53,328</b>	<b>65,045</b>	<b>78,620</b>	<b>93,997</b>
<b>总资产</b>	<b>237,120</b>	<b>348,078</b>	<b>581,299</b>	<b>831,078</b>	<b>1,129,387</b>
应付账款	66,383	78,381	201,352	274,183	329,320
其他短期负债	50,507	74,520	40,719	35,921	48,914
<b>总流动负债</b>	<b>116,889</b>	<b>152,901</b>	<b>242,071</b>	<b>310,104</b>	<b>378,233</b>
长期贷款	1,576	5,232	0	0	0
其他长期负债	884	2,704	3,245	0	0
<b>总长期负债</b>	<b>2,460</b>	<b>7,936</b>	<b>3,245</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>总负债</b>	<b>119,349</b>	<b>160,837</b>	<b>245,316</b>	<b>310,104</b>	<b>378,233</b>
股本	99,251	107,293	135,037	162,866	193,357
储备及其他资本项目	18,520	79,948	200,946	358,108	557,797
<b>股东权益</b>	<b>117,771</b>	<b>187,242</b>	<b>335,983</b>	<b>520,974</b>	<b>751,154</b>
记作权益的金融工具	0	0	0	0	0
<b>总权益</b>	<b>117,771</b>	<b>187,242</b>	<b>335,983</b>	<b>520,974</b>	<b>751,154</b>

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	36,264	71,876	142,868	184,896	234,928
折旧及摊销	2,224	786	240	474	685
营运资本变动	7,423	26,456	73,828	69,370	49,348
利息调整	(606)	(1,355)	(19,759)	(19,684)	(19,679)
税费	(4,726)	(11,850)	(21,764)	(27,734)	(35,239)
其他经营活动现金流	7,929	8,248	29,499	31,258	34,649
<b>经营活动现金流</b>	<b>48,508</b>	<b>94,163</b>	<b>204,912</b>	<b>238,580</b>	<b>264,692</b>
资本开支	(636)	(583)	(990)	(990)	(490)
投资活动	(25,282)	(41,866)	(31,483)	(18,890)	(20,779)
其他投资活动现金流	3,556	(12,982)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(22,362)</b>	<b>(55,431)</b>	<b>(32,473)</b>	<b>(19,880)</b>	<b>(21,269)</b>
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	10	(8,961)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>10</b>	<b>(8,961)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇率收益/损失	100	(291)	(50)	(50)	(50)
<b>年初现金</b>	<b>66,044</b>	<b>92,300</b>	<b>121,780</b>	<b>294,169</b>	<b>512,818</b>
<b>年末现金</b>	<b>92,300</b>	<b>121,780</b>	<b>294,169</b>	<b>512,818</b>	<b>756,191</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (人民币)</b>					
核心每股收益	24.944	44.337	86.460	105.058	125.122
全面摊薄每股收益	21.897	40.988	81.606	104.502	131.037
Non-GAAP标准下的每股收益	27.445	46.364	88.187	112.198	140.860
每股账面值	81.767	127.855	226.404	346.412	492.911
<b>利润率分析 (%)</b>					
毛利率	75.9	63.0	64.3	66.4	68.8
EBITDA利润率	25.0	24.0	29.8	30.6	30.9
EBIT利润率	23.3	23.7	29.7	30.5	30.8
净利率	24.2	24.2	30.0	29.2	28.7
<b>利润率分析 (%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	75.9	63.0	64.3	66.4	68.8
EBITDA利润率	30.9	26.9	32.2	32.8	33.0
经营利润率	29.2	26.6	32.1	32.7	32.9
净利率	30.3	27.4	32.4	31.3	30.8
<b>盈利能力 (%)</b>					
ROA	15.1	20.5	26.1	22.3	20.4
ROE	32.7	39.4	46.3	36.7	31.4
ROIC	25.1	32.0	38.6	32.6	28.6
<b>其他</b>					
流动比率	1.9	1.9	2.1	2.4	2.7
应收账款周转天数	14.8	10.1	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	21.1	5.8	5.8	5.8	70.0

## 交銀國際

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有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、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线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，或可能以受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。