

互联网	收盘价 美元 2.02	目标价 美元 2.90↓	潜在涨幅 +43.6%
-----	----------------	-----------------	----------------

2024年11月22日

## 爱奇艺 (IQ US)

### 会员持续承压，关注微短剧投入及商业化进展

我们下调爱奇艺 (IQ US) 的 2024/25 年收入及盈利预测，考虑剧集表现仍有不确定性，短期会员压力持续。基于 10 倍 2025 年市盈率，下调目标价至 2.9 美元（原为 3.8 美元），考虑丰富的内容储备以及内容生产/运营机制升级或带来财务方面边际改善，维持买入。关注短剧布局对商业化增量贡献。

- ⊕ **3 季度业绩符合预期：**受内容播放及招商平淡影响，爱奇艺 2024 年 3 季度总收入/调整后运营利润分别为 72.5 亿/3.7 亿元（人民币，下同），同/环比延续下降趋势。
- ⊕ **战略更新：**1) 优化影剧漫综生产和运营机制，资源分配向头部内容/高 ROI 内容倾斜。2) 加大微短剧布局，推出“微剧场”和“短剧场”，满足用户多元观看需求。内容投入方面，将以 1-5 分钟微剧为主。产品侧升级改版，爱奇艺主站更侧重长视频+会员模式，极速版主打微短剧+广告模式。
- ⊕ **展望：**基于 10-11 月内容播放表现，我们预计 4 季度会员收入继续承压，同/环比-13%/-5%。广告收入或受电商大促、手机/医药行业投放旺季带动环比小幅增长。考虑较少的内容置换，预计内容发行收入同比降 20%。我们预计微短剧内容增加有望丰富供给、提升对用户吸引及留存。但在短剧内容同质化背景下，行业竞争激烈，预计长期内容质量及内容创新仍是决胜点。我们建议关注微短剧投入、用户运营数据及商业化进展。

#### 盈利预测变动

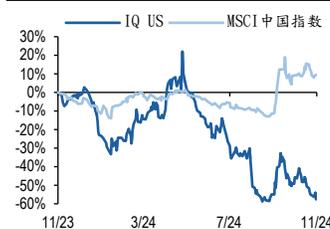
人民币，百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	29,244	30,093	-3%	29,312	31,652	-7%	31,451	33,668	-7%
付费会员	17,824	18,168	-2%	17,574	19,110	-8%	18,794	20,340	-8%
在线广告	5,650	5,643	0%	5,967	6,077	-2%	6,543	6,452	1%
内容发行	2,846	3,151	-10%	2,827	3,251	-13%	3,041	3,543	-14%
其他	2,924	3,130	-7%	2,943	3,215	-8%	3,074	3,333	-8%
毛利润	7,107	7,393	-4%	7,327	8,392	-13%	8,349	9,706	-14%
毛利润率	24%	25%	-0.3ppts	25%	27%	-1.5ppts	27%	29%	-2.3ppts
调整后运营利润	2,307	2,490	-7%	2,676	3,407	-21%	3,447	4,496	-23%
调整后运营利润率	8%	8%	-0.4ppts	9%	11%	0.0ppts	11%	13%	-2.4ppts
调整后净利润	1,699	1,881	-10%	2,006	2,650	-24%	2,556	3,465	-26%
调整后净利润率	6%	6%	-0.4ppts	7%	8%	-1.5ppts	8%	10%	-2.2ppts

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)	5.79
52周低位 (美元)	1.96
市值 (百万美元)	1,060.94
日均成交量 (百万)	40.40
年初至今变化 (%)	(58.61)
200天平均价 (美元)	3.21

资料来源：FactSet

#### 赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com  
(86) 10 8393 5332

#### 谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com  
(86) 10 8393 5330

#### 孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com  
(86) 10 8393 5333

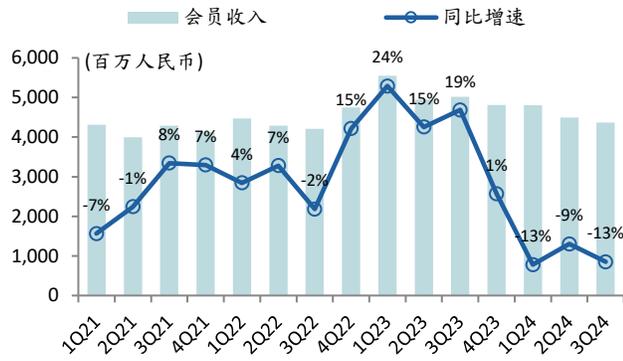
#### 蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com  
(86) 10 8393 5334

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: 会员收入增长趋势



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 广告收入增长趋势



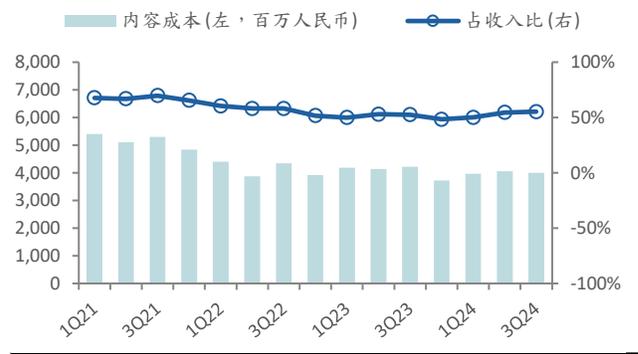
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 3: 收入分布



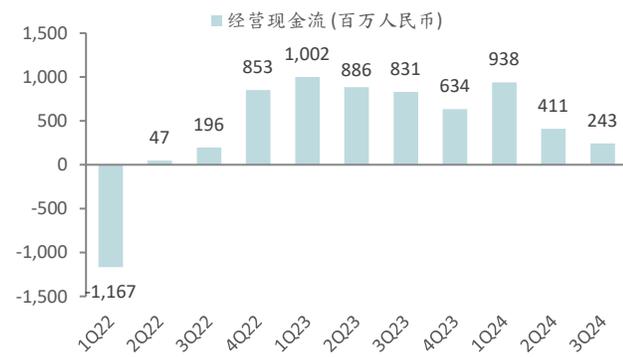
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 4: 内容成本占收入比



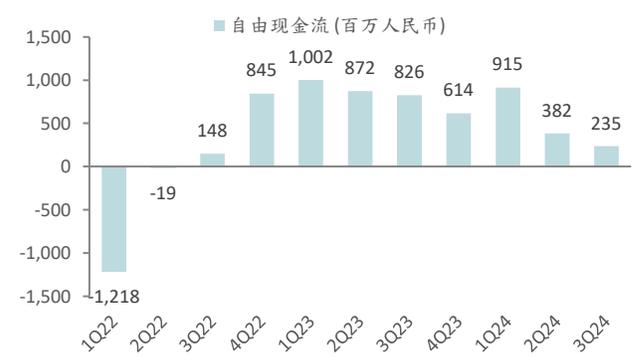
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 5: 经营现金流



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 6: 自由现金流



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 7: 2024 年 3 季度业绩

(人民币百万元)	3Q23	2Q24	3Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际预测	差别 (%)	点评
<b>总营收</b>	8,015	7,439	7,246	-3	-10	7,241	0	
付费会员	5,012	4,495	4,366	-3	-13	4,368	0	内容表现平淡
在线广告	1,674	1,461	1,337	-9	-20	1,325	1	效果广告维持同比增长
版权分销	537	698	814	17	52	717	14	
其他	792	784	729	-7	-8	832	-12	
<i>彭博一致预期</i>			7,242					
运营成本	-5,840	-5,678	-5,650	-1	-3	-5,654	0	内容成本 40 亿元，占收入比 55%
毛利	2,176	1,760	1,596	-9	-27	1,587	1	
毛利率 (%)	27	24	22			22		收入疲弱影响
<b>运营支出</b>								
营销及行政	-981	-970	-908	-6	-7	-934	-3	
研发	-447	-449	-449	0	0	-435	3	
运营利润	747	342	239	-30	-68	218	10	
运营利润率 (%)	9	5	3			3		
调整后运营利润	895	501	369	-26	-59	350	5	
调整后运营利润率 (%)	11.2	6.7	5.1			5		
<b>税前利润/亏损</b>	493	102	247	143	-50	278	-11	
所得税(开支)/抵免	-9	-26	-11			-44		
<b>归属于爱奇艺净利润</b>	476	69	229	234	-52	230	0	
净利润率 (%)	6	1	3			3		
<b>经调整净利润</b>	622	247	480	94	-23	452	6	
经调整净利润率 (%)	8	3	7			6		
<i>彭博一致预期</i>			266					
<b>经调整每股盈利 (元)</b>	0.6	0.3	0.5	97	-22	0.5	7	

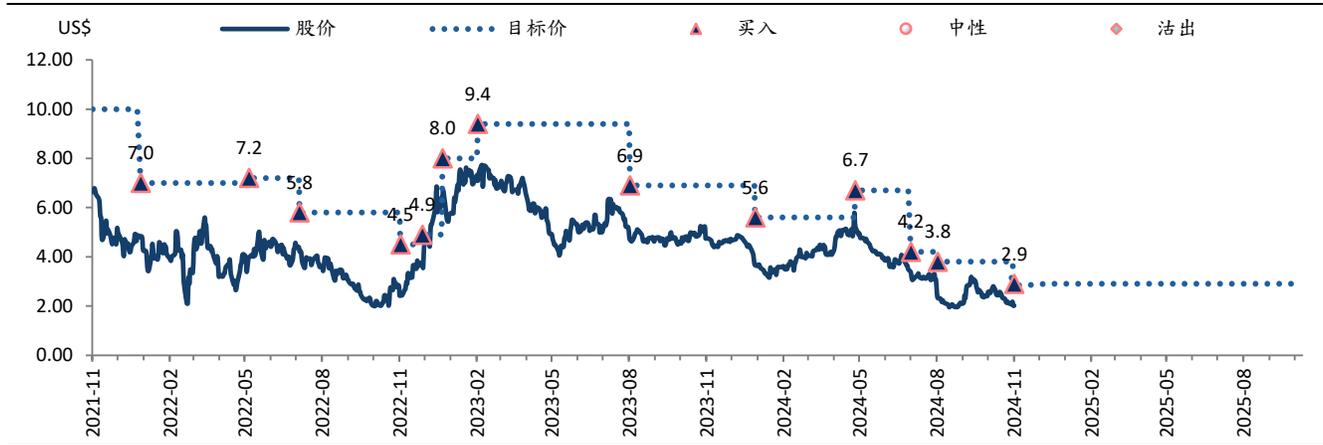
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 8: 2024 年 4 季度业绩展望

(人民币百万元)	4Q23	3Q24	4Q24E	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>总营收</b>	<b>7,706</b>	<b>7,246</b>	<b>6,632</b>	-8	-14	<b>31,873</b>	<b>29,244</b>	<b>29,312</b>	<b>31,451</b>
付费会员	4,809	4,366	4,164	-5	-13	20,314	17,824	17,574	18,794
在线广告	1,651	1,337	1,369	2	-17	6,224	5,650	5,967	6,543
版权分销	506	814	406	-50	-20	2,454	2,846	2,827	3,041
其他	741	729	693	-5	-6	2,881	2,924	2,943	3,074
<i>彭博一致预期</i>			<u>7,418</u>				<u>30,030</u>	<u>31,470</u>	<u>32,919</u>
<b>运营成本</b>	<b>-5,533</b>	<b>-5,650</b>	<b>-5,177</b>	-8	-6	<b>-23,102</b>	<b>-22,137</b>	<b>-21,984</b>	<b>-23,102</b>
<b>毛利</b>	<b>2,173</b>	<b>1,596</b>	<b>1,455</b>	-9	-33	<b>8,770</b>	<b>7,107</b>	<b>7,327</b>	<b>8,349</b>
毛利率 (%)	28	22	22			28	24	25	27
<b>运营支出</b>									
营销及行政	-948	-908	-771	-15	-19	-4,014	-3,571	-3,436	-3,632
研发	-452	-449	-451	0	0	-1,767	-1,778	-1,738	-1,832
<b>运营利润</b>	<b>774</b>	<b>239</b>	<b>233</b>	-3	-70	<b>2,989</b>	<b>1,758</b>	<b>2,152</b>	<b>2,885</b>
运营利润率 (%)	10	3	4			9	6	7	9
<b>经调整运营利润</b>	<b>928</b>	<b>369</b>	<b>351</b>	-5	-62	<b>3,643</b>	<b>2,307</b>	<b>2,676</b>	<b>3,447</b>
经调整运营利润率 (%)	12	5	5			11	8	9	11
<b>税前利润/亏损</b>	<b>514</b>	<b>247</b>	<b>-6</b>	-102	-101	<b>2,033</b>	<b>1,026</b>	<b>1,572</b>	<b>2,361</b>
所得税(开支)/抵免	-38	-11	-1			-80	-56	-157	-354
<b>净收入</b>	<b>475</b>	<b>236</b>	<b>-7</b>	-103	-101	<b>1,953</b>	<b>971</b>	<b>1,415</b>	<b>2,007</b>
净利润率 (%)	6	3	0			6	3	5	6
<b>归属于爱奇艺净利润</b>	<b>466</b>	<b>229</b>	<b>-10</b>	-104	-102	<b>1,925</b>	<b>943</b>	<b>1,403</b>	<b>1,995</b>
净利润率 (%)	6	3	0			6	3	5	6
<b>经调整净利润</b>	<b>682</b>	<b>480</b>	<b>128</b>	-73	-81	<b>2,838</b>	<b>1,699</b>	<b>2,006</b>	<b>2,556</b>
经调整净利润率 (%)	9	7	2			9	6	7	8
<i>彭博一致预期</i>			<u>279</u>				<u>1,676</u>	<u>2,266</u>	<u>2,786</u>
<b>经调整每股盈利 (元)</b>	<b>0.7</b>	<b>0.5</b>	<b>0.1</b>	-73	-81	<b>2.9</b>	<b>1.7</b>	<b>2.1</b>	<b>2.6</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 9: 爱奇艺 (IQ US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 10: 交银国际互联网和教育行业覆盖公司

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	81.63	107.00	31.1%	2024 年 11 月 22 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	2.02	2.90	43.6%	2024 年 11 月 22 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	18.83	25.00	32.8%	2024 年 10 月 16 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	46.40	54.00	16.4%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	11.52	14.00	21.5%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	117.90	120.00	1.8%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.56	5.90	-10.1%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	36.03	33.00	-8.4%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.80	29.00	12.4%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	104.09	144.00	38.3%	2024 年 11 月 22 日	电商
JD US	京东	买入	35.38	56.00	58.3%	2024 年 10 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	85.58	111.00	29.7%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	14.20	8.50	-40.1%	2024 年 08 月 26 日	电商
GOTU US	高途	买入	2.61	4.60	76.2%	2024 年 11 月 20 日	教育
DAO US	有道	买入	5.21	7.30	40.1%	2024 年 11 月 15 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	44.45	75.00	68.7%	2024 年 11 月 06 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	9.81	13.80	40.7%	2024 年 08 月 02 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	32.50	33.00	1.5%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	407.60	513.00	25.9%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.24	14.00	36.7%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	88.64	113.00	27.5%	2024 年 08 月 23 日	游戏
3690 HK	美团	买入	172.70	228.00	32.0%	2024 年 10 月 15 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	22.90	24.00	4.8%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	14.36	18.00	25.3%	2024 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.78	13.50	38.0%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.37	1.40	2.2%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	19.10	21.00	9.9%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.46	13.00	24.3%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	18.04	24.00	33.0%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	501.50	605.00	20.6%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 11 月 22 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	28,998	31,873	29,244	29,312	31,451
主营业务成本	(22,319)	(23,102)	(22,137)	(21,984)	(23,102)
<b>毛利</b>	<b>6,678</b>	<b>8,770</b>	<b>7,107</b>	<b>7,327</b>	<b>8,349</b>
销售及管理费用	(3,467)	(4,014)	(3,571)	(3,436)	(3,632)
研发费用	(1,899)	(1,767)	(1,778)	(1,738)	(1,832)
<b>经营利润</b>	<b>1,312</b>	<b>2,989</b>	<b>1,758</b>	<b>2,152</b>	<b>2,885</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	2,173	3,643	2,307	2,676	3,447
财务成本净额	(646)	(873)	(818)	(580)	(524)
应占联营公司利润及亏损	(213)	(51)	16	0	0
其他非经营净收入/费用	(487)	(33)	70	0	0
<b>税前利润</b>	<b>(34)</b>	<b>2,033</b>	<b>1,026</b>	<b>1,572</b>	<b>2,361</b>
税费	(84)	(80)	(56)	(157)	(354)
非控股权益	(18)	(27)	(27)	(12)	(12)
<b>净利润</b>	<b>(136)</b>	<b>1,925</b>	<b>943</b>	<b>1,403</b>	<b>1,995</b>
作每股收益计算的净利润	(136)	1,925	943	1,403	1,995
Non-GAAP标准的净利润	1,284	2,838	1,699	2,006	2,556

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	7,862	5,281	3,963	6,433	10,321
有价证券	818	942	1,083	1,170	1,263
应收账款及票据	2,403	2,169	1,886	1,983	2,024
其他流动资产	2,703	4,244	4,992	5,013	5,119
<b>总流动资产</b>	<b>13,786</b>	<b>12,635</b>	<b>11,924</b>	<b>14,599</b>	<b>18,727</b>
物业、厂房及设备	1,105	864	991	1,103	1,224
其他有形资产	9,294	9,227	9,308	9,429	9,586
无形资产	437	310	347	385	423
其他长期资产	21,427	21,559	22,242	22,612	21,612
<b>总长期资产</b>	<b>32,263</b>	<b>31,959</b>	<b>32,887</b>	<b>33,529</b>	<b>32,845</b>
<b>总资产</b>	<b>46,048</b>	<b>44,594</b>	<b>44,811</b>	<b>48,128</b>	<b>51,572</b>
短期贷款	3,348	3,572	3,679	3,789	3,903
应付账款	5,993	5,671	5,506	5,594	6,070
其他短期负债	18,789	13,099	11,500	13,532	12,921
<b>总流动负债</b>	<b>28,130</b>	<b>22,342</b>	<b>20,684</b>	<b>22,915</b>	<b>22,894</b>
长期贷款	9,568	8,242	8,144	8,144	8,144
其他长期负债	2,007	1,826	1,826	1,826	1,826
<b>总长期负债</b>	<b>11,575</b>	<b>10,068</b>	<b>9,970</b>	<b>9,970</b>	<b>9,970</b>
<b>总负债</b>	<b>39,705</b>	<b>32,409</b>	<b>30,654</b>	<b>32,885</b>	<b>32,864</b>
股本	50,886	54,972	54,972	54,972	54,972
储备及其他资本项目	(44,635)	(42,885)	(40,913)	(39,828)	(36,363)
<b>股东权益</b>	<b>6,251</b>	<b>12,087</b>	<b>14,059</b>	<b>15,144</b>	<b>18,609</b>
记作权益的金融工具	0	0	0	0	0
非控股权益	93	98	98	98	98
<b>总权益</b>	<b>6,343</b>	<b>12,185</b>	<b>14,157</b>	<b>15,242</b>	<b>18,708</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	(34)	2,033	1,026	1,572	2,361
合资企业/联营公司收入调整	213	51	(16)	0	0
折旧及摊销	13,655	14,091	12,126	12,154	12,217
营运资本变动	(14,493)	(13,358)	(13,815)	(10,265)	(11,369)
利息调整	646	873	818	580	524
税费	30	(1)	(56)	(157)	(354)
其他经营活动现金流	(88)	(337)	413	367	282
<b>经营活动现金流</b>	<b>(71)</b>	<b>3,352</b>	<b>496</b>	<b>4,250</b>	<b>3,660</b>
资本开支	(174)	(37)	(41)	(45)	(49)
投资活动	493	(300)	73	17	22
其他投资活动现金流	(52)	(1,403)	37	38	38
<b>投资活动现金流</b>	<b>266</b>	<b>(1,740)</b>	<b>70</b>	<b>10</b>	<b>11</b>
负债净变动	2,693	4,086	(1,991)	(1,890)	114
权益净变动	1,173	3,391	0	0	0
其他融资活动现金流	603	(11,762)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>4,469</b>	<b>(4,285)</b>	<b>(1,991)</b>	<b>(1,890)</b>	<b>114</b>
汇率收益/损失	122	92	107	100	103
<b>年初现金</b>	<b>3,075</b>	<b>7,862</b>	<b>5,281</b>	<b>3,963</b>	<b>6,433</b>
<b>年末现金</b>	<b>7,862</b>	<b>5,281</b>	<b>3,963</b>	<b>6,433</b>	<b>10,321</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	(0.159)	2.019	0.989	1.471	2.092
全面摊薄每股收益	(0.159)	1.975	0.971	1.448	2.058
Non-GAAP标准下的每股收益	1.501	2.912	1.749	2.070	2.636
每股账面值	7.307	12.400	14.470	15.631	19.196
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	23.0	27.5	24.3	25.0	26.5
EBIT利润率	4.5	9.4	6.0	7.3	9.2
净利率	(0.5)	6.0	3.2	4.8	6.3
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	23.0	27.5	24.3	25.0	26.5
经营利润率	7.5	11.4	7.9	9.1	11.0
净利率	4.4	8.9	5.8	6.8	8.1
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	(0.3)	4.2	2.1	3.0	4.0
ROE	(2.3)	20.8	7.2	9.5	11.8
ROIC	78.8	30.8	12.6	13.2	14.4
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	79.7	53.6	55.5	36.1	9.2
流动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.8
应收账款周转天数	34.7	27.8	27.8	27.8	27.8
应付账款周转天数	121.8	92.1	92.1	92.1	92.1

## 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**

2024年11月22日

爱奇艺 (IQ US)

## 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。