

互联网	收盘价 美元 15.09	目标价 美元 17.00个	潜在涨幅 +12.7%
-----	-----------------	------------------	----------------

2025 年 3 月 19 日

腾讯音乐 (TME US)

4 季度利润超预期；会员收入增长维持稳健，股东回馈持续

基于快于预期的利润率优化趋势，我们小幅上调2025年经调整净利润5%至86亿元，并上调SOTP目标价至17美元/65港元（1698 HK，原为14美元/56港元），其中1）音乐14美元，参考可比优质音乐平台及版权公司平均20倍市盈率；2）社交1美元，基于10倍市盈率；3）现金2美元。在线音乐维持稳健增长，长期1.5亿会员/15元ARPPU目标不变，社交收入降幅低于预期，对利润拖累将逐步缓释，公司发布新一轮10亿美元回购计划，并维持派息（26%派息率、1.2%股息率），股东回馈持续，维持买入。

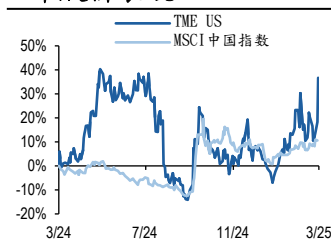
④ **4 季度利润超预期**：腾讯音乐 2024 年 4 季度收入为 74.6 亿元（人民币，下同），基本符合市场预期。音乐订阅收入同比增 18%，其中：1）音乐会员 1.21 亿，环比+200 万；SVIP 规模、留存率均有提升。2）月 ARPPU 11.1 元，同/环比+4%/3%。非会员业务收入同比增 12%，主要受多元化广告拉动。经调整归母净利润 22.8 亿元（同比增 45%），超市场预期 18%，主要受益于毛利率优化（43.6%，同/环比优化 5.3/1.0 个百分点）。

④ **展望**：我们预计 2025 年：1）音乐订阅收入+16%，平均季度会员净增 190 万，月 ARPPU 或同比+8%至 12 元，看好减促及 SVIP 占比提升对 ARPPU 持续拉动。2）非会员收入同比增 18%，仍受益于广告增长。3）社交娱乐：尽管 4 季度受新玩法及季节性带动环比恢复收入增长，但受竞争影响，预计 2025 年收入仍呈现下降趋势。看好在线音乐/全民 K 歌订阅及广告收入增长、及自制内容增加促进毛利率进一步优化。

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)	9.46
市值 (百万美元)	25,895.60
日均成交量 (百万)	36.49
年初至今变化 (%)	32.95
200天平均价 (美元)	11.78

资料来源: FactSet

盈利预测变动

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	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	30,930	30,483	1%	34,279	33,641	2%	37,789	NA	NA
在线音乐	25,313	24,722	2%	28,796	27,990	3%	32,413	NA	NA
订阅	17,608	17,515	1%	20,281	20,104	1%	23,057		
非订阅	7,705	7,207	7%	8,515	7,885	8%	9,356		
社交娱乐	5,618	5,761	-2%	5,483	5,651	-3%	5,376	NA	NA
毛利润	13,996	13,340	5%	15,915	15,072	6%	17,945	NA	NA
毛利率	45.2%	43.8%	1.5ppt	46.4%	44.8%	1.6ppt	47.5%	NA	NA
经调整经营利润	9,845	9,099	8%	11,512	10,585	9%	13,308	NA	NA
经调整经营利润率	31.8%	29.8%	2.0ppts	33.6%	31.5%	2.1ppts	35.2%	NA	NA
经调整归母净利润	8,611	8,223	5%	9,881	9,315	6%	11,236	NA	NA
经调整归母净利率	27.8%	27.0%	0.9ppt	28.8%	27.7%	1.1ppt	29.7%	NA	NA

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

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

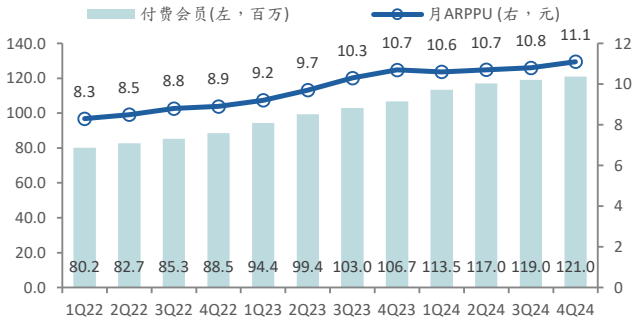
蔡涵

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。

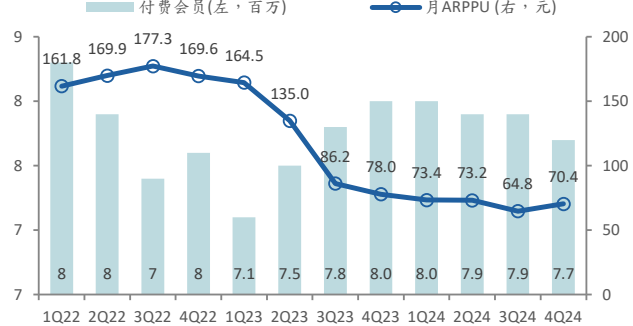
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 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 4 季度业绩概览

(人民币百万)	4Q23	3Q24	4Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预期	差异 (%)	点评
总收入	6,893	7,015	7,458	6	8	7,298	2	
1. 在线音乐	5,022	5,480	5,831	6	16	5,765	1	
1) 会员业务	3,419	3,836	4,030	5	18	4,011	0	
付费会员 (百万)	106.7	119.0	121.0	2	13	121.0	0	付费率 21.8%，同/环比+3.2/1.1ppts
每月 ARPPU (人民币)	10.7	10.8	11.1	3	4	11.0	0	
2) 非会员收入	1,603	1,644	1,801	10	12	1,755	3	受广告增长驱动，部分演唱会递延
2. 社交娱乐服务和其它	1,871	1,535	1,627	6	-13	1,532	6	
付费会员 (百万)	8.0	7.9	7.7	-3	-4	8.0		
每月 ARPPU (人民币)	78	65	70	9	-10	64		
主营业务成本	4,252	4,024	4,205	4	-1	4,124	2	
毛利	2,641	2,991	3,253	9	23	3,174	2	
毛利率 (%)	38	43	44			43		音乐及全民 K 歌订阅及广告收入增长，自制内容增加
市场推广费用	255	220	248	13	-3	255	-3	
行政费用	1,011	998	926	-7	-8	1,031	-10	
运营利润	1,375	1,773	2,079	17	51	1,887	10	
运营利润率 (%)	20	25	28			26		
净利润	1409	1709	2,076	21	47	1,816	14	
净利润率 (%)	20	24	28			25		
调整后净利润	1,678	1,940	2,399	24	43	2,031	18	
调整后净利润率 (%)	24	28	32			28		
调整后归母净利润	1,575	1,814	2,280	26	45	1,897	20	
调整后归母净利润率 (%)	23	26	31			26		
调整后摊薄每股盈利 (人民币)	1.00	1.16	1.47	27	46	1.21	21	

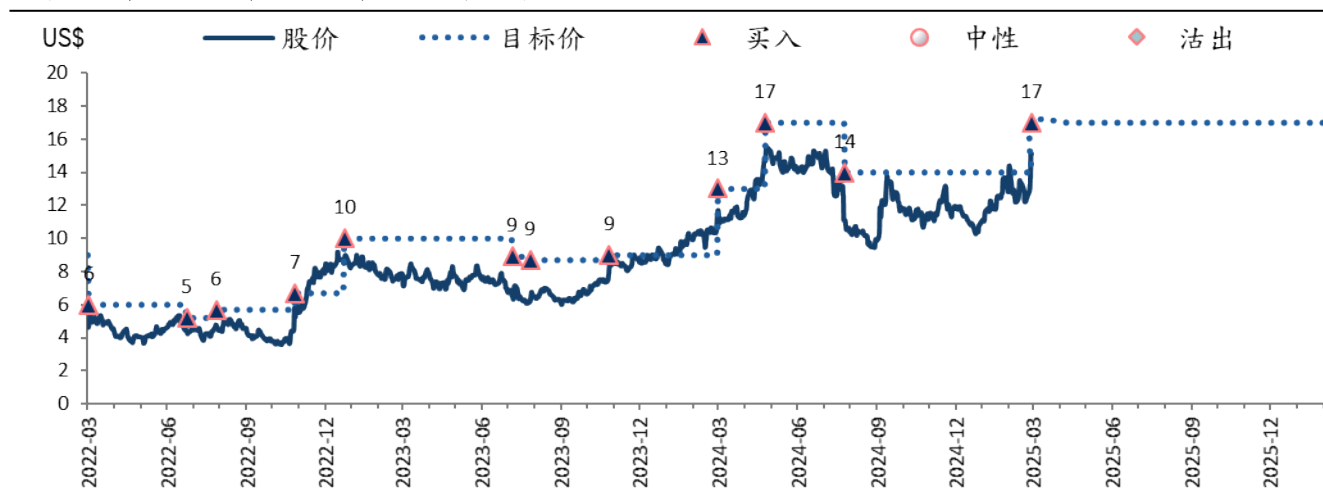
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 2025 年 1 季度展望

(人民币百万)	1Q24	4Q24	1Q25E	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	6,768	7,458	7,248	-3	7	28,401	30,930	34,279	37,789
<u>彭博一致预期</u>			<u>7,232</u>			<u>28,235</u>	<u>30,933</u>	<u>34,182</u>	<u>36,818</u>
在线音乐	5,007	5,831	5,806	0	16	21,742	25,313	28,796	32,413
会员业务	3,615	4,030	4,174	4	15	15,220	17,608	20,281	23,057
付费会员 (百万)	114	121	123	2	8	118	126	133	140
月 ARPPU (人民币)	10.6	11.1	11.3	2	7	10.8	11.7	12.7	13.7
非会员收入	1,392	1,801	1,633	-9	17	6,522	7,705	8,515	9,356
社交娱乐服务和其它	1,761	1,627	1,441	-11	-18	6,659	5,618	5,483	5,376
付费会员 (百万)	8.0	7.7	7.3	-6	-9	7.9	7.2	7.1	6.9
月 ARPPU (人民币)	73	70	66	-6	-10	70	65	65	65
主营业务成本	3,997	4,205	4,051	-4	1	16,376	16,935	18,364	19,844
毛利	2,771	3,253	3,196	-2	15	12,025	13,996	15,915	17,945
毛利率 (%)	41	44	44			42	45	46	47
市场推广费用	187	248	200	-19	7	865	919	992	1,065
行政费用	949	926	918	-1	-3	3,811	3,879	4,128	4,362
运营利润	1,635	2,079	2,078	0	27	7,349	9,198	10,795	12,518
运营利润率 (%)	24	28	29			26	30	31	33
调整后运营利润	1,828	2,235	2,230	0.22		8,030	9,845	11,512	13,308
调整后运营利润率 (%)	27	30	31			28	32	34	35
净利润	1,530	1,957	1,843	-6	20	7,109	8,360	9,660	11,038
净利润率 (%)	23	26	25			25	27	28	29
调整后净利润	1,812	2,399	2,151	-10	19	8,136	9,172	10,557	12,009
调整后净利润率 (%)	27	32	30			29	30	31	32
调整后归母净利润	1,704	2,280	2,039	-11	20	7,671	8,611	9,881	11,236
调整后归母净利润率 (%)	25	31	28			27	28	29	30
<u>彭博一致预期</u>			<u>1,987</u>			<u>7,425</u>	<u>8,591</u>	<u>9,826</u>	<u>11,031</u>
调整后摊薄每股盈利 (人民币)	1.1	1.5	1.3	-10.4	20.3	4.6	5.2	5.9	6.7

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 5: 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 6: 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	102.51	111.00	8.3%	2025 年 02 月 19 日	广告
TME US	腾讯音乐	买入	15.09	17.00	12.7%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	47.69	63.00	32.1%	2025 年 02 月 26 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	159.30	184.00	15.5%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	21.60	26.00	20.4%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.49	2.70	8.4%	2025 年 02 月 19 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	66.30	54.00	-18.6%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
MOMO US	犇文集团	中性	7.06	7.20	2.0%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.30	28.00	2.6%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
JD US	京东	买入	44.92	62.00	38.0%	2025 年 03 月 07 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	142.74	165.00	15.6%	2025 年 02 月 21 日	电商
PDD US	拼多多	买入	126.79	144.00	13.6%	2024 年 11 月 22 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	13.78	15.60	13.2%	2025 年 01 月 22 日	电商
DAO US	有道	买入	8.43	12.00	42.3%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	14.23	13.30	-6.5%	2025 年 01 月 24 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	41.35	60.00	45.1%	2025 年 01 月 22 日	教育
GOTU US	高途	买入	3.92	4.60	17.3%	2024 年 11 月 20 日	教育
NTES US	网易	买入	100.47	124.00	23.4%	2025 年 01 月 20 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	42.25	33.00	-21.9%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	541.00	513.00	-5.2%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.50	14.00	12.0%	2024 年 08 月 30 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	18.36	18.00	-2.0%	2025 年 01 月 22 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	177.30	226.00	27.5%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.82	18.50	33.9%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.26	13.50	45.8%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.88	1.40	-25.5%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	16.70	21.00	25.7%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.73	13.00	48.9%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	19.48	24.00	23.2%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	518.00	605.00	16.8%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	48.55	64.00	31.8%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 3 月 18 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	27,752	28,401	30,930	34,279	37,789
主营业务成本	(17,957)	(16,376)	(16,935)	(18,364)	(19,844)
毛利	9,795	12,025	13,996	15,915	17,945
销售及管理费用	(897)	(865)	(919)	(992)	(1,065)
研发费用	(4,121)	(3,811)	(3,879)	(4,128)	(4,362)
经营利润	4,777	7,349	9,198	10,795	12,518
Non-GAAP标准下的经营利润	5,513	8,030	9,845	11,512	13,308
财务成本净额	1,052	1,196	1,215	1,200	1,200
应占联营公司利润及亏损	127	96	80	80	80
其他非经营净收入/费用	89	71	(105)	0	0
税前利润	6,045	8,712	10,388	12,075	13,798
税费	(825)	(1,603)	(2,028)	(2,415)	(2,760)
非控股权益	(300)	(465)	(560)	(676)	(773)
净利润	4,920	6,644	7,799	8,984	10,266
作每股收益计算的净利润	4,920	6,644	7,799	8,984	10,266
Non-GAAP标准的净利润	5,923	7,671	8,611	9,881	11,236

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	13,567	13,164	17,388	23,141	34,825
有价证券	0	0	0	0	0
应收账款及票据	2,918	3,508	3,427	3,475	4,134
其他流动资产	13,451	17,872	17,892	18,309	18,745
总流动资产	29,936	34,544	38,708	44,925	57,705
物业、厂房及设备	490	803	428	408	394
其他有形资产	4,274	4,669	4,669	4,669	4,669
无形资产	2,032	2,049	1,804	1,747	1,716
其他长期资产	38,804	48,379	50,592	40,344	54,271
总长期资产	45,600	55,900	57,493	47,168	61,050
总资产	75,536	90,444	96,201	92,093	118,754
应付账款	3,472	3,381	3,705	3,965	4,324
其他短期负债	8,542	13,169	9,543	7,791	10,908
总流动负债	12,014	16,550	13,248	11,755	15,231
其他长期负债	6,320	4,168	6,572	6,008	7,526
总长期负债	6,320	4,168	6,572	6,008	7,526
总负债	18,334	20,718	19,821	17,764	22,757
股本	2	2	2	2	2
储备及其他资本项目	55,905	67,861	73,954	71,228	92,123
股东权益	55,907	67,863	73,956	71,230	92,125
非控股权益	1,295	1,863	2,423	3,100	3,872
总权益	57,202	69,726	76,380	74,329	95,997

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	6,045	8,712	10,388	12,075	13,798
合资企业/联营公司收入调整	(127)	(96)	(80)	(80)	(80)
折旧及摊销	1,004	804	774	759	755
营运资本变动	786	1,431	(1,098)	(1,957)	2,380
利息调整	(1,052)	(1,196)	(1,215)	(1,200)	(1,200)
税费	(825)	(1,603)	(2,028)	(2,415)	(2,760)
其他经营活动现金流	1,506	2,223	1,879	1,934	2,007
经营活动现金流	7,337	10,275	8,619	9,116	14,901
资本开支	(165)	(165)	(165)	(165)	(165)
投资活动	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(1,698)	(6,653)	(1,459)	(485)	(512)
投资活动现金流	(1,863)	(6,818)	(1,624)	(650)	(677)
权益净变动	(1,192)	(1,000)	(800)	(500)	0
其他融资活动现金流	(346)	(2,830)	(1,971)	(2,213)	(2,539)
融资活动现金流	(1,538)	(3,830)	(2,771)	(2,713)	(2,539)
汇率收益/损失	76	(30)	0	0	0
年初现金	9,555	13,567	13,164	17,388	23,141
年末现金	13,567	13,164	17,388	23,141	34,825

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	3.148	4.031	4.726	5.437	6.205
全面摊薄每股收益	3.107	4.002	4.692	5.398	6.161
Non-GAAP标准下的每股收益	3.740	4.620	5.180	5.937	6.743
每股股息	0.964	1.187	1.331	1.525	1.733
每股账面值	35.302	40.874	44.490	42.798	55.287
利润率分析(%)					
毛利率	35.3	42.3	45.2	46.4	47.5
EBITDA利润率	20.8	28.7	32.2	33.7	35.1
EBIT利润率	17.2	25.9	29.7	31.5	33.1
净利率	17.7	23.4	25.2	26.2	27.2
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	35.3	42.3	45.2	46.4	47.5
EBITDA利润率	23.5	31.1	34.3	35.8	37.2
经营利润率	19.9	28.3	31.8	33.6	35.2
净利率	21.3	27.0	27.8	28.8	29.7
盈利能力(%)					
ROA	6.9	8.0	8.4	9.5	9.7
ROE	9.5	10.7	11.0	12.4	12.6
ROIC	10.7	17.0	0.0	0.0	0.0
其他					
流动比率	2.5	2.1	2.9	3.8	3.8
应收账款周转天数	36.7	36.7	36.7	36.7	36.7
应付账款周转天数	101.7	91.0	90.0	90.0	90.0

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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、湖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、山西省安装集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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，而并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。