

互联网	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 540.00	港元 583.00个	+8.0%

2025 年 3 月 20 日

腾讯控股 (700 HK)

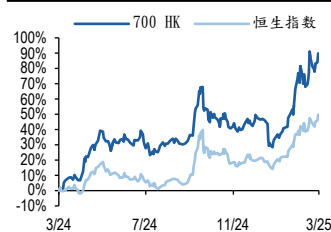
AI+应用或在腾讯生态最快落地，上调目标价

- 2024 年 4 季度业绩：总收入同比增 11%至 1724 亿元（人民币，下同），高于我们/彭博市场预期 3%/2%，其中游戏+20%/社交+6%/营销+17%/金融企服+3%。毛利率同比优化至 53%，调整后净利润 553 亿元，同比增 30%，得益于高毛利业务包括本土游戏、视频号和搜一搜广告收入增长及云成本优化。调整后每股盈利 5.91 元，超过我们/彭博市场预期 10%/8%。
- 4 季度运营要点：1) 本土游戏收入加速增长，同比增 23%，受去年同期低基数、新游《MDnF》/《三角洲行动》增量贡献和其他长青游戏增长拉动；海外游戏收入增 15%，《PUBG MOBILE》和 Supercell 游戏表现强劲。2) 社交网络收入主要受音乐付费和小游戏收入增长带动。3) 营销收入受视频号（收入增 60%+）、搜一搜（收入增 100%+）和小程序广告强劲需求拉动，及 AI 赋能提升投放效率。4) 金融科技收入同比低个位数增长，支付服务稳定；商家技术服务费及企微收入增长拉动企服收入同比增长。5) 资本支出 366 亿元，环比增 114%，因增加 GPU 采购支持广告/游戏等业务、训练模型、提供推理（元宝/微信 AI 等）和云服务。
- 展望：我们认为腾讯将较快受益于 AI 技术加速普及带来的 2B 相关服务的收入增长以及 2C 体验的持续优化，预计 2025 年收入增 8.1%至 7138 亿元（彭博预期 7150 亿元/VA 7133 亿元），其中广告最快受益于 AI 技术优化，收入增长仍领先行业；游戏业务虽可能受到 2H24 高基数影响，但常青游戏的运营及新游戏将支持游戏收入持续稳健；企业服务相关收入预计加速。资本支出按收入 11-14%估算，全年可能接近千亿元，但也将持续平衡公司收入及利润增长，预计运营利润仍将维持快于收入及毛利增速。
- 估值：预计 2025/26 年收入增 8.1%/7.6%，运营利润增 11%/9%。现价对应 2025 年 19 倍市盈率，考虑 2025 年预计 800 亿港元回购及 410 亿港元（~4.5 港元/股，+32%）股息及稳健业绩，以及 AI+应用在腾讯生态流量的想象空间，按 20 倍 2025 年市盈率，上调目标价至 583 港元，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 (港元)	544.00
52周低位 (港元)	288.60
市值 (百万港元)	4,887,070.20
日均成交量 (百万)	31.60
年初至今变化 (%)	29.50
200天平均价 (港元)	425.99

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

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

孙梦琪

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

赵丽, CFA

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

蔡涵

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

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	609,015	660,257	713,818	767,880	818,920
同比增长 (%)	9.8	8.4	8.1	7.6	6.6
净利润 (百万人民币)	157,688	222,703	244,774	268,648	289,453
每股盈利 (人民币)	16.33	23.53	26.34	29.31	31.91
同比增长 (%)	37.6	44.1	12.0	11.3	8.9
前EPS预测值 (人民币)			24.58	28.35	
调整幅度 (%)			7.2	3.4	
市盈率 (倍)	30.8	21.4	19.1	17.2	15.8
每股账面净值 (人民币)	90.47	111.33	127.04	137.60	144.11
市账率 (倍)	5.56	4.52	3.96	3.65	3.49
股息率 (%)	0.7	0.7	0.9	1.0	1.1

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>

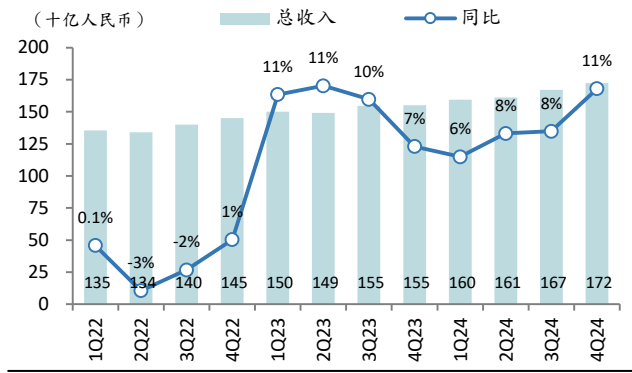
2024 年 4 季度业绩概览

图表 1: 2024 年 4 季度业绩概览

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	4Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
收入						
增值服务	79,022	-4	14	77,146	2	
社交网络	29,800	-4	6	30,047	-1	音乐付费、小游戏和手游虚拟道具收入增长
本土游戏	33,200	-11	23	31,818	4	受去年同期低基数、新游《MDnF》/《三角洲行动》增量贡献和其他长青游戏增长拉动,《王者荣耀》/《金铲铲之战》流水双位数增长,《无畏契约》流水同比翻倍
海外游戏	16,000	10	15	15,280	5	《荒野乱斗》流水增数倍,《流亡黯道 2》EA 发售
金融科技及企业服务	56,125	6	3	56,541	-1	金融科技收入同比低个位数增长,支付服务稳定;企服收入同比增长
营销服务	35,004	17	17	32,431	8	视频号/搜一搜广告收入同比增 60%+/100%+,多数重点行业广告投放获得增长
其他	2,295	62	18	1,822	26	
总收入	172,446	3	11	167,940	3	
<u>彭博一致预期</u>	<u>168,740</u>					
收入成本	(81,793)	4	5	(79,938)	2	
毛利	90,653	2	17	88,002	3	
毛利率 (%)	52.6			52.4		
增值服务	55.9			56.0		毛利率同比提升,得益于高毛利本土游戏业务收入增长
金融科技及企业服务	47.1			45.5		毛利率同比提升,得益于理财、消费贷款服务和企微收入增长,及云成本优化
营销服务	57.7			57.5		
其他	-7.0			22.7		
营销开支	(10,285)	9	-6	(9,573)	7	同比下降,反映去年同期高基数
一般及行政开支	(31,403)	8	16	(30,341)	4	
运营利润	51,478	-3	24	49,588	4	
运营利润率 (%)	29.9			29.5		
税前利润	63,248	1	69	55,921	13	
税项	(11,781)	32	22	(12,628)	-7	
归属母公司股东净利润	51,324	-4	90	42,562	21	
净利润率 (%)	29.8			25.3		
Non-IFRS 运营利润	59,475	-3	21	57,424	4	
Non-IFRS 运营利润率 (%)	34.5			34.2		
Non-IFRS 净利润	55,312	-8	30	50,295	10	
Non-IFRS 净利润率 (%)	32.1			29.9		
摊薄每股盈利 (人民币)	5.49	-3	95	4.55	21	
Non-IFRS 摊薄每股盈利 (人民币)	5.91	-7	33	5.37	10	
<u>彭博一致预期</u>	<u>5.47</u>					

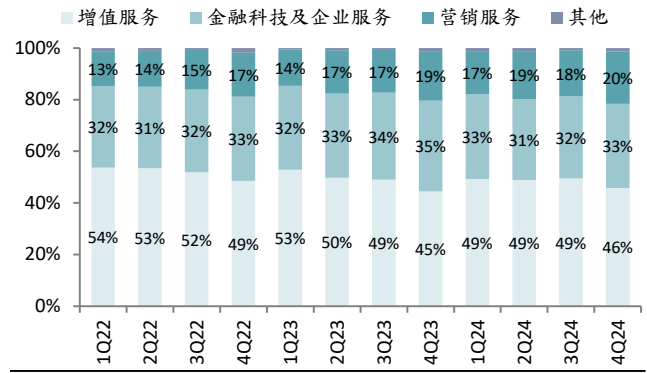
资料来源:公司资料,彭博,交银国际预测

图表 2: 总收入及增速



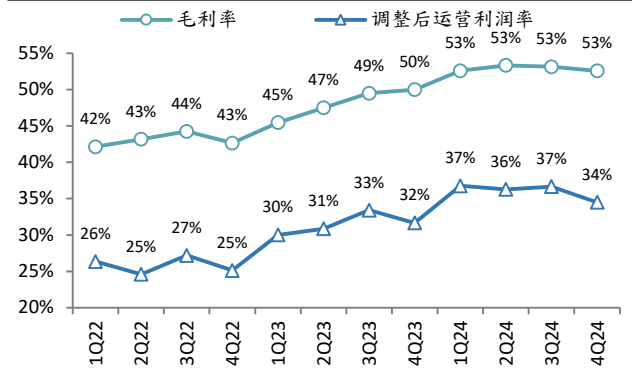
资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 收入结构



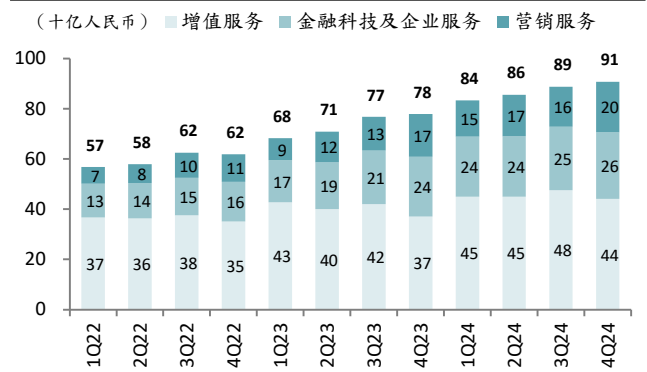
资料来源：公司资料，交银国际

图表 4: 毛利率及调整后运营利润率



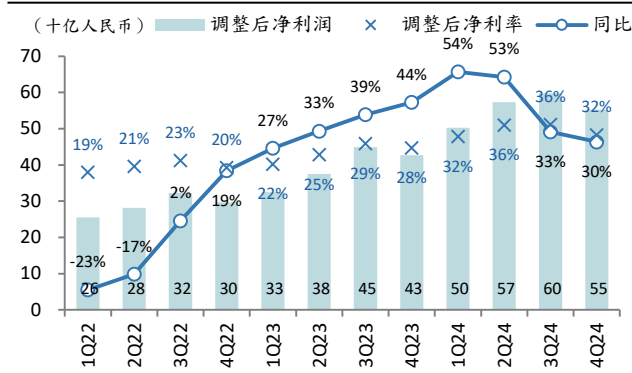
资料来源：公司资料，交银国际 *2022 年开始费用项调整

图表 5: 分板块毛利



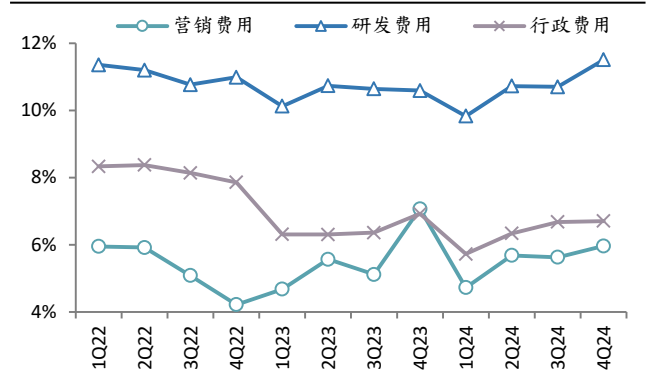
资料来源：公司资料，交银国际

图表 6: 调整后净利润、增速及利润率



资料来源：公司资料，交银国际

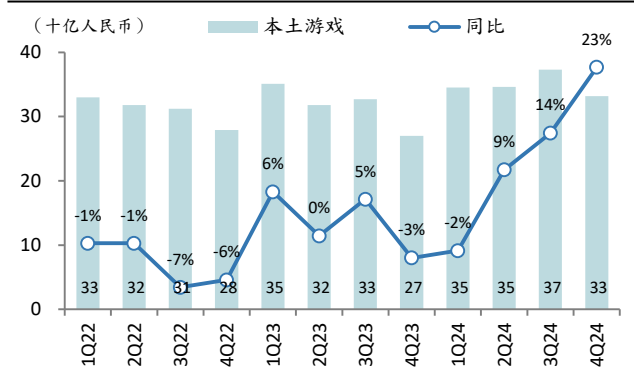
图表 7: 营销、研发及行政费用占收比



资料来源：公司资料，交银国际

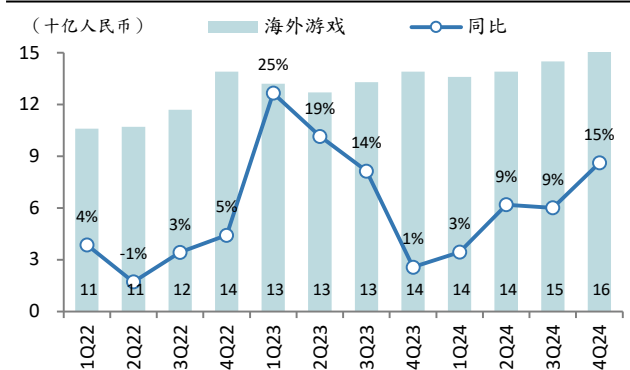
游戏

图表 8: 本土游戏收入及增速



资料来源：公司资料，交银国际

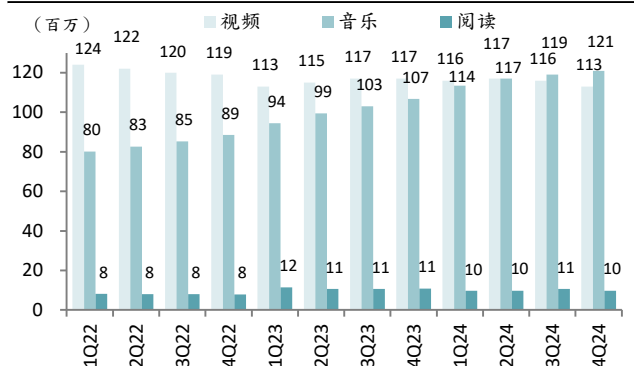
图表 9: 海外游戏收入及增速



资料来源：公司资料，交银国际

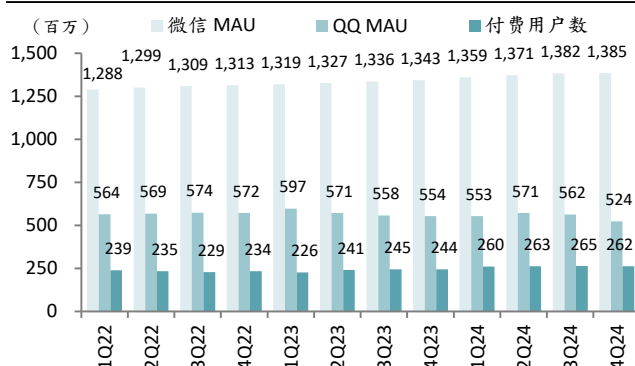
社交网络

图表 10: 付费订阅用户数 (视频、音乐和阅读)



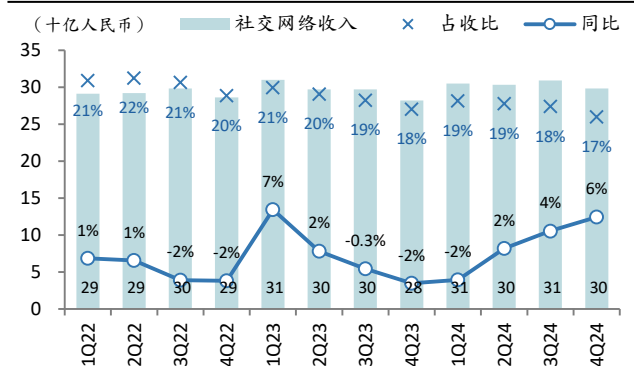
资料来源：公司资料，交银国际 *2024 年 1 季度开始视频付费用户为日均值

图表 11: 微信/QQ 月活跃用户数及付费用户



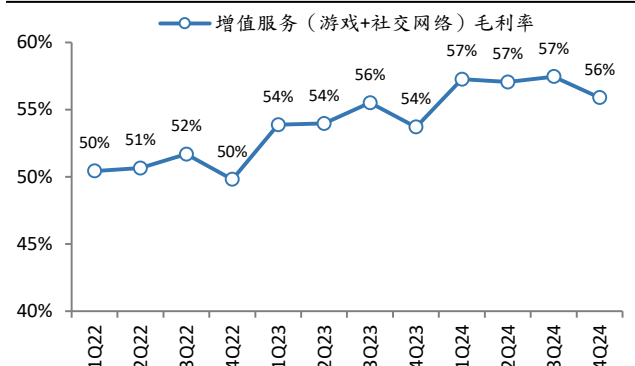
资料来源：公司资料，交银国际

图表 12: 社交网络收入、增速及占收比



资料来源：公司资料，交银国际

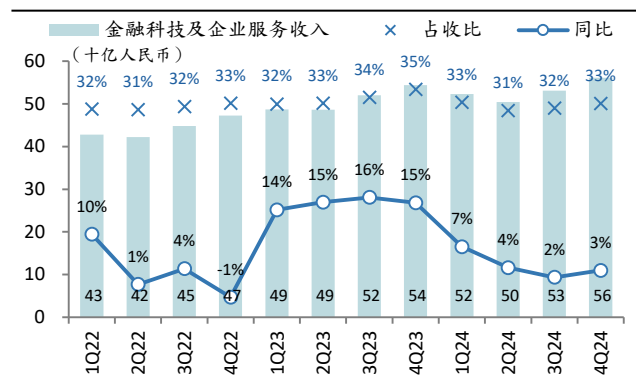
图表 13: 增值服务毛利率



资料来源：公司资料，交银国际

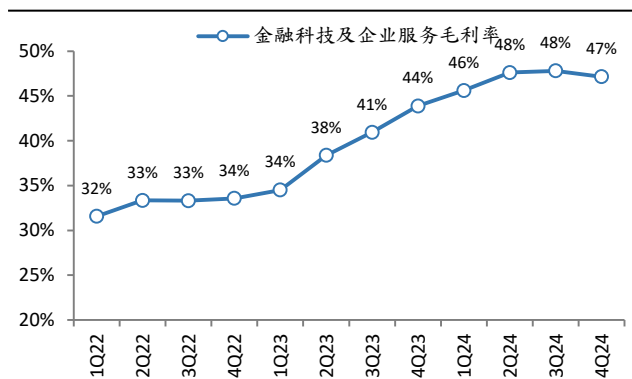
金融科技和企业服务

图表 14: 金融科技及企业服务收入、增速及占收比



资料来源：公司资料，交银国际

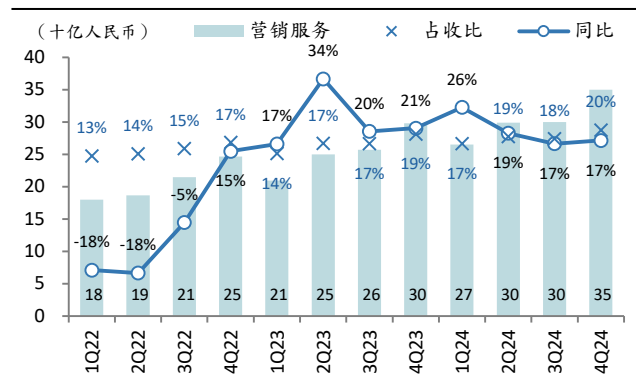
图表 15: 金融科技及企业服务毛利率



资料来源：公司资料，交银国际

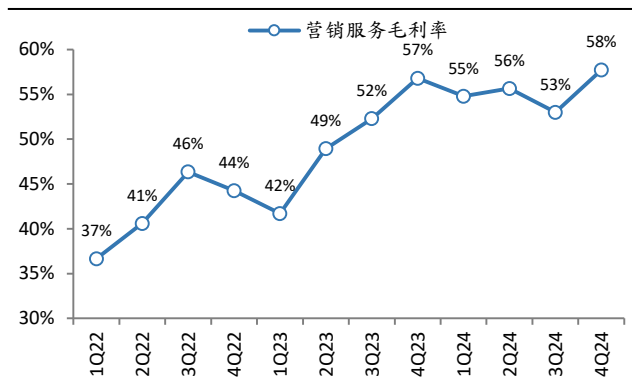
营销服务

图表 16: 营销服务收入、增速及占收比



资料来源：公司资料，交银国际

图表 17: 营销服务毛利率



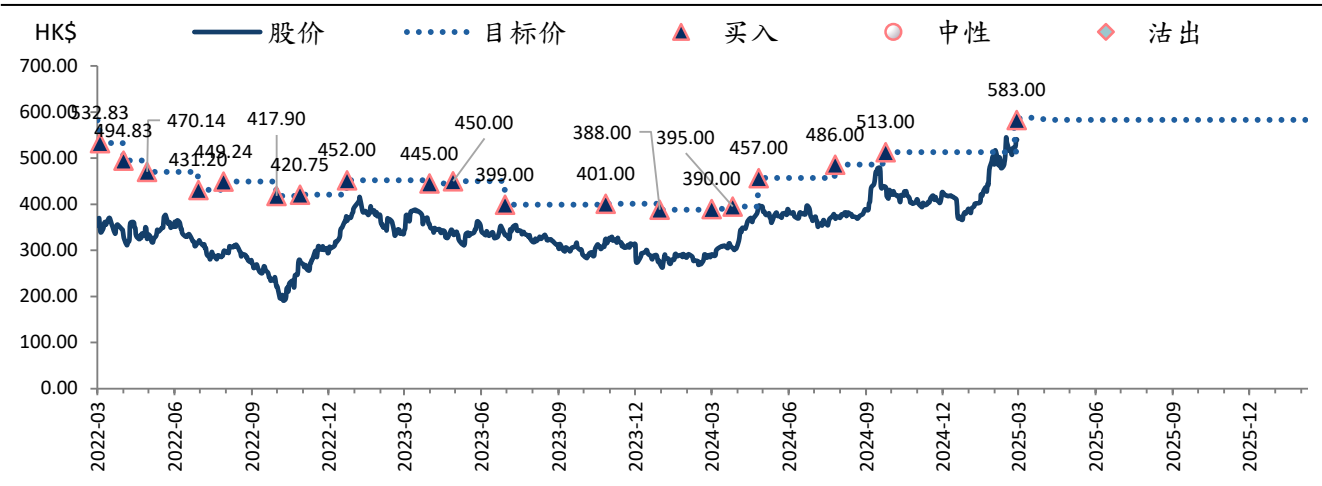
资料来源：公司资料，交银国际

图表 18: 损益表预测

(百万人民币)	1Q25E 前预测	1Q25E 现预测	变化 (%)	同比 (%)	环比 (%)	2Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	173,777	173,787	0	9	1	173,264	660,257	713,818	767,880	818,920
同比 (%)	9.0	9.0				7.5	8.4	8.1	7.6	6.6
彭博一致预期		166,301				168,358		714,978	773,927	847,856
分业务										
增值服务	86,465	85,245	-1	8	8	83,880	319,168	343,583	373,238	402,513
社交网络	31,607	31,082	-2	2	4	31,227	121,500	127,822	138,636	148,081
本土游戏	40,050	38,711	-3	12	17	36,639	139,668	150,957	165,293	180,359
海外游戏	14,807	15,452	4	14	-3	16,014	58,000	64,804	69,308	74,074
金融科技及企业服务	55,341	55,035	-1	5	-2	54,269	211,956	226,532	238,586	251,383
营销服务	30,308	31,941	5	21	-9	33,544	121,374	136,312	147,333	155,566
其他	1,664	1,565	-6	-24	-32	1,571	7,759	7,390	8,723	9,457
毛利	93,511	92,859	-1	11	2	92,680	349,246	384,100	417,336	443,958
毛利率 (%)	53.8	53.4				53.5	52.9	53.8	54.3	54.2
分部毛利										
增值服务	50,250	48,854	-3	9	11	48,275	181,657	198,019	215,471	232,314
金融科技及企业服务	26,285	26,049	-1	9	-2	25,262	99,701	107,812	116,773	121,109
网络广告	16,627	17,627	6	21	-13	18,921	67,232	76,835	83,342	88,642
其他	349	328	-6	-31	NA	222	656	1,433	1,750	1,893
分部毛利率 (%)										
增值服务	58.1	57.3				57.6	56.9	57.6	57.7	57.7
金融科技及企业服务	47.5	47.3				46.6	47.0	47.6	48.9	48.2
网络广告	54.9	55.2				56.4	55.4	56.4	56.6	57.0
其他	21.0	21.0				14.1	8.5	19.4	20.1	20.0
营销开支	(9,384)	(9,037)	-4	20	-12	(10,049)	(36,388)	(40,546)	(44,553)	(47,508)
研发开支	(18,743)	(20,412)	9	30	3	(20,442)	(70,686)	(82,566)	(86,185)	(90,733)
一般及行政开支	(11,140)	(9,828)	-12	8	-15	(10,319)	(42,075)	(41,723)	(44,321)	(47,425)
其他经营开支	2,000	2,800	40	172	11	2,800	8,002	11,200	11,200	11,200
运营利润	56,244	56,383	0	7	10	54,670	208,099	230,464	253,477	269,492
净利润	46,158	50,867	10	21	-1	51,736	194,073	215,035	233,547	254,981
Non-GAAP 运营利润	63,640	65,482	3	12	10	62,555	237,811	263,980	287,343	307,810
Non-GAAP 运营利润率 (%)	36.6	37.7				36.1	36.0	37.0	37.4	37.6
Non-GAAP 净利润	54,161	55,822	3	11	1	56,596	222,703	244,774	268,648	289,453
Non-GAAP 净利润率 (%)	31.2	32.1				32.7	33.7	34.3	35.0	35.3
彭博一致预期		57,842				57,829		238,562	266,067	279,378
摊薄每股盈利 (元)	5.81	5.97	3	13	1	6.08	23.53	26.34	29.31	31.91
彭博一致预期		6.04				6.11		25.02	27.66	32.13

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 19: 腾讯 (700 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 20: 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	98.24	111.00	13.0%	2025 年 02 月 19 日	广告
TME US	腾讯音乐	买入	14.71	17.00	15.6%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	46.88	63.00	34.4%	2025 年 02 月 26 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	161.00	184.00	14.3%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	21.23	26.00	22.5%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.48	2.70	8.9%	2025 年 02 月 19 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	65.70	54.00	-17.8%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.90	7.20	4.3%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.95	28.00	0.2%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
JD US	京东	买入	44.83	62.00	38.3%	2025 年 03 月 07 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	143.20	165.00	15.2%	2025 年 02 月 21 日	电商
PDD US	拼多多	买入	125.92	144.00	14.4%	2024 年 11 月 22 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	13.58	15.60	14.9%	2025 年 01 月 22 日	电商
DAO US	有道	买入	8.48	12.00	41.5%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	14.41	13.30	-7.7%	2025 年 01 月 24 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	40.90	60.00	46.7%	2025 年 01 月 22 日	教育
GOTU US	高途	买入	3.89	4.60	18.3%	2024 年 11 月 20 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	42.35	50.00	18.1%	2025 年 03 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	540.00	583.00	8.0%	2025 年 03 月 20 日	游戏
NTES US	网易	买入	101.91	124.00	21.7%	2025 年 01 月 20 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.40	14.00	12.9%	2024 年 08 月 30 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	18.16	18.00	-0.9%	2025 年 01 月 22 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	175.90	226.00	28.5%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.68	18.50	35.2%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.22	13.50	46.4%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.90	1.40	-26.3%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	16.20	21.00	29.6%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.60	13.00	51.2%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	19.38	24.00	23.8%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	520.00	605.00	16.3%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	46.75	64.00	36.9%	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 19 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	609,015	660,257	713,818	767,880	818,920
主营业务成本	(315,906)	(311,011)	(329,718)	(350,544)	(374,961)
毛利	293,109	349,246	384,100	417,336	443,958
销售及管理费用	(201,814)	(219,835)	(247,401)	(261,244)	(276,400)
研发费用	(64,078)	(70,686)	(82,566)	(86,185)	(90,733)
其他经营净收入/费用	132,857	149,374	176,332	183,569	192,667
经营利润	160,074	208,099	230,464	253,477	269,492
Non-GAAP标准下的经营利润	191,886	237,811	263,980	287,343	307,810
财务成本净额	(12,268)	(11,981)	(10,415)	(10,838)	(11,278)
应占联营公司利润及亏损	13,518	45,367	60,155	61,061	73,554
税前利润	161,324	241,485	280,204	303,700	331,768
税费	(43,276)	(45,018)	(62,249)	(67,233)	(73,867)
非控股权益	(2,832)	(2,394)	(2,920)	(2,920)	(2,920)
净利润	115,216	194,073	215,035	233,547	254,981
作每股收益计算的净利润	115,216	194,073	215,035	233,547	254,981
Non-GAAP标准的净利润	157,688	222,703	244,774	268,648	289,453

资产负债表简表 (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	172,320	132,519	175,522	220,156	247,253
有价证券	210,653	213,974	217,120	220,363	223,709
应收账款及票据	46,606	48,203	51,164	54,479	58,523
存货	456	440	462	485	509
其他流动资产	88,411	101,044	94,522	115,856	108,506
总流动资产	518,446	496,180	538,790	611,340	638,500
投资物业	428,193	509,236	514,470	519,786	525,193
物业、厂房及设备	53,232	80,185	136,698	151,510	151,636
其他有形资产	51,226	53,098	53,221	57,474	63,400
无形资产	177,727	196,127	201,246	210,152	217,732
合资企业/联营公司投资	261,665	297,415	332,398	371,564	408,132
其他长期资产	86,757	148,754	151,414	171,754	171,923
总长期资产	1,058,800	1,284,815	1,389,446	1,482,240	1,538,015
总资产	1,577,246	1,780,995	1,928,236	2,093,580	2,176,516
短期贷款	41,537	52,885	55,529	58,306	61,221
应付账款	177,543	202,744	185,691	227,278	214,457
其他短期负债	133,077	141,280	146,123	151,309	157,322
总流动负债	352,157	396,909	387,344	436,893	433,000
长期贷款	292,920	277,107	304,849	337,363	375,547
长期应付账款	12,169	10,201	10,711	11,247	11,809
其他长期负债	46,319	42,882	44,892	46,922	48,837
总长期负债	351,408	330,190	360,452	395,531	436,194
总负债	703,565	727,099	747,796	832,425	869,193
储备及其他资本项目	808,591	973,548	1,096,075	1,172,572	1,214,310
股东权益	808,591	973,548	1,096,075	1,172,572	1,214,310
非控股权益	65,090	80,348	84,365	88,584	93,013
总权益	873,681	1,053,896	1,180,440	1,261,156	1,307,322

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	161,324	241,485	280,204	303,700	331,768
合资企业/联营公司收入调整	13,518	45,367	60,155	61,061	73,554
折旧及摊销	59,008	56,213	62,642	67,199	72,683
营运资本变动	19,233	38,845	(5,507)	25,244	(878)
利息调整	12,268	11,981	10,415	10,838	11,278
税费	(43,276)	(45,018)	(62,249)	(67,233)	(73,867)
其他经营活动现金流	(113)	(90,352)	(92,187)	(89,903)	(114,106)
经营活动现金流	221,962	258,521	253,472	310,906	300,431
资本开支	(23,911)	(76,760)	(85,658)	(76,788)	(65,514)
投资活动	(81,987)	(42,744)	(36,912)	(41,115)	(38,536)
其他投资活动现金流	(19,263)	(2,683)	11,374	(48,281)	(69,506)
投资活动现金流	(125,161)	(122,187)	(111,196)	(166,185)	(173,556)
负债净变动	19,445	(10,003)	30,905	35,868	41,776
权益净变动	(80,230)	(21,344)	(8,616)	(10,339)	(12,407)
股息	(21,788)	(32,147)	(41,562)	(45,616)	(49,148)
融资活动现金流	(82,573)	(63,494)	(19,273)	(20,086)	(19,779)
汇率收益/损失	1,353	359	0	0	0
年初现金	156,739	172,320	132,519	175,522	220,156
年末现金	172,320	132,519	175,522	220,156	247,253

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	12.170	20.881	23.452	25.834	28.279
全面摊薄每股收益	11.930	20.502	23.141	25.482	28.107
Non-GAAP标准下的每股收益	16.328	23.526	26.342	29.312	31.907
每股股息	3.400	3.396	4.500	4.977	5.418
每股账面值	90.466	111.332	127.035	137.602	144.108
利润率分析(%)					
毛利率	48.1	52.9	53.8	54.3	54.2
EBIT利润率	26.3	31.5	32.3	33.0	32.9
净利率	18.9	29.4	30.1	30.4	31.1
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	48.1	52.9	53.8	54.3	54.2
经营利润率	31.5	36.0	37.0	37.4	37.6
净利率	25.9	33.7	34.3	35.0	35.3
盈利能力(%)					
ROA	7.3	11.6	11.6	11.6	11.9
ROE	13.9	20.1	19.2	19.1	19.9
ROIC	12.3	15.5	14.5	14.7	14.9
其他					
净负债权益比(%)	18.6	18.7	15.7	13.9	14.5
流动比率	1.5	1.3	1.4	1.4	1.5
应收账款周转天数	53.2	55.6	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	205.2	236.1	211.6	243.9	215.8

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義：

買入：預期個股未來12個月的總回報**高于**相關行業。

中性：預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

沽出：預期個股未來12個月的總回報**低于**相關行業

無評級：對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義：

領先：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**具吸引力**。

同步：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標杆指數**一致**。

落后：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**不具吸引力**。

香港市場的標杆指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標杆指數為**MSCI 中國A股指數**，美國上市中概股的標杆指數為**標普美國中概股50（美元）指數**

分析員披露

本報告之作者，茲作以下聲明：i) 發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii) 他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii) 對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本報告之作者進一步確認：i) 他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有發表本報告之30個日曆日前交易或買賣本報告內涉及其所評論的任何公司的證券；ii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有擔任本報告內涉及其評論的任何公司的高級人員（包括就房地產基金而言，擔任該房地產基金的管理公司的高級人員；及就任何其他實體而言，在該實體中擔任負責管理該等公司的高級人員或其同級人員）；iii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有擁有于本報告內涉及其評論的任何公司的證券之任何財務利益。根據證監會持牌人或註冊人操守準則第16.2段，“有聯繫者”指：i) 分析員的配偶、親生或領養的未成年子女，或未成年繼子女；ii) 某信托的受託人，而分析員、其配偶、其親生或領養的未成年子女或其未成年繼子女是該信托的受益人或酌情對象；或iii) 慣于或有義務按照分析員的指示或指令行事的另一人。

有關商務關係及財務權益之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、國聯證券股份有限公司、交銀國際控股有限公司、四川能投發展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集團有限公司、湖州燃氣股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武漢有機控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南國控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安裝集團股份有限公司、富景中國控股有限公司、中軍集團股份有限公司、佳民集團有限公司、集海資源集團有限公司、君泰泰醫藥、天津建設發展集團股份有限公司、長久股份有限公司、樂思集團有限公司、出門問問有限公司、趣致集團、宜搜科技控股有限公司、老鋪黃金股份有限公司、中贛通信(集團)控股有限公司、地平線、多點數智有限公司、草姬集團控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京賽目科技股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際證券有限公司及/或其集團公司現持有東方證券股份有限公司、光大證券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已發行股本逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有权獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i) 复制、复印或儲存，或者(ii) 直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受送達延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被视为集團的任何成員作出提議、建議或征求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。本報告的發送對象不包括身處中國內地的投資人。如知悉收取或發送本報告有可能構成當地法律、法則或其他規定之違反，本報告的收取者承諾盡快通知交銀國際證券。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的附屬公司。