

医药	收盘价 港元 54.20	目标价 港元 65.00个	潜在涨幅 +19.9%	2025年3月27日
----	-----------------	------------------	----------------	------------

## 云顶新耀 (1952 HK)

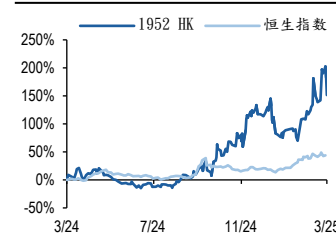
### 2024年实现商业化层面盈利，耐赋康快速渗透目标市场，上调目标价

- 2024年首次实现商业化层面盈利，2025年指引高增长：**2024年公司收入7.07亿元（人民币，下同），同比增长400%以上，符合此前7亿元的指引，其中耐赋康和依嘉各贡献3.53亿元。随着耐赋康正式进入医保、单疗程费用降至5万元以下，患者覆盖和依从性有望显著提升，当前已成功覆盖600-700家目标医院，有超10,000名患者正在接受治疗，我们预计2025全年销售将增至10亿元以上、长期峰值销售超55亿元。依嘉在2H24和两家CSO达成合作，加上内部300人团队，2025年销售有望继续高增长。在强劲销售表现的推动下，2024年各项费用率快速降低，并首次实现商业化层面盈利（即毛利超过销售费用）；公司继续预期2025年底之前实现现金流层面收支平衡。
- AI赋能mRNA技术平台，后续催化剂和对外授权潜力充足：**公司近期更新了AI驱动的自研mRNA肿瘤疫苗研发进展，利用AI技术成功突破了mRNA序列设计优化、高效递送系统构建等关键技术瓶颈。通过AI建模，公司实现了专有的mRNA序列设计算法，建立了能够实现UTR和CDS共同优化的三代AI评分模型，优化靶向蛋白的表达量提升至一代模型的5倍左右。此外，公司还通过AI计数进一步优化了其自主研发的脂质纳米颗粒（LNP）递送系统，拓展了脂质库的多样性并提升了筛选效率。公司研究管线中进展较快的项目包括：**1）个性化肿瘤疫苗EVM16**已完成Ia期首例患者给药；**2）现货型肿瘤相关抗原疫苗EVM14**3月美国IND批准，计划今年递交中国内地IND；**3）自体生成CAR-T**已完成了一项NHP研究，在动物模型里取得了临床前验证。公司拥有这些产品的全部知识产权及全球权益，未来对外授权合作潜力充足。
- 上调目标价：**我们根据2024年业绩略微下调2025-26年收入预测，但上调公司整体峰值收入预测至100亿元以上、上调长期利润率预测，以反映我们对公司在肾病领域布局和自研mRNA平台更乐观的预期，上调DCF目标价至65港元。2025年重点关注两款商业化品种销售、伊曲莫德获批（2025底/2026年初）及mRNA管线更多数据公布及临床/临床前推进。

#### 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)	65.15
52周低位(港元)	18.28
市值(百万港元)	17,700.64
日均成交量(百万)	11.29
年初至今变化(%)	11.98
200天平均价(港元)	39.58

资料来源: FactSet

#### 丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com  
(852) 3766 1834

#### 诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com  
(852) 3766 1845

#### 财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	126	707	1,689	2,819	3,908
同比增长(%)	884.5	461.2	138.9	66.9	38.6
净利润(百万人民币)	(844)	(1,041)	(264)	311	794
每股盈利(人民币)	(2.80)	(3.24)	(0.81)	0.96	2.45
同比增长(%)	236.6	16.1	-74.9	-217.8	155.6
前EPS预测值(人民币)			(0.46)	1.49	
调整幅度(%)			76.2	-35.5	
市盈率(倍)	NA	NA	NA	52.8	20.7
每股账面净值(人民币)	16.45	12.69	12.04	13.28	16.01
市账率(倍)	3.08	3.99	4.21	3.81	3.16

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

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>

## AI 驱动的自研 mRNA 肿瘤治疗性疫苗平台

⊕ 基于 mRNA 平台的研发管线包括：

- 1) **个性化癌症疫苗 (PCV) EVM16**：已在中国内地启动了一项研究者发起的临床试验，3 月 4 日已完成首例患者给药。
- 2) **现货型肿瘤相关抗原疫苗 (TAA) EVM14**：已完成支持 IND 申报的研究，已于 2 月向美国 FDA 递交了 IND 申请。
- 3) **自体生成 CAR-T**：已经完成了一项 NHP 研究，继续向临床前候选分子选择阶段推进。

图表 1: 基于 mRNA 平台的研发管线

	mRNA平台			
	个性化肿瘤疫苗	肿瘤相关抗原疫苗	免疫调节肿瘤疫苗	自体生成CAR-T
<b>适应症</b>	肿瘤	肿瘤	肿瘤	肿瘤/自免
<b>研发进展</b>	已启动 IIT 研究	2025年初已于美国递交IND申请	2025-2026年递交IND申请	2024年Q4达到临床前概念验证

资料来源: 公司资料, 交银国际

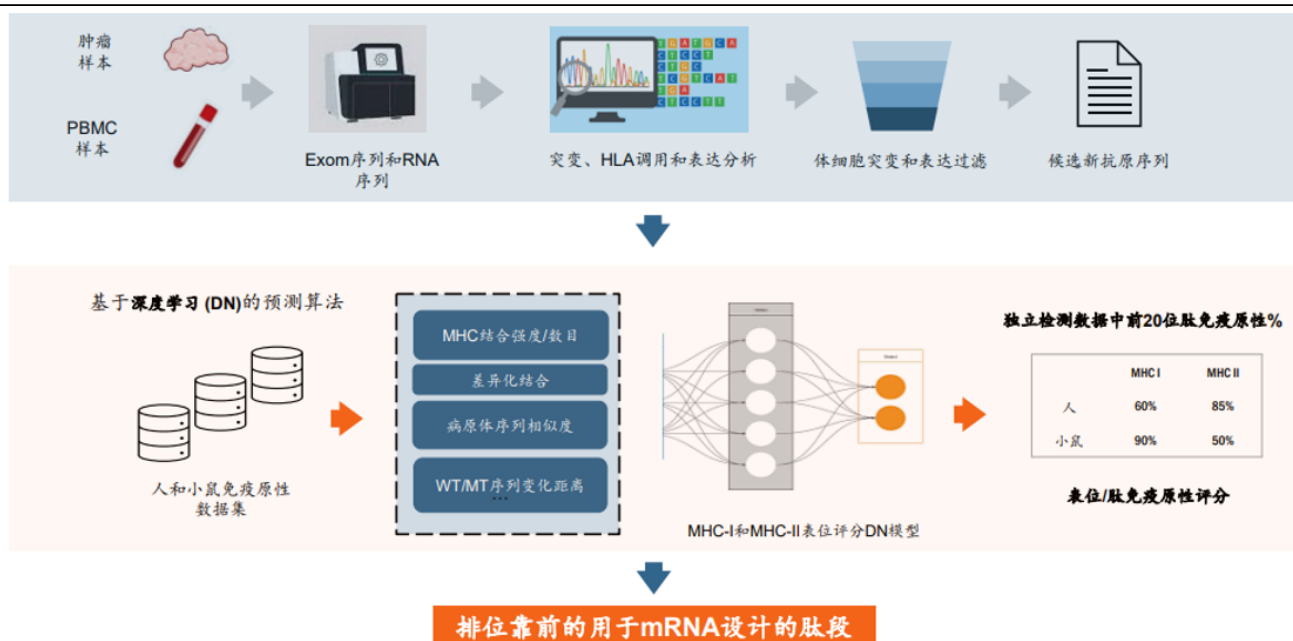
图表 2: 2025 年 mRNA 平台催化剂

	mRNA 平台		
	个性化肿瘤疫苗	肿瘤相关抗原疫苗	自体生成CAR-T
<b>适应症</b>	肿瘤	肿瘤	肿瘤/自免
<b>催化剂</b>	IIT 临床研究 1a 部分完成	在美国和中国获得IND批准	首个临床前候选药物

资料来源: 公司资料, 交银国际

- 通过 EVER-NEO-1 算法得出的个性化肿瘤疫苗可以捕获到很多具有免疫原性的新抗原，尤其是针对 CD8 新抗原，捕获率可达到 84%。

图表 3: 基于深度学习的自研新抗原预测算法-妙算 (EVER-NEO-1) 的工作原理



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 4: 已发表的 mRNA 个性化肿瘤疫苗 I 期研究免疫原性数据

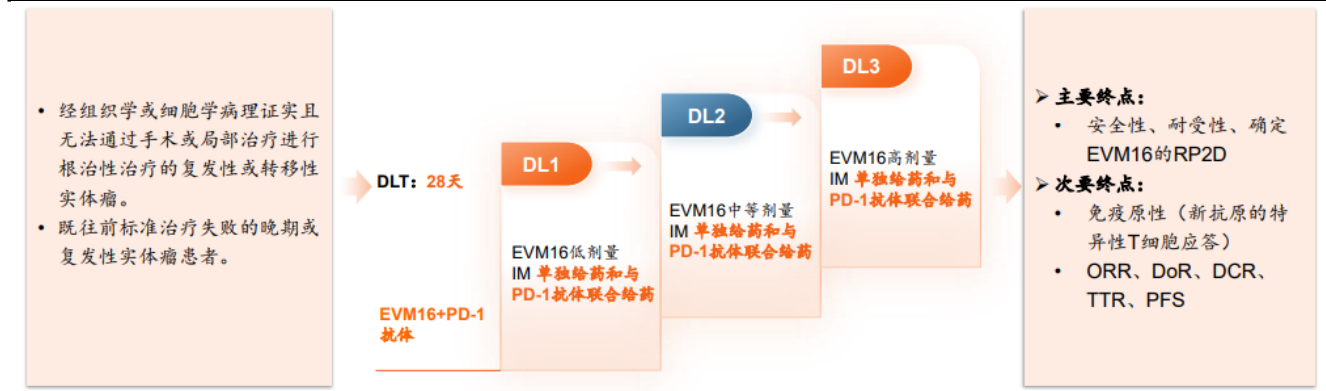
T 细胞应答	新抗原总计		CD8 新抗原		CD4 新抗原	
	数量	检测率	数量	检测率	数量	检测率
阳性	78	75.6%	69	75.4%	15	80%
高	29	79.3%	25	84%	9	77.8%

资料来源: 公司资料, 交银国际

- 首款自研 mRNA 个性化肿瘤疫苗 EVM16 完成首例患者给药。公司拥有基于深度学习的自研新抗原预测算法-妙算 (EVER-NEO-1)。经验证, 通过 EVER-NEO-1 设计的个性化肿瘤疫苗 (PCV) 具有优异的免疫原性和有效性。EVM16 即为一款根据每位患者独有的肿瘤细胞突变, 使用 EVER-NEO-1 生成的 mRNA 个性化肿瘤疫苗。其 IIT 研究 EVM16CX01 已在北京大学肿瘤医院和复旦大学附属肿瘤医院启动 (NCT06541639), 并于 2025 年 3 月 4 日在北京大学肿瘤医院完成首例患者给药。此前的临床研究中, PCV 在胰腺癌、肝癌等冷肿瘤中显示出较好的疗效, 且安全性良好。同时还在联合 PD-1 抗体后展现出协同抗肿瘤效果, 未来联合用药可能性较高。

- 临床前数据表明，EVM16 在多种小鼠模型中都激发了强烈的新抗原特异性 T 细胞免疫反应，在小鼠黑色素瘤 B16F10 模型中实现了显著的肿瘤生长抑制。同时，临床前数据还证明了 EVM16 与 PD-1 抗体联用后具有协同抗肿瘤效果，支持个性化肿瘤疫苗与免疫检查点抑制剂在临床中的联用。

图表 5: EVM16 IIT 研究已在中国内地两家顶级肿瘤医院启动 (NCT06541639)



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 6: 云顶新耀：财务预测变动

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	1,689	1,765	-4.3%	2,819	2,951	-4.5%	3,908		
毛利润	1,233	1,377	-10.5%	2,114	2,331	-9.3%	2,970		
毛利率	73.0%	78.0%	-5.0ppt	75.0%	79.0%	-4.0ppt	76.0%		
归母净利润 (亏损)	(264)	(150)	NA	311	409	-24.1%	794		
净利率	NA	NA	NA	11.0%	13.9%	-2.8ppt	20.3%		

资料来源: 交银国际预测

图表 7: 云顶新耀：DCF 估值模型

人民币百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	1,689	2,819	3,908	5,071	6,283	7,243	8,052	8,827	9,550	10,085	10,272
EBIT	(316)	336	898	1,508	2,119	2,666	3,100	3,522	3,963	4,276	4,417
EBIT* (1-t)	(316)	336	763	1,282	1,801	2,266	2,635	2,994	3,369	3,635	3,755
加: 折旧摊销	94	103	110	113	119	128	138	149	162	175	188
减: 营运资金增加/ (减少)	(407)	(157)	(219)	(255)	(266)	(210)	(199)	(220)	(217)	(208)	(269)
减: 资本开支	(169)	(141)	(117)	(152)	(188)	(217)	(242)	(265)	(286)	(303)	(308)
自由现金流	(798)	142	536	988	1,466	1,966	2,332	2,658	3,027	3,299	3,365

永续增长率 2%

自由现金流现值 7,431

终值现值 11,693

企业价值 19,124

净现金 174

少数股东权益 -

股权价值 (百万人民币) 19,298

股权价值 (百万港元) 21,228

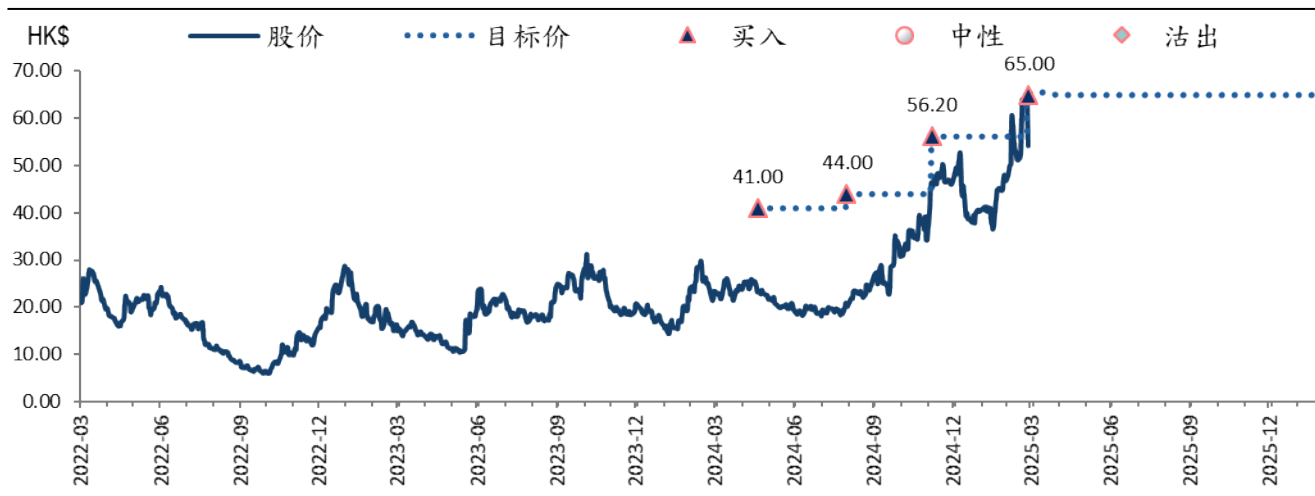
股份数量 (百万) 327

每股价值 (港元) 65.00

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.70
股权成本	14.9%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	30.0%
有效税率	15.0%
WACC	11.7%

资料来源: 交银国际预测

图表 8: 云顶新耀 (1952 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 9: 交银国际医药行业覆盖公司

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
1952 HK	云顶新耀	买入	54.20	65.00	19.9%	2025年03月27日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	40.65	57.00	40.2%	2025年03月26日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	3.69	6.60	78.9%	2025年03月24日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	35.05	72.00	105.4%	2025年03月12日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	151.70	208.80	37.6%	2025年03月03日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	22.55	44.00	95.1%	2025年01月07日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	68.45	87.00	27.1%	2024年10月02日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	39.05	60.00	53.6%	2024年08月29日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	20.15	24.00	19.1%	2024年08月19日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.14	28.75	136.8%	2024年08月12日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	7.12	5.00	-29.7%	2024年11月26日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	41.90	51.00	21.7%	2025年03月25日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	26.20	25.00	-4.6%	2025年03月26日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.06	24.50	74.3%	2024年09月02日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	73.05	93.30	27.7%	2024年07月18日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	59.19	33.10	-44.1%	2024年07月18日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	7.59	11.20	47.5%	2025年03月25日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	21.00	24.60	17.1%	2025年03月24日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	30.60	42.50	38.9%	2024年08月30日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.60	4.80	33.4%	2024年07月11日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.67	14.00	82.6%	2024年04月01日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.69	5.80	23.6%	2024年11月18日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	46.23	45.00	-2.7%	2024年10月28日	制药
2273 HK	固生堂	买入	36.15	42.00	16.2%	2025年01月27日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.14	3.05	-3.0%	2025年01月27日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 \*截至 2025 年 3 月 26 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	126	707	1,689	2,819	3,908
主营业务成本	(34)	(180)	(456)	(705)	(938)
<b>毛利</b>	<b>92</b>	<b>527</b>	<b>1,233</b>	<b>2,114</b>	<b>2,970</b>
销售及管理费用	(397)	(758)	(1,047)	(1,226)	(1,465)
研发费用	(540)	(528)	(502)	(552)	(607)
其他经营净收入/费用	(88)	(358)	0	0	0
<b>经营利润</b>	<b>(933)</b>	<b>(1,117)</b>	<b>(316)</b>	<b>336</b>	<b>898</b>
财务成本净额	85	73	52	29	37
其他非经营净收入/费用	4	3	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>(844)</b>	<b>(1,041)</b>	<b>(264)</b>	<b>365</b>	<b>934</b>
税费	0	0	0	(55)	(140)
<b>净利润</b>	<b>(844)</b>	<b>(1,041)</b>	<b>(264)</b>	<b>311</b>	<b>794</b>
作每股收益计算的净利润	(844)	(1,041)	(264)	311	794

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	523	884	230	437	1,095
应收账款及票据	50	364	555	695	857
存货	19	14	75	116	154
其他流动资产	1,916	754	754	754	754
<b>总流动资产</b>	<b>2,508</b>	<b>2,016</b>	<b>1,614</b>	<b>2,002</b>	<b>2,860</b>
物业、厂房及设备	601	576	696	778	829
无形资产	2,524	2,254	2,209	2,165	2,122
其他长期资产	141	113	113	113	113
<b>总长期资产</b>	<b>3,265</b>	<b>2,943</b>	<b>3,018</b>	<b>3,055</b>	<b>3,063</b>
<b>总资产</b>	<b>5,773</b>	<b>4,959</b>	<b>4,632</b>	<b>5,057</b>	<b>5,923</b>
应付账款	259	305	150	174	154
其他短期负债	70	489	489	489	489
<b>总流动负债</b>	<b>329</b>	<b>794</b>	<b>639</b>	<b>663</b>	<b>643</b>
其他长期负债	475	93	93	93	93
<b>总长期负债</b>	<b>475</b>	<b>93</b>	<b>93</b>	<b>93</b>	<b>93</b>
<b>总负债</b>	<b>804</b>	<b>886</b>	<b>731</b>	<b>755</b>	<b>736</b>
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	4,968	4,073	3,900	4,302	5,187
<b>股东权益</b>	<b>4,969</b>	<b>4,073</b>	<b>3,900</b>	<b>4,302</b>	<b>5,187</b>
<b>总权益</b>	<b>4,969</b>	<b>4,073</b>	<b>3,900</b>	<b>4,302</b>	<b>5,187</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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(844)	(1,041)	(264)	365	934
折旧及摊销	77	134	94	103	110
营运资本变动	(81)	(171)	(407)	(157)	(219)
利息调整	(75)	(31)	0	0	0
其他经营活动现金流	154	430	91	36	(49)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(769)</b>	<b>(680)</b>	<b>(486)</b>	<b>348</b>	<b>775</b>
资本开支	(266)	(204)	(169)	(141)	(117)
其他投资活动现金流	1,018	1,179	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>753</b>	<b>974</b>	<b>(169)</b>	<b>(141)</b>	<b>(117)</b>
负债净变动	452	48	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(441)	(10)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>10</b>	<b>38</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇率收益/损失	39	29	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>491</b>	<b>523</b>	<b>884</b>	<b>230</b>	<b>437</b>
<b>年末现金</b>	<b>523</b>	<b>884</b>	<b>230</b>	<b>437</b>	<b>1,095</b>

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	(2.796)	(3.245)	(0.814)	0.959	2.451
全面摊薄每股收益	(2.796)	(3.245)	(0.814)	0.959	2.451
每股账面值	16.452	12.691	12.038	13.278	16.010
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	72.7	74.6	73.0	75.0	76.0
EBITDA利润率	(679.7)	(139.2)	(13.1)	15.6	25.8
EBIT利润率	(740.7)	(158.1)	(18.7)	11.9	23.0
净利率	(670.6)	(147.4)	(15.6)	11.0	20.3
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	(14.6)	(21.0)	(5.7)	6.1	13.4
ROE	(17.0)	(25.6)	(6.8)	7.2	15.3
ROIC	(17.0)	(25.6)	(6.8)	7.2	15.3
<b>其他</b>					
流动比率	7.6	2.5	2.5	3.0	4.4
存货周转天数	200.9	28.6	60.0	60.0	60.0
应收账款周转天数	144.5	187.8	120.0	90.0	80.0
应付账款周转天数	2,745.0	618.3	120.0	90.0	60.0

## 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；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期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期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期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、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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，或可能以委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，并可能受递送延误、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。