

互联网	收盘价 美元 83.06	目标价 美元 99.00	潜在涨幅 +19.2%
-----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 6 月 4 日

百度 (BIDU US)

短期利润承压；关注云及自动驾驶机会

我们更新了百度财务预测，预计 2025 年百度核心收入/运营利润分别同比+2%/-20%，其中受到搜索广告收入下降影响较大，部分被 AI 云（预计同比增 30%）及新业务表现抵消，利润影响或大于收入影响。基于 SOTP 估值，按百度云 2025 年 3 倍市销率，搜索广告业务 8 倍市盈率，维持目标价 99 美元/96 港元（9888 HK/买入），广告对公司收入贡献已降至 60%左右，云及自动驾驶站点仍领先，并有机会扭转公司估值逻辑，建议关注云收入增长的持续性及 Robotaxi 全球化推广进程，维持买入。

⊕ **2025 年搜索广告增速受 AI 影响仍承压。**2025 年 1 季度，百度搜索广告收入同比下降 6%，主要受到 AI 生成式搜索结果占比的持续提升。4 月 AI 搜索内容占比已达 35%，对比 1 月仅为 22%，公司预计将很快超过 50%，短期持续影响传统搜索广告位曝光及点击量及广告收入。我们预计 2-3 季度搜索广告收入同比下降 11%/12%，4 季度下降幅度或有缓和，但仍有不确定性。预计 2025 年全年广告收入同比下降 9%，至 660 亿元。未来在不影响用户体验的情况下，百度将持续探索 AI 搜索结果展现形式，包括多媒体视频区、文字总结区及信息流展现区，同时通过新形态的变现方式以提升收入。1 季度，AI 智能体收入占核心广告收入 9%，付费广告主达 3 万，预计未来几个季度也将持续看到智能体形式的收入贡献提升。

⊕ **利润端亦或受广告不确定影响有所下降。**一直以来广告业务运营利润率高于其他业务。广告收入的负面影响加大模型投入、AI 搜索带来的额外算力成本及结构性利润压力，我们预计 2 季度百度核心业务营运利润率或降至 14.8%（原约 18%），2025 年营运利润率或较前预测降 1.4ppts 至 17.8%。

盈利预测变动

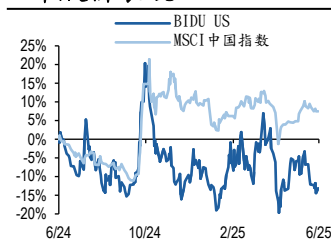
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	135,508	135,508	0.0%	142,792	142,792	0.0%	150,953	150,953	0.0%
增速	1.8%	1.8%	0.0ppts	5.4%	5.4%	0.0ppts	5.7%	5.7%	0.0ppts
百度核心	107,243	107,243	0.0%	113,469	113,469	0.0%	120,336	120,336	0.0%
爱奇艺	29,053	29,053	0.0%	30,138	30,138	0.0%	31,467	31,467	0.0%
毛利润	63,858	64,891	-1.6%	69,612	69,612	0.0%	75,293	75,293	0.0%
毛利率	47.1%	47.9%	-0.8ppts	48.8%	48.8%	0.0ppts	49.9%	49.9%	0.0ppts
经调整运营利润	20,542	22,111	-7.1%	23,959	23,959	0.0%	26,142	26,142	0.0%
经调整运营利润率	15.2%	16.3%	-1.2ppts	16.8%	16.8%	0.0ppts	17.3%	17.3%	0.0ppts
百度核心运营利润	19,079	20,617	-7.5%	21,848	21,760	0.4%	23,593	23,497	0.4%
运营利润率	17.8%	19.2%	-1.4ppts	19.3%	19.2%	0.1ppts	19.6%	19.5%	0.1ppts
经调整净利润	19,461	21,014	-7.4%	22,804	22,788	0.1%	24,779	24,779	0.0%
经调整净利率	14.4%	15.5%	-1.1ppts	16.0%	16.0%	0.0ppts	16.4%	16.4%	0.0ppts

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)	115.13
52周低位 (美元)	76.86
市值 (百万美元)	23,249.32
日均成交量 (百万)	2.93
年初至今变化 (%)	(1.48)
200天平均价 (美元)	87.92

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

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 1：百度核心业务主要预测

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	2Q24	1Q25	2Q25E 原预测	2Q25E 新预测	变动 (%)	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
百度核心营收	26,687	25,463	26,818	26,818	0	5	0	104,712	107,243	113,469	120,336
在线营销	19,164	15,978	17,102	17,102	0	7	-11	72,848	66,055	65,716	66,407
云	5,099	6,630	6,641	6,641	0	0	30	21,747	27,941	32,920	37,469
自动驾驶及新业务	2,424	2,855	3,076	3,076	0	8	27	10,117	13,247	14,832	16,461
营收成本	(10,888)	(12,246)	(12,116)	(12,632)	4	3	16	(44,830)	(50,019)	(51,279)	(53,042)
毛利	15,773	13,185	14,670	14,155	-4	7	-10	59,751	57,095	62,035	67,103
调整后运营开支	(8,934)	(8,433)	(9,789)	(10,325)	5	22	16	(36,394)	(38,521)	(40,737)	(44,109)
调整后运营利润	7,005	4,872	5,009	3,957	-21	-19	-44	23,890	19,079	21,848	23,593
调整后净利润	7,290	6,330	4,293	3,134	-27	-50	-57	26,335	18,723	21,595	23,325
毛利率 (%)	59.1	51.8	54.7	52.8				57.1	53.2	54.7	55.8
调整后营运利润率 (%)	26.2	19.1	18.7	14.8				22.8	17.8	19.3	19.6
调整后净利率 (%)	27.3	24.9	16.0	11.7				25.1	17.5	19.0	19.4

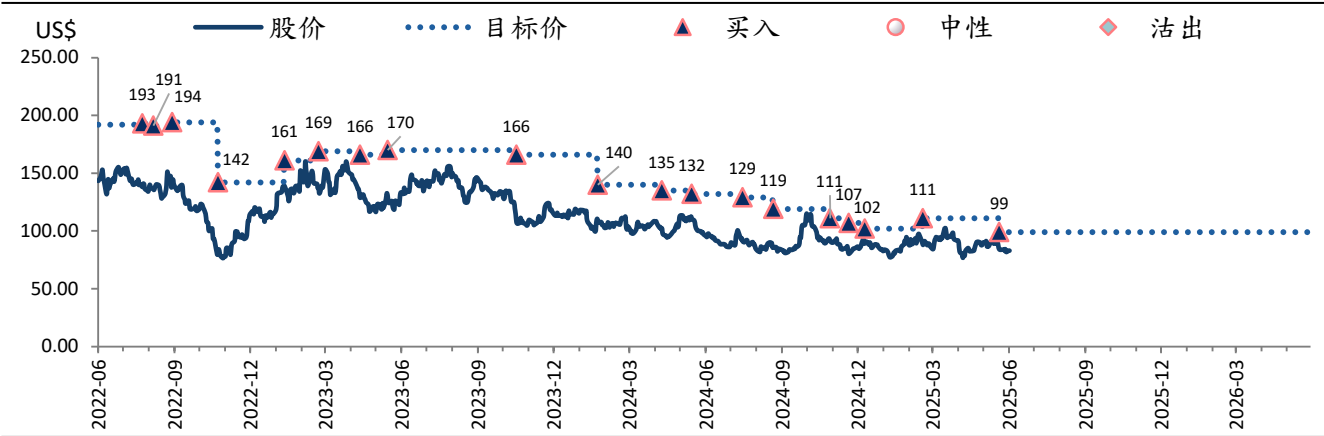
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：百度损益预测

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	1Q24	4Q24	2Q25E 原预测	2Q25E 新预测	变动 (%)	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
净营收	33,931	32,452	33,793	33,793	0	4	0	133,125	135,508	142,792	150,953
在线营销服务	20,625	17,306	18,381	18,381	0	6	-11	78,563	71,596	71,715	72,928
其他服务	13,306	15,146	15,412	15,412	0	2	16	54,562	63,912	71,078	78,025
<u>彭博一致预期</u>				<u>33,641</u>					<u>135,136</u>	<u>142,433</u>	<u>151,807</u>
营收成本	(16,398)	(17,487)	(17,785)	(18,306)	3	5	12	(66,102)	(71,650)	(73,180)	(75,660)
毛利	17,533	14,965	16,008	15,487	-3	3	-12	67,023	63,858	69,612	75,293
销售及行政	(5,700)	(5,913)	(6,382)	(6,516)	2	10	14	(23,620)	(25,594)	(26,577)	(28,922)
研发	(5,889)	(4,544)	(5,468)	(5,870)	7	29	0	(22,133)	(21,078)	(22,576)	(23,923)
运营利润/(亏损)	5,944	4,508	4,158	3,100	-25	-31	-48	21,270	17,186	20,459	22,448
调整后运营利润	7,500	5,333	4,990	3,932	-21	-26	-48	26,234	20,542	23,959	26,142
其他收入/(费用)	771	4,487	2,167	2,167	0	-52	181	7,352	12,035	11,083	11,456
税项	(1,131)	(1,177)	(794)	(817)	3	-31	-28	(4,447)	(4,055)	(3,560)	(3,878)
非控股权益应占净亏损	96	101	(98)	(98)	0	NA	NA	415	247	589	832
净利润	5,488	7,717	5,629	4,549	-19	-41	-17	23,760	24,919	27,393	29,194
调整后净利润	7,396	6,469	4,258	3,178	-25	-51	-57	27,002	19,461	22,804	24,779
毛利率 (%)	51.7	46.1	47.4	45.8				50.3	47.1	48.8	49.9
调整后运营利润率 (%)	22.1	16.4	14.8	11.6				19.7	15.2	16.8	17.3
调整后净利率 (%)	21.8	19.9	12.6	9.4				20.3	14.4	16.0	16.4
摊薄每股盈利(调整后，人民币)	21.02	18.54	12.33	9.20	-25	-50	-56	76.71	56.16	65.98	71.64
<u>彭博一致预期</u>				<u>16.29</u>					<u>69.11</u>	<u>90.70</u>	<u>107.75</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3: 百度 (BIDU US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 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	83.06	99.00	19.2%	2025 年 05 月 22 日	广告
9899 HK	网易云音乐	买入	207.80	240.00	15.5%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	17.36	19.00	9.4%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	1.62	2.10	29.6%	2025 年 05 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	51.20	64.00	25.0%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	47.68	60.00	25.8%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	18.46	26.00	40.8%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
MOMO US	华文集团	中性	6.11	7.20	17.8%	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
PDD US	拼多多	买入	96.44	135.00	40.0%	2025 年 05 月 28 日	电商
JD US	京东	买入	32.86	50.00	52.2%	2025 年 05 月 14 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	114.75	165.00	43.8%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.82	15.60	21.7%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.78	4.80	27.0%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	35.90	46.00	28.1%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	8.91	12.00	34.7%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.13	13.30	31.3%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	32.25	46.00	42.6%	2025 年 05 月 29 日	游戏
NTES US	网易	买入	123.20	143.00	16.1%	2025 年 05 月 16 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	505.00	604.00	19.6%	2025 年 05 月 15 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	9.82	10.20	3.9%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	136.60	165.00	20.8%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.38	21.00	14.3%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.12	18.50	52.6%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	15.00	13.50	-10.0%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.00	1.40	-30.0%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	19.00	21.00	10.5%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	12.32	9.60	-22.1%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	505.50	591.00	16.9%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.95	25.50	16.2%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	41.50	64.00	54.2%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 6 月 3 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	134,598	133,125	135,508	142,792	150,953
主营业务成本	(65,031)	(66,102)	(71,650)	(73,180)	(75,660)
毛利	69,567	67,023	63,858	69,612	75,293
销售及管理费用	(23,519)	(23,620)	(25,594)	(26,577)	(28,922)
研发费用	(24,192)	(22,133)	(21,078)	(22,576)	(23,923)
经营利润	21,856	21,270	17,186	20,459	22,448
Non-GAAP标准下的经营利润	28,433	26,234	20,542	23,959	26,142
财务成本净额	4,761	5,138	6,161	6,083	6,456
应占联营公司利润及亏损	(3,799)	(691)	124	(600)	(600)
其他非经营净收入/费用	2,380	2,905	5,750	5,600	5,600
税前利润	25,198	28,622	29,221	31,542	33,904
税费	(3,649)	(4,447)	(4,055)	(3,560)	(3,878)
非控股权益	(1,234)	(415)	(247)	(589)	(832)
净利润	20,315	23,760	24,919	27,393	29,194
作每股收益计算的净利润	20,315	23,760	24,919	27,393	29,194
Non-GAAP标准的净利润	28,747	27,002	19,461	22,804	24,779

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	37,574	36,589	44,445	52,757	57,891
有价证券	168,670	102,608	99,530	79,624	75,643
应收账款及票据	10,848	10,104	10,826	11,229	12,087
其他流动资产	13,163	19,548	28,395	29,280	30,579
总流动资产	230,255	168,849	183,196	172,890	176,199
物业、厂房及设备	27,960	30,102	37,310	45,202	52,071
无形资产	43,811	44,983	45,885	46,670	46,980
合资企业/联营公司投资	72,623	140,256	140,256	140,256	140,256
长期应收收入	11,046	11,035	12,154	13,338	14,664
其他长期资产	21,064	32,555	48,604	70,901	89,652
总长期资产	176,504	258,931	284,208	316,366	343,623
总资产	406,759	427,780	467,404	489,256	519,822
短期贷款	19,090	19,105	20,218	18,463	17,074
应付账款	52,344	56,067	59,551	59,911	64,675
其他短期负债	5,017	5,781	5,813	5,911	6,021
总流动负债	76,451	80,953	85,582	84,285	87,770
长期贷款	57,357	51,943	55,999	50,241	45,718
长期应付账款	758	872	887	931	981
其他长期负债	9,585	10,400	10,400	10,400	10,400
总长期负债	67,700	63,215	67,286	61,572	57,099
总负债	144,151	144,168	152,868	145,857	144,869
股本	87,099	91,586	95,000	95,000	95,000
储备及其他资本项目	156,527	172,034	199,037	227,370	258,366
股东权益	243,626	263,620	294,037	322,370	353,366
记作权益的金融工具	9,465	9,870	9,870	9,870	9,870
非控股权益	9,517	10,122	10,628	11,160	11,717
总权益	262,608	283,612	314,535	343,400	374,953

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	25,198	28,622	29,221	31,542	33,904
合资企业/联营公司收入调整	34	(1,907)	(12,335)	(12,063)	(12,436)
折旧及摊销	21,457	20,521	21,116	22,199	22,893
营运资本变动	(13,067)	(27,512)	(14,284)	(14,734)	(19,825)
税费	(3,649)	(4,447)	(4,055)	(3,560)	(3,878)
其他经营活动现金流	6,642	5,957	5,472	4,485	4,986
经营活动现金流	36,615	21,234	25,134	27,869	25,644
资本开支	(11,190)	(8,134)	(12,175)	(14,279)	(15,095)
投资活动	(41,679)	(451)	0	0	0
其他投资活动现金流	2,472	30	5,736	5,540	5,424
投资活动现金流	(50,397)	(8,555)	(6,439)	(8,739)	(9,671)
负债净变动	(1,357)	(4,623)	(10,230)	(10,268)	(10,239)
权益净变动	(1,200)	(6,236)	0	0	0
其他融资活动现金流	(11,605)	(2,900)	(100)	(150)	(200)
融资活动现金流	(14,162)	(13,759)	(10,330)	(10,418)	(10,439)
汇率收益/损失	282	95	(510)	(400)	(400)
年初现金	65,236	37,574	36,589	44,445	52,757
年末现金	37,574	36,589	44,445	52,757	57,891

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	6.980	8.300	8.981	9.947	10.594
全面摊薄每股收益	57.178	67.500	71.906	79.259	84.412
Non-GAAP标准下的每股收益	80.910	76.710	56.157	65.981	71.645
每股账面值	85.712	93.615	106.058	116.595	127.714
利润率分析(%)					
毛利率	51.7	50.3	47.1	48.8	49.9
EBIT利润率	16.2	16.0	12.7	14.3	14.9
净利率	15.1	17.8	18.4	19.2	19.3
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	51.7	50.3	47.1	48.8	49.9
经营利润率	21.1	19.7	15.2	16.8	17.3
净利率	21.4	20.3	14.4	16.0	16.4
盈利能力(%)					
ROA	5.1	5.7	5.6	5.7	5.8
ROE	8.7	9.4	8.9	8.9	8.6
ROIC	6.3	5.8	4.3	5.0	5.1
其他					
净负债权益比(%)	14.8	12.2	10.1	4.6	1.3
流动比率	3.0	2.1	2.1	2.1	2.0
应收账款周转天数	30.6	28.7	29.0	29.0	29.0

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

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、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、天津建设发展集团股份有限公司、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited及山东快驴科技发展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。