

互联网	收盘价 美元 120.23	目标价 美元 165.00	潜在涨幅 +37.2%
-----	------------------	------------------	----------------

2025 年 7 月 21 日

阿里巴巴 (BABA US)

闪购投入加大影响利润，估值接近底部，关注 AI 云带来的情绪扭转

集团短期加码即时零售投入，以高频消费带动传统货架电商产生交叉销售，进一步深化用户心智。考虑投入影响，我们下调 2026 财年/1 季度调整后 EBITA 25%/23%，小幅调整收入预测-0.9%/-0.4%，淘天市占率稳定，受益于变现率提升 CMR 预计 1 季度仍有双位数同比增速，云业务在 AI 需求带动下看到逐季加速增长趋势，利润率稳定保持中高个位数。我们按 SOTP 将估值调整至 2026 日历年，给予云 5 倍市销率，电商 13 倍市盈率，菜鸟 10 倍市盈率，维持目标价 165 美元/159 港元 (BABA US/9988 HK)，维持买入。

- 我们预计 2026 财年 1 季度集团收入同比增 3%至 2507 亿元（人民币，下同），与此前预期基本一致，对比 VA 一致预期增速 4.5%。其中淘天预计 GMV 增速与大盘（6.3%）同步，CMR 同比双位数增长（维持此前预期，约 11%），变现率受益于全站推渗透率提升和技术服务费收取仍呈提升趋势；云业务看到逐季加速增长趋势，AI 强劲需求带动下预计收入同比增 20%。
- 我们下调 1 季度集团利润 23%，利润端承压主要因闪购加大投入。预计集团调整后 EBITA 同比下降 15%至 384 亿元，对应利润率 15.3%，同比下降约 3 个百分点。饿了么和飞猪并入中国电商事业群，补贴投入下闪购+饿了么日单峰值达 8000 万（7 月 5 日）。我们预计淘天+饿了么/闪购 EBITA 同比下降 20%至 415 亿元，若不考虑闪购影响，淘天 EBITA 同比仍保持正增长。云业务利润率预计保持中高个位数，国际业务继续以转盈为目标。
- 我们估算 2026 财年 1 季度淘宝闪购日均单量 1300 万，投入约 105 亿元，补贴约 68 亿元（平均 6 元/单，40%冲减收入），以及配送成本约 34 亿元（假设 50%单量由饿了么平台配送）；2 季度/3 季度预计日均单量 2100 万/1600 万，按同样逻辑估算约 160 亿元/135 亿元投入，对公司整体 EBITA 影响-31%/-21%（较 4 月预期）。

盈利预测变动

人民币百万	FY26E			FY27E			FY28E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
总收入	1,039,034	1,048,162	-0.9%	1,134,191	1,147,634	-1.2%	1,228,957	1,240,465	-0.9%
增速	4.3%	5.2%	-0.9ppts	9.2%	9.5%	-0.3ppts	8.4%	8.1%	0.3ppts
毛利润	431,230	452,730	-4.7%	470,352	490,678	-4.1%	508,784	530,788	-4.1%
毛利率	41.5%	43.2%	-1.7ppts	41.5%	42.8%	-1.3ppts	41.4%	42.8%	-1.4ppts
经调整 EBITA	161,320	213,782	-24.5%	213,506	247,872	-13.9%	229,981	268,595	-14.4%
EBITA 利润率	15.5%	20.4%	-4.9ppts	18.8%	21.6%	-2.8ppts	18.7%	21.7%	-2.9ppts
经调整净利润	144,441	163,794	-11.8%	159,209	186,222	-14.5%	173,660	204,081	-14.9%
净利率	13.9%	15.6%	-1.7ppts	14.0%	16.2%	-2.2ppts	14.1%	16.5%	-2.3ppts

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)	147.57
52周低位 (美元)	75.27
市值 (百万美元)	268,800.62
日均成交量 (百万)	26.79
年初至今变化 (%)	41.80
200天平均价 (美元)	116.08

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：分部业绩预测

(十亿人民币) 年结3月31日	1QFY25	4QFY25	1QFY26E	环比 (%)	同比 (%)	2QFY26E	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
淘天集团	113.4	101.4	126.0	24	11	113.6	449.8	496.9	521.0	548.9
客户营销管理	80.1	71.1	89.0	25	11	82.4	322.3	355.0	372.9	395.0
直营	27.3	24.5	29.9	22	9	24.1	103.2	113.7	117.7	121.3
批发	6.0	5.8	7.0	22	18	7.1	24.3	28.2	30.3	32.6
阿里国际数字商业集团	29.3	33.6	37.4	11	28	40.1	132.3	160.5	182.8	209.4
零售	23.7	27.6	31.3	13	32	33.5	108.5	134.5	154.6	178.9
批发	5.6	6.0	6.1	2	9	6.6	23.8	26.0	28.2	30.4
本地生活集团	16.2	16.1	15.0	-7	-8	16.1	67.1	66.7	80.2	81.3
菜鸟集团	26.8	21.6	26.0	20	-3	24.6	101.3	109.6	126.8	147.0
云智能集团	26.5	30.1	32.0	6	20	35.5	118.0	141.8	161.7	184.5
大文娱集团	5.6	5.6	5.7	3	2	5.7	22.3	23.0	23.9	24.9
其他业务	47.0	54.0	28.1	-48	-40	30.8	206.3	122.8	129.7	133.9
总收入	264.8	262.3	270.1	3	2	266.2	1,097.0	1,121.1	1,225.9	1,329.8
未分配	0.4	0.4	0.5	3	10	0.5	1.9	1.9	2.1	2.3
合并报表调整	-22.0	-26.3	-19.9	-24	-10	-19.9	-102.6	-84.0	-93.8	-103.1
阿里巴巴收入	243.2	236.5	250.7	6	3	246.8	996.3	1,039.0	1,134.2	1,229.0
Non-GAAP EBITA										
淘天集团	48.8	41.7	41.3	-1	-15	35.4	196.2	166.4	198.5	209.2
阿里国际数字商业集团	-3.7	-3.6	-2.0	-43	-45	-1.4	-15.1	-2.6	5.0	8.2
本地生活集团	-0.4	-2.3	-1.5	-37	276	-3.1	-3.7	-8.2	0.9	1.1
菜鸟集团	0.6	-0.6	1.5	NA	137	0.9	0.3	4.1	3.9	4.5
云智能集团	2.3	2.4	2.6	7	11	3.0	10.6	11.5	14.1	16.1
大文娱集团	-0.1	0.0	0.3	710	NA	0.1	-0.6	0.5	1.1	1.1
其他业务	-1.3	-2.5	-1.7	-35	31	-0.4	-8.5	-1.9	-1.6	-2.0
总 EBITA	46.3	35.2	40.5	15	-13	34.5	179.2	169.8	221.9	238.3
未分配	-0.9	-2.0	-1.7	-18	90	-1.7	-4.3	-6.5	-6.3	-6.0
合并报表调整	-0.4	-0.5	-0.5	-13	15	-0.5	-1.8	-1.9	-2.1	-2.3
Non-GAAP EBITA	45.0	32.6	38.4	18	-15	32.3	173.1	161.3	213.5	230.0
Non-GAAP EBITA 利润率 (%)										
淘天集团	43.1	41.2	32.8			31.2	43.6	33.5	38.1	38.1
阿里国际数字商业集团	-12.7	-10.6	-5.5			-3.4	-11.4	-1.6	2.8	3.9
本地生活集团	-2.4	-14.4	-9.7			-19.3	-5.5	-12.3	1.1	1.4
菜鸟集团	2.3	-2.8	5.6			3.7	0.3	3.7	3.1	3.0
云智能集团	8.8	8.0	8.1			8.4	8.9	8.1	8.7	8.7
大文娱集团	-1.8	0.6	5.1			1.8	-2.5	2.0	4.5	4.3
其他业务	-2.7	-4.7	-5.9			-1.2	-4.1	-1.5	-1.2	-1.5
总 EBITA	17.5	13.4	15.0			13.0	16.3	15.1	18.1	17.9
Non-GAAP EBITA 利润率 (%)	18.5	13.8	15.3			13.1	17.4	15.5	18.8	18.7

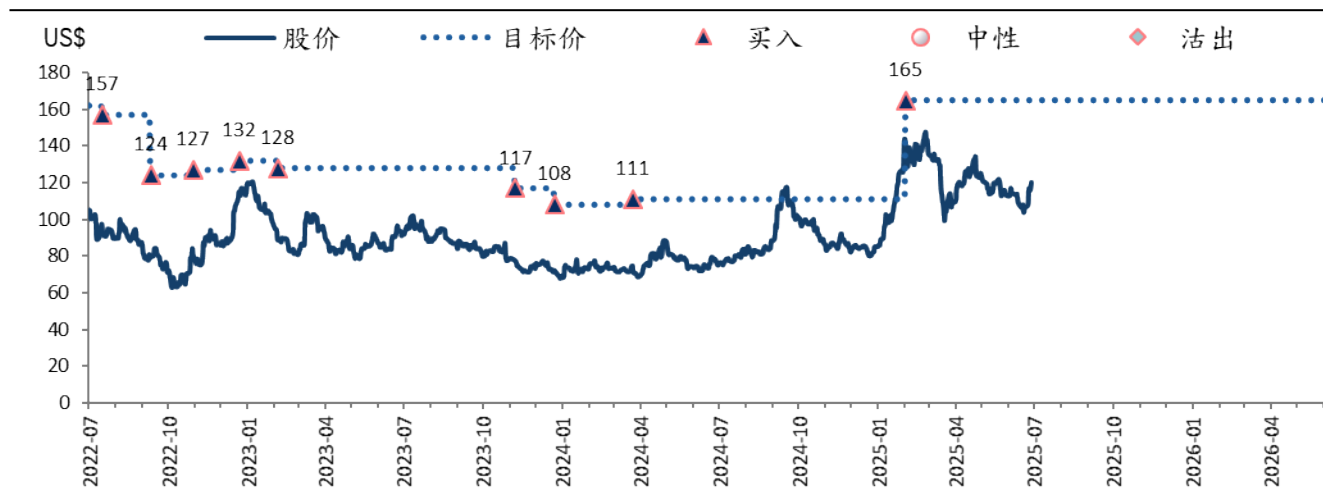
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：损益表预测

(百万人民币)										
年结3月31日	1QFY25	4QFY25	1QFY26E	环比 (%)	同比 (%)	2QFY26E	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
总收入	243,236	236,454	250,709	6	3	246,751	996,347	1,039,034	1,134,191	1,228,957
<u>彭博一致预期</u>			<u>254,043</u>			<u>250,440</u>		<u>1,062,816</u>	<u>1,151,291</u>	<u>1,238,667</u>
营业成本	(146,106)	(145,626)	(144,946)	0	-1	(145,484)	(598,285)	(607,804)	(663,839)	(720,173)
毛利	97,130	90,828	105,763	16	9	101,267	398,062	431,230	470,352	508,784
产品开发	(13,373)	(14,934)	(14,842)	-1	11	(14,850)	(57,151)	(61,444)	(65,980)	(71,376)
市场营销	(32,696)	(36,179)	(45,258)	25	38	(46,595)	(144,021)	(177,817)	(158,570)	(171,829)
行政费用	(13,280)	(10,331)	(11,578)	12	-13	(11,627)	(44,239)	(47,999)	(50,946)	(55,567)
其他营运开支	(1,792)	(919)	(1,981)	116	11	(1,981)	(11,746)	(7,921)	(7,921)	(7,920)
运营利润	35,989	28,465	32,104	13	-11	26,214	140,905	136,047	186,935	202,091
所得税费用	(10,063)	(6,854)	(8,530)	24	-15	(6,523)	(35,445)	(33,933)	(44,399)	(47,819)
其他收入/费用	(1,904)	(9,638)	(5,350)	-44	181	(1,282)	24,010	(10,759)	(8,952)	(7,291)
净收入(亏损)	24,022	11,973	18,224	52	-24	18,409	129,470	91,355	133,584	146,980
Non-GAAP 息税摊销前利润	45,035	32,616	38,372	18	-15	32,334	173,065	161,320	213,506	229,981
Non-GAAP 净利润	40,691	29,847	34,135	14	-16	34,202	158,122	144,441	159,209	173,660
Non-GAAP 毛利率 (%)	40	38	42			41	40	42	41	41
Non-GAAP 息税摊销前利润率 (%)	19	14	15			13	17	16	19	19
Non-GAAP 净利润率 (%)	17	13	14			14	16	14	14	14
Non-GAAP 摊薄每股盈利 (元)	16.44	12.47	14.07	13	-14	14.50	65.30	61.19	69.48	78.05
<u>彭博一致预期</u>			<u>16.19</u>			<u>13.86</u>		<u>64.09</u>	<u>75.00</u>	<u>83.72</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3：阿里巴巴 (BABA 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	87.81	99.00	12.7%	2025 年 05 月 22 日	广告
MOMO US	挚文集团	买入	8.90	8.30	-6.7%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	302.40	240.00	-20.6%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	21.43	19.00	-11.3%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	1.96	2.10	7.1%	2025 年 05 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	70.70	64.00	-9.5%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	53.91	60.00	11.3%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	25.20	26.00	3.2%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	32.50	28.00	-13.8%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
JD US	京东	买入	33.92	40.00	17.9%	2025 年 07 月 15 日	电商
PDD US	拼多多	买入	109.00	135.00	23.9%	2025 年 05 月 28 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	120.23	165.00	37.2%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	16.24	15.60	-3.9%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.82	4.80	25.7%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	39.90	46.00	15.3%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	8.79	12.00	36.5%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.70	13.30	24.3%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	36.15	46.00	27.2%	2025 年 05 月 29 日	游戏
NTES US	网易	买入	136.12	143.00	5.1%	2025 年 05 月 16 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	519.00	604.00	16.4%	2025 年 05 月 15 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	11.26	10.20	-9.4%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	127.30	165.00	29.6%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	20.00	21.00	5.0%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.88	18.50	33.3%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	16.80	13.50	-19.6%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	15.62	21.00	34.4%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	16.12	9.60	-40.4%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	498.00	591.00	18.7%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	22.15	25.50	15.1%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	56.40	64.00	13.5%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 7 月 18 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结3月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	941,168	996,347	1,039,034	1,134,191	1,228,957
主营业务成本	(586,323)	(598,285)	(607,804)	(663,839)	(720,173)
毛利	354,845	398,062	431,230	470,352	508,784
销售及管理费用	(157,126)	(188,260)	(225,817)	(209,516)	(227,396)
研发费用	(52,256)	(57,151)	(61,444)	(65,980)	(71,376)
其他经营净收入/费用	(32,113)	(11,746)	(7,921)	(7,921)	(7,920)
经营利润	113,350	140,905	136,047	186,935	202,091
财务成本净额	(7,947)	(9,596)	(10,236)	(10,652)	(11,084)
应占联营公司利润及亏损	(7,735)	5,966	1,179	2,898	4,988
其他非经营净收入/费用	(3,807)	24,146	(2,918)	(2,415)	(2,411)
税前利润	93,861	161,421	124,072	176,767	193,584
税费	(22,529)	(35,445)	(33,933)	(44,399)	(47,819)
非控股权益	8,677	4,133	2,000	2,000	2,000
净利润	80,009	130,109	92,139	134,368	147,764
作每股收益计算的净利润	79,741	129,470	91,355	133,584	146,980
Non-GAAP标准的净利润	157,479	158,122	144,441	159,209	173,660

资产负债表 (百万元人民币)					
截至3月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	286,424	189,268	115,653	145,616	215,969
有价证券	361,203	326,387	287,370	259,247	236,194
其他流动资产	105,237	158,394	181,044	197,500	219,989
总流动资产	752,864	674,049	584,068	602,362	672,153
投资物业	220,942	356,818	356,818	356,818	356,818
物业、厂房及设备	185,161	203,348	223,683	246,051	270,656
无形资产	286,629	276,412	292,623	293,696	298,696
合资企业/联营公司投资	203,131	210,169	220,169	230,169	240,169
其他长期资产	116,102	83,431	124,651	136,369	139,726
总长期资产	1,011,965	1,130,178	1,217,944	1,263,103	1,306,065
总资产	1,764,829	1,804,227	1,802,012	1,865,465	1,978,218
短期贷款	38,069	34,200	37,620	41,382	45,520
应付账款	306,951	344,175	361,966	366,737	403,411
其他短期负债	76,487	56,971	55,072	55,008	54,380
总流动负债	421,507	435,346	454,658	463,128	503,312
长期贷款	141,775	208,141	228,955	251,851	277,036
长期应付账款	53,012	48,454	48,454	48,454	48,454
其他长期负债	35,936	22,180	23,894	25,914	28,098
总长期负债	230,723	278,775	301,303	326,218	353,588
总负债	652,230	714,121	755,961	789,346	856,900
股本	398,000	381,380	355,547	326,799	305,458
储备及其他资本项目	588,544	628,478	599,756	653,572	717,692
股东权益	986,544	1,009,858	955,304	980,371	1,023,150
记作权益的金融工具	10,728	11,713	11,713	11,713	11,713
非控股权益	115,327	68,535	79,034	84,035	86,455
总权益	1,112,599	1,090,106	1,046,051	1,076,119	1,121,318

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3月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	93,861	161,421	124,072	176,767	193,584
合资企业/联营公司收入调整	7,735	(5,966)	(1,179)	(2,898)	(4,988)
折旧及摊销	44,504	42,459	29,903	27,705	26,540
营运资本变动	(13,749)	(23,988)	(46,865)	(22,107)	11,658
税费	(22,529)	(35,445)	(33,933)	(44,399)	(47,819)
其他经营活动现金流	72,771	25,028	19,351	20,650	21,969
经营活动现金流	182,593	163,509	91,349	155,718	200,942
资本开支	(32,556)	(83,544)	(85,972)	(85,972)	(85,972)
投资活动	12,255	(99,498)	34,709	24,747	20,513
其他投资活动现金流	(1,523)	(2,373)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
投资活动现金流	(21,824)	(185,415)	(61,263)	(71,225)	(75,459)
负债净变动	7,478	45,089	23,070	25,377	27,915
权益净变动	(87,902)	(86,652)	(86,662)	(30,000)	(30,000)
股息	(546)	(664)	(671)	(677)	(684)
其他融资活动现金流	(27,274)	(33,988)	(40,452)	(50,294)	(53,478)
融资活动现金流	(108,244)	(76,215)	(104,714)	(55,594)	(56,247)
汇率收益/损失	4,389	965	1,013	1,064	1,117
年初现金	229,510	286,424	189,268	115,653	145,616
年末现金	286,424	189,268	115,653	145,616	215,969

财务比率					
年结3月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	31.608	55.121	40.096	60.445	68.563
全面摊薄每股收益	31.334	53.618	38.683	58.250	66.000
Non-GAAP标准下的每股收益	61.684	65.303	61.190	69.482	78.045
每股账面值	387.664	418.215	404.511	427.498	459.435
利润率分析(%)					
毛利率	37.7	40.0	41.5	41.5	41.4
EBIT利润率	15.5	15.3	13.9	17.2	17.1
净利率	8.5	13.1	8.9	11.8	12.0
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	38.0	40.2	41.7	41.7	41.6
EBITDA利润率	20.4	20.3	19.1	22.3	22.0
净利率	16.7	15.9	13.9	14.0	14.1
盈利能力(%)					
ROA	4.5	7.3	5.1	7.3	7.7
ROE	7.2	11.9	8.7	12.8	13.6
ROIC	9.9	9.5	8.6	11.5	11.8
其他					
净负债权益比(%)	净现金	4.9	14.4	13.7	9.5
流动比率	1.8	1.5	1.3	1.3	1.3
应付账款周转天数	178.6	192.3	180.0	180.0	180.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 9 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、武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、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、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司及富卫集团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。