

互联网	收盘价 美元 86.76	目标价 美元 99.00	潜在涨幅 +14.1%
-----	-----------------	-----------------	----------------

2025年8月21日

## 百度 (BIDU US)

### 传统搜索持续承压，第二、三增长曲线价值已显现

- ⊕ **2025年2季度业绩**：总收入327亿元（人民币，下同），同比下降4%，与我们/彭博市场预期基本一致。调整后净利润48亿元，对应净利率15%，高于我们/彭博市场预期的33亿/45亿元。
- ⊕ **百度核心业绩要点**：收入263亿元，同比降2%，调整后经营利润/利润率44亿元/17%，同比降37%/10个百分点。1) 广告收入同比降15%，仍受AI搜索改造对变现产生负面影响。2) 智能云收入同比增27%，基本符合我们预期，占比核心收入25%，对比去年同期的19%大幅提升，得益于全栈AI能力提升和端到端AI产品解决方案需求拉动；运营利润同比持续增长。3) 萝卜快跑全球单量220万+，同比增148%，并加速业务国际化，目前已覆盖全球16个城市，与Uber和Lyft达成战略合作，计划在中东、亚洲和欧洲部署无人车。
- ⊕ **AI业务进展**：1) AI新业务收入超100亿元，同比增34%。1) 7月64%的移动搜索结果由AI生成，较4月的35%大幅加速提升，逐步将搜索结果由传统链接升级为智能化的多模态答案。2) 文心大模型4.5系列在6月开源；千帆平台扩展模型库，新增文心4.5系列和其他三方模型，提供更多工具支持AI原生应用开发。3) 7月推出视频生成模型MuseSteamer，8月21日升级推出2.0版本，包括Turbo、Lite、Pro和有声版全系模型。
- ⊕ **展望及估值**：按我们此前预期，生成式搜索内容占比持续提升（3季度预计80%+）将影响百度搜索广告露出，预计广告收入在3-4季度同比仍承压，降幅分别为25%/15%，高于此前预期，预计2025全年广告收入同比降16%至637亿元。预计全年云收入增速25%，下半年或受项目制服务确收影响，增速略低于上半年，我们仍看好大模型加速迭代下的长期AI产品包括Robotaxi在内的商业化机会。对应2026年，我们维持传统搜索广告业务8倍市盈率，AI及云业务3倍市销率，维持目标价99美元/96港元（9888 HK）。百度AI及云业务价值仍被低估，百度价值仍有扭转机会，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 (美元)	115.13
52周低位 (美元)	76.86
市值 (百万美元)	24,284.99
日均成交量 (百万)	9.31
年初至今变化 (%)	2.91
200天平均价 (美元)	88.62

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)	134,598	133,125	130,808	140,276	147,416
同比增长 (%)	8.8	-1.1	-1.7	7.2	5.1
净利润 (百万人民币)	28,747	27,002	14,739	15,887	15,788
每股盈利 (人民币)	80.91	76.71	42.30	46.52	46.19
同比增长 (%)	36.8	-5.2	-44.9	10.0	-0.7
前EPS预测值 (人民币)			50.24	58.85	63.67
调整幅度 (%)			-15.8	-21.0	-27.5
市盈率 (倍)	7.7	8.1	14.7	13.4	13.5
每股账面净值 (人民币)	85.71	93.61	105.79	117.85	126.75
市账率 (倍)	7.27	6.65	5.89	5.29	4.91

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>

图表 1：2025 年 2 季度业绩

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	2Q25	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
在线营销服务	17,485	1	-15	17,424	0	
其他服务	15,228	1	14	15,005	1	
<b>净营收</b>	<b>32,713</b>	<b>1</b>	<b>-4</b>	<b>32,429</b>	<b>1</b>	
<i>彭博一致预期</i>	<u>32,741</u>					
百度核心	26,251	3	-2	25,986	1	6 月百度 app MAU 同比增 5% 至 7.35 亿；百度核心广告收入 50% 来自托管页面
在线营销	16,213	1	-15	16,153	0	
云	6,476	-2	27	6,441	1	增速基本符合预期，得益于全栈 AI 能力提升和端到端 AI 产品解决方案需求拉动
自动驾驶及新业务	3,562	25	47	3,393	5	萝卜快跑全球单量 220 万+，同比增 148%，累计完成单量 1400 万+（截至 2025 年 8 月）
爱奇艺	6,628	-8	-11	6,621	0	
营收成本	(18,357)	5	12	(17,975)	2	
<b>毛利</b>	<b>14,356</b>	<b>-4</b>	<b>-18</b>	<b>14,453</b>	<b>-1</b>	
<b>营业费用</b>						
销售及行政	(5,960)	1	5	(6,321)	-6	
研发	(5,119)	13	-13	(4,905)	4	
总营业费用	(11,079)	6	-4	(11,227)	-1	
运营利润/(亏损)	3,277	-27	-45	3,226	2	
其他收入/(费用)	4,863	8	531	2,244	117	
税项	(881)	-25	-22	(817)	8	
非控股权益应占净亏损	(63)	NA	NA	(77)	-19	
<b>净利润</b>	<b>7,322</b>	<b>-5</b>	<b>33</b>	<b>4,731</b>	<b>55</b>	
<b>调整后运营利润</b>	<b>4,445</b>	<b>-17</b>	<b>-41</b>	<b>4,028</b>	<b>10</b>	
百度核心	4,385	-10	-37	4,045	8	
爱奇艺	59	-87	-88	12	385	
<b>调整后净利润</b>	<b>4,795</b>	<b>-26</b>	<b>-35</b>	<b>3,332</b>	<b>44</b>	
<i>彭博一致预期</i>	<u>4,543</u>					
毛利率(%)	44			45		
调整后运营利润率(%)	14			12		
百度核心	17			16		
爱奇艺	1			0		
调整后净利率(%)	15			10		
<b>摊薄每股盈利(调整后，人民币)</b>	<b>13.6</b>	<b>-27</b>	<b>-35</b>	<b>9.6</b>	<b>41</b>	
<i>彭博一致预期</i>	<u>13.6</u>					

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2：百度核心业务主要预测

年结12月31日 (百万人民币)	3Q24	2Q25	3Q25E 原预测	3Q25E 新预测	变动 (%)	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>百度核心营收</b>	<b>26,524</b>	<b>26,251</b>	<b>25,402</b>	<b>24,736</b>	-3	-6	-7	<b>104,712</b>	<b>104,270</b>	<b>112,301</b>	<b>118,019</b>
在线营销	18,771	16,213	15,706	14,095	-10	-13	-25	72,848	61,467	61,142	61,175
云	4,895	6,476	6,056	6,056	0	-6	24	21,747	27,173	31,610	35,750
自动驾驶及新业务	2,858	3,562	3,639	4,584	26	29	60	10,117	15,630	19,549	21,094
								59%	54%	52%	
营收成本	(10,923)	(13,213)	-12,720	(13,287)	4	1	22	(44,830)	(52,637)	(56,488)	(58,712)
<b>毛利</b>	<b>15,562</b>	<b>13,021</b>	<b>12,651</b>	<b>11,430</b>	-10	-12	-27	<b>59,751</b>	<b>51,547</b>	<b>55,698</b>	<b>59,153</b>
调整后运营开支	(9,034)	(8,807)	-9,526	(9,523)	0	8	5	(36,394)	(37,614)	(41,331)	(44,962)
<b>调整后运营利润</b>	<b>6,652</b>	<b>4,385</b>	<b>3,249</b>	<b>2,051</b>	-37	-53	-69	<b>23,890</b>	<b>14,524</b>	<b>15,030</b>	<b>14,914</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>5,676</b>	<b>4,792</b>	<b>2,918</b>	<b>1,868</b>	-36	-61	-67	<b>26,335</b>	<b>14,345</b>	<b>14,888</b>	<b>14,596</b>
毛利率(%)	58.7	49.6	49.8	46.2				57.1	49.4	49.6	50.1
调整后营运利润率(%)	25.1	16.7	12.8	8.3				22.8	13.9	13.4	12.6
调整后营净利润率(%)	21.4	18.3	11.5	7.6				25.1	13.8	13.3	12.4

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3：百度损益预测

年结12月31日 (百万人民币)	3Q24	2Q25	3Q25E 原预测	3Q25E 新预测	变动 (%)	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>净营收</b>	<b>33,557</b>	<b>32,713</b>	<b>32,279</b>	<b>31,184</b>	-3	-5	-7	<b>133,125</b>	<b>130,808</b>	<b>140,276</b>	<b>147,416</b>
在线营销服务	20,108	17,485	17,072	15,425	-10	-12	-23	78,563	66,783	66,765	67,208
其他服务	13,449	15,228	15,208	15,759	4	3	17	54,562	64,025	73,511	80,208
<i>彭博一致预期</i>				<u>32,182</u>					<u>131,859</u>	<u>138,503</u>	<u>146,846</u>
营收成本	(16,399)	(18,357)	(18,011)	(18,439)	2	0	12	(66,102)	(73,129)	(77,477)	(80,456)
<b>毛利</b>	<b>17,158</b>	<b>14,356</b>	<b>14,269</b>	<b>12,745</b>	-11	-11	-26	<b>67,023</b>	<b>57,679</b>	<b>62,799</b>	<b>66,960</b>
销售及行政	(5,867)	(5,960)	-6,473	(6,398)	-1	7	9	(23,620)	(25,326)	(27,229)	(30,029)
研发	(5,366)	(5,119)	-5,061	(5,372)	6	5	0	(22,133)	(21,163)	(23,687)	(24,913)
<b>运营利润(亏损)</b>	<b>5,925</b>	<b>3,277</b>	<b>2,735</b>	<b>975</b>	-64	-70	-84	<b>21,270</b>	<b>11,191</b>	<b>11,883</b>	<b>12,017</b>
<b>调整后运营利润</b>	<b>7,014</b>	<b>4,445</b>	<b>3,528</b>	<b>2,041</b>	-42	-54	-71	<b>26,234</b>	<b>15,434</b>	<b>16,681</b>	<b>17,050</b>
其他收入/(费用)	2,675	4,863	2,659	3,687	39	-24	38	7,352	14,637	10,497	10,561
税项	(814)	(881)	(842)	(760)	-10	-14	-7	(4,447)	(3,409)	(2,354)	(2,366)
非控股权益应占净亏损	154	(63)	16	(115)	NA	83	NA	415	2	405	602
<b>净利润</b>	<b>7,632</b>	<b>7,322</b>	<b>4,536</b>	<b>4,017</b>	-11	-45	-47	<b>23,760</b>	<b>22,417</b>	<b>19,621</b>	<b>19,610</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>5,886</b>	<b>4,795</b>	<b>3,079</b>	<b>1,889</b>	-39	-61	-68	<b>27,002</b>	<b>14,739</b>	<b>15,887</b>	<b>15,788</b>
毛利率(%)	51.1	43.9	44.2	40.9				50.3	44.1	44.8	45.4
调整后运营利润率(%)	20.9	13.6	10.9	6.5				19.7	11.8	11.9	11.6
调整后净利率(%)	17.5	14.7	9.5	6.1				20.3	11.3	11.3	10.7
<b>摊薄每股盈利(调整后, 人民币)</b>	<b>16.60</b>	<b>13.58</b>	<b>8.91</b>	<b>5.53</b>	-38	-59	-67	<b>76.71</b>	<b>42.30</b>	<b>46.52</b>	<b>46.19</b>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 4：百度 (BIDU US) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

2025 年 8 月 21 日

百度 (BIDU US)

图表 5：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	86.76	99.00	14.1%	2025 年 05 月 22 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	2.30	2.90	26.1%	2025 年 08 月 21 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	291.20	339.00	16.4%	2025 年 08 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	买入	42.12	39.00	-7.4%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	25.10	30.00	19.5%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	买入	8.00	8.30	3.8%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	71.90	64.00	-11.0%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	49.40	60.00	21.5%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	25.31	26.00	2.7%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	31.17	40.00	28.3%	2025 年 07 月 15 日	电商
PDD US	拼多多	买入	118.00	135.00	14.4%	2025 年 05 月 28 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	119.49	165.00	38.1%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	37.14	15.60	-58.0%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.63	4.80	32.2%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	36.62	46.00	25.6%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	9.15	12.00	31.1%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.00	13.30	20.9%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	33.80	42.00	24.3%	2025 年 08 月 21 日	游戏
NTES US	网易	买入	130.52	155.00	18.8%	2025 年 08 月 15 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	590.50	700.00	18.5%	2025 年 08 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	11.90	10.20	-14.3%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	120.80	165.00	36.6%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	19.32	21.00	8.7%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.13	18.50	40.9%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	16.33	13.50	-17.3%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	16.50	21.00	27.3%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	13.15	9.60	-27.0%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	500.50	591.00	18.1%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.42	25.50	19.0%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	51.35	64.00	24.6%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 \*截至 2025 年 8 月 20 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	130,808	140,276	147,416
主营业务成本	(65,031)	(66,102)	(73,129)	(77,477)	(80,456)
<b>毛利</b>	<b>69,567</b>	<b>67,023</b>	<b>57,679</b>	<b>62,799</b>	<b>66,960</b>
销售及管理费用	(23,519)	(23,620)	(25,326)	(27,229)	(30,029)
研发费用	(24,192)	(22,133)	(21,163)	(23,687)	(24,913)
<b>经营利润</b>	<b>21,856</b>	<b>21,270</b>	<b>11,191</b>	<b>11,883</b>	<b>12,017</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	28,433	26,234	15,434	16,681	17,050
财务成本净额	4,761	5,138	5,706	5,497	5,761
应占联营公司利润及亏损	(3,799)	(691)	1,468	400	400
其他非经营净收入/费用	2,380	2,905	7,463	4,600	4,400
<b>税前利润</b>	<b>25,198</b>	<b>28,622</b>	<b>25,828</b>	<b>22,381</b>	<b>22,578</b>
税费	(3,649)	(4,447)	(3,409)	(2,354)	(2,366)
非控股权益	(1,234)	(415)	(2)	(405)	(602)
<b>净利润</b>	<b>20,315</b>	<b>23,760</b>	<b>22,417</b>	<b>19,621</b>	<b>19,610</b>
作每股收益计算的净利润	20,315	23,760	22,417	19,621	19,610
Non-GAAP标准的净利润	28,747	27,002	14,739	15,887	15,788

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	40,051	40,165	41,776
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	10,100	11,566	11,203
其他流动资产	13,163	19,548	28,332	29,879	31,292
<b>总流动资产</b>	<b>230,255</b>	<b>168,849</b>	<b>178,014</b>	<b>161,235</b>	<b>159,913</b>
物业、厂房及设备	27,960	30,102	37,598	45,250	51,890
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	56,032	85,611	101,786
<b>总长期资产</b>	<b>176,504</b>	<b>258,931</b>	<b>291,924</b>	<b>331,125</b>	<b>355,576</b>
<b>总资产</b>	<b>406,759</b>	<b>427,780</b>	<b>469,938</b>	<b>492,360</b>	<b>515,489</b>
短期贷款	19,090	19,105	20,218	18,463	17,074
应付账款	52,344	56,067	61,334	63,425	67,205
其他短期负债	5,017	5,781	5,750	5,877	5,974
<b>总流动负债</b>	<b>76,451</b>	<b>80,953</b>	<b>87,302</b>	<b>87,765</b>	<b>90,252</b>
长期贷款	57,357	51,943	55,999	50,241	45,718
长期应付账款	758	872	858	916	960
其他长期负债	9,585	10,400	10,400	10,400	10,400
<b>总长期负债</b>	<b>67,700</b>	<b>63,215</b>	<b>67,257</b>	<b>61,556</b>	<b>57,077</b>
<b>总负债</b>	<b>144,151</b>	<b>144,168</b>	<b>154,559</b>	<b>149,322</b>	<b>147,330</b>
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	199,881	227,009	251,572
<b>股东权益</b>	<b>243,626</b>	<b>263,620</b>	<b>294,881</b>	<b>322,009</b>	<b>346,572</b>
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
<b>总权益</b>	<b>262,608</b>	<b>283,612</b>	<b>315,379</b>	<b>343,038</b>	<b>368,160</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	25,198	28,622	25,828	22,381	22,578
合资企业/联营公司收入调整	34	(1,907)	(14,285)	(10,477)	(10,541)
折旧及摊销	21,457	20,521	21,389	22,563	23,377
营运资本变动	(13,067)	(27,512)	(14,963)	(18,590)	(17,295)
税费	(3,649)	(4,447)	(3,409)	(2,354)	(2,366)
其他经营活动现金流	6,642	5,957	7,135	5,897	6,014
<b>经营活动现金流</b>	<b>36,615</b>	<b>21,234</b>	<b>21,694</b>	<b>19,419</b>	<b>21,766</b>
资本开支	(11,190)	(8,134)	(12,608)	(14,028)	(14,742)
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>(50,397)</b>	<b>(8,555)</b>	<b>(6,872)</b>	<b>(8,488)</b>	<b>(9,318)</b>
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)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(14,162)</b>	<b>(13,759)</b>	<b>(10,330)</b>	<b>(10,418)</b>	<b>(10,439)</b>
汇率收益/损失	282	95	(1,031)	(400)	(400)
<b>年初现金</b>	<b>65,236</b>	<b>37,574</b>	<b>36,589</b>	<b>40,051</b>	<b>40,165</b>
<b>年末现金</b>	<b>37,574</b>	<b>36,589</b>	<b>40,051</b>	<b>40,165</b>	<b>41,776</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	6.980	8.300	8.052	7.208	7.198
全面摊薄每股收益	57.178	67.500	64.336	57.449	57.373
Non-GAAP标准下的每股收益	80.910	76.710	42.300	46.517	46.192
每股账面值	85.712	93.615	105.787	117.851	126.748
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	51.7	50.3	44.1	44.8	45.4
EBIT利润率	16.2	16.0	8.6	8.5	8.2
净利率	15.1	17.8	17.1	14.0	13.3
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	51.7	50.3	44.1	44.8	45.4
经营利润率	21.1	19.7	11.8	11.9	11.6
净利率	21.4	20.3	11.3	11.3	10.7
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	5.1	5.7	5.0	4.1	3.9
ROE	8.7	9.4	8.0	6.4	5.9
ROIC	6.3	5.8	2.8	2.9	2.8
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	14.8	12.2	11.5	8.3	5.7
流动比率	3.0	2.1	2.0	1.8	1.8
应收账款周转天数	30.6	28.7	29.0	29.0	29.0

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 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；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、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、山东快驴科技发展股份有限公司、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、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团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。