

互联网	收盘价 美元 23.76	目标价 美元 32.00个	潜在涨幅 +34.7%
-----	-----------------	------------------	----------------

2025年8月22日

## 哔哩哔哩 (BILI US)

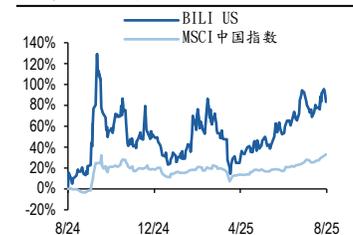
### AI 赋能广告商业化效率提升，看好经营杠杆持续释放

- 2 季度利润小幅超预期。哔哩哔哩 2Q25 收入 73 亿元（人民币，下同），同比增 20%，基本符合我们和市场预期。毛利率环比小幅优化 0.2 个百分点，持续受益于收入结构改善。经调整归母净利润 5.6 亿元，略好于我们预期的 5.3 亿元，得益于营销费用管控。
- 2 季度亮点：1) 《三谋》基于周年庆赛季运营持续贡献稳定流水，拉动游戏收入同比增 60%。2) 广告收入同比增 20%，维持快于行业增速，仍受益于流量增长（总时长同比+13%），产品基建完善及 AI 技术应用促进广告主营销效率优化，进而带动 eCPM/效果广告收入同比增 10%/+30%+。垂直行业方面，前五大广告主行业仍为游戏、数码家电、网服、电商、汽车。3) VAS 收入同比增 11%，其中充电业务翻倍增长。
- 展望：我们预计 3 季度收入同比增 4%，其中：1) 游戏受《三谋》高基数影响同比或降 17%，关注年末港澳台服上线及其他 4-5 款新游版号进度。2) 广告收入或同比增 20%，持续受益于流量增长/AI 赋能投放效果优化/更多跨场景广告库存释放。3) 我们预计经营杠杆释放将带动毛利率维持小幅优化趋势，叠加审慎的运营费用控制，预计 3 季度经调整运营利润 6.2 亿元。
- 估值：我们小幅上调 2025/26 年经调整净利润预期，并将估值切换至 2026 年，基于可比文娱及游戏公司 1.2 倍 PEG，以及 2025-27 年经调整净利润复合增速 33%，上调目标价至 32 美元/248 港元（9626 HK），较现价有 35% 涨幅，维持**买入**。持续看好公司差异化优质中视频内容社区定位，预计用户价值提升及 AI 技术赋能下商业化效率有望进一步提升。看好经营杠杆持续释放促进盈利能力不断提升。**风险**：广告收入增长不及预期，中视频竞争加剧。

#### 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)	29.66
52周低位(美元)	13.66
市值(百万美元)	7,768.81
日均成交量(百万)	7.31
年初至今变化(%)	31.20
200天平均价(美元)	20.31

资料来源: FactSet

#### 赵丽, CFA

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

#### 谷馨瑜, CPA

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

#### 孙梦琪

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

#### 蔡涵

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

#### 财务数据一览

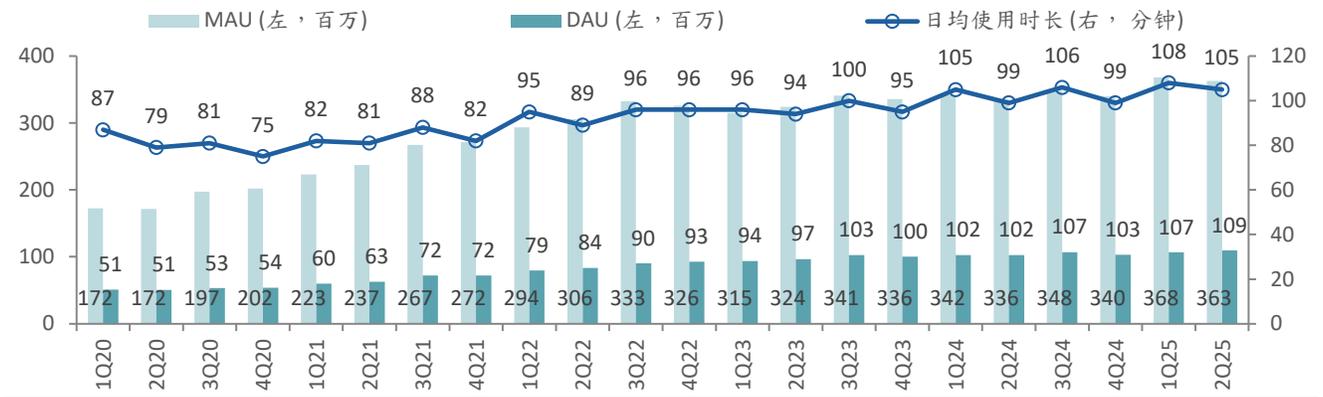
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	22,528	26,832	30,091	32,187	34,416
同比增长(%)	2.9	19.1	12.1	7.0	6.9
净利润(百万人民币)	(3,425)	(22)	2,381	3,372	4,218
每股盈利(人民币)	(8.29)	(0.05)	5.19	7.82	9.83
同比增长(%)	-51.1	-99.4	-10,443.2	42.4	25.7
前EPS预测值(人民币)			5.47	7.86	9.93
调整幅度(%)			0.4	-0.5	-1.0
市盈率(倍)	ns	ns	31.1	21.8	17.4
每股账面净值(人民币)	34.16	33.85	40.86	52.19	65.40
市账率(倍)	4.99	5.04	4.17	3.27	2.61

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。

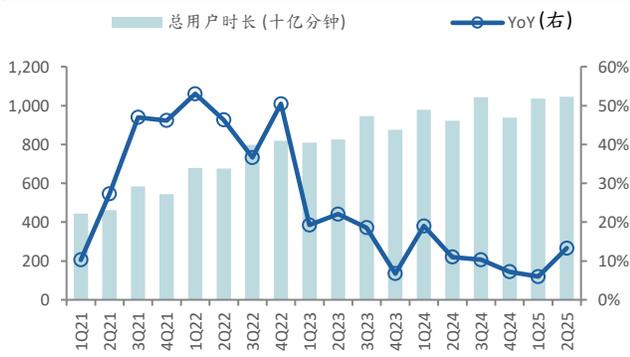
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：2 季度，MAU/DAU/日人均时长维持同比增长



资料来源：公司资料，交银国际

图表 2：2 季度，总用户时长同比增 13%



资料来源：公司资料，交银国际

图表 3：2 季度，大会员数量增至 2370 万



资料来源：公司资料，交银国际

图表 4：2 季度，月付费用户达 3200 万



资料来源：公司资料，交银国际

图表 5：2 季度，递延收入环比+10%



资料来源：公司资料，交银国际

图表 6：2025 年 2 季度业绩概览

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	2Q24	1Q25	2Q25	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差别 (%)	点评
<b>总收入</b>	<b>6,127</b>	<b>7,003</b>	<b>7,338</b>	5	20	<b>7,295</b>	1	
移动游戏	1,007	1,731	1,612	-7	60	1,603	1	主要受《三谋》拉动
增值服务	2,566	2,807	2,837	1	11	2,813	1	
广告	2,037	1,998	2,449	23	20	2,411	2	效果广告收入同比增 30%+，广告主数量同比增 10%+
IP 衍生品及其他	516	467	440	-6	-15	467	-6	
营业成本	-4,294	-4,464	-4,662	4	9	-4,627	1	
<b>毛利</b>	<b>1,833</b>	<b>2,539</b>	<b>2,676</b>	5	46	<b>2,668</b>	0	
毛利率 (%)	30%	36%	36%			37%		高毛利的游戏及效果广告收入占比提升带动整体毛利率优化
营销费用	1,036	1,167	1,048	-10	1	1,132	-7	
行政费用	488	516	510	-1	4	498	2	
研发费用	895	841	866	3	-3	858	1	
<b>运营利润</b>	<b>-585</b>	<b>15</b>	<b>252</b>	1,577	NA	<b>180</b>	40	
运营利润率 (%)	-10%	0%	3%			2%		
<b>经调整运营利润</b>	<b>-284</b>	<b>342</b>	<b>573</b>	67	NA	<b>504</b>	14	
经调整运营利润率 (%)	-5%	5%	8%			7%		
<b>税前利润</b>	<b>-614</b>	<b>1</b>	<b>245</b>	26,754	NA	<b>230</b>	7	
所得税(支出)/抵免	6	-12	-26					
<b>归属于股东净利润</b>	<b>-609</b>	<b>-9</b>	<b>219</b>	NA	NA	<b>206</b>	6	
净利润率 (%)	-10%	0%	3%					
<b>经调整净利润</b>	<b>-271</b>	<b>362</b>	<b>561</b>	55	NA	<b>287</b>	96	
<b>经调整归母净利润</b>	<b>-272</b>	<b>363</b>	<b>562</b>	55	NA	<b>526</b>	7	
经调整净利润率 (%)	-4%	5%	8%			7%		
<b>经调整摊薄每股收益(元)</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>1.3</b>	51	NA	<b>1.2</b>	4	

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 7：2025 年 3 季度业绩展望

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	3Q24	2Q25	3Q25E	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	7,306	7,338	7,622	4	4	26,832	30,091	32,187	34,416
<i>彭博一致预期</i>			<u>7,741</u>				<u>30,327</u>	<u>33,109</u>	<u>35,831</u>
移动游戏	1,823	1,612	1,519	-6	-17	5,610	6,334	6,627	6,886
增值服务	2,821	2,837	3,113	10	10	10,999	12,089	12,540	13,309
广告	2,094	2,449	2,508	2	20	8,189	9,810	11,105	12,249
IP 衍生品及其他	567	440	482	10	-15	2,033	1,859	1,914	1,972
营业成本	-4,758	-4,662	-4,824	3	1	-18,058	-19,070	-19,934	-20,811
<b>毛利</b>	<b>2,547</b>	<b>2,676</b>	<b>2,798</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>8,774</b>	<b>11,021</b>	<b>12,252</b>	<b>13,606</b>
毛利率 (%)	34.9%	36.5%	36.7%			33%	37%	38%	40%
营销费用	1,202	1,048	1,136	8	-5	4,402	4,515	4,469	4,607
行政费用	505	510	522	2	3	2,031	2,079	2,181	2,298
研发费用	906	866	858	-1	-5	3,685	3,420	3,592	3,768
<b>运营利润</b>	<b>-67</b>	<b>252</b>	<b>282</b>	<b>12</b>	<b>NA</b>	<b>-1,344</b>	<b>1,006</b>	<b>2,010</b>	<b>2,933</b>
运营利润率 (%)	-1%	3%	4%			-5%	3%	6%	9%
<b>经调整运营利润</b>	<b>272</b>	<b>573</b>	<b>623</b>	<b>9</b>	<b>129</b>	<b>-61</b>	<b>2,358</b>	<b>3,444</b>	<b>4,455</b>
经调整运营利润率 (%)	4%	8%	8%			0%	8%	11%	13%
<b>税前利润</b>	<b>-88</b>	<b>245</b>	<b>332</b>	<b>36</b>	<b>NA</b>	<b>-1,400</b>	<b>1,085</b>	<b>2,210</b>	<b>3,133</b>
所得税(支出)/抵免	8	-26	-40	NA	-573	37	-139	-302	-470
<b>归属于股东净利润</b>	<b>-80</b>	<b>219</b>	<b>293</b>	<b>34</b>	<b>NA</b>	<b>-1,347</b>	<b>951</b>	<b>1,915</b>	<b>2,672</b>
净利润率 (%)	-1%	3%	4%			-5%	3%	6%	8%
<b>经调整净利润</b>	<b>236</b>	<b>561</b>	<b>649</b>	<b>16</b>	<b>175</b>	<b>-39</b>	<b>2,376</b>	<b>3,365</b>	<b>4,209</b>
<b>经调整归母净利润</b>	<b>236</b>	<b>562</b>	<b>650</b>	<b>16</b>	<b>175</b>	<b>-22</b>	<b>2,381</b>	<b>3,372</b>	<b>4,218</b>
经调整净利润率 (%)	3%	8%	9%			0%	8%	10%	12%
<i>彭博一致预期</i>			<u>592</u>				<u>2,163</u>	<u>3,199</u>	<u>4,156</u>
<b>经调整摊薄每股收益 (元)</b>	<b>0.6</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>16</b>	<b>164</b>	<b>-0.1</b>	<b>5.5</b>	<b>7.8</b>	<b>9.8</b>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 8：哔哩哔哩 (BILI US) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 9：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	87.61	99.00	13.0%	2025 年 05 月 22 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	23.76	32.00	34.7%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	74.90	90.00	20.2%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.35	2.90	23.4%	2025 年 08 月 21 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	287.00	339.00	18.1%	2025 年 08 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	买入	40.92	39.00	-4.7%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	24.99	30.00	20.0%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	买入	8.13	8.30	2.1%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	50.36	60.00	19.1%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	31.18	40.00	28.3%	2025 年 07 月 15 日	电商
PDD US	拼多多	买入	122.96	135.00	9.8%	2025 年 05 月 28 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	118.09	165.00	39.7%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	36.30	15.60	-57.0%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.70	4.80	29.7%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	36.98	46.00	24.4%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	9.18	12.00	30.7%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.95	13.30	21.5%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	34.90	42.00	20.3%	2025 年 08 月 21 日	游戏
NTES US	网易	买入	131.87	155.00	17.5%	2025 年 08 月 15 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	600.00	700.00	16.7%	2025 年 08 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	11.92	10.20	-14.4%	2025 年 04 月 02 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	20.74	25.00	20.5%	2025 年 08 月 22 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	118.40	165.00	39.4%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.99	18.50	42.4%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	15.95	13.50	-15.4%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	16.14	21.00	30.1%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	13.09	9.60	-26.7%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	505.00	591.00	17.0%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	20.76	25.50	22.8%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	55.70	64.00	14.9%	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 22 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	22,528	26,832	30,091	32,187	34,416
主营业务成本	(17,086)	(18,058)	(19,070)	(19,934)	(20,811)
<b>毛利</b>	<b>5,442</b>	<b>8,774</b>	<b>11,021</b>	<b>12,252</b>	<b>13,606</b>
销售及管理费用	(6,039)	(6,433)	(6,594)	(6,650)	(6,905)
研发费用	(4,467)	(3,685)	(3,420)	(3,592)	(3,768)
<b>经营利润</b>	<b>(5,064)</b>	<b>(1,344)</b>	<b>1,006</b>	<b>2,010</b>	<b>2,933</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	(3,385)	(61)	2,358	3,444	4,455
财务成本净额	378	346	328	400	400
应占联营公司利润及亏损	(436)	(470)	(219)	(200)	(200)
其他非经营净收入/费用	389	68	(30)	0	0
<b>税前利润</b>	<b>(4,733)</b>	<b>(1,400)</b>	<b>1,085</b>	<b>2,210</b>	<b>3,133</b>
税费	(79)	37	(139)	(302)	(470)
非控股权益	(11)	17	5	6	9
<b>净利润</b>	<b>(4,822)</b>	<b>(1,347)</b>	<b>951</b>	<b>1,915</b>	<b>2,672</b>
作每股收益计算的净利润	(4,822)	(1,347)	951	1,915	2,672
Non-GAAP标准的净利润	(3,425)	(22)	2,381	3,372	4,218

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	7,242	10,300	14,483	18,888	24,435
有价证券	2,653	2,707	2,977	3,275	3,602
应收账款及票据	1,574	1,227	1,376	1,472	1,574
其他流动资产	7,258	5,523	5,632	5,724	5,818
<b>总流动资产</b>	<b>18,727</b>	<b>19,756</b>	<b>24,467</b>	<b>29,359</b>	<b>35,429</b>
物业、厂房及设备	715	589	520	492	479
无形资产	8,419	7,777	6,962	7,500	7,992
其他长期资产	5,299	4,576	4,955	5,366	5,812
<b>总长期资产</b>	<b>14,432</b>	<b>12,942</b>	<b>12,437</b>	<b>13,359</b>	<b>14,282</b>
<b>总资产</b>	<b>33,159</b>	<b>32,699</b>	<b>36,905</b>	<b>42,718</b>	<b>49,712</b>
应付账款	4,334	4,801	5,025	5,214	5,440
其他短期负债	13,770	9,961	10,102	10,822	11,837
<b>总流动负债</b>	<b>18,104</b>	<b>14,763</b>	<b>15,127</b>	<b>16,035</b>	<b>17,277</b>
长期贷款	1	3,264	3,427	3,599	3,779
其他长期负债	650	568	568	568	568
<b>总长期负债</b>	<b>651</b>	<b>3,832</b>	<b>3,995</b>	<b>4,166</b>	<b>4,346</b>
<b>总负债</b>	<b>18,755</b>	<b>18,595</b>	<b>19,122</b>	<b>20,202</b>	<b>21,623</b>
股本	14,392	14,108	17,787	22,521	28,093
<b>股东权益</b>	<b>14,392</b>	<b>14,108</b>	<b>17,787</b>	<b>22,521</b>	<b>28,093</b>
非控股权益	12	(4)	(4)	(4)	(4)
<b>总权益</b>	<b>14,404</b>	<b>14,104</b>	<b>17,782</b>	<b>22,516</b>	<b>28,089</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	(4,733)	(1,400)	1,085	2,210	3,133
折旧及摊销	2,730	2,327	1,795	1,790	1,760
营运资本变动	449	3,154	355	647	965
利息调整	(378)	(346)	(328)	(400)	(400)
税费	(79)	37	(139)	(302)	(470)
其他经营活动现金流	2,276	2,244	1,533	1,687	1,776
<b>经营活动现金流</b>	<b>267</b>	<b>6,015</b>	<b>4,301</b>	<b>5,632</b>	<b>6,764</b>
资本开支	(182)	(465)	(389)	(396)	(404)
投资活动	2,749	(115)	(584)	(636)	(692)
其他投资活动现金流	(805)	442	951	(395)	(341)
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,762</b>	<b>(138)</b>	<b>(21)</b>	<b>(1,427)</b>	<b>(1,438)</b>
负债净变动	(82)	3,340	(151)	171	180
权益净变动	0	(107)	0	0	0
其他融资活动现金流	(4,993)	(6,058)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(5,075)</b>	<b>(2,825)</b>	<b>(151)</b>	<b>171</b>	<b>180</b>
汇率收益/损失	100	6	53	30	41
<b>年初现金</b>	<b>10,187</b>	<b>7,242</b>	<b>10,300</b>	<b>14,483</b>	<b>18,888</b>
<b>年末现金</b>	<b>7,242</b>	<b>10,300</b>	<b>14,483</b>	<b>18,888</b>	<b>24,435</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	(11.660)	(3.234)	2.281	4.633	6.495
全面摊薄每股收益	(11.678)	(3.234)	2.193	4.440	6.223
Non-GAAP标准下的每股收益	(8.294)	(0.053)	5.491	7.818	9.825
每股账面值	34.164	33.852	40.863	52.187	65.402
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	24.2	32.7	36.6	38.1	39.5
EBIT利润率	(22.5)	(5.0)	3.3	6.2	8.5
净利率	(21.4)	(5.0)	3.2	5.9	7.8
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	24.2	32.7	36.6	38.1	39.5
经营利润率	(15.0)	(0.2)	7.8	10.7	12.9
净利率	(15.2)	(0.1)	7.9	10.5	12.3
<b>其他</b>					
流动比率	1.0	1.3	1.6	1.8	2.1
应收账款周转天数	25.2	16.5	16.5	16.5	16.5
应付账款周转天数	57.3	62.2	62.2	62.2	62.2

## 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。