

互联网	收盘价 美元 128.21	目标价 美元 150.00个	潜在涨幅 +17.0%
-----	------------------	-------------------	----------------

2025年8月26日

## 拼多多 (PDD US)

### 2 季度利润因利息收益好于预期；下半年业绩压力较上半年边际好转

2 季度利润好于预期，主因利息收益及营销开支好于预期。广告收入同比增 13% 与我们预期一致，佣金收入因全托管业务收缩和商家扶持计划增速进一步放缓。预计下半年虽然公司仍将保持商家扶持和用户投入力度，商家扶持计划及国补对公司的影响将边际好转，海外业务所受扰动也弱于 2 季度，我们基于 2 季度业绩好于预期，上调 2025 年利润预期 4%，将估值调整至 2026 年，目标价从 135 美元上调至 150 美元，基于 2026 年 11 倍市盈率，维持买入。

- ⊕ **2025 年 2 季度业绩：**收入 1040 亿元（人民币，下同），同比增速放缓至 7%，低于我们预期 3%，与彭博市场预期基本一致，其中，广告/佣金收入分别增 13%/1%，广告收入基本符合我们预期，佣金收入较我们预期低 6%，受 TEMU 全托管业务收缩和商家扶持计划对主站变现的影响。调整后净利润同比降 5% 至 327 亿元，高于我们/彭博一致预期 20%/46%，主要因利息收益超预期及营销开支低于预期。
- ⊕ 千亿扶持战略通过为商家提供推广服务费退返等减佣降本措施，重点扶持中小商家、新质商家和品牌商家，实施多多好特产新质供给等专项行动，深入农产区 and 产业带，推动供需两侧转型升级。

#### 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
<b>营业收入</b>	<b>436,926</b>	<b>449,833</b>	-2.9%	<b>522,532</b>	<b>556,012</b>	-6.0%	<b>590,022</b>	<b>630,388</b>	-6.4%
线上营销服务	225,652	225,756	0.0%	249,555	249,670	0.0%	270,732	270,856	0.0%
佣金	211,274	224,077	-5.7%	272,977	306,342	-10.9%	319,290	359,532	-11.2%
<b>毛利润</b>	<b>264,380</b>	<b>279,167</b>	-5.3%	<b>342,117</b>	<b>369,639</b>	-7.4%	<b>382,259</b>	<b>414,306</b>	-7.7%
毛利率	60.5%	62.1%	-1.6ppt	65.5%	66.5%	-1.0ppt	64.8%	65.7%	-0.9ppt
<b>经调整营销费用</b>	<b>140,409</b>	<b>153,067</b>	-8.3%	<b>168,852</b>	<b>187,530</b>	-10.0%	<b>184,481</b>	<b>205,694</b>	-10.3%
经调整营销费用占收比	32.1%	34.0%	-1.9ppt	32.3%	33.7%	-1.4ppt	31.3%	32.6%	-1.4ppt
<b>经调整运营利润</b>	<b>108,587</b>	<b>110,649</b>	-1.9%	<b>157,350</b>	<b>166,671</b>	-5.6%	<b>181,285</b>	<b>192,695</b>	-5.9%
经调整运营利润率	24.9%	24.6%	0.3ppt	30.1%	30.0%	0.1ppt	30.7%	30.6%	0.2ppt
<b>经调整净利润</b>	<b>109,073</b>	<b>104,826</b>	4.1%	<b>146,415</b>	<b>154,445</b>	-5.2%	<b>166,977</b>	<b>176,805</b>	-5.6%
经调整净利率	25.0%	23.3%	1.7ppt	28.0%	27.8%	0.2ppt	28.3%	28.0%	0.3ppt

#### 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)	154.27
52周低位 (美元)	88.35
市值 (百万美元)	178,054.20
日均成交量 (百万)	31.28
年初至今变化 (%)	32.19
200天平均价 (美元)	111.59

资料来源: FactSet

#### 孙梦琪

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

#### 谷馨瑜, CPA

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

#### 赵丽, CFA

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

#### 蔡涵

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

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

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 季度业绩概览

(百万人民币) 年结 12 月 31 日	2Q24	1Q25	2Q25	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	VA 预测	差异 (%)
<b>收入</b>	<b>97,060</b>	<b>95,672</b>	<b>103,985</b>	9	7	<b>107,431</b>	-3	<b>103,218</b>	1
线上营销服务	49,116	48,722	55,703	14	13	55,807	0	54,889	1
佣金	47,944	46,950	48,282	3	1	51,624	-6	48,245	0
营业成本	(33,698)	(40,947)	(45,859)	12	36	(41,484)	11	(41,909)	9
<b>毛利</b>	<b>63,361</b>	<b>54,725</b>	<b>58,126</b>	6	-8	<b>65,947</b>	-12	<b>61,309</b>	-5
毛利率 (%)	65	57	56			61		59	
<b>运营开支</b>	<b>(30,797)</b>	<b>(38,640)</b>	<b>(32,333)</b>	-16	5	<b>(39,704)</b>	-19	<b>(40,596)</b>	-20
营销	(26,049)	(33,403)	(27,210)	-19	4	(34,289)	-21	(35,192)	-23
一般及行政	(1,839)	(1,659)	(1,532)	-8	-17	(1,977)	-23	(1,856)	-17
研发	(2,909)	(3,578)	(3,591)	0	23	(3,439)	4	(3,547)	1
占收入比例									
营销 (%)	-27	-35	-26			-32		-34	
一般及行政 (%)	-2	-2	-1			-2		-2	
研发 (%)	-3	-4	-3			-3		-3	
<b>运营利润</b>	<b>32,565</b>	<b>16,086</b>	<b>25,793</b>	60	-21	<b>26,243</b>	-2	<b>20,978</b>	23
<b>经调整运营利润</b>	<b>34,987</b>	<b>18,260</b>	<b>27,748</b>	52	-21	<b>28,553</b>	-3	<b>23,292</b>	19
经调整运营利润率 (%)	36	19	27			27		23	
<b>经调整普通股股东应占利润</b>	<b>34,432</b>	<b>16,916</b>	<b>32,708</b>	93	-5	<b>27,362</b>	20	<b>21,667</b>	51
经调整净利润率 (%)	35	18	31			25			
<b>经调整摊薄每股盈利 (元)</b>	<b>23.2</b>	<b>11.4</b>	<b>22.1</b>	93	-5	<b>18.4</b>	20	<b>14.94</b>	48

资料来源：公司资料，彭博，Visible Alpha，交银国际预测

图表 2：2025 年 3 季度损益表预测

(百万人民币)									
年结 12 月 31 日	3Q24	2Q25	3Q25E	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
收入	99,354	103,985	109,862	6	11	393,836	436,926	522,532	590,022
线上营销服务	49,351	55,703	56,013	1	13	197,934	225,652	249,555	270,732
佣金	50,003	48,282	53,849	12	8	195,902	211,274	272,977	319,290
营业成本	(39,709)	(45,859)	(40,225)	-12	1	(153,900)	(172,546)	(180,415)	(207,762)
<b>毛利</b>	<b>59,645</b>	<b>58,126</b>	<b>69,637</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>239,936</b>	<b>264,380</b>	<b>342,117</b>	<b>382,259</b>
毛利率 (%)	60	56	63			61	61	65	65
<b>运营开支</b>	<b>(35,353)</b>	<b>(32,333)</b>	<b>(43,541)</b>	<b>35</b>	<b>23</b>	<b>(131,513)</b>	<b>(165,023)</b>	<b>(196,001)</b>	<b>(213,659)</b>
营销	(30,484)	(27,210)	(38,057)	40	25	(111,301)	(143,192)	(172,510)	(188,611)
一般及行政	(1,806)	(1,532)	(2,002)	31	11	(7,553)	(7,167)	(8,401)	(9,008)
研发	(3,063)	(3,591)	(3,483)	-3	14	(12,659)	(14,664)	(15,090)	(16,040)
占收入比例									
营销 (%)	-31	-26	-35			-28	-33	-33	-32
一般及行政 (%)	-2	-1	-2			-2	-2	-2	-2
研发 (%)	-3	-3	-3			-3	-3	-3	-3
<b>运营利润</b>	<b>24,292</b>	<b>25,793</b>	<b>26,095</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>108,423</b>	<b>99,357</b>	<b>146,116</b>	<b>168,600</b>
<b>经调整运营利润</b>	<b>26,770</b>	<b>27,748</b>	<b>28,457</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>118,306</b>	<b>108,587</b>	<b>157,350</b>	<b>181,285</b>
经调整运营利润率 (%)	27	27	26			30	25	30	31
<b>经调整普通股股东应占利润</b>	<b>27,459</b>	<b>32,708</b>	<b>27,288</b>	<b>-17</b>	<b>-1</b>	<b>122,343</b>	<b>109,073</b>	<b>146,415</b>	<b>166,977</b>
经调整净利润率 (%)	28	31	25			31	25	28	28
<b>经调整摊薄每股盈利 (元)</b>	<b>18.6</b>	<b>22.1</b>	<b>18.4</b>	<b>-17</b>	<b>-1</b>	<b>82.7</b>	<b>73.4</b>	<b>97.3</b>	<b>110.6</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3：拼多多 (PDD 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	91.93	99.00	7.7%	2025 年 05 月 22 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	23.25	32.00	37.6%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	78.75	90.00	14.3%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.41	2.90	20.3%	2025 年 08 月 21 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	287.60	339.00	17.9%	2025 年 08 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	买入	41.26	39.00	-5.5%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	25.72	30.00	16.6%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	买入	8.32	8.30	-0.2%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	51.84	60.00	15.7%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	128.21	150.00	17.0%	2025 年 08 月 26 日	电商
JD US	京东	买入	31.99	40.00	25.0%	2025 年 07 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	124.35	165.00	32.7%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	31.62	15.60	-50.7%	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	37.68	46.00	22.1%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	8.93	12.00	34.4%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.80	13.30	23.1%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	35.72	42.00	17.6%	2025 年 08 月 21 日	游戏
NTES US	网易	买入	135.60	155.00	14.3%	2025 年 08 月 15 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	614.50	700.00	13.9%	2025 年 08 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	11.93	10.20	-14.5%	2025 年 04 月 02 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	20.60	25.00	21.4%	2025 年 08 月 22 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	122.30	165.00	34.9%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.95	18.50	32.6%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	15.82	13.50	-14.7%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	15.48	21.00	35.7%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	12.46	9.60	-23.0%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	516.00	591.00	14.5%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.34	25.50	19.5%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	60.25	64.00	6.2%	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 25 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	247,639	393,836	436,926	522,532	590,022
主营业务成本	(91,724)	(153,900)	(172,546)	(180,415)	(207,762)
<b>毛利</b>	<b>155,916</b>	<b>239,936</b>	<b>264,380</b>	<b>342,117</b>	<b>382,259</b>
销售及管理费用	(86,264)	(118,854)	(150,359)	(180,911)	(197,619)
研发费用	(10,952)	(12,659)	(14,664)	(15,090)	(16,040)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
<b>经营利润</b>	<b>58,699</b>	<b>108,423</b>	<b>99,357</b>	<b>146,116</b>	<b>168,600</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	65,778	118,306	108,587	157,350	181,285
财务成本净额	10,194	20,553	11,046	800	800
其他非经营净收入/费用	2,984	3,725	8,331	12,120	12,120
<b>税前利润</b>	<b>71,876</b>	<b>132,701</b>	<b>118,733</b>	<b>159,036</b>	<b>181,520</b>
税费	(11,850)	(20,267)	(18,891)	(23,855)	(27,228)
非控股权益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>60,027</b>	<b>112,434</b>	<b>99,843</b>	<b>135,181</b>	<b>154,292</b>
作每股收益计算的净利润	60,027	112,434	99,843	135,181	154,292
Non-GAAP标准的净利润	67,899	122,343	109,073	146,415	166,977

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	121,780	126,194	167,370	242,633	300,004
有价证券	157,415	273,792	301,171	331,288	364,417
应收账款及票据	11,342	11,248	13,694	16,279	17,484
其他流动资产	4,213	4,413	4,885	5,609	5,828
<b>总流动资产</b>	<b>294,750</b>	<b>415,648</b>	<b>487,120</b>	<b>595,809</b>	<b>687,732</b>
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	980	879	1,737	1,967	2,162
无形资产	21	19	730	928	1,018
其他长期资产	52,327	88,488	106,185	127,422	152,907
<b>总长期资产</b>	<b>53,328</b>	<b>89,386</b>	<b>108,653</b>	<b>130,316</b>	<b>156,086</b>
<b>总资产</b>	<b>348,078</b>	<b>505,034</b>	<b>595,773</b>	<b>726,125</b>	<b>843,818</b>
应付账款	78,381	95,405	99,045	100,742	104,551
其他短期负债	74,520	93,018	95,068	105,620	117,390
<b>总流动负债</b>	<b>152,901</b>	<b>188,423</b>	<b>194,113</b>	<b>206,362</b>	<b>221,942</b>
长期贷款	5,232	0	0	0	0
其他长期负债	2,704	3,298	0	0	0
<b>总长期负债</b>	<b>7,936</b>	<b>3,298</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>总负债</b>	<b>160,837</b>	<b>191,721</b>	<b>194,113</b>	<b>206,362</b>	<b>221,942</b>
股本	107,293	117,829	106,571	89,494	37,315
储备及其他资本项目	79,948	195,484	295,089	430,269	584,561
<b>股东权益</b>	<b>187,242</b>	<b>313,313</b>	<b>401,660</b>	<b>519,763</b>	<b>621,876</b>
记作权益的金融工具	0	0	0	0	0
<b>总权益</b>	<b>187,242</b>	<b>313,313</b>	<b>401,660</b>	<b>519,763</b>	<b>621,876</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	71,876	132,701	118,733	159,036	181,520
折旧及摊销	786	709	333	565	706
营运资本变动	26,456	6,663	10,189	8,940	14,156
利息调整	(1,355)	(2,827)	(11,046)	(800)	(800)
税费	(11,850)	(20,267)	(18,891)	(23,855)	(27,228)
其他经营活动现金流	8,248	4,951	20,276	12,034	12,685
<b>经营活动现金流</b>	<b>94,163</b>	<b>121,929</b>	<b>119,595</b>	<b>155,920</b>	<b>181,040</b>
资本开支	(583)	(967)	(990)	(490)	(490)
投资活动	(41,866)	(106,832)	(67,379)	(70,117)	(113,129)
其他投资活动现金流	(12,982)	(10,557)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(55,431)</b>	<b>(118,356)</b>	<b>(78,369)</b>	<b>(80,607)</b>	<b>(123,619)</b>
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(8,961)	1	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(8,961)</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇率收益/损失	(291)	840	(50)	(50)	(50)
<b>年初现金</b>	<b>92,300</b>	<b>121,780</b>	<b>126,194</b>	<b>167,370</b>	<b>242,633</b>
<b>年末现金</b>	<b>121,780</b>	<b>126,194</b>	<b>167,370</b>	<b>242,633</b>	<b>300,004</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	44.337	81.239	70.588	89.556	100.552
全面摊薄每股收益	40.988	76.008	67.190	89.854	102.217
Non-GAAP标准下的每股收益	46.364	82.707	73.401	97.321	110.621
每股账面值	127.855	211.808	270.299	345.484	411.989
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	63.0	60.9	60.5	65.5	64.8
EBITDA利润率	24.0	27.7	22.8	28.1	28.7
EBIT利润率	23.7	27.5	22.7	28.0	28.6
净利率	24.2	28.5	22.9	25.9	26.2
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	63.0	60.9	60.5	65.5	64.8
EBITDA利润率	26.9	30.2	24.9	30.2	30.8
经营利润率	26.6	30.0	24.9	30.1	30.7
净利率	27.4	31.1	25.0	28.0	28.3
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	20.5	26.4	18.1	20.5	19.7
ROE	39.4	44.9	27.9	29.3	27.0
ROIC	32.0	36.4	23.6	27.0	25.1
<b>其他</b>					
流动比率	1.9	2.2	2.5	2.9	3.1
应收账款周转天数	10.1	6.9	7.0	7.0	7.0
应付账款周转天数	5.8	2.4	2.4	2.4	2.4

## 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**

2025年8月26日  
拼多多 (PDD US)

## 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。**