

互联网

收盘价 美元 52.54	目标价 美元 60.00	潜在涨幅 +14.2%
-----------------	-----------------	----------------

2025 年 8 月 27 日

## 欢聚集团 (YY US)

### 2 季度利润超预期；广告业务持续释放增量

我们小幅上调 2025 年经调整净利润预期至 2.8 亿美元。基于 SOTP 估值，维持 60 美元目标价，其中：1) BIGO 41 美元，对应 8 倍 2025 年市盈率，2) 现金 19 美元，基于净现金 30% 折价。公司维持稳定股东回馈。截至 2 季度末，公司净现金 33 亿美元，约为目前市值的 124%，估值下行空间有限，维持买入。关注直播业务 2026 年重启增长、中东语音新产品起量，以及广告业务进一步释放增量。

- ④ **2 季度利润超预期。** 欢聚集团 2 季度收入 5.1 亿美元，同比降 10%，环比企稳回升 3%。其中：1) 直播收入同比降 18%，但环比基本企稳，主要受益于核心产品付费用户规模环比恢复正增长 (+3%)。2) 非直播收入同比 +26%，收入占比较 1 季度提升 1.2 个百分点至 26%。其中，广告收入同比 +29%，主要受第三方广告驱动。经调整净利润 7,700 万美元，好于我们预期的 6,300 万美元。
- ⑤ **第三方广告业务持续贡献增量：** 管理层 3 季度收入指引中线为 5.3 亿美元（对应同/环比增速 -5%/+5%），与市场预期基本一致。我们预计第三方广告业务依托算法优化、垂类模型训练、区域扩张有望维持同比增势，或带动集团收入 4 季度恢复正增长。考虑第三方广告收入占比提升，以及下半年较多的运营活动对直播毛利率影响，预计 BIGO 毛利率环比小幅下降。

#### 个股评级

买入

#### 1 年股价表现



#### 股份资料

52周高位(美元)	54.89
52周低位(美元)	2.257
市值(百万美元)	0.00
日均成交量(百万)	0.00
年初至今变化(%)	25.54
200天平均价(美元)	47.13

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

#### 盈利预测变动

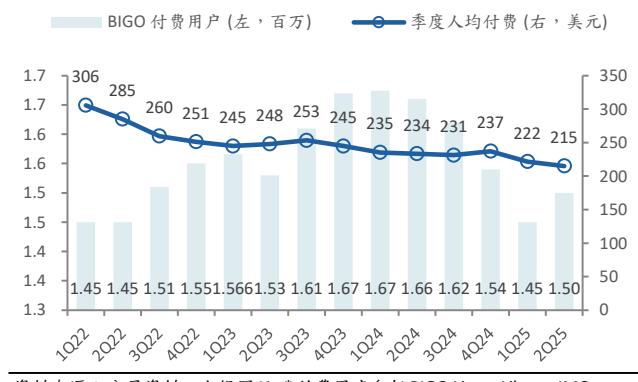
百万美元	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	2,088	2,122	-2%	2,181	2,244	-3%	2,305	2,370	-3%
直播	1,538	1,581	-3%	1,555	1,641	-5%	1,614	1,704	-5%
其他	550	541	2%	626	603	4%	691	666	4%
经调整毛利	774	766	1%	823	810	2%	884	853	4%
经调整毛利率	37%	36%	1.0ppt	38%	36%	1.6ppt	38%	36%	2.4ppcts
经调整经营利润	152	141	8%	154	156	-1%	198	183	8%
经调整经营利润率	7%	7%	0.7ppt	7%	7%	0.1ppt	9%	8%	0.9ppt
经调整净利润	279	267	4%	281	292	-4%	321	324	-1%
调整后净利润率	13%	13%	0.8ppt	13%	13%	-0.1ppt	14%	14%	0.3ppt

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。

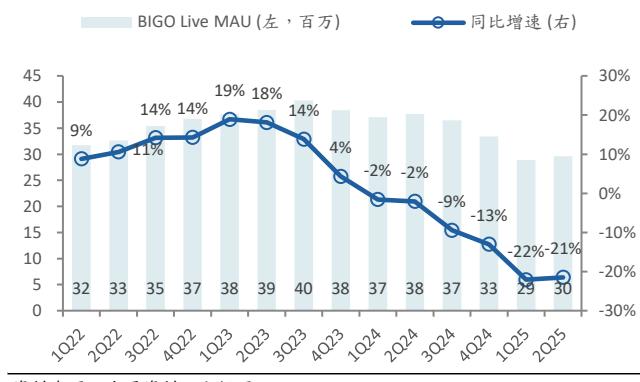
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：2 季度，BIGO 付费用户环比增 3%



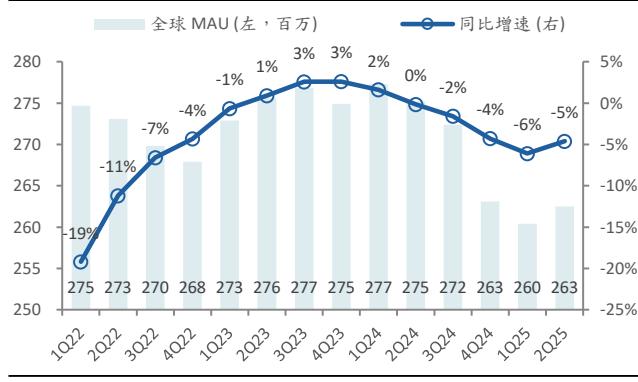
资料来源：公司资料，交银国际 \*付费用户包括 BIGO Live , Likee , IMO

图表 2：2 季度，BIGO Live MAU 环比企稳回升



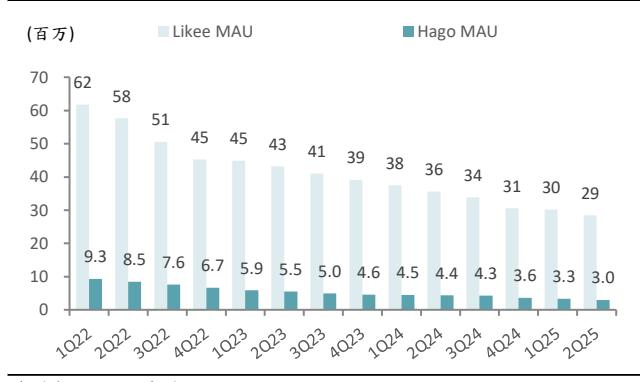
资料来源：公司资料，交银国际

图表 3：2 季度，公司全球 MAU 环比企稳回升



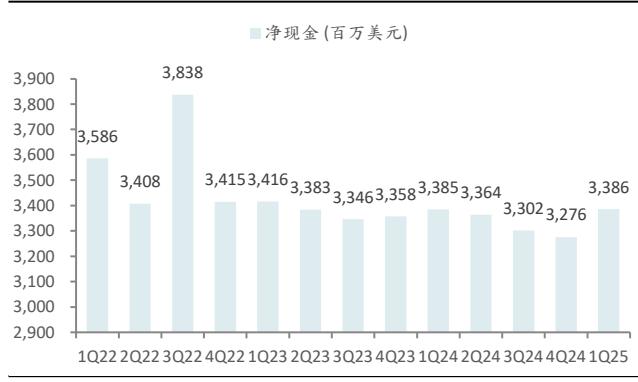
资料来源：公司资料，交银国际

图表 4：2 季度，Likee 、Hago MAU 仍呈下降趋势



资料来源：公司资料，交银国际

图表 5：截至 2 季度末，公司净现金为 33 亿美元



资料来源：公司资料，交银国际

图表 6：2 季度公司经营现金流 0.58 亿美元



资料来源：公司资料，交银国际

图表 7：欢聚 2025 年 2 季度业绩回顾

(百万美元)	2Q24	1Q25	2Q25	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
<b>营业收入</b>	<b>565</b>	<b>494</b>	<b>508</b>	3	-10	<b>509</b>	0	
直播	460	371	375	1	-18	381	-1	BIGO QPU 同/环比-10%/+3%
其他	105	123	132	8	26	128	3	广告同比+29%
<b>营业成本</b>	<b>-366</b>	<b>-316</b>	<b>-323</b>	2	-12	<b>-327</b>	-1	
<b>毛利</b>	<b>199</b>	<b>179</b>	<b>185</b>	4	-7	<b>182</b>	2	
毛利率	35	36	36	0.4	1.3	36		
<b>经营支出</b>								
研发费用	-70	-62	-60	-4	-14	-64	-6	
营销费用	-88	-72	-72	0	-18	-75	-4	
管理费用	-41	-33	-48	47	18	-33	46	
商誉减值	0	0	0			0		
<b>营运利润</b>	<b>2</b>	<b>12</b>	<b>6</b>	-53	155	<b>11</b>	-47	
营运利润率(%)	0	2	1			2		
<b>税前利润</b>	<b>48</b>	<b>51</b>	<b>65</b>	27	37	<b>52</b>	26	
税费	-3	-5	-6	NA	131	-3	88	
<b>净利润</b>	<b>48</b>	<b>43</b>	<b>58</b>	35	21	<b>45</b>	28	
归属于欢聚净(亏损)利润	52	45	61	34	17	<b>46</b>	32	
净利润率(%)	9	9	12			9		
<b>Non-GAAP 毛利</b>	<b>200</b>	<b>179</b>	<b>186</b>	4	-7	<b>183</b>	2	
Non-GAAP 毛利润率(%)	35	36	37			36		
<b>Non-GAAP 营运利润</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>38</b>	24	28	<b>30</b>	28	
Non-GAAP 营运利润率(%)	5	6	8			6		
<b>Non-GAAP 净利润</b>	<b>74</b>	<b>63</b>	<b>77</b>	22	4	<b>63</b>	23	
Non-GAAP 净利润率(%)	13	13	15			12		
<b>每股摊薄 ADS 收益(美元)</b>								
基本	1.2	1.2	1.5	23	17	1.2	23	
摊薄	1.2	1.2	1.4	23	23	1.2	23	

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 8：欢聚财务预测

(百万美元)	3Q24	2Q25	3Q25E	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	559	508	532	5	-5	2,238	2,088	2,181	2,305
彭博一致预期		508	533				2,093	2,194	2,382
直播	439	375	465	24	6	1,788	1,538	1,555	1,614
其他	119	132	145	9	22	450	550	626	691
营业成本	-351	-323	-332	3	-5	-1,432	-1,316	-1,361	-1,424
毛利	208	185	200	8	-4	806	772	820	881
经营支出	-192	-179	-184	2	-4	-1,212	-714	-727	-745
研发费用	-72	-60	-62	4	-14	-279	-245	-248	-253
营销费用	-84	-72	-75	4	-10	-333	-295	-299	-306
管理费用	-36	-48	-47	-3	29	-153	-175	-180	-186
运营利润	16	6	16	174	-3	-406	58	93	136
运营利润率(%)	3	1	3			-18	3	4	6
税前利润	55	65	55	-16	-1	-228	233	252	296
税费	-6	-6	-3	-45	-47	-13	-25	-22	-24
净利润	56	58	50	-13	-10	-243	201	231	272
归属于欢聚净利润	61	61	48	-21	-20	-146	202	221	261
净利润率(%)	11	12	9			-7	10	10	11
Non-GAAP 毛利润	208	186	200	8	-4	808	774	823	884
Non-GAAP 毛利率(%)	37.3	36.6	37.7			36	37	38	38
Non-GAAP 运营利润	35	38	38	-2	8	136	152	154	198
Non-GAAP 运营利润率(%)	6.2	7.5	7.0			6	7	7	9
Non-GAAP 净利润	61	77	70	-10	14	298	279	281	321
Non-GAAP 净利润率(%)	11	15	13			13	13	13	14
彭博一致预期		62	71				262	277	308
每股 ADS 收益(美元)									
摊薄	1.1	1.4	1.3	-9	23	5.0	5.2	5.5	6.5

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 9：欢聚集团 (YY US) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 10：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	92.48	99.00	7.1%	2025 年 05 月 22 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	22.74	32.00	40.7%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	76.45	90.00	17.7%	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	279.00	339.00	21.5%	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	26.23	30.00	14.4%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	买入	8.28	8.30	0.2%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	52.54	60.00	14.2%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	123.91	150.00	21.1%	2025 年 08 月 26 日	电商
JD US	京东	买入	31.81	40.00	25.7%	2025 年 07 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	124.19	165.00	32.9%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	27.34	15.60	-42.9%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.64	4.80	31.9%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	35.82	46.00	28.4%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	9.12	12.00	31.6%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.88	13.30	22.2%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	34.54	42.00	21.6%	2025 年 08 月 21 日	游戏
NTES US	网易	买入	137.05	155.00	13.1%	2025 年 08 月 15 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	599.00	700.00	16.9%	2025 年 08 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	11.96	10.20	-14.7%	2025 年 04 月 02 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	20.22	25.00	23.6%	2025 年 08 月 22 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	116.30	165.00	41.9%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.29	18.50	39.2%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	14.81	13.50	-8.8%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	15.22	21.00	38.0%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.85	9.60	-19.0%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	512.50	591.00	15.3%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.44	25.50	18.9%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	63.50	81.00	27.6%	2025 年 08 月 27 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 \*截至 2025 年 8 月 27 日

### 财务数据

损益表(百万元美元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,268	2,238	2,088	2,181	2,305
主营业务成本	(1,455)	(1,432)	(1,316)	(1,361)	(1,424)
<b>毛利</b>	<b>813</b>	<b>806</b>	<b>772</b>	<b>820</b>	<b>881</b>
销售及管理费用	(492)	(486)	(470)	(479)	(492)
研发费用	(296)	(279)	(245)	(248)	(253)
其他经营净收入/费用	4	(447)	1	0	0
<b>经营利润</b>	<b>29</b>	<b>(406)</b>	<b>58</b>	<b>93</b>	<b>136</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	131	136	152	154	198
财务成本净额	175	171	154	147	147
应占联营公司利润及亏损	81	8	21	12	12
其他非经营净收入/费用	3	(1)	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>288</b>	<b>(228)</b>	<b>233</b>	<b>252</b>	<b>296</b>
税费	(19)	(13)	(25)	(22)	(24)
非控股权益	29	96	1	(9)	(11)
<b>净利润</b>	<b>299</b>	<b>(145)</b>	<b>209</b>	<b>221</b>	<b>261</b>
作每股收益计算的净利润	293	298	279	281	321
Non-GAAP标准的净利润	293	298	279	281	321

资产负债简表(百万元美元)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,440	837	1,012	1,334	1,605
有价证券	2,028	1,082	1,061	1,061	1,061
应收账款及票据	131	122	108	119	120
其他流动资产	474	516	534	559	589
<b>总流动资产</b>	<b>4,073</b>	<b>2,556</b>	<b>2,715</b>	<b>3,073</b>	<b>3,375</b>
投资物业	545	531	557	585	614
物业、厂房及设备	391	485	554	605	653
无形资产	2,983	2,472	2,425	2,386	2,354
其他长期资产	493	1,476	344	336	329
<b>总长期资产</b>	<b>4,411</b>	<b>4,964</b>	<b>3,880</b>	<b>3,913</b>	<b>3,950</b>
<b>总资产</b>	<b>8,484</b>	<b>7,520</b>	<b>6,596</b>	<b>6,986</b>	<b>7,325</b>
短期贷款	52	10	11	11	12
应付账款	67	101	108	115	119
其他短期负债	2,968	2,555	2,438	2,518	2,494
<b>总流动负债</b>	<b>3,086</b>	<b>2,666</b>	<b>2,557</b>	<b>2,644</b>	<b>2,625</b>
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	85	70	70	70	70
<b>总长期负债</b>	<b>85</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>70</b>
<b>总负债</b>	<b>3,172</b>	<b>2,736</b>	<b>2,627</b>	<b>2,714</b>	<b>2,695</b>
股本	2,369	2,122	2,122	2,122	2,122
储备及其他资本项目	2,788	2,590	1,774	2,077	2,436
<b>股东权益</b>	<b>5,157</b>	<b>4,712</b>	<b>3,897</b>	<b>4,200</b>	<b>4,559</b>
记作权益的金融工具	22	24	24	24	24
非控股权益	133	48	48	48	48
<b>总权益</b>	<b>5,312</b>	<b>4,783</b>	<b>3,968</b>	<b>4,271</b>	<b>4,630</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表(百万元美元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	288	(228)	233	252	296
合资企业/联营公司收入调整	81	8	21	12	12
折旧及摊销	120	91	78	73	69
营运资本变动	(53)	(36)	(79)	66	(35)
利息调整	(175)	(171)	(154)	(147)	(147)
税费	(19)	(13)	(25)	(22)	(24)
其他经营活动现金流	53	657	166	177	180
<b>经营活动现金流</b>	<b>296</b>	<b>309</b>	<b>240</b>	<b>411</b>	<b>350</b>
资本开支	(82)	(84)	(84)	(84)	(84)
投资活动	403	159	14	(11)	(1)
其他投资活动现金流	99	(286)	(1)	(1)	(1)
<b>投资活动现金流</b>	<b>420</b>	<b>(210)</b>	<b>(71)</b>	<b>(95)</b>	<b>(86)</b>
负债净变动	13	(42)	1	1	1
权益净变动	(274)	(259)	0	0	0
其他融资活动现金流	(580)	(406)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(842)</b>	<b>(708)</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
汇率收益/损失	1	6	6	6	6
<b>年初现金</b>	<b>1,566</b>	<b>1,440</b>	<b>837</b>	<b>1,012</b>	<b>1,334</b>
<b>年末现金</b>	<b>1,440</b>	<b>837</b>	<b>1,012</b>	<b>1,334</b>	<b>1,605</b>

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(美元)</b>					
核心每股收益	4.468	5.153	5.304	5.558	6.613
全面摊薄每股收益	4.120	5.030	5.250	5.502	6.537
Non-GAAP标准下的每股收益	4.120	5.030	5.250	5.502	6.537
每股股息	0.710	0.000	3.770	3.800	3.800
每股账面值	70.453	77.816	73.408	82.184	92.836
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	35.8	36.0	37.0	37.6	38.2
EBITDA利润率	6.6	(14.1)	6.5	7.6	8.9
EBIT利润率	1.3	(18.1)	2.8	4.3	5.9
净利率	13.2	(6.5)	10.0	10.2	11.3
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	35.8	36.0	37.0	37.6	38.2
EBITDA利润率	11.0	10.1	11.0	10.4	11.6
经营利润率	5.8	6.1	7.3	7.1	8.6
净利率	12.9	13.3	13.3	12.9	13.9
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	3.4	(1.8)	3.0	3.3	3.6
ROE	5.8	(2.9)	4.9	5.5	6.0
ROIC	0.4	(6.8)	1.2	2.0	2.7
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	14.3	(64.9)	241.7	274.1	339.2
利息覆盖率	1.3	1.0	1.1	1.2	1.3
流动比率	23.3	23.9	23.9	23.0	23.0
应收账款周转天数	15.4	21.4	29.0	30.0	30.0

## 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

### 評級定義

#### 分析員個股評級定義:

**買入:** 預期個股未來12個月的總回報**高於**相關行業。

**中性:** 預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

**沽出:** 預期個股未來12個月的總回報**低於**相關行業。

**無評級:** 對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，  
分析員**並無確信觀點**。

#### 分析員行業評級定義:

**領先:** 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤  
標杆指數**具吸引力**。

**同步:** 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標杆  
指數**一致**。

**落後:** 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤  
標杆指數**不具吸引力**。

香港市場的標杆指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標杆指數  
為**MSCI中國A股指數**，美國上市中概股的標杆指數為**標普美  
國中概股50（美元）指數**

## 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所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所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、草姐集团控股有限公司、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、其联属公司、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、其联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，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因素所影响。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，而并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。