

互联网	收盘价 美元 135.00	目标价 美元 165.00	潜在涨幅 +22.2%
-----	------------------	------------------	----------------

2025 年 9 月 1 日

阿里巴巴 (BABA US)

阿里云超预期，支撑 AI 价值

④ **2026 财年 1 季度（2025 年 6 月季度）业绩：**收入 2477 亿元（人民币，下同），同比增 2%，略低于我们/彭博市场预期 1%/2%，其中中国电商+10%/国际+19%/云+26%，除高鑫/银泰整体收入增 10%。调整后 EBITA 同比下降 14%，主要因即时零售投入增加，被 AIDC 等业务利润率改善部分抵消。调整后每股盈利 14.75 元，同比下降 10%，高于我们预期 5%。

④ **业绩要点：**1) 电商业务受益于技术服务费收取及全站进一步推进渗透，变现率提升，拉动 CMR 维持 10% 的双位数增长。即时零售收入同比增 12%，得益于 4 月底开始淘宝闪购加大投入带来订单量增长，目前日均单量峰值达 1.2 亿，8 月周日均单量 8000 万。闪购与传统电商业务产生协同，高频属性带动手淘用户流量和活跃度上升。若剔除闪购业务投资，中国电商 EBITA 同比正增长。2) 国际商业亏损大幅收窄至 5900 万元，对比去年同期亏损 37 亿元，得益于 Alibaba.com、Lazada 和 Trendyol 等多项业务运营效率提升。3) 云收入增长进一步加速，受益于需求端旺盛，AI 相关收入连续 8 个季度 3 位数增长，外部商业化收入占比 20%+。

④ **展望：**淘宝闪购投入在 9 月季度（2QFY26）进一步加深，我们预计即时零售相关业务亏损或环比翻倍，将对中国电商业务利润产生负面影响，Non-GAAP EBITA 或降至 110 亿元。阿里云收入增速预计将在未来几个季度继续加速，2026 财年收入增速或达到 26%，超市场预期（VA：1435 亿元，同比增 22%）。我们看到淘宝闪购投入对淘宝电商平台的活跃度有较明显带动作用，但同时也认为淘宝闪购未来在订单结构调优以及配送效率上仍需时间。我们目前假设到 2027 财年补贴投入或有所下降，公司整体利润或将有所恢复。预计 2026/27 财年收入增速 4%/10%，利润增速-19%/24%。

④ **估值：**淘天电商市占率企稳，变现率仍有提升空间，闪购投入即使收缩后对电商平台影响较小，受 AI 拉动云业务规模继续领先行业。按 SOTP，将目标价滚动至 2026 日历年，给予云 4.5 倍市销率，电商+即时零售 13 倍市盈率，维持目标价 165 美元/159 港元（BABA US/9988 HK），维持**买入**。

财务数据一览

年结3月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万人民币)	941,168	996,347	1,039,844	1,141,361	1,244,300
同比增长(%)	8.3	5.9	4.4	9.8	9.0
净利润(百万人民币)	157,479	158,122	130,514	156,671	176,778
每股盈利(人民币)	61.68	65.30	56.45	68.82	79.98
同比增长(%)	10.5	5.9	-13.6	21.9	16.2
前EPS预测值(人民币)			61.19	69.48	78.05
调整幅度(%)			-7.8	-1.0	2.5
市盈率(倍)	15.6	14.7	17.1	14.0	12.0
每股账面净值(人民币)	387.66	418.21	406.70	430.52	465.90
市账率(倍)	2.48	2.30	2.37	2.24	2.07

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

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)	80.53
市值(百万美元)	301,672.35
日均成交量(百万)	82.17
年初至今变化(%)	59.22
200天平均价(美元)	122.12

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 1：2026财年1季度业绩摘要

(百万人民币) 年结3月31日	1QFY25	4QFY25	1QFY26	环比 (%)	同比 (%)	交银国际预测	差异 (%)
总收入	243,236	236,454	247,652	5	2	250,709	-1
<i>彭博一致预期</i>			<i>253,171</i>				
营业成本	(146,106)	(145,626)	(136,429)	-6	-7	(144,946)	-6
毛利	97,130	90,828	111,223	22	15	105,763	5
营运开支							
产品开发	(13,373)	(14,934)	(15,001)	0	12	(14,842)	1
市场营销	(32,696)	(36,179)	(53,178)	47	63	(45,258)	17
行政费用	(13,280)	(10,331)	(7,398)	-28	-44	(11,578)	-36
其他营运开支	(1,792)	(919)	(658)	-28	-63	(1,981)	-67
运营利润	35,989	28,465	34,988	23	-3	32,104	9
未计税项和股权投资的收入	32,580	18,473	50,234	172	54	26,603	89
所得税费用	(10,063)	(6,854)	(8,865)	29	-12	(8,530)	4
净收入(亏损)	24,269	12,382	43,116	248	78	18,528	133
Non-GAAP净利润(亏损)	40,691	29,847	33,510	12	-18	34,135	-2
毛利率(%)	40	38	45			42	
营业利润率(%)	15	12	14			13	
净利润率(%)	10	5	17			7	
Non-GAAP毛利率(%)	40	39	45			42	
Non-GAAP息税摊销前利润率(%)	19	14	16			15	
Non-GAAP净利润率(%)	17	13	14			14	
Non-GAAP摊薄每股盈利(元)	16.44	12.52	14.75	18	-10	14.07	5
<i>彭博一致预期</i>			<i>15.92</i>				

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2：分部业绩预测

(十亿人民币) 年结3月31日	2QFY25	1QFY26	2QFY26E	环比 (%)	同比 (%)	3QFY26E	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
阿里巴巴中国电商集团	115.1	140.1	126.3	-10	10	164.8	510.6	558.6	599.4	633.8
-电商业务	94.5	118.6	105.2	-11	11	142.4	431.5	470.4	495.3	524.0
客户管理	71.7	89.3	81.1	-9	13	110.0	327.8	357.3	377.6	402.6
直营、物流及其他	22.8	29.3	24.1	-18	6	32.5	103.7	113.1	117.7	121.3
-即时零售	14.7	14.8	13.9	-6	-5	14.8	54.8	59.8	73.2	76.6
-批发商业	6.0	6.7	7.3	8	21	7.6	24.3	28.4	30.9	33.2
阿里国际数字商业集团	31.7	34.7	39.9	15	26	43.5	132.3	157.2	178.5	203.7
-零售	25.6	28.4	33.3	17	30	36.7	108.5	131.0	150.0	173.0
-批发	6.1	6.3	6.6	4	9	6.8	23.8	26.2	28.4	30.7
云智能集团	29.6	33.4	37.7	13	27	40.4	118.0	148.3	174.6	204.0
其他业务	83.3	58.6	61.0	4	-27	70.2	333.2	252.9	275.9	300.2
总收入	259.7	266.8	265.0	-1	2	319.0	1,094.1	1,117.0	1,228.3	1,341.8
未分配	0.5	0.5	0.5	-1	10	0.6	1.9	2.2	2.4	2.6
合并报表调整	-23.7	-19.7	-18.6	-6	-22	-20.8	-99.6	-79.4	-89.4	-100.1
阿里巴巴集团收入	236.5	247.7	246.9	0	4	298.8	996.3	1,039.8	1,141.4	1,244.3
Non-GAAP EBITA										
阿里巴巴中国电商集团	42.9	38.4	11.1	-71	-75	50.8	190.6	131.4	198.5	214.9
阿里国际数字商业集团	-2.9	-0.1	-0.9	NM	NM	2.0	-15.1	0.8	5.8	8.6
云智能集团	2.7	3.0	3.3	12	24	3.6	10.6	12.7	16.5	19.8
其他业务	-0.4	-1.4	-1.4	-4	-9	-1.2	-6.8	-4.6	-2.0	-1.0
总 EBITA	42.3	39.9	12.1	-70	-71	55.2	179.2	140.3	218.7	242.4
未分配	-1.3	-0.4	-1.9	NM	NM	-1.8	-4.3	-6.0	-7.5	-7.0
合并报表调整	-0.4	-0.6	-0.5	-15	23	-0.6	-1.8	-2.3	-2.4	-2.6
Non-GAAP EBITA	40.6	38.8	9.7	-75	-76	52.8	173.1	132.0	208.8	232.7
Non-GAAP EBITA 利润率										
阿里巴巴中国电商集团	37.2	27.4	8.8			30.8	37.3	23.5	33.1	33.9
阿里国际数字商业集团	-9.2	-0.2	-2.3			4.5	-11.4	0.5	3.2	4.2
云智能集团	9.0	8.8	8.8			8.8	8.9	8.6	9.4	9.7
其他业务	-0.4	-2.4	-2.2			-1.6	-2.0	-1.8	-0.7	-0.3
总 EBITA	16.3	14.9	4.6			17.3	16.4	12.6	17.8	18.1
Non-GAAP EBITA	17.2	15.7	3.9			17.7	17.4	12.7	18.3	18.7

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3：损益表预测

(百万人民币) 年结3月31日	2QFY25	1QFY26	2QFY26E	环比 (%)	同比 (%)	3QFY26E	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
总收入	236,503	247,652	246,909	0	4	298,844	996,347	1,039,844	1,141,361	1,244,300
<u>彭博一致预期</u>			<u>249,944</u>			<u>297,598</u>		<u>1,059,882</u>	<u>1,150,227</u>	<u>1,235,774</u>
营业成本	(144,029)	(136,429)	(151,240)	11	5	(171,908)	(598,285)	(613,464)	(664,169)	(721,473)
毛利	92,474	111,223	95,669	-14	3	126,937	398,062	426,380	477,192	522,826
产品开发	(14,182)	(15,001)	(15,742)	5	11	(17,166)	(57,151)	(64,413)	(70,835)	(77,700)
市场营销	(32,471)	(53,178)	(65,286)	23	101	(51,862)	(144,021)	(210,729)	(175,998)	(189,379)
行政费用	(9,777)	(7,398)	(9,446)	28	-3	(10,280)	(44,239)	(36,654)	(41,502)	(44,332)
其他营运开支	(798)	(658)	(1,281)	95	61	(1,281)	(11,746)	(4,501)	(5,124)	(5,124)
运营利润	35,246	34,988	3,913	-89	-89	46,347	140,905	110,084	183,733	206,292
所得税费用	(7,379)	(8,865)	(2,113)	-76	-71	(11,063)	(35,445)	(28,643)	(43,921)	(48,853)
其他收入/费用	15,680	16,259	(1,227)	NA	NA	(2,667)	24,010	11,407	(8,979)	(7,598)
净收入(亏损)	43,547	42,382	573	-99	-99	32,617	129,470	92,847	130,833	149,841
Non-GAAP 息税摊销前利润	40,561	38,844	9,730	-75	-76	52,759	173,065	131,959	208,769	232,702
Non-GAAP 净利润	36,518	33,510	21,483	-36	-41	49,003	158,122	130,514	156,671	176,778
Non-GAAP 毛利率 (%)	39	45	39			42	40	41	42	42
Non-GAAP 息税摊销前利润率 (%)	17	16	4			18	17	13	18	19
Non-GAAP 净利润率 (%)	15	14	9			16	16	13	14	14
Non-GAAP 摊薄每股盈利 (元)	15.12	14.75	9.16	-38	-39	21.08	65.30	56.45	68.82	79.98
<u>彭博一致预期</u>			<u>13.57</u>			<u>20.50</u>		<u>62.83</u>	<u>74.90</u>	<u>83.93</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 4：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 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	95.30	99.00	3.9%	2025 年 05 月 22 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	23.26	32.00	37.6%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	75.35	90.00	19.4%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.65	2.90	9.4%	2025 年 08 月 21 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	279.40	339.00	21.3%	2025 年 08 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	买入	40.56	39.00	-3.8%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	24.52	30.00	22.3%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	买入	8.30	8.30	0.0%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	54.06	60.00	11.0%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	120.22	150.00	24.8%	2025 年 08 月 26 日	电商
JD US	京东	买入	31.07	40.00	28.7%	2025 年 07 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	135.00	165.00	22.2%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	27.02	15.60	-42.3%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.90	5.20	33.3%	2025 年 08 月 29 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	36.56	46.00	25.8%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	8.97	12.00	33.8%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.62	13.30	25.2%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	34.08	42.00	23.2%	2025 年 08 月 21 日	游戏
NTES US	网易	买入	136.19	155.00	13.8%	2025 年 08 月 15 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	596.50	700.00	17.4%	2025 年 08 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	10.42	10.20	-2.1%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	102.70	147.00	43.1%	2025 年 08 月 29 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	20.10	25.00	24.4%	2025 年 08 月 22 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.83	18.50	44.2%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	15.06	13.50	-10.4%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	15.51	21.00	35.4%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.90	9.60	-19.3%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	578.00	653.00	13.0%	2025 年 08 月 29 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.94	25.50	16.2%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	61.00	81.00	32.8%	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 29 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	1,039,844	1,141,361	1,244,300
主营业务成本	(586,323)	(598,285)	(613,464)	(664,169)	(721,473)
毛利	354,845	398,062	426,380	477,192	522,826
销售及管理费用	(157,126)	(188,260)	(247,383)	(217,500)	(233,711)
研发费用	(52,256)	(57,151)	(64,413)	(70,835)	(77,700)
其他经营净收入/费用	(32,113)	(11,746)	(4,501)	(5,124)	(5,124)
经营利润	113,350	140,905	110,084	183,733	206,292
财务成本净额	(7,947)	(9,596)	(10,062)	(10,470)	(10,895)
应占联营公司利润及亏损	(7,735)	5,966	1,034	1,305	3,051
其他非经营净收入/费用	(3,807)	24,146	18,789	(1,030)	(970)
税前利润	93,861	161,421	119,845	173,538	197,478
税费	(22,529)	(35,445)	(28,643)	(43,921)	(48,853)
非控股权益	8,677	4,133	(233)	2,000	2,000
净利润	80,009	130,109	90,968	131,617	150,625
作每股收益计算的净利润	79,741	129,470	92,847	130,833	149,841
Non-GAAP标准的净利润	157,479	158,122	130,514	156,671	176,778

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	120,445	149,980	226,164
有价证券	361,203	326,387	287,370	259,247	236,194
其他流动资产	105,237	158,394	181,377	200,114	223,680
总流动资产	752,864	674,049	589,192	609,341	686,039
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	286,794	286,247	288,243
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	124,813	137,857	141,685
总长期资产	1,011,965	1,130,178	1,212,277	1,257,141	1,297,571
总资产	1,764,829	1,804,227	1,801,469	1,866,482	1,983,610
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	56,338	56,400	55,912
总流动负债	421,507	435,346	455,923	464,520	504,843
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	23,978	26,006	28,200
总长期负债	230,723	278,775	301,387	326,311	353,690
总负债	652,230	714,121	757,310	790,830	858,533
股本	398,000	381,380	345,071	299,863	263,250
储备及其他资本项目	588,544	628,478	608,341	680,041	766,361
股东权益	986,544	1,009,858	953,412	979,904	1,029,611
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	83,753
总权益	1,112,599	1,090,106	1,044,159	1,075,652	1,125,077

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	119,845	173,538	197,478
合资企业/联营公司收入调整	7,735	(5,966)	(1,034)	(1,305)	(3,051)
折旧及摊销	44,504	42,459	30,494	28,010	26,315
营运资本变动	(13,749)	(23,988)	(46,010)	(25,578)	10,257
税费	(22,529)	(35,445)	(28,643)	(43,921)	(48,853)
其他经营活动现金流	72,771	25,028	21,735	23,913	25,287
经营活动现金流	182,593	163,509	96,386	154,657	207,432
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)	(40,697)	(49,659)	(54,138)
融资活动现金流	(108,244)	(76,215)	(104,959)	(54,959)	(56,907)
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	120,445	149,980
年末现金	286,424	189,268	120,445	149,980	226,164

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	40.852	59.346	70.069
全面摊薄每股收益	31.334	53.618	39.606	57.481	67.802
Non-GAAP标准下的每股收益	61.684	65.303	56.446	68.818	79.975
每股账面值	387.664	418.215	406.697	430.519	465.896
利润率分析(%)					
毛利率	37.7	40.0	41.0	41.8	42.0
EBIT利润率	15.5	15.3	11.0	16.5	17.0
净利率	8.5	13.1	8.7	11.5	12.1
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	38.0	40.2	41.2	42.0	42.2
EBITDA利润率	20.4	20.3	15.4	20.8	21.1
净利率	16.7	15.9	12.6	13.7	14.2
盈利能力(%)					
ROA	4.5	7.3	5.0	7.2	7.8
ROE	7.2	11.9	8.6	12.6	13.8
ROIC	9.9	9.5	7.2	11.2	11.8
其他					
净负债权益比(%)	净现金	4.9	14.0	13.3	8.6
流动比率	1.8	1.5	1.3	1.3	1.4
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

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**高于**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**低于**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**。

落后：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、搜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。