

互联网	收盘价 美元 119.14	目标价 美元 147.00个	潜在涨幅 +23.4%
-----	------------------	-------------------	----------------

2025 年 10 月 22 日

百度 (BIDU US)

预计下半年广告触底，云及自动驾驶价值重估进程开启

我们微调百度核心业务财务预测，2025-27 年收入下调约 2-3%，调整后运营利润下调约 5-13%。但基于 AI 转型下的百度价值，我们调整我们的估值逻辑，按 SOTP，对应 2026 年，我们给与百度云+AI 工具 7 倍市销率，自动驾驶给与 15 倍市销率，调整目标价至 147 美元/143 港元（BIDU US/9888 HK，原 99 美元/96 港元）。公司股价较我们此前对云及自动驾驶增长曲线的价值判断已涨幅 30%，我们认为长期估值提升机会仍存，维持买入。

④ **2025 年 3 季度业绩预览：**百度核心业务中，搜索广告业务占比持续下行，主要由于 AI 搜索改造对传统搜索广告变现的负向影响持续。我们维持搜索收入同比下降 25% 的预期，随着 AI 搜索的持续推进，以及 AI 相关工具应用已经快速覆盖广告主，2025 上半年，搜索广告中有 14% 来自 AI 对广告主提供的智能体及数字人服务，我们认为下半年搜索收入规模或将触底。预计云业务收入同比增 20%，企业云增速与行业同步，个人云如百度网盘增速放缓。非云非广告受 YY 合并影响，收入规模约 40 亿元人民币，同比增超 40%。受广告业务占比持续下降影响，AI 相关业务利润率相对较低，百度核心业务利润率也持续呈下行趋势。

④ **百度核心估值逻辑转向 AI 加持。**截至 6 月 30 日，百度持有现金及现金等价物 320 亿美元（约合 2297 亿元人民币），净现金 216.6 亿美元（约合 1551 亿元人民币），现价对应 2025/26 年 9/11 倍市盈率（扣除净现金）。考虑云及 AI 应用及自动驾驶行业估值区间 6-10 倍市销率，现价对应百度搜索业务价值仅不到 1 倍市盈率，对应约 600 亿元收入及 100 亿元利润。百度全域向 AI 转型，估值逻辑也将逐渐转向基于 AI 技术加持下的长期价值重估。

盈利预测变动

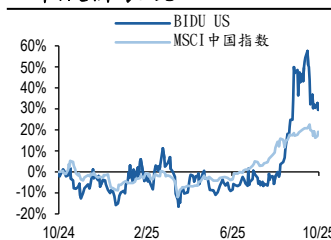
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	128,766	130,808	-1.6%	135,685	140,276	-3.3%	142,974	147,416	-3.0%
增速	-3.3%	-1.7%	-1.5ppt	5.4%	7.2%	-1.9ppt	5.4%	5.1%	0.3ppt
百度核心	102,393	104,271	-1.8%	108,355	112,301	-3.5%	113,919	118,019	-3.5%
爱奇艺	27,094	27,264	-0.6%	28,088	28,752	-2.3%	29,861	30,212	-1.2%
毛利润	55,659	57,679	-3.5%	59,029	62,799	-6.0%	63,535	66,960	-5.1%
毛利率	43.2%	44.1%	-0.9ppt	43.5%	44.8%	-1.3ppt	44.4%	45.4%	-1.0ppt
经调整运营利润	14,608	15,434	-5.4%	14,550	16,681	-12.8%	15,313	17,050	-10.2%
经调整运营利润率	11.3%	11.8%	-0.5ppt	10.7%	11.9%	-1.2ppt	10.7%	11.6%	-0.9ppt
百度核心运营利润	13,860	14,524	-4.6%	12,917	15,030	-14.1%	13,158	14,914	-11.8%
运营利润率	13.5%	13.9%	-0.4ppt	11.9%	13.4%	-1.5ppt	11.6%	12.6%	-1.1ppt
经调整净利润	15,957	14,739	8.3%	13,860	15,887	-12.8%	14,279	15,788	-9.6%
经调整净利率	12.4%	11.3%	1.1ppt	10.2%	11.3%	-1.1ppt	10.0%	10.7%	-0.7ppt

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

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)	144.91
52周低位 (美元)	76.86
市值 (百万美元)	31,905.69
日均成交量 (百万)	2.74
年初至今变化 (%)	41.31
200天平均价 (美元)	97.08

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

2025 年 10 月 22 日

百度 (BIDU US)

图表 1：百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
百度核心营收	26,524	26,251	25,402	24,736	-3	-6	-7	104,712	102,393	108,355	113,919
在线营销	18,771	16,213	15,706	14,095	-10	-13	-25	72,848	60,988	60,635	60,649
云	4,895	6,476	6,056	6,056	0	-6	24	21,747	26,759	30,747	34,736
自动驾驶及新业务	2,858	3,562	3,639	4,584	26	29	60	10,117	14,647	16,973	18,534
									60%	56%	53%
营收成本	(10,923)	(13,213)	(12,720)	(13,287)	4	1	22	(44,830)	(52,513)	(56,093)	(57,907)
毛利	15,562	13,021	12,651	11,430	-10	-12	-27	59,751	49,794	52,148	55,850
调整后运营开支	(9,034)	(8,807)	(9,526)	(10,362)	9	18	15	(36,394)	(36,518)	(39,880)	(43,408)
调整后运营利润	6,652	4,385	3,249	2,051	-37	-53	-69	23,890	13,860	12,917	13,158
调整后净利润	5,676	4,792	2,918	1,868	-36	-61	-67	26,335	15,654	12,891	13,109
毛利率(%)	58.7	49.6	49.8	46.2				57.1	48.6	48.1	49.0
调整后营运利润率(%)	25.1	16.7	12.8	8.3				22.8	13.5	11.9	11.6
调整后净利率(%)	21.4	18.3	11.5	7.6				25.1	15.3	11.9	11.5

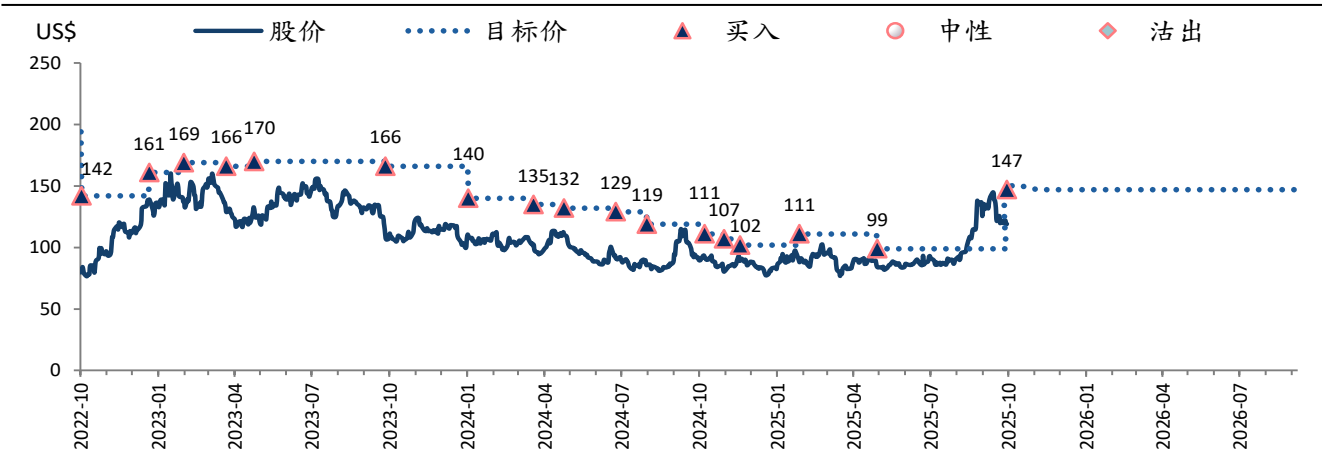
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：百度损益预测

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
净营收	33,557	32,713	31,184	30,485	-2	-7	-9	133,125	128,766	135,685	142,974
在线营销服务	20,108	17,485	15,425	15,339	-1	-12	-24	78,563	66,221	66,341	66,786
其他服务	13,449	15,228	15,759	15,146	-4	-1	13	54,562	62,545	69,344	76,188
<u>彭博一致预期</u>				<u>30,916</u>					<u>129,295</u>	<u>136,127</u>	<u>145,142</u>
营收成本	(16,399)	(18,357)	(18,439)	(18,485)	0	1	13	(66,102)	(73,107)	(76,656)	(79,439)
毛利	17,158	14,356	12,745	11,999	-6	-16	-30	67,023	55,659	59,029	63,535
销售及行政	(5,867)	(5,960)	(6,398)	(5,944)	-7	0	1	(23,620)	(24,591)	(26,264)	(29,025)
研发	(5,366)	(5,119)	(5,372)	(5,091)	-5	-1	-5	(22,133)	(20,631)	(22,855)	(24,072)
运营利润/(亏损)	5,925	3,277	975	964	-1	-71	-84	21,270	10,437	9,910	10,438
调整后运营利润	7,014	4,445	2,041	2,003	-2	-55	-71	26,234	14,608	14,550	15,313
其他收入/(费用)	2,675	4,863	3,687	3,690	0	-24	38	7,352	14,624	10,458	10,508
税项	(814)	(881)	(760)	(760)	0	-14	-7	(4,447)	(3,416)	(2,244)	(2,402)
非控股权益应占净亏损	154	(63)	(115)	(136)	18	116	NA	415	(81)	385	593
净利润	7,632	7,322	4,017	4,030	0	-45	-47	23,760	21,726	17,738	17,951
调整后净利润	5,886	4,795	1,889	2,115	12	-56	-64	27,002	15,957	13,860	14,279
	51.1	43.9	40.9	39.4				50.3	43.2	43.5	44.4
毛利率(%)	51.1	43.9	40.9	39.4				50.3	43.2	43.5	44.4
调整后运营利润率(%)	20.9	13.6	6.6	6.6				19.7	11.3	10.7	10.7
调整后净利率(%)	17.5	14.7	6.1	6.9				20.3	12.4	10.2	10.0
摊薄每股盈利(调整后，人民币)	16.60	13.58	7.99	6.20	-22	-54	-63	76.71	45.87	40.58	41.78
<u>彭博一致预期</u>				<u>8.76</u>					<u>54.25</u>	<u>59.69</u>	<u>70.75</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3：百度 (BIDU 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	119.14	147.00	23.4%	2025 年 10 月 22 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	2.16	2.80	29.6%	2025 年 10 月 17 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	买入	6.89	9.40	36.4%	2025 年 09 月 10 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	29.16	32.00	9.7%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	75.55	90.00	19.1%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	255.80	339.00	32.5%	2025 年 08 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	买入	37.54	39.00	3.9%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	22.81	30.00	31.5%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	59.21	60.00	1.3%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BABA US	阿里巴巴	买入	166.67	200.00	20.0%	2025 年 09 月 25 日	电商
PDD US	拼多多	买入	130.71	150.00	14.8%	2025 年 08 月 26 日	电商
JD US	京东	买入	32.83	40.00	21.8%	2025 年 07 月 15 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	23.16	15.60	-32.6%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.23	5.20	61.0%	2025 年 08 月 29 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	45.74	46.00	0.6%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	10.89	12.00	10.2%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	12.55	13.30	6.0%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	32.80	42.00	28.0%	2025 年 08 月 21 日	游戏
NTES US	网易	买入	151.86	155.00	2.1%	2025 年 08 月 15 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	630.50	700.00	11.0%	2025 年 08 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	12.46	11.20	-10.1%	2025 年 09 月 01 日	游戏
3690 HK	美团	买入	96.50	147.00	52.3%	2025 年 08 月 29 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.10	25.00	38.1%	2025 年 08 月 22 日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	12.96	15.40	18.8%	2025 年 09 月 09 日	物流
2618 HK	京东物流	买入	12.54	18.50	47.5%	2025 年 03 月 07 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	15.53	21.00	35.2%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	9.10	9.60	5.5%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	555.00	653.00	17.7%	2025 年 08 月 29 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.76	25.50	17.2%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	53.25	81.00	52.1%	2025 年 08 月 27 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 10 月 21 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	128,766	135,685	142,974
主营业务成本	(65,031)	(66,102)	(73,107)	(76,656)	(79,439)
毛利	69,567	67,023	55,659	59,029	63,535
销售及管理费用	(23,519)	(23,620)	(24,591)	(26,264)	(29,025)
研发费用	(24,192)	(22,133)	(20,631)	(22,855)	(24,072)
经营利润	21,856	21,270	10,437	9,910	10,438
Non-GAAP标准下的经营利润	28,433	26,234	14,608	14,550	15,313
财务成本净额	4,761	5,138	5,673	5,458	5,708
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	7,483	4,600	4,400
税前利润	25,198	28,622	25,061	20,368	20,946
税费	(3,649)	(4,447)	(3,416)	(2,244)	(2,402)
非控股权益	(1,234)	(415)	81	(385)	(593)
净利润	20,315	23,760	21,726	17,738	17,951
作每股收益计算的净利润	20,315	23,760	21,726	17,738	17,951
Non-GAAP标准的净利润	28,747	27,002	15,957	13,860	14,279

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	41,121	40,810	40,474
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	9,785	11,173	10,910
其他流动资产	13,163	19,548	27,902	29,269	30,665
总流动资产	230,255	168,849	178,337	160,875	157,692
物业、厂房及设备	27,960	30,102	37,476	44,852	51,288
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	55,692	84,372	101,265
总长期资产	176,504	258,931	291,462	329,488	354,452
总资产	406,759	427,780	469,798	490,363	512,144
短期贷款	19,090	19,105	20,218	18,463	17,074
应付账款	52,344	56,067	61,307	62,439	66,908
其他短期负债	5,017	5,781	5,722	5,815	5,914
总流动负债	76,451	80,953	87,248	86,717	89,896
长期贷款	57,357	51,943	55,999	50,241	45,718
长期应付账款	758	872	845	888	932
其他长期负债	9,585	10,400	10,400	10,400	10,400
总长期负债	67,700	63,215	67,245	61,528	57,050
总负债	144,151	144,168	154,492	148,246	146,946
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	199,808	226,088	248,611
股东权益	243,626	263,620	294,808	321,088	343,611
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
总权益	262,608	283,612	315,306	342,118	365,198

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	25,061	20,368	20,946
合资企业/联营公司收入调整	34	(1,907)	(14,252)	(10,438)	(10,488)
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)	(14,052)	(17,311)	(18,106)
税费	(3,649)	(4,447)	(3,416)	(2,244)	(2,402)
其他经营活动现金流	6,642	5,957	7,830	5,598	6,050
经营活动现金流	36,615	21,234	22,560	18,535	19,376
资本开支	(11,190)	(8,134)	(12,424)	(13,568)	(14,297)
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
投资活动现金流	(50,397)	(8,555)	(6,688)	(8,028)	(8,873)
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)
融资活动现金流	(14,162)	(13,759)	(10,330)	(10,418)	(10,439)
汇率收益/损失	282	95	(1,011)	(400)	(400)
年初现金	65,236	37,574	36,589	41,121	40,810
年末现金	37,574	36,589	41,121	40,810	40,474

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	6.980	8.300	7.798	6.516	6.589
全面摊薄每股收益	57.178	67.500	62.452	51.936	52.520
Non-GAAP标准下的每股收益	80.910	76.710	45.867	40.579	41.776
每股账面值	85.712	93.615	105.928	117.512	125.664
利润率分析(%)					
毛利率	51.7	50.3	43.2	43.5	44.4
EBIT利润率	16.2	16.0	8.1	7.3	7.3
净利率	15.1	17.8	16.9	13.1	12.6
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	51.7	50.3	43.2	43.5	44.4
经营利润率	21.1	19.7	11.3	10.7	10.7
净利率	21.4	20.3	12.4	10.2	10.0
盈利能力(%)					
ROA	5.1	5.7	4.8	3.7	3.6
ROE	8.7	9.4	7.8	5.8	5.4
ROIC	6.3	5.8	2.6	2.4	2.4
其他					
净负债权益比(%)	14.8	12.2	11.1	8.2	6.1
流动比率	3.0	2.1	2.0	1.9	1.8
应收账款周转天数	30.6	28.7	29.0	29.0	29.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 9 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (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、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司以及上海森亿医疗科技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，在参与有关报告内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。