

互联网

短期关注防御属性及政策托底下有望受益的公司

在美国与全球关税冲突持续演绎的背景下，对贸易冲突相对免疫、更受益于内需驱动、且需求具备韧性的行业及公司或有望成为避风港。此外，提供稳定可预期的股东回报、且中长期有能力持续提升股东回报水平的公司或有望重新获得市场更多的关注。短期关注具备防御性、估值已处于相对低位、且政策托底预期下有望受益的公司。细分板块和公司中，建议关注：1) 相对具备防御属性的游戏和音乐板块，建议关注游戏收入增长在 1Q25 起重新加速的网易 (NTES US) 以及利润表现有望超预期的腾讯音乐 (TME US)；2) 受益于具备韧性的国内和出境游需求、且 2Q 有相对高频行业数据可供验证的携程 (TCOM US)、同程旅行 (780 HK)；3) 国内收入占比较高，且有望受益于增量内需政策拉动的京东 (JD US)、美团 (3690 HK)、快手 (1024 HK)。此外，仍建议关注估值重回具备吸引力区间，但具备较强技术实力及丰富应用场景，有望持续受益于 AI 浪潮、且具备行业较为领先股东回报水平的腾讯 (700 HK) 和阿里巴巴 (BABA US)。

■ **短期视角：具备防御属性标的或值得更多关注。**宏观不确定性上升及投资者风险偏好降低的环境下，我们建议关注具备一定防御属性的板块，例如：1) 在线音乐行业由于会员订阅制的商业模式及相对较低的 ARPPU 水平，受宏观及消费的影响有限，盈利增长具备较高确定性，建议关注板块龙头腾讯音乐 (TME US)、网易云音乐 (9899 HK)；2) 在线游戏行业受宏观影响亦较为有限，基本面表现主要由公司产品驱动，美国地区收入占比有限且游戏服务尚不在关税征收范围，建议关注板块龙头网易 (NTES US)、腾讯 (700 HK)。

■ **增量维度关注内需驱动及有望受益于增量政策托底的行业。**4月7日，人民日报发文称“降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，随时可以出台”，此外，出口受到影响下，内需刺激政策加码或成为市场关注点，4月下旬政治局会议前政策托底预期或有望升温，可关注估值已经处于相对低位、海外营收占比较低、且有望受益于国内增量托底政策的行业及公司，如京东、美团、快手，及估值明显回调但基本面具备韧性的公司，如携程、同程旅行。从清明节出行数据来看，全国国内出游人次同比增长 6.3% 及内地居民出入境人次同比增长 14.0% 均展现具备韧性的出游需求，而 OTA 行业龙头因优质的服务及供应链能力仍有望获取市场份额。

■ **中长期视角：强科技属性及自主可控仍具备较大价值。**尽管短期而言，AI 相关变现仍主要集中于公有云及广告效果提升带动广告营收增长，但 AI 相关的应用及产品整体获得快速的用户增长、且用户粘性提升的趋势持续，未来在优质细分应用领域和场景通过不同 API 的组合调用来开发出 AI 应用满足用户需求或为市场的关注重点，此外对于现有变现模式的结构性重构（如广告业务从 CPC 向 CPS 模式转化）或有望带来新的变现机遇支撑长期基本面增长，具备技术实力及多元化用户场景的公司或有望维持优势。

■ **股东回报水平有望为估值提供支撑。**随着市场波动加剧，短期内更多公司或考虑增加回购，市场边际上或也将更关注股东回报与估值水平，寻找确定性。从股东回报角度而言，以（回购+分红-股权激励）/市值衡量，板块中排序较为靠前的标的为：唯品会 (VIPS US, 未评级)、微博 (WB US)、京东 (JD US)、网易 (NTES US)、阿里巴巴 (BABA US)。

优于大市
(维持)

中国互联网行业

贺赛一, CFA

(852) 3916 1739

hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶, CFA

franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA

luwentao@cmbi.com.hk

马泽慧

(852) 3761 8838

joannama@cmbi.com.hk

相关报告链接:

1. [Kuaishou \(1024 HK\) - Accelerating AI development to drive long-term growth - 26 Mar](#)
2. [Meituan \(3690 HK\) - Solid core business earnings growth to provide support for overseas expansion - 24 Mar](#)
3. [PDD Holdings \(PDD US\) - Earnings beat; better consumption sentiment could propel valuation rerating - 21 Mar](#)
4. [Tongcheng Travel \(780 HK\) - 4Q earnings beat; likely another year of solid earnings growth ahead - 21 Mar](#)
5. [Tencent \(700 HK\) - Stepping up AI investment to unleash growth opportunities - 20 Mar](#)
6. [TME \(TME US\) - 4Q24 earnings beat; driving quality growth in FY25 - 19 Mar](#)
7. [JD.com \(JD US\) - Results beat; eyeing on core business earnings growth - 7 Mar](#)
8. [Trip.com \(TCOM\): Entry point could appear post market correction - 26 Feb](#)
9. [NetEase Cloud Music \(9899 HK\): Enhanced user experience, monetization and profitability - 24 Feb](#)
10. [Alibaba \(BABA US\) - Solid cloud rev growth with improved earnings growth outlook for e-commerce business - 21 Feb](#)
11. [NetEase \(NTES US\) : Steady 4Q24 performance; new game titles to support FY25 revenue growth - 21 Feb](#)

股票推荐

我们基于估值指标（1 年远期 PE 的估值分位数，30%权重）、基本面指标（EPS 增速，20%权重）、GARP 指标（2025E PEG，20%权重）以及股东回报水平（30%权重）对板块内公司进行评分。在宏观不确定性上升以及投资者风险偏好降低的环境下，我们给予估值指标和股东回报水平更高的权重。在该评分体系下，京东、网易、拼多多排序相对靠前。

图 1: 互联网: 四维量化指标选股跟踪表

公司	股票代码	加权平均分	PE 2025E	PE分位数 最近2年	估值评分	EPS CAGR 24-26E	盈利增速评分	PEG 2025E	GARP评分	股东回报 2025E	股东回报评分
JD.com	JD US	3.9	8.0	23%	4	10%	3	0.8	3	4.7%	5
Full-truck Alliance	YMM US	3.4	14.4	5%	5	30%	4	0.5	4	0.0%	1
NetEase	NTES US	3.3	12.3	19%	5	10%	2	1.3	1	3.7%	4
VIPShop	VIPS US	3.3	5.6	22%	4	3%	2	1.9	1	10.4%	5
Ali Health	241 HK	3.3	31.4	26%	4	61%	5	0.5	4	0.0%	1
Pinduoduo	PDD US	3.2	7.6	14%	5	15%	3	0.5	4	0.0%	1
iQiyi	IQ US	3.2	7.2	6%	5	17%	3	0.4	4	0.0%	1
Boss Zhipin	BZ US	3.1	15.9	14%	5	17%	3	0.9	2	1.2%	2
Weibo	WB US	3.0	4.5	44%	3	0%	2	NA	1	6.3%	5
Kuaishou	1024 HK	2.9	9.3	51%	3	17%	3	0.6	4	1.3%	2
Cloud Village	9899 HK	2.8	15.6	15%	5	19%	3	0.8	2	0.0%	1
Pingan Healthcare	1833 HK	2.8	NA	15%	5	23%	4	NA	1	0.0%	1
Baidu	BIDU US	2.7	8.0	1%	5	5%	2	1.5	1	1.2%	2
TCEL	780 HK	2.7	13.3	32%	4	18%	3	0.7	3	0.0%	1
Alibaba Group	BABA US	2.6	10.8	77%	2	11%	3	1.0	1	3.6%	4
TME	TME US	2.6	18.2	65%	2	17%	3	1.1	1	3.1%	4
Tencent	700 HK	2.6	15.7	47%	3	11%	3	1.4	1	2.3%	3
Meituan	3690 HK	2.5	16.1	32%	4	19%	3	0.8	2	0.0%	1
Bilibili	BILI US	2.2	24.5	1%	5	NA	1	NA	1	0.0%	1
Trip.com Group	TCOM US	2.1	14.4	21%	4	7%	2	2.1	1	0.3%	1
JD Health	6618 HK	2.1	19.3	27%	4	6%	2	3.1	1	0.0%	1
Beike	BEKE US	2.1	19.6	85%	1	9%	2	2.1	1	3.5%	4
China Literature	772 HK	2.0	17.2	42%	3	14%	3	1.2	1	0.4%	1
Baozun	BZUN US	1.9	9.1	31%	4	NA	1	NA	1	0.0%	1
SenseTime	20 HK	1.0	NA	NA	1	NA	1	NA	1	0.0%	1

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

注: 数据截至 4 月 7 日;

加权平均分 = 30% * 估值指标得分 + 20% * GARP 指标得分 + 20% * 基本面指标得分 + 30% * 股东回报得分。1) 估值指标得分基于 PE 的历史分位数, 处于历史估值分位数 80% 以上为 1 分, 每往下 20% 加 1 分; 2) GARP 指标得分基于 PEG, 处于 1.0x 以上为 1 分, 每往下 0.2 加 1 分; 3) 基本面指标得分基于盈利增速, 30% 以上为 5 分, 每往下 10% 减 1 分; 4) 股东回报指标得分基于股东回报/市值 (股票回购+股息-股权激励), 4% 以上为 5 分, 每往下 1 个百分点减 1 分。

- 网易 (NTES US)**: 游戏业务受宏观及消费影响较为有限, 海外游戏收入占比低且不在关税征收范围。得益于《漫威争锋》《燕云十六声》等新游戏贡献, 以及《第五人格》《蛋仔派对》等常青游戏的良好表现, 公司 FY25 游戏收入增长有望重新加速 (+7% YoY), 运营利润预计同比增长 13%。公司目前交易在 12x FY25E PE, 处于 2 年平均 PE 以下 (14x PE), 估值具备较高吸引力。
- 腾讯音乐 (TME US)**: 音乐业务受宏观及消费影响有限, 具备较好的抗周期/抗风险属性; 在付费用户数增长+ARPPU 提升带动下, 预计 FY25E 全年调整后净利润同比增长 16%; ARPPU 提升有望推动公司 1Q25/FY25 全年利润表现超预期, 可留给管理层更多利润空间投资新业务/提升股东回报。公司目前交易在 18x FY25E PE, 估值具备一定安全边际。
- 京东 (JD US)**: 京东在龙头电商平台中具备相对更小的国际业务营收占比、且仍有望持续受益于全国范围的以旧换新政策。公司目前交易现价对应 8.0x 2025E PE, 而 2025 年净利润有望增长 9%。
- 携程 (TCOM US)**: 在国内和出境游有望维持稳健增长且纯海外投资维持较高效率的情况下, 公司 2025 年的盈利增长及利润率或有望好于市场预期。公司目前交易价格对应 14.4x 2025E PE (non-GAAP), 对比两年均值 19.7x 或仍有进一步提升空间。

- 5) **同程旅行 (780 HK)**：我们认为同程旅行 2025 年核心 OTA 业务仍有望实现稳健的盈利增长，驱动因素包括：1) 国内游和出境游的旅游需求具有韧性，以及同程旅行有能力通过精细化的营销策略和优化用户补贴来进一步提高运营效率；2) 国际业务从亏损阶段实现扭亏为盈并开始贡献利润。我们预计核心 OTA 业务的营业利润 / 整体 non-GAAP 净利润将同比增长 25%/18%。
- 6) **美团 (3690 HK)**：基于较为稳健的即时配送业务（外卖+闪购）单量增长，及线上渗透率仍较低的到店板块持续向低线城市渗透，美团核心本地商业盈利增长有望具备韧性，我们预测公司核心本地商业 2025 年经营利润有望同比增长 18%。而增量的托底政策出台或有望为盈利增长的确定性提供更多支撑。
- 7) **腾讯 (700 HK)**：广告及金融科技业务一定程度上受到国内宏观预期减弱的短期影响，但得益于公司充足的商业化变现空间和稳固的竞争壁垒，我们预计公司 2025 年全年仍然能够维持稳健的收入和盈利增长（Non-GAAP 运营利润：+11% YoY），公司海外业务不受关税影响。公司目前估值交易在 16x FY25E PE（剔除战略投资后对应 13x PE），回归至 2 年平均 PE 附近。
- 8) **阿里巴巴 (BABA US)**：基于丰富的 AI 应用场景、庞大的用户群及商家端对于降本增效的诉求，叠加阿里云业务在国内市场较为领先的业务布局、及潜在可能的大模型端侧应用所带来的云业务增量，我们认为阿里巴巴在 AI 快速发展的大主题下有望持续受益。我们对阿里巴巴 FY26 的 EBITA 增长前景维持乐观，这得益于商家对“全站推”的采用率上升，AIDC 的亏损收窄速度有望快于预期，以及各行业对推理需求的增加推动阿里云收入增长速度快于预期。我们预测阿里巴巴 FY26E 的经调整后 EBITA 将同比增长 18%（FY25E: 4%）。
- 9) **快手 (1024 HK)**：我们看好公司受益于 AI 发展以及盈利增长韧性，预计公司 25-27 年调整后净利润 CAGR 14%，公司当前 9x FY25E PE 相较利润增速/历史均值/行业均值均具备较高吸引力，若政策拉动内需表现好于预期，公司盈利预期及估值有望进一步修复。

图 2: 行业估值水平

公司	股票代码	Price (Local)	市值 (US\$mn)	PE		PS		PEG	净利润CAGR 24-26E	自由现金流比率 2025E	净现金/市值 2025E	ROE 2025E
				2025E	2026E	2025E	2026E					
中国互联网												
Tencent	700 HK	435.4	529,388	15.7	14.2	5.3	4.9	1.4	11%	26%	-3%	20%
Alibaba Group	BABA US	106.0	253,264	10.8	9.8	1.8	1.7	1.0	11%	10%	15%	13%
Pinduoduo	PDD US	100.0	138,891	7.6	6.2	2.1	1.8	0.5	15%	34%	37%	32%
Meituan	3690 HK	134.3	112,195	16.1	13.0	2.1	1.8	0.8	19%	11%	18%	22%
NetEase	NTES US	92.4	59,561	12.3	11.3	3.8	3.6	1.3	10%	32%	118%	22%
JD.com	JD US	34.9	56,577	8.0	7.4	0.3	0.3	0.8	10%	4%	33%	17%
Trip.com Group	TCOM US	53.6	34,491	14.4	12.4	4.1	3.6	2.1	7%	27%	17%	11%
Baidu	BIDU US	79.8	27,964	8.0	7.3	1.5	1.4	1.5	5%	16%	11%	8%
Kuaishou	1024 HK	45.6	26,009	9.3	7.8	1.3	1.2	0.6	17%	15%	-12%	25%
Beike	BEKE US	18.3	22,089	19.6	16.2	1.5	1.3	2.1	9%	10%	-12%	8%
TME	TME US	12.8	21,880	18.2	15.6	5.1	4.6	1.1	17%	26%	12%	12%
JD Health	6618 HK	27.8	11,755	19.3	16.9	1.3	1.1	3.1	6%	7%	32%	7%
Full-truck Alliance	YMM US	10.5	10,991	14.4	12.0	6.4	5.4	0.5	30%	40%	26%	13%
Ali Health	241 HK	3.9	8,387	31.4	25.4	2.0	1.8	0.5	61%	6%	20%	11%
Boss Zhipin	BZ US	15.1	6,928	15.9	13.7	6.1	5.4	0.9	17%	45%	25%	18%
VIPShop	VIPS US	13.4	6,875	5.6	5.4	0.5	0.5	1.9	3%	7%	59%	18%
Bilibili	BILI US	15.6	6,601	24.5	15.2	1.6	1.4	NA	NA	7%	20%	6%
SenseTime	20 HK	1.3	6,381	NA	NA	8.6	6.6	NA	NA	-46%	1%	-12%
TCEL	780 HK	18.1	5,853	13.3	11.1	2.2	1.9	0.7	18%	18%	19%	13%
NetEase Cloud Music	9899 HK	130.7	3,739	15.6	13.6	3.3	3.1	0.8	19%	14%	NA	15%
China Literature	772 HK	22.7	3,106	17.2	15.4	2.7	2.6	1.2	14%	15%	19%	6%
Weibo	WB US	8.3	2,021	4.5	4.3	1.1	1.1	74.3	0%	25%	29%	9%
Pingan Healthcare	1833 HK	6.3	1,788	NA	46.8	2.4	2.2	NA	23%	7%	10%	4%
iQiyi	IQ US	1.7	1,676	7.2	5.8	0.4	0.4	0.4	17%	10%	-55%	9%
Baozun	BZUN US	2.3	137	9.1	5.1	0.1	0.1	NA	NA	-9%	-10%	0%
总平均				13.8	13.0	2.7	2.4					
美国TMT												
Microsoft	MSFT US	357.9	2,660,325	27.1	23.8	9.6	8.5	2.1	13%	24%	2%	31%
NVIDIA	NVDA US	97.6	2,382,416	32.6	21.3	18.4	11.6	0.4	90%	47%	4%	85%
Amazon	AMZN US	175.3	1,857,358	23.8	19.7	2.7	2.4	2.4	10%	7%	-4%	21%
Alphabet	GOOGL US	146.8	1,803,641	15.8	14.0	5.5	4.9	1.4	11%	23%	5%	30%
Meta	META US	516.3	1,308,002	20.0	17.4	7.0	6.1	2.3	9%	23%	4%	31%
Tesla	TSLA US	233.3	750,381	NA	NA	6.9	5.7	NA	25%	4%	4%	11%
Netflix	NFLX US	867.8	371,220	34.5	28.5	8.4	7.5	1.5	22%	19%	-1%	39%
Salesforce	CRM US	244.2	234,686	24.0	21.4	6.2	5.7	1.5	16%	33%	7%	15%
Plantir	PLTR US	77.8	182,563	NA	NA	48.4	37.9	NA	40%	41%	4%	22%
ServiceNow	NOW US	735.5	152,250	44.2	36.5	11.7	9.8	2.2	20%	32%	6%	23%
Adobe	ADBE US	340.7	145,206	16.4	14.9	6.2	5.6	1.9	9%	40%	1%	56%
Palo Alto Network	PANW US	152.4	100,931	44.4	38.8	11.0	9.6	2.7	16%	37%	6%	31%
总平均				30.9	25.6	12.9	10.4					

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 数据截至4月7日

图 3: 股东回报水平

公司	股票代码	股价 (交易地)	市值 (百万美元)	现金流生成		股东回报			股息		股票回购		SBC			
				FY25净现金 (百万美元)	自由现金流/ 市值 FY25E	净现金/市值 FY25E	股息+回购-SBC		SBC/市值 FY25E	每股股息(交易地) FY25E	FY24	股票回购(百万美元)		SBC(百万美元)		
							FY25E	FY25E				FY25E	FY25E	FY25E	FY24	FY25E
VIPShop	VIPS US	13.4	6,875	4,032	14.4%	58.6%	10.4%	3.6%	10.0%	-3.1%	0.48	0.48	685	721	(214)	(214)
Weibo	WB US	8.3	2,021	594	22.2%	29.4%	6.3%	9.7%	0.0%	-3.4%	0.81	0.82	-	-	(70)	(70)
JD.com	JD US	34.9	56,577	18,587	12.0%	32.9%	4.7%	3.1%	2.4%	-0.8%	1.10	1.01	1,366	3,600	(461)	(415)
NetEase	NTES US	92.4	59,561	70,018	8.4%	117.6%	3.7%	2.6%	2.0%	-0.9%	2.36	2.43	1,200	1,210	(549)	(539)
Alibaba	BABA US	106.0	253,264	38,288	5.3%	15.1%	3.6%	0.9%	3.6%	-0.9%	0.99	0.99	9,200	12,382	(2,358)	(2,588)
Beike	BEKE US	18.3	22,089	(2,751)	6.6%	-12.5%	3.5%	2.0%	3.2%	-1.7%	0.36	0.36	716	716	(380)	(380)
TME	TME US	12.8	21,880	2,812	5.6%	12.9%	3.1%	1.3%	2.3%	-0.4%	0.16	-	500	326	(98)	(93)
Tencent	700 HK	435.4	529,388	(15,075)	5.0%	-2.8%	2.3%	1.1%	1.9%	-0.8%	4.86	4.54	10,256	14,356	(4,046)	(3,730)
Kuaishou	1024 HK	45.6	26,009	3,224	11.1%	12.4%	1.3%	0.0%	2.5%	-1.2%	-	-	650	701	(322)	(326)
Boss Zhipin	BZ US	15.1	6,928	1,746	7.3%	25.2%	1.2%	0.3%	2.9%	-2.0%	0.05	-	200	229	(137)	(149)
Baidu	BIDU US	79.8	27,964	2,955	11.1%	10.6%	1.2%	0.0%	3.6%	-2.4%	-	-	1,000	1,000	(664)	(664)
China Literature	772 HK	22.7	3,106	585	5.6%	18.8%	0.4%	0.0%	1.0%	-0.6%	-	-	30	35	(19)	(19)
Trip.com	TCOM US	53.6	34,491	5,852	6.7%	17.0%	0.3%	0.6%	0.6%	-0.8%	0.30	0.30	204	104	(283)	(283)
Meituan	3690 HK	134.3	112,195	20,708	5.3%	18.5%	0.0%	0.0%	1.0%	-1.0%	-	-	1,121	3,605	(1,121)	(1,184)
TCEL	780 HK	18.1	5,853	1,114	8.1%	19.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-1.0%	0.18	0.18	-	-	(57)	(57)
NetEase Cloud Music	9899 HK	130.7	3,739	1,854	4.2%	44.2%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.5%	-	-	5	4	(19)	(12)
Bilibili	BILI US	15.6	6,601	1,321	4.4%	20.0%	-1.0%	0.0%	1.5%	-2.5%	-	-	100	16	(167)	(155)
Pinduoduo	PDD US	100.0	138,891	51,777	16.0%	37.3%	-1.1%	0.0%	0.0%	-1.1%	-	-	-	-	(1,549)	(1,280)

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

注: 数据截至4月7日

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。