

互联网行业

行业评级
领先

2025 年 4 月 8 日

1 季度本土手游流水同比+5%；关注新游上线及稳健业务支撑估值修复

根据 Sensor Tower、点点数据以及七麦数据，3 月，我们跟踪的本土头部手游流水之和同比+3%，环比持平，新游上线，抵消部分老游春节后流水波动。综合 1 季度数据，头部手游流水之和同比+5%，基本符合预期。

2025 年 1 季度流水表现：

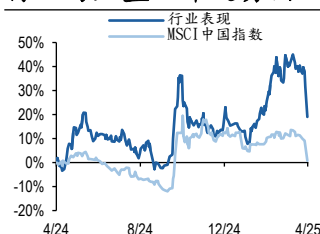
腾讯常青游戏展现增长韧性：本土流水同比净增 29 亿元/9%，《MDnF》仍贡献主要增量，新版本更新带动 3 月流水环比+25%至 10 亿元。《三角洲行动》月流水维持在 1-2 亿元。老游戏中，《和平精英》/《穿越火线》通过场景/载具/道具创新拉动流水增长，1 季度流水同比增 24%/18%。海外流水同比减 4.6 亿元/6%，主要因老游戏流水波动，但部分被新游《帝国时代》增量贡献所抵消。《荒野乱斗》受高基数影响 1 季度流水同比-12%，但考虑较长的摊销周期，预计对收入拉动仍将持续。

网易本土流水略低于预期：本土流水同比减 6%/7 亿元，弱于我们此前预期，主要因《逆水寒》调整持续，估算 3 月流水约 3 亿元。海外流水同比增 19%，主要受益于重点游戏《荒野行动》/《第五人格》流水上涨，以及《逆水寒》（繁体服）增量贡献。

新游：腾讯新手游《龙息：神寂》/《美职篮全明星》3 月 20 日/3 月 25 日上线，最高登 iOS 游戏畅销榜第 9/7 名，截至 4 月 7 日，位列第 27/10 名，估算首月流水 2/4-5 亿元。网易端游《界外狂潮》3 月 7 日全球公测，在线人数峰值超 11 万，叠加《漫威争锋》、《燕云十六声》贡献，维持网易 2025 年端游收入加速增长（+36%，对比 Visible Alpha 一致预期 32%）。

投资启示：基于流水摊销，我们预计 1 季度腾讯/网易手游收入分别同比+16%/-6%。腾讯（700 HK/买入，现价对应 15.5 倍 2025 年市盈率）常青游戏展现增长韧性，《美职篮全明星》表现略好于预期，关注端游《暗区突围：无限》4 月 29 日上线后表现及《胜利女神：新的希望》等重点新游上线时间。网易（NTES US/9999 HK/买入，现价对应 12.5 倍 2025 年市盈率）手游高基数影响缓和趋势不变，端游新游收入贡献持续释放。受近期关税压力影响，腾讯/网易股价随大盘回调 14%/13%，考虑海外游戏基本为本地运营，现价对应市盈率已接近历史较低水平，有较大修复机会。

行业与大盘一年趋势图



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

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	市值	每股盈利		市盈率		市销率		股息率
						2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
			(当地货币)	(当地货币)	(百万美元)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
腾讯控股	700 HK	买入	513.0	435.4	515,632	24.6	28.4	15.5	13.9	5.3	4.9	0.9
网易	NTES US	买入	124.0	92.4	59,561	54.5	59.5	12.5	11.4	3.8	3.5	2.2
哔哩哔哩	BILI US	买入	26.0	15.6	6,601	5.5	7.5	21.1	15.6	1.6	1.5	NA
金山软件	3888 HK	买入	33.0	35.7	6,133	2.0	2.3	16.3	14.5	4.0	3.6	0.9
网龙网络	777 HK	买入	14.0	9.5	647	2.3	2.4	4.0	3.7	0.7	0.6	8.3
三七互娱	002555 CH	未评级	13.5	4,079	1.3	1.4	10.4	9.3	1.5	1.4	1.4	5.5
完美世界	002624 CH	未评级	10.7	2,827	0.4	0.6	27.8	18.5	2.9	2.4	NA	NA
心动公司	2400 HK	未评级	29.0	1,830	1.9	2.1	14.3	13.1	2.5	2.3	NA	NA
IGG	799 HK	未评级	3.0	455	0.5	0.7	5.6	4.6	0.6	0.6	NA	NA
祖龙娱乐	9990 HK	未评级	1.2	124	0.1	0.2	16.2	7.5	0.6	0.6	NA	NA
平均								14.4	11.2	2.4	2.1	3.5

资料来源: FactSet(未评级为一致预测)、交银国际预测(覆盖公司) *收盘价截至 2025 年 4 月 7 日

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。

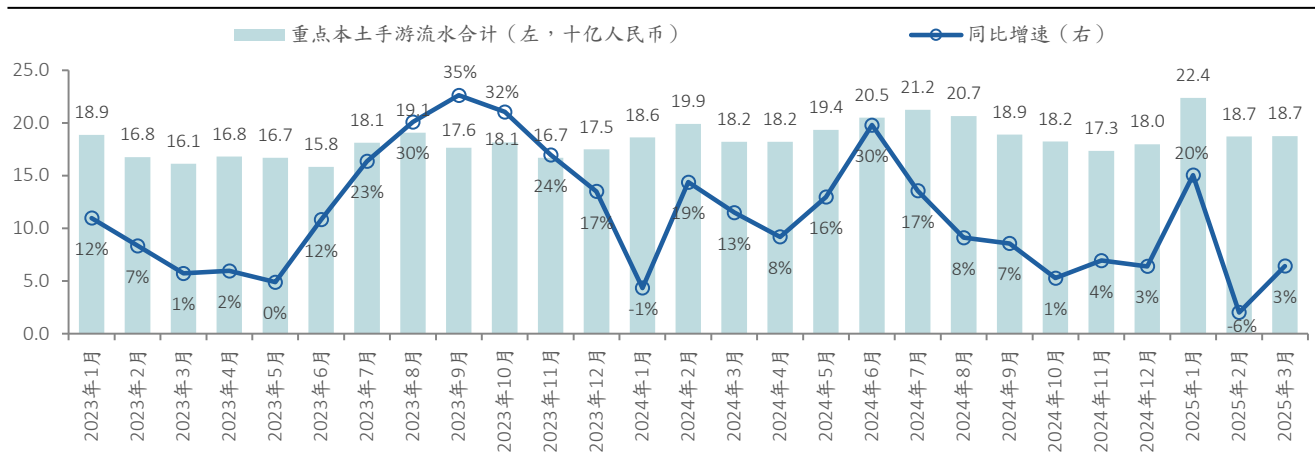
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

2025 年 3 月手游大盘

根据 Sensor Tower、点点数据以及七麦数据，3 月，我们跟踪的头部手游流水之和同比+3%，环比持平，《英雄不太闪》等新游上线，抵消部分老游春节后流水波动。综合 1 季度数据，头部手游流水之和同比+5%，基本符合预期。

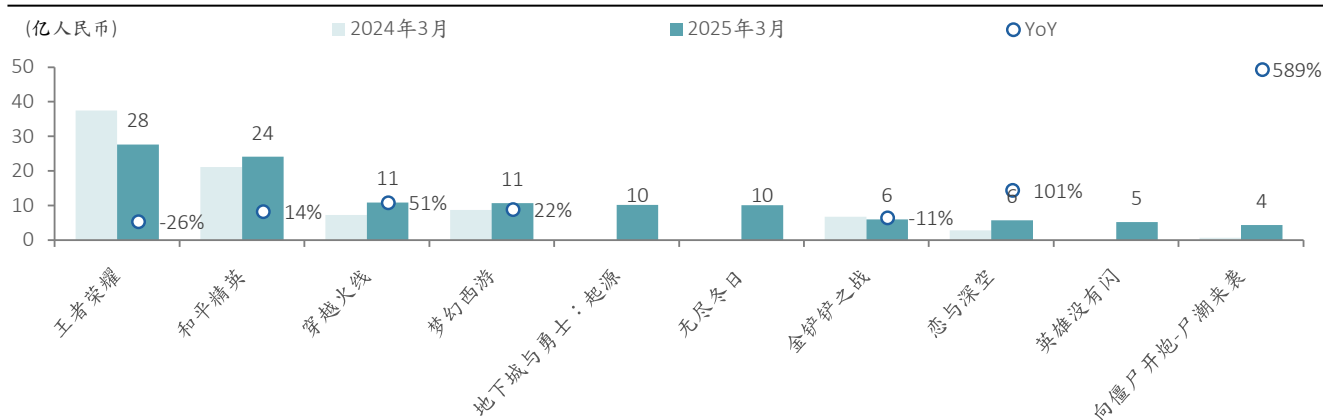
TOP10 游戏中，1 季度腾讯《和平精英》/《穿越火线》、叠纸《恋与深空》流水增长领先，分别同比+24%/18%/31%。

图表 1: 月度流水跟踪合计



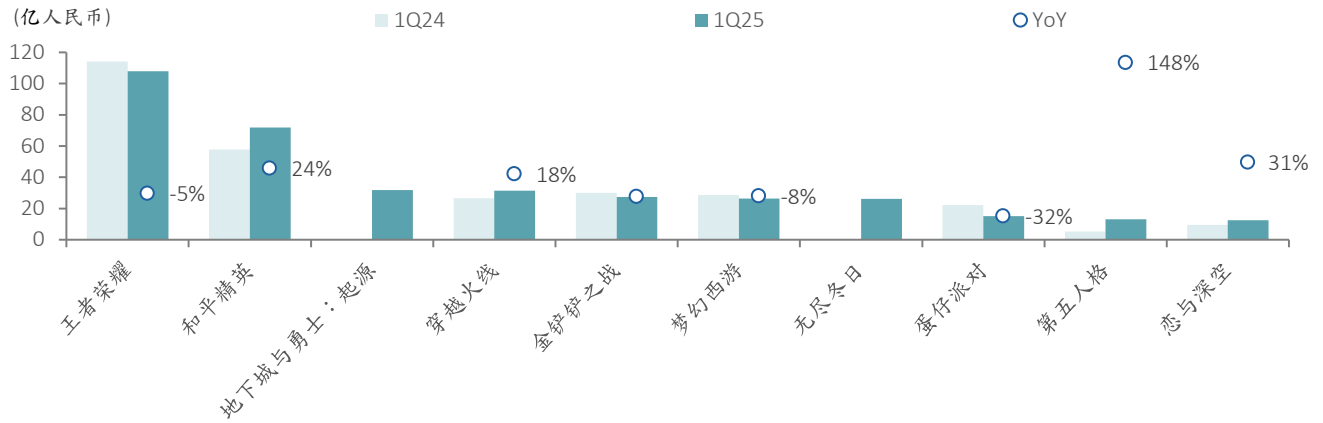
资料来源: Sensor Tower, 七麦, 伽马数据, 交银国际

图表 2: 2025 年 3 月流水排名前 10 手游



资料来源: Sensor Tower, 七麦, 伽马数据, 交银国际 * 新游上线时间: 《MDnF》2024 年 5 月 21 日, 《无尽冬日》2024 年 6 月 1 日, 《英雄没有闪》2025 年 2 月 28 日

图表 3: 2025 年 1 季度流水排名前 10 手游



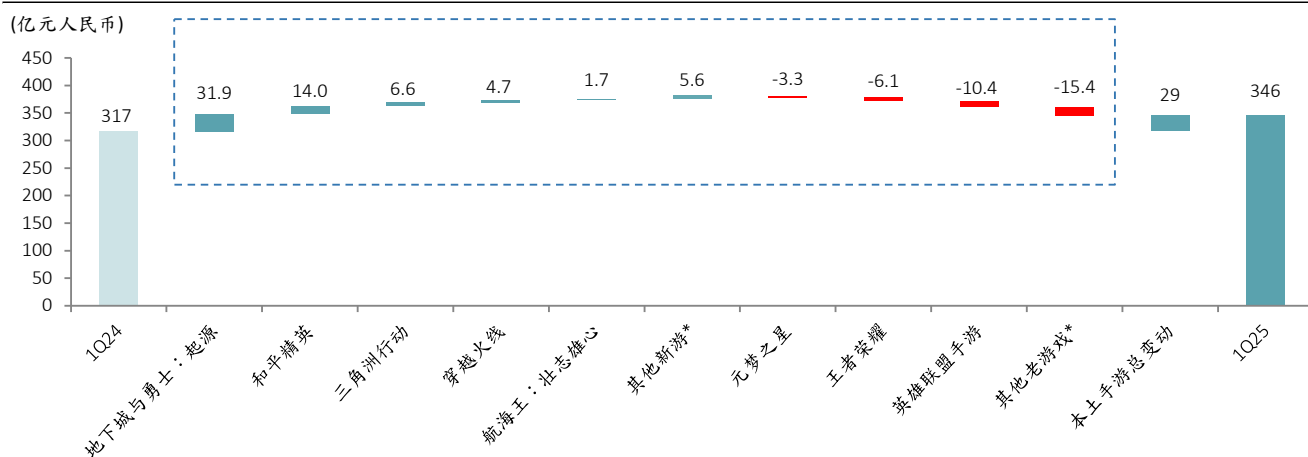
资料来源: Sensor Tower, 七麦, 伽马数据, 交银国际 * 新游上线时间: 《MDnF》2024 年 5 月 21 日, 《无尽冬日》2024 年 6 月 1 日

覆盖公司重点手游流水追踪

④ 2025 年 1 季度本土手游流水：

腾讯：同比净增 29 亿元/9%，新游中《MDnF》仍贡献主要增量，3 月 25 日新版本更新带动流水恢复至 1 月版本更新后水平，估算 3 月流水环比+25%至 10 亿元。《三角洲行动》月流水维持在 1-2 亿元。老游戏中，《和平精英》/《穿越火线》通过场景/载具/道具创新拉动流水增长，1 季度流水同比增 24%/18%。

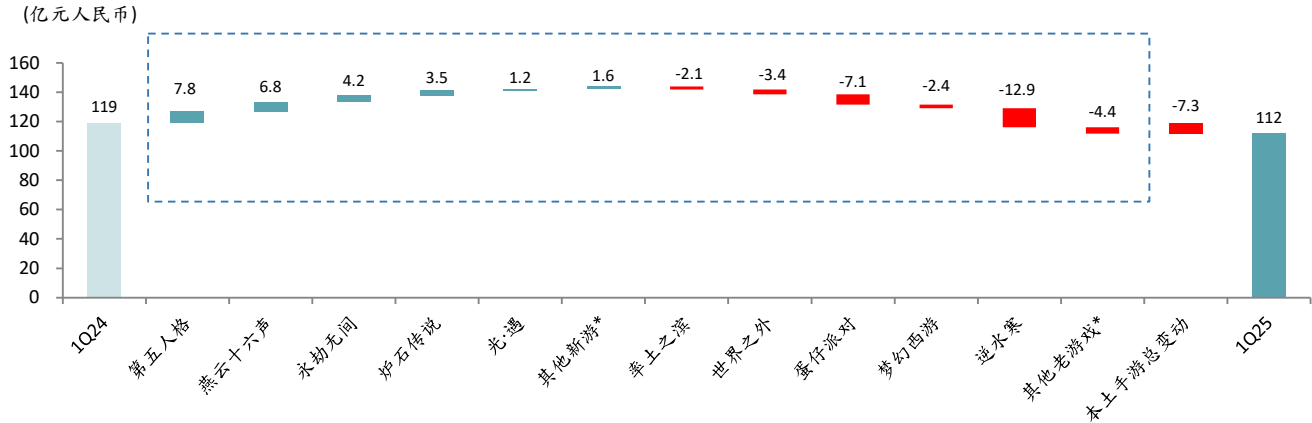
图表 4: 2025 年 1 季度，腾讯本土手游流水同比增 9%



资料来源：Sensor Tower，七麦，点点数据，交银国际预测(按 iOS 比例估算总流水) *其他新游包括：《美职篮全明星》、《龙息：神寂》等，其他老游戏包括《金铲铲之战》等

网易：同比减 6%/7 亿元，《燕云十六声》/《永劫无间》等新游及《第五人格》增量贡献抵消《逆水寒》及《蛋仔派对》等高基数影响。1 季度流水表现弱于我们此前预期，主要因《逆水寒》月流水仍未止跌，关注 2 季度表现。

图表 5: 2025 年 1 季度，网易本土手游流水同比-6%



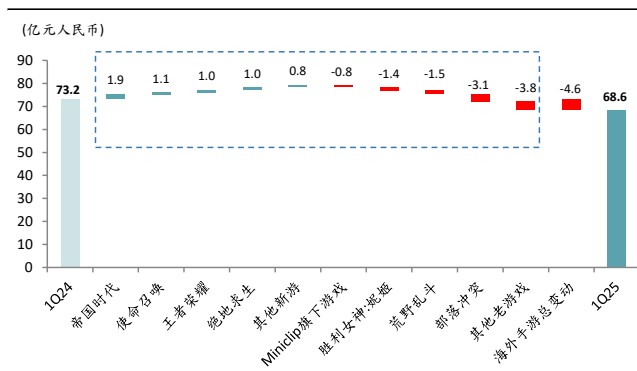
资料来源: Sensor Tower, 七麦, 交银国际预测(按 iOS 比例估算总流水) *其他新游包括:《萤火突击》等, 其他老游戏主要包括《全明星街球派对》等

⊕ 2025 年 1 季度出海手游流水：

腾讯海外流水同比减 4.6 亿元/6%，主要因《部落冲突》等老游戏流水波动，但部分被新游《帝国时代》增量贡献所抵消。《荒野乱斗》单月流水维持在 3-4 亿元，受高基数影响 1 季度流水同比-12%，但考虑较长的摊销周期，预计对收入拉动仍将持续。

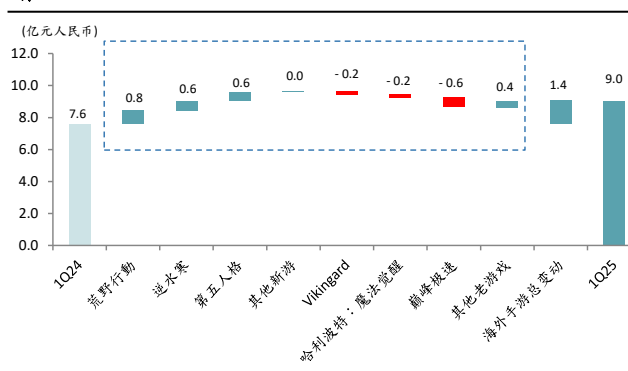
网易海外流水同比增 19%，主要受益于重点游戏《荒野行动》/《第五人格》流水上涨，新游《逆水寒》（繁体服）贡献 6,000 万元流水增量。

图表 6: 2025 年 1 季度，腾讯海外手游流水同比降 6%



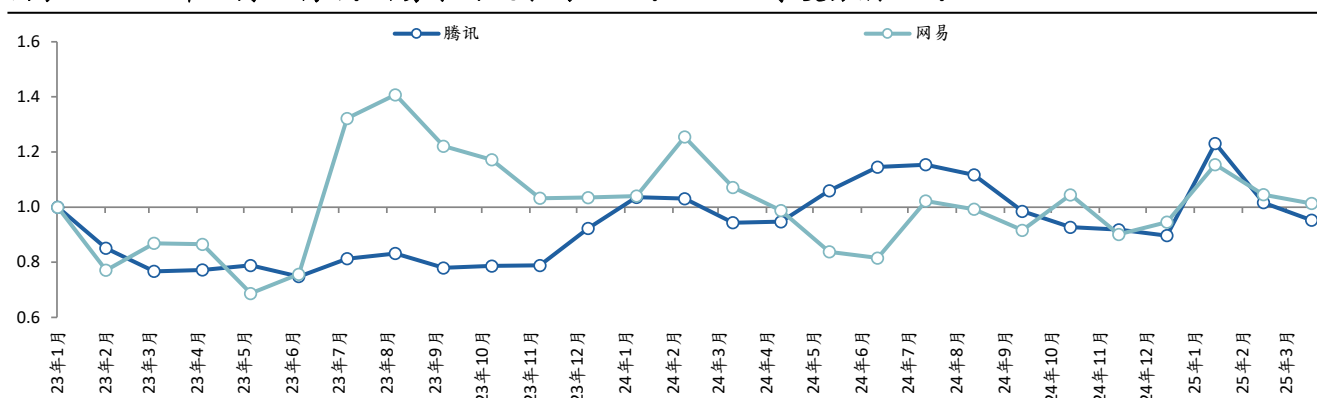
资料来源: Sensor Tower, 七麦, 交银国际

图表 7: 2025 年 1 季度，网易海外手游流水同比增 19%



资料来源: Sensor Tower, 七麦, 交银国际

图表 8: 2025 年 3 月，腾讯/网易手游流水同比 1%/-5%，1 季度分别+6%/-4%



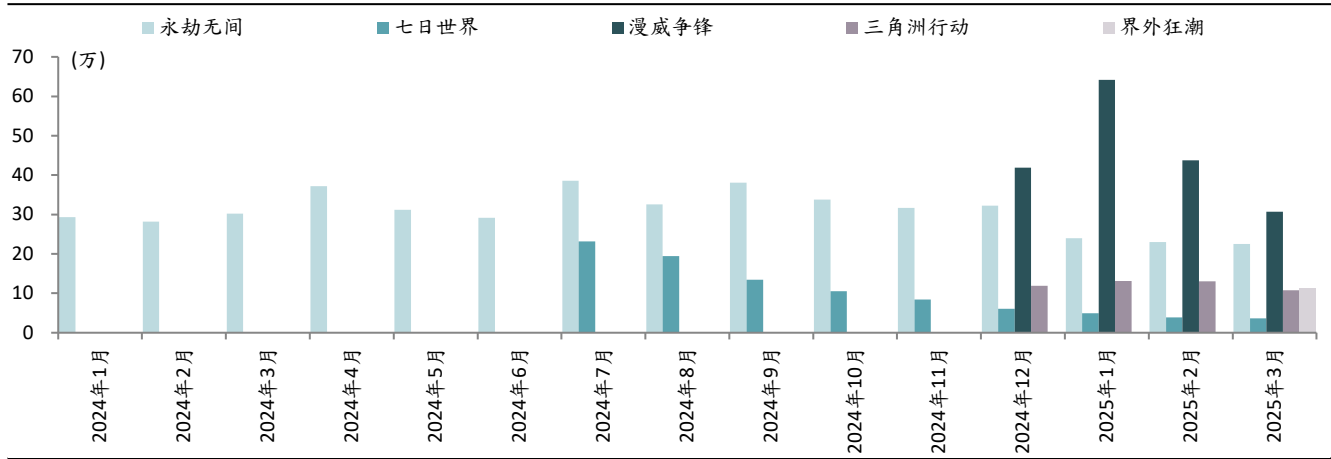
资料来源: Sensor Tower, 七麦, 伽马数据, 交银国际 * 手游指数以 2023 年 1 月流水为基准, 包含本土及海外手游流水

2025 年 3 月端游表现

腾讯《三角洲行动》Steam 最高同时在线人数 11 万，环比下降 17%。

网易《永劫无间》用户环比相对稳定，《漫威争锋》Steam 最高同时在线玩家数 31 万，环比继续下降 30%，但仍位列 Steam 热玩游戏榜单前十名，领先其他新游表现。《界外狂潮》3 月 7 日全球公测，在线人数峰值超 11 万。叠加《燕云十六声》影响，维持 2025 年端游收入加速增长预期不变（+36%，对比 Visible Alpha 一致预期 32%）。

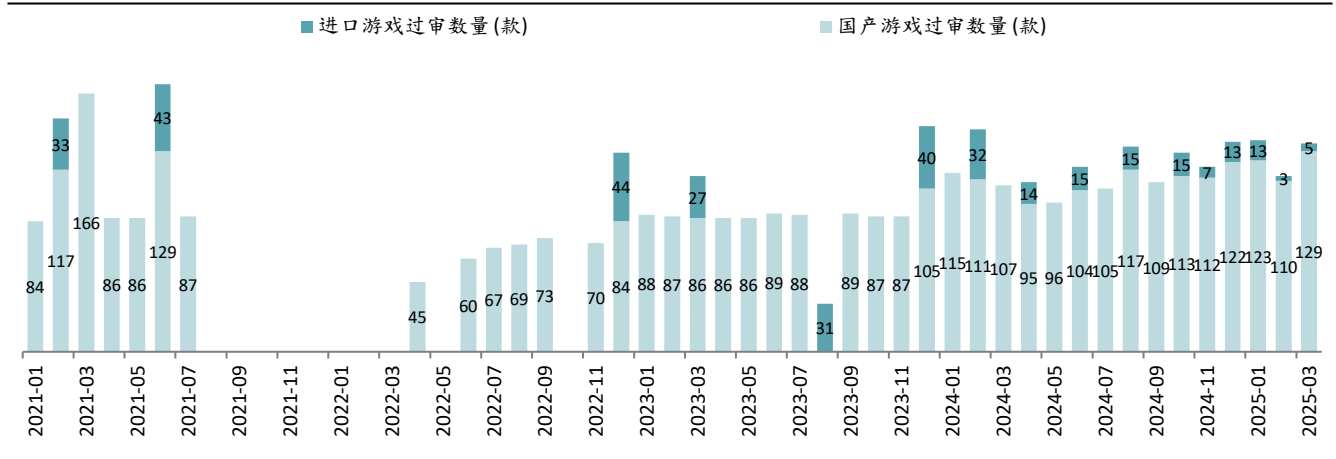
图表 9: 2025 年 3 月，网易《永劫无间》/《七日世界》/《漫威争锋》/《界外狂潮》STEAM 平台最高同时在线玩家数分别为 23 万/4 万/31 万/11 万，腾讯《三角洲行动》为 11 万



资料来源: SteamCharts.com, 交银国际

版号发放常态化，行业健康发展

图表 10: 2025 年 3 月发放国产版号 129 款+进口版号 5 款



资料来源: 国家新闻出版署, 交银国际

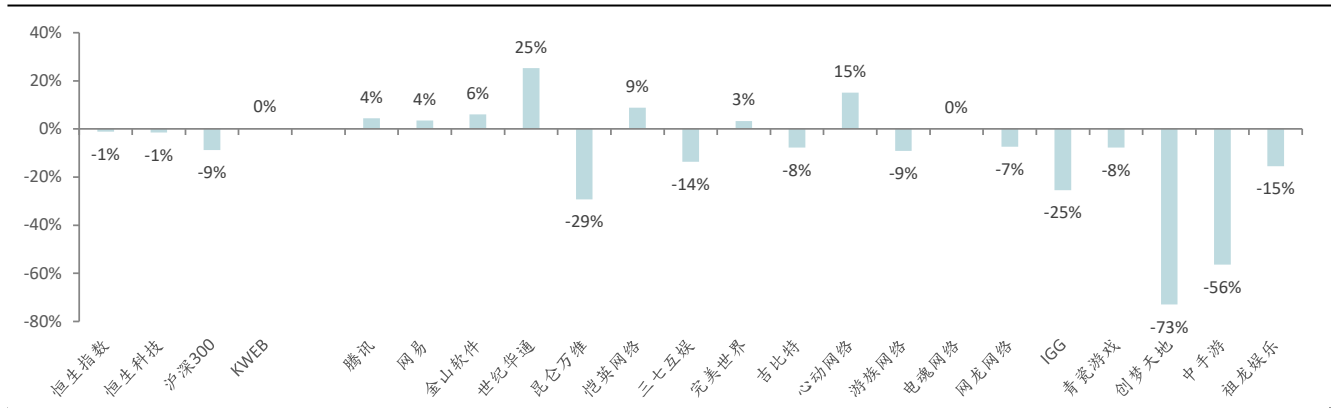
图表 11: 重点游戏厂商游戏储备

公司	游戏名称	品类	游戏平台	上线地区	获得版号时间	测试阶段/(预计)上线时间
腾讯	王者万象棋	策略/自走棋	手游	中国大陆	2023 年 2 月	NA
	星之破晓	横版格斗/动作	手游	中国大陆	2023 年 6 月	2024/12/3 先遣测试停服
	三国志异闻录	回合制 RPG	手游	中国大陆	2023 年 10 月	2024 年 8 月开启预约
	全境封锁:曙光	开放世界/射击	手游	中国大陆	2023 年 11 月	NA
	饥困荒野	沙盒/生存	手游	中国大陆	2022 年 12 月	2023 年 10 月计费删档测试
	刺客信条:侠隐	开放世界/动作	手游	中国大陆	2023 年 12 月	2023 年 7 月海外服测试
	逆战:未来	FPS	手游	中国大陆	2023 年 12 月	2025 年 3 月非付费删档测试
	热血美职篮	竞技	手游	中国大陆	2024 年 1 月	2024/12/5 删档测试
	荒野起源	RPG/生存	手+端	全球	2024 年 2 月	2024 年 12 月结束首测
	无畏契约:源能行动	FPS	手游	中国大陆	2024 年 6 月	2024 年 10 月限量测试
	洛克王国:世界	开放世界/收集	手+端	中国大陆	2024 年 6 月	2025 年 3 月二测
	暗区突围:无限	FPS	PC	中国大陆	2024 年 7 月	2025/4/29 公测
	最终幻想 14:水晶世界	MMORPG	手游	中国大陆	2024 年 8 月	2025 年 1 月结束首测
	胜利女神:新的希望	二次元射击	手游	中国大陆	2024 年 10 月	2025/5/15 公测*
	爆裂小队	SLG	手游	中国大陆	2024 年 10 月	2025 年 2 月三测
	龙石战争	SLG	手游	中国大陆	2024 年 10 月	2025 年 1 月“龙城测试”
	怪物猎人:旅人	动作	手+端	中国大陆	2024 年 12 月	NA
	王者荣耀:世界	开放世界	手+端	中国大陆	2025 年 1 月	2024 年 7 月二测, 10 月线下试玩
	雪中悍刀行	MMORPG	手+端	中国大陆	2025 年 4 月	2022 年首测
	Delta Force	射击	手游	港澳台+海外	NA	2025/4/21 公测*
Exoborne	射击	PC/主机	港澳台+海外	NA	2025 年发售	
Last Sentinel	开放世界/动作	PC/主机	港澳台+海外	NA	NA	
Dune: Awakening	开放世界/生存	PC/主机	港澳台+海外	NA	2025 年 5 月上线	
Den of Wolves	多人射击	PC/主机	港澳台+海外	NA	NA	
网易	突袭:暗影传说	策略 RPG	手游	中国大陆	2022 年 12 月	2024/5/20 首次公众测试招募
	零号任务	射击	手游	中国大陆	2023 年 3 月	2023 年 11 月曙光测试
	七日世界	开放世界/生存	手游	中国大陆	2023 年 5 月	2025/4/24 公测
	四方域之诗	RPG	手游	中国大陆	2023 年 12 月	NA
	破碎之地	生存/TPS	手游	中国大陆	2024 年 4 月	2024 年 10 月付费删档测试结束
	无限大	开放世界/RPG	手+端+主机	全球	2024 年 12 月	2025 年 1 月开启测试
	头号追击	NA	端游	全球	2024 年 12 月	NA
	冰汽时代:最后的家园	生存经营	手游	中国大陆	2025 年 1 月	2025/5/1 公测*
	山海奇旅	模拟经营	手+端	中国大陆	2025 年 3 月	NA
	命运:崛起 Destiny: Rising	射击 RPG	手游	港澳台+海外	NA	2025 年公测
哔哩哔哩	青之驱魔师:异时线	NA	手游	中国	2025 年 2 月	NA
	三国:谋定天下	SLG	手游	港澳台+海外	NA	NA
	逃离鸭科夫	动作射击	端游	全球	NA	NA
金山	解限机	机甲/射击	端游	全球	2024 年 3 月	2025/2/23 全球 Steam Demo 测试

资料来源:公司资料, Sensor Tower、TapTap、微博、微信、游戏陀螺等公开资料, 交银国际, 蓝色为近期待上线手游, 带*标志上线时间为苹果应用商店显示, 如无特殊备注, 则为本土发行

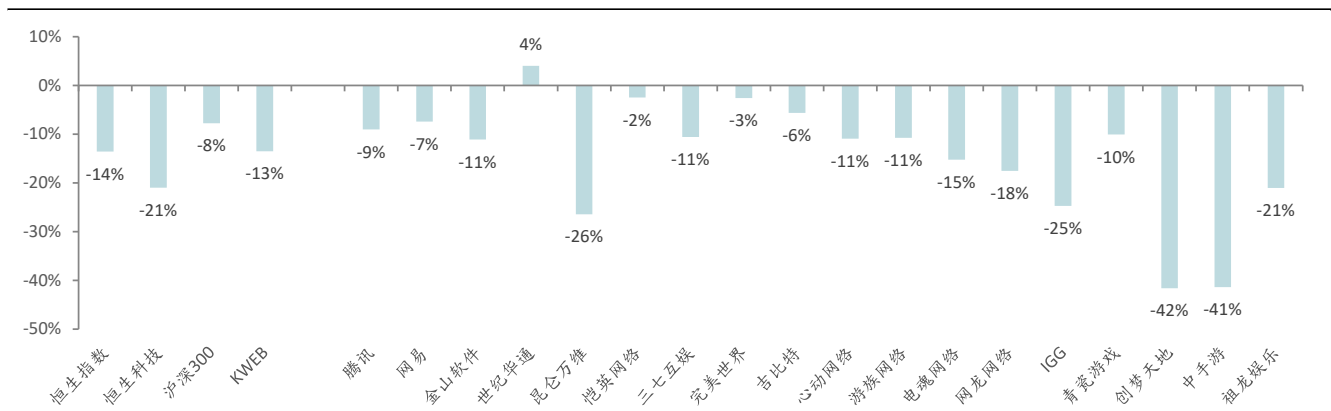
游戏公司股价及估值

图表 12: 重点游戏公司 2024 年初至今 (截至 2025 年 4 月 7 日) 股价表现



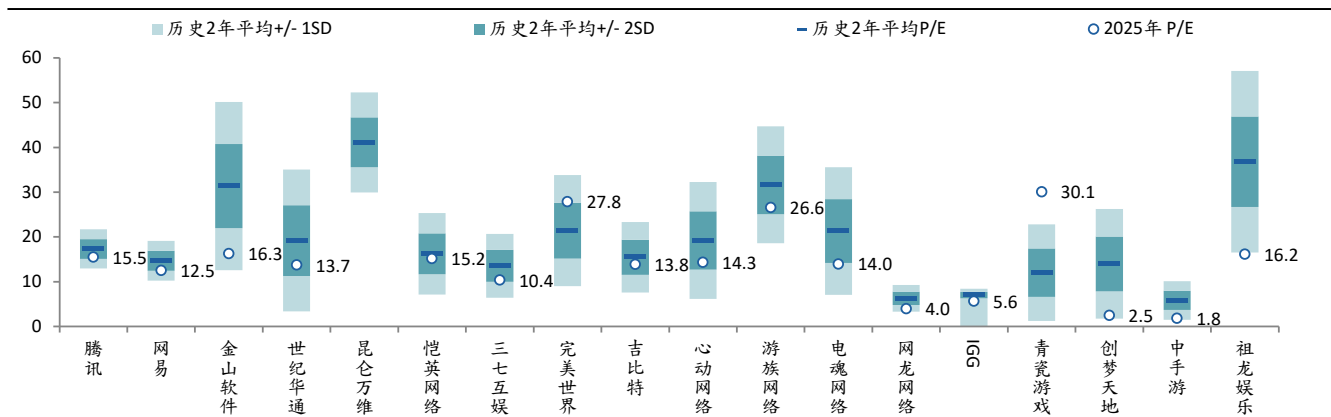
资料来源：彭博，交银国际，游戏公司按市值排序

图表 13: 重点游戏公司 2025 年 3 月至今 (截至 2025 年 4 月 7 日) 股价表现



资料来源：彭博，交银国际，游戏公司按市值排序

图表 14: 重点游戏公司历史 2 年平均市盈率



资料来源：彭博，交银国际 *柱状图上下沿=历史 2 年平均估值 +/- 1 倍和 2 倍标准差；子行业内按市值排序；截至 2025 年 4 月 7 日

图表 15: 游戏公司估值

公司名称	股票代码	报表货币	收盘价	市值 (百万美元)	——市盈率——		——市销率——		——收入——		调整后净利润 (交银国际/ 彭博一致预期)	
					2025E (倍)	2026E (倍)	2025E (倍)	2026E (倍)	2025E —(百万报表货币)—	2026E —(百万报表货币)—	2025E	2026E
腾讯	700 HK	CNY	435.4	515,632	15.5	13.9	5.6	5.2	712,163	766,849	228,388	260,676
网易	NTES US	CNY	92.4	59,561	12.5	11.4	4.0	3.7	114,657	125,712	34,926	38,106
哔哩哔哩	BILI US	CNY	15.6	6,601	22.4	15.6	1.7	1.6	30,179	32,152	2,286	3,101
世纪华通	002602 CH	CNY	6.4	6,556	13.7	10.9	1.9	1.7	25,738	28,689	3,506	4,431
金山软件	3888 HK	CNY	35.7	6,133	16.3	14.5	4.2	3.8	11,310	12,484	2,760	3,088
昆仑万维	300418 CH	CNY	27.2	4,580	NA	NA	5.7	5.2	5,874	6,433	36	347
恺英网络	002517 CH	CNY	14.8	4,322	15.2	13.2	5.0	4.5	6,281	7,041	2,055	2,360
三七互娱	002555 CH	CNY	13.5	4,079	10.4	9.3	1.5	1.4	19,453	21,257	2,871	3,207
完美世界	002624 CH	CNY	10.7	2,827	27.8	18.5	2.9	2.4	7,103	8,675	695	1,121
吉比特	603444 CH	CNY	202.0	1,988	13.8	12.5	3.5	3.2	4,168	4,519	1,048	1,176
心动网络	2400 HK	CNY	29.0	1,830	14.3	13.1	2.5	2.3	5,305	5,713	935	1,028
游族网络	002174 CH	CNY	8.5	1,063	26.6	21.8	3.7	3.4	2,088	2,297	296	358
电魂网络	603258 CH	CNY	20.0	667	14.0	11.4	4.4	3.8	1,114	1,279	350	429
网龙网络	777 HK	CNY	9.5	647	4.0	3.7	0.7	0.7	7,082	7,435	1,194	1,278
IGG	799 HK	HKD	3.0	455	5.6	4.6	0.6	0.6	5,920	6,110	618	757
青瓷游戏	6633 HK	CNY	2.9	255	30.1	14.2	3.1	18.4	604	790	60	132
创梦天地	1119 HK	CNY	0.7	157	2.5	2.1	0.3	0.3	4,226	4,549	NA	NA
中手游	302 HK	CNY	0.3	131	1.8	106.8	0.6	0.8	1,558	1,259	43	13
祖龙娱乐	9990 HK	CNY	1.2	124	16.2	7.5	0.6	0.6	1,408	1,476	56	139
平均					14.6	11.7	2.8	3.3				

资料来源：彭博，交银国际预测（蓝色为覆盖公司） *截至 2025 年 4 月 7 日

图表16: 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	79.76	111.00	39.2%	2025 年 02 月 19 日	广告
1024 HK	快手	买入	45.95	64.00	39.3%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	38.85	60.00	54.4%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	12.75	17.00	33.3%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	134.00	184.00	37.3%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	15.62	26.00	66.5%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	1.74	2.70	55.2%	2025 年 02 月 19 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	5.54	7.20	30.0%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	23.40	28.00	19.7%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	100.01	165.00	65.0%	2025 年 03 月 21 日	电商
JD US	京东	买入	34.92	62.00	77.5%	2025 年 03 月 07 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	105.98	165.00	55.7%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	11.16	15.60	39.8%	2025 年 01 月 22 日	电商
9901 HK	新东方教育科技	买入	33.60	46.00	36.9%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	6.87	12.00	74.7%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.94	13.30	21.6%	2025 年 01 月 24 日	教育
GOTU US	高途	买入	2.75	4.60	67.3%	2024 年 11 月 20 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	36.40	50.00	37.4%	2025 年 03 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	440.40	583.00	32.4%	2025 年 03 月 20 日	游戏
NTES US	网易	买入	92.35	124.00	34.3%	2025 年 01 月 20 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	9.79	10.20	4.2%	2025 年 04 月 02 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	16.00	21.00	31.3%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	140.60	226.00	60.7%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	10.86	18.50	70.3%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	7.81	13.50	72.9%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.87	1.40	-25.1%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	11.02	21.00	90.6%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	6.78	9.60	41.6%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	19.78	24.00	21.3%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	433.40	605.00	39.6%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	35.50	64.00	80.3%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 4 月 8 日

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 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4月8日

互联网行业

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；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期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期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有拥有于本报告期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、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、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、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、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及北京赛目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。