

阿里巴巴-SW (09988)

证券研究报告

2022年08月09日

FY23Q1 业绩：坚定降本增效，关注治理结构优化、双重上市带来积极变化

投资评级

6个月评级

买入（维持评级）

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

秦和平 联系人
qinheping@tfzq.com

苏燕妮 联系人
suyanni@tfzq.com

相关报告

3 《阿里巴巴-SW-公司动态研究:FY22Q4 业绩：业绩韧性增长，降本增效助利润改善》2022-05-31

利润表现超预期，监管整改下关注治理结构优化、双重上市带来积极变化。公司披露 FY2023Q1（6月底季度）业绩，本季度阿里实现营收 2056 亿元，yoy -0.1%，相比彭博一致预期超 0.8%。经调整归属股东净利润为 313.55 亿元，yoy -31.5%，相比彭博一致预期超 8.0%。本期利润的同比下滑主要由于疫情反复下客户管理收入下降，导致中国商业分部经调整 EBITA 下降，部分被本地生活服务经调整 EBITA 亏损收窄所抵消。本季度公司持续回购，以约 35 亿美元回购 3860 万股美国存托股，截至 2022 年 6 月 30 日，公司股份回购计划仍有 120 亿美元未使用的额度。公司 8 月 4 日公告新增两位独立董事，治理结构迭代优化，此前有蚂蚁高管退出阿里合伙人、公司公告将于年底前完成于香港的双重上市，我们认为这些积极变化或为公司带来业务发展、估值修复上的双重机会。

坚定持续降本增效，疫情下展现韧性。本季度公司坚持降本增效，卓有成效，多项业务经调整 EBITA 利润率进一步改善修复：1）核心商业本季度经调整 EBITA 利润率为 31%（21Q3/21Q4/22Q1 分别为 35%/34%/23%），22Q1 大幅下滑来源于对淘特、淘菜菜的同比大额亏损，本季度淘特通过优化用户获取的投入、提高活跃消费者的平均消费，使其亏损同比及环比均大幅收窄，另外，淘菜菜本季度在实现 GMV 同比增长 200% 的情况下，继续优化定价策略、提高采购能力和减少运营成本的推动下，亏损环比大幅收窄；2）本地生活本季度经调整 EBITA 利润率为 -29%（21Q3/21Q4/22Q1 分别为 -47%/-41%/-52%），减亏效应明显。本季度经调整 EBITA 为亏损 30.44 亿元，去年同期为亏损 47.70 亿元，其中饿了么的单位经济效益为正数且有所增长，主要由于平均订单金额同比提升、持续专注优化用户获取的投入及降低每单派送成本所致；高德 6 月 DAU 创新高达 1.2 亿人。3）总体财务方面：公司成本及费用总额占收入比例 yoy +3pct，销售费用率同比缩减 1pct。

核心商业、云计算等业务后续发展仍需关注宏观经济恢复。22Q2 疫情压力下中国商业收入 yoy -1% 至 1419 亿元，疫情反复下 4-5 月大多时候供应链和物流中断，导致淘宝和天猫的线上实物商品 GMV（剔除未支付订单）同比录得中单位数下降，同时，客户管理收入同比下降 10% 至 723 亿元。5 月下旬随着物流正常化，GMV 有所恢复，且天猫 618 实现支付 GMV 同比正增长。下半年核心商业的恢复有赖于经济的稳定以及消费的逐步修复，我们认为虽然增速上或面临一定压力，但是对零售需求本身的确定性保持乐观。

此外，云计算业务的中长期发展也与宏观环境紧密相关，本季度抵消跨分部交易影响后公司的云业务收入为 176.85 亿元，yoy +10%，经调整 EBITA 为 2.47 亿元，经调整 EBITA 利润率为 1%，连续 6 个季度保持盈利。本季度的增长主要由非互联网行业增长复苏驱动，包括金融服务、公共服务，以及电信行业，非互联网行业的客户收入占比达到 53%，同比提高 5pct。随着疫情好转、经济恢复，客户对云的开支恢复且项目可顺利实施，中国云计算市场仍有长足空间。

投资建议：考虑到宏观经济、消费修复的不确定性，我们将 FY2023-FY2025 收入由 9938/11638/13732 亿元下调为 9338/10701/11959 亿元，调整后分别同比增长 9.5%/14.6%/11.8%；调整后归属股东净利润（Non-GAAP）由 1391/1641/1950 亿元下调为 1353/1559/1805 亿元，调整后分别同比变化 -5.8%/15.3%/15.8%。2022 年 8 月 5 日港股收盘价对应 FY2023-FY2025 年 PE 分别为 12.4/10.7/9.3 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复风险；宏观经济压力；海外市场上市底稿审查不确定性事项风险；战略业务发展增速不及预期；公司利润增长不及预期。

内容目录

1. 财务数据.....	4
1.1. 收入.....	4
1.2. 毛利润及毛利率.....	5
1.3. 经营利润.....	5
1.4. 利润结构.....	5
1.5. 经调整归属股东净利润（Non-GAAP）.....	6
1.6. 现金、现金等价物及短期投资余额.....	6
1.7. 股票回购.....	7
2. 分业务情况.....	8
2.1. 中国商业业务.....	8
2.1.1. 中国零售商业.....	8
2.1.2. 中国批发商业.....	9
2.2. 国际商业.....	9
2.2.1. 国际零售商业.....	10
2.2.2. 国际批发商业.....	10
2.3. 本地生活服务.....	10
2.4. 菜鸟.....	11
2.5. 云计算.....	12
2.6. 数字媒体及娱乐.....	13
2.7. 创新业务.....	13

图表目录

图 1：阿里巴巴总收入及同比增速（CY1Q19A-CY2Q22A）.....	4
图 2：阿里巴巴总收入结构（CY12Q19A-CY2Q22A）.....	4
图 3：阿里巴巴毛利及毛利率（CY1Q19A-CY2Q22A）.....	5
图 4：阿里巴巴经营利润及同比增速情况（CY1Q19A-CY2Q22A）.....	5
图 5：经调整 EBITA（CY2Q21A-CY2Q22A）单位：亿元.....	6
图 6：阿里巴巴经调整归属股东净利润及净利率（CY1Q19A-CY2Q22A）.....	6
图 7：阿里实际业绩与一致预期对比.....	7
图 8：中国商业营业收入、经调整 EBITA 及经调整 EBITA 利润率.....	8
图 9：客户管理收入及同比增速（CY1Q20A-CY2Q22A）.....	9
图 10：直营及其他收入及同比增速（CY1Q20A-CY2Q22A）.....	9
图 11：阿里巴巴国际商业收入构成（CY1Q19A-CY2Q22A）.....	9
图 12：国际商业营业收入、经调整 EBITA 及经调整 EBITA 利润率.....	10
图 13：本地生活营业收入、经调整 EBITA 及经调整 EBITA 利润率.....	11
图 14：阿里巴巴菜鸟收入及同比增长（CY1Q20A-CY2Q22A）.....	11

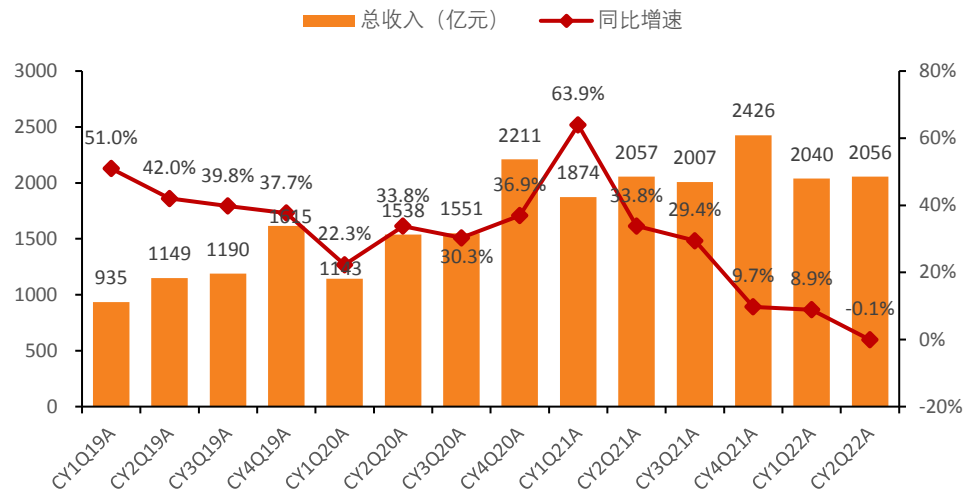
图 15: 阿里巴巴菜鸟收入、经调整 EBITA 及 EBITA 利润率.....	12
图 16: 云计算业务收入及同比增速 (CY1Q20A-CY2Q22A)	12
图 17: 云计算业务经调整 EBITA 及 EBITA 利润率	12
图 18: 阿里巴巴数字媒体与娱乐服务收入及同比增速 (CY1Q19A-CY2Q22A)	13
图 19: 阿里巴巴数字媒体与娱乐服务经调整 EBITA 及 EBITA 利润率 (CY1Q20A-CY2Q22A)	13
图 20: 阿里巴巴盈利预测及估值 (百万元)	14

1. 财务数据

1.1. 收入

FY23Q1（对应 CY22Q2）总收入 2055.55 亿元，同比下降 0.1%，彭博一致预期为 2039.72 亿元，高于彭博一致预期 0.8%；主要由于中国商业分部收入同比下降 1%至 1,419.35 亿元，部分被云业务收入同比增长 10%至 176.85 亿元所抵消。

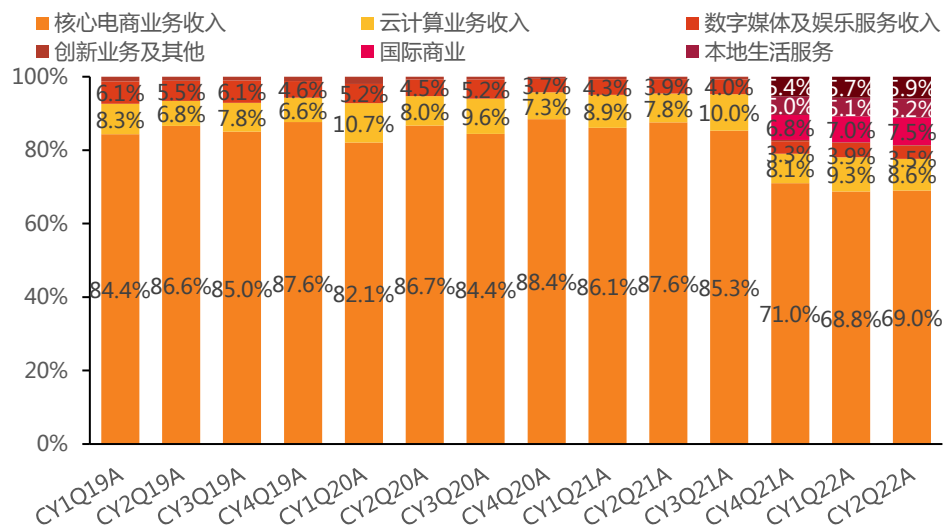
图 1：阿里巴巴总收入及同比增速（CY1Q19A-CY2Q22A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

收入结构方面，阿里收入主要来源于国内商业、国际商业、本地生活服务、菜鸟业务、云计算业务收入、以及数字媒体及娱乐服务这六方面业务。本季度国内商业收入占总收入 69.0%，国际商业业务占比 7.5%。云计算业务、数字媒体及娱乐服务的收入占比有小幅下降，分别从上一季度 9.3%/3.9%下降到本季度 8.6%/3.5%。本地生活服务、菜鸟业务的收入占比有小幅上升，分别从上一季度 5.1%/5.7%上升到本季度 5.2%/5.9%。创新业务及其他收入的占比维稳，保持 0.2%。

图 2：阿里巴巴总收入结构（CY12Q9A-CY2Q22A）



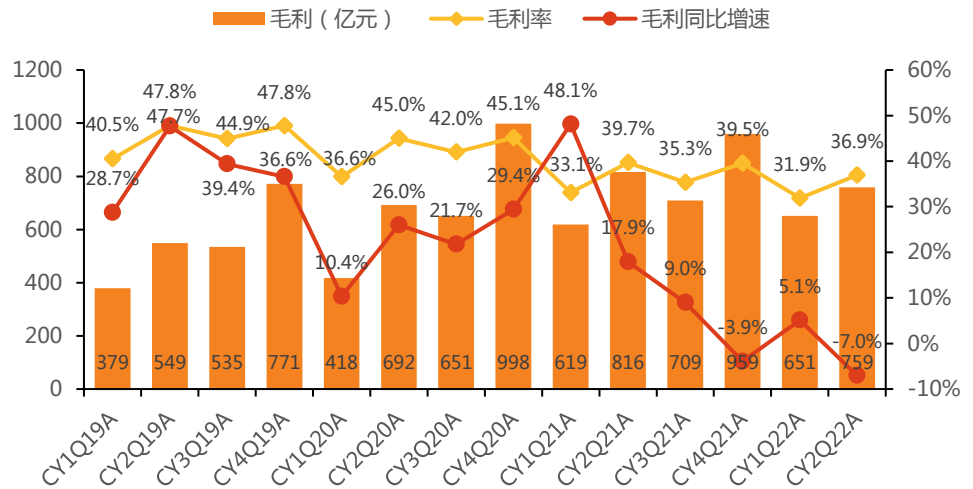
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：图中 CY4Q21A-CY2Q22A 核心电商业务收入为中国商业收入，原核心商务业务划分后的国内商业业务为整体收入的主要来源。

1.2. 毛利润及毛利率

本季度阿里巴巴毛利为 759 亿元，同比下降 7.0%；毛利率为 36.9%，同比下降 2.8pct，环比提升 5.0pct。

图 3：阿里巴巴毛利及毛利率（CY1Q19A-CY2Q22A）

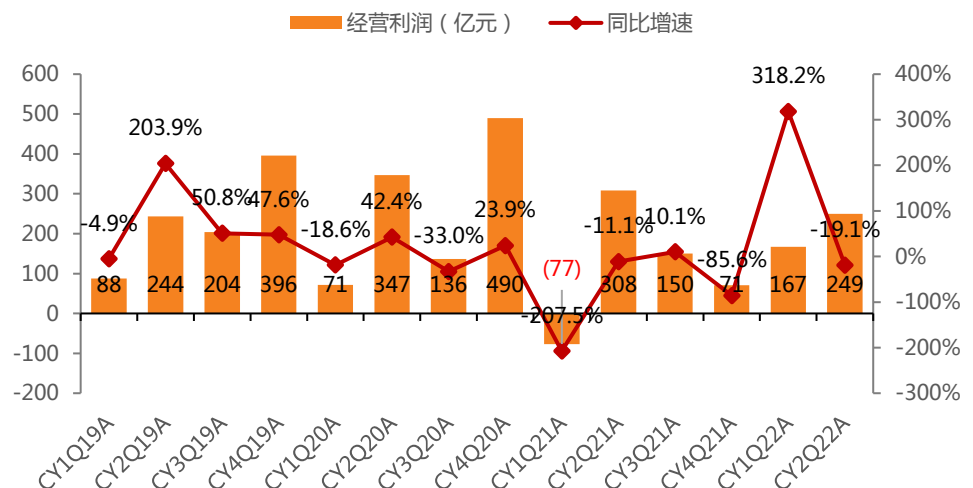


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 经营利润

本季度经营利润为 249.43 亿元，同比下降 19.1%，经营利润率 12%，较去年同期下降 2.9 个百分点。该同比下降主要由于客户管理收入下降，导致中国商业分部经调整 EBITA 下降，部分被饿了么的单位经济效益改善，致使本地生活服务分部的经调整 EBITA 亏损收窄所抵消。

图 4：阿里巴巴经营利润及同比增速情况（CY1Q19A-CY2Q22A）



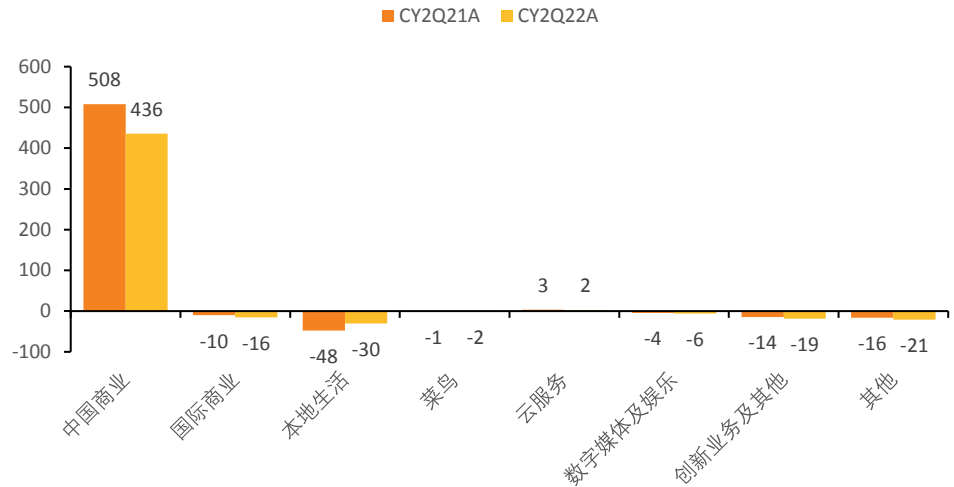
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 利润结构

本季度经调整 EBITA 为 344.19 亿元，同比下降 18%，按七个分部拆分：中国商业部分为 435.74 亿元，同比下降 14%。云业务为 2.47 亿元，同比下降 27%。此外，本地生活服务

亏损收窄，国际商业、菜鸟、数字媒体及娱乐、创新业务则亏损同比拉大。

图 5：经调整 EBITA (CY2Q21A-CY2Q22A) 单位：亿元



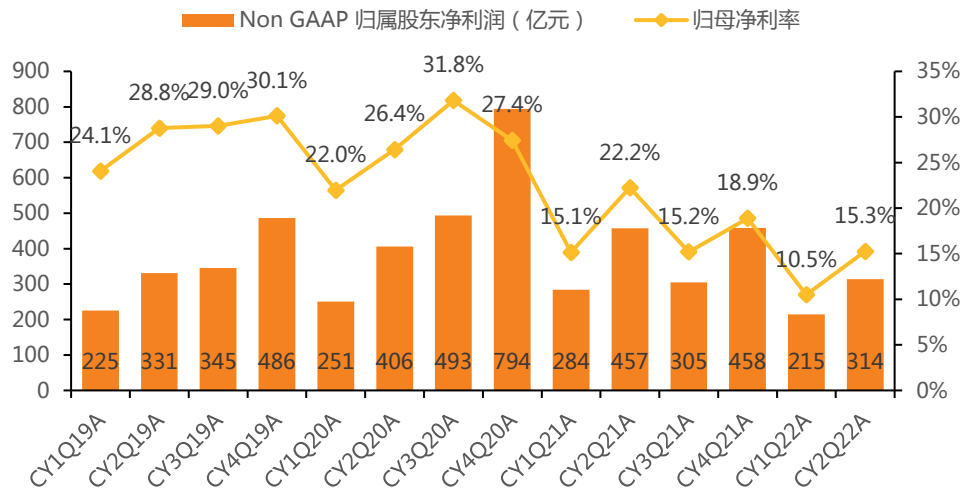
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：其他类别指未分摊至各分部分公司行政费用及其他杂项费用。

1.5. 经调整归属股东净利润 (Non-GAAP)

本季度经调整归属股东净利润为 313.55 亿元，同比下降 31.5%，环比增加 46.1%，高于彭博一致预期 8.0%；经调整归属股东净利率为 15.3%，比去年同期下滑 7.0 个百分点，比上一季度上升 4.7 个百分点。

图 6：阿里巴巴经调整归属股东净利润及净利率 (CY1Q19A-CY2Q22A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.6. 现金、现金等价物及短期投资余额

截至 22 年 6 月 30 日为 4531.93 亿元，环比增加 1.52%；主要由于经营活动产生的自由现金流 221.73 亿元，银行借款所得款净额 39.78 亿元，部分被股份回购的现金支出 238.80 亿元所抵消。

1.7. 股票回购

截止 2022 年 6 月 30 日，公司以约 35 亿美元回购约 38.6 百万股美国存托股（相当于约 308.7 百万股普通股）。截止 2022 年 6 月 30 日，公司流通的普通股约为 212 亿股（相当于约 26 亿股美国存托股）。截至 2022 年 6 月 30 日，公司股份回购计划仍有 120 亿美元未使用的额度。

图 7：阿里实际业绩与一致预期对比

人民币 百万	FY4Q21A	FY1Q22A	FY2Q22A	FY3Q22A	FY4Q22A	FY1Q23A	FY1Q23	
							一致预期 8月4日	实际 vs. 一致预期
总收入	187,395	205,740	200,690	242,580	204,052	205,555	203,972	0.8%
YoY % Change	63.9%	33.8%	29.4%	9.7%	8.9%	-0.1%	-0.9%	
QoQ % Change	-15.2%	9.8%	-2.5%	20.9%	-15.9%	0.7%		
毛利	61,941	81,643	70,940	95,922	65,107	75,898	71,849	5.6%
YoY % Change	48.1%	17.9%	9.0%	-3.9%	5.1%	-7.0%	-12.0%	
QoQ % Change	-37.9%	31.8%	-13.1%	35.2%	-32.1%	16.6%		
毛利率	33.1%	39.7%	35.3%	39.5%	31.9%	36.9%	35.4%	1.5pct
经营利润	-7,663	30,847	15,006	7,068	16,717	24,943	19,318	29.1%
YoY % Change	-207.5%	-11.1%	10.1%	-85.6%	318.2%	-19.1%	-37.4%	
QoQ % Change	-115.6%	502.5%	-51.4%	-52.9%	136.5%	49.2%		
经营利润率	-4.1%	15.0%	7.5%	2.9%	8.2%	12.1%	8.3%	3.9pct
经调整后净利润 (Non GAAP)	26,216	43,441	28,524	44,624	19,799	30,252	28,349	6.7%
YoY % Change	17.6%	10.0%	-39.4%	-24.6%	-24.5%	-30.4%	-34.7%	
QoQ % Change	-55.7%	65.7%	-34.3%	56.4%	-55.6%	52.8%		
经调整后净利率	14.0%	21.1%	14.2%	18.4%	9.7%	14.7%	13.9%	0.8pct

资料来源：公司公告，Bloomberg，天风证券研究所

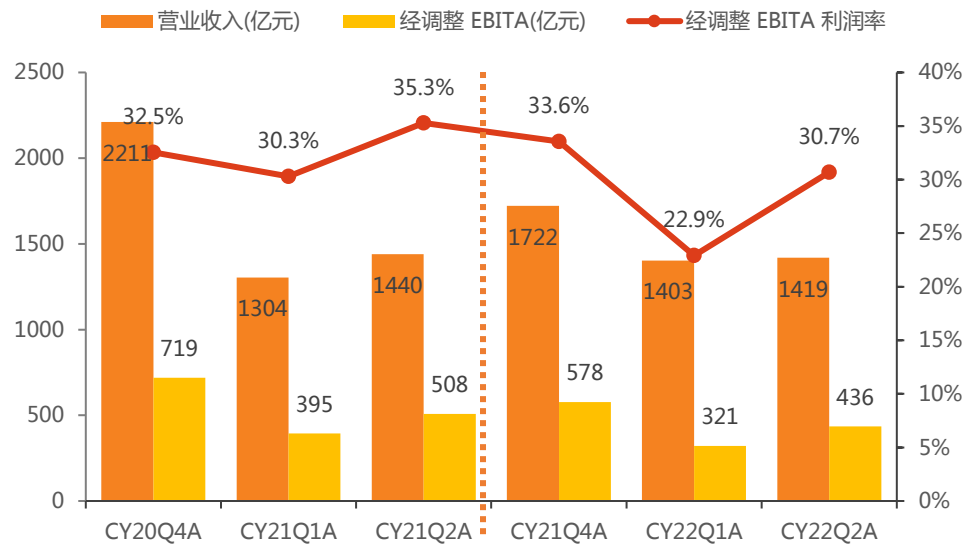
2. 分业务情况

2.1. 中国商业业务

该分部主要包括零售业务如淘宝、天猫、淘特、淘菜菜、天猫超市、天猫国际、盒马、阿里健康和高鑫零售，以及包括 1688.com 在内的批发业务。

中国商业整体业务本季度收入为 1419.35 亿元，同比下滑 1%；经调整 EBITA 为 435.74 亿元，同比下降 14%，经调整 EBITA 利润率为 30.7%，同比下滑 4.6pct。

图 8：中国商业营业收入、经调整 EBITA 及经调整 EBITA 利润率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

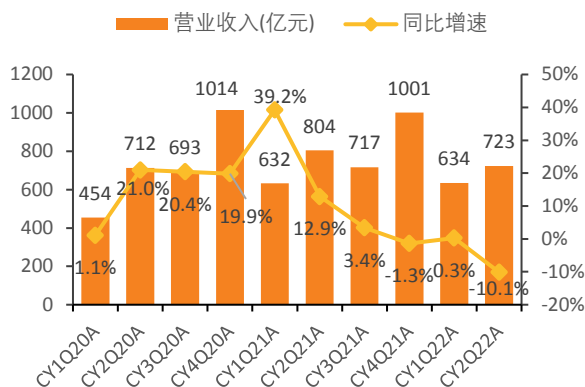
2.1.1. 中国零售商业

中国零售商业分为客户管理、直营及其他两项，其中，直营及其他主要来自直营业务（主要包括高鑫零售、天猫超市、盒马）

本季度中国零售商业收入为 1369.77 亿元，同比下降 2%，占总收入的 67%；其中：

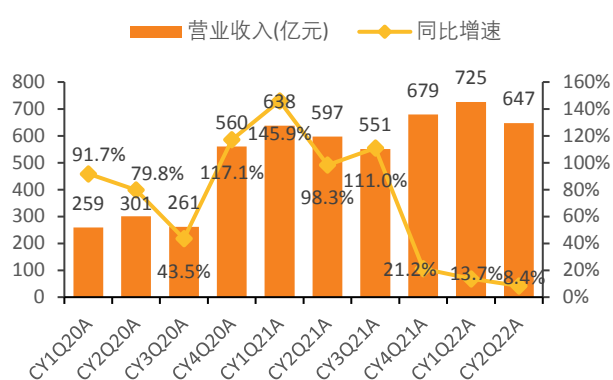
- 1) 客户管理 (CMR)：收入为 722.63 亿元，同比下降 10%，主要由于新冠肺炎疫情反复，4-5 月大多时候供应链和物流中断，引致淘宝和天猫的线上实物商品 GMV（剔除未支付订单）同比录得中单位数下降和取消订单有所增加。
- 2) 直营及其他：收入为 647.14 亿元，较去年同期增长 8%，增长主要来自盒马及阿里健康的直营业务收入。

图 9：客户管理收入及同比增速（CY1Q20A-CY2Q22A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：直营及其他收入及同比增速（CY1Q20A-CY2Q22A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.2. 中国批发商业

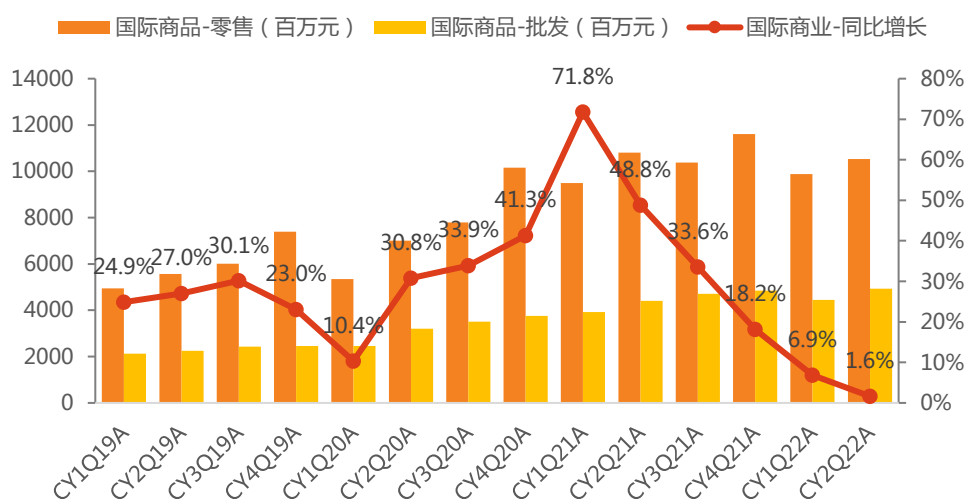
本季度收入为 49.58 亿元，同比增长 26%，占总收入的 2%；增长主要来自新免税批发业务和提供予付费会员的增值服务收入的上升。

2.2. 国际商业

国际商业主要包括国际零售与批发业务，如 Lazada、速卖通、Trendyol、Daraz 及 Alibaba.com。

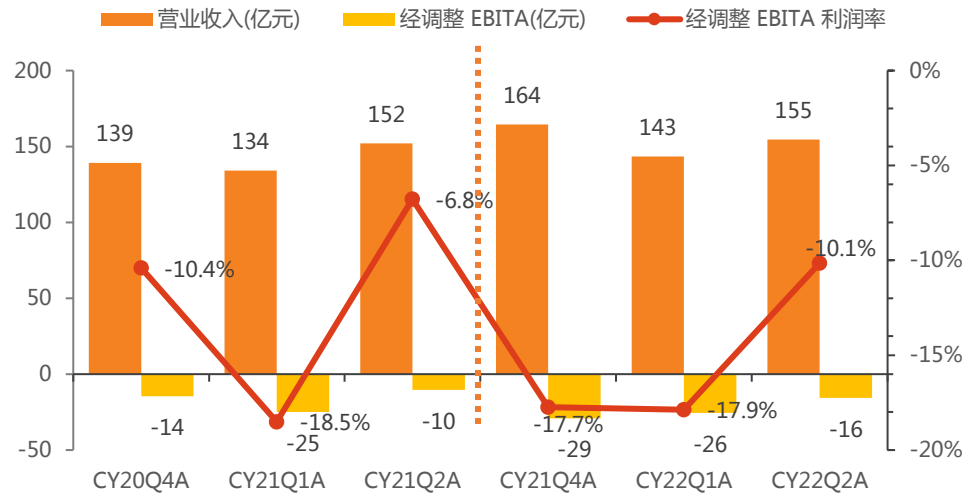
本季度国际商业收入为 154.51 亿元，同比增长 2%，环比增长 8%，占总收入的 7%。经调整 EBITA 为 -15.67 亿元，同比下降 52%，经调整 EBITA 利润率为 -10%。

图 11：阿里巴巴国际商业收入构成（CY1Q19A-CY2Q22A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：国际商业营业收入、经调整 EBITA 及经调整 EBITA 利润率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2.1. 国际零售商业

本季度收入为 105.24 亿元，同比下降 3%，占总收入的 5%；该下降主要由于欧盟增值税税规修改、欧元对美元贬值，以及俄罗斯和乌克兰冲突导致供应链和物流中断的持续影响，令速卖通订单量减少，部分被 Lazada 的 GMV 增长和积极增加变现的举措从而提高变现率，促使其收入贡献增加所抵消。

2.2.2. 国际批发商业

本季度收入为 49.27 亿元，同比增长 12%，占总收入的 2%；增长主要来自与跨境业务相关的增值服务收入的增长。

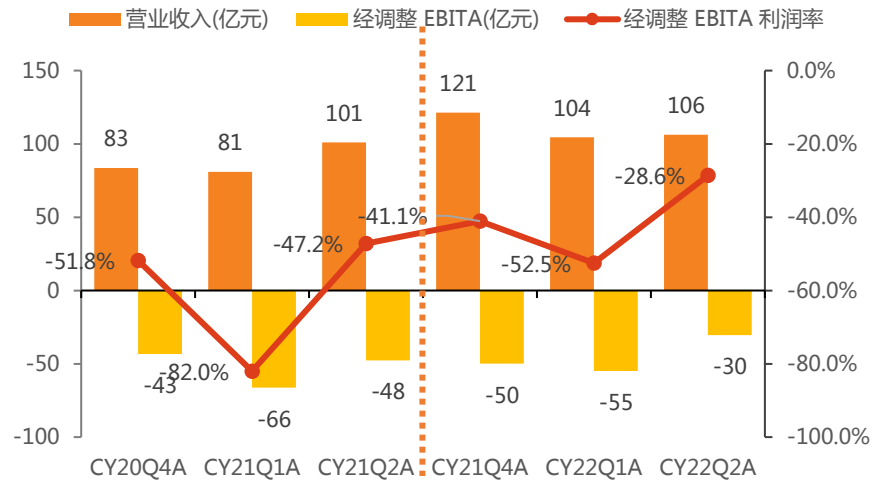
2.3. 本地生活服务

本地生活业务为阿里战略性投资业务之一，包括基于位置服务，如饿了么、高德（此前属于创新业务及其他）、飞猪、淘鲜达。

本季度收入为 106.32 亿元，同比增长 5%，占总收入的 5%；主要由于被视作收入冲减项的补贴效率的提升所致。

本季度经调整 EBITA 为 -30.44 亿元，同比提升 36%，经调整 EBITA 利润率为 -29%。主要由于饿了么的单位经济效益有所增长，促使“到家”业务的亏损继续收窄。饿了么的单位经济效益在 6 月份季度为正数，主要由于平均订单金额同比提升，以及持续专注优化用户获取的投入及降低每单派送成本所致。

图 13：本地生活营业收入、经调整 EBITA 及经调整 EBITA 利润率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

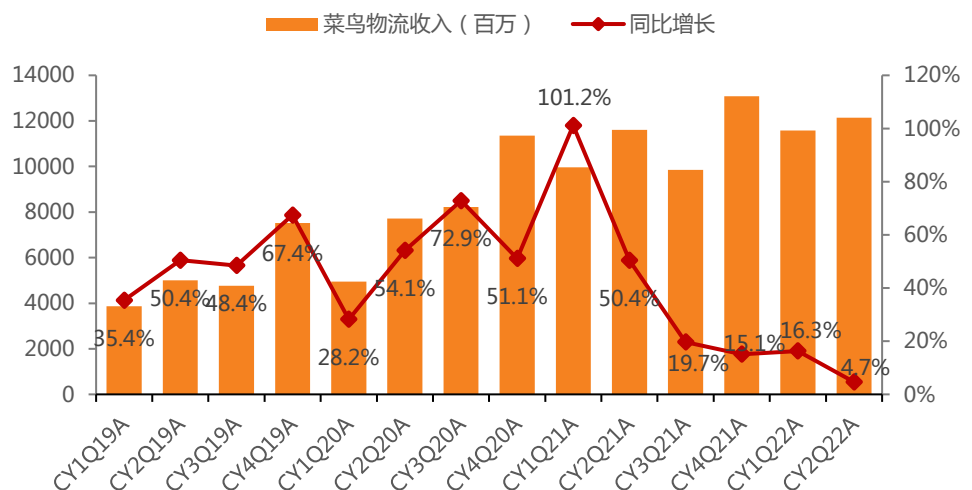
2.4. 菜鸟

菜鸟业务包括国内及国际一站式物流服务及供应链管理解决方案。

本季度收入为 121.42 亿元，同比增长 5%，占总收入的 6%；主要原因是为提升消费者体验而进行升级的消费者物流服务的收入增加，部分被速卖通的国际订单量减少所抵消。在抵消跨分部交易的影响前菜鸟总收入（当中包括服务其他阿里巴巴业务的跨分部交易收入）合计为 172.92 亿元，相较于 2021 年同期的 161.98 亿元增长 7%。该增长反映公司的中国零售商业业务（如天猫，淘宝和淘特）提供的物流履约解决方案和增值服务的增长。

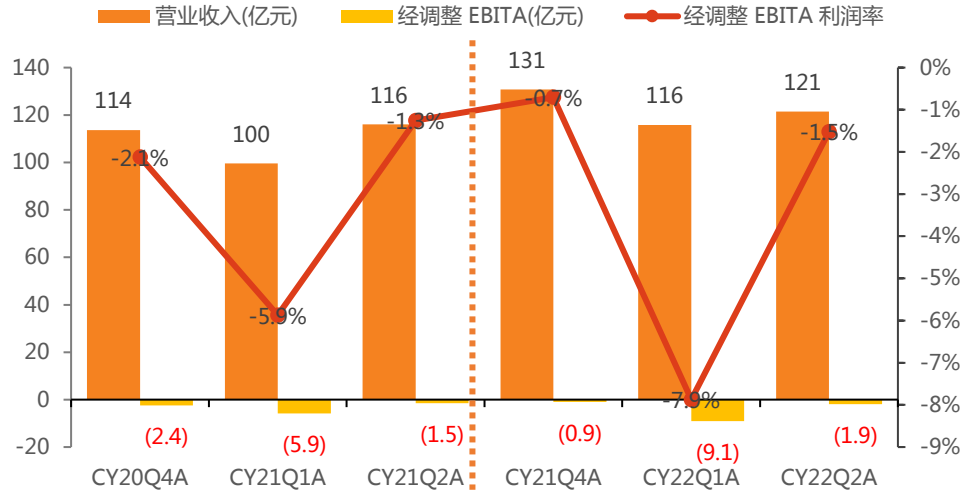
菜鸟业务本季度经调整 EBITA 为 -1.85 亿元，同比降低 27%，经调整 EBITA 利润率为 -2%。同比亏损增加主要由于公司增加对全球智能骨干网络的投入，以及速卖通履约的利润下降。

图 14：阿里巴巴菜鸟收入及同比增长（CY1Q20A-CY2Q22A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15: 阿里巴巴菜鸟收入、经调整 EBITA 及 EBITA 利润率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

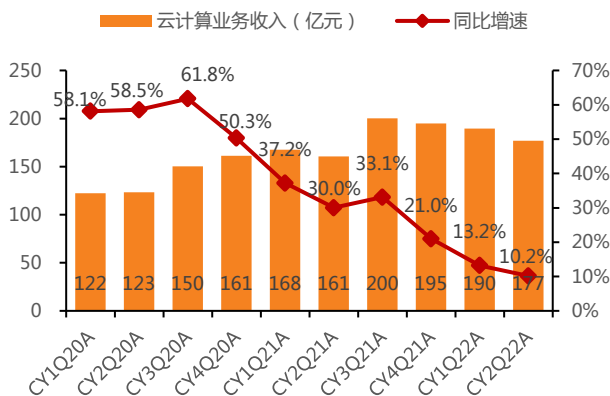
2.5. 云计算

云业务由阿里云及钉钉组成。

本季度收入为 176.85 亿元, 同比增 10%, 占总收入的 9%; 云业务分部收入同比增长反映整体非互联网行业的增长复苏, 主要由金融服务、公共服务, 以及电讯行业所驱动; 部分被来自一个头部互联网客户因非产品相关要求, 已逐渐停止于其国际业务使用公司的海外云服务, 以及在线教育客户的收入减少, 以及中国互联网行业其他客户需求减少所抵消。在抵消跨分部交易的影响前, 云业务总收入(当中包括服务其他阿里巴巴业务的跨分部交易收入) 合计为 239.38 亿元, 相较 2021 年同期的 221.86 亿元增长 8%。

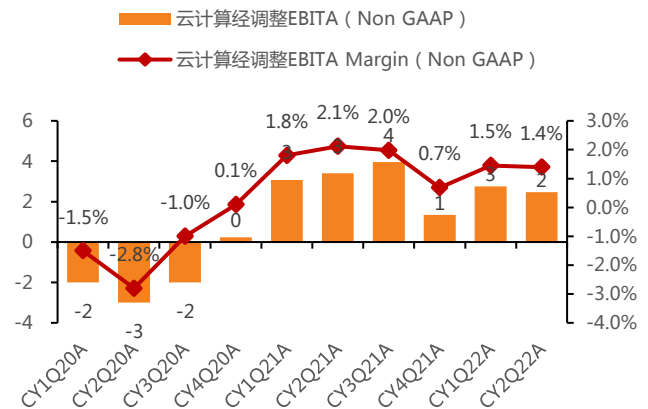
本季度经调整 EBITA 为 2.47 亿元, 同比下滑 27%, 经调整 EBITA 利润率为 1%。该同比下降主要由于公司加大对技术的投入以及自 2022 年 3 月新冠肺炎疫情反复, 更广泛采用混合办公模式, 促使企业、学校及机构更多使用钉钉的产品及服务, 导致主机托管费和带宽费增加。

图 16: 云计算业务收入及同比增速 (CY1Q20A-CY2Q22A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 17: 云计算业务经调整 EBITA 及 EBITA 利润率



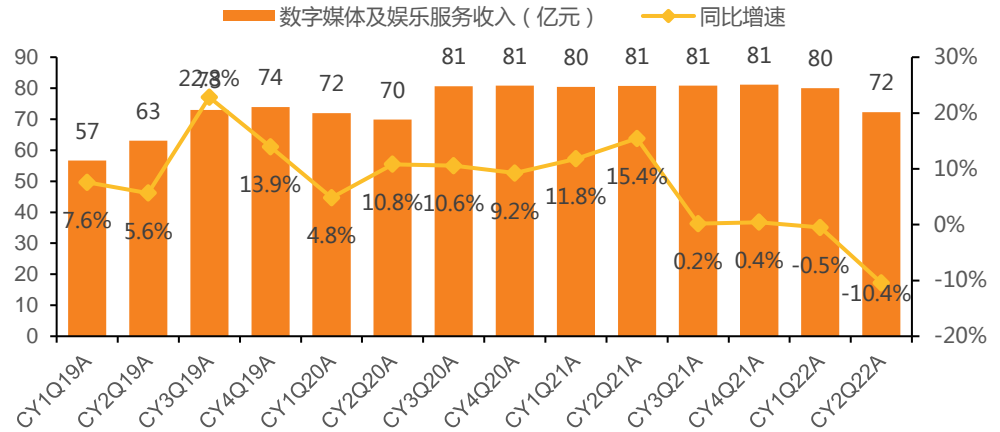
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.6. 数字媒体及娱乐

数字媒体及娱乐业务包括优酷、阿里影业，以及其他内容平台和线上游戏业务。

本季度收入为 72.31 亿元，同比下降 10%，占总收入的 4%。

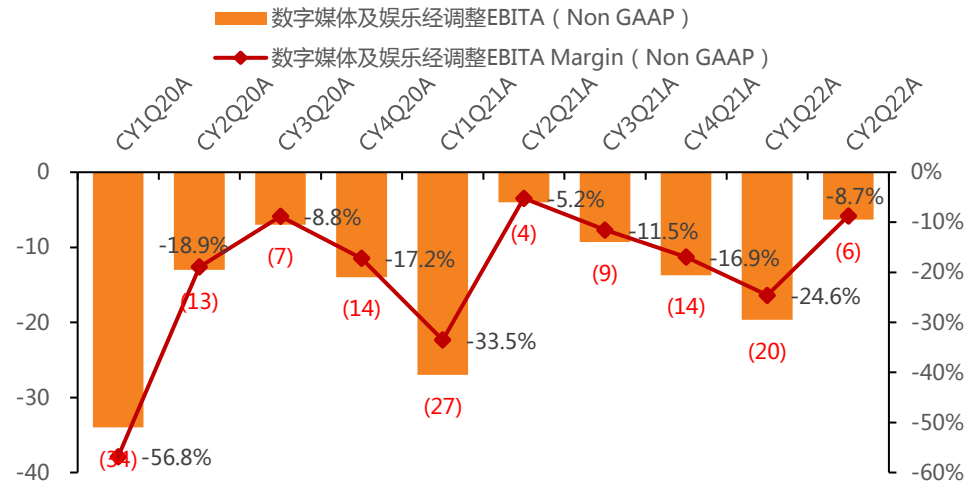
图 18：阿里巴巴数字媒体与娱乐服务收入及同比增速（CY1Q19A-CY2Q22A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

本季度经调整 EBITA 为 -6.3 亿元，2021 年同期为 -4.19 亿元。优酷亏损同比收窄，但被其他娱乐业务由于新冠肺炎所带来的影响而增加亏损所抵消。

图 19：阿里巴巴数字媒体与娱乐服务经调整 EBITA 及 EBITA 利润率（CY1Q20A-CY2Q22A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.7. 创新业务

创新业务包括天猫精灵及达摩院等业务。本季度收入为 4.79 亿元，同比下降 30%。

图 20：阿里巴巴盈利预测及估值（百万元）

	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E		FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
资产						净收入 (百万元)	717,639	853,062	933,788	1,070,071	1,195,943
非流动资产						同比增速	40.8%	18.9%	9.5%	14.6%	11.8%
物业、厂房及设备	147,412	171,806	117,581	125,959	138,375	毛利润 (百万元)	296,434	313,612	328,753	363,298	399,717
无形资产	70,833	59,231	46,737	41,748	38,420	同比增速	30.4%	5.8%	4.8%	10.5%	10.0%
投资性金融资产	437,410	443,253	461,253	479,253	497,253	毛利率	41.3%	36.8%	35.2%	34.0%	33.4%
商誉	292,771	269,581	269,581	269,581	269,581	营业利润 (百万元)	90,028	69,638	90,268	111,948	137,861
其他非流动资产	98,432	113,147	75,721	86,772	96,979	同比增速	-2.1%	-22.6%	29.6%	24.0%	23.1%
非流动资产总值	1,046,858	1,057,018	970,873	1,003,313	1,040,608	营业利润率	12.5%	8.2%	9.7%	10.5%	11.5%
流动资产						归属股东净利润 (百万元)	150,308	61,959	115,974	129,323	143,218
短期投资	152,376	256,514	258,014	259,514	261,014	同比增速	0.7%	-58.8%	87.2%	11.5%	10.7%
现金及现金等价物	356,469	189,898	295,226	445,112	575,918	净利率	21.0%	7.3%	12.4%	12.1%	12.0%
其他流动资产	134,515	192,123	240,821	249,961	257,645	Non-GAAP归属股东净利润 (百万元)	178,954	143,515	135,260	155,911	180,513
流动资产总值	643,360	638,535	794,061	954,586	1,094,577	同比增速	26.6%	-19.8%	-5.8%	15.3%	15.8%
资产总值	1,690,218	1,695,553	1,764,934	1,957,899	2,135,185	净利率	24.9%	16.8%	14.5%	14.6%	15.1%
负债及股东权益						现金流量表					
非流动负债						经营活动净现金流	231,786	125,810	165,646	216,093	254,796
非流动负债总值	229,226	229,576	224,064	232,777	240,822	投资活动净现金流	-224,194	-160,031	-75,858	-83,354	-90,277
流动负债						融资活动净现金流	30,082	-64,449	16,040	17,647	-33,213
客户存款/预付款	15,017	14,747	20,543	21,401	23,919	期初现金	345,982	356,469	227,353	333,181	483,567
其他流动负债	362,341	369,037	284,308	300,970	335,333	期末现金	356,469	227,353	333,181	483,567	614,873
流动负债总值	377,358	383,784	304,852	322,372	359,252	估值					
负债总值	606,584	613,360	528,916	555,149	600,074	P/E	9.3	11.6	12.4	10.7	9.3
股东权益	1,083,634	1,082,193	1,236,019	1,402,750	1,535,111	P/S	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4
负债及股东权益	1,690,218	1,695,553	1,764,934	1,957,899	2,135,185	P/B	1.5	1.5	1.4	1.2	1.1
						P/FCF	5.9	9.4	7.7	6.1	5.2
						P/GMV	0.22	0.20	0.19	0.18	0.18
						EV/EBITDA	19.4	25.6	19.4	16.3	14.3

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com