

电商淡季预计收入稳定增长，利润端仍受益于降本增效

——阿里巴巴 FY2Q24 业绩前瞻

核心观点

- **FY2Q24 预计收入稳定增长，利润端仍受益于降本增效。**本季度虽为电商淡季，但公司仍然受益于消费和服务需求的复苏，我们预计公司整体收入 2292 亿元（yoy+11%）维持稳定增长；利润方面，虽然部分业务仍在投入期，但公司整体仍然受益于降本增效，我们预计本季度实现经调整 EBITA 424 亿元。
- **淘天集团：电商进入季节性淡季，新商业化产品提升商家投入意愿，CMR 和 GMV 的增速差预计维持。**1) **行业大盘：**根据国家统计局披露，7/8 月社零同增 2.5%/4.6%，其中实物商品网上零售额同增 5.0%/6.1%，相比 2Q23 的同比增速（社零 10.7%/线上实物 14.0%）有所放缓，7-9 月份并非电商旺季。2) **GMV：**由于行业整体增速环比放缓，我们预计公司 GMV 同比增速放缓至 yoy 0%左右；3) **CMR：**淘天集团向商户提供了新的经营分析工具及营销产品，例如“万相台”，帮助商家提升广告投放的 ROI，促使商家广告投放意愿提升，我们预计在广告收入的驱动下，CMR 的收入增速仍有望超过 GMV 增速（TR 同比提升），预计 FY2Q24 的 CMR 同比增速约 3%。综合以上，我们预计淘天集团 FY2Q24 实现收入 995 亿元（yoy+6%），实现经调整 EBITA 456 亿元（利润率 46%）。
- **国际数字商业：零售业务预计维持强劲增长，亏损预计维持低水位。**我们预计 FY2Q24 国际零售业务有望延续 FY1Q24 的态势维持高增长，1) **速卖通：**Choice 通过在重点国家优化供应链和包裹集运，为用户提供性价比商品及优质服务，提升了用户留存率和购买频率；2) **Lazada：**上季度订单实现双位数增长，单位经济效益同比去年改善，预计盈利能力持续；3) **Trendyol：**订单强劲增长，上个季度实现经营业绩首次转正，另外土耳其汇率开始稳定，预计对收入的负面影响减小，公司近期加大对土耳其地区 Trendyol 业务的投入，预计相关收入有望维持快速增长。国际批发业务预计维持平稳态势。综上，我们预计公司国际数字商业 FY2Q24 实现收入 225 亿元（yoy+40%），维持可控的亏损率实现经调整 EBITA -5 亿元（利润率约-2%）。
- **本地生活：预计维持温和增长，夏季活动投入加大亏损预计环比增加。**本地生活服务有望继续受益于线下经济的复苏，此外，饿了么上个季度引入了苹果授权专营店，9 月份 iPhone 15 新机上市，饿了么平台同步开售，2 小时全站 iPhone 交易额超平日百倍，预计对平台的收入增长产生一定拉动作用。本季度，饿了么推出多项活动，例如为期 72 天的饿了么夏季猜答案免单活动（150 万商家参与、4000 万人次参与），以及针对宠物垂类商家推出“百万扶持”计划等，预计本季度的投入力度环比有所增加。综上，我们预计本地生活业务 FY2Q24 实现收入 159 亿元（yoy+19%），亏损金额环比有所增加，实现经调整 EBITA -26 亿元（利润率-16%）。
- **云智能：收入预计维持稳定增长，在 AI 社区、大语言模型研发方面取得进展。**阿里云智能集团在 AI 方面取得进展：1) **AI 社区：**开源平台魔搭（ModelScope）提供大量机器学习和深度学习模型、工具，截至 23/07 已托管超 1,000 个 AI 模型，累计模型下载量超 4,500 万；2) **大模型研发：**4 月份发布了“通义千问”之后（通义千问 9 月份通过备案正式向公众开放，并开源了 140 亿参数模型 Qwen-14B），又于 7 月份推出文生图模型“通义万相”。FY1Q24 公司的收入主要由金融服务、教育、电力和汽车等行业驱动，我们预计 FY2Q24 云智能业务仍延续稳定的增长和盈利水平，实现收入 280 亿元（yoy+4%），实现经调整 EBITA 5 亿元（利润率 2%）。
- **管理层进行交接，确立用户为先、AI 驱动两大战略重心。**9 月集团完成管理职务交接，张勇卸任，蔡崇信接任集团董事会主席，吴泳铭出任集团 CEO，并兼任阿里云董事长与 CEO。阿里巴巴确立两大战略重心：用户为先、AI 驱动，阿里会在三类业务加大投入：1) 技术驱动的互联网平台业务，2) AI 驱动的科技业务，3) 全球化的商业网络。

投资评级

买入（维持）

股价（2023 年 10 月 13 日）	82.6 港元
目标价格	116.30 港元
52 周最高价/最低价	118.5/60.25 港元
总股本/流通 H 股（万股）	2,037,424/2,037,424
H 股市值（百万港币）	1,682,912
国家/地区	中国
行业	商业贸易
报告发布日期	2023 年 10 月 16 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.36	-3.45	-10.94	13.54
相对表现	-2.23	-2.36	-3	4.85
恒生指数	1.87	-1.09	-7.94	8.69



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
吴丛露	wuconglu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520020003 香港证监会牌照：BQJ931

相关报告

预计核心电商复苏表现优秀，多业务板块稳健高效增长：——阿里巴巴 FY1Q24 业绩前瞻	2023-07-11
业务集团独立上市时间表清晰，用户为核心保持投入蓄力长期：——阿里巴巴 FY4Q2023 业绩点评	2023-05-26
预计电商弱复苏，关注后续组织架构调整成效及 6 月季度恢复进程：——阿里巴巴 FY4Q23 业绩前瞻	2023-04-07

盈利预测与投资建议

- 公司业务受益国内电商复苏及海外经营环境改善，针对长期发展保持投入，各业板块经营独立性增强提升效率。调整公司 FY2024-2026 收入预测为 9584/10623/11404 亿元（原 FY24-25 预测为 9326/9790 亿元），归母净利润为 1322/1384/1538 亿元（原 FY24-25 预测为 992/962 亿元）。PE 估值计算公司市值 21740 亿元，对应每股价值 116.30 港元（人民币兑港币汇率 1.090），维持“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧、业务集团独立上市进展不及预期、行业监管趋严

公司主要财务信息

	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入(百万元)	853,062	868,687	958,370	1,062,316	1,140,367
同比增长(%)	18.93%	1.83%	10.32%	10.85%	7.35%
营业利润(百万元)	69,638	100,351	146,182	164,619	181,022
同比增长(%)	-22.35%	44.10%	45.67%	12.61%	9.96%
归属母公司净利润(百万元)	61,959	72,509	132,218	138,401	153,814
同比增长(%)	-58.78%	17.03%	82.35%	4.68%	11.14%
每股收益（元）	2.84	3.43	6.42	6.72	7.46
毛利率(%)	36.76%	36.72%	37.17%	36.53%	36.53%
净利率(%)	7.26%	8.35%	13.80%	13.03%	13.49%
净资产收益率(%)	5.78%	6.51%	10.48%	9.73%	9.61%
市盈率（倍）	24.9	21.3	11.7	11.2	10.0
市净率（倍）	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

盈利预测与投资建议

盈利预测

考虑公司组织架构调整及经营层面战略调整及宏观消费的逐步恢复，再加上公司各业务均在逐步减亏或者提升盈利能力，我们调整公司 FY2024-2026 收入预测为 9584/10623/11404 亿元（原 FY24-25 预测为 9326/9790 亿元），归母净利润为 1322/1384/ 1538 亿元（原 FY24-25 预测为 992/962 亿元）。

表 1：盈利预测调整表

人民币百万元	调整前（23/07）		调整后	
	FY2024E	FY2025E	FY2024E	FY2025E
核心假设				
GMV 增速	4.59%	3.14%	5.03%	3.60%
变动幅度			0.43%	0.46%
销售费用率	12.40%	11.50%	11.91%	11.64%
变动幅度			-0.49%	0.14%
投资及利息	15,340	-3,811	4,800	-3,811
变动幅度			-68.71%	0.00%
投资收益	-8,144	-8,225	3,000	1,500
变动幅度			136.84%	118.24%
分部盈利预测（新口径）				
淘天集团				
收入			451,335	482,729
变动幅度				
经调整 EBITA 利润率			43.90%	43.43%
变动幅度				
阿里国际数字商业				
收入			92,953	112,033
变动幅度				
经调整 EBITA 利润率			-2.53%	-1.99%
变动幅度				
本地生活				
收入			61,115	70,617
变动幅度				
经调整 EBITA 利润率			-14.88%	-11.19%
变动幅度				
菜鸟				
收入			95,530	115,628
变动幅度				
经调整 EBITA 利润率			2.48%	3.12%
变动幅度				
云智能				
收入			107,171	123,792
变动幅度				

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

经调整 EBITA 利润率	1.82%	3.09%
变动幅度		
大文娱		
收入	23,182	26,509
变动幅度		
经调整 EBITA 利润率	-4.85%	-2.68%
变动幅度		
其他所有		
收入	186,919	197,966
变动幅度		
经调整 EBITA 利润率	-0.60%	3.52%
变动幅度		

人民币百万元	调整前 (23/07)		调整后	
	FY2024E	FY2025E	FY2024E	FY2025E
营业收入	932,553	978,978	958,370	1,062,316
变动幅度			2.77%	8.51%
营业利润	116,771	130,030	146,182	164,619
变动幅度			25.19%	26.60%
归属母公司净利润	99,171	96,174	132,218	138,401
变动幅度			33.32%	43.91%
每股收益 (元)	4.68	4.54	6.42	6.72
变动幅度			37.03%	47.90%
毛利率(%)	36.30%	36.20%	37.17%	36.53%
变动幅度			0.87%	0.33%
净利率(%)	10.63%	9.82%	13.80%	13.03%
变动幅度			3.16%	3.20%

数据来源：东方证券研究所

表 2：阿里巴巴季度盈利预测

百万元	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	FY24E	FY25E
核心经营数据						
合计收入	234,156	229,176	271,618	223,420	958,370	1,062,316
yoy	13.91%	10.62%	9.63%	7.31%	10.32%	10.85%
合计经调整 EBITA	45,371	42,398	56,496	35,581	179,846	203,566
yoy	31.82%	17.24%	8.55%	40.75%	21.59%	13.19%
利润率	19.38%	18.50%	20.80%	15.93%	18.77%	19.16%
合计经调整净利润	44,922	38,182	49,932	34,197	167,233	167,206
yoy	48.49%	12.90%	0.00%	24.92%	18.29%	-0.02%
利润率	19.56%	18.74%	16.19%	27.51%	17.45%	15.74%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分部财务数据	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	FY24E	FY25E
淘天集团	114,953	99,507	139,070	97,805	451,335	482,729
yoy	12.13%	6.16%	9.45%	8.81%	9.23%	6.96%
收入占比	49.09%	43.42%	51.20%	43.78%	47.09%	45.44%
经调整 EBITA	49,319	45,629	62,000	41,211	198,158	209,654
yoy Δ	4,100	-6	2,755	2,170	9,018	11,496
yoy	9.07%	-0.01%	4.65%	5.56%	4.77%	5.80%
利润率	42.90%	45.85%	44.58%	42.14%	43.90%	43.43%
国际数字商业	22,123	22,505	25,113	23,212	92,953	112,033
yoy	40.72%	40.25%	26.68%	22.72%	31.84%	20.53%
收入占比	9.45%	9.82%	9.25%	10.39%	9.70%	10.55%
经调整 EBITA	-420	-509	-641	-784	-2,354	-2,227
yoy	69.57%	31.96%	0.58%	63.89%	52.38%	5.40%
利润率	-1.90%	-2.26%	-2.55%	-3.38%	-2.53%	-1.99%
本地生活	14,450	15,893	15,999	14,774	61,115	70,617
yoy	29.82%	18.77%	19.42%	19.72%	21.62%	15.55%
收入占比	6.17%	6.93%	5.89%	6.61%	6.38%	6.65%
经调整 EBITA	-1,982	-2,602	-2,307	-2,205	-9,096	-7,905
yoy	30.06%	21.82%	21.08%	45.73%	30.82%	13.09%
利润率	-13.72%	-16.37%	-14.42%	-14.93%	-14.88%	-11.19%
菜鸟	23,164	22,077	27,430	22,858	95,530	115,628
yoy	33.96%	20.76%	19.14%	20.85%	23.24%	21.04%
收入占比	9.89%	9.63%	10.10%	10.23%	9.97%	10.88%
经调整 EBITA	877	504	507	483	2,371	3,605
yoy	574.05%	303.35%	4323.99%	251.44%	706.44%	52.04%
利润率	3.79%	2.28%	1.85%	2.11%	2.48%	3.12%
云智能	25,123	28,037	28,006	26,004	107,171	123,792
yoy	4.13%	4.00%	4.00%	5.00%	4.27%	15.51%
收入占比	10.73%	12.23%	10.31%	11.64%	11.18%	11.65%
经调整 EBITA	387	501	521	546	1,955	3,826
yoy	105.85%	17.10%	42.26%	37.83%	41.85%	95.74%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	利润率	1.54%	1.79%	1.86%	2.10%	1.82%	3.09%
大文娱		5,381	6,015	5,667	6,119	23,182	26,509
	yoy	35.68%	15.05%	33.01%	22.64%	25.69%	14.36%
	收入占比	2.30%	2.62%	2.09%	2.74%	2.42%	2.50%
经调整 EBITA		63	-398	-322	-467	-1,124	-711
	yoy	106.95%	-10.06%	17.72%	58.65%	59.70%	36.77%
	利润率	1.17%	-6.62%	-5.68%	-7.63%	-4.85%	-2.68%
所有其他		45,541	46,908	46,088	48,382	186,919	197,966
	yoy	0.86%	-2.18%	-8.04%	-8.80%	-4.77%	5.91%
	收入占比	19.45%	20.47%	16.97%	21.65%	19.50%	18.64%
经调整 EBITA		-1,204	223	-325	186	-1,120	6,970
	yoy	47.08%	109.56%	59.15%	114.74%	83.20%	722.54%
	利润率	-3%	0%	-1%	0%	-1%	4%
未分配经调整 EBITA		-1,669	-950	-2,937	-3,389	-8,945	-9,646

数据来源：东方证券研究所

投资建议

采用 PE 估值，参考可比公司给予公司 2024 财年 13xPE，计算公司市值 21,740.34 亿元，对应每股价值 116.30 港元，维持“买入”评级。

表 3：公司估值表

2023/10/13	估值方式	估值倍数	FY24E 经调整 净利润 (mn)	市值 (mn)
阿里巴巴集团	P/E	13	167,233	2,174,034
股份数 (百万)				20,374
每股价值 (CNY/股)				106.71
汇率 (港元/人民币)				1.090
每股价值 (HKD/股)				116.30

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 4：可比公司估值表

2023/10/13 公司	最新市值 (亿)	经调整净利润 (百万)					PE				
		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
京东 (CNY)	3,040	17,207	28,220	32,688	38,505	45,309	18	11	9	8	7
拼多多 (CNY)	10,194	13,830	39,530	50,094	82,675	119,673	74	26	20	12	9
唯品会 (CNY)	608	6,012	6,837	8,323	8,584	9,053	10	9	7	7	7
亚马逊 (USD)	13,653	21,564	25,831	32,029	41,906	56,805	63	53	43	33	24
eBay (USD)	227	2,661	2,312	2,232	2,266	2,371	9	10	10	10	10
调整后平均									13	10	8

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所，注：表内其他公司 2023E 对应阿里巴巴 FY2024E，以此类推

风险提示

● 行业竞争加剧

行业内拼多多、京东发展较快，对于用户的争夺或导致竞争加剧，或对公司的盈利造成影响

● 业务集团独立上市进展不及预期

公司已进行组织架构调整，未来将推动下属业务集团独立上市，若实际进展不及预期，或对业务板块经营造成影响

● 行业监管趋严

国家对于平台经济反垄断监管提高重视，公司已经受到一次巨额罚款，未来若监管进一步趋严，或影响公司业务的进一步增长

附录

表 5：阿里巴巴分季度业绩预测 (百万元)

	FY1Q24	FY2Q24E	FY3Q24E	FY4Q24E	FY2024E	FY2025E
综合财务数据						
营业收入	234,156	229,176	271,618	223,420	958,370	1,062,316
同比增长	13.91%	10.62%	9.63%	7.31%	10.32%	10.85%
营业利润	42,490	32,272	45,556	25,863	146,182	164,619
同比增长	70.35%	28.39%	30.05%	69.71%	45.67%	12.61%
经调整 EBITA	45,371	42,398	56,496	35,581	179,846	203,566
同比增长	31.82%	17.24%	8.55%	40.75%	21.59%	13.19%
经调整净利润	44,922	38,182	49,932	34,197	167,233	167,206
同比增长	48.49%	12.90%	0.00%	24.92%	18.29%	-0.02%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E		FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	
货币资金	193,086	345,433	497,430	673,768	873,601	营业收入	853,062	868,687	958,370	1,062,316	1,140,367
短期投资	326,492	326,592	326,692	326,792	326,892	营业成本	-539,450	-549,695	-602,164	-674,199	-723,734
限制现金	36,424	38,255	39,631	40,859	42,107	销售费用	-119,799	-103,496	-114,167	-123,604	-131,142
预付账款	137,072	151,223	167,625	179,941	193,409	管理费用	-31,922	-42,183	-38,542	-42,980	-44,998
其他	4,892	4,992	5,092	5,192	5,292	研发费用	-55,465	-56,744	-44,430	-45,027	-46,755
流动资产合计	697,966	866,494	1,036,470	1,226,552	1,441,301	资产减值损失	-25,141	-2,714	-2,031	0	0
长期股权投资	207,380	207,380	207,380	207,380	207,380	无形资产摊销	-11,647	-13,504	-10,854	-11,886	-12,716
固定资产	176,031	194,204	215,268	231,084	248,381	营业利润	69,638	100,351	146,182	164,619	181,022
商誉	268,091	268,091	268,091	268,091	268,091	投资及利息	-15,702	-11,071	4,800	-3,811	153
无形资产	46,913	51,756	56,303	59,299	62,512	财务支出	-4,909	-5,918	-6,324	-6,357	-6,387
其他	356,663	369,116	383,389	394,355	406,255	其他收入	10,523	5,823	6,114	6,420	6,741
非流动资产合计	1,055,078	1,090,547	1,130,431	1,160,210	1,192,618	利润总额	59,550	89,185	150,772	160,871	181,528
资产总计	1,753,044	1,957,041	2,166,901	2,386,762	2,633,919	所得税	-26,815	-15,549	-25,726	-28,957	-34,490
短期借款	7,466	8,237	9,130	9,801	10,535	投资收益	14,344	-8,063	3,000	1,500	1,575
商家存款	13,297	13,965	14,468	14,916	15,372	净利润	47,079	65,573	128,046	133,414	148,613
其他	364,588	400,915	440,907	472,991	507,024	归属母公司净利润	61,959	72,509	132,218	138,401	153,814
流动负债合计	385,351	423,117	464,505	497,708	532,931	少数股东损益	-15,170	-7,210	-4,172	-4,987	-5,201
长期借款	52,023	52,023	52,023	52,023	52,023	调整后净利润	136,388	141,379	167,233	167,206	179,370
应付债券	97,065	97,065	97,065	97,065	97,065	每股收益 (元)	2.84	3.43	6.42	6.72	7.46
其他	95,684	113,091	121,087	130,053	141,380						
非流动负债合计	244,772	262,179	270,175	279,141	290,468						
负债合计	630,123	685,296	734,680	776,849	823,398						
夹层股本	9,858	9,858	9,858	9,858	9,858						
股本	1	1	1	1	1						
资本公积	416,880	437,659	464,720	493,799	525,055						
留存收益	599,028	731,246	869,647	1,023,461	1,198,741						
其他	97,154	92,982	87,995	82,793	76,866						
股东权益合计	1,113,063	1,261,888	1,422,363	1,600,055	1,800,663						
负债、夹层股本和股东权益	1,753,044	1,957,041	2,166,901	2,386,762	2,633,919						

现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元						FY2022A					
FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E		FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	
净利润	47,079	65,573	128,046	133,414	148,613	成长能力					
折旧摊销	27,808	27,799	28,134	31,052	33,717	营业收入	18.9%	1.8%	10.3%	10.8%	7.3%
财务费用	-4,909	-5,918	-6,324	-6,357	-6,387	营业利润	-22.3%	44.1%	45.7%	12.6%	10.0%
SBC	23,971	30,831	20,779	27,061	29,079	调整后 EBITA	-23.5%	13.4%	31.4%	9.5%	8.7%
营运资金变动	-18,150	13,482	22,372	16,407	16,506	净利润	-58.8%	17.0%	82.3%	4.7%	11.1%
其他	66,960	67,985	23,605	20,652	21,813	获利能力					
经营活动现金流	142,759	199,752	216,611	222,229	243,341	毛利率	36.8%	36.7%	37.2%	36.5%	36.5%
资本支出	-53,324	-34,352	-62,004	-68,549	-65,246	调整后 EBITA 利润率	15.3%	17.0%	20.3%	20.0%	20.3%
长期投资	-37,836	-1,200	-1,100	-1,100	-1,100	净利率	7.3%	8.3%	13.8%	13.0%	13.5%
其他	-107,432	-99,954	-100	-100	-100	ROE	5.8%	6.5%	10.5%	9.7%	9.6%
投资活动现金流	-198,592	-135,506	-63,204	-69,749	-66,446	偿债能力					
债权融资	-7,286	11,342	771	893	671	资产负债率	36.2%	35.9%	35.0%	33.9%	32.5%
股权融资	-57,163	-76,961	0	0	0	流动比率	1.66	1.81	2.05	2.23	2.46
其他	0	0	0	0	0	速动比率	1.66	1.81	2.05	2.23	2.46
筹资活动现金流	-64,449	-65,619	771	893	671	运营能力					
汇率变动影响	-8,834	3,530	0	0	0	存货周转率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
现金净增加额	-129,116	2,157	154,178	153,374	177,566	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

每股指标 (元)						估值比率					
FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E		FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	
每股收益	2.8	3.4	6.4	6.7	7.5	市盈率	24.9	21.3	11.7	11.2	10.0
每股经营现金流	6.6	9.5	10.6	10.8	11.9	市销率	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4
每股销售收入	39.5	41.4	46.8	51.8	55.6	EV/EBITDA	9.4	8.4	6.4	5.8	5.4
						EV/EBITA	11.4	10.0	7.6	7.0	6.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。