

淘天 GMV 延续改善态势，关注其他业务减亏趋势

——阿里巴巴 FY1Q2025 业绩点评

核心观点

- **公司发布 FY1Q25 业绩：** FY1Q2025，公司实现营业收入 2432 亿元（+3.9%）；经调整净利润 407 亿元（-9.4%）。
- **我们认为：**阿里重心重回关注 GMV 增长+市场份额，更重视用户+服务，后续也可看到持续的良性增长，后续 GMV 和效率提升将是重要关注点；整体公司盈利能力&分红回购等回报都在持续提升，香港双重主要上市也可以增加流动性。**具体看：**
- **淘天集团：** GMV 高单位数增长，后续关注货币化率边际好转。FY1Q2025，淘天集团实现收入 1134 亿元（-1%），经调整 EBITA 488 亿元（yoy=-1.0%，利润率 43.1%，+0.2pct）。**1) GMV 和订单：** GMV 同比高单位数增长，订单量同比双位数增长。**2) CMR：** 本季度公司实现 CMR 收入 801 亿元（+0.6%），TR 有所下降，主要由于变现率较低的新模式产生的 GMV 占比增加所致。**3) 会员：** 88VIP 会员同比双位数增长，超过 4200 万。**4) 展望：** 我们认为，FY25 全年 GMV 有望稳健增长，看好淘天市占率将逐渐稳定，后续关注新广告工具“全站推广”带来货币化率的提升，GMV 和 CMR 增速之差有望收窄。
- **云智能集团：** 盈利能力持续提升，AI 相关收入高速增长。FY1Q2025，云智能集团实现收入 265 亿元（+6%），经调整 EBITA 23 亿元（yoy=504%，利润率 8.8%，+7.3pct）。**1) 核心公共云业务：** 收入双位数同比增长。**2) AI 相关收入：** 持续取得三位数同比增长，使用阿里云 AI 平台的付费用户数量同比增长超 200%。**3) 展望：** 我们认为随着云业务逐步调整完成，FY25H2 收入有望恢复双位数增长。
- **国际商业：** 收入端保持快速增长。FY1Q2025，阿里国际数字商业实现收入 293 亿元（yoy+32%），经调整 EBITA -37 亿元（利润率-12.7%，yoy-10.8pct），收入增长受跨境业务强劲增长带动，尤其是速卖通 Choice。**1) 国际零售业务实现收入 237 亿元（+38%），分平台看：****a) 速卖通：** Choice 继续实现强劲的订单增长，变现率和 UE 均有所提升。本季度速卖通扩大供应商范围至本地商家，丰富商品供应以更好满足本地消费者需求，与巴西领先零售商 Magalu 达成合作。**b) Trendyol：** 加大对欧洲和海湾地区特定市场的投入。**c) Lazada：** 继续专注于提升运营效率，7 月实现单月正向 EBITDA。**2) 国际批发业务实现收入 56 亿元（+12%）。**
- **菜鸟：** 跨境物流履约服务带动收入增长。FY1Q2025 菜鸟实现收入 268 亿元（yoy+16%），经调整 EBITA 6 亿元。菜鸟将继续发展高度数字化的全球物流网络，加强与跨境电商业务的协同效应。
- **本地生活：** 运营效率改善和业务规模提升，带动亏损大幅收窄。FY1Q2025 本地生活实现收入 162 亿元（yoy+12%），经调整 EBITA -4 亿元。本季度，收入受饿了么和高德订单增长及市场营销服务带动，此外，受惠于运营效率改善和业务规模提升，本地生活集团亏损同比大幅收窄。
- **大文娱：** 票务平台带动收入增长。FY1Q2025 大文娱实现收入 56 亿元（yoy+4%），经调整 EBITA -1 亿元。本季度收入增长受演出赛事线上票务平台的 GMV 及收入增长带动。
- **持续推进回购，关注 8 月香港双重主要上市。****1) 回购：** FY1Q25 公司回购 58 亿美元。**2) 香港双重主要上市：** 预计 8 月底完成转换。

盈利预测与投资建议

- 我们调整公司 FY2025-2027 收入预测为 10165 /10933/11882 亿元（原 FY25-27 预测为 10338 /11285/12268 亿元），经调整净利润为 1527/1731/1966 亿元（原 FY25-27 预测为 1523/1738/1975 亿元）。PE 估值计算公司市值 16798 亿元，对应每股价值 94.87 港元（人民币兑港币汇率 1.09），维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、行业监管趋严

投资评级

买入（维持）

股价（2024 年 08 月 23 日）	82.65 港元
目标价格	94.87 港元
52 周最高价/最低价	90.76/63.23 港元
总股本/流通 H 股（万股）	1,934,549/1,934,549
H 股市值（百万港币）	1,598,904
国家/地区	中国
行业	商业贸易
报告发布日期	2024 年 08 月 26 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.18	11.54	7.36	-1.94
相对表现%	2.14	10.72	14.02	-0.63
恒生指数%	1.04	0.82	-6.66	-1.31



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
李雨琪	021-63325888-3023 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
杨妍	yangyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523030001

联系人

金沐阳	jinmuyang@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

相关报告

淘天投入见成效，关注香港双重主要上市：——阿里巴巴 FY4Q2024 业绩点评	2024-05-30
淘天 GMV 增速有望提速，投入加大或影响盈利：——阿里巴巴 FY4Q24 业绩前瞻	2024-05-10
业绩基本符合预期，加大回购彰显发展信心：——阿里巴巴 FY3Q2024 业绩点评	2024-03-12

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	868,687	941,168	1,016,506	1,093,269	1,188,249
同比增长(%)	1.83%	8.34%	8.00%	7.55%	8.69%
营业利润(百万元)	100,351	113,350	131,479	157,474	176,828
同比增长(%)	44.10%	12.95%	15.99%	19.77%	12.29%
归属母公司净利润(百万元)	72,509	79,741	103,320	127,664	148,419
同比增长(%)	17.03%	9.97%	29.57%	23.56%	16.26%
每股收益(元)	3.43	3.92	5.27	6.52	7.57
毛利率(%)	36.72%	37.70%	37.46%	37.46%	37.56%
净利率(%)	8.35%	8.47%	10.16%	11.68%	12.49%
净资产收益率(%)	6.51%	7.24%	8.45%	9.30%	9.61%
市盈率(倍)	19.9	18.1	14.0	11.3	9.7
市净率(倍)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2

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

根据公司最新财报，我们调整公司盈利预测（主要调整了分业务收入、利润率等），预计 FY2025-2027 收入预测为 10165/10933/11882 亿元（原 FY25-27 预测为 10338/11285/12268 亿元），经调整净利润为 1527/1731/1966 亿元（原 FY25-27 预测为 1523/1738/1975 亿元）。PE 估值计算公司市值 16798 亿元，对应每股价值 94.87 港元（人民币兑港币汇率 1.09），维持“买入”评级。

表 1：季度盈利预测表

百万元	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25A	FY24	FY25E
核心经营数据								
合计收入	208,200	234,156	224,790	260,348	221,874	243,236	941,168	1,016,506
yoy	2.03%	13.91%	8.50%	5.08%	6.57%	3.88%	8.34%	8.00%
合计经调整 EBITA	25,280	45,371	42,845	52,843	23,969	45,035	165,028	170,168
yoy	59.89%	31.82%	18.47%	1.53%	-5.19%	-0.74%	11.57%	3.11%
利润率	12.14%	19.38%	19.06%	20.30%	10.80%	18.51%	17.53%	16.74%
合计经调整净利润	27,375	44,922	40,188	47,951	24,418	40,691	157,479	152,707
yoy	38.26%	48.49%	18.83%	-3.97%	-10.80%	-9.42%	11.39%	-3.03%
利润率	13.15%	19.18%	17.88%	18.42%	11.01%	16.73%	16.73%	15.02%
分部财务数据								
	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	FY24	FY25E
海天集团	89,889	114,953	97,654	129,070	93,216	113,373	434,893	447,847
yoy		12.13%	4.18%	1.58%	3.70%	-1.37%	5.25%	2.98%
收入占比	43.17%	49.09%	43.44%	49.58%	42.01%	46.61%	46.21%	44.06%
CMR	60,274	79,661	68,661	92,113	63,574	80,115	304,009	318,089
CMR-yoy	-4.96%	9.99%	3.25%	0.84%	5.47%	0.57%	4.64%	4.63%
经调整 EBITA	39,041	49,319	47,077	59,930	38,501	48,810	194,827	194,674
yoy △		4,100	1,442	685	-540	-509	5,687	-153
yoy		9.07%	3.16%	1.16%	-1.38%	-1.03%	3.01%	-0.08%
利润率	43.43%	42.90%	48.21%	46.43%	41.30%	43.05%	44.80%	43.47%
阿里国际数字商业	18,915	22,123	24,511	28,516	27,448	29,293	102,598	133,307
yoy		40.72%	52.75%	43.85%	45.11%	32.41%	45.52%	29.93%
收入占比	9.09%	9.45%	10.90%	10.95%	12.37%	12.04%	10.90%	13.11%
经调整 EBITA	-2,171	-420	-384	-3,146	-4,085	-3,706	-8,035	-15,755
yoy		69.57%	48.66%	-387.75%	-88.16%	-782.38%	-62.52%	-96.08%
利润率	-11.48%	-1.90%	-1.57%	-11.03%	-14.88%	-12.65%	-7.83%	-11.82%
本地生活	12,340	14,450	15,564	15,160	14,628	16,229	59,802	69,678
yoy		29.82%	16.31%	13.16%	18.54%	12.31%	19.01%	16.51%
收入占比	5.93%	6.17%	6.92%	5.82%	6.59%	6.67%	6.35%	6.85%
经调整 EBITA	-4,063	-1,982	-2,564	-2,068	-3,198	-386	-9,812	-4,301
yoy		30.06%	22.96%	29.25%	21.29%	80.52%	25.37%	56.17%
利润率	-32.93%	-13.72%	-16.47%	-13.64%	-21.86%	-2.38%	-16.41%	-6.17%
菜鸟	18,915	23,164	22,823	28,476	24,557	26,811	99,020	113,362
yoy		33.96%	24.84%	23.69%	29.83%	15.74%	27.75%	14.48%
收入占比	9.09%	9.89%	10.15%	10.94%	11.07%	11.02%	10.52%	11.15%
经调整 EBITA	-319	877	906	961	-1,342	618	1,402	2,203
yoy		574.05%	624.80%	8108.33%	-320.69%	-29.53%	458.57%	57.16%
利润率	-1.69%	3.79%	3.97%	3.37%	-5.46%	2.31%	1.42%	1.94%
云智能	24,766	25,123	27,648	28,066	25,595	26,549	106,432	116,526
yoy		4.13%	2.56%	2.57%	3.35%	5.68%	3.12%	9.48%
收入占比	11.90%	10.73%	12.30%	10.78%	11.54%	10.91%	11.31%	11.46%
经调整 EBITA	987	387	1,409	2,364	1,432	2,337	5,592	8,750
yoy		105.85%	229.21%	86.29%	45.09%	503.88%	94.71%	56.46%

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

利润率	3.99%	1.54%	5.10%	8.42%	5.59%	8.80%	5.25%	7.51%
大文娱	4,989	5,381	5,779	5,040	4,945	5,581	21,145	23,906
yoy		35.68%	10.54%	18.28%	-0.88%	3.72%	14.64%	13.06%
收入占比	2.40%	2.30%	2.57%	1.94%	2.23%	2.29%	2.25%	2.35%
经调整 EBITA	-1,129	63	-201	-517	-884	-103	-1,539	-1,011
yoy		106.95%	44.48%	-32.23%	21.70%	-263.49%	44.82%	34.33%
利润率	-22.63%	1.17%	-3.48%	-10.26%	-17.88%	-1.85%	-7.28%	-4.23%
所有其他	53,048	45,541	48,052	47,023	47,023	47,001	187,639	198,320
yoy		0.86%	0.20%	-6.18%	-11.36%	3.21%	-4.40%	5.69%
收入占比	25.48%	19.45%	21.38%	18.06%	21.19%	19.32%	19.94%	19.51%
经调整 EBITA	-1,855	-1,204	-1,437	-3,172	-2,818	-1,263	-8,631	-10,320
yoy		47.08%	38.35%	-298.99%	-51.91%	-4.90%	-18.95%	-19.57%
利润率	-3%	-3%	-3%	-7%	-6%	-3%	-5%	-5%
未分配经调整 EBITA	-5,211	-1,669	-1,961	-1,509	-3,637	-1,272	-8,776	-4,072

数据来源：东方证券研究所

采用 PE 估值，参考可比公司维持公司 2025 财年 11xPE，计算公司市值 16798 亿元，对应每股价值 94.87 港元（人民币兑港币汇率 1.09），维持“买入”评级。

表 2：公司估值表

	估值方式	估值倍数	FY25E 经调整 净利润 (mn)	市值 (mn)
阿里巴巴集团	P/E	11	152,707	1,679,772
股份数 (百万)				19,345
每股价值 (CNY/股)				86.83
汇率 (港元/人民币)				1.093
每股价值 (HKD/股)				94.87

数据来源：公司公告，东方证券研究所

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。

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。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
货币资金	193,086	248,125	363,917	499,654	656,543
短期投资	326,492	262,955	272,955	282,955	292,955
限制现金	36,424	38,299	40,888	42,154	43,442
预付账款	137,072	143,536	155,026	166,733	181,218
其他	4,892	59,949	60,049	60,149	60,249
流动资产合计	697,966	752,864	892,835	1,051,645	1,234,407
长期股权投资	207,380	203,131	203,131	203,131	203,131
固定资产	176,031	185,161	199,983	215,085	233,771
商誉	268,091	259,679	259,679	259,679	259,679
无形资产	46,913	26,950	35,578	38,264	41,589
其他	356,663	337,044	347,339	357,808	370,525
非流动资产合计	1,055,078	1,011,965	1,045,709	1,073,967	1,108,694
资产总计	1,753,044	1,764,829	1,938,544	2,125,612	2,343,101
短期借款	7,466	12,749	13,770	14,809	16,096
商家存款	13,297	12,737	13,598	14,019	14,447
其他	364,588	396,021	427,678	458,354	494,991
流动负债合计	385,351	421,507	455,045	487,183	525,534
长期借款	52,023	55,686	55,686	55,686	55,686
应付债券	97,065	86,089	86,089	86,089	86,089
其他	95,684	88,948	108,057	113,402	120,622
非流动负债合计	244,772	230,723	249,832	255,177	262,397
负债合计	630,123	652,230	704,877	742,360	787,932
夹层股本	9,858	10,728	10,728	10,728	10,728
股本	1	1	1	1	1
资本公积	416,880	397,999	419,873	446,111	474,629
留存收益	599,028	597,897	701,217	828,881	977,300
其他	97,154	105,974	101,847	97,530	92,511
股东权益合计	1,113,063	1,101,871	1,222,938	1,372,524	1,544,442
负债、夹层股本和股东权益	1,753,044	1,764,829	1,938,544	2,125,612	2,343,101

现金流量表					
单位:百万元	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
净利润	65,573	71,332	99,194	123,347	143,400
折旧摊销	27,799	26,640	27,413	29,938	32,375
财务费用	-5,918	-7,947	-8,197	-8,246	-5,204
SBC	30,831	18,546	21,874	26,238	28,518
营运资金变动	13,482	-13,749	26,727	13,267	14,873
其他	67,985	87,771	20,129	19,476	18,396
经营活动现金流	199,752	182,593	187,139	204,020	232,357
资本支出	-34,352	-32,929	-58,678	-56,957	-64,367
长期投资	-1,200	3,040	-1,100	-1,100	-1,100
其他	-99,954	8,065	-10,000	-10,000	-10,000
投资活动现金流	-135,506	-21,824	-69,778	-68,057	-75,467
债权融资	11,342	2,465	1,021	1,040	1,287
股权融资	-76,961	-110,709	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-65,619	-108,244	1,021	1,040	1,287
汇率变动影响	3,530	4,389	0	0	0
现金净增加额	2,157	56,914	118,382	137,003	158,177

利润表					
单位:百万元	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	868,687	941,168	1,016,506	1,093,269	1,188,249
营业成本	-549,695	-586,323	-635,692	-683,698	-741,907
销售费用	-103,496	-115,141	-125,646	-123,539	-133,084
管理费用	-42,183	-41,985	-47,103	-43,731	-47,530
研发费用	-56,744	-52,256	-59,769	-65,596	-68,918
资产减值损失	-2,714	-10,521	-9,000	-10,000	-10,000
无形资产摊销	-13,504	-21,592	-7,816	-9,230	-9,982
营业利润	100,351	113,350	131,479	157,474	176,828
投资及利息	-11,071	-9,964	0	153	160
财务支出	-5,918	-7,947	-8,197	-8,246	-5,204
其他收入	5,823	6,157	6,465	6,788	7,127
利润总额	89,185	101,596	129,747	156,169	178,911
所得税	-15,549	-22,529	-27,553	-29,672	-32,204
投资收益	-8,063	-7,735	-3,000	-3,150	-3,308
净利润	65,573	71,332	99,194	123,347	143,400
归属母公司净利润	72,509	79,741	103,320	127,664	148,419
少数股东损益	-7,210	-8,677	-4,127	-4,317	-5,019
调整后净利润	141,379	157,479	152,707	173,113	196,597
每股收益（元）	3.43	3.92	5.27	6.52	7.57

主要财务比率					
	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力					
营业收入	1.8%	8.3%	8.0%	7.6%	8.7%
营业利润	44.1%	13.0%	16.0%	19.8%	12.3%
调整后 EBITA	13.4%	22.2%	2.1%	16.0%	10.5%
净利润	17.0%	10.0%	29.6%	23.6%	16.3%
获利能力					
毛利率	36.7%	37.7%	37.5%	37.5%	37.6%
调整后 EBITA 利润率	17.0%	19.2%	18.2%	19.6%	19.9%
净利率	8.3%	8.5%	10.2%	11.7%	12.5%
ROE	6.5%	7.2%	8.4%	9.3%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	35.9%	37.0%	36.4%	34.9%	33.6%
流动比率	1.81	1.79	1.96	2.16	2.35
速动比率	1.81	1.79	1.96	2.16	2.35
运营能力					
存货周转率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	3.4	3.9	5.3	6.5	7.6
每股经营现金流	9.5	9.0	9.7	10.6	12.0
每股销售收入	41.4	46.6	52.6	56.6	61.5
估值比率					
市盈率	19.9	18.1	14.0	11.3	9.7
市销率	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.2	6.6	6.3	5.5	5.1
EV/EBITA	9.7	7.9	7.8	6.7	6.1

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。