

阿里巴巴-SW (09988.HK)

优于大市

3QFY25 财报点评：云业务加速明显，坚定投入助力阿里开启 AI 增长新阶段

核心观点

收入利润表现亮眼，淘天&云带动显著。3QFY25 阿里巴巴收入 2802 亿元，yoy+8%；主要是淘天、AIDC、云智能集团、大文娱及其他收入拉动。经调 EBITA 利润率 19.6%，non-GAAP 净利润 511 亿元，主要系股权投资按市值计价的变动及权益法核算的投资损益增加所致，yoy+6.5%。

淘天集团：商业化表现亮眼，关注用户粘性后续表现。本季度淘天集团收入为 1361 亿元，yoy+5%；其中 cmr yoy+9%，主要由于 GMV 及 take rate 快速提升带动。我们测算公司本季度 GMV 增速与线上零售大盘接近，后续将以稳定市场份额为中长期目标之一。Take rate 对收入的贡献更加显著，主要得益于基础软件服务费全季度影响及全站推渗透率提升，说明公司自 24 年以来提出的电商策略，投入费用补贴构建用户生态，逐步通过全站推广广告工具转化商业化收入的路径已初见曙光，后续需持续观察 88vip 会员的增长情况、购买频次变化情况、费用投放情况等。

云计算：商业模式与需求空间重塑，大幅增加 CAPEX 拥抱 AI。本季度云业务同比增长 13%，其中 AI 相关产品收入连续 6 个季度三位数增长。我们认为，随着 DS 加速渗透，国内云厂商的商业模式和需求空间将迎来变革，产品标准化下毛利率将得到明显提升，云厂商作为生产资料的提供者天花板也将打开。根据我们 2 月 17 日发布的报告《海内外云厂商发展与现状(一):AI 背景下财务数据、产品布局与估值变化》，AI 云今年有望实现 50%+增长，各厂商 CAPEX 也将大幅增加。阿里云作为国内云服务龙头，占据 1/3 市场份额，且技术研发上 Qwen 2.5max 模型性能接近 GPT4、近期与苹果的 AI 云合作，进一步彰显其综合实力。公司将以追求 AGI 为首要目标，加大云建设投入，未来三年 CAPEX 将超过过去十年之和。同时探索丰富的 AI 应用场景，包括淘宝、2C 的夸克和通义千问、2B 的钉钉、高德等。

投资建议：公司聚焦电商和 AI&云两大核心业务，非核心业务持续降本增效，我们调整公司 FY2025-FY2027 收入预测至 9974/10966/12055 亿元，调整幅度为+1.1%/+1.5%/+2.0%，主要反映淘天货币化率持续提升，AI 驱动云业务加速；调整公司 FY2025-FY2027 经调净利预测至 1513/1657/1861 亿元，调整幅度为 2.0%/2.2%/1.1%，主要反映淘天货币化率提升、AI 云业务增长、跨境电商盈利改善带来的利润率提升。目前公司对应 FY2026 年 PE 为 13 倍，继续维持“优于大市”评级。

风险提示：政策监管带来经营业务调整；电商行业竞争格局恶化的风险等。

盈利预测和财务指标

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元)	868,687	941,168	997,366	1,096,592	1,205,527
(+/-%)	1.8%	8.3%	6.0%	9.9%	9.9%
经调整净利润(百万元)	141,379	157,479	151,271	165,747	186,100
(+/-%)	4%	11%	-4%	10%	12%
每股收益(元)-经调整	7.44	8.29	7.96	8.72	9.79
EBIT Margin	16.1%	19.1%	9.8%	10.3%	8.7%
净资产收益率 (ROE)	7.3%	8.0%	6.6%	7.0%	11.0%
调整后市盈率 (PE)	17.4	15.6	16.2	14.8	13.2
EV/EBITDA	12.6	9.1	7.2	6.4	6.2
市净率 (PB)	2.46	2.46	2.30	2.14	1.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

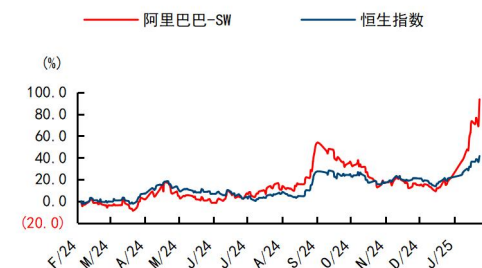
证券分析师：张伦可 证券分析师：张昊晨
0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn zhanghaochen1@guosen.com.cn
S0980521120004 S0980525010001

联系人：王颖婕
0755-81983057
wangyingjie1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	138.50 港元
总市值/流通市值	2632555/2632555 百万港元
52 周最高价/最低价	139.60/64.41 港元
近 3 个月日均成交额	9150.46 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《阿里巴巴-SW (09988.HK) -3QFY25 前瞻：淘天货币化率企稳回升，公司持续收缩非核心业务》——2025-01-12
《阿里巴巴-SW (09988.HK) -2QFY25 财报点评：测算淘天 GMV yoy+2%，淘天以外业务降本增效成效显著》——2024-11-17
《阿里巴巴-SW (09988.HK) -2QFY25 前瞻：淘天货币化率逐步企稳，公司持续投入用户体验》——2024-10-13
《阿里巴巴-SW (09988.HK) -1QFY25 财报点评：公司持续投入核心电商，其他亏损业务预计 1-2 年内扭亏为盈》——2024-08-18
《阿里巴巴-SW (09988.HK) -电商深度研究系列五：阿里巴巴：外部竞争趋缓，88VIP 和全站推广有望带动主站可持续增长》——2024-07-26

整体表现：收入利润表现亮眼，淘天和云业务带动显著

FY25Q3 阿里巴巴收入 2802 亿元，yoy+8%；主要是淘天集团、国际数字商业集团、云智能集团、大文娱及其他收入拉动，具体看，淘天/国际数字商业/本地生活/菜鸟/云智能/大文娱/所有其他收入增速分别为 5%/32%/12%/-1%/13%/8%/13%。

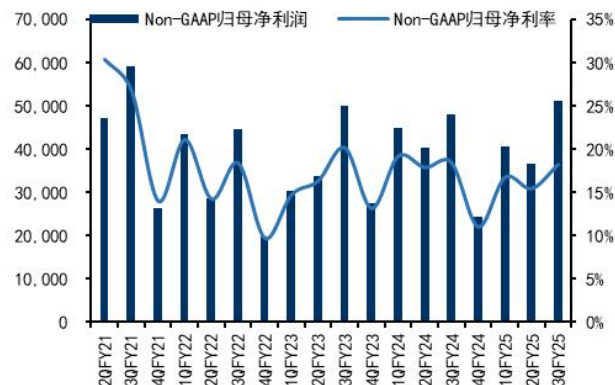
经调 EBITA 利润率 19.6%，non-GAAP 净利润 511 亿元，表现亮眼，主要系股权投资按市值计价的变动及权益法核算的投资损益增加所致，yoy+6.5%，净利率 18.2%，同比降低 0.2pct。

图1：阿里巴巴季度营业收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：阿里巴巴 Non-GAAP 净利润及净利率（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 分部业务经营情况 (百万元, %)

	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25E
淘天集团												
收入	434,893	446,989	486,387	530,414	114,953	97,654	129,070	93,216	113,373	98,994	136,091	98,531
YoY	5%	3%	9%	9%	n.a	n.a	n.a	n.a	-1%	1%	5%	6%
占比	46%	45%	44%	44%	49%	43%	50%	42%	47%	42%	49%	41%
CMR	304,009	321,695	357,463	397,313	79,661	68,661	92,113	63,574	80,115	70,364	100,790	70,426
YoY	n.a	6%	11%	11%	n.a	n.a	n.a	n.a	1%	2%	9%	11%
经调整 EBITA	194,827	194,095	209,258	228,199	49,319	47,077	59,930	38,501	48,810	44,590	61,083	39,612
利润率	44.8%	43.4%	43.0%	43.0%	42.9%	48.2%	46.4%	41.3%	43.1%	45.0%	44.9%	40.2%
yoy	3.0%	-0.4%	7.8%	9.1%	9.1%	3.2%	1.2%	-1.4%	-1.0%	-5.3%	1.9%	2.9%
阿里国际数字商业集团												
收入	102,598	133,027	172,965	219,034	22,123	24,511	28,516	27,448	29,293	31,672	37,756	34,306
YoY	46%	30%	30%	27%	n.a	n.a	n.a	n.a	32%	29%	32%	25%
占比	11%	13%	16%	18%	9%	11%	11%	12%	12%	13%	13%	14%
经调整 EBITA	-8,035	-14,822	-11,243	-8,761	-420	-384	-3,146	-4,085	-3,706	-2,905	-4,952	-3,259
利润率	-7.8%	-11.1%	-6.5%	-4.0%	-1.9%	-1.6%	-11.0%	-14.9%	-12.7%	-9.2%	-13.1%	-9.5%
云智能集团												
收入	106,432	118,103	140,371	169,728	25,123	27,648	28,066	25,595	26,549	29,610	31,742	30,202
YoY	4%	11%	19%	21%	n.a	n.a	n.a	n.a	6%	7%	13%	18%
占比	11%	12%	13%	14%	11%	12%	11%	11%	11%	13%	11%	13%
经调整 EBITA	5,592	11,458	16,426	22,065	387	1,409	2,364	1,432	2,337	2,661	3,138	3,322
利润率	5%	10%	12%	13%	1.5%	5.1%	8.4%	5.6%	8.8%	9.0%	9.9%	11.0%
本地生活集团												
收入	59,802	67,618	73,074	81,843	14,450	15,564	15,160	14,628	16,229	17,725	16,988	16,676
YoY	19%	13%	8%	12%	n.a	n.a	n.a	n.a	12%	14%	12%	14%
占比	6%	7%	7%	7%	6%	7%	6%	7%	7%	7%	6%	7%
经调整 EBITA	-9,812	-2,040	-12	818	-1,982	-2,564	-2,068	-3,198	-386	-391	-596	-667
利润率	-16.4%	-3.0%	0.0%	1.0%	-13.7%	-16.5%	-13.6%	-21.9%	-2.4%	-2.2%	-3.5%	-4.0%
菜鸟集团												
收入	99,020	106,957	120,862	136,574	23,164	22,823	28,476	24,557	26,811	24,647	28,241	27,258
YoY	28%	8%	13%	13%	n.a	n.a	n.a	n.a	16%	8%	-1%	11%
占比	11%	11%	11%	11%	10%	10%	11%	11%	11%	10%	10%	11%
经调整 EBITA	1,402	1,181	1,209	1,366	877	906	961	-1,342	618	55	235	273
利润率	1.4%	1.1%	1.0%	1.0%	3.8%	4.0%	3.4%	-5.5%	2.3%	0.2%	0.8%	1.0%
大文娱集团												
收入	21,145	22,004	24,205	26,625	5,381	5,779	5,040	4,945	5,581	5,694	5,438	5,291
YoY	15%	4%	10%	10%	n.a	n.a	n.a	n.a	4%	-1%	8%	7%
占比	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
经调整 EBITA	-1,539	-802	-640	-437	63	-201	-517	-884	-103	-178	-309	-212
利润率	-7%	-4%	-3%	-2%	1%	-3%	-10%	-18%	-2%	-3%	-6%	-4%
所有其他												
收入	192,074	205,283	219,400	234,488	45,541	48,052	47,023	51,458	47,001	52,178	53,102	53,002
YoY	-2%	7%	7%	7%	n.a	n.a	n.a	n.a	3%	9%	13%	3%
占比	20%	21%	20%	19%	19%	21%	18%	23%	19%	22%	19%	22%
经调整 EBITA	-8,631	-7,591	-5,919	-3,981	-1,204	-1,437	-3,172	-2,818	-1,263	-1,582	-3,156	-1,590
利润率	-4%	-4%	-3%	-2%	-3%	-3%	-7%	-5%	-3%	-3%	-6%	-3%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

股东回报: 12 月季度回购 13 亿美元共 1500 万股 ADs, 考虑员工持股激励发行的股份后, 流通股净减少 0.6%, 目前仍有 207 亿美元回购额度, 有效期至 2027 年 3 月。持续践行股东回报计划, 减少股本为阿里的长期战略。

淘天集团: 商业化表现亮眼, 关注用户粘性后续表现

本季度淘天集团收入为 1361 亿元, yoy+5%; 其中 cmr yoy+9%, 主要由于 GMV 及 take rate 快速提升带动。GMV 方面, 2024Q4 全国实物商品网上零售额为 40095 亿元, 同比+3.5%, 我们测算公司 GMV 本季度增速也接近或略高于这一水平, 后续

将以稳定市场份额为国内电商中长期目标之一。另一方面，Take rate 对收入的贡献更加显著，主要得益于 0.6% 的基础软件服务费全季度影响及全站推渗透率提升，说明公司自 24 年以来提出的电商策略，投入费用补贴构建用户生态，逐步后期通过全站推广告工具转化商业化收入的路径已初见曙光，后续需持续观察 88vip 会员的增长情况、购买频次情况、费用投放情况等，以确认最终能否增加广告主投放意愿。

本季度淘天集团经调 EBITA 利润率达到 44.9%，yoy+1.9%，推测主要系 88VIP 拉新速度放缓所致；88VIP 会员数超 4900 万，环比增加 300 万人，同比双位数增长。后续公司将继续加大在用户侧投入，持续优化和创新用户体验，提升用户粘性，同时优化商家经营效率和环境。

表2: 阿里淘天集团与其他业务经营情况对比（百万元，%）

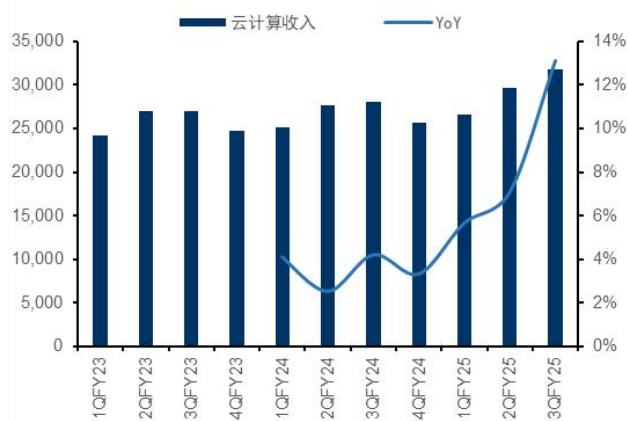
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25E	4QFY25E
淘天集团												
收入	434,893	446,989	486,387	530,414	114,953	97,654	129,070	93,216	113,373	98,994	136,091	98,531
YoY		3%	9%	9%					-1%	1%	5%	6%
占比	46%	45%	44%	44%	49%	43%	50%	42%	47%	42%	49%	41%
CMR	304,009	321,695	357,463	397,313	79,661	68,661	92,113	63,574	80,115	70,364	100,790	70,426
YoY		6%	11%	11%					1%	2%	9%	11%
经调整 EBITA	194,827	194,095	209,258	228,199	49,319	47,077	59,930	38,501	48,810	44,590	61,083	39,612
利润率	45%	43%	43%	43%	43%	48%	46%	41%	43.1%	45.0%	44.9%	40.2%
YoY										-5%	2%	3%
除淘天外其他业务												
收入	506,275	550,377	610,204	675,114	119,203	127,136	131,278	128,658	129,863	137,509	144,063	138,942
YoY		9%	11%	11%					9%	8%	10%	8%
占比	54%	55%	56%	56%	51%	57%	50%	58%	53%	58%	51%	59%
经调整 EBITA	-29,799	-19,804	-8,338	3,966	-3,948	-4,232	-7,087	-14,532	-3,775	-4,029	-6,230	-5,770
利润率	-6%	-4%	-1%	1%	-3%	-3%	-5%	-11%	-3%	-2.9%	-4.3%	-4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

云计算：商业模式与需求空间重塑，大幅增加 CAPEX 拥抱 AI

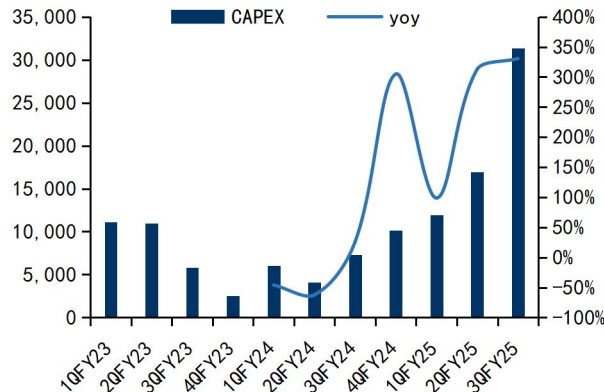
本季度云业务收入 317 亿元，yoy+13%，其中不计阿里并表业务收入 yoy+11%，主要由公共云业务收入双位数增长带动，其中 AI 相关产品收入 6 个季度三位数增长；经调 EBITA 利润率 9.9%。

图3: 阿里巴巴季度云业务收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 阿里巴巴云业务 CAPEX 及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

我们认为，随着 Deepseek 加速传统客户的 AI 渗透、拓展应用场景，国内云厂商的商业模式和需求空间将迎来变革。商业模式上，会提升产品的标准化程度，从传统的以本地部署为主转向通售卖大模型的 API token 最终把一系列的软硬件服务打包销售，从而实现即使模型成本持续下降，但保持高毛利水平。需求空间上，1) AI Agent 长期来看能够持续取代人工成本，云计算厂商将成为生产资料的售卖者，其对应的天花板也将远高于传统的云计算业务。2) 上一轮云计算发展中，国内公司并没有完成云渗透，AI 时代传统的本地部署只能解决简单需求，云端部署将成为效率的选择，这也将带来更高的需求空间。

根据国信证券互联网团队 2025 年 2 月 17 日发布的报告《海内外云厂商发展与现状(一): AI 背景下财务数据、产品布局与估值变化》，我们判断，AI 云市场有望实现今年平均 50%+ 增长。国内云厂商巨头 24 年 capex 增长平均在 40% 以上，预估 25 年将迎来大幅提升。AI 的 capex 投入金额上字节、阿里领先，Deepseek 事件后，考虑到模型大厂模型训练需求激增以及下游客户推理与训练垂类模型需求爆发，各家又进一步上调预期计划。

阿里云作为国内云服务的开创者与龙头，占据约三分之一的国内市场份额。全球布局广泛、海外云业务领先，技术研发上 Qwen 2.5max 模型性能接近 GPT4、近期与苹果 (2.5 亿 iPhone DAU) 的 AI 云合作，进一步彰显其综合实力。未来公司也将以追求 AGI 为首要目标，在 AI 和云计算的基础设施、AI 基础模型平台及 AI 原生应用、现有业务的 AI 转型升级上加大投资力度，预计未来三年 CAPEX 超过过去十年之和，尽管摊销会对利润产生一定影响，公司预计很快会被内外部客户需求消化。

此外，阿里生态系统中拥有丰富的 AI 应用场景，包括：1) 生活消费的入口淘宝。用 AI 技术加强与消费者互动，和促进交易效率。2) 2C 领域的夸克和通义千问：夸克是 AI 搜索领域用户量最高的应用。3) 2B 领域应用钉钉，为企业端提供重塑协同的场景和机会。4) 高德，作为导航工具 DAU 超 1.7 亿，应用 AI 后有望成为生活服务场景入口。随着 AI 技术发展潜力有望充分释放。

表3: 阿里云 FY2025-FY2027 收入预测

单位: 百万元	业务口径调整	至 1Q24	至 1Q25	至 1Q26	至 1Q27
	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
云收入	103,497	106,374	118,103	140,371	169,728
YOY		3%	11%	19%	21%
云毛利率估算	17%	18%	20%	22%	25%
云经调 EBITA margin %	4%	6%	9%	12%	15%
云 EBITA	4,101	6,121	10,446	16,636	26,243
传统云收入		102,374	108,903	121,971	136,608
YOY		4%	6%	12%	12%
AI 云收入		4,000	9,200	18,400	33,120
YOY			130%	100%	80%
AI 云毛利率估算			33%	36%	40%

资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所测算整理

国际商业：增长强劲，预期 FY26 海外电商业务实现单季度盈利

国际商业收入 378 亿元，yoy+32%；经调 EBITA 利润率-13%，亏损主要由于在海外购物季投入环比扩大，并持续在特定的欧洲市场和海湾地区投入以获取用户，导致亏损扩大（体现在集团销售费用大幅提升）。公司有信心在未来的几个季度看到跨境业务利润端明显改善。

投资建议：维持“优于大市”评级

公司坚持“用户为先，AI 驱动”战略，聚焦电商和 AI&云两大核心业务，非核心业务持续降本增效，线下零售高鑫零售和银泰百货基本完成资产出售，我们调整公司 FY2025-FY2027 收入预测至 9974/10966/12055 亿元，调整幅度为 +1.1%/+1.5%/+2.0%，主要反映淘天货币化率持续提升，云业务在 AI 驱动下收入加速；调整公司 FY2025-FY2027 经调净利预测至 1513/1657/1861 亿元，调整幅度为 2.0%/2.2%/1.1%，主要反映淘天货币化率提升带来利润改善、AI 云带动云业务利润率提升、跨境电商盈利状况持续改善。目前公司对应 FY2026 年 PE 为 13 倍，继续维持“优于大市”评级。

风险提示

政策监管带来经营业务调整；人工智能技术发展不及预期；电商行业竞争格局恶化的风险等

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
现金及现金等价物	248125	332335	404651	547808	营业收入	941168	997366	1096592	1205527
应收款项	98194	104057	114410	125775	营业成本	586323	612123	665345	732646
存货净额	25460	23466	24791	26542	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	381085	384559	410067	437338	销售费用	103496	141328	150157	168690
流动资产合计	752864	844418	953918	1137463	管理费用	112431	160782	150804	148736
固定资产	185161	229628	284509	320441	财务费用	16989	16989	17911	(24700)
无形资产及其他	363556	302963	252469	210391	投资收益	(7735)	6058	6058	6058
投资性房地产	39175	39175	39175	39175	资产减值及公允价值变动	(13504)	0	0	0
长期股权投资	424073	395029	365985	336941	其他收入	3692	10652	(22940)	(25223)
资产总计	1764829	1811213	1896057	2044412	营业利润	104382	82855	95493	160990
短期借款及交易性金融负债	29001	30451	31974	33572	营业外净收支	(10521)	6330	6103	6103
应付款项	17002	15671	16555	17724	利润总额	93861	89185	101596	167093
其他流动负债	375504	371369	390173	421040	所得税费用	22529	18171	22351	36760
流动负债合计	421507	417490	438702	472337	少数股东损益	(8677)	853	(942)	(12051)
长期借款及应付债券	141775	127898	119021	110144	经调整归属于母公司净利润	157479	151271	165747	186100
其他长期负债	88948	82212	75476	68740					
长期负债合计	230723	210110	194497	178884	现金流量表(百万元)				
负债合计	652230	627600	633199	651221	净利润	157479	151271	165747	186100
少数股东权益	115327	116180	115238	103187	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	997272	1067433	1147620	1290004	折旧摊销	(14295)	106680	117862	134507
负债和股东权益总计	1764829	1811213	1896057	2044412	公允价值变动损失	13504	0	0	0
					财务费用	16989	16989	17911	(24700)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1331)	(19547)	(4858)	5450
经调整每股收益	8.29	7.96	8.72	9.79	其它	(86415)	(80257)	(86502)	(55767)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	68942	158148	192249	270290
每股净资产	52.47	56.16	60.38	67.87	资本开支	32173	(90555)	(122249)	(128361)
ROIC	12%	12%	15%	17%	其它投资现金流	8480	0	(19374)	(20537)
ROE	8%	7%	7%	11%	投资活动现金流	69697	(61511)	(112579)	(119854)
毛利率	38%	39%	39%	39%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	10%	10%	9%	负债净变化	(7313)	(5000)	0	0
EBITA Margin	18%	20%	21%	20%	支付股利	0	0	0	0
收入增长	8%	6%	10%	10%	其它融资现金流	(51220)	1450	1523	1599
经调净利润增长率	11%	-4%	10%	12%	融资活动现金流	(83600)	(12427)	(7354)	(7278)
资产负债率	43%	41%	39%	37%	现金净变动	55039	84210	72316	143157
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	193086	248125	332335	404651
调整后 P/E	15.6	16.2	14.8	13.2	货币资金的期末余额	248125	332335	404651	547808
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9	企业自由现金流	153510	74324	79217	93577
EV/EBITDA	9	7	6	6	权益自由现金流	82066	57247	66769	114442

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032