

# 24Q4 业绩超预期，25 年国补红利持续释放

——京东集团 24Q4 点评

## 核心观点

- **公司发布 24Q4 业绩，表现亮眼收入利润均超预期。**24Q4 公司实现营业收入 3469.9 亿元 (yoy+13.4%，彭博一致预期为 3324 亿元)，Non-GAAP 归母净利润 112.9 亿元 (yoy+34.2%，彭博一致预期为 92.8 亿元)，均大超预期。
- **分业务情况：1、商品收入：24Q4 实现商品收入 2809.8 亿元 (yoy+14.0%) 1) 带电：国补红利凸显实现双位数高增。**24Q4 带电类实现收入 1741.5 亿元 (yoy+15.8%)，24Q4 以来公司作为以旧换新政策指定线上平台，政策红利超预期释放。**2) 日用百货：受益国补流量红利环比加速。**24Q4 日用百货实现营业收入 1068.3 亿元 (yoy+11.1%)，环比 Q3 提速明显，主要系国补带来的流量红增长，其中超市品类连续四个季度保持双位数增速。**3) 用户：季度活跃用户数连续第五个季度、用户购买频次连续第四个季度保持双位数增长，25 年 1 月升级了京东 PLUS 会员权益，推出生活服务包、180 天只换不修等权益，进一步加大用户投入。****2、服务收入：24Q4 实现服务收入 660.1 亿元 (yoy+10.8%)**，其中平台及广告收入 266.3 亿元 (yoy+12.7%)，物流及其他收入 393.7 亿元 (yoy+9.5%)。主要系国补流量红利带来的用户增长，叠加佣金回归正常基数带来整体服务收入与 take rate 回暖。
- **分部情况：1) 京东零售：24Q4 实现收入 3070.6 亿元 (yoy+14.7%)**，经营利润 100.4 亿元 (yoy+3.3%)，受益于家电 3C 品类的高增 24Q4 收入利润均超预期，且带电类高毛利商品占比提升带动经营利润率同比上升 0.68pcts。25 年国补红利持续释放，消费品以旧换新政策资金规模扩大至 3000 亿元，相比 24 年翻倍，且品类扩展至手机、电脑等 3C 品类，我们认为公司作为家电 3C 电商龙头，随着国补红利的加码叠加 25H1 对应的家电 3C 品类低基数，带电类仍有望保持 24Q4 强劲势能支撑京东零售维持高个位数至双位数增速。**2) 京东物流：24Q4 实现收入 521.0 亿元 (yoy+10.4%)**，经营利润 18.2 亿元 (yoy+37.1%)，规模效应增强利润率继续爬坡，且随着 AI 与机器人的应用京东物流有望进一步优化人力成本、提升运营效率。本季度京东物流进一步明确出海业务规划，加强全球快递网络、仓储与航运路线的建设，收入、利润仍有增量空间。
- **新业务：24Q4 京东新业务实现收入 46.8 亿元 (yoy-31.0%)**。京东外卖于 25 年 2 月正式上线，并宣布 5 月 1 日前入驻全年免佣金。市场担忧贸然加入竞争激烈且龙头地位稳固的外卖行业可能对公司利润有不利影响，我们认为外卖业务是京东到家、达达等即时零售业务的延伸，本身公司已有成熟骑手团队与线下配送运营经验，当前业务处于丰富商家供给的初期，投入相对谨慎，且公司现金流水平健康，短期不会对公司经营产生较大影响。
- **股东回报：2024 年内公司共回购 255.3 万股普通股，回购总额约为 36 亿美元，占 2023 年末流通普通股的 8.1%。**2024 年度公司派发每股 0.5 美元的红利，总额约 15 亿美元。此外，公司的新一期股东回购计划于 2024 年 9 月生效，未来 36 个月内可回购最高 50 亿美元额度的普通股。

## 盈利预测与投资建议

- 我们调整盈利预测，预测 2024-2026 年收入为 11588/12586/13322 亿元 (原 2024-2026 年预测为 11385/12098/12878 亿元，因以旧换新政策效果超预期上调收入)，经调整归母净利润为 436/483/510 亿元 (原 2024-2026 年预测为 421/472/507 亿元，因带电类等高毛利商品占比增加上调利润率)。参考可比公司，给予京东零售业务 2025 年 12xPE，分部估值计算公司市值 6480 亿元，对应每股股价 220.48 港元 (人民币兑港币汇率 1.083)，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策效果不及预期，行业竞争加剧，行业监管趋严。

## 投资评级 买入 (维持)

股价 (2025 年 03 月 12 日)	156.7 港元
目标价格	220.5 港元
52 周最高价/最低价	192.3/94.65 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	318,343/286,022
H 股市值 (百万港币)	498,844
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 03 月 14 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-5.09	0.38	6.02	51.56
相对表现%	-5.12	-7.59	-9.68	13.49
恒生指数%	0.03	7.97	15.7	38.07



## 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

## 联系人

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

## 相关报告

Q3 业绩超预期，关注 Q4 国补红利释放	2024-11-22
以旧换新政策红利明显，Q3 预计表现亮眼：——京东 24Q3 前瞻点评	2024-10-29
利润超预期，盈利能力提升	2024-08-21

## 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,046,236	1,084,662	1,158,820	1,258,580	1,332,175
同比增长(%)	9.95%	3.67%	6.84%	8.61%	5.85%
营业利润(百万元)	19,723	26,025	38,737	44,791	47,786
同比增长(%)	376.29%	31.95%	48.85%	15.63%	6.69%
归属母公司净利润(百万元)	10,380	24,167	41,360	45,600	48,439
同比增长(%)	-391.61%	132.82%	71.14%	10.25%	6.22%
每股收益(元)	3.26	7.62	13.45	15.02	15.96
毛利率(%)	14.1%	14.7%	15.9%	16.0%	16.0%
净利率(%)	0.99%	2.23%	3.57%	3.62%	3.64%
净资产收益率(%)	3.79%	8.17%	13.22%	12.84%	12.13%
市盈率(倍)	45.3	19.4	11.0	9.8	9.3
市净率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3

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 24Q4 财报，预测 2024-2026 年收入为 11588/12586/13322 亿元（原 2024-2026 年预测为 11385/12098/12878 亿元，因以旧换新政策效果超预期上调收入），经调整归母净利润为 436/483/510 亿元（原 2024-2026 年预测为 421/472/507 亿元，因带电类等高毛利商品占比增加上调利润率）。参考可比公司，给予京东零售业务 2025 年 12xPE，分部估值计算公司市值 6480 亿元，对应每股股价 220.48 港元（人民币兑港币汇率 1.083），维持“买入”评级。

表 1：京东集团盈利预测核心指标（百万元）

	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	2024A	2025E	2026E
<b>核心财务</b>							
总收入	<b>260,049</b>	<b>291,397</b>	<b>260,387</b>	<b>346,986</b>	<b>1,158,819</b>	<b>1,258,580</b>	<b>1,332,175</b>
yoy	7.0%	1.2%	5.1%	13.4%	6.8%	8.6%	5.4%
毛利	<b>39,770</b>	<b>45,938</b>	<b>45,043</b>	<b>53,117</b>	<b>183,868</b>	<b>201,400</b>	<b>213,786</b>
yoy	10.4%	10.9%	16.2%	22.1%	15.1%	9.5%	6.1%
margin	15.29%	15.76%	17.30%	15.31%	15.87%	16.00%	16.05%
margin yoy Δ	0.47%	1.37%	1.65%	1.10%	1.14%	0.14%	0.05%
调整后运营利润	<b>8,879</b>	<b>11,596</b>	<b>13,079</b>	<b>10,415</b>	<b>43,196</b>	<b>49,258</b>	<b>52,238</b>
yoy	12.7%	33.7%	17.9%	33.6%	21.9%	14.0%	6.0%
margin	3.41%	3.98%	5.02%	3.00%	3.73%	3.91%	3.92%
margin yoy Δ	0.17%	0.97%	0.54%	0.46%	0.46%	0.19%	0.01%
调整后归母净利润	<b>8,899</b>	<b>14,460</b>	<b>13,174</b>	<b>11,294</b>	<b>43,644</b>	<b>48,287</b>	<b>50,996</b>
yoy	17.2%	69.0%	23.9%	34.2%	24.0%	10.6%	5.6%
margin	3.42%	4.96%	5.06%	3.25%	3.77%	3.84%	3.83%
margin yoy Δ	0.30%	1.99%	0.77%	0.51%	0.52%	0.07%	-0.01%
<b>收入分类</b>							
商品收入	208,508	233,908	204,613	280,978	928,007	1,002,383	1,056,962
-带电	123,212	145,061	122,560	174,149	564,982	609,071	638,989
-日百	85,296	88,847	82,053	106,829	363,025	393,312	417,973
服务收入	51,541	57,489	55,774	66,008	230,813	256,197	275,214
-平台	19,289	23,425	20,763	26,634	90,111	97,050	101,545
-物流	32,252	34,064	35,011	39,374	140,702	159,146	173,669
<b>yoy</b>							
商品收入	6.6%	0.0%	4.8%	14.0%	6.5%	8.0%	4.9%
-带电	5.3%	-4.6%	2.7%	15.8%	4.9%	7.8%	4.9%
-日百	8.6%	8.7%	8.0%	11.1%	9.2%	8.3%	6.3%
服务收入	8.8%	6.3%	6.5%	10.8%	8.1%	11.0%	7.4%
-平台	1.2%	4.1%	6.3%	12.7%	6.4%	7.7%	4.6%
-物流	13.8%	7.9%	6.5%	9.5%	9.3%	13.1%	9.1%
<b>分部信息</b>							
<b>京东零售</b>							
收入	<b>226,835</b>	<b>257,072</b>	<b>224,986</b>	<b>307,055</b>	<b>1,015,948</b>	<b>1,098,647</b>	<b>1,158,003</b>
yoy	6.8%	1.5%	6.1%	14.7%	7.5%	8.1%	5.4%

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。

运营利润		<b>9,325</b>	<b>10,108</b>	<b>11,608</b>	<b>10,036</b>	<b>41,077</b>	<b>47,757</b>	<b>48,072</b>
OPM		4.11%	3.93%	5.16%	3.27%	4.04%	4.35%	4.15%
OPM yoy Δ		-0.52%	0.72%	-0.03%	0.68%	0.24%	0.30%	-0.20%
<b>京东物流</b>								
收入		<b>42,137</b>	<b>44,207</b>	<b>44,396</b>	<b>52,097</b>	<b>182,837</b>	<b>202,672</b>	<b>221,165</b>
yoy		14.7%	7.7%	6.6%	10.4%	9.7%	10.8%	9.1%
运营利润		<b>224</b>	<b>2,183</b>	<b>2,086</b>	<b>1,824</b>	<b>6,317</b>	<b>7,082</b>	<b>8,158</b>
OPM		0.53%	4.94%	4.70%	3.50%	3.45%	3.49%	3.69%
OPM yoy Δ		3.59%	3.70%	4.01%	0.68%	2.85%	0.04%	0.19%
<b>分部合计</b>								
运营利润		<b>8,879</b>	<b>11,596</b>	<b>13,079</b>	<b>10,975</b>	<b>44,529</b>	<b>51,134</b>	<b>55,469</b>
OPM		3.41%	3.98%	5.02%	3.16%	3.84%	4.06%	4.16%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**表 2：可比公司估值表**

2025/3/12 公司	最新市值 (亿)	经调整净利润 (百万)			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
沃尔玛 (美元)	7,305	21385	23799	26581	34.2	30.7	27.5
克罗格 (美元)	470	3179	3301	3373	14.8	14.2	13.9
百思买 (美元)	155	1458	1538	1620	10.7	10.1	9.6
唯品会 (元)	603	8944	9252	9393	6.7	6.5	6.4
阿里巴巴 (元)	23642	171383	189440	217558	13.8	12.5	10.9
调整后平均					13	12	11

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究所 注：截至日期 2025 年 3 月 12 日

**表 3：分部估值表**

	估值方式	对应市值 (百万元)
京东零售	P/E	429,811
主要股权投资	最新融资估值/市值	218,196
股权价值		648,007
股份数 (百万)		3,183
每股价值 (元/股)		203.6
汇率 (港元/元)		1.08
每股价值 (港元/股)		220.5

数据来源：公司公告，wind，东方证券研究所

## 风险提示

- **政策效果不及预期**

家电以旧换新政策对公司业绩影响较大，若政策效果不及预期，则会导致公司业绩不及预期。

- **行业竞争加剧**

行业内拼多多、抖音、快手发展较快，对于用户的争夺或导致竞争加剧，或对公司盈利造成影响。

- **行业监管趋严**

国家对于平台经济反垄断监管提高重视，行业头部公司已经受到巨额罚款，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						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
货币资金	78,861	71,892	108,350	151,452	194,170	营业收入	1,046,236	1,084,662	1,158,820	1,258,580	1,332,175
短期投资	141,095	118,254	125,645	126,645	127,645	营业成本	-899,163	-924,958	-974,951	-1,057,180	-1,118,389
存货	77,949	68,058	89,326	78,186	82,443	履约费用	-63,011	-64,558	-70,426	-75,891	-78,922
预付账款	3,838	2,753	7,619	8,230	8,678	销售费用	-37,772	-40,133	-47,953	-51,726	-57,667
其他	49,331	46,853	55,758	55,376	58,184	管理费用	-11,053	-9,710	-8,888	-9,735	-10,305
<b>流动资产合计</b>	<b>351,074</b>	<b>307,810</b>	<b>386,698</b>	<b>419,889</b>	<b>471,119</b>	研发费用	-16,893	-16,393	-17,031	-18,266	-18,678
长期股权投资	69,252	137,586	116,220	118,581	121,768	资产减值损失	0	-5,168	-2,361	-2,002	-1,711
固定资产	55,080	70,035	82,737	88,836	95,743	<b>营业利润</b>	<b>19,723</b>	<b>26,025</b>	<b>38,737</b>	<b>44,791</b>	<b>47,786</b>
在建工程	11,161	9,920	6,164	9,341	11,421	<b>Non-GAAP 营业利润</b>	<b>27,583</b>	<b>35,441</b>	<b>43,196</b>	<b>49,258</b>	<b>52,238</b>
商誉	23,123	19,980	25,709	25,709	25,709	财务收入	0	0	0	0	0
无形资产	42,987	46,498	44,626	47,327	49,430	财务支出	-2,106	-2,881	-2,896	-3,044	-3,081
其他	42,573	37,129	36,080	37,347	38,136	股权投资	-2,195	1,010	2,327	3,068	3,143
<b>非流动资产合计</b>	<b>244,176</b>	<b>321,148</b>	<b>311,536</b>	<b>327,142</b>	<b>342,206</b>	其他收入	-1,555	7,496	13,371	11,450	11,450
<b>资产总计</b>	<b>595,250</b>	<b>628,958</b>	<b>698,234</b>	<b>747,031</b>	<b>813,326</b>	<b>利润总额</b>	<b>13,867</b>	<b>31,650</b>	<b>51,539</b>	<b>56,265</b>	<b>59,299</b>
短期借款	12,146	5,034	7,581	6,091	6,700	所得税	-4,176	-8,393	-6,878	-6,941	-7,072
应付账款	160,607	166,167	192,860	194,123	205,362	<b>净利润</b>	<b>9,691</b>	<b>23,257</b>	<b>44,661</b>	<b>49,324</b>	<b>52,227</b>
预提费用及其他非流动负债	42,570	43,533	45,985	51,602	54,619	<b>归属母公司净利润</b>	<b>10,380</b>	<b>24,167</b>	<b>41,360</b>	<b>45,600</b>	<b>48,439</b>
其他	51,238	50,916	53,095	54,555	57,764	<b>Non-GAAP 归母净利润</b>	<b>28,220</b>	<b>35,200</b>	<b>43,644</b>	<b>48,287</b>	<b>50,996</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>266,561</b>	<b>265,650</b>	<b>299,521</b>	<b>306,370</b>	<b>324,445</b>	GAAP-每股收益(元)	3.26	7.62	13.45	15.02	15.96
长期借款	20,009	31,555	31,705	31,534	32,540	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	10,224	10,411	24,770	26,009	27,309		<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	24,333	24,962	28,941	27,444	29,194	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>54,566</b>	<b>66,928</b>	<b>85,416</b>	<b>84,987</b>	<b>89,042</b>	营业收入	9.9%	3.7%	6.8%	8.6%	5.8%
<b>负债合计</b>	<b>321,127</b>	<b>332,578</b>	<b>384,937</b>	<b>391,357</b>	<b>413,488</b>	营业利润	376.3%	32.0%	48.8%	15.6%	6.7%
夹层股本	590	614	484	484	484	归属于母公司净利润	-391.6%	132.8%	71.1%	10.3%	6.2%
归属母公司权益	213,366	231,858	239,347	291,248	335,398	<b>获利能力</b>					
非控制性权益	60,167	63,908	73,466	63,942	63,956	毛利率	14.1%	14.7%	15.9%	16.0%	16.0%
<b>股东权益合计</b>	<b>273,533</b>	<b>295,766</b>	<b>312,813</b>	<b>355,190</b>	<b>399,354</b>	净利率	1.0%	2.2%	3.6%	3.6%	3.6%
<b>负债、夹层股本和股东权益</b>	<b>595,250</b>	<b>628,958</b>	<b>698,234</b>	<b>747,031</b>	<b>813,326</b>	经调整归母净利润率	2.7%	3.2%	3.8%	3.8%	3.8%
						ROE	3.8%	8.2%	13.2%	12.8%	12.1%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	53.9%	52.9%	55.1%	52.4%	50.8%
						净负债率	-13.3%	-8.4%	-14.2%	-24.7%	-32.0%
						流动比率	1.32	1.16	1.29	1.37	1.45
						速动比率	1.02	0.90	0.99	1.12	1.20
						<b>运营能力</b>					
						应收账款周天数	5.66	6.88	7.23	7.36	7.10
						存货周转天数	31.17	28.81	29.46	28.92	26.21
						总资产周转天数	190.44	205.98	209.02	209.57	213.76
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	3.26	7.62	13.45	15.02	15.96
						每股经营现金流	18.18	18.77	16.80	24.90	24.52
						每股销售收入	328.93	342.11	376.88	414.69	438.94
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	45.3	19.4	11.0	9.8	9.3
						市销率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
						EV/EBITDA	21.1	16.4	14.1	10.3	9.8
						EV/EBIT	33.4	15.5	9.8	9.0	8.6

资料来源：东方证券研究所

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](http://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。