

阿里巴巴-SW (09988.HK)

优于大市

4QFY25 财报点评：CMR 增长超预期，云收入继续加速

核心观点

整体表现：电商增长亮眼，各业务线继续提升利润率。 FY25Q4 阿里巴巴收入 2365 亿元，yoy+7%，其中淘天收入同比+9%表现亮眼。经调 EBITA 为 326 亿元，同比+36%，主要由收入增长和运营效率提高所贡献，部分被电商和技术的投入增加所抵消，non-GAAP 净利润 298 亿元，yoy+22%。公司宣布 25 财年派发每股 0.25 美元的股息，继续坚持股东回报。

淘天集团：商业化表现超预期，关注闪购投入进展。 本季度淘天集团收入为 1014 亿元，yoy+9%；其中 cmr yoy+12%，商业化表现超预期，主要由于 take rate 的同比提升带动，依旧是 0.6% 的基础软件服务费及全站推渗透率提升，其中基础软件服务费在推出对部分商家有一定的优惠政策，随着后续的逐渐收回，贡献将逐渐增加，全站推则伴随在商家中的渗透率不断提升，未来几个季度有望看到白牌商家的商业化率显著提升趋势。利润端，本季度淘天集团经调 EBITA 利润率达到 41.2%，同比下降 0.1pct，推测 88VIP 拉新速度放缓一定程度上抵消了其他投入的增加。5 月开始公司将旗下淘宝小时达升级为淘宝闪购，发力即时零售场景，并且保持积极的投入力度，预计将会对 FY26Q1 的利润端产生一定扰动。

云计算：需求持续加速，AI 相关收入继续三位数增长。 本季度云业务收入 301 亿元，yoy+18%，主要由公共云业务收入双位数增长带动，其中 AI 相关产品收入第 7 个季度三位数增长；经调 EBITA 利润率为 8.0%，环比小幅下降主要因为增加了技术和产品开发投资，以及折旧摊销增加。此外，公司继续坚持三年 3800 亿的 CAPEX 计划，本季度 CAPEX 246 亿，同比+68%。4 月 29 日，公司推出国内首个混合推理模型 Qwen3，今年在模型侧将继续沿着增强推理能力和全模态方向发展。

投资建议：公司聚焦电商和云两大核心业务，非核心业务持续降本增效。我们调整公司 FY2026-FY2027 收入预测至 10520/11246 亿元，调整幅度为 -2%/-2%，新增 FY2028 收入预测 12083 亿元，主要考虑到高鑫和银泰剥离的影响，部分被电商货币化率提升以及闪购业务增量抵消；调整公司 FY2026-FY2027 经调净利预测至 1669/1821 亿元，调整幅度为 -3%/-3%，主要反映即时零售业务投入增加影响。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

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万元)	941,168	996,347	1,051,955	1,124,573	1,208,286
(+/-%)	8.3%	5.9%	5.6%	6.9%	7.4%
经调整净利润(百万元)	157,479	158,122	166,907	182,072	201,259
(+/-%)	21%	0%	6%	9%	11%
每股收益(元)-经调整	8.29	8.32	8.78	9.58	10.59
EBIT Margin	18.4%	18.1%	11.1%	10.0%	8.8%
净资产收益率 (ROE)	8.0%	13.0%	7.0%	7.5%	11.1%
调整后市盈率 (PE)	13.9	13.8	13.1	12.0	10.9
EV/EBITDA	9.9	9.1	6.6	6.5	6.2
市净率 (PB)	2.19	2.19	2.04	1.89	1.68

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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	123.40 港元
总市值/流通市值	2355239/2355239 百万港元
52 周最高价/最低价	145.90/69.80 港元
近 3 个月日均成交额	17346.34 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) -4QFY25 前瞻：淘天保持货币化率提升，云收入加速》——2025-04-15
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK) -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》——2025-02-23
- 《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

整体表现：电商增长亮眼，各业务线继续提升利润率

FY25Q4 阿里巴巴收入 2365 亿元，yoy+7%；分业务看，淘天集团/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 9%/22%/10%/-12%/18%/12%/5%。

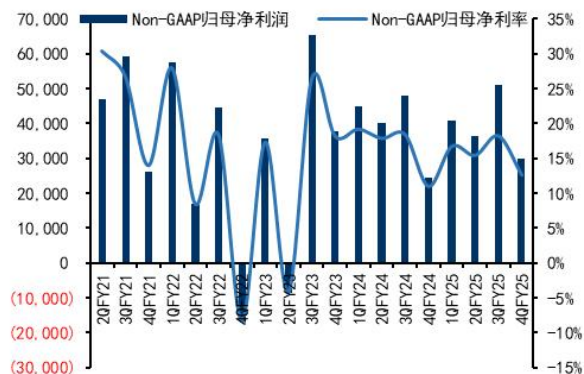
经调 EBITA 为 326 亿元，同比+36%，对应经调 EBITA 利润率 13.8%，主要由收入增长和运营效率提高所贡献，部分被电商业务和技术的投入增加所抵消，non-GAAP 净利润 298 亿元，yoy+22%，净利率 13%。

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, %)

	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25
淘天集团												
收入	449,827	493,717	521,955	548,600	114,953	97,654	129,070	93,216	113,373	98,994	136,091	101,369
YoY	3%	9.8%	5.7%	5.1%	n.a	n.a	n.a	n.a	-1%	1%	5%	9%
占比	45%	47%	46%	45%	49%	43%	50%	42%	47%	42%	49%	43%
CMR	322,346	353,474	373,181	393,899	79,661	68,661	92,113	63,574	80,115	70,364	100,790	71,077
YoY	6%	9.7%	5.6%	5.6%	n.a	n.a	n.a	n.a	1%	2%	9%	12%
经调整 EBITA	196,232	202,454	216,138	229,258	49,319	47,077	59,930	38,501	48,810	44,590	61,083	41,749
利润率	43.6%	41.0%	41.4%	41.8%	42.9%	48.2%	46.4%	41.3%	43.1%	45.0%	44.9%	41.2%
yoy	0.7%	3.2%	6.8%	6.1%	9.1%	3.2%	1.2%	-1.4%	-1.0%	-5.3%	1.9%	8.4%
阿里国际数字商业集团												
收入	132,300	158,540	183,791	206,417	22,123	24,511	28,516	27,448	29,293	31,672	37,756	33,579
YoY	29%	19.8%	15.9%	12.3%	n.a	n.a	n.a	n.a	32%	29%	32%	22%
占比	13%	15%	16%	17%	9%	11%	11%	12%	12%	13%	13%	14%
经调整 EBITA	-15,137	-6,483	1,432	4,128	-420	-384	-3,146	-4,085	-3,706	-2,905	-4,952	-3,574
利润率	-11.4%	-4.1%	0.8%	2.0%	-1.9%	-1.6%	-11.0%	-14.9%	-12.7%	-9.2%	-13.1%	-10.6%
云智能集团												
收入	118,028	141,315	167,002	194,494	25,123	27,648	28,066	25,595	26,549	29,610	31,742	30,127
YoY	11%	19.7%	18.2%	16.5%	n.a	n.a	n.a	n.a	6%	7%	13%	18%
占比	12%	13%	15%	16%	11%	12%	11%	11%	11%	13%	11%	13%
经调整 EBITA	10,556	12,012	14,195	16,532	387	1,409	2,364	1,432	2,337	2,661	3,138	2,420
利润率	9%	8.5%	8.5%	8.5%	1.5%	5.1%	8.4%	5.6%	8.8%	9.0%	9.9%	8.0%
本地生活集团												
收入	67,076	81,403	78,962	86,962	14,450	15,564	15,160	14,628	16,229	17,725	16,988	16,134
YoY	12%	21.4%	-3.0%	10.1%	n.a	n.a	n.a	n.a	12%	14%	12%	10%
占比	7%	8%	7%	7%	6%	7%	6%	7%	7%	7%	6%	7%
经调整 EBITA	-3,689	-4,992	790	870	-1,982	-2,564	-2,068	-3,198	-386	-391	-596	-2,316
利润率	-5.5%	-6.1%	1.0%	1.0%	-13.7%	-16.5%	-13.6%	-21.9%	-2.4%	-2.2%	-3.5%	-14.4%
菜鸟集团												
收入	101,272	98,366	103,284	108,448	23,164	22,823	28,476	24,557	26,811	24,647	28,241	21,573
YoY	2%	-2.9%	5.0%	5.0%	n.a	n.a	n.a	n.a	16%	8%	-1%	-12%
占比	10%	9%	9%	9%	10%	10%	11%	11%	11%	10%	10%	9%
经调整 EBITA	302	-1,674	2,066	3,253	877	906	961	-1,342	618	55	235	-606
利润率	0.3%	-1.7%	2.0%	3.0%	3.8%	4.0%	3.4%	-5.5%	2.3%	0.2%	0.8%	-2.8%
大文娱集团												
收入	22,267	23,104	24,260	25,473	5,381	5,779	5,040	4,945	5,581	5,694	5,438	5,554
YoY	5%	3.8%	5.0%	5.0%	n.a	n.a	n.a	n.a	4%	-1%	8%	12%
占比	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
经调整 EBITA	-554	-338	174	183	63	-201	-517	-884	-103	-178	-309	36
利润率	-2%	-1.5%	0.7%	0.7%	1%	-3%	-10%	-18%	-2%	-3%	-6%	1%
所有其他												
收入	206,269	180,849	201,096	223,075	45,541	48,052	47,023	51,458	47,001	52,178	53,102	53,988
YoY	7%	-12.3%	11.2%	10.9%	n.a	n.a	n.a	n.a	3%	9%	13%	5%
占比	21%	17%	18%	18%	19%	21%	18%	23%	19%	22%	19%	23%
经调整 EBITA	-8,536	-5,425	0	2,231	-1,204	-1,437	-3,172	-2,818	-1,263	-1,582	-3,156	-2,535
利润率	-4%	-3.0%	0.0%	1.0%	-3%	-3%	-7%	-5%	-3%	-3%	-6%	-5%

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: 本季度回购 6 亿美元共 5100 万普通股 (相当于 600 万股 ADS), 2025 财年共回购约 119 亿美元。此外, 公司宣布派发每股 0.25 美元的股息, 其中包含每股 0.13125 美元的 2025 财年年度定期现金股息和每股 0.11875 美元的一次性特别现金股息, 股息总额约 46 亿美元。2025 财年公司整体股东回报金额约 165 亿美元, 对应当前股东回报率约 5%。

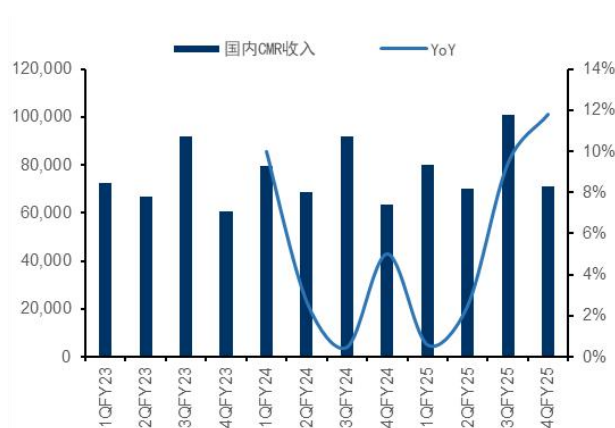
淘天集团: 商业化表现超预期, 关注闪购投入进展

本季度淘天集团收入为 1014 亿元, yoy+9%; 其中 cmr yoy+12%, 商业化表现超预期

期，主要由于 take rate 的同比提升带动。GMV 方面，我们认为公司依旧保持在大盘水平左右，今年以来通过拓展站外流量、扶持优质供给等举措继续坚持中长期稳定市场份额的目标。Take rate 则是 CMR 增长超预期的主要因素，依旧是 0.6% 的基础软件服务费全季度影响及全站推渗透率提升，其中基础软件服务费在推出对部分商家有一定的优惠政策，随着后续的逐渐收回，贡献将逐渐增加，全站推则伴随在商家中的渗透率不断提升，对货币化率的贡献逐步凸显，未来几个季度有望看到白牌商家的商业化率显著提升趋势。

利润端，本季度淘天集团经调 EBITA 利润率达到 41.2%，同比下降 0.1pct，推测虽然年初以来对商家的扶持等方面投入加大，但 88VIP 拉新速度放缓一定程度上抵消了其他投入的增加，88VIP 会员本季度人数超 5000 万，环比增加 100 万人。5 月开始公司将旗下淘宝小时达升级为淘宝闪购，借由饿了么的配送能力和餐饮资源，发力即时零售场景，并且保持了积极的投入力度，预计将会对 FY26Q1 的利润端产生一定扰动。

图3：阿里巴巴季度 CMR 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：淘天集团季度经调 EBITA 及利润率（百万元，%）

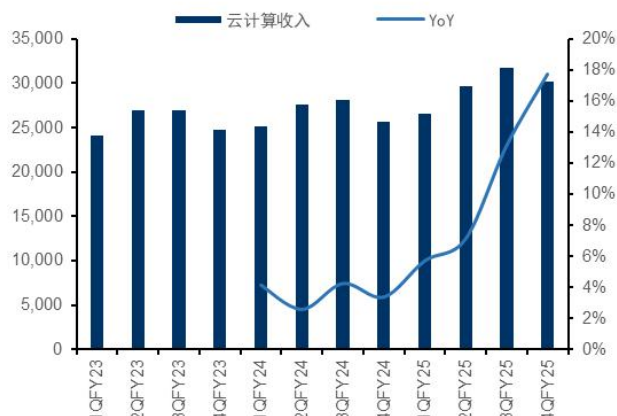


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

云计算：需求持续加速，AI 相关收入继续三位数增长

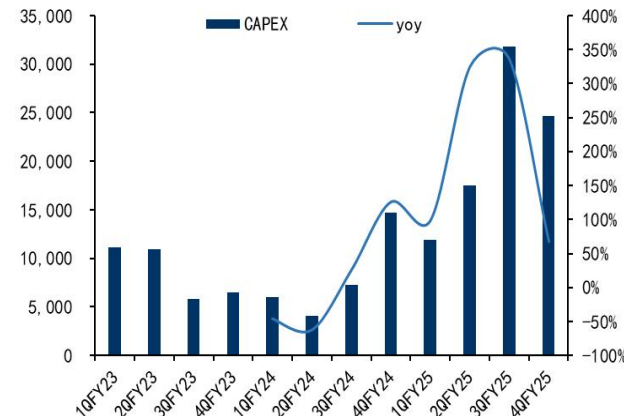
本季度云业务收入 301 亿元，yoy+18%，其中不计阿里并表业务收入 yoy+17%，主要由公共云业务收入双位数增长带动，其中 AI 相关产品收入第 7 个季度三位数增长；经调 EBITA 利润率为 8.0%，环比小幅下降主要因为增加了技术和产品开发投资，以及折旧摊销增加，展望未来，在规模效应以及 Agent 快速发展带来的商业化机会下，仍有提升的可能。此外，公司继续坚持三年 3800 亿的 CAPEX 计划，本季度 CAPEX 246 亿，同比+68%。

图5: 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6: 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

◆ AI 布局进展

- 模型：**4QFY25 阿里围绕基座模型 Qwen2.5 密集发布并开源了多款模型，包括擅长数学推理的 Qwen2.5-Max、推理模型 QwQ-32B、全模态模型 Qwen2.5-Omni-7B 等。在 2025 年阿里云 AI 势能大会上，公司分享了后续模型两大重点发展方向：
 - ①推理能力不断增强：提升模型泛化能力、模型自行判断使用快思考还是慢思考（降低资源消耗）、模型将具备更强的任务规划和工具调度能力，最终加速 agent 的落地；
 - ②多模态：多种模态模型的融合是后续方向，最终实现全模态的输入输出。4 月 29 日，阿里发布 Qwen3 系列模型，包含 0.6B/1.7B/4B/8B/14B/32B 多个小参数的稠密模型，以及 MoE 架构的 Qwen3-30B-A3B 和 Qwen3-235B-A22B。这是国内首个混合推理模型，并且相比 Qwen2.5 性能大幅提升且成本只有同参数的 10%。
- 应用：**3 月 13 日，阿里巴巴宣布推出 AI 旗舰应用——新夸克。新夸克基于阿里通义领先的推理及多模态大模型，全面升级为一个无边界的“AI 超级框”。未来通义系列模型的最新成果都将第一时间接入夸克。新夸克将告别传统搜索，升级为一个 All in One 的“AI 超级框”，满足用户工作、学习、生活的各类 AI 需求。据 AI 产品榜，4 月夸克 APP MAU 达到 1.49 亿。4 月 28 日，夸克 AI 超级框发布全新 AI 相机，5 月 8 日全新升级深度搜索。
- 其他：**在 2025 年阿里云 AI 势能大会上，阿里还宣布了两个重要新方向：
 - ①百炼全面支持 MCP 服务部署和调用，通过统一的标准接口降低大模型和外部系统的集成门槛；
 - ②推出阿里云的 AI Agent Store。为打造更好的 AI 应用生态持续努力。

图7：阿里模型发布进程

日期	事件类型	事件	模型类型
2023/4/11	产品发布	Qwen 大型模型发布	文本模型
2023/6/1	产品发布	工作助手通义听悟公测	
2023/8/25	开源	开源 Qwen-VL	视觉模型
2023/9/13	产品发布	Qwen 大型模型获得国内公共使用许可	
2023/9/25	开源	开源 Qwen-14B	文本模型
2023/10/31	产品发布	发布 Qwen-2.0	文本模型
2023/12/1	开源	开源 Qwen-72B	文本模型
2024/1/31	产品发布	发布企业级 RAG 解决方案	
2024/2/6	开源	开源 Qwen1.5	文本模型
2024/5/9	产品发布	发布 Qwen-2.5 并开源 Qwen1.5-110B	文本模型
2024/5/21	价格调整	阿里大型模型首次降价，最高降幅达 97%	
2024/6/7	开源	开源 Qwen2	文本模型
2024/9/2	开源	开源 Qwen2-VL	视觉模型
2024/9/19	价格调整	阿里大型模型第二次降价，最高降幅达 85%	
2024/11/20	产品发布	发布 Qwen2.5-Turbo	文本模型
2024/12/25	产品发布	发布开源视觉推理模型 QVQ-72B-Preview	视觉模型
2024/12/31	价格调整	阿里大型模型第三次降价，降幅超过 80%	
2025/1/9	产品发布	发布万相 2.1 视频生成模型	视觉模型
2025/1/29	产品发布	发布 Qwen2.5-Max	文本模型
2025/2/9	模型整合	百炼平台整合 DeepSeek-V3 和 DeepSeek-R1	
2025/2/25	开源	开源万相 2.1	视觉模型
2025/3/6	开源	开源推理模型 QwQ-32B	推理模型
2025/3/27	开源	开源全模态模型 Qwen2.5-Omni-7B	全模态模型
2025/4/29	产品发布	发布国内首个混合推理模型 Qwen3	文本模型
2025/5/1	开源	开源更小尺寸的全模态模型 Qwen2.5-Omni-3B	全模态模型

资料来源：通义千问、国信证券经济研究所整理及预测

其他业务

AIDC 增速放缓继续追求盈利。本季度国际商业收入 336 亿元, yoy+22%; 经调 EBITA 利润率-11%, 增速较上个季度放缓, 主要是公司平衡增长和盈利关系, 以追求单季度盈利为优先导致, 亏损幅度较上个季度减少。

菜鸟本季度收入 216 亿元, 同比-12%, 收入下滑主要是部分平台物流业务并入淘天, 同时本季度经调整 EBITA 为-6 亿元, 利润率为-2.8%, 环比由盈转亏, 主要是由于薪酬成本增加, 以及员工激励结构调整。

投资建议：维持“优于大市”评级

公司聚焦电商和云两大核心业务, 非核心业务持续降本增效。我们调整公司 FY2026-FY2027 收入预测至 10520/11246 亿元, 调整幅度为-2%/-2%, 新增 FY2028 收

入预测 12083 亿元，主要考虑到高鑫和银泰剥离的影响，部分被电商货币化率提升以及闪购业务增量抵消；调整公司 FY2026-FY2027 经调净利预测至 1669/1821 亿元，调整幅度为-3%/-3%，主要反映即时零售业务投入增加影响。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)				
	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E		FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
现金及现金等价物	248125	329603	410318	549803	营业收入	996347	1051955	1124573	1208286
应收款项	98194	103674	110831	119081	营业成本	598285	625494	667532	716006
存货净额	25460	23562	24406	25358	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	381085	384332	407947	433372	销售费用	144021	157578	166249	176198
流动资产合计	752864	841172	953502	1127614	管理费用	114894	166700	161622	159061
固定资产	185161	229628	284509	320441	财务费用	(11163)	16989	17911	(11163)
无形资产及其他	363556	302963	252469	210391	投资收益	5966	5966	5966	5966
投资性房地产	39175	39175	39175	39175	资产减值及公允价值变动	(6336)	0	0	0
长期股权投资	424073	395029	365985	336941	其他收入	17652	(5363)	(19016)	(22082)
资产总计	1764829	1807967	1895641	2034562	营业利润	167592	85798	98209	152068
短期借款及交易性金融负债	29001	30451	31974	33572	营业外净收支	(6171)	3387	3387	3387
应付款项	17002	15734	16298	16934	利润总额	161421	89185	101596	155455
其他流动负债	375504	363266	378109	395007	所得税费用	35445	13378	15239	20052
流动负债合计	421507	409451	426381	445513	少数股东损益	(4133)	853	(942)	(10099)
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	158122	166907	182072	201259
其他长期负债	88948	82212	75476	68740					
长期负债合计	230723	210110	194497	178884					
负债合计	652230	619561	620878	624397	现金流量表(百万元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
少数股东权益	115327	116180	115238	105139	净利润	158122	166907	182072	201259
股东权益	997272	1072226	1159525	1305027	资产减值准备	0	0	0	0
负债和股东权益总计	1764829	1807967	1895641	2034562	折旧摊销	(14295)	106680	117862	134507
					公允价值变动损失	6336	0	0	0
					财务费用	(11163)	16989	17911	(11163)
关键财务与估值指标	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	营运资本变动	(1331)	(27071)	(3570)	(3294)
经调整每股收益	8.32	8.78	9.58	10.59	其它	(32785)	(91100)	(95716)	(65857)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	116047	155416	200649	266616
每股净资产	52.47	56.41	61.00	68.66	资本开支	25005	(90555)	(122249)	(128361)
ROIC	12%	15%	16%	19%	其它投资现金流	8480	0	(19374)	(20537)
ROE	13%	7%	8%	11%	投资活动现金流	62529	(61511)	(112579)	(119854)
毛利率	40%	41%	41%	41%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	11%	10%	9%	负债净变化	(7313)	(5000)	0	0
EBITA Margin	17%	21%	20%	20%	支付股利	0	0	0	0
收入增长	6%	6%	7%	7%	其它融资现金流	(91157)	1450	1523	1599
经调净利润增长率	0%	6%	9%	11%	融资活动现金流	(123537)	(12427)	(7354)	(7278)
资产负债率	43%	41%	39%	36%	现金净变动	55039	81478	80715	139484
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	193086	248125	329603	410318
调整后 P/E	13.8	13.1	12.0	10.9	货币资金的期末余额	248125	329603	410318	549803
P/B	2.2	2.0	1.9	1.7	企业自由现金流	150206	88239	87494	95763
EV/EBITDA	9	7	6	6	权益自由现金流	60447	70249	73792	107085

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