

【广发传媒&商社&海外】阿里巴巴 (BABA)/阿里巴巴-W(09988.HK)

FY25 年报梳理：战略聚焦，核心业务加速

核心观点：（除非特别注明，否则报告货币为人民币）

- **阿里发布 FY2025 财年年报。**公司 2025 财年收入同比增长 5.9%至 9963.5 亿元，GAAP 净利润 1259.8 亿元，yoy+76.6%。阿里巴巴在“用户为先、AI 驱动”的战略引领下将业务聚焦于电商和云两大核心领域，围绕平台与业务，形成了一个涵盖了消费者、商家、品牌、零售商、企业、第三方服务提供者、战略合作伙伴及其他企业的生态体系。
- **电商主业用户驱动，加速增长。**阿里的中国零售商业聚焦消费者体验，面向庞大而多元的中国消费者体验提供服务。其中中国零售商业的收入同比增长 3%，而客户管理收入同比增长 6%，主要由线上 GMV 及 Take rate 的增长带动。国际零售收入收入增长强劲，主要由速卖通和 Trendyol 的收入增长带动。国际商业的 EBITA 亏损扩大，主要由于在速卖通和 Trendyol 的跨境业务投入增加。
- **云智能集团 AI 驱动，公共云优先。**阿里巴巴云业务的收入主要来自于向国内外企业客户提供公共和非公共云服务，在持续增长的 AI 需求推动下，公共云收入增长加速、AI 相关产品收入连续 7 个季度实现 3 位数增长，全年收入突破双位数增长。
- **合伙人更迭。**阿里巴巴合伙人团队由上一财年的 26 人减少至 17 人。电商事业群 CEO 蒋凡首次进入合伙人委员会，成为目前最年轻成员。
- **盈利预测与投资建议。**我们维持上次报告的盈利预测和估值方式，对应公司合理价值为 166.42 美元/ADS、港股 165.52 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济疲软，电商竞争环境加剧，闪购业务投入超市场预期，AI 技术落地不及预期，云业务利润率季度之间产生波动。

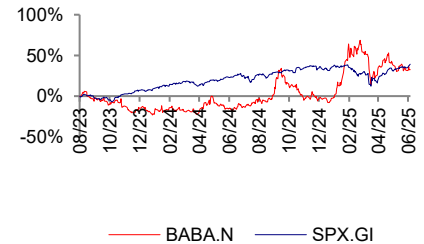
盈利预测：（本文表中年份为财年）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	941,168	996,347	1,084,589	1,173,989	1,213,130
增长率（%）	8.3%	5.9%	8.9%	8.2%	3.3%
经调整后EBITA（百万元）	165,028	173,065	184,460	210,006	229,891
归母净利润（百万元）	79,741	129,470	166,581	192,552	209,222
增长率（%）	11.4%	0.4%	7.9%	9.1%	8.2%
EPADS（元/股）	63.05	66.05	71.25	80.15	89.42
市盈率（x）	14.09	13.46	12.47	11.09	9.94
市净率（x）	2.26	2.14	1.96	1.81	1.75
EV/EBITDA（x）	10.71	10.22	9.58	8.60	7.79

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心（1 美元=7.2064 人民币=7.7969 港币）

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	114.08 美元/112.10 港元
合理价值	166.42 美元/165.52 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-06-30

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610

kuangshi@gf.com.cn

分析师：

嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001



SFC CE No. BUA982



021-38003653

jiwenxin@gf.com.cn

分析师：

杨起帆



SAC 执证号：S0260525040001



021-38003554



yangqifan@gf.com.cn

请注意，杨起帆并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

【广发传媒&商社&海外】阿 2025-05-16
里巴巴(BABA)/阿里巴巴-W(09988.HK):FY25Q4 点
评：核心电商稳健增长，云
业务加速

联系人：

黄静仪

huangjingyi@gf.com.cn

目录索引

一、公司战略：坚持用户为先、AI 驱动	4
二、电商业务：用户驱动、加速增长	6
三、AI+云：AI 驱动，公共云优先	8
四、合伙人更迭：加强一线管理人员决策重要性	9
五、盈利预测与投资建议	10
六、风险提示	10

图表索引

图 1: 阿里巴巴在 2025 财年运营的主要业务	4
图 2: 阿里云产品大图	5
图 3: 公司逐年收入和增速 (人民币百万, %)	6
图 4: 公司逐年净利润和增速 (人民币百万, %)	6
图 5: 淘天集团收入 (人民币百万, %)	7
图 6: 淘天集团 EBITA 亏损及亏损率 (人民币百万, %)	7
图 7: 国际数字商业集团收入 (人民币百万, %)	7
图 8: 国际数字商业集团 EBITA 亏损 (人民币百万, %)	7
图 9: 云智能集团收入 (人民币百万, %)	8
图 10: 云智能集团 EBITA 利润 (人民币百万, %)	8
图 11: Qwen3 性能对比其他模型情况	9
表 1: 阿里巴巴现任合伙人	9

一、公司战略：坚持用户为先、AI 驱动

年报显示，阿里巴巴在“用户为先、AI驱动”的战略引领下将业务聚焦于电商和云两大核心领域。在2025财年，其业务包括淘天集团、阿里国际数字商业集团、云智能集团、菜鸟集团、本地生活集团、虎鲸文娱集团及所有其他。围绕平台与业务，阿里形成了一个涵盖了消费者、商家、品牌、零售商、企业、第三方服务提供者、战略合作伙伴及其他企业的生态体系。

为推进“用户为先”战略并进一步优化整体用户体验，2026财年淘天集团、饿了么与飞猪将整合为中国电商事业群，把电商平台升级为大消费平台。同时，菜鸟、高的、虎鲸文娱集团将重新分类至所有其他。年报中披露，由截至2025年6月30日止的季度起，随着公司的首席经营决策者开始在新架构下来审阅信息，分部报告将依据新的报告架构做出更新。

图 1：阿里巴巴在2025财年运营的主要业务



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司的电商战略：认为中国的数字消费市场包含不同的价值主张。淘宝作为综合性消费平台，用友多元化的消费群体。为了进一步加强竞争力、挖掘新增长潜力，坚持了“用户为先”战略，努力丰富平台的优质商品和服务供给，满足多层次的消费需求，并为消费者提供好商品、好价格、好服务的购物体验。

公司持续投入用户增长，并对有价格竞争力的商品、客户服务、会员体系加大投入，以全面提升用户体验。将价格竞争力视为重要的价值主张之一。为了使得产品持续具备吸引力，阿里利用作为中国领先的电商平台的地位，进一步提高服务效率和供应链能力。

展望未来，阿里将继续投资于AI领域关键能力，进一步提升消费者的购物体验。与此同时，积极改善平台商家的经营环境，持续加大力度扶持为消费者提供优质商品和服务的商家，努力建设商家、消费者、平台三方共赢的可持续发展环境。

对于全球化战略，首先，阿里致力于打造领先的数字化全球供应链网络。目标是依托多样化的产品供应网络和全球化的物流网络整合并升级为一个数字化的全球供应链网络，以本地商品和物流枢纽为依托，覆盖各个海外市场。其次，继续投资AI和数

字化零售技术,以促进不同平台和市场的运营协同,进一步推动消费者的体验创新。
第三,专注于主要战略市场,提升经营效率,并寻求投资回报理想的增长机会。

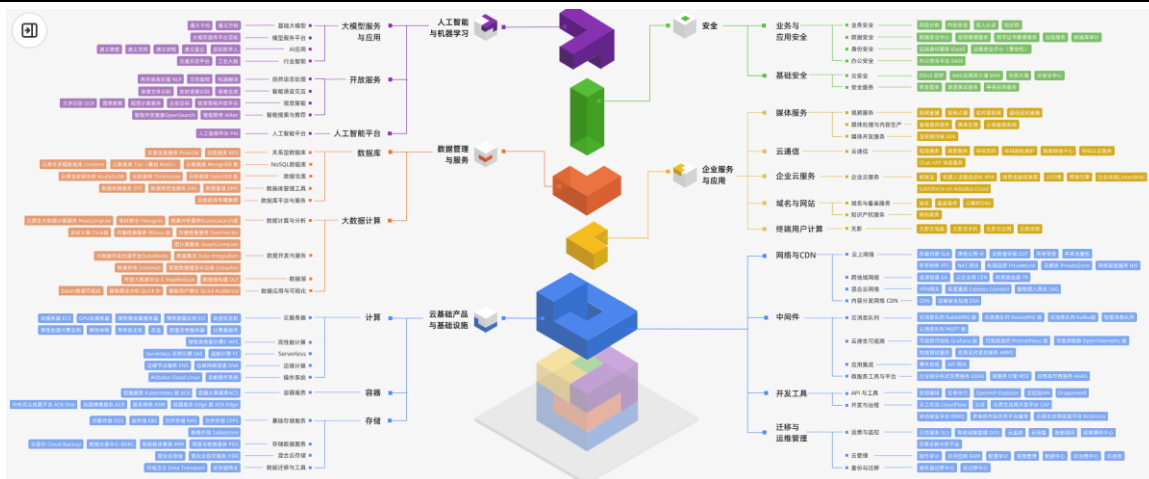
公司的AI+云战略: 公司年报披露,云和AI的深度结合将会形成最重要的基础设施,并在各行业的变革中发挥作用。公司的云业务围绕“AI驱动,公共云优先”的发展战略,目标是建设具备AI技术服务能力和全球技术竞争力的云计算网络,以驱动未来的高质量增长。

首先,公司的发展战略将坚定不移地以AI技术能力为增长驱动力。AI基础模型是提升行业生产力的关键。因此也将继续投资自研AI基础模型,保持技术领先地位,同时坚持扩大开源,建立以通义千问为中心的蓬勃发展的开源生态系统。目标是通过推动全球开发者、创业公司和千行百业的企业客户AI应用与创新,共同建设繁荣的AI生态。公司会持续投入AI和云计算基础设施建设,以支持客户和生态体系合作伙伴共同把握AI时代的增长机遇。

其次,将专注于优先发展公共云的核心业务。通过扩大公共云业务规模,不仅能够短期内提高收入质量,而且从长期来看,能够从规模经济中获得更多的收益。因此,会持续投资公共云的核心产品,不断提升收入质量。

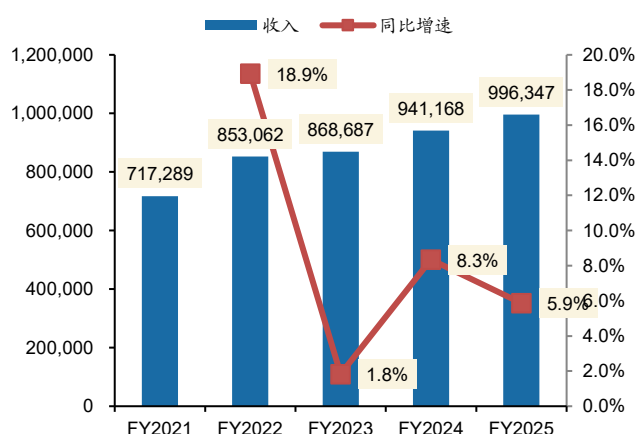
此外,海外客户以及拓展海外市场的中国客户对云服务有巨大的市场需求,面向未来,将进一步拓展全球基础设施网络及本地化服务团队的覆盖,加速打造全球云计算一张网并推动AI产品国际化,为全球企业和组织提供量身定制的客户导向型支持。

图 2: 阿里云产品大图



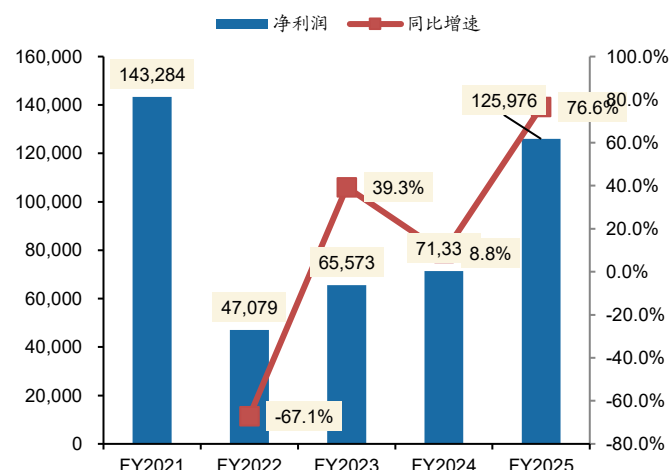
数据来源: 阿里云产品手册 2025、广发证券发展研究中心

图 3：公司逐年收入和增速（人民币百万，%）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 4：公司逐年净利润和增速（人民币百万，%）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、电商业务：用户驱动、加速增长

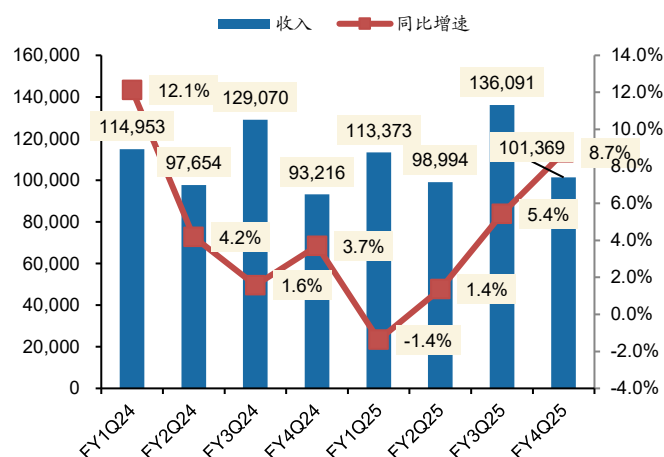
阿里的中国零售商业聚焦消费者体验，面向庞大而多元的中国消费者体验提供服务，持续有用户增长。其中，淘天集团的业务包含：（1）中国零售商业；（2）中国批发商业。2025财年，中国零售商业的收入录得425,526百万元，同比增长3%。客户管理收入同比增长6%，主要由线上GMV同增4%及Take rate同增2%所带动。

2025财年，中国零售商业的直营及其他收入为人民币103,180百万元，同比下降7%，主要是由于公司按计划减少了若干直营业务导致的直营收入下降导致，部分被增值服务的收入所抵消。2025财年，中国批发商业的收入录得人民币24,301百万元，同比增长19%，主要是由付费会员的增值服务收入增加带来。

2025财年，淘天集团的经调整后EBITA为人民币196,232百万元，同比增长1%。增长主要是由客户管理收入增加所致，部分被用户体验和科技的投入增加抵消。

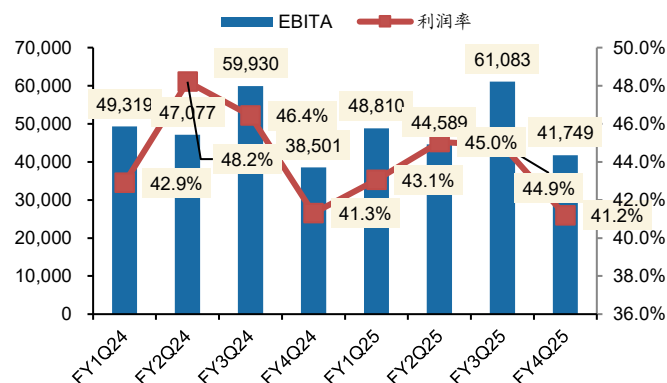
经营数据方面，消费者88VIP用户在2025财年持续活跃比例与2024财年持平；1688.com的付费会员数量保持着稳定增长，并且总数超过100万。

图 5：淘天集团收入（人民币百万，%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6：淘天集团EBITA亏损及亏损率（人民币百万，%）



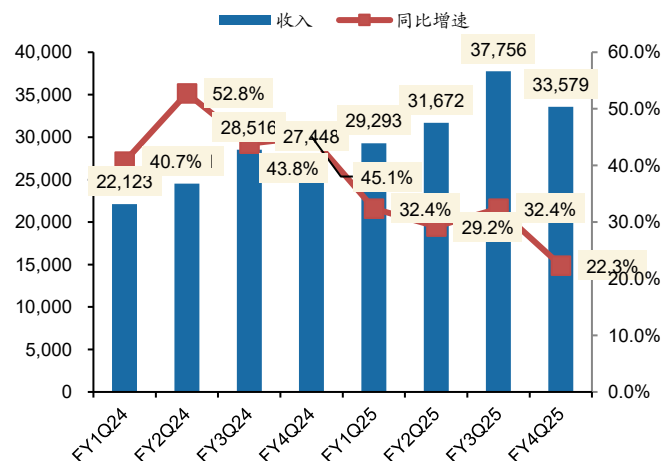
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

海外业务方面，阿里国际数字商业集团的业务包括：（1）国际零售业务；（2）国际批发业务。2025财年，国际零售收入为人民币108,465百万元，同增33%，主要由速卖通和Trendyol的收入增长带动。增速中，速卖通及Trendyol的收入增长分别拉动25%和8%。国际批发商业方面，25财年收入是23,835百万元，同增14%，增长由跨境业务相关的增值服务收入增长带来。

国际商业的EBITA亏损方面，2025财年，亏损是15,137百万元，同比有扩大。主要由于在速卖通和Trendyol的跨境业务投入增加，部分被Lazada的变现率和运营效率提升导致经营亏损减少以及Trendyol本地业务的盈利能力改善抵消。

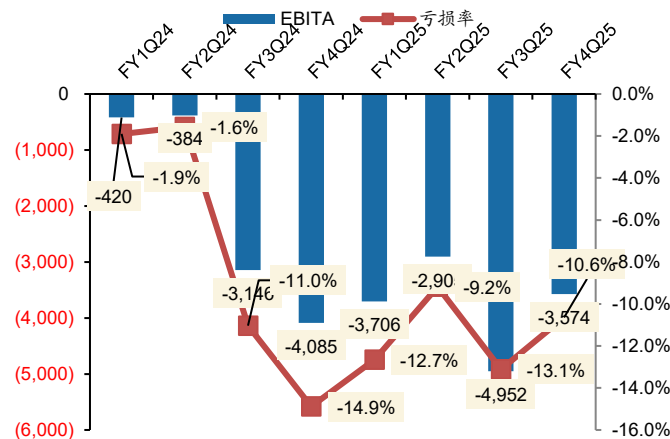
经营数据方面，速卖通在全球覆盖超过200个国家和地区，Lazada的单均经济模型持续同比改善。

图 7：国际数字商业集团收入（人民币百万，%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 8：国际数字商业集团EBITA亏损（人民币百万，%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

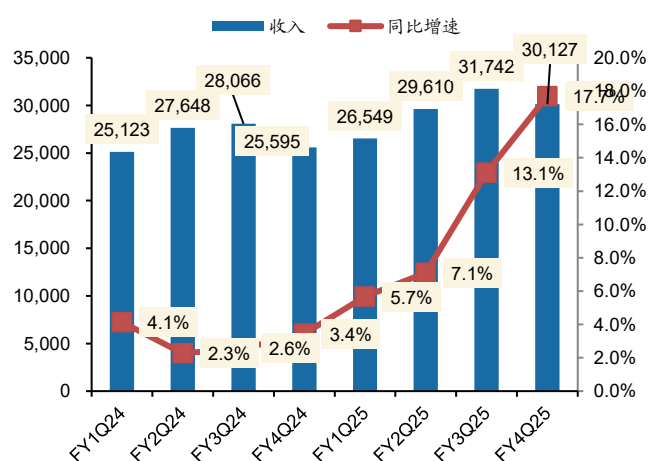
三、AI+云：AI 驱动，公共云优先

阿里巴巴云业务的收入主要来自于向国内外企业客户提供公共和非公共云服务，在持续增长的AI需求推动下，公共云收入增长加速、AI相关产品收入连续7个季度实现3位数增长，全年收入突破双位数增长：

- (1) 公共云服务：收入主要来自多种云服务，其中包括传统及AI相关，例如弹性计算、存储、网络、数据库、大数据、安全、云原生和阿里云大模型服务平台“百炼”。企业客户可以按具体使用情况或订阅的模式支付服务费用，例如按需使用云计算服务和存储容量。
- (2) 非公共云服务：收入来自于一系列云服务，包括硬件、软件许可证、软件安装服务、应用开发和维护服务。

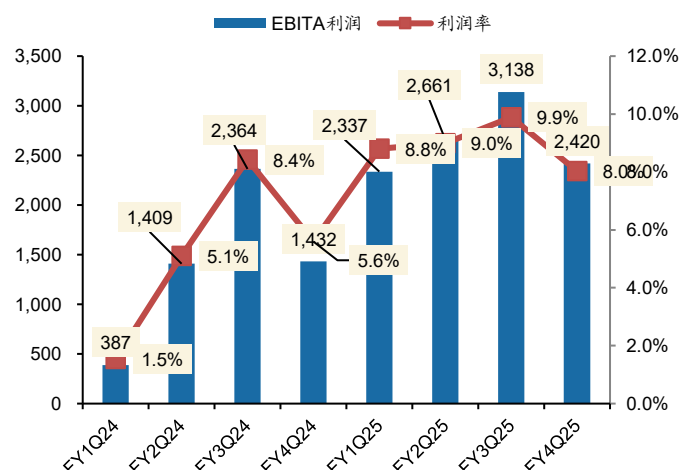
2025财年，云智能集团的收入为人民币118,028百万元，相较2024财年增长11%。整体收入（不计来自阿里巴巴并表子公司的收入）同比增长10%，主要由更快的公共云业务收入增长带动，其中包括AI相关产品采用量的提升。在EBITA利润方面，云智能集团经调整EBITA为人民币10,556百万元，同比增长72%，主要是由更快的公共云业务收入增长和运营效率提升带来，部分被客户增长和技术创新的投入的增加所抵消。

图 9：云智能集团收入（人民币百万，%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10：云智能集团EBITA利润（人民币百万，%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

在AI大模型领域，阿里推动大模型基础研究和创新，追求突破模型能力的边界，同时坚持扩大开源。2025年4月发布的阿里通义Qwen3模型在全球多个权威测试榜单中性能领先。截至2025年4月底，阿里通义已开源200余款模型，全球下载量超过3亿次，衍生模型数量超过10万个，成为全球最大的开源模型家族。

具体而言，Qwen3是Qwen系列大型语言模型的最新成员，其旗舰模型 Qwen3-235B-A22B 在代码、数学、通用能力等基准测试中，与 DeepSeek-R1、o1、o3-mini、Grok-3 和 Gemini-2.5-Pro 等顶级模型相比，表现出具备竞争力的结果。此外，小型 MoE 模型 Qwen3-30B-A3B 的激活参数数量是 QwQ-32B 的 10%，表现更胜一筹。

图 11: Qwen3性能对比其他模型情况

	Qwen3-235B-A22B MoE	Qwen3-32B MoE	OpenAI-o1 2024-10-17	Deepseek-R1	Grok 3 Beta Flash	Gemini2.5-Pro	OpenAI-o3-mini Medium
ArenaHard	95.6	93.8	92.1	93.2	-	96.4	89.0
AIME'24	85.7	81.4	74.3	79.8	83.9	92.0	79.6
AIME'25	81.5	72.9	79.2	70.0	77.3	86.7	74.8
LiveCodeBench v3, 2024.10.20/25.02	70.7	65.7	63.9	64.3	70.6	70.4	66.3
CodeForces Elo Rating	2056	1977	1891	2029	-	2001	2036
Aider Pass@2	61.8	50.2	61.7	56.9	53.3	72.9	53.8
LiveBench 2024-11-25	77.1	74.9	75.7	71.6	-	82.4	70.0
BFCL v3	70.8	70.3	67.8	56.9	-	62.9	64.6
Multif 8 Languages	71.9	73.0	48.8	67.7	-	77.8	48.4

1. AIME 24/25: We sample 40 items for each query and report the average of the accuracy. AIME 23 consists of Part I and Part II, with a total of 30 questions.
2. Aider: We Aider scores the final results of Qwen3 in Aider efficiency and effectiveness.
3. BFCL: The Qwen3 results are estimated using the BFCL format, while the baseline results are estimated using the highest scores obtained from either the BFCL or prompt format.

数据来源：通义千问官方博客、广发证券发展研究中心

四、合伙人更迭：加强一线管理人员决策重要性

本次年报中，阿里巴巴合伙人团队由上一财年的26人减少至17人。此次调整中，戴珊、彭蕾、张勇、俞永福等9位合伙人退出，其中包括最初“十八罗汉”中的两位元老。而39岁的阿里电商事业群CEO蒋凡首次进入合伙人委员会，成为目前最年轻的成员。当前17位合伙人的平均年龄51岁，平均在公司服务时间10年，且悉数正在承担一线业务管理职能。

表 1: 阿里巴巴现任合伙人

姓名	年龄	性别	加入集团年份	当前职务
樊路远	52	男	2007	虎鲸文娱集团董事长
蒋凡	39	男	2013	阿里电商事业群首席执行官
蒋芳	51	女	1999	集团首席人才官
蒋江伟	43	男	2008	云智能集团副总裁
刘振飞	53	男	2006	高德地图董事长
马云	60	男	1999	阿里巴巴合伙人
邵晓锋	59	男	2005	集团执行副总裁、集团风险管理委员会主席
童文红	54	女	2000	阿里巴巴合伙人

蔡崇信	61	男	1999	集团主席
万霖	50	男	2014	菜鸟集团董事兼首席执行官
王磊	45	男	2003	云智能集团资深副总裁
闻佳	48	女	2007	集团公共事务总裁
吴泳铭	50	男	1999	集团董事兼首席执行官
吴泽明	44	男	2004	集团首席技术官、饿了么董事长兼首席执行官
余思瑛	50	女	2005	集团首席法务官
张建锋	51	男	2004	阿里巴巴达摩院院长
郑俊芳	51	女	2010	云智能集团首席战略官

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

五、盈利预测与投资建议

我们维持上次报告(参照2025年5月16日发布的《FY25Q4点评:核心电商稳健增长,云业务加速》)的盈利预测和估值方式,对应公司合理价值为166.42美元/ADS、港股165.52港元/股,维持“买入”评级。

六、风险提示

宏观经济持续疲软导致电商主业承压,电商竞争环境加剧导致提升商家佣金率不及预期,闪购业务投入超市场预期,AI技术落地不及预期,云业务利润率季度之间产生波动。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	752,864	913,062	1,121,556	1,280,531	1,477,724
货币资金	286,424	478,477	666,080	830,547	1,021,510
应收及预付	33,496	32,098	39,306	37,984	41,883
短期投资	262,955	262,955	262,955	262,955	262,955
其他流动资产	169,989	139,531	153,216	149,044	151,376
非流动资产	1,011,965	1,022,936	1,042,837	1,065,185	1,085,144
长期股权投资	424,073	424,073	424,073	424,073	424,073
固定资产	185,161	211,917	229,563	248,631	266,227
无形资产	26,950	58,445	58,738	60,060	61,567
其他长期资产	375,781	328,502	330,463	332,421	333,278
资产总计	1,764,829	1,935,999	2,164,393	2,345,716	2,562,868
长期借款	141,775	141,775	141,775	141,775	141,775
其他非流动负债	88,948	111,084	118,869	125,369	128,662
负债合计	652,230	631,320	697,540	690,717	703,053
股本	370,316	370,316	370,316	370,316	370,316
其他非流动负债	88,948	111,084	118,869	125,369	128,662
留存收益	626,956	757,065	923,646	1,116,198	1,325,419
归属母公司股东权益	997,272	1,127,381	1,293,962	1,486,514	1,695,735
少数股东权益	115,327	111,194	106,788	102,382	97,976
负债和股东权益	1,764,829	1,935,999	2,164,393	2,345,716	2,562,868

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	941,168	996,347	1,084,589	1,173,989	1,213,130
营业成本	-586,323	-598,285	-650,541	-675,182	-684,809
销售费用	-115,141	-144,021	-151,842	-176,098	-181,970
管理费用	-41,985	-44,239	-54,229	-58,699	-60,657
研发费用	-52,256	-57,151	-59,652	-70,439	-72,788
财务费用	-7,947	-9,596	-11,035	-12,691	-14,594
其他收益	-9,964	20,759	44,000	46,200	48,510
投资净收益	6,157	3,387	3,421	3,421	3,421
营业利润	113,350	140,905	152,055	181,830	200,776
利润总额	101,596	155,455	188,441	218,760	238,113
所得税	-22,529	-35,445	-28,266	-32,814	-35,717
净利润	71,332	125,976	162,175	188,146	204,816
少数股东损益	8,677	4,133	4,406	4,406	4,406
归属母公司净利润	79,741	129,470	166,581	192,552	209,222
经调整后 EBITA	165,028	173,065	184,460	210,006	229,891
EPADS (元)	63.05	66.05	71.25	80.15	89.42

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	182,593	225,888	231,812	212,964	240,275
净利润	71,332	125,976	162,175	188,146	204,816
折旧摊销	53,359	56,222	59,554	63,492	67,576
营运资金变动	-6,157	-3,387	-3,421	-3,421	-3,421
其它	7,735	-5,966	-2,000	-2,200	-2,420
投资活动现金流	-21,824	-18,257	-28,073	-32,061	-32,328
资本支出	-2,726	-15,577	-16,136	-16,436	-16,984
筹资活动现金流	-108,244	-15,577	-16,136	-16,436	-16,984
现金净增加额	56,914	192,053	187,602	164,468	190,963
期初现金余额	229,510	286,424	478,477	666,080	830,547
期末现金余额	286,424	478,477	666,080	830,547	1,021,510

主要财务比率

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长	8.3%	5.9%	8.9%	8.2%	3.3%
EBITDA 增长	11.6%	4.9%	6.6%	13.8%	9.5%
净利润增长	11.4%	0.4%	7.9%	9.1%	8.2%
获利能力					
毛利率	37.7%	40.0%	40.0%	42.5%	43.6%
Non-GAAP 净利率	16.7%	15.9%	15.7%	15.9%	16.6%
ROE	14.1%	13.1%	12.3%	11.9%	11.5%
ROA	9.0%	8.5%	8.3%	8.3%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	15.3%	13.1%	11.6%	10.3%	9.2%
净负债比率	-10.4%	-23.6%	-33.8%	-39.9%	-45.7%
每股指标 (元)					
每股收益	22.24	30.21	27.06	30.10	35.39
每股经营现金流	11.66	9.42	9.18	9.99	8.86
每股自由现金流	18.02	12.47	17.44	10.51	9.53
估值比率					
P/E	14.09	13.46	12.47	11.09	9.94
P/S	2.26	2.14	1.96	1.81	1.75
EV/EBITDA	10.71	10.22	9.58	8.60	7.79

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017 年 3 月加入广发证券，2011-2017 年 2 月，供职于中银国际证券。
 廖 志 国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025 年 6 月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4 年证券行业研究经验。
 徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
 周 喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
 章 驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023 年 8 月加入广发证券发展研究中心。
 罗 悦 纯：高级分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024 年加入广发证券发展研究中心。
 黄 静 仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
 广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
 广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
 本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。