

确立 AI+即时零售核心地位，云及 CAPEX 持续加速

——阿里巴巴 FY26Q1 点评

核心观点

- **核心观点：**公司本季度两大业务线表现均十分亮眼。1) AI 云增量带动云业务环比提速&CAPEX 投入再创新高。2) 外卖业务亏损可控，同期带给主站协同作用。外卖投入不仅换来单量及份额明显增长，同期已看到外卖协同效应在用户和 CMR 增长的反馈。我们认为公司云提速代表公司 AI 新周期已开始，国内海外 AI 算力需求共振叠加公司维持高额算力及云基建投入。此外，我们认为公司外卖策略执行效率高，投入效果好于预期。看好公司利润修复的潜力，我们对应上调公司利润及估值，给予目标价 200.0 港元，维持“买入”评级。
- **公司战略聚焦，抓住即时零售与 AI 两大历史机遇。** FY26Q1 起公司将原淘天集团及本地生活集团合并为中国电商集团，菜鸟、大文娱等其他业务统一并入所有其他分部。进一步聚焦消费端的电商与即时零售业务，及科技端的 AI+云业务。公司认为当前正面临 AI 与消费两大历史性机遇，既要抓住由远场电商向本地近场电商的转型，也要进一步抓住 AI 的时代机会，看好公司战略聚焦下在即时零售与 AI 云业务取得进展的潜力。
- **AI+云：云及 CAPEX 环比大幅提速。** FY26Q1 公司实现云收入 334.0 亿，yoy+25.8%(彭博一致预期+20.0%)，环比+8.1pcts 明显提速，且公司预计未来几个季度持续提速。AI 云方面，本季度 AI 云收入占外部收入超过 20%，AI 收入连续 8 个季度三位数增长。我们认为国内 AI 周期逐渐进入高潮期，AI 云需求持续释放下阿里云作为国内公有云龙头持续享受红利，参考海外经验云收入 20%+高增期有望持续 1-2 年。此外，25Q2 公司资本开支为 387.6 亿元，yoy+219.8%再创新高，公司投入 AI 战略坚定，管理层预计可按期完成 3800 亿资本开支计划，高额投入未来有望转化为持续的云收入增长。尽管 CAPEX 加大，但本季度云 EBITA margin 为 8.8%，环比提升 0.8pcts。市场担忧 CAPEX 的高额投入会导致计提高额折旧影响云业务的利润，但我们认为随着 AI 云业务的需求进一步释放，云规模效应提升叠加高利润的 AI 云占比提升可对冲云基建带来的折旧影响，利润率增长具有一定持续性，看好未来公司云业务的盈利能力的释放。
- **中国电商：Meta 逻辑+外卖协同，双要素带动 CMR 维持高增速。** FY26Q1 公司实现 CMR 892.5 亿元，yoy+10.1%(彭博一致预期 9.0%)，主要系佣金上调及 AI 驱动的全站推渗透率提升带动，部分来自外卖带来的主站协同效应。预计随着全站推渗透提升及 AI 驱动下主站广告转化率的提升（Meta 多次提到 AI 推荐算法对用户点击率和使用时长的拉动作用使广告转化率提升，对标看淘天亦有类似增长逻辑），叠加来自外卖的协同效应预计贡献低个位数的 CMR 增长，未来几个季度 CMR 仍可维持接近的高增速。
- **外卖：业务投产效率高，同期主站协同效果显现。**我们测算本季度外卖补贴的总亏损不超过 150 亿元，并未严重拖累集团利润。1) **业务端效率高：**据公司披露月度交易用户超过 3 亿，8 月周均订单维持在 8000 万单以上，进一步缩小与美团差距，份额明显提升。我们看好公司外卖高补贴持续时间与补贴规模的减少，FY26Q3 起亏损有望进一步收窄。2) **对淘天协同效用明显：外卖带动主站流量及广告收入。**闪购业务带动淘宝 DAU 增长 20%且用户购买频次显著提升。尽管预期 FY26Q2 单量高增下外卖业务亏损或将明显增长，但我们认为随着外卖业务渗透，一方面规模效应下履约、营销等成本有望进一步下降从而优化外卖 UE，另一方面外卖带动的主站流量提升有望反哺 CMR 的增长，提升主站变现效率并减少营销费用。随着外卖协同效应的持续释放，看好主站电商受益外卖带来的用增与活跃度提升下 CMR 进一步加速与营销费用的优化，有望实现收入利润双端的改善。

盈利预测与投资建议

- 公司确定云与外卖的两大历史性战略机遇，云与 AI 投入力度大战略坚定，收入及

投资评级 买入（维持）

股价（2025年08月29日）	115.7 港元
目标价格	200.0 港元
52 周最高价/最低价	143.49/76.07 港元
总股本/流通 H 股（万股）	1,907,263/1,907,263
H 股市值（百万港币）	2,206,703
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 09 月 01 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.95	-4.14	-0.39	48.82
相对表现%	-0.92	-2.39	-6.77	7.83
恒生指数%	-1.03	-1.75	6.38	40.99



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 liyuzhi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
金沐阳	jimmuyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860525030001

联系人

沈熠	shenyi1@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

即时零售投入增加拖累利润，阿里云持续向好：——阿里巴巴 FY26Q1 前瞻点评	2025-07-15
电商主业稳中向好，云业务势能持续释放：——阿里巴巴 FY25Q4 点评	2025-05-27
阿里召开 AI 势能大会，AI agent 布局加速	2025-04-18

CAPEX 均大幅提速，外卖业务收效明显且对主站有明显协同效应。根据公司最新财报，我们预测公司 FY2026-2028 营业收入为 10049/11256/12129 亿元（原 FY2026-2028 预测为 10642/11748/12725 亿元），经调整净利润为 1405/1866/2091 亿元（原 FY2026-2028 预测为 1696/1849/1955 亿元）。分部估值计算公司市值为 34772 亿元，对应每股价值 200.00 港元（人民币兑港币汇率 1.097），维持“买入”评级。

风险提示：

行业竞争加剧、资本投入回报不及预期、宏观经济不景气。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	941,168	996,347	1,004,952	1,125,645	1,212,908
同比增长(%)	8.34%	5.86%	0.86%	12.01%	7.75%
营业利润(百万元)	113,350	140,905	111,515	162,202	185,084
同比增长(%)	12.95%	24.31%	-20.86%	45.45%	14.11%
归属母公司净利润(百万元)	79,741	129,470	133,459	174,586	195,462
同比增长(%)	9.97%	62.36%	3.08%	30.82%	11.96%
每股收益(元)	3.92	6.70	6.97	9.12	10.21
毛利率(%)	37.70%	39.95%	39.89%	40.08%	40.54%
净利率(%)	8.47%	12.99%	13.28%	15.51%	16.12%
净资产收益率(%)	7.24%	12.01%	10.85%	12.06%	11.55%
市盈率(倍)	25.2	15.5	15.1	11.5	10.3
市净率(倍)	2.1	2.0	2.0	1.8	1.7

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增速、费用率、利润率），预测公司 FY2026-2028 营业收入为 10049/11256/12129 亿元（原 FY2026-2028 预测为 10642/11748/12725 亿元，因银泰及高鑫零售出表对应下调收入），经调整净利润为 1405/1866/2091 亿元（原 FY2026-2028 预测为 1696/1849/1955 亿元，因预期 FY26Q2 外卖亏损加大下调 FY26 利润，因预期 FY27 起外卖补贴下降对应上调 FY27-28 经调整净利润）。分部估值计算公司市值为 34772 亿元，对应每股价值 200.00 港元（人民币兑港币汇率 1.097），维持“买入”评级。

表 1：季度盈利预测表（百万元）

百万元	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	FY25	FY26E	FY27E
核心经营数据							
合计收入	236,454	247,652	232,006	285,891	996,347	1,004,952	1,125,645
yoy	6.57%	1.82%	-1.90%	2.05%	5.86%	0.86%	12.01%
合计经调整 EBITA	32,616	38,844	16,556	47,765	173,065	136,545	192,837
yoy	36.08%	-13.75%	-59.18%	-12.92%	4.87%	-21.10%	41.23%
利润率	13.79%	15.68%	7.14%	16.71%	17.37%	13.59%	17.13%
合计经调整净利润	29,847	33,510	24,076	45,133	158,122	140,519	186,598
yoy	22.23%	-17.65%	-34.07%	-11.62%	0.41%	-11.13%	32.79%
利润率	12.62%	13.53%	10.38%	15.79%	15.87%	13.98%	16.58%
分部财务数据							
	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	FY25	FY26E	FY27E
中国电商集团	115,408	140,072	124,972	165,722	509,376	558,073	615,086
yoy	8.96%	9.71%	7.07%	8.26%	4.49%	9.56%	10.22%
收入占比	48.81%	56.56%	53.87%	57.97%	51.12%	55.53%	54.64%
CMR	72,088	89,252	77,669	110,042	326,098	354,078	374,594
CMR-yoy	11.80%	10.07%	8.99%	8.25%	6.03%	8.58%	5.79%
经调整 EBITA	39,823	38,389	16,400	49,517	193,900	135,478	176,793
yoy	11.70%	-20.72%	-62.89%	-18.14%	4.07%	-30.13%	30.65%
利润率	34.51%	27.41%	13.12%	29.88%	38.07%	24.28%	28.74%
云智能	30,127	33,398	37,309	40,249	118,028	149,217	184,581
yoy	17.71%	25.80%	26.00%	26.80%	10.90%	26.42%	23.70%
收入占比	12.74%	13.49%	16.08%	14.08%	11.85%	14.85%	16.40%
经调整 EBITA	2,420	2,954	3,390	4,059	10,556	13,554	17,504
yoy	68.99%	26.40%	27.40%	29.37%	88.77%	28.40%	29.15%
利润率	8.03%	8.84%	9.09%	10.09%	8.94%	9.08%	9.48%
阿里国际数字商业	33,579	34,741	37,126	44,078	132,300	154,545	178,478
yoy	22.34%	18.60%	17.22%	16.74%	28.95%	16.81%	15.49%
收入占比	14.20%	14.03%	16.00%	15.42%	13.28%	15.38%	15.86%
经调整 EBITA	-3,574	-59	122	-448	-15,137	-247	2,570
yoy	12.51%	0.00%	0.00%	0.00%	-88.39%	98.37%	1138.63%
利润率	-10.64%	-0.17%	0.33%	-1.02%	-11.44%	-0.16%	1.44%
所有其他	81,115	58,599	57,161	60,541	337,364	235,108	246,739
yoy	0.19%	-27.97%	-30.73%	-30.24%	5.63%	-30.31%	4.95%

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。

收入占比	34.30%	23.66%	24.64%	21.18%	33.86%	23.39%	21.92%
经调整 EBITA	-3,316	-1,415	-1,603	-2,544	-9,930	-7,454	-2,837
yoy	38.44%	-31.38%	18.75%	28.61%	26.27%	-0.23%	35.51%
利润率	-4%	-2%	-3%	-4%	-3%	-3%	-1%

数据来源：公司公告，wind，东方证券研究所预测

我们采用分部估值法，分别对公司的六大主要业务进行独立估值：

淘天集团：营收、盈利水平稳健故采用 PE 估值法，参考可比公司，给予 FY27 经调整净利润 11xPE 估值，对应市值 17037 亿元。

表 2：淘天集团可比公司估值表

2025/8/31 公司	最新市值 (亿)	经调整净利润 (百万)					PE				
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
京东 (CNY)	3422.9	35200	47827	28409	39628	50435	9.72	7.16	12.05	8.64	6.79
拼多多 (CNY)	12122.7	67899	122344	101772	126083	151778	17.85	9.91	11.91	9.61	7.99
唯品会 (CNY)	586.2	9510	9033	8863	9151	9464	6.16	6.49	6.61	6.41	6.19
亚马逊 (USD)	24422.6	48771	76637	88702	103208	127385	50.08	31.87	27.53	23.66	19.17
eBay (USD)	414.1	2260	2445	2547	2680	2864	18.32	16.94	16.26	15.45	14.46
调整后平均									13	11	10

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 8 月 31 日

云智能集团：由于云智能集团业绩加速，我们认为云智能集团收入即将迎来高增周期，对比海外云计算公司，给予 FY27 收入 6xPS 估值，对应市值 11075 亿元。

表 3：云智能可比公司估值表

2025/8/31 公司	最新市值 (亿)	营业总收入 (百万)					PS				
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Alphabet (USD)	25783.0	256508	295118	335318	379335	426354	10.05	8.74	7.69	6.80	6.05
微软 (USD)	37663.1	245122	281724	321932	368796	424684	15.37	13.37	11.70	10.21	8.87
甲骨文(USD)	6351.6	52961	57399	66811	79862	97498	11.99	11.07	9.51	7.95	6.51
百度 (CNY)	2458.6	134598	133125	130122	136401	144083	1.83	1.85	1.89	1.80	1.71
salesforce (USD)	2449.8	34857	37895	41199	44948	49401	7.03	6.46	5.95	5.45	4.96
调整后平均									7	6	5

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 8 月 31 日

阿里国际数字商业集团：AIDC 仍处于业务扩张期，并未实现盈利，故采用 PS 估值法。参考可比公司，给予 FY27 收入 2.0xPS 估值，对应市值 3570 亿元。

表 4：AIDC 可比公司估值表

2025/8/31 公司	最新市值 (亿)	营业总收入 (百万)					PS				
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E

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声明。

拼多多 (CNY)	12122.7	247639	393836	429725	494821	561432	4.90	3.08	2.82	2.45	2.16
华凯易佰 (CNY)	47.2	6518	9022	11153	13014	14958	0.72	0.52	0.42	0.36	0.32
小商品城 (CNY)	1233.8	11300	15737	20113	25424	30347	10.92	7.84	6.13	4.85	4.07
赛维时代 (CNY)	91.8	6564	10275	13332	16287	19336	1.40	0.89	0.69	0.56	0.47
安克创新 (CNY)	751.9	14251	17507	31783	39677	48222	5.28	4.29	2.37	1.89	1.56
调整后平均									2	2	1

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 8 月 31 日

菜鸟集团：菜鸟本季度因业务调整出现亏损，但预计不会对长期的盈利有明显影响，参考可比公司给予 FY27 收入 0.5xPS 估值，对应市值 484 亿元。

表 5：菜鸟集团可比公司估值表

2025/8/31 公司	最新市值 (亿)	营业总收入 (百万)					PS				
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
京东物流 (CNY)	853.8	166625	182838	205016	224269	242739	0.51	0.47	0.42	0.38	0.35
顺丰控股 (CNY)	2226.6	258408	284420	314247	345102	377200	0.86	0.78	0.71	0.65	0.59
申通快递 (CNY)	266.5	40924	47169	54668	61665	67766	0.65	0.57	0.49	0.43	0.39
韵达股份 (CNY)	231.6	44983	48543	54069	59876	66024	0.51	0.48	0.43	0.39	0.35
圆通速递 (CNY)	579.7	57684	69033	76916	85598	93879	1.01	0.84	0.75	0.68	0.62
调整后平均									0.5	0.5	0.4

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 8 月 31 日

本地生活集团：本地生活集团并未实现盈利故采用 PS 估值法，参考可比公司给予 FY27 收入 2.0xPS 估值，对应市值 2068 亿元。

表 6：本地生活可比估值表

2025/8/31 公司	最新市值 (亿)	营业总收入 (百万)					PS				
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
美团 (CNY)	5721.1	276745	337592	378165	434204	495314	2.07	1.69	1.51	1.32	1.16
UBER (USD)	1955.1	37281	43978	51483	59582	67757	5.24	4.45	3.80	3.28	2.89
DOORDASH(USD)	1047.7	8635	10722	13168	15849	18920	12.13	9.77	7.96	6.61	5.54
delivery hero(EUR)	67.0	9942	12295	14283	15739	17372	0.67	0.55	0.47	0.43	0.39
调整后平均									3	2	2

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 8 月 31 日

大文娱集团：大文娱集团并未实现盈利故采用 PS 估值法对优酷进行估值，并基于阿里影业港股总市值与公司持股比例进行估值，合并计算对应市值为 538 亿元。

表 7：大文娱集团可比公司估值表

2025/8/31 公司	最新市值 (亿)	营业总收入 (百万)					PS				
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E

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声明。

网飞 (USD)	5134.2	33723	39001	45035	50876	56637	15.22	13.16	11.40	10.09	9.07
虎牙 (CNY)	56.5	6948	6079	6409	6732	7110	0.81	0.93	0.88	0.84	0.80
爱奇艺 (CNY)	181.3	31873	29225	27201	28189	29323	0.57	0.62	0.67	0.64	0.62
哔哩哔哩 (CNY)	694.0	22528	26832	30256	33058	35885	3.08	2.59	2.29	2.10	1.93
芒果超媒 (CNY)	487.9	14628	14080	13919	14957	15998	3.34	3.47	3.51	3.26	3.05
调整后平均									2	2	2

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 8 月 31 日

综上，合计为公司市值 34772 亿元，对应每股价值 200.00 港元（人民币兑港币汇率 1.097），维持“买入”评级。

表 8：分部估值表

	估值方式	估值倍数	FY27E 收入/经调整 净利润	市值 (mn)
淘天集团	P/E	11.0	154,879	1,703,668
云智能集团	P/S	6.0	184,581	1,107,487
阿里国际数字商业集团	P/S	2.0	178,478	356,955
菜鸟集团	P/S	0.5	99,085	48,402
本地生活集团	P/S	2.0	103,413	206,826
大文娱集团	P/S+市值			53,827
合计				3,477,165
股份数 (百万)				19,073
每股价值 (元/股)				182.31
汇率 (港元/元)				1.097
每股价值 (港元/股)				200.00

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，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。

- **资本投入回报不及预期**

公司未来将会投入大量资金用于云计算服务器及算力芯片等固定资产，若云计算业务增速不及预期，将导致公司投资回报收入下降，影响整体利润。

- **宏观经济不景气**

电商销售额与居民消费能力关系密切，若宏观经济景气度不及预期，则居民消费的下滑会导致公司盈利不及预期。

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	248,125	145,487	12,216	-39,198	-7,938	营业收入	941,168	996,347	1,004,952	1,125,645	1,212,908
短期投资	262,955	228,826	280,601	292,186	303,771	营业成本	-586,323	-598,285	-604,059	-674,473	-721,216
限制现金	38,299	43,781	45,858	47,692	49,064	销售费用	-115,141	-144,021	-175,225	-163,219	-168,594
预付账款	143,536	202,175	203,921	228,412	246,119	管理费用	-41,985	-44,239	-42,288	-48,966	-52,761
其他	59,949	53,780	55,202	56,234	57,266	研发费用	-52,256	-57,151	-60,725	-63,036	-70,349
流动资产合计	752,864	674,049	597,799	585,326	648,282	资产减值损失	-10,521	-6,171	-3,796	-3,986	-4,185
长期股权投资	203,131	210,169	228,509	279,547	279,547	无形资产摊销	-21,592	-6,336	-7,344	-9,765	-10,718
固定资产	185,161	203,348	323,293	453,212	585,606	营业利润	113,350	140,905	111,515	162,202	185,084
商誉	259,679	255,501	258,056	260,637	263,243	投资及利息	-9,964	20,759	44,728	46,964	49,313
无形资产	26,950	20,911	35,173	39,398	42,452	财务支出	-7,947	-9,596	-9,935	-10,535	-11,131
其他	337,044	440,249	452,513	479,483	503,654	其他收入	6,157	3,387	4,744	4,981	5,230
非流动资产合计	1,011,965	1,130,178	1,297,544	1,512,277	1,674,502	利润总额	101,596	155,455	151,052	203,612	228,496
资产总计	1,764,829	1,804,227	1,895,343	2,097,602	2,322,784	所得税	-22,529	-35,445	-29,058	-40,722	-45,699
短期借款	12,749	22,562	22,757	25,490	27,466	投资收益	-7,735	5,966	6,870	7,214	7,574
商家存款	12,737	274	8,769	7,260	5,434	净利润	71,332	125,976	128,864	170,103	190,371
其他	396,021	412,510	423,433	470,614	504,827	归属母公司净利润	79,741	129,470	133,459	174,586	195,462
流动负债合计	421,507	435,346	454,959	503,364	537,728	少数股东损益	-8,677	-4,133	-2,599	-5,103	-5,711
长期借款	55,686	49,909	53,403	55,005	56,655	调整后净利润	157,479	158,122	140,519	186,598	209,104
应付债券	86,089	122,398	128,518	136,229	144,403	每股收益(元)	3.92	6.70	6.97	9.12	10.21
其他	88,948	106,468	104,581	114,689	126,471						
非流动负债合计	230,723	278,775	286,502	305,923	327,528	主要财务比率					
负债合计	652,230	714,121	741,461	809,286	865,256		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
夹层股本	10,728	11,713	11,713	11,713	11,713	成长能力					
股本	1	1	1	1	1	营业收入	8.3%	5.9%	0.9%	12.0%	7.8%
资本公积	397,999	381,379	307,440	269,070	298,792	营业利润	13.0%	24.3%	-20.9%	45.5%	14.1%
留存收益	597,897	645,478	780,388	959,015	1,105,538	调整后EBITA	11.6%	4.9%	-21.1%	41.2%	13.1%
其他	105,974	51,535	54,340	48,516	41,484	净利润	10.0%	62.4%	3.1%	30.8%	12.0%
股东权益合计	1,101,871	1,078,393	1,142,169	1,276,603	1,445,816	获利能力					
负债、夹层股本和股东权益	1,764,829	1,804,227	1,895,343	2,097,602	2,322,784	毛利率	37.7%	40.0%	39.9%	40.1%	40.5%
						调整后EBITA 利润率	17.5%	17.4%	13.6%	17.1%	18.0%
						净利率	8.5%	13.0%	13.3%	15.5%	16.1%
						ROE	7.2%	12.0%	11.7%	13.7%	13.5%
						偿债能力					
						资产负债率	37.0%	39.6%	39.1%	38.6%	37.3%
						流动比率	1.79	1.55	1.31	1.16	1.21
						速动比率	1.79	1.55	1.31	1.16	1.21
						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	0.6	0.5	0.5	0.5
						每股指标(元)					
						每股收益	3.9	6.7	7.0	9.1	10.2
						每股经营现金流	9.0	8.7	11.4	15.4	17.7
						每股销售收入	46.6	53.0	54.1	60.6	65.3
						估值比率					
						市盈率	25.2	15.5	15.1	11.5	10.3
						市销率	2.1	2.0	2.0	1.8	1.7
						EV/EBITDA	10.8	10.2	11.3	7.9	6.7
						EV/EBITA	12.5	11.9	15.1	10.7	9.4

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。