

阿里巴巴-SW (09988.HK)

优于大市

2QFY26 财报点评：云收入加速增长，即时零售 UE 进入改善阶段

核心观点

整体表现：电商表现稳健，闪购及云计算投入致现金流短期承压。 FY26Q2 阿里巴巴收入 2478 亿元，yoy+5%；分业务看，中国电商集团/国际数字商业集团/云智能集团/所有其他分别实现同比增速为 16%/10%/34%/-25%。经调 EBITA 为 91 亿元，同比-78%，对应经调 EBITA 利润率 3.7%，主要受即时零售业务的投入影响，non-GAAP 净利润 103 亿元，yoy-71.7%，净利率 4.2%。本季度公司自由现金流为净流出 218 亿元，主要由于闪购投入和云基础设施支出增加。

中国电商集团：CMR 稳健增长，闪购保持份额的同时 UE 持续改善 1) 收入端：FY26Q2 电商 CMR 收入同比+10%。继续受益于技术服务费和全站推渗透率提升。即时零售收入 229 亿元，同比+60%。进入 FY26Q3，公司不断调整订单结构，预计非茶饮占比已超过 75%，单均价格较 8 月环比增长超过两位数，带动单均收入持续回暖。此外，供给侧盒马、猫超闪购订单持续增加，公司积极推进品牌商家入驻闪购。2) 利润端：FY26Q2 中国电商集团经调整 EBITA 105 亿，同比-76%，经调整 EBITA 率 7.9%，同比下滑 31pct，主要是即时零售业务的投入导致。我们测算本季度即时零售业务亏损约 361 亿元，假设日均 7400 万单，则单均亏损约 5.3 元。公司在 7-8 月的投入高峰期后，专注于保持份额的前提下优化 UE，10 月以来较 7-8 月优化一半，同时订单份额稳定。配送时效优于年同期，单均物流成本显著降低，每单物流成本明显低于闪购大规模投入以前。展望后续，伴随老客占比的提升、补贴方式调整、商业化水平的持续推进，UE 仍有进一步改善空间。。

云计算：供不应求云收入继续加速，供应链节奏导致 CAPEX 季节性波动。 FY26Q2 云智能集团收入 398 亿元，同比+34%，整体收入（不计来自阿里巴巴并表业务的收入）同比增长 29%，AI 相关产品收入继续保持三位数增长。最强开源模型是支持阿里全球云生态的重要底座。利润端本季度也表现稳健，经调整 EBITA 率为 9.0%，环比+0.2pct。FY26Q2 CAPEX 为 315 亿，同比+70%，环比-19%，主要由于国产芯片采购占比持续提升，但国产芯片生产、供应和交付周期存在波动导致 CAPEX 存在季节性波动。公司认为当前服务器上架节奏严重跟不上订单增长速度，在手积压订单数量持续扩大，三年内 AI 需求确定性很强，并不存在泡沫，因此在三年 3800 亿的 CAPEX 计划基础上未来存在追加投入的可能。AI 应用侧，11 月 17 日，阿里发布千问 APP，由此前的通义 app 和夸克 AI 对话助手升级而来，公测一周下载量已超过 1000 万，未来有望连接阿里全系生态，带来增量流量。

投资建议：公司坚持投入 AI+云为核心的科技平台和购物与生活服务融合的大消费平台两大历史性战略机遇。 我们小幅调整公司 FY2026-FY2028 收入预测至 10463/11823/12930 亿元，调整幅度为-0.4%/-0.5%/-0.9%，主要由于国际电商等业务聚焦盈利而非增长；调整经调净利润预测至 1117/1450/1720，调整幅度为+3%/-3%/-3%，FY25 上调主要由于国际电商利润改善节奏好于预期，FY26-27 小幅下调主要与非经营相关的投资损失等项目有关，经调 EBITA 层面基本维持不变。目前公司对应 FY2026 年 PE 为 24 倍，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。

公司研究 · 海外公司财报点评

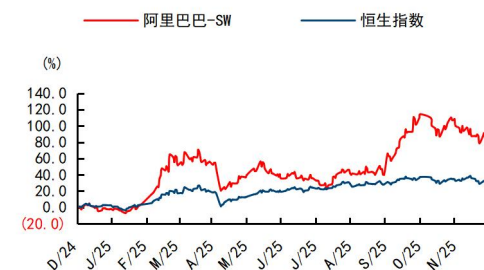
互联网 · 互联网 II

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	150.60 港元
总市值/流通市值	2874749/2874749 百万港元
52 周最高价/最低价	186.20/76.07 港元
近 3 个月日均成交额	20127.84 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-W (09988.HK) -2QFY26 前瞻：云继续加速增长，闪购亏损达到单季度峰值》——2025-10-10
 《阿里巴巴-W (09988.HK) -定位全栈人工智能服务商，加大 AI 基础设施建设投入》——2025-09-27
 《阿里巴巴-W (09988.HK) 深度报告 - 聚焦消费和云+AI 战略，持续投入重新创业》——2025-09-10
 《阿里巴巴-SW (09988.HK) -1QFY26 财报点评：积极投入消费和 AI+云两大战略，迈入创业新篇章》——2025-08-31
 《阿里巴巴-W (09988.HK) -1QFY26 前瞻：闪购投入致利润承压，云收入继续加速》——2025-07-14

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	1,046,320	1,182,261	1,293,026
(+/-%)	8.3%	5.9%	5.0%	13.0%	9.4%
经调整净利润(百万元)	157,479	158,104	111,749	144,996	171,969
(+/-%)	11%	0%	-29%	30%	19%
每股收益(元)-经调整	8.29	8.32	5.88	7.63	9.05
EBIT Margin	18.4%	18.1%	5.8%	7.2%	6.4%
净资产收益率(ROE)	8.0%	13.0%	6.6%	7.5%	10.9%
调整后市盈率(PE)	17.0	16.9	23.9	18.4	15.5
EV/EBITDA	9.9	9.1	8.8	7.4	6.9
市净率(PB)	2.67	2.68	2.50	2.31	2.06

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

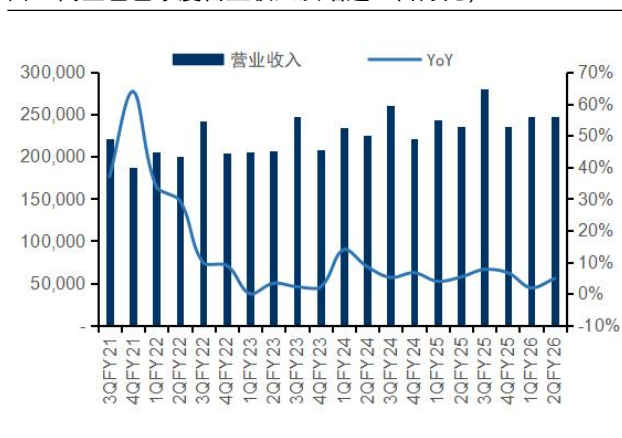
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

整体表现：电商表现稳健，闪购及云计算投入致现金流短期承压

FY26Q2 阿里巴巴收入 2478 亿元，yoy+5%；分业务看，中国电商集团/国际数字商业集团/云智能集团/所有其他分别实现同比增速为 16%/10%/34%/-25%。

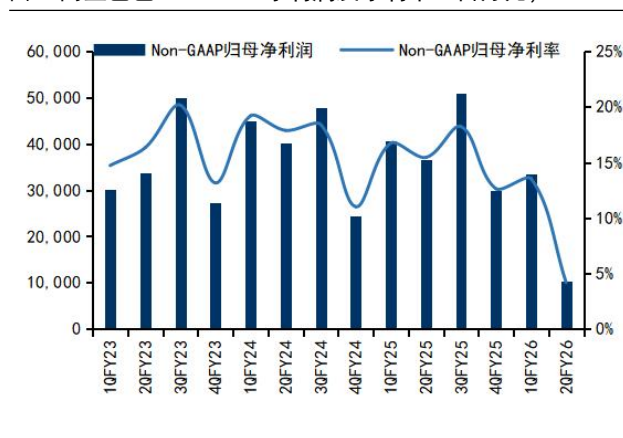
经调 EBITA 为 91 亿元，同比-78%，对应经调 EBITA 利润率 3.7%，主要受即时零售业务的投入影响，non-GAAP 净利润 103 亿元，yoy-71.7%，净利率 4.2%。本季度公司自由现金流为净流出 218 亿元，主要由于闪购投入和云基础设施支出增加。

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

图3：阿里巴巴主要业务及财务情况

		FY2024	FY2025	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26
总收入		941,168	996,329	234,156	224,790	260,348	221,874	243,236	236,503	280,154	236,454	247,652	247,795
	YoY	8.3%	5.9%	14%	9%	5%	7%	4%	5%	8%	7%	2%	5%
毛利		354,845	398,044	91,809	85,126	104,134	73,776	97,130	92,474	117,630	90,828	111,223	97,014
	毛利率	37.7%	40.0%	39.2%	37.9%	40.0%	33.3%	39.9%	39.1%	42.0%	38.4%	44.9%	39.2%
研发费用		-52,256	-57,151	-10,465	-14,218	-13,488	-14,085	-13,373	-14,182	-14,662	-14,934	-15,001	-17,095
	研发费率	-5%	-6%	-4.5%	-6.3%	-5.2%	-6.2%	-5.5%	-6.0%	-5.2%	-6.2%	-6.1%	-6.9%
销售费用		-115,141	-144,021	-27,047	-25,485	-33,783	-28,826	-32,696	-32,471	-42,675	-36,179	-53,178	-66,496
	销售费率	-12%	-14%	-11.6%	-11.3%	-13.0%	-13.0%	-13.4%	-13.7%	-15.2%	-15.3%	-21.5%	-26.8%
管理费用		-41,985	-44,239	-7,297	-9,408	-11,261	-14,019	-13,280	-9,777	-10,851	-10,331	-7,398	-7,380
	管理费率	-4%	-4%	-3.1%	-4.2%	-4.3%	-6.3%	-5.5%	-4.1%	-3.9%	-4.4%	-3.0%	-3.0%
经调整EBITA		165,028	173,065	45,371	42,845	52,843	23,969	45,035	40,561	54,853	32,616	38,844	9,073
	经调整EBITA率	18%	17%	19.4%	19.1%	20.3%	10.8%	18.5%	17.2%	19.6%	13.8%	15.7%	3.7%
	YoY	11.6%	4.9%	31.8%	18.5%	1.5%	-5.2%	-0.7%	-5.3%	3.8%	36.1%	-13.7%	-77.6%
净利润, non-GAAP		157,479	158,104	44,922	40,188	47,951	24,418	40,691	36,518	51,066	29,847	33,510	10,352
	净利润率	16.7%	15.9%	19.2%	17.9%	18.4%	11.0%	16.7%	15.4%	18.2%	12.6%	13.5%	4.2%
	YoY	11.4%	0.4%	48.5%	18.8%	-4.0%	-10.8%	-9.4%	-9.1%	6.5%	22.2%	-17.6%	-71.7%
CAPEX		32,087	85,817	6,007	4,112	7,286	14,682	11,939	17,491	31,775	24,612	38,676	31,501
	YoY	-7%	167%	-46%	-62%	26%	126%	99%	32%	336%	68%	224%	80%
新口径													
中国电商集团													
收入			491,810					127,670	114,773			140,072	132,578
	YoY											9.7%	15.5%
	占比		49%					52%	49%			57%	54%
CMR			324,622					81,088	71,667			89,252	78,927
	YoY											10.1%	10.1%
直营、物流及其他			103,463					27,434	22,799			29,325	24,006
	YoY											6.9%	5.3%
即时零售			39,424					13,196	14,321			14,784	22,906
	YoY											12.0%	59.9%
中国批发商业			24,301					5,952	5,986			6,711	6,739
	YoY											12.8%	12.6%
经调整EBITA			195,912					48,753	44,327			38,389	10,497
	利润率		39.8%					38.2%	38.6%			27.4%	7.9%
阿里国际数字商业集团													
收入		102,598	132,300	22,123	24,511	28,516	27,448	29,293	31,672	37,756	33,579	34,741	34,799
	YoY	46%	29%					32%	29%	32%	22%	19%	10%
	占比	11%	13%	9%	11%	11%	12%	12%	13%	13%	14%	14%	14%
经调整EBITA		-8,035	-15,137	-420	-384	-3,146	-4,085	-3,706	-2,905	-4,952	-3,574	-59	162
	利润率	-7.8%	-11.4%	-1.9%	-1.6%	-11.0%	-14.9%	-12.7%	-9.2%	-13.1%	-10.6%	-0.2%	0.5%
云智能集团													
收入		106,432	118,028	25,123	27,648	28,066	25,595	26,549	29,610	31,742	30,127	33,398	39,824
	YoY	3%	11%					6%	7%	13%	18%	26%	34%
	占比	11%	12%	11%	12%	11%	12%	11%	13%	11%	13%	13%	16%
经调整EBITA		5,592	10,556	387	1,409	2,364	1,432	2,337	2,661	3,138	2,420	2,954	3,604
	利润率	5%	9%	1.5%	5.1%	8.4%	5.6%	8.8%	9.0%	9.9%	8.0%	8.8%	9.0%
所有其他													
收入								81,354	84,483			58,599	62,969
	YoY											-28.0%	-25.5%
	占比							33%	36%			24%	25%
经调整EBITA								-1,077	-1,833			-1,415	-3,370
	利润率							-1.3%	-2.2%			-2.4%	-5.4%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

股东回报：本季度回购 8.15 亿美元共 5600 万普通股（相当于 700 万股 ADSs），截至 2025 年 6 月 30 日，公司在董事会授权的股份回购计划下仍剩余 193 亿美元回购额度，有效期至 2027 年 3 月。

中国电商集团：CMR 稳健增长，闪购保持份额的同时 UE 持续改善

收入端：FY26Q2 电商 CMR 收入同比+10%。继续受益于技术服务费和全站推渗透率提升。即时零售收入 229 亿元，同比+60%。假设日均 7400 万单情况下，对应单均收入约 3.3 元。进入 FY26Q3，公司不断调整订单结构，预计非茶饮占比已超过 75%，单均价格较 8 月环比增长超过两位数，带动单均收入持续回暖。此外，供给侧盒马、

猫超闪购订单持续增加，公司积极推进品牌商家入驻闪购。

利润端：FY26Q2 中国电商集团经调整 EBITA 105 亿，同比-76%，经调整 EBITA 率 7.9%，同比下滑 31pct，主要是即时零售业务的投入导致。我们测算本季度即时零售业务亏损约 361 亿元，假设日均 7400 万单，则单均亏损约 5.3 元。公司在 7-8 月的投入高峰期后，专注于保持份额的前提下优化 UE，10 月以来较 7-8 月优化一半，同时订单份额稳定，GMV 份额稳中有升，对相关实物电商品类也有明显的拉动。配送时效优于去年同期，单均物流成本显著降低，每单物流成本明显低于闪购大规模投入以前。展望后续，伴随老客占比的提升、补贴方式调整、商业化水平的持续推进，UE 仍有进一步改善空间。

云计算：供不应求云收入继续加速，供应链节奏导致 CAPEX 季节性波动

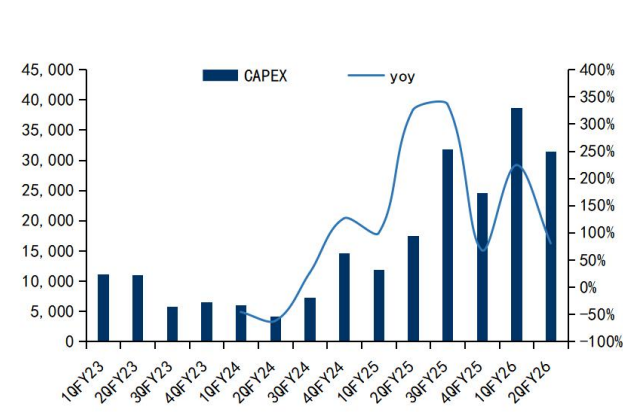
FY26Q2 云智能集团收入 398 亿元，同比+34%，整体收入（不计来自阿里巴巴并表业务的收入）同比增长 29%，AI 相关产品收入继续保持三位数增长。千问已成为北美最大模型开源社区 Huggingface 最受欢迎模型，在千问基础延伸开发模型数量是第二名的两倍。最强开源模型是支持阿里全球云生态的重要底座。利润端本季度也表现稳健，经调整 EBITA 率为 9.0%，环比+0.2pct，收入的快速增长与 CAPEX 带来的折旧摊销增加相抵消。FY26Q2 CAPEX 为 315 亿，同比+70%，环比-19%，主要由于国产芯片采购占比持续提升，但国产芯片生产、供应和交付周期存在波动导致 CAPEX 存在季节性波动。公司认为当前服务器上架节奏严重跟不上订单增长速度，在手积压订单数量持续扩大，三年内 AI 需求确定性很强，并不存在泡沫，因此在三年 3800 亿的 CAPEX 计划基础上未来存在追加投入的可能。

图4：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5：阿里巴巴 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

1) **模型**：Qwen10-11 月更新了 AgentScope1.0：新增开源智能体 Alias-Agent 和 Data-Juicer Agent；支持 Agentic RL；集成 ReMe 的长期记忆实现，支持个人、任务和工具级别的长期记忆管理；AgentScope-Samples 上线；AgentScope-Runtime 强化升级。此外，推出的其他新款模型包括：Qwen3-VL 系列的 4B 和 8B 稠密模型。

2) 应用：多款产品推进 AI 化。

- **淘宝**：淘宝双 11 规模化启用 AI “智惠引擎”来决策限时优惠券的发放，同时推出 AI 万能搜、AI 帮我挑、AI 试穿、AI 清单等一系列产品。
- **夸克**：11 月 26 日，夸克 AI 浏览器全面升级，推出「千问智能套件」，无需切换应用或标签页随时桌面唤起千问。
- **千问**：11 月 17 日，阿里发布千问 APP，由此前的通义 app 和夸克 AI 对话助手升级而来，接入阿里通义实验室最新的 Qwen 3 - Max 模型，公测一周下载量已超过 1000 万，未来有望嵌入淘宝、高德等更多阿里系产品功能。
- **蚂蚁**：11 月 18 日，蚂蚁推出全模态通用 AI 助手“灵光”，支持“自然语言 30 秒生成小应用”，同时它也是业内首个全代码生成多模态内容的 AI 助手，支持 3D 数字模型、音频、图标、动画、地图等全模态的信息输出，对话更生动，交流更高效。

图6：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
2025/4/17	开源	开源 Wan2. 1-FLF2V-14B（万相 2. 1 收尾帧生视频模型）	视觉模型
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
2025/6/6	产品发布	发布 Qwen3-Embedding 系列模型	文本表征与排序模型
2025/6/16	开源	开源 Qwen3 全系列 32 款 MLX 量化模型	
2025/6/27	开源	推出 多模态统一理解与生成模型 Qwen VLo	多模态模型
2025/7/22	开源	推出 Qwen3-235B-A22B 非思考模式（Non-thinking）的更新版本，命名为 Qwen3-235B-A22B-Instruct-2507	文本模型
2025/7/23	开源	发布 Qwen3-Coder	代码模型
2025/7/25	开源	推出 Qwen3-235B-A22B 思考模型升级版本：Qwen3-235B-A22B-Thinking-2507	推理模型
2025/8/5	开源	文生图模型 Qwen-Image	文生图模型
2025/10/15	升级	推出 Qwen3-VL 系列新模型：4B&8B 稠密模型	视觉模型
2025/11/5	开源	推出 AgentScope1. 0 更新版本：新增开源智能体 Alias-Agent、Data-Juicer Agent	多模态模型

资料来源：通义千问、国信证券经济研究所整理及预测

投资建议：维持“优于大市”评级

公司坚持投入 AI+云为核心的科技平台和购物与生活服务融合的大消费平台两大历史性战略机遇。我们小幅调整公司 FY2026-FY2028 收入预测至 10463/11823/12930 亿元，调整幅度为-0. 4%/-0. 5%/-0. 9%，主要由于国际电商等业务聚焦盈利而非增长；调整经调净利润预测至 1117/1450/1720，调整幅度为+3%/-3%/-3%，FY25 上调主要由于国际电商利润改善节奏好于预期，FY26-27 小幅下调主要与非经营相关的投资损失等项目有关，经调 EBITA 层面基本维持不变。目前公司对应 FY2026 年 PE 为 24 倍，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	348026	433045	573667	营业收入	996347	1046320	1182261	1293026
应收款项	98194	103119	116517	127433	营业成本	598285	615951	694230	758074
存货净额	25460	23174	25492	27069	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	381085	384003	411316	438320	销售费用	144021	222178	223032	234087
流动资产合计	752864	858322	986369	1166490	管理费用	114894	161794	163550	168329
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	6737	6737	6737
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	47103	11160	(936)
资产总计	1764829	1825118	1928508	2073438	营业利润	167592	83248	101435	149500
短期借款及交易性金融负债	29001	30451	31974	33572	营业外净收支	(6171)	5937	5937	5937
应付款项	17002	15475	17023	18076	利润总额	161421	89185	107372	155437
其他流动负债	375504	384875	414909	442069	所得税费用	35445	17577	21474	24705
流动负债合计	421507	430801	463906	493717	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	158104	111749	144996	171969
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	640911	658403	672601	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	158104	111749	144996	171969
股东权益	997272	1068027	1154866	1295698	资产减值准备	0	0	0	0
负债和股东权益总计	1764829	1825118	1928508	2073438	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)	(4449)	1193	2515
经调整每股收益	8.32	5.88	7.63	9.05	其它	(32767)	(40141)	(59098)	(41237)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	116047	173839	204953	267754
每股净资产	52.47	56.19	60.76	68.17	资本开支	25005	(90555)	(122249)	(128361)
ROIC	12%	9%	13%	17%	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%	6%	7%	6%	负债净变化	(7313)	(5000)	0	0
EBITA Margin	17%	16%	17%	17%	支付股利	0	0	0	0
收入增长	6%	5%	13%	9%	其它融资现金流	(91157)	1450	1523	1599
经调净利润增长率	0%	-29%	30%	19%	融资活动现金流	(123537)	(12427)	(7354)	(7278)
资产负债率	43%	41%	40%	38%	现金净变动	55039	99901	85019	140622
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	193086	248125	348026	433045
调整后 P/E	16.9	23.9	18.4	15.5	货币资金的期末余额	248125	348026	433045	573667
P/B	2.7	2.5	2.3	2.1	企业自由现金流	150206	60575	64466	77784
EV/EBITDA	9	9	7	7	权益自由现金流	60447	43385	51660	88771

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

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