

## 国补高基数带电承压，开拓新业务亏损加大

## 核心观点

- 核心观点：**10月家电社零增速转负，随着国补高基数拉平叠加力度减弱，以旧换新需求释放较为完全，我们预计Q4家电消费明显承压，受行业影响公司带电收入或将明显降速，我们对应下调Q4及26年预期收入。利润侧由于京喜及国际业务投入加大，尽管外卖亏损环比收窄，我们预期新业务Q4亏损仍环比小幅增长。我们对应小幅下调收入及利润预测，调整目标价至173.32港元，维持“买入”评级。
- 预计Q4带电明显降速，日百维持双位数增长。**我们预计25Q4公司实现带电收入1497.7亿元， $YoY-14.0\%$ ，主要系Q4家电国补高基数完全拉平叠加国补力度有所减弱。据国家统计局数据，10月家电品类社会消费品零售总额同比下滑14.6%，Q4家电行业整体承压。尽管我们仍看好公司在带电品类的明显供应优势与C端的心智占据，但预计受行业影响公司带电收入将有明显下滑。我们预计Q4实现日百收入1180.5亿元， $YoY+10.5\%$ ，受益于用户心智加强日百仍维持较好增长，由于带电降速预计Q4及26H1公司3P GMV快于1P，看好公司外卖协同效应释放对日百GMV的促进。
- 预计外卖UE优化亏损继续收窄，京喜及国际业务投入加大。**我们预计25Q4公司新业务分部实现收入135.1亿元， $YoY+188.6\%$ ，新业务运营亏损为-168.1亿元，环比小幅提高。具体拆分看，我们预计Q4外卖UE仍在环比优化趋势中，叠加旺季结束进入Q4淡季后行业整体单量减少，公司外卖整体亏损继续收窄。预计Q4京喜及国际业务投入仍在环比加大，据公司披露双十一京喜自营成交额同比4倍增长，订单突破2亿，看好公司对下沉市场及国际市场的开拓带动GMV增长的潜力。

## 盈利预测与投资建议

- 我们调整盈利预测，预测公司2025-2027年收入为13040/13479/14230亿元（原2025-2027年预测为13382/14151/14981亿元），经调整归母净利润为263/225/442亿元（原2025-2027年预测为271/438/525亿元）。参考可比公司给予2026年11XPE估值，加上公司股权投资价值计算得公司目标市值为5023亿元，对应每股股价173.32港元（人民币兑港币汇率1.100），维持“买入”评级。

**风险提示：**外卖亏损收缩不及预期，以旧换新政策效果不及预期，行业竞争加剧。

## 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,084,662	1,158,819	1,303,975	1,347,877	1,423,025
同比增长(%)	3.67%	6.84%	12.53%	3.37%	5.58%
营业利润(百万元)	26,025	38,736	-77	4,071	29,457
同比增长(%)	31.95%	48.84%	-100.20%	-5384.01%	623.57%
归属母公司净利润(百万元)	24,167	41,359	21,464	18,100	38,969
同比增长(%)	132.82%	71.14%	-48.10%	-15.67%	115.29%
每股收益(元)	7.62	13.45	7.15	6.10	13.13
毛利率(%)	14.7%	15.9%	15.7%	15.4%	16.1%
净利率(%)	2.23%	3.57%	1.65%	1.34%	2.74%
净资产收益率(%)	8.17%	13.22%	6.71%	5.40%	10.52%
市盈率(倍)	14.0	7.9	14.9	17.4	8.1
市净率(倍)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2

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。

投资评级	买入(维持)
股价(2025年12月05日)	117港元
目标价格	173.32港元
52周最高价/最低价	176.22/110.1港元
总股本/流通H股(万股)	318,755/286,507
H股市值(百万港币)	372,944
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025年12月08日



证券分析师	
项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 021-63326320

联系人	
沈熠	执业证书编号：S0860124120005 shenyi1@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告	
主站稳健增长，外卖协同效应持续释放：	2025-11-15
——京东集团25Q3点评	
京东零售稳中向好，外卖UE改善亏损收窄：——京东集团25Q3前瞻点评	2025-11-12
主站协同效应明显，外卖减亏节奏或将提前：——京东集团25Q2点评	2025-08-22

## 盈利预测与投资建议

我们调整盈利预测，预测公司 2025-2027 年收入为 13040/13479/14230 亿元（原 2025-2027 年预测为 13382/14151/14981 亿元，因预计带电增速下滑下调收入），经调整归母净利润为 263/225/442 亿元（原 2025-2027 年预测为 271/438/525 亿元，因预期新业务亏损加大下调利润）。参考可比公司，给予公司 2026 年零售+新业务 11X PE 估值，加上公司对外股权投资价值计算得公司目标市值为 5023 亿元，对应每股股价 173.32 港元（人民币兑港币汇率 1.100），维持“买入”评级。

表 1：京东集团盈利预测（百万元）

	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25E	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>核心财务</b>								
总收入	301,082	356,660	299,059	347,173	1,158,819	1,303,974	1,347,877	1,423,025
<em>yoy</em>	15.8%	22.4%	14.9%	0.1%	6.8%	12.5%	3.4%	5.6%
毛利	47,848	56,640	50,474	49,125	183,868	204,087	207,979	229,107
<em>yoy</em>	20.3%	23.3%	12.1%	-7.5%	15.1%	11.0%	1.9%	10.2%
<em>margin</em>	15.9%	15.9%	16.9%	14.2%	15.9%	15.7%	15.4%	16.1%
<em>margin yoy △</em>	0.6%	0.1%	-0.4%	-1.2%	1.1%	-0.2%	-0.2%	0.7%
调整后运营利润	11,664	896	211	-7,271	43,195	5,500	10,136	35,466
<em>yoy</em>	31.4%	-92.3%	-98.4%	-175.4%	21.9%	-87.3%	84.3%	249.9%
<em>margin</em>	3.9%	0.3%	0.1%	-2.1%	3.7%	0.4%	0.8%	2.5%
<em>margin yoy △</em>	0.5%	-3.7%	-5.0%	-4.9%	0.5%	-3.3%	0.3%	1.7%
调整后归母净利润	12,758	7,394	5,796	380	47,827	26,329	22,518	44,219
<em>yoy</em>	43.4%	-48.9%	-56.0%	-96.6%	35.9%	-44.9%	-14.5%	96.4%
<em>margin</em>	4.2%	2.1%	1.9%	0.1%	4.1%	2.0%	1.7%	3.1%
<em>margin yoy △</em>	0.8%	-2.9%	-3.1%	-3.1%	0.9%	-2.1%	-0.3%	1.4%
<b>收入分类</b>								
商品收入	242,309	282,414	226,092	267,814	928,007	1,018,629	1,033,252	1,082,848
-带电	144,295	178,982	128,587	149,768	564,982	601,632	587,898	610,238
-日百	98,014	103,432	97,505	118,046	363,025	416,997	445,354	472,610
服务收入	58,773	74,246	72,967	79,359	230,812	285,346	314,625	340,176
-平台	22,320	28,507	25,688	31,239	90,111	107,754	117,994	126,880
-物流	36,453	45,739	47,279	48,120	140,702	177,592	196,631	213,297
<b>    <em>yoy</em></b>								
商品收入	16.2%	20.7%	10.5%	-4.7%	6.5%	9.8%	1.4%	4.8%
-带电	17.1%	23.4%	4.9%	-14.0%	4.9%	6.5%	-2.3%	3.8%
-日百	14.9%	16.4%	18.8%	10.5%	9.2%	14.9%	6.8%	6.1%
服务收入	14.0%	29.1%	30.8%	20.2%	8.1%	23.6%	10.3%	8.1%
-平台	15.7%	21.7%	23.7%	17.3%	6.4%	19.6%	9.5%	7.5%
-物流	13.0%	34.3%	35.0%	22.2%	9.3%	26.2%	10.7%	8.5%
<b>分部信息</b>								
<b>京东零售</b>								
收入	263,845	310,075	250,577	297,545	1,015,948	1,122,042	1,144,112	1,199,029

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。

运营利润	16.3%	20.6%	11.4%	-3.1%	7.5%	10.4%	2.0%	4.8%
	12,846	13,939	14,828	7,136	41,077	48,749	49,171	52,121
OPM	4.9%	4.5%	5.9%	2.4%	4.0%	4.3%	4.3%	4.3%
OPM yoy △	0.8%	0.6%	0.8%	-0.9%	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%
<b>京东物流</b>								
收入	46,967	51,564	55,084	58,922	182,837	212,537	231,994	252,873
yoy	11.5%	16.6%	24.1%	13.1%	9.7%	16.2%	9.2%	9.0%
运营利润	145	1,958	1,282	2,081	6,317	5,466	7,655	8,497
OPM	0.3%	3.8%	2.3%	3.5%	3.5%	2.6%	3.3%	3.4%
OPM yoy △	-0.2%	-1.1%	-2.4%	0.0%	2.9%	-0.9%	0.7%	0.1%
<b>新业务</b>								
收入	5,753	13,852	15,592	13,511	19,157	48,708	57,137	68,821
yoy	18.1%	198.8%	213.7%	188.6%	154.3%	17.3%	20.5%	
运营利润	-1,327	-14,777	-15,736	-16,807	-2,865	-48,647	-46,115	-25,039
OPM	-23.1%	-106.7%	-100.9%	-124.4%	-15.0%	-99.9%	-80.7%	-36.4%
OPM yoy △	-9.3%	-91.7%	-88.5%	-105.5%	-84.9%	19.2%	44.3%	
<b>分部合计</b>								
运营利润	11,664	1,120	374	-7,590	44,529	5,568	10,711	35,579
OPM	3.9%	0.3%	0.1%	-2.2%	3.8%	0.4%	0.8%	2.5%
OPM yoy △	0.5%	-3.7%	-4.9%	-5.3%	0.5%	-3.4%	0.4%	1.7%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：可比公司估值表

2025/12/7	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)	8,179	21649	23643	26346	42.4	38.8	34.8
拼多多 (美元)	1,928	15618	18398	21838	10.7	9.1	7.6
百思买 (美元)	379	2638	2822	3017	14.1	13.2	12.4
唯品会 (元)	652	8735	9076	9376	8.0	7.7	7.5
阿里巴巴 (元)	27845	152669	188796	220275	17.6	14.2	12.2
调整后平均					14	12	11

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究所 注：数据截至日期 2025 年 12 月 7 日

表 3：分部估值表

估值方式	对应市值 (百万元)
京东零售+新业务	247,701
主要股权投资	254,582
股权价值	502,283
股份数 (百万)	3,188
每股价值 (元/股)	157.6
汇率 (港元/元)	1.100
每股价值 (港元/股)	173.32

数据来源：公司公告, wind, 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。

## 风险提示

- **外卖亏损收缩不及预期**

公司外卖业务投入较大，若外卖业务规模增长及亏损幅度收缩速率不及预期，可能导致公司整体利润下滑。

- **以旧换新政策效果不及预期**

以旧换新政策带来的增量规模存在不确定性，宏观经济与居民消费不景气下可能导致公司收入的增长不及预期。

- **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。

**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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	71,892	108,350	114,981	128,841	167,257	营业收入	1,084,662	1,158,819	1,303,975	1,347,877	1,423,025
短期投资	118,254	125,645	126,645	127,645	128,645	营业成本	-924,958	-974,951	-1,099,887	-1,139,898	-1,193,918
存货	68,058	89,326	79,453	80,594	84,462	履约费用	-64,558	-70,426	-88,186	-87,226	-83,958
预付账款	2,753	7,619	8,363	8,483	8,890	销售费用	-40,133	-47,953	-84,297	-85,824	-83,958
其他	46,853	55,758	57,108	58,783	61,649	管理费用	-9,710	-8,888	-11,643	-12,205	-11,384
<b>流动资产合计</b>	<b>307,810</b>	<b>386,698</b>	<b>386,550</b>	<b>404,346</b>	<b>450,903</b>	研发费用	-16,393	-17,031	-20,426	-18,653	-20,349
长期股权投资	137,586	116,220	118,581	121,768	124,978	资产减值损失	-5,168	-2,361	0	0	0
固定资产	70,035	82,737	89,334	96,412	104,314	<b>营业利润</b>	<b>26,025</b>	<b>38,736</b>	<b>-77</b>	<b>4,071</b>	<b>29,457</b>
在建工程	9,920	6,164	9,341	11,421	11,421	<b>Non-GAAP 营业利润</b>	<b>35,441</b>	<b>43,195</b>	<b>5,500</b>	<b>10,136</b>	<b>35,466</b>
商誉	19,980	25,709	25,709	25,709	25,709	财务收入	0	0	0	0	0
无形资产	46,498	44,626	48,879	50,006	53,526	财务支出	-2,881	-2,896	-2,798	-2,917	-2,870
其他	37,129	36,080	36,829	37,487	39,103	股权投资	1,010	2,327	8,488	9,117	6,644
<b>非流动资产合计</b>	<b>321,148</b>	<b>311,536</b>	<b>328,673</b>	<b>342,803</b>	<b>359,052</b>	其他收入	7,496	13,371	20,282	13,070	15,574
<b>资产总计</b>	<b>628,958</b>	<b>698,234</b>	<b>715,224</b>	<b>747,149</b>	<b>809,956</b>	<b>利润总额</b>	<b>31,650</b>	<b>51,538</b>	<b>25,895</b>	<b>23,341</b>	<b>48,805</b>
短期借款	5,034	7,581	6,091	6,700	7,370	所得税	-8,393	-6,878	-2,305	-3,122	-7,321
应付账款	166,167	192,860	201,965	209,312	219,231	<b>净利润</b>	<b>23,257</b>	<b>44,660</b>	<b>23,590</b>	<b>20,219</b>	<b>41,484</b>
预提费用及其他非流动负债	43,533	45,985	53,463	55,263	58,344	<b>归属母公司净利润</b>	<b>24,167</b>	<b>41,359</b>	<b>21,464</b>	<b>18,100</b>	<b>38,969</b>
其他	50,916	53,095	52,762	55,263	61,346	<b>Non-GAAP 归母净利润</b>	<b>35,200</b>	<b>47,827</b>	<b>26,329</b>	<b>22,518</b>	<b>44,219</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>265,650</b>	<b>299,521</b>	<b>314,281</b>	<b>326,537</b>	<b>346,291</b>	GAAP-每股收益 (元)	7.62	13.45	7.15	6.10	13.13
长期借款	31,555	31,705	31,534	32,540	33,546	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	10,411	24,770	26,009	27,309	28,674	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	
其他	24,962	28,941	23,148	25,265	30,668	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>66,928</b>	<b>85,416</b>	<b>80,691</b>	<b>85,114</b>	<b>92,888</b>	营业收入	3.7%	6.8%	12.5%	3.4%	5.6%
<b>负债合计</b>	<b>332,578</b>	<b>384,937</b>	<b>394,972</b>	<b>411,651</b>	<b>439,179</b>	营业利润	32.0%	48.8%	-100.2%	-5384.0%	623.6%
<b>夹层股本</b>	<b>614</b>	<b>484</b>	<b>484</b>	<b>484</b>	<b>484</b>	归属于母公司净利润	132.8%	71.1%	-48.1%	-15.7%	115.3%
归属母公司权益	231,858	239,347	255,826	271,058	305,511	<b>获利能力</b>					
非控制性权益	63,908	73,466	63,942	63,956	64,782	毛利率	14.7%	15.9%	15.7%	15.4%	16.1%
<b>股东权益合计</b>	<b>295,766</b>	<b>312,813</b>	<b>319,768</b>	<b>335,014</b>	<b>370,293</b>	净利率	2.2%	3.6%	1.6%	1.3%	2.7%
<b>负债、夹层股本和股东权益</b>	<b>628,958</b>	<b>698,234</b>	<b>715,224</b>	<b>747,149</b>	<b>809,956</b>	经调整归属净利润率	3.2%	4.1%	2.0%	1.7%	3.1%
<b>现金流量表</b>						ROE	8.2%	13.2%	6.7%	5.4%	10.5%
<b>单位:百万元</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>偿债能力</b>					
净利润	23,257	44,660	23,590	20,219	41,484	资产负债率	52.9%	55.1%	55.2%	55.1%	54.2%
折旧摊销	8,292	8,904	8,288	8,288	8,288	净负债率	-8.4%	-14.2%	-16.1%	-18.6%	-26.4%
财务费用						流动比率	1.16	1.29	1.23	1.24	1.30
SBC	4,804	2,999	4,677	4,788	4,732	速动比率	0.90	0.99	0.98	0.99	1.06
营运资金变动	16,547	5,350	15,914	10,154	15,701	<b>运营能力</b>					
其他	6,621	-3,818	0	0	0	应收账款周转天数	6.88	7.23	7.23	7.18	7.11
<b>经营活动现金流</b>	<b>59,521</b>	<b>58,095</b>	<b>52,468</b>	<b>43,449</b>	<b>70,205</b>	存货周转天数	28.81	29.46	28.00	25.62	25.23
资本支出	-18,378	-14,224	-25,233	-18,573	-19,710	总资产周转天数	205.98	209.02	197.82	198.00	199.70
长期投资	-995	-2,570	-1,174	-1,975	-1,975	<b>每股指标 (元)</b>					
其他	-40,170	15,923	-147	-2,211	-2,235	每股收益	7.62	13.45	7.15	6.10	13.13
<b>投资活动现金流</b>	<b>-59,543</b>	<b>-871</b>	<b>-26,554</b>	<b>-22,759</b>	<b>-23,921</b>	每股经营现金流	18.77	18.89	17.48	14.64	23.65
债权融资	2,340	13,942	-889	2,931	3,069	每股销售收入	342.11	376.88	434.44	454.14	479.46
股权融资	-9,205	-34,148	-8,870	-9,775	-11,763	<b>估值比率</b>					
其他	1,057	-798	-9,524	14	826	市盈率	14.0	7.9	14.9	17.4	8.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-5,808</b>	<b>-21,004</b>	<b>-19,282</b>	<b>-6,830</b>	<b>-7,869</b>	市销率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
汇率变动影响	125	98	0	0	0	EV/EBITDA	12.9	9.1	60.6	37.8	11.5
<b>现金净增加额</b>	<b>-5,705</b>	<b>36,318</b>	<b>6,631</b>	<b>13,860</b>	<b>38,415</b>	EV/EBIT	12.1	7.7	14.6	16.0	8.1

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.dfqz.com.cn](http://www.dfqz.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。