

买入

2026 年 5 月 19 日

阿里云加速商业化兑现，即时零售 UE 改善明显

➢ 营收利润低于市场预期，利润现金流承压： FY26Q4 营收 2433.80 亿元 (yoy+3%)，剔除高鑫零售、银泰后同口径同比增长 11%。分业务看，阿里巴巴中国电商集团收入 1222.20 亿元 (yoy+6%)，阿里国际数字商业集团收入 354.29 亿元 (yoy+6%)，云智能集团收入 416.26 亿元 (yoy+38%)。利润端受科技、即时零售等战略投入拖累，营业亏损 8.48 亿元，净利润 235.02 亿元 (yoy+96%)，经调整 EBITA 为 51.02 亿元 (yoy-84%)，Non-GAAP 净利润 0.86 亿元 (yoy-100%)。投入加码拖累现金流，经营现金流 94.10 亿元 (yoy-66%)，自由现金流净流出 173 亿元 (去年同期现金流净流入 37 亿元)，现金及其他流动投资 5208.24 亿元。此外，董事会批准 26 财年年度现金股息，每股普通股 0.13125 美元、每股美国存托股 1.05 美元，总额约 25 亿美元。

➢ 阿里云商业化变现提速，百炼 ARR 达 80 亿： FY26Q4 云智能集团营业收入 416.26 亿元 (yoy+38%)，外部商业化收入同比增长 40%，经调整 EBITA 为 37.96 亿元 (yoy+57%)。AI 相关产品收入 89.71 亿元，占比达 30%。技术层，千问大模型 (Qwen3.6-Plus) 性能升级，强化编程、多模态能力，强力推出世界模型 Happy Oyster、视频生成模型 Happy Horse。硬件端，平头哥真武 PPU 芯片部署超 10 万卡，获 30 余家车企规模化应用。应用层面，企业级智能体矩阵持续扩容，C 端千问全面接入淘宝电商，MaaS 平台百炼客户数同比增 8 倍，百炼 API+软件订阅 ARR 突破 80 亿元，增势迅猛。

➢ 电商经营现金流稳定，FY27 即时零售有望实现 UE 转正： FY26Q4 中国电商集团收入 1222.20 亿元 (yoy+6%)，经调整 EBITA 240.10 亿元 (yoy-40%)，盈利承压源于即时零售、用户体验投入。其中，客户管理收入 730.24 亿元 (yoy+1%)，剔除营销冲减项后同口径增 8%，中国批发商业收入 59.40 亿元 (yoy+3%)。即时零售收入 199.88 亿元 (yoy+57%)，订单结构优化带动单价、单位经济效益稳步提升，有效激活用户，88VIP 会员超 6200 万，同比双位数增长。公司有信心在 2027 年一季度前实现即时零售业务 UE 转正，并充分发挥闪购对电商的协同效应，推动电商业务 GMV 及 CMR 实现良好增长。国际数字商业集团收入 354.29 亿元 (yoy+6%)，经调整 EBITA 亏损 1.38 亿元，同比收窄 96%，速卖通 Choice 效率显著改善，业务接近盈亏平衡。

➢ 维持目标价至 175 美元/170 港元，买入评级： 本季度阿里云 AI 商业化增速加速至 40%，百炼 MaaS ARR 突破 80 亿元、AI 相关收入占云收入 30%，目标年底突破 300 亿元，云 AI 拐点已至；即时零售订单规模同比扩至 2.7 倍，UE 持续改善，管理层对 FY27 实现 UE 转正高度确信；集团净现金约 380 亿美元，资产负债表强健。核心业绩验证双轮驱动逻辑，维持目标价美股 175 美元/港股 170 港元，维持“买入”评级。

➢ 风险提示： 闪购亏损加剧、电商业务增速放缓、云智能盈利不及预期等。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321539

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

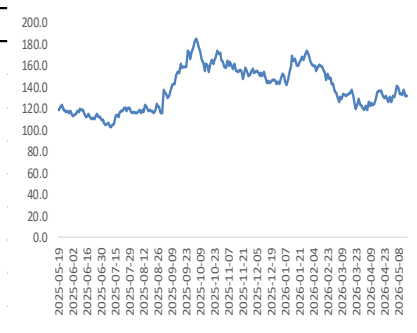
行业	TMT
股价	133 美元/132 港元
目标价	175 美元/170 港元 (+31%/+29%)
股票代码	BABA (US) / 9988 (HK)
已发行股本	192 亿股
市值	3200 亿美元/ 2.6 万亿港元
52 周高/低	193/103 美元 186/101 港元
每股净资产	63 港元
主要股东 (B)	贝莱德 (5.4%) 先锋领航 (4.2%) 挪威银行投资 (2.3%)

盈利摘要

截至3月31日止财政年度	25年历史	26年历史	27年预测	28年预测	29年预测
总营业收入 (人民币百万元)	996,347	1,023,670	1,127,019	1,269,068	1,441,437
运营利润	变动 5.9%	2.7%	10.1%	12.6%	13.6%
净利润	变动 24.3%	-64.4%	67.1%	54.3%	44.6%
每股收益 (人民币)	变动 76.6%	-18.9%	-6.8%	40.3%	32.6%
	变动 72%	-20%	-6%	41%	34%
基于133.26美元的市盈率 (估)	16.9	21.0	22.3	15.8	11.8

来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现



来源: Bloomberg

业绩摘要

云业务盈利持续提升，
阿里国际业务亏损显著
收窄

FY26Q4 公司实现营收 2433.80 亿元 (yoy+3%)，若剔除高鑫零售和银泰已处置业务的收入，同口径收入同比增长 11%，增长主要得益于云智能集团的强劲增长以及即时零售板块的快速扩张，核心业务增长韧性仍在。

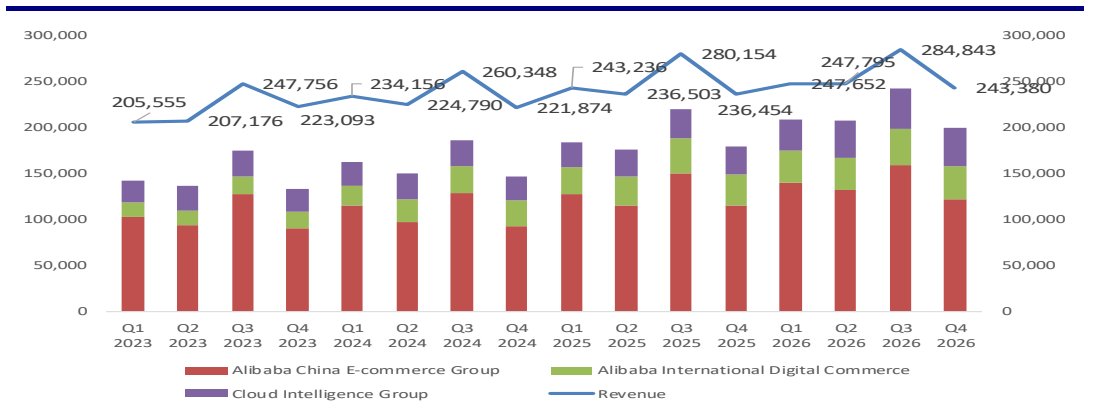
公司利润端表现受战略投入影响显著，营业亏损 8.48 亿元 (由盈转亏)，经调整 EBITA 为 51.02 亿元 (yoy-84%)，经调整 EBITDA 为 164.35 亿元 (yoy-61%)，净利润 235.02 亿元 (yoy+96%)，非公认会计准则净利润 0.86 亿元 (yoy-100%)。利润端分化主要源于股权投资市值变动带来的净收益增加，以及对即时零售、用户体验、科技业务的战略性投入，叠加非现金股权激励等项目影响，部分被云业务持续增长带来的经营业绩改善及多项业务运营效率提升所抵消。

按业务拆分：

- ▶ 阿里巴巴中国电商集团本季度收入 1222.20 亿元 (yoy+6%)，增长主要来自即时零售、客户管理及国内批发业务的协同驱动。利润端因即时零售投入承压，经调整 EBITA 为 240.10 亿元 (yoy-40%)，利润率 20%，盈利波动属于阶段性投入导致，核心电商业务盈利根基仍较稳固。
- ▶ 阿里国际数字商业集团收入 354.29 亿元 (yoy+6%)，亏损显著收窄，经营效率持续优化。经调整 EBITA 为亏损 1.38 亿元 (yoy+96%)，亏损大幅收窄，主要源于速卖通运营效率显著提升及多项业务效率优化，业务逐步向盈利端靠拢，进入规模与效率双提升的过渡阶段。
- ▶ 云智能集团收入 416.26 亿元 (yoy+38%)，整体外部商业化收入同比增长 40%，呈现高速增长态势，增长动力主要来自公共云业务及 AI 相关产品收入提升。经调整 EBITA 为 37.96 亿元 (yoy+57%)，利润率 9%，在持续加大客户增长和技术创新的背景下，仍保持稳健的运营效率，核心竞争力持续巩固。
- ▶ 所有其他分部本季度收入 654.59 亿元 (yoy-21%)，经调整 EBITA 为亏损 211.60 亿元，亏损有所扩大，主要系处置高鑫零售及银泰业务导致收入下降、千问 APP 用户获取的投入增加所致，部分被盒马、高德等业务的业绩改善所抵销。

现金流方面，公司经营活动产生的现金流量净额 94.10 亿元 (yoy-66%)，自由现金流净流出 173 亿元 (去年同期自由现金流净流入 37.43 亿元)，主要因即时零售投入、千问用户获取及云基础设施支出增加导致。公司现金及现金等价物、短期投资和其他理财 (提取及使用不受限制) 合计 5208.24 亿元。此外，董事会已批准派发 2026 财年年度定期现金股息，每股普通股派发 0.13125 美元，每股美国存托股派发 1.05 美元，股息总额约 25 亿美元。

图表 1：阿里巴巴集团各项分布业务拆分 (百万元)



资料来源：公司资料、第一上海整理

阿里巴巴中国电商集团

电商提供稳定现金流，为推动用户为先战略，阿里巴巴中国电商集团战略性整合了淘天集团、饿了么与飞猪，以聚焦核心业务发展。2026年第一季度，中国电商业务营业收入合计为1222.20亿元（yoy+6%）。实现UE转正

业务细分为：

（1）电商业务：电商业务整体收入962.92亿元（yoy-1%），虽同比小幅回落，但核心客户管理收入展现强韧性，直营业务短期承压、结构优化趋势明确。其中客户管理收入为730.24亿元（yoy+1%），剔除新营销发展计划带来的收入冲减影响，同口径收入同比增长8%，核心商业化能力持续修复。增长动力源于平台商业化能力优化、全站推广渗透率提升，为电商业务提供稳定支撑。

此外，直营、物流及其他收入为232.68亿元（yoy-6%），下滑主因部分直营业务收缩、结构优化，物流与增值服务收入形成对冲。

（2）即时零售业务（淘宝闪购+饿了么）：收入199.88亿元（yoy+57%），为板块增长核心动力，同时是集团短期盈利承压的主要原因。目前，即时零售业务市场份额已取得根本性变化，单位履约成本下降，客户订单结构优化，客单价进一步提升，促使UE在保持市场份额的情况下实现改善。

（3）中国批发商业：收入59.40亿元（yoy+3%），增长稳健。核心来自付费会员增值服务收入提升，B端商家服务价值持续释放。

阿里巴巴中国电商集团经调整EBITA为240.10亿元（yoy-40%），利润率20%，短期盈利下滑主要是阶段性战略投入所致。公司有信心在2027年一季度前实现即时零售业务UE转正，并充分发挥闪购对电商的协同效应，推动电商业务GMV及CMR实现良好增长。

图表 2：阿里巴巴核心分部业务收入和营业利润（百万元）

In Millions of CNY except Per Share	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
3 Months Ending	3/31/2024	6/30/2024	9/30/2024	12/31/2024	3/31/2025	6/30/2025	9/30/2025	12/31/2025	3/31/2026
EBITA	23,969	45,035	40,561	54,853	32,616	38,844	9,875	25,413	5,102
Margin	11%	19%	17%	20%	14%	16%	4%	9%	2%
YoY	-5%	-1%	-5%	4%	36%	-14%	-76%	-54%	-84%
QoQ	-55%	88%	-10%	35%	-41%	19%	-75%	157%	-80%
Alibaba China E-commerce Group	38,501	48,753	44,590	60,401	41,749	38,389	10,497	34,613	24,010
Margin	41%	38%	39%	40%	36%	27%	8%	22%	20%
%	161%	108%	110%	110%	128%	99%	106%	136%	471%
YoY	-1%	-1%	-5%	1%	8%	-21%	-76%	-43%	-42%
QoQ	-36%	27%	-9%	35%	-31%	-8%	-73%	230%	-31%
	-15%	-13%	-9%	-13%	-11%	0%			
Alibaba International Digital Commerce	-4,085	-3,706	-2,905	-4,952	-3,574	-59	162	0	-138
Margin	-15%	-13%	-9%	-13%	-11%	0%	0%	0%	0%
%	-17%	-8%	-7%	-9%	-11%	0%	2%	0%	-3%
YoY	88%	782%	657%	57%	-13%	-98%	-106%	-100%	-96%
QoQ	30%	-9%	-22%	70%	-28%	-98%	-375%		
Cloud Intelligence Group	1,432	2,337	2,661	3,138	2,420	2,954	3,604	3,911	3,796
Margin	6%	9%	9%	10%	8.0%	8.8%	9.0%	9.0%	9.1%
%	6%	5%	7%	6%	7%	8%	36%	15%	74%
YoY	45%	155%	89%	33%	69%	26%	35%	25%	57%
QoQ	-39%	63%	14%	18%	-23%	22%	22%	9%	-3%
All Others	-2,818	-1,077	-1,582	-3,176	-2,535	-1,415	-3,370	-9,792	-21,160
Margin	-5%	-1%	-3%	-4%	-3%	-2%	-6%	-15%	-32%
%	-12%	-2%	-4%	-6%	-8%	-4%	-34%	-39%	-415%
YoY	52%	-38%	10%	0%	-10%	31%	113%	208%	735%
QoQ	-11%	-62%	47%	101%	-20%	-44%	138%	191%	116%
Unallocated	-2,900	-871	-1,271	-165	-2,030	-419	-419	-2,722	-788
%	-12%	-2%	-3%	0%	-6%	-1%	-4%	-11%	-15%
YoY	-34%	-40%	25%	-80%	-30%	-52%	-67%	1550%	-61%
QoQ	259%	-70%	46%	-87%	1130%	-79%	0%	550%	-71%
Adjustments	-737	-401	-418	-393	-528	-606	-599	-597	-618

资料来源：公司资料、第一上海整理

阿里国际数字集团

国际业务亏损大幅收窄

阿里国际数字商业集团持续推进零售与批发业务协同发展，运营效率显著提升，亏损大幅收窄。本季度，阿里国际数字商业集团营业收入合计为 354.29 亿元（yoy+6%），经调整 EBITA 为-1.38 亿元，亏损收窄核心得益于业务运营效率的全面优化与投入结构的精准调整。

（1）国际零售商业收入：289.17 亿元（yoy+5%），增长主要由速卖通及其他国际零售业务收入增长带动，部分被 Lazada 业务收入下降所抵消。同时，汇率波动对国际零售业务收入形成一定影响，剔除汇率因素后，核心零售业务增长更为稳健，全球化零售布局韧性持续凸显，速卖通 Choice 业务单位经济效益环比显著改善，Brand+计划季度活跃买家渗透率已超 30%，品牌接入进程加速。

（2）国际批发商业收入：65.12 亿元（yoy+9%），增速亮眼。核心增长动力源于跨境业务相关增值服务收入的显著增长，同时 AI 驱动的采购工具持续迭代，在原有 AI 采购助手基础上推出面向全球中小企业的智能业务平台，覆盖全运营周期，进一步提升跨境贸易效率，拉动批发业务规模稳步扩大。

利润端方面，阿里国际数字商业集团本季度经调整 EBITA 亏损 1.38 亿元，较去年同期 35.74 亿元的亏损大幅收窄，经营状况持续向好。亏损大幅收窄的核心原因在于速卖通运营效率的显著提升，以及物流、投入等各环节的系统性优化，业务已逐步摆脱大规模投入阶段，进入关键过渡期，长期盈利潜力持续释放，整体业务已接近盈亏平衡。

云智能集团业务

云收入超预期，模型及应用服务 ARR 突破 80 亿元

本季度，阿里云智能集团营业收入合计为 416.26 亿元（yoy+38%），外部商业化收入同比增长 40%，核心得益于公共云业务收入的持续提升，其中 AI 相关产品采用量的大幅增加成为关键支撑。AI 相关产品收入 89.71 亿元，连续第 11 个季度三位数增长；管理层表示 AI 相关收入占比达 30%，彰显 AI 业务的强劲发展韧性与商业化潜力，同时模型即服务（MaaS）平台业务高速增长，进一步构建起云业务的增长新引擎。

阿里云依托全栈 AI 能力持续拓展商业化边界，百炼平台客户数量同比增长 8 倍，企业级智能体产品矩阵不断丰富，云和 AI 协同驱动的增长动能持续强化。公司表示：包含百炼 MaaS 平台在内的 AI 模型与应用服务年化经常性收入（ARR）已经突破 80 亿，第二季度有望突破 100 亿元。这部分收入的高利润率优势逐渐凸显，成为未来收入健康、高质量的增长支柱。

阿里云持续巩固市场领先地位，在全栈 AI 能力领域持续突破，模型层面推出 Qwen3.6-Plus，在编程、智能体等领域表现突出；同时发布世界模型 Happy Oyster、视频生成模型 Happy Horse，丰富多模态模型矩阵。平头哥自研真武 PPU 芯片已部署超 10 万卡，为云基础设施供应提供实质性支撑，助力 AI 训练与推理效率提升。

在利润端，阿里云智能集团本季度经调整 EBITA 为 37.96 亿元（yoy+57%），利润率稳定在 9%，在持续加大客户增长和技术创新投入的背景下，仍保持稳健的运营效率。随着 AI 业务规模化落地、全栈技术优势持续释放，以及运营效率的不断优化，盈利结构有望进一步改善。

其他所有分部

所有其他分部包括：盒马、菜鸟、阿里健康、虎鲸文娱集团、高德、千问 C 端事业群、灵犀互娱、钉钉和其他业务。

2026 年第一季度，其他所有分部本季度收入 654.59 亿元（yoy-21%），收入下滑主要由于处置高鑫零售和银泰业务导致，同时叠加菜鸟收入下降，但部分被盒马、阿里健康

和高德的收入增长所抵销。

利润端承压显著，经调整 EBITA 为亏损 211.60 亿元（yoy-520%），亏损大幅扩大，主要系对科技业务（包括千问 APP 用户获取）的投入增加所致，部分被虎鲸文娱集团和其他业务的业绩改善所抵销。

盈利情况

坚定 AI 策略，核心造血能力稳定，现金流将持续改善

本季度营业成本 1593.92 亿元（yoy+9%），占收比 65.5%（yoy+4pct），结合本季度整体营收 2433.80 亿元（yoy+3%），成本增速高于收入增速。成本占比上升主要是由于云业务和科技业务增长、即时零售业务扩张所致，部分被处置高鑫零售和银泰业务所抵销。整体毛利率 34.5%（yoy-4pct），毛利率下滑与营业成本占比上升形成对应，核心系即时零售、云业务、科技业务等战略板块的成本投入尚未进入规模优化阶段。

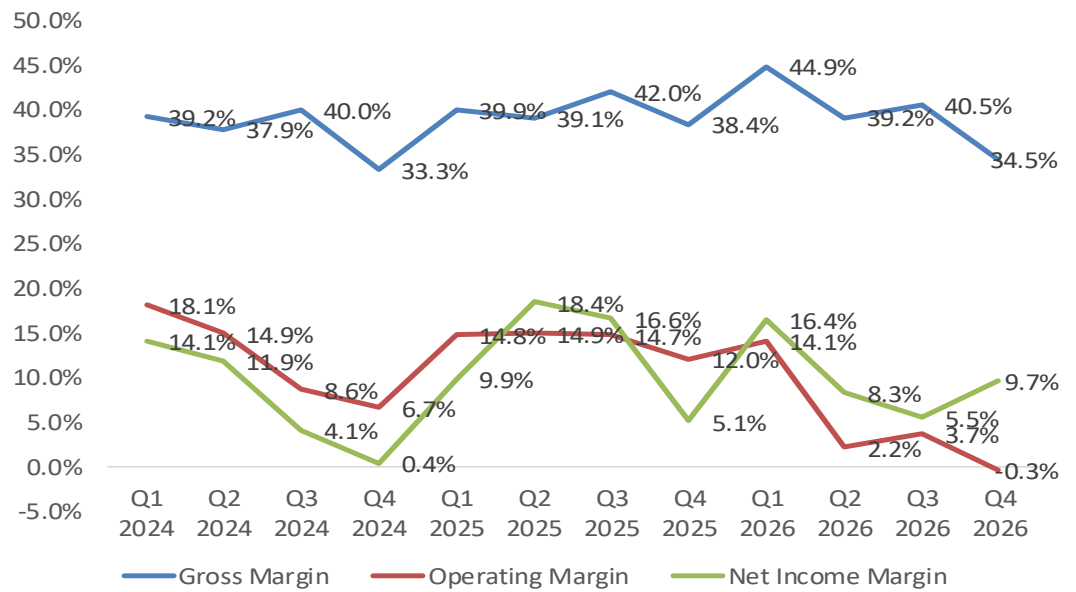
本季度营业费用总额 850.16 亿元（yoy+35%），占总收入比例 34.9%（yoy+7pct），费用高增是拖累整体盈利的核心因素，主要源于公司对科技业务、即时零售、用户体验及千问 APP 等战略领域的阶段性投入集中释放。

- 产品开发费用 189.57 亿元（yoy+27%），占收比 7.8%（yoy+1.5pct）。费用增长主要系公司持续加大核心业务技术研发投入，一方面支撑云智能集团业务高速增长，另一方面保障即时零售业务履约调度、用户匹配等核心技术体系优化，同时推进全栈 AI 技术研发投入。
- 销售和市场费用 534.15 亿元（yoy+48%），占收比 21.9%（yoy+6.6pct），增长最为显著。这主要归因于即时零售业务扩张、千问 APP 用户获取投入，以及电商用户体验相关投入。
- 一般及行政费用 99.49 亿元（yoy-4%），占收比 4.1%（yoy-0.3pct），体现出公司在非核心环节的成本控制成效显著。下降核心原因是持续推进组织优化、精简非必要行政开支。
- 股权激励费用 30.92 亿元（yoy-10%），授予的长期现金激励比例增加，而股权激励数量减少。

本季度经营亏损 8.48 亿元（去年同期经营利润为 284.65 亿元）。经调整 EBITDA 为 164.35 亿元（yoy-61%），经调整 EBITA 为 51.02 亿元（yoy-84%）。核心原因是科技业务、即时零售、用户体验的持续投入，叠加销售和市场费用、产品开发费用大幅增长，属于阶段性战略投入导致的利润收缩。

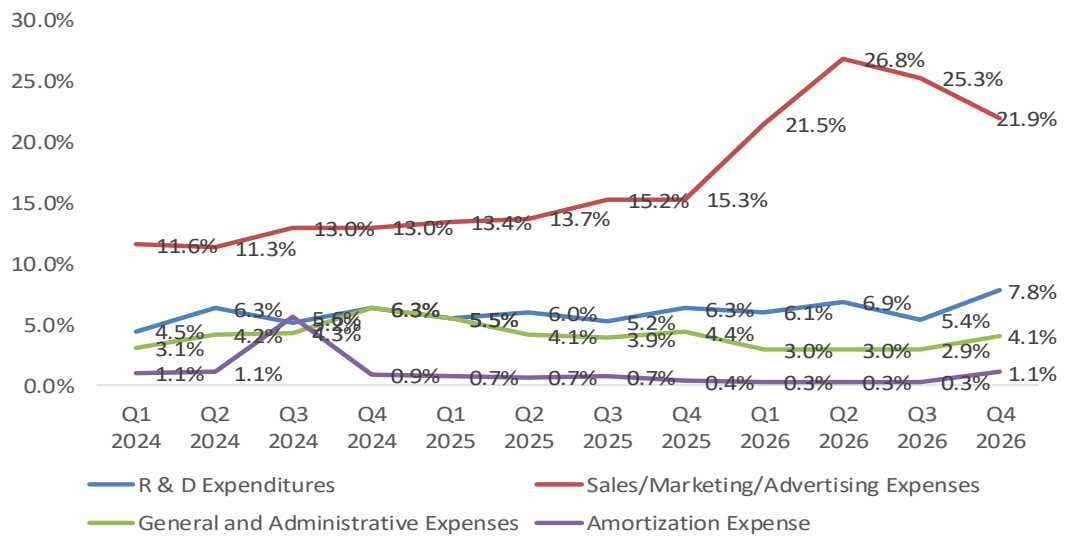
净利润 235.02 亿元（yoy+96%），同比增长主要由股权投资市值变动净收益增加、去年同期处置高鑫零售和银泰产生损失所致，部分被经调整 EBITA 减少所抵销。同期归属于普通股股东的净利润为 254.76 亿元（yoy+106%）；摊薄每股美国存托股收益为 10.36 元人民币（yoy+100%），经调整摊薄每股美国存托股收益为 0.62 元人民币（yoy-95%）。

图表 3: 公司毛利率和运营利润率



资料来源: 公司资料、第一上海整理

图表 4: 运营费用率



资料来源: 公司资料、第一上海整理

目标价至美股 175 美元/港股 170 港元，维持买入评级

阿里巴巴 FY26Q4 全栈 AI 商业化进入规模收益期—云收入 416.26 亿元 (yoy+38%)、外部增速 40%、MaaS ARR 突破 80 亿、管理层表示 AI 收入占比 30%。电商业务，客户管理收入同口径+8%、88VIP 超 6200 万，是公司最重要的经营现金流来源，公司在激烈的电商竞争中业务稳健。即时零售订单规模同比达 2.7 倍，预计 2027 财年盈亏平衡，海外业务实现转正。公司四大业务都开始向好，业务失血告一段落，进入稳健发展期。公司现金及其他流动投资 5208 亿元，扣除有息负债 2600 亿元，账上净现金约 2600 亿元，公司现金充足，为 AI 发展提供充足动力。综合上述，我们维持 SOTP 目标价不变。

- 电商估值：FY2027 UE 转正后 EBITA 回升，15 倍 P/E 贡献约 22000 亿元
- 净现金与投资：账上净现金 2600 亿，广义投资资产约 6868 亿元，合计 9400 亿元
- 整体目标市值：22000+9400=约 31400 亿，现金及投资折价 10%，对应目标价 175 美元/170 港元

综合上述，阿里巴巴有三重支撑（AI 云加速、UE 改善、净现金 380 亿）共同支撑，我们维持 SOTP 目标价不变。维持买入评级。

图表 5：分部估值结果

	Revenue	EBITA	EV/Revenue	EV/EBITA	Valuation	As of %
<i>FY 2027</i>	<i>Million CNY</i>	<i>Million CNY</i>			<i>Million USD</i>	
Alibaba China E-commerce Group	597,370	149,742		15.1	332,095	100.0%
					332,095	
Associate/investments						
				Cash	38,300	
				Equity Investment	96,500	
				Discount	10%	
				Market Value	420,206	
				Target Price (USD)	175.0	
				Target Price (HKD)	170.0	

资料来源：第一上海预测

附录 1：主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位：百万元，财务年度：3月31日	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年		2025年	2026年	2027年	2028年	2029年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	996,347	1,023,670	1,127,019	1,269,068	1,441,437	盈利能力					
主营业务成本	598,285	616,136	676,211	751,288	847,565	毛利率 (%)	40.0%	39.8%	40.0%	40.8%	41.2%
毛利	398,062	407,534	450,807	517,780	593,872	运营利率 (%)	14.1%	4.9%	7.4%	10.2%	13.0%
研发费用	57,151	66,533	67,621	76,144	82,162	净利率 (%)	0.0%	10.0%	8.4%	10.5%	12.3%
销售费用	144,021	245,023	247,944	253,814	259,459	EBITA 利润率	17.4%	7.7%	11.5%	13.8%	0.0%
一般及行政费用	44,239	33,082	34,938	39,341	43,243	营运表现					
摊销费用	6,336	5,079	5,592	6,297	7,207	销售及管理费用/收入 (%)	14.5%	23.9%	22.0%	20.0%	18.0%
经营利润	140,905	50,150	83,798	129,269	186,886	研发和开发费用/收入 (%)	5.7%	6.5%	6.0%	6.0%	5.7%
营业外 (收入) /支出	24,146	87,512	22,540	25,381	28,829	实际税率 (%)	22.8%	23.2%	22.0%	22.0%	23.0%
利息费用	-9,596	-8,275	9,016	9,518	7,207	应收账款天数	62.5	79.8	80.0	80.0	80.0
税前利润	155,455	129,387	115,354	164,169	222,922	应付账款天数	189.7	202.3	202.0	202.0	202.0
所得税	35,445	30,045	25,378	36,117	51,272	财务状况					
净利润	-	102,127	95,176	133,552	177,150	总负债/总资产	39.6%	41.0%	40.0%	39.3%	38.4%
EBITA	173,065	79,234	130,092	175,034	-	收入/净资产	92.4%	91.5%	96.0%	99.4%	101.0%
收入YOY	5.9%	2.7%	10.1%	12.6%	13.6%	经营性现金流/收入	16.4%	12.5%	17.4%	14.5%	21.8%
经营利润YOY	24.3%	-64.4%	67.1%	54.3%	44.6%	税前盈利对利息倍数	(16.2)	(15.6)	12.8	17.2	30.9
EBITA YoY	4.9%	-54.2%	64.2%	34.5%		现金流量表					
净利润YoY	76.6%	-18.9%	-6.8%	40.3%	32.6%						
						净利润	125,976	102,127	95,176	133,552	177,150
资产负债表						折旧与摊销	29,260	31,124	39,055	47,092	56,220
						应计费用变化	25,873	27,356	39,073	45,180	62,863
						其他流动资产变化	-63,053	-49,662	2,777	-65,910	-10,698
						股权激励	13,970	16,764	20,117	24,140	28,968
						经营性现金流	163,509	127,709	196,198	184,054	314,504
						短期投资净值变化	-10,342	-203,599	-103,097	-147,602	-
						企业合并	353	-	-	-	-
						购入固定及无形资产	-85,972	-	-	-	-
						投资性现金流	-185,415	-203,599	-13,068	-147,602	-129,729
						股票发行	10	-	-	-	-
						股票回购	-86,662	-65,000	-60,000	-55,000	-55,000
						其他融资活动	-26,758	-	-	-	-
						少数权益变动	1,738	-	-	-	-
						短期借债变动	9,110	-	-	-	-
						融资性现金流	-76,215	-65,000	-60,000	-55,000	-55,000
						现金流	-98,121	-140,890	123,130	-18,548	129,775
						现金净增减	-97,156	-140,890	123,130	-18,548	129,775
						期初现金	286,424	189,268	48,378	171,508	152,960
						期末现金	189,268	48,378	171,508	152,960	282,734
现金及等价物	145,487	131,530	129,470	110,922	240,696						
短期投资	228,826	155,310	155,310	155,310	155,310						
限制性现金	43,781	42,038	42,038	42,038	42,038						
流动资产	674,049	610,769	605,932	653,294	793,767						
PP&E	203,348	282,699	319,745	386,869	460,378						
其他无形资产	20,911	16,983	16,983	16,983	16,983						
商誉	255,501	247,378	247,378	247,378	247,378						
其他长期资产	650,418	751,741	778,738	812,123	812,123						
总资产	1,804,227	1,909,570	1,968,775	2,116,647	2,330,629						
短期借债	22,562	28,224	28,224	28,224	28,224						
其他流动负债	412,784	448,174	487,247	532,427	595,291						
流动负债	435,346	476,398	515,471	560,651	623,515						
长期借债	49,909	47,450	47,450	47,450	47,450						
其他长期负债	228,866	259,452	224,291	224,291	224,291						
总负债	714,121	783,300	787,212	832,392	895,256						
夹层资本	11,713	7,845	7,845	7,845	7,845						
股东权益	1,078,393	1,118,425	1,173,718	1,276,410	1,427,528						
总负债和股东权益	1,804,227	1,909,570	1,968,775	2,116,647	2,330,629						

资料来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送给或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。