

如何看待即时零售的“战略性亏损”与“AI+云”的长期价值？

——阿里巴巴-W (9988.HK) 观点更新

要点

电商主业受益于宏观消费复苏，即时零售逐步减亏：

FY26Q4 公司客户管理业务实现收入 730.2 亿元，同比仅增长 1.2%，若还原新营销发展计划导致的收入冲减后同口径下增速约 8%。在此背景下，公司积极转型即时零售作为电商业务第二增长曲线：FY26Q4 即时零售实现收入 199.9 亿元，同比增长 57.2%；展望 FY27，我们认为该业务仍将维持 30% 的高增速，但由于该业务仍处在战略投入期，我们判断四季度实现约 180 亿亏损（对应每单亏损 3.6 元）。综合影响下，电商集团整体在 FY26Q4 实现经调整 EBITA 利润 240.1 亿元，同比下滑 40.0%。我们判断即时零售投入高峰期已过，该业务未来重点将逐步转向优化订单结构，改善单均 UE 水平。预计 27-29 财年单均 UE 分别为 -1.8/-0.8/0.0 元，并将带动电商板块整体利润水平修复。

全力推进 MaaS 战略，收入利润双增长：

FY26Q4 公司云智能集团实现收入 416.3 亿元，同比增长 38.2%，实现经调整 EBITA 为 38.0 亿元，同比增长 56.9%，对应单季度 EBITA 利润率达到 9.1%。该业务增长的核心驱动力来自 AI，根据公司业绩会相关表述，公司 AI 相关产品收入自 FY24Q1 以来已连续 11 个季度实现三位数（即超过 100%）同比增长。我们判断该业务在未来仍将持续受益于 AI 相关收入推动，并在 FY27-29 年保持 40% 的高速增长。阿里从“芯片-模型-应用”的全栈 AI 布局均处于行业领先地位：自研“平头哥”芯片已从内部支撑走向外部商业化，截至 2026 年 2 月已实现累计规模化交付 47 万片，年化营收达到百亿级别。大模型层面，公司在 4 月 2 日发布 Qwen 3.6-Plus 大模型，上线首日单日 Token 消耗突破 1.4 万亿。在应用层面，公司目前已构建由 C 端千问 APP 以及 B 端企业级 AI Agent 平台“悟空”组成的双轮驱动格局。2026 年 3 月阿里成立 ATH 事业部全力推进 MaaS 战略，我们看好该业务未来几年实现收入和利润双增长。我们判断随着平头哥芯片起量，公司云智能业务的经调整 EBITA 利润率也将逐步提升至 12%+。

盈利预测、估值与评级：

我们认为公司正处于“二次创业”的战略转型关键期，公司看点逐步从传统电商估值逻辑转向“AI+云”科技平台与“大消费”平台双轮驱动下的价值重估。考虑到 Q2 公司在在大模型和 C 端千问上仍有较大投入，我们下调对公司 FY27-28 年盈利预测，新增 FY29 年盈利预测，预计公司 FY27-29 年 Non-GAAP 归母净利润分别为 1239.1（下调 33%）、1629.1（下调 18%）、1974.0 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：短期盈利压力；传统电商增长面临瓶颈；AI 竞争白热化。

公司盈利预测与估值简表

指标	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入(亿元)	9963.5	10236.7	11142.5	12174.7	13151.9
同比增长率	5.9%	2.7%	8.8%	9.3%	8.0%
经调整 EBITA (亿元)	1730.7	756.4	1321.9	1774.7	2154.9
同比增长率	-0.4%	-56.3%	74.8%	34.3%	21.4%
Non-GAAP 归母净利润 (亿元)	1581.2	606.6	1239.1	1629.1	1974.0
同比增长率	0.4%	-61.6%	104.3%	31.5%	21.1%
Non-GAAP EPS (元)	8.2	3.2	6.5	8.5	10.3
PE	13	35	17	13	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为 2026-5-22，汇率 1HKD=0.87CNY，假设 2027-2029 年股本均为 191.9 亿股；为保持数据一致可比性，2025-2026 年 EPS 按最新 191.9 亿股计

买入（维持）

当前价：127.0 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：丁希璞

执业证书编号：S0930526050002

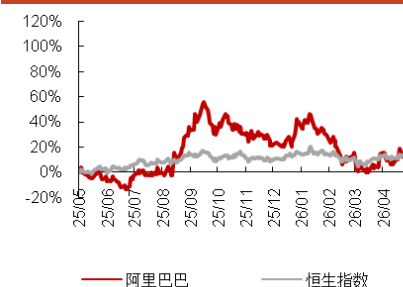
021-52523681

dingxipu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	191.92
总市值(亿港元)	24373.84
一年最低/最高(港元)	101.8/186.2
近 3 月换手率	46.2%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.3	-11.7	-2.2
绝对	-3.0	-14.5	9.0

资料来源：Wind

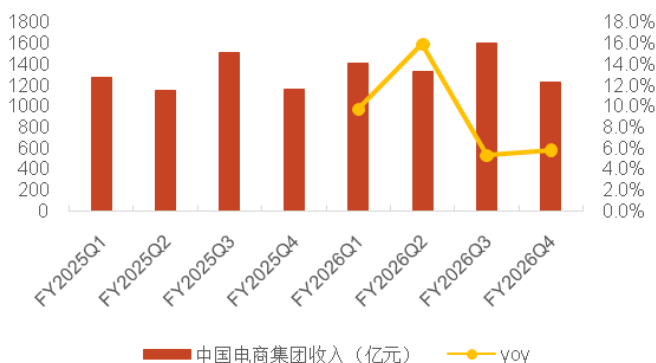
1、“大消费”平台：电商主业受益于宏观消费复苏，即时零售逐步减亏

公司的消费业务由中国电商集团、阿里国际数字商业集团（AIDC）两部分业务组成。其中中国电商集团 FY26Q4 共计实现收入 1222.2 亿元，同比增长 5.8%；阿里国际数字商业集团实现收入 354.3 亿元，同比增长 5.5%。

中国电商集团包括传统电商业务、即时零售以及中国批发商业。其中传统电商业务实现收入 962.9 亿元，同比小幅下滑 0.6%，传统电商业务的收入大头客户管理业务 FY26Q4 实现收入 730.2 亿元，同比仅增长 1.2%，若还原新营销发展计划导致的收入冲减后同口径下增速约 8%。根据国家统计局数据，2026 年 Q1 中国网上商品零售额同比增长 7.5%，二者趋势基本一致。我们预计 FY27 年公司客户管理收入仍将维持低速增长，带动整体电商业务实现收入 4633.7 亿元，同比增长 3.1%；实现经调整 EBITA 利润 1949.3 亿元，对应经调整 EBITA 利润率为 42.1%。

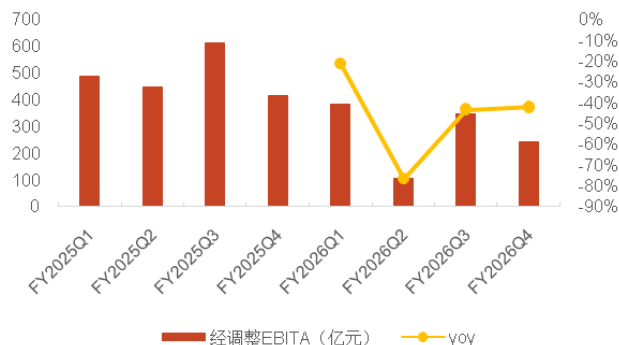
公司积极转型即时零售作为电商业务第二增长曲线，FY26Q4 即时零售实现收入 199.9 亿元，同比增长 57.2%，尽管目前该业务仍处于战略投入期导致中国电商业务整体利润表现承压，但亏损已逐季收窄。我们判断 FY26Q4 公司即时零售亏损约在 180 亿元，较三季度已有显著收窄。且公司管理层也在业绩会上明确提出，将提升笔单价和 UE 优化、提效减亏作为该业务现阶段的重要发展目标，并明确提出希望在 FY27 年末实现 UE 转正、FY29 年实现盈利。根据我们的测算，以 FY26Q4 日均单量 5500 万单计算，公司即时零售业务四季度单笔亏损约为 3.6 元，较三季度显著收窄。我们判断单笔亏损在 FY27Q1 将进一步收窄至 2.0 元以内。

图 1：公司 FY25Q1 以来中国电商集团的收入及增速



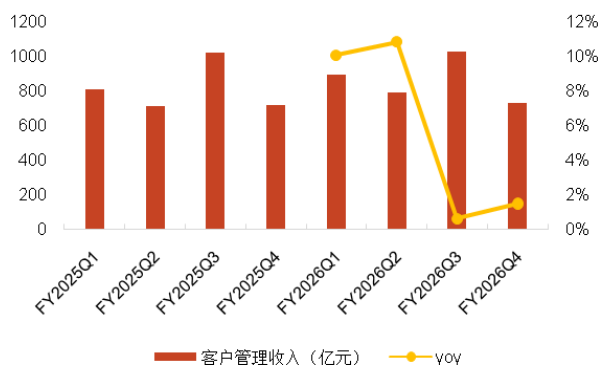
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：公司 FY25Q1 以来中国电商集团的经营利润及增速



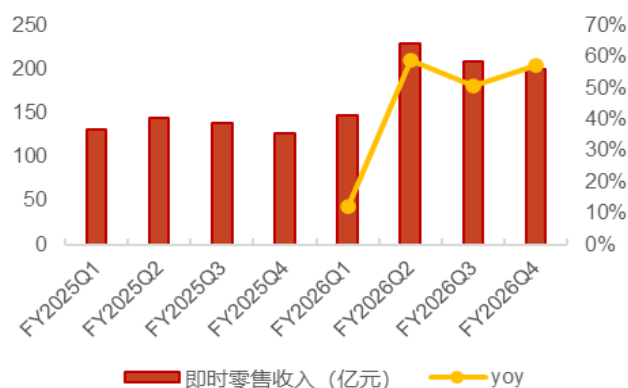
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3: 公司 FY25Q1 以来客户管理收入及增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 4: 公司 FY25Q1 以来即时零售业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

淘宝闪购自 2025 年 4 月推出后增长迅猛, 日订单峰值已达 1.2 亿单, 有效拉动了平台整体用户和交易规模。根据第三方机构易观分析的数据, 若考虑天猫 4 小时达等全品类即时零售情况, 淘宝闪购在 2025 年 Q4 份额达到 45.2%, 已超越美团 0.2 个百分点。

未来公司将在维持现有交易规模的基础上优化订单结构, 改善单均 UE 情况。根据我们的模型, FY27-29 年即时零售单均 UE 为 -1.8/-0.8/0.0 元。我们判断公司将从以下几个方面入手:

1. 减少补贴, 带动每笔单价提升, 自市场监管部门于 2026/1/9 宣布对外卖平台服务行业竞争状况展开调查后, 我们目前已经观察到两家交易平台在 2026 年 Q1 的补贴逐步退坡; 3/25 国家市监局转载《外卖大战该结束了》相关文章, 态度鲜明。
2. 提升高价值用户占比, 从而提升高客单占比, 改善订单结构。我们认为阿里通过整合其会员体系在会员权益上有显著优势。对比美团“黑金黑钻”会员的运营模式, 阿里的体系在生态广度、权益深度与用户心智绑定上构建了更强的护城河, 涵盖用户“衣、食、住、行、娱”的全场景需求。

表 1: 88VIP 会员体系与美团黑金黑钻会员体系的对比

类别	阿里巴巴 88VIP	美团 黑钻
核心购物权益	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 专属消费券: 4 张累计 320 元的 9 折券 (满 1500-150、1000-100 等) ◆ 百亿补贴 88 折起 ◆ 天天抢原价茅台 ◆ 退货包运费 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ “神券”通用优惠券 (核心权益) ◆ 会员专属价 (部分品类)
本地生活 (餐饮/外卖)	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 饿了么年卡 (免配送费等) ◆ 饿了么优先接单、慢必赔 ◆ 外卖“准时宝” 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 黑钻会员每月 2 次免费“1 对 1 急送”服务 (提前送达)
文娱与数字生活	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 优酷视频年卡 ◆ 淘票票年卡 ◆ 观影优惠 18 元/月 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 芒果 TV VIP (黑钻) ◆ 免费充电宝
旅行与出行	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 飞猪 F3 及以上会员福利: 免费早餐、免费升房、机场贵宾厅、快速安检 ◆ 机酒优惠大额券 1500 元起 ◆ 高德出行券包卡 140 元起 ◆ NBA 中国赛门票、青训营名额 (合作权益) 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 酒店无限次免费升房及早餐 (黑钻) ◆ 机场贵宾厅、快速通道 ◆ 主题乐园“免排队”、“尊享卡” (如上海迪士尼)

生鲜零售	◆ 免费 90 天盒马 X 会员体验：会员日 88 折、每日免运费、1 次、免费领菜
健康与医疗	◆ 黑钻会员免费光子嫩肤 1 次 ◆ 黑金及以上会员免费秒问医生 ◆ 每季度免费美发、美甲等服务（黑钻）

资料来源：美团 APP，淘宝 APP，光大证券研究所整理

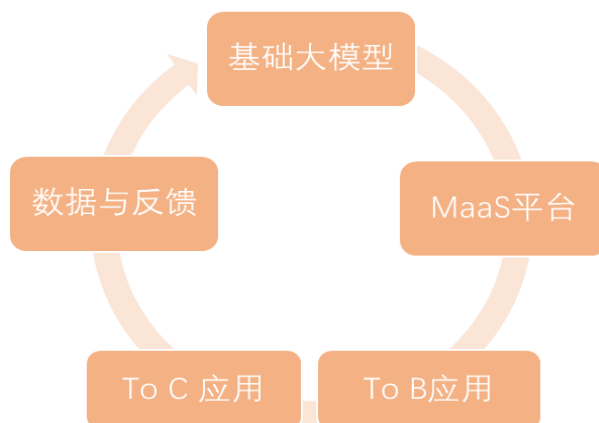
3. 进一步压缩单均履约成本。我们认为公司在订单规模增长过程中必然伴随着单均履约成本的提升以适应其订单增长速度，但在订单规模稳定后，公司将在履约侧重点优化履约结构，带动单均履约成本降低。

2、AI+云业务：全力推进 MaaS 战略，收入利润双增长

FY26Q4 公司云智能集团实现收入 416.3 亿元，同比增长 38.2%，增速较 FY26Q3 进一步提升；实现经调整 EBITA38.0 亿元，同比增长 56.9%，对应单季度 EBITA 利润率达到 9.1%。该业务增长的核心驱动力来自 AI，根据公司业绩会相关表述，公司 AI 相关产品收入自 FY24Q1 以来已连续 11 个季度实现三位数（即超过 100%）同比增长。展望 FY27，我们预计云业务收入仍将保持 40% 的高速增长，经调整 EBITA 利润率将持续提升至 10.5%。

公司的云业务目前处在收入及利润率双增长的阶段。2026 年 3 月起，受益于 AI Agent 快速普及带动 Token 调用量指数级增长，阿里云官宣多轮涨价。在 3 月 18 日官宣对 AI 算力及存储产品大幅调价，其中平头哥真武 810E 算力卡涨幅达 5-34%；随后在 4 月 15 日又对其他产品价格全线普调，其中 DDoS 高防（中国内地）弹性 95 费用从每兆瓦月 100 元上调至 150 元，涨幅达 50%；4 月中旬对大模型服务（百炼 MU）涨价 2%-7%。我们认为这标志着阿里云将重心从低毛利的通用算力租赁转向高毛利的 MaaS 业务。为了全力推进 MaaS 的战略，阿里于 2026 年 3 月成立了由 CEO 吴泳铭直接牵头的 Alibaba Token Hub（ATH）事业群，将通义实验室（模型研发）、MaaS 业务线、千问与悟空等应用部门整合，形成“创造 Token、输送 Token、应用 Token”的完整闭环。公司希望借由 ATH 在整个应用端、MaaS 端的共同能力，最终带动底层模型能力提升，形成有效数据飞轮。

图 5：阿里云业务通过 ATH 打造数据飞轮



资料来源：光大证券研究所

目前云智能业务已构建覆盖“芯片-云-模型-应用”的全栈 AI 能力，且在四

个赛道上均有可观的成绩。其中自研“平头哥”芯片已从内部支撑走向外部商业化。截至 2026 年 2 月，已实现累计规模化交付 47 万片，年化营收达到百亿级别。目前已交付芯片中超过 60%服务于外部客户，囊括训练和推理场景，覆盖互联网、金融、智能驾驶、智能制造等多个行业企业客户。在国产 AI 芯片生态中，平头哥的技术与产品能力已被阿里定位为处于第一梯队，且阿里在业绩会中判断 2026-2027 年平头哥的 AI 芯片相关产能仍将持续扩大，以支撑内外部不断增长的算力需求。

阿里在大模型领域已确立全球领先地位。根据斯坦福大学人工智能研究所发布的《2025 年人工智能指数报告》，阿里在重大模型发布数量上排名全球第三、中国第一，仅次于谷歌和 OpenAI。公司在 2026 年 2 月推出千问 Qwen 3.5 系列大模型，实现从纯文本模型到原生多模态模型的跃迁，并在随后 LMArena 更新的排名中成为中国最强大模型，也是中国首个在 LMArena 榜单上超越 GPT-5.4 的模型。公司在 4 月 2 日紧跟着发布 Qwen 3.6-Plus 大模型，上线首日单日 Token 消耗突破 1.4 万亿。

表 2：全球大模型公司排名 TOP10（基于 LMArena 榜单）

排名	公司	对应模型
1	Anthropic	claude4.5
2	谷歌	Gemini2.0
3	xAI	Grok4.1
4	OpenAI	GPT5.4
5	阿里巴巴	Qwen3.5-Max-Preview
6	字节跳动	豆包 2.0
7	智谱 AI	GLM5
8	月之暗面	Kimi2.5
9	百度	文心一言 4.0
10	亚马逊	Titan-L

资料来源：LMArena，光大证券研究所整理

在应用层面，公司目前已经构建由 C 端千问 APP 以及 B 端企业级 AI Agent 平台“悟空”组成的双轮驱动格局，实现了从个人消费到企业生产的全场景覆盖。C 端千问 APP 凭借与淘宝、支付宝、高德等生态的深度融合，实现了 AI 购物闭环，春节期间日活用户飙升至 7352 万，已成为国民级 AI 助手。B 端方面，全球首个企业级 AI 原生工作平台“悟空”已内置钉钉，通过 CLI 化改造实现“沟通即执行”，并推出十大行业解决方案，标志着 AI Agent 逐步进化为企业级生产力工具。

公司在业绩会中对云智能业务给出了较高的中长期目标，希望未来五年，包含模型即服务（MaaS）在内的云和 AI 商业化收入突破 1000 亿美元，且未来 1-2 个季度阿里云毛利率会有明显提升。增长将主要来自于以下三个方面：1) 以大模型驱动的 MaaS 业务；2) 企业用于内部推理和训练采买的 MaaS API 服务；3) 传统云计算市场转型成适合 agent 调用的产品。我们看好该业务长期增长态势，预计未来 3 年云智能业务收入仍将实现 40% 的高速增长；随着平头哥芯片起量，公司云智能业务的经调整 EBITA 利润率也将有所提升。

3、盈利预测与投资建议

考虑到当前大模型和 C 端应用千问仍处于高投入期，我们谨慎下调公司 FY27-28 年的盈利预测，新增 FY29 年的盈利预测，我们预计 FY27-29 年公

司 Non-GAAP 归母净利润分别为 1239.1 (下调 33%) /1629.1 (下调 18%) /1974.0 亿元, 其中:

1. 中国电商集团 FY27-29 年收入将分别达到 5938.6/6384.8/6742.4 亿元, 对应增速分别为 7.2%/7.5%/5.6%。其中电商业务将维持 3-5%的低位数增速, 即时零售将短期维持 30.0%/20.0%/10.0%的较高增长, 且 EBITA 层面将不断减亏, 电商集团经调整 EBITA 利润率将达到 28.0%/30.7%/33.4%。
2. 阿里云智能业务 FY27-29 年收入将分别达到 1956.3/2407.1/2873.9 亿元, 对应增速分别达到 40.0%/40.0%/40.0%, 经调整 EBITA 利润率将逐年小幅提升至 10.5%/12.0%/13.0%。
3. 国际数字商业 FY27-29 年收入将分别达到 1527.0/1617.9/1714.8 亿元, 对应增速为 5.9%/6.0%/6.0%, 未来三年该业务将实现盈亏平衡。

表 3: 公司 FY2026-2029 年主营业务收入及经调整 EBITA margin 预测

单位: 亿元	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入	10236.7	11142.5	12174.7	13151.9
阿里中国电商集团	5542.2	5938.6	6384.8	6742.4
国际数字商业	1441.7	1527.0	1617.9	1714.8
阿里云智能	1581.3	1956.3	2407.1	2873.9
其他	2543.7	2670.9	2804.4	2944.6
调整项	-872.2	-950.3	-1039.5	-1123.8
经调整 EBITA margin	7.39%	11.86%	14.58%	16.38%
阿里中国电商集团	19.40%	28.00%	30.73%	33.44%
国际数字商业	-1.42%	0.00%	0.00%	0.00%
阿里云智能	9.02%	10.50%	12.00%	13.00%
其他	-14.05%	-15.00%	-10.00%	-8.00%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

公司近期股价表现承压, 我们认为主要是由于短期在即时零售和 AI 基础设施上投入较大导致利润承压, 但我们判断 FY26Q4 后公司利润水平将逐步回升。一方面公司目前已明确表示在即时零售上的首要目标是减亏, 并在业绩会中给出 2029 财年即时零售业务扭亏为盈的时间表; 另一方面 AI 和云相关收入增速维持高位, 利润率有所回升, AI 相关投入正逐步产生回报带动业绩增厚, 我们看好公司利润回升带动的价值重估, 维持“买入”评级。

4、风险分析

1. 短期盈利压力

公司短期面临即时零售和 AI 领域高昂的战略投入,可能会持续压制短期利润表现市场风险;

2. 传统电商增长面临瓶颈

公司核心的客户管理收入 (CMR) 增长面临宏观消费环境挑战,且面临较为激烈的市场竞争;

3. AI 竞争白热化

在 AI Agent 等前沿应用领域,面临字节、腾讯等巨头的激烈竞争,商业化落地速度和效果有待观察。

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入	9963	10237	11142	12175	13152
营业成本	-5983	-6161	-6900	-7328	-8291
研发费用	-572	-665	-639	-698	-754
销售费用	-1440	-2450	-2006	-1826	-1710
管理费用	-442	-331	-334	-365	-395
无形资产摊销	-63	-51	-70	-79	-89
商誉减值损失	-62	-95	-63	-65	-67
其他经营净收益	8	18	0	0	0
EBIT	1409	502	1130	1562	1922
利息收入及投资损益	208	875	96	109	95
利息支出	-96	-98	-98	-98	-98
其他收益	34	15	38	41	45
EBT	1555	1294	1166	1615	1964
所得税	-354	-300	-210	-291	-353
应占股权投资损益	60	28	28	28	28
净利润(含少数股东权益)	1260	1021	984	1352	1638
Non GAAP 净利润	1581	607	1239	1629	1938

现金流量表 (亿元)	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
经营活动所得现金净额	1635	762	2271	2604	3301
净利润	1260	1021	984	1352	1674
折旧与摊销	425	247	328	412	486
营运资本变动	-240	851	774	642	930
其它	191	-1358	185	198	210
投资活动所得现金净额	-1854	-673	-1783	-1826	-1841
资本开支	-860	-1228	-1560	-1583	-1578
其他	-994	555	-223	-243	-263
融资活动所得现金净额	-762	-206	-461	-349	-442
回购现金支出	-867	-110	-124	-163	-197
派发红利	-291	-343	-337	-186	-244
其他	395	247	0	0	0
现金及现金等价物增加/减	-972	-157	27	429	1018

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
总资产	18042	19096	20978	22794	25136
流动资产	6740	6108	6358	7041	8300
现金及短期投资	1455	1315	1343	1772	2790
有价证券及短期投资	2826	1854	1854	1854	1854
应收账款	2022	2518	2741	2995	3236
受限制现金	438	420	420	420	420
其它流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	11302	12988	14620	15753	16837
长期投资	5670	6567	6567	6567	6567
固定资产	2033	2827	3932	4850	5634
无形资产	209	170	375	460	545
其他非流动资产	3389	3424	3744	3875	4090
总负债	7141	7833	8384	8773	9463
流动负债	4353	4764	5315	5704	6394
应付账款	3325	3599	4030	4280	4843
短期借贷	226	282	282	282	282
其它流动负债	802	883	1003	1141	1268
长期债务	2081	2208	2208	2208	2208
其他非流动负债	706	861	861	861	861
股东权益合计	10784	11184	12515	13943	14163
股东权益	10099	10609	11940	13368	13588
少数股东权益	685	575	575	575	575
夹层股本	117	78	78	78	78

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼