

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

核心观点

- **核心观点：**淘天分部 GMV&CMR 维持上季度良好趋势，整体表现稳健；云环比加速上调预期；年内集团利润因闪购投入增加明显下滑，且近期新增的 500 亿补贴表明公司长期投入决心，补贴战持续性增强导致公司今明两年利润均承压。但我们仍看好公司云计算龙一及 AI 技术的领先地位，本季度云环比加速强化了 AI 算力需求增长下公司业绩释放的确定性，维持“买入”评级。
- **淘天集团：FY26Q1 表现稳健，预计 GMV&CMR 同比增速接近上季度。1) 分部数据：**我们预计淘天分部 FY26Q1 实现收入 1215.2 亿元 (yoy+7.2%，彭博一致预期+7.2%)，实现经调整 EBITA 462.4 亿元 (yoy-5.3%，彭博一致预期+9.0%)，我们认为本季度以来闪购投入加大导致分摊至淘天分部的亏损增加，从而使利润下滑。若不考虑闪购亏损，预计本季度淘天 EBITA 仍将实现个位数正增长。**2) GMV：**我们预计本季度淘天 GMV 增速略低于社零 (4-5 月社零总体同比增速为 5.6%)，基本延续上季度趋势。**3) CMR：**预计 FY26Q1 实现 CMR 收入 885.8 亿元 (yoy+10.6%，彭博一致预期+9.0%)，本季度受益于加收的 0.6%佣金与全站推渗透率的进一步提升带动淘天 take rate 增长，CMR 增速维持双位数高位。预计下半年佣金基数拉平后 CMR 或有降速，但全站推广渗透仍可贡献一定边际增量。
- **本地生活：闪购加大投入卡位即时零售，今明两年明显拖累利润。**我们预计 FY26Q1 本地生活分部实现收入 181.2 亿元 (yoy+11.6%，彭博一致预期+10.0%)，经调整 EBITA -57.0 亿元 (彭博一致预期-11.2 亿元)。公司自本季度开始重点布局外卖与即时零售业务，投入力度明显加大。自 5 月 2 日淘宝闪购正式上线以来，单量爬坡迅速持续超预期，一个月内突破 4000 万单，两个月突破 8000 万单。7 月 2 日公司宣布于未来 12 个月投入 500 亿补贴用户与商家，我们测算本季度公司外卖投入超过百亿，随着暑期旺季到来投入或继续环比增长。我们判断公司本地生活战略偏长期，战略定位通过外卖抢占即时零售份额，布局近场电商与远场电商交叉赋能，因此投入具有较强持续性，导致今明两年集团利润持续承压。尽管年内利润大幅下滑，但我们看好公司闪购业务规模增长的确定性和持续性，预计中长期随着闪购 UE 改善或将回补一定利润。
- **云智能集团：FY26Q1 继续环比加速，未来仍存在超预期可能。**我们预期 FY26Q1 云智能集团实现收入 323.9 亿元 (yoy+22.0%，彭博一致预期+19.3%)，经调整 EBITA 26.6 亿元 (yoy+13.7%，彭博一致预期为+8.6%)，EBITA margin 为 8.2%。本季度以来国内 AI 调用需求持续增长，据字节跳动披露，豆包大模型日均消耗 token 量从 24 年 12 月的 4 万亿提升至 25 年 5 月的 16.4 万亿，月度环比增长率高达 32.6%，下游 AI 调用需求增长，反哺上游 AI 算力需求高增。据 Canalys 最新数据，25Q1 阿里云在国内云服务市场份额达到 33%稳居榜首，预计阿里云作为国内云计算龙一仍将充分享受算力增长红利，有望进一步提速实现超预期增长。
- **AIDC：收入略降速，减亏趋势更明显。**我们预计 FY26Q1 阿里国际数字商业分部实现收入 348.6 亿元 (yoy+19.0%，彭博一致预期+20.4%)，经调整 EBITA -10.2 亿元 (彭博一致预期-24.2 亿元)，电商事业群合并后海外电商经营效率继续提升，预计本季度 AIDC 减亏提速，FY26 内或有望实现单季度盈利。

盈利预测与投资建议

- 公司加大即时零售投入卡位近场电商抢占份额，今明两年利润承压，但我们看好阿里云在本轮 AI 浪潮中的领先地位，电商主业亦保持稳健趋势，长期来自电商与云的增长逻辑不变。预测公司 FY2026-2028 营业收入为 10229/10985/11852 亿元 (原 FY2026-2028 预测为 10642/11748/12725 亿元，因银泰及高鑫零售出表下调收入)，经调整净利润为 1321/1697/1937 亿元 (原 FY2026-2028 预测为

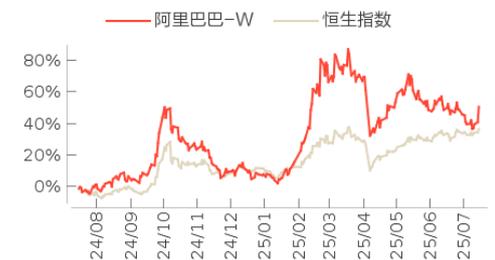
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。

投资评级 **买入 (维持)**

股价 (2025年07月15日)	113.5 港元
目标价格	161.59 港元
52 周最高价/最低价	143.49/71.6 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	1,908,843/1,908,843
H 股市值 (百万港币)	2,166,536
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 07 月 15 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	6.07	1.34	5.01	50.56
相对表现%	4.24	-1.58	-9.54	14.07
恒生指数%	1.83	2.92	14.55	36.49



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 liyuyi@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

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
新夸克发布 AI agent 落地可期，看好阿里 AI 应用领先地位	2025-03-15

1696/1849/1955 亿元，因闪购业务投入加大下调利润)。分部估值计算公司市值为 28093 亿元，对应每股价值 161.59 港元（人民币兑港币汇率 1.098），维持“买入”评级。

风险提示

闪购业务进展不及预期、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	1,022,878	1,098,501	1,185,239
同比增长(%)	8.34%	5.86%	2.66%	7.39%	7.90%
营业利润(百万元)	113,350	140,905	98,642	140,014	166,185
同比增长(%)	12.95%	24.31%	-29.99%	41.94%	18.69%
归属母公司净利润(百万元)	79,741	129,470	102,942	138,254	161,004
同比增长(%)	9.97%	62.36%	-20.49%	34.30%	16.46%
每股收益(元)	3.92	6.70	5.37	7.22	8.41
毛利率(%)	37.70%	39.95%	36.42%	37.29%	38.57%
净利率(%)	8.47%	12.99%	10.06%	12.59%	13.58%
净资产收益率(%)	7.24%	12.01%	8.53%	9.96%	10.08%
市盈率(倍)	23.1	14.2	17.9	13.3	11.5
市净率(倍)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6

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

公司加大即时零售投入卡位近场电商抢占份额，今明两年利润承压，但我们看好阿里云在本轮 AI 浪潮中的领先地位，电商主业亦保持稳健趋势，长期来自电商与云的增长逻辑不变。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 10229/10985/11852 亿元（原 FY2026-2028 预测为 10642/11748/12725 亿元，因银泰及高鑫零售出表下调收入），经调整净利润为 1321/1697/1937 亿元（原 FY2026-2028 预测为 1696/1849/1955 亿元，因闪购业务投入加大下调利润）。参考可比公司维持上次估值，分部估值计算公司市值为 28093 亿元，对应每股价值 161.59 港元（人民币兑港币汇率 1.098），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	247,647	239,991	292,084	996,347	1,022,878	1,098,501
yoy	6.57%	1.81%	1.47%	4.26%	5.86%	2.66%	7.39%
合计经调整 EBITA	32,616	38,817	20,806	43,149	173,065	128,721	169,598
yoy	36.08%	-13.81%	-48.70%	-21.34%	4.87%	-25.62%	31.76%
利润率	13.79%	15.67%	8.67%	14.77%	17.37%	12.58%	15.44%
合计经调整净利润	29,847	35,324	27,658	41,654	158,122	132,065	169,713
yoy	22.23%	-13.19%	-24.26%	-18.43%	0.41%	-16.48%	28.51%
利润率	12.62%	14.26%	11.52%	14.26%	15.87%	12.91%	15.45%
分部财务数据							
	4Q25	1Q26E	2Q26E	2Q26E	FY25	FY26E	FY27E
淘天集团	101,369	121,519	104,932	143,292	449,827	474,663	497,685
yoy	8.75%	7.19%	6.00%	5.29%	3.43%	5.52%	4.85%
收入占比	42.87%	49.07%	43.72%	49.06%	45.15%	46.40%	45.31%
CMR	71,077	88,584	75,854	107,210	322,346	345,767	366,086
CMR-yoy	11.80%	10.57%	7.80%	6.37%	6.03%	7.27%	5.88%
经调整 EBITA	41,749	46,243	33,813	54,362	196,232	169,861	192,561
yoy Δ	3,248	-2,567	-10,777	-6,721	1,405	-26,371	22,700
yoy	8.44%	-5.26%	-24.17%	-11.00%	0.72%	-13.44%	13.36%
利润率	41.19%	38.05%	32.22%	37.94%	43.62%	35.79%	38.69%
阿里国际数字商业	33,579	34,858	38,188	45,990	132,300	159,580	184,387
yoy	22.34%	19.00%	20.57%	21.81%	28.95%	20.62%	15.55%
收入占比	14.20%	14.08%	15.91%	15.75%	13.28%	15.60%	16.79%
经调整 EBITA	-3,574	-1,015	125	-1,111	-15,137	-2,789	-272
yoy	12.51%	0.00%	0.00%	0.00%	-88.39%	81.58%	90.25%
利润率	-10.64%	-2.91%	0.33%	-2.42%	-11.44%	-1.75%	-0.15%
本地生活	16,134	18,118	19,906	18,590	67,076	74,002	79,325
yoy	10.30%	11.64%	12.30%	9.43%	12.16%	10.33%	7.19%
收入占比	6.82%	7.32%	8.29%	6.36%	6.73%	7.23%	7.22%

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。

经调整 EBITA	-2,316	-5,703	-13,398	-9,483	-3,689	-37,026	-17,796
yoy	27.58%	-1377.56%	-3326.53%	-1491.03%	62.40%	-903.70%	51.94%
利润率	-14.35%	-31.48%	-67.31%	-51.01%	-5.50%	-50.03%	-22.43%
菜鸟	21,573	23,639	21,337	24,925	101,272	92,857	99,147
yoy	-12.15%	-11.83%	-13.43%	-11.74%	2.27%	-8.31%	6.77%
收入占比	9.12%	9.55%	8.89%	8.53%	10.16%	9.08%	9.03%
经调整 EBITA	-606	-401	133	207	302	-16	776
yoy	54.84%	-164.83%	141.74%	-11.74%	-78.46%	-105.45%	4808.36%
利润率	-2.81%	-1.69%	0.62%	0.83%	0.30%	-0.02%	0.78%
云智能	30,127	32,390	36,450	38,471	118,028	144,337	174,648
yoy	17.71%	22.00%	23.10%	21.20%	10.90%	22.29%	21.00%
收入占比	12.74%	13.08%	15.19%	13.17%	11.85%	14.11%	15.90%
经调整 EBITA	2,420	2,657	3,057	3,342	10,556	12,178	15,084
yoy	68.99%	13.68%	14.88%	6.49%	88.77%	15.36%	23.87%
利润率	8.03%	8.20%	8.39%	8.69%	8.94%	8.44%	8.64%
大文娱	5,554	5,602	6,155	5,911	22,267	23,515	24,313
yoy	12.32%	0.37%	8.09%	8.70%	5.31%	5.60%	3.39%
收入占比	2.35%	2.26%	2.56%	2.02%	2.23%	2.30%	2.21%
经调整 EBITA	36	-103	-32	-40	-554	-33	233
yoy	104.07%	-0.37%	81.81%	86.95%	64.00%	94.05%	808.36%
利润率	0.65%	-1.85%	-0.53%	-0.68%	-2.49%	-0.14%	0.96%
所有其他	53,988	36,694	39,090	41,482	206,269	157,663	163,388
yoy	4.92%	-21.93%	-25.08%	-21.88%	7.39%	-23.56%	3.63%
收入占比	22.83%	14.82%	16.29%	14.20%	20.70%	15.41%	14.87%
经调整 EBITA	-2,535	-1,245	-1,569	-2,431	-8,536	-7,129	-5,667
yoy	10.04%	1.43%	0.82%	22.97%	1.10%	16.48%	20.51%
利润率	-5%	-3%	-4%	-6%	-4%	-5%	-3%
未分配经调整 EBITA	-2,558	-1,615	-1,323	-1,697	-6,109	-6,325	-15,322

数据来源：公司公告，wind，东方证券研究所预测

表 2：分部估值表

	估值方式	估值倍数	FY26E 收入/经调整 净利润	市值 (mn)
淘天集团	P/E	10.0	130,995	1,309,952
云智能集团	P/S	6.0	144,337	866,022
阿里国际数字商业集团	P/S	2.0	159,580	319,160
菜鸟集团	P/S	0.4	92,857	39,558
本地生活集团	P/S	3.0	74,002	222,007
大文娱集团	P/S+市值			52,619
合计				2,809,319
股份数 (百万)				19,088
每股价值 (元/股)				147.17
汇率 (港元/元)				1.098
每股价值 (港元/股)				161.59

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所

风险提示

- **闪购业务进展不及预期**

当前外卖行业竞争激烈，公司于闪购业务投入较大，若闪购业务单量增长速度或单均亏损不及预期，则会对公司整体利润造成较大影响。

- **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	81,129	66,659	137,382	营业收入	941,168	996,347	1,022,878	1,098,501	1,185,239
短期投资	262,955	228,826	280,601	292,186	303,771	营业成本	-586,323	-598,285	-650,314	-688,881	-728,050
限制现金	38,299	43,781	45,711	47,490	48,917	销售费用	-115,141	-144,021	-153,421	-147,199	-156,452
预付账款	143,536	202,175	207,559	222,904	240,504	管理费用	-41,985	-44,239	-46,609	-47,785	-51,558
其他	59,949	53,780	55,202	56,234	57,266	研发费用	-52,256	-57,151	-60,179	-61,516	-68,744
流动资产合计	752,864	674,049	670,202	685,474	787,840	资产减值损失	-10,521	-6,171	-4,996	-1,695	-1,965
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	-8,716	-11,412	-12,285
固定资产	185,161	203,348	323,293	453,212	585,606	营业利润	113,350	140,905	98,642	140,014	166,185
商誉	259,679	255,501	258,056	260,637	263,243	投资及利息	-9,964	20,759	21,387	22,456	23,579
无形资产	26,950	20,911	35,801	38,448	41,483	财务支出	-7,947	-9,596	-9,914	-10,530	-11,100
其他	337,044	440,249	454,014	477,210	501,337	其他收入	6,157	3,387	6,095	6,400	6,720
非流动资产合计	1,011,965	1,130,178	1,299,672	1,509,054	1,671,217	利润总额	101,596	155,455	116,210	158,339	185,384
资产总计	1,764,829	1,804,227	1,969,874	2,194,527	2,459,057	所得税	-22,529	-35,445	-23,242	-31,668	-37,077
短期借款	12,749	22,562	23,163	24,875	26,839	投资收益	-7,735	5,966	7,396	7,766	8,154
商家存款	12,737	274	8,769	7,260	5,434	净利润	71,332	125,976	100,364	134,438	156,461
其他	396,021	412,510	430,778	459,546	493,576	归属母公司净利润	79,741	129,470	102,942	138,254	161,004
流动负债合计	421,507	435,346	462,710	491,681	525,850	少数股东损益	-8,677	-4,133	-3,198	-4,436	-5,163
长期借款	55,686	49,909	53,403	55,005	56,655	调整后净利润	157,479	158,122	132,065	169,713	193,737
应付债券	86,089	122,398	128,518	136,229	144,403	每股收益(元)	3.92	6.70	5.37	7.22	8.41
其他	88,948	106,468	106,447	111,923	123,585						
非流动负债合计	230,723	278,775	288,367	303,157	324,643	主要财务比率					
负债合计	652,230	714,121	751,077	794,838	850,493		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%	2.7%	7.4%	7.9%
资本公积	397,999	381,379	400,854	444,610	547,903	营业利润	13.0%	24.3%	-30.0%	41.9%	18.7%
留存收益	597,987	645,478	752,488	894,782	1,006,847	调整后EBITA	11.6%	4.9%	-25.6%	31.8%	16.2%
其他	105,974	51,535	53,741	48,583	42,100	净利润	10.0%	62.4%	-20.5%	34.3%	16.5%
股东权益合计	1,101,871	1,078,393	1,207,084	1,387,976	1,596,850	获利能力					
负债、夹层股本和股东权益	1,764,829	1,804,227	1,969,874	2,194,527	2,459,057	毛利率	37.7%	40.0%	36.4%	37.3%	38.6%
						调整后EBITA 利润率	17.5%	17.4%	12.6%	15.4%	16.6%
						净利率	8.5%	13.0%	10.1%	12.6%	13.6%
						ROE	7.2%	12.0%	8.5%	10.0%	10.1%
						偿债能力					
						资产负债率	37.0%	39.6%	38.1%	36.2%	34.6%
						流动比率	1.79	1.55	1.45	1.39	1.50
						速动比率	1.79	1.55	1.45	1.39	1.50
						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	5.4	7.2	8.4
						每股经营现金流	9.0	8.7	10.5	13.1	15.9
						每股销售收入	46.6	53.0	55.3	59.4	64.1
						估值比率					
						市盈率	24.7	15.2	19.2	14.3	12.3
						市销率	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
						EV/EBITDA	10.7	10.2	11.6	8.7	7.2
						EV/EBITA	12.5	11.9	16.0	12.1	10.4

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。