

# 阿里巴巴-SW (9988.HK)

## 疫情影响几何?

**阿里巴巴 3Q20 财季业绩超预期。**3Q20 公司实现收入 1615 亿，同比增长 38%；超过彭博一致预期的 36%。核心电商收入同比增长 38%；国内零售业务的年度活跃买家数/MAU 达 7.11/8.24 亿，环比增长 1800/3400 万，延续快速扩张趋势。云计算收入首次突破 100 亿，同比增长 62%。剔除股权激励费用、投资收益及减值等因素影响后，公司 3Q20 季度实现 non-GAAP 归母净利润约 465 亿，同比增长 56%。

**淘宝直播持续爆发，云计算收入首次突破百亿。**阿里的社交化、内容化、生态化打法为其电商业务储备了较为充足的增长动力，本季度持续开花结果。本季度新增活跃买家数 1800 万中超过 60% 的用户来自于下沉市场，显示出阿里在下沉市场打法的强劲势头。淘宝直播持续表现亮眼；2019 年 12 月，淘宝直播 GMV 和 MAU 同比增长均超过 1 倍。本季度内阿里云收入首次突破 100 亿元，同比增长 62%，公有云及混合云服务均实现快速增长。

**驰援战疫，危中有机。**阿里成立了抗击疫情和商家扶助两个专门小组，通过提供资金和物资援助、减免费用等，积极履行社会责任、鼎力扶持中小企业。

短期，疫情或对 4Q20 阿里国内电商业务和本地生活业务产生较大冲击。其中，国内电商业务所受的影响体现在 GMV 和变现率两方面。GMV 方面，部分品类，如服装和消费电子受供给端和需求端的冲击较大；我们预计公司 4Q20 财季 GMV 或同比下滑 10-15%。变现率方面，天猫优质商家佣金优惠、天猫年费减免、旺铺费用减免等扶持政策望帮助商家共克时艰，但同时也会带来短期变现率下滑；我们预计公司 4Q20 财季国内电商业务广告和佣金收入或同比下滑 15-20%。4Q20 阿里总收入增速或降至 10%+ 水平。

本次疫情虽然对公司业务造成短期负面影响，但也加速了盒马、钉钉等生鲜电商和远程办公业务的发展；并且有助于促进电商触达原本较难触达的非网购用户。中长期来看，这一挑战更有望加速阿里消费互联网业务的渗透和产业互联网业务的扩张。

**维持“买入”评级。**我们预计 2020/2021 财年，公司收入分别增长 33%/28%，达 5003 亿/6381 亿；non-GAAP 归母净利润分别增长 38%/22%，达 1389 亿/1692 亿。基于分部估值法给予阿里巴巴 269 美元目标价，对应港股 261 港币目标价，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情冲击下电商销售额放缓，中小企业扶持措施使变现率和利润端承压，生态型业务亏损超预期等。

财务指标	FY2018	FY2019	FY2020e	FY2021e	FY2022e
营业收入(百万元)	250,266	376,844	500,303	638,126	778,259
增长率 yoy (%)	58%	51%	33%	28%	22%
归母净利润(百万元)	85,766	100,731	138,898	169,195	204,790
增长率 yoy (%)	42%	17%	38%	22%	21%
EPS 最新摊薄(元/股)	32.86	38.40	52.32	63.27	76.59
净资产收益率(%)	17%	18%	21%	14%	14%
P/E(倍)	46.9	40.2	29.5	24.4	20.1
P/B(倍)	10.9	8.1	5.3	4.4	3.7

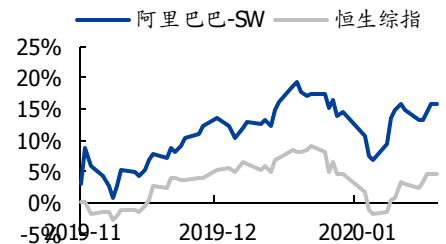
资料来源：公司公告，国盛证券研究所。注：利润相关指标为 non-GAAP 口径

## 买入(维持)

### 股票信息

行业	互联网零售
前次评级	买入
最新收盘价	215.0
总市值(百万元)	4,614,282.7
总股本(百万股)	21,461.78
其中自由流通股(%)	100%
30 日日均成交量(百万股)	19.62

### 股价走势



### 作者

#### 分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

#### 分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

### 相关研究

- 《阿里巴巴-SW (9988.HK)：归来仍是少年》2019-11-25
- 《直播电商风云录》2019-11-06
- 《阿里巴巴 (BABA.N)：1900 万新增买家，不够吗？》2019-11-02
- 《阿里巴巴 (BABA.N)：阿里的“攻”“守”“道”》2019-09-25
- 《阿里巴巴 (BABA.N)：阿里的变量：决战五环外、博弈直播间》2019-08-30



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	FY2018	FY2019	FY2020e	FY2021e	FY2022e
<b>流动资产</b>	256,855	270,273	540,014	713,735	894,207
现金	199,309	189,976	449,040	601,333	760,018
应收账款	43,228	58,590	77,785	99,213	121,000
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	14,318	21,707	13,189	13,189	13,189
<b>非流动资产</b>	460,269	694,803	783,084	842,055	901,794
长期投资	38,192	157,090	195,090	203,090	211,090
固定资产	66,489	92,030	84,880	79,380	75,241
无形资产	27,465	68,276	75,707	82,177	88,057
其他非流动资产	328,123	377,407	427,407	477,407	527,407
<b>资产总计</b>	717,124	965,076	1,323,098	1,555,790	1,796,001
<b>流动负债</b>	135,810	207,669	280,048	355,549	405,814
短期借款	6,028	7,356	7,356	7,356	-10,644
应付账款	81,165	117,711	179,788	241,241	296,805
其他流动负债	48,617	82,602	92,904	106,952	119,653
<b>非流动负债</b>	141,875	142,005	142,005	142,005	142,005
长期借款	34,153	35,427	35,427	35,427	35,427
其他非流动负债	107,722	106,578	106,578	106,578	106,578
<b>负债合计</b>	277,685	349,674	422,053	497,554	547,819
少数股东权益	70,616	116,326	123,078	128,019	133,975
股本	9,706	9,407	9,407	9,407	9,407
资本公积	186,764	231,783	354,653	385,600	423,342
留存收益	172,353	257,886	413,908	535,211	681,457
归属母公司股东权益	368,823	499,076	777,967	930,218	1,114,207
<b>负债和股东权益</b>	717,124	965,076	1,323,098	1,555,790	1,796,001

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	FY2018	FY2019	FY2020e	FY2021e	FY2022e
<b>经营活动现金流</b>	125,805	150,975	277,000	243,439	267,831
净利润	61,412	80,234	162,773	126,244	152,203
折旧摊销	22,020	37,080	30,865	30,175	29,407
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-27,477	-46,311	2,000	2,000	2,000
营运资金变动	22,725	32,250	53,184	54,073	46,478
其他经营现金流	47,125	47,722	28,178	30,947	37,743
<b>投资活动现金流</b>	-83,764	-151,060	-121,146	-91,146	-91,146
资本支出	-15,601	-32,336	-20,000	-20,000	-20,000
长期投资	-47,557	-11,578	-50,000	-50,000	-50,000
其他投资现金流	-20,606	-107,146	-51,146	-21,146	-21,146
<b>筹资活动现金流</b>	20,359	-7,392	94,692	0	-18,000
短期借款	-3,590	-4,231	0	0	-18,000
长期借款	37,215	0	0	0	0
普通股增加	399	-10,518	94,692	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-13,665	7,357	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	56,335	-4,232	250,546	152,293	158,685

**利润表 (百万元)**

会计年度	FY2018	FY2019	FY2020e	FY2021e	FY2022e
<b>营业收入</b>	250,266	376,844	500,303	638,126	778,259
营业成本	-107,044	-206,929	-276,155	-370,548	-455,895
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	-57,173	-87,942	-99,920	-119,158	-145,326
管理费用	-16,241	-24,889	-25,144	-29,306	-35,742
财务费用	-3,566	-5,190	-5,190	-5,190	-4,406
资产减值损失	-494	0	-576	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9,703	44,672	76,176	24,597	30,945
<b>营业利润</b>	75,451	96,566	169,493	138,521	167,835
营业外收入	4,160	221	7,246	3,948	3,948
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	79,611	96,787	176,739	142,469	171,783
所得税	-18,199	-16,553	-20,718	-21,165	-25,537
<b>净利润</b>	61,412	80,234	156,022	121,303	146,246
少数股东损益	2,573	7,366	6,752	4,941	5,957
<b>归属母公司净利润</b>	63,985	87,600	162,773	126,244	152,203
EBITDA	97,003	106,981	138,731	162,992	194,811
<b>Non-GAAP 归母净利</b>	85,766	100,731	138,898	169,195	204,790
EPS (元)	32.86	38.40	52.32	63.27	76.59

**主要财务比率**

会计年度	FY2018	FY2019	FY2020e	FY2021e	FY2022e
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	58%	51%	33%	28%	22%
营业利润(%)	44%	-18%	73%	21%	19%
归属于母公司净利润(%)	42%	17%	38%	22%	21%
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	57%	45%	45%	42%	41%
净利率(%)	34%	27%	28%	27%	26%
ROE(%)	17%	18%	21%	14%	14%
ROIC(%)	11%	7%	10%	10%	10%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	39%	36%	32%	32%	31%
净负债比率(%)	-20%	-14%	-42%	-52%	-59%
流动比率	189%	130%	193%	201%	220%
速动比率	189%	130%	193%	201%	220%
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	41%	45%	44%	44%	46%
应收账款周转率	692%	740%	734%	721%	707%
应付账款周转率	1700%	1939%	2130%	2858%	3516%
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	32.86	38.40	52.32	63.27	76.59
每股经营现金流(最新摊薄)	49.28	58.52	105.92	92.49	101.76
每股净资产(最新摊薄)	141.31	190.27	293.05	347.87	416.68
<b>估值比率</b>					
P/E	46.9	40.2	29.5	24.4	20.1
P/B	10.9	8.1	5.3	4.4	3.7
EV/EBITDA	41.8	37.9	27.4	22.3	17.8

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所。注: 利润相关指标为 non-GAAP 口径

## 内容目录

1. 阿里巴巴 3Q20 财季业绩超预期 .....	4
2. 疫情当前，共克时艰 .....	4
2.1 侠之大者，为国为民 .....	4
2.2 短期，国内电商业务面临 GMV 和变现率双冲击 .....	5
2.3 长期，危中有机、砥砺前行 .....	7
3. 盈利预测及估值 .....	8
4. 风险提示 .....	8

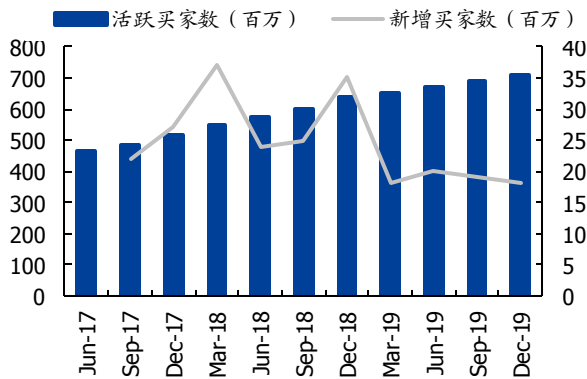
## 图表目录

图表 1: 阿里巴巴活跃买家数 .....	4
图表 2: 阿里巴巴单季收入及增速 .....	4
图表 3: 阿里巴巴积极履行社会责任、抗击疫情 .....	5
图表 4: 阿里巴巴推出六大方面 20 项特殊措施，扶助中小企业发展 .....	5
图表 5: 估算阿里国内电商销售额增速 .....	6
图表 6: 天猫、淘宝对商家主要收费模式一览 .....	6
图表 7: 估算阿里国内电商广告及佣金收入增速 .....	7
图表 8: 春节期间 TOP 5 生鲜电商 APP 日均 DAU .....	8
图表 9: 钉钉、企业微信 MAU 对比 .....	8

## 1. 阿里巴巴 3Q20 财季业绩超预期

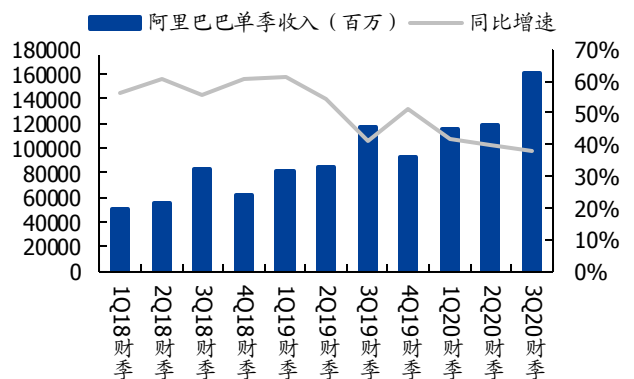
阿里巴巴在 3Q20 财季实现收入 1615 亿，同比增长 38%；超过彭博一致预期的 36%。核心电商收入同比增长 38%；国内零售业务的年度活跃买家数/MAU 达 7.11/8.24 亿，环比增长 1800/3400 万，延续快速扩张趋势。云计算收入首次突破 100 亿，同比增长 62%；文娱受益于阿里影业并表效应，收入同比增长 14%。剔除股权激励费用、投资收益及减值等因素影响后，公司 3Q20 季度实现 non-GAAP 归母净利约 465 亿，同比增长 56%。

图表 1: 阿里巴巴活跃买家数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 阿里巴巴单季收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

阿里的社交化、内容化、生态化打法为其电商业务储备了较为充足的增长动力，本季度持续开花结果。本季度新增活跃买家数 1800 万中超过 60% 的用户来自于下沉市场，显示出阿里在下沉市场打法的强劲势头。淘宝直播持续表现亮眼；2019 年 12 月，淘宝直播 GMV 和 MAU 同比增长均超过 1 倍。本季度内阿里云收入首次突破 100 亿元，同比增长 62%，公有云及混合云服务均实现快速增长。2019 年双十一期间，阿里公有云技术帮助集团处理每秒 54.4 万笔订单峰值，体现了公有云领先的网络安全技术实力。

## 2. 疫情当前，共克时艰

### 2.1 侠之大者，为国为民

本次疫情开始后，阿里巴巴成立了抗击疫情和商家扶助两个专门小组，积极履行社会责任、鼎力扶持中小企业。

**勇担社会责任，抗击疫情。**阿里设立 10 亿元医疗物资供给专项基金，积极在全球采购医疗资源，菜鸟联合全球物流业开通驰援武汉的物流“绿色通道”。盒马、天猫超市、饿了么在保障医护人员和市民生活所需方面也做出极大努力，支付宝为全国医护人员设立“健康保障金”，高德地图上线“医护专车”。阿里还通过技术为疫情防控提供支持，比如阿里健康上线免费义诊服务，阿里云向全球公共科研机构免费开放 AI 算力、加速新冠肺炎疫苗和药物研发，通过优酷和钉钉免费开放在线课堂、远程办公系统等。

图表 3: 阿里巴巴积极履行社会责任、抗击疫情

平台	举措
菜鸟	联合全球物流业开通驰援武汉“绿色通道”
阿里健康	上线免费义诊服务
支付宝	全国医护人员设立“健康保障金”
阿里云	向全球公共科研机构免费开放 AI 算力，加速新冠肺炎疫苗和药物研发
盒马、天猫超市、饿了么	保障医护人员和市民生活所需
优酷、钉钉	免费向全国大中小学、1000 万家企业开放在线课堂和在家办公系统
高德地图	上线“医护专车”，24 小时免费接送武汉医护人员

资料来源：阿里巴巴官网、官微，国盛证券研究所

**多措并举扶持中小企业：**阿里推出六大方面 20 项举措，包括减免平台商家经营费用、提供免息低息贷款等资金支持、补贴快递物流、开放灵活就业岗位、提供数字化服务、支持远程办公等，来帮助商家应对疫情的冲击。

图表 4: 阿里巴巴推出六大方面 20 项特殊措施，扶助中小企业发展

扶持方向	平台	措施
减免平台商家经营费用	天猫	在 2020 年 7 月 1 日前入驻的天猫商家，免除 2020 年上半年平台服务年费。 注册在湖北并且已经使用星级服务商服务的天猫商家，可获得 3 个月免费店铺代运营服务。 对于淘宝和天猫商家，网店装修工具“旺铺智能版”免费。
	饿了么、口碑	全部口碑商户和部分饿了么商户减免商品佣金至今年 2 月底。
	菜鸟	2020 年 3 月 31 日前新入仓商家减免 2 个月仓租。
	网商银行	为淘宝天猫的湖北商家提供为期 12 个月的 100 亿贷款，前三个月贷款免息，后九个月利率八折。 为其他地区商家提供为期 12 个月的 100 亿贷款，贷款利率八折。 缩短商家资金在途时间，符合条件的商家发货后即可收到由网商银行先行垫付的货款。
提供低息免息贷款等资金支持	饿了么、口碑	向部分全国连锁餐饮企业提供总额 10 亿元专项扶持资金。
补贴快递物流	淘宝、天猫、菜鸟	设立 10 亿元专项基金补贴供应链和物流。 针对快递员，提供揽收补贴、免费保险、免收菜鸟裹裹技术服务费等。 对全国范围入仓的防疫商品免除 2 月份仓租以及上门提货的干线费用。 为经营跨境进出口的商家提供保障和补贴。
	盒马	开展跨行业“共享员工”，餐饮、酒店、影院、百货等行业向待岗员工提供盒马工作岗位。
	饿了么、口碑	饿了么口碑推出“蓝海”就业共享平台，餐饮员工临时转岗成为外卖配送员或便利店员工。
为企业开放更多数字化服务	淘宝	淘宝直播零门槛向全国所有线下商户开放，免费使用运营工具。 淘宝大学推出多项线上免费课程，在线辅导商家运营。
	菜鸟	开放智慧供应链大脑等数智产品和专属服务。
支持远程办公	阿里云	为优质开发者提供最高 50 万元现金激励等七项措施。
	钉钉	在家办公功能免费开放，推出健康打卡功能。

资料来源：阿里巴巴官网、官微，国盛证券研究所

## 2.2 短期，国内电商业务面临 GMV 和变现率双冲击

我们认为，疫情对阿里巴巴国内电商业务的影响主要体现在两方面：一是货源生产受阻和物流受阻等带来的对电商 GMV 的负面冲击，另一方面是阿里巴巴对商家进行费用减免

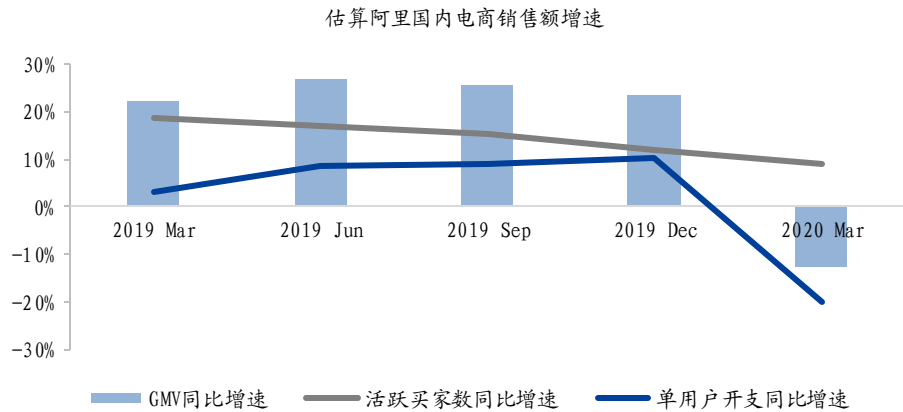


等扶持而产生的对变现率的影响。

**电商成交额方面**，由于短期货源生产不足、物流受阻、消费者购买意愿暂时下滑，多数品类商品销售额面临冲击。其中，食品和日化的需求较为旺盛；但服饰、消费电子等份额较大的品类面临较大需求端和供给端的冲击；家装、珠宝等其他品类亦受一定影响。

综合评估，我们估算2020年一季度，即阿里巴巴4Q20财季国内电商业务的单用户开支或面临20%的负增长；GMV或面临10-15%的负增长。

图表 5: 估算阿里国内电商销售额增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所估算

**变现率方面**，我们认为主要的影响因素包括：1) 疫情出现后，天猫对商家免除2020年上半年年费，淘宝和天猫对商家免除装修工具“旺铺智能版”费用；2) 天猫对优质商家提供一定的佣金优惠；3) 疫情出现后，商家若预期电商销售额受影响，或潜在降低一定的直通车和钻展等广告开支比例。我们对商家年费和旺铺工具费减免政策的影响做一定量测算。

天猫对商家的收费，除了保证金之外，主要包括：1) 年费：主要有3万元和6万元两档；商家年销售额满足一定标准，如多数品类商家年销售额达30万或60万，即可减免年费；2) 佣金：按销售额抽佣2%-5%，视品类不同而有所差别；3) 旺铺等工具费用：旺铺智能版收费约99元/月；4) 广告：当商家开展钻展或直通车等广告活动时收取。

淘宝对商家的收费，主要包括：1) 旺铺等工具费用：旺铺智能版收费约99元/月；2) 广告：当商家开展钻展或直通车等广告活动时收取。

图表 6: 天猫、淘宝对商家主要收费模式一览

平台	收费种类	收费方式
天猫	年费	主要为3万元和6万元两档，商家年销售额满足一定标准可减免
	佣金(软件服务费)	按销售额抽佣约2%-5%，视品类不同而有所差别
	工具收费	旺铺智能版收费约99元/月
	营销收费	当商家开展钻展或直通车等广告活动时收取
淘宝	工具收费	旺铺智能版收费约99元/月
	营销收费	当商家开展钻展或直通车等广告活动时收取

资料来源: 天猫, 淘宝, 国盛证券研究所

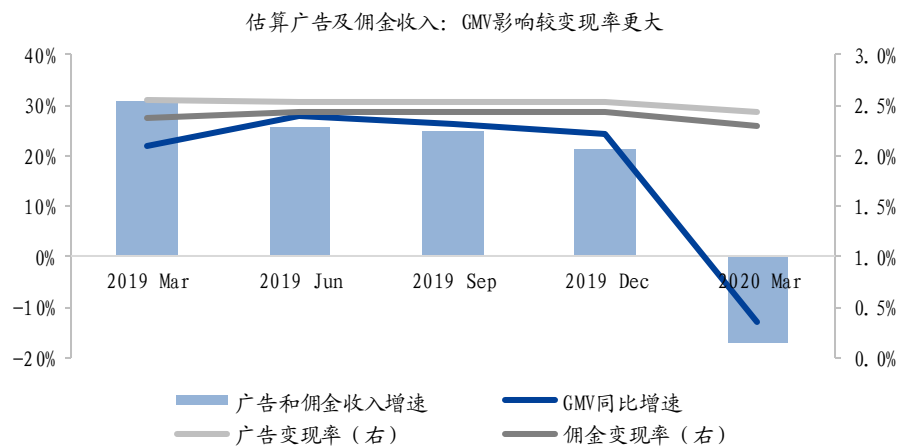
我们按天猫商家平均销售额估算，天猫多数商家已符合原本年费减免的年销售额标准；因此此前缴纳年费的商家数有限，且均为中小商家。此次年费减免相当于对中小商家的定向扶持。我们按全部天猫商家缴纳佣金、少部分中小商家缴纳年费的假设来估算，天

猫商家年费仅占软件服务费类目（包括佣金、年费）约10%左右；则一季度即4Q20财季年费减免会对天猫产生约不到10亿的收入影响。

旺铺工具方面，我们假设天猫百万级商家和淘宝千万级商家约1/3使用旺铺智能版。若从2月中上旬开始减免，按99元的月费计算，旺铺智能版费用减免在一季度即4Q20财季亦将对天猫和淘宝产生不到10亿的收入影响。

整体来看，GMV受冲击、费用减免导致变现率降低均会带来淘宝天猫的广告和佣金收入下滑，但前者影响远大于后者。综合GMV潜在下滑、以及天猫淘宝商家费用减免等因素，我们估算一季度即4Q20财季的阿里国内电商业务中，广告收入和佣金收入或面临15-20%的同比下滑。

图表 7: 估算阿里国内电商广告及佣金收入增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所估算

可喜的是，阿里巴巴在消费互联网和产业互联网领域布局辽阔。除了短期受冲击的国内电商业务和本地生活业务之外，公司健康增长的国际零售和批发业务、云服务、数字娱乐业务、创新业务等均会为公司收入增长提供一定缓冲。我们预计4Q20财季阿里巴巴整体收入仍将保持10%以上增长。

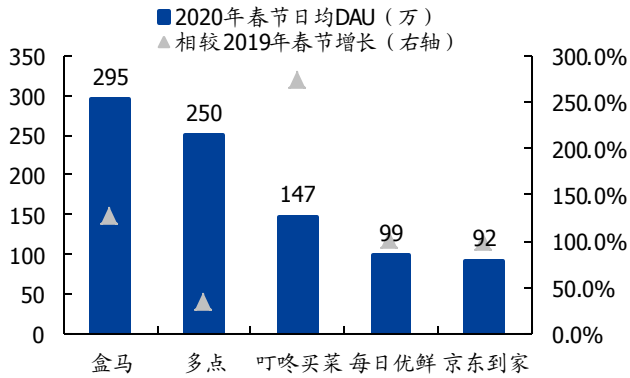
### 2.3 长期，危中有机、砥砺前行

本次疫情虽然对公司业务或造成一定短期影响，但也改变了人们的生活和工作方式，创造了数字化发展的新契机。

生活方面，疫情影响下人们更加愿意在线上购买生活必需品，生鲜电商APP的需求猛增。2020年春节期间盒马的DAU高达295万，同比大幅增长127.5%，位居行业首位。我们认为，受疫情催化，居民购物消费线上渗透率将得到进一步提升；这有助于在中长期持续促进阿里电商业务的活跃买家数和单用户开支增长。

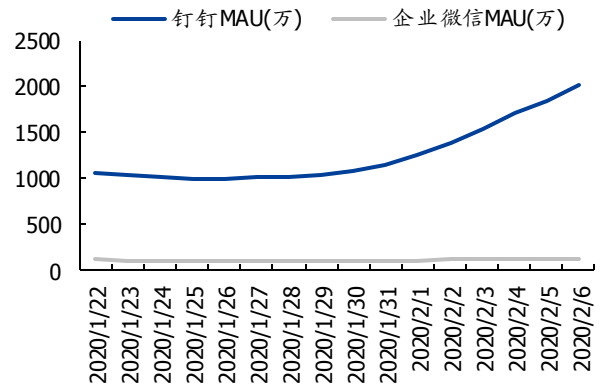
工作方面，本次疫情产生了大规模的远程办公群体，钉钉免费开放在家办公、虚拟会议、健康打卡等功能，广受好评。根据MobTech大数据，2月6日钉钉MAU高达2008.2万，较1月22日的1066万大幅提升88.4%，遥遥领先于企业微信。阿里巴巴的企业服务业务渗透率有望由此得到大幅提升。

图表 8: 春节期间 TOP5 生鲜电商 APP 日均 DAU



资料来源: Questmobile, 19年/20年春节时间分别 2.4-2.10/1.24-2.2, 国盛证券研究所

图表 9: 钉钉、企业微信 MAU 对比



资料来源: MobTech, 国盛证券研究所

居民消费线上渗透率提升、企业数字化发展是必然的趋势。中长期来看，当前的挑战更有助于加速阿里消费互联网业务的渗透和产业互联网业务的扩张。

### 3. 盈利预测及估值

我们预计公司 2020 财年核心电商/云计算/娱乐/创新业务收入分别为 4272 亿/400 亿/271 亿/60 亿，同比增长 32%/62%/13%/29%；预计公司 2021 财年核心电商/云计算/娱乐/创新业务收入分别为 5425 亿/584 亿/290 亿/83 亿，同比增长 27%/46%/7%/37%。预计公司 FY2020/FY2021 总收入分别约 5003 亿/6381 亿，non-GAAP 净利分别约 1389 亿和 1692 亿。

基于分部估值法，我们给予核心电商业务 20x 2021e P/E，以及云计算/娱乐/创新业务 10x / 3x / 3x 2021e P/S，得出 269 美元目标价，对应港股约 261 港币目标价，维持“买入”评级。

### 4. 风险提示

疫情冲击下电商销售额增速放缓；

中小企业扶持措施或使公司变现率和利润端面临短期冲击；

生态型业务亏损超预期等。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com